



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

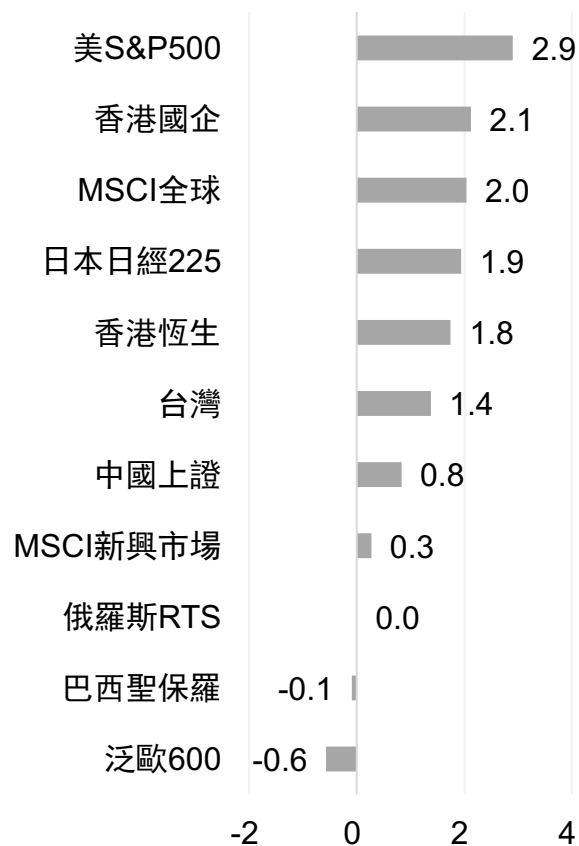
2024年12月27日

# 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

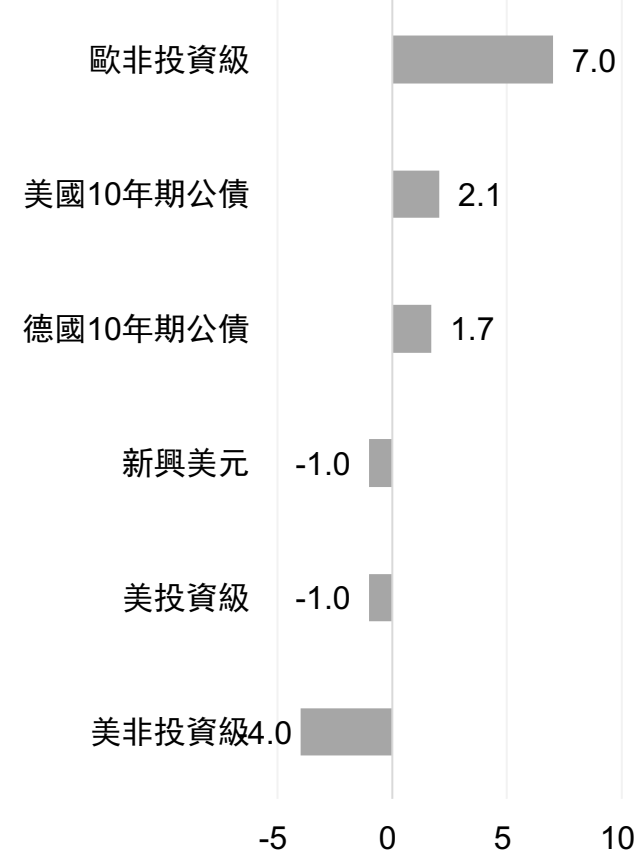
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/12/19 - 2024/12/26。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場觀察：

聯準會不若預期鴿派，是風險還是機會？

- 貨幣政策：1)降息方向並未改變、2)點陣圖預測值仍有調整可能、3)市場恐過度反應。
- 景氣動向：選後企業信心明顯走高、降息循環引導銀行放款意願回升，有利經濟延續擴張。
- 財政政策：川普推行關稅、減稅，可望再度引導企業赴美投資，為景氣的加分項目。

### 2. 後續看點

- 中國PMI(12/31)、美國ISM(1/3)、美國就業報告(1/10)。

## 策略思維

1. **股市 – 短期震盪整理，基本面有利多頭格局延續：**降息前景不如預期，令美股短期承壓。然而，貨幣政策放鬆方向不變，且美國經濟展望正向，有利企業獲利加速成長，短期拉回震盪可趁勢逢低布局。
2. **債市 – 利率短期高位波動，視為鎖利布局契機：**市場降息預期悲觀，引導利率短線高盤。明年降息方向不變，預期未來利率仍可望回降。
3. **匯市 – 利差因素支持，美元指數相對強勢：**聯準會降息速度、幅度不若ECB為首等其餘主要央行，美元利率與海外利率難以大幅收斂，支撐美元指數高檔波動。

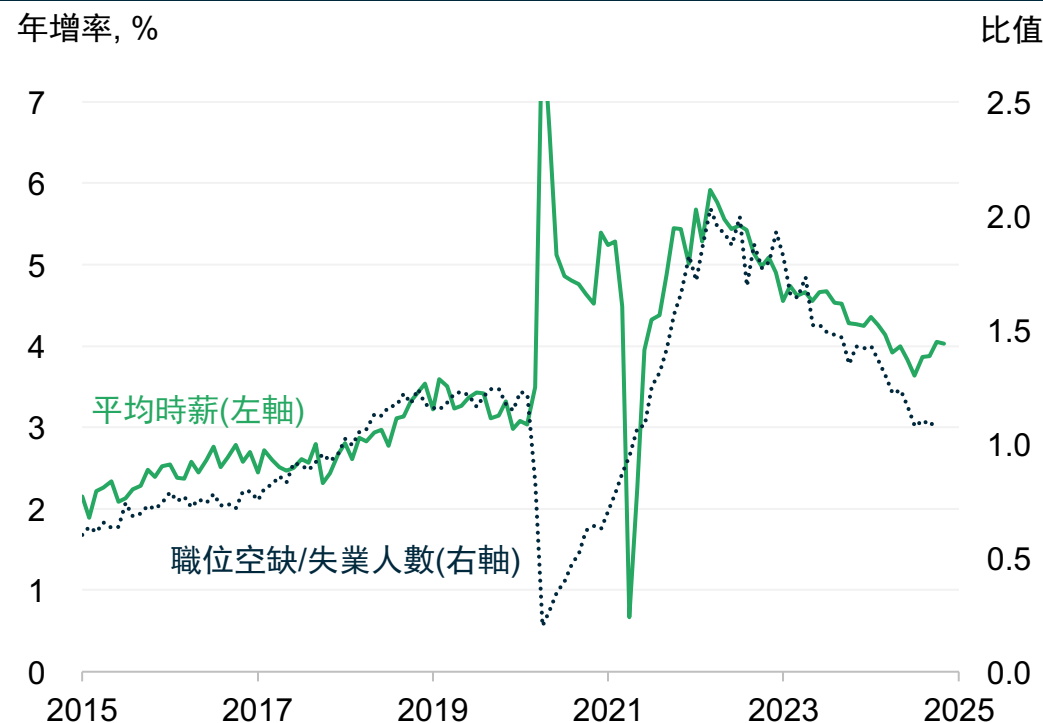


## 貨幣政策 | 聯準會來「鷹」的, 政策轉向了嗎?

**降息循環由階段一**：離中性利率遠, 降息門檻低。**進入階段二**：利率漸接近中性水平, 且川普政策具有高度不確定性, 降息速度放慢因應。

即便如此, **貨幣政策放鬆方向並未轉變**, 主因1)勞動市場惡化風險雖減弱, 但降溫方向不變, 緊縮程度亦低於疫情前水平。2)儘管速度放緩, 但通膨降溫趨勢仍在持續。是以聯準會主席鮑爾明確表示, 「利率水平依然具有明顯的限制性, 預期仍將持續降息。」

