



國泰世華銀行
Cathay United Bank

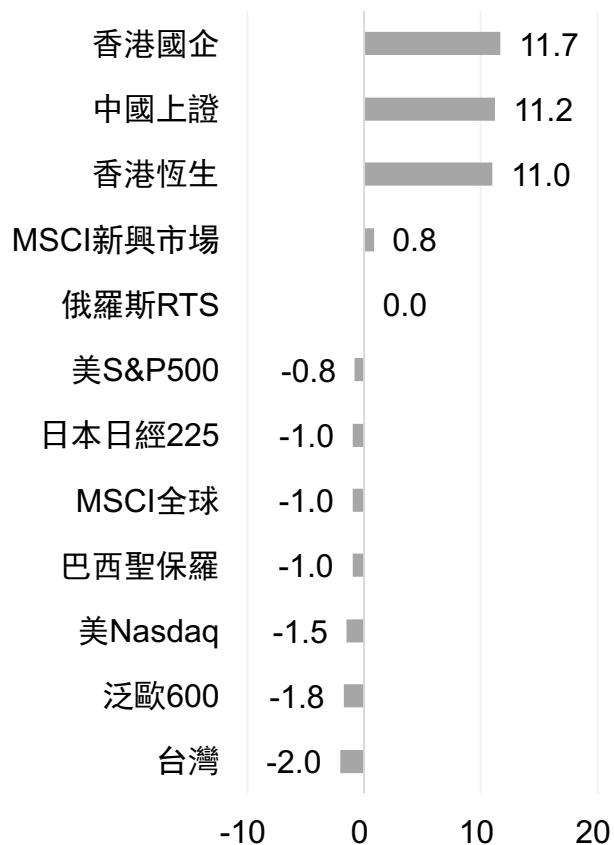
2024年10月4日

投資研究週報

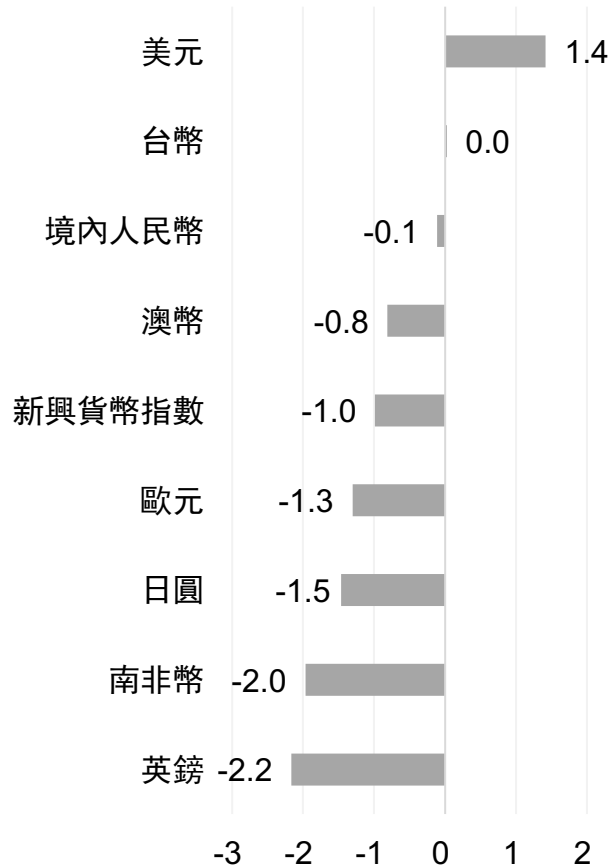
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

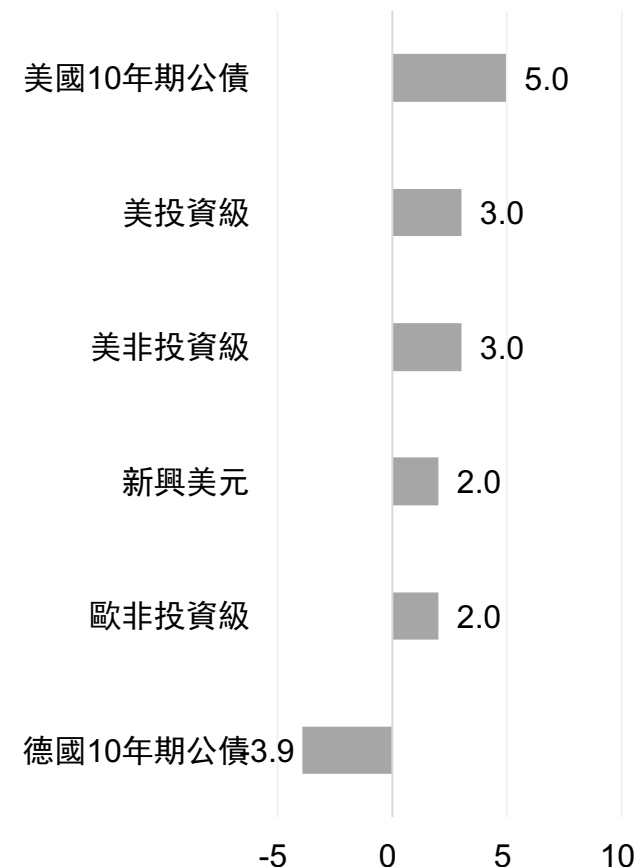
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/9/26- 2024/10/3。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- 1) **中國人行9/24新政，陸股短多，長線待觀察：**中國人行9/24推出多項利多政策，有助於陸股波段上漲，未來2-4個月仍有機會走強，但結構性問題未解，仍不適合當作核心配置。
- 2) **日本新首相，日圓將強升？**日本新任內閣民意支持度低，使得首相石破茂調整先前鷹派言論，預期10/27國會改選之前，政策仍難以明朗。不過，日央貨幣政策逐步緊縮，日圓長線維持偏升格局。
- 3) **美國經濟具一定韌性，有利聯準會緩步降息：**美國9月ISM製造業指數連續6個月萎縮，但服務業回穩，職缺數也回升，顯示美國經濟具有一定韌性，有利於聯準會緩步降息。
- 4) **中東局勢使油價短期偏強，但上方有壓：**中東衝突使油價短期偏強，但用油旺季已過，上方有壓。

2. 後續看點

- 10/10美國CPI、10/11摩根大通、富國銀行財報

策略思維

1. **股市-股市拉回可布，但不宜追高：**道瓊、標普創下歷史新高，使乖離再度拉大，不宜追高，不過，目前軟著陸可能性大，加上半導體循環延續，拉回後可布建。
2. **債市-債市利率回彈，視為布建契機：**經濟數據回穩，帶動利率回彈，宜把握布債的鎖利契機。
3. **匯市-美元長線偏弱：**聯準會啟動降息，有助美元偏弱調整；中國人行刺激政策，有助非美貨幣走升。



