



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

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。

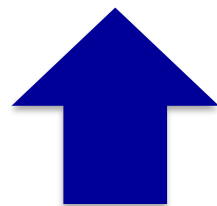
本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

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。

本團隊上修今年GDP預測，由2.2%調高至2.5%

2019

2.5%

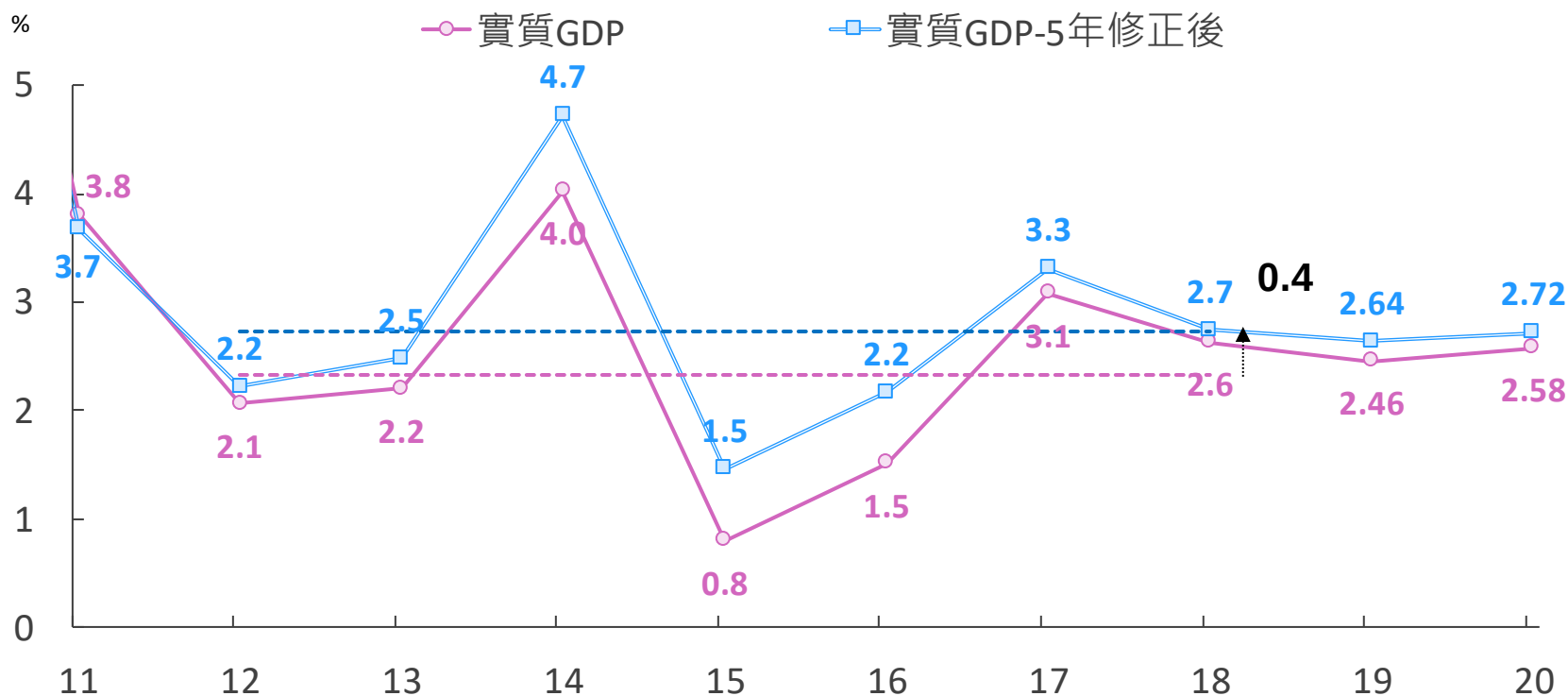


2.2%(原)



主計總處再上修GDP，同時進行5年修正，影響約0.4%

- 11/29主計總處再上修2019年經濟成長率至2.64%，2020年經濟成長率由2.58%上修至2.72%。
- 本次主計總處對GDP進行5年修正，2012-2018年經濟成長率平均較修正前上修0.4%。



資料來源：主計總處；國泰金控經研處整理

2020年經濟成長率預測，由2.0%調高至2.3%



3.0%



2.3%



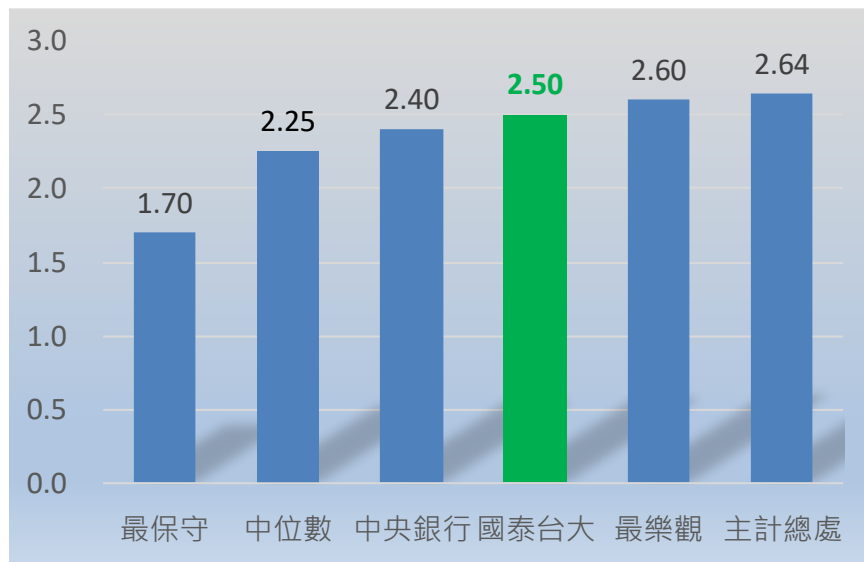
1.5%



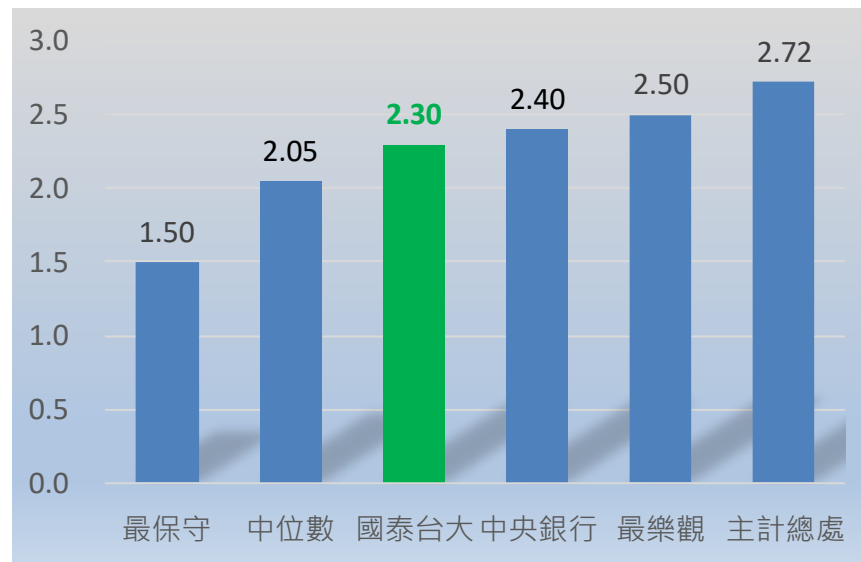
各機構預測台灣2020經濟成長為2.05%，稍低於今年

- 目前2020年經濟成長率預期維持在2%附近，但近期更新預估之券商較一個月前多呈上修。
- 近期美中貿易談判氣氛較佳，加上台灣有企業回流與半導體復甦帶動，今年台灣經濟成長相對有撐。然因投資基期已高，市場預估2020年台灣GDP成長將低於今年。

