



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年8月30日

投資研究週報

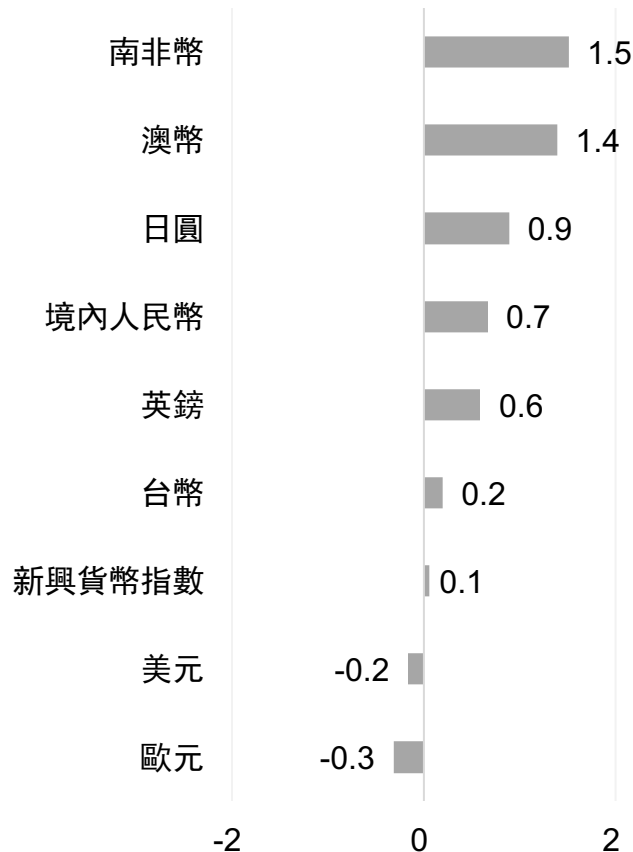
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

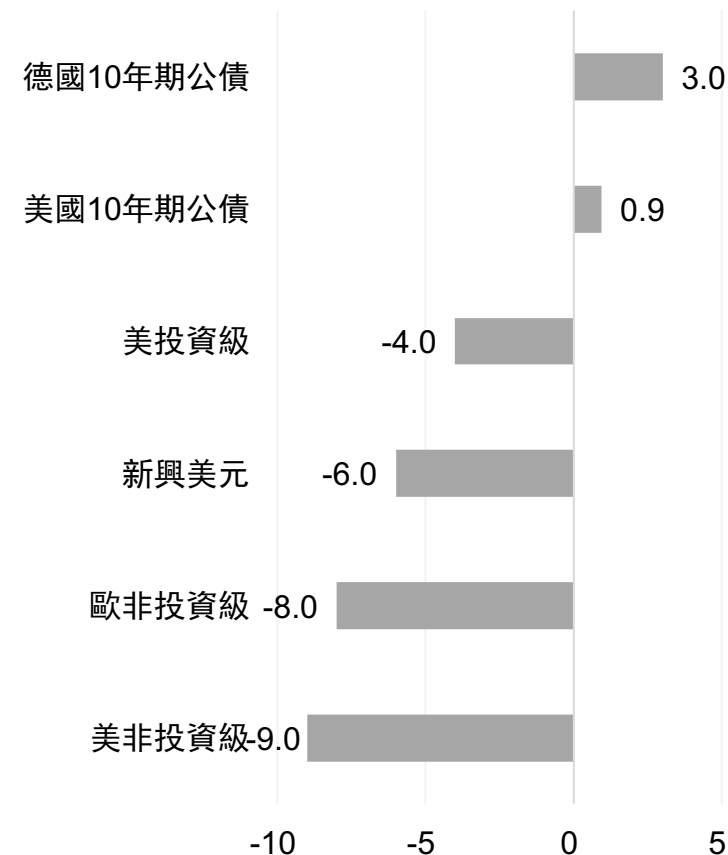
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/8/22- 2024/8/29。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- 1) **鮑爾為降息開綠燈，降息碼數就看8月就業報告：**觀察7月的失業人口上升主要是由貝羅颶風導致的暫時性因素，推測8月數據有望會改善下，9月降息1碼的機率較高。
- 2) **輝達財報驚喜程度下降，但AI成長趨勢無虞：**輝達股價下跌逾6%，因1)營收增速放緩，2)毛利率下滑，及3)產品遞延，但營收展望仍有雙位數增長，透露AI需求仍處成長初段，長線可期。
- 3) **Fed降息不利美元，台幣換匯時機到了嗎？**鮑爾鴿聲激勵台幣，但市場的降息預期已激進，預期在Fed正式降息前，台幣應趨於橫盤震盪。

2. 後續看點

- ISM製造業PMI(9/3)、非農(9/6)、蘋果新機發表(9/10)

策略思維

1. **股市：**股市不宜追高，可拉回布建。股市波動放大，類股輪動加快，科技股將不再一支獨秀，未來可將目光移往低基期，且獲利具成長性的類股進行分散布局。
2. **債市：**長率大幅下行空間有限，可逢反彈進行布債。考量市場的降息預期恐已過於激進，加上降息多帶動期限溢價正常化，長率下行空間較短率限縮。
3. **匯市：**Fed政策趨鬆利多消化，台幣趨於橫盤：台幣匯價恐已反應聯準會放鬆利多，加上貿易盈餘動能弱於以往，後續應趨於橫盤震盪。



