



國泰世華銀行

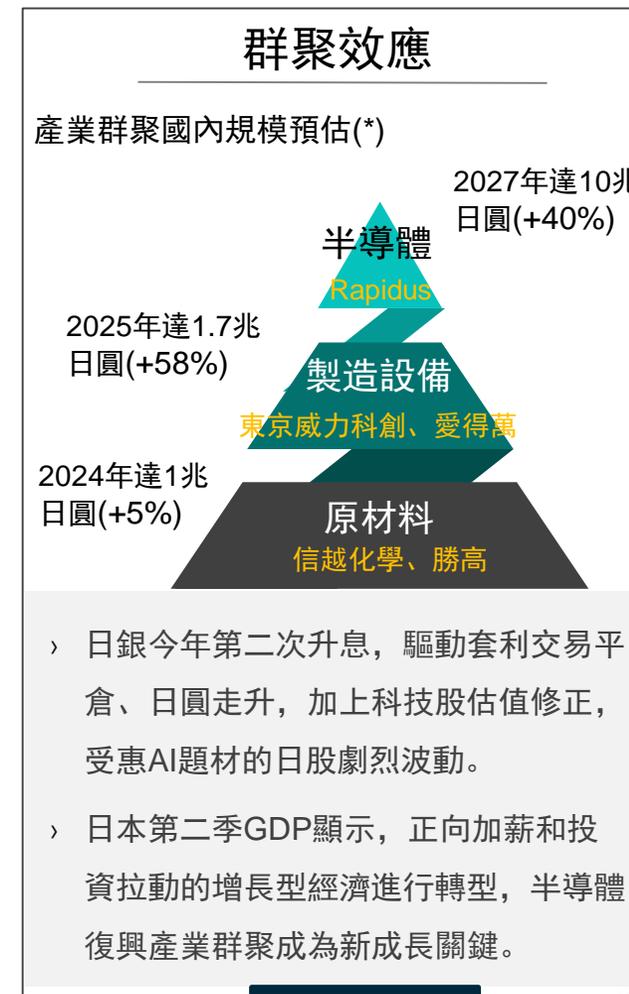
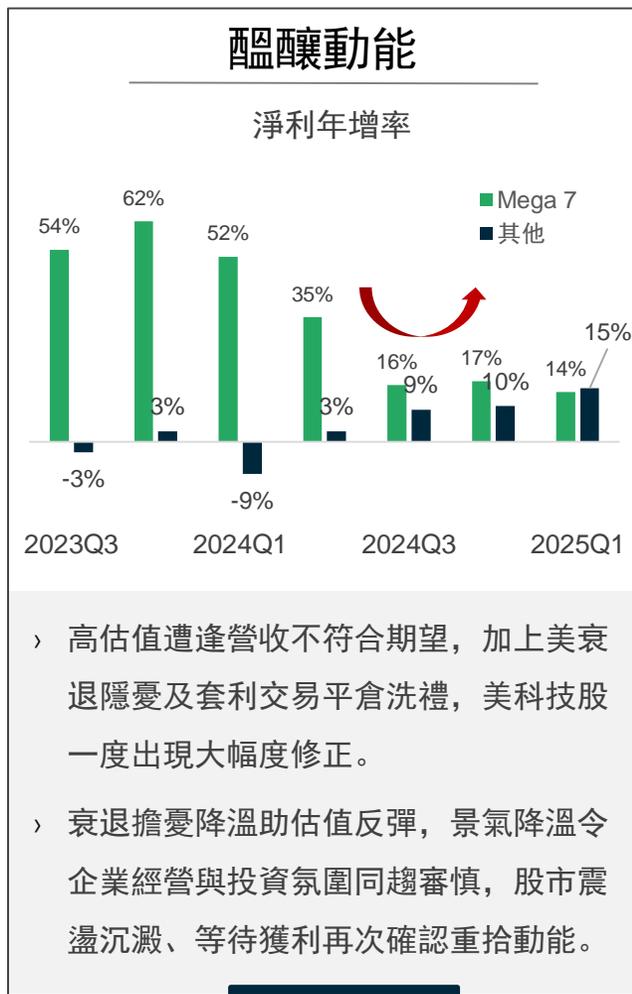
Cathay United Bank

