

升息循環告終，推升股債市多頭

2023 年 12 月

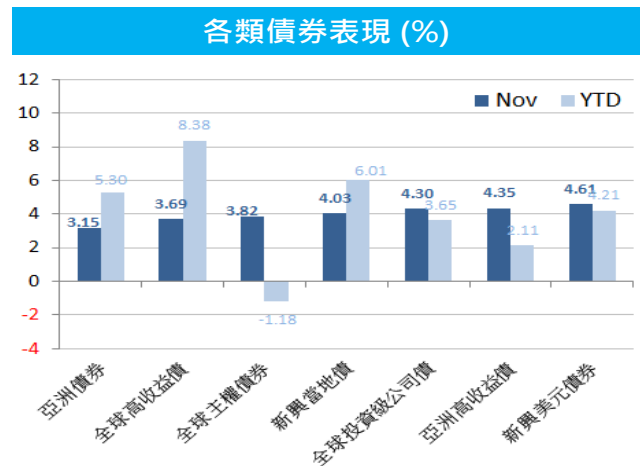
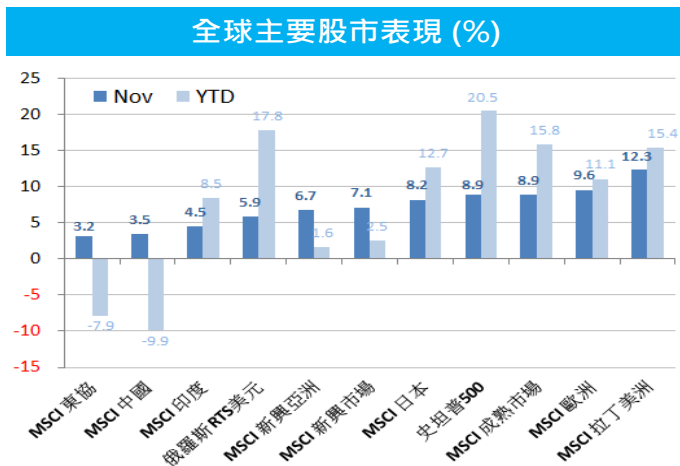
以色列與哈瑪斯戰事未擴大、油價持續溫和下跌，而近期公布的美國通膨數據持續下行且低於預期，加上就業市場也有轉疲跡象，令金融市場強烈預期 Fed 此輪升息循環已告終，美國 10 年期公債殖利率自 10 月一度站上 5.0% 大關後一路走低，11 月下旬更一度來到 4.40% 附近，推升全球股債市全面走高。至 11 月 24 日止，當月全球股市全數上揚，成熟市場大漲 8.9%，整體新興市場漲幅也高達 7.1%，表現最弱的仍是中國與受中國影響大的東協，但漲幅亦皆在 3% 以上。此外，當月各類債券都有不錯表現，漲幅在 3.15%~4.61% 之間，也順利扭轉了今年來多數債券下跌的局面。

在歷經連續三季的年度衰退後，美股 Q3 財報公布獲利年增 3.96%，較原先預期衰退近 1% 超出許多。然而，由於高利率、儲蓄減少及恢復學貸還款，令許多公司對 Q4 展望保守，獲利預期由一個月前的成長 6.2% 下修至 2.3%。不過，整體而言，企業獲利已逐步走出衰退，2023 年預期為衰退 3.2%，但 2024 年可望有 11.08% 的正成長。

美國 10 月 CPI 年增率自 3.7% 進一步降至 3.2%，扣除食品與能源的核心 CPI 年率亦降至 4.0%，續創 2021 年 9 月以來最低。此外，10 月非農就業新增人數僅 15 萬，僅為前月的一半，失業率則上升至 3.9%。通膨與就業數據都明顯走軟，令市場對未來利率持平不動的預期更為篤定。雖然 Fed 官員對未來利率看法仍不一致、鮑爾仍強調通膨難解，將維持利率在高點一段時間；不過，利率期貨目前則預估 Fed 將按兵不動僅到明年 3 月，5 月開始啟動降息，全年降幅將超過 4 碼。

日本仍是我們相當看好的區域。11 月岸田政府計畫推出規模 17 兆日圓臨時預算，提供民眾減稅及低收入家庭補助，以實現持續性薪資成長及強化經濟動能；而日銀總裁植田則認為日本實現 2% 通膨目標的可能性正逐步增加，雖然明年春鬥的成果可能令貨幣政策開始調整，但整體仍偏向寬鬆且步調緩慢，在財政與貨幣政策共同發力下，可望加快日本經濟成長的速度。

由於全球通膨持續降溫、就業市場轉疲，預期 Fed 升息循環已然告終，公債殖利率將持續緩步走跌，全球股債市多頭將得到明顯支撐，我們看好日本、台韓、印度、歐洲等市場。此外，我們認為債市震盪過後仍將持續多頭趨勢，投資級公司債仍為最佳選擇，可在此階段逢低分批布局。



資料來源：Bloomberg，至 11 月 24 日止

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

美國股市：旺季銷售有疑慮，2024 年聚焦成長型產業

標普 500 交出亮麗 Q3 財報，但包括零售、汽車、與部分科技產業廠商對第四季看法保守。面對持續的通貨膨脹以及不斷走高的利率，零售商對消費者在今年購物季花費並不樂觀，連蘋果也釋出對消費旺季的業績持謹慎的看法。

美國 10 月耐久財訂單數據同樣支持景氣動能放緩。10 月耐久財訂單下降 5.4%，低於預估中值下滑 3.2%，如果不是因為軍用裝備訂單強勁成長，整體耐久財訂單會更加疲弱。放緩原因可歸咎於汽車業集體罷工，但利率走高對需求的衝擊，也無法輕忽。

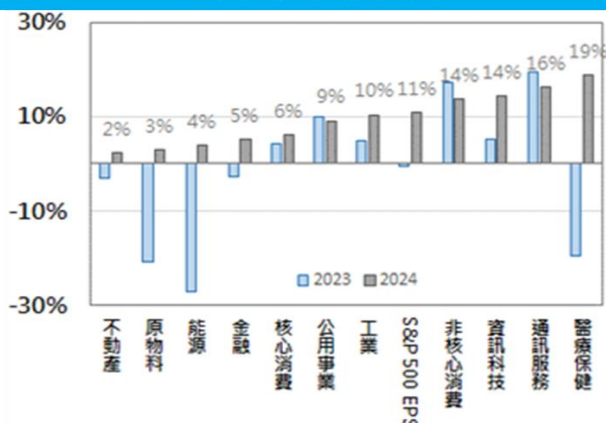
美國罷工運動讓所有企業膽戰心驚。從美國編劇協會和電視製片人聯盟(AMPTP)、美國汽車工人工會(UAW)、星巴克、醫療機構等大型罷工事件可觀察到，最終都是資方妥協比例較高。這也讓其他領域的工會蠢蠢欲動，傳出工會已把矛頭轉向 Tesla、Toyota 與福斯。預料在美國勞動力缺乏的現實下、加上 2024 年即將進行美國總統大選，企業薪資調漲將無法避免，這固然會傷害企業獲利，但對於整體消費的提升將有正面當助。

