



# 投資研究週報

財富管理處 投顧小組

112年11月13日

# 內容大綱



1

市場回顧

2

市場焦點

3

聚焦議題

4

資產觀點

# 主要金融市場回顧

## 全球主要股票指數(%)

股票指數	漲跌幅			
	週漲跌幅%	過去1個月漲跌幅%	過去1年漲跌幅%	年初迄今漲跌幅%
MSCI AC世界指數	0.53%	0.44%	9.64%	10.06%
S&P 500指數	1.31%	1.31%	11.60%	15.00%
歐洲道瓊600指數	-0.21%	-2.03%	2.64%	4.34%
MSCI亞太不含日本指數	-0.47%	-0.62%	5.89%	-3.75%
日經225指數	1.93%	2.59%	18.66%	24.81%
MSCI新興市場指數	0.01%	0.40%	6.60%	-0.84%

## 全球主要債券指數(%)

債券市場	漲跌幅			
	週漲跌幅%	過去1個月漲跌幅%	過去1年漲跌幅%	年初迄今漲跌幅%
全球政府公債指數	-0.59%	0.32%	-2.04%	-3.87%
全球投資等級債指數	-0.33%	1.01%	4.58%	1.52%
全球非投資等級債指數	-0.31%	1.35%	9.73%	6.25%
美國非投資等級債指數	-0.30%	1.30%	7.74%	6.86%
亞洲非投資等級債指數	0.54%	0.56%	19.47%	-3.99%
JPM新興市場債指數	-0.50%	1.78%	6.05%	1.71%

## 全球主要商品指數(%)

商品市場	漲跌幅			
	週漲跌幅%	過去1個月漲跌幅%	過去1年漲跌幅%	年初迄今漲跌幅%
CRB指數	-2.98%	-2.32%	-3.10%	-1.58%
布蘭特原油	-4.08%	-7.10%	-13.07%	-5.21%
金價	-2.63%	4.49%	13.58%	6.37%
銅價	-2.57%	-1.29%	-4.55%	-5.87%
小麥	0.48%	3.00%	-28.41%	-27.37%
波羅的海	12.38%	-17.15%	18.20%	8.45%

## 全球主要匯率(%)

外匯	漲跌幅			
	週漲跌幅%	過去1個月漲跌幅%	過去1年漲跌幅%	年初迄今漲跌幅%
歐元	-0.42%	0.89%	7.34%	-0.18%
日圓	-1.43%	-1.73%	-3.45%	-15.56%
英鎊	-1.24%	-0.25%	7.29%	1.19%
在岸人民幣	-0.14%	0.11%	-1.37%	-5.61%
南非幣	-2.56%	2.16%	-5.30%	-9.92%
澳幣	-2.33%	-0.69%	-0.69%	-6.63%
美元指數	0.80%	0.03%	-2.17%	2.26%

資料來源:Bloomberg · 2023.11.10 · 投顧小組整理。



兆豐銀行

Mega Bank

本資料純屬參考性質，兆豐商銀不作任何保證與承諾。上述資料，任何人因信賴此資料而做出或改變決策，本身須承擔一切風險，報告資料並無做出買賣任何內文所涉及之證券建議、誘導及鼓勵相關交易。

兆豐金控 Mega Holdings

# 主要經濟數據

## 上週經濟數據

國家	項目	資料期間	市場預期	實際公布	前值
歐元區	HCOB歐元區服務業採購經理人指數	Oct F	47.81	47.80	47.80
日本	勞工現金收入(年比)	Sep	1.01%	1.20%	0.80%
中國	出口(年比)	Oct	-3.30%	-6.40%	-6.20%
台灣	出口(年比)	Oct	0.61%	-4.50%	3.40%
美國	消費信貸	Sep	\$7.47b	\$9.057b	-\$15.788b
美國	首次申請失業救濟金人數	4-Nov	218.88k	217k	220k
中國	CPI(年比)	Oct	-0.07%	-0.20%	0.00%
中國	PPI(年比)	Oct	-2.58%	-2.60%	-2.50%
美國	密西根大學市場氣氛	Nov P	63.85	60.40	63.80

## 本週經濟數據

日期	國家	項目	資料期間	市場預期	前值
11/14	美國	CPI(年比)	Oct	3.30%	3.70%
11/14	美國	CPI(不含食品及能源)(年比)	Oct	4.13%	4.10%
11/14	歐元區	GDP經季調(年比)	3Q P	0.10%	0.10%
11/15	美國	先期零售銷售(月比)	Oct	-0.23%	0.70%
11/15	日本	GDP年化經季調(季比)	3Q P	-0.21%	4.80%
11/15	中國	新增人民幣貸款	Oct	707.68b	2311.8b
11/15	中國	社會融資(人民幣)	Oct	1902.00b	4122.7b
11/15	中國	零售銷售(年比)	Oct	7.12%	5.50%
11/15	中國	房地產投資(年至今)(年比)	Oct	-9.00%	-9.10%
11/16	美國	工業生產(月比)	Oct	-0.41%	0.30%
11/17	歐元區	CPI(年比)	Oct F	2.90%	4.30%

資料來源:Bloomberg · 2023.11.10 · 投顧小組整理





# 市場關鍵提問

## 美債殖利率?成熟市場?中國經濟?

### 美債殖利率

- 聯準會主席鮑爾表示必要時會果斷收緊貨幣政策，顯示仍有可能升息來因應通膨，據**Fed Watch tool**資料顯示，投資人認為12月暫停升息的機率達86%，美債殖利率從高檔回落。
- 從過去的經驗可以看出，只要美國聯準會暫停升息，美債殖利率就會開始下滑，且存續期間較長或評等較高的債券，其報酬率更為可觀。

