



關於2024年 全球經濟與市場的幾點猜想

黃雍漢

2023年12月26日

 元大投顧 *Yuanta Investment Consulting*

《本資料僅供內部訓練參考》

講題大綱

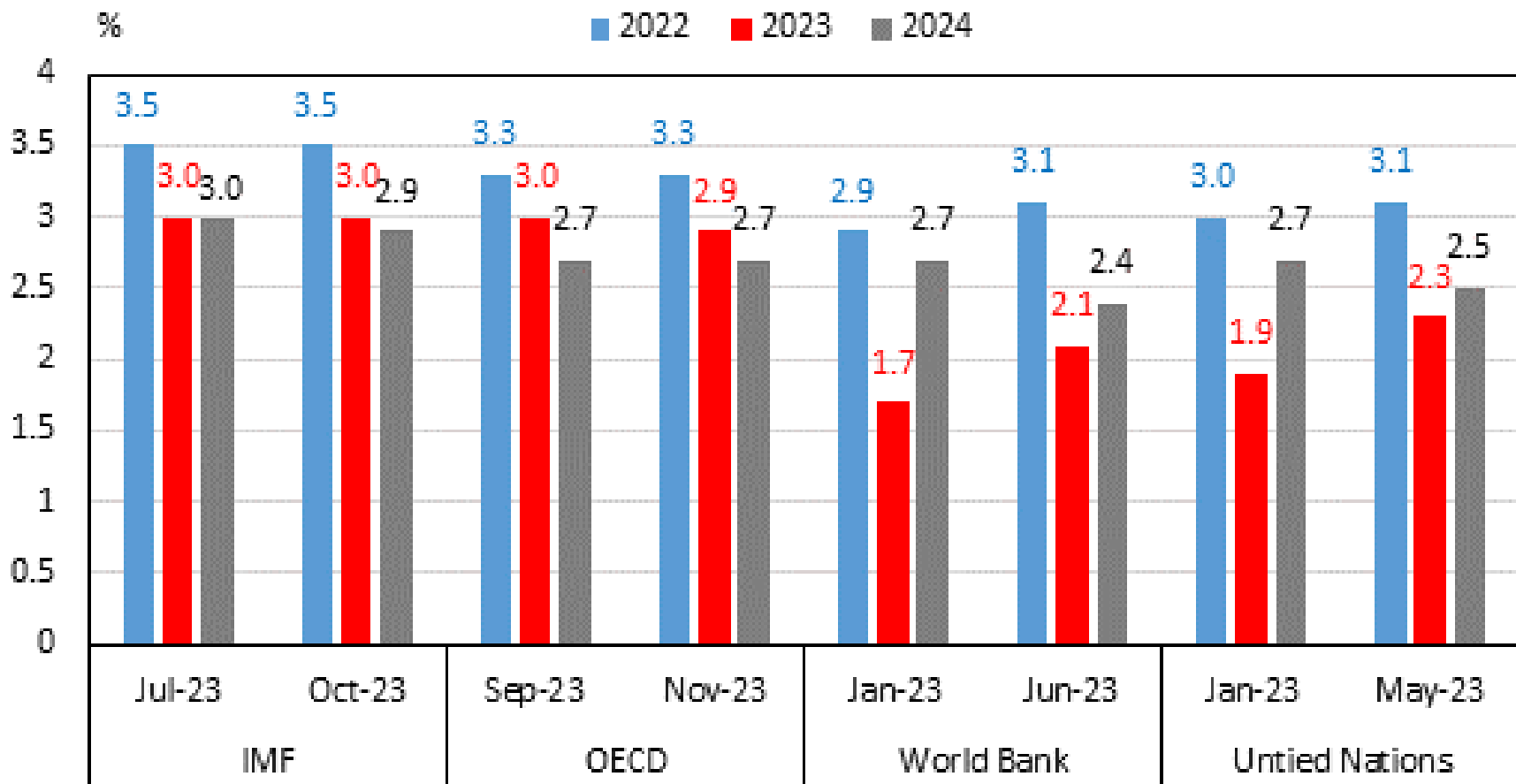
- 全球經濟展望
 - Covid-19最後一哩路
- 金融市場展望
 - 保持平常心、耐心、信心

2024年全球經濟展望

Covid-19最後一哩路

較近公布的機構預期

2024年全球經濟成長率將低於2023年...

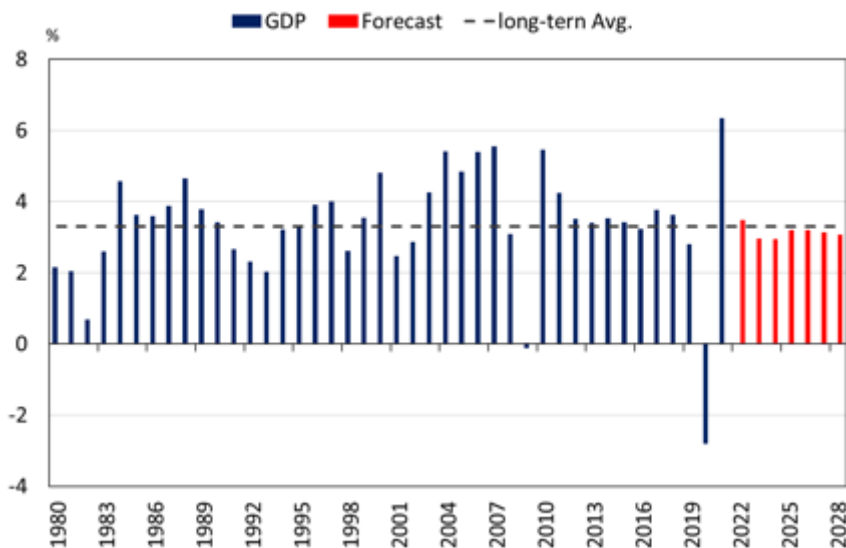


資料來源：圖中各機構、元大投顧

信貸.庫存循環不同調 全球經濟處在延遲軟著陸

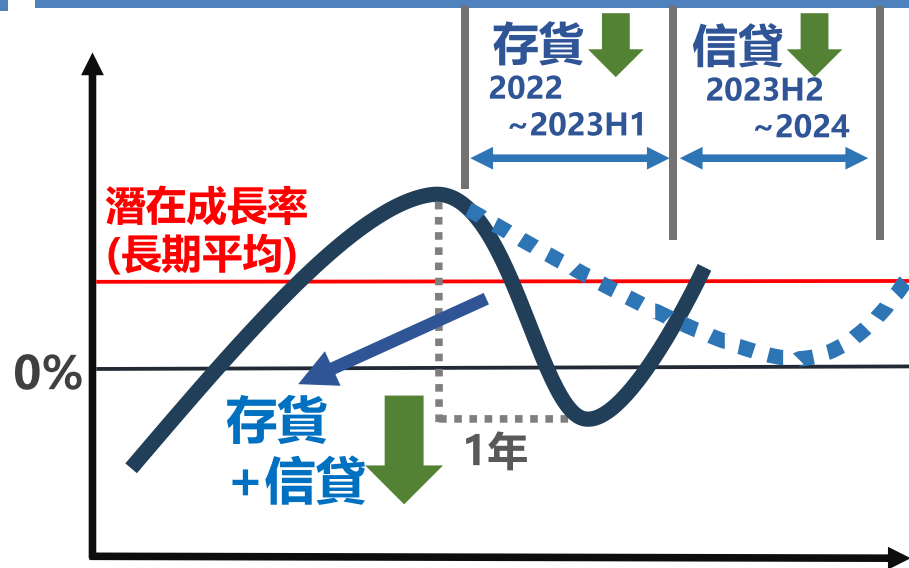
- IMF預測，2024年全球經濟成長率將從2.94%降至2.9%，連續第三年低於長期平均的3.6%，為1980~1982、1991~1993年來首見。
- 2024年美國、歐元區、中國經濟成長率分別為1.5%、1.2%、4.2%，均低於長期平均的2.0%、1.3%、8.4%。

全球經濟成長率及IMF預測



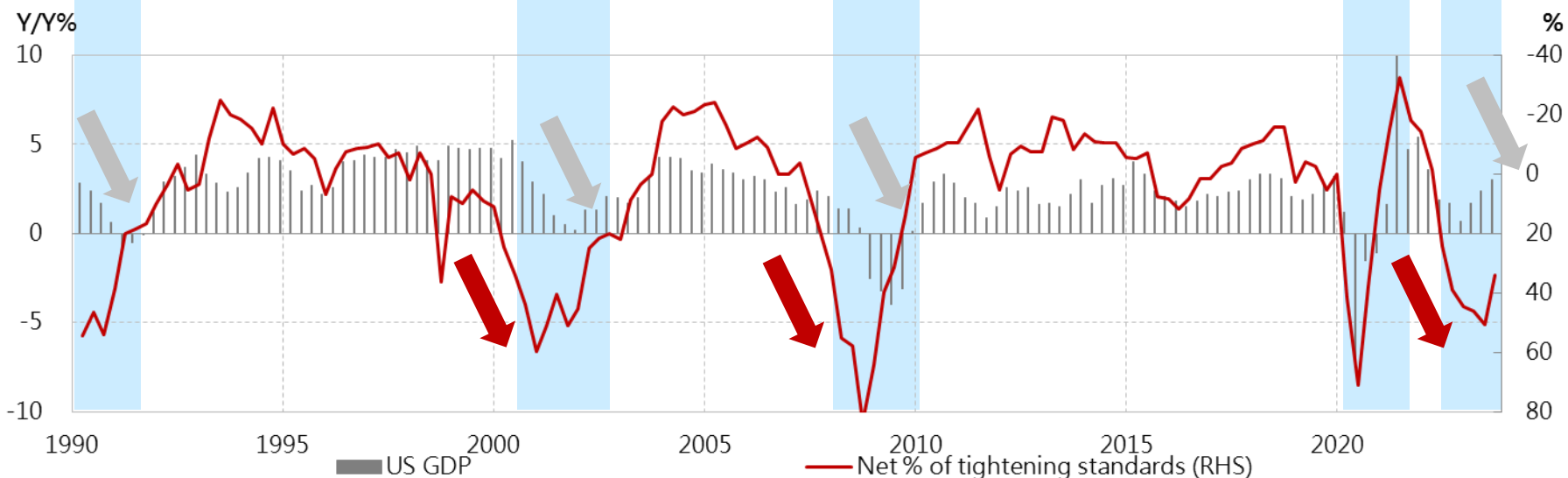
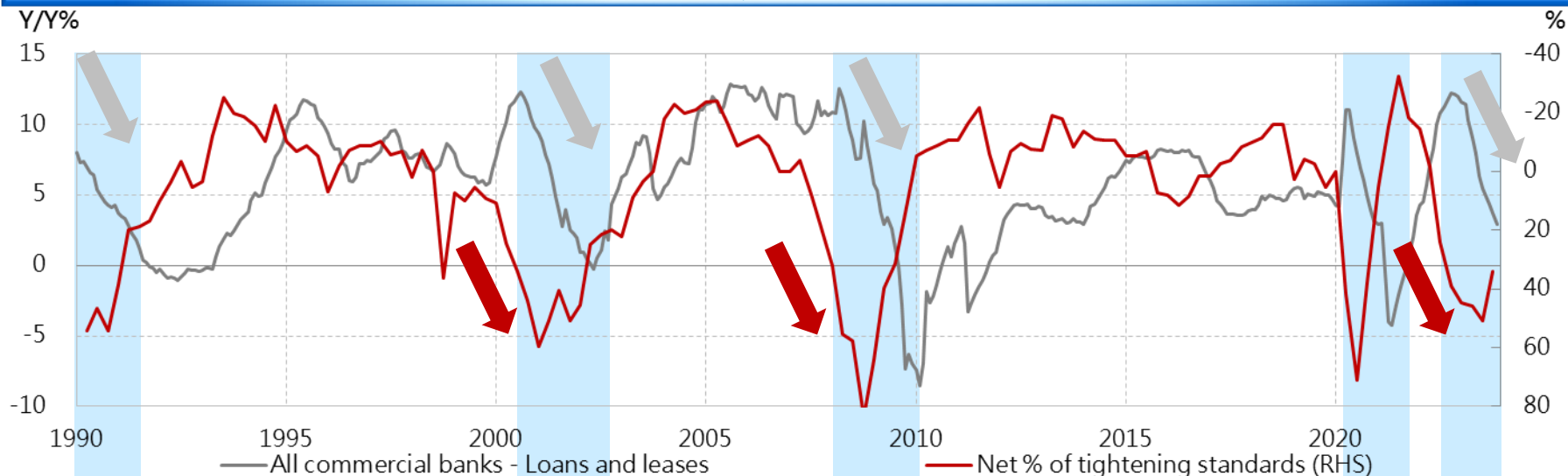
資料來源：IMF、元大投顧

