

展望 2025： 巴菲特大舉套現！ 金髮女孩能走多遠？

統一期貨 投顧部

2024.12.05

目錄

- 全球投資環境總覽
- 中國經濟展望
- 美國宏觀投資展望



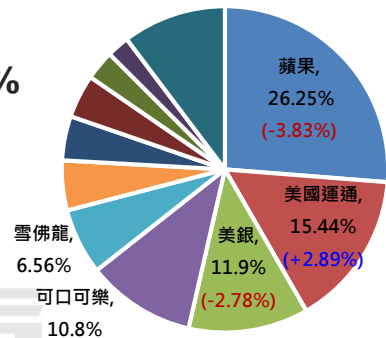
巴菲特現金水位續創歷史新高 並不代表看空市場

24Q3 波克夏投組持倉狀況

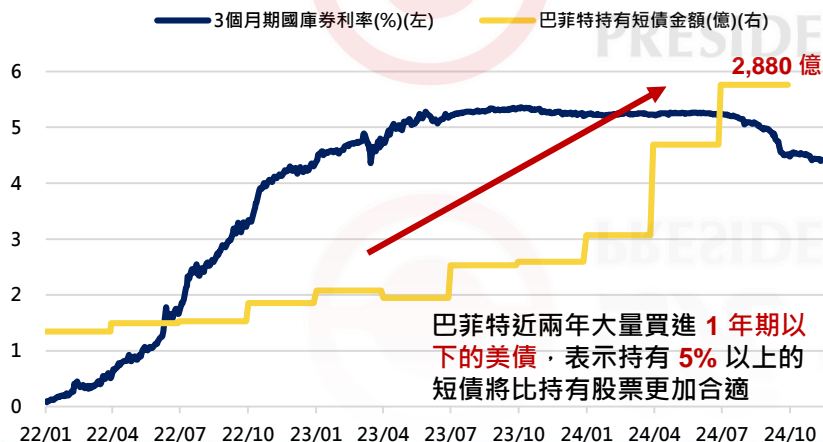
◆ 3Q24 報告顯示，波克夏現金水位再創新高，為 **3,250 億美元**，佔資產約 **28.3%**

◆ 分析持有大量現金的原因可能為：

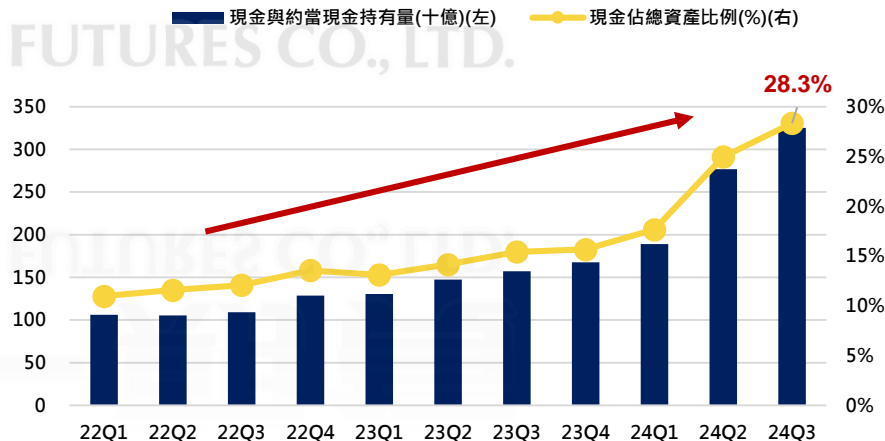
1. 當前缺少**低估值的良好標的** + 國庫券 (3 個月或以下) 殖利率報酬仍高
2. 總統大選前市場不確定性高 + 擔憂民主黨勝選將迎來加稅
3. 本季為自 2018 年以來，**首次拒絕回購庫藏股** (判斷波克夏現有估值偏高)



巴菲特持續大量購買美國短債



波克夏現金水位續創歷史新高



2025 展望 - 美國小政府 VS 中國大刺激，川普影響全球市場動向

總經觀點	美國	<ul style="list-style-type: none"> ■ 預計 25H2 新政策開始發酵 ■ 對內：減稅縮編的小政府、放鬆監管、打擊非法移民 ■ 對外：孤立主義、保護主義、美國優先
	中國	<ul style="list-style-type: none"> ■ 關鍵房市復甦緩慢，25H2 房市才有望企穩 ■ 房市回暖後，才會帶動內需逐步回溫
市場觀點	美債	<ul style="list-style-type: none"> ■ 川普新政將間接影響 Fed 降息路徑，降息步調趨緩 ■ 留意赤字持續增加是否會造成穆迪降評美債 ■ 長短期殖利率曲線持續修復
	美元	<ul style="list-style-type: none"> ■ 短期：降息預期下調，美元走強 ■ 中長期：川普支持弱勢美元政策，有利出口
	美股	<ul style="list-style-type: none"> ■ 短期靜待川普新政出爐，不確定性高易震盪；中長期受川普新政影響，產業表現各異 ■ 利多：傳統能源、國防、金融產業 ■ 利空：綠能、醫療
	台股	<ul style="list-style-type: none"> ■ 短期：真多頭，還是做頭？ ■ 中長期：川普新政上路，行情撥雲見日
商品期貨	原油	■ 非 OPEC+ 國家持續增加原油供應，中國需求續弱，供過於求下油價持續承壓
	黃金	<ul style="list-style-type: none"> ■ 短期：受強勢美元壓抑 ■ 中長期：全球降息週期持續 + 地緣風險 + 央行購金 + 債務問題，長期續看上漲
	銅	■ 中國經濟續弱 + 川普政策不利綠能，銅需求受限，不利銅價

全球投資環境總覽

- 反執政浪潮下可能誕生更多極端政策
- 川普 2.0 加劇逆全球化，各國或將開展貿易壁壘
- 政策不確定性上升，市場和經濟面臨下行風險加劇

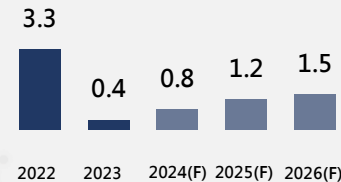
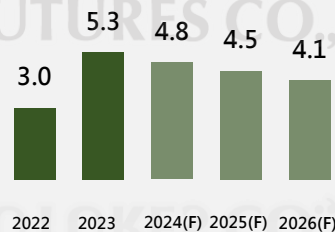
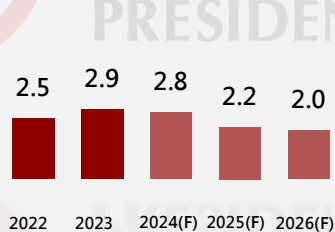
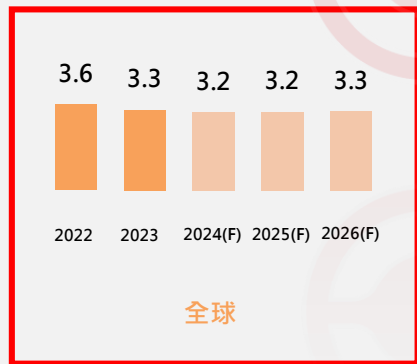
2024全球主要金融商品累計漲跌幅

