



凱基證券

輝達旺，科技股續受惠

Second Wind for AI?

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年11月25日



01 本週焦點圖表

輝達財測小幅優於預期，
新產線需求火熱



02 市場回顧

美股與美債殖利率盤整，
地緣政治風險推升油氣黃金



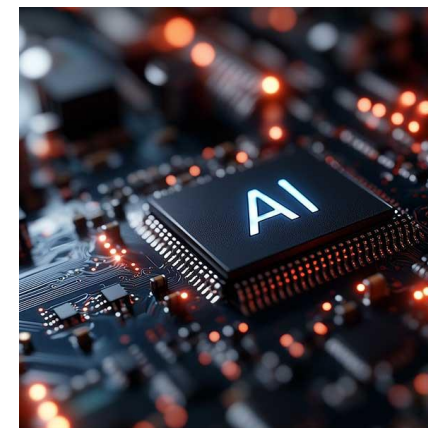
03 熱門議題

川普政府人事布局一次看，
磨刀霍霍向中國



04 投資焦點

AI需求廣泛成長，
科技產業分散投資參與輪漲



本週焦點圖表

輝達財測小幅優於市場預期，新產能滿載預告AI需求持續火熱

- ▶ 輝達公布第三季財報表現仍大幅優於預期，但第四季財務預測讓市場預期營收成長將慢下來。黃仁勳表示Blackwell產線已進入滿負荷生產狀態，顯示市場需求強，預期供應鏈擴張狀況為限制輝達營收表現主因。
- ▶ 輝達第三季營收350.8億美元優於市場預期的331.7億美元，年增94%。EPS為0.81美元優於市場預期0.75美元，毛利率75%也優於市場預期。其中，資料中心營收308億美元，年增112%仍維持強力成長，然而對第四季財測預估375億美元僅略高於市場預測平均371億美元(市場最高預期達410億美元)。
- ▶ 除了資料中心持續強勁外，車用和機器人產品事業營收4.49億美元年增率72%，多為自駕晶片貢獻，可能預期車市揮別谷底。未來主要觀察新產品產能擴張狀況，目前市場第四季最高與最低營收預測差距超過70億美元，為近五年最大，共識分歧將增加輝達未來一季股價波動度。

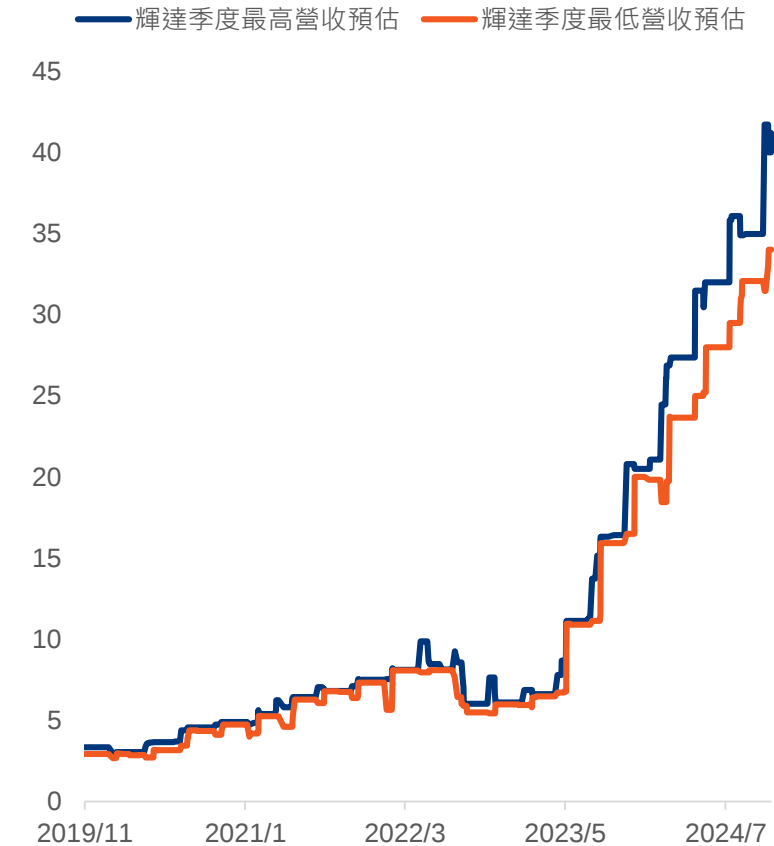
輝達財報數據優於預期，車用恢復最快

百萬美元

	第三季財報實際公布	市場預期
營收	35,082	33,168
YoY	94%	83%
<u>部門營收</u>		
遊戲	3,279	3,025
YoY	15%	6%
伺服器	30,771	28,844
YoY	112%	99%
專業視覺化	486	481
YoY	17%	16%
車用	449	360
YoY	72%	38%
OEM	97	87
YoY	33%	19%
<u>毛利</u>		
毛利率	75%	74.90%
<u>營業利益</u>		
營業率	66.30%	65.50%
<u>EPS</u>		
	\$0.81	\$0.75

