

# 2024年主要國家貨幣政策與投資策略

---



- 邱志昌
- 淡江大學財務金融學系博士
- 亞太學會首席經濟學家
- 淡江大學副教授
- 政府財團法人投資諮詢委員

# 壹、前言

---



# 戰亂總是在通膨後開始 (成住壞空、循環起落)



# 2024年Fed將採「停止升息」貨幣政策

- 華爾街說，聯準會在2023年底前還會升息 1 碼「我不認為升息 1 碼、或不升息有多大差別，就算是利率調升 4 碼，我也會做好準備。」 - Fed的升息循環還沒結束。
- 「現在財政支出比任何和平時期都高，央行和政府似乎對管理所有事無所不能，但對2024情況謹慎。不知這會否發生，但狀況像 70 年代，大量財政支出、大浪費-美財政與債務危機常相左右。
- 聯邦基準利率可能加到 7%，這可能是世界幾十年來最危險時刻-歷史上通貨膨脹後接著是戰亂。



# 台灣央行採「中性貨幣政策」 通膨未見熄滅、景氣尚待翻轉

燈號及分數

● 16

領先指標

-0.71%

同時指標

1.28%

落後指標

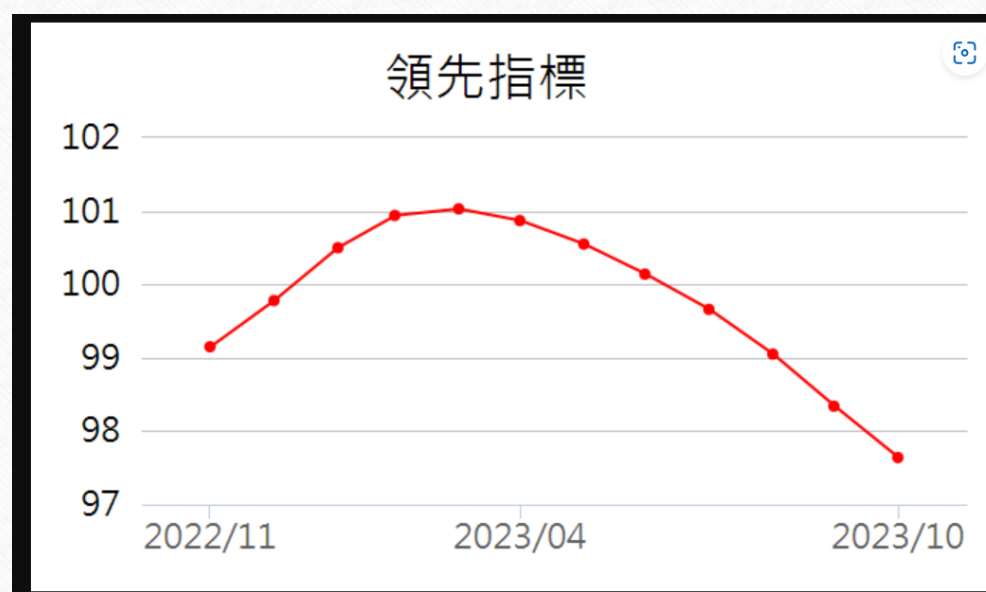
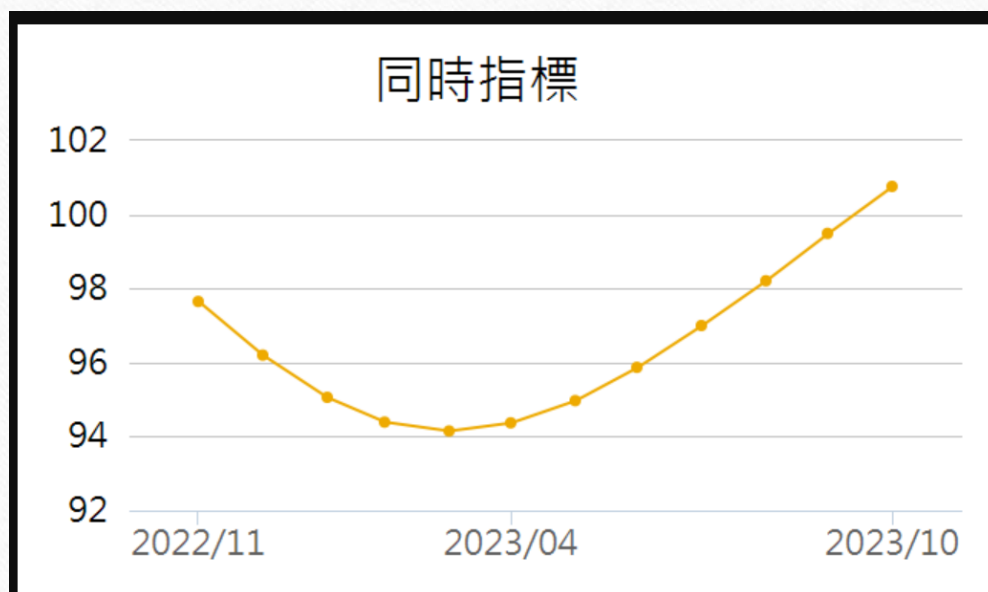
-1.20%

