



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2024年9月20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。

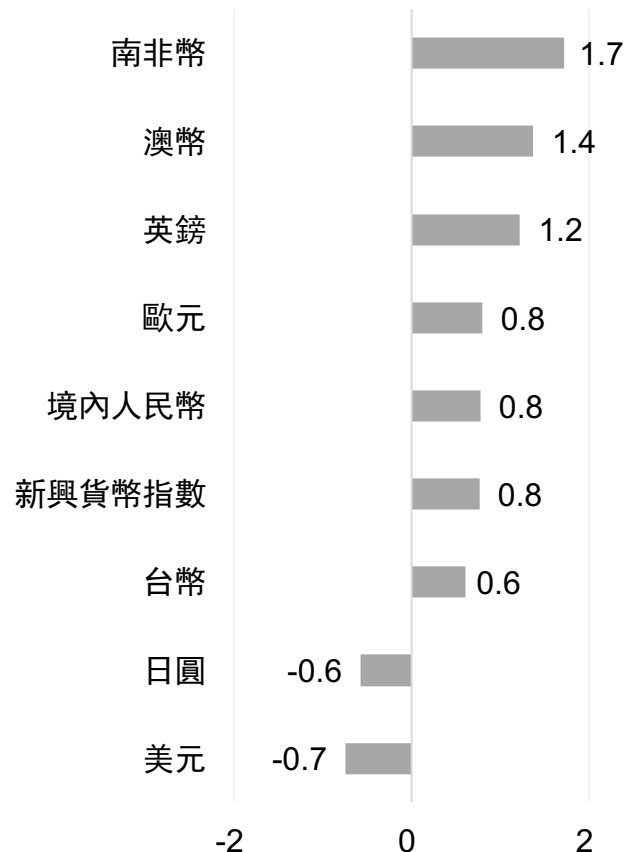
# 一週市場變化

## 主要股價指數一週報酬率(%)



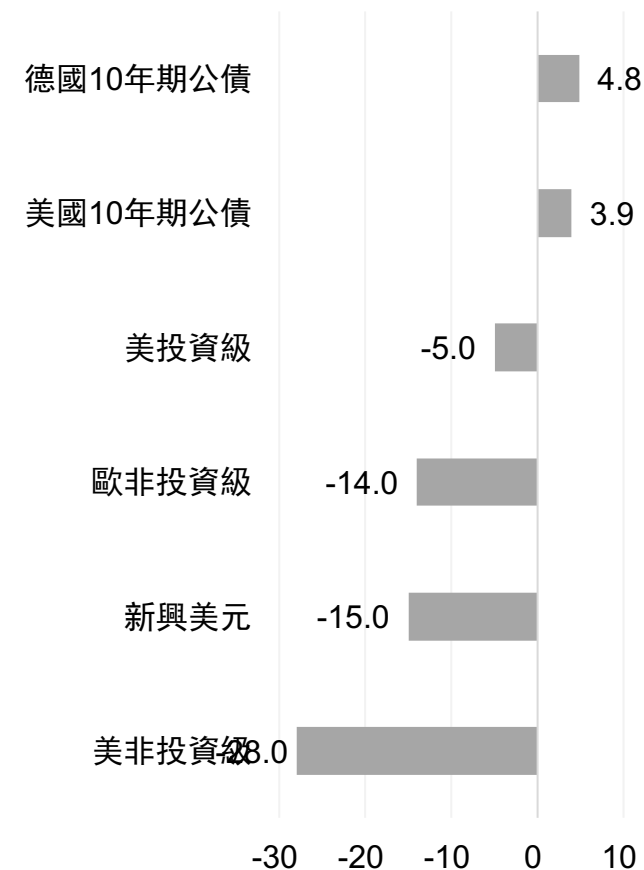
資料時間：2024/9/12- 2024/9/19。

## 主要匯率一週報酬率(%)



資料來源：Bloomberg。

## 債券指數一週利率變化(bps)



# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- 1) **超級央行週登場！聯準會降息兩碼，今明後年點陣圖下移，惟幅度不若市場預期之鴿派；英國央行按兵不動，釋出政策持續放鬆的信號；台灣央行維持利率不變，信用管制升級嚴防房市過熱風險。**
- 2) **BOJ逆勢而行，營造日圓續升空間：**BOJ維持利率不變，考量薪資成長、通膨預期升溫，預期2025財年通膨回升，暗示未來升息方向不變。長線而言美日利差收斂，有利日圓續升。
- 3) **實質利率走降，有利金價多頭：**中國8月產銷投持續下滑，通縮、低利環境助長黃金需求。此外，全球央行展開降息，實質利率可望隨之走低，亦為金價有利因素。

### 2. 後續看點

- 日本自民黨總裁選舉、PCE物價指數(9/27)、美國副總統候選人辯論會(10/1)

## 策略思維

1. **股市-評價改善但乖離仍大，採分批布局：**降息有助評價面提升，但乖離仍大且景氣難排除下修風險，令股市延續震盪。長期而言，AI發展趨勢明確，有助提升企業獲利，若股市有較大修正，可持續逢低布局。
2. **債市-降息循環登場，但市場已超前反應：**聯準會點陣圖顯示降息路徑較市場預期來得和緩，留意利率反彈可能。信用債利率仍高，穩健投資人布局可轉往投等債。
3. **匯市-美元轉弱，貶幅須視歐日央行動向：**美國降息帶動美元轉弱，但全球央行政策同步轉向，美元貶值幅度尚須觀察主要央行政策調整步伐。



## FOMC會議 | 降息兩碼, 聯準會緊盯勞動市場風險

FOMC會議降息兩碼至4.75-5.00%, 會議聲明稱就業成長放緩、對於通膨回到2%的信心提高, 同時強調將確保最大化就業, 反映**聯準會政策重心由通膨轉向勞動市場**。

