



國泰世華銀行
Cathay United Bank

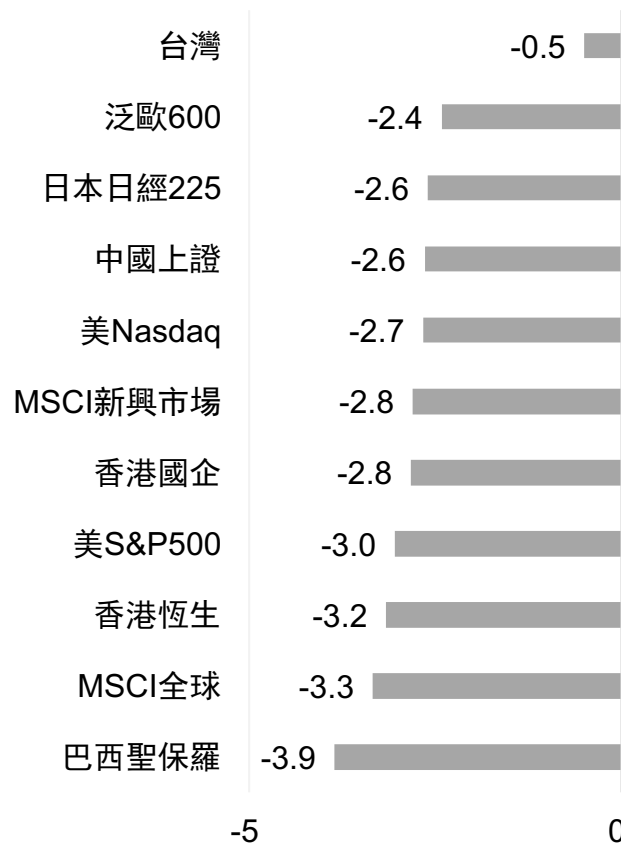
2024年12月20日

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

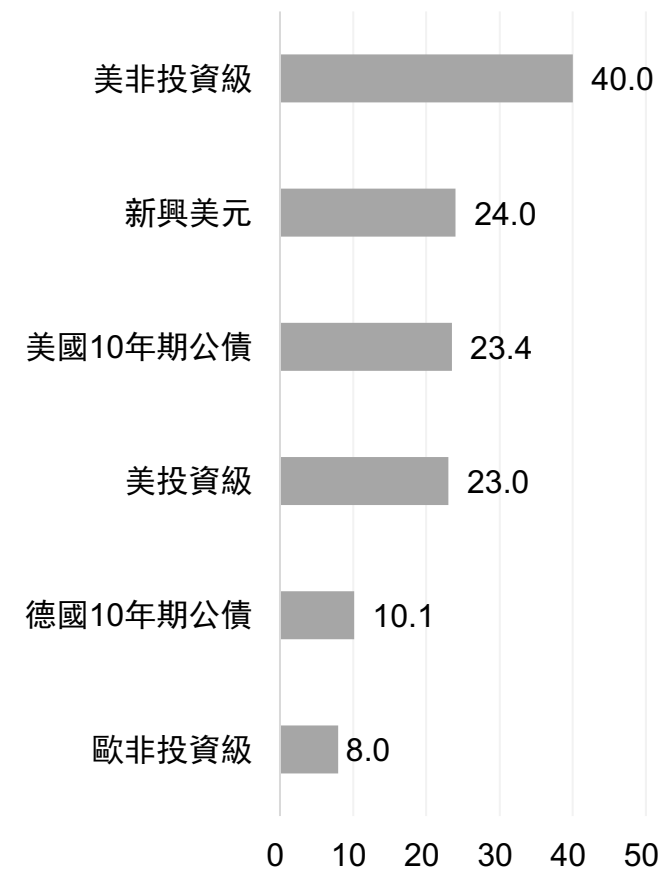
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/12/12 - 2024/12/19。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

1) FOMC會議：

- 降息1碼, 利率下調至4.25-4.50%；點陣圖上移：**未來三年降息2、2、1碼, 終點利率上調至3.0%。**
- 經濟走勢預測：**經濟穩健**, 明年GDP成長調升至2.1%, PCE同步上調, 失業率下修。
- 鮑爾表示, 「**利率限制性下降, 未來降息更謹慎**；勞動市場仍在降溫, 通膨進展較預期緩慢」。

2) 台灣央行：1)三大利率不變：國內通膨下滑緩慢, 央行不急於降息。2)續行第七波信用管制。

3) 日本央行：按兵不動, 但維持緩升息立場不變；未來美日利差收斂, 有利日圓止貶轉為橫盤格局。

2. 後續看點：

- 中國PMI(2024/12/31)；美國ISM製造業指數、非農就業報告(2025/1/10)。

策略思維

1. **股市-降息、獲利成長為股市利多**：降息背景提振景氣, 預期明年企業獲利持續成長、AI需求強勁, 將支撐美股動能；短線評價面偏高, 逢拉回可視為布局契機。
2. **債市-點陣圖上移, 殖利率偏高震盪**：短線美債殖利率反彈, 不過明年Fed降息應帶動利率降溫, 但下滑幅度有限, 債市報酬以息收為主。
3. **匯市-Fed放慢降息腳步, 美元短期震盪偏強**：全球主要央行同步寬鬆, 不過美國降息節奏趨緩, 帶動美元走強；美台利差收斂應有利台幣抗貶。



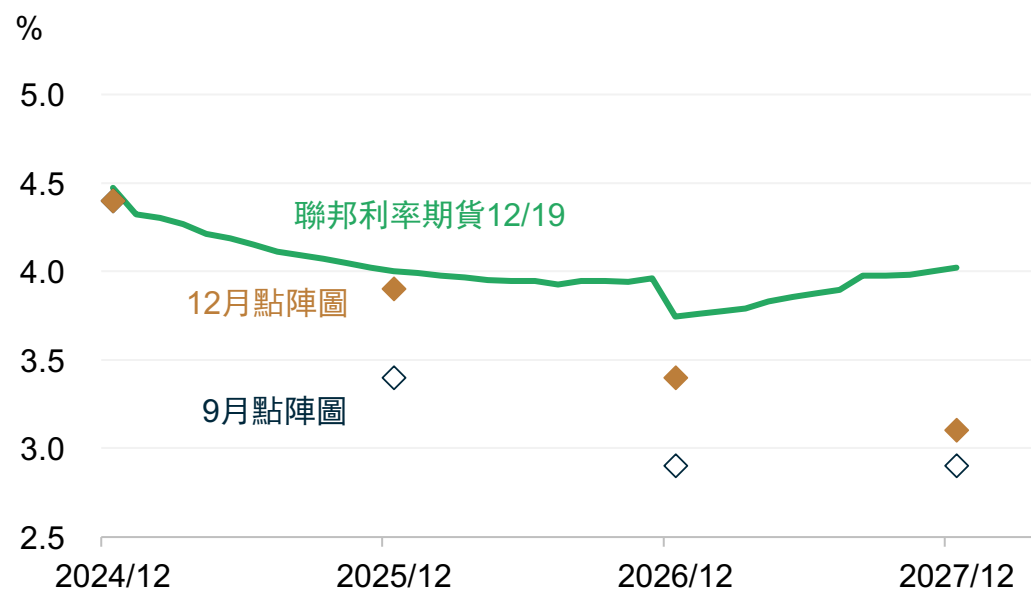
FOMC | 點陣圖透露未來3年降息2、2、1碼, 明年實際降息幅度仍有待觀察

經濟預測摘要(SEP): 點陣圖上移, 透露2025、2026、2027年降息幅度為: **2、2、1碼**; 終點利率預期上調至**3.0%**, 暗示長線降息空間減少。經濟預測中, 預期**美國經濟穩健**: 1)明年GDP成長上調至2.1%, 2)通膨增速同步上調, 預期未來通膨下行放緩, 3)失業率下修, 有望維持低位。

