



凱基證券

金融寬鬆利房市

Credit Easing, Housing Booming

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年12月16日



01 本週焦點圖表

歐洲央行降息轉鴿，
美元指數高位有撐



02 市場回顧

中美貿易戰升溫，
股市震盪



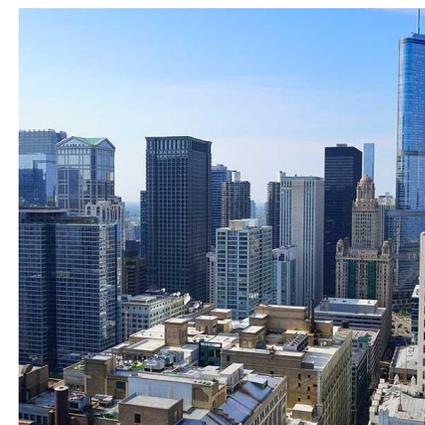
03 熱門議題

美國通膨呈現僵固性，
關注聯準會下週降息前瞻



04 投資焦點

經濟軟著陸與金融放貸鬆，
房屋建築業擁低基期利多

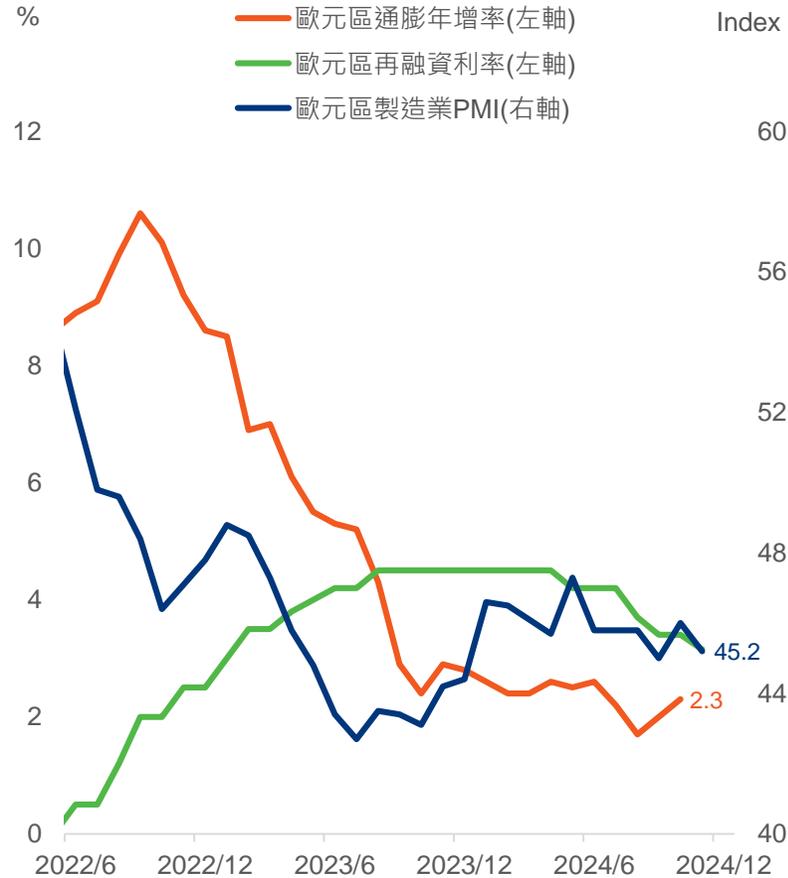


本週焦點圖表

歐洲央行降息轉鴿，歐元走弱、美元高位有撐

- ▶ 中國11月出口年增6.7%、進口年減3.9%皆不如預期，中國為歐洲第一大出口國，中國需求不振拖累歐洲出口。歐元區11月製造業PMI弱盤於45.2，經濟持續疲軟，通膨年增率為2.3%，加上德國總理蕭茲向聯邦眾議院要求12月16日進行信任投票，準備啟動明年2月底提前改選；法國總統馬克宏重組新政府、任命新總理，歐洲主要國家近期政治不穩定，財政擴張力度有限，促使歐洲央行12月再度降息1碼，主席拉加德語調和央行利率展望都偏鴿調，未來貨幣政策持續寬鬆，期望壓低融資成本，提振經濟。
- ▶ 歐洲經濟表現較美國更差，相較聯準會明年可能縮減降息空間，歐洲央行有更大誘因增加降息幅度，近期美德兩國2年期公債利差擴大、歐元走貶。考量歐元佔美元指數組成貨幣中最大權重，歐元走弱推升美元指數高位有撐，美元強勢可能延續至2025上半年，對商品與新興市場造成影響。

歐元區製造業下滑、通膨回落。歐洲央行再度降息



美德公債利差擴大，對美元形成支撐



美元指數組成權重(%)

貨幣	權重(%)
歐元	57.6
日圓	13.6
英鎊	11.9
加幣	9.1
瑞典克朗	4.2
瑞士法郎	3.6

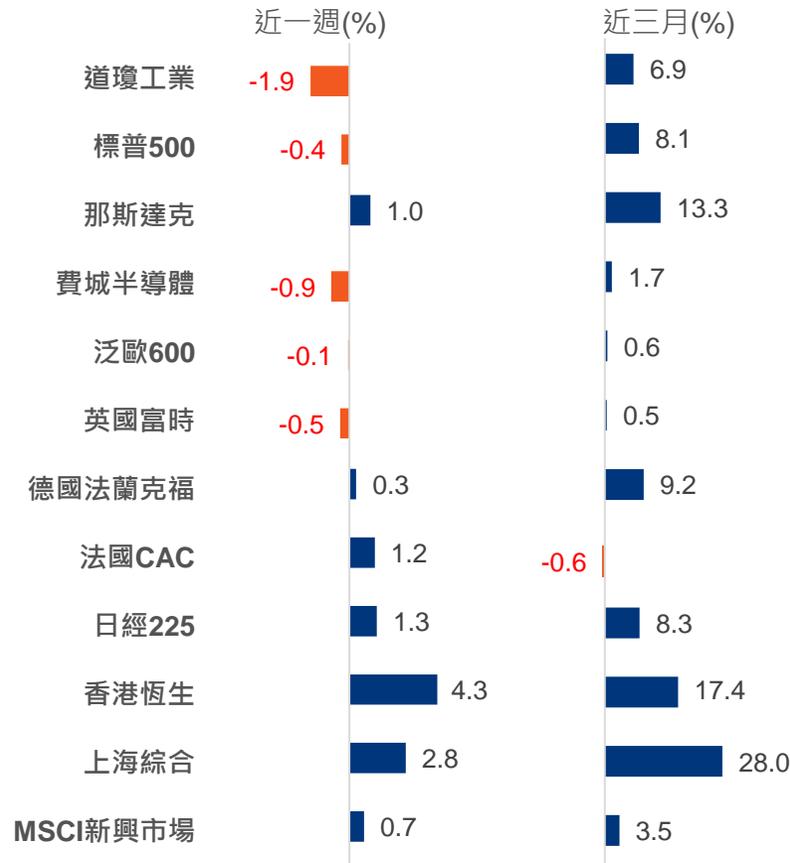
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

