



凱基證券

工業股併購重啟拉獲利

Industrial M&A Boosts Profits

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年12月23日



01 本週焦點圖表

超級央行週美國聯準會鷹派
降息，日銀利率政策不變



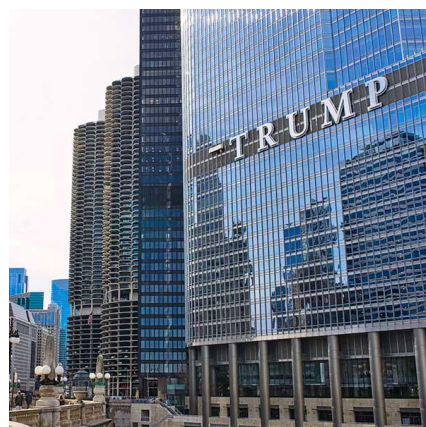
02 市場回顧

市場反應美國降息放緩，股
債市大跌



03 熱門議題

參考川普1.0，恐慌指數若上
升或成不錯買入點



04 投資焦點

工業股2025年預期併購潮重
啟，有利長線佈局

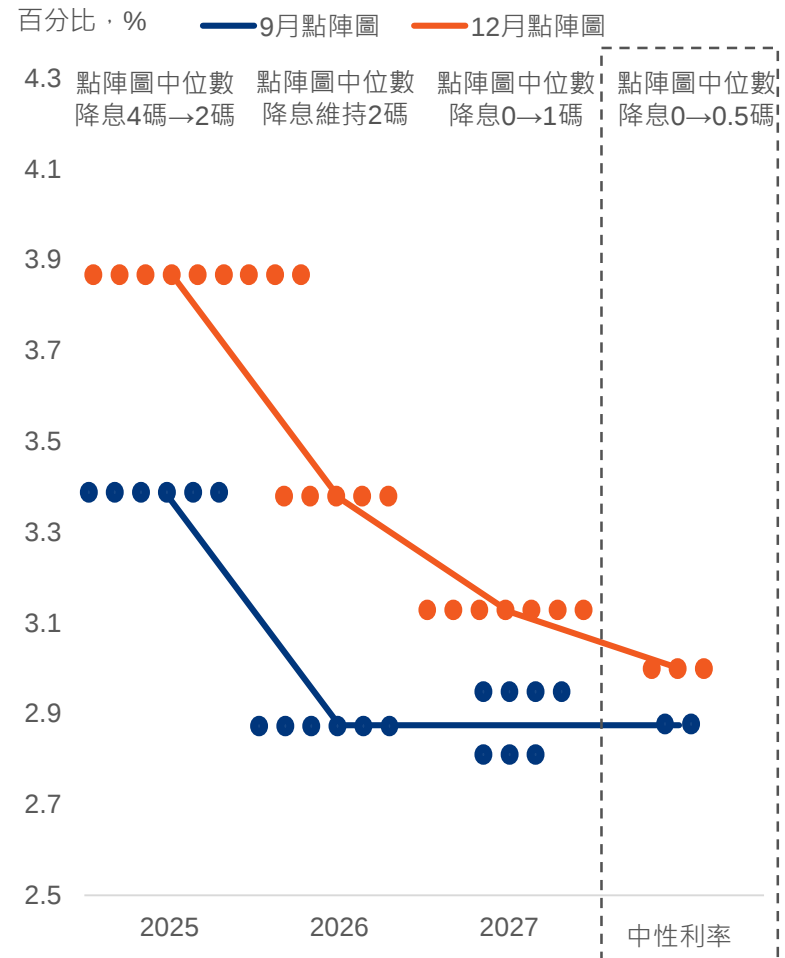


本週焦點圖表

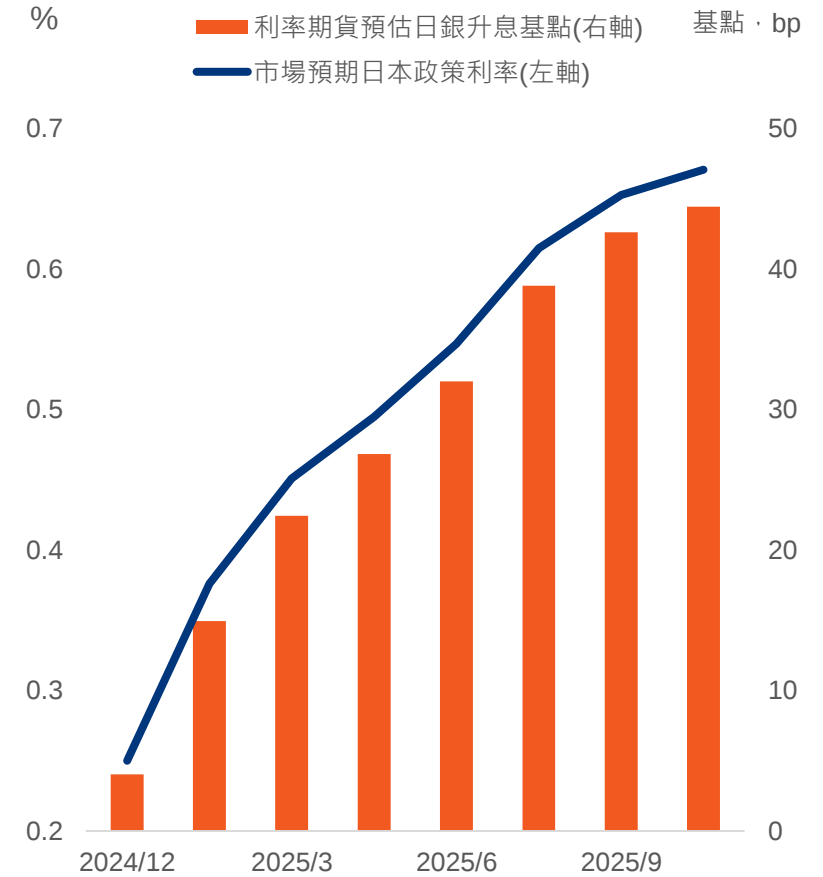
聯準會鷹派降息市場反應降息放緩利空；日銀升息延後日圓偏貶

- ▶ 12月聯準會決議降息1碼，符合市場預期。但降息出現反對票，且會後聲明稿暗示放緩降息步調。2025年點陣圖降息4碼調降為2碼，降息時程延長至2027年，股市有利因子淡化，使近期大盤震盪下滑，後續待市場波動回落後，再逢回布局美股，未來需留意川普新政導致通膨重新走揚對金融市場的衝擊。由於未來降息步調可能放緩，考量潛在財政與貨幣政策不確定性，公債利率波動增，可待利率上行至相對高位，再布局短天期公債、投資級債鎖利，中長天期債券波動大，投資人視風險承受度配置。
- ▶ 日本銀行則維持利率不變，預期經濟與通膨溫和復甦，經濟可望以高於潛在成長率的速度回溫，但考量明年全球經濟不確定性高，暫時觀望美、中政策，保持日銀彈性。升息時點可能延後至明年1月或3月。日圓短期偏貶，長期緩升格局不變。

