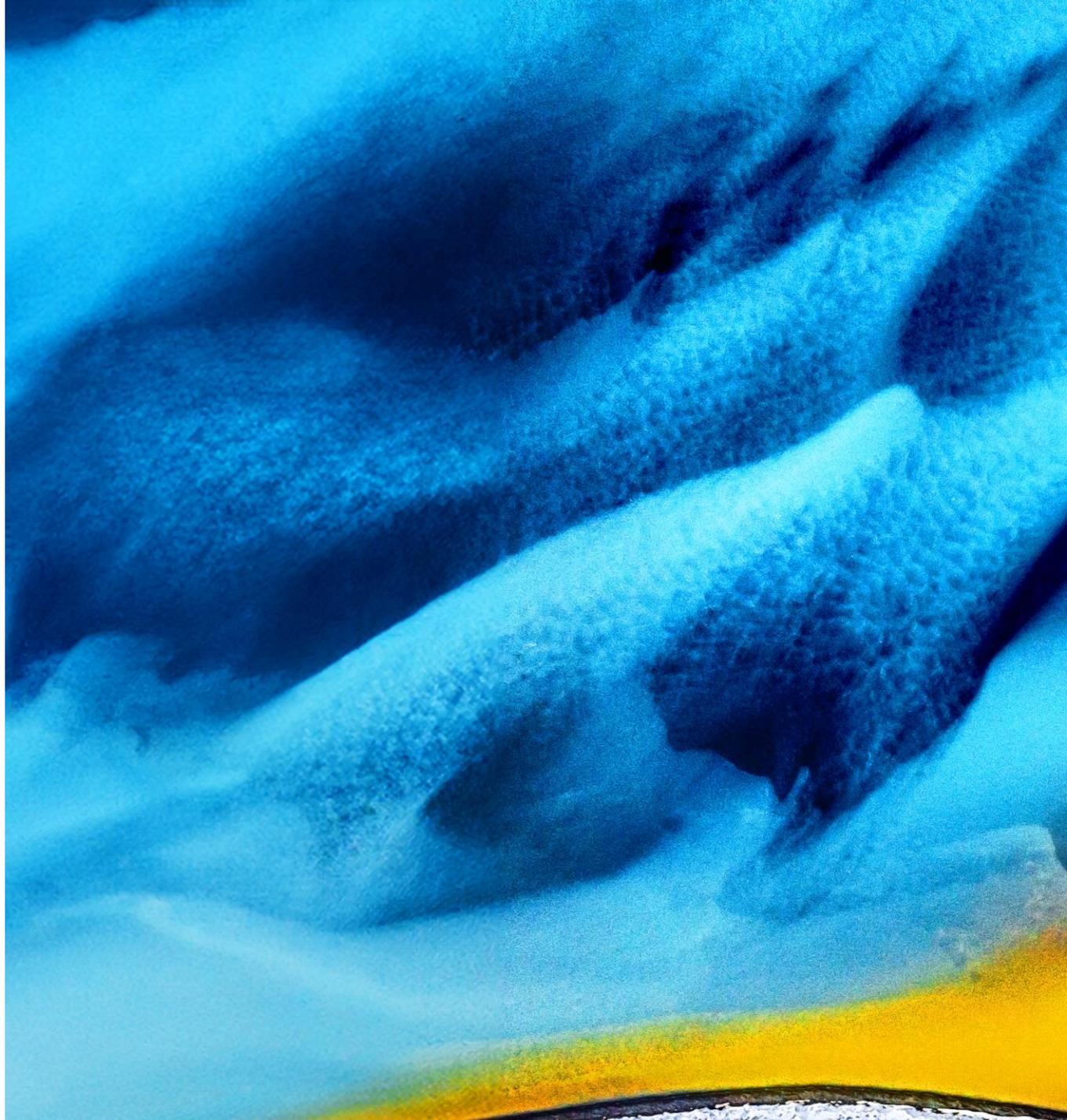


迎向2024

前進的信念

安聯投信年度投資展望論壇





Virginie Maisonneuve

安聯環球投資

全球股票投資總監



2024全球股市投資趨勢

在新的世界秩序 擁抱顛覆式創新



大概

01

總體經濟展望

02

關鍵主題

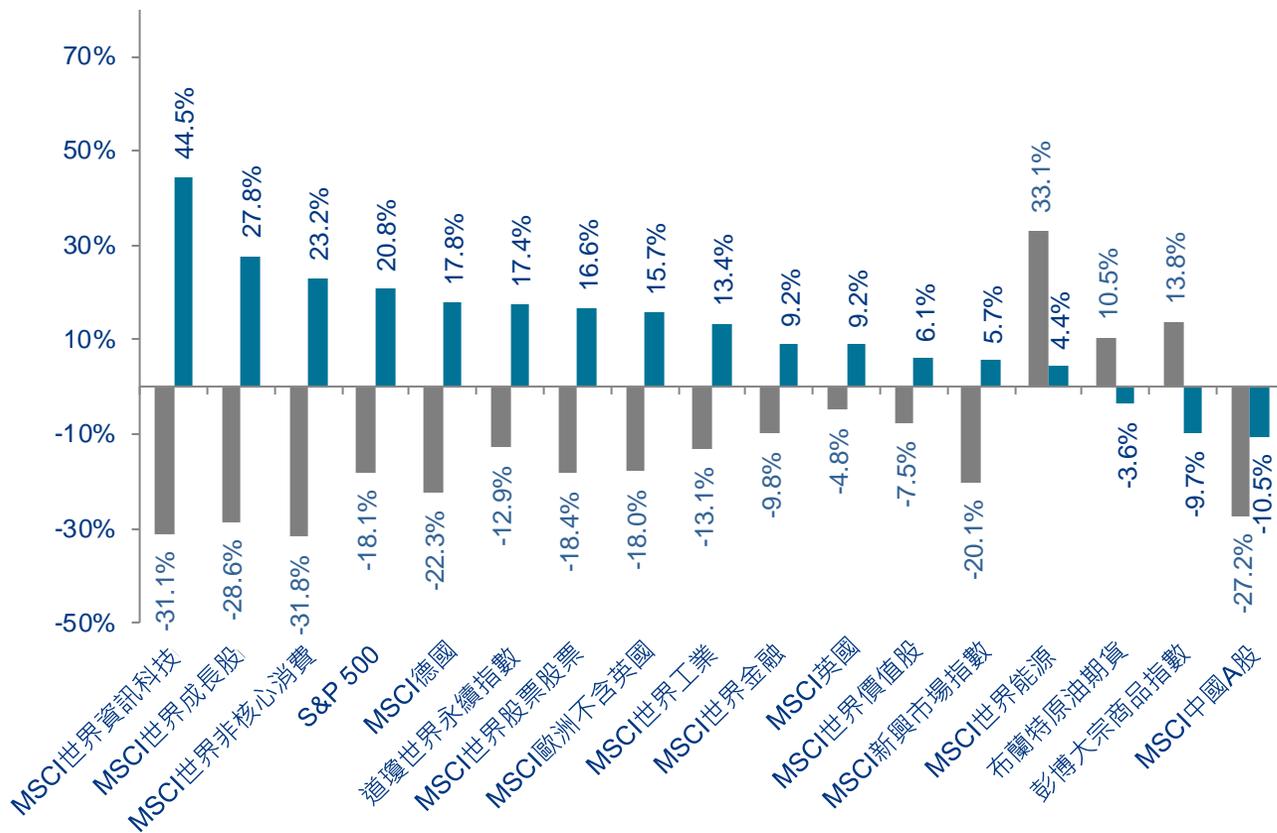
01

總體經濟展望



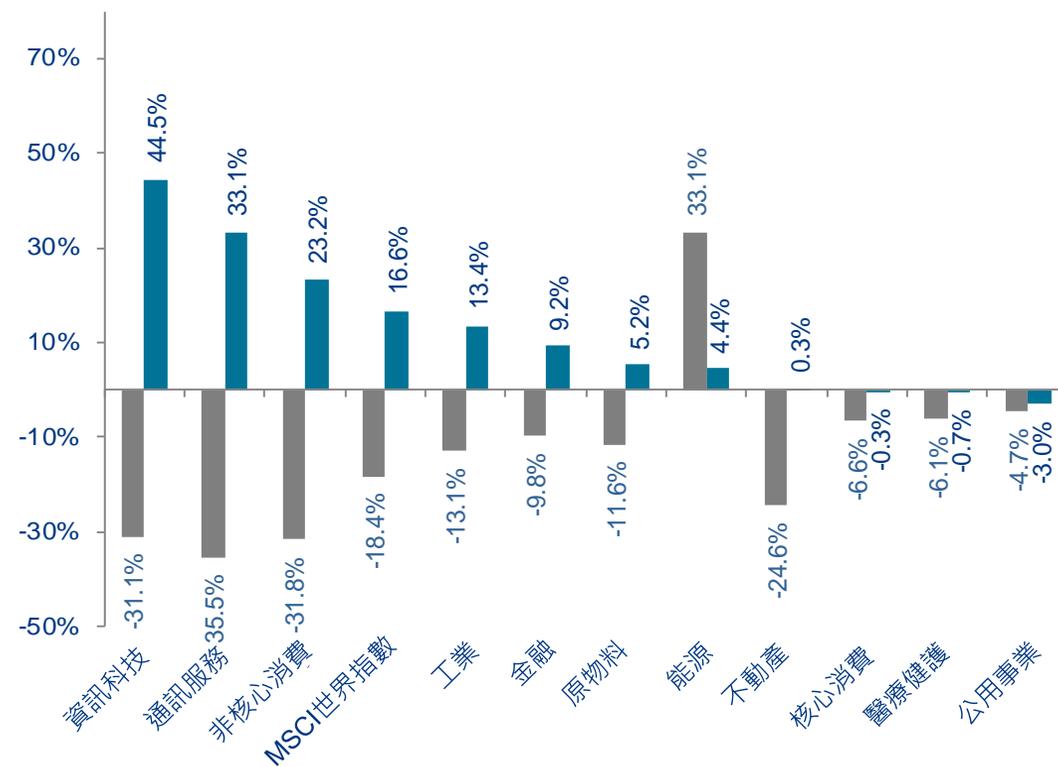
回顧全球股票市場績效

各指數績效表現



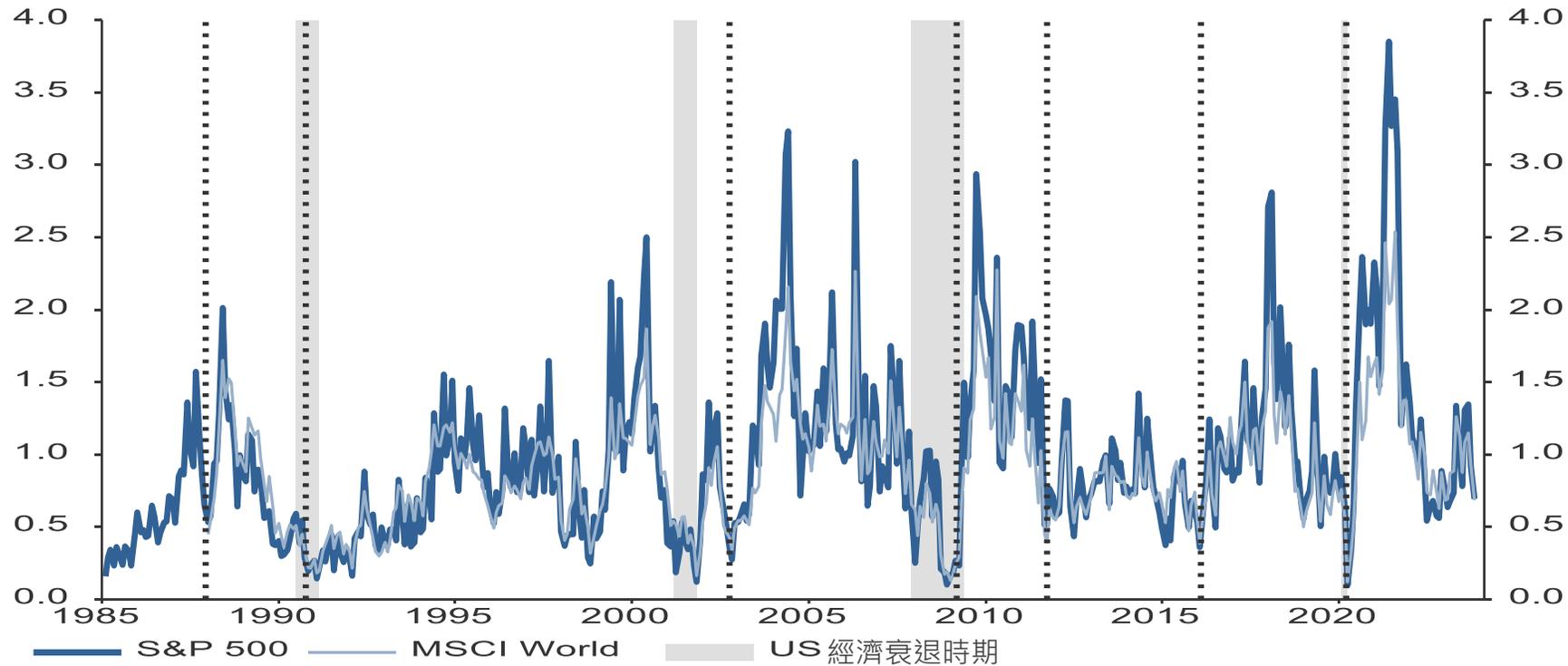
年初至今各產業指數績效表現

■ 2022 ■ YTD 2023



獲利修正：以合理的速度下調

S&P 500 和 MSCI世界指數 12個月遠期每股盈餘：上調 / 下調



全球展望：多重世界的分歧 用顛覆串聯

- 分期
 - 經濟成長與韌性
 - 能源
 - 數位達爾文主義下的投資生存與發展的能力
- 結構性 vs 循環性
- 中國：重新開始？



全球市場展望：多重世界的分歧 從通膨轉移到成長



逆勢

- 進入選舉年（美國、烏克蘭、台灣、印度）
- 成長減速/衰退
- 通膨轉向：營收影響，下檔支撐減弱？
- 利率高檔持續、財政刺激和赤字減弱
- 典範轉移：“金錢又是**有成本**的！”對公司再融資成本、退休金、併購等的影響“，例如”殭屍期貨”
- 地緣政治影響

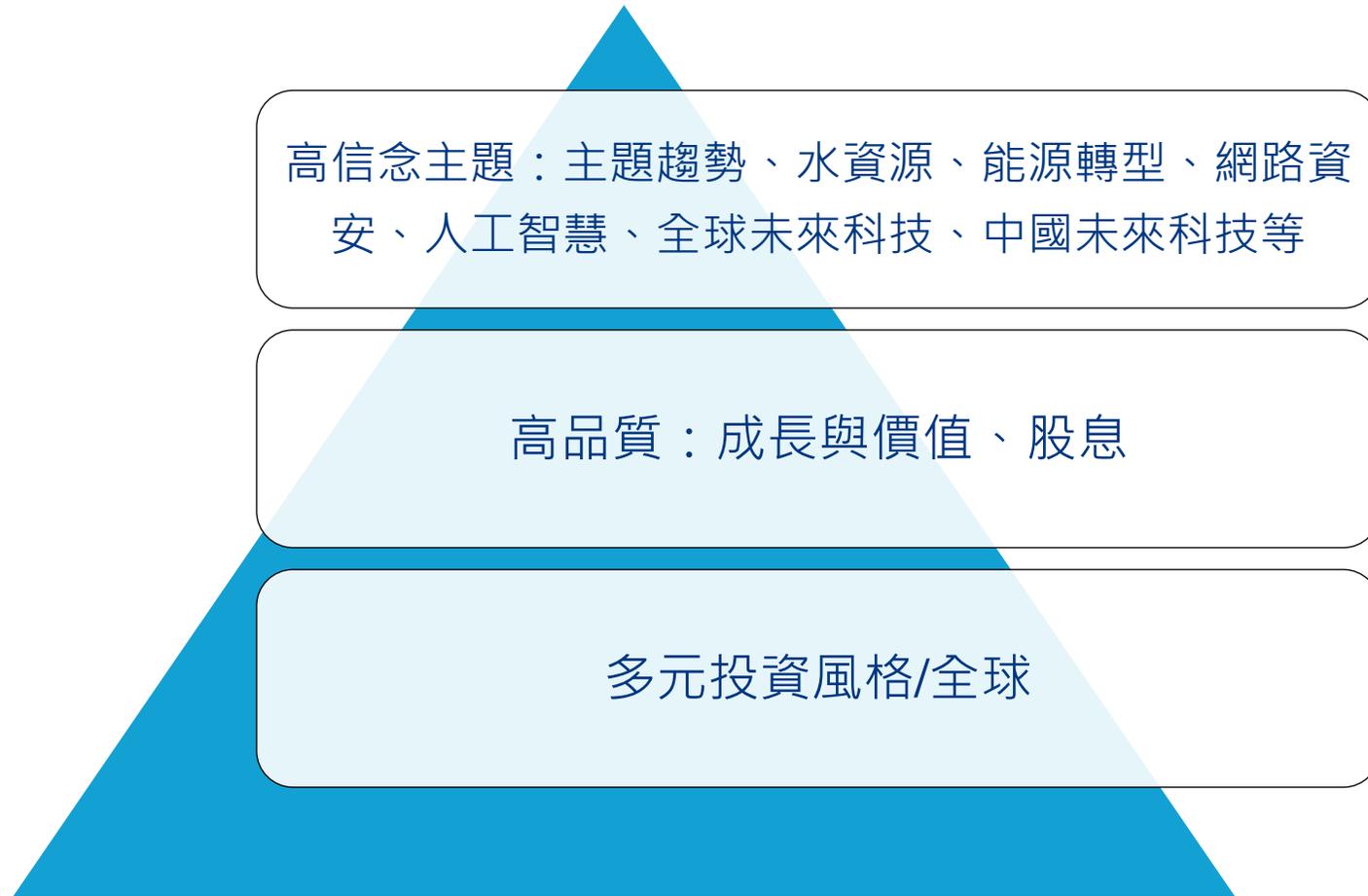


順勢

- 美國經濟韌性
- 中國即將走到谷底？好的機會重新開始
- 通膨和緩有利於消費者
- 央行暗示可能會結束升息；轉向**2024年**降息
- 人工智慧等大趨勢提供了額外的獲利契機；人工智慧作為跨產業的推動者和資本支出的強大催化劑

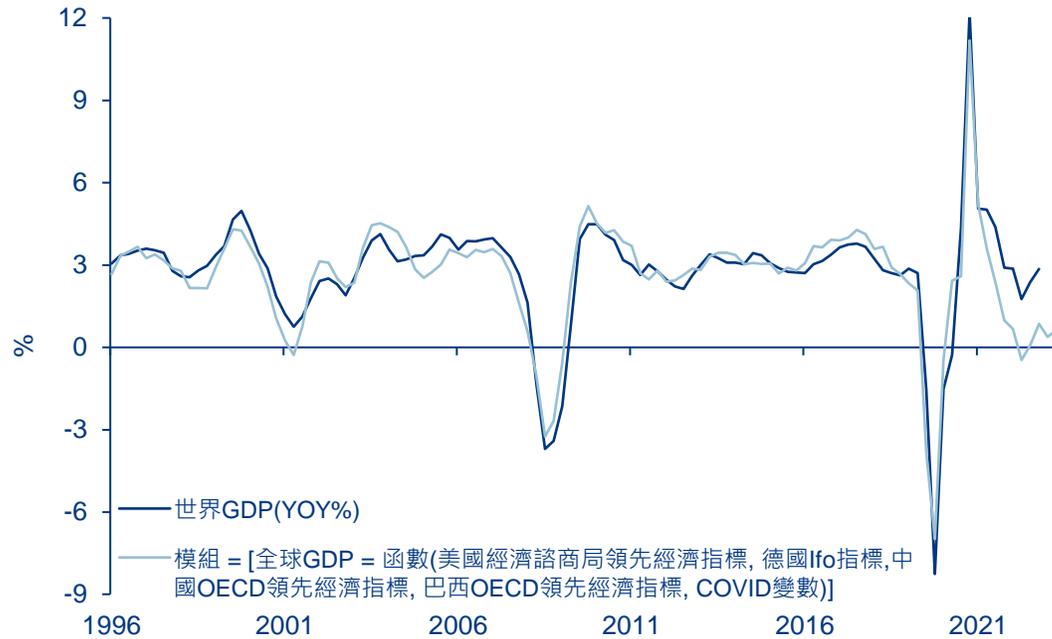
結構性與循環性的十字路口；波動將提供進場機會，品質是關鍵

未來12個月的投資機會金字塔：深思熟慮後的投組建構

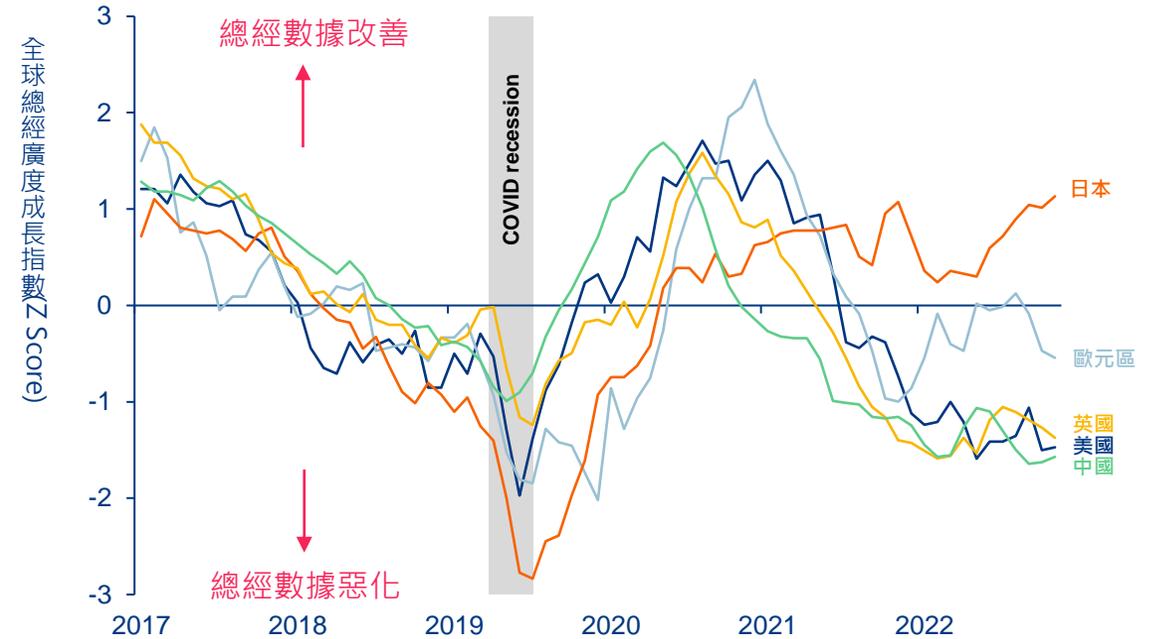


成長性測試著金融市場的分歧：今年前三季的GDP成長率

依總體經濟數據來看，全球經濟仍然看似脆弱...



...而全世界各經濟體呈現不對等分配的局面¹

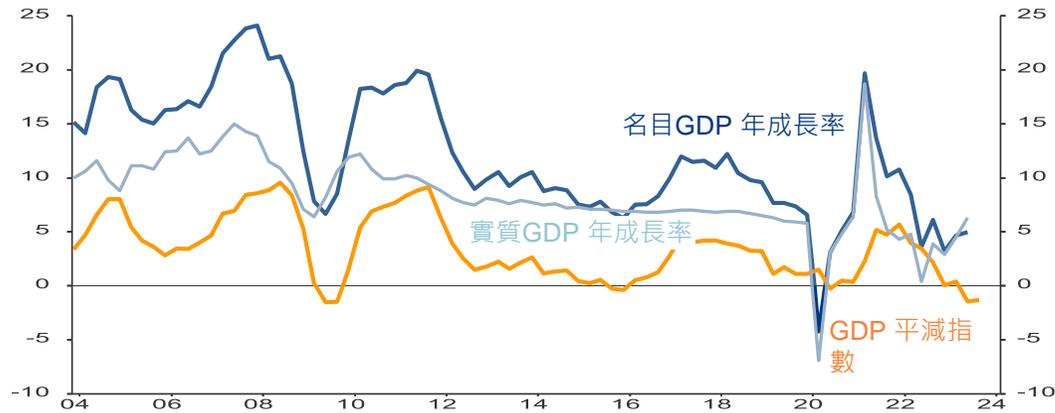


衡量全球經濟數據最全面的總經廣度指數在連續三個月下降後於10月持穩；然而，此正向的發展被全球商業和消費者信心的進一步惡化所抵消，表示年底前經濟活動指數將會放緩；服務業的信心進一步下滑，與製造業的低迷水準一致，近幾個月製造業表現出橫盤走低的格局。

1.專有的世界總經廣度指數每月追蹤354個全球、區域和國家宏觀經濟數據的方向。此指數的每月變化範圍為-1到1，值為1 (-1) 意味著所有基礎指標的增加 (減少)。
資料來源：安聯環球投資經濟策略E&S團隊、Bloomberg、Refinitiv(資料截至2023年10月31日)。

成長性：中國正面臨十字路口，循環型 vs 結構型

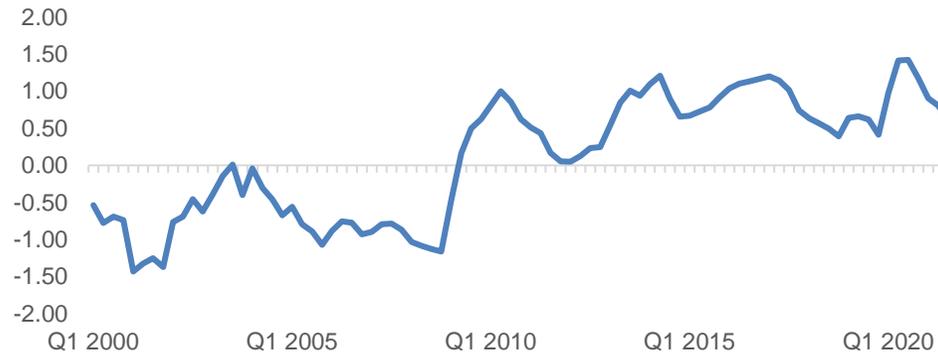
中國GDP成長率 GDP 平減指數 (in %)



中國A股/MSCI世界指數：相對股利率 vs 相對獲利成長率



中國金融周期(標準差)



... 相對績效表現 (指數化)

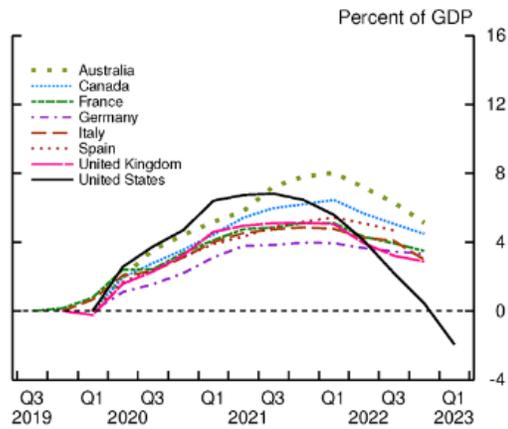


中國經濟成長放緩，以實現更高品質的成長；新經濟與舊經濟在創新領域提供進場機會

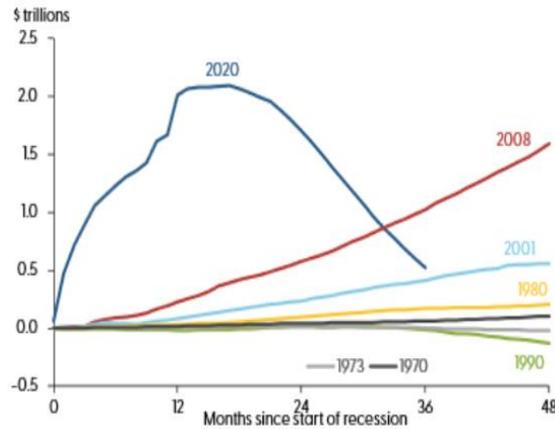
成長性：家庭超額儲蓄逐漸減少

美國家庭超額儲蓄的估計值差異巨大

根據聯準會研究人員最新估計：成熟經濟體(左)和美國(右)的超額儲蓄總額

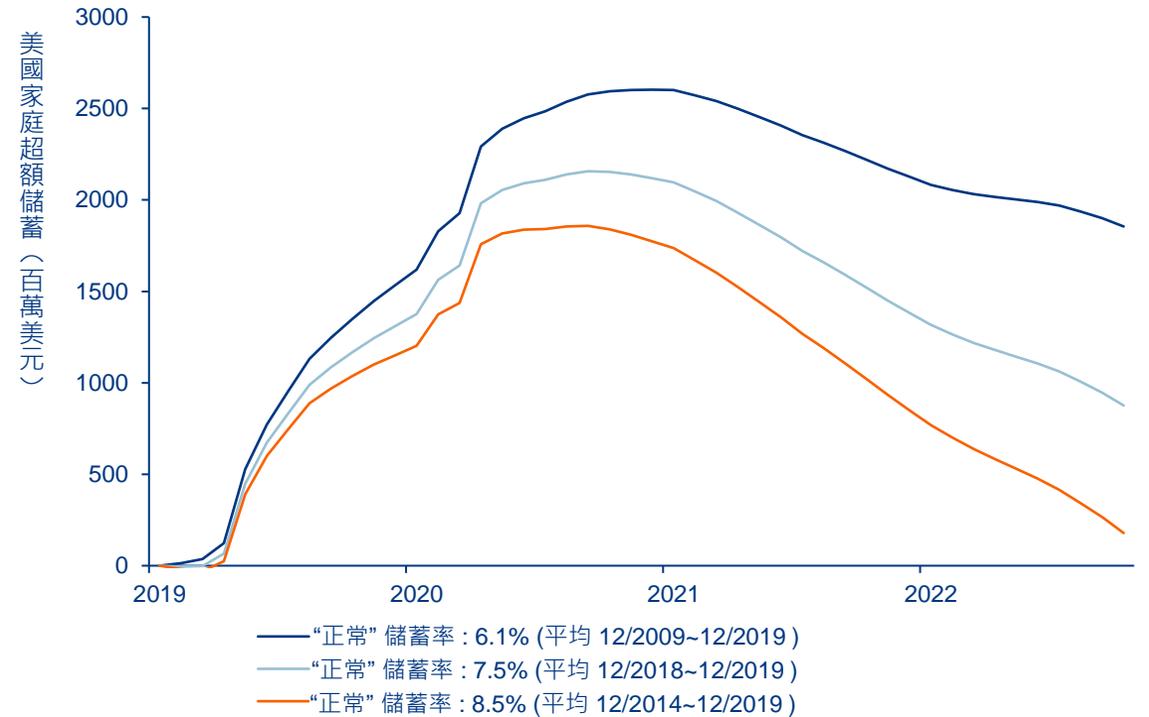


資料來源：de Soyres、Francois、Dylan Moore 和 Julio L. Ortiz (2023)。聯準會指出：「疫情期間累積的儲蓄：從歷史角度進行國際比較」。華盛頓：聯準會理事會，2023年6月23日。



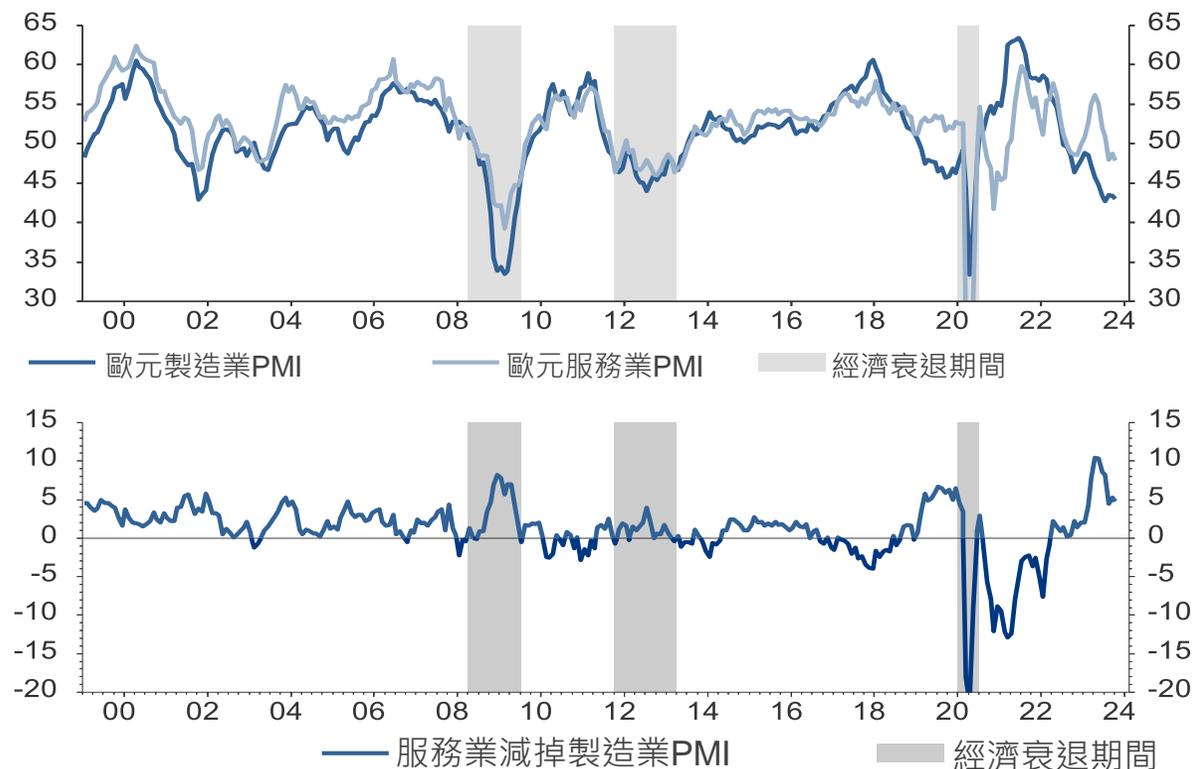
資料來源：Abdelrahman、Hamza、Oliveira、Luiz E. (2023)：“流行病超額儲蓄的興衰”，FRBSF 經濟快報，2023年5月8日

將「正常」儲蓄率作為關鍵變數的假設具有高度不確定性*



成長性、歐元區的經濟動能 – 強勁服務業和疲軟製造業間的分歧創 歷史新高，核心通膨面臨壓力

巨大的分歧：服務業和製造業PMI之間的最大差距(有利於服務業)

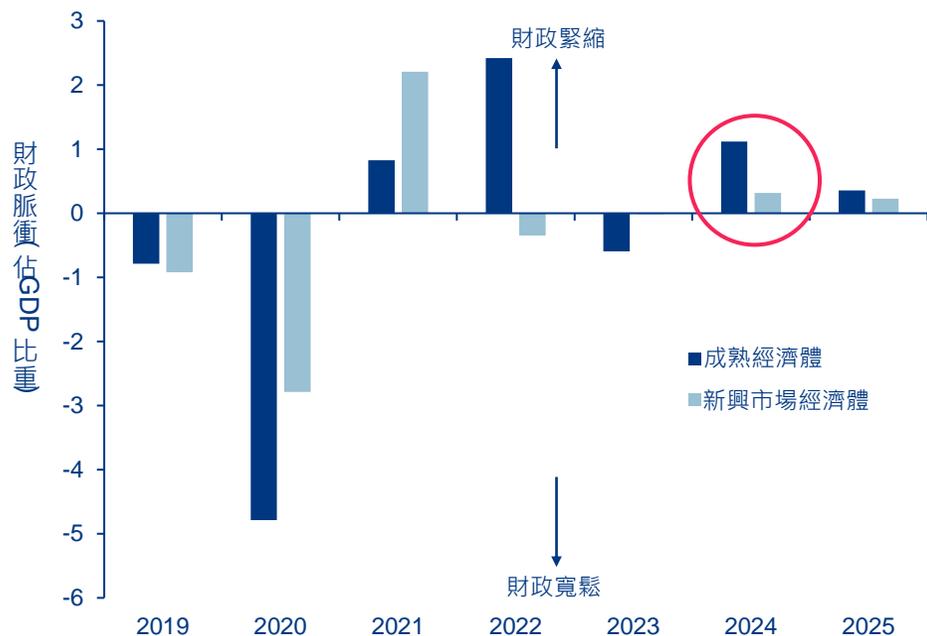


服務業與製造業產出價格之間的差值 vs 核心消費者物價指數減去整體消費者信心指數的差值

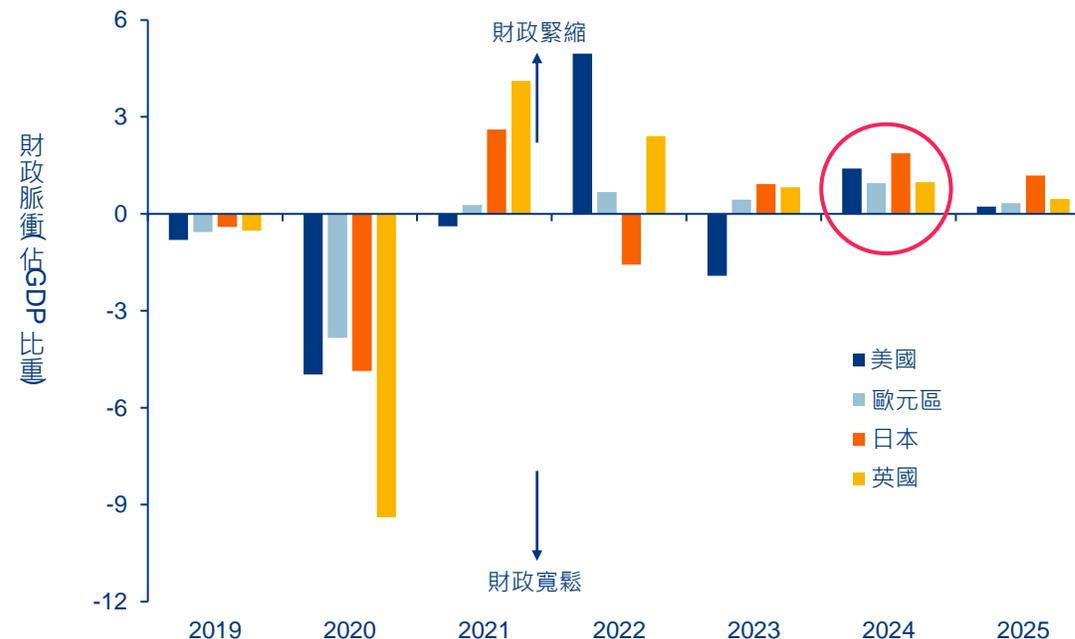


2024年全球財政刺激力道將轉為適度負值，儘管許多國家的預算赤字仍高於可維持性水平

財政政策脈衝指數：成熟經濟體 vs 新興市場經濟體



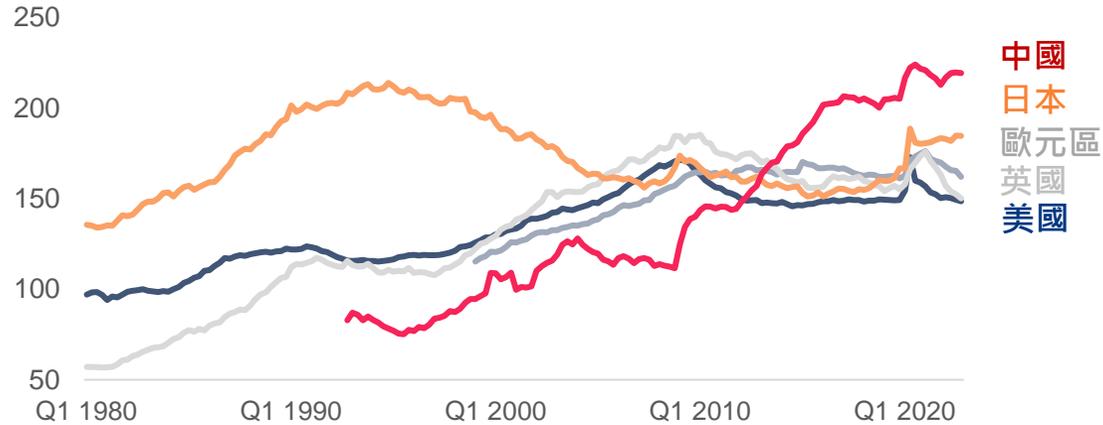
財政政策脈衝指數：G4成熟經濟體



預計2024年全球財政政策將變得更加分歧，在成熟工業化國家繼今年的支持性政策後，美國將加入歐元區、日本的持續緊縮行列(透過即將推出的刺激計劃來緩解經濟成長的影響)和英國。在新興市場中，隨著近期宣布新的刺激措施(增發1兆元中央政府債券)，中國的財政脈衝可能會保持適度擴張。許多國家的漸進式整合是在中長期財政赤字無法持續的情境下因應而生。

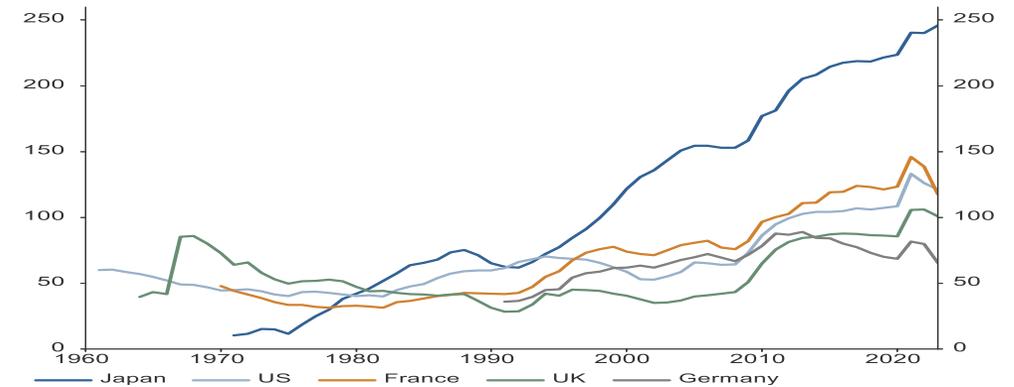
成長性：債務，公有 vs 私營，上揚的赤字

非金融業私營部門. 產業債務 / GDP (%)*

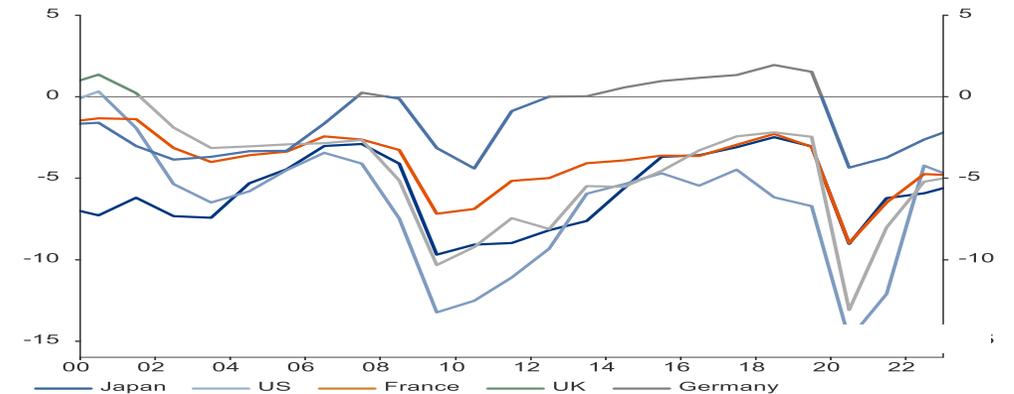


債務/GDP, 預算赤字**

政府債務總額 / GDP (OECD)



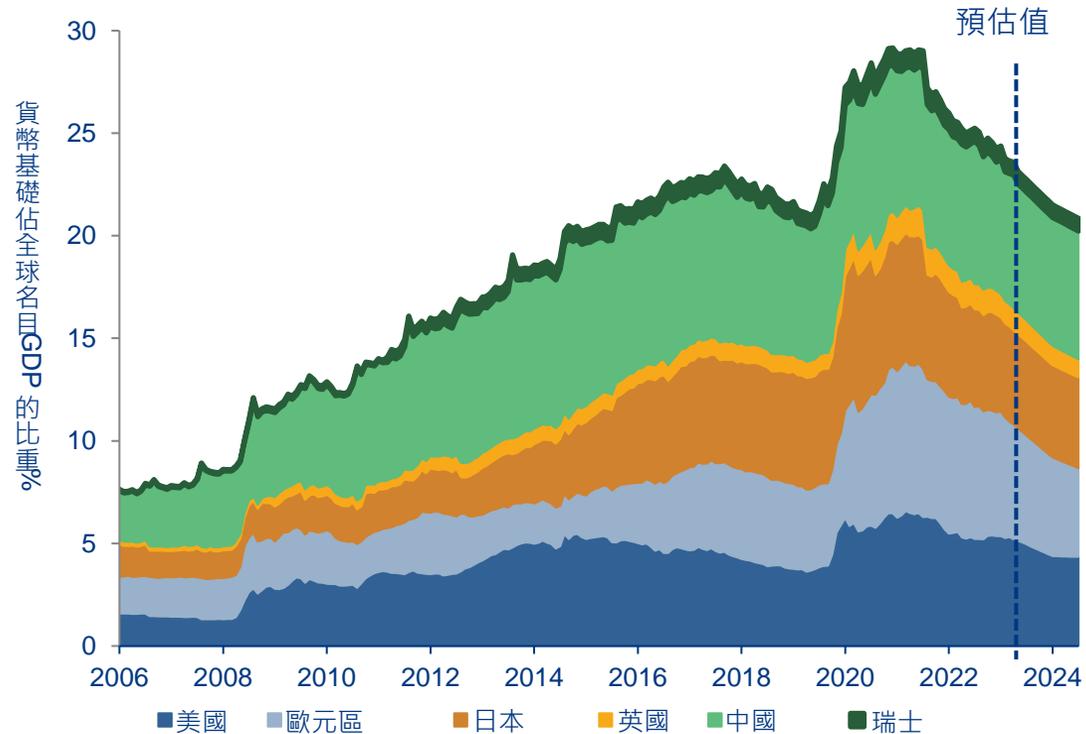
政府淨貸款 / GDP % (OECD)



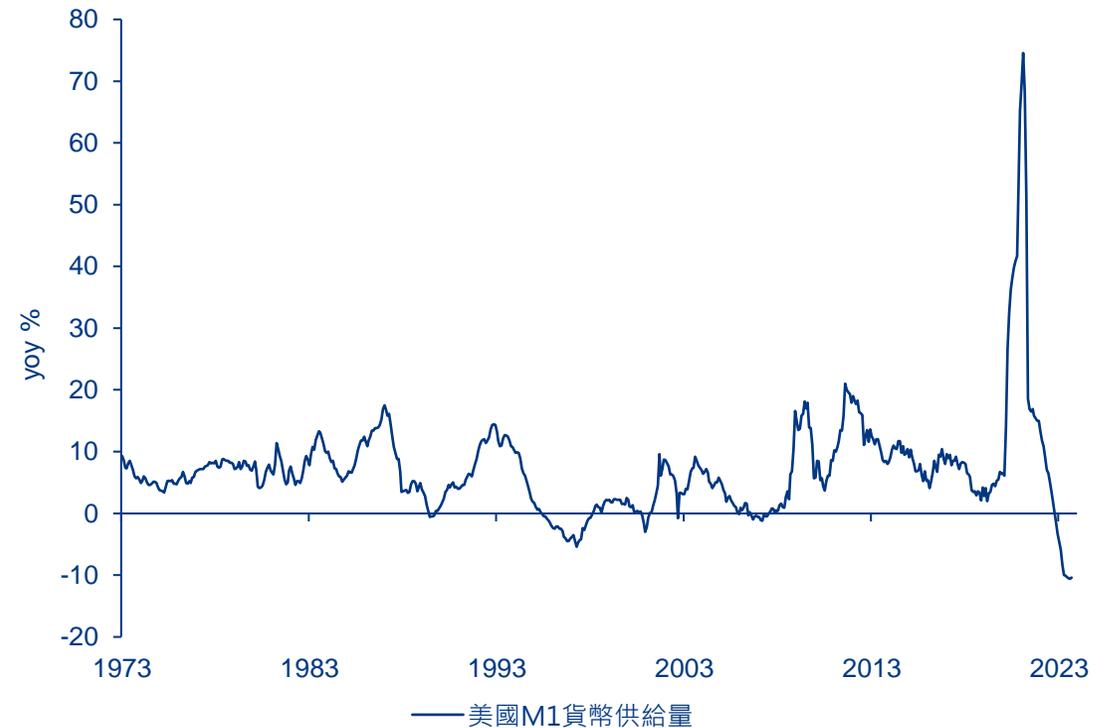
- 成熟市場的債務比例不對稱，且整體過於寬鬆的貨幣政策有利於私營部門的風險偏好與槓桿率上升。
- 美國的貨幣政策已透過定錨匯率向全球擴展。
- 中國私營部門槓桿率的急劇上升反應了中國債務驅動的成長模式。
- 成長 vs 赤字

利率 央行流動性：預計緊縮政策將持續到明年

全球央行預計將持續緊縮流動性...