2024年Q3投後分析

AI降溫、政經雜音頻仍 波動增、留意風險控管

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。

趨勢浪潮未改，動能重啟須待估值與獲利重新匹配



資料來源：左：摩根士丹利，2024/8/19。中：精業嘉實，2024/8/20。右：日經，2024/5。*相較2023年增長幅度。

Contents

- 04 科技：波動常態，靜待沉澱
- 07 台股：與『美』同行，等待旺季
- 10 日本：戰略優勢，雜音頻仍

議題一

科技： 波動常態，靜待沉澱

AI趨勢未改、具擴散商機潛力，惟營利實現遭放大檢視，美總統大選逼近，持續為高估值帶來震盪，短期進入整理期，持股比重高宜留意風險控管。

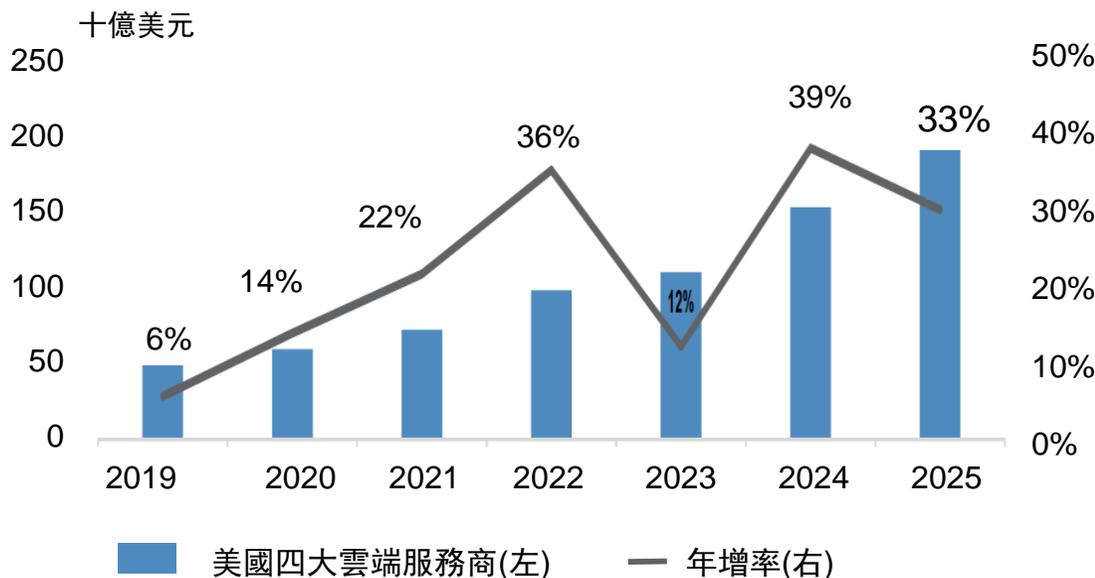
產業趨勢推進, 定價力添防禦

AI玩家尚未離開賽道: 儘管最新一季財報展望未能全數滿足市場期待, 美國四大雲端服務商對增加資本支出口徑一致, 顯示AI發展趨勢延續, 本波修正也讓市場投資(機)順勢冷卻, 重新正視趨勢產業投入至回收期, 營利實現期較長事實, 惟估值不便宜將使震盪常態維持。

定價力區隔或為佐證: 美國基本面待檢視、聯準會政策待釐清、美國總統大選逼近, 科技股未來一季易受雜音擾動, 難以複製上半年的走勢。具較高定價力企業, 通常具價格彈性較低優勢, 以本波震盪期間來看, 其股價表現較具防禦力, 掌握AI趨勢題材宜向其靠攏。另一方面, 『雲端落地』成為下階段驗證AI變現關注議題, 未來一季AI手機新商品接受度, 與營收表現成為股價表現觸媒。

