



國泰金控



國立臺灣大學

台灣「經濟氣候 暨金融情勢」 展望發表會

2019年09月09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抵觸之情事；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抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。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。

維持今年GDP預測不變，預估下界略微上修

2019

2.5%

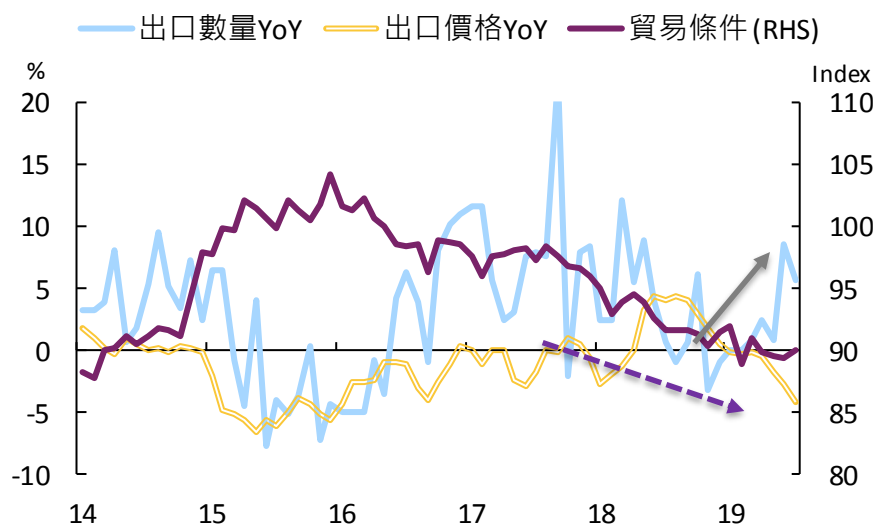
2.2%

1.8% (原1.5%)



主計總處上調台灣景氣預估，然結構面有隱憂

- 上半年景氣優於預期，主要因淨外需與民間投資改善，主計總處上調2019年預估至**2.46%**。
- 民間投資得益於台商回流，外需改善則受惠轉單效應與台幣貶值計價。然而，受電子產品價格下滑拖累，加上油價降幅有限，貿易條件惡化更甚於2015年。另外，貿易戰壓抑台商海外收入，也不利國民所得，景氣結構並非全然良好。



資料來源：主計總處，財政部統計處

首次預測2020年經濟成長率為2.0%



2.7%

2.0%



1.2%



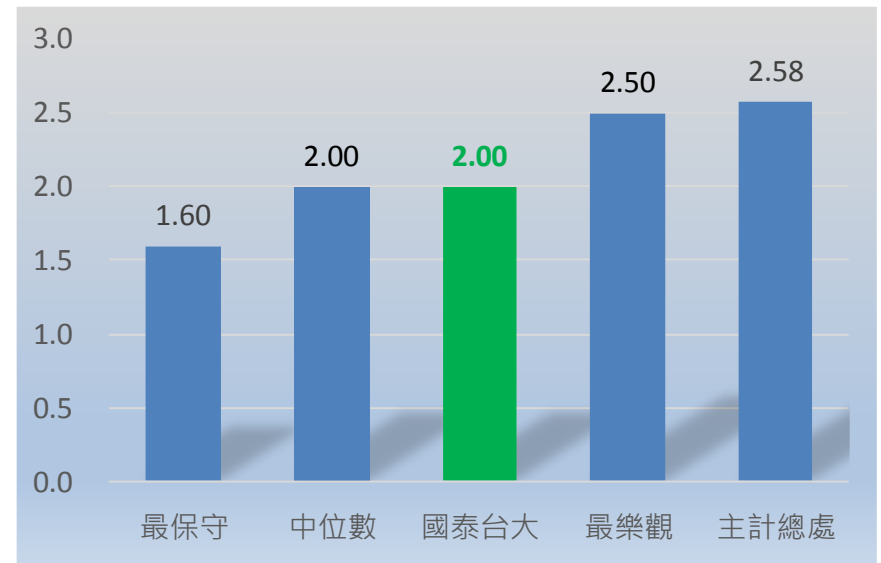
各機構預測台灣經濟成長維持2%，與今年持平

- 美、中貿易戰衝擊中國出口並壓抑全球貿易成長，但同時帶動海外台商資金回流並重啟台灣生產，使今年台灣經濟成長仍有支撐。
- 美中互課關稅規模仍不斷升級，不利全球需求，且台商回流持續程度仍有待觀察，多數機構預期，**2020年經濟成長率將持平在2%附近。**

國、內外主要機構對台灣2019年
經濟成長率預測分布圖



國、內外主要機構對台灣2020年
經濟成長率預測分布圖



註：經研處整理17家外資券商預測值，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；國泰金控經研處整理