美降息幅度大降、時程拉長，上調中性利率至3.0%



日本銀行升息半碼機率落在2025年1月或3月



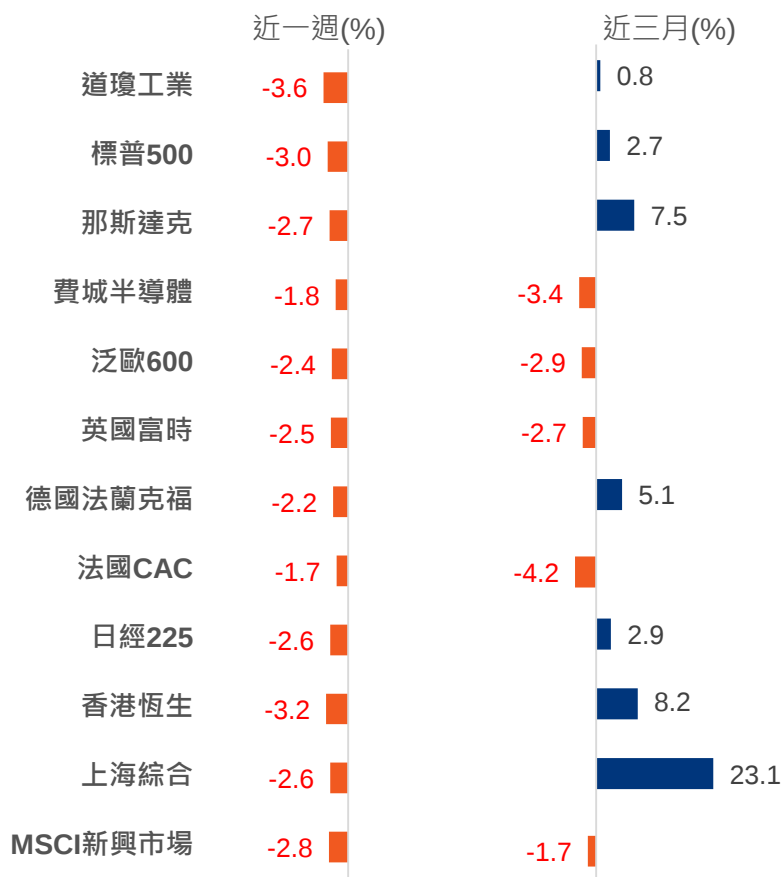
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

市場回顧

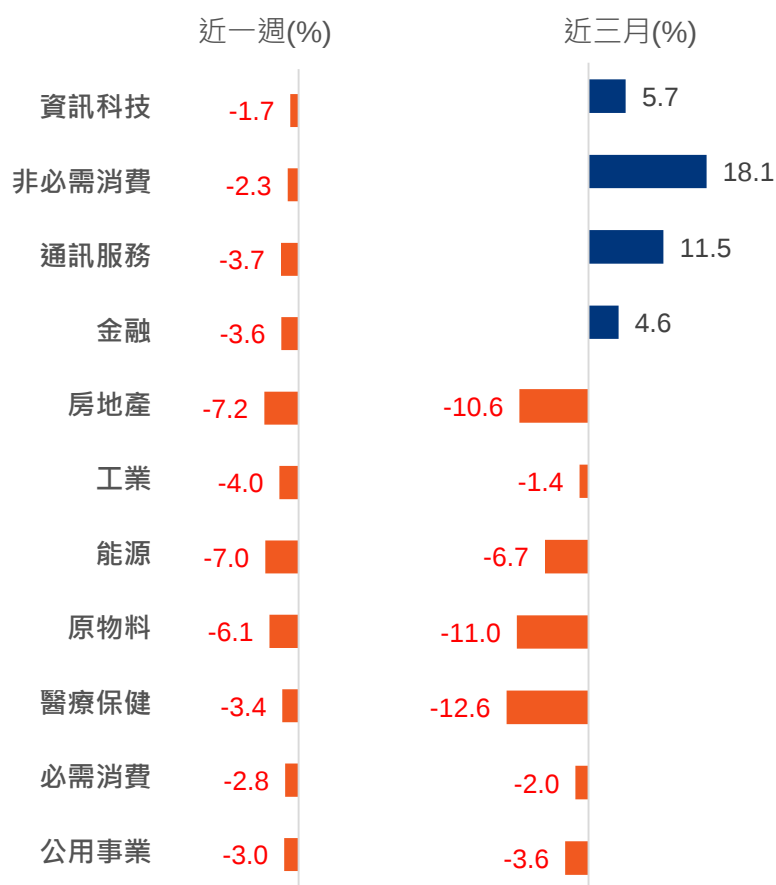
鷹派降息全球股市受災，道瓊工業指數跌回川普當選起漲點

- ▶ 美國三大指數受到聯準會鷹派降息影響大跌，道瓊工業指數近一週跌幅3.6%最大，也幾乎跌回11月初川普當選時的起漲點。觀察產業部分，受到高利率環境衝擊的房地產跌幅最深，其他產業也有不同程度的獲利了結賣壓，科技類股表現相對抗跌，資訊科技跌幅1.7%最低。
- ▶ 歐洲普遍也受到美國聯準會降息幅度收窄影響，壓抑指數表現，其中，英格蘭銀行維持利率不變，並暗示明年繼續降息，支持降息的官員超過市場預期，且官員表示對於英國未來經濟狀況與通膨預期有擔憂，英國股市表現為歐洲各國中最差。
- ▶ 日股一樣受到聯準會利率會議影響偏弱，但在日本銀行宣布維持利率水準後反彈，日圓維持震盪偏貶格局支撐日股，市場重新聚焦日本企業獲利基本面。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)

