

川普勝選推升美股續揚，惟通膨降溫路徑崎嶇

2024 年 12 月

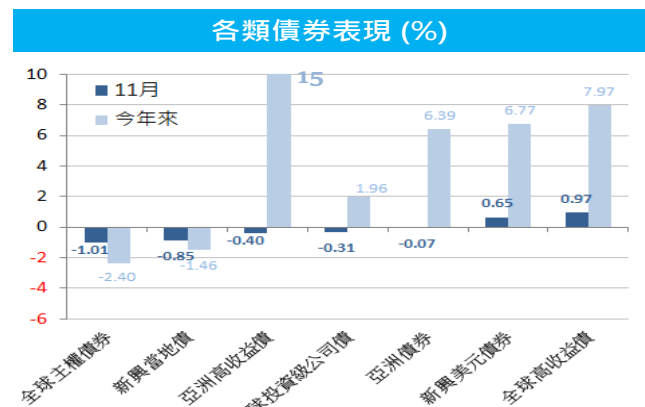
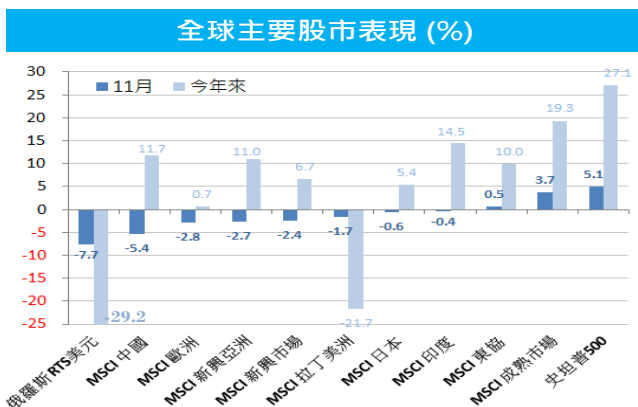
美國總統大選川普取得壓倒性勝利，共和黨也拿下參眾兩院形成完全執政，有助於川普未來政策的推動。不過，提高關稅可能帶來的副作用與對未來財政赤字持續擴大的擔憂，加上 11 月美國公布的通膨數據多高於預期，令美國 10 年期公債殖利率一度升至 4.50%，全球股債市震盪加大、表現好壞參半。至 11 月 25 日止，當月全球股市以美股上揚 5.1% 表現最佳，但在擔憂未來關稅壁壘可能造成的衝擊下，其他區域股市多數下跌，中俄股市重挫 5.4%、7.7%，跌幅最重。此外，當月各類債券表現也是好壞各半，全球主權債、新興當地債表現較差，跌幅分別達 1.01%、0.85%，而全球高收益債、新興美元債則表現較佳，分別上揚 0.97%、0.65%。

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，是史上第三高的水準，且在較高利率的背景下，聯邦債務利息也首次超過 1 兆美元。預算赤字佔 GDP 比重連續兩年超過 6%，在經濟擴張期間屬於嚴重超標。在此環境下，川普上任後將推動調降企業稅與個人所得稅等措施，恐將令財政赤字問題雪上加霜。此外，全面提高關稅雖可使政府稅收增加，但也增加引發貿易戰、美國通膨復燃的風險。這將令金融市場波動加大難以避免。

所幸川普對於抑制政府的龐大支出也有一定的認知。除了嚴控軍費、要求各國分攤之外，他也任命馬斯克主導新成立的「政府效率部」(DOGE)，進行政府瘦身的計畫；而新任財長更找來了大受金融市場好評的前索羅斯基金合夥人貝森特 (Scott Bessent)。貝森特建議緩步加徵關稅，搭配其他紓解物價措施，則通膨應可控制，並扭轉美國全球貿易運作。

美國 10 月 CPI 年增率自 2.4% 升至 2.6%，為 7 個月來首度走高；PPI 年增率自 1.9% 升至 2.4%，也是 4 個月來首度走高，其中服務業項目均為貢獻主因，顯示通膨降溫面臨阻力。在經濟表現仍有韌性下，這將使得明年 Fed 的降息空間受到一定的限制。不過，由於降息循環已啟動，降息終點仍在中性利率附近，中長期殖利率仍有緩降空間，投資級公司債可積極布局。

整體而言，美國啟動降息後一年，整體股市約有 10%~15% 的成長空間。此外，隨著川普內閣確定，政策方向也逐漸明朗，加上美國經濟穩健，可望帶動美股中長期表現。不過，川普高關稅政策對歐洲、亞洲及拉美國家的影響仍不明朗，雖然川普可能是想藉關稅拉高談判籌碼，但在不確定因素影響下，短期非美資產表現可能落後。



資料來源：Bloomberg，至 11 月 25 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：企業獲利穩健增長，移民與經濟將是川普政府優先事項

預期川普上台後優先議題將是移民和經濟。川普為了加速籌組政府腳步，要求下一任共和黨參議院領袖支持「休會任命」。在一般情況下，政府官員在美國總統提名並經參議院審核通過後，任命才算完成，但美國憲法也規定，在國會休會期間，總統可不經參議院認可直接進行人事任命，又稱「休會任命」。若國會接受，預料川普法案推出的速度將可大幅加快，不排除明年第一季就可看到部分法案推出，將與拜登主政時期的進度不同。

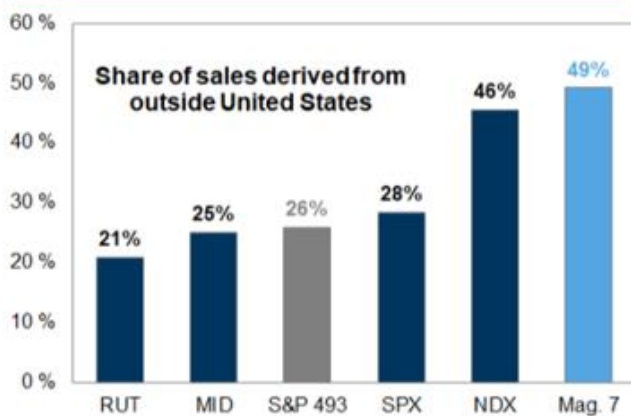
非法移民的問題包含阻止新入境與驅逐現有非法移民。預估新進入美國非法移民數量很快會大幅降低，並打擊跨境的毒梟犯罪集團；至於遣返現存國內非法移民的問題上，由於在許多行業依賴移民提供廉價的勞動力，如建築業、農業，外界估計將會考慮美國就業狀況來調整。

