

# 2023 第四季 全球金融市場展望

## 全球投顧 2023 年第四季 全球金融市場展望

股票市場	展望	說明
美國股市	▲	<p>分析：美國消費增長支撐經濟表現以及 CPI 降溫減輕聯準會壓力，美國股市持正面態度，惟聯準會鷹派態度增添美股波動。</p> <p>觀察：聯準會貨幣政策、美國消費狀況、美國通膨、油價漲勢</p>
歐洲股市	▼	<p>分析：德國製造業陷入衰退導致 GDP 連三季負成長，歐洲央行若繼續鷹派將加深經濟衰退疑慮，可能使歐洲股市呈現下行趨勢。</p> <p>觀察：歐洲央行貨幣政策、德國製造業、歐洲企業獲利</p>
日本股市	■	<p>分析：弱勢日圓有利於日本出口及觀光，惟日本政府可能出手干預日圓貶值速度，外匯波動可能使日股表現較為震盪。</p> <p>觀察：日本貨幣政策、日圓貶值、日本外匯干預、日本觀光復甦</p>
歐非中東股市	▼	<p>分析：石油供需缺口漸趨平衡、中國房地產危機尚未明朗以及美元升值將會對歐非中東股市造成壓力。</p> <p>觀察：原油供需狀況、美元升值狀況</p>
拉丁美洲股市	■	<p>分析：巴西啟動降息循環有利內需復甦，以及農產品出口業可望帶動巴西出口，加上新財政法案有助財政赤字改善將吸引資金流入巴西市場。</p> <p>觀察：巴西降息循環、巴西出口、巴西新財政法案</p>
新興亞洲股市	■	<p>分析：中國推出政策挽救低迷的房地產市場，但長期結構性問題難以改變，經濟復甦仍面臨挑戰。台灣受惠 AI 商機、出口旺季到來，基本面轉佳有利台灣股市表現。</p> <p>觀察：中國房市政策、中國疫後經濟復甦狀況、台灣出口</p>

股票市場	展望	說明
美國債市	■	<p>分析：聯準會 9 月鷹式暫停升息，但點陣圖顯示未來兩年基準利率下檔空間有限，且不排除聯準會年底前再升息一碼機率。</p> <p>觀察：美國財務支出議題衝擊是否重來以及後續影響；財政部是否再加大發債量。</p>
歐洲債市	■	<p>分析：歐元區經濟復甦疲弱，惟通膨年增率黏著在 5% 以上，邁入停滯性通膨機率升溫。經濟衰退數據使歐元區央行及英國央行升息循環提前到頂。</p> <p>觀察：英國薪資水準是否下滑；歐元區國家財政政策刺激經濟效果，以及通膨走向。</p>
日本債市	▼	<p>分析：日銀支持寬鬆貨幣政策，惟美日利差擴大及進口物價上揚持續拉高國內 CPI，符合日銀總裁表示有必要時會考慮取消負利率政策前提。</p> <p>觀察：日本薪資上揚及貶值日圓拉升通膨，觀察日銀後續利率態度及 YCC 政策是否退場。</p>
投資級公司債	■	<p>分析：美國聯準會透露將維持利率高原期一段時間，有利長期資金在高利率環境布局優質債券。企業發債量增多及美債利率波動度是負面因子。</p> <p>觀察：成本上揚對企業獲利負面影響程度；金融市場波動度是否拉升信用資產的風險趨避。</p>
非投資等級公司債	■	<p>分析：年底前通膨可能再走升，高息環境預期更長，利息支出難降，增加財務體質不佳企業的籌資難度。</p> <p>觀察：非投資級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>
新興市場債	▼	<p>分析：美國升息近終點，原有利高評級美元新興債券，惟本季通膨有上揚機率，美債波動度加大，不利新興債券價格表現。</p> <p>觀察：中國房地產開發商違約風暴是否擴大，並殃及金融體系穩定；全球經濟動能是否停滯。</p>