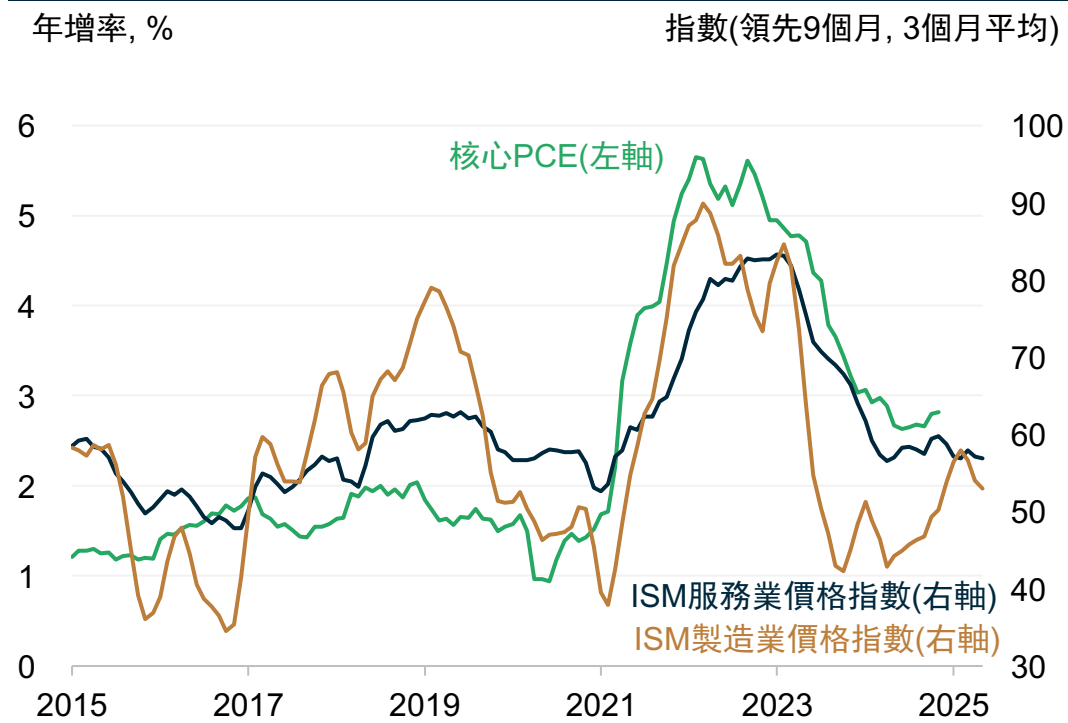
### 勞動需求未見轉強, 意味著薪資增速不至大幅回升



註：2021/01至2024/10兩者相關係數為0.61(月資料)。

資料來源：Bloomberg。

### 企業端成本下滑, 有利通膨延續降溫趨勢



註：2018/01至2024/11綠線與藍、橘線相關係數為0.86、0.57(月資料)。

資料來源：Bloomberg。

## 貨幣政策 | 市場情緒總在天秤兩端遊走，需防範降息預期過於悲觀的風險

點陣圖預期2025年降息2碼，較9月預測的4碼明顯下修。影響所及，利率期貨市場亦將全年降息預期下修至1碼，導致美債利率彈升、美股回檔整理。

然而，觀察年初至今，點陣圖預測值不乏巨大變化，凸顯經濟前景的不確定性，聯準會亦難以準確預測，未來仍有調整的可能，是以不宜將點陣圖作為最終政策路徑的依據。另一方面，市場對於政策的預期亦時常過於激進，進而導致後續殖利率出現大幅調整。

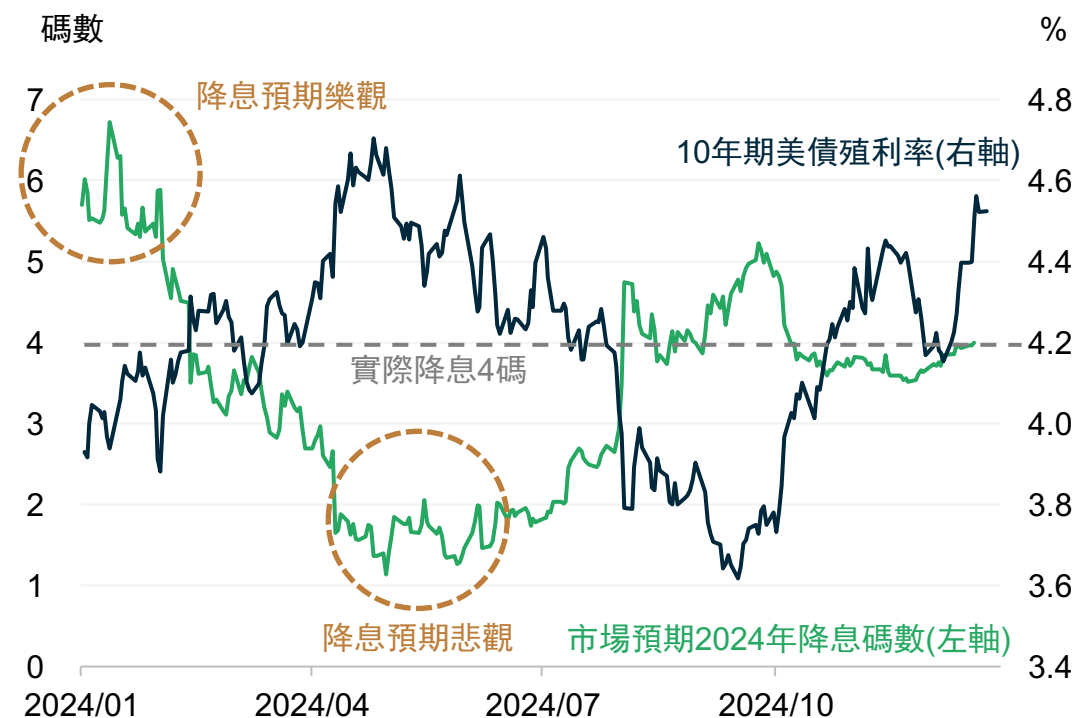
綜上所述，目前需警惕市場過度解讀未來仍存在變數的點陣圖。若2025年Q1通膨再度出現進展，將導致市場降息預期重新回升，引發利率回檔修正。

### 點陣圖預示利率變化方向，但預測值調整幅度大

會議時間 (隱含降息 幅度)	2024	2025	2026	2027	長期
12月	4.4% (4碼)	3.9% (2碼)	3.4% (2碼)	3.1% (1碼)	3.0% -
9月	4.4% (4碼)	3.4% (4碼)	2.9% (2碼)	2.9% (0碼)	2.9% -
6月	5.1% (1碼)	4.1% (4碼)	3.1% (4碼)	- -	2.8% -
3月	4.6% (3碼)	3.9% (3碼)	3.1% (3碼)	- -	2.6% -

資料來源：Bloomberg。

### 市場預期時常過於極端，導致利率大幅波動



資料來源：Bloomberg。

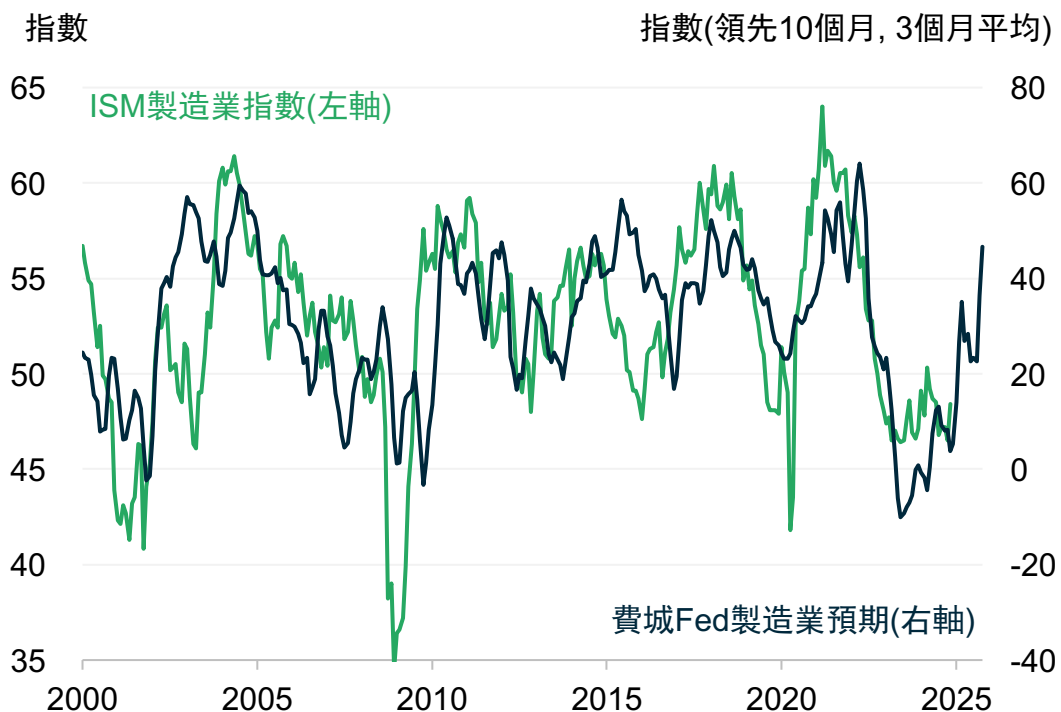


## 景氣動向 | 貨幣政策放鬆、不確定性消除, 有助經濟延續擴張格局

今年以來導致企業信心低迷、展望保守的兩大因素：高利率環境的持續時間、美國總統大選, 相繼於過去一季消除。此外, 受惠於川普利多政策將登場的預期, 企業信心明顯回升, 可望成為2025年製造業景氣復甦的有利因子。

