

# Fed 預防性降息兩碼，美大選前伺機布局

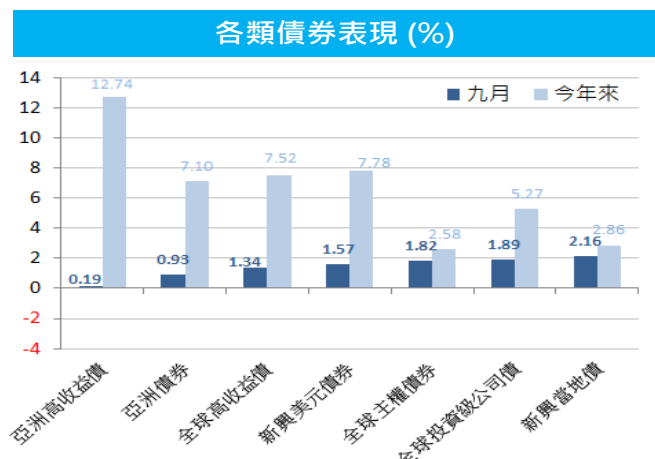
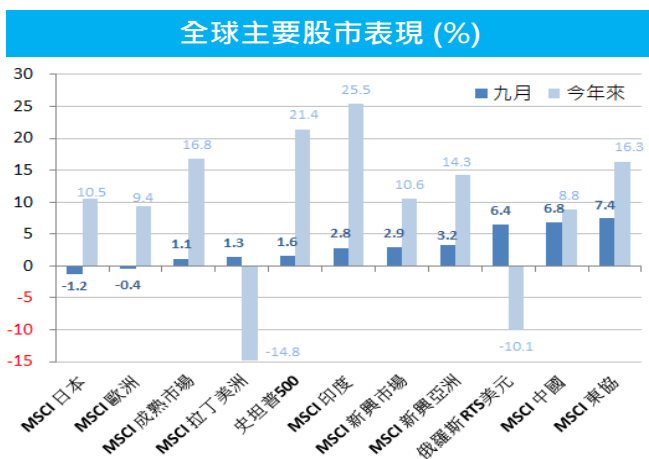
2024 年 10 月

9 月份 Fed 正式啟動降息循環，不僅未避開即將到來的美國大選，甚至還大動作降息兩碼，出乎市場的意料。鮑爾在記者會中稱降息兩碼是「重新校正」，將原本在 7 月應要降息的空間補上，但強調 50 個基點並非新常態，將繼續在每次會議上視情況做決定。此外，太平洋彼岸的中國也在 24 日宣布降準兩碼，並聯合金融相關部會推出大規模的政策組合拳，令疲態已久的中國股市有久旱逢甘霖的味道。至 9 月 24 日止，當月全球股市中多數均呈上揚，MSCI 世界指數漲幅為 1.3%。Fed 降息本就有利於新興市場，加上中國的政策刺激出爐，這令東協、中國、俄羅斯當月漲幅高達 6.4~7.4%，表現最佳。此外，啟動降息循環的效應，也令當月各類債券表現均為上揚，幅度在 0.2~2.2% 之間。全球主權債與投資級公司債漲幅均達 1.8%，新興當地債則更受惠於美元轉弱而上揚 2.16%。

FOMC 大動作降息兩碼至 4.75%~5.00%，超過多數經濟學家預期。不過，由於流動性仍充裕，每月 600 億的縮表速度不變。委員們的點陣圖，則預計今年仍有兩碼降息空間、明年續降四碼，降息終點站則在 3% 的中性利率附近。此外，Fed 在最新的季度經濟展望中預計，景氣持平、通膨降溫，但失業率則明顯攀升，在官方文件中提及失業風險的次數則較 6 月時驟升。這顯示失業風險在 Fed 關注項目中的地位大幅拉升，防患未然可能才是 Fed 大動作降息的主因。

在美國總統大選選情方面，9 月 10 日舉辦的首輪電視辯論，賀錦麗的表現似乎略勝一籌。根據 9 月 25 日 RCP 綜合民調顯示，賀錦麗支持度 49.2%，穩定領先川普的 47.1% 達 2.1%。此外，在 7 個搖擺州中，賀錦麗也在其中 4 個取得領先。不過，目前線上賭盤的押注，賀的勝選機率僅高於川普不到 5%，顯示五五波的基本盤並未改變。在選情緊繃的環境下，投資人會傾向觀望來規避不確定性，過去美國總統大選前股市多呈現修正走勢，直到選後才迎來多頭行情，今年可能也不例外。

近期美國的通膨與就業數據持續走軟，利率期貨目前預估今年仍有 3 碼的降息空間，明年也還有 5 碼可降，因此整體債市的投資應還有溫和成長的空間。此外，只要美國經濟成功軟著陸，則啟動降息後一年，整體股市約有 10%~15% 的成長空間。再者，中國也罕見的卯足全力搞刺激措施，對全球經濟至少不再扮演拖累的角色，雖然短期美股表現仍有壓力，但宜在此期間分批布局，以迎來選後的多頭行情。



資料來源：Bloomberg，至 9 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：第三季企業獲利成長將放緩，然選後不確定性釐清有助多頭上攻

美國總統大選進入最後倒數階段，小羅勃甘迺迪宣布暫停競選轉而支持川普，但民主黨的賀錦麗與共和黨的川普在支持度上陷入膠著。根據最新(9/18)民調預估，賀錦麗已超越川普 2.0%，但這數字也顯示兩方在電視辯論會上的表現無法讓多數選民改變決定；9/15 川普在高爾夫球場打球時險遭槍手刺殺，美國總統選舉仍充滿變數。

美股第三季財報即將出爐，目前預估標普 500 第三季盈餘季比大約持平，年比成長僅+4.7%，待第四季盈餘年增率才會重回 10%以上。第三季表現較佳的仍是科技與醫療產業，但包含公用事業、非核心消費與核心消費等產業獲利重回年增。聯邦快遞公布下調 2024 年營收預期並公布上季獲利大幅下滑，原因是工業客戶選擇更便宜的快遞服務，而非快速但昂貴的服務；Nike 執行長換人帶動股價飆漲，顯示市場對非科技股仍有期待。

股神巴菲特所掌管的波克夏海瑟威持續賣股，不僅將核心持股蘋果減碼，連長期持有的美國銀行股票也陸續出脫。波克夏海瑟威在 9 月 17、18、19 日共賣出 2,230 萬股的美國銀行股票，股神持續降低股票部位，意味對全球股市評價過高抱持謹慎態度。

