

2024全球經濟趨勢前瞻論壇 指數/商品期貨趨勢與避險實務

統一期貨 投資顧問部

2023.11.24

目錄

- 全球主要資產趨勢總覽
- 各類商品期貨趨勢與觀點
- 2024年台股走勢展望

2024 年展望-通膨威脅漸遠，高息後遺症浮現，軟著陸風險猶存

◆ 總經環境觀點

- **通膨**：勞動市場放緩，房租下行趨勢延續，**通脹續降**。風險關注油價是否再次升溫
- **利率**：長債走升取代升息，聯準會持平觀望；實質正利率期間延長，**降息時點遞延**
- **景氣**：高利率環境籠罩，**景氣走緩，24H1軟著陸風險猶存**

◆ 商品期貨趨勢

- **原物料**：油品預期小幅供過於求，惟OPEC+和美煉油廠減產支撐價格
- **匯率**：升息結束→美元短空但高息環境下有撐；日央貨幣政策轉向時點將引動新趨勢
- **債券**：長債殖利率飆高，美債整理時間拉長

◆ 台指展望

- 景氣趨緩，終端需求復甦力道有限，預計**上半年台股仍將承壓**

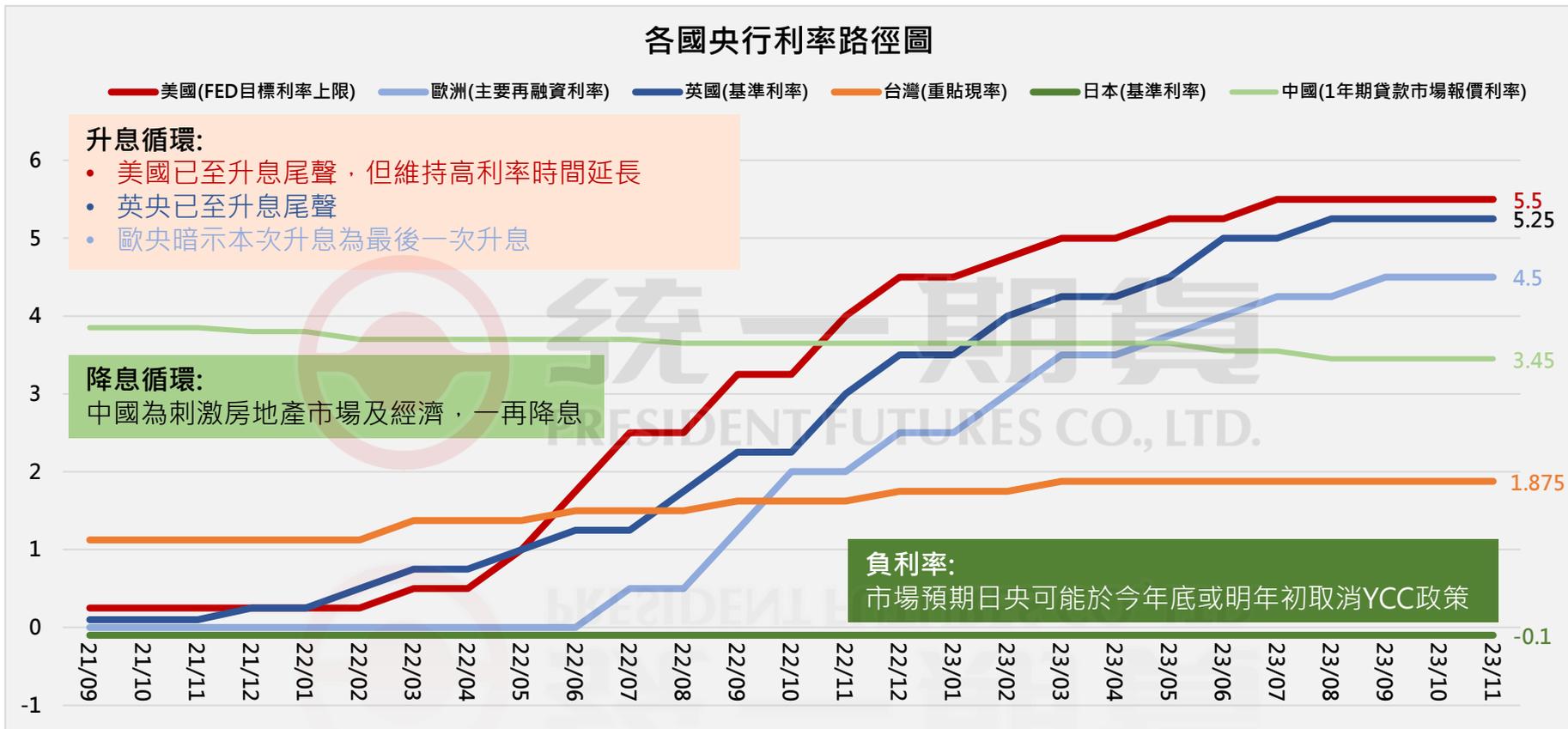
全球主要資產趨勢總覽

- 2024H1股指先上後下、商品期貨震盪加劇
- H2開起降息序幕，緊縮環境降溫

2023年全球主要金融商品累計漲跌幅

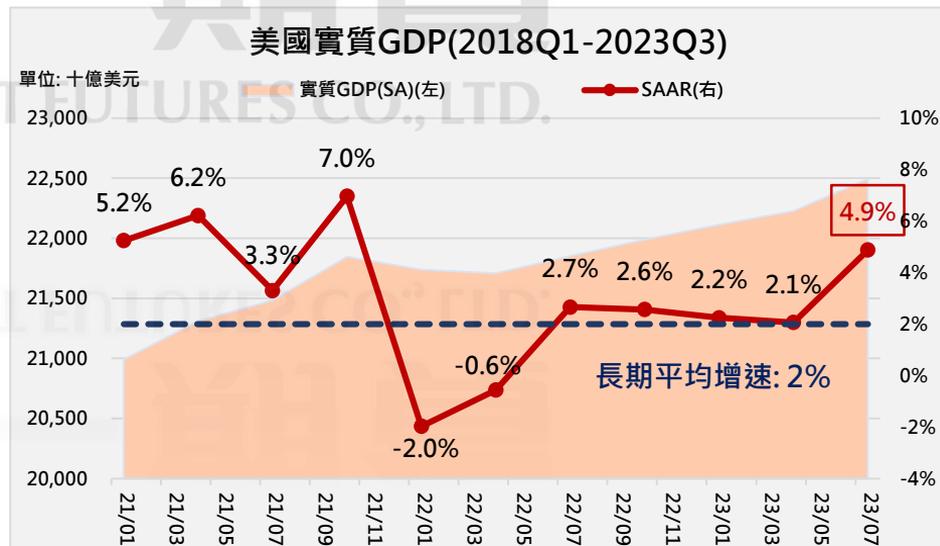
美國股市(現貨)			匯率(現貨)(升貶值)			農產品(CBOT近月期貨)		
費半指數		42.21%	澳幣		6.50%	可可		55.81%
NASDAQ		32.55%	美元指數		1.06%	咖啡		6.78%
台積電ADR		30.24%	歐元		-0.65%	黃豆粉		-1.61%
S&P 500		15.36%	英鎊		-1.73%	棉花		-6.81%
道瓊工業指數		3.63%	台幣		-5.32%	黃豆		-13.00%
歐洲股市(現貨)			人民幣(離岸)		-5.48%	黃豆油		-18.40%
德國 DAX		9.07%	日圓		-16.62%	小麥		-25.33%
法國 CAC		7.47%	俄盧布		-25.32%	玉米		-28.82%
Stoxx600		4.12%	基本金屬(現貨)			能源(NYMEX近月期貨)		
英國 FTSE100		-0.35%	銅		-2.72%	西德州原油		1.73%
亞洲股市(現貨)			鋁		-2.92%	布蘭特原油		-3.95%
台積電		26.05%	錫		-3.20%	天然氣		-19.83%
日經 225		23.88%	鋅		-16.00%	債市(現貨)(殖利率)		
台灣加權指數		18.39%	鎳		-44.55%	日債(10年)		69.47%
韓國 KOSPI		8.00%	貴金屬(NYMEX近月期貨)			美債(10年)		22.16%
中國富時 A50		-7.67%	黃金		5.75%	英債(10年)		18.17%
香港恆生指數		-13.50%	白銀		-7.32%	德債(10年)		10.81%