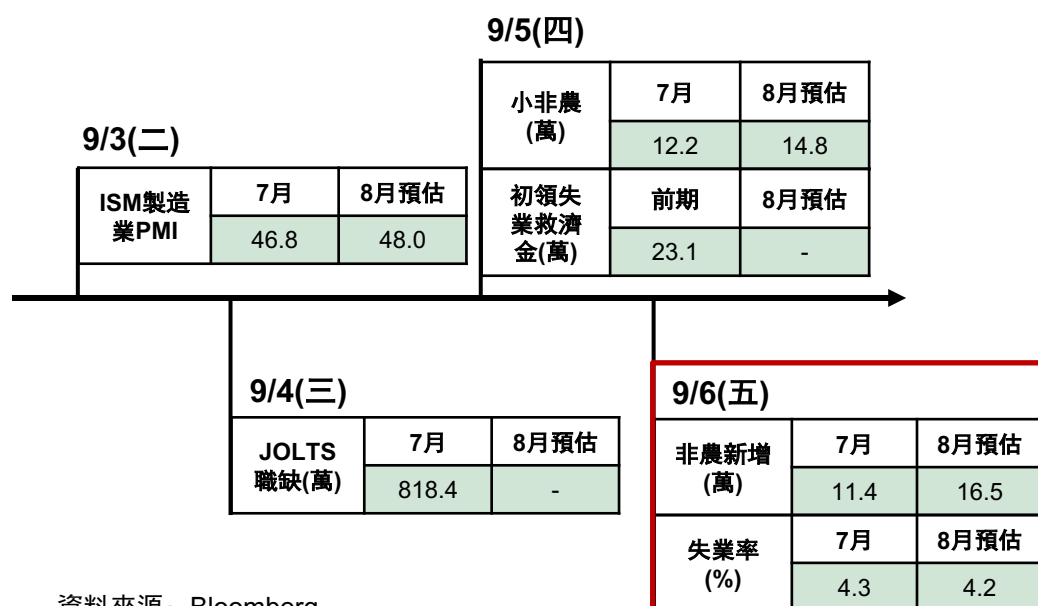
總經 | 9月降息方向明確, 降幅1碼或2碼將取決於就業數據變化

Fed主席鮑爾於央行年會明確釋出降息訊號, 且未來**關注焦點明顯轉向就業**。因此**9月究竟是降息1碼或2碼, 9/6(五)公布的8月就業數據是關鍵**。

根據在央行年會中討論的報告, 預估目前失業率的轉折點可能在4.42%, 意味高過這個點容易出現失業率彈升的衰退情境, 且觀察在6月份Fed對失業率預估的上緣也在4.4%, 就不難理解7月就業報告(失業率4.3%)為何觸動Fed的敏感神經。

不排除若8月就業數字, 非農就業新增進一步走弱, 甚至變負值, 尤其失業率往4.4%靠近的話, 9月降兩碼的機率將是高的, 但細究7月就業報告, 觀察失業人口增加受貝羅颶風的臨時性因素影響大, **預期8月有望改善, 漸進式降息、9月降息1碼仍是基礎情境**。