就過去 8 次首度降息的經驗來看，美國首次降息後若維持經濟成長，一年後標普 500 能有 10~15%報酬，然而若美國經濟陷入衰退，則會有 15%~20%下跌幅度，降息後 6 個月多數以公用事業類股最為強勢。但此次降息頗為特別，過去降息是為了提振經濟、甚至是為了挽救股市，而目前美國經濟穩健，標普 500 在 9 月續創歷史新高，企業盈利持續增長，僅就業市場出現小幅惡化跡象，此時聯儲會拉開降息序幕，大幅降息 50 個基點，這與 20 年來過去啟動降息的狀況不同，故近期市場仍關注成長題材，公用事業類股並沒有複製過去經驗成為市場焦點。

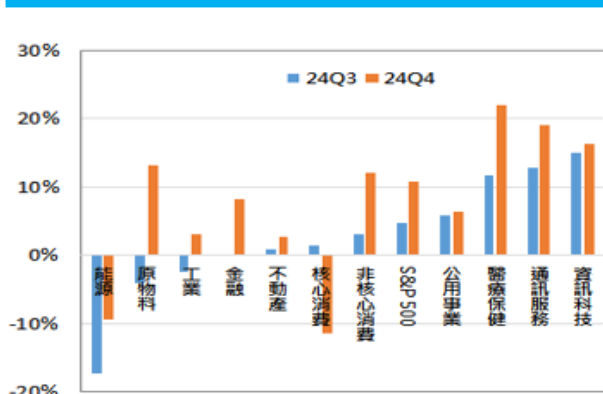
美國總統大選變數仍多，然而不確定性在 11 月後落幕。兩黨候選人在經濟、外交、財政等重大議題存在巨大分歧，短期內企業投資甚至民間消費將採取觀望態度，待 11 月後美國總統選舉落幕，企業配合新總統政策重新擬定招聘與資本支出計畫、加速第四季的景氣動能。近期美股仍須面對中東危機加劇、第三季財報成長放緩等利空，若美股因而回調可視為長線布局機會。

美國降息一年後標普500表現均值



資料來源：高盛, 2024/9/13

標普500各產業盈餘年增率



資料來源：彭博, 2024/9/23

## 歐洲股市：地緣政治衝突惡化，歐洲經濟降溫

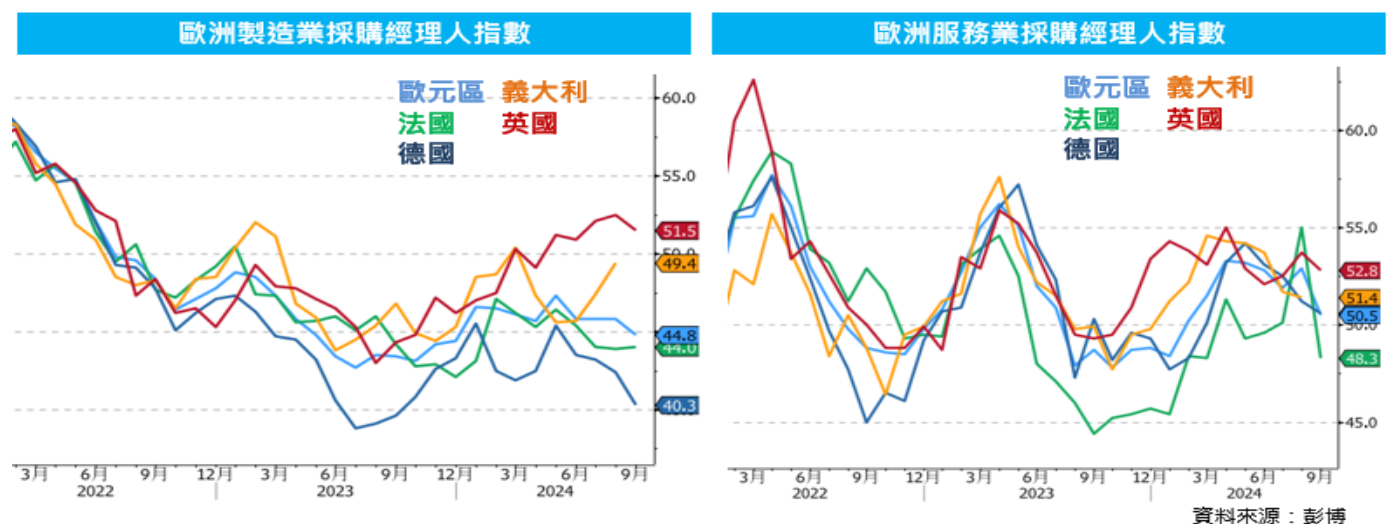
歐元區 9 月企業活動萎縮，服務業因奧運結束走弱，而製造業加速下滑，經濟下行風險增加。9 月歐元區綜合採購經理人指數初值由 8 月的 51.0 降至 48.9，其中服務業採購經理人指數從 52.9 降至 50.5，製造業採購經理人指數由 45.8 滑落至 44.8，由於製造業採購經理人指數兩年多來一直低於 50，近期再度惡化顯示歐洲政府面對經濟困境仍無法提出有效方案。

歐洲央行 9 月利率決策會議將存款利率下調 25 基點至 3.50%，為啟動降息循環以來第二次的降息。行長拉加德在理事會議後的記者會上表示，鑒於通膨及經濟前景，「放鬆貨幣緊縮程度的進一步措施變得適當」，如果貨幣緊縮過度，「物價有可能會超預期下行」，還提到了降息延後的風險。歐洲央行管委會成員、荷蘭央行行長諾特指出，歐洲央行降息將延續到 2025 年上半，至少會降息到 2% 至 3% 的水準。面對歐元區的經濟困境，顯然只要通膨穩定，預估降息仍會持續推進。

按照原計劃，9 月 25 日歐盟 27 個成員國將投票表決「對華徵收電動車反補貼關稅案」，如果通過，歐盟將正式啟動關稅，然而在中國商務部部長王文濤積極溝通下，最終表決推遲至 10 月，給雙方更多談判時間。中國提議以「價格承諾」取代關稅，意味著包括比亞迪在內的中國車企出口歐盟時，主動抬高售價，減少對歐洲公司的傷害。歐盟內部在對華問題上分歧嚴重，在成員國中，德國的反對呼聲最高，認為如果對關稅投贊成票，中國將進行報復，西班牙態度搖擺不定，近期對關稅持反對立場，而其它成員國如法國，則支持加徵關稅決議。