AI 玩家持續投入

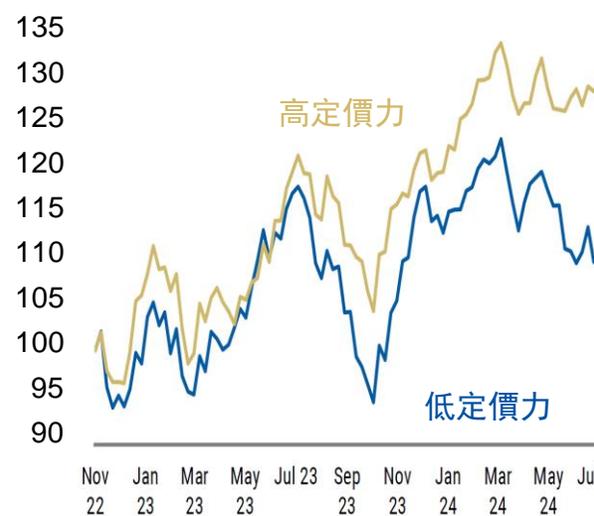
資料中心資本支出與預估



資料來源: 摩根大通, 2024/7/28。

AI變現驗證費時

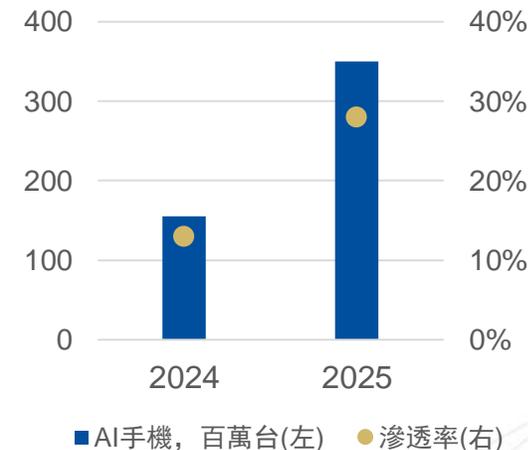
能力差異影響表現、AI手機滲透率預估



資料來源: Bloomberg, 2024/8/19。

Galaxy S24

Apple Intelligence



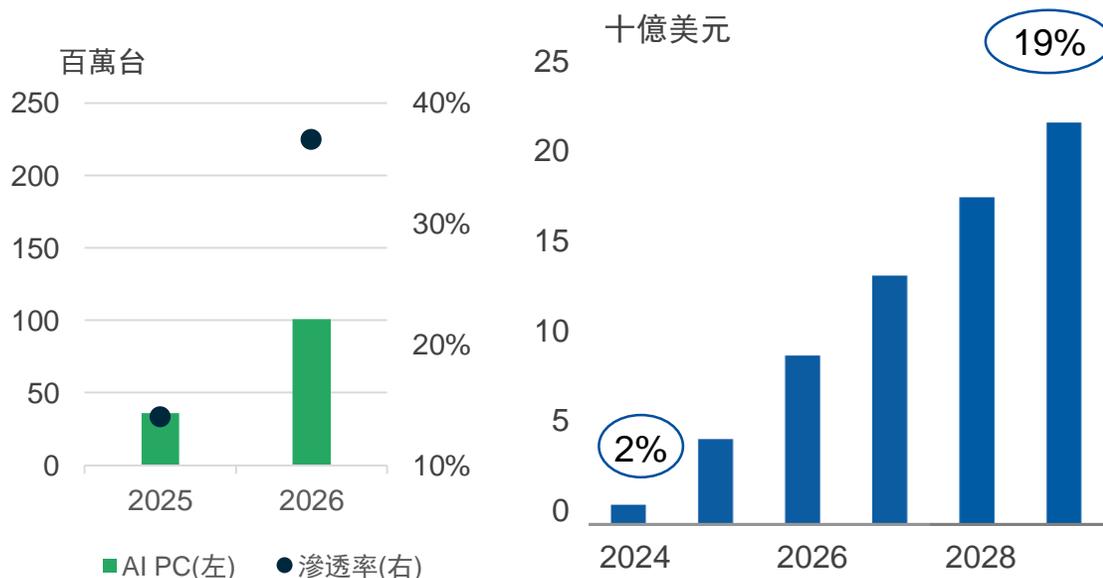
雲端落地猶值期待，估值震盪短期難消

蓄勢待發？ 儘管市場對AI PC展現興趣，惟出貨遲滯遞延換機潮，待出貨漸入佳境，2025年會是「重要的一年」，WoA*相關產品滲透度尤值期待。其一，因生成式AI技術降低進入創作市場的門檻。其二，生成式AI技術開始改變創作者市場，微軟作業系統軟體支援安謀晶片架構，讓PC品牌具備與蘋果產品競爭的條件，可能帶來產業洗牌。與此同時，微軟軟體營收貢獻度也可望具成長潛力。

高不可攀？ 儘管過去一個月，科技股估值進行修整，惟仍位居過去三年相對高位，掌握AI趨勢目前領跑企業，估值或高於大盤指數，意味未來波動性更易放大，須待獲利動能顯著強勁才易重啟穩定漲勢。

