



2024宏觀經濟與投資展望

國泰期貨◎廖玉完

2024年的金融市場仍然精彩可期，它是非常重要的總統大選年，也可能是各國央行貨幣政策轉折年度，地緣政治、大國經濟變數牽動全球經濟及股匯債市表現；而聖嬰氣候對農作物帶來不同面向的影響，更對全球減少碳排放目標不利，如何在期貨市場或碳交易市場尋求應對策略，是機會也是挑戰。

2023年已近尾聲，對金融市場而言第四季並不平靜，原本的產業需求旺季因地緣戰爭紛擾與美科技戰變得不確定，烏俄戰爭未止又面臨中東以巴戰事。第三季以來全球投資人信心開始保守，加上歐美高利率環境，風險性資產如股市面臨一波修正，油價在石油輸出國家組織加俄羅斯（在此簡稱OPEC+）下半年減產下，一度拉抬至每桶95元高價，但是接著在需求不振以及美國供給增加下震盪走低，黃金則在以巴戰事避險需求下10月底一度重上2,000元。今年歐美經濟表現兩樣情，歐元區雖然物價逐漸回穩但經濟展望受到中國經濟低迷影響持續疲軟，美國經濟成長則在內需表現意外良好下交出好成績，下半年物價持續下滑與就業穩健，市場預期美國金髮女孩經濟在年底出現而使股價強力反彈。

2024年的金融市場仍然精彩可期，因為它是非常重要的總統大選年，也可能是歐美經濟下滑以及各大央行貨幣政策轉折的年度，而在俄烏戰爭持續、南海海域之爭、中東地緣戰爭的緊張局勢下，2024年仍是區域政治紛擾不斷的年度，這些變因將對全球債市、股匯市，甚至原油、黃金行情造成顯著影響。此外，2023年中國經濟成長受到房地產與美科技戰的影響持續疲弱，下半年製造業PMI陷入萎縮，中國內需疲弱與進出口衰退也壓抑亞洲新興市場、歐洲股市，以及期貨商品市場包括油價與農產品、基本金屬的價格表現。2024年中國經濟是否回升仍是變數，美中關係在美國總統大選年預期無法明顯改善，以中國製造業採購經理人的先行指標來看，中國在上半年經濟難有傑出表現，而下半年相對歐美國家經濟的減緩可能



有相對的好表現。

另外，值得注意的是氣候變遷因素，2023年6月開始全球氣候已經由持續兩年半的反聖嬰轉變為聖嬰氣候，且自6月以來程度越來越強，預期2024年上半年聖嬰氣候將持續，這會讓東太平洋國家面臨更多洪水、颶風等天災的極端天氣，西太平洋國家則會大機率經歷乾旱氣候，將對作物生長與民生造成不利影響，且聯合國氣候變遷大會2030年加速減排與升溫控制在1.5度C的階段性目標將更不容易達成。因此對全球期貨市場而言，2024年聖嬰氣候將對商品、原物料以及碳交易市場形成更多交易機會。

2024年美國將持續受到FED高利率政策滯後效應影響，就業市場與經濟成長將明顯趨緩，下半年FED的利率政策將轉向寬鬆，美國債券市場谷底回升，美元指數則將面臨反轉的考驗，而歐美轉為降息的氛圍也將使得機構法人對全球區域投資與股債投資標的有所轉變，2024年投資市場的資產配置將重新洗牌，呈現另一輪新的面貌。

各大央行貨幣政策轉向

美國聯儲局（以下簡稱FED）自2022年3月開啟升息循環以來，至2023年7月連續升息11次共計21碼，目前聯邦基本利率在5.25~5.50%的水準，歐洲央行則自2022年7月開始升息，連續10次升息至今年9月共計18碼，目前再融資利率為4.5%。由於歐美消費物價的走低，FED於今年9月FOMC利率決

策會議表態不升息，英國央行也在9月開始停止升息，接著歐洲央行也在10月會祭出不升息決議。不過，美國就業市場持續熱絡，工資上揚幅度未明顯趨緩，使得物價通膨的黏著性高。FED一再表示利率政策將視經濟數據的表現來做調整，長期通膨率2%的目標不變，以目前經濟成長狀況來看，FED基本利率將會在更長時間內維持在高利率的水準（Higher rate for longer policy）。整體而言，隨著歐美物價通膨壓力逐月降溫，各大央行先後放寬貨幣緊縮政策，預期各國升息動作將在2023年底告一段落。不過，升息對經濟成長的延遲負效果已經領先反應在各國製造業與服務業的採購經理人指數上，而接下來應該會反應在企業營收與獲利上。（見圖1、2：各主要國家製造業與服務業PMI）

