

# 全球金融市場第四季展望

2024/09/30

股票市場	展望	說明
美國	▲	<p><b>分析：</b>儘管面臨勞動市場挑戰，消費的韌性和降息的政策將為美股提供支持，科技股的強勁表現與未來政治局勢的明朗化將進一步促進市場的正向發展。</p> <p><b>觀察：</b>聯準會降息循環、AI 產業前景、美國經濟狀況、美國通膨、美國大選</p>
歐洲	■	<p><b>分析：</b>在通膨降溫的情況下，歐洲央行持續降息的步調，提振股市，惟歐元區經濟在製造業的萎縮與消費者信心復甦間拉鋸，經濟的不穩定性可能讓歐股短期持續波動。</p> <p><b>觀察：</b>歐元區降息步調、德國製造業的衰退、奧運後歐元區的發展</p>
日本	■	<p><b>分析：</b>日本第二季經濟實現正增長以及通膨符合日本央行目標，貨幣政策趨於緊縮，日圓升值壓力將成為日股負擔。</p> <p><b>觀察：</b>日本升息時程、日圓走勢、日圓套利交易回補狀況、日本消費及出口狀況</p>
新興市場	▲	<p><b>分析：</b>中國人行推多項利多政策提振經濟，短期內低迷已久的中國股市有所提振。印度政局穩定帶動消費投資雙引擎經濟強勁成長，成為新興市場中的增長亮點。</p> <p><b>觀察：</b>中國三大措施、印度雙引擎、AI 產業前景</p>

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。

# 全球金融市場第四季展望

2024/09/30

債券市場	展望	說明
美國	▼	<p><b>分析：</b>美國聯準會 Fed 開啟降息循環，首次降息 2 碼；縮表計畫不停，同時表示此次為“重新校準”貨幣政策，不保證下次降息幅度，且調升中性利率。未來幾季預期經濟持續正成長，消費動能強勁，目前暫無經濟數據顯示衰退，美債大幅下行空間受限。</p> <p><b>觀察：</b>美國總統大選結果；美中貿易關稅佔是否升級；美股動能。</p>
歐洲	■	<p><b>分析：</b>歐洲央行 ECB 降息 1 碼，同時下調未來 3 年經濟展望；因能源基期效果消退，ECB 主席預估下半年通膨可能出現反彈，故維持“一切看數據，一會一決議”策略。</p> <p><b>觀察：</b>歐洲與中國的貿易關稅是否升級；地緣政治風險以及歐洲國家是否提出擴大財政支出政策。</p>
日本	▼	<p><b>分析：</b>日本央行 BOJ 維持原利率不變。8 月 CPI 及核心 CPI 年增率持續上升至 3%、2.8%，經濟持續正成長，春鬥後的薪資調漲支撐民眾消費；BOJ 年底前有升息空間。</p> <p><b>觀察：</b>日圓升值對金融市場影響；日本自民黨選舉結果確定，觀察新政府後續政策方向及效果。</p>
投資級公司債	■	<p><b>分析：</b>美國聯準會利率點陣圖顯示 2024 年底預估中值在 4.4%，暗示年內尚有兩碼降息空間；降息循環開啟，資金追求相對高息優質債券。</p> <p><b>觀察：</b>金融市場反應 Fed 降息預期幅度；公司發債狀況。</p>
非投資級公司債	■	<p><b>分析：</b>美國追隨歐元區、英國等主要央行開始降息，在無衰退擔憂下，風險性資產獲降息利多支持。存續期間短、股市動能強勁，吸引資金停泊相對高評級的非投資等級債。</p> <p><b>觀察：</b>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進而拉寬信用利差。</p>
新興市場債	▲	<p><b>分析：</b>主要成熟國家紛紛降息，資金逐漸挪往新興市場。中國人行降準釋出流動性，並透過互換交易向中國股市注資；中國政治局會議宣示穩經濟信號及決心，提振資本市場措施利多有助資金回流。</p> <p><b>觀察：</b>中國政府降存準率及推出救市政策對實體經濟成效；地緣政治風險是否推高通膨；主要大經濟體是否提升對原物料需求。</p>