市場對第四季最新產品Blackwell貢獻仍難以確定

營收，十億美元



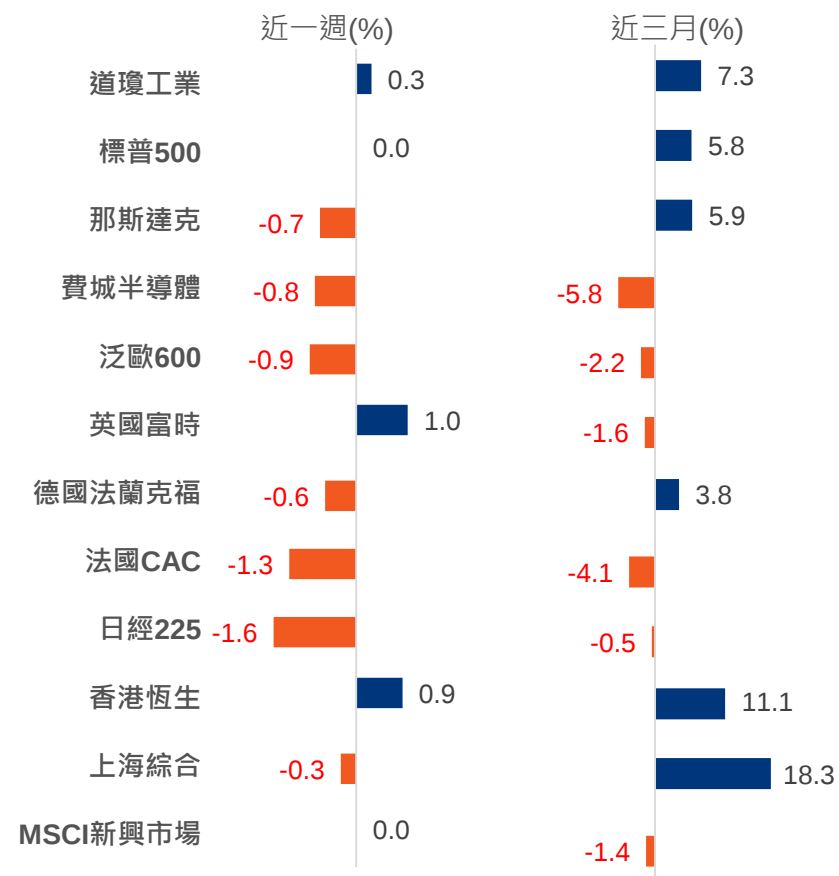
資料來源：公司財報(左圖)、Bloomberg (右圖)、凱基證券整理

市場回顧

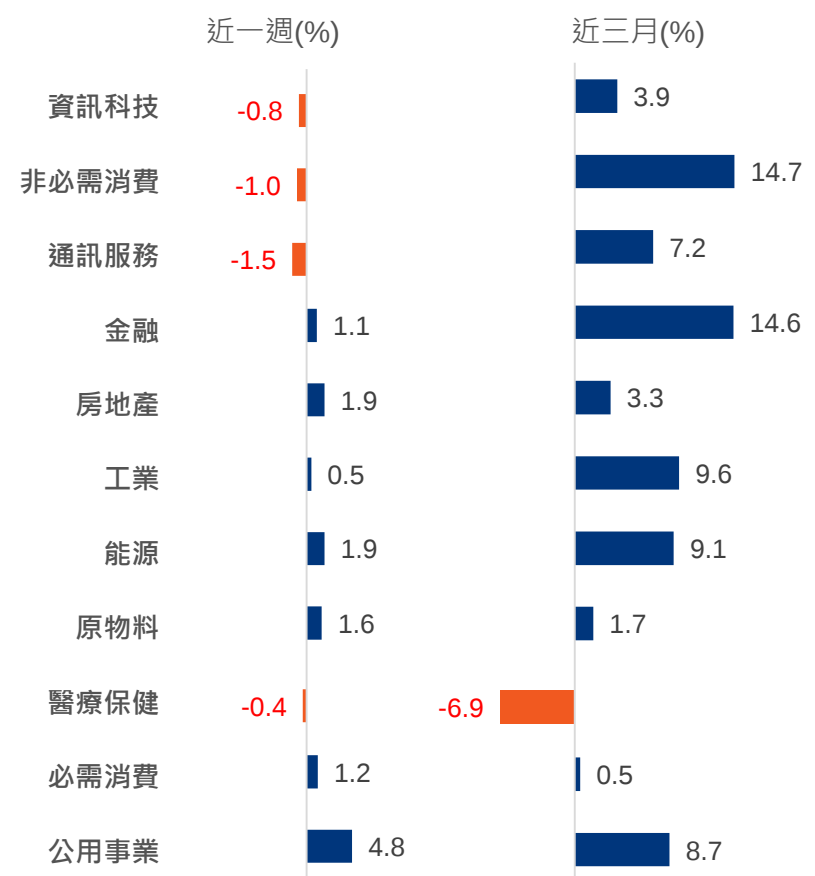
美科技股偏弱整理，輝達財報公布後好轉；公用事業表現強

- ▶ 美股市場盤整，本週初呈現偏弱格局，直到輝達財報公布後小幅反彈，美國三大指數漲跌互現。
- ▶ 產業部分通訊服務跌幅最重，主要為市場傳出需對Google運營做出整頓甚至分拆，導致母公司Alphabet大跌。其次非必需消費重要公司Target下調財報獲利預期，並看壞未來一季銷售狀況，單日跌幅超過20%，拖累非必需消費產業。隨川普提名親近傳統能源官員，能源、原物料和公用事業本週表現佳。
- ▶ 俄烏衝突升溫，烏克蘭兩次發射飛彈攻擊俄國領土，俄國誤傳發射洲際彈道飛彈，使歐陸股市德法偏弱；日本央行釋放12月利率政策升息訊號與輝達營收恐放緩不利半導體上游，壓抑日股尤其科技股走勢。港股主要受到香港AI龍頭第四範式(06682HK)財報利多，股價日漲幅近20%，帶動市場氣氛向上。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)