## 美國股市

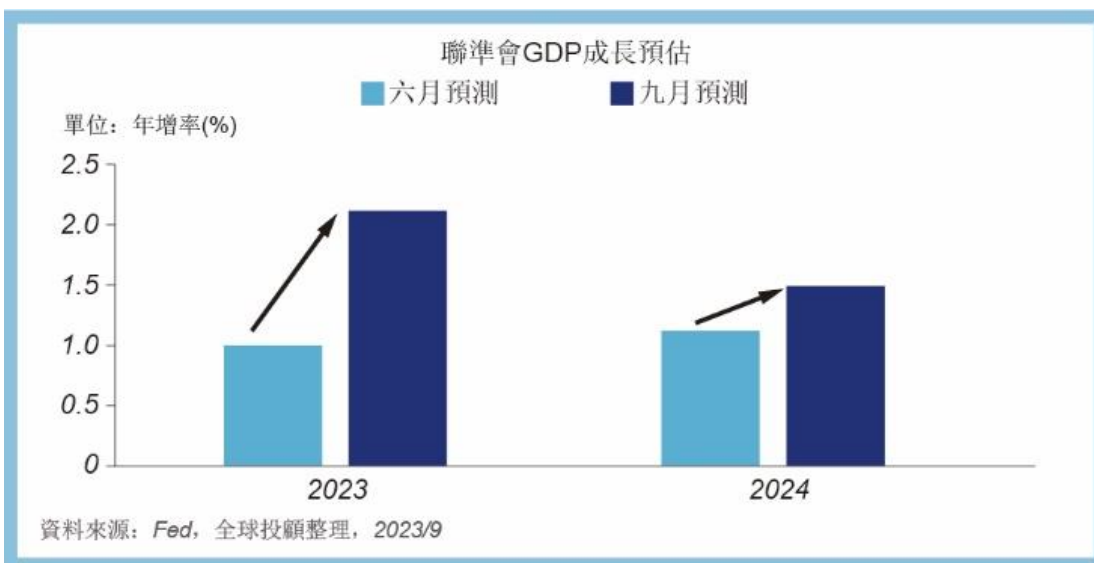
America

美國消費增長支撐經濟表現以及 CPI 降溫減輕聯準會壓力，美國股市持正面態度，惟聯準會鷹派態度增添美股波動。

八月輝達(NVIDIA)發布第二季財報，其財務數字和下季營收、毛利預測均優於所有分析師預期，開啟 AI 類股一波漲勢，帶動股市第三季初上揚，然油價上漲使美國通膨率止降回升，以及聯準會比市場預期更加鷹派的立場使股市承受壓力，標普 500 指數第三季總計下跌 3.65%。

美國經濟數據並未在高利率環境表現轉弱跡象。美國 8 月 ISM 製造業 PMI 反彈至 47.6，連續兩個月上漲，ISM 服務業 PMI 升至 54.5，高於預期的 52.5，同時零售銷售月增率連兩個月大幅超越市場預期，顯示美國暑假期間消費狀況良好，旅遊和觀光需求仍然暢旺。美國 8 月整體 CPI 年增率 3.7%，略高於市場預期的 3.6%，主要是油價上漲帶動通膨回升，然聯準會關注的核心 CPI 年增率 4.3%，連續五個月下滑，主因是房屋通膨開始回落。聯準會在 9 月暫停升息，符合市場預期，在隨後發布的季度經濟預測中，上調 2023 年和 2024 年的 GDP 成長率，分別由 1%及 1.1%上調至 2.1%及 1.5%，並下調 2023 年和 2024 年的失業率，分別由 4.1%及 4.5%下調至 3.8%及 4.1%。美國經濟比聯準會預想的要強勁，油價的揚升使聯準會可能需要在更長時間內保持高利率，且提高第四季升息的可能性。點陣圖顯示委員們對於明年降息的想法比六月會議時更鷹派，隱含降息幅度較上次減少 2 碼。雖說聯準會的鷹派態度使得美股市場大幅波動，但對於消費佔 70% GDP 的美國來說，仍在增長的消費趨勢很難造成經濟衰退，且核心 CPI 降溫在一定程度上減輕聯準會的壓力，因此我們對美國股市持正面態度。