全球主要央行當前利率路徑



回顧: 2023年衰退並未到來，美國經濟復甦強於預期

- 2023年初，市場預期經濟將呈現溫和衰退或是弱復甦的趨勢。因疫情導致的勞動力緊缺、去全球化供應鏈重組和地緣政治導致生產成本上升、Fed緊縮貨幣政策滯後性發酵...
- 時序至今，綜觀全球，除美國外的經濟體發展大致與年初預期相符
- 美國經濟表現獨強，Q3季增年率高達**4.9%**，遠超長期平均水準2%



回顧: 2023年衰退並未到來，美國經濟復甦強於預期

原因一: 商品和服務消費週期因疫情扭曲

- ◆ 疫期，服務需求受隔離措施抑制，消費者轉移至商品消費；
疫後，商品消費出現放緩趨勢
- ◆ 疫後，對於旅遊餐飲及影視娛樂等服務需求，呈現報復性增長

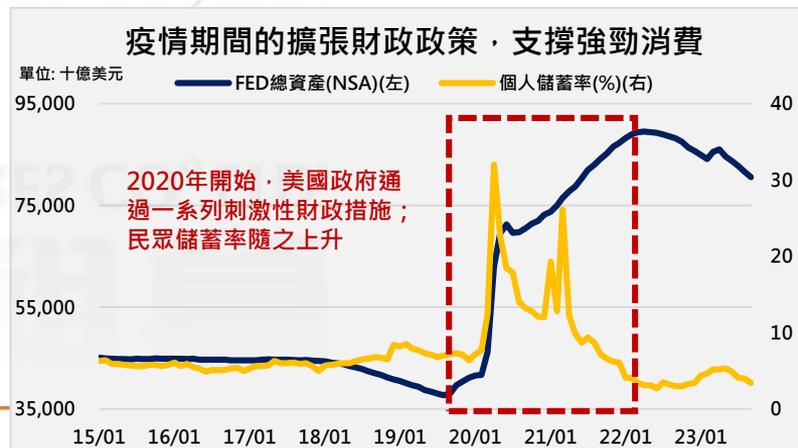
原因二: 庫存週期和信貸週期不同調

- ◆ 疫期，供應鏈斷鏈，使下游廠商大量囤積存貨；22年廠商開始去庫存
- ◆ FED貨幣政策的滯後效果，使金融環境緊縮延至23H2才顯現

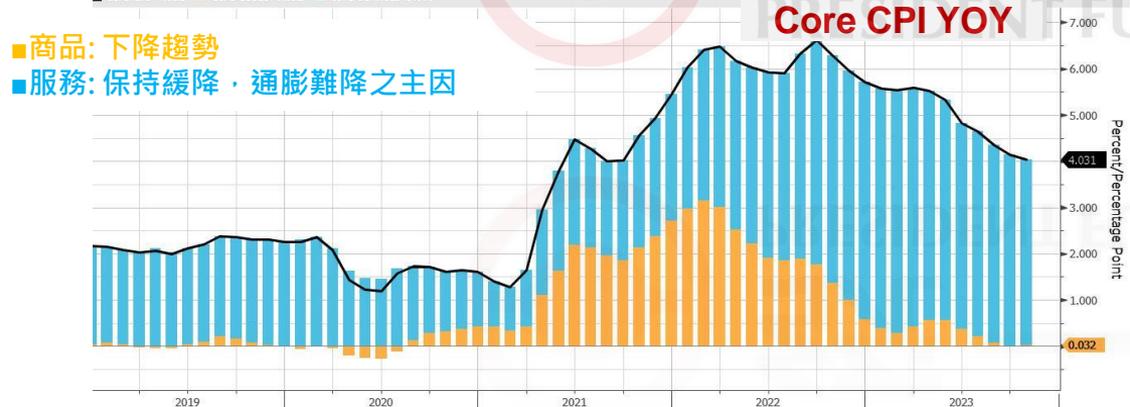
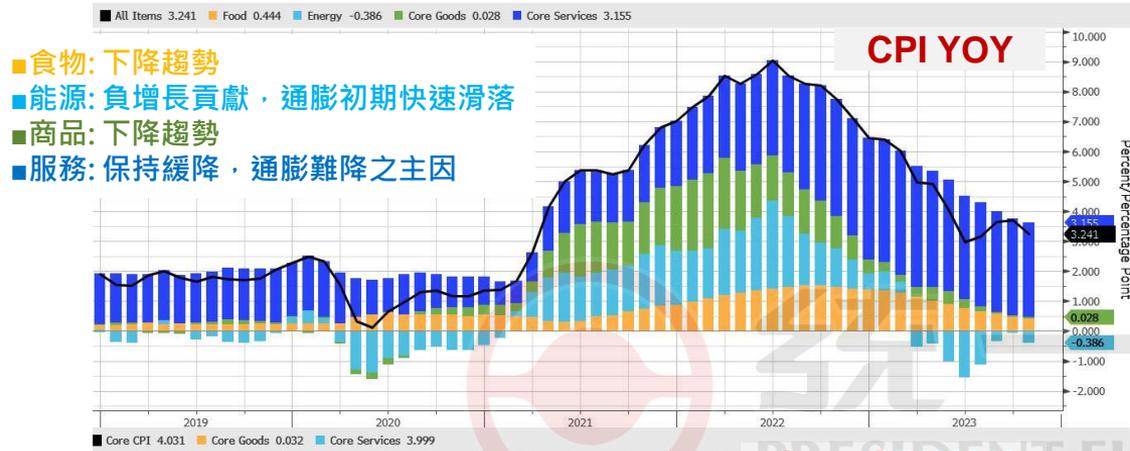
原因三: 疫情間的寬鬆財政政策，支持強勁消費