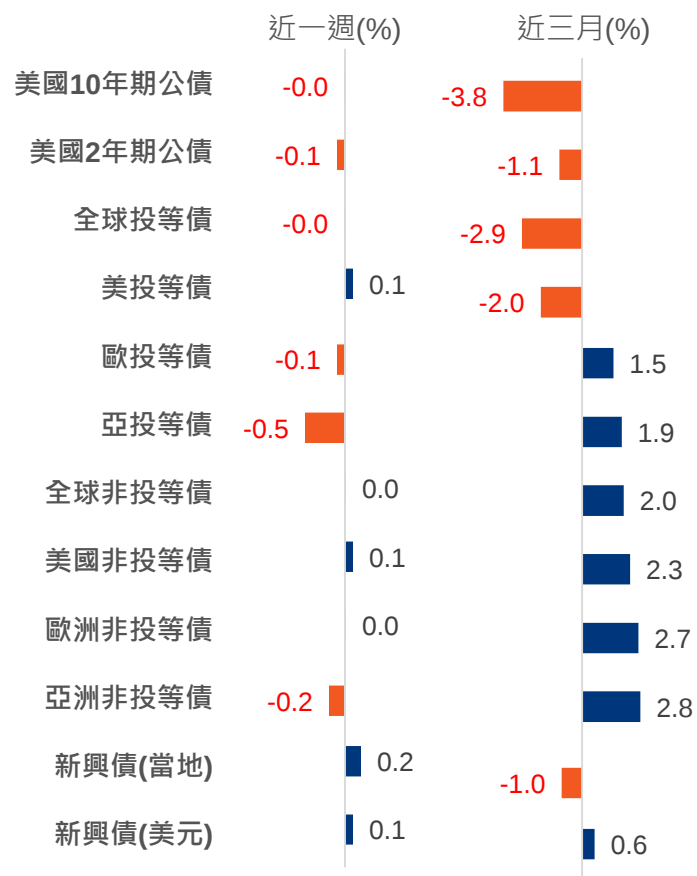


資料來源：Bloomberg，2024年11月22日

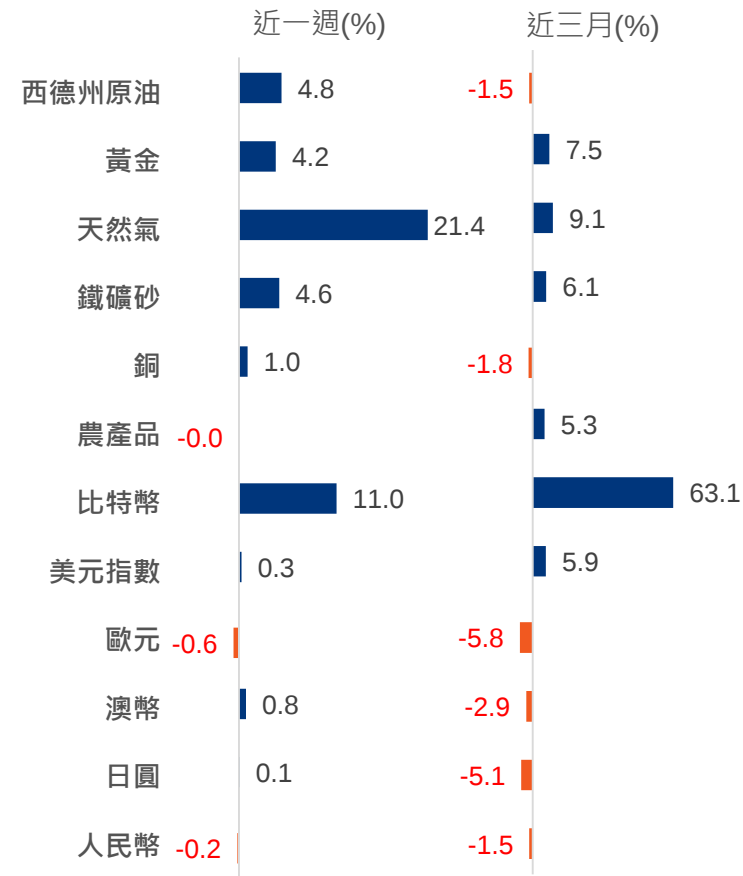
美債殖利率升幅收窄，俄烏衝突升溫推升油氣、黃金

- ▶ 美債殖利率升幅近期略有收窄，川普當選利空暫告一段落，市場重新關注聯準會對貨幣政策觀察重點。美國投等債與非投等債信用利差狀況改善，表現相對優於公債。新興市場整體物價壓力放緩，且市場預期明年度有降息空間，新興市場當地與美元債券表現相對佳。
- ▶ 俄烏衝突升溫，歐洲區天然氣斷供風險延續，加上川普任命經濟官員為傳統石化、天然氣背景，使得西德州原油與天然氣價格表現最強，黃金也受到地緣政治風險影響而上漲。
- ▶ 貨幣部分，歐元除了受到美元強勢的影響外，近期歐洲總經數據與商業信心惡化，使得市場提升歐洲央行的降息預期，歐元偏弱。日圓則受到日本央行行長暗示升息談話，小幅升值結束近期弱勢。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2024年11月22日



川普執政團隊成形，短線有利概念股，留意通膨與美中局勢擾動

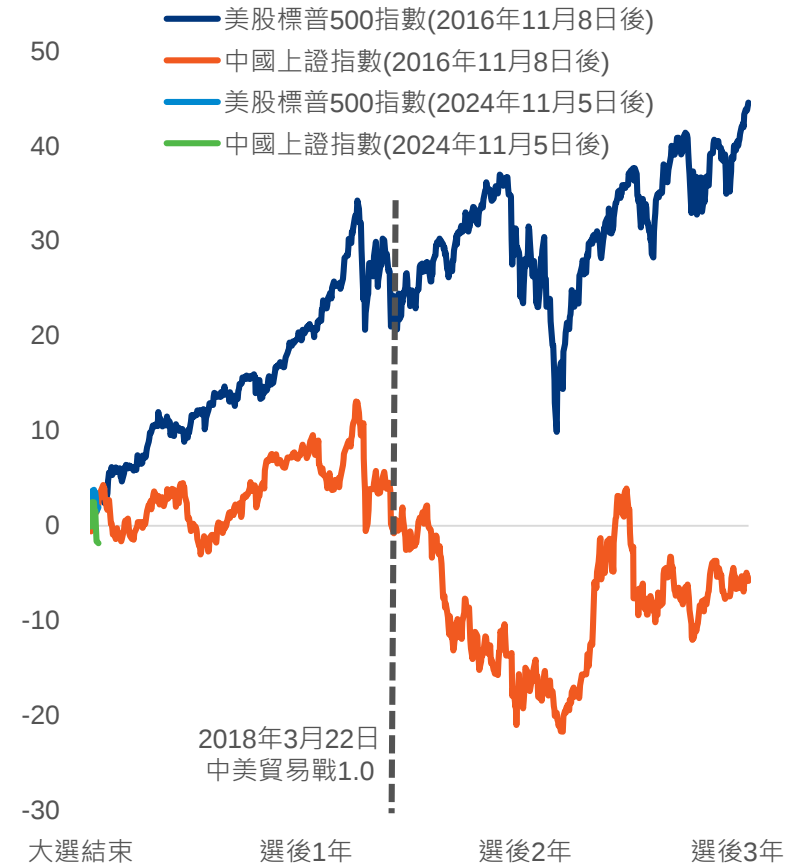
- ▶ 川普即將上任美國總統，新政府相關人事陸續揭露，多為：(1)邊境安全與非法移民、(2)提高關稅、(3)減稅、(4)金融監管、(5)科技自由與政府效率等相關政策背景，以貫徹川普「美國優先」政策。面對聯準會緩步降息，美股將受益於川普企業減稅和鬆綁金融監管政策，預期傳統能源、軍工、金融與醫療相關產業亦有望受惠，而政策執行力度對美國經濟的影響，仍是後續觀察重點。
- ▶ 川普宣稱上任後將頒布緊急狀態，遣返無證中國役齡男子與非法移民。考量非法移民可能是川普上台後首要執行政策。預期上任後限制與驅趕移民，將造成勞動供給減少、觸發供給端通膨上升，另只要商務部發佈行政命令，在不需國會同意即可調高關稅，恐加劇通膨再起並限制聯準會降息空間，後續留意陸股表現，仍賴大規模且直接財政刺激政策，以及中美貿易衝突，恐加深中國股市波動。

川普內閣成員名單陸續公布，形塑政策走向

邊境安全	白宮副幕僚長	米勒 Stephen Miller	
	國土安全部長	諾姆 Kristi Noem	
	邊境沙皇	霍曼 Tom Homan	
對中鷹派	國務卿	盧比歐 Marco Rubio	
	國家安全顧問	沃爾茲 Mike Waltz	
	聯合國大使	史蒂芬尼克 Elise Stefanik	
	商務部	盧特尼克 Howard Lutnick	
金融監管	證監會(SEC)主席	加拉格 Dan Gallagher	
科技自由	政府效率部(D.O.G.E.)	馬斯克 Elon Musk	
		拉馬斯瓦米 Vivek Ramaswamy	
財政走向	財政部長	待公布	

