

全球金融市場第二季展望

2024/03/31

股票市場	展望	說明
美國	▲	分析：美國經濟處於正向良性循環，且聯準會還握有降息特效藥，加上 AI 產業前景看好及資金簇擁下，預期股市熱潮將持續不退。 觀察：美國通膨、聯準會升息時程、AI 產業前景
歐洲	■	分析：歐洲可能率先開啟降息之路，短期激勵股市彈升，但歐洲整體經濟尚未見到成長動能，後續關注經濟成長與股市表現是否出現背離。 觀察：歐元區及英國降息時程、歐洲經濟狀況、德國經濟狀況、歐洲通膨
日本	▲	分析：日本結束負利率政策，日銀可能於 7 月或 10 月再次升息，隨著日本經濟逐漸恢復活力及國際資金回流，資金行情有機會續推日股走勢。 觀察：日本利率政策、日圓走勢、日本內需消費狀況
新興市場	▲	分析：台灣和韓國扮演 AI 產業關鍵角色，新興亞洲出口有望持續增長，加上中國經濟表現回穩，有利新興市場股市表現。 觀察：亞洲出口貿易、AI 產業前景、中國經濟狀況

展望： ▲加碼 ▲微幅加碼 ■ 中立 ▼微幅減碼 ▼減碼

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

全球證券投資顧問股份有限公司

電話：(02)2748-1766 | 傳真：(02)2748-1755 | 地址：110台北市信義區市民大道6段288號9樓之一
一百一十一金管投顧新字第零貳肆號

全球金融市場第二季展望

2024/03/31

債券市場	展望	說明
美國	■	分析：聯準會維持原利率不變但保有年內降息 3 碼可能；美國經濟成長具動能，聯準會在經濟預測中調升今明兩年 GDP 預估值，加上核心通膨緩降趨勢，聯準會降息急迫性不高。 觀察：美國流動性風險是否上揚；商用不動產前景不明，觀察是否增加美國地區性銀行經營風險，並使聯準會提前降息。
歐洲	■	分析：歐元區及英國通膨雖較去年走低，但供應鏈短缺可能拉升 Q2 通膨並增加經濟成長逆風。德國製造業 ISM 指數持續低於 50，透露經濟復甦難度。 觀察：歐元區及英國薪資談判結果；地緣政治風險是否擴大；歐洲議會 6 月大選結果。
日本	▼	分析：日銀取消負利率政策，調升政策利率至 0%~0.1%。YCC 政策正式退場，但保留每月購債政策。3 月春鬥結果正向，顯示勞工薪資逐漸上揚；BOJ 年內有再升息機率。 觀察：日本提高個人儲蓄帳戶 NISA 免稅額度對日圓匯價影響；日銀 BOJ 對升息態度是否轉趨積極，以因應國內通膨回溫。
投資級公司債	■	分析：美國聯準會表示年內應該且會降息可能性，資金尋求安全高息資產。與美債信用利差已大幅縮減，風險溢酬吸引力相對低。 觀察：Q2 企業發債量是否增加；美國債務壓力是否波及優質債券買盤接手價；商業不動產違約壓力日增，是否會形成小型金融風暴。
非投資級公司債	■	分析：非投資級債券違約率上揚，金融放貸偏謹慎，信評較差的公司借新還舊成本上揚，評等較佳的垃圾債券較獲資金青睞。 觀察：非投資級債券違約率是否持續上揚；經濟衰退機率是否增加；相對美債的利差收斂狀況。
新興市場債	▼	分析：美國年底前可能開啟降息，高評級美元新興債券顯現投資誘因；巴西央行雖走向降息利多，惟中國房產違約風暴仍存、地緣政治風險等利空，影響新興美元債券價格表現。 觀察：中國當局是否推出大型刺激政策以拉升國內需求；全球大經濟體對能源及原物料的需求是否上揚；地緣政治風險變化。

