

CONTENT

Oct

01 House view- 投資策略	研究中心總經組
09 台股分析 - 台股量縮區間震盪，聚焦個股營運變化.....	林蔚辰
13 陸股分析 - 中國經濟結構轉型陣痛期 國產光刻機公佈重大技術突破.....	中國策略研究組
25 半導體產業 - 晶背供電初次登場，迎接 AI 大趨勢.....	張智彥
27 營建營造 - 買賣棟數及房價高檔不墜，新屋指標黃紅燈	陳玟芬
31 熱門個股 - 瑞儀 (6176 TT) - 美系客戶新品展望佳，下半年營運增溫	陳玟芬
帆宣 (6196 TT) - 主力客戶展望佳 營運成長可期	陳娟娟
全新 (2455 TT) - 短期面臨手機逆風，仍看好長線成長趨勢	蔣欣穎
富世達 (6805 TT) - 水冷轉接頭模組通過認證，靜待明年放量	蘇子錚
長榮 (2603 TT) - 運價可望於 9 月中下旬回升，2024 年獲利大躍進.....	蔡爵丞

41 國際情勢 - 全球供應鏈重組的過去與未來	研究中心總經組
45 衍生性商品 - 權證市場分析.....	林勝鵬
47 國外 ETF - iShares 羅素 2000 ETF.....	王婷蓁
49 國內 ETF- 市場掃描	戴儀哲
51 00713 規模突破千億 _ 首檔千億級低波動特色高股息 ETF.....	元大投信

元大投顧研究團隊

研究中心

劉思良	劉誠新	張智彥	李子承	杜富蓉	蕭森寶
魏建發	余鈴華	陳穆萱	邱冠倫	周偉康	吳官隆
陳娟娟	陳韻筑	柯妤璇	蔡宗穎	王永生	游豐進
陳玫芬	陳映慈	賴怡欣	邱元彥	薛舜日	
蔣欣穎	徐銘峻	陳澤心	李秉睿	戴儀哲	
蘇子錚	陳昱暉	何宗祐	黃勵誠	柯智中	
顏承暉	陳森林	洪晨翎	林晉仰	賴圉羽	
黃雍漢	吳明真	蔡伯甯	商偉哲	林蔚辰	
張佩雯	蔡爵丞	林采潔		翁祥維	

市場研究部

發行所：元大證券投資顧問股份有限公司

地址：臺北市大安區仁愛路三段 157 號 4 樓

零售：249 元

訂閱專線：(02) 8770-6078

本報告純屬研究性質，僅供元大集團內部同仁及客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬元大投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

檢舉詐騙廣告，請上內政部警政署 165 全民防騙網 165.npa.gov.tw

常見詐騙手法，請至《165 全民防騙》臉書粉絲專頁 www.facebook.com/165bear/

投資策略 -

降息的迷思：經濟正常化還是衰退的前兆？

■ 研究中心總經組

- 聯準會的工作就是希望消除景氣波動，只是過去歷史紀錄並不好
- Covid-19 對經濟的扭曲令許多景氣領先指標失效
- 長期的低利率政策令貨幣傳導機制質變
- 聯準會的降息只是走出 Covid-19 扭曲的一個步驟

聯準會的工作就是希望消除景氣波動，只是過去歷史紀錄並不好恐懼」

「事後」來看，聯準會降息循環的啟動，通常不是在衰退前就開始，就是衰退進行式中，1974 年、1980 年、1990 年、2001 年、2008 年、2020 年都是如此（圖 1-1），因此許多人認為快速升息後一旦聯準會啟動降息，往往伴隨著經濟衰退。但這樣的推論有一個很顯著的邏輯矛盾，就是「就是快速升息後的降息必然是一個降息循環」，也就是連續且大幅降息。

但在聯準會的歷史上，至少就有兩次，快速升息後的降息並沒有發生衰退，一次發生在 1984 年、一次發生在 1995 年。這其中 1995 年的降息比較需要討論，因為在 1984 年因為長期的高通膨，因此當時聯準會貨幣政策操作主要是以貨幣數量為操作工具，並不是以利率為目標，因此利率很容易受到貨幣需求變化而大幅波動。

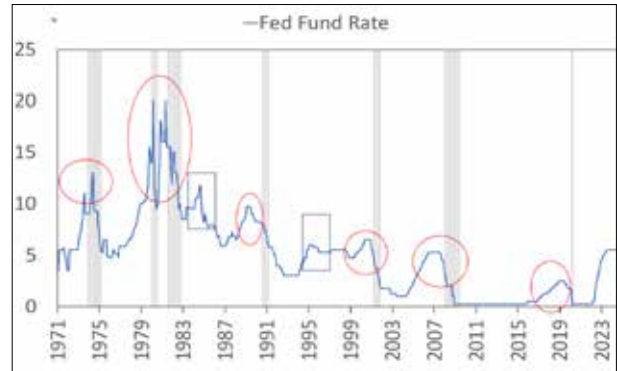
但討論貨幣政策的鬆緊，不能夠只是單純

地從「名目利率」思維去思考，因為真正影響經濟鬆緊的其實是實質利率。如果以實質利率的視角去看 1995 年的降息（以核心 PCE 計算），當時雖然名目利率是調降的，但由於 1995 年首次降息開始到 2000 年網路泡沫破滅前，實質利率卻一路走升。可見 1995 年當時聯準會的降息只是因為通膨受控了，聯準會不希望貨幣政策因為通膨降溫更緊導致經濟面臨下行風險，但也因為經濟一直保持穩定，是以聯準會維持了較高的實質利率直到網路泡沫破滅。

事實上，聯準會的工作就是希望透過貨幣政策的調整來達到「消弭」景氣循環的目的，只是歷史上的成績並不太好。過去之所以往往降息後經濟會陷入衰退，就是因為當經濟快要陷入衰退時才開始降息，由於貨幣政策有滯後性，以至於一開始的大幅降息無法達到刺激經濟的目的，經濟終究無法避免衰退。但 1995 年是少數聯準會達到目的的一年，當時經濟只是從過熱回到一個均衡的狀態，而聯準會也「適時」的降息避免實質聯邦資金利率走高，最後終於避開了衰退。

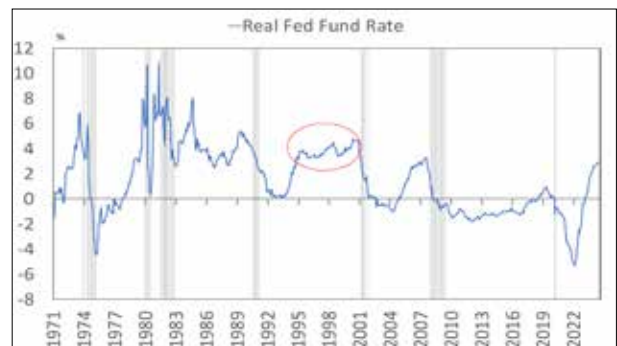
目前美國經濟已經不再過熱，但在了解到聯準會真正的工作後，我們其實不應該在數據還沒有顯現衰退跡象時，就因為過去聯準會成績不好就逕自斷定這一次的降息一定會衰退。

圖 1：聯邦資金名目利率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：聯邦資金實質利率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

Covid-19 對經濟的扭曲令許多景氣領先指標失效

Covid-19 對經濟分析產業帶來最大的影響就是，傳統上用來預測景氣轉折的各種指標幾乎都失效了。舉例來說，過去美國領先指標通常領先景氣 6~9 個月，但這一次領先指標不僅連續 31 個月下彎，且跌幅堪比金融海嘯，但經濟不僅始終沒有陷入衰退，而且甚至過去兩年絕大多數的時間都處在過熱的狀態（圖 3）。

圖 3：美國景氣指標



資料來源：Bloomberg、元大投顧

長期的低利率政策令貨幣傳導機制質變

經濟的嚴重扭曲並不是 Covid-19 才開始，這一切的扭曲可以回溯自 2008 年金融海嘯，這點可以從聯準會貨幣政策與市場流動性看出。Bloomberg 金融狀況指數（圖 14）是衡量貨幣市場、信用市場、債券市場與股票市場流動性的綜合指標，指標大於零意味著整體市場的流動性比長期平均更為寬鬆。過去兩年聯準會暴力升息最弔詭的情況在於，金融狀況只有在剛開始升息時有一度收緊過（圖 5），此後即便聯準會持續升息，金融狀況不僅持續維持在寬鬆的狀態，甚至比起升息前還寬鬆。何以如此？

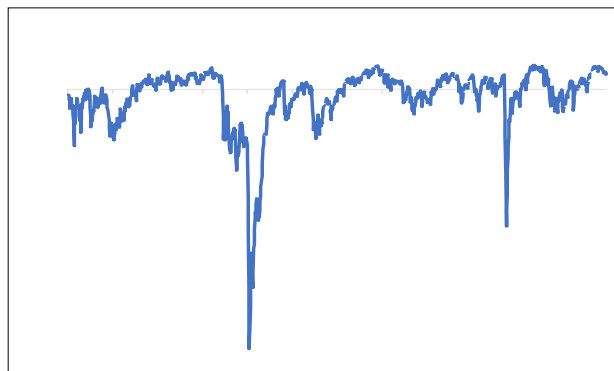
一、一個原因可以從圖 6 看出，過去美國家庭部門償付比率（debt service ratio，每個月本利和支出）往往與聯邦資金利率高度正相關，當聯準會升息後，利息支出的增加導致家庭部門償付比率提高。但這次不一樣，經過兩年的暴力

升息後，目前家庭部門償付率仍然低於疫情前的水準，何以如此？理由有二：

一、由於美國有 30 年期固定利率房貸，而金融海嘯後長期的低利率以及疫情後的零利率，令大多數的房貸戶已經鎖定低的房貸利率，是以即便之後聯準會暴力升息，房貸利息支出也沒有明顯增加（圖 7）。

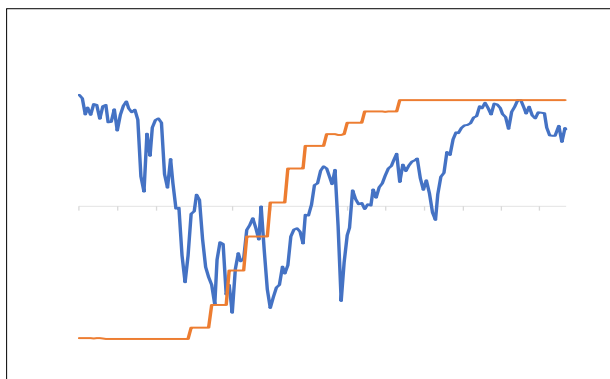
疫情後美國政府為了確保經濟避免休克，同時採行了大量財政支出，有效的降低民眾消費負債，導致消費負債佔比隻金仍然低於長期平均，自然比較低的負債面臨聯準會的暴力升息，也不會讓家庭消費性負債利息支出大增。

圖 4：Bloomberg 金融狀況指數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 5：Bloomberg 金融狀況指數與聯邦資金利率



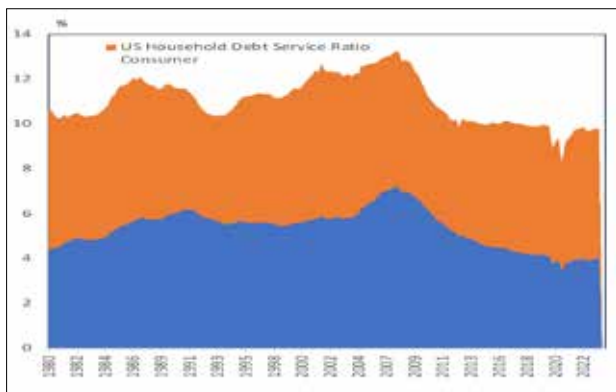
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 6：家計單位償付比率與聯邦資金利率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

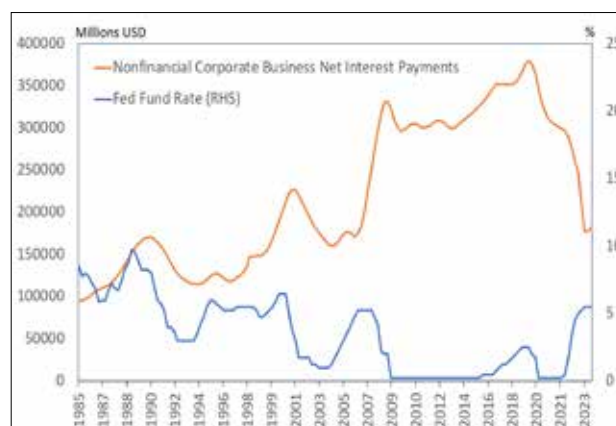
圖 7：家計單位償付比率細項



資料來源：Bloomberg、元大投顧

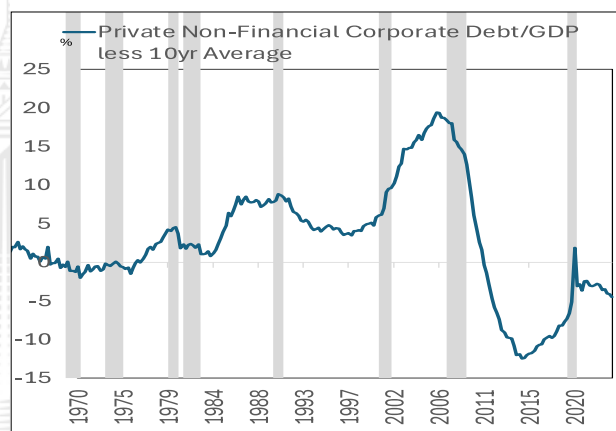
同樣的情況發生在企業部門，由於金融海嘯與疫情後長期的低利率，讓企業得以在零利率時期大量發債並拉長債務到期時間，導致之後聯準會暴力升息不僅利息支出不用增加，反而帳上現金因為短天期利率大增而有更大的利息收入，這令企業淨利息支出在聯準會暴力升息後出現反常的下滑現象（圖 8、圖 9）。

圖 8：非金融企業淨利息支出



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 9：非金融企業淨利息支出 / GDP 比



資料來源：Bloomberg、元大投顧

聯準會的降息只是走出 Covid-19 扭曲的一個步驟

從上面的分析可知，過量的財政政策導致民間部門資產負債表異常健康、過久的低利率削弱了緊縮貨幣政策的效力，這迫使 Fed 不得不採行比正常時候更激進的升息來避免經濟過熱與通膨失控。

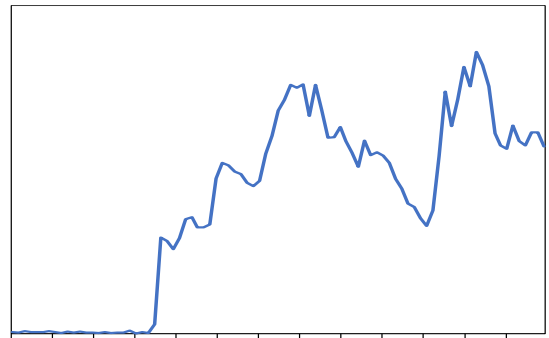
或許從圖 1-4 與 1-5 來看，聯準會的升息效果並不好，自然這也讓投資人擔心降息無法避免經濟衰退。但如果換個角度來思考，聯準會其實已經為了因應經濟下行保存了很多的子彈。

2018 年聯準會正式改變貨幣政策操作的模式，從「準備金稀缺制度」轉向「準備金充裕制度」。過去在準備金稀缺制度下，聯準會不會支付銀行超額準備金利息，因此聯準會在決議一個聯邦資金利率後，紐約聯準會會透過公開市場操作的方式向市場調節流動性，讓市場交易利率貼近聯邦資金利率。如此一來，聯準會升息也等同於市場流動性減少，銀行超額準備金長年維持在接近零的水準。

不過，2018 年後，為了確保聯準會的升息不會導致市場流動性大減，聯準會開始支付銀行準備金不低於聯邦資金利率下緣的利率，這令聯準會可以在升息的同時不需要向市場抽走過量的流動性(圖 10)，這可以解釋為什麼過去兩年聯準會暴力升息並沒有伴隨著市場收緊。

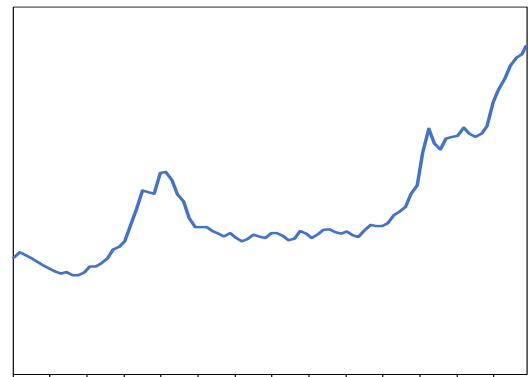
由於金融海嘯與疫情後絕大多數時候，經濟都是處在過量流動性以及民間資產負債表健康的狀態，為了確保這些過量的流動性不會造成更嚴重的過熱以及通膨失控，聯準會需要透過暴力升息來確保過剩的流動性不會流到實體經濟裡，而貨幣市場的高利率也讓這些過剩的流動性流向貨幣市場基金(圖 11)。

圖 10：銀行準備金 /GDP 比



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 11：貨幣市場基金規模

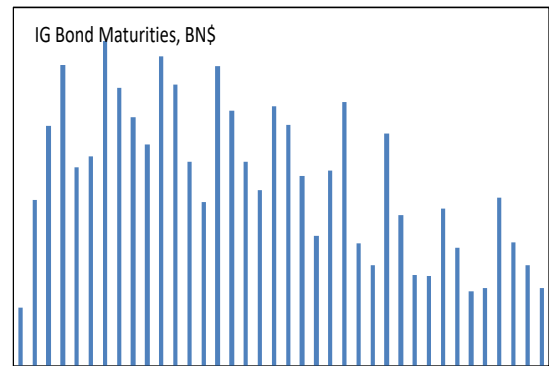


資料來源：Bloomberg、元大投顧

美國超額儲蓄逐漸耗盡（圖 1-12）、零利率時期企業的巨量發債到期（圖 1-13）其實可以標誌著經濟逐漸走出長期零利率與疫情扭曲，如果聯準會持續維持著這樣高的利率，將勢必影響到消費支出動能以及企業利息成本，對經濟形成下行風險，這時聯準會透過降息讓閒置在場外貨幣市場基金的資金流入實體經濟，的確可以延續景氣不衰退的時間，達到經濟正常化的目的。

