



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

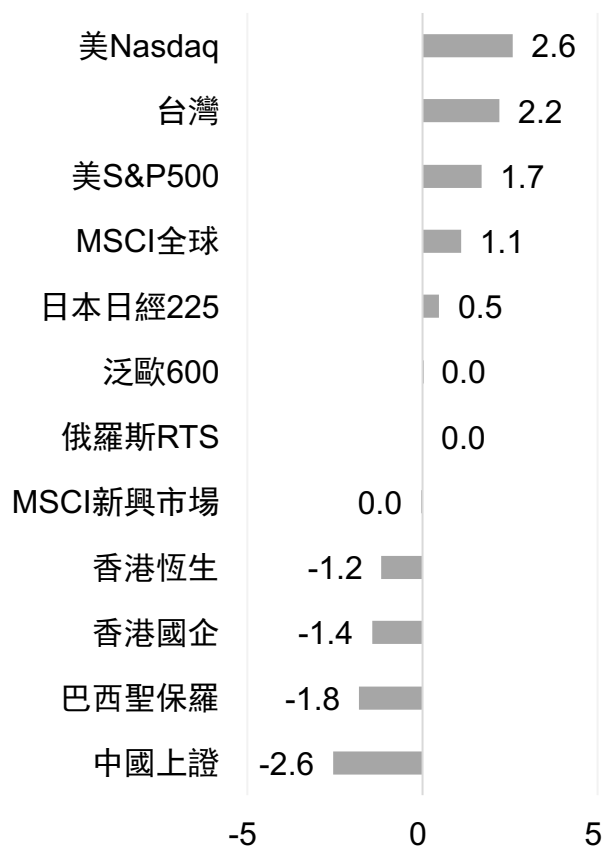
2024年9月13日

# 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

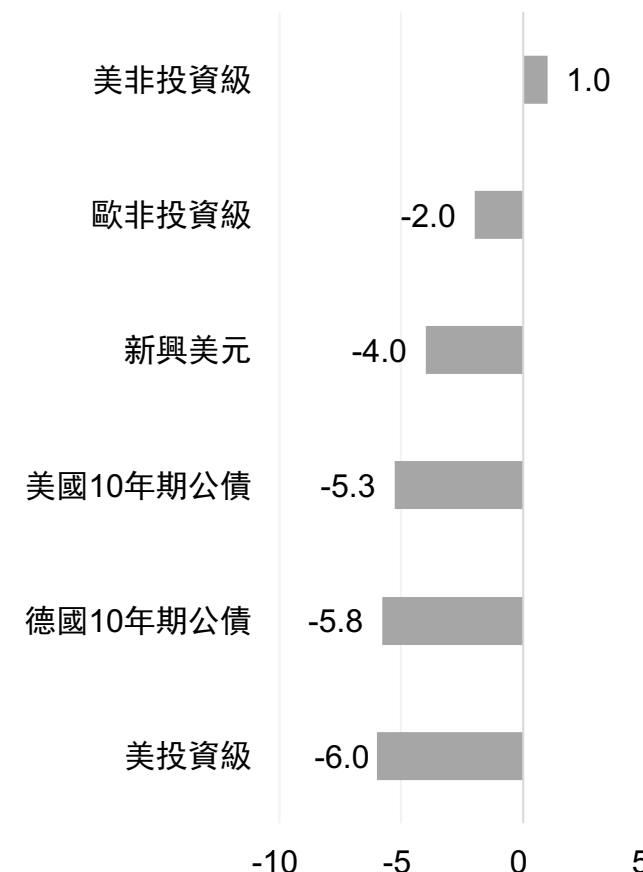
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/9/6- 2024/9/12。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- 1) **9月FOMC會議, 預期降息1碼：**1)通膨上行風險減緩, 8月CPI年增降至2.5%, 2)就業下行風險升溫, 職缺失業比落至1.07。預期9月降息1碼, 並觀察點陣圖的調整。
- 2) **蘋果新機發表, AI需求升溫：**iPhone 16專為AI打造, 有望掀起新一波換機潮, 市場預估明年蘋果營收動能有望提升5-10%。AI需求升溫下, 有利長線科技股動能。
- 3) **美國大選為後續不確定性：**辯論會後賀錦麗民調升高, 不過仍難斷定誰勝選, 賓州民調將成關鍵。

### 2. 後續看點

- 美國FOMC會議(9/19)、台灣央行理監事會議(9/19)、日本BoJ會議(9/20)。

## 策略思維

1. **股市-股市高檔拉回, 可逢低布建：**股市評價偏高, 加上Q3財報驚喜不足, 使市場近期震盪劇烈。不過AI為長線發展趨勢, 股市拉回過大後, 可分批布局買進。
2. **債市-降息預期過於激進, 逢反彈宜布債：**降息預期帶動短率驟降, 期限溢價支撐長率滑落緩慢, 曲線倒掛正式終結。短線市場過度反應今年降息幅度, 留意後續利率反彈空間。
3. **匯市-長線美元趨弱, 短線維持震盪整理：**Fed降息有助美元趨弱, 不過ECB已持續降息, 將限縮美元下檔空間。短線台幣受股市低迷拖累, 不過美國降息及出口增速支撐下, 將給與台幣支撐。



## Fed降息在即，預期9月降1碼，料點陣圖調整將不如市場預期激進

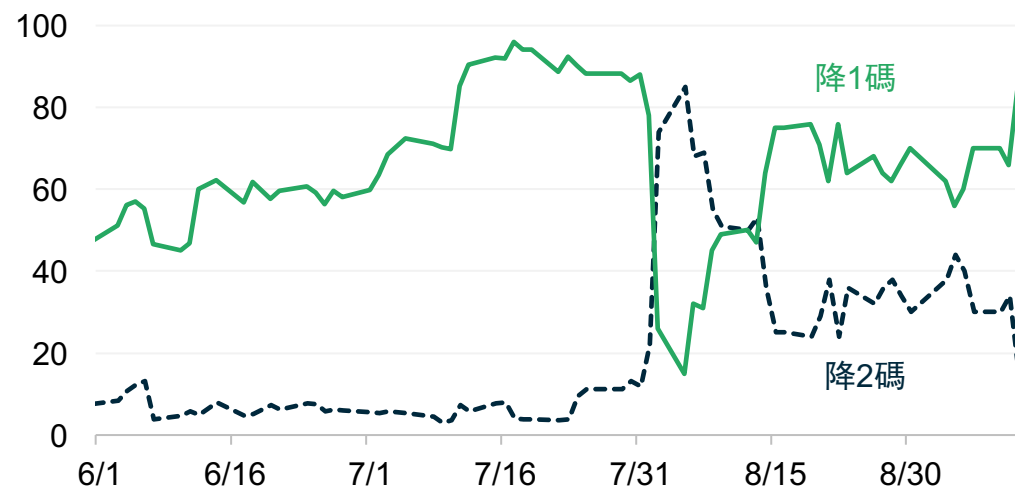
**總經變化：**1)美國8月CPI年增降至2.5%、月增0.2%，核心CPI年增持平於3.2%、月增0.3%，大致符合市場預期。2)8月非農、失業率改善，顯示**勞動市場維持韌性**，不過職缺失業比降至1.07%，逐步低於疫情前水平。**通膨上行風險減緩，就業下行風險升溫，支持Fed邁向降息循環。**