會議上19位參與者中, 有4人不支持本次降息, 因此鮑爾表示此次是驚險萬分的決定, 反映Fed內部對未來展望仍有分歧。鮑爾在記者會甚至表示, **明年真正的降息幅度, 不見得跟點陣圖顯示一樣**, 實際降息幅度仍有待觀察。

然而, 在Fed點陣圖公布後, 期貨市場的估值更為保守, 預期明年的降息幅度不及Fed預測的2碼, 引發金融市場擾動。

點陣圖預測2025年降2碼, 但市場預期更保守



資料來源: Bloomberg, FOMC December Projections。

經濟預測: GDP、PCE上調, 失業率下修

項目 \ 年份	2024		2025		2026	
	9月	12月	9月	12月	9月	12月
實質GDP	2.0%	2.5%(↑)	2.0%	2.1%(↑)	2.0%	2.0%(-)
失業率	4.4%	4.2%(↓)	4.4%	4.3%(↓)	4.3%	4.3%(-)
PCE	2.3%	2.4%(↑)	2.1%	2.5%(↑)	2.0%	2.1%(↑)
核心PCE	2.6%	2.8%(↑)	2.2%	2.5%(↑)	2.0%	2.0%(-)

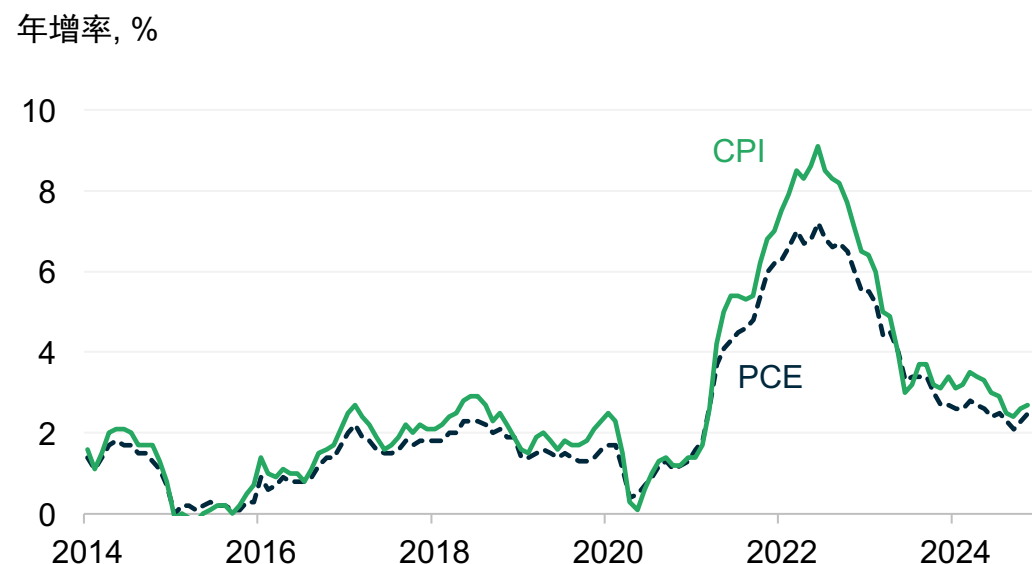
資料來源: FOMC December Projections。

總經 | 關稅政策為未來通膨不確定性；不過油價前景偏弱，將緩和通膨大幅走升壓力

今年以來通膨走勢降溫，CPI年增率由3月的高點3.5%下滑至11月的2.7%，**支持Fed今年降息4碼的決定**。不過近期通膨下行受阻，月增率亦反彈至0.3%，為**Fed縮窄明年降息步調的潛在考量**；並且需留意，在川普上任後，關稅政策對實體經濟的影響仍有待觀察。

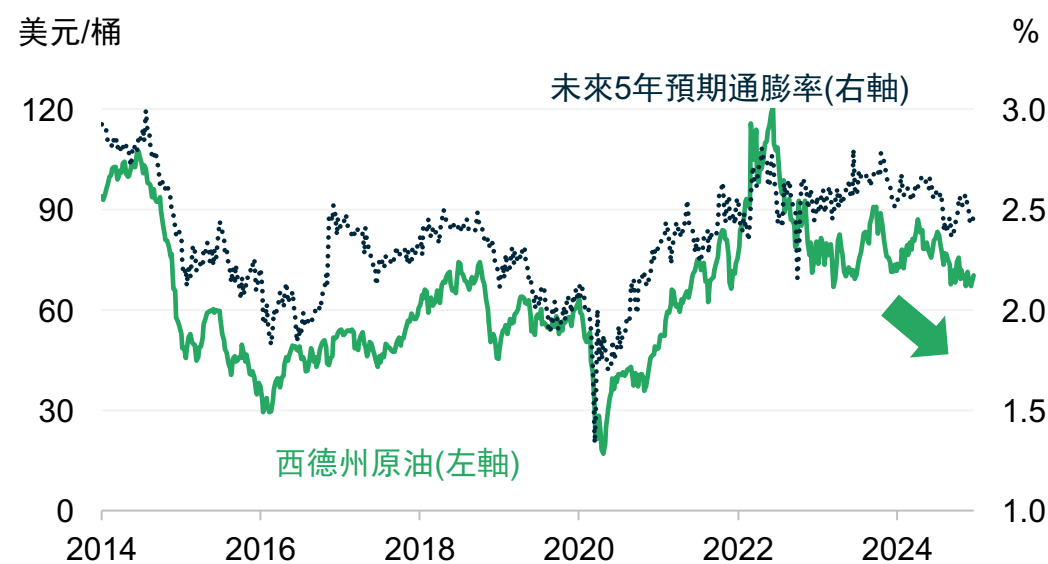
所幸，能源前景供過於求，緩和通膨上行壓力，1)供給面上升：川普將放寬能源監管，加大傳統能源開採；若烏俄戰爭和緩，俄羅斯原油產出亦有望增加，2)需求面下降：預期明年全球需求減少，加上產業結構的轉變，使OPEC再度下調原油需求預測，預期2025年的需求量由每日154萬桶降至145萬桶。**與通膨掛勾頗深的能源價格走弱**，將緩和市場對於通膨失控性升高的疑慮。