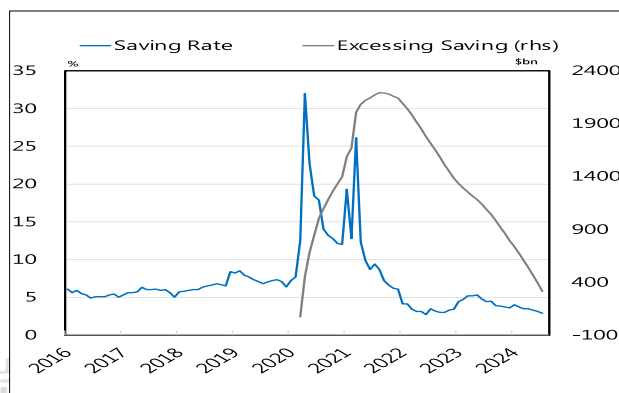
由此可知，考量到長期的低利率與疫情嚴重扭曲經濟週期，這迫使聯準會必須透過暴力升息，將相當大部分可能造成經濟過熱與通膨失控的資金鎖在場外。但隨著經濟逐漸正常化，聯準會自然也不需要繼續鎖定這些巨量的資金，適時的透過降息釋放這些鎖在場外的資金，其實就是經濟走出長年零利率與疫情扭曲而不再衝動的一個過程，並不意味著經濟快要陷入衰退。

圖 13：每季度美國投資等級債到期規模



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 12：美國超額儲蓄



資料來源：Bloomberg、元大投顧

美國

經濟現況

零售銷售優於預期且服務業PMI持續擴張，經濟朝向軟著陸

政府政策

民主黨提名賀錦麗參選，兩黨競爭白熱化，而國會選情則膠著

歐元區

服務業商業活動熱絡支持8月份PMI擴張，下半年經濟谷底盤旋

德國執政聯盟提案削減對烏克蘭軍事援助預算

日本

7月出口年增10.26%，受惠日圓貶值及汽車生產恢復所帶動

首相岸田不參加下屆自民黨總裁選舉，政策不確定性提高

中國

工業生產及固定投資成長放緩，房地產加速下跌，消費動能低迷

「北向資金」動態不再即時發布，凸顯國際資金外流趨勢持續

台灣

工業生產高速成長，零售溫和增加，景氣穩定擴張

未來5年將投入超過360億元打造「智慧科技大南方產業生產系」

新興市場

美國經濟放緩但有韌性、成熟市場經濟回穩，新興市場經濟有撐

面對美中貿易戰及供應鏈重組機遇，各國積極改善基建吸引外資



央行政策

通膨風險降低，
政策轉向穩定勞動市場，9月降息
立場趨於明確

通膨可望觸及政策目標2%，預期
ECB 9月份將二度
降息

日銀總裁植田重
申貨幣政策正常
化方向，但暗示
不急於再度升息

人民幣止貶舒緩
資金外流壓力，
人行貨幣政策暫
時觀望

央行關注房市過
熱，要求國銀提
出具體降溫房貸
方案

Fed 降息在即，
將提供新興市場
更大的政策調整
空間

市場趨勢

美元指數弱勢盤整
美債殖利率低檔震盪
美股波動加大

歐元呈強勢盤整
德債殖利率曲線陡峭
歐股震盪盤堅

日圓止貶回穩
日債看空
日股大型股領漲

人民幣弱勢盤整
陸股弱勢整理

新台幣震盪走升
台股震盪回升

美元指數不再走強有助新
興市場債匯市表現

投資建議

美元中性
美國公債中性
美國投等債中性
美股中性

歐元中性
德國公債中性
歐洲投等債中性
歐股中性

日圓中性
日債看空(-)
日股看多(+)

人民幣看空(-)
人民幣公債中性
國企/公司債看空(-)
陸股看空(-)

新台幣看多(+)
台債中性
台股中性

新興市場債看多(+)
新興股中性

台股分析 -

台股量縮區間震盪，聚焦個股營運變化

■林蔚辰

美國公佈經濟數據引發市場緊張，8月ISM製造業指數47.2，低於市場預期的47.5，連續第5個月低於榮枯線50下方，細項當中包括新訂單指數、生產指數雙雙下滑，客戶存貨上升；此外，8月非農新增就業人數14.2萬人，同樣低於市場預期的16.5萬人，由於製造端看法保守且就業數據走低，導致美國經濟衰退的疑慮升溫；產業部分則有輝達下季度財測未達法人高標區，凸顯投資機構將用更嚴格標準檢視AI類股營運成績，恐進一步牽動台股電子權值股評價調整與校正回歸。至於台股盤勢，經歷過8月的大跌、反彈，9月又重複一次相同戲碼，就在市場情緒緊繃之際，9/18聯準會FOMC果斷降息兩碼，除了顯示對通膨降溫的信心，並藉此提振勞動市場，及時釋出寬鬆周期的鴿派訊號，目的在延續景氣與就業的榮景，代

表美國經濟有望朝軟著陸前進。值得注意的是，台股成交動能並未隨著指數反彈有所增溫，移動均量反而向下探低，顯示震盪整理格局未變，後續除了季線向上扣高形成蓋頭反壓，更不要忘了10月還有美國大選前緊湊民調影響，預料指數上檔空間有限，操作上應避免積極追價。

8月出口金額創新高，9月有望穩健向上

受惠人工智慧強勁商機以及外銷進入旺季，推升電子與資通產品需求，加上傳產品項市況回穩，以及7月底颱風來襲造成部分出貨遞延，帶動台灣8月出口金額年增16.8%達436.4億美元，不僅創下歷年單月新高，並連續第10個月正成長，明顯優於市場預期，相較全球市場略顯疲軟，凸顯台灣在AI趨勢中

舉足輕重地位，9月出口年增率也有望穩健向上。產業訊息方面，除了傳出美國政府考慮取消向沙烏地阿拉伯出口先進晶片的禁令，加上輝達執行長黃仁勳再度表態，最新 Blackwell 晶片非常搶手，主要是美國軟體巨頭甲骨文創辦人艾里森透露，自己和特斯拉執行長馬斯克都願意花更多錢拿到輝達最新的 GPU，驗證老黃所言不虛，整體而言台灣基本面底蘊扎實，提供台股下檔支撐力道。

股票型 ETF 規模攀升，有效維繫台股人氣

台股另外一項重要底氣，就是內資資金動能相當充沛，統計台股股票型 ETF 的規模可發現，總市值從去年 12 月大約 1.31 兆元，到今年 9 月中旬爬升至 2.44 兆元，短短 10 個月增幅超過 1.1 兆元，其中不乏投資人為了追求穩定現金流，抑或對抗頑強通膨，持續配置高股息型 ETF，成為台股穩定的力量，縱使 7-9 月經歷外資史詩級賣超幅度，投資人信心仍屹立不搖，以往內資遇上外資有如小蝦米對抗大鯨魚，現在默默轉變成可相互抗衡結構，有效維繫台股中長期多方趨勢。

台積電依舊是全村的希望，供應鏈營運水漲船高

受惠智慧型手機及 AI 需求強勁，晶圓代工龍頭台積電 8 月合併營收繼續衝刺，達 2,508.7 億元，創歷史次高紀錄，累積前 8 月營收年增 30.85%，表現相當亮眼。台積電於海內外積極設廠、擴產，每年資本支出動輒千億起跳，尤其扶植本土化策略，協助台廠供應鏈跨入先進製程與先進封裝領域，包含 CoWoS、FOPLP、矽光子、測試介面、驗證分析、特用化學與金屬等，相關業者營運能見度佳，營收與毛利率均有顯著成長性，在交投抱持一定熱度下，可留意技術面轉強擇優布局時機。

2024 年 8 月營收 YoY 高成長個股

篩選條件 :1. 營收 MoM ≥ 0 2. 股本 > 20 億元 3. 近 20 日平均日成交量 > 1000 張

股票代號	股票名稱	產業名稱	營收是否創 歷史新高	單月 MoM(%)	單月 YoY(%)	累計 YoY(%)	單月營收連N 個月遞增	20240918股 本(百萬)	近20日每日均量
3047	訊舟	電子中游-網通		(7)	112	61	-2	2,235	32,688
2376	技嘉	電子中游-主機板		30	107	130	1	6,699	6,576
6446	藥華藥	傳產-生技	新高	2	97	88	5	3,412	1,954
6806	森崴能源	電子下游-太陽能		42	77	82	1	2,247	2,822
2439	美律	電子中游-NB與手機零組件		18	74	32	2	2,527	2,856
3706	神達	電子中游-EMS		6	70	38	3	12,066	4,642
1519	華城	傳產-電機		(21)	65	65	-1	2,872	5,592
3036	文曄	電子上游-IC-通路		(14)	62	79	-1	12,511	3,366
6274	台耀	電子上游-PCB-材料設備	新高	3	60	44	6	2,721	11,178
1815	富喬	電子上游-PCB-材料設備		15	58	16	1	4,647	12,808
2607	榮運	傳產-航運		(2)	57	42	-1	10,671	1,048
2365	昆盈	電子下游-掃描器		12	55	36	4	2,215	18,893
3712	永崴投控	電子中游-光學鏡片		22	54	56	1	2,462	2,109
3019	亞光	電子中游-光學鏡片		9	54	28	4	2,792	19,528
6789	采鈺	電子上游-LED及光元件		1	52	33	4	3,170	1,199
8069	元太	電子中游-LCD-TFT面板		2	52	3	6	11,444	5,586
2637	慧洋-KY	傳產-航運		0	50	29	2	7,464	2,541
2489	瑞軒	電子下游-顯示器		12	49	48	6	7,401	8,946
2383	台光電	電子上游-PCB-材料設備		(1)	48	66	-1	3,445	6,685
3013	晟銘電	電子中游-機殼		(23)	45	48	-1	2,050	13,105
9907	統一實	傳產-其他		2	44	19	6	15,791	2,802
2382	廣達	電子下游-筆記型電腦	新高	17	43	20	4	38,626	23,313
6890	來億-KY	傳產-其他		2	40	35	2	2,494	1,307
1608	華榮	傳產-電線電纜		0	39	23	1	6,328	2,239
1101	台泥	傳產-水泥		(10)	39	28	-1	77,512	10,162
1785	光洋科	電子下游-光碟片		16	34	31	1	5,962	24,234
3702	大聯大	電子上游-IC-通路	新高	24	34	30	1	18,791	4,443
2330	台積電	電子上游-IC-代工		(2)	33	31	-1	259,328	34,920
1709	和益	傳產-化學工業		72	33	15	1	4,770	2,048
2317	鴻海	電子中游-EMS		(4)	33	10	-1	138,630	59,541

2024 年 10 月 ~12 月重要行事曆

日期(起)	時間(迄)	內容
2024/10/01	10/1~7	中國十一長假 (10/1(二)~10/7(一))
2024/10/02	10/2~4	台灣國際智慧能源週--以前瞻能源、綠色科技、永續創新、淨零轉型為四大主軸
2024/10/07	10/7~9	SEMICON WEST 2025 美國國際半導體展-鳳凰城--北美洲最大規模的半導體展
2024/10/14	10/14~16	2024 年AUSA 年會暨博覽會-美國陸軍協會軍工展--華盛頓會議中心
2024/10/15	10/15~18	「Japan Mobility Show 2024」--日本交通展
2024/10/17		台積電法說會--公布第3季財務報告、第4季業績展望
2024/10/22	10/22~24	金磚(BRISC)11國領導人第十六次峰會(主席國:俄羅斯)地點:喀山
2024/10/23	10/23~25	第25屆台灣電路板產業國際展覽會(TPCA Show 2024)(南港)
2024/10/23	10/23~25	2024年臺北國際光電週(南港)-- 精密光學、光電檢測、矽光子 & 全光網路、化合物半導體 & 光電材料、光電 & 設備、新創 & 應用、綠電 & ESG 為展示重點
2024/10/25	10/25~27	國際貨幣基金(IMF)和世界銀行(World Bank)年會(地點:華盛頓)
2024/11/01		2024年世界互聯網大會--中國烏鎮峰會
2024/11/05		美國總統選舉(第60屆)
2024/11/05	11/5~10	第7屆中國國際進口博覽會(上海)
2024/11/07		MSCI半年度調整
2024/11/07		2024 台灣半導體產業協會 (TSIA) 年會 主題演講: AI Everywhere and Supply Chain Resilience: Implications for Taiwan.
2024/11/08		美國FED會議(臺北時間 AM: 2:00 公佈利率決議)
2024/11/10	11/10~16	亞太經濟合作會議 (APEC) 秘魯。主題: 賦權、包容、成長
2024/11/11		1111網路購物節
2024/11/11	11/11~22	COP29聯合國氣候峰會(地點-亞塞拜然)
2024/11/12	11/12~15	SEMICON EUROPA 2024 德國國際半導體展(德國-慕尼黑)
2024/11/14		台股第三季財報申報期限
2024/11/14	11/14~17	113資訊月(臺北世貿)--邁向AI新生活
2024/11/18	11/18~19	G20峰會(巴西·里約熱內盧)
2024/11/?	下旬	輝達-NVIDIA 第三季法說會
2024/11/28	11/26~30	第二屆「鏈博會」-中國國際供應鏈促進博覽會-(北京)
2024/11/28		感恩節(每年11月第四個禮拜四) 從感恩節隔天的「黑色星期五」~到聖誕節, 為歐美年終採購旺季
2024/11/30	11/30~12/4	第二屆 2024台灣太空國際年會-高雄(低軌衛星與無人機應用)
2024/12/19		美國FED會議(臺北時間 AM: 2:00 公佈利率決議)
2024/12/11	12/11~13	SEMICON JAPAN 2024 日本國際半導體展(日本-東京)
2024/12/?	中旬	中國大陸中央經濟工作會議(透露中國來年經濟政策基調)

陸股分析 - 中國經濟結構轉型陣痛期 國產光刻機公佈重大技術突破

■ 中國策略研究組

8月工業生產步伐再度放緩，中國經濟有效內部需求不足：8月中國宏觀經濟資料延續弱勢運行，工業、投資、消費、信貸資料放緩。首先，8月工業增加值環比回落0.6個百分點至4.5%，製造業PMI小幅下行至49.1%，生產指數和新訂單指數均在榮枯線以下；其次，前8個月FAI增速放緩至3.4%，基建投資增速4.4%、製造業投資小幅收窄至9.1%，而地產投資延續雙位數降幅，房地產鏈各項資料均在底部調整。8月社銷增速放緩至2.1%，CPI為0.6%、PPI為-1.8%，CPI徘徊在0附近而PPI連續20個月下滑，中國通縮壓力加大。近日前央行行長易綱提到，中國現在應該把重點放在抵擋通縮壓力上，在未來幾

季讓GDP平減指數轉正，強調需要採取積極的財政政策和支持性的貨幣政策來穩定增長。

居民和企業信貸需求雙弱，加快落地“一批增量政策”急迫性上升：8月新增人民幣貸款連續10個月同比少增，受有效需求偏弱以及金融資料“擠水分”影響，M1同比降幅較前值-6.6%進一步擴大至-7.3%，M2-M1剪刀差高達13.6%。伴隨著地產銷售進入下行週期，居民活期存款向企業活期存款轉換的管道受阻。房地產傳導鏈的改變，促使金融資料對於經濟資料的領先性下降。中國宏觀經濟資料各分項走弱，兩大拖累項地產和消費並未明顯改善信號，Q3經

濟延續偏弱的情況下，全年“5%”經濟目標壓力加大，加快落地政治局會議提及的“一批增量政策”急迫性上升。9/5日國務院新聞辦公室舉行“推動高品質發展”系列主題新聞發佈會。人民銀行貨幣政策司司長鄒瀾表示，年初降準的政策效果還在持續的顯現，未來還有一定的降準空間。

美國對華加徵關稅，中國光刻機技術實現重大突破：9/13美國政府確定大幅度上調中國產品的進口關稅，除了對中國電動汽車加徵100%的關稅以外，美國還將對中國太陽能電池加徵50%的關稅等。實際上，美國政府早在今年5月即已宣佈此次加徵關稅計畫，加徵關稅幅度符合市場預期。近日，工業和資訊化部在官網公佈《首台（套）重大技術裝備推廣應用指導目錄（2024年版）》，中國光刻機技術突破的信號意義重大，標誌著國產先進光刻機進入落地階段，雖然與國際頂尖技術仍有差距。美國對華貿易和科技制裁升級，倒逼中國堅定高端技術過程替代的決心，中國正加速推動晶片自給戰略，意在打破美國對華主導的技術壟斷，以確保供應鏈穩定。9月中國宣佈向非洲提供3600億人民幣金融支持，並對33個非洲國家實行零關稅政策。中國與“一帶一路”沿線國家以及非洲等新興市場的貿易比例不斷上升。