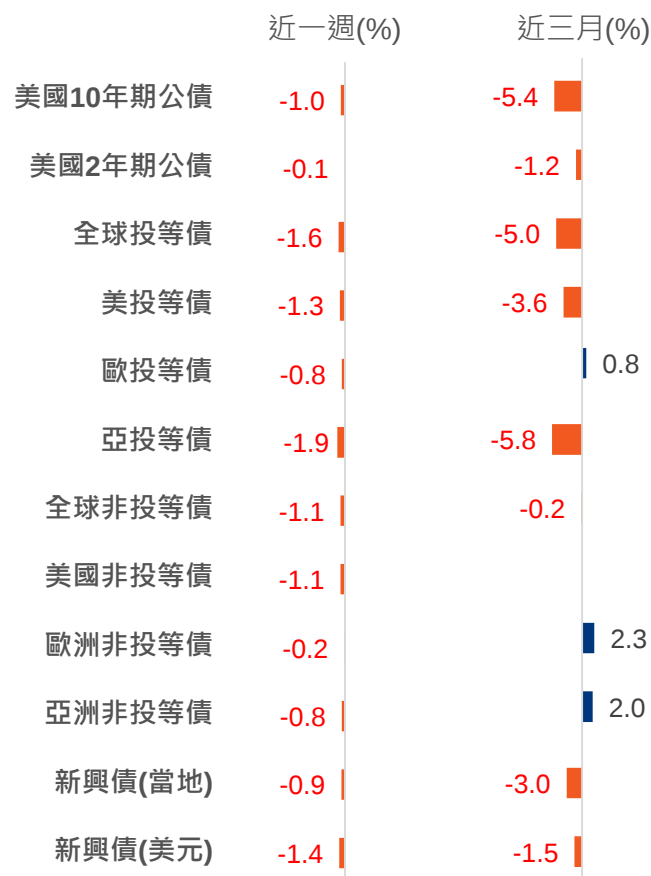


資料來源：Bloomberg，2024年12月20日

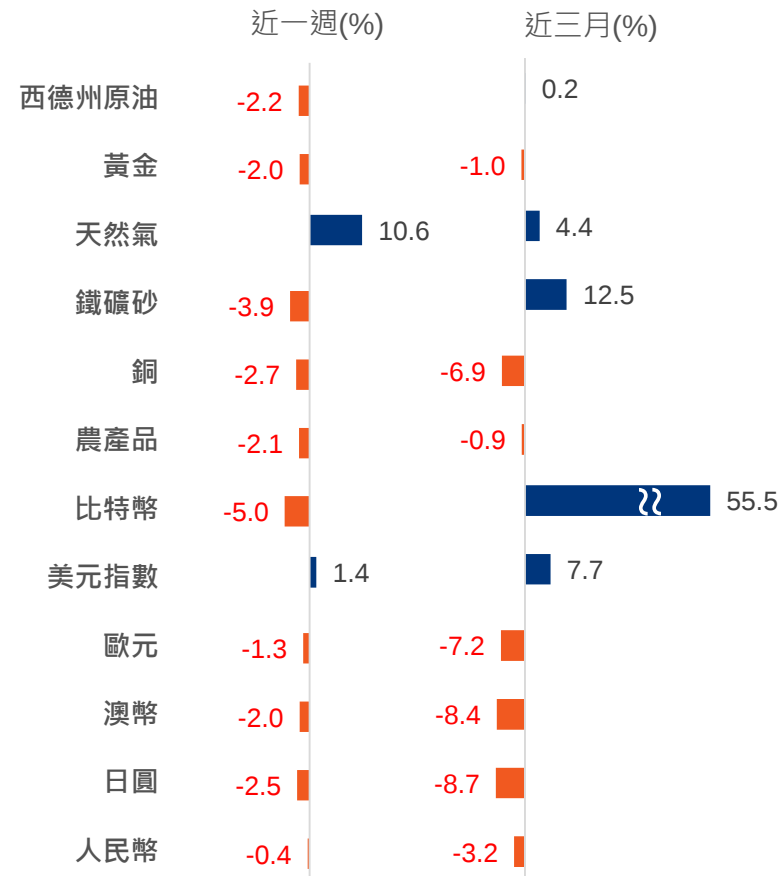
聯準會點陣圖降息碼數下調，殖利率上行拖累債市表現；日央末升息日圓續貶

- ▶ 美國聯準會決議降息一碼，但點陣圖相較上次大幅調降降息碼數，從4碼降為2碼，並延長降息時程與上調長期終端利率，債券市場反應總降息碼數減少，殖利率向上彈升，公債、公司債與新興市場債券表現受到衝擊，長天期債券跌幅較深，但整體經濟狀況仍保持穩定，信用利差並無進一步擴大，非投資等級債券跌幅低於公債與投資等級債。
- ▶ 商品部分，受到降息預期減少影響，美元指數走強突破108價位，金屬與原油價格下跌，與原物料出口相關度高的澳幣跌幅相對大。日圓除了受美元走強影響外，日本銀行維持貨幣政策不變也壓抑日圓走勢，美元兌日圓匯率突破11月高點156價位，貶值幅度大。天然氣價格則受惠近期寒流，使冬季用氣需求大增，近一週上漲超過10%，今年美國初冬較過去更冷，市場預期短期家庭供暖需求仍維持強勁。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



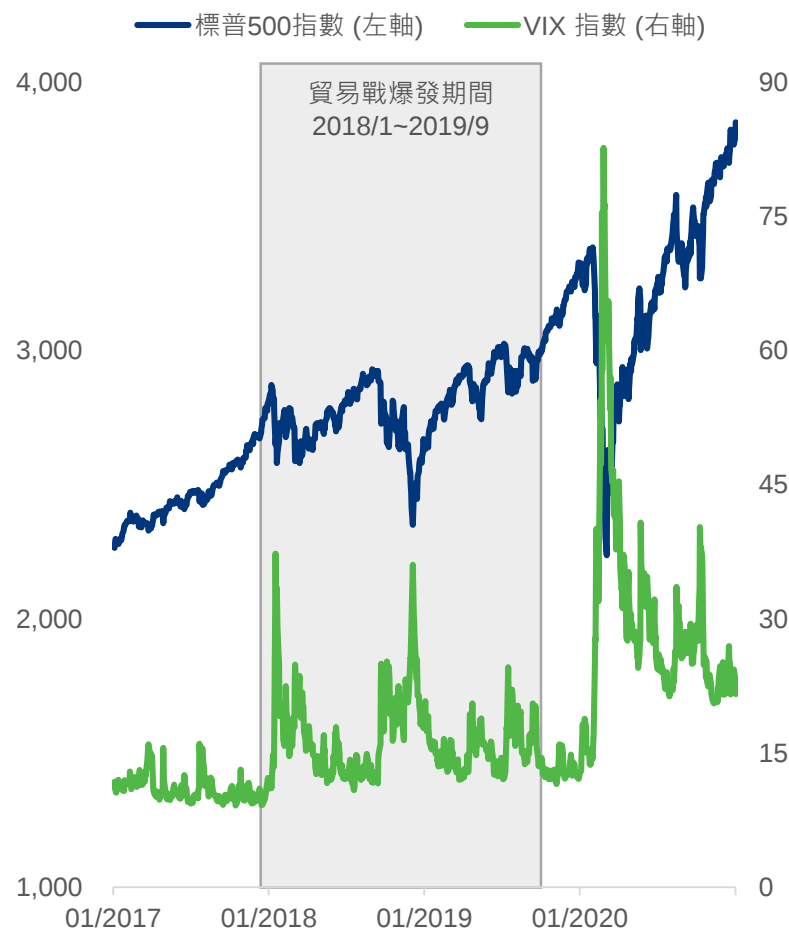
資料來源：Bloomberg，2024年12月20日



參照川普1.0，貿易戰爆發後，恐慌指數短暫急升

- ▶ 川普將於明年1月20日就任，我們預期屆時將實施更多移民限制及貿易政策等，然而主要目標仍然是為美國談判到更有利的協議，因此政策或未會對整體美國經濟造成重大損害，不過明年股市可能因川普言論及政策而上升，紅潮也為各資產增添不確定性。
- ▶ 上一任期的第一年(2017年)相對平靜，而且標普500的波幅偏低，不過我們認為川普不會等待一年才實施政策。2018年貿易戰正式開始，VIX(恐慌)指數曾短暫急升，但全年平均為16.6，仍然低於長期平均。
- ▶ VIX急劇上升時，多數意味著股市大幅回調。在VIX上升後，是購買美國大型股ETF、基金及個股不錯的時機，過去數據顯示當VIX指數偏高時，在超過20+買入，其持有60日報酬比隨機時點買入，有更好的回報。VIX指數超過25買入持有的報酬表現更好，但出現次數較少，如2019年僅出現1次，投資人可考量自身交易頻率進行策略操作。