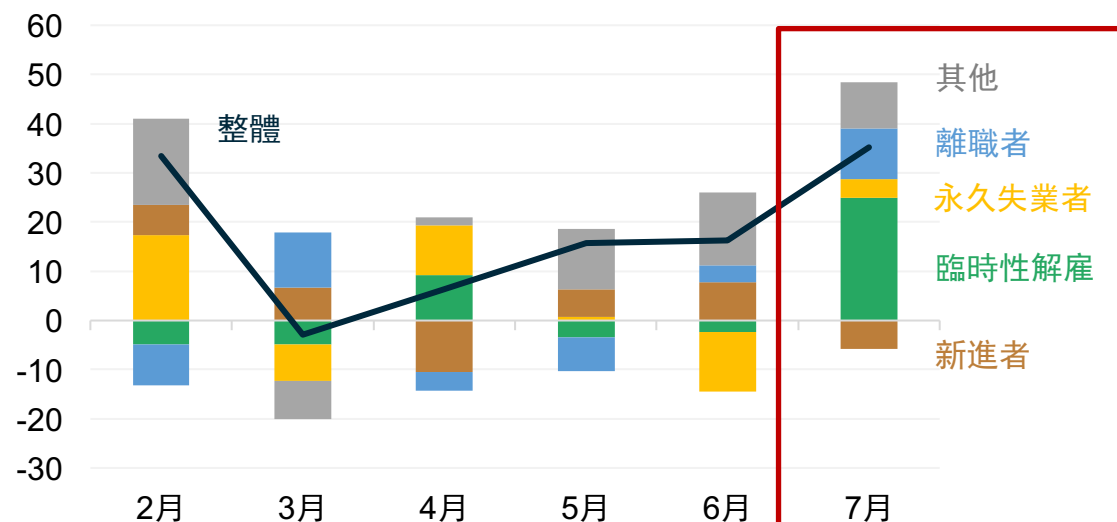
9月降息碼數關鍵在8月就業報告



資料來源: Bloomberg。

7月失業彈升受臨時性因素影響, 料8月數據有望改善

失業人口月變化人數, 萬

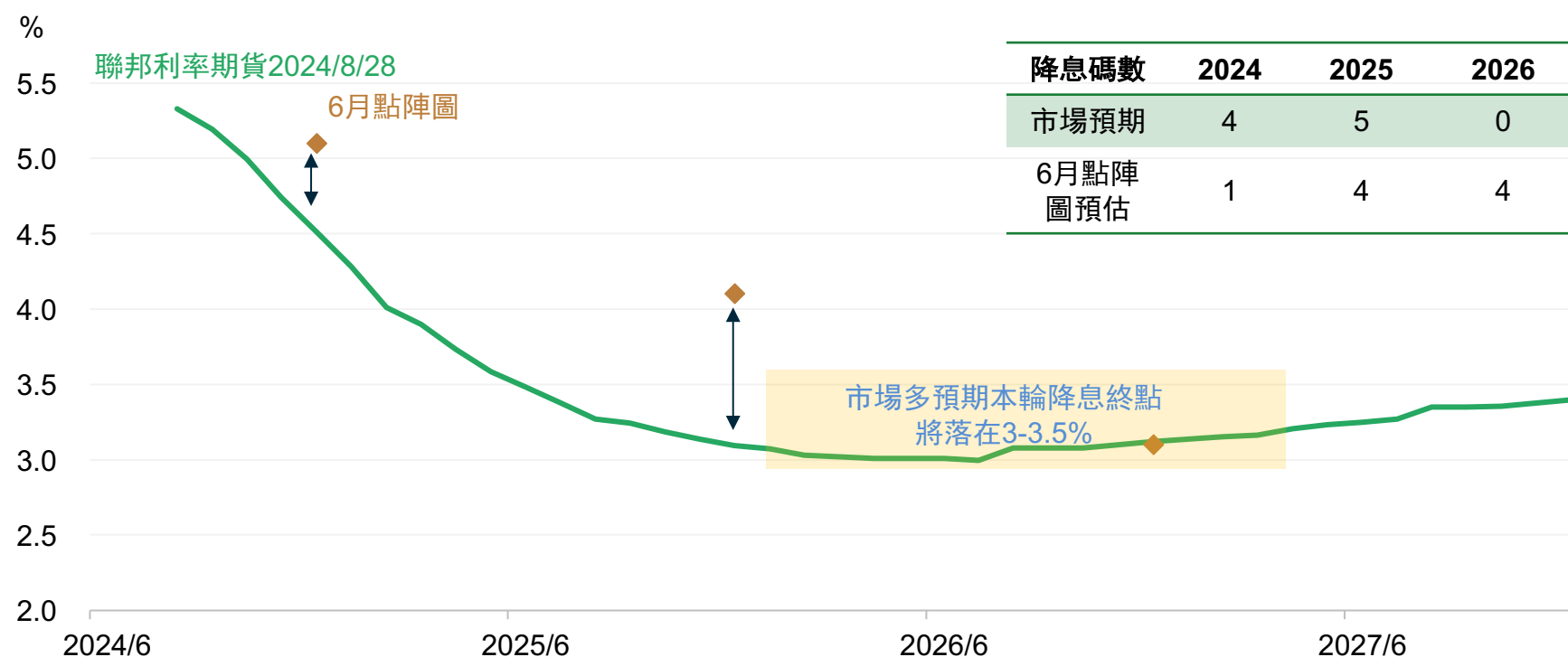


資料來源: Bloomberg。

總經 | 市場對降息預估激進, 但對本輪降息終點與Fed有共識

目前市場預期2024年將有4碼、2025年有5碼降息空間, 比Fed 6月經濟預測2024年到2026年分別為1碼、4碼、4碼的降息預期激進許多, 但值得注意的是對於本輪降息的終點(終端利率), 預估區間變化不大, 多落在3-3.5%。

市場對降息預估激進, 不排除已過度反應



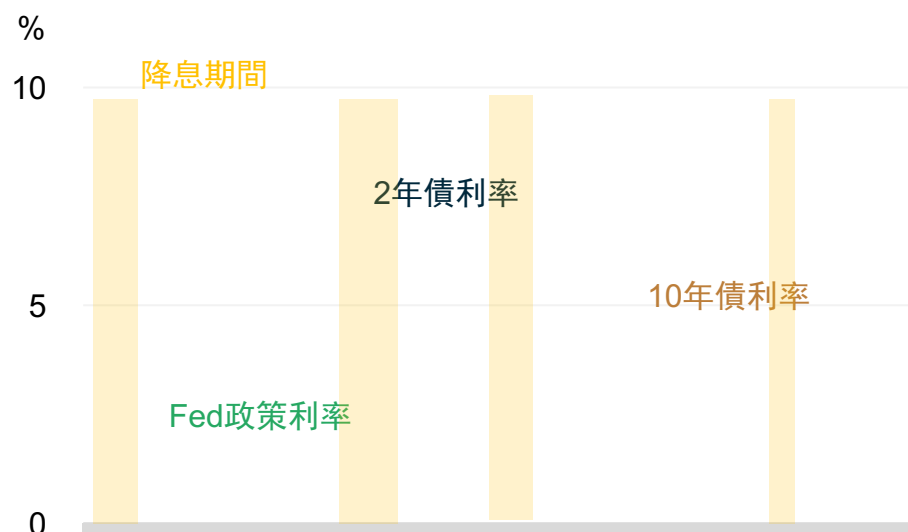
資料來源: FedWatch Tool, Fed。

債市 | 長債可思考介入優質企業債, 適度承擔信用風險來提高收益率

參考過去降息的經驗, 短率多隨政策利率走低, 但長率則受到期限溢價恢復緣故, 下降的幅度較短率小。若以終端利率為3-3.5%, 再加上1碼的期限溢價來推估, 預期目前長債利率再下行空間有限。

布局策略上, 因短率隨降息展開逐步走低機率高, 有資金短期停泊需求者可盡早布局; 長債部分, 著眼於鎖定長期的穩定現金流, 有鑑於美國經濟仍穩健, **可思考介入體質優良的企業債**, 通過適度承擔信用風險來提高收益率。