- ◆ 美國政府於疫期，展開一連串擴張性財政政策，刺激經濟
- ◆ 大量發放補貼，使人民的超額儲蓄快速攀升，支撐疫後強勁消費

資料來源: fred ; 統一期貨整理



2024年通脹維持續降，關注服務通膨的降速



◆ 拆解通膨細項，可知**服務通膨佔比最大(約6成)**

◆ 能源通膨負增長，為通膨下降貢獻幅度大

◆ 食物通膨，為明確下降趨勢

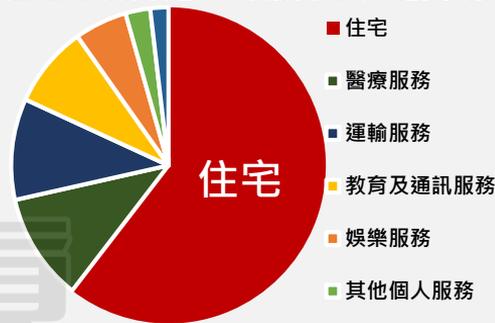
◆ 商品通膨的下降趨勢，由**新車和二手車價格放緩**主導

◆ **服務通膨緩降**為目前通膨降速放緩的主因

房租通膨降速緩慢，使服務通膨下行速度遲滯

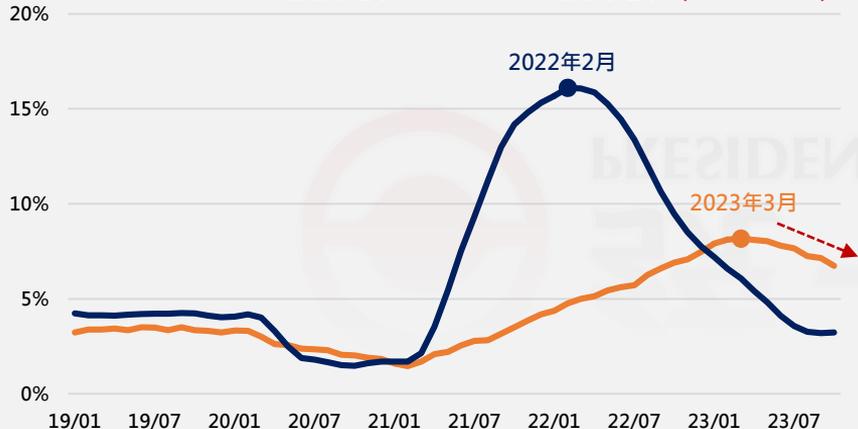
- ◆ 服務通膨中，住宅通膨占比接近6成，為通膨降速之關鍵
- ◆ Zillow租金年增率為房租通膨領先指標，自2022年2月開始快速下滑
- ◆ 成屋銷售約佔美國整體房市交易量**85%**，隨著房貸利率的飆升，成屋銷售量受到需求壓抑，銷量下跌，有望繼續拉低房屋通膨

住宅通膨降速，為服務通膨之關鍵



房租通脹在2024年有望保持下行趨勢

— CPI房租年增率 — Zillow租金年增率 (領先約12個月)

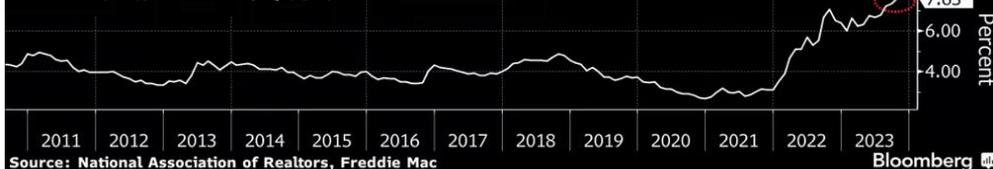


成屋銷售隨著房貸利率的飆升受到壓抑，銷量跌至2010年以來低點

■ 成屋銷售量(SAAR)

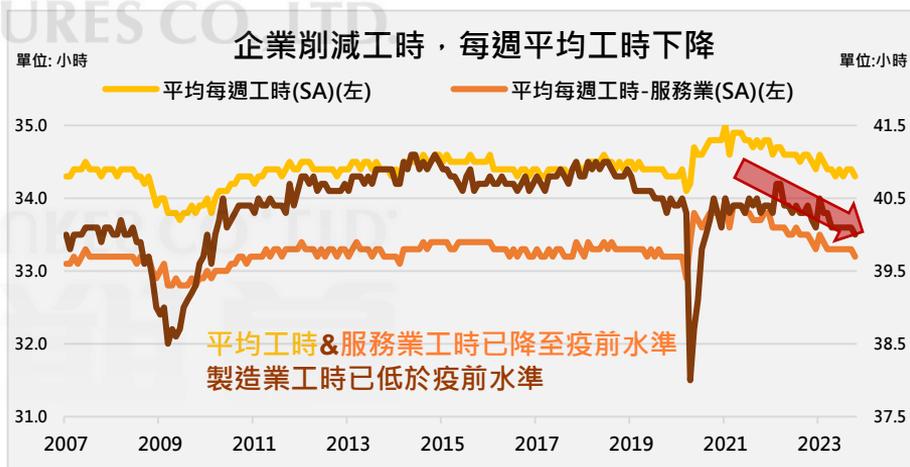
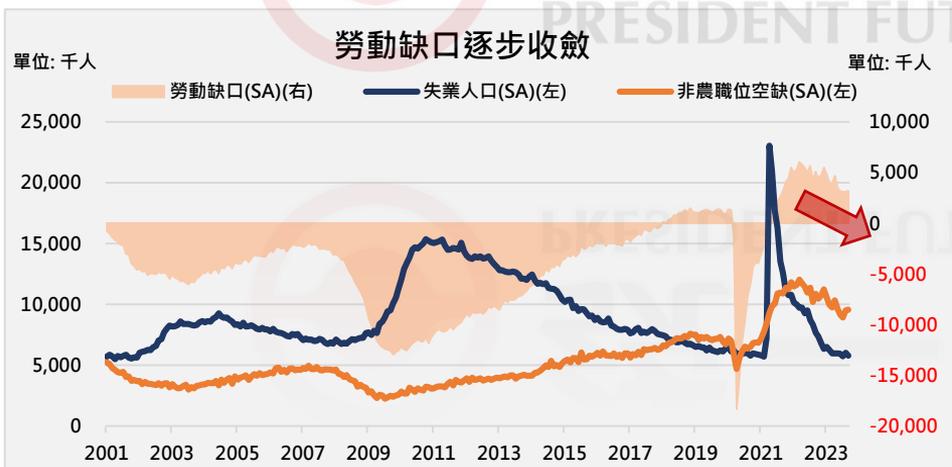


■ 30年期固定房貸利率



勞動市場趨緩 工資通脹疑慮消退

- ◆ **勞動缺口收斂**，非農職位空缺數的下滑主導缺口收斂；勞參率已回升至疫前水準
- ◆ **企業削減工時**，製造業工時低於疫前水準，平均工時&服務業工時下滑至疫前水準
- ◆ **勞動成本下降**，薪資增速和僱傭成本持續下滑



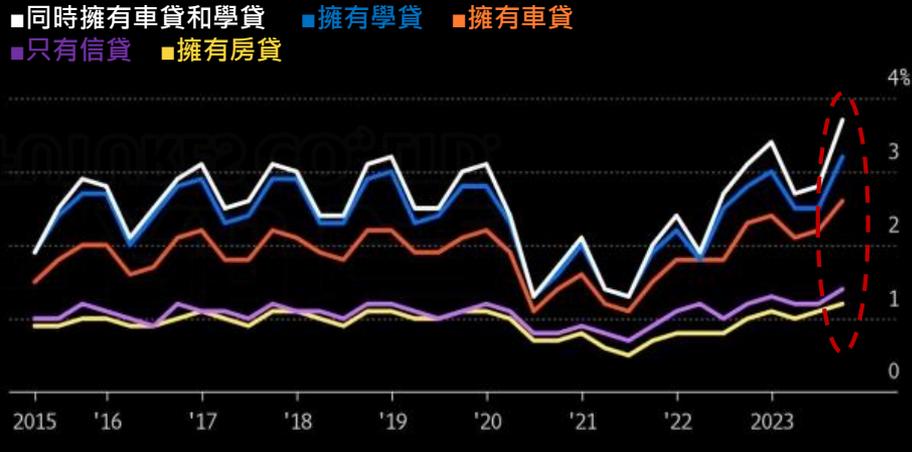
消費力道轉弱，強勁的零售銷售數據將反轉下行

- ❖ 消費者疫情期間累積的超額儲蓄幾乎耗盡，改以信用卡消費，使信貸快速攀升，目前已突破1兆美元
- ❖ 除了固定利率的房貸以外，各式貸款的違約率隨著高昂的利率環境，皆出現上升趨勢
- ❖ 零售銷售結束今年連續7個月的強勁增長趨勢，10月零售銷售月增率下降0.1%
- ❖ 支撐美國2023年經濟強勁的消費榮景不再，消費力道將在2024年轉弱，使經濟成長放緩