下次發佈：112/12/27 16:00

### 景氣對策信號及分數



# 景氣循環尚未復甦 應推出公共建設支出





## 貳、反全球化與資產泡沫下的 的貨幣政策帶動的產業

---

# 緊縮貨幣政策下 經濟放緩無可避免、投資機會成本增高

- 我們處在較高利率環境時間愈久，就越可能看到某些資產的高價值被破壞。
- 消費者感受到債券殖利率飆升所帶來負面效應。
- 當 30 年期抵押貸款利率與汽車貸款成本高達 8% 時，消費者行為就會受凱因斯有效需求理論：節儉矛盾所主導。





# 美國財政有意外？將停止緊縮政策 公債殖利率仍未停止波動



# 緊縮貨幣政策使債券殖利率攀高 股債價格趨勢常同步

- 「全球資產定價之錨」突破 5% ，創 2007 年以來最高。引發股票與房地產市場動盪。
- 供給大幅放量是這次美債利率飆升主要原因。
- 2023年中一個月，美聯邦政府新增 5,900 億美元債務。加上聯準會縮表，債券市場流動性風險增加。美債殖利率飆升。
- 標普股價指數年內曾自高點下跌 7% ，美政府債券提供固定收益吸引投資者遠離股市。
- 2023年10月美CPI年增率為3.2% ，股與債市轉為穩定。



# 台灣的利率尚低，股市仍有多頭行情 外資間歇性進出



# 產業前瞻：人工智慧最輝煌的階段 投資銀行看好AI產業



★ NVDA 輝達 504.1996 11.2196 +2.28% 40.8M股

技術 財報 基本 更多

2023/11/21 05:00



2023/12/12

12



# 第一大產業：半導體由絢爛歸淡台積電說 2024年需求趨平穩、但復甦還早

- 台積電表示，AI 需求強勁，推升 3 奈米營運，PC 和手機終端市場也出現需求穩定象，2024年對台積電是健康成長一年。
- 客戶對 AI 需求強勁，對 3 奈米需求優於 3 個月前預期，帶動產能快速拉升，手機、PC 等客戶導入導入 AI 需求成長，將有越來越多客戶採用 AI 產品，該公司會因應客戶需求擴產。
- 客戶庫存消化將延續至第四季，即便如此，已觀察到 PC 和手機終端市場出現需求穩定的早期跡象，預期 IC 設計客戶庫存將繼續降低，並在第四季結束時來到更健康水平。
- 產業庫存雖已近谷底，但因總體經濟情勢持續疲軟，談需求是否會急劇反彈太早。

# 停止緊縮政策後 半導體成熟產品庫存去化慢

- 記憶體廠旺宏董事長吳敏求，客戶庫存去化程度比預期慢，又以中國及日本市場特別嚴重，2024年不會有春燕，若有也是在下半年，預期2024年營運將與今年相近。
- 2021年市場缺貨，導致大多數廠商大量採購，沒想到景氣急轉直下，庫存去化時間變得更長。
- 2023年是市場非常不好一年，許多客戶庫存去化程度慢。





