

2023 第三季 全球金融市場展望

全球投顧 2023 年第三季 全球金融市場展望

股票市場	展望	說明	股票市場	展望	說明
美國股市	▲	<p>分析：通膨數據延續下行趨勢。聯準會 6 月如預期宣布暫停升息。美股面對年底前尚有升息機會，期間難免波動，但長線美國股市仍正向看待。</p> <p>觀察：通膨降溫、升息尾聲、經濟疑慮</p>	美國債市	■	<p>分析：聯準會 6 月暫停升息，但未放棄年底前升息 2 碼可能；財政部增發國債，資金流動性下滑。銀行緊縮放貸壓低消費貸款需求，對經濟衝擊逐漸顯現。</p> <p>觀察：通膨是否再升溫；銀行信貸緊縮狀況；美國就業市場是否持續復甦。</p>
歐洲股市	■	<p>分析：歐元區的通膨壓力仍大，歐洲央行將持續升息增加了歐洲經濟衰退的風險，經濟前景疑慮將使歐洲股市表現較為震盪。</p> <p>觀察：通膨問題、歐元區升息時程及幅度、經濟衰退疑慮。</p>	歐洲債市	▼	<p>分析：歐元區央行連續 8 次升息，並調升今年通膨預估至 5.4%；下半年續升息打通膨方向不變。英國薪資升幅超乎預期，緊縮政策料持續。</p> <p>觀察：俄烏戰爭後續發展；通膨水準是否逐步下跌；經濟進入衰退機率是否上升。</p>
日本股市	▲	<p>分析：日本疫後觀光人潮持續湧進，勞工薪資普遍上揚，消費者信心提升及日企改革紅利。</p> <p>觀察：日銀貨幣政策，海外機器訂單是否逐月上揚以判斷全球景氣。</p>	日本債市	■	<p>分析：日銀一致決議維持超級寬鬆政策，並認為通膨年底下滑，沒有須調整貨幣政策的立即性。</p> <p>觀察：日本薪資上揚，日銀是否修正通膨預期，同時觀察再放寬 YCC 波動區間或調整釘住標的可能性。</p>
歐非中東股市	▼	<p>分析：OPEC+ 延長減產協議支撐短期油價走勢，惟面對能源轉型的趨勢，長期原油需求成長停滯，對以能源類股為主軸的歐非中東股市造成壓力。</p> <p>觀察：OPEC 減產協議、全球經濟動能對原油需求影響、能源轉型趨勢、土耳其政經情勢。</p>	投資級公司債	■	<p>分析：美國聯準會表示年內尚有 2 碼升息空間，惟考量終點利率將至，優質債券違約率維持低檔，有利長期資金布局。</p> <p>觀察：成本上揚對企業獲利負面影響程度；金融業的信用違約交換利差是否擴大；資金流向。</p>
拉丁美洲股市	■	<p>分析：巴西若開啟降息循環，有利巴西經濟復甦，加上巴西稅務改革舒緩財政赤字惡化疑慮，將吸引外資重回巴西金融市場。</p> <p>觀察：全球原物料需求、巴西新政府政策、巴西貨幣政策。</p>	非投資等級公司債	■	<p>分析：通膨緩跌，但美國終點利率將近，貨幣市場資金陸續進場布局。</p> <p>觀察：高利率可能維持一段時間，債券違約率是否上揚；經濟衰退機率是否增加；相對美債的利差收斂狀況。</p>
新興亞洲股市	■	<p>分析：中國經濟復甦力道疲軟，官方將持續祭出政策提振經濟。台韓科技廠受惠 AI 浪潮，下半年的衰退壓力漸減，台韓股市有望引領新興亞洲股市。</p> <p>觀察：中國疫後經濟狀況、台灣進出口、AI 浪潮。</p>	新興市場債	▲	<p>分析：美國升息近終點，套利資金尋求高息且通膨下滑好標的，有利美元新興債券。</p> <p>觀察：新興國家外債的還本付息狀況；阿根廷、土耳其等財務體質欠佳的新興國家幣值是否持續貶值；全球經濟動能是否停滯。</p>