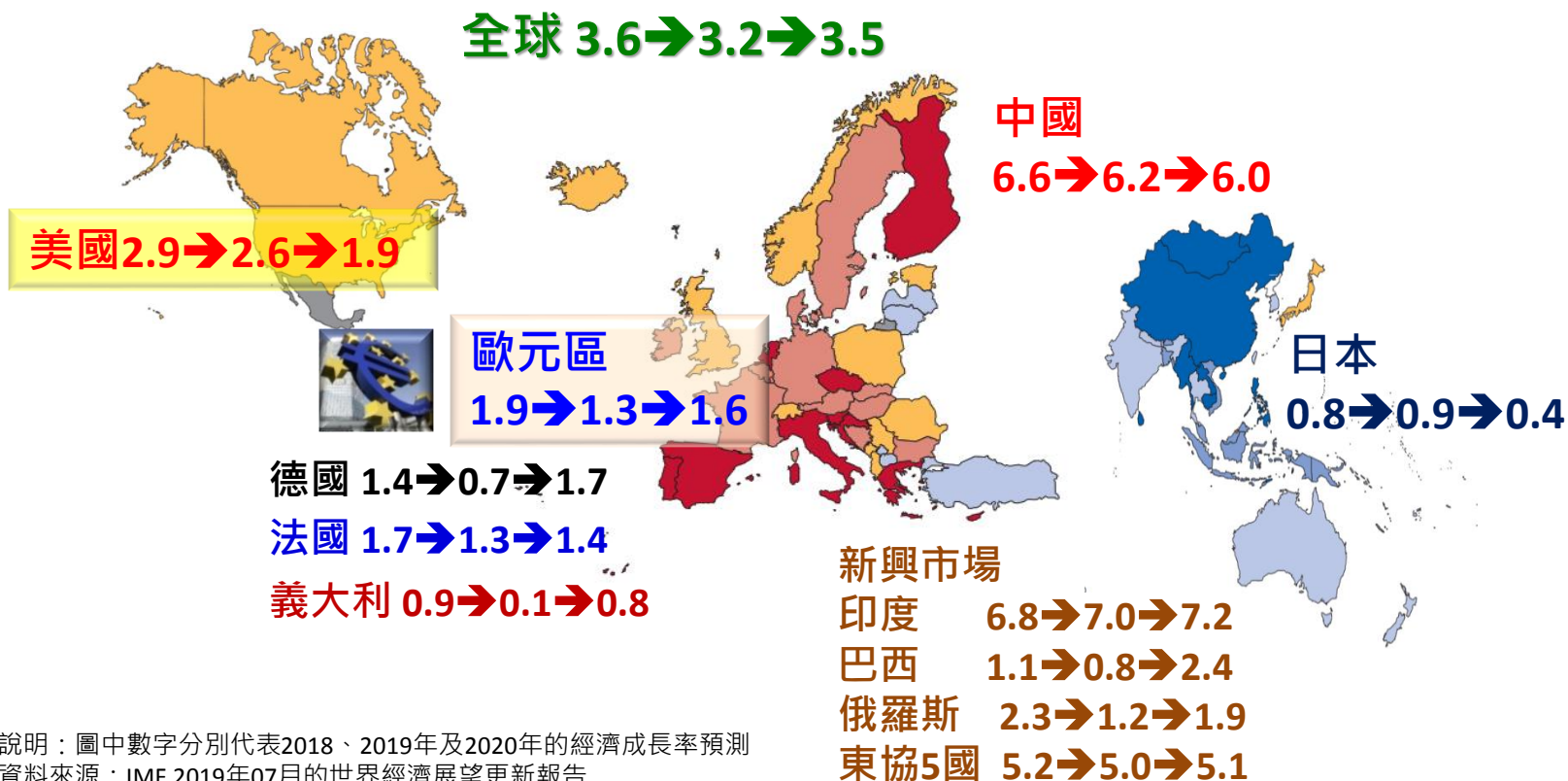
經濟成長率預測及短期經濟 氣候研判

- 本團隊維持去年9月以來對2019年台灣經濟成長率的預測值2.2%，下界小幅上修至1.8%。展望2020年，初估台灣經濟成長率為2.0%，研判有80%的機率落在1.2-2.7%
- 上半年台灣景氣表現不弱，主因企業轉單、台幣貶值與台商加速回流。2019/09-12台灣景氣有機會由陰轉朗，第四季經濟氣候出現朗的機率將在40%以上；雨的機率低於5%，衰退風險仍低
- 展望2020年，美中貿易戰不確定性仍是全球景氣主要下檔風險，台灣外部需求持續面臨挑戰，加上今年支持景氣的正面力道將逐步減退，整體經濟成長動能可能放慢



不確定性如影隨形，IMF調降今明兩年全球景氣預測

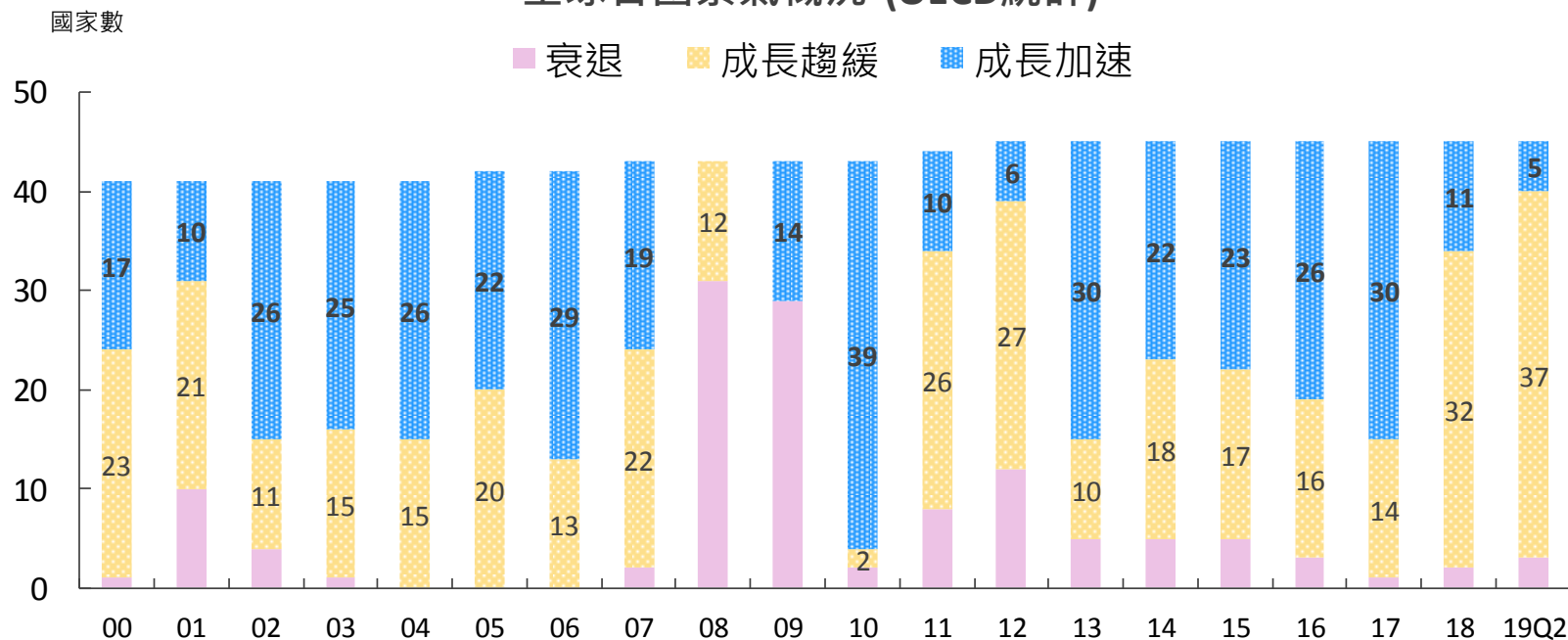
- IMF在7月雙雙調降今明兩年全球經濟成長預估值各0.1個百分點，為去年10月以來第4次下調。同時警告，美中進一步加徵關稅、汽車關稅或英國無序脫歐，可能進一步使全球成長放緩、削弱投資並干擾供應鏈，呼籲各國進行多邊合作以降低貿易緊張局勢。



OECD：地緣政治風險不斷，持續拖累經濟成長

- 在OECD的45個成員國中，第二季多數國家景氣動能進一步放緩，成長趨緩的國家數增加至37個。
- 5月OECD再調降今年世界經濟成長率預測至3.1%，是2016年以來最低紀錄，其首席經濟學家波恩也提出警告，全球地緣政治風險如美中貿易戰、美國與伊朗的衝突、英國脫歐，都將拖累現在與未來的成長。

全球各國景氣概況 (OECD統計)



資料來源：OECD (2019/9)

註：景氣成長加速(趨緩)定義：季調後經濟成長率4季加總大於(小於)前一期。目前有18國尚未公佈2Q19 GDP，此18國資料僅使用至1Q資料

全球製造業PMI連四月萎縮，貿易戰陰霾揮之不去

- 美中貿易戰升級，美國製造業3年來首見衰退，**8月全球製造業PMI連續第四月萎縮**。不過，歐洲與中國企業信心回穩，則是緩和整體信心頹勢。貿易爭端尚無停止跡象，短期內企業信心不易見到明顯回升動力

