



國泰世華銀行
Cathay United Bank

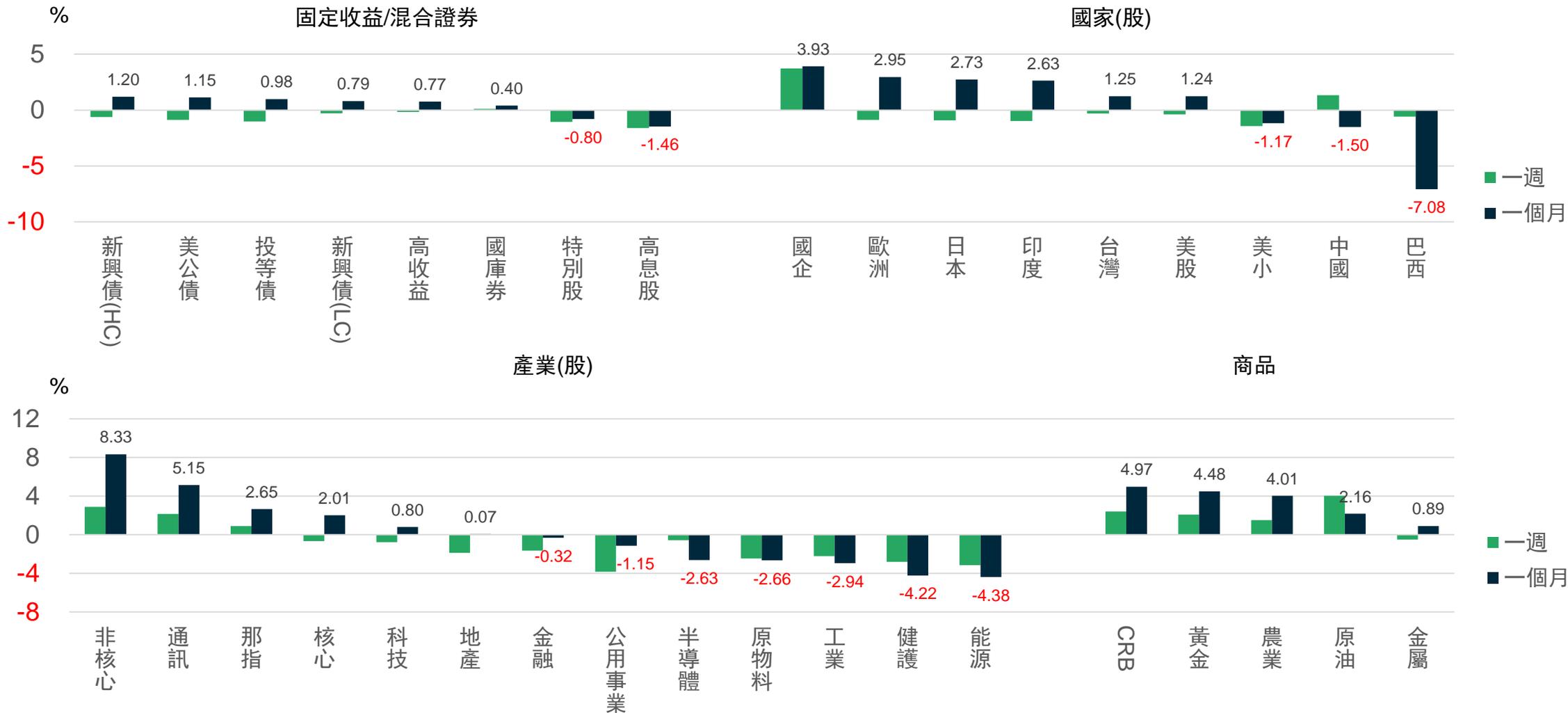
就勢論市

Global Weekly Comment

Dec 13 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, 2024/12/13。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

- › 美國小型股再登舞台
- › 非投等債鎖利兼獲利

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

美國通膨數據雖見反覆，但未損及聯準會本月降息預期，後續寬鬆路徑或有波折，但方向似未明顯轉變。中國中央經濟工作會議正式登場，政策利多消息時有所聞，增添些許想像空間。川普受訪言論重申過往論調，地緣政治雜音未見明顯消散，金融市場難免擾動，提高警覺但毋需過度擔憂。

美股道瓊稍見回落，標普維持高檔震盪，科技首見二萬價位，費半持續盤旋糾結，小型股浮現漲多遲滯，歐洲止跌反彈，日本靜待突破。陸港股嘗試突圍，台股未有進展，印度收復季線，巴西擺脫低迷。非必需消費成為產業少數亮點，黃金相關稍露轉機，其餘昔日創高族群光芒幾逝，韜光養晦，靜待再起時機。



未來展望

市場聚焦聯準會今年最後一次利率決策會議，相較於逐漸成為市場共識的降息一碼，點陣圖對明年政策變化預期，及鮑威爾會後記者會內容，更具指標意義。日本央行同需關注，升息與否動見觀瞻，中國總經數據、美國PCE通膨、各國製造業/服務業PMI初值陸續公布，提供窺探景氣、物價線索，持續留意。

全球股市干擾隱然浮現，美股部分指數看似無損，但類股多見疲態確為事實，過往齊漲景象暫不復見，投資增加風險意識，靜待低檔布局時機來臨。美債殖利率近期醞釀止穩回升，甚具探測前高動能，提供尋求固定收益者另一配置契機，適度搭配非投等債，不失為增加後續孳息收益選擇。

資料來源：國泰世華銀行整理，2024/12/13。



Contents

05 技術觀點

10 本週議題

16 資金動向

技術觀點

區間泥淖，靜待突圍

日股東証一部指數



- 日股東証一部指數經過七、八月大幅波動後，近期呈現狹幅區間震盪整理走勢，然最近略現突圍徵兆。
- 重新站回主要均線，醞釀浮現多頭排列格局，實則持續糾結，季線稍見上揚動能，看似趨勢偏正面，然尚未擺脫多空拉扯情境。
- 日KD仍然維持11月下旬至今的交叉向上動能，週KD同窺恢復交叉向上跡象，但過程猶呈反覆游移狀態。
- 後續若能突破站穩2750，完成九月至今的收斂三角型態，屆時依等幅測量進行推估，有望挑戰今年高點2946。