地緣政治衝突是歐洲經濟疲弱的重要因素之一。川普批評烏克蘭總統澤倫斯基，表示他在俄烏戰爭中拒絕達成協議，而且是「地球上最偉大的推銷員」，也批評美國總統拜登和副總統賀錦麗持續支持烏克蘭，川普明確表示，如果總統大選勝選，將終止美國對烏克蘭的援助。

短期可觀察中國景氣刺激政策能否提振歐洲出口，目前泛歐 600 指數本益比約 14.7 倍，股價淨值比約 2.1 倍，評價相對美股偏低。然而壓抑歐股關鍵在於地緣政治衝突，無論是俄烏戰爭、以色列與黎巴嫩衝突都不容易在短期落幕，尤其中東危機若持續惡化，不利下半年的旺季銷售。建議在中東衝突降溫前，對歐股宜持謹慎態度。





## 日本股市：日圓升值、外資賣超對日股衝擊明顯降低

日本通膨小幅走高，支持日本央行退出貨幣寬鬆。8月CPI年增率為3.0%，是去年10月以來新高，引導本月通膨走升主要來自食品及電費價格的上漲，食品價格反映因天候因素造成蔬果、穀物收成不如預期，電費則反應政府能源補貼退場所致。8月剔除生鮮食品的核心CPI年增率2.8%，高於7月的2.7%，符合市場預期，剔除能源的核心CPI年增率則為2%，也高於7月的1.9%。

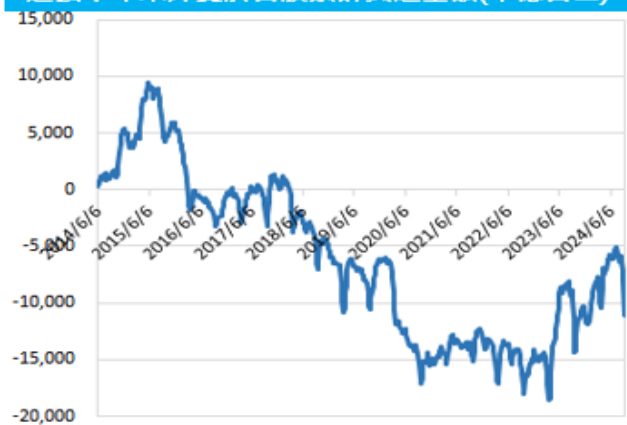
7月外國旅客入境日本人數達329萬人次創單月歷史新高，8月造訪日本的外國旅客為293萬人次，較去年同期增加36%，創下8月的單月人數新高。依照國家和地區來看，中國大陸重回首位達74萬人次，與去年8月相比幾乎增加了一倍；其次為韓國，61萬人次；再次為台灣和香港。顯然中日關係惡化不影響中國旅客赴日意願。近期數據已反映中國開放觀光客進入日本後的規模，預料7月外國觀光客訪日人數將是今年高點，未來的年成長率將逐步放緩。

日本男童在深圳遭刺身亡，外界關注這是否與中國民族主義掀動的仇日情緒有關。中國短影音平臺快手表示，近日發現個別用戶發布不實有害訊息，煽動中日對立，已處置逾90個賬號，而抖音、騰訊也陸續封禁類似賬號，大力禁封顯示中國政府不願反日情緒擴散。同時期北京公布與日本針對福島核處理水排海問題達共識，逐步恢復符合規準的日本水產品進口。外界猜測中國政府不願男童事件惡化，嘗試修復中日兩國關係，但這也代表中國將不再拿福島廢水事件作為抵制日本食品的理由。

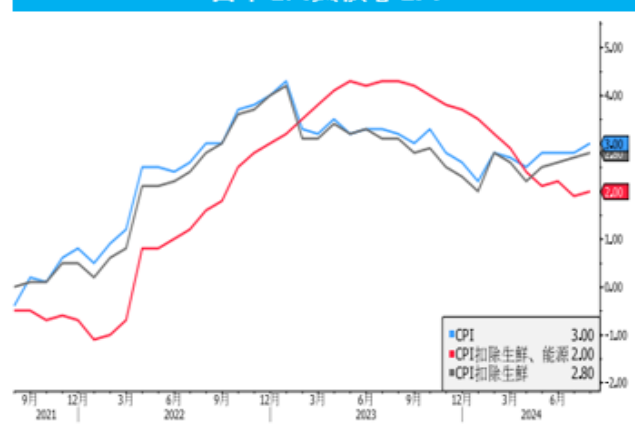
9月8日至14日外資大幅減碼日股3.58兆日圓，對比去年同期外資亦呈大量賣超，不排除為接近季底作帳需求或部位調整所致。2024年迄今(截至9月14日為止)外資買超日股的累計金額狂縮至8,124億日圓，等於2024年買超的累積額度在8月後幾乎全部賣出。然而觀察TOPIX指數在9月8日至14日合計漲幅為4.0%，外資賣出籌碼已獲得本土買盤吸收。

市場過去擔憂的日本央行退出貨幣寬鬆計畫已經明朗，且對美國經濟衰退的疑慮降低，目前唯一的變數仍在國際政治層面。若美國總統選舉結果是由民主黨執政，美日關係將延續先前路線，而由川普執政須面臨關稅與軍費的重新談判，然而「去中化」已成為美國共識，故日本供應鏈的重要性不會因總統換人改變。預估若美元兌日圓匯率在140-150區間波動，2024財年TOPIX指數獲利年增幅仍將達4-8%，企業獲利增長也將伴隨更高額的股票回購，就長期角度日股仍可分批承接。

過去十年來外資於日股累計買超金額(十億日圓)



