



國泰世華銀行
Cathay United Bank

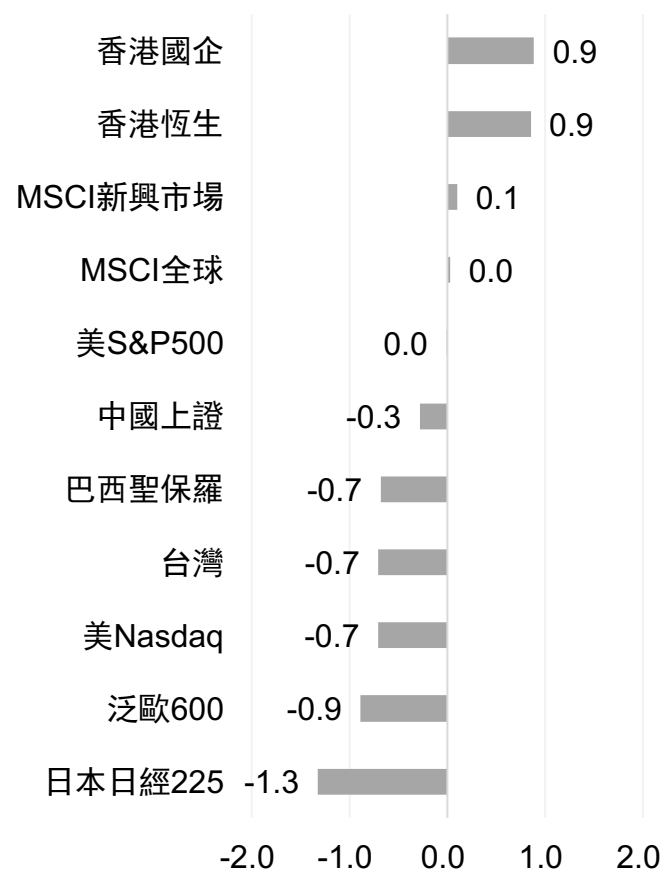
2024年11月22日

投資研究週報

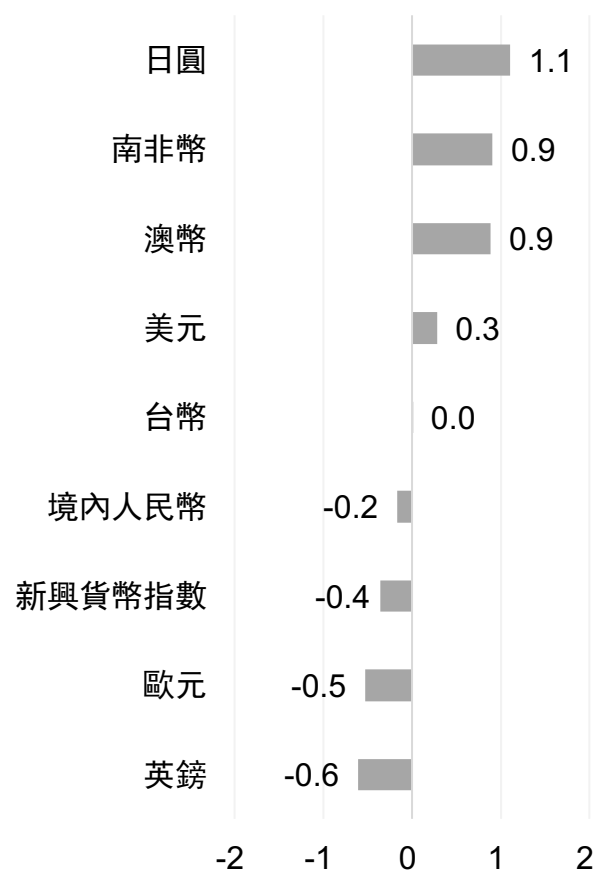
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