本波庫存循環與信貸循環示意圖



信貸仍處於下降循環，景氣動能將放緩

➤ 銀行貸款年增率、GDP年增率、銀行信貸標準調查



庫存調整完後 全球貿易量可望回升

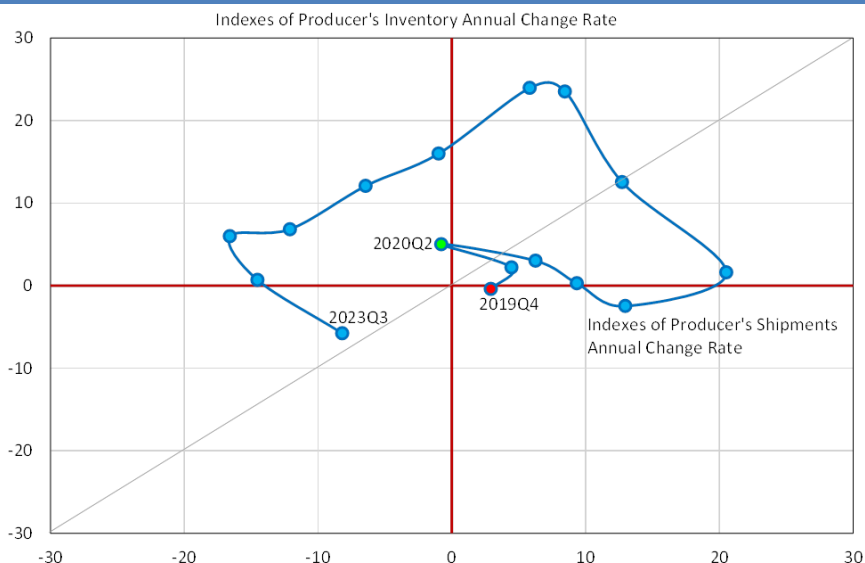
IMF World Economic Outlook, Oct. 2023

Projections							Difference from Apr. 2023	
	2000-2019	2015-2019	2021	2022	2023(F)	2024(F)	2023	2024
World Output	3.8	3.4	6.3	3.5	3.0	2.9	0.2	-0.1
Advanced Economies	1.9	2.2	5.8	2.7	1.5	1.4	0.2	0.0
United States	2.1	2.5	5.8	1.9	2.1	1.5	0.5	0.4
Euro Area	1.4	2.0	5.9	3.4	0.7	1.2	-0.1	-0.2
Germany	1.4	1.7	3.2	1.8	-0.5	0.9	-0.4	-0.2
France	1.4	1.6	6.4	2.5	1.0	1.3	0.3	0.0
Japan	0.8	0.9	2.4	0.9	2.0	1.0	0.7	0.0
United Kingdom	1.9	2.0	9.6	4.5	0.5	0.6	0.8	-0.4
Emerging Economies	5.8	4.7	6.0	3.7	4.0	4.0	0.1	-0.2
China	9.0	6.7	8.4	3.0	5.0	4.2	-0.2	-0.3
Russia	3.8	1.0	5.6	-2.1	2.2	1.1	1.5	-0.2
World Trade Volume	5.0	3.3	11.0	5.7	0.9	3.5	-1.5	0.0
Consumer Prices	3.9	3.2	4.7	8.7	6.8	5.8	-0.1	0.9
Advanced Economies	1.8	1.2	3.1	7.3	4.6	3.0	-0.1	0.4
Emerging Economies	6.0	4.7	5.9	9.8	8.5	7.8	-0.1	1.3

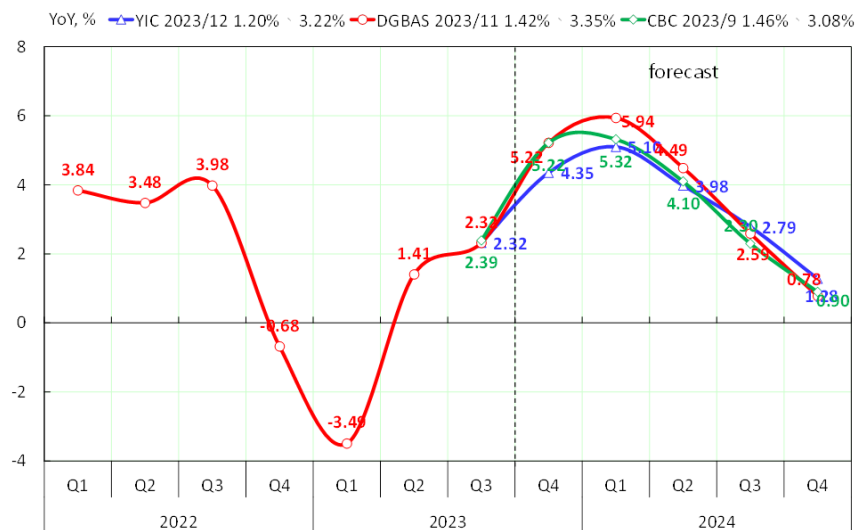
去庫存循環近尾聲 台灣經濟度過最壞時候

- 台灣製造業庫存高峰落在2022年8月，已經去化超過一年的時間。一般來說，當庫存循環時鐘圖進入到第二象限後，庫存約去化4~6季，本波庫存循環從2022年第二季進入第二象限，目前進入第六個季度。
- 主要機構預測，2024年經濟成長率在3%以上，明顯較2023年加速，但成長率將在2024Q1到達高峰後，因為歐美中終端需求不強、台灣超額儲蓄耗盡後消費均速回歸而逐季減速。

台灣製造業庫存循環時鐘圖



台灣經濟成長率預測



資料來源：元大投顧

市場投資人大多預期經濟只是軟著陸

- 66%受訪者認為經濟只是軟著陸；23%受訪者預期經濟可能硬著陸；6%受訪者認為經濟不著陸
- 36%受訪者認為不會衰退；32%預期明年Q2經濟可能陷入衰退

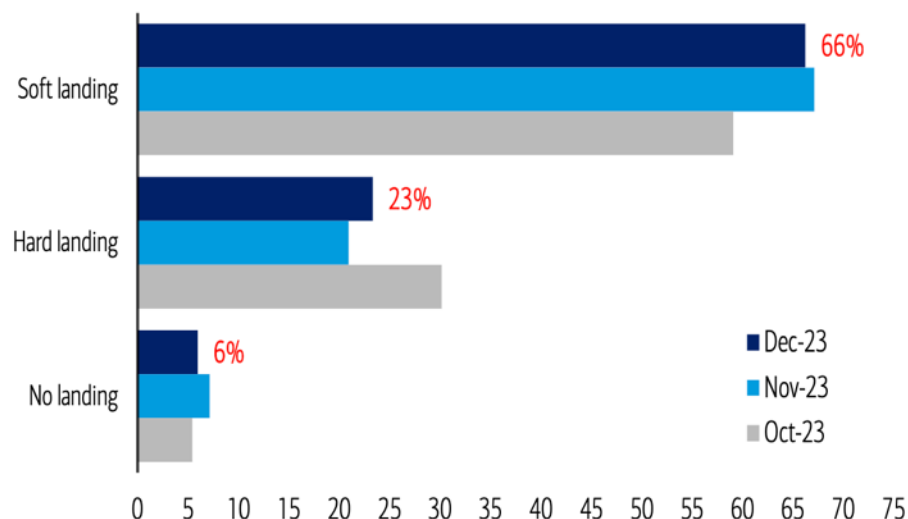
對未來一年成長預期

Net % expecting stronger economy vs S&P 500 (YoY %)



市場對於軟著陸、不著陸、硬著陸觀點

What is the most likely outcome for the global economy in the next 12 months?

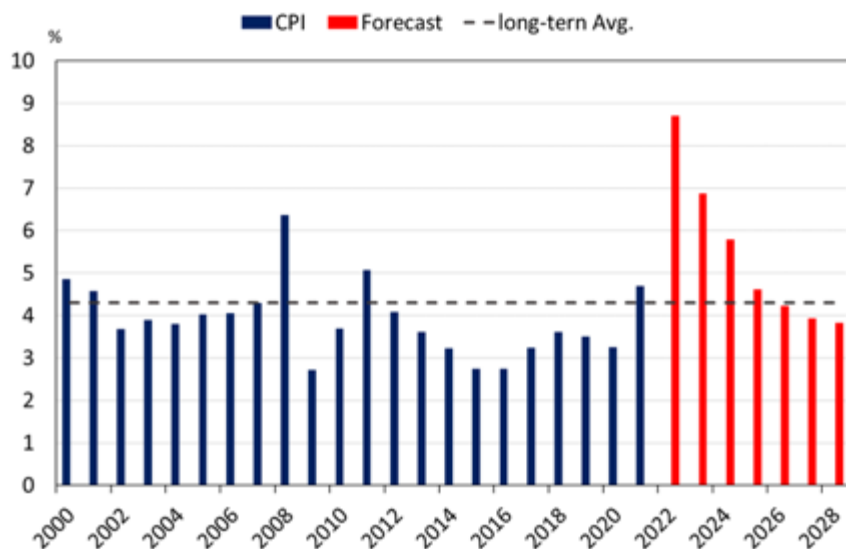


資料來源：BoA Fund Manager Survey

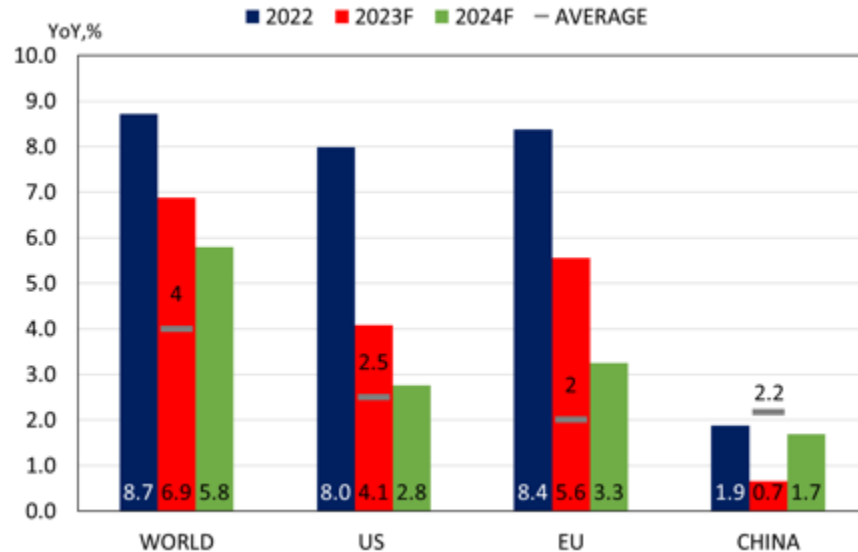
2024年通膨率仍高於長期平均 僅中國有通縮威脅

- 2024年全球通膨率將從6.88%降至5.79%，連續第三年高於2000年平均的4.0%。
- 3D環境造成全球高通膨持續更久：脫鉤（de-couple）、脫碳（de-carbon）、人口輕老化（demographic）
- 2024年美國、歐元區通膨率分別為2.8%、3.3%，均高於2000年來平均的2.5%、2.0%；2024年中國通膨率為1.7%，低於2000年來平均的2.2%。

全球通膨率及IMF預測



IMF對美歐中通膨率預測

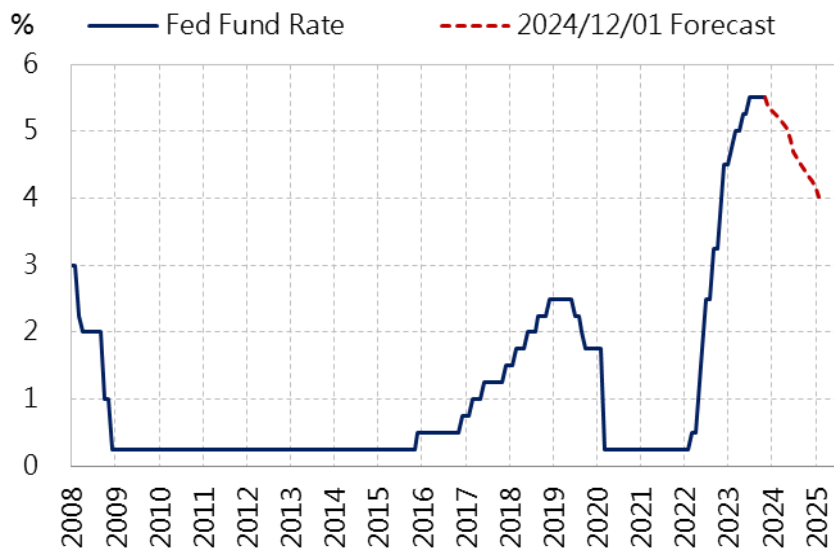


資料來源：IMF、元大投顧

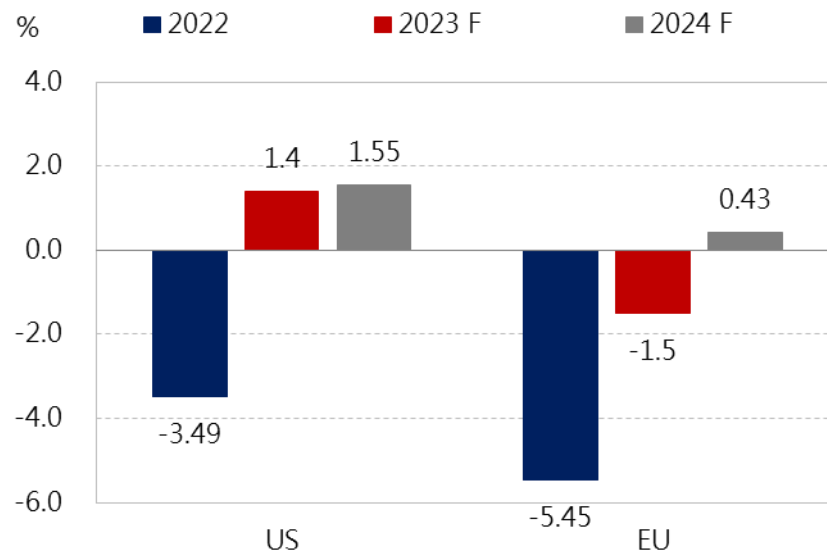
確保通膨不會死灰復燃 高利率更久 資金將收緊

- 聯邦資金利率期貨 (Federal Funds Future) 預測顯示，美國基準利率將長時間維持在4.0%以上。
- 2024年，美、歐實質利率卻隨著通膨回落而小幅走高，資金將持續收緊。