市場回顧

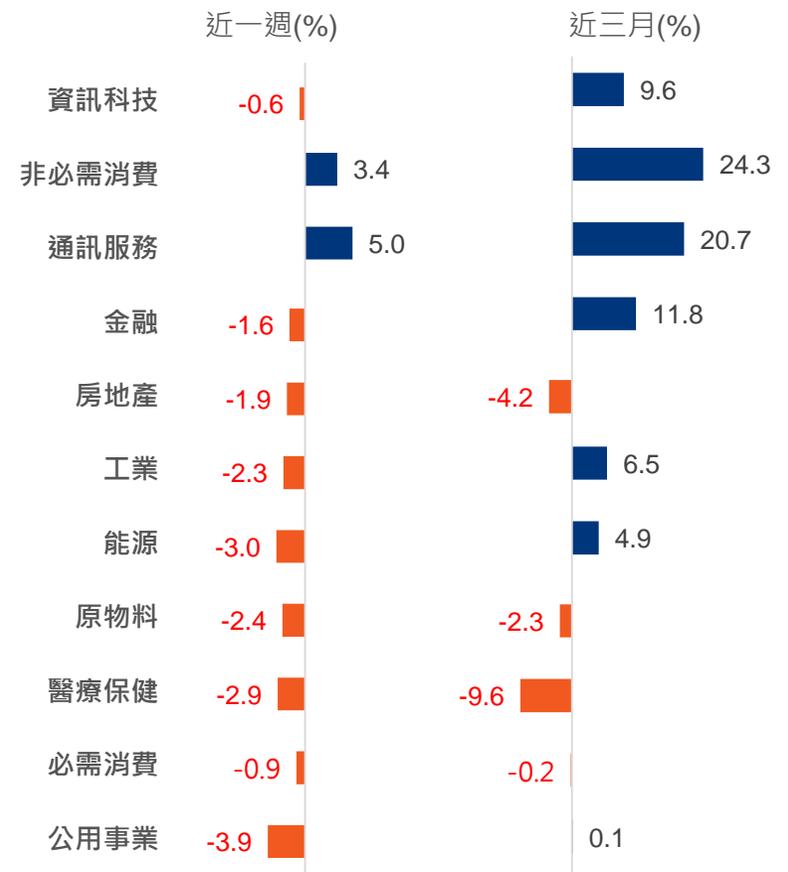
輝達遭反壟斷調查令中美貿易戰升溫，股市震盪

- ▶ 美國最新CPI與上週非農就業數據符合預期，令市場加大對聯準會本月降息的信心，然在中國12月9日宣布對輝達展開反壟斷調查的消息後，拖累美股跌多漲少。儘管法國政治波瀾尚未結束，但市場仍期待馬克宏推出的新總理人選能緩解政治僵局。此外，歐洲央行12月12日宣布再度降息1碼，對歐洲股市帶來一定程度支撐。中國12月9日召開中央政治局會議，宣布2025年將實施「適度寬鬆」貨幣政策，為14年來首次改變貨幣政策立場，提振市場寬鬆預期，激勵陸港股顯著反彈。
- ▶ 產業方面，輝達遭到中國調查，拖累整體科技類股表現。另，密大消費者信心指數初值優於預期，加上特斯拉正在推動Cybertruck進入中國市場的消息，共同激勵了非必需消費類股表現。此外，聯準會12月降息預期升溫，亦支撐了部分通訊服務類股表現，其餘類股走勢則相對疲弱。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)

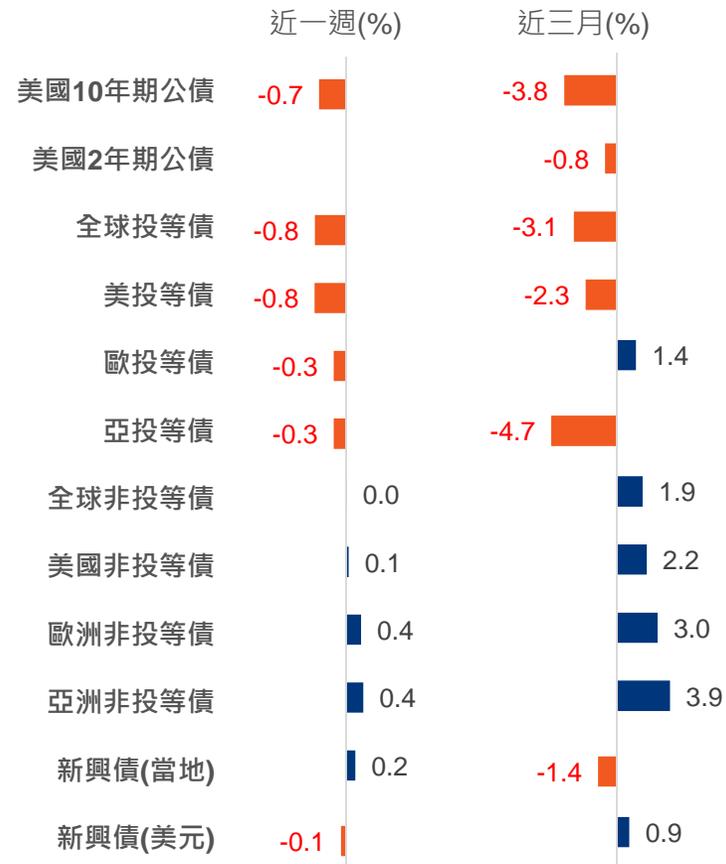


資料來源：Bloomberg，2024年12月13日

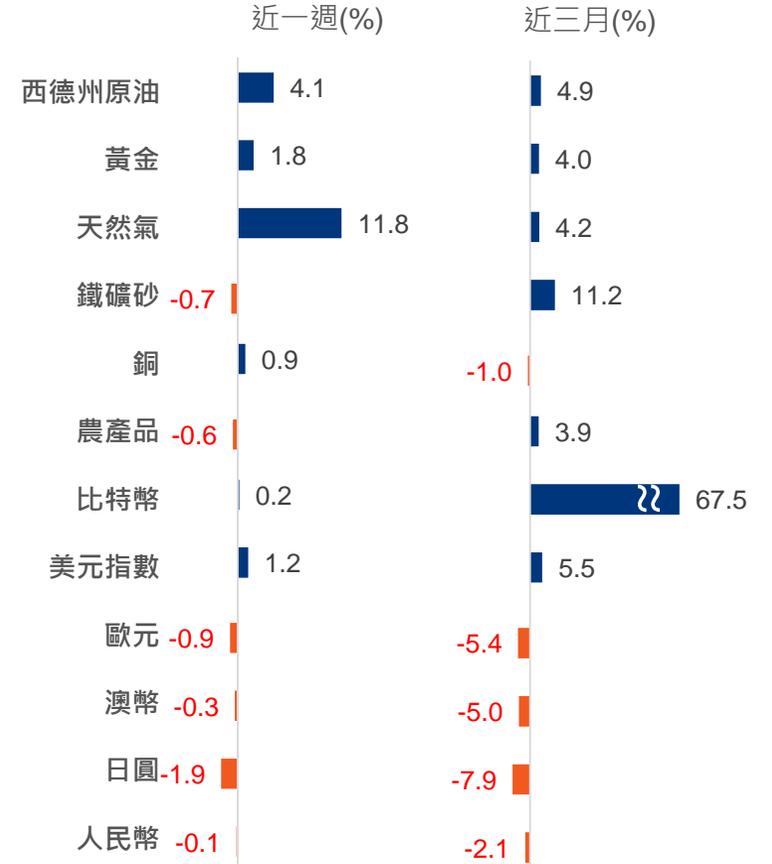
美國通膨呈現僵固令殖利率反彈，美元走強、日圓波動擴大

- ▶ 美國財政部本週標售數批公債，令債券市場供給回升，復以美國CPI年增率與月增率皆較上月小幅回升，雖符合市場預期但亦代表通膨呈現僵固，共同帶動美國公債殖利率走高，連帶拖累投資等級債市場價格回落。
- ▶ 敘利亞阿薩德政府垮台後，以色列陸續空襲敘國，並進軍該國境內的非軍事緩衝區，令地緣風險意識回籠，加上市場傳出歐盟將再度對俄羅斯石油出口實施新一輪制裁，恐對短期原油供應帶來趨緊的壓力，油價顯著反彈。此外，美國數據符合預期，帶動12月降息預期升溫，推升金價通週小幅反彈。
- ▶ 上週就業數據與CPI小幅回升共同支撐美元指數走勢，歐洲央行降息1碼則令歐元小幅回落。另，市場傳出日銀官員認為「升息可再等等也無妨」的消息，導致日圓自上週的升勢反轉下跌，預料在日銀會議前因升息與否的消息反覆，短線日圓波動恐將再度擴大。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