邊緣運算落地觀察

AI PC滲透率預估、Copilot對微軟營收貢獻



資料來源：摩根士丹利，2024/8/14。*Windows on ARM。

估值疑慮增添震盪

那斯達克指數本益比



資料來源：Bloomberg，2024/8/19。

議題二

台股： 與『美』同行，等待旺季

台廠居AI供應鏈要角，受美科技股進入修整期，加上美總統大選不確定性持續干擾，且台股亦需接受獲利放大檢視考驗，進入震盪整理期，年底旺季靠近較易推升表現。

受惠趨勢發展，估值、高連動性成阻力

估值與基本面：台股與美科技股具備高連動性，受惠本波AI浪潮推動，台股指數同步獲推升，本波美科技股獲利調節、經濟衰退疑慮，觸發台股進行修正，外資賣超加速累積更添震盪，伴隨投資風險趨避降溫，台股反彈，惟其中AI相關族群估值依舊昂貴，營利與出貨量預期被放大檢視，未來一季應與美科技股同步進入整理期，等待更多數據利多，重啟動能。

供應鏈要角：滿足人工智慧發展所需高階運算半導體、零組件，拉動台灣外銷訂單增速，自第二季由負轉正，延續資本支出投入期應不低於二年推估，加上可支援 20-50 倍運算處理需求，零組件價格高於傳統伺服器10倍，具技術優勢台廠具訂單轉營收成長潛力。

