



國泰世華銀行
Cathay United Bank

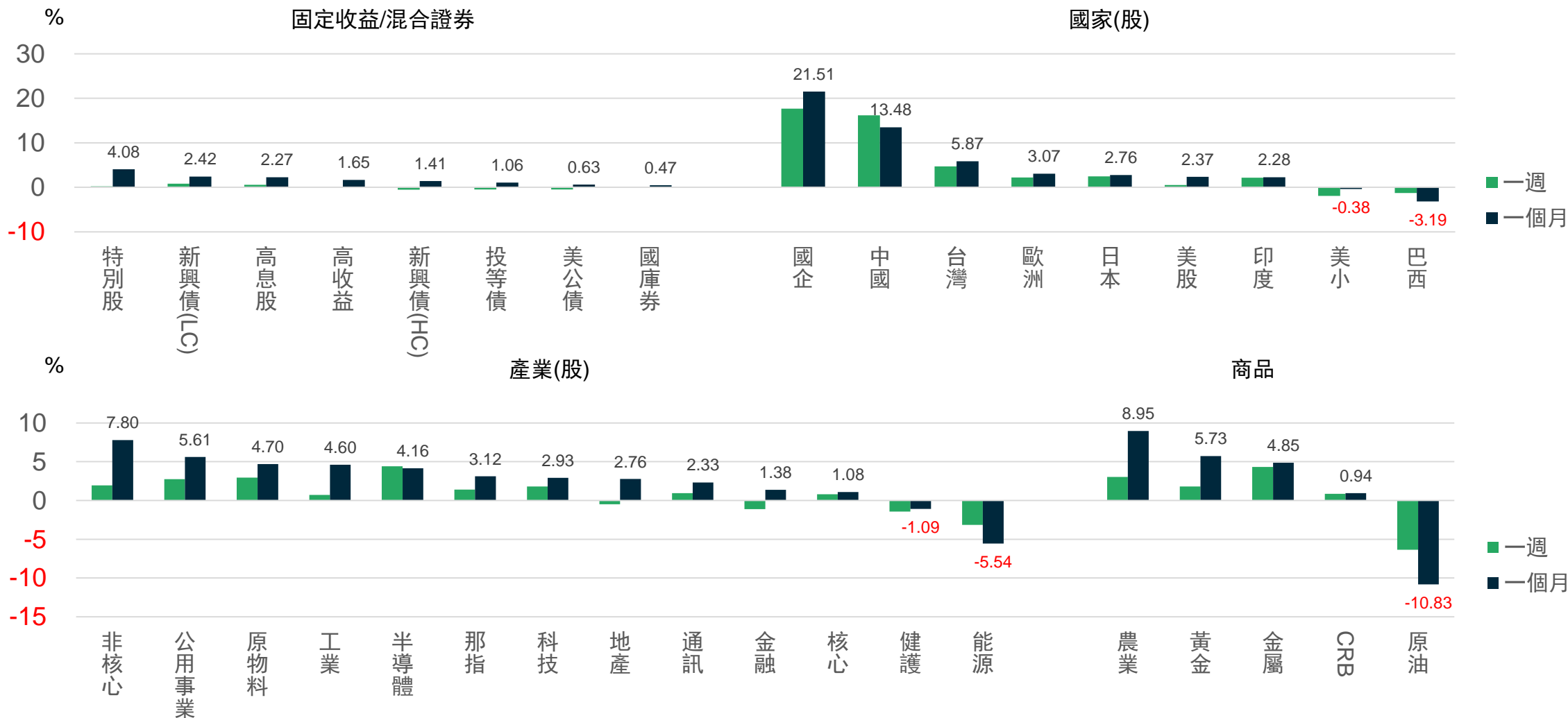
就勢論市

Global Weekly Comment

Sep 27 2024

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。

近期表現



資料來源: Bloomberg, 2024/9/26。以各類資產過去一個月績效降序排序, 取相關資產ETF報酬率, HC為Hard Currency(美元或歐元發行), LC為Local Currency(當地貨幣發行)。商品取黃金、原油期貨價格變動, 標普原物料、標普農業、CRB指數報酬率。

市場回顧與展望

本週議題

- › 半導體週期循環
- › 貴金屬續航觀察

未來一季

- › 品質優先「債」添多元
- › 景氣趨緩類股輪動
- › 雜音紛擾區域均衡
- › 新興超車今非昔比



市場回顧

中國政府宣布政策利多，降準降息營造寬鬆資金環境，提振經濟成長動能，挽救當地低迷房市、股市意圖極顯。隨外溢效應逐漸擴散，相關族群直接受惠，金融市場延續近期樂觀氛圍，喜迎傳統旺季來臨。

美股道瓊、標普多頭續行，再寫歷史新猷，科技、費半重回季線，意欲拔劍再起，小型股稍見回落，暫且沉潛待變，歐洲表現不遑多讓，日本上檔挑戰未止。陸股、國企連續長紅表態，終見轉機題材，台灣穩紮穩打，印度牛氣沖天，巴西漲多回落。基建、公用事業、非必需消費高檔盤旋，金融、醫療、不動產、必需消費傳出雜音，原物料嘗試重整旗鼓，黃金續強，礦業突圍，惜能源持續落寞。