**9月降息預期：**美國整體經濟維持穩健，在軟著陸的預期下，研判9月降1碼的可能性較大。根據FedWatch估計，9月降1碼機率約為85%。

**點陣圖調整：**6月點陣圖透露今、明、後年降幅為1、4、4碼，幅度與目前情勢相比過於保守。而期貨市場的幅度預估為4、7、0碼，顯然有過度反應的疑慮。預期9月點陣圖將較6月有所下調，但應不如市場預期的激進。

### 9月降1碼為基本情境

9月降息機率，%



資料來源：FedWatch。

### 觀察9月點陣圖的調整



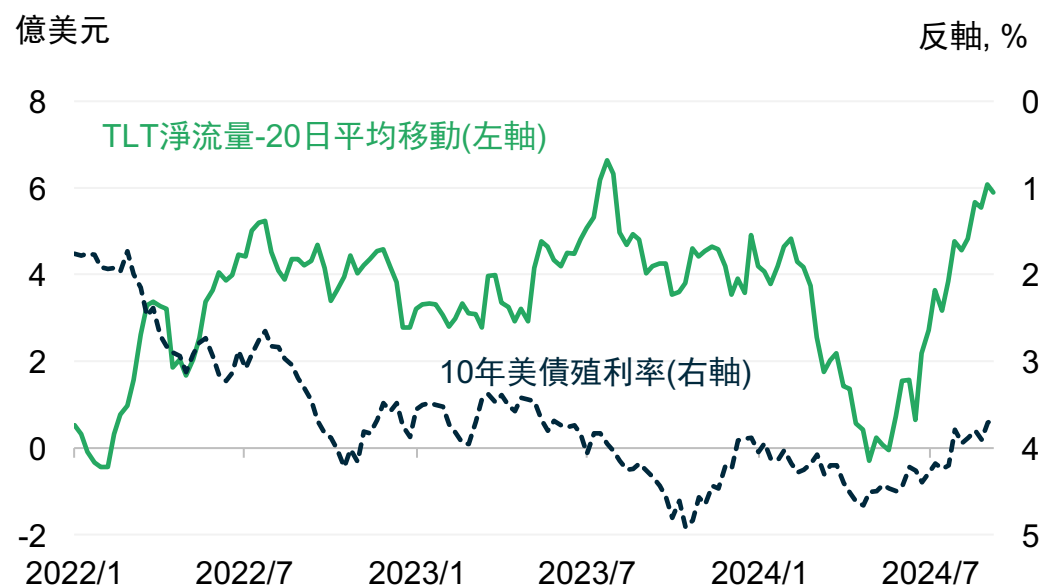
資料來源：Bloomberg。

## 殖利率倒掛終結，是否為衰退訊號？軟著陸仍為基本情境

Fed於2022/3開始升息後，殖利率曲線隨即陷入時長2年半的倒掛，主因：1)當時通膨高漲，政策緊縮使市場對經濟前景感到悲觀，2)短債對政策利率較敏感，短率大幅升高，3)高利環境吸引美債買盤，而長債具備存續期優勢，更加劇長短利差倒掛的時長。目前殖利率曲線已正式反轉。

**殖利率曲線翻正=陷入衰退？與時下的總經背景有關：**過去30年的倒掛，主要來自1990、2001、2008、2020年，但分別遇到了：過度升息、網路泡沫、次貸風暴、新冠疫情等重大系統性事件，Fed需要大幅寬鬆來拯救經濟。**不過，預期本次軟著陸的機率較大**，Fed的降息步伐應較為緩慢，大概率與1995年的路徑相近；倘若未來數月經濟數據大幅惡化，屆時Fed才有大幅降息的理由。

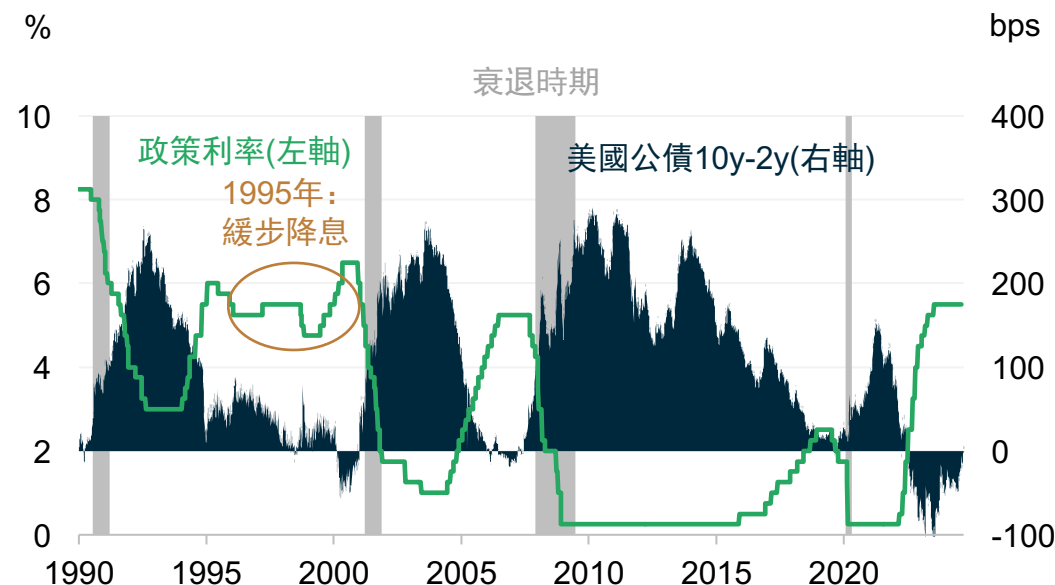
### 升息的高利優勢吸引長債買盤，加劇倒掛時長



註：TLT為iShares 20+ Year Treasury Bond ETF。

資料來源：Bloomberg。

### 本輪倒掛維持2年半，目前已翻正



資料來源：Bloomberg。



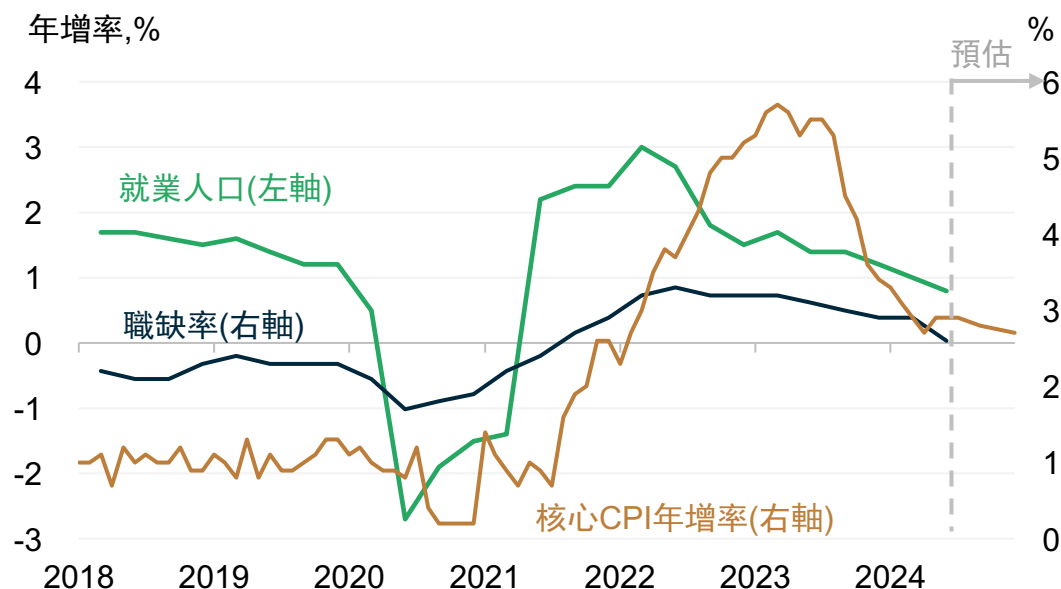
## 歐元區降息一碼，政策放鬆方向不變。Q4主要央行齊降息，美元跌勢趨緩，歐元高檔震盪