展望：▲加碼 ▲微幅加碼 ■ 中立 ▼微幅減碼 ▼減碼

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

全球證券投資顧問股份有限公司

電話：(02)2748-1766 | 傳真：(02)2748-1755 | 地址：110台北市信義區市民大道6段288號9樓之一
一百一十一金管投顧新字第零貳肆號

美國

美國經濟處於正向良性循環，且聯準會還握有降息特效藥，加上 AI 產業前景看好及資金簇擁下，預期股市熱潮將持續不退。

AI 人工智慧熱潮，相關概念股漲勢凌厲，帶領美股 2024 年第一季再創歷史高點，而美國最新通膨數據顯示 CPI 回升，聯準會降息預期一再延後，使美股期間偶有震盪，總計標普 500 指數第一季上漲 10.16%。

美國 2 月消費者物價指數(CPI)年增率 3.2%，高於市場預期的 3.1%，通膨降幅變得頑固，美國聯準會可能延後放鬆貨幣政策，但高通膨及高利率的環境並未影響美國經濟表現。美國去年第四季 GDP 季增年率 3.4%，經濟不僅未因高利率而衰退，還持續擴張，美國經濟展現強大韌性。佔美國經濟產值近七成的消費支出扮演重要角色，去年底消費旺季買氣熱絡，已回歸疫情爆發前的水準。美國就業市場良好亦是消費增長的一大支柱，美國 2 月失業率 3.9%，雖然近期有些微上升，但依舊位於低點，非農就業新增 27.5 萬人，遠高市場預期的 19.8 萬人，薪資年增 4.3%，薪資增速緩步放緩，對聯準會來說是個好消息，當前利率政策能讓通膨持續降溫。整體經濟處於正向的良性循環，且聯準會還握有降息特效藥，使得美國經濟前景沒有悲觀理由。另外，AI 人工智慧帶來的新一波工業革命，產業應用層面極具想像空間，在企業前景看好及資金簇擁下，預期股市熱潮將持續不退。