過往川普當選後，牽動美、中股市表現

川普當選美國總統後股市表現，%



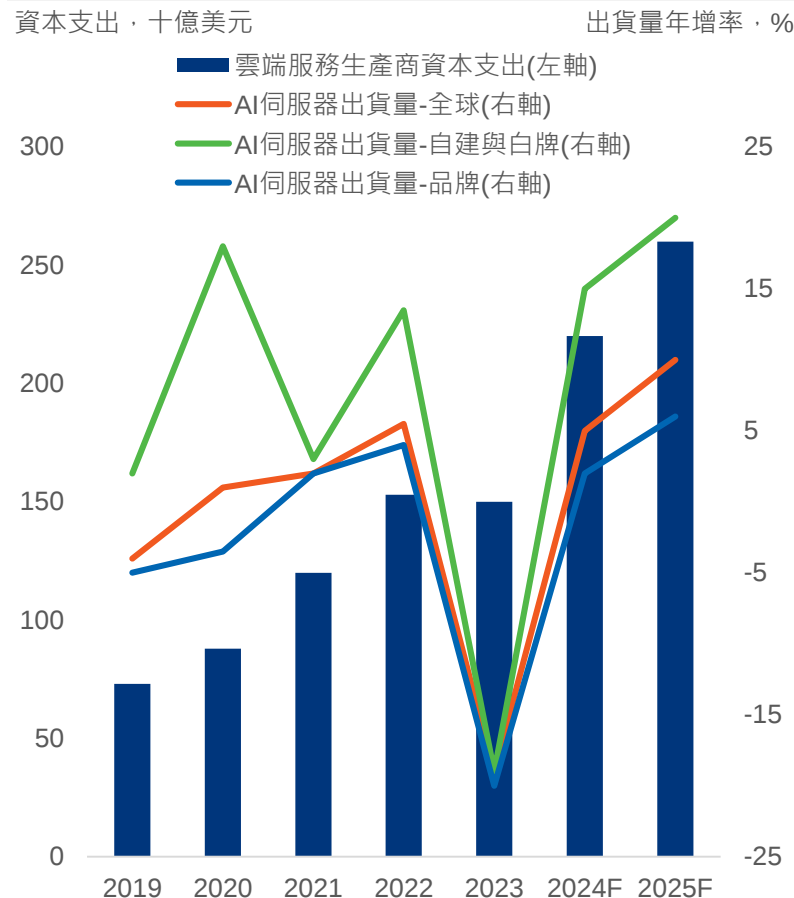
資料來源：Bloomberg，2024年11月20日

投資焦點

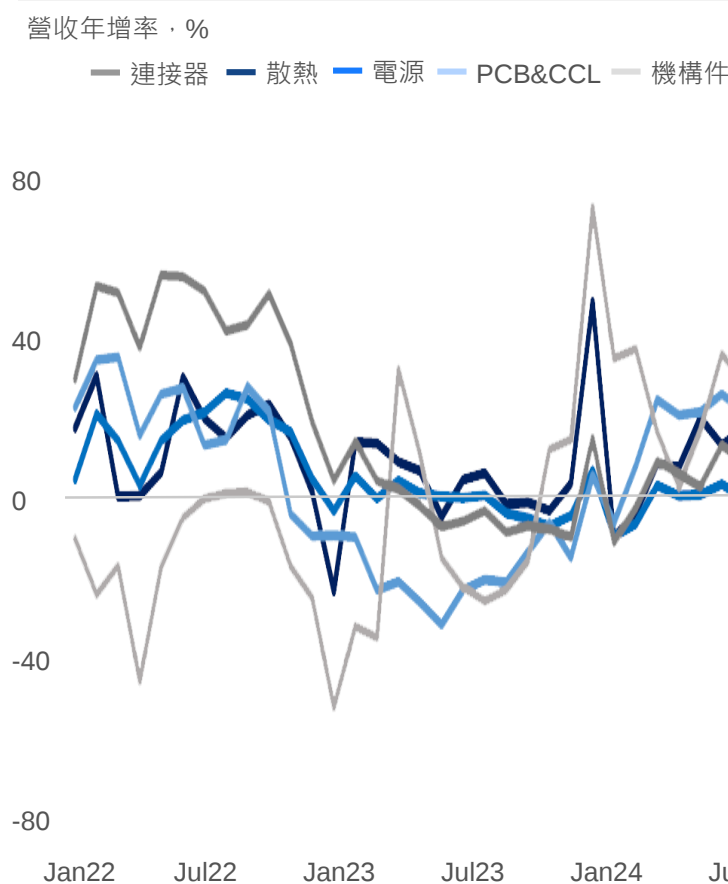
AI帶動硬體需求，預期將同步拉動相關供應鏈成長

- ▶ 儘管新產品GB200量產進度第三季落後，但H100晶片需求仍火熱，因此輝達財報伺服器營收強勁，年增率112%。輝達強調本季GB200開始量產且產能滿載，凱基投顧預期美國主要雲端服務生產商(CSP)資本支出2025年度將超過2,500億美元，觀察全球AI伺服器出貨量，自建和白牌伺服器出貨的成長力度最強，2025年預期年增20%，使得全球AI伺服器出貨量年增率達10%。AI伺服器出貨量年增率為2019年來新高，顯示AI硬體需求仍可持續。
- ▶ 根據凱基投顧研究，已看到GPU供應鏈改善，AI需求將帶動2025年全球伺服器、PC與手機出貨量成長。展望2025年，AI伺服器仍為主要營收動能，在近期產品轉換結束後，有望持續成長並推動相關供應鏈同步上升，各次產業供應鏈10月營收年增率正成長，散熱營收年增率21%表現最佳。

