

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：實習)

參加 Western Asset 舉辦之「Fixed-Income Markets and Investment Solutions Training Seminar」心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：王仁佑（外匯局會計科/辦事員）

陳以柔（外匯局簽證科/辦事員）

派赴國家/地區：美國/加州

出國期間：113年9月7日至113年9月15日

報告日期：113年12月9日

目錄

壹、	前言	1
貳、	美國大選情境分析	2
一、	通膨預期	2
二、	美國聯準會(Fed)與其貨幣政策	3
三、	貿易政策	4
四、	監理環境	7
五、	稅收政策	9
參、	聚焦本年全球主要選舉	11
肆、	全球經濟展望	17
伍、	永續投資	20
一、	永續發展目標	20
二、	碳定價與暖化溫度：政策情境與未來趨勢的探討	22
三、	政策與經濟的考量	25
四、	氣候情境概述	25
陸、	地緣政治	28
一、	新興市場與前緣市場的定義	28
二、	經濟規模	28
三、	基礎建設與金融體系	28
四、	風險與波動性	29
五、	投資機會與回報潛力	29
柒、	心得與建議	32
一、	持續關注美國通膨走勢與 Fed 貨幣政策	32
二、	留意美國貿易保護主義帶來之風險	32
三、	掌握全球政經局勢與擁抱新科技	32
四、	面對氣候變遷並追求永續價值	33
捌、	參考資料	34

壹、 前言

職等奉派於本(2024)年 9 月 7 日至 9 月 15 日參加 Western Asset 舉辦之「Fixed-Income Markets and Investment Solutions Training Seminar」，共有近 30 位分別來自台灣、日本、韓國、菲律賓、加拿大及哥斯大黎加等全球機構法人客戶共同參與，客戶類型主要為各國中央銀行、退休基金及資產管理公司等，而講者包含 Western Asset 資產組合管理人、經濟研究分析師、產品策略分析師及資安與人工智慧工程師等。課程主要內容包含：總體經濟趨勢、美國大選情境分析、個別產業未來展望、信貸商品介紹、人工智慧運用及永續投資與氣候變遷等議題。本次課程旨在提供對全球經濟展望、資產配置及資安與 AI 人工智慧等議題的深入分析。

本報告旨在全面分析當前全球政治、經濟與永續發展的動態，隨著國際局勢變遷、美國大選等重大事件逐漸接近，市場的不確定性與波動風險日益加劇。就美國大選的各種可能情境進行詳細分析，並探討選舉結果可能對金融市場與政策的影響。接著，將關注全球主要選舉對不同地區的影響，進一步呈現跨國政治環境的變遷對全球經濟的潛在影響。此外，將分析未來全球經濟前景，包括主要經濟體的成長預測及潛在風險；並重點涵蓋永續投資議題，討論全球趨勢下的投資策略與機會。並於最後總結心得與建議，提供面對未來投資決策的可能方向。報告共分為六部分，第一部分為前言；第二部分為美國大選情境分析；第三部分為聚焦本年全球主要選舉；第四部分為全球經濟展望；第五部分為永續投資；第六部分為地緣政治；第七部分為心得與建議。

貳、 美國大選情境分析

儘管今年美國的大選活動主要並未聚焦於經濟政策，而是更多地圍繞在社會議題及候選人個人形象上，然而選舉結果直接或間接對總體經濟帶來的影響，包含通膨趨勢、貨幣政策、貿易政策、監理環境及稅收政策等仍值得密切關注。

一、 通膨預期

截至本年 6 月，按照美國核心個人消費支出(PCE, Personal Consumption Expenditure)物價指數計算的通膨率已放緩至 2.6%。儘管通膨情況有所改善，但其仍是投資者關注之焦點。因為通膨將侵蝕固定收益資產的實質收益；經過通膨調整之實際報酬降低，將對固定收益投資者構成顯著風險，爰通膨走向為投資固定收益資產時必須考量的重要因素。

表 1 之大選結果情境分析，討論各種選舉結果假設下可能塑造的政策走向，以及其如何影響市場對通膨之預期。

表 1：政策情境分析—通膨預期

大選結果	關鍵政策	通膨預期
民主黨全面勝選	對富人及企業徵收更高的稅收、增加對社會項目及基礎設施的政府支出。	略微上升
分治：民主黨白宮 / 共和黨國會	兩黨必須相互妥協以通過重大經濟法案，形成較溫和且陷入僵局的政策環境。	中立
分治：共和黨白宮 / 民主黨國會		
共和黨全面勝選	減稅、強化貿易及移民的保護主義政策、減少對監理的干預。	上升

1. 民主黨全面勝選：在短期內可能產生更多政府支出，預期將引發市場通膨擔憂並對公債收益率產生上行壓力，但其影響可能較共和黨勝選更為溫和。
2. 共和黨全面勝選：可能導致通膨上升及更大的財政赤字缺口，並對公債收益率產生上行壓力。
3. 國會分治：可能使政策改革進度陷入僵局，然而該情況對通膨預期及公債收益率的影響最為溫和。
4. 自疫情後經濟重啟以來，在任何政黨治理下的通膨放緩過程應該皆會持續進行，然而過度的政府支出或減稅政策皆可能提高通膨預期。

二、美國聯準會(Fed)與其貨幣政策

歷年來 Fed 於面對重大金融衝擊時，無論是否處於選舉年，皆會積極採取應對措施。表 2 整理 2004 至 2020 年間，Fed 於歷屆選舉年採行之貨幣政策。

表 2：Fed 於選舉年的貨幣政策，2004-2020

2004	2008	2012	2016	2020	2024
聯邦基金利率 +125 bps	聯邦基金利率 -400 bps	聯邦基金利率 未變動	聯邦基金利率 +25 bps	聯邦基金利率 -150 bps	待定
6 月會議後啟動升息	因應金融危機	9 月開始實施 QE3	12 月升息 (於出乎意料的選舉結果之後)	因應新冠疫情	

資料來源：Federal Reserve, Western Asset

1. 大選後財政政策可能對貨幣政策帶來影響

Fed 曾於 2016 年大選後因預期新政府將帶來財政刺激政策而調整貨幣政策，預計 Fed 於本次大選後亦可能對財政政策變化作出反應。若共和黨或民主黨全面勝選，財政政策所帶來的影響可能較為顯著，並將導致通膨預期上升；若 Fed 欲穩定市場對通膨之預期，則朝寬鬆方向發展的貨幣政策可能遭受抑制。

2. 大選後 Fed 之獨立性可能面臨挑戰

由於總統候選人川普曾表達希望最高領導人能對貨幣政策決策有更多影響力，因此共和黨若入主白宮並試圖推動此一目標，很可能會在法院面臨挑戰。儘管相信 Fed 之獨立性最終將獲得維護，但此種情形可能會引發金融市場重大擔憂及混亂，並可能導致利率波動加劇。

三、 貿易政策

貿易政策對總體經濟具有重大影響，全球投資者對貿易緊張局勢可能加劇的擔憂已日益增加，特別是在川普贏得 2024 年選舉並採取激進貿易措施的情況下，可能會破壞金融市場穩定、抑制經濟增長、推高通膨，甚至引發全球經濟衰退的風險。

1. 雖然兩黨候選人皆支持貿易保護主義政策，但兩者談判及執行方式差異顯著。由於川普提出的貿易政策更為激進，若共和黨當選並實施「川普 2.0」，則貿易摩擦可能會相較於當前拜登政府時期更為加劇。川普施政下的關稅可能帶來以下影響：

