



# 2025年第一季市場展望

貨幣政策動向 / 利率相對高檔

股債降息行情 / 新興債市展望

*Dec 2024*

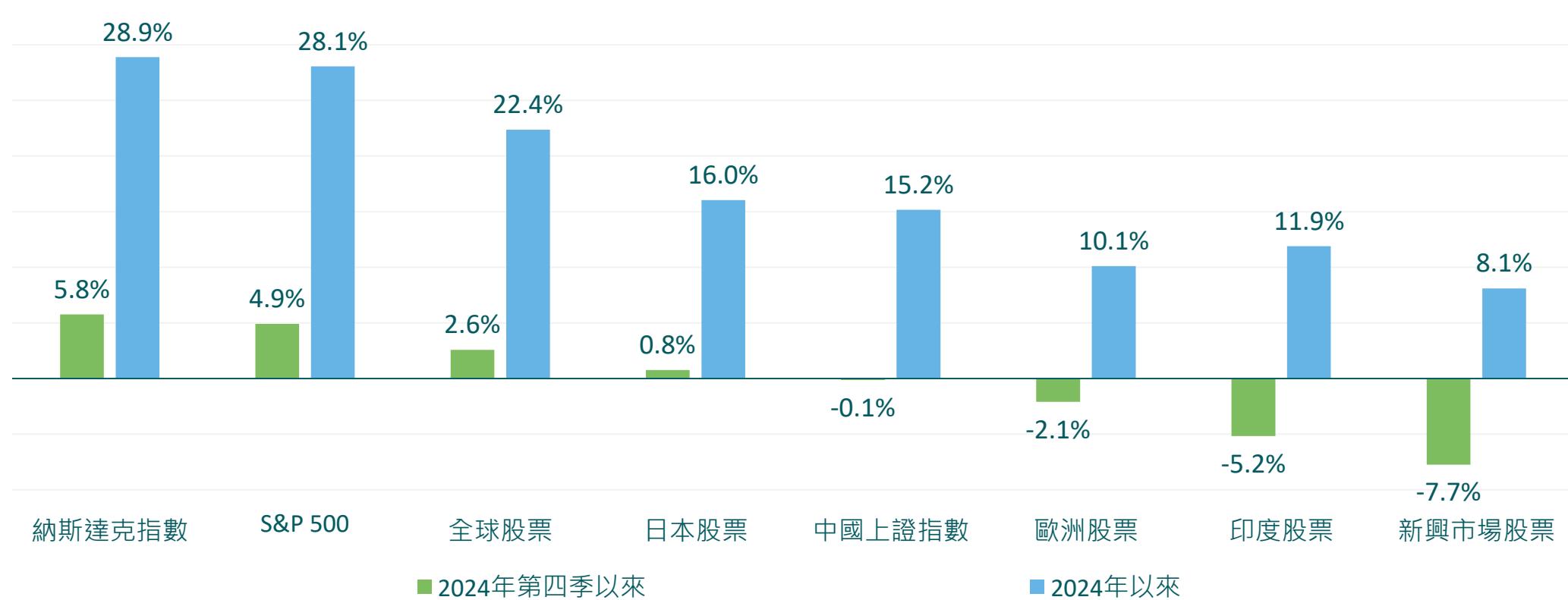
本文件已經過本公司法遵審閱

# 股票市場回顧

## 2024股市行情延續

- 2024年股市行情延續，成熟市場仍優於新興市場。
- 9月以來中國政策支持，股市快速上漲。另一方面，日本央行結束長期負利率政策，股市行情趨緩。

2024年第四季以來 & 今年以來股票資產表現 (%)

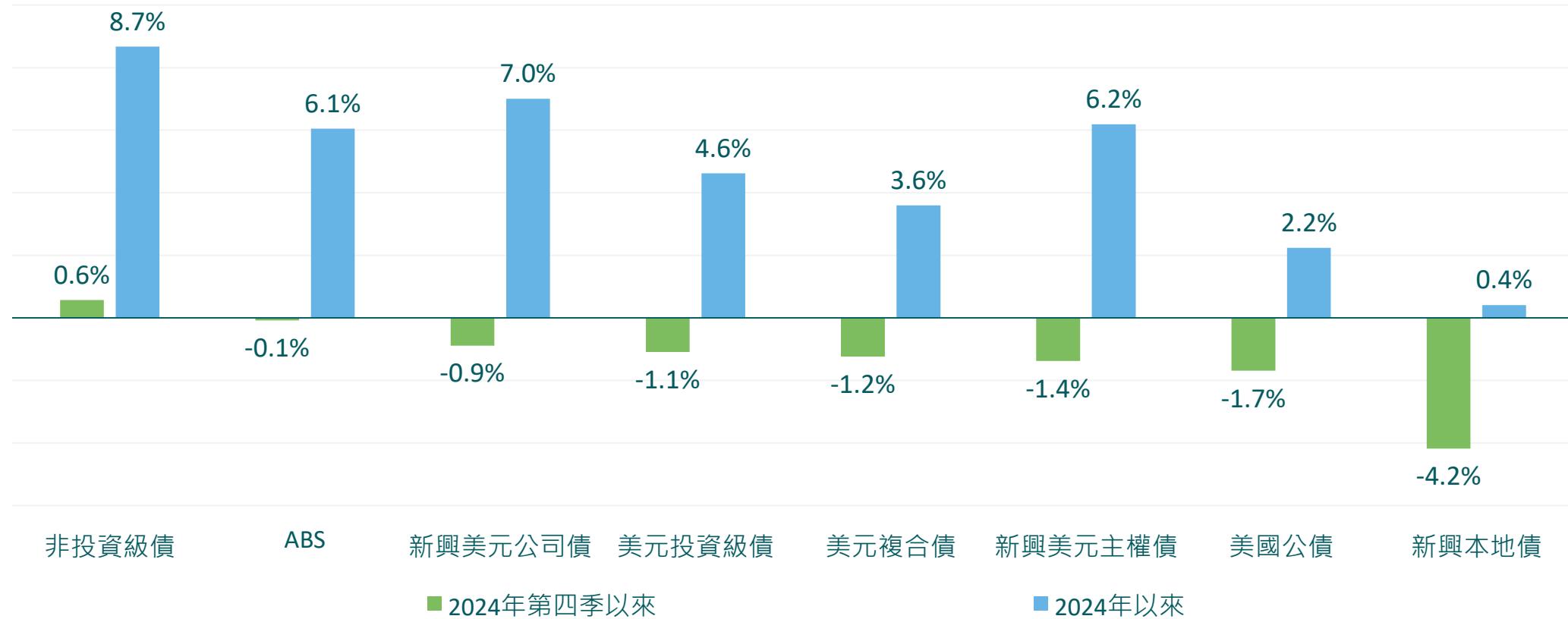


# 債券市場回顧

## 9月美國降息二碼

- 今年以來，非投資級債以及新興債表現最佳。
- 9月聯準會降息二碼，美元利率反彈，美元債當前投資價值高。

2024年第四季以來 & 今年以來債券資產表現 (%)