今年以來通膨整體降溫，不過近期下行放緩



資料來源：Bloomberg。

油價前景走弱，緩和通膨大幅走升壓力



註：近10年兩者相關係數為0.85。

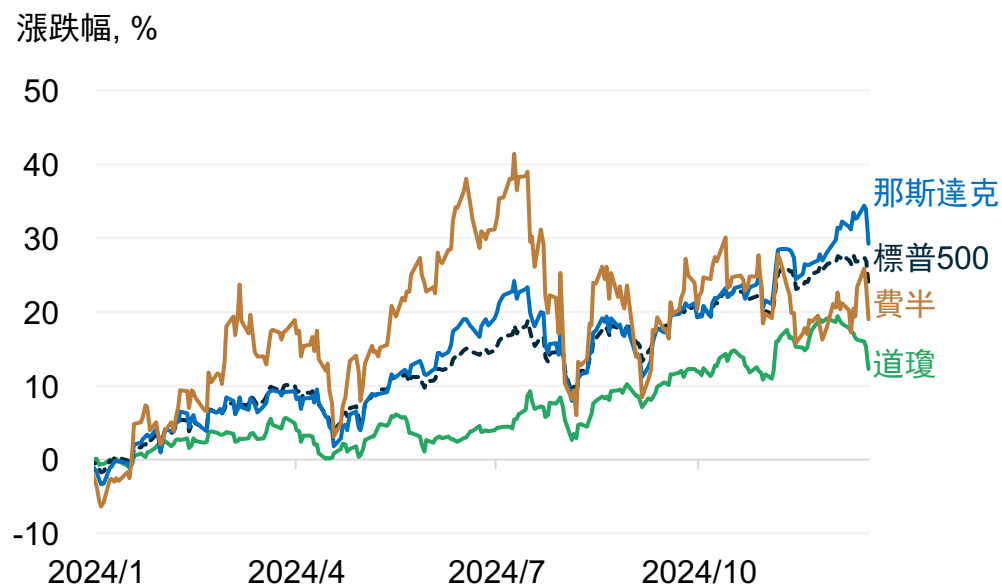
資料來源：Bloomberg。

市場變化 | 未來降息空間縮窄，引發短線市場恐慌：美股下挫，雙率呈現走升態勢

股市下挫：12月FOMC利率決議公布當日，由於未來的降息空間縮窄，導致市場恐慌性賣壓湧現，美股四大指數急挫，其中道瓊指數更大跌1123點。不過隨貨幣政策走向寬鬆、以及未來企業獲利持續成長之下，仍為股市長線支撐。

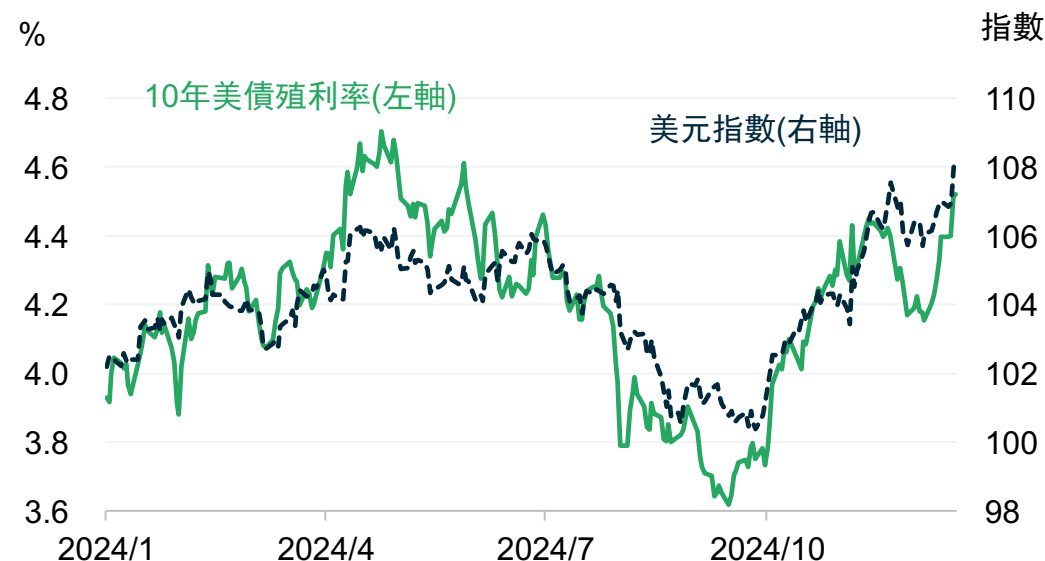
美國雙率同步走高：10年債殖利率再衝破4.50%、美元指數突破108點位創下兩年來新高。不過趨勢而言，儘管Fed降息空間減少，但大方向仍保持著降息趨勢不變，因此殖利率大幅攀升空間應有限。若後續市場情緒緩解，以及Fed明年緩降息節奏下，殖利率應回歸緩步下降趨勢。

FOMC會議後，美股四大指數拉回



資料來源：Bloomberg。

美國雙率走高，但大幅攀升空間應有限



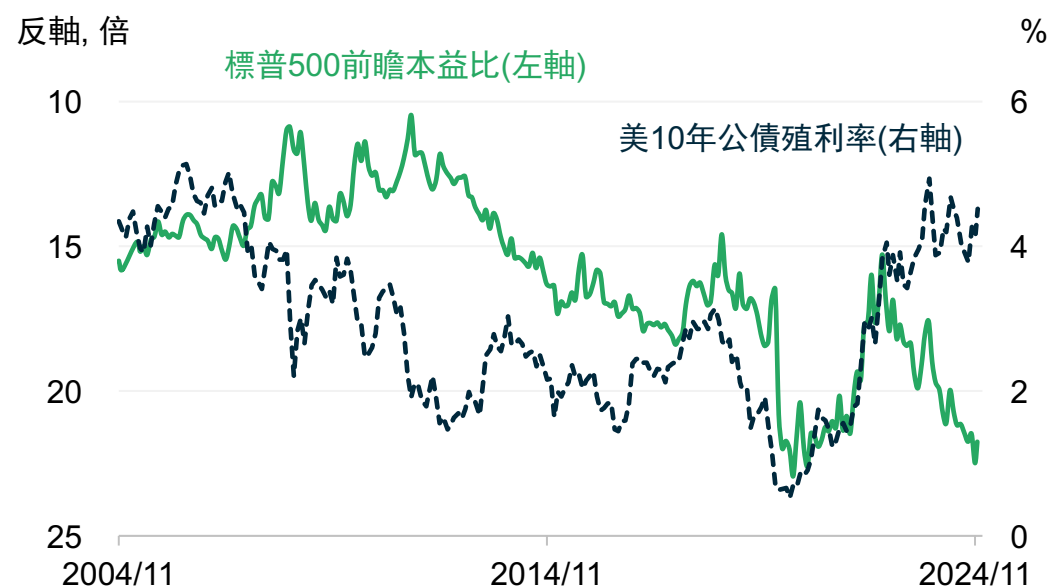
資料來源：Bloomberg。

股市 | 殖利率維持高檔壓抑評價, 指數拉回緩和乖離率過大壓力

市場預期Fed降息步調放緩, 影響10年期公債殖利率走勢。然而美股本益比已隨著降息循環啟動而上移, 目前標普前瞻本益比來到2020年的高點附近, 若10年期公債殖利率居高不下, 恐壓抑美股評價。

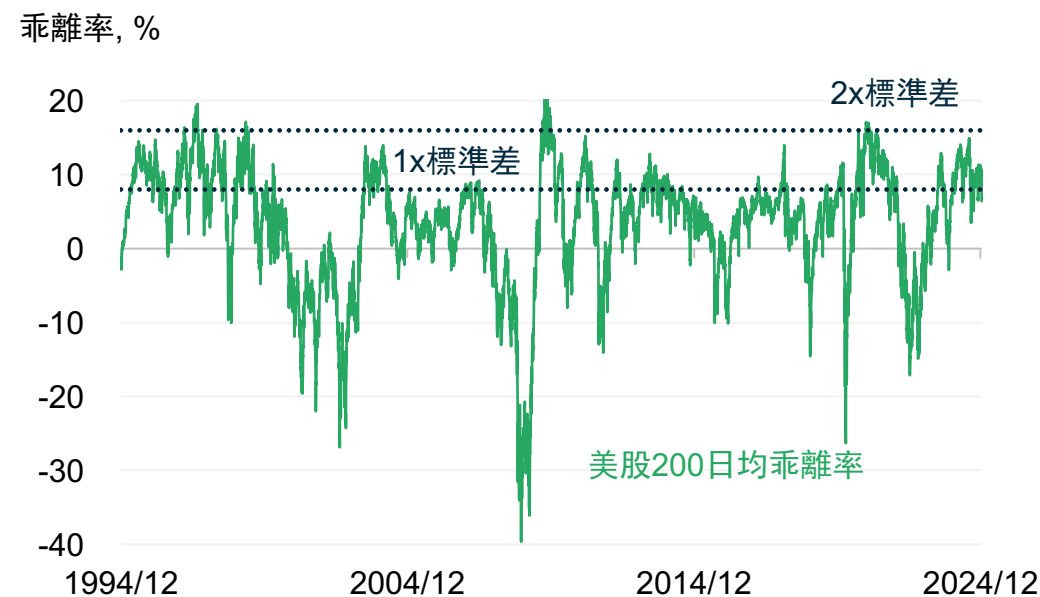
美股今年中曾因漲幅過大, 200日均乖離率一度接近2倍標準差, 形成漲多拉回壓力, 近期隨著指數拉回至5900點以下, 乖離率也回到6.4%, 過熱情形有所降溫, 將降低追高套牢的風險。

