



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

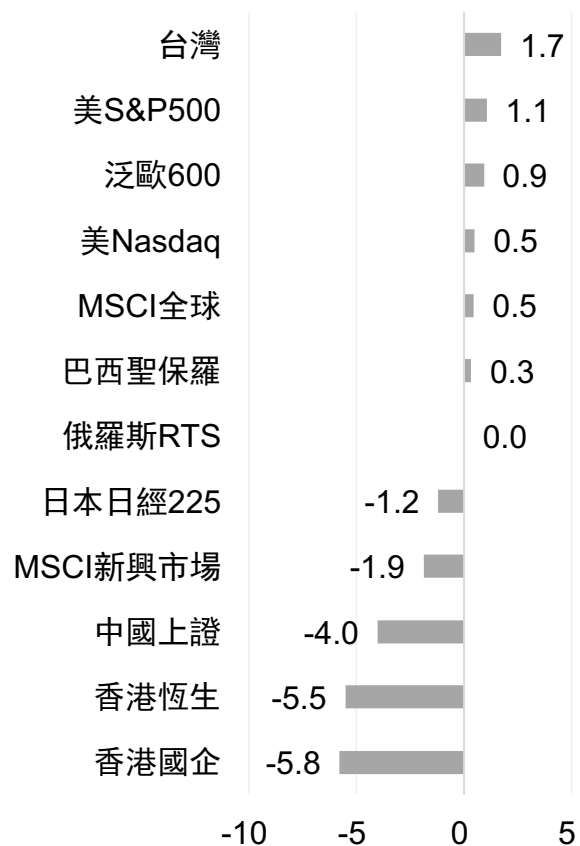
2024年10月18日

# 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

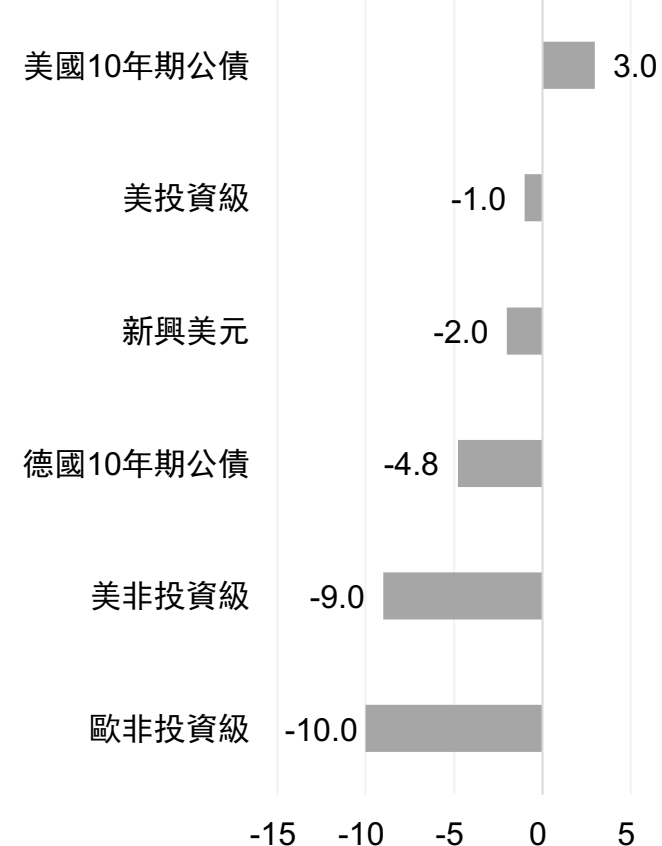
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/10/10- 2024/10/17。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：1)殖利率是否持續走高, 2)財報透露的訊息, 3)陸股政策市可期？

1. **歷史降息後債市報酬可期, 此次是否有望複製貼上？** 往軟著陸方向邁進, 利率難見到回至0%甚至QE, 資本利得空間不似衰退時期, 可透過評級與天期上的變化, 來提高息收。
2. **財報透露美國經濟具韌性：**美國大型銀行財報優於預期, 顯示民眾消費力穩、企業活動逐步升溫, 透露美國經濟具韌性；台積電魏哲家：AI需求來真的, 支持半導體需求增溫。
3. **中國第四季仍有利多可期, 短線具波段操作空間。**預期第四季仍有政策利多推出, 具波段操作題材, 但政策力度仍待觀察、中美對峙的長空仍在, 且若川普回任恐加重中國股市的壓力。

### 2. 後續看點

- 未來：財報週、美國總統大選(11/6)、FOMC(11/7)

## 策略思維

1. **股市－基本面穩, 但評價面高, 可趁回檔時布局：**評價面偏高, 且川普聲勢再度回升恐添股市波動, 不過, 基本面不差的情況下, 拉回後仍可布局。
2. **債市－數據推動殖利率反彈, 宜趁勢布局：**Fed官員支持政策利率緩步走降, 支持殖利率偏下行。
3. **匯市－美歐央行政策步伐趨於相近, 歐元回檔整理：**美德利差止跌回升, 令歐元短線回檔整理。

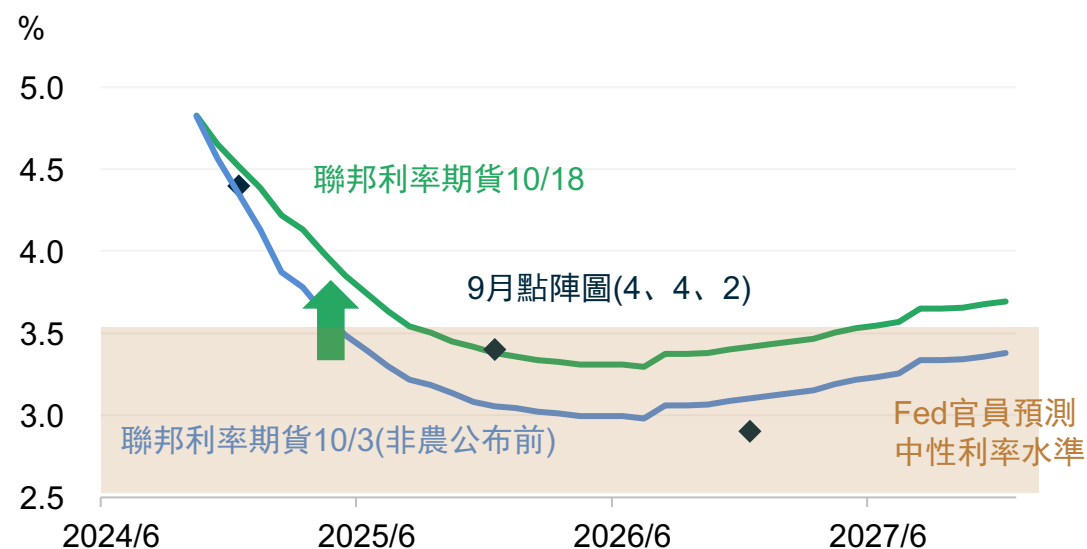


## 降息期間殖利率多震盪下行，殖利率彈升之際應視為布債契機

9月高於預期的CPI及非農數據使市場激進的預期回調，帶動10年債利率彈升，但整體經濟緩步降溫的趨勢並未改變，且FOMC副主席Williams、理事Waller等，多位Fed官員近期持續表示未來將緩步降息，往中性利率邁進。意味**Fed寬鬆的步伐並未改變，只是降息的速度將視數據調整。**