# 第一季市場展望

## 貨幣政策動向 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

### 貨幣政策動向

- 各國通膨趨緩
- 市場輪動契機
- 美國選後行情

### 利率相對高檔

- 債券收益率 > 股票
- 公司債利差較窄
- 審慎評估非投等債違約率

### 股債降息行情

- 聯準會於 9月開啟本輪降息循環
- 聯準會首次降息後 1-2年，股債有行情

### 新興債市展望

- 基本面持續改善
- 新興債進場價便宜
- 本地債實質收益高

# 第一季市場展望

## 貨幣政策動向 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

### 貨幣政策動向

- 各國通膨趨緩
- 市場輪動機會
- 美國選後行情

### 利率相對高檔

- 債券收益率 > 股票
- 公司債利差較窄
- 審慎評估非投等債違約率

### 股債降息行情

- 聯準會於 9月開啟本輪降息循環
- 聯準會首次降息後 1-2年，股債有行情

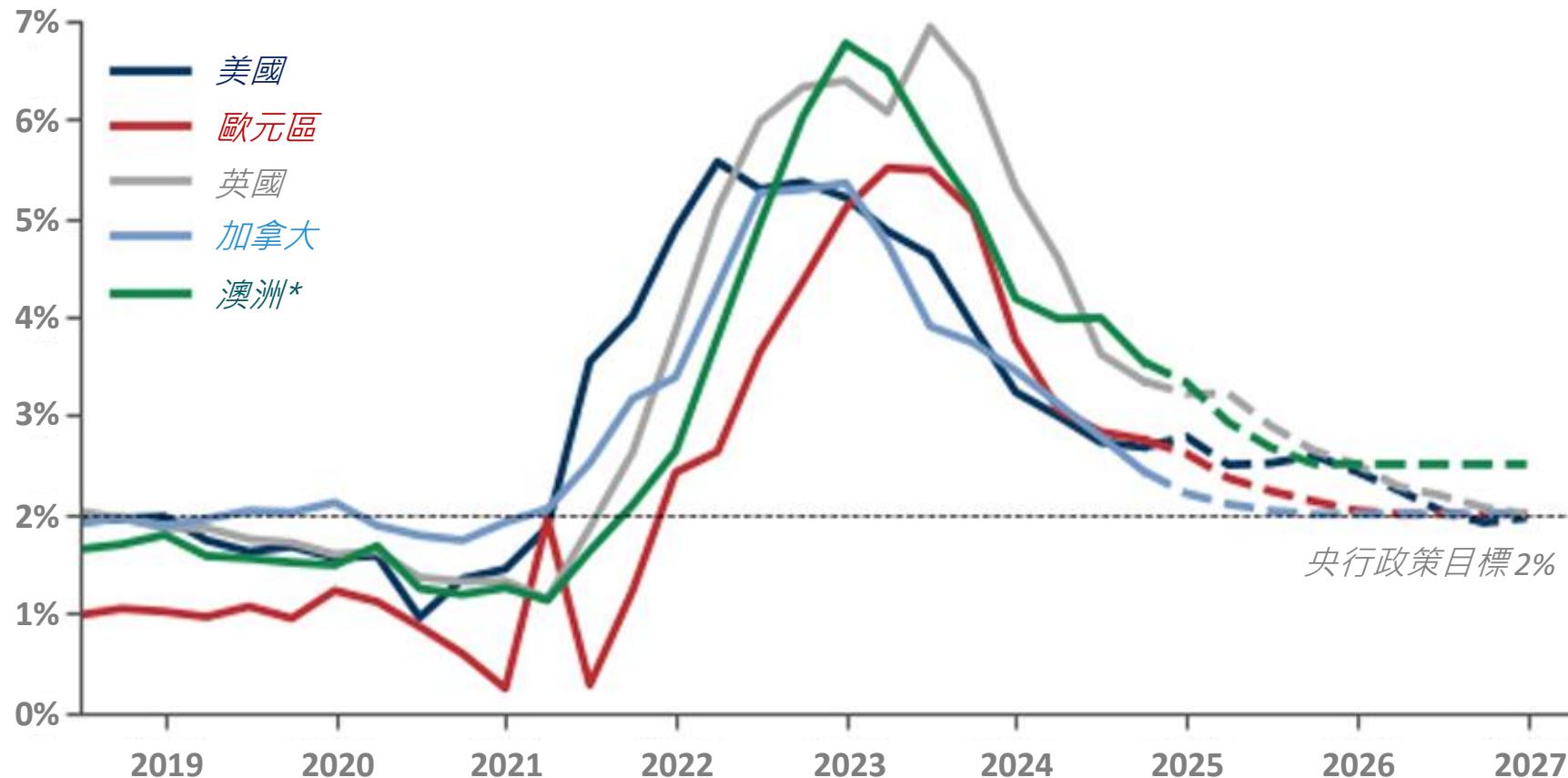
### 新興債市展望

- 基本面持續改善
- 新興債進場價便宜
- 本地債實質收益高

# 各國通膨走勢緩和 逐步接近央行政策目標

- 各國通膨歷經近兩年來快速升息因應，普遍已接近央行政策目標。
- 歐元區以及加拿大可望在 2025年底達到 2%目標；美國、英國以及澳洲可能在 2026年達到政策目標。

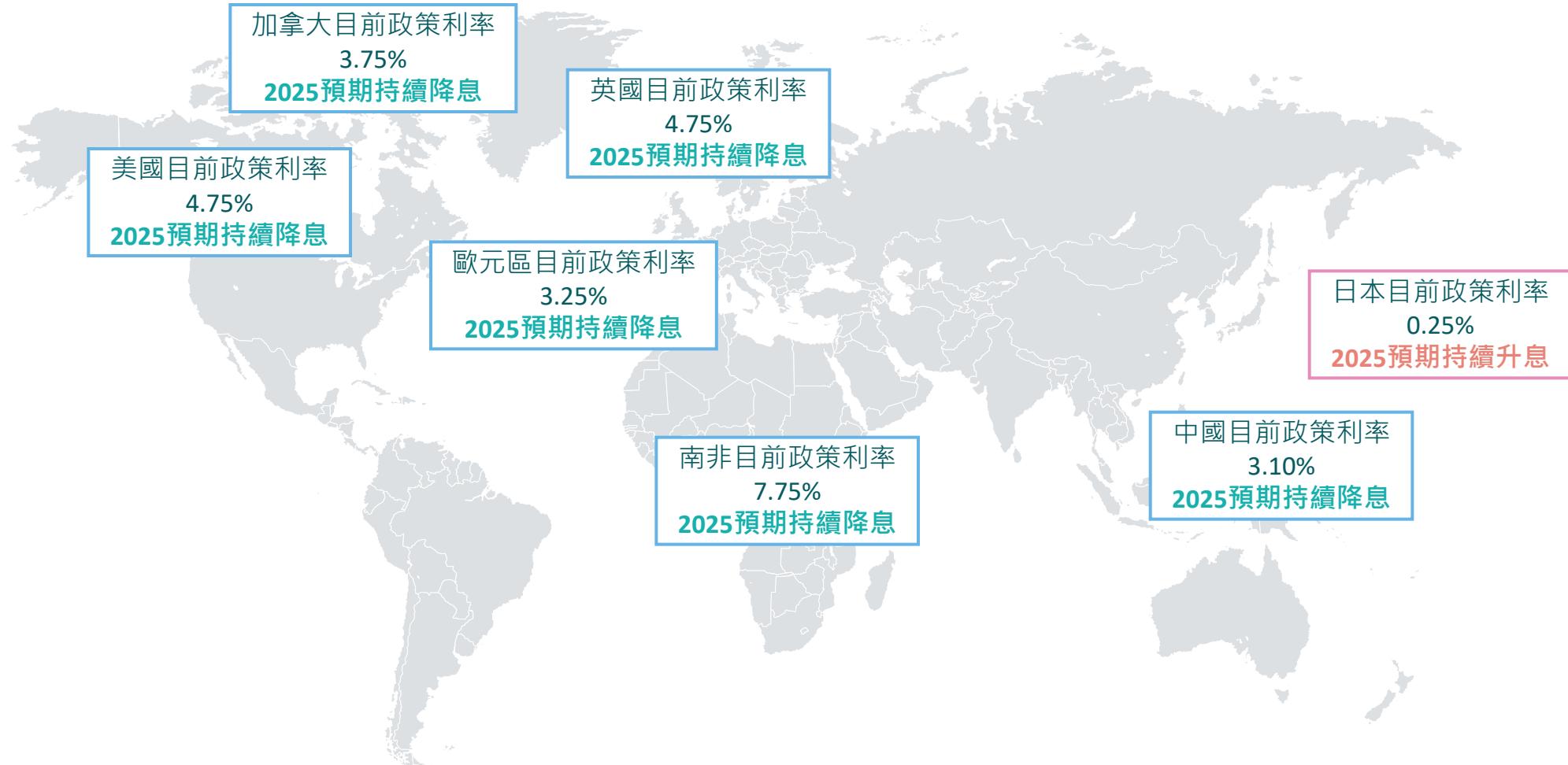
主要成熟市場核心通膨率 (包含預估值; %)



# 貨幣政策動向

## 多數國家2025年持續寬鬆

- 市場預期主要成熟市場 2025年將持續降息政策 (日本除外)。
- 高盛預期美國 2025年將再降息五碼至 3.25%-3.50% (基本情境)，惟仍需視川普政府上任對於通膨影響程度。