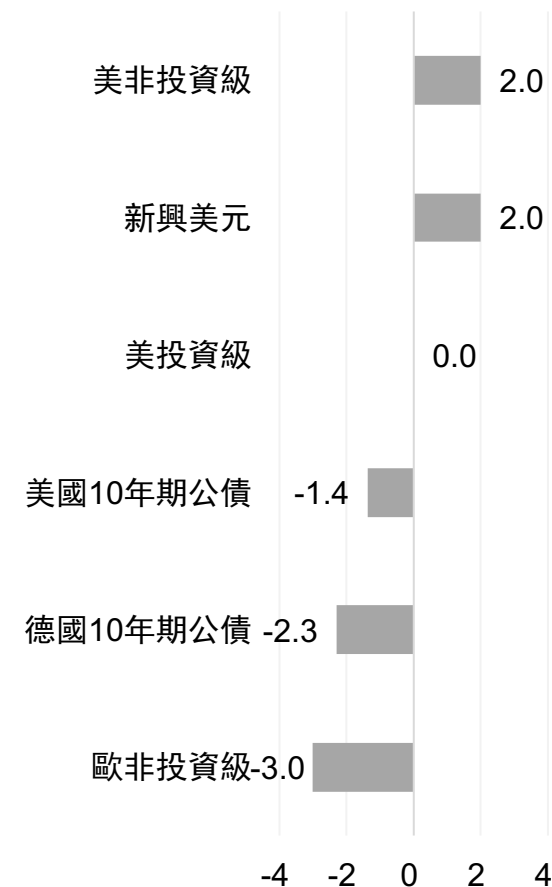
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/11/14- 21。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- 1) 擔憂川普政策，引發殖利率彈升：9月川普當選機率上升以來，殖利率出現降息循環時少見的彈升。
- 2) 台幣受川普交易影響，後續回升受限：殖利率影響下，台幣應呈區間走勢，回升空間有限。
- 3) 美股：
 - 從拜登到川普，題材轉換：減稅、鬆綁監管下，中小、金融、能源成為受惠股。
 - 輝達健檢，AI需求無虞：財報揭示AI需求無虞，但「驚喜度」下降，後續高評價下震盪易加劇。
- 4) 日幣走貶，日股走勢落後：政治風險抵銷日圓貶值效益，日銀逐漸升息下，可關注內需與金融產業。

2. 後續看點

- 事件：FOMC(12/19)；中央經濟工作會議(2024/12)、兩會(2025/3)；德國國會改選(2025/2/23)

策略思維

1. 股市-川普影響下，可多元配置：美股、科技業雖長線偏多，但「低基期股」有利資金轉進。
2. 債市-降息預期轉變，可逢高布債：擔憂川普政策、鮑爾稱不需急於降息，反而是「債券鎖利」機會。
3. 匯市-川普交易壓抑台幣：台幣基本面不差，但川普交易將帶給新興市場壓力，也限縮台幣上漲空間。

債市 | 9月川普當選機率上升以來，殖利率出現降息循環時少見的回升

9月川普當選機率上升以來，殖利率出現降息循環時少見的回升，因：

1) **川普交易**持續；2) Fed態度轉趨謹慎，**鮑爾**暗示「不急著降息」的態度；3) 近期**數據**影響，包括CPI小幅反彈、零售銷售升溫，均反映美國經濟穩健，也降低市場的降息預期。

前六次降息循環中，**僅1998年達降息終點後，整體殖利率卻逆勢上漲**。因1998年時面臨俄羅斯債務危機、LTCM倒閉，Fed先降息以穩定市場信心，但同時CPI增速卻走揚，而政策於1999/6便轉向升息。但**本次通膨增速已逐漸受控，因此，即便降息步調確實可能放緩，但再轉回緊縮的可能性有限**。

9月川普當選機率上升以來，殖利率隨之走揚



資料來源：Bloomberg。

前六次降息循環中，僅1998年呈現殖利率反彈

降息期間	碼數	2年債殖利率變化(%)	10年債殖利率變化(%)
2024/9~迄今	3	+0.65	+0.69
2019/7~2020/3	9	-1.63	-1.35
2007/9~2008/12	20	-3.22	-2.37
2001/1~2003/6	22	-3.27	-1.60
1998/9~1998/11	3	+0.33	+0.29
1995/7~1996/1	3	-0.95	-0.85
1989/2~1992/9	27	-5.69	-2.94