消費者儲蓄耗盡，信貸快速攀升



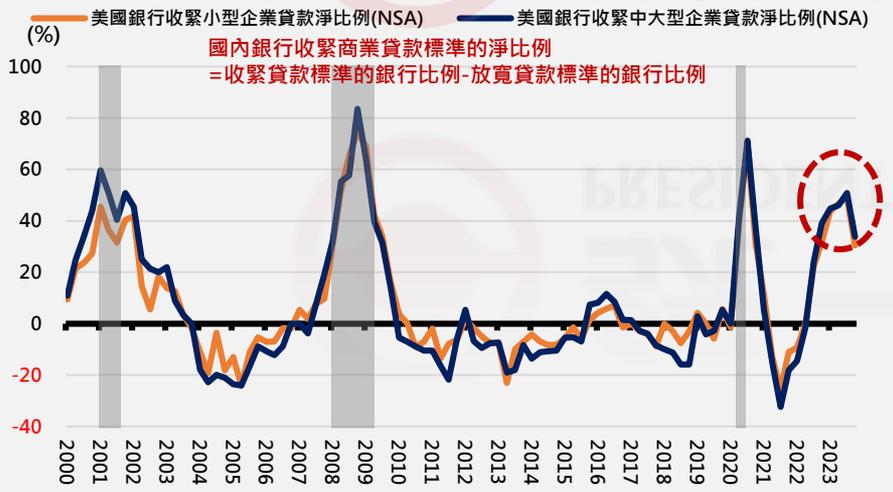
美國貸款違約率正在上升，車貸和學生貸款違約率增幅較大



高利率環境下，企業融資難度維持高位

- ◆ 金融環境緊縮顯現，銀行端縮緊企業貸款的放款標準，企業借款難度維持高位
- ◆ Fed最新數據顯示，9月銀行向企業發放的商業和工業貸款量減少約0.2%，連續第六個月下降
- ◆ 高利率環境下，融資成本上升，企業減少發債融資，融資金額降至2011年以來最低水平

銀行收緊放款標準，企業借款難度維持高位

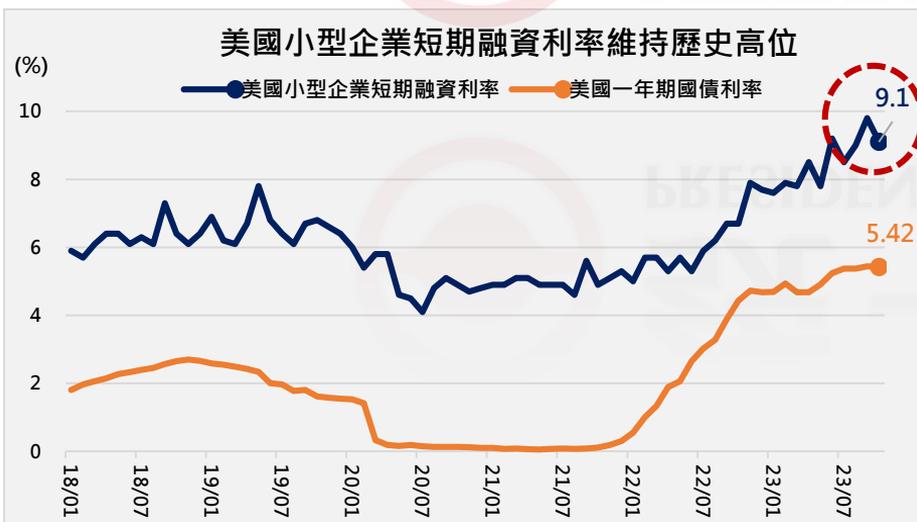


美國企業借貸減少

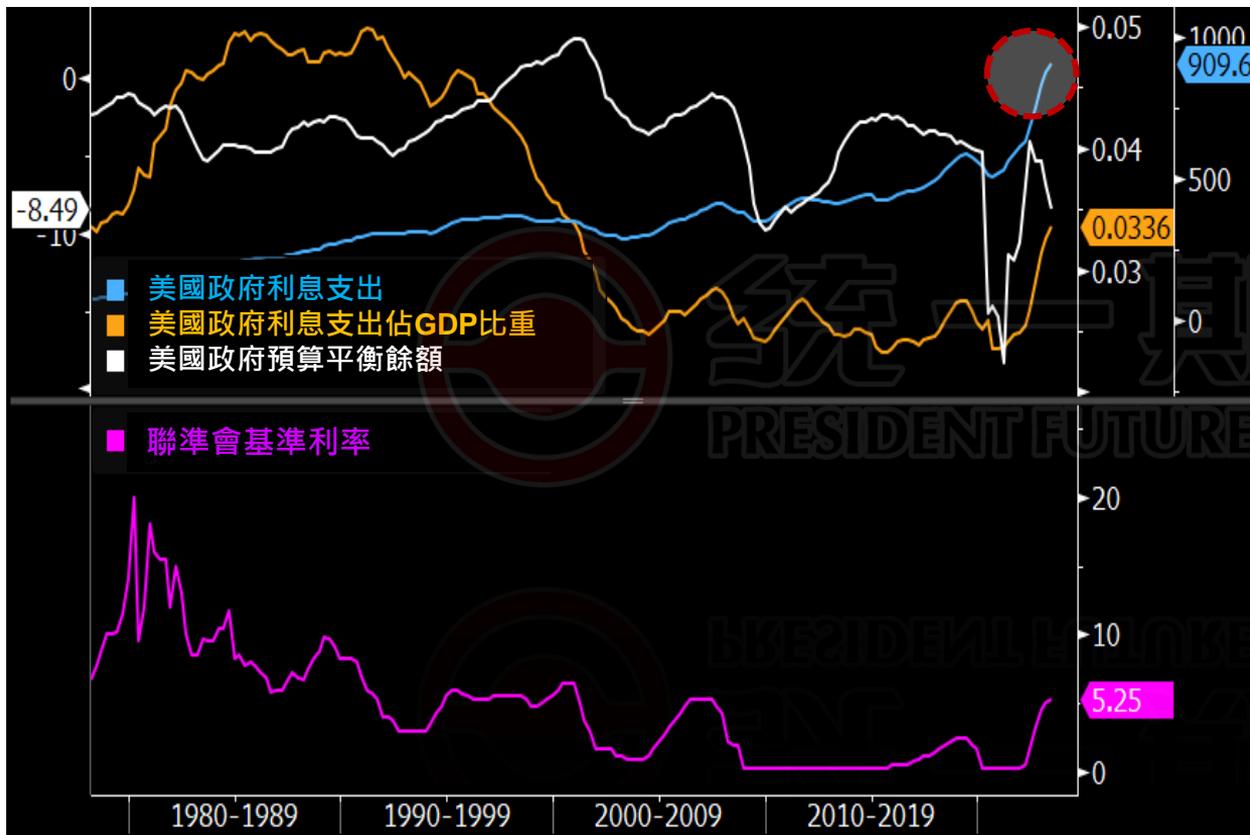


高利率環境下，美國中小企業處境惡化，破產危機升溫

- ◆ 受Fed快速加息影響，小型企業融資利率隨之飆升，目前仍居歷史高位的9.1%
- ◆ 美國已申請破產及申請第11章法案破產保護家數，較去年同期大幅增加54%
- ◆ 規模五千萬美元以上企業亦大幅增加，如百年貨運巨擘Yellow，全美達三萬名員工，於七月申請破產保護
- ◆ 若破產高於疫情期間水準，須留意企業大規模破產，對經濟造成衰退與失業的實際影響