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

儘管面臨勞動市場挑戰，消費的韌性和降息的政策將為美股提供支持，科技股的強勁表現與未來政治局勢的明朗化將進一步促進市場的正向發展。

美國經濟數據在高息的环境下保持穩健，GDP 溫和成長，惟日本央行意外升息造成美日利差縮窄，套利交易平倉，全球股市面臨拋售壓力，美股一度受挫。而在輝達等大型科技股釋出產業及財報利多後，股市回穩，聯準會更在通膨逐漸穩定後，啟動預防性的降息，提振市場信心，總計標普 500 指數第三季上漲 5.53%。

8 月美國零售數據疲軟，零售銷售月增率僅 0.1%，高於市場預期的-0.2%；整體消費偏弱但仍具韌性，消費的放緩也提振聯準會對通膨下降的信心。通膨方面，8 月 CPI 年增率降溫至 2.5%，接近疫情前水準，核心 CPI 年增率則維持在 3.2%，至於聯準會偏好的個人消費支出 (PCE) 也漸漸接近 2% 的長期目標。然而，勞動市場持續走弱，8 月非農就業新增人數報 14.2 萬人，低於市場預期的 16.5 萬人，雖然高於 7 月經下修後的 8.9 萬人，但整體勞動市場表現偏弱；正由於勞動市場的疲軟，聯準會決定啟動預防性降息，並強調這是為了經濟的重新校準，非對經濟衰退的預示。產業方面，AI 龍頭輝達公佈第二季財報超出市場預期，並指出客戶需求保持強勁，Blackwell 晶片將按計畫於第 4 季出貨，Spectrum X 網路平台也將加速 AI 的發展，進一步提振投資者信心；同樣，甲骨文(Oracle)財報表現亮眼，營收和淨利均超出預期，雲端基礎設施收入年增率達 45%，帶動科技股上揚。美國大選情勢瞬息萬變，民主黨由賀錦麗取代拜登對戰前總統川普。民調從原本的一面倒，到目前情勢變得難以預測，勝負的關鍵將取決於搖擺州的選情。歷史經驗顯示，在選舉過後，市場對執政政策方向的預期更加明確，股市有機會出現上漲的趨勢。

參考 1950 年以來美國總統大選年期間，在選前 3 個月的選舉白熱化階段，政策方向充滿不確定性，股市易受消息面影響震盪；選後政策立場明確，政治風險下降，出現選後補漲。



資料來源: S&P500, Fundstrat, 2024/9

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

在通膨降溫的情況下，歐洲央行持續降息的步調，提振股市，惟歐元區經濟在製造業的萎縮與消費者信心復甦間拉鋸，經濟的不穩定性可能讓歐股短期持續波動。

歐元區在巴黎奧運的樂觀情緒下，消費走強，刺激經濟，惟 8 月日本意外升息、日圓升值造成套利交易解約平倉，風險性資產出現賣壓，歐股隨全球股市走跌。歐洲央行 9 月如市場預期的宣布降息，股市動能再度燃起，道瓊歐洲 600 指數第三季整體上漲 2.24%。

8 月歐元區的消費者物價指數 (CPI) 從 2.6% 降至 2.2%，面對歐元區逐漸穩定的通膨，歐洲央行於 9 月再度降息，但表示服務性通膨依舊頑強，為此歐洲央行將維持緩慢的降息步調以避免通膨的反彈。歐元區 9 月綜合 PMI 從 8 月的 51.0 降至 49.6，顯示經濟整體陷入萎縮，其中製造業表現不如預期，8 月的製造業採購經理人指數 (PMI) 創下自 2021 年 4 月以來的新低，從上月的 45.8 降至 44.8，反映工業部門的持續低迷，主要歸因於德國汽車產業的式微。疫情後，汽車市場未能完全恢復，加上中國需求降低和電動車的崛起，傳統汽車產業面臨挑戰，德國知名汽車製造商福斯甚至計劃削減開支並關閉本土工廠，這一決策引發市場譁然。而隨著巴黎奧運的影響逐漸消退，歐元區服務業 PMI 也從上月的 52.9 下降至 50.5，法國作為奧運主辦國，其服務業 PMI 更是從 8 月的 55 降至 49.6，服務業和製造業的雙雙走弱，進一步拖累了經濟的前景。不過與 PMI 數據的疲弱相比，消費者信心開始出現復甦的跡象，消費者信心逐漸回升，消費者開始感受到通膨的趨緩，服務和耐久財的消費出現改善，加上歐洲央行在 2022 年中期升息以來，歐洲家庭儲蓄不斷累積，消費者具有消費潛力，短期內私人消費有望對歐元區的經濟給予支撐。歐洲經濟整體在經濟數據的疲弱和消費的抬頭間拉扯，歐股短期在經濟的不確定性下持續震盪。