資料來源：TradingView。

堅守缺口，醞釀再起

陸股上証指數



- 陸股上証指數經過九月下旬急漲激情後，出現漲多回落走勢，所幸過程中堅守先前跳空缺口，近期重拾漲升動能。
- 主要均線逐漸形成多頭排列格局，季線持續呈現上揚走勢（目前扣抵值仍然低於3000），多頭陣營猶享主導權。
- 日KD略現交叉向下雜音，恐添短線擾動風險，但週KD醞釀於50附近，重新恢復交叉向上動能，稍解背離疑慮。
- 在未跌破今年五月高點前（約3150-3200），配合技術指標維持偏多徵兆，後續確實具備再次挑戰前波高點動能。

資料來源：TradingView。

底部成形，尚缺臨門

港股國企指數



- ▶ 港股國企指數於十月初創下波段高點後，即呈漲多拉回走勢，期間甚面臨7000整數關卡保衛戰，所幸近期稍見止穩回升跡象。
- ▶ 逐漸收復站回主要均線，季線受惠於目前扣抵值仍低於7000，有利揚勢續存，多頭陣營醞釀再起爐灶。
- ▶ 日KD略現交叉向下雜音，恐添短線擾動風險，週KD開口大幅收斂，觀察能否重新於50附近交叉向上，化解高檔背離疑慮。
- ▶ 在未明顯跌破今年五月高點前（約7000），2022年中形成的底部型態有望延續，後續再創新高動能未見消散。

資料來源：TradingView。

多空拉扯，觀察動能

台股加權指數



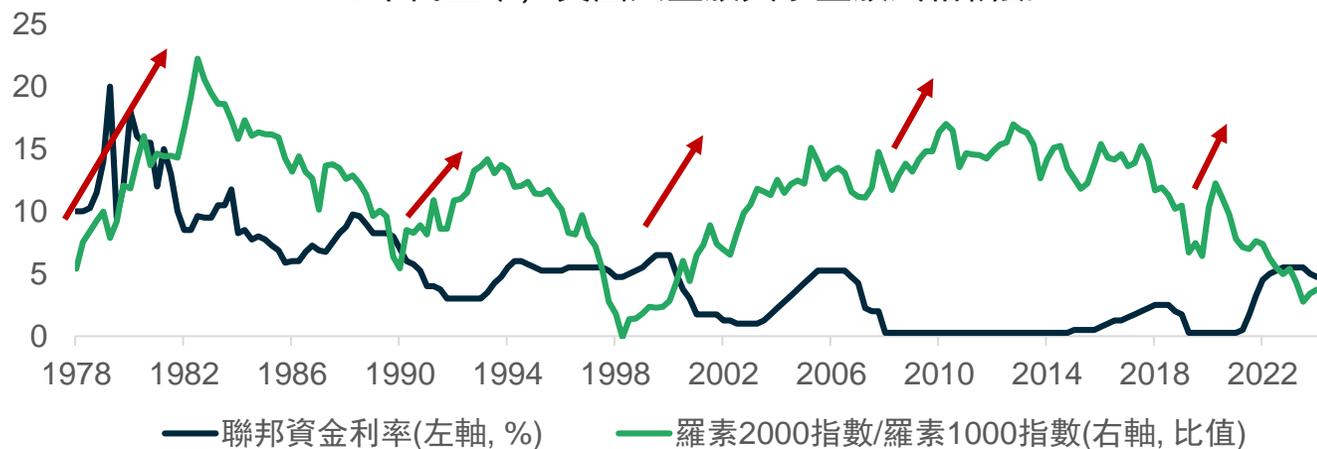
- 台股加權指數十月初至今，維持上有反壓、下具支撐的高檔震盪整理走勢，上半年亮眼漲勢暫失蹤跡。
- 主要均線醞釀恢復多頭排列格局，但後續挑戰未止，季線目前扣抵值仍低於22500，有利揚勢續存，提供多頭陣營攻堅籌碼。
- 日KD略現交叉向下雜音，錯失技術指標低檔背離優勢，週KD開口雖見收斂跡象，但尚未重拾交叉向上動能。
- 後續觀察能否突破站穩23600 (區間上緣)，扮演再次改寫歷史新高，挑戰25000整數關卡的關鍵因子。

資料來源：TradingView。

本週議題

類比歷史，當前小型股再具舞台

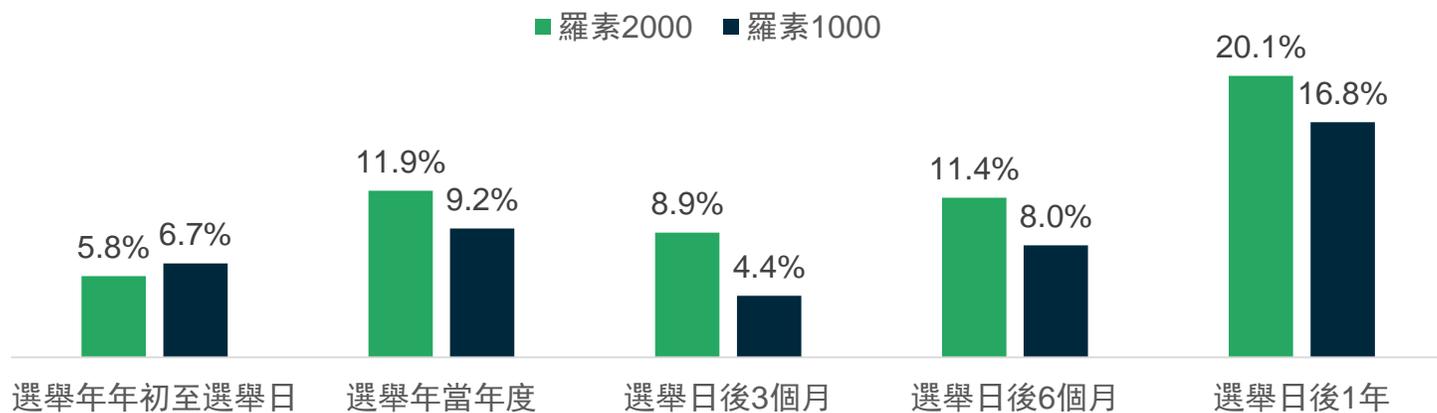
70年代至今，美國大型股與小型股風格輪動



1.4
1.2
1.0
0.8
0.6

、 **降息有利小型股。**回顧歷史，從1970年至今，共有5次小型股行情，可以發現小型股走強多出現在降息循環中後期，並持續到升息之前，因為這個時段的經濟狀態已從低谷復甦，頗具韌性，企業盈利也不會進一步惡化，且降息釋放出充足的資金流動性，對於小型股來說，具韌性的經濟和充足的流動性均為關鍵的催化因素。