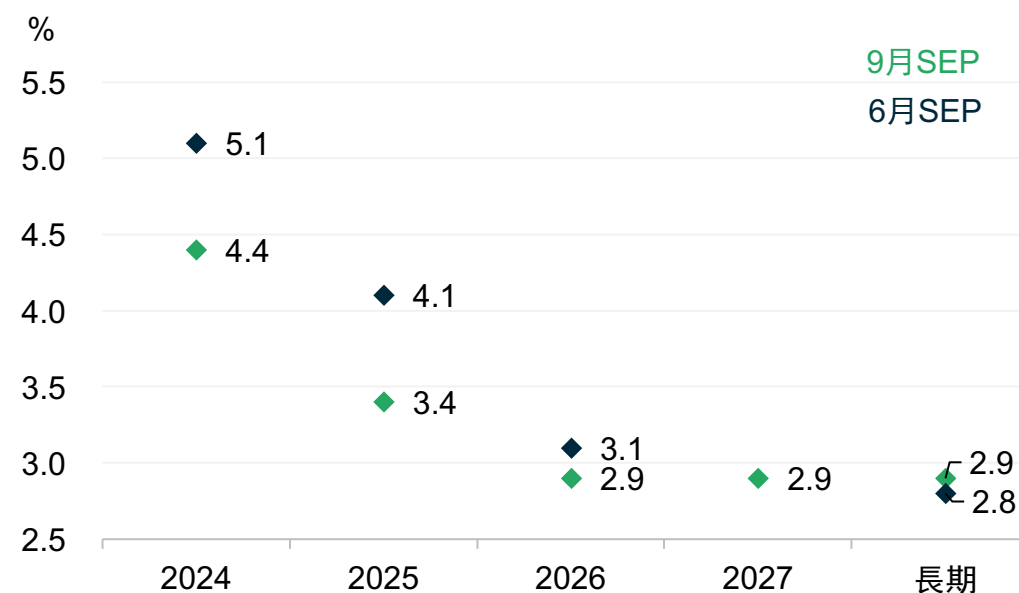
主席鮑爾稱經濟運行仍舊良好, 通膨上行風險消退, 勞動市場下行風險則升溫。影響所及, SEP下修今年GDP、通膨, 失業率則上修。預估今明後年利率落在4.4%、3.4%、2.9%, 意味著分別將降息4、4、2碼(前次預期則為1、4、4碼), 顯示**聯準會有意先發制人, 於降息初期加快步伐, 防範勞動市場大幅惡化的風險**。

### 經濟預測: GDP、通膨下修, 失業率上修

項目, %	會議	2024	2025	2026	2027	長期
實質GDP	9月	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
	6月	2.1	2.0	2.0	-	1.8
失業率	9月	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
	6月	4.0	4.2	4.1	-	4.2
PCE	9月	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
	6月	2.6	2.3	2.0	-	2.0
核心PCE	9月	2.6	2.2	2.0	2.0	-
	6月	2.8	2.3	2.0	-	-
聯邦基金利率 (中位數)	9月	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9
	6月	5.1	4.1	3.1	-	2.8

資料來源: 聯準會預估。

### 今明後年預估利率落點皆下調



註: 6月SEP無預估2027年底利率落點。

資料來源: Bloomberg。

## 日本央行 | 按兵不動, 未來升息方向不變, 同時觀察薪資對通膨的影響

會議決議：維持利率於0.25%不變, 若後續情勢符合預期, 將持續升息以調整貨幣政策寬鬆程度。

Q3薪資增速續揚, 創下25年新高, 反映此前春鬥大企業調薪, 及其對於中小企業的引導效果。與此同時, 與CPI高度相關的企業通膨預期, 已止跌回升, 加以政府先前抑制通膨的政策效果逐漸消退, 幾項因素令BOJ預期2025財年通膨將回升, 暗示未來升息的政策方向不變。

過去兩年日圓走貶大幅推升企業獲利, 是今年薪資加速成長的主因。惟Q3日圓強升至140關卡, 創下去年8月以來新高, 且高於企業對於本財年的預測值144.8, 兩者交叉的情勢是3年半來首見。是否令前述循環減弱甚至逆轉, 成為未來幾季觀察重點。此外, 7月升息引發市場動盪, BOJ於決議中稱將密切關注金融與外匯市場動向, 顯示無意快速升息。兩項因素意味著儘管BOJ將逐漸退出寬鬆政策, 但升息的步伐將十分和緩。