AI 領域利多頻傳。首先 Nvidia 交出亮麗財報，第三季稅後盈餘 92.4 億美元，同比暴漲 12 倍，季增 49.5%，預估 Q4 營收 200 億美元，單季環比成長 10%，獲利持續增長趨勢；OpenAI 執行長一度傳出遭董事會撤換，幾經波折後依舊留任，但也傳出事件起因是 OpenAI 在人工智慧領域有重大突破，帶動科技龍頭股價再度走高。

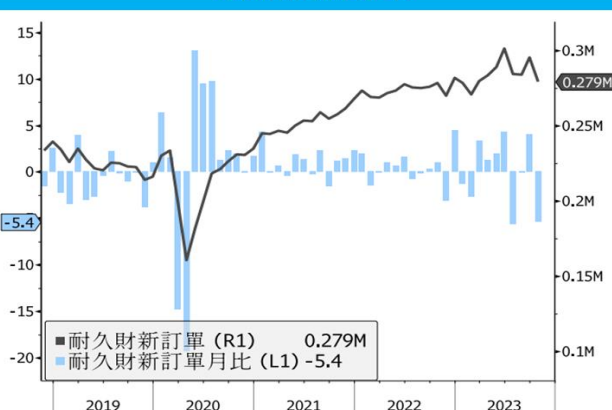
美股 2024 年盈餘成長率預估+11%，其中醫療與科技類股成長性最佳。在 2023 年經歷半導體、PC、手機等產業的庫存調整，企業也因看壞景氣大舉裁員，預估 2024 年企業獲利回升，成長型產業如科技、醫療有新產品、新應用帶動需求，包括 AI、VR、減肥藥等市場仍具想像空間。

2024 年美國即將進行總統大選，目前看來川普與拜登對決機會高。川普近期痛批「印太經濟架構」(IPEF)，反對拜登的氣候變遷法案，表示上任後最大限度提高化石能源產量，故未來一年美國政策不確定性可能造成市場保守情緒上升。然而就長線角度，2024 年步入聯準會降息循環，市場目前的爭論是時機是在 2024 年第二季或第三季，而美國就業市場健康，消費無大幅惡化跡象，無須因短期市場震盪過度悲觀，可以長線布局角度等待 2024 年的降息行情發酵。

標普500盈餘成長率



美國耐久財訂單



資料來源：彭博，2023/11/23

歐洲股市：通膨大幅放緩，期待利率政策轉向

歐洲通膨有緩解跡象，市場期待歐洲央行結束升息循環。歐元區 10 月消費者物價指數年增 2.9%，增幅低於前月的 4.3%，並為 2021 年 7 月以來的最低水位；英國 10 月消費者物價指數增速從 9 月的 6.7% 大幅下降至 4.6%，為 2021 年 11 月以來新低。通膨回落讓市場相信 ECB 升息循環告終，並於 2024 年啟動降息。

歐元區 11 月 ZEW 經濟景氣指數升至 13.8，遠高於前值 2.3，然而歐元區 11 月 ZEW 經濟現況指數則由負 52.4 跌至負 61.8，仍在谷底；德國 11 月 ZEW 經濟景氣指數月升 10.9 點，然而德國 11 月 ZEW 經濟現狀指數微升 0.1 點，顯然預期指標扭轉主要歸功於對利率政策的期待，最壞情況已經過去，但經濟何時能重回擴張仍不明朗。

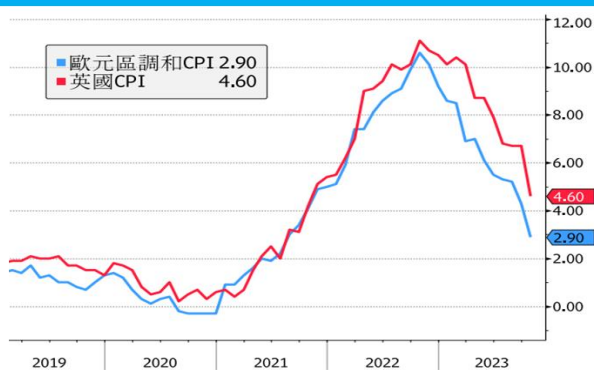
歐洲的經濟成長雖仍有疑慮，但企業已對 2024 年的業績表現發出樂觀預期。預估泛歐 600 指數相較於 2023 年的盈餘衰退，2024 年將可達到 6.2% 的盈餘年增率。觀察產業組成，醫療保健、工業與科技類股將是 2024 年成長主軸，顯然過去一年的庫存調整與疫情的影響淡化，企業在經過裁員與重新聚焦後對 2024 年並不悲觀。

由印度舉辦的 G20 線上視訊會議中，俄羅斯總統普丁稱俄國已準備好結束俄烏戰爭。面對美國向烏克蘭提供軍事援助數量下滑的局面，歐洲國家著手填補這一缺口，並承諾會給予基輔新的支持。目前俄烏戰爭陷入膠著，若有停戰談判，預料將大幅改善歐股投資氣氛。

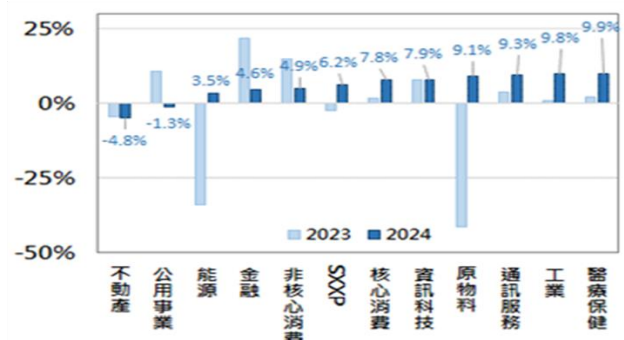
宣稱要大力援烏的德國出現財政問題。德國最高憲法法院於 11 月裁決，蕭茲政府意圖將防疫基金剩餘的 600 億歐元，轉移到氣候轉型基金的想法違憲。德國財政部隨即發布緊急通知，暫停聯邦預算中幾乎所有領域的支出計劃。正等待德國政府挹注資金的計畫包括台積電在德勒斯登的晶片廠，預計獲得 50 億歐元政府補貼，以及英特爾在德國東部馬德堡廠，將能獲得 100 億歐元補貼。來自綠黨的經濟部長哈貝克希望擴大財政支出救經濟，但來自財政保守的自由民主黨的財政部長林德納反對加稅和放寬支出法規，德國聯合內閣內部的意見紛歧，也讓德國的經濟復甦的不確定性升高。

