



國泰世華銀行

Cathay United Bank

2024年Q4投後分析

# 中國醞釀調整 日政策待釐清

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。

# 中國醞釀調整，日政策待釐清

## 短期震盪

美元指數與美國公債殖利率走勢(%)



- › 川普勝選，其推崇的政策若落實或將推升通膨，但鮑威爾表明維持緩步降息態勢，或將更加放緩降息步調。
- › 美中關係更為嚴峻，關稅問題首當其衝，美中貿易戰或持續促進全球產業結構重新佈局，其他國家可能將從中獲利。

## 問題難解

中國與各國政府負債率\*比較(%)

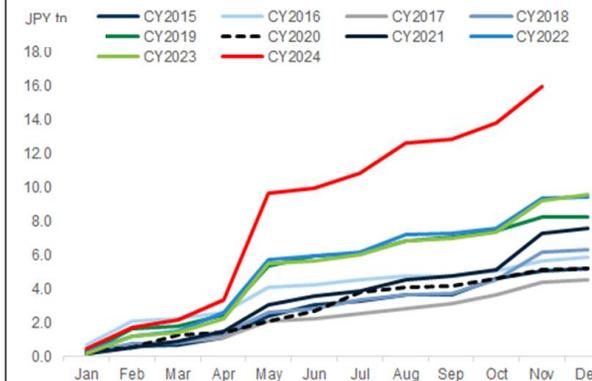


\*註：政府負債率：債務餘額/GDP

- › 中國9月和11月均頒布利多政策救市，且中國負債率仍有空間後續施展寬鬆政策，但經濟結構問題難解。
- › 關稅影響視具體情況而定，人民幣匯率或溫和貶值，中國未來既要抵擋關稅影響，又要嚴防資本外流，情況複雜。

## 回歸長期

日本企業股票回購金額(日圓，兆)



- › 川普當選，美國雙率走高，間接影響日匯率，但日本升息進程不變，日股後續震盪，近期難有亮眼表現。
- › 日股長期利多題材未變，隨企業改革深化，日企股票回購再創高；半導體復興，日本政府更加大補助助力。

資料來源：左：Bloomberg, 2024/1/1-2024/11/18。中：中國財政部，國際貨幣基金組織，2024/11/8。右：高盛，2024/11/15。

# Contents

- 04 中國：政策救市，仍需醞釀
- 07 日本：短期雜音，長期優勢

## 議題一

# 中國： 政策救市，仍需醞釀

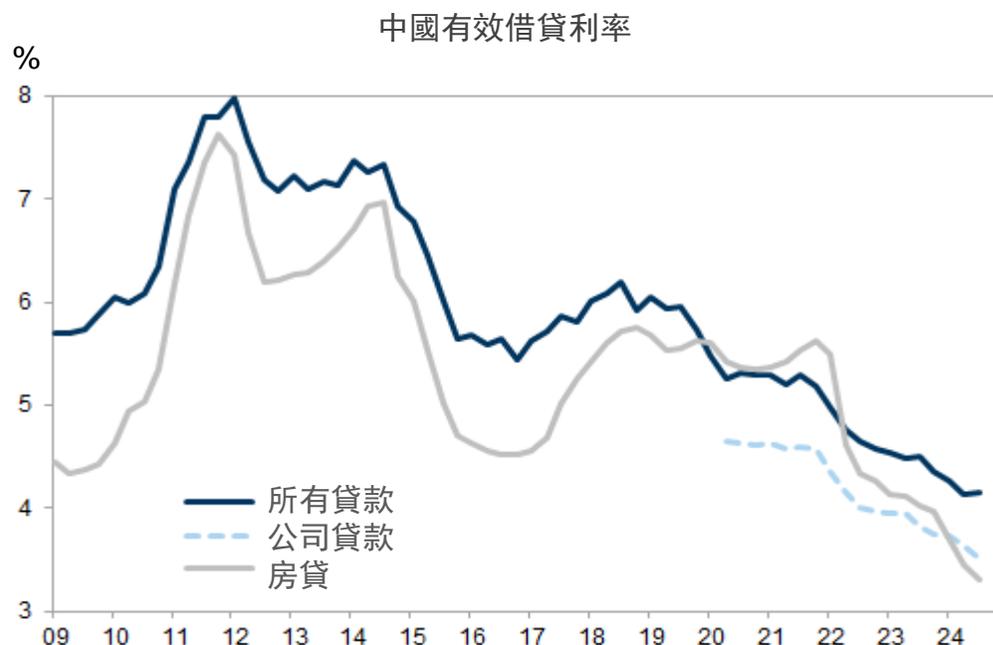
近期政策救市對股市起到托底作用，但基本面改善有限，後續政策落實力度和持續時間需長期觀察，重振經濟仍需較長時間。此外如何應對和減輕美中貿易戰所帶來的負面衝擊，也需觀察。