(1) 美元兌主要貿易夥伴貨幣走強，同時削弱新興市場國家貨

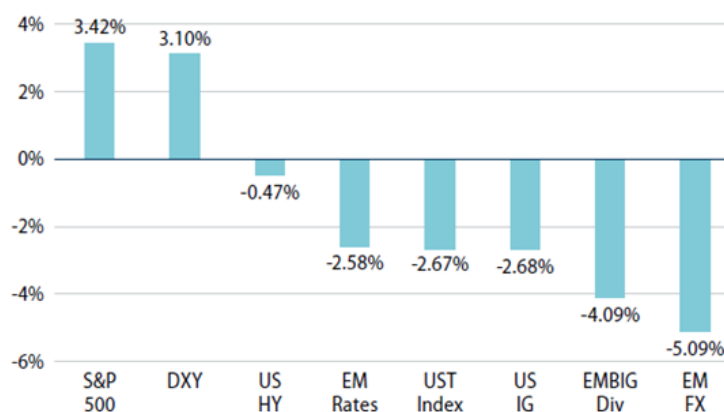
幣

(2) 推高消費者物價

(3) 壓縮出口商及生產商的利潤空間

2. 然而上述效應可能較預期更為和緩，因為川普的貿易政策如今已相當成熟，不再具有其早期在社交媒體突然發布聲明所帶來的意外效果。此外，經歷過他前一次的總統任期後，全球各國政府及企業已有所預備，包括制定近岸外包策略等應對方案，以因應全球貿易及供應鏈中斷的風險。
3. 圖 1 為 2016 年 11 月川普勝選後特定資產類別之報酬。預計本次大選後各項資產報酬之方向及規模皆有類似表現。距離選舉不到兩個月，某些「川普溢價」可能已經反映在目前的資產價格中。

圖 1：市場對 2016 年川普勝選的反應



資料來源：Bloomberg, Western Asset

表 3 之大選結果情境分析，討論各種選舉結果假設下可能塑造的政策走向，以及其對貿易可能帶來之影響。

表 3：政策情境分析—貿易政策

大選結果	關鍵政策	影響
民主黨全面勝選	主張對中國採取更具針對性的策略，僅就科技、電動車及國防等關鍵產業實施關稅保護措施。這種「小院高牆」的方式旨在對特定產業實施貿易限制，同時在其餘領域維持穩健的貿易關係。	在更加嚴格的貿易政策得以避免的情況下，總體經濟條件及各國動態將成為新興市場資產價格的主要決定因素。因此，若美國實現經濟軟著陸且 Fed 政策轉向寬鬆，可能有利於改善新興市場的利差及利率，從而導致美元走弱（新興市場貨幣走強）。
分治：民主黨白宮 / 共和黨國會	總統有權向其認為對國家安全構成威脅之	關稅將通過行政部門
分治：共和黨白宮 / 民主黨國會	進口商品徵收關稅，無需國會批准。	實施，而非由國會決定。
共和黨全面勝選	主張對中國採取更廣泛且積極的關稅保護措施，提議對所有中國進口商品加徵 60% 的關稅，並取消中國的最惠	隨著貿易關係重整，會有新的贏家及輸家。墨西哥可能將是川普貿易政策下的淨受益者。

	<p>國待遇；此舉將對兩國間的整體貿易產生重大影響。此外將對幾乎所有進口商品徵收 10% 的關稅，這可能引發報復性措施並導致通膨上升。</p>	
--	---	--

美國總統在貿易政策上擁有一定的自主權，例如《貿易擴展法》第 232 條賦予其權力，可以在認定外國進口對國家安全構成威脅時徵收關稅。由於總統在此條款下實施關稅無需國會批准，爰無論國會是否受對立黨派所控制，總統仍可推動短期貿易措施。然而其他需要國會批准的大型貿易協定在分治政府下推動難度將大增，因此在分治政府下，長期貿易政策可能陷入僵局、更加破碎化，且使全球經貿局勢的不確定性上升。

四、 監理環境

近年來美國當局監理重點集中於金融業、能源業以及科技業，另亦對勞工、消費者及環境提供更全面的保護。這些監理措施的實施通常伴隨短期的經濟成本，目的是為實現長期的經濟效益。

監管環境能同時影響短期及長期的經濟發展趨勢，並能改變各產業的競爭動態。不斷變化的監理環境亦能影響產業及發行機構的信用趨勢，其中包括企業為滿足監管要求而調整資本結構的規模與範圍。這些因素可能直接影響發行機構的信用利差及借貸成本，並同時影響主動式管理者的放貸機會。表 4 大選結果情境分析，討論各

種選舉結果假設下可能塑造的政策走向，以及其將如何影響政府監理力度。

表 4：政策情境分析—監理環境

大選結果	關鍵政策	影響
民主黨全面勝選	預計在環境保護、勞工權益及消費者保護方面將實施更嚴格的監理。氣候倡議、可再生能源項目、反壟斷執法以及對科技業的加強監理將持續受到重視。監理力度升級可能會對企業短期盈利能力和運營利潤率構成挑戰。	增加監理 (++)
分治：民主黨白宮 / 共和黨國會	預計現有的監理措施將維持不變，並可能新增更多監理規定。	增加監理 (+)
分治：共和黨白宮 / 民主黨國會	預計現有的監理制度將出現部分鬆動。	減少監理 (-)
共和黨全面勝選	預計將採取較為寬鬆的監理政策以刺激經濟成長，並有望減輕能源、金融及醫療等多個產業的監理負擔。在遵法成本降低的環境下，短期內可能對企業的運營利潤產生正面影響。	減少監理 (--)

美國於本年大選後的監理環境走向主要取決於獲勝黨的意識形態及政策優先事項。若民主黨政府上台，受高度監理的行業可能面臨更高的短期遵法成本及更嚴格的審查；而在共和黨領導下，曾經歷放寬監理的產業則可能面臨更寬鬆的監理環境。

五、 稅收政策

稅務政策幾乎在每次總統大選皆會成為關注焦點，然而對於此次選舉可能尤為重要。隨著聯邦赤字不斷攀升，近期對政策解決方案的需求日益增加。這些方案通常範圍廣泛、結果不確定，且在單一政黨執政時經常被其他優先事項取代。

許多隨著 2017 年川普政府簽署《減稅與就業法案》(Tax Cuts and Jobs Act, TCJA) 實施的聯邦稅收政策條款將於 2025 年到期。TCJA 透過將最高個人所得稅率從 39.6% 降至 37%、擴大稅率級距、提高標準扣除額以及限制最低稅負制度 (AMT) 之影響，來降低個人所得稅負。同時，該法案將公司所得稅率從 35% 降至 21%。這些措施的資金部分來自於將州及地方稅的扣除額限制為 10,000 美元。此舉增加了高稅率州高淨值個人的稅負，因為他們的潛在扣除額較高。

若國會未採取進一步行動，大多數個人將在 2025 年底 TCJA 到期後面臨更高的稅負，因為最高稅率將回升至 39.6%、稅率級距將縮小，且 AMT 影響將擴大。此外標準扣除額下降及子女稅收抵免降低將進一步加重個人稅務負擔，惟高稅率州及州和地方稅扣除額度可能回歸，從而抵消部分影響。值得注意的是，TCJA 將公司稅率降至 21% 的條款沒有到期日，但其可能在之後成為政策協商的焦點。

