

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9月27日

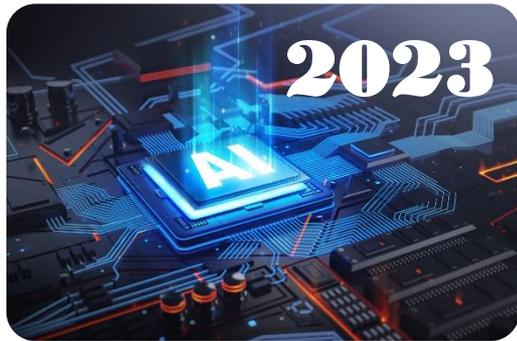
# 免責聲明及揭露事項：

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。

# 2023年經濟成長率預測，由1.8%下修至1.3%



1.9%

(原預測值2.5%)

1.3%

(原預測值1.8%)

0.9%

(原預測值1.0%)

本團隊下修2023年台灣GDP預測值與預估區間，主因7-8月出口、外銷訂單與資本設備進口仍弱，且中國經濟面臨逆風，台灣出口與投資動能續疲

# 首次預測2024年經濟成長率為2.9%



3.9%

2.9%

2.0%

展望2024年，庫存壓力緩和，且AI相關需求量產，出口、投資將迎來低基期復甦，搭配消費穩健成長，本團隊預估台灣經濟成長率將為2.9%

# 終端需求改善有限，2024年經濟僅中度成長

- 各國緊縮政策壓抑全球景氣，中國經濟面臨逆風，均不利終端需求，台灣出口續疲，壓抑廠商投資，僅消費仍穩健有撐，本團隊下修2023年經濟成長至1.3%
- 明年景氣動向雖不明朗，然庫存壓力稍和緩，且AI相關需求量產，出口、投資有低基期復甦，消費則隨疫後需求動能趨緩而降至中度成長，本團隊預估2024年台灣經濟成長率為2.9%；但仍面臨通膨死灰復燃、高利率壓抑需求、地緣政治等風險挑戰

國、內外主要機構對台灣2023年經濟成長率預測分布圖



國、內外主要機構對台灣2024年經濟成長率預測分布圖

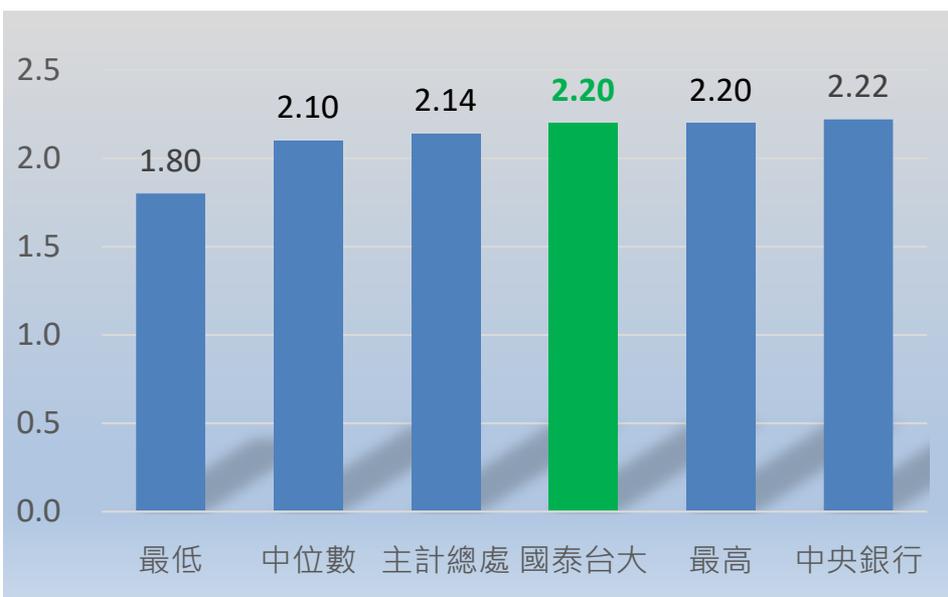


註：經研處整理16家國外機構預測值，並計算中位數、最保守值與最樂觀值(不含主計總處、央行預測)  
資料來源：Bloomberg (截至9月22日)；國泰金控經研處整理

# 服務通膨有降溫跡象，預估2024年CPI年增率1.7%

- 近期油價受美國景氣優於預期，以及OPEC與俄羅斯減產因素推升，且食物價格高於預估，本團隊將今年CPI年增率預測值，由2.0%上修至2.2%
- 展望2024年，全球終端需求仍疲軟，僵固性之服務通膨已開始有回落跡象，本團隊預估2024年CPI將成長1.7%，略高於調查中位數1.5%

## 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13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9月22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

- 各國緊縮政策壓抑全球景氣，中國經濟面臨逆風，均不利終端需求，台灣出口續疲，壓抑廠商投資，本團隊下修2023年台灣經濟成長率預估值至1.3%，研判有80%的機率落在0.9-1.9%；初估2024年台灣經濟成長率為2.9%
- 下半年外需有望緩步改善，搭配民間消費有撐，景氣有機會擺脫陰霾。本團隊評估，第四季台灣經濟氣候將呈現景氣擴張之「晴」，出現機率將在60%以上
- 明年需求復甦力道或相對有限，然庫存壓力稍和緩，AI相關需求量產，出口、投資將呈現低基期復甦，搭配民間消費中度成長，台灣經濟成長率應可接近3%

# 全球製造業PMI弱勢反彈，多數仍在萎縮區間

□ 美國銀行業流動性危機擔憂減退、企業持續去化庫存，以及中國推出多項新政挽救房市危機，第三季前半全球製造業PMI弱勢反彈，惟多數國家仍在萎縮區間，反應主要央行升息之衝擊仍在發酵

國家	製造業PMI				國家	製造業PMI			
	May 23	Jun 23	Jul 23	Aug 23		May 23	Jun 23	Jul 23	Aug 23
全球	49.5	48.7	48.6	49.0	俄羅斯	53.5	52.6	52.1	52.7
新興市場	51.4	51.1	50.2	51.4	土耳其	51.5	51.5	49.9	49.0
美國(ISM)	46.9	46.0	46.4	47.6	埃及	47.8	49.1	49.2	49.2
美國(Markit)	48.4	46.3	49.0	47.9	南非	47.9	48.7	48.2	51.0
加拿大	49.0	48.8	49.6	48.0	沙烏地阿拉伯	58.5	59.6	57.7	56.6
墨西哥	50.5	50.9	53.2	51.2	阿拉伯聯合大公國	55.5	56.9	56.0	55.0
巴西	47.1	46.6	47.8	50.1	日本	50.6	49.8	49.6	49.6
英國	47.1	46.5	45.3	43.0	韓國	48.4	47.8	49.4	48.9
歐元區	44.8	43.4	42.7	43.5	中國(財新)	50.9	50.5	49.2	51.0
~德國	43.2	40.6	38.8	39.1	中國(NBS)	48.8	49.0	49.3	49.7
~法國	45.7	46.0	45.1	46.0	香港	50.6	50.3	49.4	49.8
~義大利	45.9	43.8	44.5	45.4	台灣	44.3	44.8	44.1	44.3
~西班牙	48.4	48.0	47.8	46.5	印度	58.7	57.8	57.7	58.6
~愛爾蘭	47.5	47.3	47.0	50.8	新加坡	49.5	49.7	49.8	49.9
波蘭	47.0	45.1	43.5	43.1	印尼	50.3	52.5	53.3	53.9
匈牙利	57.1	44.2	45.9	46.5	越南	45.3	46.2	48.7	50.5
捷克	42.8	40.8	41.4	42.9	紐西蘭	48.6	47.4	46.3	--