雲端服務生產商資本支出創高，AI伺服器出貨量加速



輝達需求強勁，AI伺服器帶動次產業成長

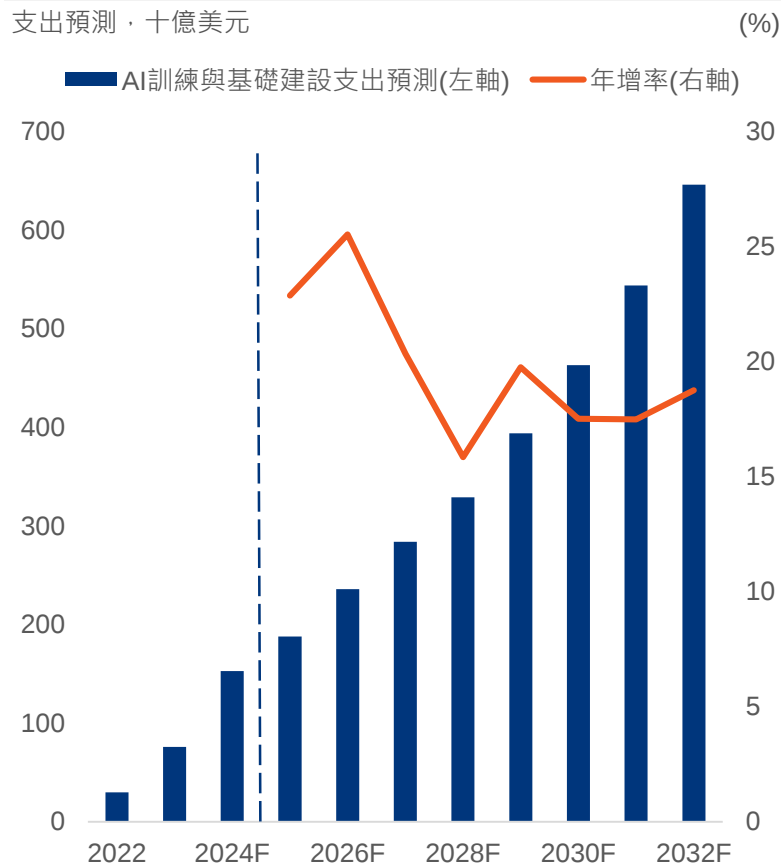


資料來源：凱基投顧，凱基證券整理。

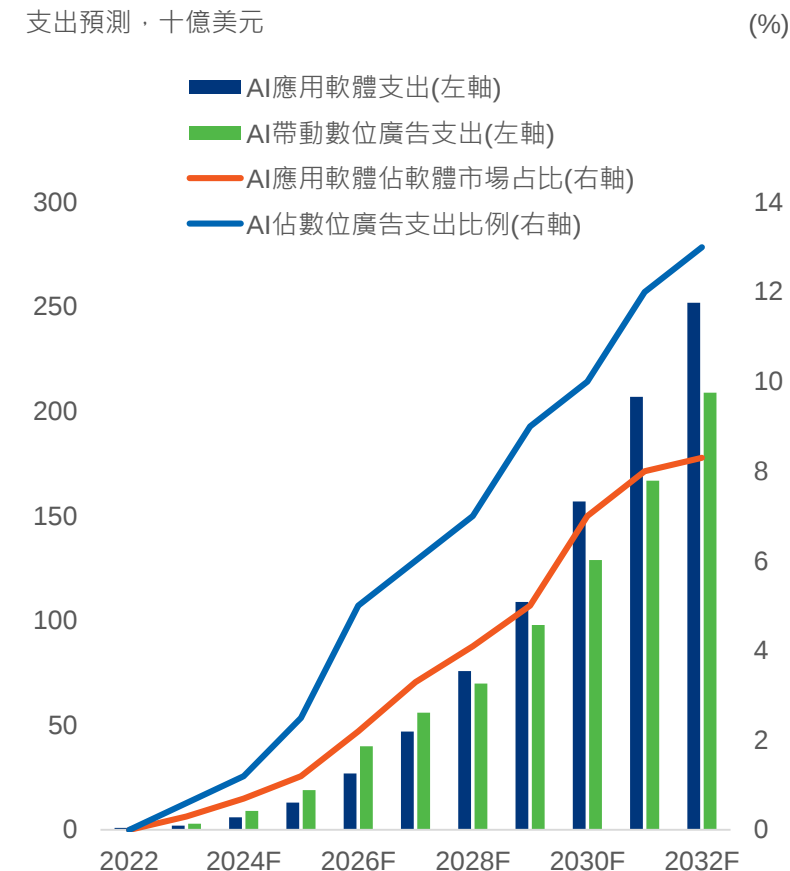
AI模型、相關應用軟體到終端廣告支出，市場規模與市占率快速上升

- ▶ AI訓練模型與基礎建設支出呈現穩定擴張，預期到2032年支出將達到6,460億美元，年增率大致上於20%上下浮動。雖然訓練模型與硬體基礎建設已過了爆發式成長階段，但仍維持在高速成長階段。
- ▶ 除了訓練模型與硬體基建之外，軟體的應用即將迎來爆發成長，根據彭博研究，AI應用軟體的支出，從2024年不到60億美元的規模，預計到2032年成長到2,520億美元，市佔率可達到8.3%。AI現在另一大主要應用數位廣告投放支出從2024年不到90億美金的支出規模，預計到2032年可成長到2,090億美元，佔整體數位廣告支出比例達13%。
- ▶ 由生成式AI帶動起來的硬體需求已快速成長，軟體與終端需求根據彭博研究，也即將迎來爆發成長，AI利多外溢至其他科技股機會高，透過分散投資可參與科技次產業輪漲。

AI模型訓練與基礎建設支出年增率穩定擴張



AI應用軟體與廣告投放市場規模快速擴大



資料來源：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	◆ 川普選前政策包括減稅、降低監管、支持傳統能源業等，後續觀察態度變化及上任後實際政策內容，並與選前的政見做比較。目前美國軟著陸為主要情境，經濟有韌性、消費表現佳，且有減稅等利多助美股表現；而降低監管、利率在偏高水平，則有利於金融股表現。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將受到壓抑，歐洲受到貿易政策不確定性與北約軍費增加的壓力，中性看待，然美元續強使日圓走弱，有利日股表現。	策略風格：中大型股，金融、工業、軍工、AI與科技股 區域：美國、日本、印度
債市	◆ 公債利率反映經濟軟著陸情境，但潛在財政與貨幣政策路徑不確定性，建議布局短天期債券鎖利。因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，通膨預期帶動美債利率上彈，預期美元短期偏強，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，美元強度轉弱偏下行。 ◆ 貿易關稅恐導致非美國家經濟放緩，增加非美國家降息幅度與利差擴大，非美貨幣短期偏貶。	美元高檔有撐 日圓短期偏貶、長期緩升

► NOV 2024

18

Monday

- 日本9月核心機器訂單年增率
(實際:-4.8% 預估:1.8%
前值:-3.4%)
- 香港10月失業率
(實際:3.1% 預估:3.0%
前值:3.0%)

19

Tuesday

- 美國10月新屋開工月增率
(實際:-3.1% 預估:-1.2%
前值:-1.9%)
- 歐元區10月CPI年增率終值
(實際:2.0% 預測:2.0% 前值:2.0%)

20

Wednesday

- 日本10月出口年增率
(實際:3.1% 預估:1.0%
前值:-1.7%)
- 日本10月工具機訂單年增率終值
(實際:9.4% 前值:9.3%)

21

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:213k 預估:220k 前值:219k)
- 美國10月成屋銷售月增率
(實際:3.4% 預估:2.9% 前值:-1.3%)

22

Friday

- 美國11月標普全球製造業PMI初值
(預估:48.9 前值:48.5)
- 美國11月密西根大學市場氣氛終值
(預估:73.9 前值:73.0)
- 日本10月全國CPI年增率
(實際:2.3% 預估:2.3% 前值:2.5%)
- 日本11月自分銀行製造業PMI初值
(實際:49.0 前值:49.2)
- 歐元區11月製造業PMI初值
(預估:46.0 前值:46.0)

25

Monday

26

Tuesday

- 美國10月新屋銷售月增率
(預估:-2.2% 前值:4.1%)

27

Wednesday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:213k)
- 美國第三季GDP季增率修正值
(預估:2.8% 前值:2.8%)
- 美國10月耐久財訂單月增率初值
(預估:0.5% 前值:-0.7%)
- 美國10月PCE年增率
(預估:2.3% 前值:2.1%)
- 美國10月核心PCE年增率
(預估:2.8% 前值:2.7%)
- CrowdStrike控股公司(CRWD)、
戴爾科技公司(DELL)財報

28

Thursday

29

Friday

- 日本10月失業率
(預估:2.5% 前值:2.4%)
- 日本10月求才求職比率
(預估:1.24 前值:1.24)
- 日本10月東京CPI年增率
(預估:2.2% 前值:1.8%)
- 日本10月零售銷售月增率
(預估:0.6% 前值:-2.2%)
- 日本10月工業生產月增率初值
(預估:3.9% 前值:1.6%)

