

# 美大選選情緊繃，震盪過後將迎來年底行情

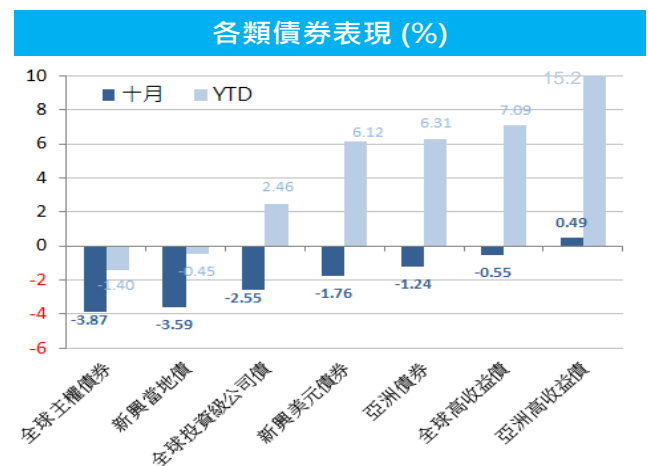
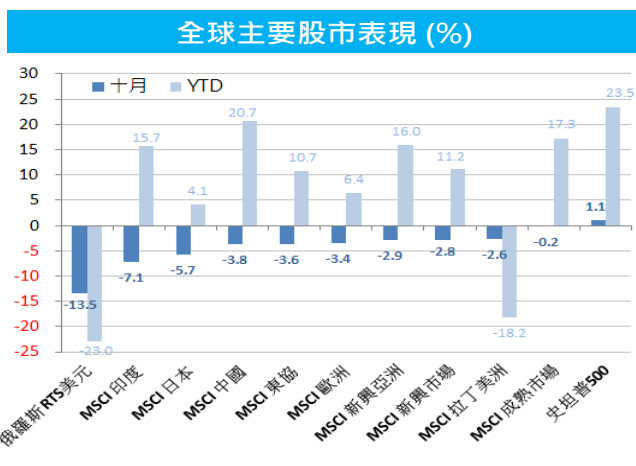
2024 年 11 月

雖然 9 月份 Fed 正式啟動降息循環，且一口氣降息兩碼，但在美國公布的經濟數據普遍優於預期，特別是就業市場與通膨均顯出相當韌性的情況下，市場擔心未來的降息空間恐不如預期。此外，美國總統大選的選情緊繃，候選人若非支持減稅就是要擴大支出，這將使得未來的財政赤字繼續擴大，促使美國長債殖利率一路走高。至 10 月 28 日止，當月美國 10 年期公債殖利率自 3.75% 一路升至 4.28%，上揚超過 50 基點，全球股市多數因此下跌。雖然美股當月仍上揚 1.1%，成熟股市也持平，但新興市場整體下跌 2.8%。中國股市 9 月底雖因政策急轉彎而一度大漲，但趁機出脫部位的壓力也不小；而以色列承諾不攻擊伊朗核能或能源設施，以阿衝突和緩下，油價大幅下跌，也拖累相關產油國股市。此外，各類債券則普遍走跌，表現最差的全球主權債、新興當地債跌幅分別達 3.87%、3.59%，而表現最佳者則為亞洲高收益債，因受惠於中國的救市政策，上揚 0.49%。

在美國總統大選選情方面，雖然賀錦麗參選後民調穩步上揚，支持度一度領先川普 2%，但根據 10/29 日 RCP 綜合民調，賀錦麗支持度 48.4% 已落後川普的 48.6%。此外，由於川普在搖擺州的支持度微幅領先，也使得川普在線上賭盤的勝選機率大幅拉高至 63.9%。整體而言，在選情緊繃的環境下，投資人會傾向觀望來規避政策的不確定性，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。不過，倘若開票結果過於接近，則可能重演 2020 年的僵持局面，甚至引起社會動盪不安，這是值得注意之處。

根據美國國會預算辦公室(CBO) 預估，到 9 月底為止的 2024 財年聯邦財政赤字將來到 1.833 兆美元、年增 8%，是除了 2020 和 2021 財年外的最高水準，且利息支出更首次超過 1 兆美元。預算赤字佔 GDP 比重將超過 6%，在經濟擴張期間已是嚴重超標水準。美國總統不論由誰當選，兩黨候選人選前開出減稅及擴大支出的競選支票，都可能讓未來數年聯邦赤字多出數兆美元，將令此問題雪上加霜，長債的表現也將承受一定的壓力。

整體而言，美國已進入降息循環，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，短期股市表現雖有壓力，但宜在此期間分批佈局，以迎來選後的多頭行情。



資料來源：Bloomberg，至 10 月 28 日止

## 美國股市：選後不確定性消除，第四季企業獲利增長可望加速

美國總統大選進入倒數計時，由於兩黨候選人支持度接近但政策差異極大，這也讓市場觀望氣氛濃厚。

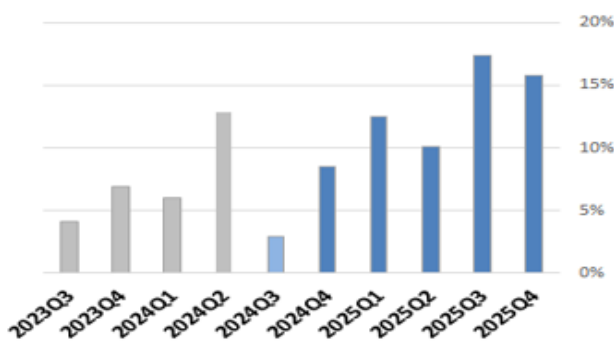
標普 500 第三季財報正陸續公布，已公布資料顯示標普 500 第三季盈餘年比成長率在+4%附近，且預計第四季盈餘年增率將走高至 8.5%、2025 年上半年盈餘年增率回升至 10%以上。第三季的盈餘增長放緩主要是在美國總統大選前政治不確定性太高，企業暫停投資，故在不確定性消失後，企業獲利重回增長軌道。市場擔憂企業盈餘成長停滯是否因為景氣惡化，然而美國 10 月採購經理人報告指出，製造業採購經理人指數來到 47.8，略優於前值 47.3，創兩個月新高，服務業採購經理人指數為 55.3，並沒有看到經濟出現惡化跡象。