# 電子業暫停資本支出

- 隨出貨高峰過去，吳敏求認為，第四季到年底前需求不會變好，因生產持續進行，也將會提列存貨跌價損失。
- 旺宏原先預期今年資本支出將達 90 億元，不過，隨市場景氣放緩，旺宏也縮減資本支出，預計不超過 80 億元。吳敏求說，明年除部分研發需求，產能擴張資本支出會暫停，2024年主要工作是去化庫存。
- 新產品方面，192 層 3D NAND 將在2024年下半年貢獻營收，針對主要客戶開發，也將投入標準化市場，以 300 層產品切入，目前開發中；3D NOR 2024年底送樣，預估需有較長驗證，真正有營收貢獻需 1-2 年後。

# 第二大產業：電動車黃金歲月結束





# 電動車公司價值絢爛已過 經濟放緩、利率上升

- 汽車產業悲觀論在特斯拉公布令人失望財報後蔓延。特斯拉2023年 10 月 18 日公布財報股價挫逾 9%，因經濟放緩、利率上升和其它產業示警，投資人對電動車需求成長趨緩。
- 福特汽車 和通用汽車 、福斯和賓士最近幾周均發布電動車需求黯淡訊息。安森美半導體一個月下跌 27%，福特和通用同期下跌 16% 和 8%，就連沒有發布訊息的充電公司 ChargePoint 同期跌幅達 31%。
- **Tesla**的大幅降價及中國電動車崛起，昔日高股價不再復見，利潤大幅縮水。全球電動車市場進入寡占競爭。

# 特斯拉業外業外投資太多 資金成本提高後暫停擴張

- 2024 財年每股獲利的一致預期為 3.94 美元，低於一年前的 7.30 美元。Cyber truck 和 S、X、3 和 Y 系列之外的其他車型的擴張，可能會對投資人情緒有所紓解。
- Cyber truck 的門檻已經大大降低。在擴大市場之際，特斯拉應專注資本業務。
- 特斯拉需改善與 AI 的真正聯繫，以捍衛其重要地位。





# 第三大產業變化：OEM由智慧手機轉為AI

## 鴻海股價歷史高價在2007年6月為300元/股



# 在緊縮貨幣政策下美債價格 摸底投資：美債是否是最好避風港



- 元大美債20年期規模**1067億元**，排行債券ETF第二大，僅次於中信高評級公司債的1088億元；規模第三大是群益投資級金融債的928億元。
- 就投資人數，元大美債20年的15.7萬人是亞軍中信高評級公司債6.7萬人的兩倍之多。
- 金管會2023年10月統計，債券投資者目前大多處虧損狀態。
-