日本CPI與核心CPI



資料來源：彭博、2024/9/23

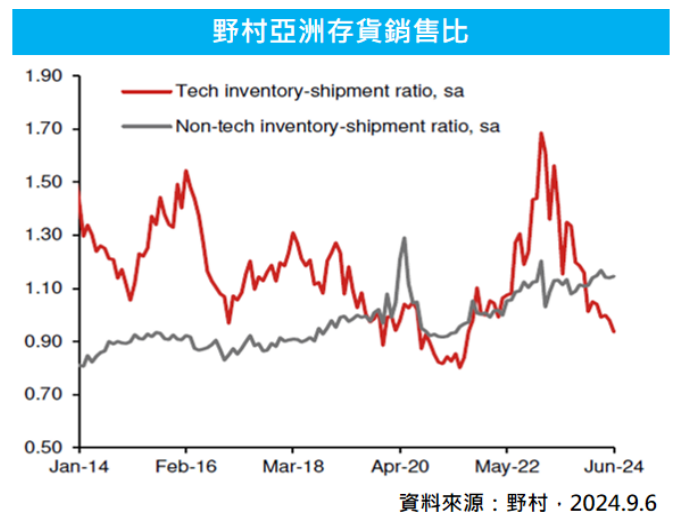
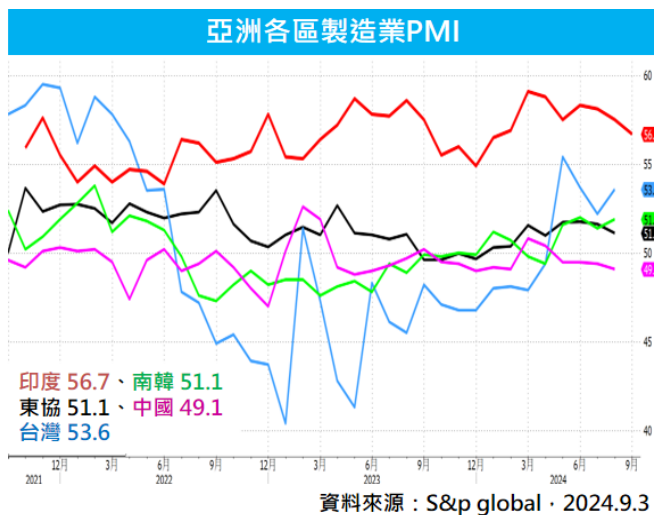
## 新興亞洲：經濟維持擴張，留意外部經濟狀況

在經歷 9 月上旬的低點之後，新興亞洲股市整月緩步走高，截至 9/26，亞洲不含日本指數(MXAPJ)單月上漲 4.81%。個別區域中，中國股市在月底意外的多重組合政策推出後快速反彈，一掃上半月陰霾，上證 A 股上漲 3.5%，國企指數則在海外風險偏好增加帶動下，單月上漲 10.7%。台灣股市在 9 月的第二支腳打出之後逐漸回穩上漲，單月上漲 3.2%。南韓 KOSPI 指數則因為受到記憶體需求不確定的影響，單月下跌 2.00%。東南亞股市在區域輪動下持續獲得資金青睞，MSCI 東南亞指數單月上漲 8.62%，其中印尼、菲律賓、馬來西亞、新加坡上漲幅度在 5~10% 之間，而泰國在新總理上台之後，落後補漲，單月上漲超過 10%。印度股市維持上漲趨勢，SENSEX 指數單月上漲 3.2%。

觀察近期亞洲製造業 PMI 數據，九月仍延續之前放緩的趨勢，所幸大部分國家都仍維持擴張，僅中國在 49.1 低於平均。九月製造業 PMI 表現最好的仍然是印度，維持在 56.7 的高位區間，連續擴張時間達 38 個月。蘋果於印度組裝的 iPhone 規模達到 140 億美元，已占整體組裝的 14%，顯見印度製造吸引供應鏈轉移政策的成功。東北亞的台灣、南韓持續受惠拉貨旺季以及科技的出口，製造業 PMI 轉為揚升，趨勢可望持續到年底。東協的 PMI 略為下滑，但在內需的支撐下仍保持擴張，只有中國經濟表現較為疲軟，但在月底包含降息降准及房地產的刺激政策推出後，未來幾個月的經濟狀況可望有所提振，有助於亞洲經濟保持穩健。

但從近期的出口及存貨數據來看，亞洲伴隨著全球經濟的放緩，面臨著降溫的風險，出口在科技相關產品的推動下，仍持續攀升，台、韓近期的出口數據都還維持近雙位數的增幅，但在非科技類的產品出口狀況始終較為低迷，加上中國大陸產能過剩的問題，這讓非科技類產品銷售存貨比持續在上升，雖然現在因為消費旺季的因素，短期應該不會有太大的影響，但在明年第一季之後，亞洲出口數據可能開始放緩。若美國經濟能維持持軟著陸，則亞洲經濟不至於有太差的表現，但我們必須留意美國就業市場及消費力道是否有大幅放緩的狀況，如果美國出現硬著陸，那亞洲很難獨善其身。

整體而言，新興亞洲經濟由於消費進入旺季，通膨走緩，經濟增速可望保持穩健。東北亞持續受惠 AI 帶動相關產業需求，相關應用可望從企業投資擴大到個人消費如 AI PC、AI 手機，半導體的循環週期維持往上，帶動亞洲出口以及企業獲利的增速。印度、東南亞則受惠於供應鏈轉移，中長線看法保持正面。



## 台灣：經濟動能穩健，打房對股市影響有限

台灣的經濟仍維持不錯的動能，8月台灣製造業PMI連續4個月擴張，指數回升1.4%至53.6%。新訂單與生產指數在連續2個月擴張趨緩後，回升2.8與3.5至56.7%與57.4%，需求、產出都表現暢旺。主要的帶頭的電子暨光學產業新增訂單與生產指數皆仍停留在近60.0%，但未來展望擴張速度有些許趨緩，半導體和AI相關供應鏈陸續回報拉貨力道有遞延跡象，但廠商仍保持正面看法。

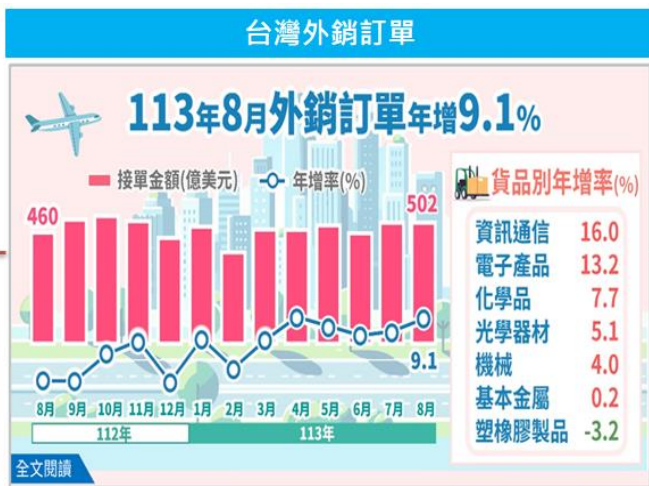
這也反映在台灣的外銷上，8月外銷訂單金額502.2億美元，年增9.1%，連六紅，主要受惠於AI、高效能運算及雲端產業需求強勁所帶動。經濟部預期，消費性電子產品將進入銷售旺季，備貨需求漸次升溫，預期第4季接單將較第3季更旺。對美國的出口動能依然強勁，連續三個月成長，而對中國大陸和歐洲的出口增幅則出現反彈。全球景氣維持平穩擴張步調，及步入外銷旺季等有利因素，台灣Q4出口可望穩步推進。