經濟安全議題上，川普的主要目標是降低通膨，提升美國人民的實質消費力。估計一上任就會鼓勵傳統石化能源如石油和天然氣的生產、降低能源價格。其次馬斯克獲任命於新成立的政府效率部，肩負改革美國聯邦政府的使命，這也意謂大幅縮減開支、甚至裁員。另外川普第一任期通過的《2017年減稅與就業法案》將於2025年到期，外界也期待新稅法能否再次降低公司稅與所得稅的稅率。

在關稅議題，川普於11/25宣布，將對所有中國大陸進口商品加徵百分之十關稅；墨西哥與加拿大進口美國的所有商品則加徵百分之廿五關稅。目前全球各國也在觀察川普是否全面拉高進入美國商品關稅。市場擔憂全面加徵關稅可能引發其他國家反彈，同樣對美國企業祭出報復性關稅，對於海外營收占比高的美國公司不利。就標普500企業來看，有28%營收來自海外，其中科技龍頭雖然海外比重偏高，但取代性低，對獲利影響預估仍相對不大。

市場預估2024年標普500企業獲利年成長8%，到2025年成長11%，而醫療與通訊產業仍是獲利成長最快的產業。雖外界對川普政策存在疑慮，但新任財長貝森特曾呼籲貿易限制應該漸進實施，緩解外界對全球貿易戰的擔憂。預料川普勝選關鍵仍是民眾寄望他能提振美國經濟，故政策雖與民主黨大相逕庭、也造成市場不確定性，但目前美國經濟表現仍舊穩健，待未來政策發揮成效，應可提振美國消費，故美股若因政治利空拉回，仍可以長線角度分批布局。

美國公司海外營收占比



資料來源：高盛, 2024/11/18

標普500企業獲利增長預估

	Adjusted EPS GS Top-Down				Adjusted EPS Consensus Bottom-Up					
	2023A	Contribution		EPS growth		2024E	Contribution		EPS growth	
		2024E	2025E	2024E	2025E		2024E	2025E	2024E	2025E
Information Technology	\$45	\$56	\$66	23 %	18 %	\$55	\$67	22 %	21 %	
Financials	40	42	45	6	6	45	48	11	6	
Health Care	29	31	36	4	17	30	36	2	21	
Communication Services	21	24	27	14	15	25	29	20	14	
Consumer Discretionary	19	21	22	10	9	21	23	13	11	
Industrials	19	20	22	5	9	19	22	(0)	16	
Consumer Staples	14	15	16	4	5	15	16	4	5	
Utilities	6	7	7	10	7	8	8	21	3	
Real Estate	6	6	7	4	6	6	7	3	6	
Materials	6	6	6	(5)	4	5	6	(10)	19	
S&P 500 ex-Energy	206	227	254	10	12	229	261	11	14	
Energy	17	14	15	(15)	1	13	14	(23)	5	
S&P 500 EPS	\$223	\$241	\$268	8 %	11 %	\$242	\$275	9 %	14 %	

資料來源：高盛, 2024/11/22

歐洲股市：德國政局動盪，各國面對川普關稅仍無共識

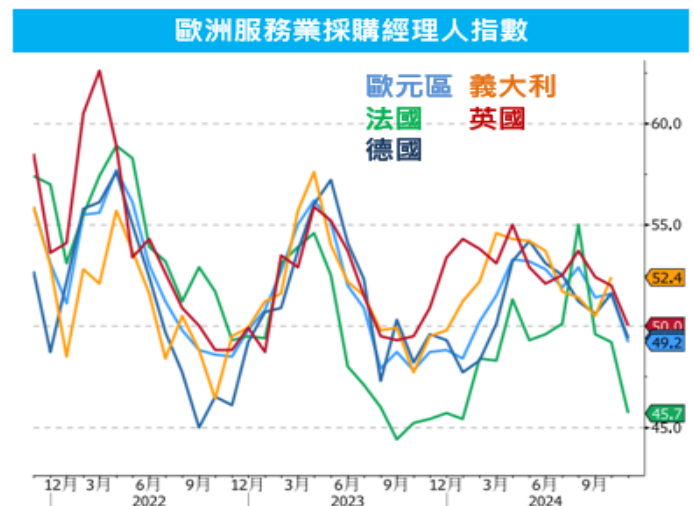
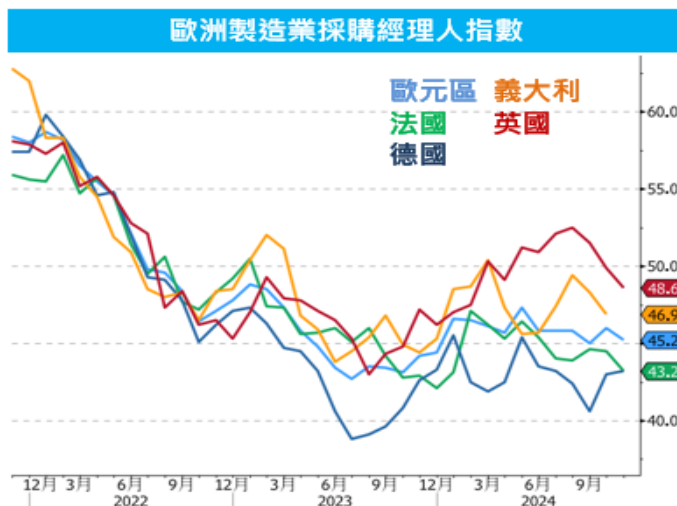
歐元區景氣惡化，歐元區 11 月服務業 PMI 從 10 月的 51.6 降至 49.2，觸及十個月來最低水準，摔落景氣榮枯界線；製造業 PMI 指數持續下挫，從 46.0 跌至 45.2。美國是歐洲企業最重要的出口市場，為因應川普勝選提高進口關稅，歐洲企業可能採取工廠外移的方式因應。