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

# 全球服務業PMI自高檔緩降，英歐地區陷入萎縮

- 今年以來，多數地區服務業企業信心表現強勁，抵消製造業信心低迷之影響，為經濟成長帶來韌性。不過，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PMI逐漸自高檔緩降，英國與歐元區則是陷入萎縮

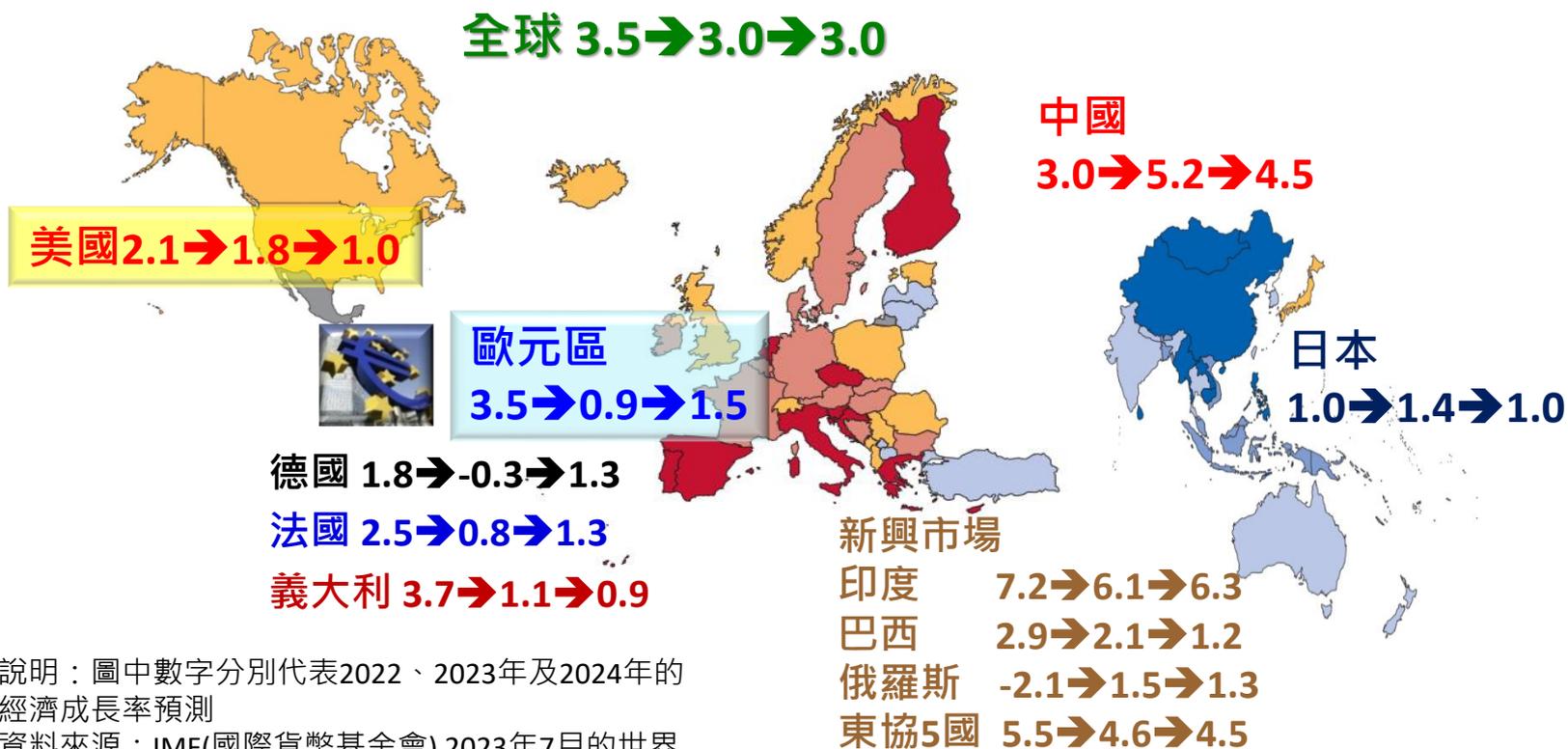
國家	服務業PMI									
	Jan 23	Feb 23	Mar 23	Apr 23	May 23	Jun 23	Jul 23	Aug 23	Sep 23	
全球	50.1	52.6	54.4	55.4	55.5	53.9	52.7	51.1	--	
新興市場	53.1	54.5	56.7	57.2	56.7	54.6	54.5	53.1	--	
美國(ISM)	55.2	55.1	51.2	51.9	50.3	53.9	52.7	54.5	--	
美國(S&P Global)	46.8	50.6	52.6	53.6	54.9	54.4	52.3	50.5	50.2	
巴西	50.7	49.8	51.8	54.5	54.1	53.3	50.2	50.6	--	
英國	48.7	53.5	52.9	55.9	55.2	53.7	51.5	49.5	47.2	
歐元區	50.8	52.7	55.0	56.2	55.1	52.0	50.9	47.9	48.4	
~德國	50.7	50.9	53.7	56.0	57.2	54.1	52.3	47.3	49.8	
~法國	49.4	53.1	53.9	54.6	52.5	48.0	47.1	46.0	43.9	
~義大利	51.2	51.6	55.7	57.6	54.0	52.2	51.5	49.8	--	
~西班牙	52.7	56.7	59.4	57.9	56.7	53.4	52.8	49.3	--	
~愛爾蘭	54.1	58.2	55.7	58.4	57.0	56.8	56.7	55.0	--	
俄羅斯	48.7	53.1	58.1	55.9	54.3	56.8	54.0	57.6	--	
日本	52.3	54.0	55.0	55.4	55.9	54.0	53.8	54.3	53.3	
中國(財新)	52.9	55.0	57.8	56.4	57.1	53.9	54.1	51.8	--	
中國(NBS)	54.4	56.3	58.2	56.4	54.5	53.2	51.5	51.0	--	
印度	57.2	59.4	57.8	62.0	61.2	58.5	62.3	60.1	--	

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

# 經濟活動展現韌性，IMF上修今年全球經濟成長預估

- 隨新冠疫情逐漸遠去，供應鏈更加順暢，經濟活動展現韌性，搭配通膨下滑與銀行業危機擔憂減退，IMF在7月上調今年全球經濟成長率預估值(2.8→3.0%)
- 儘管通膨已經有降溫跡象，但就業強勁和消費需求旺盛，可能會讓通膨難以完全根除，意味各國央行將不得不繼續在一段期間內維持偏緊的貨幣政策