美國去年第四季 GDP 季增年率 3.4%，美國經濟展現強大韌性，佔美國經濟產值近七成的消費支出扮演重要角色。



以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

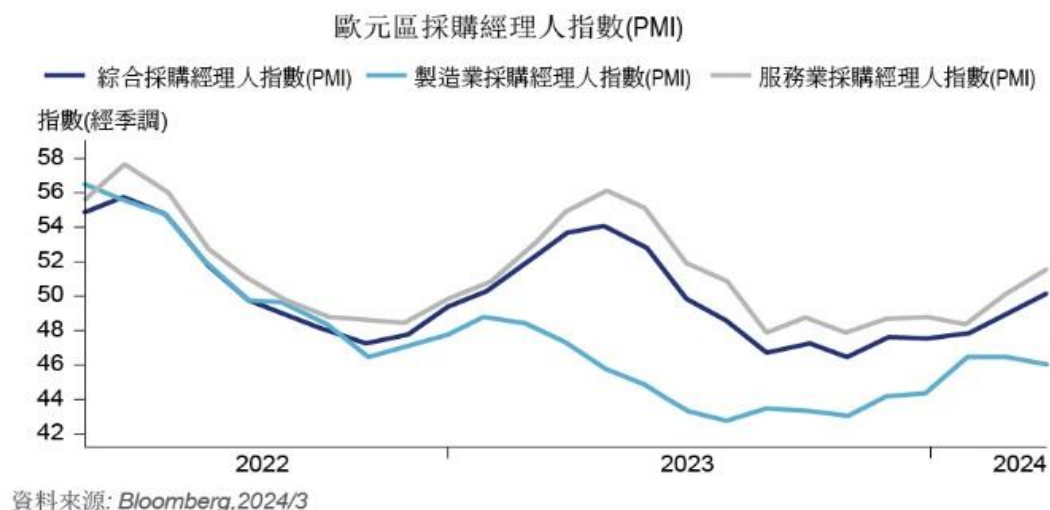
歐洲

歐洲可能率先開啟降息之路，短期激勵股市彈升，但歐洲整體經濟尚未見到成長動能，後續關注經濟成長與股市表現是否出現背離。

歐洲央行及英國央行可能較美國聯準會更早啟動降息，市場期待降息將有助經濟復甦，激勵歐股連月走揚，MSCI 歐洲指數在第一季上漲 5.23%。

歐元區 3 月綜合 PMI 由 2 月的 49.2 升至 50.3，其中服務業 PMI 由 50.2 升至 51.5，創 9 個月高點，服務業持續正向發展，但製造業 PMI 由 46.5 降至 46.1，創 3 個月低點，主要是受德國工業生產狀況表現影響。歐盟統計局公布歐元區去年第四季 GDP 終值，與前季相比呈現零成長，勉強躲開技術性衰退，而歐洲央行(ECB)預估今年經濟成長率 0.6%，明年經濟將增長 1.5%，歐洲經濟與其他市場比較起來略顯疲態。歐洲勞動市場稍微冷卻，缺工情況減緩，薪資通膨得以控制，使得通膨壓力減緩。歐洲央行自去年 10 月以來將基準利率維持在 4% 的歷史高點，並下修通膨預期，將 2024 年通膨預估值從 2.7% 下修至 2.3%，2025 年預估值從 2.1% 下修至 2.0%，讓市場預期 ECB 將啟動降息計劃，多位官員透露 6 月可能開始降息。英國 2 月 CPI 為 3.4%，為 2021 年以來最低數據，英國央行(BOE)同樣表示通膨降溫速度比預期快，暗示很快將會迎來降息。歐洲可能較美國提早開啟降息之路，短期可能激勵股市彈升，但歐洲整體經濟尚未見到成長動能，尤其火車頭德國的製造業表現仍未復甦，後續關注經濟成長與股市表現是否出現背離。

歐元區 3 月綜合 PMI 由 2 月的 49.2 升至 50.3，其中服務業 PMI 由 50.2 升至 51.5，創 9 個月高點，但製造業 PMI 由 46.5 降至 46.1，創 3 個月低點。



以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

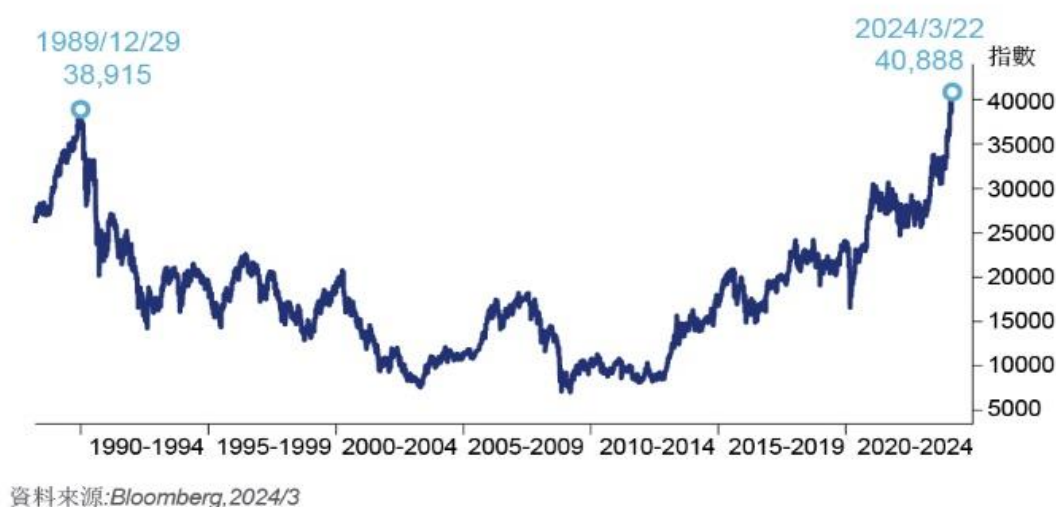
日本

日本結束負利率政策，日銀可能於 7 月或 10 月再次升息，隨著日本經濟逐漸恢復活力及國際資金回流，資金行情有機會續推日股走勢。

日本央行在睽違 17 年後，於 3 月 19 日政策轉向結束負利率，但日圓並未結束疲弱走勢，日圓兌美元仍然貶破 150 水平，第一季日圓下跌 7.31%，日經 225 指數上漲 20.63%。總計第一季 MSCI 日本股市上漲 11.01%。