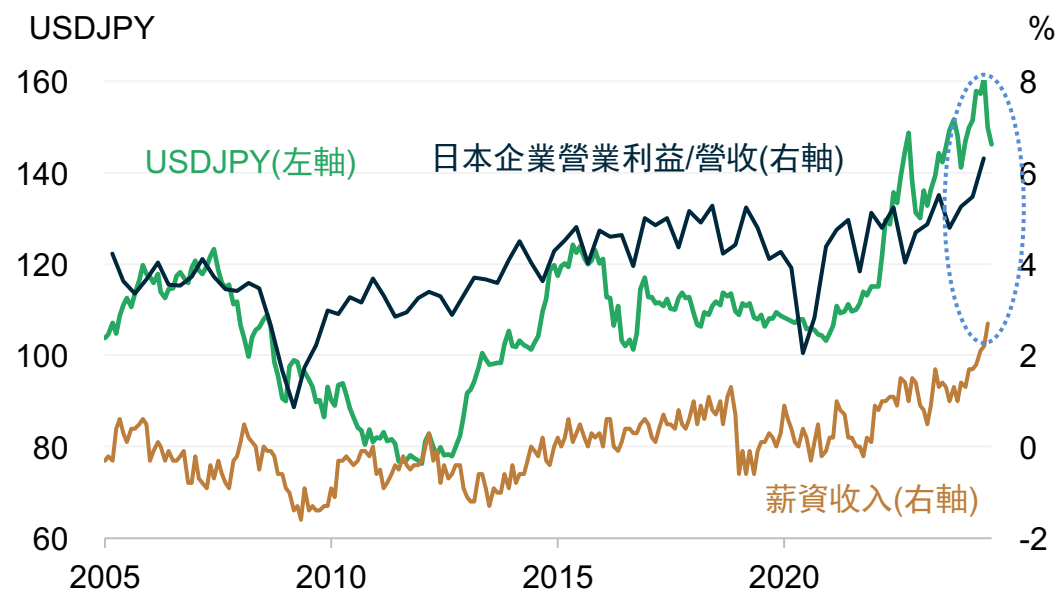
### 通膨降幅料隨基期趨緩, 薪資成長帶來潛在風險



註: 1991年至今兩者相關係數為0.65。

資料來源: Bloomberg。

### 日圓回升對企業獲利與薪資的影響仍須觀察



註: 2001年至今日圓與營業利益/營收相關係數為0.78, 營業利益/營收與薪資收入相關係數為0.7。

資料來源: Bloomberg。



# 台灣央行 | 維持利率不變、調升存準率一碼、信用管制再升級, 嚴控房市過熱風險

決議：1)按兵不動, 重貼現率、擔保放款融通利率、短期融通利率維持於**2.0%、2.375%、4.25%**；2) 上調存款準備率一碼；3)第7波信用管制。

受惠於出口穩健、投資回溫, 小幅上修今年GDP, 明年則因基期因素回降。CPI、核心CPI修正幅度不大, 明年則預估雙雙回到2%目標之下。會後記者會總裁稱「**不動產貸款集中度問題嚴峻、不能讓市場覺得房價會一直漲**」, 調控房市的立場轉趨強硬。

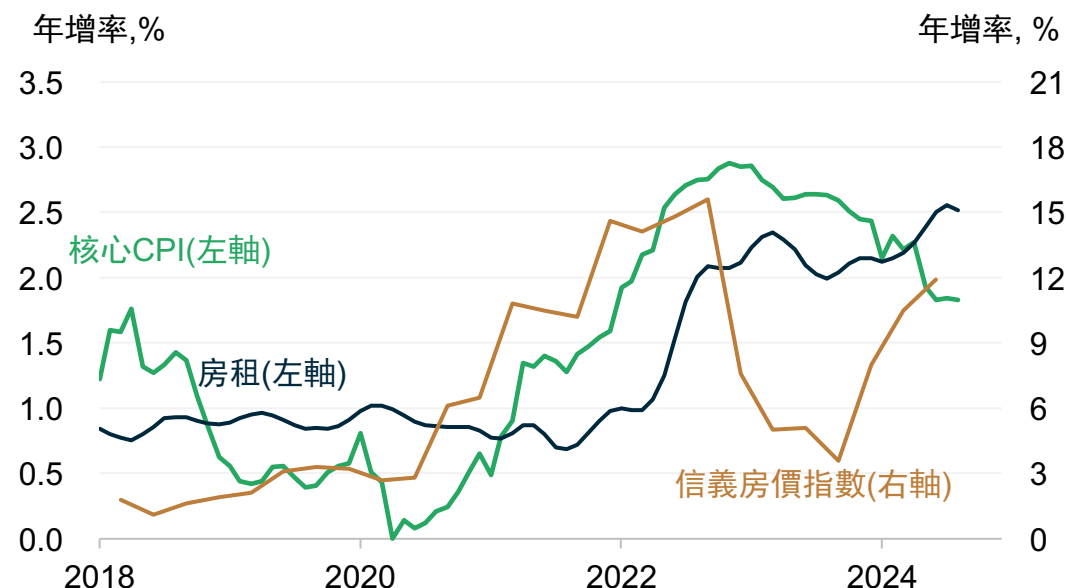
即便今年以來通膨降溫, 但因去年下半年至今房價大漲, Q2起房租(佔CPI權重14.7%, 居各項目之冠)加速成長, 增幅創下28年新高。在房市仍未明顯降溫的背景下, 儼然成為通膨回升的風險來源, 或為央行警戒房市熱度的另一考量。由此來看, 即便主要央行展開降息循環, 但短期內台灣央行跟進的可能性低, 將採取按兵不動立場, 觀望前述風險因子動向。

## 經濟預測：GDP、CPI小幅上修, 明年起通膨低於2%

項目	時間	2024	2025
GDP	9月	3.82%	3.08%
	6月	3.77%	-
CPI	9月	2.16%	1.89%
	6月	2.12%	-
核心CPI	9月	1.94%	1.79%
	6月	2.00%	-

資料來源：台灣中央銀行預估。

## 房市火熱成為通膨回升的潛在風險



資料來源：Bloomberg。

## 債市 | 宜布局美國信用債, 投等債相對穩健、非投等債具收益優勢

隨著Fed降息路徑明確, 高利率的優勢已逐步消退, 長線上美債殖利率將逐步走弱。現階段殖利率仍處相對高位, **短線上若殖利率呈現反彈, 可視為在降息初期、高利尾聲下的布債機會。**

信用債方面, 目前的美國投等債信用利差: 0.96%、非投等債信用利差: 3.25%, 兩者皆保持在歷史上的相對低點, 顯示違約風險相對有限。若以收益率角度考量, **非投等債有更高收益率, 惟須留意隨著美國景氣下滑, 可能伴隨著信用利差擴大風險;**而**信評高、體質穩健的投等債仍是相對安全的收益商品, 適合風險趨避傾向的投資人。**

### 降息循環啟動, 高利優勢將逐漸消退



資料來源: Bloomberg。

### 利差仍相對緊縮, 信用風險維持低位



資料來源: Bloomberg。

## 匯市 | 激進降息預期若降溫, 美元短線可望止跌; 利差收斂方向明確, 日圓中期可望轉趨緩升格局

美元: 聯準會預期2025年底累計降息8碼(今、明年各4碼), 明顯低於市場約11碼的預測值。**降息預期居高不下的狀況可能隨FOMC會議過後而有所收斂, 為美元指數帶來短線止跌的可能性。**長線而言, 美債利率走降引導美元轉弱的方向確立, 但貶值幅度仍須觀察歐英日等主要央行政策動向。

日圓: 短期受到上述因子的影響, 日圓升勢或暫且趨緩, 呈現震盪情勢。然而, 聯準會正式展開降息循環、BOJ年內二度升息之餘, 維持未來持續升息的方向不變。兩大央行政策分歧, **中長期而言將引導美日利差持續收斂, 有助帶動日圓匯價緩步走強。**