### 成熟市場

- 上週**Fed**官員偏鷹談話，試圖消弭降息預期，同時升息影響顯現，信貸緊縮、消費信心下滑，隨聯準會暫停升息，企業財報公布進入尾聲，美股回歸基本面表現
- 日本薪資通膨趕不上物價漲幅，導致民眾縮減支出，岸田內閣推出17兆日圓的經濟刺激計劃，加上弱勢日圓提振出口企業營收表現，有助支撐日股動能，建議可逢回分批布局。

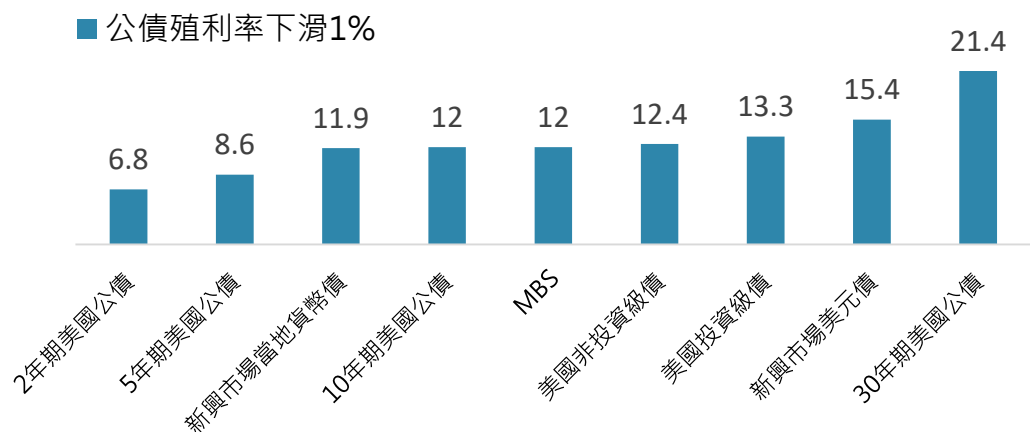
### 中國經濟

- 市場預計本週中國央行按兵不動，但中國經濟復甦步履蹣跚，倘若央行意外降息，將可在一定程度上維穩房地產，並讓財務困窘的企業與地方政府鬆口氣。
- 拜登和習近平將在舊金山舉行會面，目的是穩定兩國關係，但外界對這場峰會的期望值並不高。預期拜登將重申其立場，即不應以武力改變現狀，支持台灣海峽的和平與穩定。

# 公債殖利率下滑 對債市將是一大利多

- **美債殖利率現下滑趨勢：**聯準會主席鮑爾表示在必要時會果斷收緊貨幣政策，顯示仍有可能升息來因應通膨，使預期升息循環結束的樂觀氣氛有所消散，其他多位Fed官員表示支持Fed維持利率不變的決策，但強調通膨太高且頑強難對付，升息仍是政策選項之一。據芝商所Fed Watch tool顯示，12月暫停升息的機率仍達86%，美債殖利率因此從高檔回落。
- **只要美債殖利率開始下滑，債市表現不俗：**從過去的數據可以看出，不見得要等到降息美債殖利率才會大幅下滑，只要美國聯準會暫停升息，美債殖利率就會開始下滑。且即使不同債種的存續期間與利率敏感度並不相同，一旦美債殖利率開始下滑，各債種幾乎都是正報酬，且存續期間較長或評等較高的債券的報酬率更可以超過雙位數。

## 公債殖利率下降之時，各種債券普遍都有好報酬



資料來源：摩根資產管理，2023.9.30/2年期、5年期、10年期、30年期美國政府公債為彭博美國政府公債領先指數，MBS為彭博美國綜合證券化債券不動產抵押貸款證券指數，美國投資等級債券為彭博美國綜合信貸投資等級公司債指數，美國非投資等級債券為彭博美國綜合信貸-非投資等級公司債指數，新興市場美元債券為摩根新興市場債券全球指數，當地貨幣新興市場債券為摩根政府公債指數新興市場全球多元化。過去表現並非目前及未來績效的指標。價格報酬計算基準為相關指數的存續期及凸曲度與利率變動(價格變動 = (-經修正存續期 x 殖利率變動) + (1/2 x 凸曲度 x 殖利率變動<sup>2</sup>) )。