美國股市(現貨)			匯率(現貨)(升貶值)			農產品(CBOT近月期貨)		
台積電ADR		95.89%	澳幣		5.17%	可可		115.40%
NASDAQ		31.93%	歐元		4.93%	咖啡		58.10%
S&P 500		27.56%	美元指數		4.05%	玉米		-8.71%
費半指數		25.18%	英鎊		0.54%	棉花		-9.07%
道瓊工業指數		18.54%	人民幣(離岸)		-2.05%	小麥		-11.54%
歐洲股市(現貨)			台幣		-5.41%	黃豆油		-12.22%
德國 DAX		19.37%	日圓		-5.97%	黃豆		-22.17%
英國 FTSE100		8.26%	俄盧布		-16.25%	黃豆粉		-24.52%
Stoxx600		7.74%	基本金屬(現貨)			能源(NYMEX近月期貨)		
法國 CAC		-3.66%	鋅		18.70%	天然氣		18.46%
亞洲股市(現貨)			錫		14.73%	西德州原油		-0.63%
台積電		77.91%	鋁		12.88%	布蘭特原油		-4.44%
台灣加權指數		28.98%	銅		6.75%	債市(現貨)(殖利率)		
中國富時 A50		18.02%	鎳		-3.34%	日債(10年)		74.51%
日經 225		17.91%	貴金屬(NYMEX近月期貨)			英債(10年)		16.22%
香港恆生指數		17.62%	白銀		30.94%	美債(10年)		7.09%
韓國 KOSPI		-6.36%	黃金		28.11%	德債(10年)		-0.34%

2025 年全球經濟成長穩定，但乏力

- ◆ 全球通膨順利下降，且經濟在緊縮環境中穩定復甦，但下行風險加劇(地緣政治、保護主義...)
- ◆ 美國經濟成長逐漸減速，經濟下行風險放大，川普回歸帶領經濟不確定性增加
- ◆ 中國雖提出多項刺激政策，但房市續弱、內需低迷、出口受阻，經濟未見起色
- ◆ 歐元區景氣築底回溫，終端需求雖有改善但力度不大，維持緩慢復甦格局

IMF：實質 GDP 成長預測 (年增率,%)



美國

中國

歐元區

回顧 2024 「超級選舉年」！全球反執政浪潮與民粹主義崛起

- ◆ 根據國際選舉制度基金會 (IFES) 統計，今年共 **76 國** 進行領導人或國會選舉，影響全球過半人口
- ◆ 各國選民對**經濟成長乏力**、**通膨居高不下**感到憤怒，進而轉向支持宣稱能帶來改變的非執政黨候選人
- ◆ 受反執政浪潮影響，政府可能採取**極端政策**；而政治不穩定性增加，將使**經濟和市場的不確定性上升**

7 搖擺州全數勝出，川普重返白宮，參眾兩院共和黨皆為多數，完全執政 (MAGA，讓美國再次偉大)

11/05
美國



07/04
英國



保守黨結束 14 年執政 (344→121 席)
工黨取得政權 (205→411 席)
(MBSA，讓英國再次認真)

06/09
歐洲議會



雖中間派仍保有多數席次，
但右派勢力增加

07/07
法國



總統馬克宏的中間派在歐洲議會大輸右派在野黨，故提前解散國會選舉，後淪為國會第二大黨，形成「三分天下」的國會局面

10/27
日本



長期一黨獨大的自民黨，
在國會選舉僅獲 215 席，未過半 (233 席)
石破茂勉強再任新首相
打破日本長期政治穩定的地位

06/04
印度



總理莫迪勝選，連任第三任期
但國會僅獲得 240 席，未過半 (272 席)
莫迪 2014 年當選總理以來，首次未過半

2025 逆全球化與地緣政治風險持續 各國築起貿易壁壘

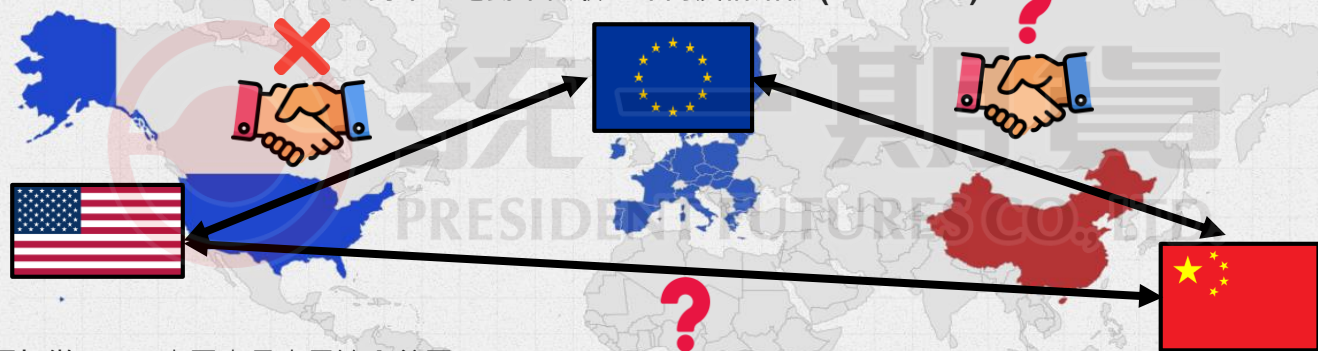
川普上任後，美、中、歐將呈現三角關係

歐對美:

- ✓ 若川普實行懲罰性關稅，會進行針對性關稅報復

歐對中:

- ✓ 對中國電動車徵收 5 年的反補貼稅 (2024-2029)



美對中:

- ✓ 現行的關稅再加徵 10% (中國毒品大量流入美國)
- ✓ 防範中國產品繞道轉出口
- ✓ 擬取消 PNTR (永久性正常貿易關係) 抵制不公平貿易

美對歐:

- ✓ 要求北約提高國防預算 (GDP 的 2% → 3%)
- ✓ 威脅對歐盟課稅 (大量歐盟汽車出口至美國)

中對歐:

- ✓ 對乳製品、白蘭地和豬肉進行反補貼調查 (對電動車關稅報復)

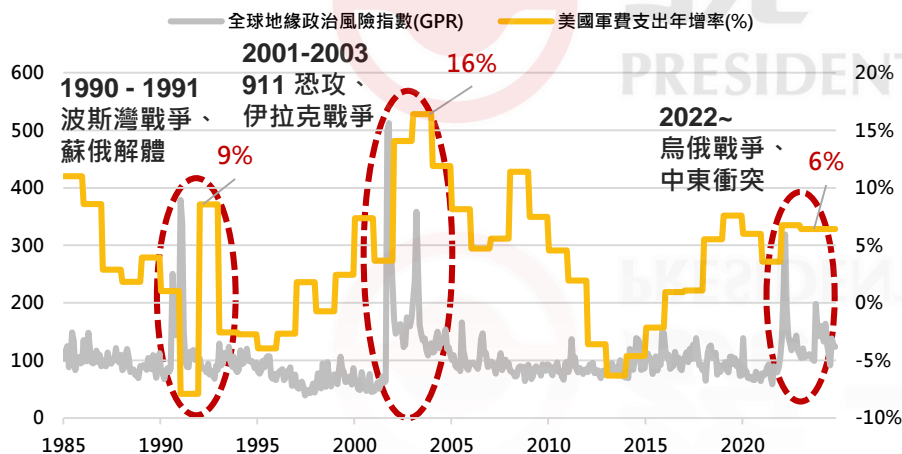
中對美:

- ✓ 停止購買美國農產品 (對關稅報復)
- ✓ 對關鍵礦物進行出口管制 (用於晶片、軍武)

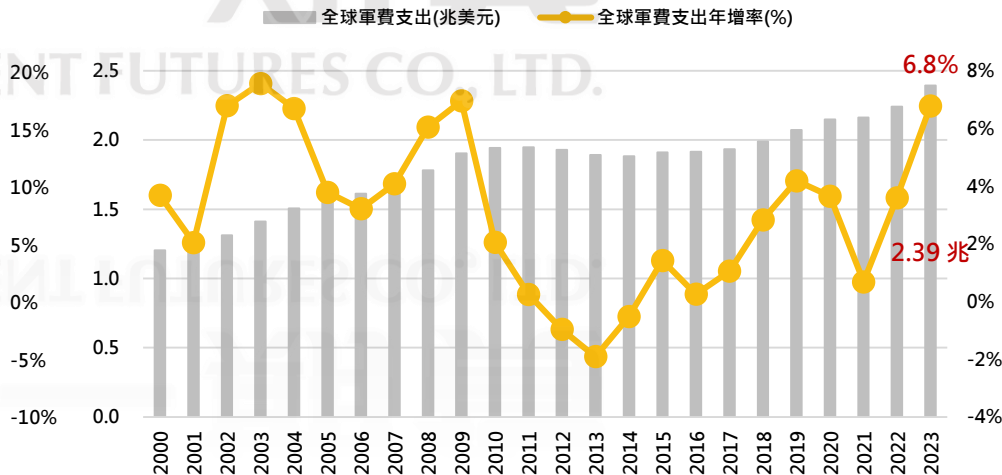
地緣政治風險下 加速各國重整軍備、提高國防預算

- ❖ 美國作為維護世界和平的角色，長期為全球軍費支出最高的國家；但在川普上任後，將會削減對美國以外國家的軍費援助，故**各國明年後的軍費支出將會持續增長**
- ❖ 不必對未來軍費增加過於悲觀，後續留意兩指標 **(1)軍費總額 (2)競爭雙方軍費是否失衡**，若此兩指標同時呈現失衡，才是可能發生戰爭的前兆

GPR 升高後，美國軍費支出顯著增加



全球軍費支出將續創新高



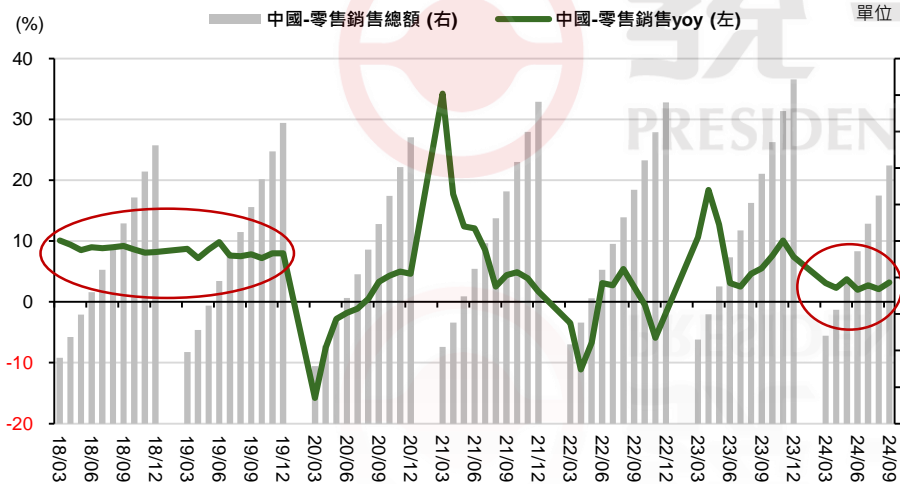
中國經濟展望

- 建商資金與地方債務承壓，關鍵房市復甦緩慢，25H2 房市才有望企穩
- 政策重點注重刺激內需，外需有地緣政治風險
- 25H2 有望因政策傳導到位，基本面開始回溫

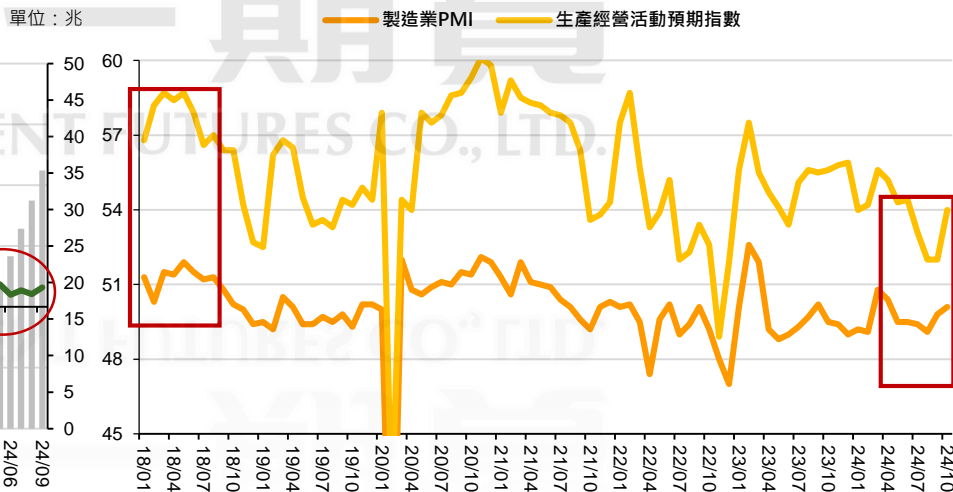
中國 2024 內需低迷，通縮風險仍存

- ◆ 受房市低迷、內需疲軟和社會預期低迷影響，中國今年 Q1-Q3 GDP 年增分別為 5.3%、4.7% 和 4.6%，呈下行趨勢
- ◆ 製造業 24H1 保持穩定增速 50 以上，然國內需求持續低迷，外需受到歐美對中國的出口限制影響，24H2 重回收縮區間
- ◆ 消費和生產增長仍較疫前疲軟，今年零售銷售年增皆不超過 4%，低於疫前 8-9%；1~9 月累計成長 3.3% 也低於疫前水準