展望 2024 年，歐洲受惠於利率政策轉向寬鬆，同時巴黎奧運刺激觀光兩大利多，預估泛歐 600 指數盈餘成長 6.2%。過去兩年，地緣政治問題如俄烏戰爭、以哈衝突對歐股表現都造成傷害，預料 2024 年有機會迎來衝突降溫，屆時歐股市場氣氛也將隨之改善。

歐元區與英國CPI



泛歐600指數2023、2024盈餘成長率預估



資料來源：Bloomberg · 2023/11/23

日本股市：巴菲特再發日債、日本個人免稅帳戶額度翻倍，資金動能不虞匱乏

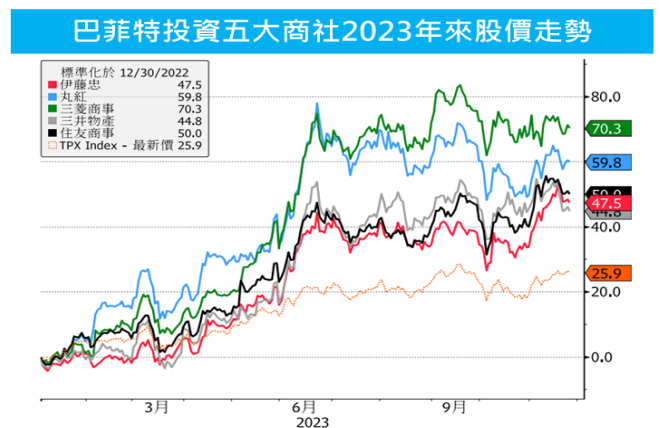
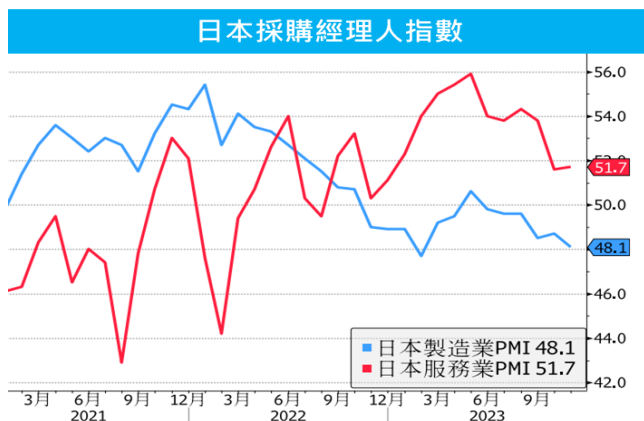
日本製造業 PMI 從 10 月 48.7 降至 11 月 48.1，產出與新訂單雙雙減少，顯然受國際需求疲弱波及；11 月服務業 PMI 為 51.7，較 10 月 51.6 小幅走高。整體來看日本經濟復甦力道放緩，預料將使日本央行放緩退出寬鬆政策步伐。

日本全國最大聯合工會組織「日本勞動組合總連合會」(RENGO) 計劃在 2024 年的年度薪資談判中敦促企業加薪“至少 5%”，市場普遍預計 2024 年企業薪資漲幅會高於 2023 年，達到 4~5%，薪資走高將可支撐消費加溫。日本央行總裁植田河男多次強調，貨幣政策正常化的關鍵在於薪資能否恢復增長，並確認能否達成 2% 通膨目標，故市場普遍預期在 2024 年企業薪資談判後，日本央行可望調整貨幣寬鬆政策。然而考量日本經濟成長力道並不特別強勁，日本央行不願揭露退出寬鬆政策時點以及方法，這也讓美元兌日圓匯率持續在 150 上下震盪。

巴菲特掌管的波克夏 11 月再度發行日圓債，發行總額為 1,220 億日圓(以 1 美元兌 149.4 日圓計算，相當於 8.17 億美元)。此將為波克夏今年來第二度發行日圓債，也是波克夏第七度發行日圓債。預計加碼標的仍為原持股五大商社，也有媒體認為可能布局汽車與金融族群。波克夏於第三季持續減碼包括通用汽車、嬌生、亞馬遜、惠普等美股部位，現金水位續創歷史新高，然而就所投資的日股標的來看，並沒有申報減碼動作，顯然持續看好日股投資部位，預料後續加碼日股時仍將吸引全球投資人的關注。

2023 年日股買超推手主要是外資與公司買回庫藏股，並未看到日本個人投資者大規模進場。日本政府在 2024 年起將「日本個人儲蓄帳戶」(NISA) 的投資金額翻倍，由原先每年可投資 180 萬日圓拉高至 360 萬日圓，在金額限制內投資股市享有免稅優惠。雖然 NISA 允許日本民衆投資海內外標的，但預料在巴菲特看好日股、外資持續買超等利多因素下，日本投資人也將利用免稅額度加大日股布局，成為推升 2024 年日股動能。

2023 會計年度 TOPIX 指數盈餘成長 12.3%，預估 2024 年盈餘成長率為 8.1%。以其指數 PE 約在 13~14 倍，PB 約 1.3~1.4 倍，日股低評價、高股息特性已具長線投資價值。岸田內閣的支持率已低於三成，預料日本政府在財政刺激政策上並不會減碼。故 2024 年日股投資可期待政府推動財政刺激、公司與個人投資者擴大日股部位，配合巴菲特加碼五大商社，與半導體、電動車等產業利多，預料日股市場仍將吸引全球投資人關注。



