



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

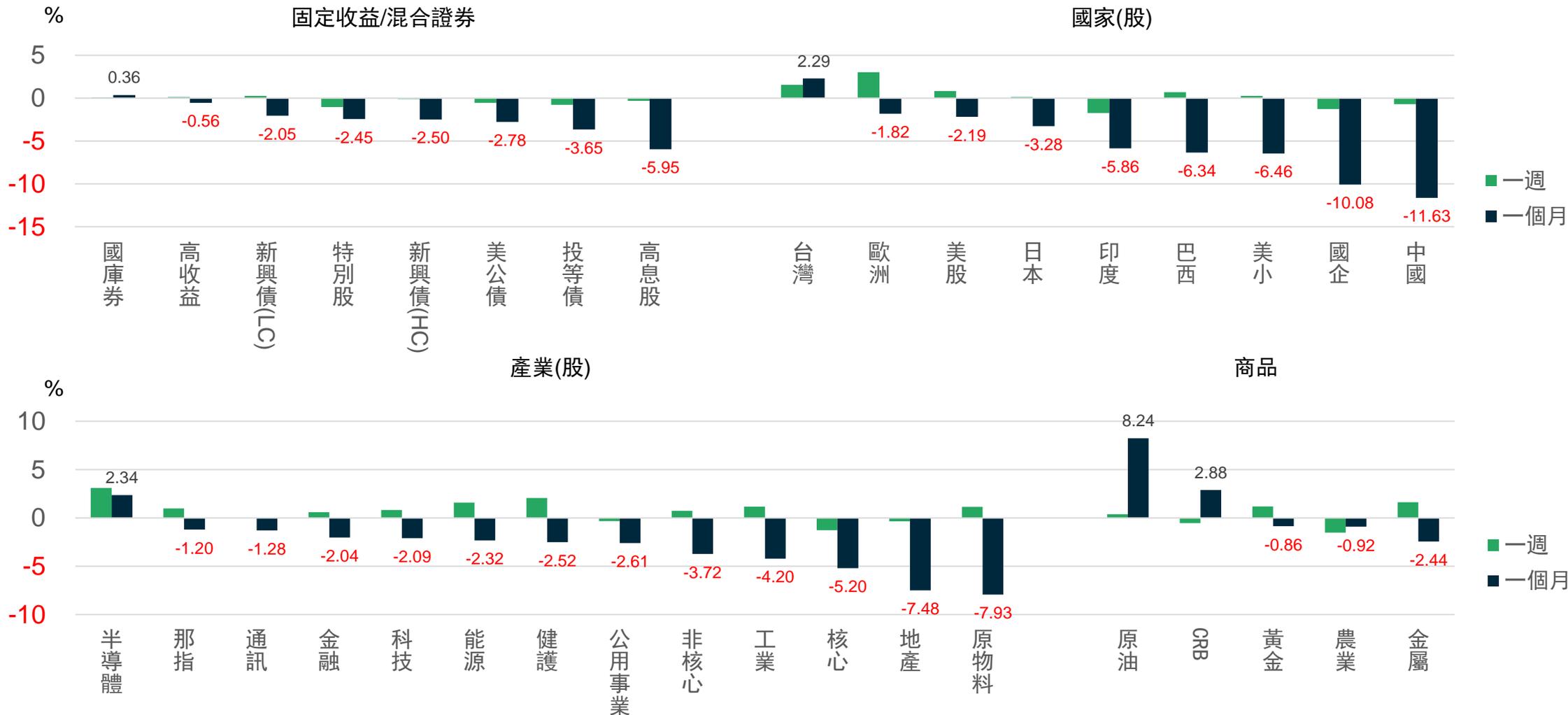
# 就勢論市

Global Weekly Comment

Jan 10 2025

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, 2025/1/9。以各類資產過去一個月績效降冪排序，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

- › 大型股從容應高利
- › 金融業收入更拓寬

## 未來一季

- › 投等債核心添多元
- › 獲利支撐類股輪動
- › AI供應鏈挪移商機
- › 投組漸添新興市場



市場回顧

聯準會會議紀錄增添未來降息路徑雜音，美債殖利率繼續維持高檔震盪，眾所矚目的CES電子展，未能激起太多火花，同期間川普言論增加市場擾動風險，股債匯市再現震盪起伏，慎防重要支撐失守，助長空頭陣營氣焰。

美股道瓊、標普回測季線尋求支撐，科技高檔震盪等待方向，費半臨近收斂三角末端，歐洲勇闖均線叢林，日本佯攻虛晃一招。陸港股持續下探未見起色，台股嘗試突圍功虧一簣，印度小心年線失守，巴西希冀暫且止穩。金融面臨關鍵轉折，醫療出現跌深反彈，公用事業盤旋整理待變，能源暫成短期亮點，聊勝於無。



未來展望

美國通膨數據即將出爐，聯準會官員先後發表談話，提供未來貨幣政策方向線索。中國GDP、房價、進出口等多項總經數據陸續公布，窺探當地基本面良窳變化。日本央行副總裁言論同需關注，或將成為本月升息與否判斷依據。

美股看似有望上演元月行情，但政經雜音拖累臨高指數波動起伏，關鍵價位攻防動見觀瞻，技術指標扮演短期勝負因子，產業未聞過多亮點，僅見少數跌深族群略見反彈。美債殖利率緩步走揚，最終目標眾說紛紜，與其爭論高點位置，不如維持穩定領息想法，或為較佳配置思維。

資料來源：國泰世華銀行整理，2025/1/10。



# Contents

- 05 技術觀點
- 10 本週議題
- 16 投組專區
- 18 資金動向

# 技術觀點

---

# 高檔區間震盪，靜待指標表態

## 美股科技Nasdaq指數



- 美股科技Nasdaq指數於去年12月中旬，創下歷史高點20204後，呈現高檔區間震盪，近期走勢稍顯遲滯游移。
- 考量目前扣抵值仍然低於19000，有利季線繼續維持上揚動能，同時提供下檔支撐，多頭陣營猶掌控主導權。
- 日KD於50附近，浮現是否重新恢復交叉向上的反覆雜音，同時週KD逐漸交叉向下，脫離先前高檔鈍化區。
- 短期低點瀕臨去年八月至今的上升趨勢軌道線(約季線)，後續若見技術指標出現翻多訊號，將提供止穩回升契機。

