

臺灣「經濟氣候



國泰金控



國立臺灣大學

暨金融情勢」展望發表會



2023年12月13日

# 免責聲明及揭露事項：

本報告為國泰金控（下稱「本公司」）提供子公司相關部門的內部教育訓練及媒體記者之參考資料，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。

本公司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，本報告與本公司其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本公司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。本公司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牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。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。

# 微幅下調2023年GDP預測至1.2%

1.3% (原)



1.2%

# 2024年經濟成長率預測，由2.9%微幅下修至2.8%



**3.9%**

(維持不變)

**2.8%**

(原預測值2.9%)

**2.0%**

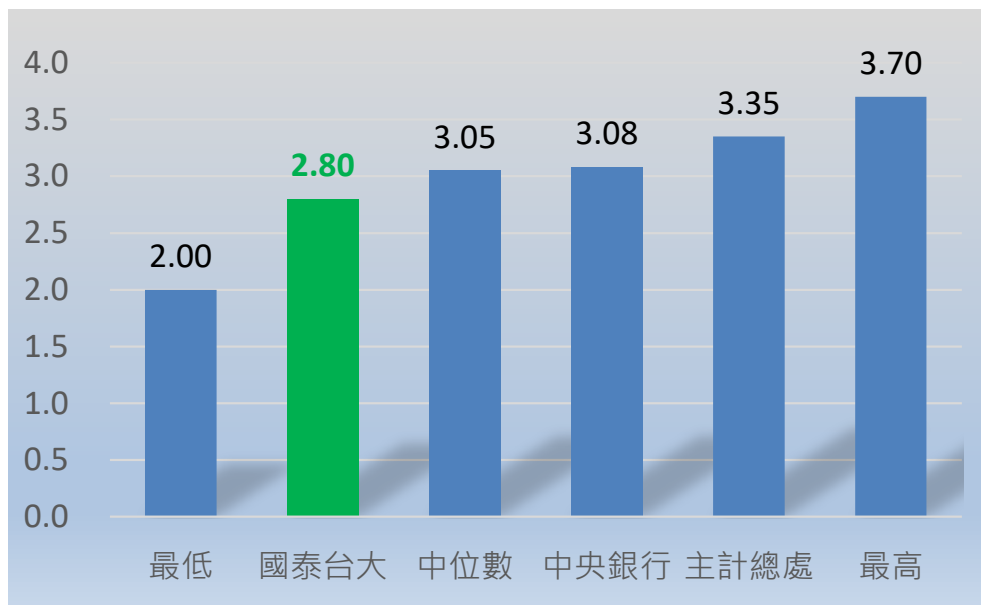
(維持不變)

第四季以來，美國緊縮政策影響逐漸顯現，中國經濟前景受地方債與房市影響，挑戰仍高，本團隊微幅下調2024年GDP預測值至2.8%

# 終端需求改善有限，2024年景氣反彈但僅中度成長

- 全球景氣受緊縮貨幣政策壓抑、中國景氣面臨地方債、房市走弱等壓力，IMF 預估明年景氣弱於今年，預計終端需求改善有限
- 台灣因庫存壓力稍和緩，且AI相關需求量產，出口、投資有低基期復甦；消費仍有旅遊需求支撐，將隨疫後需求動能稍緩而降至中度成長，本團隊預估2024年台灣經濟成長率為2.8%；但仍面臨美中景氣波動、高利率壓抑需求、通膨死灰復燃、地緣政治等風險挑戰

國、內外主要機構對台灣2024年  
經濟成長率預測分布圖

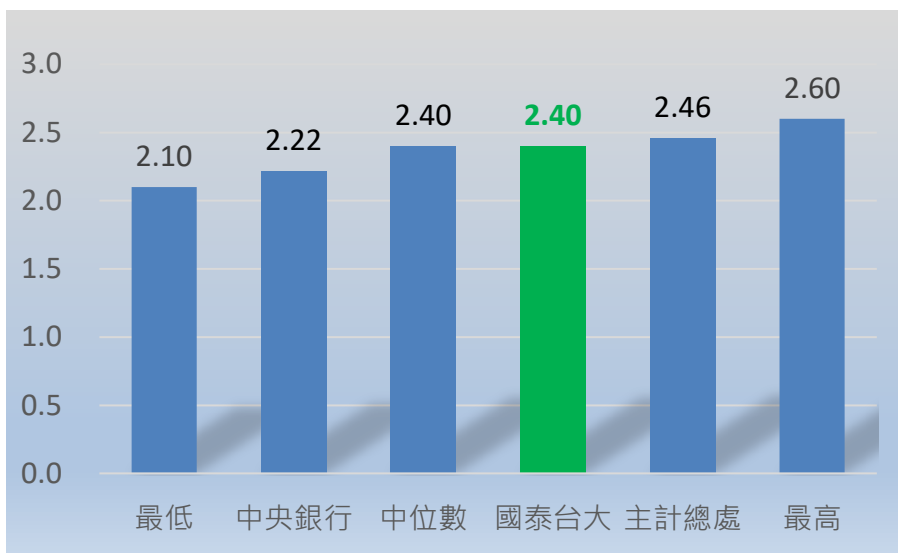


註：經研處整理18家國外機構預測值，並計算中位數、最保守值與最樂觀值(不含主計總處、央行預測)  
資料來源：Bloomberg (截至12月8日)；國泰金控經研處整理

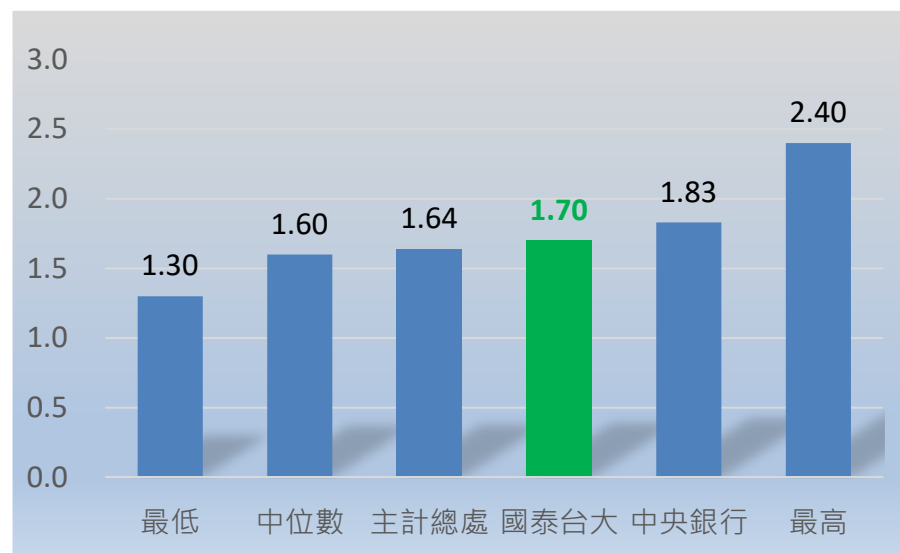
# 服務通膨有降溫跡象，預估2024年CPI年增率1.7%

- 由於第四季通膨仍居高不下，本團隊上修2023年CPI成長率預估值，由2.2%調高至2.4%
- 展望2024年，全球終端需求仍疲軟，近期美國景氣弱於預期，帶動油價走跌，蛋價與颱風推升之菜價亦有回落，僵固性之服務通膨已有放緩跡象，本團隊維持2024年CPI成長1.7%之看法不變，略高於調查中位數1.6%