同時台灣的內需也維持不錯的表現，8月消費者信心指數，總指數出現少見的連四升，且民眾對未來半年的物價水準、家庭經濟狀況、國內經濟景氣等三分項指標，也都走揚。反應在非製造業NMI連續22個月擴張，雖指數續跌2.8%，降至54.5%，但內需動能仍維持穩定。

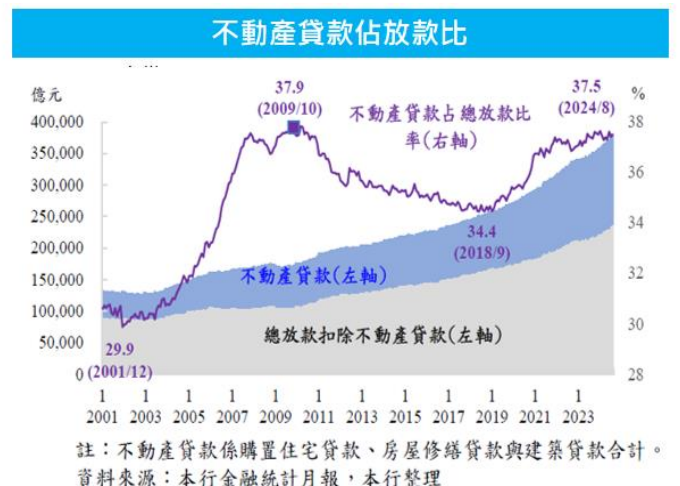
央行預期下半年成長動能平穩，上調台灣本年經濟成長率預測值至3.82%，2025年將續成長為3.08%。製造業因應AI等新興科技需求，相關供應鏈布局投資與擴大產能，民間投資成長動能增溫，且國內消費不墜，內需續揚。外需方面，AI等新興科技商品需求續暢旺，預期出口成長穩健。

而本月最重要的消息，當然是央行調升存準率，並祭出第七波房市選擇性信用管制。主因在銀行不動產貸款占總放款比率居高不下，接近歷史高點37.9%，為避免信貸過度集中不動產市場，排擠其他產業，以及形成房地產泡沫。就短期對台股影響，除營建股表現不佳外，由於自備款的成數拉高，恐有投資客賣掉手中持股，而讓台股資金動能放緩。但中長期而言，往房地產的資金減少，反而有助於資金流入實體經濟與股市，台灣經濟維持動能，科技股的中長期趨勢仍在，台股將有不錯的表現。

台股在七月中旬後伴隨全球科技股估值修正，震盪走低，但近期已經逐漸走穩，加權指數重新站上季線，外資空單也減少至3萬口左右，回到中性水準，台股中長期經濟基本面仍佳，建議持續布局。



資料來源：經濟部，2024.9.24



註：不動產貸款係購置住宅貸款、房屋修繕貸款與建築貸款合計。  
資料來源：本行金融統計月報，本行整理

資料來源：中央銀行，2024.9.20



## 中國：刺激政策有短期效果，中長期並不明朗

近期中國的經濟狀況表現依然不佳，8月財新中國製造業 PMI 為 50.4，較 7 月回升 0.6%，重回榮枯綫以上，但同期官方公布的製造業 PMI 下降 0.3% 至 49.1，與年內最低，連續四個月低於榮枯綫。新訂單與出口訂單都跌至萎縮區間，顯示此前韌性較強的外需走弱，內需也改善有限，下半年景氣展望不樂觀。服務業 PMI 也放緩，8 月財新服務業 PMI 為 51.6，較 7 月下降 0.5%，為年內次低，官方 PMI 回升 0.2% 至 50.2，但都在低檔徘徊。就業分項萎縮，企業展望保守，整體來看境內需求低迷、外需可能放緩，市場信心不足等問題依然存在，還需要財政和貨幣政策進一步發力。

中國出口仍支撐經濟，8 月出口美元計價大增 8.7%，為 17 個月以來最高，除歐美消費旺季的拉貨潮之外，汽車等相關出口大增，顯示出口商在歐美推高關稅之前加速出口，但隨著歐美各國制裁的升高的，貿易壁壘可能成為未來出口的一重大障礙，之後的出口可能放緩。此外，八月進口年增僅 0.5%，內需依舊偏弱，也是一大隱憂。

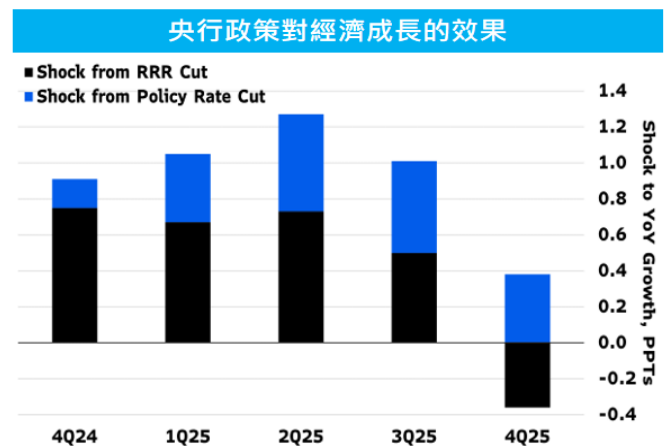
近期的通膨及貨幣數據都表現疲軟，中國 8 月整體 CPI 較去年同期上升 0.6%，但核心 CPI 僅較一年前攀升 0.3%，寫下 2021 年 3 月以來最小升幅。且 PPI 一直陷入通縮，8 月數據為 -1.8%，中國央行前行長易綱在指出，中國面臨內需疲軟的問題，尤其在消費和投資。政府現在應將重點放在抵擋通貨緊縮壓力上。