零售銷售仍位於低位



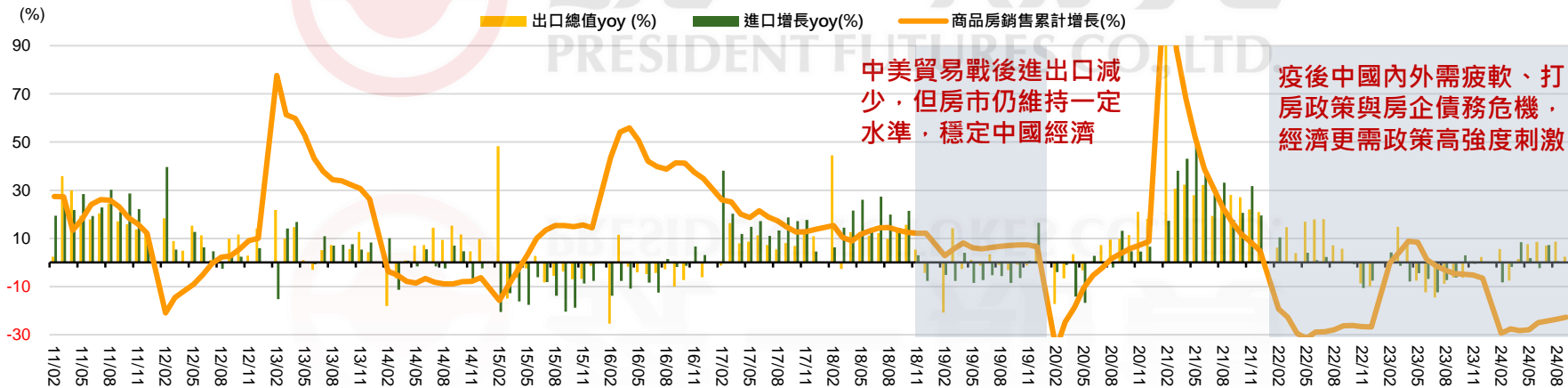
企業生產活動較 2018 緊縮



中國當前經濟環境 需更大的政策規模刺激

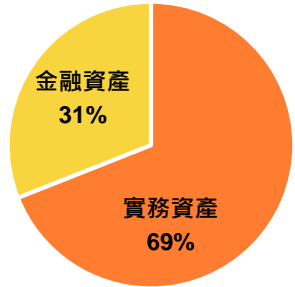
	貨幣政策	房地產	財政
九月刺激政策	<ul style="list-style-type: none"> 降準：商業銀行準備金率調降 0.5 個百分點 降息：調降 7 天期逆回購操作利率 0.2 個百分點，由 1.7% 降至 1.5%，帶動 MLF 與 LPR 下調 	<ul style="list-style-type: none"> 降首付款比例：將第 2 套以後的住宅購買額中最低比例手付款由 25% 降至 15% 降房貸利率：調降存量房貸利率 50 百分點 	<ul style="list-style-type: none"> 互換便利操作：創立金融機構資產互換便利工具，操作規模 5,000 億人民幣 再貸款：創設股票回購、增持專項再貸款，首期額度人民幣 3,000 億元
	<ul style="list-style-type: none"> 強調加大降息力度 	<ul style="list-style-type: none"> 強調促進房地產市場止跌回穩，加大白名單項目貸款投放力度 調整住房限購政策，降低存量房貸利率 	<ul style="list-style-type: none"> 承諾於 3 年內發行 6 萬億中央特別國債，用於解決地方債務與房地產問題

中美貿易戰後中國經濟更加仰賴內需，進出口相對貢獻度縮小

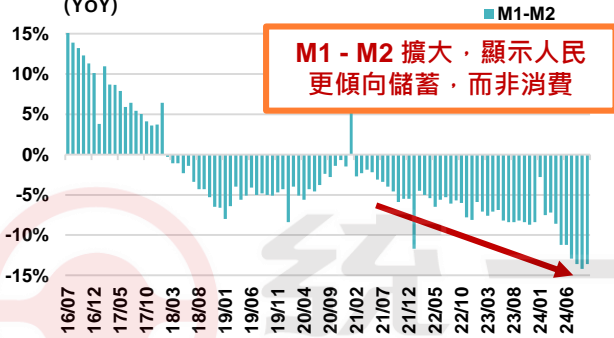


刺激政策是否能精準改善民眾信心 尚需觀察

房產佔家庭資產比重大



流通貨幣持續減少



中國經濟存在尚待政策解決的結構性問題：

一、民眾預期收入未有實質成長，消費意願提升有限

- 民眾因無法交屋而傾向提前還貸與節省支出，消費者信心指數近半年低於 100，政策並未針對消費實質補貼
- 城鄉與青年失業率攀升，平均薪資承壓使預期收入下降

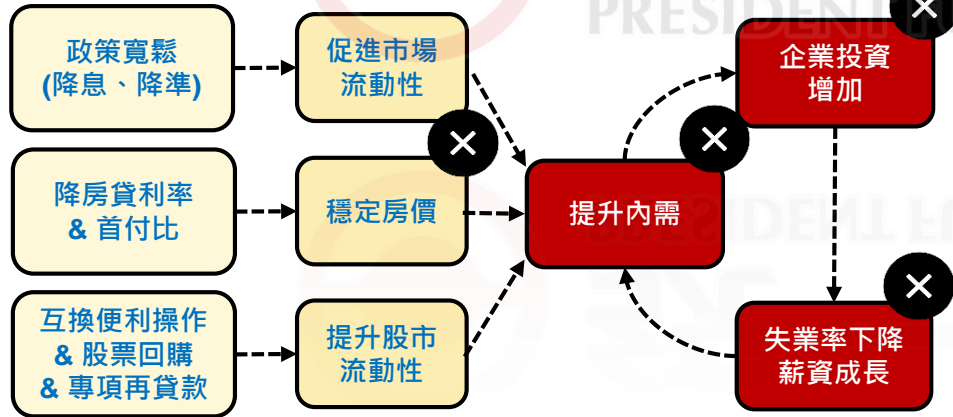
二、財政政策尚未具體化，地方發債能力低

- 地方債務風險仍高，資金有限難以增債投入基建與房地產
- 中央已提出由中央增債緩解地方債務計劃，但具體實施時間尚未確定

三、保交樓實施步調偏緩

- 中共當局於年初推出融資「白名單」，截至8月審核通過的融資為 1.4 兆人民幣，離實際缺口 4 兆尚有距離
- 房地產到位資金仍呈負成長，顯示政策傳導速度低於預期

刺激政策傳導方向

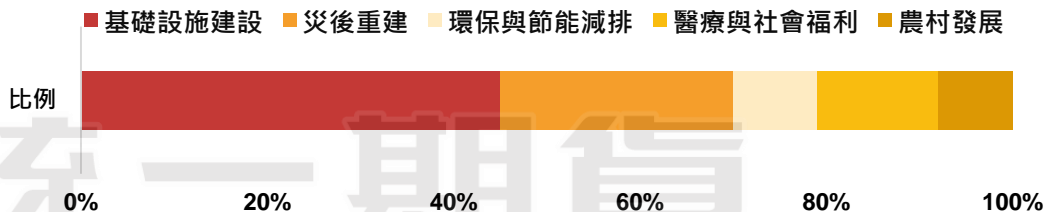
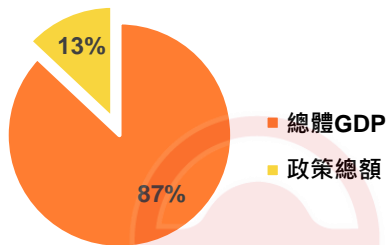