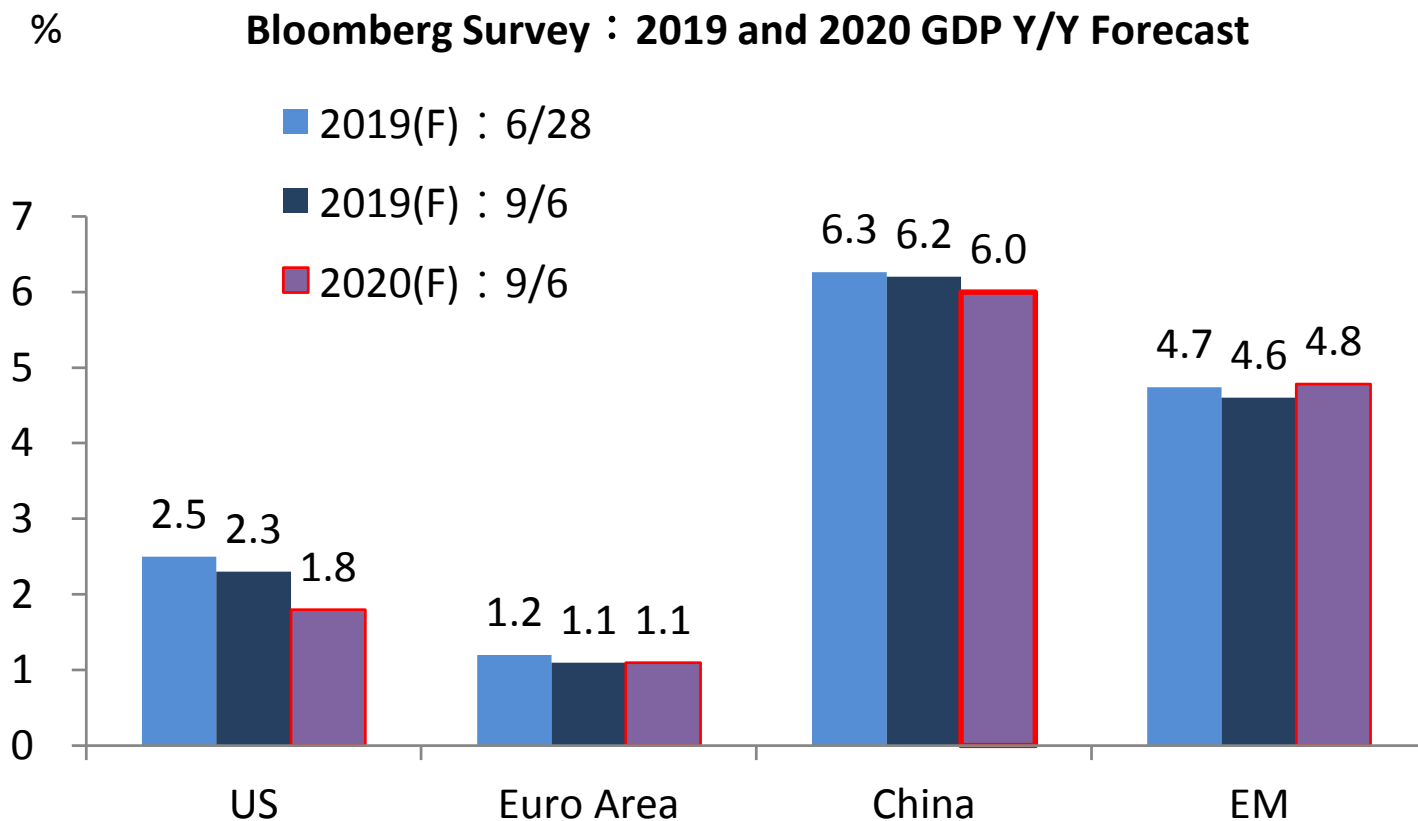
國家	製造業PMI				國家	製造業PMI			
	May 19	Jun 19	Jul 19	Aug 19		May 19	Jun 19	Jul 19	Aug 19
全球	49.8	49.4	49.3	49.5	俄羅斯	49.8	48.6	49.3	49.1
新興市場	50.4	49.9	50.1	50.4	土耳其	45.3	47.9	46.7	48.0
美國(ISM)	52.1	51.7	51.2	49.1	埃及	48.2	49.2	50.3	49.4
美國(Markit)	50.5	50.6	50.4	50.3	南非	49.3	49.7	48.4	--
加拿大	49.1	49.2	50.2	49.1	沙烏地阿拉伯	57.3	57.4	56.6	57.0
墨西哥	50.0	49.2	49.8	49.0	阿拉伯聯合大公國	59.4	57.7	55.1	51.6
巴西	50.2	51.0	49.9	52.5	日本	49.8	49.3	49.4	49.3
英國	49.4	48.0	48.0	47.4	韓國	48.4	47.5	47.3	49.0
歐元區	47.7	47.6	46.5	47.0	中國(財新)	50.2	49.4	49.9	50.4
~德國	44.3	45.0	43.2	43.5	中國(NBS)	49.4	49.4	49.7	49.5
~法國	50.6	51.9	49.7	51.1	香港	46.9	47.9	43.8	40.8
~義大利	49.7	48.4	48.5	48.7	台灣	48.4	45.5	48.1	47.9
~西班牙	50.1	47.9	48.2	48.8	印度	52.7	52.1	52.5	51.4
~愛爾蘭	50.4	49.8	48.7	48.6	新加坡	49.9	49.6	49.8	49.9
波蘭	48.8	48.4	47.4	48.8	印尼	51.6	50.6	49.6	49.0
匈牙利	57.9	54.1	51.2	52.6	越南	52.0	52.5	52.6	51.4
捷克	46.6	45.9	43.1	44.9	紐西蘭	50.3	51.1	48.2	--

資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理、製表

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

市場下修2019年GDP預估，2020年看法亦多趨於保守

- 各國最新企業信心指標普遍走弱，全球經濟前景擔憂上升，市場同步下修美國、歐元區、中國及新興市場2019年GDP成長預估。
- 考慮到全球貿易及政治不確定性，分析師對2020年預估亦多趨於保守。



資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

國泰台大：2019-20三大經濟體成長動能偏弱

2.0%-2.5% · 1.5%-2.3%



0.9%-1.1% · 0.8%-1.2%



6.0%-6.3% · 5.8%-6.1%



美國：貿易不確定性仍高，景氣風險偏下檔

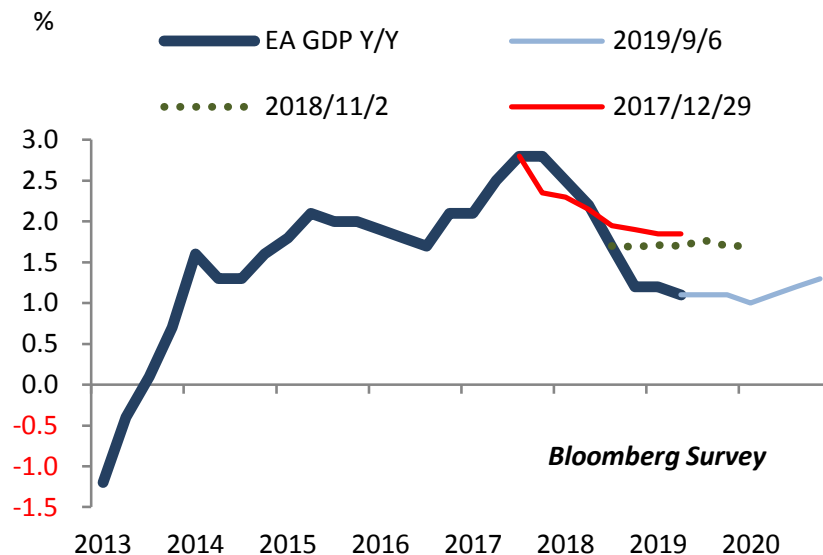
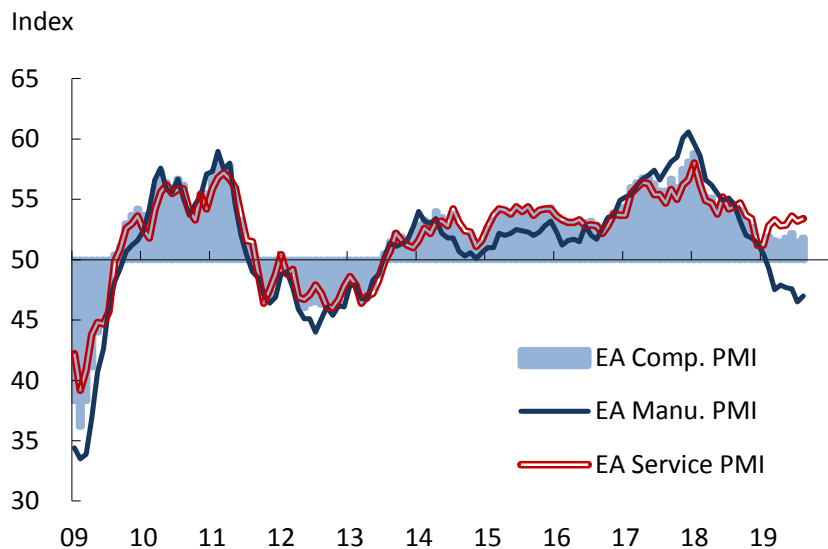
- 美中關稅威脅引發提前備貨活動，使得今年上半美國景氣優於市場預期。不過，隨著關稅清單擴增至所有中國進口品，將抵消就業市場穩健與利率下滑對房市與民間消費的提振效果。
- 市場預期，明年GDP可能由今年2.3%下滑至**1.8%**；CPI年增率可能由今年1.8%回升至**2.0%**。



