

統一期貨專題報告

PRESIDENT FUTURES CO., LTD.

統一期貨顧問部

2024Q4

目錄

- 宏觀投資環境總覽-美國尚未走向衰退
- 台股市場跡象觀察



統一期貨
PRESIDENT FUTURES CO., LTD.



PRESIDENT FUTURES CO., LTD.
統一期貨

宏觀投資環境總覽

- 美國經濟溫和成長，尚未走向衰退
- 股市震盪整理時間較長

24Q3全球主要金融商品累計漲跌幅

美國股市(現貨)			匯率(現貨)(升貶值)			農產品(CBOT近月期貨)		
道瓊工業指數		8.07%	日圓		11.58%	咖啡		19.21%
S&P 500		5.25%	人民幣(離岸)		4.16%	玉米		6.63%
NASDAQ		1.73%	台幣		2.75%	可可		5.03%
台積電ADR		0.78%	澳幣		-3.67%	小麥		2.60%
費半指數		-5.55%	歐元		-3.74%	棉花		1.90%
歐洲股市(現貨)			美元指數		-4.69%	黃豆油		-5.06%
德國 DAX		5.65%	英鎊		-5.49%	黃豆粉		-5.85%
Stoxx600		2.35%	俄盧布		-8.80%	黃豆		-8.83%
英國 FTSE100		1.43%	基本金屬(現貨)			能源(NYMEX近月期貨)		
法國 CAC		0.99%	鋅		6.53%	天然氣		17.96%
亞洲股市(現貨)			鋁		5.54%	布蘭特原油		-16.92%
香港恆生指數		18.93%	錫		2.58%	西德州原油		-18.24%
中國富時 A50		14.76%	銅		2.21%	債市(現貨)(殖利率)		
台積電		-1.14%	鎳		1.00%	英債(10年)		-6.57%
台灣加權指數		-3.62%	貴金屬(NYMEX近月期貨)			美債(10年)		-14.96%
日經 225		-4.32%	黃金		13.25%	德債(10年)		-18.09%
韓國 KOSPI		-7.53%	白銀		6.36%	日債(10年)		-19.32%

24Q4展望-美國經濟溫和成長，尚未走向衰退，股市震盪整理時間較長

◆ 總經環境觀點

- 通膨：勞動市場放緩，但未見疲弱；通膨下行趨勢持續，未見反彈
- 利率：9月開始降息，預期今年將降息4碼
- 景氣：預防式降息，經濟維持溫和成長，不會走向衰退

◆ 商品期貨趨勢

- 原物料：油品預期小幅供過於求，惟OPEC+、美煉油廠減產和SPR回補支撐價格
- 貴金屬：黃金在降息預期、地緣政治和央行持續購金下，再創新高
- 匯率：美元在9月降息預期出現後，震盪走弱
- 債券：降息預期出現後，殖利率倒掛快速收斂，但長債因經濟前景無虞而未陡降

◆ 台指展望

- 景氣轉好，AI帶動出口大增，且受惠美國選舉利多行情，預計下半年台股震盪上行

24Q4展望-美國經濟溫和成長，尚未走向衰退，股市震盪整理時間較長

◆ 由各項相關指標判斷，美國尚未進入衰退

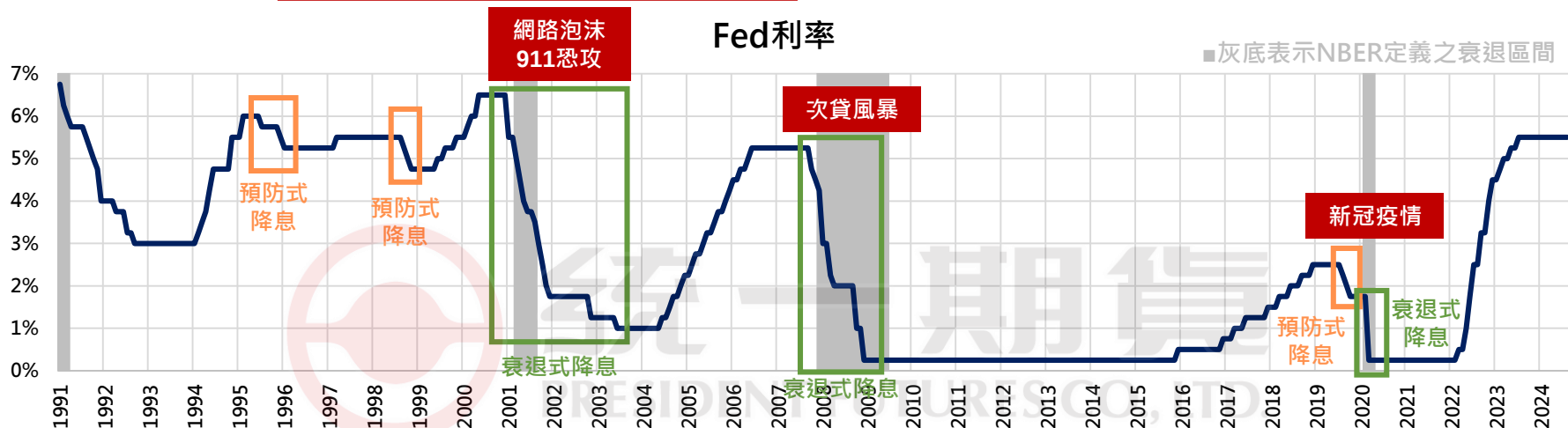
- **就業市場相關指標:** 失業率攀升，為勞動供給增漲，非勞動需求減緩，勞動市場仍健康
- **消費狀況:** 美國家庭消費力道維持，但出現消費降級
- **企業財報展望:** 最新企業季報展望鮮少提及對未來的衰退擔憂，企業信心指數回升