# 第四大產業人工智慧公司價值達到頂峰 NVIDIA繼續申售持股



# 叁、國際投資降低系統風險 但留意國際經濟與政治事件

---

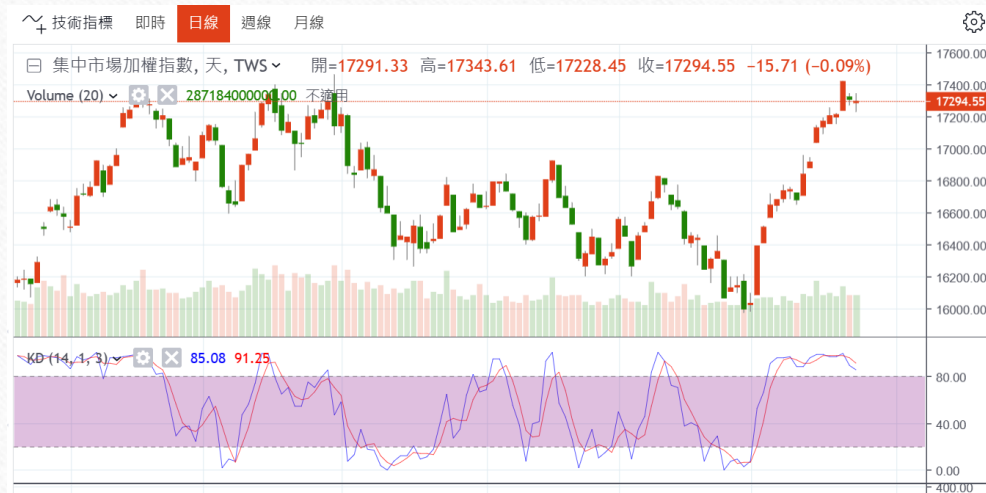


# 有效需求不振：石油需要減產



- 布蘭特原油 (Brent crude) 是指在歐洲北海生產以及在西歐提煉，是由北海布蘭特及Ninian區，共15種原油綜合而成，但品質略低於輕原油，平均含硫量為0.37%，適合提煉汽油、柴油與噴射燃油。布蘭特原油影響歐洲與非洲原油供需，佔全球原油交易量50%。