聯邦資金利率



美歐實質利率

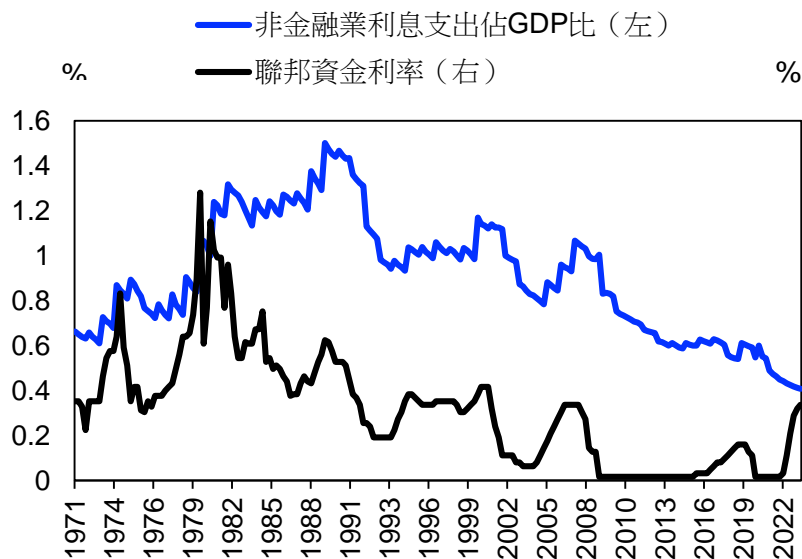


資料來源：IMF、Bloomberg、元大投顧

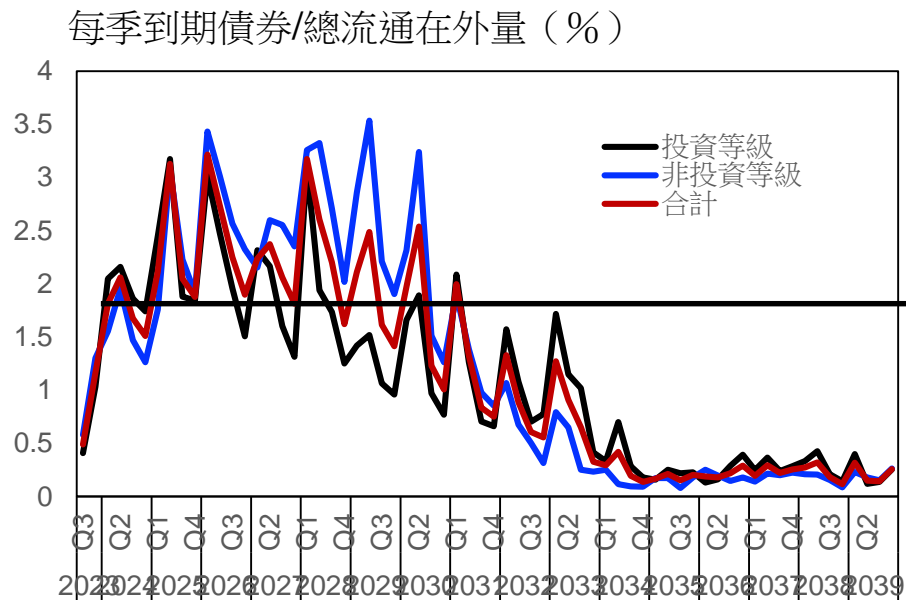
QE滯後性緩解暴力升息可能產生的系統性風險

- 歷史上當Fed升息，往往造成企業利息支出佔比提高，但這次不一樣。主因企業在零利率時代大量發債確保未來幾年利息支出不會增加。
- 2024年並非債券到期高峰，2025~28年才是債券到期高峰，因此並無系統性風險。

非金融業利息支出佔GDP比



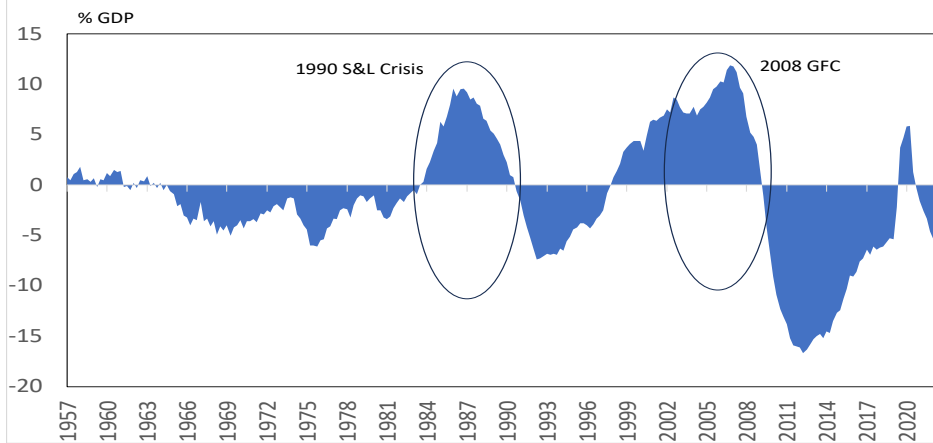
每季到期債券/總流通在外量



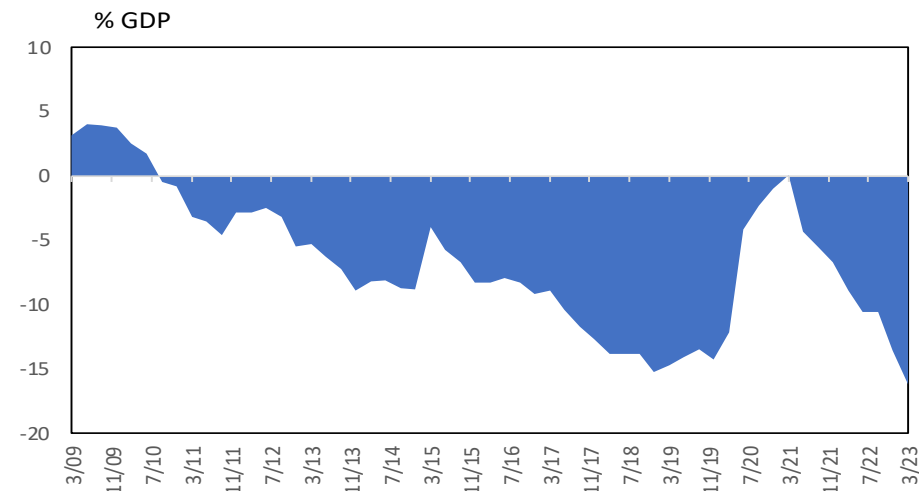
資料來源：Bloomberg、元大投顧

美歐信貸缺口為負 不容易發生全球型金融風險

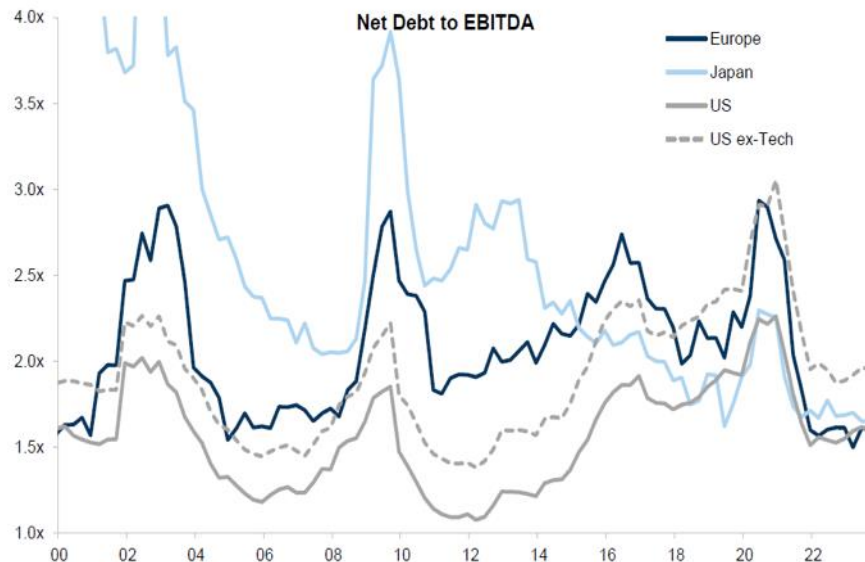
美國民間信貸缺口



歐洲民間信貸缺口



美歐日非金融部門Net Debt/Ebitda

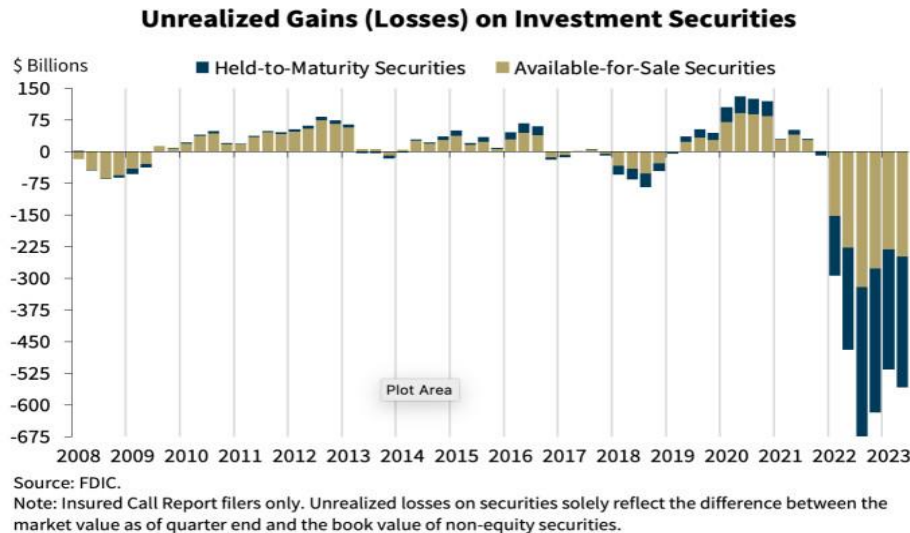


資料來源：BIS、元大投顧

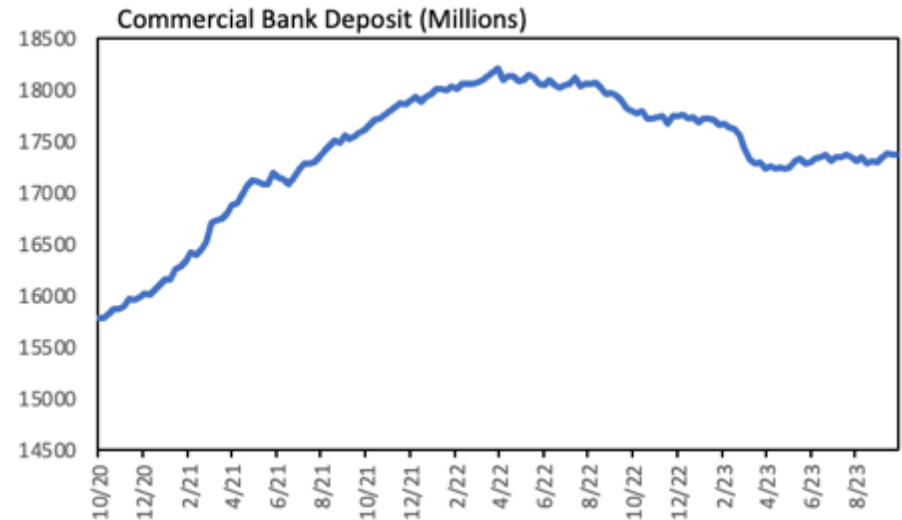
銀行的確是金融市場潛在的斷層 但目前巨量的未實現虧損還不會形成銀行危機

- 截至今年第二季美國商業銀行有5580億美元的未實現虧損
- 3月矽谷銀行倒閉前，銀行的確面臨巨幅的存款外流，但隨著聯準會推出各項緊急措施（如銀行業短期融資計畫，BTFP），存款信心恢復，之後商業銀行存款即沒有出現外流。