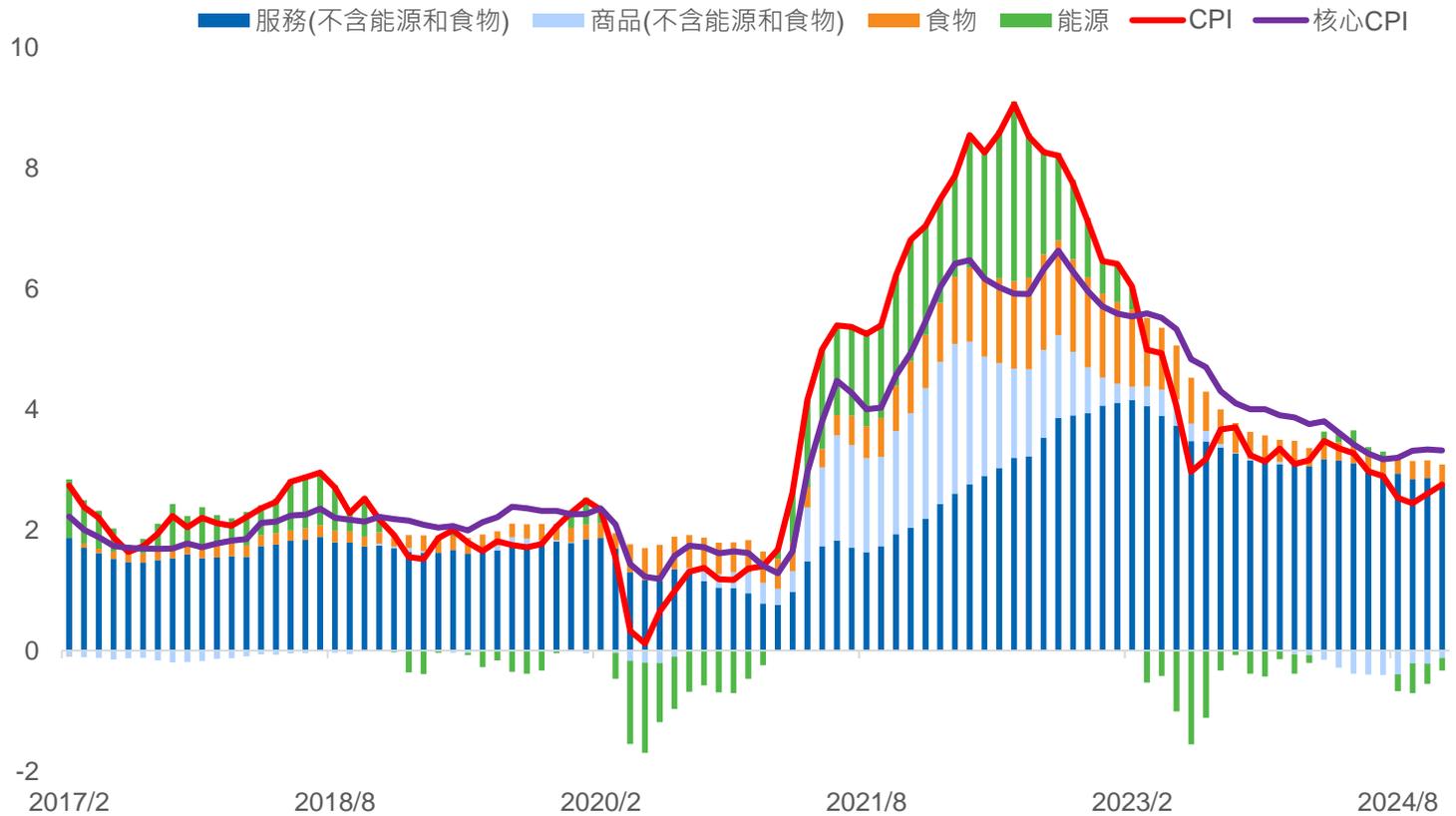
資料來源：Bloomberg，2024年12月13日

美國通膨有升溫跡象，下週聯準會降息機率仍高

- ▶ 美國11月CPI年增率上升至2.7%與市場預期相同，11月核心CPI年增率維持3.3%符合市場預估，其中核心商品通膨月增率從0.05%上升至0.31%，主要與家庭用品、服飾、運輸用品漲價有關。住房通膨月增率由0.38%降至0.34%，核心服務不含住房月增率從0.31%上揚至0.34%。然而，美國11月PPI月增0.4%為6月以來最大增幅，超過預期的0.2%，年增率也從2.6%升至3.0%，為去年2月以來最大增幅。通膨下降呈現僵固現象持續，股、債市表現震盪等待FOMC會議。
- ▶ 凱基投顧認為11月失業率上揚時已提高12月降息機率，而此次通膨符合預期，也將加深聯準會12月維持降息的共識，市場預期降息1碼機率高。凱基證券ACE策略不變，短期關注FOMC對2025年經濟預測與點陣圖，但由於鮑威爾已強調聯準會不會把尚未確定的政策納入貨幣模型考量，故長期需觀察川普新政策發布後的聯準會貨幣政策調整方向。