2024年市場關注的焦點將是高利率政策下對經濟成長的負效應影響程度與速度，以及美國經濟成長最終是軟著陸還是硬著陸？根據美國1973年到2007年過去8次升息循環與物價變化統計來看，美國升息利率高點與消費物價低點的時間差平均為15個月，而以1981、1983年較高物價與利率水準的升息期間來看，明顯影響經濟的滯後時間為12個月，以目前FED升息循環應該在7月結束來算，美國經濟成長減緩、就業市場冷卻、物價快速下滑可能發生的時間在2024年下半年，這也符合債券市場目前對開始降息預期時間點最大機率落在明年6月以後。因此美國債市可望結束三年半的空頭走勢，而股市也將因經濟減緩面臨較大修正壓力。



Cover Story

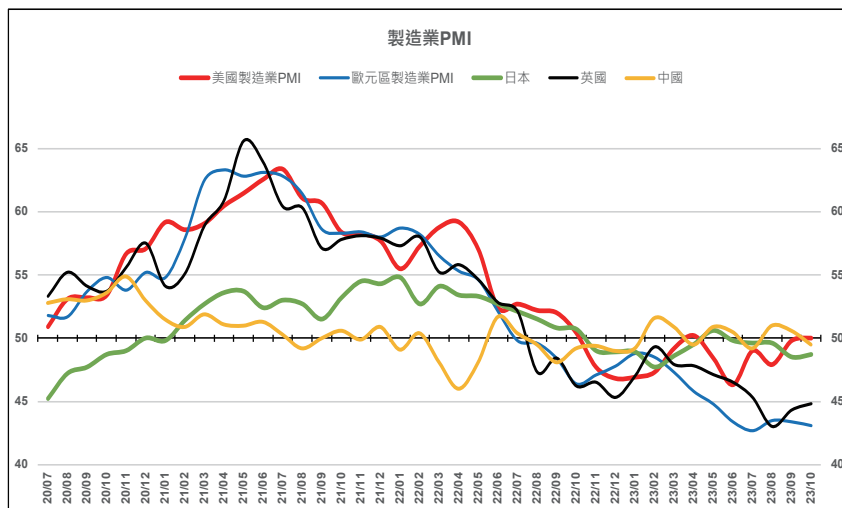


圖 1、各主要國家製造業 PMI

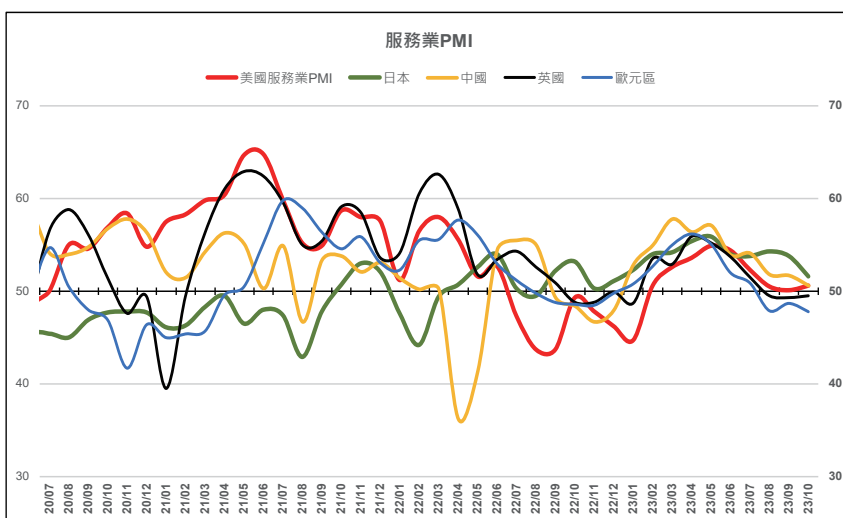


圖 2、各主要國家服務業 PMI

歐美貨幣政策的轉向也將使得匯市交易策略改變，整體而言，依據各國不同時間與不同程度的寬鬆貨幣政策將使得匯市的波動度更加活潑，進而影響到貨幣間的升貶以及資金流向，例如：日本央行下半年通膨升溫與經濟疲弱，正面臨是否修正寬鬆貨幣政策

的壓力，而其他亞洲國家如中國也可能經濟轉佳而停止貨幣寬鬆政策，相對於歐美可能在明年實施的降息政策，亞洲貨幣有轉強的機會，而匯市的轉向也會讓股市受到影響，例如：臺幣轉強將有利於臺灣股市的資金投資動能。