◆ 結論: 美國經濟基本面仍舊穩健，股市底部有撐，本輪為預防性降息。但隨Q3時間推進，波動逐漸放大，呈現急漲急跌、大盤震盪、類股各自表現而非輪動走升

◆ 但後續仍須留意風險

- 日央升息，日圓套利交易平倉、資金去槓桿再度重啟

本輪降息似1995年的預防式降息 而非衰退式降息



Fed近3次預防式降息

降息期間	持續期間	利率變化	降幅(BP)	降息次數	平均降幅(BP)
1995/07/06-1996/01/31	7個月	6%→5.25%	75	3	25
1998/09/29-1998/11/17	2個月	5.5%→4.75%	75	3	25
2019/08/01-2019/10/31	3個月	2.5%→1.75%	75	3	25

預防式降息：多發生於經濟指標出現放緩趨勢時，降息幅度小、持續時間短

Fed近3次衰退式降息

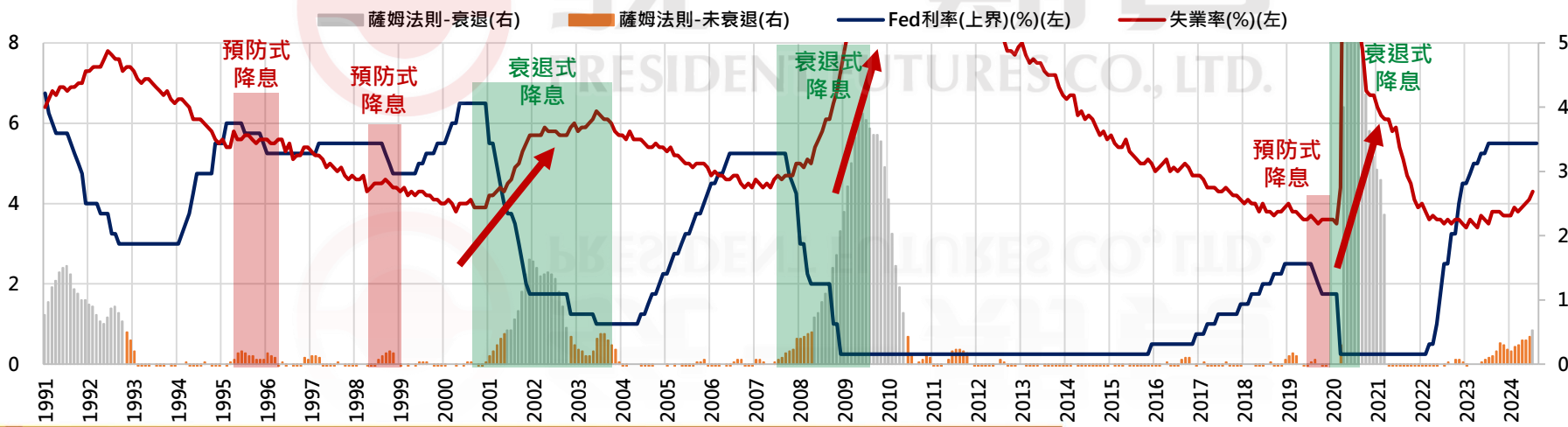
降息期間	持續期間	利率變化	降幅(BP)	降息次數	平均降幅(BP)
2001/01/03-2003/06/25	30個月	6.5%→1%	550	13	42
2007/09/18-2008/12/16	15個月	5.25%→0.25%	500	10	50
2020/03/03-2020/03/16	0.5個月	1.75%→0.25%	150	2	75

衰退式降息: 常見於區域/全球性危機後, 降息幅度大、持續時間長

預防式降息與衰退式降息比較 – 就業市場

- ◆ 預防式降息: 降息前後，失業率並未發生明顯變動
- ◆ 衰退式降息: 降息前失業率並未出現顯著上行趨勢，降息後失業率快速攀升，進一步帶動整體經濟惡化
- ◆ 結合薩姆法則(失業率計算)判斷衰退，可發現雖過去歷次衰退式降息皆會觸發薩姆法則，但降息前薩姆法則並未被觸發，而是衰退引發失業率飆升觸發薩姆法則，故無法僅由薩姆法則被觸發，判斷衰退將至

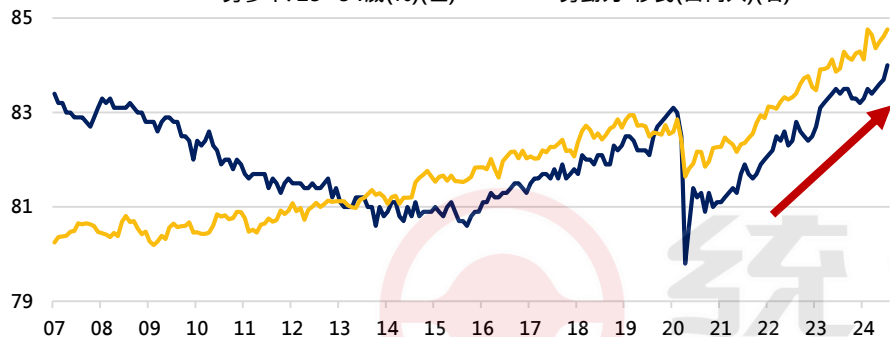
預防式降息與衰退式降息比較-失業率&薩姆法則



就業市場放緩 但仍維持健康水準

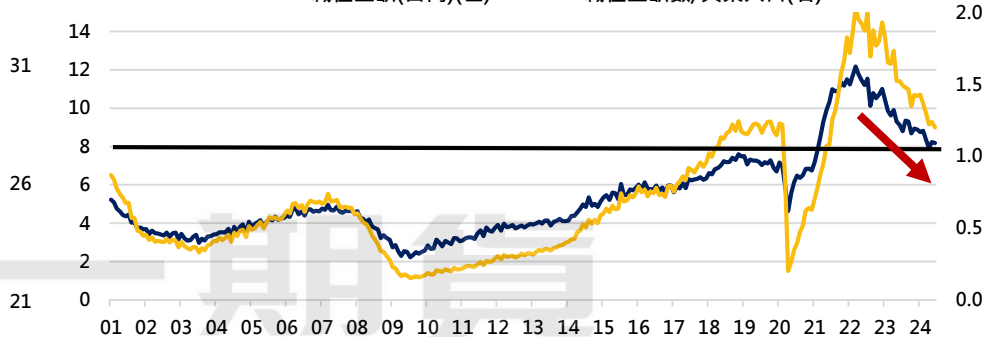
大量移民支撐美國勞動市場供給

— 勞參率: 25~54歲(%) (左) — 勞動力-移民(百萬人) (右)