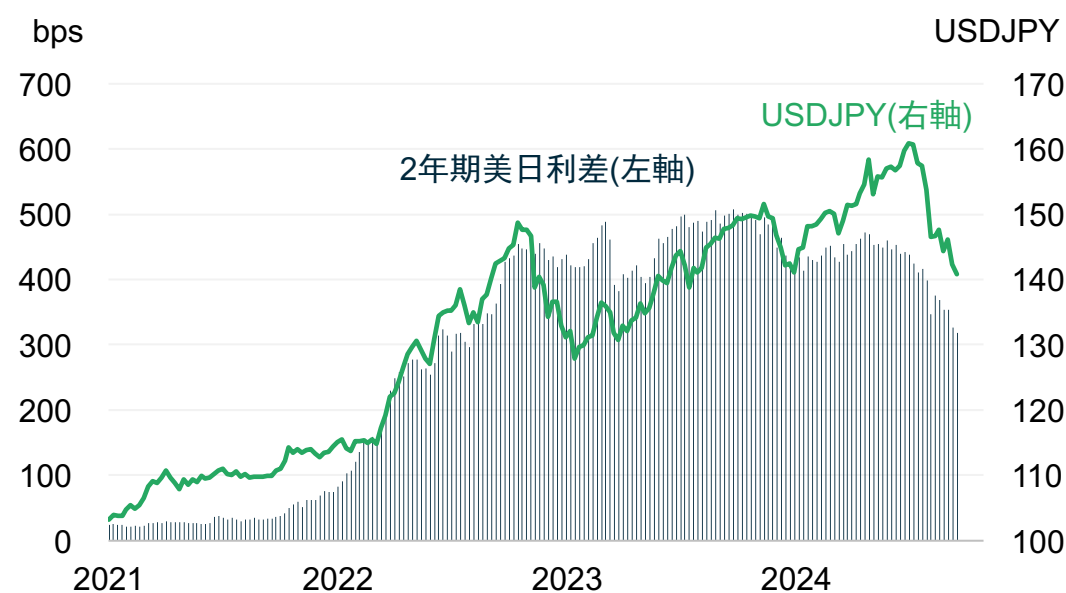
### 此前降息預期高漲打壓美元指數, 留意短期反彈風險



註: 6月起兩者相關係數為-0.91。

資料來源: Bloomberg。

### 美日利差收斂, 牽引日圓升勢



資料來源: Bloomberg。



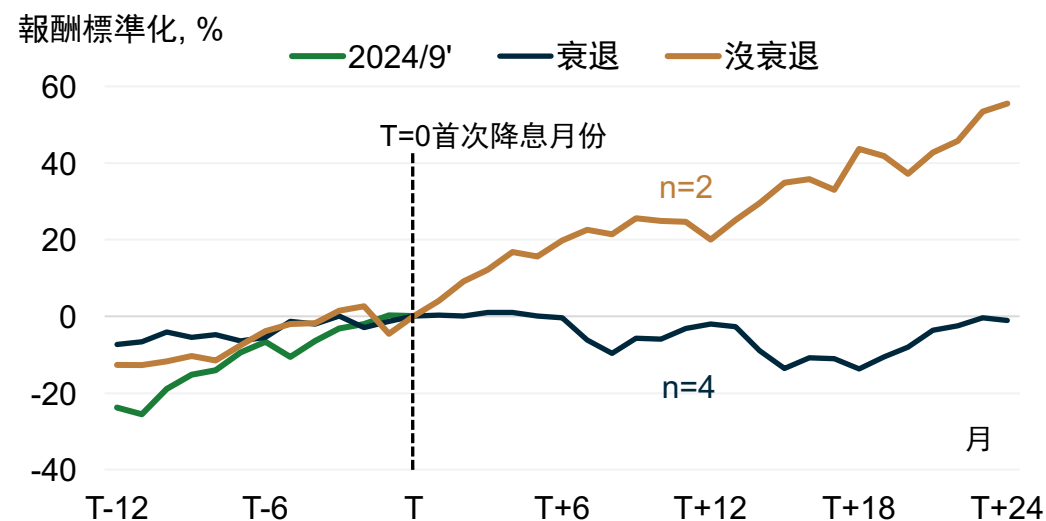


# 美國 若沒衰退，降息大致有利股市表現，後續仍關注經濟數據變化

聯準會於9/19正式啟動本波的降息循環，幅度達2碼，且下調利率點陣圖，不過，鮑爾重申，美國經濟依然穩健。因此，就過去的經驗來看，只要這次衰退風險有限下，預期股市雖偏振盪，但長線仍舊看好。

就類股表現來看，由於利率下降，有助於資金成本的下降。就過去的經驗來看，降息通常代表經濟放緩，因此，統計過去，在降息後6個月，防禦性類股的電信、保健、核心消費，平均表現較好。

## 若沒有衰退，降息後仍有利股市表現



註：過去6次降息時點，分別為1989/6(衰退)，1995/7，1998/9，2001/1(衰退)，2007/8(衰退)，2019/7(衰退)。衰退指首次降息後12個月陷入NBER定義的衰退。

資料來源：Bloomberg。

## 降息之後6個月，各類股表現

	最大	最小	平均	中位數
電信	31.4	-19.8	6.5	8.3
保健	28.9	-5.0	8.9	7.8
能源	11.2	-12.3	2.8	6.2
核心消費	19.1	-5.9	6.3	5.9
原材料	6.2	-1.0	2.9	4.0
公用	16.0	-9.0	3.0	2.8
工業	22.0	-8.2	4.6	2.0
金融	30.2	-23.7	3.7	0.6
非核心	42.5	-16.1	4.0	-0.1
科技	53.0	-33.6	2.2	-5.6

註：過去6次降息時點，分別為1989/6(衰退)，1995/7，1998/9，2001/1(衰退)，2007/8(衰退)，2019/7(衰退)。衰退指首次降息後12個月陷入NBER定義的衰退。