展望：▲加碼 ▲微幅加碼 ■中立 ▼微幅減碼 ▼減碼



美國股市

America

通膨數據延續下行趨勢。聯準會 6 月如預期宣布暫停升息。美股面對年底前尚有升息機會，期間難免波動，但長線美國股市仍正向看待。

美國受到舉債上限法案不確定性因素引發市場擔憂，股市一度受到壓抑，六月拜登總統簽署提高舉債上限法案正式解除倒債警報，讓市場鬆一口氣，加上聯準會決議暫停升息以及科技類股利多，尤其美國繪圖晶片大廠輝達(Nvidia)領漲，帶動美股多頭氣氛，總計標普 500 指數第二季上漲 8.30%。

美國 5 月 ISM 製造業指數降至 46.9，連續七個月萎縮，美國製造商面臨高借貸成本及商品需求減少等考驗，5 月 ISM 非製造業指數也意外降至 50.3，但仍在榮枯值之上，後疫情時代旅遊與觀光需求復甦，帶動服務業一波榮景。5 月零售銷售年增率 1.6%，主要受就業市場與薪資持續成長，支撐內需為主的美國經濟，美國消費持續增長，降低美國經濟硬著陸風險。美國 5 月 CPI 通膨年增率 4.9% 降至 4.0%，創兩年多來最小增幅，5 月生產者物價指數(PPI)年增率 2.3% 降至 1.1%，通膨數據延續下行趨勢。聯準會 6 月如預期宣布暫停升息，基準利率維持在 5%~5.25% 區間不變，在連續升息 10 次後暫停腳步，但聯準會將年底利率目標中值由 5.1% 調高至 5.6%，尚有 1~2 碼的升息空間。聯準會預估今年 GDP 年增率上修至 1.0%，失業率下調至 4.1%，顯示勞動市場強勁緩和了經濟下行壓力，下半年通膨問題仍然存在，但預估將持續緩和，升息循環可望逐漸步入尾聲。標普 500 自低點已反彈超過兩成，進入技術性牛市，短線漲幅過大，股市面對年底前尚有升息機會，期間難免波動，但長線美國股市仍正向看待。

▼ 美國 5 月 CPI 年增率 4.9% 降至 4.0%，通膨持續降溫，升息循環漸入尾聲。





歐元區的通膨壓力仍大，歐洲央行持續升息增加歐洲經濟衰退風險，經濟前景疑慮將使歐洲股市表現較為震盪。

歐洲通膨持續高漲，消費者購買力下降，歐洲零售銷售出現負成長，歐洲經濟狀況出現進一步放緩。歐洲央行(ECB)6月份持續升息因應通膨問題，提高融資成本壓抑投資及消費，加深市場對經濟衰退的擔憂，歐洲股市呈現區間震盪走勢，MSCI 歐洲指數在第二季上漲 1.34%。

歐元區 6 月綜合採購經理人指數 (PMI) 從 52.8 下降至 50.3，接近 50 的榮枯線臨界值。其中，服務業 PMI 從 55.1 下降至 52.4，創下五個月以來的低點；製造業 PMI 從 44.8 下降至 43.6，創下 37 個月以來的低點。製造業仍然處於低迷狀態，而服務業的擴張勢頭也明顯放緩，整體經濟增長動力幾乎停滯不前。歐元區 5 月消費者物價指數 (CPI) 從 7.0% 下降至 6.1%，雖然 CPI 有所下降，但仍遠高於歐洲央行設定的 2% 通膨目標。歐洲央行將 2023 年和 2024 年的 CPI 預估上修 1%，分別調整為 5.4% 和 3%，顯示歐元區的通膨壓力依然很大，目前的利率政策不足以控制通膨。歐洲央行下調了對歐元區今年和明年的 GDP 增長預估，2023 年預估經濟增長率由 1.0% 下修至 0.9%，2024 年預估經濟增長率由 1.6% 下修至 1.5%，表明通膨及升息持續對歐洲經濟產生影響。歐洲央行總裁拉加德表示目前通膨前景仍然不滿意，尚未考慮暫停升息，7 月將連續第九次升息控制通膨。相較於美國聯準會 6 月份首度暫停升息，歐洲央行鷹派作風增加了歐洲經濟衰退的風險，尤其原本疫後復甦的服務業也出現疲態，經濟前景疑慮將使歐洲股市表現較為震盪。

