



凱基證券

日本內需展望佳

The Rising Sun of Japan

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年9月23日



01 本週焦點圖表

聯準會意外降息2碼，
開啟寬鬆貨幣之路



02 市場回顧

零售銷售優於預期，
軟著陸預期激勵股市



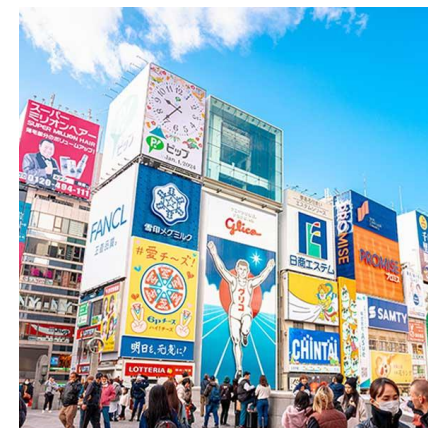
03 熱門議題

臺灣央行出重拳打房，
或使房市降溫



04 投資焦點

日本民眾薪資續成長，
升息循環有利內需股

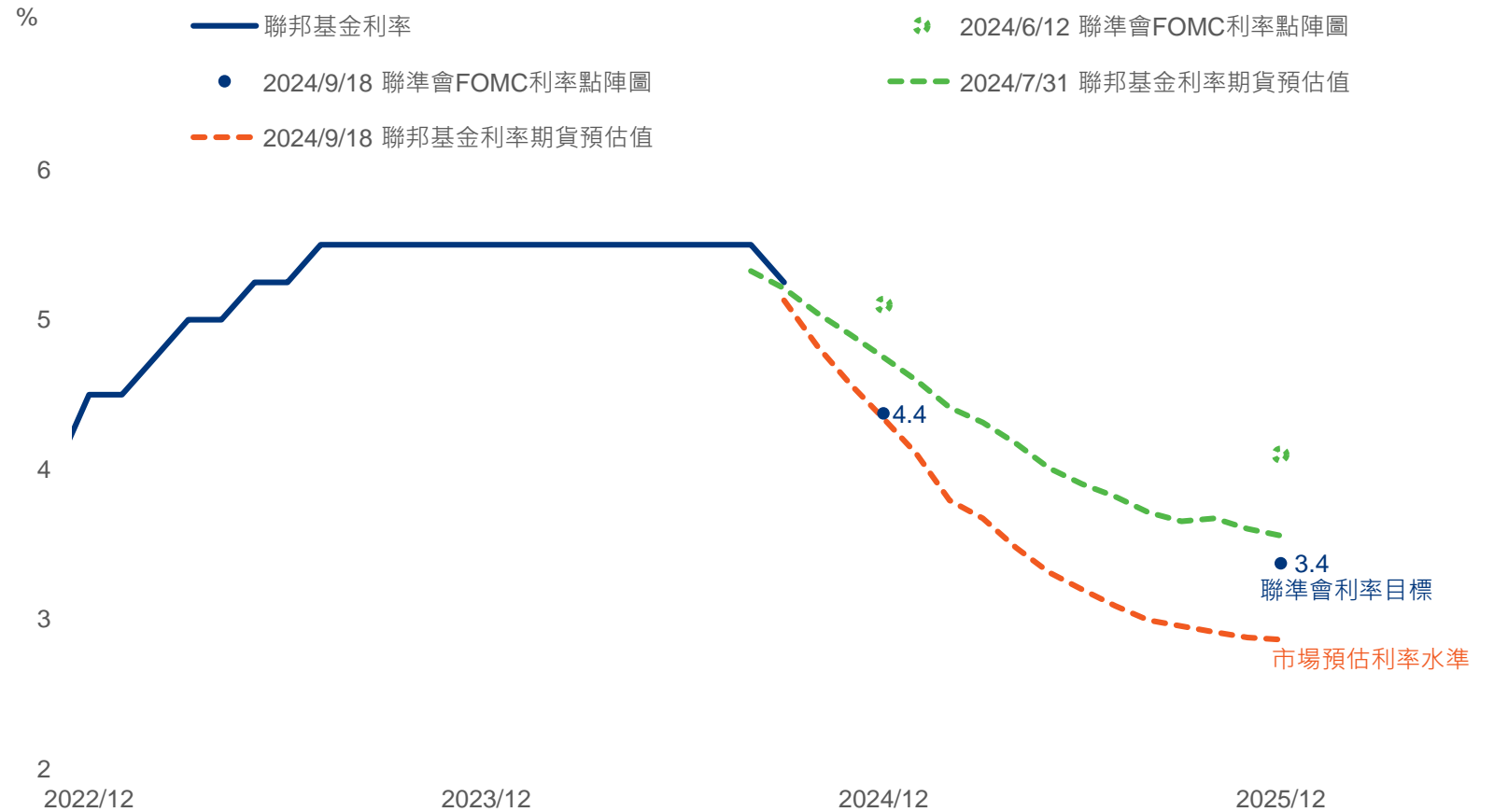


本週焦點圖表

聯準會意外降息2碼，開啟寬鬆貨幣之路

- ▶ 聯準會9月意外降息2碼，利率區間從原本5.25%-5.5%降至4.75%-5%，主席鮑威爾在記者會上表示，未來並非每次都降息2碼，降低市場擔憂大幅降息是衰退所導致，強調將依經濟及就業情況，決定接下來的利率途徑。同時微幅下修今年經濟成長預估由2.1%降至2.0%，今明兩年通膨率從2.6%、2.3%降至2.3%、2.1%，並小幅上調失業率，預期未來中性利率將高於疫情前的水平。
- ▶ 本次聯準會貨幣政策可定調為「適當重新校準」避免落後市場預期，認為經濟依然穩健，透過預防性降息，增加實現軟著陸機率。另，目前執行的量化緊縮貨幣政策(QT)將繼續，顯示金融市場流動性無虞，呼應聯準會降息是為了讓貨幣政策回歸正常，非經濟出現狀況。金融市場呈現股市先震盪後上漲，短天期公債殖利率下滑，長天期公債殖利率小幅彈升。料未來景氣呈放緩趨勢，逢殖利率上彈可漸布中長天期債券鎖利。