資料來源：Bloomberg。

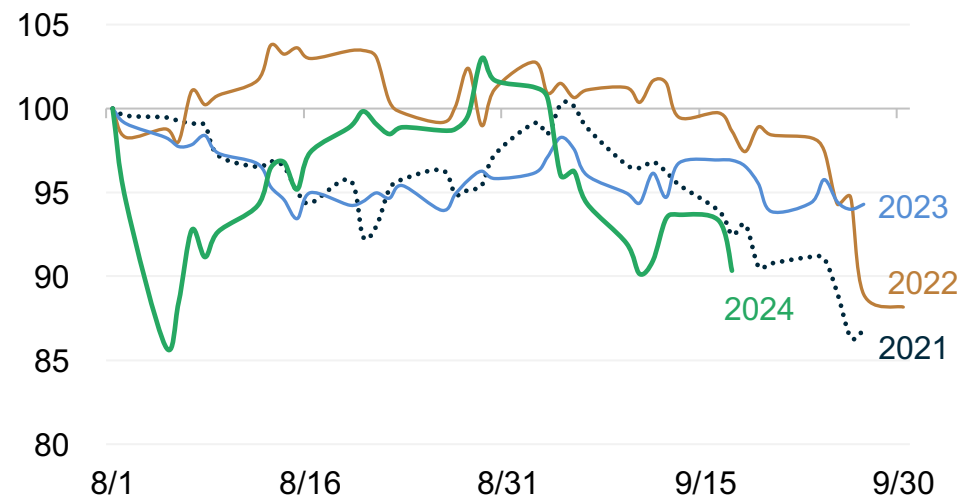
# 台股 iPhone16預購不如預期, 將影響短期股價表現

蘋果iPhone16發表後預購數量不如預期, 分析師指出首週預購量3700萬支, 較去年減少13%, 買氣不佳的原因除了Apple Intelligence延後1個月上線外, 中國市場因新款手機競爭激烈也使得需求受到影響, 消息面利空也打壓近期蘋果及蘋概股股價表現, 不過若觀察過去3年, 蘋概股於9月份新機發表後通常表現不佳, 與市場「買在預期, 賣在利多實現」有關。

雖然股價短期承壓, 不過市場對於蘋果人工智慧平台Apple Intelligence仍充滿興趣, 且歷經2022~2024年出貨低度成長之後, iPhone換機需求有望增強, 因此高盛看好未來2年iPhone出貨可望持續成長, iPhone出貨對台股相關電子股營收貢獻度高, 仍可逢低布局。

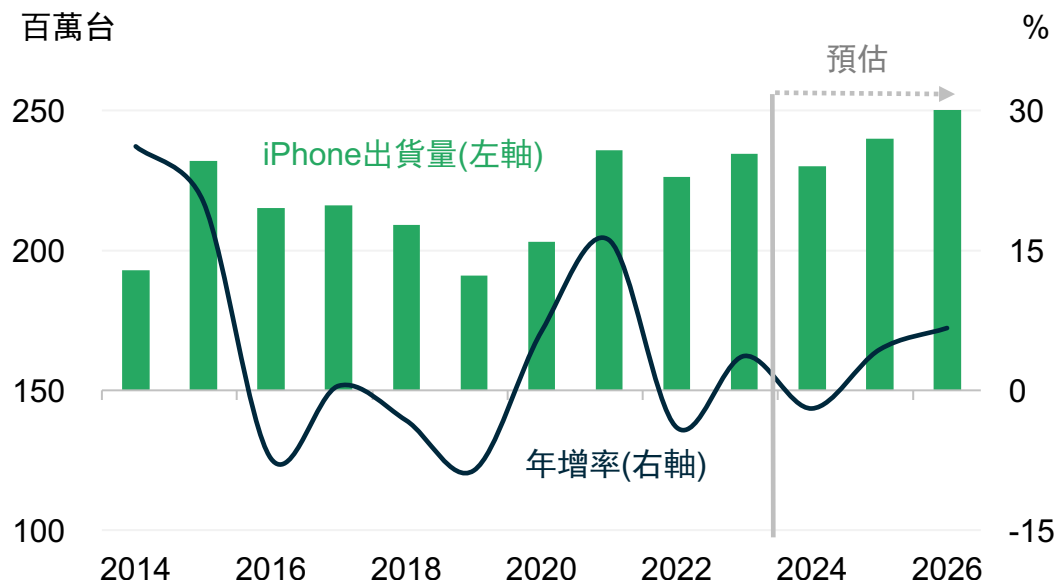
## 蘋果概念股9月普遍表現不佳

股價標準化, 期初=100



註: 蘋概股取台積電、鴻海、大立光、玉晶光股價標準化平均。  
資料來源: Bloomberg。

## Apple Intelligence延後上線, 仍有望帶動換機需求



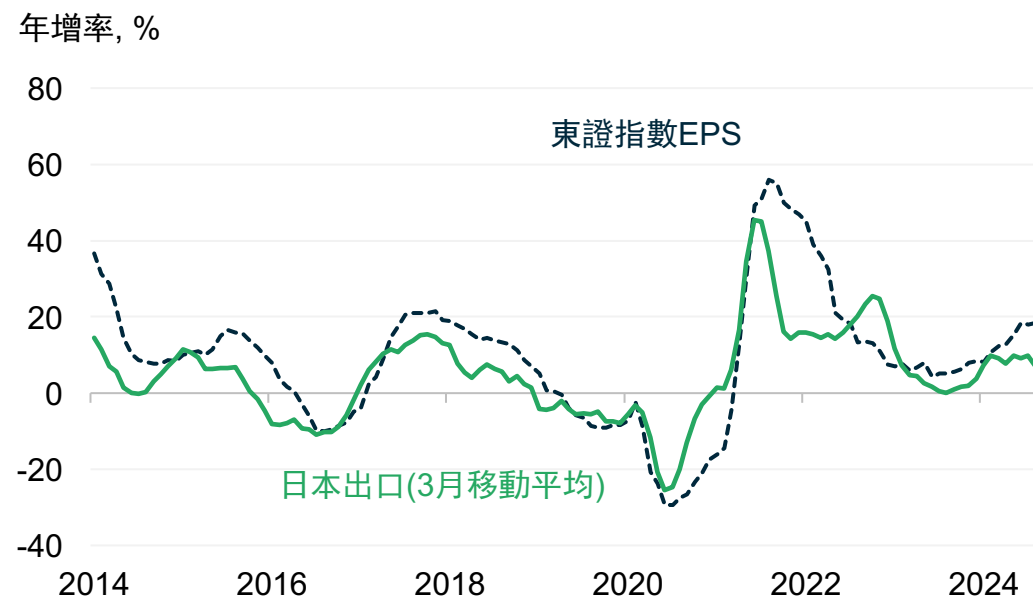
資料來源: GS預估。

## 日本 日圓升值增添獲利擔憂，日股短線橫盤整理

日本8月出口成長放緩，較去年同期成長5.6%，遠低於經濟學家預估值，也低於7月的10.2%。主要受到高利率環境衝擊，美國汽車銷售較去年減少之外，建設與採礦機械也出現下滑。不過8月表現可能受颱風影響，難以斷定出口喪失動能，隨著美國展開降息循環，利率回落除有利於耐久財銷售，製造業設備投資也將受益，日本出口中長線可能重回上升軌道。