面對疲弱的經濟，市場寄望央行降息，近期歐元走勢疲弱。今年歐洲央行已三次降息，預期在下月的政策會議上再次下調存款利率，但對於未來的政策路徑，歐洲央行管理委員會成員之間出現分歧，部分官員認為，利率已接近不再抑制經濟的水平，降息更多可能適得其反；英國央行在 11 月啟動今年來第二次降息，但擔憂政府新發佈的財政預算可能助長通膨，接下來推進寬鬆政策的腳步將會趨於謹慎。

德國政局紊亂，面對經濟危機束手無策。社民黨總理蕭茲在數週的預算僵局後，開除了自由民主黨財長林德納的職務，「紅黃綠」聯合政府解散，德國陷入領導真空。目前主要政黨已達成共識，計劃於 2025 年二月舉行大選。社民黨提名蕭茲為下屆聯邦大選總理候選人，蕭茲提出將在聖誕節前推出產業支援措施的草案；德國中右翼政黨聯盟基民盟/基社盟(CDU/CSU)目前在民調中領先，推出政見包括削減社會福利，推動長期失業者重返勞動力市場，質疑烏克蘭難民是否應獲得標準失業救濟金。目前並沒有哪一個政黨能得到過半數的領先優勢，領先的基民盟在民調支持度也無法超過四成，預估國會改選後仍是聯合政府可能性居多。

按歐盟統計局數據估算，歐洲企業 9 月從俄國購買價值 14 億歐元的天然氣，與 2024 年 8 月去年同期相比多三分之一，其中大約 40% 是液化天然氣，60% 是經管道供應的天然氣。根據媒體報導，現在進口俄羅斯液化天然氣的歐盟國家主要有德國、法國、西班牙和比利時。預料若俄烏戰爭停火，歐洲各國將加大購買俄羅斯天然氣比重，甚至恢復管道供應，有助於壓低歐洲通膨水平。

泛歐 600 指數評價偏低，目前未來一年 PE 約在 13.2 倍，但盈餘成長性不高，預估 2025 年盈餘年增率可能不到 5%。目前歐洲各國面對美國關稅威脅仍無共識，但若德法願意推動財政刺激政策、配合俄烏停戰仍有機會帶動經濟回溫，若股價因關稅議題再次大跌，可以長線角度逢低承接。



資料來源：彭博

日本股市：石破茂延續自民黨政策路線，半導體與內需產業將穩健增長

石破茂正式成為第 103 任日本首相，上任後宣布於 2030 財年前，日本政府將提供超過 10 兆日圓資金振興國內的半導體及人工智慧產業，以重拾在晶片領域的領導地位。台積電在熊本縣菊陽町建立第一廠預定今年出貨，第二廠計畫於 2025 年 1 至 3 月動工興建，熊本縣知事木村敬 11/13 在東京拜會經濟產業大臣，盼政府加碼補助，爭取台積電在熊本縣建第三廠。

在本土廠商部分，日本政府計劃在 2025 年度對 Rapidus 加碼出資 2,000 億日圓。Rapidus 目前在製造技術上落後台積電及三星電子，然而黃仁勳 11/13 在東京記者會上，再次強調供應鏈多元化的重要性，當被問到是否有可能委託 Rapidus 生產時，表示「我對 Rapidus 有信心」。日媒解讀認為，Rapidus 代工在未來可能成為 Nvidia 選項之一。

日本內閣府公布 2024 年 11 月份經濟報告，將日本經濟基準評估維持於前一個月的「雖然部分仍陷入停滯、不過已呈現緩和復甦」，在針對日本景氣前景的描述部分、內閣府此次追加了「關注美國今後的政策動向」的字眼，顯示日本政府對川普計劃調升關稅的影響抱持警戒。

中國觀光客成為外籍旅客增長主力。2024 年 10 月訪日外國旅客人數較去年同月大增 31.6% 至 331 萬人，月旅客數連續第 17 個月超過 200 萬人，超越 7 月的 329 萬 2,602 人、創單月歷史新高。就國家別來看，10 月造訪日本的外國觀光客以南韓最多，高達 73.21 萬人次，中國雖僅以 58.28 萬人次居次高，但比去年同月增加 2.3 倍，估計仍有成長空間。

就企業獲利角度，預估 2025 年維持 10.7% 獲利增長，預估本益比來到 14.9 倍，評價相對美股合理。企業獲利穩健也支持股票回購增加，在東京證交所推出公司治理改革後，可看到股票回購金額穩健走高，型成日股下檔支撐。

近期美元兌日圓匯率在 148-156 區間來回震盪，日本央行行長植田和男 11/22 暗示，可能會在 12 月的貨幣政策會議上討論加息問題，言論避免承諾在 12 月加息，同時又留有餘地。預料即便日本央行升息，仍會考慮 7 月經驗來降低市場波動，估計日圓匯率以小幅升值可能性居高。近期若因美國關稅議題導致市場回檔，仍可關注日股低檔承接機會。

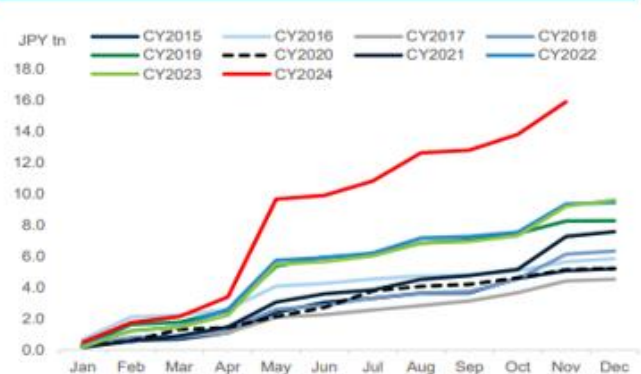
TOPIX指數近三年獲利預估

	FY2024			FY2025			FY2026	
	Consensus	Prev. GS	GS Est.	Consensus	Prev. GS	GS Est.	Prev. GS	GS Est.
YoY, %								
Sales	3.3	4.2	3.8	3.0	1.6	3.4	2.1	2.9
Recurring Profit	8.3	9.2	8.6	8.7	5.4	10.2	6.1	7.5
EPS	9.0	9.7	9.1	9.3	6.2	10.7	6.6	7.8
EPS (Y)	185.4	186.6	185.6	202.7	198.2	205.6	211.2	221.5

D./JPY rate assumptions for FY2024/25/26 are now ¥150/¥155/¥155

src: I/B/E/S, Toyo Keizai, Goldman Sachs Global Investment Research

日本企業股票回購金額(兆日圓)