資料來源：TradingView。

# 收斂三角末端，多空即將表態

## 美股費城半導體指數



- › 美股費城半導體指數自去年八月至今，即明顯呈現狹幅區間震盪走勢，相較於標普、Nasdaq，整體趨勢稍偏弱確為事實。
- › 主要均線繼續維持糾結情境，季線呈現走平跡象，目前尚未出現明確方向，靜待多空陣營正式表態。
- › 日KD重新交叉向上與否略微忸怩，甚浮現高檔背離雜音，所幸週KD醞釀於50附近，恢復交叉向上動能。
- › 近期進入收斂三角形末端，本月初雖嘗試跳空，出現突圍契機，惜缺口隨即遭到回補功虧一簣，後續持續觀察能否站穩5250-5300區間。

資料來源：TradingView。

# 月季線保衛戰，慎防跌破失守

## SPDR金融類股ETF (XLF)



- SPDR金融類股ETF (XLF) 於去年11月底，觸及歷史高點51.62後，出現明顯回落，近期面臨月季線保衛戰。
- 考量季線扣抵值目前仍然低於48.00，有利上揚走勢延續，但需慎防後續轉呈下彎，出現死亡交叉的風險。
- 日KD於50附近，浮現是否重新恢復交叉向上的反覆雜音，同時週KD逐漸交叉向下，脫離先前高檔鈍化區。
- 短期若未能守穩去年九月至今的上升趨勢線（約48.00），後續恐有回補去年11月初跳空缺口，下探45.00的可能性。

資料來源：TradingView。

# 短線跌深反彈，下彎季線臨壓

## SPDR能源類股ETF (XLE)



- SPDR能源類股ETF (XLE) 於去年11月下旬，創下波段高點後，出現明顯回落走勢，然近期浮現止穩回升跡象。
- 重新站回收復月線，但考量季線持續呈現下彎走勢（目前扣抵值仍高於90.00），暫視跌深反彈，多頭陣營猶將面臨挑戰。
- 日KD自低檔區，恢復交叉向上動能，有利短期彈勢延續，週KD開口看似略微收斂，但尚未交叉向上。
- 近期低點瀕臨2022年7月至今的上升趨勢軌道線，提供回穩契機，但考量季線橫互於90.00附近，若彈臨前述價位，恐遭遇技術反壓。

資料來源：TradingView。

# 本週議題

---

# 殖利率攀升加劇股市震盪，擇大型股穩健獲利

## 殖利率攀升對股市估值造成擾動

殖利率突破4.5%後，股市估值大幅下修

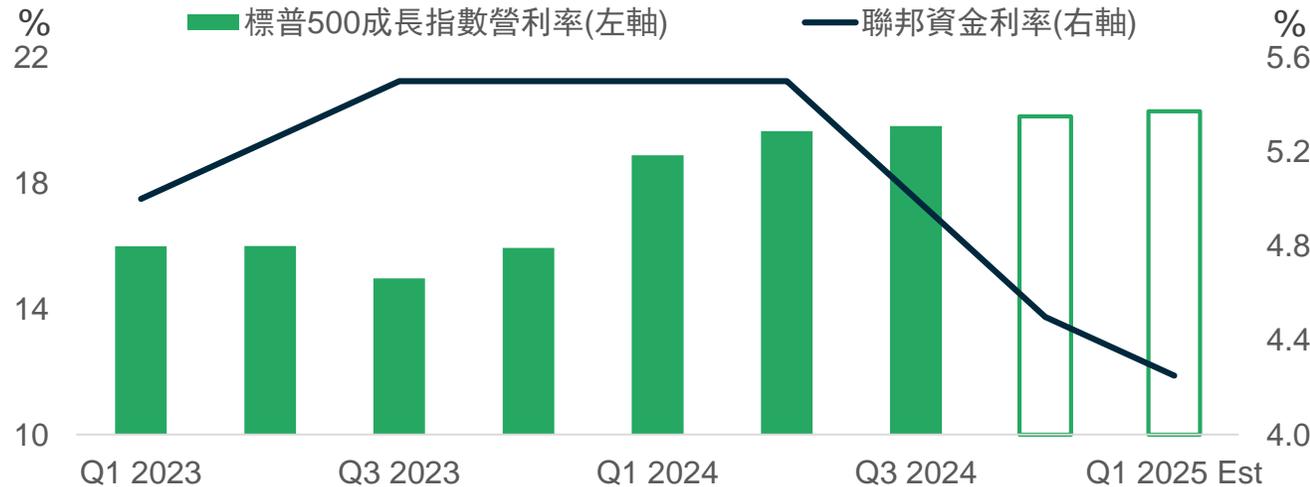


股價表現與美公債殖利率相關性



美公債殖利率彈升，擾動股市表現。隨著近期美國十年期公債殖利率推升至4.5%以上，股市估值大幅修正，股票回報與美公債殖利率的相關性也迅速由正轉負。聯準會預期降息碼數收斂，也讓市場解讀為鷹派降息，反應在殖利率上，更是難以如聯邦資金利率如期下行，甚至短期有可能進一步上升，進而也加劇股市震盪。