未來展望

中國國慶全週幾近休市，投資者聚焦月初歐美經濟數據，製造業能否回溫，新訂單、庫存狀況最新變化，提供景氣良窳線索。就業指標動見觀瞻，優劣好壞牽動聯準會未來降息路徑，慎防意外增添短線擾動風險。

美中兩國先後採取寬鬆政策，全球股市重拾動能，技術指標同步配合演出，力抗季線扣抵臨高劣勢，創高仍可期待。科技重回市場矚目焦點，防禦族群暫且歇息，黃金維持漲升節奏，礦業受惠話題挹注。美債利率出現反彈，尋求固定收益者宜掌握布局時機，逢高鎖利或為老調重談，但確為現階段較佳配置策略。

資料來源：國泰世華銀行整理，2024/9/27。



Contents

05 技術觀點

10 本週議題

15 資金動向

技術觀點

多頭格局，有望創高

VanEck黃金礦業ETF (GDX)



- › VanEck黃金礦業ETF (GDX) 短線隨黃金現貨價格再次創下歷史新高，同步往上走揚，期間重寫波段新猷。
- › 主要均線維持多頭排列格局，季線持續呈現上揚走勢 (目前扣抵值仍低於40.0)，整體趨勢顯偏多幾無疑義。
- › 日KD延續九月初至今的交叉向上動能，週KD看似稍見起伏，但近期逐漸浮現交叉向上正面徵兆，再次化解高檔背離疑慮。
- › 突破去年至今的上升趨勢軌道上緣，若依等幅測量進行推估，後續確實具備挑戰2020年7月高點的可能性 (45.78)。

資料來源：TradingView。

跳空上漲，底部成形

標普金屬與礦產業ETF (XME)



- 標普金屬與礦產業ETF (XME) 近期擺脫先前震盪泥淖，出現連續跳空上漲走勢，短線甚醞釀挑戰今年高點。
- 重新站回主要均線，配合季線險守上揚走勢，多頭陣營逐漸掌控主導權，但需留意未來扣抵值將開始朝65.0前進，為後續觀察重點。
- 日KD延續九月初至今的交叉向上動能，週KD雖稍見起伏，但略微浮現於50附近，重拾交叉向上格局跡象。
- 若依W底等幅測量，及2022年7月至今的上升趨勢軌道進行推估，後續確實具備仰望68.0價位的可能性。

資料來源：TradingView。

下降趨勢，遲未反轉

標普能源類股ETF (XLE)



- 標普能源類股ETF (XLE) 隨國際油價於四月初觸及高點後回落，同呈下跌走勢，期間雖試圖止穩回升，但始終功虧一簣。
- 近期再次跌破主要均線，季線持續呈現下彎走勢 (目前扣抵值仍高於88.5)，空頭趨勢尚未見明顯扭轉跡象。
- 日KD自高檔區交叉向下，週KD雖嘗試醞釀於50附近，重新恢復交叉向上格局，惜短線再現遲滯反覆徵兆。
- 維持五月至今的下降趨勢軌道，後續不排除再次探測區間下緣的可能性，上檔技術反壓暫看90.0整數關卡。

資料來源：TradingView。

突破重圍，醞釀再攻

澳幣兌美元匯率

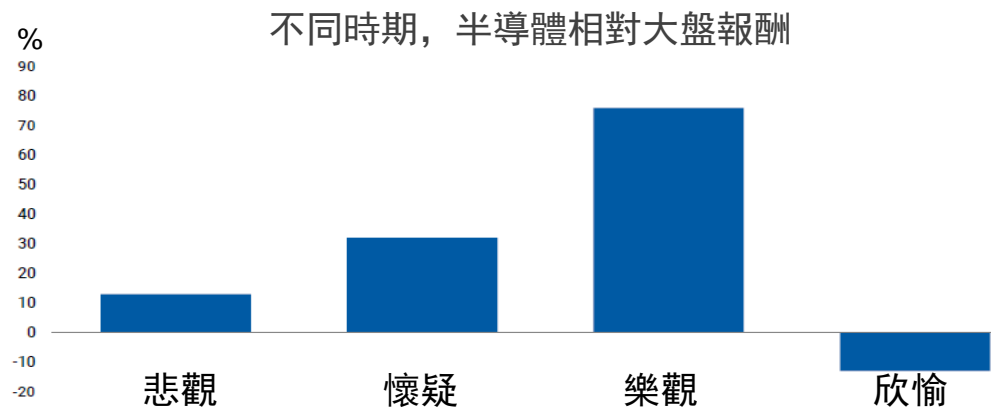


- 澳幣兌美元匯率近期受惠聯準會降息，及中國政府祭出政策利多，展現出攻堅突圍企圖，期間改寫今年新高。
- 主要均線維持多頭排列格局，季線持續呈現上揚走勢（目前扣抵值仍低於0.6800），整體趨勢漸偏多幾無疑義。
- 日KD延續九月初至今的交叉向上動能，週KD同現恢復交叉向上格局。
- 後續若能突破站穩0.6800-0.6850，去年至今的底部型態將正式完成，屆時依等幅測量進行推估，後續確實具備挑戰去年高點，探測0.7300-0.7350的可能性。