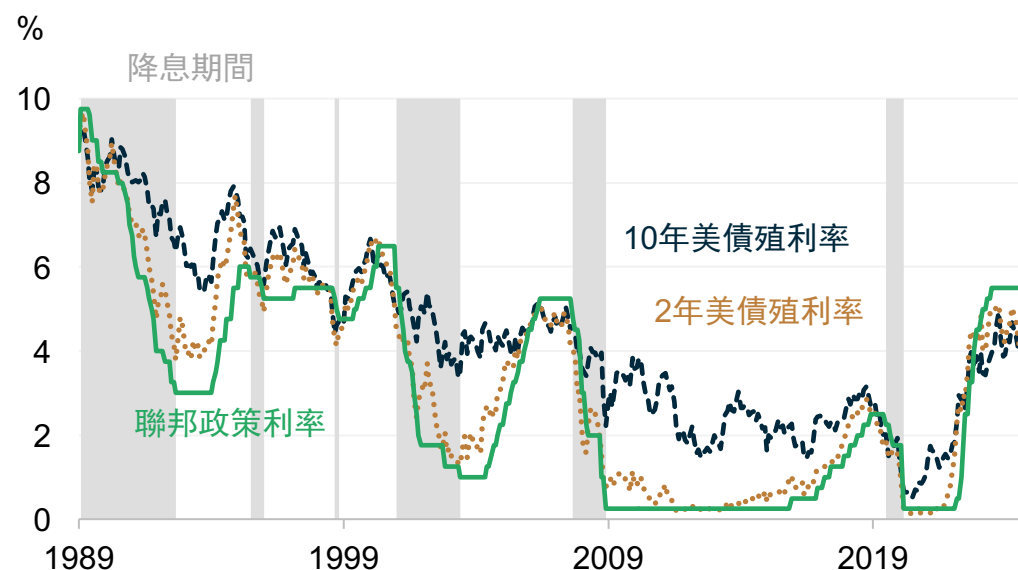
註：1998年遇到亞洲、俄羅斯金融危機外，當時美國的通膨增速升溫，導致殖利率逆勢上漲。

資料來源：Bloomberg。

債市 | 降息循環下, Fed寬鬆終將壓抑殖利率上行空間, 公司債多能提供穩定息收、鎖利機會

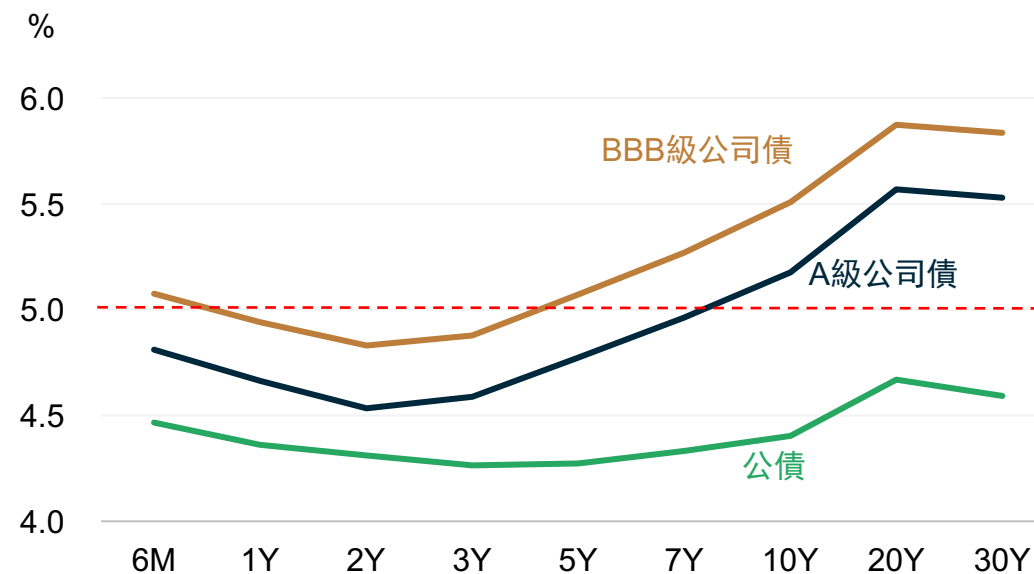
雖然市場出現對川普當選的擔憂, 而推升殖利率。但在**降息循環下, Fed寬鬆終將壓抑殖利率上行空間**, 此外, 參考近期投資級的公司債報價, 約莫5年期以上的公司債便能提供5%以上的息收。因此, 近期殖利率的彈升, 反而可視為不錯的**鎖利機會**。

降息循環下, Fed寬鬆終將壓抑殖利率上行空間



資料來源: Bloomberg。

隨殖利率走揚, 鎖利機會浮現, 而公司債多具穩定息收



資料來源: Bloomberg。

台幣 | 季節性及美國貨幣政策趨鬆提供台幣支撐, 台幣再大貶機率不高

受到美國雙率高盤、川普新政方向不利中國、及亞洲出口國等因素, 台幣**短線偏弱震盪, 但預期貶破今年位階的機率不高, 多空因素交雜下, 料台幣未來將呈現大區間震盪格局**:

利多: 受到年底消費旺季及AI需求強勁帶動下, 10月外銷訂單已連續4個月維持500億美元以上, 反應出口商換匯的需求, 也提供台幣年底、農曆年前, **季節性的利多支撐**, 加上**美國貨幣政策趨鬆**, 有利緩解美國雙率壓力。