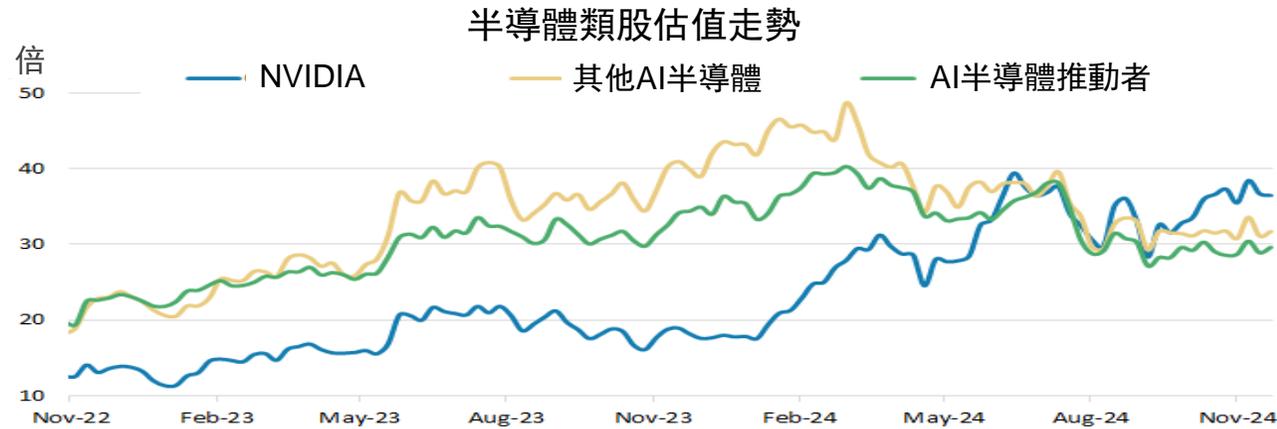
## 美國大型股不懼高利環境



當前高利環境，大型股優於小型股。在當前環境下，雖然股市回報與殖利率相關性轉為負值，但小型股相較大型股，負面影響更大，意味著若殖利率進一步彈升，小型股波動更劇烈(右上圖所示)。此外在高利環境下，美國大型股獲利穩健，營利率持續增長，相較小型股而言，更能抵抗高利率的負面衝擊。

資料來源：上：Morgan Stanley, 2025/1/6。下：Bloomberg。

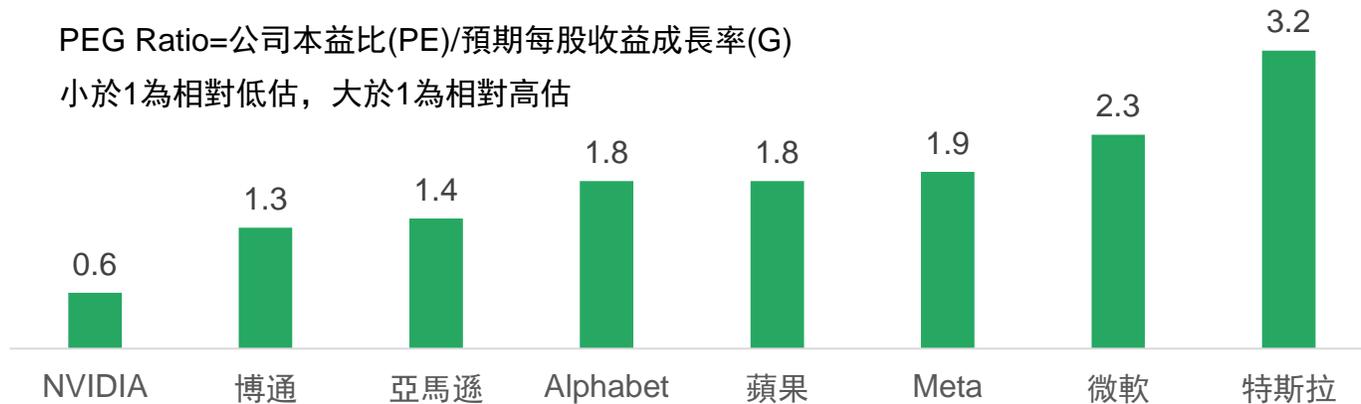
# 半導體類股估值回調，擇優佈局汰弱留強



半導體類股估值回調，帶來配置機會。美中科技戰由冷轉熱帶來威脅，加上先前對AI獲利落實的質疑，除NVIDIA外的其他半導體類股估值較去年高點明顯回落。半導體產業估值的回調至相對合理區間，疊加邊緣AI需求再度引起討論，獲利潛力期待，帶來配置機會。

## 大型科技股的本益成長比 (PEG Ratio)

PEG Ratio=公司本益比(PE)/預期每股收益成長率(G)  
 小於1為相對低估，大於1為相對高估

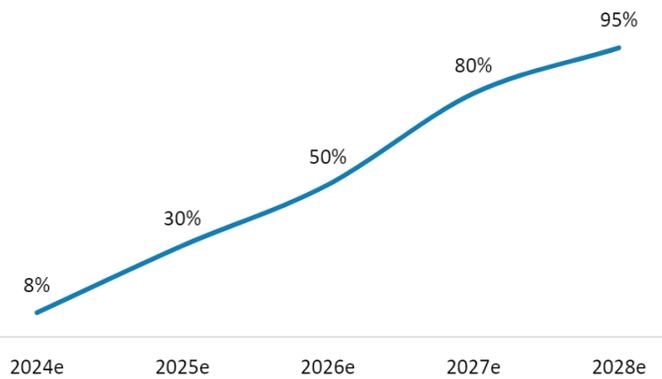


將公司成長性納入考量，NVIDIA竟然最便宜。因應對邊緣AI的巨大需求，分析師普遍預估半導體產業將有大幅成長，而NVIDIA成長更超過50%，這使其本益成長比(PEG)低於1，在大型科技股中成為最便宜的公司。此外，這一次的AI浪潮尚處於初期階段，相較於網路革命與智慧型手機興起時，費城半導體指數曾經創下的10倍漲幅，目前的股價實屬尚未大漲，可把握目前估值回調機會，逢低佈局。

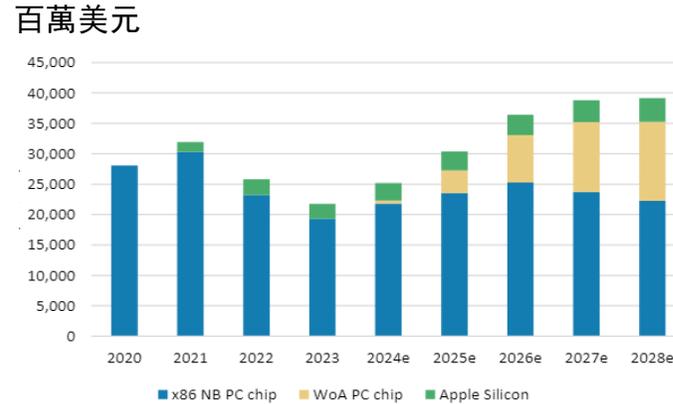
資料來源：上：Morgan Stanley, 2025/1/7, 其他 AI 半導體公司：以博通、邁威爾為代表。AI 半導體推動者公司：以台積電、艾斯摩爾為代表。下：Bloomberg, 截至2025/1/7。

