



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年 全球經濟及市場展望

貨幣政策遇轉折，景氣行情遇轉機

除另有指明，本報告以2023年12月所能取得之訊息為分析基礎。揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

Contents

- 3 摘要 / 結論
- 5 金融市場回顧
- 6 總體經濟與市場綜覽
- 21 個別市場

摘要

回顧2023年的風風雨雨，可謂驚心動魄，年初美國面臨中小銀行倒閉危機，緊接著主權信評也遭到調降，加上聯準會的急速升息，讓硬著陸風險不絕於耳。無獨有偶，中國面臨史上最大房地泡沫危機，加上以巴軍事衝突，讓全球再度蒙上地緣風險的陰影。所幸，ChatGPT的橫空出世，讓投資人找到一絲曙光，加上聯準會貨幣政策即將轉向，這是預告2024年將雨過天晴了嗎？

從總經環境看來，受到各國央行快速緊縮影響，無論是製造業或服務業，都受到一定程度的打擊，2024年的GDP成長率將進一步下滑。不過，通膨壓力也緩和不少，這有助於各國央行的貨幣政策迎來「轉折」。但結構性因素，如失業率偏低、ESG的落實，讓通膨水準仍舊偏高，即使聯準會啟動降息，但幅度不若以往。

反應在債市上，美歐的長天期公債殖利率紛紛從高點回落，似乎也在預告政策即將轉向，這確實是債市的一大利多，加上目前殖利率水準較以往高出不少，使得債券的配置，依然是2024年必須把握的機會。

在股市上，歷經3年多來的庫存調整，加上換機的需求，消費性電子在2024年也有望迎來「轉機」。此外，ChatGPT的問市，除加速庫存調整外，也可望帶來新一波的資本支出，包括谷歌、微軟加大資源投入生成式AI的開發。2024年的股市行情，可望在企業獲利回升、庫存回補及AI的加持下，增添想像空間，投資人不妨在股市拉回之後提高配置比重。

最後，在市場風險方面，利率也許不再是最大的風險，但中國貴為全球第二大經濟體，若需求依舊低迷，將影響庫存回補力道。此外，2024年再度面臨美國的總統大選，可能對下半年的金融市場增添不確定性的變數。

結論



總經

- ◆ 通膨維持降溫態勢，有助聯準會啟動降息，但預期幅度不若以往
- ◆ 高利環境驅動信貸緊縮，經濟成長率將進一步走低，但硬著陸風險偏低



股市

- ◆ 庫存調整近尾聲，加上企業獲利重回成長軌道，提供股市動能，但評價偏高為掣肘
- ◆ 庫存回補、AI逐步普及與中美對抗，科技股仍為亮點；美日台印因戰略聯盟，持續受惠

BOND

債市

- ◆ 通膨降溫與升息循環結束，美債殖利率長線偏下
- ◆ 美國衰退風險下降，利差擴大壓力可控，布局以投資級債為主，非投資級債為輔



匯市

- ◆ 美貨幣政策快於歐日，利差將逐步縮窄，美元偏弱看待，但美歐經濟差異，形成下檔支撐
- ◆ 美元回落，加上台灣景氣隨庫存調整結束而逐步升溫，台幣較2023年轉強



風險

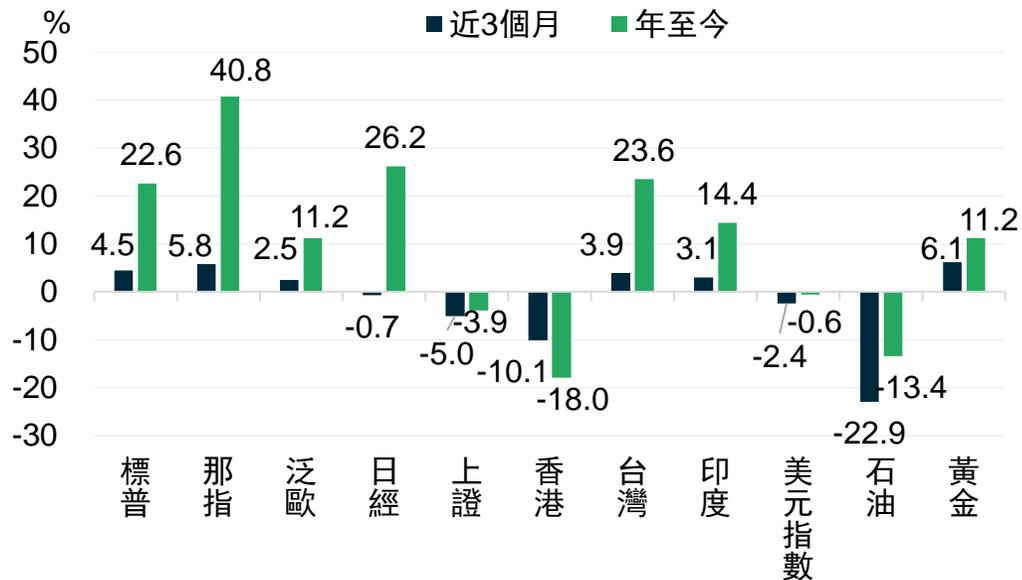
- ◆ 中國復甦疲弱，導致終端需求不如預期
- ◆ 美國選舉之年，恐讓金融市場動盪再起

金融市場回顧

自2023年初以來，受到聯準會持續緊縮影響，美國10年期公債殖利率幾乎一路攀高，甚至突破5%。不過，12月FOMC會議中，鮑爾除暗示升息結束外，更調高2024年的降息幅度，帶動公債殖利率全面走跌，幾乎已抹平年初以來的漲幅。部分新興國家因為通膨明顯降溫，率先啟動降息節奏，新興美元債殖利率不升反降。

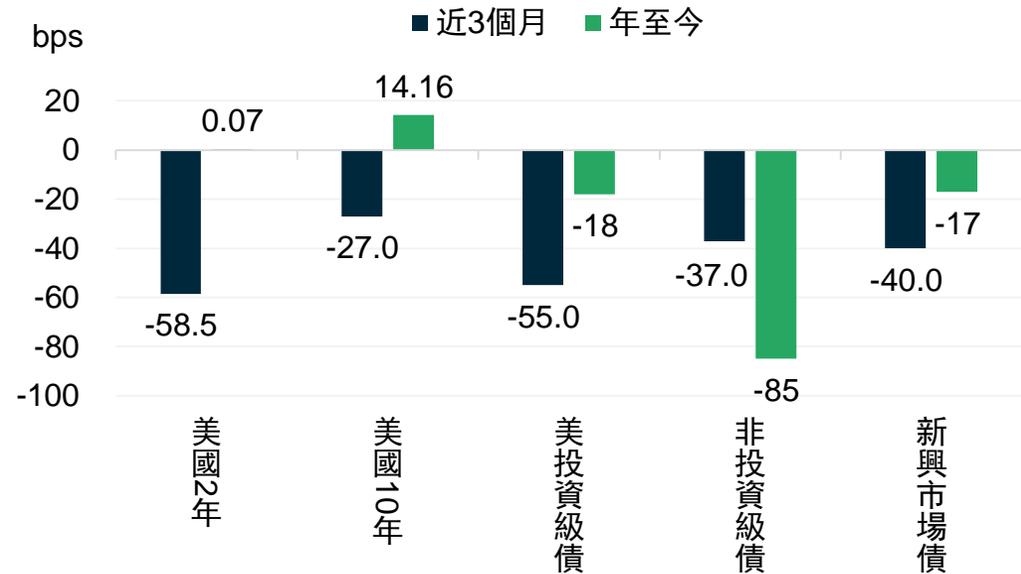
至於股市部分，雖然衰退風險不絕於耳，但ChatGPT的問世，讓資金湧入7大龍頭股，加上去年底利率回落驅動評價修復的行情，標普500與那指全年漲幅分別有22%與40%。另一方面，中國與香港股市在房地產泡沫與資金外逃壓力下，顯得特別落寞。

全球主要股市指數與大宗商品表現



資料來源：Bloomberg, 截至2023/12/15。

美國及新興市場債券表現



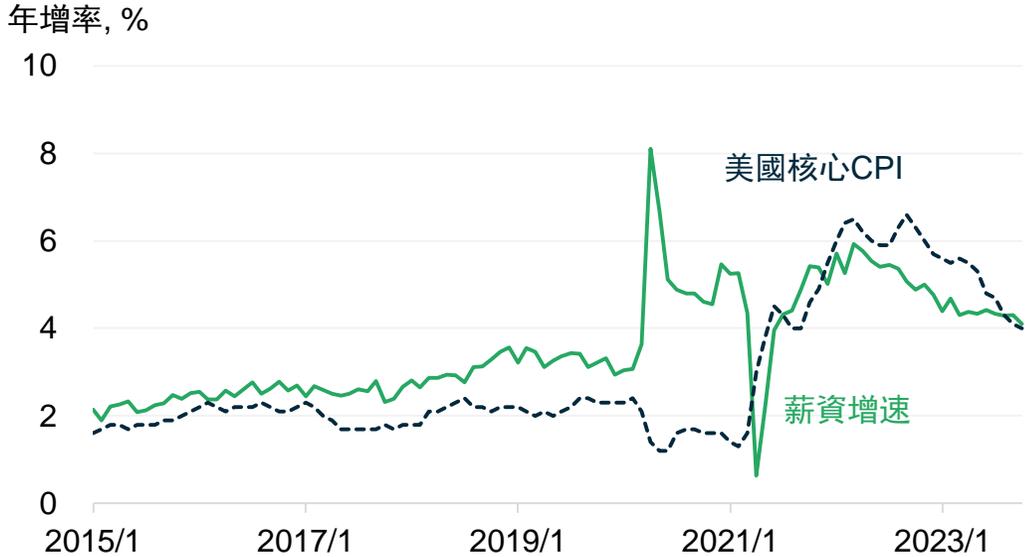
資料來源：Bloomberg, 截至2023/12/15。

2024年通膨將維持下降態勢，但速度趨緩

2023/10的以巴軍事衝突，造成油價一度急漲，引發市場對通膨升溫的疑慮。不過，就趨勢而言，隨著就業市場降溫，勞動缺口也有所改善，薪資增速從先前的高位6%，逐步降至4%，有利通膨維持下降趨勢。

隨烏俄衝突降溫，西德州原油從最高每桶120美元，一路下降至每桶70美元附近，反映在通膨上，2023年的CPI也持續回落。展望2024年，油價高基期紅利消退，美國房價也見反彈跡象，將使後續通膨下降速度偏緩，且難以回落至2%的水平。另外，產業碎片化、ESG等因素，也使整體企業成本上升，不利通膨快速回落。

就業市場放緩，有助核心通膨降溫



資料來源：Bloomberg。

油價基期紅利降溫，通膨降幅趨緩



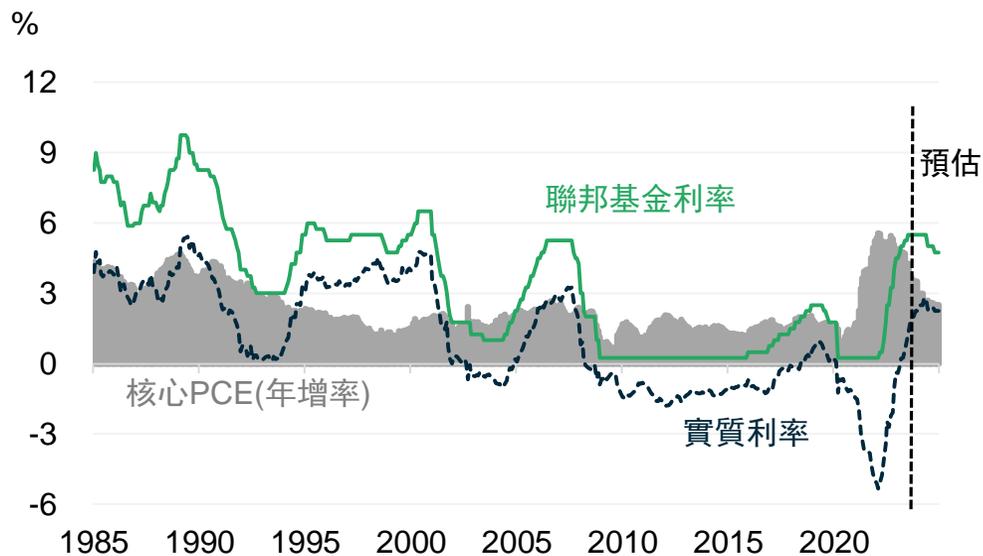
資料來源：Bloomberg及其預估。

因應通膨降溫, 聯準會貨幣政策迎來「轉折」

就貨幣政策而言, 自2022年以來, 聯準會已升息21碼, 目前政策利率落在5.25%-5.5%。從實質利率來看, 目前逼近2%, 創金融海嘯以來新高, 具有限制性效果, 對通膨已達到一定程度的降溫效果。

隨通膨降溫, 聯準會貨幣政策有望迎來轉折, 2023/12 FOMC會議中, 鮑爾除暗示升息循環結束外, 更進一步調高2024年的降息幅度。以利率點陣圖來看, 2024年與2025年的利率中位數分別為4.6%與3.6%, 這也預告, 聯準會於2024年將開啟降息循環。綜合考量美國的就業狀況及通膨數據, 預期聯準會2024年將有3-4碼的降息空間, 若就業市場明顯降溫, 降息幅度才可望進一步拉高。