▼ 聯準會在 9 月暫停升息，並上調 2023 年和 2024 年的 GDP 成長率，分別由 1%及 1.1%上調至 2.1%及 1.5%



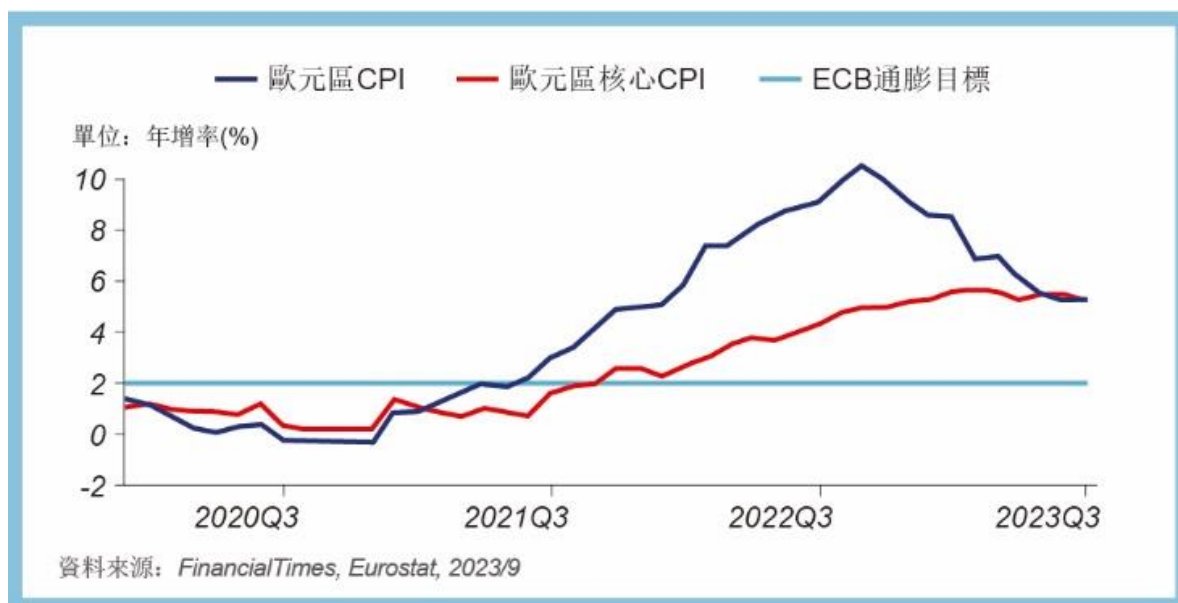


**德國製造業陷入衰退導致 GDP 連三季負成長，歐洲央行若繼續鷹派將加深經濟衰退疑慮，可能使歐洲股市呈現下行趨勢。**

歐洲通膨維持在高位，製造業和服務業 PMI 疲弱不振，經濟前景堪憂。歐洲央行(ECB)在 9 月份超出市場預期的升息 25 個基點，並且下調未來 GDP 增長預估，加深市場對歐洲經濟衰退的疑慮，MSCI 歐洲指數第三季下跌 5.37%。歐元區 9 月採購經理人指數(PMI) 47.2，持續低於 50 的榮枯線，除了製造業持續疲弱之外，較為強勢的服務業 PMI 也下滑至 48.7，整體經濟趨勢往衰退靠攏。通膨由高點回落，9 月 CPI 年增率 5.2%，月增率 0.5%，但通膨距離歐洲央行的 2% 仍有距離。其核心 CPI 年增率仍在高點附近徘徊，維持在 5.3%。

歐洲央行在 9 月的利率決議中決定升息 25 個基點，超出市場預期。在隨後發布的經濟預測中，歐洲央行分別上調 2023、2024 年通膨預期至 5.6% 和 3.2%，並分別下調 2023~2025 年的 GDP 年增率至 0.7%、1.0% 與 1.5%，進一步顯示歐洲經濟的不確定性。歐洲央行行長拉加德雖在聲明中提到，目前利率已達到限制性水準，其造成的影響足以在未來一段時間抑制通膨，但仍有數位鷹派委員認為年底前仍須升息，升息不確定性影響投資信心。此外，拉加德也提到歐洲企業是透過壓縮利潤來支付勞工上升的薪資成本，而不是將成本轉嫁給消費者，此舉將會對企業獲利造成影響。歐洲成長引擎的德國已連三季 GDP 負成長，製造業已陷入嚴重衰退，歐洲央行若繼續鷹派將加深經濟衰退疑慮，可能使歐洲股市呈現下行趨勢。