表 5：政策情境分析—稅收政策

大選結果	關鍵政策	影響
民主黨全面勝選	<p>《減稅與就業法案》(TCJA) 相關條款預計將如期到期，並導致稅率上升。若民主黨全面執政，可能會試圖對高所得個人及企業提高稅收，同時推動額外的支出計劃。然而考慮過去幾年通膨飆升以及當前政府赤字規模，此類支出計畫可能不如近期民主黨政府的舉措那麼受歡迎。稅率上升可能抑制經濟成長；緊縮的財政政策也許能促使 Fed 放寬貨幣政策，進而調降利率。</p>	<p>《減稅與就業法案》(TCJA) 到期後稅率上升，並可能對個人及企業施加更高稅率 (++)</p>
分治：民主黨白宮 / 共和黨國會	<p>因為延長減稅條款的相關立法不太可能在國會獲得通過，預計 TCJA 將如期到期並導致稅率上升。同時因</p>	<p>《減稅與就業法案》(TCJA) 減稅政策到期可能導致稅率上升 (+)</p>
分治：共和黨白宮 / 民主黨國會	<p>政治分歧，預計更進一步提高稅率的政策提案將難以實現。</p>	
共和黨全面勝選	<p>共和黨政府可能會致力於</p>	<p>川普可能會延長</p>

	<p>延長即將到期的個人稅收條款，且川普已表示有意進一步降低企業所得稅率。然而，這些減稅政策的延續及擴展將帶來高昂的財政成本。根據國會預算辦公室（CBO）的估算，若維持現有減稅條款，且未採取相應的支出削減或增加收入之措施，未來 10 年將導致 4.6 兆美元的財政成本。若企業稅率再次調降，將進一步提高此一成本。</p>	<p>《減稅與就業法案》(TCJA) 並可能尋求額外的減稅措施 (-)</p>
--	--	--

由不斷上升的赤字及債務水準可以看出，美國長期經濟成長將可能因不斷上升的債務水準而受到限制。無論是共和黨或是民主黨全面執政，所推行的政策似乎皆不會優先考慮削減赤字。而分治政府則可能被迫進行妥協，最終使稅收提高並降低支出，以因應國家經濟面臨的長期挑戰。

參、 聚焦本年全球主要選舉

2024 年全球大量人口參與了選舉，使本年成為全球民主發展史上具關鍵意義的一年。作為全球最大民主國家的印度，於今年早些時候的選舉前正處於可能重新定義其經濟及社會動態的關鍵時刻。南非、印尼及墨西哥等國家亦已舉行重要的選舉。歐盟也舉行了議會選舉，由於成員國對關於整合及主權的辯論正日益激烈，該選舉可能對歐盟的未來產生深遠影響。此

外，拉丁美洲、非洲及亞洲的數個國家已經或即將進行選舉。

圖 2：2024 年全球各地的選舉情形

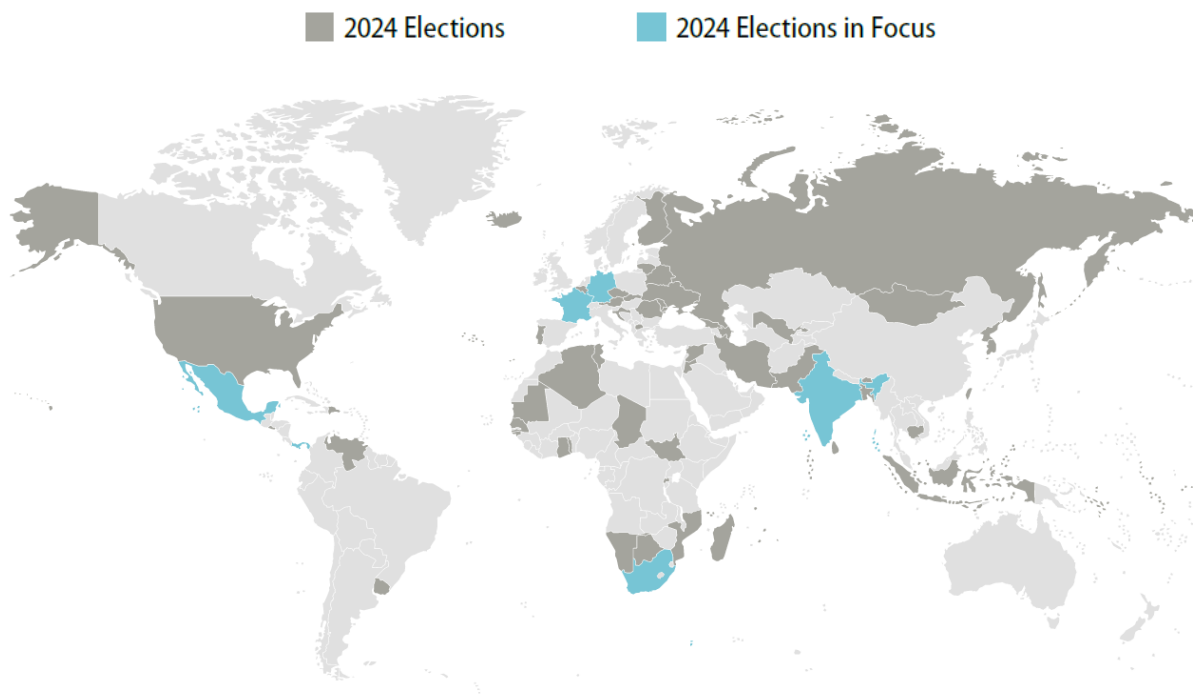


表 6：2024 年全球主要選舉重點摘要

國家	重點摘要	投資影響
南韓	在野黨共同民主黨(DPK)於本(2024)年國會議員選舉中，壓倒性贏過尹錫悅總統及其國民力量黨(PPP)。共同民主黨贏得175席，而國民力量黨則獲得108席。	此次選舉結果相當於對尹錫悅總統政策的期中公投。在共同民主黨主導的國會中，尹總統將難以推動重大改革，包括稅制及醫療領域的結構性改革。此外，尹總統在財政政策上的保守立場可能受到挑戰，因為追加預算的可能性相當高。
巴拿馬共和國	由受前總統馬蒂內利(Martinelli)支持的候選人穆	穆利諾政府在經濟放緩及社會不滿情緒高漲的情況下面臨多個緊迫且

	<p>利諾 (Mulino) 以 34% 的得票率贏得了總統選舉。此次選舉結果產生一分裂國會，無黨籍候選人獲得 71 個席次中的 21 席。</p>	<p>艱難的議題。由於在總統選舉中僅獲得三分之一選票，加上國會席次分散且有大量「獨立派」代表，穆利諾的政治籌碼進一步受限，因此他需要慎選施政重點並制定優先事項。在穆利諾政府處理這些關鍵議題的過程中，巴拿馬資產的波動度可能維持在高位。</p>
南非	<p>南非總統拉瑪佛沙 (Ramaphosa) 在非洲民族議會 (ANC) 於最近舉行的大選失去國會多數席位後，組建了民族團結政府 (GNU)。GNU 的合作夥伴民主聯盟 (DA) 為一中間派立場且支持商業發展的政黨。新內閣名單經過精心安排，保留多位重要的 ANC 部長，此外亦新增了關鍵的 DA 成員，例如電力與能源部副部長以及財政部副部長。</p>	<p>此聯合政府因有望促進經濟穩定而受到商界歡迎，其可能帶來有利市場的政策，並提升投資者對南非的信心。預期未來政治不穩的可能性不大，且選後應不會出現重大經濟政策變化。該國長債收益率可能維持 12% 以上，而實質收益率將保持在高位。因新興市場背景，南非國債收益率曲線將繼續呈現陡峭形態。</p>
印度	<p>全國民眾聯盟 (NDA) 於本年大選中贏得 543 個席次中的 293 席，讓莫迪 (Modi) 成功連任三屆總理。然而，領導 NDA 的印度人民黨 (BJP) 僅贏得 240 席，</p>	<p>起初人們擔憂莫迪總理可能需要在一些關鍵政策上讓步以安撫聯盟成員，不過這些擔憂在政府公告預算修訂後得以緩解。儘管外界預期財政赤字可能擴大，然而政府將 2025</p>