▼ 歐洲通膨問題及歐洲央行持續升息，歐洲經濟出現疲態。歐元區 6 月綜合採購經理人指數 (PMI) 從 52.8 下降至 50.3，接近 50 的榮枯線臨界值。





日本股市

Japan

日圓貶值推動國內製造且放大海外投資收益、增加觀光亮點。日股多頭底氣十足。

美國債務上限議題順利在 6 月初解決，加上美國聯準會鷹式暫停升息，金融市場風險偏好迅速回籠，貨幣市場資金小幅轉出至風險性資產。日銀維持寬鬆貨幣，便宜日圓帶動日本觀光旅遊，美國投資大師巴菲特旗下基金也不只一次加碼買進日本股票，對外表示對日股樂觀，大幅提升海外投資人信心。觀光加投資資金潮把第二季的日股推上近 33 年新高價；日經 225 股價指數漲幅約 18.36%。

日銀新總裁遵循黑田一貫作風-寬鬆貨幣政策，弱勢日圓，並且表示未來一年內通膨會逐漸下滑，升息目前不在考慮。貶值日圓大幅提升日本出口也增加日本觀光收益；根據日本觀光局統計，疫後的日本旅遊人口明顯上揚。不計國內旅遊，4 月份櫻花季外國旅客入境人次近 195 萬人，5 月份的訪日外國旅客也近 190 萬人。5 月份服務業採購經理人指數季調終值 55.9，連續 9 個月呈現擴張。另日本勞工在今年 3 月春鬥後也等到 30 餘年來的加薪潮，針對日本最大企業公會-經團連統計，員工平均薪資年增率高達 3.91%，月薪調幅增加 1 萬多日圓。日本龍頭企業除配合政府政策擴大加薪幅度外，日企近幾年也致力公司治理改革，並降低交叉持股已回應行動股東要求、大幅購買庫藏股及提高股票配息率等。日本逐步的結構性改革已使經濟逐漸出現曙光。

本季歐美央行續往緊縮方向前進，日銀雖表示樂見日圓貶值，但在勞工薪資上調、經濟結構性轉好並有機會走出“失落 30 年陰影”前提下，日銀調整 YCC 政策壓力上揚；不排除日銀更改釘住目標利率標的或再放寬利率波動區間，以縮減美日利差。考量貨幣政策突然轉向機率不高，日股本季續享觀光、投資紅利的趨勢不變，多頭底氣十足。