政策托底效果，後續2~4個月指數偏多機會仍高，惟以衛星配置、搭配波段操作

中國人行9/24措施，包括降息降準、降存量房貸利率，及新設資產交換，釋放8000億人民幣，鼓勵機構向人行借錢買股票。政策推出後股市大漲，並重燃2008、2015年行情想像。但因1)2008年以前，基建基期較低，故政策效果最強；2)2014-15年，家計槓桿率仍低，官方刺激效果仍舊不差。惟2020年後，政策效果便已遞減，故**本輪刺激雖托底股市，但重現過往兩次政策牛大行情的難度相對較高**。基本面則需更多財政挹注、時間發酵。

操作面，以滬深300為例，指數評價已由9/24前的「便宜」，回升到目前較「中性」的水準，因此，急漲後指數容易拉回震盪，但因後續還有財政面刺激的**想像空間**(傳將增發2兆國債，用以激勵消費及償還地方債，12月還有中共中央經濟工作會議)，**雖然近日急漲下易震盪，但後續「2~4個月指數偏多機會仍高」**，可待拉回布建。惟長線而言，仍存在去槓桿、美國關稅及封鎖等議題，因此仍以衛星配置、搭配波段操作。

疫後中國股市表現長時間落後全球、評價持續偏低



資料來源：Bloomberg。

9/24政策托底效果顯著，目前已有效拉抬評價

滬深300 指數評價	淨值年增速				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
1.0	2199	2321	2443	2565	2687
1.2	2638	2785	2932	3078	3225
1.4	3078	3249	3420	3591	3762
1.6	3518	3713	3909	4104	4300
1.8	3958	4178	4397	4617	4837
2.0	4397	4642	4886	5130	5375
2.2	4837	5106	5375	5643	5912

資料來源：Bloomberg。

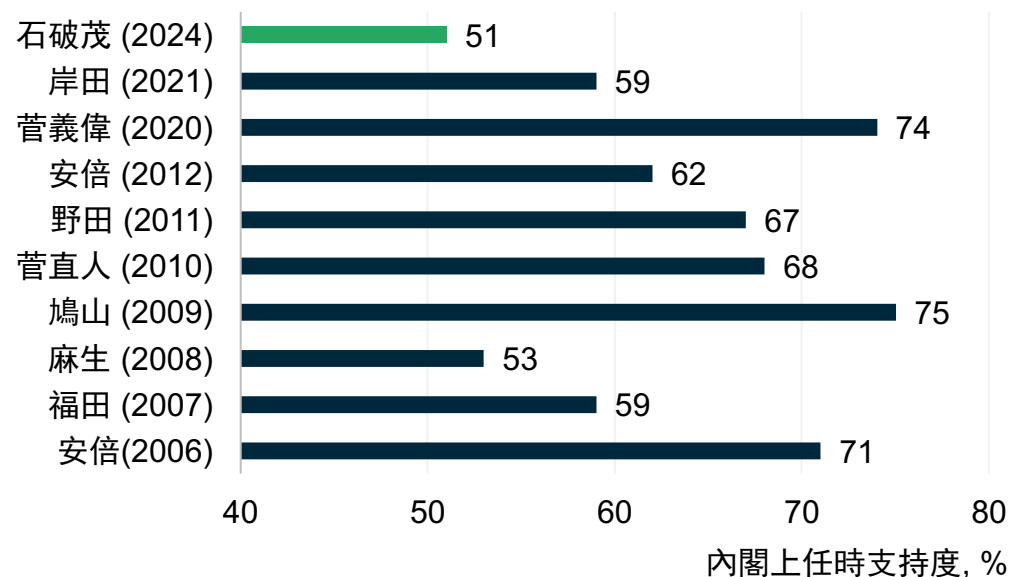
石破內閣尚未得民心，拉抬選情成當務之急；鷹派立場收斂，日圓短線承壓

自民黨新任總裁石破茂就任首相，選前其稱支持日本央行持續升息、將提高資本利得稅。然而，組閣前後首相立場丕變，稱貨幣政策須保持寬鬆、將透過財政政策刺激消費。其政策立場之所以大幅調整，推測主要的考量在於：

1)首相執政並未獲民意基礎(自民黨在眾議院的席次為2021年10月大選所選出)、2)新內閣上任支持度低迷，皆讓首相有意解算國會、重新大選，確立其執政的正當性。而為爭取選民支持、拉抬選情，此前偏向鷹派、緊縮的貨幣與財政政策立場則隨之轉向寬鬆。

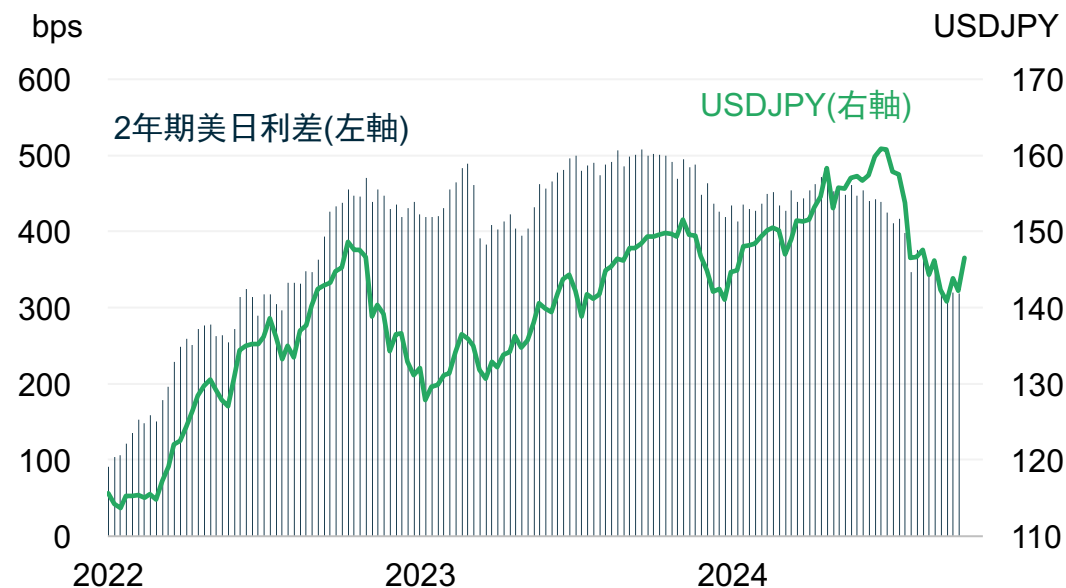
對於日圓的影響而言，執政當局、日本央行雙雙釋出不急於升息的訊號，今年內三度升息的預期明顯降溫。外部方面，則有美元指數止跌反彈的影響。兩大因素作用下，恐令日圓於10/27眾議院改選落幕，承受短線回檔修正的壓力。