資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

歐元區：出口下滑及政治風險影響，景氣陷弱勢增長

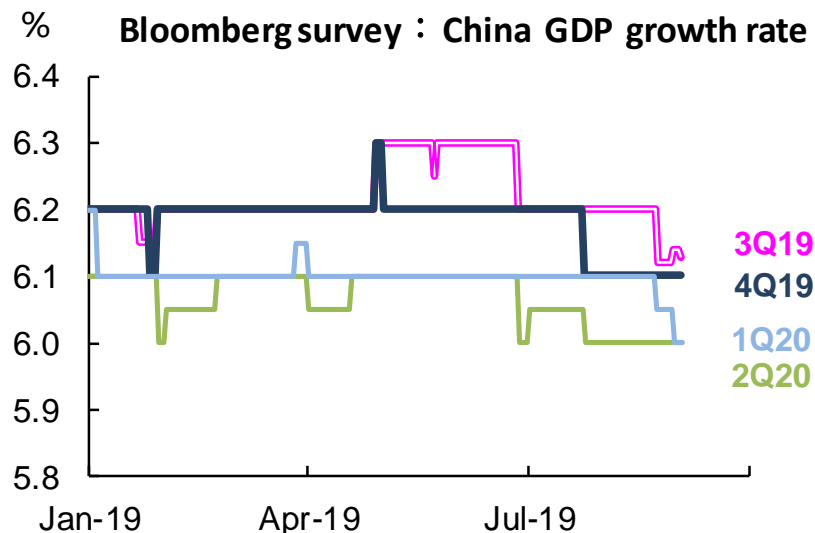
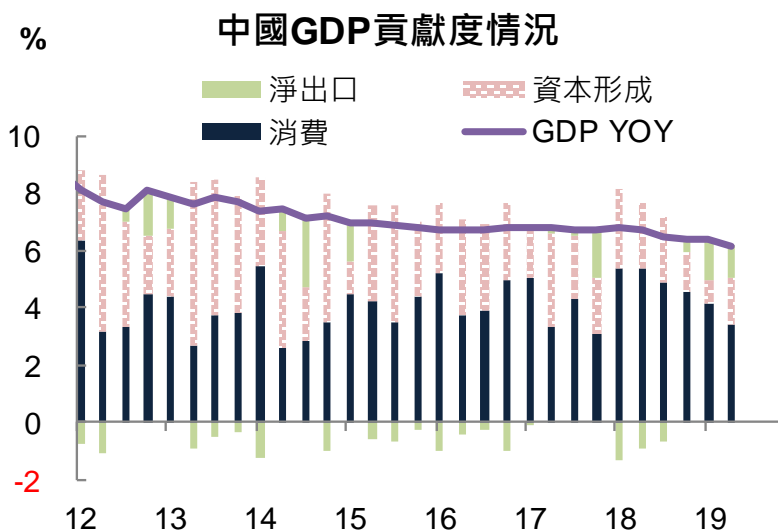
- 景氣持續內溫外冷，偏外需的製造業信心明顯弱於內需服務業；第二季GDP季率僅成長0.2%，其中第一大經濟體德國已陷入萎縮(-0.1%)。
- 全球貿易的不確定性持續存在，加上英國脫歐及義大利政治等問題短期內不易緩解，市場預估今年下半及明年GDP維持偏弱勢增長。



資料來源：Bloomberg、DataStream；國泰金控經研處整理

中國：貿易戰壓抑成長，政策刺激縮減負面影響

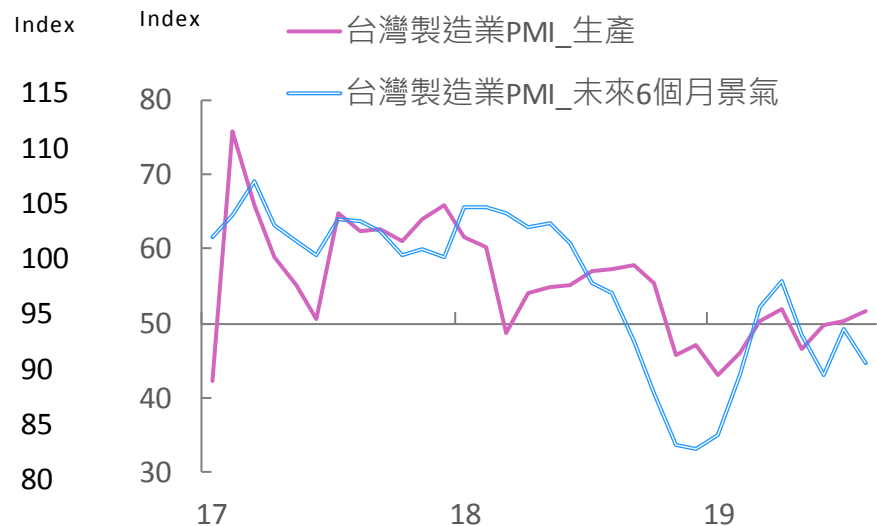
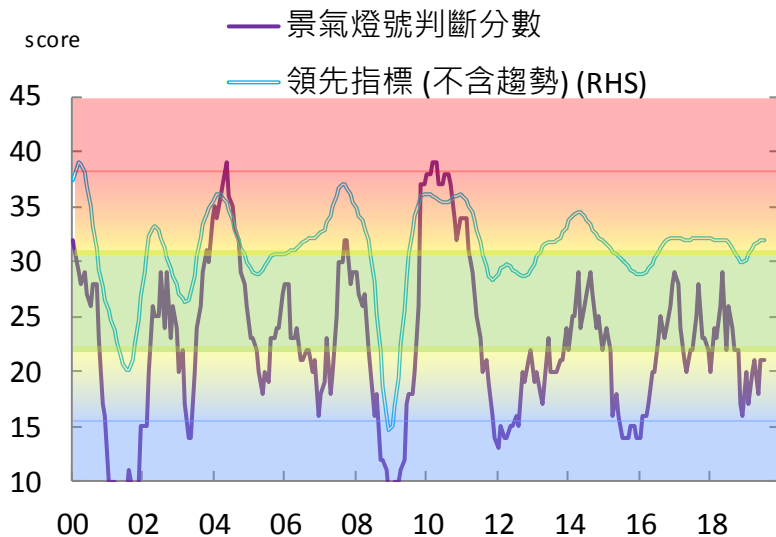
- 美、中貿易戰升溫使中國出口及就業的壓力快速上升，出口持續疲弱，不利就業情勢且抑制消費增長。預期中國經濟成長趨勢向下，年底前景氣動能仍將低迷。
- 除了官方年初已宣布的今年減稅降費2兆、人行降準以外，預期中國將大力強化落實基建投資，人行將持續降準並可能調降MLF利率，來縮限貿易戰對於經濟成長的負面影響。