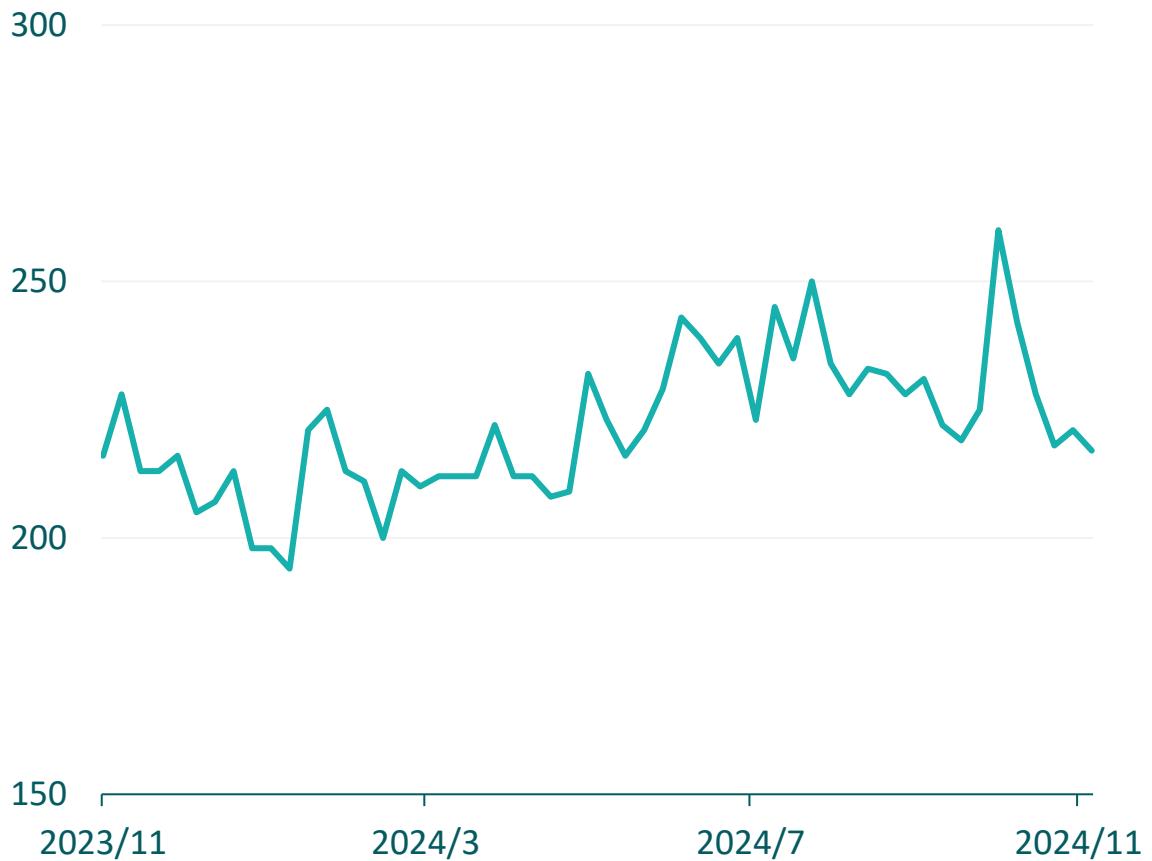


# 美國就業市場韌性

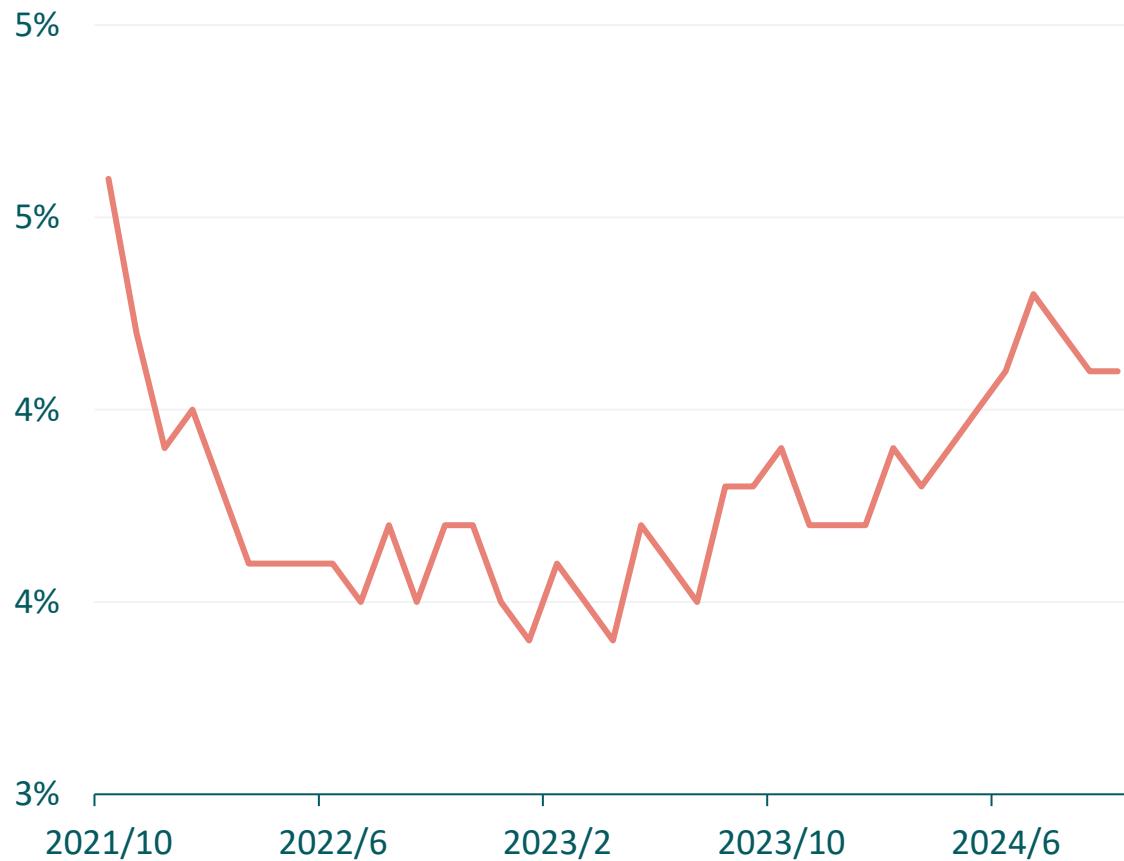
## 持續關注後續走勢

- 美國 10月失業率 4.1%，雖有小幅上升，然而仍接近充分就業水準。
- 整體而言，市場普遍認為美國經濟軟著陸機率高。

美國初領失業救濟金人數 (單位: 仟人)



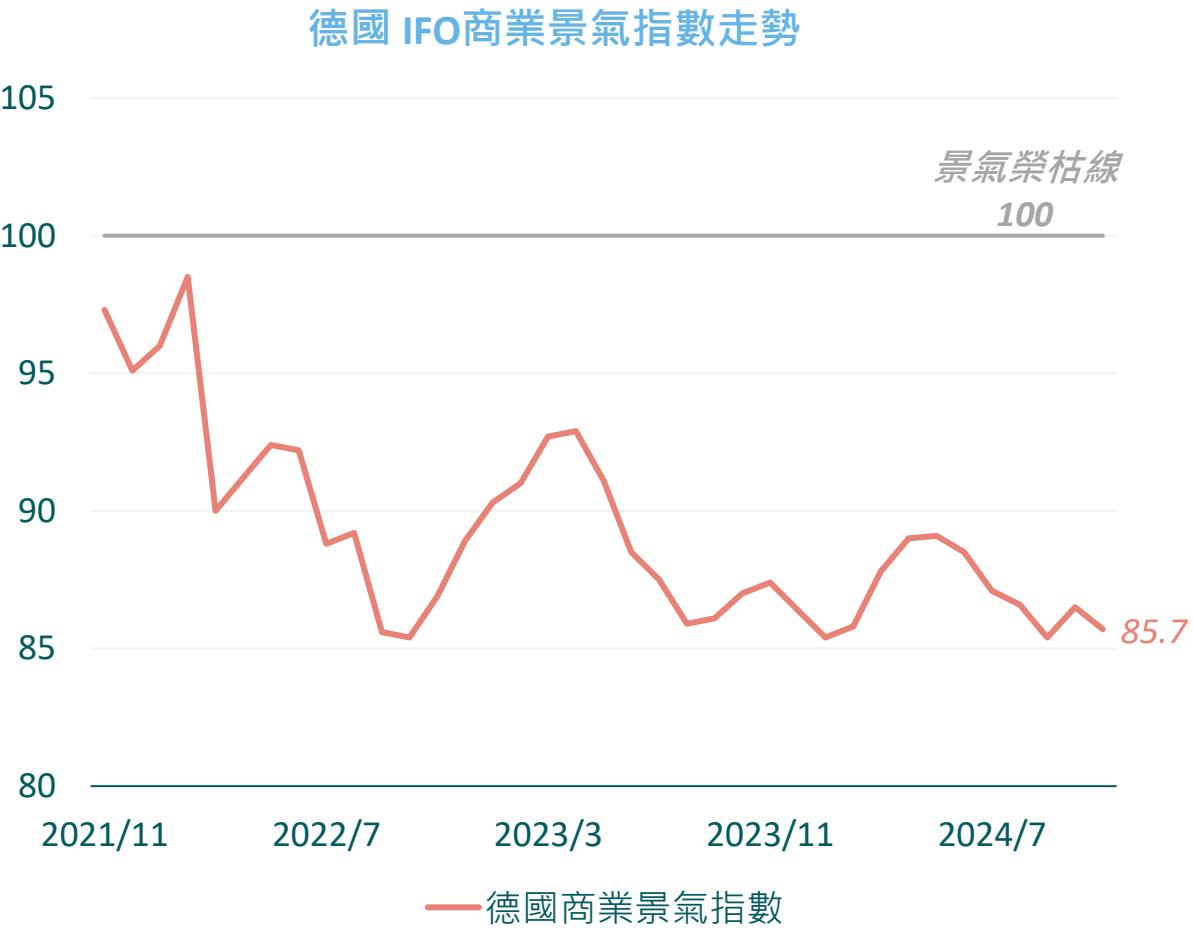
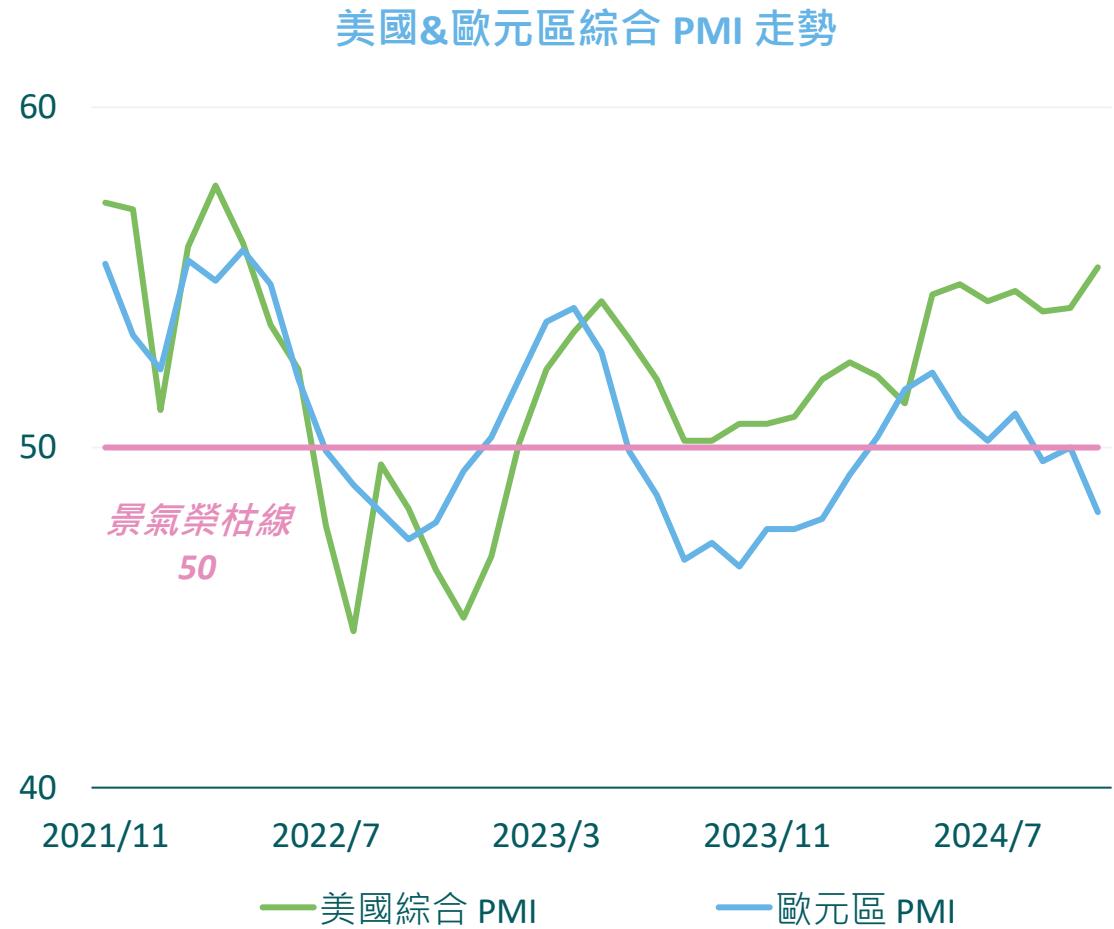
美國失業率 (單位: %)