美國11月CPI年增率由2.6%上升至2.7%，食品與能源價格上揚為拉升主因

年增率，%



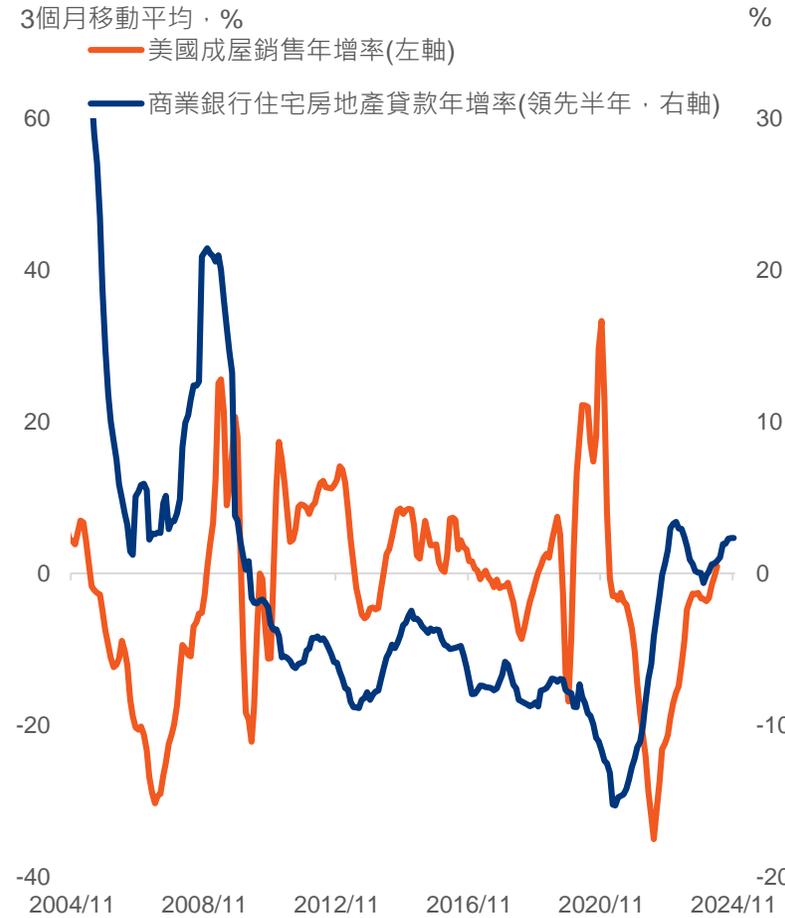
資料來源：Bloomberg，資料截至2024年12月12日

投資焦點

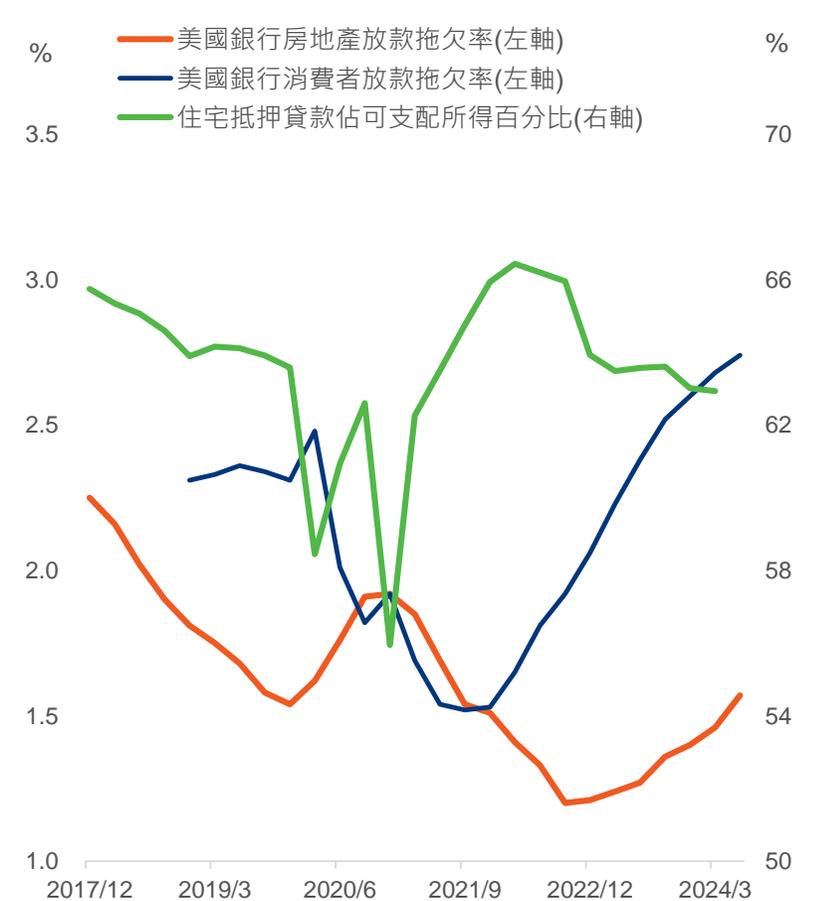
經濟軟著陸與銀行放貸量增，有利房屋建築業復甦

- ▶ 美國過去兩年經歷高利率與高房價環境，隨著川普當選、經濟軟著陸，對銀行放貸監管可望鬆綁，加上聯準會已開始降息，銀行提供房貸的標準已轉向寬鬆。觀察整體商業銀行房地產貸款量自谷底回升，轉為正成長，過去當銀行放貸量上升，往往伴隨著成屋銷售量上揚，放貸約領先成屋銷售半年時間。
- ▶ 影響美國房市的主要關鍵在景氣優劣與貸款利率高低。因美國房屋貸款以固定利率為主，多數借款人以聯準會升息前的較低利率還款，財務狀況未因過去大幅升息而惡化，整體房貸拖欠率維持低檔1.57%，甚至較消費信貸違約率更低。另一方面，民眾薪資多數因企業缺工、加薪而上升，使住宅抵押貸款佔整體家庭可支配收入不升反降，若川普的新政策實施，使家庭稅率下滑、民眾收入增加，加上明年相較於今年更低的利率，和稍增加的房屋庫存拉鋸，研調機構Realtor預期明年美國房價將溫和上漲，但漲幅漸縮。

美國商業銀行房貸量上升，未來房屋銷售將成長



美國民眾所得增加，房貸壓力可控、違約率低



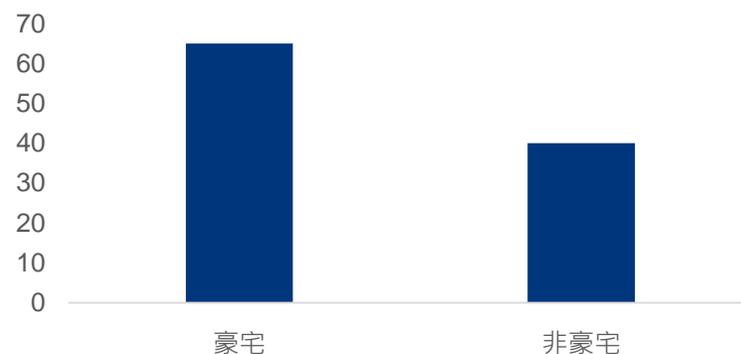
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理。

房屋建築兩極發展，豪宅與修繕不受景氣、利率影響

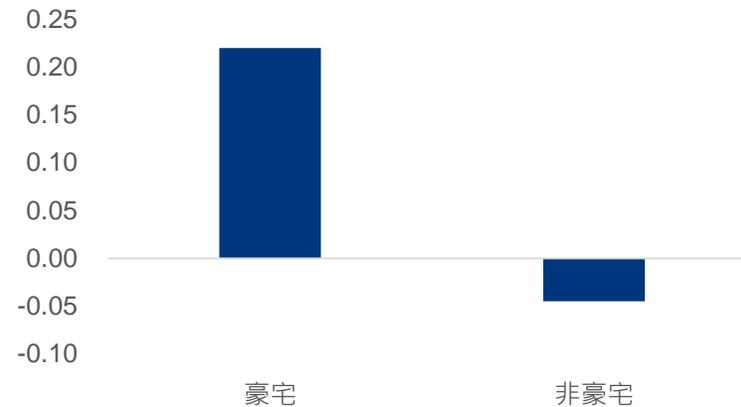
- ▶ 近兩年美國高通膨與高利率，使房屋建築業呈現兩極，不少美國家庭暫停大型翻修計畫，轉為將現有房屋修繕、維護，使相關建築、維修工程的承包商與企業獲利成長。另一方面，豪宅市場也不易受利率影響。從2019年第4季度到2023年第4季，豪宅價格上漲了65%，但非豪宅上漲了40%，統計長期銷售豪宅的價格和抵押貸款利率之間，呈較高正相關，顯示景氣好、升息環境時，豪宅銷售反而成長，但一般非豪宅價格則和抵押貸款利率呈現反向變動，較高利率使需求減弱，對一般住宅有負面影響，而富裕買家能使用現金支付，不受抵押貸款利率衝擊。
- ▶ 今年多數類股漲幅已高，但因聯準會剛開始降息與景氣軟著陸利多，房屋建築業預估本益比接近過去10年平均，具有評價面優勢；此外，標普建築營建股指數預估獲利年增率達26%，遠高於標普500指數的9%，明年房市景氣有撐，相關類股仍可留意。