資料來源：Bloomberg、CEIC；國泰金控經研處整理

台灣：景氣受政策與基期支撐，但外需仍有高度不確定性

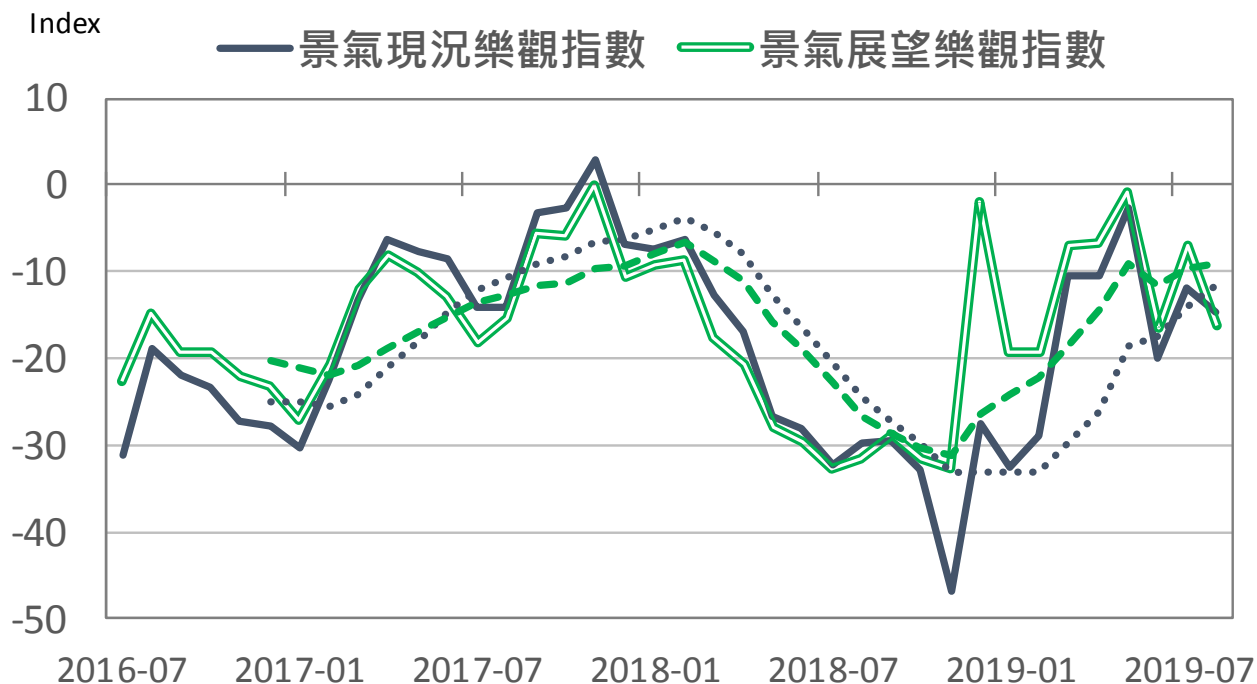
- 台灣景氣燈號值維持黃藍燈，領先指標連7月上升，反映台灣景氣溫吞但仍維持正向動能。
- 台灣今年景氣尚有半導體需求回溫、低基期、政府選前刺激內需與資金回台專法等多項正面因素，然因美中互課關稅稅率持續升級，製造業前景面臨高度不確定性，不利投資相關產業鏈與外部需求持續力，預期明年台灣景氣正面因素將逐步消退且外需壓力漸顯。



資料來源：國發會、Bloomberg；國泰金控經研處整理

美中貿易戰再升級，民眾經濟信心震盪走跌

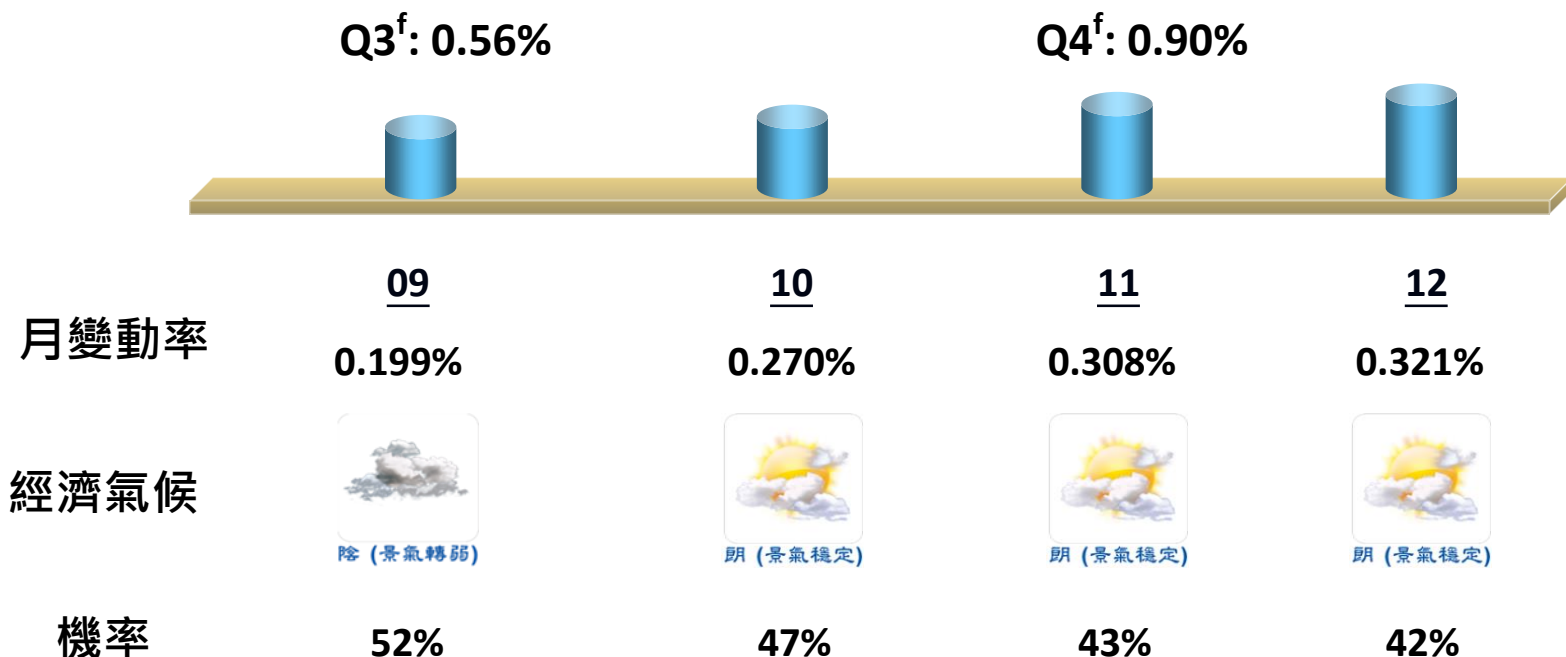
- 第二季以來，儘管國內領先指標溫和改善，然5月及8月川普兩度提高關稅威脅，引發金融市場動盪，提高民眾對經濟前景的擔憂。
- 最新國民經濟信心調查顯示：民眾的景氣展望樂觀指數震盪走跌至-16.2，創今年第四低水準。