資料來源：TradingView。

本週議題

半導體報酬的時間差



過去十次半導體股價週期

| Peak | Trough | Days to Trough | Fall from Peak | Next Peak | Days to Peak | Gain from Upcycle |
|-------------------|-----------|----------------|----------------|-----------|--------------|-------------------|
| 20-Aug-97 | 7-Oct-98 | 413 | -53% | 10-Mar-00 | 520 | 596% |
| 10-Mar-00 | 9-Oct-02 | 943 | -84% | 12-Jan-04 | 460 | 162% |
| 12-Jan-04 | 8-Sep-04 | 240 | -37% | 8-Feb-06 | 518 | 56% |
| 8-Feb-06 | 21-Jul-06 | 163 | -30% | 17-Jul-07 | 361 | 42% |
| 17-Jul-07 | 20-Nov-08 | 492 | -69% | 17-Feb-11 | 819 | 176% |
| 17-Feb-11 | 3-Oct-11 | 228 | -31% | 27-Mar-12 | 176 | 35% |
| 27-Mar-12 | 17-Jul-12 | 112 | -20% | 1-Jun-15 | 1049 | 112% |
| 1-Jun-15 | 11-Feb-16 | 255 | -25% | 12-Mar-18 | 760 | 159% |
| 12-Mar-18 | 24-Dec-18 | 287 | -26% | 19-Feb-20 | 422 | 85% |
| 19-Feb-20 | 18-Mar-20 | 28 | -35% | 3-Jan-22 | 656 | 213% |
| Average 1997-2020 | | 316 | -41% | | 574 | 164% |

- › 經歷一段時間沉寂，最近半導體股價重受青睞。但基於營收成長速度放緩、聯準會正式降息以及觀察大盤與半導體近半年指數表現差異等，表面氣氛欣愉，背後似乎進入後週期(late cycle)。
- › 後週期下，市場本益比擴張受限，對循環性產業如半導體，更是「錢變少，貨出不去」。例如經濟不景氣導致荷包縮水，科技新品概念退燒，零售端動能成長不易。2024年高基期使企業端未來晶片/伺服器投資力道疑慮，庫存壓力例如B100→B200A規格明升暗降，券商亦提出記憶體恐有供需錯位等庫存問題。
- › 然歷史上，科技帶領世界永不變，更有AI應用新場景打底下，產業修正期有望更短。趨吉避凶或是長期抱緊，端看投資人金流與心態而定。

資料來源：上：MS，2024/8/20。下：MS，2024/8/20。

o1一小步，AI一大步？

AI 分類系統



有別於LLM的草莓解答

ChatGPT

請問單詞 Strawberry 中有幾個 r ?

單詞 "Strawberry" 中有兩個 r。

Claude

Counting Letters in "Strawberry"

請問單詞 Strawberry 中有幾個 r ?

Strawberry 這個單詞中有兩個 r。

Claude can make mistakes. Please double check responses.

- OpenAI 最近將人工智慧區分為第 1 級到第 5 級，並且還將每個等級的能力上限做出定義。甫推出專注自學推理的「草莓o1」，能執行複雜任務並驗證輸出內容。背後包括「後訓練」方法，經過大量資料集上進行預訓練後，進一步調整模型以提高其在特定任務上的表現，讓o1躋身超過了美國數學奧林匹克競賽的入選分數線。
- 草莓問題: o1模型能數出Strawberry中帶有3個r，但傳統大型語言模型如ChatGPT或Claude皆無法。因為語言模型是透過「標記」後的資料去進行訓練，AI會把Strawberry整個單詞視為一個標記，既不會去拆解這個標記(單詞)，更忽視每個字母間差異。OpenAI o1擁有「思維鏈」，可以去拆解使用者提出的問題，並經思考後再給予答案，為下一代AI模型奠基的必經之路。