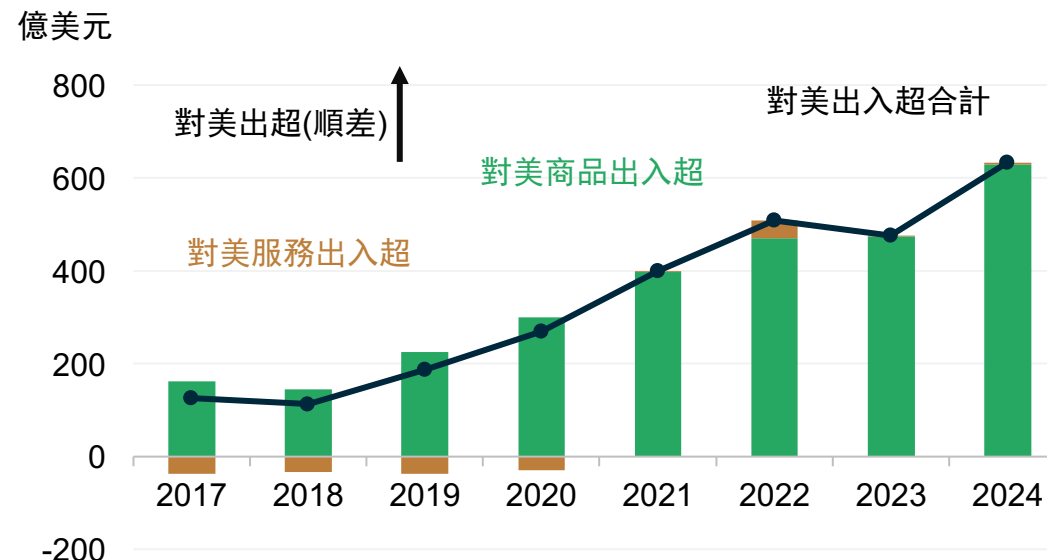
利空: **川普帶來的高度不確定性**、加上川普上任後, 為了避免關稅制裁, 預期台灣自2018年以來對美國順差大量增加的態勢或將反轉, **未來台灣企業擴大赴美設廠、加大對美採購能源、農產品及軍品**等為可能方向, 意味美元需求增加、對台幣的淨需求減少。

美國貨幣政策趨鬆, 將提台幣支撐



註：利率期貨推估值。
資料來源：Bloomberg。

為因應川普不確定性, 對美順差增大態勢或將面臨轉折



註：2024全年數據以上半年金額乘二推估。
資料來源：美國商務部, BEA。

美股 | 從「拜登到川普」，政策偏好主導題材轉換

川普總統強調政策重點包括**減稅、放鬆管制及美國優先**，這些政策旨在藉由政策主導，推動對**中小企業、金融業、美國本土經濟**的支持。其中，減稅政策將有利企業利潤上升，尤其有利根基在國內、較難避稅的中小企業；而法規鬆綁對於受制金融法規的金融業則最為有利，並可望提高股利發放的期待。

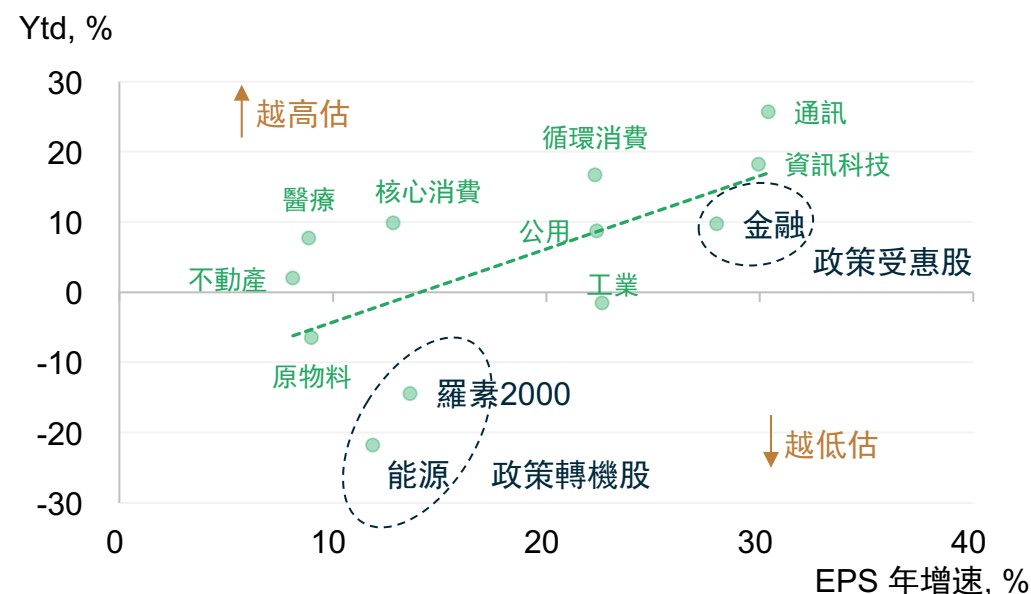
由於今年上半，科技股受到AI題材大幅推升，但在政策環境改變下，道瓊或科技股對中小股相對科技股比率已由低位回升，這也意味著資金轉進非科技股的狀況，因此，在川普2.0正在進行式下，類股偏好或許可以調整至更多元、更均衡的配置。