聯準會預期年底前再降息2碼，明年全年降息4碼



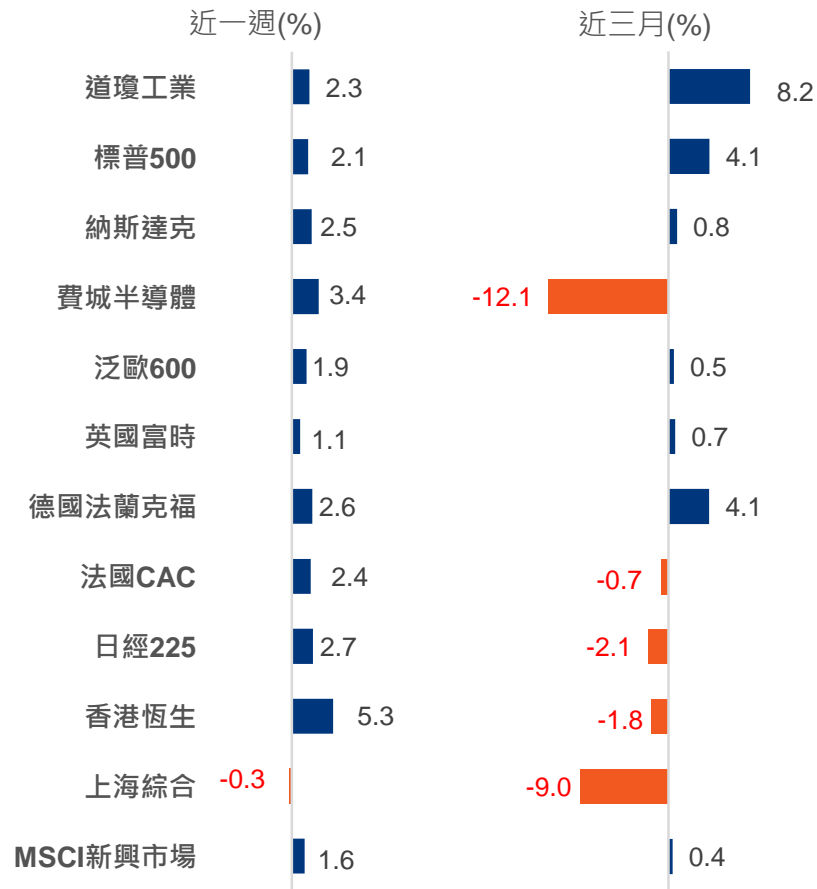
資料來源：Bloomberg，2024年9月19日

市場回顧

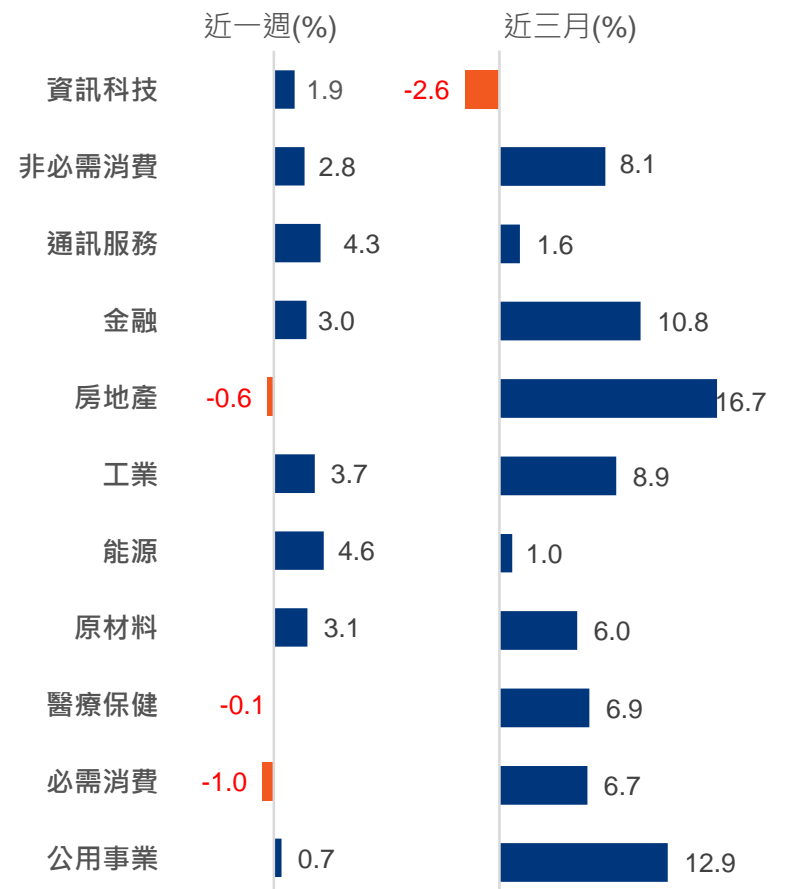
美國零售銷售優於預期，軟著陸預期激勵股市

- ▶ 聯準會降息2碼，主席鮑威爾表示美國經濟以穩健速度成長，通膨逐漸回落，就業市場保持強健水平。市場逐漸接受美國降息2碼，為預防性措施，可避免經濟陷入衰退，美股四大指數皆漲，道瓊工業和標普500指數連袂創歷史新高，大型成長股為主要領漲標的。美國8月零售銷售額月增0.1%，優於預期的月減0.2%，主因線上購物強勁抵銷汽車銷售下滑，呼應聯準會強調的經濟溫穩、軟著陸預期。
- ▶ 美國經濟可能不致陷入衰退，使之前資金簇擁的防禦類股如必需消費、醫療保健等，出現部分獲利回吐，通訊服務類股表現最佳，降息環境有望提振企業淨利、同時降低營運成本，對利率敏感的小型股羅素兩千指數上漲。美國短天期公債殖利率反應降息下滑，但長天期公債殖利率因景氣可能不會衰退持穩，殖利率曲線趨陡有利銀行業放貸，獲利可望增加，銀行股上揚。

各地區指數表現(%)



美股各行業指數表現(%)

