



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

# 2024年第4季 全球經濟及市場展望



除另有指明，本報告以2024年9月所能取得之訊息為分析基礎。揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# Contents

---

- 3 摘要 / 結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟與市場綜覽
- 23 個別資產

# 摘要

全球期盼已久的降息終於啟動。然而，當時序步入年底，市場和經濟的走勢仍充滿變數。與此同時，美國總統大選即將在11月登場，這次選舉將如何影響金融市場？

美國經歷了三年不斷攀升的通膨，現在這朵烏雲終於散去。聯準會激進的升息政策讓通膨壓力緩解，但也把就業市場打回到了疫情前的水準。下半年，失業率上升的趨勢愈發明顯，已經到了聯準會官員無法忽視的程度，難以維持如此緊縮的貨幣政策。

在經濟基本面，勞動力市場的供需關係趨於平衡。7月，失業率達到了觸發薩姆法則的臨界點，引發市場對經濟衰退的廣泛討論。不過，**非農新增就業依然穩健，8月新增14.2萬，顯著高於過往衰退時期，此外，企業並未大規模裁員，顯示出就業市場的韌性。**

股市方面，降息對市場情緒和股市評價帶來了正面幫助。然而，**總統大選的結果以及經濟前景的不確定性，使投資人行動更加謹慎，大盤短期內可能難以找到明確方向。**另一方面，隨著科技巨頭的獲利增速放緩，半導體股在接下來的季度無法複製上半年的表現，投資人應該更加關注類股輪動的機會。

債市方面，**降息通常會推動債券殖利率下滑，但市場似乎已經提前反應了這一趨勢，短期內殖利率進一步大幅下降的空間有限。**而在匯市方面，美元的走勢也受到了利率下行的壓力，不過**考慮到歐洲央行領先開始降息，美元相對歐元的貶值幅度可能受限。**就台幣來說，美國的寬鬆貨幣政策影響台幣匯價。然而，後續走勢仍取決於台股的表现和聯準會進一步降息的空間。

在風險方面，美國利率仍處於相對高位，加上中國經濟陷入流動性陷阱，兩國的需求疲軟，壓抑了全球製造業的復甦步伐。貨幣政策的寬鬆效應往往需要時間才能完全顯現，未來美國的失業率和借款違約狀況，將是投資人密切關注的焦點。

# 結論



## 總經

- ◆ 聯準會焦點轉向就業市場, 9月降息兩碼打開寬鬆循環, 點陣圖放鴿力求提振市場信心
- ◆ 勞動力供需降至疫情前水平, 但就業狀況較過往衰退時穩健, 經濟仍有望實現軟著陸



## 股市

- ◆ 降息有助市場情緒, 但美國大選前政治與經濟不確定性攀升, 大盤預期延續高位震盪
- ◆ 科技巨頭獲利增速放緩, 類股輪動趨勢延續。回顧降息經驗, 降息初期防禦股更為突出

BOND

## 債市

- ◆ 公債利率長線偏下, 但殖利率似乎已反映降息前景, 短期內利率持續陡降的可能性降低
- ◆ 信用債券利差擴大風險可控, 然考量景氣降溫之際, 市場波動放大, 投等債更加穩健



## 匯市

- ◆ 聯準會降息推動美元趨貶, 但美歐央行政策同向, 政策利差收窄有限, 將限縮美元貶幅
- ◆ 台美貨幣政策出現差異, 影響台幣匯價, 後續走勢仍視台股盤勢及Fed未來降息空間而定



## 風險

- ◆ 美中兩國需求偏弱, 降息對景氣提振需時間醞釀, 留意失業與消費者違約狀況有無惡化
- ◆ 通膨與薪資增速連續走升, 日本央行年底有機會再度升息, 利差交易平倉恐添市場震盪

---

## 金融市場回顧

---

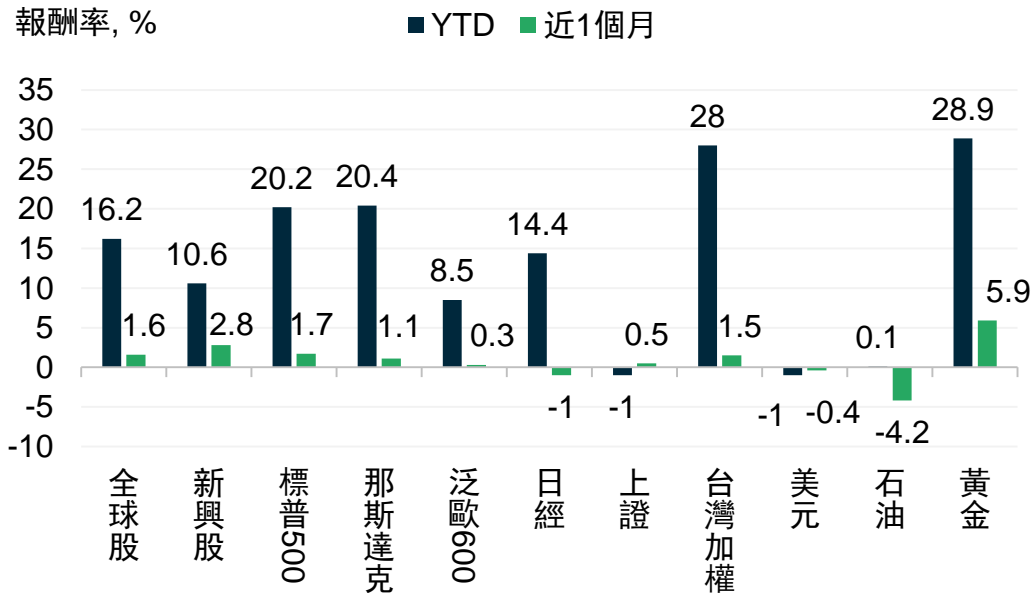


## 金融市場回顧

全球股市在今年上半年表現亮眼，主要受惠於AI投資爆發與降息期待共同推動，台灣股市從18000點一路漲至24000點尤其明顯。不過市場風格在7月中旬出現轉變，當半導體類股漲勢過快，股價與年線乖離程度過高之際，日圓利差交易平倉與輝達出貨延遲疑慮觸發市場賣壓，Q3科技股走勢落後公用事業、健護等防禦性族群。9/24金融新政刺激中國股市底部反彈，不過由於基本面復甦不如預期，今年大盤表現仍落後其餘市場。

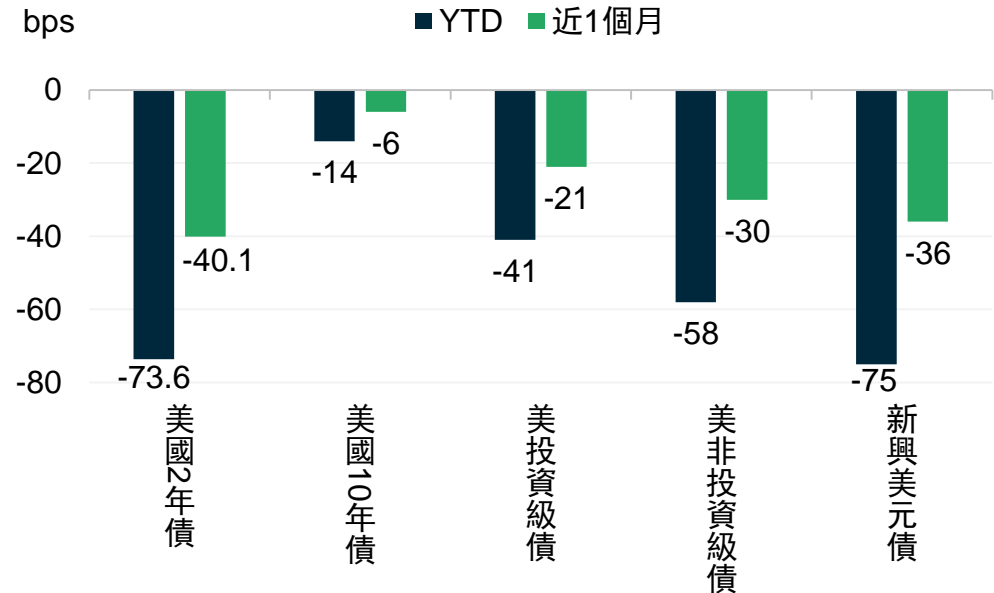
在債市方面，降息循環啟動使美國債券殖利率全面下滑，長達2年的殖利率曲線倒掛在9月正式結束，短天期下滑幅度遠超中長期債券，信用債利差保持低位，利率也緊跟公債殖利率走降。在原物料方面，實質利率下行帶動金價大漲，而全球景氣放緩拖累能源需求前景，油價表現弱勢。

### 全球主要股市指數與大宗商品表現



資料來源：Bloomberg, 截至2024/9/24。

### 美國及新興市場債券表現



資料來源：Bloomberg, 截至2024/9/24。

---

# 總體經濟與市場綜覽

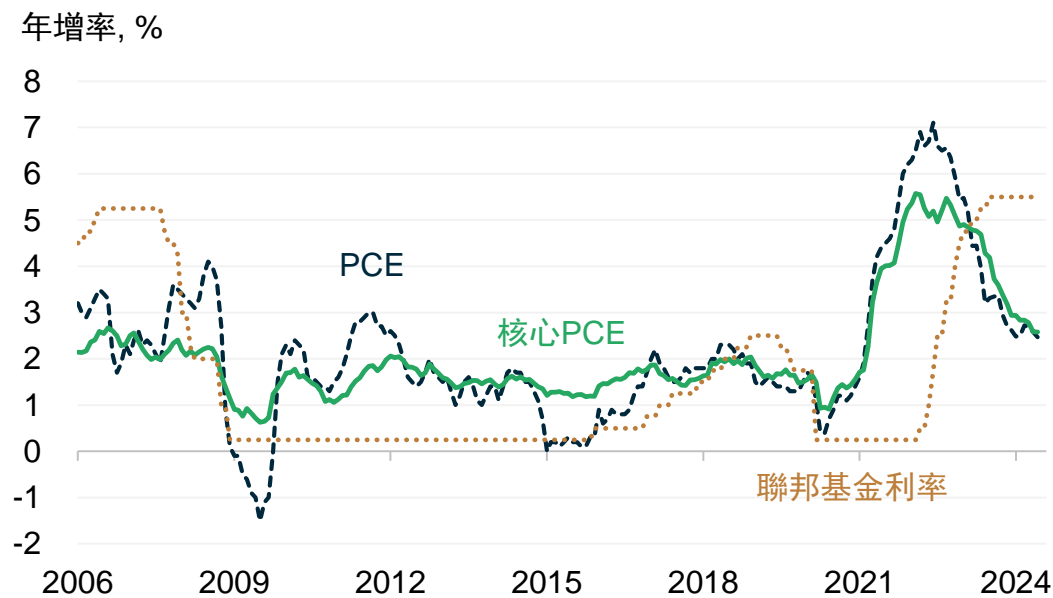
---

# 總經 | 美國降息循環啟動, 聯準會調整點陣圖降息路徑

聯準會於9月正式啟動降息循環, 一次降息2碼並大幅調整點陣圖路徑。8月核心CPI月增0.28%, 雖比7月0.19%小幅上升, 但核心PCE月增率預期保持在0.2%附近低位, 使聯準會在會議聲明中表示, 對通膨朝向2%目標更具有信心。因就業成長放緩及失業率上升, 本次的經濟預測摘要(SEP)下調了GDP與PCE預估值, 並將今明兩年的失業率預估值上調至4.4%。更重要的是, 2024至2026的點陣圖降息碼數從1、4、4調整至4、4、2。

會後記者會上, 主席鮑爾表示: 1)目前沒有看到任何跡象表明經濟衰退的可能性上升; 2)2碼的降息速度並不代表新常態; 3)不會重返超低利率時代; 4)不會落後經濟情勢(Behind the curve); 5)降息2碼的決定獲得多數理事支持, 僅Bowman支持降息1碼。

## 核心通膨持續往聯準會目標邁進



資料來源: Bloomberg。

## 本次SEP調整今明兩年預估降息幅度

	2024年		2025年		2026年	
	6月	9月	6月	9月	6月	9月
實質GDP(%)	2.1	2.0(-)	2.0	2.0	2.0	2.0
失業率(%)	4.0	4.4(+)	4.2	4.4(+)	4.1	4.3(+)
PCE(%)	2.6	2.3(-)	2.3	2.1(-)	2.0	2.0
核心PCE(%)	2.8	2.6(-)	2.3	2.2(-)	2.0	2.0
<b>降息碼數</b>	<b>1</b>	<b>4(+)</b>	<b>4</b>	<b>4(+)</b>	<b>4</b>	<b>2(-)</b>

資料來源: Fed。

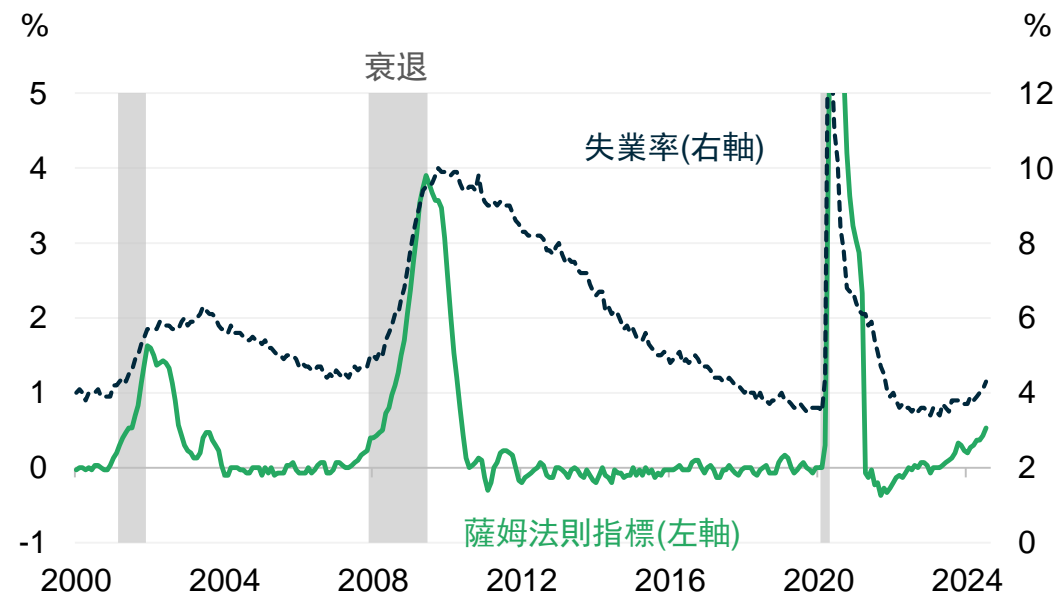


# 總經 | 鮑爾堅稱經濟強勁，但兩大經驗法則觸動市場敏感神經

FOMC會後記者會，主席鮑爾表示，美國經濟依舊強勁，勞動力市場雖然降溫，但仍相當穩固。不過市場上卻出現諸多令人不安訊號，7月就業數據公布時，失業率從4.1%上升至4.3%，一舉觸及薩姆法則門檻。來到9月，美國長短期利差(10年減2年)睽違2年再次回到正值，殖利率曲線結束倒掛與失業率上升，兩大經驗法則在過去都被視為經濟衰退的重要指標。