# 美國景氣持續擴張

## 歐元區經濟表現疲軟

- 美國綜合 PMI 在 50 之上，顯示當前景氣仍處於擴張階段。
- 歐元區綜合 PMI 以及商業景氣指數則表現疲軟。

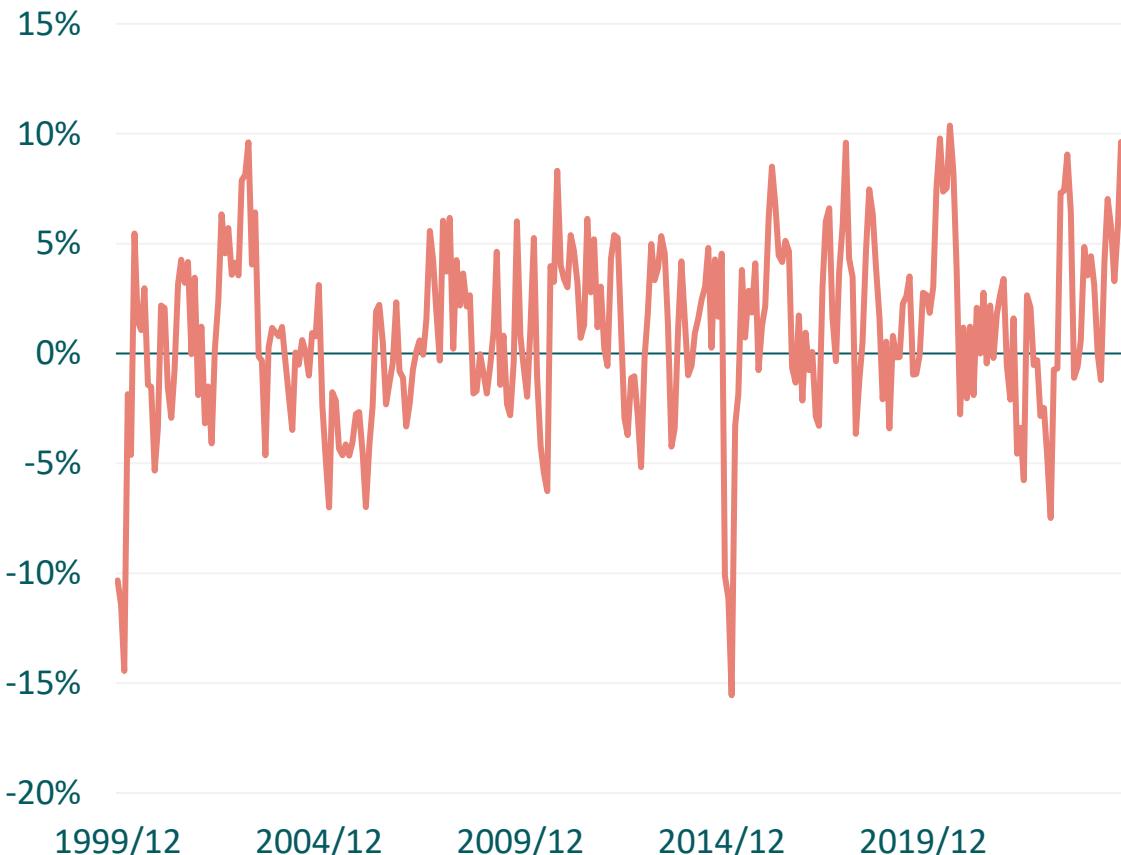


# 關注市場(產業)輪動機會

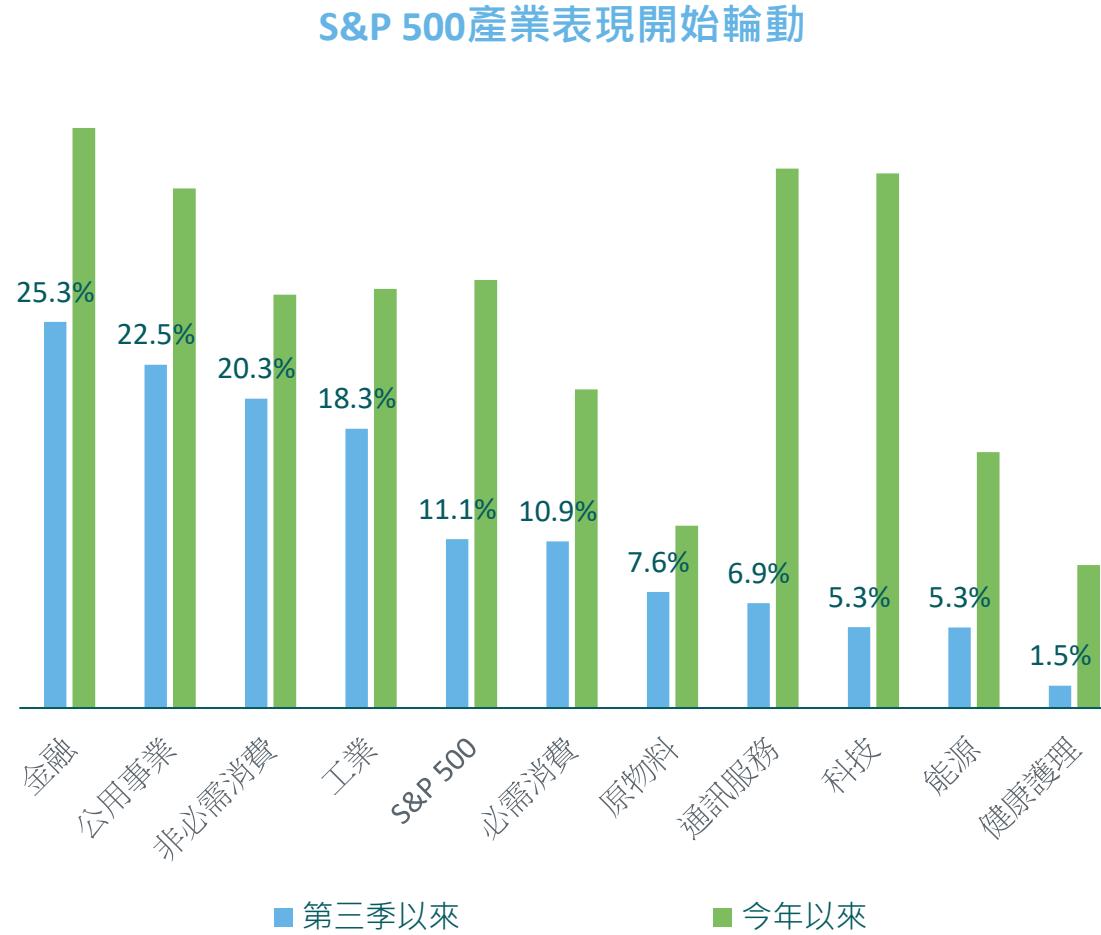
## 伺機佈局歐股&美國內需產業

- 近三個月歐股走勢明顯落後美股，短期價格快速反映，伺機佈局歐股掌握反彈機會。
- 2024下半年以來，美股產業開始輪動，包含金融、公用事業以及非必需消費表現佳。

S&P 500 vs. 道瓊歐洲600指數三個月滾動相對報酬



S&P 500產業表現開始輪動



# 川普將出任美國總統 共和黨全面執政股市表現？

- 美國總統大選或將影響短期股市走勢。長期仍應關注經濟基本面以及企業獲利，美國不同政黨執政時期，美股皆有表現。
- 產業方面，關注內需型 (較不受關稅影響)，例如：金融、非必需消費以及傳統能源等。

美國不同政黨執政時期美股表現

	執政歷經年期 (幾年)	S&P 500 平均年化表現
共和黨全面執政	13	14.5%
民主黨全面執政	36	14.0%
共和黨總統 (非全面執政)	34	7.3%
民主黨總統 (非全面執政)	15	16.6%