目前市場對利率終點的預估已經接近Fed中性利率預估的上緣(扣除最高及最低各3個預估值)，故預期再上調空間有限，且從歷史經驗來看，降息期間利率多震盪下行，都意味**公債利率再攻高機會不大，近期利率彈升之際應視為布債契機。**

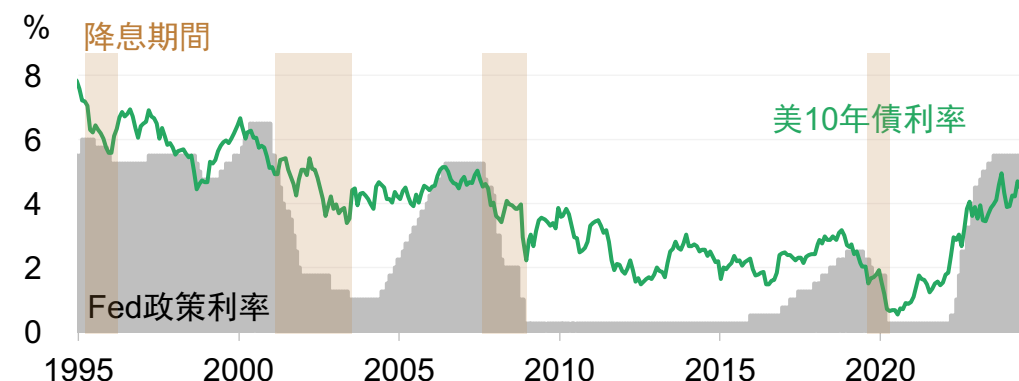
### 市場的激進降息預期和緩，漸與點陣圖路徑貼合



註：中性利率(長期利率)指既不抑制也不刺激經濟的利率水準，預估區間為扣除Fed官員的3個最高及3個最低預估值。

資料來源：Fed, Bloomberg。

### 降息期間利率多震盪下行



降息起點			政策利率			降息1年內 步入衰退
起點	終點	降息期間(月)	高點	低點	降息幅度	
1995/7	1996/1	6	6.00	5.25	0.75	
2001/1	2001/12	11	6.50	1.75	4.75	Y
2007/8	2008/12	16	5.25	0.25	5.00	Y
2019/7	2020/3	8	2.50	0.25	2.25	Y

資料來源：Bloomberg。

## 軟著陸情境下，可適度承擔風險，提高債市息收報酬

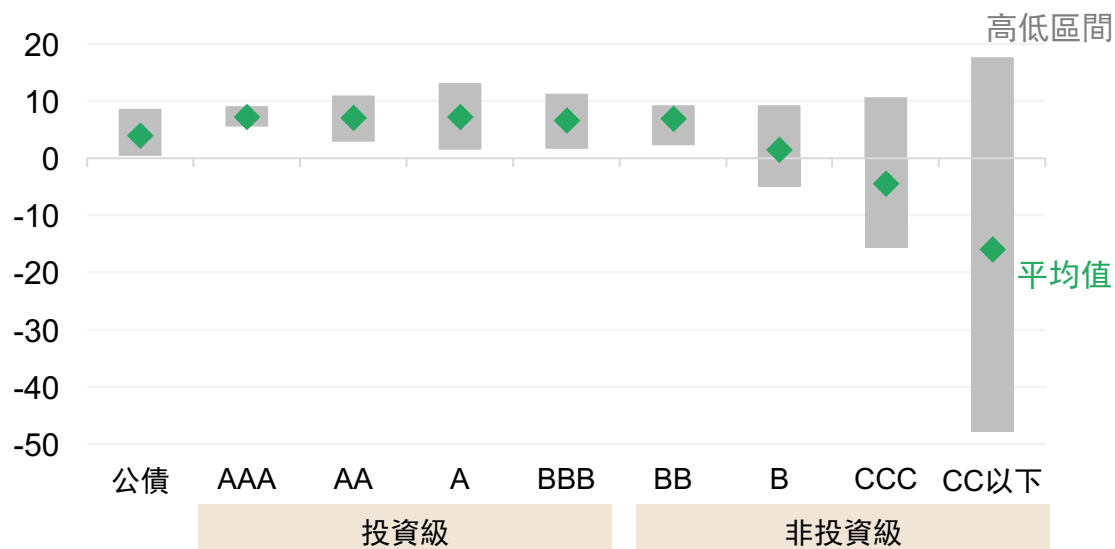
統計過去4次降息期間各評級債券表現，縱使4次中有3次中遇到衰退，投資級債仍能持穩表現，非投資級部分則以BB級以上表現較穩健。

而目前不論是由經濟數據或財報來看，多是支持經濟往軟著陸方向邁進，意味本次政策利率難見到回至0%，甚至推出QE來壓低利率，債市的資本利得空間難複製過去衰退時期的表現。

因此布債除了拉長天期來增加息收外，投資級債部分甚至可以往BBB級思考，天期不用拉很長，就能有較高的殖利率水準，舉例來看，不到10年BBB級的債券殖利率，要20年以上AA級才能達到；基金部分可適度增加非投資級債部位增加息收，評級以BB以上較為穩健。