# 政策難題：通膨下無法寬鬆刺激經濟復甦 投資股票需逆向思考





# 股市是經濟先行指標

## 中國股市沉淪、人行寬鬆面對Deflation

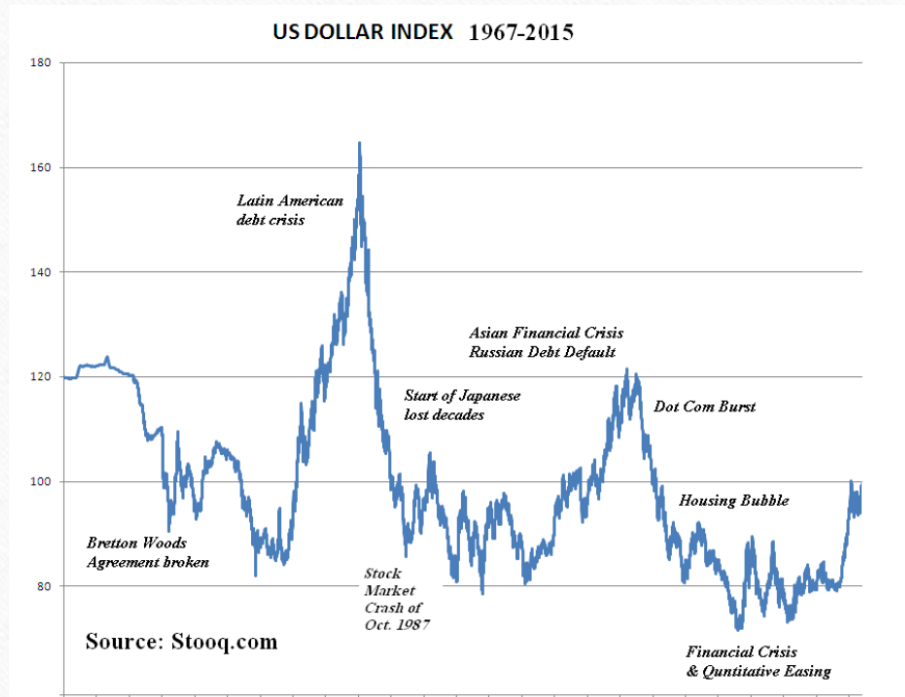


# 人行將落入流動性陷阱：人民幣貶值全球經濟逆風、2024年第二季之後找投資機會

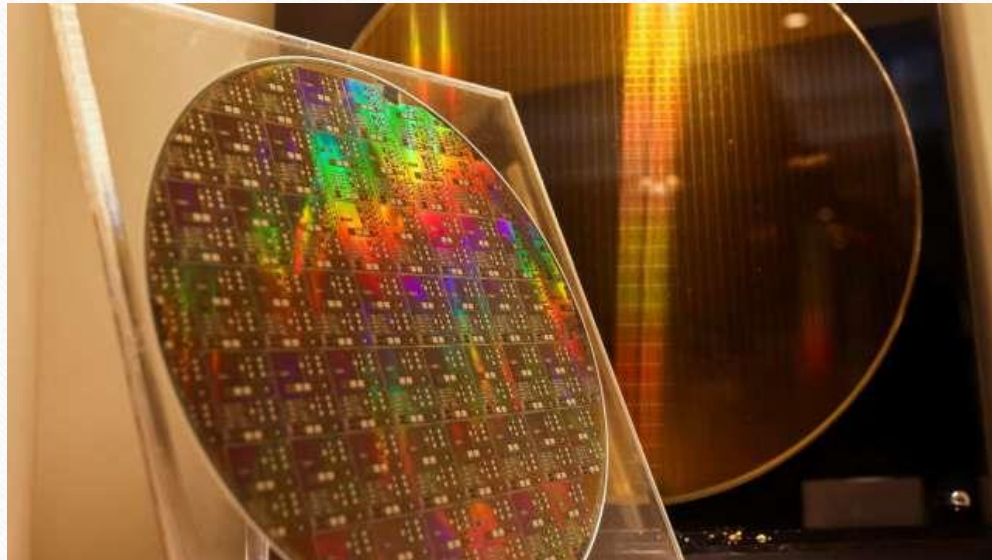




# 國際金融風險指標： 美元指數正常波動區間為90-110



# 中國要趕上程熟製程需要 5年 美高階製程禁令10年；總計15年趕上美國

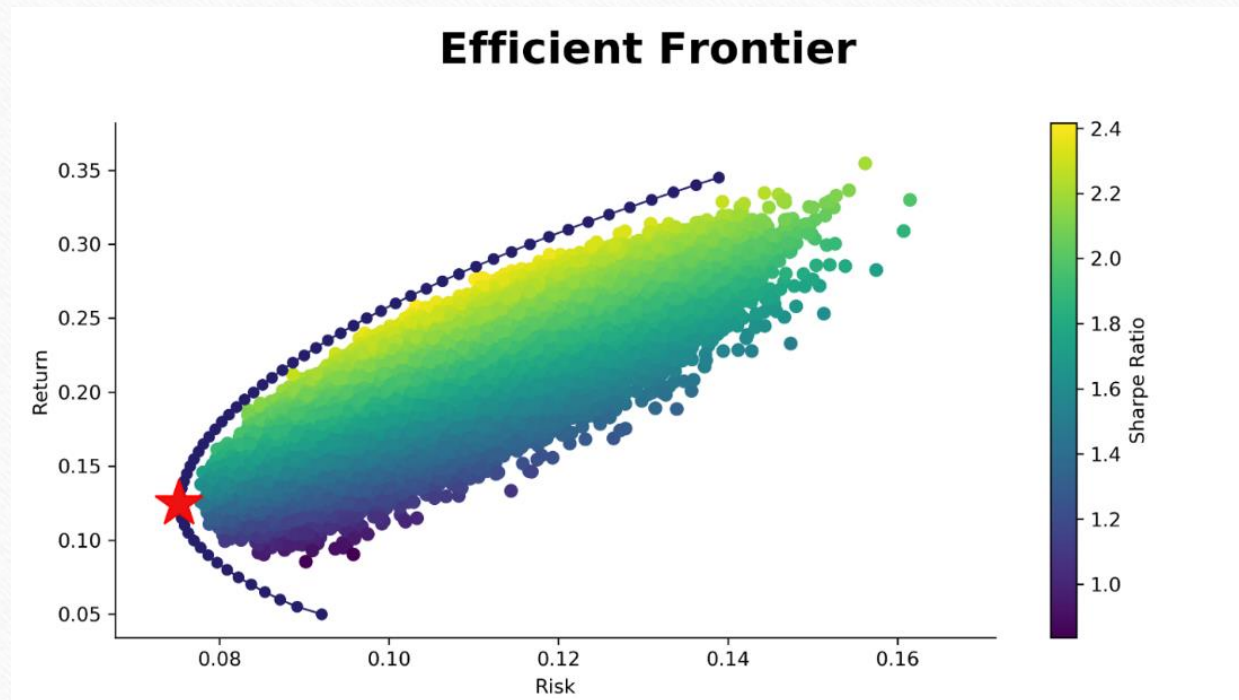




# 肆、2024年投資方向

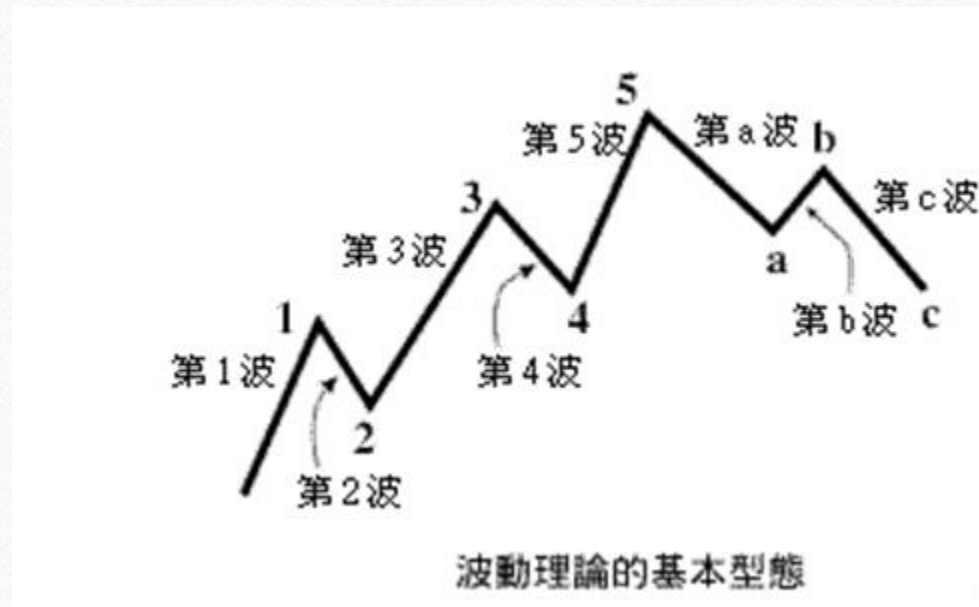
---

# 有效投資原則：在風險與預期獲利抉擇原則下的「效率前緣」曲線圖





# 以波浪理論推測 全球與台灣股市處於b波



# 依據波浪理論保守估計 2024年股市主軸是：b波之後走 c波

- 依據波浪理論，在極其寬鬆貨幣政策下，股市會與通貨膨脹並行，在走完5個多頭的波浪之後，再走一個延長的第6波，這個第6個波浪充滿泡沫。
- Fed在2020年3月推出無限量QE政策，推升股價奔離合理價格區域，而當為了壓抑通貨膨脹而提高利率，股價受到攔阻。在持久的中等利率持續下，股價泡沫會慢慢消失，因此造成a波的回檔。
- 目前投資人多還是認為，低利率是經濟發展之必要，這是很有問題的，因為在這麼短的時間之內，通膨不可能迅速消失，政策專業不可能為寬鬆背書。