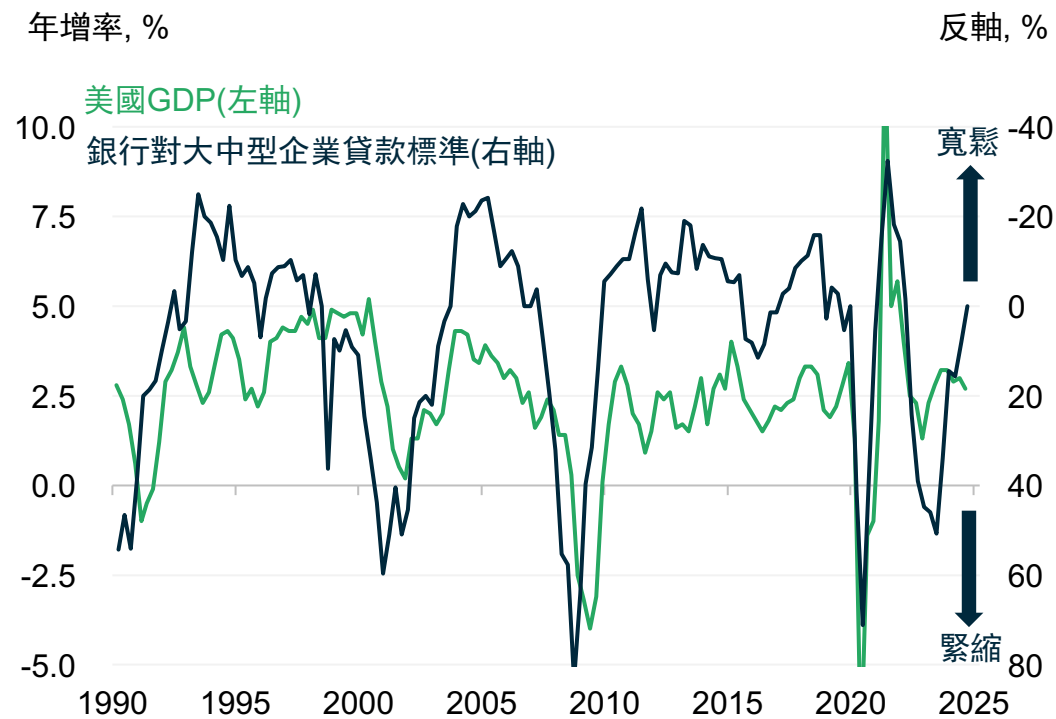
此外, 隨降息循環展開, 美國銀行業對於放款的標準亦持續放鬆。**資金成本下滑、融資難度降低, 皆有助提振私部門消費、投資意願, 降低景氣頓時惡化的風險。**

### 企業信心大增, 若轉化為生產、投資, 將帶動製造業復甦



資料來源: Bloomberg。

### 銀行放款意願回溫, 過往皆對景氣形成提振



資料來源: Bloomberg。



## 川普2.0 | 關稅、減稅軟硬兼施, 引導企業赴美投資

川普首個任期內透過提供投資稅負抵減、降低企業稅率、提高關稅等方式振興美國製造業。影響所及, 企業相繼調整供應鏈布局, 大量海外資金流入美國, 外國直接投資於川普4年任期內創下歷史新高7300億, 相較歐巴馬第二任期成長15%, 遠高於同期中國的衰退14%。

如今川普有意故技重施, 包括**進一步減稅、對進口品全面加徵關稅等, 或再度引導資金回流, 成為美國景氣的有利因子。**

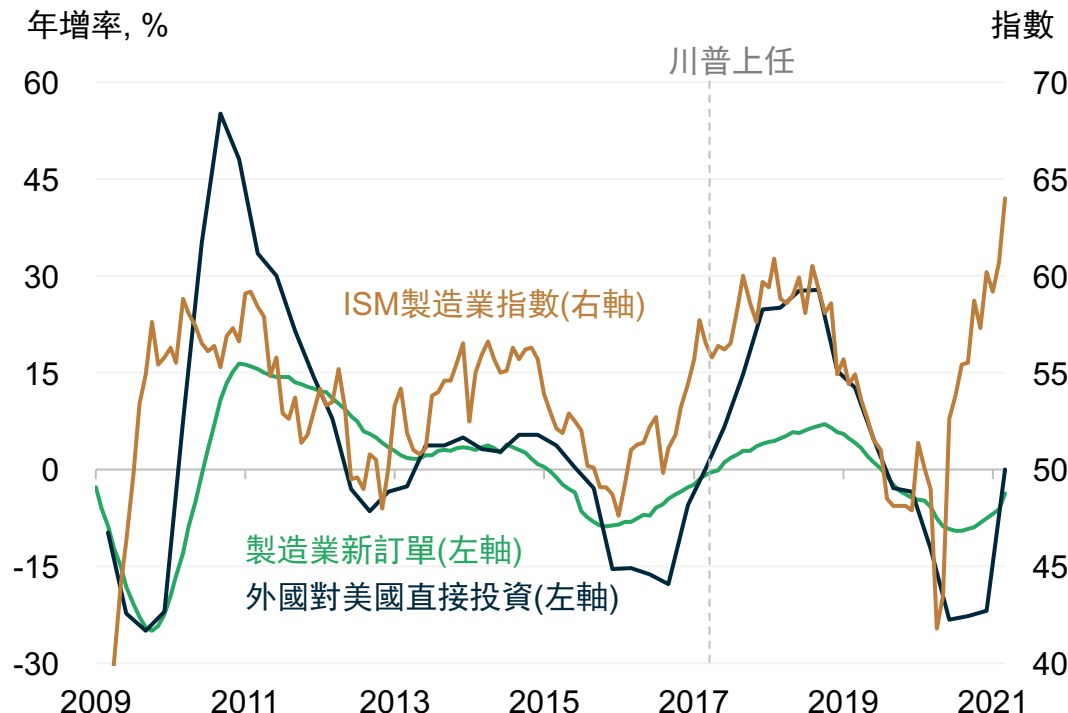
### 川普任內外國對美直接投資再創新高

外國對美國直接投資, 十億美元



資料來源: Bloomberg。

### 外國投資大增, 連帶引導製造業訂單成長、景氣走強



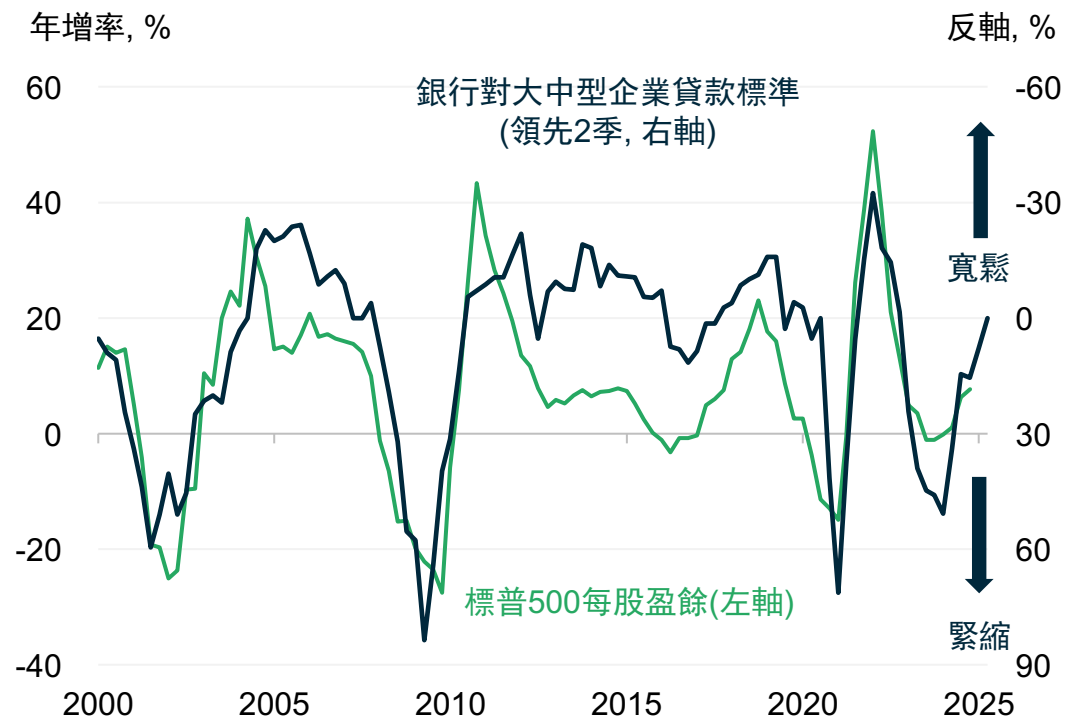
資料來源: Bloomberg。

## 美股 | 企業獲利動能有望加速, 支撐美股多頭格局

Q3銀行資深授信主管對大中型企業緊縮貸款標準的淨比例為0%，較去年Q3的50.8%明顯改善，反映降息循環展開、銀行資金成本下滑，帶動放款意願回升。過往經驗顯示，此將有利企業營運活動，成為企業獲利的領先指標。

展望2025年，Bloomberg市場共識預期標普500每股盈餘將成長12.8%，高於今年的9.8%、疫情前5年平均的6.6%，儼然將是美股延續多頭格局的有利因子。**布局策略上，若指數短期因降息預期降溫，抑或川普極端政見言論影響而回檔，可視為逢低布局時點。**