## 國、內外主要機構對台灣2023年CPI年增率預測分布圖



## 國、內外主要機構對台灣2024年CPI年增率預測分布圖



註：經研處整理15家國外機構預測值，並計算中位數、最保守值與最樂觀值(不含主計總處、央行預測)  
資料來源：Bloomberg (截至12月8日)；國泰金控經研處整理

# 經濟成長率預測及 短期經濟氣候研判

- 美國緊縮政策影響逐漸顯現，中國經濟前景受地方債與房市影響，外部環境挑戰仍高，本團隊微幅下調2024年台灣經濟成長率預測值至2.8%，研判有80%的機率落在2.0-3.9%
- 本團隊評估，2024年第一季台灣經濟氣候將呈現景氣轉弱之「陰」，出現機率將在60%以上
- 留意美中景氣波動、高利率壓抑需求、通膨死灰復燃、地緣政治等風險挑戰

# 製造業信心表現分歧，美歐疲軟、東協強勁

- 全球製造業PMI連續15個月陷入萎縮區間，其中，美歐地區受累於政策緊縮衝擊持續顯現，以及疫後服務業復甦動能減退，表現最為疲軟。東協則因製造業庫存去化出現曙光與需求穩定，表現最為強勁

國家	製造業PMI				國家	製造業PMI			
	Aug 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23		Aug 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23
全球	49.0	49.2	48.8	49.3	俄羅斯	52.7	54.5	53.8	53.8
新興市場	51.4	50.9	50.1	50.9	土耳其	49.0	49.6	48.4	47.2
美國(ISM)	47.6	49.0	46.7	46.7	埃及	49.2	48.7	47.9	48.4
美國(S&P Global)	47.9	49.8	50.0	49.4	南非	51.0	49.9	48.9	50.0
加拿大	48.0	47.5	48.6	47.7	沙烏地阿拉伯	56.6	57.2	58.4	57.5
墨西哥	51.2	49.8	52.1	52.5	阿拉伯聯合大公國	55.0	56.7	57.7	57.0
巴西	50.1	49.0	48.6	49.4	日本	49.6	48.5	48.7	48.3
英國	43.0	44.3	44.8	47.2	韓國	48.9	49.9	49.8	50.0
歐元區	43.5	43.4	43.1	44.2	中國(財新)	51.0	50.6	49.5	50.7
~德國	39.1	39.6	40.8	42.6	中國(NBS)	49.7	50.2	49.5	49.4
~法國	46.0	44.2	42.8	42.9	香港	49.8	49.6	48.9	50.1
~義大利	45.4	46.8	44.9	44.4	台灣	44.3	46.4	47.6	48.3
~西班牙	46.5	47.7	45.1	46.3	印度	58.6	57.5	55.5	56.0
~愛爾蘭	50.8	49.6	48.2	50.0	新加坡	49.9	50.1	50.2	50.3
波蘭	43.1	43.9	44.5	48.7	印尼	53.9	52.3	51.5	51.7
匈牙利	46.7	47.4	52.3	52.2	越南	50.5	49.7	49.6	47.3
捷克	42.9	41.7	42.0	43.2	紐西蘭	45.9	45.1	42.5	--

擴張且改善 擴張且持平 擴張但惡化 萎縮但改善 萎縮且持平 萎縮且惡化

資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處製表



# 服務業PMI呈季節性反彈，緩降趨勢持續

- 年底假期購物季來臨，帶動11月服務業PMI季節性反彈。不過，第三季以來隨疫後復甦紅利消退、夏季旅遊潮告終，以及物價與利率水準仍偏高，服務業信心高檔緩降趨勢尚未告終，季節性反彈可能無法持續

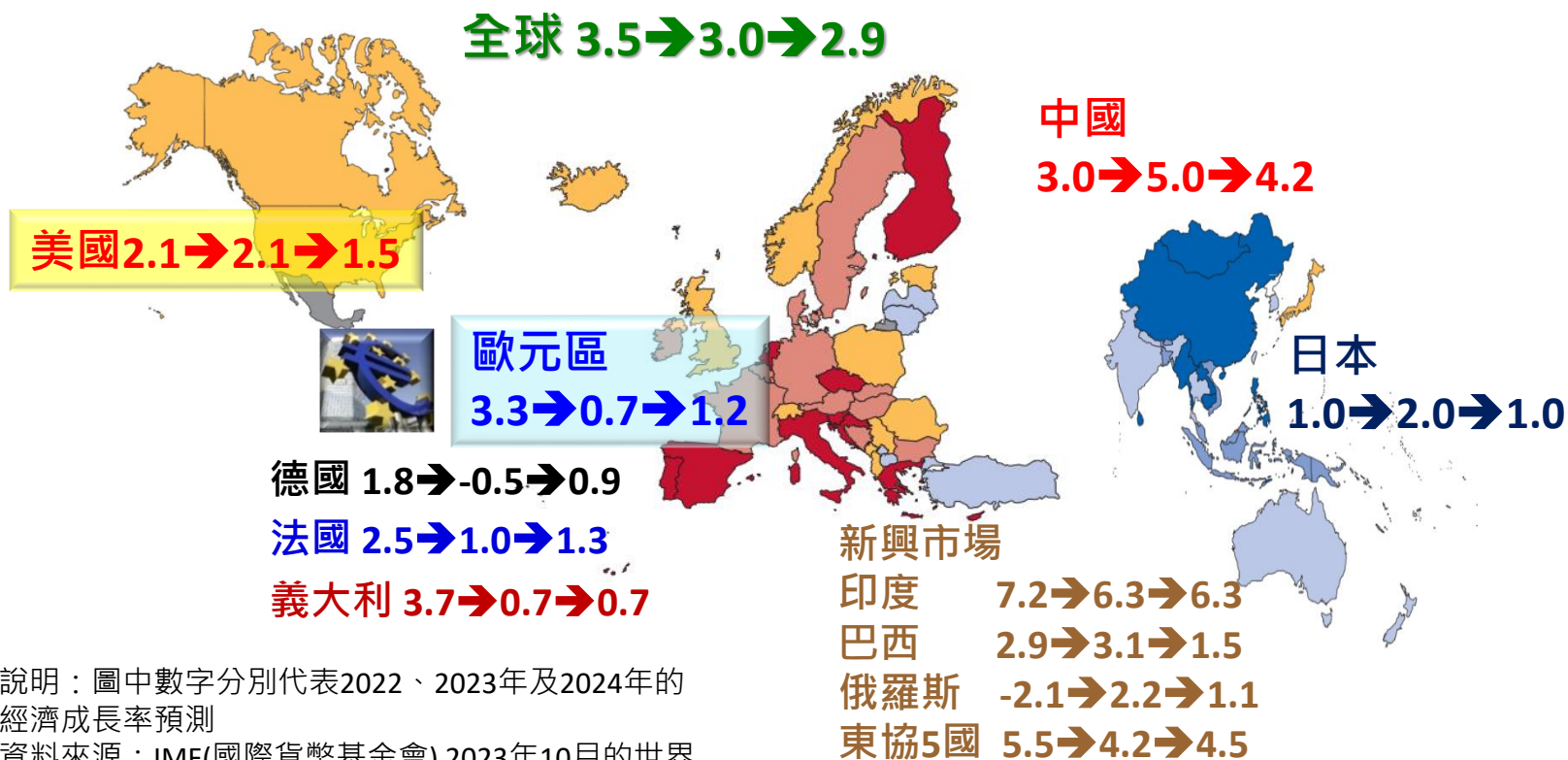
國家	服務業PMI										
	Jan 23	Feb 23	Mar 23	Apr 23	May 23	Jun 23	Jul 23	Aug 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23
全球	50.0	52.5	54.3	55.3	55.3	53.8	52.6	51.0	50.7	50.4	50.6
新興市場	53.1	54.5	56.7	57.2	56.7	54.6	54.5	53.1	51.9	51.7	52.1
美國(ISM)	55.2	55.1	51.2	51.9	50.3	53.9	52.7	54.5	53.6	51.8	52.7
美國(S&P Global)	46.8	50.6	52.6	53.6	54.9	54.4	52.3	50.5	50.1	50.6	50.8
巴西	50.7	49.8	51.8	54.5	54.1	53.3	50.2	50.6	48.7	51.0	51.2
英國	48.7	53.5	52.9	55.9	55.2	53.7	51.5	49.5	49.3	49.5	50.9
歐元區	50.8	52.7	55.0	56.2	55.1	52.0	50.9	47.9	48.7	47.8	48.7
~德國	50.7	50.9	53.7	56.0	57.2	54.1	52.3	47.3	50.3	48.2	49.6
~法國	49.4	53.1	53.9	54.6	52.5	48.0	47.1	46.0	44.4	45.2	45.4
~義大利	51.2	51.6	55.7	57.6	54.0	52.2	51.5	49.8	49.9	47.7	49.5
~西班牙	52.7	56.7	59.4	57.9	56.7	53.4	52.8	49.3	50.5	51.1	51.0
~愛爾蘭	54.1	58.2	55.7	58.4	57.0	56.8	56.7	55.0	54.5	52.6	54.2
俄羅斯	48.7	53.1	58.1	55.9	54.3	56.8	54.0	57.6	55.4	53.6	52.2
日本	52.3	54.0	55.0	55.4	55.9	54.0	53.8	54.3	53.8	51.6	50.8
中國(財新)	52.9	55.0	57.8	56.4	57.1	53.9	54.1	51.8	50.2	50.4	51.5
中國(NBS)	54.4	56.3	58.2	56.4	54.5	53.2	51.5	51.0	51.7	50.6	50.2
印度	57.2	59.4	57.8	62.0	61.2	58.5	62.3	60.1	61.0	58.4	56.9