新內閣府上任，支持度卻創紀錄新低



資料來源：Nikkei。

BOJ升息步伐或延後，美日利差收斂趨緩，日圓回檔



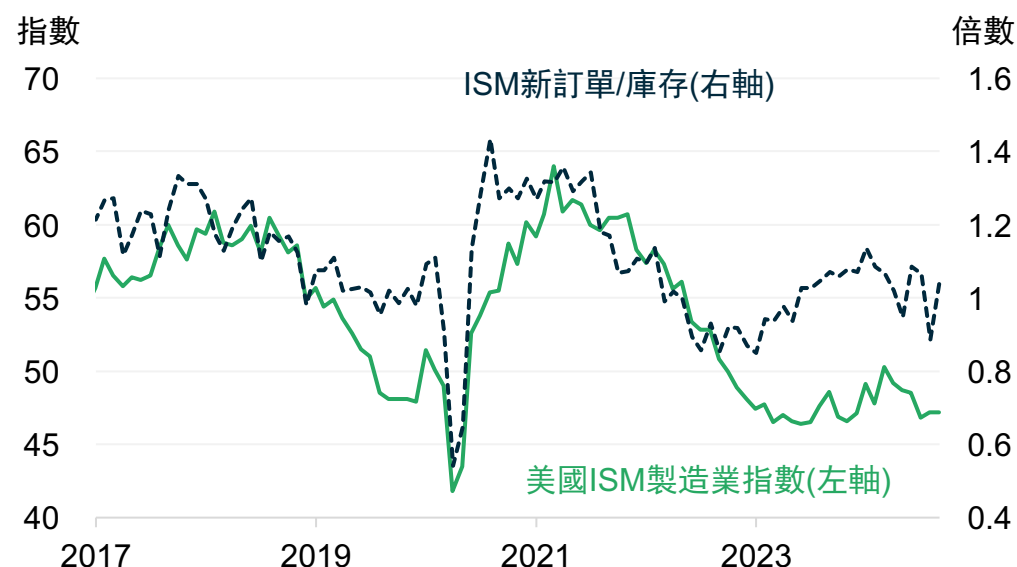
資料來源：Bloomberg。

美國經濟雖放緩，但仍具有一定的韌性，支持聯準會緩步降息

美國9月製造業活動與上月一樣持平在47.2，但已連續第6個月萎縮，反應出訂單疲軟和就業市場放緩影響。不過，相較上月，新訂單仍有所改善，同時，客戶庫存也明顯下降，使得新訂單/庫存比再度回升到1。另外，9月ISM服務業指數反彈至54.9，創1年半新高，顯示經濟具有一定韌性。

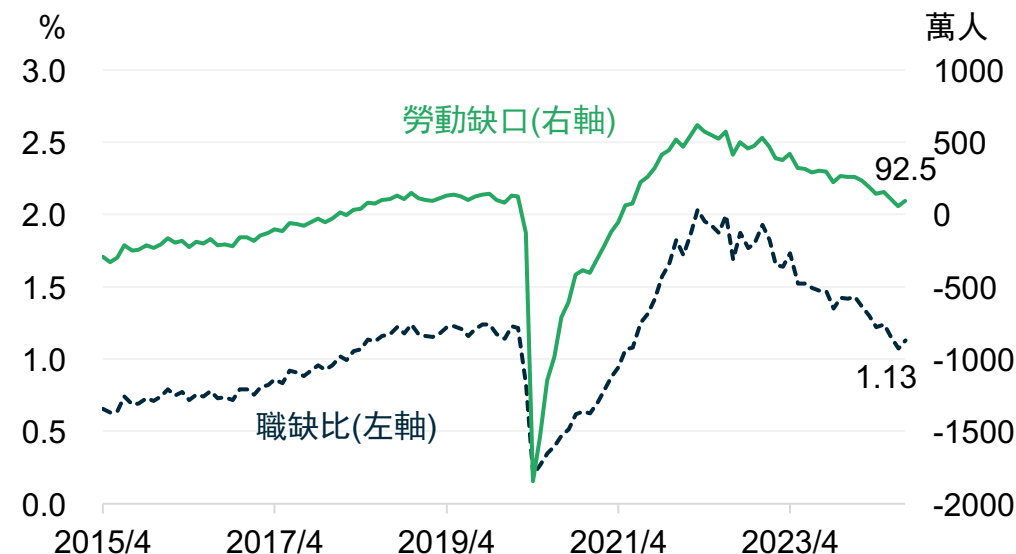
對就業市場而言，8月JOLTS職缺數從上月769.3萬，回升至804萬，使得勞動缺口上月小幅擴大。整體而言，就業市場雖放緩，但還沒有快速惡化的跡象，支持聯準會後續緩步降息。

ISM製造業指數連續6個月萎縮



資料來源：Bloomberg。

勞動缺口持續收斂



註：勞動缺口=勞動需求與勞動供給；職缺比=職缺數/失業人數。

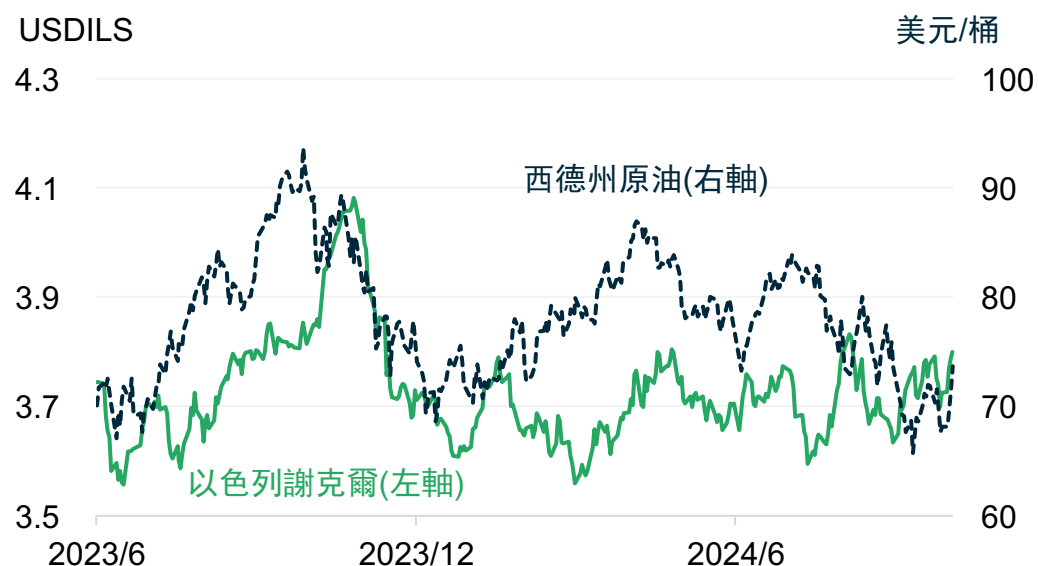
資料來源：Bloomberg。

中東局勢使油價短期偏強, 但上方壓力重重

伊朗10/1晚間發射約200枚彈道飛彈打擊以色列各處, 報復對方近期接連狙殺哈瑪斯、真主黨高層。伊朗聲稱90%的飛彈命中目標, 以色列則稱在美國協助下攔截大部分來襲飛彈。由於中東問題已涉及層面甚廣, 研判衝突仍難以落幕, 後續關注以色列是否攻擊伊朗的油田及核設施。