道瓊與羅素2000相對科技股已降至近歷史低位



資料來源：Bloomberg。

政策偏好主導題材，有利較低估的類股輪動



註：Ytd = -14.7 + 1.04xEPS年增速, R-sqr=0.42。

資料來源：Bloomberg。

美股 「銀行股」受惠於監管放鬆題材，而長短天期利差引導淨利差改善，也對獲利有所助益

〈川普1.0〉中，針對小型銀行監管放鬆，包括**1)提高需監管門檻**—需要接受更嚴格監管的資產門檻，由500億提高到2500億美元；**2)減少壓力測試頻率**—資產1000億以下銀行，壓力測試頻率從每年一次減少到兩年一次，降低行政負擔；**3)簡化合規要求**—使得小銀行能更靈活進行投資和資產管理。

但對於〈川普2.0〉，金融業者則是最希望**放寬「資本規定」**。主要針對今年7月，監管機構公佈被稱為「**巴塞爾資本協議三終局規則(Basel III endgame)**」的規定，其中大型銀行受到影響最鉅，會讓要求資本再進一步提高，換言之，銀行股東權益需要提高，又或者降低風險資產的規模。而其結果便是降低銀行獲利、股東配息的能力。除了監管放寬的題材外，川普當選後，**長短利差進一步回升，將有利銀行業淨利差與獲利改善**。

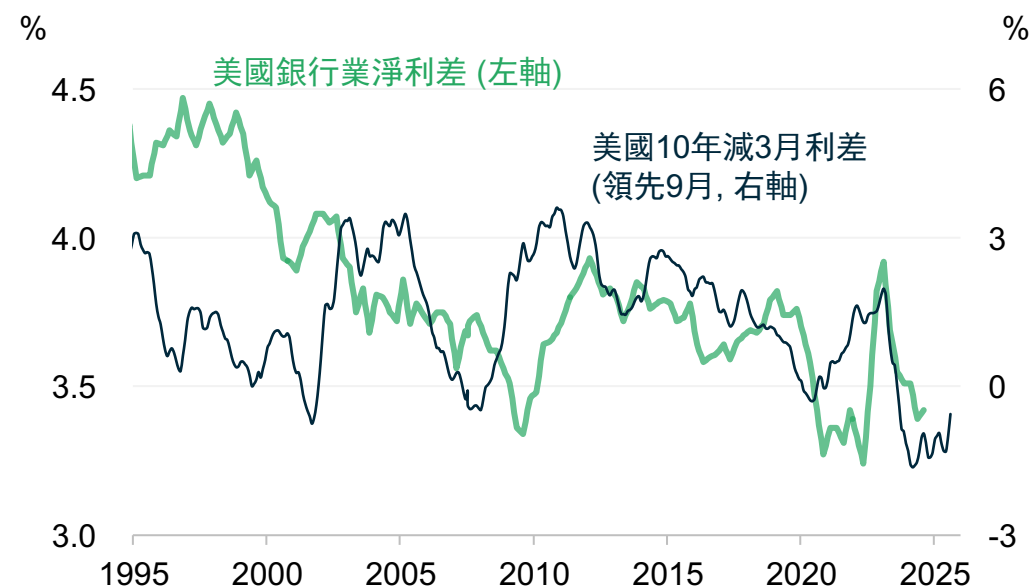
因此，本次銀行股在川普確定當選後，股價紛紛正面表態，大型商業銀行如小摩等，表現尤佳。