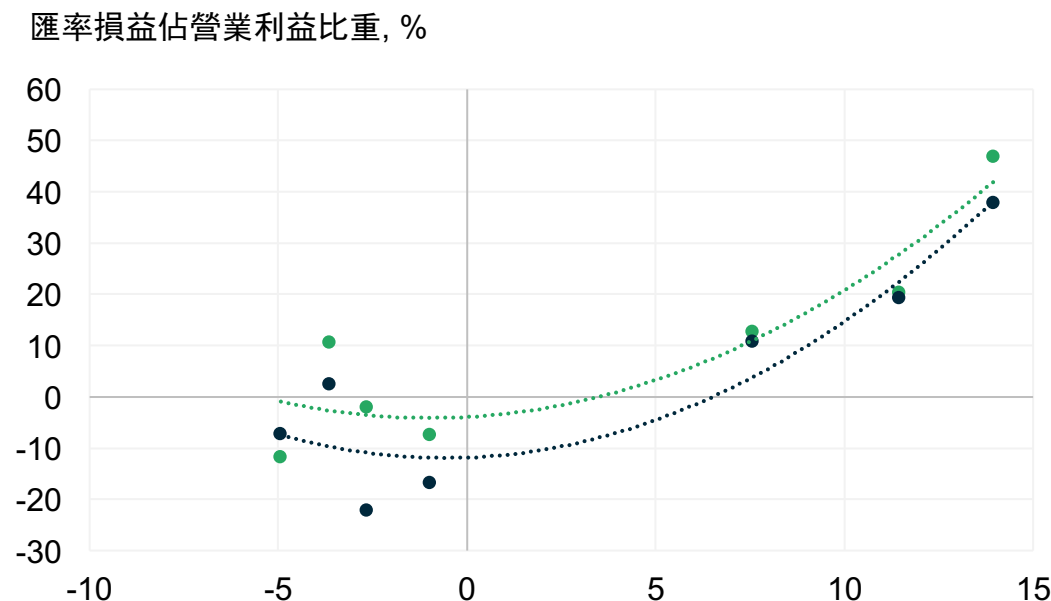
日本企業獲利穩健增長，加上股市評價面也處於合理區間，日本股市仍可視為長線布局資產。不過短期全球面臨製造業逆風，加上日本央行對升息態度堅定，日圓走勢趨於升值，對出口型企業影響頗深，以豐田為例，最新一季財報中，雖然銷量較去年同期下滑，但營業利益成長16.7%，就有超過3700億來自匯率貢獻，業外匯兌損益佔比也超過10%，考量未來獲利不確定性，在BOJ升息前景更明確以前，股市預期橫盤整理。

### 日本8月出口數據不如預期



資料來源：Bloomberg。

### 日圓匯價升貶幅對豐田本田獲利影響程度



註：資料統計2017-2023年豐田與本田財報資料。  
資料來源：Bloomberg。

# 台幣 美國激進降息步伐校正，台幣短線偏弱，但美國政策寬鬆前景有利台幣匯價

短線：受到1)9月利率點陣圖透露，美國降息步伐不如利率期貨激進，美10年債利率回升至3.7%；2)近期以來台股震盪及外資持續賣超，**台幣短線區間偏弱整理**。

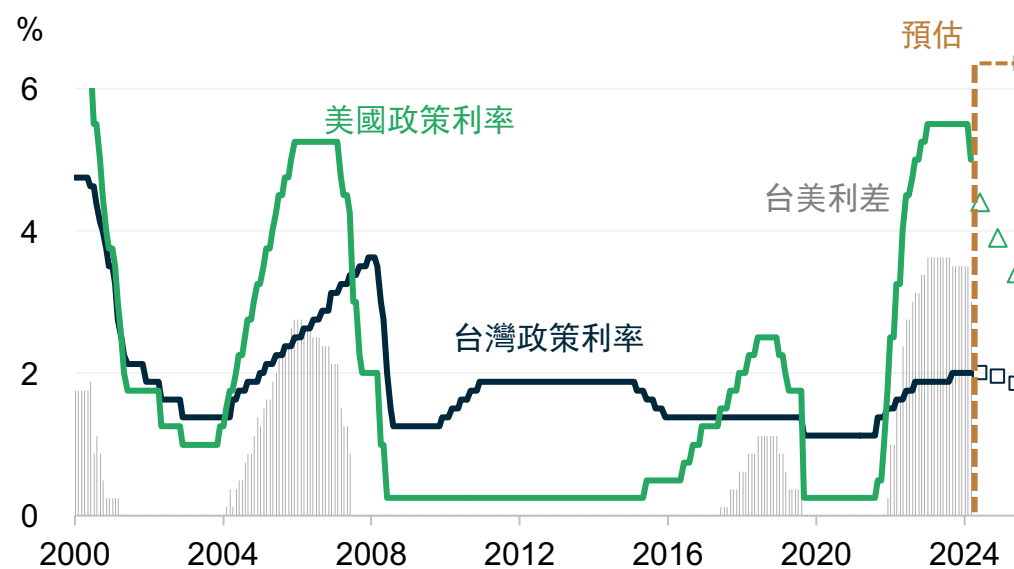
長線：在美國政策寬鬆前景，點陣圖中位數顯示今年仍分別有2、4碼降息空間，而市場預期台灣央行將維持利率不變到年底，且明年降息空間也不到1碼。**台美貨幣政策差異下，有利於台幣匯價，升值幅度仍須視台股盤勢及Fed未來降息空間而定。**