# 第一季市場展望

## 貨幣政策動向 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

### 貨幣政策動向

- 各國通膨趨緩
- 市場輪動機會
- 美國選後行情

### 利率相對高檔

- 債券收益率 > 股票
- 公司債利差較窄
- 審慎評估非投等債違約率

### 股債降息行情

- 聯準會於 9月開啟本輪降息循環
- 聯準會首次降息後 1-2年，股債有行情

### 新興債市展望

- 基本面持續改善
- 新興債進場價便宜
- 本地債實質收益高

# 債券利率回升

## 長期投資價值高

- 主要成熟國家政府債殖利率，普遍位於 2007-2008 年高點。
- 無論美國&英國公債當前殖利率皆遠高於長期平均，投資價值高。

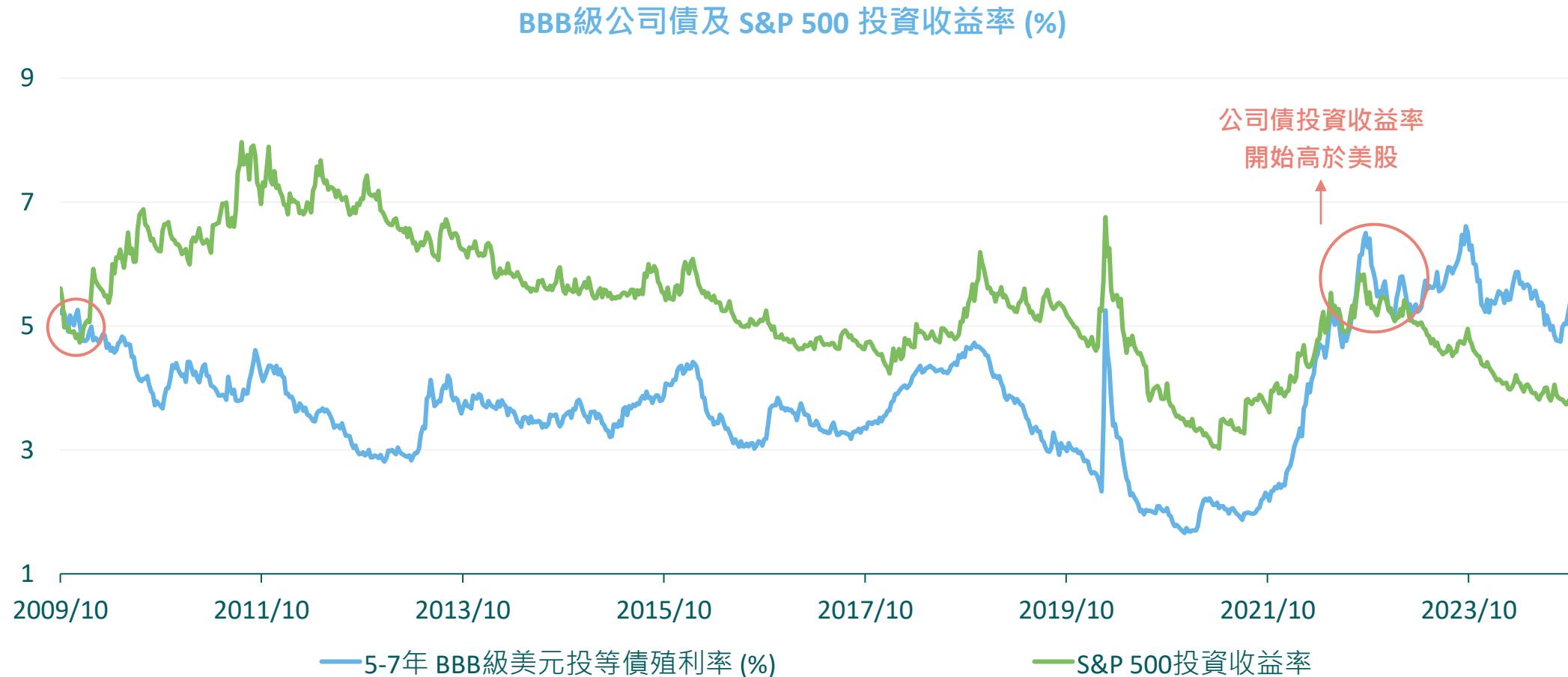
近20年美國及英國政府債殖利率 (%) 走勢



# 債券投資收益率高於股票

## 上一次是15年前

- 債券長期投資價值高，以5-7年期 BBB級公司債為例，自 2022年底收益率已高於股票。
- 上一次公司債收益率高於股票發生在 2009 年，亦即，當前債券價值為 **15年最佳時機**。



# 美元非投資級債利差

## 目前位於 10年最低水準

- 當前信用利差位於過去 10年最低水準，評估非投資級債沒有因為承擔較高的信用風險而得到適當的收益。
- 非投資級債殖利率除以投資級債殖利率過去 20年平均 1.9倍，目前 1.45倍，低於長期均值，評估相對投資價值較低。

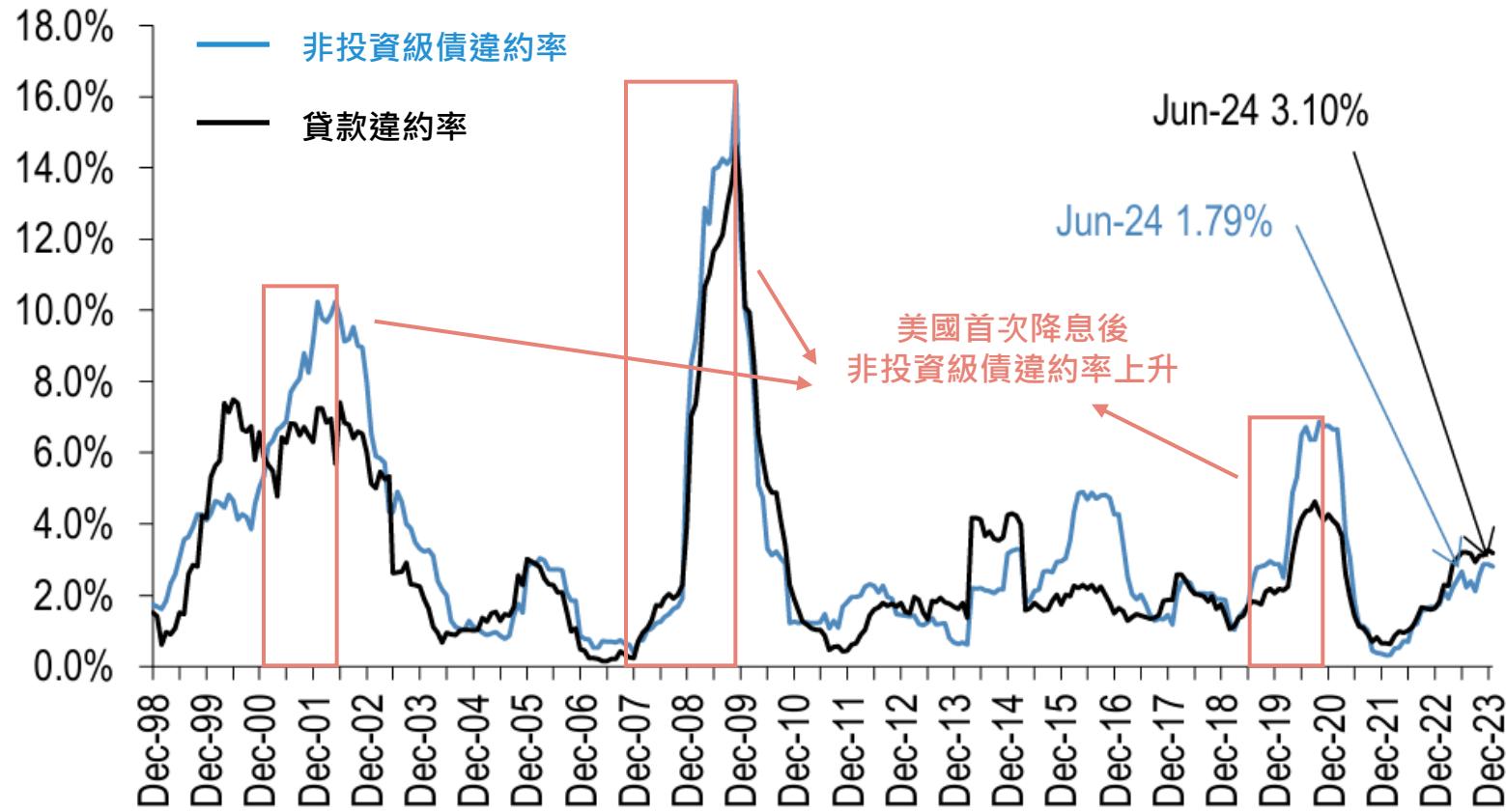
近10年美元非投資級債利差走勢 (bps)



# 美國首次降息後 非投資級債違約率上升

- 美國過去三次降息後，非投資級債違約率上升，包含 2001年科技泡沫、2007年金融海嘯以及 2020新冠疫情。
- 當前美國經濟仍強韌，惟需審慎評估非投等債之違約風險。