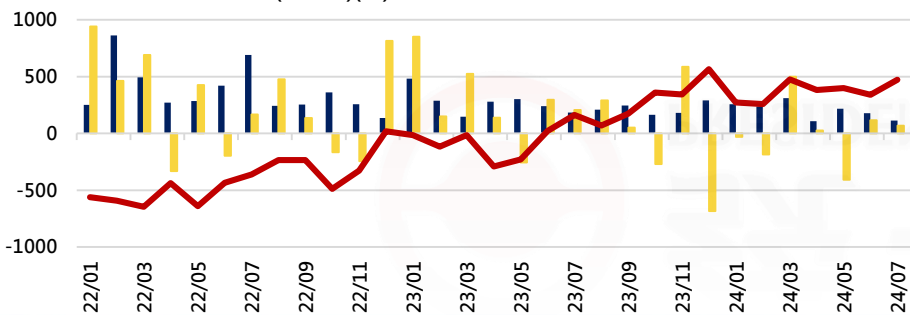
職位空缺數逐步放緩，但仍大於失業人數

— 職位空缺(百萬) (左) — 職位空缺數/失業人口 (右)



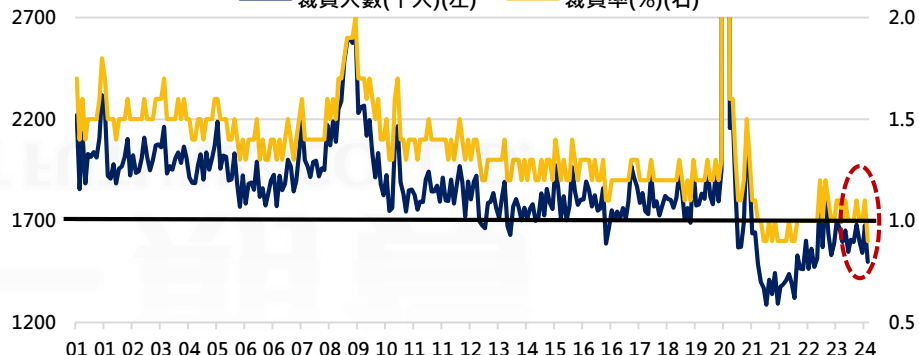
企業和家庭就業差異甚大，部分因兼職就業人數增加

— 企業調查-非農就業月增(千人) (左) — 家庭調查-民間就業月增(千人) (左)
— 兼職就業者(百萬人) (右)



勞動需求仍強，裁員率維持歷史低點

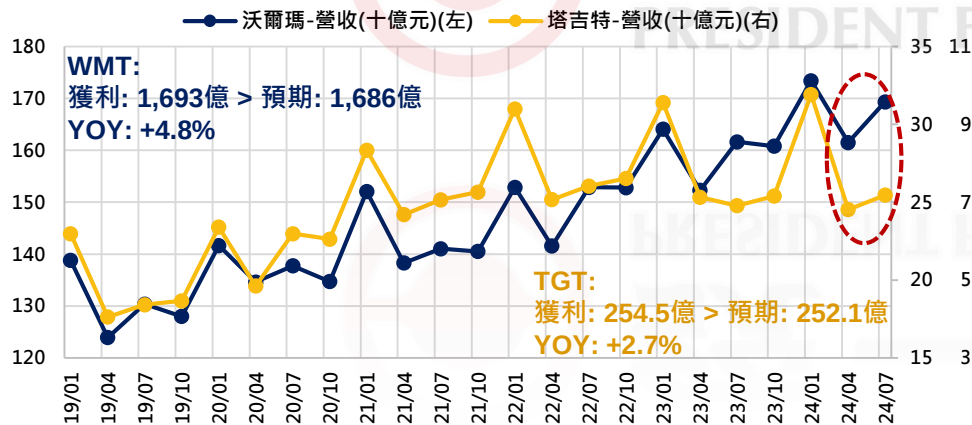
— 裁員人數(千人) (左) — 裁員率(%) (右)



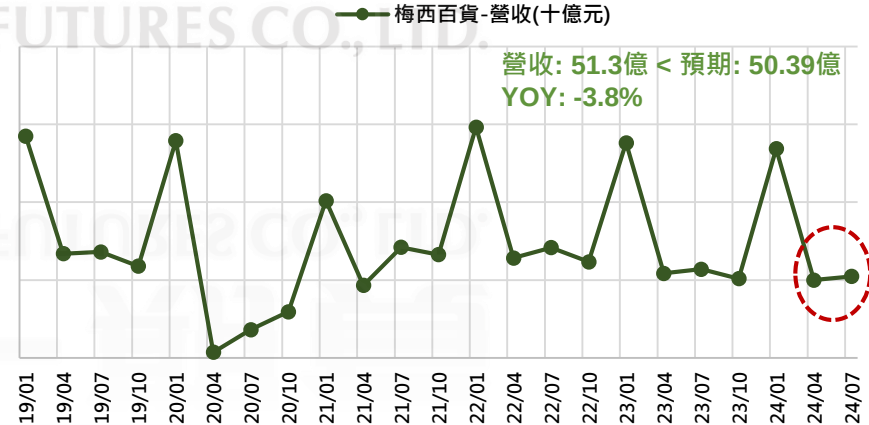
財報顯示美國消費者狀況仍十分健康，但呈現消費降級

- 零售巨頭沃爾瑪(WMT)和塔吉特(TGT)，Q2季報營收優於預期，表示目前並未觀察到消費疲軟的跡象，但細觀財報內容，可發現美國消費者出現消費降級的趨勢
- 沃爾瑪營收主力為食品雜貨(約佔銷售額6成)，今年5月推出平價自有品牌Bettergoods，吸引消費者；塔吉特今年2月也推出平價自有品牌Dealworthy，並在夏季調降超過5,000項熱門商品；與之相反，較高端路線的梅西百貨(M)，Q2季報營收則遜於預期，顯示高端消費更為謹慎