# CES助攻邊緣AI概念，半導體晶片市場得推升

AI PC 滲透率上升



全球PC晶片市場價值



CES再度點燃市場對邊緣AI的熱情。2025 CES展再度炒熱對邊緣AI的期待，AI PC的滲透率預估值在未來四年內即可達到95%，進而帶動對半導體晶片需求，自2024年，半導體晶片需求預計年年增加，並且在產業內，電腦晶片以x86一家獨大的狀況將逐漸扭轉，WoA PC晶片將逐漸開始平分秋色，帶進產業內新的競爭者：NVIDIA和高通。

預計2027年全球半導體晶片格局

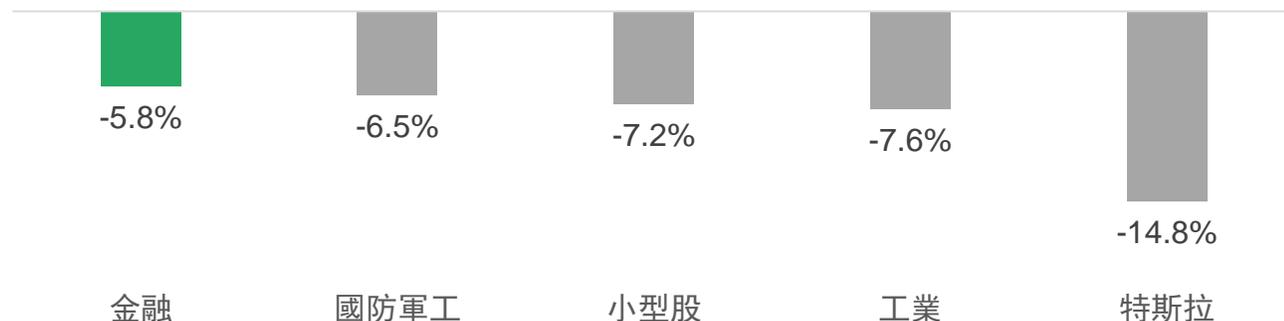


半導體產業仍是大者恆大的競技場。隨著AI PC逐漸從Wintel向WoA過渡，PC晶片市場也將進而出現新的聯盟，NVIDIA、高通組成的WoA聯盟開始蠶食微軟和Intel組成的Wintel聯盟，AI PC晶片市場將會變得更加多元和競爭，資金輪動也會更迅速，但無論如何，AI PC的晶片市場仍被少數大型公司寡佔，諸侯割據格局、投資人的投資仍要「擇大而棲」。

資料來源：Morgan Stanley, 2025/1/7。

# 金融產業具基本盤, 法規放寬更助力

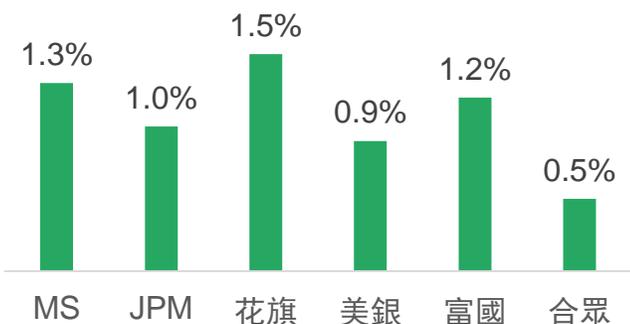
金融產業在川普交易降溫之際, 股價自高點修正較少



› 川普交易降溫, 金融產業修正較少。自11月底以來, 川普交易逐漸降溫, 受惠川普當選的產業和個股都發生了不同程度的修正, 其中金融產業修正較少, 一方面因為金融產業相較於其他川普交易產業及個股, 更多仰賴美國的景氣, 另一方面, 利多金融產業的川普因素, 即金融法規放寬, 相較於利多其他產業的政策落實, 如關稅政策, 其牽涉的利益博弈更少, 落實後見效更快更直接, 因而市場對其預期更為確定。

金融法規鬆綁相對確定, 有助大型銀行股回購增加

預計法規鬆綁後, CET1%降低幅度



美國大型銀行股票回購佔其市值比例

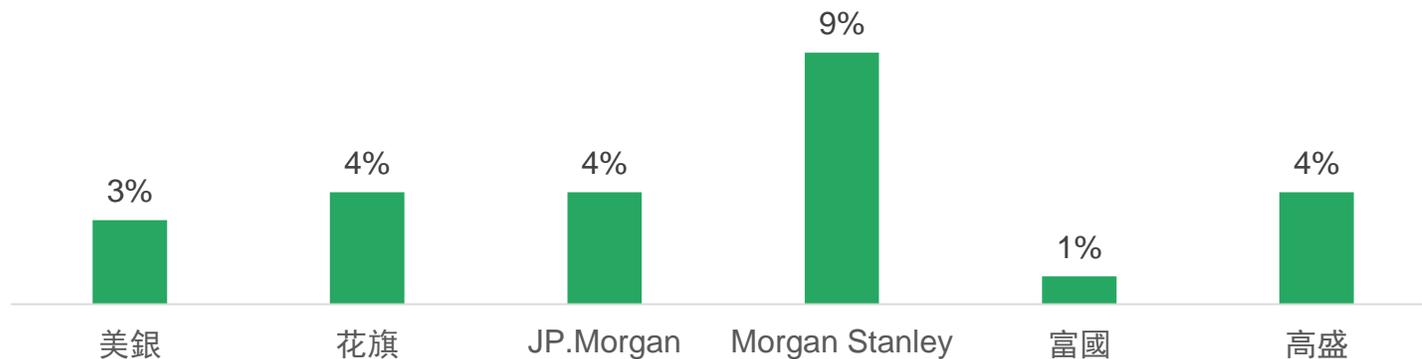


› 金融法規鬆綁, 釋出資金有利銀行股回購。隨川普上任後銀行法規鬆綁的落實, 各大銀行均有不同程度的CET1Ratio降低(普通股權益第一類資本比率), 原本預計需要應對法規規定的資金也將被釋出另做他用, 預計將推升大型銀行股的股票回購, 對金融類股起到提振作用。