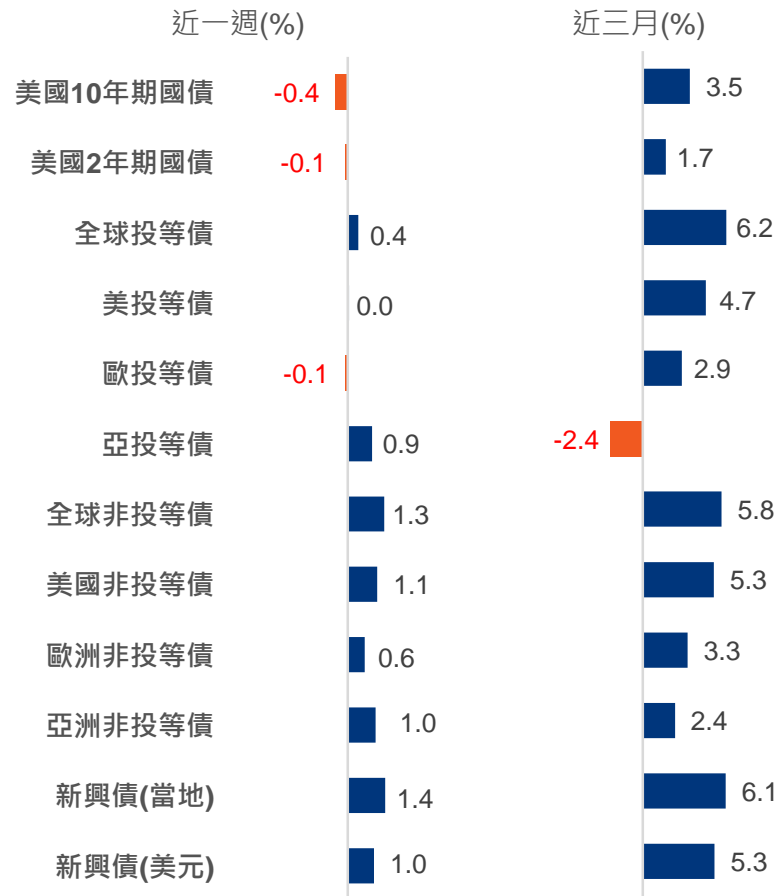


資料來源：Bloomberg，2024年9月20日

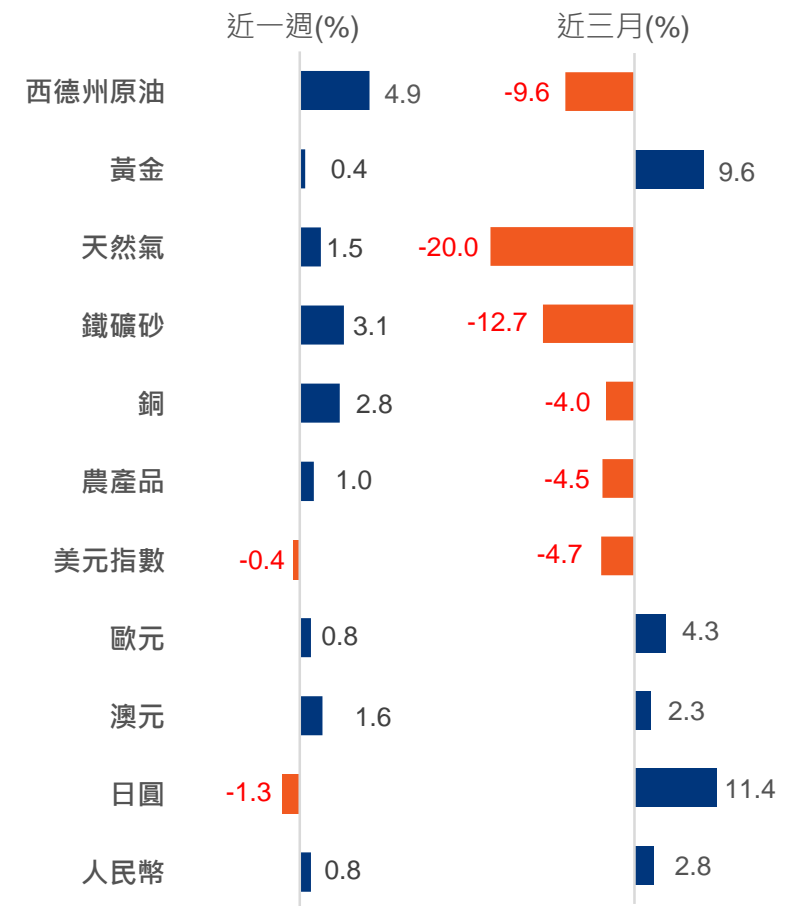
聯準會降息使美元走弱，非美貨幣與商品反彈

- ▶ Fed最新的利率點陣圖顯示，聯邦基金利率將在2024年底降至4.4%，預告今年仍有2碼降息空間，市場多數預期將在11月、12月的FOMC會議各再降息1碼。到2025年底，政策利率預計將降至3.4%，相當於明年還有4碼的降息空間，和利率期貨估計今明兩年還有8碼的空間差距縮小。經濟軟著陸預期，使美國10年期公債殖利率不降反升，於3.7%附近擺盪。本週英格蘭銀行、日本銀行也維持利率不變，市場預期英國今年存2碼降息機會，日銀可能於12月再度升息。
- ▶ 美國經濟可能軟著陸但不衰退，使美元走弱，商品價格反彈。全球原油庫存下降，抵銷中國經濟不振對油價的衝擊，西德州油價通過大漲4.9%，收在每桶72美元。銅礦和鐵礦砂價格上漲，聯準會降息、美元下滑，及以色列與黎巴嫩真主黨衝突不斷，地緣風險升溫，激勵黃金屢創歷史新高，來到每盎司2,587美元。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2024年9月20日

臺灣央行出重拳打炒房，或使房市降溫

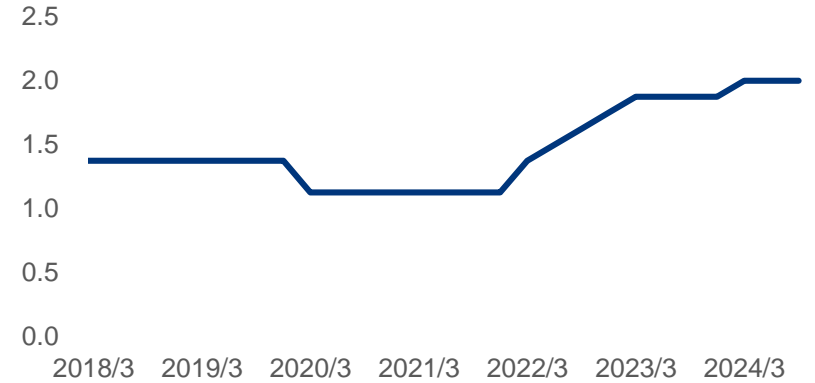
- ▶ 國際總體經濟雖出現逆風，惟台灣經濟尚屬穩健，臺灣央行理監事會議本次再度上修全年GDP成長率，由3.77%調升至3.82%，明年GDP預估為3.08%；預期服務類CPI降溫，今年通膨由2.12%升至2.16%，明年降至1.89%。在通膨下滑且經濟仍具有韌性背景下，央行維持政策利率於2%不變，但調升存款準備率1碼進行房市控管。
- ▶ 央行考量近期房市過熱，整體銀行不動產貸款佔總放款比率已升至37.5%，接近歷史新高，為進一步強化管理銀行信用資源，並抑制房市投機與囤房行為，理監事會議祭出第七波信用管制，針對不動產貸款業務進行修正，其中包含：(1)自然人名下有房屋者，第1戶購屋貸款不得有寬限期；(2)自然人第2戶購屋貸款最高成數由6成降為5成，並擴及全臺實施等措施。總裁楊金龍會後表示，目前政策力道鬆緊適度，不排除若通膨持續下降及主要央行加速降息，政策可能持續調整。

央行祭出第七次打炒房措施

	修正前	修正後
自然人購置高價住宅	4成，無寬限期	3成，無寬限期
名下有房自然人第一戶購屋貸款	無限制	無寬限期
名下有房自然人第二戶購屋貸款	特定地區，6成無寬限期	全國一體適用，5成無寬限期
名下有房自然人第三戶購屋貸款	4成，無寬限期	3成，無寬限期
餘屋貸款	4成	3成
公司法人購置住宅貸款	4成，無寬限期	3成，無寬限期