重點：1)如期降息一碼，存款機制利率為3.50%，主要再融資利率與邊際貸款利率下調0.6%至3.65%、3.90%(主因降息一碼與執行新政策框架，引導存款機制利率與主要再融資利率利差收斂)；2)疫情緊急債券收購計劃(PEPP)以每月減少75億歐元來退出再投資計劃，年底停止再投資。

ECB小幅上修核心CPI 0.1%，但下修今明後年GDP，反映Q3起製造業復甦不如預期、就業市場持續降溫的情勢，意味著降息方向不變。然而，考量下半年通膨回升的風險，總裁拉加德稱未來利率路徑朝下，但政策調整仍依數據而定，未對特定會議做出承諾，會後市場預期12月再降息一碼。

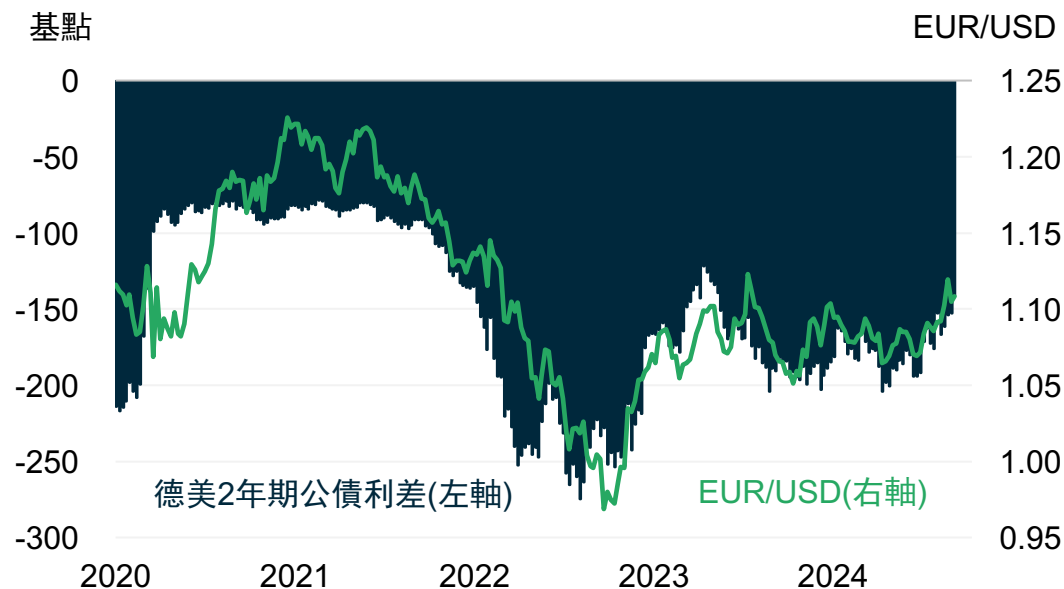
匯價方面，近期美國降息預期升溫打壓美元，一度推升歐元來到一年高位。然而，9/19 FOMC點陣圖恐不若市場預期之鴿派，加以ECB亦維持降息方向不變，皆有助緩和美歐利差收斂步伐，預料美元指數止跌，歐元則轉趨高檔震盪情勢。

### 就業市場持續降溫，研判通膨下降方向不變



資料來源：Bloomberg預估。

### 歐元走勢與德美利差亦步亦趨



註：2020至今德美2年期公債利差與歐元之相關係數為0.85。

資料來源：Bloomberg。

## 美國大選不確定性、2025年企業獲利分歧，成為後續不確定性

川賀辯論會在台灣時間9/11早上9點，於賓州費城展開。本次總統辯論會兩位候選人持續爭鋒相對，辯論期間仍持續發生多次插話的情況，包括1)川普攻擊賀錦麗經濟計畫無亮點，僅抄襲拜登現有的政策，2)賀錦麗批評川普的種種犯罪行為，持續強調川普不斷地說謊，並煽動國家分裂。值得注意，賀錦麗改變先前立場，支持水力壓裂政策，將有利賓州的天然氣開採，以爭取賓州關鍵的19位選舉人票，因為這可能決定誰是勝選的關鍵。

另外，歷經2年的庫存調整之後，2024年的企業獲利已明顯成長，年增率高達10%，不過，展望2025年，由於製造業復甦緩慢，加上產業復甦分化，目前市場對標普500企業2025年的獲利預估差異頗大，樂觀者預期仍有15%的成長，保守的僅6.8%成長，亦將構成市場的不確定性。

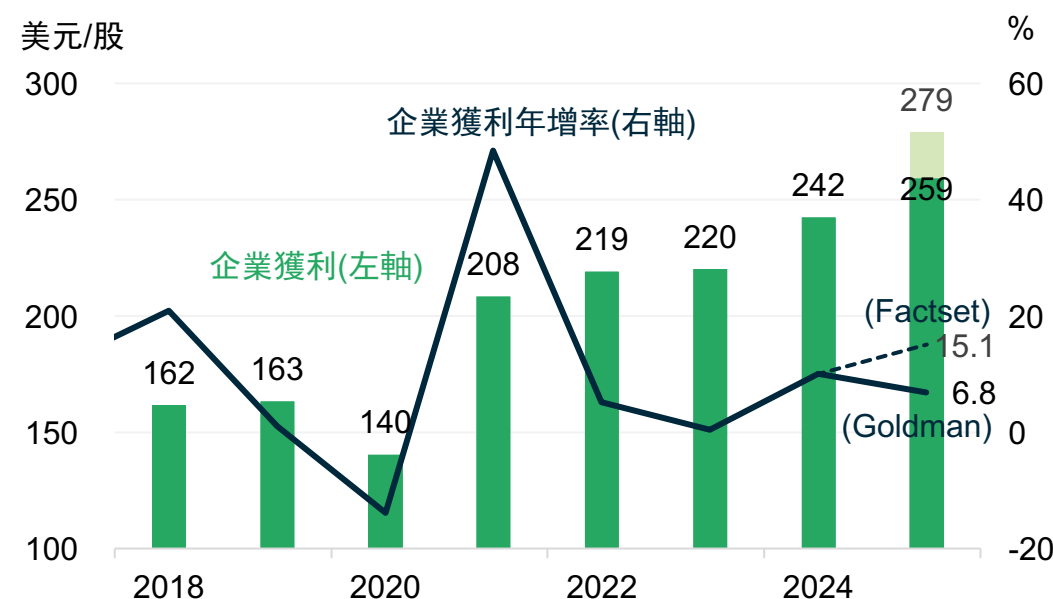
### 賓州選情將成觀察重點

	賀錦麗	川普
亞利桑那(11票)	46.8	48.4
內華達(6票)	48.0	47.4
威斯康辛(10票)	49.1	47.3
密西根(15票)	48.3	47.1
賓夕法尼亞(19票)	47.6	47.6
北卡羅來納(16票)	47.8	47.9
喬治亞(16票)	48.0	48.3