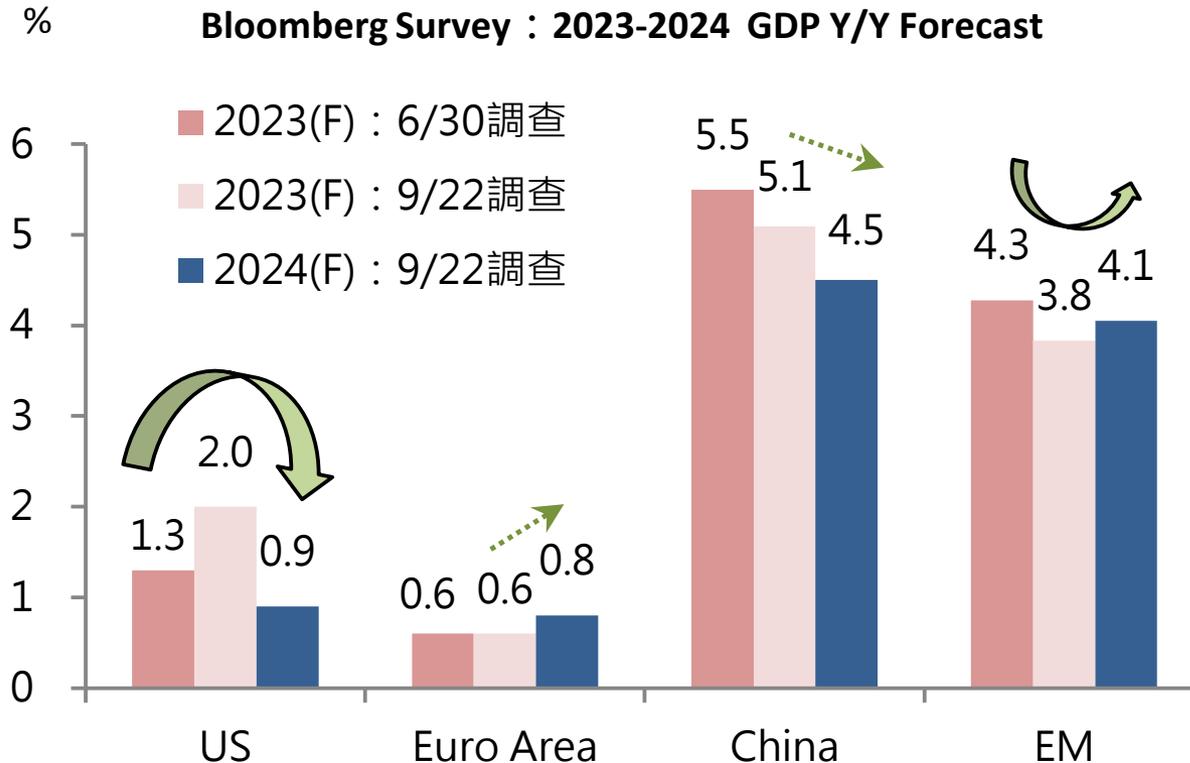


說明：圖中數字分別代表2022、2023年及2024年的經濟成長率預測

資料來源：IMF(國際貨幣基金會) 2023年7月的世界經濟展望報告

# 分析師上修美國景氣展望，預估2024年各區表現分化

- 過去三個月，全球需求維持疲弱，主要地區經濟數據表現分化，美國相對穩定，歐元區受累於德國陷入衰退，中國經濟前景擔憂亦上升
- 相較於6月底，分析師明顯上修美國2023年GDP預估(1.3→2.0%)，但預期2024年仍將放緩(0.9%)；歐元區2024年可能較今年溫和改善(0.8%)，中國2024年將持續放慢(4.5%)，整體新興市場則有望溫和加速(4.1%)