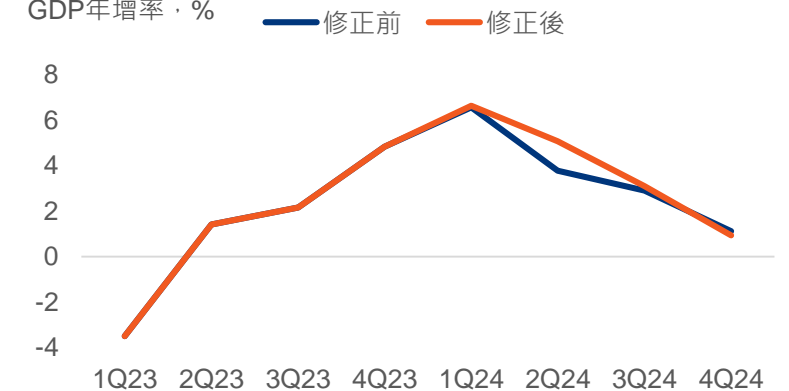
維持重貼現率2%不變

台灣重貼現率，%



央行將台灣GDP預估上修至年增3.82%

GDP年增率，%



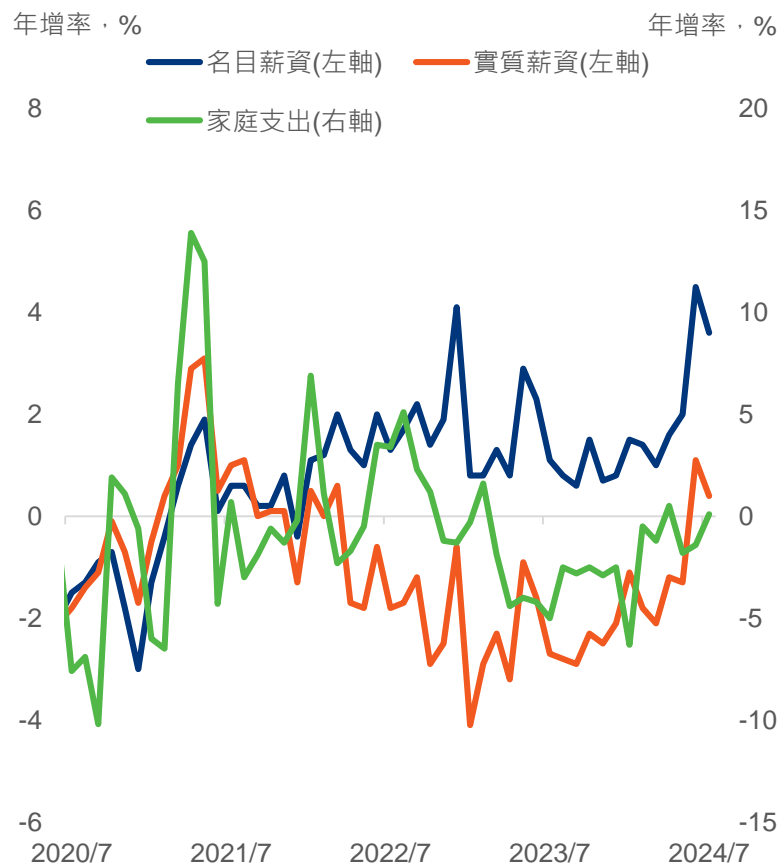
資料來源：Bloomberg、台灣央行，2024年9月20日

投資焦點

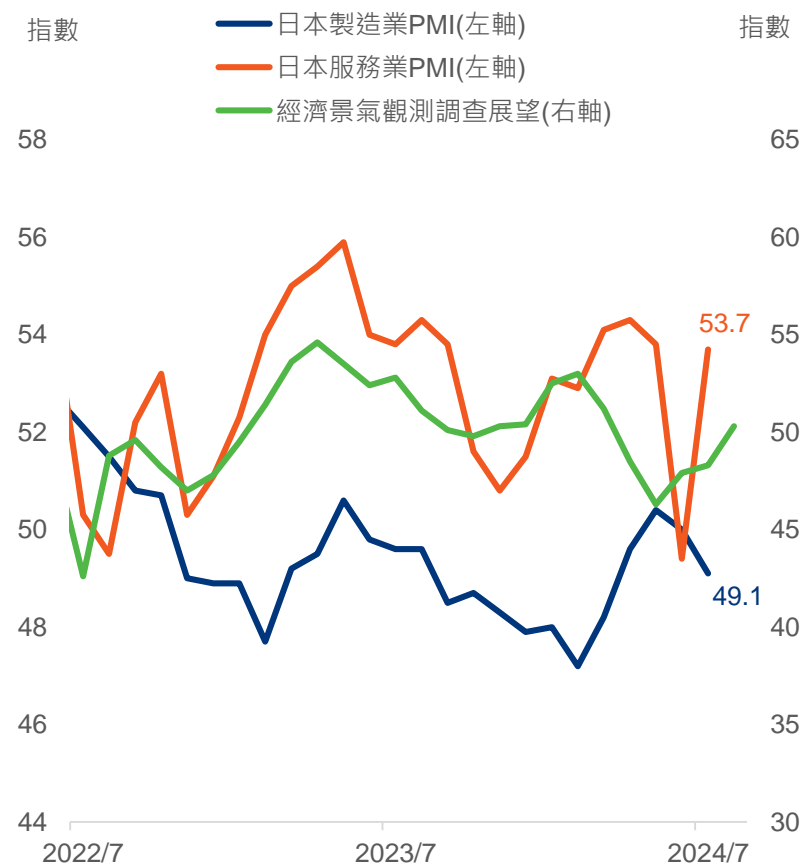
日本民眾薪資轉佳，持續升息有利內需

- ▶ 日本民間消費和企業投資改善，因夏季獎金增幅放緩，使7月日本名目和實質薪資年增率較前月略降，但經常性薪資年增率從2.1%上升至2.5%，提供日本央行貨幣政策正常化有力支持。考量7月通膨年增率仍為2.8%，通膨壓力使家庭支出年成長僅0.1%，關注薪資成長帶動家庭消費的趨勢力道能否延續。
- ▶ 日本經濟持續改善，經濟景氣觀測調查展望從48.3上升至50.3，繼5個月後重回擴張，第二季GDP終值雖遭小幅下修，但民間消費和企業投資轉佳，使GDP擺脫負成長。此外，觀察日本製造業PMI雖呈現放緩，但服務業PMI於53.7，使綜合PMI維持榮枯線之上，顯示日銀升息導致日圓升值，較不利出口與製造業表現，投資人可逐漸獲利了結相關出口或科技類股。近月由日經與高盛統計的日本國內營收指數，表現較海外營收指數更亮眼，預期偏向內需相關的類股，如服務業、零售銷售等產業與股價將較整體突出。