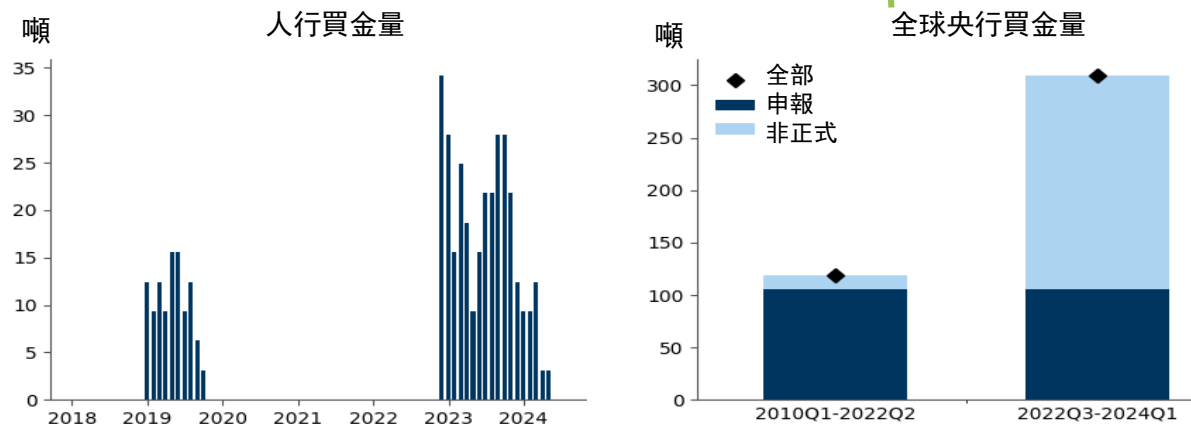
資料來源：上：OPenAI。下：TechOrange。

央媽支撐沉寂，黃金重返榮耀

利率保值關係曾經脫鉤



央行買金支撐沉寂期

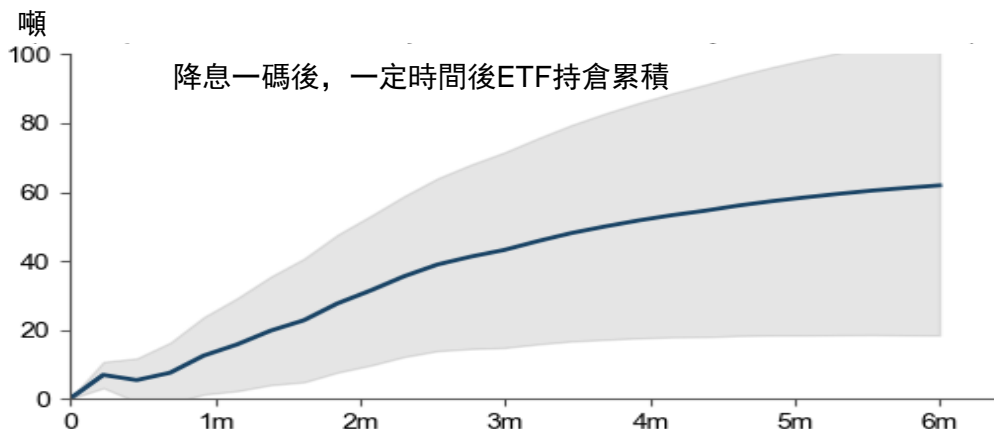


資料來源：GS。

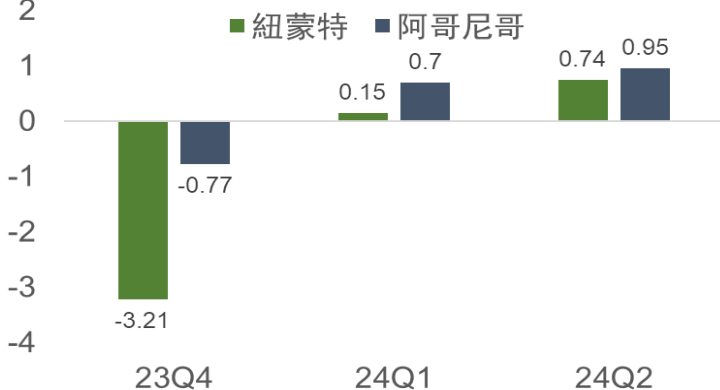
- 2022年，黃金價格呈現波動走勢。即使年初受到通膨升溫、俄烏政治緊張等因素影響，金價一度攀升。然而隨聯準會積極升息導致實質利率上升且美元走強，黃金作為無孳息資產的吸引力減弱，年度表現虎頭蛇尾(價值尺度蓋過避險意識)。
- 2023年價格則呈現顯著波動，直到當年度7月停止升息導致前述負面因子減少，以及央行買金數量明顯增加，年度收官於每盎司兩千美元之上，為歷史上首見(需求因素打破價值尺度僵局)。
- 2024年，利率見頂和降息聲浪重啟，雖然央行買金的支撐力道下滑。2022年以來的壓力，轉變為推動的助力，所謂河東河西僅兩年，市場循環不停歇(價值尺度重估加上少量需求持續)。

降息逼出買盤，金礦類股同慶

降息後ETF買盤賦歸



每股獲利，美元 獲利庫存兩相宜



| 23Q2 vs 24Q2 | 營收 (億美元) | 庫存(億美元) |
|--------------|---------------|---------------|
| 紐蒙特 | 26.83 → 44.02 | 19.69 → 21.48 |
| 阿哥尼哥 | 17.18 → 20.76 | 12.53 → 13.55 |