### 過去4次的降息循環中，不同信評的債券表現

降息後一年報酬，%

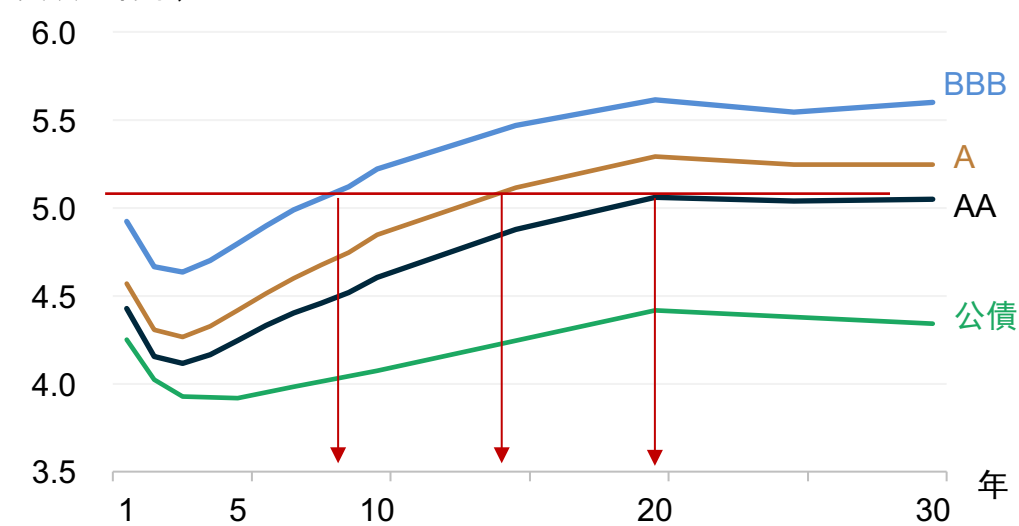


註：統計投等債的含息報酬；降息時點採1995/7、2001/1、2007/8、2019/7。

資料來源：Bloomberg。

### 軟著陸情境下，可適度承擔風險，提高債市息收報酬

美債殖利率，%



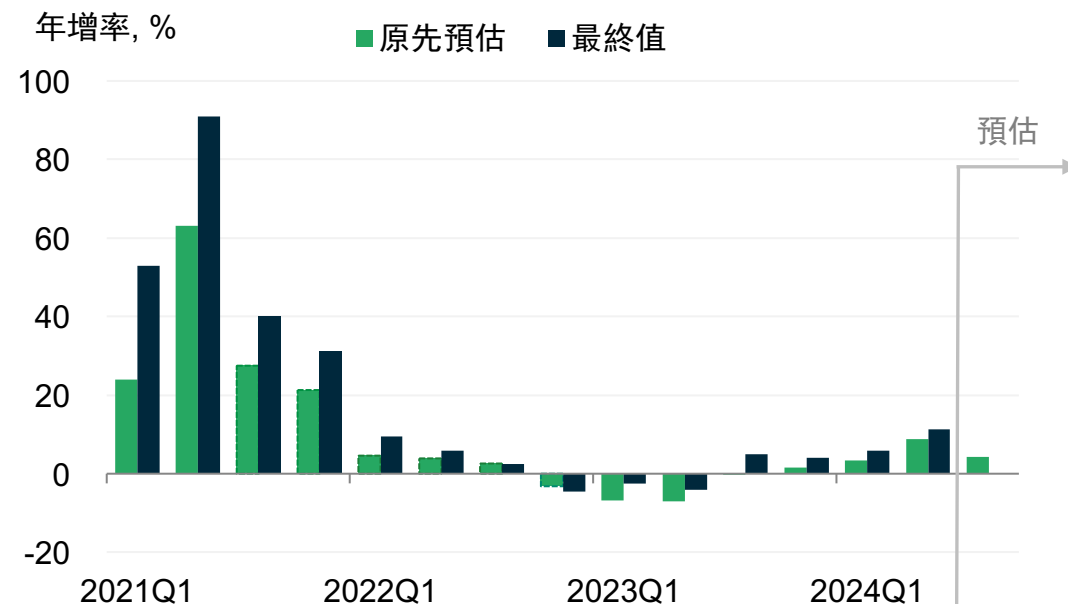
資料來源：Bloomberg。

## 企業財報大致良好，留意川普聲勢上漲對市場的影響

美國陸續公布Q3財報，市場預期企業獲利年增率將達4.2%，可望連續5季成長，但增速較上季放緩。不過，以目前銀行股公布的財報來看，多數都優於預期，顯示美國經濟基本面仍具有韌性，也持續推升道瓊、標普500創新高。

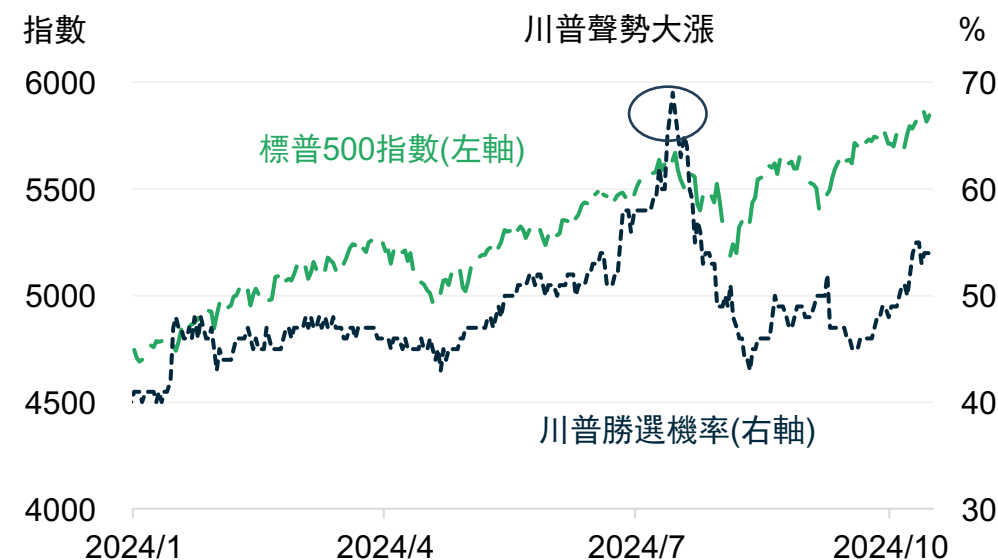
不過，隨股市創新高之際，評價也來到高位，加上最新民調來看，川普聲勢再度回升，尤其是，搖擺區的民調又超過賀錦麗，恐讓市場擔憂7月中旬的狀況重演，因此，投資人不宜追高。不過，基本面不差的情況下，拉回後仍可布局。

### 標普500企業財報可望維持連5季正成長



資料來源：Factset預估。

### 川普聲勢再度升溫，留意對市場的影響



資料來源：Bloomberg。



# 中國官方未透刺激規模, 但揭示政策方向, 降風險為主, 輔以去化庫存房, 複製2015年經驗

10/12財政部—「降風險」大過「拉經濟」：1)繼10/8中國發改委記者會，未有加碼財政政策推出，獲利了結賣壓湧現後，市場轉向期待10/12中國財政部舉行的記者會。惟囿於法定程序，財政部仍未能給予明確的刺激金額，僅能著墨財政刺激方向—「降風險」大過「拉經濟」。2)財政刺激規模—1~3兆：檢視券商與媒體對中國財政刺激的預測，刺激規模應介於1~3兆人民幣，坊間傳聞10兆人民幣的刺激可能性較低。