日本民眾薪資成長，惟高通膨使家庭支出謹慎



日本經濟景氣領先指標展望佳，服務業PMI向上

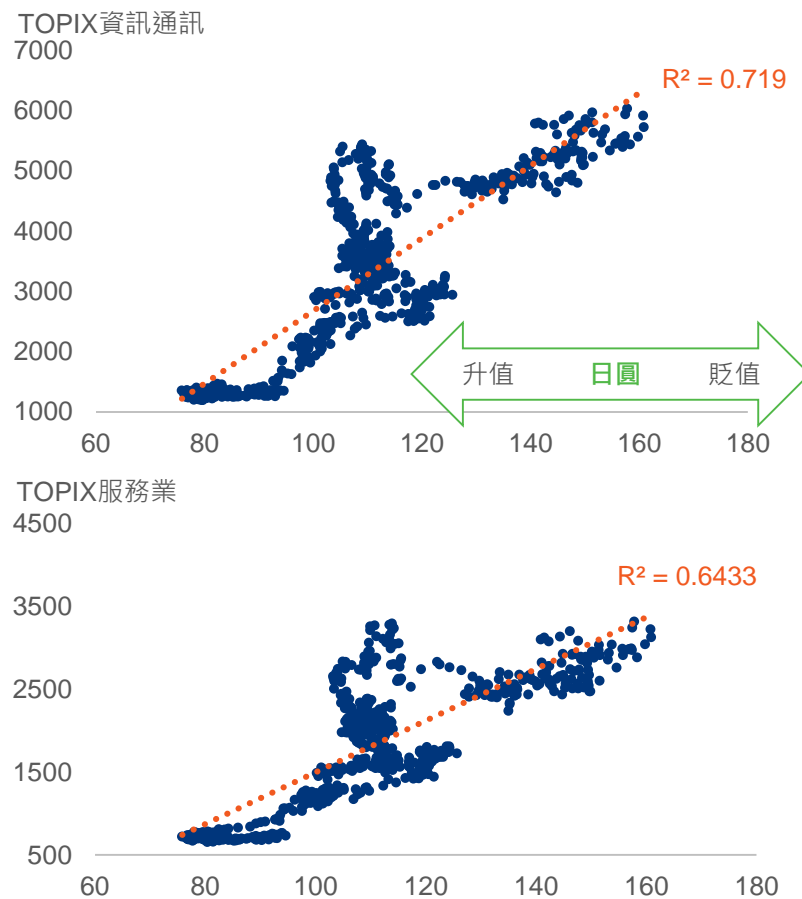


資料來源：Bloomberg

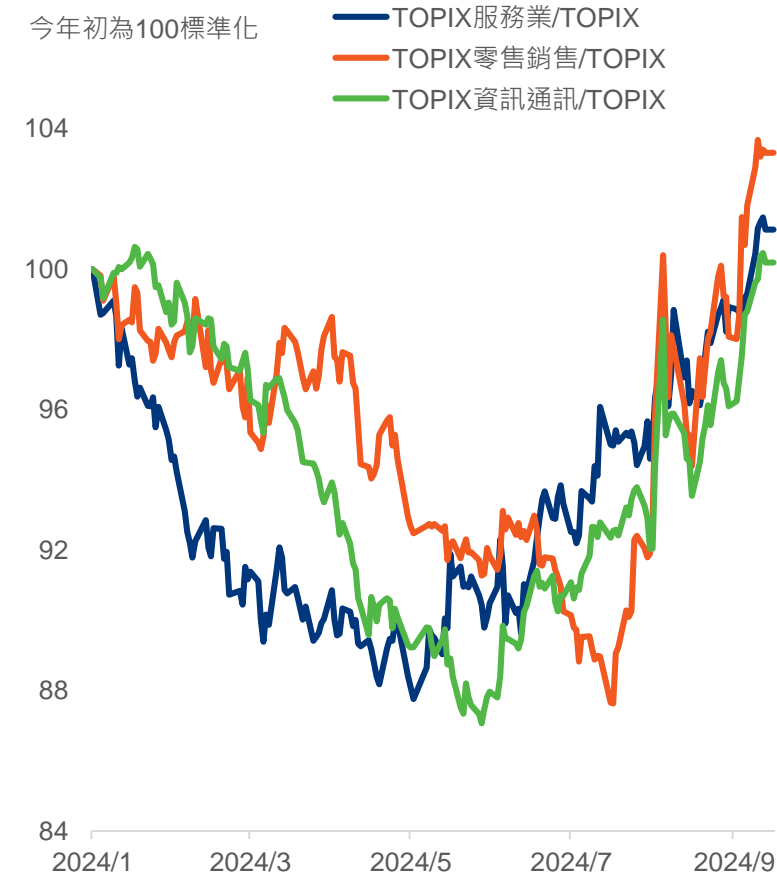
日本旅遊帶動服務、零售業展望佳，銀行股因升息受惠

- ▶ 過去日圓貶值對股市有一定的提振效果，反之匯率升值，則對股市有負面影響。其中又以出口類股型的資訊通訊產業，受日圓升貶的影響較大；內需產業如服務業等，雖日圓貶值有助海外旅日人數上升，服務類股對匯率的敏感度，仍低於科技與出口類股，加上日圓在此前套利交易大舉平倉後，預期未來將呈緩升值格局，對服務業的衝擊應可控。
- ▶ 日本進入升息循環，金融業獲利可望受惠，加上東京證交所要求企業重視股東權益，並對一般投資人祭出減稅利多，像自今年起永久取消日本個人儲蓄帳戶(NISA)的股利稅及資本利得稅，希望引導日本散戶投資人，將儲蓄投入股市與基金，此舉對於股利配發率較高的企業如金融、傳產等，可望更獲得投資人青睞，今年銀行和汽車是外國投資淨流入最多的行業。今年日股重挫後迅速反彈，多數年至今漲幅回到正值，零售銷售和服務業最亮眼，現投資宜以內需消費題材較佳。

日圓升貶對出口類股影響較內需股大



日本內需股如零售銷售、服務業表現較佳



資料來源：Bloomberg，左圖統計時間為2010/1/1到2024/9/18

旅遊風潮與日銀升息，日本內需與銀行股展望可期!

標的名稱	瀚亞日本動力股票基金	NEXT FUNDS日本銀行ETF (1631.T)																				
產品風險等級	RR4	RR5																				
特色	<ul style="list-style-type: none"> 包含大小型，採取集中持股 跳脫指數配置，動態靈活追求成長 使用獨家股票篩選方式，找尋價格嚴重低估之優質股票 	<ul style="list-style-type: none"> 日本大型金融銀行業為主 日銀上調政策利率，意味着銀行業盈利能力增強 日本交易所掛牌的日本銀行ETF 																				
規模	413,380.4 (百萬日圓)	1,257 (百萬日圓)																				
近3月報酬/ 年至今報酬	-2.60% / 7.85%	-8.25% / 27.20%																				
追蹤指數	N.A.	NYSE FactSet Japan Commercial and Wholesale Trade Index																				
債信評級	<table border="0"> <tr><td>1. 工業</td><td>25.60%</td></tr> <tr><td>2. 原物料</td><td>17.10%</td></tr> <tr><td>3. 景氣循環性消費</td><td>16.60%</td></tr> <tr><td>4. 金融</td><td>12.60%</td></tr> <tr><td>5. 資訊科技</td><td>10.20%</td></tr> </table>	1. 工業	25.60%	2. 原物料	17.10%	3. 景氣循環性消費	16.60%	4. 金融	12.60%	5. 資訊科技	10.20%	銀行金融 100%										
1. 工業	25.60%																					
2. 原物料	17.10%																					
3. 景氣循環性消費	16.60%																					
4. 金融	12.60%																					
5. 資訊科技	10.20%																					
前5大持債	<table border="0"> <tr><td>1. 理光株式會社</td><td>5.70%</td></tr> <tr><td>2. 武田藥品工業</td><td>5.70%</td></tr> <tr><td>3. 松下電器</td><td>5.60%</td></tr> <tr><td>4. 大東建託</td><td>5.50%</td></tr> <tr><td>5. 三井住友金融</td><td>5.00%</td></tr> </table>	1. 理光株式會社	5.70%	2. 武田藥品工業	5.70%	3. 松下電器	5.60%	4. 大東建託	5.50%	5. 三井住友金融	5.00%	<table border="0"> <tr><td>1. 三菱日聯金融集團</td><td>31.70%</td></tr> <tr><td>2. 三井住友金融集團</td><td>22.78%</td></tr> <tr><td>3. 瑞穗金融集團</td><td>13.84%</td></tr> <tr><td>4. 日本郵貯銀行</td><td>5.11%</td></tr> <tr><td>5. 三井住友信託控股</td><td>4.37%</td></tr> </table>	1. 三菱日聯金融集團	31.70%	2. 三井住友金融集團	22.78%	3. 瑞穗金融集團	13.84%	4. 日本郵貯銀行	5.11%	5. 三井住友信託控股	4.37%
1. 理光株式會社	5.70%																					
2. 武田藥品工業	5.70%																					
3. 松下電器	5.60%																					
4. 大東建託	5.50%																					
5. 三井住友金融	5.00%																					
1. 三菱日聯金融集團	31.70%																					
2. 三井住友金融集團	22.78%																					
3. 瑞穗金融集團	13.84%																					
4. 日本郵貯銀行	5.11%																					
5. 三井住友信託控股	4.37%																					