中國政府也看到了這些風險，人行在 9/24 號推出包括降息、下調存準率，以及允許券商、基金等從央行獲取流動性以支持股市，這些措施同時推出實屬罕見，上次有降息、降准同時推出的時間已經是金融海嘯時期，這顯示政府已經認識到消除通貨緊縮風險以及支持經濟增長的急迫性，雖政策規模可能仍不足夠，但至少走出正確的第一步。

彭博估算，這些貨幣政策將拉高今年 Q4 GDP 0.2%，未來一年 GDP 1~1.1%，大部分影響將在 2025 年發生。然而今年地方政府在預算支出執行方面一直行動緩慢，在信心低迷、房地產庫存壓力巨大的情況下，仍等待財政政策共同發力，才能有效的穩定經濟。我們認為這次中國的大規模刺激政策對於短期緩和經濟下行趨勢與提振市場信心有幫助。但重點在於資產下跌的預期能否逆轉，若無法帶動長期的消費趨勢，改變資產負債表衰退的狀況，那這些政策只會有短期效果，整體而言我們認為中國股市將因為刺激政策迎來反彈，但中長期走勢仍不明朗。

中國刺激政策內容要點		
貨幣	房地產	投資
下調存款準備金率 0.5 個百分點	降低存量房貸利率 0.5 個百分點左右	發布促進中長期資金入市的意見和促進併購重組的六條措施
7 天逆回購利率下調 0.2 個百分點	保障性住房再貸款央行資金支持比例由 60% 提高至 100%	制定推進中長期資金入市的指導意見
創設新的貨幣政策工具，支持股票市場發展	研究允許政策性銀行、商業銀行支持有條件的企業市場化收購房地產土地	進一步優化權益類基金產品註冊
年底前進一步下調存款準備金率 0.25-0.5 個百分點		對 6 家大型商業銀行增加核心一級資本
完善商業銀行按揭貸款機制		多措並舉提高上市公司質量和上市公司投資價值
正在研究平準基金		擴大大銀行系金融資產投資公司股權投資試點範圍
創設股票回購增持再貸款，首期 3000 億元		完善全國社保基金、基本養老保險基金投資政策制度
初期先在本行內實施轉按揭		未來擬適當放寬股權投資金額和比例限制

資料來源：國新辦，民生證券研究院



資料來源：Bloomberg，2024.9.25

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。

## 拉丁美洲：巴西升息衝擊財政前景，政治干預央行不利投資信心

8 月標普全球巴西 PMI 指數由 7 月時的 54.0 大降至 50.4，僅略高於 50.0 的榮枯分水嶺，並創下今年迄今的最低水準。其新業務分項成長也回落至今年新低且採購價格增幅創近兩年半以來最大。廠商也在近八個月內首度削減產量並面臨更高的成本壓力，顯示製造業在業務上遭遇瓶頸。

巴西 7 月零售銷售年增 7.2%，優於預期的年增 6.0%。核心零售額則年增 4.4%，符合市場預期。零售行業的十個子行業中有七個成長，其中辦公和 IT 設備、個人用品、與服飾和鞋類等項目成長較高，而藥品類銷量下滑。該國 9 月 FGV 消費者信心指數上升 0.5 個百分點，推動指數達到 93.7。消費者信心雖仍較去年 8 月的周期性高點下降 1.3 個百分點，但在政府持續提供補助的情況下，之後內需仍有好轉的可能。

巴西 8 月通膨年率從 7 月的 4.5% 降至 4.24%，也略低於預期的 4.3%，主要因運輸價格下降所致。不過，巴西近來仍因勞動市場緊張、家庭實際可支配收入高成長及巴西貨幣今年以來貶值等因素造成民眾對於該國通膨預期上揚，央行最新對於市場的調查顯示，對於今年底該國的通膨預期已由一個月前的 4.25% 上升至 4.37%。

由於巴西通膨威脅增加，巴西央行 9/18 宣布將該國指標利率由 10.5% 調高至 10.75%。此為巴西兩年來首度升息，也使該國實質利率來到全球第二高，僅次於俄羅斯。此外，巴西央行也對今年可能無法實現政府預算平衡提出警告。根據央行對於市場經濟學家調查並於 9/23 發出的報告來看，市場對於今年底巴西指標利率 Selic Rate 預期水準由一個月前的 10.5% 大幅增加至 11.5%，顯示市場認為巴西央行將採取更加強硬的姿態來對抗該國所面臨的通膨壓力。

然而，巴西央行進一步升息的前景恐將使該國財政體質持續惡化。巴西 7 月公共部門僅用於債務金融服務就花了 801 億雷亞爾(147.7 億美元)，較去年大增 73%，聯合國 9 月報告指出，巴西政府本身的利息支出就幾乎是教育和健康支出總和的兩倍，顯見該國在魯拉執政後財政體質本就存在極大隱憂，央行此番升息將增加未來政府借貸款本，對於該國財政問題將雪上加霜。此外，一直希望央行降息的總統魯拉先前曾多次對央行升息決策嚴厲批評，魯拉已正式提名現任中央銀行貨幣政策主管加利波洛接任行長，如獲參議院通過，明年央行新總裁上任後若政策鴿派靠攏，又有政治干預央行獨立性之嫌，對巴西與拉美股市體質與投資人信心對恐帶來不利影響。





## 黃金類股：Fed 啟動降息後，金價漲勢或轉趨溫和

根據世界黃金協會統計，全球實物支持的黃金 ETF 在 8 月增加了 21 億美元，並連續 4 個月呈現淨流入。所有主要地區資金全數淨流入，而西方再度成為最大資金貢獻來源。當月金價也上漲 3.6%，且資金淨流入，催使黃金 ETF AUM 成長 4.5%。再者，5~8 月的資金持續淨流入也使今年以來的全球黃金 ETF 累計淨流出收窄至 10 億美元，今年前 8 個月總資產規模躍升了 20%。

根據世界黃金協會的黃金回報歸因模型 (GRAM)，黃金在 8 月主要因美元大幅下跌而走高，另外，地緣政治等風險與不確定性升高及經濟擴張的正面因素亦對黃金價格走勢有所貢獻。然而，金價受美國 10 年期公債殖利率下降而上揚的帶動相對較小，甚至受到小幅拖累。不過，主要的負面貢獻來自於動能影響 (因黃金價格已處於高位，因此 8 月的報酬率相對較低。)