聯準會的政策難題，美國政府債務利息支出走高



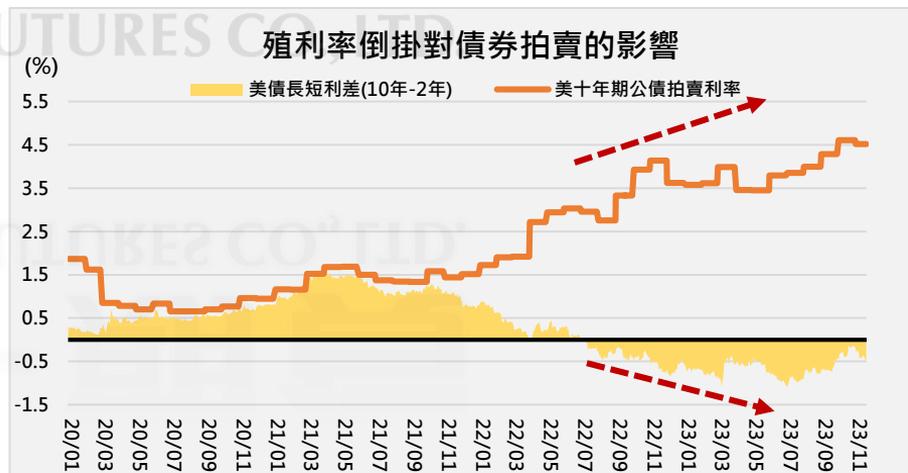
- ◆ 美國政府利息支出快速上升，凸顯高利率長期隱憂
- ◆ 美國政府債務利息支出金額達九千多億美元並即將突破一兆美元
- ◆ 利息支出擴大將使預算赤字再次擴大，未來面對政府關門的預算爭議將成新常態
- ◆ 美國政府高企的利息支出將成為聯準會政策難題，箝制聯準會政策

2024年舉債計畫，短期仍無法改變長債需求疲弱的根本問題

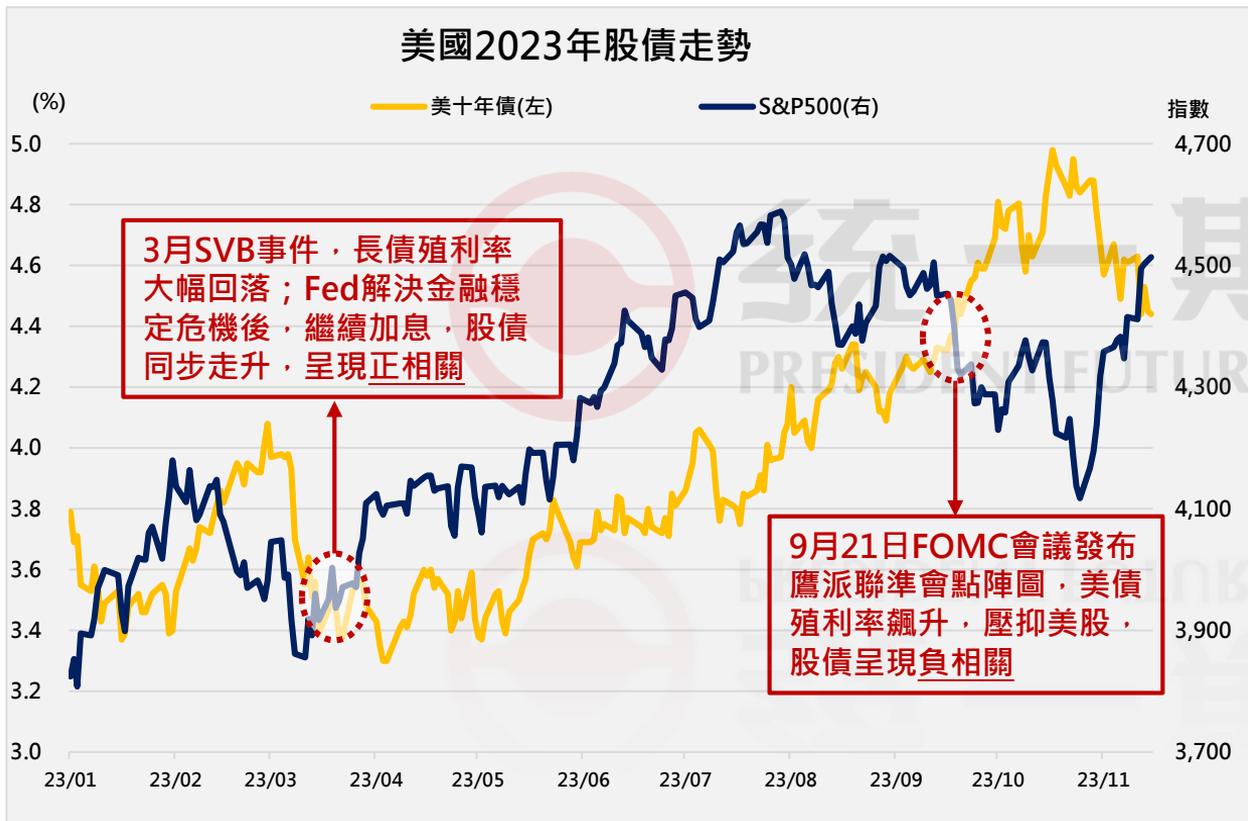
- 美財政部11/1發布最新融資計畫，雖下修23Q4融資需求，但**24Q1**融資需求仍高達**8,160**億
- 上修**10Y**以下美債發行量，意謂財政部為解決長債需求疲弱，對市場做出讓步，發行較高利息短債進行融資
- 統一期貨認為，受到市場預期**2024H2**降息影響，使**長債短期需求回升**；但**中期而言仍未能扭轉趨勢**，預期**長債利率高檔震盪**。

單位: 十億美元	資金需求	發債融資金額	預估季度現金變化	預估TGA季末餘額
2023Q1	656	657	-269	178
2023Q2	181	657	225	402
2023Q3	520	1010	254	657
2023Q4	407(前: 487)	776(前: 852)	93	750
2024Q1	548	816	0	750

單位: 十億美元	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	20Y	30Y
23/08	45	42	46	36	38	16	23
23/09	48	44	49	37	35	13	20
23/10	51	46	52	38	35	13	20
23/11	54	48	55	39	40	16	24
23/12	57	50	58	40	37	13	21
24/01	60	52	61	41	37	13	21



美債初級市場拍賣狀況，將持續密切影響美債及美股走勢



- ◆ 2023/08自財政部宣布增加拍賣規模後，主導長債走勢的兩大因素為 (1)**Fed升息** (2)**財政部長債標售狀況**
- ◆ 若長債標售狀況不佳，使殖利率走高，將會讓美股下行
- ◆ 觀察近期，美長債標售結果出爐，當日債券利率波動劇烈
- ◆ Fed目前已達升息末段，故後續**長債標售狀況**及Fed將於**2024年何時降息**將為影響長債殖利率之主因

展望：2024年經濟成長趨勢將放緩，24H1軟著陸風險猶存

- ◆ 高利率帶來的金融環境緊縮顯現，將抑制終端需求的增長
- ◆ 庫存週期築底回溫，信貸週期轉折下降，使**2024年總體經濟成長放緩，24H1軟著陸風險猶存**
- ◆ 根據各大機構調查，皆顯示**2024年經濟成長將較2023年和緩**
- ◆ 展望2024年，將看到**個人消費力道減緩、企業融資成本上升、政府支出下滑**，使經濟成長速度放緩