利率已達限制線水平, 壓抑通膨



註: 實質利率指政策利率-核心PCE。
資料來源: Bloomberg, 聯準會預估。

因應通膨降溫, 聯準會調降利率點陣圖

	FOMC會議	2023年	2024年	2025年
GDP(%)	12月	2.6	1.4	1.8
	9月	2.1	1.5	1.8
核心PCE年增率(%)	12月	2.8	2.4	2.1
	9月	3.3	2.5	2.2
利率中位數(%)	12月	5.4	4.6	3.6
	9月	5.6	5.1	3.9

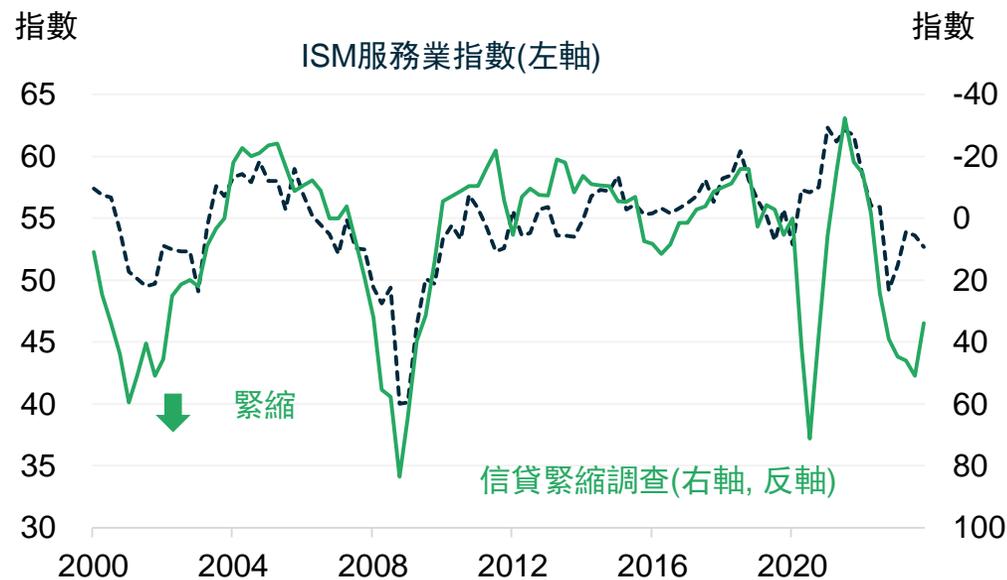
資料來源: 聯準會。

高利率衝擊下, 2024年經濟成長進一步走低

受到聯準會快速升息影響, 銀行業也同步緊縮放貸, 其中**服務業將因超額儲蓄紅利消退及疫後解封旅遊熱潮消退而進一步放緩**。由於美國經濟成長有**6成來自服務業活動**, 因此, **預期2024年GDP成長率將從2.1%, 下滑至1.4%**。

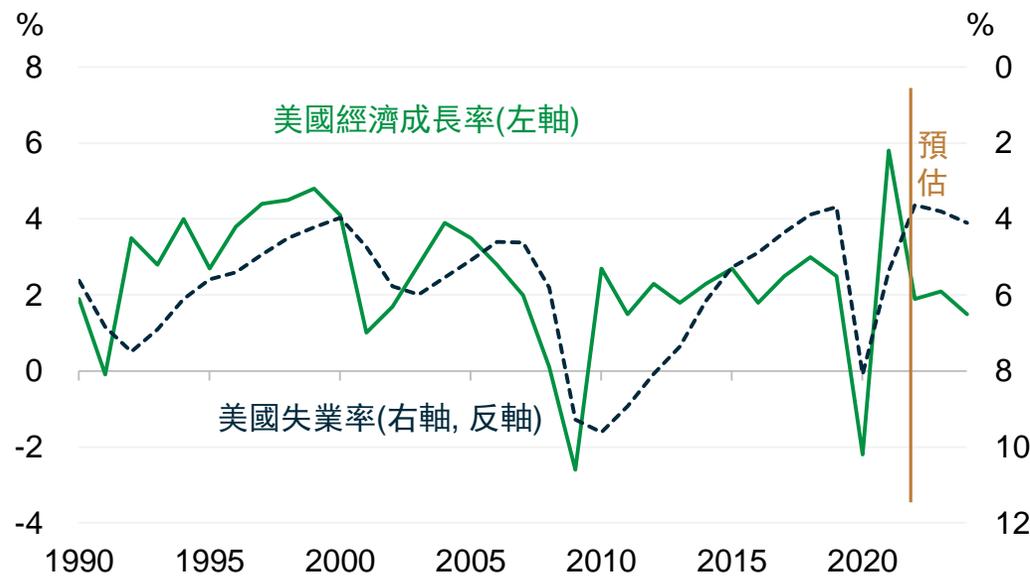
對於就業市場而言, 後疫情時代, 大量人口退出勞動市場, 加上移民人口減少及人口老化等因素, 使得失業率一度創下53年來新低3.4%。不過, 隨著景氣降溫, 失業率將緩步墊高, 往4%方向挪移, 也將使經濟成長動能進一步走低。

高利環境與超額儲蓄紅利消退, 服務業進一步放緩



資料來源: Bloomberg。

失業率緩步攀升, 也使經濟進一步降溫



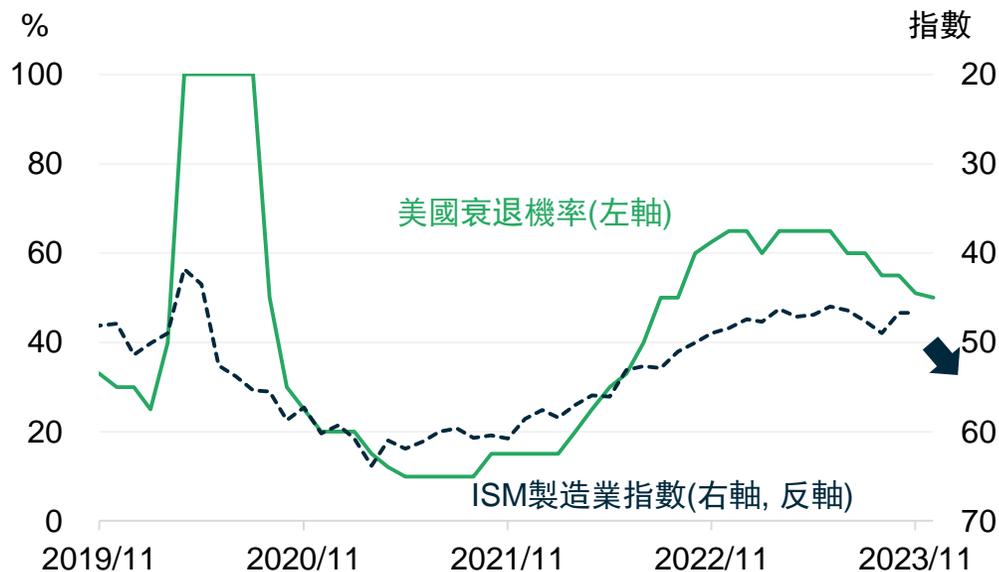
資料來源: Bloomberg, 聯準會預估。

製造業觸底回升，經濟衰退機率持續下降

值得注意的是，2024年美國GDP雖可能進一步走低，但整體硬著陸風險不高，且衰退機率持續在下降，主因包括就業市場相對健康，製造業景氣也正從谷底回升。

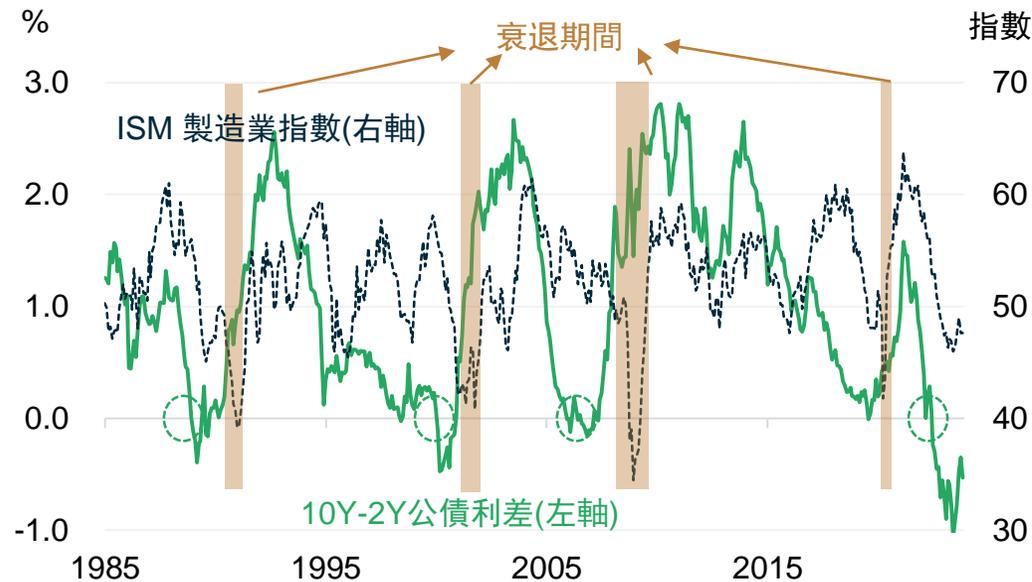
另外，目前利率的倒掛，雖然隱含經濟有衰退風險。不過，此次跟過往相比，因為製造業景氣已處在循環的底部，未來再大幅降溫的可能性已低，因此，研判長短利差倒掛對此次循環的衝擊較有限。

美國經濟衰退機率持續下滑



資料來源：Bloomberg。

製造業已築底，利率倒掛的衝擊有限



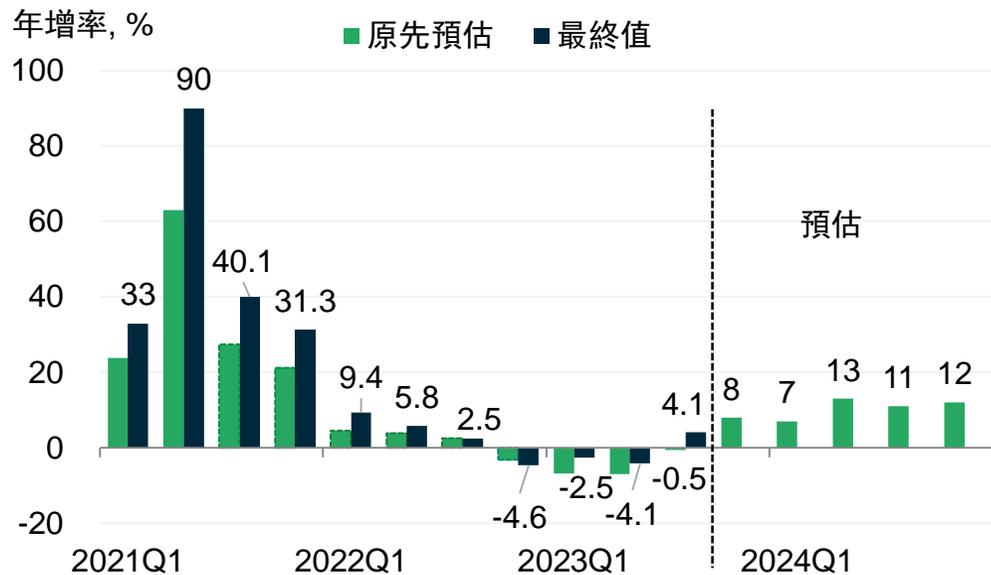
資料來源：Bloomberg。

股市(1): 企業獲利回升與評價相互拉鋸下, 股市維持大區間格局

自2021/6起, 隨疫情紅利消退後, 製造業便進入庫存調整階段, 企業獲利增速也自高點回落, 甚至一度呈現連3季衰退的窘境。不過, 透過降價、減產等一連串的動作, 加上AI熱潮的再起, 企業的庫存已回到合理的水位, 甚至開始有急單的需求, 也帶動2023Q3的企業獲利首度重回正成長, 展望未來, 預期NB、手機等換機潮再起, 提供企業獲利有雙位數成長的可能, 讓股市下方具有基本面的支撐。

不過, 高利的環境下, 對股市評價的壓力卻是不可避免, 在合理的情況下, 美股本益比可能介於17-19倍間, 預估標普500指數呈現大區間格局。不過, 若利率進一步滑落, 評價上升, 標普500有機會再度走高。

標普500企業獲利重回成長軌道



資料來源: Bloomberg, Factset.