小型股在過去10屆總統大選的平均報酬表現亮眼

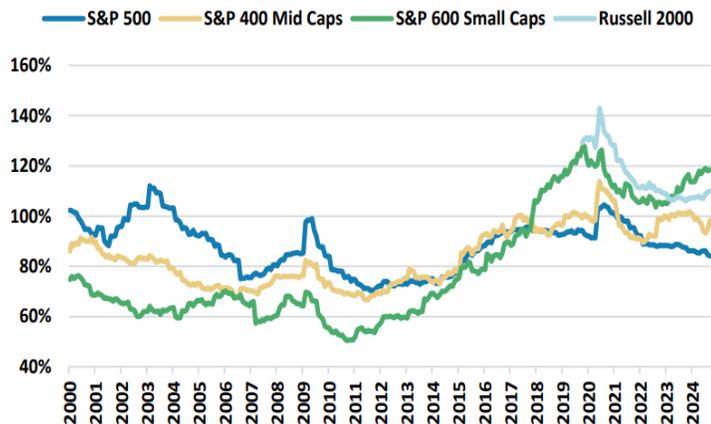


、 **選舉有利小型股。**回顧小型股在過去十屆選舉年的歷史走勢，在選舉後均有強勁表現，因為美國小型股近八成的營收是來自境內，更易受到新政影響。尤其當下，川普重返白宮前多次重申貿易保護立場，其對內減稅、對外加徵關稅的政策有利小型企業經營，預期帶來的製造業回流也將進一步為小型股提供機會。

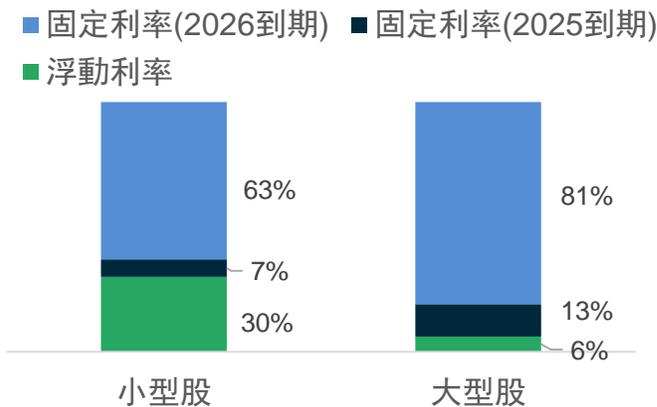
資料來源：Bloomberg, 1978/1/1-2024/12/11。

降息循環開啟，有利小型股財務健康及併購想象

負債權益比重

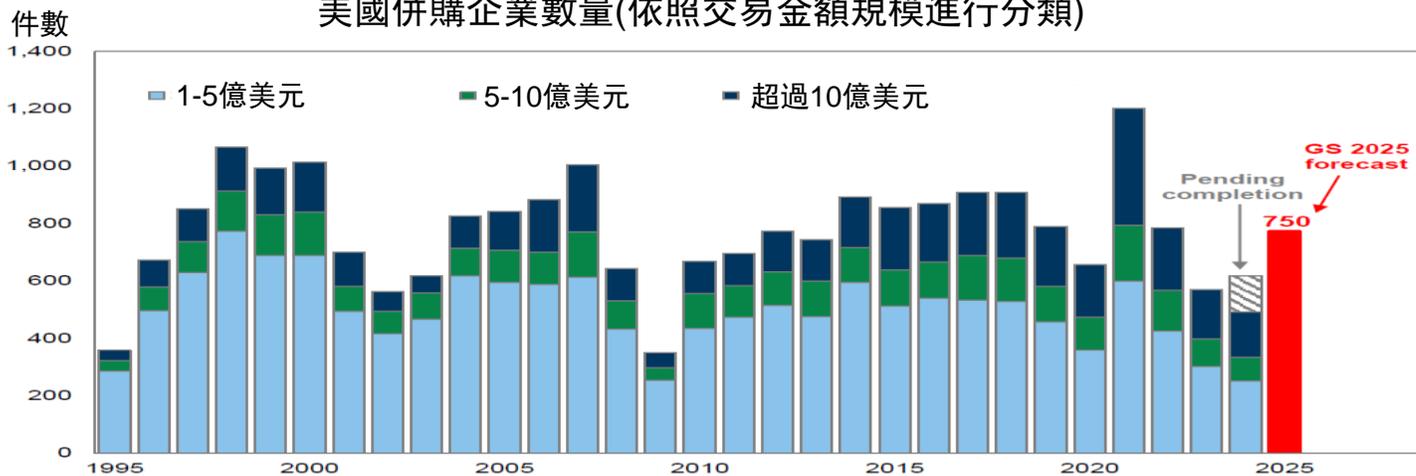


小型股和大型股債務種類佔比



› 降息循環開啟，借貸成本下降。小型股公司通常信貸管道較少，對利率變化更為敏感。羅素2000指數公司中約有 1/3 的公司採用浮動利率融資，這種組合導致小型股公司通常比大型股公司負債更高、信用評級更低。因此，與通常採用固定期限債券融資的大型股公司相比，目前降息可帶來更多利好。

美國併購企業數量(依照交易金額規模進行分類)