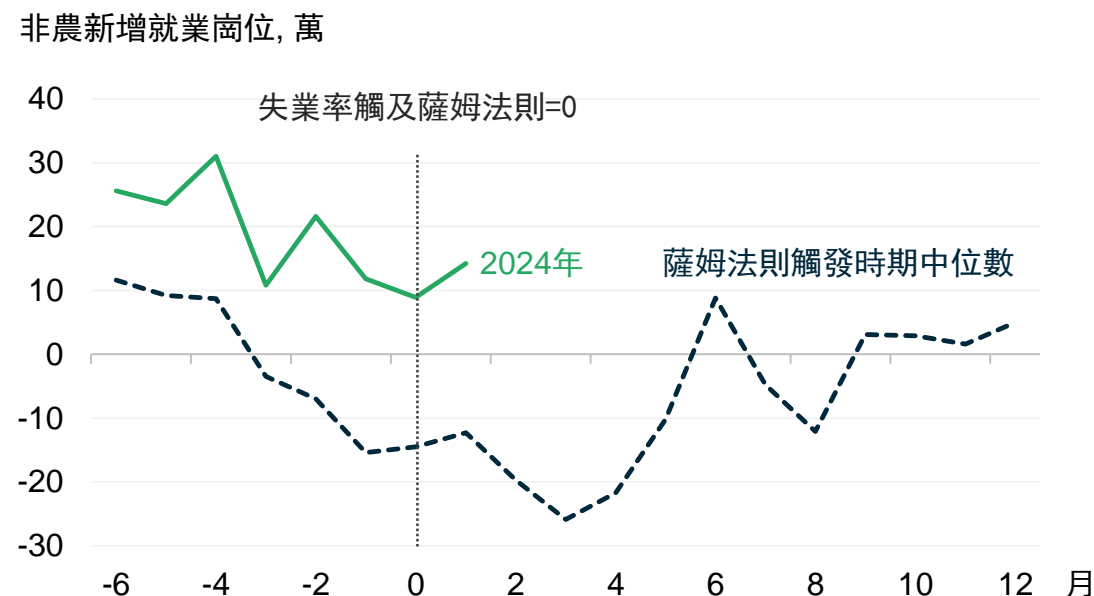
失業率雖觸發薩姆法則，但這次可能不一定成立，因為本次失業率上升，部分源自於外籍勞工湧入，新移民無法在短期內找到工作的就業摩擦所致。**從1980年至今，5次薩姆法則遭觸發時，非農新增就業全數為負成長，今年8月非農數據仍達14.2萬，顯示當下勞動力市場更加穩健。**

薩姆法則指標連續觸及0.5%門檻



資料來源：Bloomberg。

本次觸擊薩姆法則時，非農新增就業高於過往



註：資料取1980年至今數據。

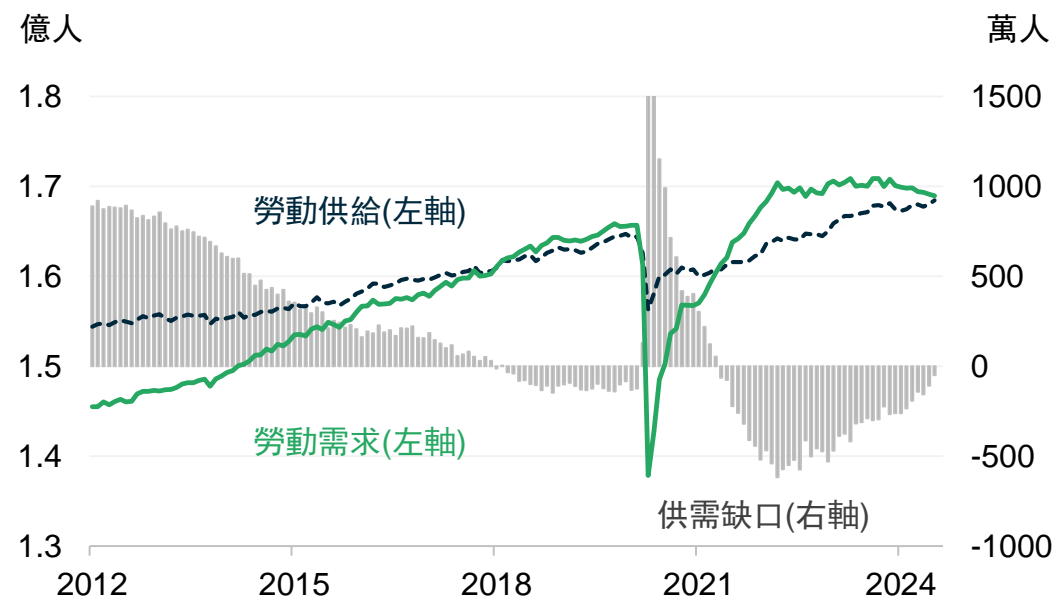
資料來源：Bloomberg。

# 總經 | 就業市場回到疫情前水平, 經濟有望隨著降息展開實現軟著陸

失業狀況與過往衰退時期有所不同, 但景氣放緩的趨勢仍十分明確。勞動力供需缺口已從去年底260萬快速收斂至50萬。因企業對招聘的需求下滑, 職缺/失業人數比降至1.07, 已退回2018年水平。所幸目前尚未見到企業大規模裁員, 資遣率1.1%對比過去衰退時期, 依舊處在偏低水平。

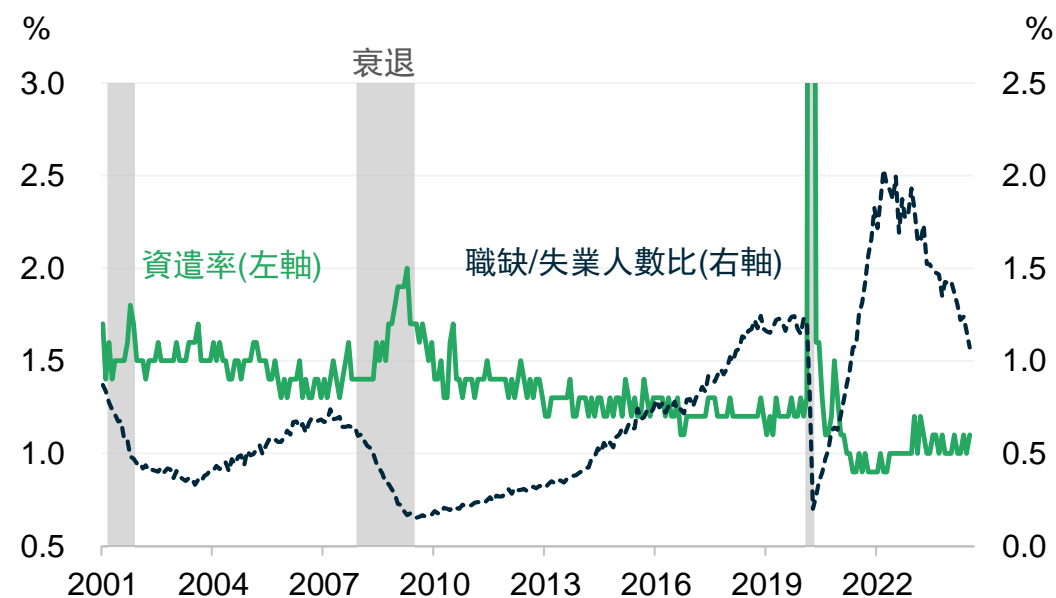
聯準會降息力挺就業市場, 當資金環境放寬, 將有利於銀行放貸標準趨向寬鬆, 隨著企業設備投資回穩, 加上消費活動保持韌性, 美國經濟仍有望實現軟著陸。惟須留意貨幣政策效果具遞延性, 對基本面的提振需要時間醞釀, 未來一段時間製造業與小型企業恐仍面臨一定壓力。

### 勞動力供需缺口已經快速收斂



資料來源: Bloomberg。

### 企業招聘需求下滑, 但尚未見到大規模裁員現象



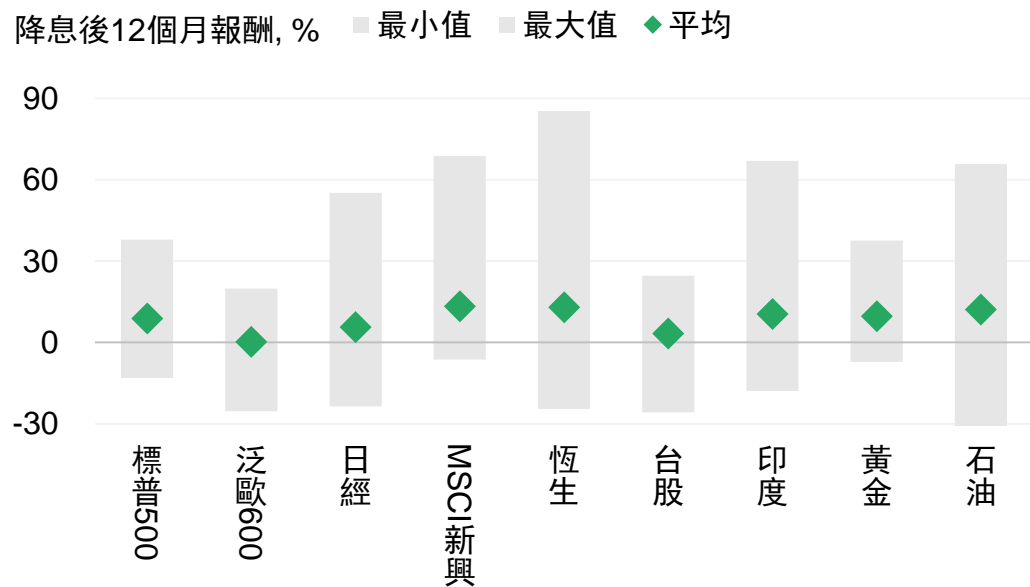
資料來源: Bloomberg。

## 以史為鑑，盤點過去6次降息循環全球資產走勢

盤點1989年以來6次降息循環後，全球各類資產走勢。在各個主要國家股市當中，新興市場的平均報酬與波動程度較高，在1995年與1998年兩次降息經驗中，由於聯準會快速行動，預防式降息緩解市場對衰退擔憂，風險性資產表現亮眼，新興市場漲幅更是超越美歐等成熟國家。在原物料方面，黃金及能源平均漲幅相近，但是相對油價波動劇烈，金價受惠於實質利率下滑，在多數降息環境都有不錯表現。

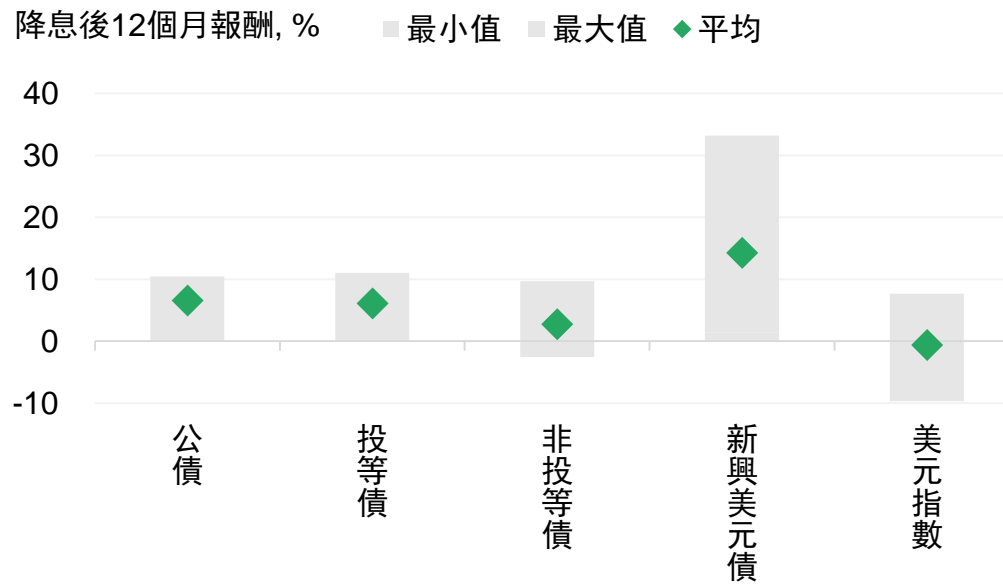
在債市方面，持有不同類型的債券一年後，幾乎都可獲得正報酬，新興市場債同時受惠雙率下滑，漲勢更為凌厲。美國非投等債因為與股市走勢相近，衰退時期的信用利差大幅攀升，勝率方面不如美國公債與投等債。在降息期間，美元貶值壓力增強，多數時期匯價承壓走貶。

### 首次降息後股市與原物料價格走勢



註：過去6次降息時點，分別為1989/6、1995/7、1998/9、2001/1、2007/8、2019/7。  
資料來源：Bloomberg。

### 首次降息後債券總報酬指數與美元指數走勢



註：過去6次降息時點，分別為1989/6、1995/7、1998/9、2001/1、2007/8、2019/7。  
資料來源：Bloomberg。

# 總統大選 | 川普與共和黨橫掃國會對市場影響最大, 關稅將增添通膨重燃可能

川普與賀錦麗政策分歧, 國會結果為政策能否落實關鍵。在兩人當選的四種情境當中, 目前市場預估川普勝選+共和黨橫掃兩院, 以及賀錦麗當選+兩院分裂(民主黨掌管眾議院, 共和黨掌管參議院)的可能性最高。在各領域政策當中, 以關稅、企業稅率、移民議題對未來資產走勢影響最大。

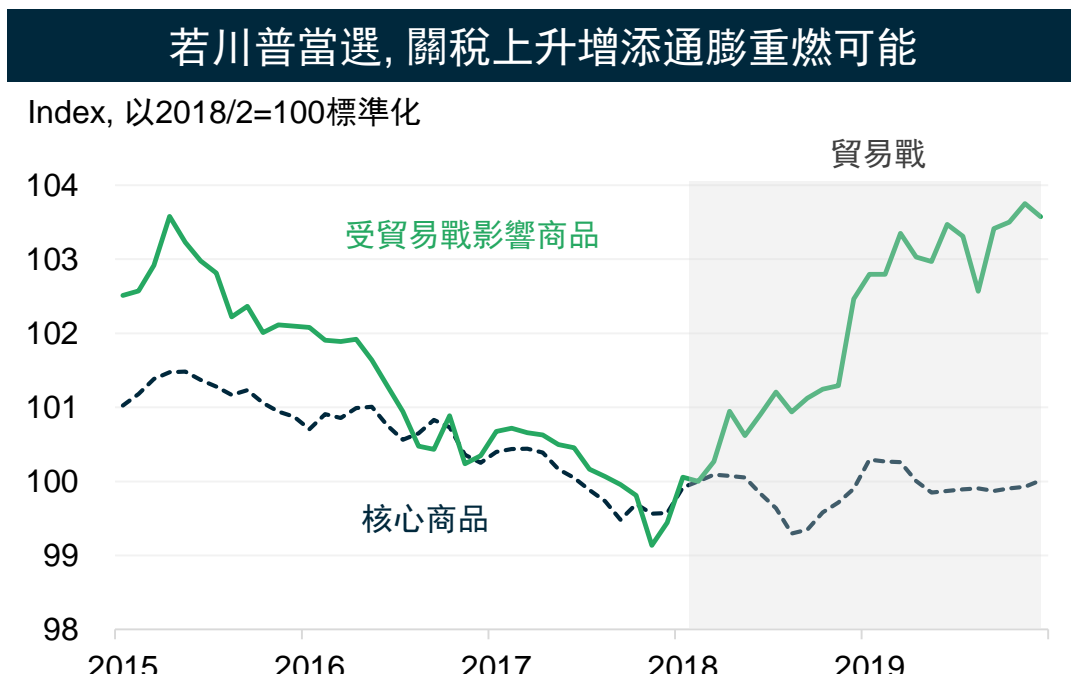
市場影響:

- 1) 賀錦麗當選且國會分裂。預期主要政策延續目前方向, 賀錦麗加稅政策容易在國會受阻, 對資產的直接影響較小, 市場焦點回歸基本面變化。
- 2) 川普與共和黨橫掃國會。延續TCJA減稅政策, 並表示進一步下調企業稅率至15%; 在關稅部分, 川普稱將對多數國家徵收10%以上關稅, 並對中國課徵60%以上關稅。減稅政策有助提振企業獲利, 但關稅與移民措施恐讓通膨升溫, 並助推雙率, 地緣風險的不確定性也有利美元偏升。