10/17住建部—複製2015年棚改貨幣化：國務院五部門共同出席，其中住建部表示，1)將透過貨幣化安置房方式新增實施100萬套城中村改造、危舊房改造；2)年底前將「白名單」項目信貸規模增加到4兆元。惟庫存房仍待消化，房市改善恐還需時間。

後續會議：1)10月下旬人大常委會應調整國債發行及財政赤字；2)11月底應召開中央政治局會議；3)12月中旬後有中央經濟工作會議。

## 財政部記者會：「降風險」大過「拉經濟」

項目	重點內容
化地方債	1. 「低利債」置換「高利債」、「隱性債」轉化「顯性債」。 2. 打算一次性增大債務限額, 待「法定程序」後再說明。
補充資本	1. 發行特別國債支持國有大行補充一級資本。 2. 待各家銀行提交資本補充方案。
支持房市	1. 允許地方政府運用專項債回收「閒置土地」。 2. 收購「存量房」, 加大保障性住房供給, 並減少新建規模。 3. 優化完善相關稅收政策。
保障生活	1. 困難群眾：包括低收入家庭等的生活補助和社會保障。 2. 學生群體：困難家庭學生將獲更多的獎優助困資金支持。 3. 退休人員：提高城鄉居民基礎養老金最低標準。 4. 失業人員：提供就業補助資金, 支持畢業生職業技能培訓。

資料來源：中央社。

## 中國二、三線以下房市庫存仍需時間消化



資料來源：Bloomberg。

## 中國社融增長仍疲，實體經濟仍待官方支持與時間改善，股市則以波段操作為主

基本面：9月社融增長仍疲，依舊亟需官方發債帶動。其中，**1)居民中長期貸款**雖增加2千多億，但增量仍較去年同期下降，還是受到消費信心不足、房市低迷等導致；**2)企業中長期貸款**雖增9千多億，但增量也較去年同期下降，凸顯需求不足下，企業投資步伐遲緩，貸款需求仍舊疲弱。

操作面：評價已回升至較接近「中性」水準，短線需要時間讓籌碼沉澱，但**短期內技術面偏多格局還不會翻轉**。空手想介入者，可以逢低慢慢撿，不用急於一時；原本有部位套牢的，逢高可考慮減碼。但整體來說，仍以衛星配置、**搭配波段操作**看待，因為**長線去槓桿、美中對峙等利空仍在，長空尚無法輕易扭轉**，尤其需注意近期兩位美國總統候選人選情再次拉近，若**川普**回任對中國股市衝擊恐將仍大。

### 中國內需仍舊不振，社融增長動能仍疲



資料來源：Bloomberg。

### 滬深300走勢與股價淨值比



資料來源：Bloomberg。

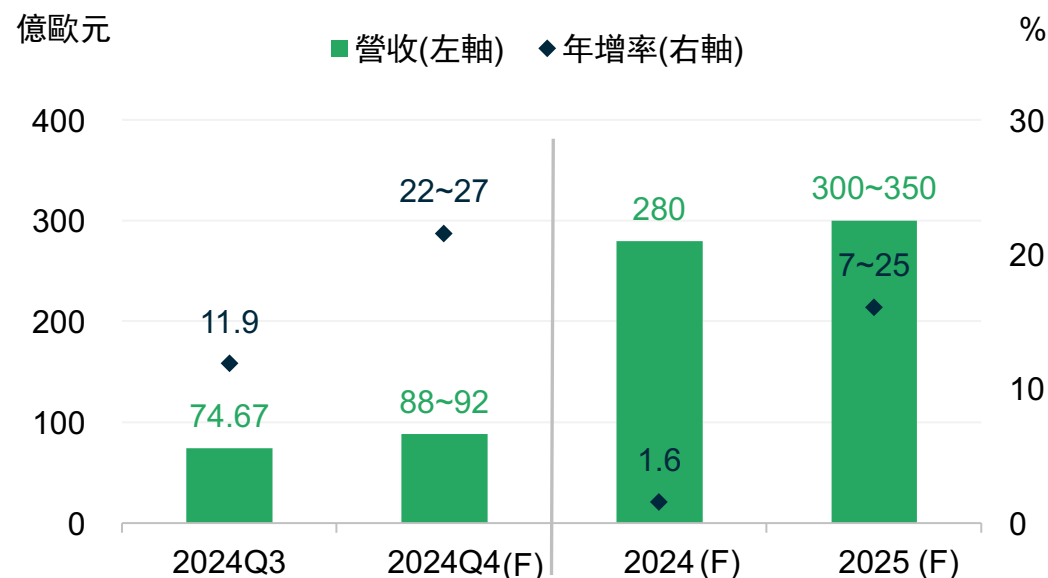


# 科技(1) ASML財報驚嚇，突顯半導體復甦不均

荷蘭半導體設備大廠ASML因人為失誤提前一天公布財報數字，由於Q3預約訂單從前一季的55.6億歐元腰斬至26億歐元，造成市場驚嚇，股價單日下跌15.6%。不過若觀察下修後的財測數字，2024Q4營收預估88~92億歐元，季增、年增皆維持2成以上，全年營收280億歐元，年增1.6%，2025年則介於300~350億歐元之間，年增7~25%，成長趨勢不變。