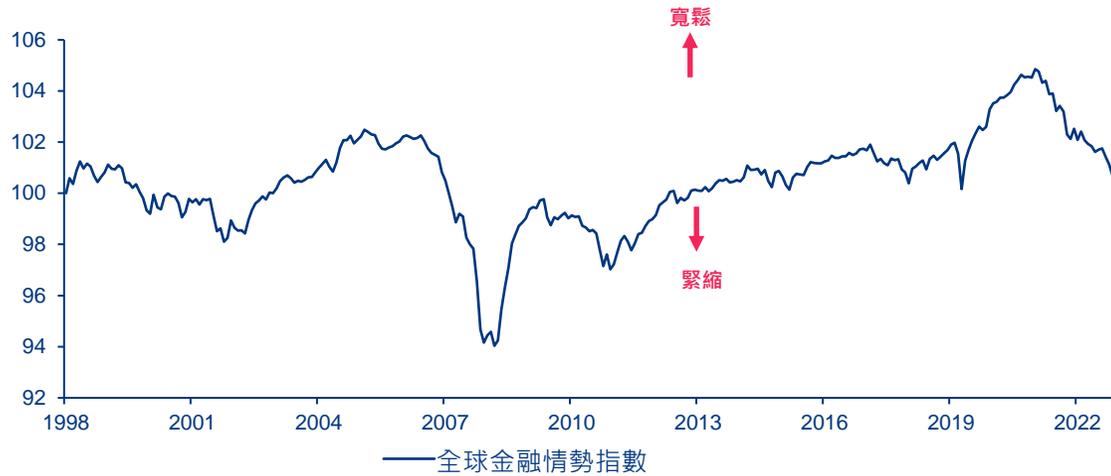


... 當美國M1貨幣供給量急劇下降

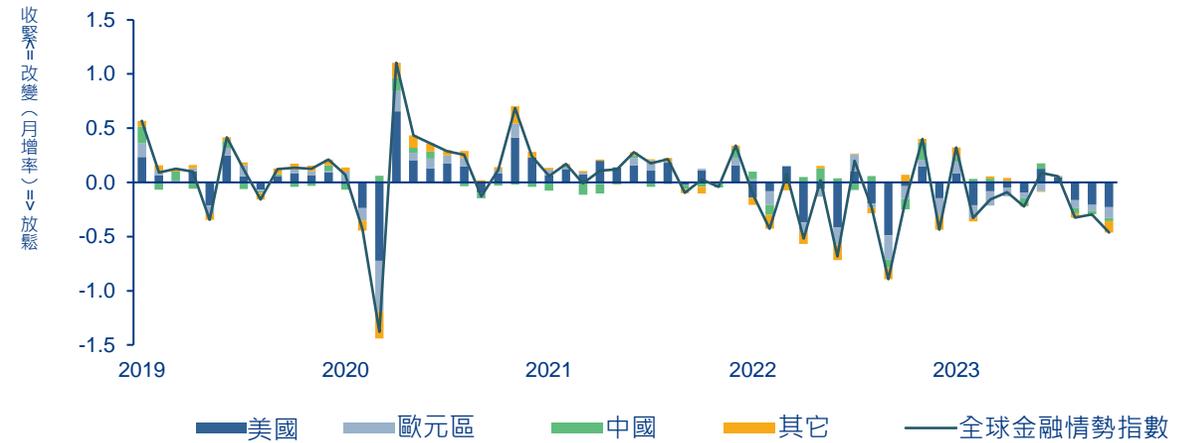


金融情勢指數 (實際值)

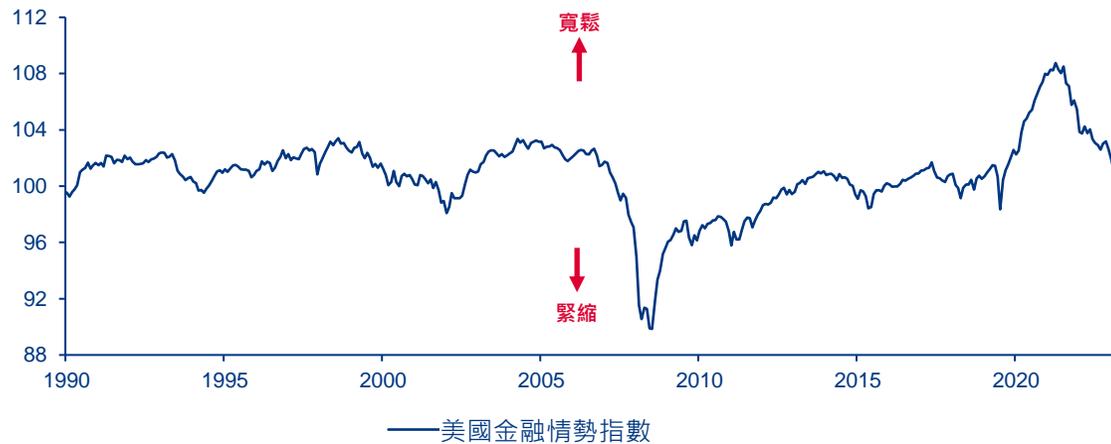
金融情勢指數：全球(I)



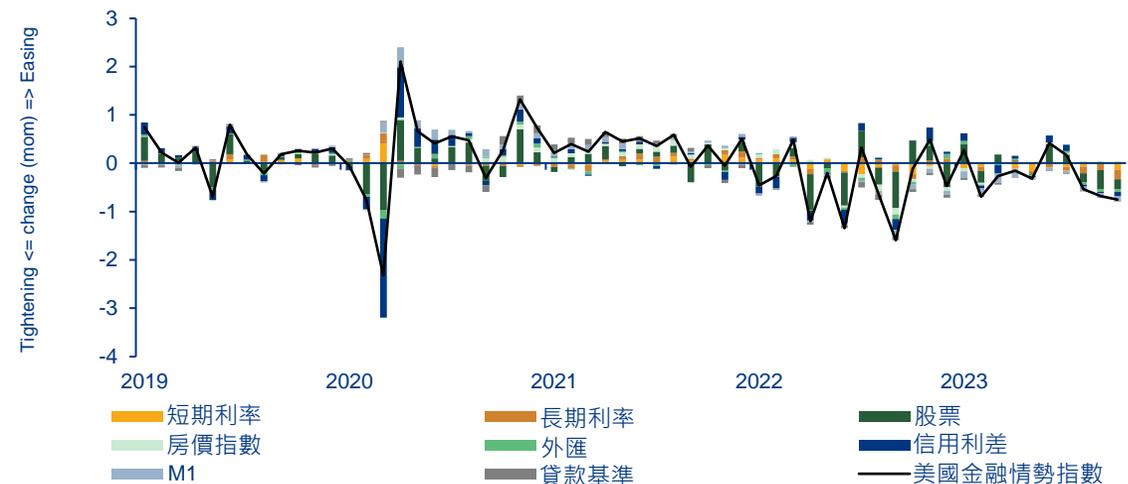
金融情勢指數：全球(II)



金融情勢指數：美國(I)



金融情勢指數：美國(II)



資料來源：安聯環球投資經濟策略E&S團隊、Bloomberg、Refinitiv，2023年10月。過去績效並不能預測未來的表現。

金融情勢指數 (實際值)

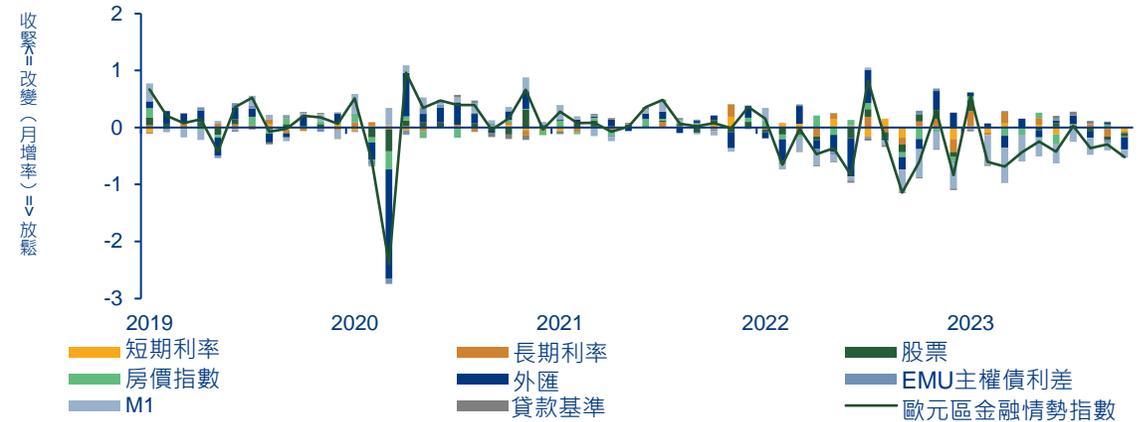
金融情勢指數：歐元區(I)



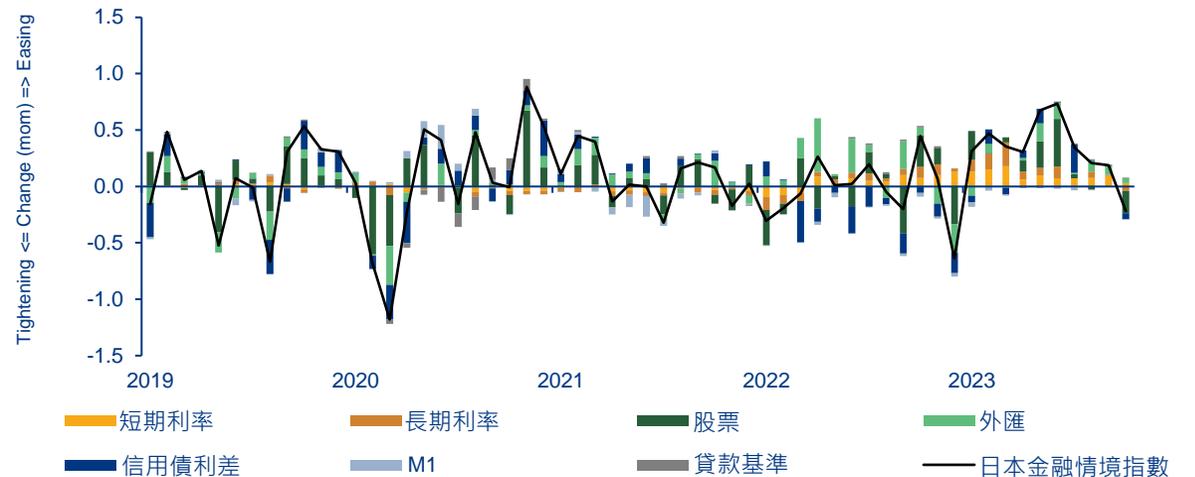
金融情勢指數：日本(I)



金融情勢指數：歐元區(II)



Financial Conditions Index: Japan (II)

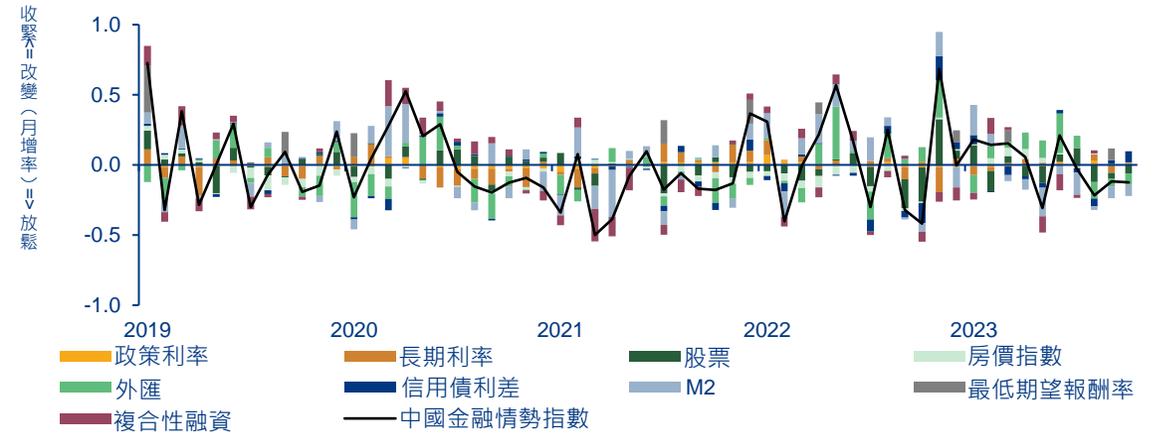


金融情勢指數 (實際值)

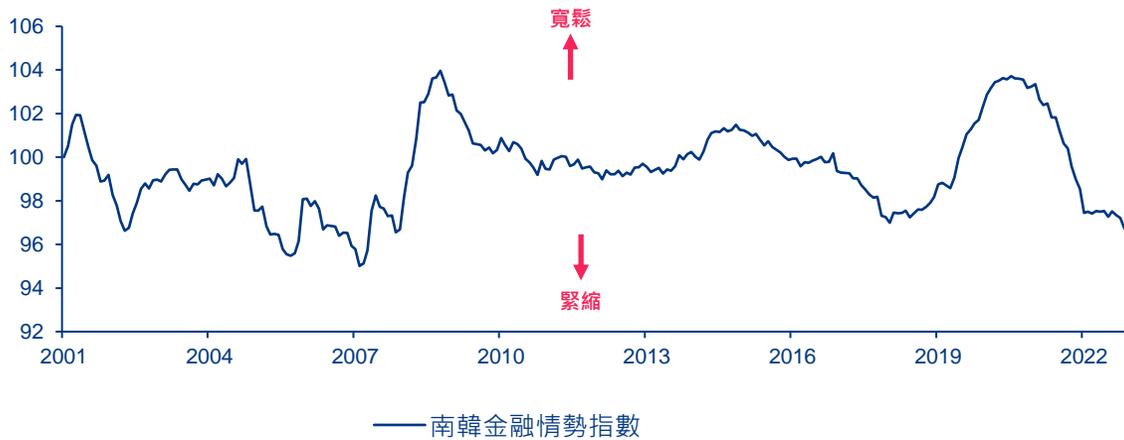
金融情勢指數：中國(I)



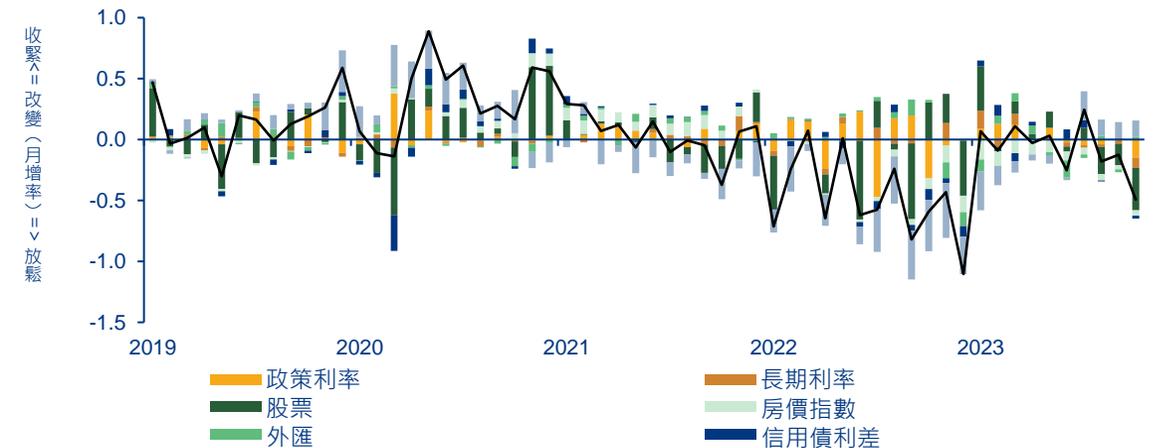
金融情勢指數：中國(II)



金融情勢指數：南韓(I)

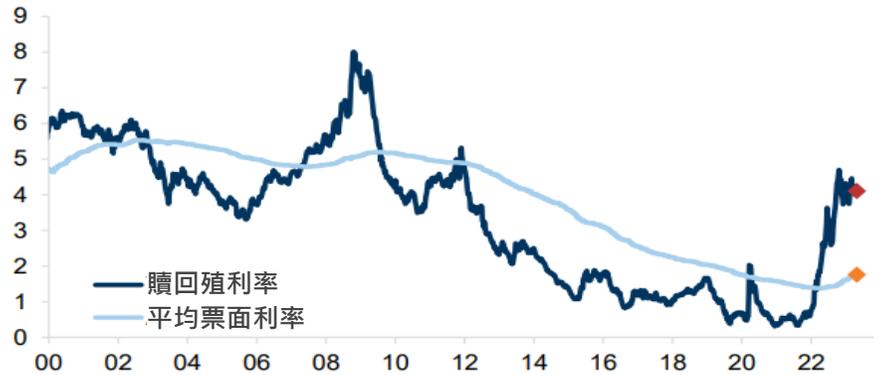


金融情勢指數：南韓(II)

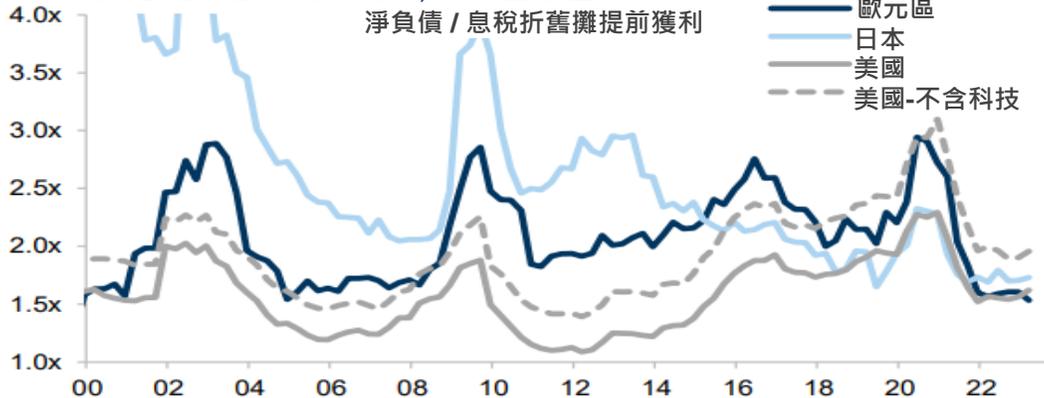


“金錢依然有成本！”：企業債務成本上揚，惟整體仍可控

債務成本上揚
iBoxx Euro Corporate

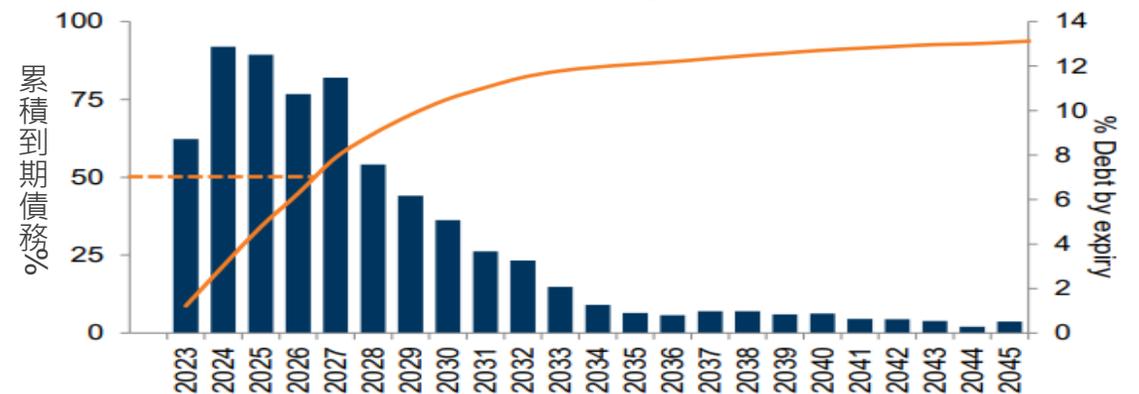


目前的資產負債表並沒有特別緊縮
淨負債 / 息稅折舊攤提前獲利, 不含金融產業



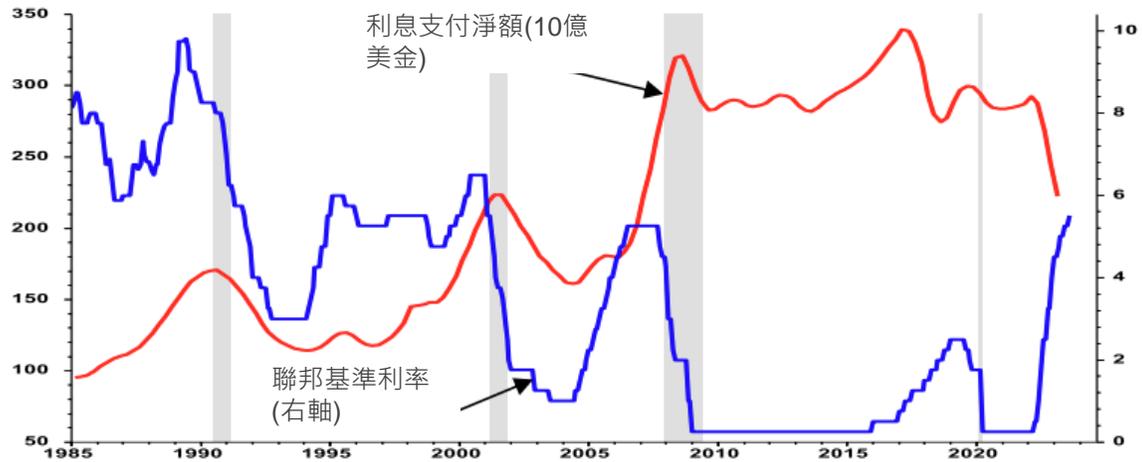
- 自2000年以來，美國和歐洲的非金融企業債務已從12.7兆美元增加到38.1兆美元，佔GDP總額的比例從68%上升到90%。
- 由於2022 企業獲利強勁，違約率較低(3%)
- 美國和歐洲75%的非金融債務為固定利率
- 美國投資等級發行人支付的平均票面利率為 3.9%，而市場殖利率為5.3%；對於非投資等級債券，平均票面利率為5.9%，而市場殖利率為8.4%。
- 《經濟學人》預估，在目前的債務水準下，利率每上升一個百分點，S&P 500企業的總獲利就會減少約 4%

一半債務將在未來 4 年內到期
% STOXX 600指數企業除金融外的到期累積債務

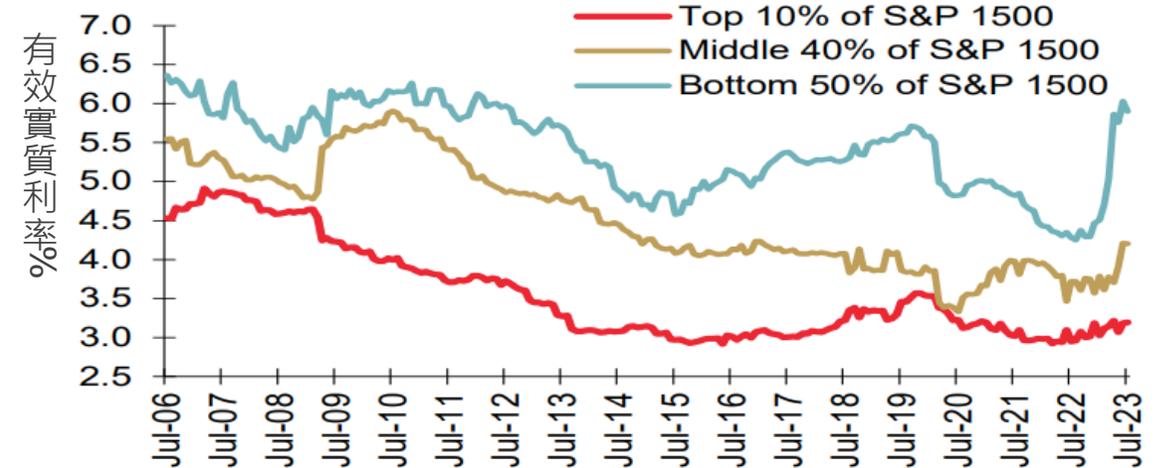


“金錢依然有成本！”：對獲利的影響不平均，殭屍企業的產生？

儘管利率上升，美國企業去年的淨利息支付卻大幅下降

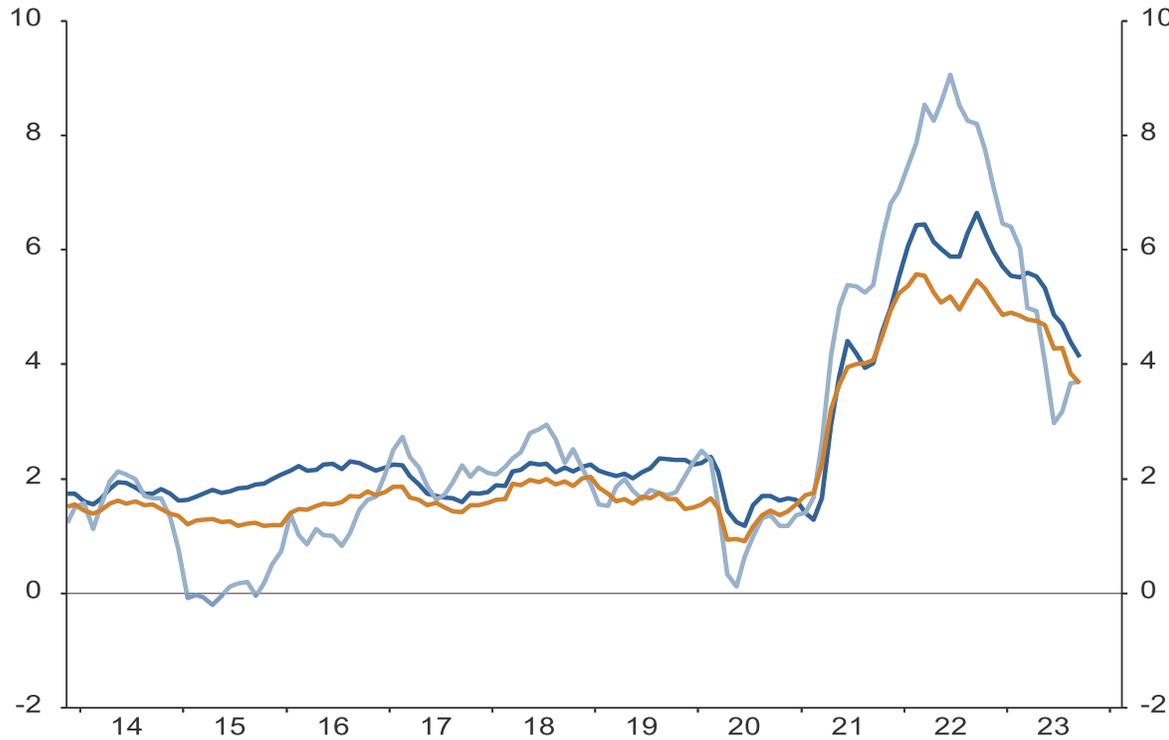


與最底層50%的公司不同，最大的10%美國公司對升息具備抵禦能力

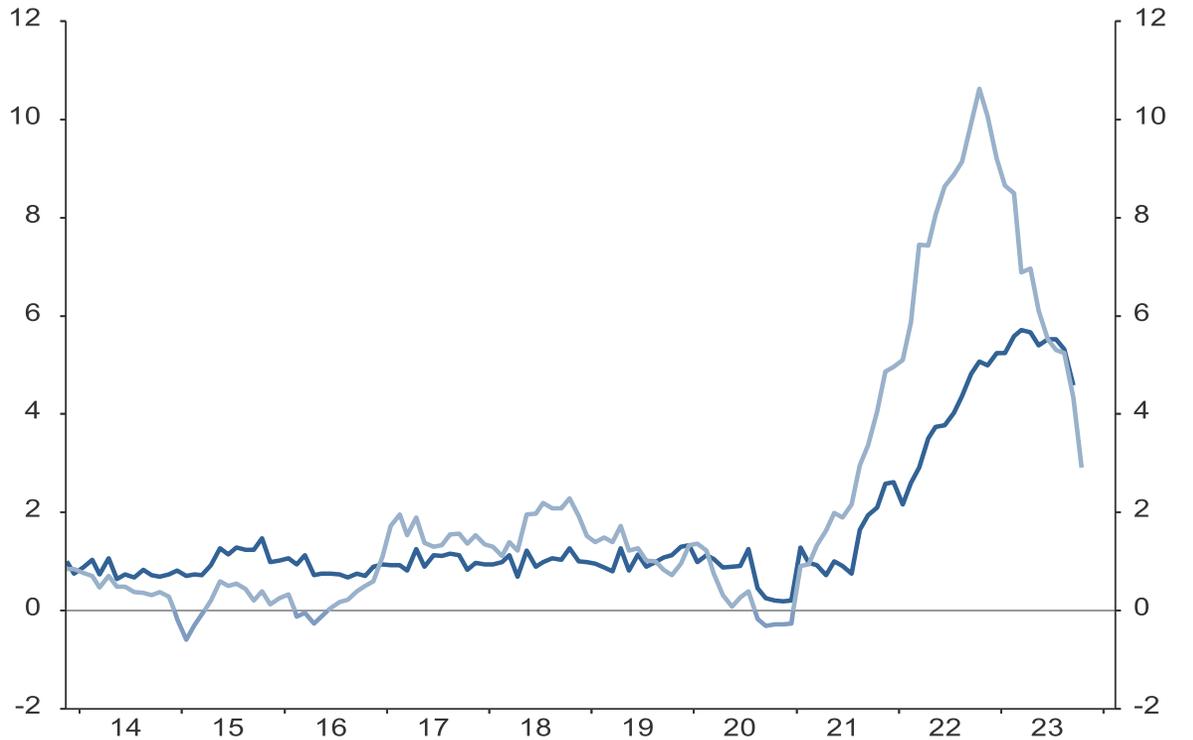


通膨：下降趨勢... 惟末段仍然僵固？

美國通膨率：多項指標 (年增率%)

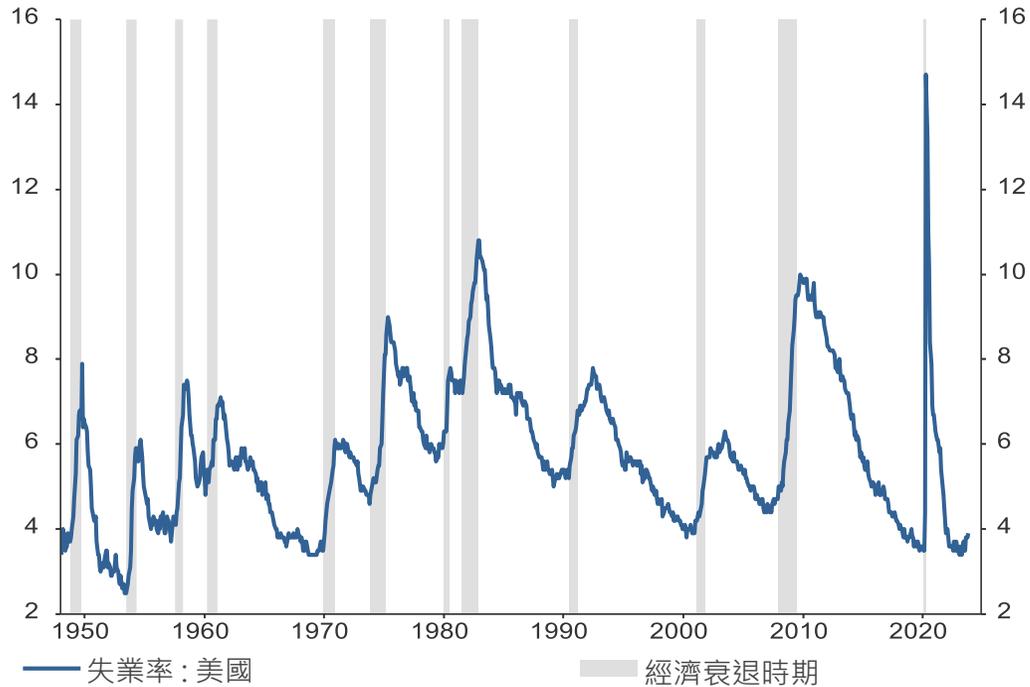


歐元區通膨率：多項指標 (年增率%)



通膨：美國勞動市場正常化與薪資壓力緩解

美國10月失業率降至3.7%，仍接近歷史低點



美國勞工薪資 - 薪資成長已從高檔回落



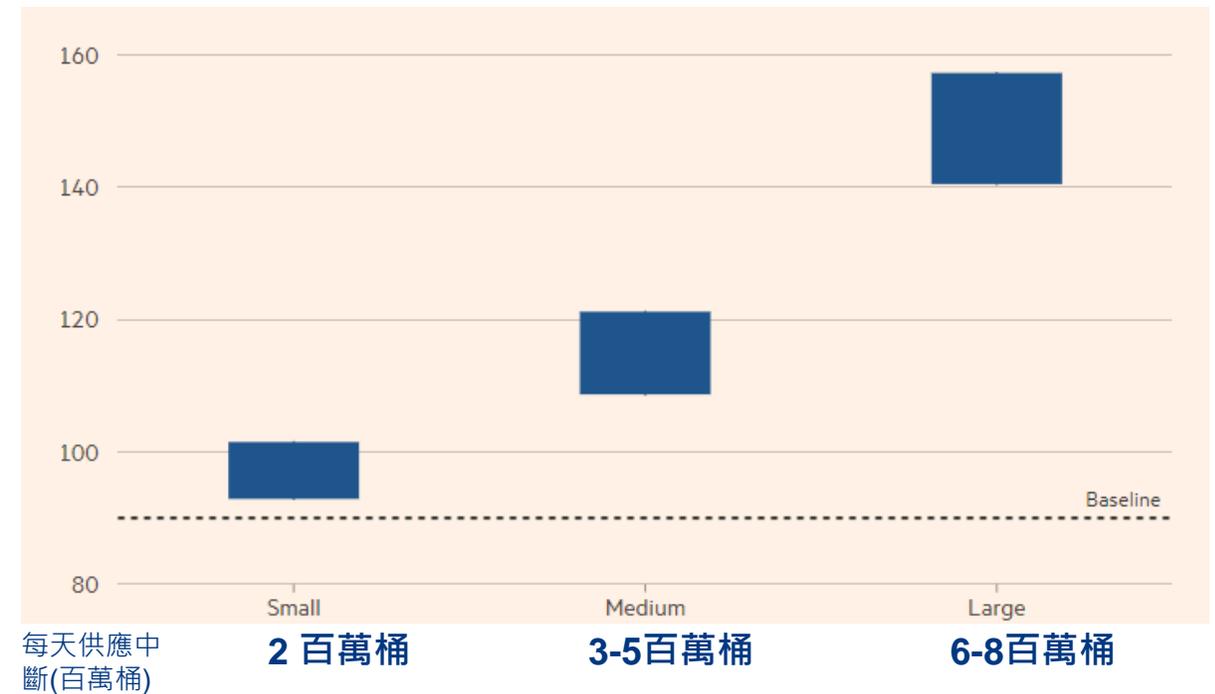
- 美國勞動力市場是通膨的關鍵（服務業）
- 職缺機會與勞動人口的差距已從高峰600萬人(4月22日)下降至300萬人
- 儘管失業率仍處於3.7%的低位，但薪資成長已從高檔回落

能源：關鍵動態與不確定性

歷史顯示石油價格較少區間操作



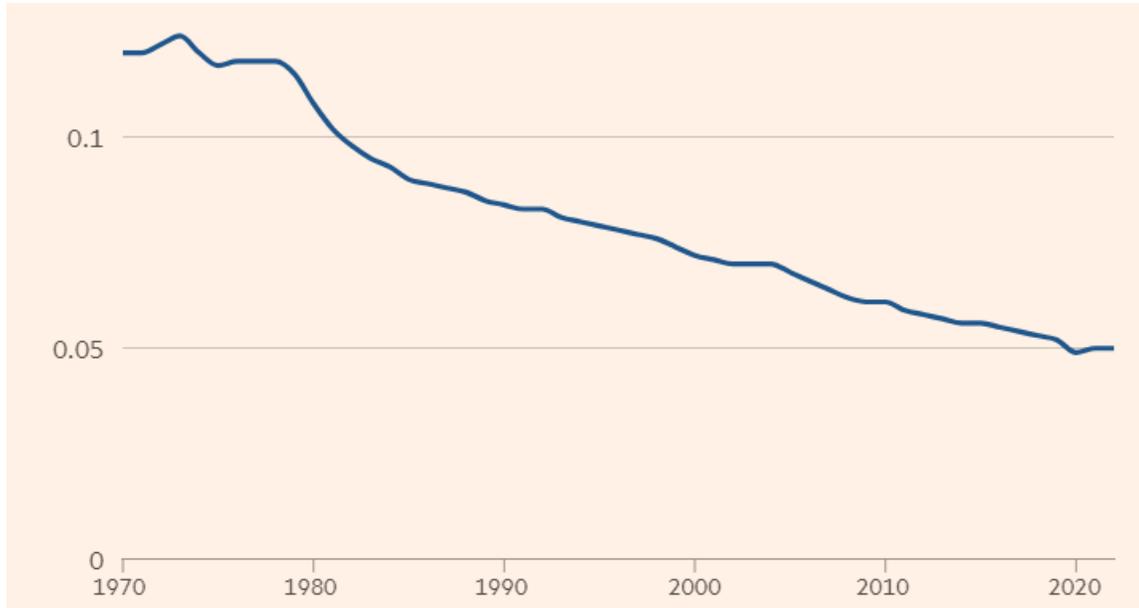
價格效應隨石油供給衝擊的大小而變化劇烈：三種不同中斷供給情境下的202年石油價格預測（美元/桶）



能源：關鍵動態與不確定性

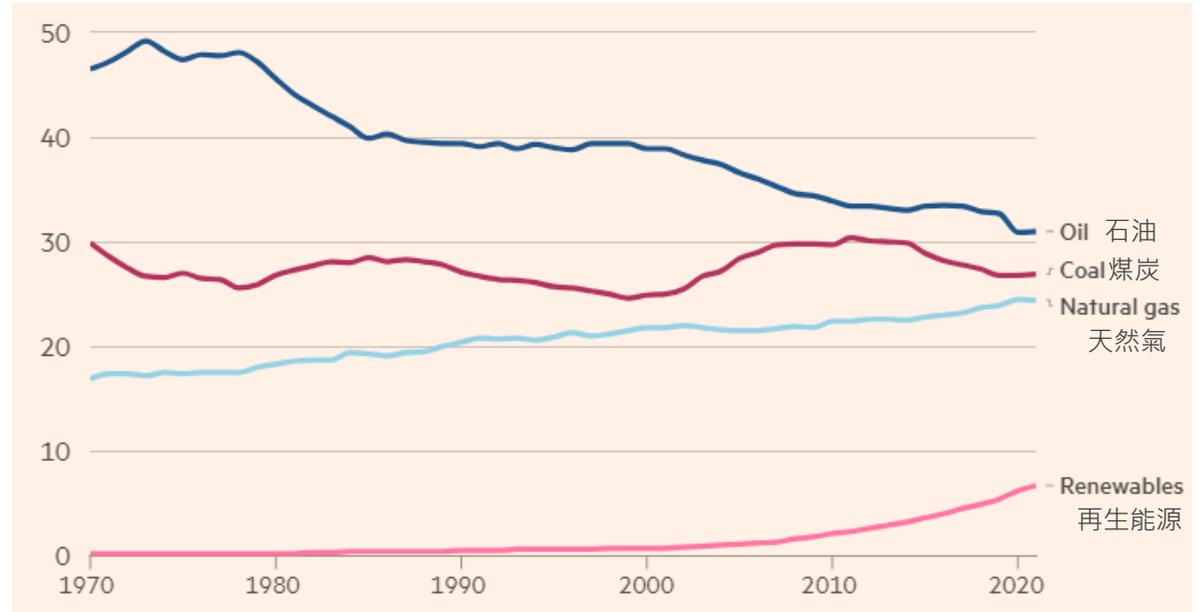
過去50年全球石油產出程度大幅下降

石油產出程度 (石油約當噸數/每1,000美元GDP)



化石燃料仍是能源供應的主要來源

該能源消耗佔總能源消耗量的比例 (%)

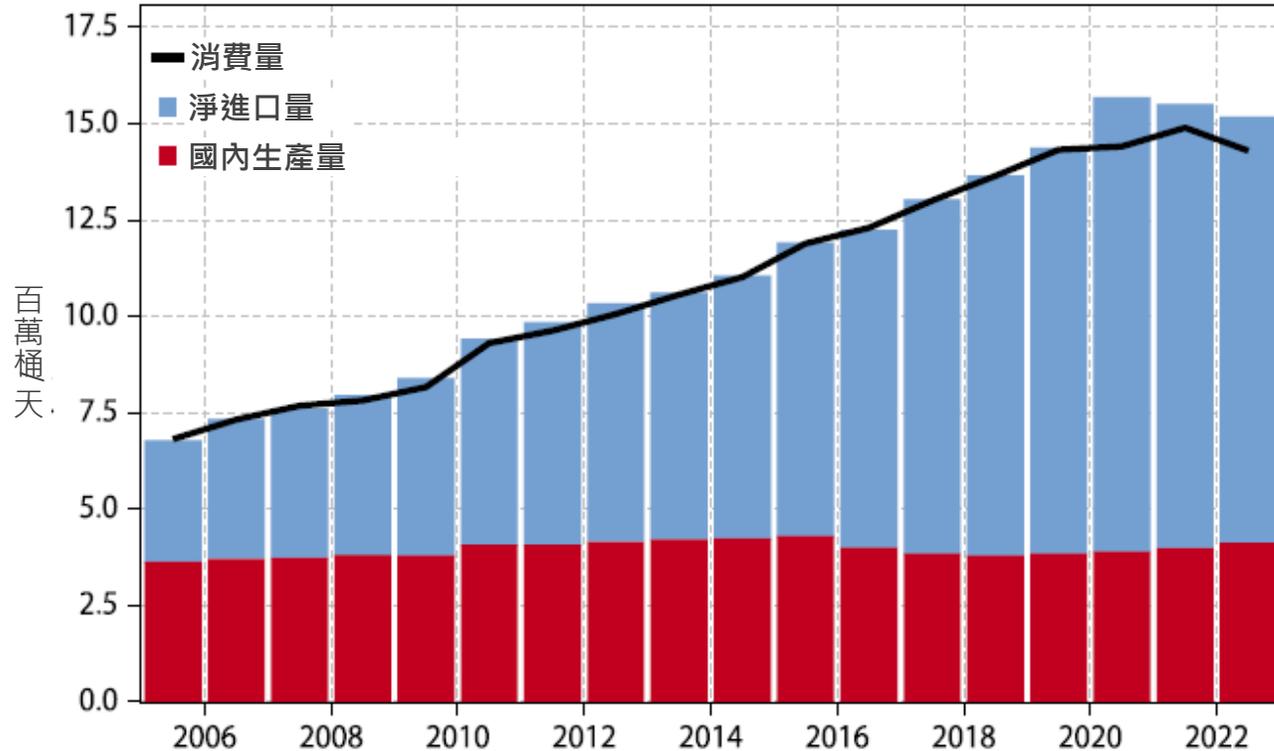


- 自1970年代以來，全球石油產出程度下降了近 60%
- 更多戰略儲備產出
- 惟石油仍然是重要的運輸燃料，並且仍是能源供應的主要來源

能源：關鍵動態與不確定性 中國因素

中國石油產量和進口量超過消費量

中國石油生產、貿易與消費



中國因素：

- 第六大石油生產國 (4.1 百萬桶/天)
- 最大石油進口國 (12.1 百萬桶/天)
- 消費量 (14.3 百萬桶/天)
- 出口約當量 (1.0 百萬桶/天)
- 過去3年庫存增加估計為12億桶 (美國戰備儲油約 350 百萬桶)

長期來看... 通往建立世界新秩序的道路看似崎嶇？

- 中國第三階段正為全球和亞洲地緣政治定下基調
- 外部衝擊所定義的新架構
- 區域重分配、「友善化」、中國+1
- 數位達爾文主義是世界新秩序的主要因素
- 國家安全新維度(晶片產業)
- 新冠疫情的經驗可能成為解決氣候危機的藍圖



02

關鍵主題



全球村中的分裂化：在紛擾的世界中向前行



中國的第三階段

- 中國已進入一個嶄新階段 - 在全球舞台上爭奪影響力、應對國內的社會議題、以及為了科技領導力而奮鬥。
- 這將會需要經濟力與軟實力，透過與其他大國合作並針對氣候變遷提出解法，會是一個不錯的起點。
- 政治與經濟不確定性帶來的波動度

數位達爾文主義

- AI、硬體與軟體帶來破壞式創新。
- 當全球多數人都在透過數位形式連結，破壞式的創新可望以迅雷不及掩耳的速度橫掃全球。
- 資訊安全會成為國家與地緣政治安全的關鍵。
- 長期結構性的轉變可望成為主流（在地外包與近岸生產半導體）。

氣候變遷與臨界點

- 氣候變遷加速，以及烏俄戰爭驅動著能源獨立化等，都在加速化轉型。
- 食物、生物多樣性、淨零等將會成為國安級的議題。
- 針對乾淨能源生產、高效率能源存放以及永續能源消費提出解方的企業將會重新成為焦點。

供應鏈重組推動創新革命

- 貿易動盪可能會影響企業獲利，但企業正透過重組供應鏈與投資新技術的方式應對風險。
- 在這樣的改變下，投資人可望在機器人、資料庫、農業科技與自動化等支撐供應鏈革命的產業當中找到機會。

金錢仍是有成本的！

- 利率走升
- 創新也要成本？
- 金融體制被顛覆
- 匯率波動

中國



中國

解封



房地產



去碳化



人口結構



共同富裕

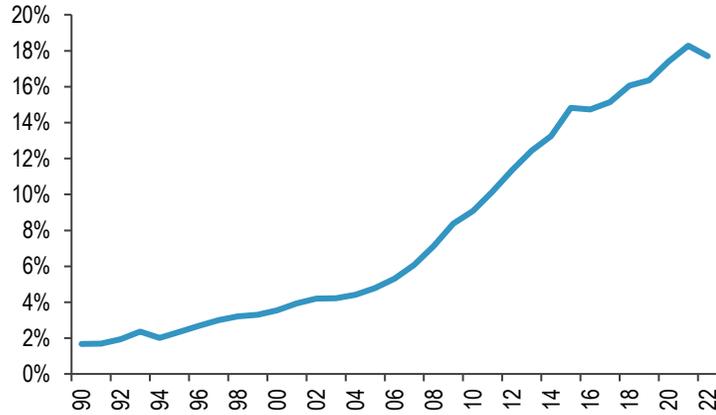


去全球化

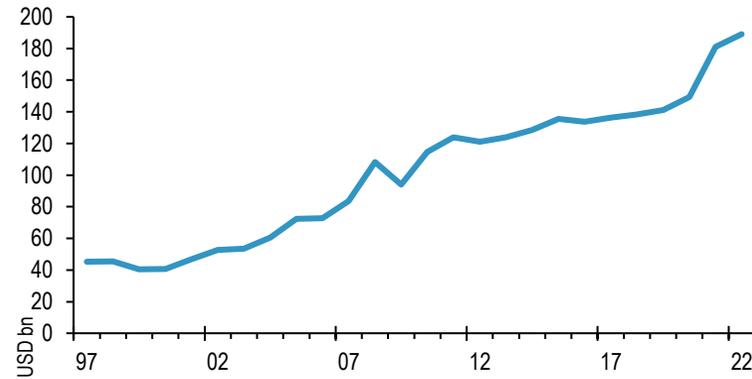


中國持續在全球經濟當中扮演主要角色

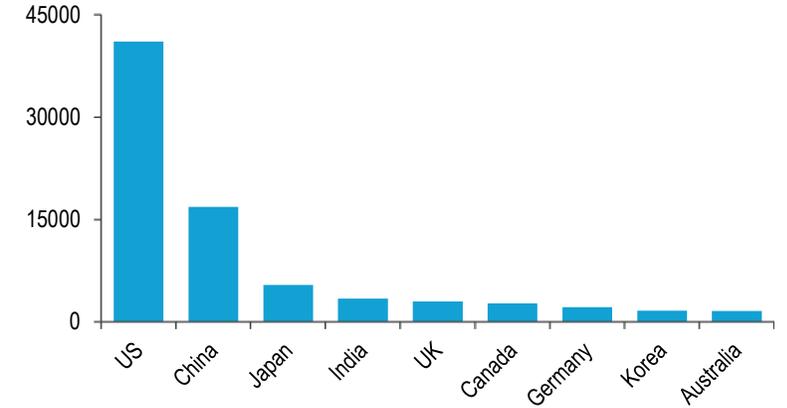
中國GDP占全球比重¹



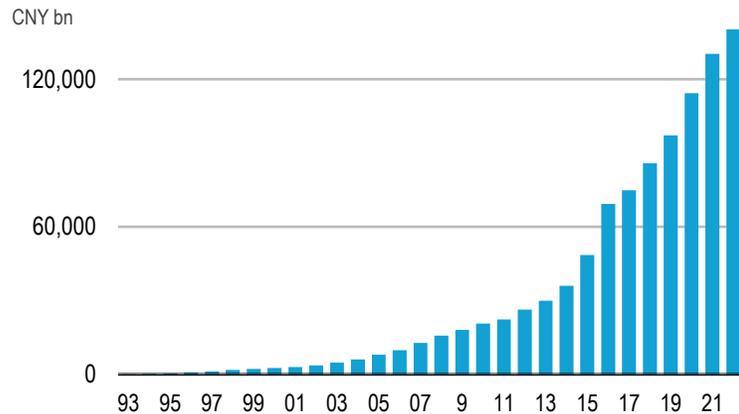
中國海外投資(十億美元)²



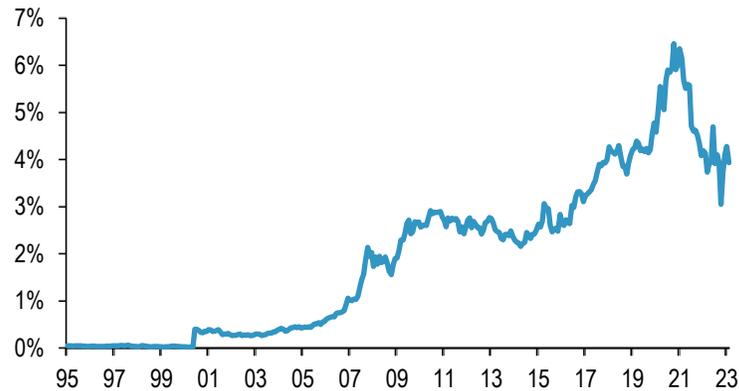
中國資本市值與其他國家比較⁵



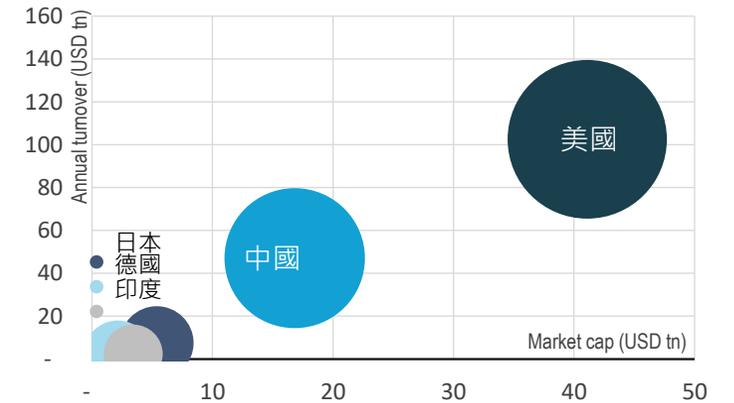
中國債券在外流通市值(10億人民幣)³



MSCI中國指數市值占MSCI世界指數市值比重⁴



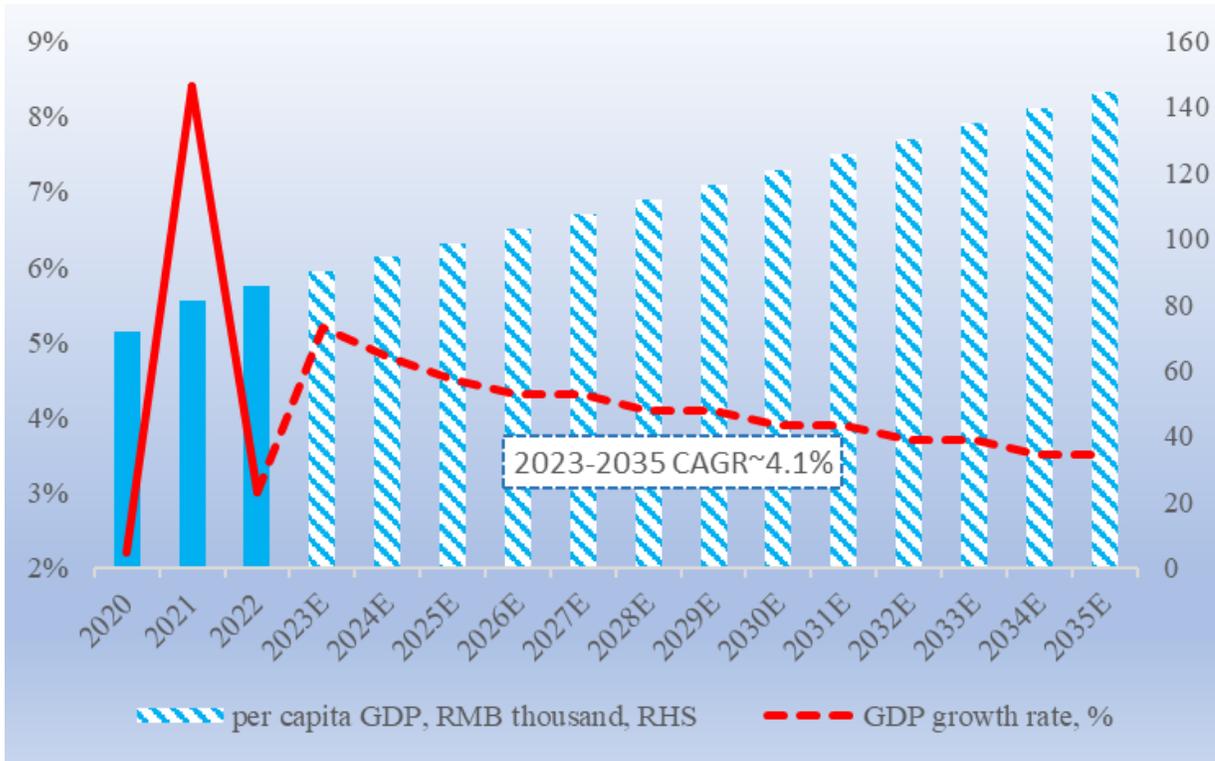
市值規模與週轉率(兆美元)⁵
(圓圈大小依GDP做計算)