資料來源：彭博

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

新興亞洲：廠商積極去庫存，亞洲經濟逐漸走出低谷

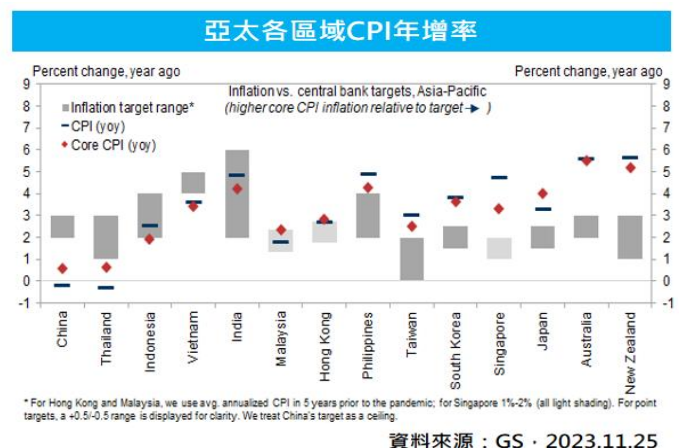
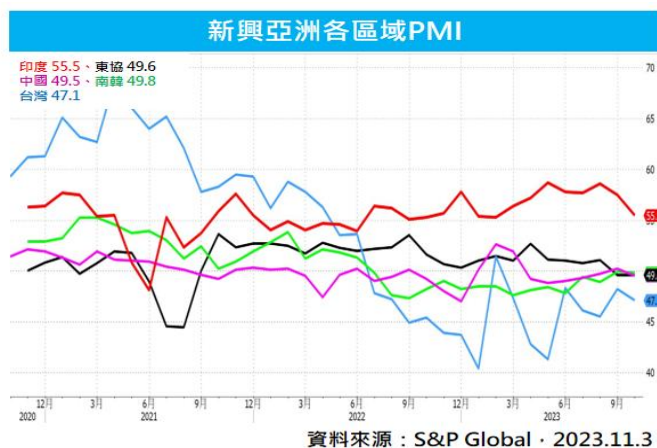
2023 年 11 月份，新興亞洲股市在美國聯準會會議中透露升息高點已近之後，帶動美債殖利率下行，全球股市普遍反彈，亞洲股市也同步上漲，截至 11/27，亞洲不含日本指數(MXAPJ)過去一個月上漲了 7.30%。中美關係在拜習會後改善，中國政府也陸續針對房地產推出支持政策，但中國股市漲幅卻是亞股之中最少的，顯示信心依然低迷，國企指數單月上漲 0.77%，上証綜合指數則上漲 2.66%。台股在外資回流下股匯齊揚，電子權值帶頭反彈，加權指數單月上漲 5.99%。南韓 KOSPI 指數伴隨美國科技股單月上漲 4.75%。東南亞股市也見反彈，MSCI 東協指數單月上漲 5.28 %。印度 SENSEX 指數單月則上漲 3.28 %。

11 月亞洲股市反彈最主要的原因仍是美國聯準會態度的改變，官員們雖然不放棄升息的可能，強調利率必須保持限制性，但自從 11 月會議結束以來，沒有任何官員強烈支持在 12 月的會議上升息，這讓殖利率走低，美元走弱，也讓資金回流亞洲，帶動亞股走揚。

然而亞洲經濟平穩也是上漲的原因，10 月製造業 PMI 較 9 月小幅下滑，中國製造業 PMI 指數跌破 50，但仍在 49.5，中國內需在房地產的負面影響下，表現平平，而且疫情後的紅利將過，2023 年 GDP 保 5 不是問題，但明年的經濟增速恐放緩。東北亞台、韓的出口因消費旺季拉貨潮而走穩，製造業 PMI 雖仍在萎縮區間，但沒有惡化。東南亞製造業 PMI 則持平在 49.6，越南、緬甸和泰國的 PMI 進一步下滑，馬來西亞則維持不變，只有印尼的 PMI 顯示景氣較前月擴張。印度製造業 PMI 降至 55.5，創 8 個月低，但仍高於其長期均值 53.9，以及連續 28 個月擴張，是亞洲表現最好的國家。

近幾個月一些亞太經濟體的整體 CPI 和 PPI 數據出現反彈，這在很大程度上是由於油價從 5 月至 6 月的低點到 10 月的上漲。但 10 月之後油價已經下滑，未來通膨數據將有所緩解。但各地區的通膨表現並不一致，人均所得較高的國家 CPI 普遍高於央行目標區間，如日、台、韓、新等國家，主要是薪資通膨已經墊高了這些國家的基礎通膨，但近期已有緩和跡象，對消費動能的影響在可控範圍。要關注的反而是中國及泰國的 CPI 明顯低於水準，尤其是中國 CPI 為 -0.2%，通縮風險近在咫尺，在貨幣政策上需要進一步的寬鬆。

整體而言，新興亞洲市場經濟增速穩定，東北亞在庫存周期循環帶動出口復原的幫助下，企業獲利可望由負轉正。印度、東南亞則因內需及受惠於中國供應鏈外移，經濟及企業獲利可望保持一定增長，加上短期景氣將隨消費旺季逐步回溫，亞洲股市除中國外仍中長期看多。



中國：2024 年經濟增速將放緩，股市看法保守

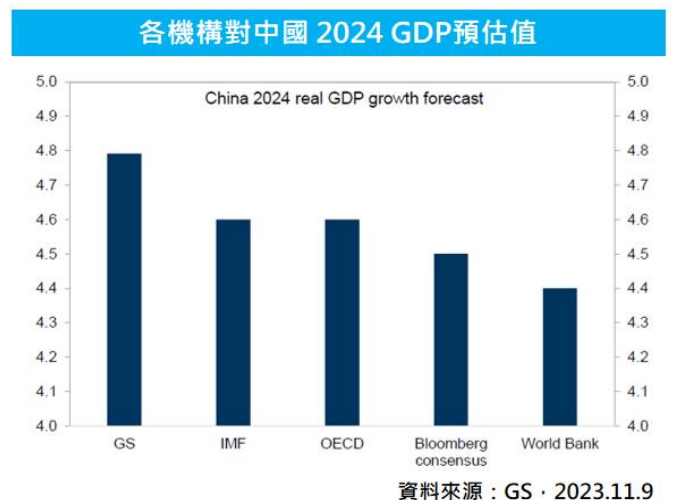
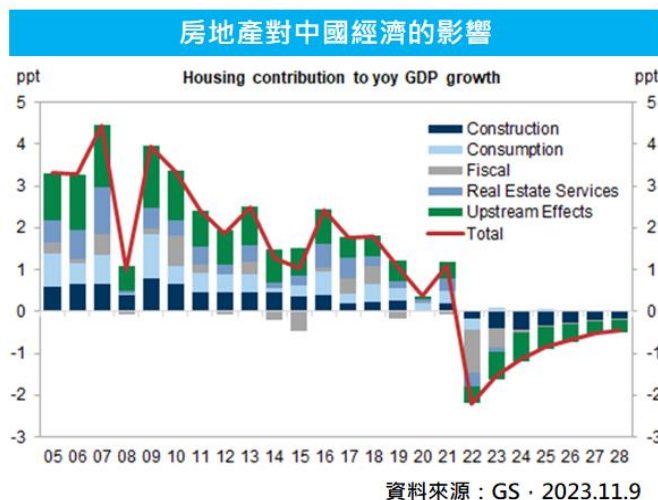
中國製造業 PMI 再度回到萎縮區間，10 月官方製造業 PMI 錄得 49.5，較 9 月回落 0.7%，財新 PMI 同為 49.5，較 9 月下降 1.1%，雙重回收縮區間。一方面是因為十一長假的影響，另一方面則是因為海外需求持續的下降，10 月製造業景氣平平。中國官方服務業 PMI 為 50.1，下降 0.8%。財新為 50.4，較 9 月上升 0.2%。新訂單、價格、就業等分項都已經低於或接近 50。與旅遊出行相關的鐵路運輸、航空運輸、住宿、餐飲、行業仍表現不差，但其他則表現不佳，服務業的進一步放緩，讓製造業的復甦可能僅是曇花一現，由近期中國 PMI 的數字來看，疫後復甦紅利已經結束。