製造業與服務業 PMI 指數雙雙下滑，歐元區整體經濟偏弱。



資料來源: Bloomberg, 2024/9

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

日本第二季經濟實現正增長以及通膨符合日本央行目標，貨幣政策趨於緊縮，日圓升值壓力將成為日股負擔。

日本消費及投資好轉，出口保持擴張，經濟成長回升，通膨及薪資成長回升，日本央行繼今年3月決定解除負利率政策後，再次做出升息決定，將政策利率上調至0.25%。升息推動日圓急速升值，導致日圓套利交易大量平倉，股市出現震盪。而後隨著市場回穩，股市收斂跌幅，日經指數第三季下跌4.2%。

日本第二季GDP年化季增率達2.9%，逆轉第一季萎縮頹勢，主要由於個人消費復甦及企業設備投資好轉。日本2024年春鬥(勞資雙方薪資協商)創33年來最大升幅，所得成長和支出成長開始形成良性循環，推動個人消費長期復甦態勢。出口方面也有好表現，尤其日本半導體保持強勁，挹注經濟成長。日本通膨持續升溫，8月核心CPI年增2.8%，連續第四個月走升，增幅連續第29個月高於日本央行所設定的2%目標，若經濟與物價表現符合目標，年底前可能再次升息。日本過去8年以來實施負利率政策，與外國金融市場的利差擴大，伴隨著低利及弱勢日圓，日圓套利交易盛行，在日本借出便宜的日圓，去其他較高利息的市場投資。而日本擺脫長期通縮，日本央行開始朝向貨幣政策正常化，終結負利率政策。當日本貨幣政策趨於緊縮，日圓轉強，日圓套利交易回補，難免造成市場動盪。石破茂贏得自民黨總裁選舉，將接任日本首相，過去石破茂支持緊縮貨幣政策的鷹派立場，更讓日圓往升值方向前進，日圓升值的壓力將會成為日股的負擔。另外，石破茂正計畫於10月初解散國會，提前於10月27日舉行大選，政治不確定也將影響金融市場。

日本通膨持續升溫，8月核心CPI年增2.8%，連續第四個月走升，增幅連續第29個月高於日本央行所設定的2%目標。



資料來源: Bloomberg, 2024/9

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。

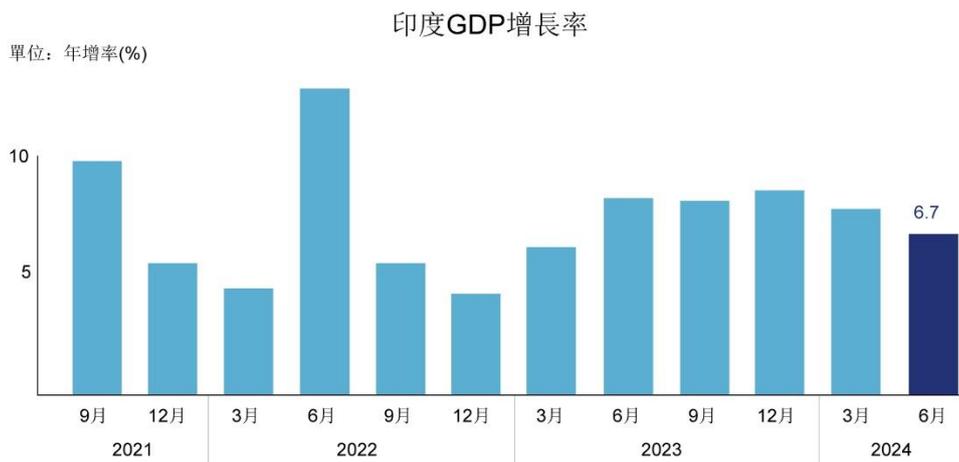
## 新興市場

中國人行推多項利多政策提振經濟，短期內低迷已久的中國股市有所提振。印度政局穩定帶動消費投資雙引擎經濟強勁成長，成為新興市場中的增長亮點。

中國政府推出多項政策刺激經濟，包括降準降息、穩定房市、支持股市發展等利多政策，並承諾會推出更多刺激措施，此舉對低迷已久的中國股市有所提振，帶動亞洲資金回流，推動新興市場股市上漲。總計新興市場指數上漲 6.45%。