	<p>未達到預期的過半數，此與前兩次大選 BJP 直接贏得過半席次的情況不同。這次選後產生了聯合政府，引發外界對莫迪可能需要與聯盟成員妥協的猜測。</p>	<p>年的財政赤字目標從原定的 GDP 5.1% 下調至 4.9% 已展現出整頓財政的決心。上述因素加上穩健的經濟基本面及納入債券指數帶來的技術性利多，印度經濟展望仍屬樂觀。</p>
墨西哥	<p>正如預期，辛鮑姆(Sheinbaum) 當選為墨西哥首位女性總統。執政的莫雷納黨獲得的支持率超出預期並在國會中獲得過半席次，賦予辛鮑姆潛在修改憲法的權力，這可能同時帶來了機會與挑戰。辛鮑姆政府需要與下一屆美國政府密切合作，以抓住「友岸外包」¹的趨勢。</p>	<p>儘管外界對權力集中及憲法變更有所疑慮，墨西哥依然存在具吸引力的投資機會。緊縮的財政政策、美中地緣政治緊張局勢帶來的海外資金流入、強勁的匯款以及墨西哥資產的高風險溢價，使當地政府債券頗具吸引力。</p>
英國	<p>工黨如眾所預期贏得了 7 月的全國大選，結束保守黨長達 14 年的執政。民調早已顯示選民對執政政府的強烈不滿有利於工黨的選情，愛選舉結果並不令人意外，金融市場也不需要為此進行重新定價。</p>	<p>選後政治不確定性的下降可能會刺激企業投資；另外與歐洲的關係雖不預期出現重大變革，但仍有改善空間。然上述因素皆無法實質扭轉英國所面對經濟成長的挑戰。此外，新政府即將接管的財政現況操作空間相當有限，使英國國債市場的焦點仍集中在經濟發展以及英格蘭銀行的貨幣政策上。</p>

¹ 友岸外包 (Friendshoring) 是美國疫情後提出之貿易概念，其為抗衡中國勢力，主張將供應鏈分散到理念價值與利益與其一致的友好國家，以兼顧供應鏈之安全、韌性、效率與成本。

<p>法國</p>	<p>隨著右傾政黨在 6 月歐洲議會選舉中支持率上升，法國總統馬克宏(Macron) 突襲性地解散國會並宣布提前改選。新成立的左翼「新人民陣線」政黨贏得選舉，而馬克宏的政黨獲得第二多的選票，極右翼的雷朋(Le Pen)領導之「國民聯盟」則排名第三。然而沒有任何政黨獲得絕對多數的席次。</p>	<p>預期由政治因素引發的市場波動在短期內將維持在高位，然而因各個政黨之間觀點對立且在國會中席次相當，爰未來實際的政策改革似乎極為有限。長遠來看法國的經濟成長及財政債務走向仍令人擔憂。近期法國政府債券收益率相對於德國政府債券收益率的差距擴大，正使其估值接近合理價值。</p>
<p>印尼</p>	<p>普拉伯沃(Prabowo)於本年印尼大選獲得勝利。他的副手搭檔為前總統佐科威(Joko)之長子吉伯朗(Gibran)，以及他曾在佐科威內閣中擔任國防部長，加上佐科威的默默支持，皆成為普拉伯沃此次大幅勝選的關鍵因素。這也表示佐科威的影響力將以政策延續的形式持續存在。</p>	<p>人們普遍認為政策將維持延續性，加上為爭取國會支持需要與黨外聯盟，可能將使極端政策的提案空間遭到限制。內閣任命以及 10 月總統就職後政策方向的明確性，將成為影響印尼經濟前景的關鍵因素。</p>
<p>日本</p>	<p>日本首相岸田文雄宣布他將於 9 月辭去自民黨黨魁一職，並卸任日本首相。他明確表示不會參加即將舉行的自民黨內部領導人選舉，該職位實際上等同於首相</p>	<p>權力將繼續穩固掌地掌握在自民黨手中，短期內不會出現向反對黨移轉的情形。無論誰接任自民黨領導人並成為首相，皆不太可能偏離該黨核心政策。預期經濟政策將維持</p>

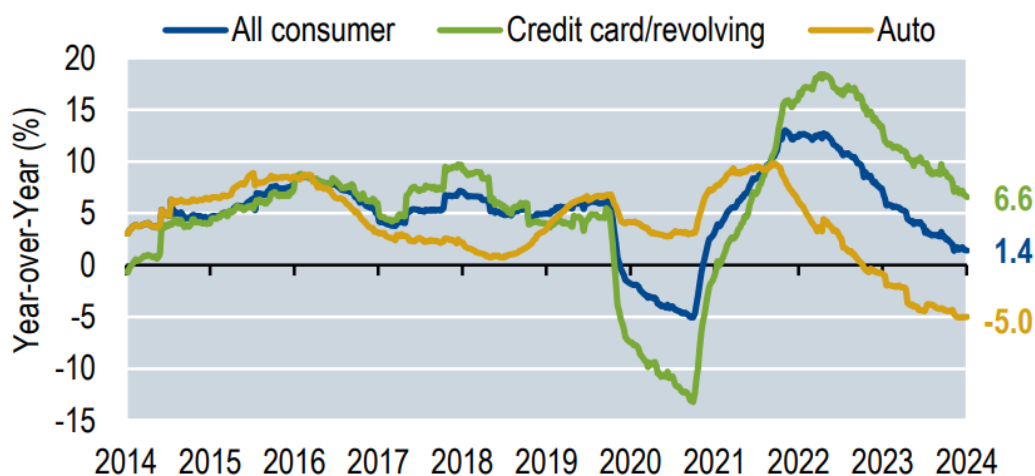
	<p>之位。由於岸田的公眾支持率近期已降至 25%，即使他堅持參選勝算似乎也十分渺茫。</p>	<p>不變，而緩慢的經濟增長仍是主要挑戰，日本央行的貨幣政策應不會受到影響。展望未來，現任眾議院議員任期將於 2025 年 10 月結束，而提前選舉的可能性不大。由於反對黨的支持率遠遠落後於自民黨，政府更迭的可能性微乎其微。</p>
--	---	--

這個具有重大意義的選舉之年，不僅將決定各國的未來走向，亦對全球經濟穩定、國際關係及地緣政治動態產生深遠影響。投資者、政策制定者及全球公民正密切關注這些發展，深知其結果將很大程度地形塑全球未來十年之發展。