零售巨頭財報顯示消費狀況無虞



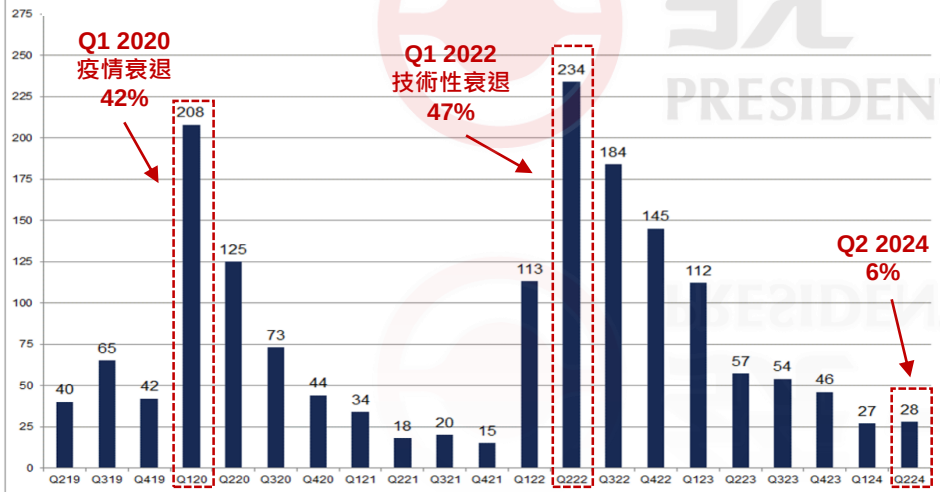
高端消費呈現疲軟、消費降級



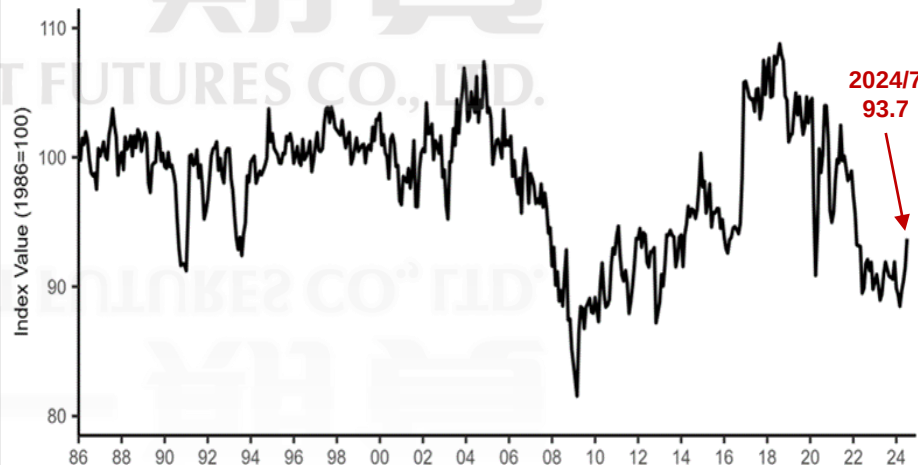
企業展望對未來經濟依舊保持樂觀，並未擔憂衰退

- FactSet顯示，S&P500指數的公司在Q2財報電話會議中，只有6%提到「衰退」；然而，2020年Q1「疫情衰退」期間，**42%**提到「衰退」；而2022年Q2「技術性衰退」期間，高達**47%**提到「衰退」
- 最新企業季報展望鮮少提及對未來的衰退擔憂，表明企業管理層對公司近期盈利能力仍然充滿信心。
- 7月NFIB 小型企業樂觀指數也上升2.2 點，至93.7，創2022 年2 月以來的新高