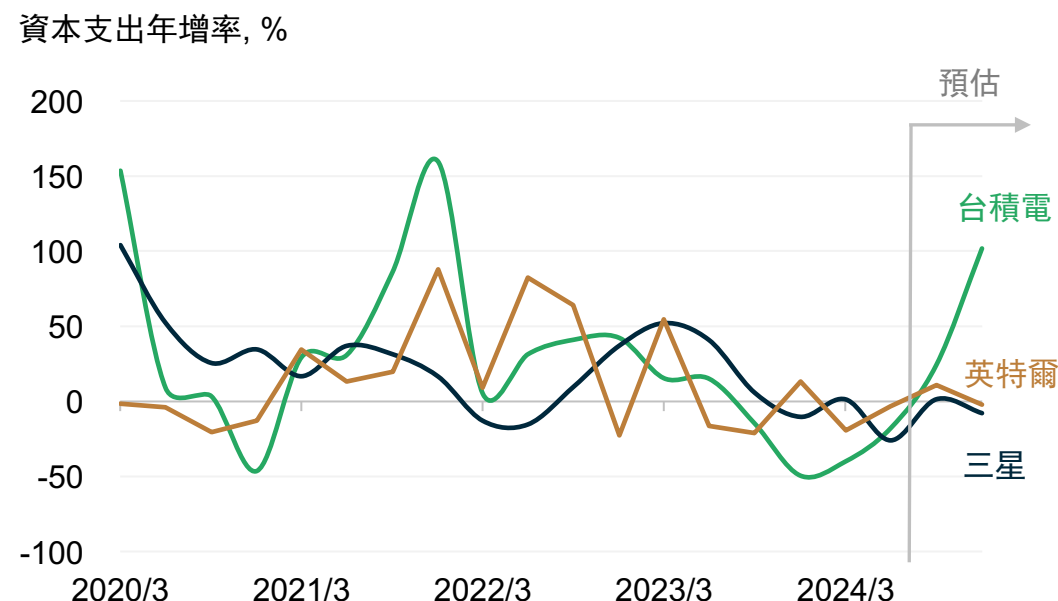
ASML訂單下滑與美國擴大限制出口、中國訂單下滑，及產業復甦緩慢有關，但先進製程用的EUV機台佔營收比重自31%提高至Q3的35%，且單價提高，顯示以高速運算、AI、智慧型手機等應用為主的先進製程需求強勁，而成熟製程的產能利用率低下，新增資本支出需求自然不高，也突顯了產業復甦不均的現象。

## ASML訂單雖腰斬，營收展望則維持正向



資料來源：ASML預估。

## 主要晶圓製造商的投資增速也產生差異



資料來源：Bloomberg預估。

## 科技(2) 台積電Q3財報佳、Q4毛利率續揚，樂觀看2025年景氣

台積電Q3營收年增39%，毛利率57.8%，單季EPS 12.5元。產能利用率提升帶動毛利率大增4.6個百分點，而AI、智慧型手機需求帶動先進製程中的3奈米比重拉高至20%，也是毛利率提升的原因。Q4營收預估將達8352~8608億元，年增33~38%，毛利率較Q3進一步上升，呈現逐季走升趨勢。

台積電2024年資本支出將小幅超過300億美元符合前次法說預期，本次雖未對明年資本支出提出財測，但美、日晶圓廠持續建廠，先進封裝受惠AI需求供應吃緊，明年資本支出仍有望進一步增加。**市場樂觀預期今年EPS將達43~45元，明年有望達54~56元，台積電市值已突破1兆美元俱樂部，將成為僅次於輝達、全球市值第2高的半導體公司。**

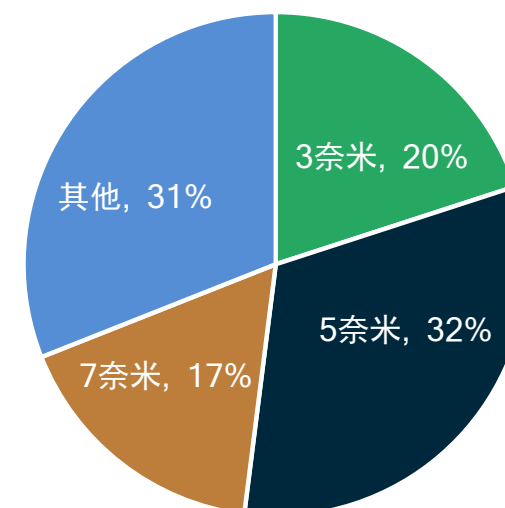
### 台積電Q3 EPS大增，2025年展望仍健康



資料來源：台積電預估。

### 代表先進製程的3奈米及5奈米產值佔比合計逾5成

營收佔比, %



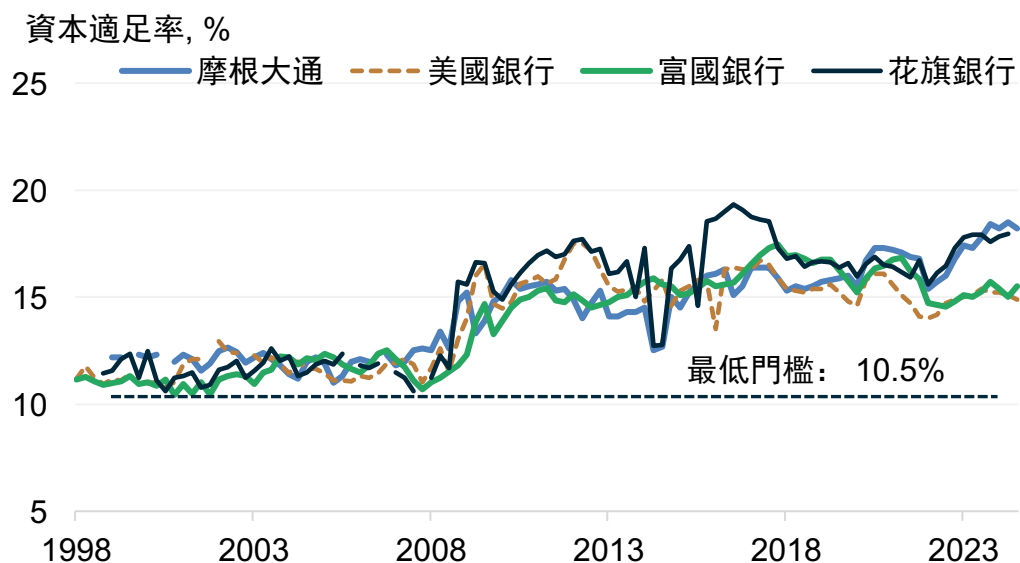
資料來源：台積電。

## 金融 銀行股體質穩健，但評價偏高為潛在壓力

就銀行體系而言，雖然個別公司獲利狀況不一，但就體質而言，依舊穩健，尤其是，金融海嘯之後，幾乎所有銀行的資本適足率均有所有提升，部分銀行甚至持續拉高，摩根大通、花旗銀行甚至來到18%，遠高於10.5%的最低門檻。