根據世界黃金協會引用 IMF 的數據顯示，全球央行在 7 月淨增加 37 噸官方儲備，較 6 月時大增 206%，也創下今年 1 月以來的最高月度購買量。今年累計至 7 月，各國央行的購買量以土耳其、印度與波蘭等國名列三甲，雖然中國自 5 月開始已連續 4 個月未增持黃金，但年初至今的購買量仍為全球央行第四。

目前中國黃金持有量佔其外匯比重僅僅 5.1%，不但遠遠不及前 5 名的央行/機構約 70%。以中國與美歐關係持續惡化的情況來看，中國外匯去美元化勢在必行，而黃金勢將為中國重要的移轉標的。目前中國的外匯存底高達 3 兆 2882 億美元，單單增持 1% 外匯儲的便可為黃金帶來高達 323 億美元的資金流入。以此觀之，長期黃金來自央行的買盤仍將對金價有強力支撐。

儘管國際金價近來上漲，但因印度聯邦預算宣布大幅削減 9% 的進口關稅 (由原來的 15% 大降至 6%)，印度國內黃金售價反而下滑約 6%，但該國國內金價年初至今仍上漲了 10%。然而，因印度民間需求向來極大，故預期印度黃金關稅的調降將有助刺激印度黃金買盤，有利黃金基本面。

黃金價格今年以來屢創新高，主要反應的是美國降息前景及國際情勢的不確定性因素，FOMC 在 9 月開啟降息循環後，市場對於貨幣寬鬆的利多預期應已大致反應。雖然 FOMC 仍可能會有單次會議降息 2 碼的可能性，但整體降息步伐應將以循序漸進方式進行。此外，美國民主共和兩黨大選在即，且俄烏及中東戰事仍在發展之中，若未有意外情況應僅會對黃金與相關類股帶動短期性的波動。雖然美國大選與地緣政治等因素仍料對黃金與相關類股價格有一定支撐，但中期表現想要大幅優於全球股市的機率料將下降。

全球黃金ETF流量(以噸數計)與黃金價格

ETF flows turn positive after years of outflows



Source: WGC, ING Research

全球黃金持有量前十大央行/機構

存量排名	國家	噸數	該國外匯佔比
1	United States	8,133.5	73.2%
2	Germany	3,351.5	72.5%
3	IMF	2,814.0	1)
4	Italy	2,451.8	69.2%
5	France	2,436.9	70.9%
6	Russian Federation	2,335.9	30.3%
7	China, P.R.: Mainland	2,264.3	5.1%
8	Switzerland	1,040.0	9.1%
9	India	846.2	9.8%
10	Japan	846.0	5.4%

資料來源:世界黃金協會

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

## 再生能源類股：需求雖持續增長，但產業前景仍有疑慮

2024 年上半年再生能源投資金額達到 3,127 億美元，與去年上半年相比大致持平。期間投資額主要由太陽能項目所帶動，但風電投資反而創下近三年來最低。

今年上半年全球太陽能投資為 2,210 億美元，較去年同期成長 6%，並連六年創下新高紀錄。小規模太陽能投資激增抵消了公用事業規模太陽能廠投資額的下滑。因太陽能模組價格下滑且大規模資產融資減少，中國上半年太陽能 1,298 億美元的新增投資額年比下降 4%，佔全球太陽能投資金額比重約 39%，雖較去年的 42% 下降，但仍為全球最大的再生能源市場。

今年 4 月以來，太陽能元件價格因產能過剩而不斷下滑，低廉價格雖刺激市場需求，但同時也使廠商為維持市佔率而降價競爭，導致侵蝕其獲利能力。近來多晶矽價格已低於幾乎所有製造商的生產成本，模組價格也創歷史最低。雖然採購訂單持續快速成長，但若以美元計算，預計中國今年太陽能商品出口額仍將低於去年。從多晶矽到模組的供應鏈所有環節都面臨損失，廠商被迫採取了減薪、降低成本、裁員、延遲付款、甚至關廠等措施來應對經營困境。彭博也因而將今年多晶矽產量預估下調至 196 萬噸，即便如此，上述產量仍足以生產 900GW 的組件，遠高於下游需求。多數太陽能製造商料將出現虧損，其發行的可轉換債券也呈現疲軟跡象，預料部分廠商可能無法挺過此融資週期。

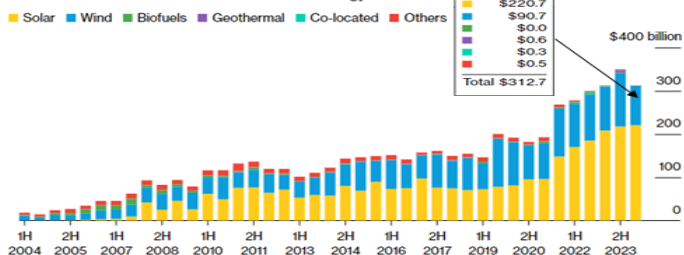
在風電投資方面，今年上半年全球總額達 907 億美元，年比下降 11%，更比去年下半年減少 26%。陸上風電投資上半年年比雖成長 13%，但也較去年下半年減少 6%。因政府核准項目通常以整批方式並以拍賣進行，因此離岸風電上半年投資下降至 149 億美元，創 2021 年來最低。以國別來分，中國上半年投資金額為 439 億美元，仍是最大風電市場，佔全球風電市場近 50% 及陸上風電約 2/3 投資額。今年全球新增風電裝機料將達到 124GW 的新高，年增長 6%。預估未來十年，陸上風電仍將是主導性技術，主要歸功於中國新的省級目標和中國北方的大型項目使彭博對中國 2024-2030 年的預測上調 36%，且中國新增裝機容量料將佔全球的近 60%。此外，今年上半年簽署的風機協議價格平均為 111 萬美元/MW（包括安裝成本），較去年下半年增加 12%。然而，中國風機價格保持在 30 萬美元/MW 的低位，但海外價格上漲，導致中國風機在海外售價較美歐風機製造商的報價低 28%。因中外風機價差擴大，中國製造商持續努力尋求出口機會。