川普+共和黨橫掃國會將對經濟與市場影響最大				
總統結果	國會結果	關稅	稅負	移民
川普	共和黨橫掃	增加	1.延長減稅措施(TCJA) 2.下調企業稅至15%	收緊
	國會分裂	增加	維持	收緊
賀錦麗	民主黨橫掃	維持	1.增加企業稅 2.增加資本利得稅 3.僅保留中低收入戶減稅措施(TCJA)	維持
	國會分裂	維持	維持	維持

註: 紅框為市場預測機率最高的兩種組合。

資料來源: Bloomberg。



註: 綠線為電器、家具寢具、汽車零件、家務用品、縫紉用品等被加稅商品價格加權平均。

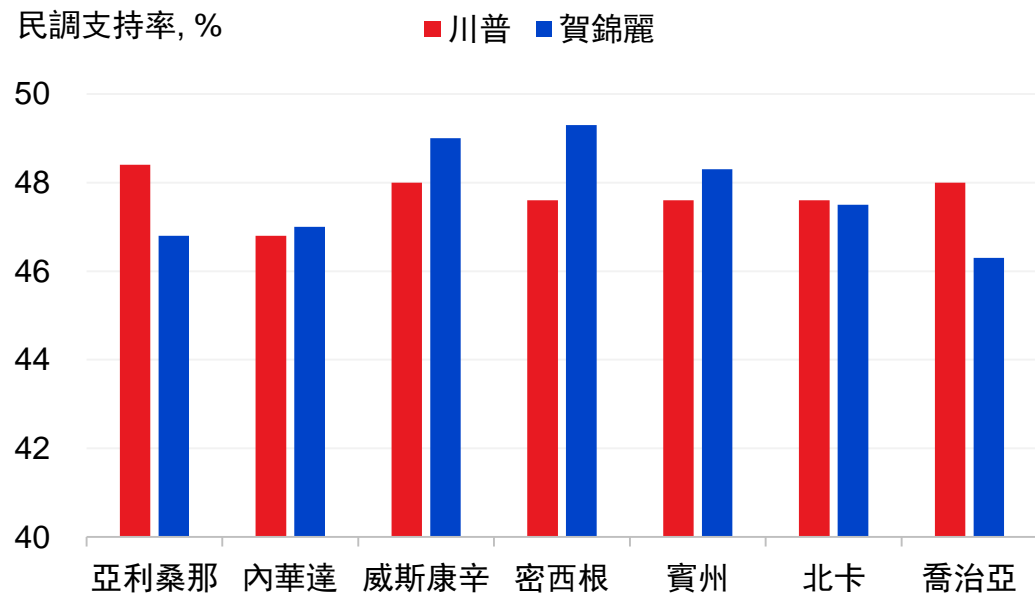
資料來源: Bloomberg。

# 總統大選 | 選情膠著至最後一刻, 不確定性攀升恐使投資人持觀望態度

美國總統大選白熱化, 辯論會後賀錦麗聲勢看漲, 賭盤的勝選差距進一步擴大。不過, 由於美國選舉人團制度的贏者全拿模式, 雙方陣營在搖擺州的選戰結果更為關鍵。賀錦麗目前民調超前, 7個搖擺州當中雖有4個州領先, 不過, 領先幅度僅在2%以內, 選戰未到最後一刻勝負難料。

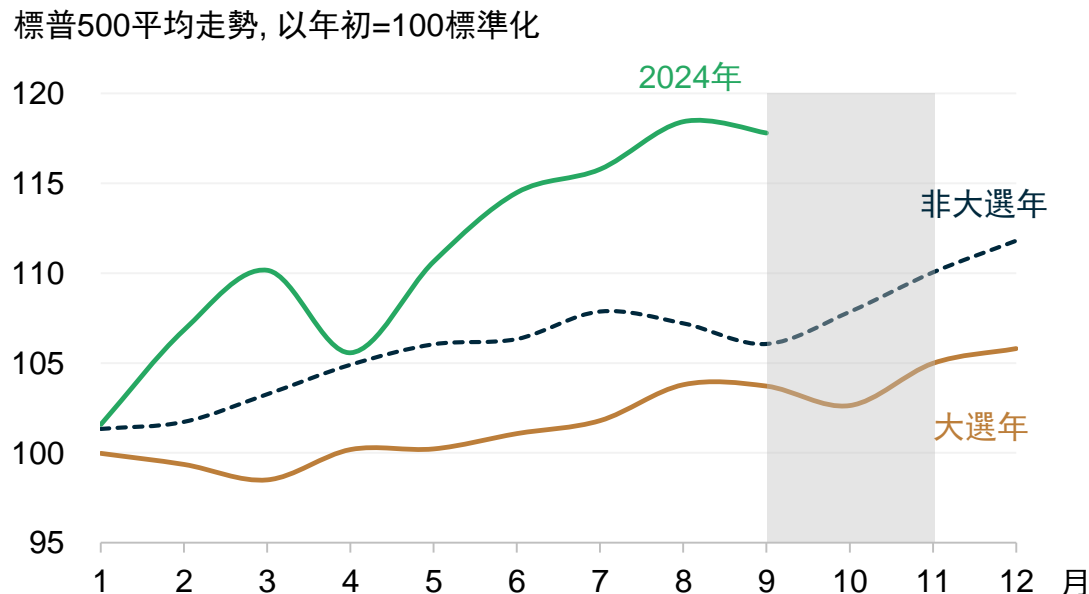
大選結果攸關未來政治、經濟與外交政策走向, 從過往經驗來看, 美股在大選年內存在選舉效應, 標普500、那指在11月選後的平均漲幅高於9-10月, 由於對於未來政策的不確定性, 使投資人在選前決策較為保守, 對風險性資產的參與度下降。鑒於本次總統大選戰況膠著, 預期在11月選戰結果出爐前, 市場資金動能偏弱。

### 搖擺州選情影響總統大選結果



註: 資料截至9/12。  
資料來源: RCP。

### 大選前投資人多抱持觀望態度, 股市動能偏弱



註: 1980-2023年, 共11次總統大選與非大選年分開計算。  
資料來源: Bloomberg。

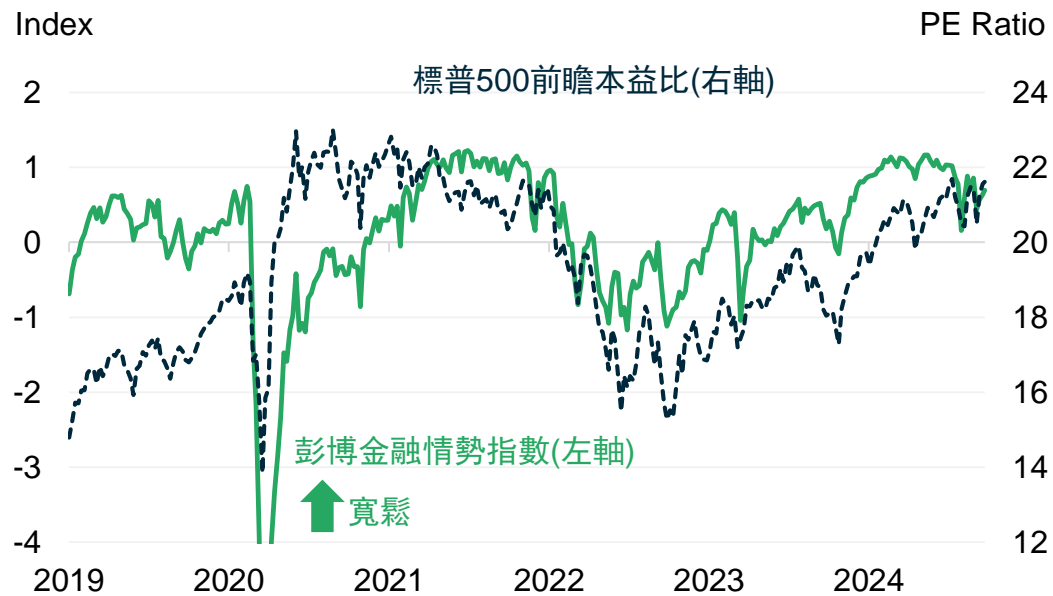


# 股市 | 選舉前政治與經濟同時推升不確定性, 大盤預期延續高位震盪

聯準會正式展開降息, 寬鬆環境有利於美股本益比提升。不過, 若以標普500指數未來12個月前瞻本益比來看, 目前已達到21倍水準, 逼近2021年高位, 考量景氣穩健與市場氣氛樂觀, 金融情勢已處於相對寬鬆環境, 短期內大幅放寬空間有限, 評價面恐難成為股市的主要推手。

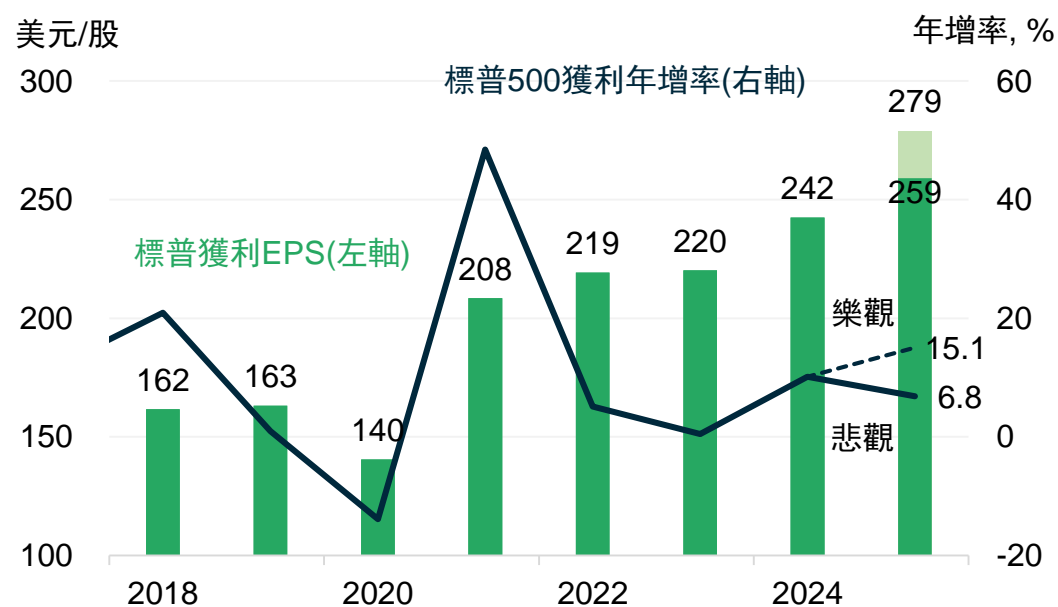
降息後股市走勢仰賴未來經濟活動, 由於貨幣政策具遞延效果, 當前投資人對明年的能見度有限, 反映在企業獲利預期上, **標普500每股盈餘料持續增長, 但是預估成長幅度分歧。**加上11月有總統大選在前, **經濟與政治同時面臨不確定性, 預期股市短期將延續震盪走勢,**待景氣前景更為明朗後, 市場重新聚焦2025年獲利表現, 大盤將隨之走升。

### 標普500前瞻本益比已重回21倍高位



資料來源: Bloomberg。

### 2025年標普500企業獲利預估分歧



註: 樂觀情境採用Factset預估, 悲觀情境為高盛預估。

資料來源: Bloomberg, Factset, 高盛。

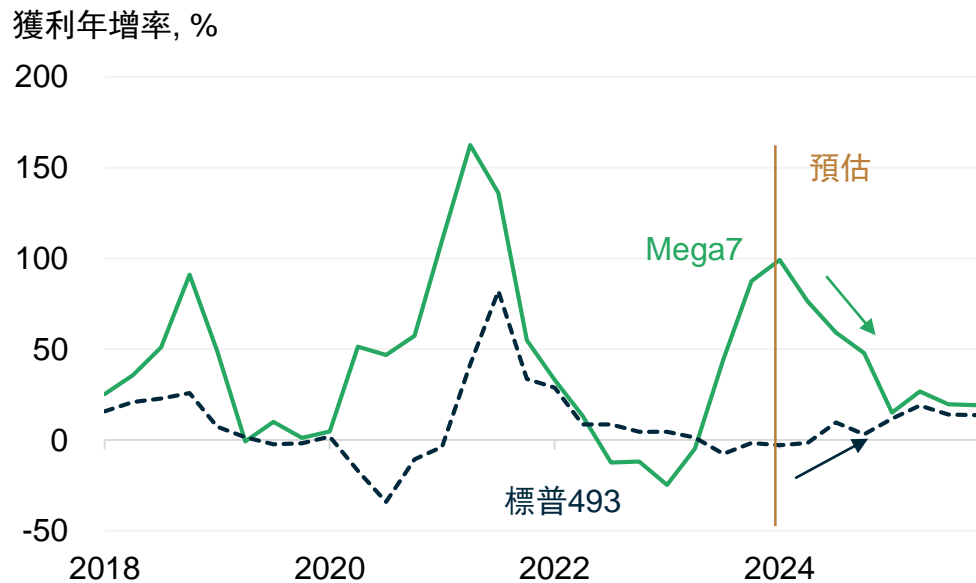


# 股市 | 科技與非科技的獲利動能收斂，後市關注類股輪動機會

年初以來，美股漲幅逼近2成，但主要集中在7巨頭，主因為7巨頭受惠AI浪潮，使得輝達、谷歌、微軟等股票，股價隨著獲利同步成長，其中，輝達Q1獲利年增率甚至高達262%，股價也大漲150%。不過，往下半年來看，由於7巨頭獲利成長速度開始從高點回落，也讓類股輪動趨勢更加明顯。

對於降息後類股表現，利率下降雖有助於資金成本的下向，但就過去的經驗來看，**降息往往伴隨經濟放緩壓力，統計從1989年代至今6次降息，在降息後數週，因景氣前景未明，美股走勢顛簸且無明確方向，具有防禦性質的產業，如電信、保健、核心消費等容易獲得資金青睞。**

## 下半年資金輪動，將更青睞非科技股



資料來源：Bloomberg預估。

## 降息之後6個月，標普500各類股表現

	最大	最小	平均	中位數
<b>電信</b>	<b>31.4</b>	<b>-19.8</b>	<b>6.5</b>	<b>8.3</b>
<b>保健</b>	<b>28.9</b>	<b>-5.0</b>	<b>8.9</b>	<b>7.8</b>
能源	11.2	-12.3	2.8	6.2
<b>核心消費</b>	<b>19.1</b>	<b>-5.9</b>	<b>6.3</b>	<b>5.9</b>
原材料	6.2	-1.0	2.9	4.0
公用	16.0	-9.0	3.0	2.8
工業	22.0	-8.2	4.6	2.0
金融	30.2	-23.7	3.7	0.6
非核心	42.5	-16.1	4.0	-0.1
科技	53.0	-33.6	2.2	-5.6