降息開始後, 期限溢價(term premium)多回歸正值



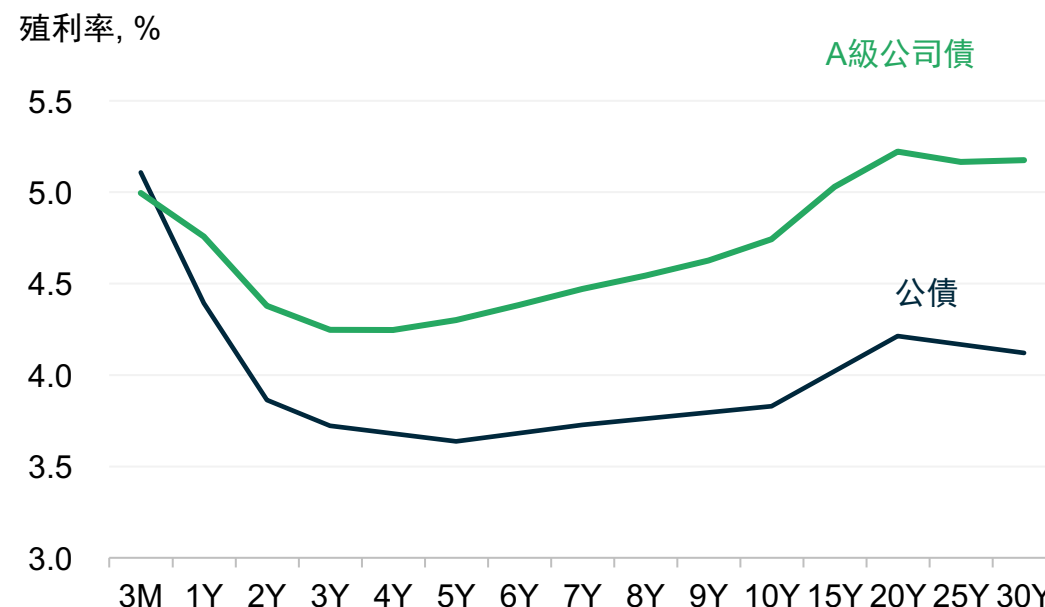
註：期限溢價為投資者對持有較長期債券要求的額外回報。

資料來源：Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

可思考介入體質優良的企業債來提高收益率



資料來源：Bloomberg。

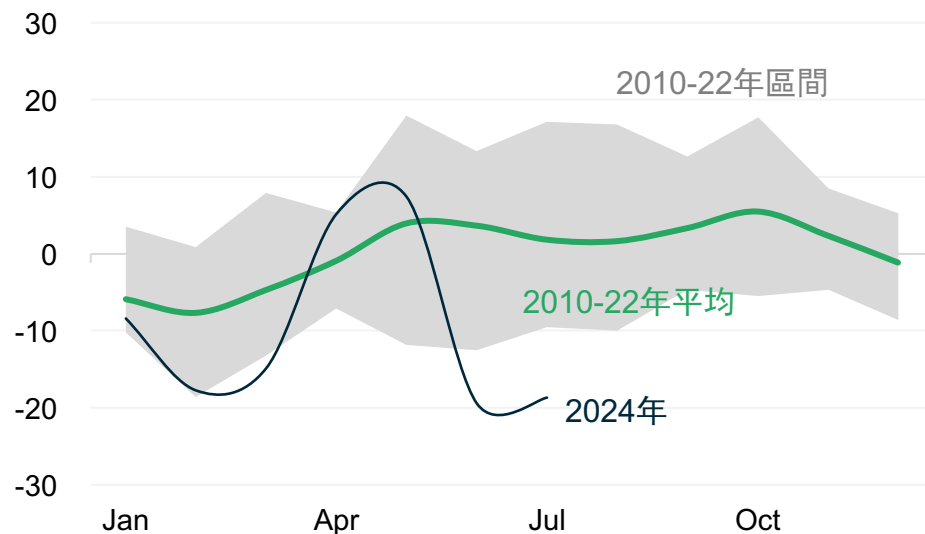
台幣 | 貿易帳動能弱於以往，景氣信號分數仍位居高位，但上行難度漸增，台幣趨向橫盤震盪

基本面：時序進入產業旺季，季節性有利出口表現，但今年因為原油、設備等進口增加之故，使得貿易帳動能低於過往。另一方面，國發會發布7月景氣燈號亮出黃紅燈，綜合判斷分數35分，較6月減少3分，主要因為傳產復甦尚緩、凱米颱風影響部分生產及出貨遞延所致，構成項目中，海關出口值由紅燈轉呈綠燈，分數減少2分；工業生產指數由紅燈轉呈黃紅燈，分數減少1分。國發會表示，隨AI、高速運算等應用持續活絡，以及消費性電子產品進入年底鋪貨旺季，將挹注出口動能。因此，後續綜合分數應能續於高位，但鑒於高基期影響下，分數上行難度漸增。

匯價方面：1)美國經濟軟著陸可能性較高，不至出現巨幅降息，台幣匯價恐已反應聯準會放鬆利多。2)外銷進入旺季，但受進口影響，貿易帳動能弱於以往，而景氣燈號分數上攻難度漸增。因此，短線台幣雖大幅回升，但進一步**升值幅度較受限，後續應趨於橫盤震盪**。