雖然隨著氣候異常日趨嚴重，中長期來看市場對於再生能源需求仍將持續增加，但產業前景並不容樂觀。再生能源投資佔比最高的太陽能產業目前面臨嚴重產能過剩問題，廠商普遍陷入極大的經營困境，體質不佳者甚至有倒閉疑慮。風電市場中比重較高的陸上風電價格雖保持平穩，但中國廠商仍以低價吸引外國訂單，因此預期廠商即便呈現獲利狀態，但成長也料將受限。

全球再生能源投資金額

**Investment in Renewable Energy Projects for 1H 2024 on Par With First Half of Last Year**

Global bi-annual investment in renewable energy



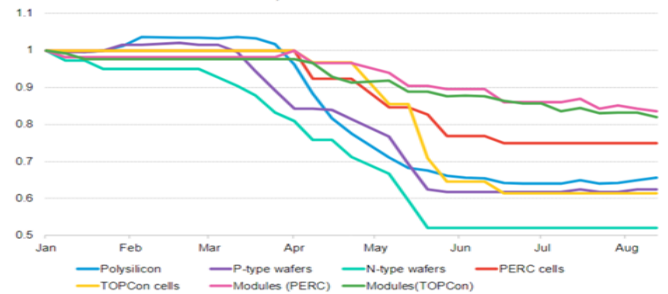
Source: BloombergNEF

Note: 'Others' includes biomass and waste, small hydro and marine.

BloombergNEF

太陽能元件價格走勢 (年初價格為100%)

Price movements since the start of 2024, in nominal terms



Source: BloombergNEF, PV Infolink. Note: The prices in dollar terms were rebased to 1 in the week of January 1, 2024

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：Fed 大動作啟動降息循環，殖利率曲線倒掛解除

美國通膨與就業市場均有轉弱跡象，令 9 月 Fed 大動作降息兩碼，正式啟動降息循環，帶動短天期利率跟隨下行。不過，由於經濟面軟著陸的機會大，長天期債券殖利率先降後升，9 月美國 10 年期公債殖利率僅自 3.92% 降至 3.75% 附近，令殖利率曲線恢復正常的正斜率。至 9 月 24 日止，當月各類債券表現均為上揚，幅度在 0.2~2.2% 之間。全球主權債與投資級公司債均有 1.8% 的漲幅，新興當地債則更受惠於美元轉弱而上揚 2.16%，表現最佳；而亞洲高收益債則微漲 0.19%，表現殿後。

9 月 Fed 例會大動作降息兩碼至 4.75%~5.00%，超過多數經濟學家預期。不過，由於流動性仍充裕，每月 600 億的縮表速度不變。FOMC 聲明中稱整體經濟穩健擴張、對通膨朝 2% 目標回落「更有信心」，但對就業成長動能放慢有所留意。鮑爾在記者會中稱降息兩碼是「重新校正」，將原本在 7 月應要降息的空間補上，並忠告市場別把 50 個基點當成新常態，幅度大小沒有明確規則，將繼續在每次會議上視情況做決定。至於委員們的點陣圖，則顯示今年仍有兩碼降息空間、明年續降四碼，降息終點站則在 3% 的中性利率附近。

在 Fed 最新的季度經濟展望報告中，(1) 微幅調降今年經濟預測 0.1% 至 2.0%，未來三年維持在 2.0%，高於長期水平 1.8%。(2) 下調今年核心 PCE 預測值 0.2% 至 2.6%、下調 PCE 通膨率 0.3% 至 2.3%，到 2026 年可重返政策目標 2%。(3) 今年的失業率則由 4.0% 大幅調升至 4.4%，明後年數據也一併調升。此外，在 Fed 所公布的官方文件中，提及通膨風險與失業風險的次數，在 6 月之前均為穩定減少的趨勢，但在 9 月例會中提及失業風險的次數卻由 4 次大幅提高至 12 次。顯見失業風險在 Fed 關注項目中的地位已大幅拉升，防患未然可能才是 Fed 大動作降息的主因。

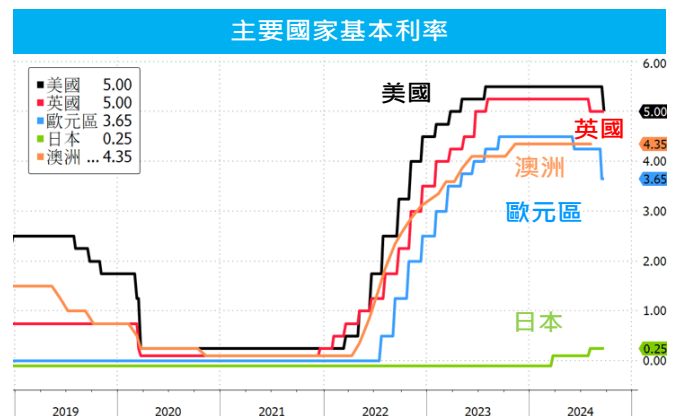
從近期經濟數據來看，美國 8 月 CPI 年增率自 2.9% 進一步降至 2.5%，創 2021 年 2 月以來最低；扣除食品與能源的核心 CPI 年增率持平於 3.2%，仍為 2021 年 4 月以來最低。除了住房成本降速較慢外，多數項目都趨緩且低於預期，顯示通膨壓力已明顯趨於和緩，並向 Fed 的目標區靠近。不過，就業市場的雜音頗多，8 月非農就業人口新增數僅 14.2 萬人，低於預期的 16.5 萬，6~7 月兩月合計更下修 8.6 萬人，顯示就業狀況未如原預期好。

整體而言，由於降息循環到來，對整體債市確有明顯助益；不過，由於美國經濟仍以軟著陸的機會大，而財政赤字又嚴重，預估近期美國 10 年期公債殖利率僅能先緩步朝 3.5% 靠近，若衰退壓力浮現，才會有較大的下行空間。我們認為投資級公司債兼顧安全性與收益性，是目前布局的最佳選擇。

Fed 最新季度經濟展望					
項目	9月經濟預測中位數				
	2024	2025	2026	2027	長期
實質GDP成長	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
上次(6月)看法	2.1	2.0	2.0	2.0	1.8
失業率	↑4.4	↑4.4	4.3	4.2	4.2
上次(6月)看法	4.0	4.2	4.1	4.2	4.2
PCE 通膨率	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
上次(6月)看法	2.6	2.3	2.0	2.0	2.0
核心PCE 通膨率	2.6	2.2	2.0	2.0	2.0
上次(6月)看法	2.8	2.3	2.0		

資料來源：FED

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。



資料來源：Bloomberg, 2024/9/23