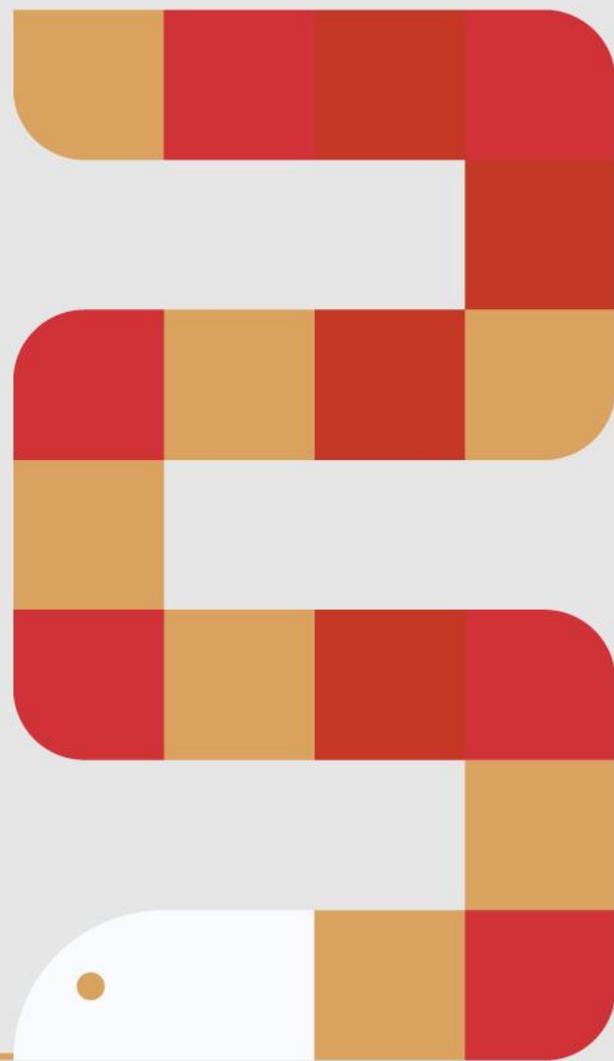
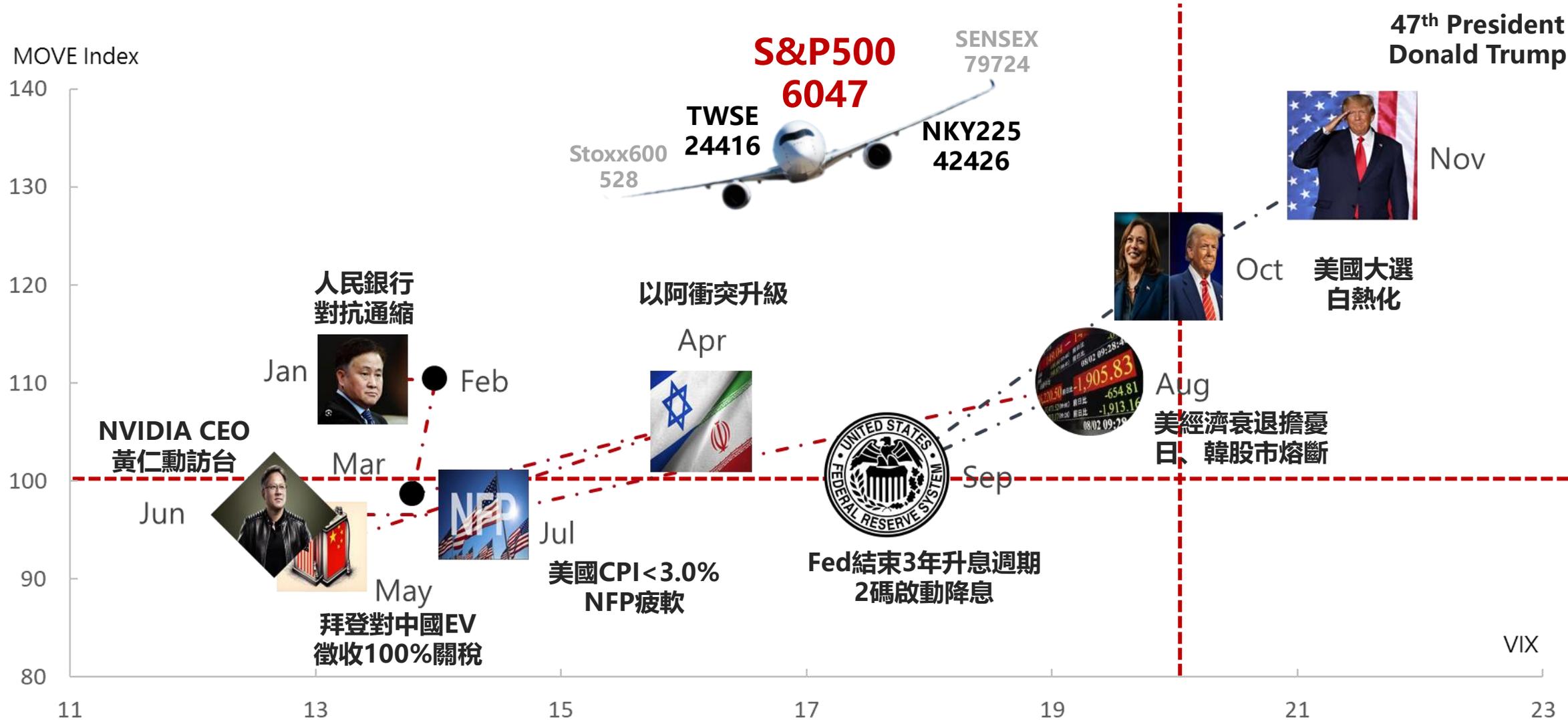