美國商業銀行未實現虧損

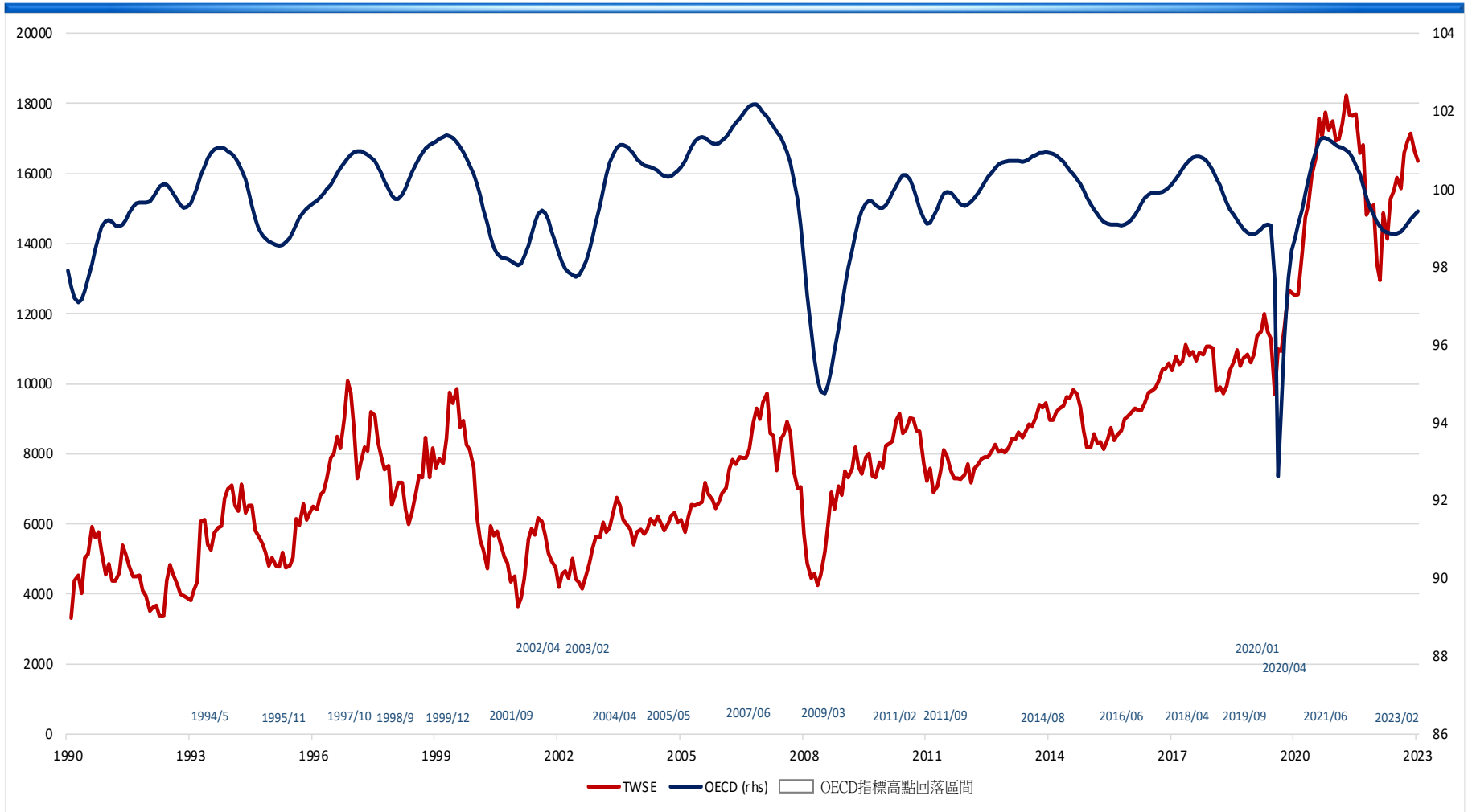


美國商業銀行存款



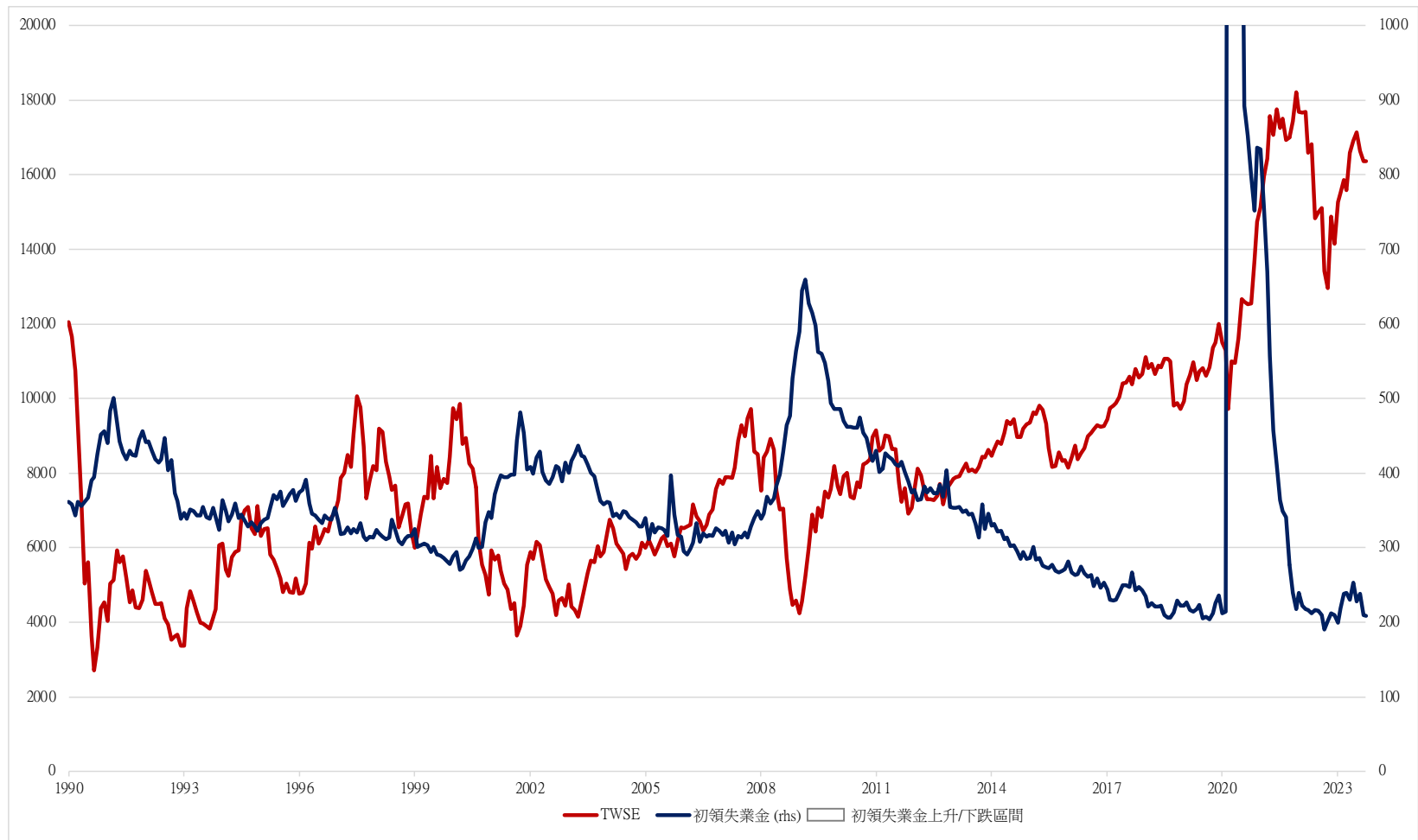
資料來源：Bloomberg、元大投顧

只要OECD領先指標持續向上 我們就維持經濟只會軟著陸的看法...



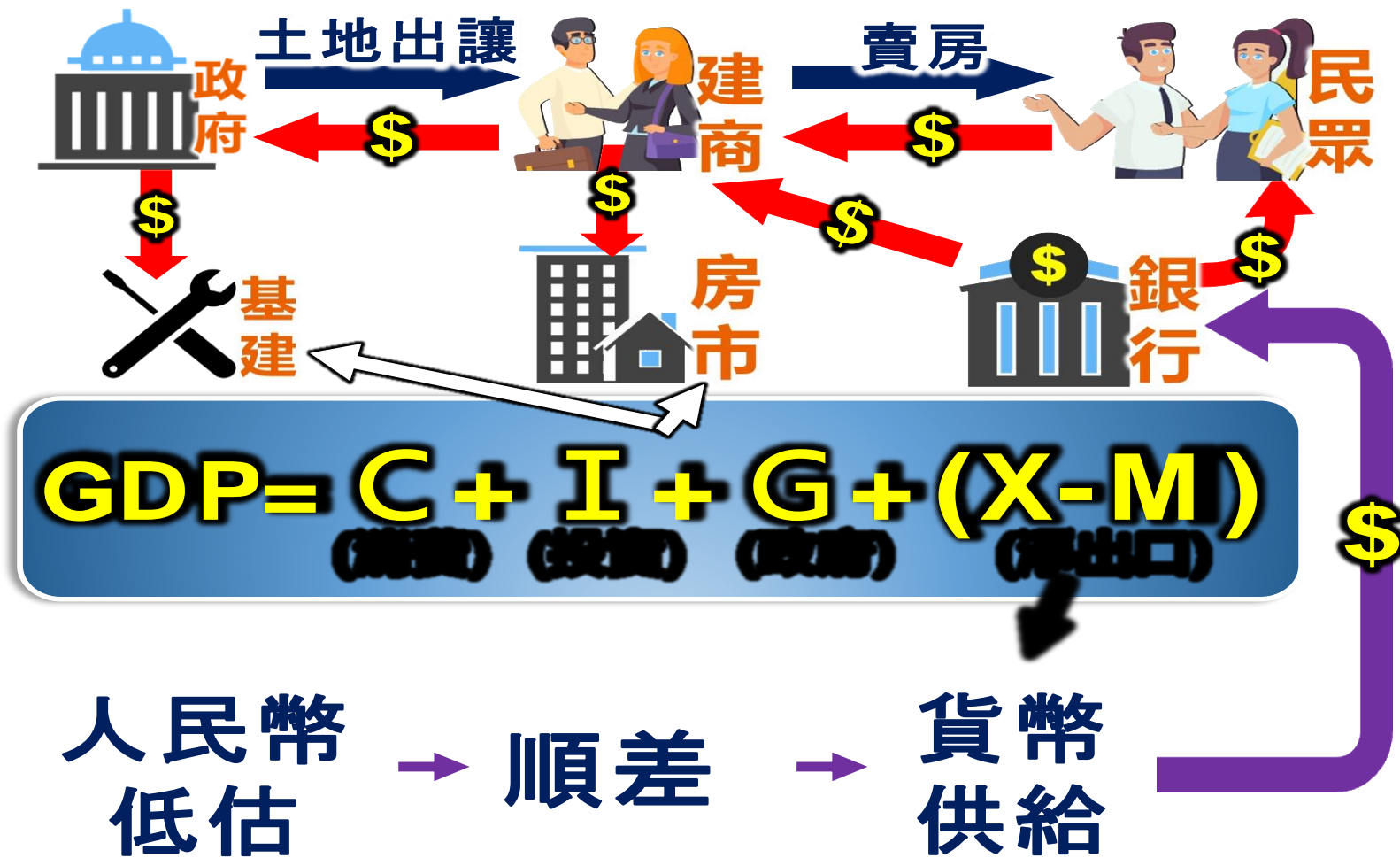
資料來源：Bloomberg、元大投顧

只要首次請領失業金人數續處30萬人以下 就不需擔心經濟硬著陸...



資料來源：Bloomberg、元大投顧

中國經濟陷入資產負債表式的下行

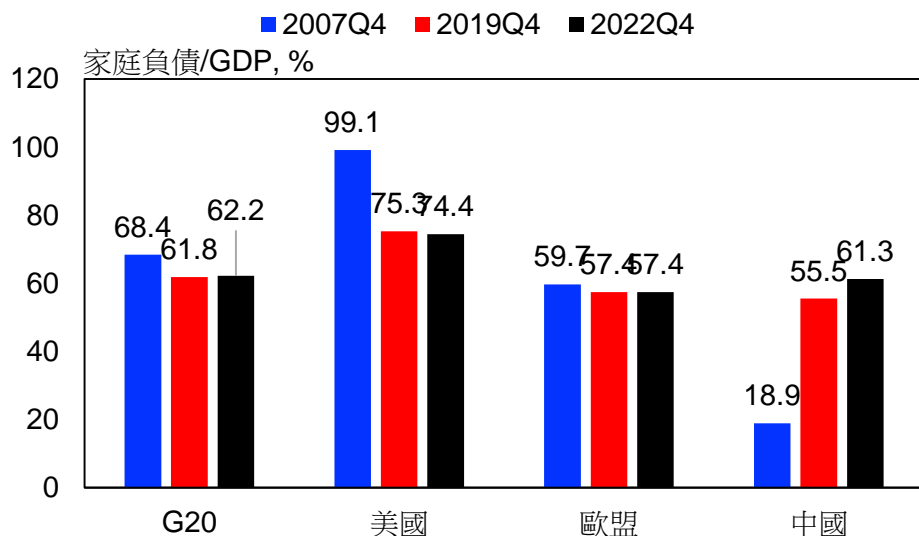


資料來源：元大投顧

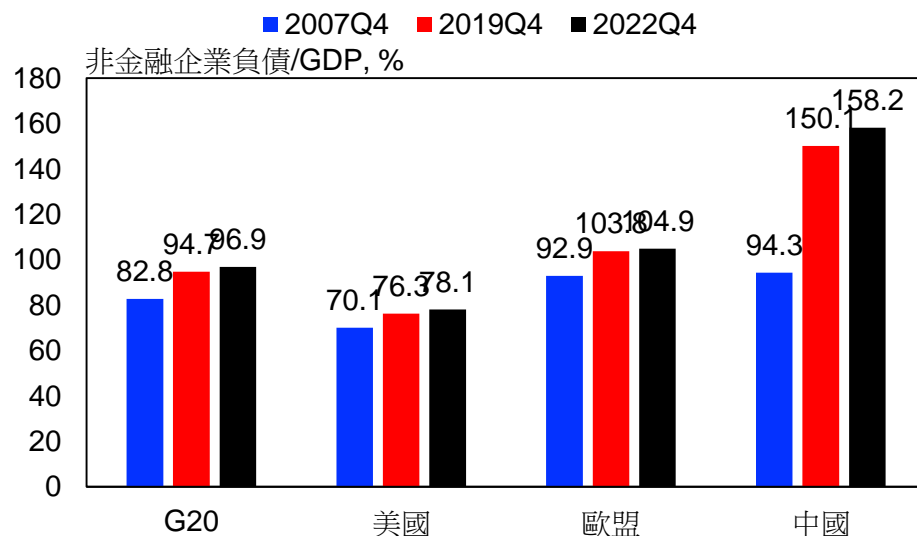
中國經濟陷入資產負債表式的下行

- 中國家庭債務/GDP比從2007年的18.9%提高到2022年的61.3%，已與國際平均差不多。
- 中國非金融企業債務/GDP比從2007年的94.3%上升到2022年的158.2%，遠高於國際平均的96.9%。

家庭債務佔GDP比



非金融企業債務佔GDP比



資料來源：元大投顧

金融市場展望

保持平常心、耐心、信心

FOMC表明 升息週期可能已經結束了

Statement:

- 會後聲明下修經濟成長速度評估，從強勁 (strong pace) 擴張下修至放慢 (slowed from) ，且新增通膨已經從去年起降溫(has eased)一詞在通膨依然處在高檔前。
- 「在確定適當的“任何”額外政策緊縮程度時，委員會將考慮貨幣政策的累積緊縮、貨幣政策影響經濟活動和通膨的滯後性，以及經濟和通膨率。金融發展。」一句話中新增「任何」一詞。而鮑爾在會後記者會表示，新增any一詞表示Fed認為現在就是升息週期的頂峰。