中國經濟面臨低增長困境，主要源於房地產市場不振和民間消費需求疲軟。為扭轉局面，中國人民銀行於 9 月 24 日推出三大救市措施：全面降準 0.5 個百分點、降低存量房貸利率、創設股票回購再貸款工具。這些政策寬鬆力道可謂一次到位，預期將在短期內有效刺激消費、提振投資信心，尤其是對房地產和資本市場產生積極影響。然而，從長遠角度來看，仍需關注這些政策的持續性，以及中國經濟面臨的消費疲軟和產能過剩的結構性問題。這將是決定中國經濟長期走向的關鍵因素。台灣 8 月外銷訂單表現亮眼，總額達 502.2 億美元，年增長 9.1%。這主要歸功於半導體產業的蓬勃發展，特別是在人工智能、高效能運算及雲端技術領域的強勁需求。預期將進一步推動台灣高科技產業的成長，鞏固其在全球科技供應鏈中的關鍵地位。印度 2024 年第二季度 GDP 年增長 6.7%，增速遠超其他主要經濟體。這一強勁表現主要得益於消費支出和資本投資的雙雙增長，兩者均實現了 7.4% 的年增幅，消費支出更是創下近七個季度的新高。總理莫迪成功連任不僅展現了印度民主制度的成熟，也為經濟發展奠定了穩定的政治基礎。莫迪政府延續了多項提振經濟的措施，並積極推進結構性改革，預計將進一步刺激公共支出和私人投資。在政策連續性的支持下，印度 2024 全年 GDP 有望保持 7% 以上的強勁增長，成為新興市場中的增長亮點。

印度第二季 GDP 增長 6.7%，經濟穩健前行，展現強勁發展動能。



資料來源: Bloomberg, 2024/9

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

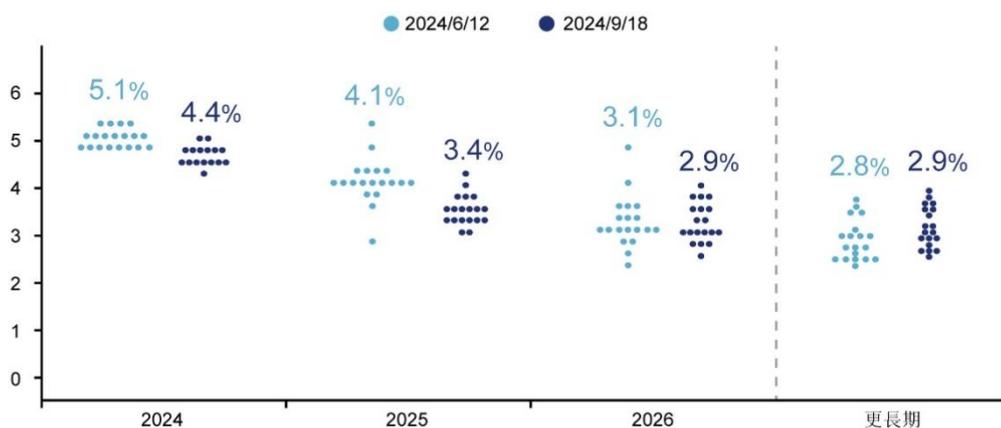
美國加入主要央行的降息隊伍，貨幣政策轉向寬鬆有利債券投資；惟市場過早反映積極降息預期，將拉高債券波動度。

第三季美國聯準會加入全球主要央行(日本除外)有序降息行列，4年來首次降息的幅度2碼，基準利率降至4.75%~5%區間，利率點陣圖並透露年底還有2碼降息空間。在9月舉行FOMC會議前，金融市場因通膨下滑、美國AI科技股財報不如預期樂觀以及非農新增就業人數下修透露美國就業市場露疲態等利空消息，對美國進入衰退擔憂情緒上揚，聯準會Fed大幅降息預期升溫，美債殖利率因此快速走低，10年期美債殖利率一度低至3.62%，殖利率曲線下移且3年期以上殖利率回復正斜率。9月FOMC會議後，主席對外公開表示此波降息為“重新校準”貨幣政策，用意在提供經濟復甦動能，不保證未來降息路徑的相對謹慎態度以及美國Q2GDP終值3%等正面數據，金融市場隨後調降美國衰退預期，美債殖利率在聯準會降息後小幅走揚，10年期美債殖利率回升到3.80%以上。