總體經濟

龍騰祥雲 2025 神(蛇)采飛揚

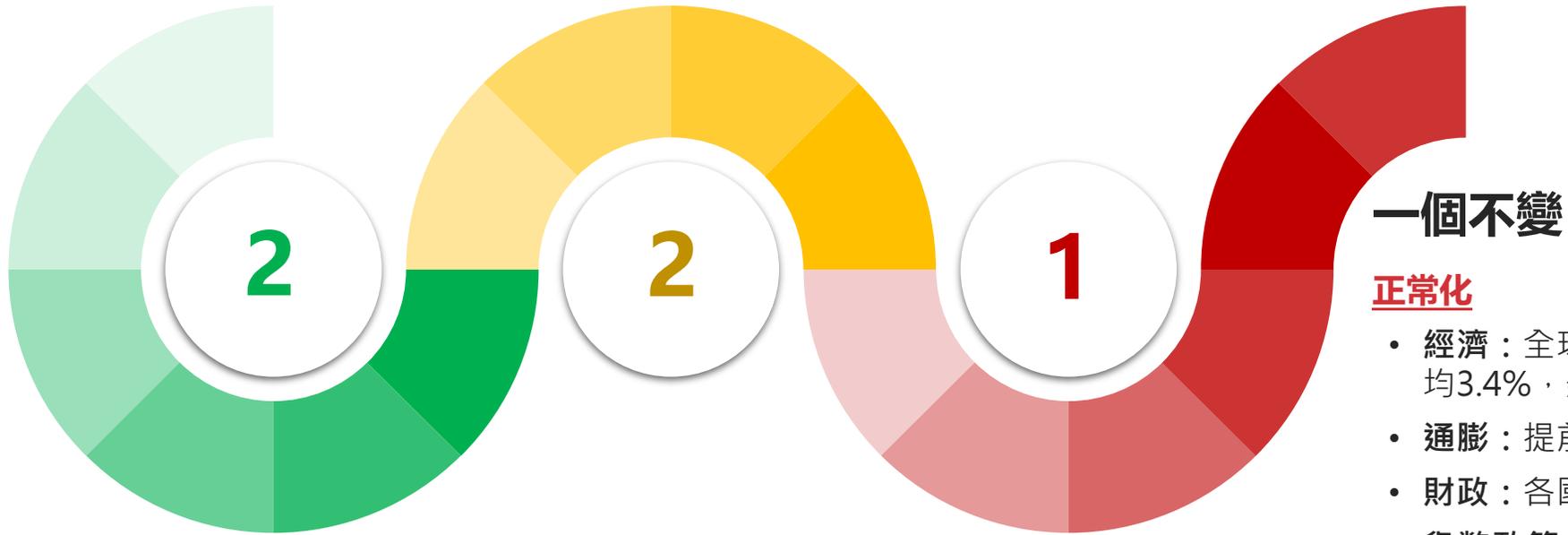


2024年是龍騰祥雲，但獲利充滿挑戰的一年



資料來源：NVIDIA, Nikkei ASIA, Errante, WIKI, Federal Reserve · 聯合報 · 永豐投顧整理

神采飛揚，捨我(蛇五)其誰



- 經濟：全球GDP成長3.2%，低於疫情前平均3.4%，美國往2%收斂過程。
- 通膨：提前朝2%邁進。
- 財政：各國開始嘗試削減赤字。
- 貨幣政策：利率由限制性往中性，G3央行資產負債表/名目GDP比重或美元流動性回到疫情前水準。

兩個挑戰

債務

- 美國2026年迎來大規模減稅降費，中國擴大中央財政赤字，歐洲收緊赤字。

通膨

- 美國尚未全面戰勝通膨。
- 中國正面迎戰通縮。

兩個趨勢

AI

- 經濟願景宏偉，但屬於應用早期階段，對生產力提升非常有限，現階段是資本支出提振的短期經濟成長。

降息

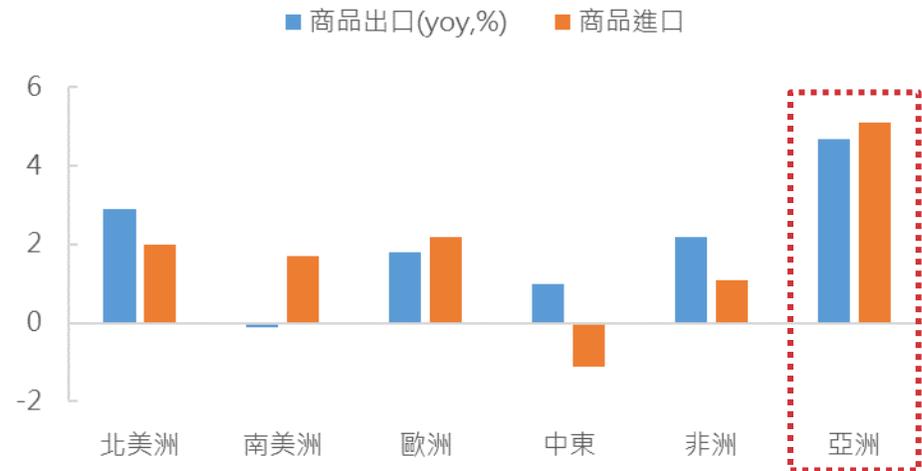
- 全球通膨降溫，2025年迎降息高峰。
- 貨幣政策的目標是「中性化」。
- 美國上半年每季1碼，共2碼，ECB 1季1碼共4碼，台灣上半年進入降息觀察期，新興國家降息空間大。

