

# 2025年 全球經濟及市場展望

川普回歸，是機會？還是風險？

CHANGE

除另有指明，本報告以2024年11月所能取得之訊息為分析基礎。揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。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。



# Contents

- 3 摘要 / 結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟與市場綜覽
- 23 個別市場

# 摘要

回顧2024年的風風雨雨，可謂「關關難過，關關過」。面對聯準會的高利政策，讓衰退風險不絕於耳，所幸，美國經濟依舊保持韌性。中國雖面臨房市泡沫，但也陸續推出刺激政策，避免通縮預期擴散。不過，川普強勢回歸並當選美國總統，保護主義再度浮上檯面，這會讓2025年的金融市場再掀波瀾嗎？

從總經環境看來，隨著各國通膨的降溫，鬆綁貨幣政策已成為市場普遍的共識，這也意味著，經濟最艱難的時刻已過。另外，民眾的消費信心及廠商的投資意願，可望隨著資金成本的降低而改善，使經濟衰退的風險持續下滑。但值得注意的是，川普的關稅壓力，將使全球供應鏈持續面臨調整壓力，可能形成經濟復甦中的逆風。

反映在債市上，由於經濟具有一定的韌性，即使聯準會啟動降息循環，但幅度將不如以往。另外，關稅若造成物價的反彈，也可能延緩聯準會的降息節奏。上述種種因素，讓**美債殖利率難以快速下滑**。

在股市上，AI仍將是市場的焦點，包括谷歌、微軟均表態將一步擴大AI投資，另一方面，歷經3-4年來的庫存調整，加上AI應用逐步普及，**消費性電子在2025年也有望迎來「轉機」**。**2025年的股市行情，可望在企業獲利回升、庫存回補及AI的加持下，增添想像空間，投資人不妨在股市拉回之後提高配置比重**。

最後，在市場風險方面，保護主義的升溫，也預告政策的不確定性上升，除了衝擊廠商的訂單需求外，也可能讓金融市場的波動比以往更為劇烈，都須特別留意。

# 結論



## 總經

- ◆ 全球利率走降, 引導資金成本下滑, 加上中國推出刺激政策, 全球經濟衰退風險有限
- ◆ 美國通膨與就業市場降溫, 支持聯準會持續降息, 但幅度不若以往



## 股市

- ◆ 製造業循環觸底回升, 支持獲利維持成長態勢, 美股可望再創新高
- ◆ 川普政策及美國經濟的韌性, 美股引領市場走強, 非美市場在震盪後也可望走高

BOND

## 債市

- ◆ 聯準會降息方向不變, 有利美債利率長線走低, 但幅度不如以往
- ◆ 經濟衰退風險有限, 可適度承擔信用風險, 非投等債及新興債可納入投資組合



## 匯市

- ◆ 川普交易引導美元暫居高位, 不過, 聯準會降息循環, 將打壓美元強度
- ◆ 地緣風險使台幣有走貶壓力, 但半導體循環延續下, 台幣貶值空間有限



## 風險

- ◆ 中美貿易衝突, 全球供應鏈面臨持續調整壓力
- ◆ 貿易不確定性上升, 金融市場的波動也隨之放大

---

## 金融市場回顧

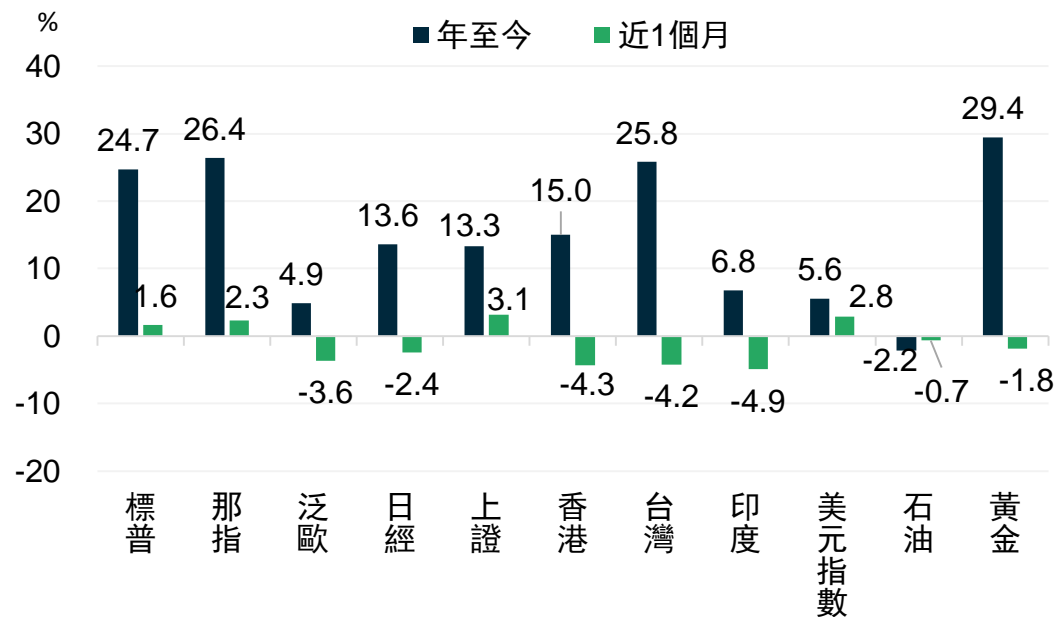
---

# 金融市場回顧

自2024年以來，受到AI加持，及聯準會降息預期影響，驅動股市一路走高，不過，隨著美國總統大選開跑，川普釋出保護費言論，日本央行暗示升息，使得股市面臨回檔修正。不過，輝達創辦人黃仁勳重申，AI需求狀況遠超預期，市場信心重燃，加上川普當選後的減稅政策預期，驅動美股再創歷史新高，全年漲幅超過2成。中國股市在人行及政府相繼推出刺激政策後，也有後來居上的味道。

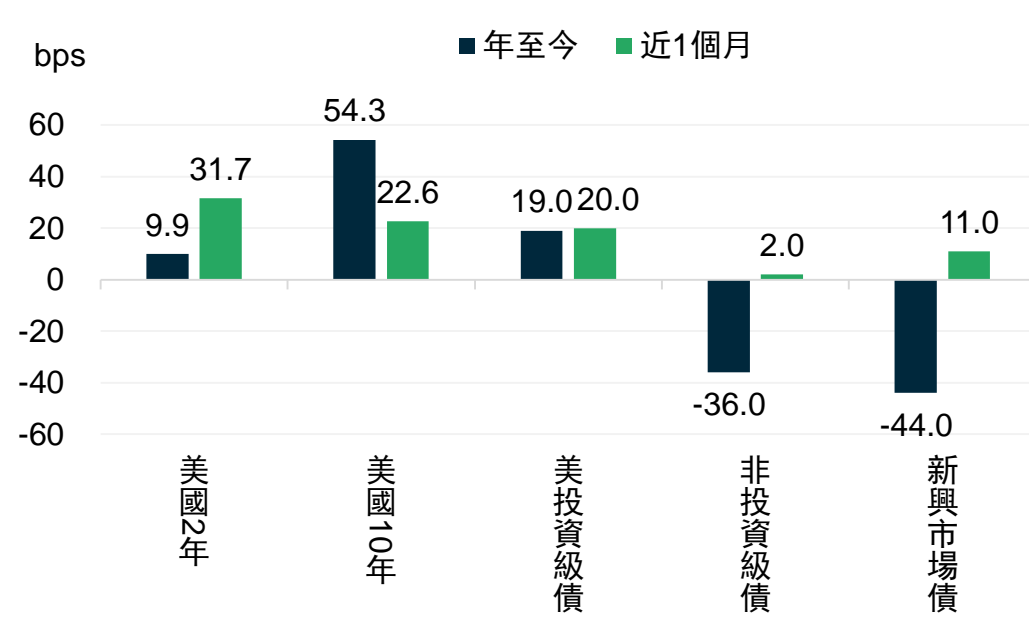
在債市方面，美債殖利率隨著聯準會降息預期上下擺盪，2年期公債殖利率離先前的高點5%，仍有明顯的落差，但10年期公債殖利率近期反映川普交易，上彈至4.4%，創半年來新高。

### 全球主要股市指數與大宗商品表現



資料來源：Bloomberg, 截至2024/11/22。

### 美債及信用債券表現



資料來源：Bloomberg, 截至2024/11/22。

---

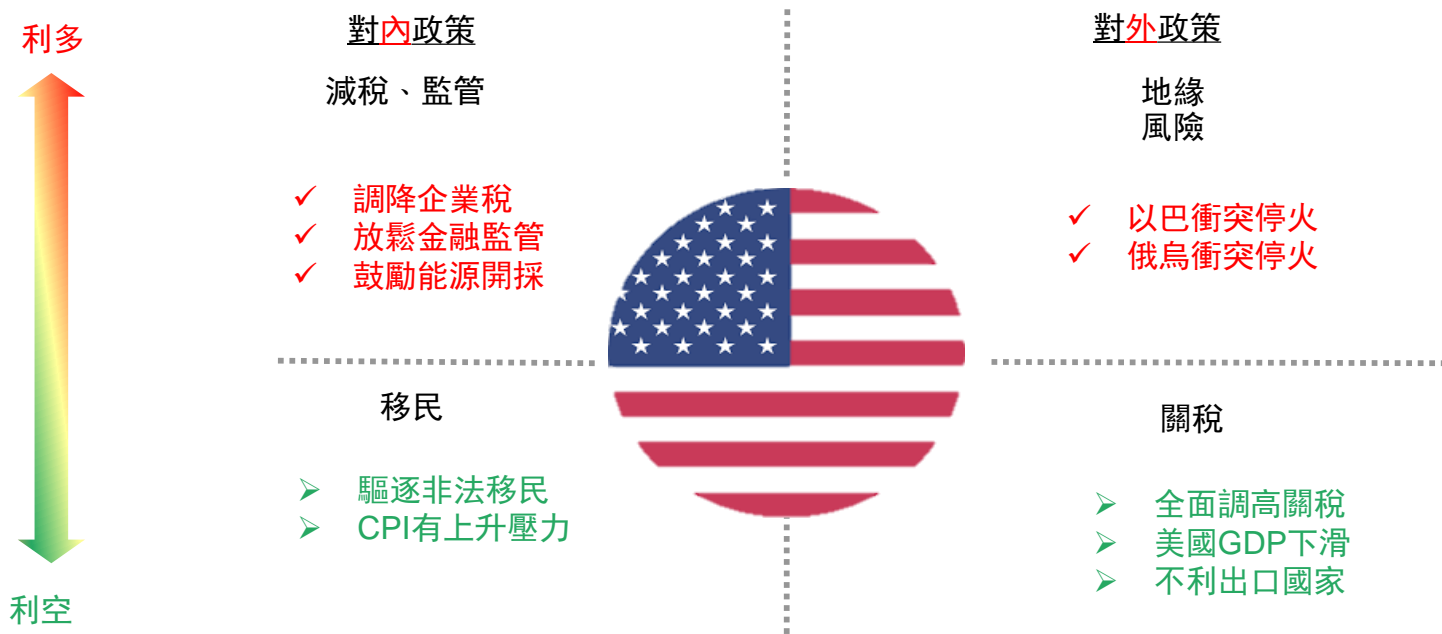
# 總體經濟與市場綜覽

---

# 總經 | 川普經濟2.0：關稅、移民、減稅及監管鬆綁

川普強勢回歸，川普經濟學再度成為焦點。1)關稅為2025年最重要的議題，預期作為川普施壓貿易夥伴，換取外貿利益的手段，全數兌現的可能性不大，但將造成市場波動。2)移民政策的緊縮將是可以預期的，若導致勞動供需失衡，將延緩通膨降溫速度。不過，3)企業稅的調降是值得期待的，最終幅度可能低於預期，但仍有利於企業獲利的提升。4)市場監管力度可能放鬆，包括科技、金融、能源、醫療等產業。

## 川普四大政策方向及影響



資料來源：國泰世華銀行整理。

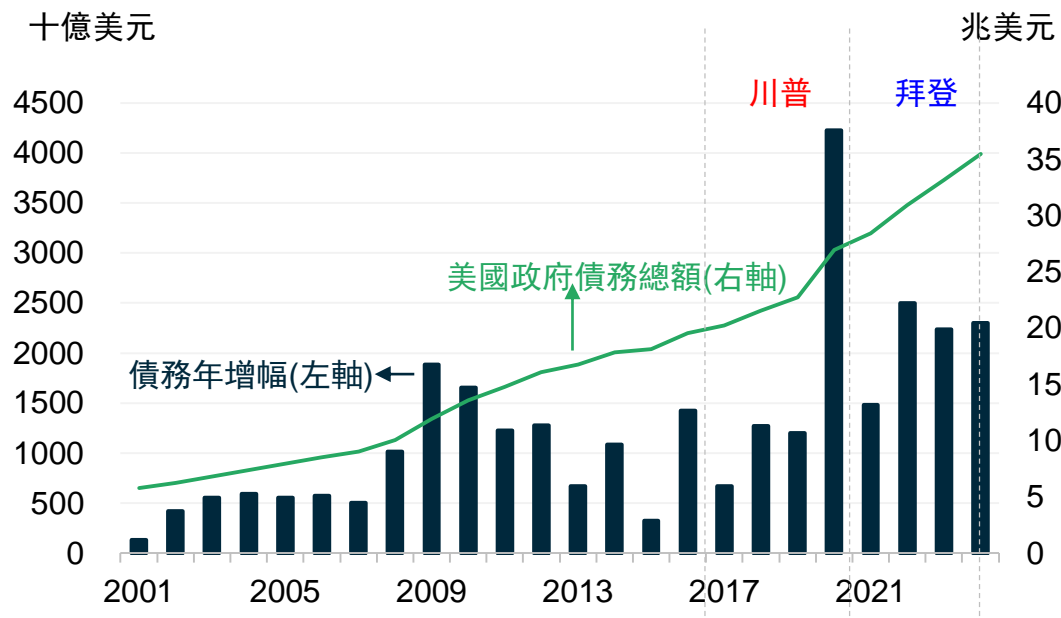


# 總經 | Trump trade 旋律1：美債殖利率持續飆高？

企業減稅措施上路，是否加劇國庫赤字壓力，進而持續推升公債殖利率？

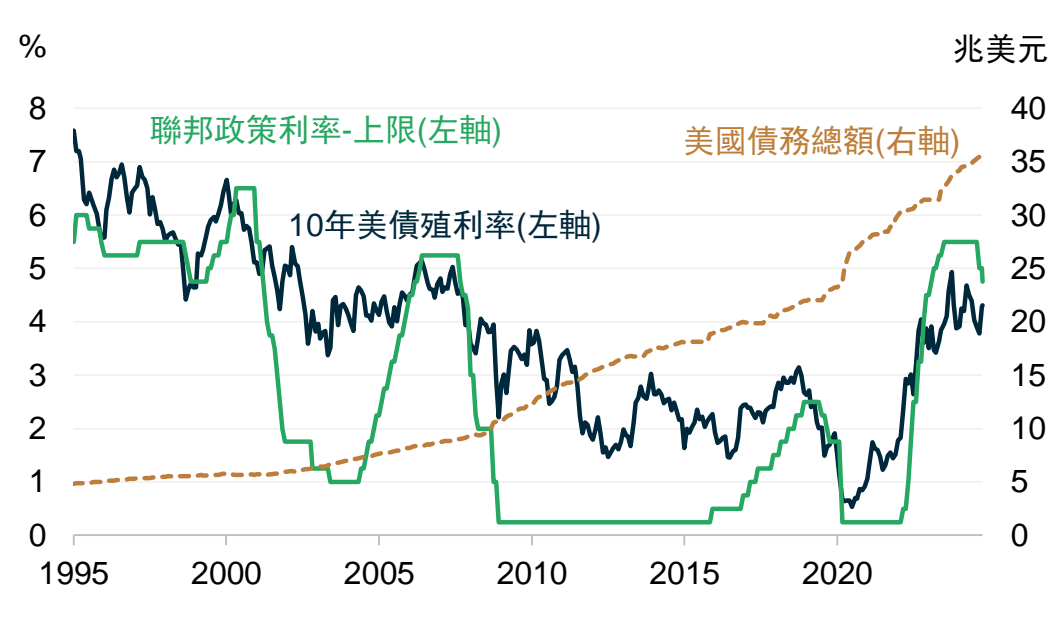
觀察2018-2019年底，美國政府因企業減稅，導致稅收大減，加以支出持續成長，總債務於兩年內大增2.7兆，顯示減稅確實會加劇財政負擔。然而，公債殖利率並未因此大幅反彈，尤其，2020年疫情期間美國政府發行天量公債，單年度債務暴增4.5兆，殖利率不漲反跌，甚至降到1%之下，因為同期聯準會快速降息，政策利率調降至0%-0.25%，顯示聯準會政策才是影響債市利率的關鍵。此外，馬斯克將領導「政府效率部」，已計畫精簡政府組織，避免債務快速擴張。