擴張且改善 擴張且持平 擴張但惡化 萎縮但改善 萎縮且持平 萎縮且惡化

資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處製表

# IMF：全球經濟步履蹣跚，微幅下修明年經濟成長預估

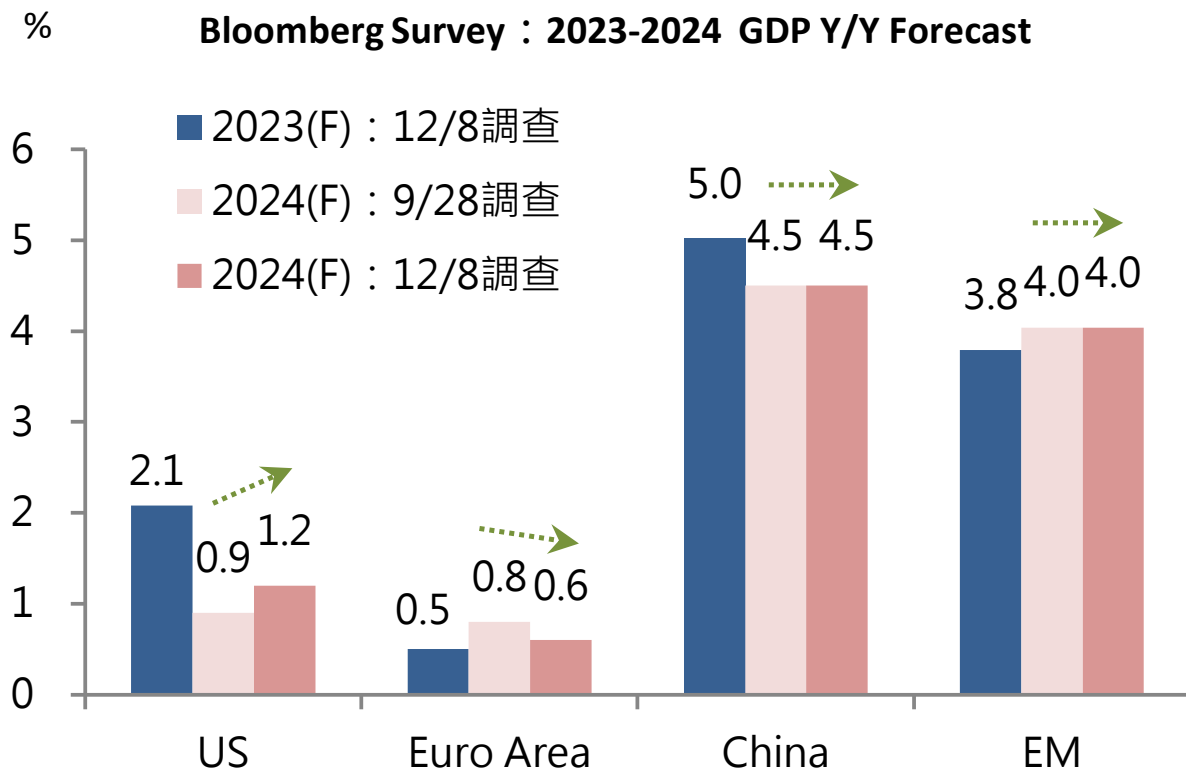
- IMF在10月「世界經濟展望報告」維持2023年全球GDP成長率預估，但微幅下調2024年預測值至2.9%。IMF稱，全球景氣繼續從新冠疫情、俄烏戰爭與能源危機中復甦，但中期成長前景平平，經濟表現步履蹣跚。儘管如此，鑑於通膨仍是頑強，IMF呼籲各國央行應保持政策緊縮，直到物價壓力持續緩解為止



說明：圖中數字分別代表2022、2023年及2024年的經濟成長率預測  
資料來源：IMF(國際貨幣基金會) 2023年10月的世界經濟展望報告

# 分析師上修2024年美國景氣展望，各區表現分化

- 過去三個月，主要地區經濟數據表現依然分化，美國景氣保持韌性，歐元區持續受累於德國及製造業景氣疲弱，中國經濟復甦亦不如預期
- 相較於9月底，分析師上修美國2024年GDP預估(0.9→1.2%)，小幅下調歐元區2024年成長率(0.8→0.6%)，中國2024年成長率預估則大致維持不變(4.5%)，市場期待官方加大財政政策支持



# 國泰台大：2024年美、中景氣放緩、歐元區弱勢反彈

0.5% ~ 1.5% (2.0%~2.5%)



-0.2% ~ 1.0% (0.2%~0.6%)