豪宅的利率敏感度較低，不受景氣和利率影響

從2019年4Q到2023年4Q銷售價格中位數漲幅，%



銷售價格中位數和抵押貸款利率迴歸係數



房屋建築仍具低基期優勢，獲利預估優於大盤

預估本益比，倍



年增率，%



資料來源：左圖Miller Samuel、FHLMC、NAR、Haver，統計自2019年第4季度到2023年第4季，JP Morgan整理，右圖Bloomberg，凱基證券整理

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 川普四大政策包括反移民、輕監管、降稅賦和高關稅等，觀察後續對經濟影響及上任後實際政策內容。預期美國經濟軟著陸為主要情境，消費表現佳，減稅有利美股企業獲利表現。預期金融、工業、國防軍工等川普政策利多題材續發酵。此外，AI長期展望與發展佳，科技股長多趨勢不變。 ◆ 增加關稅將使中國外需動能受到壓抑，歐洲因經濟表現疲弱，加上貿易政策不確定性、北約軍費增加，歐股中性看待；隨薪資持續成長，消費力道回籠，日股偏多看待。 	<p>策略風格：大型股，金融、工業、軍工、AI與科技股</p> <p>區域：美國、日本、印度</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國新財長人選有助穩定債市，但經濟數據如CPI、PPI上升，使公債殖利率震盪加劇，考量潛在財政與貨幣政策路徑不確定性，美債布局以短天期公債、投等債鎖利。 ◆ 中長天期以上債券波動相對較大，投資人宜視風險承受度配置，除非景氣朝硬著陸發展，如觀察就業數據明顯放緩後，再配置中長天期債券。 	<p>期間：短天期債券鎖利，中長天期債波動相對較大，視投資人風險承受度配置</p> <p>種類：公債、投資級債以大型企業為首選，產業可聚焦具潛在利多的金融債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 川普與共和黨全面執政，通膨預期發酵恐帶動美債利率高盤，預期美元短線偏強，強勢美元或將延續至2025年年初，中期反應景氣軟著陸與聯準會持續降息，美元強度轉弱而下行。 ◆ 貿易關稅恐使非美地區經濟受挫，增加非美國家降息幅度與利差擴大，非美貨幣短期偏貶。日圓受政策影響，升息時點牽動日圓走勢。 	<p>美元短線高檔有撐</p> <p>日圓短期偏貶、長期緩升</p>

▶ DEC 2024

9

Monday

- 日本第三季GDP年季增率終值 (實際:0.3% 預估:0.3% 前值:0.2%)
- 歐元區12月Sentix投資者信心 (實際:-17.5 預估:-12.3 前值:-12.8)
- 中國11月CPI年增率 (實際:0.2% 預估:0.4% 前值:0.3%)
- 中國11月PPI年增率 (實際:-2.5% 預估:-2.8% 前值:-2.9%)

10

Tuesday

- 中國11月出口年增率 (實際6.7% 預估:8.7% 前值:12.7%)
- 日本11月工具機訂單年增率初值 (實際:3.0% 前值:9.4%)

11

Wednesday

- 美國11月CPI年增率 (實際:2.7% 預估:2.7% 前值:2.6%)
- 美國11月核心CPI年增率 (實際:3.3% 預估:3.3% 前值:3.3%)
- 日本11月PPI年增率 (實際:3.7% 預估:3.4% 前值:3.6%)

12

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (實際:242k 預估:220k 前值:225k)
- 美國11月PPI年增率 (實際:3.0% 預估:2.6% 前值:2.6%)
- 歐元區12月ECB主要再融資利率 (實際:3.15% 預估:3.15% 前值:3.40%)

13

Friday

- 日本10月工業生產月增率終值 (前值:3.0%)
- 歐元區10月工業生產月增率 (預估:0.0% 前值:-2.0%)

16

Monday

- 美國12月標普全球製造業PMI初值 (前值:49.7)
- 日本10月核心機器訂單月增率 (預估:1.0% 前值:-0.7%)
- 日本12月自分行製造業PMI初值 (前值:49.0)
- 歐元區12月HCOB製造業PMI初值 (預估:45.6 前值:45.2)
- 中國11月工業生產年增率 (預估:5.3% 前值:5.3%)
- 中國11月零售銷售年增率 (預估:5.0% 前值:4.8%)

17

Tuesday

- 美國11月零售銷售月增率 (預估:0.5% 前值:0.4%)
- 美國11月工業生產月增率 (預估:0.2% 前值:-0.3%)

18

Wednesday

- 美國11月新屋開工月增率 (預估:2.5% 前值:-3.1%)
- 日本出口年增率 (預估:2.5% 前值:3.1%)
- 歐元區11月CPI年增率 (預估:2.3% 前值:2.0%)

19

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (前值:242k)
- 美國12月聯準會利率決議 (預估:4.5% 前值:4.75%)
- 美國第三季GDP季增率終值 (預估:2.8% 前值:2.8%)
- 日本12月BOJ利率決議 (預估:0.25% 前值:0.25%)

20

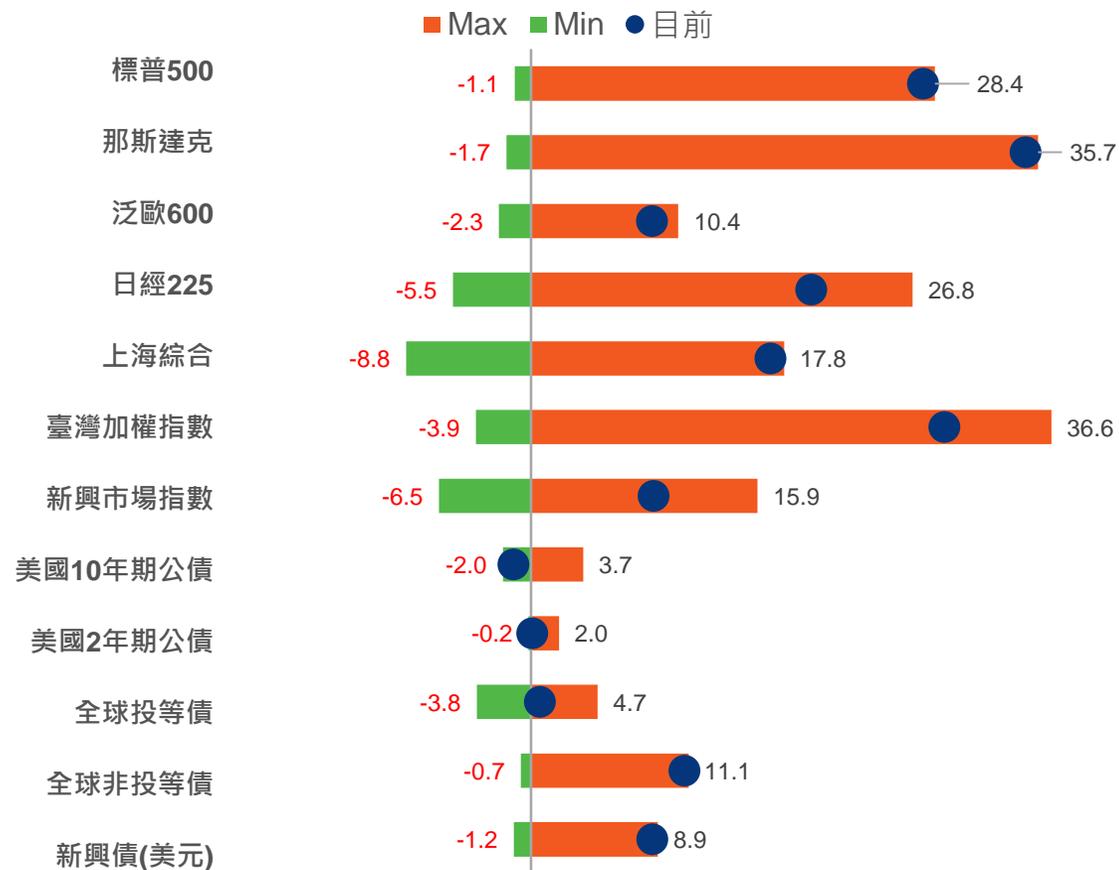
Friday

- 美國11月PCE年增率 (預估:2.5% 前值:2.3%)
- 美國11月核心PCE年增率 (預估:2.9% 前值:2.8%)
- 美國12月密西根大學市場氣氛終值 (前值:74.0)
- 日本全國CPI年增率 (預估:2.9% 前值:2.3%)
- 歐元區12月消費者信心指數初值 (預估:-13.2 前值:-13.7)