歷史淵源，無論誰當選，美國債務都增加



資料來源：Bloomberg。

貨幣政策為主要因子，有利長線殖利率下行

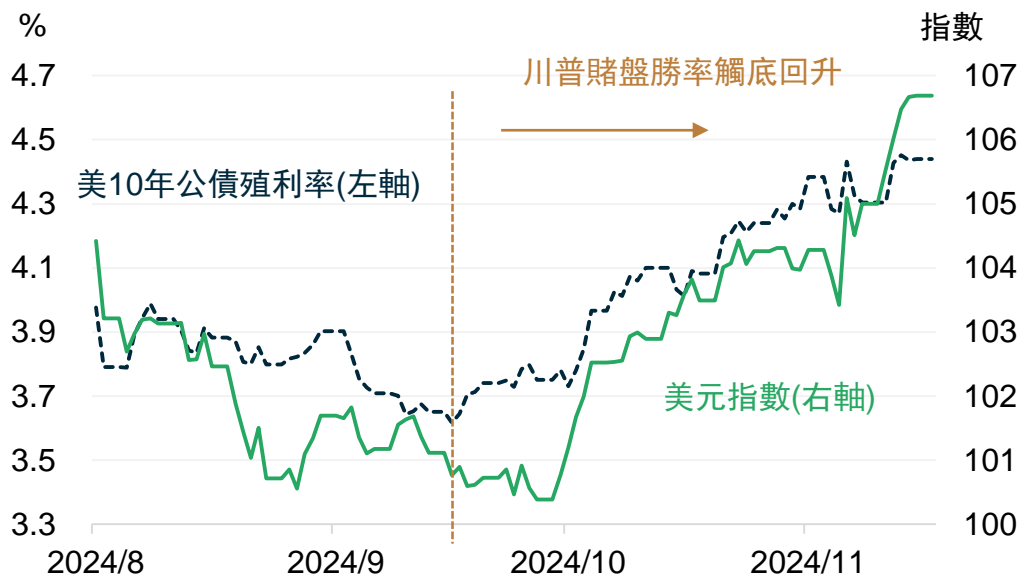


資料來源：Bloomberg。

# 總經 | Trump trade 旋律2：留意短期政策受惠與受害族群

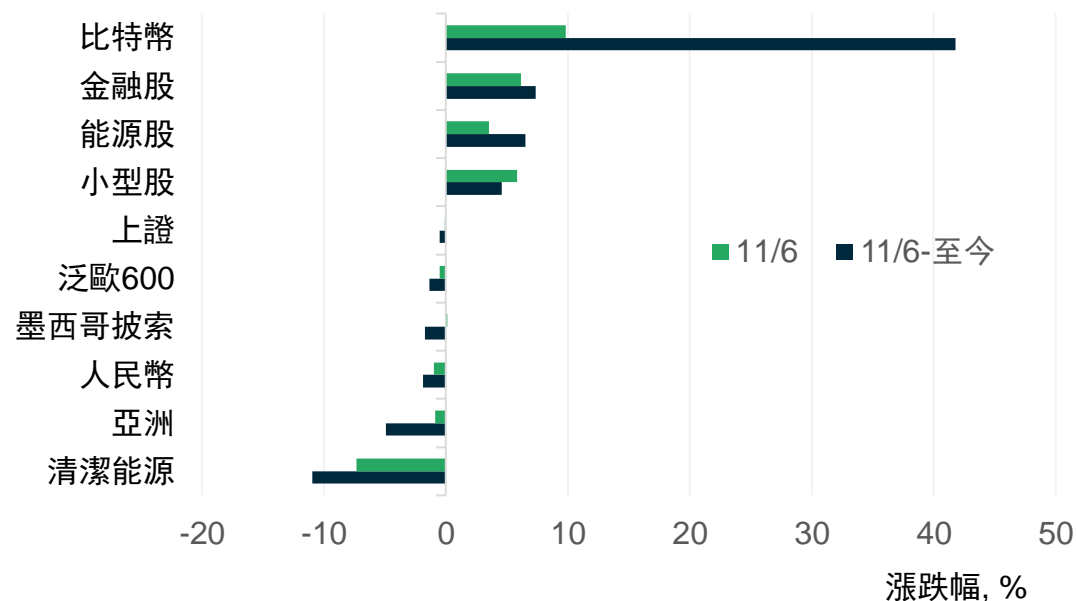
川普雖尚未就任，不過，市場已提前反映政策的影響，**即使大選落幕，「川普交易」在未來數月將持續進行**。1)市場擔心美國債務及通膨上升壓力，引導美債利率持續高盤，同時美元指數保持相對強勢。2)川普強調政策鬆綁，尤其是對比特幣採取開放的態度，使其價格屢創新高。3)關稅雖尚未調升，但以出口為主的國家，包括中國及亞洲國家，股價與匯價面臨轉弱壓力。4)川普一直對清潔能源持質疑的態度，揚言取消補貼，使相關類股持續下挫。

## 川普勝選後，川普交易持續進行中



資料來源：Bloomberg。

## 川普政策，受惠/受害之族群持續分化



註：資料期間為11/6-11/22。  
資料來源：Bloomberg。

## 總經 | Trump trade旋律3：地緣風險使全球供應鏈持續調整

隨著美國大選落幕，川普正式當選美國總統，也預告全球供應鏈持續調整。川普選前表態調高關稅，尤其是，對美國貿易順差的國家，都將面臨關稅壓力，中國是對美貿易順差最大的國家，潛在壓力最大，其次為墨西哥。台灣作為美國第9大貿易順差國，亦有不少挑戰。

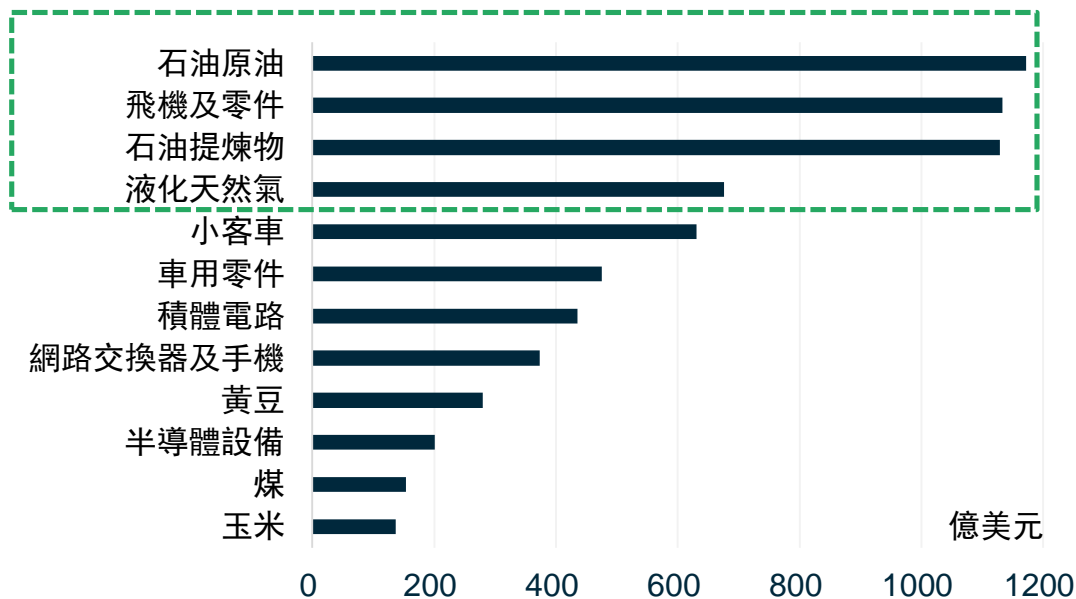
近期，南韓官方部門已正式表示，尋求公部門及私部門增加對美國原油和天然氣進口的方案，台灣傳聞採購美國先進武器等，整體而言，川普上任，全球供應鏈持續面臨調整壓力。

美國商品貿易逆差國家

國家	2023年(億美元)	2022年(億美元)	變動(%)
中國	-2794	-3586	-26.9
墨西哥	-1523	-1304	16.8
越南	-1046	-1161	-9.9
德國	-830	-740	12.1
日本	-711	-678	4.8
加拿大	-678	-801	-15.3
愛爾蘭	-653	-665	-1.8
南韓	-514	-432	18.8
台灣	-479	-474	1.0
義大利	-440	-413	6.4

資料來源：台灣經濟部。

2023年美國主要出口商品



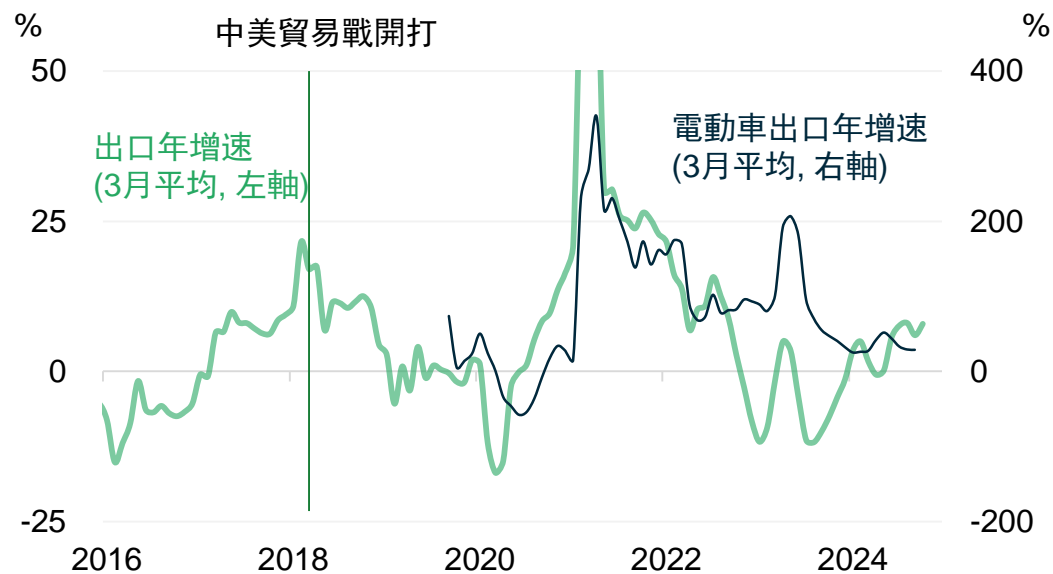
資料來源：台灣經濟部。

# 總經 | Trump trade旋律4：擔憂貿易衝突擴大，中國政府率先刺激金融市場穩住信心

2024年中國出口動能不差，尤其，隨美國大選接近，貿易商擔憂選後不確定性而出現積極搶先下單狀況，使得近期動能持續回升。惟留意重點出口項目—電動車，外銷動能已明顯降溫，且在川普當選、貿易戰重燃下，對2025年外銷增添不確定性。

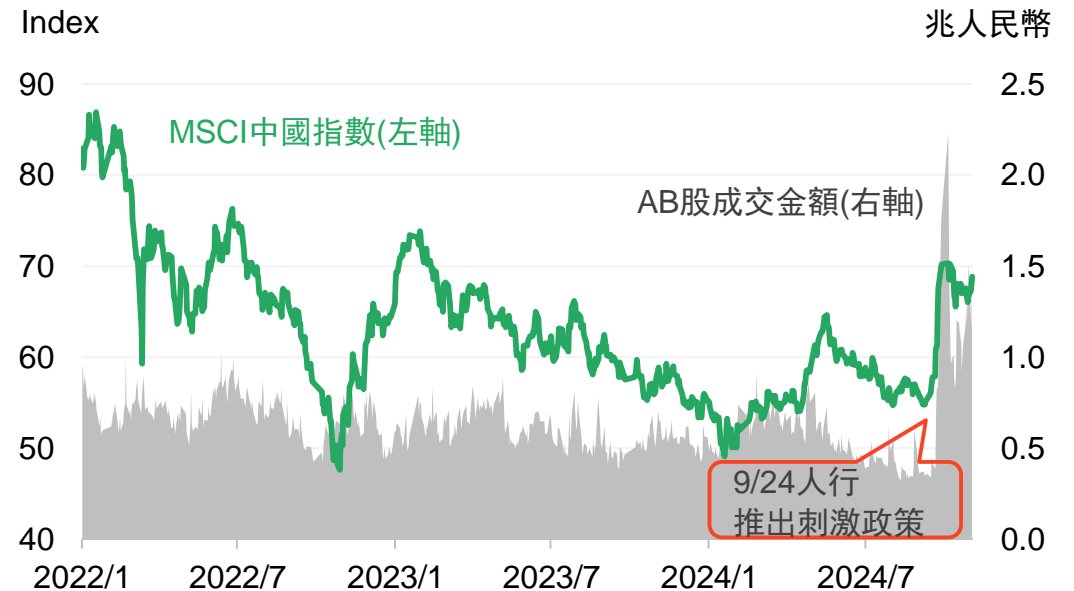
中國內外面臨調整壓力，不過，自2024/9月以來，中國經濟刺激力度已明顯增溫，包括924人行政策，近期中國政府也推出6兆人民幣的債務置換措施，不難看出，有意藉由政策來托底，並刺激金融市場來穩定消費信心。

### 川普上任後，恐讓中國出口蒙塵



資料來源：Bloomberg。

### 9月底以來，中國政策利多激勵股市走揚



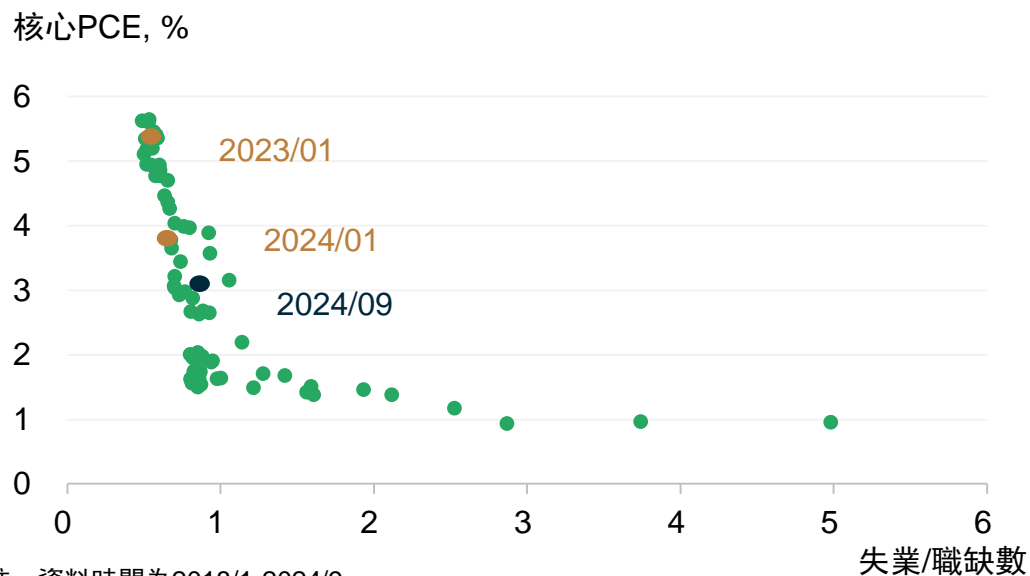
資料來源：Bloomberg。

# 總經 | 美國大選過後, 不影響Fed降息方向

過去兩季, 勞動市場降溫的趨勢明確, 失業/職缺比僅0.88, 已回到疫情前水平。與此同時, 通膨亦逐漸朝2%政策目標靠攏。影響所及, 2024/11的FOMC會議再度降息一碼, 聯準會的政策焦點將持續擺在勞動市場, 避免失業率急升、景氣硬著陸的風險。

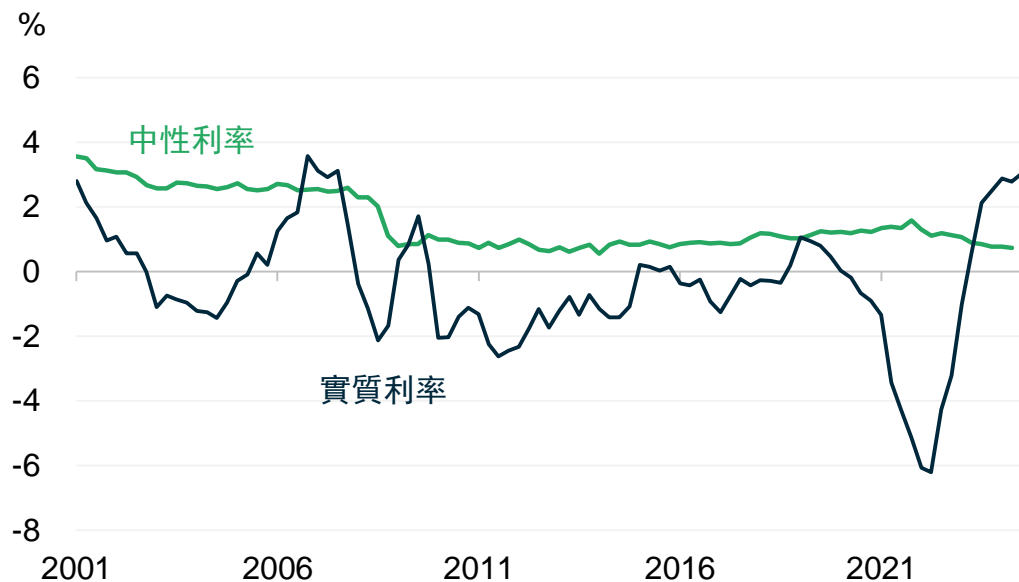
另一方面, 當前實質利率遠高於中性利率, 反映政策仍處於限制性區域, 將壓抑景氣擴張動能。**考量前述政策目標, 以及當前利率水平, 預料聯準會仍將於選後持續緩步降息。**

## 通膨降溫、勞動市場溫和放緩, 提供降息條件



註: 資料時間為2018/1-2024/9。  
資料來源: Bloomberg。

## 實質利率仍遠高於中性利率, 選後降息方向不變



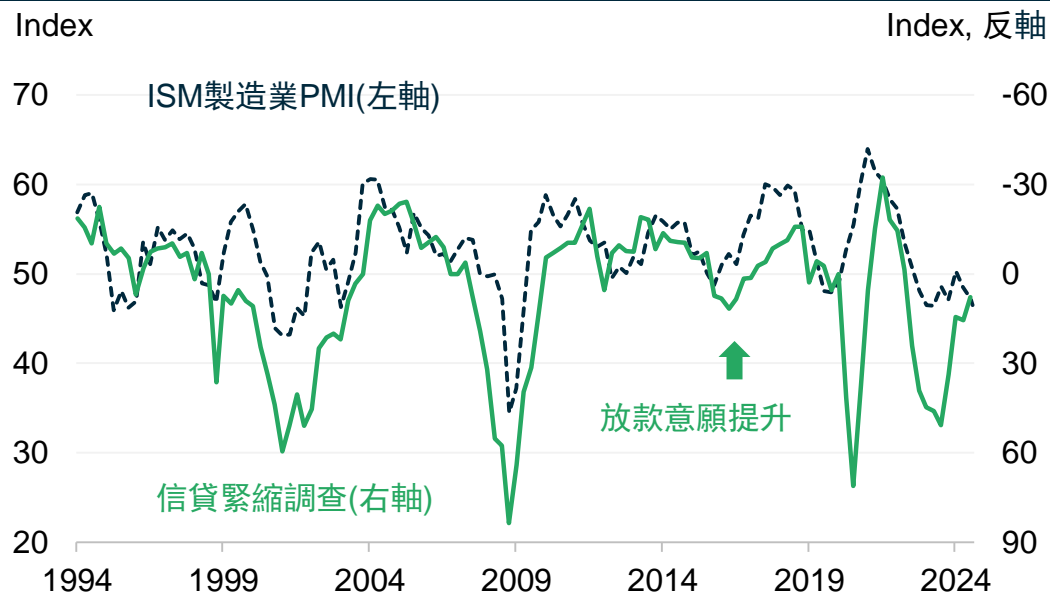
註: 實質利率為聯邦基金利率減PCE年增率, 中性利率採紐約Fed HLW模型之計算值。  
資料來源: Bloomberg。

# 總經 | 勞動力市場穩健與資金壓力緩解, 2025年經濟保有韌性

2024年AI需求爆發式成長, 但汽車等傳統製造業景氣持續低迷。不過, 隨著降息循環展開, 銀行的放款意願明顯提升, 有利於房市、車市回溫, 而消費性電子也期待迎來換機潮, 有助ISM製造業指數重拾上漲動能。

展望2025年, 勞動力市場降溫但仍保持穩健, 薪資收入將支持民眾消費穩健成長, 若通膨持續降溫, 實質薪資將進一步提高。整體而言, 製造業可望回溫, 同時消費動能保有一定韌性, 研判經濟衰退風險有限。