日本結束負利率政策，17 年來首次升息是日本經濟的重大變革，對日本經濟及日圓走勢影響深遠。終結負利率最大理由是日圓持續貶值，日圓貶值造成的輸入性通膨導致實質薪資下降，企業不得不給員工大幅加薪，可能造成長期競爭力衰退，高通膨讓日本政商界形成升息共識。理論上，日本升息將縮小美日利差導致日圓升值，為了減少衝擊，日銀強調基本方針還是維持貨幣寬鬆的環境以及持續購買國債，使這次升息日圓不升反貶。如果日圓偏弱且通膨壓力仍大的情況持續，日銀可能會於 7 月或 10 月再次升息。利率政策改變，將使逼近歷史高峰的日本股市出現方向性走勢。升息雖不利日本出口商且使企業借貸成本增加，但將提高金融機構的存放款利差與獲利能力，且隨著日本經濟逐漸恢復活力，日圓轉強將有利國際資金回流，資金行情有機會續推日股走勢。

日經 225 指數歷經 34 年的整理修正，2024 年度站上 4 萬點，改寫歷史新高。



以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

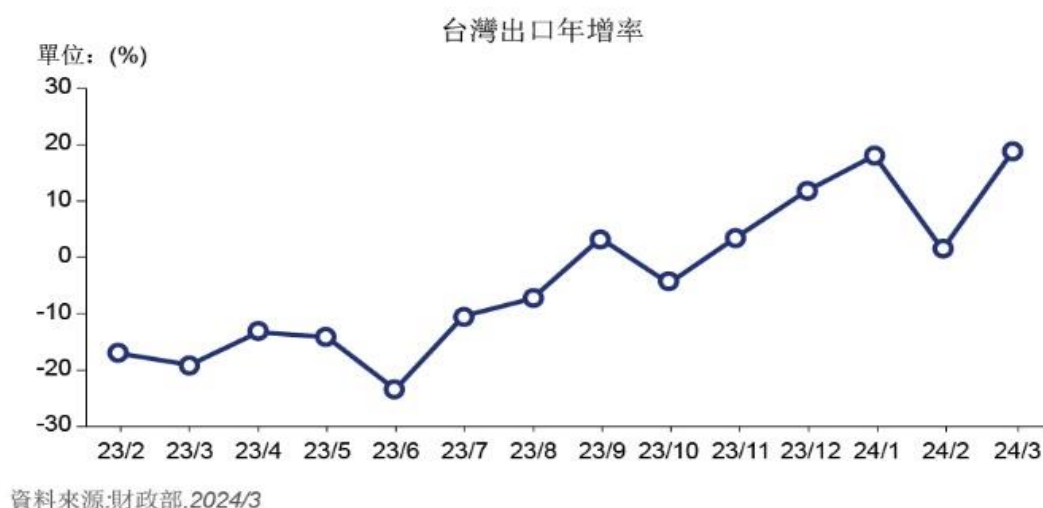
新興市場

台灣和韓國扮演 AI 產業關鍵角色，新興亞洲出口有望持續增長，加上中國經濟表現回穩，有利新興市場股市表現。

AI 人工智慧受到市場矚目，預期未來需求擴大，指標龍頭輝達股價攀升至新高，激勵台灣、韓國相關產業鏈公司股價皆再創高點，推動新興市場指數上漲 1.9%。

台灣 3 月出口年增 18.88%，出口表現優於預期，持續 5 個月呈現正向成長趨勢。強勁的 AI 需求持續推動出口增長，為出口市場注入了新的動能，突顯台灣產業在新興科技領域保持著競爭優勢。輝達新晶片 Blackwell 預計於下半年上市，其性能是上一代 GPU 的兩倍，將顯著提升人工智慧運算能力，此晶片由台積電採用 4NP 製程技術生產，將帶動半導體產業持續升溫，台灣和韓國等晶片製造重鎮的新興亞洲出口有望持續增長，推動新興市場股市穩定走升。而中國經濟近期似有回穩跡象，中國 1-2 月社會消費品零售總額年增率 5.5%，顯示內需消費市場持續回溫。工業增加值 7.0%，製造業投資年增 9.4%，各項經濟數據的回升不僅受惠於國內市場的增長，得益於製造業庫存去化和海外電子市場的回暖。在貿易方面，中國 1-2 月出口年增長率 7.1%，貿易順差更是達到了 1251 億美元。雖房地產市場仍然處於低迷狀態，政府仍透過各項房市政策與降息措施，以穩定房地產市場，並持續加強對消費領域的支持，同時鼓勵科技投資，以促進結構調整和實現穩定增長。中國經濟表現回穩，支持中國股市步入穩定，亦有利新興市場股市表現。