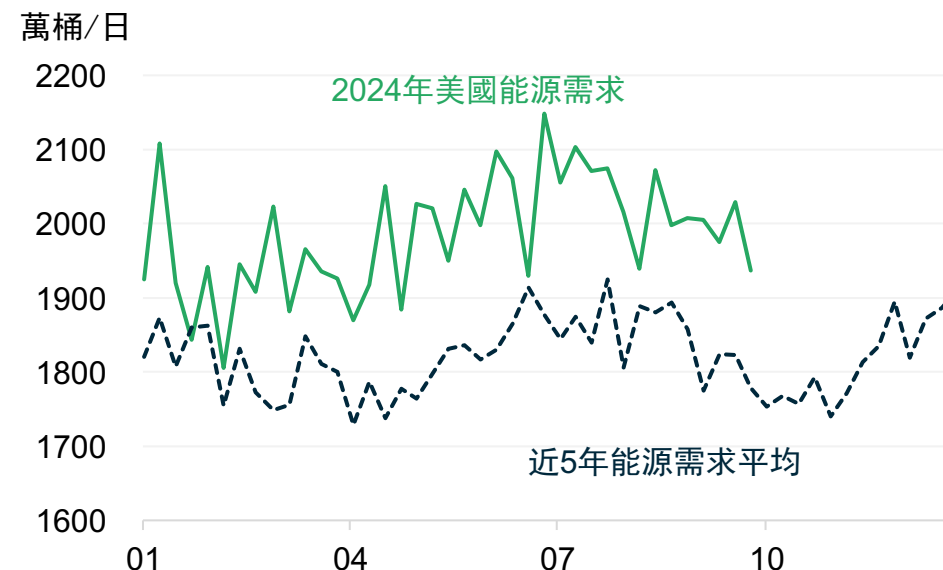
受到中東局勢升溫影響, 油價單日大漲5%, 並突破每桶70美元關卡, 短期仍有機會走高; 不過, 考量用油旺季已過, 加上市場反應逐步鈍化, 研判油價上方壓力仍大。

中東局勢上升, 油價短期偏強



資料來源: Bloomberg。

用油旺季結束, 油價上方有壓



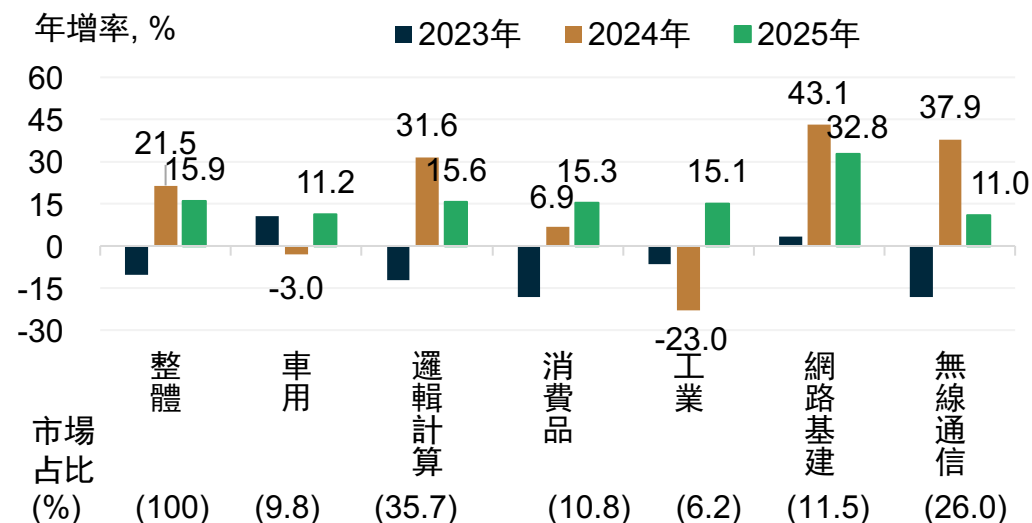
資料來源: Bloomberg。

科技 2024年半導體復甦不均, 但2025年有望改善

2024年製造業景氣明顯疲弱, 有一大主因就是產業復甦不均, 尤其是傳統產業, 受到全球第二大經濟體中國疲弱影響, 復甦途徑更是顛簸。另一方面, 科技業受到AI的加持影響, 使得2024年相關需求明顯大增, 包括邏輯計算、網路基建、無線通訊等, 都有超過3成的成長。不過, 即使如此, 與傳統產業較為相關的車用半導體與工業半導體, 今年需求甚至萎縮。

展望2025年, 預期產業分歧狀況有望改善, 尤其, 中國已加大政策刺激力度, 也將使半導體的復甦較為均衡, 甚至, 先前較弱勢的產業, 預期2025年將明顯改善, 如工業半導體。

2024年半導體復甦不均, 但2025年有望改善



註: 車用半導體有車用MCU、功率元件; 消費品有面板驅動IC、儲存晶片; 工業有工業MCU、工業感測器; 網路基建有交換機晶片、網路處理基片; 無線通訊有射頻、5G。邏輯計算有CPU、GPU、FPGA。

資料來源: Bloomberg。

科技產品支撐外銷訂單, 傳統產業訂單幾乎停滯



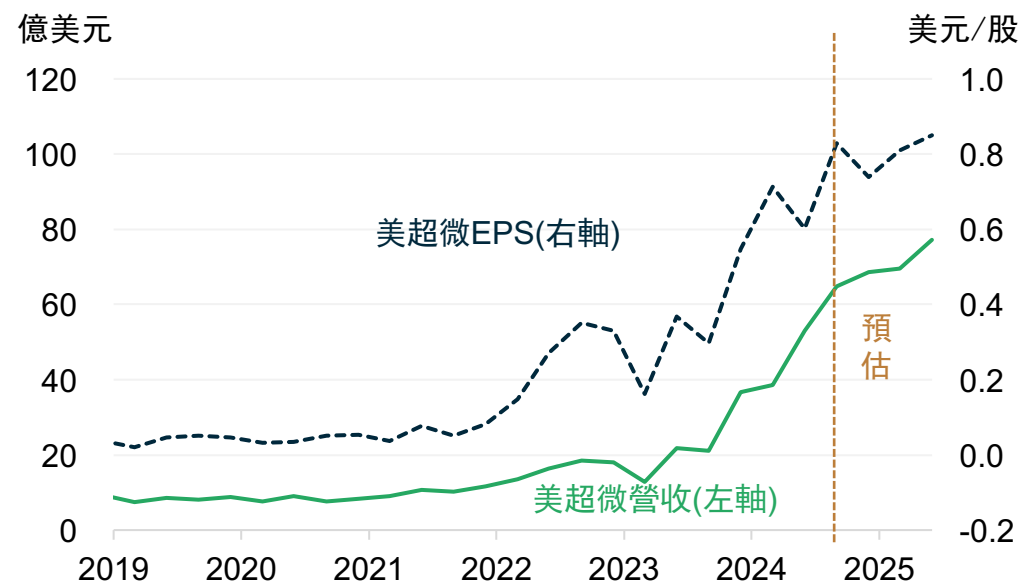
資料來源: Bloomberg。

科技 美超微短期需消化財務操縱利空，但長線基本面仍佳

伺服器大廠美超微8/26遭放空機構「興登堡研究」發布報告狙擊，聲稱其內部存在「會計操縱」問題，當日股價即下跌8%。隨後，公司宣布延後繳交2024會計年度的10-K年報，理由是需要更多時間做內部控制設計、營運成效的評估，讓市場對其疑慮大增，8/28股價大跌近20%。