資料來源：資料來源：永豐投顧整理

IMF估全球3.2%，美國支柱，印度亮眼，歐、日回升

IMF	2020	2021	2022	2023	2024	2024 (O)	2025	2025 (O)
全球	-2.8	6.3	3.5	3.3	3.2	3.2	3.2	3.3
先進國家	-4.5	5.4	2.6	1.7	1.8	1.7	1.8	1.8
美國	-2.8	5.9	1.9	2.5	2.8	2.6	2.2	1.9
歐元區	-6.1	5.4	3.4	0.5	0.8	0.9	1.2	1.5
德國	-3.7	2.6	1.8	-0.2	0.0	0.2	0.8	1.3
日本	-4.3	2.1	1.0	1.9	0.3	0.7	1.1	1.0
英國	-11.0	7.6	4.3	0.1	1.1	0.7	1.5	1.5
新興國家	-1.8	6.9	4.1	4.4	4.2	4.3	4.2	4.3
中國	2.2	8.5	3.0	5.2	4.8	5.0	4.5	4.5
印度	-5.8	9.1	7.0	8.2	7.0	7.0	6.5	6.5
俄羅斯	-2.7	5.6	-1.2	3.6	3.6	3.2	1.3	1.5
巴西	-3.3	5.0	3.0	2.9	3.0	2.1	2.2	2.4
台灣	3.4	6.5	2.5	1.3	3.7	3.1	2.7	2.7