貿易戰爆發後川普言論令恐慌指數急升且波動加大



恐慌指數上升或是不錯的低買點

	標普500 回報(%)	平均 VIX	累計出現次數		平均60日 標普500回報(%)		
			VIX 20+	VIX 25+	任意點	VIX 20+	VIX 25+
2017	19.4	11.0	0	0	4.0	/	/
2018	-6.2	16.6	59	16	0.1	3.8	8.2
2019	28.9	15.4	15	1	3.1	10.0	17.1
2020	16.3	29.3	218	154	6.3	9.9	11.6
20年		19.1	1,674	849	2.2	3.1	4.9
10年		18.3	769	358	2.8	4.8	6.8

資料來源：Bloomberg，2024年12月10日，圖表未有展示60以上的VIX

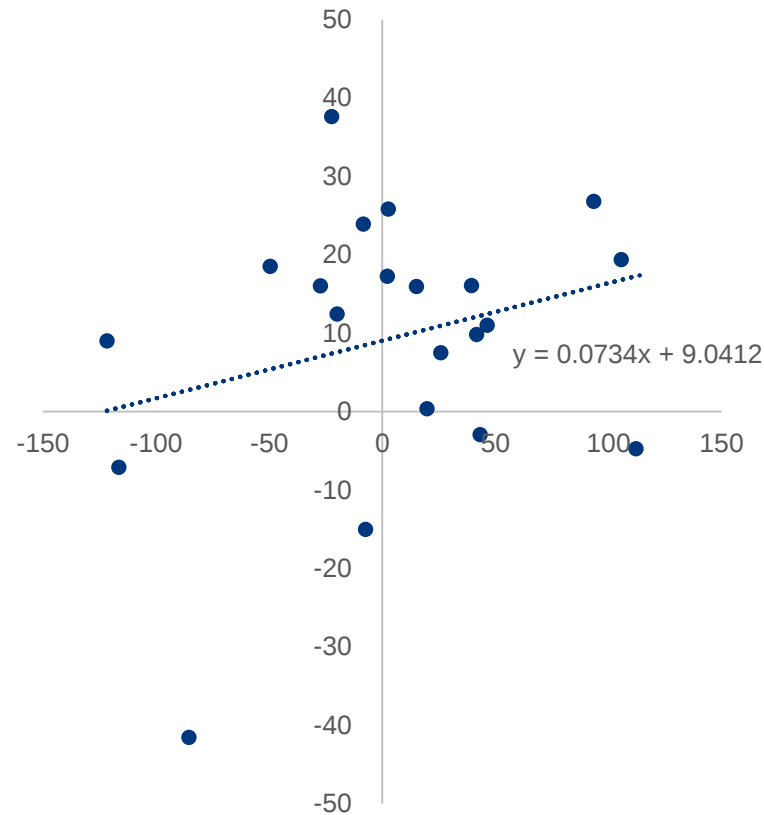
投資焦點

工業股併購潮再起有利產業表現，2025年併購有望谷底反彈

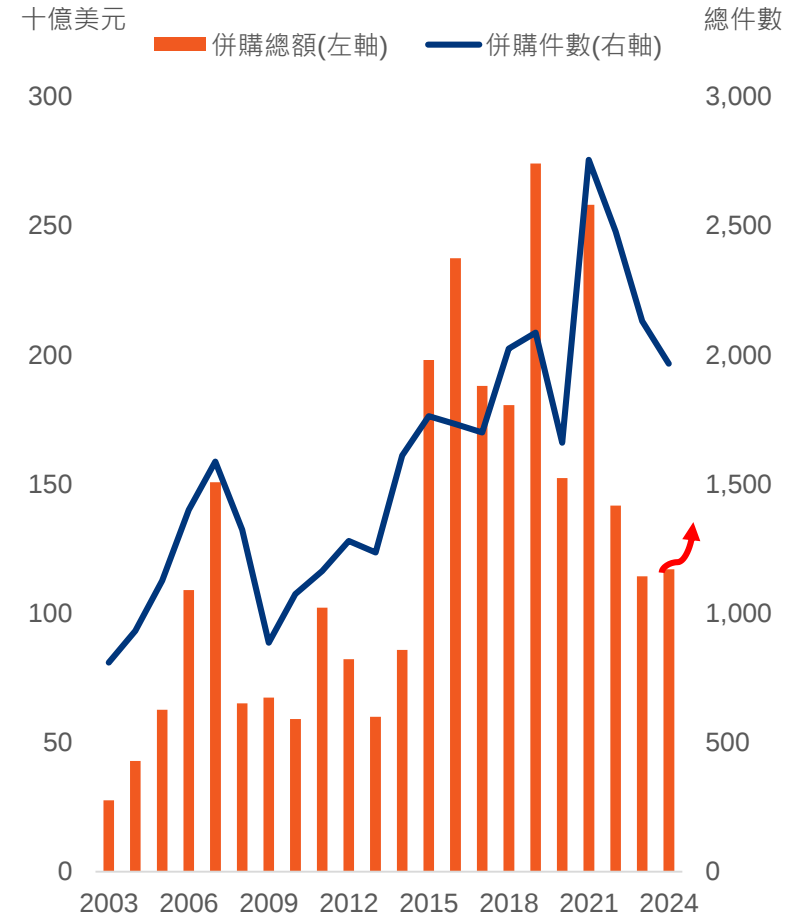
- ▶ 工業股涵蓋領域廣泛，包含製造、基礎建設、航太國防、運輸與工程服務等，由於產業特性需較高固定成本投入，工業產業多採分散經營降低單一次產業風險。工業股在現金流持續累積下，會傾向透過併購獲取新技術，規避新產業或產線所需高成本，與快速擴大市場份額。觀察過去美國工業每年併購總額發現，在併購總額趨勢呈現增加或是大致維持的情況，工業股該年度有較高機率呈現正報酬。回歸呈略微正斜率，故增額越多，報酬表現會略有提升。
- ▶ 在美國進行連續升息後，資金成本高漲使得工業併購總額大幅降低，2023年僅1,144億美元，然而2024年美國重回降息軌跡後，狀況已開始改善，截至2024年12月15日全年併購總額1,171億美元，顯示工業股併購氣氛已從谷底反彈。

北美工業產業併購總額趨勢上升，工業有機會好表現

X軸：北美工業新增併購總額，單位十億美元
Y軸：S&P工業指數年度報酬報自2003年起，單位(%)