▼ 通膨由高點回落，9 月 CPI 年增率 5.2%，但通膨距離歐洲央行的 2% 目標仍有距離。其核心 CPI 年增率仍在高點附近徘徊，維持在 5.3%。





## 日本股市

Japan

弱勢日圓有利於日本出口及觀光，惟日本政府可能出手干預日圓貶值速度，外匯波動可能使日股表現較為震盪。

油價高漲及美國聯準會較市場預期鷹派，全球股市表現弱勢，惟日本央行在近期貨幣政策聲明中透露其繼續維持寬鬆貨幣政策的立場，帶動日圓貶值至短期低點，便宜的日圓有利日本出口及觀光，日股呈現震盪走勢，總計第三季日經 225 指數下跌 4.01%。

日銀總裁植田和男在最新的貨幣政策聲明和訪談中提到：「持續性的通膨和薪資上漲同時發生才有可能改變日銀的貨幣政策」。通膨目前超過 17 個月高於日銀 2% 的目標，然薪資卻無起色，根據日本勞動省最新數據顯示，日本 8 月勞工薪資收入年增率 1.3%，今年平均都在 2% 上下波動，即使春鬥使得部分勞工取得超過 3% 的加薪，但也僅限於大企業勞工，改變日銀貨幣政策的條件目前仍無法達成，預期日本持續實施寬鬆貨幣政策。日本家戶支出年率負成長 5%，為 29 個月來新低，但日本零售銷售年增率穩步成長，從今年初的 0% 左右一路成長至 7%，主因貨幣寬鬆政策導致的弱勢日圓，日本觀光旅遊回溫帶動零售銷售，對經濟復甦帶來不小助益，中國在 8 月開放團客出國至日本，預期日本的觀光收入將達歷史新高。日本第二季 GDP 增長 4.8%，明顯優於其他成熟國家，雖說弱勢日圓有利於日本企業出口、外國人觀光消費強勁，但購買力急遽降低使得進口變的昂貴許多，促使日本政府可能透過干預外匯市場控制日圓貶值速度，外匯波動可能使日股表現較為震盪。

- ▼ 日本家戶支出年率負成長 5%，為 29 個月來新低，但日本零售銷售年增率從今年初的 0% 左右一路成長至 7%，日本觀光旅遊帶動零售銷售，對經濟復甦帶來助益





## 歐非中東

Eastern Europe

石油供需缺口漸趨平衡、中國房地產危機尚未明朗以及美元升值，將會對歐非中東股市造成壓力。

沙特和俄羅斯意外延長其減產協議至年底，造成油價飆升突破短期高點，帶動歐非中東能源類股走勢，惟EIA預估明年石油供過於求、美國9月FOMC會議結果顯示鷹派，使得美元指數向上突破，新興市場資金流出，MSCI歐非中東指數第三季下跌2.74%。

俄羅斯和沙特延長其減產協議到12月底，幅度達到130萬桶/天，外加全球煉油廠歲修造成部分的供給缺口，短期全球石油供不應求導致油價飆升，布蘭特原油一度突破95美元/桶，顯示全球投資人對於原油供需失衡的擔憂，然而根據EIA預估，2023年供需缺口逐步縮小，甚至2024年每一季都呈現供過於求。中國為沙特石油最大進口國，短期內中國因房地產危機，經濟前景不明亦可能使石油需求出現變數，加上未來全球朝向ESG、乾淨能源邁進，長線石油需求成長疲弱。另外，美國聯準會9月利率會議內容顯示今年底仍有可能再度升息，點陣圖顯示委員們認為降息時間較原先預估延後，大幅激勵美元升值，不利新興市場資金流向。石油供需缺口漸趨平衡、中國房地產危機尚未明朗以及美元升值，將會對歐非中東股市造成壓力。

▼ 根據EIA預估，2023年供需缺口逐步縮小，甚至2024年每一季都呈現供過於求





## 新興亞洲

Emerging Asia

中國推出政策挽救低迷的房地產市場，但長期結構性問題難以改變，經濟復甦仍面臨挑戰。台灣受惠 AI 商機、出口旺季到來，基本面轉佳有利台灣股市表現。

中國疫後經濟復甦不如預期，加上中國最大的地產開發商碧桂園面臨挑戰，再融資困難導致債券利息未付，債務風險升高，影響整個房地產行業穩定性和購房者信心，房地產危機拖累中國股市，總計第三季新興亞洲股市下跌 3.71%。