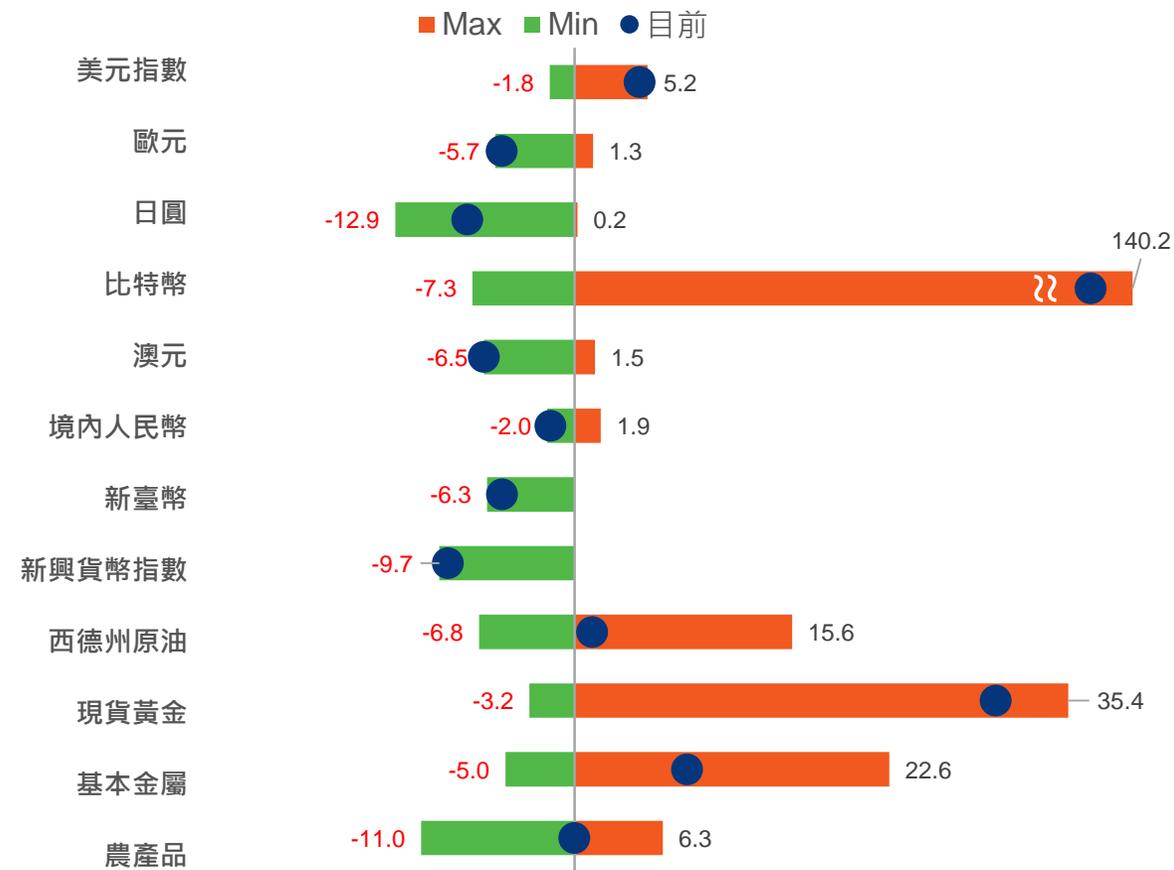
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



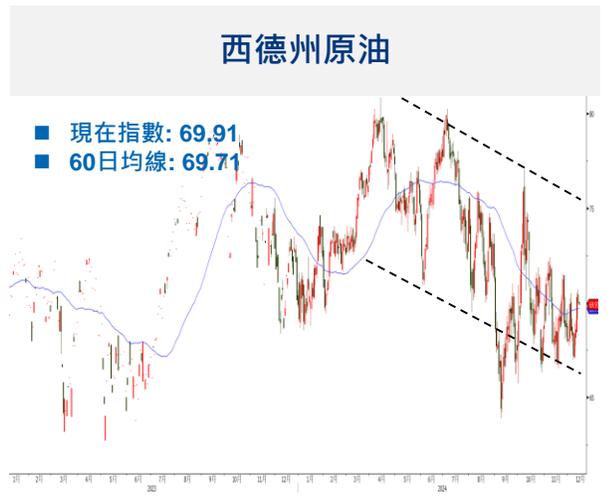
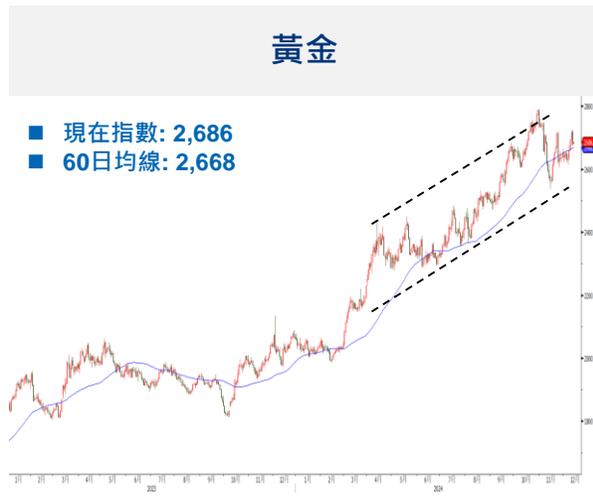
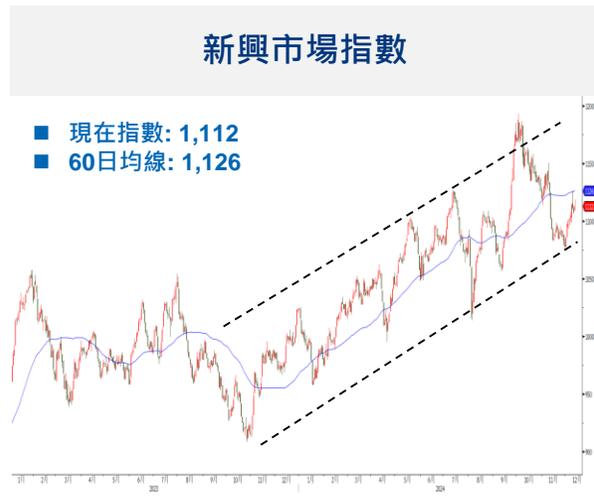
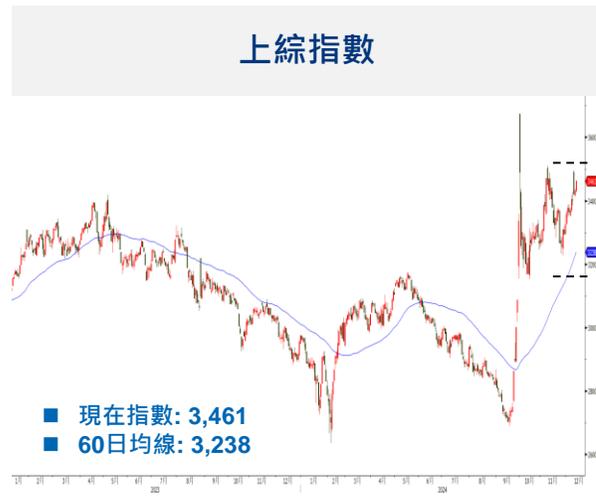
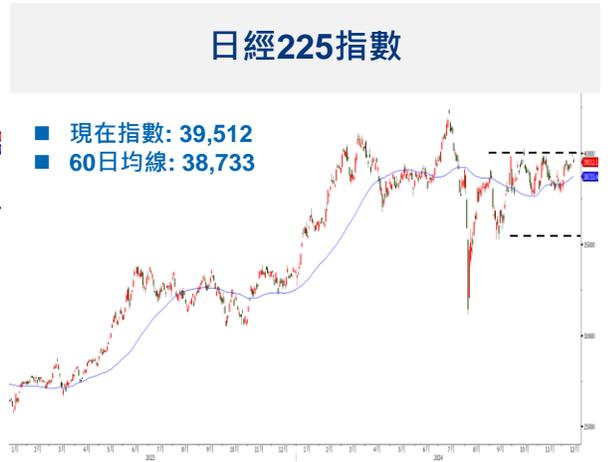
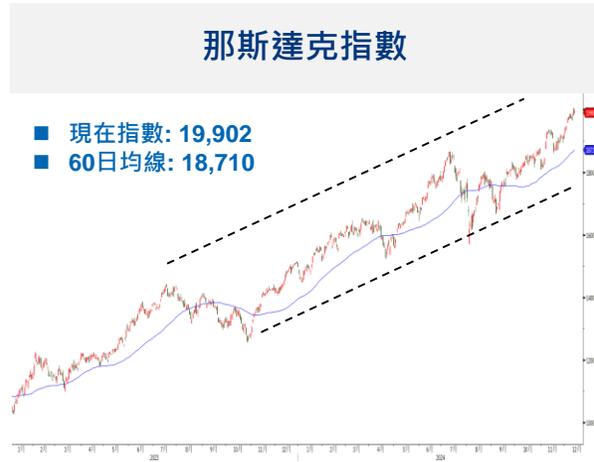
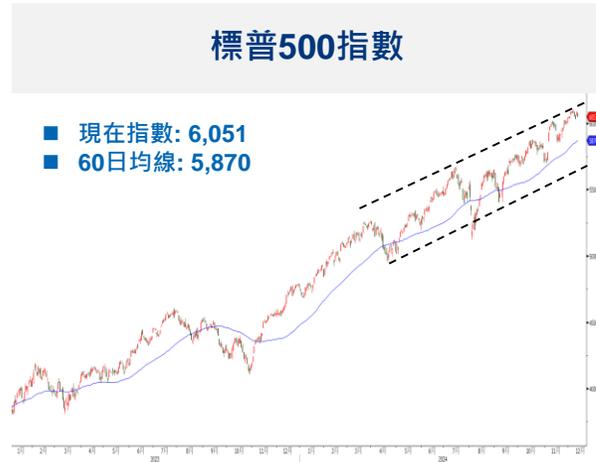
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2024年12月13日