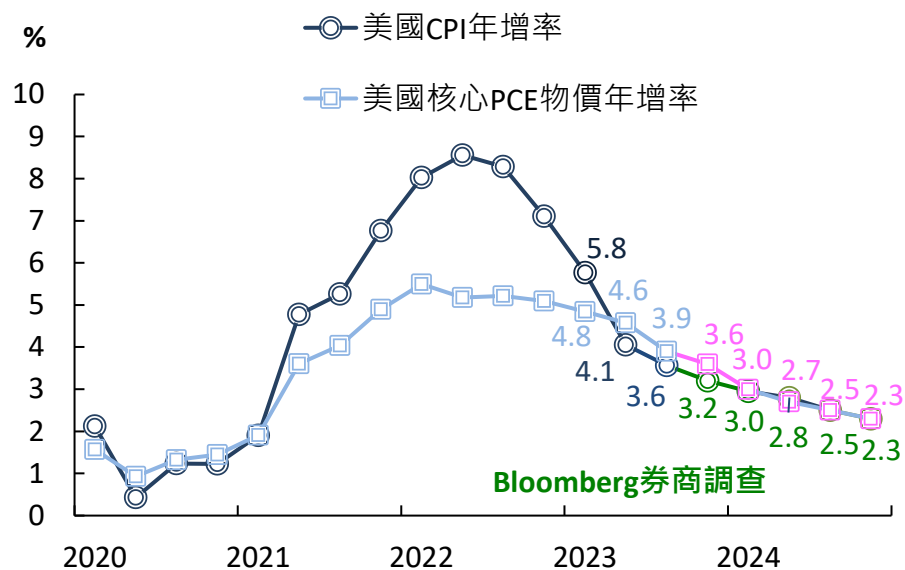
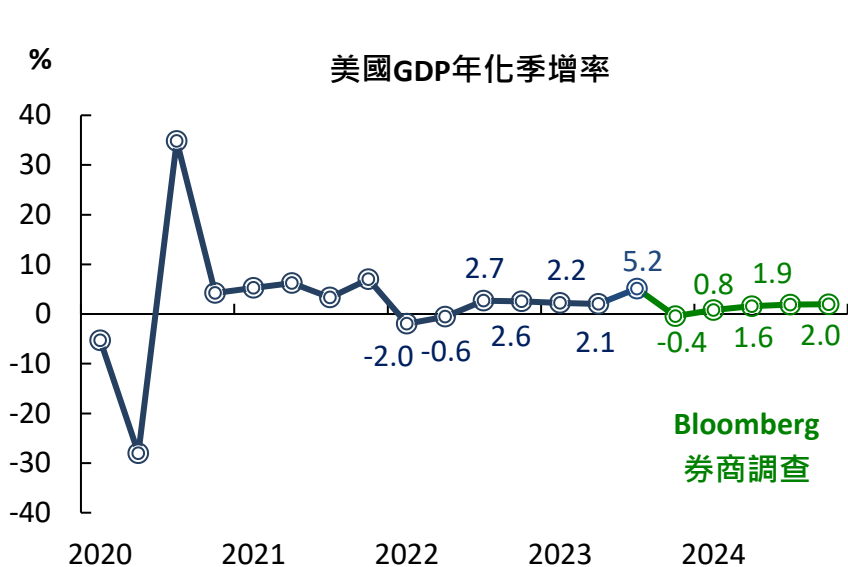


4.0% ~ 5.0% (5.0%~5.3%)



# 美國：高利率負面效果發酵，今年底景氣面臨轉弱風險

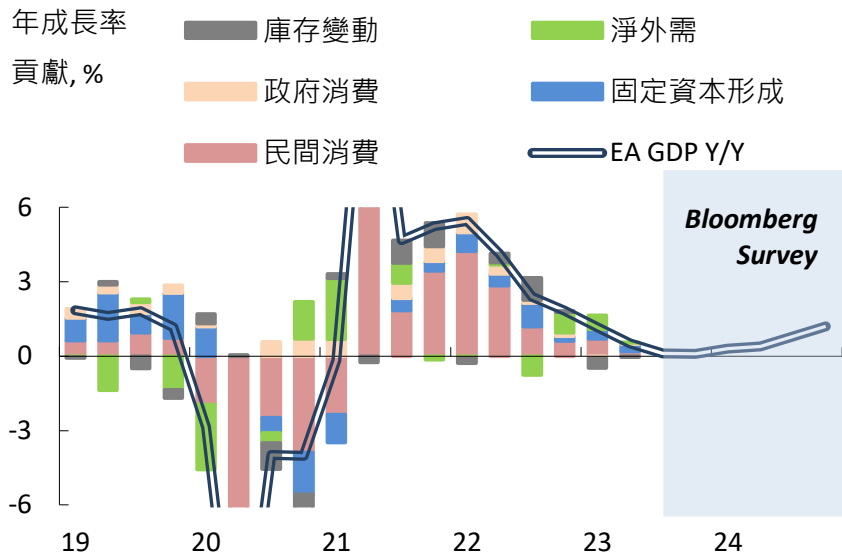
- 今年前三季美國景氣優於預期，主得益於暖冬氣候、政府補貼激勵企業投資，以及強勁就業市場支撐消費支出。不過，隨超額儲蓄逐漸用罄、10月份重啟學貸還款，加上Fed高利率已維持較長期間，以及銀行業持續緊縮信貸，今年底至明年初美國景氣仍有轉弱風險
- 市場預估，2023年美國GDP成長將有望保持2.1%增速，2024年下滑至1.2%；核心PCE通膨將由今年3.8%，於2024年進一步降至2.5%，但仍將高於Fed 2%目標



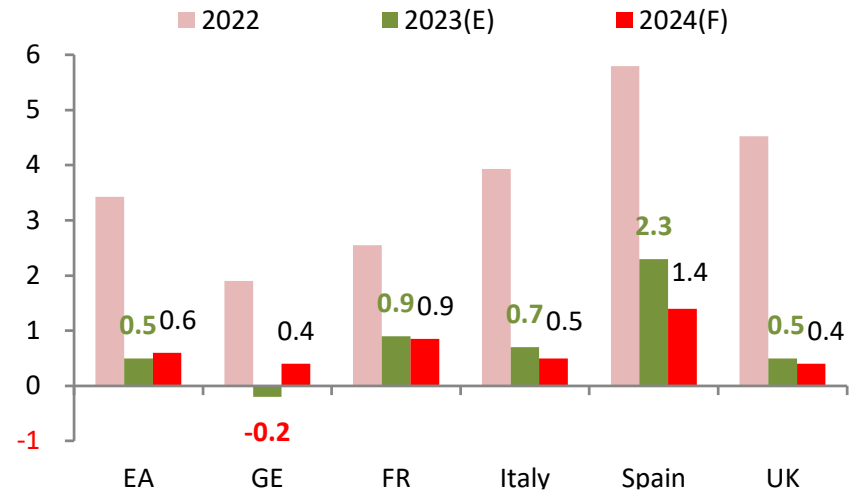
資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

# 歐元區：ECB升息緊縮效果顯現，2024年復甦緩慢

- 過去一年歐元區通膨明顯放緩(2022.Oct:10.6%→2023.Nov:2.4%)，有助於支撐民間消費，但ECB大幅升息緊縮效果持續顯現，企業投資乏力，今年4Q GDP預期陷入技術性衰退\*後，2024年景氣回升速度緩慢
- 依Bloomberg調查，2023年歐元區GDP將成長0.5%，2024年僅小幅改善至0.6%；德國主要受助於今年衰退的低基期，其它國家則普遍放慢