## 不用等到降息，暫停升息時美債殖利率就出現下滑趨勢

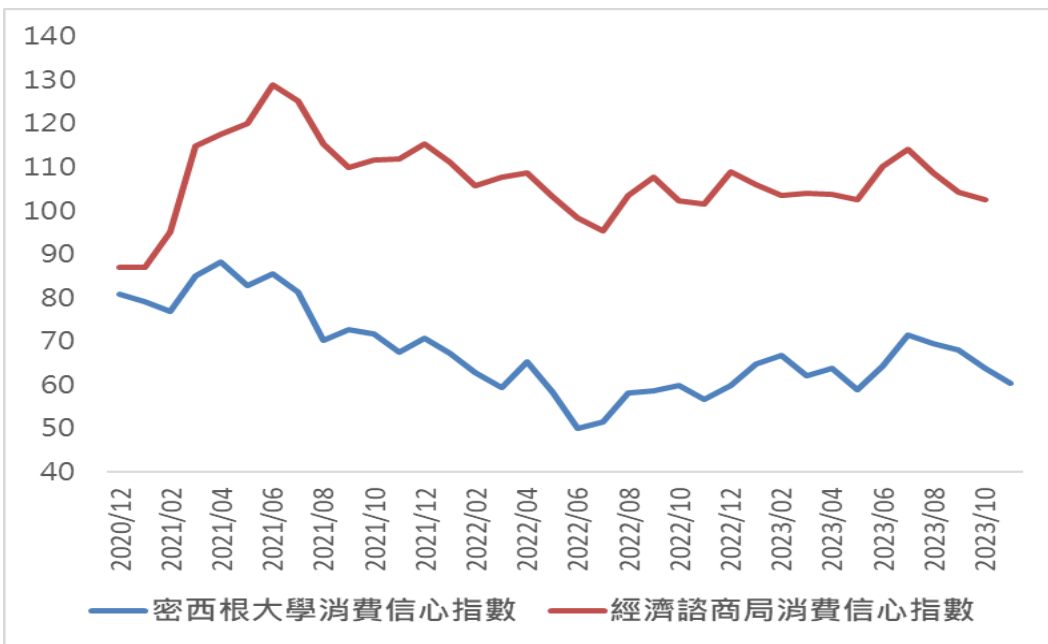


資料來源：Bloomberg, 2023.11.9

# 美國信貸緊縮、消費信心下滑 有助景氣降溫

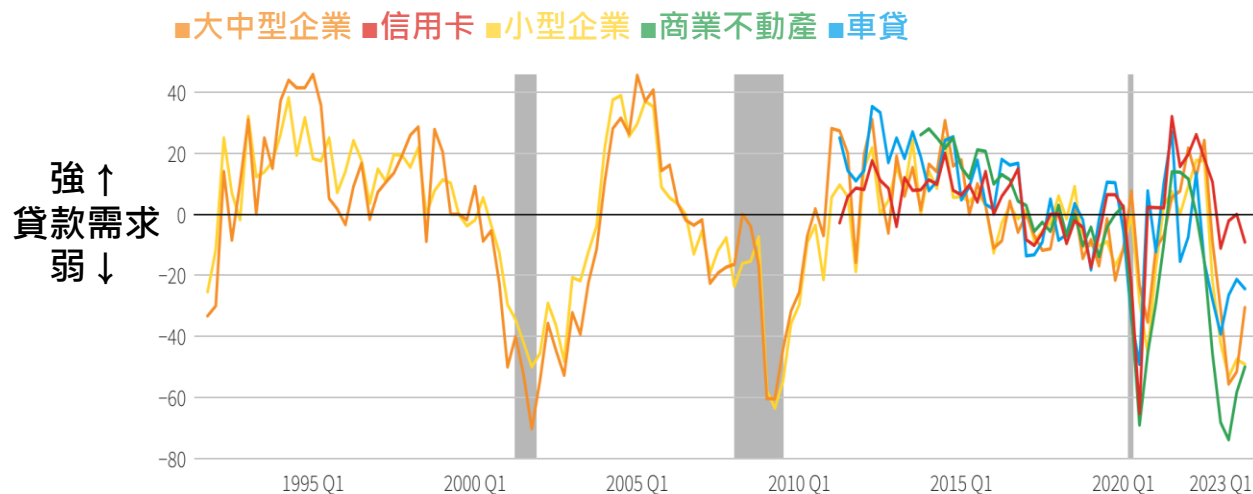
- **美國消費信心意外下滑，通膨預期上升：**11月密西根大學消費信心降至60.4，低於預期，顯示消費動能滑落，消費者對未來1年通膨預期升至4.2%，5-10年期通膨預期上升至3.2%，創2011年以來新高。
- **Fed調查顯示，第三季信貸條件持續收緊，貸款需求下降：**Fed資深核貸人員意見調查報告(SLOOS)顯示，第三季約62%銀行業維持對美國企業和家庭的放款標準，收緊力道放緩，另因利率大幅攀升，各主要類型的貸款需求普遍下降。
- **展望：**本週關注通膨及零售銷售數據，可據以判斷通膨發展與消費動能，隨聯準會暫停升息，企業財報公布進入尾聲，美股回歸基本面表現。

## 美國消費信心指數



資料來源：Bloomberg, 2023.11.10

## 聯準會資深核貸人員意見調查-貸款需求



Note: Figures are net share of banks reporting higher or lower demand by credit category; categories have been added over time; gray bars denote recession.  
Source: U.S. Federal Reserve