# 日本央行擴大債券殖利率波動幅度 全球零利率時代結束



# 日經股價顯示日本經濟可能脫離通縮 日本225股票型基金與ETF可長期投資





# 日本在美中地緣政治戰略地位重要 它是美國反中政策在亞洲代理人



# 美參烏俄與以色列戰爭 黃仁勳說產業發展會受阻

- 美政府晶片出口新禁令嚴重波及中國消費市場，輝達旗艦遊戲顯卡在中國一夜全網斷貨，庫存被掃光，最高漲至5萬人民幣。
- 輝達 RTX 4090 系列顯卡在電商通路下架，中國輝達旗艦店下架 RTX 4090 顯卡，華碩、七彩虹等輝達合作夥伴也下架該型號非公版顯卡，店鋪顯示無貨狀態。
- 美將參數規格設定，改為「總處理性能」（Total processing performance）或「性能密度」（performance density）高於一定數值的晶片受到出口管制。
- 受影響產品包括 GPU、張量處理器（TPU）、神經處理器等，其中即包括 RTX 4090。



# 伍、全球產業投資主軸 找出價值被低估者

---

# RCEP對台灣石化產業影響彰顯

產業分析	<ul style="list-style-type: none"><li>●資訊科技產品：因有ITA協定，幾無影響</li><li>●石化業：銷陸產品面臨中日韓關稅降低，影響較多</li><li>●紡織業：上游面臨中日韓競爭，中下游早已分散布局</li><li>●汽車零組件業、鋼鐵業：主銷歐美，影響不大</li><li>●工具機業：已進行多元布局，將助業者持續提升競爭力</li><li>●醫材業：關稅非最重要議題，已克服許可證、審查等困難</li></ul>
未來因應	<ul style="list-style-type: none"><li>●待降稅清單出爐後，針對各產業個別項目</li><li>●評估、溝通 續爭取加入CPTPP，降低特定品項受關稅影響</li></ul>