資料來源：1) IMF, CEIC, 安聯環球投資經濟策略E&S團隊, 2023年2月；2) Ministry of Commerce · CEIC · 安聯環球投資經濟策略E&S團隊 · 2023年2月；3) Wind, 2023年2月；4) Bloomberg · 2023年2月；5) World Federation of Exchanges · CEIC · 安聯環球投資經濟策略E&S團隊 · 2023年2月

中國的成長計畫：在前往2035年GDP翻倍的軌道上

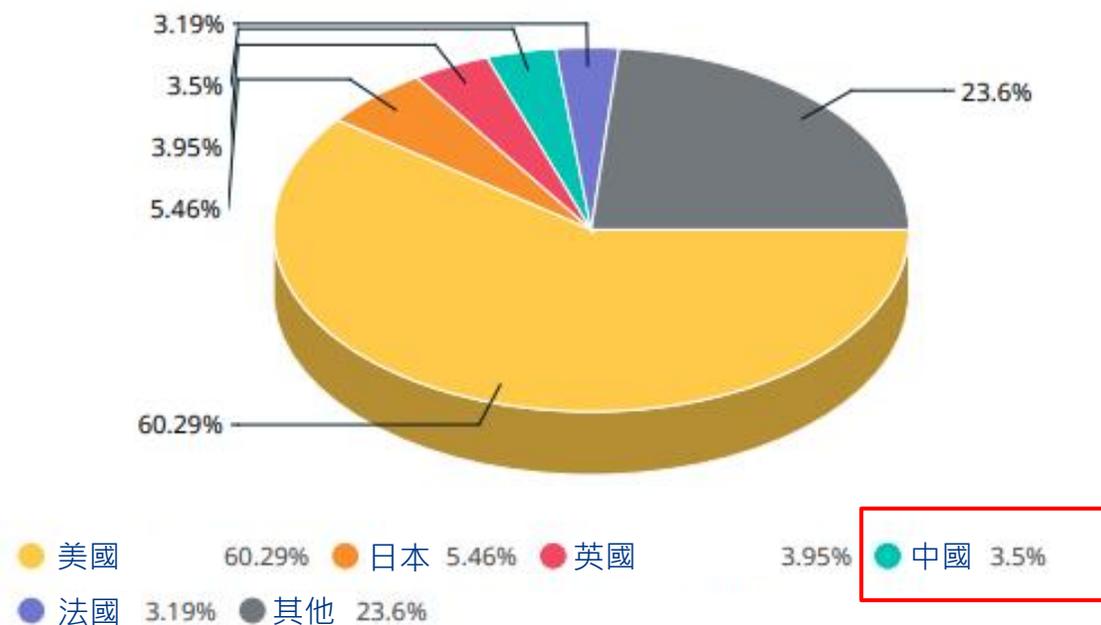
中國GDP成長率



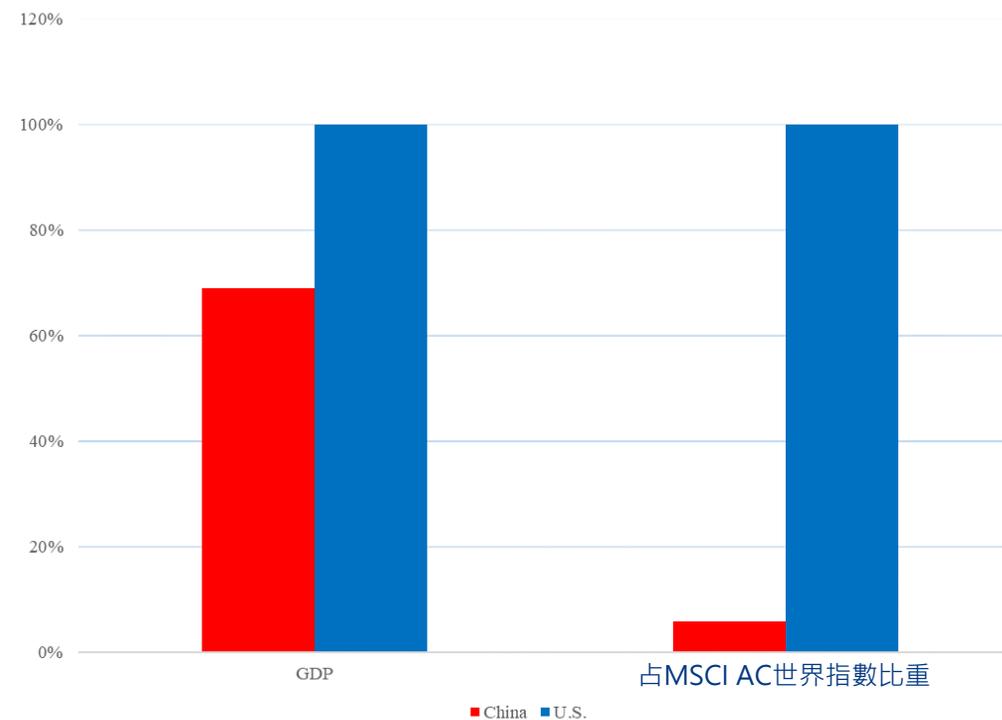
- 中國已設下到2035年為止，GDP要從2020年水準翻倍的目標，隱含著未來數年平均4.1%的年成長率。
- 相對於中國過去極度倚賴出口、房地產與基礎建設的成長模式，未來中國成長將會以著重內需、創新與產能作為目標。

中國A股：在全球股市指數中占比過低

MSCI AC世界指數國家比重

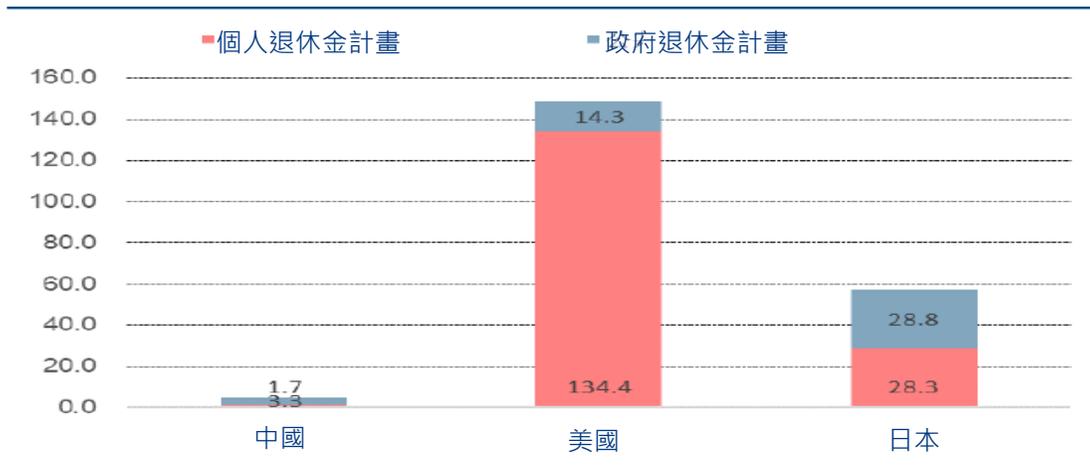


中國股市占MSCI AC世界指數比重過低 (以中國占美國比重類比)

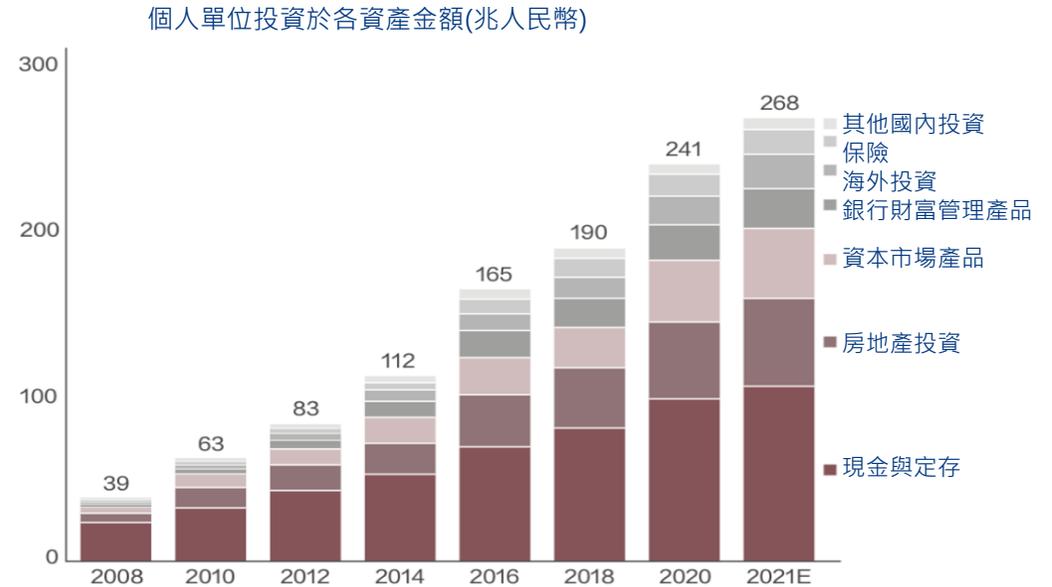


家計財富：配置中國A股的在地投資人持續增加

退休金計畫占GDP比重



中國投資人僅持有非常少比重的中國A股

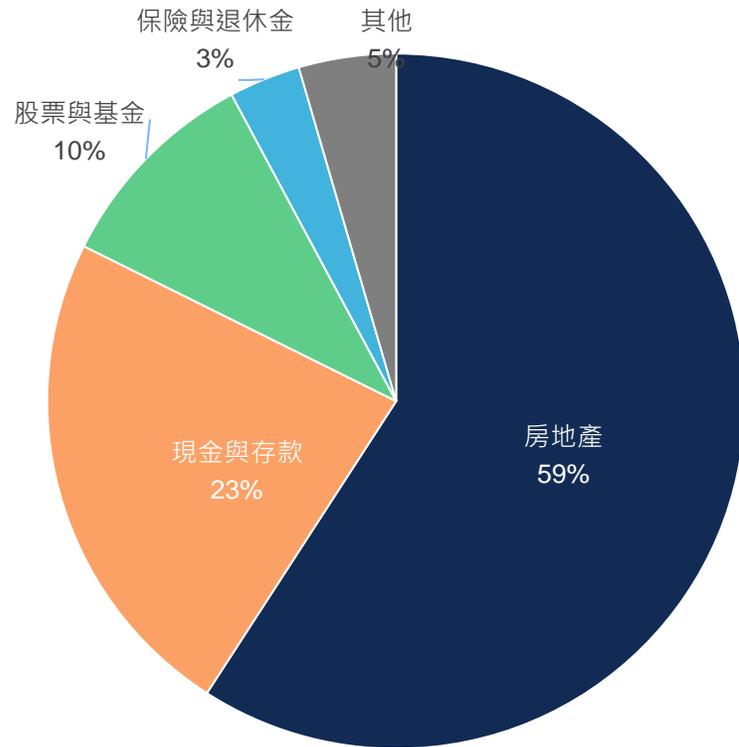


我們預期將看到更多中國投資人增加家計單位財富的配置於中國A股，特別是在以下改變之後：

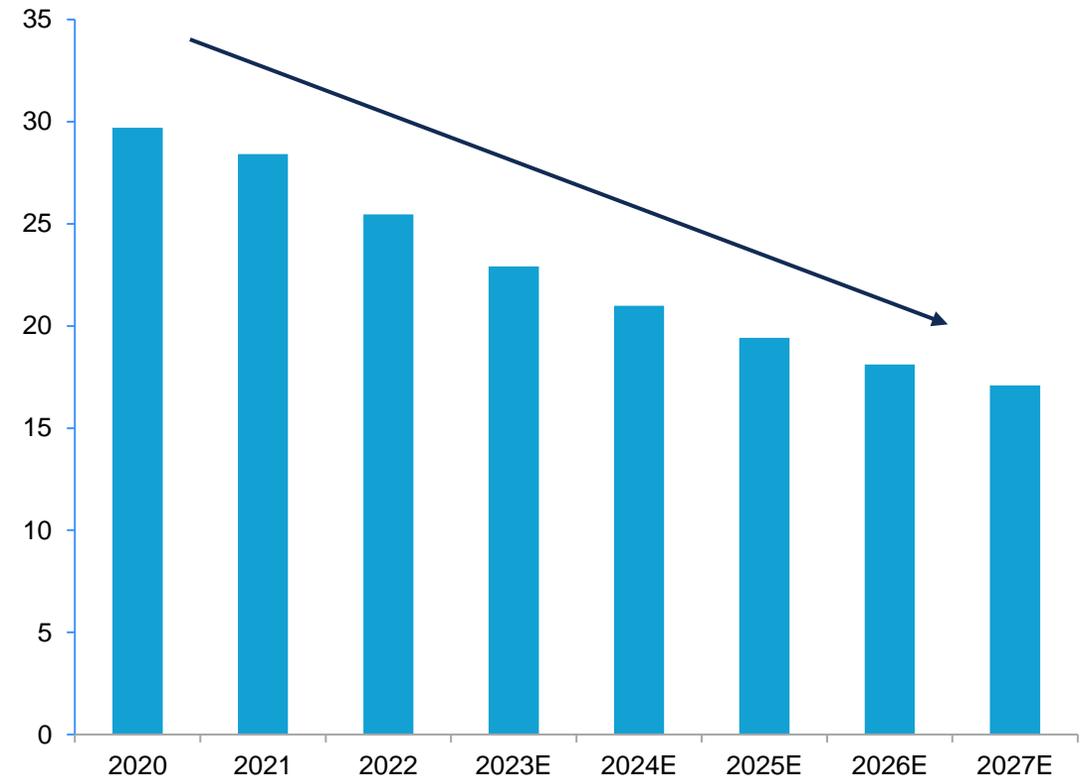
- 推廣中國版的退休金計畫
- 禁止銀行財富管理機構推廣保本產品
- 房地產市場的投機比例下降

房地產降溫與經濟成長的影響

中國家計單位總資產組成比例



房地產占中國GDP比重(%)



股票市場：中國A股具吸引力

MSCI中國境內A股 – 12個月預期本益比



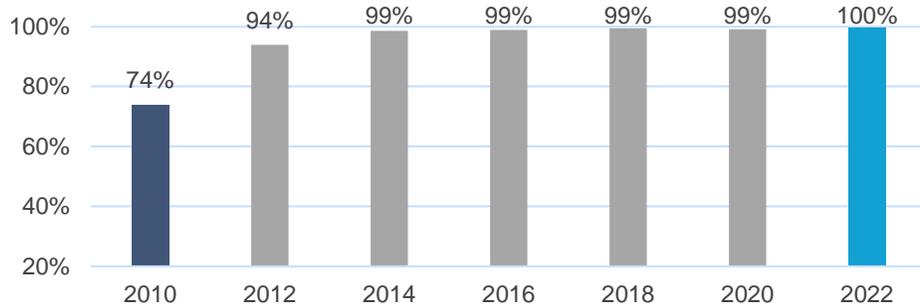
MSCI中國境內A股 – 股價淨值比



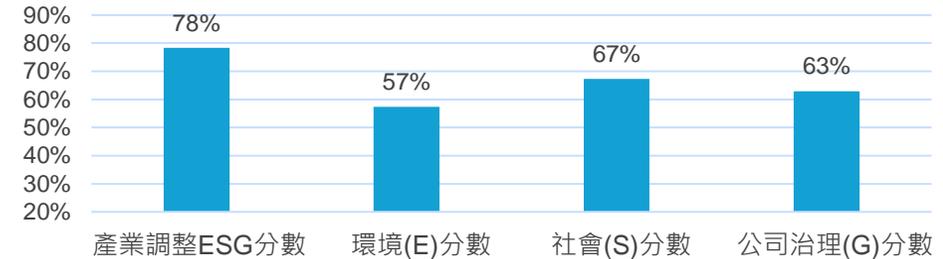
- 中國A股價值面具有吸引力，低於長期平均，接近歷史低點水準
- 中國A股價格隱含的高度風險溢價亦能提供一定程度的安全保護

ESG：已開發和新興亞洲的評級覆蓋範圍和品質有所改善

MSCI全球指數中亞洲地區權重被MSCI ESG評級覆蓋的比例



2016年到2022年，MSCI全球指數中亞洲地區權重評級提升的比例¹

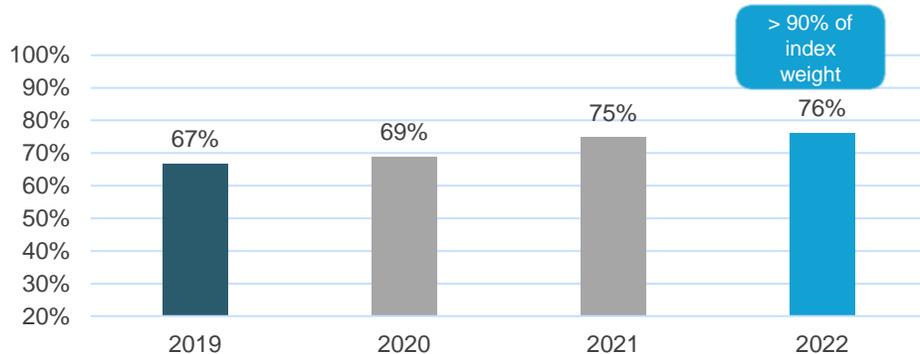


過去幾年，不僅評級覆蓋範圍近乎穩定增長...

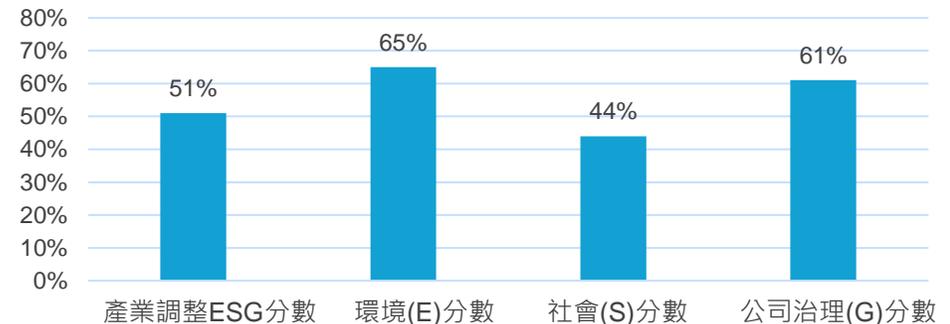


...而且，其中超過75%(中國境內A股為50%)公司近期整體ESG評級提升了

MSCI中國境內A股指數成分股被MSCI ESG評級覆蓋的比例



2020年到2022年，MSCI中國境內A股指數成分股評級提升的比例



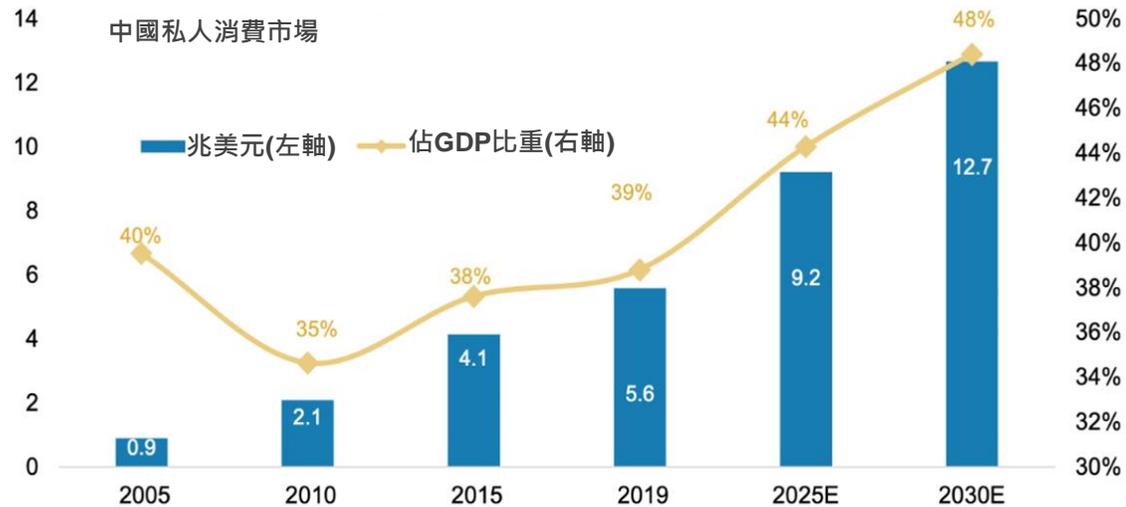
資料來源：MSCI、安聯環球投資，資料截至2022年12月31日。截至各年度年底的數據。過去績效並不能預測未來的表現。

1以截至2022年12月31日MSCI全球指數來比較2016年12月31日和2022年12月31日、考量到評級在這兩個時間點都可以使用。過去績效並不能預測未來的表現。

中國，轉型中的經濟體：新興機遇

- 中國正在經歷深刻的經濟轉型：從「出口導向」到「消費驅動」，從「人口紅利」到「工程師紅利」。
- 地緣政治緊張局勢加劇，「國安問題」更受重視，加速了中國國產自主的計劃。
- 美國對晶片實施的禁令措施加強了中國的決心。

預估2030年中國私人消費市場將達到12.7兆美元

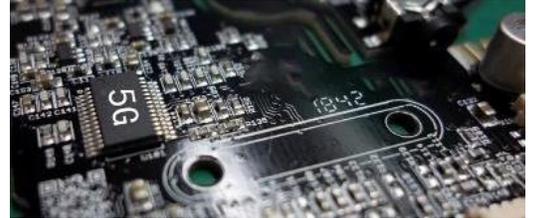


資料來源：CEIC、Morgan Stanley Research、2021。過去績效並不能預測未來的表現。



中國，轉型中的經濟體：新興機遇

主題	理由
國產自主	科技技術進展驅動多個產業(軟體、半導體、人工智慧、生物科技、食品安全和能源供應)的進口替代
創新驅動的升級	採用人工智慧、大數據或數位化來提高傳統產業的獲利能力和生產力。
內需消費	消費和服務產業支撐長期經濟成長。專注於休閒服務、提高本土品牌的滲透率。
金融市場改革	中國資本市場的持續自由化和市場基礎建設的改善將一些金融服務公司受惠。
綠色科技 / 再生能源	中國計劃在2030年達到碳排放峰值，在2060年實現淨零碳排。中國政府將繼續支持電動車、太陽能/風能和科技基礎建設等領域的政策。



中國創新在21世紀加速發展



全球電動車**最大市場** (佔全球銷售4成)¹



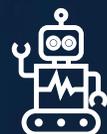
再生能源的領導者，**太陽能生產**供應鏈佔全球產量超過**70%**²



到2025年將是擁有**360萬**個基地台的**最大**5G網絡³



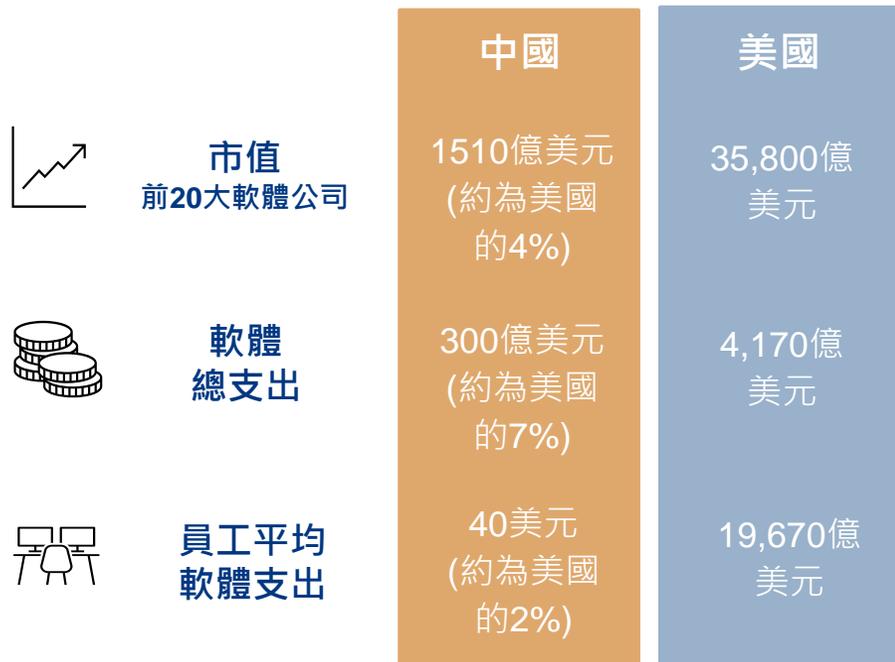
>1000種新藥正在開發中，比五年前增加了一倍以上⁴



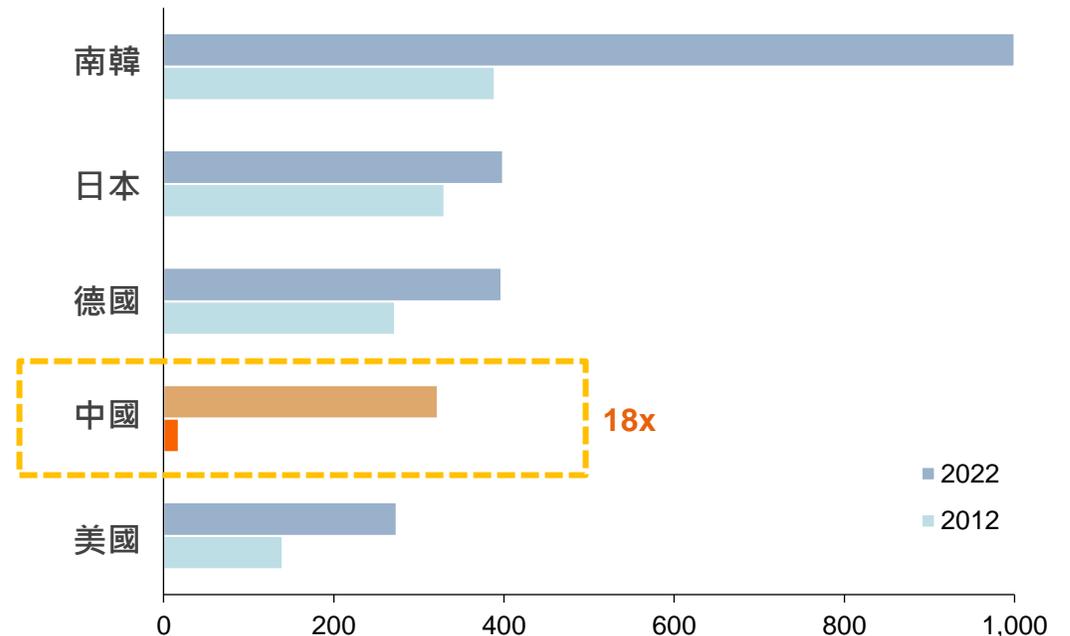
全球**最大**的**工業機器人**市場⁵

帶來新機會：軟體、機器人、智慧製造、網路安全、雲端...

中國和美國的軟體產業比較¹



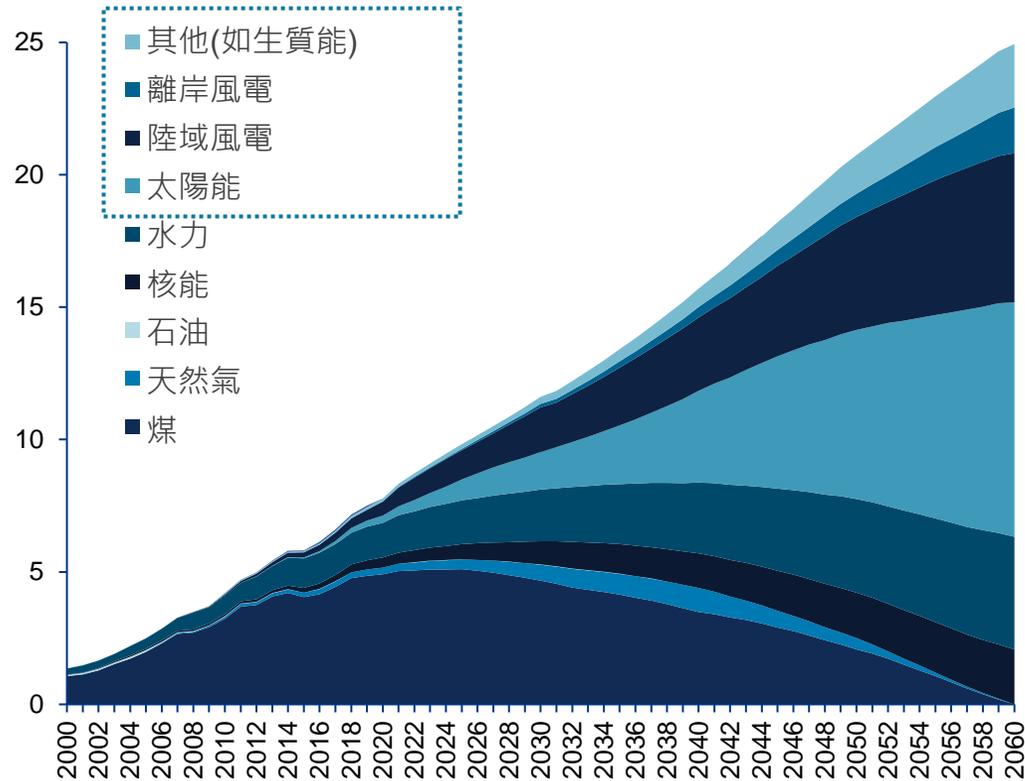
製造業中機器人的密度²
(每萬名員工的機器人數量)



資料來源：1. Morgan Stanley Research, JP Morgan. 2023年1月; 2. National Bureau of Statistics; International Federation of Robotics、安聯環球投資，2022年12月。上述資訊僅供說明，並非預期結果的建議，不應被視為買進或出售任何特定證券、策略或投資建議。由於市場和經濟條件可能會迅速變化，所有表達的意見和觀點均依撰寫日期的判斷，並可能隨時更改，而無需通知並且沒有更新的義務。過去的表现或任何預測、預測或預測都不能代表未來的表现。

綠色科技：也是中國國產自主的優先重點之一

中國發電量分布
千兆瓦時(TWh)



中國電力失衡和主要的超高壓輸電線路(UHV)

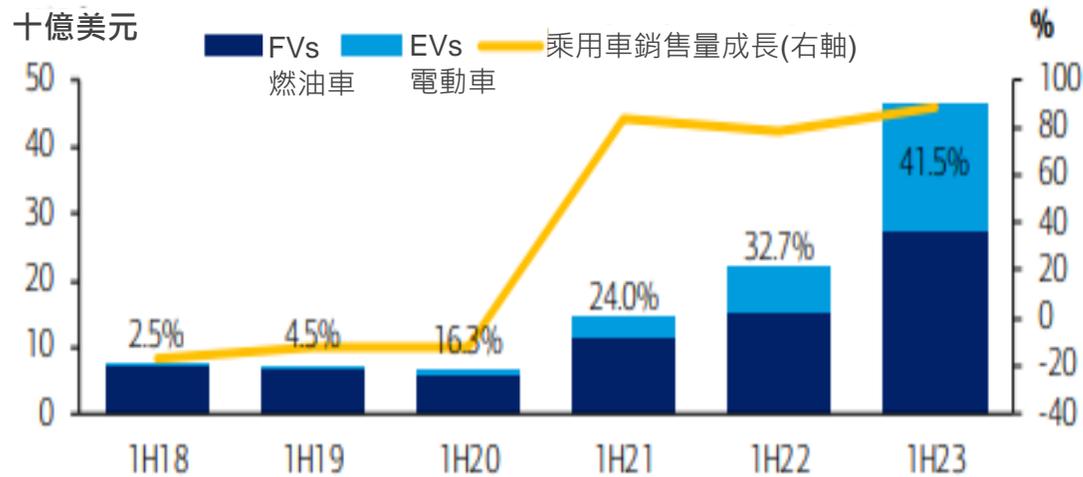


資料來源：左圖Goldman Sachs as of 2022年1月。右圖Bloomberg New Energy Finance, 2020。上述資訊僅供說明，並非預期結果的建議，不應被視為買進或出售任何特定證券、策略或投資建議。由於市場和經濟條件可能會迅速變化，所有表達的意見和觀點均依撰寫日期的判斷，並可能隨時更改，而無需通知並且沒有更新的義務。過去的表现或任何預測、預測或預測都不能代表未來的表现。

完整的電動車：價值鏈開始收穫回報

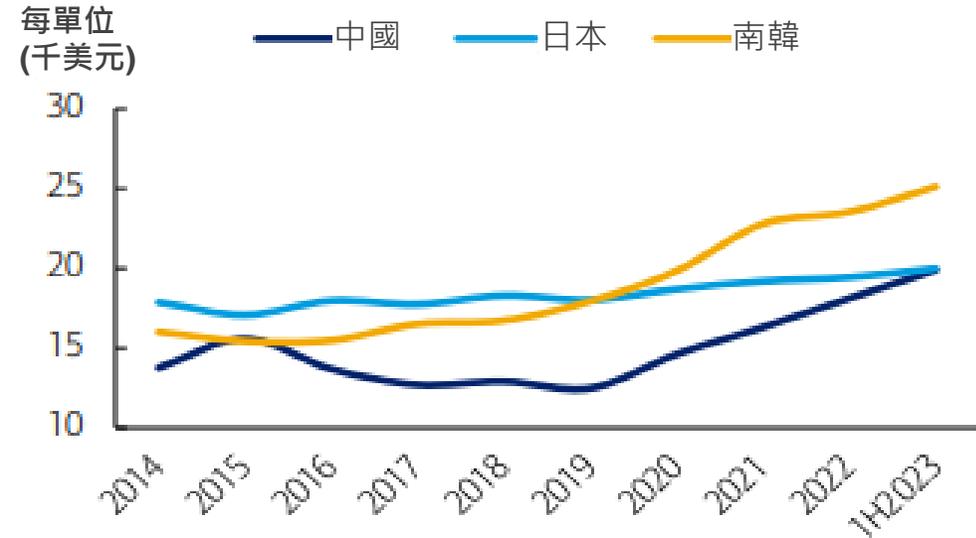
中國汽車出口金額(電動車與燃油車)

在疫情期間，中國汽車出口激增，同時電動車滲透率也在2023年上半年達到了總汽車出口量的41.5%，這表明電動汽車的出口增長速度更快。



每輛汽車的出口價值

中國汽車製造商在過去幾年中提升了每輛汽車的出口價值

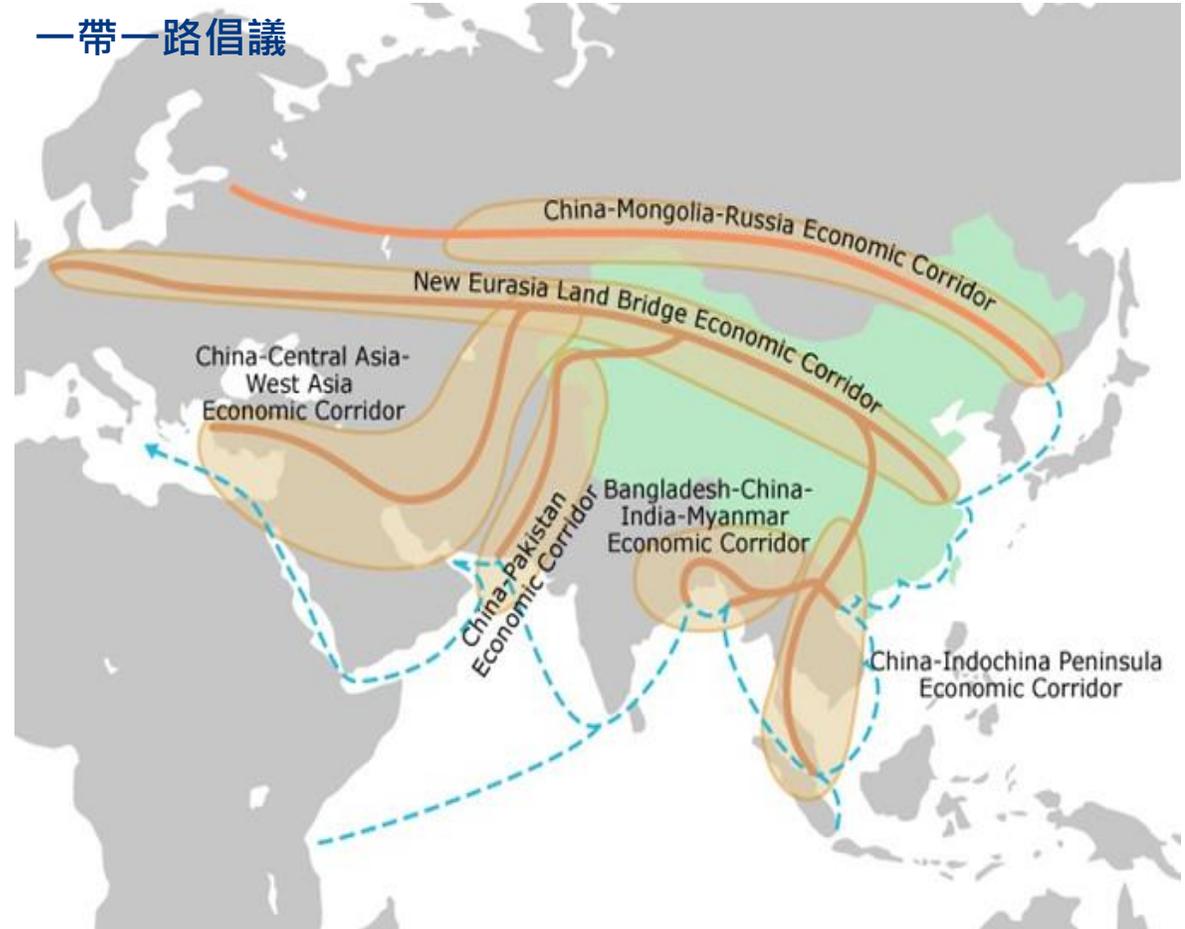


- 隨著全球經濟成長放緩，中國出口也有所減緩。
- 然而，在2023年上半年，中國的汽車出口總量翻了一倍，其中電動車的出口增長最快，特別是銷往歐洲和東南亞等地。
- 單位價值增加。

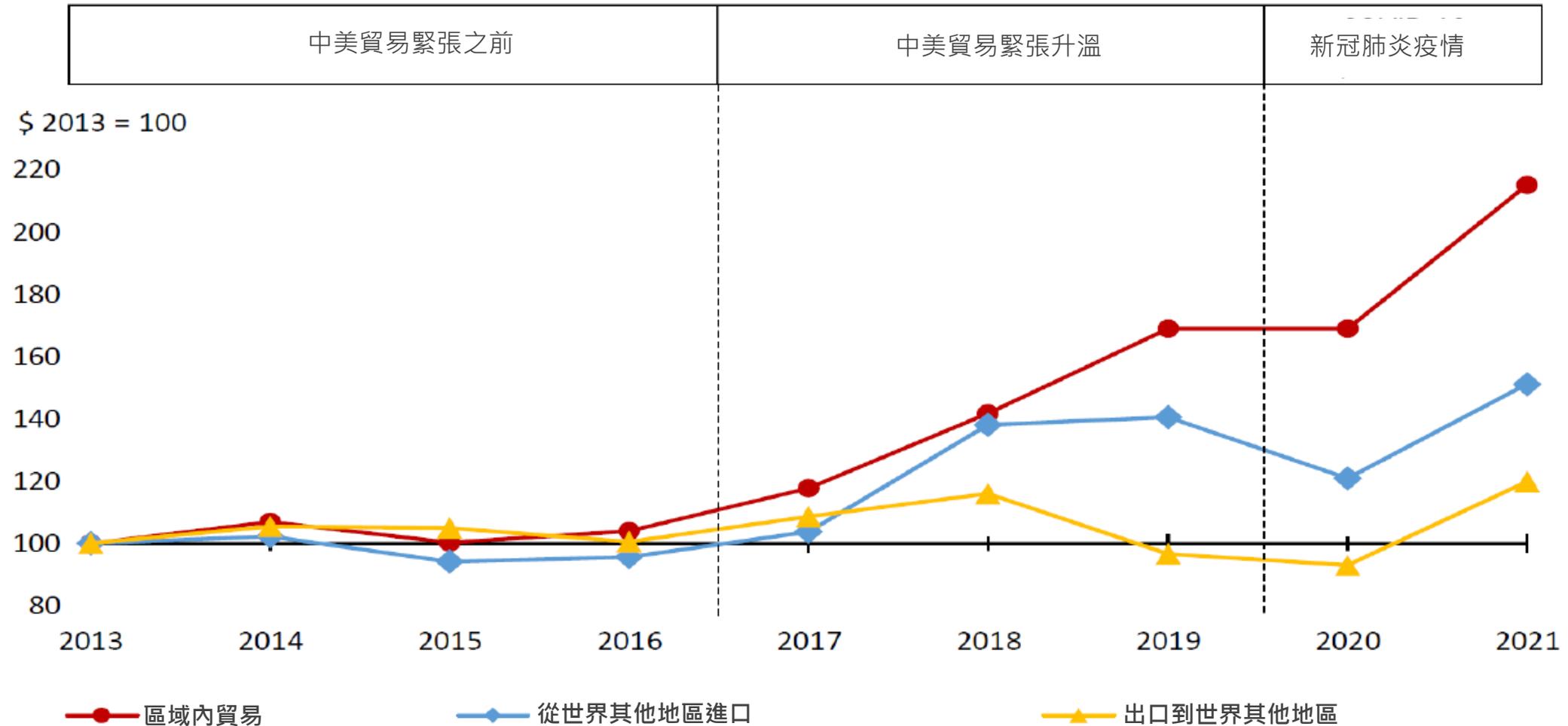
分歧的世界？一帶一路倡議 (BRI) and TPP - 經濟聯繫或地緣政治影響

- BRI: 中國的基礎設施推動涵蓋了80多個國家，價值約1.5兆美元，持續約10年。
- 支持了接收國和中國經濟的發展(預計在2018-2028年期間增加0.1%的GDP)。
- 地緣戰略優勢：
 - 通過巴基斯坦和中亞的新經濟走廊，創造了替代的商品來源路線，可以減少南海貿易路線需求
 - 將中國、東協、南亞和印度洋更加緊密地聯繫在一起
 - 並通過南海更好地連接中國和南太平洋
- 支持中國的外交政策「軟實力」，最大的受惠者包括巴基斯坦(相當於GDP的20%的支持)、孟加拉國(15%)、馬來西亞(12%)和菲律賓(10%)

一帶一路倡議



結構性轉變：更多的區域內專業分工



數位達爾文主義

數位達爾文主義重塑了政府和企業的競爭格局

這不只是顛覆同時也是機會的根源，創新技術例如AI人工智慧



降低成本的潛力

應用AI技術，在降低成本方面具有龐大的潛力，同時有望在未來幾年提振營收成長

\$15.7 兆美元

對全球經濟的貢獻¹

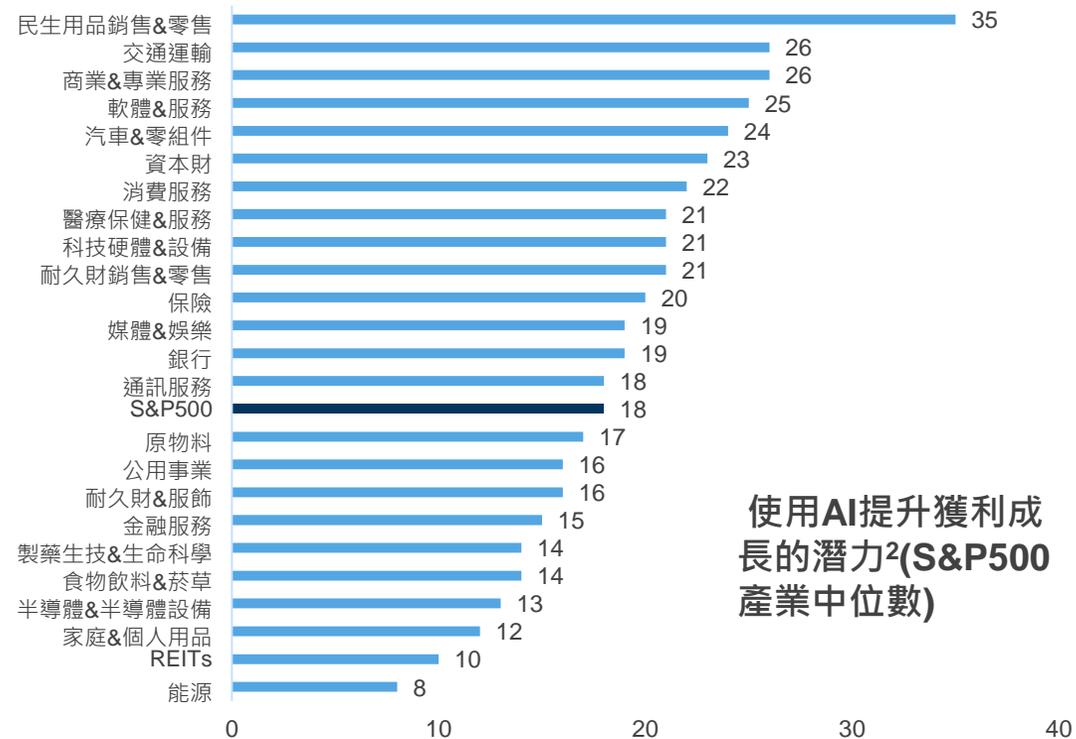
\$6.6 兆美元

提高生產力

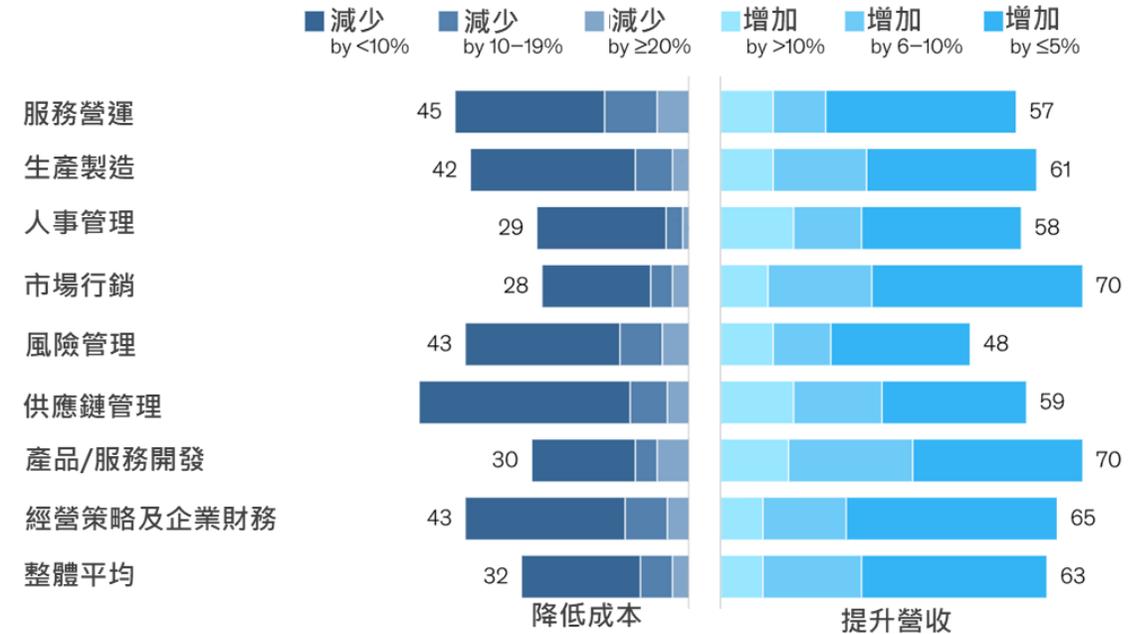
\$9.1 兆美元

帶動消費

使用AI提升獲利成長的潛力²

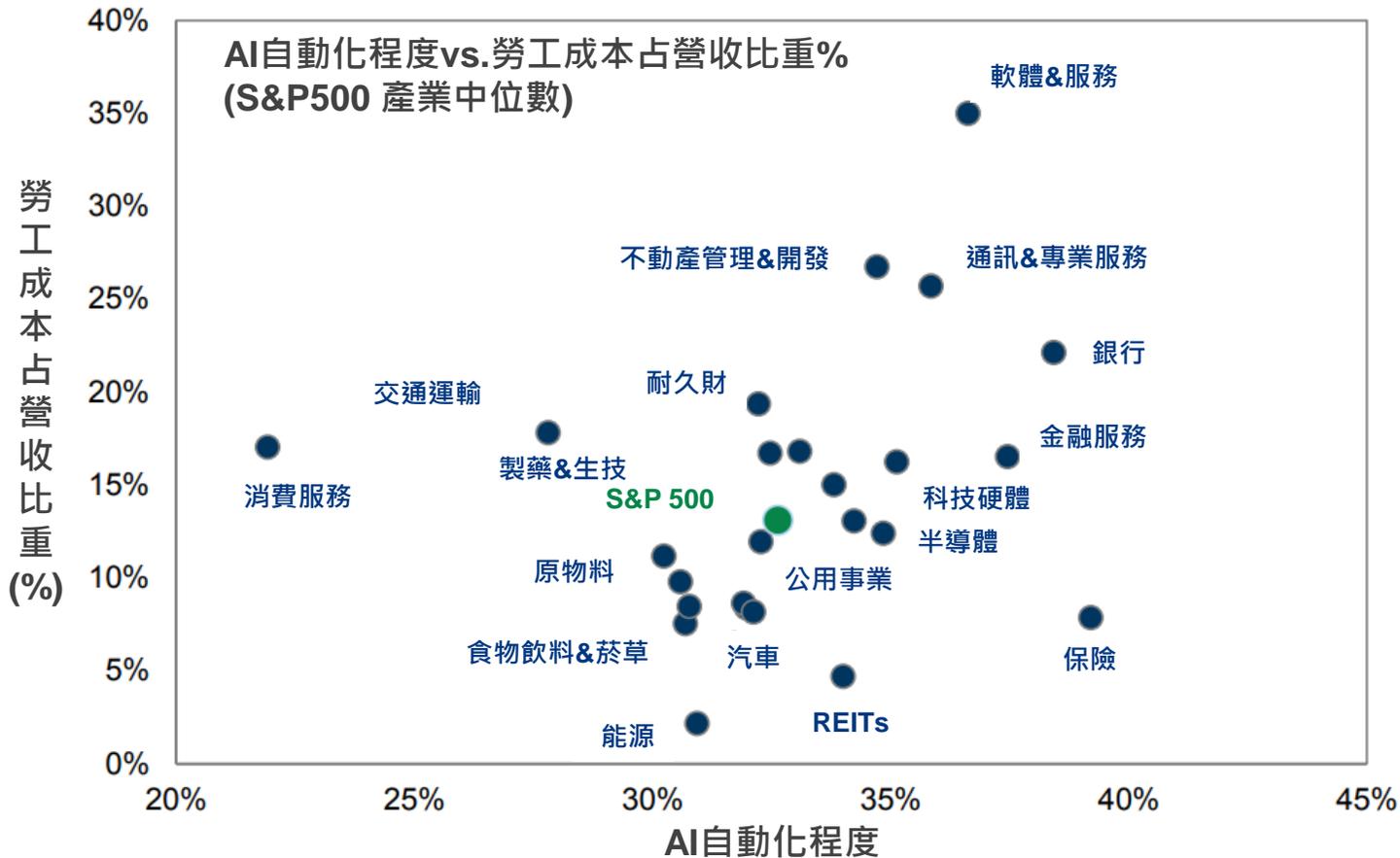


受益應用AI技術，於許多方面降低成本和提升營收的幅度(%)