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



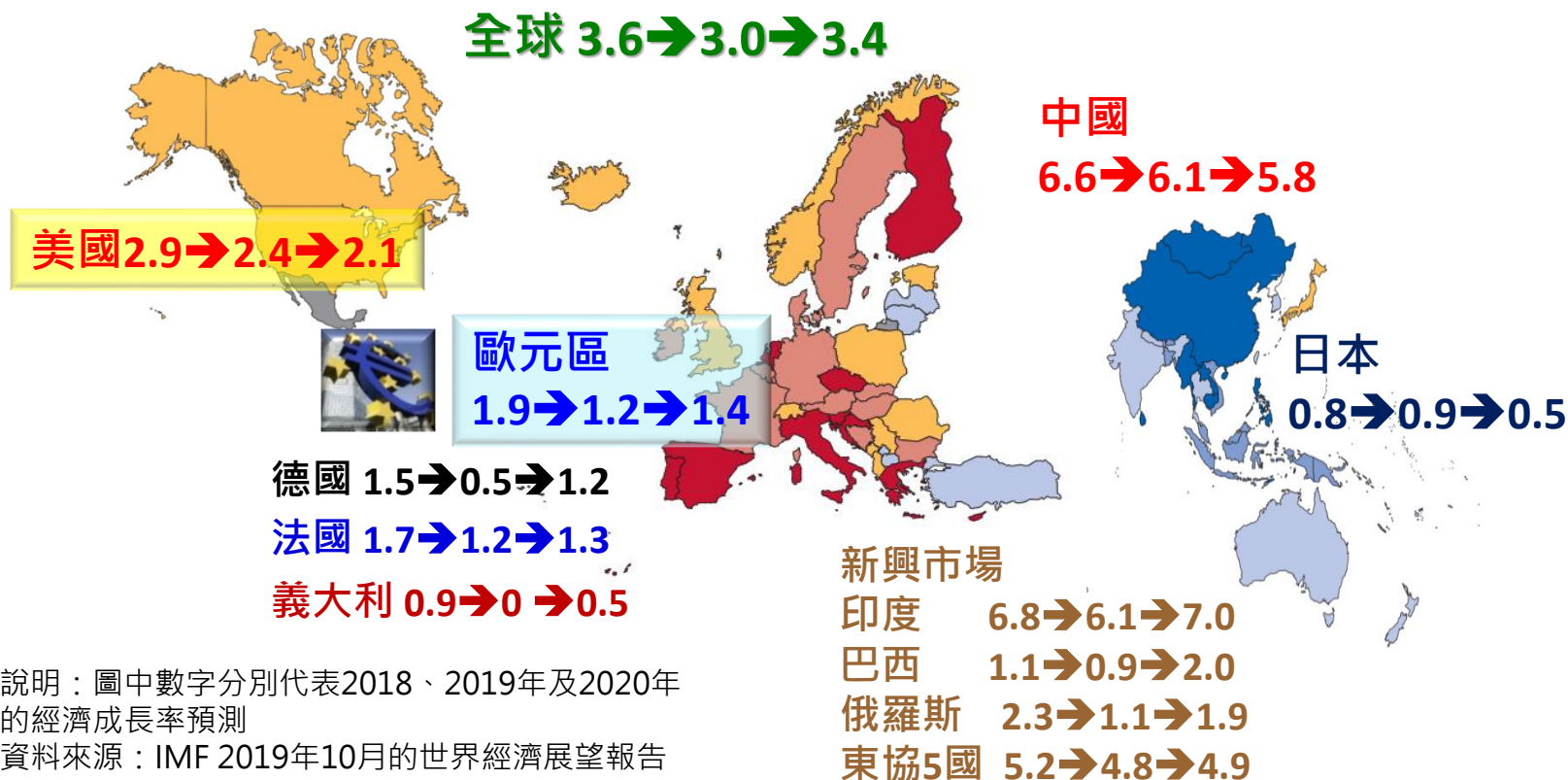
註：經研處整理18家外資券商預測值，並計算中位數、最保守值與最樂觀值(不含主計總處、央行預測)
資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

經濟成長率預測及短期經濟氣候研判

- 因應主計總處進行景氣5年修正，本團隊上調2019年台灣經濟成長率的預測值至2.5%。展望2020年，預期台灣經濟成長率將為2.3%，研判有80%的機率落在1.5-3.0%
- 2019年台灣景氣表現不弱，主因企業轉單、台商投資回流與半導體產業復甦。2020/01-03台灣景氣將由朗轉陰，第一季經濟氣候出現陰的機率將在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縮減，整體經濟成長動能可能放慢

貿易風險如影隨形，IMF五度調降全球景氣預測

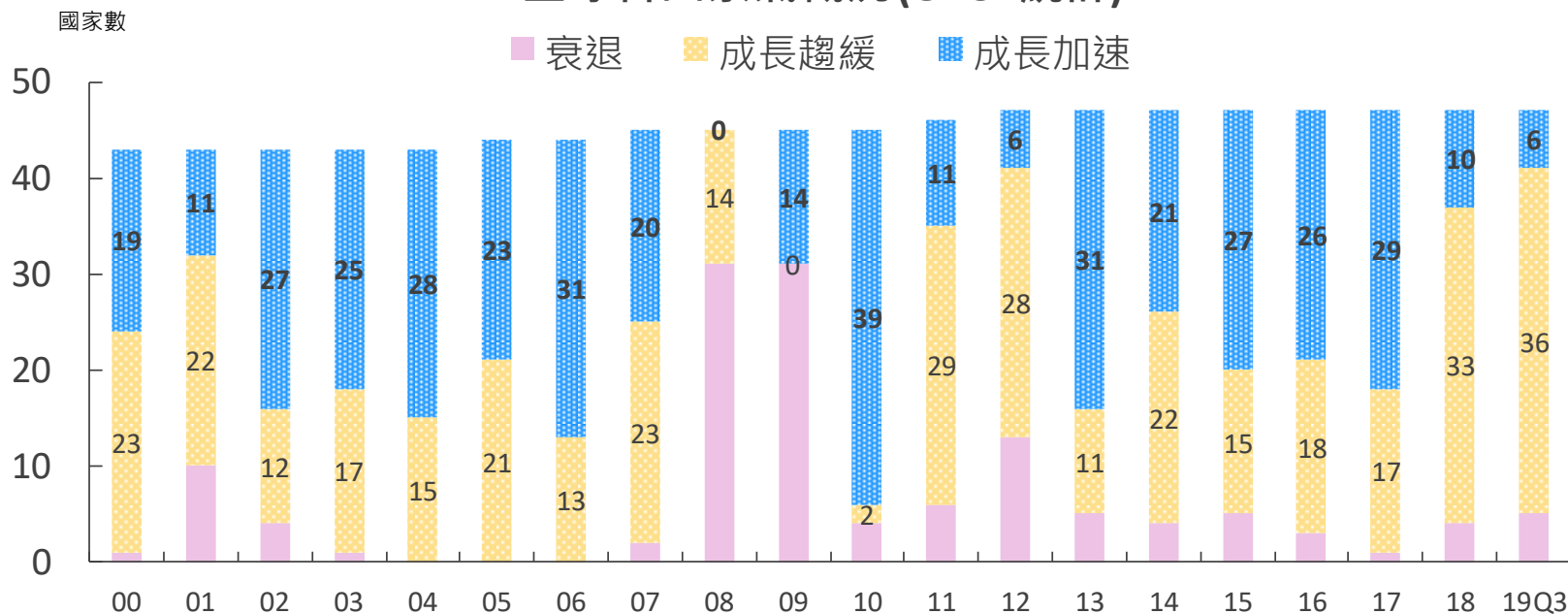
- IMF在10月調降今明兩年全球經濟成長預估值各0.2與0.1個百分點，為去年10月以來第5次下調。同時警告，如果貿易緊張情勢仍得不到解決，經濟前景可能明顯黯淡下去。