資料來源：本團隊整理自國泰國民經濟信心調查(2019.08)
說明：虛線代表六個月移動平均值

第四季各月成長有機會回溫，關注貿易議題進展

- 貿易戰打壓全球需求，惟得益於企業轉單與加速回台生產，台灣景氣在四小龍中表現最佳。預期第四季景氣將趨於穩定，惟不確定性仍高
- 我們評估，2019/09-12台灣景氣有機會由「陰」轉「朗」，第四季經濟氣候出現朗的機率將在40%以上；雨的機率低於5%，衰退風險仍低

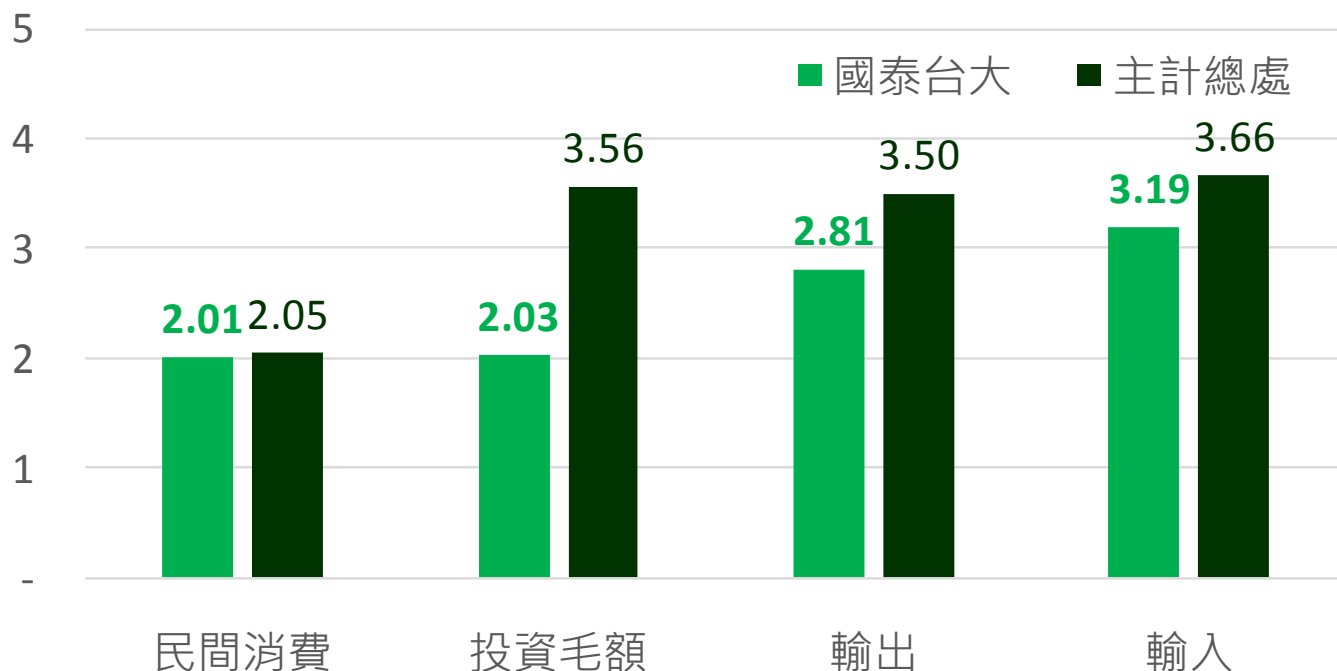


資料來源：本團隊預估

國泰台大：政策效果逐漸趨緩，保守看待明年景氣

- 主計總處8月預估2020年成長率達2.58%，對投資尤其樂觀。
- 我們對內外需看法皆較主計總處保守，主要受美中貿易紛爭影響，製造業前景面臨高度不確定性，加上政策對景氣挹注效果逐漸趨緩，預期2020年台灣出口、投資將弱於今年。

與主計總處預測之差異比較(年增率)

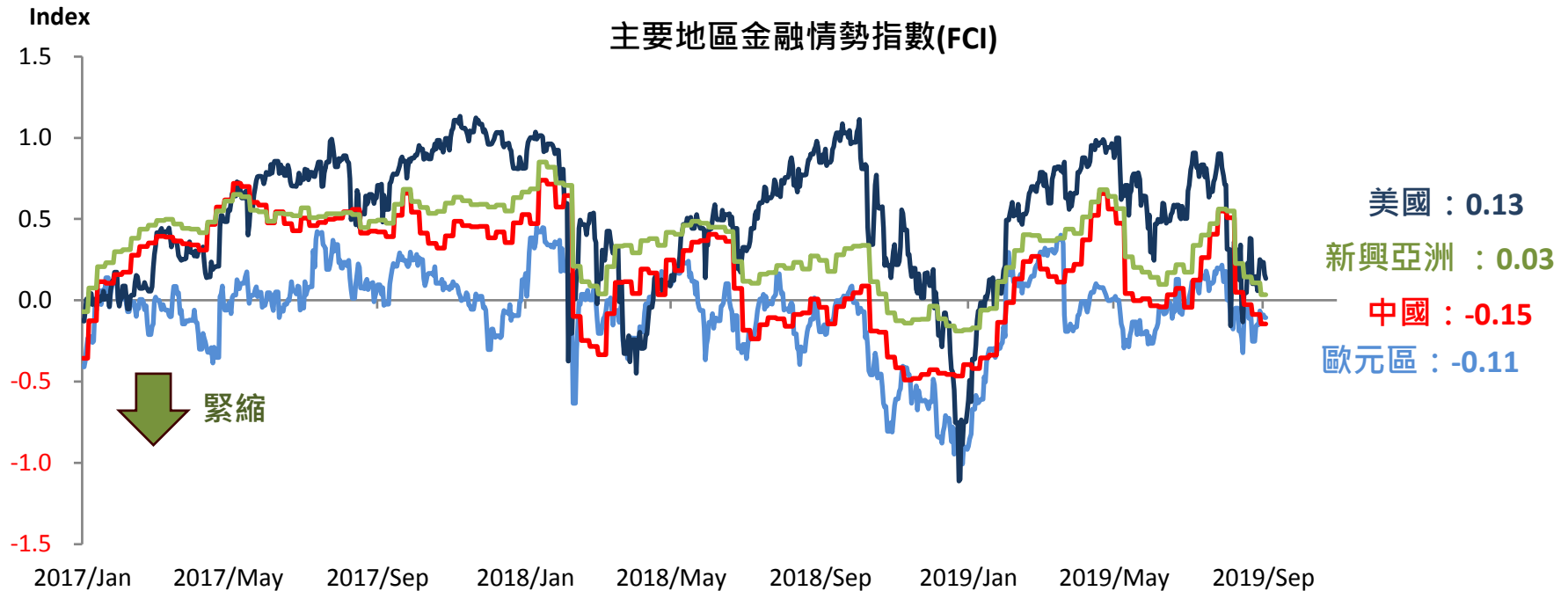


近期金融情勢分析與短期展望

- 本團隊研判：台灣央行在9月將維持利率不變；依景氣現況尚不需降息，但未來壓力可能逐漸增加
- 美中貿易戰進一步升級、全球製造業信心欲振乏力，引發市場動盪，導致**近期全球金融情勢指數同步趨向緊縮**，並提高投資者對Fed等主要地區央行進一步寬鬆貨幣政策的期待
- 展望第四季，鑑於台股高檔震盪、台幣偏弱與長短債利差縮窄，**整體金融情勢有機會小幅改善**，惟仍處在「趨向緊縮」的狀態