美國工業產業併購總金額從谷底反彈

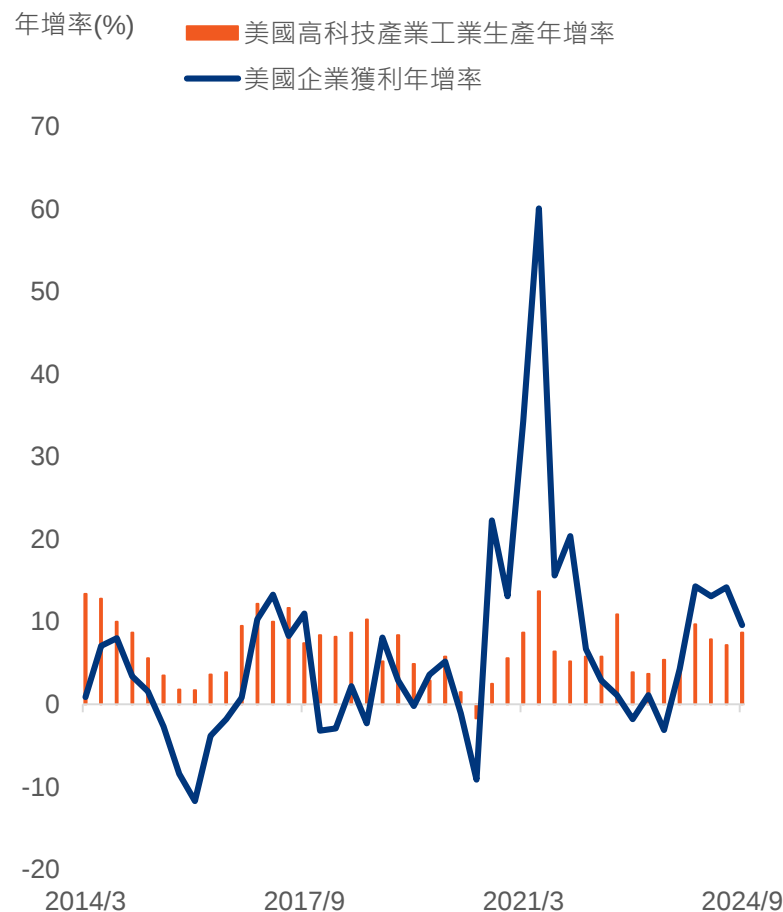


資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，2024年美國工業併購總金額截至2024年12月15日

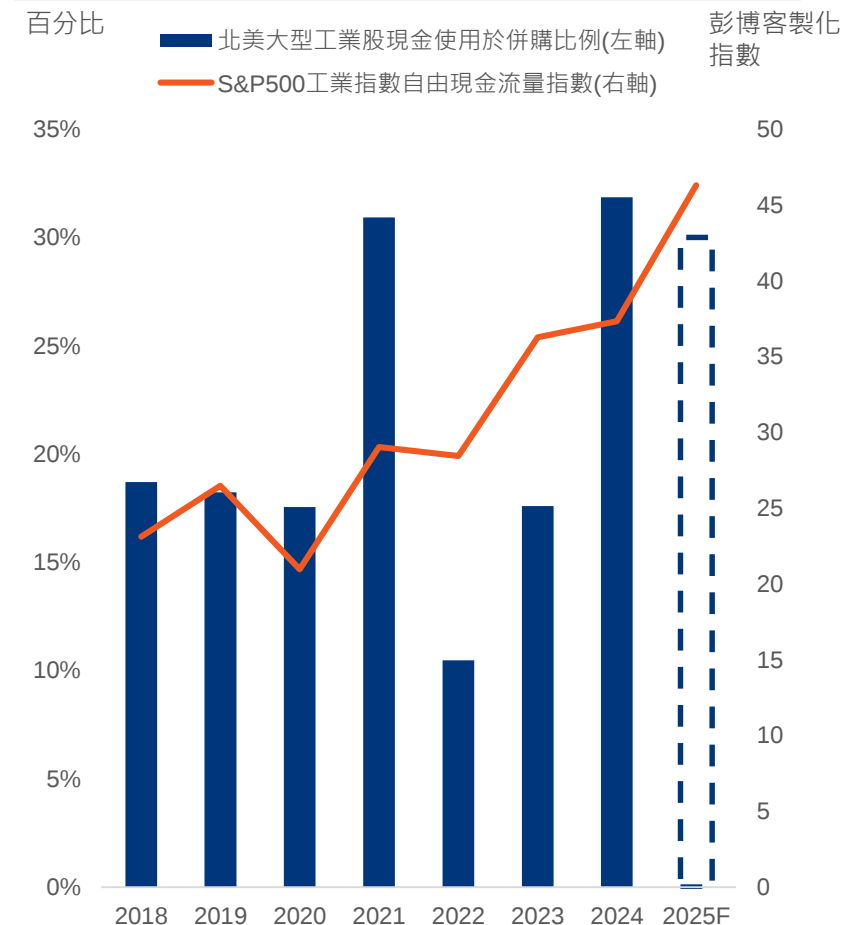
工業生產、國內企業獲利、自由現金投入併購呈上升趨勢，2025年併購預期旺

- ▶ 由於併購總額擴張有利工業產業表現，2025年併購總額是否有下行風險將為主要關注。美國企業獲利年增率逐季觀察，從2023年低個位數成長逐漸改善，進到2024年前三季年增率為13%、14%、10%，雖然第三季企業獲利成長，因基期因素下滑，但企業獲利近雙位數成長仍為景氣維穩的象徵。而代表美國成長動能的高科技產業，其工業生產年增率也重回向上，從2024年6月的7.2%上漲至9月的8.7%為今年高點。
- ▶ 彭博估計2025年S&P500工業指數中，統計編制的自由現金流量指數持續成長，2025年指數年增率24%。另外，北美大型工業股現金使用比例中，企業用於併購佔現金比例自2022年以來再度上升，預期2024年將超過30%。在資金成本進一步回落、自由現金流量預期上升、應用於併購的現金比例上升，隱含2025年工業股併購仍將保持積極，併購總額進一步成長有利工業股表現。

美高科技工業生產上彎，企業獲利年增維持雙位數



美國工業股平均自由現金使用投入併購金額趨勢升



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，美國企業獲利指數為不含備抵存貨跌價與備抵資本消費之企業稅後盈餘年增率

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 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。	策略風格：大型股，金融、工業、軍工、AI與科技股 區域：美國、日本、印度(衛星)
債市	◆ 聯準會如預期降息1碼，但未來降息步調可能放慢，債市持續聚焦景氣基本面，考量潛在財政與貨幣政策路徑不確定性，公債利率波動可能再起，隨利率上行以短天期公債、投資級債鎖利。 ◆ 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。	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 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
匯市	◆ 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，聯準會降息幅度放緩，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。日圓受日本銀行維持政策利率不變影響，日圓短期偏貶，美元兌日圓匯率突破11月高點，升息時點牽動日圓走勢。	美元短線高檔有撐 日圓短期偏貶、長期緩升

► DEC 2024

16

Monday

- 美國12月標普全球製造業PMI初值 (實際:48.3 預估:49.5 前值:49.7)
- 日本10月核心機器訂單月增率 (實際:2.1% 預估:1.1% 前值:-0.7%)
- 日本12月自分銀行製造業PMI初值 (實際:49.5 前值:49.0)
- 歐元區12月HCOB製造業PMI初值 (實際:45.2 預估:45.3 前值:45.2)
- 中國11月工業生產年增率 (實際:5.4% 預估:5.4% 前值:5.3%)
- 中國11月零售銷售年增率 (實際:3.0% 預估:5.0% 前值:4.8%)

17

Tuesday

- 美國11月零售銷售月增率 (實際:0.7% 預估:0.6% 前值:0.5%)
- 美國11月工業生產月增率 (實際:-0.1% 預估:0.3% 前值:-0.4%)

18

Wednesday

- 美國11月新屋開工月增率 (實際:-1.8% 預估:2.6% 前值:-3.2%)
- 日本出口年增率 (實際:3.8% 預估:2.5% 前值:3.1%)
- 歐元區11月CPI年增率 (實際:2.2% 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 (實際:220k 預估:230k 前值:242k)
- 美國第三季GDP季增年率終值 (實際:3.1% 預估:2.8% 前值:2.8%)
- 美國12月聯準會利率決議 (實際:4.50% 預估:4.50% 前值:4.75%)
- 日本12月BOJ利率決議 (實際:0.25% 預估:0.25% 前值:0.25%)
- 英格蘭銀行利率決議 (實際:4.750% 預估:4.750% 前值:4.750%)