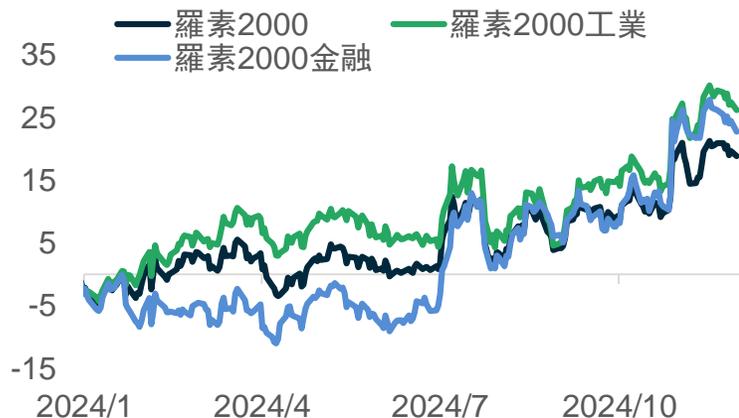


› 景氣平穩加上降息，併購成本降低。併購預期因經濟活動穩健和併購成本降低而增加，預計2025年可完成的併購案將增長25%，其中規模大多為金額在10億美元以下的中小型交易，併購對象大多為小型股，因併購過程常溢價進行，這也讓對小型股的併購更有想像空間，併購增加也對小型股的估值有所推動。

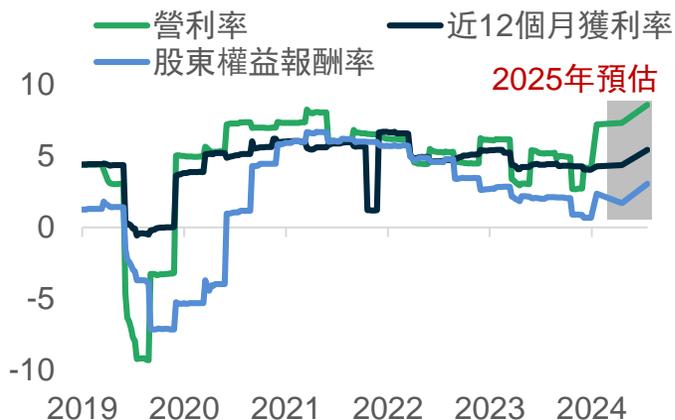
資料來源：上：(左)Morgan Stanley, 2024/10/22, (右) 高盛, 2024/2; 下：高盛, 2024/12/10

製造業回流助力小型股，分散配置廣納利好

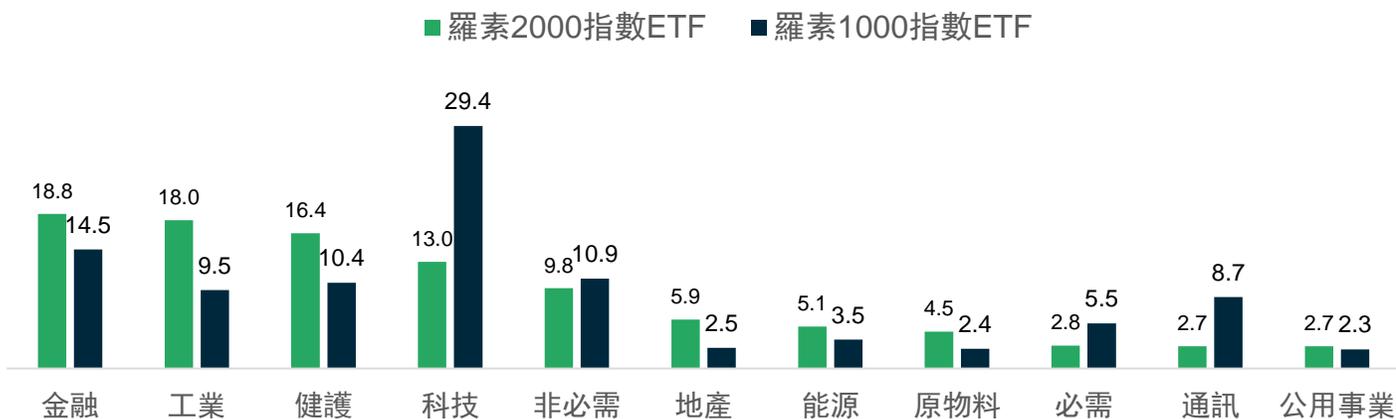
羅素2000指數及主要產業漲幅(%)



羅素2000指數盈利指標(%)



羅素2000 指數ETF與羅素1000指數ETF的產業分佈(%)



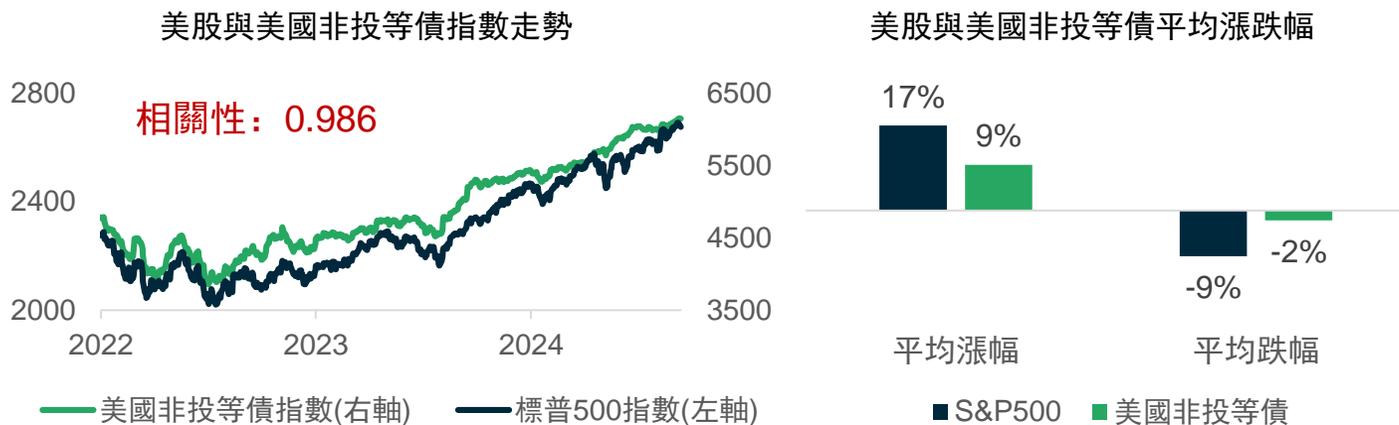
資料來源：Bloomberg, 2024/11/28。

製造業回流助力更多中小型公司有所表現。新冠疫情以來，各國的封鎖讓許多大型公司重新考慮供應鏈佈局，製造業資本已經逐步從海外回流美國，今年以來，小型股中的工業和金融產業表現都超越指數、創下新高。此外，川普當選後即將頒布的關稅政策更加強製造業回流趨勢，轉向本土化使許多美國小公司受益，預計2025年小型股獲利將進一步增長。