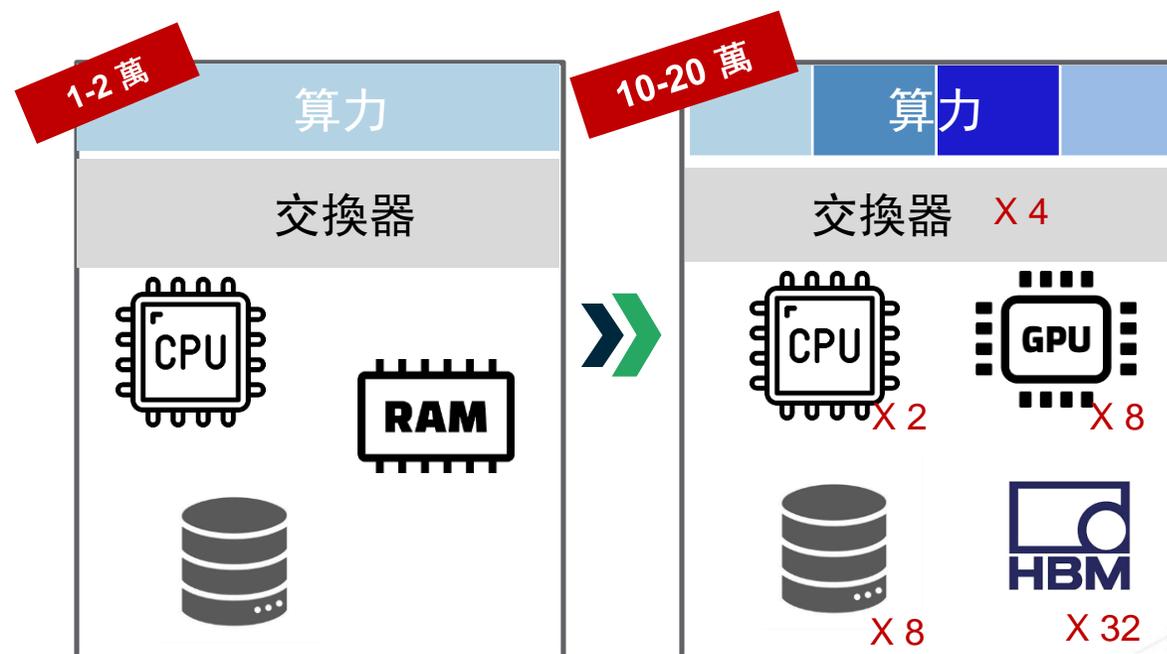
股市連動性高、受惠趨勢訂單回溫

指數走勢、台灣外銷訂單



資料來源：Bloomberg, 2024/8/21。

新規格等待訂單轉營收



資料來源：Nvidia、Intelligent Technical Solutions。單位：美元。

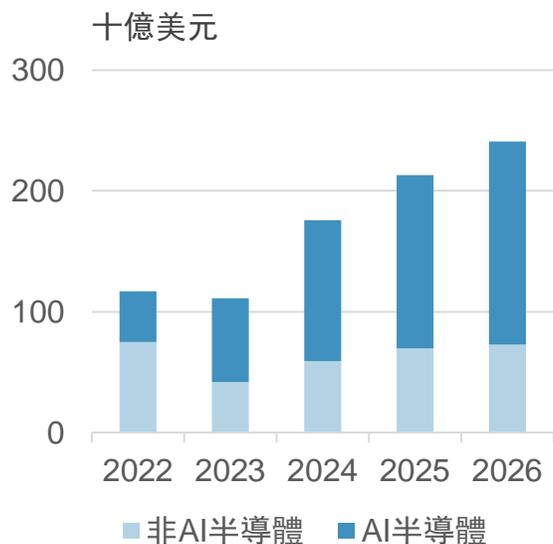
關鍵技術滿足需求，台股先抑後揚

聚焦優勢： 除外銷訂單改善，台灣製造業PMI連續三個月維持擴張，儘管製造業內復甦步調不一，不過，AI浪潮觸動台灣製造業升級，也創造一部份高毛利族群成型。新型數據中心擴建，除推動全球半導體需求未來三年，成長近三成，其中又將以AI半導體為大宗，滿足高階半導體與高階封裝需求，台廠掌握全球過半數之訂單。而高速運算所需的新式液冷技術，未來五年，市場規模有望倍增，台灣掌握全球易冷技術供給至少五成市佔率，相關營收有望循序實現。