資料來源：上：Bloomberg, 金融以XLF為代表, 工業以XLI為代表, 國防軍工以ITA為代表, 小型股以Russell2000指數為代表, 統計時間為去年11月至2025/1/7, 統計標準為價格自最高點修正至2025/1/7的幅度。下：高盛, 2025/1/7。

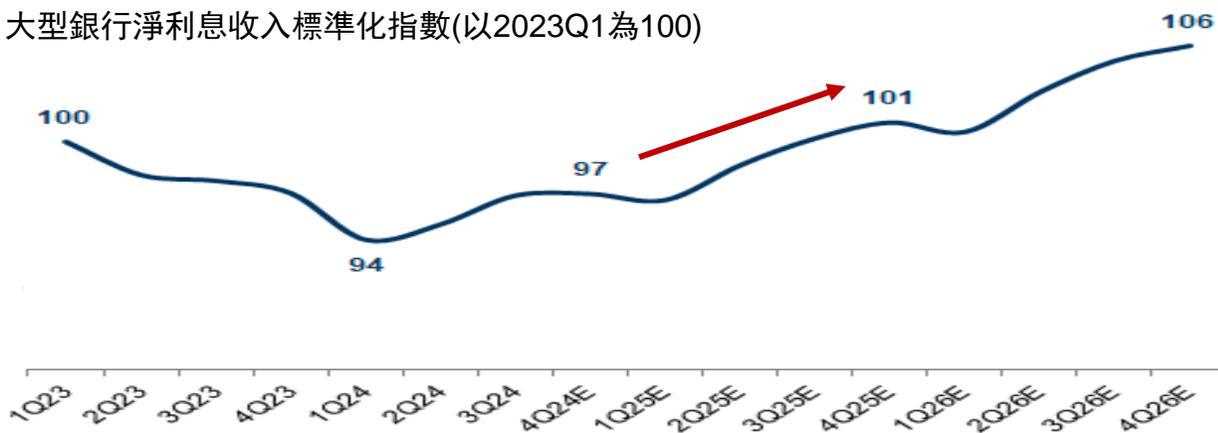
# 退出淨零聯盟拓寬貸款範圍，鷹派降息更添銀行收入

美國六大銀行預計2025年貸款年增率



美國大型銀行淨利息收入走勢

大型銀行淨利息收入標準化指數(以2023Q1為100)



資料來源：高盛，2025/1/7。

美國六大銀行退出淨零協議，拓寬獲利。繼J.P. Morgan(1/7)宣佈退出淨零銀行業聯盟(NZBA)後，同業跟進，目前美國六大銀行全數完成川普上任前對ESG的表態。NZBA限制銀行貸款給傳統能源產業，並在2024年發佈了新的限制規定，涉及股權和債務資本市場，更限縮銀行在傳統能源產業的獲利。考量到川普下一步將大力支持傳統能源產業，美國六大銀行退出淨零協議的舉措將有利其獲利的拓寬。

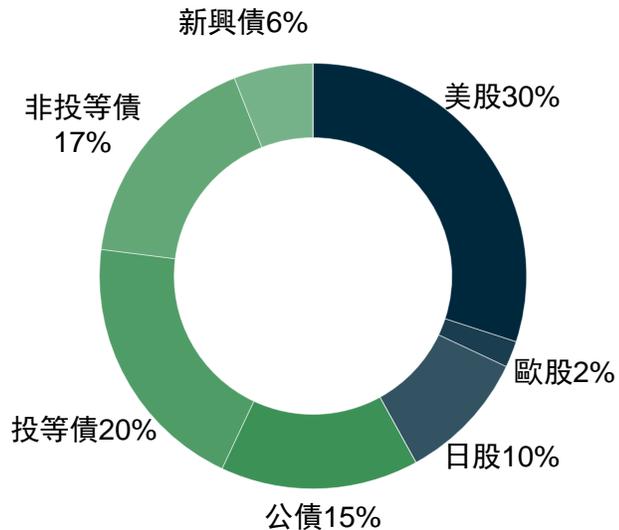
鷹派降息增加銀行淨利息收入。目前聯準會雖仍在降息路徑中，但鷹派降息的態度卻讓殖利率不降反升，這大大有利銀行的利差收入，因為貸款利率隨殖利率變動，而存款利率隨聯邦資金利率變化，所以目前借貸利差擴大，加上貸放業務望持續回溫，有利增加銀行利息收入。