OECD：結構性議題未改善，將持續拖累經濟成長

- 在OECD的45個成員國中，第三季多數國家景氣動能較2018年進一步放緩，成長趨緩的國家數增加至36個。
- 11月OECD再調降今明兩年世界經濟成長率預測至2.9%，主因各國政府對於氣候變遷、數位經濟與多邊主義秩序崩壞等挑戰無法有效回應，僅賴央行寬鬆難以全面拉抬經濟。其首席經濟學家波恩也提出警告，若將眼前挑戰視為短暫因素而忽視結構性原因，可能導致錯誤決策。

全球各國景氣概況(OECD統計)



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8國尚未公佈3Q19 GDP，此8國資料僅使用至2Q資料
資料來源：OECD (2019/12)

全球製造業信心7個月來首見擴張，短期投資氣氛略好轉

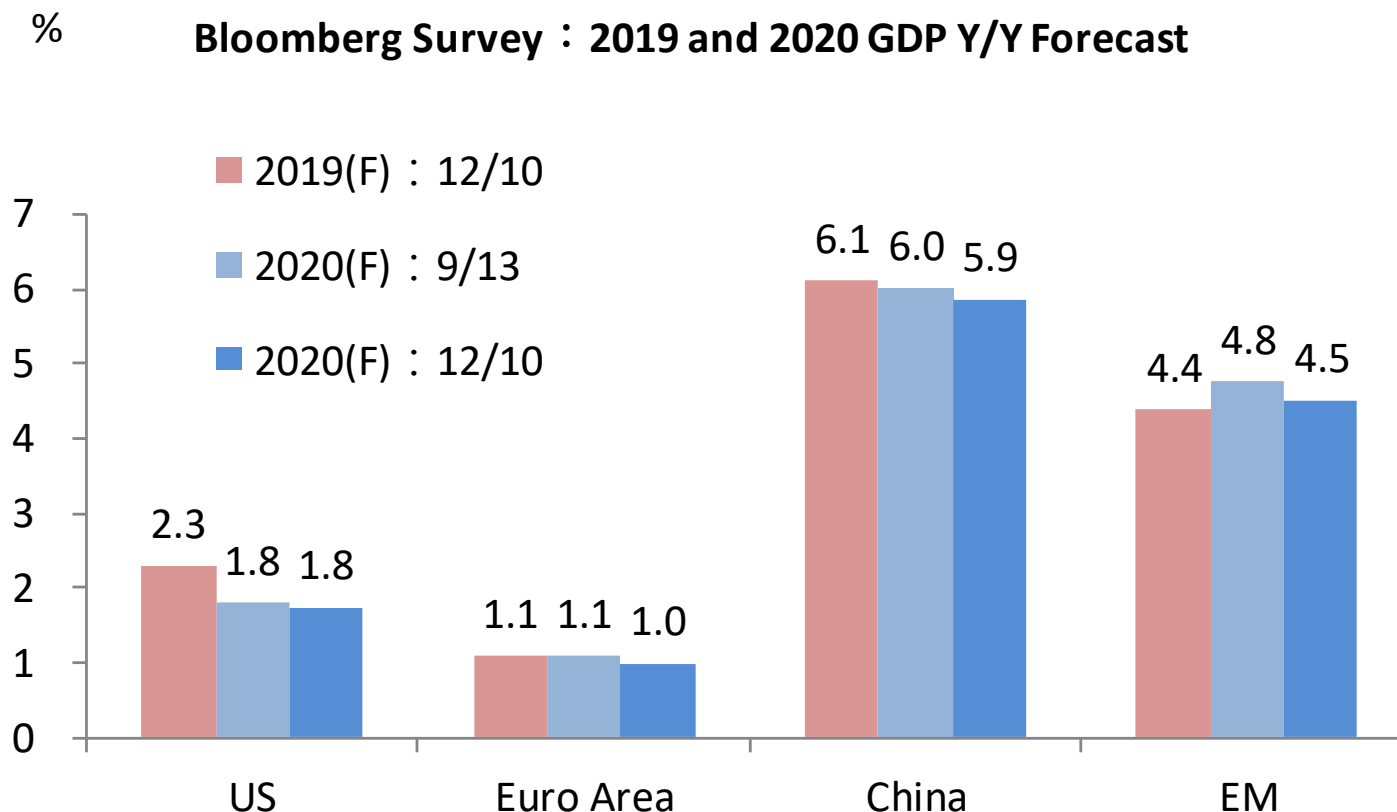
- 得益於美中第一階段貿易協議談判取得進展與政策寬鬆期待，11月全球製造業PMI重回擴張，為7個月來首見。
- 美國假期銷售旺季與關稅引發的提前支出活動，有助於提振短期信心，但貿易風險尚未盡除，企業投資面臨的下檔風險仍存。

國家	Aug 19	Sep 19	Oct 19	Nov 19	國家	Aug 19	Sep 19	Oct 19	Nov 19
全球	49.5	49.7	49.8	50.3	俄羅斯	49.1	46.3	47.2	45.6
新興市場	50.4	51.0	51.0	51.0	土耳其	48.0	50.0	49.0	49.5
美國(ISM)	49.1	47.8	48.3	48.1	埃及	49.4	49.5	49.2	47.9
美國(Markit)	50.3	51.1	51.3	52.6	南非	49.7	49.2	49.4	48.6
加拿大	49.1	51.0	51.2	51.4	沙烏地阿拉伯	57.0	57.3	57.8	58.3
墨西哥	49.0	49.1	50.4	48.0	阿拉伯聯合大公國	51.6	51.1	51.1	--
巴西	52.5	53.4	52.2	52.9	日本	49.3	48.9	48.4	48.9
英國	47.4	48.3	49.6	48.9	韓國	49.0	48.0	48.4	49.4
歐元區	47.0	45.7	45.9	46.9	中國(財新)	50.4	51.4	51.7	51.8
~德國	43.5	41.7	42.1	44.1	中國(NBS)	49.5	49.8	49.3	50.2
~法國	51.1	50.1	50.7	51.7	香港	40.8	41.5	39.3	38.5
~義大利	48.7	47.8	47.7	47.6	台灣	47.9	50.0	49.8	49.8
~西班牙	48.8	47.7	46.8	47.5	印度	51.4	51.4	50.6	51.2
~愛爾蘭	48.6	48.7	50.7	49.7	新加坡	49.9	49.5	49.6	49.8
波蘭	48.8	47.8	45.6	46.7	印尼	49.0	49.1	47.7	48.2
匈牙利	52.6	51.7	52.0	53.0	越南	51.4	50.5	50.0	51.0
捷克	44.9	44.9	45.0	43.5	紐西蘭	48.6	48.8	52.6	--

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2020年GDP成長預估，美歐中皆預期緩降

- 貿易及政治不確定性的擔憂仍存，過去三個月分析師持續下修美國、歐元區、中國及新興市場2020年GDP成長預估。
- 除了新興市場可能較今年溫和改善外，美、歐及中國皆預期緩降。



資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

美中達成第一階段貿易協議，後續關注落實情況

- 美中12/13宣佈就第一階段協議文本達成一致，美方以減免關稅換取中方農產品及能源採購承諾，緩和市場緊張情緒。後續將關注農產品購買細節、協議落實情況與第二階段談判進程，鑑於雙方在結構性問題上的根本性歧見仍存，貿易不確定性對景氣的負面影響尚未完全消除。