外銷進入旺季，但受進口影響，貿易帳動能弱於以往

貿易帳季變化，億美元



資料來源：Bloomberg。

景氣對策信號分數仍位居高位，但繼續上行難度漸增

分數



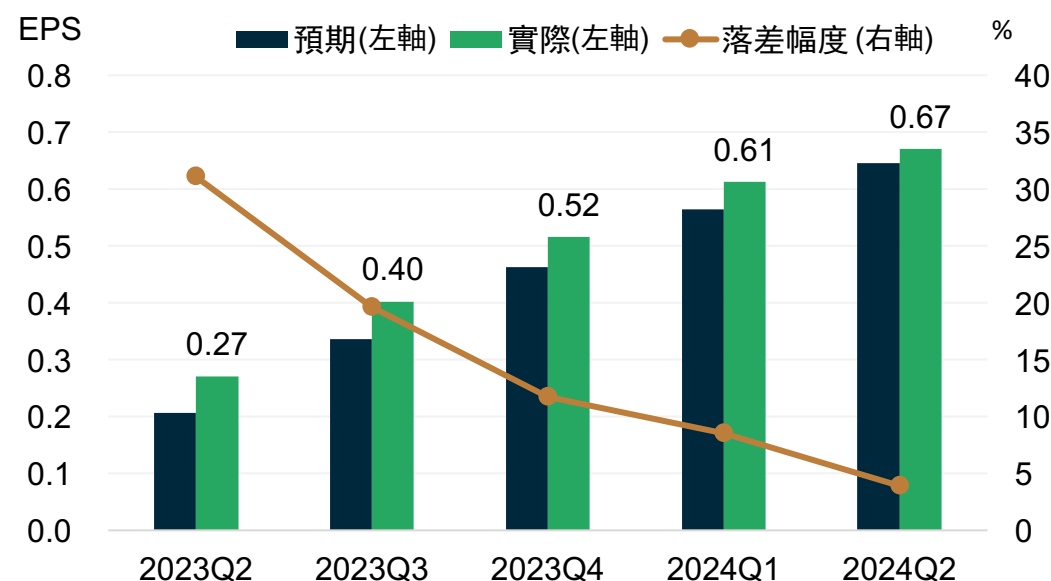
資料來源：Bloomberg。

輝達 | 財報不差, 但驚喜程度下降、股價過度反應未來獲利是近期震盪主因

截至7/30, 由於資料中心持續成長, 使得輝達今年Q2營收再創歷史新猷, 從260億美元上升至300億美元, 不過, 增速已有觸頂回落的跡象, 從262%降至122%。就獲利而言, 由於毛利率維持在高位, 使得淨利也再創新高達165億美元, GAAP EPS從0.60美元提高至0.67美元, 但年增率也從585%降至166%。展望Q3, 營收可望創新高達325億美元, **但僅符合預期, 且毛利率下降至74.4%**。

關於新一代晶片Blackwell問題, 已調整部分設計並送樣, 產品將遞延至Q4, 並帶來數十億美元收入, 不過, 市場對AI晶片需求持續強勁, Hopper晶片持續增溫。**整體而言, 財報不差, 但驚喜程度下降、股價有超前反應未來的獲利是近期震盪主因。**

輝達財報表現不差, 但驚喜程度持續下滑



資料來源: Bloomberg。

輝達成長動能無虞, 但股價恐過度反映未來的獲利



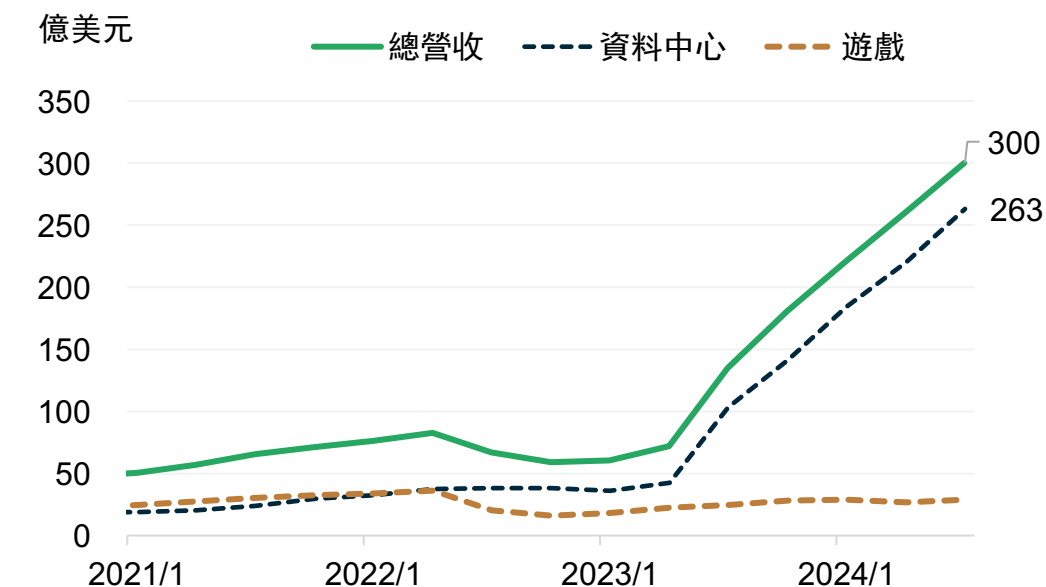
資料來源: Bloomberg。

科技 | 長線趨勢明確, 股價多提前反映未來的獲利, 操作上不宜追高, 拉回可分批布建

輝達資料中心的營收占比持續拉高, 反映AI需求高速成長。另外, 美國四大雲端伺服器業者(CSP)今年多次上修資本支出, 加碼投資AI, 今年四家CSP資本支出合計達1890億美元, 明年進一步拉高至2130億美元, 亦反映出AI市場的潛力。