就銀行股而言，大致隨景氣復甦而同步走揚，緊隨標普500持續創下歷史新高，但也同樣面臨評價偏高的壓力，尤其是，本益比來到16倍，幾乎是歷史平均的2倍標準差。

### 銀行體質穩健，違約風險有限



資料來源：Bloomberg。

### 銀行股評價偏高為潛在壓力



資料來源：Bloomberg。

# 歐股 降息對歐股短期刺激有限，考量景氣持續疲軟，震盪行情恐延續至年底

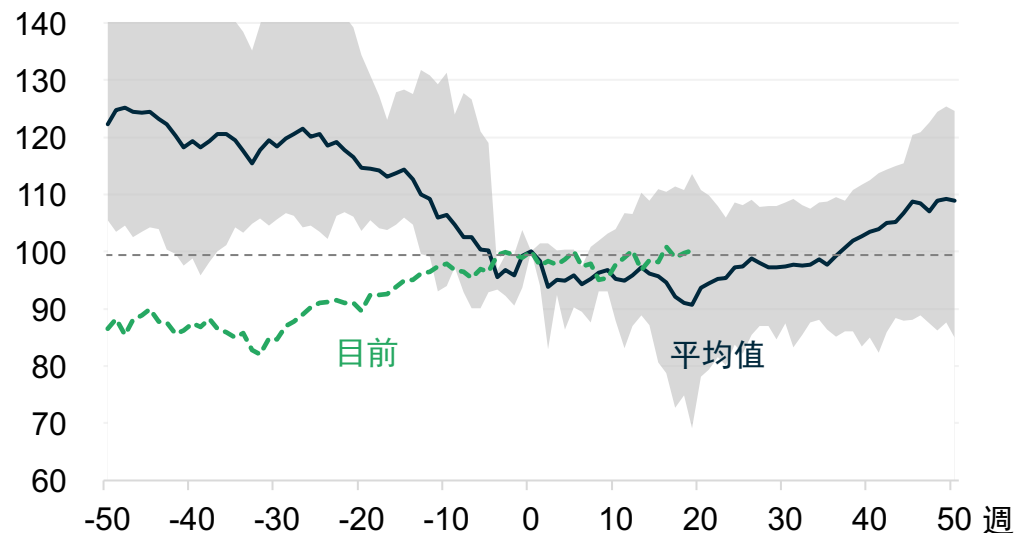
歐洲央行今年第3度降息，不過降息對於經濟與股票市場的提振效果仍未顯現，總裁拉加德表示經濟活動弱於預期。回顧1992年至今的4次降息循環，平均而言，**降息後6個月泛歐600指數並沒有明確趨勢，基本面對股市影響更甚貨幣政策。**

從9月份歐元區的ZEW經濟景氣指數與PMI觀察，製造業與服務業持續分化。服務業雖保持韌性，但製造業復甦狀況不佳，尤其是深受中國市場影響的汽車與奢侈品，即使9月底在中國刺激政策推出後有所反彈，但是從中國最新的政策與經濟數據看來，通貨緊縮與消費降級恐怕難以快速扭轉。

市場展望：考慮到**總經環境不佳，歐洲企業獲利面臨挑戰，全年營收與獲利恐較去年衰退，歐股上漲動能受限，預期Q4將震盪行情延續。**

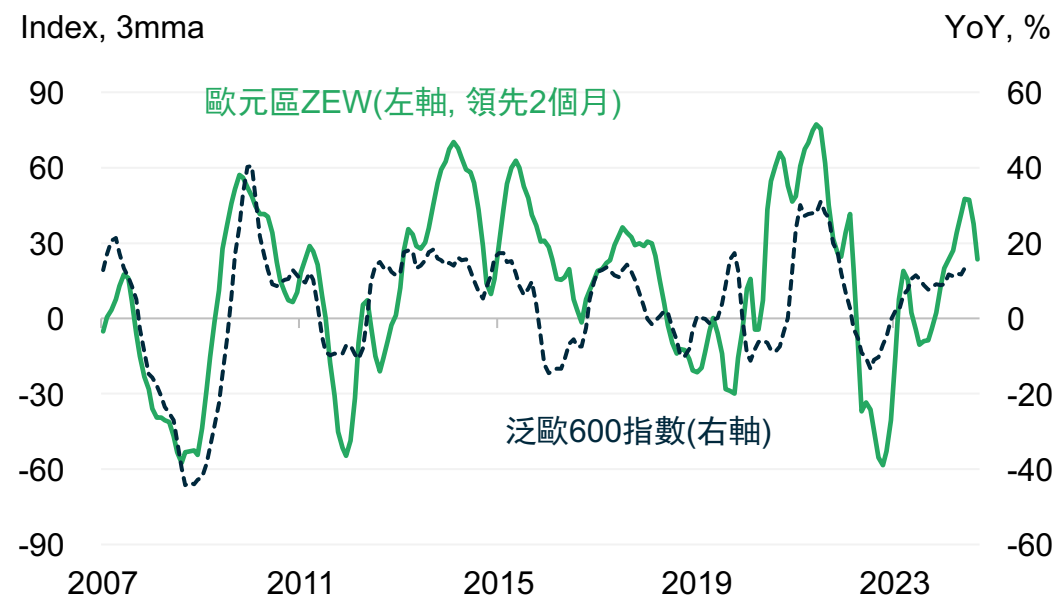
## 歐元區降息對股市短期的助漲效果並不顯著

泛歐600指數，以降息週指數=100標準化



註：資料採用1992/9、2001/5、2008/10、2011/11歐元區降息數據，灰色為指數區間。  
資料來源：Bloomberg。

## 景氣疲弱壓抑歐股上方空間



資料來源：Bloomberg。

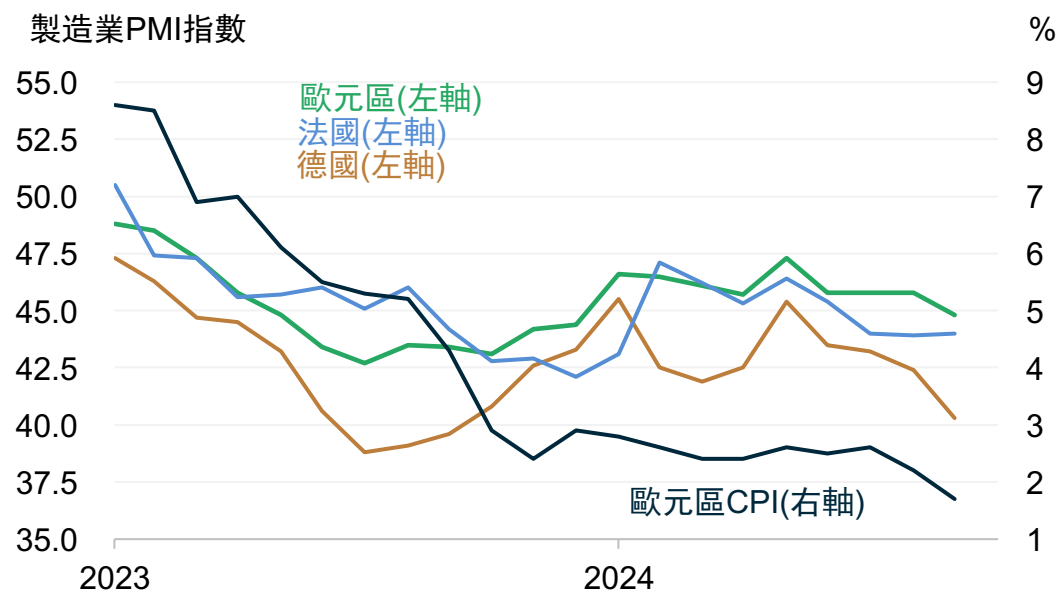
# 歐洲央行 降息一碼，警戒基本面持續惡化的風險；美歐央行政策步伐趨於相近，歐元回檔整理