台灣 3 月出口年增 18.88%，出口表現優於預期，持續 5 個月正成長，主因 AI 人工智慧商機帶動相關產品出口表現良好。



以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

債券市場

日本薪資與通膨正向連動支持日銀緩步利率正常化；歐美英三大央行年內降息雖為市場預期，降息次數及降息時機點的觀點分歧增加債券波動度。

以巴戰爭地緣政治風險延燒，造成英國與歐亞等出口商貿易量大減，供應鏈風險拉升，運費成本飆漲，歐美1-2月通膨下滑速度趨緩，甚至較去年小幅走升。美國聯準會主席表示暫無足夠證據支撐3月降息，歐元區央行主席亦聲稱此時降息的風險更大，兩大央行聯手在1-2月澆熄金融市場對其可能提前在第一季降息預期。隨著多國央行利率會議在3月召開，其會議結論多符合市場預期——美國聯準會主席表示年內預防性降息是可能且將會發生，並表示不久的未來將啟動減額縮表；歐元區央行下修通膨預期、重申PEPP再投資政策將按計畫退場並開始討論降息，勞工薪資談判結果是觀察重點，英國央行也首次釋出夏季可能降息訊號，歐英央行3月發言相對偏鴿；日本春鬥結果振奮人心，大型企業平均薪資調漲超過5%，日銀因此在3月利率會議中宣布結束負利率政策、解除YCC殖利率控制區間政策、並宣布停止購買ETF及Reits，但維持每月購買和先前數量相同的政府公債。第一季歐美債券殖利率因通膨回溫走揚又因央行偏鴿態度小幅拉回，10年期美債殖利率整季走升32.12bps，收在4.2003%，10年期的英債及德債殖利率亦向上修正39.60bps及27.40bps，收在3.933%、2.298%。

美國聯準會在最新經濟預測中調升 2024-2026 年連續 3 年的實質經濟成長率預估值，並且小幅調低對失業率的預期，透露對經濟軟著陸的預期共識；成員們調高 2024 年核心 PCE 物價預估值至 2.6%，中性利率也默默的由 2.5%拉升至 2.6%，未來可能的降息幅度略降。聯準會主席雖