資料來源：Bloomberg



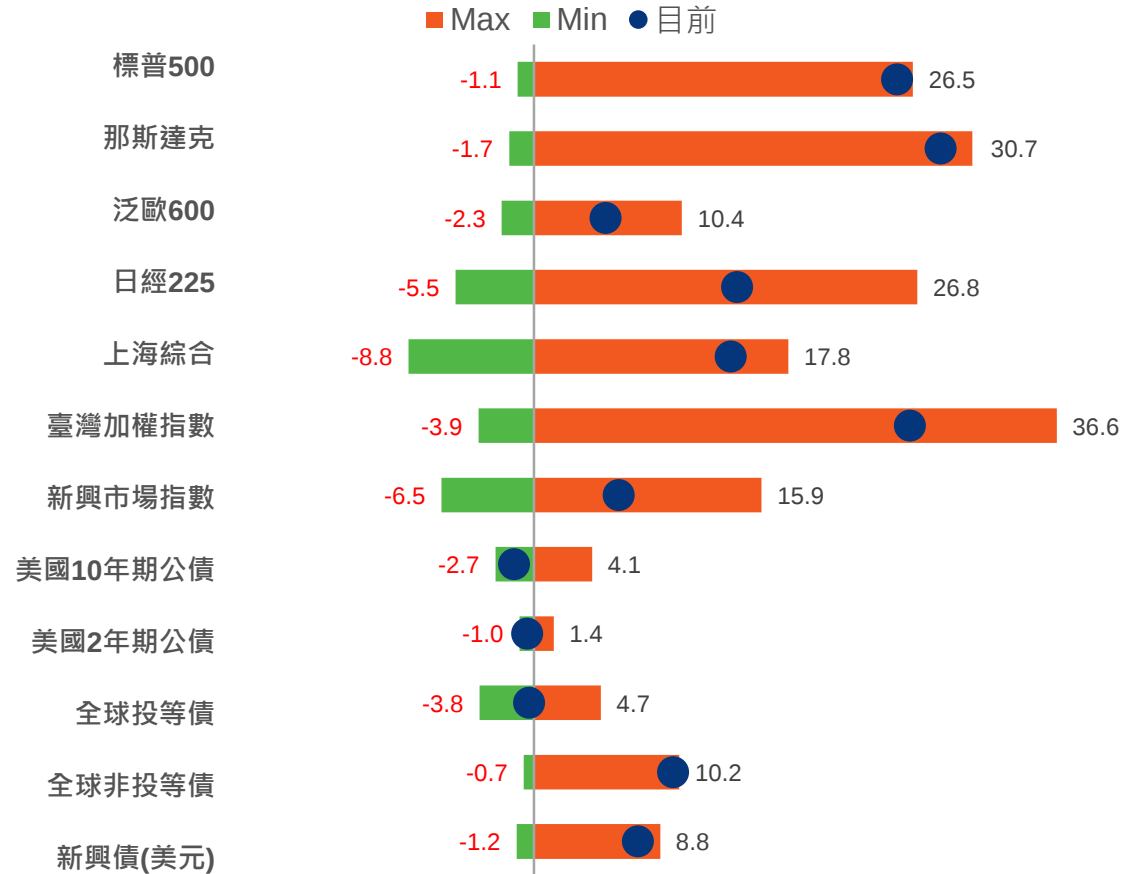
財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期 營收	EPS
2024/11/19	沃爾瑪公司(WMT)	167.67B	169.6B	0.53	0.58	V	V
2024/11/19	美敦力公司(MDT)	8.28B	8.4B	1.25	1.26	V	V
2024/11/19	羅威公司(LOW)	19.93B	20.20B	2.82	2.89	V	V
2024/11/21	Palo Alto Networks Inc(PANW)	2.12B	2.1B	1.48	1.56		V
2024/11/21	迪爾(DE)	9.23B	11.14B	3.89	4.55	V	V
2024/11/21	輝達(NVDA)	35.08B	35.1B	0.75	0.81	V	V
2024/11/21	TJX公司(TJX)	13.95B	14.1B	1.09	1.14	V	V
2024/11/22	直覺公司(INTU)	3.14B	3.28B	2.36	2.5	V	V

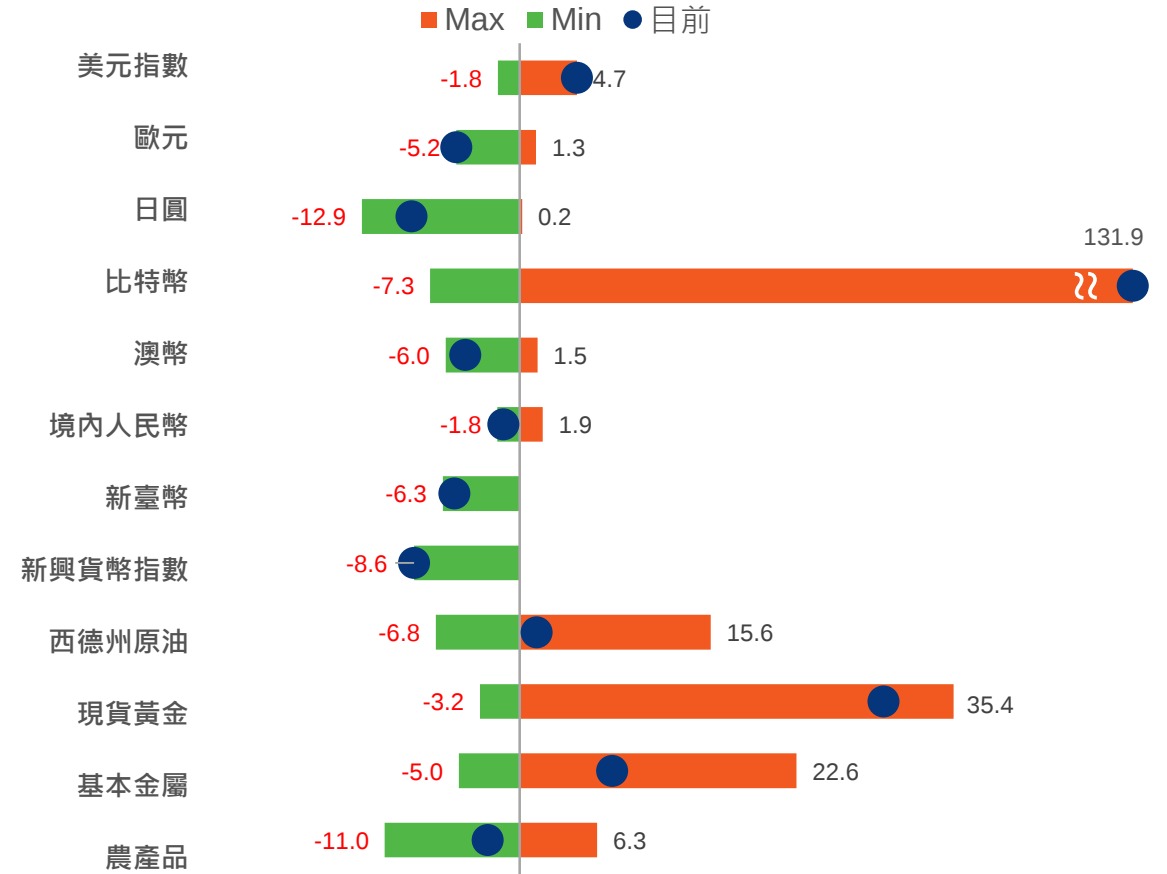
資料來源：Investing.com

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)