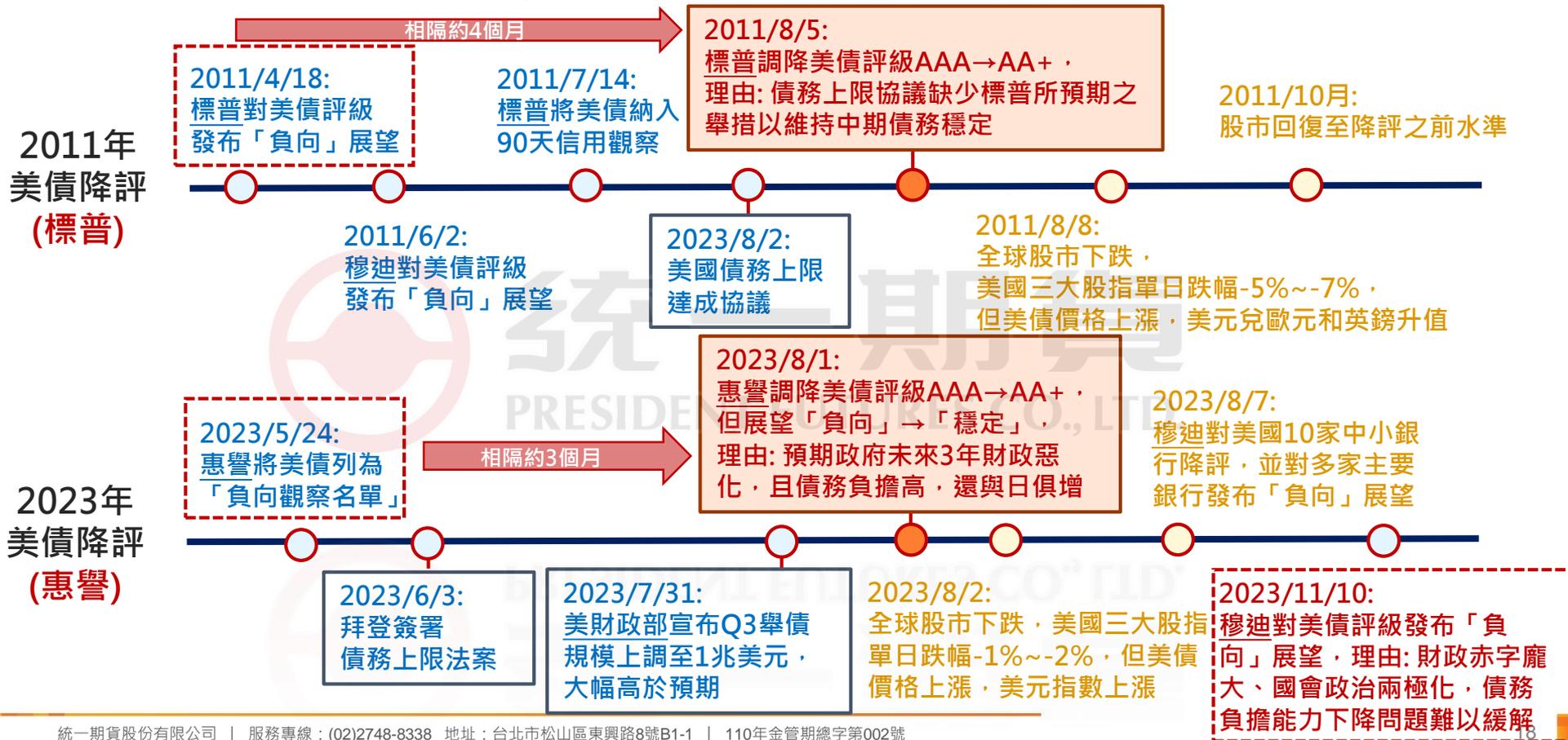
庫存週期落底回溫，信貸週期轉折下行



IMF全球經濟成長預估(2023年10月)



2024H1 風險因素 – 穆迪對美債債券評級下調



2024H2利多因素 – 美國總統大選

- ◆ 觀察歷屆總統大選前五日和前一日普遍上漲，**上漲概率達86%**
- ◆ 歷次選後二十日和後六十日普遍上漲，**上漲概率為71%**
- ◆ 須注意風險: 選前政策牛肉，選後可能會被打回現實。因 **(1) 2023/6 延長的債務上限協議，將於2025年重啟** (2)預算赤字沉重，**政府可能會在選後被迫加稅或縮減支出**

美國總統選舉前後美股表現(S&P500)

前六十日	前二十日	前五日	前一日	總統選舉日	當日	後一日	後五日	後二十日	後六十日	當選政黨
6.15%	0.87%	0.75%	0.42%	1996/11/5	1.05%	1.46%	0.69%	2.83%	8.50%	民主黨 
-3.98%	3.34%	0.20%	0.39%	2000/11/7	-0.02%	-1.58%	-1.87%	-4.10%	-3.90%	共和黨 
6.13%	-0.35%	1.75%	0.03%	2004/11/2	0.00%	0.00%	2.97%	5.38%	3.61%	共和黨 
-25.97%	-3.00%	2.74%	-0.25%	2008/11/4	4.08%	-5.27%	-5.65%	-8.61%	-13.36%	民主黨 
1.03%	-2.99%	0.38%	0.22%	2012/11/6	0.79%	-2.37%	-1.43%	1.06%	7.26%	民主黨 
0.67%	2.15%	1.05%	0.47%	2016/11/8	-0.24%	0.75%	0.16%	2.93%	6.78%	共和黨 
-1.49%	-1.51%	-2.37%	1.23%	2020/11/3	1.78%	2.20%	2.96%	6.55%	9.60%	民主黨 
-2.49%	-0.21%	0.64%	0.36%	平均變動率	1.06%	-0.69%	-0.31%	0.86%	2.64%	
57%	43%	86%	86%	上漲機率	71%	57%	57%	71%	71%	

各類商品期貨趨勢與觀點

- 升息尾聲下，緊縮環境繼續壟罩匯債
- 日央再調整YCC政策，貨幣政策或逐漸轉向
- 供給過剩，油價上檔承壓

11月利率決議後美元逐漸轉弱，高利率情境下2024年下檔有撐

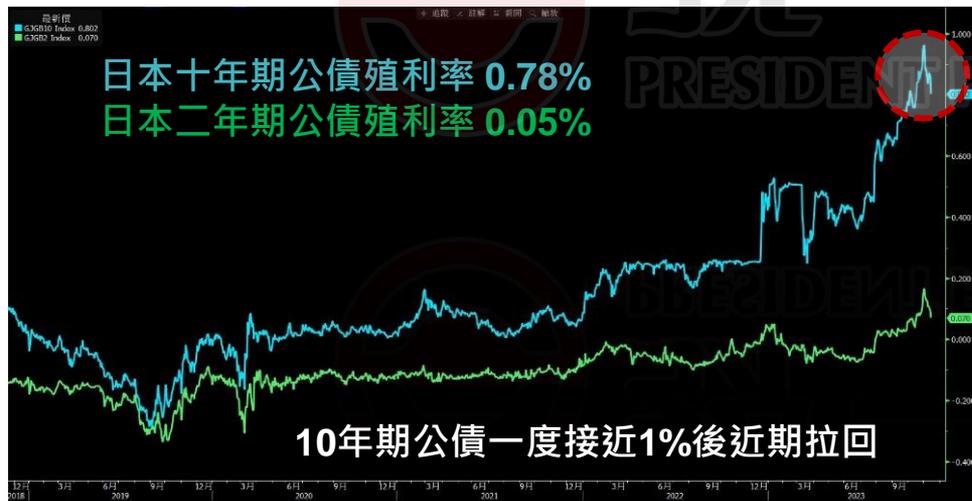


- ◆ 美元於11/1聯準會較為**鴿派談話後逐漸轉弱**
- ◆ 升息終點+美債殖利率未突破
= 壓抑美元走勢
- ◆ 時序進入11月後：
非農低於預期 > 通膨低於預期 > PPI低於預期 > 油價走弱
- ◆ 近期連續事件同步加強利率進入終點看法，美債、美元同向走弱，美股則快速走強
- ◆ 整體趨勢**短線偏空**，但仍在高檔區間，在高利率環境維持下，**下檔有撐**