中國 8 月社會消費品零售和工業增加值年增率分別達到 4.6% 和 4.5%，顯示生產和消費表現強勁，但固定資產投資年增率下降至 3.2%，主因房地產市場表現疲弱拖累整體固定資產投資表現。近期中國大陸房地產利多政策密集推出，政策干預的影響使銷售略有恢復，提振措施包含認房不認貸、降低首付比、降低貸款利率、取消限購限售等，有利於穩定房市。貨幣政策面，降低存款準備金率 0.25%，釋放約 5000 億人民幣資金，以應對季節性資金需求和地方債發行，這是今年第二次降準，提供更多流動性支持經濟。中國政府推出政策挽救低迷的房地產市場，這些措施短期已使銷售部分回升，但房市長期結構性問題難以改變，經濟復甦仍面臨挑戰。台灣 8 月出口年減 7.3%，已連續 12 個月負成長，不過隨著庫存調整告一段落、人工智慧(AI)商機挹注、蘋果電子新品備貨周期啟動，以及傳統出口旺季到來，且去年基期較低，預估第 3 季出口年減幅將降至個位數，第 4 季出口甚至有望轉正，台灣經濟低谷已過，基本面轉佳有利台灣股市表現。

▼ 2023 年 8 月商品房銷售、新屋開工年增率分別-7.1%、-24.4%，房市的長期結構性問題難以改變，經濟復甦仍面臨挑戰。





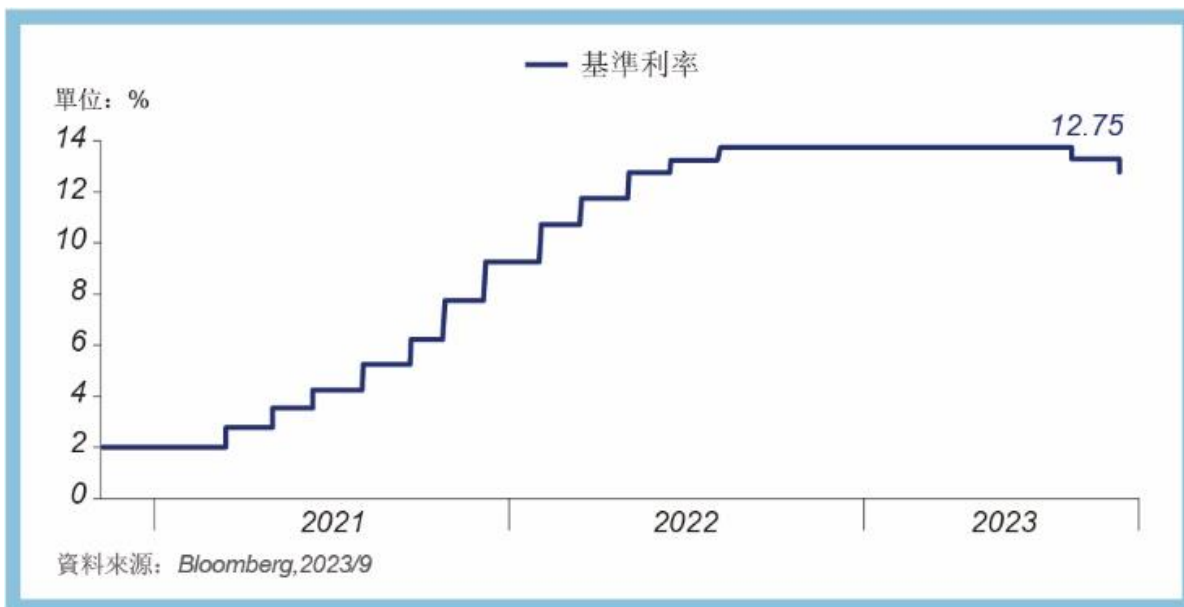
**拉丁美洲**  
Latin America

**巴西啟動降息循環有利內需復甦，農產品可望帶動巴西出口，加上新財政法案有助財政赤字改善將吸引資金流入巴西市場。**

8月初鐵礦砂價格因中國房地產危機大幅下跌，巴西第一大權值股淡水河谷的股價弱勢，以及9月初巴西通過信用卡法案，限制信用卡貸款不得超過原本的信用額，此舉可能損傷銀行業利潤並影響消費者支出，金融類股轉弱，總計第三季MSCI拉美指數下跌5.68%。