非投資級債&貸款違約率走勢



# 第一季市場展望

貨幣政策動向 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

## 貨幣政策動向

- 各國通膨趨緩
- 市場輪動機會
- 美國選後行情

## 利率相對高檔

- 債券收益率 > 股票
- 公司債利差較窄
- 審慎評估非投等債違約率

## 股債降息行情

- 聯準會於 9月開啟本輪降息循環
- 聯準會首次降息後 1-2年，股債有行情

## 新興債市展望

- 基本面持續改善
- 新興債進場價便宜
- 本地債實質收益高

# 美國降息後股市表現?

## 降息後兩年全球股市平均漲幅 14%

- 統計 1995年以來，美國首次降息後兩年，全球股市平均上漲 **14.2%**。
- 美國 2024年9月開啟新一輪降息循環，或可持續推升股市表現。

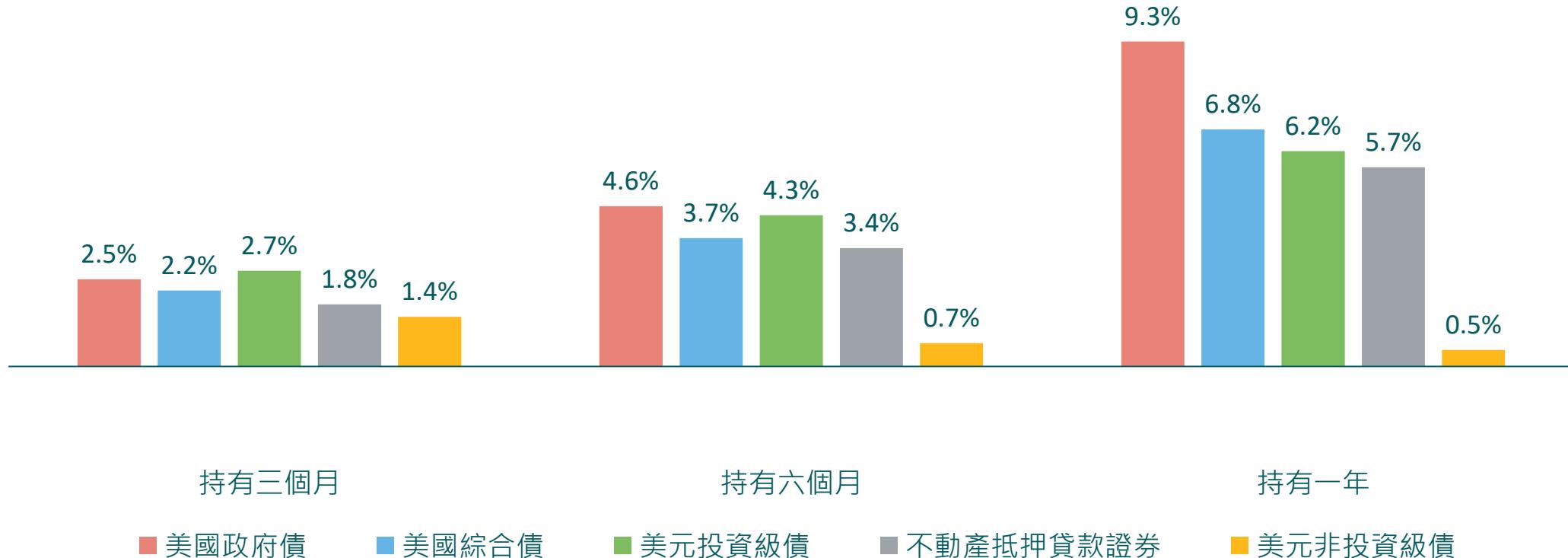
美國首次降息後兩年全球股市平均表現 (%)



# 聯準會首次降息時進場 美元債可望有表現

- 統計 2000 年以來，美國三次降息時佈局債券，普遍皆有良好表現。其中，又以較長天期的債種表現更佳。
- 以持有一年為例，存續期較長的美國政府債平均上漲 9.3%。