近期的就業市場沒有看到太多的改善，PMI 的就業分項普遍放緩，失業率維持在 5.2%，薪資增速由 7.2% 放緩至 4.5%，家計單位全收入由 8.4% 下降至 5.9%，收入減少使得民眾的消費保守，雙十一買氣根據市調 77% 的民眾表示不會增加消費，京東、阿里巴巴旗下淘天集團兩大電商今年連續第二年未公布實際銷售數據，僅宣稱成交額、訂單量、用戶數創新高，實際狀況恐難樂觀。

房地產仍然是中國目前最大的負面因素，10 月 70 個大中城市新屋價格較 9 月下跌 0.38%，跌幅大於 9 月的 0.3%，為 2015 年以來最大。其中，有 56 個城市報告新屋價格在 10 月下降，為 2020 年 10 月以來最多。成屋市場也沒有轉好，10 月平均價格下跌 0.58%，跌幅為 2014 年 10 月以來最大，往年的金九銀十並未發生。彭博預計到 2026 年，房地產占 GDP 的比重將從 2018 年的 24% 降至 16%，這表示將有約 500 萬人面臨失業。相當於城鎮就業人口的 1.1%，樓市調整持續透過財富效應，及就業和收入減少並拖累消費，經濟調整時間將持續數年。

政府對經濟的刺激政策將會成為經濟的重要動能，10 月 24 日中國宣布將在 Q4 增發國債 1 兆元，並轉發給地方，除了提振社會信心之外，另外就是解決地方政府城投債籌資困難的問題，尤其是今年 5% GDP 不難達到的狀況下，財政政策加碼可以說是對明年穩增長的宣示。彭博預估新增國債將給 2023 年下半年和 2024 年的經濟成長分別帶來 1.9% 和 1.8% 的提振，但經濟增速下滑恐難以避免各機構對中國的 GDP 預估都低於今年的 5%，落在 4.4%~4.8% 之間。

考慮到中國經濟將在未來幾年持續受到不利的人口結構、房地產及地方債務去槓桿、以及供應鏈外移的拖累，我們仍對中國的經濟及股市看法保守。



印度：經濟增速維持高檔，中長期看好

印度製造業 PMI 保持在高位，10 月製造業 PMI 雖然由 9 月 57.5，降至 55.5，但仍連續 28 個月擴張。新訂單、生產、出口訂單等分項都仍成長。10 月服務業 PMI 回落至 58.4，增速為自 3 月以來最慢，低於 9 月的 61 及市場預期的 60.5，但仍然保持連續 27 個月擴張，廠商表示對未來通膨感到擔憂，表示可能會因通膨而讓需求減弱，但 CPI 正在下滑，我們認為對景氣影響有限，經濟將保持高速擴張。

我們預期印度經濟在 2024 年將持續保持韌性，年增率大致與今年相近為 6% 上下，主要以內需動能為主。由於適逢印度大選，政府支出及補貼將帶動私人消費，中央政府增加了對農村就業計劃的撥款、提高燃氣補貼以及延長了食品補貼計劃，此外，州政府在大選前也進行了大量財政支出，預計這些補貼都將幫助內需消費成長。過去三個選舉期，政府在選舉前都會增加支出或進行補貼，此次也不例外。

由執政黨 BJP(印度人民黨)所主導的全民民主聯盟(NDA)目前在民調上領先，反對聯盟印度國家發展包容性聯盟(INDIA)在席次數上難以與其抗衡。由於莫迪政府的連任機率極大，印度政府的印度製造發展計畫將延續，相關的基礎建設等資本投資成長將維持高速成長。雖然印度私人投資約佔總投資的 75%，但主要由公共資本支出的帶動。過去三年，在莫迪政府帶領下，政府資本支出年增長率達 33%，從 2018 財年至 2020 財年平均佔 GDP 的 1.5% 左右，增至 2024 財年佔 GDP 的 3.3%。加上隨著跨國公司重新規劃其供應鏈以實現更可靠的採購和製造，印度製造正在實現。

至於企業擔心的通膨問題，印度的 CPI 隨農產品供應的恢復，10 月已下降至 4.87%。但由於全球氣候變遷造成的不穩定，中長期食物通膨難以避免，大致仍將維持在 5% 以上，加上薪資帶動的核心通膨，預測 2024 年通膨率大約在 5% 左右，保持在央行的 4-6% 目標區間，通膨問題可控。

雖然地緣政治風險增加和中國持續的宏觀挑戰可能會給整體亞太區域成長前景帶來下行壓力，但印度經濟與中國終端需求的經濟關聯性低，印度股市與中國股市的連動性也低，這讓印度經濟和股市受到中國風險的影響相對較小。我們對 2024 年印度內需看法樂觀，外部環境趨緩但影響有限，印度製造持續發酵，對明年股市看法正面。

印度選舉民調

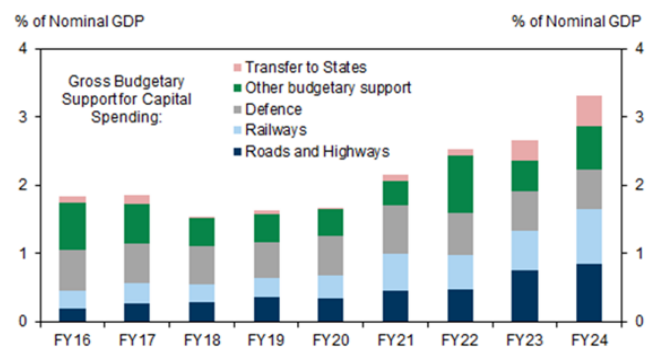
Lok Sabha (Total seats: 543, Simple majority: 272)			
	NDA	INDIA	Others
India TV-CNX	315	172	56
Times Now-ETG	311	175	57
India Today MOTN	306	193	44
Median of polls	311	175	56

Note: NDA: National Democratic Alliance, INDIA: Indian National Developmental Inclusive Alliance, MOTN: Mood of the Nation.