▼ 日本疫後觀光旅遊商機不斷，推動服務業復甦也拉升消費者信心。





歐非中東

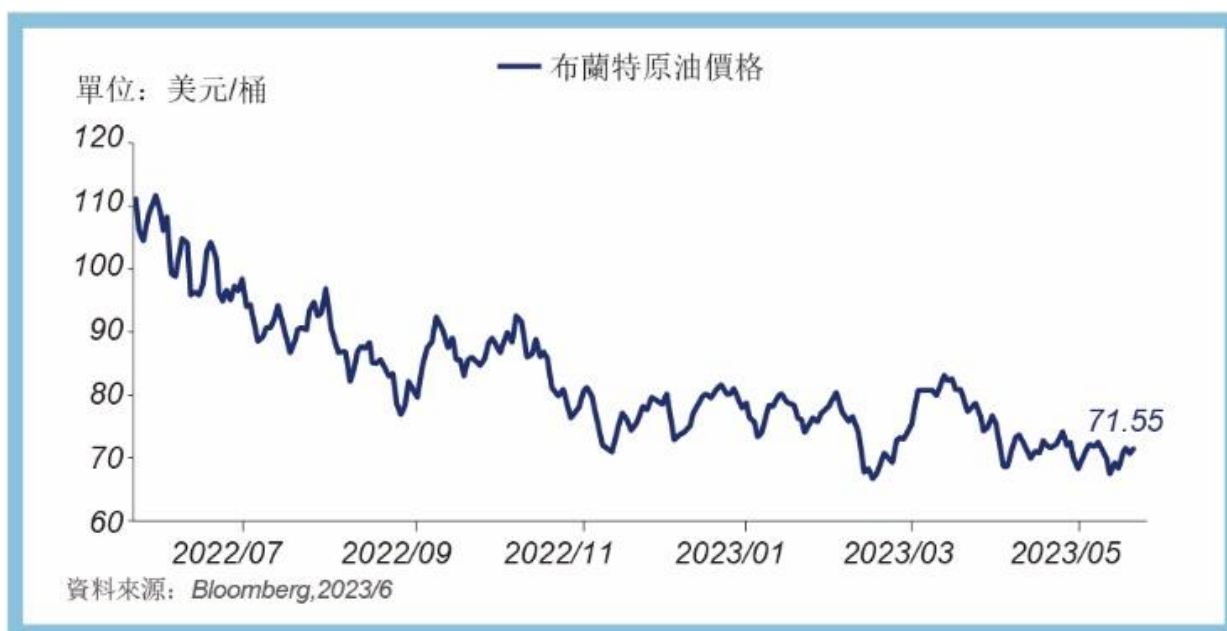
Eastern Europe

OPEC+延長減產協議支撐短期油價走勢，惟面對能源轉型的趨勢，長期原油需求成長停滯，對以能源類股為主軸的歐非中東股市造成壓力。

全球經濟可能進一步放緩，尤其中國新冠疫情後的復甦狀況不如預期，加劇投資人對原油需求前景擔憂，布蘭特原油價格一度跌至每桶72美元附近，惟石油輸出國家組織與夥伴國 (OPEC+)於 6月份同意減產協議延長至2024年底，支撐油價穩定，帶動相關類股回升，總計MSCI歐非中東股市第二季上漲1.78%。

市場原先預期中國疫情解封後，中國經濟復甦將帶來原油需求成長動能，但中國經濟狀況不如預期，致使全球油價疲弱。沙國和其他成員國於4月時意外宣布每日減產大約160萬桶，油價出現短暫回升，隨後又再跌回原點，6月份OPEC+成員國同意減產協議延長至2024年底，沙國更加碼宣布7月起每日減產100萬桶，支撐短期油價走勢。惟近年能源技術進步增加使用效率，以及面對能源轉型的趨勢，尤其因電動車普及將使佔比最大的運輸用油大幅減少，長期原油需求成長停滯，不利長期油價走勢，對以能源類股為主軸的歐非中東股市造成壓力。另外，5月份土耳其官方通膨數據高達40%，但實際通膨率可能已經衝上100%，現在的基準利率僅8.5%，預料在土耳其總統艾爾段再次取得連任後，央行貨幣政策將出現大轉彎，年底前基準利率可能調升至20%至30%，土耳其大幅升息將影響土耳其債市及匯市，可能使新興市場資金出現挪移。

▼ OPEC+延長減產協議支撐短期油價走勢，惟電動車普及將使佔比最大的運輸用油大幅減少，長期原油需求成長停滯，不利長期油價走勢。





新興亞洲

Emerging Asia

中國經濟復甦力道疲軟，官方將持續祭出政策提振經濟。台韓科技廠受惠 AI 浪潮，下半年的衰退壓力漸減，台韓股市有望引領新興亞洲股市。

中國後疫情時代經濟重啟復甦情況不如預期，官方五月製造業採購經理人指數由 49.2 下滑至 48.8、連兩個月處於景氣榮枯線 50 之下，非製造業指數由 56.4 進一步下滑至 54.5，大陸一線城市房地產銷售也明顯下降，中國上證指數第二季下跌 2.08%。第二季 MSCI 新興亞洲股市受到中國股市拖累，下跌 2.16%。

中國 5 月份社會消費品零售總額同比由 18.4% 降至 12.7%，規模以上工業增加值同比由 5.6% 降至 3.5%，首五個月全中國固定資產投資年增長由 4.7% 降至 4.0%，經濟數據雖然仍維持正增長但成長動能放緩，顯見疫後復甦狀況不如市場預期。中國五月 CPI 年增率 0.2%，核心 CPI 年增率 0.6%，受石油及相關行業價格下降影響，PPI 生產者物價年變動跌幅 4.6%，中國可能陷入短期通貨緊縮。中國經濟復甦力道疲軟，中國人行宣布降息，調降貸款市場報價利率(LPR)，1 年期降到 3.55%，5 年期降到 4.2%，其中 5 年期調降，被視為是要刺激房市。降息可進一步地降低實體經濟的融資成本，增加市場信心、鼓勵投資和消費，預期官方將持續祭出政策提振經濟。全球通膨和升息的影響限制了市場的消費動能，台灣前 5 月出口年減 16.9%，連續九個月呈現負成長，所幸繪圖晶片大廠輝達利多發酵，市場需求已出現回溫的跡象，5 月份電子零組件出口衰退收斂至年減 9.9%，貿易順差預期逐步回升。隨著 AI 浪潮帶來爆炸式的成長，具有領先技術的台韓科技廠如在未來取得商機，下半年的衰退壓力將逐漸減緩，台韓股市有望引領新興亞洲股市。