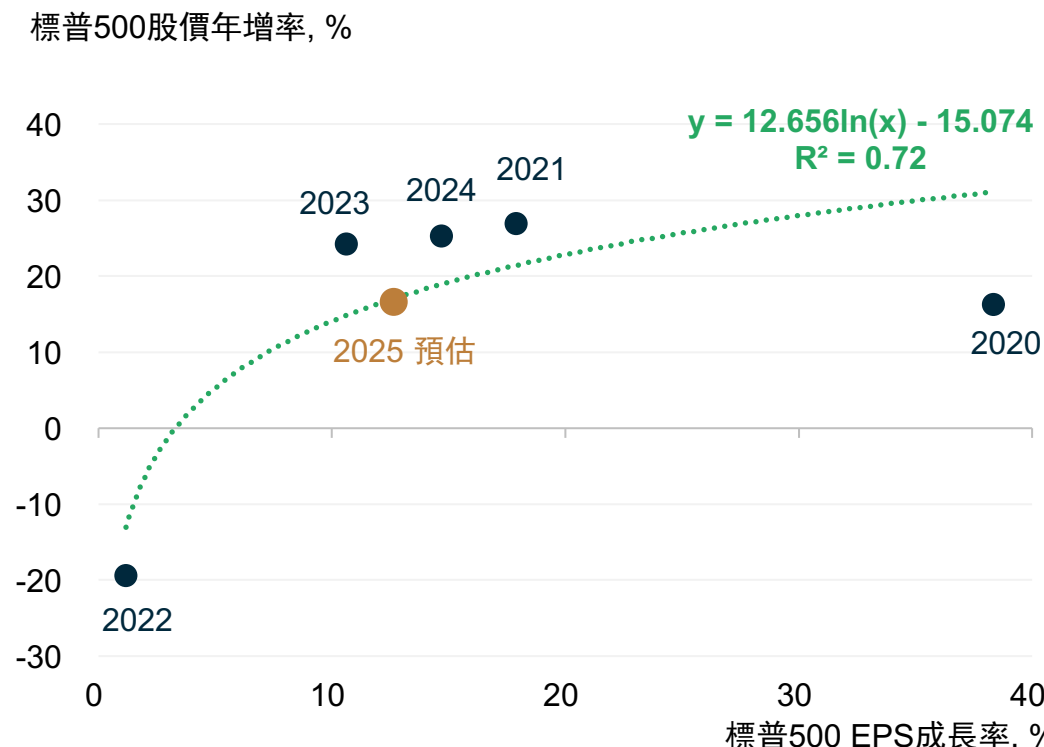
### 降息循環開始後，銀行持續放鬆授信標準



註：2000Q1至2024Q3兩者相關係數為-0.74(季資料)。

資料來源：Bloomberg。

### 市場預期2025年獲利表現不俗，為美股多頭有利因子



註：當年度EPS成長率取當年度、次一年度之成長率以10%、90%加權計算。

資料來源：Bloomberg預估。



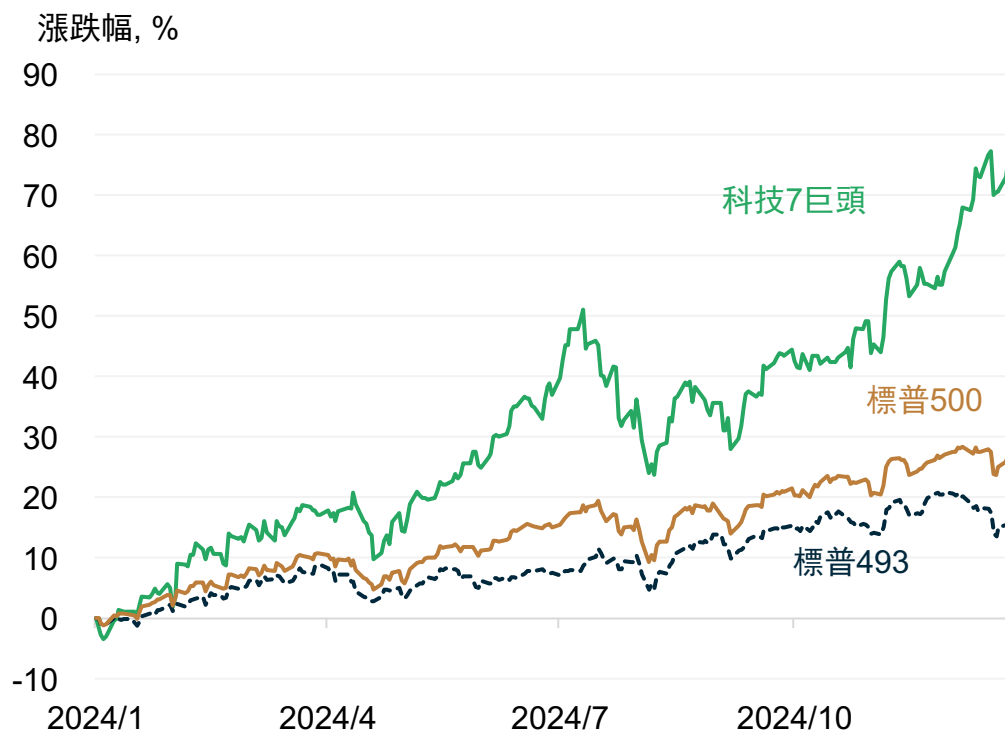


## 美股 | 展望2025年, 漲勢有望從科技7巨頭向外擴散

時序邁入2024年底, 整體而言, 金融市場表現不差, 但主要都是靠科技7巨頭支撐, 累積漲幅高達70%, 其中輝達上漲183%、特斯拉上漲86%、Meta上漲72%, 但主要原因仍是7巨頭今年獲利大增33%, 遠超過其他族群的4.2%。

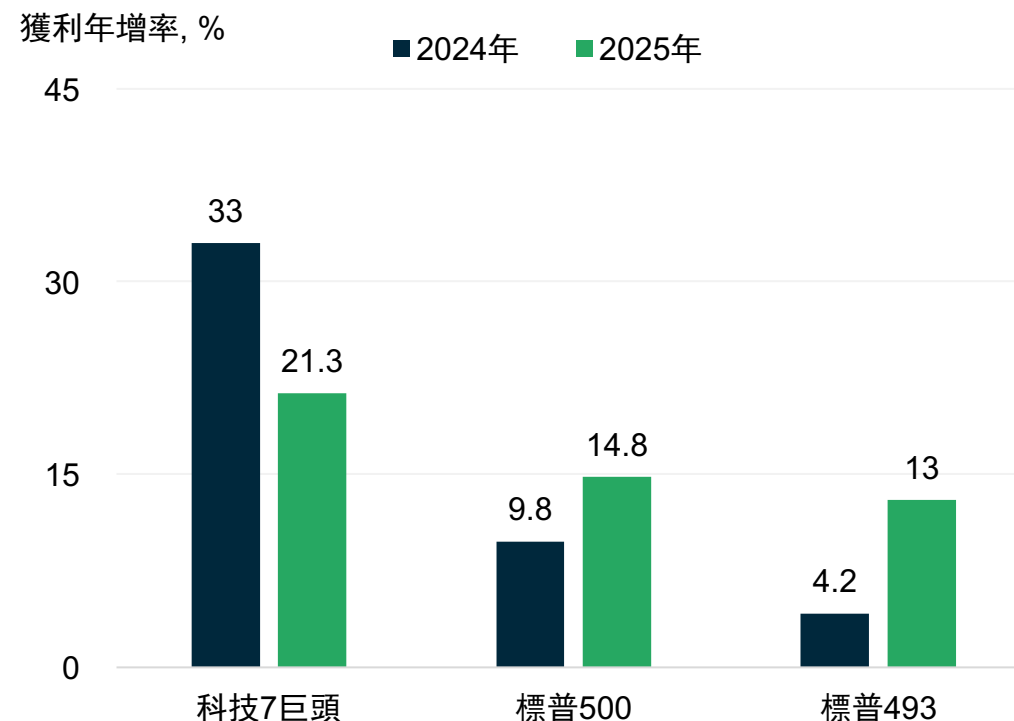
展望明年, 隨著基期墊高, 7巨頭的獲利也將放緩, 另一方面, 非科技7巨頭的公司, 隨著製造業的復甦, 加上基期偏低, 其獲利可望明顯成長, 甚至達13%, 研判股價表現也有望改善, 預期科技7巨頭與非7巨頭的股價漲幅將拉近。

### 科技7巨頭引領2024年股市上漲



資料來源: Bloomberg。

### 科技7巨頭與標普493的獲利將收斂, 預期股價亦然



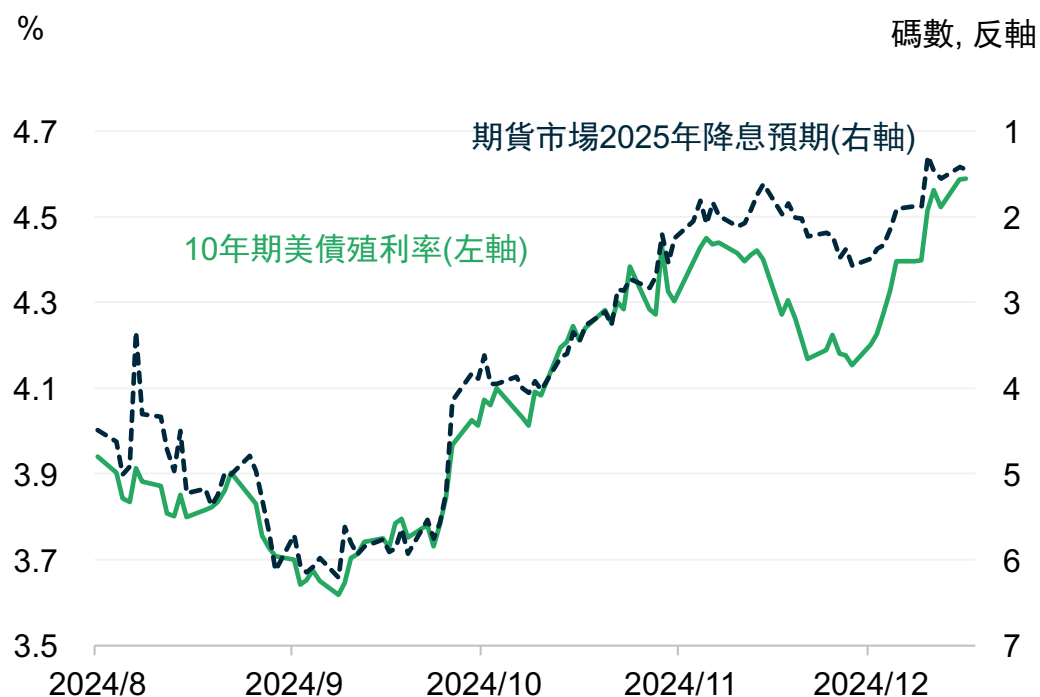
資料來源: Factset預估。

## 債市 | 殖利率短線反彈, 可視為布局債市時點, 報酬以息收為主

期貨市場預測明年的降息幅度將少於Fed所透露的2碼, 顯示整體情緒悲觀, 因而帶動10年債殖利率升至4.5%上方; 不過長線而言, Fed降息趨勢未變, 未來的利率走勢應回歸緩步下行, **美國短率應隨著聯邦政策利率下滑, 而長率的下降空間則較為有限。**