技術分析

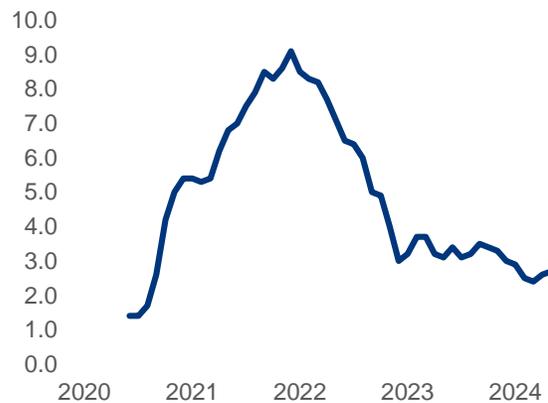
60日線



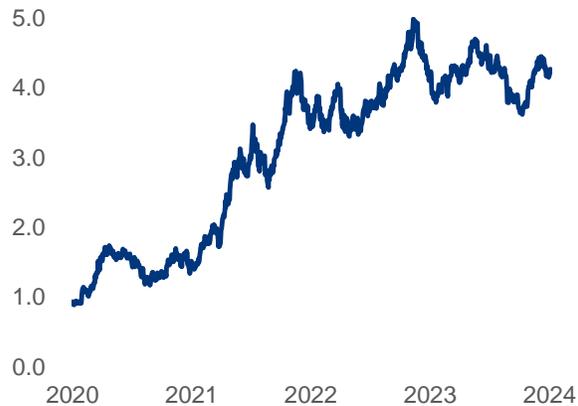
資料來源：Bloomberg · 2024年12月13日

市場觀測

美國物價指數年增率(%)



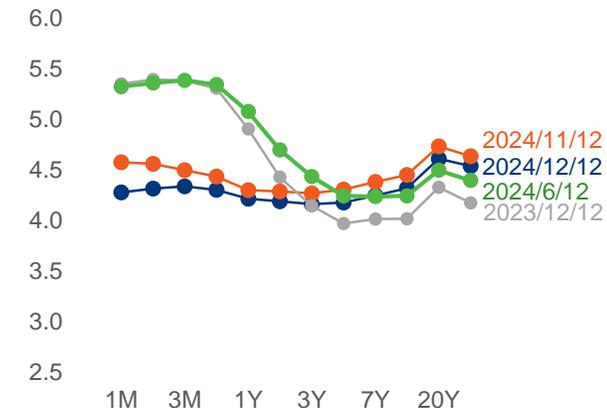
美國10年期公債殖利率(%)



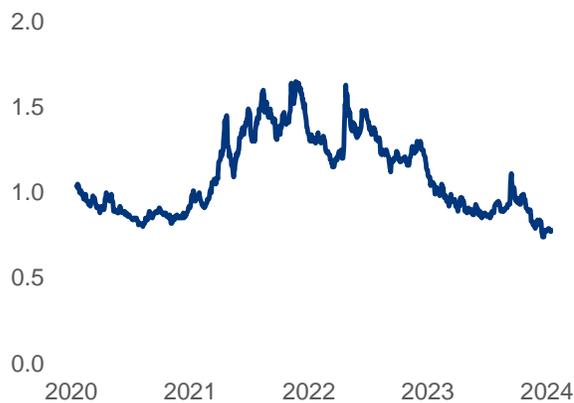
美國公債利差(bps)



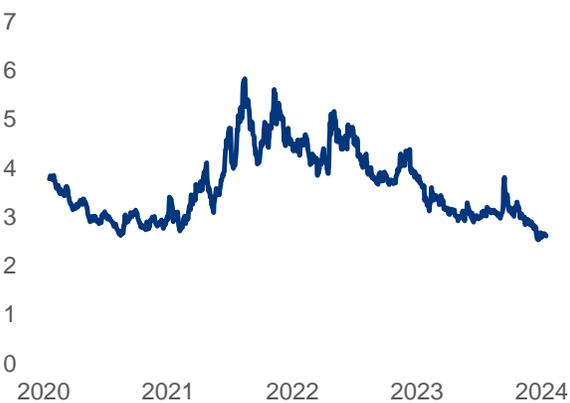
美國公債殖利率曲線(%)