	中國	美國
關稅	□ 美方同意分階段取消加徵關稅的承諾 □ 中方同意暫定原定12/15生效的報復性關稅	□ 2500億美元進口品關稅維持25%，1200億美元進口品關稅減半至7.5%(協議簽署30天後生效)；12/15實施的1600億美元關稅無限期延後 □ 如果中國不遵守協議，美國可能重新加徵關稅
農產品購買	□ 除農產品外，中國將在能源、製成品、服務等領域擴大自美進口規模 □ 購買細節之後再公佈	□ 中國同意在2017年240億美元基準上，第一年再增加購買農產品160億美元；兩年內增加購買320億美元農產品
智財權保護	□ 中國將加強在智慧財產權方面的保護	□ 中國同意對某些作法做出有約束力、可執行的改變，包括停止向美國公司施加技術轉讓壓力
協議簽署	□ 將儘快完成法律審核等程序，並就正式簽署協議的具體安排進行協商	□ 可能在明年1月第一週於華盛頓簽署，預計不會是元首級簽署
第二階段談判	□ 第二階段協議取決於第一階段簽訂落實情況	□ 川普：美國將立即開始與中國進行第二階段貿易協議磋商

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%-1.2% , 0.8%-1.2%

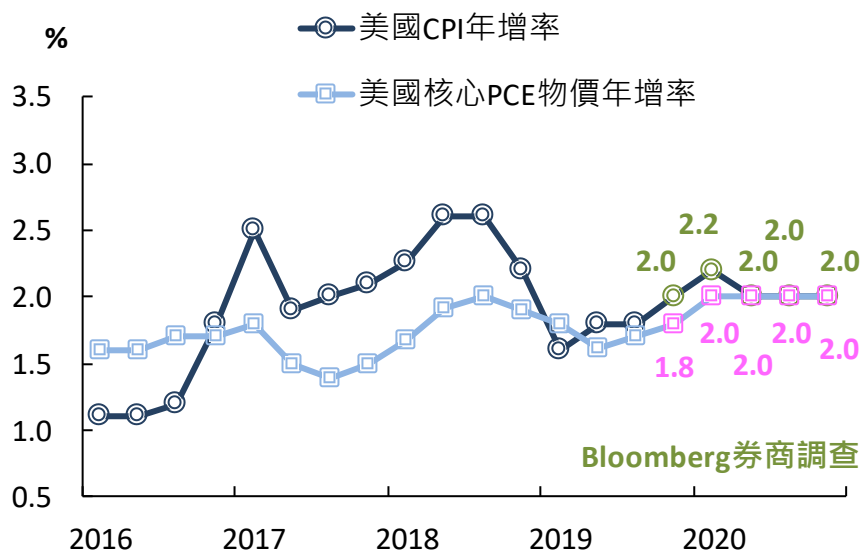


6.0%-6.3% , 5.8%-6.1%



美國：貿易不確定性仍高，景氣風險偏向下檔

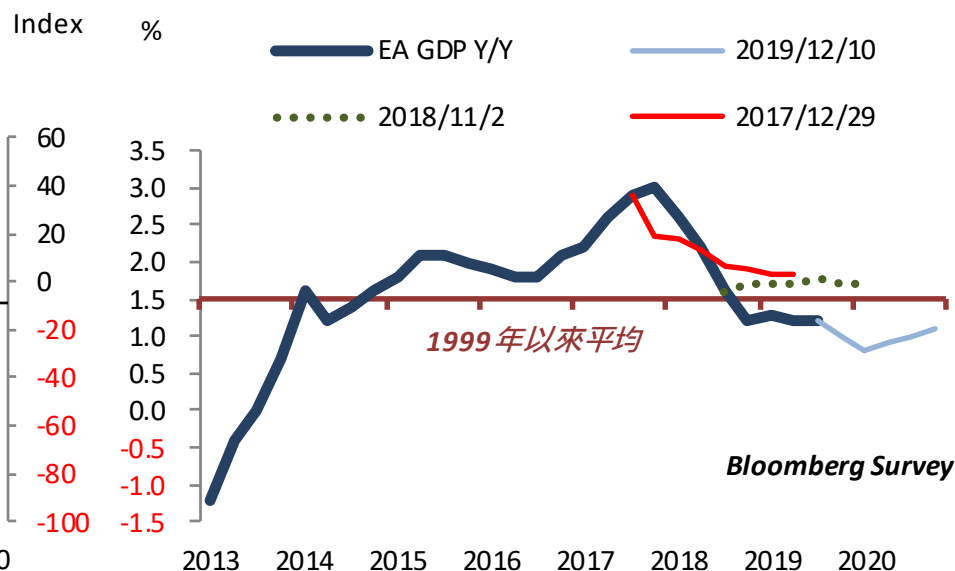
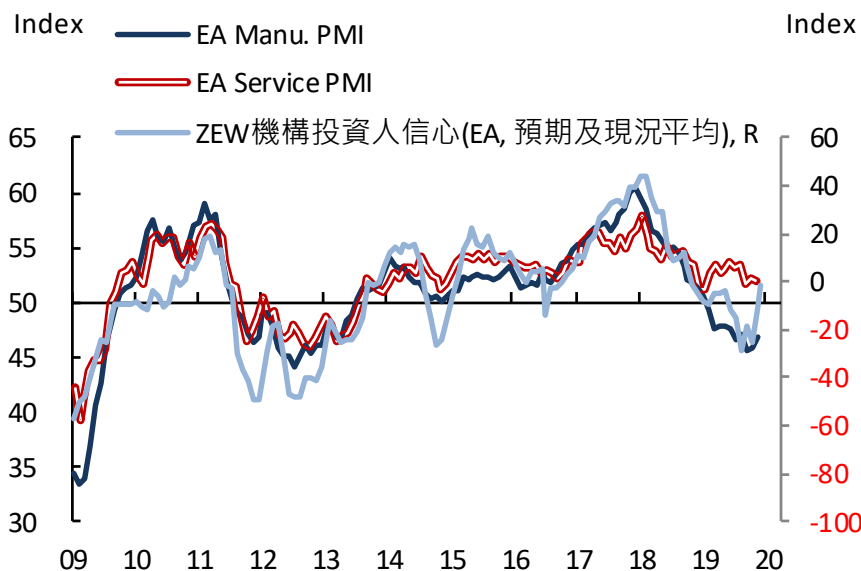
- 美中關稅威脅引發提前備貨活動，使得今年上半美國景氣優於市場預期。不過，貿易不確定性尚未盡除，將抵消就業市場穩健與利率下滑對房市與民間消費的提振效果。
- 市場預期，明年GDP可能由今年2.3%下滑至1.8%；CPI年增率可能由今年1.8%回升至2.0%。



資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

歐元區：貨幣及財政政策帶來支撐，景氣將逐步落底

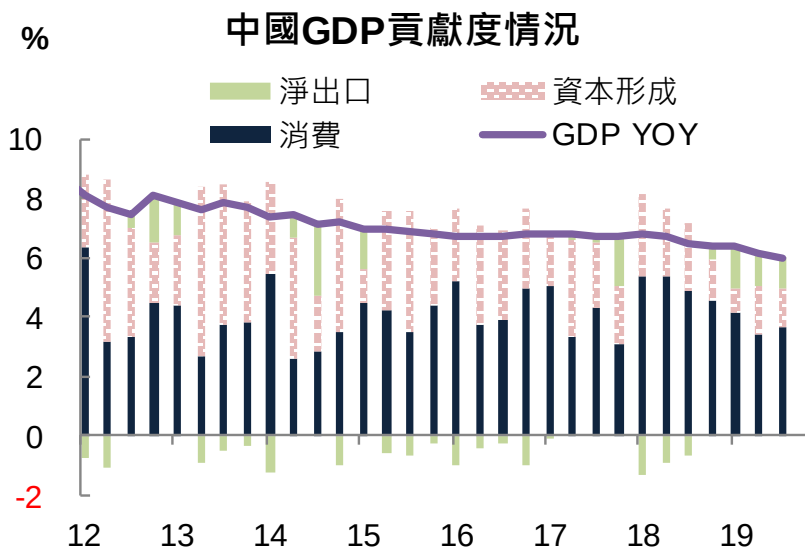
- 全球貿易放緩不利歐元區出口表現，然寬鬆貨幣及財政擴張政策對內需景氣帶來支撐，近幾個月部份信心面指標止跌反彈。
- 市場預估2020年歐元區GDP成長1.0%，低於長期平均(1.5%)，但此波景氣放緩有機會在明年初落底。