標普本益比來到2020年高檔, 將因殖利率高踞而承壓



資料來源: Bloomberg。

美股拉回有利修正乖離偏高的問題



資料來源: Bloomberg。

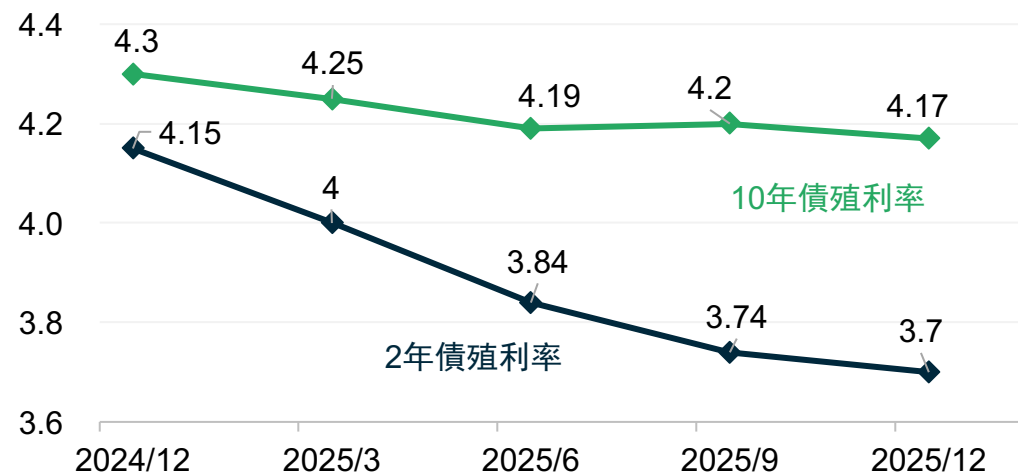
債市 | 降息將有利短率下滑, 不過長率跌幅恐有限; 信用利差有望平穩, 但大幅下滑空間不大

降息帶動殖利率走跌, 不過幅度有限: 短線因未來降息空間縮窄, 導致債市賣壓浮現; 然而隨Fed持續降息, 大方向仍有利殖利率降溫, 不過下滑幅度有限: 1)目前美國經濟情勢良好、2)川普上任後, 關稅政策的不確定性, 都將限縮長率在降息背景下的滑落幅度。市場預期至2025年底, 10年債殖利率仍保持在4.0%以上的高位, 對於持有**長天期投等債的投資人而言, 應以鎖利性質為主要考量。**

降息有助利差平穩, 但大幅下滑空間不大: 美國經濟穩健、Fed持續降息、川普減稅政策, 均有利中小企業體質改善, 有助利差平穩; 而目前的違約率仍低, 預期整體信用風險相對可控。不過目前投等、非投等債的信用利差皆已偏緊, 再大幅下滑空間不大。

市場預期：短債利率隨降息滑落, 長率跌幅有限

Bloomberg Consensus預估, %



資料來源: Bloomberg, 資料日期為2024/12/19, 估值僅供參考。

降息有助利差平穩, 不過目前已偏窄, 大幅下滑空間不大

bps



註：投等債平均天期較長, 非投等債天期較短。
資料來源: Bloomberg。

匯市 | 明年歐元區寬鬆大於美國，美元仍震盪偏強；美債殖利率偏高、關稅政策為台幣逆風

考量全球主要國家央行亦步入寬鬆循環，且美國降息節奏趨緩，使得短線美元走勢震盪偏強。以歐元區為例，預期2025年ECB降息5碼，而若Fed僅降2碼之下，將帶動美歐政策利差擴大。

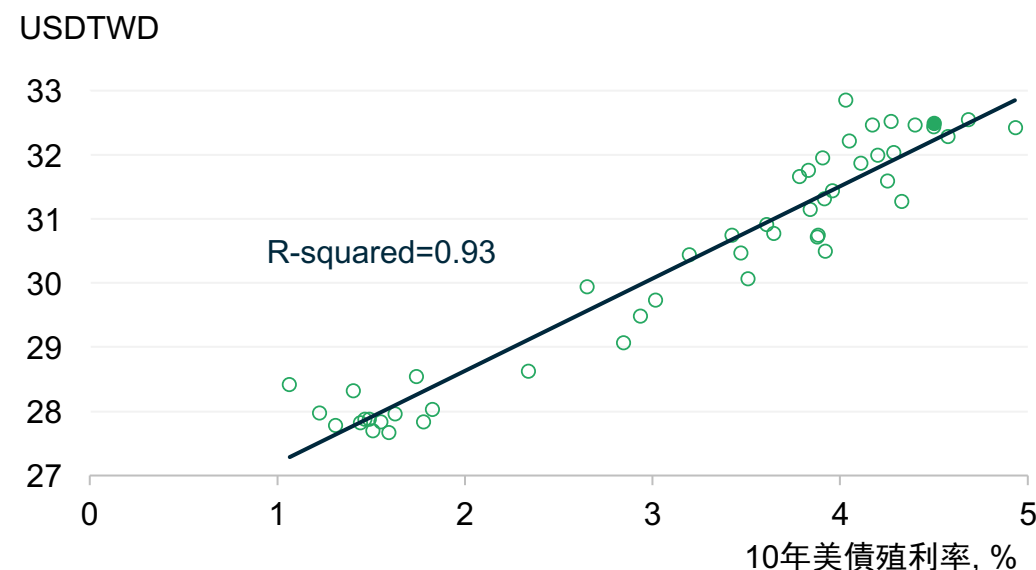
短線美債殖利率反彈，影響台幣弱勢。不過在台灣貨幣政策偏緊，有利台幣抗貶，然而若美債利率的下跌有限，仍將限縮台幣的升值空間。另方面，待川普的關稅政策上路後，中國受影響程度最大，在人民幣有貶值的前景之下，後續需留意對台幣的影響。