日央再次調整YCC曲線控制，日央鴿派立場壓力漸增

- ◆ 日銀 10 月貨幣政策決議維持寬鬆貨幣政策：
 - (1)短率維持在-0.1%
 - (2)長率 10 年公債殖利率 0%目標不變
 - (3) YCC 目標做出調整，**允許10年期公債殖利率於1%上下浮動**，1%做為參考點
- ◆ 日債殖利率顯著走強，市場持續押注貨幣政策轉向

- ◆ **日本扣除食品能源通膨仍高，且實質薪資受物價影響明顯下滑**，顯示日本受匯率貶值所帶來的輸入性通膨副作用影響漸顯
- ◆ 日本政府推出**17兆日圓振興**方案，民眾+企業稅負減免，補貼電費等，強化實質購買力。而通膨壓力將讓日央寬鬆政策受限

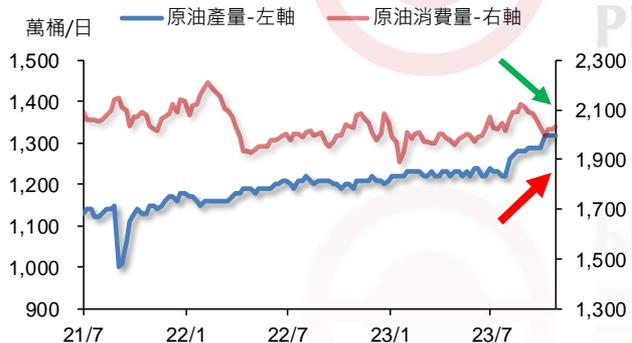


美國油廠過度煉油，消費量趨緩使油價疲弱

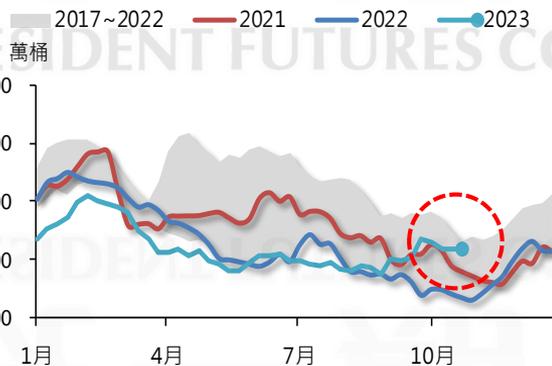
油

- ◆ 美國油廠趁油價彈升期間大量增產，使美國原油產量創高，導致**美國用油超額需求得到舒緩**。
- ◆ 然而 9 月起進入用油傳統淡季，整體消費量雖呈年增，但在高息環境下，**消費量拉回速度較去年急促**。
- ◆ **油廠大量煉油 + 消費量不如預期**，導致汽油庫存急遽彈升，庫存堆疊至近五年區間上緣。
- ◆ 裂解價差從 8 月底高點至今重挫 6 成，預期該因素使油廠減少煉油，原油庫存將止跌回升，使油價承壓。

用油淡季下超額需求舒緩



汽油庫存堆疊至近五年區間上緣



美國原油庫存將止跌回升



IEA:2024年原油市場轉往供給過剩，使油價承壓

油

- ◆ 需求方面，中國需求超出預期，但隨著能源效率提高、電動車占比擴大，預期2024年需求量創高至102.9百萬桶/日，但增速放緩。
- ◆ 供給方面，以哈戰爭並未對供給造成影響，在美國、巴西與圭亞那產量創高下，預期2024年原油產量創高至103.4百萬桶/日。
- ◆ 2024年原油供需皆將創歷史新高，然而**供給增數大於需求增數**，使2024年全球油市由供不應求**轉為供過於求**，將使2024年油價表現承壓。

資料來源：IEA

裂解價差大幅重挫，預示油價疲弱



2024年台股展望

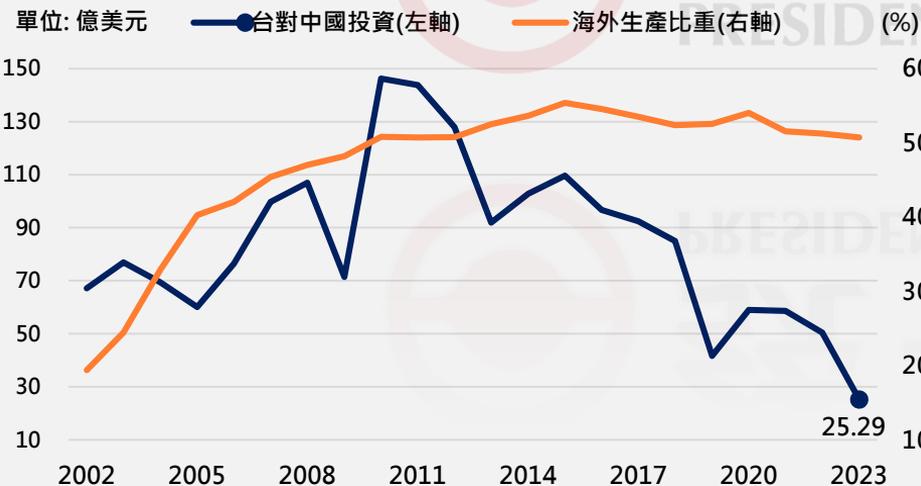
選舉激情過後回歸基本面

統一期貨
PRESIDENT FUTURES CO., LTD.

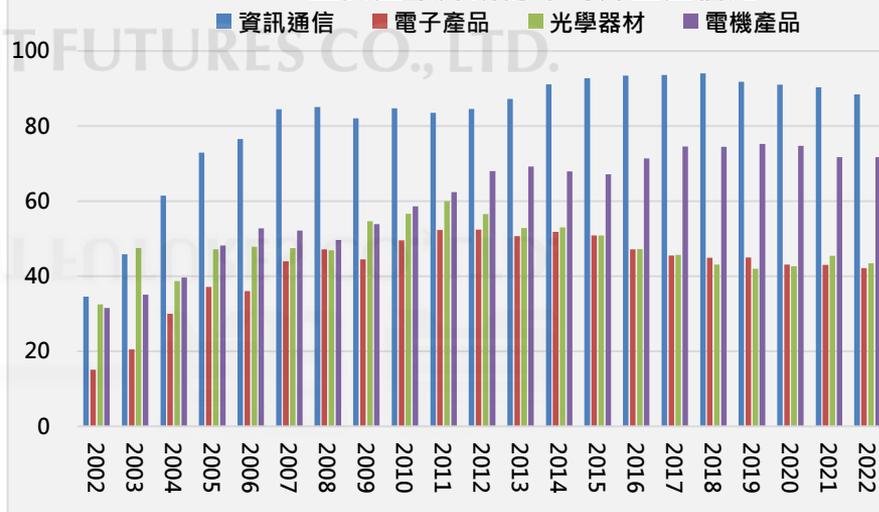
全球供應鏈分化，台灣亦加速分散生產基地

- ❖ 台灣電子業主要生產基地在中國，出口金額在海外生產的比重長期在 50% 上下
- ❖ 在美國對中的晶片禁令後，若考量美國「去中化」戰略持續，產業鏈逐漸由中國移出趨勢不變，台灣受中國經濟影響的比例將逐步降低
- ❖ 電子業2024年基期降低，庫存去化完畢後，台廠電子族群基本面有望築底翻揚