Source: Various news portals and Nomura Global Economics

資料來源：Nomura · 2023.11.6

印度政府投資佔GDP%



NOTE: Years are in fiscal years. FY2024 runs from April 2023 to March 2024. Before FY16, transfer to states is captured in other budgetary support.

資料來源：GS · 2023.11.14

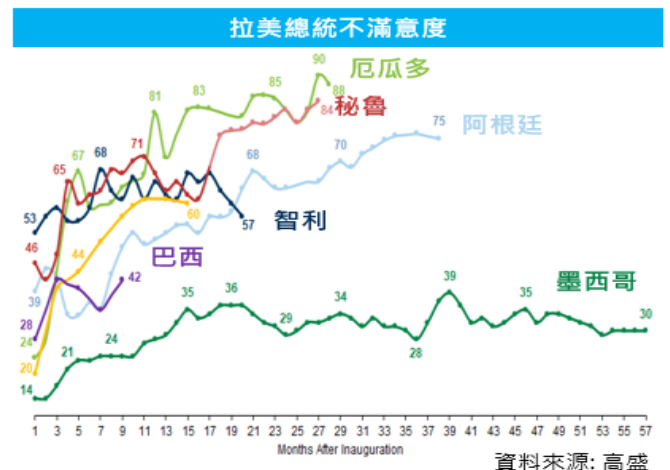
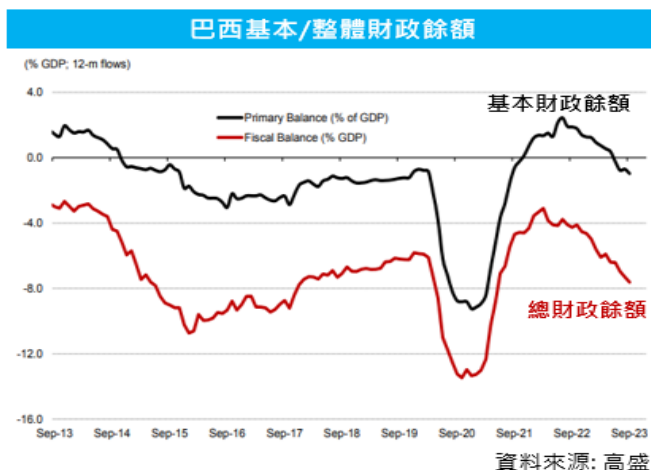
拉丁美洲：巴西明年降息步調將左右區域股市表現

巴西 10 月製造業 PMI 連續兩個月低於 50，主要受銷售情況不佳所影響，新產品訂單連二降，並以 6 月以來最快速度下滑。再者，阿根廷經濟狀況不佳，全球需求低迷和國際競爭加劇使該國新出口訂單也以 3 月以來最快速度下滑。巴西財政部長認為今年第三季經濟表現不佳，因為高借貸成本和較低的大宗商品價格影響了企業業績從而拖累政府稅收。巴西的經濟政策秘書處 11/21 發布報告顯示，財政部分別下調了今明兩年的經濟成長預測值至 3.0% 及 2.2%，低於 9 月時所預估的 3.2% 及 2.3%，主要反映地緣政治衝突爆發導致外部環境不確定性增加，並預期中國經濟成長放緩和美國利率在較長時間內維持在較高水平的前景，不過該預估仍比市場預期的 2.85% 及 1.5% 更為樂觀。

巴西央行在維持基準利率穩定近一年以抑制通膨後，於今年 8 月啟動了利率寬鬆週期，至今已調降指標利率 150 個基點至 12.25%，央行並表示預計在接下來兩次會議上分別降息 50 個基點。政府同時也將今年總體通膨率預測從先前的 4.85% 下調至 4.66%。然而，值得注意的是官方預估明年消費者物價將成長 3.55%，高於先前預測的 3.40%，顯示巴西在抑制通膨方面仍有待努力，央行明年也有降息趨緩的可能性，未來巴西與美國降息步調的消長料將左右拉美區域的匯價與股市表現。

巴西政府在 3 月公布新財政框架時曾樂觀預估今年政府基本財政赤字佔 GDP 比佔僅為 0.5%，但繼 9 月將赤字預估值上調至 1.3% 後，11 月下旬再度將至 1.7%。高盛認為依傳統央行會計方法計算，巴西今年基本財政赤字佔 GDP 恐來到 1.9%。巴西政府近來無意遏制支出，魯拉政府執政首年的公共債務總額佔 GDP 的比重也恢復上行趨勢，不利其財政體質。此外，由於拉美利率偏高對利息支付帶來壓力，加上該區域公共債務負擔也高於其他新興市場，因此預期明年拉美整體財政和公共部門債務表現將較其他新興市場更為弱勢。

在政治方面，明年將有墨西哥與委內瑞拉舉行大選，巴西也將迎來市長選舉。除了墨西哥與智利外，拉丁美洲民眾對於現任總統的不滿意度升高，巴西總統魯拉的不滿意度也從低於 3 成升至超過 4 成，明年 10 月地方選舉將被視為執政聯盟的期中考。再者，墨西哥的墨西哥市前市長辛鮑姆(Claudia Sheinbaum)將代表執政聯盟明年 6 月參選總統，因現任總統支持度穩定，辛鮑姆被視為下屆總統熱門人選，執政聯盟也立下取得國會 2/3 席次的目標。此外，委內瑞拉馬杜羅政府承諾明年下半年舉行大選，美國 10/18 也宣布解除部分對委國能源出口制裁措施。具高得票率反對黨前議員馬查多(Maria Corina Machado)能否取得勝利將是觀察重點。



本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

礦業類股：中國房市未影響鋼鐵出口，鐵礦砂庫存可望回補

摩根大通 10 月全球製造業 PMI 指數由 9 月的 49.2 下滑至 48.81，因產出分項連 5 月收縮，且需求不足導致製造商的樂觀情緒降至 11 個月以來的最低水準。PMI 數值最低的七國全數為歐洲國家。亞洲國家表現則好壞雜陳。若按部門分析，數據惡化部分集中於中間品和資本財，消費品生產反而以 5 個月來最快速度增長。