# 國泰台大：2023-2024年美、中景氣面臨放緩壓力

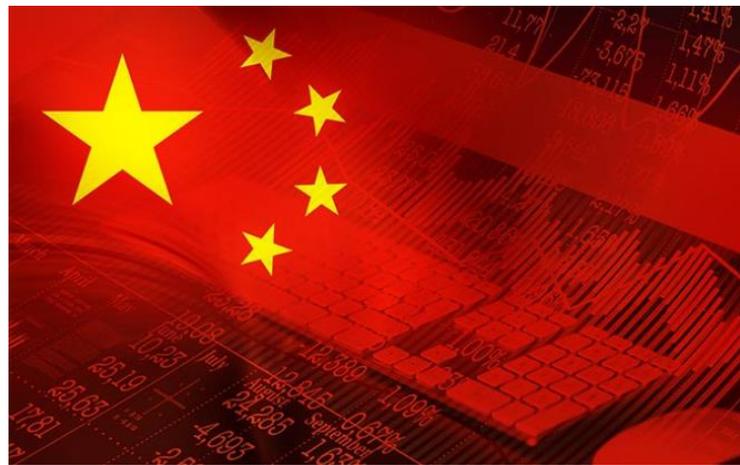
1.0% ~ 2.5% , 0.5% ~ 1.5%



-0.6% ~ 0.8% , -0.2% ~ 1.2%

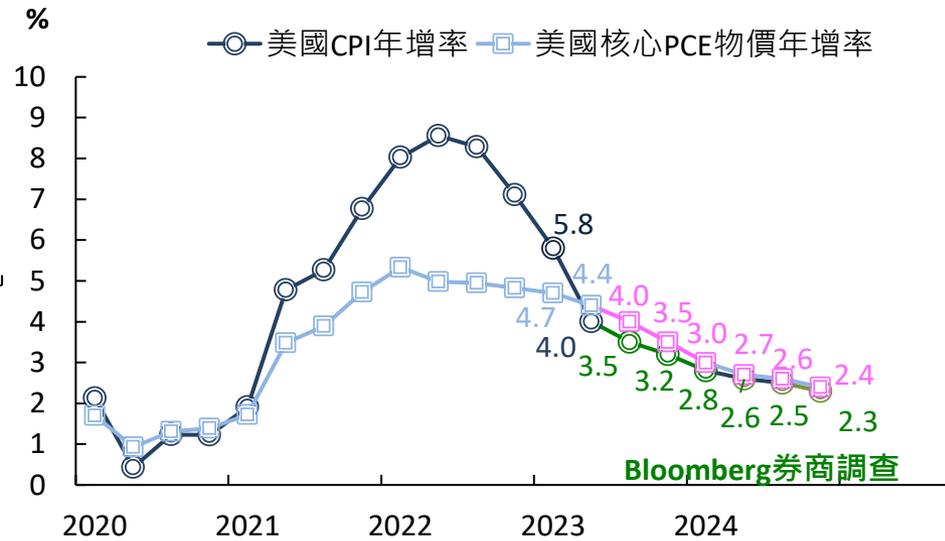


4.5% ~ 5.5% , 3.8% ~ 5.0%



# 美國：近期成長比預期強勁，年底前有轉弱風險

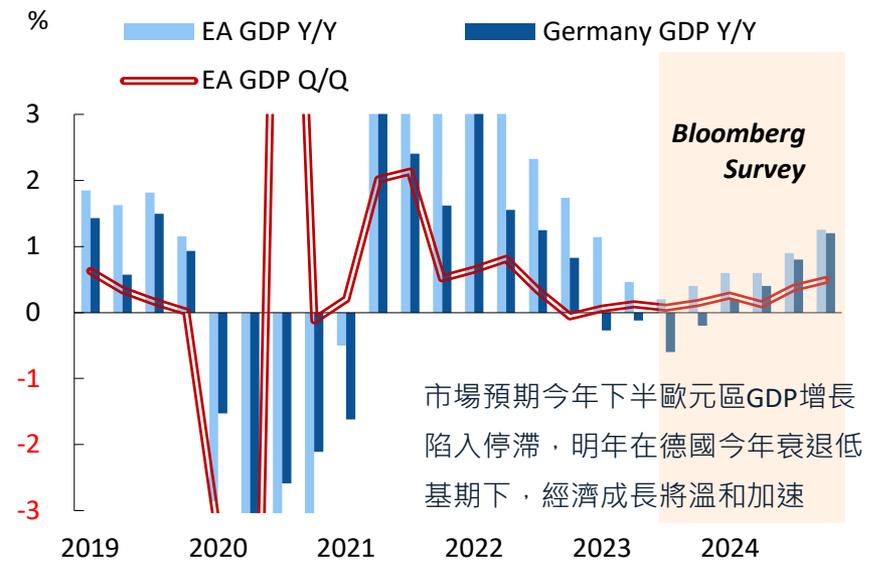
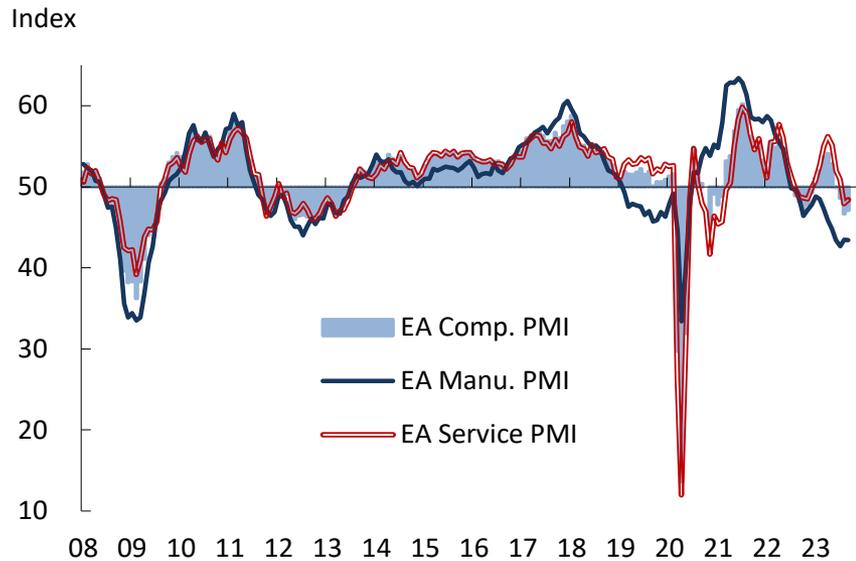
- 今年上半美國景氣優於預期，得益於暖冬氣候、政府補貼激勵企業投資，以及強勁就業市場支撐消費支出。不過，隨超額儲蓄接近用罄、10月份重啟學貸還款，加上Fed傾向高利率維持較長期間，以及銀行業持續緊縮信貸，年底至明年初美國景氣仍有轉弱風險
- 市場預估，2023年美國GDP成長將有望保持2%增速，2024年下滑至0.9%；核心通膨將由去年5%，2023年降至4.2%，2024年降至2.7%，仍將高於Fed 2%目標



資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

# 歐元區：2H23經濟成長停滯，2024年溫和加速

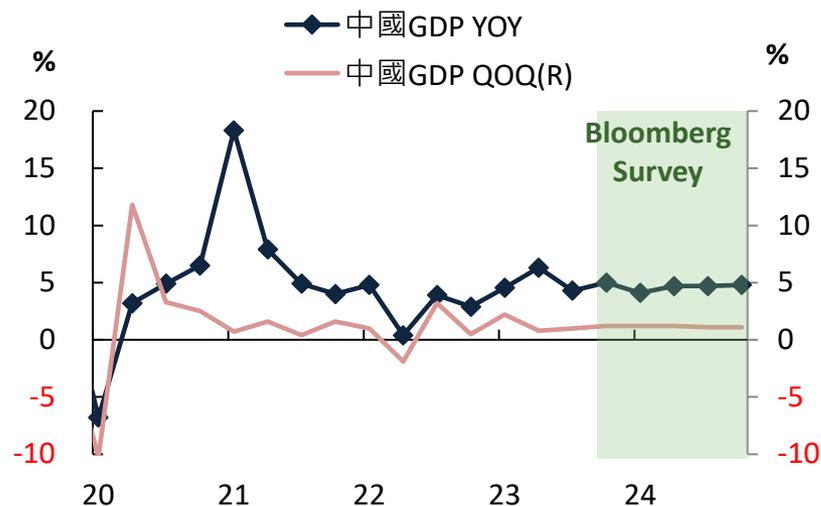
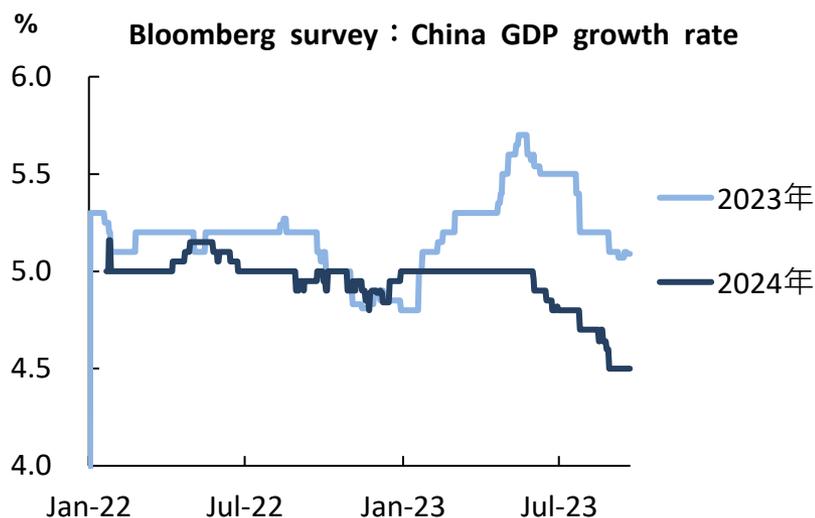
- 外需環境低迷，且疫後旅遊需求減緩，加上ECB升息效果持續顯現，歐元區製造業及服務業PMI皆已陷入萎縮，今年下半景氣將呈現停滯
- 展望2024年，升息緊縮影響仍存，然通膨下滑將有助於支撐家庭實質購買力，加上今年德國景氣衰退的低基期效果，市場普遍預估2024年歐元區GDP成長將較今年溫和加速(Bloomberg Survey：0.6→0.8%)