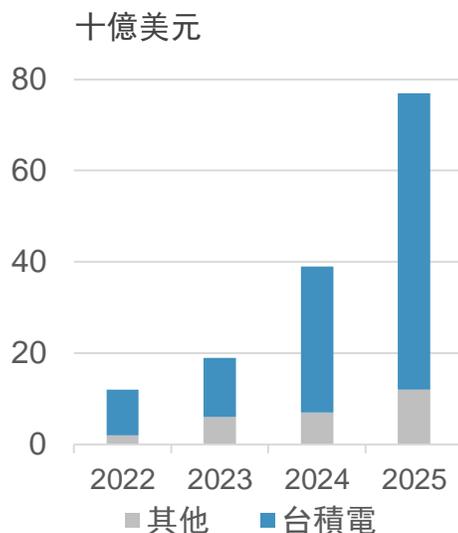
震盪整理： 短線震盪難除，類股輪動不易掌握，下季財報檢視穩定信心，加上台股傳統季節效應復臨，有助台股回復穩定向上動能。

資本支出訂單落腳台灣

數據中心半導體支出

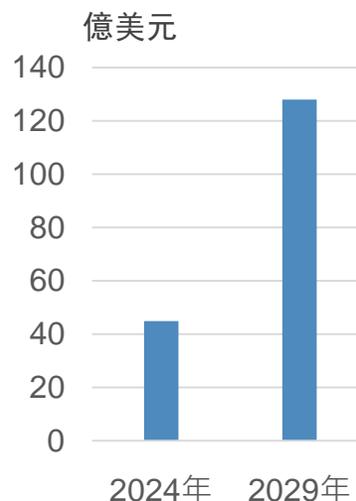


高階封裝台廠佔比預估

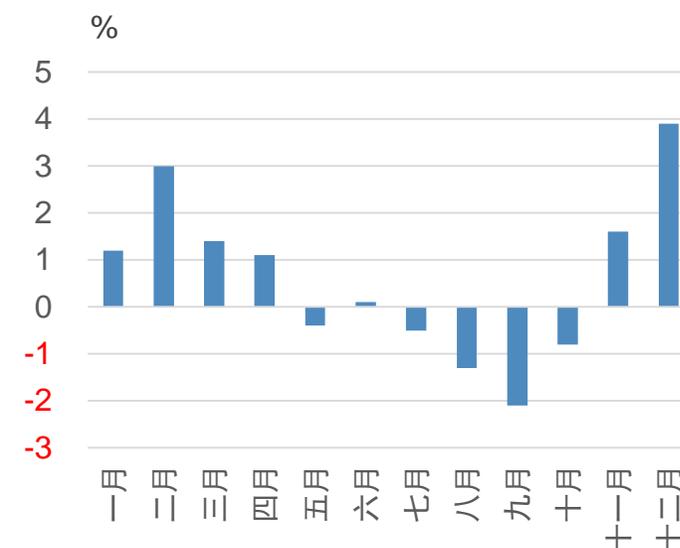


震盪消化耗時、等待年底旺季

液冷市場規模



季節效應待醞釀



資料來源：左：IDC, Bloomberg, 2024/6。右：摩根士丹利, 2024/8/12。

資料來源：左：IDC。右：Bloomberg, 統計1991-2023年台股單月表現平均。

議題三

日股： 戰略優勢，雜音頻仍

日股評價面中性，經濟朝投資拉動的增長型結構轉向，產業群聚成為新成長主軸。惟匯率雜音難消、日企獲利韌性待檢視、國際政經擾動，日股投資宜拉長期間、掌握投資契機。

評價適度修整，掌握關鍵物料

評價中性：日銀升息驅動套利價差平倉，加上美衰退擔憂，高估值科技概念股出現大幅回檔，受惠半導體概念族群推升的日股，也在本波出現大幅估值修正，短期市場氛圍修復促使日股反彈，但僅回到過去三年均值水準，相較美股、台股，評價面不便宜疑慮稍低。

群聚啟動：日企於半導體設備和材料領域具優勢，各國加強推進半導體產業在日本集聚，就近取得戰略物資，也催化相關供應鏈在當地構建全面啟動。信越化學掌握全球光刻膠市佔率的2成，若僅限尖端產品，佔比逾4成，群馬縣新工廠將於2026年竣工，生產光刻膠(感光材料)和原版材料。三井化學滿足ASML需求，於山口縣擴建生產保護電路版的新型薄膜(Pellicle)，群聚效應帶動當地製造業復興。