▼ 科技產品需求已出現回溫的跡象，台灣出口衰退減緩、貿易順差回升，下半年景氣有望止穩。





拉丁美洲
Latin America

巴西若開啟降息循環，有利巴西經濟復甦，加上巴西稅務改革舒緩財政赤字惡化疑慮，將吸引外資重回巴西金融市場。

巴西新政府上任半年，總統魯拉致力在經濟和社會各層面進行改革，加深了外資對巴西財政和貨幣政策穩定的信心，信評機構標準普爾將巴西的信用評級展望從穩定變為積極，吸引資金流入巴西市場，加上通膨明顯放緩，市場預期巴西央行將啟動降息，有利經濟復甦，巴西股市上漲**15.91%**。總計第二季MSCI拉美指數上漲**11.22%**。

巴西 2023 年第 1 季的 GDP 季增長 1.9%，年成長達 4.0%，優於市場預期，位居新興市場前段班，主要受惠於巴西農畜牧業，尤其黃豆收成創新高紀錄。巴西 5 月綜合 PMI 由前值 51.8 升至 52.3，其中製造業 PMI 由前值 44.3 升至 47.1，服務業 PMI 保持在 54.1 擴張階段，數據顯示巴西經濟有轉好跡象。巴西基準利率高達 13.75%，通膨年增率從去年的峰值 12.13% 降至 5 月 3.94%，基準利率高出通膨率近 10%，在通膨放緩的背景下，市場已對巴西央行將轉為貨幣寬鬆開始產生預期心態，巴西央行若是開啟降息循環，巴西股市將反應利多。巴西政府近日宣佈消費稅的稅務改革，未來新的增值稅的稅率可能達到 25%，改革可能使巴西產業的稅收壓力增加，但將舒緩投資人對財政赤字惡化的疑慮，有利吸引外資重回巴西金融市場。

▼ 巴西基準利率高達13.75%，通膨年增率從去年的峰值12.13%降至5月3.94%，通膨明顯放緩，市場預期巴西央行將啟動降息。





債券市場

Bond Market

地球兩端債市兩樣情。歐美央行持續揮動升息大刀打通膨，中國人行放寬資金活水擋通縮，日銀續寬鬆但修正 YCC 壓力遞增。

上季美國債務上限議題再起，擔憂2011年美國遭降評事件重演，且惠譽國際信評公司5月下旬將美國AAA頂級信評列入負面觀察名單中，凸顯美國朝野對此議題的邊緣策略可能讓違約機率上揚；全球債券市場波動度大起。6月初白宮與參眾議院達成共識，債務議題順利延至2024年底，美國總統拜登也因此無須在大選前面對違約議題，政治風險下滑。惟美債市場並未因此安穩，因美國財政部迅速公布增發國債補充國庫；擔憂國庫券供給過多且歐美央行持續升息路線，將大幅吸取資金流動性，第二季歐美債券殖利率因此走揚。

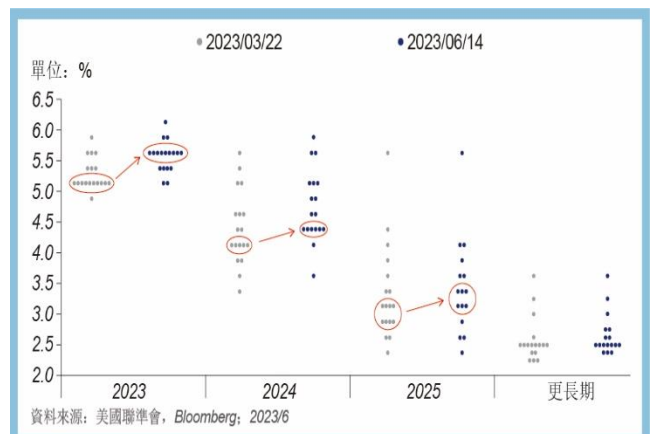
6月份的美國聯準會雖然鷹式暫停升息，會後點陣圖卻顯示成員們並沒有2023年降息想法，反而今年底的目標利率預估值較3月份的預估值來得高。主席鮑爾不只一次表明年底前還有兩次升息一碼可能，委員會並且拉高今年GDP預估值由前期的0.4%至1.0%。聯邦基準利率期貨市場顯示7月升息一碼機率高達7成，美債市場並且快速調整反應。惟美國區域銀行緊縮放貸效應持續，貸款成長率動能日益下滑，M1與M2出現死亡交叉後再行擴大，消費信用緊縮問題預計在下半年放大影響美國經濟；長天期美債投資價值逐漸浮現。