中國證券業加速兼併重組，投資者對中國資產信心不足壓制指數表現：9/5日國泰君安、海通證券宣佈擬籌畫重大資產重組，金融寒

冬背景下，監管層在加大反腐力度的同時，加速推動行業兼併重組，防止資金在金融體系低效空轉。9/11日國務院發佈保險業新“國十條”，明確未來行業方向為“強監管、防風險、高品質發展”，要培育壯大保險資金等耐心資本，為資本市場和科技創新提供穩定的長期投資。近期A股銀行和紅利股回檔，超跌和科技股表現強于權重股。但經濟資料持續低預期以及政策穩增長效果不及預期，投資者對於中國資產的信心不足，持續壓制著指數表現，預計將拉長A股震盪盤整時間。建議中長期聚焦政策發力的“擴內需”、“發展新質生產力”主軸，關注智慧汽車、機器人、家電行業，以及黑神話遊戲銷售超預期帶動的傳媒板塊等。

工業生產恢復的步伐放緩，生產和新訂單指數小幅下降

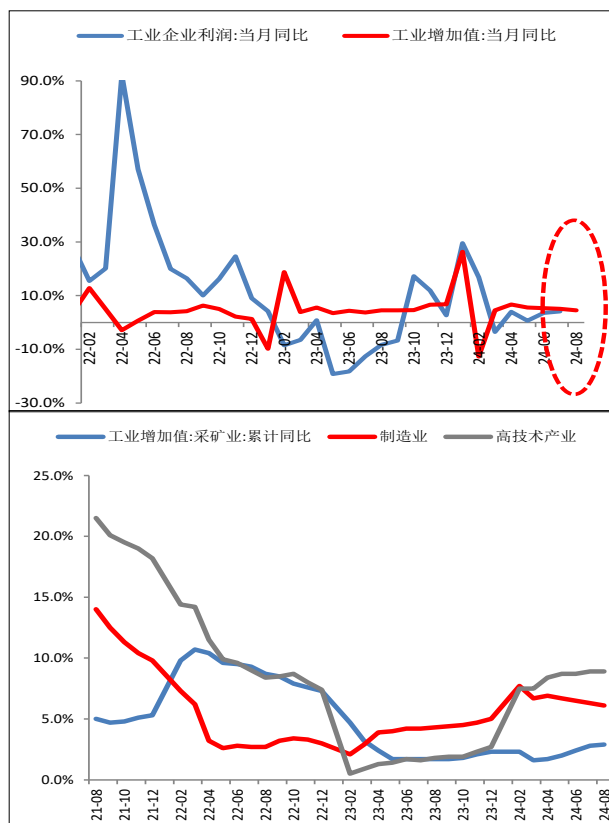
8月工業增加值增速放緩至4.5%，高技術製造業增加值雙位數增長：8月份，受去年同期基數抬高影響，全國規模以上工業增加值同比增長4.5%，增速較7月份回落0.6個百分點。三大分項中，採礦業增加值增速放緩至3.7%（前值+4.6%），製造業環比進一步減少0.2個百分點至4.3%（前值+5.3%），電熱水擴大至+6.8%（前值+4.0%）。8月規模以上裝備製造業增加值同比增長

6.4%，增速高於全部規模以上工業 1.9 個百分點，連續 13 個月高於全部規模以上工業，對全部規模以上工業生產增長的貢獻率達 47.9%。

高端裝備製造行業中，電子及通信設備製造業增長 11.4%，連續 10 個月保持兩位數增長；積體電路製造、電子電路製造、航空航天器及設備製造業等分別增長 18.9%、17.9%、15.5%。智慧化方面，智慧無人飛行器製造、智慧車載設備製造等生活服務行業增加值分別增長 54.0%、12.5%；虛擬實境設備、智慧手錶等產品產量同比分別增長 94.4%、28.8%。綠色化方面，新能源汽車產業不斷成長壯大，新能源汽車、充電樁產量分別增長 30.5%、97.0%。

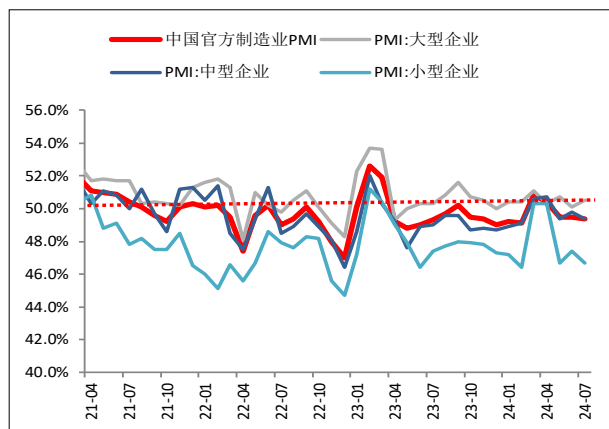
8 月中國製造業 PMI 較 7 月的 49.4% 繼續下行至 49.1%，生產指數較上月下降 0.3 個百分點至 49.8%，表明生產活動有所放緩。新訂單指數為 48.9%，比上月下降 0.4 個百分點，中國製造業面臨供需雙弱的現狀。

圖 1: 8 月工業增加值增速放緩至 4.5%，分項中，製造業環比減少 1.0 個百分點至 4.3%



數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

圖 2: 8 月中國製造業 PMI 繼續下行至 49.1%，生產和新訂單指數小幅下降



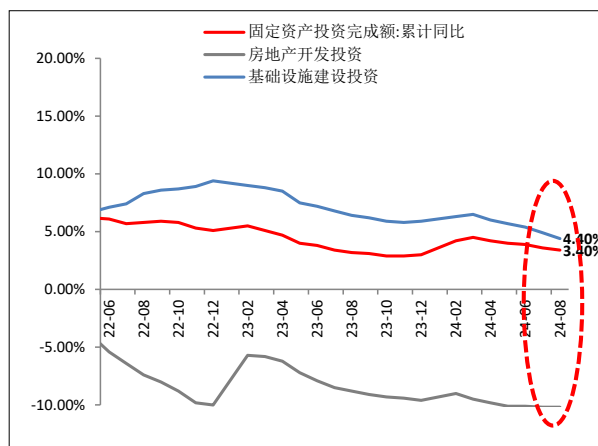
數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

二、固定資產投資三大分項同步放緩，地產投資延續底部調整趨勢

固定資產投資增速小幅收窄至 +3.4%，三大分項增速同步放緩：1-8 月，全國固定資產投資 32.9 萬億元，同比增長 3.4%（前值 +3.6%），增速進一步小幅放緩；扣除房地產開發投資，全國固定資產投資同比增長 7.7%（前值 +8.0%），散發分項同步放緩。分領域看，基礎設施投資同比增長 4.4%，製造業投資增長 9.1%，房地產開發投資下降 10.2%，前值分別為 4.9%、9.3%、-10.2%，顯示出基建投資小幅放緩、製造業投資展現出韌性但增速小幅收窄，而地產投資延續底部盤整的格局。

分產業看，第一產業投資同比增長 2.9%，第二產業投資增長 12.1%，第三產業投資下降 0.8%。民間投資同比下降 0.2%；扣除房地產開發投資，民間投資增長 6.3%。高技術產業投資同比增長 10.2%，其中高技術製造業和高技術服務業投資分別增長 9.6%、11.7%。高技術製造業中，航空、航天器及設備製造業，電子及通信設備製造業投資分別增長 34.4%、10.0%；高技術服務業中，專業技術服務業、電子商務服務業投資分別增長 27.7%、16.8%。

圖 3: 1-8 月固定資產投資進一步放緩至 +3.4%，基建托底力度不及預期而地產投資延續下行趨勢



數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

7 月基建類財政支出提速，非地產相關基建項目小幅改善：據百年建築網調研，截至 8 月 20 日，近三周樣本建築工地資金到位率均值為 62.02%，較 7 月均值提升 0.27 個百分點，新開工訂單累計環比回落 1.7%。其中，非房建項目資金到位率 64.8%、房建項目 46.5%，較 7 月均值分別 +0.06 個百分點、-1.72 個百分點，顯示出非地產相關基建項目環比略有改善，但是地產項目投資延續下行的趨勢。從 7 月財政支出細項看，基建相關支出有所增加。當月財政支出同比增速由前值的 -3.0% 轉正為 +6.6%，隨著地方債發行加速，財政支出進度明顯加速，當月基建支出同比 +12.1%（累計 +5.9%，較上半年 +0.9 個百分點），政府公共財政支出對基建以及科學技術、節能環保相關投入增加。

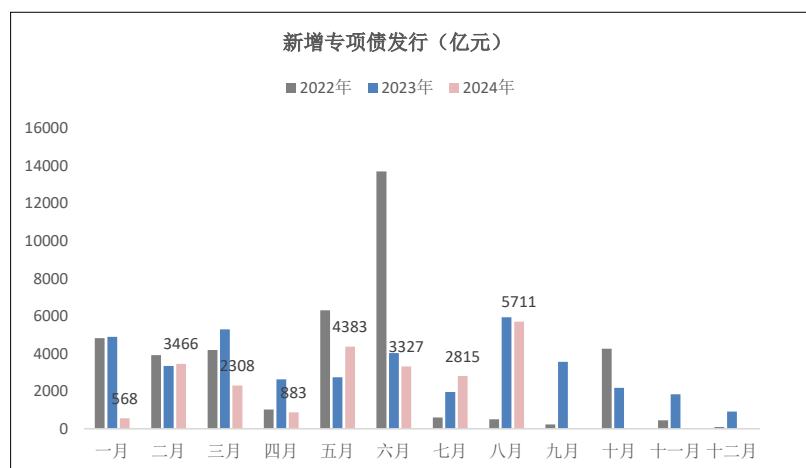
8月新增專項債發行提速，財政部將加快專項債使用進度：8/26日財政部有關負責人表示，地方政府債務風險得到整體緩解，隱性債務規模逐步下降，下一步財政部將加快專項債券發行使用進度。今年前7個月，各地發行新增地方政府專項債券1.77萬億元，主要用於市政建設和產業園區基礎設施、社會事業、交通基礎設施、保障性安居工程等。截止至8/28日，8月發行新增專項債5711億元，年內累計2.35萬億（為全年目標的3.9萬億的60.2%）。今年專項債發行不僅低於去年同期，亦低於過去幾年的平均水準，年內還剩餘1.55萬億的新增專項債額度，9月發行任務重。

圖 4: 今年新增專項債累計發行 2.35 萬億元，近占全年限額的 60.3%，進度遠低於歷史同期

月份	新增一般債券				新增專項債券				
	2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	完成進度 (3.65 萬億)	2023 年	完成進度 (3.8 萬億)	2024 年	完成進度 (3.9 萬億)
一月	993	1346	1186	4844	13.3%	4912	12.9%	568	1.5%
二月	1008	1062	540	3931	24.0%	3358	21.8%	3466	10.3%
三月	720	718	356	4205	35.6%	5299	35.7%	2308	16.3%
四月	170	178	402	1038	38.4%	2648	42.7%	883	18.5%
五月	1216	264	436	6320	55.7%	2755	49.9%	4383	29.8%
六月	2041	776	405	13724	93.3%	4038	60.5%	3327	38.3%
七月	635	391	386	613	95.0%	1963	65.7%	2815	45.5%
八月	126	1127	1078	516	96.4%	5946	81.4%	5711	60.2%
九月	81	620		241	97.1%	3569	90.8%		
十月	156	83		4279	108.8%	2184	96.5%		
十一月	36	257		455	110.0%	1852	101.4%		
十二月		185		98	110.3%	921	103.8%		

數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

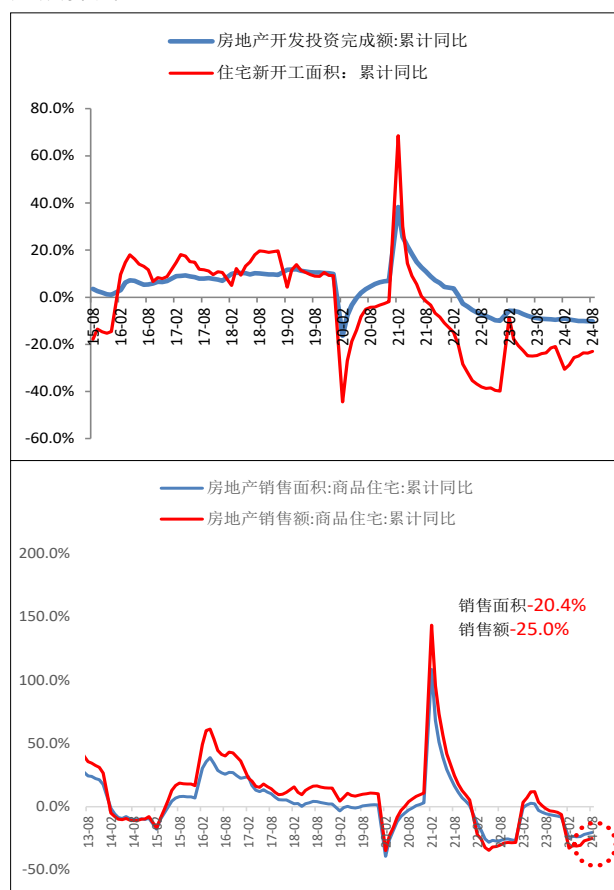
圖 5: 8月發行新增專項債 5711 億元



數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

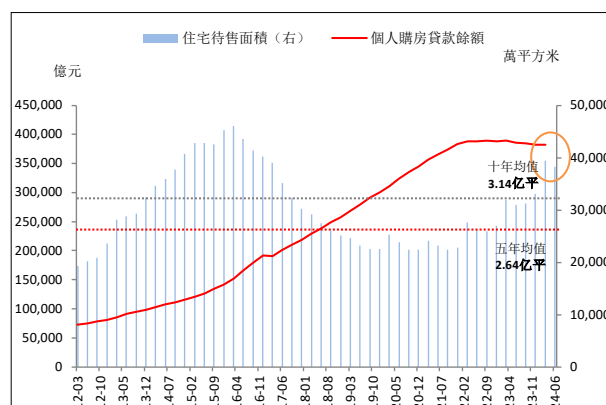
房地產鏈各項資料均在底部調整，新開工面積同比 -22.5%：房地產各項資料顯示，目前地產前端拿地、開工，以及後端銷售資料均在底部調整，1-8月房地產開發企業房屋施工面積同比 -12.0%（前值 -12.1%）、新開工面積 -22.5%（前值 -23.2%）、竣工面積 -23.6%（前值 -21.8%）；新建商品房銷售面積同比下降 18.0%（前值 -18.6%），地產各項資料仍處於低位元。

圖 6: 7 月房地產開發投資、新開工、銷售等資料繼續探底



數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

圖 7: 截止至 2024 年 6 月末，全國住宅庫存 3.95 億平方米，接近歷史最高水準



數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

22 個城市正在試點房屋養老金，重點是政府建立公共帳戶：國務院新聞辦公室舉行“推動高品質發展”系列主題新聞發佈會，住房城鄉建設部副部長董建國在會上表示，回應三中全會“加大保障性住房的建設和供給”的要求，住建部將從抓規劃編制、抓制度完善、抓專案建設、抓“好房子”樣板四方面貫徹落實，今年計畫是完成 5 萬個以上老舊社區改造、造各類老舊管線 10 萬公里以上、完成 100 個城市、1000 個以上的易積水點整治等等具體目標。在六大方面重點工作的第五項，特別提出“研究建立房屋體檢、房屋養老金、房屋保險制度，構建全生命週期房屋安全管理長效機制。目前，上海等 22 個城市正在試點。特別說一下房屋養老金，個人帳戶通過繳納住宅專項維修資金已經有了，試點的重點是政府把公共帳戶建立起來”。

政府部門多次提出建立房屋制度，上海計畫在明年全市推廣：近年來，政府部門曾多次提出要建立房屋體檢、房屋養老金、房屋保險制度。例如，2022年5月，國務院辦公廳印發《關於全國自建房安全專項整治工作方案的通知》，提出要完善房屋品質安全強制性標準，研究建立房屋定期體檢、房屋養老金和房屋品質保險等制度，在2023年和2024年全國兩會期間，多位全國人大代表建議要建立房屋養老金制度。今年8/21日8月21日，上海市宣佈“在浦東等區域實施房屋養老金制度，並計畫在明年全市推廣”。

房屋養老問題的重要性將日益凸顯，專項維修資金制度尚未完善：當前“個人帳戶通過繳納住宅專項維修資金已經有了”，這意味著住房公積金與房地產稅的不同點之一在於，其公共帳戶並不需要老百姓再次支付款項，養老金公共帳戶資金來源管道主要有地方財政補貼、土地出讓金歸集、原公房出售資金等多管道。建立並推廣“房屋養老金”的重要意義在於，隨著存量房時代逐步來臨，老舊房屋占比不斷上升，房屋養老問題的重要性將日益凸顯。

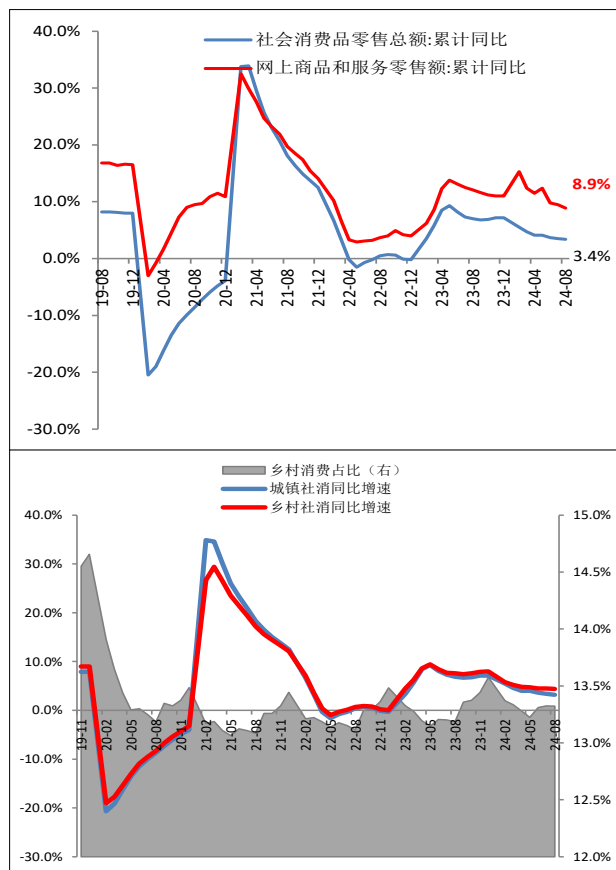
通常，購房者在買房時按照建安成本繳

納5%-8%的房屋維修基金，其在保障社區的日常安全運轉中發揮重要作用。目前全國住宅專項維修資金結餘超過1萬億元，但累計使用資金僅占累計歸集資金的10%左右，成都和深圳分別約為4%和5%，當前的專項維修資金制度難以實現房屋“應修盡修”。據統計，截至2022年底，城鎮既有房屋中建成年份超過30年的接近20%，預計2040年前後，近80%的房屋將進入這個階段。