# 多項政策發力撐股市，能否持續上行仍需醞釀

**中國政策發力：**中國9月推出多項政策救市：房市方面取消限售限購、降低首付比例及存量房貸利率；貨幣政策方面降息降準，提供更多流動性，放寬外資進入限制，在最新的11月人大常委會第十二次會議中，提出10兆人民幣的化債計劃，希望資金能夠有效流轉，進而調整目前經濟結構，提升內需和消費。但房地產市場疲軟和消費信心不振等經濟結構性問題，很難因短期的政策刺激而解決。

**觀察後續政策：**可以確定的是，債務置換等政策的方向是正確的，對地方財政壓力有所緩解，市場對地方債務的擔心也會減輕。因目前中國政府負債率較低，仍有空間舉債，預計明年財政政策方向會更加積極，後續觀察今年12月和明年3月的政府會議的政策釋出。

## 降準降息政策讓中國有效借貸利率持續下降



資料來源：高盛，2024/11/1。

## 中國各項有效借貸利率均來到歷史低點



註：截至2023年末，中國地方政府隱性債務餘額14.3兆元。按照2023年國內生產總值(GDP)初步核算數126.06兆元計算，考慮法定政府債務和隱性債務後的全國政府負債率(債務餘額/GDP)為67.5%。

資料來源：中國財政部，國際貨幣基金組織，2024/11/8。

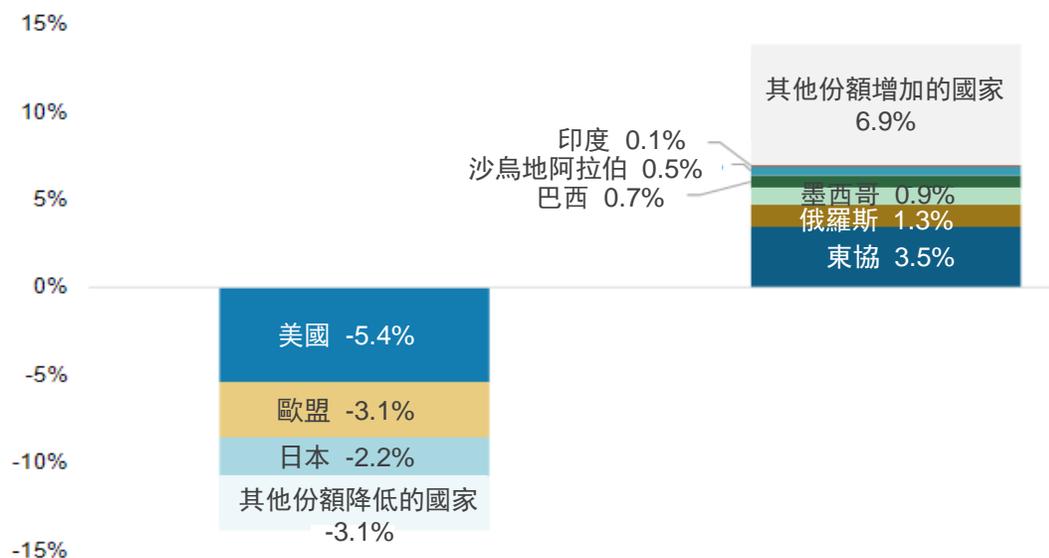
# 關稅負面衝擊視具體政策而定，人民幣匯率或小幅溫和貶值

**關稅問題：** 川普若僅對中國加徵關稅，則影響可能相對可控，原因在於中國企業在過去七年已重新佈局了全球供應鏈，能夠更好地應對中美貿易摩擦，且即使出口美國的商品在中國整體出口的佔比下降，中國的出口仍保持強勁。但美國對全球其他國家施加關稅，中國繞道出口美國的難度明顯增加，中國受到的衝擊就會加大。所以關稅對中國具體的影響還需具體政策的出台和關於落實力度的觀察。