歐元區寬鬆大於美國，美歐利差擴大，使美元偏強



註：美國利率採聯邦基準利率，歐洲利率採存款機制利率(DF)。
資料來源：Bloomberg預估。

若10年美債殖利率偏高震盪，台幣承壓

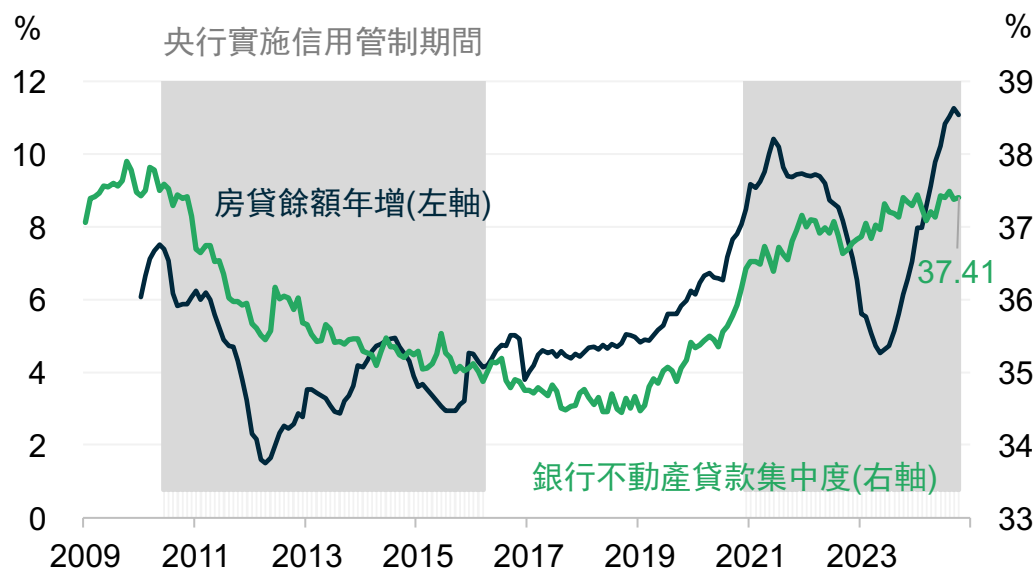


註：採2021/1-2024/12每月數據，實心為2024/12數據。
資料來源：Bloomberg。

台灣央行 | 按兵不動, 讓子彈飛一下

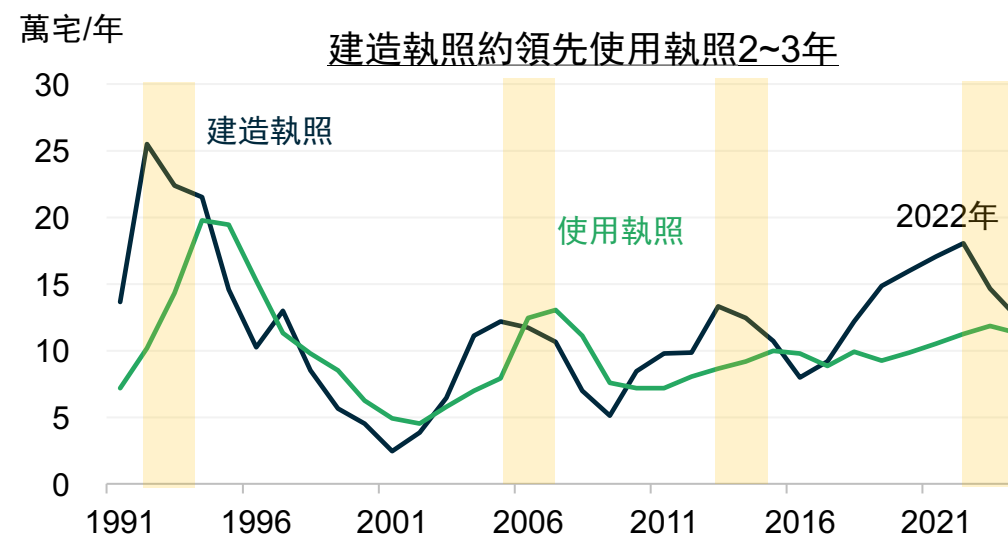
會議重點：1)政策利率不變：國內通膨緩降趨勢，**央行不急於降息**。預測今年CPI及核心CPI年增為2.18%及1.90%，明年續降至1.89%及1.79%。
2)續行現行信用管制：房市已見降溫跡象(量縮、房價上漲之預期心理趨緩、房貸增速放緩)，然不動產集中度仍在高位，**故續行第七波信用管制**。
房市展望：先前央行請銀行擬定不動產貸款改善方案，並至2025年底前將逐季檢視的規劃來看，明年底前信用管制仍易緊難鬆。觀察建築建造執照領取高峰落在2022年，推估**2025-26年將迎來完工交屋潮**，**難「貸」、貸款成數不足的壓力仍將持續發酵**。

房貸增速放緩, 然不動產集中度仍在高位



註：銀行不動產集中度=(個人房貸+個人房屋修繕+建築貸款)/全體銀行放款。
資料來源：Bloomberg, CBC。

建照於2022年達高峰, 明後兩年恐迎來交屋潮



註：2024年為1~10月數據。建築動工前必須要先領有「建造執照」，才能開工動土，建築完工後，經主管機關依建築及消防法規檢驗合格後，才能領取「使用執照」。根據預售屋買賣定型化契約規定，建商在領到使用執照的6個月內，通知買家進行交屋。
資料來源：內政部。

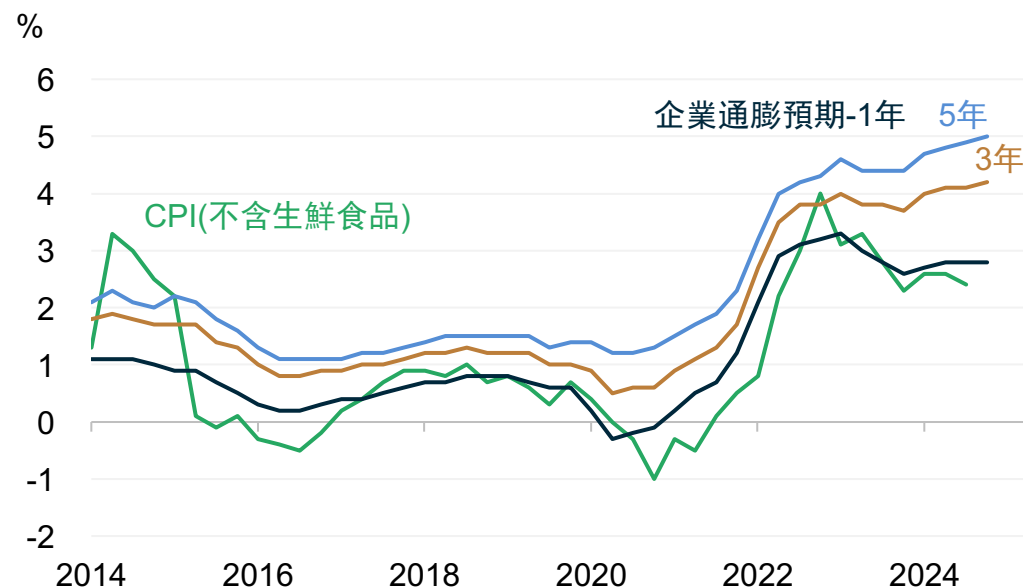
日本央行 | BOJ按兵不動, 但維持緩升息立場; 美日利差緩步收斂, 有利日圓止貶轉為橫盤格局

BOJ利率決議重點: 維持政策利率於0.25%不變, 與市場預期相符。

Q4 BOJ短觀報告中, 大型製造業信心創下3年新高、服務業則維持於33年高點, 反映景氣觸底回溫的趨勢不變。與此同時, 企業通膨預期亦延續升勢, 再創紀錄新高, 增添2025年通膨回升的可能性。經濟回溫、通膨面臨上行風險, 意味著2025年BOJ將延續漸進升息的政策立場, 市場預期1月份將再次升息。

短線隨Fed上調點陣圖預期, 帶動日圓走貶。不過長線而言, 美、日貨幣政策方向相異, 中長期有利兩國利差收斂, 將有助日圓止貶、擺脫過去3年極度弱勢的格局。然而, 考量聯準會放慢降息步伐、BOJ亦僅緩步升息, 意味著利差收斂速度將十分和緩, 降低日圓大幅度走強的可能性。