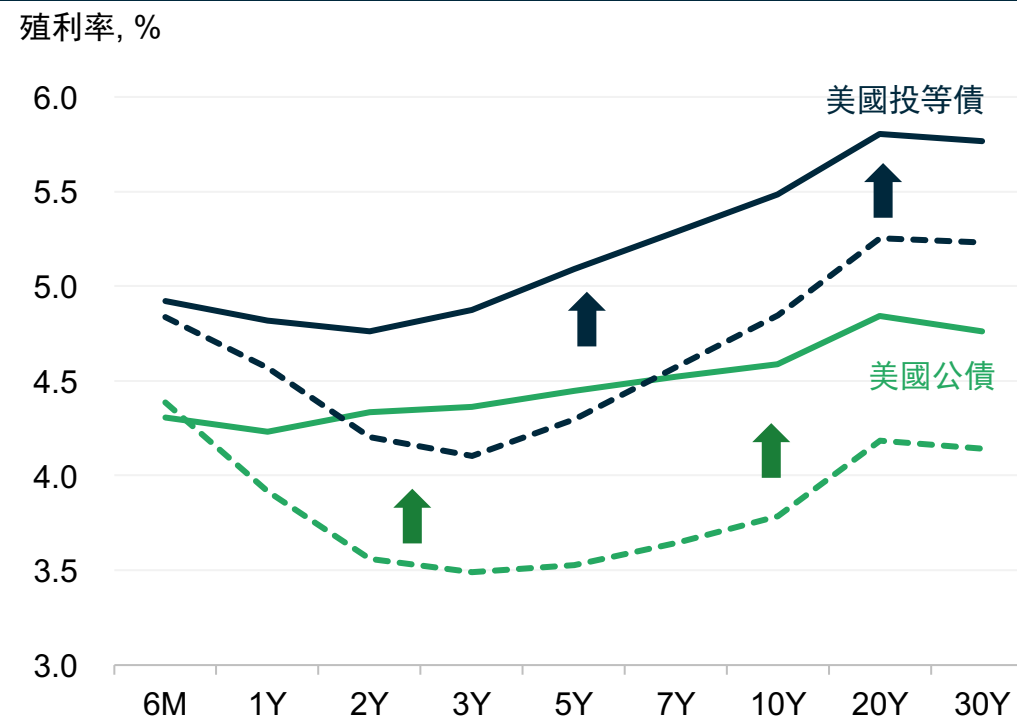
利率走高使得投資債市的甜蜜度升溫, 目前中長天期的美國投資等級公司債平均殖利率有5%以上的水平, 可望為投資人提供長期的穩定現金流。惟需留意, 明年降息幅度減少, 意味著殖利率大幅下滑的難度大, **將限縮投資人資本利得空間, 因此布局債市應以追求穩定息收為主。**

### 市場保守預估明年降息少於兩碼, 帶動短線利率反彈



資料來源: Bloomberg。

### 近3個月殖利率彈升, 布債具有高利優勢



註: 資料日期: 實線為2024/12/25, 虛線為2024/9/25。

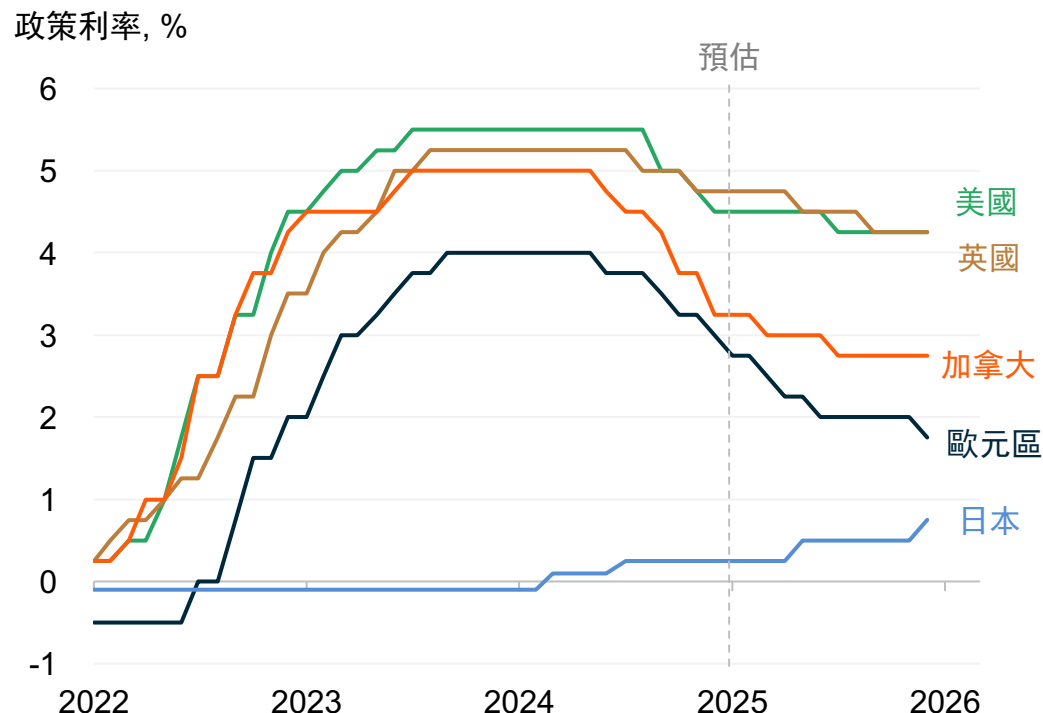
資料來源: Bloomberg。

## 匯市 | 利差因素支撐, 美元指數高檔波動

市場預期明年除日本央行逆勢升息外, 其餘央行皆將至少降息2碼, 其中, 占美元指數權重近六成的歐元, ECB則預估降息4~5碼。相較之下, 聯準會僅為1~2碼, 寬鬆力道明顯較溫和。

對於匯市影響而言, **美元國內外利差收斂幅度有限、維持於相對高檔, 可望提供美元指數下檔支撐, 降低大幅度修正的壓力**, 而其他主要貨幣在本國央行降息步伐較快的背景下, 恐延續低檔區間波動的情勢。

### 市場預期美國以外之主要央行降息步伐較快



註: 歐元區、日本、英國、加拿大之貨幣占美元指數之權重為92.2%。

資料來源: Bloomberg預估。

### 美元國內外利差居高, 支撐美元指數相對強勢



註: 美元國內外利差為美債殖利率與歐元區、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之加權公債利率(以該國貨幣占美元指數之權重加權)之差。2021年至今兩者相關係數為0.95(週資料)。

資料來源: Bloomberg。

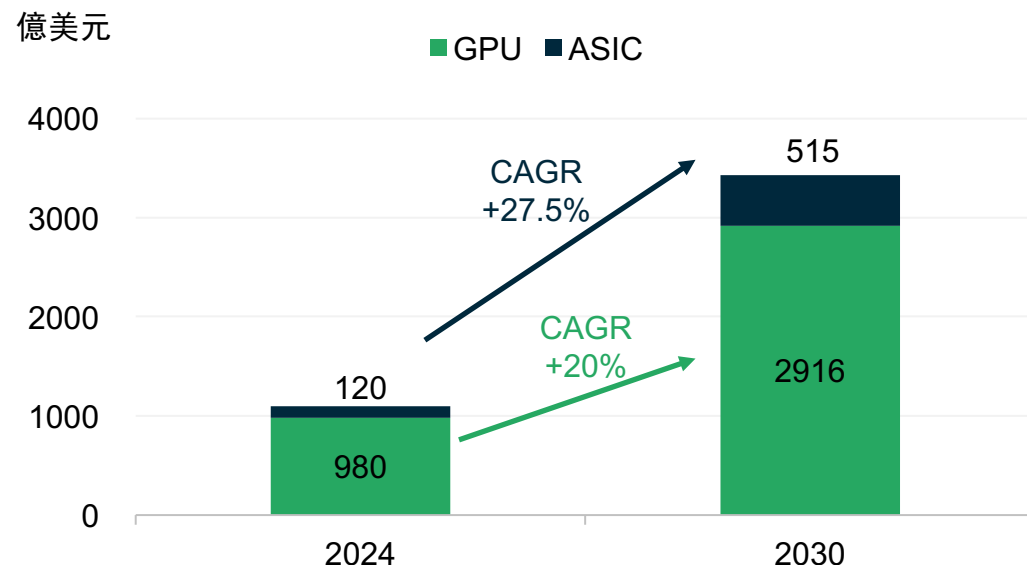


# 科技 GPU和ASIC誰比誰更好？AI長期成長空間大

市場陷入AI晶片成長性爭論。博通樂觀展望客製化AI晶片ASIC市場將快速擴張，2027年潛在市場將高達600~900億美元，相較2024年的120億美元大幅成長5~8倍，由於博通與谷歌、Meta長期合作，近期又傳與蘋果、OpenAI合作開發AI晶片，科技巨頭花大錢投資自研晶片，背後有降低成本、增加效益的目標，但不願被輝達一手掌控晶片供應或許也是考量因素之一。