資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

# 中國：2H23景氣再度轉弱，關注三中全會政策力度

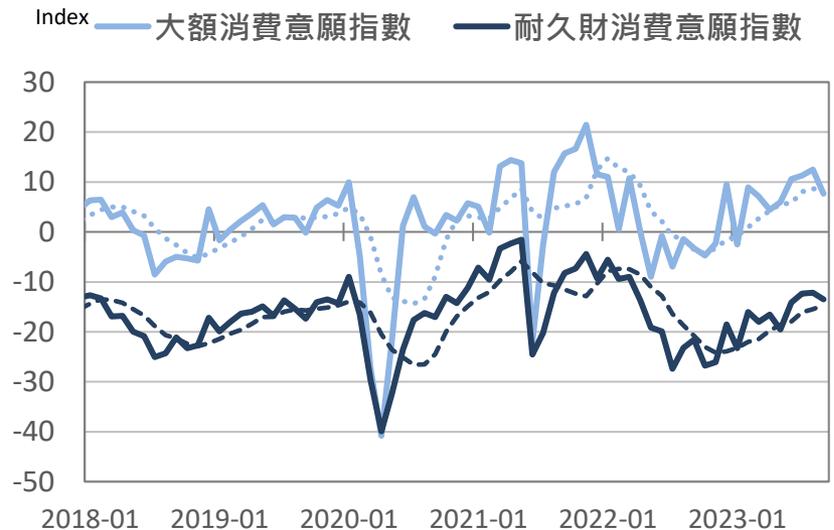
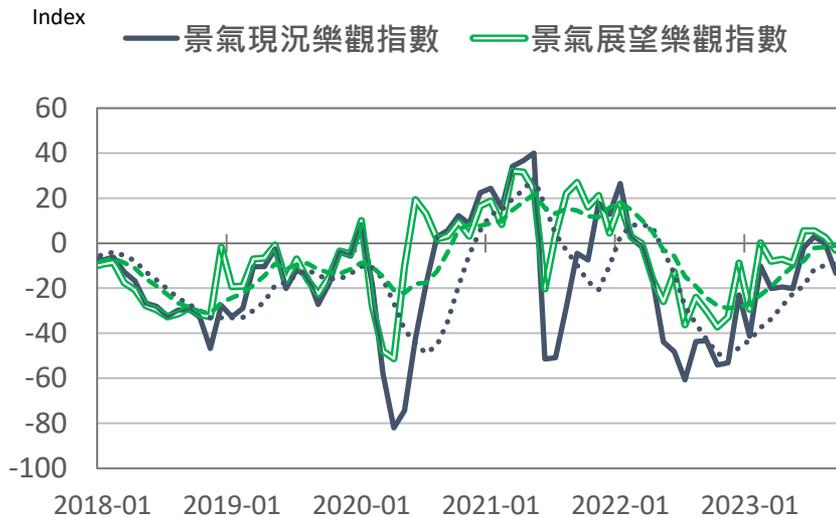
- 預期2H23中國景氣復甦轉弱，全年成長約在4.5-5.5%之間：房市銷售持續偏弱、年底前外貿與消費仍有壓力、官方財政刺激持續保守，與民企投資不振，影響2H23經濟成長再度轉弱。市場期待官方於10-11月三中全會，推出化解地方債務方案與中長期經濟轉型方針
- 預期2024年經濟增速重返長期緩降趨勢，成長小降至3.8-5.0%之間：雖然房市疲弱對經濟成長的下拉影響減退、官方小步加碼刺激政策，但民企與民眾信心恢復仍需時間，將使民間投資與消費偏弱、外資供應鏈持續移轉，預期2024年中國經濟將回到長期放緩趨勢



資料來源：Bloomberg、CEIC；國泰金控經研處整理

# 國泰調查：台灣民眾的景氣樂觀度、消費意願下滑

- 6~8月民眾對景氣看法雖接近甚至突破樂觀臨界點，然全球終端需求改善有限，加上出口復甦速度緩慢，股市修正較劇烈，9月景氣現況樂觀指數及展望樂觀指數回落幅度較大，但尚維持向上趨勢
- 疫後需求似轉趨和緩，暑假後大額消費意願、耐久財消費意願皆較前月稍回落，但消費意願向上趨勢尚未改變

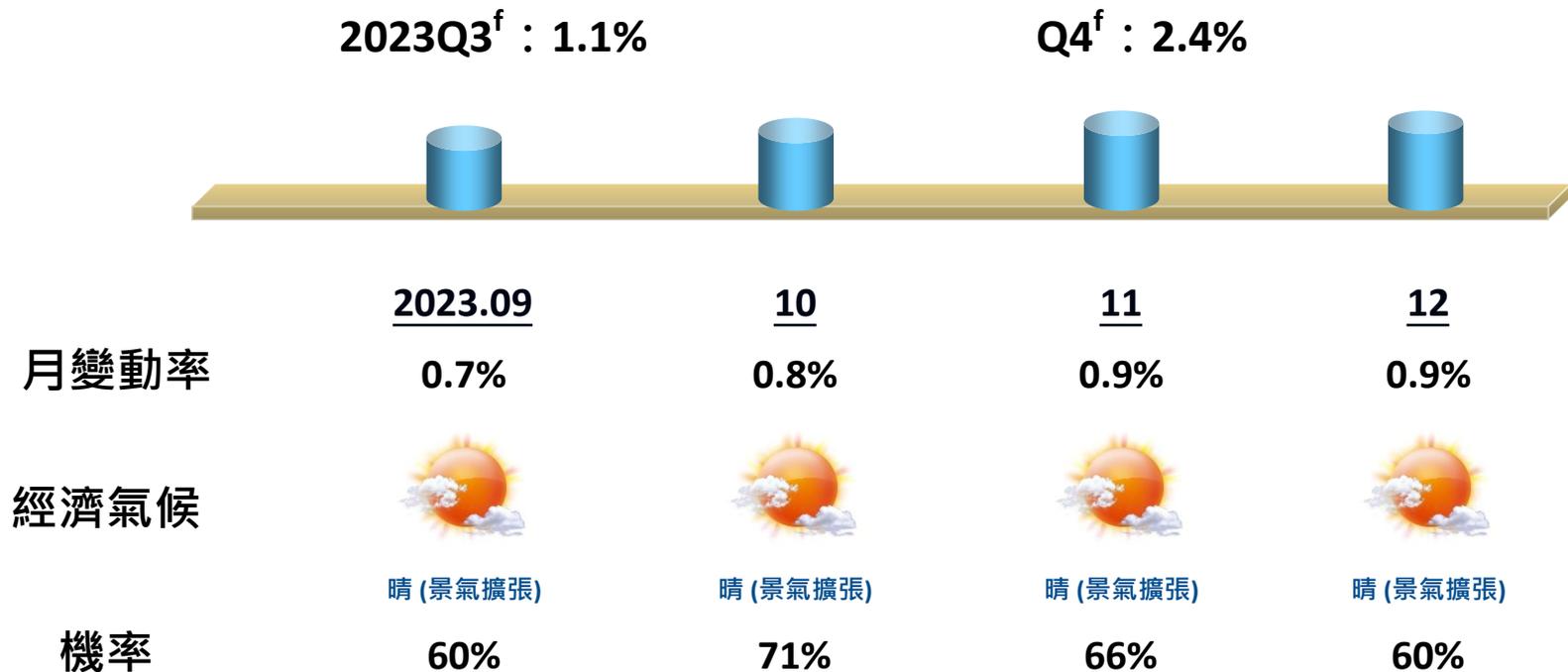


說明：虛線代表六個月移動平均值

資料來源：本團隊整理自國泰國民經濟信心調查(2023.09)