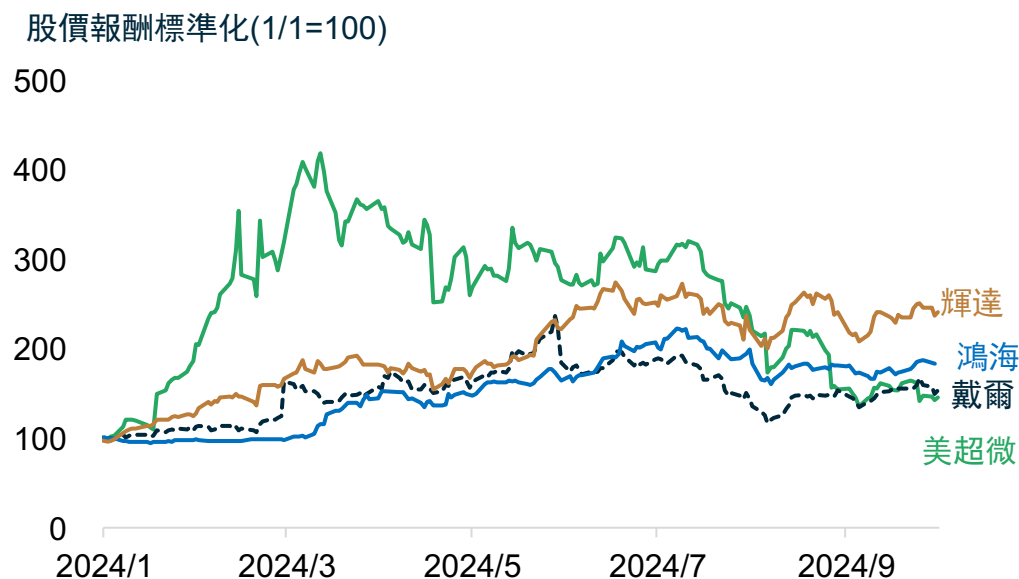
以美超微的財報而言，近期面臨的指控包括關係人交易、提早認列營收等問題，若上述新聞屬實，對營收的衝擊其實也在個位數範圍，**就趨勢而言，美超微仍在站在風口上，營收與獲利向上趨勢並未改變，違約風險也有限。對股價而言，近期相對弱勢，主要反應的財務操縱利空，若後續年報可以順利發出，股價有望逐步回穩。**

受惠AI趨勢，美超微基本面持續升溫



資料來源：Bloomberg預估。

美超微財報操縱疑慮，衝擊短期市場評價



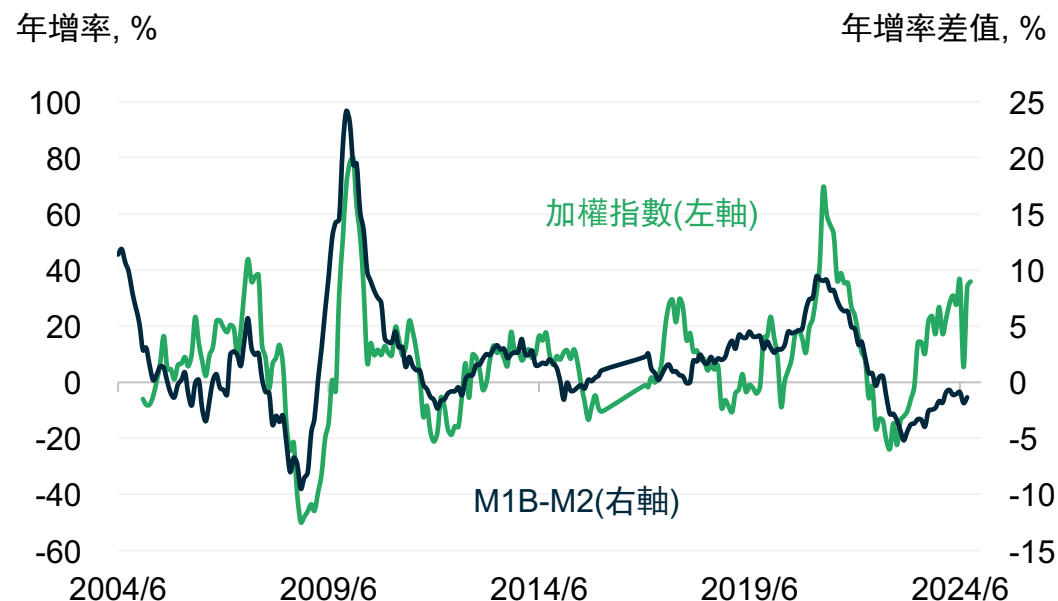
資料來源：Bloomberg。

台股 短期資金環境偏緊，追高動能有限

台灣8月M1b年增率由4.04%升至4.42%，M2年增率則下降至5.77%，M1b年增率減M2年增率的差值往上，代表流入活存的資金增加，有利股市資金行情，不過台灣央行在房市控管方面仍維持緊縮，貨幣政策上也沒有降息的空間，間接影響股市資金動能。

台股9月先下後上，小跌43.5點，累計Q3下跌3.5%。200日均乖離率也由7月最高的28%逐步回落，目前接近1倍標準差，相對仍處評價高位，加上資金環境偏緊，追高動能有限。不過若隨著200日均線逐步墊高，乖離率偏高的問題有望緩和，宜以長線方式分批布局。