巴西第二季 GDP 年增率 3.4%、季增率 0.9%均大幅超越分析師預期的 2.7%和 0.2%；八月零售銷售數據年增 2.4%優於市場預期，內需消費繼續支撐 GDP 成長；八月通膨年增 4.61%低於分析師預期，並且服務通膨有繼續向下的趨勢。巴西央行在九月降息 2 碼，並直言降息循環正式啟動，未來會有序的在每一次央行會議降息，直至利率回到正常水準，此舉將有利巴西內需市場。此外，美國 2023、2024 年度黃豆產量被極端氣候大幅影響而減少，市場預估此黃豆產量缺口將由巴西補上，巴西為黃豆第一大出口國，農產品出口業可望帶動巴西出口。巴西新政府近期推動新財政法案，旨在減少巴西財政赤字並確保政府支出穩定增長，和過去嚴謹的限制相比保留政策的彈性，加上降息的幫助，我們認為巴西經濟有望持續以相當快的速度增長。惟中國房地產情勢仍舊不明，鐵礦砂價格走勢可能造成巴西股市波動。

▼ 巴西央行在九月降息2碼，降息循環正式啟動，有利內需復甦





## 債券市場

Bond Market

美歐央行交替使用鴿式升息與鷹式暫停升息，貨幣政策效果待時間檢驗，利率高原期較預期更久。

上季英國、歐元區陸續公布的經濟數據皆顯示其經濟活動疲軟，其中製造業衰退更已持續數月，歐元區央行ECB在9月鴿式調升存款利率1碼至4%後，暗示本次可能是此波升息循環的最後一次升息，英國央行BOE 9月暫停升息，官方基準利率維持在5.25%，惟過高薪資及6%以上物價仍讓BOE持續量化緊縮。美國聯準會上月鷹式暫停升息，成員們在經濟預測表中大幅提高今年經濟成長率至2.1%，同時核心通膨預估值直到2025年底都還落在2%以上；2024年底目標政策利率預估中值由4.6%提升至5.1%，間接證實聯準會成員對明年降息幅度僅兩碼共識，高利率將維持更長一段時間。

美國聯準會在過去 18 個月升息超過 500bps，30 年期房貸固定利率也一起拉升至 7.19%(9/21)，約莫金融海嘯前利率水準；惟美國民眾的房貸負擔尚未因此波房貸利率上揚而明顯增加，主要是因為去年 Q2 以前購屋的貸款利率很低，而美國房貸利率又多是固定利率。但今年開始的新貸款者將不可避免地接受超過 6%的 30 年期固定利率，高房貸負擔預期擠壓購屋需求及其他消費。另外，10 月開始美國學貸恢復還款，數千萬名借款人每月平均還款金額約 200~300 美元，一年購買力縮減近千億美元；預期今年 Q4 後借款人將因還款壓力而緊縮消費，零售支出預期下滑，並將拉低 Q4 美國經濟成長率。

英國陸續公布經濟疲弱數據及勞工不活躍指數造成的勞動力短缺問題，透露英國經濟正邁向波動的第四季。同時英國 8 月份消費者物價指數 6.7%，不包含食品與能源的核心通膨 6.2%，顯示價格僵固壓力不低；英國薪資增幅再寫歷史新高，每周平均薪資年增 8.5%，若不計疫情時期的數據扭曲，這是 20 多年有數據以來的最大升幅，且薪資易漲難跌更增通膨高位風險。歐元區經濟困境與英國不相上下，通膨黏著在 5%以上，但製造業比英國更形疲軟，綜合採購經理人指數也已連續數月低於榮枯線 50，本季歐元區經濟呈負成長機率升溫。高息高物價帶給經濟的負向衝擊使英歐逐步進入停滯性通膨，貨幣政策觀察期預期更長，降息尚非本季選項。

日本央行 9 月未更動利率政策，但在美日利差擴大、日圓相對美元快速貶值至近 150，輸入性通膨拉高核心消費者物價，並使國內消費者購買力下滑等衝擊下，日銀年底前確有檢討貨幣政策理由，殖利率控制曲線政策(YCC)面臨退場壓力，本季 10 年期日債殖利率有上揚空間。

綜上，美國與歐元區、英國央行貨幣政策面臨政策效果觀察期，經濟活動趨緩及黏著通膨增加主要央行政策難度。能源價格可能因 OPEC+ 及俄羅斯延長減產協議上揚，本季通膨預期較前季小幅回升，利率觀察期預期更長，主要公債殖利率暫無下行資本利得空間；同時，金融市場在利率高原期的波動度不低，信用債券維持中立謹慎展望。