### 資金環境放寬有利製造業重拾動能



資料來源: Bloomberg。

### 美國實質薪資持續增長, 消費保持穩健



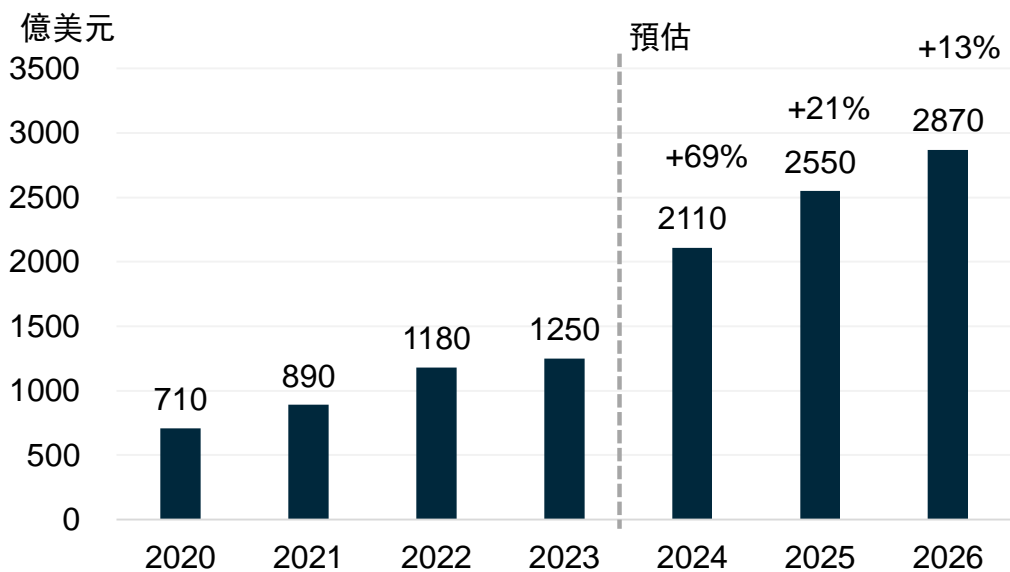
資料來源: Bloomberg。

# 產業 | AI仍為未來幾年投資重點, 但非AI需求將回溫

美國四大雲端業者相繼公布2024Q3財報, 除了表示AI能為獲利作出貢獻外, 對於未來的資本支出也將持續加碼, 以規模來看, 2024年四大雲端業者用於雲端的投資已突破2000億美元, 年增率逼近70%, 主要用於AI加速器、GPU購買、網路基建等。展望2025年, 增幅雖放緩, 但亦有2成的成長, 金額可望持續創新高。

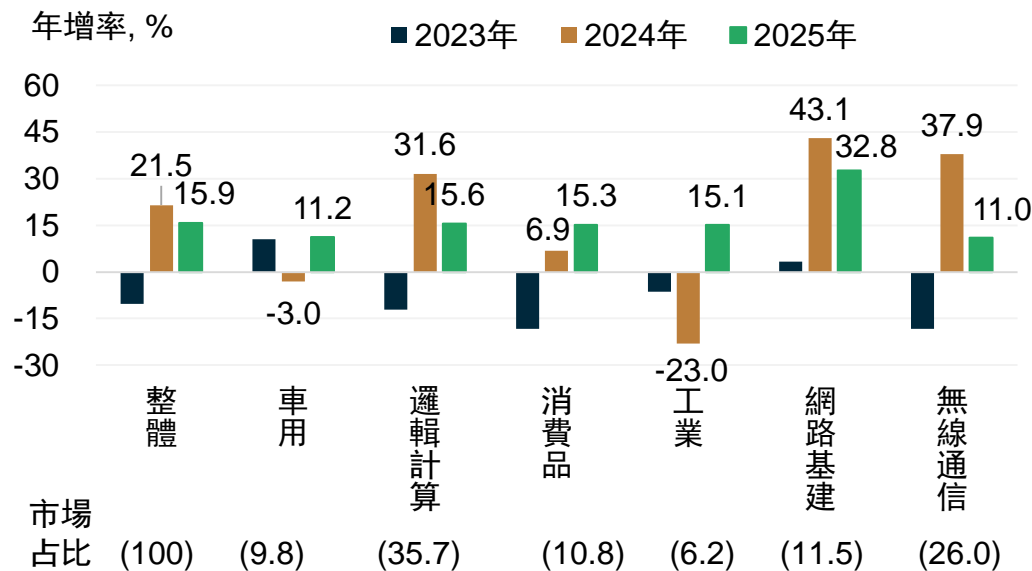
關於非AI的部分, 受到中國經濟放緩、美國高利率影響, 使得2024年的車用半導體、工業半導體需求明顯疲弱, 所幸, 中國已加大刺激力道, 加上降息使得資金成本下降, 研判非AI的半導體需求, 在2025年的增速將明顯改善。

四大雲端業者加大雲端投資規模



資料來源: 高盛預估。

2025半導體需求持續復甦, 但復甦力道有所改變



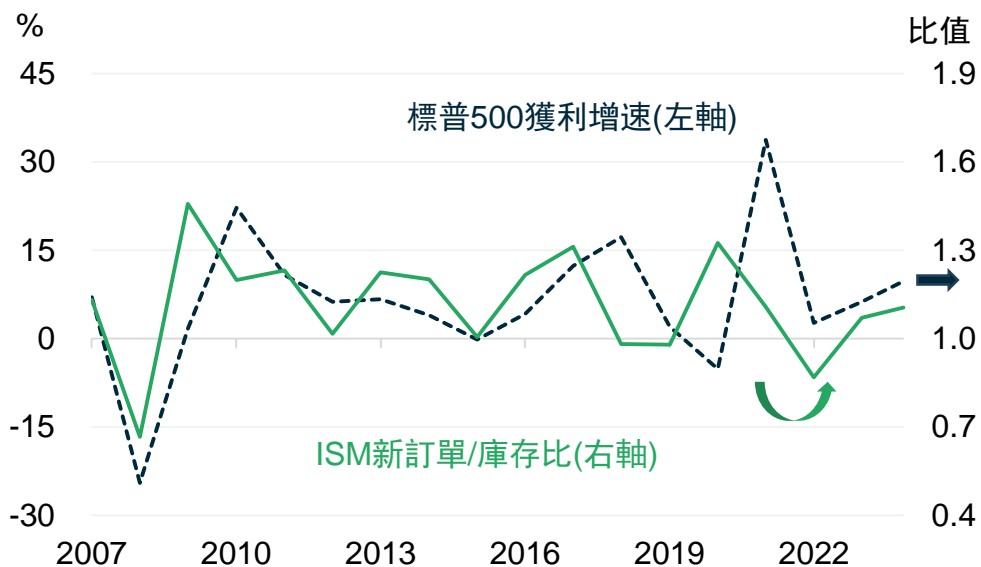
資料來源: Bloomberg預估。

# 股市(1) | 企業獲利回升, 美股仍有高點可期

自疫情發生以來, 產業復甦不均成為普遍的現象, 包括製造業與服務業的不同調、科技業與傳產業的背離, 甚至, AI產業與非AI產業的懸殊, 使得ISM製造業指數目前依然處在收縮的狀態。所幸, 自2021年中以來, 經歷3-4年的調整, 目前庫存水位普遍不高, 使得ISM新訂單/庫存指數仍保持在1之上。

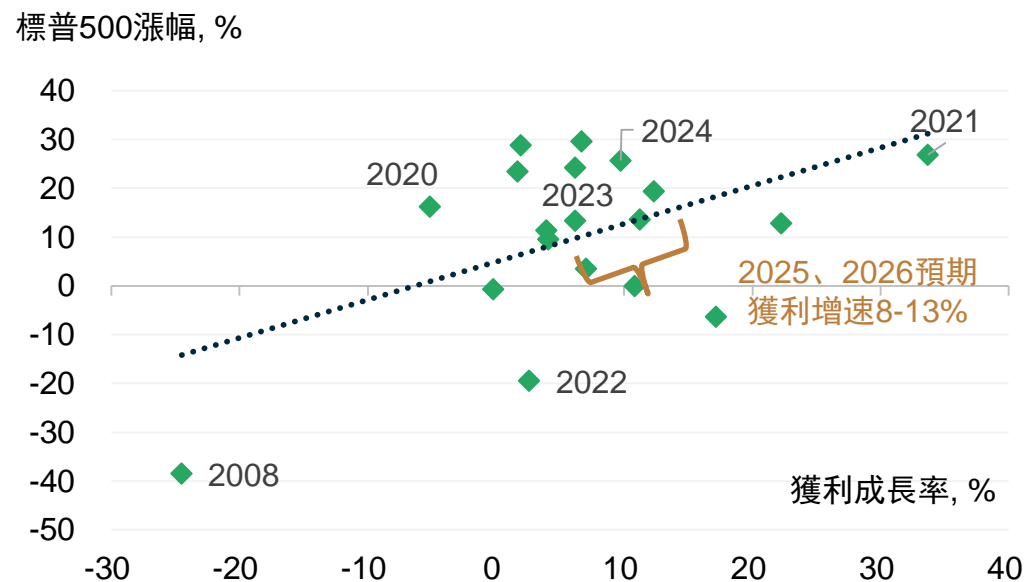
對企業獲利而言, 雖然復甦不均, 但受到AI的加持下, 2024年標普500獲利增速近10%, 同時預估2025年也有雙位數的漲幅。因此, 展望2025年的金融市場, 標普500再創新高, 將是可以期待的。

製造業循環處底, 支持獲利回升



資料來源: Bloomberg。

獲利持續成長, 支持美股再創新高



註: 資料期間2006-2024年。

資料來源: Bloomberg。

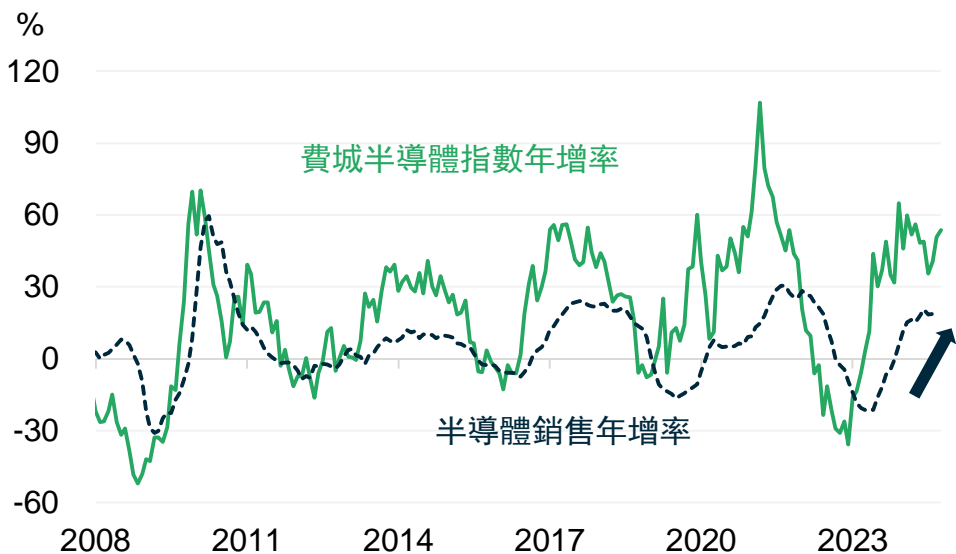


# 股市(2) | 半導體循環持續, 科技股仍為投資主軸

隨著AI的興起, 半導體的重要性更顯重要, 根據統計, 2024年的半導體需求將成長20%, 規模達到6700億美元, 預期2025年將持續攀升至7800億美元, 增速亦有15%。

以循環週期來看, 自2023/5半導體銷售觸底回溫以來, 已經歷16個月, 考量輝達新一代AI晶片將在2025年才放量出貨, 研判全球半導體的銷售循環有望延續, 預期往歷史最長擴張週期邁進, 高峰可能落在2025年上半年。因此, 科技股仍為2025年的投資主軸。

## 半導體銷售持續升溫, 支持科技股走強



資料來源: Bloomberg。

## 半導體循環延續, 目前尚未達到高峰

循環底部	底部值 (%)	循環高峰	高峰值 (%)	循環週期 (月份)	擴張期 (月份)
2009/2	-30.9	2010/3	59.6	37	14
2012/3	-7.9	2014/2	12.1	50	24
2016/5	-7.5	2017/8	24.1	37	16
2019/6	-16.5	2021/7	30.6	47	18
2023/5	-21.4	目前(2024/9)	20.7		16
過去循環平均				43	18

註: 半導體循環採全球半導體銷年增率高底值作為依據, 增速最低視為底部, 增速最高微峰值, 擴張期為底部至高峰的時間, 循環週期為底部至下個底的時間。

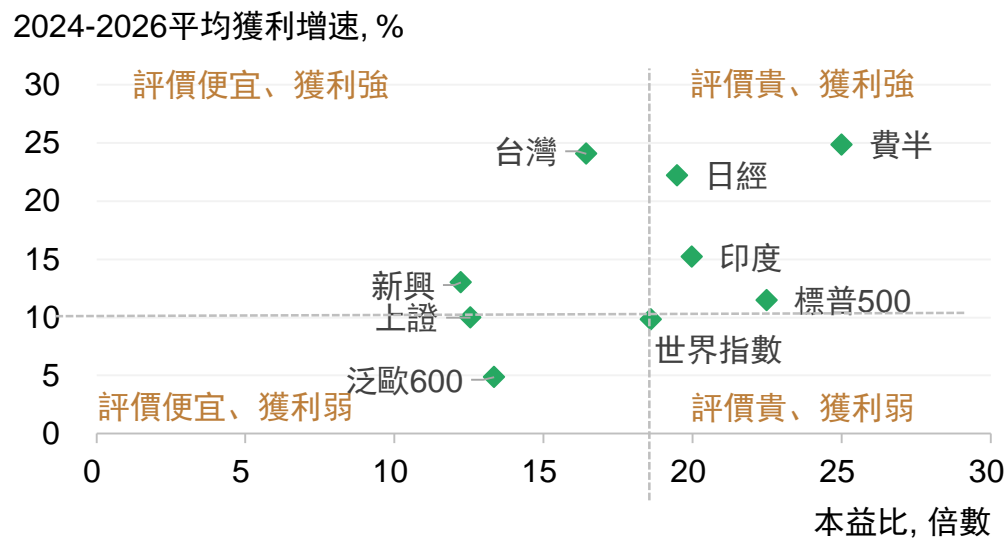
資料來源: Bloomberg。

# 股市(3) | 關注主要指數、產業相對位階, 與其獲利動能的關係

從獲利成長性與評價來看, 美股評價不便宜, 但川普政策及美國經濟的韌性, 可能讓資金持續流入美股, 同時企業獲利穩定, 仍是布局重心; 台灣評價相對便宜, 且獲利成長性佳, 可提高比重, 但留意地緣風險。中國股市雖具有評價低廉優勢, 但獲利動能已轉弱, 不妨以整體新興市場指數切入; 歐洲雖也有評價優勢, 但關稅壓力為潛在不確定性。

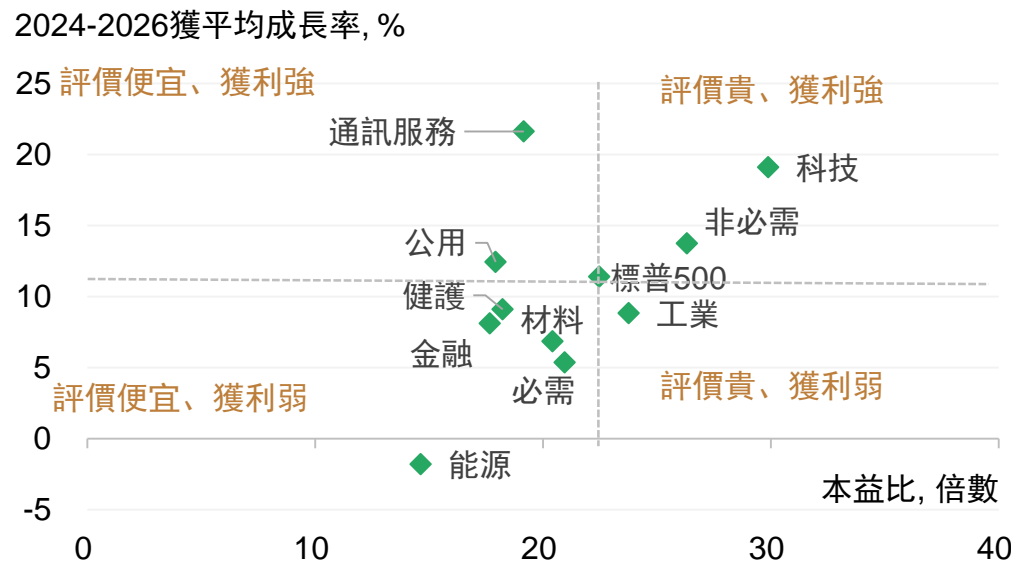
對產業而言, 科技股評價最高, 但獲利動能也最強, 加上AI加持, 無需過度擔憂。公用事業及通訊服務的評價相對科技股低, 同時也有AI題材, 亦可拉高配置比重。金融業的管制鬆綁, 可能最先受惠且具有題材。

## 全球主要指數評價與獲利關係



資料來源: Bloomberg。

## 主要產業評價與獲利關係



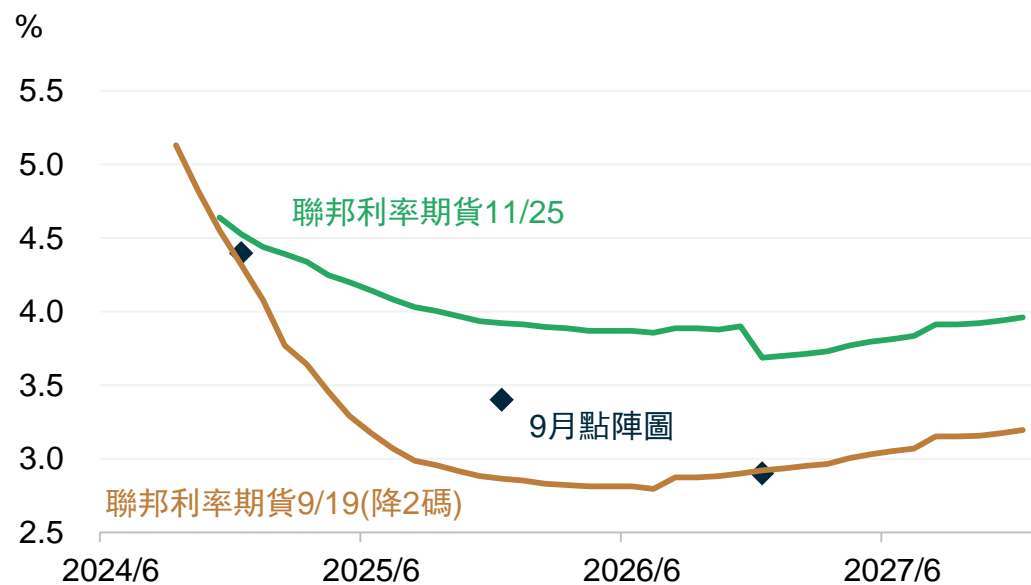
資料來源: Bloomberg。

# 債市 | 公債利率上彈仍可鎖利, 但資本利得空間有限

在「川普交易」影響下, 市場對通膨升溫、美國債務增加的擔憂, 帶動美債殖利率高位震盪; 不過在美國大選過後, 殖利率走勢應回歸景氣、以及降息循環, 支持殖利率緩步下滑。