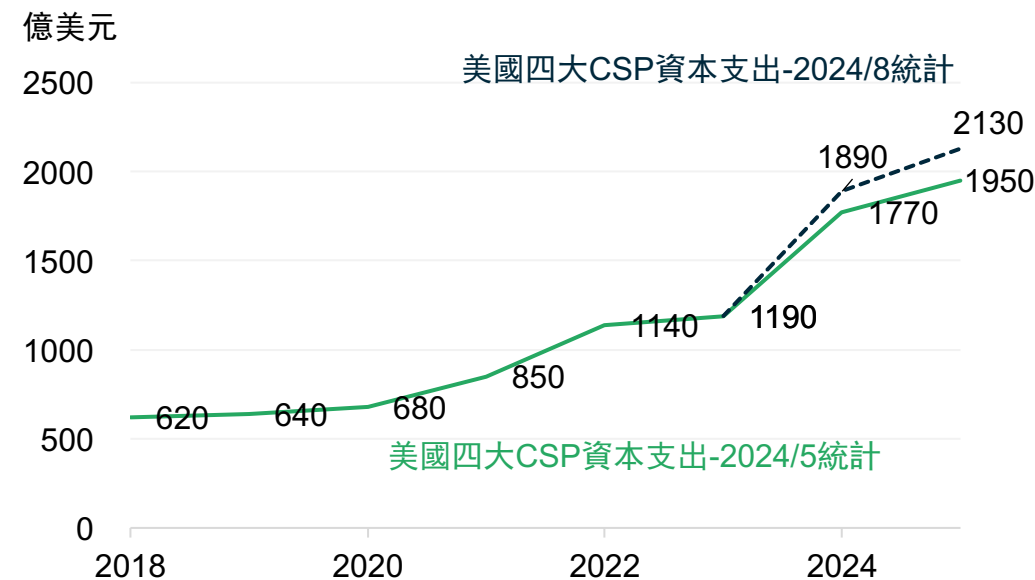
谷歌前執行長Schmidt於史丹福大學演講時表示, AI應用蓬勃發展, 大型科技公司對於數據中心的投資仍在加速成長, 且多以數百億美元規模增加, 他認為未來幾年至少有3千億美元投資, 多數將用來採購輝達AI晶片, 因此, 在AI趨勢下, 輝達、台積電的受惠程度有增無減, 長期獲利成長動能無虞, 不過短期AI類股為市場關注焦點, 股價多提前反應未來的獲利, 近期多面臨整理, 待獲利逐步墊高, 未來創高仍可期, 拉回可視為分批布建契機。

輝達資料中心營收占比持續拉高, 反映AI需求高速成長



資料來源: Bloomberg。

美四大CSP多次上修資本支出, 加碼AI的投資



註: 四大雲端服務業者(CSP)為Microsoft、Google、AWS、Meta。

資料來源: GS預估。

美股 | 企業獲利無虞, 但股市急彈後再度面臨乖離偏大壓力

隨7月股災恐慌消除, 美股快速急彈, 尤其, 標普500指數離歷史高點僅一步之遙, 再度面臨年線乖離率過大的壓力, 此外考量美國選舉進入白熱化, 未來股市波動度將升高。

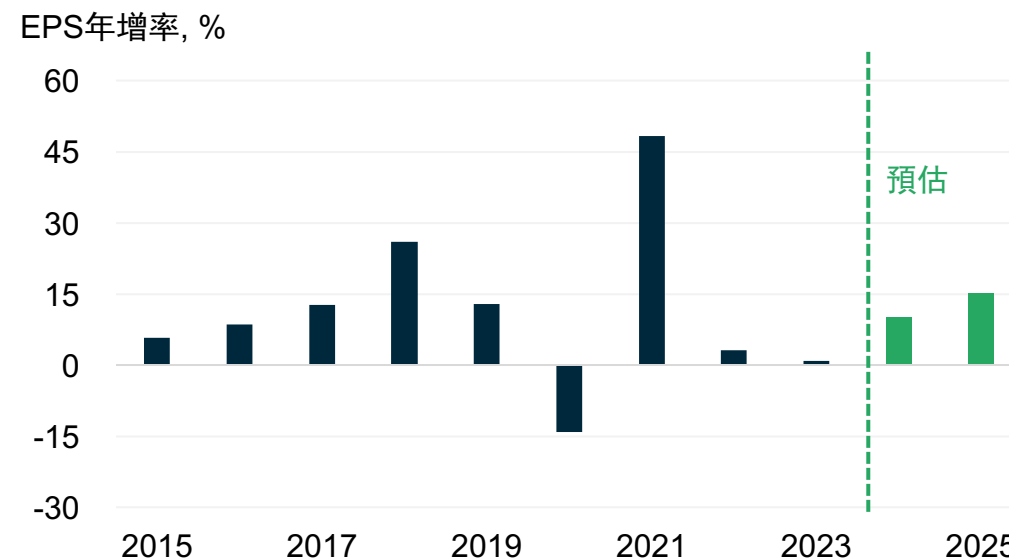
不過, 就基本面而言, 經濟衰退風險下降, 標普500企業獲利今明兩年預估都有雙位數的成長, 股市下檔風險也限。類股選擇上, 科技股將不再一支獨秀, 近期道瓊創新高即是一例, 未來可將目光移往低基期, 且獲利具成長性的類股進行分散布局。