三、內需疲軟是當前經濟運行主要矛盾，易綱提中國要“抵抗通縮”

8月社會消費增速放緩至2.1%，國內需求仍然疲軟：8月社會消費零售總額3.87萬億元，同比增長2.1%，比上月放緩0.6個百分點（前值2.7%）。其中，商品零售額增長1.9%，增速比7月份回落0.8個百分點；在暑期出遊旺盛等因素帶動下，餐飲收入增長3.3%，比7月份加快0.3個百分點，內需銷售略有回升，但是幅度仍不足。1-8月份，社會消費品零售總額31.2萬億元，同比增長3.4%。全國網上零售額9.6萬億元，同比增長8.9%。其中，實物商品網上零售額8.0億元，增長8.1%，占社會消費品零售總額的比重為25.6%。

圖 8: 8 月社消增速放緩至 2.1%，中國內需仍然疲軟

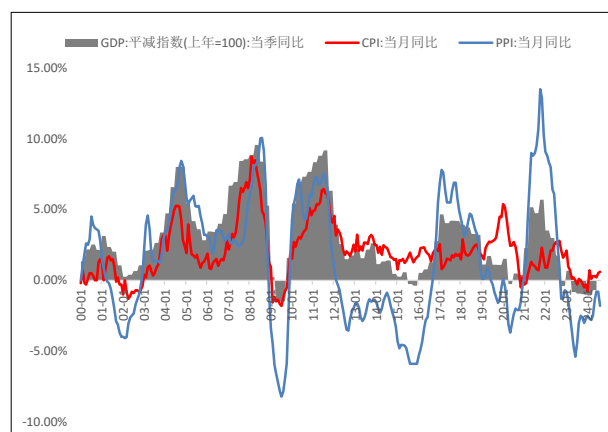


數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

8 月汽車和家電銷售略有改善，但是服務消費表現仍然疲軟：7 月底中央出臺《關於加力支援大規模設備更新和消費品以舊換新的若干措施》，進一步提升對新能源車以舊換新的補貼。汽車消費受此提振，8 月 1-18 日，乘用車市場零售同比增長 8%、環比 +16%，乘用車廠商批發同比 -9%、環比 +12%，今年以來累計同比分別 +3%、+4%。此外，根據產業線上資料，8 月白色家電排產

總量合計達到 2672 萬台，較去年同期實際生產增長 1.1%。其中，空調排產 +5.3%、冰箱 -4.3%、洗衣機 +0.5%，家電行業整體銷售呈現穩中有進的態勢。得益於消費品以舊換新補貼政策帶動，汽車家電銷售同步改善，但是服務消費仍然疲軟，如傳媒觀影人數和電影票房同比跌幅進一步擴大，北京環球影城和上海狄斯奈樂園客流量同比負增長。

圖 9: 7 月 CPI 同比回升至 0.5%（前值 +0.2%），主要受食品項拉動



數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

中國通縮壓力持續加重，易綱提“抵抗通縮”“讓 GDP 平減指數轉正”：8 月中國 CPI 同比上漲 0.6%，前值漲 0.5%；PPI 同比下降 1.8%，前值降 0.8%。中國 PPI 已經連續 20 多個月下滑，CPI 徘徊在 0 附近，通縮的跡象愈加明顯。近期人民銀行前行長易綱在上海外灘金融峰會上表示，中國現在應該把重點放在

抵擋通縮壓力上，廣泛的價格衡量指標連續幾季呈現負值，中國目前的重點應該是在未來幾季讓 GDP 平減指數轉正，強調需要採取積極的財政政策和支持性的貨幣政策來穩定增長。9/5 日國務院新聞辦公室舉行“推動高品質發展”系列主題新聞發佈會。人民銀行貨幣政策司司長鄒瀾表示，年初降准的政策效果還在持續的顯現。目前金融機構的平法定存款準備金率大約為 7%，因此還有一定的空間。

新一輪地方和中央刺激消費政策出臺，中國經濟穩內需尤為重要：為進一步發揮消費拉動經濟增長的基礎性作用、激發消費潛力，五部門印發《關於打造消費新場景培育消費新增長點的措施》，圍繞餐飲消費、文旅體育消費、購物消費、大宗商品消費、健康養老托育消費和社區服務消費等方面制定了一系列政策舉措。在全球經濟環境和貿易環境日益複雜多變的背景下，中國經濟依靠穩定內需顯得尤為重要。新一輪地方和中央刺激消費政策急需出臺，暢通國內大循環的關鍵是鞏固消費發展的基本盤，同時還要培育和壯大新型消費來點燃內需增長的新引擎。

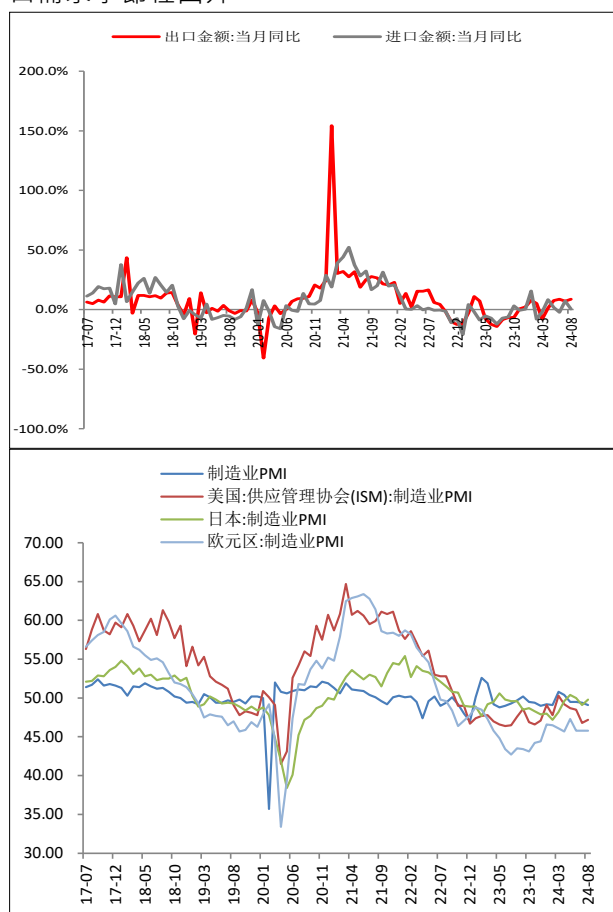
四、8 月中國出口增幅繼續擴大，出口超預期並非是外需改善

中國 8 月出口增幅擴大至 8.7%，電子鏈出口需求季節性回升：以美元計價，中國 8 月出口同比增速較前值擴大 1.7 個百分點至 8.7%（前值 7.0%，市場預期 6.6%），為去年 3 月份以來的最高值。出口改善的主要動能是部分 7 月貿易產品延後出貨、消費電子備貨旺季帶動手機鏈出貨量，在低基數之下出口增幅進一步擴大。結構上，亮點在於，一是電子鏈出口需求季節性回升，8 月手機出口增速環比回升 15.3 個百分點至 16.9%。前 8 個月，中國出口占比接近六成，其中，自動資料處理設備及其零部件、積體電路、汽車出口分別增長 11.6%、24.8%、22.2%；二是對國別出口中雖然對東盟出口增速回落，但是對俄羅斯（由前值 -2.8% 轉正至 +10.4%）、印度（由前值 8.6% 上升至 14.0%）出口增速回升。

出口超預期並非是外需改善，港口外貿輸送量回升幅度放緩：8 月中國出口資料的超預期並非是外需的改善，往後看，全球經濟增速放緩將對四季度中國造成制約。8 月全球製造業 PMI 為 48.9%，連續 5 個月保持在 50% 以下，全球製造業繼續偏弱運行。此外，主要出口國家中，韓國 8 月出口增速環比收窄 5.6 個百分點至 11.4%，晶片出口同比暴增 39% 而汽車出口連續三個月呈現負增長

的趨勢；越南出口增速從前值 19.1% 小幅收窄至 14.5%，結合海外主要經濟體經濟增長依舊乏力，以及中國高頻資料顯示港口外貿輸送量回升幅度放緩，預計將對四季度中國出口造成制約。

圖 10: 中國 8 月出口增幅擴大至 8.7%，電子鏈出口需求季節性回升



數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

五、中國金融資料繼續“擠水分”，貨幣報告強化“逆週期調節”

8 月社融資料延續內部調結構的趨勢，當月社融增量 3.02 萬億元，存量同比增

速較前值下降 0.1 個百分點至 8.1%。分項看 1) 政府債券發行為最大拉力，預計 9 月、10 月還將繼續支撐社會金融：8 月政府債券新增 1.61 萬億元，較去年同期多增 4371 億元。前八個月新增專項債額度僅完成全年的六成，預計 9 月、10 月政府債發行加速，仍將繼續對社融增量形成支撐；

2) 新增人民幣貸款為最大拖累項，居民企業信貸需求仍然偏弱：8 月人民幣貸款新增 1.04 萬，同比少增 2971 億元，為連續 10 個月同比少增，為社融的最大拖累項，居民企業信貸需求仍然偏弱；

3) 有效需求偏弱以及金融資料“擠水分”，M1 降幅擴大至 7.3%：M1 同比降幅較前值 -6.6% 進一步擴大至 -7.3%，M2 增速持平於 6.3%，M2-M1 剪刀差擴大至 13.6%。受有效需求偏弱以及金融資料“擠水分”影響，8 月金融總量繼續邊際放緩。

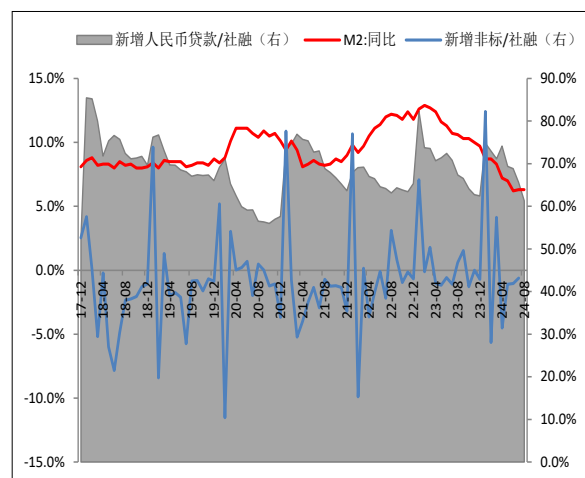
M2-M1 剪刀差擴大至歷史高位，地產傳導鏈條改變促使金融資料領先性下降：伴隨著地產銷售進入下行週期，居民活期存款向企業活期存款轉換的管道受阻。房地產傳導鏈條的改變，促使金融資料對於經濟資料的領先性下降。當前中國金融資料受兩個因素壓制，一是

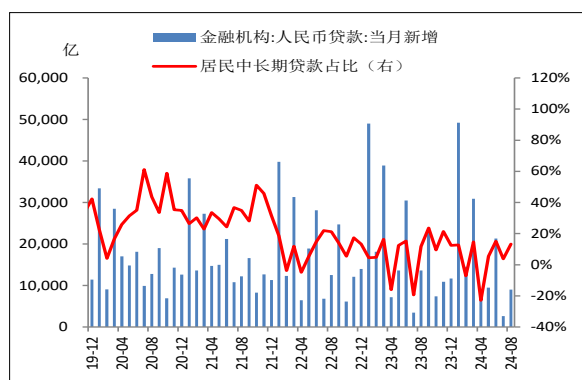
監管層通過叫停銀行“手工補息”、規範資金空轉套利等行為進行金融“擠水分”，二是在居民和企業信心低迷的背景下實體融資需求不足的問題。二季度開始，居民和企業存款、貸款的增量大幅下降，活期存款部分往銀行理財和債基轉移。M1、M2 指標增速持續放緩，很大程度上是受金融資料“擠水分”所影響，虛增的存貸款資料被去除後金融資料回落。前期企業活期存款中有一部分通過“手工補息”的方式獲得較高收益，這種行為被規範後，部分企業活期存款向銀行理財和公募債基轉移。

央媒喊話“合理看待當前金融資料變化”，金融資料正在“擠水分”：8月中旬，央行主管媒體《金融時報》發文《合理看待當前金融資料變化》，提到“金融資料增速高於名義 GDP 增速，總體保持合理增長”、“從利率下降的成效看，7 月人民銀行下調 7 天期逆回購操作利率，1 年期、5 年期以上 LPR 均下降 0.1 個百分點，新發放企業貸款利率穩中有降”，其認為當前信貸資料在合理的區間，貨幣政

策發力支援實體經濟利率負擔下降。同時還提出要合理看待當前金融資料的變化，即“金融資料的新特點很大程度反映了新舊動能轉換的陣痛，金融機構加大盤活存量資源力度和治理資金空轉，支援實體經濟質效明顯提升，直接融資加快發展，宏觀融資結構持續改善”。央行主管媒體的表態體現出在當前金融資料“擠水分”效果持續顯現，但是金融總量資料“擠水分”也不意味著支持性貨幣政策立場變化，貨幣信貸從外延式擴張轉向內涵式發展，淡化對於信貸“總量”的追求而轉向強調結構化“質”的變化。

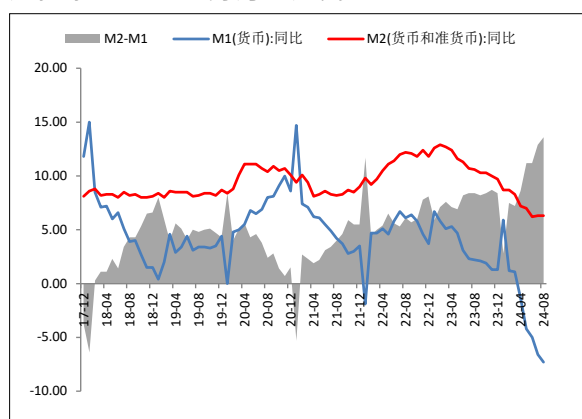
圖 12: 7 月居民和企業信貸需求雙弱，金融業“擠水分”導致信貸增速弱於季節性





數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

圖 13: 8 月 M1 降幅擴大至 7.3%，地產銷售低迷拖累 M2-M1 剪刀差走闊



數據來源：FinD、元大證券（香港）預估

居民和企業信貸需求雙弱，加快落地“一批增量政策”急迫性上升：中國處於新舊動能轉換陣痛期，金融行業亦在經歷結構性調整，在“擠水分、防空轉”的政策導向下，信貸投放增速放緩，與此同時，金融圈反腐持續深入、監管嚴查國債違規交易等等舉

措整治行業亂象。綜合來看，中國宏觀經濟資料各分項走弱，兩大拖累項地產和消費並未明顯改善信號，Q3 經濟延續偏弱的情況下，全年“5%”經濟目標壓力加大，加快落地政治局會議提及的“一批增量政策”急迫性上升。

半導體產業

晶背供電初次登場，迎接 AI 大趨勢

■ 張智彥

晶背供電更適合 HPC 產品

晶圓代工業者開發晶背供電 (backside power delivery, BSPD) 新技術，以增進能源效率、訊號完整度，及改善電壓衰退與導線設計擁塞等問題。BSPD 晶背供電和正面供電最大的不同在於訊號和電源線的位置。正面供電的訊號線和電源線在各金屬層皆占用相同佈線空間，導致高成本結構，電壓衰退較嚴重，電阻電容延遲。相較於正面供電，BSPD 的訊號線和電源線為分開放置，兩者皆獲優化，故可提高性能、降低成本。然而，BSPD 仍有以下問題須克服：1) 良率；2) 穩定度；3) 散熱；4) 新技術較難除錯。BSPD 在 HPC 應用上性能較佳、能源效率較高，因此近年來頗受關注。

BSPD 優化製程，提高單位成本性能

BSPD 的設計方法為將電源線連接至電晶體。不同於 BSPD，正面供電的電源線需在有限的佈線空間中先繞開訊號線，始得接近電晶體。根據 Intel，BSPD 僅使用 4 層導線層便可將電源導線透過微導孔 (microvia) 連接至接觸層 (電晶體)，但正面供電則需 14 層。正面供電中每往下一層，銅導線的線寬會越縮越小，製作成本也會相對應的提升。也因此，正面供電在佈線技術和成本方面更具挑戰。此外，透過線路安排，採用 BSPD 技術的晶粒可改善頻率、縮小面積。BSPD 可大幅縮短凸塊和電晶體之間的路徑，進而減輕電壓率退的問題。在生產先進製程晶片時，尤其是應用於 HPC 或 AI 等具有大規模佈線結構的晶片，晶背供電的優勢越顯重要。晶圓代工產業領先者如台積電、Intel、三星等皆投入 BSPD 相關技術的開發。這也是為什麼近年來 BSPD 變得越來越重要。

台積電 BSPD 技術複雜度居同業之冠

目前 BSPD 分為三種主流架構：埋入式電軌、Power Via，以及晶背直連 S/D (源極 / 汲極)。埋入式電軌是實現 BSPD 最簡單的方式，而晶背直連 S/D 技術在晶片尺寸微縮上最有優勢。不過後者的晶背供電是直接接觸電源並將電力導入電晶體，因此晶圓正反面的光刻圖案必須對準。但由於晶圓太薄，因此在鍵合的過程中容易造成晶圓扭曲或翹曲。也因此，晶背直連 S/D 技術對系統控制及設備精確度的要求較高，成本也因此較高。