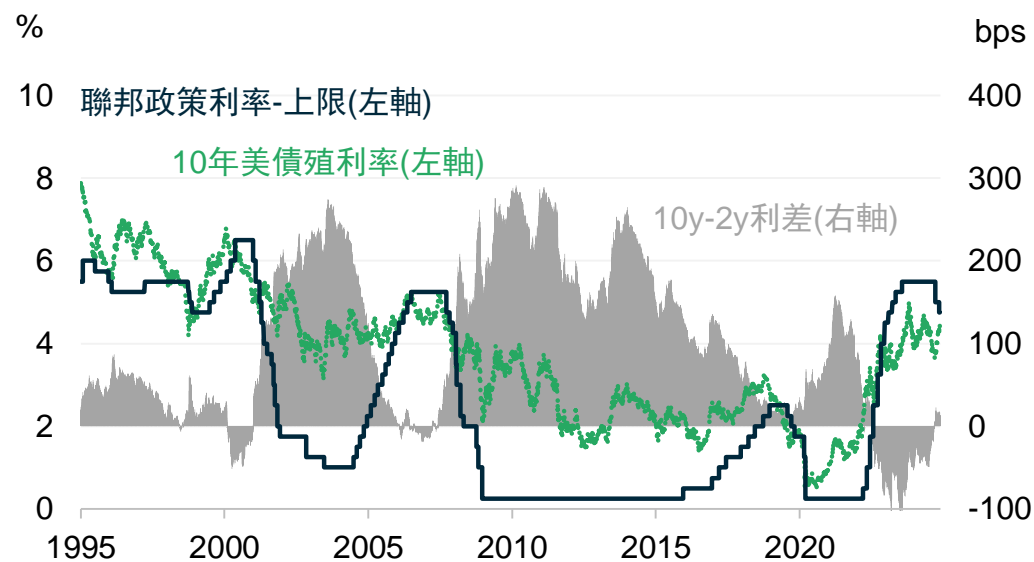
不過, 鮑爾透露美國經濟良好, 不急著朝中性利率水準靠近。以最新利率期貨來看, 預期本波降息終點約落3.5%上下, 加上長短利差翻正, 預期**2025年, 10年期美債殖利率保持在一定水平, 同時未來資本利得空間有限。**

川普交易使降息預期縮窄, 關注12月點陣圖更新



資料來源: Bloomberg。

長短利差翻正, 長率下滑空間有限



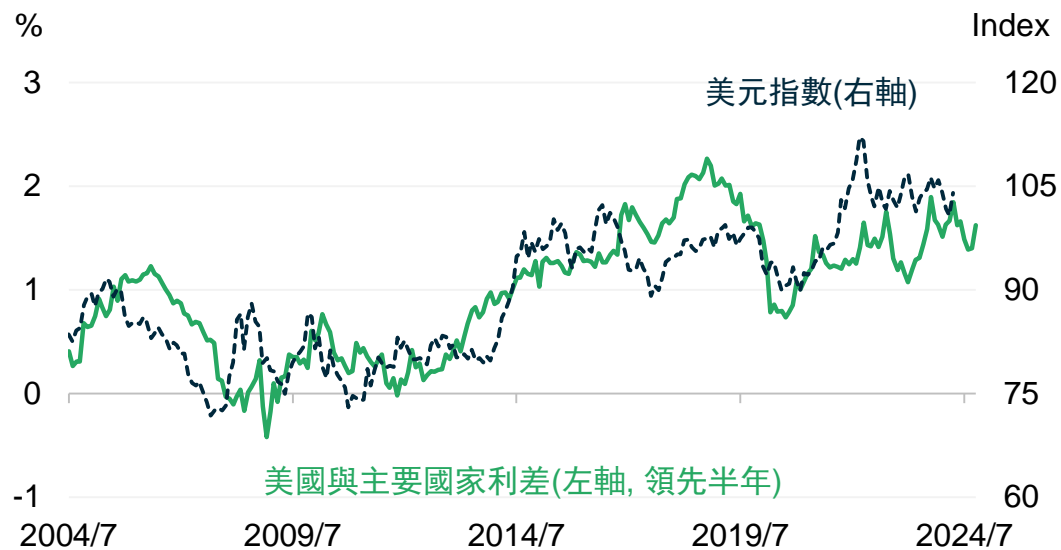
資料來源: Bloomberg。

# 匯市 | 美元短期高盤, 但上方有壓; 台幣近期偏弱, 但下方有撐

美元：川普政策對通膨升溫的預期，推升短線美元維持高檔，但回顧川普執政時期，關稅措施對美國通膨的實質影響有限。長線而言，美國與主要國家之間的經濟表現及貨幣政策差異狀況才是影響美元走勢主因，預期川普交易熱度消退後，加上聯準會持續降息，美元強度有望轉弱，維持盤整格局。

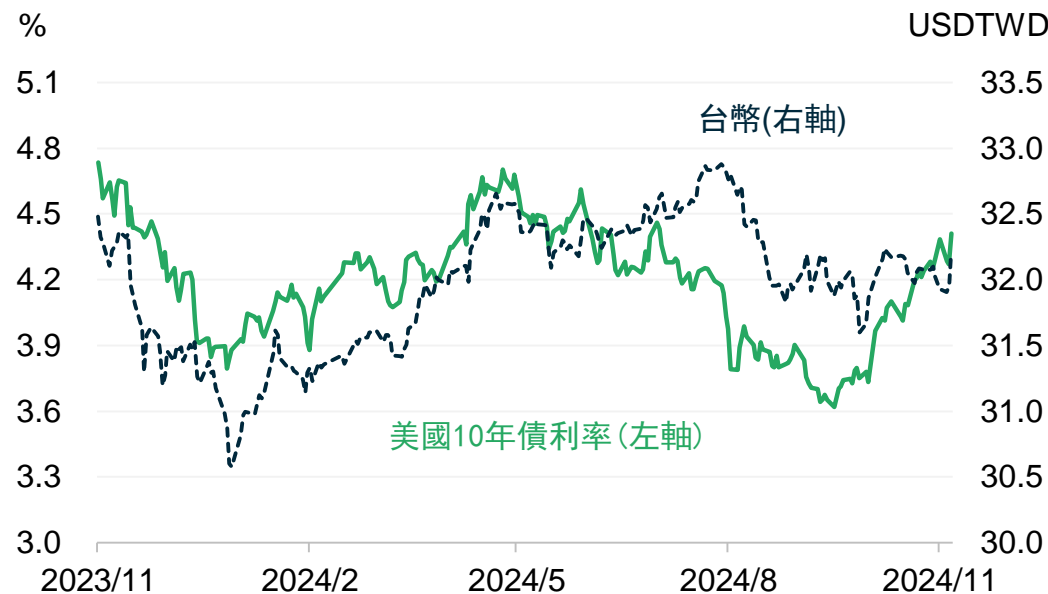
台幣：短期美國雙率偏強壓力，台幣恐難擺脫弱勢，但去年底及明年農曆年前來看，季節性因素加上台灣出口增溫，預期台幣匯價不至於大幅走貶。中期而言，為解決台美貿易順差問題，官方恐不樂見台幣過度貶值。

美國與主要國家利差收窄幅度有限



註：取美國與德、日、英、加10年期公債殖利率的差值計算。  
資料來源：Bloomberg。

台幣走勢短期受美債利率箝制

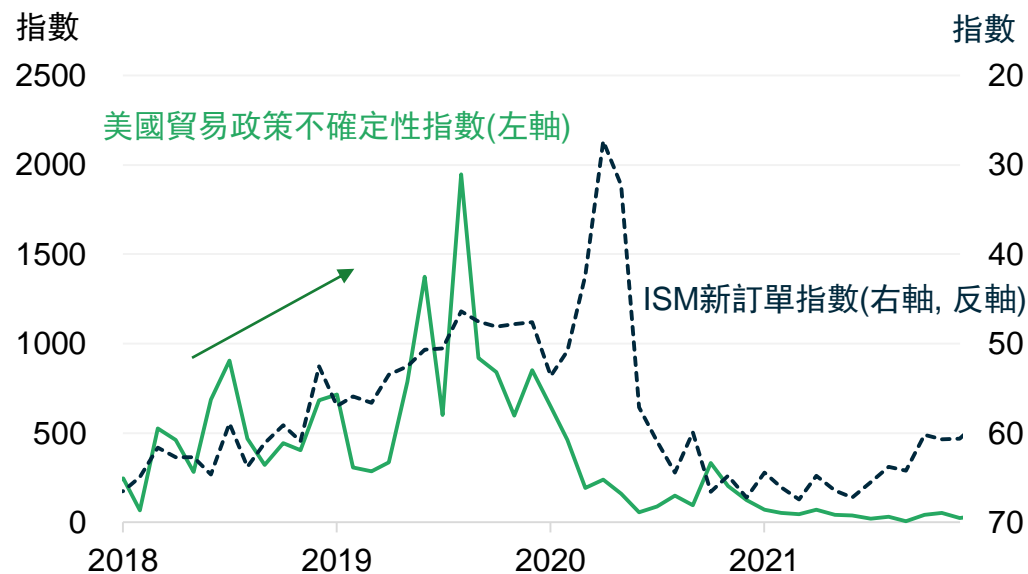


資料來源：Bloomberg。

# 風險 | 貿易不確定性若擴大, 衝擊訂單需求且市場波動將放大

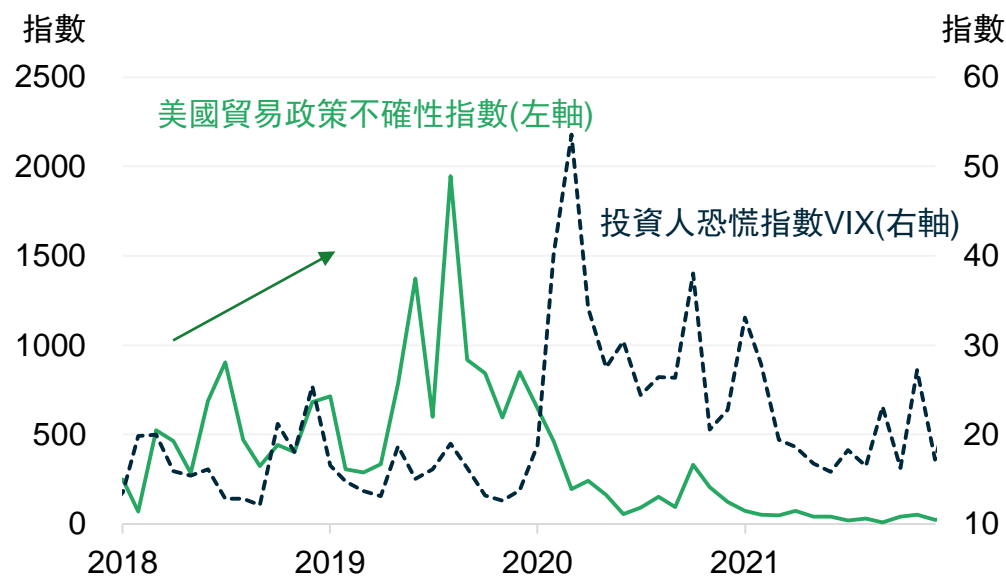
隨著美國大選落幕, 川普正式當選美國總統, 也預告保護主義持續, 觀察2018-2019年狀況, 貿易衝突擴大下, 廠商對未來的不確定性上升, 新訂單需求也隨之下滑。此外, 對金融市場而言, 貿易政策的不確定性, 對投資人也是一種風險, 需關注政策的轉向對公司獲利的衝擊。因此, 一旦貿易戰擴大, 對實體經濟與金融市場都將構成潛在的不確定性。

### 貿易政策不確定性上升, 衝擊新訂單需求



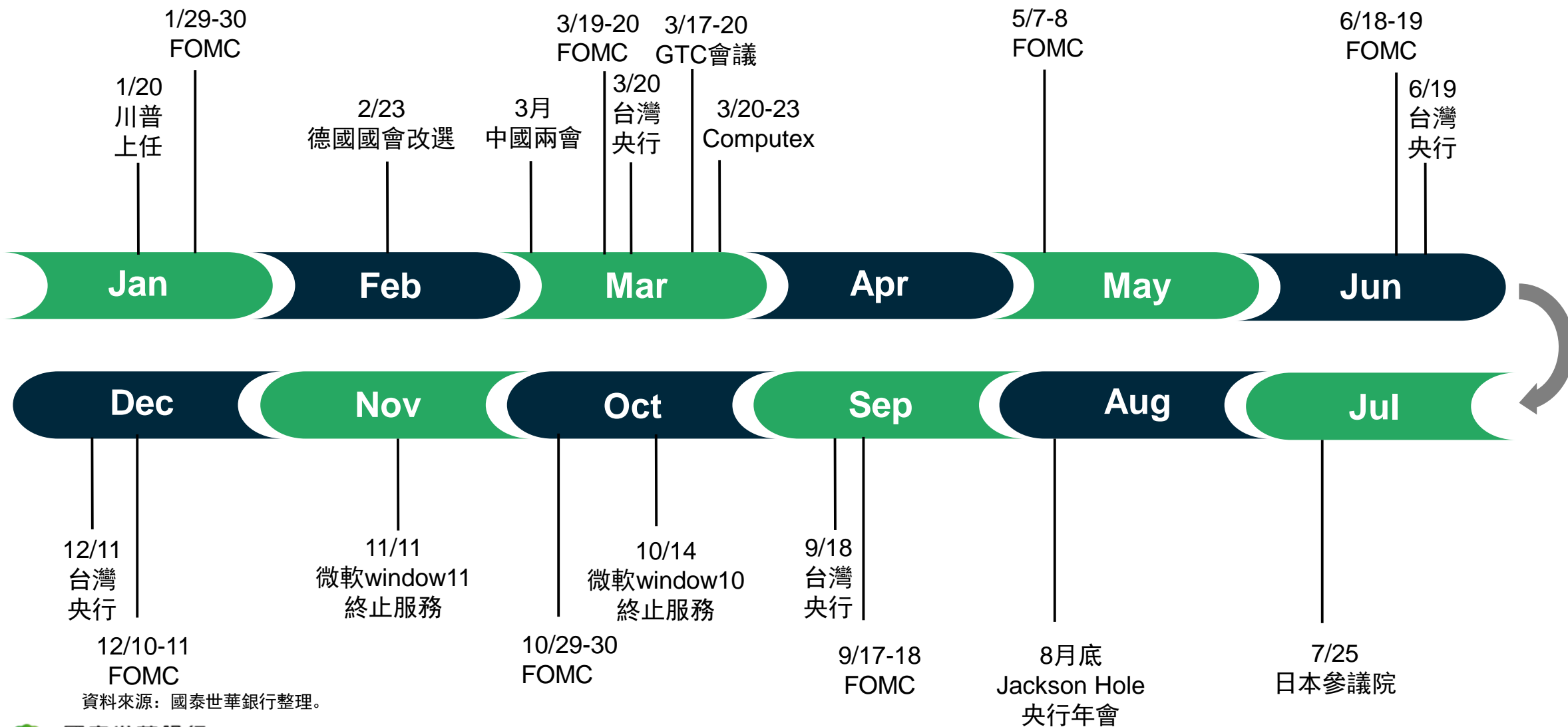
資料來源: Bloomberg。

### 貿易政策不確定性, 將使市場波動上升



資料來源: Bloomberg。

# 附件 2025年重大事件行事曆



資料來源：國泰世華銀行整理。

---

## 個別市場

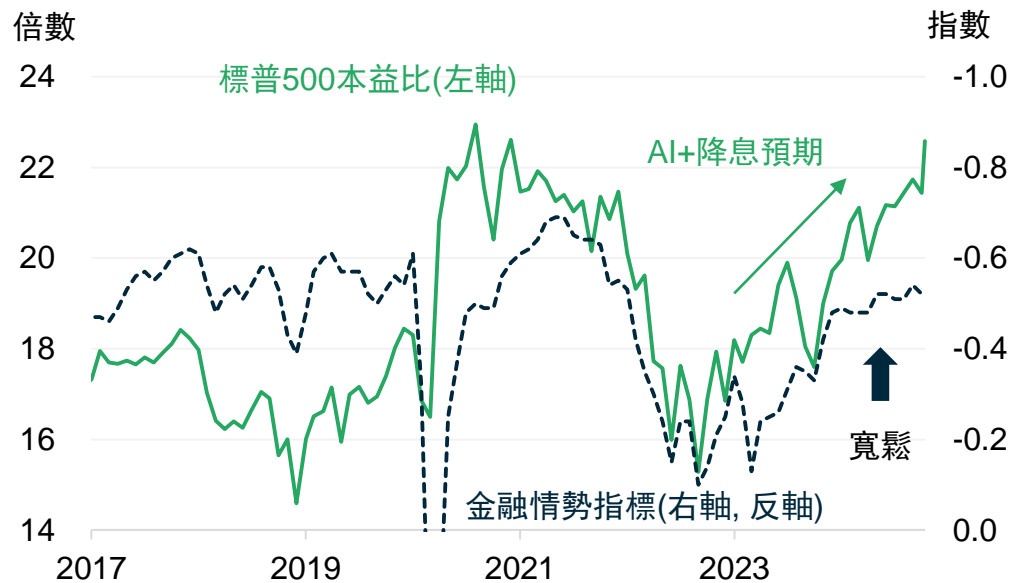
---

# 美國 獲利與評價獲得支撐, 美股可望維持多頭格局

隨著美國大選落幕, 不確定性消除, 美股也隨之走強, 不過, 美股的評價逼近歷史新高, 成為投資人的擔憂。以現階段而言, 即使美債利率居高不下, 評價也難以回落的原因有二, 包括聯準會啟動降息循環, 使得整體金融環境偏向寬鬆, 加上AI熱潮短期難退, 研判美股評價仍將介於21-22倍間高盤。

展望2025年, 研判製造業有望落底回升, 企業獲利維持成長態勢, 市場預估未來2年獲利增速介於10%上下, 加上評價暫居高位, 支持美股維持多頭態勢。

## 金融情勢趨向寬鬆, 股市評價難下修



資料來源: Bloomberg。

## 標普500指數目標區間估算

EPS Growth(%) \ P/E(倍)	20	21	22	23	24
15	6100	6400	6700	7000	7300
12	5950	6250	6550	6850	7100
9	5800	6050	6350	6650	6950
6	5600	5900	6200	6450	6750
3	5450	5750	6000	6300	6550