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 (預估:74.2 前值:74.0)
- 日本CPI年增率 (實際:2.9% 預估:2.9% 前值:2.3%)
- 歐元區12月消費者信心指數初值 (預估:-14.0 前值:-13.7)

23

Monday

- 美國12月經濟諮詢委員會消費者信心 (預估:113.0 前值:111.7)

24

Tuesday

- 美國11月耐久財訂單月增率初值 (預估:-0.3% 前值:0.3%)
- 美國11月新屋銷售月增率 (預估:9.0% 前值:-17.3%)

25

Wednesday

- 日本11月工具機訂單年增率終值 (前值:3.0%)

26

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (前值:220k)

27

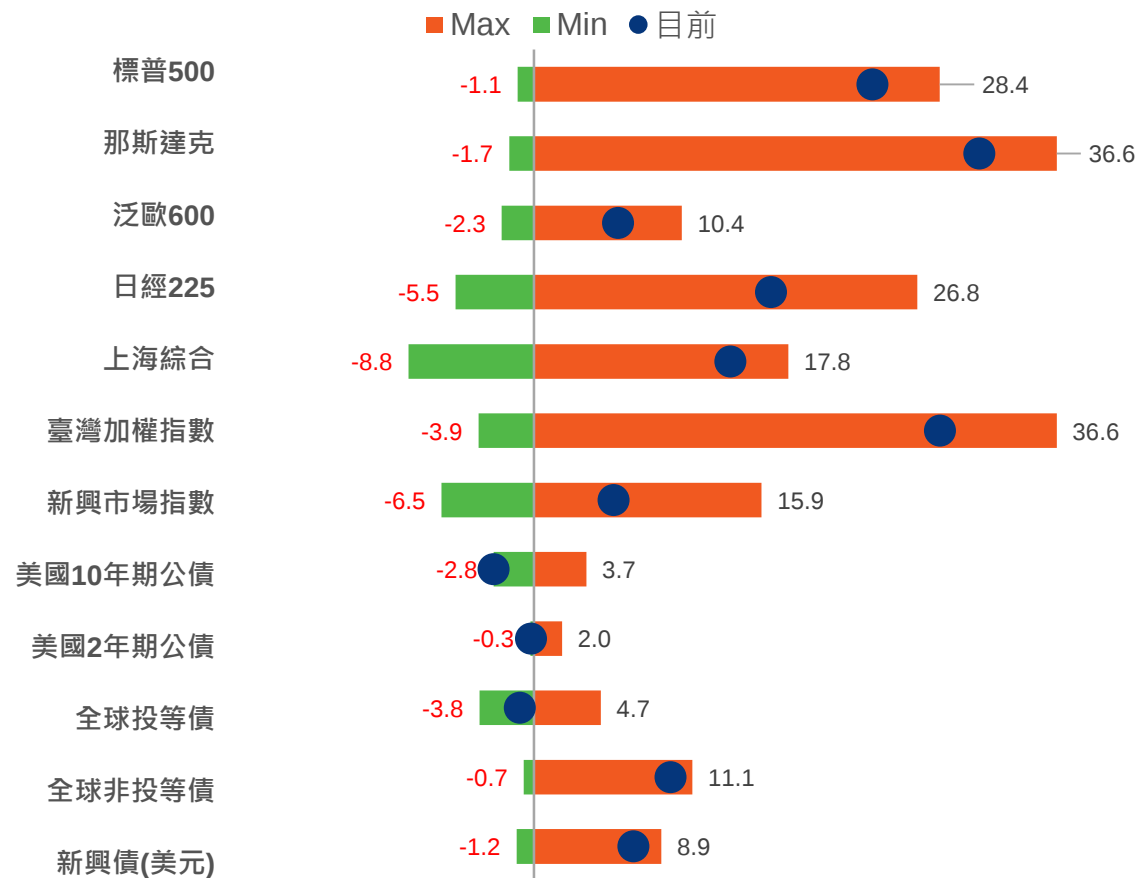
Friday

- 日本11月失業率 (預估:2.5% 前值:2.5%)
- 日本12月東京CPI年增率 (預估:2.9% 前值:2.5%)
- 日本11月零售銷售月增率 (預估:0.6% 前值:-0.2%)
- 日本11月工業生產月增率 (預估:-3.5% 前值:2.8%)

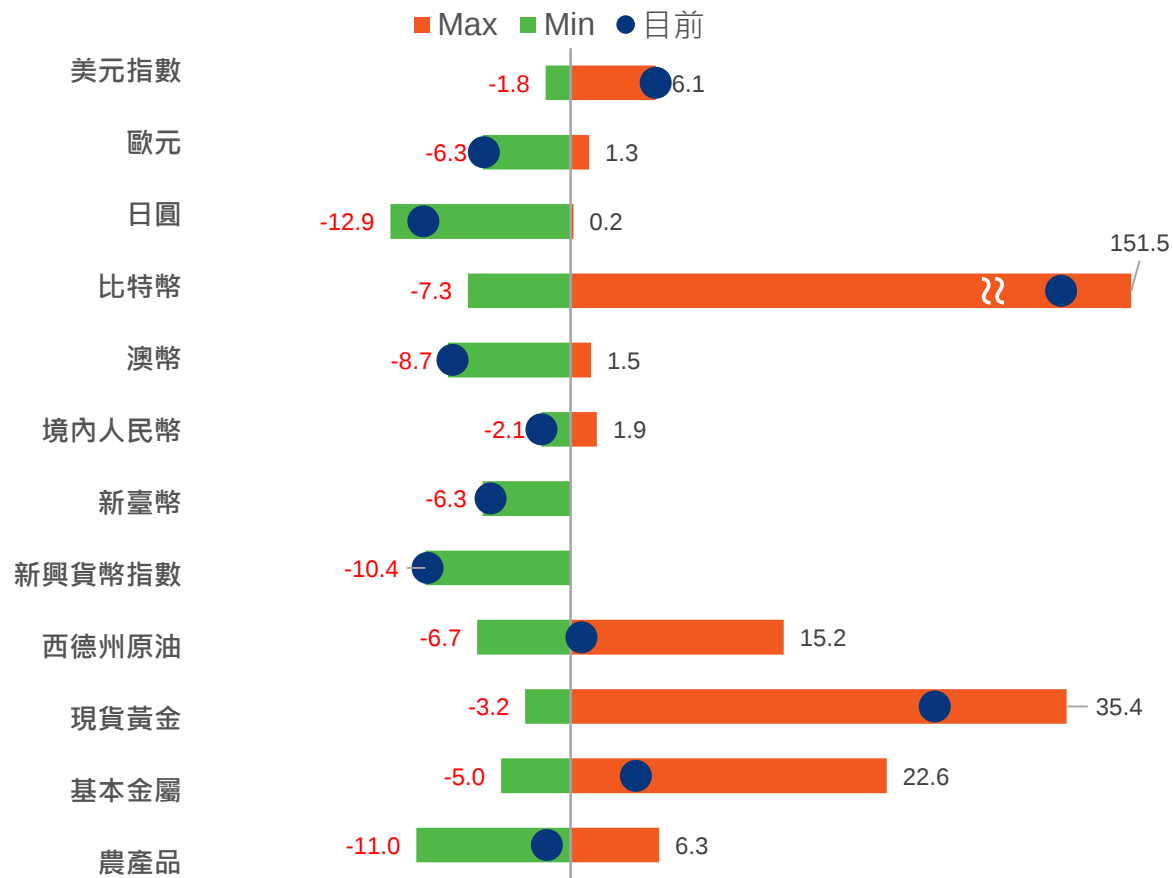
資料來源：Bloomberg

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(%)