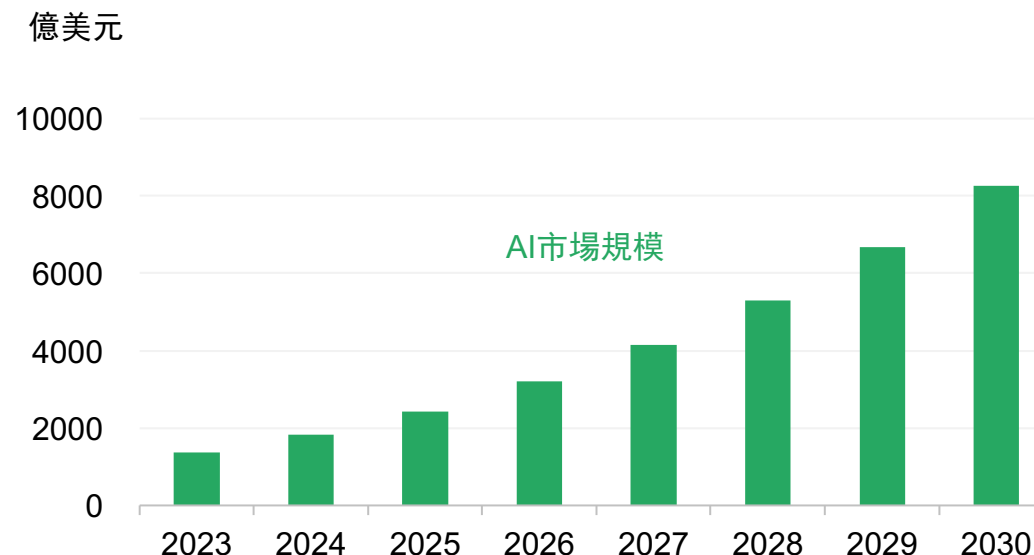
輝達的優勢則在產品迭代快速及CUDA軟體平台，執行長黃仁勳聲稱即使競爭者的晶片免費，計算整體營運成本後也比不過輝達。據傳輝達GB300將新增插槽功能，可快速更換晶片，減少客戶維修及升級的成本。由於AI應用逐步擴散，雲端廠商投資在基礎設施包括數據中心、電廠的金額持續增加，顯示科技巨頭看好AI長期成長趨勢，不論是GPU或ASIC都將顯著受惠，對晶圓代工的台積電來說更加有利，可分散布局。

## ASIC業者有望受惠科技巨頭自研晶片需求



資料來源：摩根士丹利預估。

## AI長期成長趨勢強，對於基礎設施的投資有利



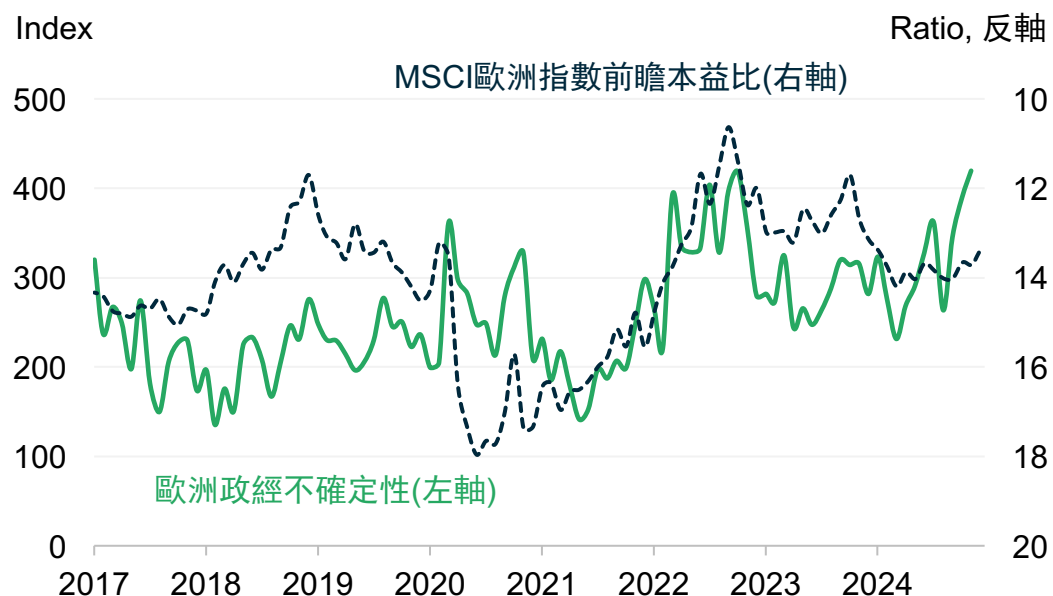
資料來源：Statista預估。

# 歐股 川普高舉關稅鐵拳，歐股不易擺脫橫盤震盪格局

在揚言對墨西哥、加拿大、中國等國加徵關稅後，川普將矛頭轉向歐元區，稱歐洲應該擴大向美國購買石油與天然氣，否則將加重對歐洲進口商品關稅。今年Q4以來，歐元區先後面臨法國巴尼耶內閣垮台、德國聯合政府瓦解，到近期的關稅威脅，歐洲政經不確定指數一路攀升，在在打擊市場情緒。

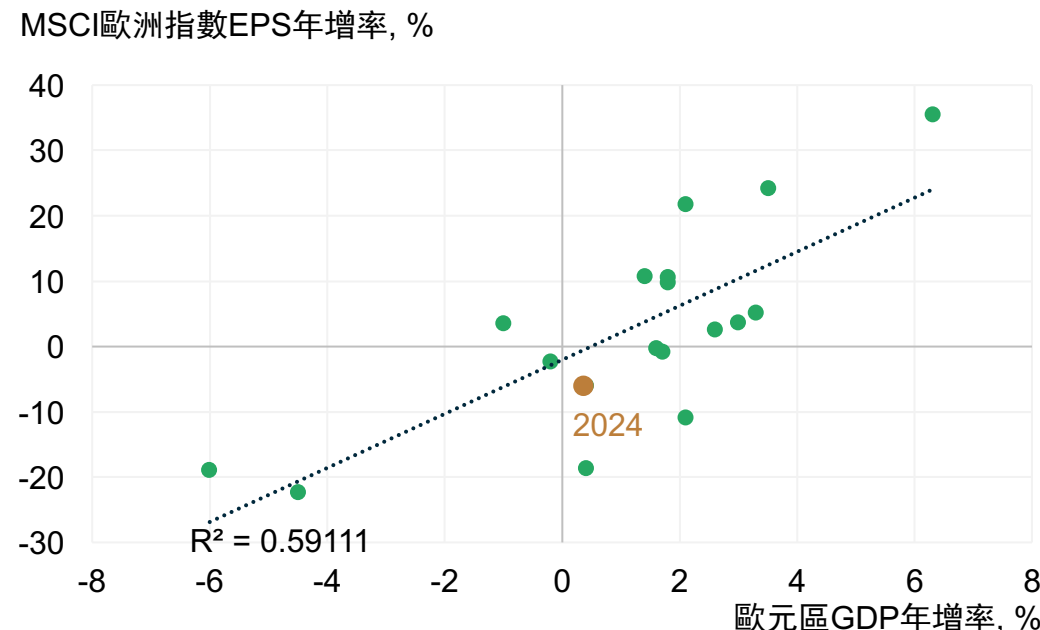
往明年看，儘管川普的制裁行動暫時缺乏細節，但是關稅威脅將成為揮之不去的烏雲，加上德國明年2月將舉行提前大選，政經疑慮將壓抑股市評價。另一方面，貿易與財政問題使明年歐元區經濟成長下修至1%，恐影響企業獲利成長幅度。在ECB寬鬆政策下，歐股本益比下方有撐，但政治不確定性加上獲利成長空間有限，短線歐股不易擺脫橫盤震盪格局。

## 川普關稅鐵拳高舉，歐洲政治不確定性攀升



資料來源：Bloomberg。

## 明年經濟展望保守，歐洲企業獲利難有亮眼表現



註：資料期間2006-2023年的年資料。

資料來源：Bloomberg。



# 中國 全國財政工作會議表態支持擴張財政，並傳明年發行3兆人民幣特別國債

據路透傳聞，中國明年擬發人民幣特別國債，發行規模約3兆元人民幣，為中共財政史上最大規模的特別國債發行量。這些特別國債旨在為特定項目或政策籌集資金，媒體推測**主要用於**：1)促進消費的補貼計畫及企業設備升級(兩重與兩新)、2)支持創新驅動的先進產業、3)剩餘資金將用於重組大型國有銀行的資本，總額相當於2023年中國GDP的2.4%。