過往，法規要求金融業持續提高資本，也限縮銀行獲利



資料來源：Bloomberg。

長短天期利差將引導淨利差改善



資料來源：Bloomberg。

美股 川普政策強化美股優勢,「小型股」獲利有望復甦

川普內閣人選陸續出爐,市場逐步消化其美國優先政策,包括對中國課徵60%、對全球各國課徵10%關稅,驅逐非法移民,削減政府支出,以及延長企業減稅法案等,近期美國10年債殖利率、美元指數雙雙走高,也形成美股評價壓力,標普500指數雖創6千點新高紀錄,但科技七雄走勢表現略勝一籌,顯示**高利率環境下,資金仍青睞兼具獲利成長及穩定現金流的大型龍頭股**。

另一方面,受到高利率壓抑的小型股在2025年有望迎來獲利復甦,除了Fed延續降息週期有利降低企業負擔,川普關稅政策對國內企業為主的小型股也有一定幫助,減稅政策對企業獲利更有全面提振的效果,近期或因公債殖利率走高而進行拉回,可做為衛星配置適度布局。

近期公債殖利率走高,科技七雄反成避風港



註: 科技七雄-輝達、蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、特斯拉、Meta。
資料來源: Bloomberg。

小型股獲利有望恢復成長,受惠川普減稅及降息預期



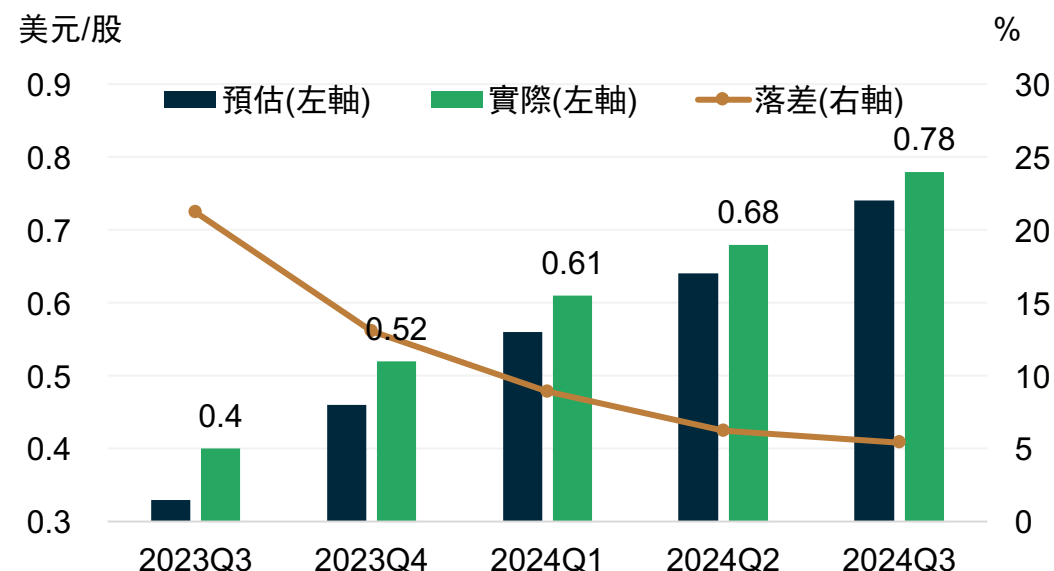
資料來源: Bloomberg預估。

美股 AI長線無虞, 但留意「輝達」財報驚喜程度持續下滑

截至10/31, 由於資料中心持續快速成長, 使得輝達今年Q3營收再創歷史新猷, 從300億美元上升350億美元, 不過, 增速持續回落, 從前期122%降至94%。就獲利而言, 毛利小幅下滑, 但維持在高位, 使得淨利再創新高達193億美元, GAAP EPS從0.68美元提高至0.78美元。展望Q4, 營收可望推高至375億美元, **但僅符合預期, 且毛利率進一步下滑至73.5%。整體而言, 財報不差, 但驚喜程度持續下降。**