預期中國政策刺激對實質經濟影響較 2008 年力度小

2008 年刺激政策

4 萬億人民幣經濟刺激計劃，資金來源為中央撥款、地方政府融資

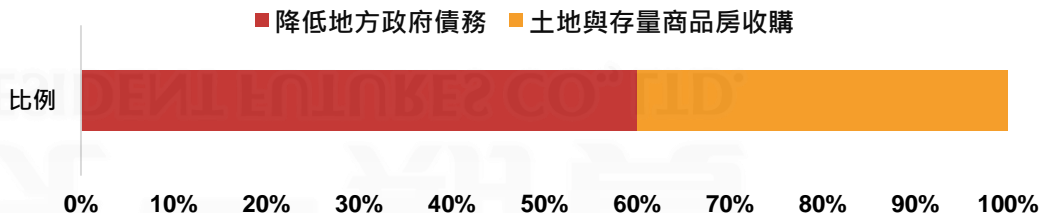
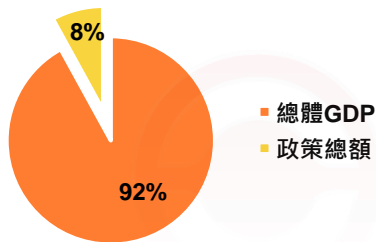
政策資金佔當期 GDP 比例



2024 年刺激政策

6 萬億人民幣經濟刺激計劃，資金來源為中央發行特別國債

政策資金佔當期 GDP 比例

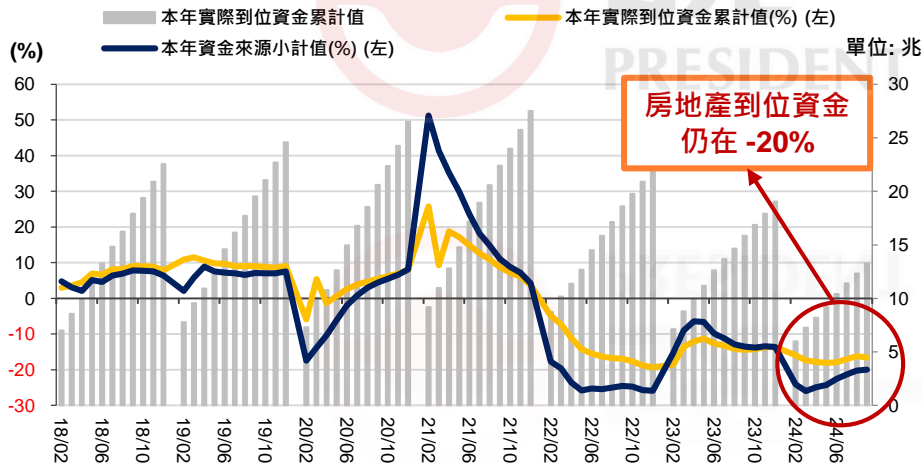


房市：政策步調溫和，資金傳導將促使 25Q2 房市築底

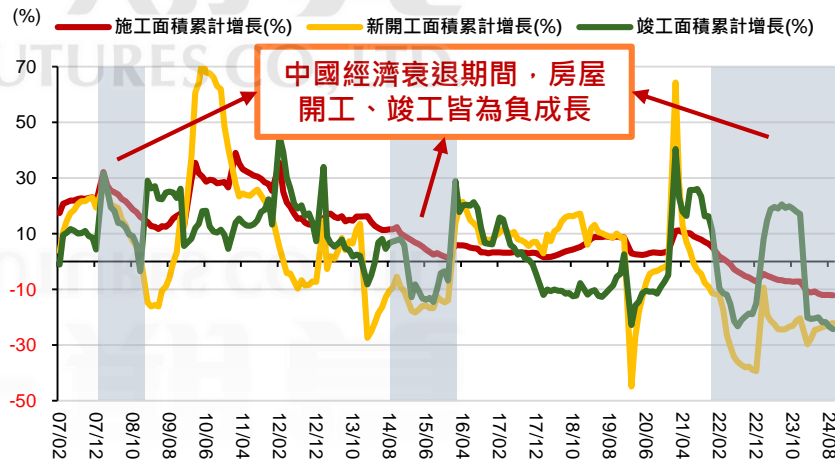
2025 年決定中國房市是否脫離疲軟的關鍵助力：

- ◆ 政策釋放力度：房貸利率持續下行環境，以及近期住建部對於白名單的擴大實施可加快房市復甦速度
- ◆ 房企資金問題：2024Q4 預計會有近 4 兆人民幣資金被核准流向房企，預估實際到位使建商恢復施工約需半年，預計 2025H2 房地產到位資金、新屋開工年增率翻正向上
- ◆ 中央資金下劃：部分稅收如消費稅下劃地方、預計發行國債援助地方政府支持基礎建設

房地產到位資金顯示政策成效尚未顯著



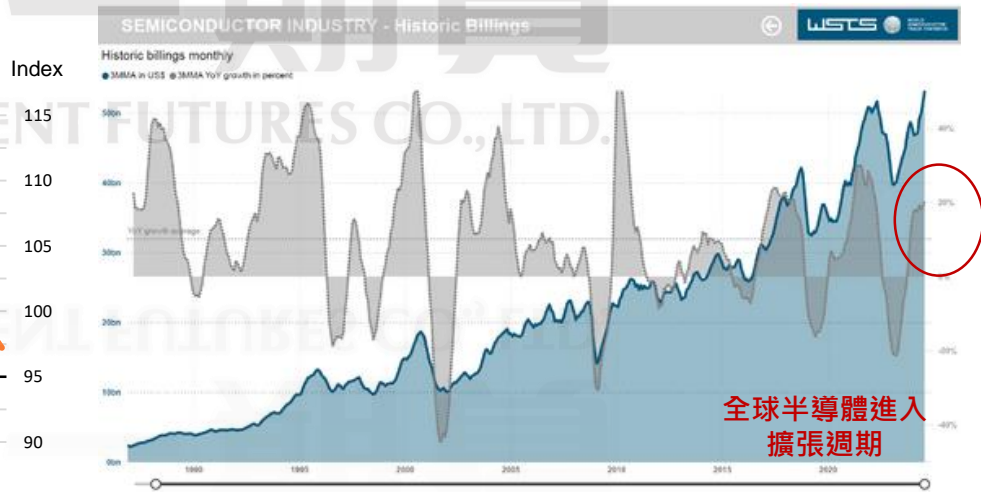
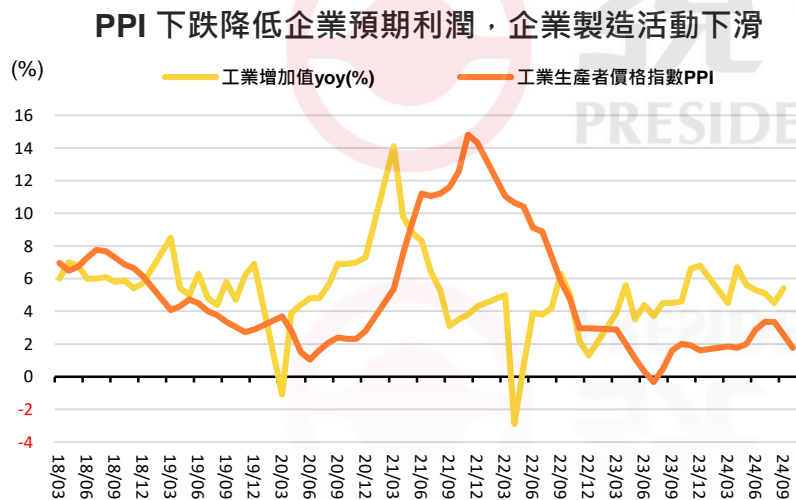
房屋施工、竣工面積負增長