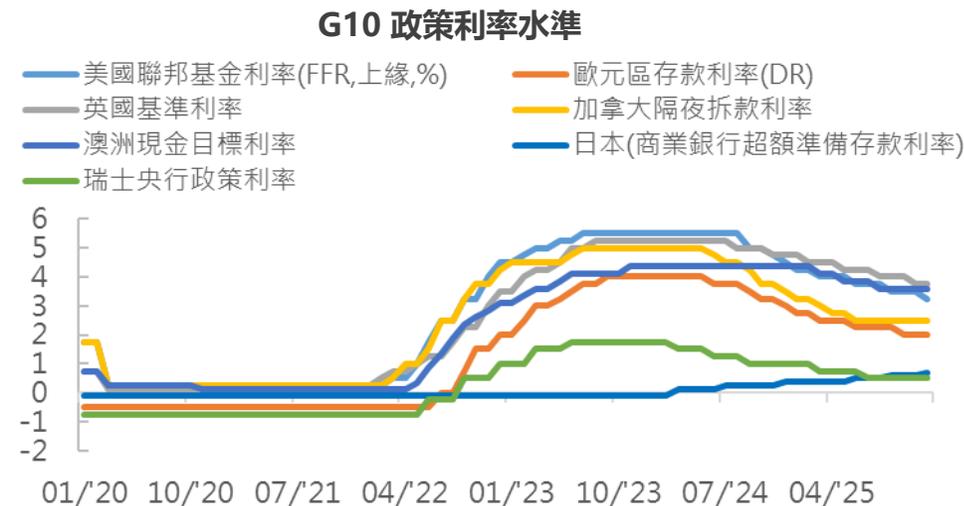
WTO 2025年商品成長預測



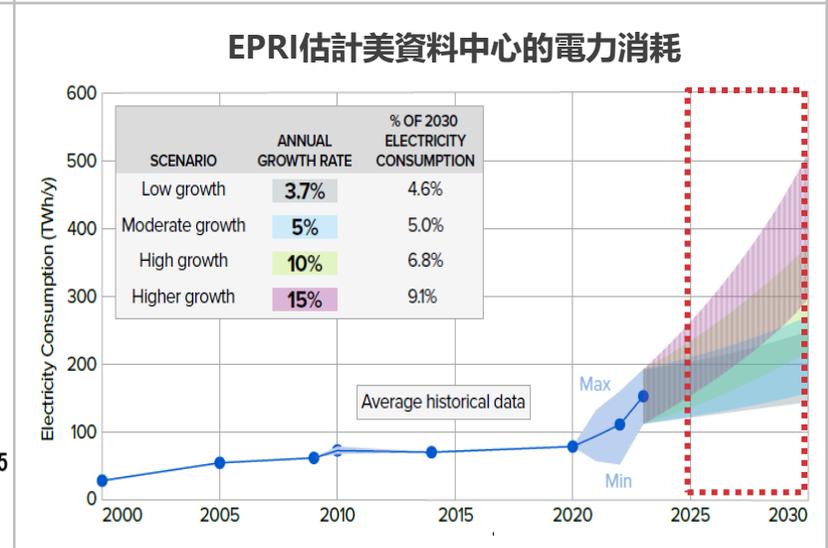
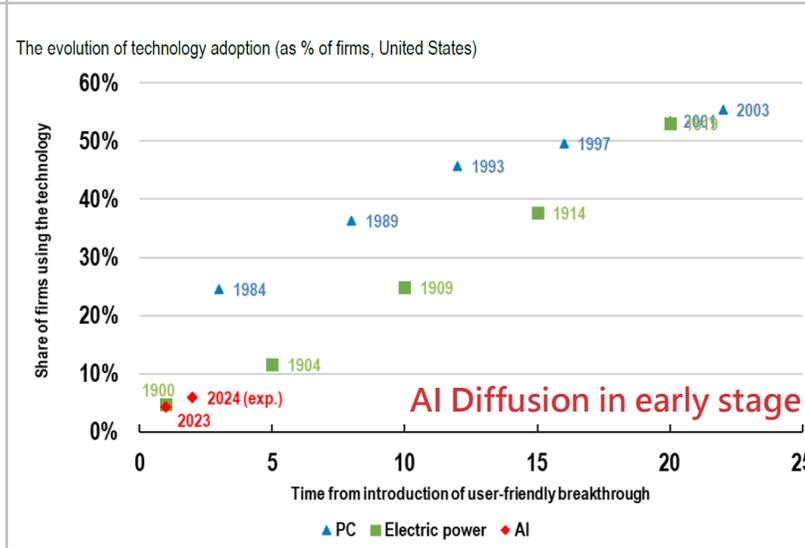
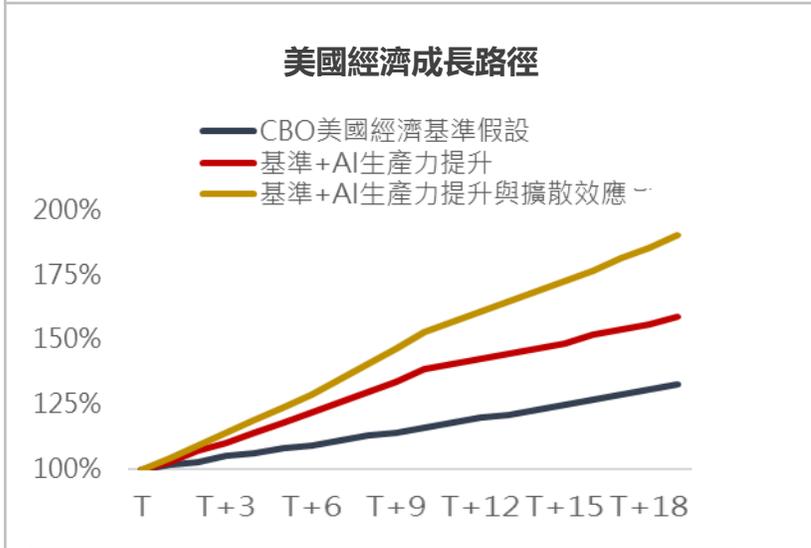
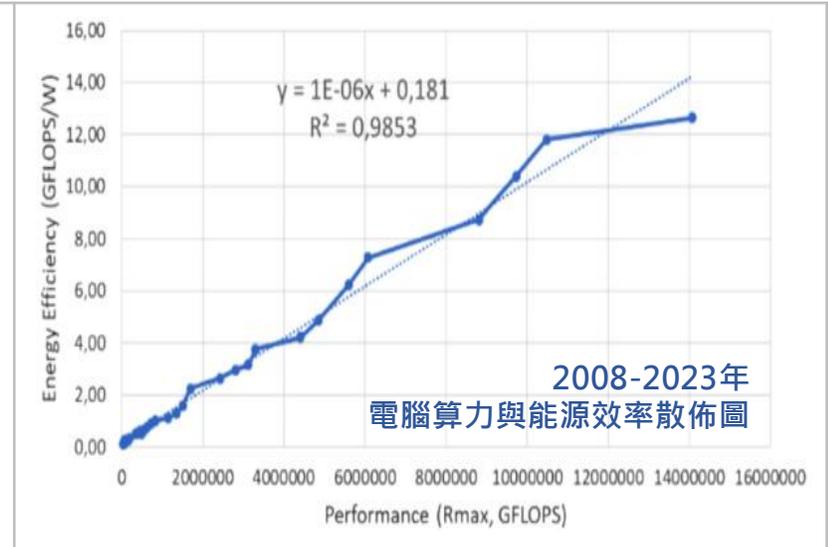
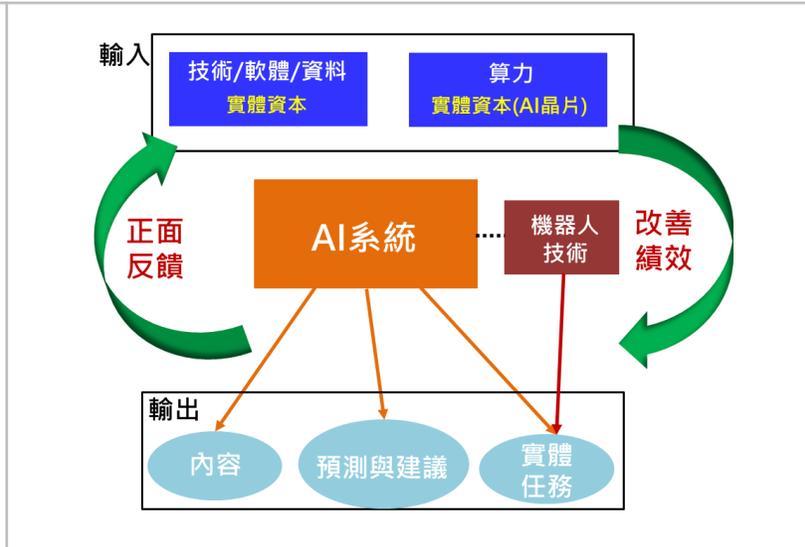
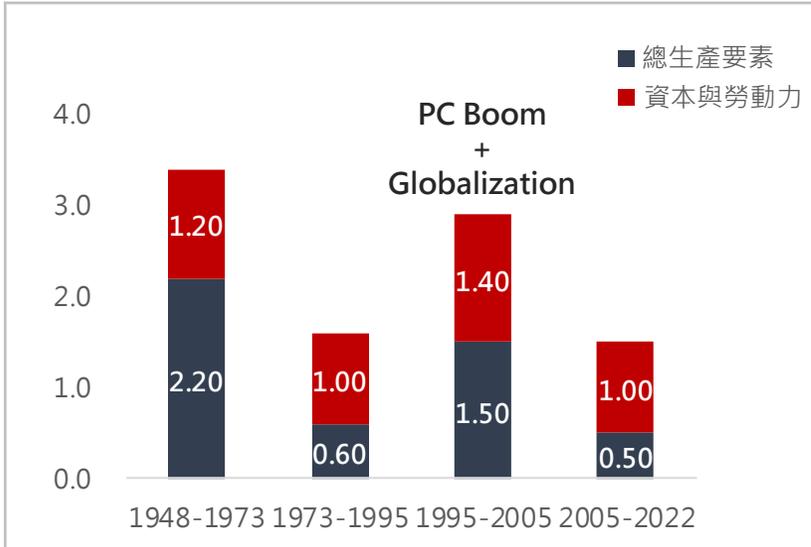
資料來源：IMF、WTO、S&P Global、永豐投顧整理