資料來源：採訪整理

鄭鴻達 / 製表



# RCEP競爭根本是來自日本與韓國

- 台灣對RCEP出口產品中，約有六成是積體電路、半導體等資通訊產品，受WTO資訊科技協定（ITA）及ITA擴大（ITA 2）保護，加計RCEP國家自願降低關稅項目，台灣產品輸出RCEP成員國，享零關稅的比例已超過7成。
- RCEP簽署最大影響，是來自中國與日本、日本與韓國等兩個新建立的自由貿易關係，因為這將增加台灣產品在中、日、韓競爭壓力。RCEP的降稅清單，台灣受關稅影響產業機械、塑化、鋼鐵、紡織等，大陸對日、韓均排除降稅，或採10年以上逐步調降。

# 中日韓若更進一步簽FTA對台灣影響大

- 短期RCEP會對台灣至少造成三大衝擊：一、RCEP涉及服務業市場准入，如台灣金融、電信等服務業進軍RCEP市場，得面對更嚴苛的挑戰。
- 二、RCEP對自由貿易要求標準層次，不如CPTPP嚴格，但以傳統工業為核心，關稅排除比重高達九成以上，面對日本、南韓更激烈的競爭，會讓台灣傳統工業產品逐漸喪失中國、東協國家等重要出口市場；如中日韓三國簽署自由貿易協議(FTA)，會對台灣出口造成更進一步壓力。
- 三、RCEP以東協十國為主，在地緣政治下長期與中國形成極為密切經濟關係，而中國可透過RCEP深化主導東協市場，讓台灣南向政策受影響。



# 投資逆向思考

## 景氣欠佳卻有投資價值：南亞與富邦



# 台灣荷蘭病會治癒

## 非電子產業難敵不景氣：中鋼與台塑





# Momentum Strategy 短期主流IC設計？

## 聯發科股價史上最高價為1,200元/股



# Momentum Strategy 範例

## 世芯KY股王：站穩3,000元/股？出貨？





# 陸、投資外匯 主要匯率趨勢分析

---

# 新台幣匯價

## 是否會因美台利差大而預期升息且升值？





# 美元指數區間遊走 是否因債務上限問題而趨弱勢



# 日圓匯價升值趨勢

## 因日本央行漸漸改變貨幣政策而升值





# 人民幣匯價已經成為 中國經濟風險指標



# 歐元匯價也是經濟風險指標





# 亞州金融中心新加坡匯價穩定



# 柒、商品趨勢與投資

---



# 美10年期公債殖利率



# 比特幣價格趨勢





# 黃金現貨價格高檔未來還有避險功能



# 能源價格最高價在2022年3月 北海布倫特原油每桶140美元





# 天然氣價格



# 鎳金屬最高價也在2022年3月





# 結論：利率隨貨幣政策鬆緊荏苒循環 動態調整、謹慎投資、水到渠成

- 因一個人、一個世界強權領導團隊決議、肇始世界局勢惡化。兩大重創當今國際經濟事件：2018年3月22日美國白宮對付中國經濟侵略備忘錄。2020年3月29日Fed無限量 QE貨幣寬鬆。
- 兩者衍生出：2021年11月資產價格泡沫化、2022年2月 24日俄烏戰爭俄國與美國對立，2021年3月通貨膨脹延燒，2022年3月起Fed緊縮政策。2023年10月7日哈瑪斯與以色列交戰。
- 台灣產業發展罹患荷蘭病，科技股的價值偏高，而鋼鐵、石化、塑膠等類股，有低價投資的價值。
- 從國際商品趨勢僅見，大循環最高價位多出現在2022年3月Fed開始升息之際，應以有效需求衰退、泡沫將沉澱之保守視之。

# END & THANKS

---

2023/12/12

60