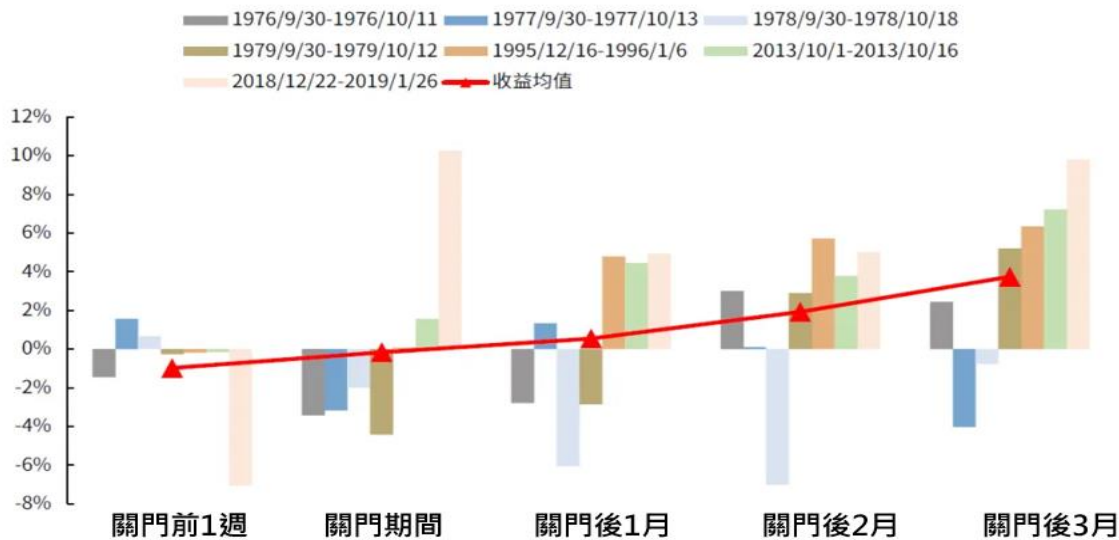
資料來源: Reuters Graphics, 2023.11.07



# 美國政府關門危機再現

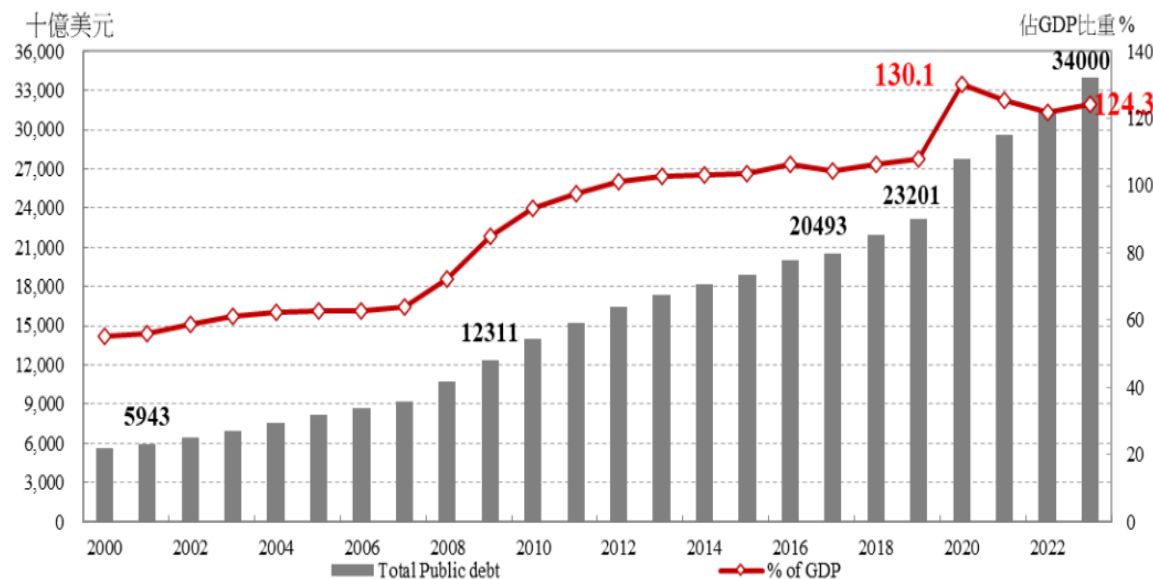
- **美國短期支出法案將於11/17到期**：9月通過的美國國會預算案緊急撥款法案將於11/17到期，美國政府再度面臨停擺危機。新上任的眾議院議長邁克·詹森 ( Mike Johnson ) 提案「分階段關門」，預計於11/14表決。
- **穆迪調降美國信評展望至負面**：因高赤字和政治對立，評級機構穆迪雖維持美國的3A評級，但將展望從“穩定”下調至“負面”。表示美國財政實力的下行風險已經增加，在更高利率的背景下，若無有效的財政措施減少政府支出或增加收入，預計美國的財政赤字將保持非常大的狀態，顯著削弱債務可承受性。
- 高盛(11/7)認為最終國會仍會在期限前延長，且延至明年 1 月中旬可能性最高，但政府關門風險仍存。
- **可能影響**:(1)美股為短期干擾。(2)美債殖利率在財政疑慮下偏升，但景氣降溫使上行壓力受阻。(3)美元地位受質疑。

歷史上美國政府關門前後，美股先跌後漲



資料來源: 光大證券研究所, 2023.9

美國政府債務餘額及GDP占比



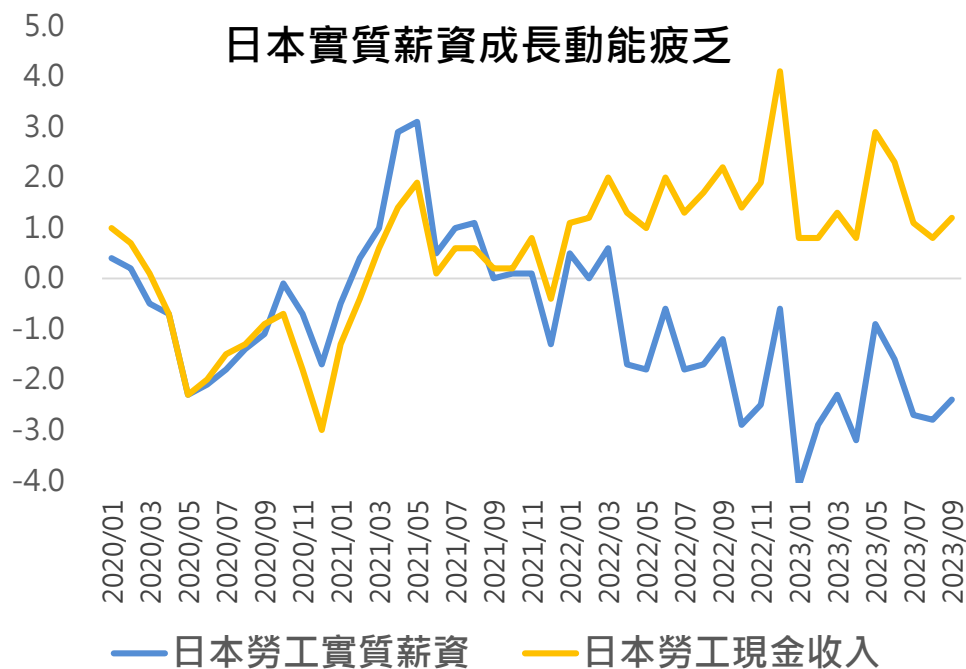
資料來源: Bloomberg, 元大投顧, 2023.11.10





# 日本薪資溫和成長 日銀政策調整再等等

- **薪資成長動能不足，通膨可持續性基礎仍不穩固：**9月名目薪資(基本薪資+加班費+獎金)年增1.2%，但經通膨調整實質薪資年減2.4%，連18月下降，由於購買力下滑，家戶實質消費支出年減2.8%，連續七個月萎縮。累計前9月薪資平均年增率僅1.4%，低於日本銀行2%目標，使該行短期內仍將採取寬鬆貨幣政策。
- **日股展望：**儘管日本銀行(BOJ)上調通膨預估，但薪資通膨趕不上物價漲幅，導致民眾縮減支出，在通膨基礎不穩固下，岸田內閣11/2推出17兆日圓(約GDP3%)的經濟刺激計劃，採取包括減稅、鼓勵企業投資及提高薪資、電器費補貼延長等措施，以應對通膨上升對經濟的衝擊，維持經濟成長動能，另一方面，美日利差持穩高檔，弱勢日圓有助出口企業營收表現，有助支撐日股動能，建議可逢回分批布局。