標普500指數再度面臨乖離偏大壓力



註: 年線指200日均線。
資料來源: Bloomberg。

標普500企業獲利持續升溫



資料來源: Factset預估。

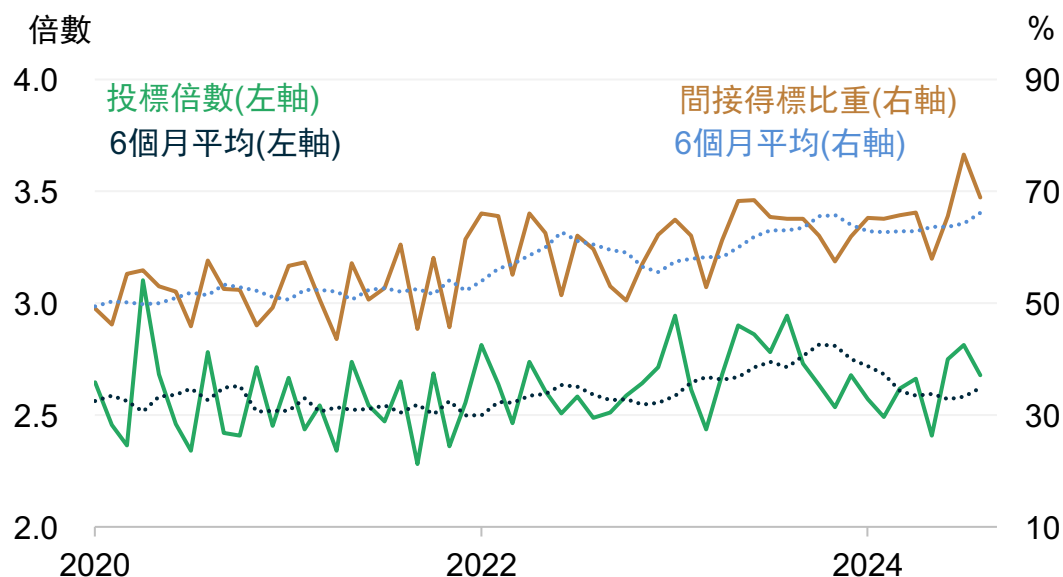
債市 降息循環將至，法人買盤著重短債

觀察8月財政部公債標售結果，長短天期公債呈現兩樣情，短年期券種需求明顯升溫，以本週標售的2年期公債為例，得標利率3.87%，除低於投標前市場水平3.88%以外，更創下2022年8月以來新低。與此同時，反映資金投標踴躍程度的投標倍數為2.68倍，高於過去半年平均的2.65倍，間接投標人(海外央行、退休金、壽險之投標)得標比重則高達69%，僅次於前月的歷史新高76.6%，反映長線資金有意於降息開始前鎖利的情勢。

相較之下，10、30年等中長天期券種需求平淡，投標倍數分別創下20、9個月新低，間接得標比重66.2%、65.3%，則低於過去一年平均的67%、66%，或反映近期殖利率大幅回落後，因衰退風險可控，以至長天期利率持續大跌的空間有限，令該券種的吸引力下滑。

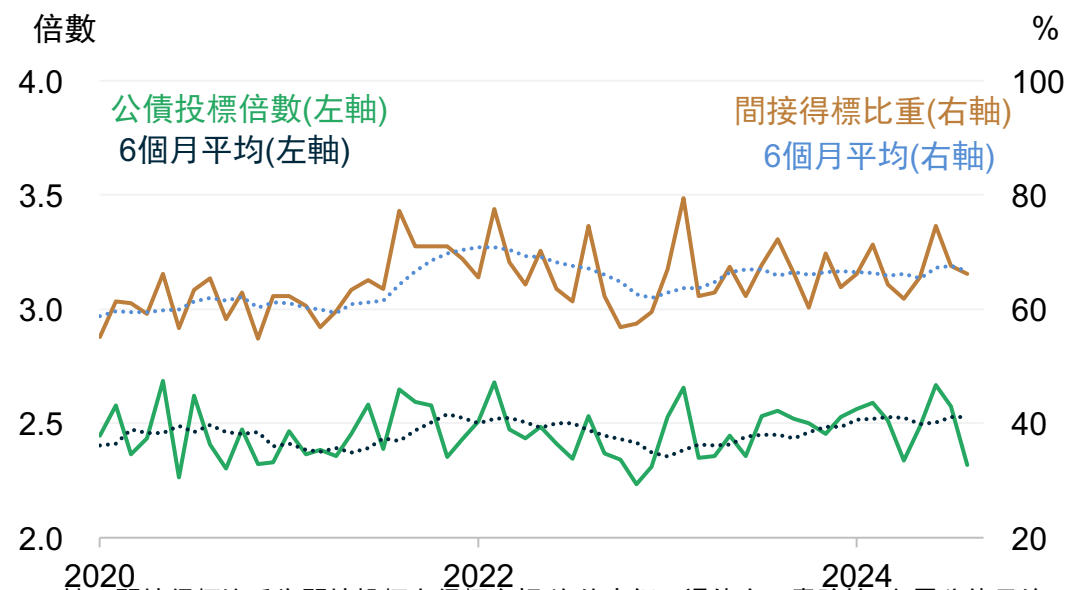
整體而言，機構法人對於短年期公債需求相對強勁，與近期公債殖利率倒掛收斂的情勢一致，投資人若為參與降息行情，可持續布局短債。