25H2 企業獲利受房市復甦循環向上，川普關稅為下行風險

- ◆ 隨房地產政策於 24Q4-25Q1 逐漸落地，資金面 25H2 獲得改善成效，帶動房地產業、製造服務業、金融業生產活動預期
- ◆ 計算機與電子產業可持續受惠於即將進入的半導體擴張週期與自產化政策成為製造業 25H1 推力，帶動廠商進行補庫存
- ◆ 川普對於中國將加壓關稅，政策壓制可能導致外需不穩定

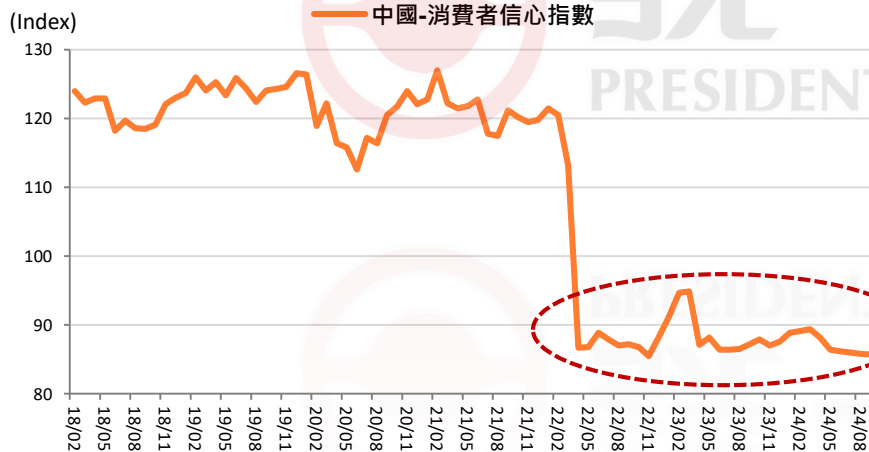
預估製造服務 2025H1 受地緣政治因素和服務業萎縮持續承壓，25H2 有望隨房市回溫與產業週期支撐成長



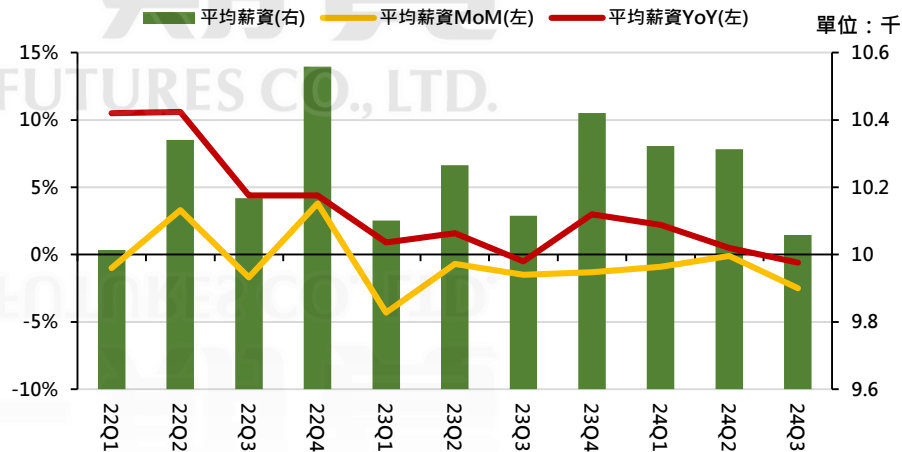
25H2 企業生產預期復甦，提升薪資與消費信心

- ◆ 青年失業率與家庭資產負債表未獲得解決是消費疲軟兩大結構性因素
- ◆ 政府目前尚未有對於人民消費直接補貼的政策，預期內需要等待 25H2 房地產景氣復甦後會有明顯改善
- ◆ 薪資增速顯示勞工議價能力降低，需待房市復甦讓企業招聘增加，失業率下降能進一步推升消費者信心

消費者信心指數持續低位徘徊



平均薪資下降趨勢，勞工議價能力低



短期 A 股或受政策偏離基本面，25H2 後留意築底時機

股市影響面向	2024Q4	2025H1	2025H2	說明
基本面	↓	↓	↑	預估 25H1 政策推動資金流入房市，至 25H2 房市復甦房價回升，帶動企業生產預期、提高民眾信心，消費回溫
資金面	↓	—	↑	短期內雖有具體政策陸續宣布引導股市偏離基本面，但資金主力穩定回流需等待 25H2 基本面改善
政策面	↑	↑	↑	預估政策持續財政與貨幣寬鬆，進入股市促進流動性。全年兩大目標為增進預期收入與穩定資產價格

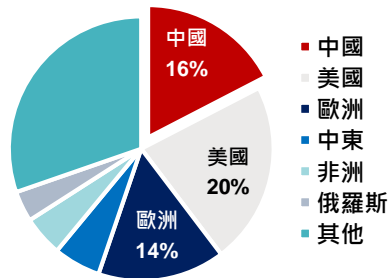


資料來源：Investing.com

預估中國 2025 能源需求承壓持續至 H2

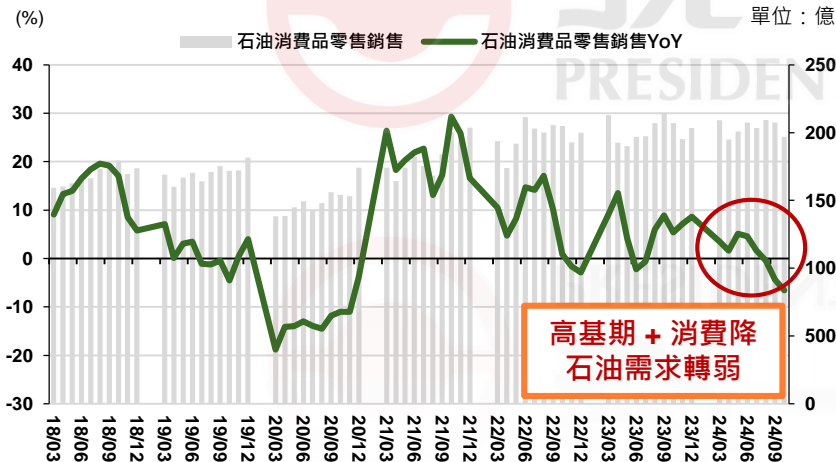
- ◆ 中國原油需求佔全球總石油量需求約 **16%**，為影響供需平衡重要國家
- ◆ IEA 近期下調 2025 年中國石油需求量，由 18 萬桶 / 日降至 15 萬桶 / 日
- ◆ 除 IEA 外，OPEC、EIA 兩大能源機構皆因中國經濟放緩下調 2025 石油需求展望