# 投組專區

---

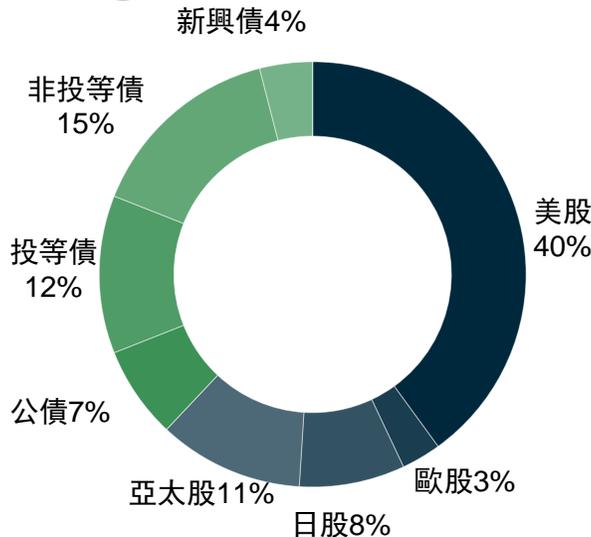
# 投資組合總覽

## 穩健配置



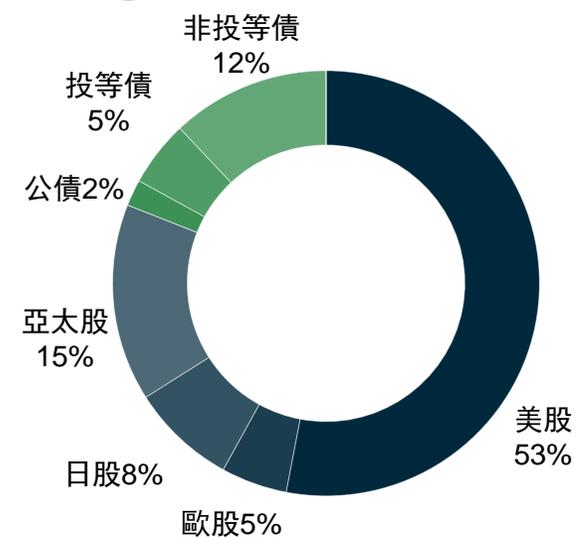
- › 兼顧報酬與風險的平衡配置，在追求趨勢商機的同時，保有相當比重的穩健資產。
- › 美國經濟樂觀前景，川普政策將提振企業獲利，股票表現優於債市，股市看好美股，債市配置中年期債券，降低長天期利率波動加劇的風險。採股優於債配置，股債比42/58。

## 均衡成長



- › 持續投入，借助時間長期累積，並藉均衡配置、動態調整，掌握輪動。
- › 市場輪動外(減持歐股、新興股，增持美股)，並掌握產業機會(新增軟體股，持續看好金融股)；美國企業信用佳，增持非投等債，減持受強勢美元影響的新興債。採股優於債配置，股債比62/38。

## 積極投資



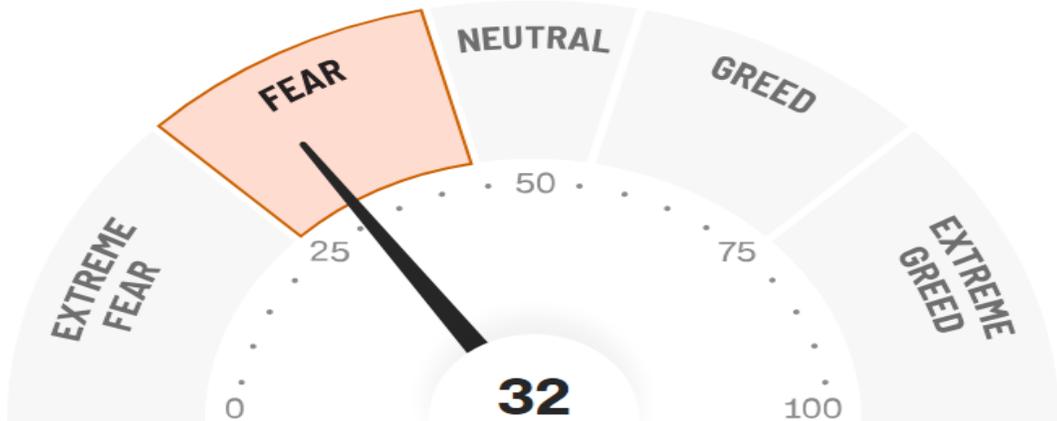
- › 欲追求較高的總報酬，藉由提高股票比重、積極操作，創造資本利得。
- › 川普貫徹美國利益優先，降低歐股、新興股曝險並轉至美股；債市方面，美國企業信用狀況佳，增持違約風險低的非投等債，減持受強勢美元影響的新興債。採股優於債配置，股債比81/19。