金融股財報普遍亮眼。摩根大通第三季財報表現優異，營收年增 6%至 433.2 億美元優於預期，每股盈餘 4.37 美元，且對未來獲利展望樂觀，隨著聯準會進一步降息，投資銀行業務繼續增長；市場先前擔憂美國消費者信用狀況惡化，導致銀行放款業務呆帳攀升，但就目前觀察第三季財報各銀行呆帳提列狀況，並沒有看到呆帳有惡化跡象，預料隨降息循環展開，呆帳損失比例不致走高，故金融業獲利應可穩健走高。

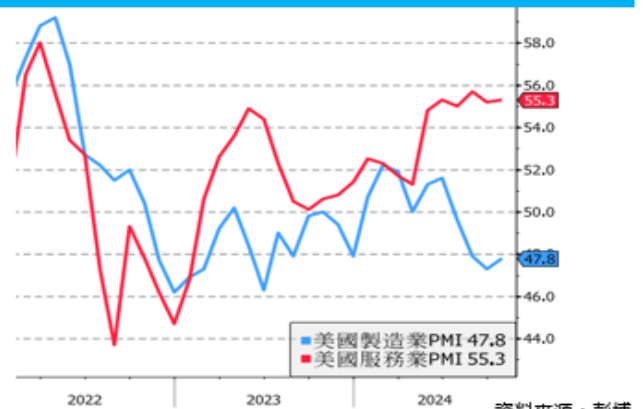
電動車與國防產業財報表現同樣亮眼。特斯拉再次提早 Robotaxi 上路時間到 2025，且估計 2025 年特斯拉交車量成長 20~30%，第四季出貨量在沒有新車型的狀況也將較第三季大增；國防類股近期業績表現強勁，其中 RTX 更調升全年財測，RTX 四大部門受惠於國防部訂單(來自雷神的太空與機載系統與來自雷神的綜合防禦與飛彈系統)與全球穩健的飛機訂單(柯林斯航空與普惠發動機)。若川普當選後要求盟友增加軍費支出，可望提升國防產業業績。

若川普當選可預期全球貿易戰開打，市場預期輸美訂單可能會提早交付來避免關稅，然而依照川普前次當選經驗，關稅的調整需要複雜且冗長的談判，實際對美國貿易造成的影響還需要觀察共和黨國會席次變化；較確定的政策恐怕是非法移民進入美國的難度增加，以及對綠色產業的補貼退場。近期美股因評價偏高(標普 500 本益比達 25 倍)且總統選舉導致波動劇烈，然而川普主要政見仍是降稅與提高美國製造比例，對美國經濟影響無須以負面解讀，故若美股因而回調可視為長線布局機會。

標普500單季盈餘成長預估



美國採購經理人指數



資料來源：彭博

## 歐洲股市：歐洲經濟降溫，德國面臨罷工危機

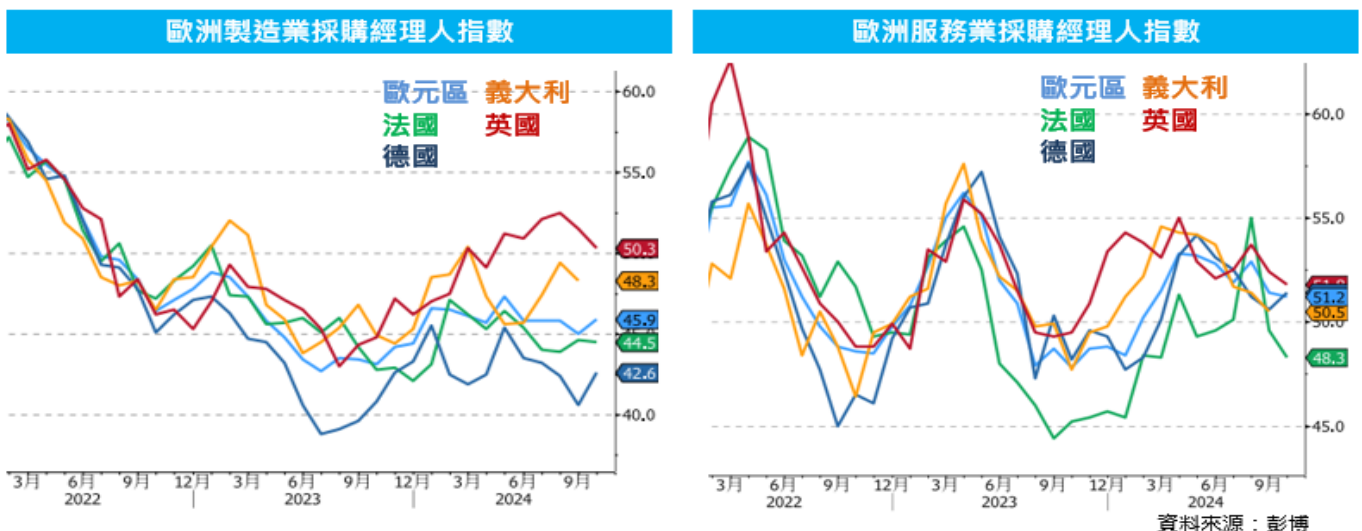
歐元區 10 月經濟活動放緩，服務業因奧運結束走弱，所幸製造業採購經理人指數出現反彈。歐元區 10 月服務業採購經理人指數報 51.2，略低於預期 51.5 與前值 51.4，其中 10 月法國服務業採購經理人指數大降至 48.3，顯示奧運效應的結束；歐元區製造業採購經理人指數小幅回升至 45.9，同時製造業龍頭德國反彈至 42.6，製造業整體表現依舊不佳。

歐洲央行今年 6 月和 9 月決策會議已分別將基準存款利率調降 25 個基點，10 月會議再度調降關鍵存款利率 1 碼至 3.25%。ECB 在聲明中仍強調不預先承諾特定利率路徑，將依照經濟數據、逐次在貨幣政策會議中作出決策。值得注意的是，ECB 調整關於通膨的措辭，預估通膨將在明年回到 2% 目標，先前是預估在明年下半年才抵達目標，顯然目前看起來通膨已受到控制。