獲利能力提升的：相對於勞工成本及勞動力，各領域受人工智慧影響的自動化程度

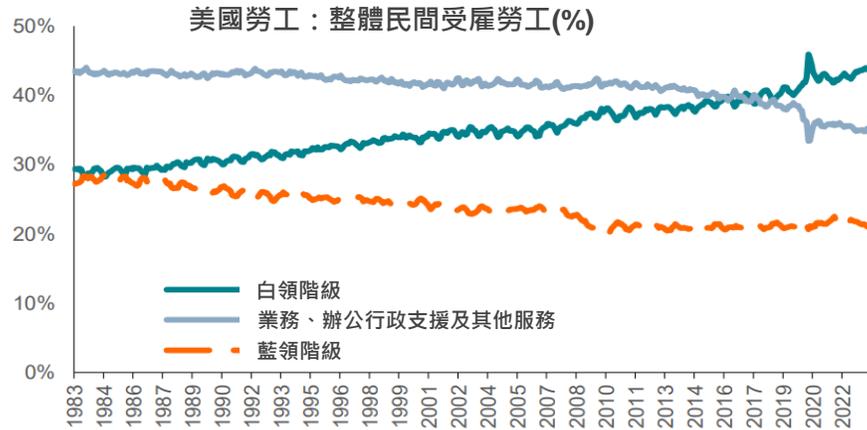
各產業AI自動化程度和勞工成本占營收比重



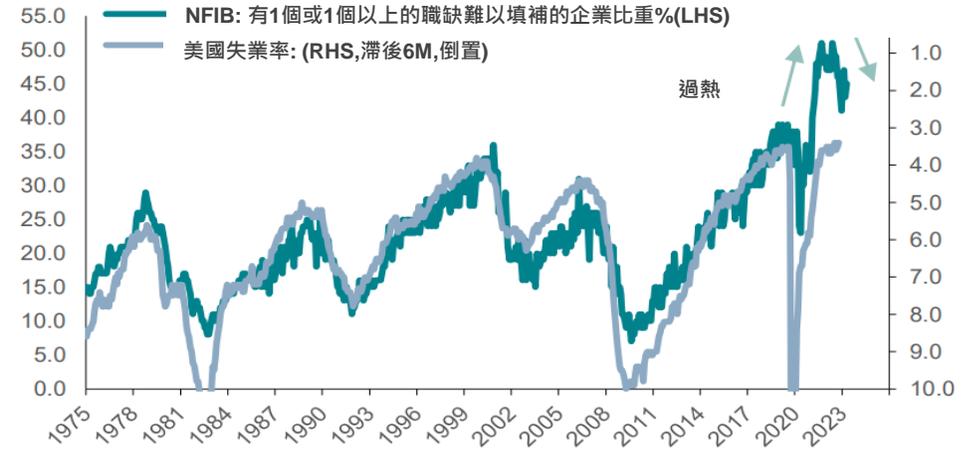
資料來源：Goldman Sachs Portfolio research, 2023年8月。上述資訊僅供說明，並非預期結果的建議，不應被視為買進或出售任何特定證券、策略或投資建議。由於市場和經濟條件可能會迅速變化，所有表達的意見和觀點均依撰寫日期的判斷，並可能隨時更改，而無需通知並且沒有更新的義務。過去的表现或任何預測、預測或預測都不能代表未來的表现。

生成式AI和勞工成本：服務經濟受到最大衝擊

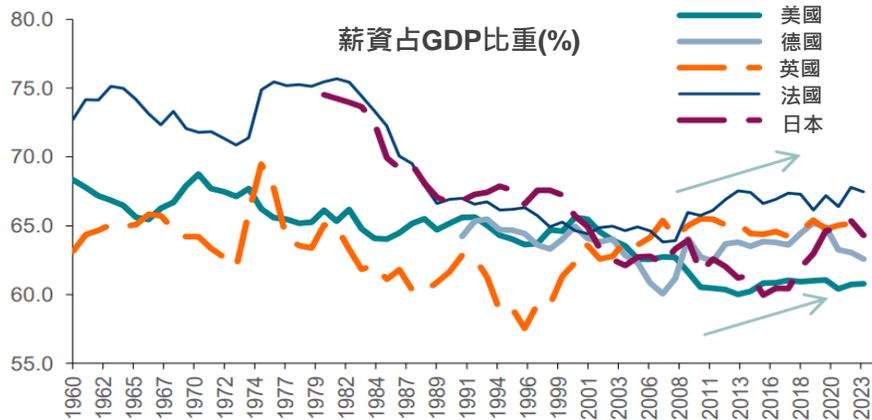
白領階級預期將受到最大衝擊



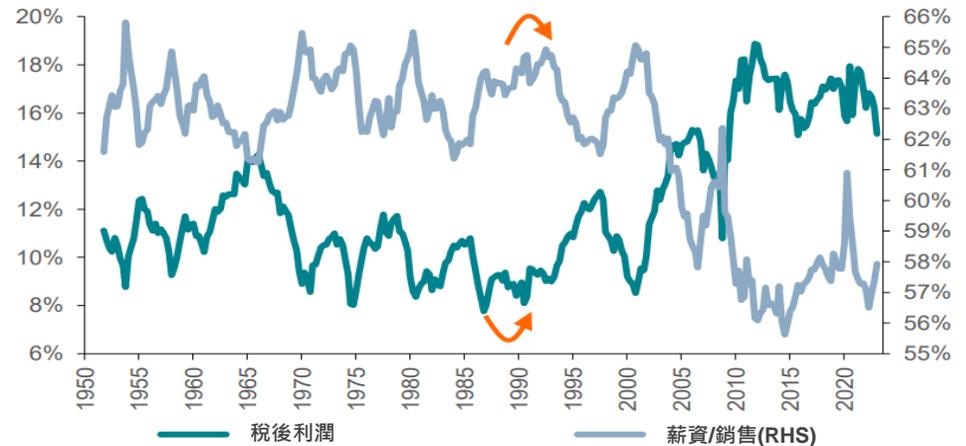
可能替依然緊俏的勞動力市場帶來些許結構性的支撐



薪資占 GDP 比重已脫離近十年來低點



對接近創紀錄的利潤率帶來挑戰



資料來源：BNP Paribas Exane, 2023年8月。上述資訊僅供說明，並非預期結果的建議，不應被視為買進或出售任何特定證券、策略或投資建議。由於市場和經濟條件可能會迅速變化，所有表達的意見和觀點均依撰寫日期的判斷，並可能隨時更改，而無需通知並且沒有更新的義務。過去的表现或任何預測、預測或預測都不能代表未來的表现。

網路攻擊
被列為當今世界
最大的風險之一



全球已有80.1億人使用互聯網並持續增加，數位化程度日益上升

68%

(54.4億)
行動裝置使用者

64%

(51.6億)
網路使用者

59%

(47.億)
活躍社群媒體使用者

數位轉型的加速，創造了更為複雜的生態系統

數位轉型加速的同時，整體生態系統卻更加複雜

- IDC 預測，到 2025 年，全球近 50% 的資料將儲存在公共的雲端環境中
- 預計到 2025 年，全球將有超過 500 億台裝置連網 (IDC)¹

威脅隨之升高

- 隨著數位轉型邁進，資料遭竊取的情形也急遽上升

沒有例外

- 各種類型的企業都成為網路犯罪分子的目標，整體系統仍相當脆弱

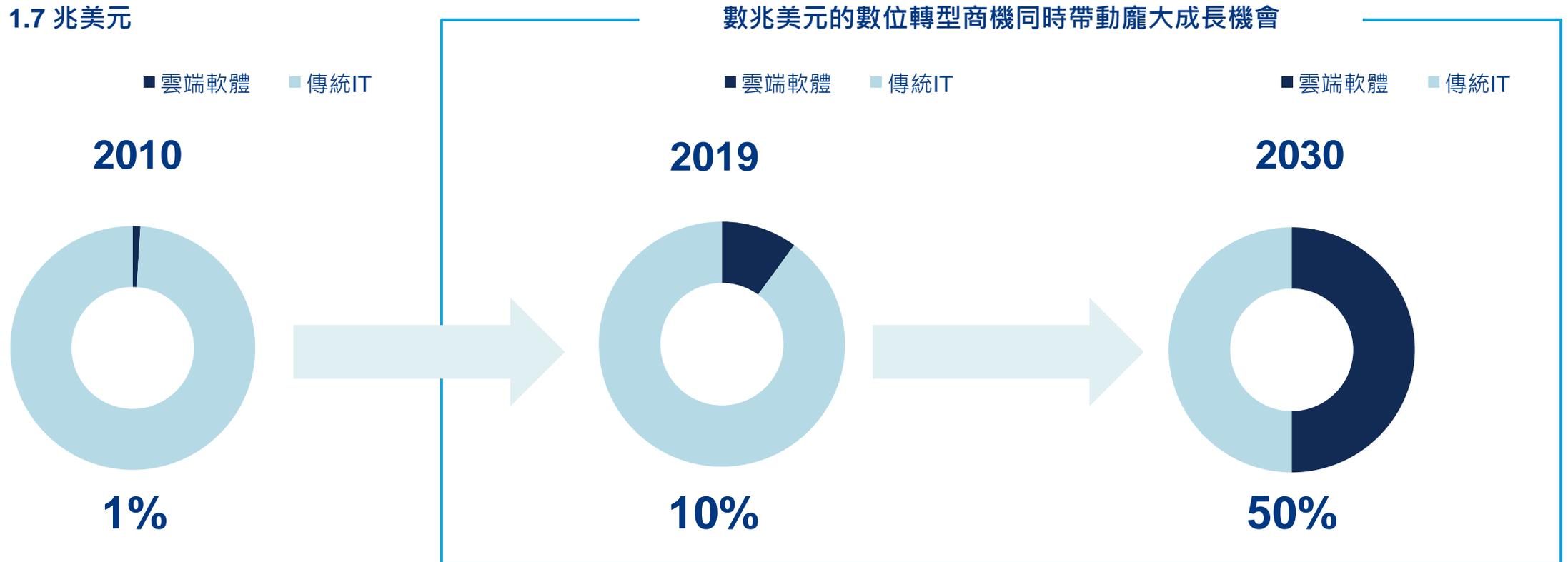
網路安全投資不再是選擇題，而是避免重大經濟風險
不可或缺的



雲端轉型：網路安全產業龐大且長期的成長動能

價值數兆美元的雲端轉型可望替網路安全相關產業帶來至少 1000 億美元的增長商機。

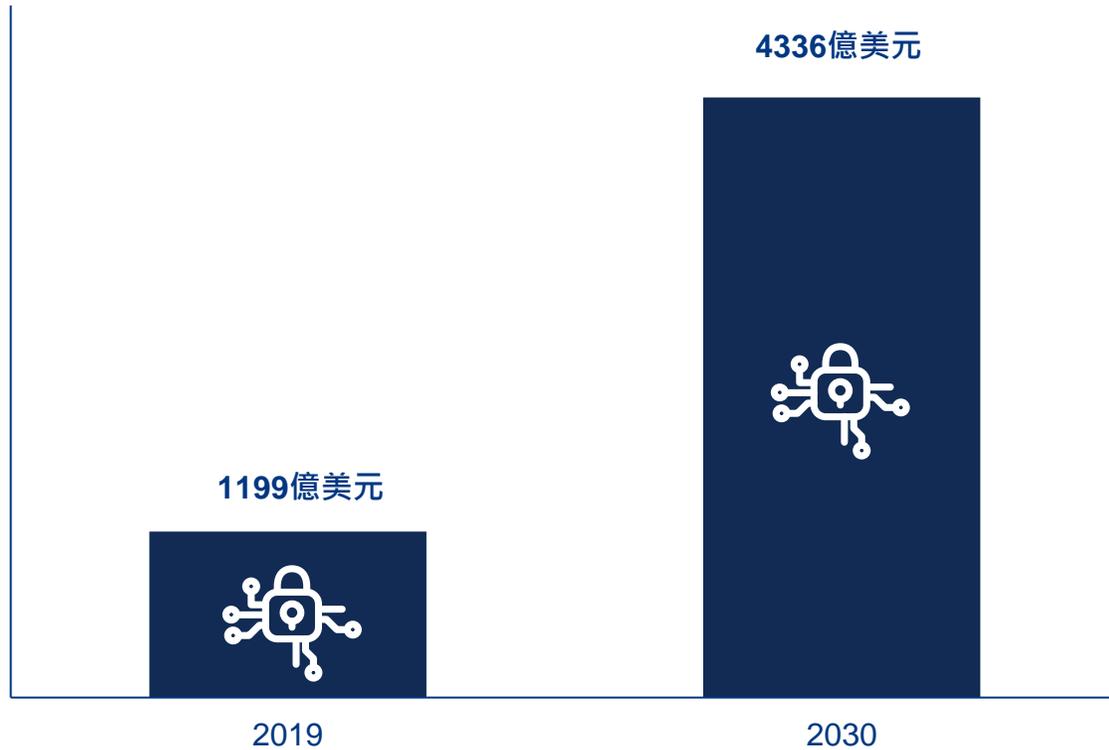
企業IT支出: 1.7 兆美元



資料來源：Corporate Reports, FactSet, Piper Sandler Estimates. 上述資訊僅供說明，並非預期結果的建議，不應被視為買進或出售任何特定證券、策略或投資建議。由於市場和經濟條件可能會迅速變化，所有表達的意見和觀點均依撰寫日期的判斷，並可能隨時更改，而無需通知並且沒有更新的義務。過去的表现或任何預測、預測或預測都不能代表未來的表现。

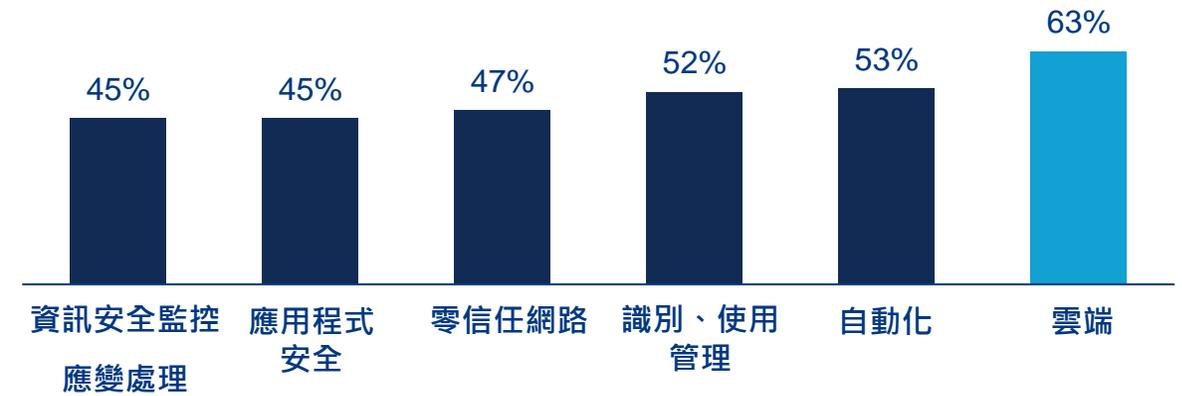
網路安全市場：成長前景可期

預估2019至2030年，網路資訊安全市場年複合成長率可達到12.6%¹



- 創新投資不斷增長：將 20% 以上的 IT 預算用於先進技術投資的企業在過去三年中增加一倍²
- 69%的企業表示，為了避免遭遇攻擊，需要投入相當高的成本以保持領先優勢，同時也將是一場持久戰，²

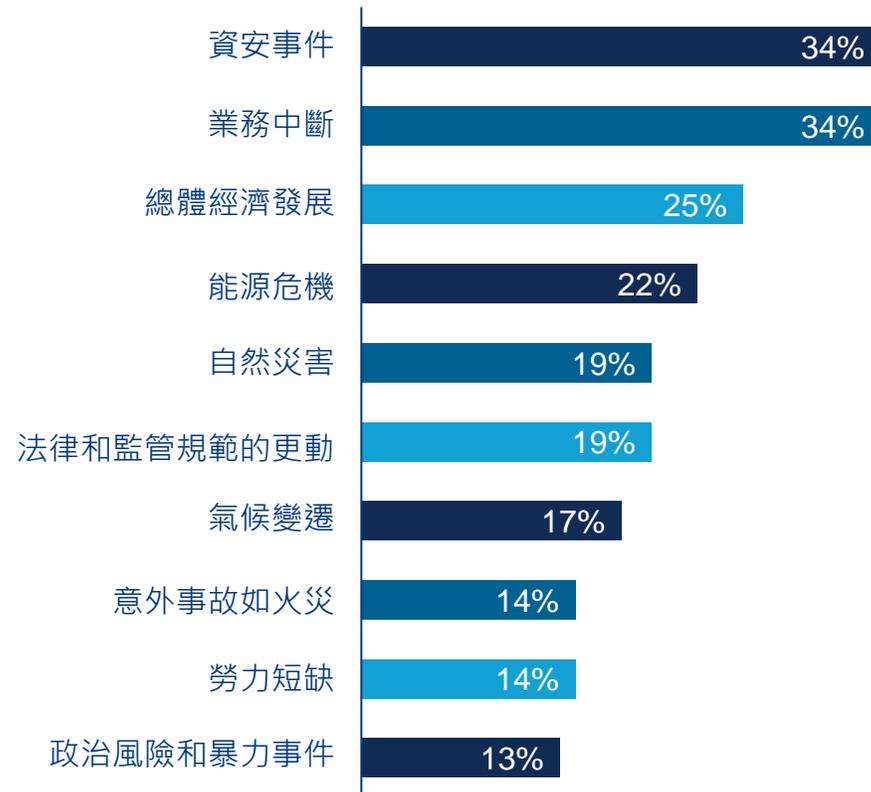
主要增加的投資領域³



資料來源：1 Businesswire: Global Cyber Security Market (2020 to 2030) - by Component, Security Type, Deployment, Enterprise, Use Case and Industry - ResearchAndMarkets.com, November 2020 2 Accenture security, Innovate for Cyber Resilience, Third Annual State of Cyber Resilience, 2020. 3 Team8: 2021 Cybersecurity Brief. 上述資訊僅供說明，並非預期結果的建議，不應被視為買進或出售任何特定證券、策略或投資建議。由於市場和經濟條件可能會迅速變化，所有表達的意見和觀點均依撰寫日期的判斷，並可能隨時更改，而無需通知並且沒有更新的義務。過去表現或任何預測、預測或預測都不能代表未來的表現。

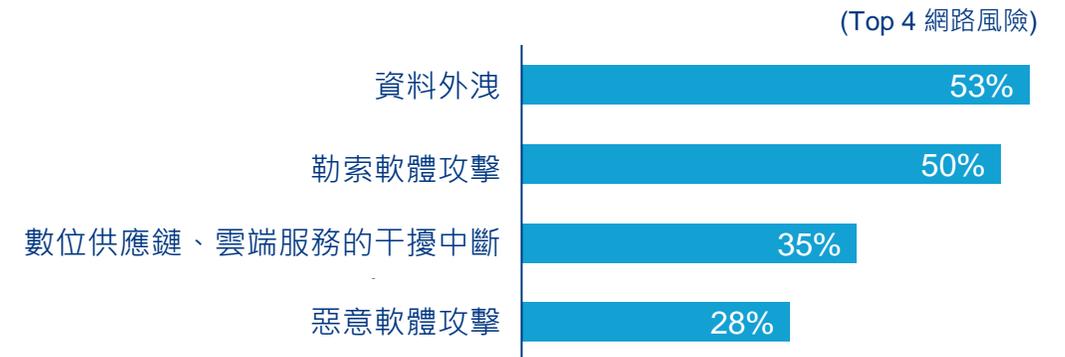
網路：連續第二年成為全球企業最大的商業風險

安聯風險晴雨表 2023：2023 年最重要的全球商業風險



- IT服務中斷、勒索軟體攻擊或資料外洩等資安事件，首度連續二年被列為全球最重要的風險之一。
- 資安事件也是安聯風險晴雨表中受訪者最擔心造成業務中斷的原因(45%)。

資料外洩和勒索軟體攻擊是明年最令企業感到擔憂的網路風險



網路安全漏洞：可能對企業帶來嚴重後果

01

財務損失

在2022年，資料外洩平均造成額外435萬美元的成本¹

02

商譽損失

在2022年，平均耗時277天會才能識別入侵漏洞，在此期間，企業面臨了可能失去包括客戶及投資人的可觀風險¹

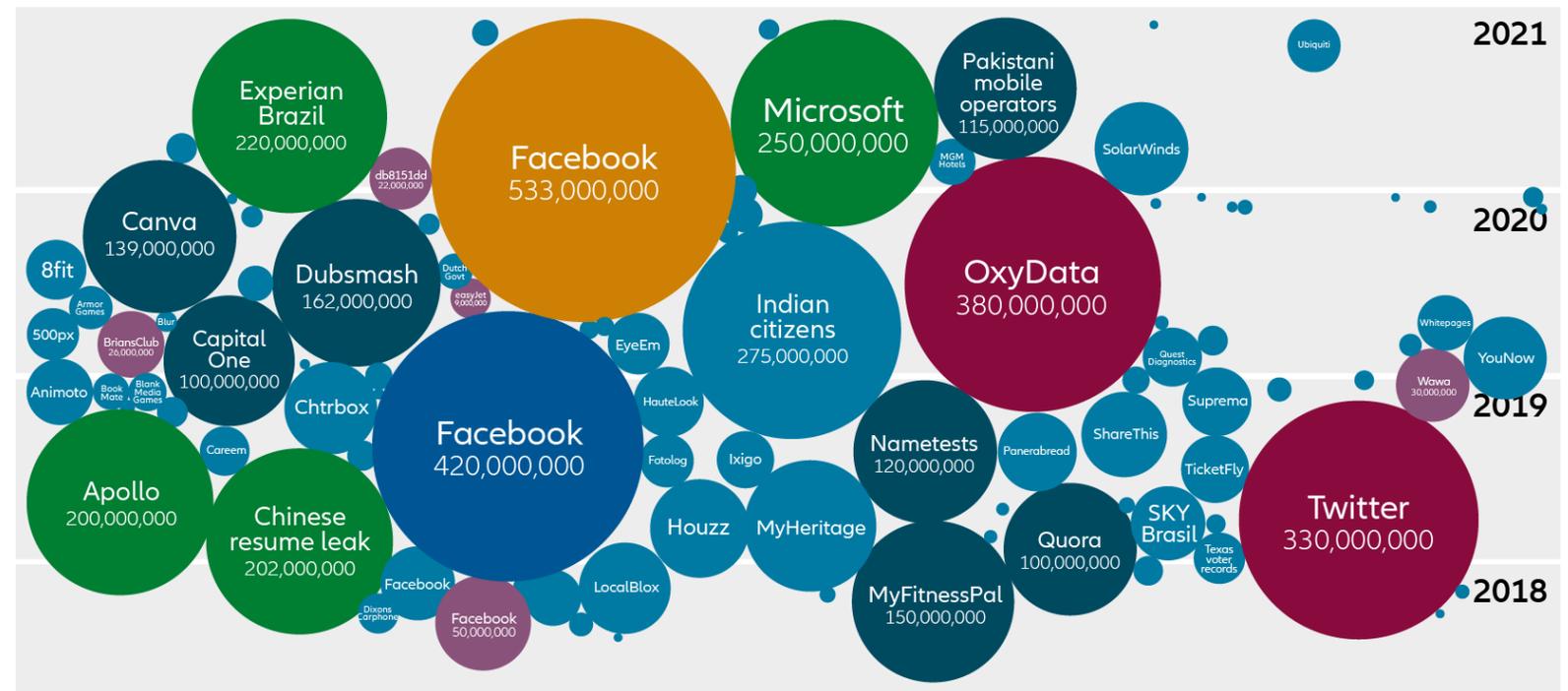
03

法規要求

- 資料保護受到官方和一般人的高度重視
- 為了保護資料安全，數據未受到充分的管理和保護時，可能面臨高額裁罰，例如GDPR(一般資料保護規範)。

*GDPR: (EU) General Data Protection Regulation.

外流數據超過3萬筆的企業²



為了避免商譽和財務損失，投資網路安全解決方案是企業唯一的選擇

能源，氣候破壞 和臨界點

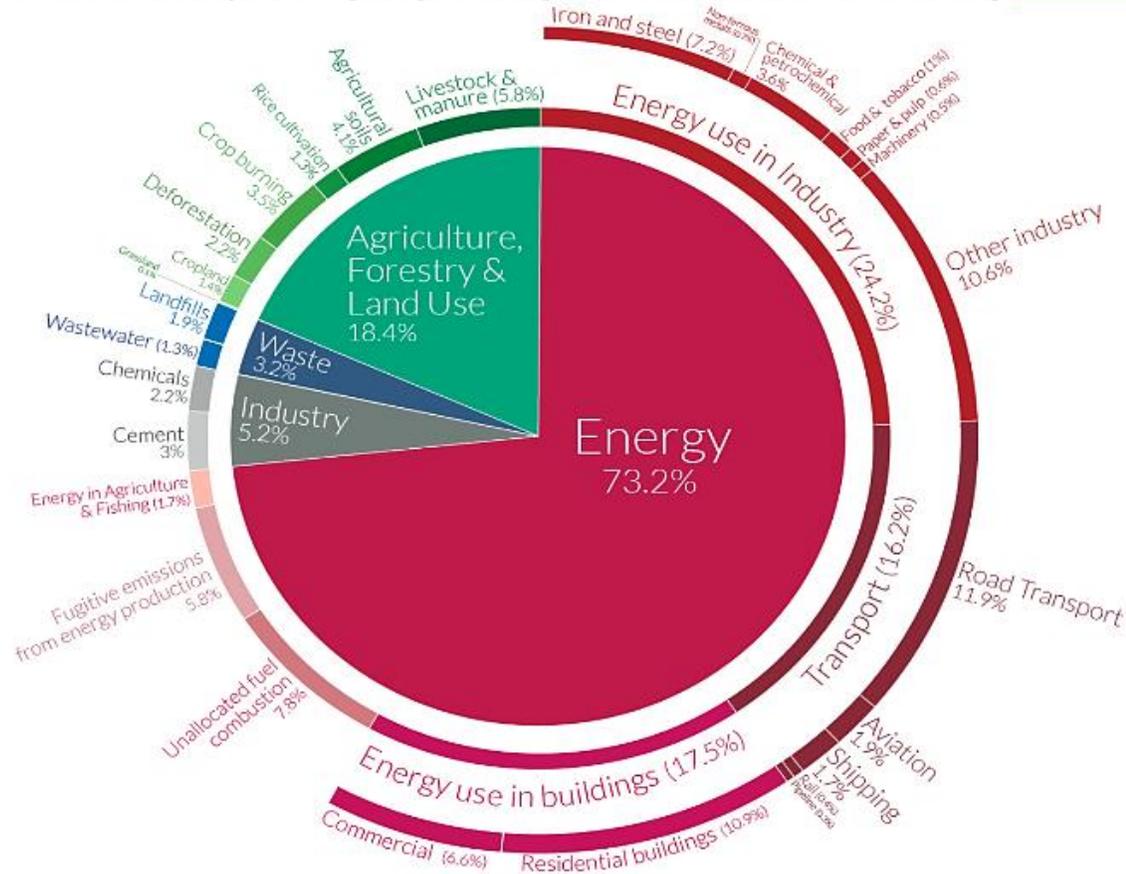


能源，氣候破壞和臨界點

Global greenhouse gas emissions by sector

Our World
in Data

This is shown for the year 2016 – global greenhouse gas emissions were 49.4 billion tonnes CO₂eq.



- 能源生產是實現國家安全和全球韌性的最關鍵組成部分
- 永續能源產出、生物多樣性和包容性資本主義是使擁有110億人口的地球能穩定運轉的關鍵因素

全球溫室氣體排放及暖化情景

全球每年溫室氣體排放量
約當十億噸二氧化碳排放量

150 Gt

100 Gt

50 Gt

Greenhouse gas emissions
up to the present

0

1990 2000 2010 2020 2030 2040 2050 2060 2070 2080 2090 2100

No climate policies

4.1 – 4.8 °C

→ expected emissions in a baseline scenario if countries had not implemented climate reduction policies.

Current policies

2.8 – 3.2 °C

→ emissions with current climate policies in place result in warming of 2.8 to 3.2°C by 2100.

Pledges & targets

2.5 – 2.8 °C

→ emissions if all countries delivered on reduction pledges result in warming of 2.5 to 2.8°C by 2100.

2°C pathways

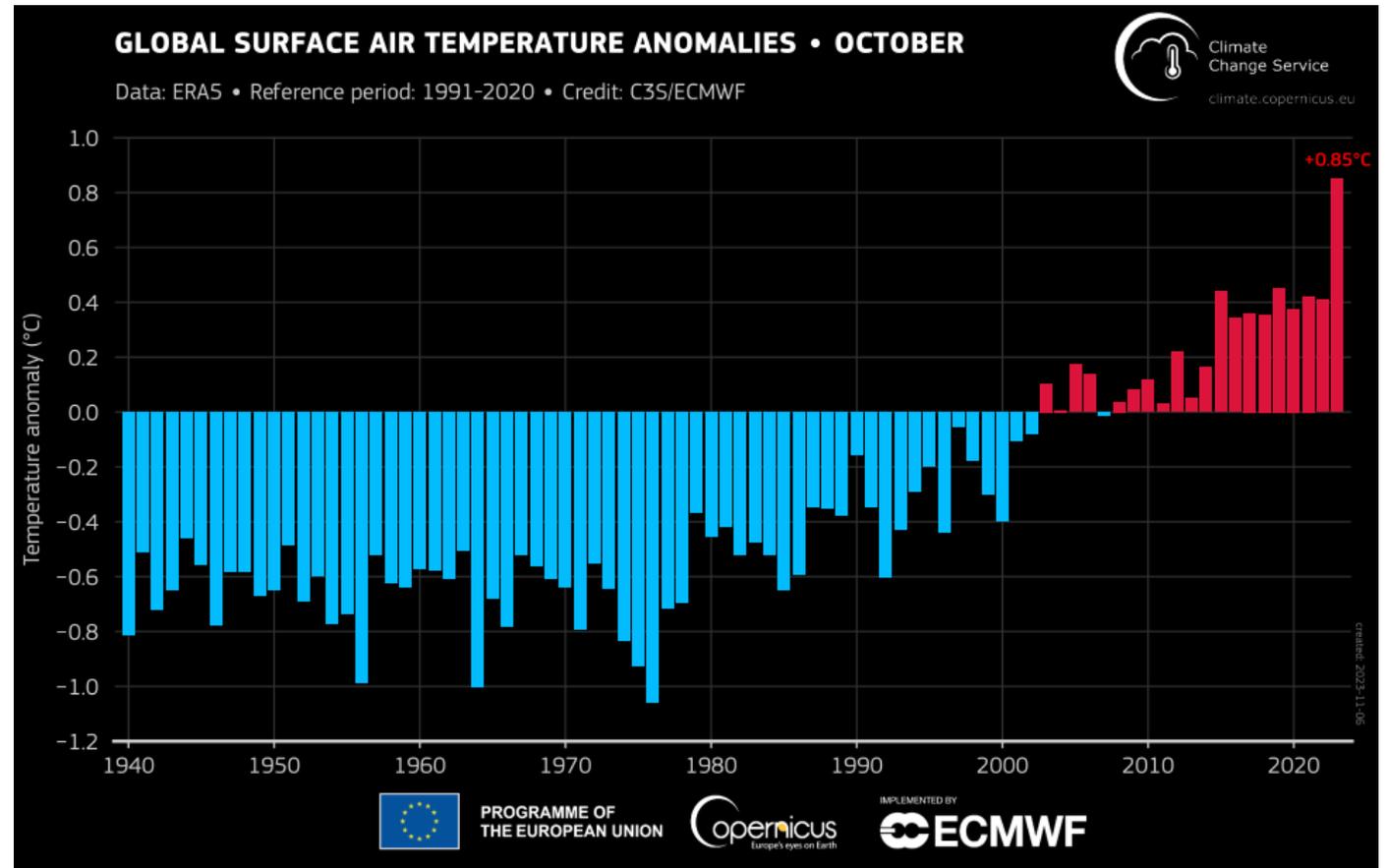
1.5°C pathways

Data source: Climate Action Tracker (based on national policies and pledges as of December 2019).
OurWorldinData.org – Research and data to make progress against the world's largest problems.

Licensed under CC-BY by the authors Hannah Ritchie & Max Roser.

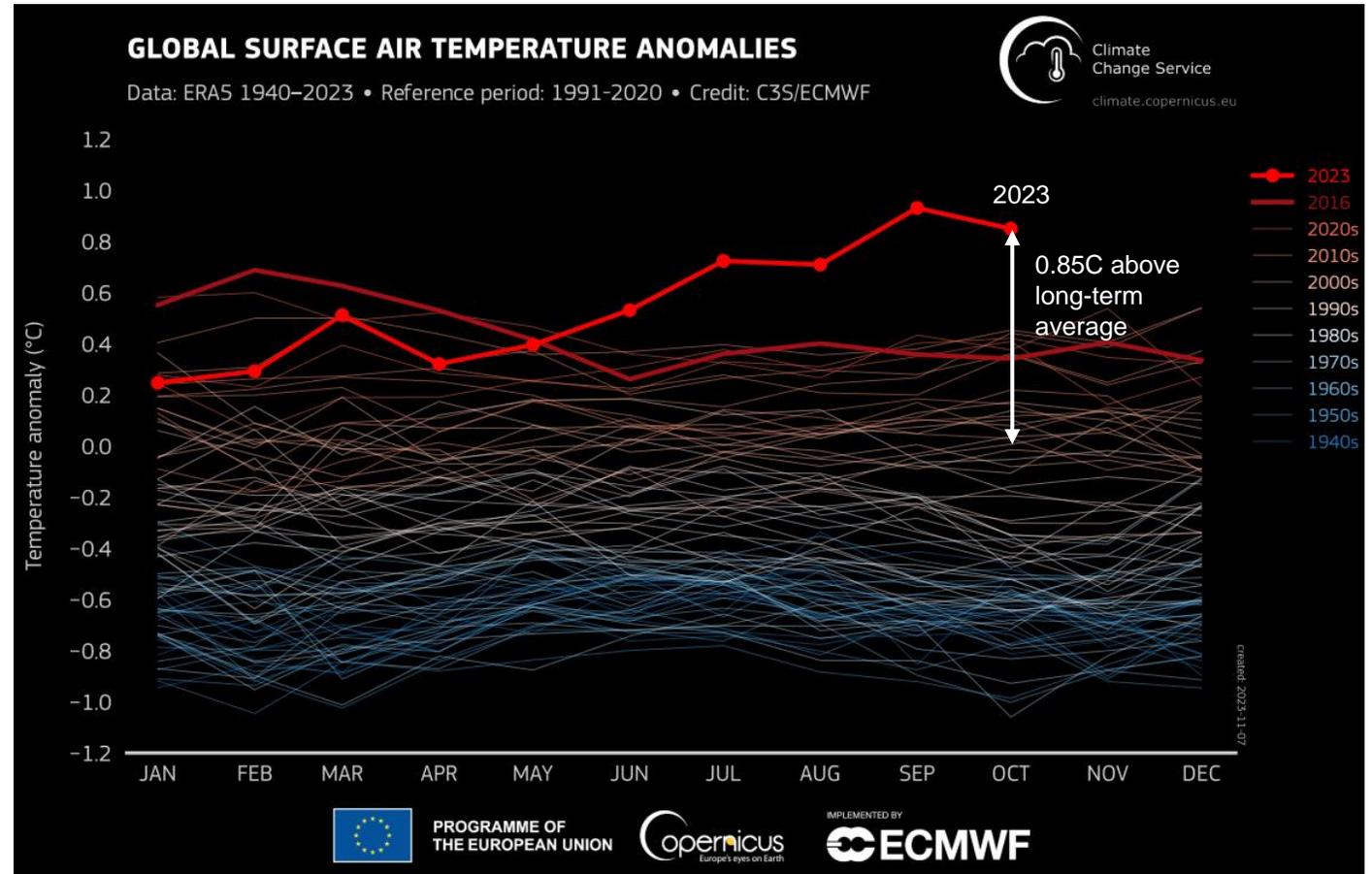
氣候：臨界點來臨？

- 相較巴黎氣候協定目標控制升溫1.5度時的預估，政府計劃在2030年生產的化石燃料量為當年預估值的兩倍；煤炭生產預計在2030年之前將持續增加，而油氣生產則預計在2050年才能見頂。
- ...IEA預計，如果政府實現整頓能源供應的承諾，到2050年，石油需求將減少近一半，佔全球能源供應的31%，而2022年為80%。
- 全球排放量仍足以在本世紀將全球平均溫度推高2.4°C。



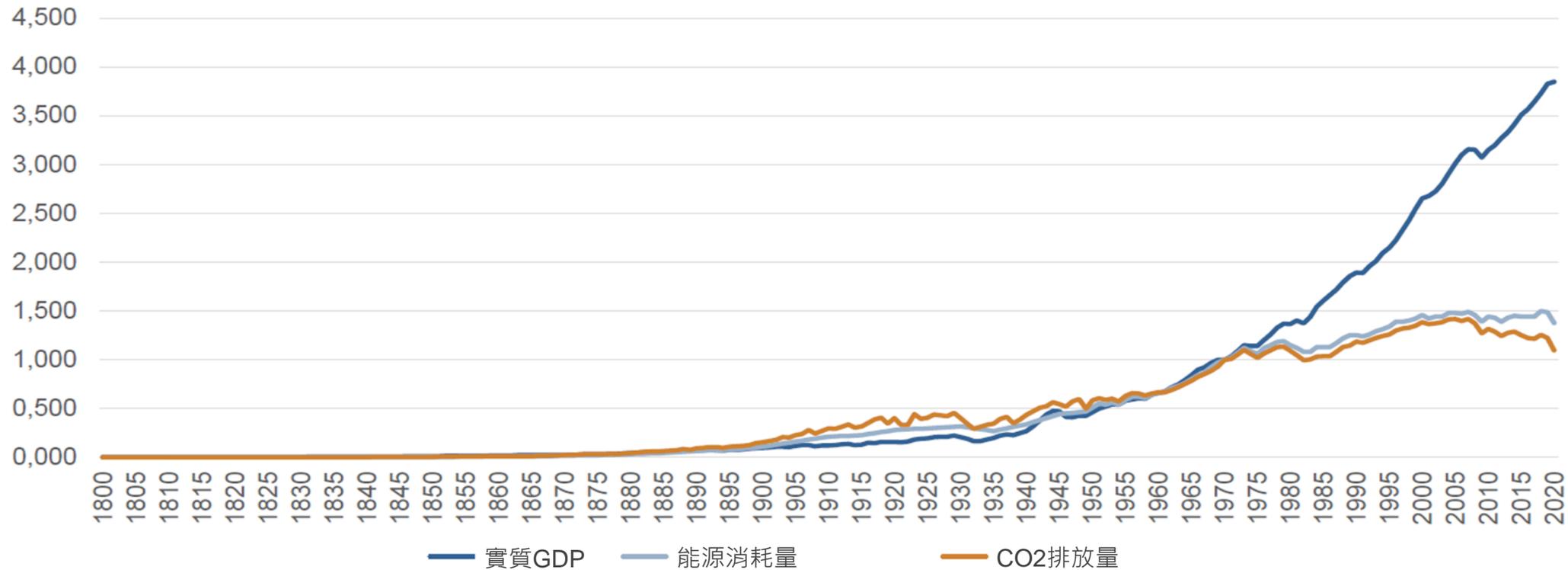
氣候：臨界點來臨？

- 2022年與氣候相關的災難在全球估計造成了1200億美元的保險損失和2700億美元的未保險損失。
- 投資1美元在氣候韌性上，預計可以避免6美元的災後重建成本。



美國GDP，能源消耗及CO2排放1800-2017

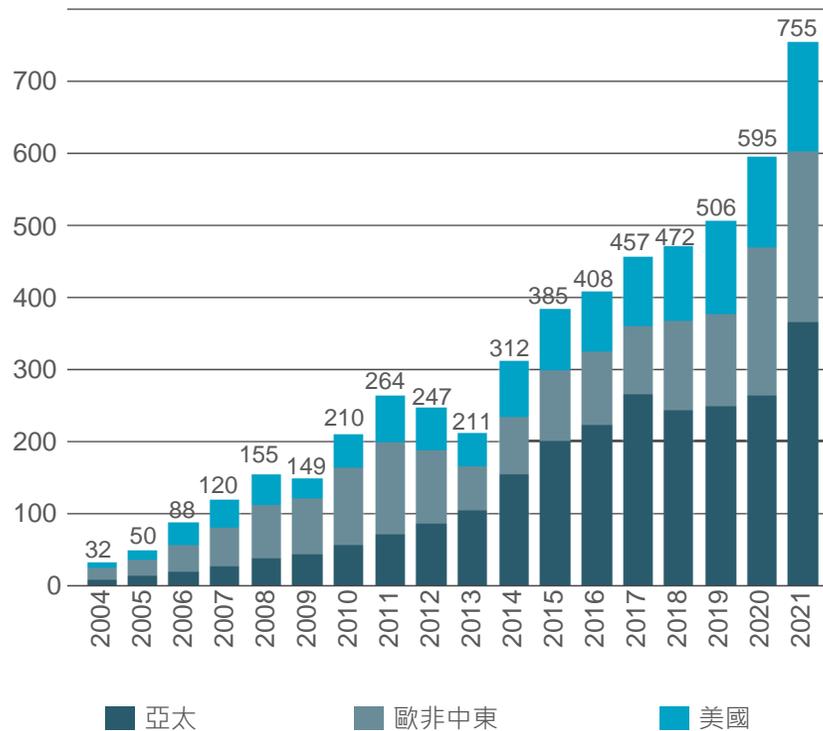
基準值(1970年) = 1



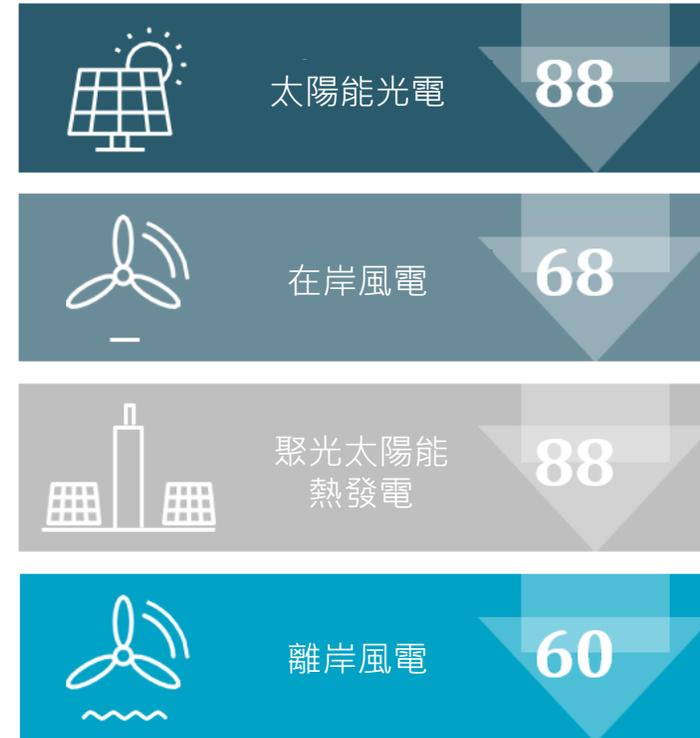
國家能源安全轉型和贏得氣候戰爭

全球對綠能轉型的投資正在增加

全球各地能源轉型投資金額 (十億美元)



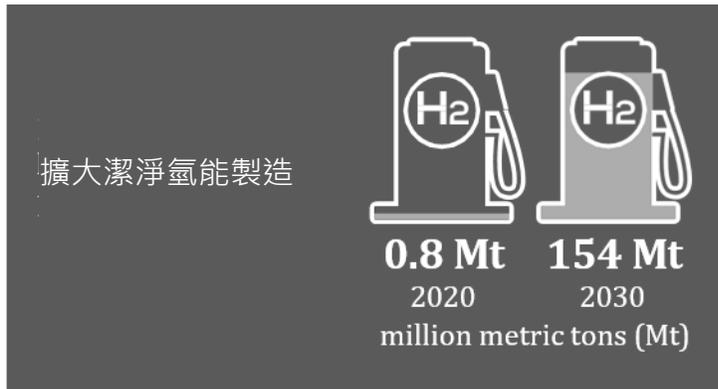
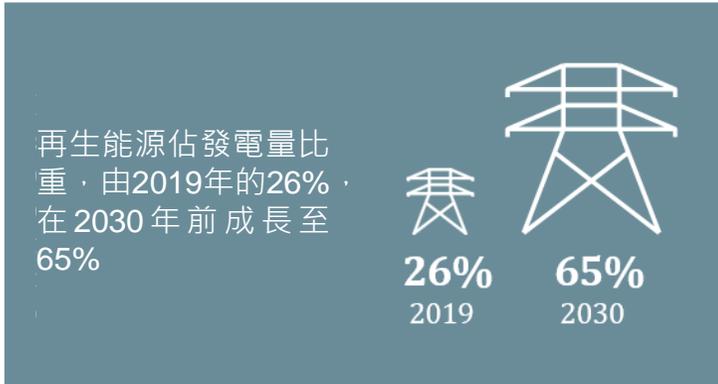
2010 ~ 2021 – 乾淨能源成本下降 (每千瓦)



資料來源：左圖 Bloomberg NEF · 2022年1月；右圖 IRENA, 2022.