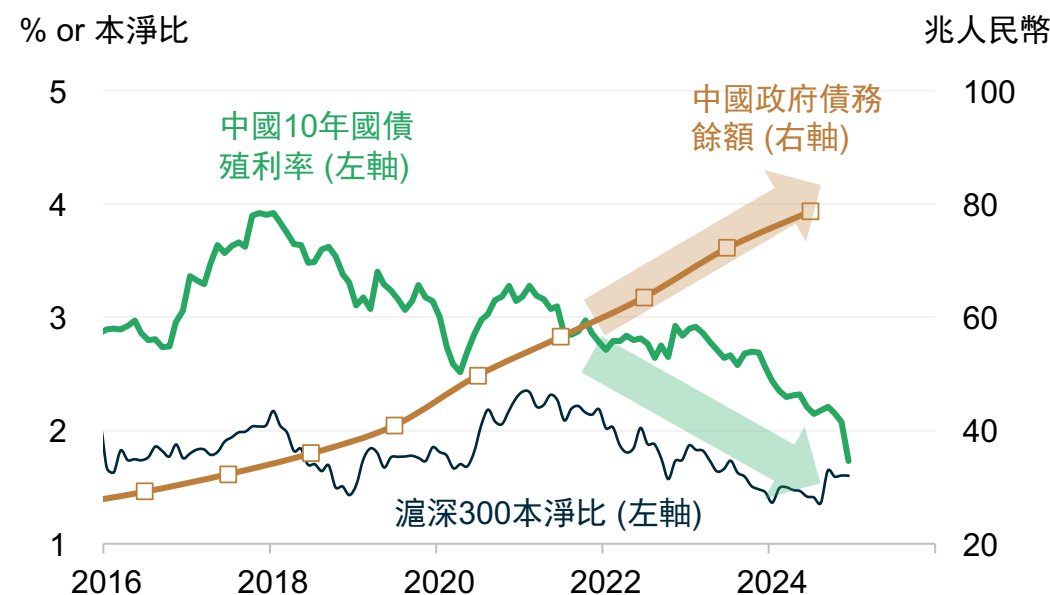
另一方面，自**疫情以來**，**中國經濟越發仰賴政府支撐，債務餘額快速攀升**，但囿於經濟偏弱、內需不振之故，中國國債殖利率、股市評價卻仍然受到基本面壓抑。雖然明年擬將發行達3兆人民幣特別國債，用以刺激經濟，但實際財政開支的使用方向仍存在不確定性，**後續需觀察能否有較高比重用於支撐消費上**，將對目前疲弱的內需應較有幫助。於此之前，在「政策利多」與「川普利空」交錯下，後續**中港股走勢仍偏向震盪走勢**。

歷次特別國債概況

時間	規模 (億人民幣)	用途
1998年	2700	補充四大行資本
2007年	15500	成立國家外匯投資公司
2020年	10000	抗疫
2023年	10000	天然災害與應急工程
2024年	10000	解決重大項目資金問題
2025年(擬)	30000	資助「兩重」及「兩新」項目(1.3兆)、發展「新質生產力」(1兆)、補充大型國有銀行的資本

資料來源：新華網。

疫後仰賴政府支撐，但殖利率與股市評價仍受經濟壓抑



資料來源：Bloomberg, Wind。

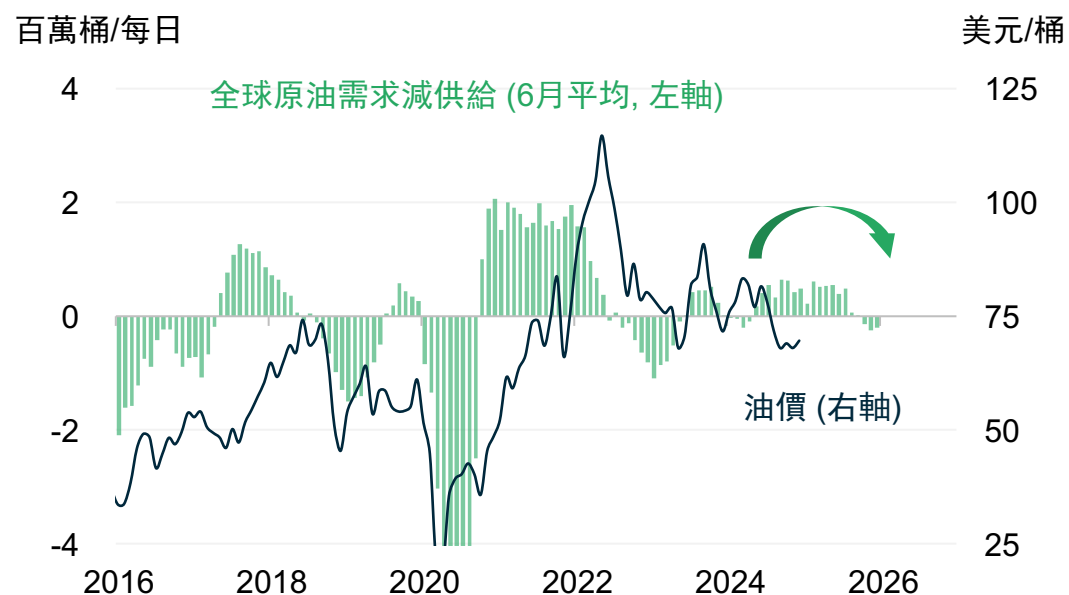
# 原油 明年全球原油供需將逐漸趨於供過於求，不利長線油價走勢

據EIA預測，全球原油需求在2025年將繼續增長，經濟持續增長和交通運輸需求增加仍是主要驅動來源，尤其亞洲市場中，中國需求應較今年回升(全年平均較今年增加20萬桶/日)，而印度需求也持續增長，皆為原油需求增長的來源。

但另一方面，由於12月OPEC+召開會議，決定把現行每日220萬桶的自願減產措施延長至明年3月，**自2025年4月起逐步取消減產至2026年9月完全退場**，因此，2025年供需應不致失衡，甚至下半年有機會轉為供過於求的狀況。

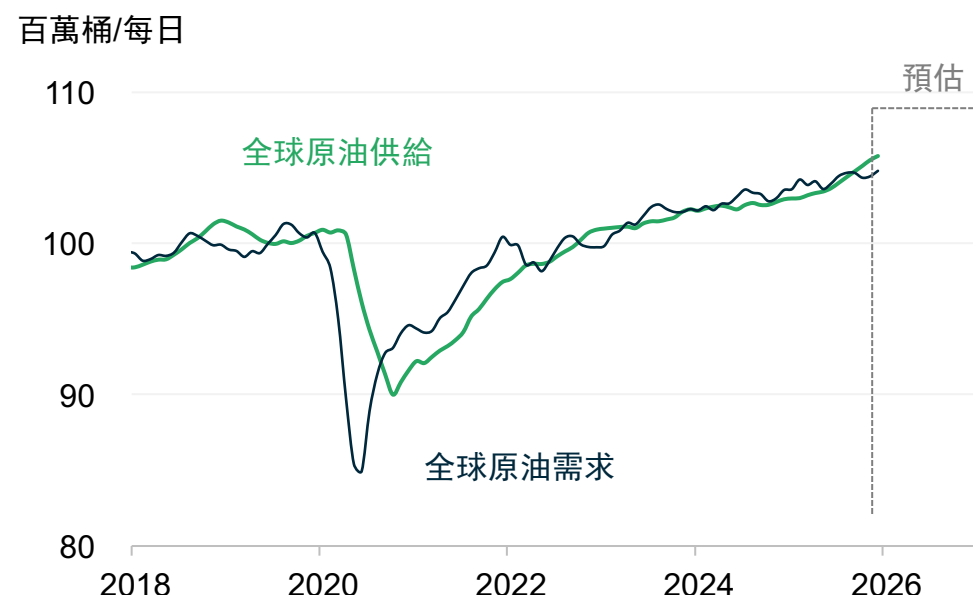
油價自今年中明顯走低後，短線技術面雖有反彈機會，但**長線受限於基本面供需**，加上後續川普鼓勵油商增加美國原油開採，供給端存在進一步增加的可能，可能讓下半年往每桶60元方向前進的機率升高。

## 明年全球原油供需將逐漸趨於供過於求



資料來源：Bloomberg。

## 原油供給隨OPEC+逐步退出減產而回升



註：2025年4月之後OPEC+逐步退出減產。

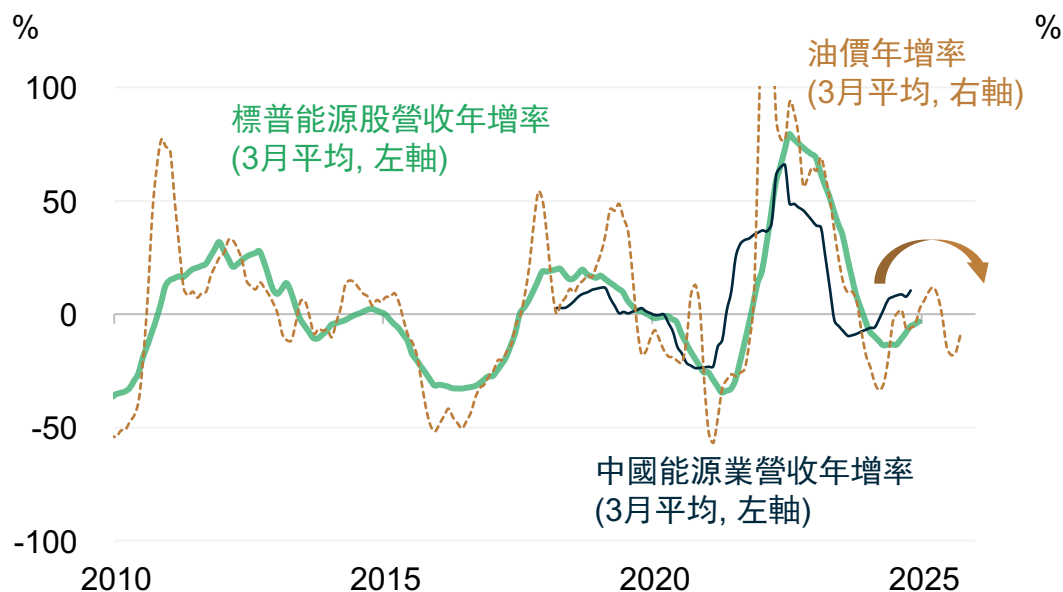
資料來源：Bloomberg，EIA預估。

# 能源 油價表現較不利能源股營收增長，侷限股價上行空間、能源債則持中性看法

能源股：2025年隨著原油供需逐漸趨於平衡，將減少油價的上行動能。且由於川普明年1月即將上任，市場普遍預期俄烏戰爭隨川普上任而結束，這也將緩解地緣政治緊張，降低對能源價格的支撐。因此，11月下旬以來，能源股出現波段跌勢。後續，能源股短線技術面雖有反彈機會，因為油價較不利能源股營收增長，基本面利多較受限，**長線能源股應保守以對**。