歷次美國降息\*時進場各債券(指數)表現



# 第一季市場展望

## 貨幣政策動向 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

### 貨幣政策動向

- 各國通膨趨緩
- 市場輪動機會
- 美國選後行情

### 利率相對高檔

- 債券收益率 > 股票
- 公司債利差較窄
- 審慎評估非投等債違約率

### 股債降息行情

- 聯準會於 9月開啟本輪降息循環
- 聯準會首次降息後 1-2年，股債有行情

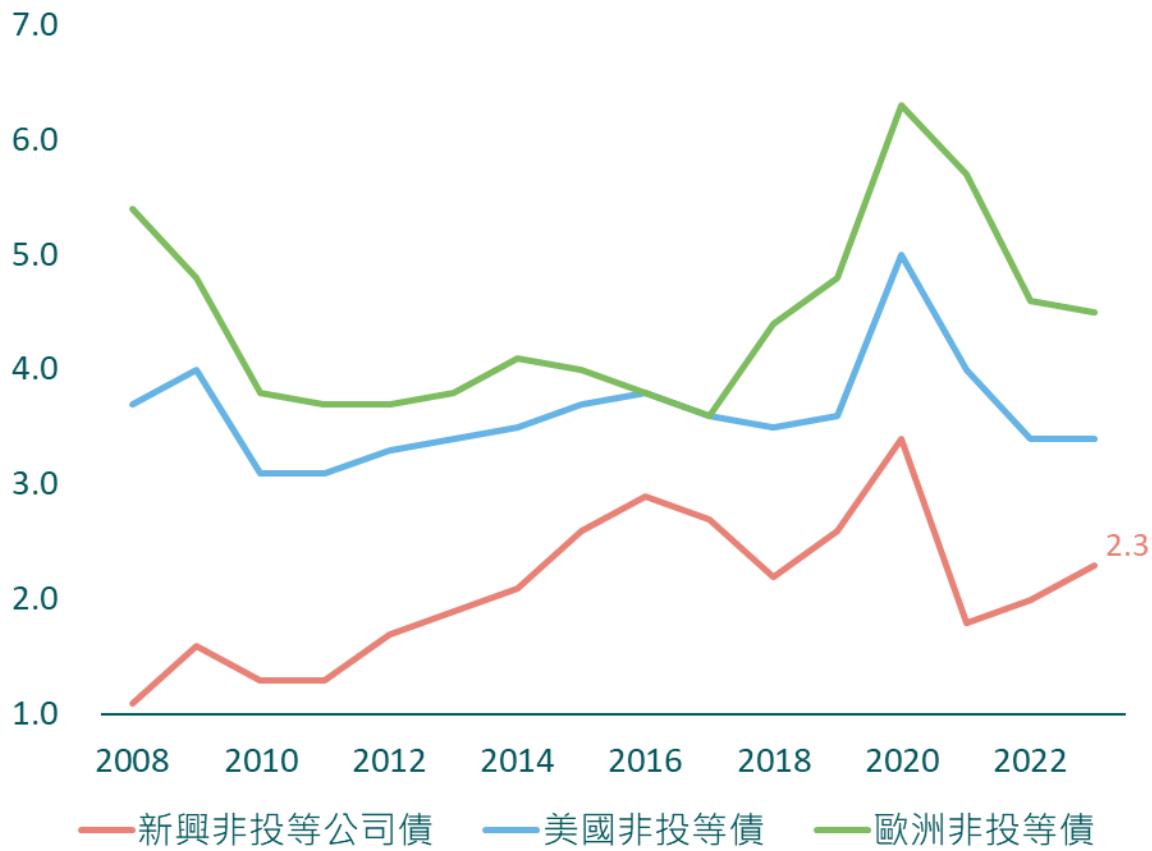
### 新興債市展望

- 基本面持續改善
- 新興債進場價便宜
- 本地債實質收益高

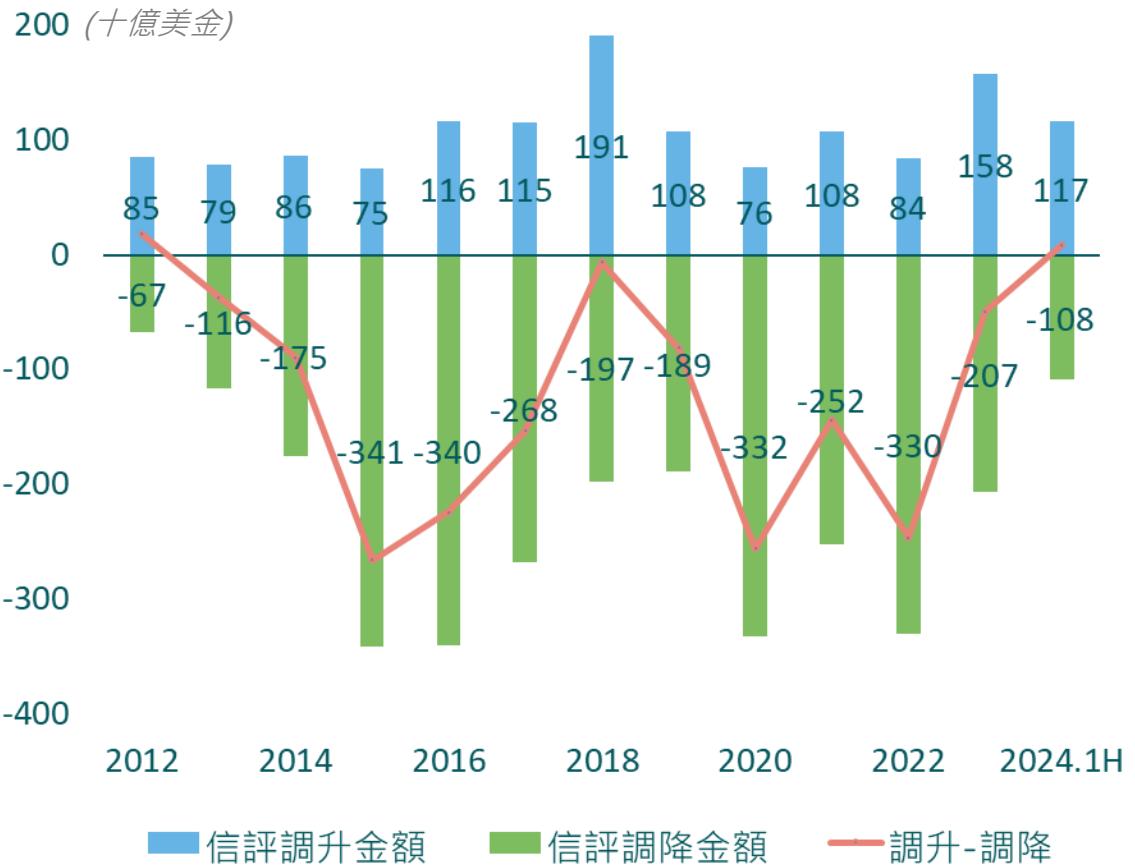
# 新興公司債基本面佳 債務槓桿比率低於歐美

- 新興非投等公司債，槓桿比率低於歐洲及美國非投等公司債。
- 新興公司債 2024 上半年調升信評金額高於調降，基本面改善。

新興非投等公司債槓桿倍數遠低於成熟市場



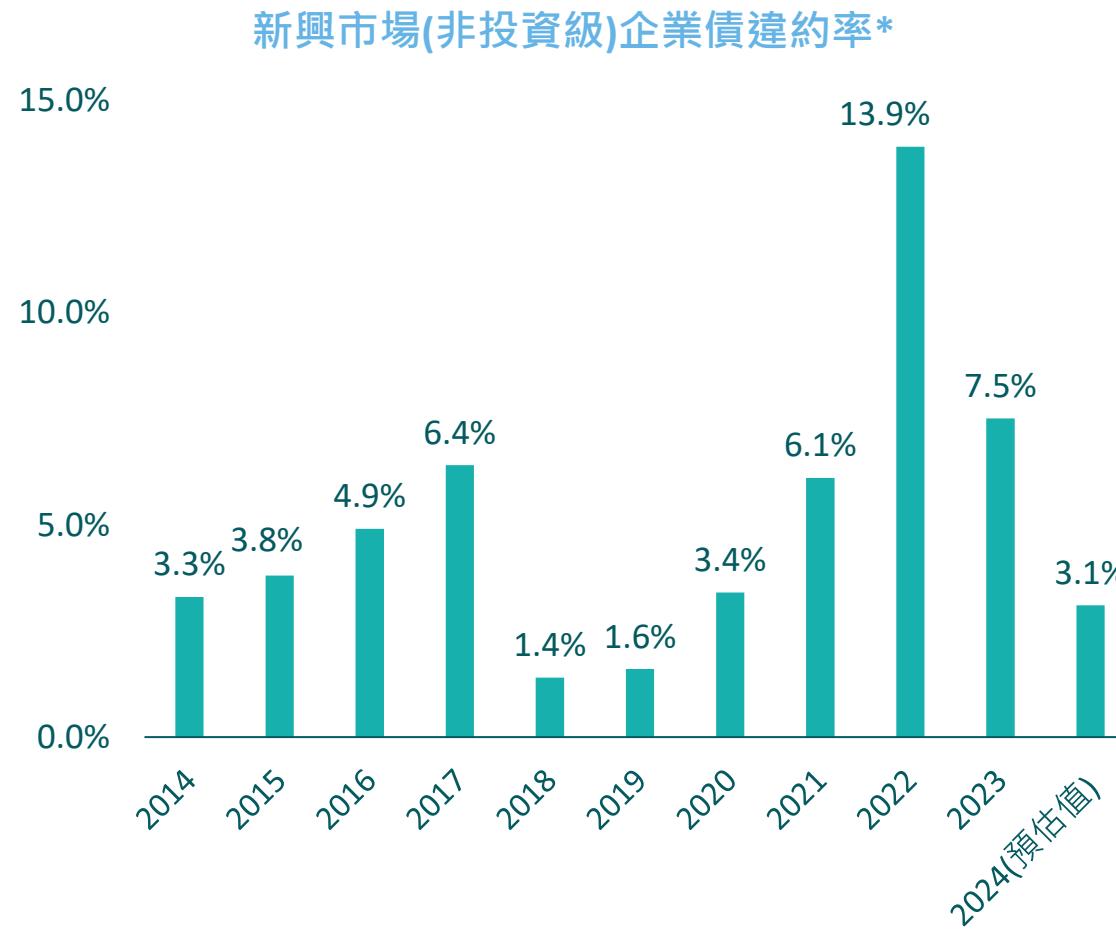
新興公司債調升&調降信評金額



# 新興企業債違約率改善

## 不良債權比例大幅下降

- 新興企業債違約率大幅改善，若扣除中國地產、烏克蘭以及俄羅斯，則 2023年違約率與美國非投等債接近。
- 新興企業債中利差超過 1,000 Bps (定義為不良債權) 的比例也已明顯下降。



# 新興債百元報價

## 當前價格便宜，潛在資本利得空間大

- 即使今年以來新興美元債利差持續收斂，當前收益率水準仍高。
- 新興債目前交易價格仍低於票面 100元，有較大資本利得空間，投資人可伺機進場。

新興美元主權債, 公司債&本地債價格走勢



資料來源: Bloomberg, 2014/10/31-2024/11/8

新興美元主權債: ICE BofA Emerging Markets External Debt Sovereign Index, 新興美元公司債: ICE BofA Emerging Markets Corporate Plus Index, 新興本地債: ICE BofA Local Debt Markets Plus Index

# 新興債市收益率高

## 收益高於長期平均

- 新興債收益率來到歷史相對高檔，投資價值高。
- 其中，本地債收益率達 6.6%，投資人可掌握時機佈局。

新興美元主權債, 公司債&本地債殖利率走勢 (%)



資料來源: Bloomberg, 2014/10/31-2024/11/8

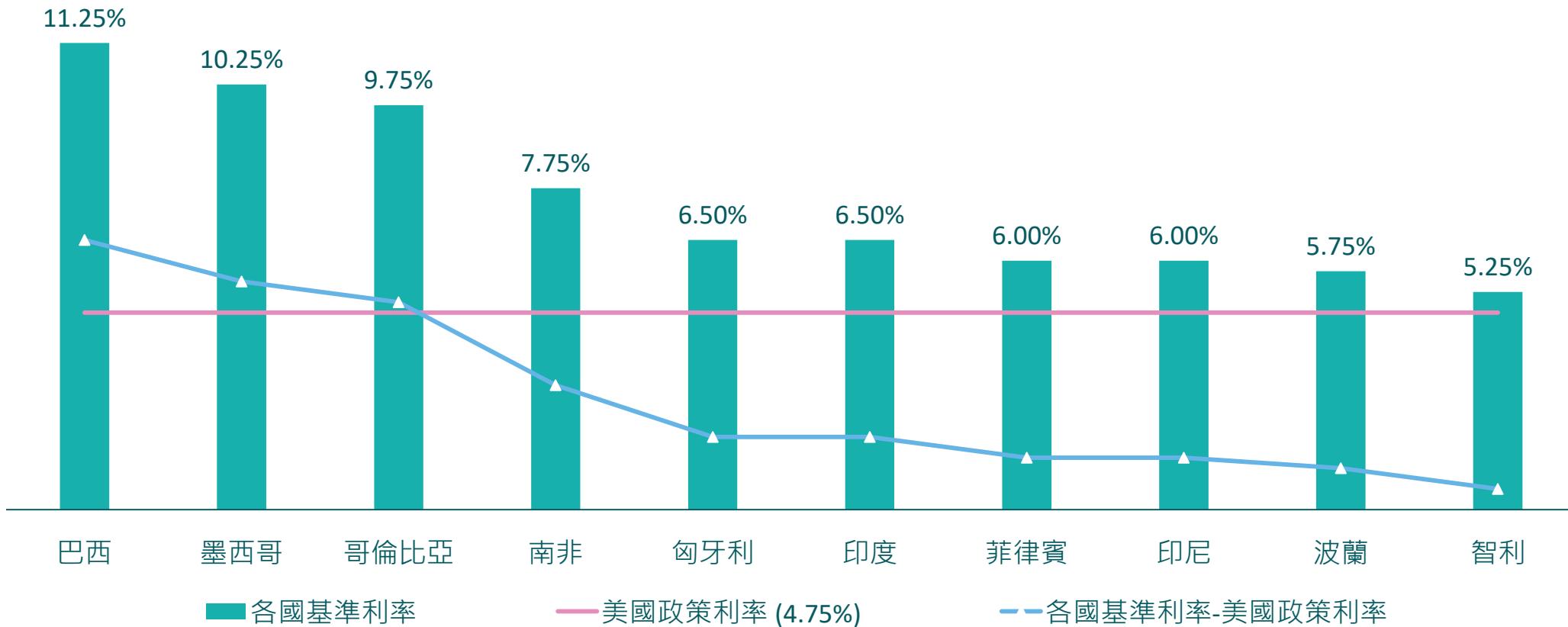
新興美元主權債: ICE BofA Emerging Markets External Debt Sovereign Index, 新興美元公司債: ICE BofA Emerging Markets Corporate Plus Index, 新興本地債: ICE BofA Local Debt Markets Plus Index