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

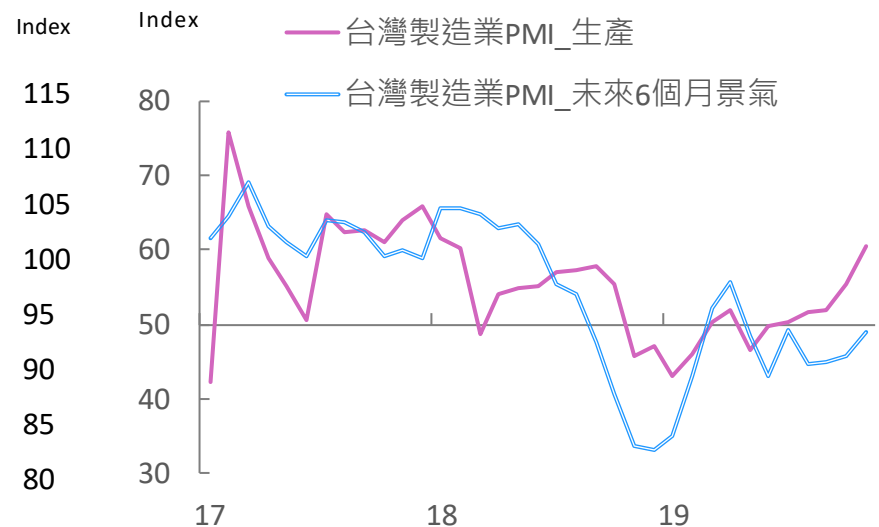
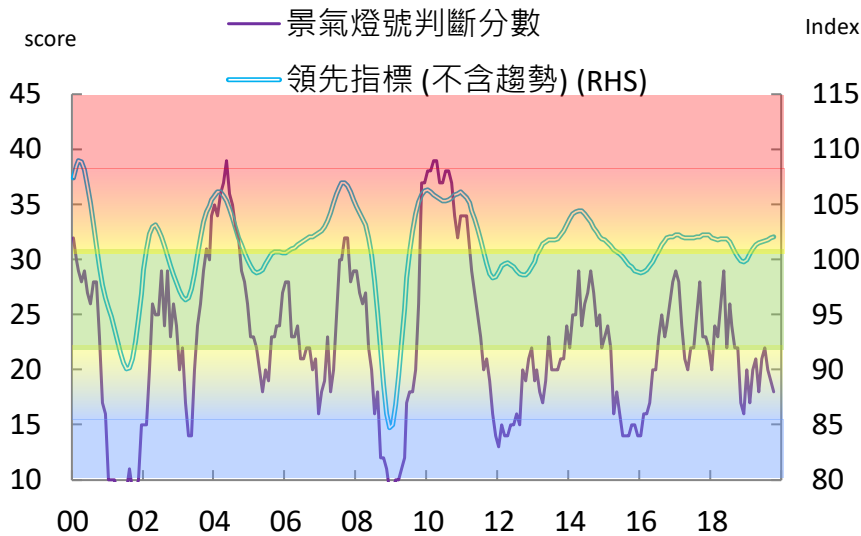
- 美國加徵關稅對中國出口及就業的壓力持續顯現，出口將持續疲弱，不利就業情勢且抑制消費增長。預期中國經濟成長趨勢向下，1H20景氣動能仍將低迷。
- 面對成長下滑壓力，官方提早下發2020年專項債額度，將大力強化基建投資，同時人行將持續降準並調降MLF利率來降低企業融資成本，來縮限貿易戰對經濟成長的負面影響。



資料來源：Bloomberg、CEIC；國泰金控經研處整理

台灣：政策不確定性仍在，外需成長溫吞

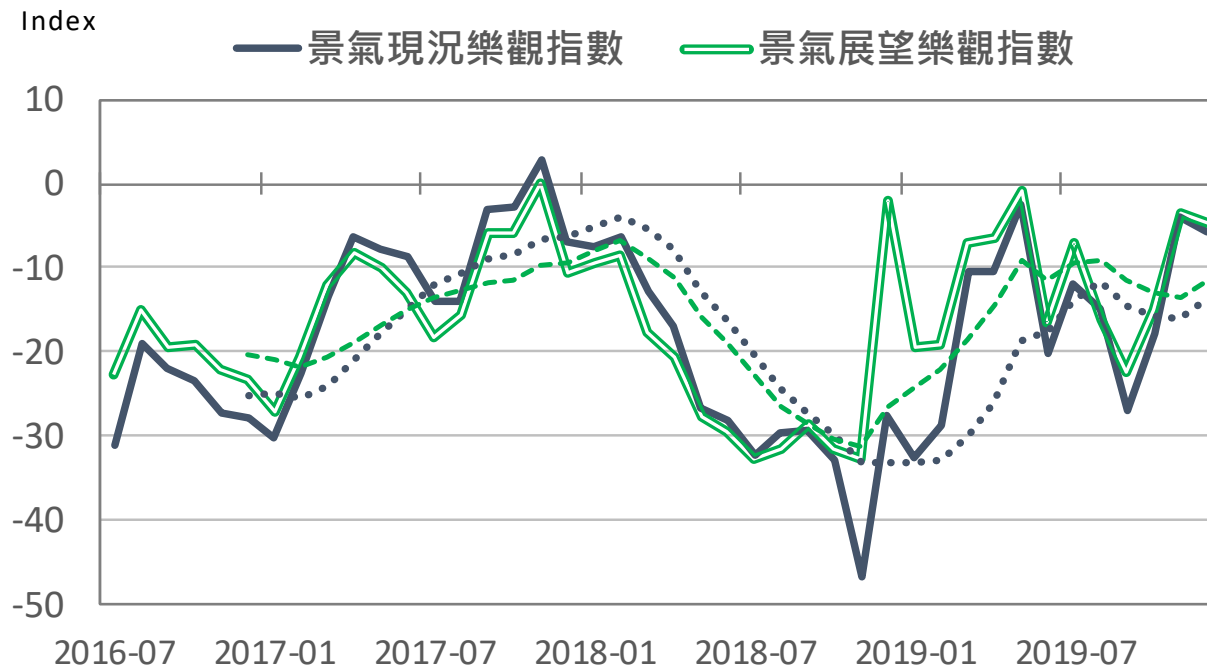
- 景氣燈號值維持黃藍燈，領先指標連11月上升，反映台灣景氣溫吞但仍維持正向動能。
- 台灣今年景氣受半導體需求改善與台商回流帶動，關稅對景氣影響雖降低，但不確定性仍未完全消除，不利外部需求持續力，預期明年台灣景氣正面效應將稍鈍化且外需成長溫吞。