德國製造業信心低迷。德國汽車大廠福斯汽先前宣布史無前例的關閉德國本土工廠計畫，內部正在進行激烈的勞資談判，福斯的工會代表警示，經營層計畫要關閉至少三座德國廠房，將裁員數萬人，永久性降薪 10%，福斯工會可能退出談判，準備罷工。福斯汽車是德國最大的製造業雇主，不論是罷工或是依資方規劃裁員，都將嚴重打擊德國的經濟表現。而德國政府致力於降低財政赤字，德國總理蕭茲僅表示，呼籲公司盡可能保留員工的工作，但不願意對汽車產業提出更多支持的承諾。

國際信用評等機構穆迪以財政疑慮為由，將法國信評展望從「穩定」降至「負面」，意味未來有可能降級信評，目前法國信評維持在 Aa2，而歐洲信用評級機構 Scope Ratings 下調法國評級，將法國評級從 AA 下調至 AA-。在先前國會選舉中，支持社會福利的左派取得勝利，然而法國巴尼耶政府規劃的 2025 年預算案中，政府計畫通過削減公共開支、增加稅收，這與左派政黨追求的社會福利概念不同，故法國能否順利縮減開支、維持信用評等仍有變數。

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 14.5 倍，評價相對美股偏低。然而短期壓抑歐股關鍵在於地緣政治衝突，無論是俄烏戰爭、以色列與伊朗衝突不容易在短期落幕，就長期來看，歐洲的汽車業在進入電動車時代後，全球市佔率明顯被如特斯拉等其他車廠取代，且目前仍看不出回升機會。建議在中東衝突降溫前，對歐股宜持謹慎態度。





## 日本股市：眾院改選執政聯盟未過半，通膨放緩有助央行放慢升息步伐

日本國會改選結果出爐，自民黨雖未能獲得過半席次，但仍是國會第一大黨。預估未來將尋求與在野黨合作，須待國會選出下任首相後才能釐清未來施政方針。

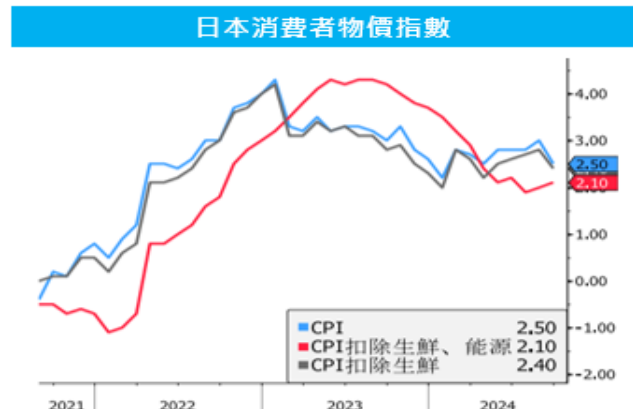
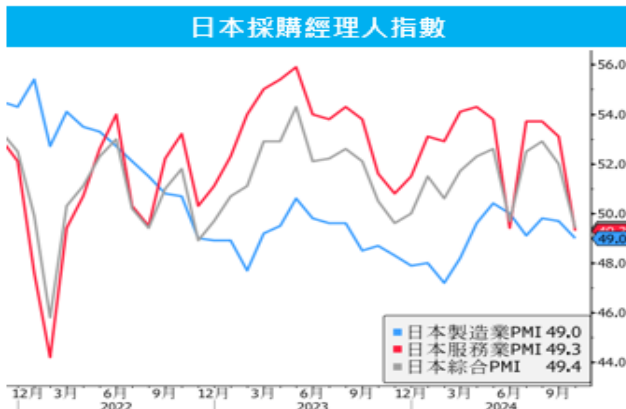
10/27 日本眾院改選結果自民黨席次大幅減少，從選前的 247 席驟降至 191 席，聯合執政的公明黨拿下 24 席，較選前的 32 席顯著降低，自公聯盟共計 215 席，未能保住 233 席過半席次。選後自公聯盟共失去 64 席，遠高於選前媒體的預估。另一方面，第二大黨立憲民主黨席次自選前的 98 席大幅提高至 148 席，其次國民民主黨席次增 4 倍至 28 席，躍昇為第四大政黨，兩大左派政黨成為本次選舉的最大贏家，這也讓市場擔憂未來的政策方向可能修正，甚至可能偏向加強社會福利措施或能源補貼，而先前市場期待石破茂會大舉增加國防支出，現在也出現變數。

日本經濟放緩、通膨平穩，央行可望放慢升息步伐。日本製造業採購經理人指數從 9 月的 49.7 下降至 10 月的 49.0，製造業陷入萎縮；10 月服務業採購經理人指數下滑至 49.3，為四個月來首次跌破 50。但如果觀察日本通膨情勢，9 月排除生鮮食品後的消費者物價指數 2.4%，不過因電費等能源價格漲幅急縮，消費者物價指數僅來到 2.5%，通膨下滑有助日本央行放慢升息步伐。

在美、歐對中國電動車祭出關稅後，預料中國電動車難以在美歐市場擴大市佔；若川普當選將停止補貼美國電動車，而日系品牌本就不擅長電動車，故川普上任後預估將壓抑電動車市場成長性，日本汽車族群將可能成為變相的川普當選受惠股。雖然川普要求美國製造，但日系車廠早在美國布建產能，可快速拉高美國製造比重，故川普上任對日本車廠在美國的市占率應有助益。

如果川普當選，美日關係預料變化有限。關鍵在於美中矛盾不易化解，而國際地緣政治衝突惡化，沖繩仍是美國重要的亞洲駐軍基地，故美日國防合作未來有增無減。實際的影響可能是輸美關稅增加，廠商除了增加美國生產比重外，預料關稅也將會降低企業利潤，可能會對短期獲利產生負面影響，但對於部分產業(例如汽車)，川普上任的影響並非完全負面。

近期美元兌日圓匯率重新站回 150 關卡，預估 TOPIX 指數 2024 年獲利年增達 5% 以上，企業獲利穩健增長。新任首相預料將於 11 月出爐，近期擔憂的政策不確性將很快消失，而自民黨即使須與其他政黨合作，預料仍是國會第一大黨，不至於大幅改變現有政策路線(如推動半導體復甦、強化觀光產業)，故即便近期可能因政治因素市場波動加劇，仍可關注日股低檔承接機會。