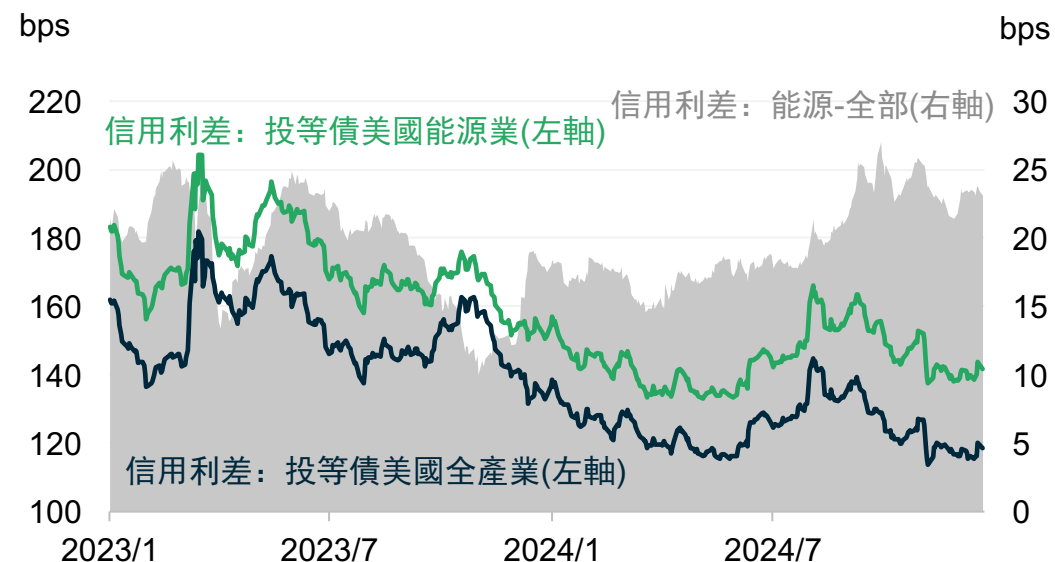
能源債：在今年貨幣政策寬鬆的背景下，已帶動整體的投等債信用利差收緊，但能源業的收緊幅度並不大。由於下半年開始油價走弱，使**能源債利差與整體投等債利差的落差逐漸擴大**，反映市場對能源業的信心下降；展望後市，即便川普上任後，放鬆能源產業監管有利增產，但弱勢油價恐限縮企業獲利為潛在隱憂。預期2025年**Fed仍有降息空間下，整體利差將持續收窄，但油價逆風仍為能源產業的壓力，因此，對能源債持中性看法**。

基本面而言，油價表現較不利能源股營收增長



資料來源：Bloomberg。

油價走弱下，美國能源業的利差收緊幅度有限



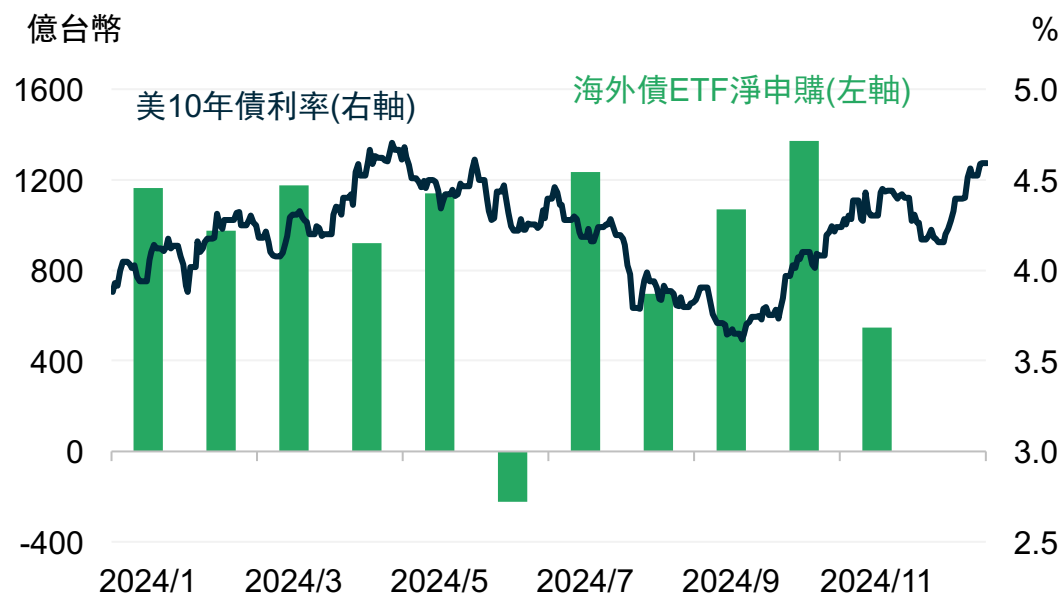
註：能源業信用利差與全部產業信用利差的相減值越大，顯示市場對能源業的信心下降。  
資料來源：Bloomberg, iShares iBoxx投資等級公司債券ETF(LQD)。

# 台幣 美債利率高盤, 台幣弱勢震盪, 預期再大貶空間有限

美國經濟相較其他主要經濟體具韌性, 支持美元雙率高盤, 資金逐利而居下, 不利非美貨幣表現, 觀察2023年全年台灣海外債ETF規模增加8100億台幣, 今年截至11月規模已增加1.1兆, 台灣海外債ETF總規模來到3.1兆, 就是利差引導資金流向的例子。

另外, **中國貨幣政策偏鬆**, 若中國複製2018年的作法, 以貶值因應美關稅衝擊, **恐加重亞幣壓力**, 然台股回穩、外資回補, 加上台幣有過年、春節年前的**季節性利多**, 且相較多數亞洲國家多已啟動降息, **台灣貨幣政策仍偏緊下**, 台幣有望相較亞幣抗貶, 後續觀察台幣能否守住今年高位。

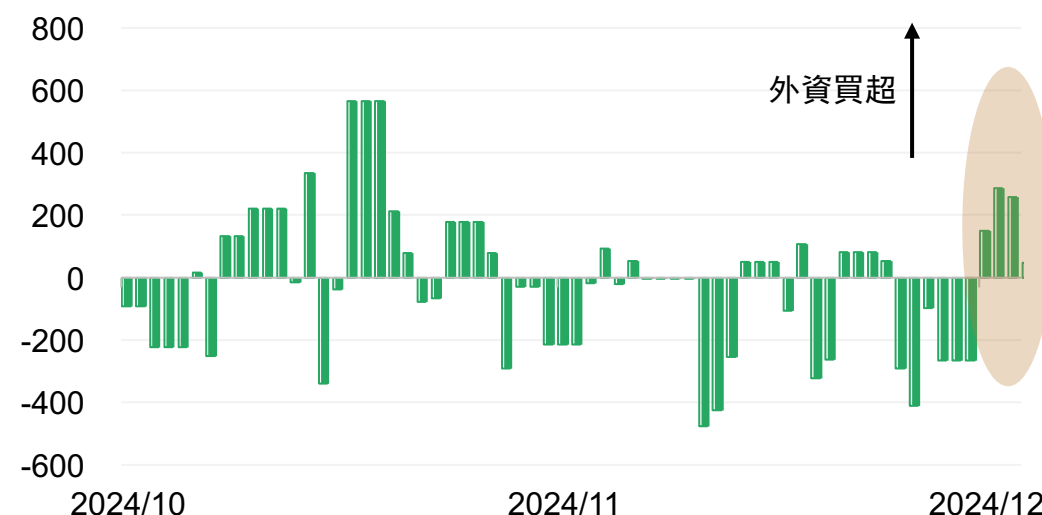
## 美債利率高盤, 吸引資金外流下, 為台幣壓力



註: 統計範圍為境內基金。  
資料來源: Bloomberg, 投信投顧公會。

## 台股回穩、外資回補提供台幣支撐

台股每日外資買賣超金額, 億台幣



資料來源: Bloomberg。

# Dec 2024 /Jan 2025

30 Monday	31 Tuesday	1 Wednesday	2 Thursday	3 Friday
美國芝加哥PMI 美國成屋完成待銷售 日本製造業PMI	美國凱斯席勒房價指數 中國製造業PMI	元旦假期各國休市	美國營建支出 美國初領失業金人數 美國製造業PMI 歐元區製造業PMI 中國財新製造業PMI 台灣製造業PMI	美國ISM製造業指數 德國失業率 英國貨幣供給

## 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