近五年S&P500指數的公司中，電話會議提到「衰退」的家數

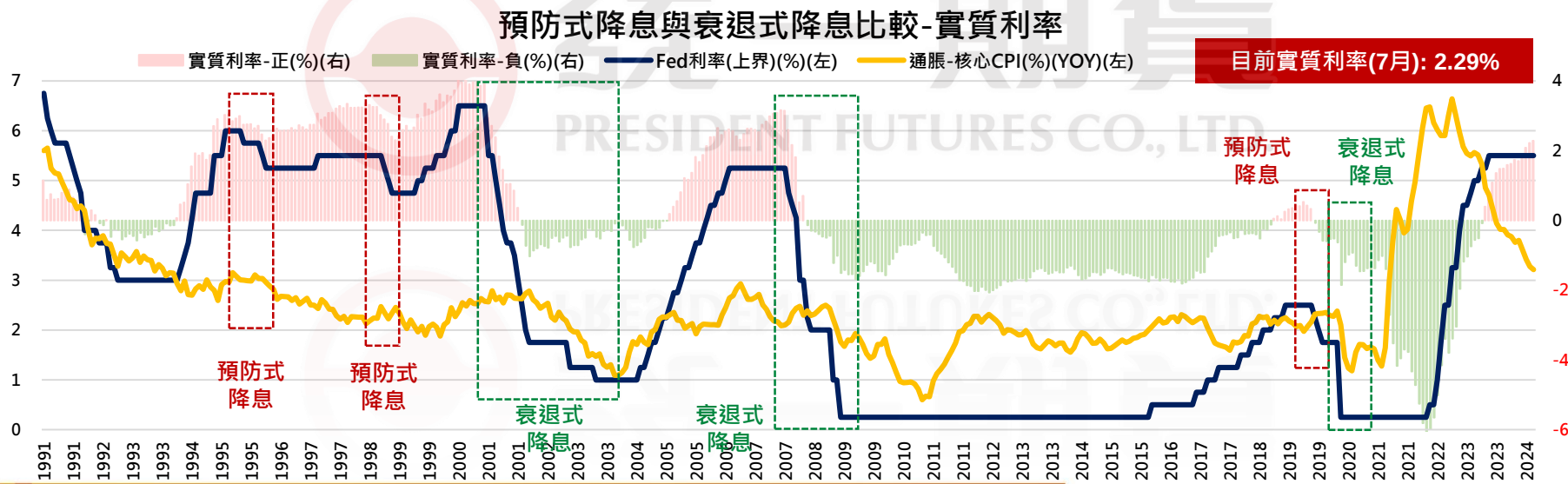


小型企業樂觀指數上升，創2年來新高



預防式降息與衰退式降息比較 – 實質利率

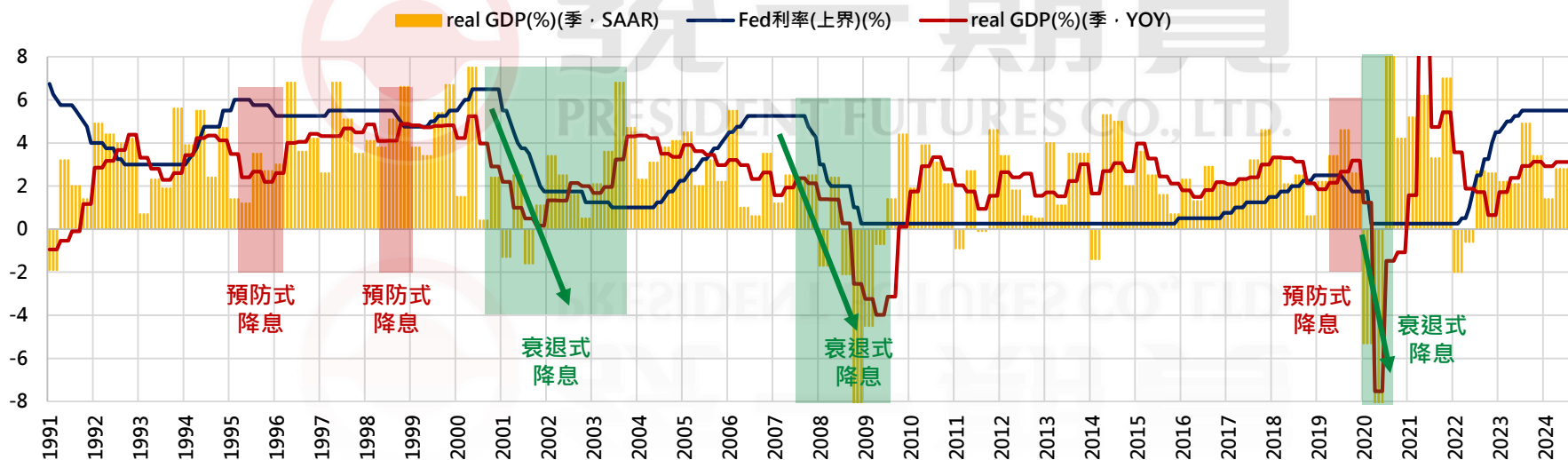
- ◆ 本次升降息狀況與**1995年**相似，加息原因皆是通脹，且皆有大量移民湧入就業市場，故在快速升息下經濟仍穩健增長，降息原因皆是部分經濟數據出現轉弱，故採預防式降息
- ◆ 在去全球化、地緣政治風險持續的情況下，預計後續通膨雖維持下降趨勢不變，但會較過往均值更高，讓**Fed利率**和**實質利率**皆維持在**比過去更高的水準**