**人民幣匯率：** 人民幣兌美元匯率貶值可以有效地抵消美國對中加徵關稅的影響，然而人民幣若大幅貶值，會帶來嚴重資本外流情況，且考量到目前人民幣匯率相較於2018年時貶值空間小，經濟基本面也更弱，因此，本次中國可能通過政策干預讓人民幣溫和小幅貶值。

## 中國對外貿易的全球格局已經重新佈局

中國對主要貿易國家佔比增減  
(2024/9vs.2017/12,12個月移動平均值)



資料來源：Morgan Stanley, 2024/11/6。

## 美國對中國加徵關稅，對中國獲利產生負面影響

不同有效關稅稅率及人民幣匯率情境下，MSCI China EPS的縮水程度

		美國對中國加徵的有效關稅稅率				
		70%	40%	30%	20%	10%
美元兌人民幣匯率	6.90	-18.3%	-8.5%	-5.2%	-1.9%	1.4%
	7.10	-19.7%	-9.7%	-6.3%	-3.0%	0%
	7.30	-20.9%	-10.8%	-7.4%	-4.0%	-0.6%
	7.50	-22.1%	-11.8%	-8.4%	-5.0%	-1.5%
	7.70	-23.2%	-12.8%	-9.3%	-5.9%	-2.4%
	7.90	-24.2%	-13.7%	-10.2%	-6.7%	-3.2%

60%關稅加徵  
無關稅轉嫁  
人民幣貶值至7.7

20%關稅加徵  
50%關稅轉嫁  
人民幣貶值至7.5

資料來源：高盛, 2024/11/5。

## 議題二

---

## 日本： 短期雜音，長期優勢

---

川普當選致美元過強，日圓貶值，日股小有表現，但有關美國降息、日本升息的訊息擾動，日股承壓，或將震盪加劇，短期難有亮眼表現。但長期仍回歸科技復興和企業改革深化等基本面利好。

## 日圓短期貶值，但長期面臨升值壓力

**川普勝選，日圓短期內維持弱勢：** 川普當選，其對內減稅、對外加稅、擴大財政赤字等政策有可能推升通膨，但政策落實順序和落實程度均有待觀察，因此短期內，美元強勢態度仍會維持一段時間。而日本方面，日本經濟增速仍然低迷，資本外流嚴重，日本的通膨也有所降溫，讓央行更為謹慎，所以日本12月加息機率降低，且即使加息，美日利差收斂幅度也比較有限，難以立刻扭轉日圓弱勢局面。

**日圓仍有升值壓力：** 但從中長期看，一方面川普希望重振美國製造業，並不樂見弱勢日圓，另一方面，日本自身經濟仍處復甦軌道，最新基本薪資創逾30年來最大增幅，所以日本貨幣政策的主旋律還是升息，日圓長期面臨升值壓力，日股也必然受到日圓升值的影響。

### 美日利差大，讓日圓維持弱勢

今年以來美日利差和日圓匯率走勢比較



資料來源：Bloomberg, 2024/12/31-2024/11/18。

### 日本九月薪資增長31年以來最高

日本工資年增率(%)