全球石油需求量佔比

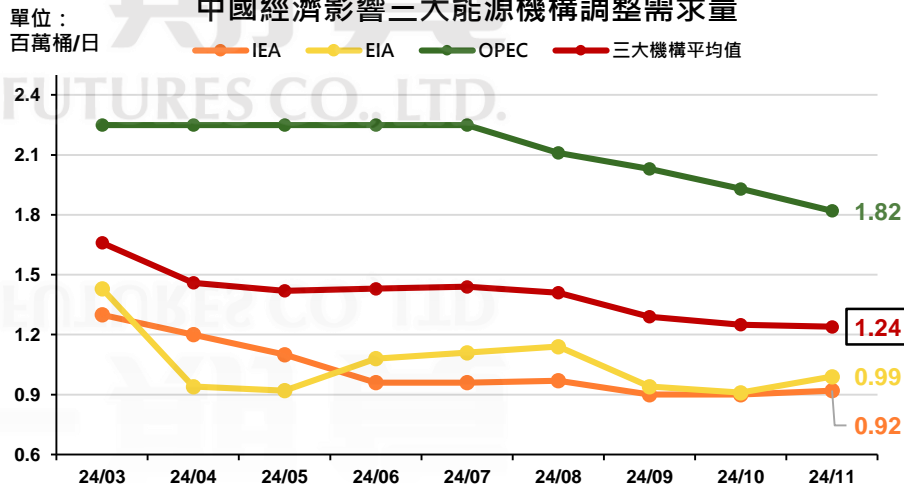


由房市與製造業預期推估中國 25H1 能源需求仍疲軟，25H2 有望隨經濟回溫上調

中國石油消費量遞減



中國經濟影響三大能源機構調整需求量



美國宏觀投資展望

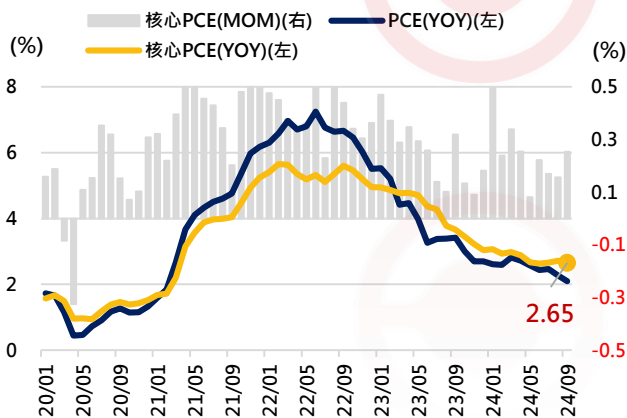
- 川普影響未來全球市場動向
- H1 股指震盪走升，H2 面臨川普新政改革風險
- 經濟保有韌性，通膨充滿變數

美國總經環境健全 明年金髮女孩經濟將持續

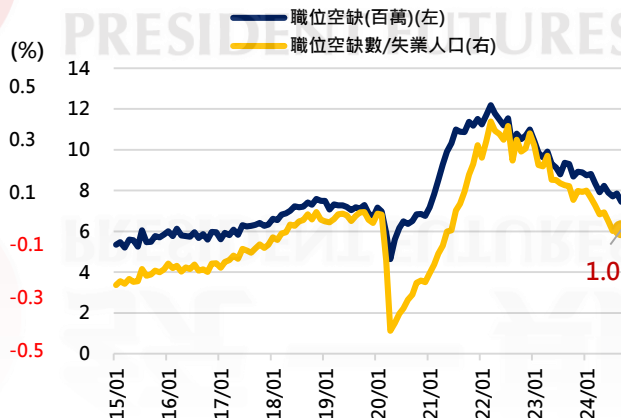
Bloomberg 經濟預測(2024/11/27)

(%)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	趨勢	SEP-長期(24/9)
GDP(SAAR)	2.80%	2.40%	4.40%	3.20%	1.60%	3.00%	2.80%	1.90%		1.8%
核心PCE(YOY)	4.90%	4.60%	3.90%	3.20%	3.00%	2.70%	2.70%	2.80%		2.0%
失業率	3.50%	3.60%	3.70%	3.70%	3.80%	4.00%	4.20%	4.30%		4.2%
Fed利率	5.00%	5.25%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	4.50%		2.9%