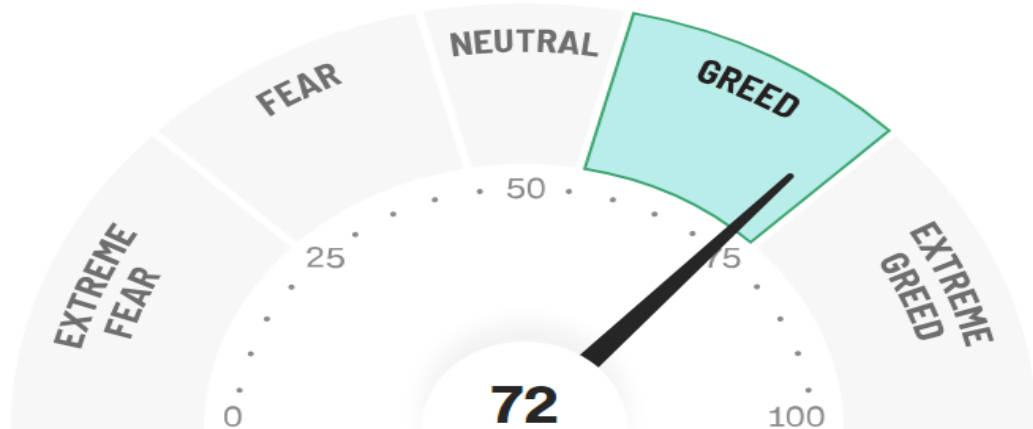
- 在金价屡创新高下，三大因子(价值、避险、需求)，一个沉寂数年的ETF持仓量需求有谱，观察过去联准会首度降息后，持仓量便是逐月叠加，将是未来驱动金价的新动力。此外乌克兰总统访美欲说服并允许基辅使用长程武器攻击俄罗斯境内目标，也是另一个潜在有利因子。
- 若黄金概念偏向股权性质投资，金矿类股今年跑赢大盘，则充分展现另一个降息循环的有利选择题。除了支撑公司股价基础的各季亮眼EPS外，不同于消费性电子库存跌价压力，金矿公司的库存价值则是水涨船高。今年表现最佳的公司，背后更是受惠于独特的库存不避险政策。此时若欲塑造降息循环下的利率敏感资产配置组合，除了债券和黄金现货外，类股则可充当报酬放大器的效果。

資料來源：上：GS，下：Bloomberg。

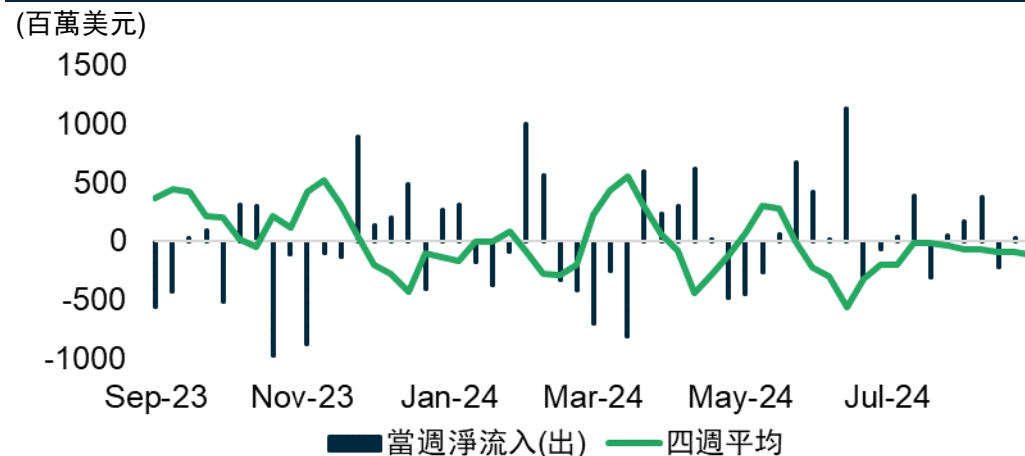
資金動向

資金流向(固定收益)