Source: Nikkei Value Search, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

資料來源：高盛, 2024/11/18

資料來源：高盛, 2024/11/18

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：川普關稅近在咫尺，亞洲各國各自表現

亞洲股市十一月延續上個月的弱勢震盪走跌，截至 11/27，亞洲不含日本指數(MXAPJ)一個月下跌 4.87%，主要是反應川普當選後政策的不確定性。個別區域國家中，由於關稅對中國首當其衝，中國股市中的上證指數下跌 1.10%，國企指數則大跌 7.23%。台灣股市則受到半導體類股的回檔影響，加權指數下跌 2.87%。南韓 KOSPI 指數在 DRAM 供過於求價格下跌的影響下，即使三星股價反彈，仍下跌 2.45%。東南亞股市延續上個月拉回修正的走勢，MSCI 東南亞指數單月下跌 1.72%，其中印尼、菲律賓跌幅較大超過 7%，馬來西亞則下跌 2%，新加坡股市在東南亞中一枝獨秀上漲 2.89%。印度股市雖外資賣超仍未停止但似乎已經有初步止穩跡象，SENSEX 指數單月上漲 0.76%。

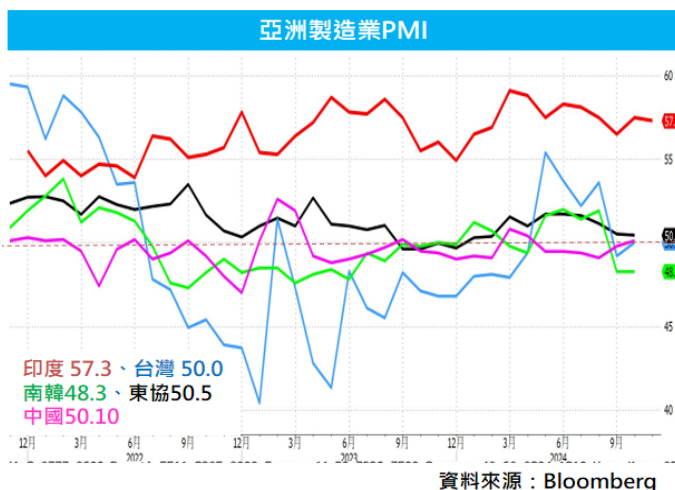
亞洲製造業 PMI 數據較上月略有改善，其中台灣的數據已經回到 50 走出萎縮。表現最好的仍然是印度，再度走升到 57.3，維持在高檔的位置。中國政府在九月底開始陸續推出了政策，加強了經濟刺激力度，數據也有初步的好轉，回升到 50.10。東協的製造業 PMI 依然不愠不火在 50.5。南韓的 PMI 則因為出口放緩，在 48.3 的萎縮區間。

對亞洲而言，川普上台的負面影響將透過關稅上升、全球需求疲軟以及政策不確定性加大來影響亞洲經濟。由於亞洲國家普遍對美國存在大量順差，因此都會受到關稅的影響，這些影響可能會在 2025 的下半年發酵，並拖累全亞洲的經濟成長。

根據 IMF 預估，全亞洲的 2025 年經濟成長率都會較今年出現一定程度的下滑，但由於這次並不是川普第一次的執政，他的政策也因此更能夠預測，也因此亞洲各國的政府及企業在政策支援以及供應鏈的分配能夠更好的應對，例如中國勢必會推出更大規模的刺激方案，亞洲部分國家則會受惠於供應鏈的外移，對經濟的影響還是在可以控制的範圍，不至於出現衰退。

在通膨方面，中國出口產品因為關稅的關係可能轉出口到亞洲其他地區，對亞洲各國本地的製造業不利，但有降低通膨的效果，亞洲各國央行也將更能夠使用寬鬆政策來對抗可能的風險。

整體而言，明年新興亞洲在受到川普關稅政策的影響之下經濟增速可能放緩，但仍保持穩健。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，並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，亞洲除中國外中長線看法保持正面。



IMF 預估亞洲各國GDP年增率				
	2022	2023	2024	2025
南韓	2.6	1.4	2.5	2.2
台灣	2.4	1.3	3.7	2.7
新加坡	3.6	1.1	2.6	2.5
新興發展中亞洲	4.5	5.7	5.3	5.0
中國	3.0	5.2	4.8	4.5
印度	7.2	8.2	7.0	6.5
東協五國	5.7	4.0	4.5	4.5
印尼	5.3	5.0	5.0	5.1
馬來西亞	8.7	3.6	4.8	4.4
菲律賓	7.6	5.5	5.8	6.1
泰國	2.6	1.9	2.8	2.0

資料來源：IMF

台灣：進出口穩定成長，推動台灣經濟上行

近期台灣的製造業仍保持不錯的動能，十月製造業 PMI 微幅回升 0.8% 至 50.0%，景氣大致持平。其中新增訂單與生產指數，回升 3.4% 與 3.7% 至 51.9% 與 50.5%，再度呈現擴張，但消費性電子銷售未如預期、AI 高基期下短期拉貨力道趨緩，是要特別留意的風險，但在美國總統大選結束後，不確定性消除，有機會因為海外企業重回擴大開支，而再度走升，對製造業的景氣無需太過擔憂。

央行看好台灣的經濟狀況，並表示在進出口穩定成長的帶動下，今、明兩年 GDP 年增率都將維持在 3% 以上，台灣的外銷動能，受惠於 AI、雲端與高效能運算等新興科技應用熱潮不墜，推升台灣相關供應鏈出口，這也將拉動於台灣國內投資及就業穩定，並帶動國內消費，但因基期較高，經濟成長率將略降，央行預測明年 2025 年 GDP 成長 3.08%，低於今年 3.82%。