小型股產業佈局更加分散，曝險更加全面。今年AI對科技的助力讓大型股大有表現，但AI的發展不只需要先進晶片，諸如散熱管理、資料存儲和網路安全等都同樣重要，涉及多產業，且小型公司通常是這些行業的關鍵。此外，美國經濟主要還是以服務業為主，而小型公司往往是關鍵參與者，因此也是經濟軟著陸的受益者。

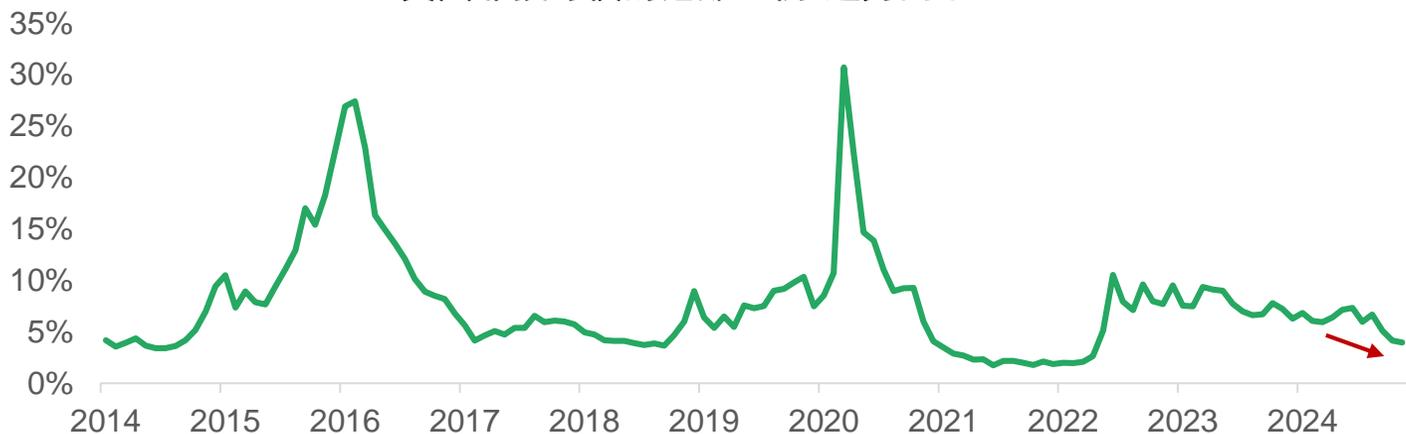
非投等債跟漲抗跌，大幅違約機率低

過往兩年美國非投等債與美股相關性高，跟漲抗跌



美國非投等債與美股相關性高，且跟漲抗跌。美國非投等債與美股相關性極高，檢視2022年初至今數據，二者相關性高達0.986。投資美國非投等債，一方面享受其與美股較高的相關性，收高息的同時，也沾到美股上漲的光，另一方面也可減輕對美股大幅修正的擔心，過去兩年，美國非投等債平均跌幅，僅為美股的三成，但漲幅超過美股一半。

美國非投等債的危難比例*趨勢向下

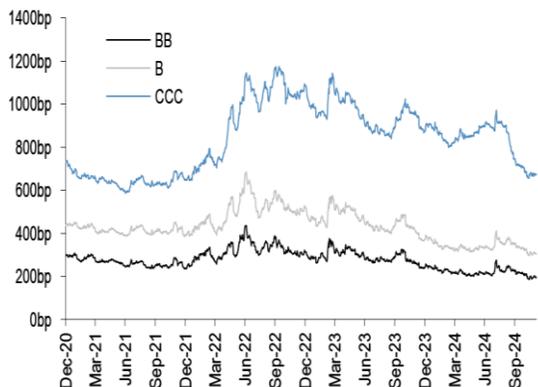


危難比例趨勢向下，美國非投等債大幅違約機率低。危難比例若上升，表示不良債信的资金需求增加，發債企業未來欠款不還的機率也會增加，故危難比例可視為非投等債違約的先行指標。目前危難比例呈現下降趨勢，顯示發生大幅違約可能性低。

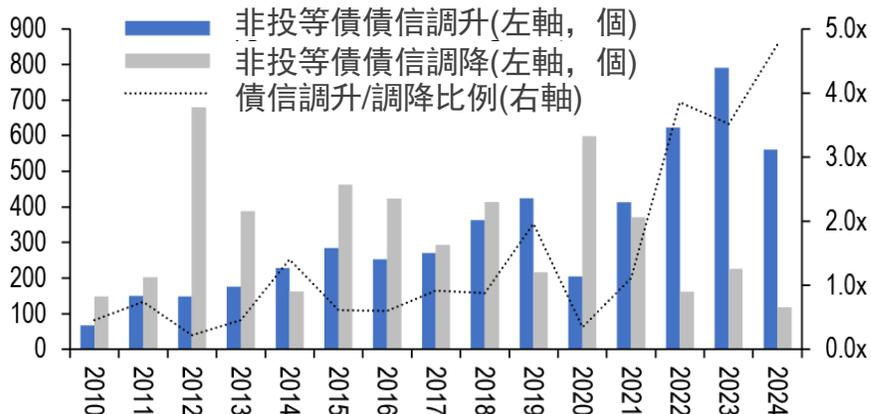
資料來源：上：Bloomberg, 2022/1/1-2024/12/11。下：BoFA, 2024/11/30。*危難比例：不良債信占整體非投等債的比重。