總統大選與地緣政治

臺灣總統大選將於2024年1月舉行，大選不但影響國內政治的風向，也會牽動兩岸關係變化，以往總統大選前外資對臺灣股市偏向觀望，而第三季以來全球股市回檔整理，外資第四季以來操作臺股保守，而依據前四次總統大選選後臺股表現先上後下（2020年疫情爆發除外），然後在520就職前有一波慶祝行情，因此預期2024第一季臺灣股市在大選不確定性消除後有較好的表現。美國總統大選將在2024年11月舉行，現在已進入一年倒數，共和黨川普在黨內提名遙遙領先，而拜登的民調一直無法提升，現階段兩黨在國會的角力激烈，在預算、國防與外交上相互牽制，美國對中國政策以及中東地緣政治的不確定變數將增加，這些干擾使美股更加震盪且進一步影響全球股市。

以臺灣和美國的總統大選影響股匯市變動來觀察，通常臺灣的大選對股市有較顯著影響，且在大選前後一季有較大干擾，而像2008年、2020年發生金融海嘯以及疫情爆發的黑天鵝事件則選舉行情就被沖淡。2024年臺灣大選將影響兩岸關係的發展，美中科技戰持續、南海主權之爭再度暗潮洶湧，預期2024年第一季臺股的行情震盪將比歐美更劇烈。

2022年二月俄烏戰爭開打至今仍未停歇，儘管原物料如：原油、農產品與基本金屬價格已經平緩，但也使原物料價格變得敏感，而與物價關係密切的原油價格更是動輒

得咎，今年6月沙烏地阿拉伯自願每日加碼減產100萬桶，俄羅斯也響應加碼減產30萬桶，使油價從70元以下迅速上揚，而包含俄羅斯的OPEC+下半年堅持減產至年底的決議帶動油價持續攀升至每桶95元以上，不過第四季在全球經濟成長減弱的擔憂下油價回跌，而10月7日以巴衝突爆發，一度讓油價反彈至90元以上，接下來在美國、中國與歐洲各大國斡旋下以巴戰爭沒有進一步蔓延，原油又主要聚焦在全球需求的疲軟，油價快速回跌到80元以下的行情。

美國總統大選逼近，現階段成功控制通膨降溫是執政黨首要任務也是重要政績，而低油價是控制通膨最直接有效的手段，另一方面，包括俄羅斯在內OPEC+原油輸出國家想利用供給面的減少來提升油價，因此今年以來原油漲跌繫於供給面與需求面的角力。拜登總統曾於7月中旬訪問沙烏地阿拉伯，意圖說服沙國降低減產規模但並未受到回應，而10月初的以巴戰爭使得中東地緣政治可能失控一觸即發，美國此時介入有很大影響，也增加與沙國斡旋的籌碼，戰爭沒有擴及中東其他國家，10月中旬油價快速回跌也可能是供需雙方的默契。儘管如此，包括俄烏戰爭的延續，地緣政治風險仍可能影響原油供給，而歐美高利率政策已對全球經濟帶來負面影響，新興市場最大經濟體中國的房地產崩盤隱憂尚未解決也影響國內投資與消費，2024年如果OPEC+沒有持續減產則油價可能遭受賣壓，恐怕還有下滑的空間。



Cover Story

極端氣候影響商品期貨

根據美國國家海洋暨大氣總署（NOAA）的報告，2020年8月以來為期兩年半的反聖嬰氣候已經於2023年1月結束，2023年6月海洋聖嬰指數（Oceanic Nino Index，簡稱ONI）已轉變為0.5度C以上的聖嬰氣候，截至10月為止ONI已經持續5個月上升至1.66度C為2016年2月以來的高點。聖嬰現象影響東西太平洋區域的天氣最為明顯，位於西太平洋的亞洲與澳洲發生乾旱氣候機率高，東太平洋包括南北美洲天氣則遭受颶風與豪雨的機率高。截至9月為止美國今年以來因颶風或洪水氣候因素遭受大災損的次數已經創下歷史新高，巴西9月初遭受有史以來最致命的暴雨，歐洲氣候監測單位也預期2023年可能為史上最熱的一年。

聖嬰氣候對農作物帶來不同面向的影響，依據1950年以來統計，大致上聖嬰氣候為美洲的黃豆、玉米生長帶來雨量反而有利產量增加，而對南美盛產的咖啡（包括巴西與哥倫比亞）則過於潮濕不利生長並減少產量，其次亞洲則帶來乾旱天氣，對澳洲小麥、印度與泰國的甘蔗將因乾旱而產量減少，美國農業部最新供需預估報告顯示，2024年澳洲小麥產量將大幅減少38%，也印證聖嬰對特定作物的負面影響。此外，聖嬰氣候帶來海洋溫度回升，也為陸地帶來較炎熱氣候，今年北半球暖冬已經出現，若是聖嬰持續到明年則對全球減少碳排放與延緩氣溫上升的進度造成不利影響，而各國與企業