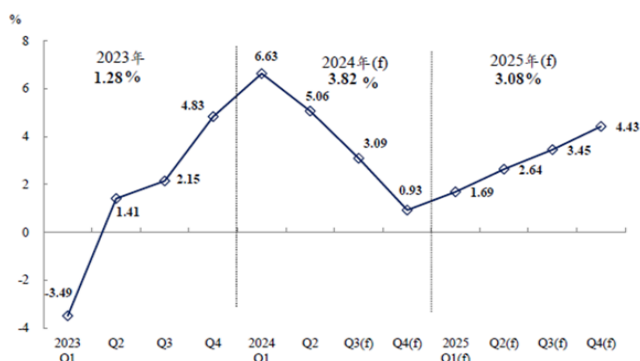
科技產品出口仍然是台灣重要經濟支柱，十月出口金額達 413 億美元、創歷年同月新高，月增 1.8%、年增 8.4%，連續十二個月成長。由於 AI 等新興商機持續熱絡，電子與資通產品需求維持不墜，但油品及塑化產品外銷仍弱。AI 商機年終消費旺季來臨，均可望維繫我國第 4 季出口穩健成長。

暢旺的半導體出口，也帶動國內半導體相關供應鏈投資，加上輝達、AWS、AMD 宣布在台設立研發中心或資料中心陸續啟動興建，10 月國內資本設備進口年增率達 28%，半導體設備進口年增率更達 40%，企業投資趨勢可望延續。

出口及投資帶動國內就業與消費，拉抬非製造業景氣，台灣 10 月非製造業 PMI 為 53.8，較上月微幅回升 0.5%。多數內需產業進入第四季旺季，零售業與金融保險業的商業活動指數皆大幅攀升，除了房地產因為央行管制略有下降之外，整體維持擴張。

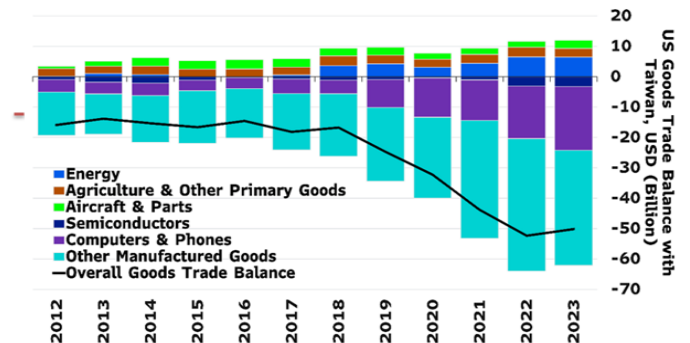
目前台股最大的風險就是川普可能讓台灣的貿易成本增加，川普並未對防衛台灣正面表態，並聲稱台灣奪走了美國的晶片業務，這種態度可能會讓兩岸的風險增加。川普更視台灣是一個國際貿易對手，為解決台美之間的逆差，協防台灣可能成為談判籌碼，以敦促台灣加大對美國的投資，並要求台積電先進製程提早赴美，軍售、關稅也是可能的選項，這些都會讓台灣貿易的成本增加。我們認為由於台灣在半導體相關供應鏈的優勢，科技類的關稅有轉嫁的空間，傳產部份恐將受到較大的壓力。然而台股 Q3 財報業績持續成長。雖外資賣超，但內資撐盤，資金及籌碼面沒有太大的問題。中長線受惠於半導體的長期趨勢，建議可中長線持續布局。

央行預估台灣經濟成長率



資料來源: 中央銀行

台美貿易餘額



資料來源: Bloomberg

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。

中國：關稅讓中國經濟雪上加霜，看法保守

中國近期的經濟有些微好轉的跡象，10月的製造業PMI為50.1%，較9月上升0.3%，相隔5個月重回擴張區間。新訂單、生產、就業指數都較上月回升，但新出口訂單仍在低位徘徊。外需延續放緩態勢，所幸國內的需求開始回升。中國10月非製造業PMI為50.2%，比上月上升0.2%，服務業及房地產業都有改善，除受惠於十一長假外，自9月底以來，中國政府陸續一系列增量政策，市場需求止跌回穩，樂觀情緒有所恢復，政策效果開始顯現。

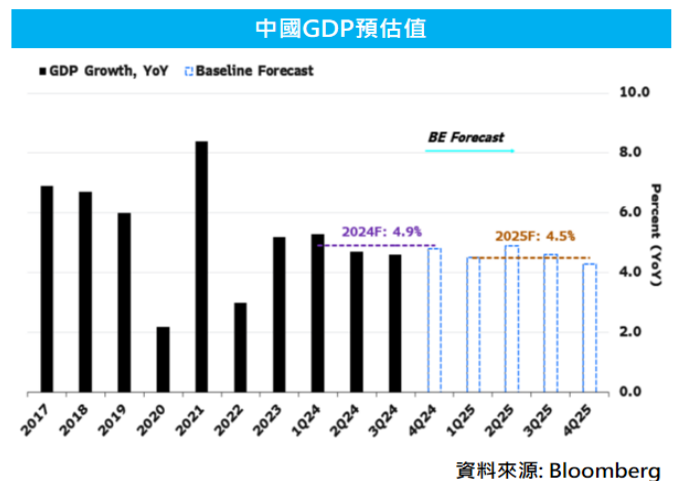
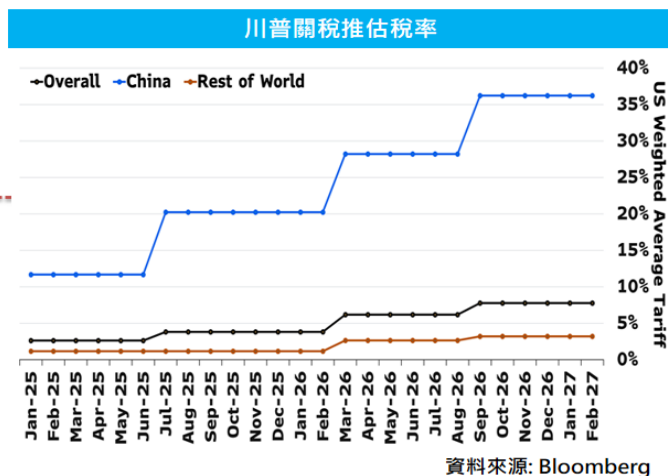
從內部的經濟活動來看也有一些改善，中國10月工業增加值年比增長5.3%，低於9月的0.1%。零售銷售額在10月份增長了4.8%，比9月份的3.2%加快，創下自2月份以來的最快增長速度。固定資產投資年增3.4%，下降0.3%。刺激措施的影響應該已經體現在消費中，但生產及投資改善有限，有效需求偏弱，經濟持續回升基礎仍待鞏固，然而川普的新關稅威脅可能就在眼前。