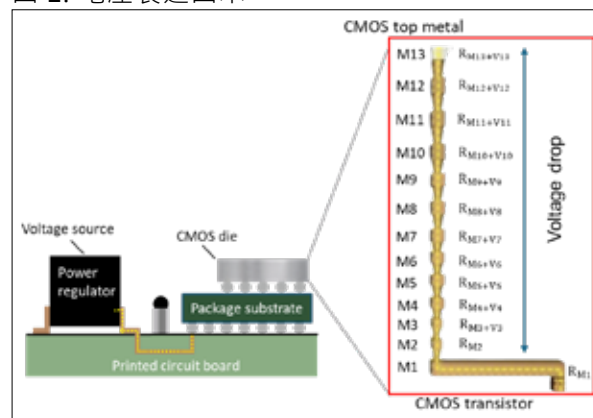
Intel 如今採用的是 Power Via 技術，而台積電的超級電軌技術 (Super Power Rail) 則與晶背直連 S/D 技術較為類似，因此也較複雜。三星採用的技術類似 Power Via，使用 μ TSV 來連接電晶體。

逐漸清晰的晶背供電發展路徑

隨者晶片能源使用需求逐漸增加，IMEC 認為訊號導線將會被放置在晶片的前端與後端，並稱之為在地訊號佈線系統，與之對應的是只有單邊訊號導線連接到電晶體的全球佈線層。

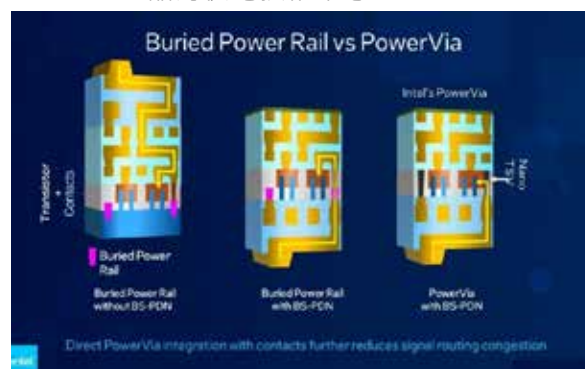
IMEC 計畫將在 2031 年推出在地訊號佈線系統。本中心認為這是對於晶背供電長期發展的正向訊號，因為這個計畫將帶來更明確的發展路徑與更多的研發資源投入。

圖 1: 電壓衰退圖示



資料來源：intel、元大投顧

圖 2: Intel 晶背供電技術示意圖



資料來源：intel、元大投顧

營建產業 買賣棟數及房價高檔不墜，新屋指標黃紅燈

■ 陳玫芬

全台買賣移轉棟數 7 月年增 18.1%， 六都以台中及高雄最高

內政部資料顯示，7 月全台房屋買賣移轉棟數為 3.02 萬棟，月減 13.4%、年增 18.1%；累計前 7 月買賣移轉 21.2 萬棟，年增 28.6%。2020 年及 2021 年房市景氣熱絡而有若干打炒房政策抑制投機炒作買賣，2022 年及 2023 年移轉棟數仍在 30 萬棟以上，整體房市在前二年降溫但未低迷；1H24 年增率達雙位數百分比主因 1H23 基期低，然 2024 年估計可望年增 17% 達 36 萬棟，較先前估計的 33.0 萬棟上修 9%。

囤房稅 2.0 於 7 月實施尚無明顯影響； 台商資金回流 8 月閉鎖期結束其流向 待觀察

囤房稅 2.0 針對單一自住房屋稅率由 1.2% 調降為 1%；非自住住家房屋，稅率則從 1.5% ~ 3.6% 上調為 2% ~ 4.8%，並採全台歸戶且全數累進課徵；預期對 4 戶以上多屋族以及建商囤房遲不銷售者繳納稅金將明顯提升，藉此提升囤房者成本。財政部估計全國約 36 萬戶受影響；粗估整體可增新台幣 26 億元稅收。

台商透過境外資金匯回專法讓資金回台，依法須控管五年，五年內不得投入不動產，2024 年 8 月首波匯回資金將解禁，有機會投入房市及商用不動產。央行近期發布最新資訊，自 2019 年 8 月至 2021 年 8 月共已匯回 115 億美元（約當台幣 3,351 億元），扣除稅與已運用資金，存放於外幣專戶約 42 億美元（約當台幣 1,380 億元），依規定分三年提取則每年至多 400 多

億元台幣可自由運用於國內外投資，然而若分散至不同領域亦不見得全數投入房市。

全台灣房屋六都買賣移轉棟 7 月年增 33%，全台房價指數未有顯著下跌且持續年增

六都買賣移轉棟數 6 月 / 7 月為 2.4 萬棟 / 2.6 萬棟，年增 17%/33%，5 月份棟數為 2022 年以來次高，僅次於今年 4 月的 2.7 萬棟；其中台中及高雄年增率最高達 54% 及 38%，為 6 千萬棟及 4.3 千萬棟；此外，累計 1-7 月達 16.3 萬棟，年增率 29%。近期整體市場資金充沛，購屋態度持續樂觀。

根據信義不動產研究中心，全台灣房價指數於 2Q24 年增 11.9% 且季增 3.6%；其中以新竹、桃園、台中漲幅年增最大達 17.1%、15.6% 及 14.9%，且新竹漲幅季增 7.6% 高於其他地區。

住展風向球 7 月再由綠燈回到黃紅燈，持續處 50 分以上高檔

住展雜誌風向球為北台灣新建案市場

指標，2024 年 7 月由綠燈再度回到黃紅燈，分數為 52.9 分，連續五個月在 50 分以上。供給部份，預售推案量及待售建案個數均月增，主要來自預售案量，部份因素為因應 8 月台商資金解禁買氣先布局。需求部份，來客組數及成交組數略降但仍處於中上水準。今年 3 月所出現黃紅燈為 2008 年 4 月之後所睽違 16 年首見黃紅燈，而 5 月及 7 月亦再出現黃紅燈，未有降溫情形。

建材價格反應營造工程需求，1-7 月均維持高檔且年增

根據主計總處資料，預拌混凝土今年度每月價格年增率均在 3.3% 之上，最新公布 2024 年 7 月呈現年增 3.53%，1Q24/2Q24 年增 3.5%/3.68%，較 4Q23 年增 3.0% 成長率更高。估計 2024 年增 3.8%，較 2023 年增 2.49% 提升。

台灣地區之大型廠房建置以三家一級混凝土廠（國產、台泥、亞泥）供貨為主，國產全台市占率約 16.5% 為市占最大且品質最佳之預拌混凝土廠，為營造廠使用之建材之一（其他小廠均非一級廠商，品質較不受高階廠房所採

用)，廠房需近工地故具有地域性。高科技廠房持續建置，加上住宅市場熱絡均對預拌混凝土產業正面助益。

央行六次選擇性信用管制對抑制炒作及預防供給過剩已有成效

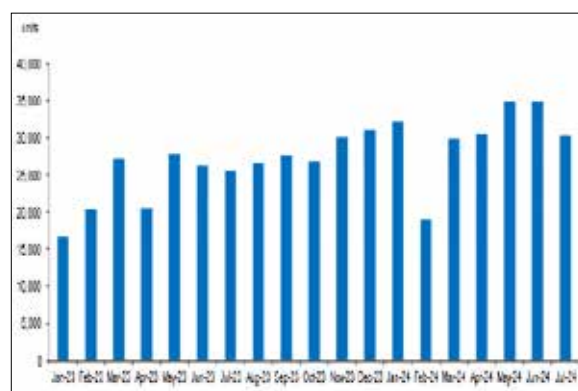
選擇性信用管制係指金融機構對某些業務採取限制措施，以控制資金的流向與流量，達成特定的經濟金融目標。選擇性信用管制的直接影響不在於銀行的準備部位，透過對特定的銀行放款業務項目與量的限制，來抑制投機性的資金需求，進而穩定金融。根據現行「中央銀行法」與「銀行法」等的規定，中央銀行可採行的選擇性信用管制措施包括不動產信用管制、消費者信用管制、直接信用管制與貸放比率的限制等。

央行針對房屋市場，自 2020 年底至今推出六波選擇性信用管制，其中前五次於 2023 年 6 月前發布，確實使過度的炒作的房屋市場有所降溫，尤其短線買賣的市場投機者受到明顯限縮。惟 2023 年 8 月推出新青安房貸後，房市再回溫，故 2024 年 6 月再推出第六波信用管制。

數波信用管制主要針對第三戶以及第二戶以上住宅貸款成數的限縮及寬限期的限縮；且對私法人、建商購地貸款、工業區土地的貸款訂定限制條件，避免過度供給而造成未來房價崩跌的隱憂。

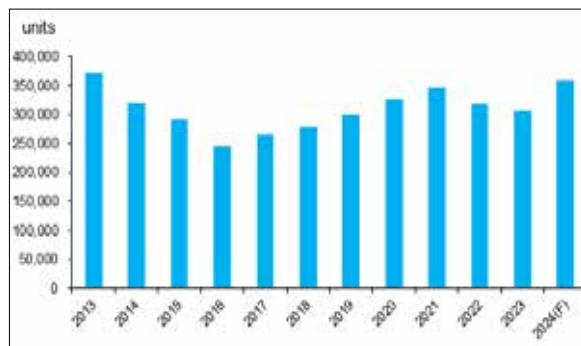
近期所有房市價量指標仍向上，部份原因為市場資金充沛及股市熱絡；惟市場關注央行是否會進一步以其他方式調整房貸放款量；估計可能維持不變、調升存款準備率，或擴大限縮貸款成數地區。本中心認為政策以避免泡沫化為主，並非大幅度打壓房市，長期展望仍不看淡。

圖 1: 7 月全台房屋買賣移轉棟數為 3.02 萬棟



資料來源：內政部、元大投顧整理

圖 2: 全台灣買賣移轉棟數 2024 年估計將年增 17% 至 36 萬棟



資料來源：內政部、元大投顧預估及整理

圖 5: 大台北房價指數持續走揚，6 月份年增 12.7% 且月增 0.78%



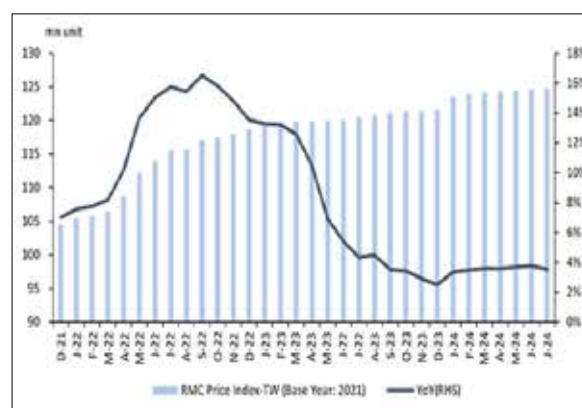
資料來源：信義研究中心、元大投顧整理

圖 3: 全台灣房屋六都買賣移轉棟數 7 月年增 33% 達 2.6 萬棟，相近於今年四月高點



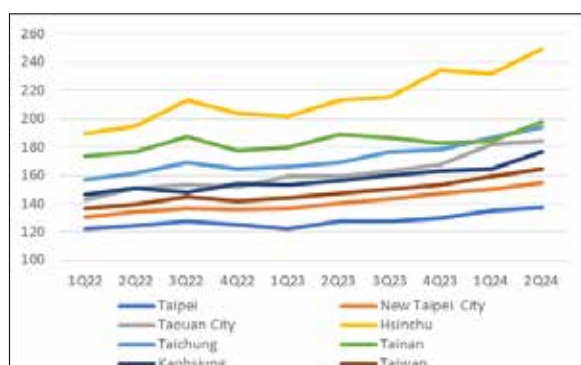
資料來源：內政部、元大投顧整理

圖 6: 儘管預拌混凝土價格 7 月年增率為 3.53% 維持高檔



資料來源：行政院主計處、元大投顧整理

圖 4: 全台灣房價指數持續走揚，2Q24 年增 11.9% 且季增 3.6%



資料來源：信義研究中心、元大投顧整理

顯示器產業 -

瑞儀 (6176 TT)

美系客戶新品展望佳，下半年營運增溫

■ 陳玫芬

2 Q24 筆電新品出貨且業外亦佳，
EPS 達 3.87 元優於預期

2Q24 營收 119.5 億元，季增 10.4% 且年增 1.1%；受惠於美系客戶筆電 1Q 發表之新品出貨順利，營業利益 15.9 億元，季增 25.5% 但年減 2.9%，高於本中心 / 市場預期 26.1%/7.0%；而業外匯兌收益達 4.4 億元即貢獻獲利 18%，使該季 EPS 達 3.87 元，季減 7.4% (1Q24 匯兌收益 10.0 億元)，高於本中心 / 市場預期 60%/27%。2Q24 平板電腦占比 46%、IT (筆電及桌機) 49%，其他 (車用、電子書閱讀器前光板、工控) 5%。

3Q24 新款平板電腦帶動營運，營收估季增 18%

估計 3Q24 營收 141.3 億元，季增 18.2% 且年增 24.0%，毛利率 / 營益率 20.9%/13.6%，季增 0.2ppt/0.3ppt；營業利益 19.3 億元，季增 20.8% 且年增 29.2%，EPS 估計為 3.37 元，季減 12.9% (前季匯兌收益 4.4 億元，貢獻獲利 18%)。3Q24 進入出貨旺季，看好美系客戶於 5 月更新之平板電腦出貨。

研發及新產能均積極佈局，長期營運看旺

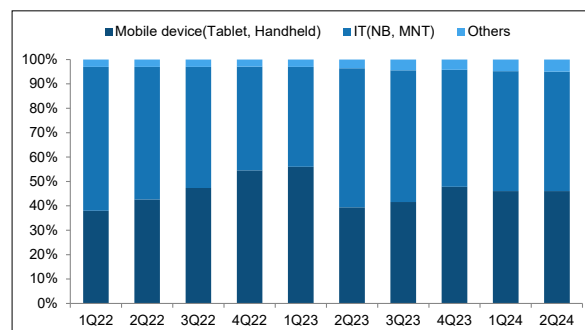
瑞儀近期在產能佈局積極，部分產品已在下游客戶越南廠房設置產線，此外，公司自行買地建置的越南新廠估計於 2H24 興建且於 2025 年底完工；高雄新廠亦已動土興建，且規劃在新竹設立研發實驗室，高雄及新竹主要規劃為高新產品研發及量產。由於美系客戶今年新品推出頻率高於去年，且已於 6 月發布 AI 解決方案適用於

其所有電子產品，估計 2024 年美系客戶筆電及平板年增 8% 及 7%，且下半年具旺季效應。

基本資料

- 公司簡介：瑞儀光電成立於民國 84 年，為國內首家從事背光模組研發與製造之廠商。主要產品為背光模組，應用於 TFT-LCD 液晶顯示之背光。瑞儀具備自行設計及製造導光板之能力，且模組製程良率獲客戶肯定；核心技術包含光學設計、模具開發、導光板射出組裝。由於品質及穩定度高，美系國際大廠為重要客戶占營收比重約 60%，其他客戶主要為國際品牌 IT 廠商，以及車用 / 工控客戶。其產能位於台灣高雄，以及中國大陸吳江、南京、廣州等地。
- 營收組成 (2Q24)：Mobile devices (Tablet) 46%、IT (NB、Monitor) 49%、Others 5%。

圖 1: 2Q24 產品組合



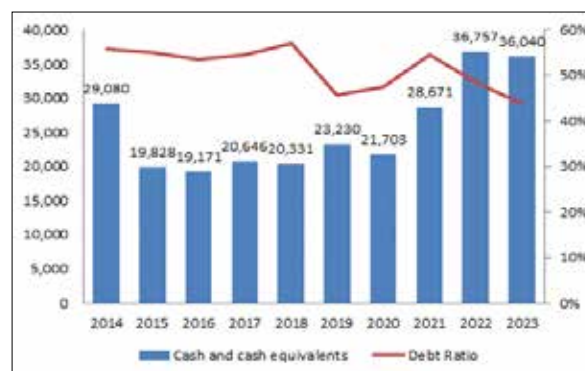
資料來源：公司資料

圖 2: 預估毛利率由 13% 提升至 20% 推升獲利



資料來源：元大投顧預估

圖 3: 瑞儀帳上現金充沛財務結構穩健



資料來源：元大投顧預估

半導體設備產業 -

帆宣 (6196 TT)

主力客戶展望佳 營運成長可期

■ 陳娟娟

2 Q24 EPS 1.84 元，優於預期：2Q24 營收季增 5%/ 年增 13%，其中毛利率季增 0.6 個百分點達 7.7%，工程本身毛利率轉佳。費用率季減 1.2 個百分點達 4.3%，主因為預期信用損失減少影響值約 1 個百分點，使得營益率季增 1.8 個百分點達 3.4%，獲利優於預期 2 成。業外淨收益 2300 萬元，較上季減少 94%，本季 EPS 1.84 元，優於市場預期 10%。展望 3Q24 來自台積電美國廠認列近尾聲，主要來自寶山二期工程認列，估計營收季減個位數，毛利率除了產品組合好轉，加計工程追加款，估計提升 2 個百分點，推估 EPS 2.9 元 / 季增 57%。