資料來源：Bloomberg, 2023.11.10

## 日本政府經濟刺激政策要點

- 所得稅和居民稅的定額減稅，補貼低收入家庭
- 汽油、電費、燃氣費補貼延長到2024年4月
- 擴充中小企業的加薪促進稅制
- 放寬半導體工廠的選址限制
- 提前增加發放兒童補貼
- 針對2024年物流問題採取對策

資料來源：日經中文網, 2023.11.03

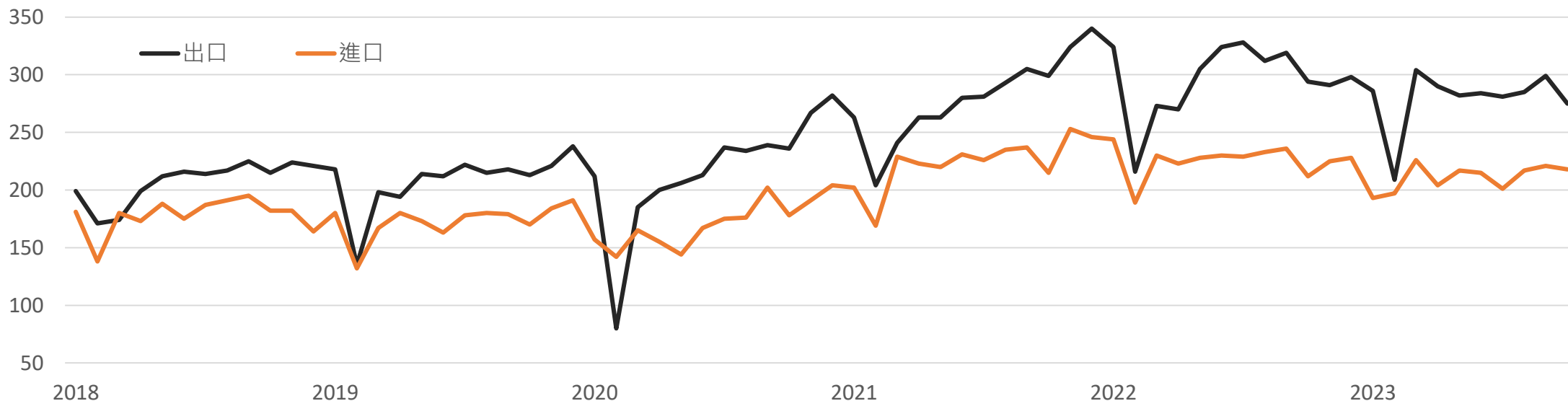


# 中國10月份進口意外成長 但經濟復甦猶存風險

- **中國去年基期相對低之下，10月出口仍負成長：**中國10月進出口總額為4,931億美元，成長2.5%。其中，在去年基期低的情況下出口2,748億美元，衰退6.4%，遜於預期的衰退3.5%。展望未來，隨著美歐經濟成長力道放緩，外部需求可能進一步減弱之下，出口形勢相對不利。
- **中國10月進口意外呈正成長：**中國10月進口2,183億美元，成長3.0%，大幅優於預期的衰退5.0%。進口成長意外轉正，顯示內需開始復甦。此外，近期中國增發1兆人民幣的公債以支持基礎建設，可能使製造業為增加原物料庫存，而間接提振進口數據，至於後續能否保持成長，需看官方刺激政策能否落地順利實施。

### 中國進出口

(單位：十億美元)