在川普的關稅威脅下，彭博預估明年中國經濟增速會放緩至4.5%，雖然中國將加大政策刺激內需，及出口地移轉往新興市場等方式進行填補。但美國關稅措施可能比預期的更大並且更早實施，這將對經濟帶來更嚴重的衝擊。而且還不清楚決策層能否成功將政策目標轉化為對底層經濟更有力的實質政策，進而提振消費者和企業信心，目前看來增速低於4.5%的下行風險較大。

美中關稅將對中國出口其產生較大的負面影響，彭博預估美國未來幾年將對中國的實質關稅上升20%，預計將在2025年Q2執行第一波關稅。明年出口增速可能會大幅放緩，甚至較今年零成長，在出口的拖累下，高盛預估這將使得GDP下降2.6%。

供應鏈加快外移，將也對就業及消費不利，在美國關稅的衝擊下，企業將加快供應鏈向外轉移的速度，大量的工作崗位也因此流失。實際上今年PMI就業分類就已經表現低迷。大城市的薪資水準季比甚至是負成長，中國政府勢必要在就業上提出更多的解決方案，否則刺激消費政策的效果，可能只是杯水車薪。此外，房地產的負面影響可能還沒有結束，由於房屋佔家庭總資產的60%左右，房價下跌將透過財富效應打壓消費，房地產整體對GDP的負面影響可能高達2%。

中國股市在經歷十月初的反彈之後，本益比已經回到平均水準，加上明年企業盈餘成長率在關稅的影響下不如今年，股市在中長期基本面成長放緩的情境下，上方空間相對有限，預估最好的狀況為區間整理，我們對中國股市的看法保守。



拉美股市：巴西財政不利外資信心，墨西哥出口料受川普關稅政策衝擊

根據巴西央行近期經濟學家對於經濟前景看法的 Focus 調查顯示，雖然今年底的通膨預期轉為持平，但應與調查時點已逐步步入年底，故調整空間不大有關。受訪者對於明年底的通膨預期仍然連續六次增加，顯示該國的通膨問題仍不容小覷，未來勢將牽動該國的貨幣政策進一步縮緊。高盛最新的報告也顯示，預期巴西在明年 Q1 仍將進一步升息，Q2 或維持利率在高檔不變，最快在 Q3 才有可能重啟降息循環，預期上半年緊縮的利率環境對於其民間商業活動與經濟成長仍將造成不小負擔。

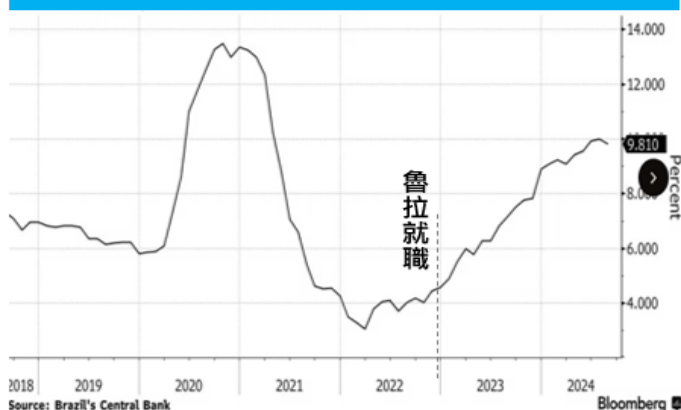
巴西財政體質本就欠佳，魯拉上台後加大對民間財政移轉力道及政府支出的措施導致該國所訂下的財政目標可信度極低，即便今年基本財政餘額略有好轉，但計入債務利息後的整體財政赤字仍遲遲未能改善，政府整體債務佔 GDP 比重亦快速上升。由於巴西明年上半年仍可能處於升息循環階段，未來勢將加重巴西政府的財政負擔，該國財政風險上升也仍有推升該國長期利率之虞。

再者，雖然巴西貨幣政策朝偏向緊縮，但市場先前已預料央行升息舉動，央行至今也兩度升息，故相關議題或已大致反應；反觀美國 10 月以後經濟數據表現才開始優於預期，且川普 11 月當選美國下任總統後，市場預期未來政策將推升通膨，導致美國降息步調將放緩的題材仍有發酵空間，未來美元兌巴西雷亞爾將有升值(巴西雷亞爾貶值)機會，亦不利投資人以美元結算投資巴西或拉美股市之收益。

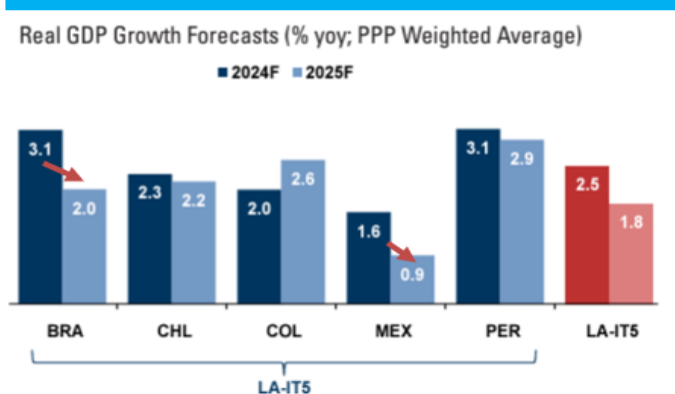
美墨加三國曾於 2020 年川普任內簽訂協議，只要商品符合協議規範，便可在三國之間免關稅自由流通。然而，川普 2024/11/25 宣布將在其上任首日就發布行政命令，由墨西哥與加拿大進口美國的所有商品將課徵 25% 關稅，直至非法外來者與毒品停止侵略美國為止。由於墨西哥目前已是美國最大貿易夥伴，高盛報告原本預期墨西哥 2025 年實質經濟成長率將由 2024 年的 1.6% 降至 0.9%，根據 Trading Economics 資料，2022 年墨西哥出口佔其 GDP 比重約 4 成，且出口商品約 84% 輸往美國，因此川普行政命令一旦付諸實行，對於墨西哥經濟前景將造成巨大衝擊。

巴西與墨西哥兩國 GDP 合計佔拉丁美洲整體經濟產值比重約 61%，兩國股票佔 MSCI 拉美指數的比重更高達 9 成。巴西財政體質不佳，其匯率前景偏空之際，川普明年上任對於中國施加的關稅措施也極有可能降低巴西乃至於整體拉美原物料出口，從而加重對於經濟及相關類股負面影響。墨西哥也料因川普的關稅主張使該國經濟與出口遭受不利影響。因此拉丁美洲 2025 年經濟成長料將受限，該區域股市表現能夠超越全球整體股市的機率也不會太高。