SEP&DOTs

- 上修長期失業率、下調通膨率預測、點陣圖下移。

記者會

- 會後記者會中鮑爾還表示在這次的會議中Fed的確有討論什麼狀況要降息的問題，甚至表示等到2%再降息可能太晚。

資料來源：元大投顧

FOMC經濟成長率與失業率預測大致持平、通膨率預測下滑

Variable (%)	Meeting Date	2023	2024	2025	2026	Longer Run
Real GDP	Dec.	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
	Sep.	2.1	1.5	1.8	1.8	
Unemployment Rate	Dec.	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
	Sep.	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE Inflation	Dec.	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
	Sep.	3.3	2.5	2.2	2.0	
Core PCE Inflation	Dec.	3.2	2.4	2.2	2.0	--
	Sep.	3.7	2.6	2.3	2.0	
Federal Funds Rate	Dec.	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
	Sep.	5.6	5.1	3.9	2.9	

資料來源：FOMC、元大投顧

如果市場對經濟成長率的預測是對的 Fed在明年Q1不會降息 最快要等到Q2才會降息

- 根據Bloomberg的共識預測，明年Q1~Q4美國失業率為4.1%、4.2%、4.4%、4.4%、核心PCE年增率為3.0%、2.7%、2.6%、2.5%。帶入表1-1中可以推算，依據市場共識預測，明年Q1~Q4泰勒法則計算的聯邦資金利率分別為5.3%、4.75%、4.4%、4.25%。

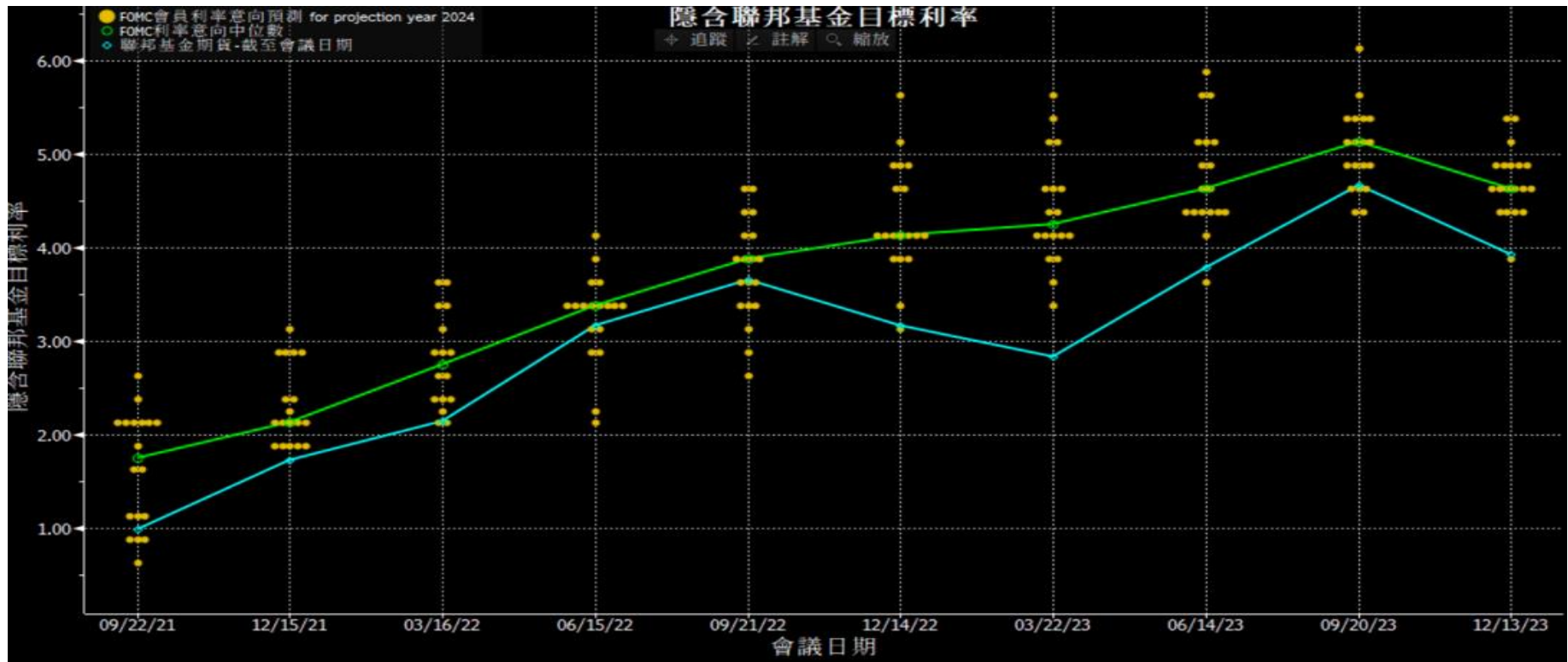
	失業率								
		3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5
核心 PCE 年增 率	2.4	4.70	4.60	4.50	4.40	4.30	4.20	4.10	4.00
	2.5	4.85	4.75	4.65	4.55	4.45	4.35	4.25	4.15
	2.6	5.00	4.90	4.80	4.70	4.60	4.50	4.40	4.30
	2.7	5.15	5.05	4.95	4.85	4.75	4.65	4.55	4.45
	2.8	5.30	5.20	5.10	5.00	4.90	4.80	4.70	4.60
	2.9	5.45	5.35	5.25	5.15	5.05	4.95	4.85	4.75
	3.0	5.60	5.50	5.40	5.30	5.20	5.10	5.00	4.90
	3.1	5.75	5.65	5.55	5.40	5.35	5.25	5.15	5.05

資料來源：元大投顧

市場是用Fed最鴿派的官員定價

上一次看到這個現象是今年3月的FOMC會議

- 最鴿派官員預測2024年美國失業率會上升至4.4%~4.5%、經濟成長率明顯降溫至0.8%~0.9%

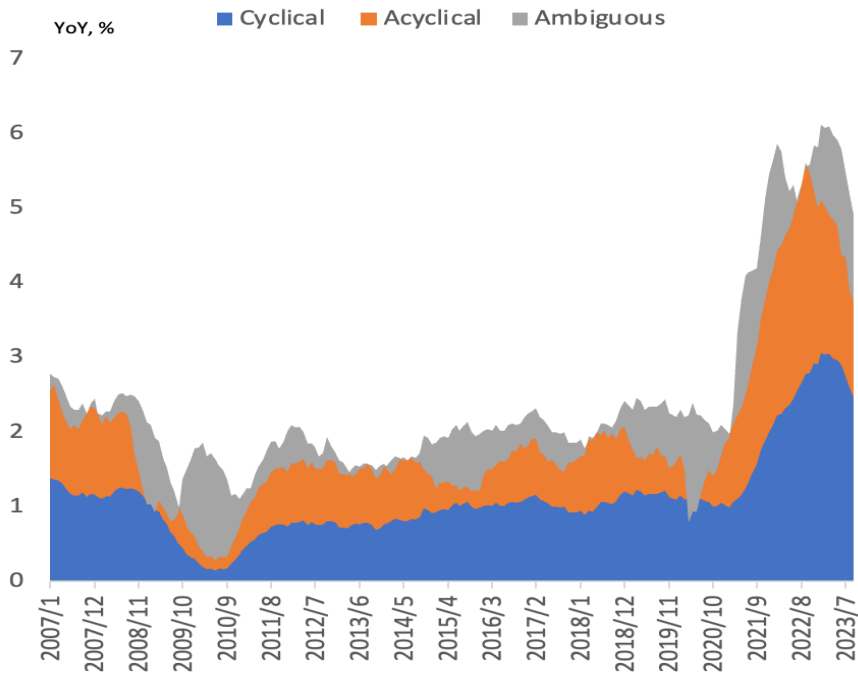


資料來源：Bloomberg

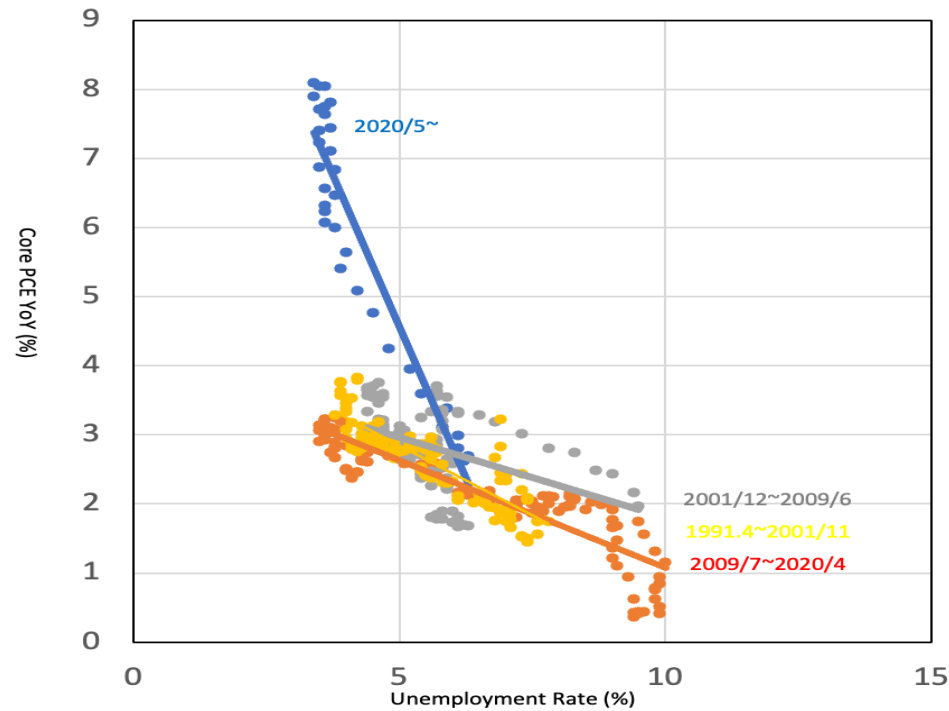
今年通膨率降低多來自非循環性通膨 若經濟只有軟著陸 核心通膨仍將高於2%

- 今年循環性與非循環性通膨分別解釋0.45、0.81個百分點的通膨降幅
- 假設2024年失業率只有4.1%，核心PCE年增率將只會下滑至2.5%~3.5%

美國PCE拆解



美國失業率與循環性通膨

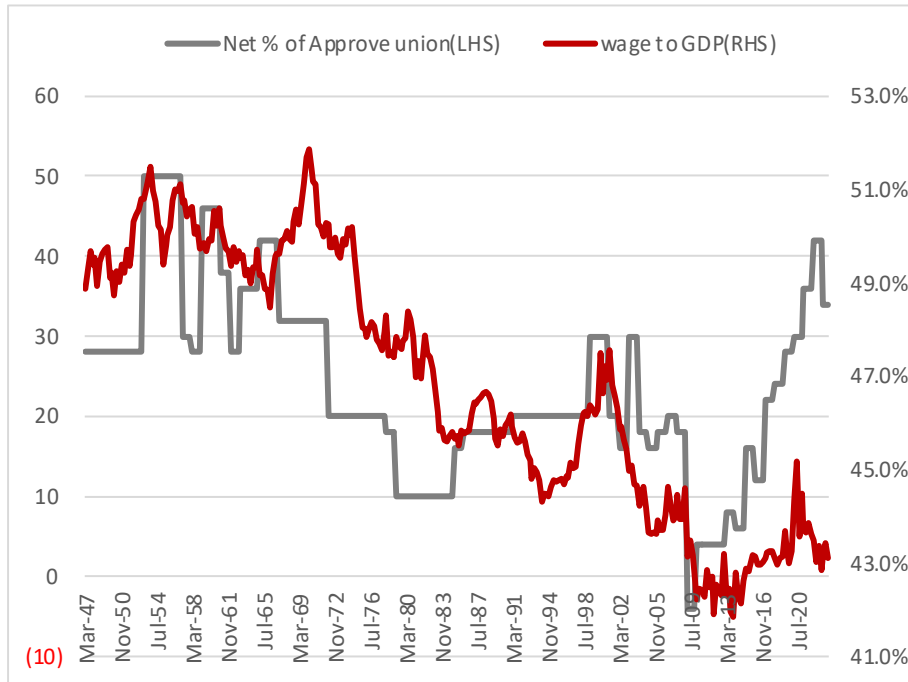


資料來源：Bloomberg、元大投顧

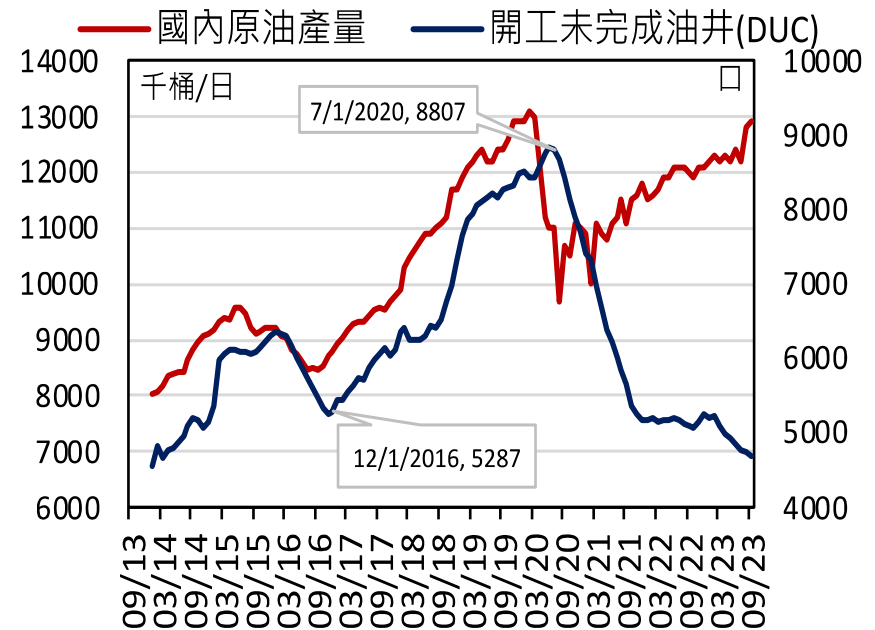
工會力量增強 + 原油超額儲蓄耗盡 2024年非循環性通膨不容易下滑

- 2023年9月支持工會淨比例已經從2019年12月的28%上升到34%，超過長期平均的24%
- 當前油井超額儲蓄耗盡後，美國原油生產效率回歸常態，美國原油增量也相應放緩