資料來源：國發會、Bloomberg；國泰金控經研處整理

貿易戰下台灣經濟具韌性，民眾信心震盪回升

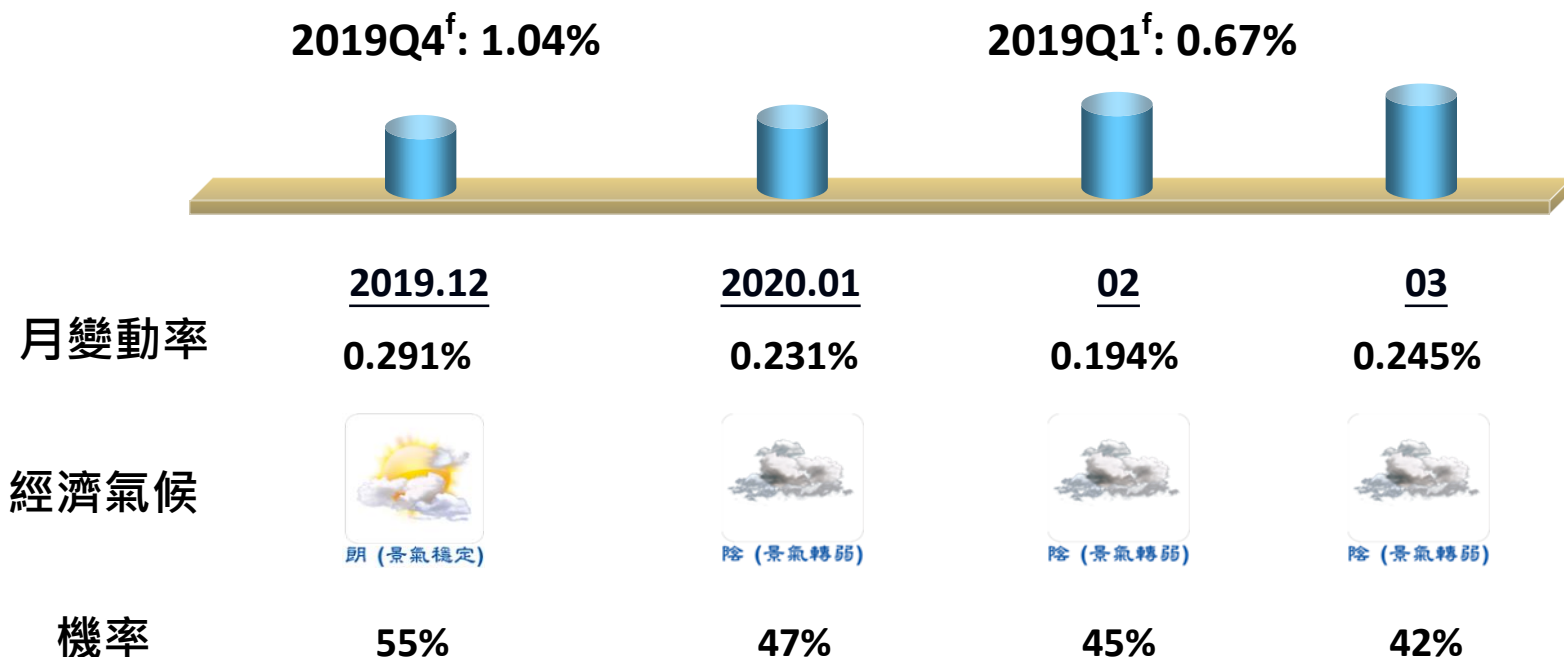
- 儘管美中貿易爭端不易立即消除，但由此產生的轉單效應與企業投資回流，帶動台灣第三季GDP成長3.0%，創5季以來新高。搭配美中貿易緊張局勢略緩，第四季台灣民眾對經濟前景的看法有所回升，最新景氣展望樂觀指數保持在7個月高點附近。



資料來源：本團隊整理自國泰國民經濟信心調查(2019.12)
說明：虛線代表六個月移動平均值

第一季各月成長可能放慢，持續關注貿易議題進展

- 得益於企業轉單與回台投資，第四季台灣景氣將保持強勁表現，惟鑑於後續利多的效果將逐漸降低，明年第一季經濟成長可能放慢。
- 我們評估，2020/01-03台灣景氣將由「朗」轉「陰」，第一季經濟氣候出現陰的機率將在40%以上；雨的機率低於5%，衰退風險仍低。

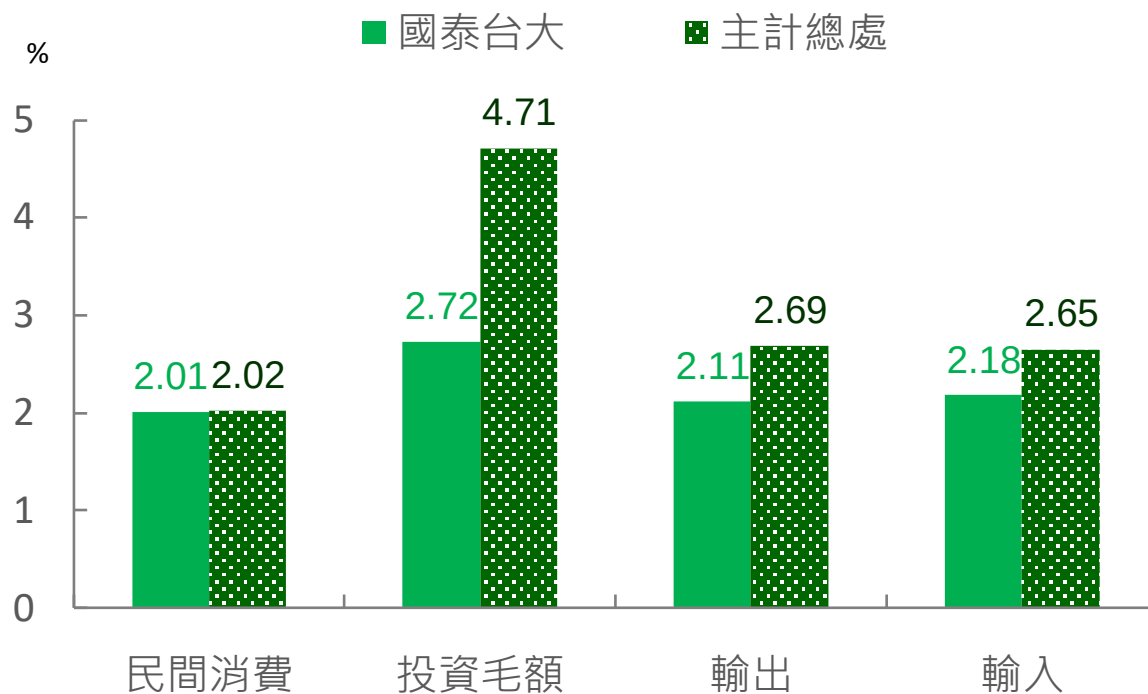


資料來源：本團隊預估

國泰台大：政策效果逐漸趨緩，明年景氣溫和成長

- 主計總處預估2020年成長率達2.72%，對投資尤其樂觀。
- 我們對內外需看法皆較主計總處保守，主因美中貿易談判尚有不確定性，全球需求將相對和緩，再加上政策對景氣挹注效果逐漸趨緩，預期2020年台灣出口與今年相近，投資將弱於今年。

與主計總處預測之差異比較(年增率)