註：各搖擺州支持度。

資料來源：RealClearPolitics，資料截止至9/11。

### 2025年標普500企業獲利預估分歧



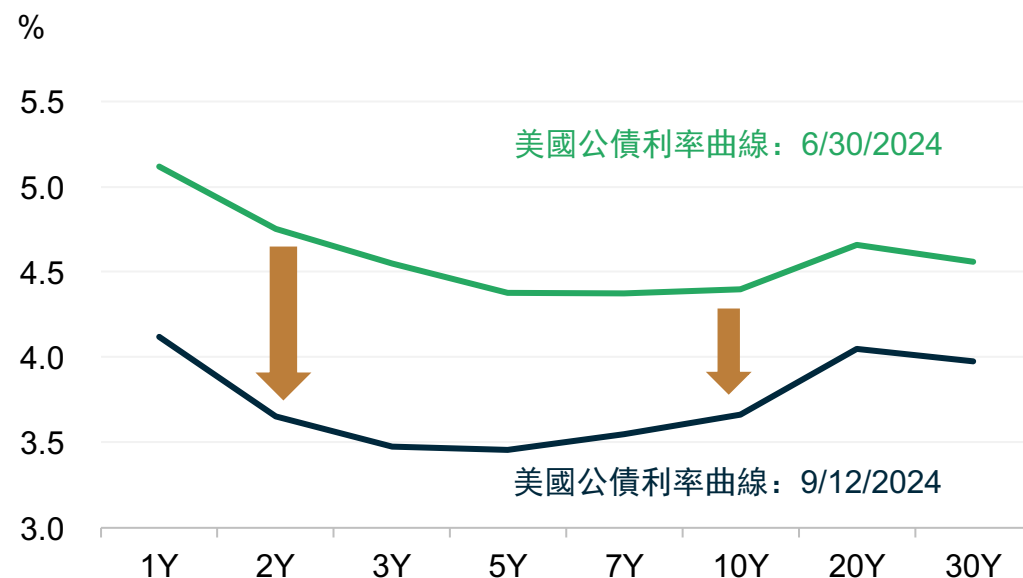
資料來源：Bloomberg, Factset, Goldman。

# 債市 宜逢高利尾聲布債，長債報酬將以穩定息收為主

現階段隨Fed降息在即，短率已開始大幅下滑；另一方面，美國經濟維持穩定，使**長債的期限溢價逐漸恢復**，帶動利率曲線轉正。未來**長率較有支撐的前景下**，資本利得的空間將受限，**長債的布局思維將以穩定利息收入為主**；亦可將部分資金配置在信評較優的企業債，追求更高收益率。

**債市策略**：市場衰退心理過於激進，短線美債殖利率大幅滑落之下，宜站賣方思考；**若9月點陣圖的調整未達市場預期，或美國的衰退疑慮有所淡化**，殖利率將有反彈空間，將是在降息初期、高利尾聲下的布債良機。

期限溢價恢復之下，長債下跌空間相對有限



資料來源：Bloomberg。

殖利率水平仍優於長期均值



資料來源：Bloomberg。

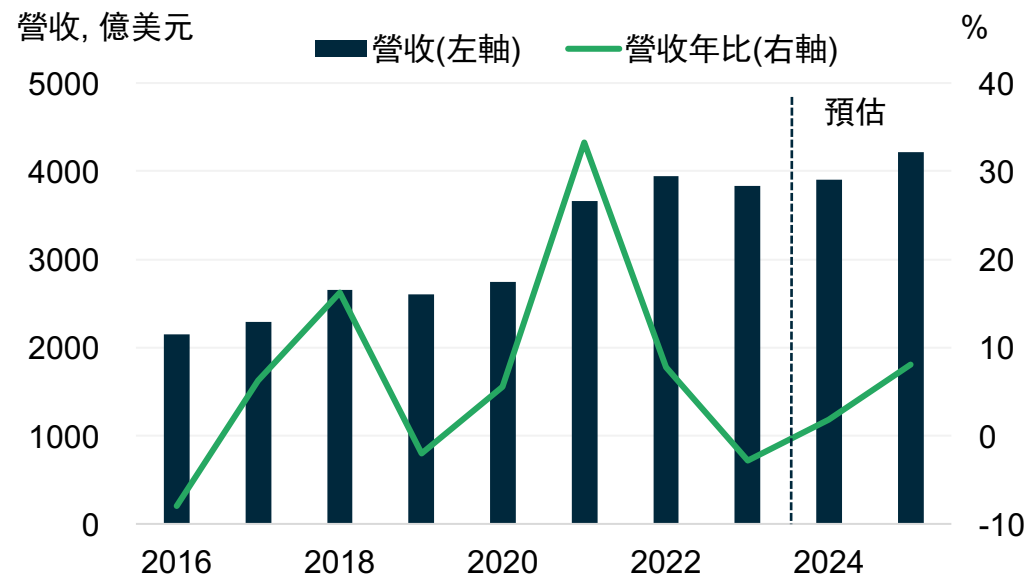


## 科技 蘋果營收明年成長至5-10%，輝達重申AI需求強勁

隨蘋果新機發表，知名蘋果分析師小幅上調今年銷量，預估iPhone 16可望幅提高100萬支至8800-8900萬支。展望明年，隨換機潮加溫，加上新功能陸續到位，市場預估明年營收動能有望進一步提高至5-10%。

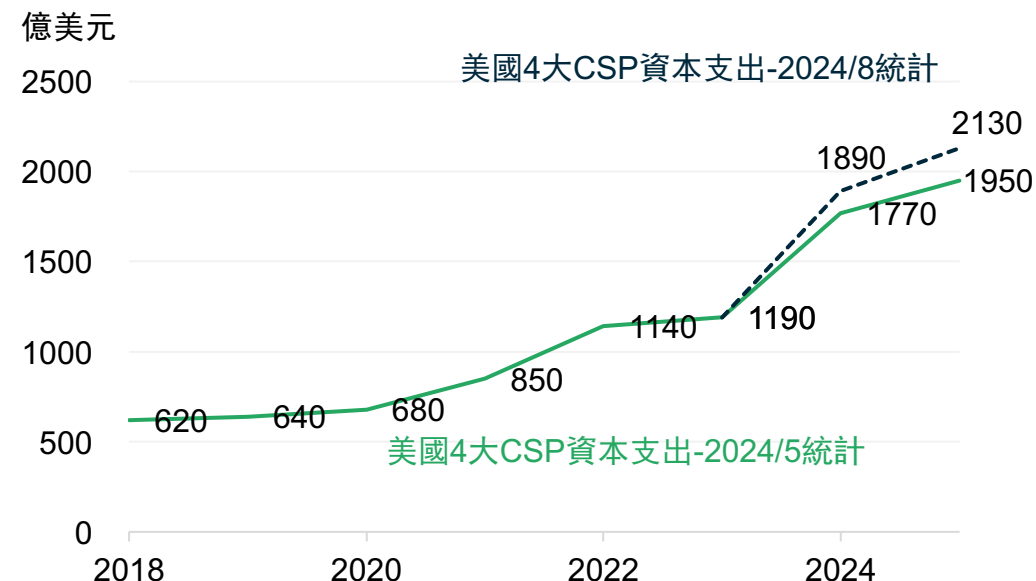
另外，輝達執行長黃仁勳近日再度表示，新一代Blackwell晶片需求強勁，供應商正在盡最大努力迎頭趕上生產並取得進展，另外，**他強調，大型雲端服務商，每花1美元在輝達產品上，即可創造5美元的租金收入**。過去一季以來，四大雲端復甦企業者再度加碼投資，呼應AI需求持續增溫。