獲利與利率相互拉鋸

EPS Growth (%) \ P/E (倍)	17	18	19	20	21
15	4500	4750	5050	5300	5550
10	4300	4550	4800	5050	5300
5	4100	4350	4600	4850	5050
0	3900	4150	4350	4600	4850
-5	3700	3950	4150	4350	4600

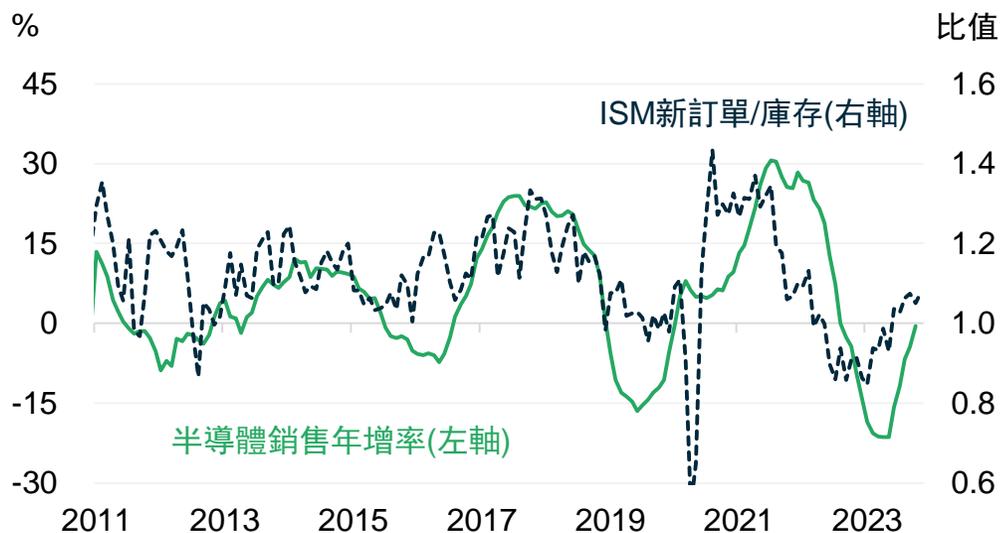
註: 數值為指數目標價, 估算公式為2023年EPS*2024年成長率*P/E。
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

股市(2)：庫存調整近尾聲, AI不再是一枝獨秀

歷經2年多來的庫存調整, 目前已來到尾聲, 雖然ISM製造業指數已連續13個月低於榮枯線之下, 但新訂單/庫存比已連續6個月回到1之上。此外, 全球半導體銷售規模來看, 已從先前的低點每月400億美元, 回升至460億美元附近, 就年增率來看, 目前幾乎已持平, 後續更有望重回正成長軌道。

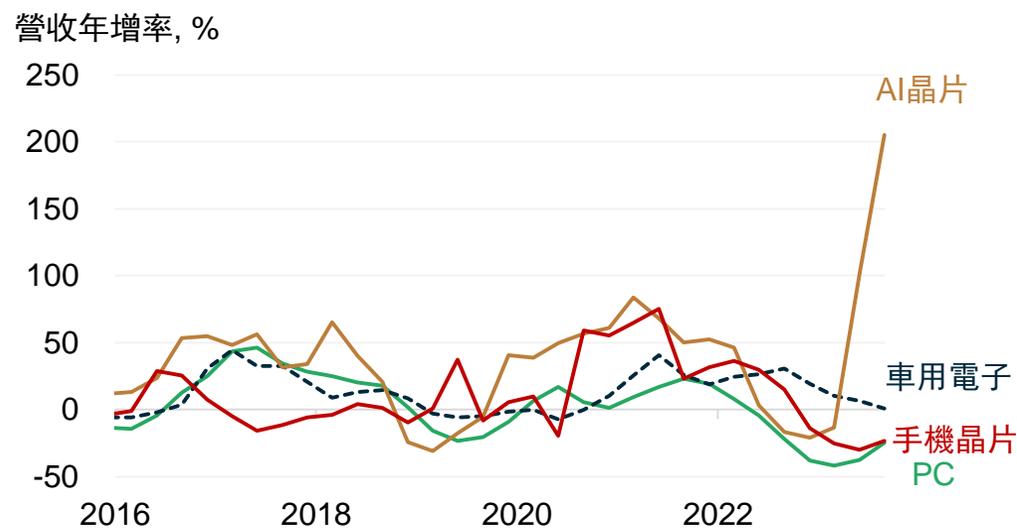
AI熱潮的興起, 在2023年可謂是一枝獨秀, **展望2024年, PC、手機產業可望因庫存去化及AI PC逐步推廣下, 銷量將進一步回溫。**不過, 汽車電子正從銷售的高峰逐步降溫, 未來漲勢將較為疲弱。

庫存調整近尾聲, 帶動半導體需求回升



資料來源: Bloomberg。

消費性電子可望落底回溫



註: AI晶片指輝達, 車用電子包括安森美與意法半導體, PC組件包括英特爾、美光、威騰。
手機晶片指高通與聯發科營收。

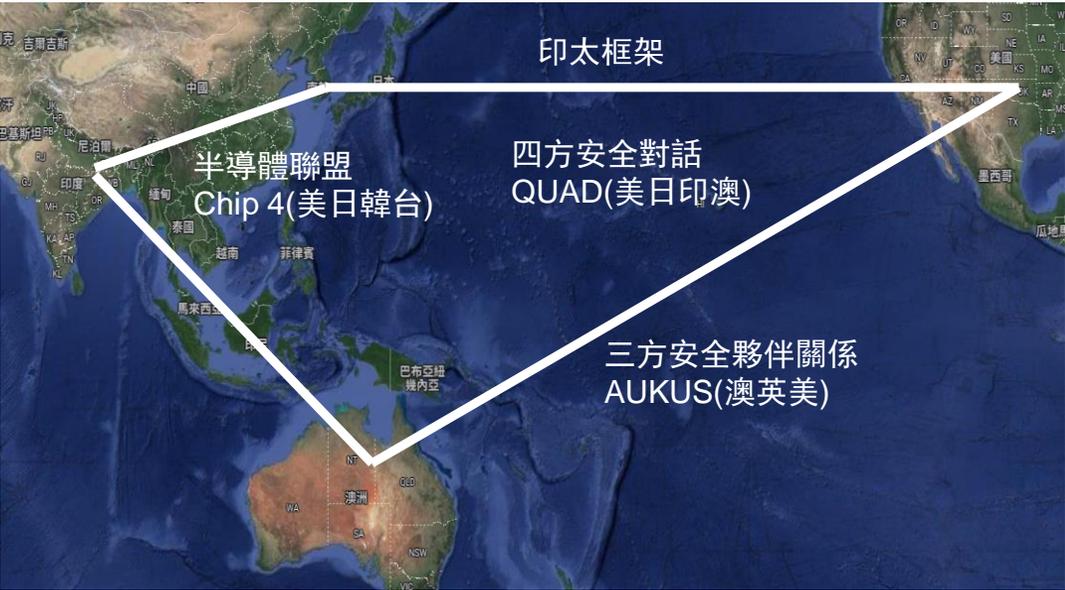
資料來源: Bloomberg。

股市(3)：“中國+1”框架下，印日台成為區域分散首選

因應供應鏈安全的議題興起，加上美中持續對抗下，產業加速分散布局，並逐步撤離中國。根據最新統計，2023Q3中國的外國直接投資金額不增反減，甚至衰退118億美元，為史上首見。

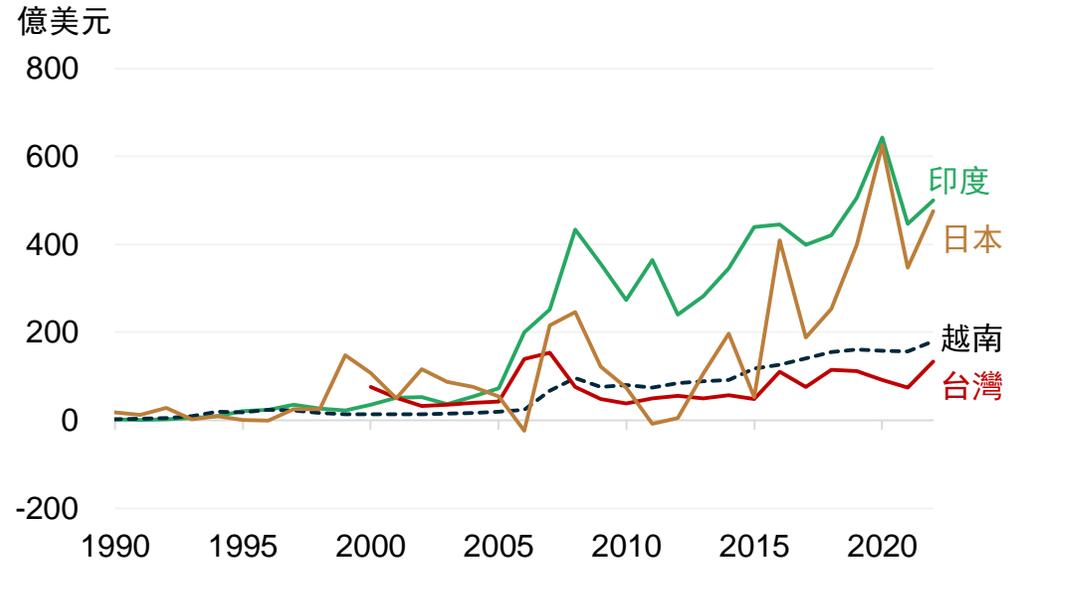
另一方面，中國以外的市場，則成為企業分散的選擇，包括日本、印度、台灣、越南，其直接投資持續拉高。例如研調機構已指出，蘋果將持續拉高在印度生產手機的比重，可能從2023年的12-14%，進一步提升至20-25%，突顯全球供應鏈加速轉移的狀況。

拜登政府的合縱連橫政策，是風險也是機會



資料來源：谷歌地圖。

印日台越吸引資金進駐，外國直接投資不斷攀高



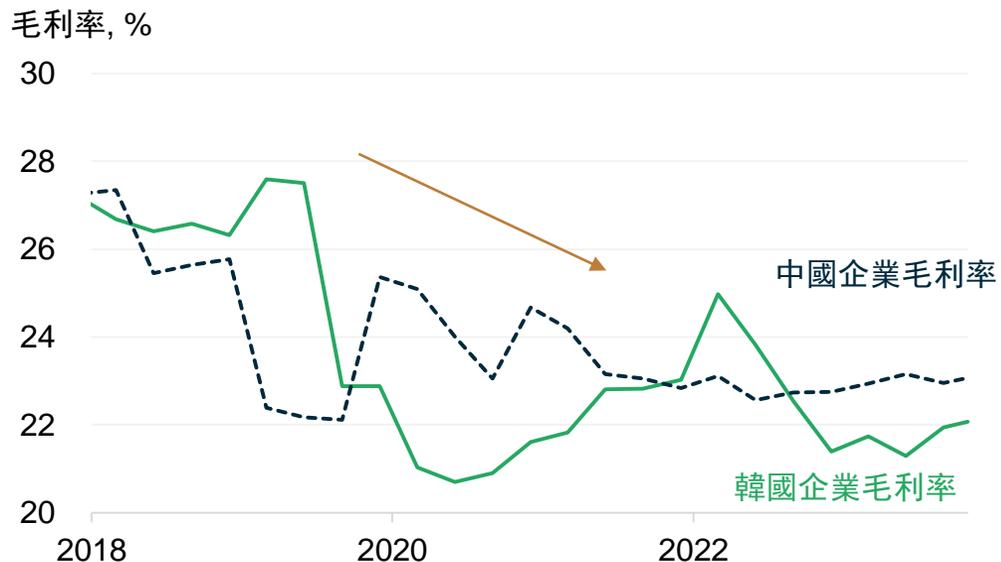
資料來源：Bloomberg。

策略聯盟框架下，台日企業體質已有結構性的改變

美國從2018年開始對中國的科技業進行管制，從單點打擊逐步擴大至全面封鎖。對中國企業而言，為求生存，往往只能降價求售，同時疫情下的封控政策，導致需求大幅萎縮，使企業經營更具有挑戰，從毛利率的趨勢來看，目前仍在走下降循環。韓國雖加入半導體聯盟，但記憶體、面板等產業，與中國有高度重疊，難逃削價競爭壓力。

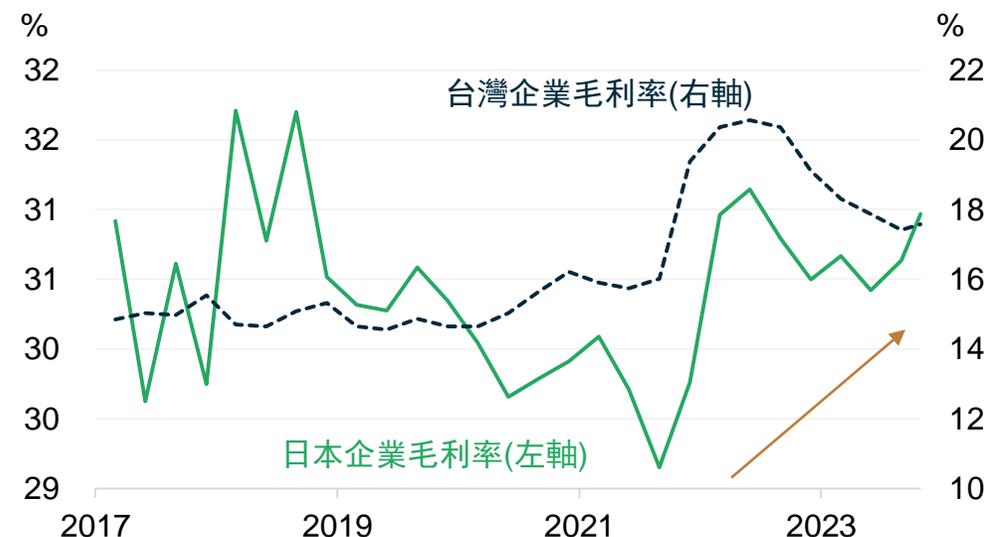
另一方面，企業因應“中國+1”之際，印度、越南成為勞動紅利的替代選擇。台日則在策略聯盟下，擴大技術交流，帶動兩國企業體質的提升。例如，台積電去日本興建半導體代工廠，而信越化學也首度在日本以外的台灣生產EUV的光阻劑。