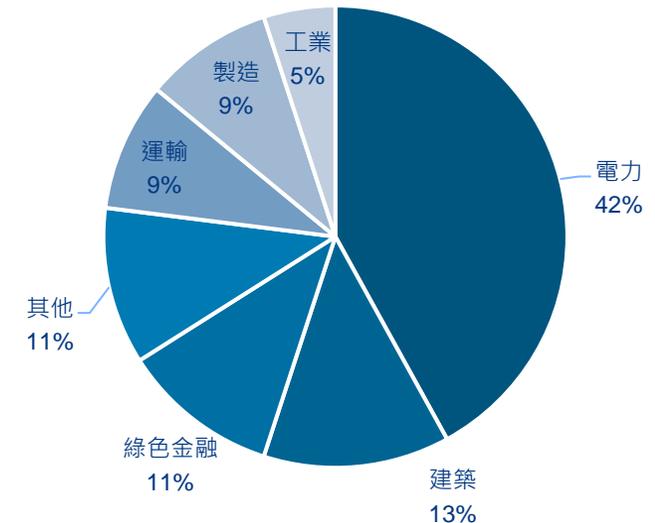
資本流入、成本降低，達成1.5° C目標仍有極大的資本缺口

2030年實現1.5°C目標的可能道路：



氣候影響：降低通膨法案

- 為國內製造業、重要商品的採購以及清潔技術的研發提供資金
- 旨在提高美國經濟的競爭力
- 與兩黨基礎設施法案和芯片與科學法案一起，這三項法案在未來十年內為新的聯邦支出提供了2兆美元
- 通過稅收優惠和補助/貸款擔保的混合方式提供激勵措施
- IRA在未來十年內通過延長、變更和新計劃的混合方式改革客戶的能源稅收優惠



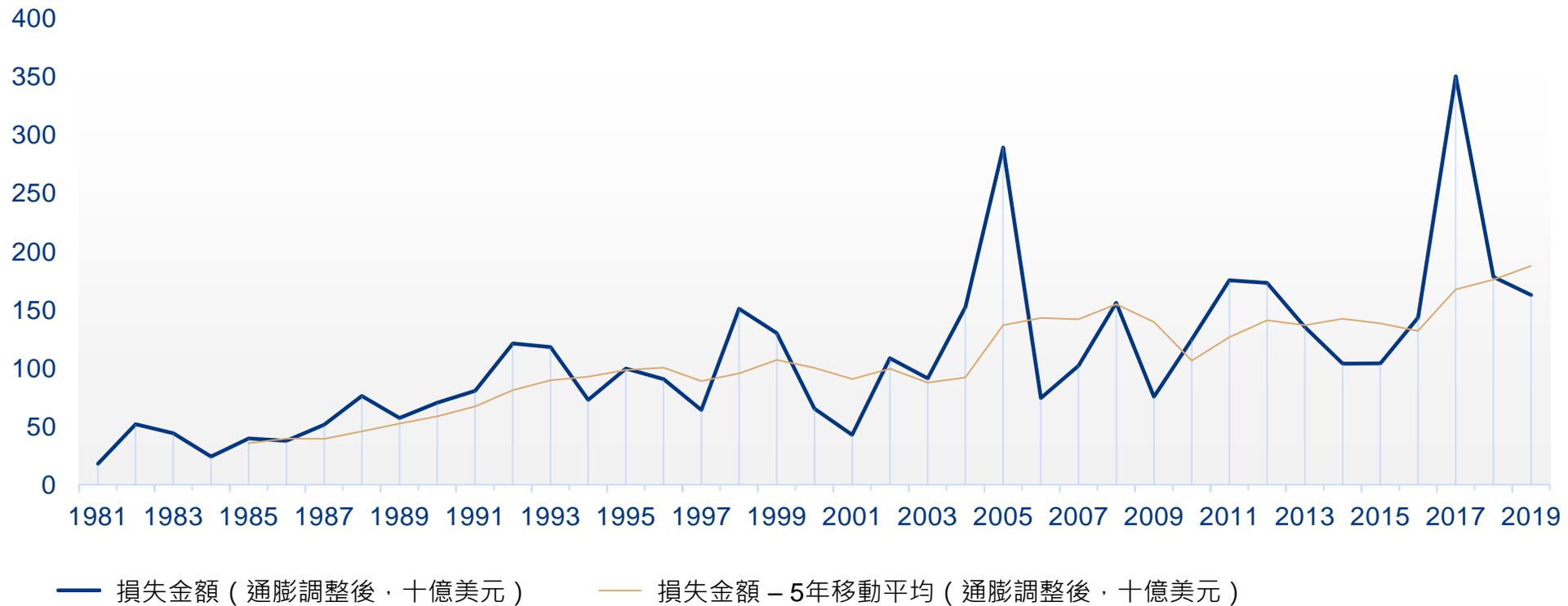
氣候影響：綠色政綱產業計畫

- 使歐洲成為第一個氣候中立的大陸
- 為環境友好技術建設工業能力
- 加快再生能源許可，以確保能源的可持續生產
- 為工業創造激勵措施，以維持歐盟作為製造創新地點的競爭力和吸引力
 - 簡化的監管環境
 - 更容易獲得融資解決方案
 - 消除貿易壁壘
- 超過6000億歐元用於能源儲存、電動汽車和智能電網的發展，以支持往可再生能源的轉型



換個角度看 氣候變遷成本

自然災害損失金額 (十億美元)



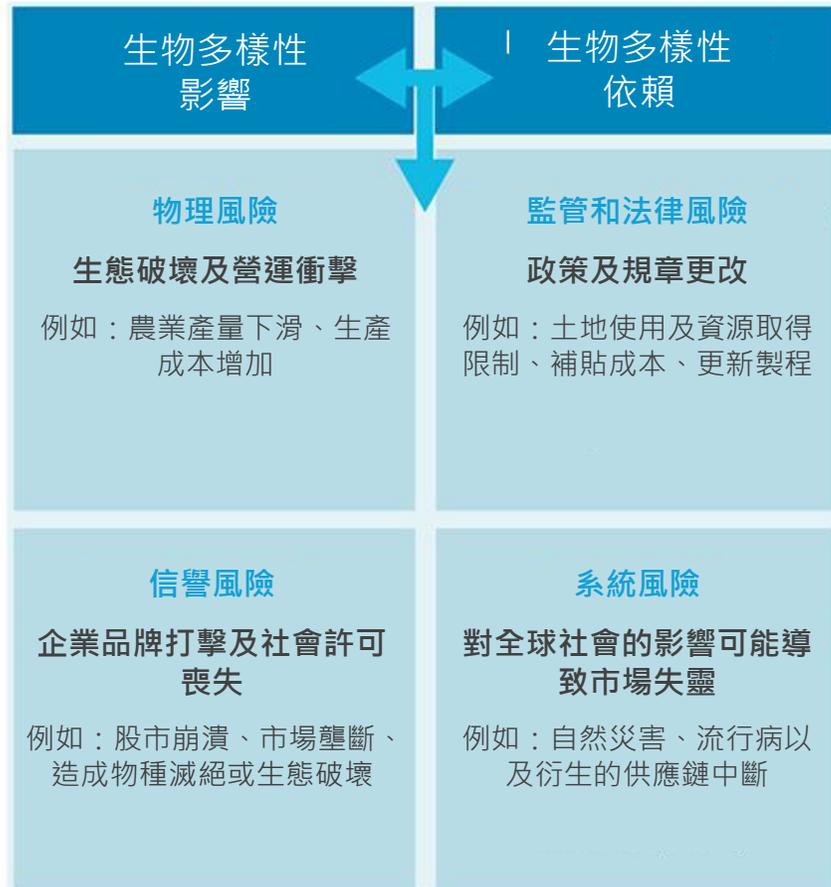
能源轉型投資：機會

要實現能源轉型，必須將多個領域相互聯繫



生物多樣性：特定產業的依賴性及影響性

生物多樣性相關風險的雙重重大性¹



這些風險通常分為四個類別，以下是一些例子：

- **物理風險**：例如，長期的單一作物種植和過度使用農藥和化肥導致產量下降。
- **信譽風險**：例如，發生嚴重環境事故的公司，或者銷售與物種滅絕或生態系統破壞相關的產品的公司。
- **監管和法律風險**：例如，歐洲理事會和歐洲議會最近通過了一項法律，要求在歐盟經營或銷售特定產品的公司披露其供應鏈是“無森林破壞”的，目的是防止森林砍伐。
- **系統風險**：例如，西班牙目前的乾旱危機威脅到依賴水資源的企業。

生物多樣性議題：相關指標

主要議題	相關產業	評估指標	生物多樣性損失 驅動因素
再生農業 	農業、食品及零售業	<ul style="list-style-type: none"> 目標及資本分配 是否有可再生農業能量指標 供應鏈及原料來自可再生農業比例 是否有鼓勵採用可再生農業的措施 	棲息地喪失、土地濫用、氣候、汙染
森林砍伐 	農產品採購需求的企業 (例如：木材、棕櫚、大豆、橡皮)	<ul style="list-style-type: none"> 是否參與禁止森林砍伐的承諾 永續資源使用比例 供應鏈及大宗原料涵蓋於可追蹤系統下的比例 供應商是否達成禁止森林砍伐的承諾 是否與供應商進行相關合作 	棲息地喪失、土地濫用、氣候
水資源 	食品飲料業、金屬及礦業、紡織業、化工業、水利設施	<ul style="list-style-type: none"> 水資源風險評估 營運於水資源壓力區域比重 是否有水資源消耗降低目標 是否有於水資源壓力區進行水資管理 	資源剝削、汙染

主要議題	相關產業	評估指標	生物多樣性損失 驅動因素
化學及塑膠汙染 	化學、包裝業、營造業、零售業、消費品	<ul style="list-style-type: none"> 是否有汙染報告 次是否有汙染減少目標 是否有回收及減塑目標 	資源剝削、汙染
土地足跡 	金屬及礦業、能源、公用事業、工業營造	<ul style="list-style-type: none"> 是否有衡量土地使用下對生態多樣的影響 土地干擾的區域及位置 土地修護及保護的區域及位置 	棲息地喪失、土地濫用



Jenny Zeng

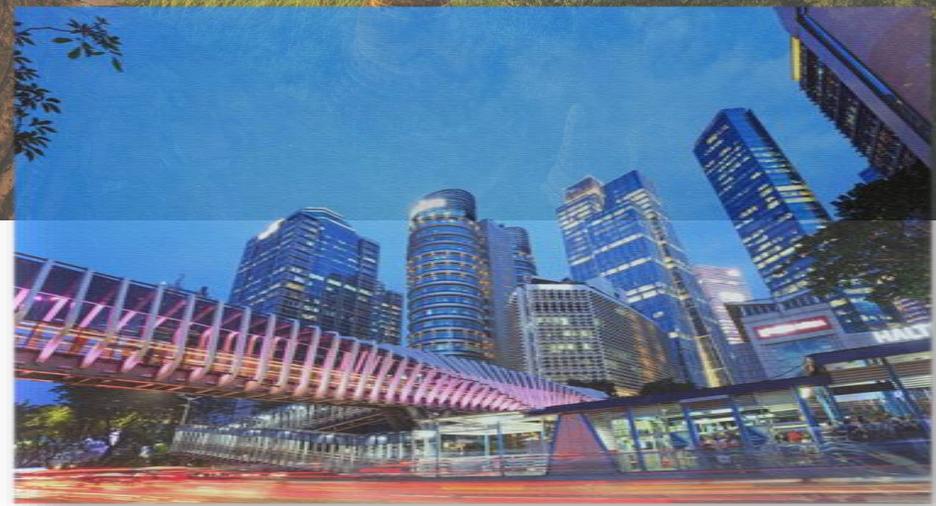
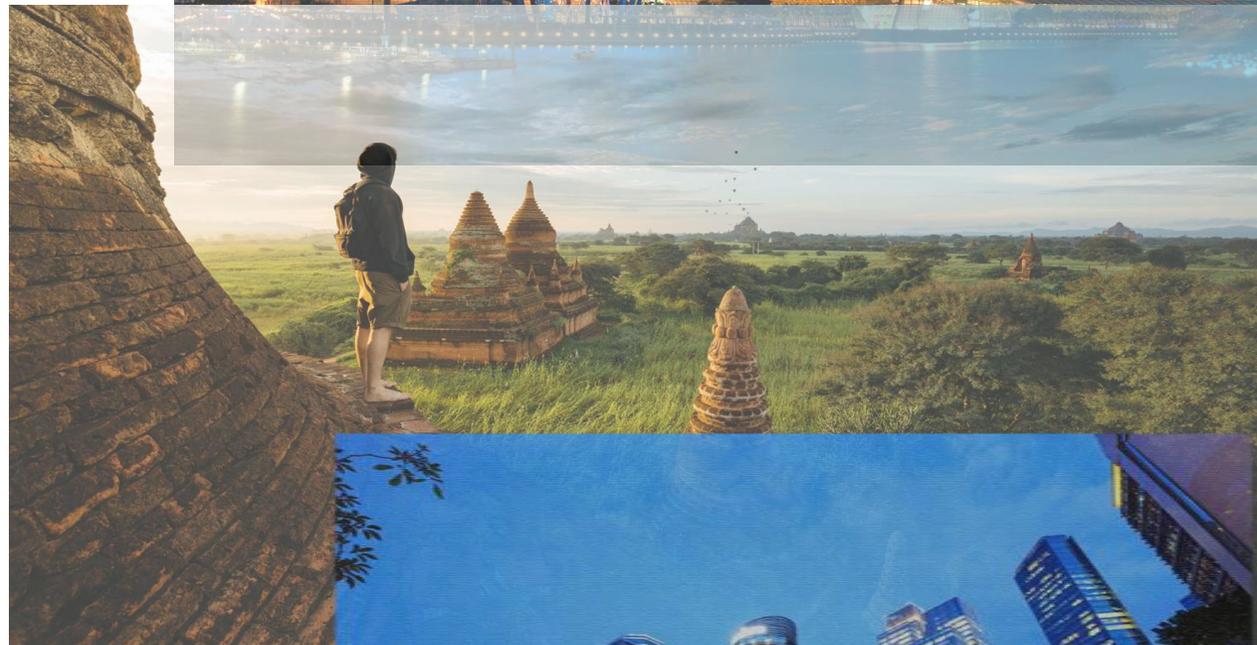
安聯環球投資

亞太區固定收益投資總監



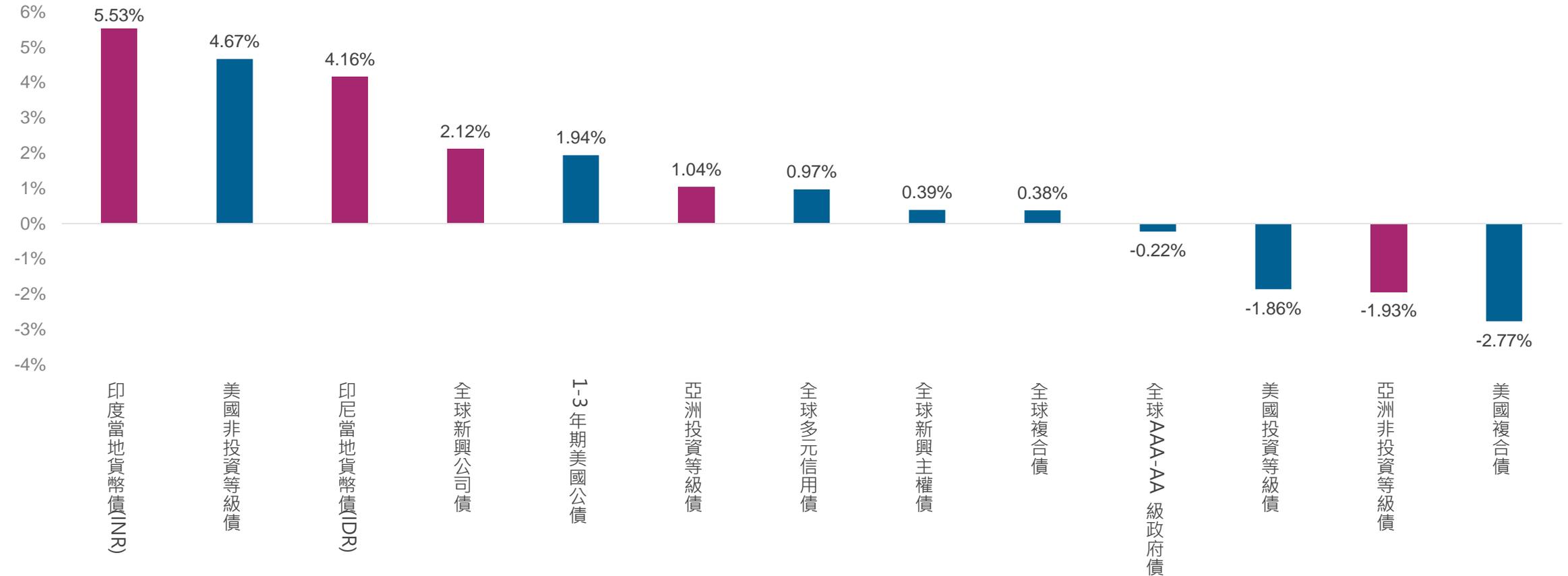
2024固定收益市場脈動

擁抱利率更高更久(Higher for Longer)的環境



市場回顧 – 全球固定收益市場表現如何？

主要債券指數年至今表現

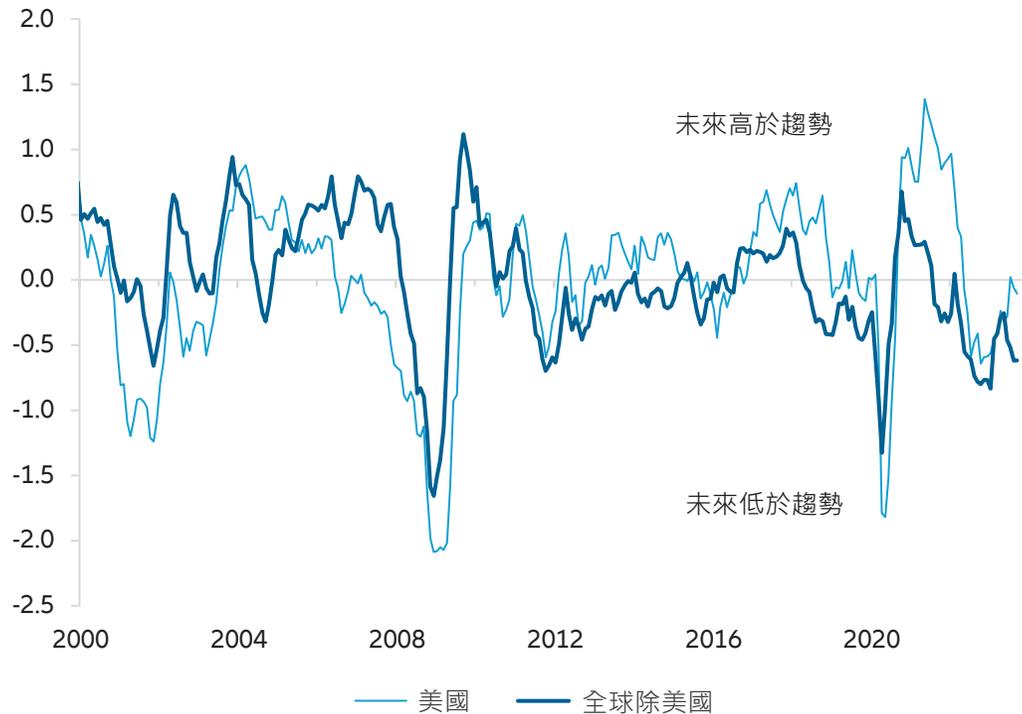


資料來源：Bloomberg、ICE BofA、JP Morgan 指數、安聯環球投資，截至2023年10月31日。除非另有說明，指數回報以美元避險計算。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表現或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

成長觸頂，通膨反轉

經濟增長: 全球成長低於趨勢

美國及全球專屬領先指標 (Z-score)



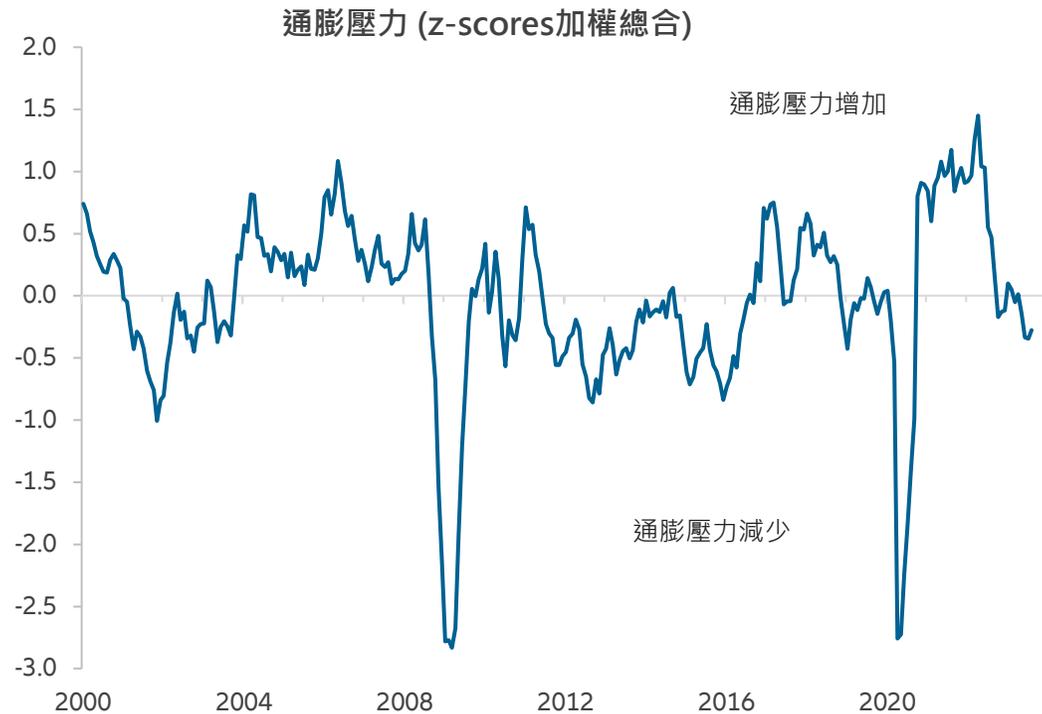
勞動市場: 薪資通膨及預期趨勢向下

美國薪資通膨及預期

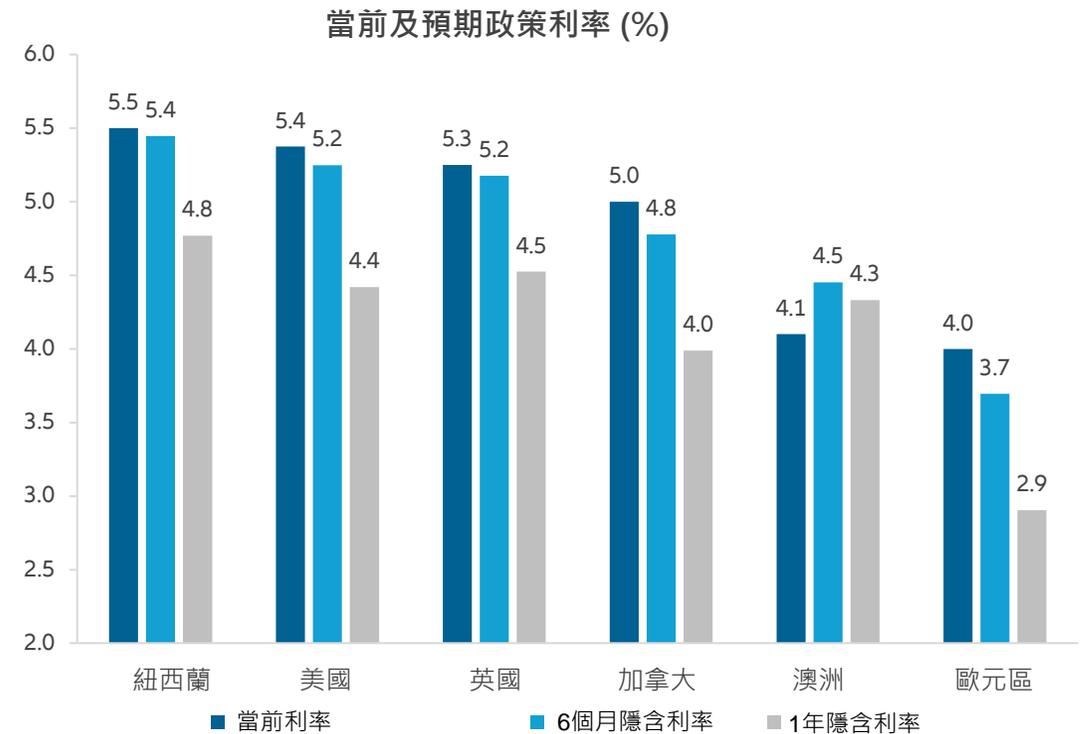


貨幣政策趨穩，美國利率見頂

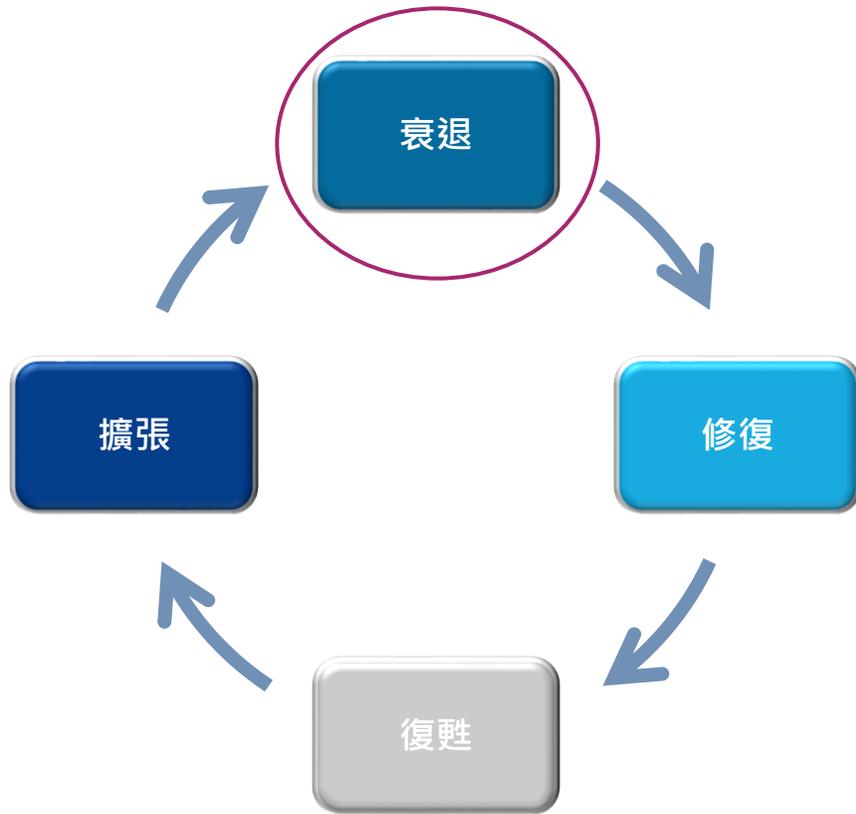
通貨膨脹：通膨壓力漸退



貨幣政策：更高更久的利率環境反應於市場

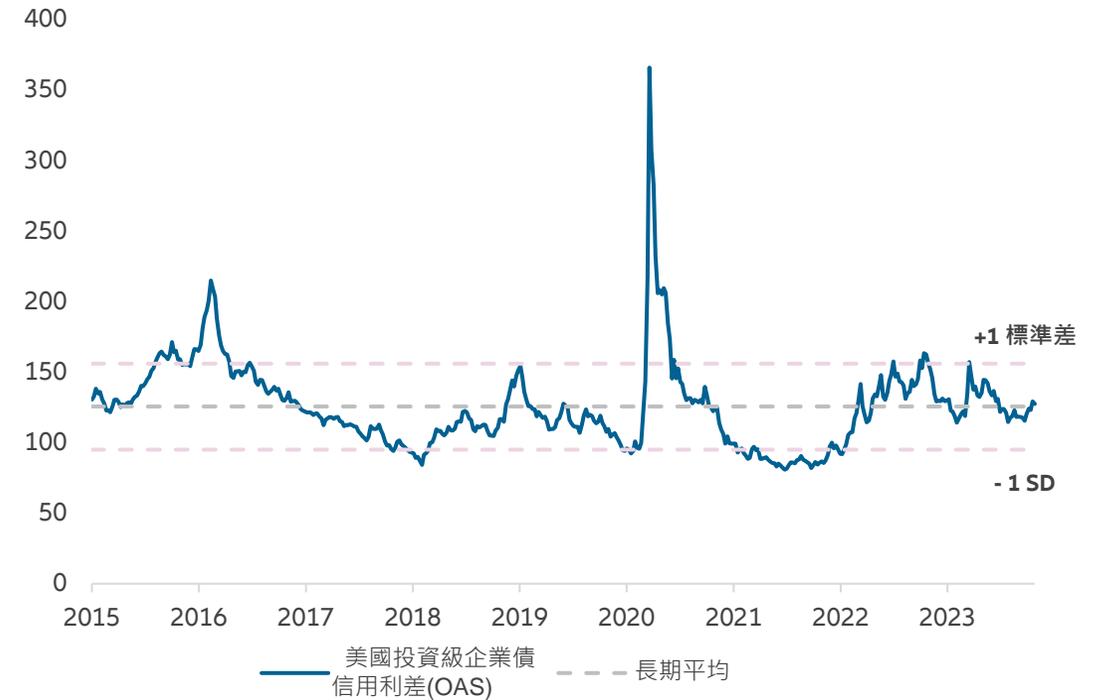


我們處於美國信貸周期的哪個階段？



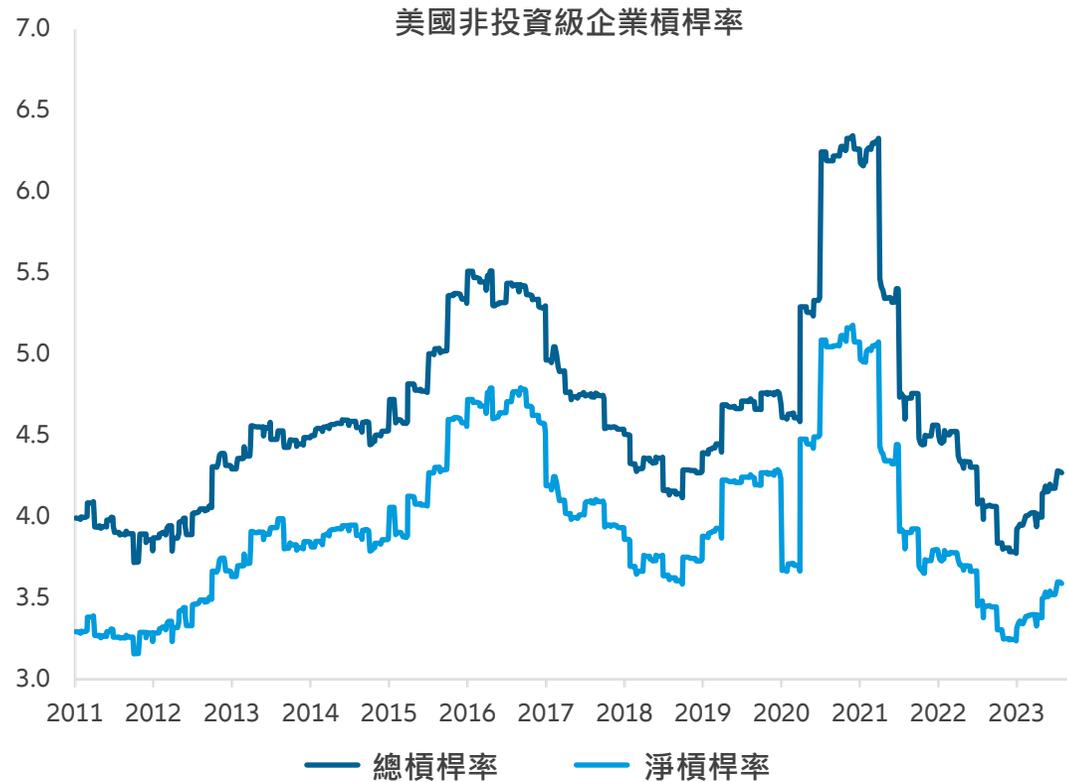
相對歷史均值，美國投資等級債利差評價仍合理

美國投資級企業債信用利差(OAS)



美國非投資等級債：基本面漸回歸長期水準

槓桿比率正在上升



利息保障倍數從高點回落

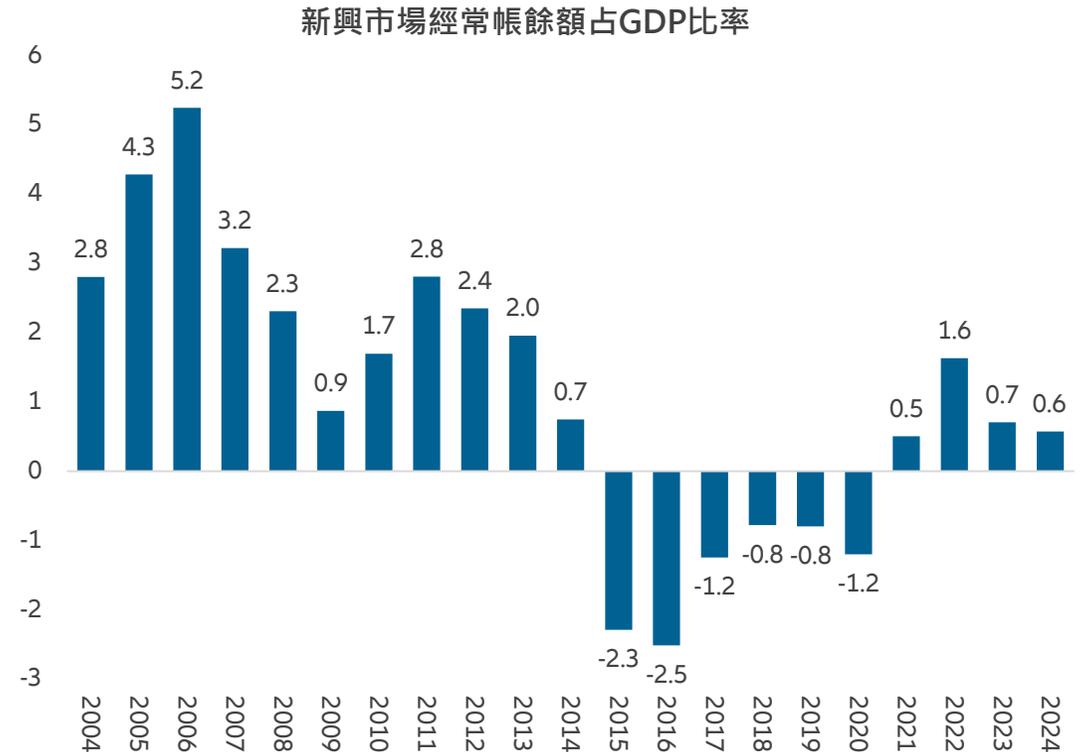


新興市場債：迎來重大選舉年

持續尋求財政收支平衡



經常帳仍保有盈餘

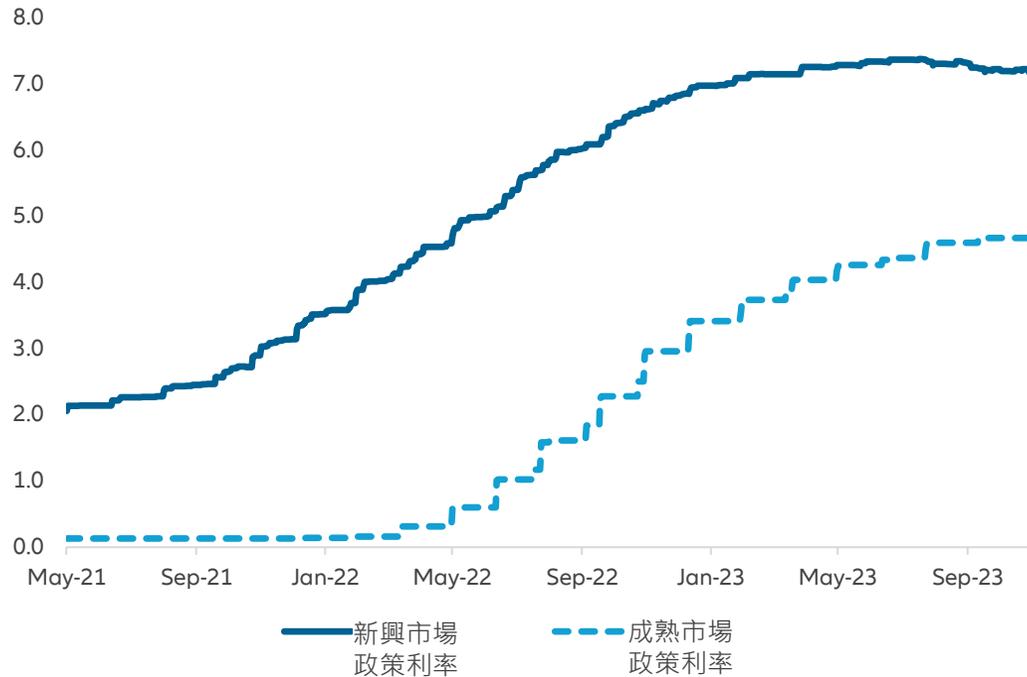


資料來源：IMF、J.P. Morgan、安聯環球投資，截至2023年11月。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表現或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

新興市場債：整體評價面合理

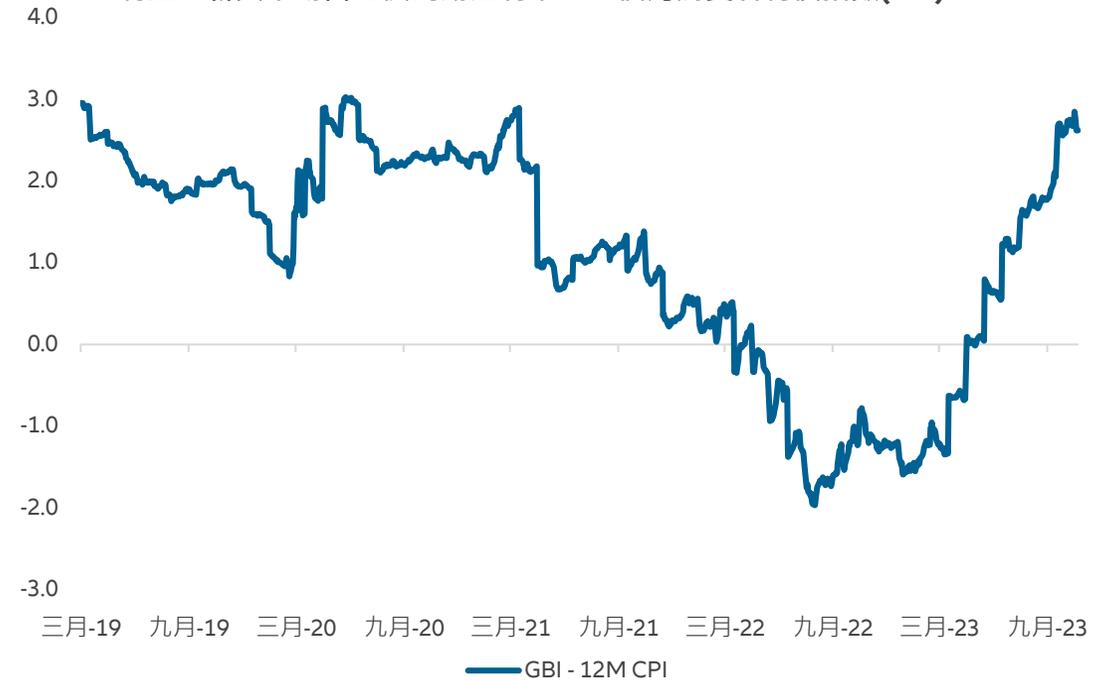
新興市場 vs 成熟市場利差縮窄

新興市場 vs. 成熟市場政策利率



由於通膨下降幅度較債券殖利率快，實質利率利差擴大

利差：新興市場當地債到期殖利率 - 12個月消費者物價指數(CPI)



資料來源：Bloomberg、J.P. Morgan、安聯環球投資，截至2023年11月。新興市場政策利率使用摩根大通GBI-新興市場指數的平均權重計算，已開發市場的平均值為美國55%、英國6%、日本9%和歐洲央行30%，權重使用2022年GDP(單位：十億美元)。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期

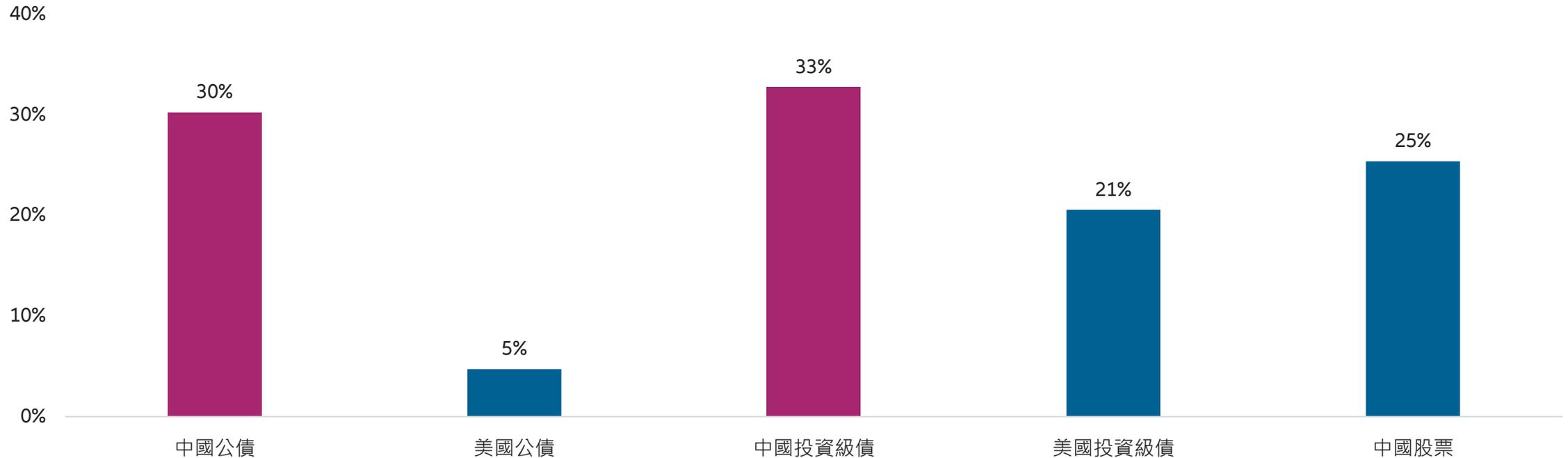
波濤再起 亞洲固定收益市場



如果錯過中國固定收益資產 ...

過去10年，中國固定收益資產的表現相當亮眼

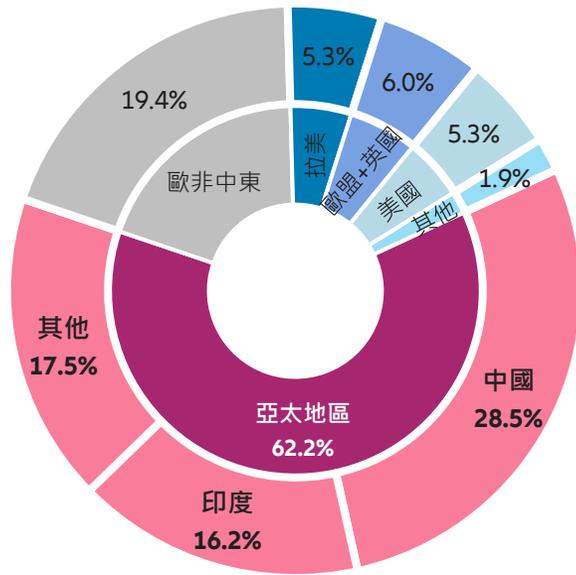
過去10年總報酬率(美元)



看見亞洲即將釋放的潛力

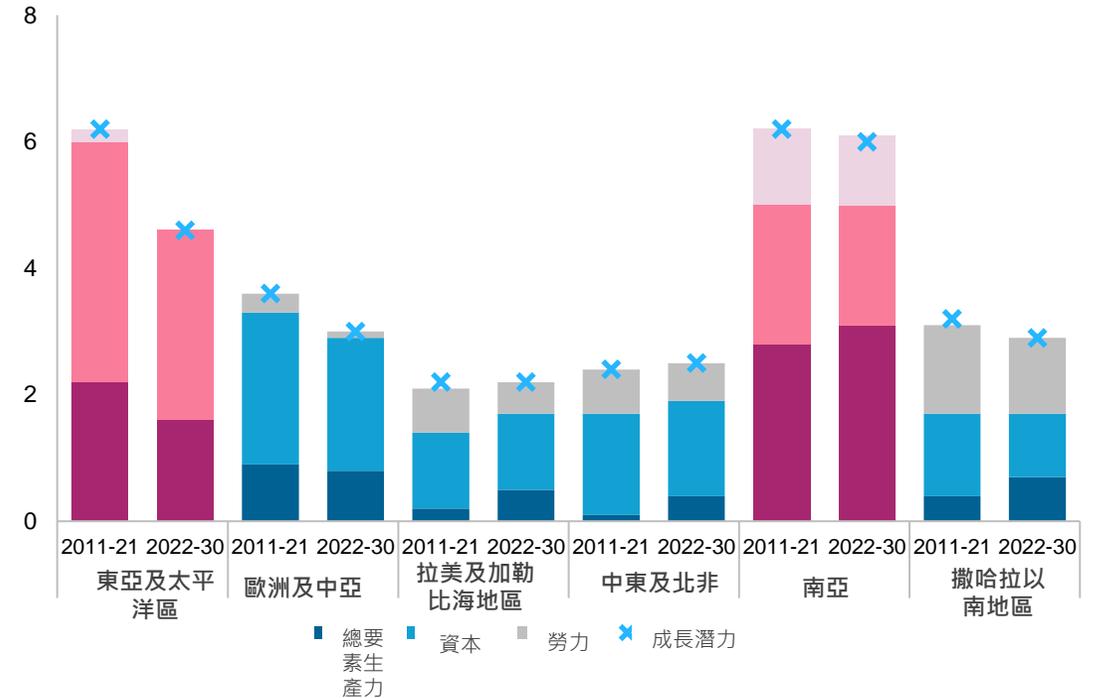
2024年，亞洲(除中國外)預期將貢獻全球三分之一的經濟成長

國際貨幣基金(IMF)2024 GDP成長預期



南亞地區可望在下一個十年創下最高的生產力和成長潛力

各地區：生產力和成長潛力

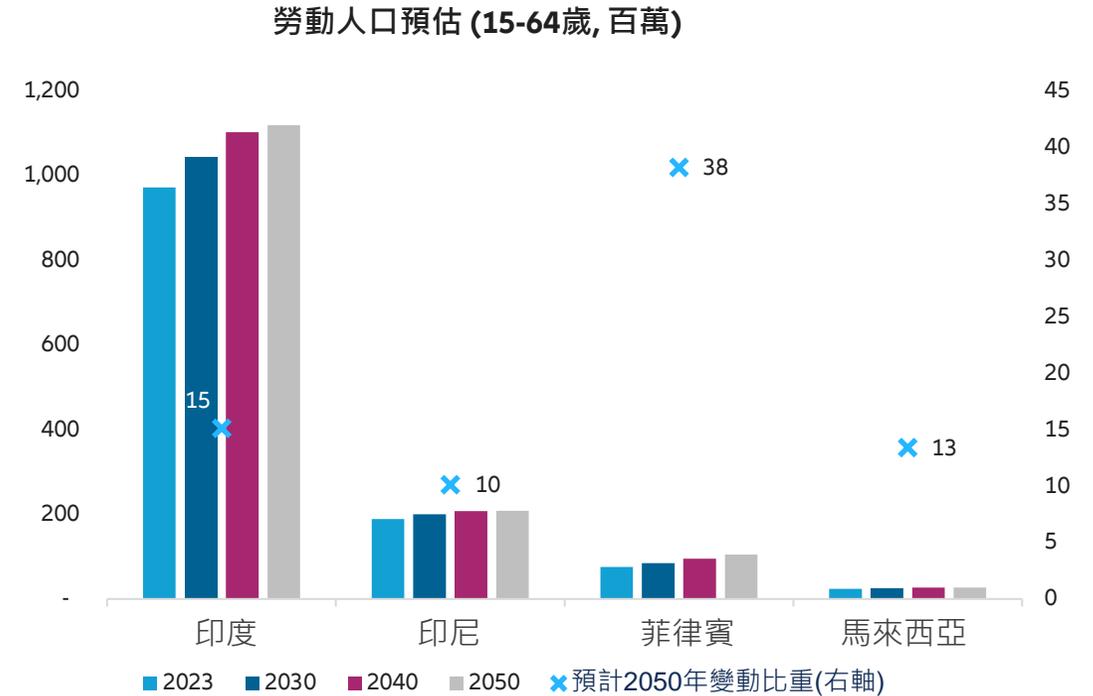
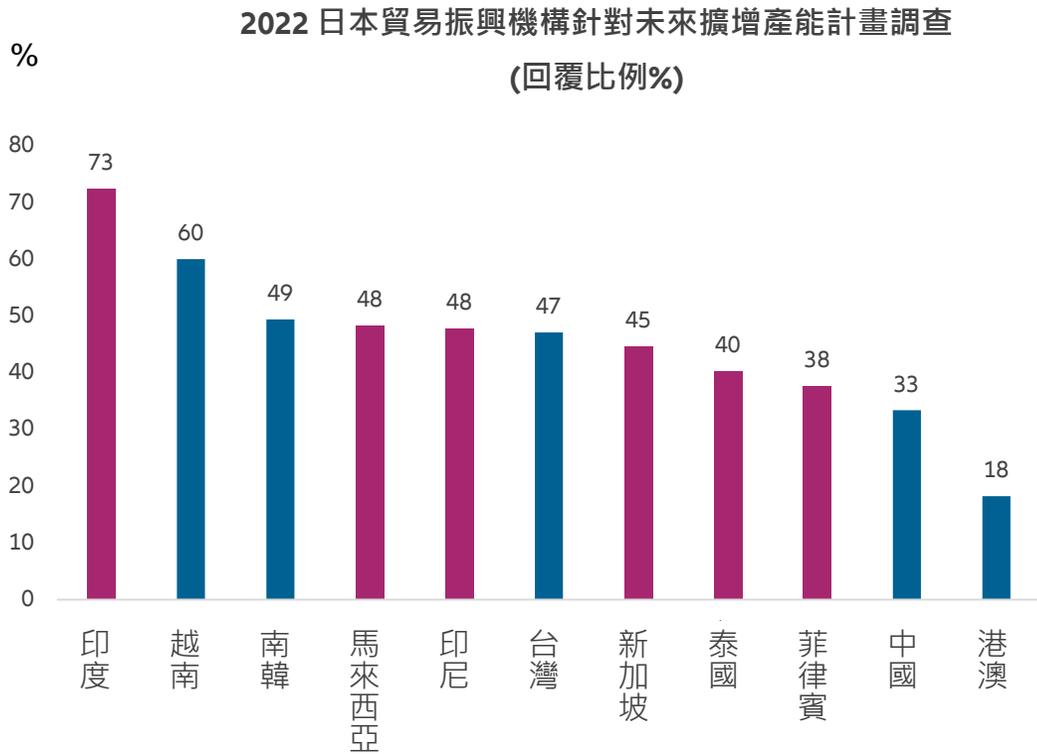


資料來源：(左圖)IMF、安聯環球投資，截至2023年9月30日；(右圖)世界銀行、安聯環球投資，截至2023年9月30日。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

乘著南向供應鏈與年輕勞動力的浪潮

南亞是從中國分散供應鏈的首要受惠區域

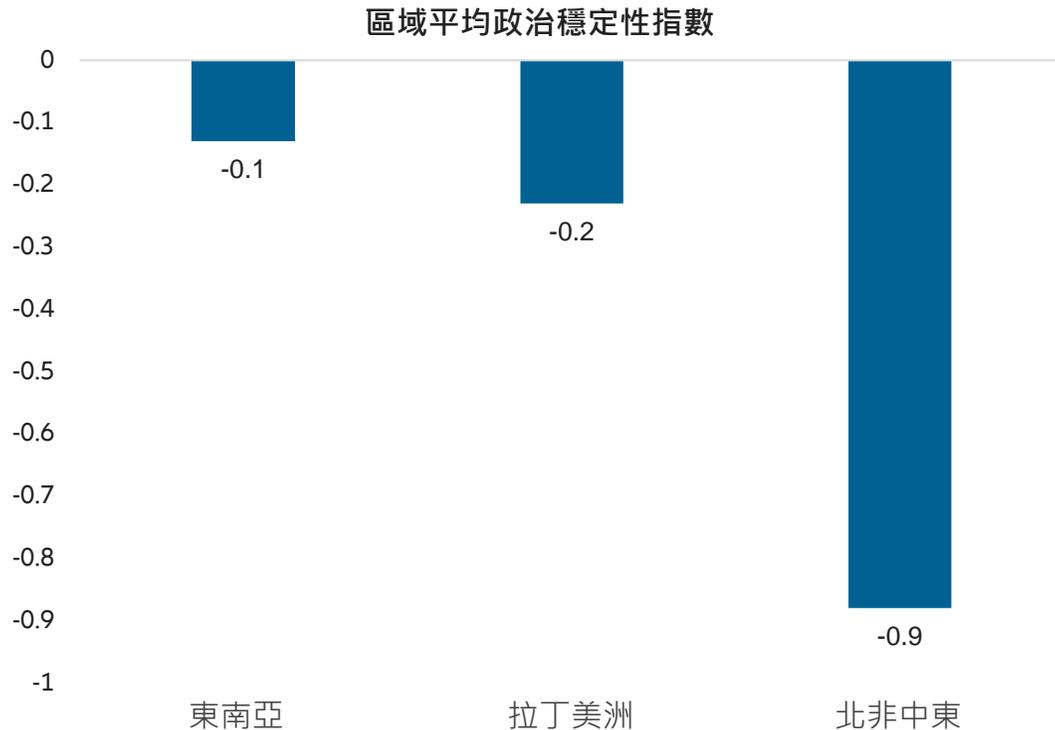
南亞可充分善用人口結構改善的優勢



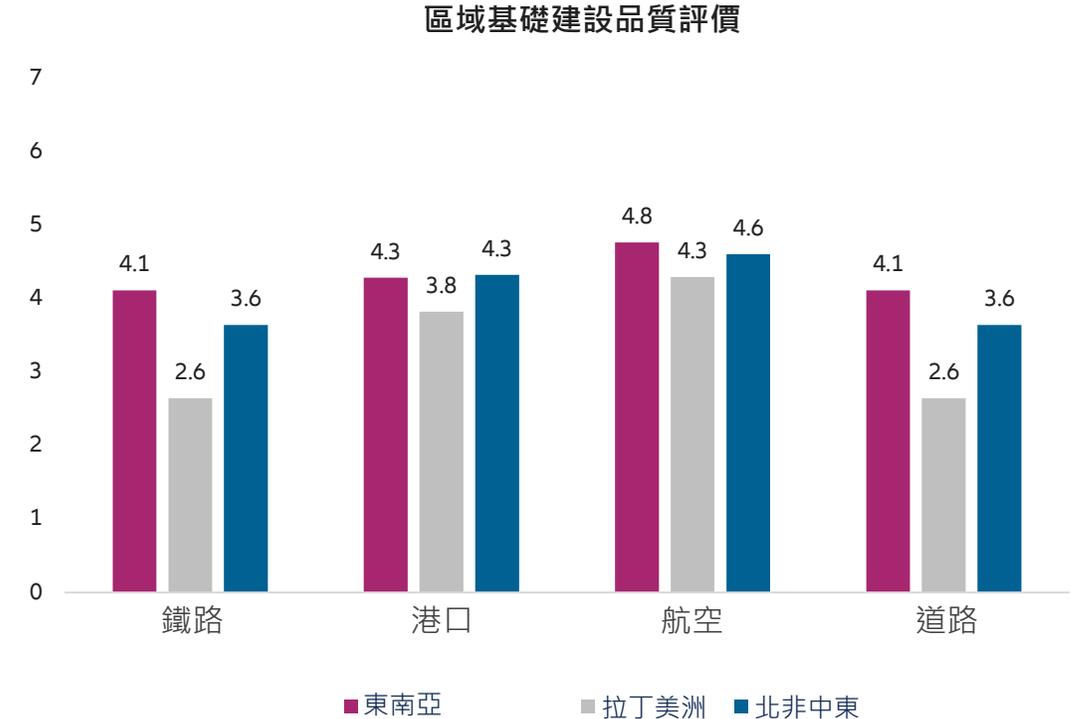
資料來源：(左圖)UBS Evidence Lab、安聯環球投資，截至2023年1月；(右圖)世界銀行、安聯環球投資，截至2023年9月30日。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