肆、 全球經濟展望

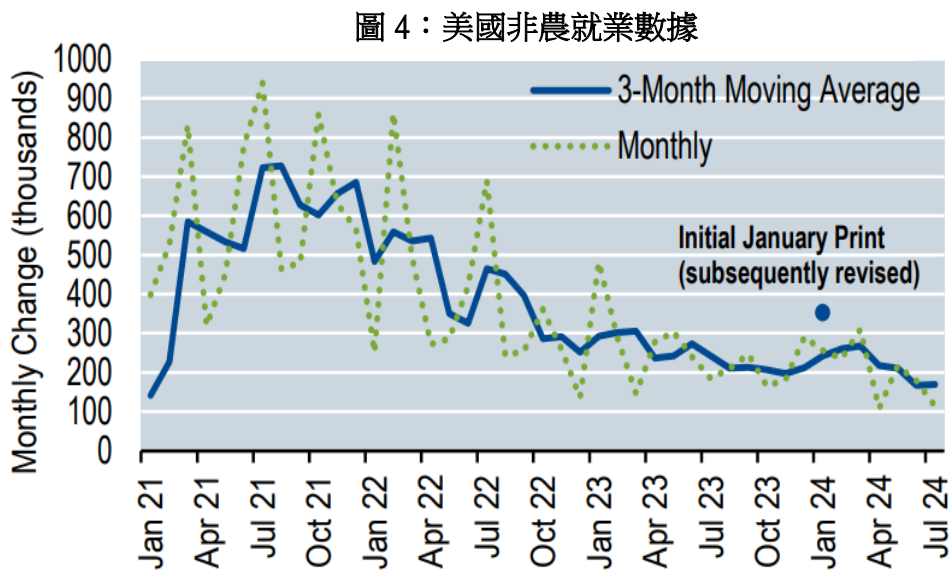
自 Covid-19 爆發後，Fed 採取寬鬆貨幣政策對金融市場釋出活水，並在 2022 年為了應對逐漸上升的通膨而開啟升息循環，利率目標區間最高來到 5.25%~5.5%。但隨著通膨逐漸回落到 2%的目標值、就業市場的放緩與失業率微幅上升，為了達成 Fed 的雙重任務，即實現物價穩定與促進充分就業，Fed 於台灣時間 2024 年 9 月 18 日一次調降 2 碼，利率目標區間來到 4.75%~5%。市場普遍預期 Fed 將開起新一輪的降息循環，旨在刺激經濟增長，因美國的消費支出約佔其 GDP 的三分之二，降低資金成本的同時，消費者借貸的意願可能增強，進而提振消費支出，從而使企業擴大資本支出以及促進消費進而使經濟產出上升。從圖 3 可以看出美國商業銀行借貸給消費者的資金年增率，放款動能自 2022 年下半年開始放緩，截止至 2024 年，信用卡與循環貸款(綠線)的年增率率降至 6.6%，所有消費貸款(藍線)的年增率降至 1.4%，說明整體消費者借貸消費的需求趨緩。雖然整體經濟活動保持相對穩定，但由於物價上升，實際消費支出增長趨緩反映出家庭對經濟前景的不確定性與財務壓力的擔憂。

圖 3：美國商業銀行對消費者放款年增率



資料來源：Bloomberg, Western Asset

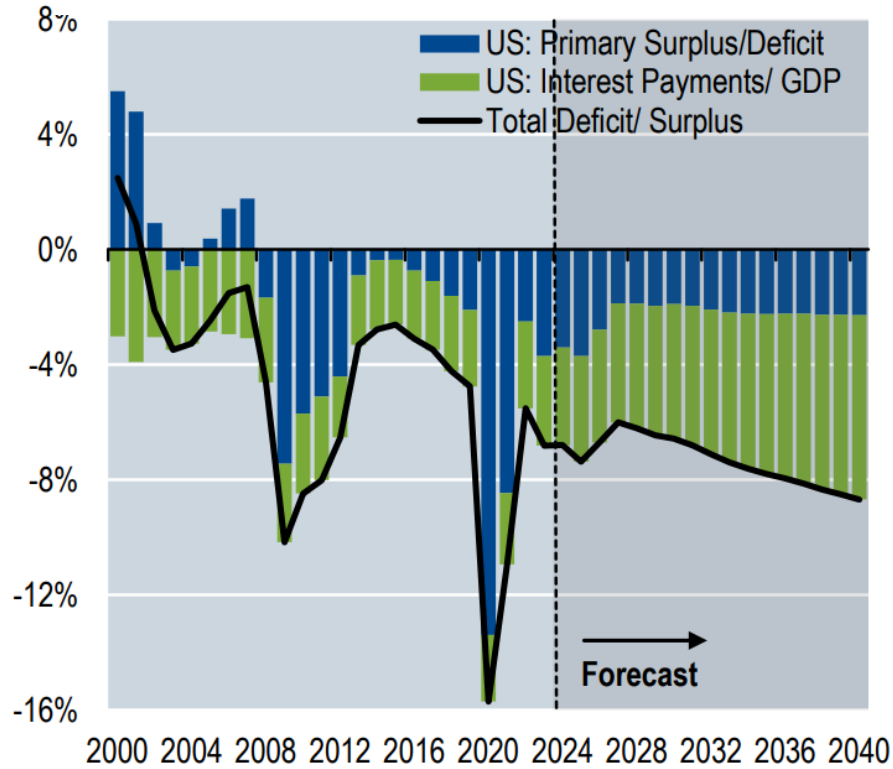
勞動市場的穩定亦是 Fed 重要考量因素之一，為了保持物價穩定與充分就業，Fed 在操作貨幣政策時，必須權衡經濟增長與通膨壓力之間的平衡。2020 年美國為了因應疫情而推出無限 QE，使得美國就業市場在 2021 年開始出現強勁的增長(圖 4)，但隨著數次升息後勞動市場逐漸趨緩，因此隨之而來的降息有助於就業的穩定，透過降低企業融資成本促進經濟增長以及增加就業機會。



資料來源：BLS, Western Asset

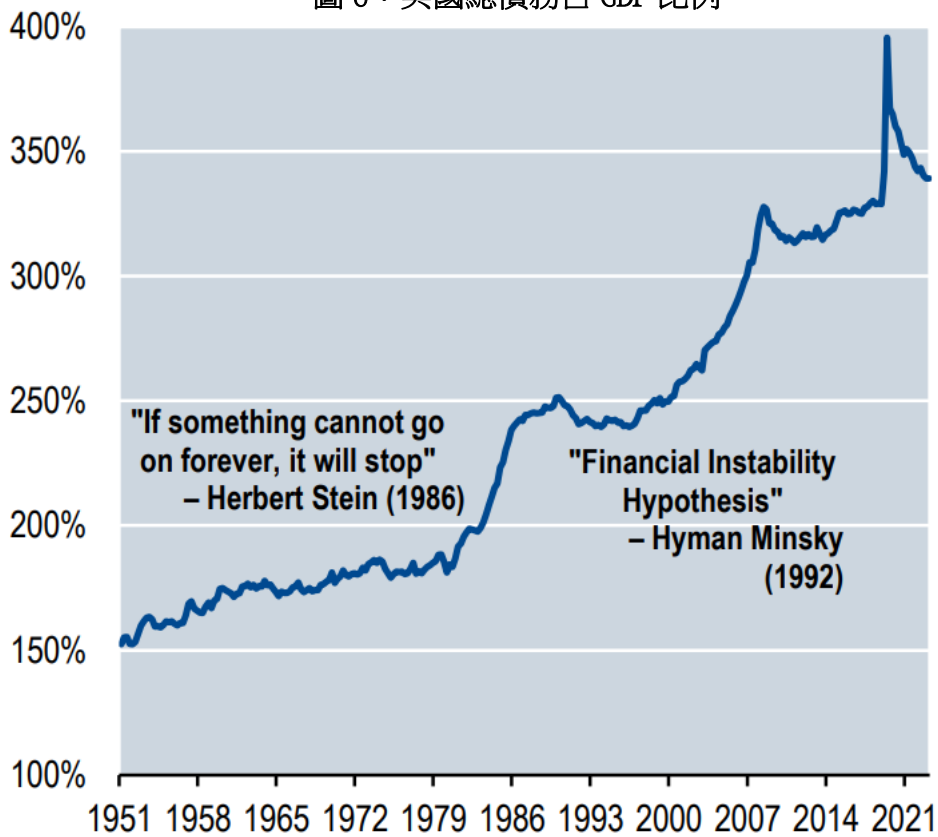
短期來看，Fed 的降息政策有助於促進消費與就業，但美國經濟仍面臨一些結構性挑戰，首先是逐漸上升的政府債務，尤其是在 2020 年疫情期間，為了刺激經濟，政府大幅增加財政支出，導致債務佔 GDP 的比例創下歷史新高(圖 5)，因此長期來看，高負債比率將限制政府的財政政策空間，降低應對未來經濟危機的能力；再者，美國總債務總額占 GDP 比重處於長期上升的趨勢(圖 6)，雖然借貸的增加可促進經濟增長，但也伴隨著潛在的違約風險，將提高整體經濟的系統性風險。最後，除了美國經濟外，世界各國地緣政治、中國的經濟的放緩與美中貿易博弈，也將影響著全球經濟格局發展。