美國民眾支持工會淨比例與工資/GDP比



已挖掘未完成油井(DUC)與美國原油產量

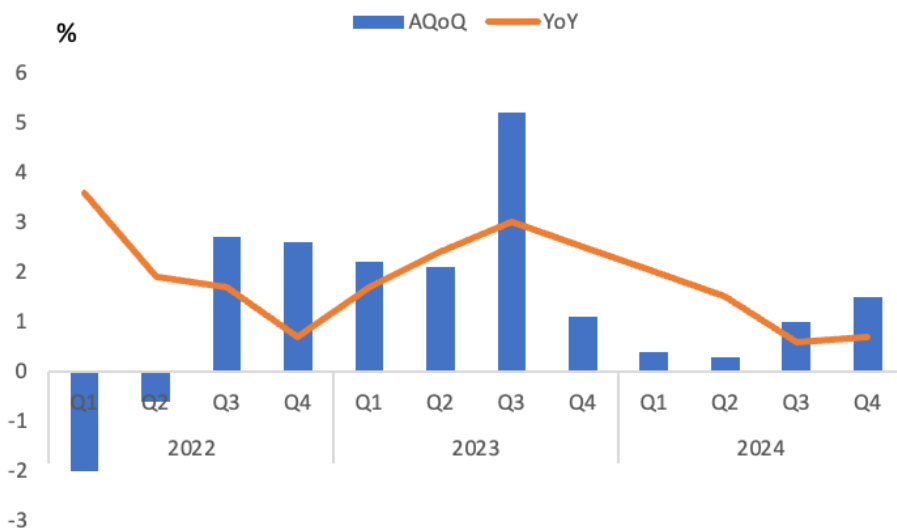


資料來源：Gallup、Bloomberg、元大投顧

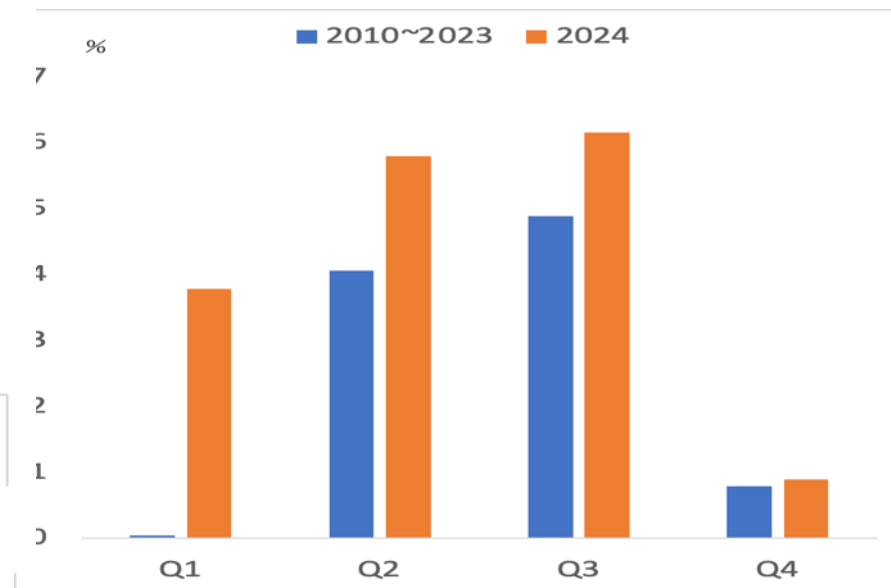
股票市場投資人不僅反映降息預期提高 還反應「經濟下行風險減輕」

- 12/13強勢股公用事業、房地產以、醫療保健、消費與金融，弱勢股為通訊服務與資訊科技
- 最鴿派官員預測2024年美國失業率會上升至4.4%~4.5%、經濟成長率明顯降溫至0.8%~0.9%
- 2024Q1~Q4的美股EPS共識預測季增率是3.8%、5.8%、6.2%、0.9%，比起2010年來平均的0.05%、4.1%、4.9%、0.8%還要快。