為達成2030年減排的階段性目標必須更積極地在碳交易市場尋找減排與碳抵減的交易策略。

結語

2023年金融市場籠罩在歐美各大央行升息的高利率環境下，歐美政府債券價格持續下跌，美國30年債殖利率一度上揚至5.0%以上的22年新高點，通膨是否降溫的議題貫穿整個年度。油價是物價上揚主要驅動因素，俄烏戰爭未了持續油價的緊張，加上主要產油國OPEC+第二季宣布減產也讓油價回檔空間有限，10月初的以巴戰爭一度強拉油價再戰高點，所幸在大國斡旋之下戰事沒有進一步蔓延，油價也因此回跌。第四季油價高點回跌美國通膨得以逐月降溫，美國就業市場也開始出現紓緩現象，至11月為止FED已經連續兩次FOMC會議不升息，目前FED官員的評論趨向暫停升息但維持高利率並關注經濟指標的表現（見圖3：各主要國家消費物價變動）。

美國強力升息後的高利率滯後效應已經顯現，就業市場在工資與就業人數上開始出現減緩，預期2024年美國經濟趨緩腳步將更明顯，下半年甚至可能面臨經濟衰退危機並啟動降息動作。2024年上半年美國股市可能面臨企業獲利減少的修正波段，而債市在價格相對低檔將吸引投資買盤，因此2024年初各大法人機構的資產配置應是債優於股。此外，美國總統大選進入年內計時，在野黨聲

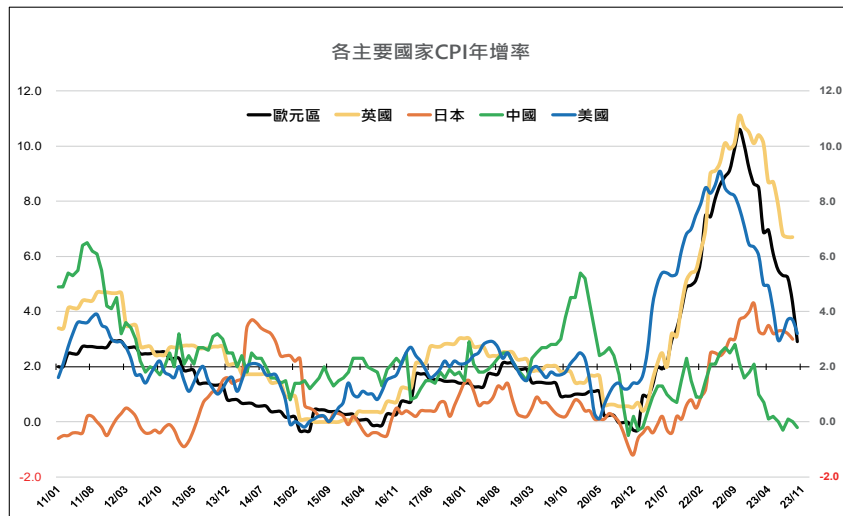


圖 3、各主要國家消費物價變動

勢強勁將迫使執政黨對政策快速的修正以更貼近民意，美國股債市與匯市的波動持續大幅震盪。

原物料方面，2024年中國經濟成長是否轉好將是很關鍵的因素，在美國持續打壓中國科技產業、中國房地產問題未解，以及美國面臨總統大選對中國政策朝野都偏向敵對競爭的情況下，預期2024年中國經濟要能好轉需依賴內部需求拉抬，而內需的火車頭在於房地產，因此房地產危機是否解除是2024年中國經濟成長的關鍵。中國對農產品類需求在今年第四季已經開始改善，預期明年將持續增加，而較樂觀的預期中國房地產將在下半年改善，基本金屬需求改善可望在2024年下半年有好表現。另一方面，地緣政治風險在2024年仍然可能惡化或在其他地區孳生，此將對油價和黃金造成劇烈波動，而原油價格在明年經濟成長下滑預期下有較大壓力，黃金則在通膨持續下滑帶動實質利率下

降具有上漲的潛力。2024年糖與咖啡受到聖嬰氣候影響產量減少價格應有好表現，小麥產量預估也會下降，現階段小麥價格在三年低檔，在明年應該是黃小玉中較具漲相的農產品。

總結上述，2024年預期通膨持續降溫，下半年歐美大國降息的機率高，股債投資將反轉，政府債券市場有較好的展望，而公司債在公司獲利減緩下可能較不具吸引力，美元將隨著美債殖利率下滑而疲弱，商品期貨相對受到支撐。美國總統大選將使得美國股債市波動增加，地緣政治風險仍不可忽視，黃金與原油仍可能受到巨幅影響，中國經濟成長在內需逐漸恢復下明年可能改善，原物料需求在下半年有較好表現機會，而聖嬰氣候持續則對咖啡、糖與小麥有利多效應，碳交易市場也會因為極端氣候顯得更積極活絡。