註：數值為指數目標價, 估算公式為2023年EPS\*2024年成長率\*P/E。  
資料來源: Bloomberg。

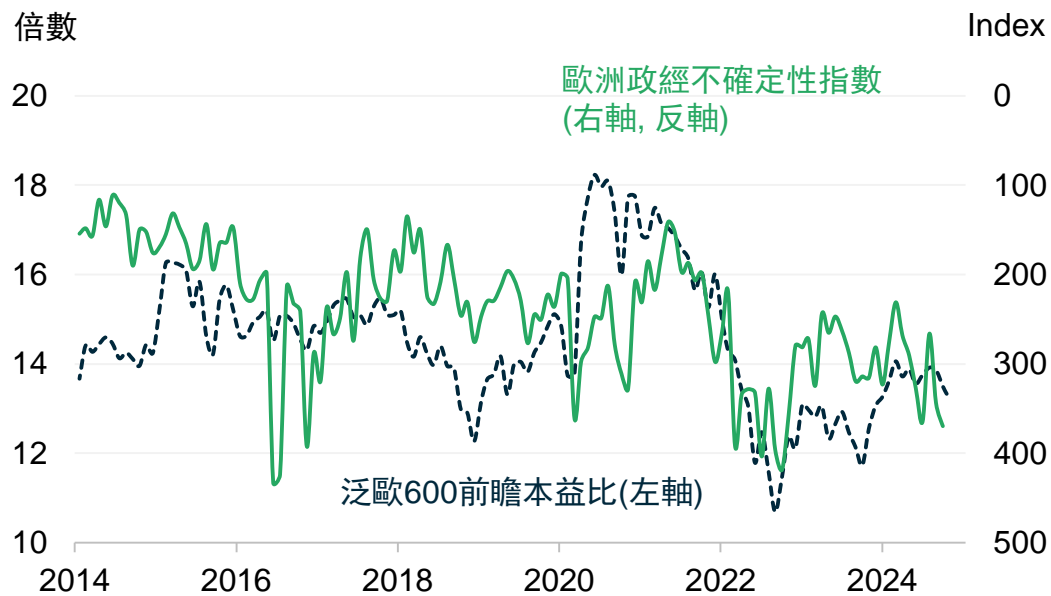


# 歐洲 政經不確定性高踞，獲利改善程度有限，股市表現料落後美股市場

歐元區在2025年將面臨諸多挑戰，首先，川普政府的關稅政策使貿易不確定性上升，儘管全面加徵10%-20%關稅的可能性不高，但汽車相關產業恐將成為首要目標。其次，德國聯合政府瓦解，社民黨與自民黨終究因為理念不合而分道揚鑣，聯邦議會改選提前至2025年2月進行，也增加區域的政治不確定性。貿易關稅疑慮、德國大選，加上法國跟義大利也有財政議題，政經不確定性恐打擊投資人情緒，使股市評價上方承壓。

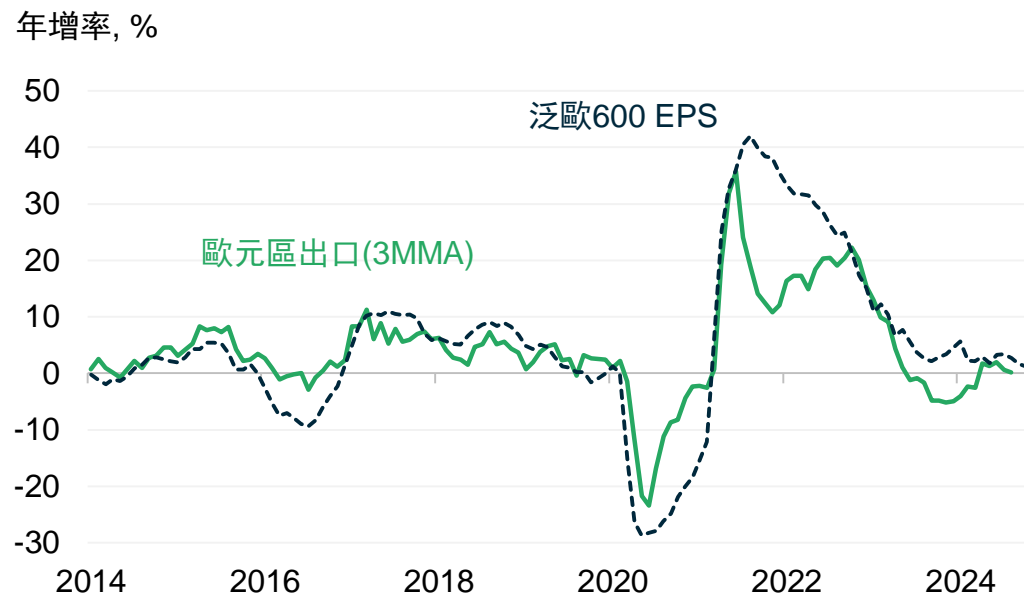
獲利方面，利率調降與通膨降溫有助消費復甦，不過關稅制裁不利出口表現，中國對於奢侈品與汽車消費狀況改善有限，加上能源成本偏高，使企業獲利成長性受壓。**整體而言，2025年歐洲企業展望保守，評價面在政治不確定下擴張空間有限，歐股表現料持續落後美股市場。**

歐洲政經不確定性上升影響市場評價



資料來源：Bloomberg。

出口面臨潛在風險，恐拖累歐洲企業獲利復甦



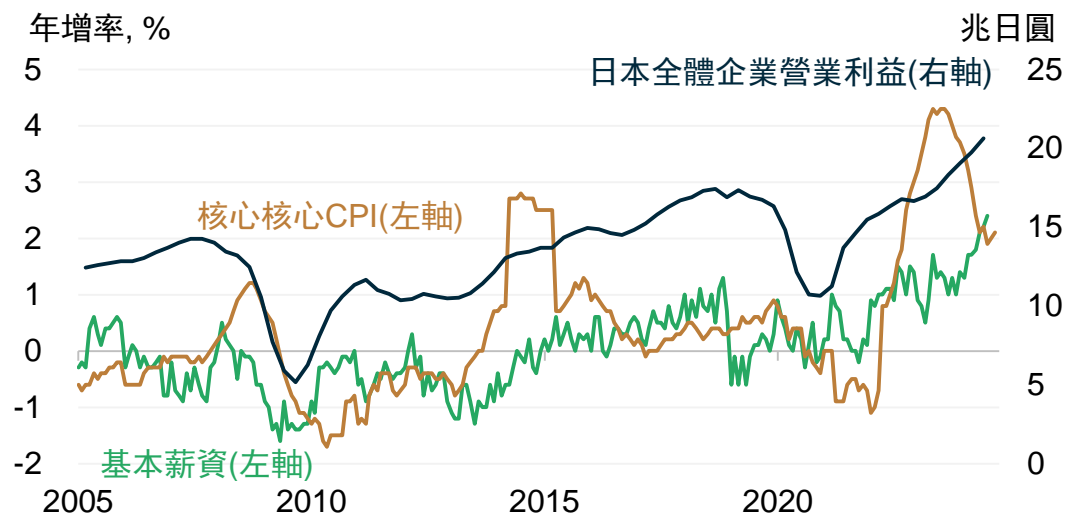
資料來源：Bloomberg。

# 日本 景氣可望築底復甦，通膨有望達成央行目標

受惠於日圓走貶對於旅遊產業的提振，服務業穩健增長，企業信心創下30年新高。而全球主要央行政策同步轉趨寬鬆，有利終端需求復甦，將提振日本製造業擴張動能。**市場預期2025年日本GDP年增1.2%，高於2024年的0%、及疫情前長期水平的0.8%。**

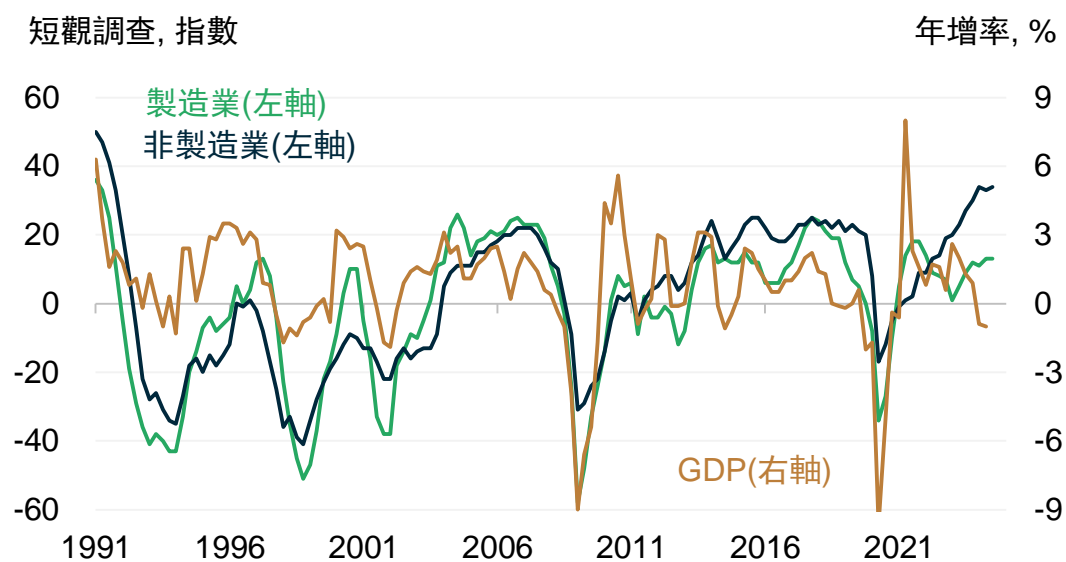
此外，過去三年日圓大幅走貶，企業獲利頻創歷史新高，帶動基本薪資加速成長，增速創下32年新高。影響所及，即便過去幾季通膨回降，但通膨預期已率先止跌反彈。與此同時，**日本最大工會勞動組合總聯合會，有意於明年Q1的勞資談判中，再次爭取5%的薪資成長幅度，有助通膨達成2%目標。**

弱勢日圓推升企業獲利與薪資成長，有助通膨達標



註：2001年至今基本薪資與營業利益之相關係數為0.78，與核心核心CPI之相關係數為0.57。核心核心CPI為CPI扣除能源及生鮮食品。  
資料來源：Bloomberg。

服務業信心好轉、製造業平穩，有利日本景氣回溫



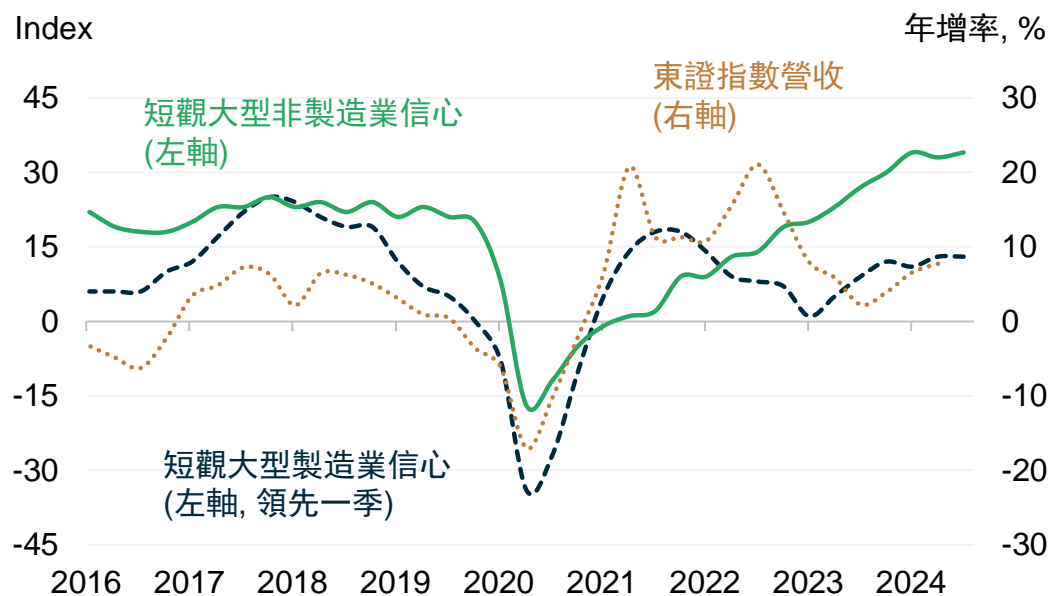
註：2011年至今製造業、服務業與GDP之相關係數為0.63、0.36。  
資料來源：Bloomberg。

# 日本 獲利改善提供股市上行動能, 大盤有望突破前波高點

雖然日本貨幣政策朝向緊縮, 但日本企業獲利仍保持穩健成長, 東證指數企業EPS 2024年約成長8%, 由於薪資成長與通貨膨脹進入良性的正向循環, 2025年春鬥有機會複製今年成果, 實質薪資成長讓消費者支出持續復甦, 短觀非大型製造業信心維持高檔, 2025年增速有望進一步上升。

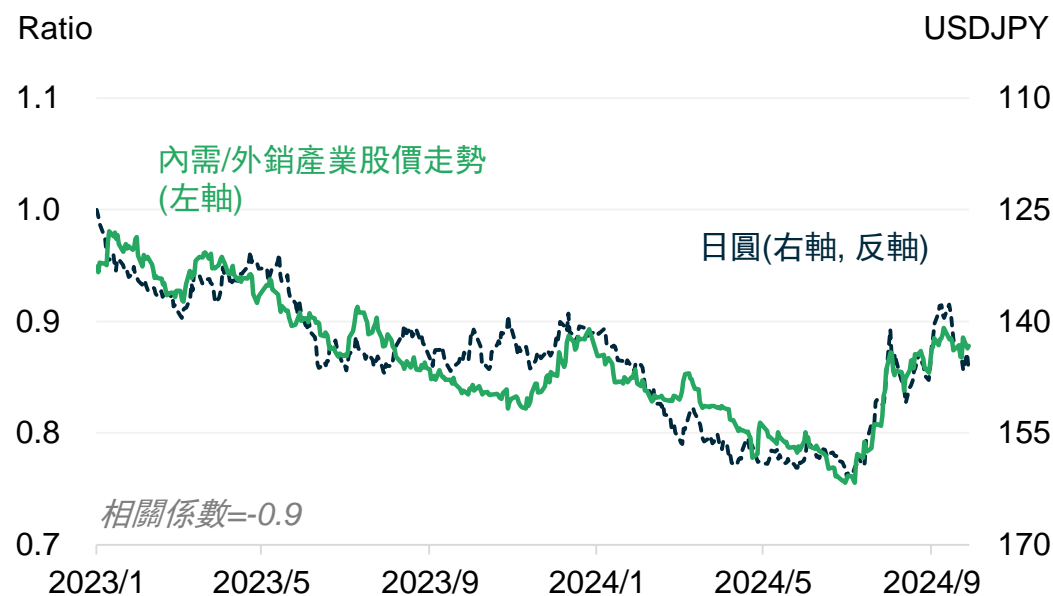
企業獲利成長提供股市上行動能, 石破政府高機率採行擴張性財政支出, 東證指數有望突破2024年高點。然而, 作為美國前五大貿易逆差國家, 川普對進口商品的關稅威脅, 以及日圓在BOJ升息立場下仍有升值壓力, 汽車、機械等外銷產業面臨較大不確定性, 仰賴國內需求的零售與運輸產業更加穩健, 股價走勢預期領先於外需相關類股。

### 大型企業信心強勁, 企業獲利有望穩健成長



資料來源: Bloomberg。

### 日圓偏升環境恐不利於外需產業股價



註: 外銷產業為汽車、鋼鐵、機械、電子精密設備、貿易批發五個產業指數標準化後平均。  
 內需產業為食物、建築與材料、資通訊服物、交通物流、零售五個產業指數平均。  
 資料來源: Bloomberg。

# 台灣 台灣半導體實力, 可望推升貿易順差及股市市值

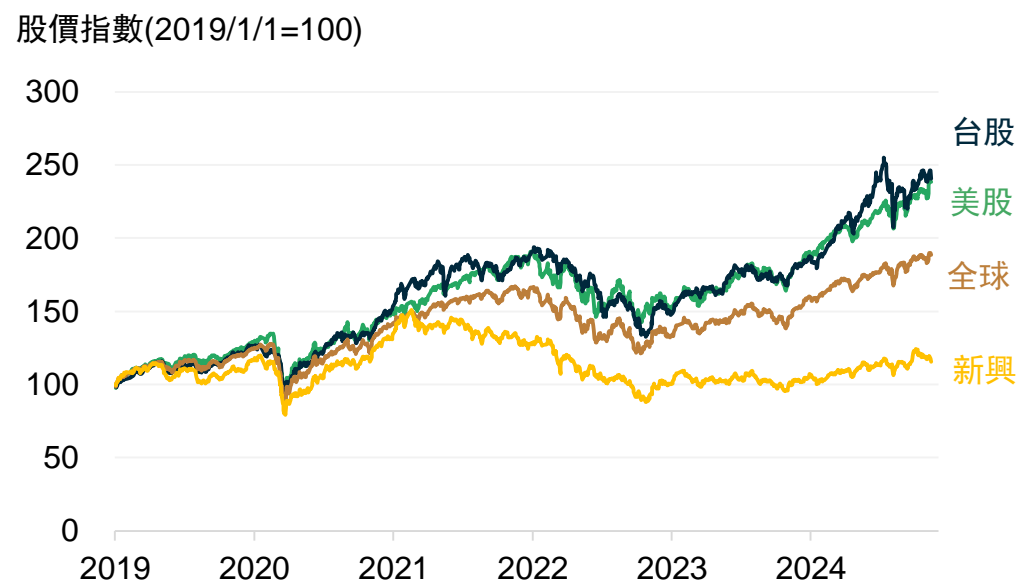
2018年貿易戰及2020年經歷疫情以來, 全球供應鏈重組, 部分台商回流、加上受惠AI趨勢的結構性利多, 台灣出口結構改變, 通訊及電子類占商品出口比重由10年前38%, 2020年升破50%, 截至2024/10已到65%, 帶動出口量及產品附加價值提升下, 台灣商品貿易順差金額也緩步走升。

企業競爭力提升也反映在股市, 近五年來台股漲幅與美股旗鼓相當, 大幅優於全球及新興股, 尤其在ChatGPT於2022/11問世以來, 台灣受惠堅強半導體實力、AI需求潛力, 台股漲勢凌厲。