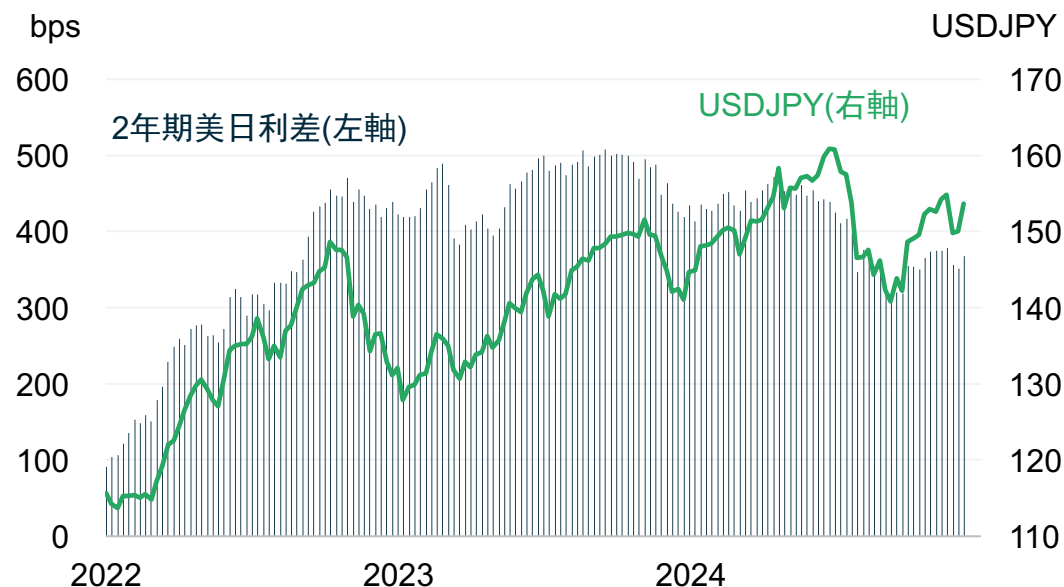
通膨預期持續走揚, 增添通膨回升的可能性



註: 2014年至今CPI與1、3、5年通膨預期之相關係數為0.83、0.83、0.8(季資料)。

資料來源: Bloomberg。

美日利差緩步收斂, 有利日圓止貶



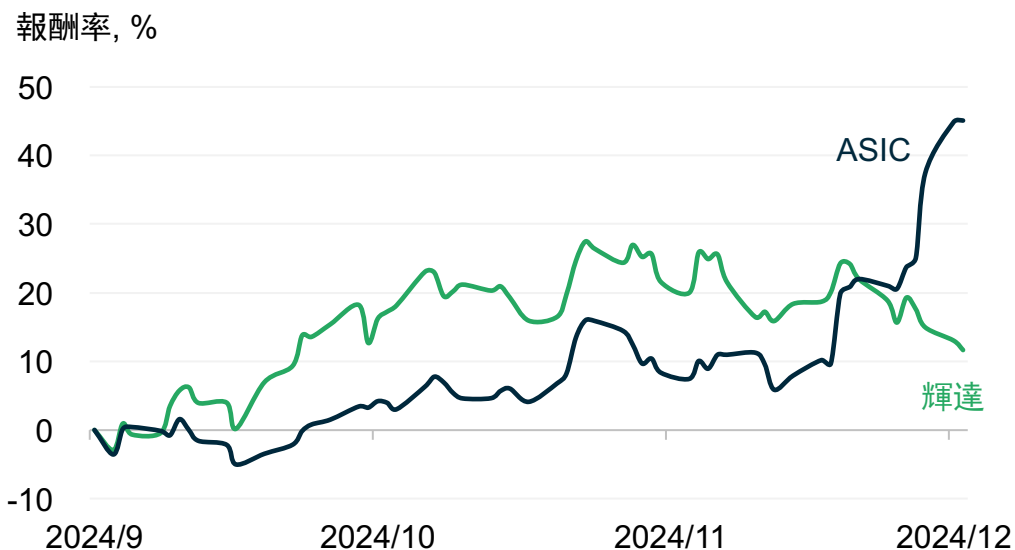
資料來源: Bloomberg。

科技 客製化AI晶片需求增, 資金重回ASIC廠商

報載蘋果攜手博通開發AI晶片, 亞馬遜也發表自研AI晶片Trainium2, 谷歌更長期與博通合作開發AI晶片TPU v1~v6, 博通預期至2027年, 客製化AI晶片ASIC(Application-Specific Integrated Circuit)潛在市場高達600~900億美元, 為今年的5~8倍。雲端業者考慮自研晶片來建置數據中心, 目的有二: 一是內部整合及優化, 二是在晶片產出達到經濟規模後提高成本效益。大摩樂觀看待2023~2030年, ASIC晶片將以34%年複合成長率快速成長。

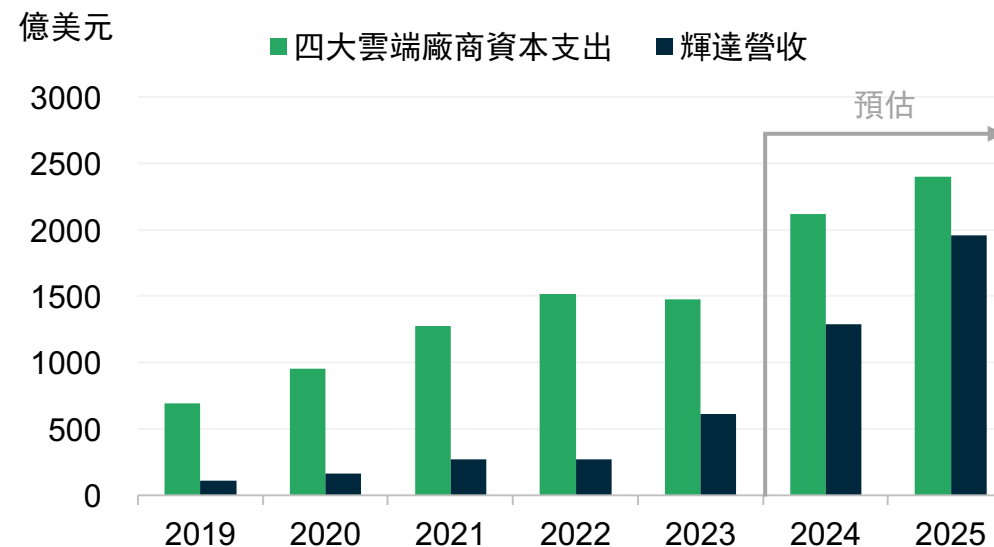
輝達AI晶片GPU市佔率大於9成, 但由於基期高, 潛在複合成長率反而不如規模僅十分之一的ASIC晶片, 加上今年GB200晶片曾因過熱問題拖累出貨, 也使科技巨頭加速ASIC開發進度, 以避免被輝達掐住脖子。近期再傳輝達GB300採用的電源管理晶片出現過熱, 股價因而拉回, 由於GB300仍在開發階段, 實際量產應不致受影響。鑑於AI市場快速擴張, 且科技巨頭投資方興未艾, 半導體相關族群仍可利用拉回時布局。

ASIC廠商近期表現強勁



註: ASIC廠商報酬率取博通、邁威爾、世芯-KY、創意4家平均。
資料來源: Bloomberg。

輝達營收與四大雲端廠商營收



註: 四大雲端廠商為微軟、谷歌、亞馬遜、Meta。
資料來源: Bloomberg預估。

台股 走勢受費半牽動, 且非電子產業復甦仍緩慢

台股近期呈現橫盤, 若觀察過去與台股走勢亦步亦趨的費城半導體指數, 可發現近期走勢亦偏弱, 台股反相對抗跌。歸根究柢, 台積電佔台股權重近37%, 由於AI、HPC等需求強勁, 近期受惠ASIC題材的博通、邁威爾等業者也是台積電客戶, 在展望看好之下, 撐住台股盤勢。反觀半導體產業復甦不一, 消費電子、手機等景氣仍低迷。