GDP Y/Y, %, Bloomberg Survey

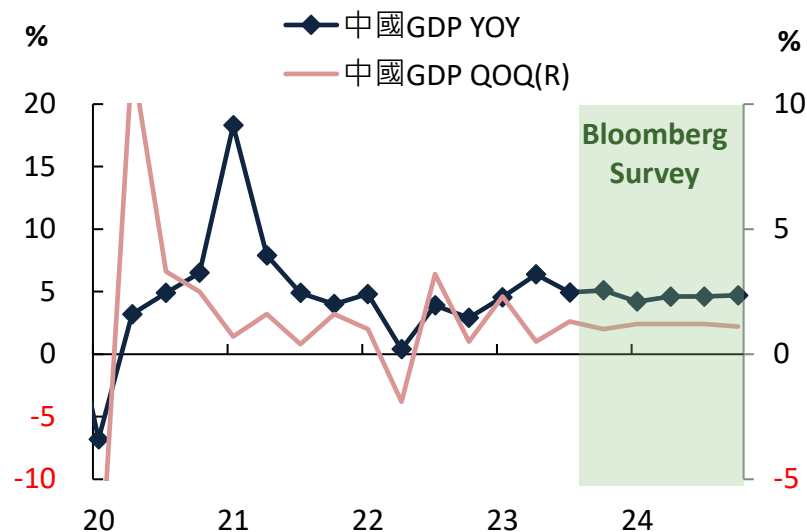
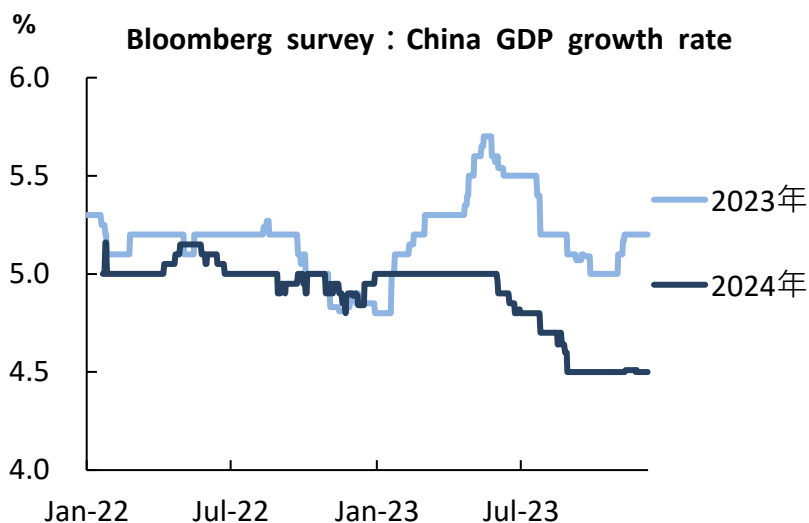


\*技術性衰退：GDP季成長連兩季為負值

資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

# 中國：政策加碼構築支撐，2024景氣持續放緩

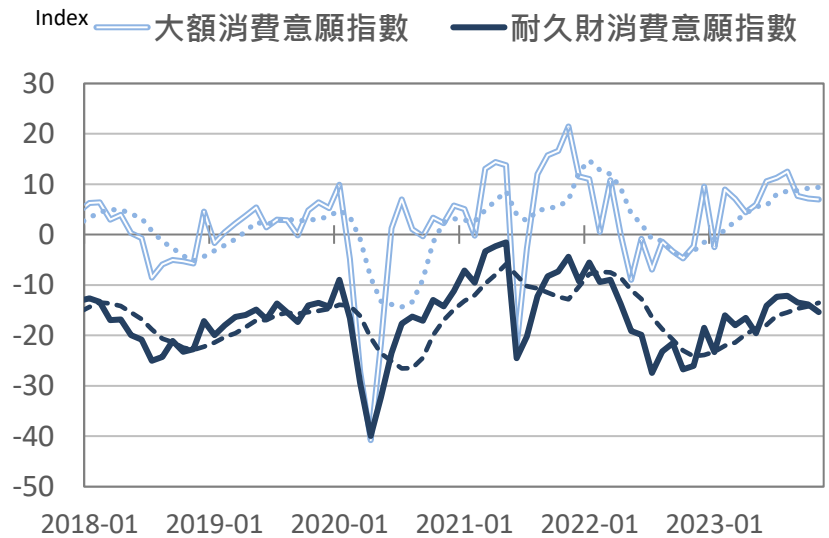
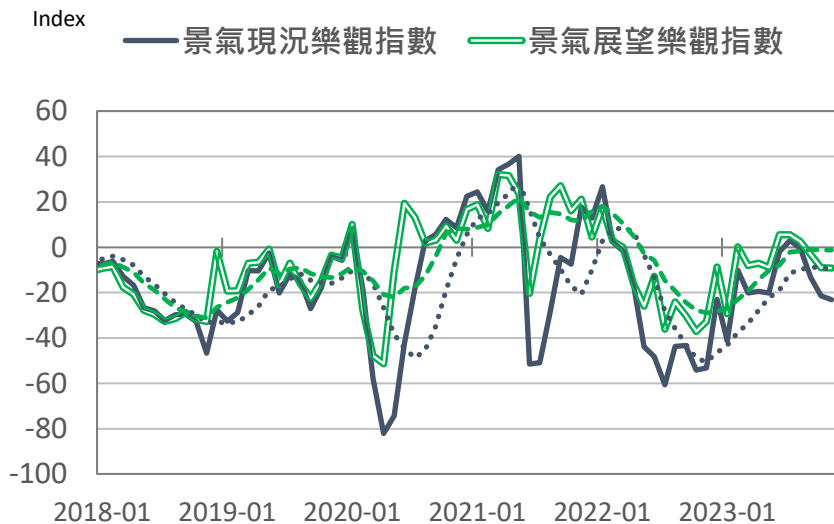
- 預期4Q23景氣穩定復甦，2023全年成長約在5.0-5.3%之間：新房銷售持續疲弱，但官方增發1兆特別國債加碼財政刺激、特殊再融資債券發行降低各地方政府債務違約風險，支撐4Q23景氣穩步復甦
- 預期2024年經濟沿循長期緩降趨勢，成長率小降至4.0-5.0%之間：民企信心疲弱與外資供應鏈移轉抑制製造業投資，疫後消費復甦結束與民眾消費信心恢復仍需時間將使消費成長轉弱，但官方刺激政策逐步加碼構築景氣支撐、房市疲弱對成長的下拉影響有望減退，預期2024年中國經濟將回到長期放緩趨勢



資料來源：Bloomberg、CEIC；國泰金控經研處整理

# 國泰調查：民眾的景氣樂觀度、消費意願下滑

- 9-11月民眾對景氣看法較明顯回落，主要係終端需求改善有限，出口復甦速度緩慢，Fed維持更久之高利率，使台灣股匯大幅波動，以哈衝突亦帶動油價大幅走揚
- 民眾對景氣擔憂升溫，大額消費意願、耐久財消費意願皆較3Q呈現回落，但幅度相對緩和，大額消費意願仍偏正面，民眾消費意願向上趨勢仍未改變