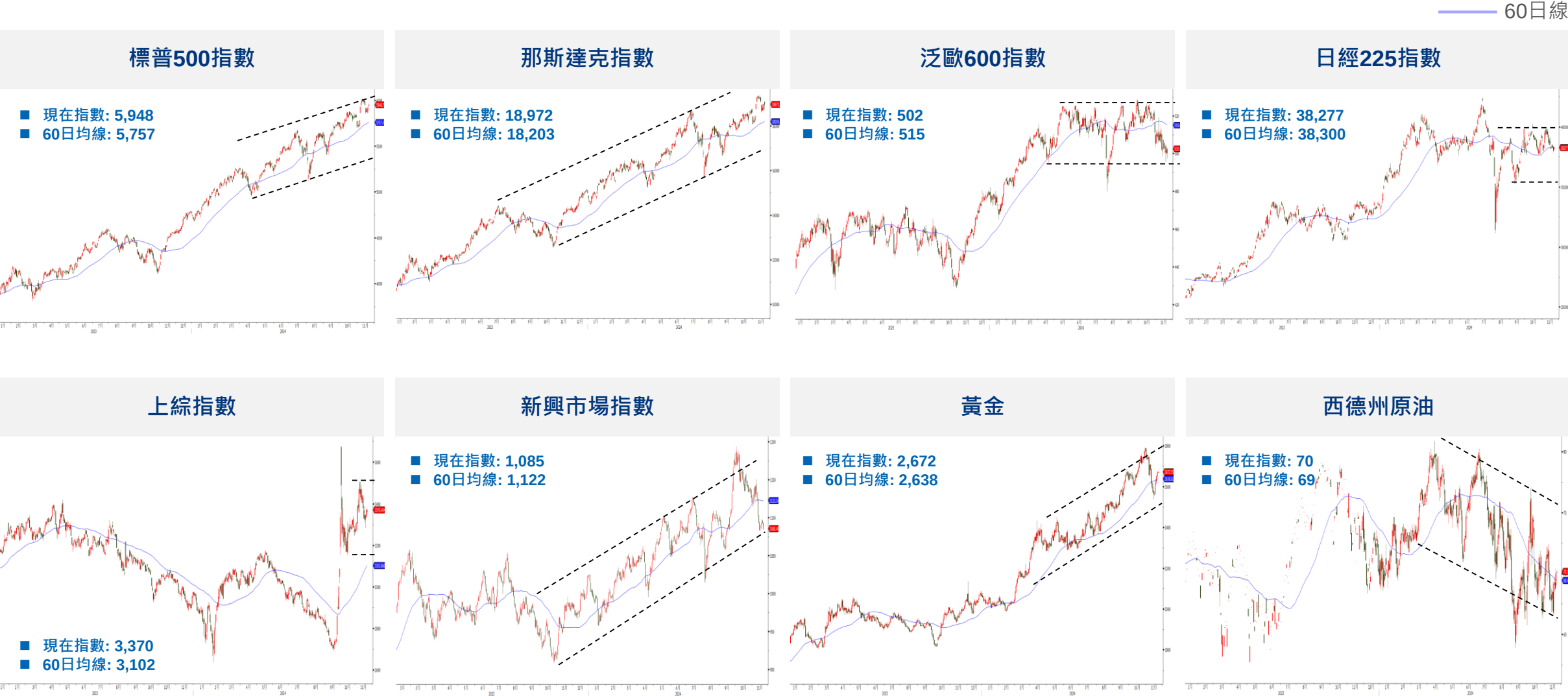


貨幣、原物料市場YTD表現(%)