中國近期不斷推出房市刺激政策，但由於市場對於房企信心不足，加上中國經濟表現不佳，使民眾轉向價格較低的二手房市場，因此成屋銷售仍顯疲弱。中國最大的資金管理公司中植集團 11/22 發出《致歉信》承認該集團存在重大持續經營風險，相關負債本息規模高達 4,600 億元人民幣，但資產市值僅 2,000 億元人民幣，嚴重資不抵債，引發大陸房地產債務危機蔓延至金融領域的擔憂。為因應房市問題，中國官方近期加大救市力道，除了監管機構下達“三個不低於”要求、提出 50 家房企白名單、對開發商提供無抵押貸款、透過銀行協商融資計劃外，地方政府也有所因應，深圳 11/23 將第二套普通及非普通房貸最低首付由 70%、80% 統一調降至 40%，對房市料帶來穩定效果。

雖然中國房市不佳影響中國鋼鐵部分需求，但因今年下半年人民幣持續貶值，對於中國鋼鐵出口報價極具優勢，中國鋼鐵業者認為外銷市場利潤可望持續高於本地市場。事實上，中國 8 月的鋼材出口年比已大幅高於去年同期。9 月成品鋼材出口較去年同期成長 61.8%，年增幅創今年新高。今年前 9 個月，中國鋼鐵出口量較其去年同期更是成長 32%，與其他各國相比也遙遙領先。

此外，中國政府也積極加大基礎建設計劃，彭博 11/14 也報導，中國政府可能將提供總規模至少 1 兆元人民幣，進行包括保障性住房、城中村改造和「平急兩用」基礎設施的「三大工程」計畫，上述計畫若得以實現，將為原物料市場需求提供龐大動能。

高盛先前預期今年下半年中國可能實施的鋼鐵減產政策至今並未成真，中國鋼鐵生產持續增長，下半年更可望創下有記錄以來的次高產量，同時也帶動市場對於鐵礦砂的需求，即使在鋼鐵價格較低的情況下，產量與銷售量仍保持流動性，SteelMint 估計，如果中國不實施限產措施，中國鋼鐵產量到年底可望較去年增加 5%。

中植系 8 月爆出逾期兌付後，市場對相關問題已有準備，且中國官方最近加大救市力道，可望降低相關問題的負面影響。目前鐵礦砂鋼廠庫存水準偏低，中國港口鐵礦砂庫存更處於 16 年低點，未來庫存回補力道值得期待。人民幣弱勢推動鋼鐵出口，中國擴大基建規模及聯準會升息循環已到盡頭，美元偏弱料為明年主基調，上述因素均有利原物料走勢，預期礦業明年將有表現機會。



中國中央近期救市政策	
日期	措施
11/17	中國央行、金融監管總局、證監會召開金融機構座談會，並下達“三個不低於”要求。
11/20	彭博社報導，中國監管部門擬制定 50 家房企“白名單”。
11/22	彭博社報導，碧桂園、遠洋集團、旭輝控股已被列入白名單。
11/23	彭博社報導，中國可能首次允許銀行向合格的開發商提供無抵押短期貸款；並考慮建立機制，由一家銀行牽頭，透過與債權銀行協調融資計劃，制定房企金融支持方案。

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

固定收益：經濟數據轉疲、升息循環告終，債市撥雲見日

以色列與哈瑪斯戰事未擴大、油價持續溫和下跌，而美國通膨數據持續下行且低於預期，加上就業市場也有轉疲跡象，金融市場強烈預期 Fed 此輪升息循環已告終，美國 10 年期公債殖利率自 10 月一度站上 5.0% 大關後一路走低，11 月下旬更一度來到 4.40% 附近。至 11 月 24 日止，當月各類債券都有不錯表現，漲幅在 3.15%~4.61% 之間，也順利扭轉了今年來多數債券下跌的局面。

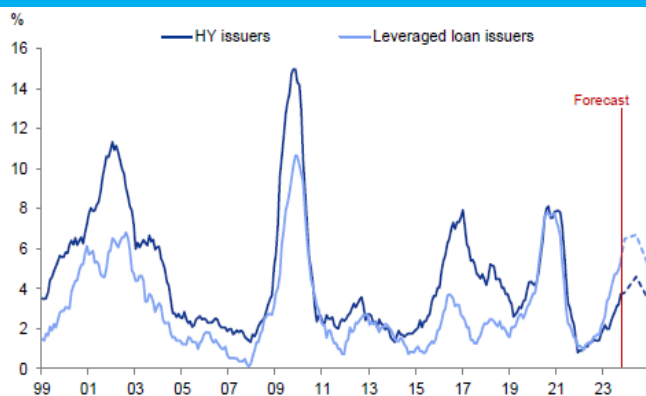
美國 10 月 CPI 年增率自 3.7% 進一步降至 3.2%，低於預期的 3.3%；月增率則自 0.4% 降至 0%。此外，扣除食品與能源的核心 CPI 年率則自 4.1% 降至 4.0%，續創 2021 年 9 月以來最低，月增率降至 0.2%，都低於市場預期。影響通膨的項目中，能源下滑、核心商品通膨幾乎消失，食品的貢獻度亦縮窄，唯一頑強的通膨仍在於服務業。租金、運輸服務、醫療、娛樂等項目上揚，貢獻度最高的住房成本指數 10 月月增率降至 0.3%，年增率則自 7.2% 降至 6.7%，影響力逐步趨緩。此外，PPI 的變化也反應出類似的情況。

美國就業市場也出現轉疲的跡象。10 月非農就業新增人數僅 15 萬，低於預期的 18 萬和前月的 29.7 萬人，而 8-9 月新增就業數更一併下修 10.1 萬。就業增加的領域主要在政府、教育與醫療服務等，但製造業及運輸倉儲則出現下降。10 月失業率同步上升至 3.9%，為 2022 年來最高；勞動參與率微降至 62.7%，仍維持在三年來高檔區。此外，勞工平均時薪月增幅持平於 0.2%，年增幅自 4.2% 降至 4.1%，為 2021 年中來最低，顯示薪資成長有所緩和。此外，至 11/11 日當週，持續申領失業金人數為 184 萬人，接近兩年來最高區域，明確顯示失去工作的人求職比以前更困難。

由於美國民眾在疫情期間累積的超額儲蓄可能在明年上半用罄，加上恢復學貸還款和高利率的打擊，近期沃爾瑪和 Target 等零售商均不約而同警示消費動力轉弱的跡象。根據穆迪的統計，美國非投資級企業債務違約的情況在近期有惡化跡象，以金額比重計違約率已自一年前的 1.1% 增加到 2.2%；若以發債企業占比來看，則已攀升至 3.8%，集中在許多小型企業且與消費相關的領域中。