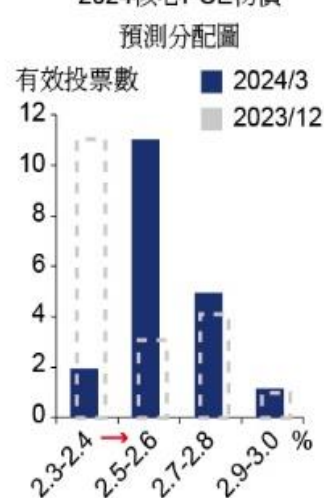
美國聯準會對未來 3 年的經濟指標預期--樂觀正向

經濟指標

	預估日期	2024年	2025年	2026年	長期
實質經濟成長率	Mar-24	2.1% ↑	2.0% ↑	2.0% ↑	1.8%
	Dec-23	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
	Sep-23	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
失業率	Mar-24	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
	Dec-23	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
	Sep-23	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
PCE物價年增率	Mar-24	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
	Dec-23	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
	Sep-23	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
核心PCE物價年增率	Mar-24	2.6% ↑	2.2%	2.0%	
	Dec-23	2.4%	2.2%	2.0%	
	Sep-23	2.6%	2.3%	2.0%	
年底利率目標中值	Mar-24	4.6%	3.9% ↑	3.1% ↑	2.6% ↑
	Dec-23	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%
	Sep-23	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%

資料來源:聯準會,Barclays Research,2024/3;全球投顧整理

2024核心PCE物價



以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

在最新利率會議中再次提及年內降息的可能性，也表示成員們多支持盡快減少縮表額度，3 月底芝商所 Fedwatch 預期 6 月份降息機率並因此上揚至 60% 以上，惟考量美國經濟仍具正成長動能，以及本季貨幣市場資金將因繳稅需求及聯準會隔夜附賣回交易量(ON RRP)迅速下滑至不到 4500 億美元而趨緊，美國聯準會暫無開啟預防性降息的急迫性，成員們對降息態度分歧也使本季利率波動度提高，美債投資暫無過多資本利得空間。

歐元區經濟復甦力道不均，預防性降息的急迫性相對高於美國；製造業採購經理人指數已連續 20 個月低於景氣榮枯線 50，且工業大國的德國製造業衰退最為明顯，所幸歐元區服務業產出穩定，企業對未來一年的商業信心提高，抵消部分製造業急劇下滑壓力，歐元區經濟下行速度趨緩，並且在上季避開技術性衰退風險。歐元區薪資通膨相對黏著，ECB 官員對降息的態度主要取決於勞動市場缺工程度及薪資談判結果；考量歐元區經濟已數季近乎停滯，5 月勞工薪資談判漲幅低於前季的機率不低，ECB 官員本季將更著重降息討論，並不排除 6 月開始降息可能。日本央行 BOJ 上季大刀一揮直接取消負利率及 YCC 控管政策，但保留每月與前期相同的購債金額，顯示 BOJ 只是想溫和緩慢地使貨幣政策正常化，而非開啟一系列升息循環。日本大型企業勞工在 3 月春鬥後獲得超過 5% 加薪幅度，中小型企業勞工亦有 3-4% 薪資漲幅，日銀及執政當局並樂見薪資與通膨正向連動。觀察日本核心通膨年增率已連續數月高於政策目標 2%，在本波政策支持及企業配合下，預期 2025 年底前的核心通膨仍穩在 2% 以上，金融市場預期 BOJ 在 7 月或 10 月有再升息機率，本季 10 年期日債殖利率將微幅上行測試買盤接受價。

綜上，在通膨有回溫隱憂以及歐美央行未吹響降息號角前，本季中性看待債券市場。

日本核心通膨在 2024-2025 財政年度緩降趨勢不變，但維持在政策目標 2% 之上



以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

外匯市場

美國經濟動能強勁拉升美元匯價，歐元區經濟復甦不均提供 ECB 降息理由，並壓抑本季歐元匯價。

美元 美國上季通膨下滑速度趨緩，2 月 CPI 年增 3.2% 高於預期，PPI 年增 1.6% 創 6 個月來最大增幅，通膨可能再回溫隱憂迅速澆熄金融市場對聯準會 3 月降息期待，並且減少今年 Fed 的降息次數預期至 2 次；Q1 美元指數因此走揚。聯準會在 3 月利率會議雖如預期地維持原利率區間不變，惟主席仍對外重申今年可能開啟降息，加上成員們普遍認為盡快降低縮表速度是適當的，以及會後利率點陣圖顯示今年仍有 3 次降息可能，顯鴿言論壓回部分美元指數漲幅。考量美國經濟成長動能相對歐元區強勁，就業市場相對健康以及聯準會將 2024 年美國 GDP 預估成長率由 1.4% 上調至 2.1% 等數據支撐，美國調降利率急迫性不高於歐元區；本季美元指數雖因年底前保有降息預期而無過多走升空間，惟相對具成長動能的經濟仍支撐美元指數維持高位。