台股也有復甦腳步不一的現象, 由於美、歐高利率環境壓抑需求, 中國產能過剩形成產業過度競爭, 台股非電子業除了運輸業表現較佳外, 其他製造業普遍呈現復甦乏力, 也使得台股走勢仍以電子股為首, 近期AI族群雖受輝達利空而拉回, 長期仍具上漲潛力。

台股走勢與費半同步, 近期則相對抗跌

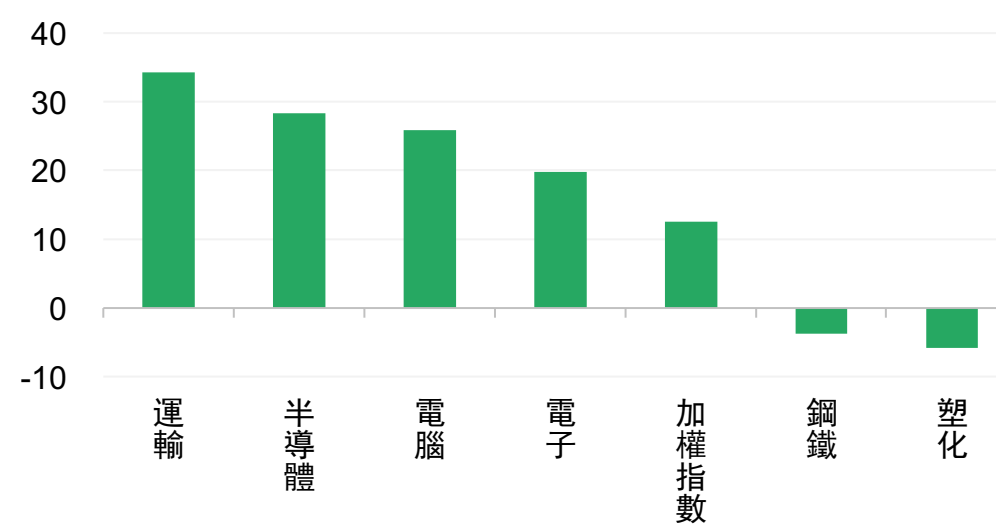
今年以來報酬率, %



資料來源: Bloomberg。

台股營收成長由電子帶動, 非電子僅運輸成長較佳

2024年營收年增率, %



資料來源: Bloomberg預估。

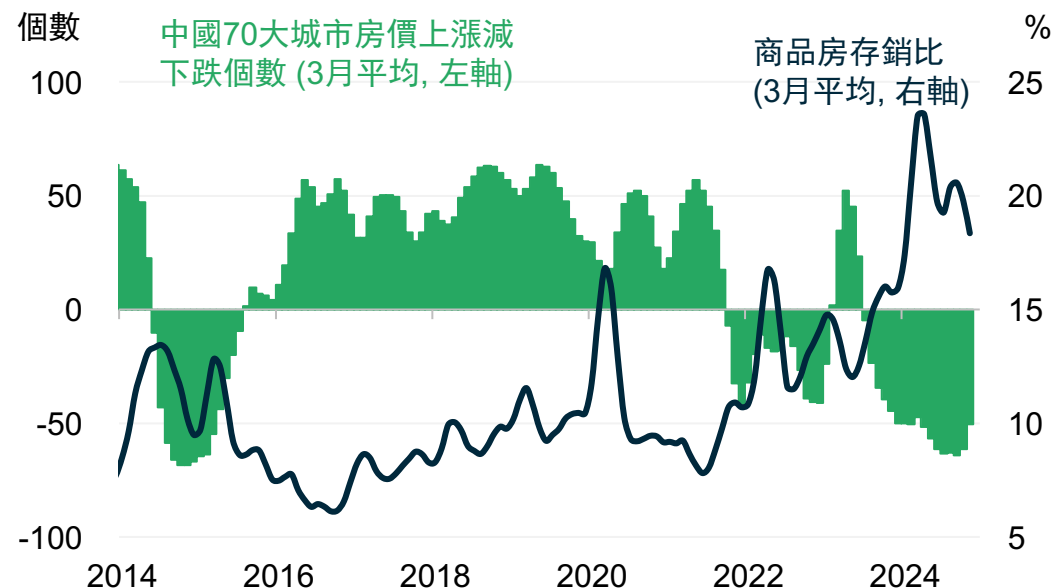
中國 數據顯示整體內需仍弱，所幸以舊換新等政策有所作用，惟需觀察改善趨勢能否延續

雖然整體房市仍舊嚴峻，但11月70個大中城市新建商品住宅銷售價格下跌城市數降至49個，雖為連續18個月超過半數城市價格下滑，但與10月相比，價格上漲城市數增加至17個，上漲與下跌城市個數略有改善，加上今年以來，降準、降息、放鬆住房信貸、調整限購和稅費等措施，對托底房市、商品房去庫存仍有所幫助。

另一方面，消費表現，11月零售銷售年增速不如前期與預期，為三個月來最小增幅。其中，化妝品、菸酒類消費力道不佳，顯示消費者心態仍舊保守，惟賴官方汽車、家電以舊換新補貼政策，讓受補貼的銷售項目逆向成長。

綜上，整體總經仍係低迷，但官方連連出手托底下，部分數據分項略見改善，後續仍需觀察改善趨勢能否延續，以助經濟逐步打底。

中國房市仍屬嚴峻，但官方支撐下，略見數據改善



資料來源：Bloomberg。

社融、零售數據顯示，內需依舊疲弱



資料來源：Bloomberg。

中國 中央經濟工作會議後，失望性賣壓讓股市延續震盪格局

中共中央政治局會議決定明年實施「**適度寬鬆**」的貨幣政策和「**更積極**」的財政政策，雖曾推動中港股市大漲。但隨後因中央經濟工作會議缺乏具體政策細節，導致市場失望，盤勢回落。鑒於官方諭示明年貨幣政策將較今年更加寬鬆(**穩健調整為適度寬鬆**)，降準、降息可期且近日數據仍多疲弱下，讓本月國債殖利率正式**跌破2%**整數關卡，延伸來看，這恐連帶影響金融業後續淨利差的表現。