中美對抗下，中國企業體質持續惡化



註：中國企業毛利率指MSCI China指數，韓國則是指Kospi指數。
資料來源：Bloomberg。

策略聯盟下，台日企業體質明顯提升



註：台灣企業毛利率指TWSE指數，日本則是指Nikkei 225指數。
資料來源：Bloomberg。

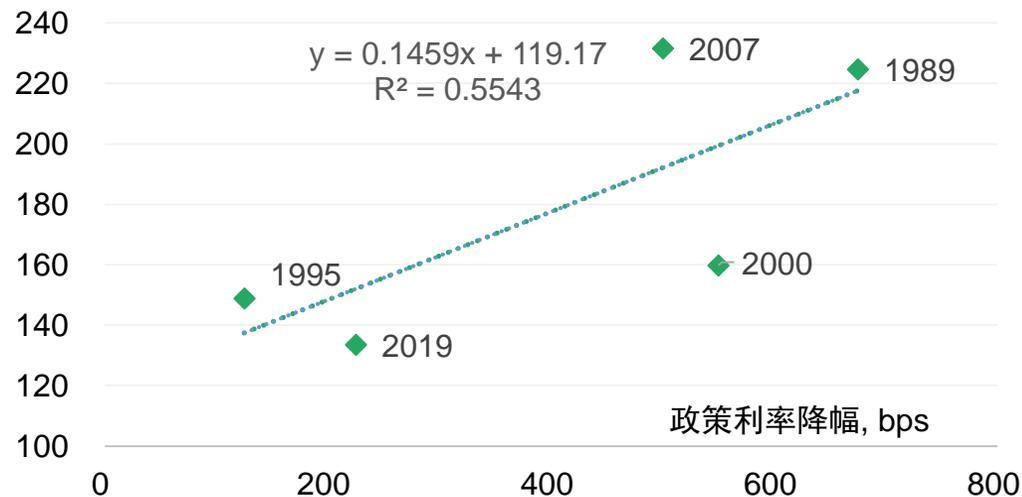
債市：通膨降溫與貨幣政策轉折，美國公債殖利率長線偏下

隨通膨降溫，無論是核心CPI或是PCE，都呈現放緩的態勢。近期，西德州原油回落至每桶70美元，通膨預期更是降至3年來新低，也促使美國10年公債殖利率快速跌破4%的關卡。

至於貨幣政策而言，就過去的經驗來看，一旦降息循環啟動，美國10年期公債殖利率更是易下難上。若聯準會2024年有3-4碼的降息空間，預期美國10年期公債殖利率進一步走低。

降息啟動，有助公債利率偏下

10年公債殖利率降幅, bps



資料來源：Bloomberg。

通膨預期不斷走低，支持貨幣政策轉向寬鬆



註：通膨預期指美國5年期平衡通貨膨脹率。
資料來源：Bloomberg。

留意短期市場有過度反應降息之嫌

12月聯準會點陣圖有所下調，進一步提高降息可能，但市場已有過度反應此利多之嫌。以聯邦利率期貨來看，預估2024年政策利率將下降至4.0%(隱含6碼)，遠高於點陣圖目標。

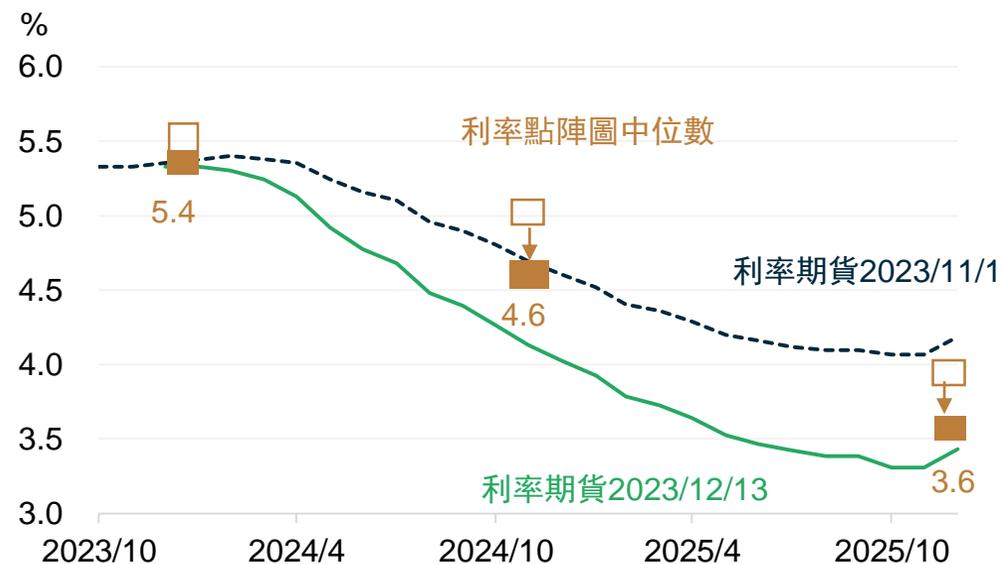
就公債殖利率表現來看，2年期公債殖利率與政策利率高度連結，目前波段降幅為83個基點，可能反應未來有3-4碼降息幅度，但10年期公債殖利率卻下降了108個基點，不排除長債利率已提前反應2025年的降息空間。

10年債利率已大幅反應未來降息利多



資料來源：Bloomberg。

市場降息幅度預期, 仍超出聯準會目標



註：虛框為2023/9點陣圖，實框為2023/12點陣圖。
資料來源：Bloomberg。

匯市(1): 歐美政策節奏差異主導利差走向, 牽引美元指數長線偏弱

基本面：美歐CPI皆過高位，但兩大經濟體的通膨循環有先後之分，美國通膨循環領先歐元區，鑒於通膨仍是美歐央行的主要焦點，因此美歐經濟體的通膨先後趨緩，也將主導政策轉鬆的節奏。

美元匯價：1)短線而言，美元雖重貶，但因為歐元區數據現階段仍較疲弱，因此短線走勢可能轉向震盪。2)長線而言，**美歐貨幣政策節奏有先後差異(聯準會稱討論降息、ECB則稱未討論降息)**，將牽引美元長線偏貶(歐元偏升)，惟後續降息預期若隨市況改變，將會增添匯價波動。

長線而言，歐美政策節奏差異主導利差走向, 牽引美元指數長線偏弱



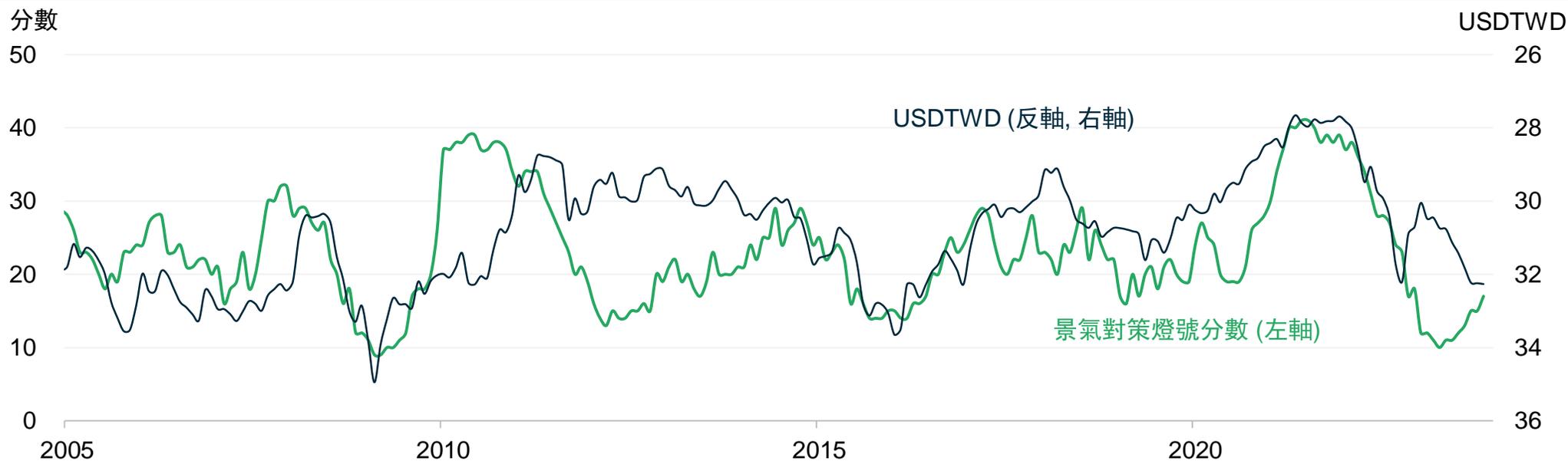
資料來源：Bloomberg。

匯市(2)：景氣築底回升, 基本面有利台幣匯價, 但留意大選不確定性上升

基本面：國內通膨雖緩步回降, 但現階段仍在2%之上；另一方面, 美歐主要央行大幅升息之累積效應持續發酵, 且中國經濟疲弱, 台灣現階段處於等待景氣漸趨好轉的階段。

匯價：1)長線而言, 基本面逐步改善, 將有利匯價回升, Fed升息屆頂, 對台幣的壓抑也將逐漸減輕；2)短線而言, 美國CPI激勵雜幣漲勢, 並帶動台幣大漲, 後續台幣短線可能於季線至半年線間擺盪, 留意台灣選後的政治局勢。

景氣燈號築底回升中, 有利台幣長線止貶回升



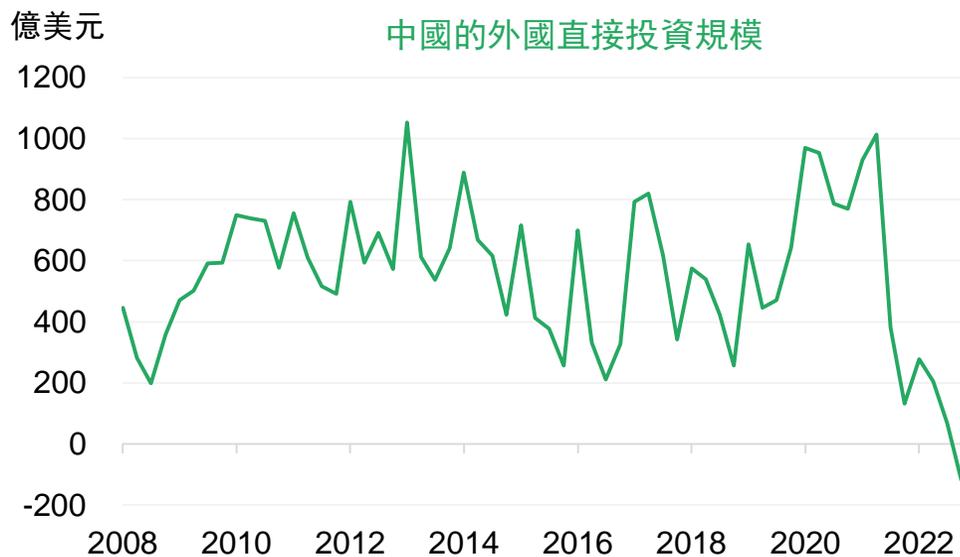
資料來源：Bloomberg。

風險(1): 中國經濟成長放緩

隨製造業庫存調整近尾聲，各國製造業指數均有落底回升的跡象，不過，**中美角力對抗下，外資加速撤離中國，不排除中國經濟的下滑壓力超乎預期。**根據統計，中國2023Q3的外國直接投資為負118億美元，為有紀錄以來首度流出，突顯中國經濟的風險。

另外，受到先前疫情封控影響，中國經濟成長明顯放緩，民眾的荷包也首當其衝，使得消費狀況明顯下降。以中國手機出貨狀況來看，目前單季已跌7000萬支，全年不及3億支，這恐衝擊未來庫存的回補力道。