# 資金動向

---

# 資金流向(固定收益)

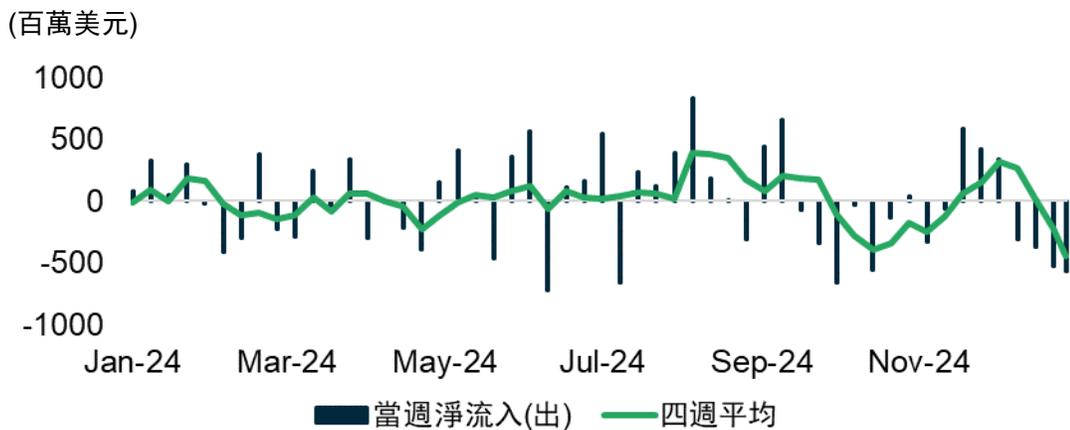
### 恐懼貪婪指標



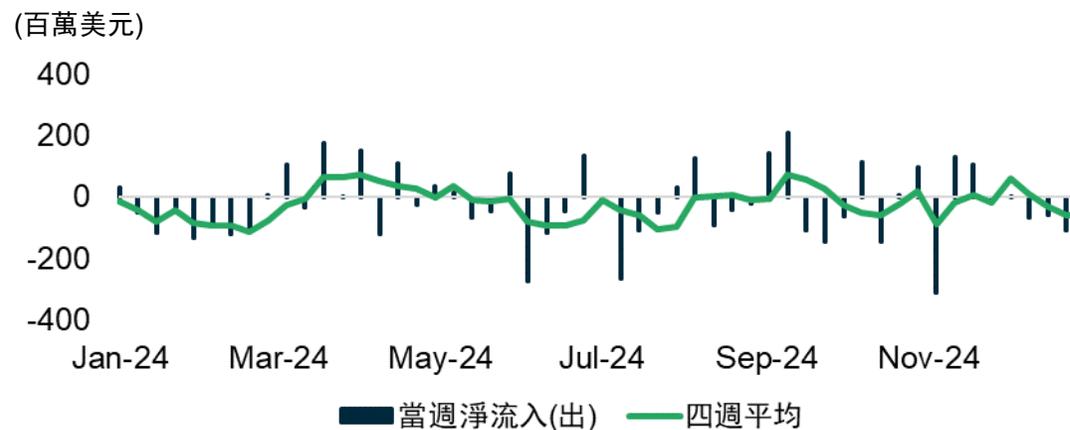
### 投資級債券型ETF每週資金流向



### 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

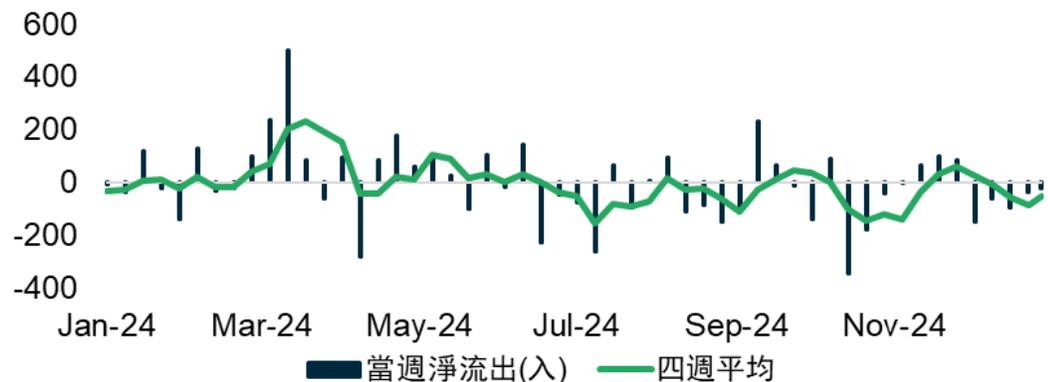


資料來源：CNN(1/9)、Bloomberg (2025/1/8)。投資債級ETF、非投資債級ETF、新興市場債ETF分別指<LQD>、<HYG>、<EMB>。

# 資金動向(產業)

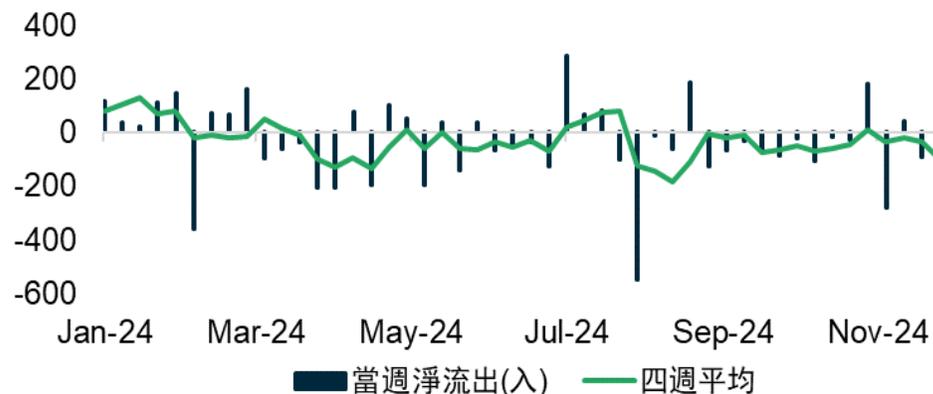
## 科技股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



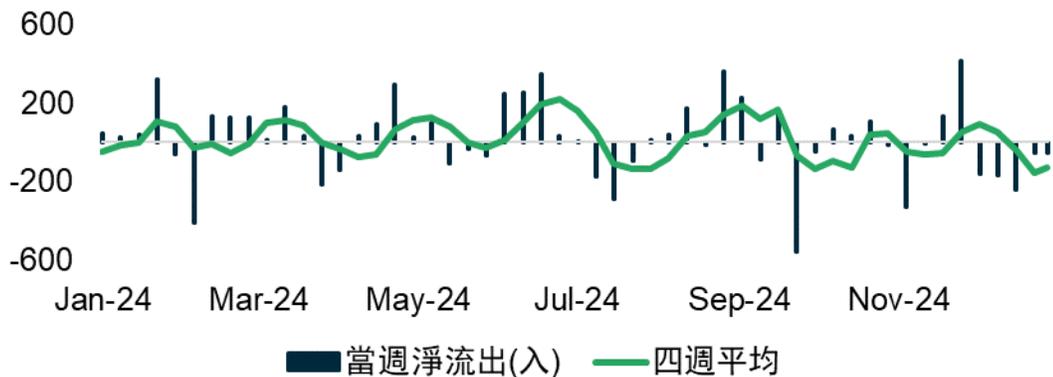
## 健護股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



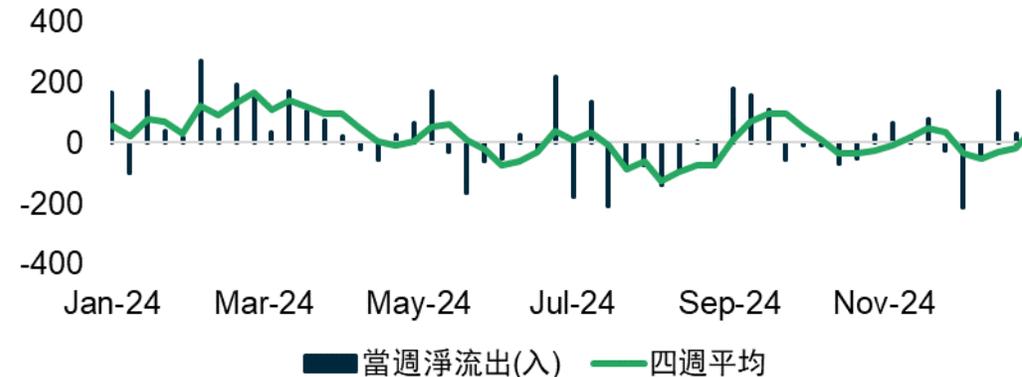
## 核心消費股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