非投等債品質提升，償債高峰從容應對

美國非投等債利差

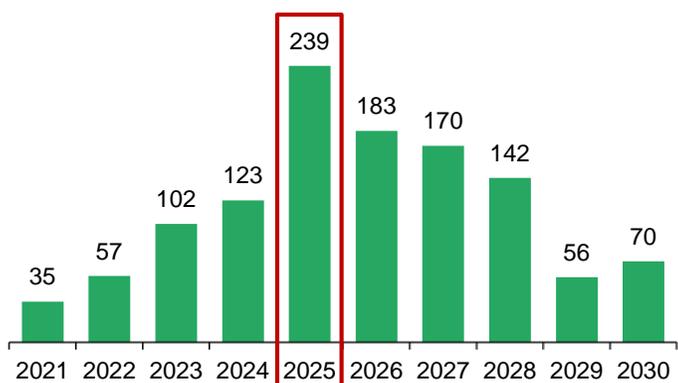


債信調升、調降數量及比例

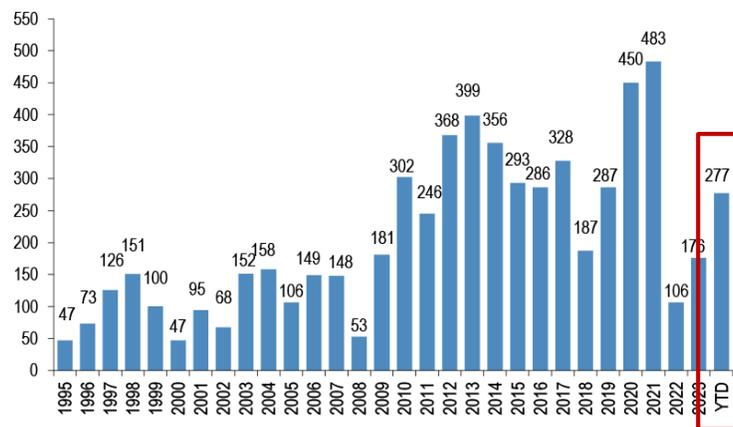


美國非投等債利差收斂，債信調升，信評變化趨勢正向。美國經濟保持韌性，衰退風險下滑，讓非投等債利差收斂至五年低點。且目前美國經濟軟著陸機率提升，預防性降息更加持經濟基本面的韌性，利差收斂空間雖有限，但非投等債債信調升比例穩定增加，進入信評變化的正向趨勢，有助支撐價格表現。

未來到期非投等債金額 (十億美元)



歷年新發行的非投等債金額 (十億美元)



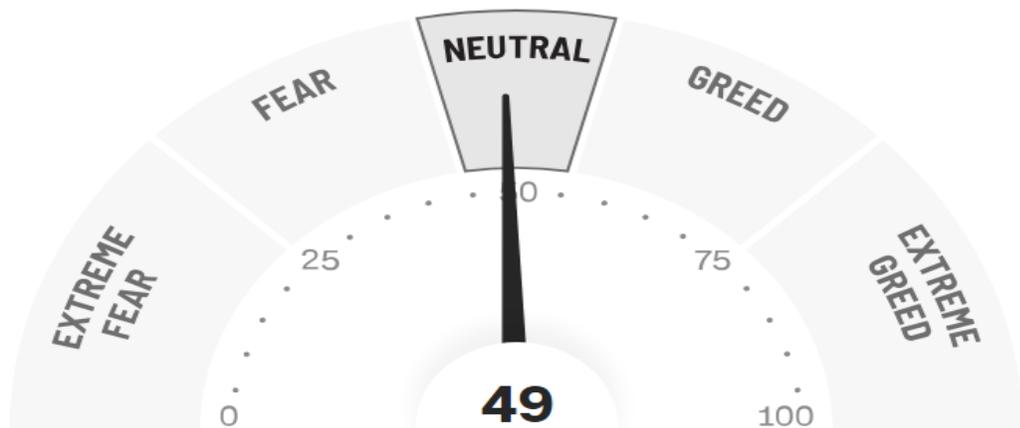
從容迎接償債高峰，以更低利率融得新券。明年雖為非投等債券到期高峰，但如前所述，危難比例持續下降，並不會有大幅違約發生，且降息讓公司支付貸款利息變少，公司財務體制更健康，也能從容應對明年的償債高峰。此外，還完舊券後，可以更低利率融得新券，今年以來，非投等債新券發行金額已超過明年償債金額，應對更從容。

資料來源：上：J.P. Morgan, 2024/12/9。下：(左) BoFA, 2024/11/30, (右) JP Morgan, 2024/12/2。

資金動向

資金流向(固定收益)

恐懼貪婪指標



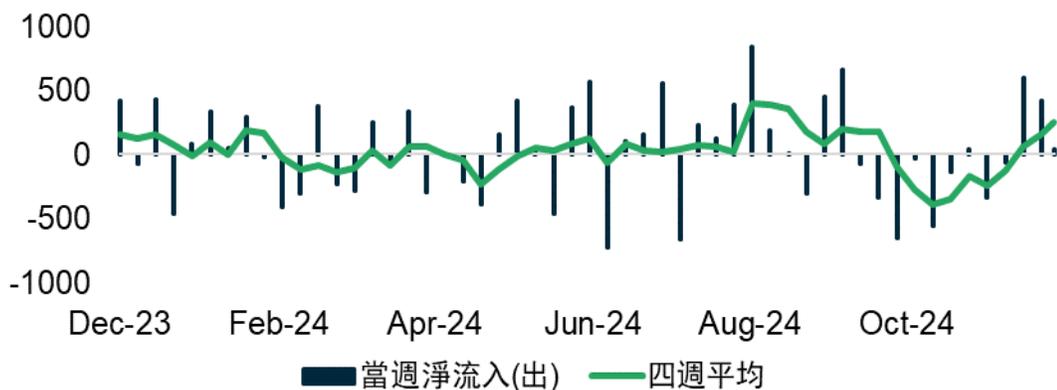
投資級債券型ETF每週資金流向

(百萬美元)