重點：1)如期降息一碼，存款機制利率為3.25%，主要再融資利率、邊際貸款利率為3.40%、3.65%；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。

Q3經濟築底復甦的動能低於預期，除反映在企業信心續降之外，身為經濟火車頭的德國，出口與接單亦未見起色，反倒牽制歐元區景氣動向。影響所及，9月歐元區通膨降至三年半新低1.7%，低於政策目標2%。在基本面續弱的疑慮下，會後市場預期12月再降息一碼，明年則再降息四碼。

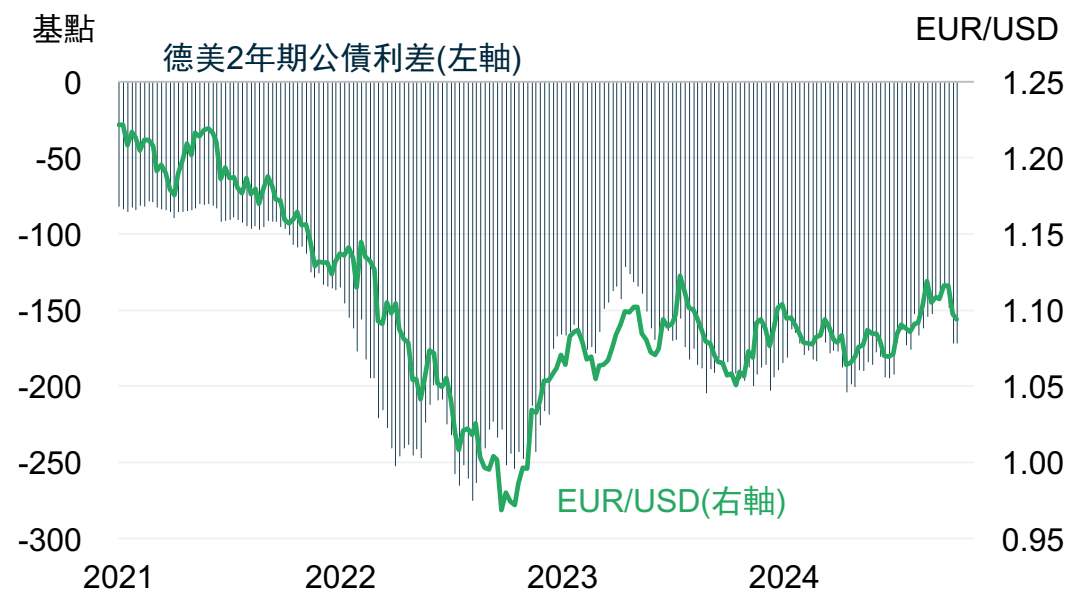
匯價方面，ECB存在加快降息步伐的可能性，與此同時，市場下修對於聯準會降息速度的預期。兩項因素令德美利差止跌回升，將令歐元短線延續回檔整理情勢。中長線而言，聯準會降息雖有利美元逐漸趨弱，惟對於歐元的提振幅度，仍須視歐元區景氣復甦動能與ECB政策動向而定。

## 製造業續弱、景氣復甦不及預期，通膨持續走低



資料來源：Bloomberg。

## 德美利差止跌回升，引導歐元回檔整理



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。



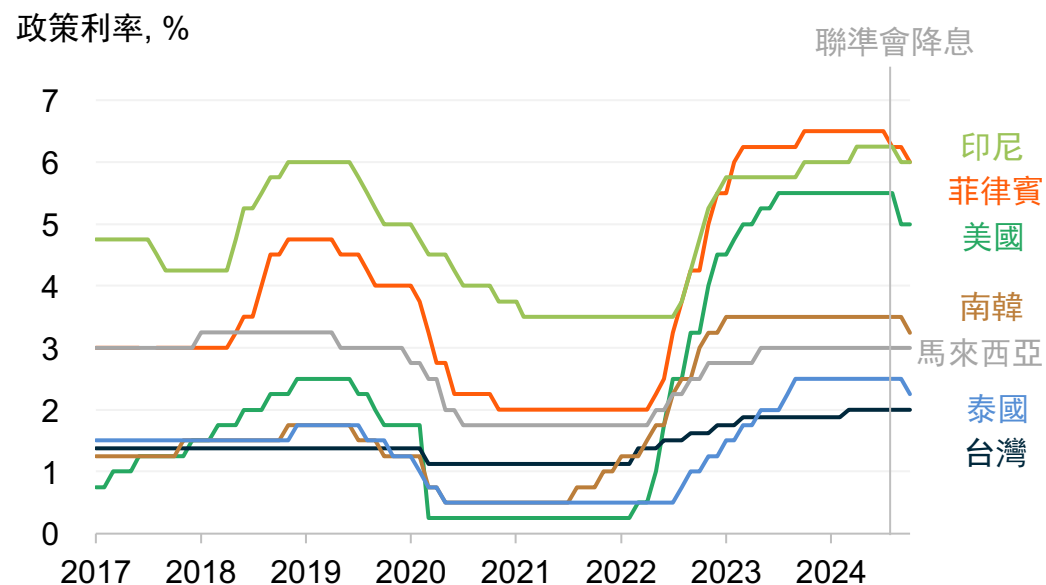
## 亞幣 聯準會降息預期降溫、亞洲央行跟進降息, 亞幣短線承壓後可望轉趨整理

9月FOMC會議降息兩碼, 宣告美國降息循環正式展開, 意味著過去兩年美元利率, 及美國與他國利差居高不下, 進而引導資金流向美國的狀況, 可望逐步解除。影響所及, 新興市場央行終得以展開降息, 以緩和國內景氣壓力。以亞洲為例, 印尼、南韓、泰國先後於FOMC會議過後展開降息, 菲律賓則提前於8月展開, 至今已降息兩碼。

對於匯率的影響而言, 各新興市場展開降息, 將引導當地公債利率下滑, 以至於美國的利差回升。與此同時, 美國經濟不若預期疲軟, 市場修正先前樂觀的降息預期。兩項因素影響下, 因而導致美國降息, 美債利率、美元指數卻逆勢反彈, 以及亞幣走貶的情勢。