資料來源：彭博

## 新興亞洲：經濟有放緩跡象，關注川普風險

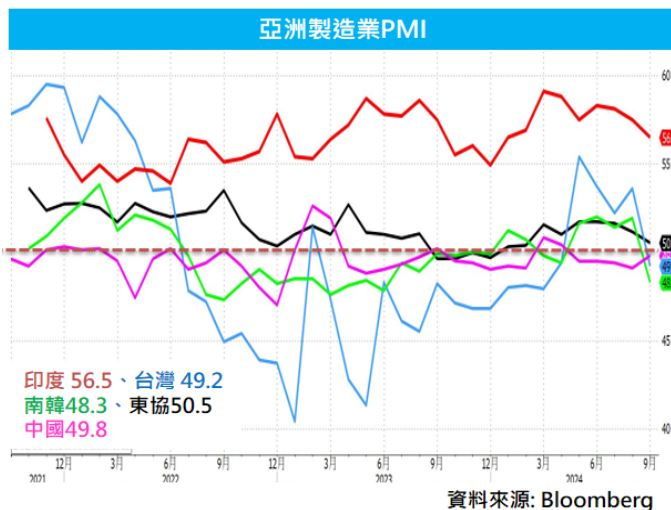
亞洲股市十月表現轉弱，震盪走低，截至 10/28，亞洲不含日本指數(MXAPJ)一個月下跌 1.59%。個別區域中，中國股市上個月快速上漲後，激情不再，上證指數下跌 1.10%，國企指數表現相近，下跌 1.66%。台灣股市則在美國科技股及台積電財報的帶動下，加權指數上漲 5.06%。南韓 KOSPI 指數因為最大權值類股三星 HBM 輝達認證始終未見突破，股價未有起色，下跌 0.41%。東南亞股市在經歷過去兩個月的大幅上漲之後，拉回修正，MSCI 東南亞指數單月下跌 2.08%，其中印尼、菲律賓、馬來西亞、新加坡下跌幅度在 2~8%不等。印度股市外資自九月底開始連續三周賣超累計達百億美元，SENSEX 指數過去一個月下跌 6.51%。

近期亞洲製造業 PMI 數據延續之前放緩的趨勢，台灣、南韓更跌破 50 進到萎縮區間。製造業 PMI 表現最好的仍然是印度，維持在 56.5 的高位區間，但也較上個月下滑。亞洲多國製造業活動減弱，主要是受到全球需求放緩的影響，特別是美國經濟增速減緩衝擊了亞洲各區的出口成長。所幸，中國政府在九月底開始陸續推出了政策，加強了經濟刺激力度，這些措施有望在未來幾個月對製造業提供短期支撐。然而，美國軟著陸持續進行，將對亞洲製造業帶來壓力。

11 月的美國總統大選也為亞洲帶來風險，川普當選機率大幅上升，而他在上一任期曾多次使用的懲罰性關稅作為手段或談判籌碼。亞洲地區多個國家與美國保持大量順差，若川普當選，有相對大的機率被加徵關稅。中國已經被警告將被課徵 60% 的關稅，越南、台灣、南韓及印度也因為貿易順差的關係，可能被課徵 10% 以上的加碼關稅，貿易風險在全球之中偏高。

另外，川普曾數次提及台灣竊取了美國的晶片產業，也批評美國晶片法案，並表示如果當選總統，他將對台灣晶片徵收關稅。但由於台積電在先進製程幾乎具有獨佔性，我們預測關稅成本將會轉嫁給晶片設計公司，並帶動科技供應鏈成本全部上漲，這對科技業將是負面影響。然隨著川普當選機率的提高，股市已經在反應可能的結果，由於技術門檻，供應鏈很難快速回到美國，對東北亞的影響仍可控。

整體而言，新興亞洲受惠於消費進入旺季，通膨走緩，經濟增速可望保持穩健。東北亞持續受惠於 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。



Country	Bilateral trade balance	Trend in bilateral trade	Current-account balance	Sensitive exports to the US	Reliance on US in goods trade	Free-trade agreement with US	Overall trade pillar score
1 Mexico	99.0	53.9	26.0	70.7	100.0	0	100.0
2 China	100.0	49.7	37.1	14.7	16.5	100	76.7
3 Canada	52.6	54.7	28.4	100.0	100.0	0	70.4
4 Vietnam	78.7	52.2	30.5	8.4	31.4	100	64.4
5 Germany	65.6	52.3	48.4	38.9	10.6	100	55.5
6 Japan	58.3	52.1	40.0	46.1	24.0	100	53.8
7 Taiwan	49.8	52.4	30.7	7.9	25.9	100	41.3
8 India	49.3	51.9	24.1	9.3	18.1	100	37.2
9 Ireland	28.6	51.3	62.9	0.0	47.7	100	37.2
10 South Korea	44.6	55.6	36.1	62.7	22.9	0	36.5

資料來源: Economist Intelligence Unit

## 印度：成長放緩，外資主導估值下調

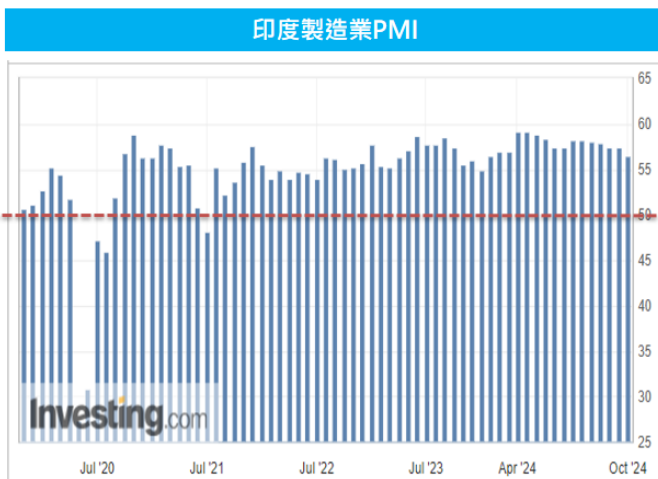
印度近期的經濟增速放緩，9月製造業PMI為56.5來到8個月的低點。出口訂單從8月的54.4進一步下降至9月的52.9，為18個月以來的最低點。生產和銷售的擴張速度也連續三個月放緩，幾乎各分項都較前期下跌。9月服務業PMI驟降至57.7，低於前值60.7，但仍在相對高位。新訂單指數為57.9，為去年11月以來的低點，主要是受到出口訂單快速下降的影響，就業保持平穩，甚至較上月微幅加速，價格指數持續下降，來到31個月以來的低點。