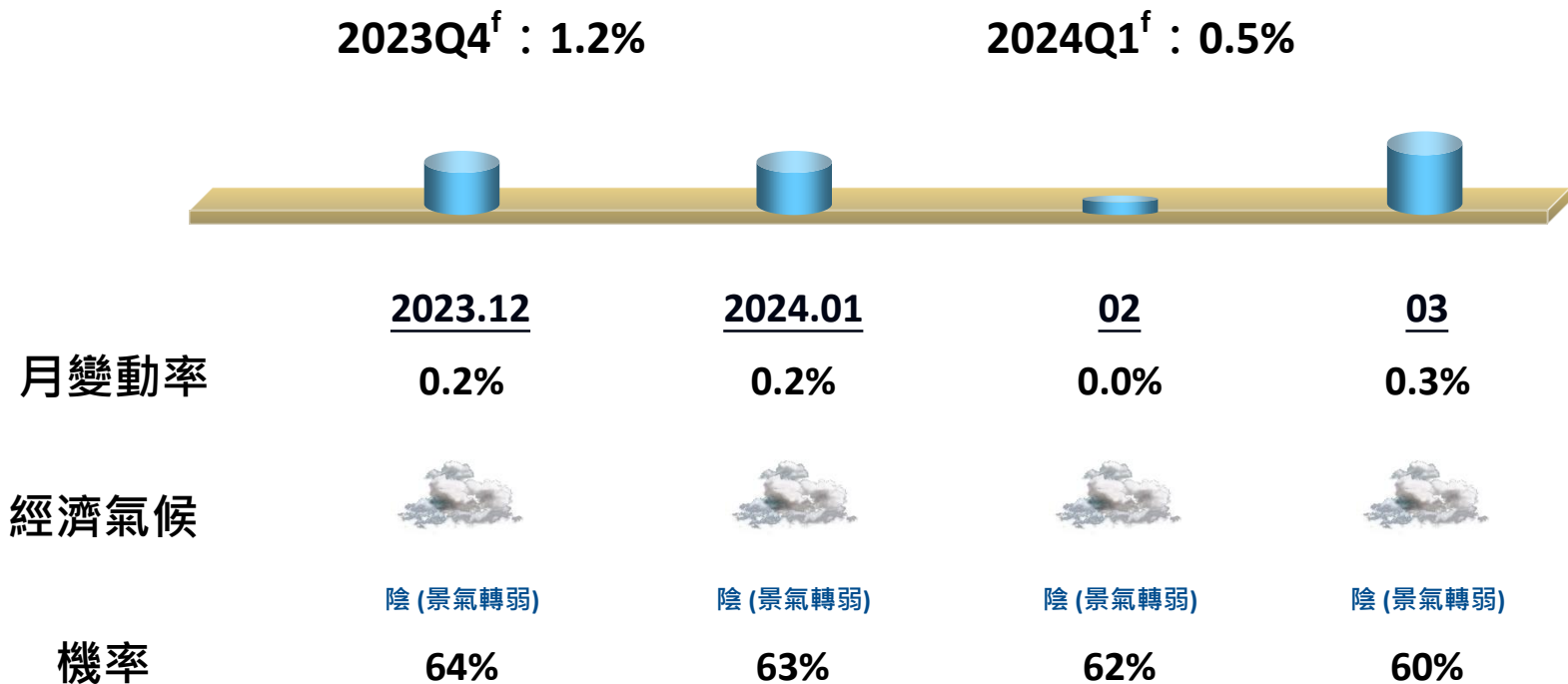
說明：虛線代表六個月移動平均值

資料來源：本團隊整理自國泰國民經濟信心調查(2023.11)



# 國泰台大：明年第一季經濟氣候將呈「陰」

- 展望明年第一季，儘管出口成長有望因低基期因素反彈，然美歐中消費需求放慢，外需復甦力道受抑，加上國內消費疫後復甦需求減弱，整體經濟成長率將較預期有所放慢
- 本團隊評估：2024年第一季台灣經濟氣候將呈現景氣轉弱之「陰」，出現機率將在60%以上

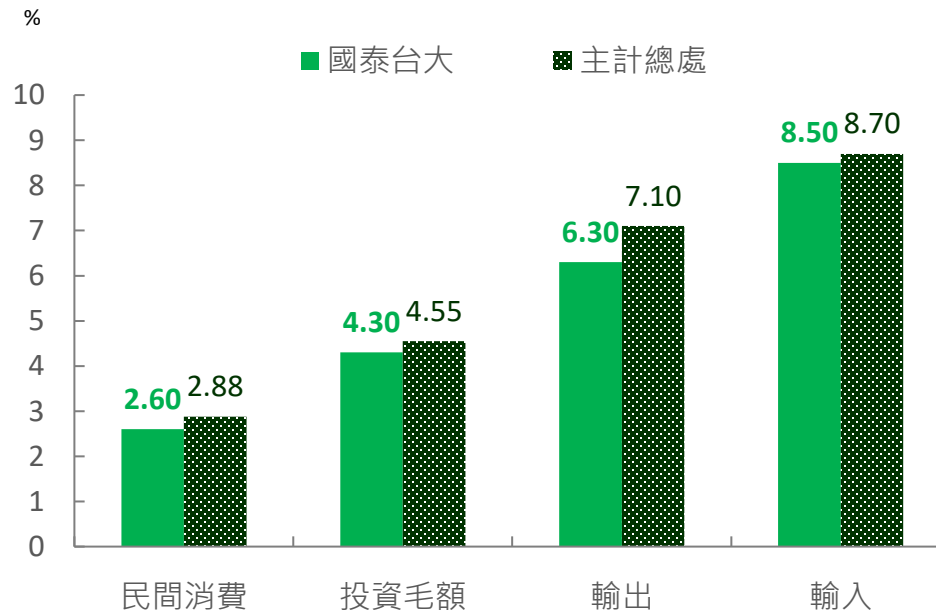


資料來源：本團隊預估

# 國泰台大：出口、投資小幅復甦、消費溫和成長

- 美中兩大經濟體景氣前景更不穩定，預計終端需求改善有限，然台灣因庫存壓力稍和緩，且AI相關需求量產，帶動出口、投資低基期復甦；消費部分雖因基期偏高，疫後需求與消費券帶動效果放緩，然旅遊需求穩健，預期支撐消費維持溫和成長。
- 本團隊預估2024年台灣經濟成長率為2.8%，但仍面臨美中景氣波動、高利率壓抑需求、通膨死灰復燃、地緣政治等風險挑戰