全球通膨降溫延續至2025年，迎降息高峰

Region	Country	2024/												
		10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
America	Canada	3.1	3.1	3.4	2.9	2.8	2.9	2.7	2.9	2.7	2.5	2.0	1.6	
	U.S.	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6
	Mexico	4.3	4.3	4.7	4.9	4.4	4.4	4.7	4.7	5.0	5.6	5.0	4.6	4.8
	Brazil	4.8	4.7	4.6	4.5	4.5	3.9	3.7	3.9	4.2	4.5	4.2	4.4	4.8
Europe	Germany	3.8	3.2	3.7	2.9	2.5	2.2	2.2	2.4	2.2	2.3	1.9	1.6	2.0
	France	4.0	3.5	3.7	3.1	3.0	2.3	2.2	2.3	2.2	2.3	1.8	1.1	1.2
	Italy	1.7	0.7	0.6	0.8	0.8	1.2	0.8	0.8	0.8	1.3	1.1	0.7	0.9
	U.K.	4.6	3.9	4.0	4.0	3.4	3.2	2.3	2.0	2.0	2.2	2.2	1.7	
	Switzerland	1.7	1.4	1.7	1.3	1.2	1.0	1.4	1.4	1.3	1.3	1.1	0.8	0.6
	Norway	4.0	4.8	4.8	4.7	4.5	3.9	3.6	3.0	2.6	2.8	2.6	3.0	2.6
	Greece	3.4	3.0	3.5	3.1	2.9	3.2	3.1	2.4	2.3	2.7	3.0	2.9	2.4
	Portugal	2.1	1.5	1.4	2.3	2.1	2.3	2.2	3.1	2.8	2.5	1.9	2.1	2.3
	Spain	3.5	3.2	3.1	3.4	2.8	3.2	3.3	3.6	3.4	2.8	2.3	1.5	1.8
	Russia	6.7	7.5	7.4	7.4	7.7	7.7	7.8	8.3	8.6	9.1	9.1	8.6	8.5
MEMA	S. Arabia	1.6	1.7	1.5	1.6	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6	1.7	1.9
	Qatar	2.5	1.3	1.7	3.0	2.7	1.0	0.7	0.9	1.0	0.2	1.2	0.8	
Asia	India	4.9	5.6	5.7	5.1	5.1	4.9	4.8	4.8	5.1	3.6	3.7	5.5	6.2
	Japan	3.3	2.8	2.6	2.2	2.8	2.7	2.5	2.8	2.8	2.8	3.0	2.5	
	China	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3
	Taiwan	3.0	2.9	2.7	1.8	3.1	2.2	1.9	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7
	S. Korea	3.8	3.3	3.2	2.8	3.1	3.1	2.9	2.7	2.4	2.6	2.0	1.6	1.3
	Singapore	4.7	3.6	3.7	2.9	3.4	2.7	2.7	3.1	2.4	2.4	2.2	2.0	
	Vietnam	3.6	3.5	3.6	3.4	4.0	4.0	4.4	4.4	4.3	4.4	3.5	2.6	2.9
	Indonesia	2.6	2.9	2.8	2.6	2.8	3.1	3.0	2.8	2.5	2.1	2.1	1.8	1.7