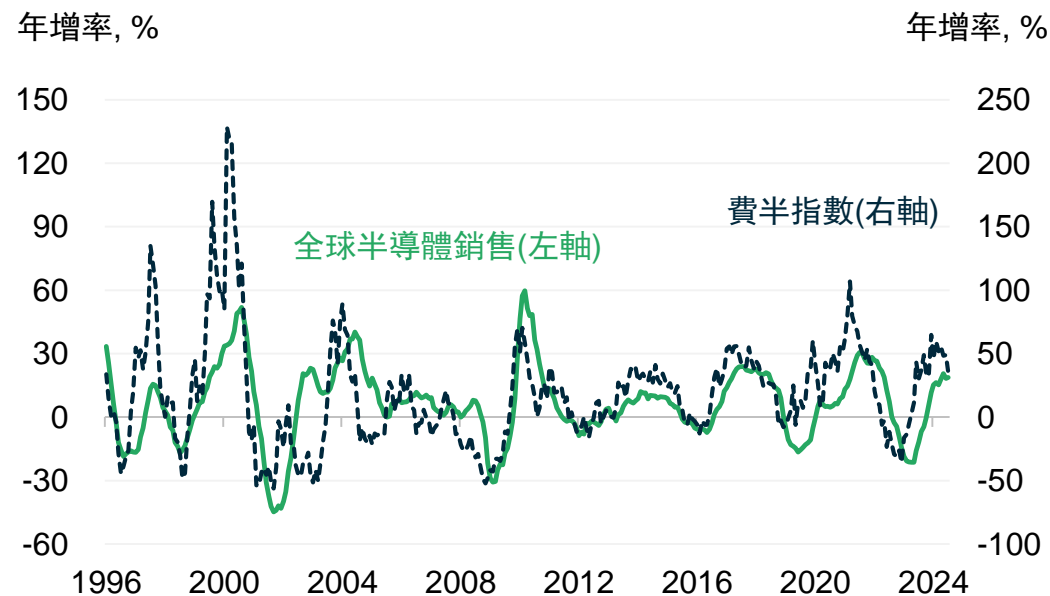
註：過去6次降息時點，分別為1989/6、1995/7、1998/9、2001/1、2007/8、2019/7。  
資料來源：Bloomberg。

# 產業 | 消費性電子不如預期, 但AI投資有望支撐半導體循環延續至2025

今年股市漲幅多由AI與半導體貢獻, 從全球半導體銷售狀況來看, 7月銷售額513億美元, 年增率18.7%, 在AI伺服器投資帶動下, 銷售年增率已連續14個月走揚。然而, 9月iPhone 16預購不如預期, 加上PC銷售狀況不佳, Q3半導體類股漲勢放緩, 反應投資人開始擔心循環面是否將觸頂反轉。

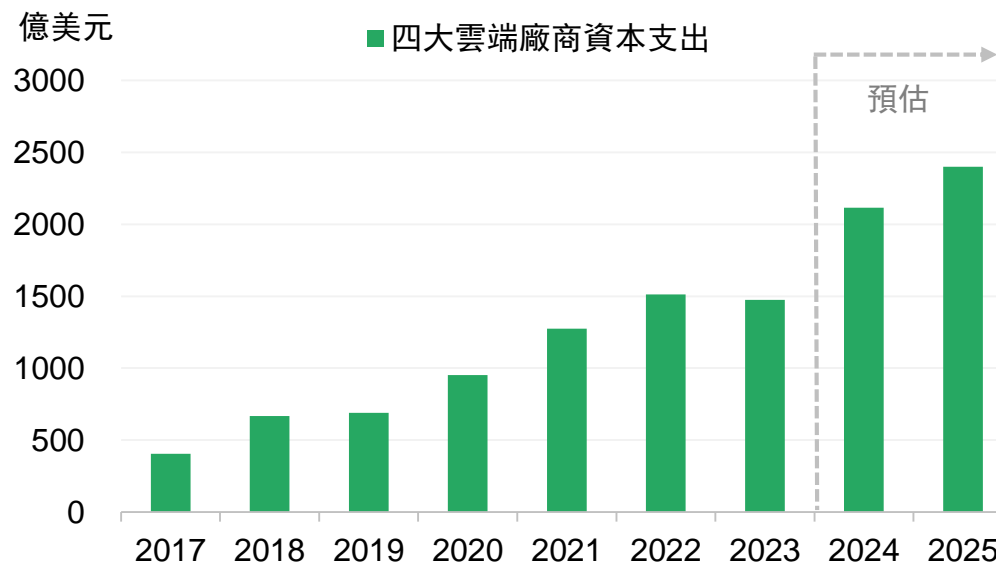
雖然市場雜訊紛擾, 但消費者對Apple Intelligence仍充滿興趣, 歷經2022~2024年底度成長之後, 明年iPhone換機需求有望增強。就生成式AI帶來的軟體革命及生產力提升來看, 各行業對AI的投資仍處於早期階段, 在科技巨頭對伺服器的支出帶動下, 半導體循環有望延續至2025年。**對科技類股來說, 銷售增速放緩下, 上半年漲勢難以重現, 惟產業循環在短期內反轉機會不高, 企業獲利仍提供股價下檔保護。**

## 科技股漲勢放緩, 市場擔憂產業循環反轉



資料來源: Bloomberg。

## 科技巨頭積極增加資本投資



註: 四大雲端廠商為微軟、亞馬遜、谷歌、Meta。

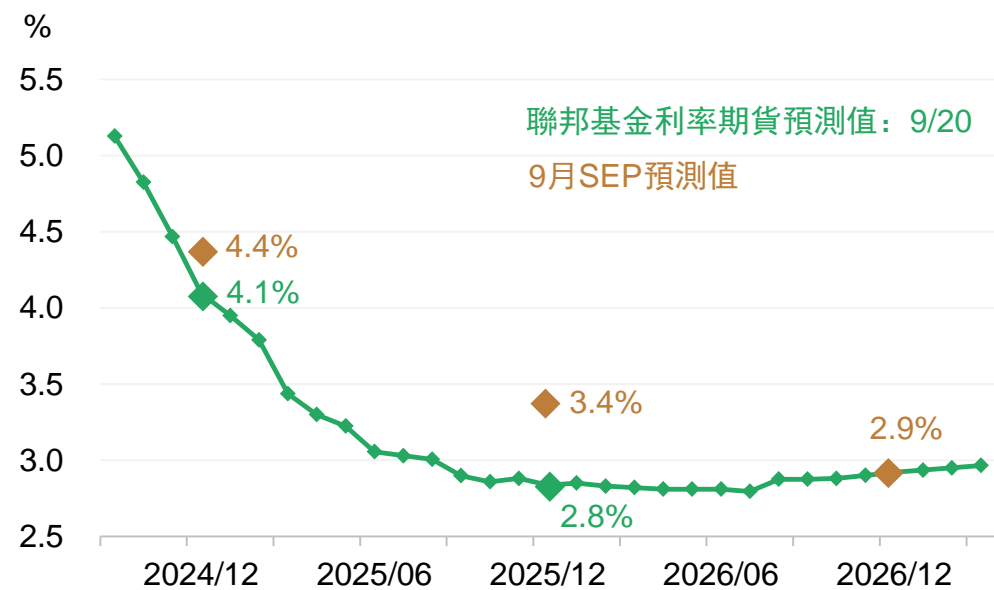
資料來源: Bloomberg預估。

# 債市 | 市場已超前部署降息題材，公債利率長線偏下，但短期有反彈可能

聯準會點陣圖預期終點利率在2.75-3.0%，從過去降息循環尾聲，公債殖利率將高於聯邦基金利率的歷史經驗來看，殖利率似乎已大幅反映本輪降息循環前景，意味著短時間內持續大幅下修的可能性降低。另一方面，9月起長短利差結束自2022年7月以來的倒掛，參考過往降息經驗，長短利差將於降息後緩步擴大。由前述可知，短天期利率跌勢可能趨緩，在長短利差將擴大的背景下，恐意味著長天期利率跌勢暫歇、甚至出現反彈。

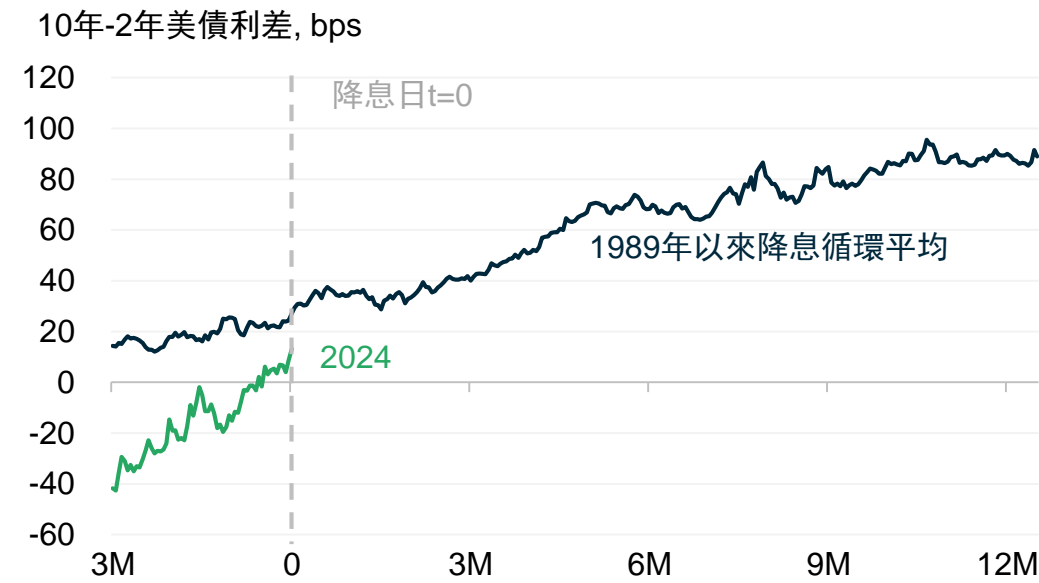
由此來看，短天期公債價格仍有望上漲，但短線漲幅已大，布局宜分批。至於有長期穩定資金流需求的投資人，則可考慮於利率反彈之時，把握逢高鎖利的最後契機。

利率期貨市場預期降息幅度大於聯準會點陣圖



資料來源：Bloomberg, Fed預估。

降息展開後，長短利差將逐漸擴大



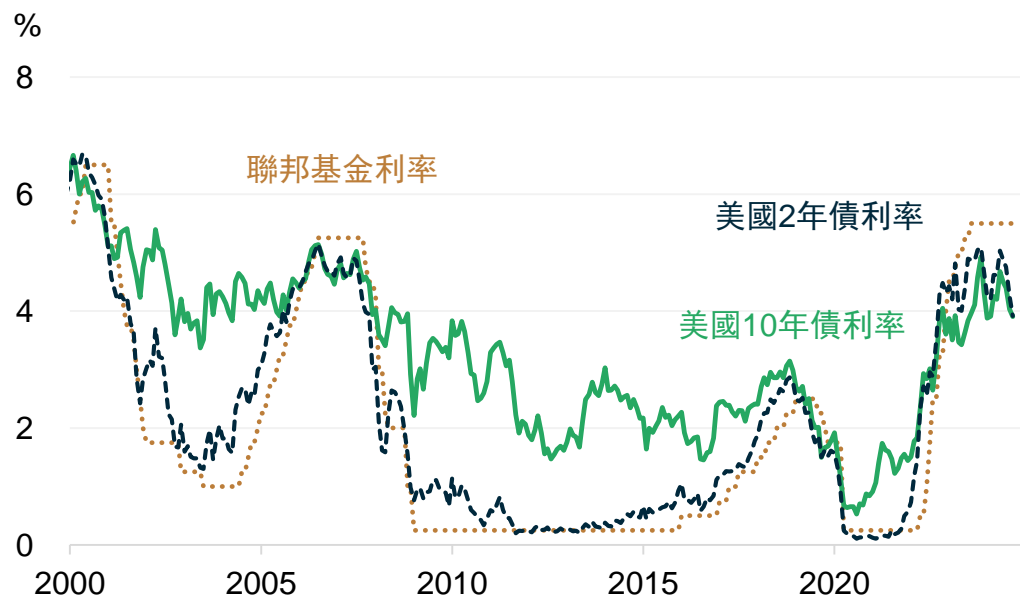
資料來源：Bloomberg。

# 債市 | 景氣降溫、市場波動加大之際，投等債兼具息收與降波動優勢

過往升息及降息循環的經驗，隨著政策利率升到具限制性的水準，多伴隨景氣降溫，進而使Fed轉向降息，而今年也不例外。觀察Fed降息之際，各類資產波動往往放大，不過債市殖利率受到升息期間推升，殖利率仍位於過去10年以來高位，加上有穩定息收保護，表現相較穩健。

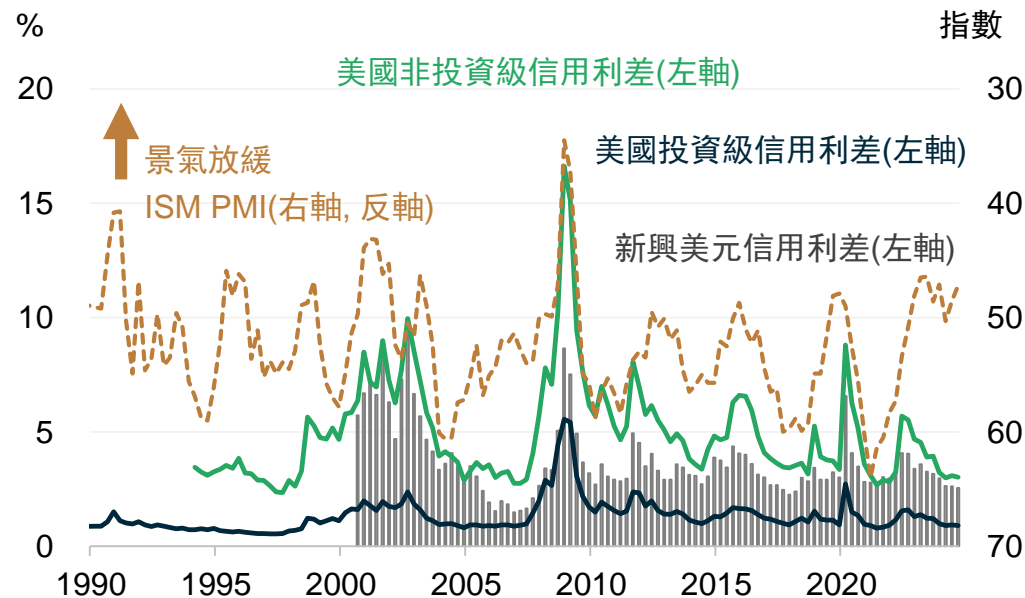
今年以來美國就業市場明顯降溫，但相較於過去仍處於穩健水準，消費動能有支撐下，債券信用利差擴大風險可控，然以風險控管的角度，布局上應以體質較佳的投資等級債為主，非投資等級債為輔，在穩定領息的同時，降低景氣若加速降溫可能帶來的波動風險。

降息啟動，往往帶動利率偏下行



資料來源：Bloomberg。

景氣降溫之際，投資級信用利差更能持穩表現



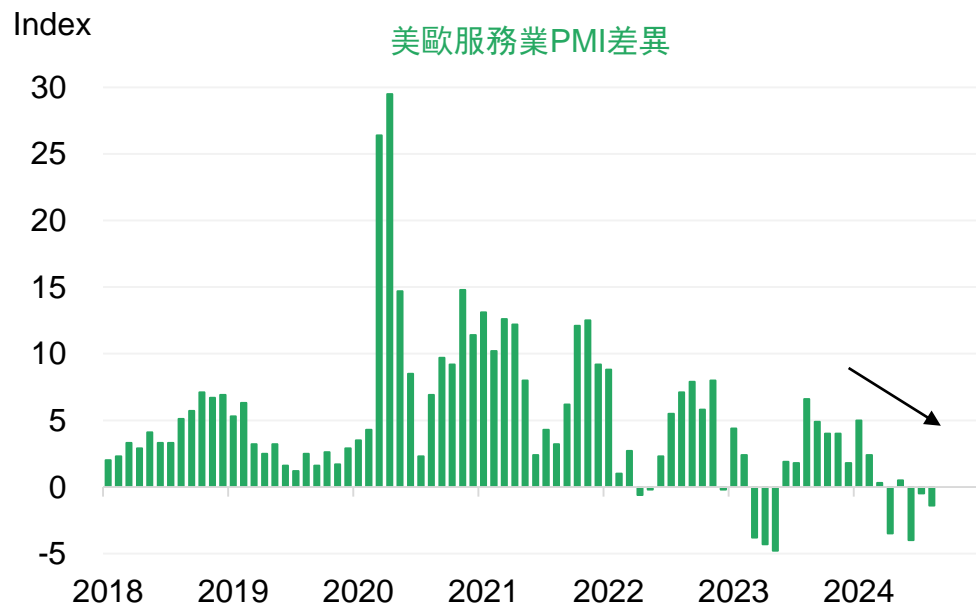
資料來源：Bloomberg。

# 匯市 | Fed降息推動美元偏貶, 但ECB政策同向, 將限縮美元貶值幅度

今年以來, 美國和歐洲的服務業PMI差異維持縮窄的趨勢, 由於服務業皆為美歐主要經濟活動, 因此美歐數據差異縮窄揭示, 兩大經濟體的景氣差異逐漸縮小。從貨幣政策角度, 歐洲央行(ECB)在7月先行降息, 聯準會(Fed)也在9月緊跟其後, 兩大央行政策方向相同下, 未來政策利率的利差較難拉開, 將限縮美元指數的貶幅。