央行維持緊縮的貨幣政策，間接影響股市資金動能



資料來源：Bloomberg。

台股乖離率回到1倍標準差，評價偏高疑慮仍存



註：統計台股200日均乖離率。

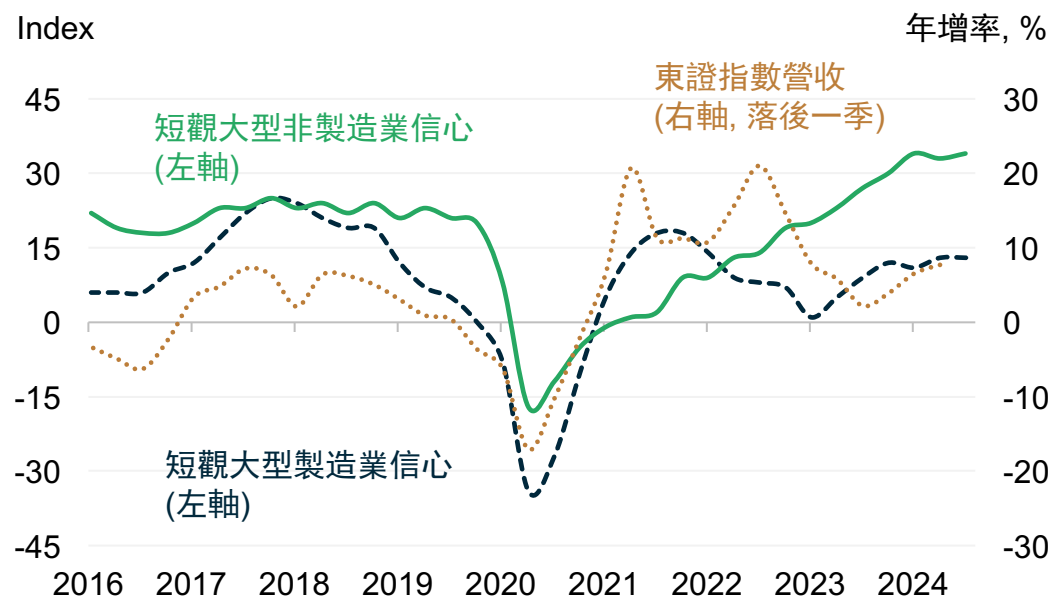
資料來源：Bloomberg。

日本 匯率逆風與景氣復甦下，日股橫盤震蕩，內需產業走勢有望領先

政策面：近期日股回檔壓力浮現，除了日圓升值帶來的負面影響外，新首相在選前對於加徵企業稅與金融所得稅的態度，也是影響市場的因素之一。然而，國會眾議院改選在前，石破茂對貨幣政策的口吻出現轉變，短期內推動大規模稅改的可能性不高，預期貨幣與財政緊縮擔憂不至反轉盤勢。

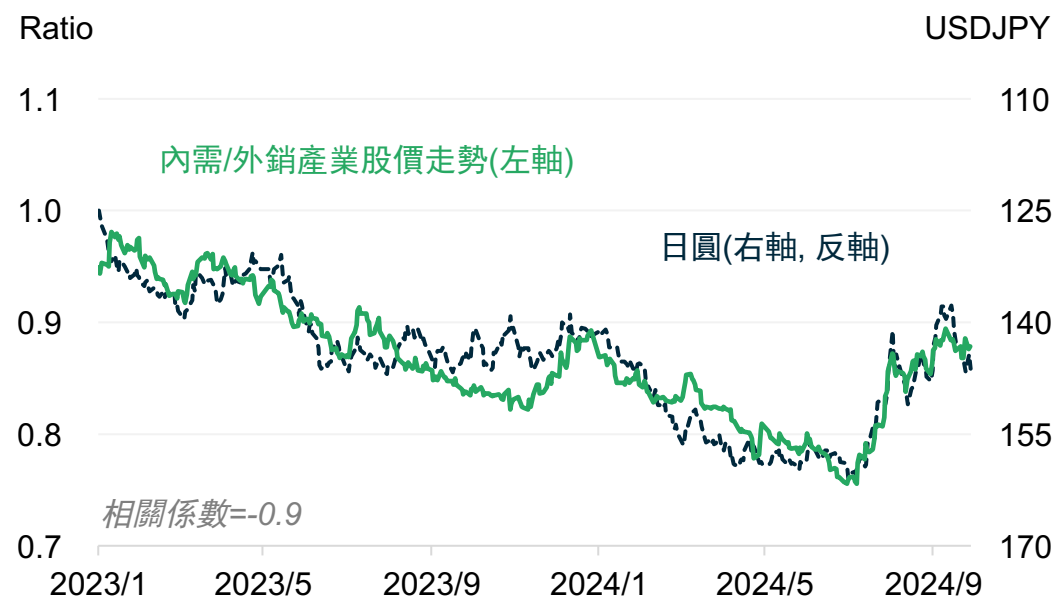
基本面：日銀最新短觀調查顯示，Q3大型製造業信心持平於13，大型非製造業信心小幅上升至34，薪資與觀光成長提振了消費動能，8月零售銷售年增率小幅上升至2.8%，整體景氣呈現溫和復甦。股市展望方面，日圓匯價的逆風持續，恐消減大盤的上漲動能，不過景氣溫和復甦下，企業獲利提供下檔支撐，短期呈現橫盤震盪，回檔時可分批布建。類股方面，考量全球製造業復甦步伐緩慢，加上日圓升值影響，內需型企業表現有望領先。

Q3大型製造業信心持平，非製造業信心持續改善



資料來源：Bloomberg。

日圓走勢偏升，有利內需型企業股價表現



註：外銷產業為汽車、鋼鐵、機械、電子精密設備、貿易批發五個產業指數標準化後平均。
內需產業為食物、建築與材料、資通訊服務、交通物流、零售五個產業指數平均。

資料來源：Bloomberg。

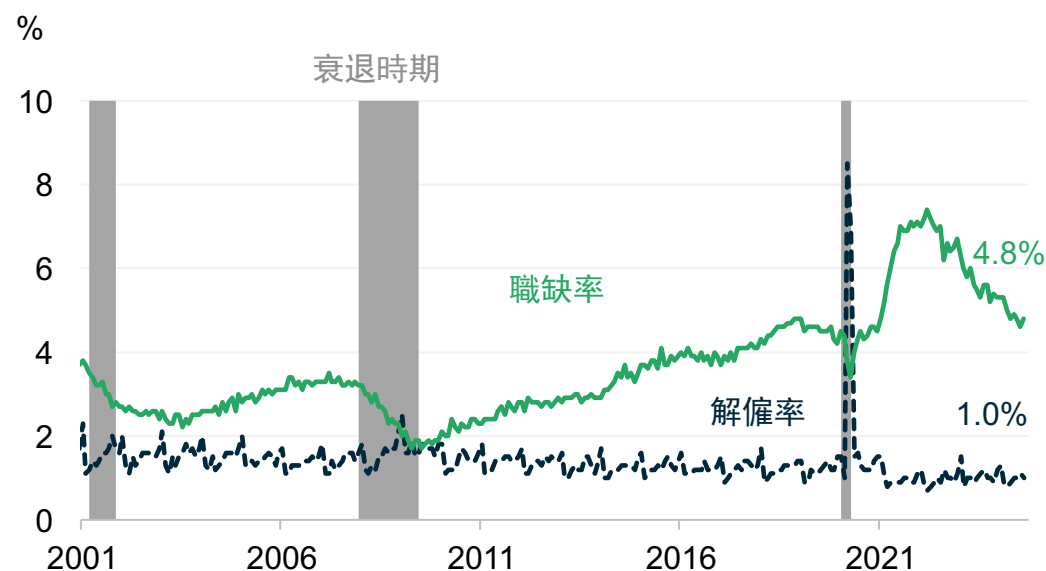
美債 就業市場仍具韌性，料短線利率大幅下滑空間有限，逢反彈可視為布債契機

高利尾聲下，8月通膨增速再度滑落，使市場更關注於就業數據的變化。根據8月JOLTS報告，**職缺數由771萬上升至804萬**，帶動**職缺率揚升至4.8%**；而**企業裁員情勢和緩，解僱率下滑至1.0%**，顯示在就業緩步降溫的情形之下，勞動市場仍具一定韌性。