歐元區央行ECB面臨的打通膨及穩經濟兩難困境在本季將持續。俄烏戰爭的能源通膨緩降，德國等多國陸續取消能源補助的綠色通膨第三季接棒；高物價高利率壓低德法兩大國經濟成長率並使其逐步進入技術性衰退。ECB主席表示打壓通膨的必要性，本季仍採升息縮表。英國薪資快速飆升，6月英國央行BOE超乎預期升息2碼；會後公布5月核心通膨年增率上升到7.1%，比4月的6.8%加速，本季BOE承受極大的升息壓力。

亞洲部分，中國房地產需求疲弱，連帶壓低銀行放款、縮減銀行獲利。同時地方融資平台債務擴增，地方政府財政體質出現惡化，通縮壓力如影隨形，中國人行難與歐美央行走向同向，本季仍有機會調降借貸利率。日銀BOJ總裁在最新利率會議中表示歡迎通膨及升息可能衝擊經濟言論。惟3月日本勞工春鬥後薪資多上揚，加上旅遊觀光盛行提升國內經濟力，通膨問題將使BOJ在本季有調整YCC壓力。

綜上，控制通膨仍是歐美央行本季重點，美歐央行年內亦未考慮降息。惟考量經濟減緩，軟著陸風險上揚，預期歐美升息步調將減緩，美國並且有機會終止升息。債券市場在大降息趨勢成形之前波動度不小，資金將分批佈局長天期公債，美元計價的優質債券亦預期逐步獲資金青睞。

▼ 根據最新利率點陣圖顯示，美國聯準會上調年底目標利率預估區間。





外匯市場

Exchange Market

中國房地產市場疲弱壓低人民幣匯價，美國屆升息到頂難
驅動美元多頭；本季輪歐元掌多頭令旗。

美元 美國聯準會 6 月鷹式暫停升息，但表明年內尚有兩碼升息空間；利率點陣圖透露下半年無降息可能。惟自 2022 年聯準會積極升息以來，地區性商業銀行因資產錯誤配置產生龐大的未實現損失，除面臨存款外逃外也使銀行逐漸信貸緊縮，消費信用緊縮效預計在下半年逐漸擴散，經濟成長率可能下修；美國聯準會在觀察貨幣政策效果後，年底前是否會再升息仍是未知數。本季美元多頭暫偃兵息鼓，等待貨幣政策進一步訊號。

歐元 歐元區通膨緩降且仍在相對高位，歐元區央行 6 月再行緊縮，並且表示未來續升息可能。德國經濟數據看來進入技術性衰退，連帶拉高歐元區經濟下滑風險；歐元區 5 月製造業採購經理指數(PMI)終值為 44.8，德國製造業 PMI 終值降至 43.2，連 4 個月下降，亦是 2020 年以來的低位，顯見俄烏戰爭及中國內需不振連帶衝擊歐元區景氣。考量本季 ECB 首要目標仍在打壓通膨，升息縮表腳步不停，歐元相對美元匯價因此存走揚空間。

日圓 日銀維持超寬鬆政策，並對通膨上揚表示樂觀；相對歐美緊縮貨幣政策，日圓匯價趨弱。惟考量今年第一季春闘後，241 家日本大型企業年度平均加薪幅度達年增率 3.91%，以及巴菲特等長期投資湧入、觀光收入大增等，日本國內經濟仍將持續有感復甦，同時日銀調整負利率及 YCC 政策機率上揚；本季日圓相對美元有走多題材。

人民幣 中國房地產需求疲軟，預期將呈 L 型復甦並持續拖累中國經濟。境內銀行放款不易，為拉開存放利差增加利潤，中國前五大國有銀行率先調降各年期存款利率 10~15bps。另中國人行 6 月中旬無預警宣布調降短期政策利率 10bps，為第三季可能降息的先行訊號。同時，根據國際清算銀行數據顯示，中國企業及家庭等非金融機構信貸總額約 50 兆美元；預期人民收入用來償還借款而非消費或投資的機率升高，消費者物價逐月下滑，通縮如影隨形，經濟逐漸陷入衰退。綜上，本季中國人行貨幣政策續偏寬鬆，降息將使人民幣更顯弱勢。

▼ 中國不但無通膨壓力，國內消費者物價還逐月下滑，年增率接近零值。