政治穩定與具競爭力的基礎建設有助於掌握成長機會

東南亞在政治穩定性得分較高



較佳的基礎建設品質有助於強化競爭力

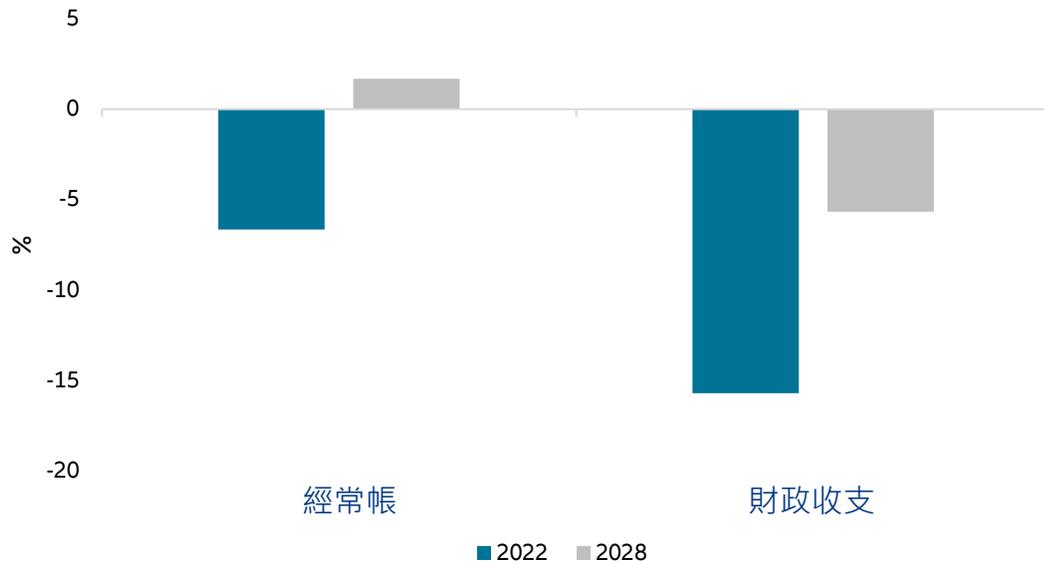


資料來源：(左圖)世界銀行、安聯環球投資，截至2021年12月；(右圖)世界銀行、安聯環球投資，截至2019年12月。東南亞包括印度、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國和越南。拉丁美洲組由阿根廷、玻利維亞、巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥、巴拿馬、秘魯、烏拉圭和委內瑞拉組成。中東和北非由阿爾及利亞、埃及、伊朗、約旦、摩洛哥、沙烏地阿拉伯和突尼斯組成。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表現或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

總體基本面改善 有助於信評維持在正向軌道上

總體經濟可望有更加顯著的改善

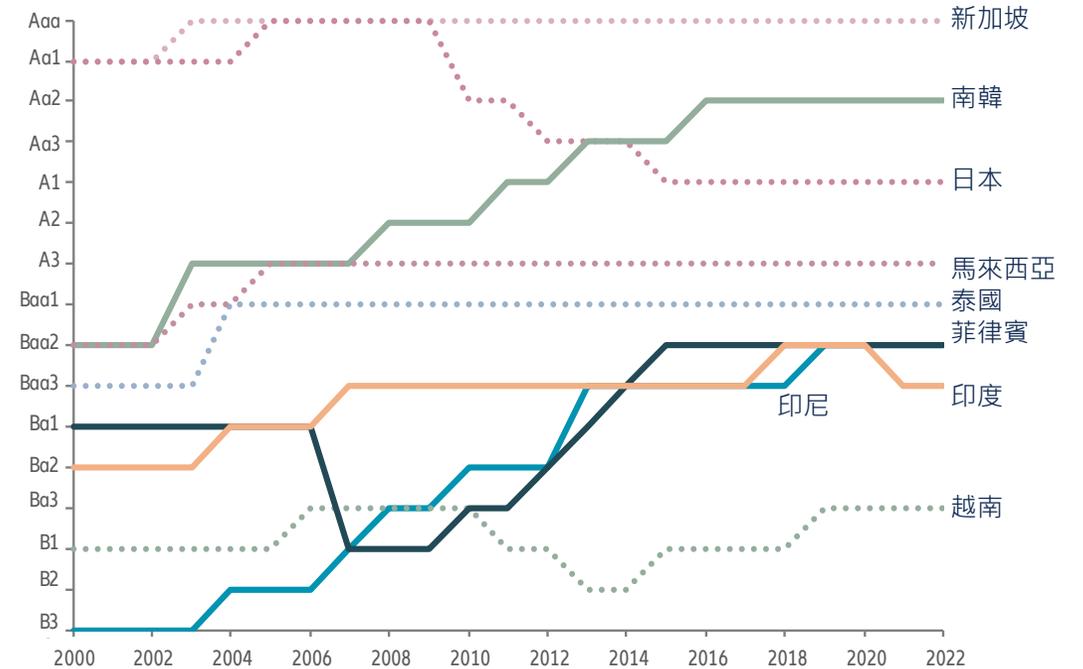
部分南亞國家之整體經常帳與財政收支



註：包含印度、印尼、馬來西亞、菲律賓與泰國

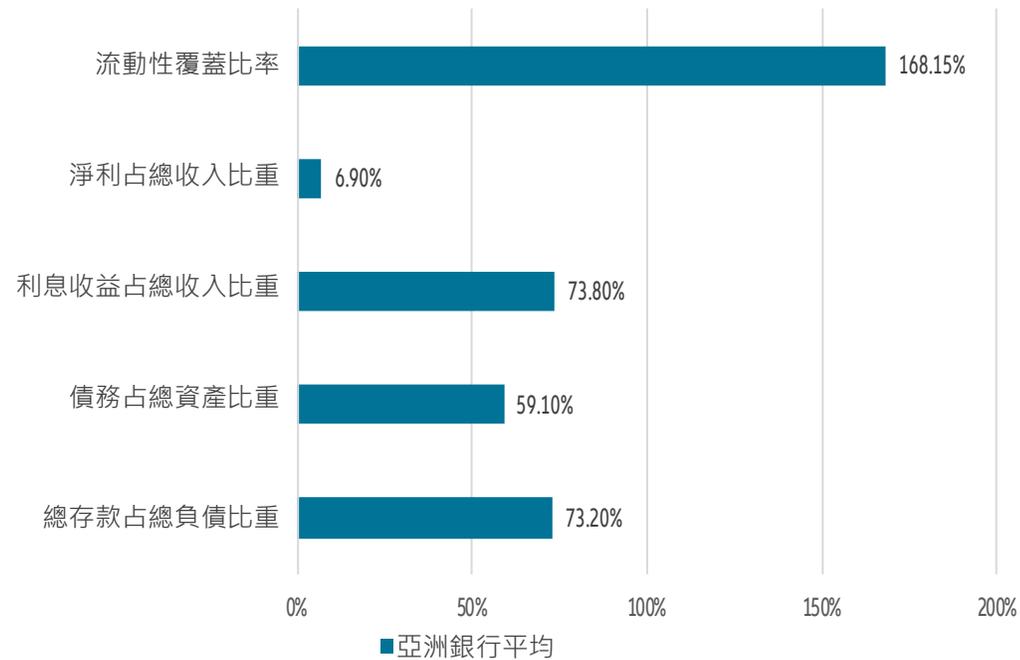
亞洲主權債信用評等大多在正向的軌道上

主權債信用評等過去20年變動趨勢

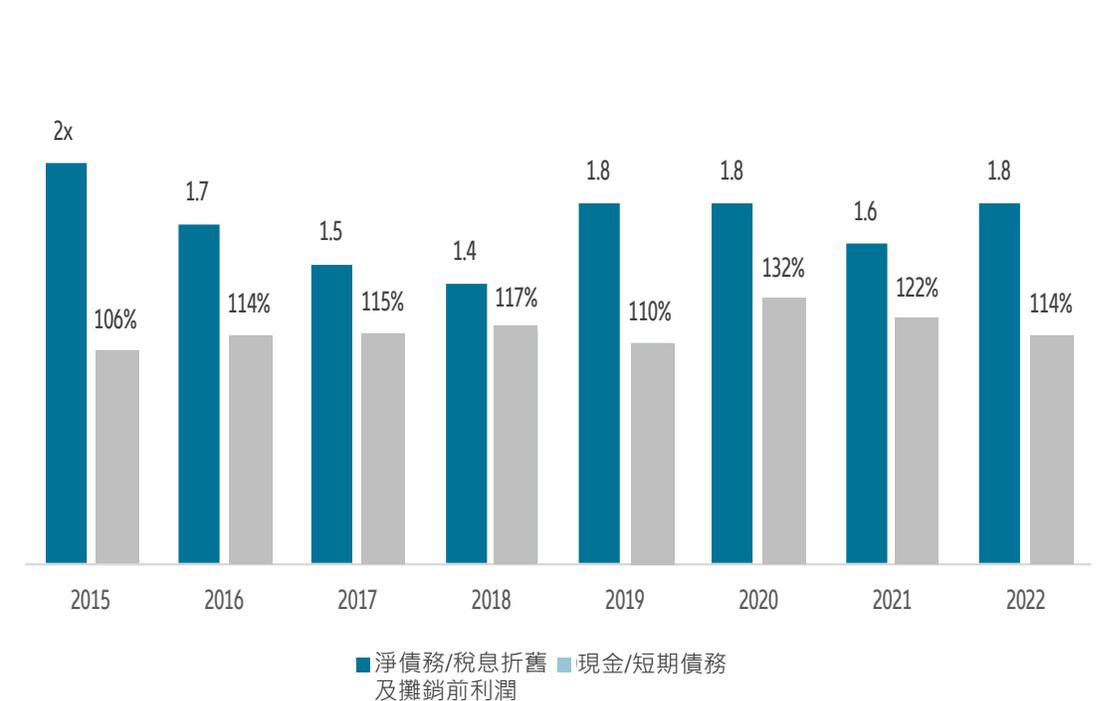


銀行體系與企業資產負債表體質皆優 表現更有力

亞洲銀行具有強健的流動性與資本額



亞洲投資等級企業具有低負債比與高流動性



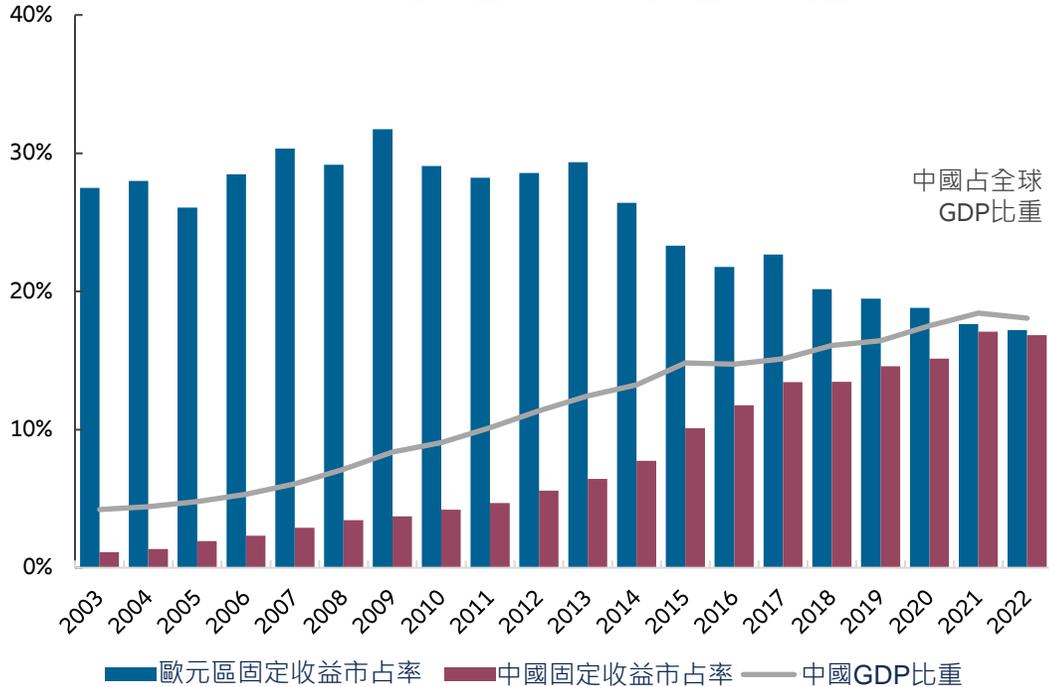
資料來源：(左圖) BofA Global Research，截至2023年3月31日；(右圖) J.P. Morgan、安聯環球投資，截至2023年3月。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

亞洲其他地區正迎頭趕上全球固定收益市場

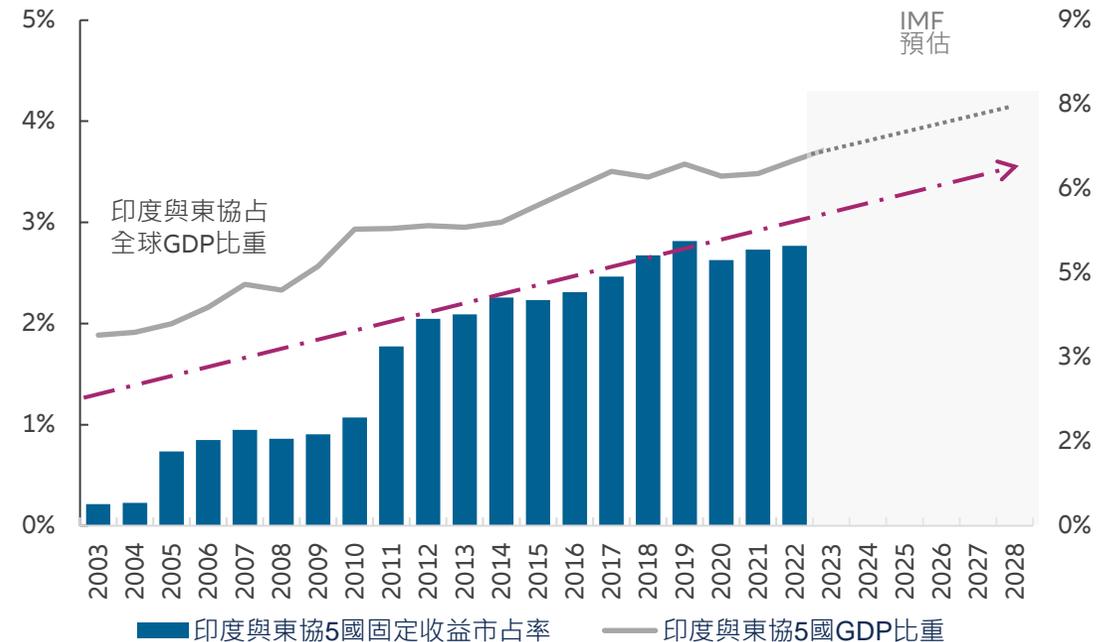
中國固定收益市場成長速度已超越歐元區與美國

考量其成長潛能，印度與東協五國可望在全球債市當中扮演更加吃重的角色

中國與歐元區占全球固定收益市場比重



印度與東協占全球固定收益市場比重

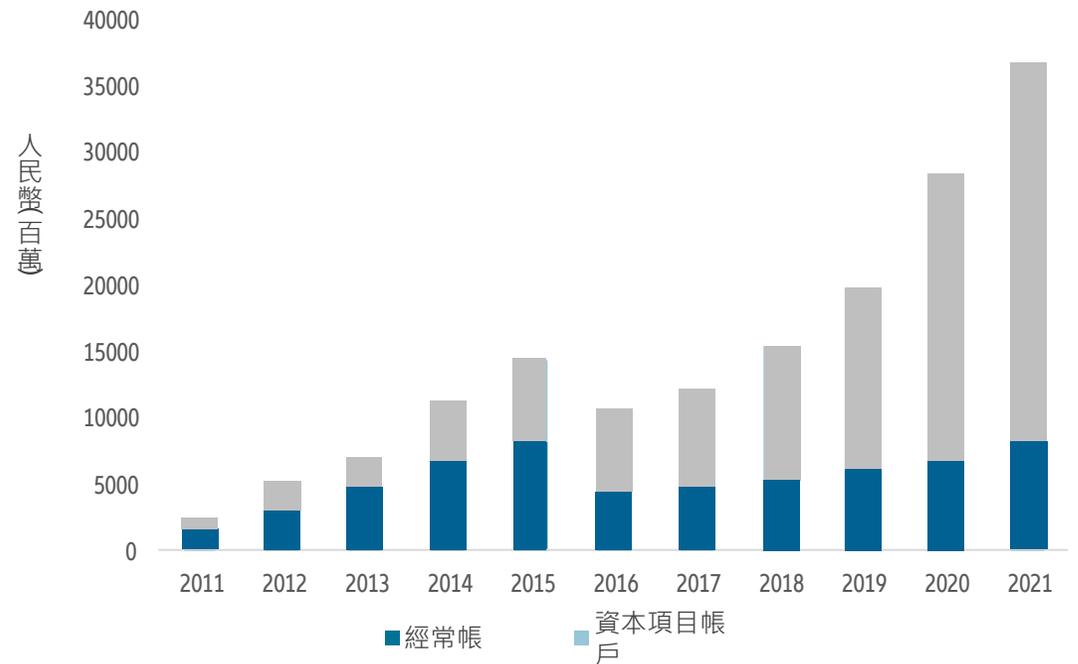
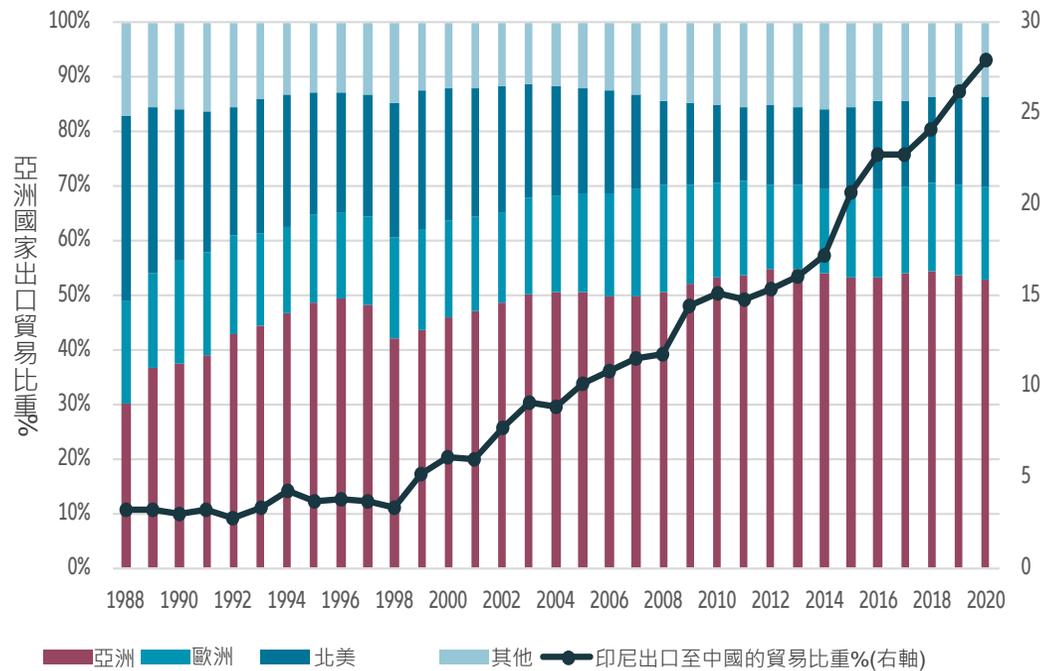


資料來源：IMF、BIS、安聯環球投資，截至2023年9月。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

資金流向重新洗牌 降低了西方國家的影響

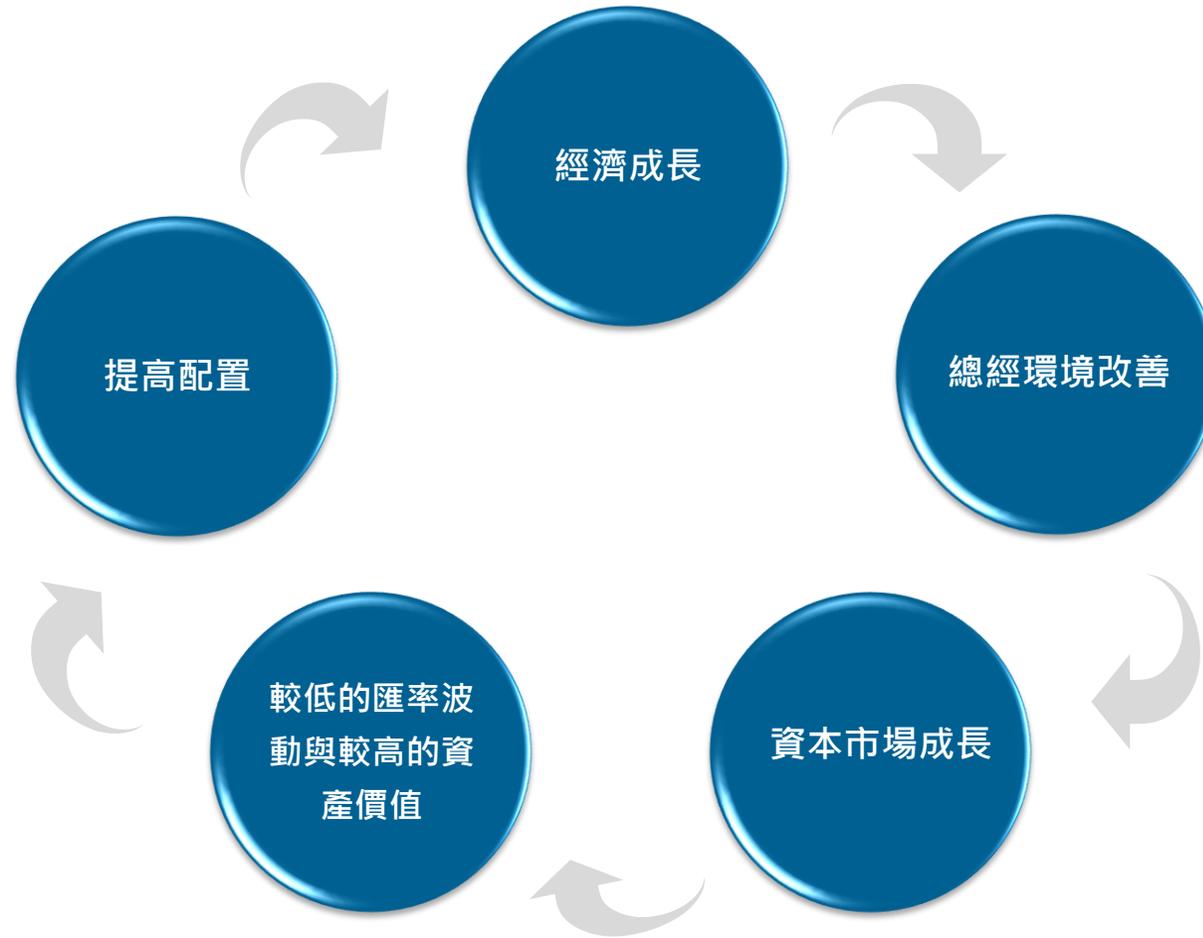
亞洲各國加強了互動往來，減少了對OECD國家的依賴

人民幣流通量的增加，減少了對美元的依賴



資料來源：(左圖)World Integrated Trade Solution、匯豐銀行、世界銀行、安聯環球投資，截至2022年12月31日；(右圖)中國人民銀行、安聯環球投資，截至2023年3月31日，以上僅供說明之用，並非買賣建議或建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

良性循環的啟動



資料來源：安聯環球投資，截至 2023年9月30日，以上僅供說明之用，並非買賣建議或建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

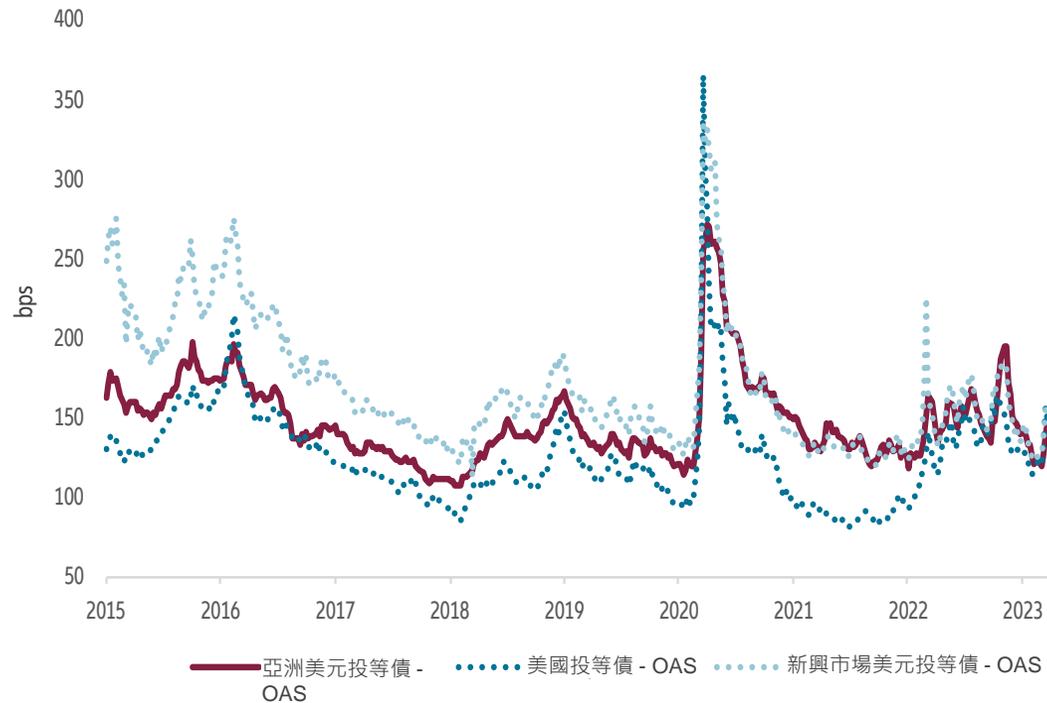
掌握機會 亞洲固定收益市場



亞洲債券評價實屬合理

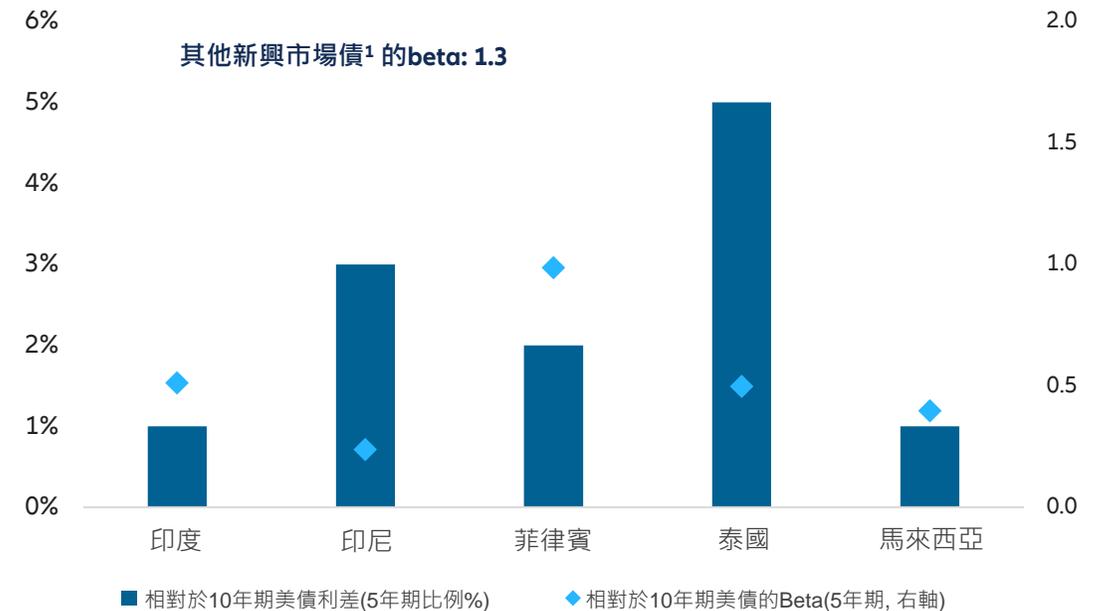
亞洲投資等級信用利差相對於歷史和其他投資等級債市場而言，評價是合理的

各投資等級債種歷史的信用利差(OAS)



亞洲當地貨幣債收益率相對於美國公債較低，但跟其他新興市場相比，它相對於美國公債的Beta也較低

亞洲當地貨幣債相對於美國公債的利差和Beta

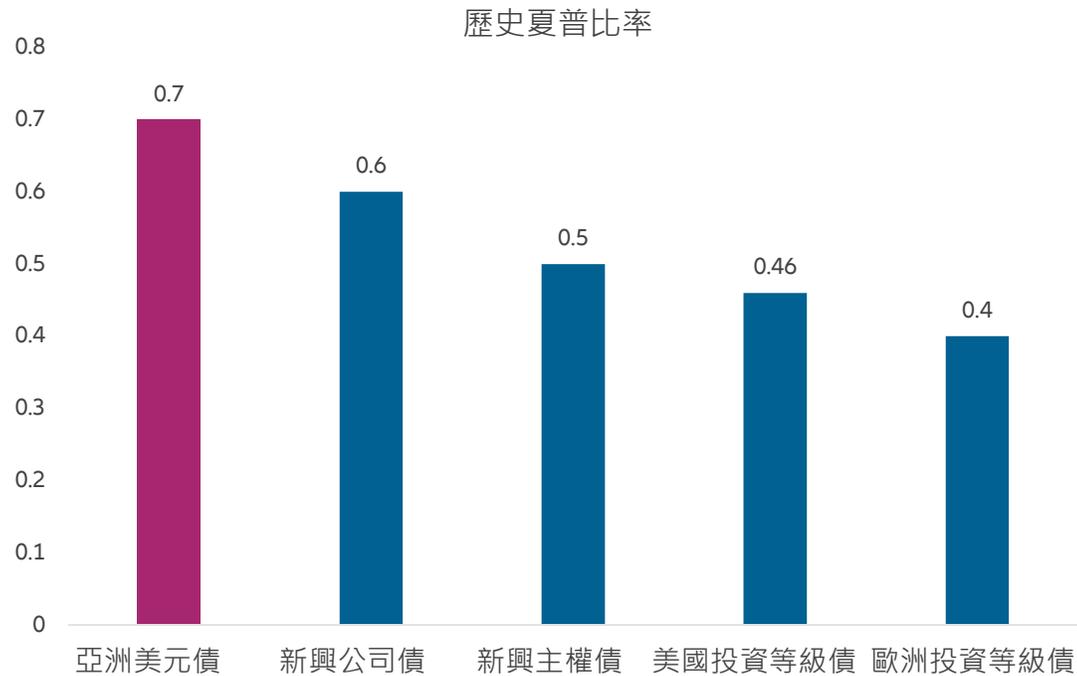


¹其他新興市場國家包括匈牙利、波蘭、巴西、羅馬尼亞、秘魯、墨西哥、智利

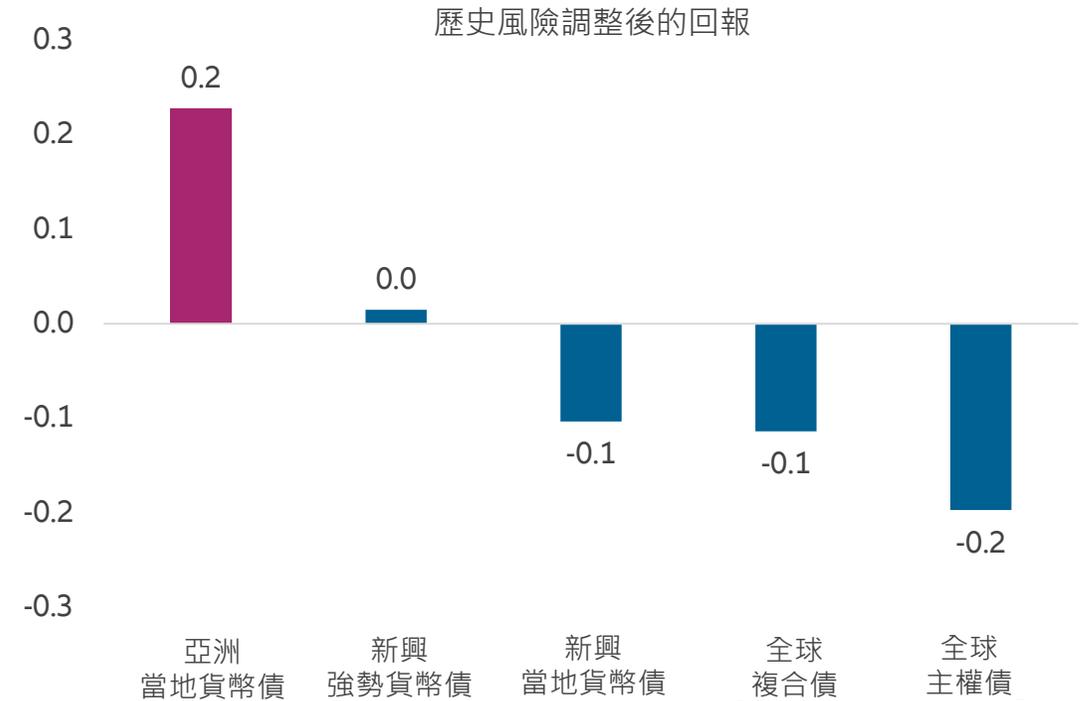
資料來源：安聯環球投資，截至2023年9月30日，以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

亞債提供具競爭力的風險回報

亞洲投資等級債的夏普值高於全球



亞洲當地貨幣債的夏普值高於其他政府債券



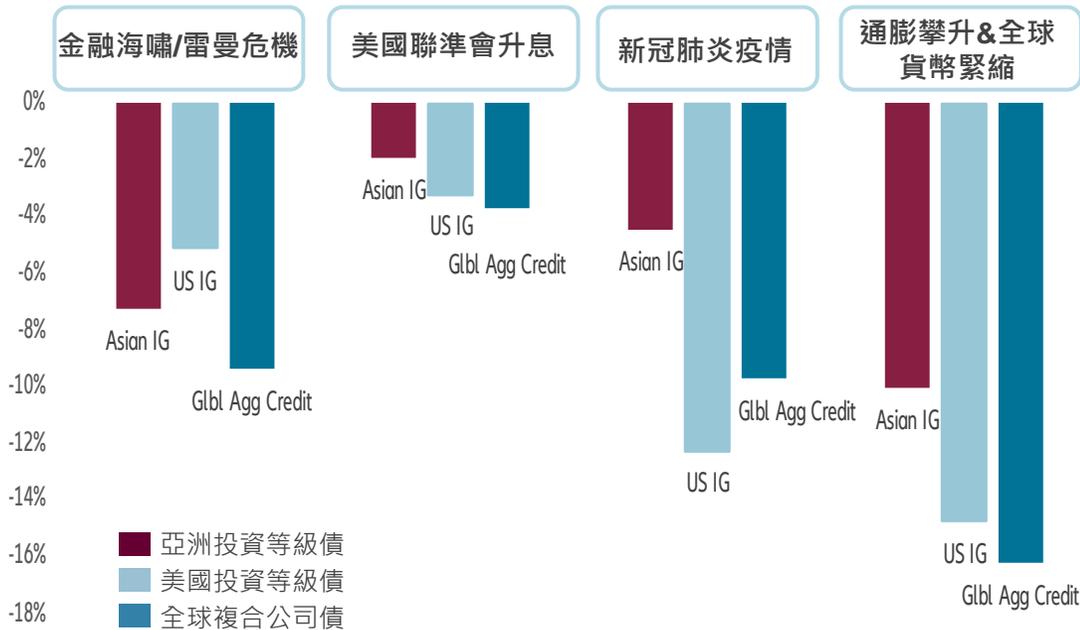
資料來源：(左圖)J.P. Morgan，2023年6月30日，歷史夏普比率是指從2006年到2022年計算的風險調整報酬。(右圖)Bloomberg、安聯環球投資，截至2023年10月30日。歷史夏普比率是指從2013至2023年的10年期間、以美元計算的風險調整報酬。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的報酬。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

亞債是市場波動的解藥良方

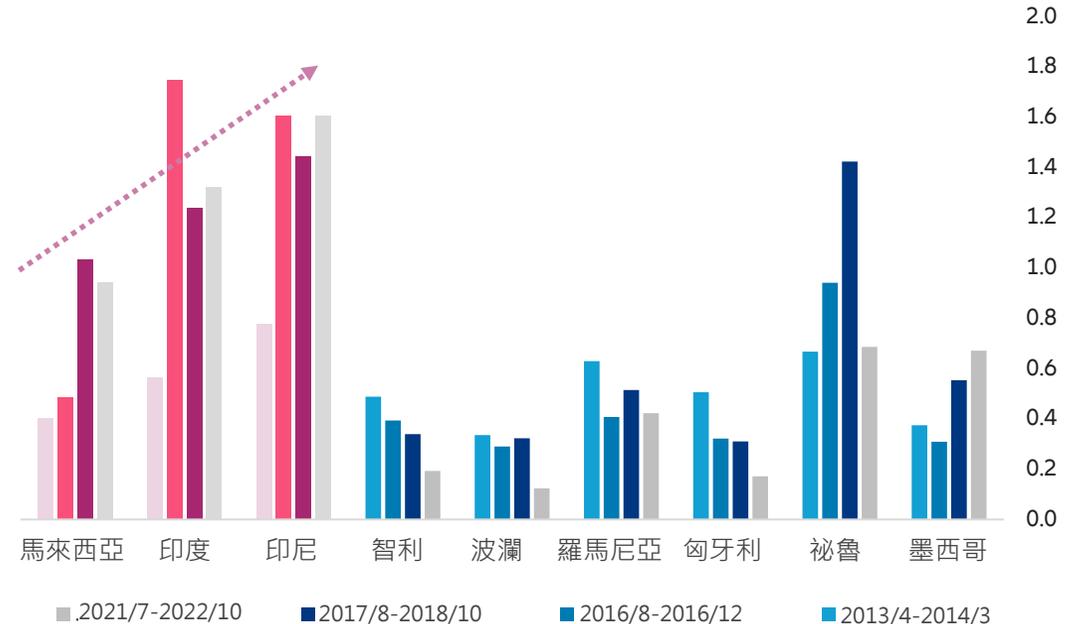
在極端的市場波動中，亞洲投資等級債修正幅度往往較低

在美元走強和美債殖利率較高期間，亞債提供比其他新興市場更好的收益率/匯率波動

歷次市場危機下，亞洲投資等級債報酬率



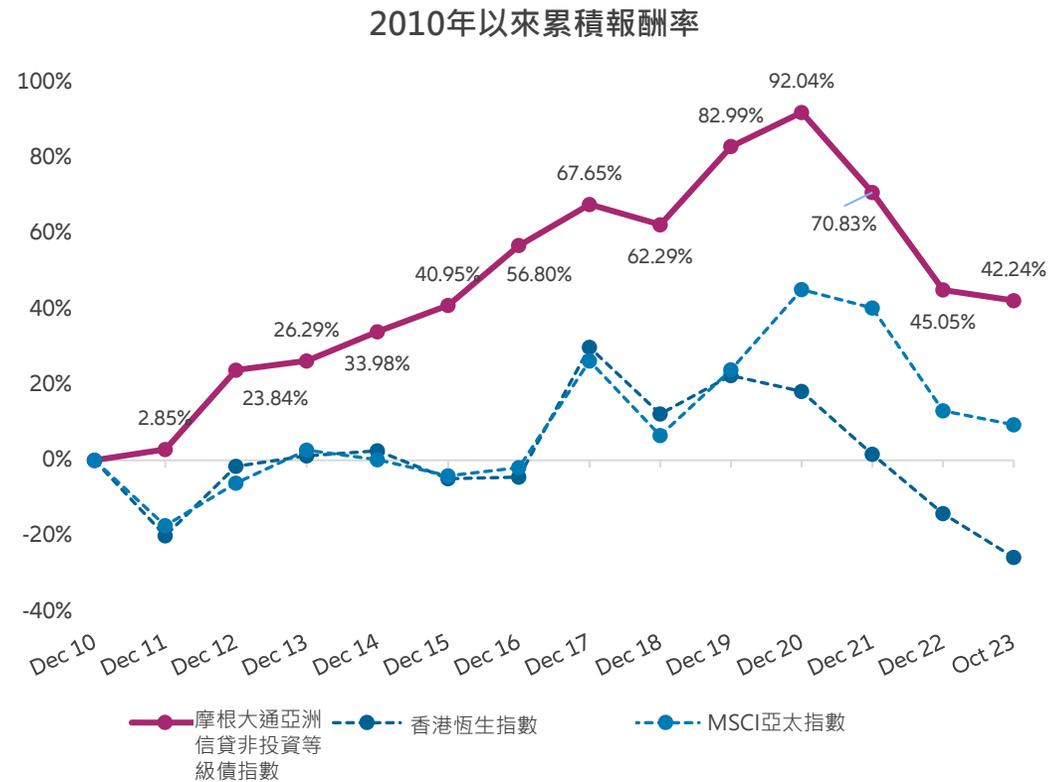
當地貨幣計價的政府公債收益率根據匯率波動調整



資料來源：(右圖)Bloomberg、安聯環球投資，截至2023年3月30日。亞洲美元投資等級債基於彭博亞洲美元投資等級債券指數，美元企業投資等級債券基於彭博美國企業債券指數，新興市場美元投資等級債基於彭博美元新興市場投資等級債券指數。(左圖)Bloomberg、安聯環球投資，截至2023年3月7日。亞洲投資等級債以摩根大通亞洲信貸投資等級指數為基礎，美國投資等級債以彭博美國企業總回報指數為基礎，全球複合公司債以彭博全球綜合信貸總回報指數為基礎。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去表現或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

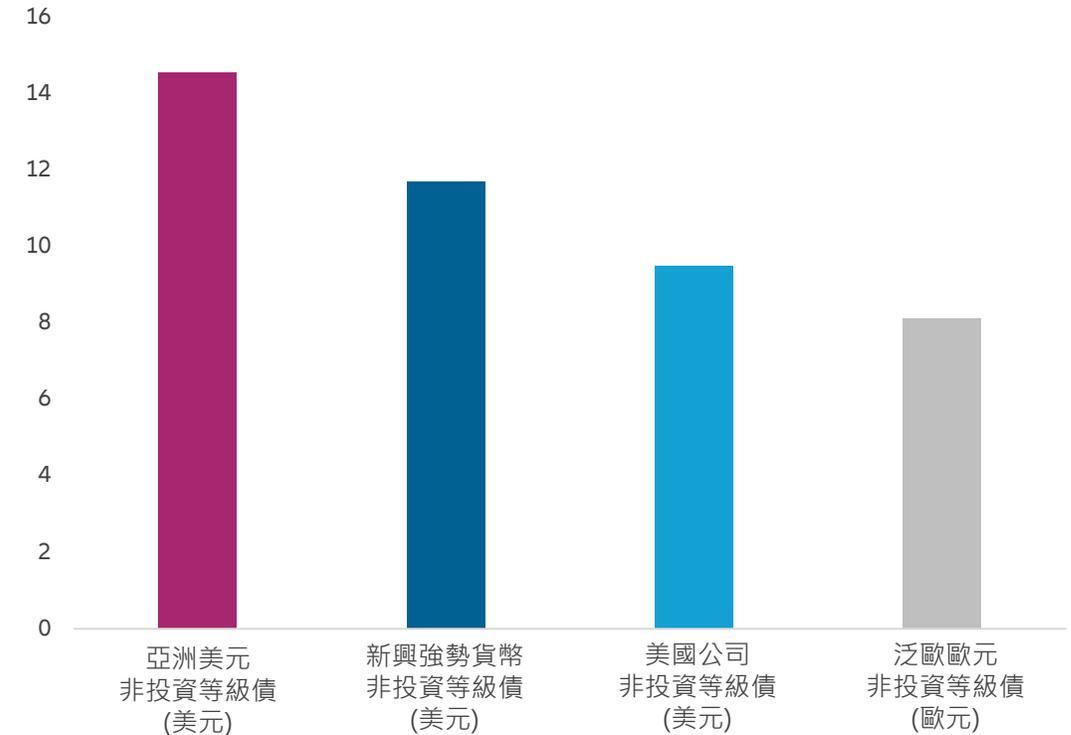
亞洲非投資等級債 – 是時候將收益納入囊中了

亞洲非投資等級債表現優於區域股票市場



亞洲非投資等級債仍是最高殖利率的固定收益市場

各類非投資等級債最差殖利率

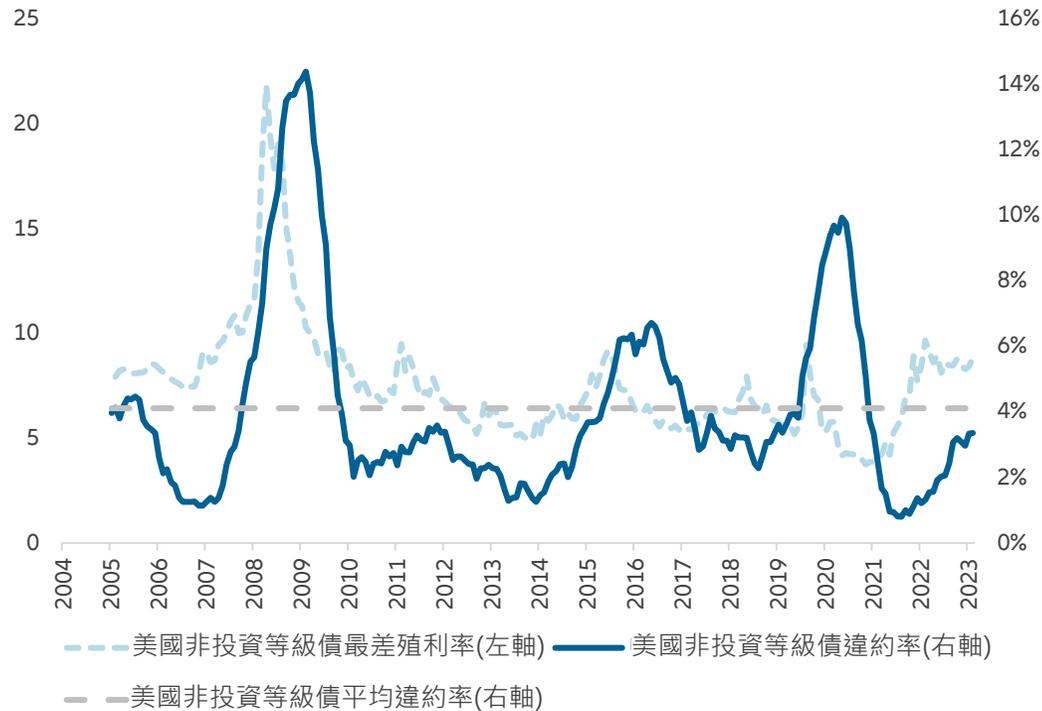


資料來源：(左圖)Bloomberg、安聯環球投資，截至2023年10月30日。(右圖)Bloomberg、安聯環球投資，截至2023年10月。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

亞洲非投資等級債處於中國地產違約周期尾聲

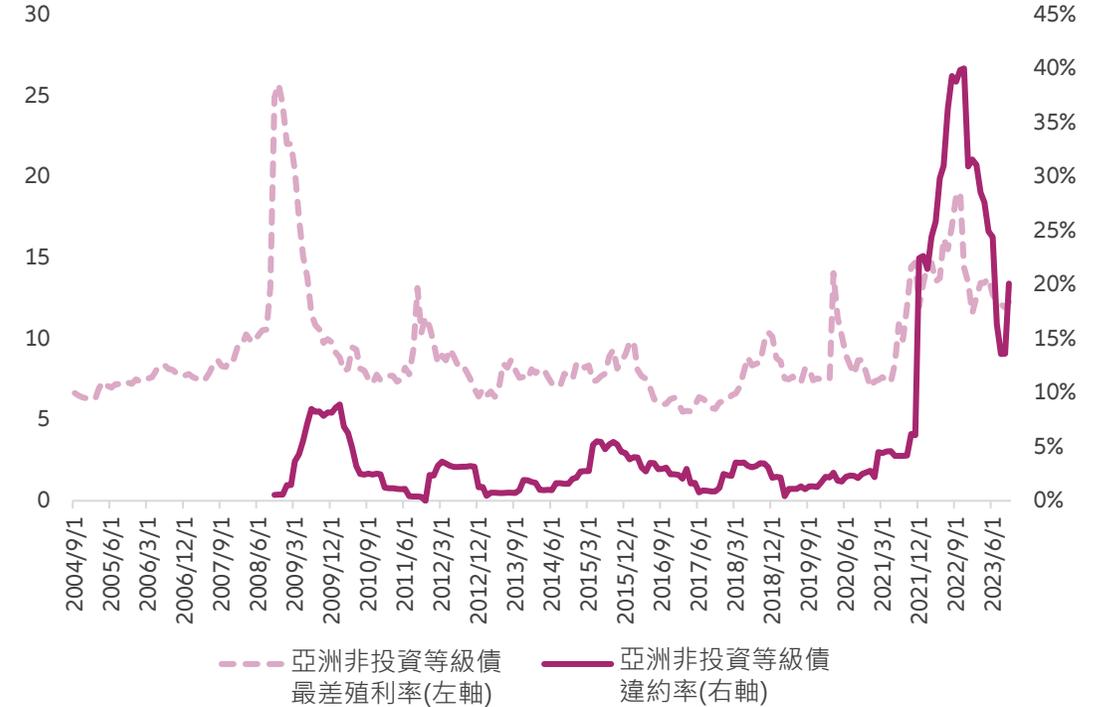
美國非投資等級債低於歷史平均水準

美國非投資等級債市場歷史最差殖利率及違約率



亞洲非投資等級債違約狀況將正常化

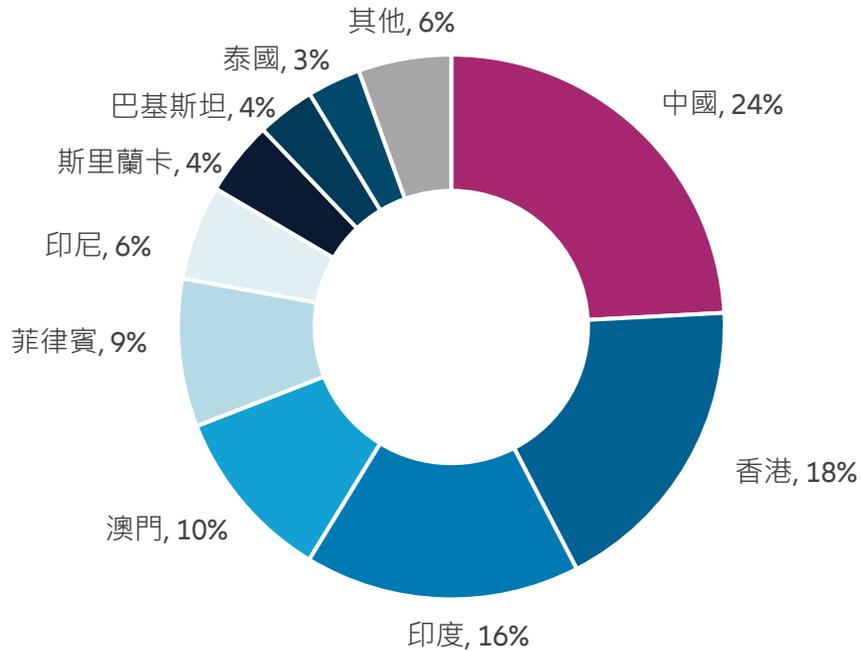
亞洲非投資等級債市場歷史最差殖利率及違約率



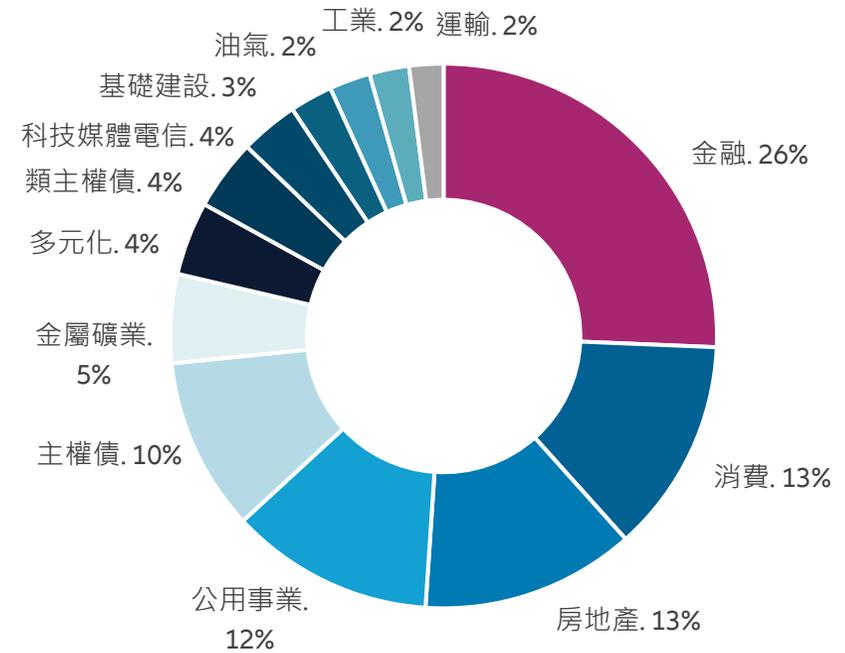
資料來源：Bloomberg、BofA Research、ICE、安聯環球投資，截至2023年10月30日。以上僅供說明之用，並非買賣建議。過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