美、中貿易戰升級，各國金融情勢指數趨向緊縮

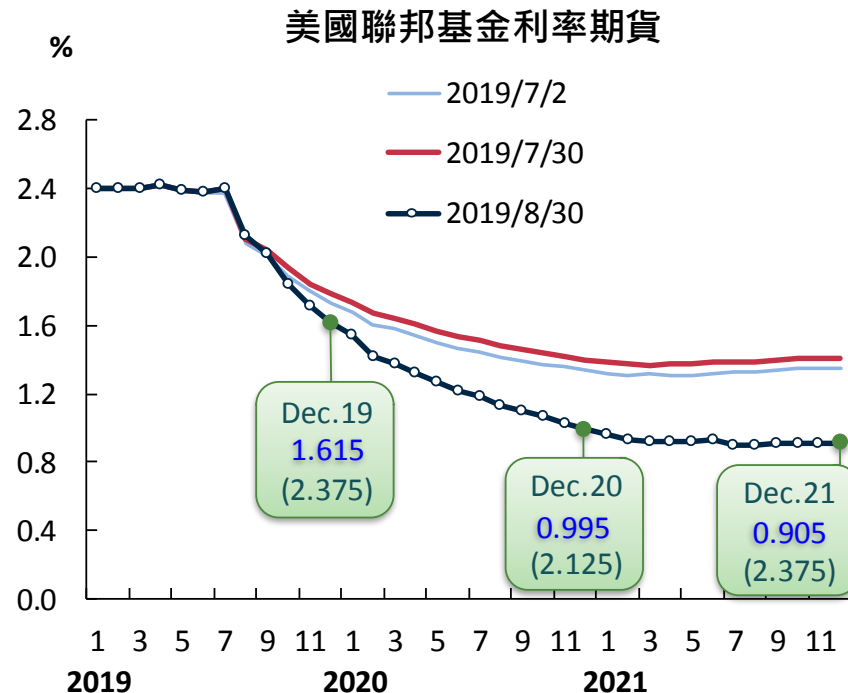
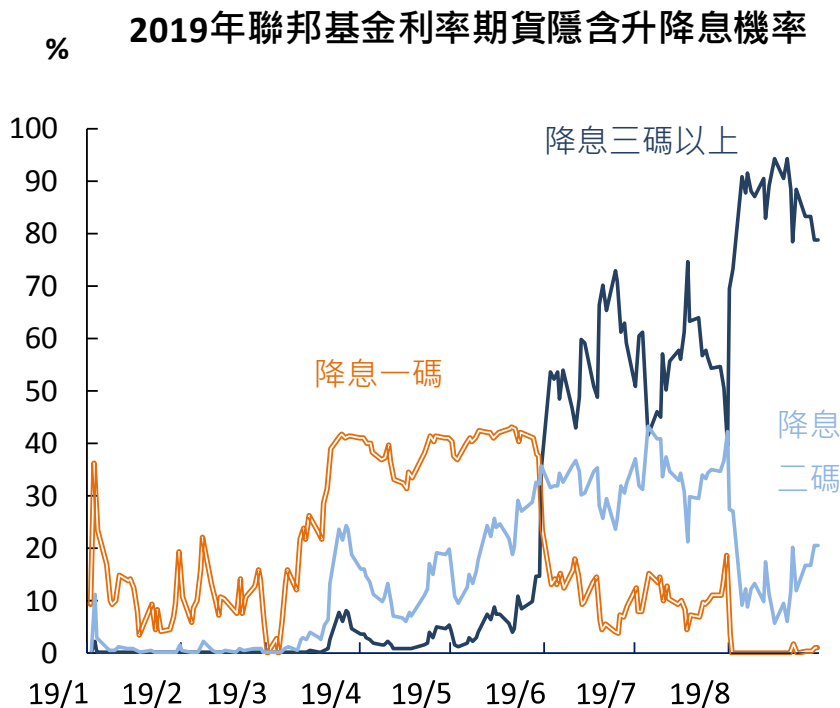
- 8月初以來，美中貿易摩擦進一步升溫，加上各國公佈的製造業信心持續偏弱，全球經濟前景擔憂打壓各國股市回挫。
- 美、歐、中及新興亞洲金融情勢指數同步走降，其中歐元區及中國在6-7月重回寬鬆後再度陷入小幅緊縮。



資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

景氣下檔風險高，市場預期Fed將大幅降息

- 美中貿易戰尚無停止跡象，加上美債殖利率曲線倒掛，引發投資者對景氣衰退的擔憂，令Fed未來可能大幅降息的期待明顯升高。
- 利率期貨的交易顯示，Fed今年可能降息至少**3碼**(含7月降息)的機率已高達**8成**；明年亦充分消化Fed可能再降息**2-3碼**的可能性。