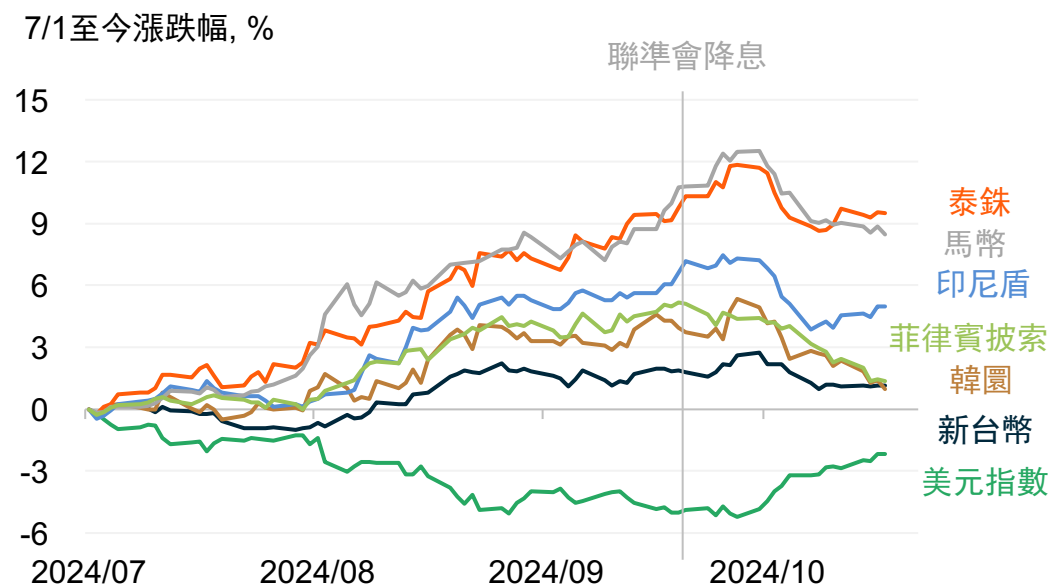
展望後勢, 市場預期的降息路徑, 已與9月聯準會SEP的看法相當, 有助緩和美元持續反彈的壓力, 預料亞幣跌勢可望逐步趨緩, 轉趨整理格局。

### 聯準會降息後, 亞洲國家央行陸續展開降息循環



資料來源: Bloomberg。

### FOMC會後市場修正降息預期, 美元反彈、亞幣普貶



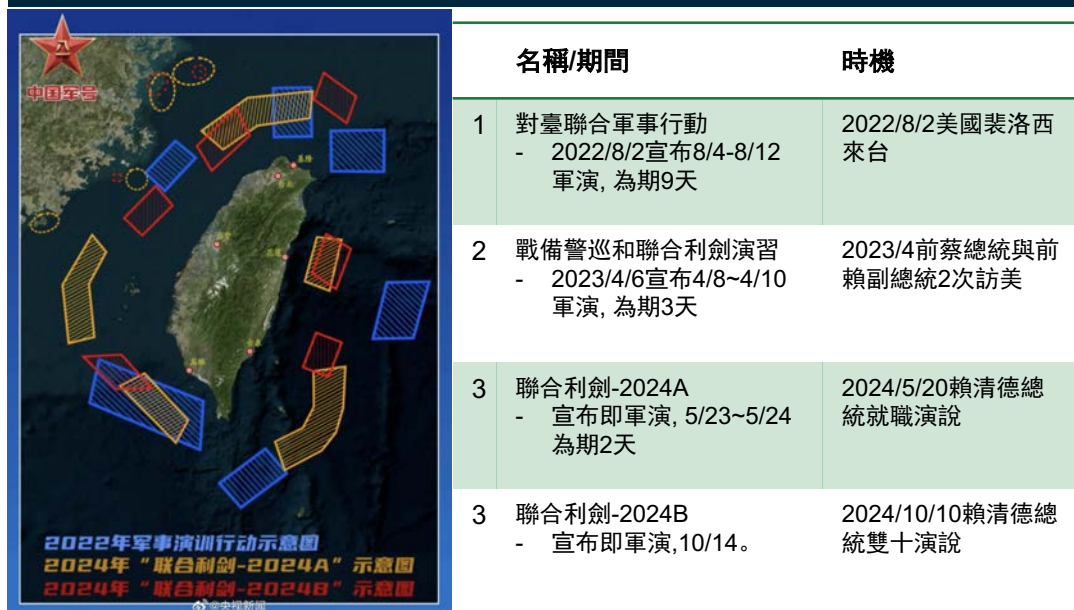
資料來源: Bloomberg。

# 台幣 台灣地緣政治添匯市震盪，但長線台幣仍受惠美國貨幣趨鬆

中共解放軍10/14清晨宣布進行「聯合利劍-2024B」軍演，軍演範圍雖較前次小，但卻更往台灣推進。由演習名稱來看「聯合利劍」為演習主題，「2024」為年份，「B」為階段(或場次)。顯示共軍「圍臺軍演」已常態化、系列化，固定每年舉行，每年軍演場次則視情勢變化與需要而定，不會再侷限一年一場；且由往年會預告軍演時間，到今年宣布即啟動軍演，也反應中共情報保密程度有所強化。

自2022年裴洛西訪台，中共首次進行圍台軍演以來，對市場的軍演反應有淡化的狀況，而今年中共軍演皆緊接賴清德總統發表重要演說，預期年底前相似活動較少，再觸動軍演機會不大。由過去兩岸緊張及有軍事威脅時，多不利台幣表現，不過近期台幣走貶主要受到美債利率彈升影響，預期美國已啟動降息，美債利率進一步走高機率不大、貿易持續順差、外資有在回補台股下，仍提供台幣支撐，台幣大貶機率不大。

## 聯準會降息後，亞洲國家央行陸續展開降息循環



資料來源：中國央視新聞。

## 市場對中共軍演反應有所淡化，對台幣影響較為短暫



資料來源：Bloomberg。

Oct 2024

21	Monday	22	Tuesday	23	Wednesday	24	Thursday	25	Friday
美國領先指數 台灣新訂單 德國PPI		美國里奇蒙分行製造業PMI		美國成屋銷售 台灣工業生產 歐元區消費者信心 泰國休市		美國初領失業金 美國標普製造業PMI 歐元區製造業PMI 日本製造業PMI 日本工具機訂單 台灣失業率		美國密西根大學預期 美國耐久財訂單 德國IFO預期	

## 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