多元分散降低下檔風險

亞洲非投資等級債地區曝險



亞洲非投資等級債產業分布



企業信貸周期創造配置機會

擴張

槓桿：增加
槓桿收購、併購和資本支出不斷上升
充足的可用資金
財務政策：股票買回

修正

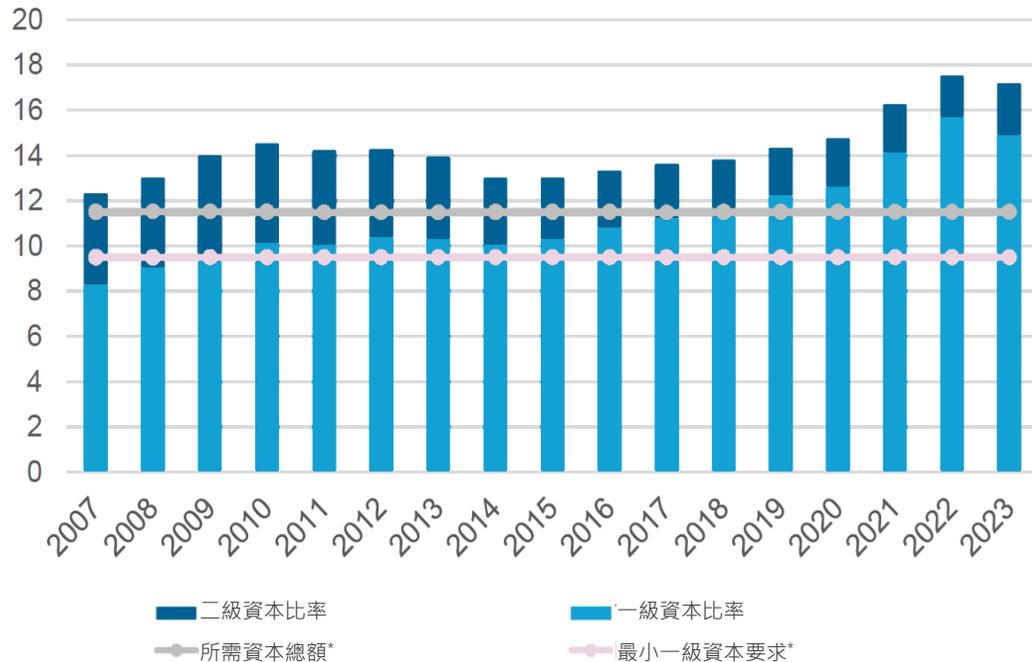
槓桿：增加
資產價格下跌
資金壓力
財務政策：生存



印度 – 冉冉升起的新星

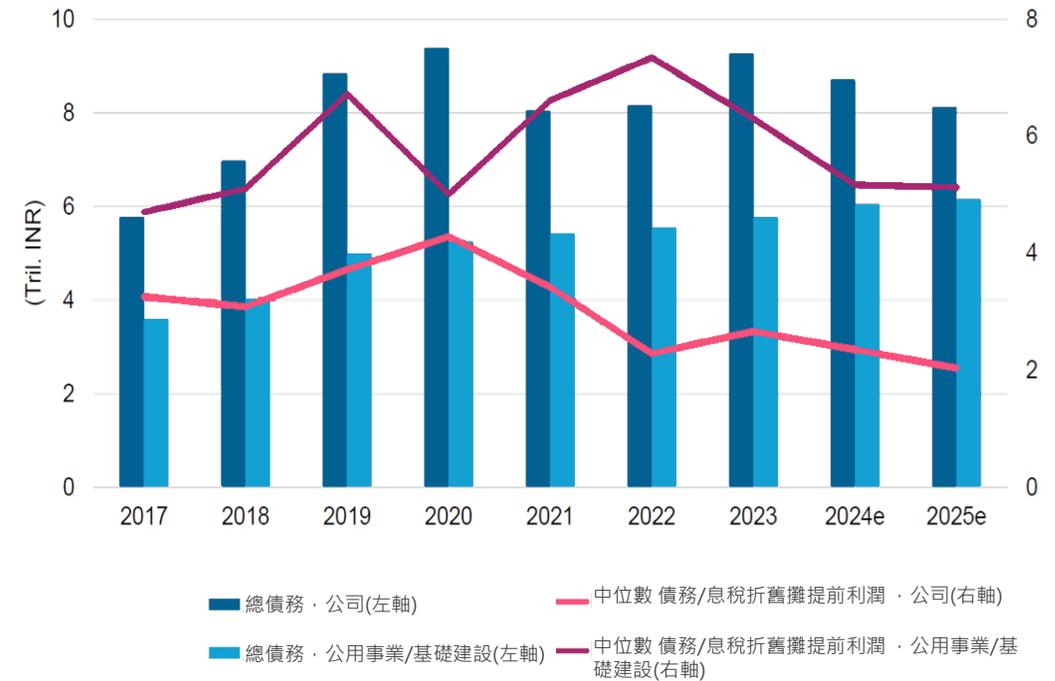
印度銀行的資本比例已經強化

2007年到2023年的資本比率和資本要求



印度多數產業的企業槓桿率都在下滑

2017年到2023年的總債務和槓桿比率

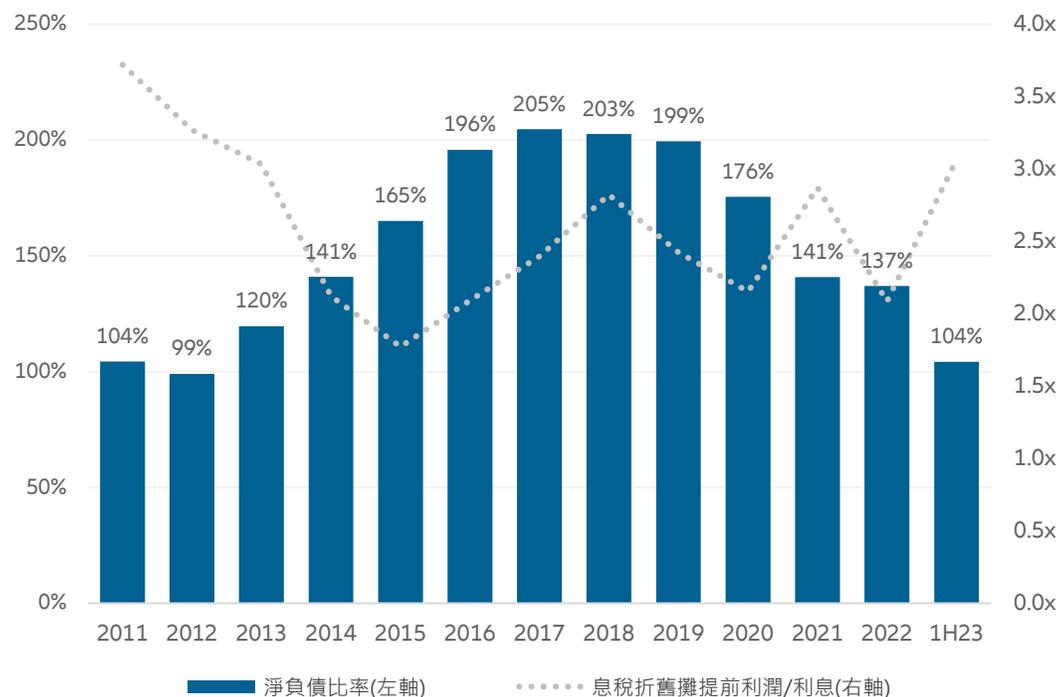


資料來源：(左圖)S&P Global Rating、印度央行，截至2023年11月8日，資料為財政年度，例如2007年結束在2007年3月31日。*這些最低限度包括資本節約緩衝。(右圖) S&P Global Rating，截至2023年7月5日，注意：資料為財政年度，例如2017年結束在2017年3月31日。IN代表印度盧比、E代表估計值。以上僅供說明之用，並非買賣建議。 過去的表现或任何預測、預測或預測並不預測未來的回報。 不能保證這些投資策略和流程在所有市場條件下都有效，投資者應根據個人風險狀況評估其長期投資能力，尤其是在市場低迷時期。

中國 – 把最好的留到最後

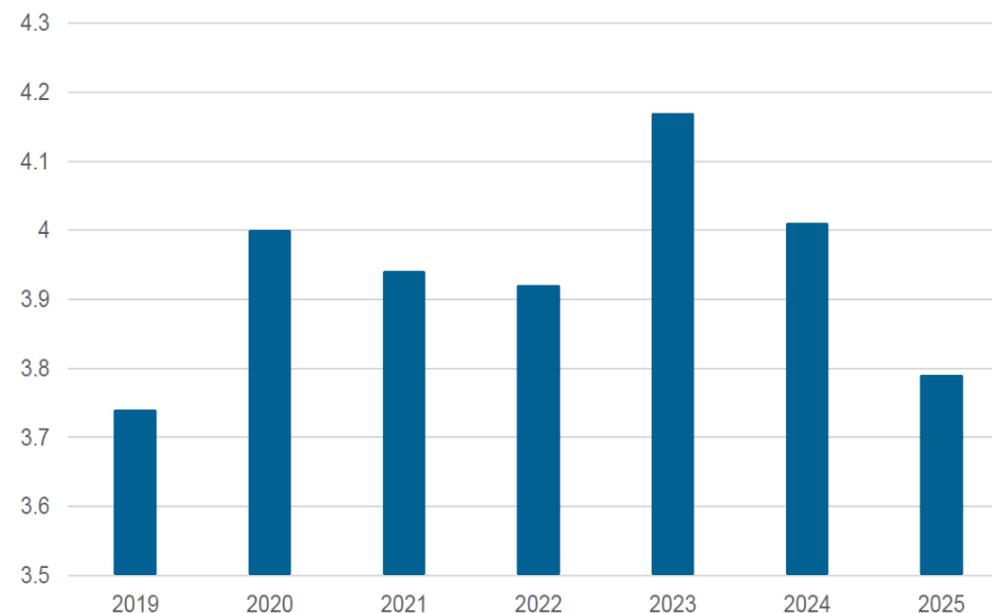
倖存下來的地產開發商擁有更好的信用指標

中國房地產公司淨負債比率及利息保障倍數

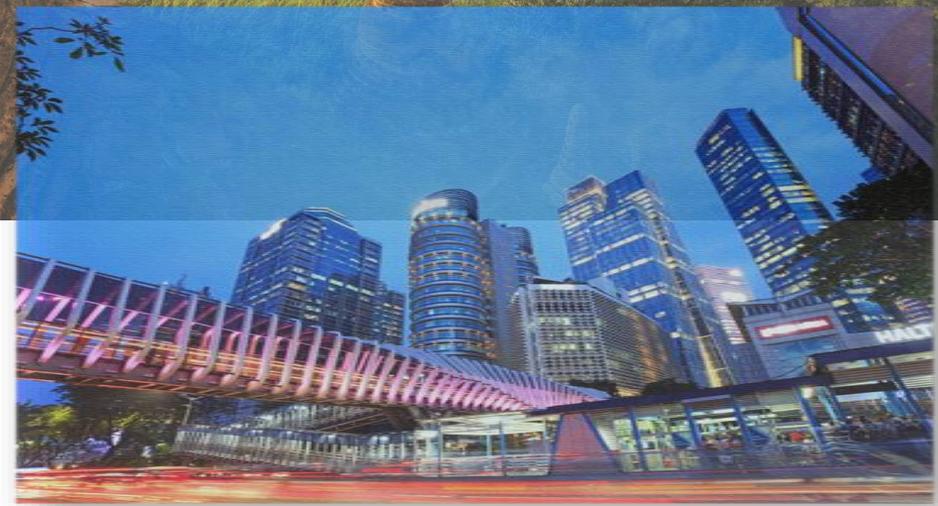


資產負債表修復帶來更強大的資本結構

有評級的中國公司淨債務/息稅折舊攤提前利潤



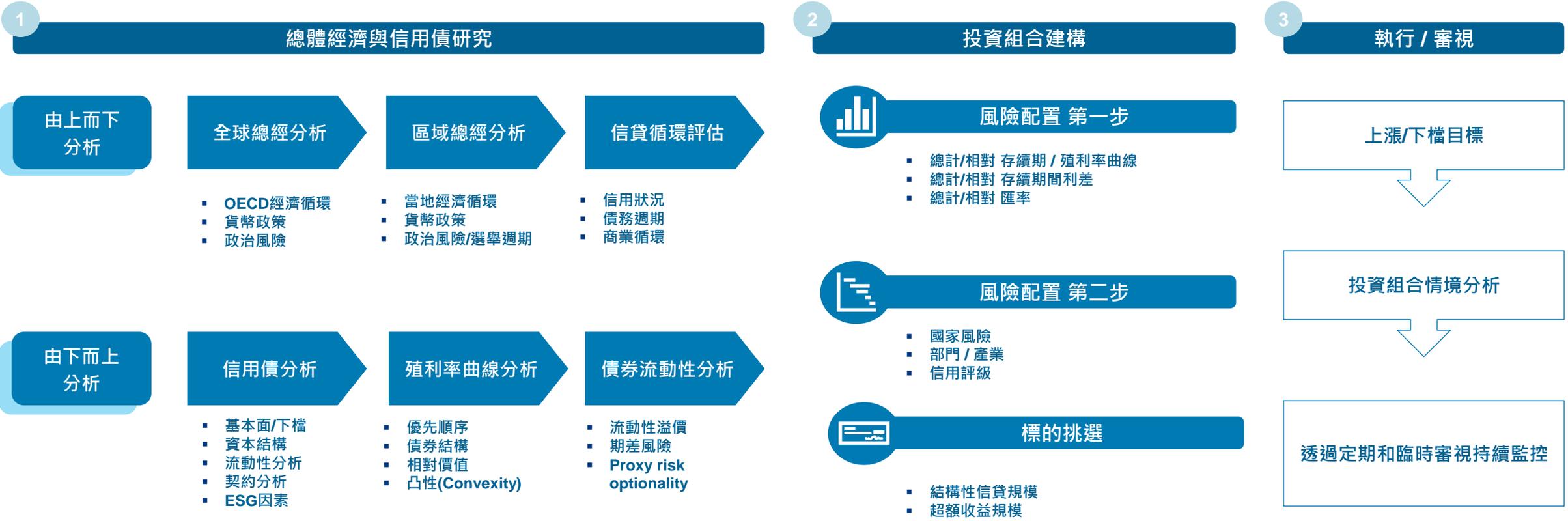
安聯亞太固定收益團隊



亞太固定收益：我們的投資團隊



投資流程：與全球投資流程一致



投資流程實施：將我們的流程付諸實踐

投資會議	每日 	每周 	每月 	每季 	依需求 
亞太固定收益每日投資綜觀	■				
亞太固定收益投資組合審視		■			
全球固定收益投資會議		■			
亞太固定收益總經利率與匯率會議			■		
亞太固定收益信用債			■		
全球固定收益資產配置論壇				■	
亞太固定收益市場及投資組合風險審視					■
亞太固定收益信用債深入研究					■
亞太固定收益新發行信用債審視					■



Weimin Chang

安聯投信投資長



2024台灣股市投資風向



01

鑑往知來 回顧2023

2023 是台股的好年

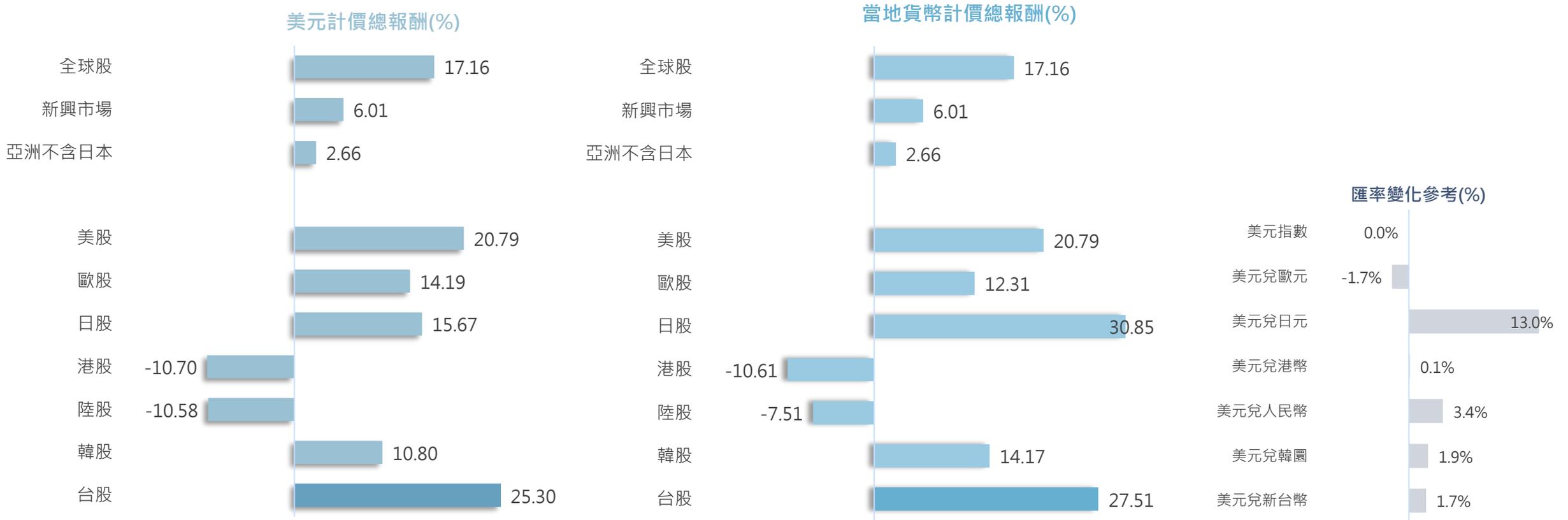
台灣加權股價指數&總報酬指數 (以2021/12/30為基準進行指數化)



資料來源：Bloomberg, 2021/12/31~2023/11/30 · YTD報酬計算至2023/11/30。

台股今年在主要股市中表現亦出色

2023年第二季開始，AI成為帶動全球股市動能的主要因子。台股受惠於在全球科技產業鏈中的關鍵角色，以原幣計價的表現僅落後日本股市；但若以美元計價，台股表現則遙遙領先主要股市。

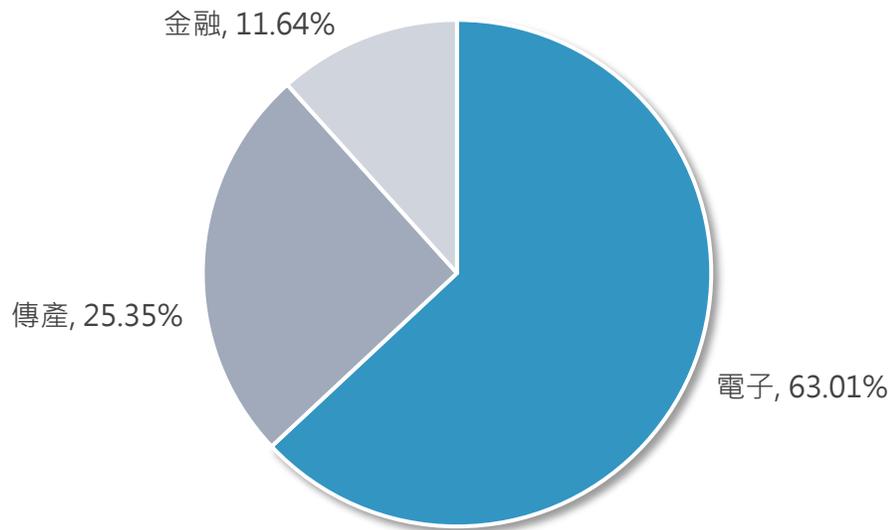


資料來源：Bloomberg, 2022/12/31~2023/11/30。均採總報酬。全球股為MSCI AC World Index, 新興市場為MSCI Emerging Market Index, 亞洲不含日本為MSCI AC Asia ex. JP Index, 美股為S&P 500 Index, 歐股為Stoxx 600 Index, 日股為日經225 Index, 港股為恆生指數, 韓股為KOSPI Index, 台股為台灣加權股價指數。

ChatGPT帶動AI軍備競賽 相關供應鏈成為台股最佳後援

台灣股市中以電子股為主，占比超過60%，全球科技業表現對台股表現具有高度影響。2023第二季隨NVIDIA大幅上修營運展望，台灣也掀起一陣AI旋風。

台灣股市以電子股為主
台灣加權指數產業分布



AI商機在2023大受矚目 帶動台股表現
近期AI相關事件

- ✓ 2022/11
Open AI 推出ChatGPT
- ✓ 2023/01
ChatGPT用戶數只花2個月的時間就來到1億
- ✓ 2023/05
NVIDIA公布第二季營收展望達110億美元，較分析師預期高初50%；2023/5/24股價單日飆升24%，也帶動台灣AI概念標的。
- ✓ 2023/08
NVIDIA公布第二季財報營收135億美元，創歷史新高，較去年同期增加一倍，也優於市場預期之112億美元

我們的預期與現實

去年投資論壇我們定調2023年台股是「山窮水複疑無路，柳暗花明又一村」，即2023是動盪的一年但機會也隨之浮現。回顧我們的分析與實際狀況的差距是如何呢？

2023我們關注的動盪因子及預期的機會

利率政策	<ul style="list-style-type: none"> 政策動向不確定性降低 升息速度逐漸放慢 隨後可望暫停升息 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ✓ ?
科技逆風	<ul style="list-style-type: none"> 基本面低點不遠 庫存調整明年上半年完成 科技趨勢持續發展 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ✗ ✓
地緣政治	<ul style="list-style-type: none"> 供應鏈調整產生新機會 國際長線資金回流台股 未來潛力超越政治風險 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ? ?

2023至今發展

- 美國升息接近尾聲、歐元區幾已確定升息到頂
- 美國2023基準利率增加1% (2022基準利率則增加4.25%)
- 美國9月及10月底兩次會議均未升息，但仍保留升息可能
- 台股企業獲利低點落在2023 Q1, 2023全年逐季成長
- 庫存調整周期延長，消費性電子2023仍呈負成長
- AI需求爆發，推動2023台股表現
- 美國對中國科技發展制衡未鬆手，台廠持續受惠
- 2023年下半年外資轉買為賣，在11月回補後呈現小幅淨買超
- 技術領先使台股持續具有優勢，但美中科技競合未消

2024

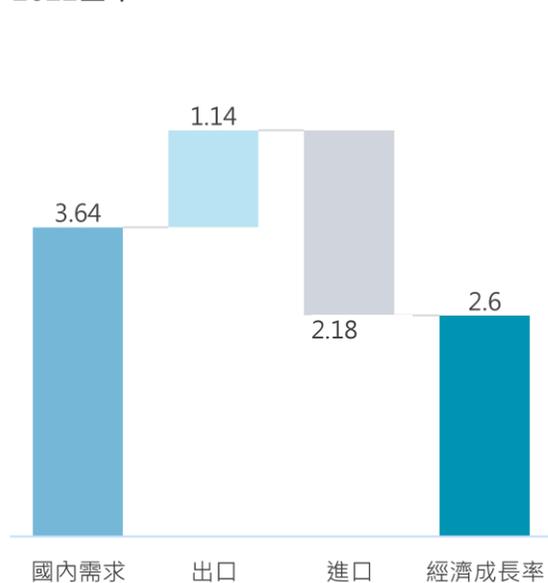
台灣內外經濟環境
如何？

進出口下滑拖累經濟 對中國依賴度顯著下降

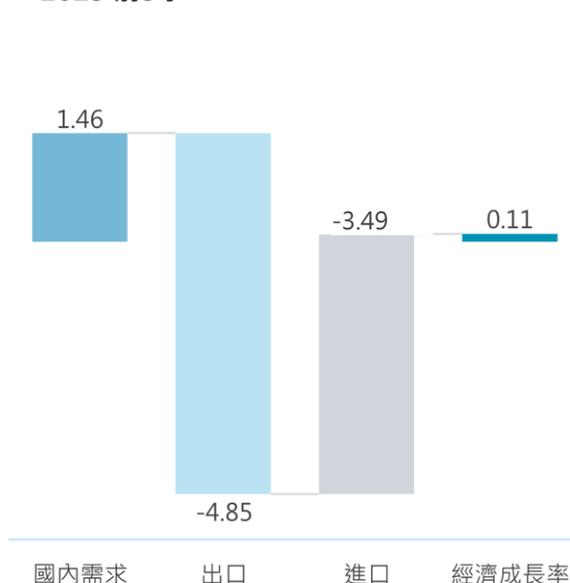
出口表現一直是台灣主要經濟成長因子之一，若以出口地區來看，中國大陸與香港以及美國是出口占比前兩大之地區。

台灣經濟成長率各項目貢獻度(百分點)

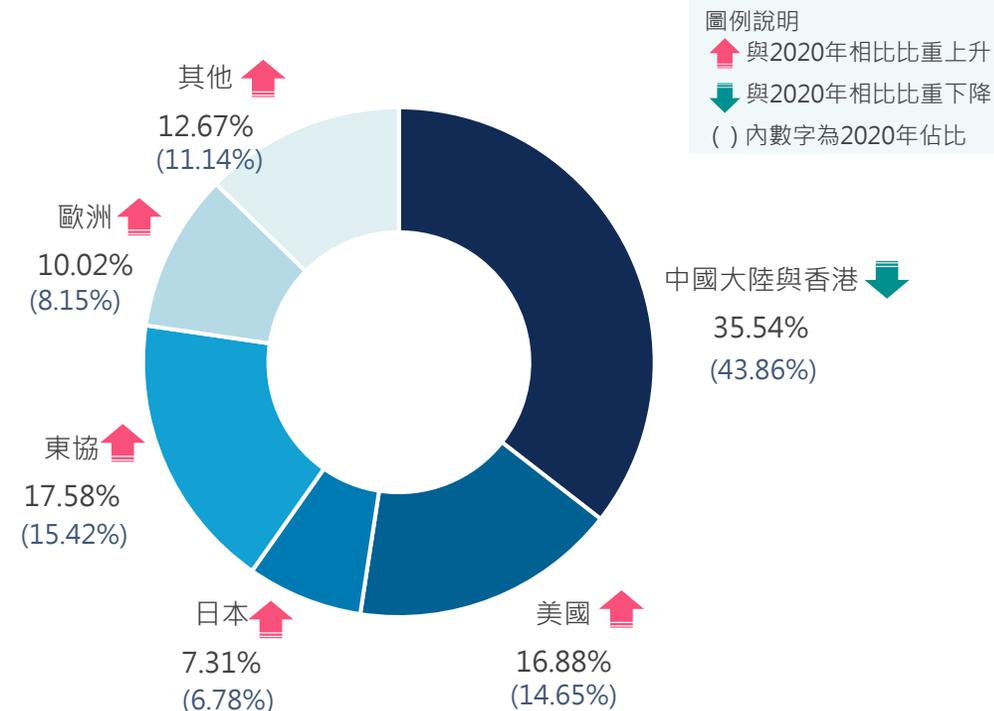
2022全年



2023 前3季



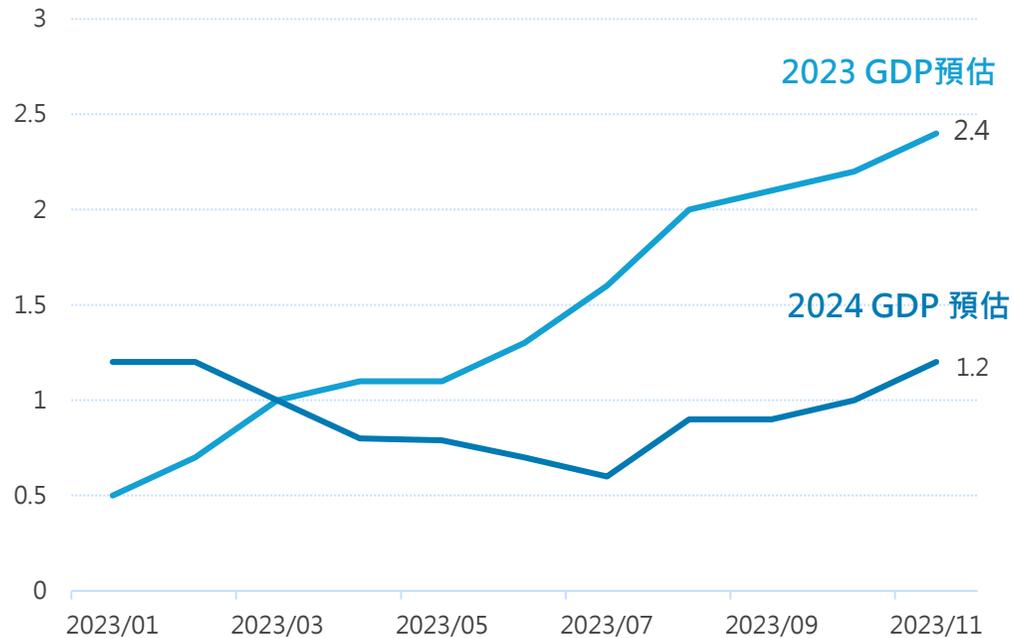
2023年1~10月 台灣出口總值之主要區域/國家比重(%)



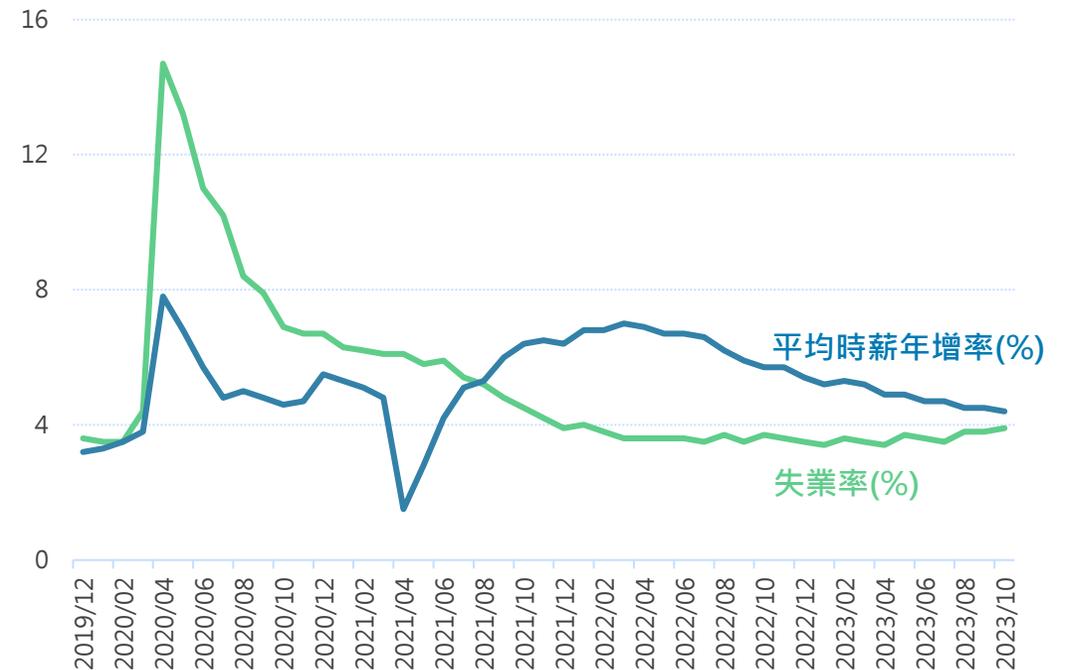
美國經濟韌性強於預期 軟著陸機會大幅升高

美國經濟數據強勁，使今明兩年的GDP成長率預估持續上調，市場現多已偏向不會有連續兩季的負成長(經濟衰退定義)，美國經濟可望軟著陸。目前美國失業率仍相當低，時薪年增率維持高於疫情前水準，且隨美國通膨走緩，實質薪資成長可望走揚，有望支撐美國消費力道。

美國全年經濟成長率預估變化(%)



美國失業率及平均時薪年增率



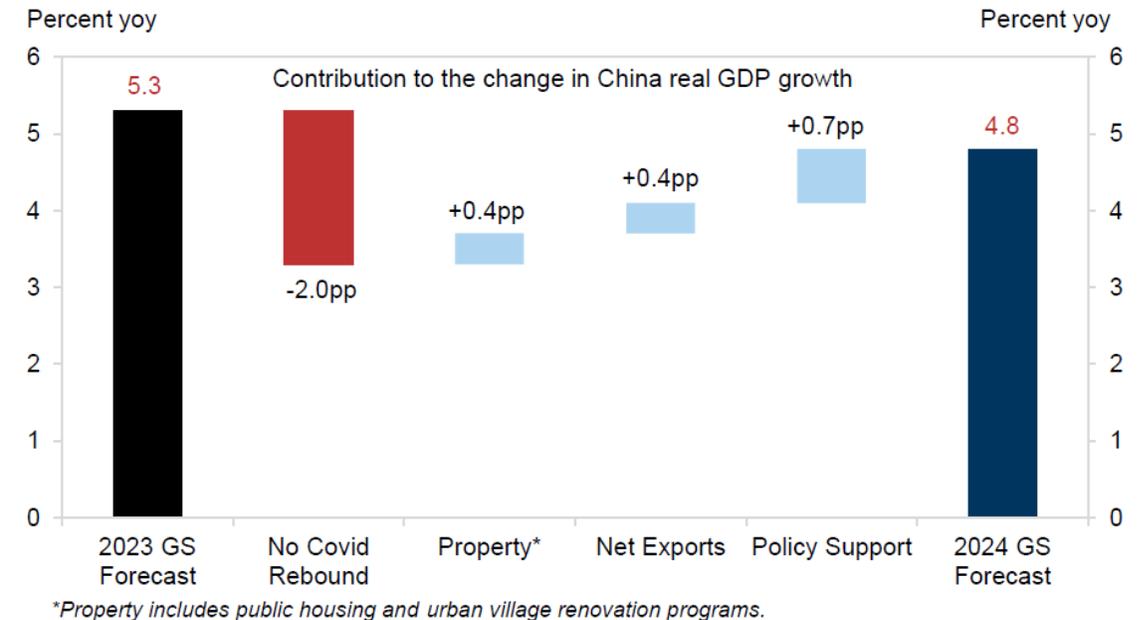
中國經濟處在低點 政策效果仍待觀察

市場今年已持續下修中國經濟成長預估，整體而言我們或許已看到中國經濟動能低點，但未來復甦動能相當程度取決於政策力道。今年中國政府已陸續推出支撐政策，但力道均尚屬溫和，使市場持續對政策抱有高度期待，目前高盛預估2024經濟成長最大貢獻將來自政策支撐力道。

除降息降準外，中國近期陸續推出多項政策來支撐經濟
近期政策列舉

活躍資本市場	降低交易成本，如下調印花稅 降低資金流出，如限制股東減持股份 鼓勵公司發放股利或回購股份並引導長線資金進場
債務去化	兆元特殊再融資債，置換地方隱形債務 兆元國債，防災及補充地方財政收入 明年地方政府債務限額提前下達
穩定房市	認房不認貸，放寬限售限貸 調降購房首付比例和貸款利率 房企白名單，為融資提供支持

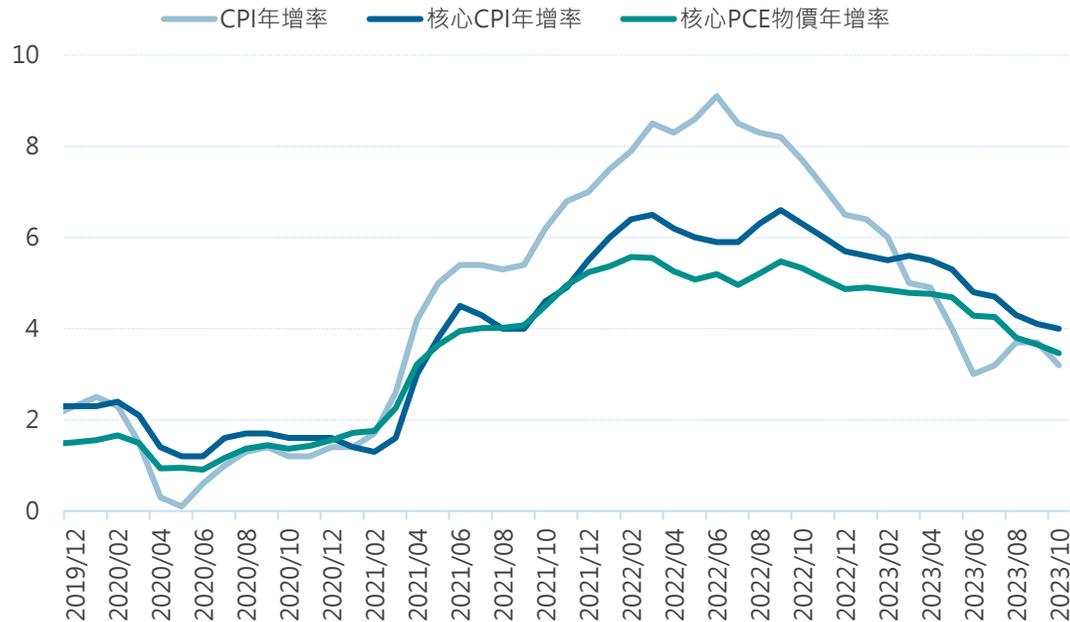
隨疫情後之基期效應減弱，中國經濟成長預期較今年放緩
2024中國經濟成長分項貢獻預估



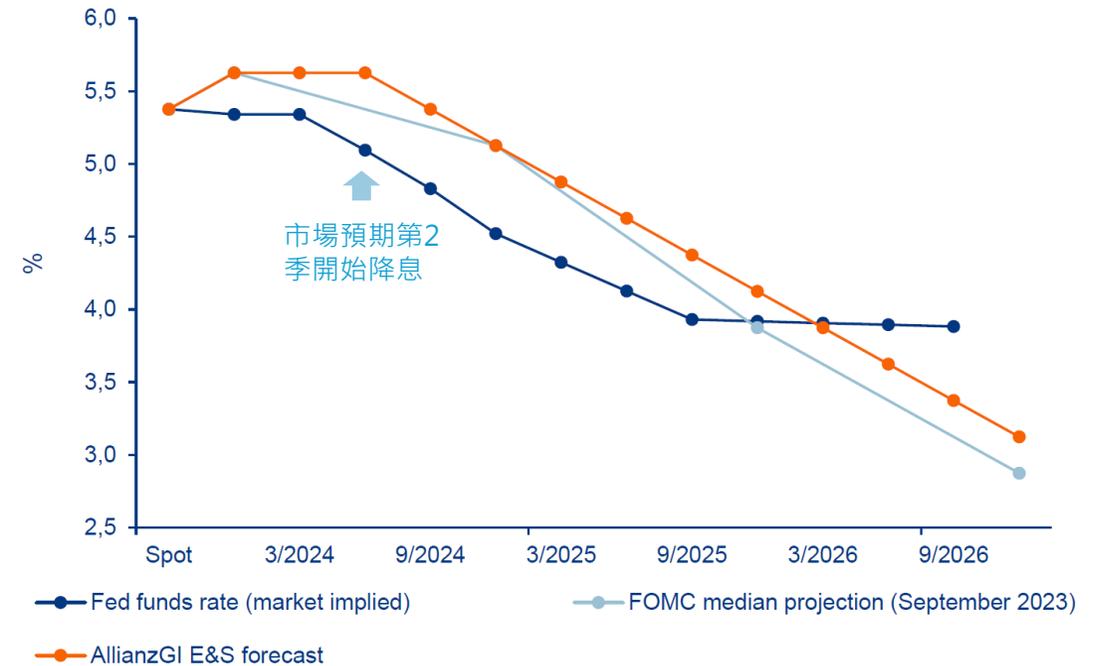
2024貨幣政策重點在降息時程及幅度

隨美國的通膨數據持續改善，我們認為美國的升息循環已經結束。但另因核心通膨距離聯準會目標的2%仍有段距離，聯準會應會維持利率在目前水準以持觀察緊縮貨幣政策的效果。目前市場多數預期2024第二季將開始降息，接下來隨市場對降息預期的變動，波動也會隨之而生。

美國通膨年增率自高點大幅下滑，升息的必要性已逐漸消失
美國主要通膨數據年增率變化



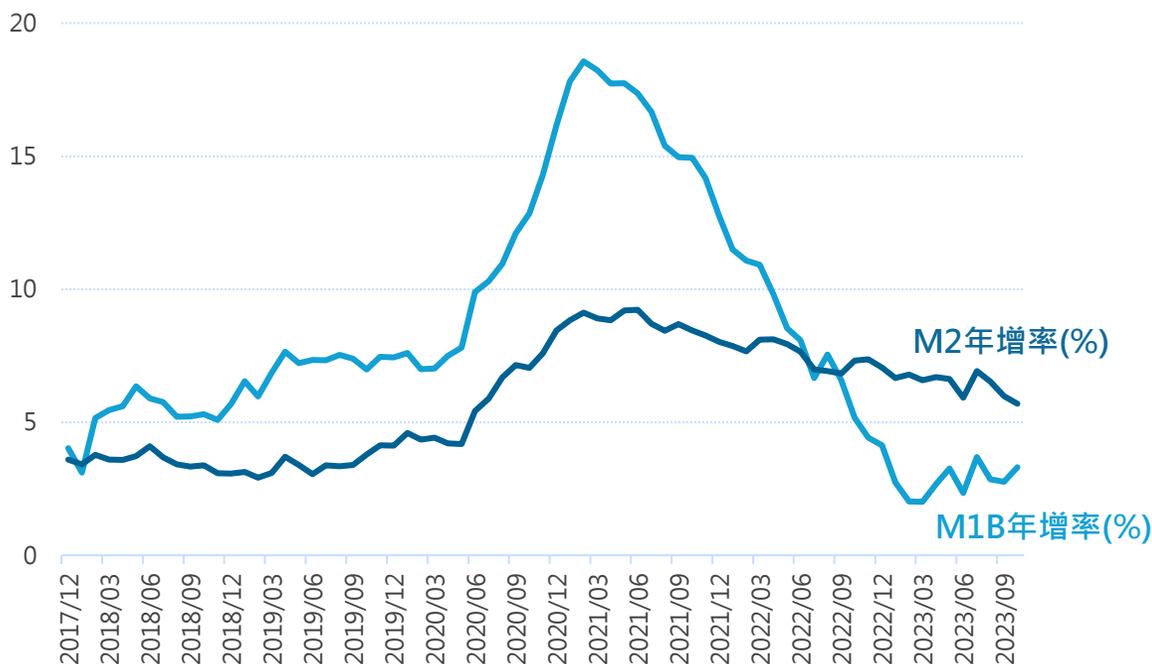
市場對降息的預期遠較聯準會點陣圖積極
聯邦資金利率預估變化



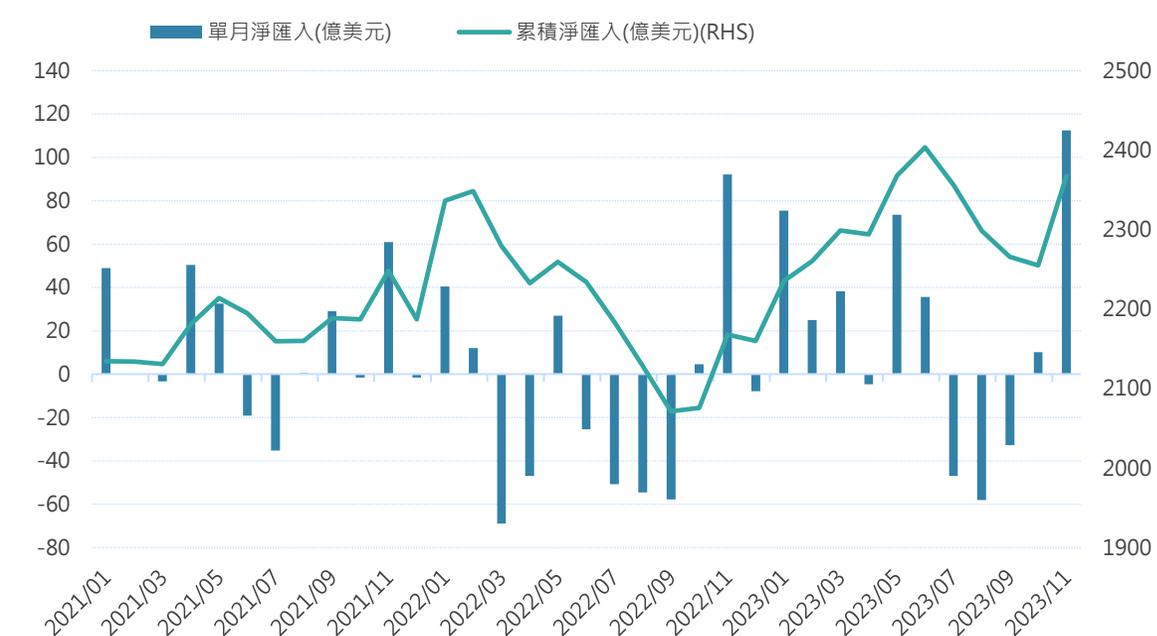
台灣資金動能略顯低迷 若未持續轉佳 大盤短期不易上攻

目前台灣流動性增加動能較疫情時大幅下滑，近期雖略見改善趨勢，但仍需觀察；外國投資人近兩月由淨匯出轉為淨匯入，亦須觀察是否動能仍持續。

台灣資金動能也較疫情時的高點大幅下降
台灣M1B及M2年增率(%)



台灣外國投資人近月開始有較大淨匯入
外國投資人淨匯入金額(億美元)



2024

台股投資展望

2024台股 前低後高 擇優取利

台股展望

先弱後強 擇優取利

投資環境

台灣選舉前大盤可能相對穩定，選後風險較高，上半年盤勢較有壓力。
庫存去化狀況不一，可望在上半年回歸常態；下半年半導體週期回復成長，雖復甦強弱仍不確定，但有望帶動台股下半年表現。

評價及獲利

我們追蹤的250家企業明年獲利成長年增率預估為21%，但目前股價已不便宜，降息啟動前本益比擴張不易，須由超額獲利成長來支撐股價繼續走揚。

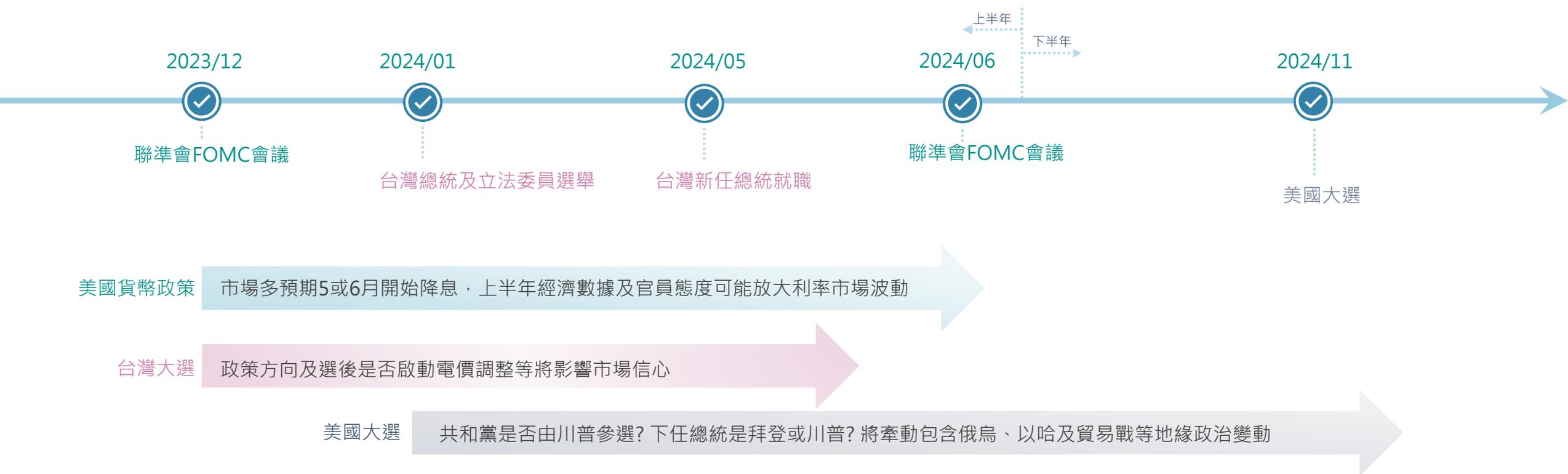
投資機會

產業仍以AI為最重要主題，車用電子的長線趨勢是可關注重點。同時留意消費性電子需求回溫的機會是否明確。傳產等循環性產業則可留意週期低點或評價面來動態布局。



上半年事件眾多 下半年逐漸回歸基本面

2024不確定性仍高，除了是否降息循環將啟動，更是許多國家/地區的選舉年。上半年台灣同時須關注美國貨幣政策變化及台灣大選，可能使資金快速挪移、市場波動放大；下半年隨各議題方向逐漸明朗，股市可望更多反應企業基本面。