2H24 營收結構好轉，加上追加工程款挹注，毛利率明顯回升：2Q24 營收結構為 OEM 客製化設備 14%、代理材料 21%、自動化供應系統 45%、廠務工程系統整合 / 汙水監控 20%，來自台積電美國廠廠務工程密集認列，估計 2Q24 營收佔比達 3~4 成，但受到美國廠工程變更設計所需成本墊高，使得毛利率維持 7~8% 之低檔水準，預期工程變更設計追加款將於 2H24 入帳，亦隨著營收結構好轉，毛利率將明顯改善。海外設廠初期須學習曲線，藉由營收規模擴大抵銷產品組合不佳對毛利率衝擊，維持獲利成長。

2025 年景氣復甦、營收結構好轉，展望更佳：隨著半導體庫存調整告一段

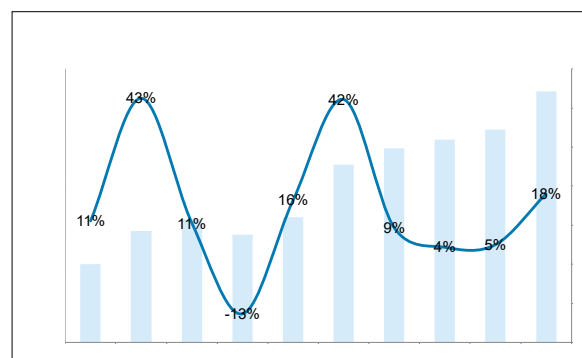
落、新興應用帶動設備需求回溫，但受到總體經濟不確定性，SEMI 最新預估 2024 年 WFE 成長 5%，復甦力道偏弱。2025 年來自景氣復甦強勁、新興應用擴大，搭配多家晶圓廠產能開出，估計 WFE 進一步成長至 18%，可望創新高。公司 2024 年來自台積電美國廠務第一期工程認列已近尾聲，後續工程認列以台積電竹科寶山二期、封裝廠、高雄廠等，並且看好 2025 年新廠後續設備代工、材料代理之商機等，其中 ASML 今年展望持平、2025 年樂觀，有助獲利結構明顯改善。中長期受惠車用、AI/HPC 等應用擴大、各國自主供應鏈及客戶持續戰略性投資推升產業趨勢向上。元大最新預估 2024/25 年 EPS 10.32/11.55 元，分別年減 4%/ 年增 12%，其中略升 2024 年獲利 2%，係因 2Q24 財報優於預期。

基本資料

- 公司簡介：帆宣專注於半導體、平面顯示器設備及耗材代理，廠務系統 TURNKEY 服務等業務。

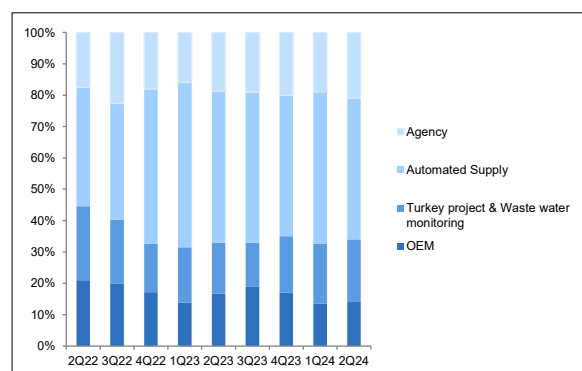
- 營收組成：OEM 客製化設備 14%、代理材料 21%、自動化供應系統 45%、廠務工程系統整合 / 汙水監控 20%。

圖 1: 2025 年全球晶圓廠設備支出將年增 18%



資料來源：SEMI、元大投顧整理

圖 2: 營收組成



資料來源：公司資料、元大投顧

砷化鎵產業 - 全新 (2455 TT)

短期面臨手機逆風，仍看好長線成長趨勢

■ 蔣欣穎

2 Q24 本業獲利略低於市場預期 4%，然匯兌利益挹注使獲利優於預期 7%

全新 2Q24 營收為 8.76 億元，季增 5%、年增 47%，其中微電子營收季增 10%，反映本季美系手機客戶新機啟動備貨且陸系客戶拉貨動能強勁，而光電子營收季減 16% 主因部分研發單出貨遞延。毛利率季減 1.1 個百分點至 39.6%，略低於市場預期 1.0 個百分點，下滑主因低毛利的微電子營收比重由 1Q24 的 79% 上升至 83%。營業利益為 2.05 億元，季增 3%、年增 115%，低於市場預期 4%，大幅年增主因營收規模擴大之下營業費用仍控管得宜。本季認列來自經濟部工業局的研發投資抵減，故所得稅率由前

季的 20% 下降至 13%，後續兩季將恢復正常水平。2Q24 EPS 為 1.09 元，季增 4%、年增 90%，優於市場預期 7%，主因業外認列匯兌利益約 1,900 萬元。

中國安卓手機拉貨放緩，客戶下修
3Q24 訂單

公司將 3Q24 營收指引由季增下修到個位數季減，主因中國安卓手機 PA 拉貨動能放緩，中國微電子客戶下修訂單；本中心預估全新 3Q24 營收為 8.5 億元，季減 4%、年增 10%。其中光電子受惠於 1) 第二季有部分手機感測和 LiDAR 研發單遞延到第三季；2) AI 眼鏡第三季開始出研發單，估每月貢獻 500~1,000 萬營收；3) 與日系客

戶合作矽光子產品第三季開始小量出貨，本中心預估 3Q24 光電子營收將強勁成長近四成，且營收比重由 2Q24 的 17% 回升至 3Q24 的 24%。毛利率季增 1.9 個百分點、年增 1.6 個百分點至 41.6%，反映產品組合有利因素。EPS 為 0.93 元，季減 15%、年增 19%。

5G 手機與 Wi-Fi 7 滲透率提高，帶動微電子營運向上

隨著 2022-1H23 庫存調整結束以及全球智慧型手機市況回溫，加上全新 iPhone 磊晶供應份額較去年增加約 15%，預估 2024 年微電子營收將年增 29% 至 27 億元；展望 2025 年，Wi-Fi 7 升級潮和 5G 手機滲透率上升趨勢將持續推升 PA 單位用量增加，預估 2025 年微電子營收年增 7% 至 29 億元。

光電子受資料中心需求帶動，今年迎來營收爆發

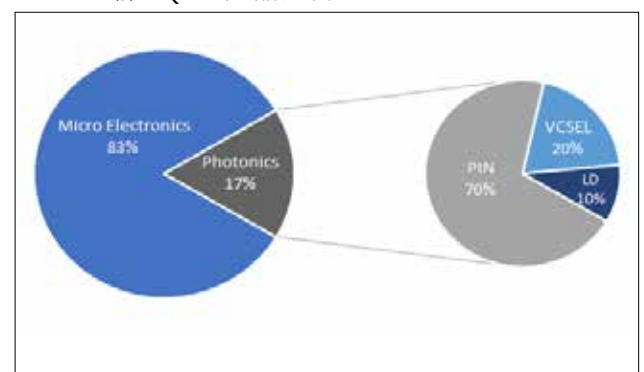
光電子的成長動能來自 1) AI 資料中心高速傳輸需求帶動傳輸規格由 800G 提升至 1.6T，進而推升磊晶用量翻倍；2) 應用面自資料中心、手機感測、車用持續擴大，看好多項專案逐步發酵。

本中心預估 2024/25 年光電子營收將分別年增 30%/61% 至 7.5 億 /12.0 億元，營收佔比成長至 22%/29%。

基本資料

- 公司簡介：全新光電成立於 1996 年 11 月，是以 MOCVD 技術生產砷化鎵 (GaAs) 磊晶供應商，產品包括 HBT、PHEMT、InP HBT、BiHEMT、HCPV、PIN Diode 等，生產基地位於台灣桃園，為台灣第一家本土砷化鎵磊晶製造商，目前在無線通訊用砷化鎵磊晶的市佔率排名全球第一，主要競爭對手為英國的 IQE 以及國內的聯亞光電 (3081.TT)。主要客戶包含射頻模組 IDM 大廠 Qorvo、Skyworks 以及砷化鎵專業代工廠穩懋 (3105.TT)、宏捷科 (8086.TT)。
- 營收組成 (2Q24)：微電子 83%、光電子 17%。

圖 1: 全新 2Q24 產品組合



資料來源：公司資料

零組件產業 -

富世達 (6805 TT)

水冷轉接頭模組通過認證，靜待明年放量

■ 蘇子錚

—— 折手機預計9月亮相，軸承出貨量逐月成長：富世達 2Q24 營收為 17.2 億元，季持平、年增 22%，毛利率 23.2%，季減 1.0 個百分點，稅後淨利 2.6 億元，季增 14%、年增 44%，EPS 3.74 元，優於本中心及市場預期 3%/9%。受 5G 晶片禁令影響，且華為自研晶片良率仍低，折疊機軸承出貨不如預期，影響到稼動率因此毛利率低於預期 1 個百分點。展望 3Q24，華為三折手機軸承出貨量逐月提升，根據供應鏈調查，三折手機初期備貨量約為 50 萬台，預計 9 月亮相，後續若銷售狀況佳，有機會增加訂單；伺服器滑軌則靜待客戶一般型伺服器需求回溫。本中心預期富世達 3Q24 營收為 19.6 億元，季增 14%、年增 26%，毛利率

25.1%，季增 1.9 個百分點、年增 1.9 個百分點，EPS 4.49 元，季增 20%、年增 55%。

水冷轉接頭模組通過認證，明年可望佔營收 15%：富世達水冷轉接頭模組近期已經通過客戶認證，將主供 GB200 伺服器散熱，預計於 4Q24 小量出貨，2025 年放量。GB200 NLV 36 機櫃設計共有 9 台伺服器及 9 台交換器，預計需搭載 18 組水冷轉接頭模組，NVL 72 則需要 27 組，每一組單價約為 80-100 美元。本中心認為，水冷轉接頭模組與水冷板 (ColdPlate) 供應商須配合出貨給系統整合廠，奇鋌本次 GB200 水冷板出貨份額約 50%，預計富世達水冷轉接頭模組出貨份額也將達 50%。預估富世達 2024/25 年水冷轉接頭模組將佔營收

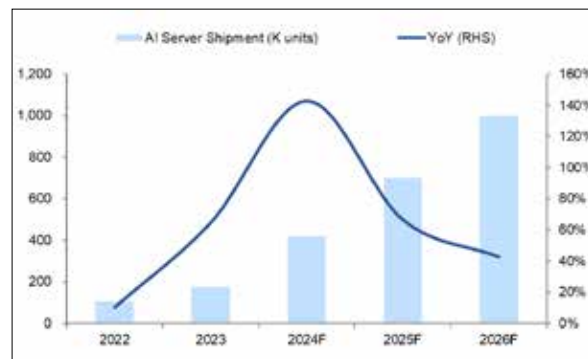
0.1%/15%，由於該產品毛利率高於公司平均，將帶動產品組合轉佳。

高 U 數伺服器滑軌通過認證，產業轉型陸續發酵：富世達高 U 數伺服器滑軌已通過系統整合廠認證，預計 9-10 月開始量產，主要用於 AI 及 ASIC 伺服器，該產品單價約與左右折軸承相當，但毛利率高於平均，預計約佔 2025 年營收 10%。儘管折疊機受到晶片缺料影響出貨量較保守，然伺服器業務成長性高，滑軌及水冷接頭模組已陸續通過認證，明年轉型效益將顯現，雖下修 2025 年營收 18%，但毛利率大幅上修 2.3 個百分點至 30.5%，EPS 下修 4% 至 40 元，目標價略下修至 1,040 元。

基本資料

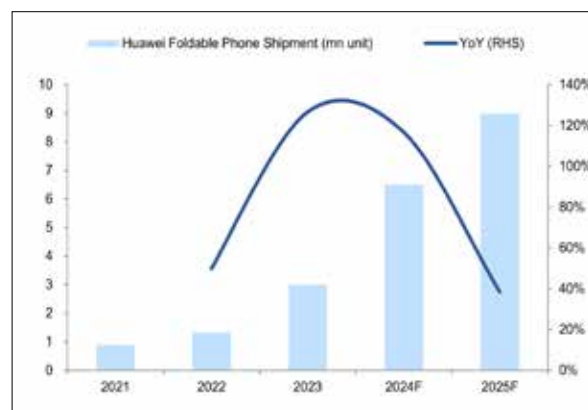
- 公司簡介：富世達成立於 2001 年，主要廠房位於中國深圳，總部位於新北市新莊區，為奇鋁旗下子公司，持股比例約 19%。富世達為專注於生產軸承產品的公司，主要應用於折疊手機和筆記型電腦，近期切入伺服器領域。
- 營收組成：手機 83%、NB 13%、其他 3%。

圖 1: AI 伺服器出貨量預估



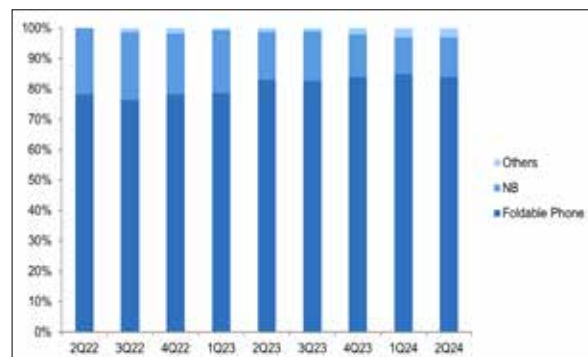
資料來源：元大投顧

圖 2: 華為折疊手機出貨量預估



資料來源：元大投顧

圖 3: 營收組成



資料來源：元大投顧

貨櫃產業

長榮 (2603 TT)

運價可望於 9 月中下旬回升，2024 年獲利大躍進

■ 蔡爵丞

2Q24 稅後 EPS 為 13.68 元，年增 478.5%，優於元大預期 161.3%：運價 5 月及 6 月大漲，長榮 2Q24 營收躍升至 1063.29 億元，年增 57.8%，毛利率改善 12.4ppt 至 33.8%，營業利益 326.78 億元，年增 222.5%，稅後 EPS 提升至 13.68 元（以最新股本 215.3 億元計算，原估 5.24 元），年增 478.5%，優於預期 161.3%。2Q24 毛利率躍升，反映運價大漲，而港口轉運及貨櫃裝卸的港埠費用等相關成本低檔水準，整體獲利大幅提升。

3Q24 及 2024 年獲利上修 215.2%/143.8% 至 20.06 元 /55.44 元：7 月運價修正，惟運價上漲的遞延效應，預估 3Q24 營收上修 57.1%

至 1462.02 億元，年增 100.8%，毛利率續增 11.2ppt 至 45%，稅後 EPS 上修 215.2% 至 20.06 元，年增 97.2%。預估 2024 年營收上修 32.2% 至 4632.48 億元，毛利率改善 14.6ppt 至 36.6%，稅後 EPS 上修 143.8% 至 55.44 元，年增 233.8%。紅海危機難解將延續至 2025 年，消化過剩運力，維繫運價高檔，預估 2025 年營收上修 49.8% 至 4845.35 億元，年增 4.6%，毛利率改善 3.7ppt 至 40.3%，稅後 EPS 上修 230.0% 至 56.86 元，年增 2.6%。

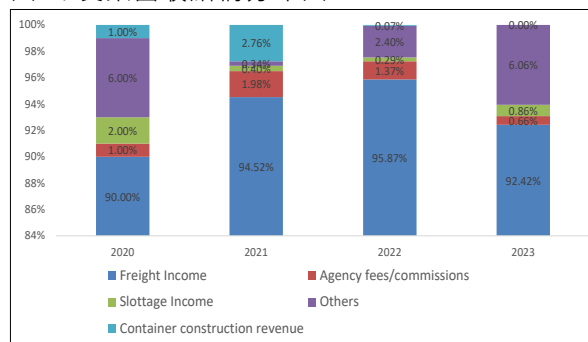
運價可望於 9 月中下旬回升，2024 年獲利大躍進：考量：1) 預估長榮 3Q24 稅後 EPS 年增 97.2%，獲利成長強勁；2) 運價雖處修正期，推估

運價有機會於 9 月中至 9 月底落底回穩，搭配年底貨載需求轉強，有利運價於 4Q24 回升；3) 紅海危機影響全球運力約 7.5% 至 10%，有助於消化 2024 年至 2025 年過剩運力，預估長榮 2024 年 /2025 年稅後 EPS 提升 233.8%/2.6% 至 55.44 元 /56.86 元，獲利亮麗；4) 長榮所屬海洋聯盟延長合約至 2032 年，營運穩定度高，且長榮投資節能環保船，減碳成效顯著，競爭力強等理由，以 2024 年底淨值 249.92 元給予 1 倍 PBR 推得。

基本資料

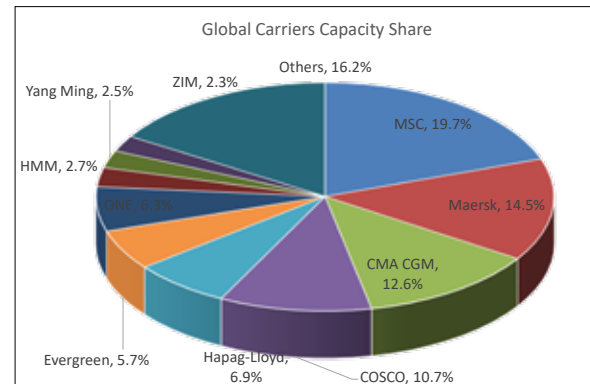
- 公司簡介：為台灣最大的貨櫃輪船公司，目前旗下船隊共有 213 艘，為全球第七大貨櫃航商。
- 營收組成：美洲線 43%、歐洲線 32%、亞洲線 13%、其他 12%。

圖 1: 長榮營收結構分布圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2: 全球主要航商運力比重分布



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3: 過往各年度第三季 SCFI 運價修正幅度統計 (單位:% 及週)

Year	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2017年	2019年	2022年	2023年	Average
SCFI	-13.0	-8.5	-12.3	-19.4	-21.7	-22.8	-13.0	-53.6	-15.0	-19.9
correction duration	10	5	12	8	8	9	8	12	7	8.8