註：右圖括號數字為2019年6月FOMC會議點陣圖預測中位數

資料來源：CME Fed Watch (2019/8/30)、Bloomberg；國泰金控經研處整理

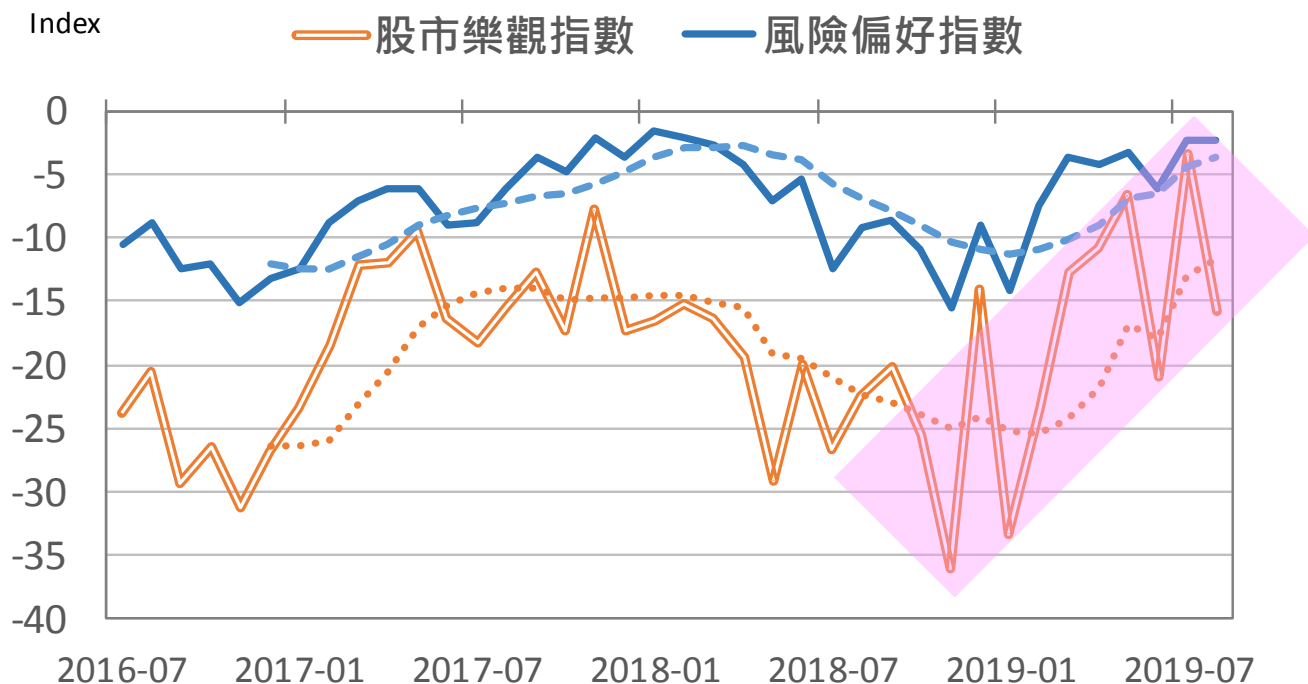
台灣央行依景氣現況尚不需降息，但壓力將逐漸增加

- Fed今年可能再降息1-2次，ECB亦可能重啟降息，帶動新興市場降息力道加大。
- 台灣景氣保2無虞加上流動性寬鬆，央行尚無降息必要。惟若全球景氣再走弱，使得中國人行降息救市或Fed持續降息，並帶動韓國與其它亞洲央行跟進再度降息，屆時台灣央行將有不得不降的壓力。

考量因素	可能情境分析	2019Q3	2019Q4
外部貨幣政策	Fed、ECB可能降息，新興市場國家降息力道加大	→	↘→
全球金融不穩定性	美、中貿易不確定性風險再升高，全球金融波動風險仍大	↘→	↘→
台灣景氣動能	外需不確定性高，台灣GDP好但所得面不佳，政策提振續航力有待觀察	→	↘→
台灣名目與實質利率	國內名目利率及實質利率水準相對居中，但若韓國再降一碼將低於台灣	→	↘→
台灣通膨壓力	全年通膨(低於1%)壓力偏低，民眾通膨預期仍弱	→	→

貿易戰疊加景氣放緩擔憂，股市樂觀情緒大幅波動

- 今年以來民眾對股市的樂觀情緒震盪偏上，反應台灣景氣表現較佳。不過，美中貿易爭端尚未停歇、全球景氣衰退陰霾未散，則是令樂觀指數的波幅明顯加大。
- 最新國民經濟信心調查顯示：民眾的股市樂觀指數回降至上升波動區間的低端位置(-15.9)，風險偏好指數則相對持穩。

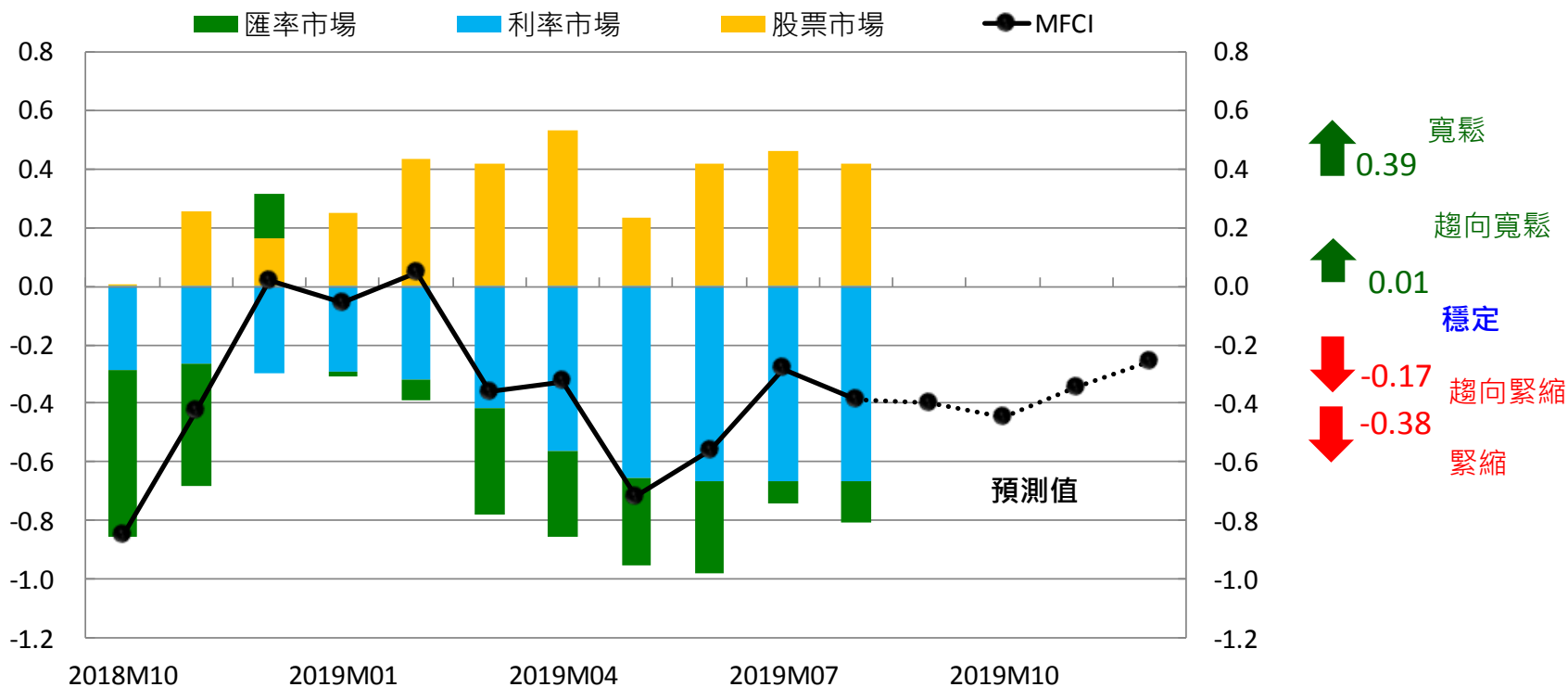


資料來源：本團隊整理自國泰國民經濟信心調查(2019.08)
說明：虛線代表六個月移動平均值



第三季台灣金融情勢持穩，第四季僅將微幅改善

- 5月美中貿易緊張局面升溫，金融情勢一度明顯緊縮。其後，隨台股回揚與新台幣貶值，第三季金融情勢陷於區間盤整，未再進一步惡化。
- 展望第四季，團隊研判，鑑於台股高檔震盪、台幣偏弱與長短債利差縮窄，金融情勢有機會小幅改善，惟仍處在「趨向緊縮」的狀態。



資料來源：本團隊計算

影響2019-20年台灣經濟成長的主要因素

美、中貿易戰擴大的不確定風險高

美國聯準會未來貨幣政策傾向與步調

中國加大刺激的財政政策與偏寬鬆貨幣政策的穩定效果

英國新任首相強森立場強硬，增加脫歐問題的不確定性

總統大選逼近牽動台美中關係，政治不確定性風險波動



Thank You