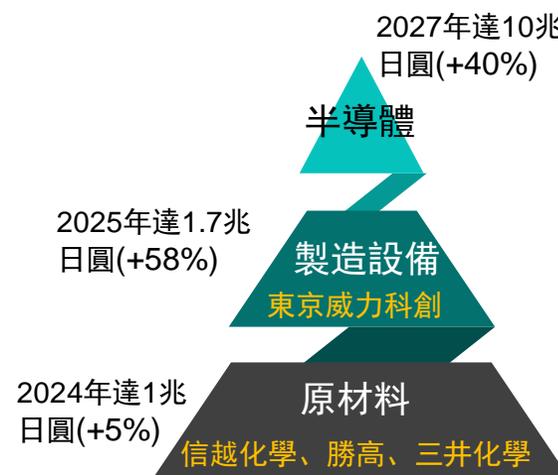
大幅修正後評價面趨中性



資料來源：Bloomberg, 2024/8/18。

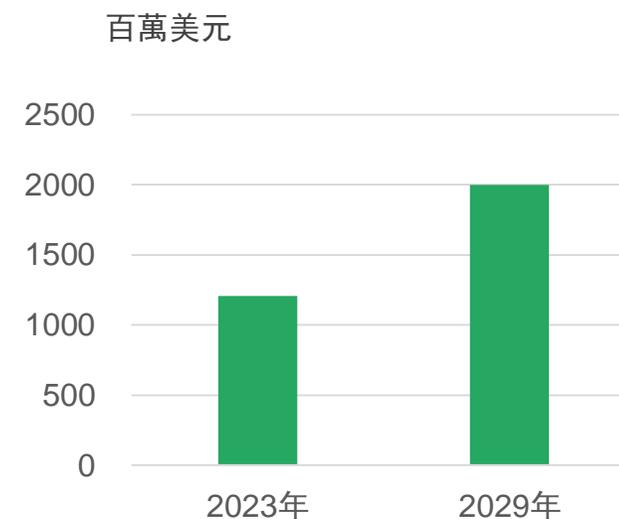
日本掌握半導體關鍵材料

產業群聚國內規模預估(*)