預防式降息與衰退式降息比較 - GDP

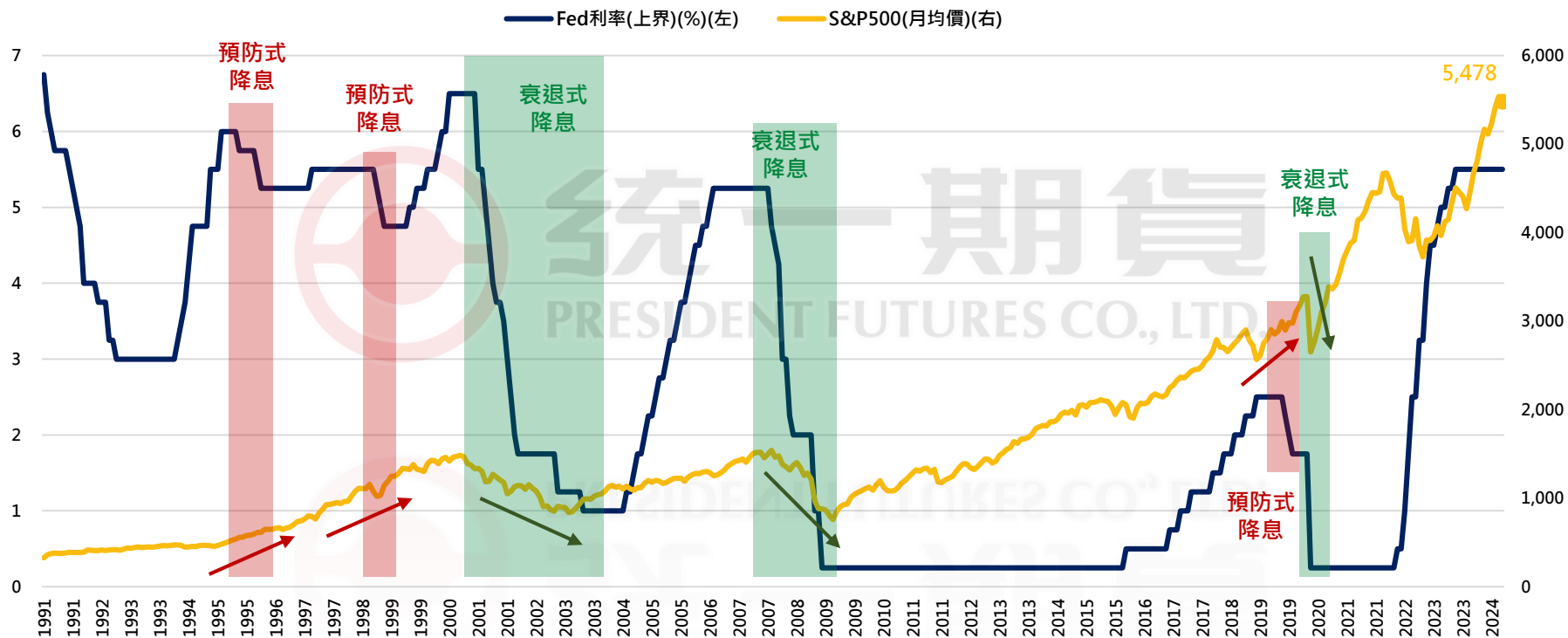
- ❖ 預防式降息: 降息前經濟數據出現放緩，降息後GDP維持穩健增長
- ❖ 衰退式降息: 降息前經濟數據急速轉弱，降息後GDP較長時間維持疲軟
- ❖ 目前美國GDP仍穩健增長，但略為放緩，本輪降息為預防式降息，降息後經濟仍能維持穩健增長