外商加速撤離中國的投資，留意對中國經濟的衝擊



資料來源: Bloomberg。

中國手機出貨量放緩，衝擊補庫存行情



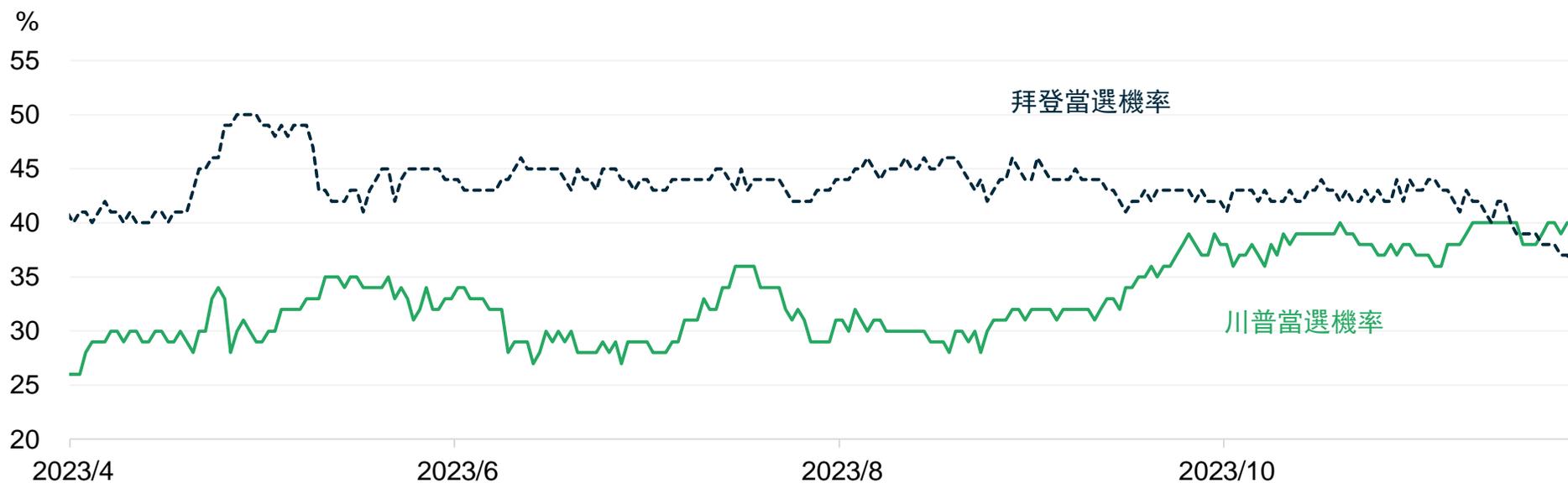
資料來源: Statista。

風險(2)：地緣政治風險的升溫

自2016年川普當選以來，開啟全球保護主義大門，拜登上台後，雖沒有進一步加大關稅力度，但卻採取合縱連橫政策，包括建立四方安全對話、三方安全伙伴關係及半導體聯盟等，使美中對抗情勢升溫。

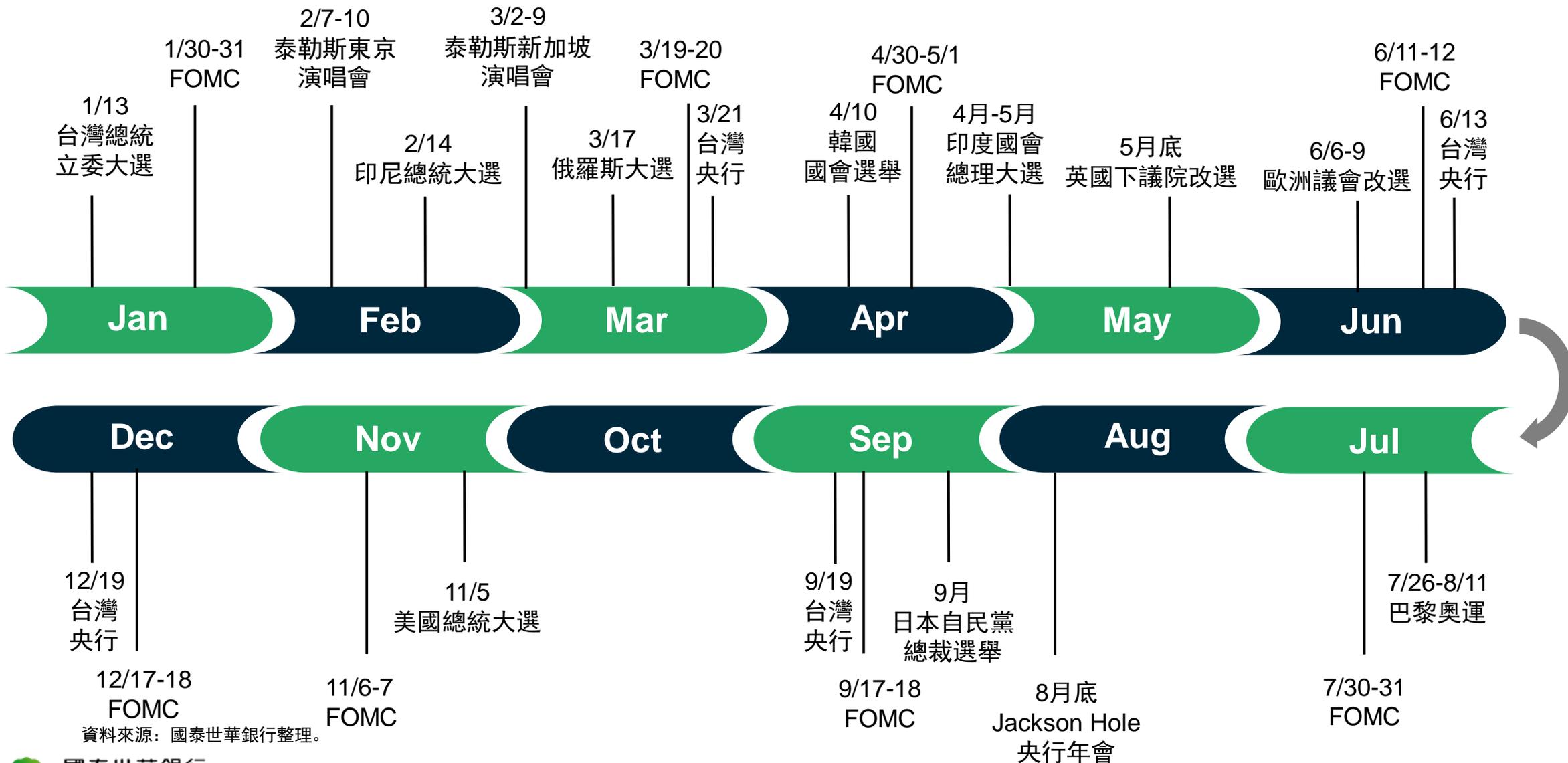
2024年美國將面臨總統大選，以最新民調來看，川普當選美國總統機率攀高，這可能讓激進的保護主義再度興起。就過去的經驗來看，全球的政治、經濟、股市，更難以捉摸。

2024年美國總統大選民調



資料來源：Bloomberg。

附件 2024年重大事件行事曆



資料來源：國泰世華銀行整理。

個別市場

日本 總經環境發生結構性改變, 日本經濟體質逐漸好轉

美科技角力下, 帶動日本半導體業地位大幅提升, 加上寬鬆貨幣政策加持, 讓日本經濟出現結構性的改變。2023Q3短觀景氣指數中, 非製造業信心創新高、製造業信心也連2季揚升; 截至2024年3月底的財務預測中, 所有大型企業的資本支出上修至13.6%, 同時2023Q2的產出缺口已收斂至-0.07%, 並有望在Q3轉正。種種利多因子下, 支持日本經濟展望正向發展。

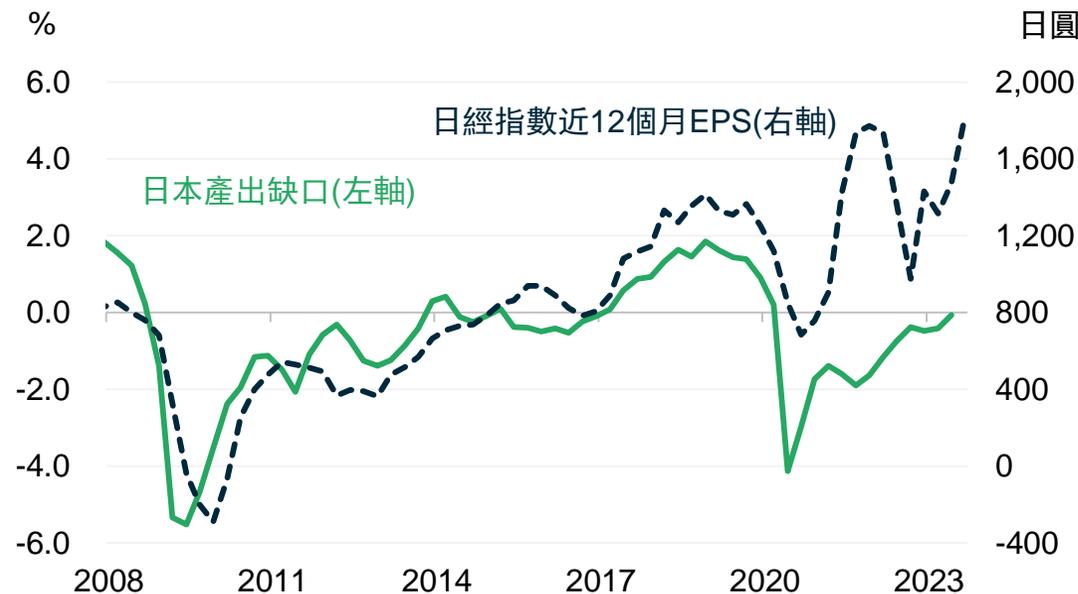
在經歷30年的衰退後, 雖日本經濟環境開始好轉, 長期的通縮環境轉變為穩定的通膨成長, 同時薪資收入也逐漸改善, 2023/3春鬥平均加薪3.58%, 更創20年來新高, 而目前實質薪資也已呈現穩定的正增長。

結構性改變：通縮轉為通膨, 收入穩定成長



資料來源: Bloomberg。

產出缺口改善有利獲利成長



資料來源: Bloomberg。

日本 高市佔率為利器, 佔據半導體產能關鍵

半導體產業：半導體邁入3奈米量產時代，電晶體的大小逼近奈米尺度，要如何製作出更迷你、效能更高、能短時間量產的下一代元件，是半導體產業近年來最棘手的問題。要想突破先進製程技術，空有IC設計或晶圓代工技術只是紙上談兵，需要上、中、下游廠商技術同步突破方可達成。過去不被重視的原料、設備、封裝技術，轉眼成為最炙手可熱、供不應求的明日之星。

重返國際舞台：中美科技角力突顯半導體供應鏈與地緣政治風險關聯，讓握有關鍵原物料和技術的日本獲得重返國際舞台的機會。為提升經濟安全與避免晶片斷鏈，日本政府拉攏半導體業者赴日設廠，祭出巨額補貼。除了台積電外，日本也爭取到美光、三星電子和力晶電赴日投資，並協助日本新創半導體業者Rapidus在北海道興建2奈米晶片廠。

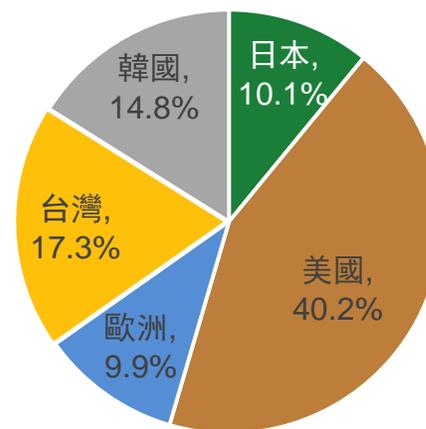
先進製程倚靠整個半導體產業鏈的技術突破



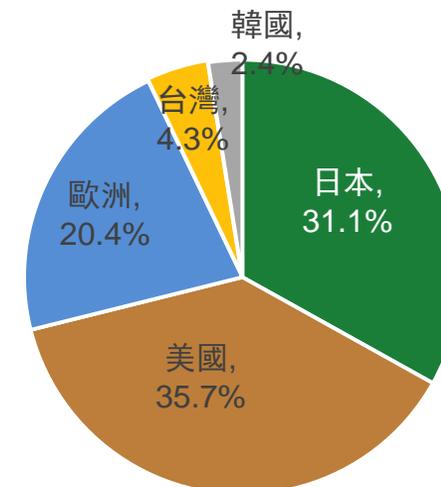
資料來源：國泰世華銀行整理。

從既有優勢切入國際市場, 擴大市場份額

半導體產供應鏈市佔率



全球半導體設備/原料市佔率



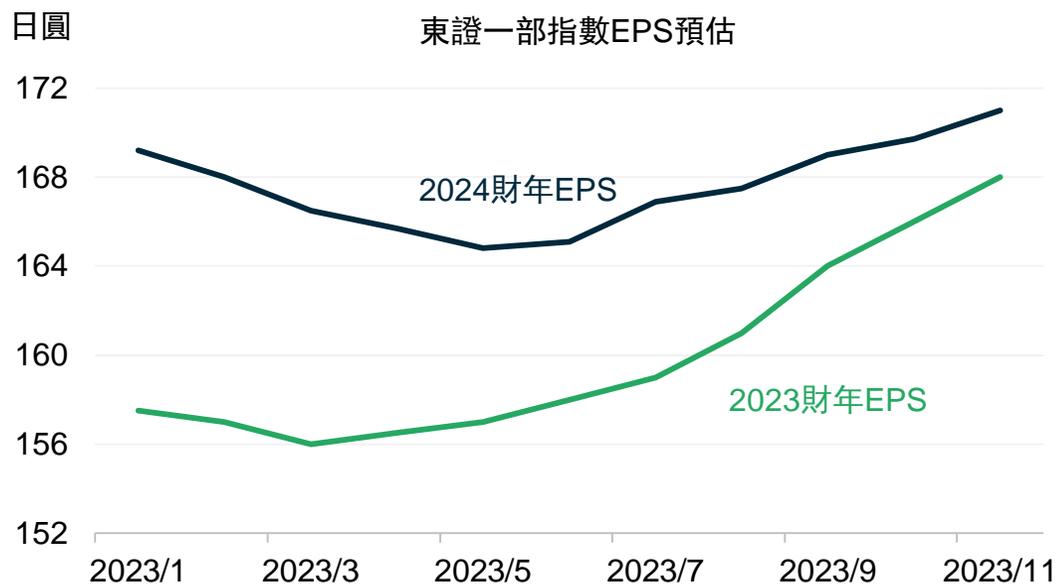
資料來源：Digitimes Research, 截至2022年底。

日本 企業獲利成長超出預期, 基本面逐漸走強支撐日股下檔空間

2023年以來, 日本企業獲利已展現強勁的動能, 日本東證一部指數超過51%的公司財報表現超出市場預期, 2023Q2年淨利年增率由先前預估的9%上調至17%。年度展望上, 2023財年EPS預估將成長12%, 2024財年可望再成長7%。