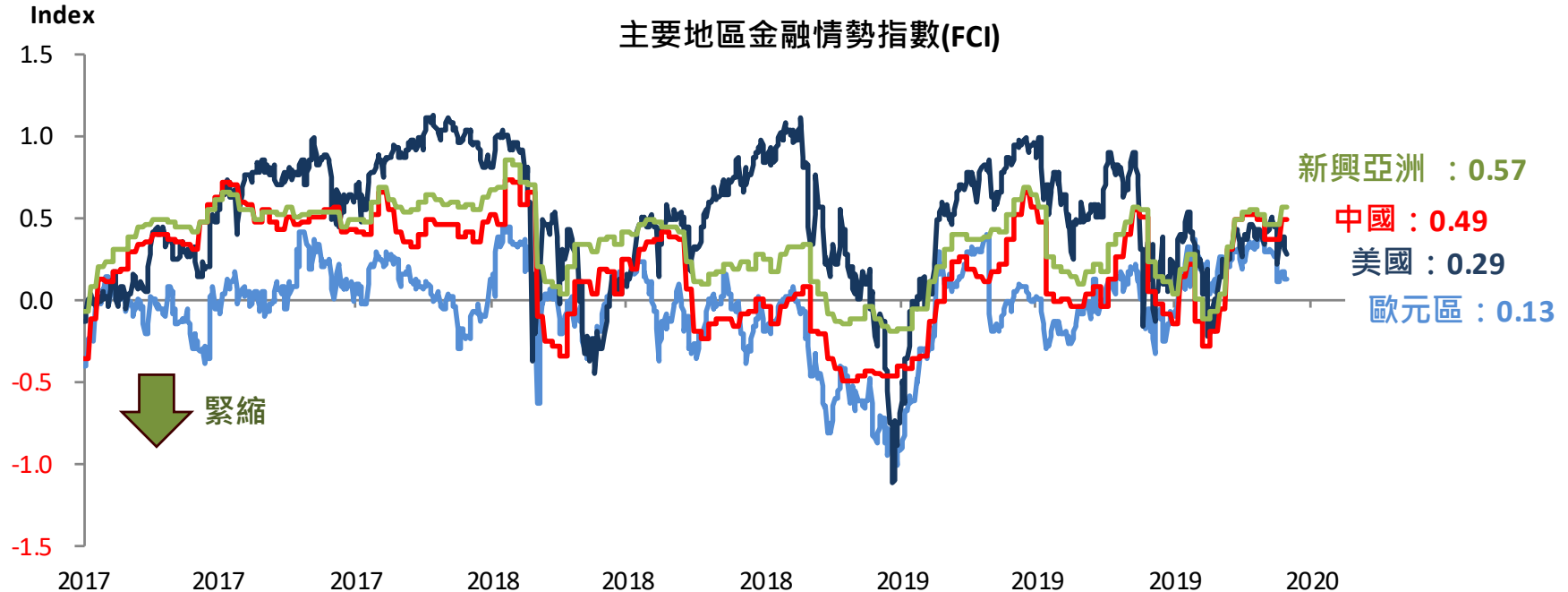


近期金融情勢分析與短期展望

- 9月下旬以來，貿易緊張局勢緩和與美歐央行擴大寬鬆，主要地區金融情勢指數明顯改善
- 本團隊研判：台灣景氣穩健、流動性充裕，且主要央行進一步寬鬆的空間已縮減，預期台灣央行明年將維持利率不變
- 展望第一季，鑑於台股高檔震盪與長短債利差縮窄，整體金融情勢有機會小幅改善，惟仍處在「趨向緊縮」的狀態

全球央行擴大寬鬆，各國金融情勢指數明顯改善

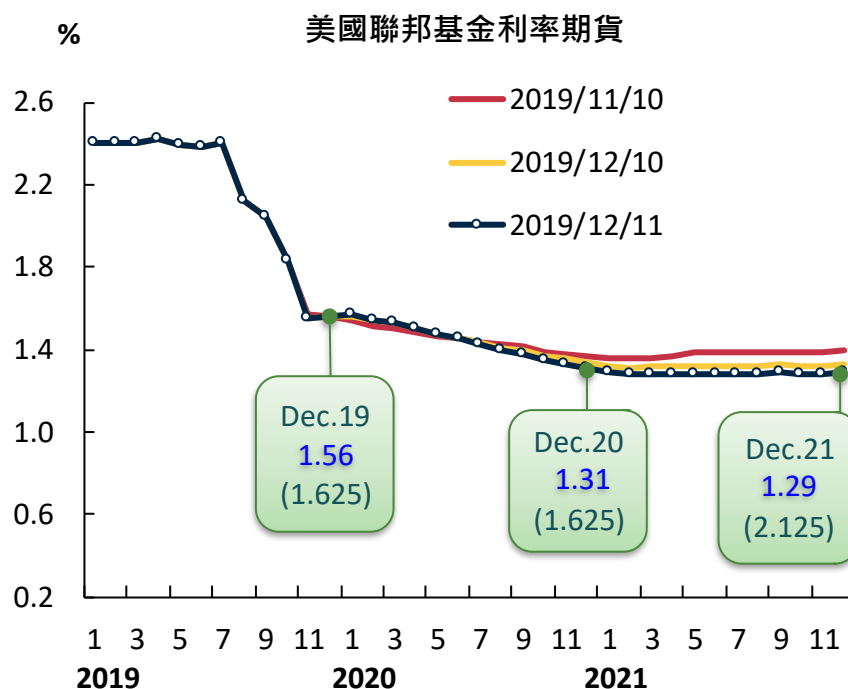
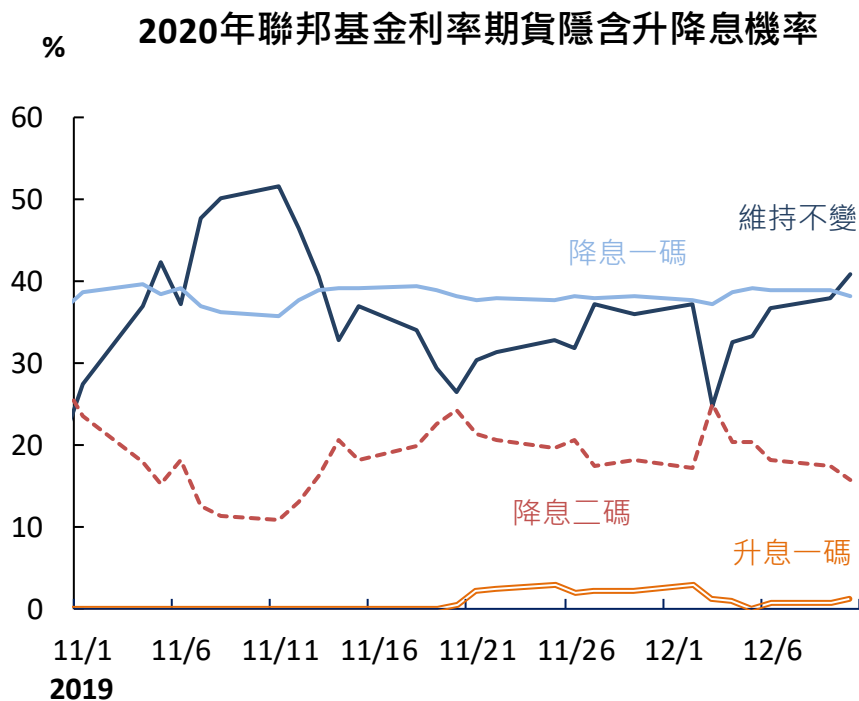
- 市場期待美中將達初階段貿易協議，加上全球主要央行進一步擴大寬鬆(如Fed降息且技術性擴表、ECB重啟QE)，激勵全球股市走高、信貸利差縮窄
- 9月下旬以來，美、歐、中及新興亞洲金融情勢指數陸續重回寬鬆。



資料來源：Bloomberg；國泰金控經研處整理

明年底前，市場已充份消化Fed降息1碼可能性

- 聯邦基金利率期貨的交易顯示，市場人士預期2020年Fed降息的機率仍是最高(57.9%)，不過，預測政策利率維持不變的機率明顯上升至40.8%
- 水準值觀之，交易員已充份消化明年底前再降息1碼的可能性。



註：右圖括號數字為2019年12月FOMC會議點陣圖預測中位數
資料來源：CME Fed Watch (2019/12/11)、Bloomberg；國泰金控經研處整理

景氣穩健且流動性充裕，明年台灣央行將維持利率不變

- Fed與ECB未有更多寬鬆舉措，新興市場降息力道將逐步減緩。
- 台灣利率水準已偏低，央行審慎面對降息決策。由於台灣景氣現況穩定、流動性寬鬆，央行無降息必要。目前外部貨幣政策尚存再寬鬆空間，但力度不若今年，預期台灣央行將維持利率不變。