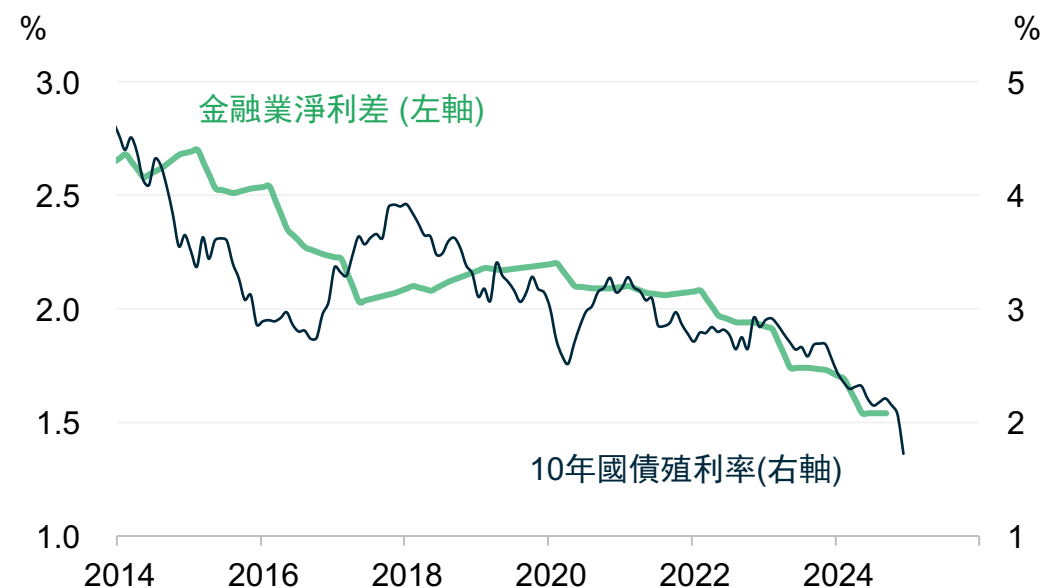
盤勢方面，雖有中共中央政策托底，但在「政策利多」與「川普利空」交錯下，後續**中港股走勢仍偏向震盪走勢**。類股方面，政策將加強大型銀行資本，但殖利率趨勢不利銀行業淨利率，加上不良貸款比例趨升下，國有大行之外的經營恐仍艱辛，也不利金融股評價進一步走高，應留意目前金融指數評價偏貴；相對地，可留意政策強調「兩重」專案下，如提高晶片自給率等，有利供應鏈強韌目標的產業，將受較到官方資源挹注。

滬深300指數延續震盪走勢



資料來源：Bloomberg。

10年國債殖利率跌破2%關卡，恐不利後續金融業淨利差



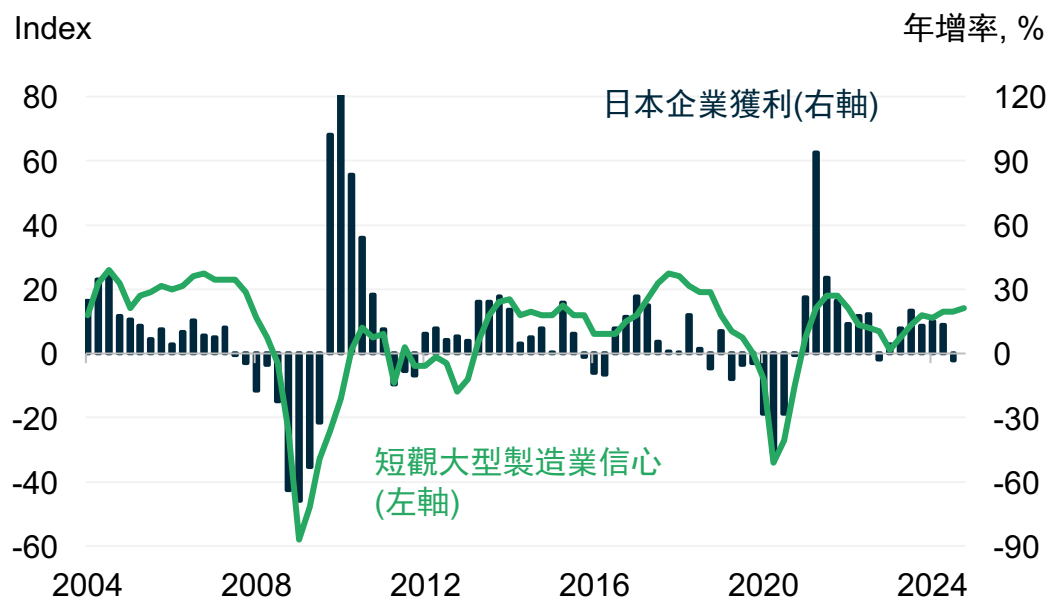
資料來源：Bloomberg。

日本 大型企業信心小幅改善，獲利面支持大盤緩步墊高

經濟數據：日銀公布12月短觀調查報告，大型製造業信心指數從13上升至14，大型非製造業則是維持在33的高檔位階。然而，由於川普關稅威脅以及全球景氣復甦的不確定性，製造業及非製造業的未來預期值都小幅下滑。在物價方面，企業對未來1、3、5年的價格預期都高於2%，成為支持日銀調升政策利率的要素之一。

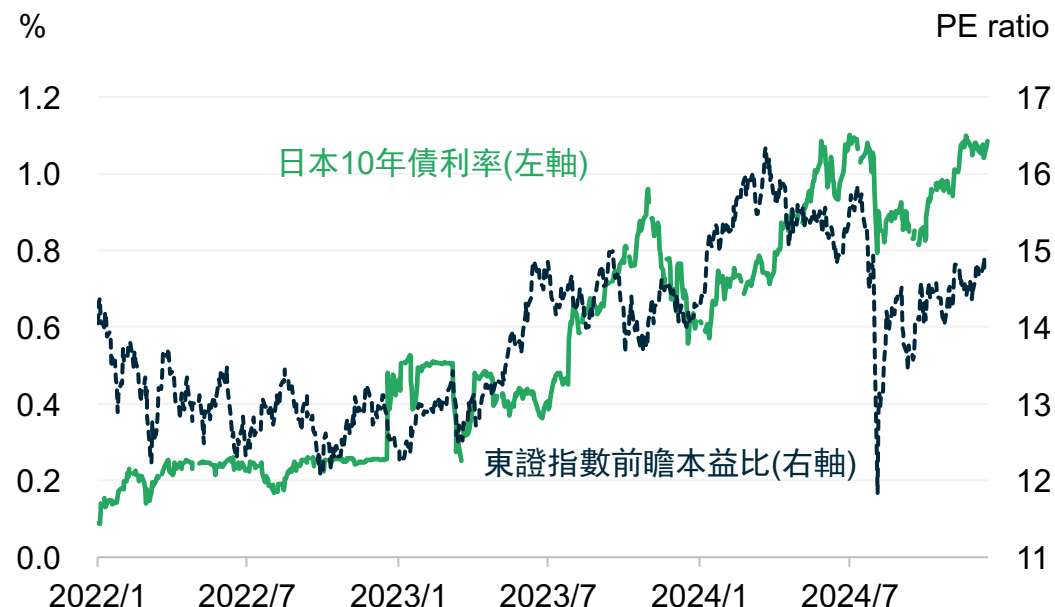
日銀明年將延續緊縮政策，但是在經濟與物價穩健成長環境，殖利率上揚部分反應了對未來的景氣展望，評價面不至於出現過大的收縮風險。短線關稅不確定性壓抑日股漲勢，但**長線來看，政策支持民眾薪資與消費改善，企業獲利料延續成長，加上東京證交所推動ROE成長，有利東證指數緩步墊高**。惟須留意汽車、機械等外銷產業，在川普貿易關稅的不確定性之下，股價表現恐落後內需產業。

日銀短觀調查顯示大型企業信心有所改善



資料來源：Bloomberg。

隨日本貨幣政策正常化，經濟走出泥淖也推升本益比



註：2022/1至今日本10年債利率與東證指數前瞻本益比相關係數為0.73。

資料來源：Bloomberg。

Dec 2024

23	Monday	24	Tuesday	25	Wednesday	26	Thursday	27	Friday
美國經濟諮商局消費者信心 台灣失業率 台灣工業生產 英國GDP 加拿大GDP		美國耐久財訂單 美國新屋銷售 美國營建許可 美國里奇蒙Fed製造業指數 聖誕節前夕(提早休市)		日本工具機訂單 日本景氣動向領先指標 日本PPI服務 聖誕節 香港休市		美國初領失業金人數 日本新屋開工 聖誕節翌日		美國零售庫存 中國工業利潤 日本失業率 日本東京消費者物價指數 日本零售銷售 韓國企業調查-製造業	

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