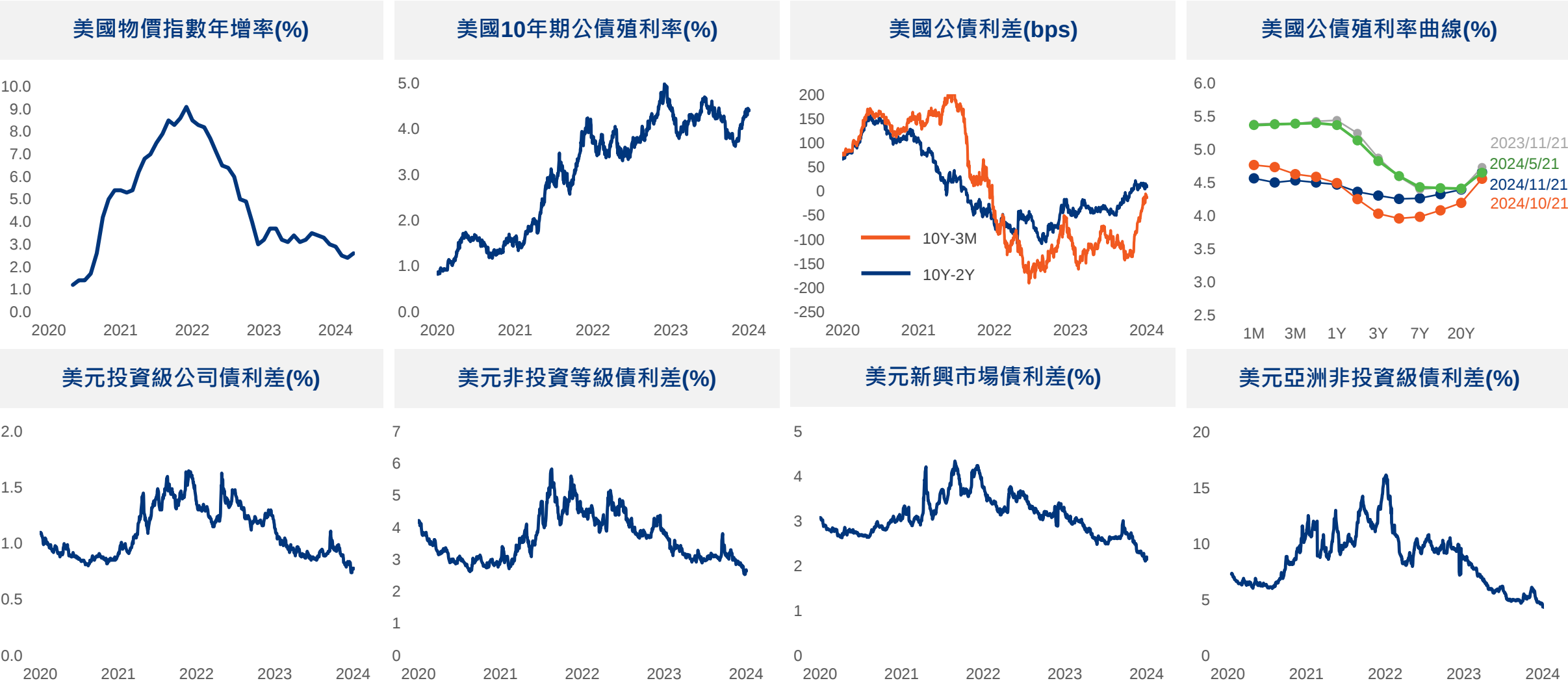
資料來源：Bloomberg · 2024年11月22日

技術分析



資料來源：Bloomberg · 2024年11月22日

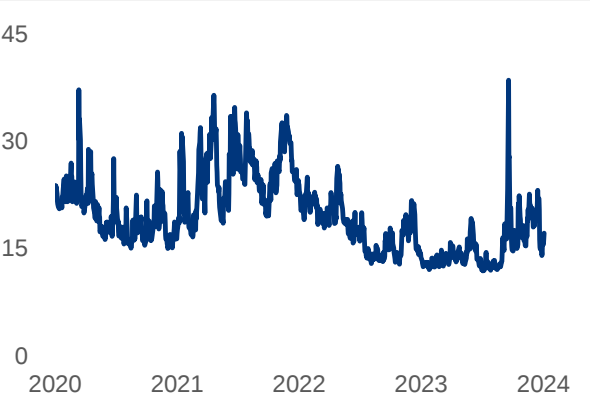
市場觀測



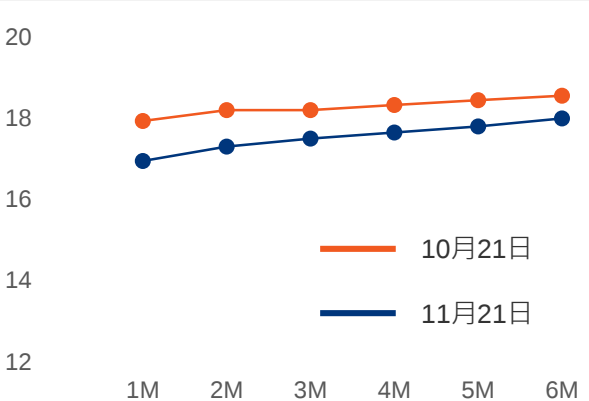
資料來源：Bloomberg · 2024年11月21日

市場觀測

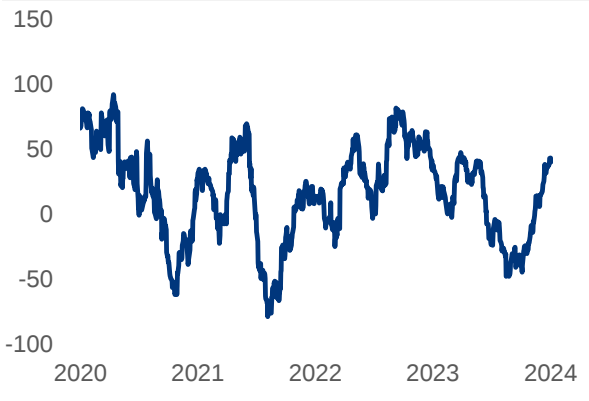
VIX指數



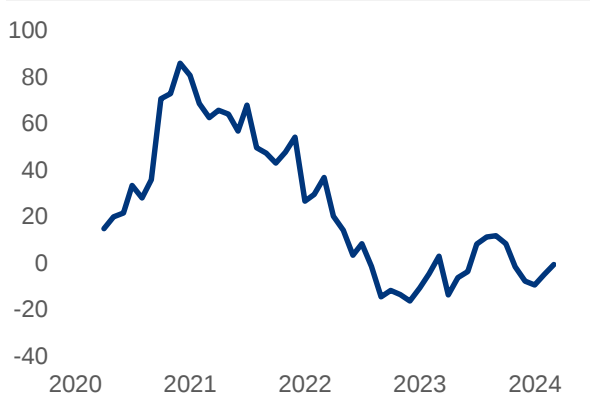
VIX期間結構



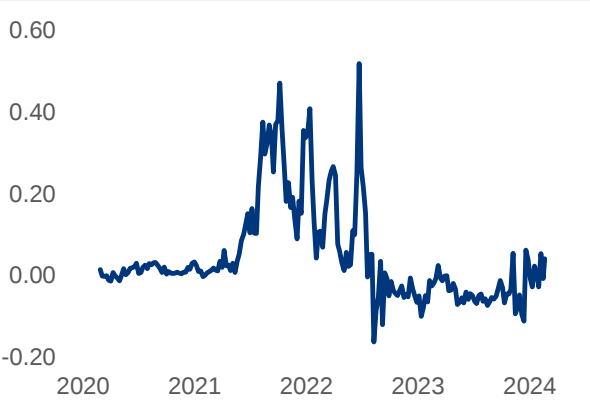
美國花旗經濟驚奇指數*



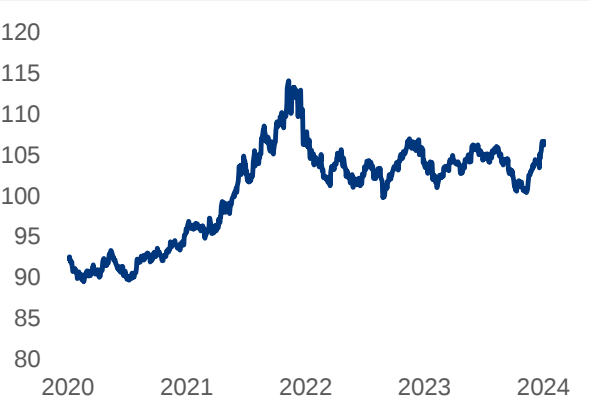
美國花旗通膨驚奇指數*



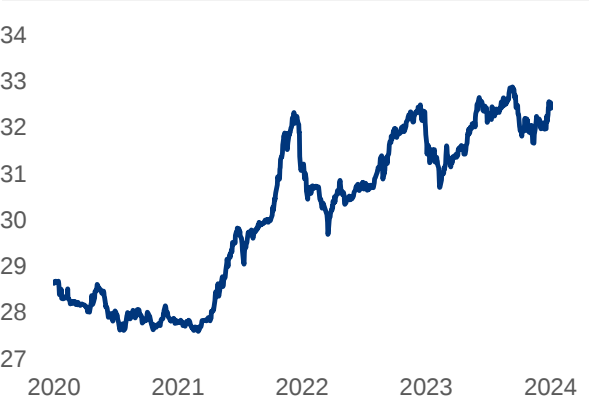
TED利差(bps)



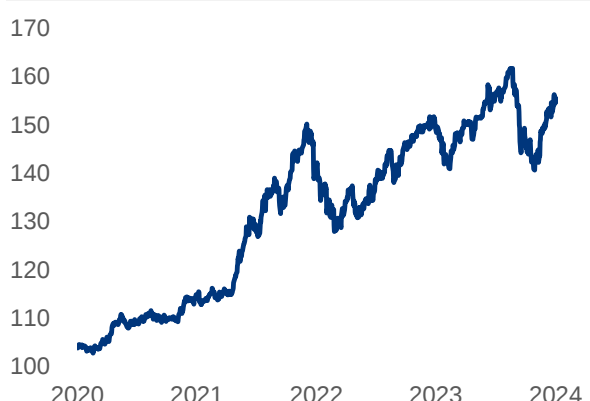
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2024年11月21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。