### 蘋果營收明年成長5-10%



資料來源：Bloomberg。

### CSP業者再度擴大資本支出，加大AI研發



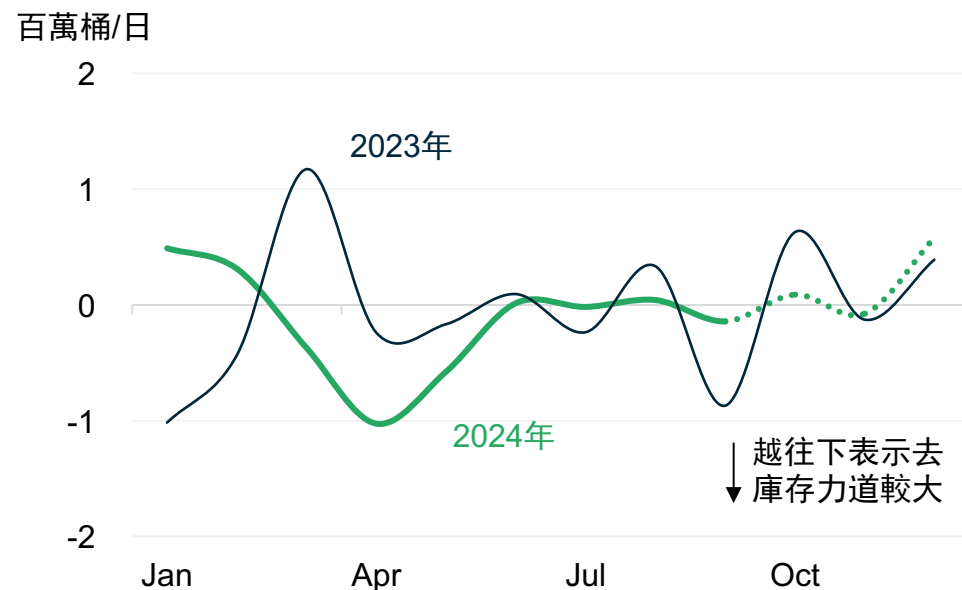
資料來源：高盛。

## 原油 除了中國因素, 美國今年旺季不旺, 加上2025年下半轉為供過於求, 將限縮油價上方空間

除了中國需求減弱對國際原物料市場的影響外, 美國今年也出現旺季不旺的狀況。通常在夏季, 美國的能源需求會顯著增加, 推動油價上漲。然而, 今年卻是旺季不旺的現象, 凸顯需求增長乏力的狀況。此外, 雖然OPEC+迫於油價大跌, 日前宣布「將自願減產期限延長至11月底」, 但卻是將供給面利空往後遞延, 而非消弭不見; 且據EIA估計, **2025年下半年開始可能全球原油供需緊張的狀況將不再**, 有機會轉向供過於求的局面。

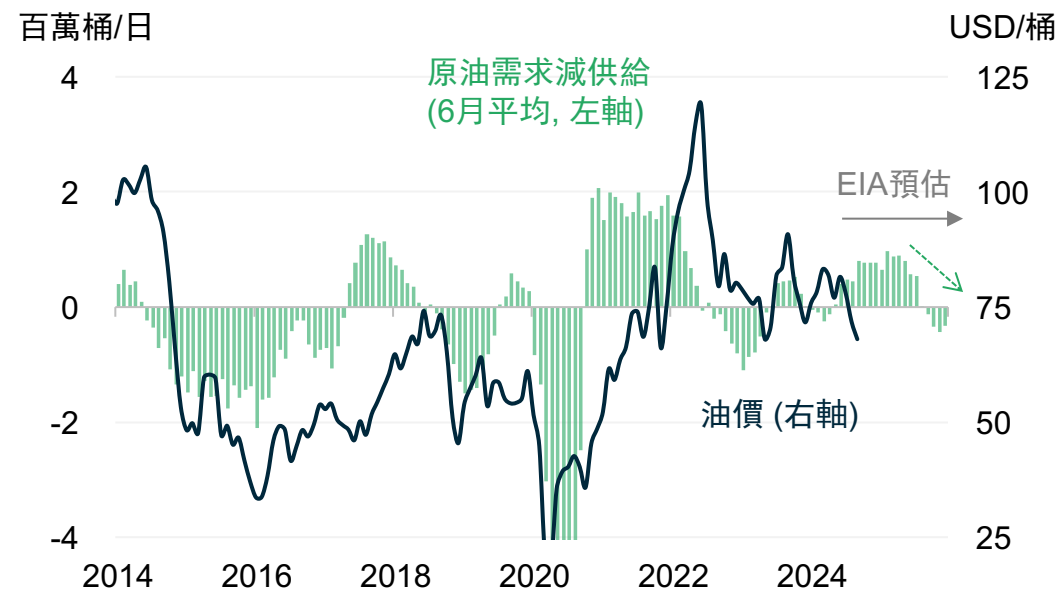
短線來看, 雖然颶風弗朗辛登陸路易斯安那州, 擾亂美國海灣石油生產, 使油價自近3年低點大幅反彈。但長線而言, 即便Fed將進入降息循環、限制美元強勢, 有利油價表現, 但**1)中國需求減弱、2)美國旺季不旺, 加上3)明年供需緊張狀況有望改善**, 將限縮油價上方空間。

### 美國今年旺季去庫存力道不若去年



註: 虛線為EIA預估。  
資料來源: Bloomberg。

### 2025年下半可能轉為供過於求, 限制長線油價上方空間



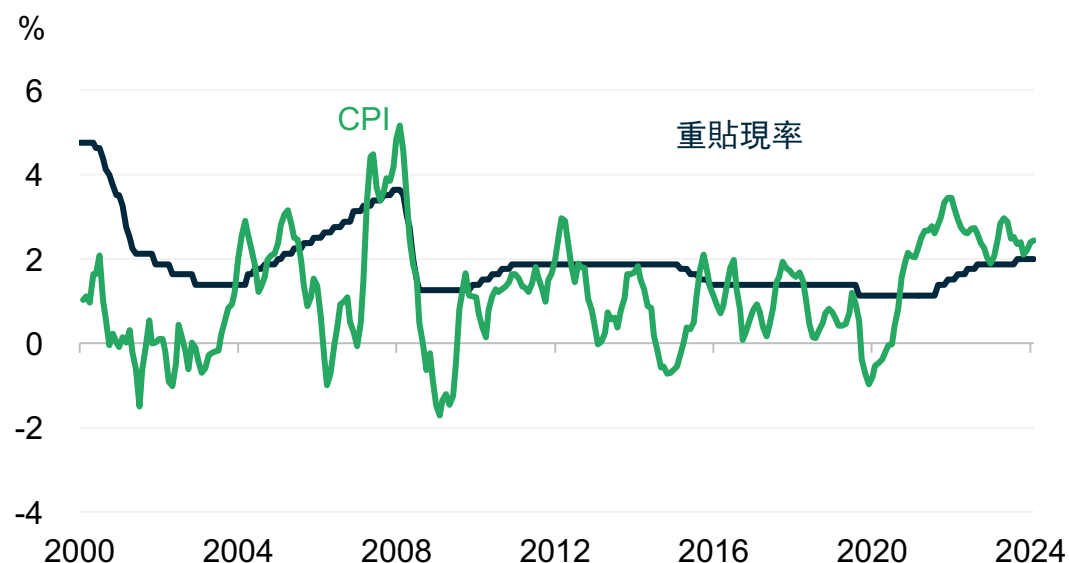
註: EIA預估。  
資料來源: Bloomberg。

# 台灣央行 料9月維持政策利率, 重點將持續聚焦降溫房市

全球主要央行多將步入降息循環, 且由台灣出口數據來看, 持續透露各產業表現分化明顯, 故料**台灣央行逆勢而行, 進一步升息機率低, 但「降息」恐不在台灣央行的選項中, 關注焦點將持續在房市**。主要原因有二, 1)台灣CPI數據仍處於高位, 2) 在六波房市管制祭出以來, 央行關注的重要指標, 房貸增速創高、不動產貸款集中度逼近歷史高點。