預防式降息與衰退式降息比較-GDP



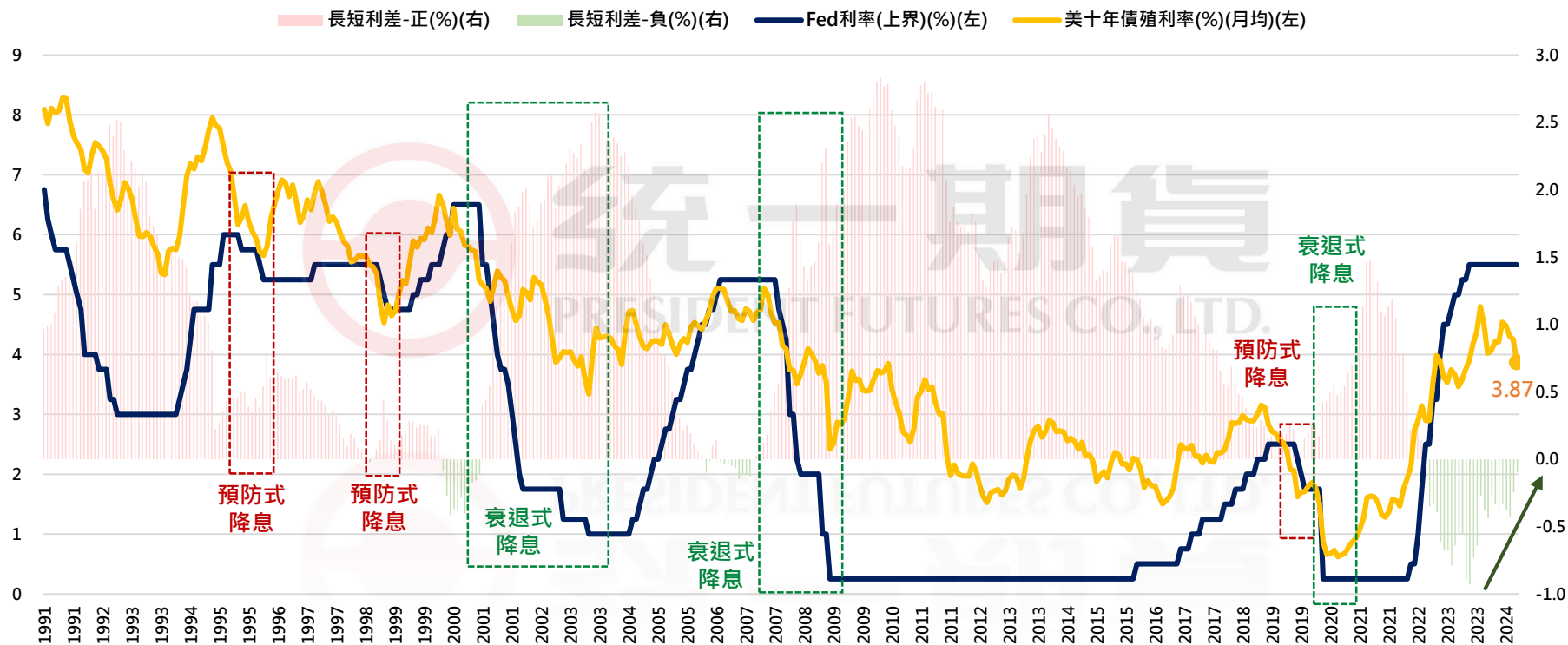
預防性降息後 各大類資產走勢-股市

預防式降息與衰退式降息比較-股市



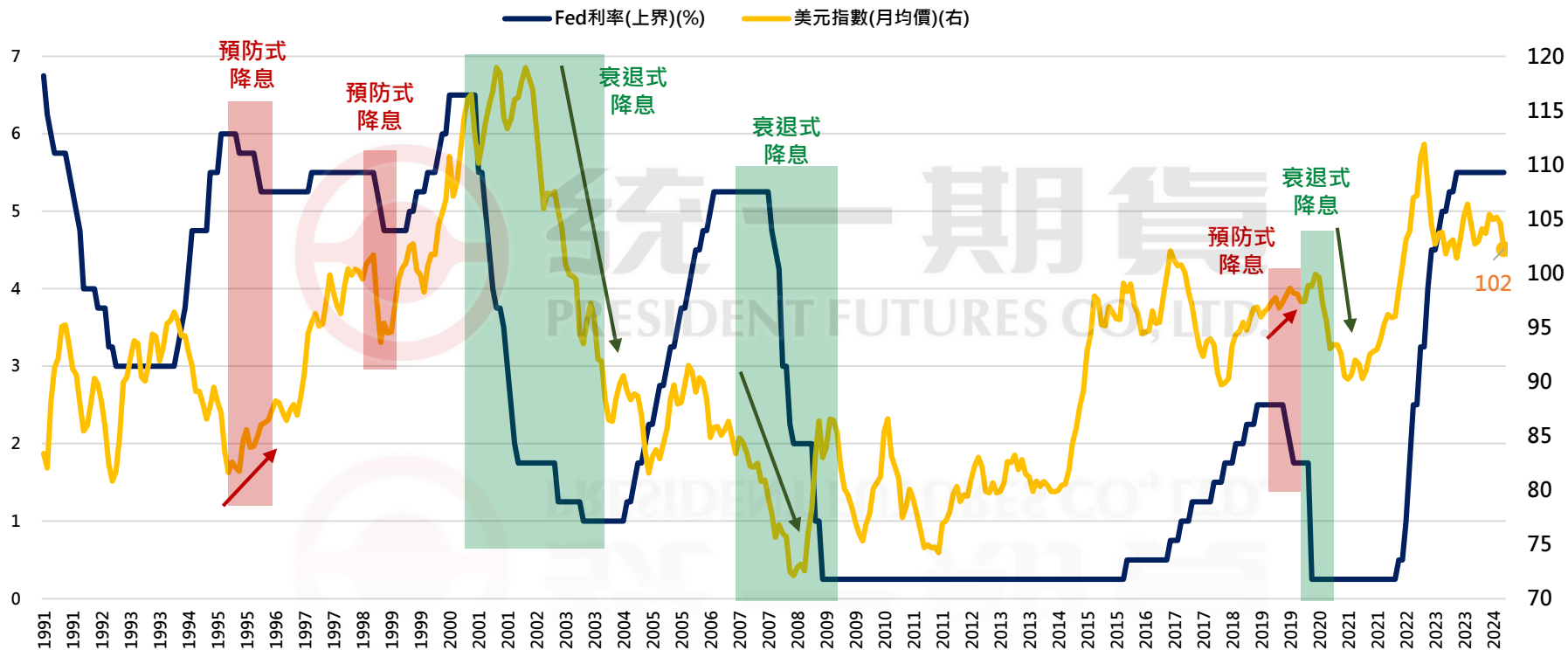
預防性降息後 各大類資產走勢-債市

預防式降息與衰退式降息比較-債市



預防性降息後 各大類資產走勢-美元指數

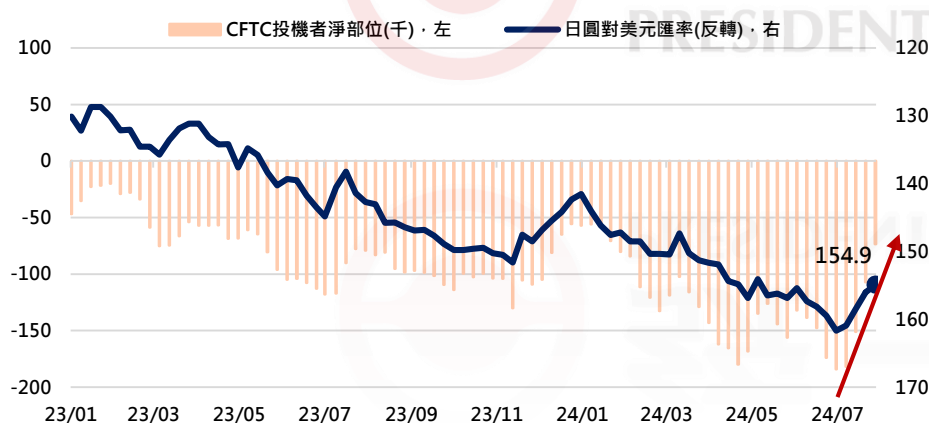
預防式降息與衰退式降息比較-美元指數



風險：日央升息迫使套利交易平倉、資金去槓桿

- ❖ 日央7月再次加息，使日圓近期快速升值，迫使carry trade大量平倉、資金去槓桿
- ❖ Carry trade平倉，需「賣出高息資產，買回日圓」，螺旋效應造成日圓升值壓力沉重
- ❖ 日央副行長在經歷8/5全球股災，日股熔斷暴跌後，8/7向市場發出強力鴿派訊號，承諾日央不會在金融市場不穩定時加息。談話結束後，日圓走貶，日股反彈
- ❖ 展望後續，短期內本波套利交易的平倉應暫時休止，直到日央態度再次轉鷹或9月Fed開始降息