資料來源：Alphaliner、Clarksons、Drewry、元大投顧

圖 4: 過往各年度第三季主要航線運價修正幅度統計 (單位:% 及週)

Routes	SCFI	Europe	USWC	USEC
Average correction percentage	-19.9	-35.6	-25.2	-19.6
Average correction duration	8.8	8.1	9.2	7.5

資料來源：Alphaliner、Clarksons、Drewry、元大投顧

圖 5: 全球 2024 年運力供給與需求成長預估

Institute	YOY	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Alphaliner	Supply	2.90%	4.50%	4.10%	8.10%	9.80%	5.10%
	Demand	-0.70%	6.70%	0.10%	-0.30%	3.00%	2.60%
Clarksons	Supply	2.90%	3.70%	4.00%	8.00%	8.00%	4.60%
	Demand	-1.20%	6.80%	-5.10%	1.60%	5.50%	0.80%
Drewry	Supply	3.00%	4.50%	4.20%	8.10%	9.90%	4.40%
	Demand	-1.20%	7.10%	0.50%	0.70%	3.90%	2.30%

資料來源：Alphaliner、Clarksons、Drewry、長榮、元大投顧

國際情勢

全球供應鏈重組的過去與未來

■ 研究中心總經理

- 解構與重組全球供應鏈
- 供應鏈重組下的全球貿易格局
- 美中短期內無法完全脫鉤，第三勢力成為貿易中轉站
- 友岸外包與近岸外包為現在進行式
- 供應鏈重組是新秩序的建立，舊秩序的瓦解

解構與重組全球供應鏈

回望千禧年，可謂全球化的起點，彼時中國挾著低廉的勞動力、土地等生產要素吸引境外投資。在追求利潤的前提下，歐美高所得國家的國內企業，紛紛將生產線轉移至中國，即便代價是產業出走、本國勞工失業率上升，但在各國政治人物有志一同的推動下，「中國生產、中國製造」的勢頭銳不可擋。2008 年金融海嘯過後，相對於深陷於去槓桿衰退漩渦的歐美，中國經濟仍維持快速成長，2010 年 GDP 超越日本成為全球第二大經濟體。由於中國人均所得仍遠低於已開發國家，其隱含的巨大成長潛能，讓中國

成為跨國企業追求利潤報酬的絕佳去處，投資中國與「中國夢」，一時之間蔚為顯學。

然而經濟實力的增長，讓中國對國際秩序運作出現想法，2016 年南海議題的迸發更讓美國為首的西方各國有所警惕。2017 年川普總統上台後，率先以貿易戰的形式吹響了中美脫鉤的號角，2018 年美國國家安全戰略更將中國設定為「戰略競爭對手」，後續一連串包括 AUKUS、四方安全對話 (Quad)、印太框架 (IPEF) 等法案或策略，基本上定調了中美關係已由合作轉為競爭，跨國企業開始思考生產回流 (Re-Shoring) 的可能性。

2020 年爆發的新冠疫情，成為歐美跨國企業加速轉移生產基地的轉捩點。預料之外的非政經因素外部衝擊，暴露了跨國長供應鏈的弱點。由於全球醫療器材與原料生產高度集中，突如其來的供應鏈中斷，加上海空航運量不足，疫情初期醫療耗材的短缺，都讓歐美各國發覺當時運行的國際貿易模式，實際上隱藏著絕大的風險。因此在規避風險前提下，各國政府鼓勵跨國企業不僅要調整生產供應鏈，更要把供應鏈建立在靠近消費

市場的地點，近岸外包 (Near-Shoring) 的趨勢於焉成形。

隨後 2022 年俄烏戰爭開打，極大顛覆了歐美跨國企業的營運思維。過去歐盟曾是俄羅斯最大的能源購買者，俄羅斯相對也是歐盟最大的能源供應者，同時歐盟與俄羅斯彼此之間有大量跨國投資。歐盟曾相信隨著雙方經貿合作越趨緊密，政治上對立的風險也就越低，卻不料俄烏戰爭一夕爆發，俄羅斯將歐俄貿易聯繫武器化，以天然氣斷供作為手段，拒止北約各國的干涉介入。貿易成為俄羅斯要脅政治利益的工具，令歐盟的能源安全受到威脅。不僅如此，歐俄之間的金融往來，基本上也在爭端中化為烏有。跨國企業的營運者不禁聯想，美中對抗格局已有數年之久，未來在中國境內的經貿活動，是否也會像歐洲在俄羅斯的投資那般面臨風險。

美國財政部長葉倫於一次演說中提示了明燈：友岸外包 (Friend-Shoring)，強調企業營運不該以成本利潤作為唯一標準，更應把國家意識形態相近與否的風險因素納入考量。經過一連串的事件催化，歐美供應鏈重組已從假想變為進行式，且隨著各國配套政策相繼出爐，重組趨勢已難回頭。那麼回頭觀察歷史上的相似事件，能否透過統計數據的變化，從中找尋鑒往知來的方向與指引？

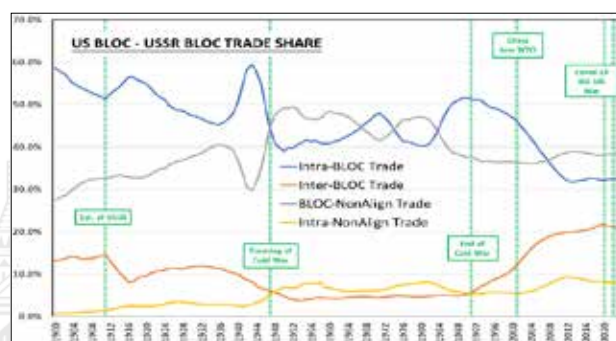
供應鏈重組下的全球貿易格局

目前進行中的供應鏈重組，事實上並非首次發生，冷戰的成形與瓦解，正標誌著前次的供應鏈重組。若將全球經濟體區分為美國的民主陣營、蘇聯的共產陣營以及第三世界的

不結盟陣營，那麼從長期的統計數據中可以觀察發現 (圖 1)，自 1911 年蘇聯建立以後，美蘇陣營之間的貿易量便緩步下跌 (橘線)，即便中間因二戰的因素而有所起伏，但貿易量在 1947 年冷戰形成後降至低點，長期占全球整體貿易量僅約 5%。與之相對地，美蘇陣營屬於同一個陣營內部成員之間的貿易量，冷戰期間則一直維持穩定在占比 40% 以上，並在冷戰末期拉升至 50% (藍線)。

1991 年蘇聯解體之後，隨著諸多共產國家走向市場化，並加入歐盟、WTO 等經貿合作組織，美蘇跨陣營之間的貿易量開始急遽增加，占全球貿易量比重也大幅攀升來到 20%，而美蘇陣營同屬各自陣營內部成員之間的貿易占比也跌落到 32%，低於到冷戰成形之初的比重。至此，全球化的浪潮來到了巔峰，而冷戰時期陣營對峙所形成的經貿隔閡，大抵上宣告消散。

圖 1：美蘇與第三世界陣營貿易占全球貿易量比 (%)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

然而 2018 年以後，隨著東西對抗的格局再度成形，美中陣營的貿易量基本上未再提升 (圖 2)。若參考冷戰時期的全球經貿樣態勢，過去歷史暗示著美中貿易量必然大幅下滑，而美國與盟友之間的貿易量必然再度上升。事實上從 1990 年以

來的貿易數據觀察，美中陣營之間的貿易量占比在 2020 年以後便轉趨下行（圖 2 橘線），而美國與盟友間的貿易佔比則顯著上升（圖 2 藍線），一如 1947 年冷戰成形之初的態勢（圖 1）。

圖 2：美中與不結盟陣營貿易占全球貿易量比（%）



資料來源：Bloomberg、元大投顧

然而值得注意的一點在於，無論是美蘇對立格局的成形與瓦解，美蘇與第三勢力（不結盟陣營）之間的貿易量始終占據極大比例，冷戰期間基本維持在 40% 以上，即便冷戰結束後也有近 40% 的水準，基本不受國際政治格局的影響（圖 1、圖 2 灰線）。同時，第三勢力內部成員之間的貿易量隨時間緩步攀升，即便目前占比仍小，但是趨勢向上（圖 2 黃線）。

以上數據突顯出兩大客觀現實：首先，隨著第三勢力國家的經濟實力成長，各國之間逐漸建立起非美蘇（非美中）的供應鏈生態，各種區域合作組織如南方共同市場（MERCOSUR）、東協（ASEAN）的成立，都意味著美蘇（或美中）陣營已無法全面主導全球經貿運作。其次，全球的天然資源與人口分布，也並非完全由美蘇（或美中）陣營控制，正如原油、銅礦等資源的主要蘊藏分別由阿拉伯國家與南美國家所掌握。故此，

即便兩大陣營強化陣營內的經貿聯繫，但在維持己身陣營經濟正常運作的前提下，兩大陣營仍必須與第三勢力保持一定往來，不隨國際政治局勢變化而有改變。

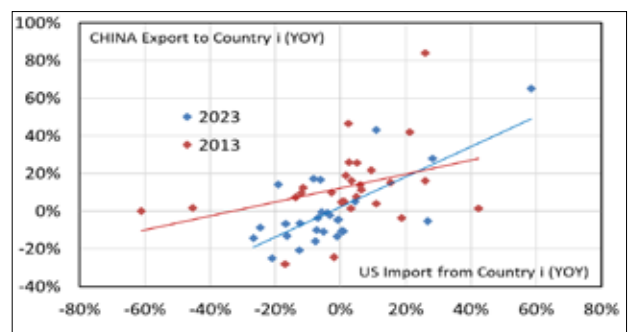
換言之，在全球供應鏈重組的趨勢下，第三勢力仍能超然於世外，不易受政治因素影響，甚至能夠左右逢源，成為兩大陣營間貿易的中轉站。

美中短期內無法完全脫鉤，第三勢力成為貿易中轉站

進一步從統計數據中驗證第三勢力的重要性，可知第三勢力國家對美國出口金額的年增率，與中國對第三勢力國家出口金額的年增率呈現正相關（圖 3），代表美國從第三勢力進口越多商品，中國就對這些國家出口越多商品。隨著美中經貿脫鉤的態勢成形，斜率提高意味著有更多商品從中國透過第三勢力出口至美國，也代表第三勢力的重要性有所提升。

換言之，雖然從歷史經驗可知，美中對立格局的成形意味著兩陣營的貿易往來可能降至低點，但實際上對美國而言，短期內無法完全排除來自中國的供給，故必須透過第三勢力來調和供應鏈轉移的陣痛。相對地，中國本身國內也無法消化過剩的產能，故同樣必須透過第三勢力解決供應轉移下，國內供過於求的問題（圖 4）。

圖 3：美國、中國與第三勢力貿易年增率關聯性



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 4：美國、中國與第三勢力間的貿易比例變化

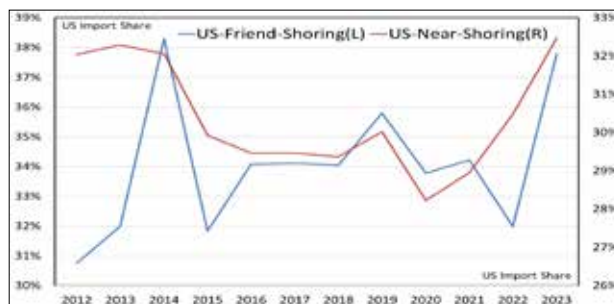


資料來源：Bloomberg、元大投顧

友岸外包與近岸外包為現在進行式

儘管從歷史上的貿易資料觀察，可知供應鏈重組是一個緩慢的過程，費時往往長達十餘年，但統計數據顯示企業已開始進行調整。若將全球 192 個國家進行分組，並篩選出地理位置與美國最接近，政治立場與美國最相近的國家，數據顯示這些國家對美國的貿易占比在 2020 年之後呈現明顯上揚（圖 5）。若進一步分析，美國與周邊國家的貿易比例，在 2020 年以前呈現逐年下滑的趨勢（圖 5 紅線），但在 2020 年新冠疫情爆發後，美國與周邊相鄰國家的貿易比例便急遽拉升，突破來到十餘年來的高點，間接證實近岸外包的格局已經成形。另一方面，美國與政治立場相近國家之間的貿易比例，在 2014 年克里米亞戰爭之後曾因恐慌情緒一度拉高（圖 5 藍線），然而後續歐美對俄羅斯並未祭出嚴厲制裁，市場認為東西陣營並未轉為對抗，使得貿易占比再度滑落。直到 2022 年俄烏戰爭爆發，歐美陸續放棄俄羅斯的能源供應，並將俄羅斯逐出 SWIFT，美國與盟友之間的貿易量大增，所謂友岸外包的貿易邏輯才真正成形。

圖 5：美國近岸外包、友岸外包的貿易占比 (%)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

供應鏈重組是新秩序的建立，舊秩序的瓦解

全球化自 1991 年蘇聯解體後，持續至今已逾 30 年，因此對於許多人來說，難以想像全球經貿活動將分裂為兩大板塊。然而從歷史經驗觀察，全球供應鏈的分解並非首度發生，冷戰時期便有先例可供參考。過去經驗顯示，供應鏈重組不代表全球經濟崩潰，而是新秩序的建立，美中對立必然讓雙方強化己身陣營內的經貿聯繫，同時減少對方陣營的貿易往來。

但有趣的一點在於，供應鏈的重組並非一蹴可及，工廠建立與人員訓練皆需要時間，美中陣營的經貿脫鉤短期內難以達成。若執政當局若想要短時間內實現帳面上的脫鉤，第三勢力國家的協助必不可少。不僅如此，過去經驗更顯示在天然資源蘊藏、人口分布的客觀限制下，無論美中陣營都無法與第三勢力脫鉤，意味著第三勢力可能是新秩序下比較容易被忽視的潛在受惠者。

權證市場分析

■ 林勝鵬

本月推選出下列投資組合個股，包括有致茂 (2360)、京鼎 (3413) 等個股供投資人參考，表一為標的相關權證之資訊，投資人對這些股票有興趣時，可選擇利用權證提高操作之槓桿，以期賺取更高之報酬。

致茂 (2360)

8 月營收動能受益於 SLT 機台強勁出貨，美系客戶於 FT/SLT 測試供應鏈持續加單，ATS 客戶庫存調整進入尾聲，及低毛利 Turnkey 專案貢獻下降，SLT 拉貨將進一步提升，明後年 SLT 機台來自 AI GPU、ASIC 等貢獻將放大，有助 EPS 上修。



另外，SLT 與量測事業帶動明後年半導體業務將進入超級周期。致茂量測新事業產品線正進入台系晶圓代工廠驗證，近期已通過客戶驗證，應用於 CoWoS/SoIC 等先進封裝應用，將貢獻明後年營收，加上美系客戶對於 GB200 測試需求拉貨將延續，及另一美系客戶與其他 CSP 客戶對於 SLT 機台需求將進入放量期，有助整體半導體業務於未來之成長，使半導體業務毛利率持續提升。

京鼎 (3413)

AI 應用帶動 HBM、先進製程設備需求強勁，訂單能見度達 2024 年底甚至 2025 年。2025 年 AI 新興應用帶動晶圓稼動率提升及衍生對先進邏輯製程、HBM 相關設備需求強勁，搭配新廠效益，推升營運達新高。

來自 AI 應用帶動晶圓產能利用率提升及對邏輯先進製程 /HBM 資本支出增加，包括 CVD、Etch 因應 HBM 需求而逐步成長，PVD/ALD 季增近 4 成，反映客戶庫存去化狀況良好及先進製程產能擴充。因應新訂單需求及地緣政治關係，公司原規劃泰國廠的資本支出由 1.2 億美元提高至 2.9 億美元，預計 2025 年下半年量產。

AI 應用可望帶動 GAA、HBM、先進封裝相關設備需求及本身市佔率提升，京鼎在 AMAT 代工營收佔比超過 9 成，可望隨著主力客戶擴張而成長。

表 1: 焦點權證

標的名稱	權證代號	權證名稱	標的收盤價	權證收盤價	到期日	履約價	執行比	價內外程度	三個月歷史波動度	隱含波動度
致茂	038678	致茂元大 41 購 01	376.5	3.25	2025/1/16	430	0.08	價外 12.44	60.57%	67%
京鼎	048440	京鼎元大 43 購 01	368.5	1.80	2025/3/24	350	0.02	價內 5.29%	62.65%	79%

* 資料來源：元大權證網 <http://www.warrantwin.com.tw/>

* 資料日期：2024/9/16

海外交易專欄 -

iShares 羅素 2000 ETF

■ 王婷蓁

”迎接睽違以遠的降息，從緊縮走向寬鬆政策。”

“2020年，為應對Covid-19疫情的嚴重衝擊，聯準會於3月進行緊急降息，將政策利率降至接近零的水準，以支撐美國經濟，度過封鎖帶來的低迷時期。然隨全球經濟逐步走出疫情陰霾，聯準會於2022年3月啟動升息循環，迄今已升息11次，累計升息幅度達21碼，將政策利率提升至5.25% - 5.50%區間。隨通膨壓力逐漸緩解，聯準會態度逐步向降息靠攏，市場對於即將到來的降息循環寄予厚望。”

“從零利率到升息”

聯準會於2022年3月正式啟動緊縮貨幣政策，結束了近兩年的零利率環境，逐步將政策利率提升至5.25%至5.50%區間。隨著疫情影響逐漸消退，全球經濟開始回歸正軌，

但疫情期間的供應鏈瓶頸問題，卻對物價水準產生了持續的壓力；此外，2022年2月俄烏戰爭爆發，更是加劇能源和大宗商品價格的飆升，導致美國消費者物價指數（CPI）年增率一度高達9.1%。為應對通膨飆升，聯準會在此次升息循環中採取了自1980年代初期以來最激進的緊縮政策。