2024 GDP分項預測 (年增率)



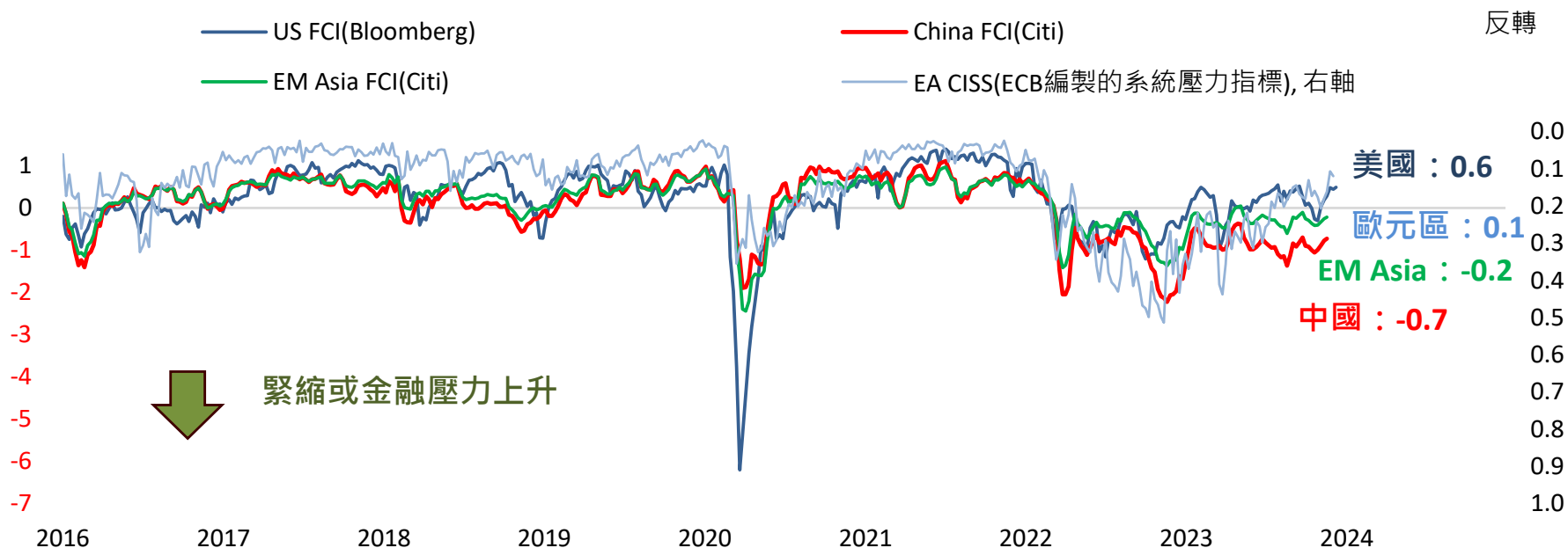
資料來源：主計總處，本團隊預估

# 近期金融情勢分析 與短期展望

- 美歐通膨數據出現降溫跡象，市場轉而期待2024年主要央行降息前景，帶動美債利率下跌與全球股市上漲，金融情勢由緊轉鬆。中國經濟前景擔憂仍存，金融情勢相對偏緊
- 台灣央行9月維持利率不變，本團隊研判，台灣景氣溫和成長，通膨有望降至2%以下但仍維持偏高水準，央行將維持利率不變
- 展望明年第一季，鑑於台灣經濟將溫和成長，且投資者對Fed提前降息期待已有過度之嫌，台幣可能轉呈區間波動，此將令FCI將於「寬鬆」區間下界波動

# 市場期待主要央行降息前景，美歐金融情勢持續寬鬆

- Fed等主要央行停止升息跡象益明，加上美歐通膨數據出現進一步降溫跡象，市場轉而期待各國央行於2024年開始降息，美債利率於10月下旬盤中突破5%後大幅回落，帶動全球股市上漲，美、歐金融情勢持續趨於寬鬆，惟中國經濟前景擔憂仍存，金融情勢指數相對偏緊

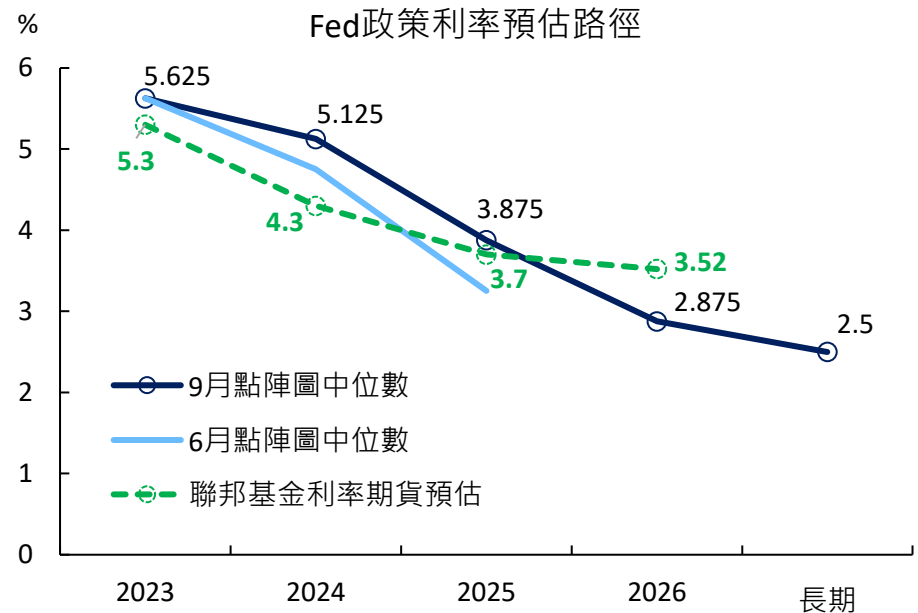


資料來源：Bloomberg, Citi；國泰金控經研處整理

# 國泰台大：FOMC本月維持利率不變，重申High for Longer

- 有鑑於近期景氣和通膨數據皆呈趨緩，降低Fed進一步升息急迫性，雖然Fed先前已保留一碼升息空間，不過，市場預期本週FOMC會議將再度維持利率不變
- 目前金融市場預期明年降息機率上升，但研判Fed本月會議仍再次重申高利率將維持較久時間，確保通膨下滑的趨勢不會逆轉

CME FEDWATCH TOOL - TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2023/12/13	1	0.00%	99.74%	0.26%
2024/1/31	50	3.09%	96.66%	0.25%
2024/3/20	99	42.72%	57.13%	0.15%
2024/5/1	141	77.98%	21.97%	0.06%
2024/6/12	183	94.03%	5.95%	0.02%
2024/7/31	232	98.09%	1.90%	0.00%
2024/9/18	281	99.48%	0.52%	0.00%
2024/11/7	331	99.79%	0.21%	0.00%
2024/12/18	372	99.93%	0.07%	0.00%