根據聯準會利率決策會議後的經濟預測表，Fed成員們肯定未來3年美國實質GDP平穩2%成長率，同時PCE物價指數下修並預估在2025年後回到2%政策目標，透露聯準會對現行美國處於金髮女孩經濟的預期不變；雖然對2024年失業率預估小幅調升至4.4%，但更長期的失業率預估值維持在4.2%，顯示成員們判斷美國就業市場僅是成長趨緩但未進入蕭條；中性利率由2.8%小幅上修至2.9%，透露此波降息總幅度約250bps，前波降息低至0%的歷史難重演，超低利時代目前亦不在Fed考量。Q3美債殖利率在市場樂觀預期降息下大幅走低，本季在高通膨基期效應消退、經濟未如預期疲弱及Fed謹慎對待降息因素下，美債殖利率再走跌的空間不大；同時，考量2024年債務利息支出已突破1兆美元的沉重壓力，對未來增稅的預期及對發債需求擴增的擔憂，均將提升美國長天期債券利率的上升風險。

美國聯準會利率點陣圖顯示，2024-2025 的降息步伐較前次預期加快，但降息總幅度相當。

FOMC成員對年底目標利率預估中位數點陣圖



資料來源：美國聯準會官網,2024/9,全球投顧整理

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。

歐洲經濟相對較美國疲弱，製造業 PMI 已數月低於景氣榮枯線 50 並持續下行，與中國電動車貿易關稅戰加劇未來製造業衰退窘況；惟歐元區薪資增速雖然放緩，第二季協商薪資比去年同期增長 3.6%，低於前期的 4.7%，但仍處於相對高位，同時歐元區 Q2GDP 季增 0.3% 年增 0.6%，創近 5 季來新高，歐洲央行 ECB 因此不積極降息，Q3 降息幅度僅 1 碼至 3.50%。ECB 公開表示對降息態度謹慎，堅持“一切看數據，一會一決議”立場，歐債殖利率上季下滑幅度低於美債，美德 10 年期債券利差收斂 25bps 至 166bps。展望第四季，歐元區在相對疲弱經濟數據支持下有降息 2-3 碼空間，同時美國聯準會加入降息行列，不排除提升 ECB 積極降息意願。日本央行 BOJ 在 7 月底升息 15bps，基準利率拉高到 0.25%，並相對拉高日圓匯價；考量本季日本薪資及通膨持續上揚壓力，以及自民黨黨魁選舉底定、政治不確定性因素降低等因素，BOJ 在年底前有升息空間，日債殖利率有微幅上揚壓力。

綜上，全球主要央行(日本除外)今年為提振經濟已陸續轉向貨幣寬鬆行列，通膨下滑及有序降息有利中長期債券累積價格總報酬，加上目前金融市場未見灰天鵝蹤跡，信用債券違約率維持低檔且與公債利差平穩收斂，提升優質信用債券在降息環境的投資誘因。惟考量債券市場已大幅反映聯準會積極降息幅度，短期價格波動度上揚，年底前通膨亦有回溫壓力，本季因此謹慎並中性看待債券殖利率走勢，但建議可分批布局以賺取降息循環帶給債券資產的合理報酬。

## 外匯市場

### 美國加入主要國家降息行列，惟相對強勁復甦力道支撐美元匯價；美日利差年底前再收斂，便宜日圓難再見。

**美元** 美國聯準會 Fed 開啟降息循環，4 年來首次降息幅度 2 碼，政策利率降至 4.75%~5%。根據利率點陣圖預估，年底前目標利率中間值為 4.4%，透露 11 月及 12 月尚有 2 碼的降息空間。Fed 主席表示此波降息為“重新校準貨幣政策”，不保證未來降息幅度，且縮表不停；中性利率調升至 2.9%，亦暗示此波降息總幅度在 250-300bps，透露聯準會此波提前降息是要支持經濟復甦力道。OECD 預估美國今年 GDP 成長 2.6%，亞特蘭大聯準會 GDPNow 模型提高美國 Q3 GDP 預測值至 3%，美國暫無立即進入衰退數據，Fed 有序降息亦提升美國軟著陸機率。本季歐美央行仍將再寬鬆，美國相對強勁消費力道及正項經濟數據預期支撐美元指數匯價。