Fed方面，鮑爾表示將持續降息，以維持美國經濟穩健，**但暗示激進的降息步伐並非常態**，若經濟表現符合預期，11、12月會議將各降1碼。然而**期貨市場已反應至去年底再降3碼，短線而言，殖利率的下滑空間應當有限**；倘若未來數月就業數據大幅惡化，屆時利率才有進一步陡降的可能。

債市策略：長線而言，降息循環將帶動殖利率緩步滑落，若近期反彈可視為加碼布債機會。惟須留意，隨著**殖利率曲線陡化**，預期長率下滑的幅度將不如短率強勁，將使**資本利得的空間受限，債市報酬應以穩定息收為主**。

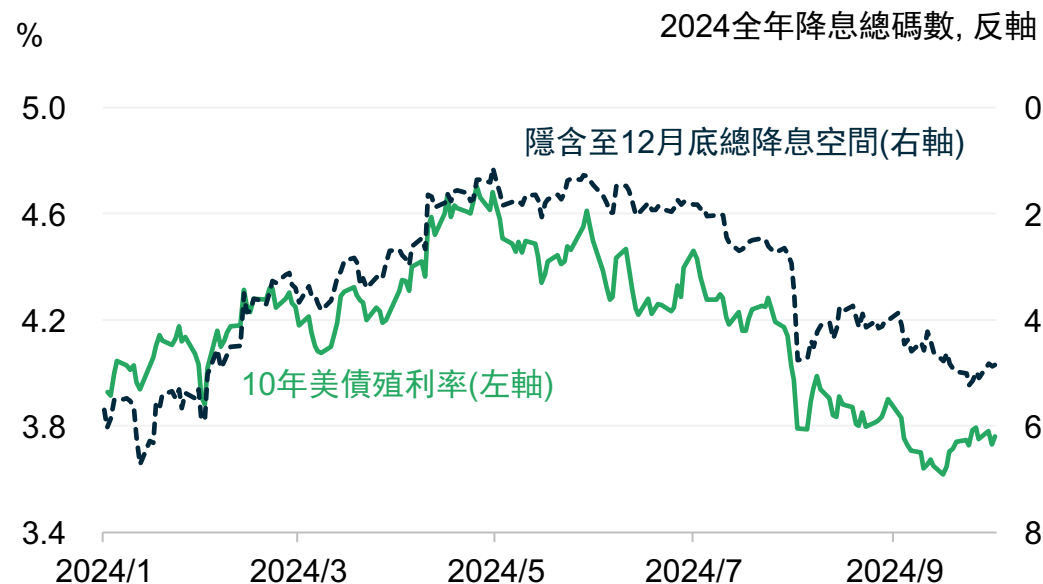
職缺率反彈、解僱率維持低檔，就業市場仍具韌性



註：衰退時期採2001/3-2001/11、2007/12-2009/6、2020/2-2020/4。

資料來源：Bloomberg。

市場已反應今年共降5碼，短線利率下滑空間有限



註：兩者相關係數為0.797。

資料來源：Bloomberg。

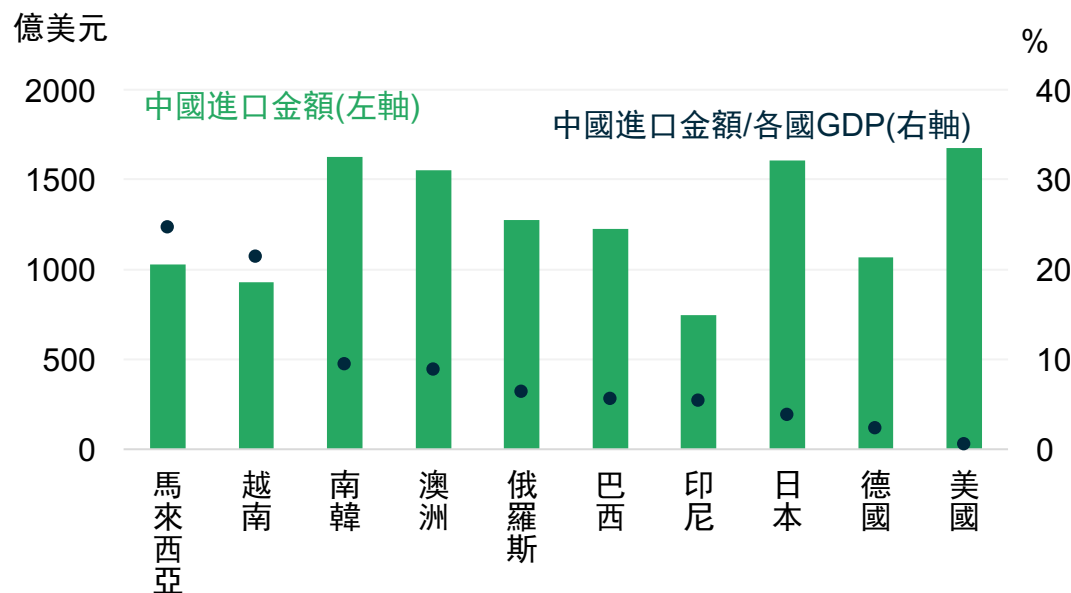
新興債 美雙率走低，中國政策利多下，可考量新興債作為資產配置一環

美國啟動降息，美雙率走低，**市場資金有望往新興資產流動**，且全球第二大經濟體中國，近期超乎預期的政策利多，若有望提振內需，對原物料出口國或新興國家也是額外的利多。以新興債市來看：

新興美元債殖利率具優勢：殖利率主要受到美國貨幣政策及發債機構的信用風險影響，若發債機構持穩表現下，殖利率有望受惠美國降息。以BBB級投等債來看，新興美元債平均殖利率為6.3%(年期為6.3年)，略高於同等級美國投等債的平均殖利率4.9%(年期為7年)。

新興當地貨幣債利率仍有下行空間：美雙率走低，新興貨幣貶值壓力減輕，且通膨多回穩下，除巴西及俄國，預估新興國家未來一年多還有降息空間。其中，亞幣有望受日圓、人民幣帶動，且亞洲有望陸續啟動降息，使新興亞債有望受惠。