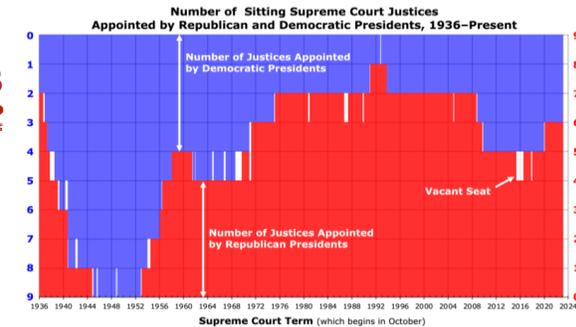
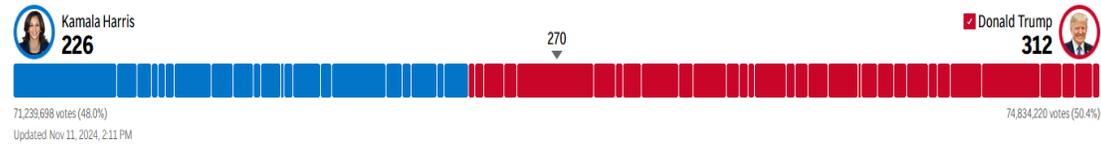
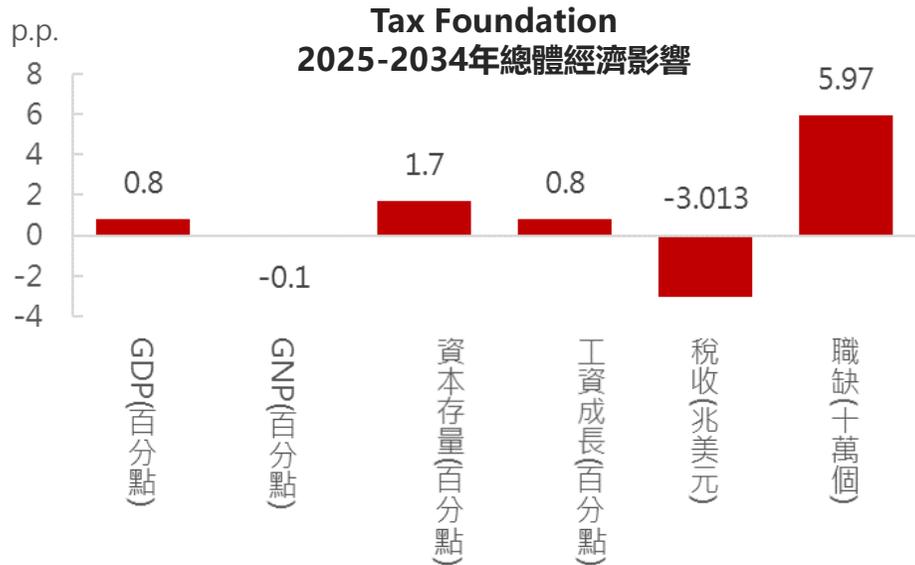