圖 5：財政赤字的組成與 GDP 占比



資料來源：Morgan Stanley, Western Asset

圖 6：美國總債務占 GDP 比例



資料來源：Bloomberg, Western Asset

伍、 永續投資

永續投資 (Sustainable Investing)，又稱 ESG (環境、社會及公司治理) 投資，是近年來在全球資本市場受到關注的一種投資策略，其不僅關注傳統的財務回報，還將環境、社會和公司治理等非財務因素納入投資決策過程，該理念強調企業在創造經濟價值的同時，也應該對社會和環境承擔責任，並以此作為長期、永續的基礎。

此外，永續投資不僅是一種風險管理工具，更是一種發掘新機會的方式，對於積極應對全球挑戰、致力於創新和可持續發展的企業，往往能夠在不斷變化中的市場保持競爭優勢，並且，隨著消費者對環保和社會責任的需求不斷增長，這些企業將提高消費者對其的品牌形象與忠誠度，更有可能增加其產品市占率，連帶提升財務表現。

一、 永續發展目標

2030 永續發展目標 (Sustainable Development Goals, SDGs) 是聯合國於 2015 年制定的全球性目標，共有 17 個目標，旨在解決貧困、不平等、氣候變化及其他全球性挑戰。Western Asset 在此次會議中強調其對於該發展目標的努力，其主要內容包含：

1. 健康與福祉 (Good Health & Well-Being)：相關行動包括藥品生產、醫療設備、醫療研發。
2. 性別平等 (Gender Equality)：此一領域側重於提升女性在各行業中的地位，並強調平等機會的倡導。
3. 體面工作與經濟增長 (Decent Work & Economic Growth)：涉及改善工作環境與促進包容且永續的經濟成長。

4. 減少不平等 (Reduced Inequalities)：管理階層的多樣性與少數代表、董事會成員的多元化，以及公平工資政策。
5. 清潔飲水與衛生 (Clean Water & Sanitation)：高效率地運用水資源。
6. 負擔得起的清潔能源 (Affordable & Clean Energy)：支持綠色債券與推動可再生能源的研發與使用，確保所有的人都可享有可負擔、永續的能源。
7. 負責任的消費與生產 (Responsible Consumption & Production)：將永續概念融入公司採購項目，以及致力於碳排放的減少。
8. 氣候行動 (Climate Action)：強調節能管理、減少碳排放以及提高資源利用效率。

Western Asset 於圖 7 中強調了企業在可持續發展目標中的責任，從健康、性別平等到能源與環境管理，並於每個領域都提供了具體的可行方向，此舉有助於更有效地達成可持續發展目標，以及如何在經濟增長與社會福祉之間取得平衡的。

圖 7：Western Asset 致力於聯合國永續發展目標的達成



資料來源：Western Asset

二、 碳定價與暖化溫度：政策情境與未來趨勢的探討

隨著全球氣候變遷加劇，許多國家和組織積極尋求減少溫室氣體排放的有效方法，而碳定價作為其中一種市場機制的手段，旨在透過對碳排放定價來內化其隱藏的環境成本，藉此激勵企業和消費者減少碳排放。政策的強度、未來所面臨的經濟情況與欲達成的全球暖化目標將產生對應的碳價格，並直接影響各國達成不同溫控目標的可能性。

碳定價（Carbon Pricing）是指透過設置碳排放價格，使企業和消費者承擔排碳的成本，以期達成減排的目的。碳定價主要有幾種方式：

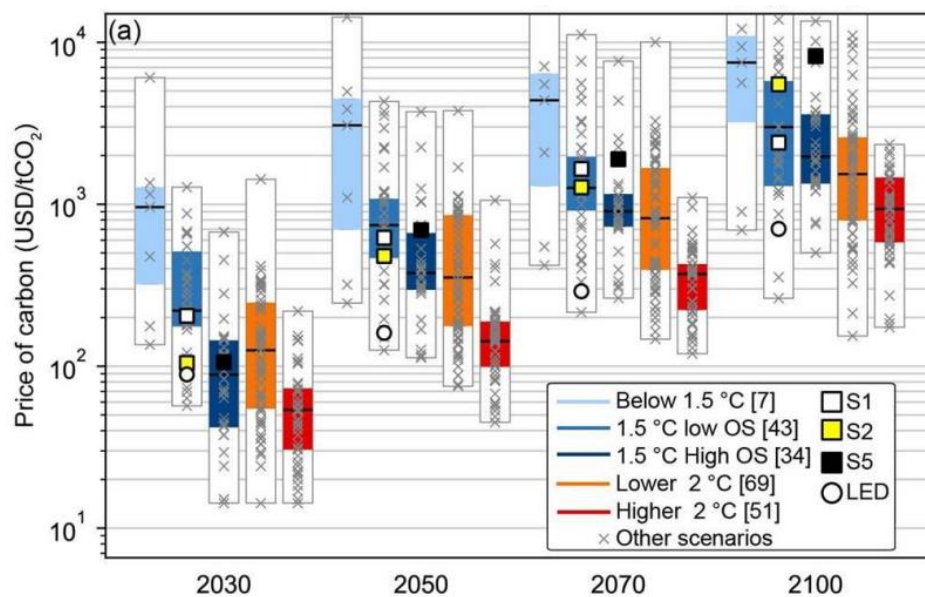
1. 碳稅或碳費：直接對每單位碳排放課稅或收費
2. 碳排放交易體系：將碳排放權轉化為可交易的配額

無論是碳稅、碳費還是交易體系，目標都是將碳排放的成本顯現出來，從而激勵企業減少碳排放，並促進低碳技術的研發，而碳定價

的價格波動會影響市場預期，並進一步影響減排規模與時程。例如，較高的碳價可能推動企業更快地轉向低碳或零碳技術，而較低的碳價則產生的誘因不足以實現有效的減排目標。

全球各國在《巴黎協定》達成的共識是將全球升溫控制在工業化前以上的 2°C 之內，並努力達成 1.5°C 的目標，而這些目標的達成，需要不同強度的減排行動和相應的碳價格變化。圖 8 展示五種可能碳價路徑，隨著時間推移，在不同溫控目標和政策情境下，碳價格的可能變化趨勢。

圖 8：在不同情境下，5 種可能碳定價方式。



資料來源：Western Asset

在圖 8 中，五種主要溫控情境分別為：

1. 低於 1.5°C (淺藍色)：將溫升控制在 1.5°C 以下，這需要極其嚴格的減排措施，並可能伴隨較高的碳價格。
2. 1.5°C 低過度射程 (low overshoot) (水藍色)：低過度射程之 1.5°C 情境，允許溫度短暫超過 1.5°C 後迅速回落，仍然

要求高碳價格，但不及低於 1.5°C 的情境嚴格。

3. 1.5°C 高過度射程 (high overshoot) (深藍色)：高過度射程的 1.5°C 情境，允許溫度較長時間超過 1.5°C，減排速度可以稍慢，碳價格需求相對低。
4. 低於 2°C (橙色)：控制溫升在 2°C 以下，碳價格介於中等水準，減排政策力度相對溫和。
5. 高於 2°C (紅色)：較高的 2°C 溫控目標情境，對碳價格的需求最低，但風險最大，可能無法避免部分氣候災害。