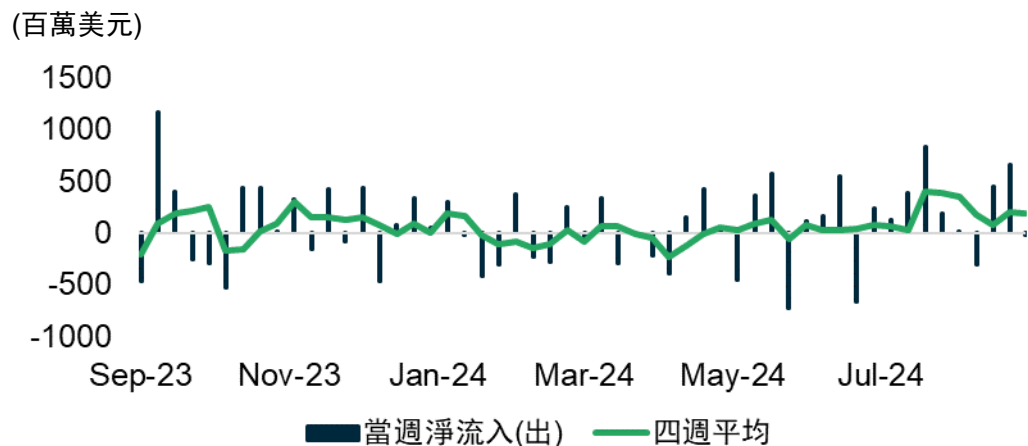
恐懼貪婪指標



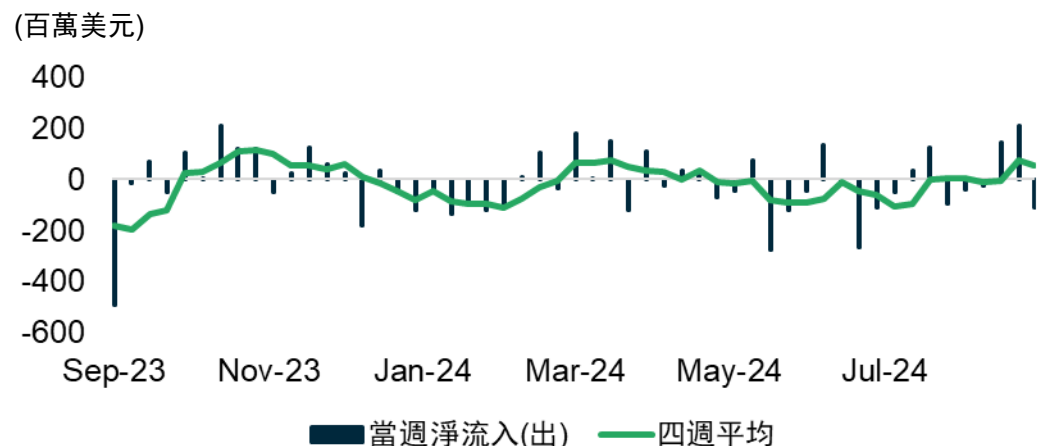
投資級債券型ETF每週資金流向



非投資級債券ETF每週資金流向



新興市場債券型ETF每週資金流向

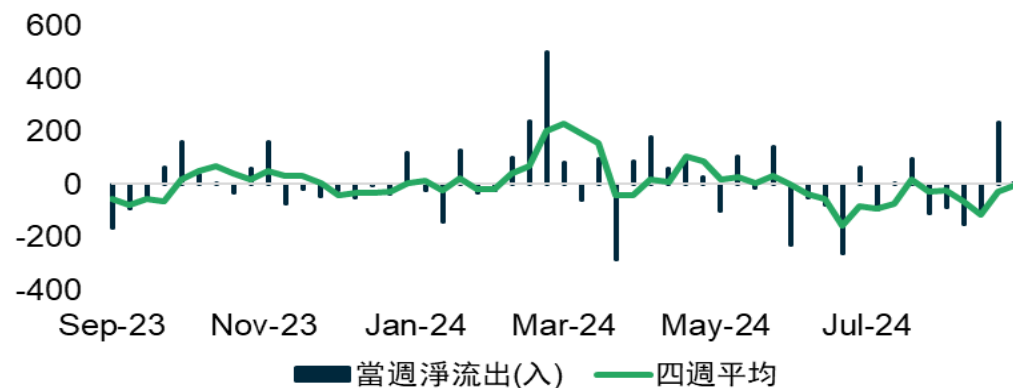


資料來源：CNN(9/26)、Bloomberg (2024/9/26)。投資債級ETF、非投資債級ETF、新興市場債ETF分別指<LQD>、<HYG>、<EMB>。

資金動向(產業)

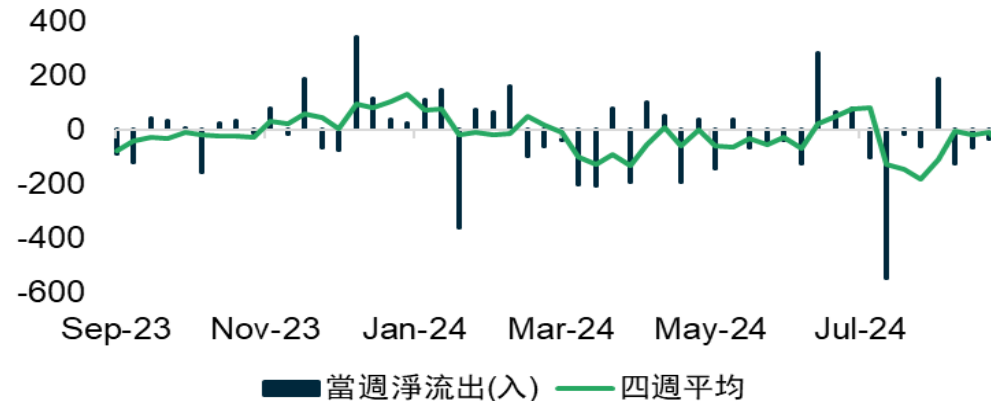
科技股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