美國經濟成長率及其預測



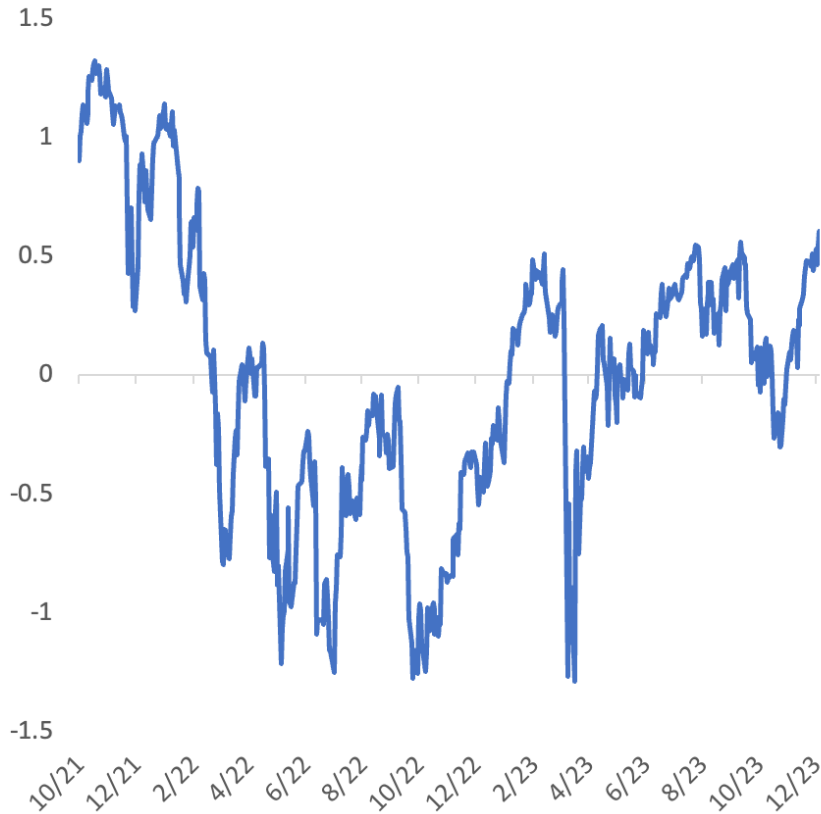
Q1~Q4美股EPS季增率



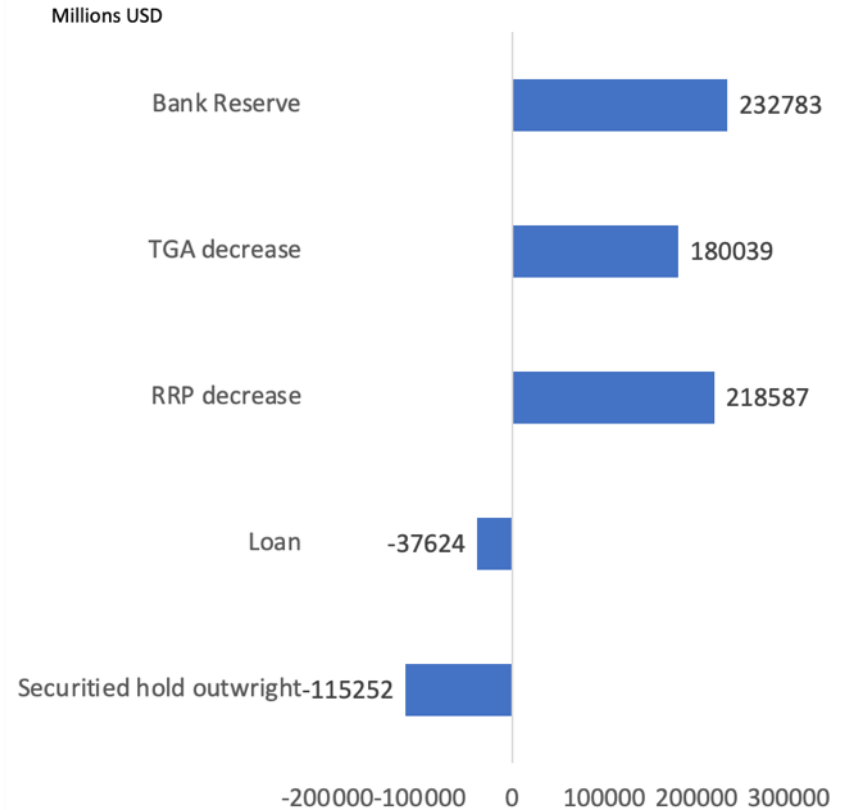
資料來源：IMF、Bloomberg、元大投顧

這一次市場之所以一個月反應三個月的行情是因為 流動性過於氾濫

彭博美國金融狀況指數

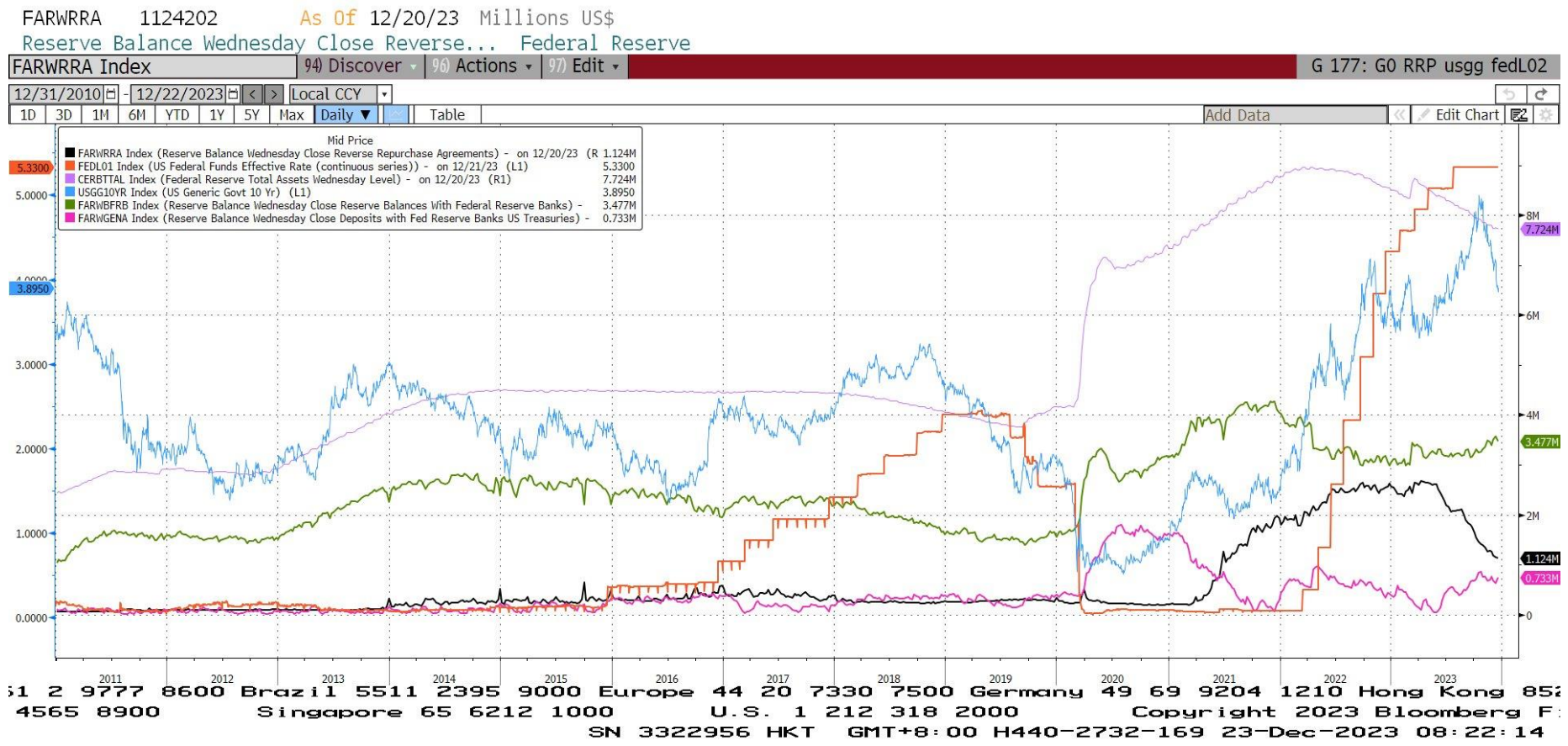


10/26~12/6 Fed主要資產與負債變化



資料來源：Bloomberg、元大投顧

RRP一路下滑，TGA先升後降；銀行儲備持續爬升



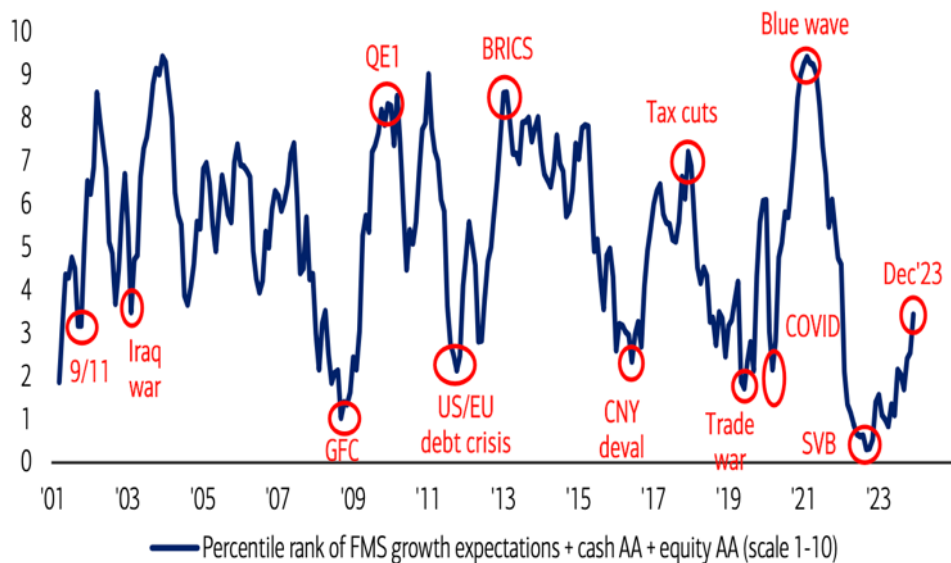
資料來源：Bloomberg

FOMC後投資人不再擔心經濟衰退 FOMO心態下跑步進場

- 11月投資者觀感上升至2022/1以來最高
- 現金水位下滑至4.5% (10月為5.3%、11月為4.7%) 為2023年2月以來最快的連續兩個月下滑。

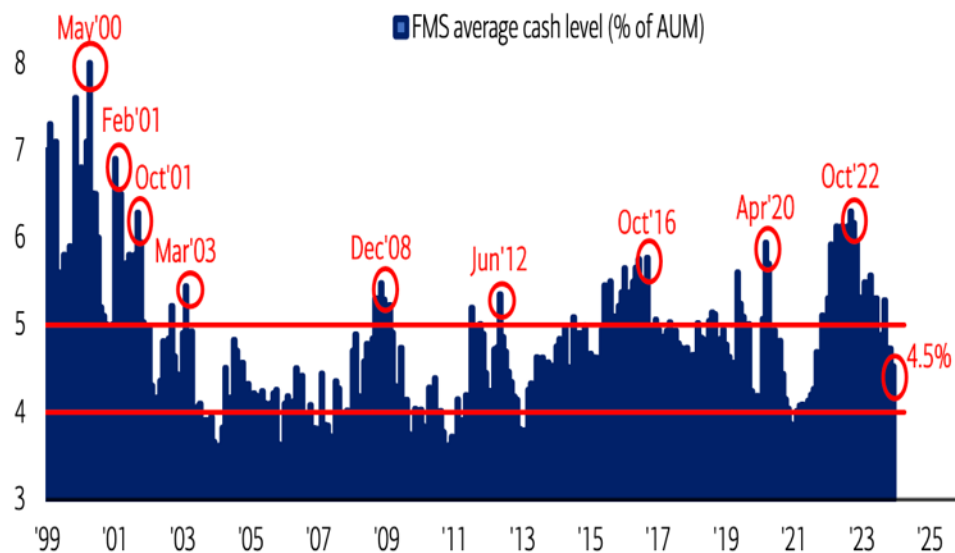
FMS投資者觀感

Percentile rank of FMS growth expectations + cash level + equity allocation (scale 0-10)



現金水位

FMS average cash level % AUM

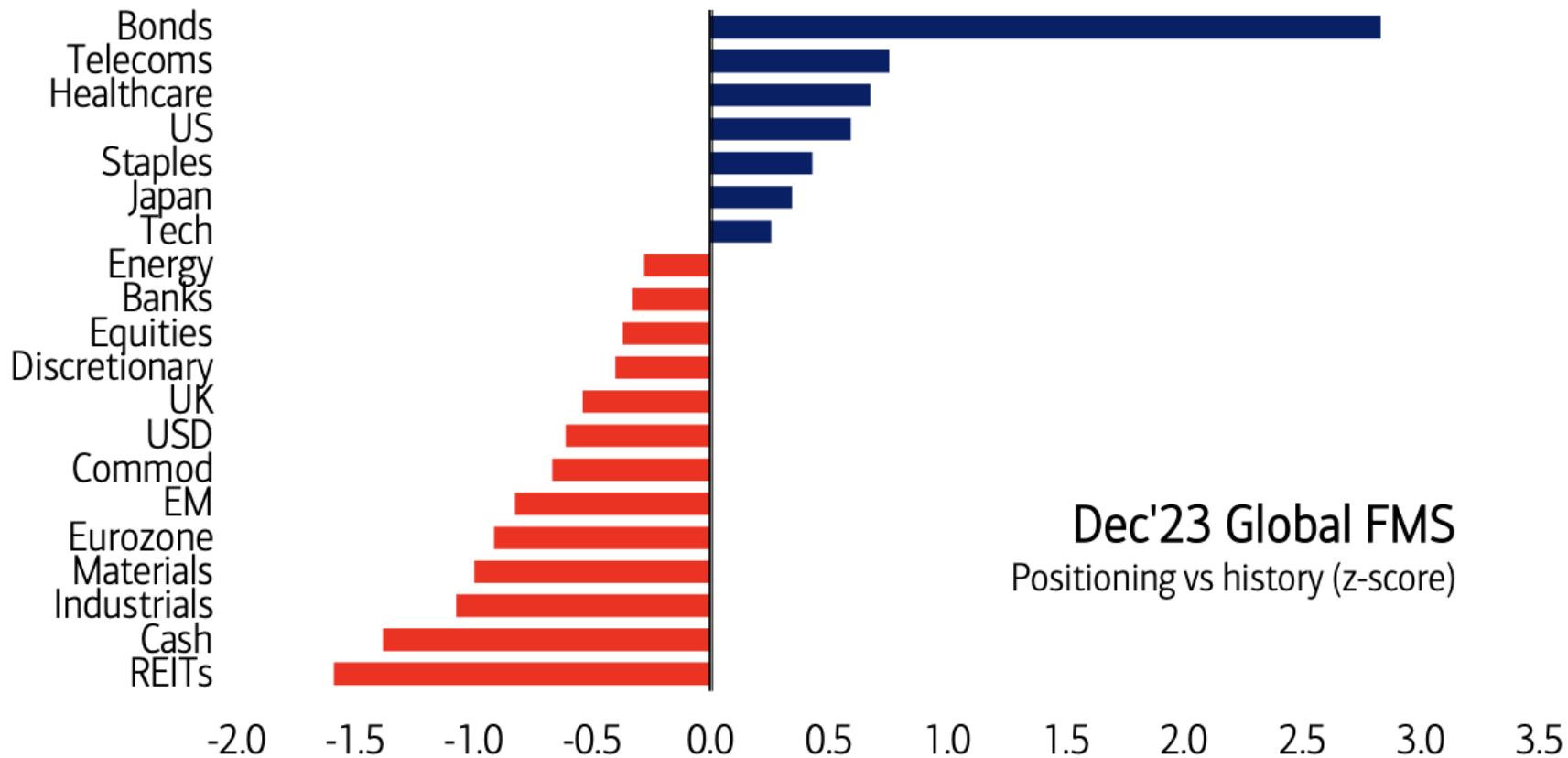


資料來源：BoA Fund Manager Survey

所幸投資人的絕對配置沒有到達過度押寶循環的地步

12月投資人資產配置

FMS positioning vs history (z-score)

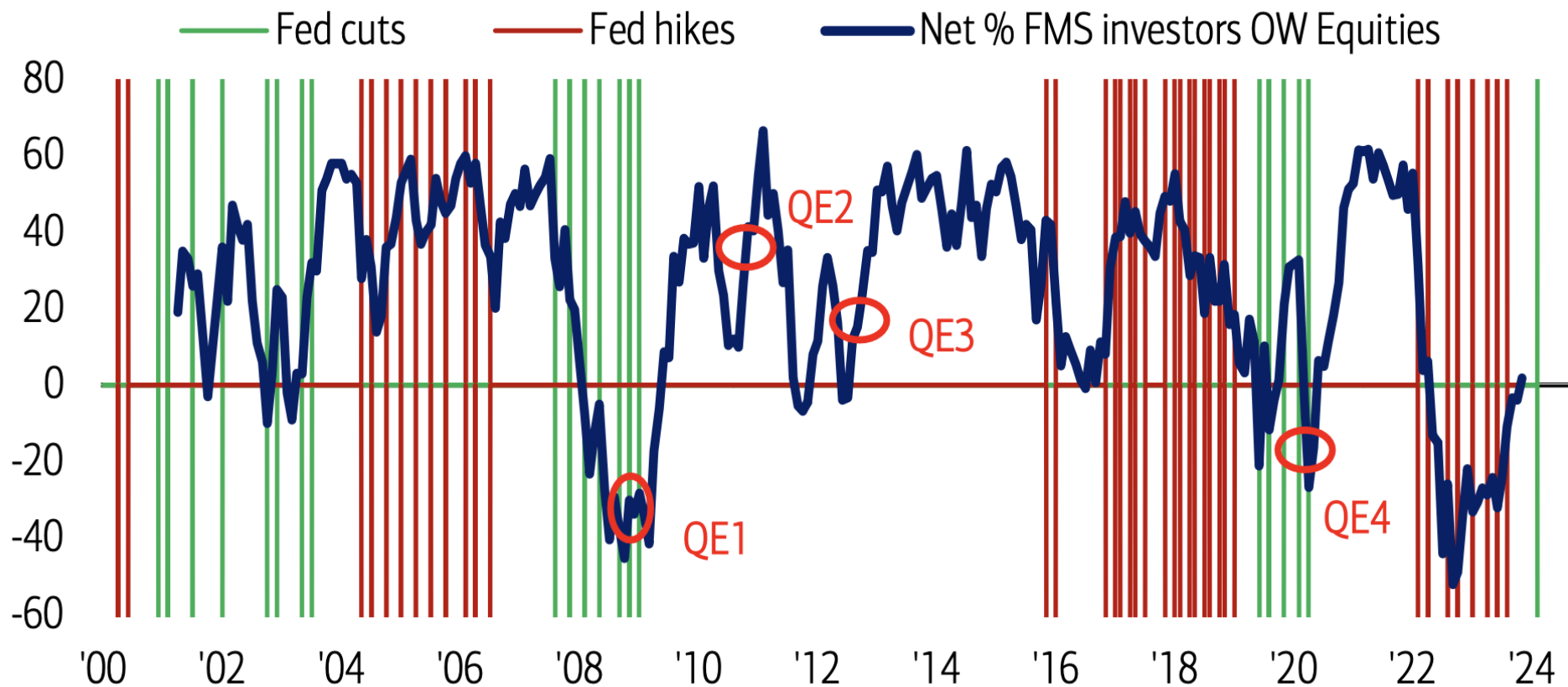


Dec'23 Global FMS
Positioning vs history (z-score)

資料來源：BoA Fund Manager Survey

相對於歷史上停止升息時的配置水位 目前投資人沒有過度樂觀

Net % FMS OW equities vs Fed cuts & hikes

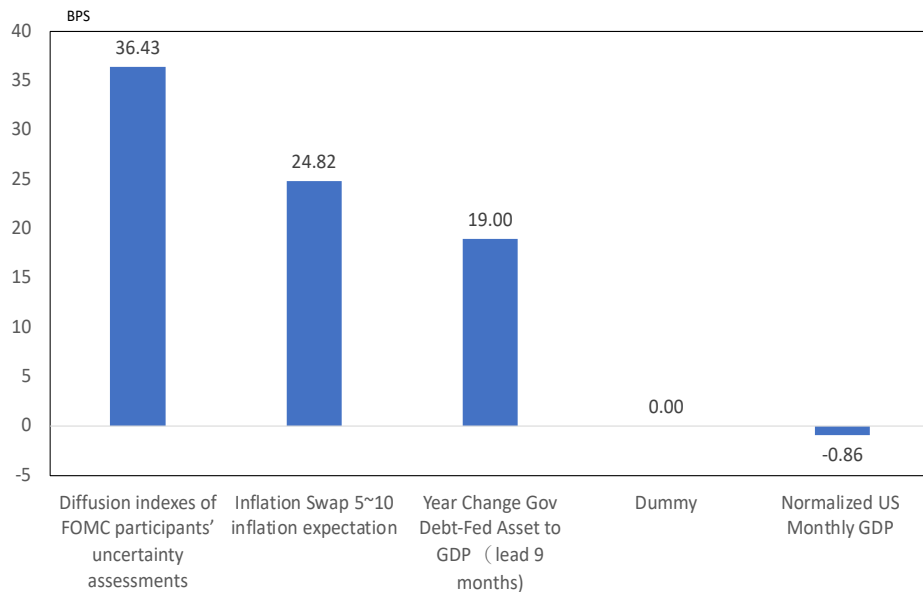


資料來源：BoA Fund Manager Survey

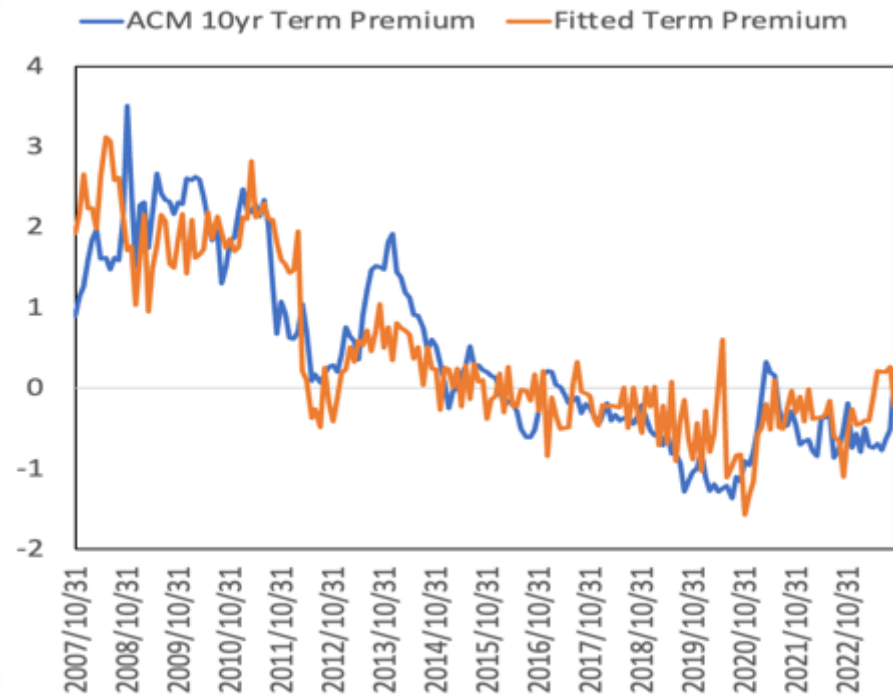
目前債券殖利率略低於評價合理水準

觀察實際的風險溢酬以及模型配適的期限溢酬可知，今年4月模型隱含的期限溢酬早就明顯跳升，但實際上的期限溢酬仍然處在低檔，9月當FOMC大幅調升點陣圖並調升經濟預測後，造成期限溢酬快速向理論價格收斂，而目前模型估計23年底期限溢酬為0.23%高於12/14的-0.1526%。也就是說，4.4%為合理評價。