該國內需數據也顯示成長放緩趨勢，其中乘用車和中型商用車的銷量呈現年減，整體車輛庫存也增加，顯示商業活動的放緩。農業與商業的聘僱如PMI所示的減速，這也讓薪資增速出現下滑，這對未來的消費市場而言並非好消息。9月消費和投資品進口都出現減少的狀況，基礎設施產出成長放緩以及工業品進口疲軟都是拖累因素。然而這並不是印度單獨的現象，進入第三季後，亞洲的製造業普遍呈現下行，即使連印度這樣高速成長的經濟體都難以避免。所幸消費者信心仍保持一定溫度，現況指數上升0.8點至94.7，家庭對未來一年的所有信心分項，包含收入、消費、就業、整體經濟狀況，都表現出更高的信心，整體未來預期指數上升0.7點至121.4，顯示內需能維持一定的動能。

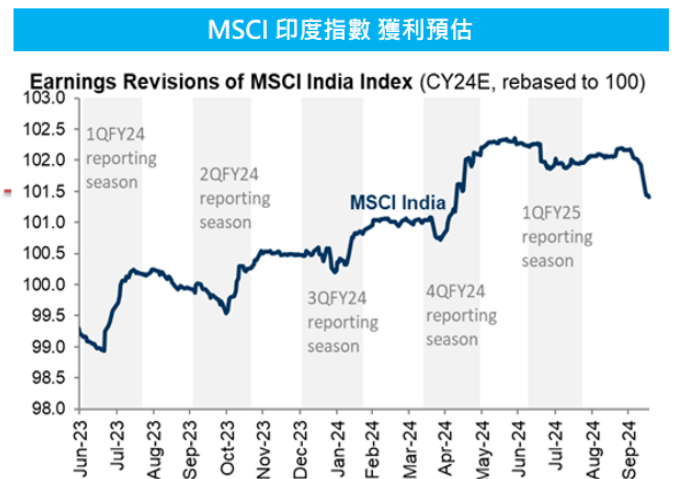
然而，Q3財報不如預期，是近期印度股市修正的主因，在MSCI印度指數中，已公布財報的公司不如預期比例超過6成。而不如預期的公司的股價在財報公布當日平均下跌4%，券商正在下調印度股市公司的評等及獲利預估值。高盛預測目前的業績預測可能仍過於樂觀，仍有持續下調的可能，這讓指數仍有一定的修正空間。印度股市在10月底前為密集公佈期，業績及外資動態將成為近期主導印股走勢的關鍵。

印度股市在近期修正後，本益比卻未見到跟隨下調，仍在高於平均兩倍標準差的極端值位置，也是新興亞洲中最高，對印度這種成長型的股市而言，高本益比並非主要風險，但獲利增速的下降，配合著高本益比，就可能帶動股價的修正。再者，新興市場資金部分回流中國，讓資金面也受到影響，從外資動態可見端倪，也不利印股的短期走勢。

過高的本益比及企業獲利的修正讓印度股市有持續下跌的壓力，我們建議等待估值回到合理區間，再行進場。



資料來源: Investing.com



資料來源: GS



## 科技：庫存水準略為改善，AI 持續帶動成長

近期科技股的表現可以說是兩樣情，AI 及半導體高階製程相關公司大多有不錯的表現，但成熟製程與消費性電子的狀況則相對較差，從 IT 供應鏈的庫存數據上也顯示出同樣的狀況。高盛對半導體和 IT 供應鏈中大約 80 家公司的自下而上的庫存跟踪進行統計，Q2 庫存總額季比增加 2%，低於 Q2 平均的季增 3%，庫存周轉天數下降至 64 天，高於季節性平均的 62 天，整體庫存還是略有增加的狀況。

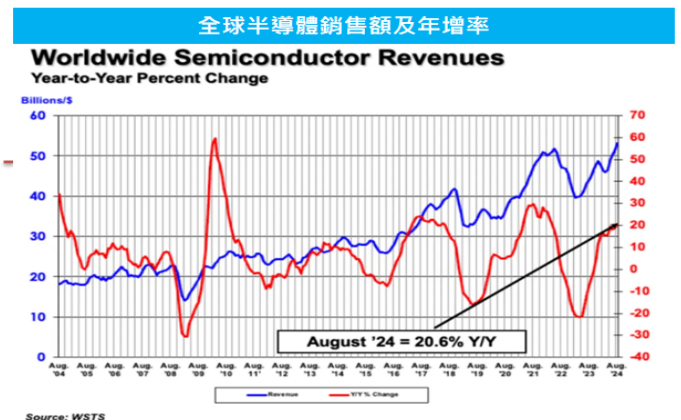
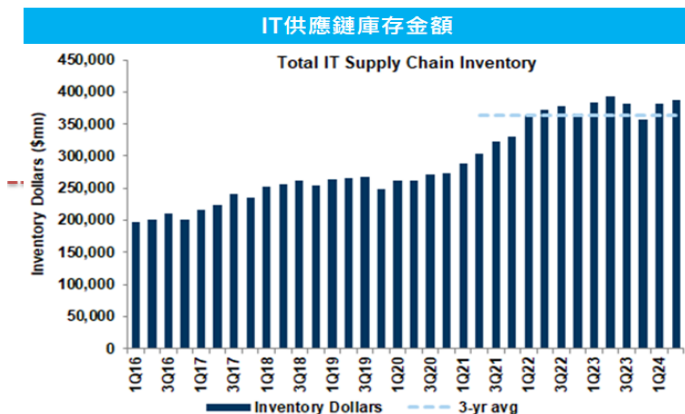
然而，整體供應鏈銷售年增 7%，庫存水準普遍有些許改善，尤其是在記憶體，硬碟、RF 晶片以及計算晶片等產業都顯示消費性電子持續去庫存。就零組件方面而言，僅剩下類比/MCU 及網路設備仍大幅高於同季平均。而下游的庫存包含汽車、手機、PC 都已經回到正常的天數，較之前庫存都已經有些微的改善。