AI，短期是算力+能源革命，長期是全球生產力願景

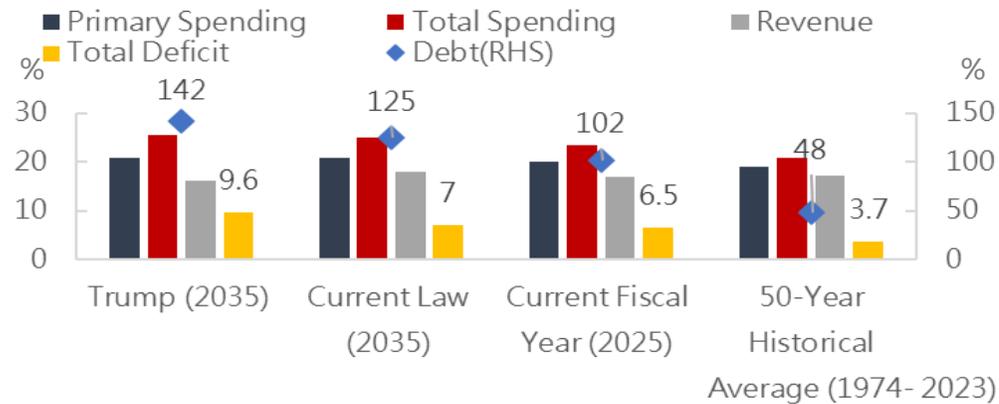


資料來源：ERPI、Brookings、BLS、Goldman Sachs、OCED、A Prieto et.al(2024/10)、永豐投顧整理。

紅色浪潮再度來襲，MAGA政策打造美國「黃金年代」



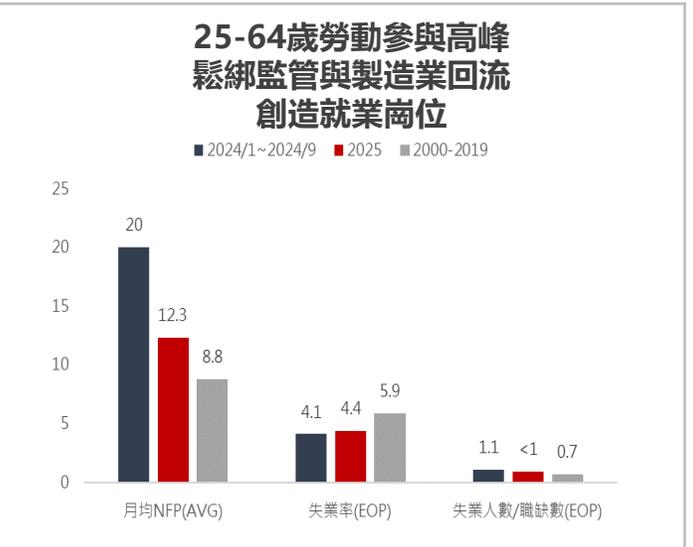
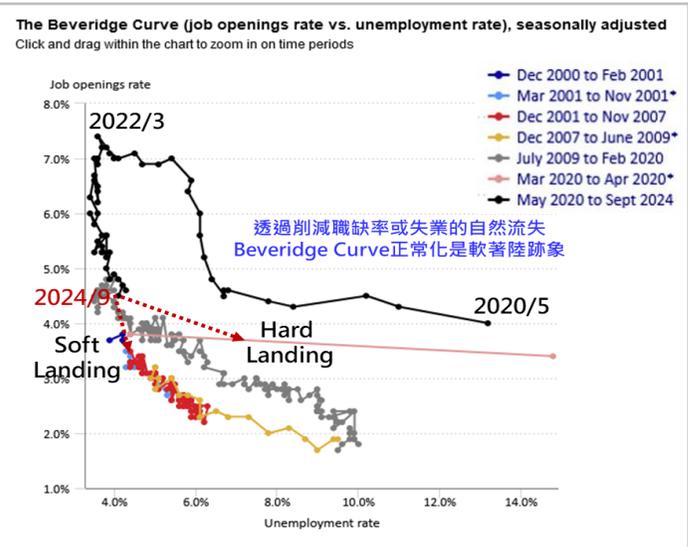
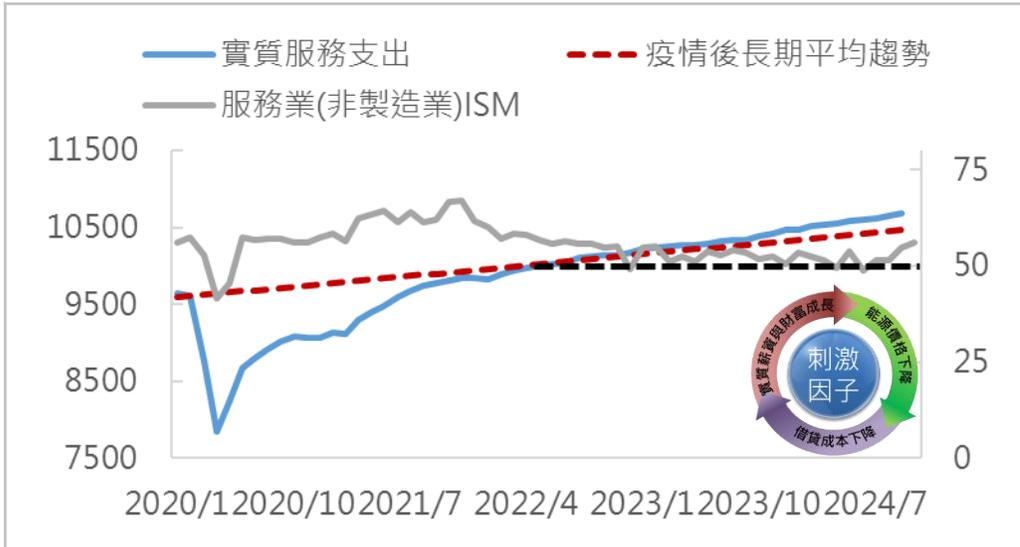
CRFB 財政收支與債務評估(佔名目GDP比重)



經濟戰略	降內稅、升關稅與製造業復興		
優先事項	對中國實施更高的貿易關稅，延長TCJA、放寬監管		
受惠產業	原因	受害產業	原因
金融業	鬆綁對金融業的監管與資本要求	依賴進口行業	高關稅可能增加進口成本
軍工與國防產業	主張增加國防預算，支持擴大軍事力量及武器採購	大規模科技業	中美貿易戰影響跨國科技公司，特別是供應鏈受美中對抗的影響
製造業	「美國優先」政策，減稅和對製造業的補助，推動國內製造業回流	汽車產業	高關稅政策對將提高進口汽車零組件成本
傳統能源產業 (石油、天然氣)	支持放鬆環保法規，促進國內能源獨立政策，增強石油和天然氣開採	再生能源產業	減少對清潔能源的政策支持和補貼，並優先發展傳統能源

資料來源：Bloomberg、CRFB、Tax Foundation、WENWELL、Stable Diffusion、Associated Press、Wiki、永豐投顧整理