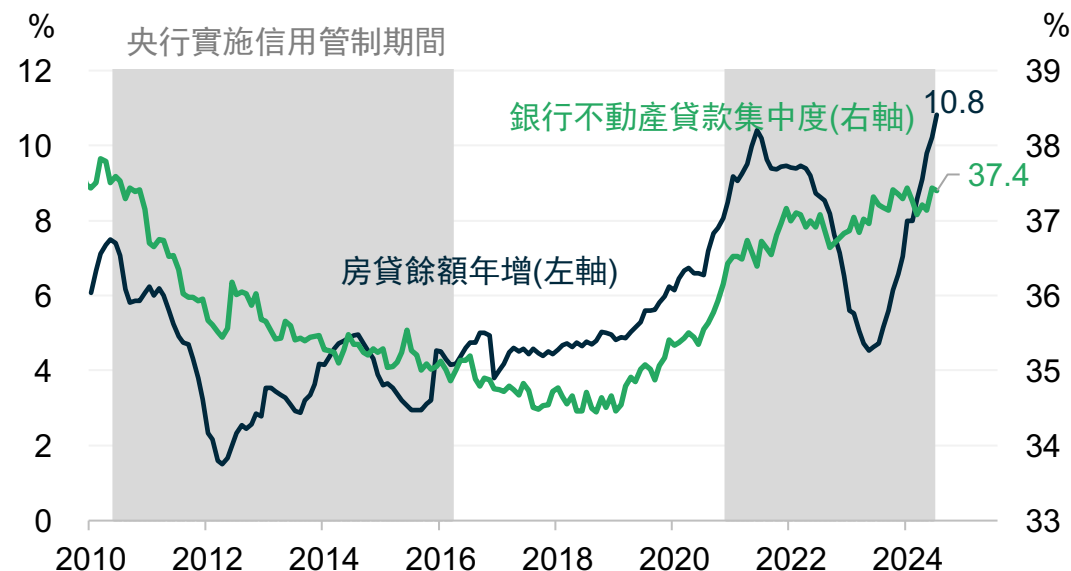
考量近期央行動作頻頻, 要求銀行擬定未來一年不動產貸款總量改善方案, 並將逐季檢視, 且受到銀行法72-2規範, 房貸放款空間也已受限下, 預計房貸資源將遵循賴總統呼籲方向, 以已核定、首購及新青安為優先, 將自然壓縮其他房貸供給。未來一段期間, 為消化優先族群房貸需求, 料房貸增速及不動產貸款集中度將維持在高位, 將使**央行對房市管制不易鬆綁**, 但第2戶購屋房貸撥款有望滑落下, **再祭出新一波管制必要性降低**。

## 台灣CPI數據仍處於高位, 料央行降息機率不高



資料來源: Bloomberg。

## 2020年信用管制至今, 央行關注房市指標持續亮紅燈



註: 不動產貸款集中度=(消費者購置住宅貸款+消費者房屋修繕貸款+建築貸款)/全體銀行放款餘額。

資料來源: 台灣央行。

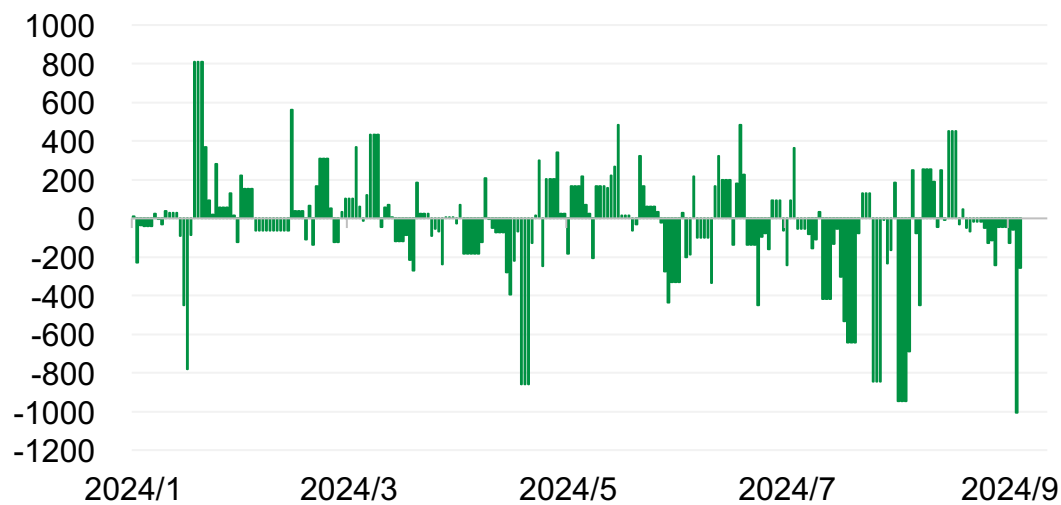
# 台幣 短線台幣偏弱, 但出口旺季及美國料將率先降息下, 料將提供台幣支撐

美國就業數據較7月好轉, 且8月CPI年增降至2.5%, 但核心CPI 與前月持平在3.2%, 使市場對Fed今年大幅降息的預期有所回調, 加上近期外資持續賣超台股, 使台幣近期偏弱表現。

不過中長線來看, 1)隨時序步入產業出口旺季, 加上AI需求強勁助陣下, 8月出口436.4億美元, 創歷年單月新高, 年增16.8%, 且財政部預期9月出口年增仍能維持400億以上, 反映出口商潛在換匯需求仍強, 2)Fed即將展開降息, 且明年降息幅度可期下, 都將提供台幣支撐。

## 近期股市氛圍、外資賣超使台幣偏弱

台股每日外資買賣超金額, 台幣

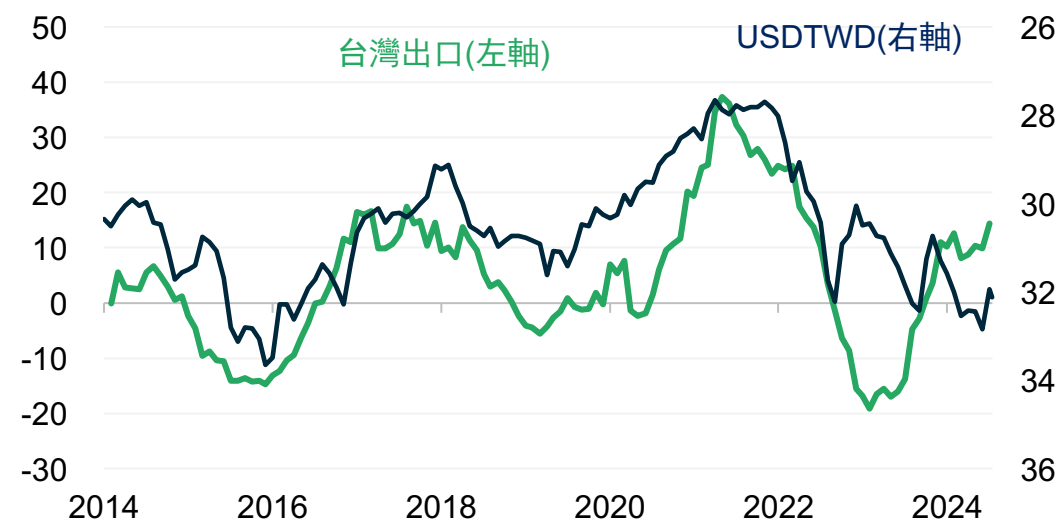


資料來源: Bloomberg。

## 出口強勁, 提供台幣支撐

年增率, %

USDTWTD



資料來源: Bloomberg。

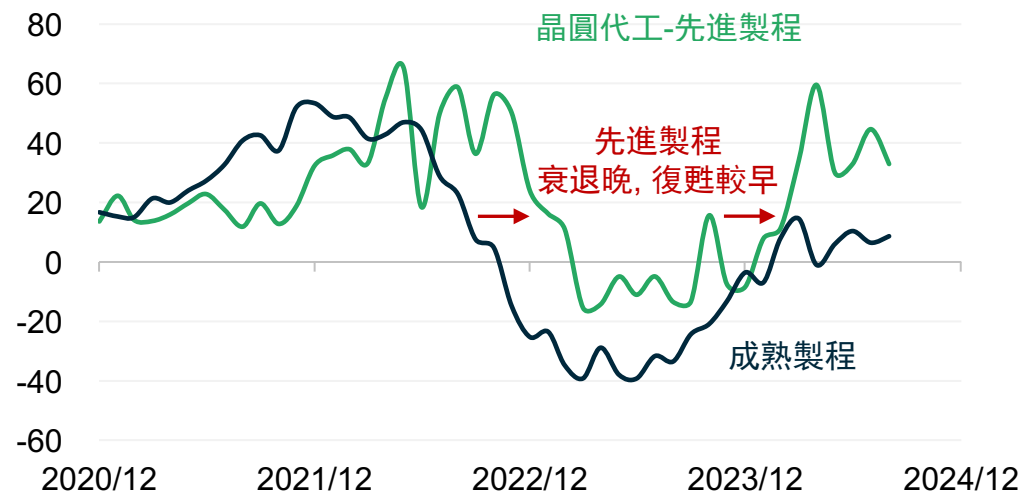
# 台股 半導體、AI帶動今年景氣走揚

台積電8月營收2508.7億元創歷史次高，年增33%，相較7月則月減2.4%，由於iPhone、華為新機推出帶動晶片出貨，9月營收若能維持高檔，達成Q3財測7280~7540億元的機率高，然而股價反應平淡，顯示**台積電的高成長已提前反應在股價上，若無進一步上修空間，短期內恐維持盤整格局。**