半導體的銷售進一步升溫，根據半導體產業協會 WSTS 的報告，2024 年 8 月全球半導體銷售額持續成長年增 20.6%，月比成長 3.5%。再次創下了最高銷售額記錄，隨著人工智慧需求的爆發，半導體行業明顯復甦。尤其是去年衰退近 30% 的記憶體市場在 AI 加速器、高頻寬記憶體(HBM)需求的帶領下，今年迎來強力反彈。

AI 伺服器仍是主要推手，美國四大雲端服務供應商於上季財報時皆表示看好未來 AI 趨勢帶動相關業務的營收成長，將加大投資相關 AI 基礎設備，高送上調這四家科技公司在雲計算方面的資本投資，預估今年可達 1889 億美元，而明年將繼續增至 2130 億美元，年增率達 12.7%，帶動 AI 伺服器出貨量，預估 2025 將維持 60% 左右的成長率。

終端 AI 也將帶動 PC 成長，IDC 預估 2024 年 PC 銷售將回到正成長。主要是疫情期間購入的已經進入換機週期，以及 AI PC 預計在 2024 年底後帶來貢獻，加上 Windows 10 將於 2025 年 10 月終止支援帶來的換機潮，預計將帶動 PC 的銷售增長，明年的年增率則約在 6-7%。另外，IDC 預估 2025 年全球 AI 手機出貨量將較目前成長 73.1%，2028 年全球出貨量更將高達 9.12 億支，2023 至 2028 年的年複合成長率預期為 78.4%，將持續帶動先進製程。

以上這些題材都可望繼續推升科技類股，彭博統計 25、26 年那斯達克 100 指數企業獲利年增率都超過 10%，科技股中長期獲利成長趨勢穩健，雖然目前的本益比偏貴，但隨著 EPS 的上升，價值面將改善，中長期可分批布局。



## 拉丁美洲：巴西升息突顯財政問題，不利投資表現

巴西 9 月 S&P Global 製造業 PMI 由 8 月時的 50.4 上升至 53.2，在產量恢復成長的推動下，創造就業機會更強勁，銷售成長加速。供應商壓力增大，交貨時間延長企業加大投入力度創兩年多來最大。不過，價格壓力仍處於歷史高位，輸入成本和輸出費用增長速度創兩年多來最快。

巴西 8 月零售額較 7 月下降 0.3%，表現略優於預期的下滑 0.5%。數據下滑的主要原因為汽車、摩托車及其零件、其他個人和家居用品及書籍、報紙和文具等需求降幅較高。和去年同期相比，零售銷售額則年成長 5.1%，也顯著高於預期的 3.6%。

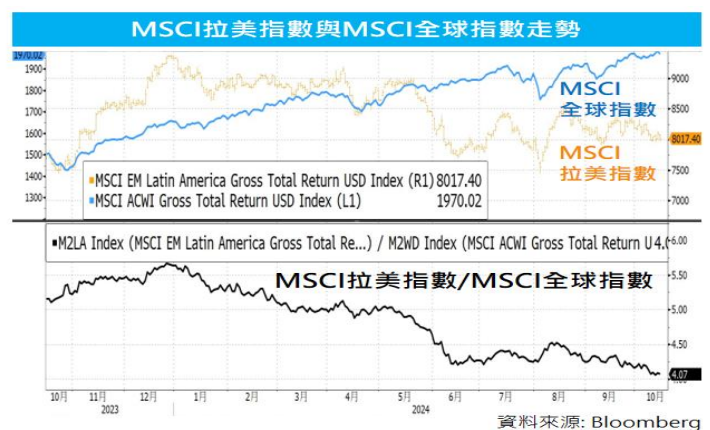
巴西 9 月 IPCA 通膨年率 4.42%，較 8 月時的通膨年比 4.24% 有所增加。價格由市場自由決定的項目 (IPCA 中權重為 75%) 的通貨膨脹率年上升至 4.06% (8 月為 3.77%)，而政府調控價格的通貨膨脹 (IPCA 權重為 25%) 年成長率下降至 5.47% (8 月為 5.58%)，顯示通膨仍有上升的疑慮。

巴西央行 9/19 將官方利率 Selic 上調 1 碼至 10.75%。在三個月前停止了貨幣寬鬆週期後，該國央行政策開始轉向緊縮並為 2022 年以來首度升息。其會後聲明指出，通膨前景面臨的風險傾向於上行，未來將需要採取更嚴格的貨幣政策。魯拉所提名的新任央行行長加利波羅 (Gabriel Galipolo) 已於 10/8 通過國會投票確定將於明年初上任，若以該國經濟情況來看，未來仍有持續升息的必要。

巴西綜合公共部門今年 8 月的基本財政赤字為 214 億雷亞爾，較去年同期有所收斂，但加計應付利息後的名目財政赤字為 904 億雷亞爾，近 12 個月名目赤字佔 GDP 比重仍高達 9.81%。再者，巴西 9 月公共債務由一年前的 74.4% 大增至 78.5%，而央行 9 月又開始升息，未來政府籌措債務成本勢將增加，進一步拖累政府負擔。信評機構惠譽 9 月下旬也指出，巴西政府增加收入的努力普遍為臨時措施，無法改善該國財政結構，且優於預期的經濟並未轉為更強勁的公共財政收入，預測明年公共債務將大幅上升。

截至 10 月中旬，巴西外資流出淨額約為 63.7 億美元 (不包括股票發行)，若計入外國在當地股票發行所投入的 11.1 億美元，今年以來外資淨資金流出量約為 52.6 億美元。

前述的巴西財政問題除了反應在外資的股市動向上，同樣也影響當地貨幣匯價，今年以來巴西雷亞爾大致呈現貶值情況，雖 7 月開始轉為盤整，但巴西升息突顯政府財政問題，使得該國匯率再度轉貶。儘管巴西經濟在該國政府公共支出及財政移轉下有所增長，但寬鬆財政與緊縮的貨幣政策間的矛盾，對於該國經濟前景與政府財政體質將帶來挑戰，也不利拉美股市相對全球指數的未來表現。