2年期公債標售結果顯示需求熱絡



註：投標倍數為投標金額/公債標售額度，數值大表示標售熱絡。
資料來源：Bloomberg。

10年期公債需求則有所降溫



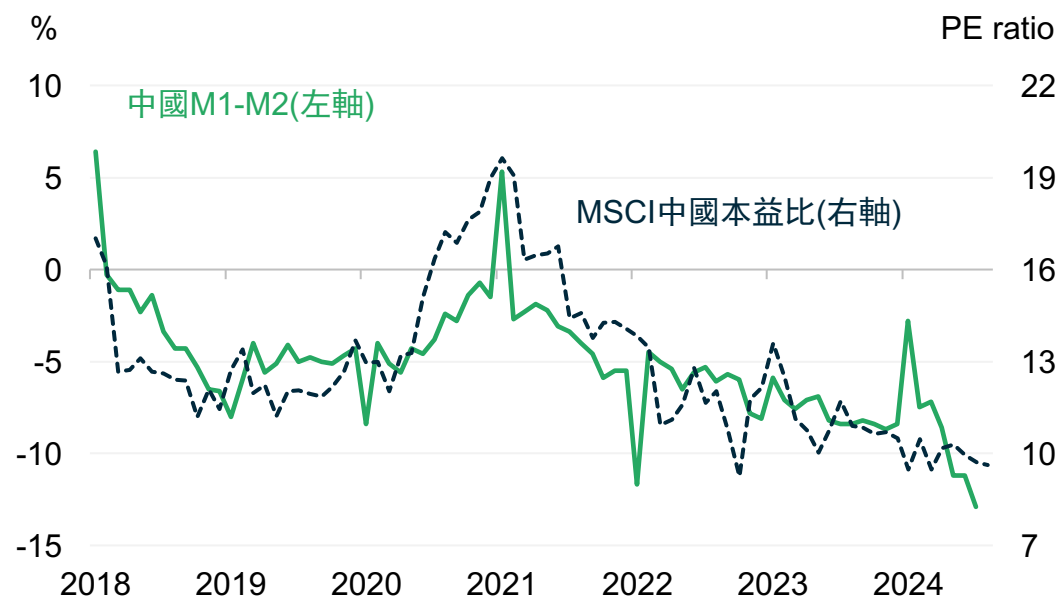
註：間接得標比重為間接投標者得標金額(海外央行、退休金、壽險等，多屬公債長線持有者)/公債標售額度，數值大表示該類投資人於當前利率布局的意願高。
資料來源：Bloomberg。

中國 評價與獲利面缺乏利多推動，股市恐延續低位擺盪

中國股市仍深陷泥淖，因總經環境對於市場的利空持續縈繞。在評價面，中國人民銀行除了調降存款準備金率，7天期逆回購利率、LPR等政策利率都有調降，然而，因為企業與民眾投資意願不振，流動性無法有效傳遞，反映在M1-M2剪刀差不斷擴大，資金淤積狀況導致本益比在谷底徘徊。

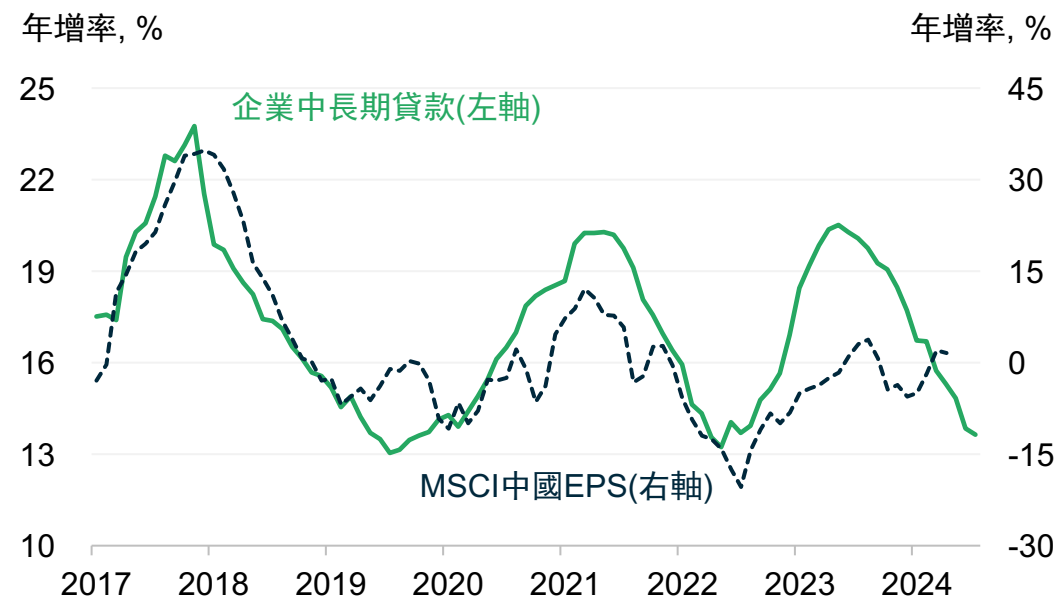
在獲利面，7月工業企業收入年增2.9%與6月持平，官方製造業PMI、長江商學院的企業經營狀況指數皆在榮枯線下方，需求不足對企業營收的衝擊猶存。總結而言，雖然國內政策環境寬鬆，港股在美國降息預期幫助下也略有反彈，但由於經濟放緩，信心低迷的狀況改善有限，評價面與獲利面暫時缺乏利多推動，境內外股市恐延續低位擺盪。

M1與M2剪刀差擴大，中國人行放水無法有效流動



資料來源：Wind。

企業貸款意願不高，顯示對營運展望較為保守



資料來源：Wind, Bloomberg。

Sep 2024

2	Monday	3	Tuesday	4	Wednesday	5	Thursday	6	Friday
日本資本支出 日本製造業PMI 南韓製造業PMI 中國財新製造業PMI 德國製造業PMI 歐元區製造業PMI 美國/加拿大/越南休市		美國標普製造業PMI 美國ISM製造業PMI 南韓CPI 越南休市		美國貿易收支 美國JOLTS職缺 美國耐久財訂單 美國工廠訂單		美國ADP就業變動 美國初領失業救濟金 美國ISM服務指數 台灣CPI 韓國GDP 德國工廠訂單		美國非農就業新增 美國失業率 歐元區GDP	

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及媒體記者之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函
 台北市松仁路7號B1 TEL: +886 8722-6666