# 外需動能緩步改善，第四季經濟氣候將轉晴

- 主要央行升息對歐美需求的衝擊仍存，且中國刺激政策效果有待觀察，惟出口高基期漸低、製造業存貨改善、旺季消費性電子拉貨，以及AI結構需求帶動，下半年外需有望緩步改善，搭配民間消費有撐，景氣有機會擺脫上半年陰霾
- 本團隊評估：2023年第四季台灣經濟氣候將呈現景氣擴張之「晴」，出現機率將在60%以上

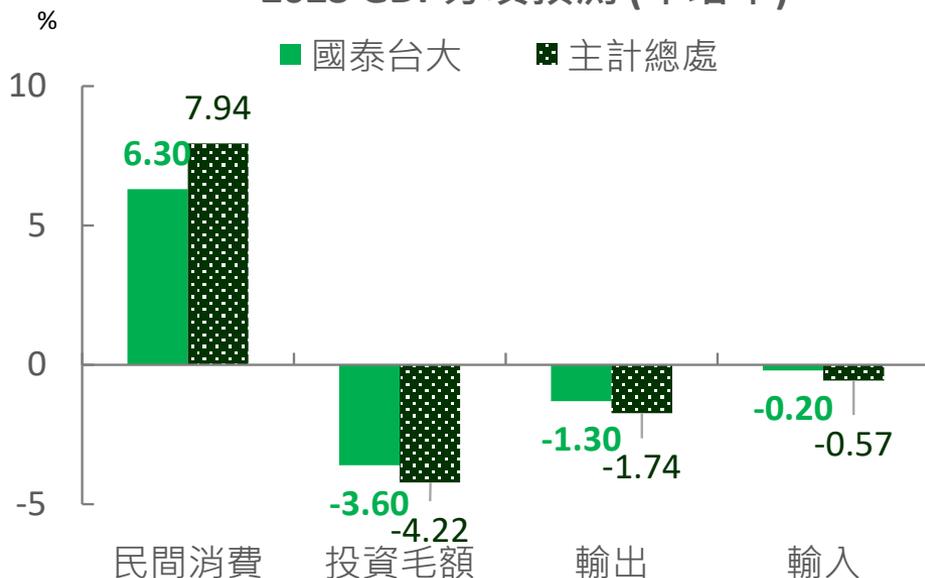


資料來源：本團隊預估

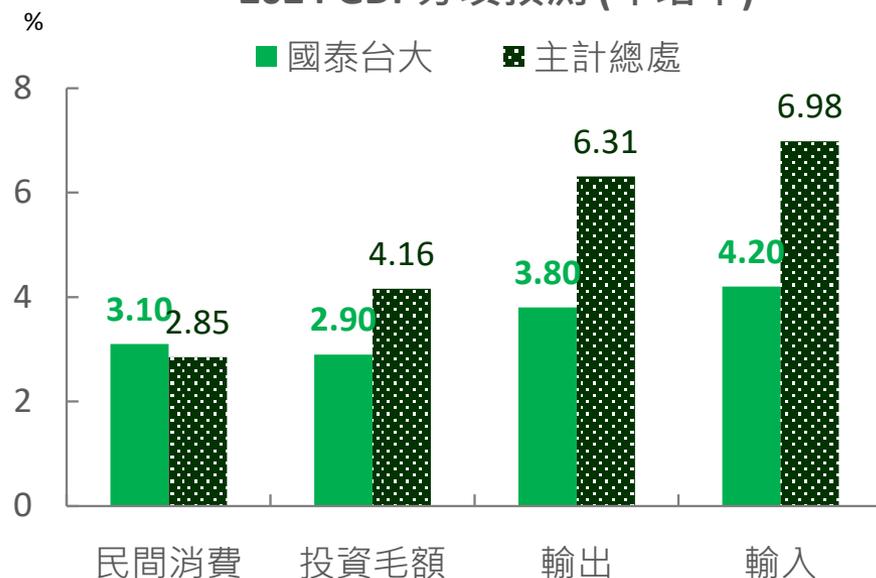
# 預期明年出口、投資稍回溫、民間消費中度成長

- 主要央行維持高利率抑制通膨，且中國復甦力道弱於預期，終端需求仍受景氣下滑拖累，各國經濟成長動能受到壓抑
- 明年需求復甦力道或相對有限，然庫存壓力稍和緩，AI相關需求量產，出口、投資將呈現低基期復甦，民間消費則隨疫後需求動能趨緩，內外需皆呈成長，台灣經濟成長率應可接近3%