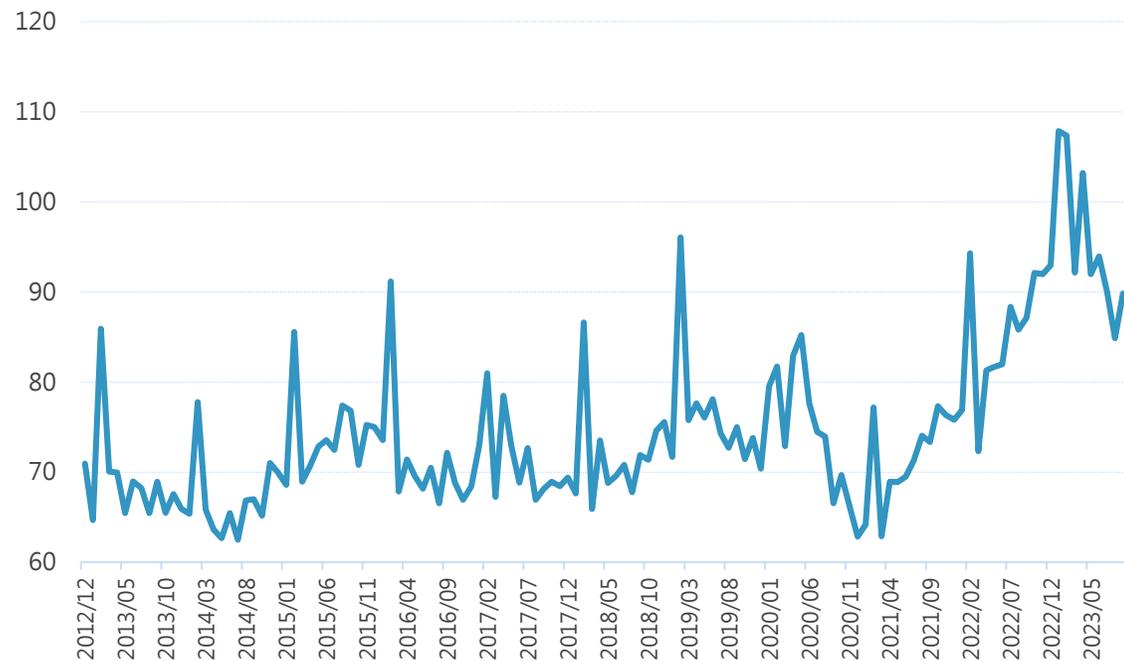


庫存去化速度不一 預期2024上半年回到常態水準

台灣製造業庫存在年初到達高點後開始下降，但截至第三季末仍未回到正常水準。分產業來看，電腦，電子相關製品已經回到歷史平均，電子零組件，機械設備及基本金屬庫存水位仍高。

台灣製造業存貨率仍高於疫情前區間

台灣製造業存貨率(%)



電子零組件及基本金屬相對2017至今平均的差距仍較高

台灣製造業及產業別存貨率(%)



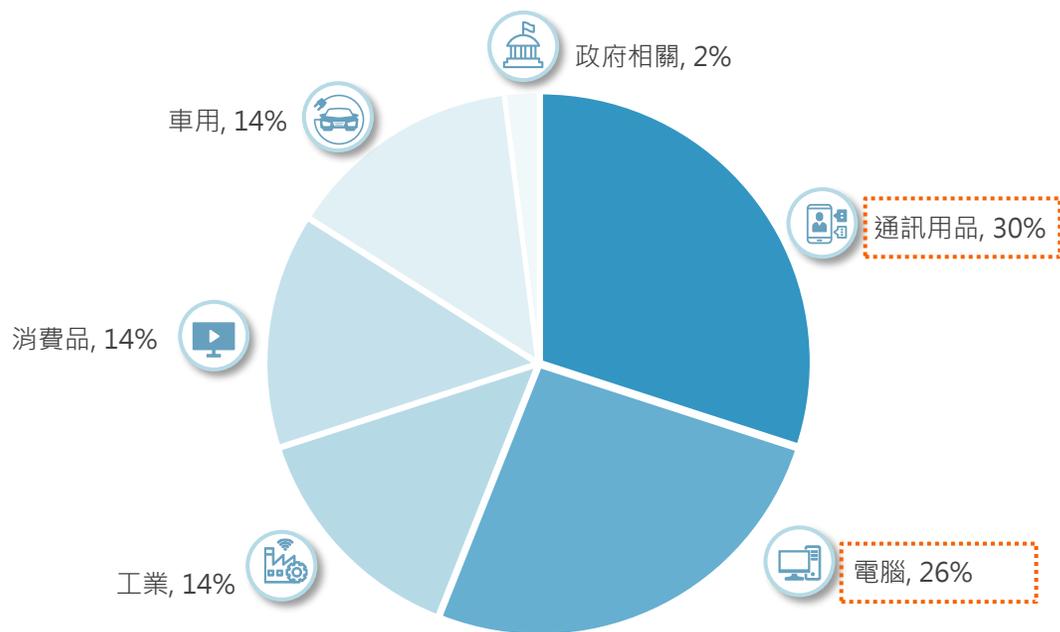
資料來源：Ministry of Economic Affairs, R.O.C., 2023/9/30 · 右圖計算期間為2017/1~2023/9 ·

個人消費性電子需求不再下滑 有助半導體需求走穩

目前超過50%的半導體需求來自電腦及智慧手機等通訊用品。經過了2022及2023年兩年的持續負成長，預期2024有機會回到持平，不再拖累半導體需求。雖然下半年復甦強弱仍不確定，但可以確定對產業負面影響逐漸消除。

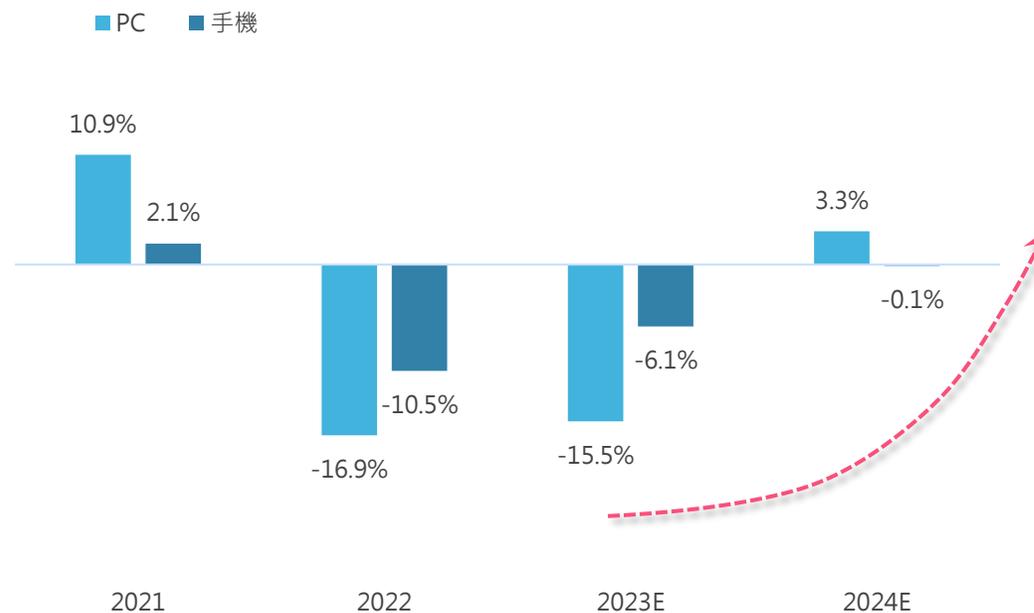
通訊用品及個人電腦仍是半導體需求主力，佔比達到56%

2022半導體需求之終端產品分布



手機及個人電腦需求逐漸改善，個人電腦更可望出現成長

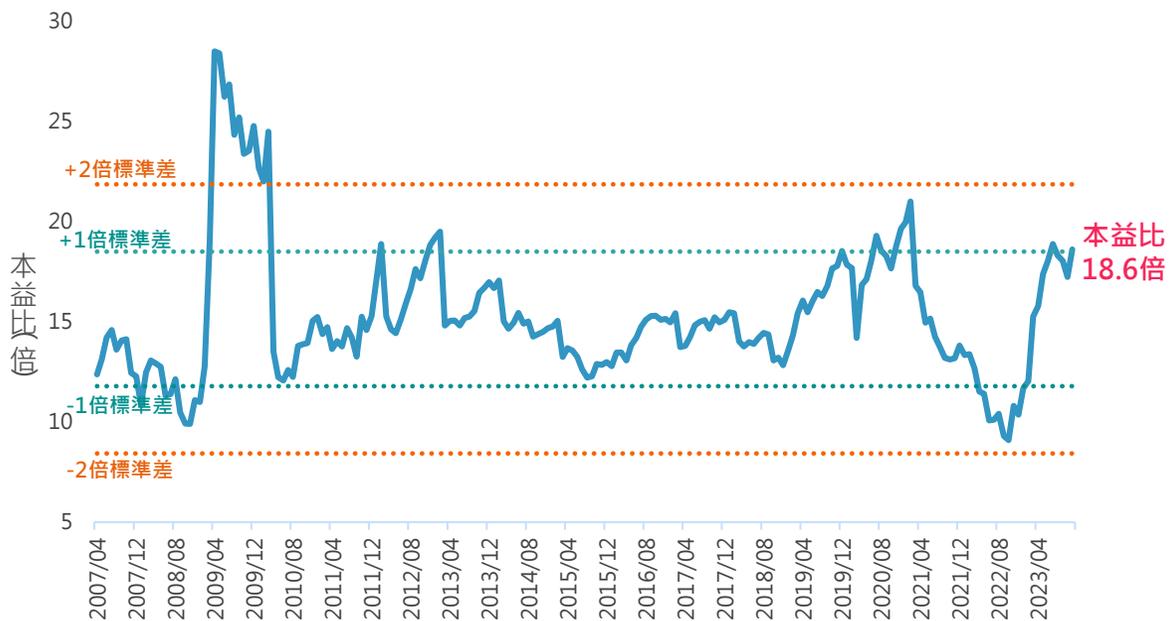
需求年增率(%)



評價超過均值1倍標準差 繼續擴張難度增加

台股目前本益比約18.6倍、本淨比約2.1倍，均約在平均之上一個標準差，評價面雖仍屬合理，但要藉由評價擴張推升整體股價的空間相對有限。未來企業獲利成長會是推升股價的動能，且選股將更為重要。

台灣加權指數本益比變化



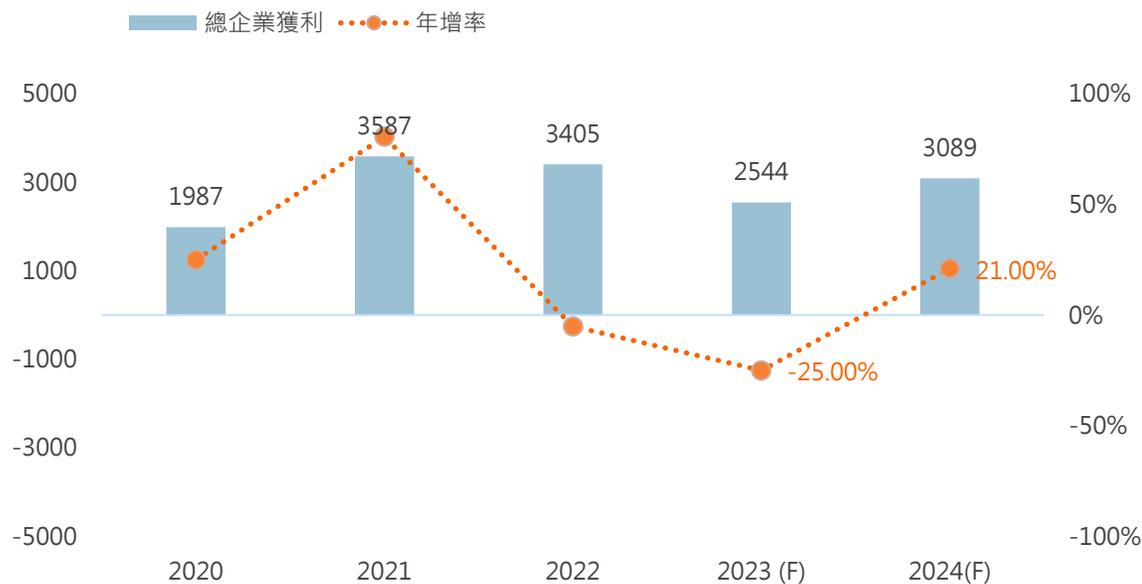
台灣加權指數本淨比變化



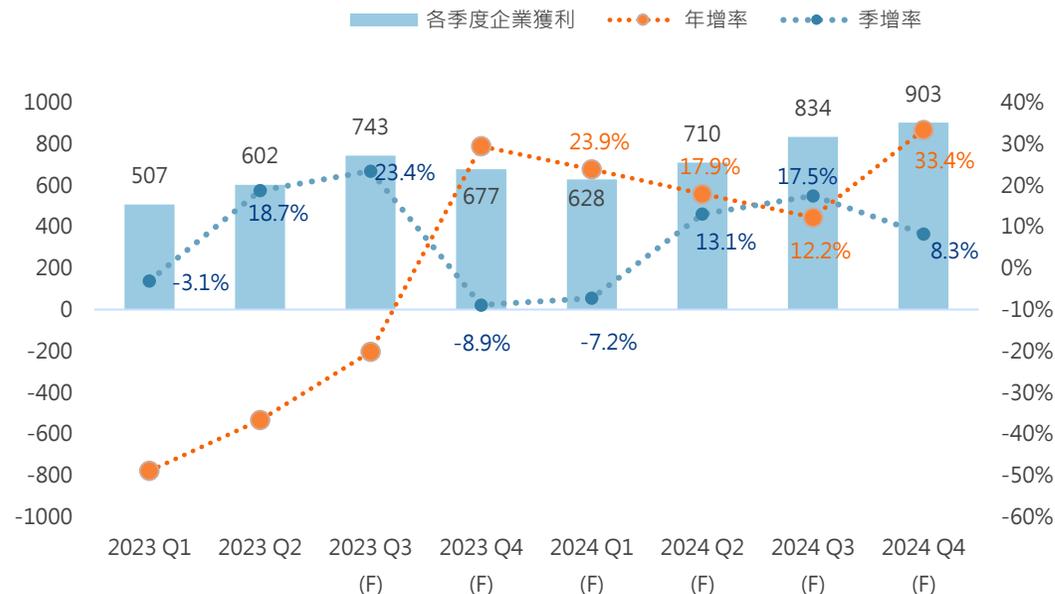
低基期下明年成長轉正 但整體獲利仍低於過去兩年

分析安聯投信追蹤之250家企業，2023年整體企業獲利下滑25%。但在存貨調整結束，週期回歸的影響下，2024整體企業獲利可望成長21%，但季度年成長率受到基期的影響，呈現兩頭高中間低，以第三季為最低點。

以全年角度來看，明年獲利成長可望達到21%
安聯投信追蹤之250家企業年度獲利變化

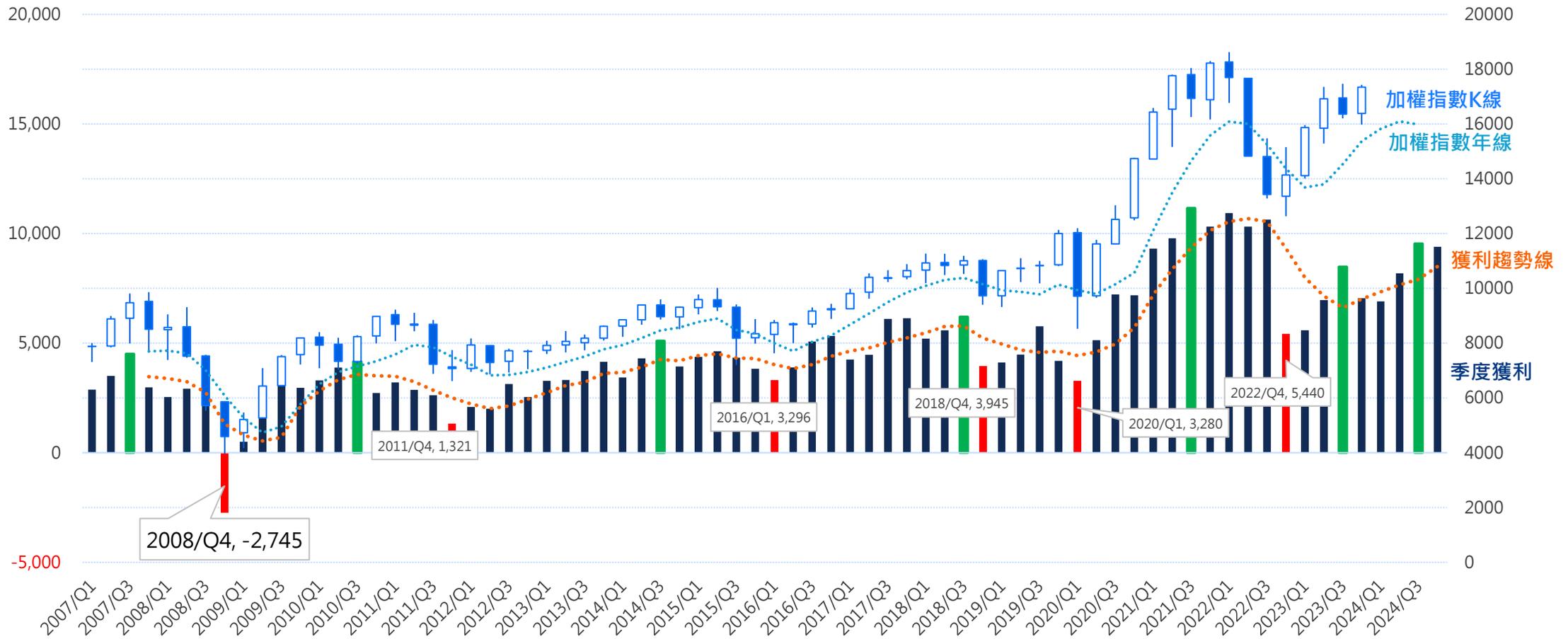


2024各季度企業獲利逐步上揚，在第四季達到高點
安聯投信追蹤之250家企業各季獲利變化



獲利與股價走勢息息相關 獲利創高才有望帶動大盤創高

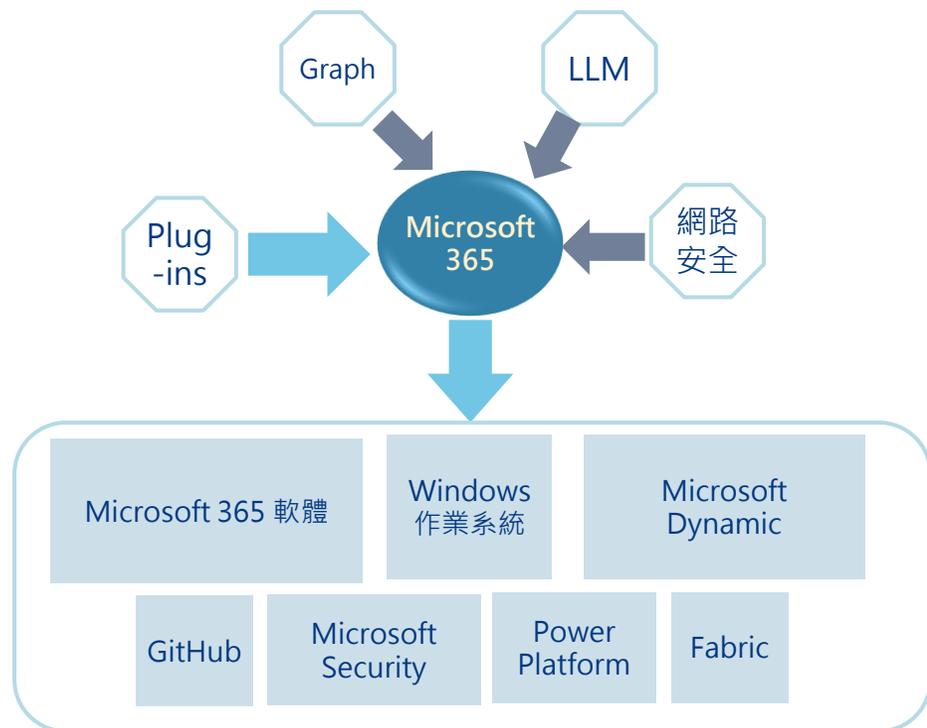
安聯投信追蹤之250家企業季獲利(億台幣，左軸)及加權指數走勢(右軸)



AI競賽進入第二階段 盈利模式決定後續動能

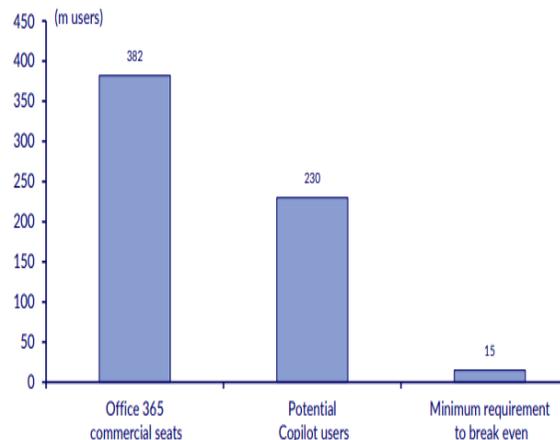
AI軍備競賽需要投入大量成本，如何將投資變現會影響後續投資意願。以微軟為例，已陸續在產品中納入AI功能，幫助使用者用相對低的成本來擴展生產力，有望逐漸吸引用戶增購。

AI如何賺錢? 微軟用AI串起各項服務

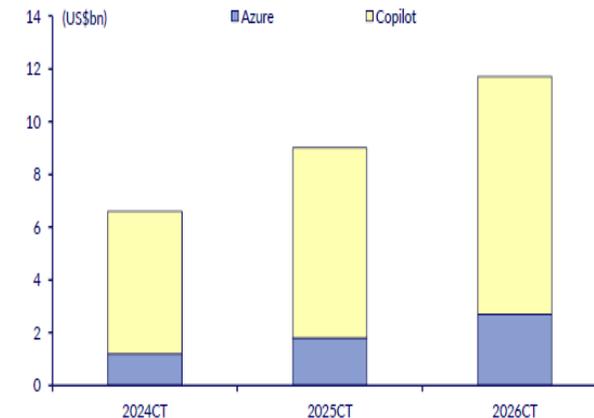


只要部份用戶開始採用Copilot，即可讓微軟開始變現AI投資

微軟Copilot用戶數預估



微軟AI收入預估

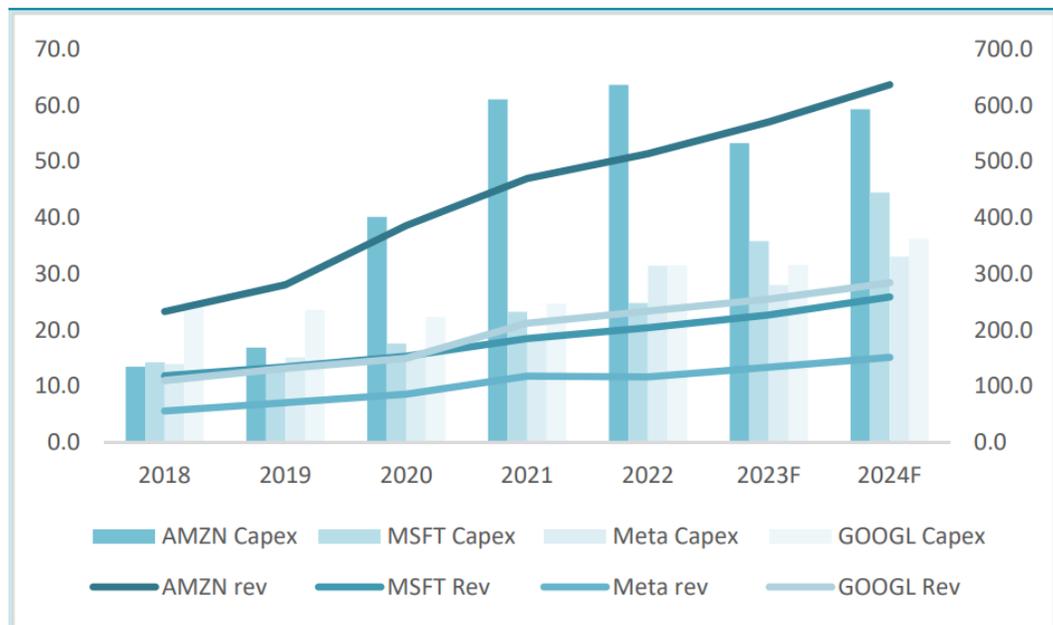


資料來源：(左圖) 安聯投信整理, 2023/12/08; (右圖) CLST, 2023/12/01。以上所提及個別標的僅供說明使用，而並非對提供購買或出售任何證券股份或投資意見或推薦。以上所提及的任何證券不一定在本文發表的時間或其他任何日期包含在投資組合當中。

晶片大戰開打 設計服務及晶圓代工成長無虞

目前AI需求以雲端服務商為主力，明年主要服務商的資本支出展望重回成長軌道，對AI伺服器需求持續，支撐晶圓代工成長；此外各業者自行設計晶片的趨勢，將使ASIC晶片設計服務的需求具有支撐。

2024 主要雲端業者之資本支出回復成長，AI需求有支撐
北美四大雲端服務業者營收與資本支出 (10億美元)



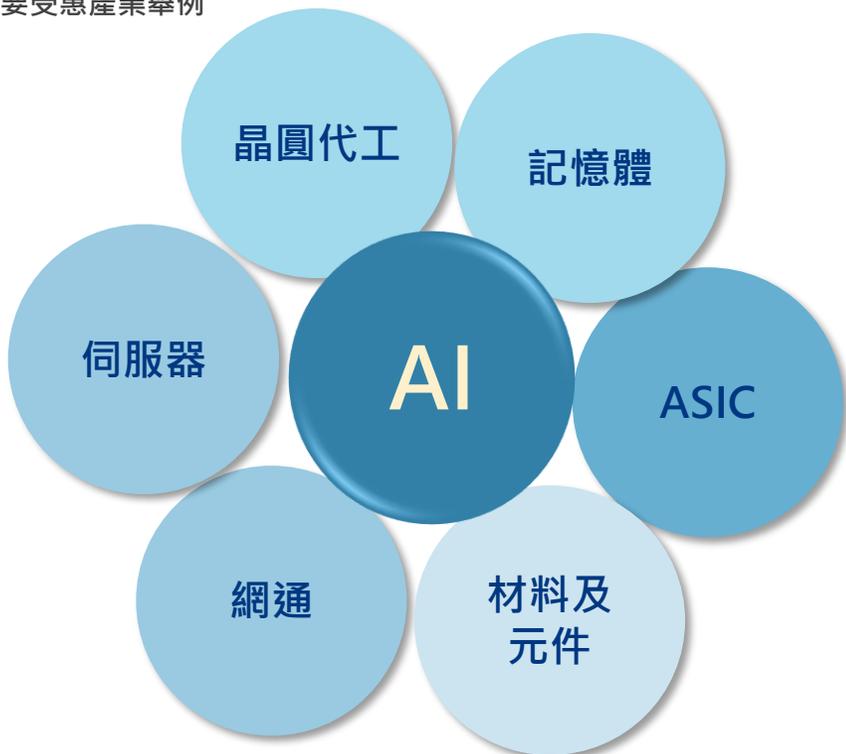
雲端服務業者自行設計符合需求的AI特殊應用晶片，支撐ASIC未來成長
主要業者AI訓練及推理之晶片概況

ASIC 供應商	應用	晶片名稱	記憶體	FP16 TFLOPS 峰值	晶片節點	製程	CPU 使用偏好	ODM 交期
AWS	訓練	Trainium 1	HBM3 32GB	190	16	7nm	Intel/AMD Graviton	now now
		Trainium 2	--	--	--	5nm	Intel/AMD Graviton	- -
	推論	Inferentia 2	HBM3 32GB	190	12	7nm	Intel/AMD Graviton	now now
		Inferentia 3	--	--	--	--	Intel/AMD Graviton	4Q24 4Q24
Google	訓練/ 推論	TPU v4	HBM 2e 32GB	275*	8	7nm	AMD>Intel	now
		TPU v5e	HBM 2e 16GB	197*	8	5nm	AMD>Intel	2Q24-3Q24
META	訓練/ 推論	MTIA	LPDDR5 64G	51.2	12	7nm	Intel	now
MSFT	訓練/ 推論	Maia	HBM3e 64 GB	1,600**	8	5nm	Intel	4Q24-1Q25
Intel Habana	訓練/ 推論	Gaudi 2	HBM2e 96GB	--	8	7nm	Intel	now
		Gaudi 3	HBM3e 128GB	--	8	5nm	Intel	2Q24-3Q24

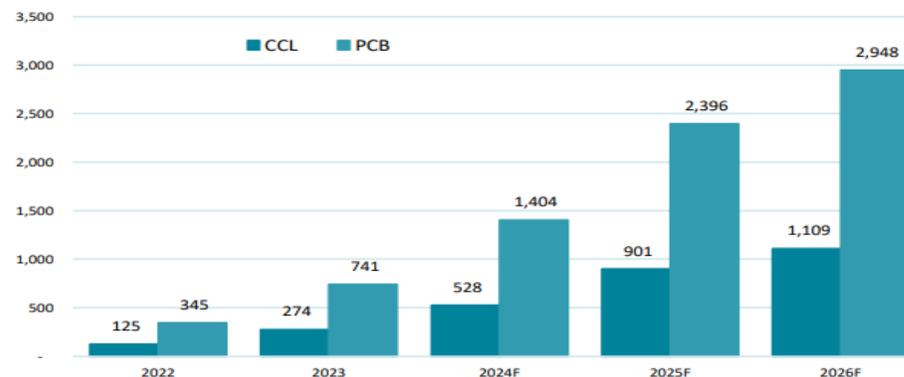
設計服務及晶圓代工以外 其他次產業也將受惠

AI的發展不只需要晶片，還需要多個族群的投入才能促成。如材料及元件、網通等都在AI發展過程中也都是不可或缺的重點。

AI可視為成長動能火車頭，將帶動許多次產業的投資機會
AI主要受惠產業舉例



材料及元件、網通等次產業也將受惠AI需求成長
高階AI Server CCL及PCB產值變化及預估 (百萬美元)



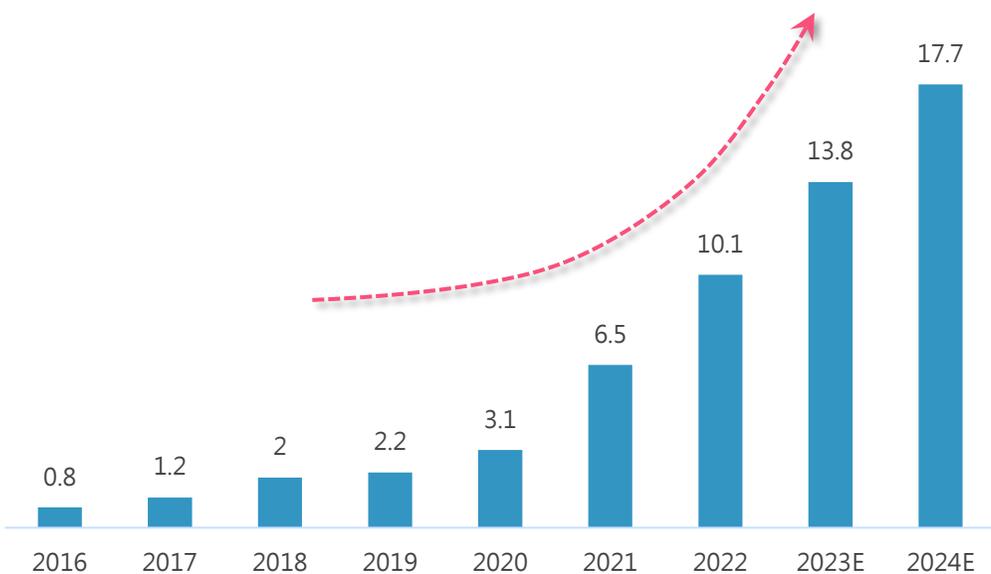
交換器CCL材料規格及PCB設計層數變化

交換器應用	100G	400G	800G
傳輸速度	28Gbps	56Gbps	128Gbps
CCL Material	Very Low Loss	Ultra / Super Low Loss	Extreme Low Loss
Layer count	20~24L	24~32L	36L 以上

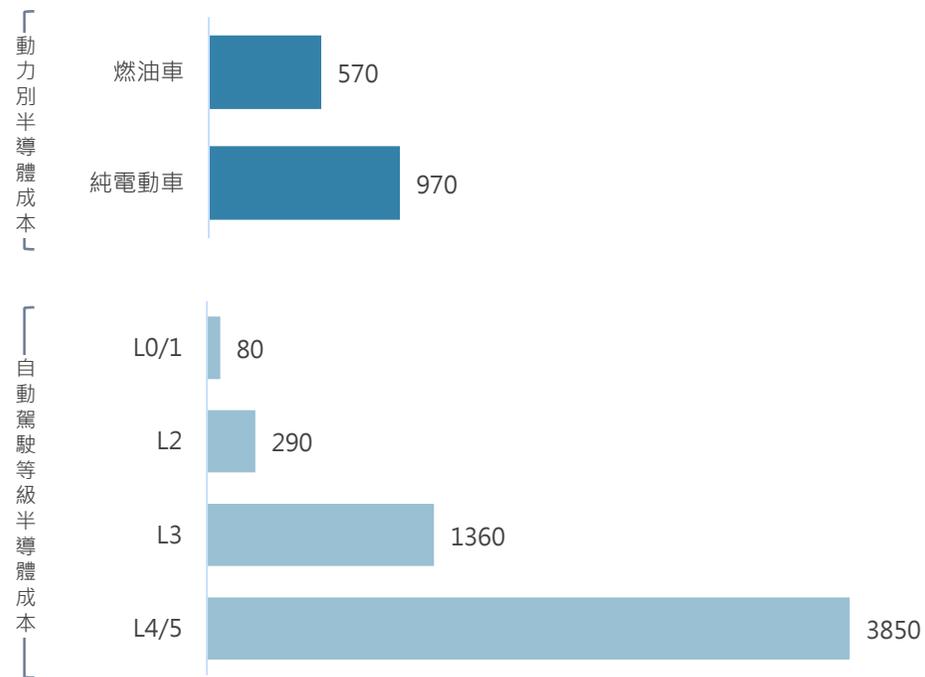
車用電子需求持續成長 仍是長線投資重要主題

電動車銷售量將持續成長，而電動車之半導體需求遠高於燃油車。若再加上輔助/自動駕駛系統之半導體，車用電子的長線需求仍明確。

電動車銷售量(百萬台)



以2021價格估算之半導體成本 (美元)

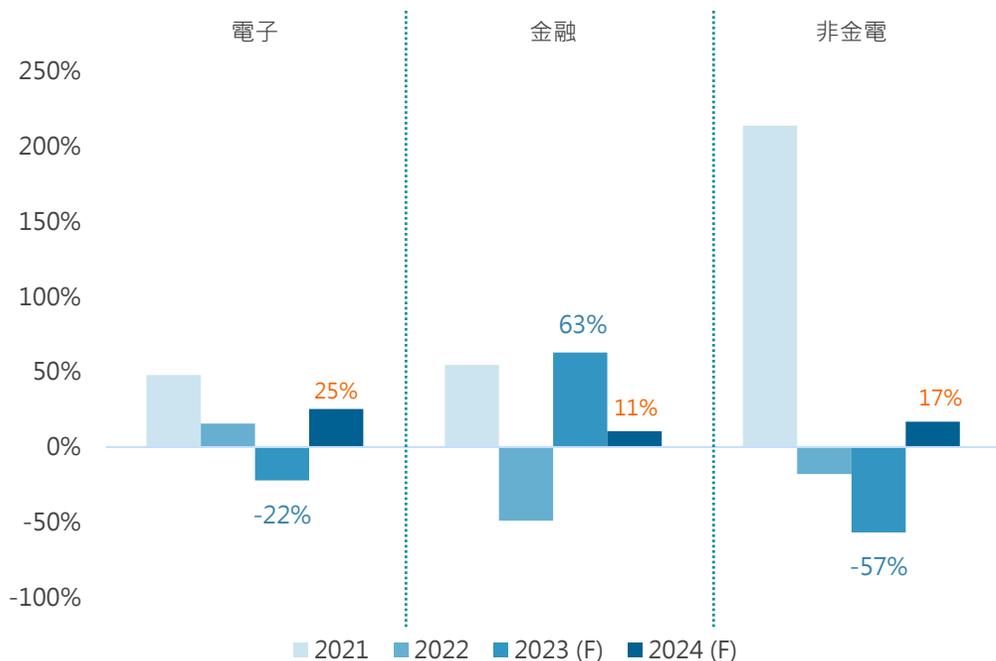


傳產則可關注週期循環或庫存回補機會

明年傳產在今年低基期的支撐下獲利可望有較強反彈，偏好目前產業正在週期低點、或是有客戶需求加持潛力、庫存回補等投資機會。

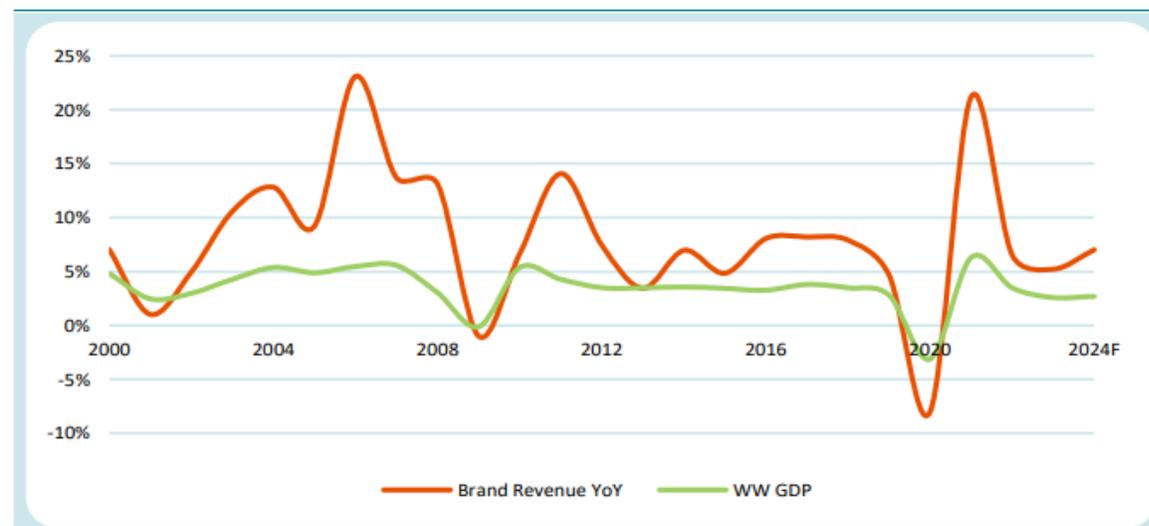
產業明年獲利均能有正成長

安聯投信追蹤之250家企業產業別獲利成長年增率預估(%)



運動品牌成長動能長期優於全球經濟成長

運動品牌營收與全球經濟成長率變化



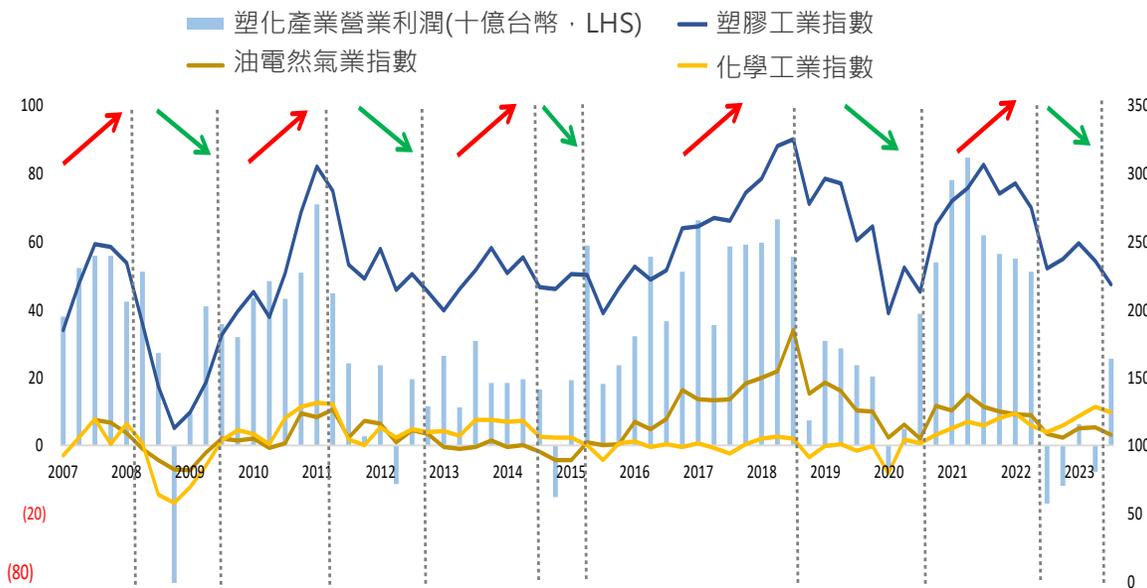
註：品牌營收樣本包括 Nike、Adidas、Skechers、VF、ASICS、Puma、安踏、UA、Crocs、Fila、李寧、Mizuno、特步等 13 個運動品牌。

資料來源：(左圖) 安聯投信整理，2023/12/04；(右圖) Fubon Research, 2023/12/01。以上所提及個別標的僅供說明使用，而並非對提供購買或出售任何證券股份或投資意見或推薦。以上所提及的任何證券不一定在本文發表的時間或其他任何日期包含在投資組合當中。

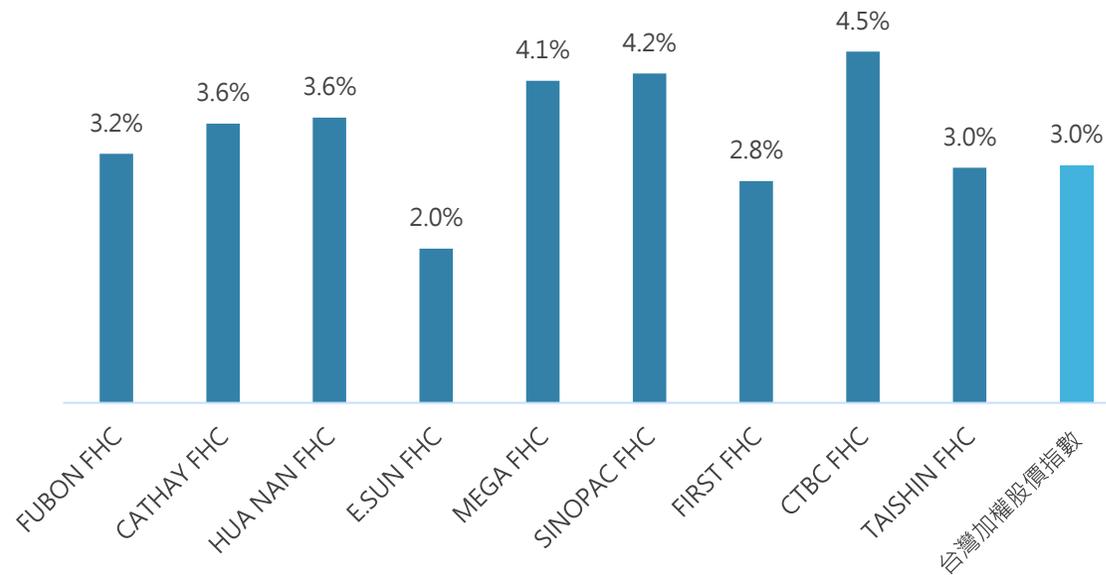
用反週期思維布局塑化 追求股息或可留意金融

塑化鋼鐵目前均處於產業循環的低點，中國新產能開出速度明顯放緩，基於大宗材料逆週期的投資特性，已經進入進場佈局的機會區。金融股明年獲利成長較缺乏動能，但今年獲利突出，明年配息展望良好，股價將有一定支撐。

塑化產業現在正在週期谷底，明年可望迎來上升週期
塑化營業利潤與產業指數表現



金融股雖獲利成長動能相對較弱，但股利率可望高於大盤
部分金融股之2024股利率預估



2024我們關注的風險

在基本面跟產業面之外，我們建議也留意幾個可能的風險，將關注其發展以及對市場可能產生的影響。

?

美國政府的負債、利息支出及財政赤字

美國債務龐大、利息負擔沉重，且財政赤字未能改善，長期投資人是否仍滿意美債提供的收益率？

?

台灣的通膨風險

台電及中油虧損龐大，油電價凍漲難以持續。選後是否可能調整油電價？對台灣通膨以及企業營運成本的影響如何？

?

需求回復不如預期

美國勞工是否仍有意願且有能力消費？中國政策力道是否足以提升需求？

?

選舉年後主要國家政策改變

許多國家/地區在2024年進行選舉，選後是否有新的執政黨？政策及國際局勢是否會被牽動？

?

台灣地緣政治風險

台灣明年總統大選後，兩岸關係是否會有所變化？地緣政治風險是否可能影響投資信心？

總結：2024台股 前低後高 擇優取利

? 不確定性

降息預期是否過度樂觀

- 市場目前對降息預期積極；
- 若未來經濟或央行態度不支持6月降息，利率可能有大幅波動，影響成長股評價變化。

全球需求不確定性

- 中國若政策支撐力道不足，可能使全球需求展望較弱，並可能進一步影響歐洲前景；
- 美國勞動市場整體展望仍佳，但須持續留意相關變化。

地緣政治不確定性

- 美國對高速運算晶片及半導體設備之出口管制仍未鬆手，對科技業帶來不確定性，且美國總統大選結果將對地緣政治角力帶來變化；
- 台灣選舉年，留意下一屆執政黨的政策方向。

✓ 未來看法

基本面將持續改善

- 升息已不再是影響股市表現的主要因素；
- 科技產業庫存調整可望完成，2024應能開啟新的循環；
- 塑化等傳產迎來週期低點，可望走向上升週期。

投資方向一 長線趨勢

- 科技趨勢帶動之產業擴展，關注如矽智財/客製化晶片/高效能運算、雲端伺服器、先進/特殊製程等；
- 永續趨勢帶動之綠能相關機會，關注如電動車相關等投資機會。

投資方向二 循環機會

- 需求可望回升之消費性電子機會，包含如筆電及手機等。留意AI筆電是否加速換機需求；
- 位於循環低點或具有評價優勢之標的，關注如具有低基期題材，或庫存回補題材之產業。



Global Investors

安聯證券投資信託股份有限公司

台北總公司	台北市中山北路二段42號8樓	電話：+886 2 8770-9888
台中分公司	台中市公益路二段51號2樓B室	電話：+886 4 2217-6088
高雄分公司	高雄市四維三路6號2樓B室	電話：+886 7 337-6288
客服專線	+886 2 8770-9828	網址：tw.allianzgi.com

【安聯投信 獨立經營管理】投資涉及風險。投資的價值和收益可能會上升也可能下降，投資者可能無法收回全部投資本金。過往表現不代表未來表現。本文屬於行銷溝通，僅基於提供資訊為目的。本文不構成購買、出售或持有任何有價證券的投資意見或推薦，也不應被視為出售要約或招攬購買任何有價證券之要約。本文中所表達的觀點和意見如有變更，恕不另行通知，這些觀點和意見是發行時本公司或其關係企業之觀點和意見。本文所使用之數據來自各種被認定為可靠的來源，但無法保證其正確性或完整性，本公司對於因使用這些數據而引起的任何直接或間接損失不承擔任何責任。不論形式為何，複製、發布、提取或傳輸本文內容都不被允許。本文所述之投資機會未考慮任何特定人士的特定投資目標、財務狀況、知識、經驗或特定需求，因此無法獲保證。投資人不能以本文取代固定收益有價證券承擔更大的本金風險。債券市場投資存在風險，包含市場風險、利率風險、其本身之判斷，且應完全為其投資及交易決定負責。主動式管理之投資無法保證表現將超越大盤。投資於另類資產可能會有重大的損失機會，包括損失超過初始投資金額。部分另類資產投資曾經歷極大波動，故並非適合所有投資者。銀行貸款之流動性通常不如其他類型債務工具。由有抵押銀行貸款內變現的任何抵押品，並無法保證能滿足借款人之義務，或者是類抵押品可供變現。相較於投資等級有價證券，非投資等級之可轉換債或發行人風險、信用風險、通貨膨脹風險及流動性風險。大多數債券及債券策略的價值會受到利率變動之影響。債券價格通常會隨著利率上升而下降，期限較長的債券受到的影響可能更大。信用風險反映發行人及時償還利息或本金的能力 - 評級越低，違約風險越高。商品投資可能受到整體市場變動、利率變動及其他因素的影響，如氣候、疾病、禁運及國際經濟及政治發展。貨幣涉及如信用、利率波動等風險，且可能對標的國家不同的經濟情況影響更為敏感。衍生性商品價格取決於標的資產之表現、衍生性商品持倉市場、信用及流動性風險。多元化無法確保獲利或保護不受損失。新興市場可能遭遇波動更大、流動性較差、透明度較差、監管較少及價值可能隨貨幣匯率而波動之情況。環境、社會與治理(ESG)策略會考慮傳統財務訊息以外之因素來選擇有價證券或排除部位，因此可能導致投資績效相對偏離其他策略或整體市場指標。股票趨於波動，且不提供固定的回報率。非投資等級或垃圾債券有較低的信用評等及涉及較高的本金風險。基礎設施債務投資可能面臨不利的經濟及監管風險，從而影響到基礎設施公司。基礎設施之發行人可能受到各種政府機關監督，也可能面臨對客戶收取費率之政府規範、行政或其他事故、關稅、稅法、監管政策、會計準則...等規定之影響。將另類投資納入投資組合可能帶來重大風險，故並非適合所有投資人。投資人須明白對於基礎設施之投資具有高度投機性，且可能損失所投入之全部投資。基礎設施債務投資可能面臨不利的經濟及監管風險，從而影響到基礎設施公司。基礎設施之發行人可能受到各種政府機關監督，也可能面臨對客戶收取費率之政府規範、行政或其他事故、關稅、稅法、監管政策、會計準則...等規定之影響。基礎設施投資市場之流動性極差，可能會妨礙投資人在有利時機買賣是類投資，從而造成投資人損失。投資於有限的發行人或行業可能增加風險及波動性。債券價格通常會隨著利率上升而下降。期限較長的債券所帶來的影響可能更大。在不利的市場條件下，槓桿會放大損失。某些證券市場可能變得缺乏流動性，可能會妨礙本基金於有利的時間或價格買賣這些證券，並可能延遲本基金股份之贖回。投資於不動產抵押證券及資產抵押證券涉及利率、信用、評價、延展及流動性風險，另外尚有對標的資產的付款被延遲、預付、後償或違約的風險。外國市場可能遭遇波動更大、流動性較差、透明度較差、監管較少及價值可能隨貨幣匯率而波動之情況。這些風險在新興市場可能更高。不同於美國國債，本基金投資之有價證券無法保證及時支付利息及本金，且面臨更高風險。若市場與投資組合經理人的價值評估不一致，投資組合內之有價證券表現可能不如預期。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至公開資訊觀測站或境外基金資訊觀測站中查詢。環境、社會與治理(ESG)策略會考慮傳統財務訊息以外之因素來選擇有價證券或排除部位，因此可能導致投資績效相對偏離其他策略或整體市場指標。3275715