歐元 歐元區 2023Q4 GDP 季增年率 0.1% 擺脫經濟衰退，加上 ECB 主席表示須謹慎評估降息時機，撐住上季歐元相對美元匯價收在 1.079。根據標普全球最新數據，3 月歐元區綜合採購經理人指數 PMI 初值升至 49.9，為去年 6 月以來最接近 50 榮枯分界的一次，服務業 PMI 初值從上月的 50.2 升至 51.1，創 9 個月新高，製造業依舊低於預期落在 45.7；PMI 數據透露歐元區復甦情況不均衡但整體表現趨穩。勞工薪資談判結果為 ECB 官員密切關注，2023Q4 協商後薪資成長 4.5%，較去年 Q3 創紀錄的 4.7% 增速有所放緩，2024Q1 談判結果預計在 5 月公布，薪資下滑趨勢預期將增強 ECB 降息信心。考量歐元區製造業疲弱，在通膨與薪資緩降格局不變下，ECB 確有提前降息理由；在降息預期強烈前提下，本季歐元匯價趨弱。

人民幣 中國人行為提供資金流動性，上季實施降息降準以寬鬆市場資金，加上碧桂園追隨恆大腳步在香港法院被債權人申請破產清算，投資信心不足、國內需求低迷，Q1 人民幣匯價因此相對疲弱。中國人大及政協兩會在 3 月中旬落幕，定調 2024 年經濟成長率目標為 5% 與 2023 年相同，並強調穩定性；惟中國 2 月製造業採購經理人指數 PMI 為 49.1%，連續 5 個月落在緊縮區間，中國納入統計的 70 個城市中，有 57 個城市的新建商品住宅價格下跌，房地產不景氣使鋼鐵產能過剩並出現傾銷。中國國內消費市場復甦低於預期，鋼鐵、汽車和太陽能電池板等行業都出現產能過剩，加上房地產業持續下滑，預期中國人行仍將維持寬鬆貨幣政策，本季人民幣匯價維持相對弱勢。

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

日圓 日本 3 月春鬥初步結果大好，大型企業的整體薪資調升幅度平均為 5.28%，與 2023 年同期相比上揚 1.48%，加薪幅度為 33 年來最大且是首度衝破 5% 大關；中小企業本次平均調薪幅度約 4.42%，亦創下 32 年以來新高，反映中小企業也受到春鬥調薪影響，紛紛跟進大企業調薪步伐。考量物價與薪資持續上漲的良性循環，日銀 BOJ 在 3 月利率會議中結束長達 8 年的負利率政策，拉高政策利率至 0%~0.1% 區間，並取消殖利率控制(YCC)政策；惟日銀改變貨幣政策方向並未使日圓相對美元走升反走貶至 151~152，市場判斷應與美國聯準會尚未明示降息時程、美日利差仍大有關。根據 Fed 基準利率期貨市場預期，美國在 6-7 月降息機率升至 6 成，同時根據路透日本短觀調查，日本 3 月製造業景氣判斷指數由前值的 -1 急彈至 10 創 3 個月新高，大型服務業也由 26 上揚至 32 為 7 個月來新高，日本經濟正向成長拉高 BOJ 再升息機率；美日利差在未來幾個月內有收斂空間，有利本季日圓相對美元止貶走穩。

歐元區 3 月綜合採購經理人產出指數初值上揚，並接近 50 景氣榮枯線，製造業採購經理人指數未再明顯走低，服務業復甦動能可望撐住歐元區 Q1 GDP。



-END-

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

全球證券投資顧問股份有限公司

電話：(02)2748-1766 | 傳真：(02)2748-1755 | 地址：110台北市信義區市民大道6段288號9樓之一
一百一十一金管投顧新字第零貳肆號