**日圓** 日銀 BOJ 在 7 月底宣布升息 15bps，將政策利率從先前的 0~0.1% 拉高到約 0.25%，並同時宣布縮減收購日本公債，估計到 2026 年 1 至 3 月當季，每月購債規模將減至 3 兆日圓，是當前規模的一半；BOJ 緊縮貨幣政策一出，日圓相對美元匯價快速走升，進而觸發放空日圓的套利交易進行平倉，且更形擴大日圓的升值幅度，金融市場迅速進入修正。日銀官員隨後公開表示未來日銀將避免在金融市場動盪之際進行緊縮貨幣政策，加上 9 月底自民黨黨魁選舉的政治性因素考量，9 月份 BOJ 會議因此維持原政策利率；惟美國 Q3 開啟降息循環並降息 2 碼，美日利差縮近，日圓 Q3 依舊升值 10.72%。截至 7 月底，日本勞工的經常性薪資年增率已達 2.7%，預期將逐步刺激消費、拉升通膨；日銀年底前有再升息理由。另考量 8 月以來日圓大額交易淨空單陸續轉成淨多單，本季日銀如升息，預期日圓因此升值並引起金融市場波動的幅度亦將小於前季。

**人民幣** 中國政府釋出多項房市利多政策，惟 8 月中國 70 大中城市房價相對前期及去年同期仍處於持續下行通道，投資信心不足使房價跌幅再擴大；8 月份的一線城市新建商品住宅銷售價格與去年同期相比下跌 4.2%，二、三線城市房價跌幅則分別為 5.3% 和 6.2%。中國人行 9 月份無預期再降準 50bps，預計釋出約 1 兆人民幣，同時宣布將降低存量房貸利率 0.5%，以及史無前例的承諾將通過新的互換及貸款契約向中國股市注資 8000 億人民幣；中國人行持續釋出貨幣流動性，用以提振中國經濟復甦成長動力及避免陷入通縮窘境。9 月底中國召開政治局會議宣示穩經濟信號及決心，並以努力提振資本市場為目標；中國人行、證監會等中央機關齊力推出多項刺激經濟政策，有利本季人民幣資產風險偏好上揚，並提供人民幣相對美元匯價短期走升空間。

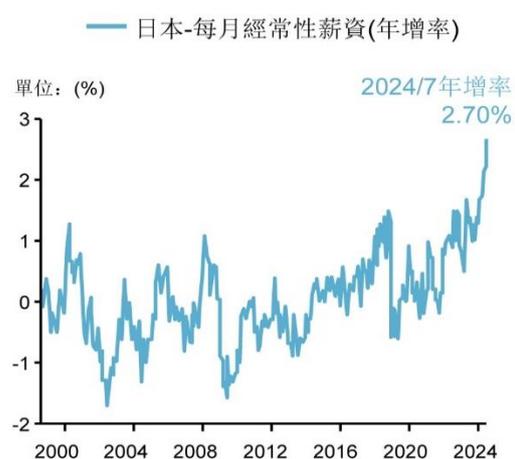
以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

**歐元** 標普全球公布歐元區 9 月份綜合採購經理人指數 PMI 初值跌破 50 並降至 48.9，其中德國降至 47.2，法國降至 47.6，顯示歐元區除製造業持續疲弱外，服務業也因奧運結束而下滑；Q3 可能陷入技術性衰退機率上揚。ECB 主席對降息態度謹慎，堅持“一切看數據，一會一決議”，另因能源高基期效應消退，ECB 主席表示下半年通膨將出現反彈，相對鷹派論調支撐 Q3 歐元走升 3.94%。本季 Fed 雖加入 ECB 降息行列，惟歐元區相對疲軟經濟壓抑歐元匯價，同時地緣政治風險未停，加上歐元區國家難以大刀闊斧提出財政刺激經濟政策，歐元多頭續攻力道難以為繼。

日元大額淨空單轉成淨多單，加上 7 月經常性薪資上揚至 2.7%，實質薪資為正，日銀持升息理由，本季日圓相對美元匯價存升值空間。



資料來源：芝加哥商品交易所, Bloomberg, Macromicro, 2024/9/16



資料來源：日本厚生勞動省, Macromicro, 2024/9

-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。