套利交易平倉，日圓空頭部位快速回補



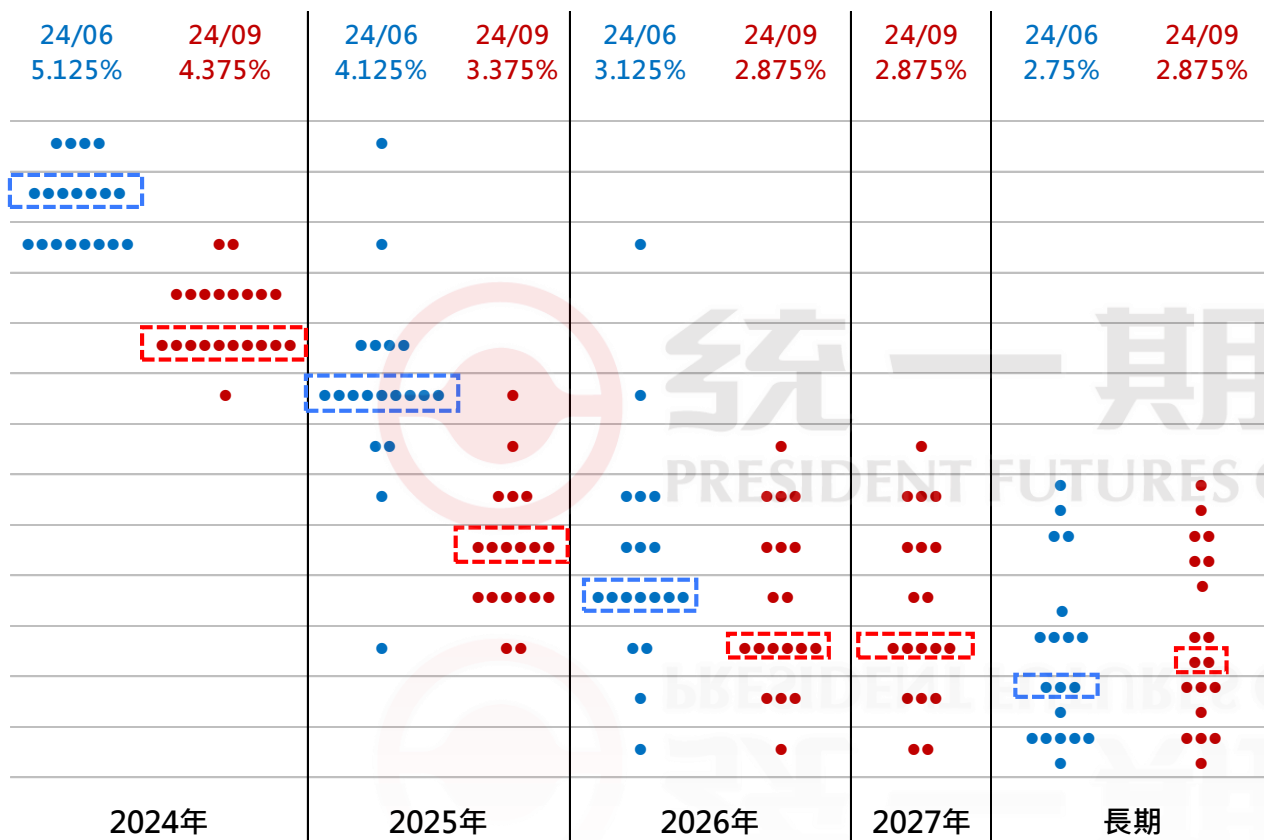
國外機構	套利交易已平倉量	國外機構	年底日圓匯率預測
瑞銀	50%	大和	140
小摩	75%	瑞銀	145
高盛	100%	瑞穗	145
大摩	100%	匯豐	148
		9/24匯率	143

9月FOMC重點整理

PRESIDENT FUTURES CO., LTD.

2024Q3

FED 點陣圖變化



利率(%)	上調人數	下調人數
2024	0	11
2025	0	14
2026	0	6
長期	2	0

5.50	◆ 2024利率預期較原先下修3碼
5.25	(降1碼→降4碼)
5.00	◆ 2025利率預期較原先下修3碼
4.75	(維持降4碼不變)
4.50	◆ 2026利率預期較原先下修1碼
4.25	(降4碼→降2碼)
4.00	◆ 長期的利率預期上修12.5bp
3.75	
3.50	
3.25	
3.00	
2.75	
2.50	
2.25	

經濟維持穩健增長，失業率全面上調，今年降息由1碼→4碼

Percent

Variable	Median ¹				
	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
June projection	2.1	2.0	2.0		1.8
Unemployment rate 失業率	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
June projection	4.0	4.2	4.1		4.2
PCE inflation	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
June projection	2.6	2.3	2.0		2.0
Core PCE inflation ⁴	2.6	2.2	2.0	2.0	
June projection	2.8	2.3	2.0		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9
June projection	5.1	4.1	3.1		2.8

實質利率(9月) 2.1 1.3 0.9 0.9 0.9

實質利率(6月) 2.5 1.8 1.1 0.8

- ◆ 略為下修今年經濟增速，但長期經濟保持穩健增長
- ◆ 全面上修失業率，認為勞動市場從溫和成長→放緩
- ◆ 下修今明兩年的PCE，認為通膨將持續放緩
- ◆ 實質利率(fed利率-PCE)下修至2.1%
- ◆ 預計2026年通膨才會達到目標的2%
- ◆ 長期利率小幅上修至2.9%
- ◆ 本次全面上修失業率、下修PCE，讓Fed今年將降息碼數由1碼升至4碼。Fed認為在通膨持續放緩下，更重視勞動力市場是否轉弱，本次2碼的預防性降息將防止勞市轉弱和幫助經濟維持穩健增長

簡報結束，請多指教



統一期貨股份有限公司
PRESIDENT FUTURES CORPORATION LIMITED

免責宣言

- ◆ 期貨及選擇權交易財務槓桿高，交易人請慎重考量自身財務能力，並特別留意控管個人部位及投資風險。
- ◆ 投資人仍應獨立判斷及行使交易決定，所有交易衍生之風險及利益，由投資人自行負擔與享有。
- ◆ 本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性及正確性做出任何陳述或保證。對於報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。
- ◆ 本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶作為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見不構成任何買賣有價證券、衍生性金融商品及其他投資標的之邀約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。
- ◆ 本研究報告並非(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券、期貨經紀或交易人士或公司，為該管轄區內從事證券、期貨經紀或交易之游說。
- ◆ 本研究報告內容屬統一期貨投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。