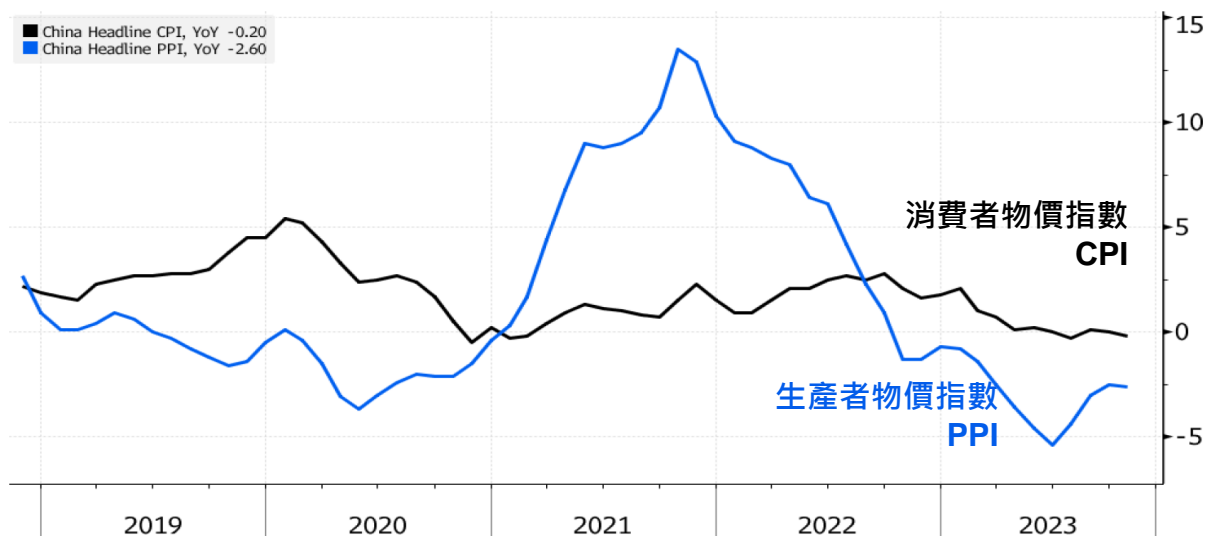
資料來源: Bloomberg, 2023.11.7



# 倘若央行意外降息可刺激經濟 關注本週拜習會

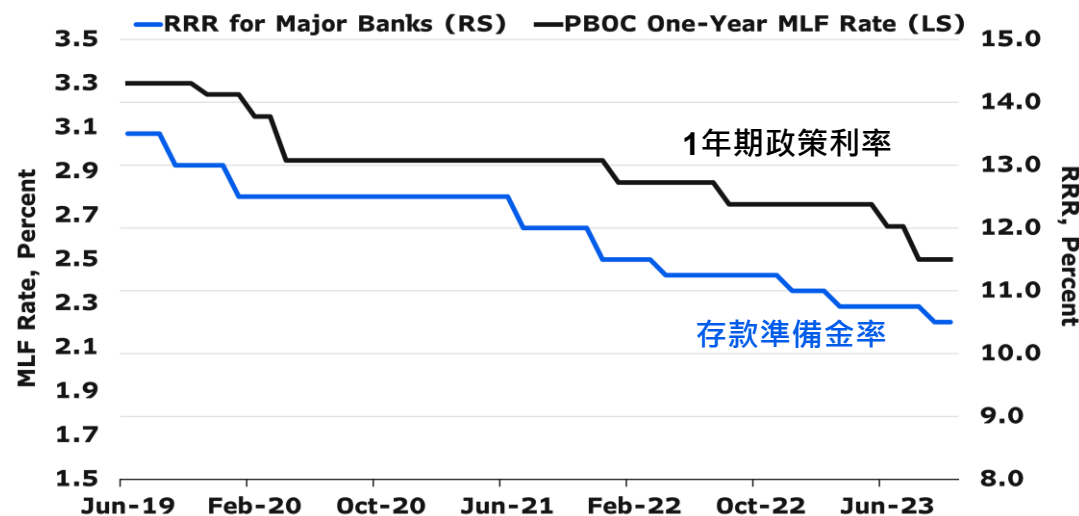
- **中國陷入通貨緊縮**：中國10月消費者物價指數(CPI)年增率為-0.2%（9月零成長）；生產者物價指數(PPI)年增率為-2.6%，連續第13個月萎縮。中國通膨偏低因素包含房地產市場低迷、消費者信心低落等。中國央行曾在8月表示，物價將於夏季見底後回升，但最新數據顯示，央行的評估似乎過於樂觀。
- **市場預期本週中國央行按兵不動，倘若意外降息可刺激經濟**：市場預計本週中國央行按兵不動，但中國經濟復甦步履蹣跚，顯然需要採取更措施來防止經濟下行，通縮信號增強給了中國央行進一步降息的空間，倘若央行意外降息，將可在一定程度上維穩房地產，並讓財務困窘的企業與地方政府鬆口氣。
- **關注拜習會**：美國總統拜登和中國大陸領導人習近平將在舊金山舉行會面，目的是穩定兩國關係，但外界對這場峰會的期望值並不高。拜習會也將討論台灣問題，預期拜登將重申其立場，即不應以武力改變現狀，支持台灣海峽的和平與穩定。

中國CPI和PPI雙雙陷入通縮



資料來源: Bloomberg, 2023.11.9

中國央行1年期政策利率和存款準備金率



資料來源: Bloomberg, 2023.11.10

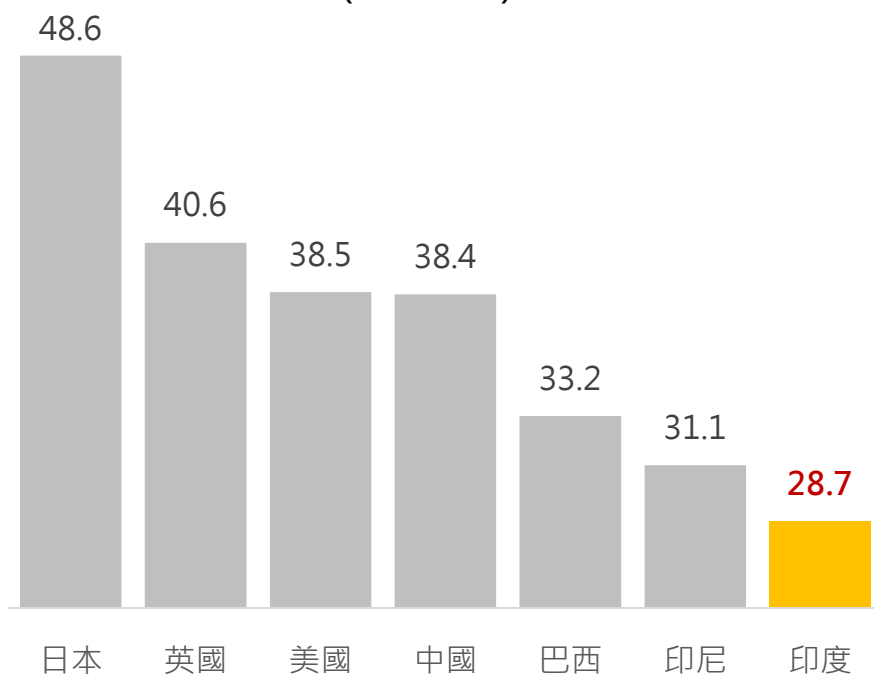


# 印度挾帶人口紅利與成本給力兩大優勢

- **印度躍居第一人口大國**：印度在今年已取代中國成為世界第一人口大國，而且年齡中位數僅 28.7 歲，比中國的 38.4 歲還年輕 10 歲，可望帶來強勁的生產力與消費力。
- **印度平均工資低於主要新興國家**：印度平均工資亦低於中國及越南，人力成本相對便宜吸引跨國企業遠赴印度設廠，創造就業機會帶動經濟持續成長。