台灣出口結構巨變							
月均金額(億美元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
商品出口金額	274.3	287.6	372.0	399.5	360.3	390.4	
資通+ 電子	金額	129.3	153.9	194.4	220.7	218.4	253.6
	占比(%)	47.1	53.5	52.3	55.2	60.6	65.0
商品順差金額	36.3	49.1	53.7	42.8	67.3	66.5	
對美貿易 順差	金額	9.5	15.0	22.0	24.5	29.5	52.9
	占比(%)	26.2	30.6	41.0	57.2	43.8	79.6

資料來源: 財政部。

## 近五年台股強勢程度與美股不相上下



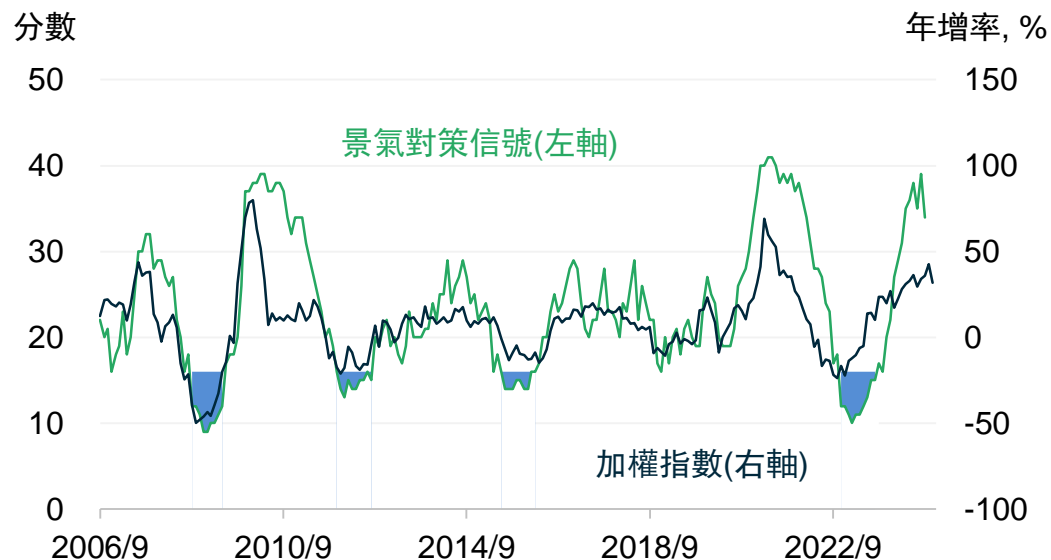
資料來源: Bloomberg。

# 台灣 景氣復甦邁向第2年, 支持股市再創新高

主計總處估計2024年經濟成長率4.1%，2025年則預估在3.26%，連兩年維持3%以上成長。由景氣對策信號分數來看，2023/2出現最低點10分，2023年也出現連10個藍燈的景氣谷底訊號，而過去當景氣谷底出現後，平均會有40個月的景氣上升階段，由此看來，2025年的景氣擴張格局仍可持續，台股仍有上揚空間。

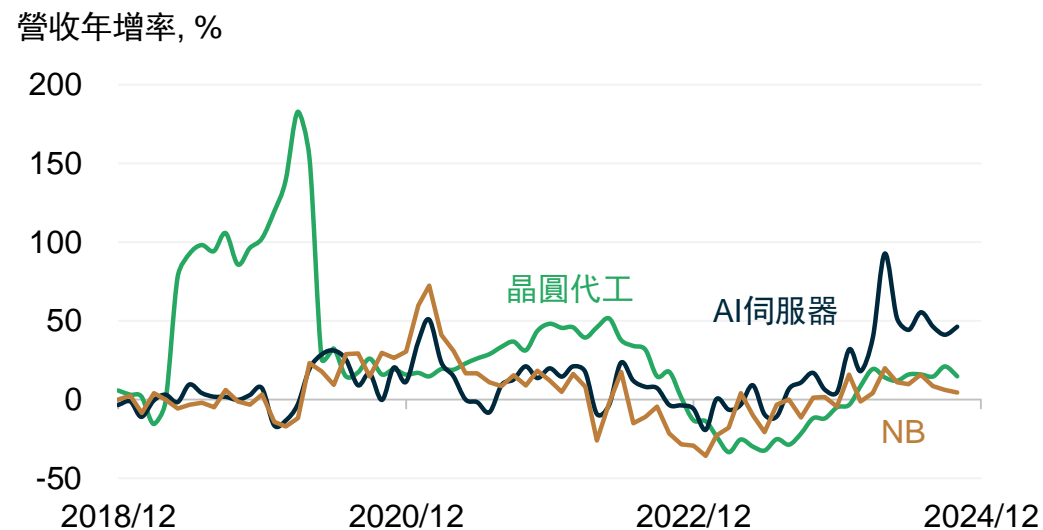
台股受惠AI需求強勁，AI伺服器、先進半導體呈現大幅成長，而AI伺服器的訂單來自雲端服務商建置數據中心的需求，由歐美主要雲端大廠的資本支出觀察，2025年需求仍持續成長，AI及台積電供應鏈相關股票仍將扮演台股主流角色，消費電子則有望受惠AI外溢及換機效應，股價則位於低基期。除此之外，景氣擴張帶動金融需求，資本市場維持熱絡推升金融業獲利走揚，將形成台股的另一穩定支柱。

景氣自2023/2起谷底翻揚



註：藍色區域為景氣燈號藍燈期間。  
資料來源：Bloomberg。

AI需求仍是2025年成長主流



註：營收年增率資料晶圓代工業採台積電、聯電、世界、力積電平均；AI伺服器採廣達、緯創、英業達、技嘉平均；NB採華碩、宏碁、仁寶平均。  
資料來源：Bloomberg。

# 台灣 房市出現量縮跡象, 明年房價或有鬆動空間

房市領先指標—預售屋交易量已於2024/6見頂, 而2024/9交易量已腰斬至7100戶; 另外2024/10六都的買賣移轉棟數, 除了台北市外, 多已呈現量縮跡象。央行總裁楊金龍於2024/11表示第七波信用管制已扭轉房價上漲的預期心理, 故預期短期央行再祭出第八波信用管制的機率不高。

然而, 目前市場除首購、無自用住宅者、現金買房者, 多面臨僅貸款成數大幅下降、更高利息成本, 甚至無法貸款風險, 其中又以近1-2年有交屋需求的投資客衝擊最大, 目前房市買賣雙方仍多處於觀望階段, 若未來一兩季交易量遲續低迷下, 資金壓力較大者不排除有少賺求售的空間, 預期又以近年漲幅較大、生活機能較弱的蛋白、蛋殼區價格鬆動空間較大。

## 第七波信用管制實施後, 六都買賣移轉棟數有量縮跡象

	買賣移轉棟數(棟)			變化(%)	
	2024/10	2024/9	2024/10	月增減	年增減
台北市	2255	2259	2259	0	0
新北市	4362	5966	5955	-27	-27
桃園市	3658	3857	3428	-5	7
台中市	4108	5033	3721	-18	10
台南市	2285	2199	2704	4	-15
高雄市	2975	3503	2961	-15	0
六都合計	19643	22817	21028	-14	-7

資料來源: 六都地政局。

## 受到銀行收緊銀根衝擊者, 未來將有少賺求售的空間

房價漲幅	2023Q3-2024Q3	2022Q3-2024Q3	2021Q3-2024Q3	2020Q3-2024Q3	2019Q3-2024Q3
台北	10.5	10.7	22.1	28.3	36.0
新北	12.3	17.6	34.4	45.0	53.1
桃園	18.7	26.4	46.3	67.5	76.2
新竹	17.7	18.6	67.9	106.6	126.6
台中	12.8	17.5	40.7	60.5	72.0
台南	9.9	9.6	37.3	62.0	85.9
高雄	13.6	23.3	44.4	59.3	73.6
台灣	12.5	16.5	34.8	48.4	57.5

註: 顏色越深表示該期間漲幅越愈大。

資料來源: 信義房屋。

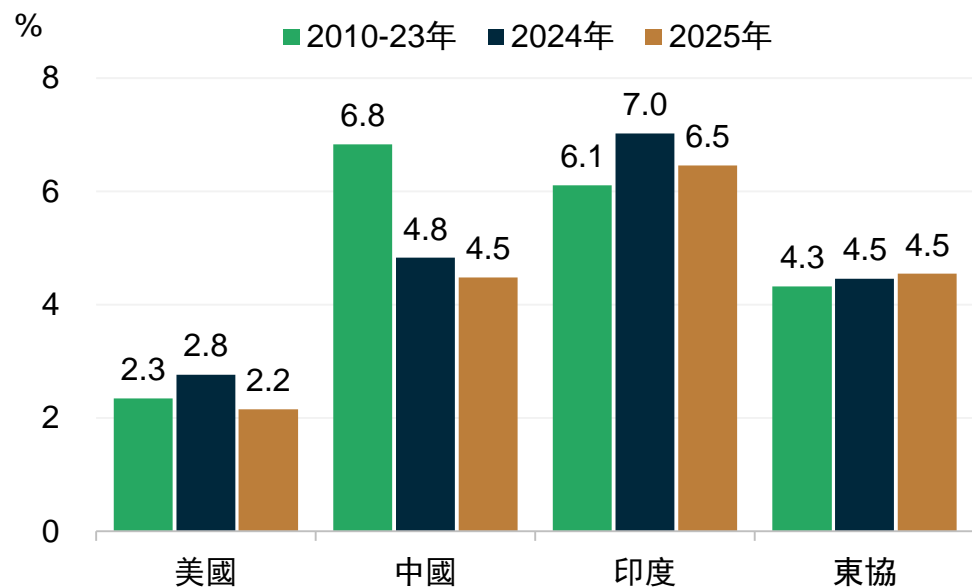
# 新興 國際政經與自身經濟都影響跨國廠商資金動向, 目前FDI流入印度、東協情勢未變

景氣預測：根據IMF預估, 2025年印度經濟增長雖較2024年略為放緩, 但仍高於長期平均, 因

- 1) 基數效應：受到2024年高基期的影響, 因此2025年的增長率相對較低。
- 2) 外部需求：IMF指出, 2025年全球經濟增長將放緩, 因為貿易局勢可能較緊張, 加上貨幣政策收緊效應遞延發酵等。
- 3) 內部投資放緩：儘管公共投資仍然強勁, 但在2024選舉年後政府投資應有所放緩, 可能連帶讓部分企業投資也有所調整。

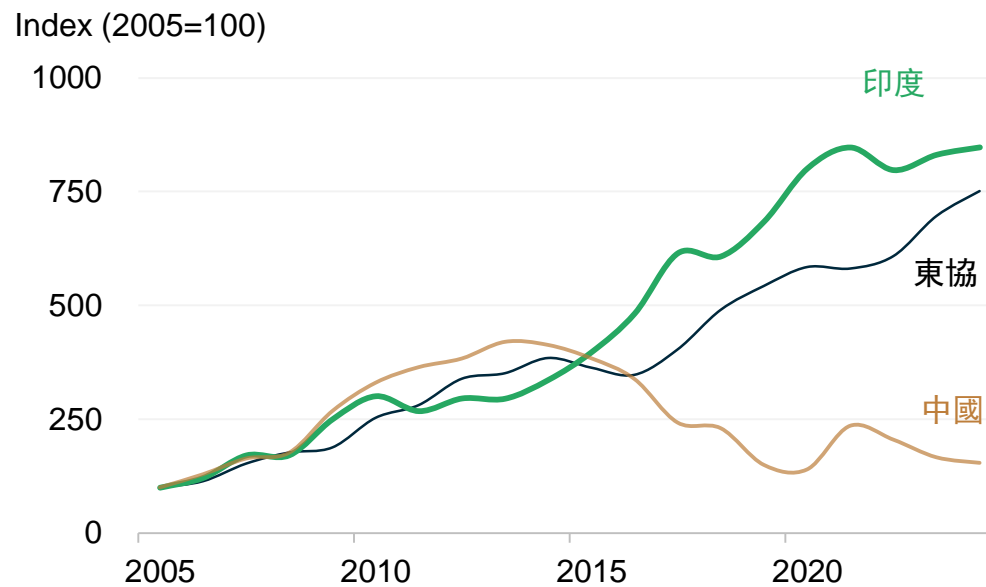
外國直接投資(FDI)：自從2018年貿易戰以來, 外國直接投資由中國轉移至印度、東協的態勢持續, 由於外國直接投資並非炒股、炒匯的熱錢, 而是有利企業經營活動的資金, 因此有利印度的長線結構未變。

IMF對經濟增長預測



資料來源：IMF。

外國直接投資持續增加, 有利印度、東協企業發展



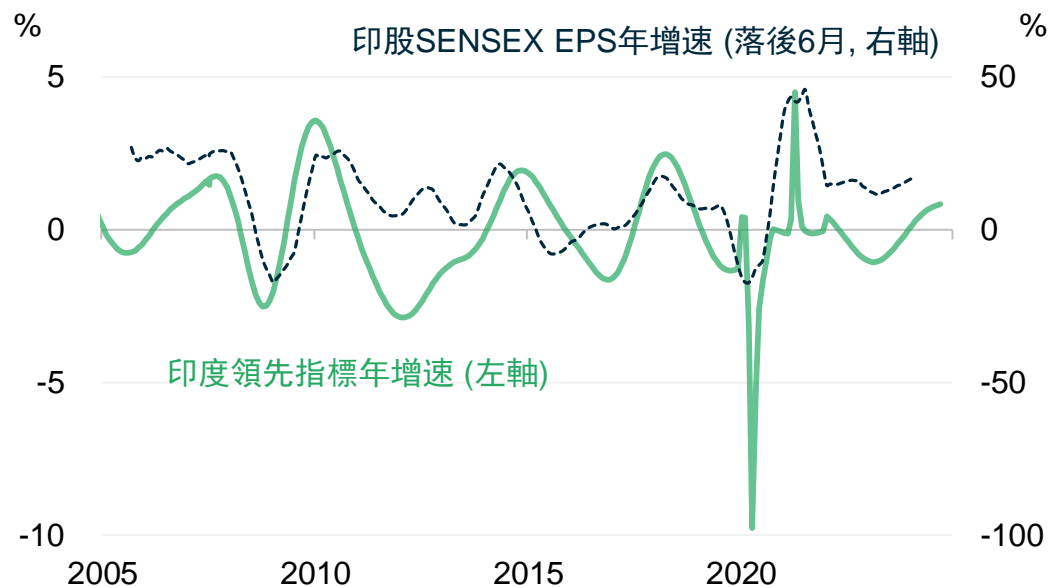
註：截至2024Q2。東協包括印尼、泰、星、馬、菲。  
資料來源：Bloomberg。

# 印度 企業獲利跟隨領先指標延續增長態勢, 評價偏高為短期擾動

實體經濟方面, 可參考印度的領先指標走勢, 隨去年製造業循環落底後, 迄2025增速仍舊維持回升的態勢, 有利後續企業獲利延續增長態勢。此外, 雖然印度央行近期仍維持利率不變, 但由於通膨自去年底下半開始下行, 核心通膨也降至央行通膨目標(4%)之下, 使得央行立場逐漸轉向中性, 並暗示開啟降息大門, 將有利後續實體經濟延續動能。

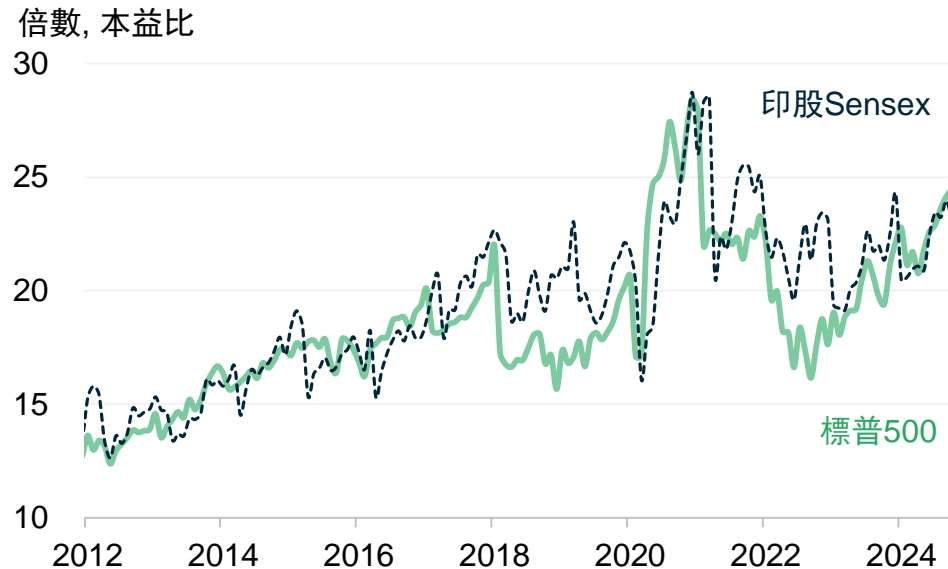
近期受到中國市場反彈, 對印度市場帶來資金排擠效應, 不過今年以來, 印股隨美股受到資金追捧, 股市評價屢屢受到推升, 可能成為後續波動主因, 但不影響結構性的轉變。

企業獲利跟隨領先指標延續增長態勢



資料來源: Bloomberg。

今年以來, 印股跟隨美股, 評價持續推升



資料來源: Bloomberg。



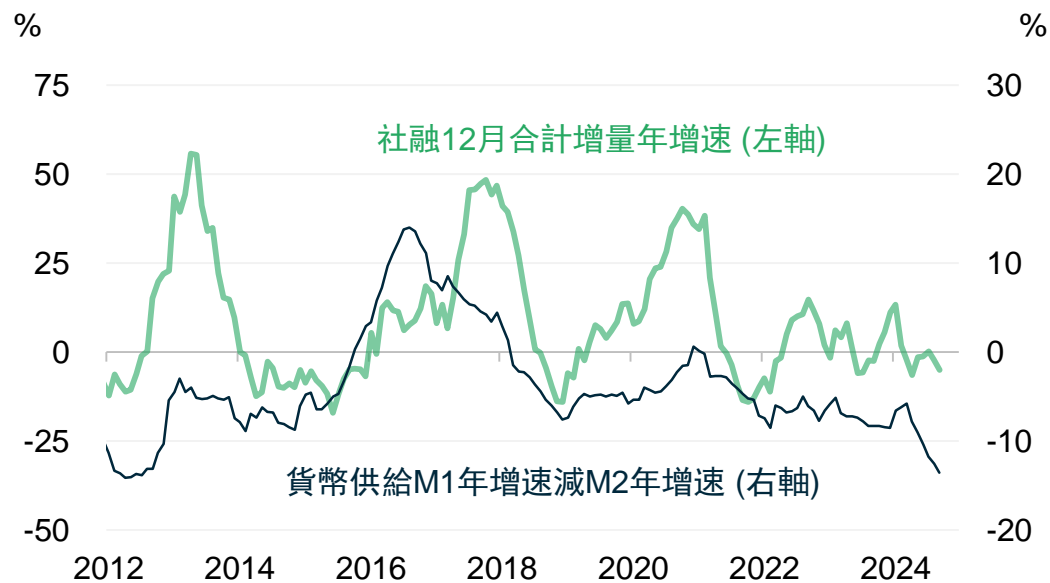
# 中國 社融反映出內需疲弱, 尤其房屋庫存仍高、房市疲弱, 仍是壓抑內需的主要壓力