圖 8 展示出碳價格在 2030 年、2050 年、2070 年和 2100 年的變化趨勢。不同顏色的條帶代表各溫控目標下的碳價範圍，而條帶中的不同符號 (例如 S1、S2、S5、LED) 則代表不同的政策情境或模型假設，碳價格的分布 (y 軸) 採用對數尺度，顯示出高低之間的巨大差距。

舉例來說，淺藍色條帶代表低於 1.5°C 的情境，為了達成此目標，碳價格在 2030 年即顯著高於其他情境，並隨時間持續上升，顯示出此目標對高碳價的需求。相反，紅色條帶代表高於 2°C 的情境，其碳價格較低，顯示出減排行動的壓力較小，但此情境也說明溫度上升的風險較高。

符號 S1、S2、S5 和 LED 代表不同的政策和經濟情境，分別顯示了減碳強度的不同。S1 代表永續政策的情境，S2 代表中等程度減碳政策的情境，S5 代表依賴化石能源的情境，而 LED (Low Energy Demand) 則代表能源需求減少的情境，偏向永續與低耗能的情境，

所需的碳價也越低，反之若是過度依賴化石燃料，必須大幅提高碳價才能達到減緩暖化的目標。

三、 政策與經濟的考量

碳價格的調整對全球經濟與企業的影響不容忽視，較高的碳價格將增加企業的成本，特別是在重工業和能源密集型產業。除此之外，不同國家的經濟發展情形和碳排放情況不一，一元化的碳價格可能會造成不公平的經濟負擔。因此，國際上許多專家建議，在碳定價政策中應考慮到各國的實際情況，並提供適當的過渡期支持，讓各國逐步適應碳價格的提升。

對於碳價格預期的變化也會影響企業的投資決策，舉例來說，若預期未來碳價格會大幅上升，企業可能更傾向於投資低碳技術和可再生能源，以減少未來的碳成本壓力；反之，若碳價格增長緩慢，則可能影響低碳轉型的進程。因此，確定合理且可持續的碳價格路徑，對實現長期的減排目標至關重要。

四、 氣候情境概述

碳定價是應對氣候變遷的重要工具，不同的溫控目標和政策情境直接影響未來碳價格的變動。圖 9 顯示在不同的溫控目標情境下，未來碳價格的預估值，並反映了各種限制溫升的難度與風險。

圖 9：碳定價的預估值與溫控目標

Scenario	Description	Carbon Price in 2030	Discounted Carbon Price in 2022*
Higher 2°C Scenario	Pathways assessed to keep peak warming to below 2°C during the entire 21st century with 50–66% likelihood	\$55	\$44
Lower 2°C Scenario	Pathways limiting peak warming to below 2°C during the entire 21st century with greater than 66% likelihood	\$140	\$112
1.5°C-High-OS	Pathways limiting median warming to below 1.5°C in 2100 and with a greater than 67% probability of temporarily overshooting that level earlier, generally implying 0.1–0.4°C higher peak warming than Below-1.5°C pathways	\$90	\$72
1.5°C-Low-OS	Pathways limiting median warming to below 1.5°C in 2100 and with a 50–67% probability of temporarily overshooting that level earlier, generally implying less than 0.1°C higher peak warming than Below-1.5°C pathways	\$230	\$184
Below-1.5°C	Pathways limiting peak warming to below 1.5°C during the entire 21st century with 50–66% likelihood	\$950	\$761

資料來源：Western Asset

1. 高於 2°C

此情境預估未來碳價格在 2030 年為每噸 55 美元，而 2022 年折現價格為 44 美元，其目標是在 21 世紀內將溫升控制在 2°C 以下，成功機率為 50-66%。

2. 低於 2°C

該情境設定更高的標準，要求更大可能性（超過 66%）地控制溫度升至 2°C 以下。碳價格在 2030 年預估為 140 美元，而 2022 年折現價格則為 112 美元。

3. 1.5°C 高過度射程

此情境設定的目標是限制 2100 年之前的平均溫升至 1.5°C，同時預估暫時性超過 1.5°C 的風險概率超過 67%。其碳價格在 2030 年為 90 美元，折現後的 2022 年價格為 72 美元。

4. 1.5°C 低過度射程

此情境的溫控目標允許超標的溫控範圍較低（低於 0.1°C）。碳價格在 2030 年為 230 美元，而折現至 2022 年的價格為 184 美元，此目標的實現難度較高，所需的碳價格也相應提高。

5. 低於 1.5°C

此情境是最嚴格的目標，設定在 21 世紀內將溫升控制在 1.5°C 以下，並有 50-66% 的成功機率。該情境的 2030 年碳價格預計達到 950 美元，折現至 2022 年的價格高達 761 美元，顯示出實現此目標所需的極高成本。

總結來說，從數據觀察出隨著氣候目標的嚴格程度提高，碳價格也顯著上升。此趨勢表明，若要實現更嚴格的氣候控制目標，則需要更高的碳定價以激勵減碳行為和技術創新。特別是在 1.5°C 以下的情境下，碳價格增幅更為明顯，反映出實現低碳目標的艱鉅與高成本。因此，未來的碳價格政策和投資決策需要考慮這些不同的氣候目標和相應的經濟影響。

陸、地緣政治

當前全球經濟體系中，新興市場 (Emerging Markets, EM) 與前緣市場 (Frontier Markets, FM) 是投資者尋求高增長潛力的重要領域。這些市場在經濟成長、產業結構和資金流動方面各具特色，但風險與報酬也存在顯著差異。以下將探討新興市場與前緣市場的定義、兩者間的差異、過去的獲利表現，以及未來在全球可能進入降息循環背景下的展望。

一、新興市場與前緣市場的定義

1. 新興市場

新興市場通常指那些正在快速發展中的經濟體，其經濟增長潛力相對已開發市場更為顯著，包括中國、印度、巴西、南非等國家。新興市場的特點是擁有較高的經濟增長率、相對穩定的資本市場及一定的基礎設施建設，在國際投資中，新興市場吸引了大規模的資本流入，成為多元化投資組合的重要組成部分。

2. 前緣市場

前緣市場位於新興市場與未開發市場之間，通常是經濟規模較小、基礎設施尚不完善的國家或地區，例如越南、菲律賓、肯亞等。這些市場的波動性較大，資本流動有限，因此流動性風險、外匯風險及政治風險較高。

二、經濟規模

新興市場的經濟規模通常大於前緣市場，且其對外貿易的依賴度較低，能夠更好地應對全球經濟波動。相比之下，前緣市場的經濟基礎相對薄弱，經濟增長更加依賴外來資本流入，易受到全球市場變化的影響。

三、基礎建設與金融體系

新興市場已經建立了較為完善的基礎設施和金融體系，如股票、債券市場等，有助於提高資金的流動性並降低投資風險。而前緣市場在金融體系和基礎建設上較為落後，這不僅限制了資金流動，也使得市場流動性風險增加。