巴西公共名目預算赤字佔GDP比重



拉美主要5國實質GDP成長預估



We Create Fortune

礦業類股：中國房市初見好轉，但川普政策恐影響需求

根據中國「全國房地產市場監測系統」資料，10月在303城市中有32.67%出現上漲，28.71%持平，38.62%下跌，較之於9、10月連續兩個月上揚的城市比例僅7.14%的數據，可看出房市初步好轉跡象。10月新建商品房網簽成交量年比增長0.9%，較9月時的年比擴大12.5%，且為近15個月首度正成長。由於10月為Q4首月，而9月為Q3末月，「季底效應」通常導致9月成交量高於10月，故房市向來有「金九銀十」之稱。然而，今年10月全國新建商品房網簽成交量較9月增6.7%；二手房成交量網簽也月增4.5%，創近17年來首次有「銀十」超過「金九」的情況。

就鐵礦砂需求量來看，8月下旬以來中國鐵水產量持續增長，由於高爐使用鐵礦砂將其冶煉而成鐵水，因此鐵礦砂的需求量也在同時間呈現上揚。不過，中國鐵水產量及鐵礦砂需求量之後可能因淡季到來而出現季節性下降，此為未來需求面的不利因素。再者，全球鐵礦砂運量持續成長，今年以來累計量能較去年成長2%，根據「鋼之家」資料顯示，截至11月1日止當週，中國各港口的鐵礦砂總庫存與去年同期相較增加39%，未來中國鐵礦砂的進口將因港口庫存偏高而受到抑制。

川普競選時揚言對中國商品徵收60%關稅，最終稅率雖仍可能有變，但因共和黨在參眾議院皆取得多數席位，關稅措施料仍勢在必行。中國海關資料顯示，2023年中國對美出口商品總值超過5,000億美元，約中國出口總值的15%。Bloomberg使用WTO模型估算，若美對中徵收60%的關稅，將使中國對美商品出口基本清零；高盛也估計，若川普對中國商品加徵20%的有效關稅將使中國實質GDP下降0.7%，雖中國政府也可能透過加大政策支持並允許人民幣兌美元貶值來抵消關稅衝擊，但中國明年實質GDP成長仍會由目前預測的4.7%降至4.5%。然而，中國含鋼製品(如家電、機械)與鋼材出口量恐有下滑之虞，這或成為明年原物料需求成長的最大威脅。同時，川普也主張撤回拜登的「通膨削減法案」所有未動用的資金並取消7,500美金電動車補助計劃，由於前述訴求主張涉及電動車、太陽能及風電等產業的投資，料將抑制美國對於銅、鋰和鎳等金屬的需求，從而波及全球原物料產業。

雖然中國房市初見好轉，但現階段該國政策以去化現有房屋庫存為主，因此我們研判中國房市即便略有回溫，也未必能完全反應在原物料需求上。再者，不論是川普的關稅政策、撤回「通膨削減法案」未用資金或是取消電動車補助等措施對於全球原物料需求均存在重大變數。不過，川普關稅保護及降低企業稅等主張仍有利美國本土原物料業者，因此美國與美國以外的礦產業者的產業前景明年可能出現分歧。



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。

黃金類股：川普政策料推升美元，不利產業前景

黃金今年第 3 季總需求較去年成長 5%，至 1,313 噸，創下歷史同期新高，再加上金價同時間屢創新高，使得以美金計算的需求價值年增 35%，首度超過 1000 億美元，亦締造新猶。就需求的來源分析，黃金 ETF 在 Q3 流入 95 噸為成長的主要動力，同時亦為近兩年來首次出現資金淨流入。不過，金條和金幣的投資年減 9%。黃金首飾消費量也較去年同期下降 12%，但因金價上揚，因此以市值計算的金飾需求價值依然年增 13%。全球央行第三季的購買量為 186 噸，步調有所放緩。在科技產業上的使用量為 83 噸，年增 7%，但佔整體黃金需求比重有限。

全球實物支持的黃金 ETF 10 月淨流入 43 億美元，連續 6 個月呈現資金買超，加上當月金價頻創新高，使得其 AUM 單月增加 5% 至 2,860 億美元再破紀錄。在所有地區中，以北美基金資金流入 27 億美元最高。北美再次引領全球資金流入。年初至今，除歐洲以外的所有地區都出現了資金流入。

彭博使用四個變數(美國 CPI、央行黃金購買量、美國實際利率和美元) 所計算的黃金長期公允價值模型顯示，黃金的理論交易價格應在每盎司 2,067 美元左右，與近期黃金期貨價格來看，兩者之間存在著不小的溢價空間。此外，黃金價格在經歷今年以來的一波大漲後，不論名目價格與經通膨調整後的黃金價格均來到歷史高位。考量通膨因素後，黃金價格已沒有被低估的情況，故就價值面的投資考量，目前的黃金價格已無先前的潛在優勢。

10 月以來美國經濟數據普遍優於預期，降低經濟衰退疑慮，而通膨大致平穩，鮑爾近來談話亦表明不急於降息。再者，川普主張將對來自中國進口的產品課徵至少 60% 關稅，並對其他國家進口的產品課徵 10-20% 關稅。同時川普「美國製造」的訴求亦可能因美國較高的人工成本而墊高相關產品的成本與售價，對美國通膨前景恐產生重大威脅。Fed 未來就算不升息，也將迫使該國目前的貨幣寬鬆政策步調放緩。另一方面，歐洲經濟數據持續疲弱且德法政局不穩定，歐洲料將進一步降息，不論在速度上或步調上均可能快於美國，使美歐利差擴大，導致美元指數欲弱不易。黃金價格與相關類股走勢在過去的多數時間與美元匯率呈現負相關，預期這樣關係在可見未來不易有變。在金融市場氛圍有利美元發展下，黃金中期表現恐將受到壓抑。雖然美中對抗、地緣政治、中國積極推動去美元化等因素或仍支撐全球央行買盤，但預料將無法完全抵消美元偏強對黃金所帶來的負面效果，黃金類股中期表現想要超越全球股市恐不容易。