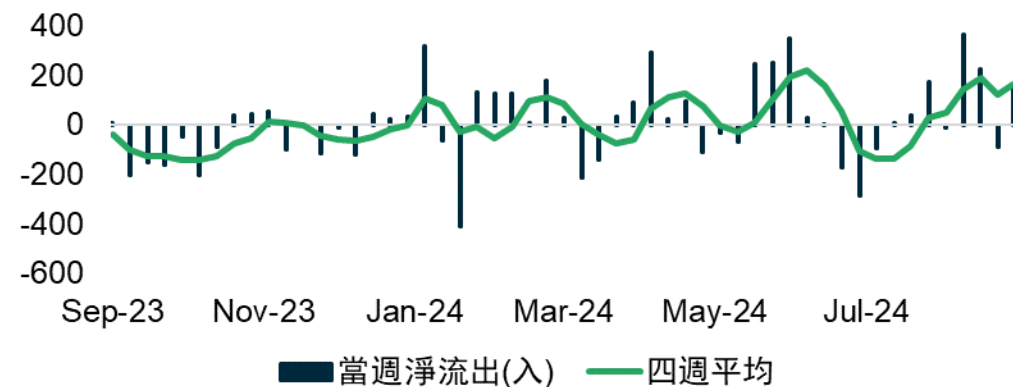
健護股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



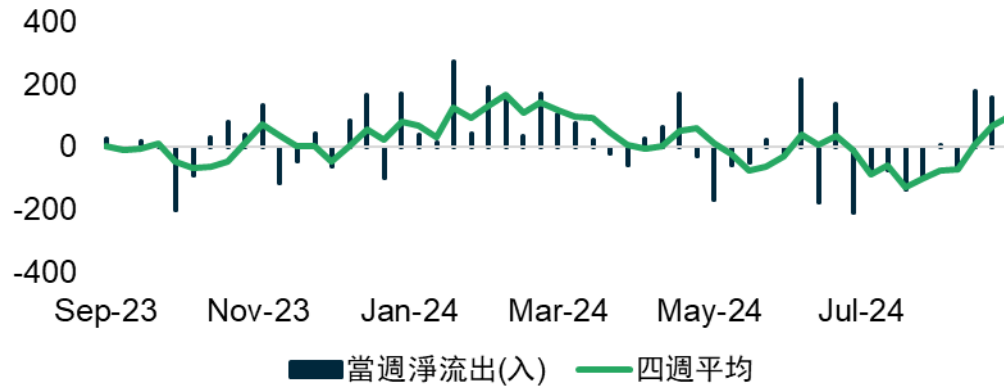
核心消費股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



工業股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)

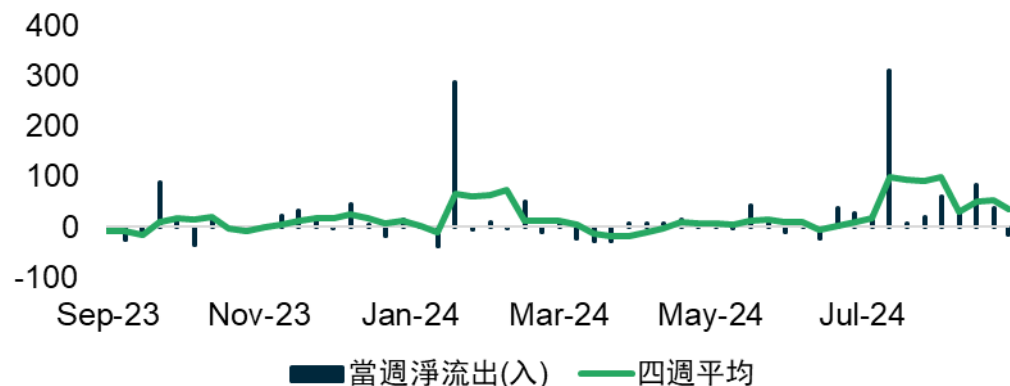


資料來源: Bloomberg, 截至2024/9/26。科技、健護、核心消費、工業股票型ETF分別指<XLK>、<XLV>、<XLP>、<XLI>。

資金動向(產業)

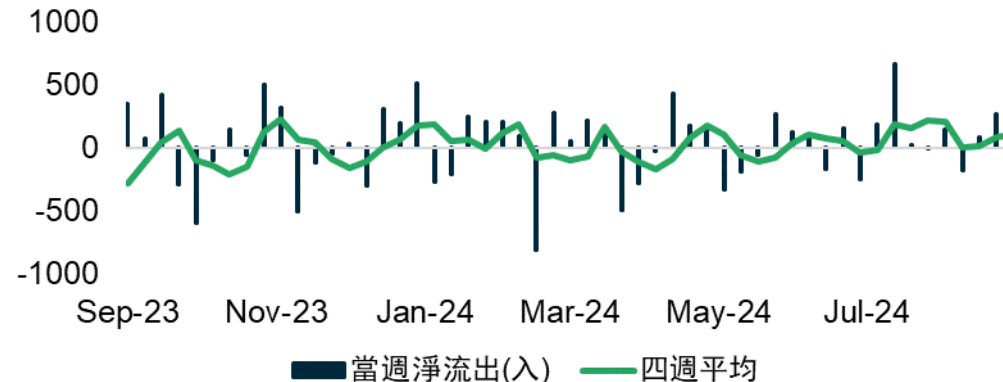
地產股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