## 短線：美國降息步伐校正，美10年債利率回升不利台幣



資料來源：Bloomberg。

## 長線：美台利差差異，有利於台幣匯價



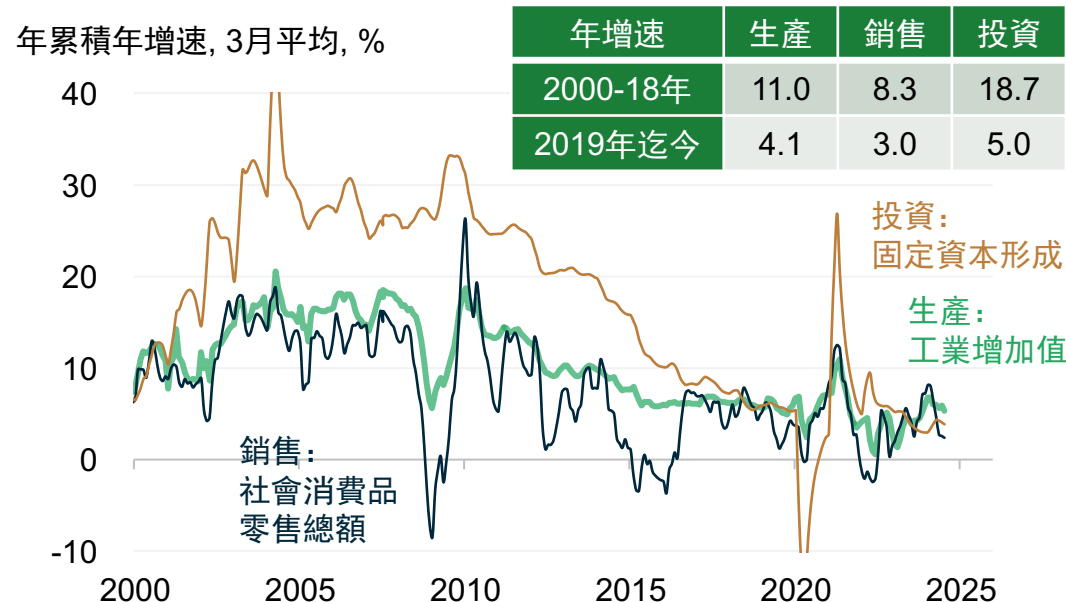
資料來源：Bloomberg預估, CBC, Fed預估。

# 中國 產銷投持續低迷，本月數據也未見提振，加之貨幣傳導效果不佳，恐有流動性陷阱之虞

中國8月數據仍低迷。首先，產銷投三方面活動都持續不佳，本月數據也未見提振，顯示出市場需求疲軟和企業投資意願不足。這主要反映內需不足的壓力，並導致經濟動力不足。其次，貨幣傳導效果不佳，人行寬鬆政策未能有效刺激經濟，這從基礎貨幣M0年增速向上，但M1及M2年增速都趨勢向下的相反狀況可看出，這也顯示流動性陷阱<sup>(註)</sup>風險增加。儘管央行採取多項寬鬆政策，但資金並未有效流入實體經濟，反而滯留在金融體系內。  
(註：M0為人行實際投放，但需要商業銀行存貸活動，才能讓M1、M2成長，因此二者走勢相左，意味著存貸活動低迷，使得人行投放事倍功半)

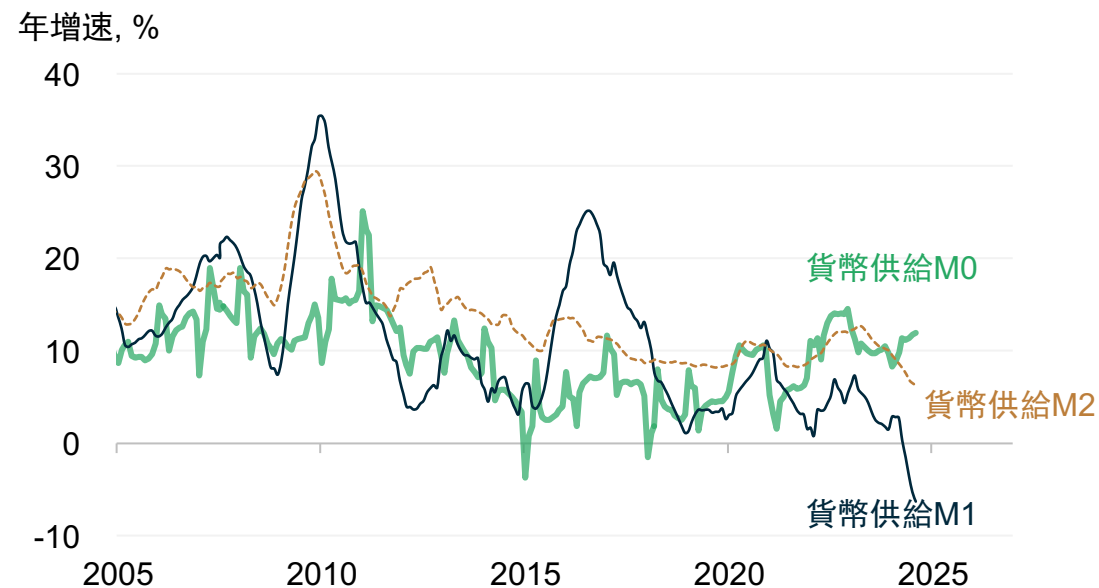
綜上所述，中國目前經濟尚在打底階段，雖上月傳出可能調降存量房貸確實是一個正確的方向，但效果可能較緩，因此，亟需擴張性財政政策來提振市場信心和促進經濟復甦。推估後續社融中，政府發債的數量可能會持續增加，以支持中國經濟。

## 貿易戰以來，產銷投力道明顯趨緩，本月數據亦復如是



資料來源：Bloomberg。

## 流動性陷阱隱然浮現，人行貨幣政策傳導效力差強人意



註：M0為流通中貨幣，M1為M0+企業活存+機關團體部隊活存+農村活存+個人5持有信用卡類存款，M2為M1+居民儲蓄存款+企業定存+外幣存款+信託類存款+其他存款。