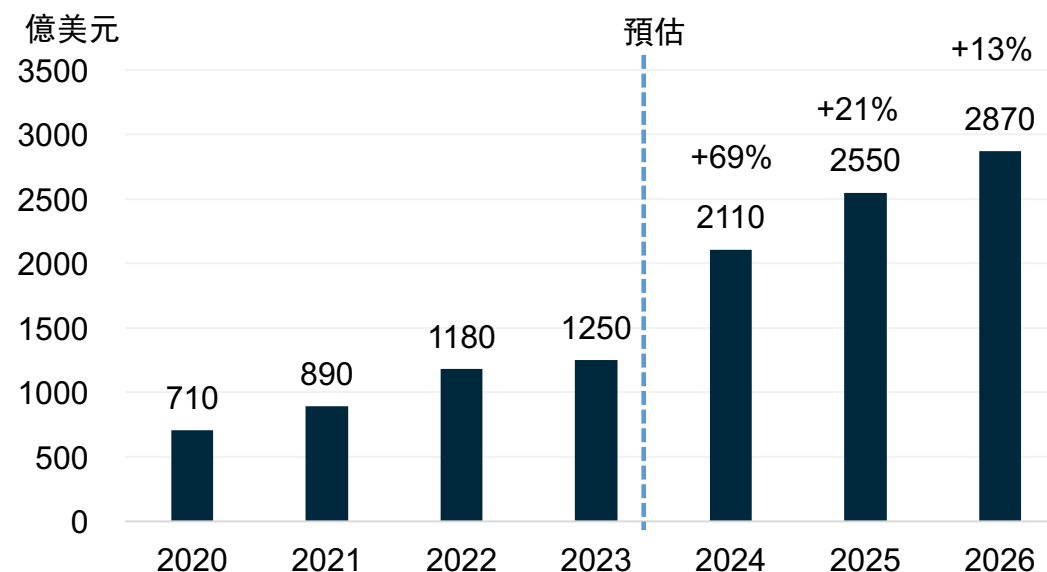
統計4大雲端業者的雲端投資, 今年已突破2000億美元, 預計未來仍將持續成長, 支持AI長線發展。**AI長線雖值得期待, 但輝達財報的驚喜程度持續下滑, 或產品遞延等因素, 都可能造成股價的波動。操作上, 不宜追高, 但若因雜音造成股價的回落, 反而是逢低布局的契機。**

輝達EPS財報驚喜程度持續下滑



資料來源: Bloomberg, 公司財報。

CSP業者加大AI投資, 資本支出持續攀高



資料來源: Bloomberg 預估。

日本 政治風險抵銷日圓貶值效益，經濟穩健與日銀升息下，可關注內需與金融產業

過去幾年日本外銷產業獲利受益於日圓貶值，日股表現也深受日圓匯價影響，然而，10月以來兩者走勢明顯脫鉤，主因是貶值效果遭遇政治不確定性抵銷。從9月下旬自民黨總裁選舉、10月底眾議院改選、到11月的美國總統大選與日本特別國會，隨政治風險淡化，脫鉤狀況也將逐漸改善。

往明年看，由於薪資成長與通貨膨脹進入良性的正向循環，2025年春鬥有機會複製今年成果，**實質薪資成長讓消費者支出持續復甦，企業獲利成長提供上行動能，東證指數有望突破今年高點。**在產業層面，**汽車、機械等外銷產業，在貿易關稅與全球製造業復甦不確定性之下，股價表現可能不若今年強勢；金融類股受到經濟穩健與日銀升息的支持，企業獲利與股價有望進一步走揚。**