資料來源：Bloomberg，2024年9月18日；此表僅列較具代表性標的的參考，投資人須考量自身風險承擔度條件，若需要更多資訊請上凱基證券官方網站/App查詢或洽詢您的服務專員

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 聯準會開啟降息週期，美國總統大選前夕，預期股市未來波動仍劇，股權投資建議先以防禦型產業為主，公用事業、醫療保健與電信類股等能降低波動。 ◆ 中長期部位著重優質龍頭股，採定期定額長期趨勢如AI、半導體、科技等題材。 	<p>策略風格：中、大型股</p> <p>區域：美國、歐洲、印度</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國通膨與就業趨緩，經濟或朝軟著陸發展，預期聯準會後續觀察數據動態調整貨幣政策，把握現階段利率仍處高位，投資債券鎖利領息。美國公債殖利率曲線從倒掛轉向正斜率，經濟下行風險猶存，若衰退風險升溫，逢殖利率反彈向上，可漸布中長天期債券，並聚焦高信評企業債，以信評AAA至BBB級投資級債券最穩健，產業類別如金融、通訊、公用事業等利差相對較豐沛。 	<p>期間：中長天期債鎖高息</p> <p>種類：公債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國總統大選選情難料，聯準會降息週期預期延續至明年，對美元形成壓抑，美國財政部增加美債發行量使負債餘額成長，美元內在價值降低，將使美元強度減弱。 ◆ 日本央行欲使貨幣正常化，日銀持續緊縮貨幣政策，但美國聯準會開始降息寬鬆，美日2年期公債利差收窄，促使日圓偏升值方向發展。 	<p>美元強度將減弱</p> <p>日圓偏升</p>

SEP 2024

16

Monday

17

Tuesday

- 美國8月工業生產月增率
(實際:0.8% 預估:0.2% 前值:-0.6%)
- 美國8月零售銷售月增率
(實際:0.1% 預估:-0.2% 前值:1.1%)

18

Wednesday

- 美國9月聯準會利率決議
(實際:5.0% 預估:5.25% 前值:5.5%)
- 日本7月核心機器訂單月增率
(實際:-0.1% 預估:0.5% 前值:2.1%)
- 日本8月出口年增率
(實際:5.6% 預估:10.6% 前值:10.2%)
- 歐元區8月CPI年增率終值
(實際:2.2% 預估:2.2% 前值:2.2%)
- 歐元區8月CPI月增率終值
(實際:0.1% 預估:0.2% 前值:0.2%)

19

Thursday

- 美國首次申請失業救濟金人數
(實際:219k 預估:230k 前值:231k)
- 美國8月成屋銷售月增率
(實際:-2.5% 預估:-1.3% 前值:1.5%)
- 英國央行基準利率
(實際:5.00% 預估:5.00% 前值:5.00%)
- 臺灣央行重貼現率
(實際:2.00% 預估:2.00% 前值:2.00%)
- 香港8月失業率
(實際:3.0% 預估:3.0% 前值:3.0%)

20

Friday

- 日本8月CPI年增率
(實際:3.0% 預估:3.0% 前值:2.8%)
- 日本9月BoJ利率決議
(實際:0.25% 預估:0.25% 前值:0.25%)
- 歐元區消費者信心指數
(預估:-13.2% 前值:-13.5%)
- 香港8月CPI
(預估:2.6% 前值:2.5%)

23

Monday

- 美國9月標普全球製造業PMI初值
(預估:48.5 前值:47.9)
- 美國9月標普全球服務業PMI初值
(預估:55.2 前值:55.7)
- 歐元區9月製造業PMI指數初值
(前值:45.8)
- 歐元區9月服務業PMI指數初值
(前值:52.9)
- 臺灣8月失業率
(預估:3.30% 前值:3.34%)

24

Tuesday

- 美國9月經濟諮詢委員會消費者信心指數 (預估:102.8 前值:103.3)

25

Wednesday

- 美國8月新屋銷售月增率
(預估:-6.6% 前值:10.6%)

26

Thursday

- 美國第二季GDP季增年率
(預估:2.9% 前值:3.0%)
- 美國8月耐久財訂單初值
(預估:-2.8% 前值:9.8%)
- 日本8月工具機訂單年增率終值
(前值:-3.5%)
- 香港8月出口年增率
(前值:13.1%)

27

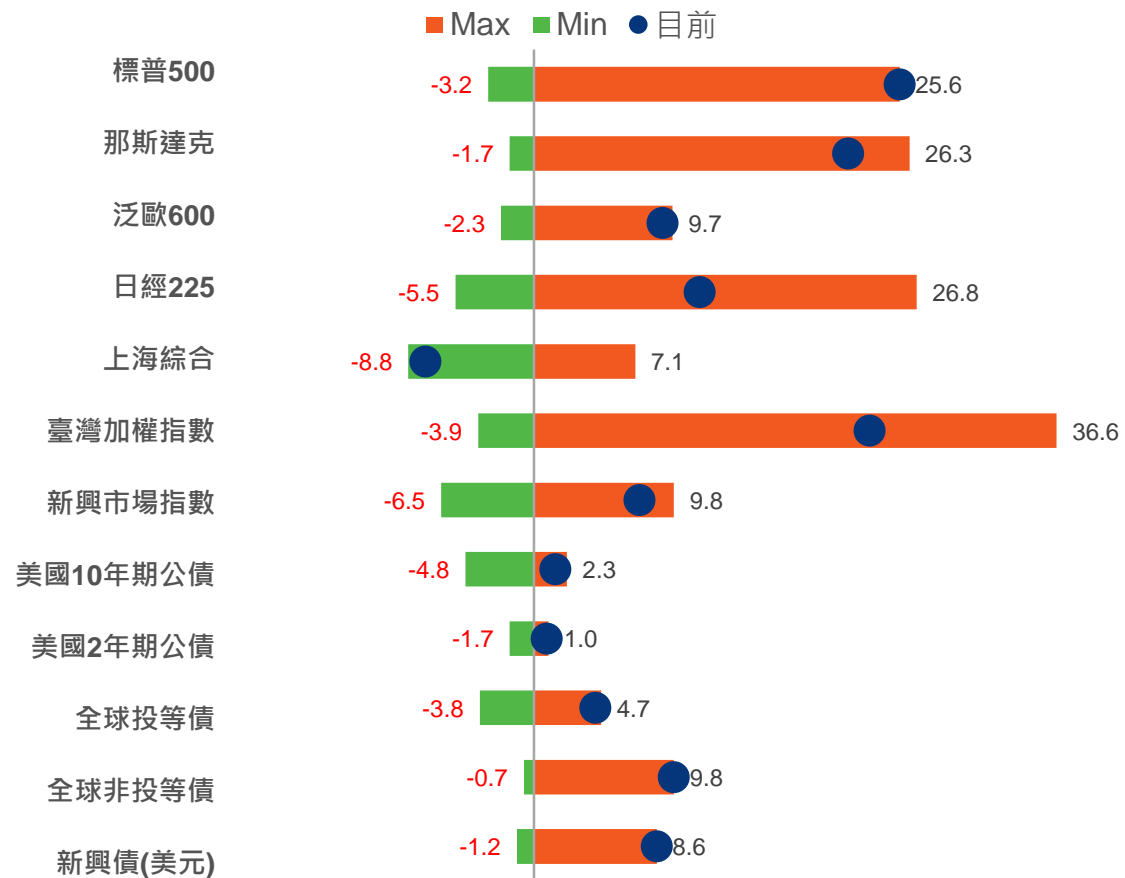
Friday

- 日本9月東京消費者物價指數
(預估:2.2% 前值:2.6%)
- 美國9月密大消費者信心指數終值
(前值:69.0)
- 美國8月核心PCE年增率
(預估:2.3% 前值:2.5%)
- 美國8月PCE年增率
(預估:2.7% 前值:2.6%)
- 美國8月PCE月增率
(預估:0.2% 前值:0.2%)