## 工業股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)

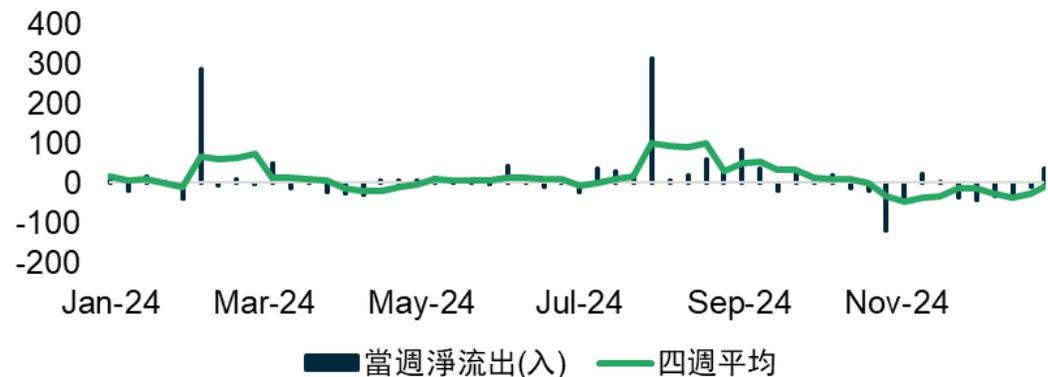


資料來源: Bloomberg, 截至2025/1/8。科技、健護、核心消費、工業股票型ETF分別指<XLK>、<XLV>、<XLP>、<XLI>。

# 資金動向(產業)

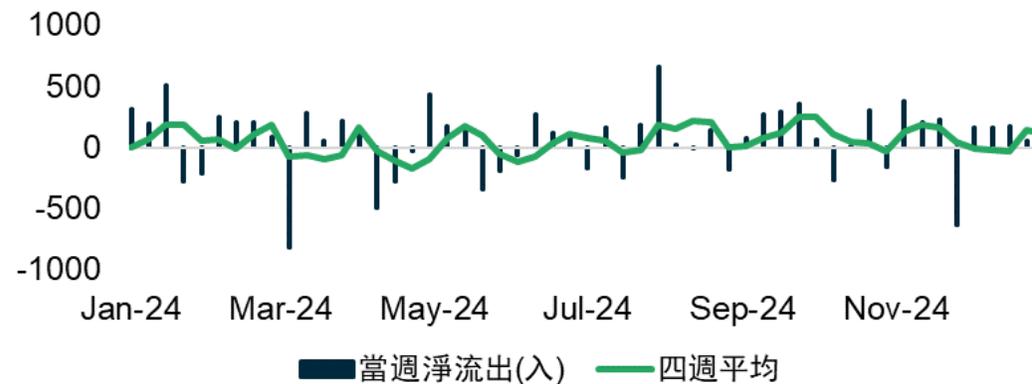
## 地產股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



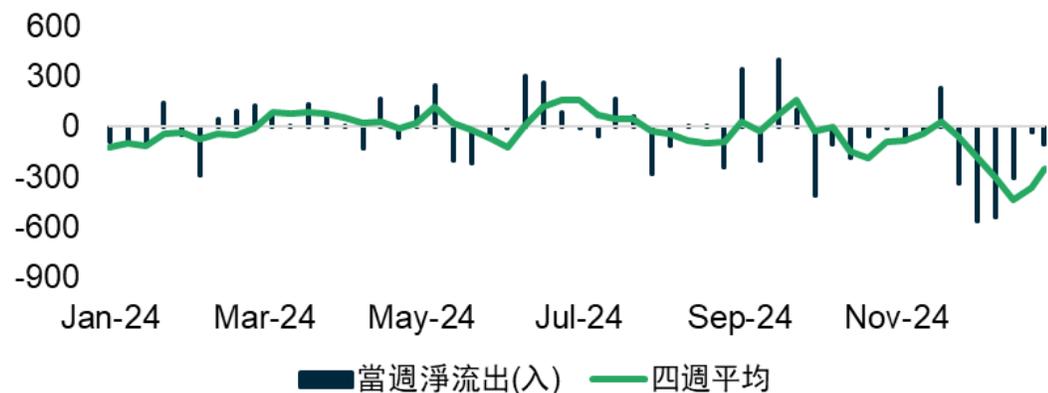
## 金融股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



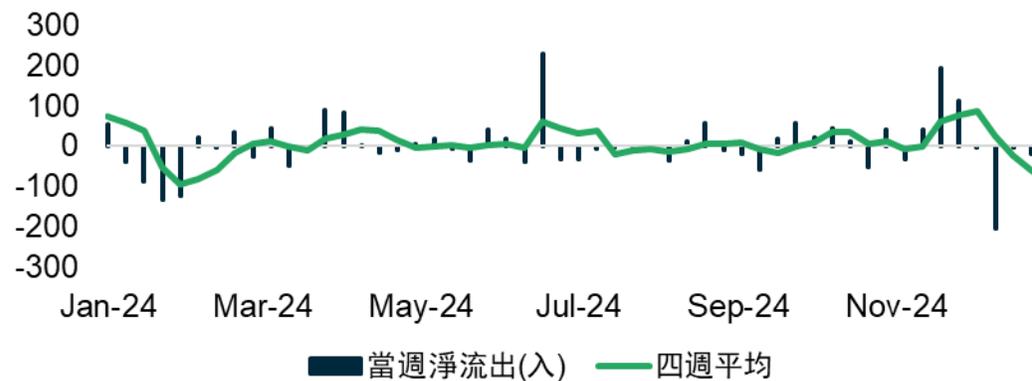
## 能源股票型ETF每週資金流向

(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2025/1/8。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](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。