經濟展望正向，企業獲利明年料穩健成長



資料來源：Bloomberg預估。

升息前景有利金融類股表現



資料來源：Bloomberg。

美元指數 短線利多提振，美元高位波動；待川普交易降溫，可望回檔整理

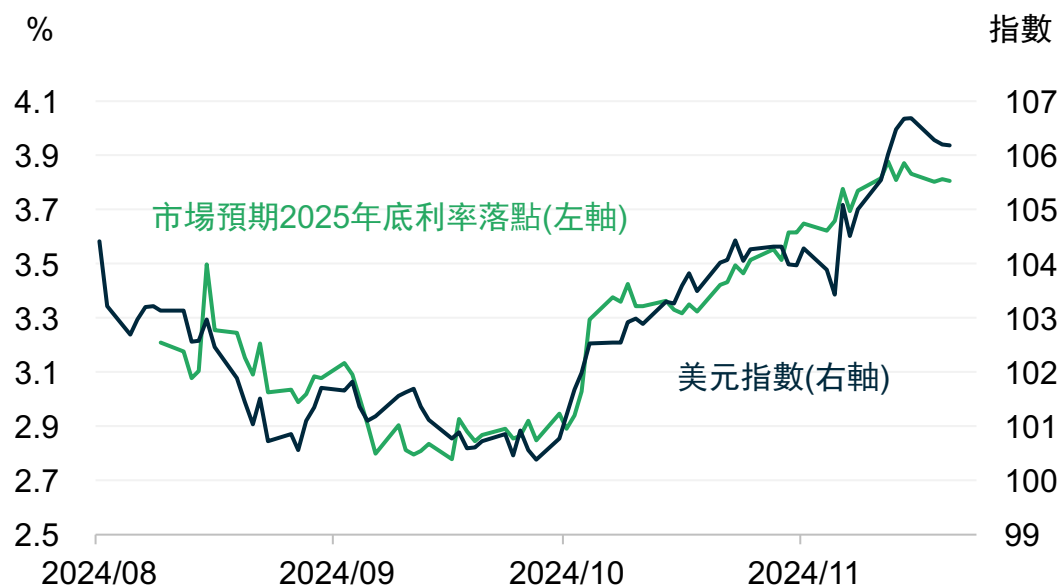
美國總統大選結果揭曉至今，美元指數漲多跌少，創下一年新高，主因：

1) **川普交易持續發酵**：隨川普內閣成員名單揭曉，對中國轉趨強硬、對非法移民零容忍的立場表露無疑，意味著未來對中國加徵關稅、驅逐非美移民等政策落實的可能性高，皆成為通膨回升的風險來源。影響所及，市場預期2025年底利率較此前顯著上修，連帶推升美元。

2) **ECB降息步伐可能加快**：隨通膨靠近2%政策目標，基本面復甦乏力逐漸成為ECB的考量重點。近期多位央行官員支持盡速將利率由限制性下調至中性水平，助長市場對於降息步伐加快的預期，歐元則轉趨弱勢。

展望後市，**考量川普未上任、後續政見落實與發酵亦須時間，不排除「川普交易」將有降溫可能**。然而，歐元區景氣遲遲未見起色，增添ECB加速降息步伐的可能性，令歐元走勢承壓。綜上所述，**美元短線強勢後，未來升勢有望趨緩、回檔整理，但大幅貶值的可能性較低**。

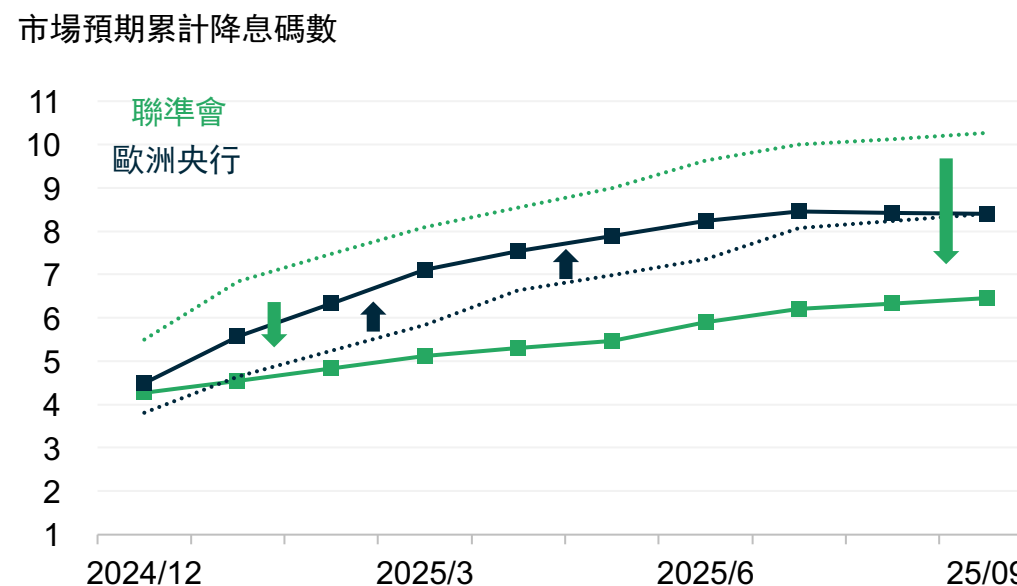
降息預期降溫，支撐美元走強



註：8/9至今兩者相關係數為0.94。

資料來源：Bloomberg。

原先市場預期聯準會降息將快於ECB，現已出現反轉



註：實線日期為11/20，虛線為9/18。預期碼數包含2024年已降息之幅度。

資料來源：Bloomberg。

Nov 2024

25

Monday

美國芝加哥聯準活動指數
美國達拉斯聯準活動指數
德國IFO商業景氣指數

26

Tuesday

新屋銷售季比
消費者信心指數
美國20大城市房價指數

27

Wednesday

美國Q2實質GDP年化季比
美國耐久財訂單季
美國成屋簽約銷售指數
紐西蘭官方現金利率
德國消費者信心指數

28

Thursday

歐元區經濟景氣指數
歐元區M3貨幣供應年比
德國CPI年比
美國感恩節休市

29

Friday

日本求才求職比
日本失業率
歐元區CPI年比

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抵觸之情事；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抵觸為由，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