▼ 美國聯準會調升經濟成長預期，並下調明後年降息幅度    ▼ 美國 30 年期房貸利率攀升

聯準會成員對未來的經濟預測		2023	2024	2025	2026	更長期
實質經濟成長率	2023/09	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
	2023/06	1.0	1.1	1.8		1.8
失業率	2023/09	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
	2023/06	4.1	4.5	4.5		4.0
核心通膨 (個人消費支出物價指數)	2023/09	3.7	2.6	2.3	2.0	
	2023/06	3.9	2.6	2.2		
聯邦基準利率 年底預估值	2023/09	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
	2023/06	5.6	4.6	3.4		2.5

資料來源：美國聯準會；2023/9







## 外匯市場 Exchange Market

美國調降明年降息幅度，利率高原期將更長更久，美元指數毫無懸念續掌多頭令旗。

**美元** 美國聯準會最新利率會議未調升官方基準利率，但上調 2023 年經濟成長率預期至 2.1% 及下調核心通膨率至 3.7%；成員們認可美國經濟軟著陸可能，2024 年底基準利率預期中值由 6 月預期的 4.6% 拉升至 5.1%，這同時表示聯準會認為美國明年降息幅度僅有 2 碼，並可能拉升中性利率。美國汽車工會大規模針對三大車廠罷工，薪資調漲為主要需求、俄羅斯及石油輸出國組織延長減產協議，能源價上揚、學貸 10 月開始還款等，第四季美國通膨將較前兩季揚升，鷹式貨幣政策對美元指數影響正向。

**歐元** 歐元區通膨數據黏著在 5% 以上，核心通膨也在 6% 以上高位，因能源及服務業成本居高不下。為了將通膨壓回目標，歐洲央行 ECB 在 9 月會議宣布調高存款利率 1 碼至 4%，並暗示這可能是此波緊縮周期的最後一次升息，但也不排除再度升息的可能性。歐元區製造業邁入衰退數月，9 月服務業採購經理人指數也低於 50 景氣榮枯線，歐元區經濟疲軟，Q3 面臨經濟零成長或萎縮壓力。考量高利率衍伸出來的借貸緊縮不利經濟復甦，高通膨亦壓抑消費力道，歐元區進入停滯性通膨機率高，加上 ECB 貨幣政策難比照美國鷹派，本季歐元相對美元無表現空間。

**日圓** 日圓在 9 月利率會議中並未更動任何貨幣政策及負利率態度，第三季日圓相對美元因此走貶。考量日銀總裁 9 月初曾公開表示，只要日圓掌握足夠證據確認未來通膨將持續上升且達成 2% 的通膨目標，就有可能在年底前考慮結束負利率政策；而由圖中顯示的核心通膨數據來看，日本顯然自 2022 年中開始已連續 17 個月通膨年增率大於 2%，在日圓持續貶值帶動下，年底前的輸入性通膨將再帶升日本國內通膨壓力。同時，日本官方對零售汽油補貼政策雖已盡量壓低汽油價格，但仍高於官方目標價 175 日圓；原 9 月底到期的補貼政策預期延至年底到期，明年日本物價易漲難跌，春鬥薪資亦有上調可能。綜上，年底前日圓有結束負利率理由，日圓相對美元醞釀升值空間。

**人民幣** 上季中國房地產開發商碧桂園面臨還本付息困難，恆大先爆發破產風波後又取消 350 億美元的債務重組計劃，債務違約風暴危及金融穩定。執政當局持續釋出政策提振房市，其中“認房不認貸”對購屋需求拉抬效果需時間觀察。中國人行 9 月調降金融機構存準率 1 碼，長期資金活水預計釋出 5000 億人民幣，另調降金融機構外匯存款準備金率由 6% 降至 4%，以延緩人民幣貶值力道。惟考量中國通縮壓力沉重、採購經理人等經濟數據疲弱以及人行與歐美央行貨幣政策方向相反、利差擴大等前提，綜合判斷本季中國仍難扭轉資金流出、匯率續貶困境。

▼ 日本通膨數據明顯且連續走揚，符合日銀調整負利率政策前提