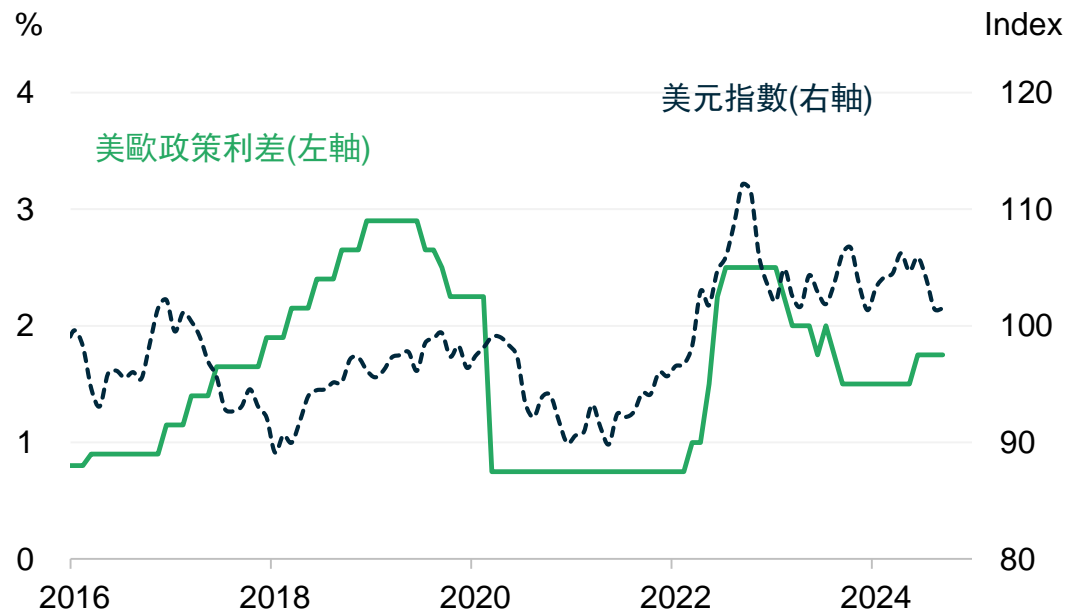
本次FOMC點陣圖顯示, **2025年年底預計累積降息8碼, 今明兩年各降4碼, 明顯低於市場原先累積11碼的預估值, 投資人對降息的預期可能隨著會議結束後逐漸調整, 提供美元短線止貶契機。** 惟長線而言, Fed進入降息循環後, 美元轉弱的趨勢明確。

美歐服務業PMI同步走降, 揭示景氣差異逐漸縮小



資料來源: Bloomberg。

美歐政策利差與美元指數走勢



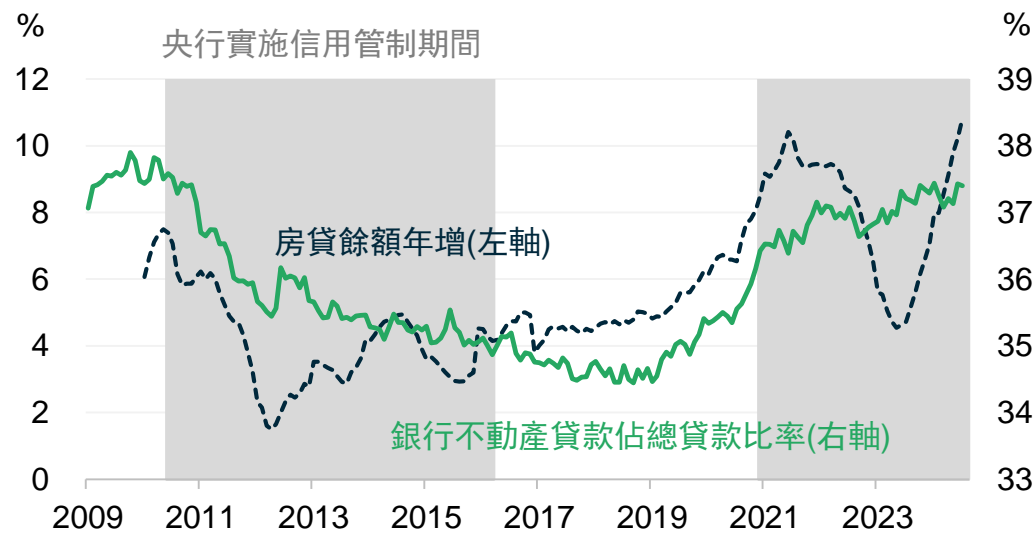
資料來源: Bloomberg。

# 台幣 | 台幣短線震盪, 美國政策寬鬆前景影響台幣匯價

台灣今年經濟成長仍近4%，而通膨率仍稍高於2%，且房市熱絡下，貨幣政策仍持緊縮，預期央行將維持現行利率至年底。央行總裁楊金龍表示，不動產貸款佔銀行總放款率37.4%，處於嚴峻的狀況，需盡快因應。除了調升存準率、強化信用管制外，未來將持續追蹤銀行自主房貸管制成效，打房宣示意味濃厚。

受到1)9月利率點陣圖透露，美國降息步伐不如利率期貨激進，美10年債利率回升至3.7%；2)近期以來台股震盪及外資持續賣超，台幣短線區間偏弱整理。由於市場預期台灣央行將維持利率不變到年底，且明年降息空間也不到1碼，**台美貨幣政策差異下，後續走勢仍須視台股盤勢及Fed未來降息空間而定。**

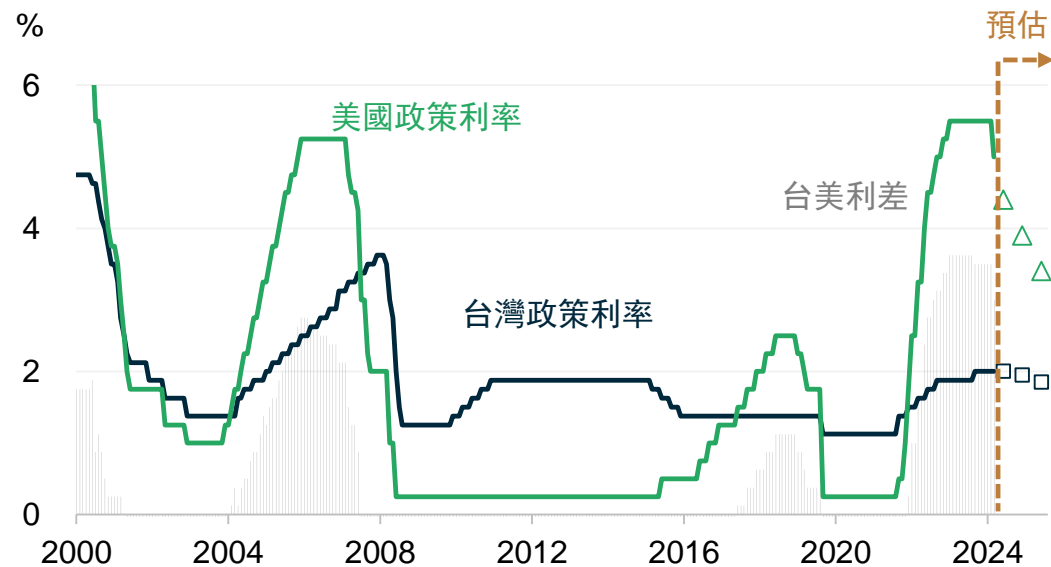
## 不動產集中度高, 央行推出第七波信用管制



註：銀行不動產貸款佔總貸款比率=(個人房貸+個人房屋修繕+建築貸款)/全體銀行放款。央行業務局之前表示，希望銀行自主管理後比重能趨緩到35%至36%。

資料來源：Bloomberg, CBC。

## 美台貨幣政策差異, 將影響台幣匯價



資料來源：Bloomberg, CBC預估, Fed預估。

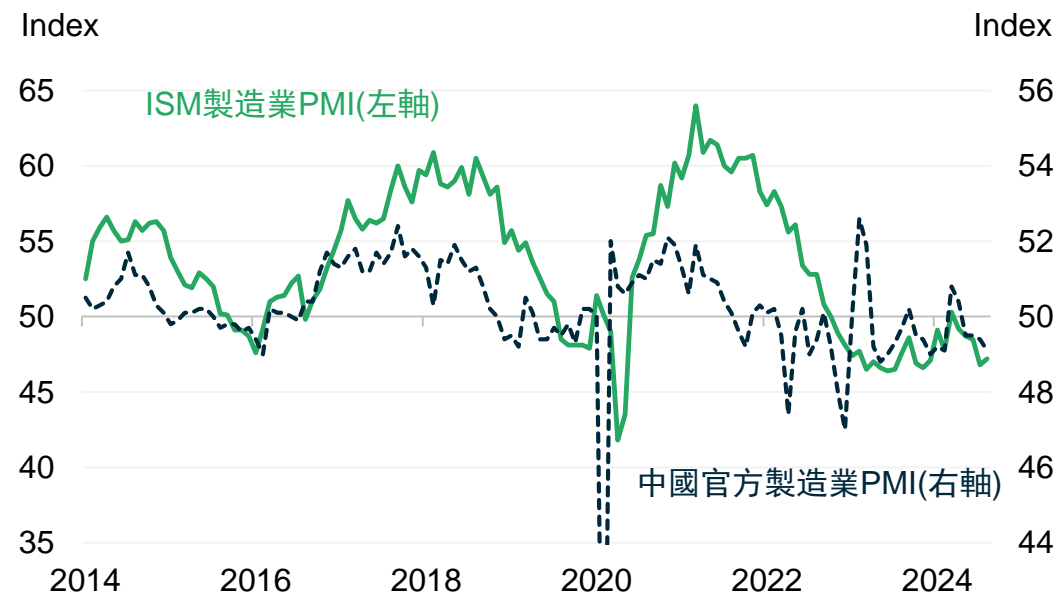


# 風險(1) | 貨幣政策寬鬆具遞延效應, 留意失業與消費違約是否進一步惡化

聯準會主席鮑爾對經濟保持樂觀, 但全球基本面的下行風險猶存, 高利率對美國製造業的衝擊揮之不去, 今年ISM製造業PMI多處在榮枯線下方。在地球另一端, 中國深陷流動性陷阱, 國內需求不足使資金淤積在金融體系, 兩大經濟體共同面臨逆風, 導致終端需求復甦比預期更慢。

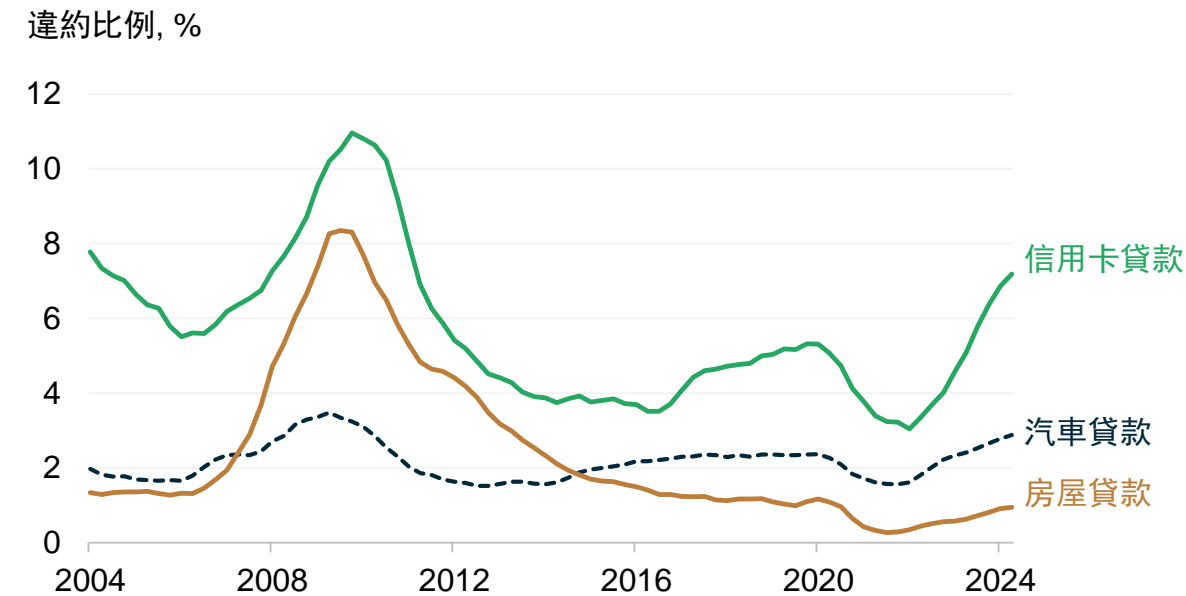
高利率對民眾負擔逐漸加重, 今年Q2美國信用卡的嚴重拖欠款項比例已來到2012年以來新高, 汽車貸款的嚴重拖欠比例也開始上升, 儘管房貸的還款狀況仍舊良好, 不過, 若就業市場進一步惡化, 失業人數上升將打擊民眾消費意願, 貸款違約狀況也將進一步惡化。**由於貨幣政策具有遞延性, 降息初期對經濟的助長效果較不顯著, 基本面下行風險也成為Q4市場最大風險來源。**

美中製造業景氣偏弱, 終端需求復甦有待觀察



資料來源: Bloomberg。

美國信用卡與車貸違約率已超越疫情前水準



註: 違約比率指貸款繳納拖欠超過90天。

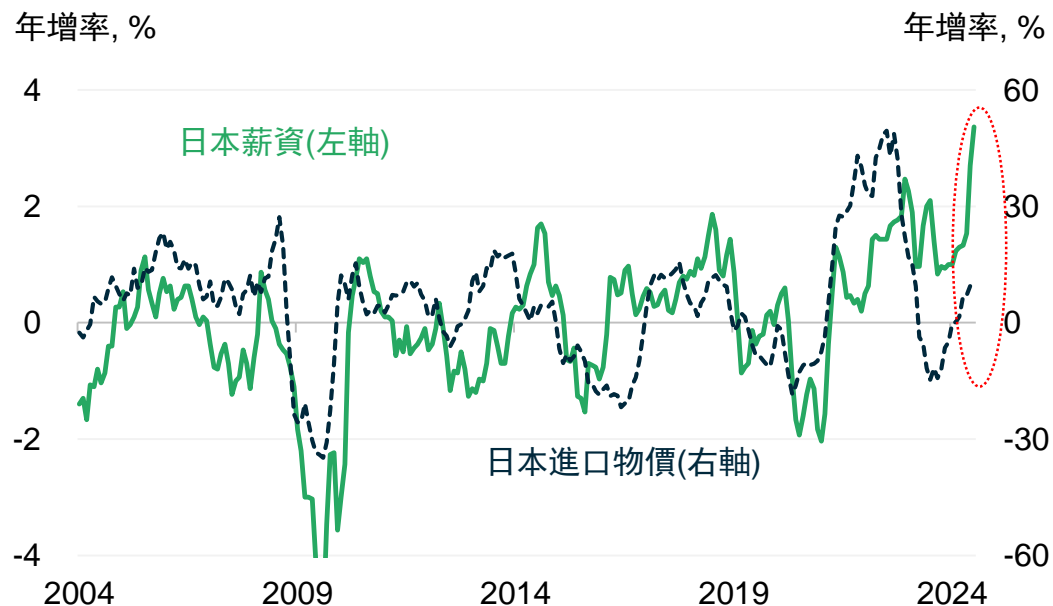
資料來源: Bloomberg。

## 風險(2) | 日本央行12月有望再度升息, 利差交易平倉恐添市場震盪

BOJ於7月底意外升息, 借出日圓購買美元資產的利差交易被迫大量平倉, 導致全球科技股以及日本股市重挫。雖然BOJ副總裁內田真一隨即表示, 金融市場不穩定時不會升息, 但是總裁植田和男與官員多次對外表示, 若經濟與物價表現符合預期, BOJ將繼續升息。9月BOJ如預期維持利率不變, 然而, 觀察日本7月薪資增速3.6%, 實質薪資收入年增0.4%, 實質薪資已連續2個月正成長, 12月BOJ再次升息可能性猶存。