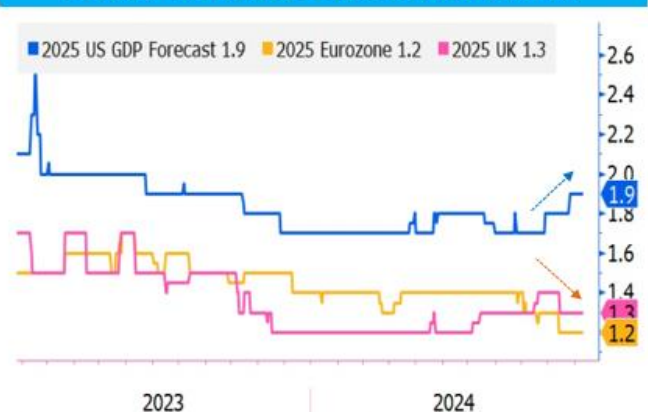
黃金期貨價格與彭博黃金長期公允價值差異



Source: LBMA, WGC, Metals Focus, Bloomberg Intelligence

Bloomberg Intelligence BI

彭博調查分析師對美歐經濟成長前景預期



Source: Bloomberg Consensus as of Nov. 11, 2024

ECGDUS 24 Index (US GDP Economic Forecast (QoQ & SAAR Quarterly) & (YoY & Yearly)) 2025 USUKEU GDP Daily 01NOV2019-11NOV2024 Copyright 2024 Bloomberg Finance LP. 11-Nov-2024 16:37:02

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：川普人事任命抑制財政赤字擔憂，長債殖利率高檔震盪

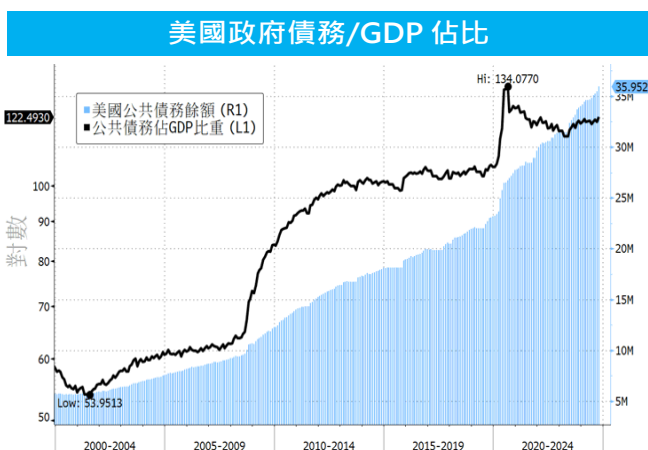
美國總統大選落幕，川普雖取得壓倒性勝利，但債券市場卻顯得惶惶不安，擔憂未來的財政赤字繼續擴大，加上 11 月份美國所公布的通膨數據多高於預期，就業市場也無降溫跡象，令美國 10 年期公債殖利率一度升至 4.50%，所幸川普公布新的財長人選後，才使債市情緒恢復正常。至 11 月 25 日止，當月各類債券表現好壞各半，全球主權債、新興當地債表現較差，跌幅分別達 1.01%、0.85%，而全球高收益債、新興美元債則表現不錯，分別上揚 0.97%、0.65%。

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，是除 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 比重連續兩年超過 6%，在經濟擴張期間屬於嚴重超標，也遠高於過去 50 年歷史平均值 3.7%。依 IMF 估算，本世紀之初美國政府債務佔 GDP 比重還不到 60%，如今已達 120% 以上。在此環境下，川普上任後將推動調降企業稅與個人所得稅等措施，恐將令財政赤字問題雪上加霜。此外，提高關稅雖可使政府稅收增加，但也增加通膨復燃的風險。

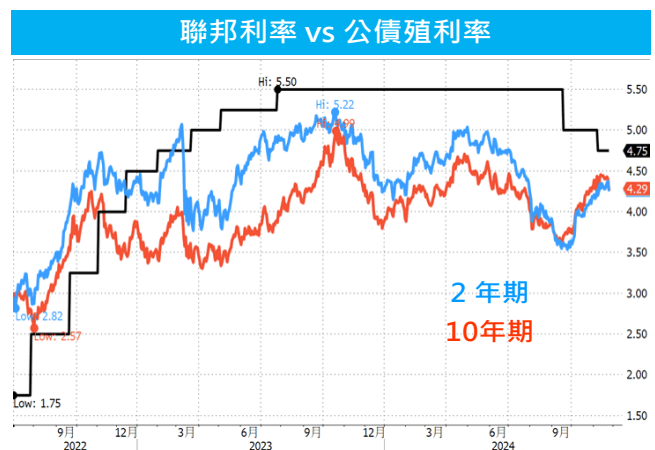
所幸川普對於抑制政府的龐大支出也有一定的認知。除了嚴控軍費、要求各國分攤之外，他也任命馬斯克主導新成立的「政府效率部」(DOGE)，進行政府瘦身的計畫；而新任財長更找來了大受金融市場好評的前索羅斯基金合夥人貝森特 (Scott Bessent)。貝森特建議緩步加徵關稅，搭配其他紓解物價措施，則通膨應可控制，並扭轉美國全球貿易運作。

從通膨數據來看，美國 10 月 CPI 年增率 2.6%、核心 CPI 年增 3.3%，雖然符合預期，但 CPI 年增率為 7 個月以來首度走高，其中住房、醫療服務指數為貢獻主因。此外，美國 10 月 PPI 年增率升至 2.4%，排除食品與能源價格的核心 PPI 年增率亦升至 3.13%，二者皆高於市場預期。此外，美國 10 月非農就業數雖僅新增 1.2 萬人，遠低於市場預期的 10.6 萬人，但主要是受到颶風和罷工所影響；10 月失業率仍持穩在 4.1%，符合市場預期。此外，若以初領失業金人數來看，11 月 16 日當週已降至 21.3 萬，低於預估的 22 萬，已來到今年 5 月來最低，顯示就業市場情況相對穩健。

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，但由於目前央行利率距離中性利率仍有一段距離，令 Fed 尚有緩步降息的空間，對整體債市仍將有所助益。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, 2024/11/25



資料來源：Bloomberg, 2024/11/26

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。