內需：2024年社融增長疲弱，亟需官方發債帶動。其中，**1)居民中長期貸款**雖增加2千多億，但增量仍較去年同期下降，還是受到消費信心不足、房市低迷等導致；**2)尤其企業中長期貸款**年增量較去年同期下降，凸顯需求不足下，企業投資步伐遲緩，貸款需求仍舊疲弱。

房市：10/17住建部率國務院五部門共同出席，推出1)將透過貨幣化安置房方式新增實施100萬套城中村改造、危舊房改造；2)年底前將「白名單」項目信貸規模增加到4兆元。雖然**顯示要複製2015年棚改貨幣化的意圖，惟庫存房仍待消化，房市改善恐還需時間。**

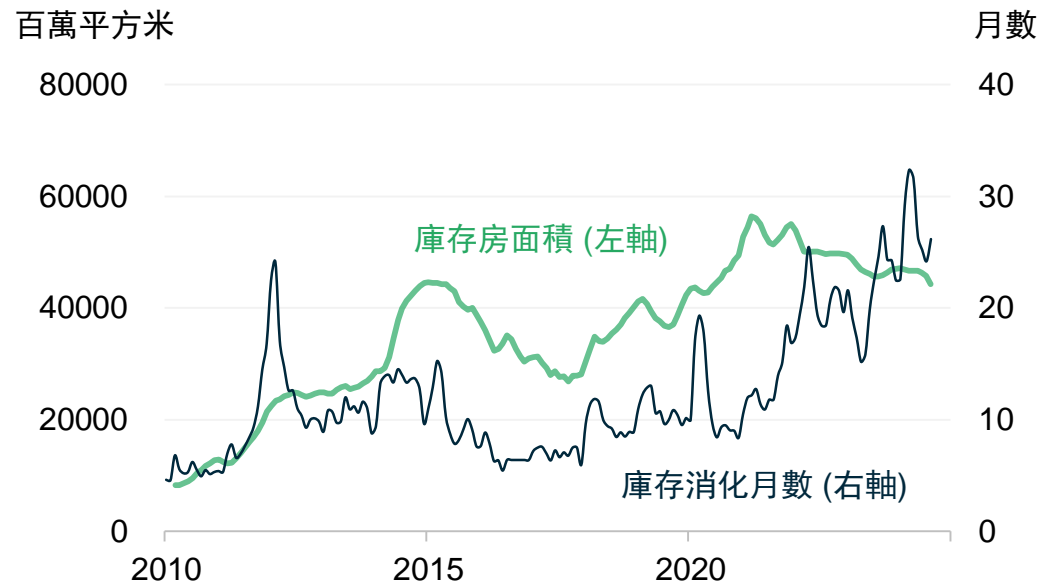
綜上，去槓桿循環影響下，內需持續疲弱，尤其房市疲弱、房屋庫存仍高下，後續還是需要官方貨幣、財政持續擴張支持。

### 中國內需仍舊不振, 社融增長動能仍疲



資料來源：Bloomberg。

### 中國二、三線以下房市庫存仍需時間消化



資料來源：Bloomberg。

# 中國 人大常委會將通過國務院財政刺激, 但川普不確定性下, 政策仍留有後手

據路透社, 全國人大常委會可能批准增加10兆人民幣(約當2024年GDP8%)的額外債務, 其中1)6兆用於應對地方政府債務及補充國有銀行資本、2)4兆用於支持房市與消費。惟目前資訊尚不充分, 計畫細節如債務置換與新增債務比例等, 也都會影響對刺激經濟增長的效果。

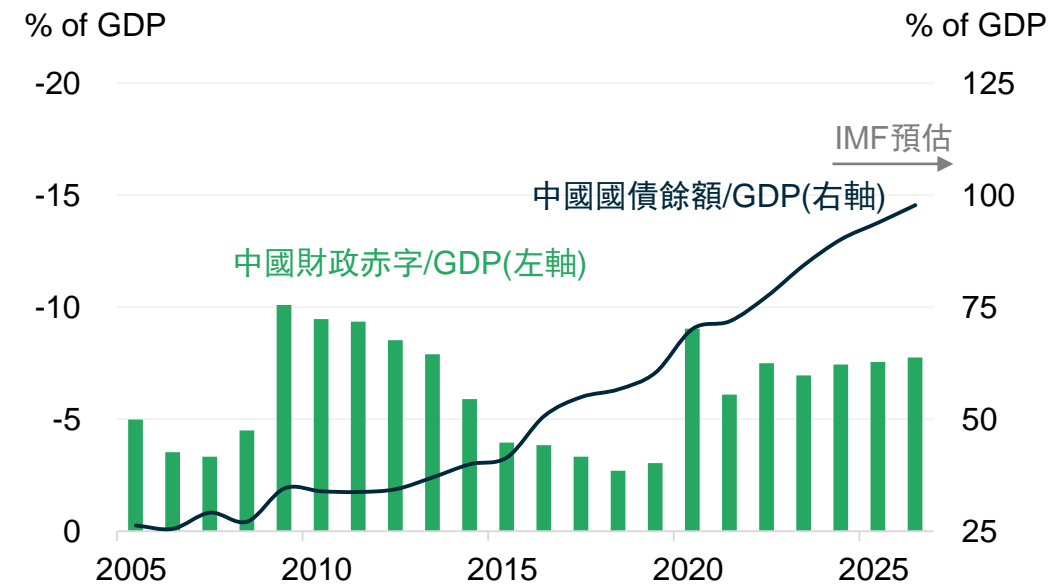
此外, 川普勝選除了直接衝擊中港股市風險氣氛外, 2025年恐面臨新一輪關稅戰風險, 也讓中國經濟可能需要更大規模的刺激。但在11月人大常委會立刻加碼推出遠超10兆金額計劃的機會可能不高。因為, 人大會議是立法機構, 而非政治局、國務院等決策機構, 且隨川普上任後, 關稅政策透明度將逐漸升高, 因此, 後續如「2024年12月中央經濟工作會議」、「2025年3月兩會」都可能是進一步調整財政政策的時間點。

## 「降風險」為目前重點, 將視情勢增加「拉經濟」力道

項目	重點內容
化地方債	1. 「低利債」置換「高利債」、「隱性債」轉化「顯性債」 2. 打算一次性增大債務限額, 待「法定程序」後再說明。
補充資本	1. 發行特別國債支持國有大行「補充一級資本」。 2. 待各家銀行提交資本補充方案。
支持房市	1. 允許地方政府運用專項債回收「閒置土地」。 2. 收購「存量房」, 加大保障性住房供給, 並減少新建規模。 3. 優化完善相關稅收政策。
保障生活	1. 進一步促進「以新換舊」等推動消費的政策。 2. 保障困難群眾、學生群體、退休人員、失業人員的生活。

資料來源: 中央社, 國泰世華整理。

## 中國財政赤字與國債餘額顯示疫情後, 財政壓力增加



資料來源: IMF 預估。

# 中國 政策挹注雖有利股市，但去槓桿循環非短時間能扭轉，宜衛星配置、波段操作看待

雖然人大常委會通過加大財政刺激力道，惟長線而言，仍存在去槓桿、美國關稅及科技封鎖等議題，因此仍以衛星配置、搭配波段操作看待。

短線方面，以滬深300為例，指數評價已由9/24前的「便宜」，回升到目前較「中性」的水準；另一方面，由於美國大選之後，「川普交易」氣氛濃烈、美國雙率急漲，在在給予新興市場壓力，中國更首當其衝，因此，中港股短線仍易出現震盪走勢。

## 貿易戰後，中國股市長時間落後全球，評價持續偏低



資料來源：Bloomberg。

## 924新政後，評價已回到較中性的水準

滬深300 指數評價	淨值年增速				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
1.0	2199	2321	2443	2565	2687
1.2	2638	2785	2932	3078	3225
1.4	3078	3249	3420	3591	3762
1.6	3518	3713	3909	4104	4300
1.8	3958	4178	4397	4617	4837
2.0	4397	4642	4886	5130	5375
2.2	4837	5106	5375	5643	5912

股價淨值比

資料來源：Bloomberg。

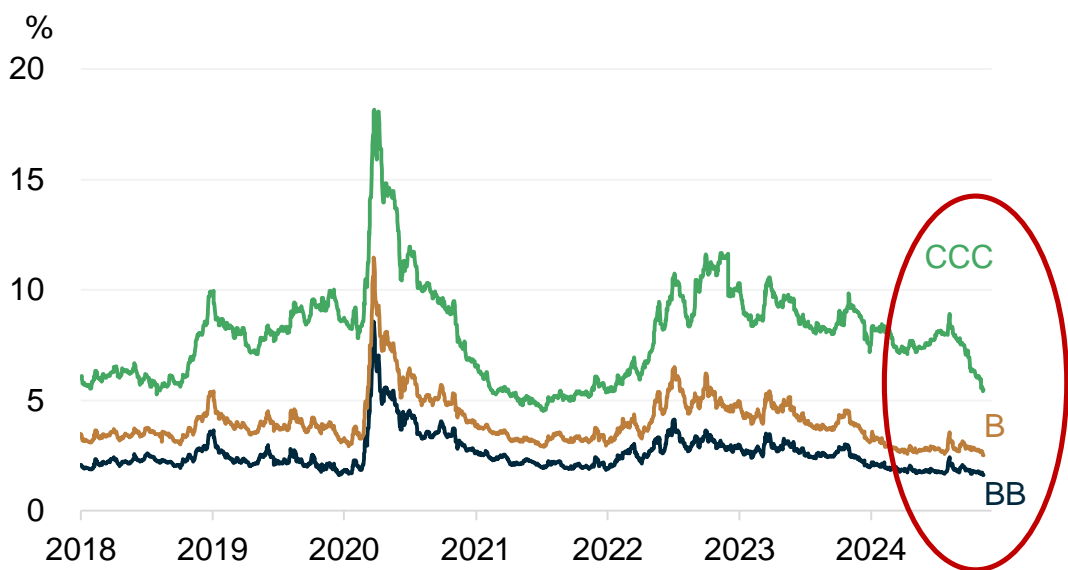
# 債券 信用債利率處於非衰退期間的高位，美景氣穩健下，具高息收優勢

美國經濟數據穩健、企業財報也透露出相同訊息，整體而言，非投等級企業的槓桿比率持穩、利息保障倍數及淨利率亦有止穩回升的跡象，對景氣最敏感的CCC級信用債利差自8月以來快速的收斂，反映投資人對於衰退疑慮已大幅淡化。

利差方面：美經濟穩健，加上川普將再度入主白宮，企業有望受惠減稅(所有產業)、監管鬆綁(金融、能源)、及以美國利益為優先(中小型企業)的政策方向，有利利差持穩表現。

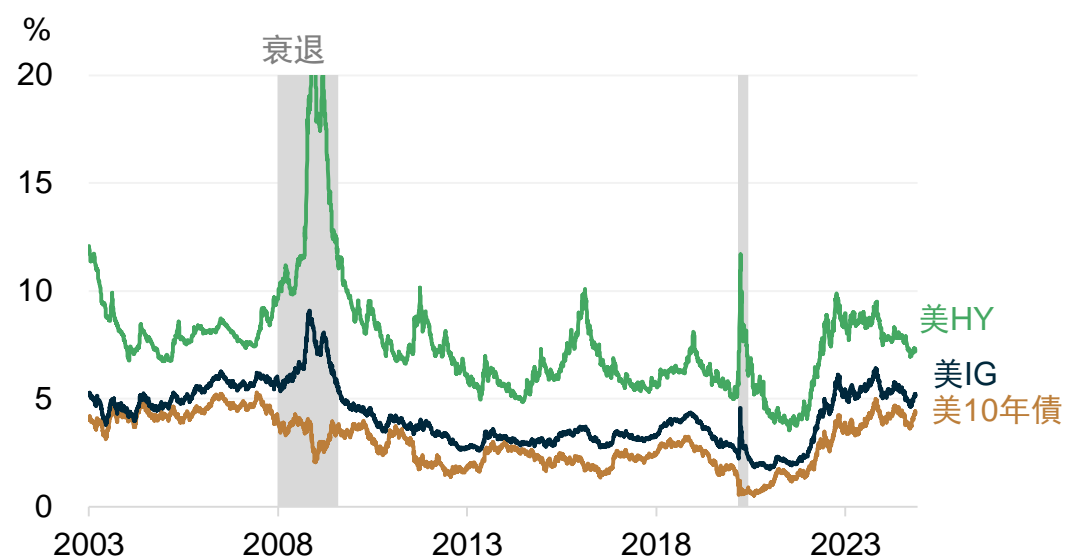
策略上，目前信用債利率皆處於非衰退期間的高位，除投資等級債可作為核心配置外，亦可增加具有存續期間短(利率風險低)、有望受惠政策利多的非投資等級債作為衛星配置，來提高息收。然，目前信用利差皆處於歷史低位，意味未來資本利得空間較受限，報酬來源將以息收為主。

CCC級利差大幅收斂，反映投資人對景氣疑慮多已消散



資料來源：Bloomberg。

目前信用債利率皆為非衰退期間的高位，提供亮眼息收



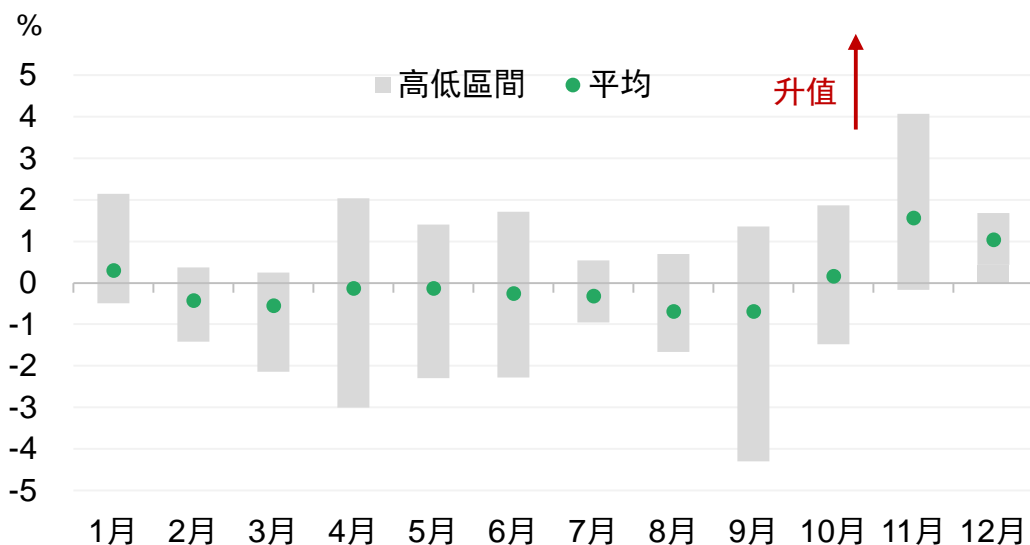
資料來源：Bloomberg。

# 台幣 川普交易熱度短線不利台幣，但季節性因素及台美利差將提供台幣長線支撐

川普勝選加上共和黨橫掃參眾議院，川普交易熱度高，短線不利台幣：1)美雙率高盤，不利非美貨幣，2)川普美國優先政策、加關稅方向，恐不利貿易大量出超的亞洲國家，另外川普新政府陸續底定，市場關注的白宮國家安全顧問及國務卿，都被視為對中國強硬的鷹派人士，為亞幣額外壓力。

中期來看，**年底、農曆年前，台幣有季節性利多支撐**。長期來看，為因應川普要求各國降低對美順差的方向，未來企業赴美設廠、擴大對美採購能源、農產品及軍品等，雖可能影響未來台灣出口動能、增加美元需求，但台幣貶值方向不利對美順差減小下，恐亦不是政府樂見的方向，綜合**考量美國貨幣政策趨鬆前景，台灣央行極欲房價降溫決心，若通膨維持1.5%以上，台灣明年降息機率不大，料明年台美利差將提供台幣支撐**。

年底、農曆年前，台幣有望受惠季節性出口商拋匯需求



註：資料期間為2019~2023年  
資料來源：Bloomberg。

長線：美貨幣政策區趨鬆，將提供台幣支撐



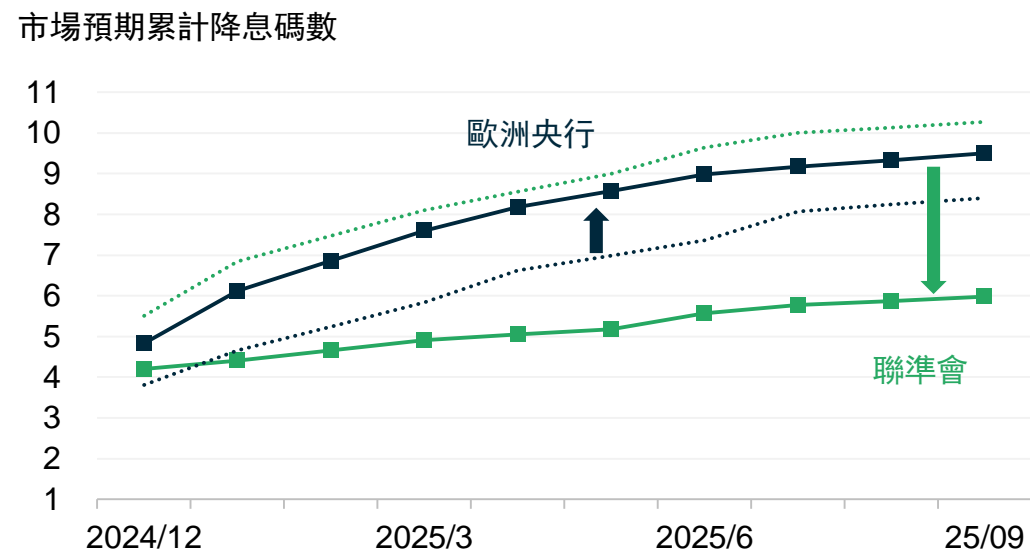
註：2024/11/7利率期貨預估值。  
資料來源：Bloomberg。

# 歐元 ECB降息步伐加快, 歐元升勢趨緩

通膨風險消退、經濟復甦前景不確定仍大, ECB政策立場已隨之調整, 不若此前鷹派。市場預期ECB將加快降息步伐, 2025年累計降息4~5碼, 高於聯準會的2~3碼, 意味著美歐利差收斂的速度恐將放緩, 限縮歐元在聯準會降息背景下的上漲動能。