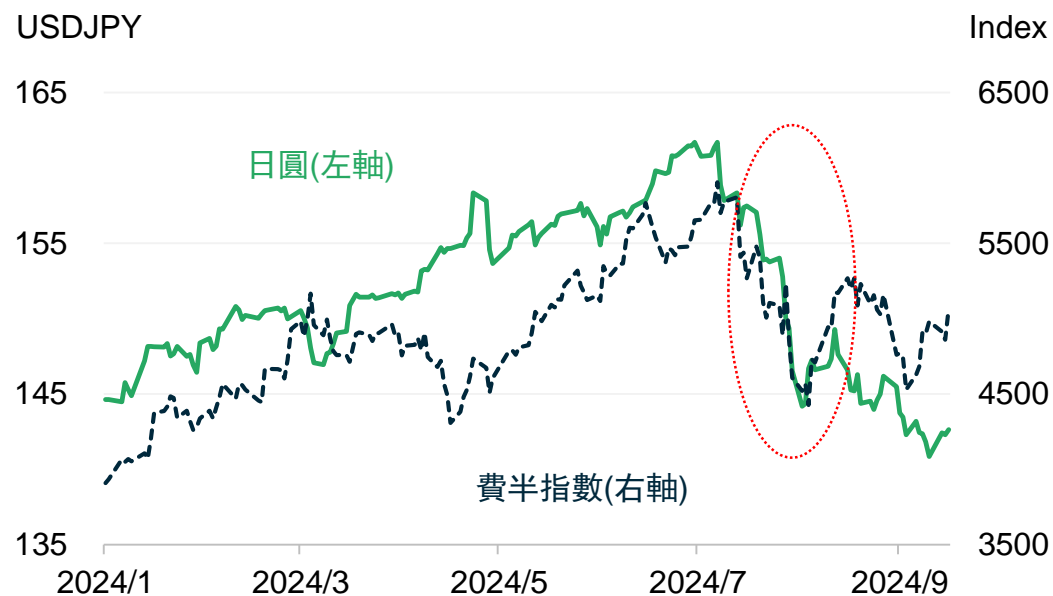
國際清算銀行(BIS)提醒, 利差交易誘因並未消失, 政策制定者仍需密切關注。雖然部分外資券商估計, 以日圓融資進行的利差交易有60%以上的部位已經平倉, 不過BIS也指出整體部位難以精確衡量, Q4仍需留意BOJ再度升息對市場的衝擊。

### 薪資與進口通膨走升, 日本央行維持緊縮口吻



資料來源: Bloomberg。

### 利差交易平倉、日圓急升一度拖累科技股重挫



資料來源: Bloomberg。

---

## 個別市場

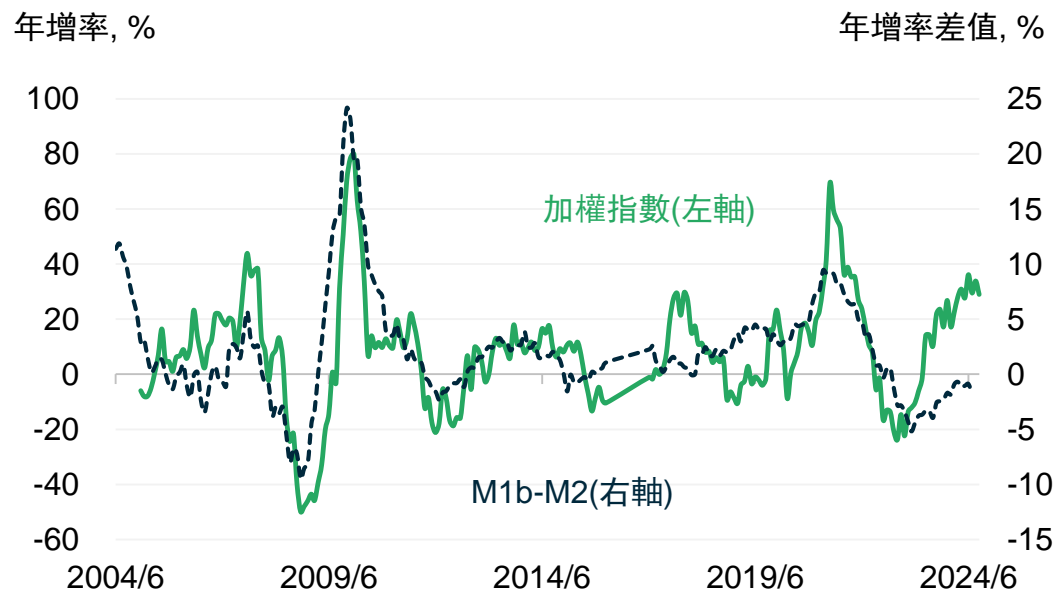
---

# 台股 | 資金動能不利股市, Q4看蘋果iPhone16及輝達GB200

受到台灣房市過熱的疑慮，台灣央行在緊縮貨幣政策上仍未見放鬆，8月M1b年增率由5.22%降至4.05%，M2年增率同步下降至5.8%，兩者的差值中止了上升的趨勢，由過去數據看來，當M1b年增率減M2年增率的差值持續往上，代表流入活存的資金增加，有利股市。資金動能轉弱，對於台股的推升力道也打折扣。

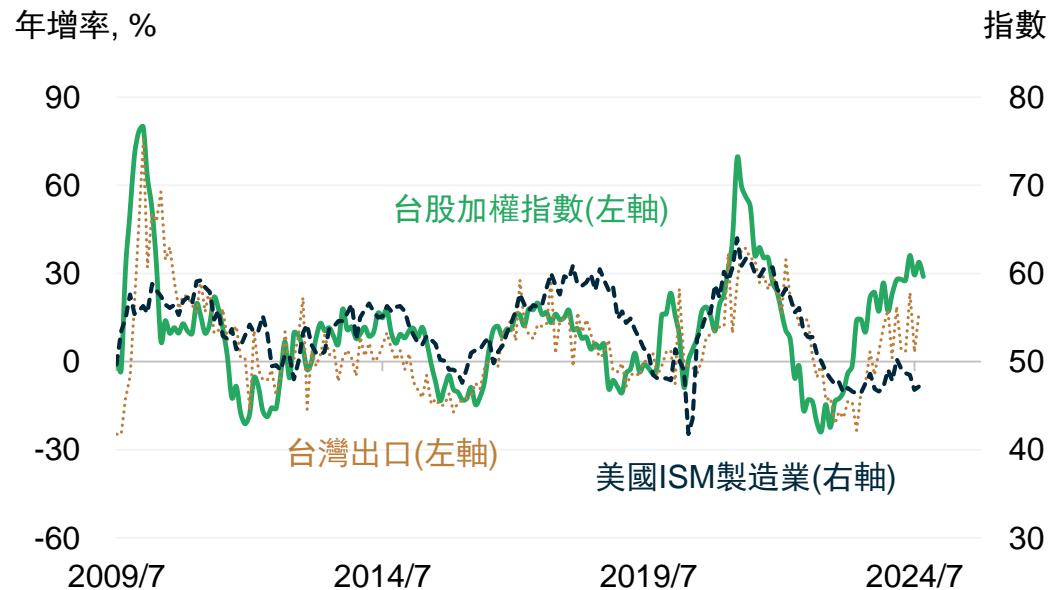
台灣出口恢復正成長，但由於歐美景氣低迷，也拖累台灣下半年成長動能。不過，Q4重點看**蘋果iPhone16銷售買氣**，**蘋果首度導入AI功能「Apple Intelligence」**有望帶動換機潮，以及**輝達GB200晶片將於Q4量產出貨**，台灣科技業將是主要受惠者，展望Q4，台股有機會先蹲後跳，宜分批布局。

央行維持緊縮的貨幣政策，同步影響股市資金活水



資料來源: Bloomberg。

台灣出口與美國景氣呈現同向變化



資料來源: Bloomberg。

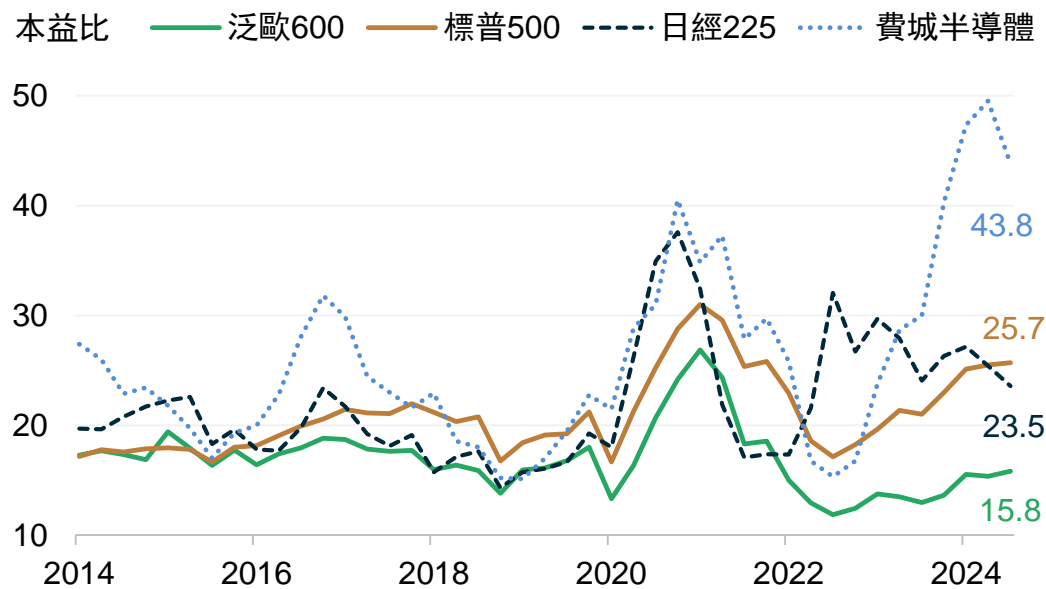
# 歐股 | 具估值便宜優勢, 產業選擇獲利表現較佳產業

全球股市在AI浪潮下掀起新一波漲勢, 美國、台灣、日本皆屢創新高, 歐洲市場則因基本面疲軟, 表現相對落後。不過在**歐元區開始政策寬鬆之下, 應能提振景氣緩步改善**, 且隨美股評價面過高, 不彷可參考**估值偏低的歐洲市場**。**產業選擇上, 應挑選獲利前景佳的產業。**

防禦性產業: 1)明年**醫療保健EPS增速有望突破20%**。2)儘管今年公用事業股價強勢, 但獲利前景不佳。3)食品、電信獲利雖改善, 但幅度有限。

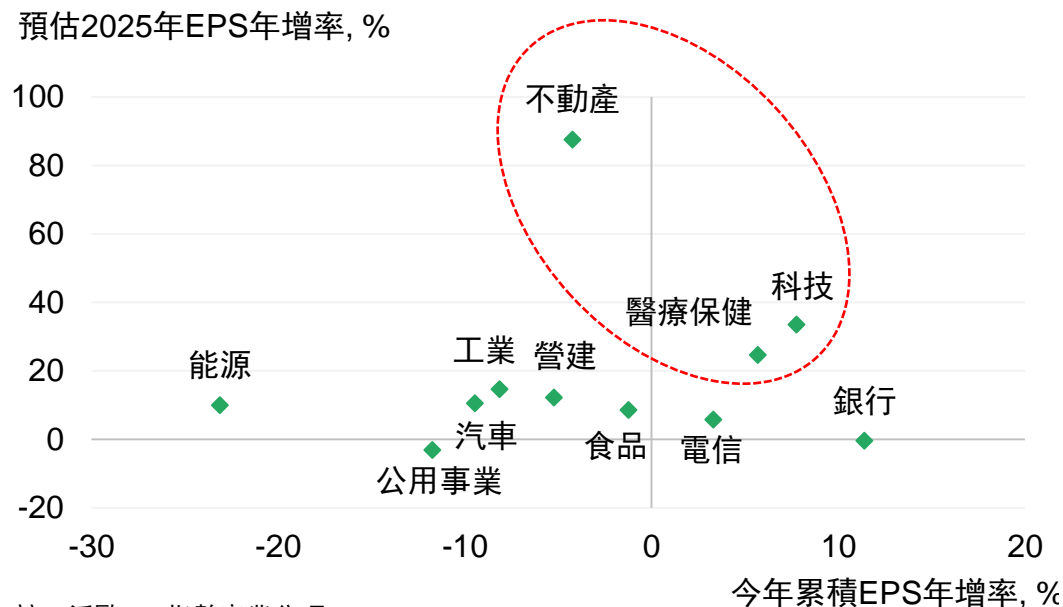
循環性產業: ECB降息有利循環性產業緩步改善, 工業、營建、汽車有望逐步擺脫疲態。而能源產業基期偏低, EPS亦有望成長, 但OPEC下調全球能源需求, 恐成為隱憂。銀行業則因基期偏高, 加上歐洲已陸續降息, 後續成長動能相對受限。**預期未來成長較佳產業**: 1)若景氣動能改善, 有望帶動**房市升溫, 彭博預估不動產業EPS有望超額成長**。2)**隨著AI趨勢的發展, 科技業的成長前景可期**, 預估明年的獲利增速有望超過30%。

## 歐股估值仍相對便宜



資料來源: Bloomberg。

## 科技、醫療產業獲利表現亮眼



註: 泛歐600指數產業分項。  
資料來源: Bloomberg。

# 日股 | 日圓走升恐成為逆風，短線日股橫盤整理，基本面有利長線升溫

受惠於基本面的持續改善，日股在經歷8月初的大跌後，近期走勢有所回暖。不過進到Q4後，要重現今年上半的大漲行情應較不易，主因全球面臨製造業逆風，加上BOJ對升息態度堅定，總裁植田和男明示「若通膨、經濟符合預期，未來將持續緊縮」，預期BOJ將維持政策緊縮步伐，加上美國降息態勢明確，政策一升一降之下，將有利日圓長線緩步走升，對出口型企業獲利具負面影響。