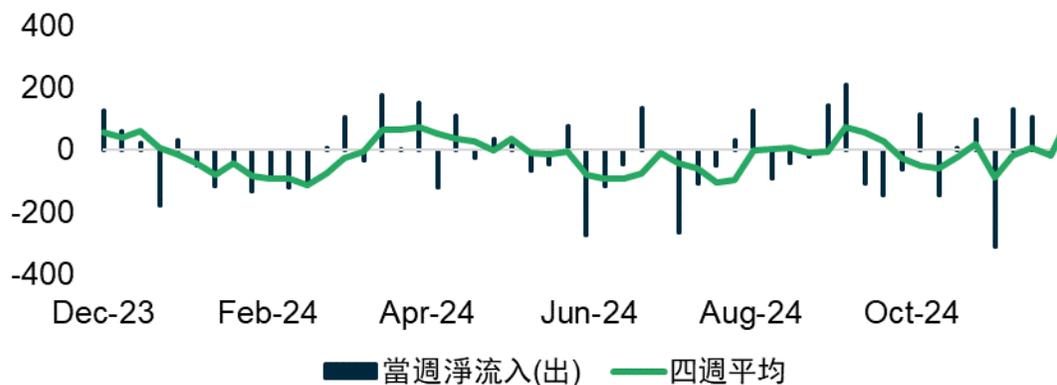
非投資級債券ETF每週資金流向

(百萬美元)



新興市場債券型ETF每週資金流向

(百萬美元)

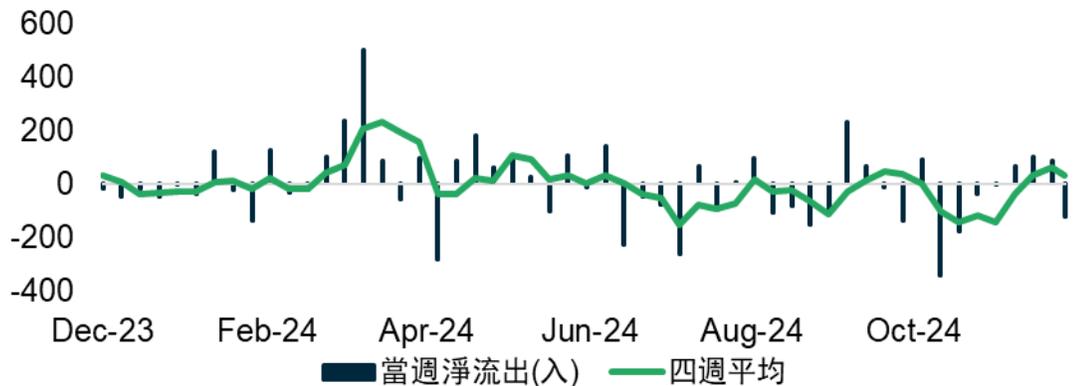


資料來源：CNN(12/12)、Bloomberg (2024/12/11)。投資債級ETF、非投資債級ETF、新興市場債ETF分別指<LQD>、<HYG>、<EMB>。

資金動向(產業)

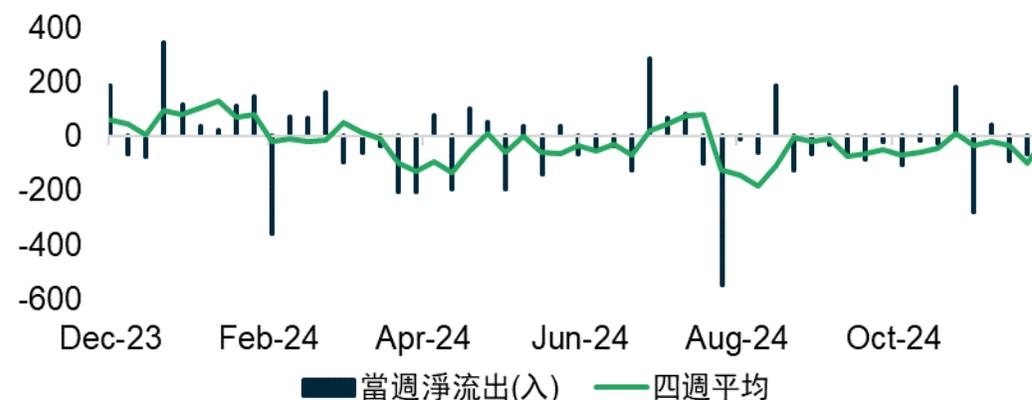
科技股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



健護股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



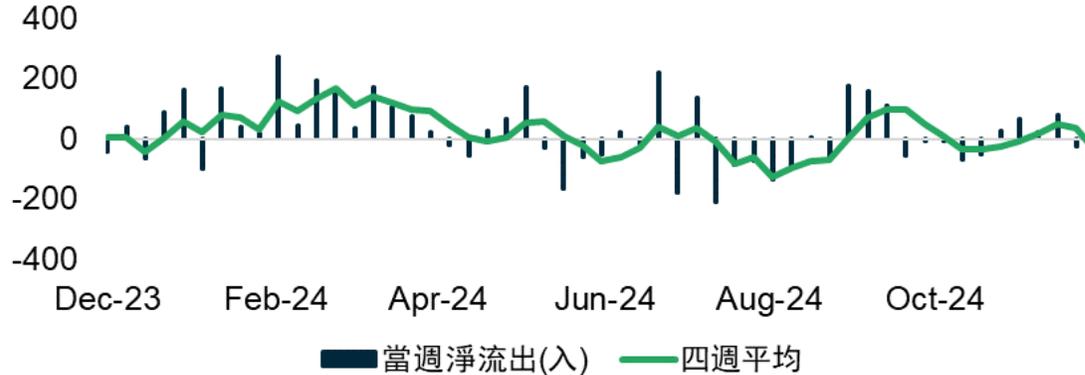
核心消費股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