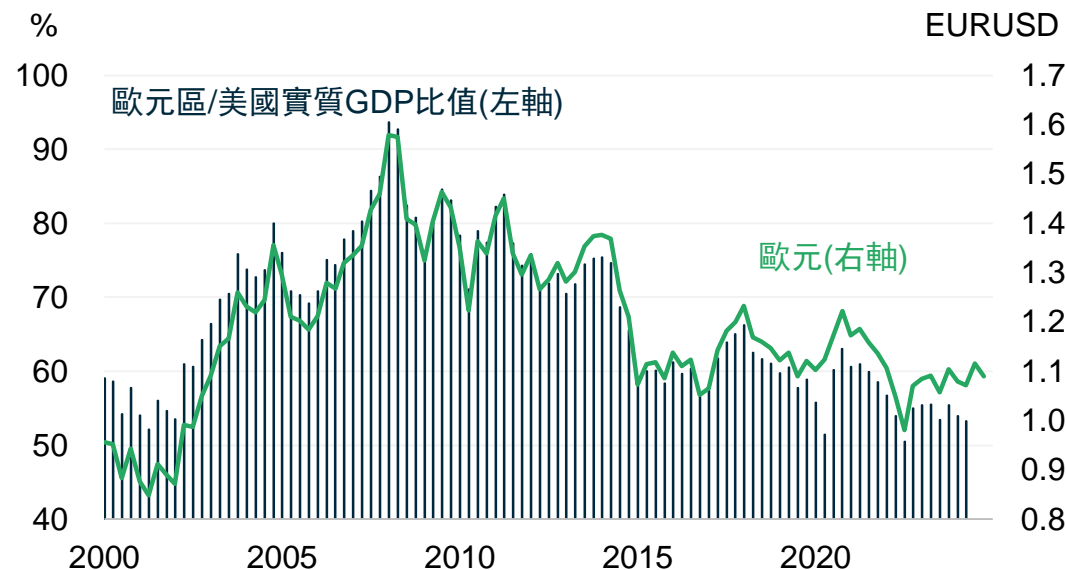
中長期而言, 歐元動向與歐、美經濟的相對表現呈現顯著正相關。若歐元區景氣復甦遲遲未見起色, 亦將限縮歐元上檔空間。

## 市場預期ECB降息步伐將快於聯準會



註：實線、虛線資料時間為11/25、9/18。預期碼數包含2024年已降息之幅度。  
資料來源：Bloomberg。

## 歐元區景氣若持續疲弱, 將限縮歐元上檔空間



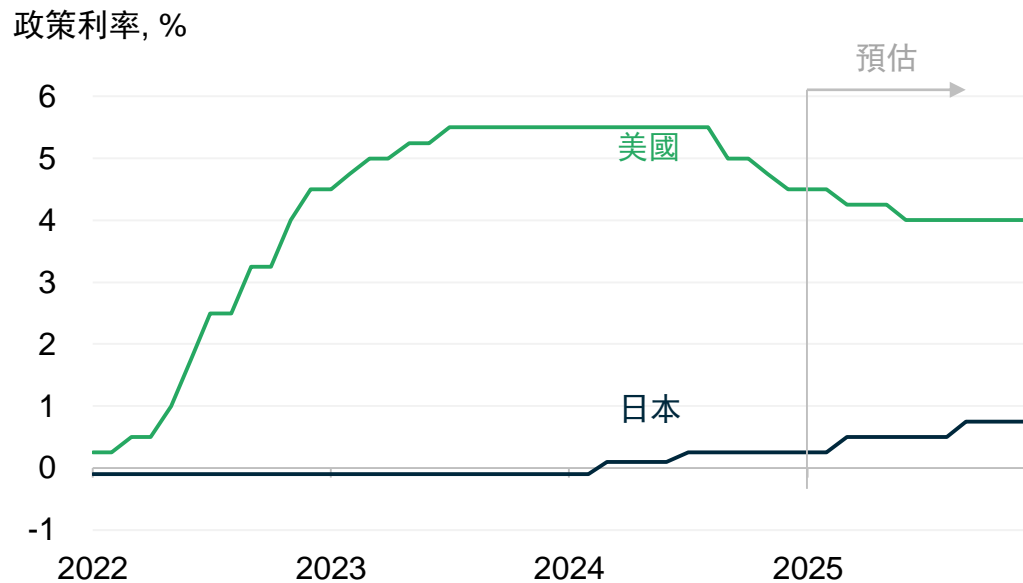
註：1995年至今兩者相關係數為0.87。  
資料來源：Bloomberg。

# 日圓 美日央行政策分化, 有利日圓止貶回升; 留意川普政策動向, 牽動美日利差收斂步伐

日本景氣築底復甦、通膨緩步回升。與此同時, 此前令BOJ轉趨觀望的幾項因素, 包含日圓匯價強升、美國大選不確定性等, 皆已消除。而日本國內政壇的動盪, BOJ似有意以短期影響視之。綜上所述, **BOJ料維持緩步升息立場**, 市場預期2025年將升息兩碼, 政策利率升至0.75%。

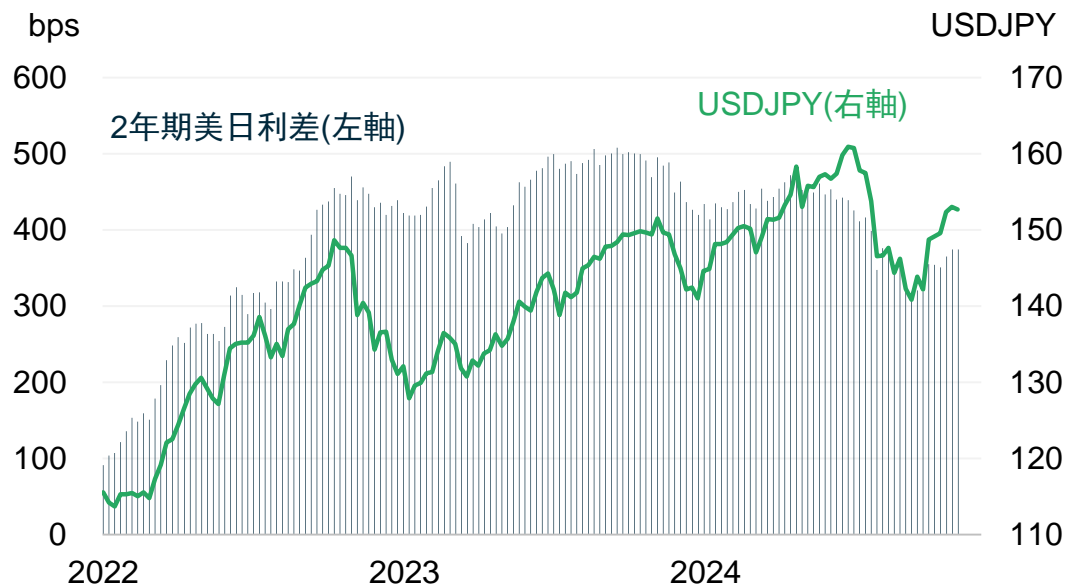
外部方面, 聯準會確立緩降息立場不變, 意味著**美日利差可望回到收斂趨勢, 將引導日圓止貶回升**。然而, 需留意川普上任後政策落實程度, 其緊縮移民、加徵關稅等政策, 皆為美國通膨帶來回升的風險, 恐影響聯準會降息步伐, 進而牽動日圓動向。

### 美日央行政策料於2025年持續分化



資料來源: Bloomberg預估。

### 美日利差可望重回收斂, 有利日圓止貶回升



資料來源: Bloomberg。

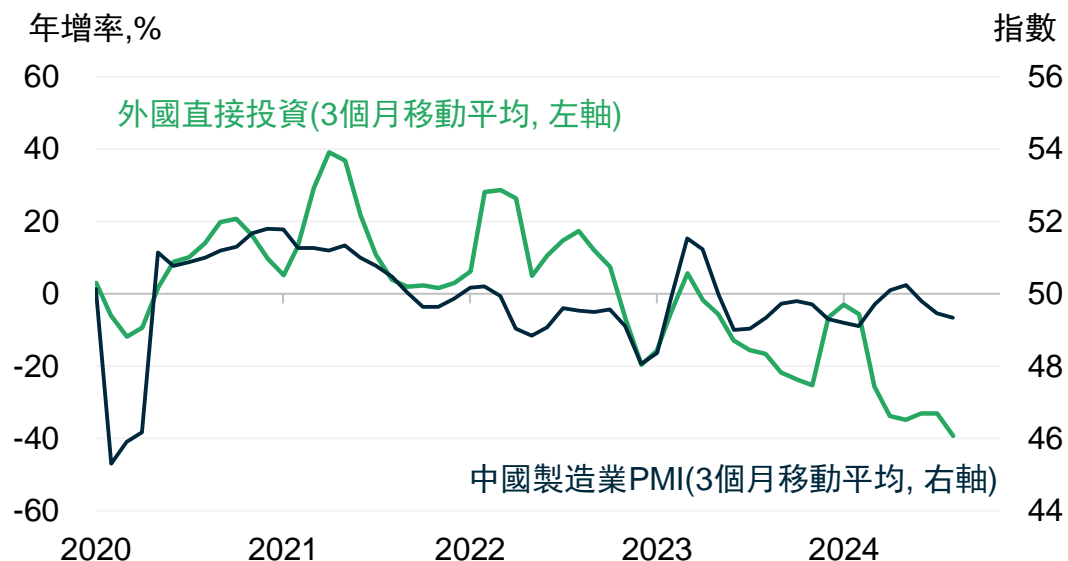
# 人民幣 美中利差居高不下、川普上任恐加劇外資流出，人民幣延續弱勢格局

考量私部門信心低迷，導致消費與投資不振，中國政府持續加大刺激力道，避免景氣下行與通貨緊縮的惡性循環發酵，意味著**中國人行貨幣政策於2025年仍有持續放鬆的空間**。影響所及，**即便聯準會確立緩降息的方向不變，但人民幣恐因人行同步放鬆政策、美中利差難以大幅收斂，而難以扭轉過去幾年偏向弱勢的格局**。

與此同時，川普二度就任，美國對中國加大施壓力道的可能性大增，加徵關稅、針對特定產業/商品實施出口管制、聯合盟友圍堵中國等，皆是可能的做法，恐令外資企業進一步加快降低對於中國的曝險，導致資金持續自中國流出，成為人民幣匯價的一大負面因子。

綜上所述，在美中央行政策同向，利差難以收斂，以及美中衝突恐再度升溫，加劇外資流出的影響下，人民幣恐延續大區間震盪偏弱的情勢。

外資持續流出之際，川普上任恐令情勢進一步惡化



註：2020年至今兩者相關係數為0.41。  
資料來源：Bloomberg。

美中利差難以大幅收斂，將牽制人民幣動向



資料來源：Bloomberg。



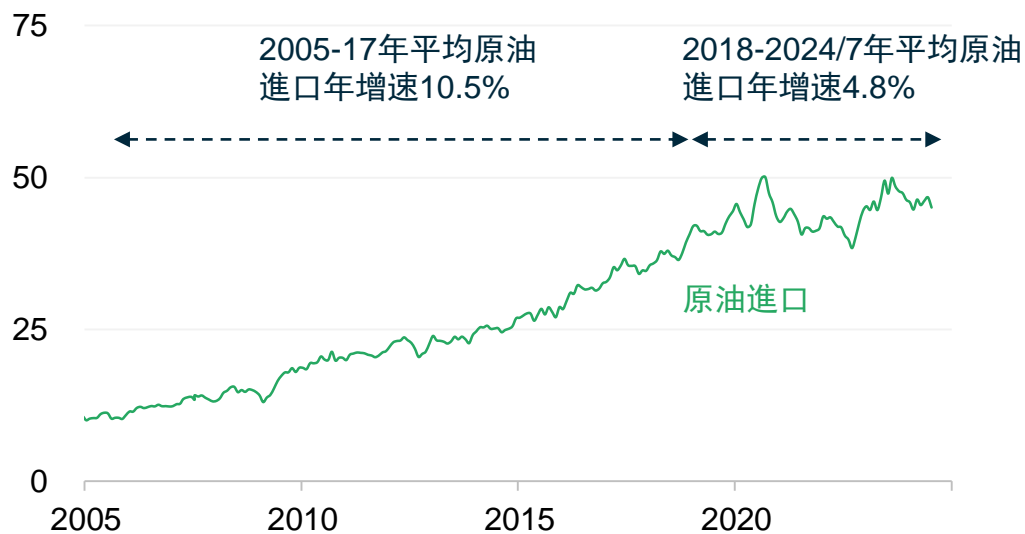
# 原油 中國需求不如過往, 加上2025年下半國際供需轉為供過於求, 將限縮油價上方空間

2018年以來, 隨中國經濟降溫, 原物料需求也隨之減弱, 導致原油進口量增長力道明顯下降。統計2005-17年原油平均進口年增速為10.5%, 2018-2024/9年原油平均進口年增速降至4.8%。除了中國需求減弱對國際原物料市場的影響外, EIA估計**2025年下半年開始, 全球原油供需緊張的狀況可能不再**, 有機會轉向供過於求的局面。

因此, 短線來看, 雖然油價極易受到中東地緣情況好壞擺動, 但長線而言, 因**1)中國需求減弱、2)2025年供需緊張狀況有望改善**, 將限縮油價上方空間。

## 2018年以來, 中國原物料長期增長力道有所趨緩

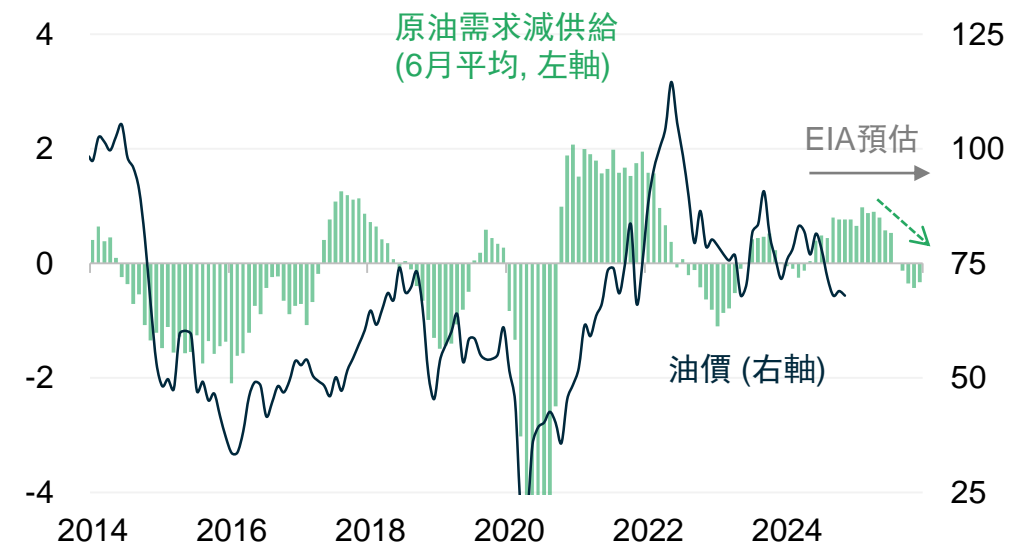
百萬噸, 3月平均



資料來源: Bloomberg。

## 2025年下半轉為供過於求, 限制長線油價上方空間

百萬桶/日



註: EIA預估。

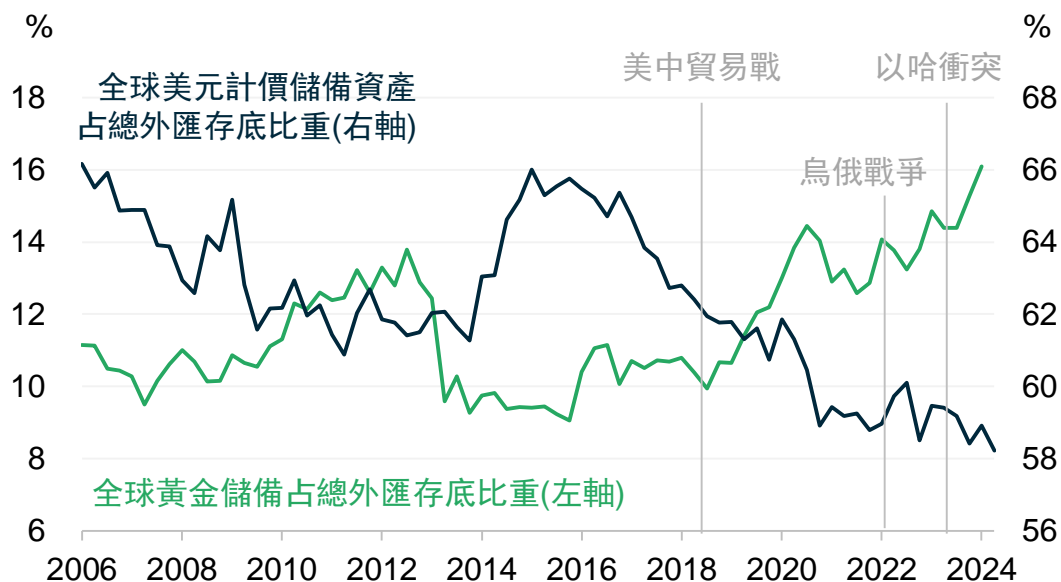
資料來源: Bloomberg。

# 黃金 高利環境逐漸退場、全球央行買盤延續, 皆有利金價, 惟留意川普政策推升利率之風險

過去三年黃金與美國實質利率的高度負相關性出現脫鉤, 呈現利率上升、黃金上漲的情勢。細究其因, 2018年中美中貿易戰爆發後, 美國對中國加徵高額關稅以制衡中國、2022年Q1烏俄戰爭爆發, 美國凍結俄羅斯海外美元資產, 凸顯美國對於世界經濟與美元資產的控制力。各國央行或考量避免前述風險, 外匯存底中美元資產比重持續下滑, 轉為增持黃金, 比重創下紀錄新高, 是帶動黃金持續走多的一大主因。而隨2025年川普二度就任, 在美國利益優先的考量下, 美中衝突料再度升溫、中東地緣不確定性難解 預料各國央行增持黃金的趨勢不變。

另外, 聯準會確立緩降息立場不變, 意味著美債殖利率、美國實質利率皆可望緩步走低。前述兩項因素, 皆為金價上漲的有利因子。然而, 川普之減稅、加徵關稅、緊縮移民等政策皆存在推升通膨, 進而影響聯準會降息步伐、黃金升勢的可能性, 是需要留意的風險。

全球央行增持黃金, 川普上任料令前述趨勢延續



資料來源: Bloomberg。

聯準會確立降息方向不變, 實質利率回落有利金價



註: 實質利率為10年期美債殖利率減去CPI。1995年至今兩者相關係數為-0.69。  
資料來源: Bloomberg。

## 揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，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。

國泰金融集團（下稱“本集團”）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，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團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。本集團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

2012年7月27日金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1

TEL: 8722-6666