過去一年美國10年期公債期限溢酬貢獻拆解

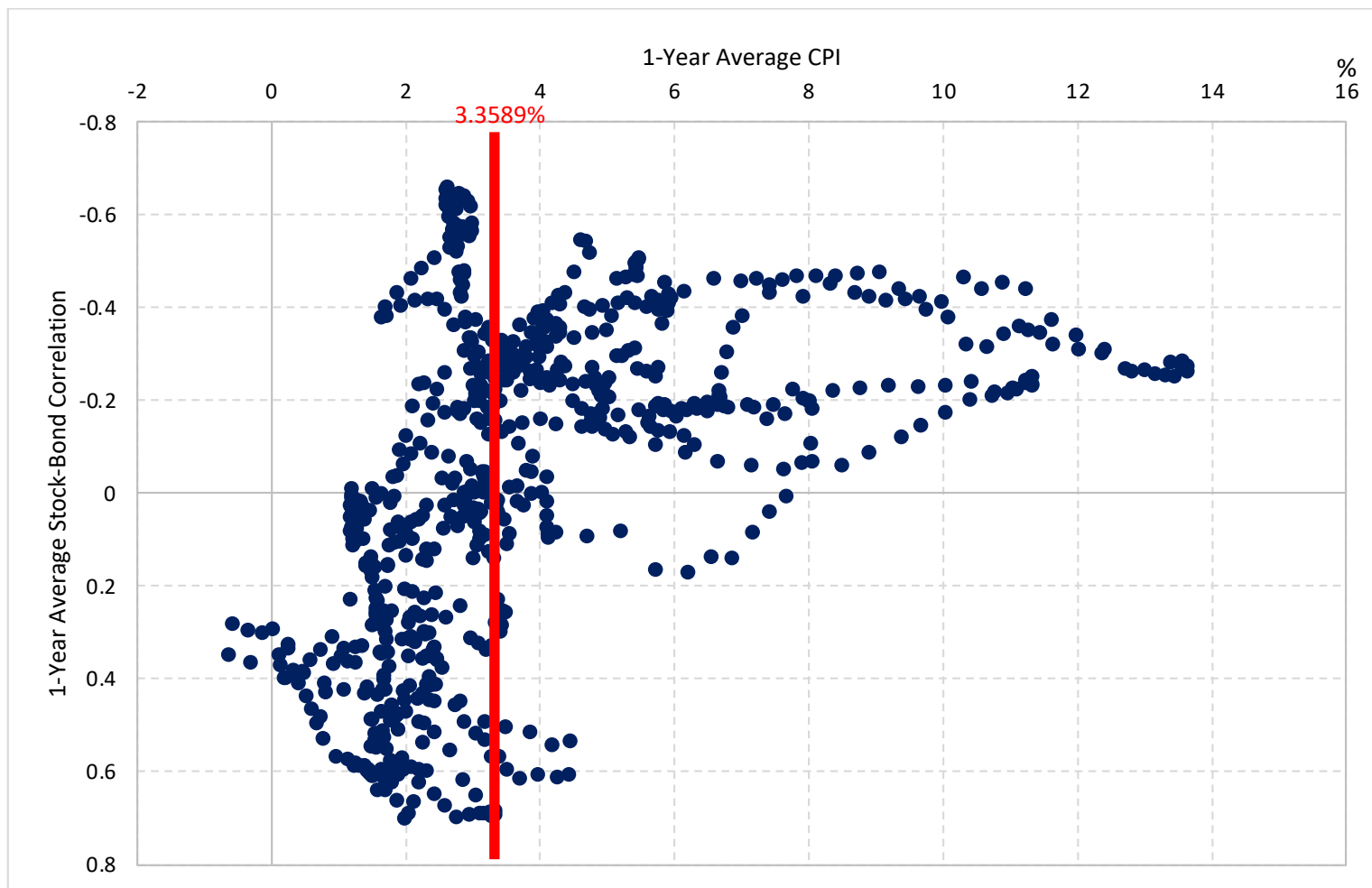


實際與模型估計的期限溢酬



資料來源：Bloomberg、元大投顧

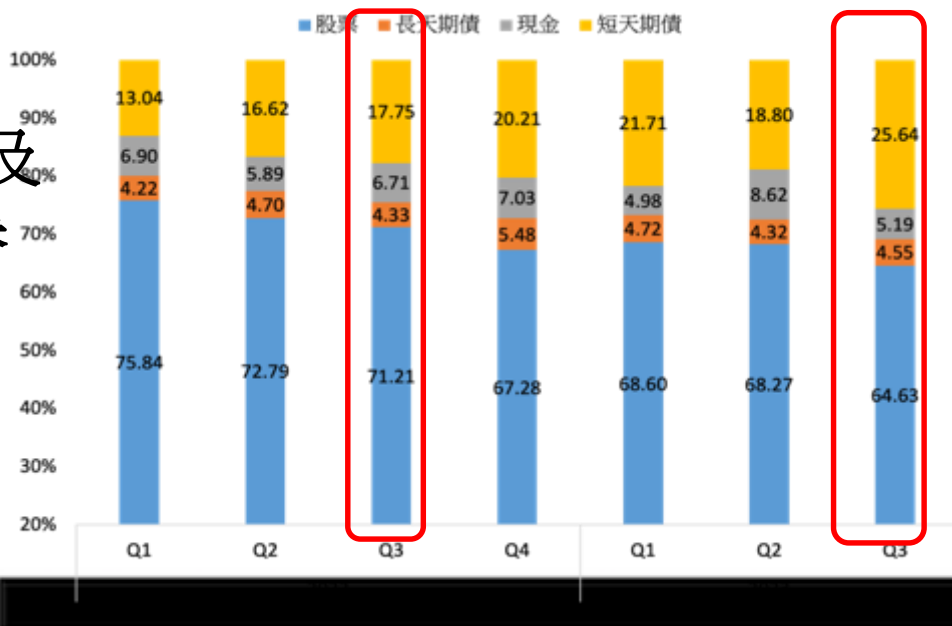
當美國CPI年率降至3.4%以下後 債券作為資產配置的防禦性價值將會湧現



資料來源：Bloomberg、元大投顧

建議採取槓鈴式配置

波克夏投資組合比例



超配國庫券及
短年期債券

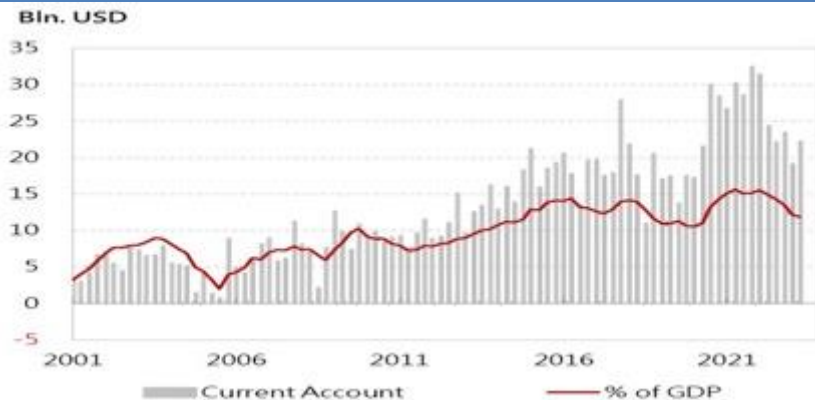
超配確定性
(庫存回補、低評
價、科技趨勢)

低配需要假設終端需求持
續強勁的資產、逢利差擴
大機遇性配置公司債

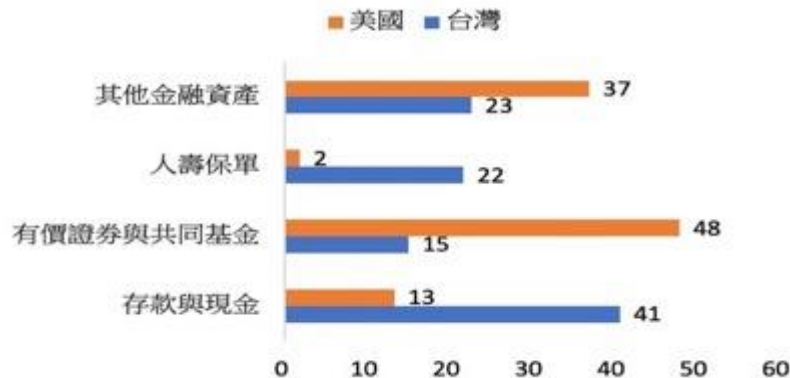
資料來源：元大投顧

貿易順差、保單解約、台股高配息: 24年台灣不缺資金

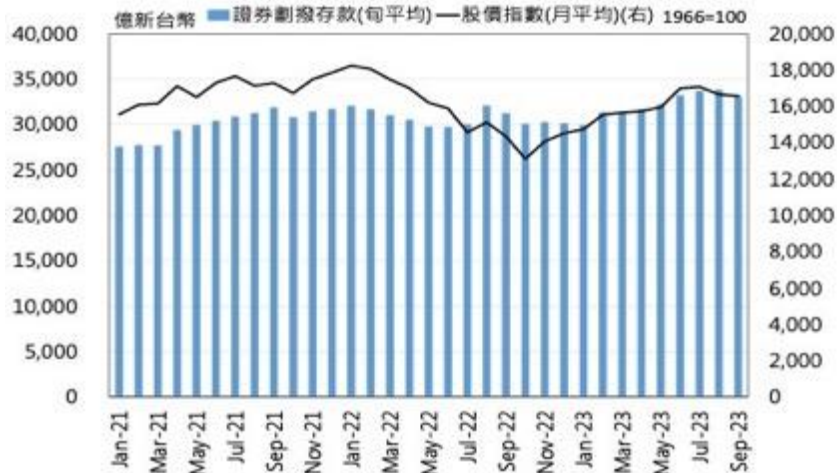
台灣經常帳順差



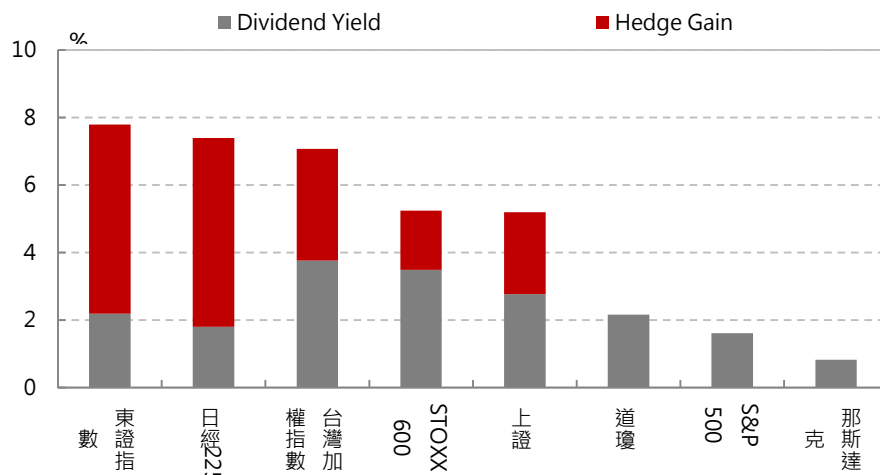
台美金融資產資金配置



存款劃撥餘額



Hedged Dividend Yield



資料來源：Bloomberg、元大投顧

元大投顧重要聲明

本報告純屬研究性質，僅供元大集團內部同仁及客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，邇後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬元大投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。



主要貨幣匯率預測

Market Consensus						
Currencies	現價	2023 Q4	Q1	Q2	2024 Q3	Q4
USD Index	103.8	-	-	-	-	-
EUR/USD	1.077	1.07	1.08	1.10	1.11	1.12
USD/JPY	144.6	149	145	141	138	136.5
USD/TWD	31.42	32.2	31.5	31.3	31.0	30.9
USD/CNH	7.156	7.23	7.15	7.10	7.05	7.00

Our View						
Currencies		2023 Q4	Q1	Q2	2024 Q3	Q4
USD Index	103.8	106 102-107	107 101-109	105 101-108	102 98-106	97 96-104
EUR/USD	1.077	1.06 1.05-1.10	1.04 1.02-1.10	1.05 1.02-1.10	1.09 1.05-1.15	1.15 1.06-1.17
USD/JPY	144.6	146 140-148	148 140-153	141 135-150	138 135-145	133 130-140
USD/TWD	31.42	31.6 31.2-31.7	31.2 31.0-32.0	32.0 31.5-32.5	31.4 31.0-32.0	30.5 30.0-31.5
USD/CNH	7.156	7.2 7.10-7.25	7.2 7.10-7.35	7.2 7.10-7.30	7.2 7.05-7.25	7.1 7.00-7.20