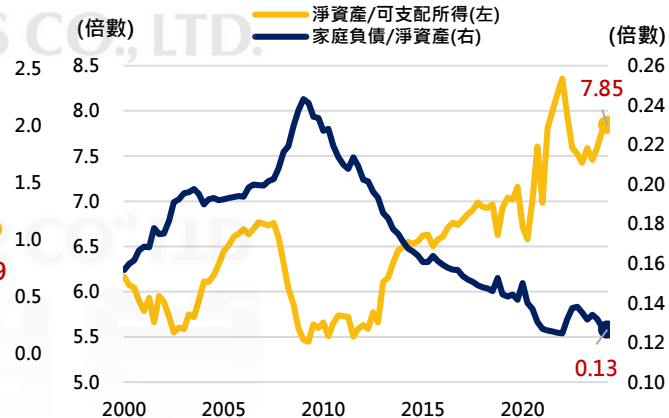
通膨順利下行，已離 Fed 目標不遠



勞動市場雖放緩，但仍處於健康水準



家庭財富迅速增長，同時負債比創低



川普 2.0 政策 將全面影響金融市場後續的走勢

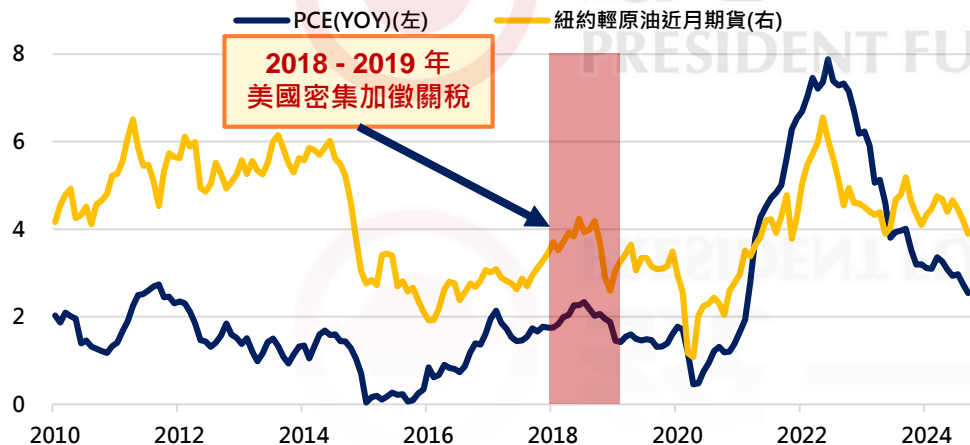
	2024 政策	影響
移民	<ul style="list-style-type: none">嚴格控管和打擊非法移民；收緊工作簽證發放派兵至邊境，並繼續興建美墨邊境圍牆	<ul style="list-style-type: none">通膨增溫→勞動供給下降，薪資增速上升 (留意政策細節公布)基建增加→有利原物料 (EX: 鋼筋、水泥...)
稅收	<ul style="list-style-type: none">降低企業所得稅率 (26.5%→15%)提高關稅解決赤字過高的問題	<ul style="list-style-type: none">有利美股上漲→前任減稅實施後，推動企業大量回購庫藏股通膨可能增溫→美國家庭平均消費金額上升 1,500 美元/年
產業	<ul style="list-style-type: none">可能廢除降低通膨法案 (再生能源補貼)支持擴大傳統能源產量、追求能源獨立放寬科技和金融業監管	<ul style="list-style-type: none">能源通膨降溫→增加原油供給，不利油價走升不利綠能相關產業發展有利金融、加密貨幣和科技業
外交政策 美國優先 孤立主義	<ul style="list-style-type: none">結束俄烏戰爭；以巴衝突支持以色列預計退出印太經濟架構 (IPEF) 及北約進口產品徵收 10% 全面基礎關稅 (中國 60%)中國、歐洲更嚴厲關稅 (作為談判籌碼使用)	<ul style="list-style-type: none">美歐聯盟不再，形成美、中、歐三角關係美國現有的盟友和敵對關係，將發生變化有利各國軍工產業→各國軍費支出增加逆全球化→各國興起保護主義，築建關稅壁壘
貨幣政策	<ul style="list-style-type: none">以財政政策間接影響 Fed 貨幣政策希望利率維持低位	<ul style="list-style-type: none">Fed 後續降息可能更多關注川普新政的影響希望透過低利率創造弱勢美元→為減少美國貿易逆差

- ◆ 移民缺口**反映較慢且幅度待定**；關稅應為美國貿易談判籌碼，雖或造成通膨短暫反彈，但**影響幅度應有限**
- ◆ **頁岩油提升產量**，可能加劇油市供過於求，預期油價將繼續下跌，部分**抵銷通膨效應**
- ◆ 紅色完全執政沒有國會對立問題，**新任財長降低川普新政可能造成的下行風險**，**有利股債走勢**

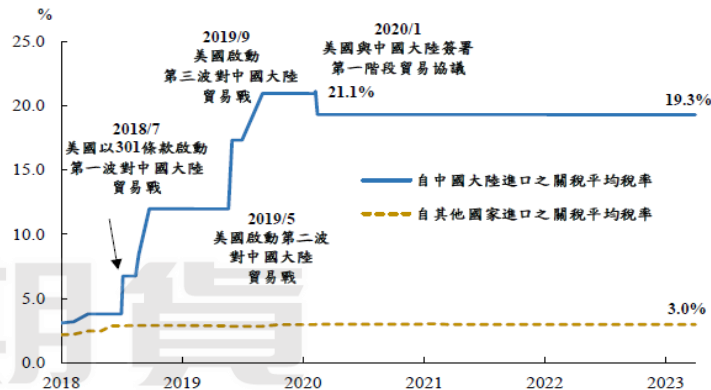
關稅或被視為談判籌碼 對通膨影響有限

- ◆ 回顧川普 1.0 關稅政策，主要針對中國大陸特定商品課稅，其餘幾乎為貿易的談判籌碼，未有實際明顯作為
- ◆ 2018 年開啟中美貿易戰後，美國自中國的進口額持續下滑
- ◆ 通膨數據未因貿易戰明顯上升，通膨和油價走勢更為相關

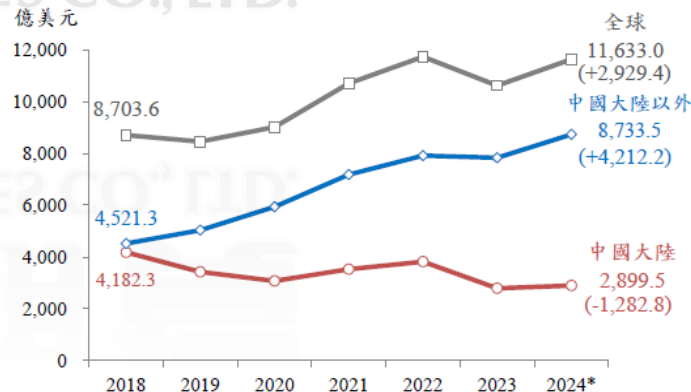
關稅對通膨影響不大，反而和油價更為相關



美國進口品關稅平均稅率變動



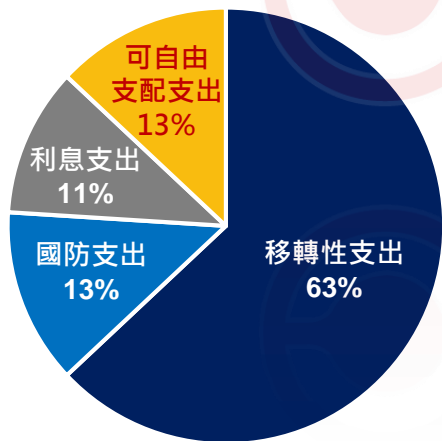
美國自中國及其他國家商品貿易入超趨勢



即便「輕稅簡政」 財政赤字只會易增難減

- ◆ 細分 2024 財年的政府支出項目，63% 為社會福利等移轉性支出；11% 為債務利息支出，13% 為軍費，故 **共和黨能縮減的部分僅為剩餘 13%，十分有限**
- ◆ 加上川普預計永久延長減稅與就業法案 (TCJA) 和進一步降低企業和個人稅，根據 Penn Wharton Budget model 和 Tax Foundation 的各自估算，即使課徵關稅，**未來十年的財政赤字只會呈現逐步增長的趨勢**

美國 2024 財年財政支出細項



川普「輕稅減政措施」，對未來政府收入的預估影響(十億美元)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2025-2034
Penn Wharton Budget model 估算(永久延長TCJA)											
個人	0	-311	-358	-371	-368	-374	-385	-396	-408	-419	-3,388
企業	-74	-95	-93	-78	-61	-52	-47	-43	-40	-39	-623
Total	-74	-406	-452	-449	-429	-426	-431	-439	-448	-458	-4,011
Total (考慮動態影響)	-55	-391	-434	-433	-417	-413	-415	-418	-426	-432	-3,834
Tax Foundation 估算(永久延長TCJA+額外再降低個人&企業稅+課徵關稅)											
Total	164	-360	-367	-339	-326	-317	-333	-355	-374	-407	-3,013
Total (考慮動態影響)	127	-330	-326	-292	-273	-257	-267	-282	-294	-322	-2,516

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。