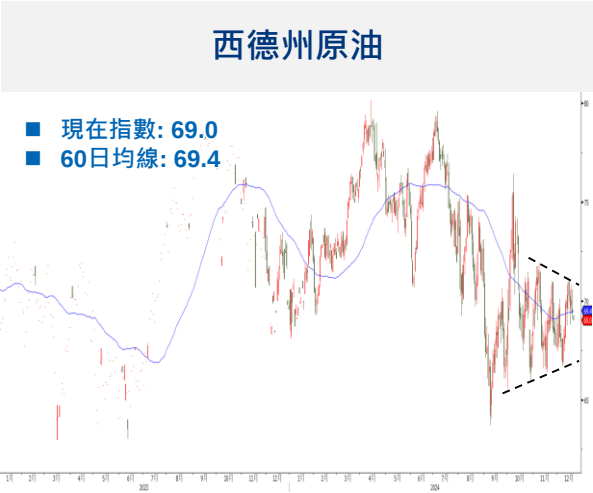
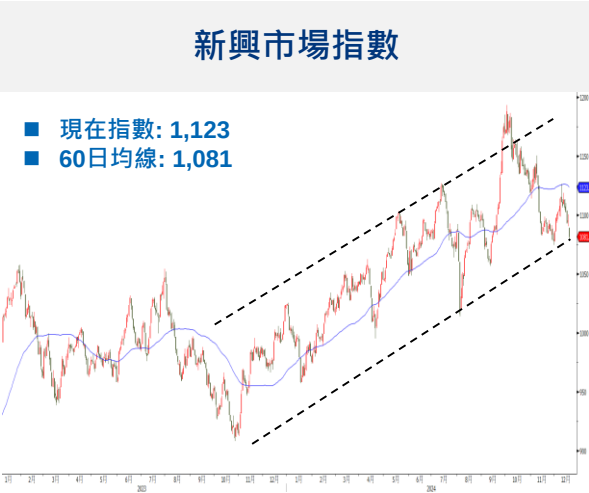
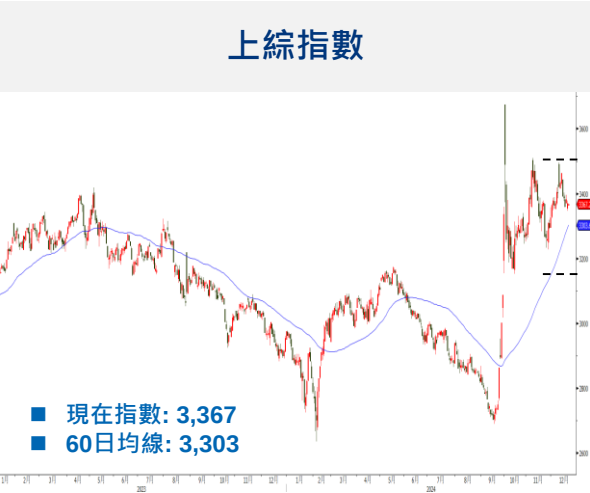
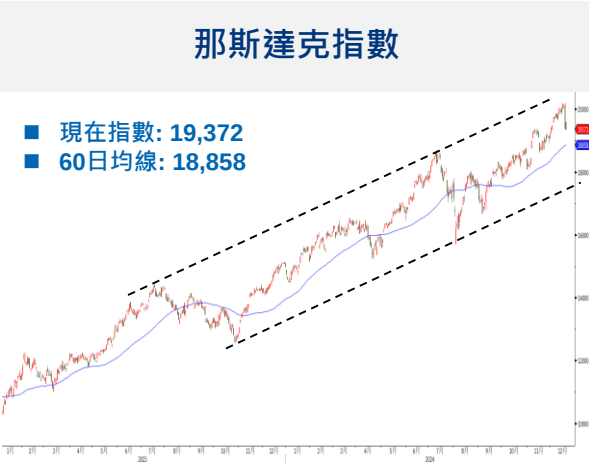