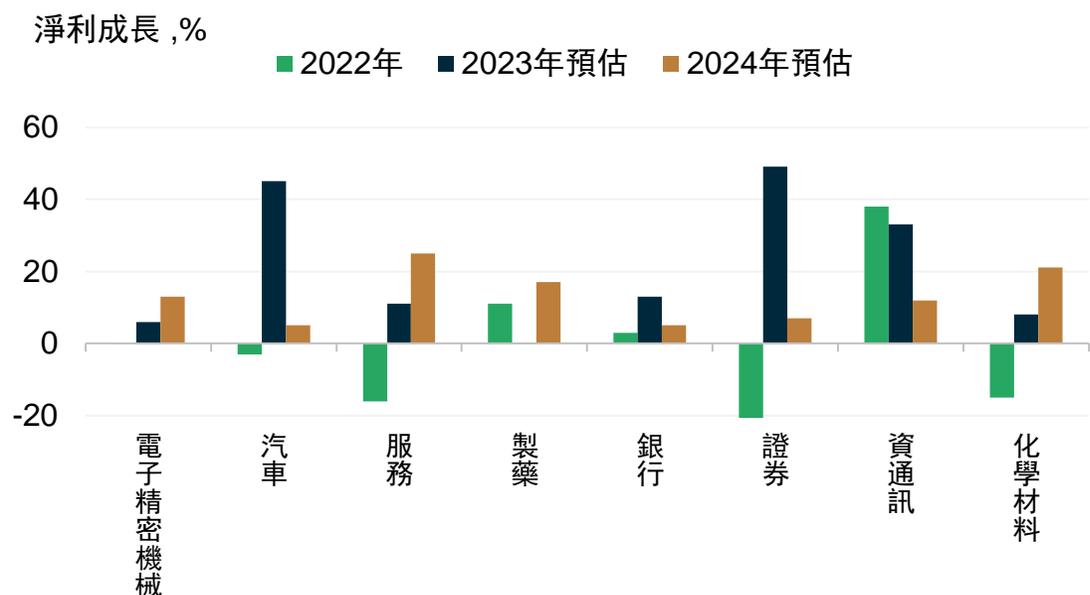
在景氣持續復甦下, 成長動能將由景氣循環週期中的復甦產業帶動, 例如電子精密機械、汽車與零件、服務與零售、化學材料等產業帶動利潤增加。展望2024年日本股市: **在基本面走強、半導體供應鏈移轉、企業治理改革計畫推行等因素下, 看好2024年日股成長強勁。**

企業財報超出預期, 預計將持續成長



註: 年份採用日本財政年度: 當年4/1-隔年3/31。
資料來源: Bloomberg及其預估。

擺脫衰退週期, 看好各產業獲利持續成長



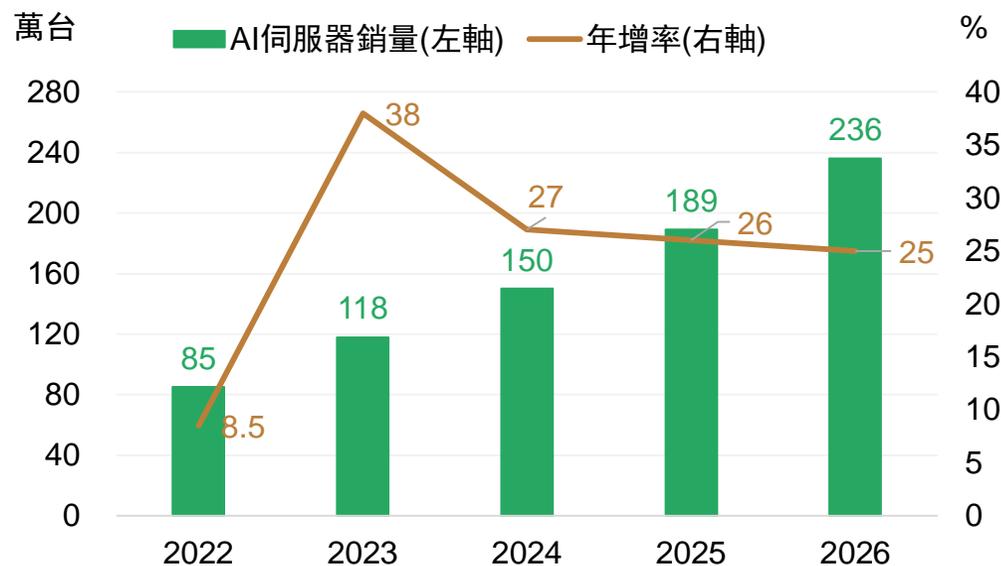
註: 年份採用日本財政年度: 當年4/1-隔年3/31。
資料來源: Bloomberg, 高盛預估。

科技 AI長線成長性仍高, 循環性零組件將大幅反彈

ChatGPT已問市一周年, 生成式AI成為各大雲端業者競相投資的項目, 而AI伺服器成為不可或缺的工具。根據統計, 2023年的AI伺服器出貨量將成長38%, 且往後數年仍保有20%的增速。

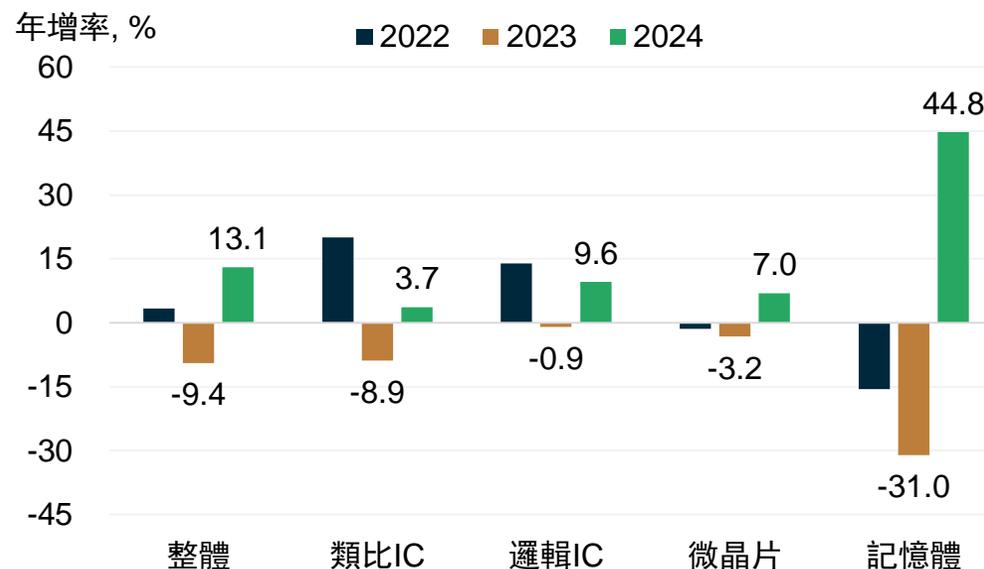
展望2024年, 庫存調整近尾聲, 預估2024年的半導體銷售規模有望重回正成長, 年增率達13.1%。以個別產業來看, 記憶體受到各廠商減產影響, 加上換機潮再起, 預估在明年將有報復性的成長, 增速高達44%。

AI仍將保持高速成長



資料來源: Bloomberg。

記憶體預估有爆發性的成長



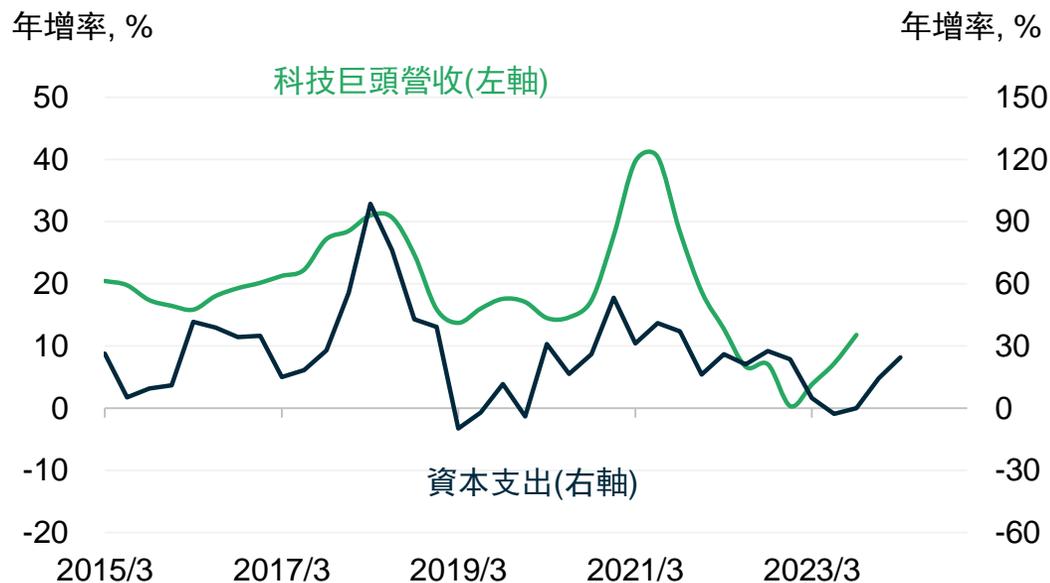
資料來源: 世界半導體協會。

科技 資本支出將帶動營收成長, 科技龍頭評價仍將受殖利率影響

科技龍頭微軟、谷歌、亞馬遜、Meta Q3營收皆持續成長, 在看好生成式AI發展趨勢及雲端服務市場成長力道下, 各大廠預計拉高Q4到明年Q1資本支出金額, 除了採購更多的GPU(繪圖晶片)和AI伺服器之外, 也同步開發自家ASIC應用在AI平台, 更可達到客製化、節省成本及降低能耗等成效, 由於微軟在AI應用上已可透過Office365向企業用戶收費, 商業模式成熟, 將明顯受惠, 其他廠商也可望透過資本投資帶動明年營收成長。

7檔超級科技股雖然今年以來貢獻標普500指數85%漲幅, 不過評價面也受到殖利率高漲的制約, 未來除了有望受惠營收獲利成長加速而帶動股價進一步上揚外, 在殖利率下行階段, 也將因評價上揚及被動資金流入而走升。

科技巨頭資本支出, 有望帶動營收成長



註: 取蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、Meta等5家公司平均值。
資料來源: Bloomberg。

殖利率下行階段, 大型龍頭股受惠



註: 7檔科技龍頭包含蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、Meta、輝達、特斯拉等7家公司。
資料來源: Bloomberg。

台灣 基本面漸入佳境, AI帶動電子產業獲利成長

2023年由於歐美需求放緩，台灣製造業景氣低迷，各類股獲利衰退幅度皆在雙位數，僅金融股受惠利差擴大、防疫險理賠告一段落而呈現年增14.5%。台灣景氣對策訊號雖歷經連十藍，但預期接下來景氣有望開啟上行循環，帶動企業獲利成長，以整體**加權指數來說，獲利年增率可望達到19.7%，且呈現逐季走揚，加權指數可望挑戰歷史新高。**

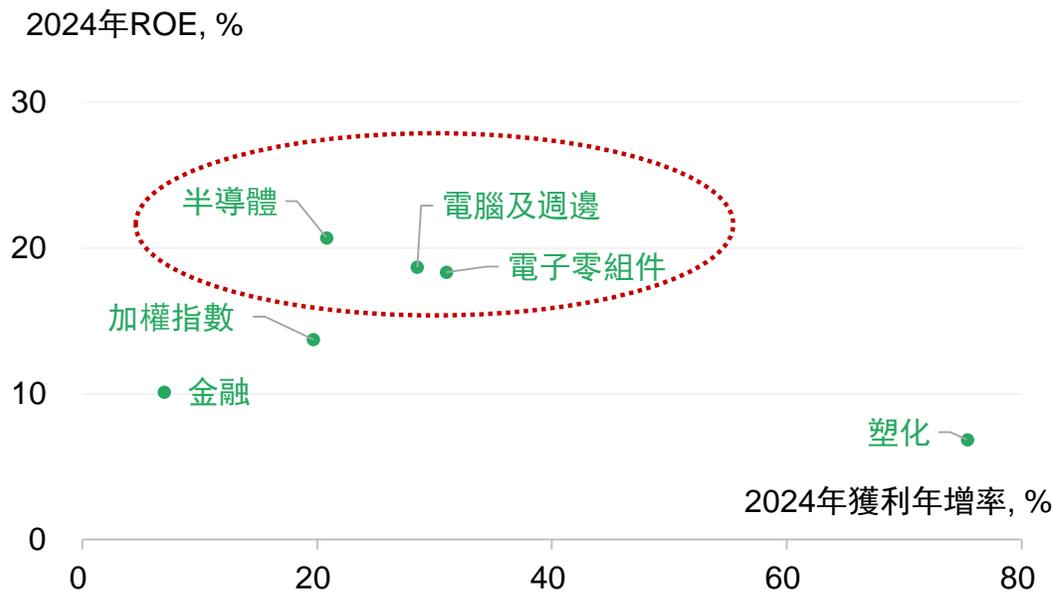
受惠AI需求大幅成長，不論是半導體、電子零組件、伺服器產業都明顯感受到AI相關訂單成長強勁，搭配NB、手機等消費性電子產品庫存觸底，2024年上半年訂單需求可望回溫，且電子各產業具備高ROE、高獲利成長性，仍為領軍台股上攻的重心。