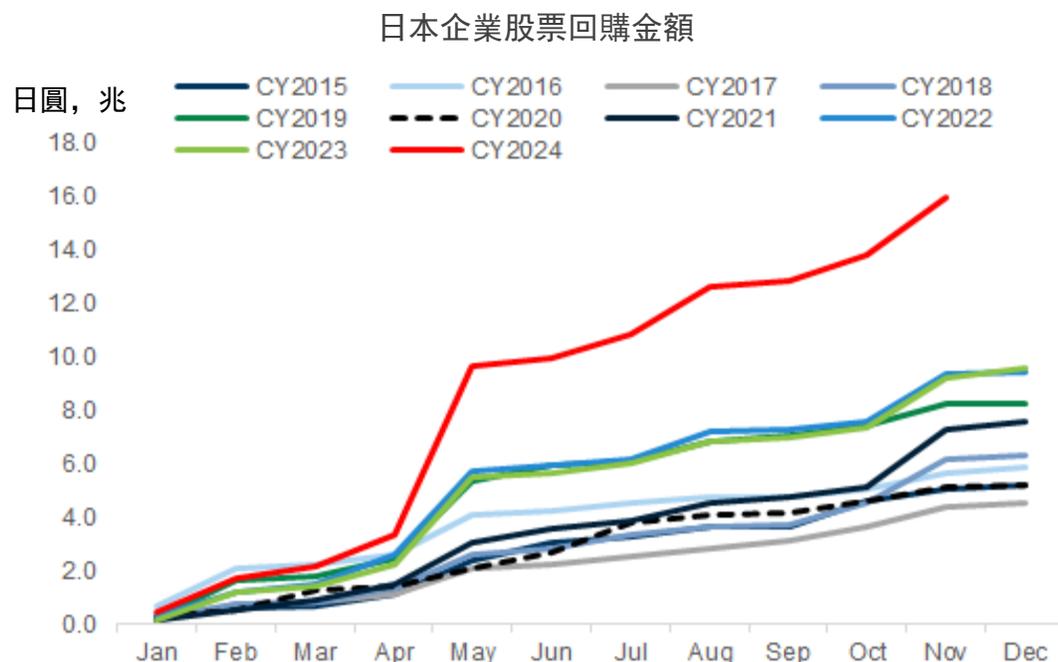
資料來源：摩根士丹利, 2024/8/19。

# 日企改革持續深化，半導體產業利多政策延續

**日本企業改革持續深化：**今年上半年財報季股票回購規模大增，一些久未回購的公司也行動起來，如瑞穗金融集團16年以來首次回購股票，三井住友、三菱日聯也上調回購。雖期間政治不確定擾動市場情緒，但東京證交所上市公司的公司治理舉措勢頭一直非常強勁。

**日本科技半導體持續振興：**日本祭出半導體復興三隻箭，首先台積電的熊本二廠即將在年底動工，晶片產能將大幅提升；第二日本政府主導在北海道設立的Rapidus，直接切入2奈米的製程，策略雖激進但卻具有戰略意義；第三台積電在日本筑波設立的3DIC先進封裝的實驗室讓日本可以在半導體先進製程上長期佈局，同時利用日本優異的半導體材料及設備供應產業，將優勢發揮至最大。

## 日企年初至今宣佈的回購價值同比增加66%



資料來源：高盛，2024/11/15。

## 日本半導體政策延續，有利吸引供應鏈投資

日本半導體政策及重要事件

日本首相	任期	半導體政策
安倍晉三	2017/11-2020/09	◆ 2019/7對南韓實施貿易限制、增加審查程序
菅義偉	2020/9-2021/10	◆ 吸引先進半導體開發和生產業者赴日 ◆ 通過預算和稅制促進新設工廠
岸田文雄	2021/10-2024/10	◆ 補貼台積電、Rapidus、美光等半導體業者投資。 ◆ 經濟安全保障推進法加強阻止尖端技術流向國外的措施和打造重要物資的供應鏈 ◆ 2023、2024年陸續調整半導體設備出口管控機制
石破茂	2024/10-	◆ 推動半導體供應鏈重返日本，宣佈2030年前投入650億美元的半導體產業計劃，透過政府補助及其他財政誘因，推動國內晶片與AI產業發展

資料來源：Digitimes Research，2024/11。

# 市場想法及投資建議



## 陸港股：政策救市，仍需醞釀

- 利多政策救市，但結構問題難解。
- 關稅影響在即，複雜狀況難應對。

### 投資建議

## 損失收斂，先行離場

今年中國的降準降息及化債政策方向正確，但結構性問題難解，需時間醞釀發酵，此外關注今年12月和明年3月份的中國政府會議政策釋出。美中貿易戰需觀察政策落實的範圍及強度，再對其負面影響進行評估及因應。



## 日本：短期雜音，長期優勢

- 議題反復、政策雜訊，日股震盪難有表現。
- 企業改革、科技復興，日股長期利多未變

### 投資建議

## 短期離場，或耐心續抱

美國降息議題反復，日本升息旋律不變，日圓升值壓力仍在，短期日股震盪加劇，難有亮眼表現。但長期日本企業改革深化和科技半導體產業利多利好企業獲利，日股或因政策資訊擾動短期調整，但不改長期上漲趨勢。

## 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](http://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。