主要經濟體人口年齡中位數

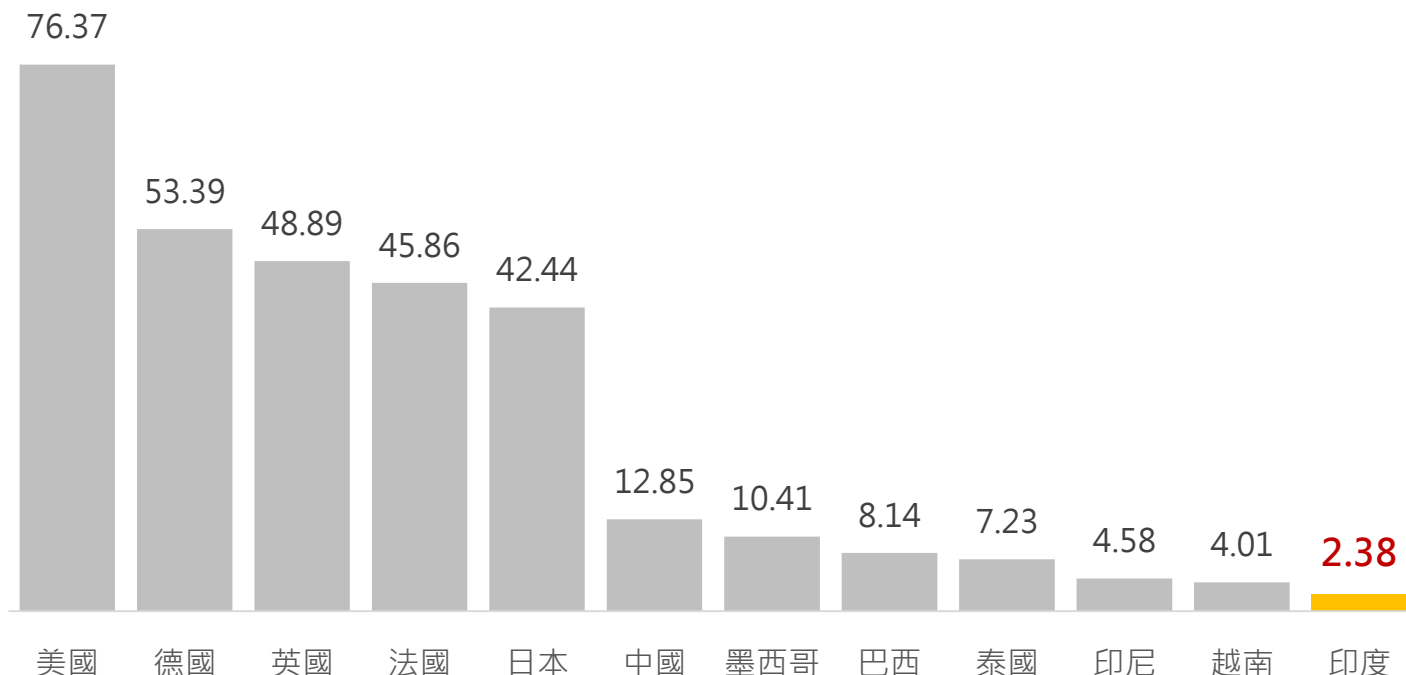
(單位：歲)



資料來源：HSBC Global Research · 2023.05

印度平均工資低於主要新興國家

(單位：千美元)