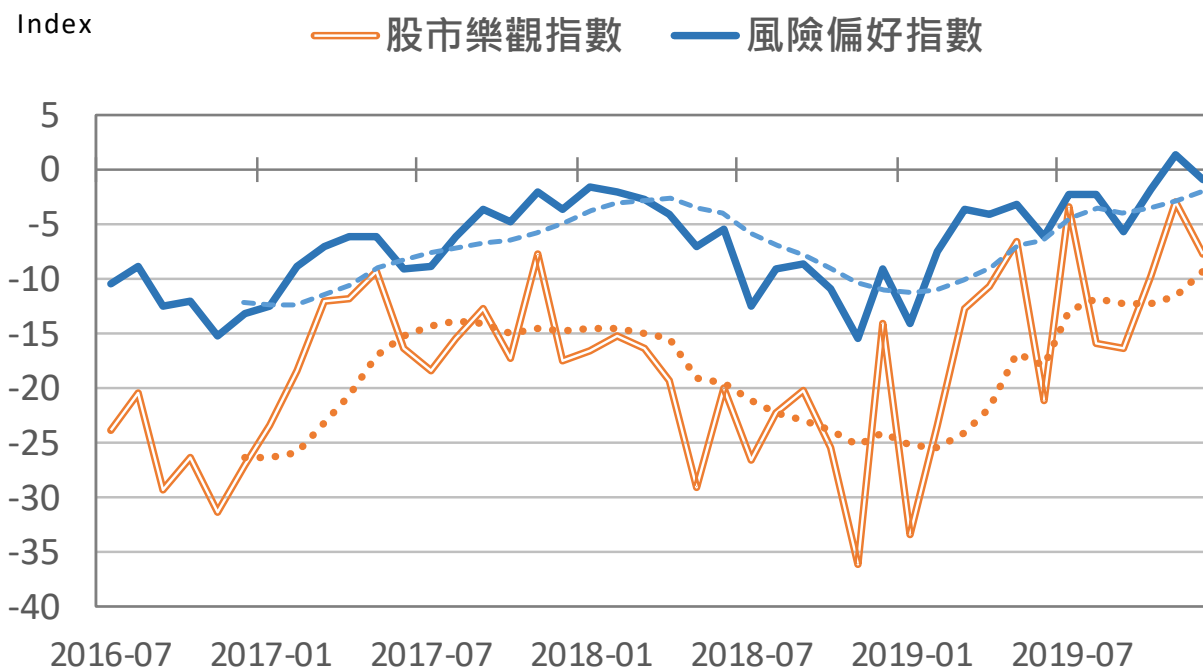
考量因素	可能情境分析	2019Q4	2020Q1
外部貨幣政策	貿易不確定仍存，全球貨幣政策再寬鬆機會較大，但幅度小於今年	→	↘→
全球金融不穩定性	隨美、中貿易談判逐步觸及核心且難解之議題，全球金融波動風險仍大	→	↘→
台灣景氣動能	外需較前季呈現打底，台灣GDP穩定，但外需與政策續航力有待觀察	→	→
台灣名目與實質利率	國內名目利率及實質利率水準相對居中	→	→
台灣通膨壓力	全年通膨(低於1%)壓力不高，民眾通膨預期和緩	→	→

資料來源：本團隊整理

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

景氣與流動性題材加持，股市樂觀情緒震盪偏升

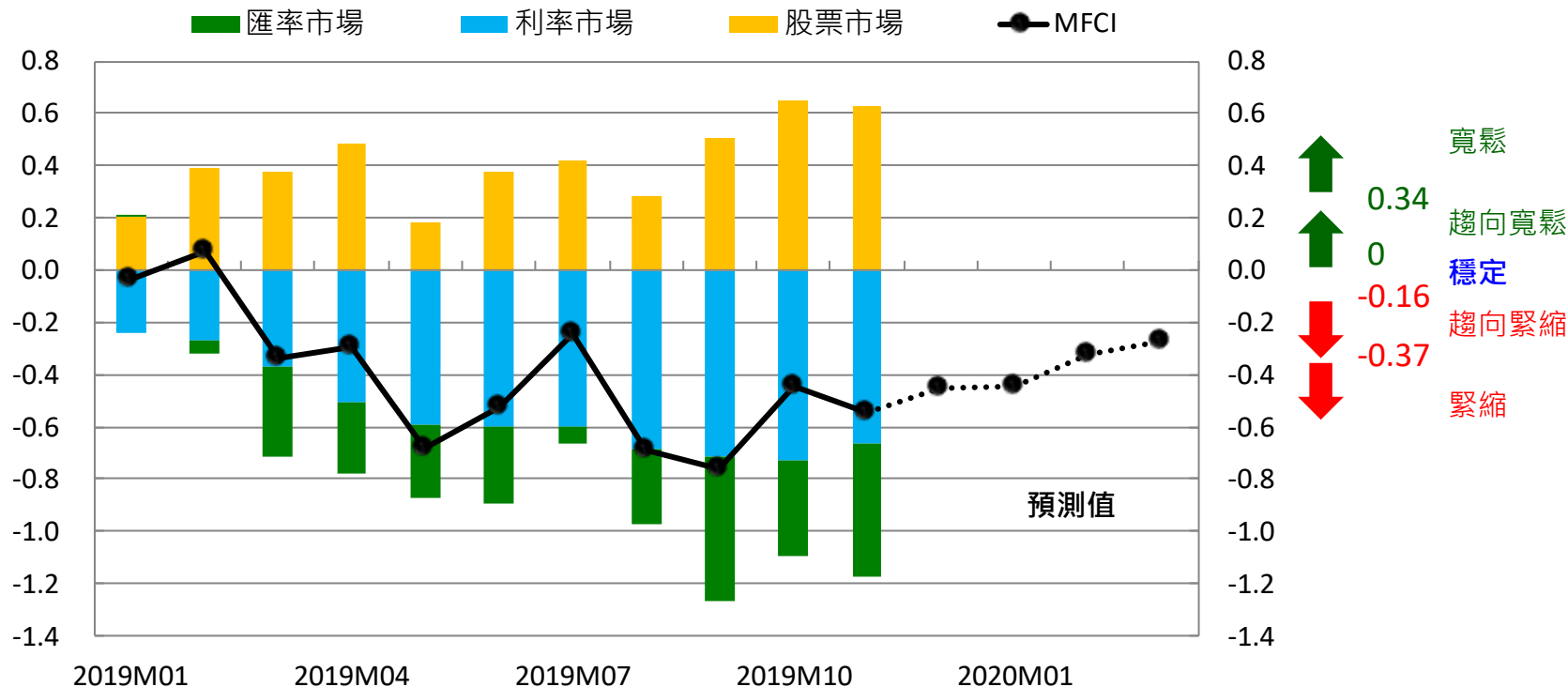
- 台灣景氣在貿易戰干擾下仍具韌性，加上美歐等主要央行貨幣政策由緊轉鬆、釋放流動性，使得民眾對風險資產的看法有所改善。
- 最新國民經濟信心調查顯示：民眾的股市樂觀指數回升至移動均值附近，風險偏好指數亦緩步上揚。



資料來源：本團隊整理自國泰國民經濟信心調查(2019.12)
說明：虛線代表六個月移動平均值

第四季台灣金融情勢持穩，明年第一季僅將微幅改善

- 得益於美中貿易緊張局勢緩和與美歐央行釋放寬鬆訊息，台股震盪偏升，抵消台幣升值影響，第三季金融情勢指數區間盤整。
- 展望第四季，團隊研判，鑑於台股高檔震盪與長短債利差縮窄，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2020年台灣經濟成長的主要因素

美、中貿易戰升級的不確定風險仍存

美國聯準會未來貨幣政策傾向與步調

美國與朝鮮、伊朗、中國地緣政治不確定性風險

英國明年初脫歐可能性增加，關注未來英歐新關係談判

中國加大刺激的財政政策與偏寬鬆貨幣政策的穩定效果



Thank You



國泰金控



國立臺灣大學