資料來源：Bloomberg · 2024年12月20日



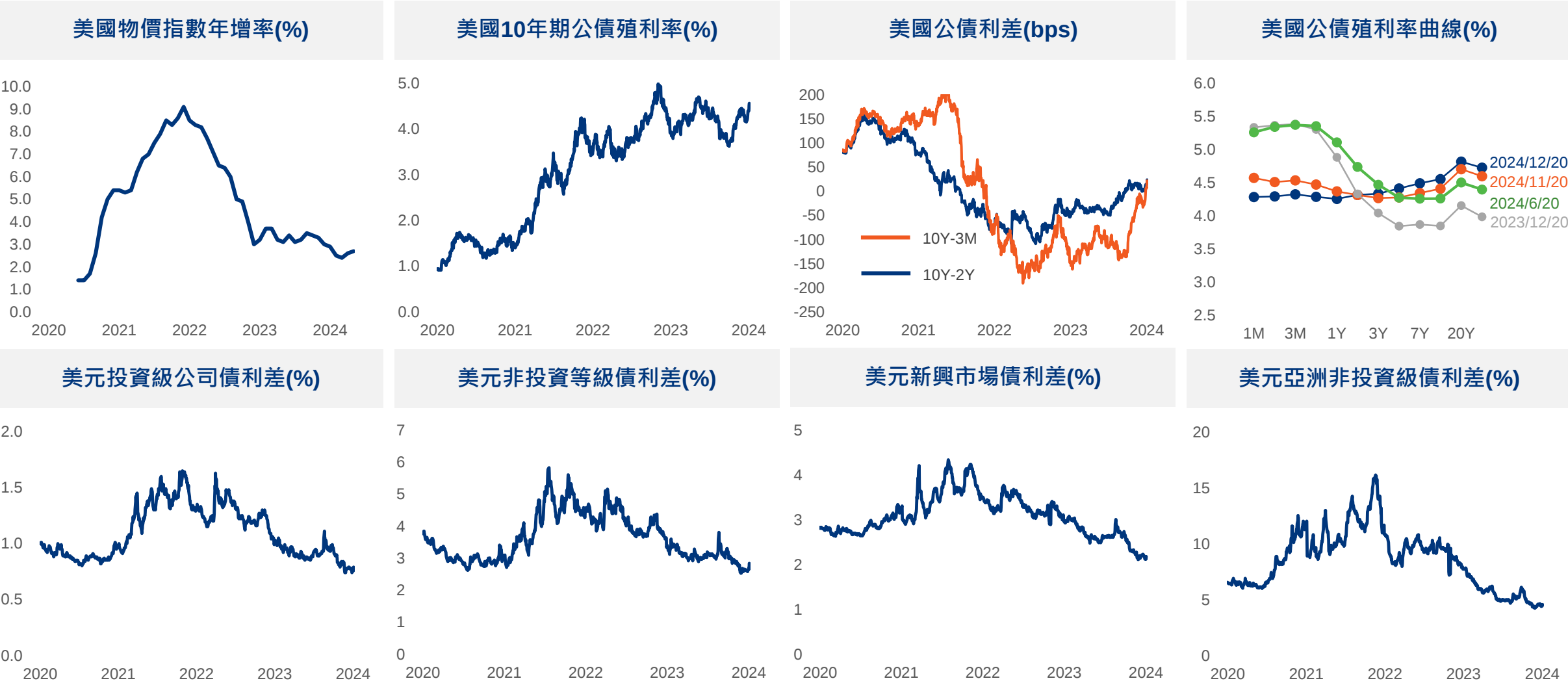
技術分析

60日線



資料來源：Bloomberg · 2024年12月20日

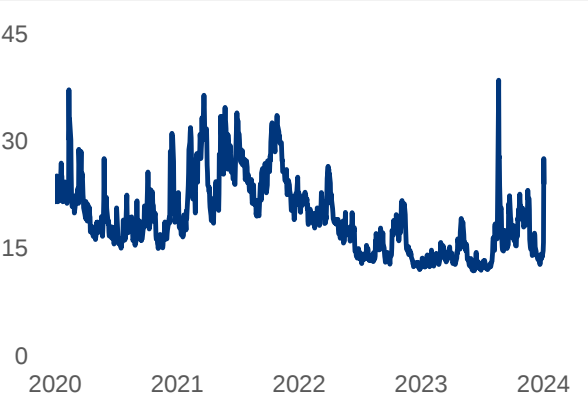
市場觀測



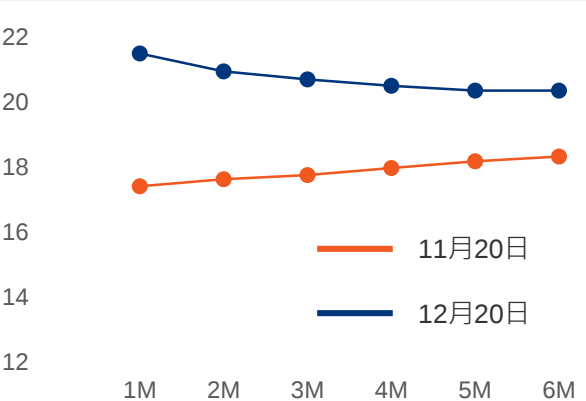
資料來源：Bloomberg · 2024年12月20日

市場觀測

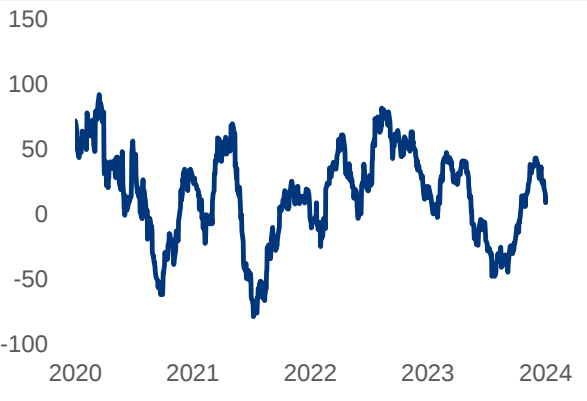
VIX指數



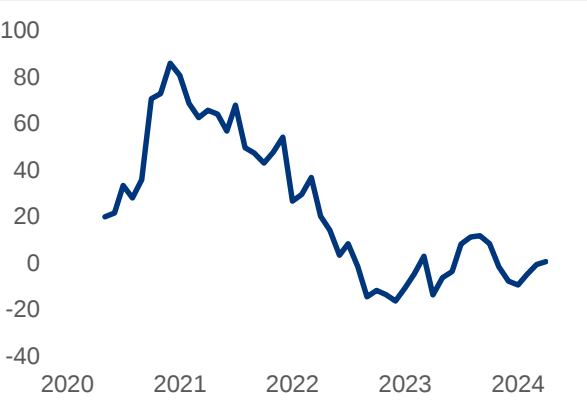
VIX期間結構



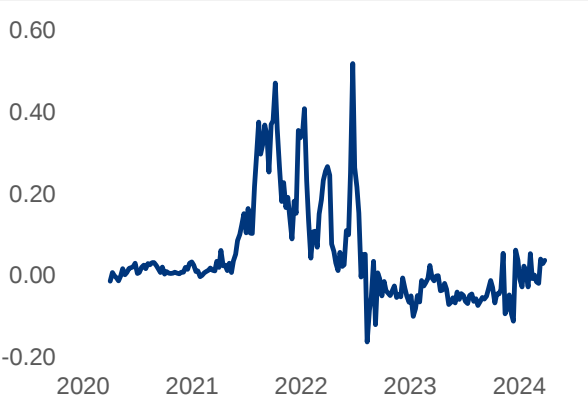
美國花旗經濟驚奇指數*



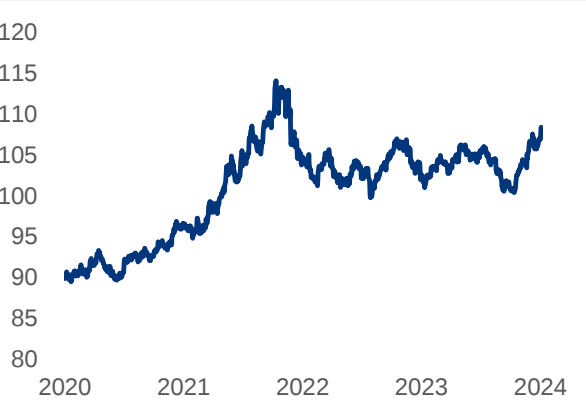
美國花旗通膨驚奇指數*



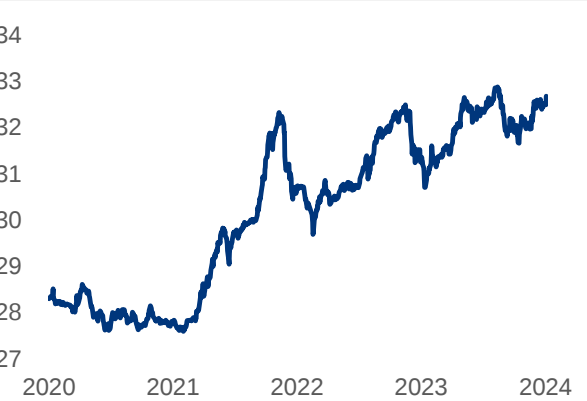
TED利差(bps)



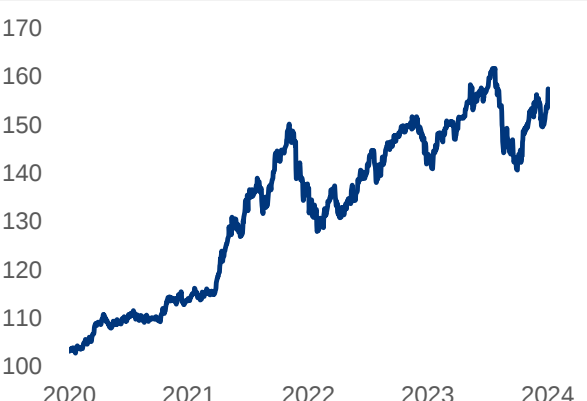
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2024年12月20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。