“降息 = 衰退？”

事實上，聯準會肩負著兩項核心使命，即「物價穩定」與「充分就業」。因此，即便聯準會進入降息循環，也並不意味著經濟必然陷入衰退。2020年至2022年初，聯準會為了支撐經濟、促進就業，採取了極度寬鬆的低利率政策。而隨著經濟過熱，物價逐漸走高，聯準會於2022年開始升息，以打擊需求並抑制通膨。隨著通膨在2022年8月觸頂回落，美國物價漸趨穩定，聯準會於2023年9月的FOMC會議中停止了升息。

在維持約一年高利率不變的情況下，全球供應鏈逐漸恢復正常，商品價格回落，加

上美國勞動力市場逐步改善，服務業價格亦趨於穩定。通膨壓力減弱後，聯準會的政策焦點轉向勞動力市場。如今，通膨風險已經大幅下降，聯準會將結束兩年多以來的緊縮政策，這一轉變預示著市場資金將更加充裕，企業借貸成本將隨之降低，從而刺激需求回升。

“降息循環來襲，迎接寬鬆資金成本環境”

隨著聯準會貨幣政策趨向寬鬆的降息態度，在過去升息環境，大型科技巨頭擁有的優勢將擴散，小型企業則有望從中受益。在較寬鬆的資金環境，將能以更低的成本獲取資金，並使其資本運用將更加靈活，資本支出不再受到資金成本約束，此將大大降低小型企業營運成本。

瞄準未來小型股有望受惠於降息紅利，關注 iShares 羅素 2000 ETF (IWM)，此為追蹤 Russell 2000 index 表現的 ETF，該指數聚焦衡量美國小型股表現，包括市值較小的 2000 家美國公司，IWM 提供投資者分散投資美國小型股市場，在行業板塊分布方面，相比於標普 500 指數，更多元分布，不過度依賴特定行業。

IWM ETF 前十大持股 (圖 1), iShares (BlackRock)

公司名稱	代碼	權重(%)
VAXCYTE INC	PCVX	0.53%
FTAI AVIATION LTD	FTAI	0.48%
INSMED INC	INSM	0.44%
SPROUTS FARMERS MARKET INC	SFM	0.39%
ENSIGN GROUP INC	ENSG	0.32%
FABRINET	FN	0.32%
MUELLER INDUSTRIES INC	MLI	0.30%
FLUOR CORP	FLR	0.30%
APPLIED INDUSTRIAL TECHNOLOGIES IN	AIT	0.30%
HALOZYME THERAPEUTICS INC	HALO	0.30%

IWM ETF 近期走勢圖 (圖 2), Finviz



以下提供相關 ETF 資料做為參考：

代號	IWM
名稱	iShares 羅素 2000 ETF
發行商	iShares (BlackRock)
追蹤標的	Russell 2000 Index
資產規模	\$ 70,849M
費用比率	0.19 %

資料來源：Finviz、ETF.com、彭博、晨星、ETF 官網

ETF 市場掃描

■ 戴儀哲

台股 ETF 投資人熱情續燒，包括受益人數及整體台股 ETF 規模續再創歷史新高；而除了 ETF 總規模正式突破 2.5 兆元關卡之外，更有七檔台股 ETF 規模超過千億元水準，尤其特別值得關注的是，在規模超過千億元水準的七檔 ETF 之中，有五檔是高股息 ETF，顯示在全球股市波動劇烈的第三季，高股息 ETF 穩定配息的特色正是其持續受到投資人青睞的關鍵。

債券 ETF 買氣熱，規模、受益人數皆創新高

聯準會啟動降息循環，市場看好美債 ETF 表現，帶動美債相關 ETF 交易持續熱絡、存債人數不斷上升，在證交所掛牌交易的整體原型債券 ETF 規模已突破 2.8 兆元大關，受益人數亦同步創歷史新高。

元大美債 20 年 ETF 是目前台股 ETF 市場上最具代表性且流動性最充足的長天期美債 ETF，今年前三季單季配息殖利率分別為 1.04%、1.13% 與 1.09%。從息收、資本利得空間、與稅制優勢等

利基考量，此檔 ETF 可望為投資人帶來穩定的息收來源並避開股市波動風險。

MSCI 調升印度股市權重，吸引國際資金流入

8 月 MSCI 指數季度調整，印度股市權重獲得調升，相較亞洲及整體新興市場，印度股市倍受矚目，可望吸引國際資金加大流入印度股市的力道，亦顯示印度在全球金融市場的重要性進一步擴增。印度經濟動能在全球主要經濟體中表現最為強勁，GDP 更已超越英國成為全球第五大經濟體。目前國際投資機構普遍看好印度具有經濟成長率高、政治穩定度高與政策延續性高等三高特色，並且受益於全球供應鏈轉移趨勢，印度可望成為新的世界工廠，加上印度擁有龐大的人口紅利，在消費力與生產力皆充足之下，亦有助印度經濟與產業發展，並有利支撐印度股市長期表現。

各國央行增持黃金，貴金屬需求增溫

隨著地緣政治動盪、各國央行持續增購黃金以減少對美元的依賴、美國聯

準會有望啟動降息循環、以及新興市場人民持續購買黃金避險，市場越來越看好貴金屬前景。

中國人民銀行是全球增購黃金的主要力量之一，中國雖無通貨膨脹，反而出現通貨緊縮，民眾可能因對銀行體系和經濟前景產生疑慮而選擇黃金避險。伊朗人民則是在匯率持續貶值之下，選擇以黃金替代現金存款。越南同樣是因為貶值導致黃金需求旺盛，帶動當地金條價格遠高於全球金價，但仍供不應求，反映出人民對黃金的強烈需求。然而，金價的最終走勢仍將取決於美國聯準會的利率政策；歷史經驗顯示，在聯準會降息循環周期中，金價通常有較佳表現。

另外，白銀協會最新報告指出，在太陽能板等綠色相關應用的推動下，2023 年工業應用的白銀需求成長 11%，創下 6.544 億盎司的歷史新高，預計今年將再成長 9%。白銀的工業用需求除了太陽能板需求以外，未來另一個殺手級應用將出現在固態電池；三星宣布開發出以銀為核心成分的固態電池，未來電動車充電時間縮短至僅 9 分鐘、重量更輕、使用壽命大約延長一倍，並且火災風險降至更低水平，未來可望有效啟動白銀的固態電池需求。

表 1、全球主要商品表現

商品	9/18 收盤價	一個月報酬 (%)	今年來報酬 (%)
台灣加權指數	21678.8	-3.0	20.9
中國上證指數	2717.3	-5.6	-8.7
香港恆生指數	17660.0	1.3	3.6
日本日經指數	36380.2	-4.4	8.7
印度 SENSEX 指數	82948.3	3.1	14.8
美國 S&P500 指數	5618.3	1.2	17.8
歐洲 STOXX50 指數	4835.3	-0.1	6.9
紐約輕原油 (期貨)	70.9	-4.7	-1.0
黃金 (期貨)	2570.7	2.8	24.7
美元指數	101.0	-1.5	-0.4
ICE 二十年債券	102.8	2.6	3.6

表 2、國內掛牌交投熱絡相關 ETF

股票代號	股票名稱	追蹤指數
0050	元大台灣 50	臺灣 50 指數
0056	元大高股息	臺灣高股息指數
00713	元大台灣高息低波	特選高股息低波動指數
00850	元大台灣 ESG 永續	臺灣永續指數
00646	元大 S&P500	標普指數
00661	元大日經 225	日經 225 指數
00719B	元大美債 1-3	ICE 美國政府 1-3 年債指數
00720B	元大投資級公司債	彭巴美國 20+ 年 BBB 公司債流動性指數
00751B	元大 AAA 至 A 公司債	彭巴美 20+ 年 AAA-A 公司債流動性指
00679B	元大美債 20 年	ICE 美國政府 20+ 年債指數
00660	元大歐洲 50	歐洲 STOXX50 指數

00713 規模突破千億

首檔千億級低波動特色高股息 ETF

反映高股息投資人對低波動的重視，元大台灣高息低波(00713) ([本基金之配息來源可能為收益平準金且並無保證收益及配息](#)) 據證交所數據規模正式突破千億，為國內第八檔千億級台股 ETF，同時是其中唯一具備低波動選股特色的高股息 ETF，持續帶動存股趨勢從個股轉向 ETF，朝重視低波動風險控管方向前進。

00713 高股息低波動投資特色，在台股挑戰高行情中持續獲投資人高度青睞，今年以來至 8 月底 160 個交易日中，淨申購達 121 日，累積淨申購金額 344 億元，投資人數成長 41%，帶動規模快速成長。

元大台灣高息低波(00713)ETF 研究團隊說明，00713 所追蹤的「臺灣指數公司特選高股息低波動指數」，成分股篩選標準包括最近三年股利發放率、最近 252 日日報酬波動、最近一年現金股息殖利率、最近一季本益比等項目，在權重計算上並以最小化指數年化波動為目標進行配置，除追求成分股本身的高股息與股價低波動特色，同時盡可能降低整體成分股齊跌的可能性，控制淨值波動程度。([完整指數編製規則詳公開說明書](#)。)

元大投信表示，從長期持有角度，控制波動風險對報酬表現有正面助益，00713 為千億級高股息 ETF 中唯一具有低波動選股因子，據晨星統計至 2024 年 7 月底，近三年報酬風險比 (夏普值，Sharpe Ratio) 為同類型基金排名第一，即在承受相同風險下，有機會獲得較佳報酬。([如下表，若投資人希望透過報酬風險比高低挑選標的，因其計算受淨值波動影響，應同步留意基金中長期波動度是否偏高，避免承受過度風險](#)。)

元大投信指出，對於距離退休時間長達 30 至 40 年的年輕存股族，更可以善用股息再投資擴大複利效果潛力，00713 目前亦有「00713 連結基金*」提供不配息級別選擇。00713 連結基金主要投資 00713 ETF，以連結 00713 績效表現為目標，透過元大投信、基金平台、銀行等銷售機構，就能以申購共同基金的方式投資 00713。

依元大投信官網揭露淨值組成，至 9 月 13 日 00713 最新淨值 58.01 元中，包含「已實現及未實現資本利得」的資本平準金達 24.03 元，反映 00713 在控制投資組合波動風險下所取得的報酬成果。

元大投信並提醒，投資人參加配息時須留意基金配息率不代表報酬率，ETF 所領到的企業所發放股利，均計算於每日淨值之內，無論是否配出均屬於投資人權益，配息頻率亦不影響含息報酬率，配息時配息金額會自 ETF 淨值扣除，宜一併留意淨值之變動。

表、00713 報酬風險比持續領先同類型基金

	各期間績效表現						三年夏 普值 近一年 (%)	三年 年化波動 度(%)
	三個月 (%)	六個月 (%)	近一年 (%)	近兩年 (%)	三個月 (%)	六個月 (%)		
00713	4.42	19.13	30.79	69.67	67.33	18.20	1.36 (排名 第一)	12.65 (排名第 二)
同類型中位數	4.01	14.12	23.21	54.53	32.94	15.03	0.58	20.11
同類型平均值	5.19	16.16	24.37	54.36	33.93	16.25	0.54	20.66

夏普值指承擔每單位風險（淨值波動）所獲得的報酬率，數值愈高代表基金的表現愈佳。資料來源：投信投顧公會基金績效評比晨星(MorningStar)版本台灣大型股票型基金分類，夏普值採 36 個月遞減排名，年化波動度採同期間遞增排名，截至 2024/7，元大投信整理。[上述提及之報酬率均為含息報酬率；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。以上僅為歷史數據，不代表本基金未來配息或績效之保證，不同時間結果亦可能不同，資料僅供參考，投資前請詳閱公開說明書。](#)

表二、00713 與 00713 連結基金績效

	各期間績效表現					
	三個月 (%)	六個月 (%)	近 1 年 (%)	近 2 年 (%)	近 3 年 (%)	成立以 來(%)
00713	4.42	19.13	30.79	69.67	67.33	185.94
00713 連結基金 (不配息級別)	4.65	19.20	--	--	--	19.20

資料來源：晨星(MorningStar)，統計至 2024/7。00713 成立日為 2017/9/19、00713 連結基金成立日為 2024/1/23，故「成立以來(%)」欄位並非同一計算期間，不適合做為 ETF 與其連結基金之表現比較。[上述提及之報酬率均為含息報酬率。以上僅為歷史數據，不代表](#)

本基金未來配息或績效之保證，不同時間結果亦可能不同，資料僅供參考，投資前請詳閱公開說明書。

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。

*00713 連結基金係指元大台灣高股息低波動 ETF 連結基金 (本基金之配息來源可能為收益平準金且並無保證收益及配息)，投資人申購此基金並非直接買入在臺灣證券交易所掛牌交易之元大台灣高息低波(00713) ETF (本基金之配息來源可能為收益平準金且並無保證收益及配息)。00713 連結基金為保留現金流動部位因應申贖，投資 00713 比重未必達淨資產價值 100%，並將進行期貨交易使基金整體曝險儘可能貼近基金規模 100%，相關績效表現差異請參考表二所示。

投資一定有風險，基金投資有賺有賠，申購前應詳閱公開說明書

元大台灣高息低波(00713) (本基金之配息來源可能為收益平準金且並無保證收益及配息)

【元大投信獨立經營管理】媒體若將新聞稿再編製者，應以本公司所公開資料為主，不得為誇大不實之報導且須留意本基金之風險平衡報導，另避免使用聳動之文字為報導標題。

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。本公司以往之經理績效，不保證本基金之最低投資收益；本公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金的運用限制、投資風險及投資人應直接或間接負擔之相關費用、紛爭處理及申訴管道等皆已揭露於基金公開說明書中，投資人可向本公司及基金之銷售機構索取簡式公開說明書與公開說明書或至本公司網站(www.yuantafunds.com)查詢，亦可至公開資訊觀測站(mops.twse.com.tw)下載公開說明書。基金非存款或保險，故無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。

本基金自成立日起，依據追蹤標的指數成分進行基金持續投資組合之佈局，投資組成分價格波動會影響基金淨值表現，本基金每日基金淨值，由經理公司公告之。

本基金所追蹤指數屬 Smart Beta 指數：1.不保證該指數績效在任何時候的表現優於市場行情，在某些市場環境下，指數績效可能落後市值加權指數或其他績效指標，且這種情況可能持續很長一段時間。2.追蹤該指數之 ETF，相較於追蹤市值加權指數之 ETF，可能有相當比例持股投資於市值較小之公司。本指數與傳統指數之差異及差異導致之風險，請詳閱本基金公開說明書。

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。於獲配息時，宜一併注意基金淨值之變動。本基金持股之股利配發時間及金額視個別指數成分企業而定。主要來自於指數成分企業發放之現金股利累積一段期間後，做成每次收益分配決定並確認配息金額後進行收益分配，故每次分配之金額並非一定相同。

本基金收益分配之配息頻率自 111 年 9 月 19 日起，由年度收益分配變更為每季收益分配。淨值組成項目可至本公司網站查詢。

指數免責聲明：「臺灣指數公司特選高股息低波動指數」係由臺灣指數股份有限公司編製及計算；惟「基金」並非由臺灣指數股份有限公司贊助、認可、銷售或推廣，且臺灣指數股份有限公司不就使用「臺灣指數公司特選高股息低波動指數」或該指數於任何特定日期、時間所代表數字之預期結果提供任何明示或默示之擔保或聲明。

元大台灣高股息低波動 ETF 連結基金(本基金之配息來源可能為收益平準金且並無保證收益及配息)

【元大投信獨立經營管理】媒體若將新聞稿再編製者，應以本公司所公開資料為主，不得為誇大不實之報導且須留意本基金之風險平衡報導，另避免使用聳動之文字為報導標題。

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。本公司以往之經理績效，不保證本基金之最低投資收益；本公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金的運用限制、投資風險及投資人應直接或間接負擔之相關費用、紛爭處理及申訴管道等皆已揭露於基金公開說明書中，投資人可向本公司及基金之銷售機構索取簡式公開說明書與公開說明書或至本公司網站(www.yuantafunds.com)查詢，亦可至公開資訊觀測站(mops.twse.com.tw)下載公開說明書。為避免因受益人短線交易頻繁，造成基金管理及交易成本增加，進而損及基金長期持有之受益人權益，本基金不歡迎受益人進行短線交易。基金非存款或保險，故無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。

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。本基金配息可能由基金的收益平準金中支付。任何涉及由收益平準金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。

投資人申購的是經理公司所募集發行之元大台灣高股息低波動 ETF 連結基金受益憑證，而非申購在臺灣證券交易所掛牌交易的元大台灣高股息低波動 ETF 證券投資信託基金(元大台灣高息低波(00713))。臺灣證券交易所及前揭台股 ETF 的指數提供者並無以任何方式贊助、背書、認可、銷售、宣傳或推廣各基金之募集發行。本基金投資於單一連結的主基金應達基金淨資產價值 90%以上，故投資風險無法透過投資組合進行分散。本基金雖以連結主基金績效表現為投資目標，惟仍可能因(1)基金應負擔之費用；(2)投資主基金之比重未達淨資產 100%；(3)期貨交易等因素影響，使本基金績效與所連結主基金績效略有差異。本基金投資於主基金受益憑證之部位，經理公司將不收取經理費，惟保管費仍依各基金規模計收。受益人應負擔之費用包括各基金及所投資主基金之相關費用。

台北總公司：106 臺北市大安區敦化南路二段 69 號 18 樓、67 號 B1 (02) 2717-5555 109 年金管投信新字第 012 號

台中分公司：406 台中市崇德路二段 46 之 4 號 5 樓 (04) 2232-7878 111 年金管投信新字第 002 號

兼營投顧核准文號：96 年 7 月 30 日金管證四字第 0960039848 號函 客服專線：0800-009-968 (02) 8770-7703