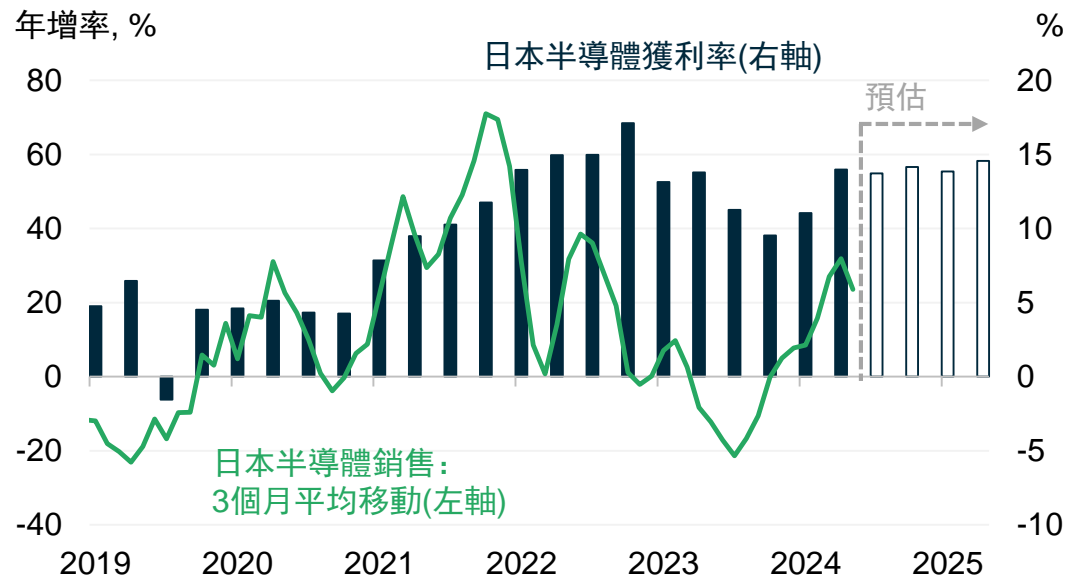
不過，日本在半導體材料與設備方面佔據要角，加上企業加薪與觀光活動有利內需消費，半導體與觀光產業的強勁表現帶動企業獲利成長，基本面逐漸擺脫「失落30年」的陰影。**預期Q4日股將維持區間震盪，日圓偏升對出口產業的利空將是不利因子，但長線而言，獲利成長仍提供股價支撐。**

## BOJ升值前景下，日圓走升成為日股不利因子



資料來源：Bloomberg。

## AI趨勢下，日本半導體企業獲利持續增高



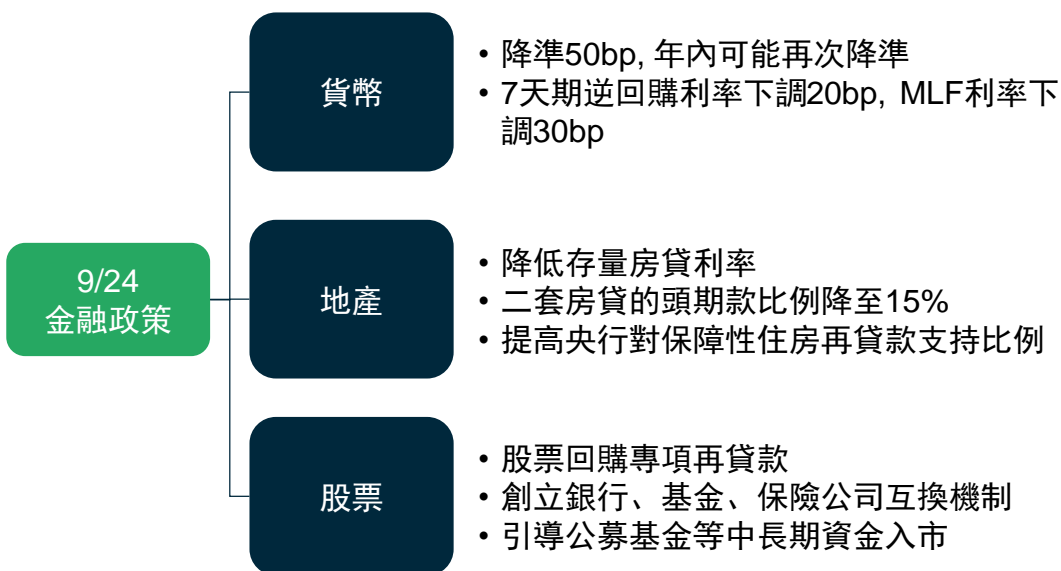
註：採用市值超過10億美金的日本半導體、或與半導體業關聯性高之企業。  
資料來源：Bloomberg預估、日本半導體協會。



# 中國 | 924新政激勵市場情緒, 長線企業獲利改善有待觀察

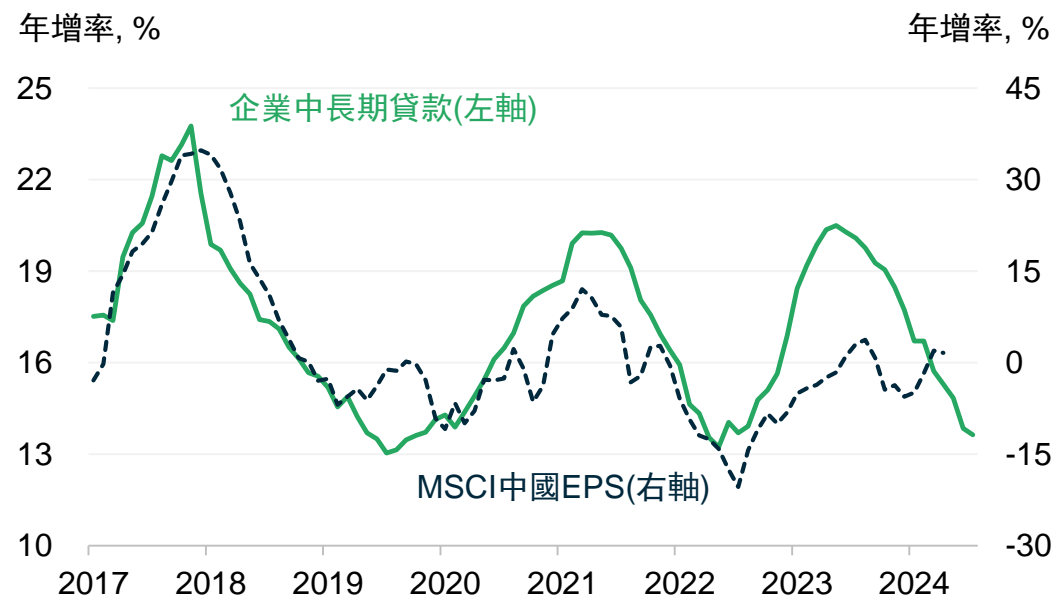
總經環境對於市場的利空持續縈繞, 中國股市至今仍深陷泥淖。在評價面, 中國人民銀行除了調降存款準備金率, 7天期逆回購利率、LPR等政策利率都有調降, 然而, 因為企業與民眾投資意願不振, 流動性無法有效傳遞, 反映在M1-M2剪刀差不斷擴大, 資金淤積狀況導致本益比在谷底徘徊。由於市場跌跌不休, 三大金融監管部門於9/24聯合推出一系列政策, 包含1)貨幣政策降息降準, 2)房地產降低存量房貸利率與頭期款比例, 3)股票市場設立互換便利等新工具, 4)推動公募基金等中長期資金入市, 以及其餘多項措施。中國股市在強力就市政策推出後, 盤勢將止穩反彈, 不過長線走勢仰賴基本面能否持續改善, 企業獲利改善狀況仍有待觀察, 短期境內外股市止跌後, 盤勢轉向區間擺盪。

## 9/24金融新政力道超乎市場預期



資料來源: 國泰世華銀行整理。

## 企業中長線獲利改善仍有待觀察



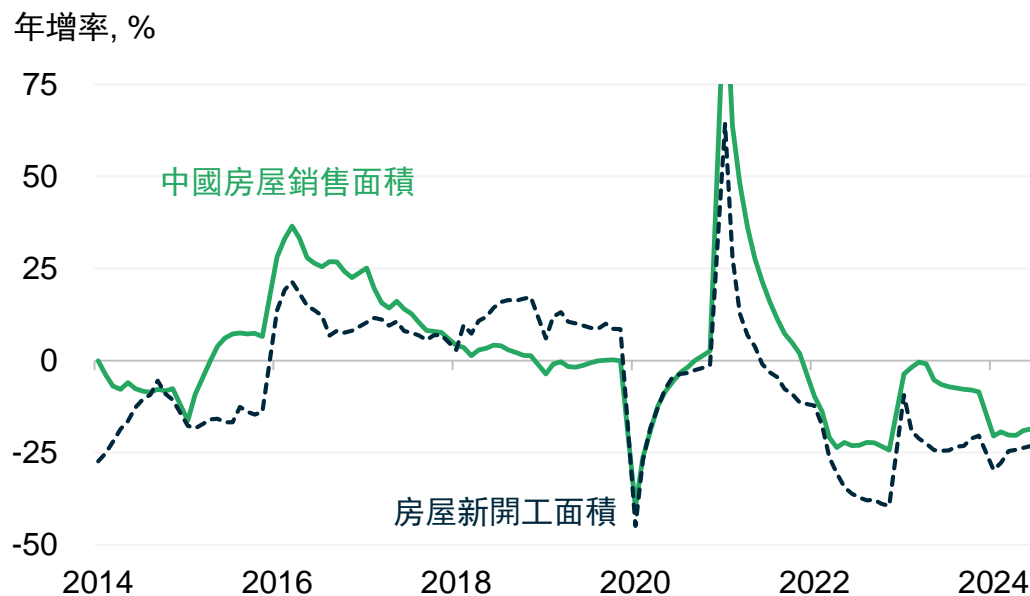
資料來源: Wind, Bloomberg。

# 中國 | 內需疲弱與通縮壓力短期不易扭轉

中國房市狀況依舊嚴峻，除了放寬限購、下調頭期款比例，近期傳出將進一步調降存量房貸利率，減輕償債壓力。不過，房地產的銷售與房價繼續承壓，8月中國100房企銷售額年減26.8%，新開工面積低迷也反映建商對房市保守情緒。

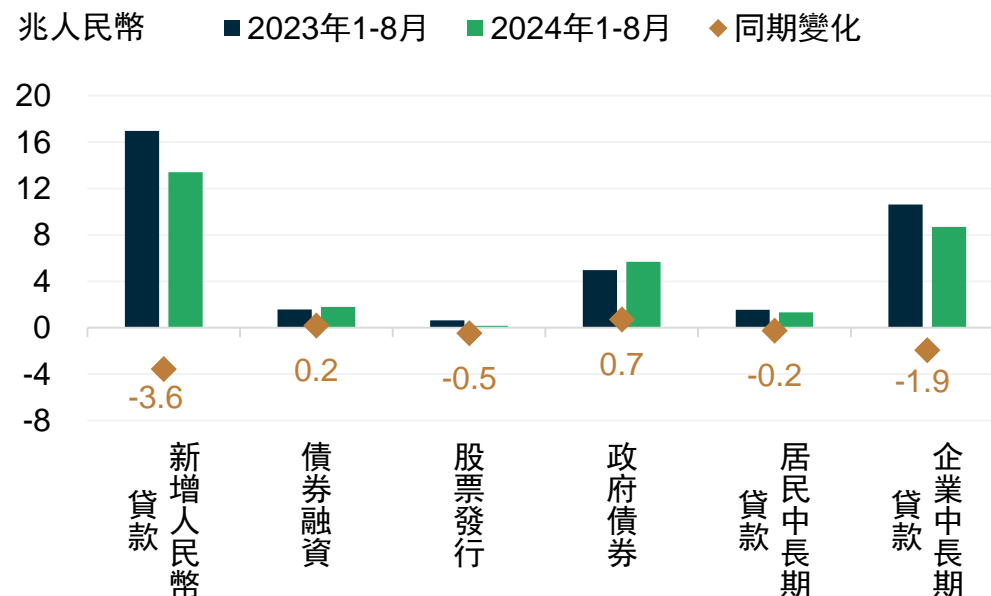
房地產、貿易戰等結構性問題難解，內外需求不足導致民眾與企業信心偏弱，今年1-8月的累積新增人民幣貸款較去年同期大減3.6兆人民幣，其中，民眾與企業的中長期貸款皆明顯回落，民眾遠離購屋、企業不願投資的現象明顯。消費與投資不振，8月核心CPI處於年增0.3%的極低水平，兼之PPI年減1.8%，整體來看，政策刺激力道加強，但內需疲弱與通貨緊縮的壓力，今年恐怕難以扭轉。

## 中國房地產市場持續低迷



資料來源：Wind。

## 民眾與企業投資意願低迷，新增貸款大幅衰減



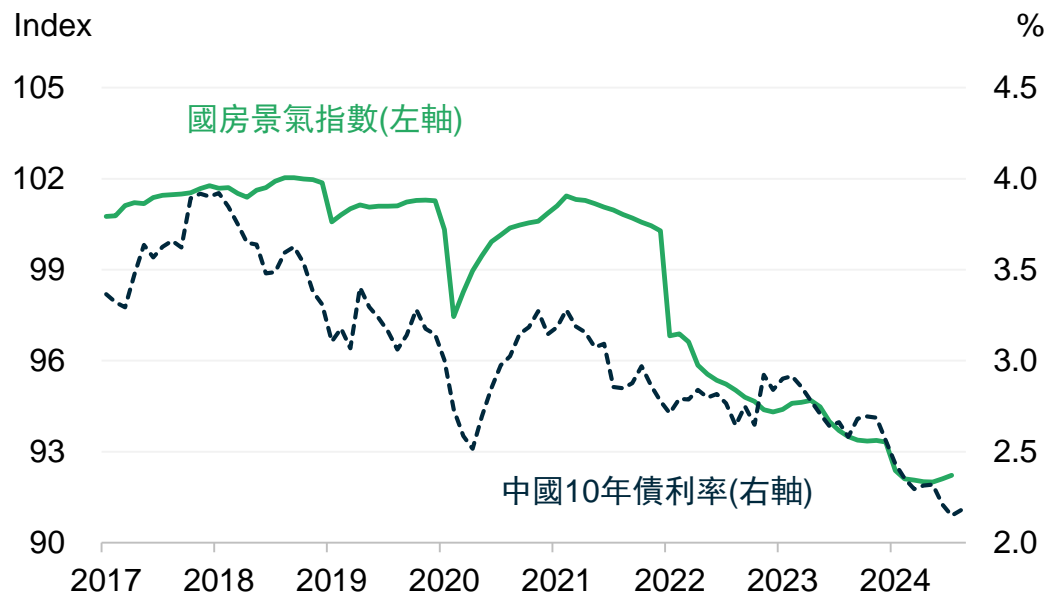
資料來源：Wind。

# 人民幣 | 利差大幅縮窄空間有限, 人民幣持續走升空間有限

8月初以來人民幣走勢強勁, 境內人民幣今年來首度升破7.1關卡, 源自市場對美國降息的積極預期。美債殖利率快速下滑, 帶動美元指數走弱。9/24金融新政的刺激力度超乎市場預期, 股匯市同步受到激勵, 進一步推升人民幣匯價。

往年底看, 由於房地產交易與企業投資意願偏弱, 中國央行勢必維持寬鬆環境, 9/24降息降準後, 年底有望進一步放寬貨幣政策, 中國公債殖利率也將延續下行趨勢。考量美中利差大幅收窄空間有限, 基本面改善狀況仍有待觀察, 若房市復甦與通縮改善不如預期, 恐壓抑人民幣升值力道。