工業股票型ETF每週資金流向

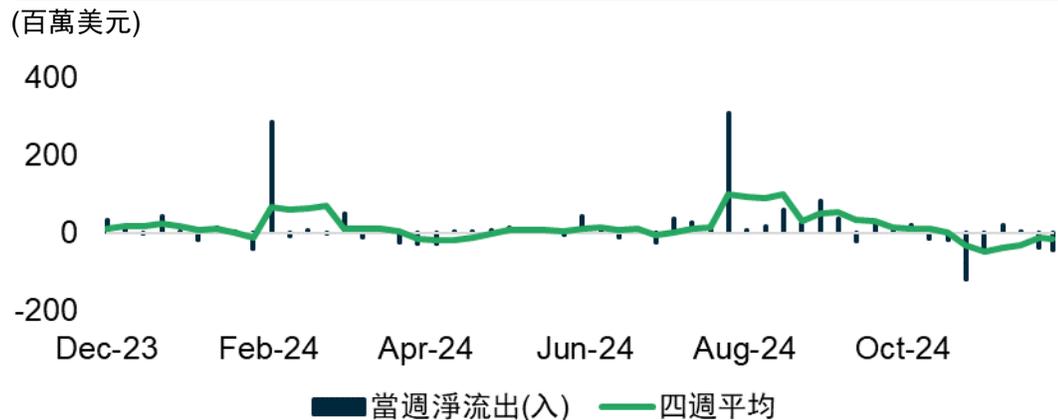
(百萬美元)



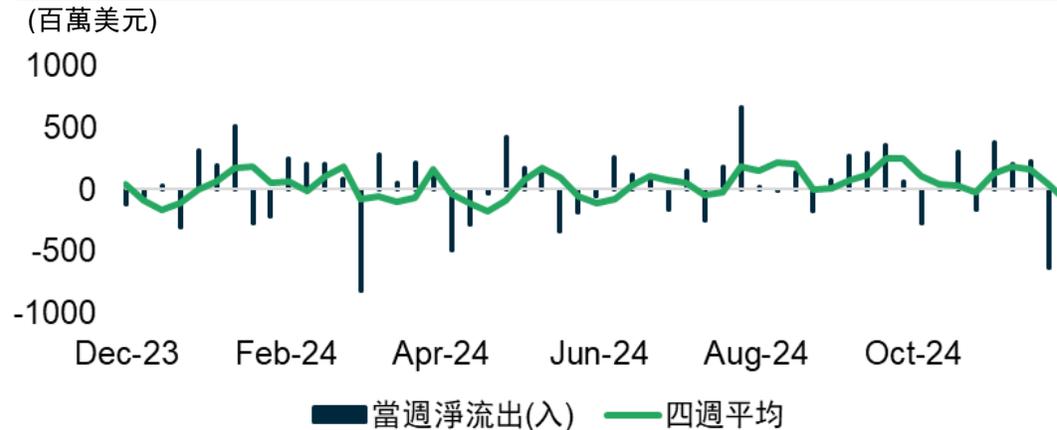
資料來源: Bloomberg, 截至2024/12/11。科技、健護、核心消費、工業股票型ETF分別指<XLK>、<XLV>、<XLP>、<XLI>。

資金動向(產業)

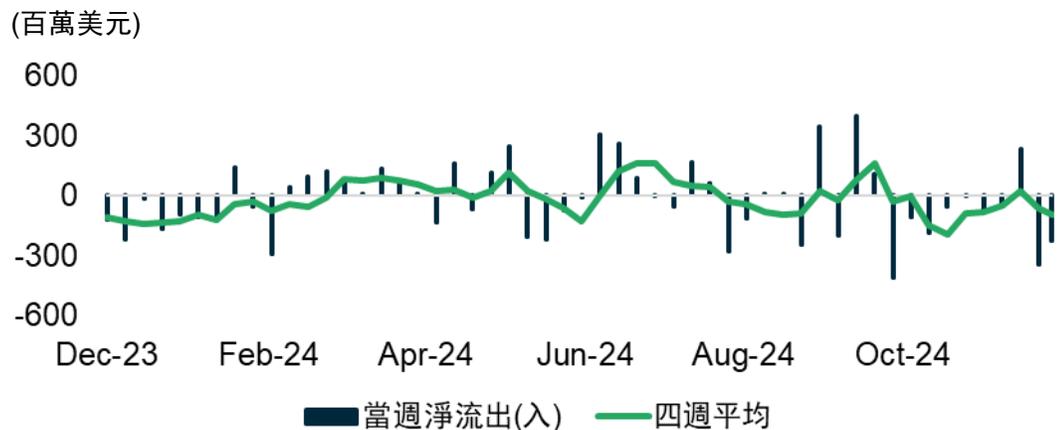
地產股票型ETF每週資金流向



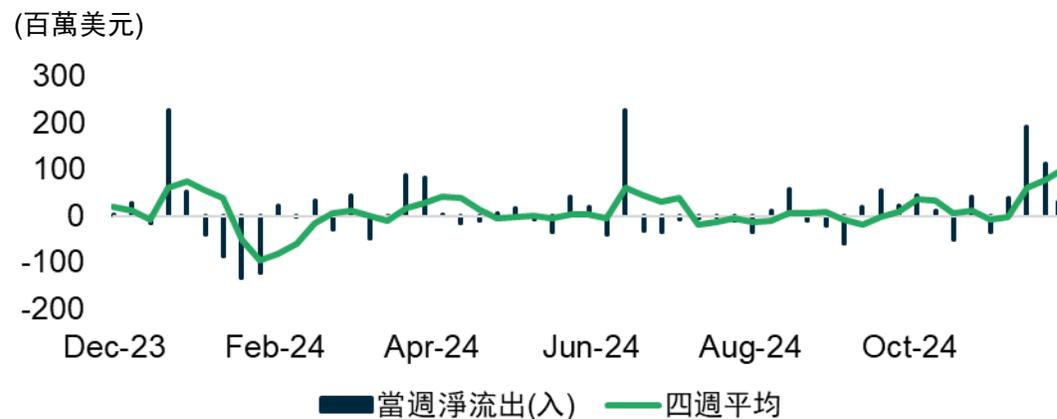
金融股票型ETF每週資金流向



能源股票型ETF每週資金流向



原物料股票型ETF每週資金流向



資料來源：Bloomberg，截至2024/12/11。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。