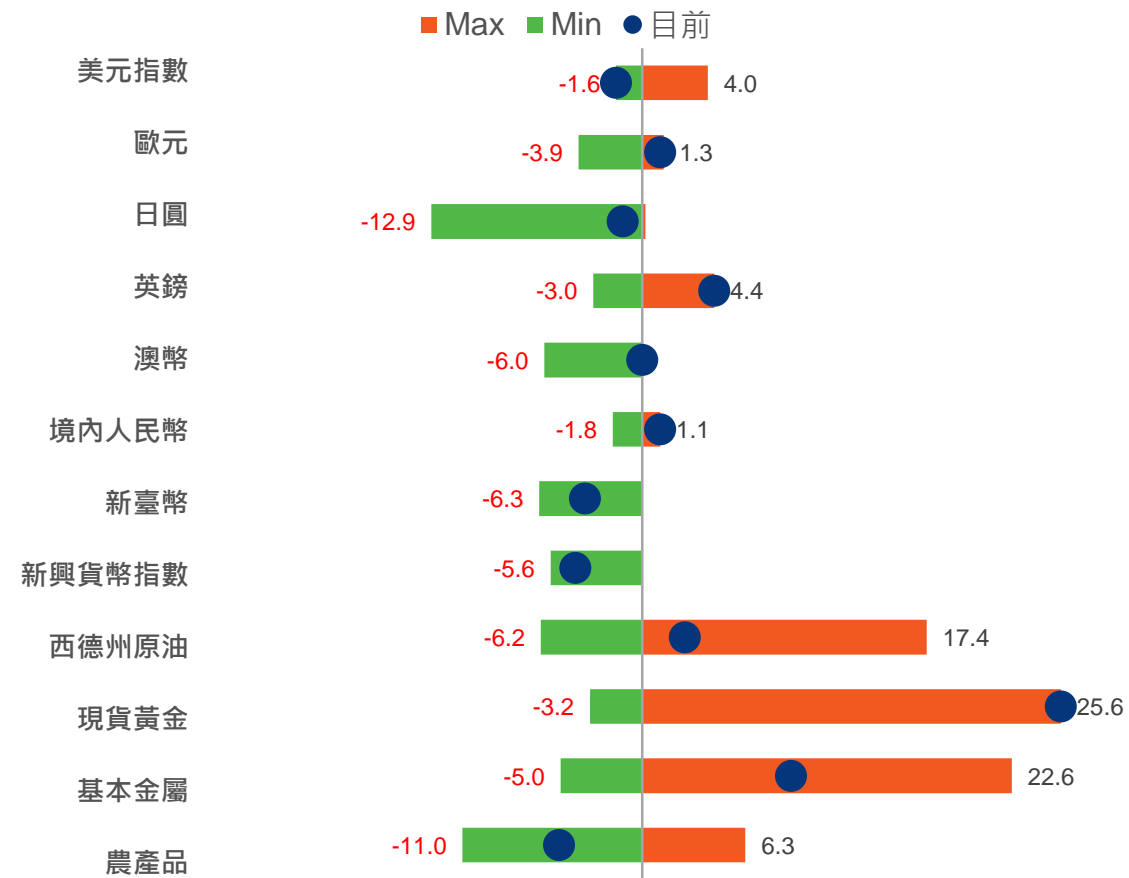
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



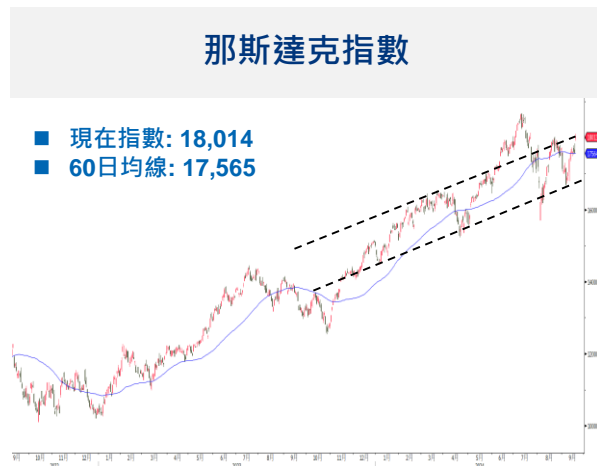
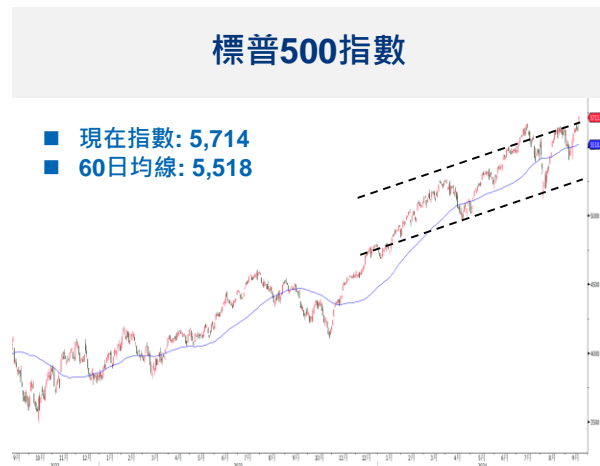
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2024年9月19日

技術分析

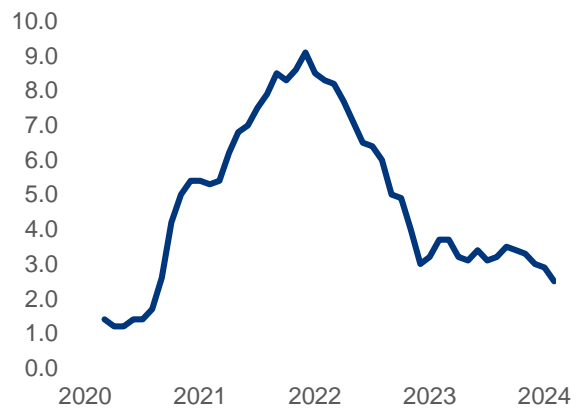
— 60日線



資料來源: Bloomberg · 2024年9月19日

市場觀測

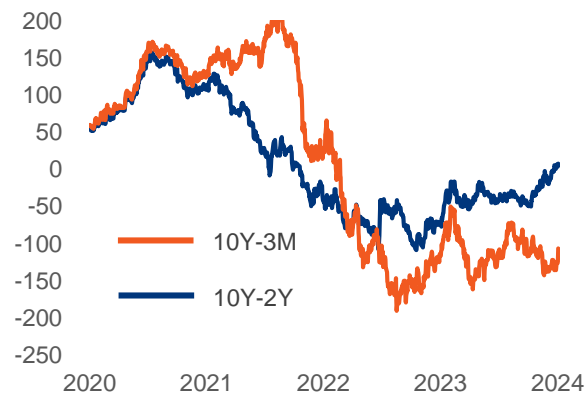
美國物價指數年增率(%)