資料來源：日經，2024/5。*較2023年增長幅度。艾斯摩爾預估，摩根士丹利，2024/8/18。

半導體薄膜市場規模預估

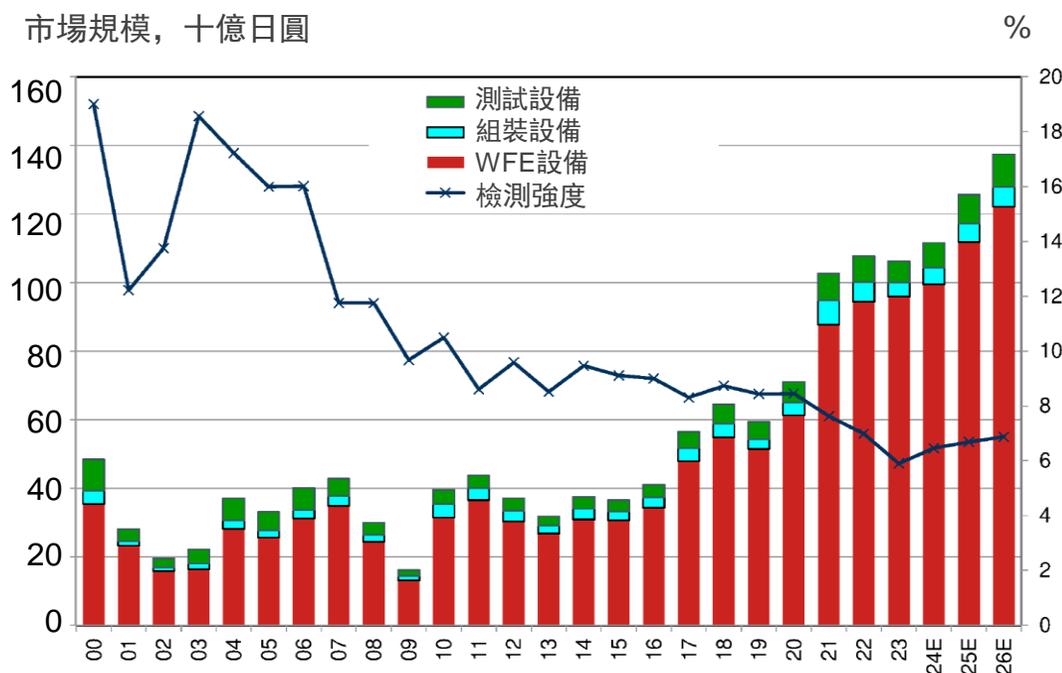


參與基建投資浪潮，慎防雜音頻仍難消

基建範疇：全球半導體設備銷售中日本佔3成，受益全球AI資本支出擴大浪潮，野村預估，今、明年設備與測試市場規模年增率分別為6%、13%，日企設備商受惠。此外，數據中心所需能源管理、電力穩定供應，亦為滿足高效運算不可或缺的條件。日立預估，為兼顧減少碳排、穩定供電，2030年前，各國投入電網項目將達六千億美元，基建支出範疇擴大，富士電機(重電)估計未來兩年訂單成長二成。

雜音頻仍：儘管日圓空單回補已臻一段落，美日央行政策不同向、動態調整，影響日圓兌美元走勢震盪，套利價差平倉消化近半，仍有波動之疑慮。告別便宜日圓，下半年日企進入獲利韌性檢視，加上國際股市震盪等雜音干擾，掌握日股商機宜拉長布局期間。

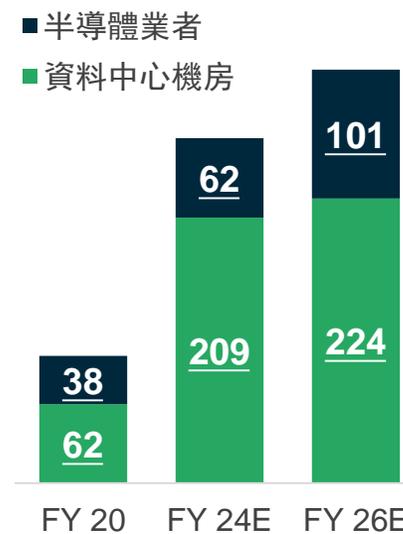
半導體設備與測試需求成長



資料來源：艾斯摩爾預估，摩根士丹利，2024/8/18。

基建商機擴大、匯率雜音猶存

富士電機預估訂單數變化



日圓非商業淨多空單部位



資料來源：野村，以2020年訂單數為基期100，2024/7/2。Bloomberg, CME, 2024/8/21。

市場想法及投資建議



科技/台股：波動常態，靜待沉澱

- 趨勢推進反覆震盪，高定價力添防禦
- 關鍵技術滿足需求，高連動先抑後揚

投資建議

獲利調節，逢回再行布局

AI趨勢未改、具擴散商機潛力，科技、台股受惠，惟營利實現遭放大檢視，美總統大選逼近，持續為高估值帶來震盪，短期進入整理期，持股比重高宜留意風險控管，可部分獲利調節，逢回再行布局。



日本：戰略優勢，雜音頻仍

- 評價適度修整，掌握關鍵物料
- 參與基建投資，慎防雜音頻仍

投資建議

耐心續抱，適時分批布局

日股評價面中性，經濟朝投資拉動的增長型結構轉向，產業群聚成為新成長主軸。惟匯率雜音難消、日企獲利韌性待檢視、國際政經擾動，日股投資宜拉長期間、掌握投資契機。

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。