雖然 Fed 官員對未來利率看法仍不一致，但近期通膨與就業數據都明顯走軟，市場對未來利率持平不動的預期更為篤定。利率期貨目前預估 Fed 將按兵不動僅到明年 3 月，5 月將啟動降息，全年降幅將超過 4 碼。由於通膨持續降溫、升息終點可預見，預期公債殖利率可望緩步走跌，債市將恢復多頭趨勢，投資級公司債仍為最佳選擇，可在此階段分批布局。

高收益債與槓桿貸款違約率



資料來源：高盛證券

美國公債殖利率 vs 聯邦基準利率



資料來源：Bloomberg, 2023/11/27

外匯市場：多空因素交錯，國際美元漲勢趨緩轉趨震盪

11 月 FOMC 會議中，聯準會鷹派立場有所調整，不僅對於第三季經濟成長率強勁的表現輕描淡寫，主席鮑爾更對薪資、通膨降溫進展感到滿意，並稱若金融情勢持續緊縮，將影響後續政策決議。會後市場對於升息循環告終的預期大增，美股自十月底低檔反彈 10%、中長天期公債殖利率則脫離先前所創下的波段高位，呈現股債齊漲的狀況。影響所及，美國金融情勢已明顯不若第四季初般緊縮。然而，主席鮑爾在會後記者會中所留下的但書，包含 1) 金融情勢緊縮的狀況持續、2) 殖利率上升並不僅基於市場對於政策前景的預期，似乎皆與現況背道而馳。若投資人情緒維持樂觀、金融情勢持續放鬆，將為通膨回落至 2% 目標的過程增添風險。有鑑於此，預料月中的 FOMC 會議，聯準會再度按兵不動之餘，將持續釋出升息選項猶存的訊號，將有助緩和美債殖利率、美元指數持續下調的壓力。

另一方面，11 月下旬起財政部調整國庫券發行規模，由單週 3,790 億降至 3,640 億，是五月底以來首度向下調整，或反映年度預算卡關，短期融通法案刪減不必要支出，以及稅收狀況優於預期的情勢。國庫融資壓力有所改善，可望緩和財政部持續大舉發債、吸納資金回流的壓力，反倒限縮美元向上反彈的空間。正負因素交錯下，預料美元指數跌勢趨緩，轉趨區間震盪走勢。

歐元：ECB 鷹派立場調整、美元止跌，歐元漲勢趨緩

11 月初 FOMC 會議過後，市場對於聯準會升息循環落幕的預期大幅升溫，中長天期美債殖利率大幅回落，美歐利差則自高檔回降，由十月份的近四年新高 210bps，大減 30bp 至 180bps，降幅創下一年之最。外部壓力的消退，帶動歐元止跌反彈，一舉收復過去兩個月跌幅。

展望後市，焦點擺在月中 ECB 利率決議，前次會議中，ECB 再度強調利率水平已達長時延續，將對通膨回落產生顯著貢獻的水平，並稱貨幣政策的緊縮效果正持續導至實體經濟當中。此外，總裁拉加德對於經濟前景看法轉趨保守，主要考量金融情勢明顯趨緊，以及國內外需求疲軟的影響，雙雙反映無意再度升息的立場。而進入第四季中旬後，基本面疲軟及通膨續降的情勢並未改變，預料 ECB 本月會議按兵不動之際，鷹派立場將持續調整。與此同時，美元調整壓力可望趨緩，皆不利於歐元漲勢延續。綜上所述，預料歐元本月歐元漲勢趨緩，呈現先漲後跌情勢。

日圓：日銀料保持寬鬆，反彈動能受限

回顧 11 月，岸田推出 17 兆日圓的刺激計劃，旨在彌補民眾消費力及穩固政局，有助於日銀維持寬鬆政策，靜待薪資出現明顯成長，使日圓一度貶破 151；外部方面，美國景氣及通膨動能雙雙放緩，市場預期 Fed 將暫停升息，加上財政部縮減發債量，十年期美債殖利率自 5% 高點回落至 4.4%，國際美元從 106 點重挫至 103 點，帶動日圓回升至 149。

展望 12 月，日本十月通膨回升至 3.3%，主要反映蔬果及娛樂費用上漲的因素，隨著季節性因素消退、解封需求持續消化，預期通膨將延續緩降格局；此外，日本九月經常性薪資年增率上升至 1.4%，今年以來平均成長 1.1%，依舊不及央行期望，加上民眾實質消費持續衰退，顯示自發性需求不足，預期日銀於 12 月會議中將維持寬鬆立場，限縮日圓的反彈動能。

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

We Create Fortune

人民幣：內外因素支持，高檔震盪

回顧 11 月，拜習會順利落幕，雙方同意控制分歧，同時重啟軍事溝通管道，地緣政治風險降溫，緩解人民幣的貶值壓力；此外，隨著美國景氣及通膨增速放緩，市場預期 Fed 已結束升息循環，國際美元大幅下挫至 103 點，人民幣順勢從 7.3 揚升至 7.1 關口。

展望 12 月，人行將提供房企融資白名單，進一步擴大房市的支持力道，配合庫存去化取得進展、促消費政策持續發酵，有助於穩定基本面情勢；此外，考量美中關係回穩、美中利差收斂，加上年底季節性結匯需求浮現，雙雙緩解資金流出的壓力，在內外因素支持下，預期人民幣將呈現高檔震盪格局。

新興市場貨幣：南非幣區間震盪

過去一個月，南非幣升值 1.82%，主要受惠於市場對美國聯準會升息預期大幅降溫，甚至開始猜測明年降息時程，使得風險偏好升溫，資金重返新興市場，加上 10 月南非 CPI 上漲率雖然續揚至 5.9%，但主要是由非核心項目所推動，且仍處於央行 3%~6% 通膨目標區內，加上 11/1 南非礦產暨能源部大幅下調每公升油價近 2 蘭特，有助緩和通膨漲勢，而央行也一如市場預期連續第 3 度維持利率於 8.25% 的高水位不變，緩和市場對央行再次緊縮貨幣政策，進而打擊疲軟景氣的擔憂。

展望 12 月份，根據南非財政部長 11/1 於國會發表的期中財政預算政策報告，2023 年預算赤字較預期增加 547 億蘭特，使財政赤字占 GDP 比 4.9%，而 2023、2024 會計年度政府債務分別增至 4.8 兆、5.2 兆蘭特，以及估計償債成本占財政收入比從 2023 年的 1.7% 增至 2026 年的 22.1%，反映南非的經濟成長速度，並不足以支持不斷增加的支出與當前債務水準，預期將使市場對政府財政感到擔憂，限制蘭特走揚空間，短線續呈區間整理格局。

(以上外匯市場觀點，由元大投顧提供)