### 2023 GDP分項預測 (年增率)



### 2024 GDP分項預測 (年增率)



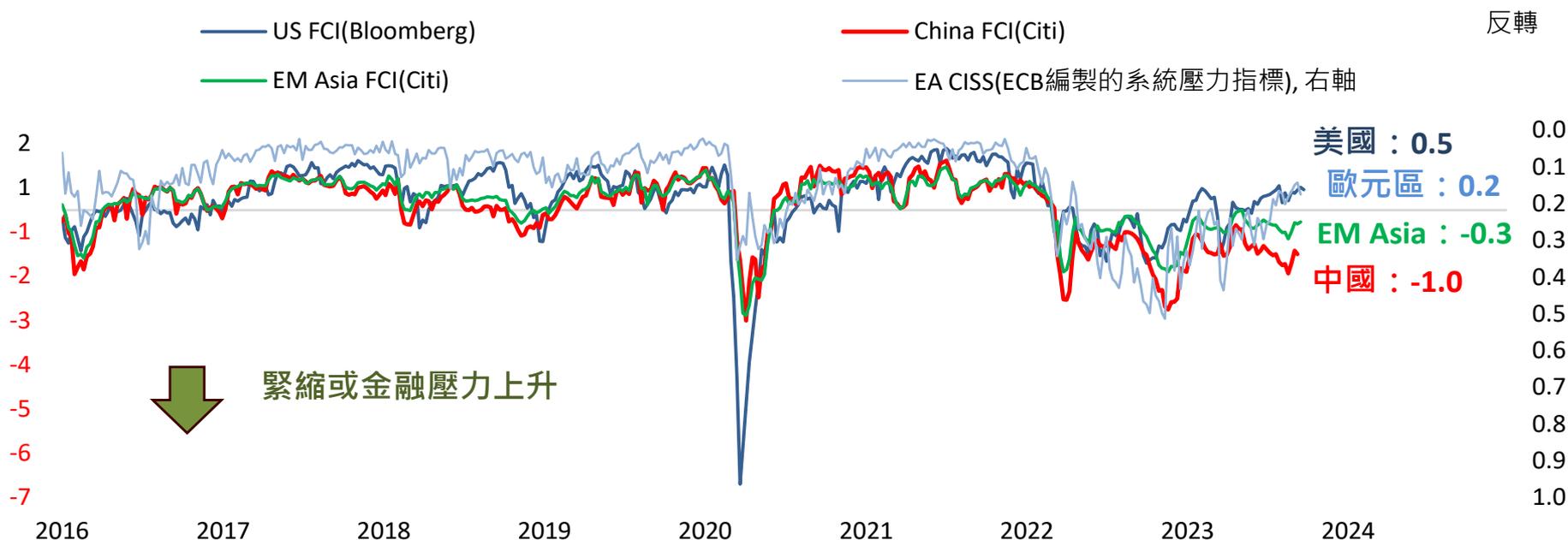
資料來源：主計總處，本團隊預估

# 近期金融情勢分析 與短期展望

- 美國景氣展現韌性，加上企業財報表現不差，國際股市高檔震盪，美、歐金融情勢指數維持改善趨勢；惟中國經濟前景擔憂升溫，金融情勢指數持續偏緊
- 台灣央行9月維持利率不變，本團隊研判，隨Fed升息步入尾聲，且台灣服務通膨有降溫跡象，央行重啟升息機率較低
- 展望第四季，鑑於台灣出口年增率有望由負轉正，且Fed升息循環即將告終，美元指數與央行政策利率具連動關係，預測未來FCI朝「寬鬆」區間下緣波動

# 美國景氣具韌性，金融情勢偏寬鬆，維持改善趨勢

- 儘管主要央行持續升息，但美國景氣展現韌性，加上企業財報表現不差，過去三個月國際股市高檔震盪，美、歐金融情勢偏寬鬆，指數維持改善趨勢，惟中國經濟前景擔憂升溫，金融情勢指數持續偏緊

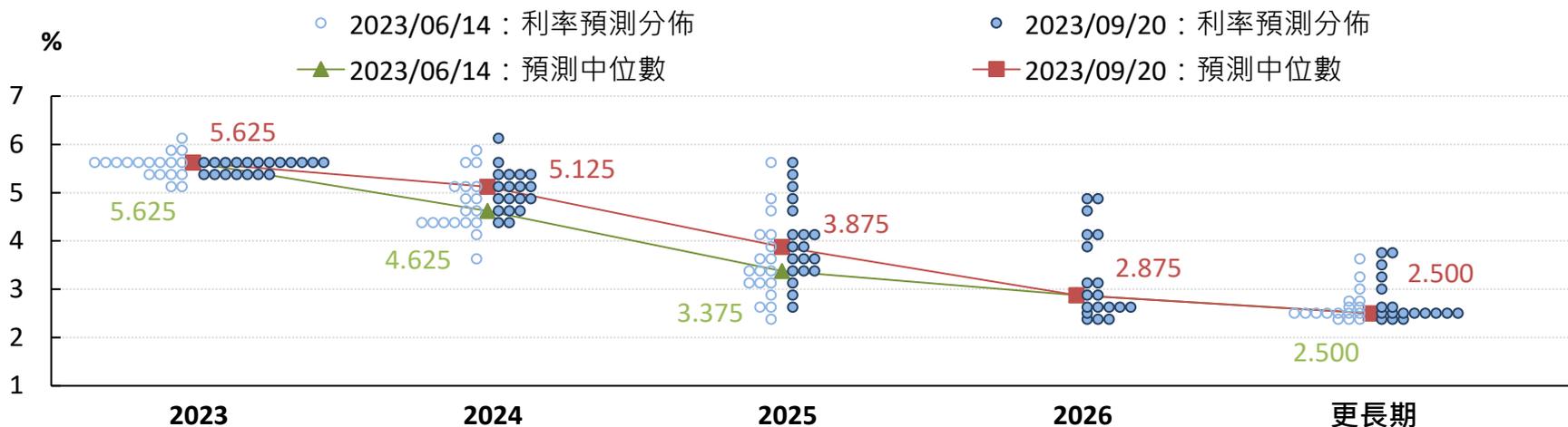


資料來源：Bloomberg, Citi；國泰金控經研處整理

# Fed鷹派暫停升息，點陣圖顯示2024年僅將降息2碼

□ Fed如預期維持利率不變，但保留再升息彈性。最新預估中，Fed對經濟成長和就業前景更加樂觀，同時預期核心通膨雖回落，但2025-2026年方回到2%目標。點陣圖持續保留今年升息一碼空間，2024和2025年利率中位數預期上修50個基點，暗示明年僅將降息2碼，突顯Fed維持高利率更久期間以打擊通膨之決心

2023年9月19-20日預測	2023	2024	2025	2026	長期預估
實質國內生產總值	1.9 - 2.2 <span style="color:red">↑</span>	1.2 - 1.8 <span style="color:red">↑</span>	1.6 - 2.0	1.7 - 2.0	1.7 - 2.0
失業率	3.7 - 3.9 <span style="color:red">↓</span>	3.9 - 4.4 <span style="color:red">↓</span>	3.9 - 4.3 <span style="color:red">↓</span>	3.8 - 4.3	3.8 - 4.3
PCE物價指數	3.2 - 3.4 <span style="color:green">↑</span>	2.3 - 2.7	2.0 - 2.3	2.0 - 2.2	2.0
核心PCE物價指數	3.6 - 3.9 <span style="color:red">↓</span>	2.5 - 2.8	2.0 - 2.4	2.0 - 2.3	--