## 黃金類股：美元走勢恐不利金價，但避險需求仍支撐走勢

全球實物支持黃金 ETF 在 9 月呈現連 5 月淨流入，吸引資金 14 億美元，淨流入量幾乎全數來自北美，歐洲則為唯一資金淨流出地區。由於金價於 9 月下旬曾創新高，導致 AUM 成長 5% 達 2,710 億美元。近幾個月資金連續淨流入導致今年以來累積的 ETF 資金由負轉正，來到 3.89 億美元。

全球最大的黃金礦商-Newmont 於 10/24 公布第 3 季財報顯示 EPS 為 80 美分，低於預期的 89 美分，而 46.1 億美元的營收及低於 50% 的毛利率均不如預期。儘管金價上揚，該公司也同時面對勞動及開採成本提高的不利影響，尤其是勞動成本方面的壓力持續時間可能比預期要長，從而侵蝕獲利。上述財報公布後，該公司當日股價大跌近 15%，創 25 年來最大跌幅。相關產業的企業獲利是否面臨同樣問題值得後續觀察。

鮑爾 9/30 在 FOMC 9 月利率會議後重申，9 月降息 2 碼不應被解讀為常態，並強調美國整體經濟依然穩健，不急著調降利率。隨後美國非農人口等就業與其他經濟數據普遍朝正面發展。在 10 月下旬的全球經濟展望中，IMF 甚至把美國今明兩年的經濟成長率分別上修了 0.2%/0.3% 至 2.8%/2.2%，顯示美國經濟體質仍佳。根據 Fed Watch 顯示，截至 11/28，依美國利率期貨推算，FOMC 在 11、12 月各降息 1 碼的機率分別高達 98% 與 70%，與 9 月中旬市場預期 FOMC 11 月降息兩碼機率過半的情況比較起來，美國降息幅度已有所趨緩。另一方面，歐洲央行 10 月三度降息且隨著近來該地區通膨偏弱、ECB 下調歐元區今年經濟成長預測及多名成員發表鴿派的言論的情況均不難看出，不論就通膨或是經濟成長的角度來看，歐元區未來利率政策寬鬆的速度將明顯快於美國。故而，在整體氛圍上，有利美元與美債殖利率走強。近來黃金期貨與美元指數同步上漲，與兩者大致呈現相反走勢的歷史經驗並不一致，依過往情況來看，兩者同向走勢並不會太久，因此對於黃金中期走勢能否持續超越全球股市表現抱持觀望態度。

然而，就地緣政治來看，以色列 10/26 攻擊伊朗首都德黑蘭和西部的飛彈工廠，以報復伊朗 10 月初向以國發射飛彈之仇。不過，因為以色列此波攻擊並對針對伊朗核能或產油設施，加上伊朗事後僅宣稱會適時做出適當回應，並未發表激進報復言論，中東地緣局勢或有降溫跡象。然而，南北韓關係、北韓出兵協助俄國、中菲南海爭端、台海情勢及美國大選等議題後續仍有不小變數，因此對於黃金後續仍可能有避險的潛在需求，因此整體對於黃金相關類股目前建議維持觀望。



## 能源類股：原油供需前景不佳，業者獲利時點料將推遲

在原油需求方面，美國能源署(EIA) 10月月報雖維持今年需求增幅在 94 萬桶/日。然而，因 OECD 國家經濟可能放緩，因此將明年需求增幅預估由原先的 150 萬/日調降至 120 萬桶/日。再者，由於中國前景低迷，OPEC 最新月報預估今年全球日均原油需求增量將由先前估計的 203 萬桶/日降至 193 萬桶/日，明年增量也將由前次預估的每日 174 萬桶下跌至 164 萬桶。此外，國際能源總署(IEA)10月月報略微降低了今年全球原油需求增幅預估，但明年估值微增。

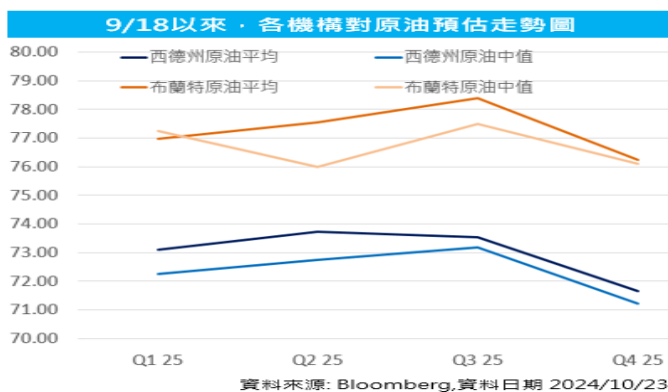
在供給方面，美國能源署(EIA) 預期今年全球日均產量將較去年增加 50 萬桶/日，明年則將成長 200 萬桶/日，因該機構認為 OPEC+ 以外的產油國產量將維持強勁成長，導致 OPEC+ 為了維持油價不致於過於弱勢，明年大部分時間 OPEC+ 的實際產油量將可能會低於先前表定產能進度。國際能源署(IEA)則認為，除非出現意外事故，今年全球石油供應成長將增加 66 萬桶/日，明年供應量將增加 200 萬桶/日 (與 EIA 預估數據一致)。

EIA 認為，隨著 OPEC+ 從 12 月開始逐步削減其減產限額及美加、巴西等國產量持續增加，全球原油供給將加速成長，導致明年下半年原油庫存將平均增加近 60 萬桶/日。同時，IEA 10 月月報也指出，中國今明兩年對全球經濟成長貢獻料由去年的近 70% 急劇萎縮至 20%，拖累全球需求，又因供給仍持續增加，除非發生重大供應中斷，原油市場明年將面臨嚴重供應過剩。

儘管中東地區衝突持續增加了石油供應中斷和原油價格上漲的可能性，但 EIA 在 10 的月報中仍大幅下調布蘭特原油明年的預估價格 7 美元至 78 美元/桶，主要反映 2025 年全球石油需求成長的減少。此外，根據彭博 10/23 的統計，不論以中位數或均值來看，各機構對於西德州油與布蘭特原油明年價格變化不大，大致上認為明年油價的走勢傾向先漲後跌；若以中位數的角度觀察，西德州原油價格料先由明年 Q1 時的 72.25 美元漲到 Q3 的 73.17 美元，但 Q4 時將跌至 71.22 美元。