台股企業獲利2024年起漸入佳境



資料來源：Bloomberg及其預估。

AI領軍，電子產業展望優於傳產、金融



資料來源：Bloomberg。

印度 內需加溫,「印度製造」漸成型,經濟可望持續成長

印度2023年製造業及服務業景氣皆維持擴張,主要是受惠政府為推動經濟疫後復甦以及產業轉型,採取較積極的財政政策,2023、2024財年預算赤字率分別達到6.3%、5.9%,支撐印度2023財年經濟成長率達6.9%,2024財年亦可望維持6.2%的高速成長。

莫迪政府對內取得高度民意支持,對外則積極強化國際合作,美日印澳的「四方安全會談」不僅是戰略合作的重要里程碑,也將「印度製造」在全球供應鏈的重要性進一步提升,舉例而言,蘋果手機過去在中國進行代工組裝,而根據市場預估,到2024年全球iPhone將有近25%在印度生產,挾龐大的低廉勞動力的優勢,印度的投資機會將持續增加。

印度積極的財政政策支持經濟成長



資料來源: Bloomberg。

「印度製造」漸成型,代工蘋果手機比重躍升



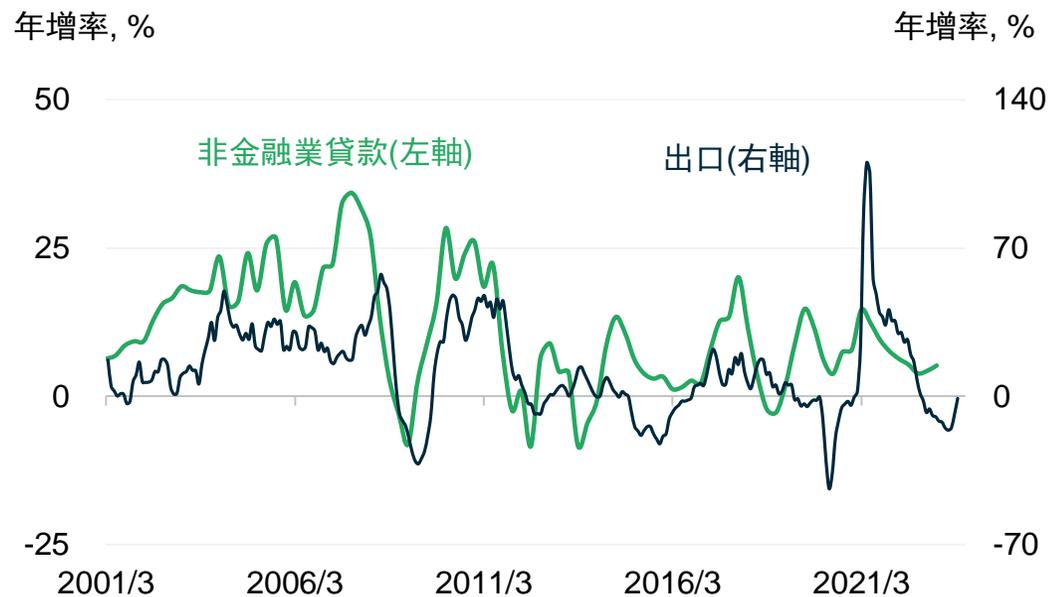
資料來源: 天風證券預估。

印度 通膨降溫, 貨幣政策轉鬆, 支持股市正向發展

印度由於景氣熱絡、通膨蠢蠢欲動, 加上聯準會連兩年大幅升息, 印度央行同步採取緊縮貨幣政策, 將政策利率由4.25%升至6.75%。緊縮貨幣政策對實體經濟有壓抑效果, 非金融業貸款增速下降, 出口年增率也因為歐美需求降溫, 自2021年中起快速下滑轉為負成長, 這對於股市而言將產生相當程度的壓抑。

幸而印度通膨自2023/9起明顯回落, 有望回到央行設定區間, 將有利印度央行結束緊縮政策, 2024年甚至有降息的空間。在經濟持續高成長, 資金環境由緊轉鬆下, 印度股市仍將正向發展。

緊縮貨幣政策下放款走降, 出口成長低迷



資料來源: Bloomberg。

通膨回落, 印度央行有望結束緊縮政策



資料來源: Bloomberg。

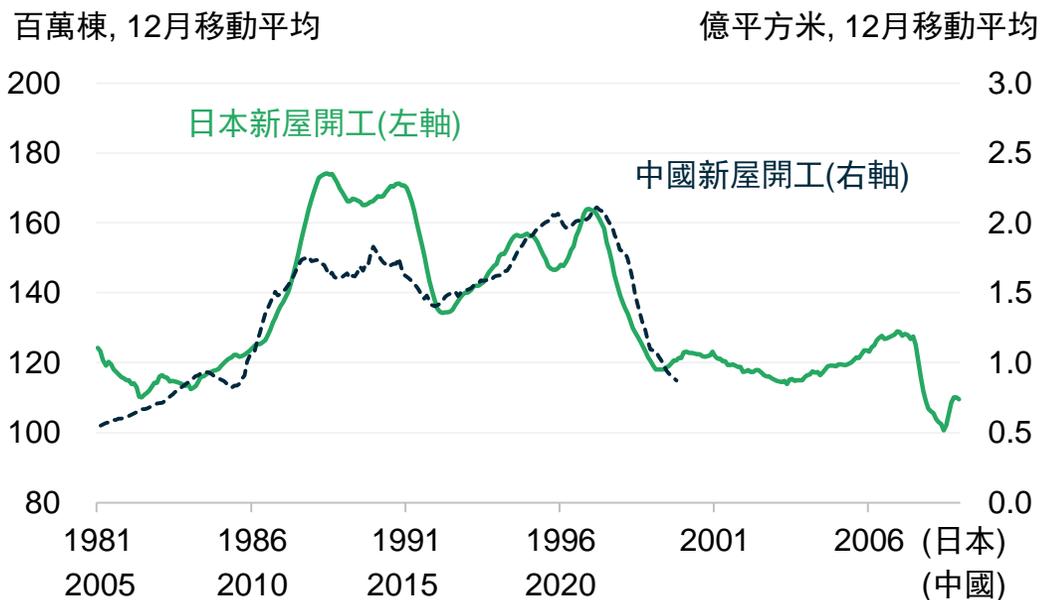
中國 結構性問題延續，資產負債表衰退陰霾籠罩

中國今年在數個結構問題出現挑戰，分別為：1)地產下行循環、2)民間債務壓力、3)地緣政治關係緊張，然而以上困境在2024年恐仍難以化解。

債務面：居民、企業、地方政府長期透過房地產增加槓桿，當人口老化、建商暴雷、經濟增速放緩等問題共同發酵時，民眾的錢包縮水、建商對於買地開案也特別謹慎，房地產的下行循環難以在短期扭轉，整體民間去槓桿的過程持續，資產負債表衰退的風險仍需留意。

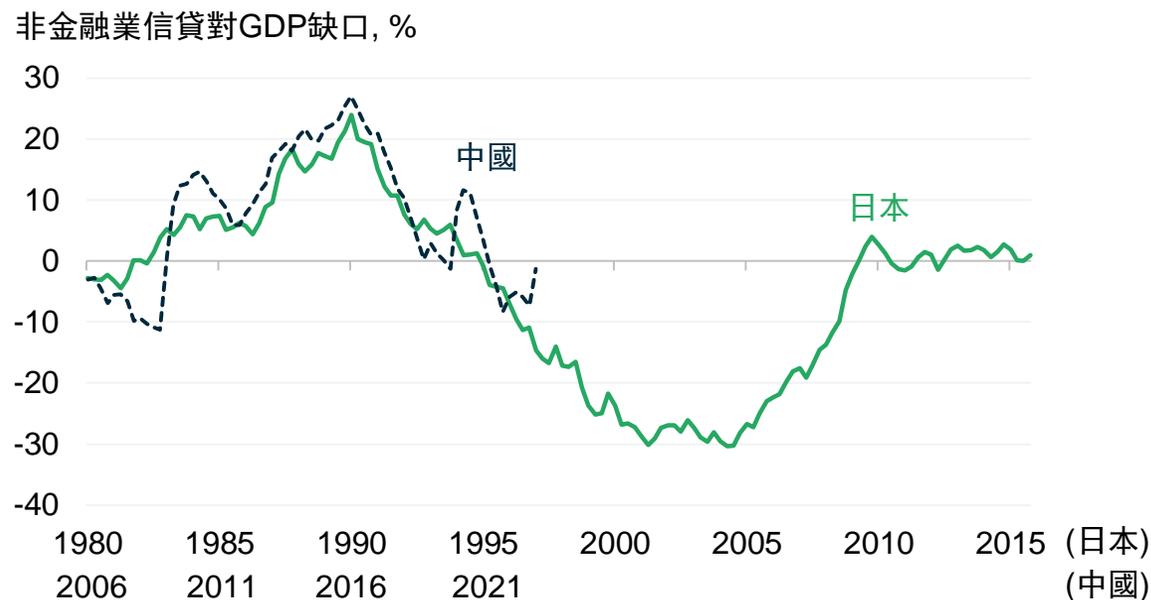
政治面：美中領導人睽違6年再度會面，短期地緣政治氛圍轉佳，不過雙方國策分歧狀況未能解決，高科技領域封鎖行動也將延續，加上中國對內經濟政策的不確定性高，地緣衝突與外資流出的利空料持續籠罩。

房地產下行循環持續，建商心態保守謹慎



資料來源：Bloomberg。

民間負債比率過高，去槓桿進程未見終點



註：非金融業信貸對GDP缺口為貸款金額對GDP比率減去長期趨勢，長期趨勢以時間序列HP濾波法計算，缺口越大越表示該國槓桿增加越快。

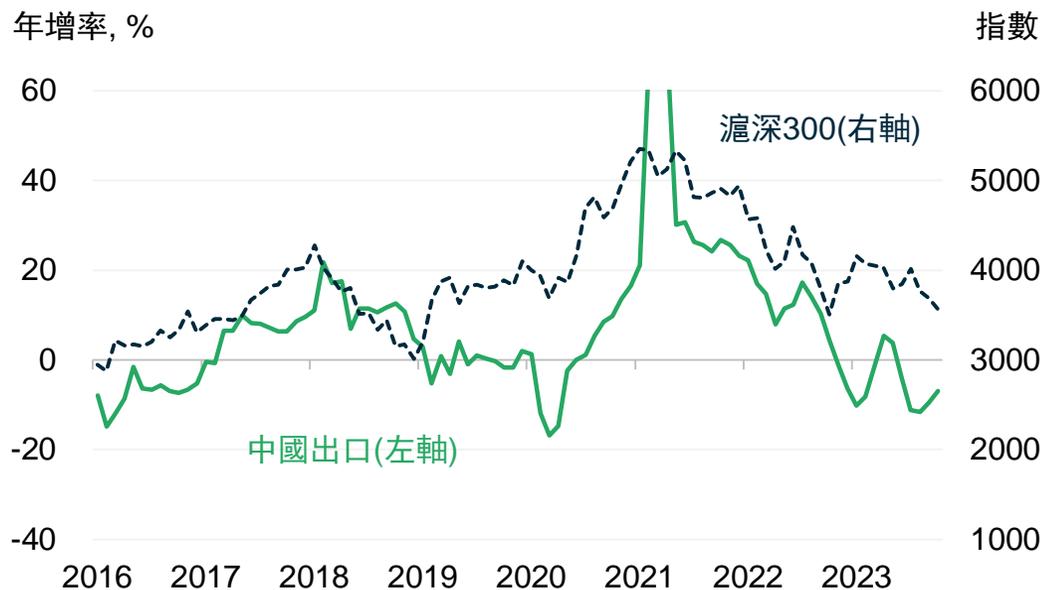
資料來源：Bloomberg, BIS。

中國 循環面改善提供大盤反彈契機，惟結構問題限縮上方空間

雖然中國經濟長期的結構性問題將抑制經濟成長動能，但是基期因素影響下，循環面諸多層面將有所改善，包含：1)製造業庫存去化效益顯現，出口增速重回正成長有利企業獲利；2)聯準會升息循環屆頂，美元長線趨貶，資金外流壓力稍獲喘息；3)特別國債象徵財政積極度提升，若2024年刺激規模進一步擴大，中央帶頭加槓桿將對景氣有明顯助益。

因此，對中國境內外股市而言，考量基本面循環較今年改善，本益比也處在歷年低位，研判2024年股市下方風險有限，隨著全球風險偏好上升，不排除出現2023年初的反彈行情，但囿於債務與地緣政治的困境難解，將會限縮基本面與大盤修復空間。