晶圓代工業可分為先進製程和成熟製程，以台積電為代表的先進製程，受惠科技新品及AI需求，在最近一波半導體下行循環，較成熟製程晚出現衰退，並領先復甦，而成熟製程營收年增率直到今年2月才由負轉正，以過去半導體循環約4年來計算，景氣高峰可能出現在2025年中，先進製程更可能持續成長至2026年，目前股價的修正應視為長期布局機會。

## 晶圓代工產業中，先進製程領先成熟製程復甦

營收年增率，%



註：先進製程採用台積電營收年增率；成熟製程採用聯電、世界先進、力積電3家平均。  
資料來源：Bloomberg。

## 半導體循環平均約4年，預料高峰落在2025年中

年增率，%

年增率，%



資料來源：Bloomberg。

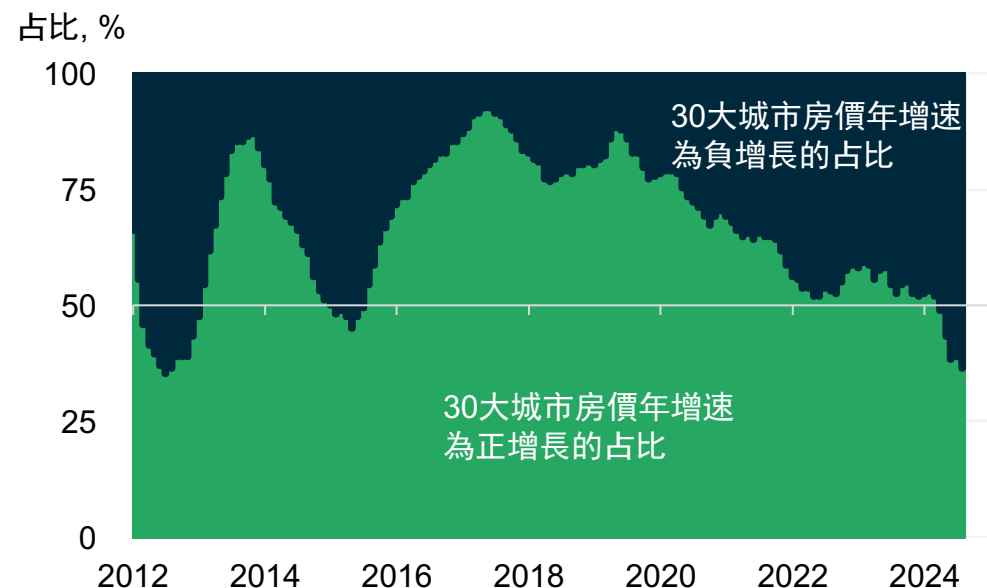


## 中國 房市逆風，人行支撐力道不足，相關產業動能較難拉抬

儘管中國官方先後祭出救房市措施，包括調降頭期款比例、下調公積金貸款利率、取消房貸利率下限，以及收購未出售住宅做為保障性住房等。但房市跌勢仍未觸底，今年以來主要城市的房價仍多較去年呈現下滑的走勢。

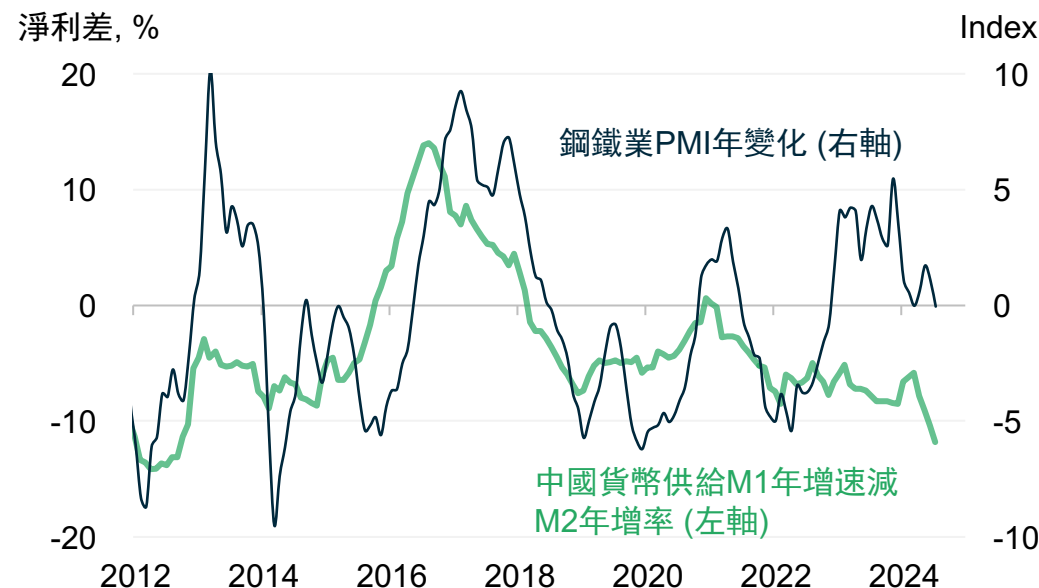
影響所及，與房市密切相關的產業，如鋼鐵、塑化等需求表現仍舊疲弱。即便人行仍以寬鬆政策應對，但為避免美中利差擴大加大資金外流，人行政策仍嫌保守。此外，從M1與M2剪刀差下降的狀況研判，貨幣寬鬆的效果仍難以推進至實體經濟，雖然日前傳出人行考量調降存量房貸利率的消息，確實有利推動經濟正向循環，但目前政策尚未落地，且需時間發酵。短期內，相關產業、原物料需求低迷的狀況仍難獲得拉抬。