# 本地債政策利率仍高

## 拉美市場普遍更具吸引力

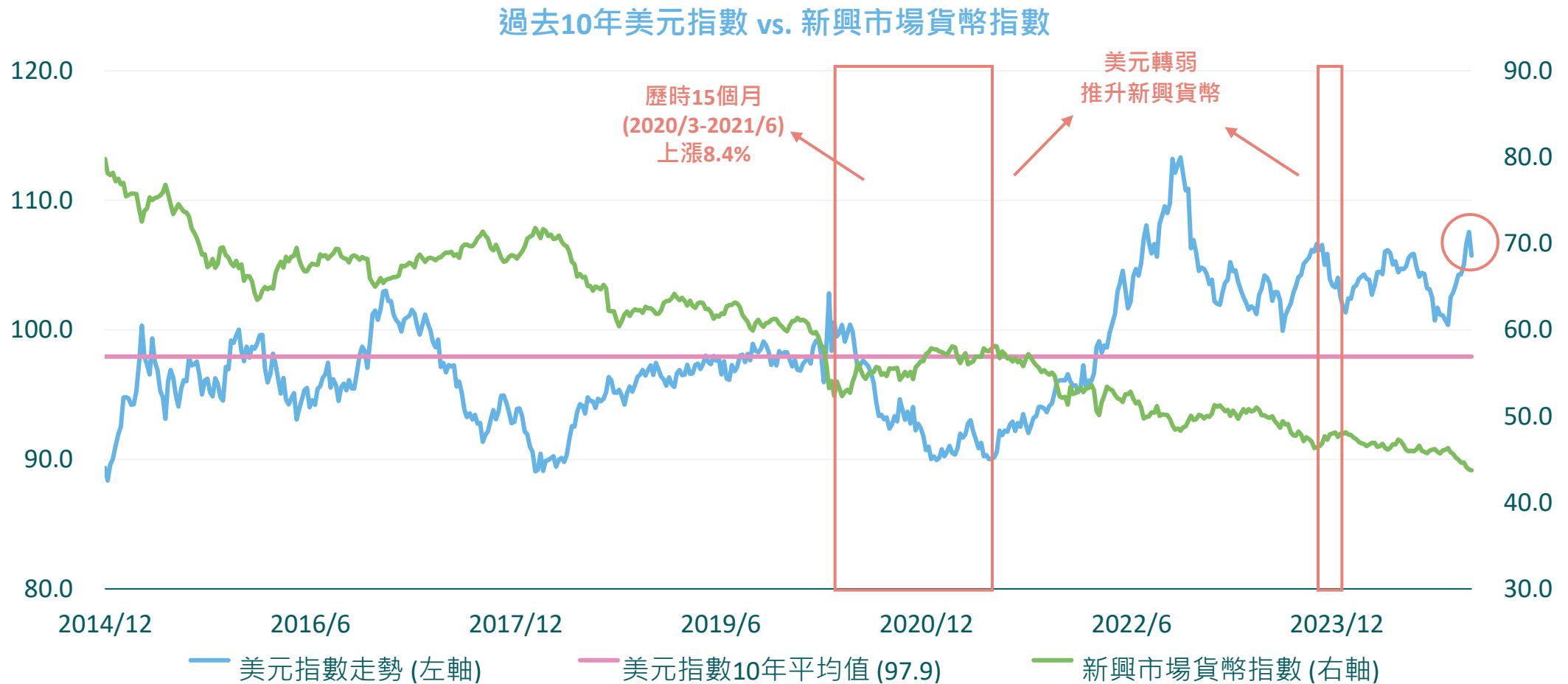
- 新興本地債實質收益率高，即使經歷 2023 年降息，目前基準利率普遍仍高。
- 本地債中，拉美國家利率普遍更具吸引力 (例如: 巴西、墨西哥)。

主要新興國家政策利率較 (美國) 高



# 一旦美元指數走弱 或將有利本地債表現

- 歷史經驗顯示，美元&(一籃子)新興市場貨幣走勢連動性高。
- 美元指數長期平均在 97.9，一旦美元指數反轉，或將有利本地貨幣走勢，進一步推升本地債表現。



# 第一季市場展望

## 貨幣政策動向 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

	正向	相對 正向	中立	市場展望&操作建議
成熟市場股票	美股	●		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 通膨趨緩，就業市場以及PMI指數樂觀</li> <li>2. 歷史經驗顯示美國首次降息後美股有表現</li> </ol>
	歐股	●		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 經濟數據(如:PMI)較疲弱</li> <li>2. 短期走勢大幅落後美股，關注市場輪動契機</li> </ol>
	日股		●	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 日本企業具長期結構改革利多</li> <li>2. 預期日本央行將持續緊縮貨幣政策</li> </ol>
新興市場股票	中國	●		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 買價面優勢且與全球股市相關性較低</li> <li>2. 政府或將推出經濟刺激政策降低外部衝擊</li> </ol>
	印度	●		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 經濟成長率高、「中國+1」</li> <li>2. 2024年總統大選行情</li> </ol>
債券市場	成熟市場公債	●		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 市場預期聯準會將持續降息之路</li> <li>2. 殖利率水準高檔，具長期投資價值</li> </ol>
	投資級公司債	●		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 降息行情較有利於長存續期間債種</li> <li>2. 企業基本面佳，惟利差收斂空間小</li> </ol>
	非投等公司債		●	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 關注違約率變化</li> <li>2. 利差收斂空間小，相對投資價值較低</li> </ol>
	新興市場美元債	●		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 新興市場基本面持續改善</li> <li>2. 其中，非投等債主權債利差收斂空間仍大</li> </ol>
	新興市場本地債	●		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 本地債實質收益率高</li> <li>2. 一旦美元指數走弱，本地債可望有表現</li> </ol>



【富盛證券投顧 獨立經營管理】(102)金管投顧新字019號

台北總公司：台北市信義區松德路171號9樓 TEL : (02)2728-3222 FAX : (02)23463777

台中分公司：台中市西屯區市政北一路77號14樓之11 TEL : (04)2251-3477

台南分公司：臺南市東區林森路1段395號9樓之6 TEL : (06)236-5208

【富盛證券投顧獨立經營管理】本資料僅供參考使用。富盛證券投顧已就可靠資料或來源提供適當之意見與消息，但不保證資料來源之完整性，如有任何遺漏或疏忽，請即通知本公司修正，本公司或關係企業與其任何董事或受僱人，對此不負任何法律責任。本報告僅基於提供資訊為目的，且無意作為買賣任何證券或金融工具的請求或要約。本報告中的所有資訊及觀點係來自於可靠的資料來源，但不代表或保證其正確或完整。所有的資訊、觀點及任何所提及的價格，均可能在未通知的情況下改變。因此，收件人不能以本報告取代其本身的判斷，且收件人應完全為其投資及交易決定負責。未經同意，請勿修改、引用本報告。本報告中的資訊皆已註明截止日期，而非作為單獨閱讀意圖，且並未意圖對報告中所有提及或討論的主題進行完整釋義。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。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亦不必然為未來績效表現。基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，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，充分評估基金投資特性與風險，相關資料(如年化標準差、Alpha、Beta及Sharp值等)可至投信投顧公會網站 ([https://www.sitca.org.tw/index\\_pc.aspx](https://www.sitca.org.tw/index_pc.aspx))查詢。匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產而使資產價值變動。基金投資無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障，投資人須自負盈虧。基金投資可能產生的最大損失為全部本金。本文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公開說明書。基金因短期市場、利率或流動性等因素，波動度可能提高，投資人應選擇適合自身風險承受度之基金。基金風險報酬等級係計算過去5年基金淨值波動度，以標準差區間予以分類等級，基於一般市場狀況反映市場價格波動風險，無法涵蓋所有基金風險(如：基金計價幣別匯率風險、投資標的產業風險、信用風險、利率風險、流動性風險等)，不宜作為投資唯一依據，投資人仍應注意所投資基金個別風險。

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。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。基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用，基金配息組成項目揭露於本公司網站(<https://www.cgsice.com/>)。就申購手續費屬後收型之級別，手續費雖可遞延收取，惟每年仍需支付1%的分銷費，可能造成實際負擔費用增加。分銷費用反映於每日基金淨資產價值，為每年基金淨資產價值之1%。在原始申購日屆滿三年之次一營業日，後收級別自動免費轉換為相應的前收級別。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至公開資訊觀測站或境外基金資訊觀測站中查詢或向本公司索取。投資人申購手續費屬後收型級別前，應向銷售機構確實瞭解前收與後收級別之費用差異。基金投資涉及投資新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。投資人申購前應詳閱基金公開說明書。依中華民國相關法令及金管會規定，基金直接投資大陸地區有價證券僅限掛牌上市有價證券，且不得超過該基金淨資產價值20%，故基金非完全投資在大陸地區有價證券，基金投資地區包含中國大陸及香港，基金淨值可能因為大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度影響，亦可能因產業循環或非經濟因素導致價格劇烈波動，以及市場機制不如已開發市場健全，產生流動性不足風險，而使資產價值承受不同程度之影響，投資前請詳閱基金公開說明書有關投資風險之說明。非投資等級債券基金適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人，投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。由於非投資等級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。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。惟新興市場與非投資等級債市仍會因市場干擾而波動，投資人須依個人風險承受度衡量相關商品比重。可轉換公司債具有股債雙重特性，因此，投資人需同時考量股債雙重風險，包括市場風險、利率風險、流動性風險、股價波動風險、匯率風險、信用或違約風險等。有關基金之ESG資訊，投資人應於申購前詳閱基金公開說明書或投資人須知所載之基金所有特色或目標等資訊，該等資訊已依規定揭露，投資人可至【FUNDCLEAR 基金資訊觀測站之境外基金資訊公告平台-ESG基金專區】或至【富盛證券投資顧問股份有限公司官網】查閱。基金到期收益率不代表基金報酬率。晨星評等係根據基金報酬、風險及費用三個面向發展而出，用以呈現同組別基金風險調整後的相對表現，評級結果由最高5顆星到最低1顆星。詳細評量標準請參考晨星網站說明(<http://tw.morningstar.com>)。富盛證券投資顧問股份有限公司為M&G系列基金在臺灣之總代理公司。