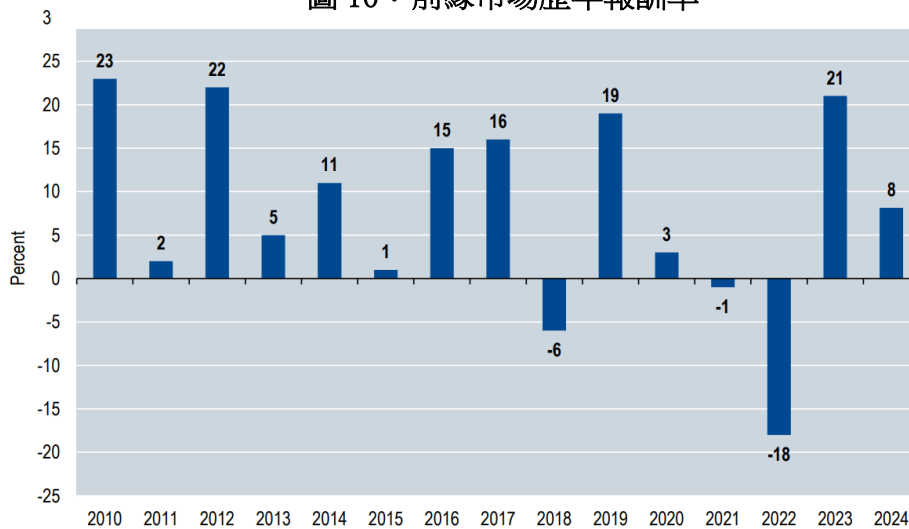
四、 風險與波動性

新興市場的風險主要來自於經濟結構調整、政治變動等內部因素，其波動性雖高於發達市場，但相對穩定。而前緣市場的風險來自於更複雜的因素，如政治不穩、經濟改革不完善等，因此波動性更大，投資人須承擔更高的風險。

五、 投資機會與回報潛力

新興市場在成熟度與投資回報上比前緣市場更為穩健，許多新興市場擁有快速增長的科技產業、製造業等部門；而前緣市場的回報具有更高的不確定性和波動性。從圖 10 可以看出前緣市場的回報差異較大，並且受到地緣政治、國內政策變動的影響。儘管在特定時期獲得了較高回報，但也有許多不穩定因素導致市場面臨資金外流，整體回報波動較為劇烈。

圖 10：前緣市場歷年報酬率



資料來源：JP Morgan, Western Asset

除此之外，還可以觀察利差變化看出兩者之間的風險差異。例如從圖 11 中可看出新興市場投資級別債券和前緣市場債券的利差變化情況，以藍色線代表排除阿根廷的前緣市場主權債券利差，綠色線條則代表新興市場投資級別債券利差。前緣市場利差在 2020 年初和 2022 年左右大幅上升，達到 1000 個基點，可能原因為當時受到疫情與地緣政治影響，造成全球市場波動與經濟衝擊，投資者所需的風險溢價攀升，導致利差擴大；新興市場投資級別債券利差在同一期間也有所上升，但幅度較小，顯示新興市場對衝擊的反應較為溫和。

在 2023 年後，前緣市場的利差開始收斂，但仍維持在高位，顯示風險溢價有所減少，但投資者仍對前緣市場保持謹慎；新興市場投資級別債券利差在 2023 年後則相對平緩。前緣市場利差波動顯著，而新興市場投資級別債券利差相對穩定，前者風險溢價顯著高於後者，說明前者整體風險相對後者高出許多，且對於全球景氣或經濟事件更為敏感。

圖 11：新興市場投資級別債券和前緣市場債券之利差



資料來源：Bloomberg, Western Asset

隨著主要發達經濟體逐步進入降息周期，這對新興市場和前緣市場的資金流入皆有正面影響。在降息循環中，新興市場通常會因資金流入而受惠，借貸成本降低，投資者會尋求更高收益的資產，進而增加對新興市場的資金投入。此外，美元走弱有利於新興市場貨幣升值，減少其美元債務壓力，但若降息幅度過大或持續時間過長，可能引發通膨預期並加大市場波動。

對於前緣市場而言，降息循環有助於改善資金流入和增強市場信心，為其增長帶來利多。前緣市場相較於新興市場通常更明顯受惠於全球資金尋求高收益的趨勢，其經濟規模較小、流動性較低，外資流入對其影響更大，常推動本地資產價格與貨幣升值，減輕美元債務壓力。然而，由於前緣市場的政治與經濟不穩定性較高，其表現可能更容易受到外部因素的干擾，市場波動風險依然存在，謹慎選擇投資標的及風險管理將更為重要。

柒、心得與建議

一、 持續關注美國通膨走勢與 Fed 貨幣政策

無論是民主黨或是共和黨勝選，都可能推動不同程度的財政政策改革，進而影響市場對美國的通膨預期。此外，美國大選結果可能影響 Fed 的貨幣政策，尤其若共和黨勝選，財政赤字和通膨上升可能導致更加緊縮的貨幣政策。台灣作為高度依賴出口的經濟體，美元升值或貶值將影響我國的出口競爭力，建議本行密切關注美國通膨趨勢及其對新台幣匯率的潛在影響。

二、 留意美國貿易保護主義帶來之風險

共和黨若贏得大選，將對中國實施更大規模的關稅措施，可能進一步抑制全球貿易，影響台灣的出口市場。本行應密切關注中美貿易政策變化，並可依據貿易風險保持靈活之外匯政策。

三、 掌握全球政經局勢與擁抱新科技

全球經濟在未來面臨數個主要挑戰和機會，隨著 AI 崛起、地緣政治因素與貿易政策的變化，全球供應鏈將迎來更多樣化的局面。美國和歐洲等發達國家預計未來將逐步邁入降息循環，以支撐經濟成長，在此背景下，新興市場和前緣市場可能因全球資金轉向風險資產而受惠，提供較高的增長潛力和投資機會。然而，全球經濟仍需面對來自氣候變遷和能源轉型的壓力，且這一轉型將為各行各業帶來新的變革。隨著能源和科技不斷創新，投資者可以關注受益於 AI 技術與綠色轉型而成長的產業。

四、 面對氣候變遷並追求永續價值

永續投資已成為全球資金流向的重要驅動力，越來越多的企業和投資機構採用 ESG 標準來評估投資標的，將環境保護、社會責任和公司治理納入投資決策，並追求長期的報酬。為了達成永續的目標，碳定價成為降低碳排放和實現永續發展的重要手段之一。歐盟對高碳排的產品設立碳稅，對企業而言是一項顯著的成本，推動其向低碳轉型。對於投資人而言，碳定價帶來了風險與機會，高碳排產業將面臨更高的成本壓力，而低碳技術和可再生能源產業則可能受益。建議可以將資金配置到新能源、低碳技術等行業，並不一定要避開高碳排放的產業，只要該企業願意投資減碳設備，在未來仍有永續經營的可能。

捌、 參考資料

1. Mark S. Lindbloom, “Fed Expectations and US Election Impact” , Sep 2024, Western Asset Client Seminar.
2. Kevin J. Ritter et al., “Ballots, Bonds & Beyond- 2024 Global Elections Overview for Fixed-Income Investors” , Sep 2024, Western Asset Election Outlook 2024.
3. 政治大學國家發展研究所, “國發 50 系列講座 學者解析印度大選結果”
<https://www.nccu.edu.tw/p/405-1000-17124,c87.php?Lang=zh-tw>
4. Roberto Apelfeld, PhD and Brishni Mukhopadhyay, CFA, “The World Keeps Changing - Modeling Climate Risk in Portfolios” , Sep 2024, Western Asset Client Seminar.
5. Jeff Helsing, “Higher Interest Rates Are Creating Risk and Opportunities in Private and Public Credit Market” , Sep 2024, Western Asset Client Seminar.
6. Suzanne M. Trepp, CFA, “Charting the Course - Airline Industry Flightpath to Carbon Neutrality” , Sep 2024, Western Asset Client Seminar.
7. Ahmet E. Kocagil, PhD, “The WISER Choice for Investment Risk Management” , Sep 2024, Western Asset Client Seminar.