資料來源：worlddata.info · 統計年份：2022年

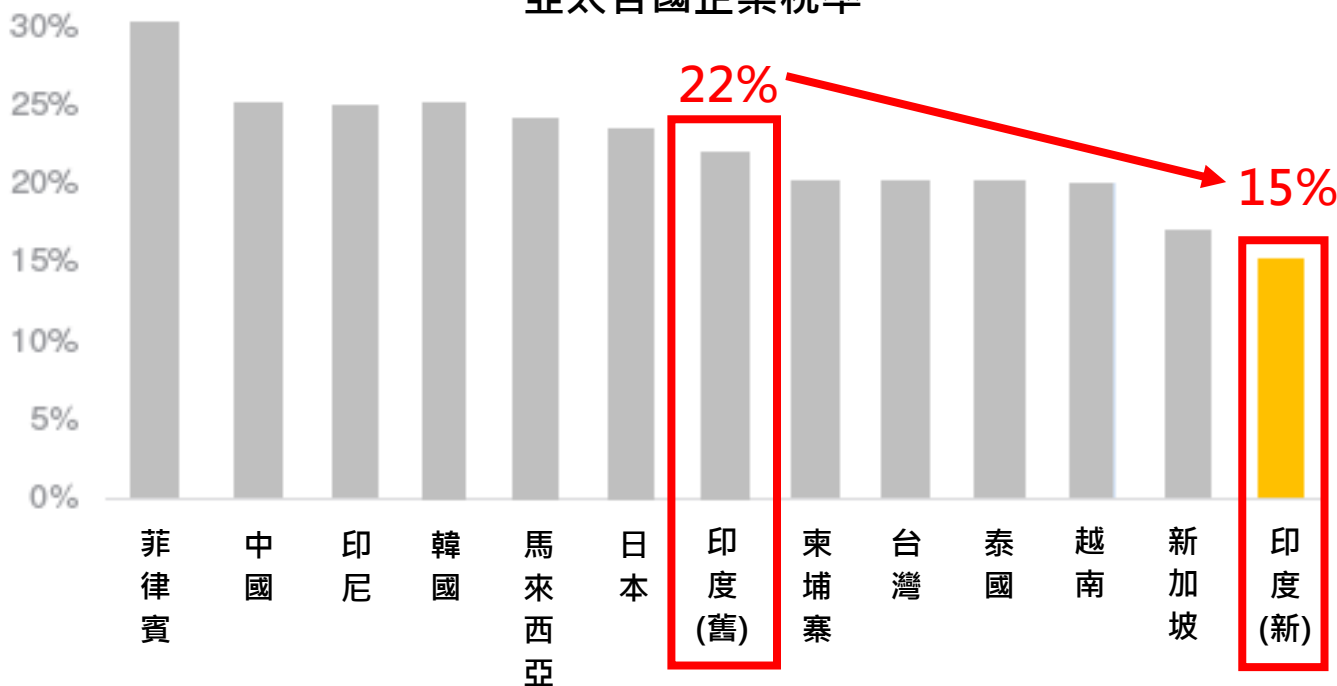




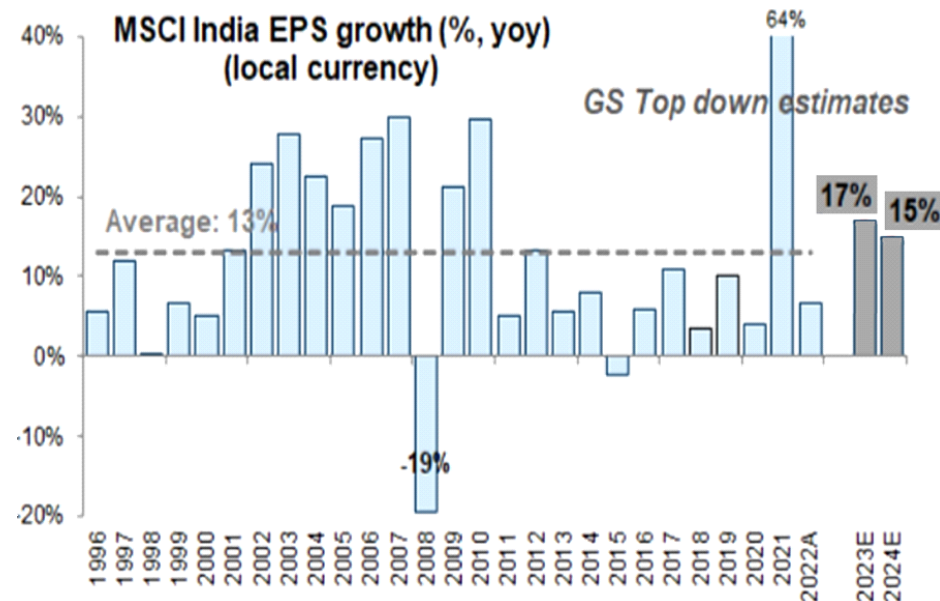
# 印度資本支出飛躍成長 預估連二年獲利呈雙位數成長

- **印度躍居第一人口大國**：美中科技戰以及全球供應鏈重組下，跨國企業正加緊腳步落實「中國加一」的策略，印度政府為吸引國際資金前往投資設廠，將企業稅率調降至**15%**，為亞太地區最低。在政策支持之下，印度**2023年度資本支出**規模超過**35兆印度盧比**(約4,200億美元)，幾乎是前一年度翻倍成長，預期可為印度經濟帶來新的成長動能。
- **預估印度連續二年獲利呈雙位數高成長**：截至10月底，外資今年淨流入印度股市近**120億美元**，居亞洲主要股市之冠。此外，在今年全球經濟成長預期僅**3%**的情況下，高盛預估印度今明兩年獲利，仍可望維持**15%以上**的高成長，在強勁的獲利做後盾下，印度股市長線行情值得期待。

### 亞太各國企業稅率



### MSCI印度獲利成長(當地貨幣計價)



資料來源：Morgan Stanley Research、世界銀行，2023.5.24

資料來源：高盛，2023.9.22



# 2023年第四季推薦標的神助攻~G.O.D.

## 搶優質 Good

- 美國聯準會暫停升息，優質債券評價面具吸引力
- 短天期債券既能對抗波動的利率水準，又有較佳的收益率
- 日本股市眾多利多齊聚，且評價面具投資吸引力

## 追主題 Opportunity

- 科技類股獲利表現佳，且有AI、雲端、數位科技等新題材推升類股表現
- ESG不再只是口號而已，能落實ESG的股票不僅較為防禦，且為長期趨勢所在

## 找防禦 Defense

- 行情多變化，多重資產架構進可攻、退可守
- 收益在手，才可對抗如通膨、利率波動等變數

# 警 語

1. 本資料內容僅供內部同仁及客戶參考，非作為任何金融商品或服務之購買或銷售之推介，不得視為買賣有價證券或其他金融商品之要約或要約之引誘。
2. 本資料提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。
3. 基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。」
4. 本資料所載內容如涉及商品資訊，商品相關資訊仍以經核可之條款及文宣(DM)為主，本行網站已備有公開說明書可供查閱基金應負擔之費用及相關投資風險。
5. 本資料所載內容取自本公司相信可靠之資料來源，且為特定日期之判斷，本公司不保證其即時性、精確性及完整性，亦不提供或嘗試遊說客戶做為投資之判斷依據。資料內容邇後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，如因信賴本資料內容而做出或改變投資決策，須自行承擔結果，本公司及本公司所屬員工，均不負任何損害賠償及其他法律上之責任。
6. 本資料內容之著作權屬兆豐銀行所有，禁止就所載資料任何形式之抄襲、引用或轉載。
7. 本資料所載部分基金涉及高收益債，投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。基金經金管會核准，惟不表示絕無風險。由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。部分基金不適合無法承擔相關風險之投資人。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。
8. 基金年化配息率計算公式： $\text{每單位配息金額} \div \text{除息日前一日之淨值} \times \text{一年配息次數} \times 100\%$ 。「年化配息率」為估算值。當月配息率計算公式： $\text{每單位配息金額} \div \text{除息日前一日之淨值} \times 100\%$ 。
9. 基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。
10. 部分基金配息前未先扣除應負擔之相關費用。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。各基金由本金支付配息之相關資料，投資人可至各投信基金公司及總代理人網站查詢。