台灣出口訂單海外生產、對中投資佔比



重要產業外銷訂單海外生產佔比



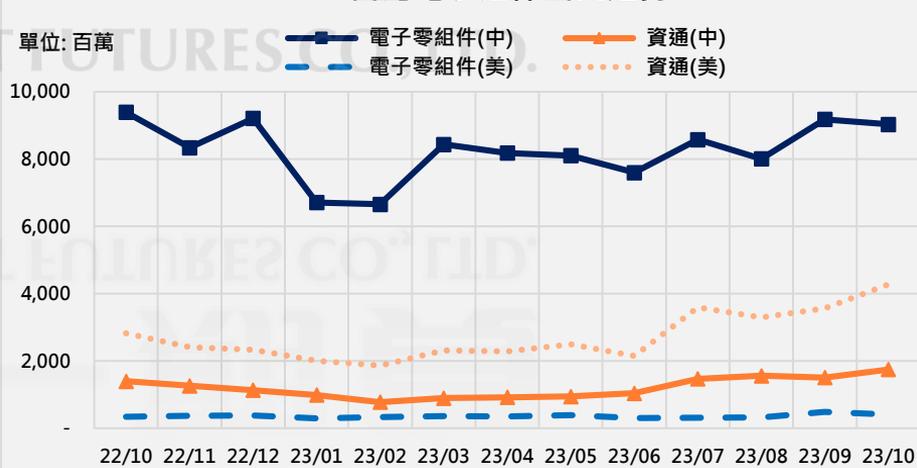
台灣製造業築底反彈，出口從低點逐漸回升

- ◆ 資通與視聽產品在人工智慧應用商機熱絡帶動下，第3季出口249億美元、年增52.5%，雙創歷年單季最佳
- ◆ 其中電腦及其附屬單元劇增1.8倍，前9月資通產品占總出口17.3%，創下近20年最高，1年來大增4.4%

各類電子、資通產品出口年增率(%)

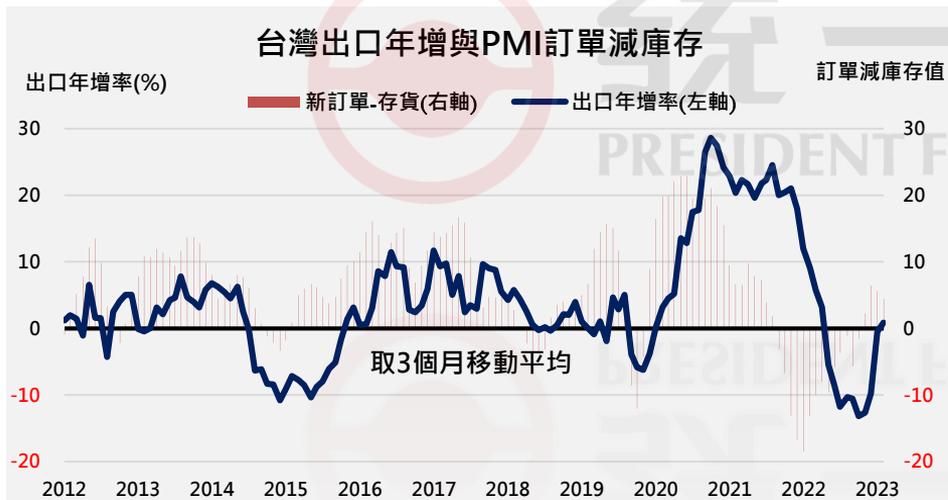
		22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
電子 零 組 件	積體電路	11.4	5.1	16.2	12.0	6.4
	印刷電路	6.4	11.7	31.0	32.1	31.2
	LED	20.2	35.5	37.2	31.1	32.7
	電容電阻	20.7	25.5	31.4	23.7	10.2
資 通 視 聽	電腦及其附屬單元	39.7	44.0	34.7	49.0	175.6
	電腦零組件	8.7	13.0	31.1	13.4	8.3
	儲存媒體	15.0	33.9	40.8	35.1	11.2
	交換器/路由器	29.3	18.8	14.0	8.1	3.6

台灣電子組件出口走勢



受半導體循環負面影響，短線匯價相對弱勢，長線隨半導體銷售逐漸回升

- ◆ **全球高通膨、中國疫後冷復甦、廠商持續調整庫存**是台灣出口減少的三大主因。近期出口與 PMI 數據來看，出口年減幅正在改善，庫存去化和新訂單狀況也較上半年樂觀
- ◆ 台幣匯價短線因非美貨幣全線帶動走升，惟基本面仍築底，匯價相對弱勢；長線而言，當**半導體銷售逐步改善**，有利匯價逐漸回升



台灣總統大選、選舉前後行情有望帶來利多

- ◆ 觀察過去選舉前一日普遍上漲，**上漲概率達86%**
- ◆ 歷次選後二十日內波動較大，且行情普遍表現較強
- ◆ 研判選後當選政黨政策宣示利於經濟展望與不確定性落幕利好股市



台灣總統選舉前后台股表現

前六十日	前二十日	前五日	前一日	總統選舉日	後一日	後五日	後二十日	後六十日	當選政黨
-4.33%	-5.31%	-2.47%	0.48%	1996/3/23	0.02%	1.18%	16.97%	18.78%	國民黨
12.38%	-11.60%	-0.55%	0.93%	2000/3/18	-2.59%	11.09%	9.82%	4.95%	民進黨
18.14%	2.24%	2.70%	0.41%	2004/3/20	-6.68%	-3.57%	7.21%	-9.82%	民進黨
6.37%	5.13%	6.49%	2.25%	2008/3/22	3.99%	-2.73%	2.46%	-7.48%	國民黨
-3.87%	8.26%	1.25%	-0.07%	2012/1/14	-1.09%	5.82%	11.98%	7.06%	國民黨
-10.51%	-6.00%	-0.34%	0.25%	2016/1/16	0.63%	-0.70%	6.60%	9.70%	民進黨
7.55%	0.81%	0.60%	0.45%	2020/1/11	0.74%	-0.19%	-3.83%	-12.52%	民進黨
3.68%	-0.92%	1.10%	0.67%	平均變動率	-0.71%	1.56%	7.32%	1.52%	
57%	57%	57%	86%	上漲機率	57%	43%	86%	57%	

簡報結束，請多指教



統一期貨股份有限公司
PRESIDENT FUTURES CORPORATION LIMITED

免責宣言

- ◆ 期貨及選擇權交易財務槓桿高，交易人請慎重考量自身財務能力，並特別留意控管個人部位及投資風險。
- ◆ 投資人仍應獨立判斷及行使交易決定，所有交易衍生之風險及利益，由投資人自行負擔與享有。
- ◆ 本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性及正確性做出任何陳述或保證。對於報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。
- ◆ 本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶作為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見不構成任何買賣有價證券、衍生性金融商品及其他投資標的之邀約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。
- ◆ 本研究報告並非(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券、期貨經紀或交易人士或公司，為該管轄區內從事證券、期貨經紀或交易之游說。
- ◆ 本研究報告內容屬統一期貨投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。