中國刺激政策若奏效，有利新興市場表現



註：取2023年中國出口金額前10名的國家。

資料來源：Bloomberg。



美國啟動降息後，亞洲有望接棒

		2023				2024				2025(F)			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4(F)	Q1	Q2	Q3	Q4
亞洲	中國	3.65	3.55	3.45	3.45	3.45	3.45	3.35					
	南韓	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.20	3.00	2.80	2.65	2.55
	印尼	5.75	5.75	5.75	6.00	6.00	6.25	6.00	5.70	5.45	5.25	5.10	4.95
	馬來西亞	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.95	2.95
	印度	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.30	6.10	5.90	5.85	5.80
	泰國	1.75	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.40	2.25	2.15	2.15	2.10
	菲律賓	6.25	6.25	6.25	6.50	6.50	6.50	6.25	5.95	5.65	5.30	5.05	4.95
拉美	墨西哥	11.25	11.25	11.25	11.25	11.00	11.00	10.50	10.00	9.50	9.00	8.50	8.00
	巴西	13.75	13.75	12.75	11.75	10.75	10.50	10.75	11.63	11.75	11.50	11.00	10.38
	哥倫比亞	13.00	13.25	13.25	13.00	12.25	11.25	10.25	8.90	7.75	6.95	6.55	6.25
	智利	11.25	11.25	9.50	8.25	7.25	5.75	5.50	5.10	4.75	4.50	4.35	4.35
歐非中東	南非	7.75	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.00	7.75	7.25	7.25	7.00	7.00
	捷克	7.00	7.00	7.00	6.75	5.75	4.75	4.25	3.85	3.60	3.40	3.25	3.20
	土耳其	8.50	15.00	30.00	42.50	50.00	50.00	50.00	47.10	41.00	35.55	31.40	28.30

註：依2021年至2025年利率的預估值繪製熱圖，最高點呈現紅色，最低點呈現綠色。黑框為(預估)首次啟動降息的時點。

資料來源：Bloomberg預估。

人民幣 風險偏好改善提振人民幣短期升勢, 但中期負面因子猶存, 研判高檔區間格局不變

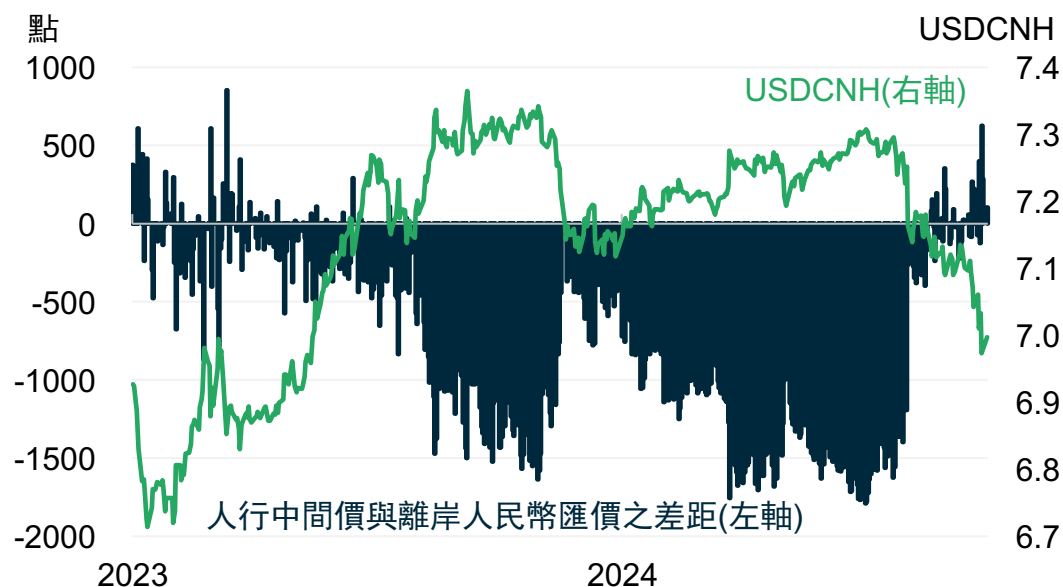
9/24金融新政後, 市場風險偏好回暖, 中國股匯齊漲, 人民幣一度升破7.0整數大關。

觀察今年前7月人民幣持續走貶期間, 人行中間價(絕對數值)皆低於人民幣匯價, 持續時間與兩者差距皆創下歷史之最, 突顯人行有意緩和貶值壓力的意圖。然而, 7月底開始人民幣由貶轉升, 人行中間價旋即高於人民幣匯價, 幅度更創下一年半新高, 則反映**人行亦不樂見人民幣快速走強, 甚至引發持續升值的預期, 進而導致出口競爭力降低, 阻礙景氣復甦之路。是以人民幣強升之際, 中間價僅緩調升。**

此外, 預期年內人行政策仍有進一步寬鬆的空間, 意味著中國公債利率難以持續反彈, 美中利差收斂的速度則隨之趨緩, 亦將限縮人民幣升勢。

綜上所述, 政策利多對於市場情緒的提振, 有助人民幣短線續強。但中長期而言, 基本面疲軟與利差的壓力, 令人民幣不脫離高檔區間波動格局。

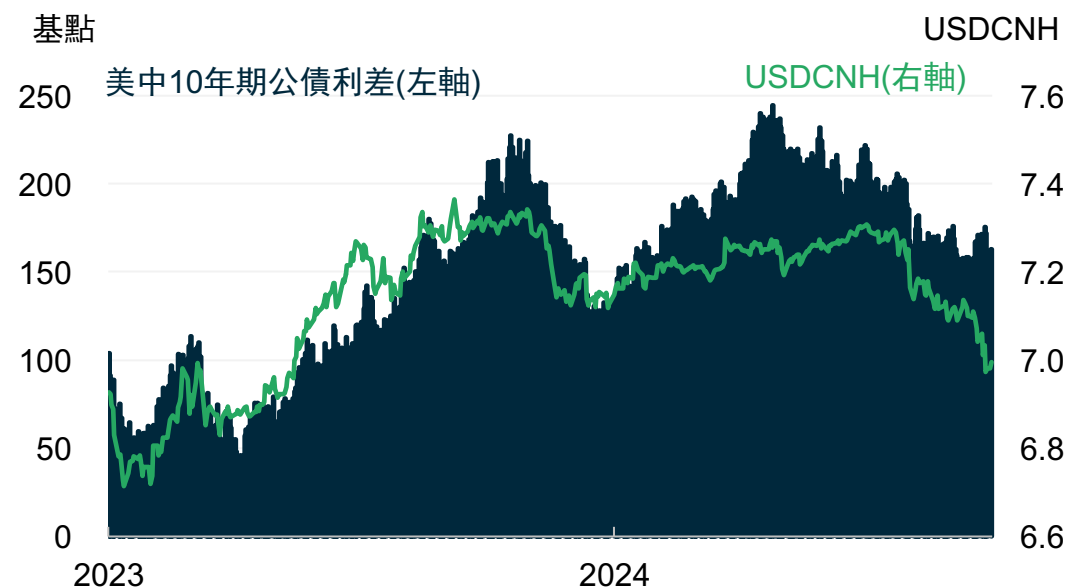
人民幣強升之餘, 人行中間價僅緩步調升



註: 2023年至今兩者相關係數為-0.78。

資料來源: Bloomberg。

人行擴大寬鬆, 美中利差收斂的速度隨之放慢



資料來源: Bloomberg。

Oct 2024

7	Monday	8	Tuesday	9	Wednesday	10	Thursday	11	Friday
歐元區零售銷售 中國休市		美國貿易收支 日本貿易收支 台灣進出口 台灣CPI		日本工具機訂單 韓國休市		美國CPI 美國初領失業金人數 台灣休市		美國PPI 美國密大消費信心 香港休市	

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