資料來源：Bloomberg。

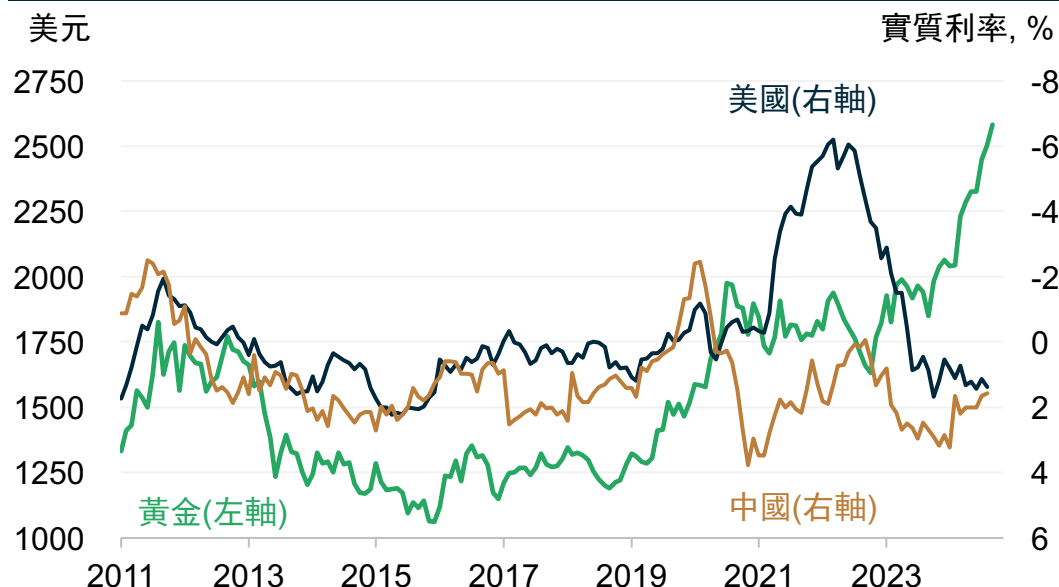


# 黃金 美國降息循環展開、中國仍有寬鬆空間，成為金價多頭的有利因子

觀察疫情前金價與美、中實質利率呈現顯著負相關，反映利率下降時，將有利不孳息的黃金。而美國降息循環正式展開，意味著當前居高不下的實質利率可望逐步走低。中國方面，經濟前景仍不明朗，寬鬆政策力道仍有加大空間，亦將壓抑實質利率水平。

另一方面，2018年起美中兩強競逐浮上檯面，至今衝突仍未平息，2022年後再爆發烏俄戰爭、以哈衝突，國際政經風險增添各國央行在外匯存底中增配黃金的意願。而在前述仍未消除的背景下，根據世界黃金協會調查，受訪之70家央行約3成有意於未來12個月持續增持黃金，比重創下6年新高，成為黃金買盤延續的一大利多。

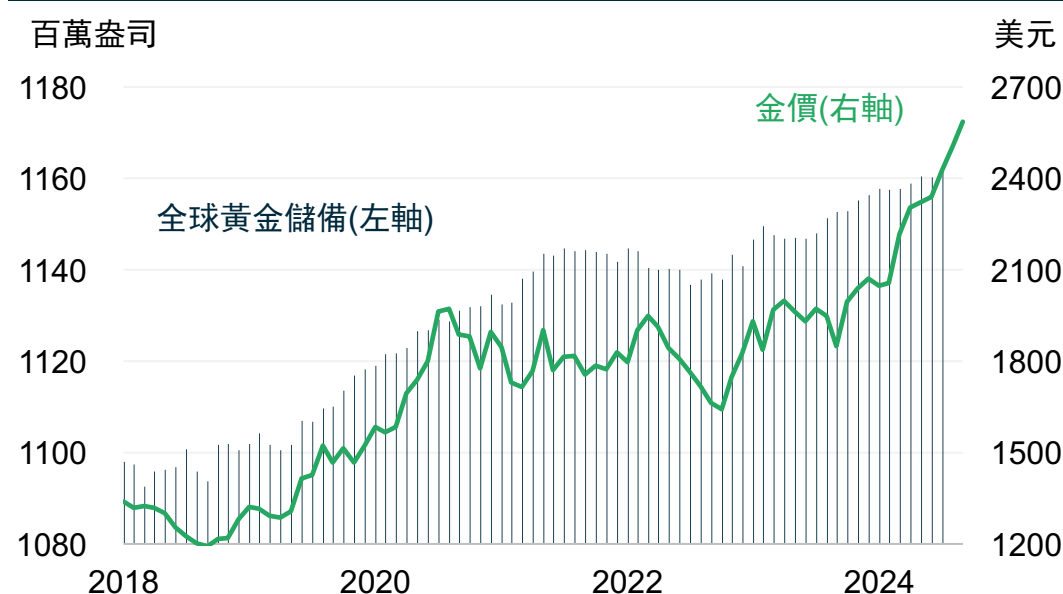
## 疫情前金價與實質利率呈現顯著負相關



註：實質利率以10年期公債殖利率-CPI計算。2011至2019年金價與美、中實質利率相關係數為-0.70、-0.57。

資料來源：Bloomberg。

## 全球央行持續增持黃金，7月總規模再創新高



註：2018年至今兩者相關係數為0.94。

資料來源：Bloomberg。

# Sep 2024

23

Monday

美國製造業PMI  
歐元區製造業PMI  
臺灣失業率  
日本休市

24

Tuesday

美國諮商局消費者信心  
美國凱斯席勒房價指數  
日本製造業PMI  
臺灣出口訂單、貨幣供給  
南非休市

25

Wednesday

美國新屋銷售  
日本生產者物價指數  
臺灣工業生產

26

Thursday

美國耐久材訂單  
美國初領失業金人數  
聯準會主席鮑爾談話  
歐元區貨幣供給  
日本工具機訂單  
日本央行7月會議記錄

27

Friday

美國PCE物價指數  
歐元區消費者通膨預期  
日本東京消費者物價指數  
中國工業利潤

## 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