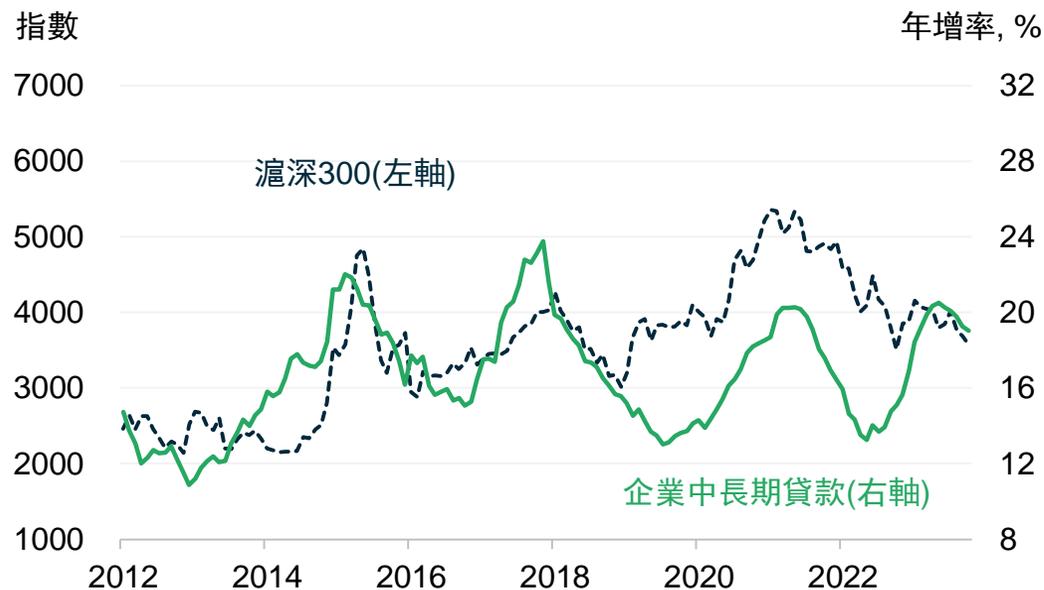
製造業庫存去化，出口增速有望重回正成長



註：出口取3個月移動平均。

資料來源：Wind。

企業信心不足，結構問題限縮上方空間



資料來源：Bloomberg。

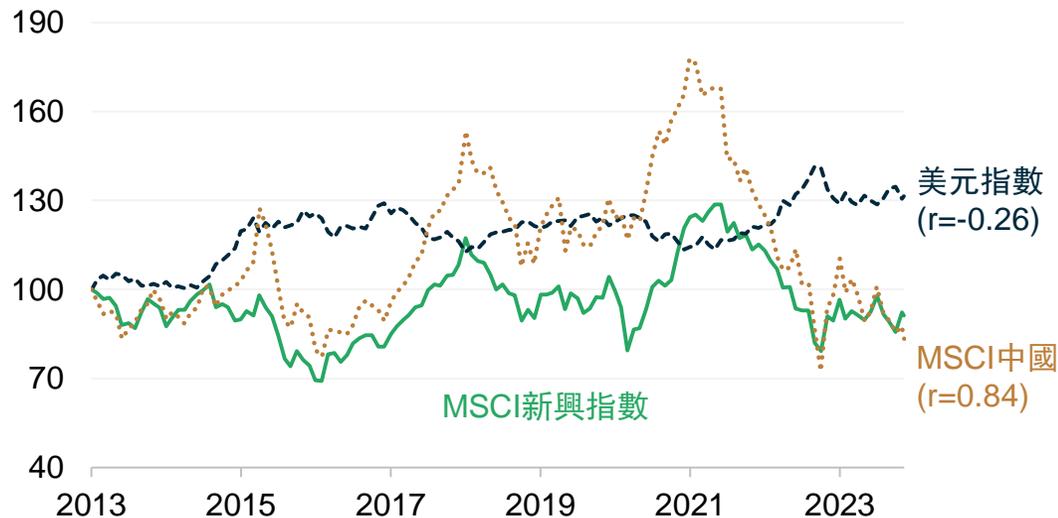
新興 新興市場走勢延續分歧，中國外新興股市料受益半導體復甦趨勢

美國通膨與景氣降溫，降息期待驅使美元趨貶，過往美元下行時期常見資金青睞新興市場資產，不過相較於匯價走勢，全球乃至於個別國家的景氣循環位置更為關鍵，囿於**中國深陷流動性陷阱，中國股市對整體新興市場股市的拖累恐延續至2024年，新興指數表現料落後成熟市場。**

儘管整體指數上方存在壓力，但在中國外的新興市場股市，如印度、台灣將有表現空間，一來全球製造業與半導體循環從底部向上，庫存逐漸回到正常水平，需求也緩步復甦，資通訊產品帶動出口回到正成長，支撐企業獲利表現，二來友岸外包的長期趨勢下，市場資金也會優先青睞貿易與經濟環境相對穩健地區。總結而言，**中國與中國以外新興市場走勢分歧的情況將延續至明年，景氣循環上行的台、印等國股市將更具優勢。**

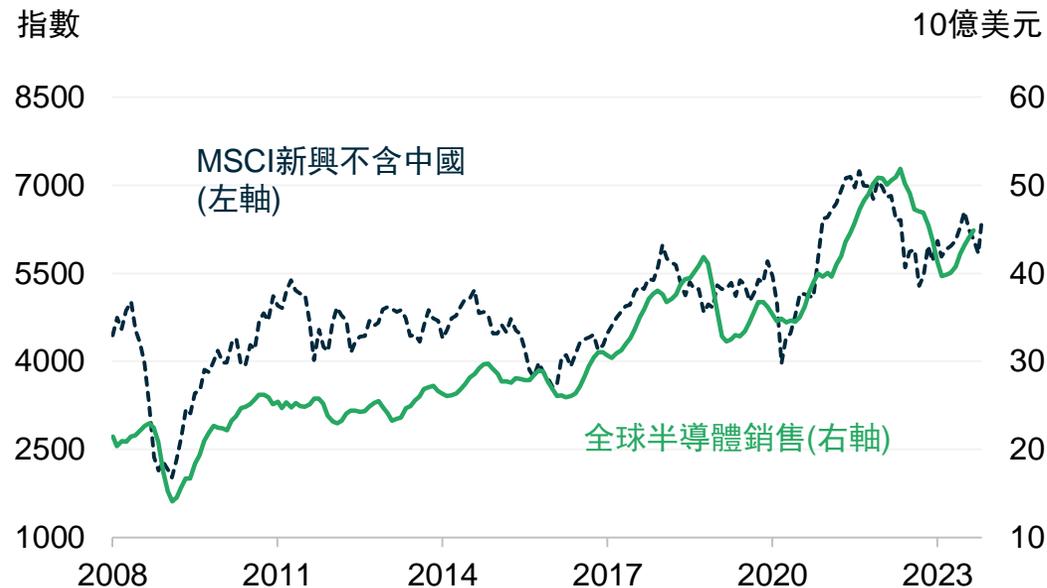
整體新興股市2024年恐持續受中國市場拖累

指數, 以2013/1=100標準化



註：r是該指數與MSCI新興市場指數2013至今的月資料相關係數。
資料來源：Bloomberg。

半導體循環復甦支撐中國外新興市場走勢



資料來源：Bloomberg。

債市 鎖定高利環境尾聲，搭配上以投等債為主，非投等債為輔

美國通膨水準依舊偏高，即使聯準會啟動降息，但降幅不若以往，公司債殖利率也將維持在相對高點。

相較於歷史上數次升息後信用利差大幅地擴大，本次Fed於2022/2至今狂升21碼後，企業信用利差並未明顯走擴，主因美國經濟持續展現韌性，失業率偏低，讓市場預期大幅衰退的機率不大。但在高利環境下，未來企業仍舊面臨更大的運營壓力：融資成本增加、違約風險有機率再升高。

在債種選擇上，現金流、營收穩定的企業所發行的投資等級債波動幅度較小、風險更低；而對於風險承受度高的投資人而言，如欲鎖定更高息收，可適度投入非投等債，但須留意違約率將高於投等債，配置上以投資等級債為主，非投等債為輔。

把握高利環境尾聲布債



資料來源：Bloomberg及其預估。

美國經濟強韌，信用債利差波動不如以往劇烈



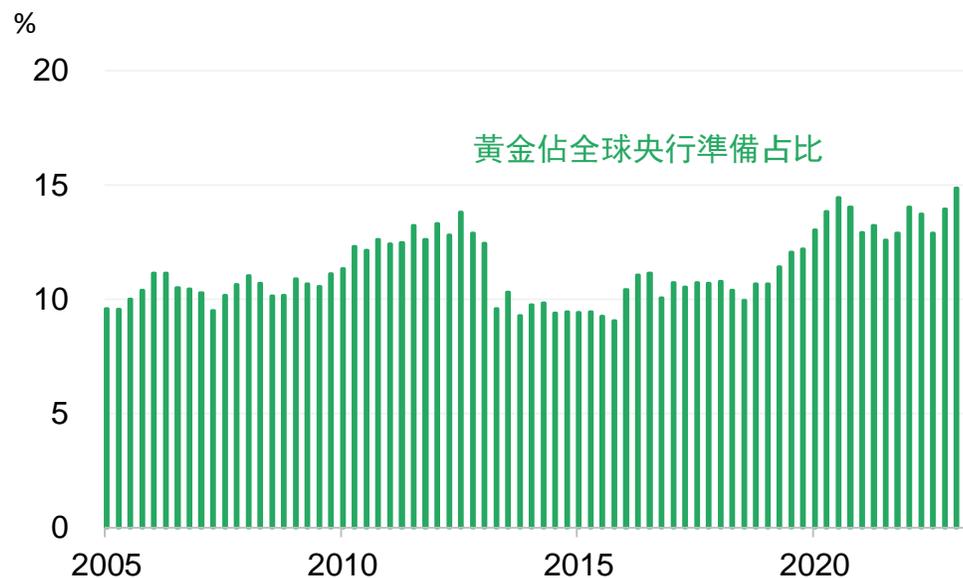
資料來源：Bloomberg。

黃金 美國貨幣政策利空隨時間降溫，聯準會進入升息循環尾聲將有利金價表現

自貿易戰以來，美中衝突不穩，加上俄烏戰爭接踵而至，國際政治不穩定下，黃金佔央行的儲備比重維持上升態勢，這也給予金價實質買盤的支撐，使得殖利率走升對金價影響不若過往。

短線金價雖因中東地緣衝突鬆弛不定而上下波動加劇；但長線而言，由於Fed升息循環將屆尾聲，美國雙率強勁漲勢不易重現，因此將有利金價後續表現。

貿易戰以來，央行的黃金準備佔比維持高位



資料來源：Bloomberg。

美債殖利率對金價衝擊影響不若以往



資料來源：Bloomberg。

石油 油價區間震盪，關注產油國的角力競賽

繼俄烏衝突之後，以巴軍事衝突的爆發，也讓國際油價出現一波的漲勢，不過，隨著地緣風險淡化，加上全球經濟動能放緩，能源需求不如預期，讓油價又自高點回落，所幸，OPEC力推減產，讓油價獲得一定支撐。

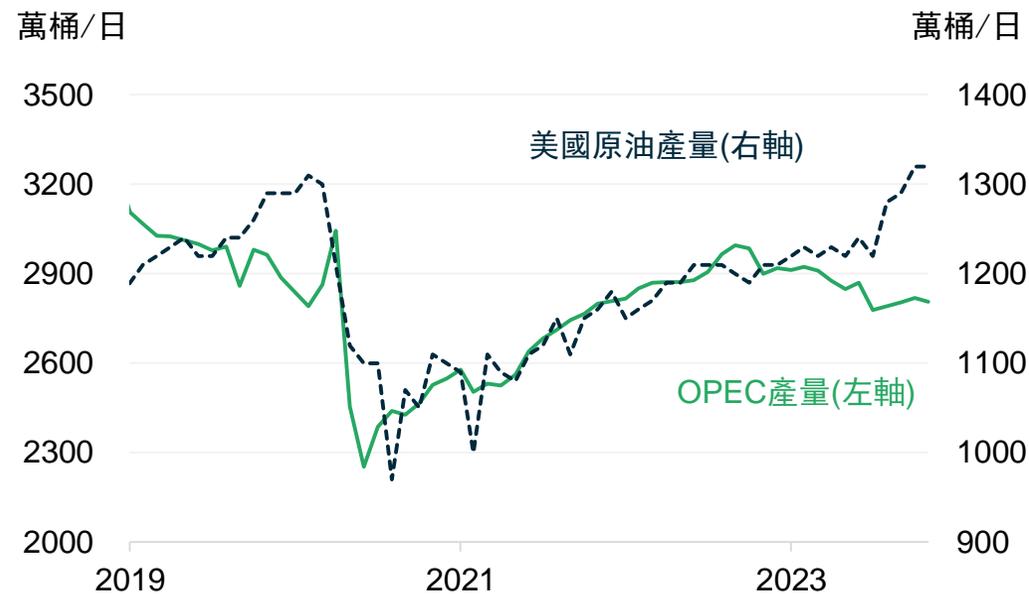
展望2024年，OPEC國家為維持財政收入平衡，在必要時仍將推出減產協議，避免油價過低，同時，頁岩油技術提升下，美國原油產量仍將小幅上升，預期整體油市供需仍趨向平衡，西德州原油大致呈現區間震盪格局。

供需趨向均衡，油價區間震盪



資料來源：Bloomberg, 美國能源署EIA預估。

OPEC減產與美國增產持續相互拉鋸



資料來源：Bloomberg。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相抵觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1

TEL: 8722-6666