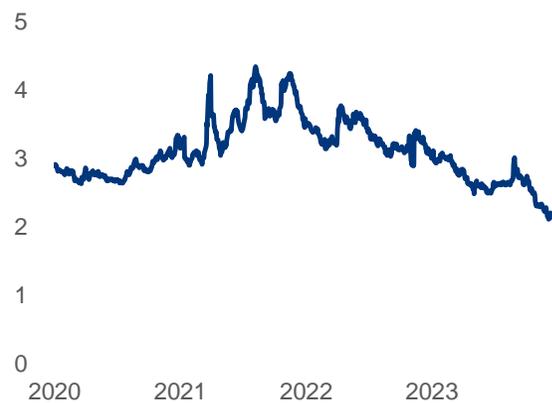
美元投資級公司債利差(%)



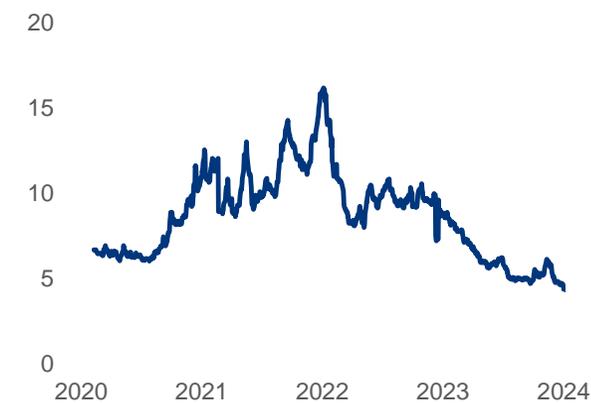
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



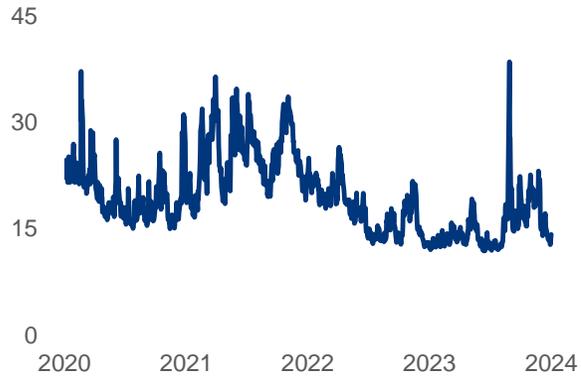
美元亞洲非投資級債利差(%)



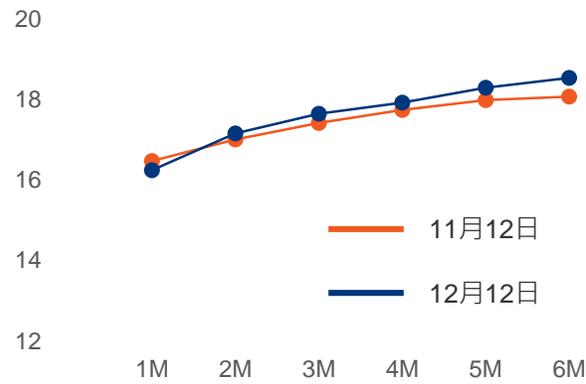
資料來源：Bloomberg · 2024年12月12日

市場觀測

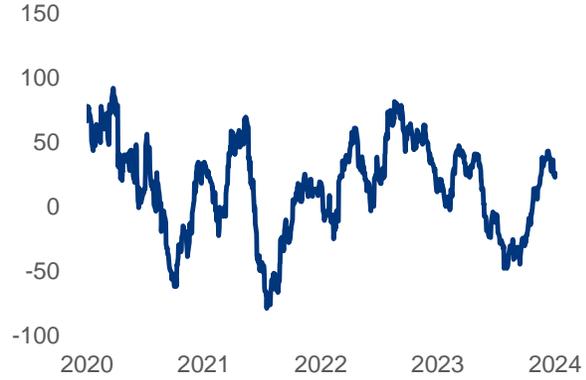
VIX指數



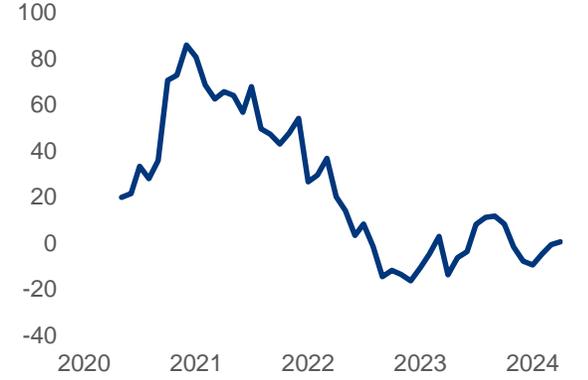
VIX期間結構



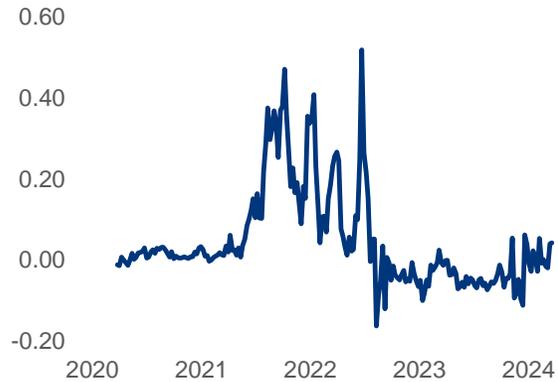
美國花旗經濟驚奇指數*



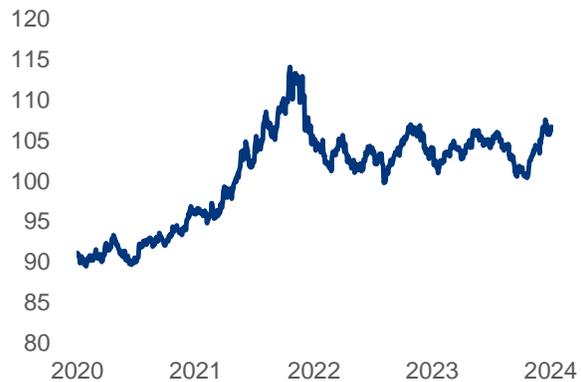
美國花旗通膨驚奇指數*



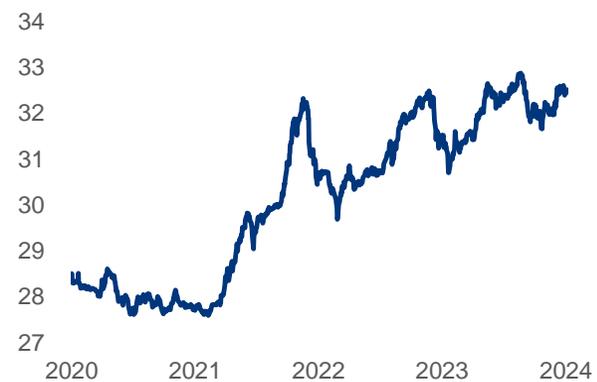
TED利差(bps)



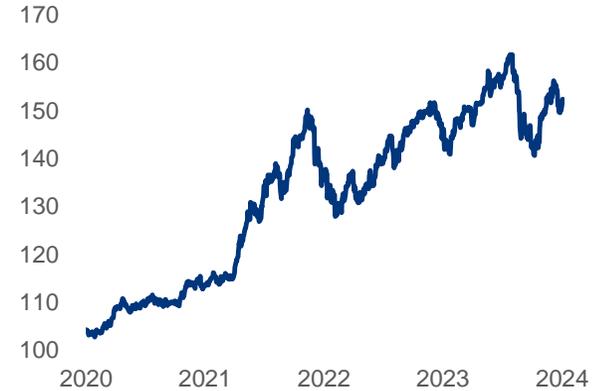
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2024年12月12日；*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通膨向上幅度超過市場預期

免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬凱基金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。