人行今年將保持寬鬆環境, 公債利率料延續下行



資料來源: Wind。

利差縮窄空間有限, 恐壓抑人民幣升值力道



資料來源: Bloomberg。

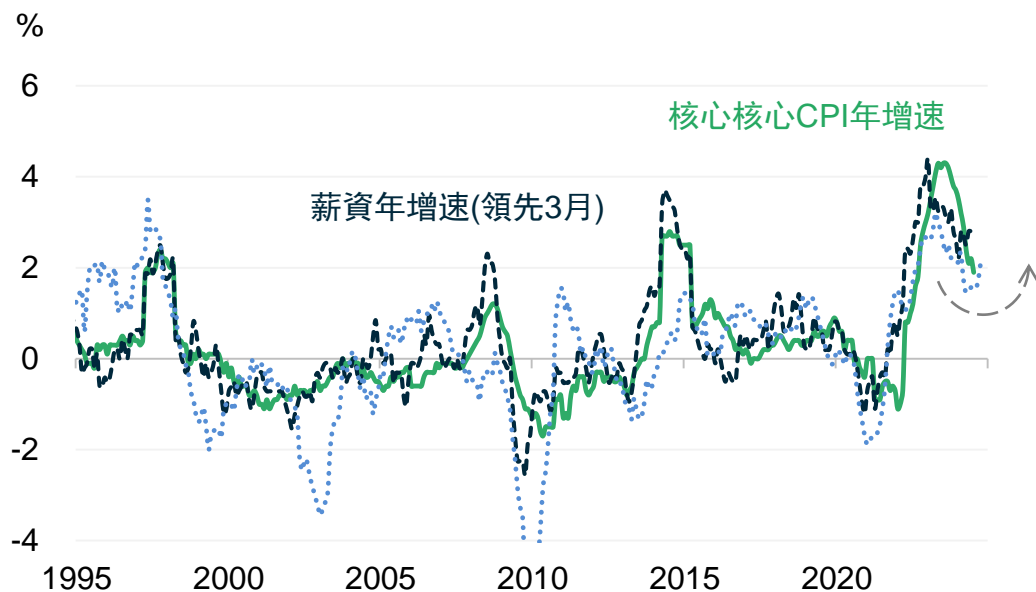
# 日圓 | 總裁升息立場明確, 利差收斂有利日圓偏升格局

今年7月底至8月初, 日圓受情緒推動快速升值, 日本央行副總裁內田真一被迫安撫市場, 稱「市場不穩定時不會升息」。惟考量日本通膨有走揚的跡象, 總裁植田在9月利率決策會議後的記者會表示, 如果經濟成長和通膨形勢符合預期, 調整寬鬆政策的立場不會改變。並稱對美國經濟的擔憂才是引發市場動盪的關鍵因素, 如今「過度」擔憂已得到修正。

其中, 總裁植田所著眼的, 就是核心核心CPI(去除食品與能源的CPI)年增速目前雖仍呈下降態勢, 但因工資增長穩健, 將給予服務類物價支撐, 有利進一步推動核心核心CPI年增率於Q3末至Q4間下降趨減緩, 甚至築底回升。

就匯率而言, 雖然7月底以來日圓升值過快, 而有修正之虞, 但因美日兩大央行立場相反, 隨著兩國利差趨窄, 將有利日圓長線偏升的態勢。

### 日本薪資增長與通膨走勢



資料來源: Wind。

### 美日政策利差與日圓匯價走勢



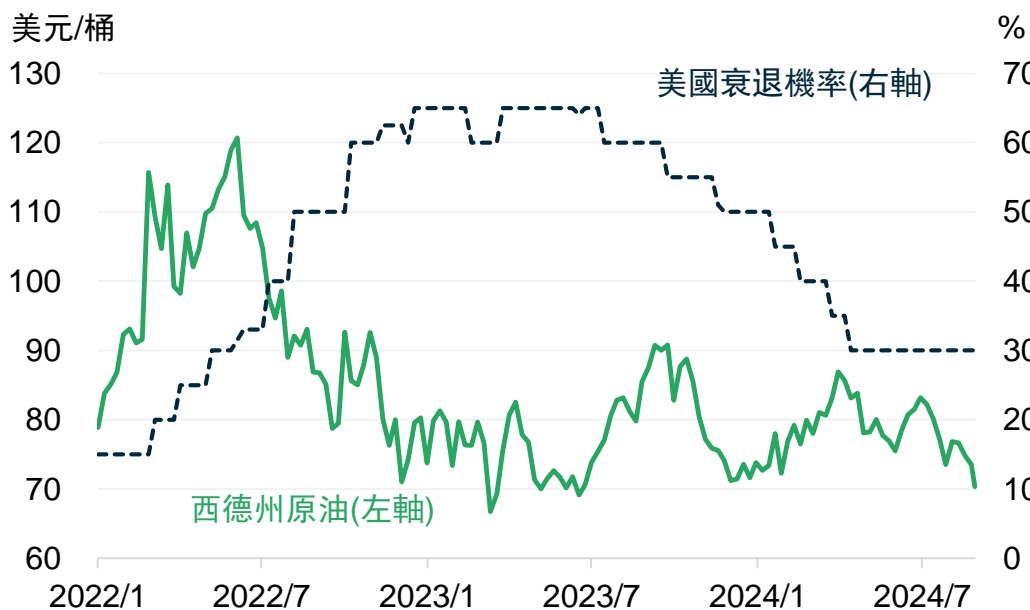
資料來源: Bloomberg。

# 能源 | 油價恐過度反應衰退風險, 但上方空間近期也有限

美國ISM製造業數據連續5個月萎縮, 市場擔心經濟硬著陸, 加上OPEC下調2024年全球能源需求, 使得西德原油一度跌破每桶70美元, 創3年來新低。然而, 就美國經濟基本面而言, 目前談論衰退恐言之過早, OPEC也可能持續延長減產協議, 預期油價下方有撐。

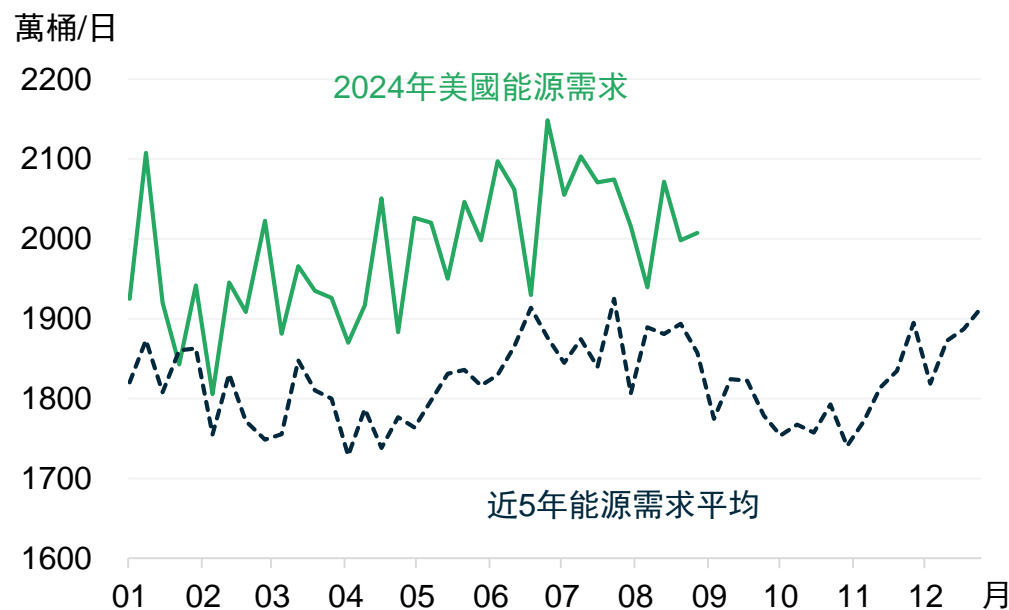
短線來看, 考量夏季的用油旺季已過, 未來1-2個月能源需求將不如先前強勁, 即使OPEC進一步減產, 油價反彈的上方空間也相對有限。**整體而言, 油價短期弱勢震盪, 一旦衰退疑慮降溫, 油價才有機會扭轉格局, 但因用油旺季已過, 年底前油價展望中性。**

景氣擔憂使油價走低, 但有過度反應之虞



資料來源: Bloomberg。

用油旺季已過, 油價短期不易走強



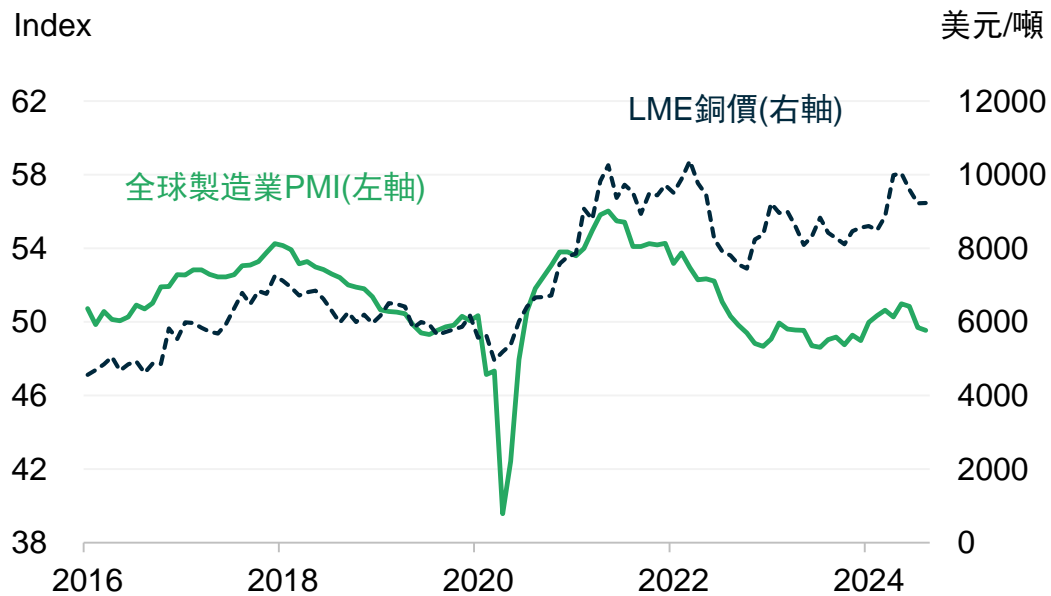
資料來源: Bloomberg。

# 基本金屬 | 中國內需疲弱、美歐製造業復甦緩慢，基本金屬上攻乏力

作為全球最大工業金屬消費國，從電力網絡、家電到交通運輸工具，中國佔全球精煉銅使用量一半以上。由於中國房地產市場萎靡，民眾對於家電、汽車等耐久財的消費量也同步下滑，與此同時，房屋交易凍結導致地方政府賣地收入驟減，對於電網、風力發電等基礎建設的投資也不若過往。

中國基本面不佳、美國製造業復甦緩慢，紐約商品交易所與倫敦金屬交易所的庫存在Q3明顯攀升，需求不振導致基本金屬價格上攻乏力，上半年銅、鋁價格強勢表現不易重現，惟長線來看，能源轉型以及AI伺服器增添銅、鋁額外需求，隨著全球製造業築底回升，價格有望緩步墊高。

全球製造業景氣復甦緩慢，壓抑銅價走勢



資料來源：Wind。

中國地產基建對需求形成逆風



資料來源：Bloomberg。

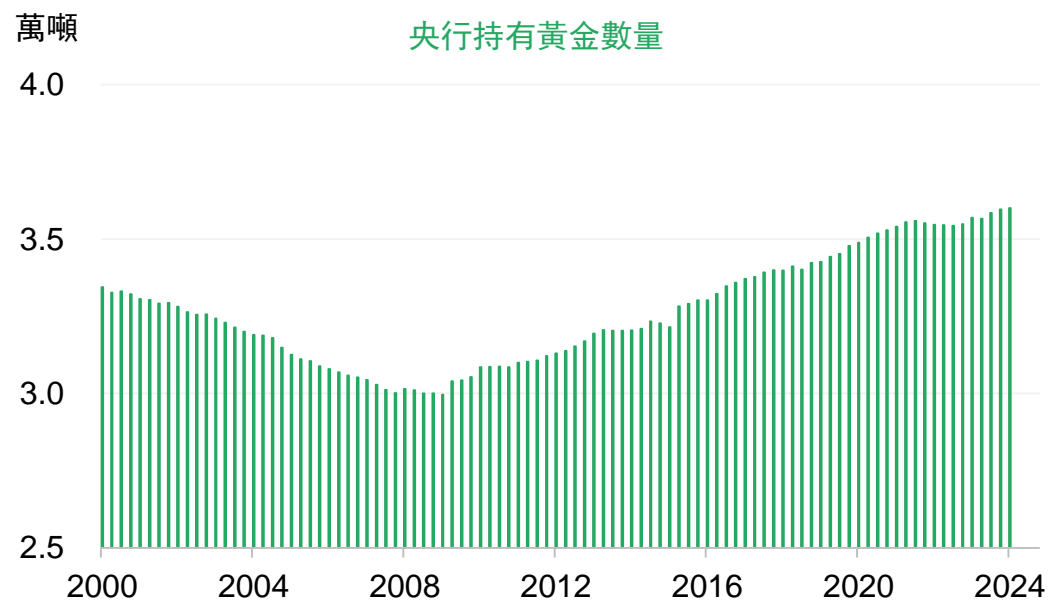


# 黃金 | 央行持有量持續升高、Fed寬鬆亦為利多, 但金價已多有反應, 後續留意震盪機會增加

概略分析影響金價因素, 包括美國雙率、主力(央行準備), 及地緣政治。雙率雖為金價帶來逆風, 但俄烏戰爭以來, 地緣政治紛擾持續, 來自央行的買盤不斷, 步步墊高金價。

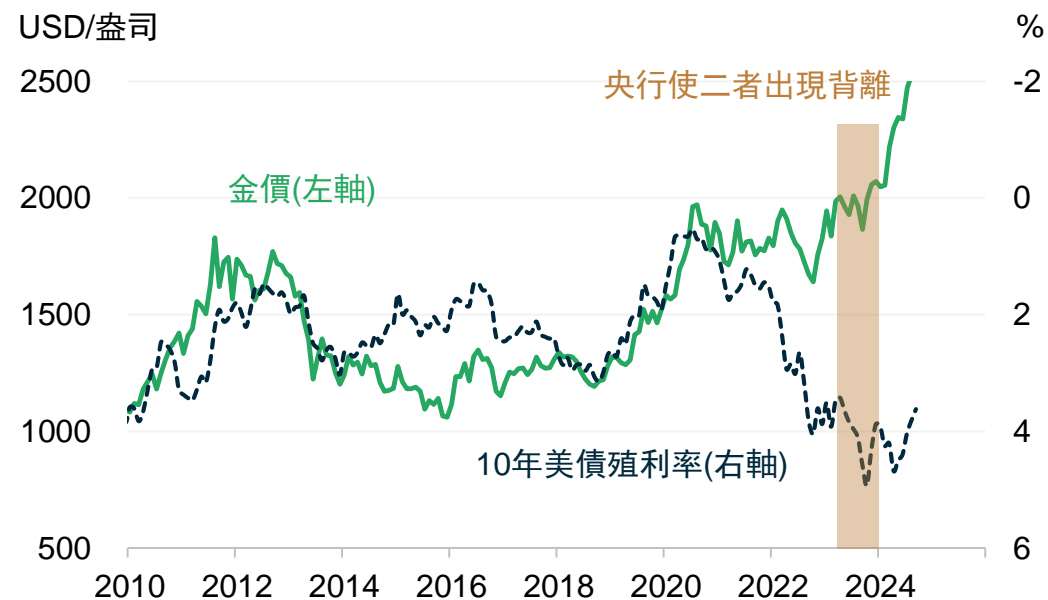
今年以來, 中國通縮陰影持續, 在股房雙跌之下, 市場出現資產荒, 導致年輕人搶買金豆子避險保值的新聞頻傳, 加上市場早早預期9月Fed降息的到來, 更為今年的金價漲勢加油添火。惟市場目前應大致反應央行買盤、Fed寬鬆的利多因素, 有鑑於此, 雖然金價多頭有望延續, 但後續應留意震盪機會將有所增加。

央行持有黃金量持續升高



資料來源: Bloomberg。

隨美債殖利率回落, 後續應能支撐金價於高位震盪



資料來源: Bloomberg。

## 揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及媒體記者之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1

TEL: 8722-6666