### 今年以來房市仍舊偏冷，房價負增長的城市比例還是高



資料來源：Bloomberg。

### 房市不佳下，人行支撐力道尚不足以拉抬產業動能回升



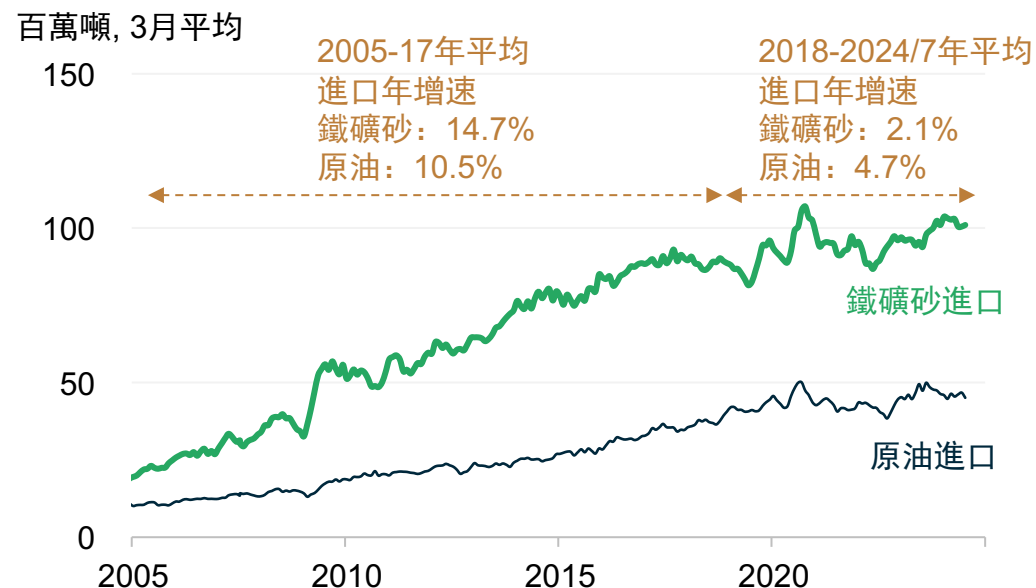
資料來源：Bloomberg。

# 中國 中國原物料需求不如過往，加上近期庫存高踞與需求趨弱，對國際原物料市場仍屬逆風

2018年以來，隨中國房市降溫，營建等需求也隨之減弱，導致原物料進口量增長力道明顯下降。以兩項主要原物料進口項目鐵礦砂、原油為例，2005-17年鐵礦砂與原油平均進口年增速為14.7%、10.5%，2018-2024/7年鐵礦砂與原油平均進口年增速降至2.1%、4.7%。

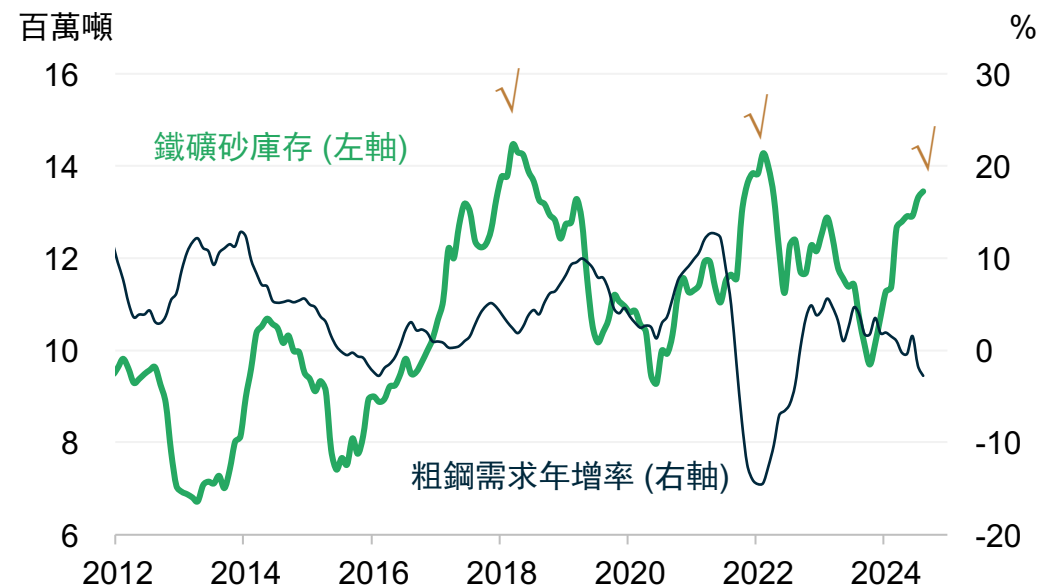
除了長期增長出現轉變外，短期而言，也看到中國原物料庫存水平持續攀高，凸顯需求疲弱的狀況。長短線因素影響下，使得近期國際原物料市場面臨逆風。

## 2018年以來，中國原物料長期增長力道有所趨緩



資料來源：Bloomberg。

## 鐵礦砂庫存堆高，粗鋼需求趨弱，對金屬礦業仍屬不利



資料來源：Bloomberg。

## 金屬、能源股 需求面逆風，加上高基期影響，壓抑營利率增長，恐限縮相關類股上行空間

今年上半，國際礦商與油商ETF(如PICK、IXC)表現不差，但下半年伊始，震盪逐漸加大。檢視**基本面狀況**，1)中國對金屬、原油需求力道不若以往、2)美國用油旺季不旺、3)OPEC+增產利空往後遞延而非消弭不見，導致近期股市修正時，原物料報價隨之重挫。

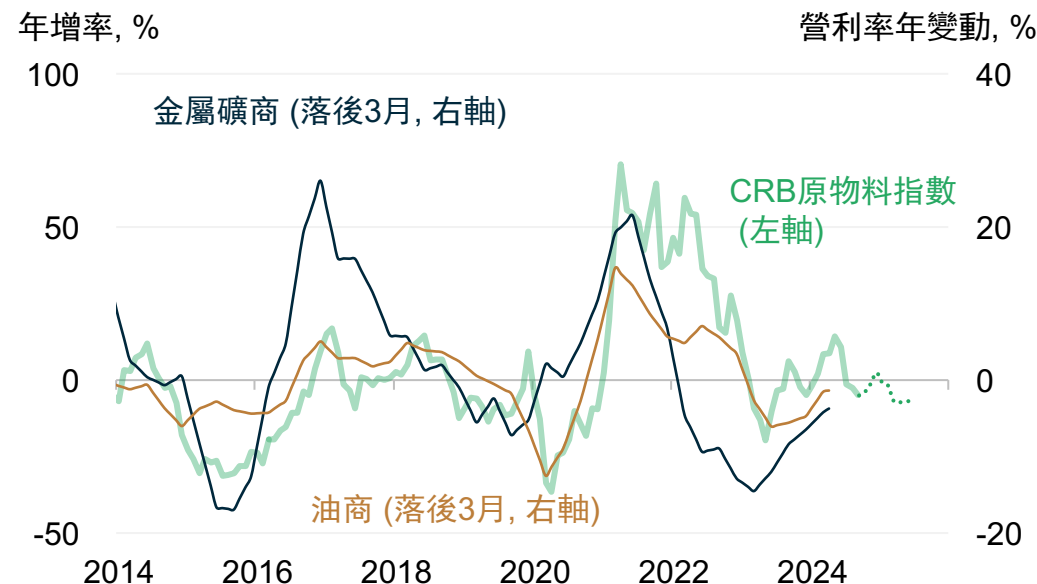
進一步觀察對產業面的影響，由於**需求面存在逆風**，使得原物料報價上行空間受限，加上**基期影響**，將使得礦商和油商的營利率增長承壓。因此，長線而言，雖然隨著Fed即將放鬆貨幣政策，有利支持整體股市評價，但仍需留意產業報價、廠商營利率可能限縮相關類股上行空間。

國際礦商與油商ETF走勢



資料來源：Bloomberg。

需求面逆風，且高基期影響下，壓抑廠商基本面走向



註1：假設原物料指數維持270價位下的年增速狀況。

註2：金屬礦商包括必和必拓、力拓、嘉能可、英美、淡水河谷。

註3：油商包括埃克森美孚、雪佛龍、西方石油、殼牌、BP等。

資料來源：Bloomberg。

Sep 2024

16

Monday

美國紐約製造業調查指數  
德國零售銷售  
中國/日本/韓國/印尼休市

17

Tuesday

美國零售銷售  
歐元區ZEW調查預期  
中國/台灣/韓國休市

18

Wednesday

美國新屋開工  
日本貿易收支  
日本核心機械訂單  
歐元區CPI(年比)  
英國CPI(年比)  
韓國/香港休市

19

Thursday

美國FOMC會議  
美國成屋銷售  
台灣央行理監事會議  
英國BOE會議

20

Friday

日本BoJ會議  
日本CPI(年比)  
中國5年貸款基放利率  
歐元區消費者信心指數

## 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