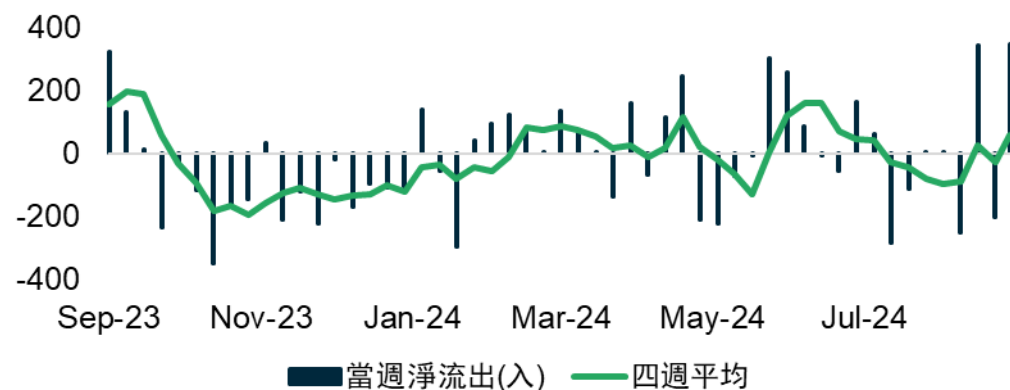
金融股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



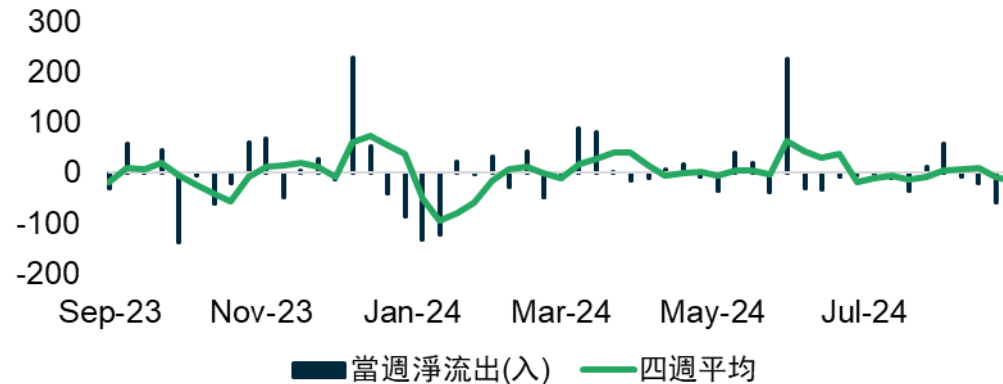
能源股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



原物料股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



資料來源: Bloomberg, 截至2024/9/25。地產、金融、能源、原物料股票型ETF分別指<XLRE>、<XLF>、<XLE>、<XLB>。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”)提供尊貴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。

本報告所提及之基金係經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險，包括可能發生投資標的跌價、匯兌損失所導致之本金虧損，或投資標的暫停接受買回及解散清算等風險，其最大可能損失為損失所有投資本金。投資人已瞭解信託財產運用於存款以外之標的者，不受存款保險之保障。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本報告提及之投資資產或標的。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；定期(不)定額報酬率將因投資人不同時間進場，而有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證；基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，其他未盡事宜及基金相關費用(含分銷費用)、基金特色或目標等資訊(包含但不僅限於基金之ESG資訊)，已揭露於基金之公開說明書，投資人申購前應詳閱基金公開說明書或投資人須知。(可至本公司全省各分行洽詢理財專員或洽該基金公司，或至公開資訊觀測站<http://newmops.tse.com.tw>或基金資訊觀測站及ESG基金專區查詢www.fundclear.com.tw)。

由於非投資等級債券基金之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故非投資等級債券基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人投資相關基金不宜占其投資組合過高之比重；投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險；其他風險可能包含必須承受較大的政治或經濟不穩定、匯率波動、不同法規結構及會計體系間的差異、因國家政策而限制機會及承受較大投資成本的風險。境外基金投資中國比重係指掛牌於大陸及香港地區中國企業之投資比重，依規定投資大陸地區證券市場之有價證券不得超過本基金淨資產價值之20%(境外基金機構依鼓勵境外基金深耕計畫向金管會申請並經認可，得放寬投資總金額上限至40%)，另投資香港地區紅籌股及H股並無限制，本基金若涉及中國，並非完全投資於大陸地區之有價證券，投資人仍須留意中國市場特定政治、經濟與市場之投資風險。