# 台灣央行將維持利率不變，再升息及轉降息機率低

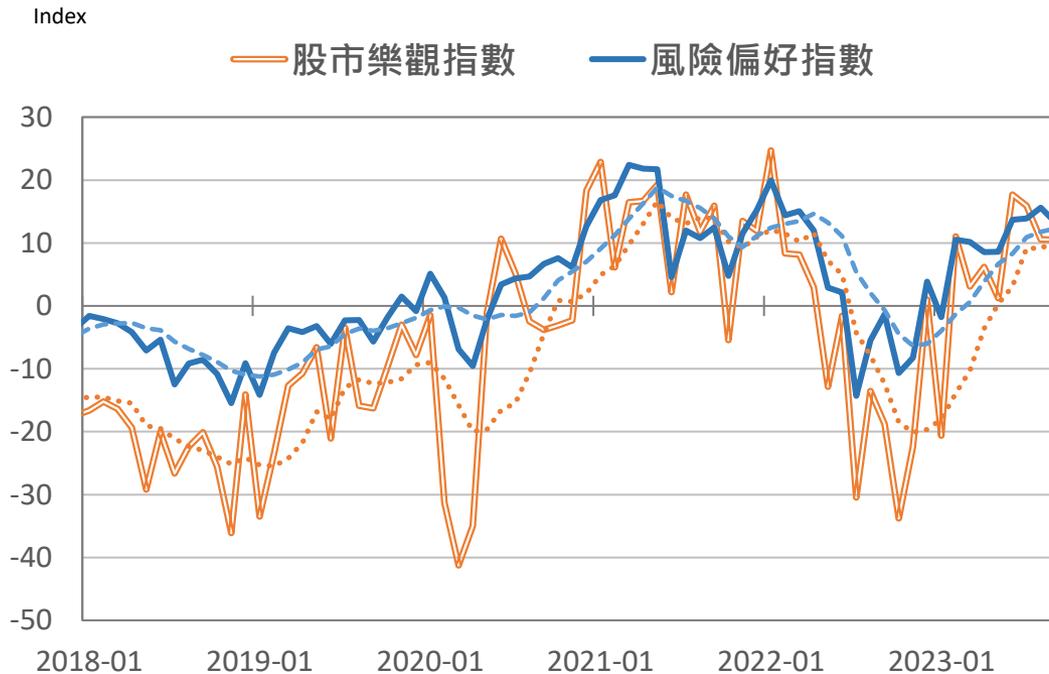
- 9/21 台灣央行維持政策利率不變。關於後續升息路徑，央行總裁指出，緊縮政策將維持較久，後續決策將視數據而定；降息則關注在通膨回落的前題下，經濟成長動能是否大幅下滑
- 因 Fed 升息步入尾聲，且服務通膨有降溫跡象，美國景氣衰退機率降低，且原物料價格近期明顯走揚，加上台灣景氣逐步改善，明年通膨雖在 2% 以下，但仍維持偏高水準，除非景氣與金融面衝擊超乎預期，降息之必要性與可能性亦不高

考量因素	可能情境分析	2023Q4	2024Q1
外部貨幣政策	Fed於9月暫停升息，雖11月可能再次升息，然升息將步入尾聲，各國亦將結束升息，然降息時點亦將較預期更晚	➔	➔
全球金融不穩定性	點陣圖反映Fed可能升息至高於市場預期更高水準，且維更久，金融情勢不確定性偏高	➡	➡
台灣景氣動能	全球需求改善有限，外需、投資僅基期復甦，但內需消費仍穩健，景氣有基本成長	➔	➔
台灣通膨壓力	僵固性服務通膨初見改善，然原物料價格上漲，或遞延通膨穩定降至2%以下時點	➔	➔

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

# Fed將維持高利率更久，但民眾股市樂觀度仍偏正面

- 市場預期Fed維持更久之高利率，台股近期明顯回落，然受AI長線需求預期帶動，民眾對股市樂觀度、風險偏好雖稍回落，但仍維持正面看法
- Fed放鷹一度壓抑台股，然美消費旺季來臨，加上中國近期較積極推出新政策，經濟數據下滑趨勢稍緩，預期有利民眾對股市樂觀度維持相對高檔

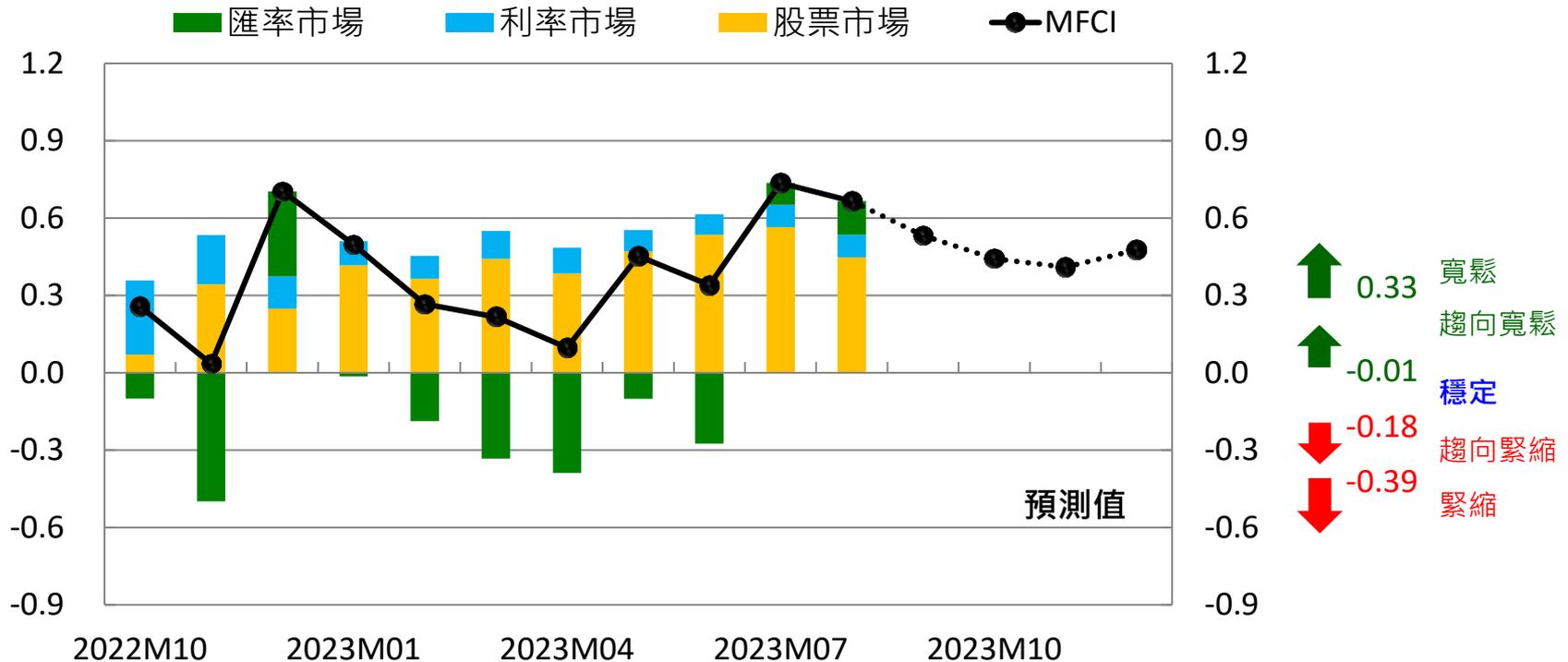


說明：虛線代表六個月移動平均值

資料來源：本團隊整理自國泰國民經濟信心調查(2023.09)

# 研判台灣第四季的金融情勢將在寬鬆區間下緣波動

- 儘管第三季台股因AI題材而出現劇烈波動，惟受到台幣貶值影響，台灣金融情勢指數(FCI)在「寬鬆」區間內進一步走揚
- 展望第四季，鑑於台灣出口年增率有望由負轉正，且Fed升息循環即將告終，美元指數與央行政策利率具連動關係，預測未來FCI朝「寬鬆」區間下緣波動



資料來源：本團隊計算

# 影響2023-24年台灣經濟成長的主要因素

美歐核心通膨偏高且全球復甦不均，增加央行過度緊縮風險

國際油價持續上漲，增加全球景氣及通膨前景的不確定性

全球需求疲軟，拉長去庫存時間，造成投資需求遞延

中國未加碼有效政策刺激，房市持續低迷，經濟成長持續疲軟

國際地緣政治風險持續，俄烏戰事與美、中爭端的不確定性

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