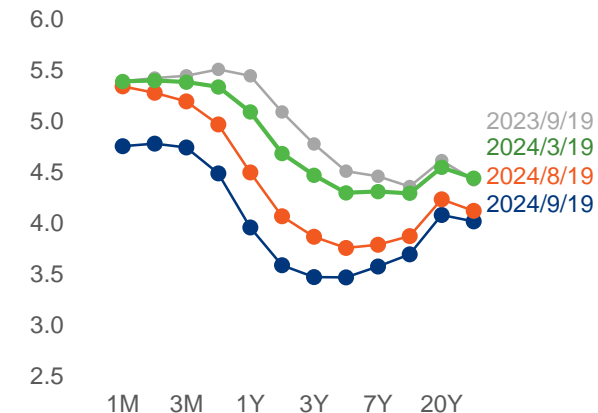
美國10年期公債殖利率(%)



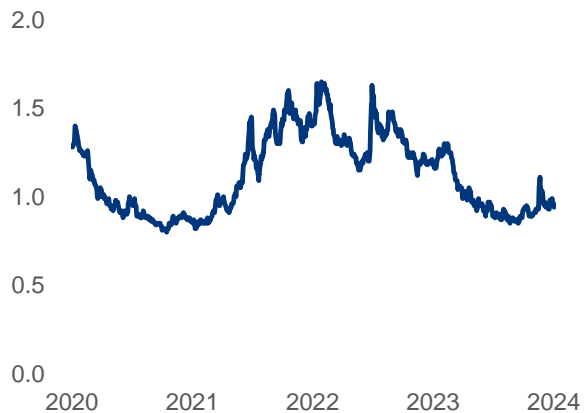
美國公債利差(bps)



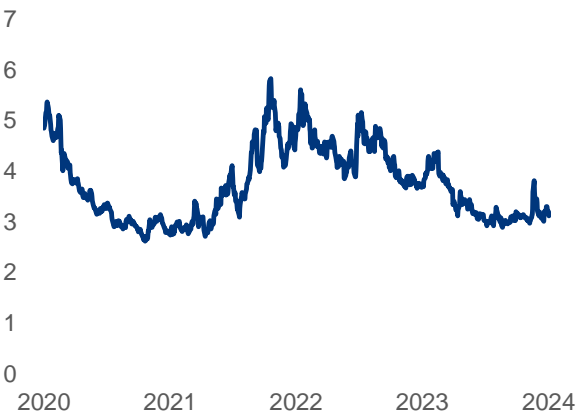
美國公債殖利率曲線(%)



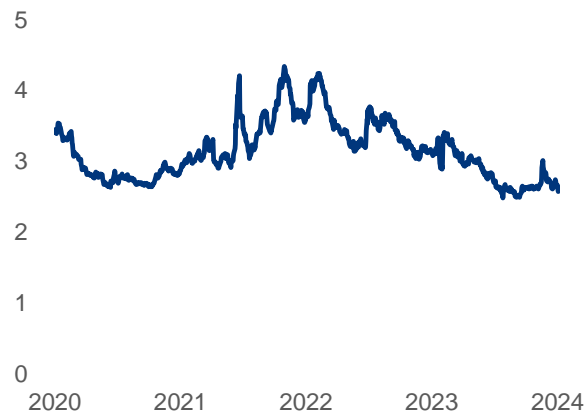
美元投資級公司債利差(%)



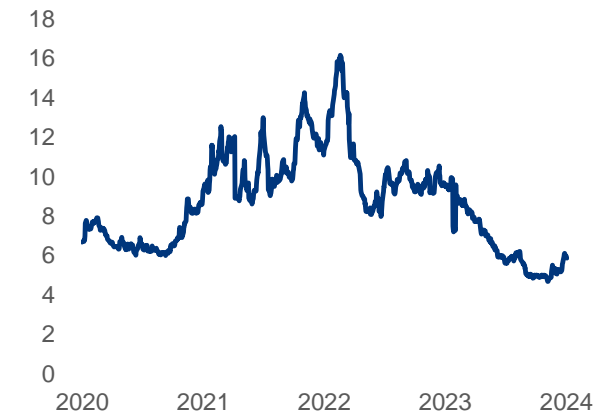
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)

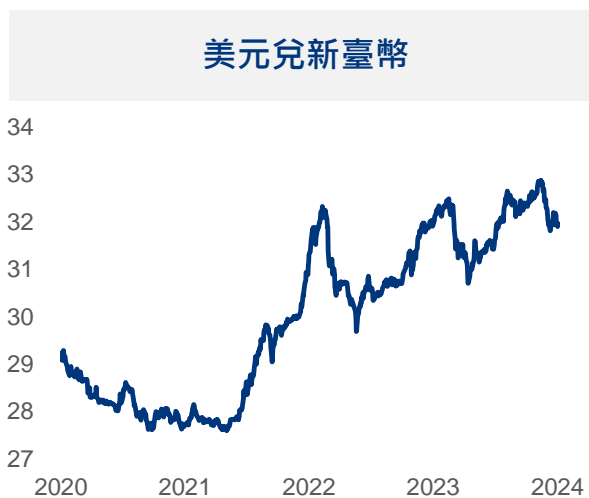
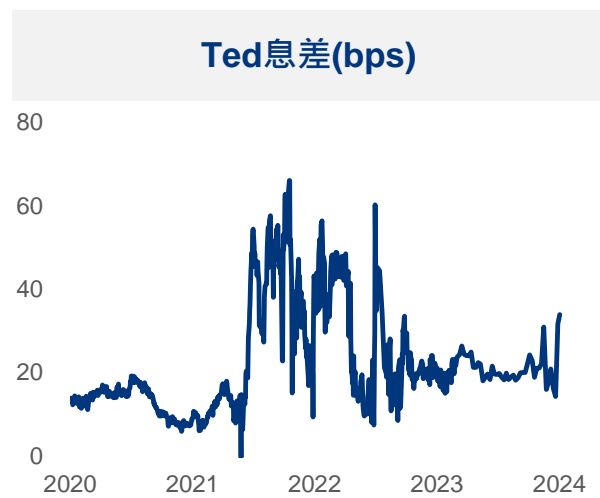
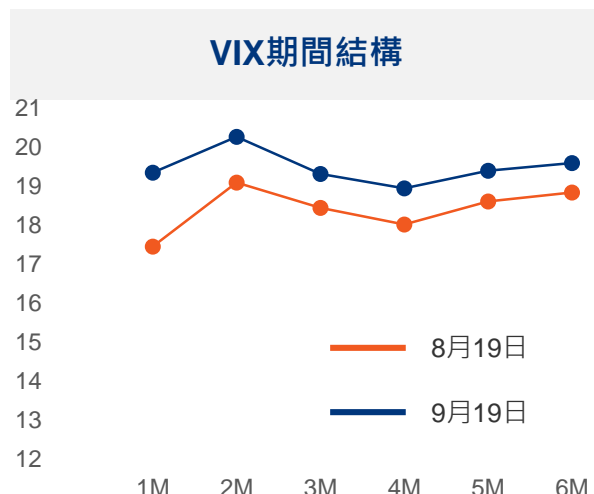


美元亞洲非投資級債利差(%)



資料來源：Bloomberg · 2024年9月19日

市場觀測



資料來源：Bloomberg，2024年9月19日；*花旗經濟/通脹驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通脹與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通脹向上幅度超過市場預期

免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬凱基金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。