近來伊朗原油生產情況再創下近 3 年新高，顯然近期中東混亂的局勢尚未對該國原油供給造成太大影響。以色列 11/26 攻擊伊朗首都德黑蘭和西部的飛彈工廠，以報復伊朗 10 月初向以國發射飛彈，但因以色列此波攻擊並對針對伊朗核能或產油設施，加上伊朗事後僅宣稱會適時做出適當回應，並未發表過度激進的報復言論，中東地緣局勢或有降溫跡象。

彭博 10/23 的統計顯示市場預期能源類股今年 Q3 至明年 Q1 的 EPS 成長率仍將呈現負成長，直至明年 Q3 才會轉正。能源類股獲利前景為所有類股中最差，且與兩個月前認為明年 Q1~Q2 便會開始成長的看法相較，預期轉為更加悲觀。再者，OPEC 下修全球原油需求成長預估，IEA 更認為明年 4 個季度全球原油均有供給過剩之虞，因此目前仍建議對能源類股保持觀望。



## 固定收益：美國經濟偏強與財政赤字隱憂擴大，長債殖利率有墊高壓力

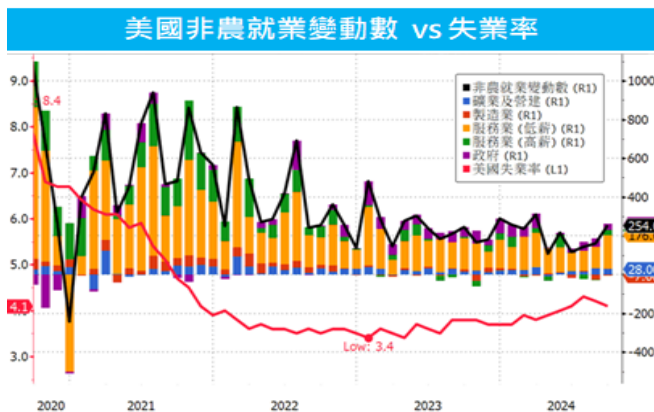
10 月份美國公布的經濟數據普遍優於預期，特別是就業市場與通膨均顯出相當的韌性，令市場擔心 9 月剛啟動的降息循環可能受阻。此外，美國總統大選的選情緊繃，候選人若非支持減稅就是要擴大支出，這將使得未來的財政赤字繼續擴大，令 10 月美國長債殖利率一路走高。至 10 月 28 日止，當月美國 10 年期公債殖利率自 3.75% 一路升至 4.28%，上揚超過 50 基點，也令各類債券普遍走跌，表現最差的全球主權債、新興當地債跌幅分別達 3.87%、3.59%，而表現最佳者則為亞洲高收益債，因受惠於中國的救市政策，上揚 0.49%。

美國 9 月就業數據大幅轉強，非農新增就業人數升至 25.4 萬人，創今年 3 月來最大單月增幅，遠超預期的 14.7 萬人；7-8 月數值更合計上修 7.2 萬人，與前兩月的疲軟大相逕庭。各行業增幅均有所增加，以餐飲業新增 6.9 萬、醫療保健業新增 4.5 萬最多。此外，9 月失業率降至 4.1%，低於預期與前值的 4.2%；而 9 月薪資也加速成長，平均每小時薪資年增 4.0%，創 5 月以來新高，超過市場預期的 3.8% 與前值 3.9%。

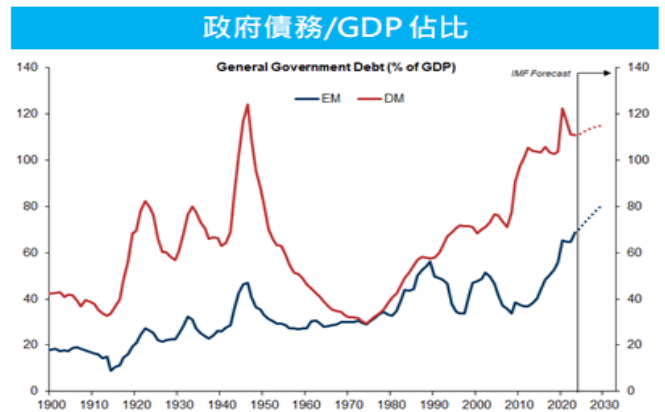
再從通膨數據來看，美國 9 月 CPI 年增率雖自 2.5% 微降至 2.4%，創 2021 年 2 月以來最低，但扣除食品與能源的核心 CPI 年增率卻升至 3.3%，二者皆高於預期，其中住房、食品指數為貢獻主因。此外，由於能源價格下滑，9 月 PPI 年增率雖自 1.9% 降至 1.8%，但仍高於預期的 1.6%；而扣除食品與能源的核心 PPI 年率則自 2.6% 升至 2.8%，亦高於預期的 2.6%。

根據美國國會預算辦公室(CBO)預估，到 9 月底為止的 2024 財年聯邦財政赤字將來到 1.833 兆美元，年增幅高達 8%，是除了 2020 和 2021 財年外的最高水準，且在較高利率的背景下，美國聯邦債務利息也首次超過 1 兆美元。預算赤字佔 GDP 比重超過 6%，在經濟擴張期間屬於嚴重超標水準，遠高於過去 50 年歷史平均值 3.7%。依 IMF 估算，本世紀之初美國政府債務占 GDP 比重還不到 60%，如今已達 120% 以上。在此環境下，美國總統大選候選人川普與賀錦麗，分別開出減稅及擴大支出的競選支票，都可能讓未來數年聯邦赤字多出數兆美元，將令此問題雪上加霜。

整體而言，雖然經濟偏強與赤字隱憂對長期債券殖利率有壓力，但由於通膨逐步穩定回落，而目前央行利率距離中性利率仍有一段距離，令 Fed 持續有緩步降息的空間，對整體債市仍有相當助益。投資級公司債兼顧安全性與收益性，在經濟持穩的環境中，信用利差也有縮窄的空間，是目前布局的最佳選擇。



資料來源：Bloomberg, 2024/10/15



資料來源：GS, 2024/10/14