資料來源：Fed Watch、FOMC網站；國泰金控經研處整理

# 國泰台大：景氣溫和，通膨放緩，台灣央行本月維持利率不變

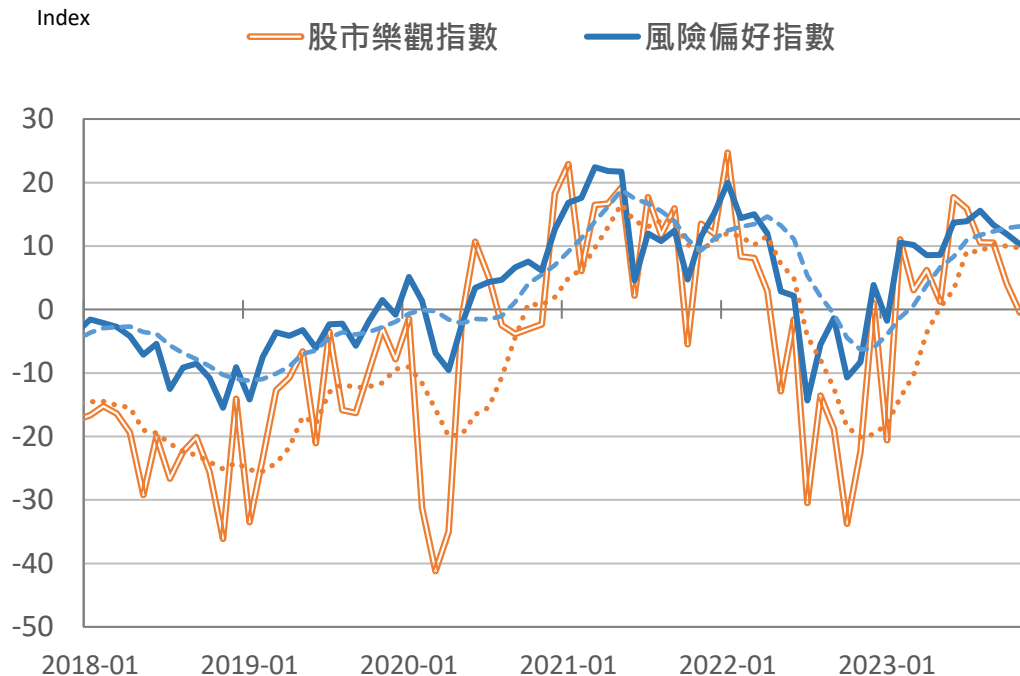
- 9/21台灣央行維持政策利率不變。關於後續升息路徑，央行總裁指出，緊縮政策將維持較久，後續決策將視數據而定。降息則關注在通膨回落的前題下，經濟成長動能是否大幅下滑
- 景氣與通膨放緩使Fed升息步入尾聲，但因通膨水準仍高於目標，Fed降息幅度有限。主要央行轉為放鬆緊縮力道，台灣景氣溫和成長，通膨可望降至2%以下，但仍維持偏高水準，央行將維持利率不變

考量因素	可能情境分析	2024Q1	2024Q2
外部貨幣政策	主要央行升息將步入尾聲，然為抗通膨考量，高利率仍將維持一段時間	→	→
全球金融不穩定性	隨美國景氣與通膨放緩跡象更明確，市場將提前預期降息，有助金融情勢改善	→	↗
台灣景氣動能	全球終端需求改善有限，然電子有回補庫存需求且基期偏低，景氣有一波溫和復甦	↗	→
台灣通膨壓力	目前通膨壓力仍高，然僵固性服務通膨逐步改善，且原物料價格上漲，預期1H通膨逐步放緩	→	↗

說明：箭頭方向代表該因素下，對台灣央行升息機率的影響方向  
資料來源：本團隊整理

# 國泰調查：民眾對股市樂觀度近期受風險事件影響

- 市場預期Fed維持更久之高利率，加上以哈衝突推升油價，9-10月台股波動加劇，民眾對股市樂觀度、風險偏好回落
- 近期美國經濟數據弱於預期且通膨開始放緩，FOMC持續維持利率不變，4Q23出口轉為正成長，預期民眾對股市樂觀度將止穩向上

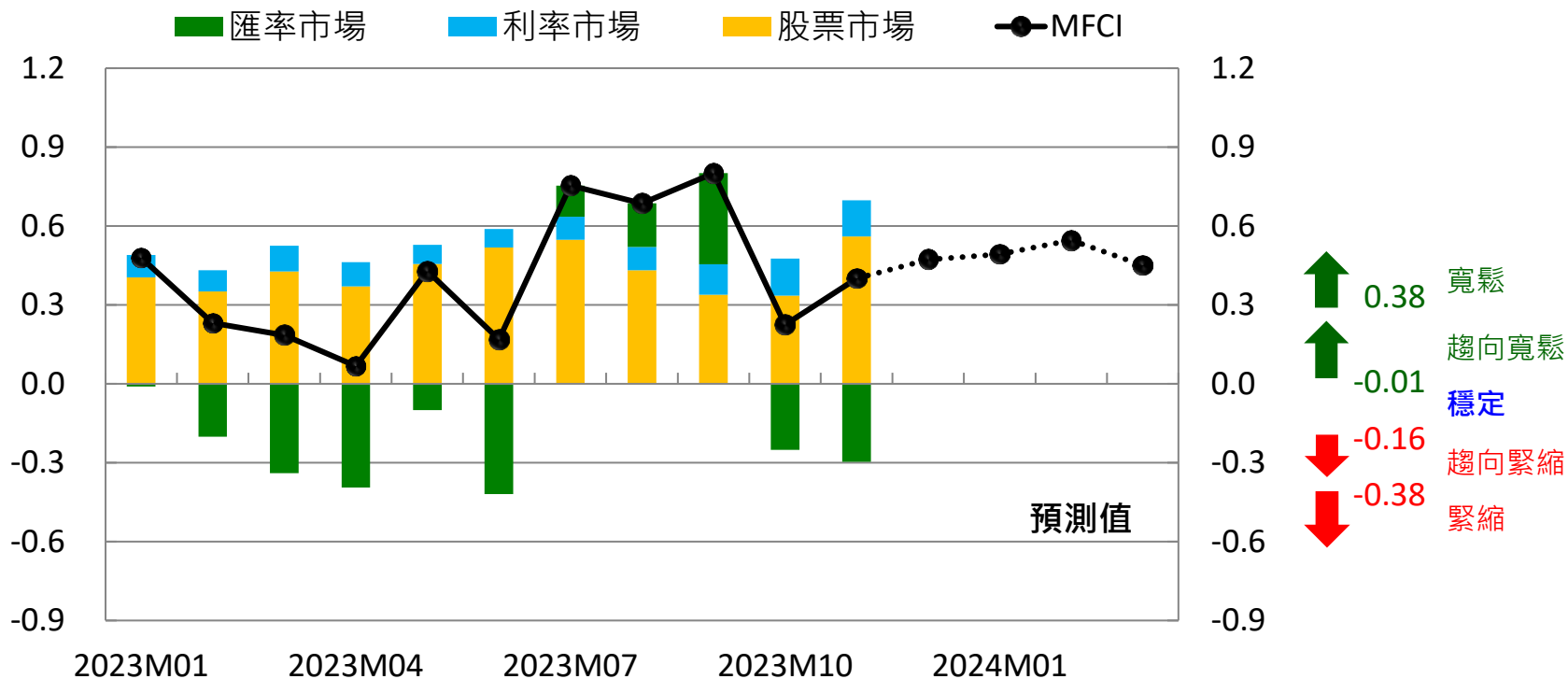


說明：虛線代表六個月移動平均值

資料來源：本團隊整理自國泰國民經濟信心調查(2023.11)

# 國泰台大：明年第一季金融情勢將續處寬鬆區間

- 今年第四季前半，受到台幣升值影響，台灣金融情勢指數(FCI)一度由「寬鬆」區間降至「趨向寬鬆」區間
- 展望2024年第一季，鑑於台灣經濟將溫和成長，且投資者對Fed提前降息之期待已有過度之嫌，台幣可能轉呈區間波動，此將令FCI於「寬鬆」區間下界波動



資料來源：本團隊計算



# 影響2024年台灣經濟成長的主要因素

美、歐核心通膨降速不如預期，限制主要央行貨幣寬鬆程度

全球製造業復甦疲軟，拉長去庫存時間，造成投資需求遞延

中國房市持續低迷且政策刺激力度不足，使經濟成長持續疲軟

國際地緣政治風險持續，相關戰事與美中爭端不確定性仍存

人工智能應用可望帶動新一輪科技業投資及產業升級轉型

臺灣「經濟氣候  
暨金融情勢」  
展望發表會



# Thank You



國泰金控



國立臺灣大學