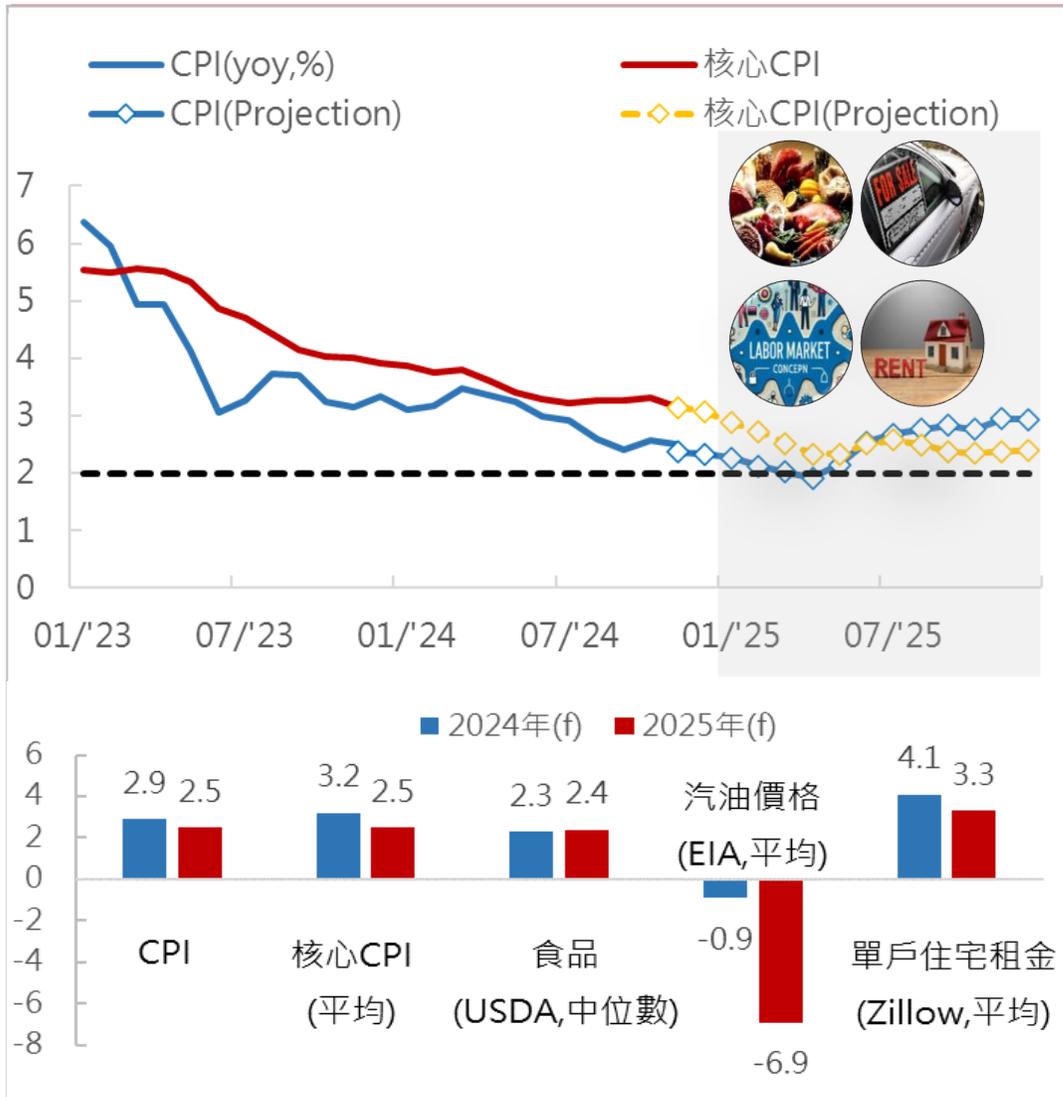
美國就業穩固， 降息循環， 消費順風， GDP往 2%



US GDP Forecast(%)							
機構預測	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
Goldman Sachs		<u>2.8</u>	2.4	2.4	2.4	2.4	<u>2.5</u>
BofA		<u>2.7</u>	2.5	2.3	2.2	2.2	<u>2.4</u>
JP Morgan		<u>2.7</u>	1.8	1.8	2.0	2.3	<u>2.0</u>
Morgan Stanley	<u>2.9</u>	<u>2.7</u>	1.8	2.1	2.0	1.7	<u>1.9</u>
UBS		<u>2.7</u>	1.8	1.7	1.6	1.6	<u>1.9</u>
Citi		<u>2.6</u>	-1.6	2.7	2.0	1.8	<u>1.0</u>
SinoPac		<u>2.8</u>	1.5	2.7	2.0	2.5	<u>2.3</u>

資料來源：各大投資銀行、NAR、BEA、NBER、FRED、永豐投顧整理

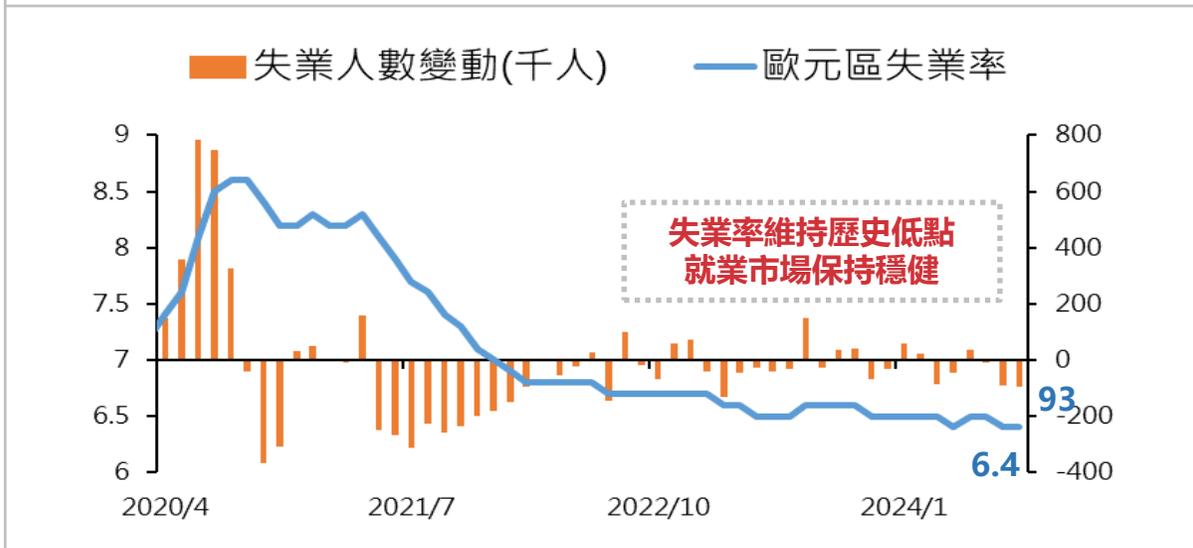
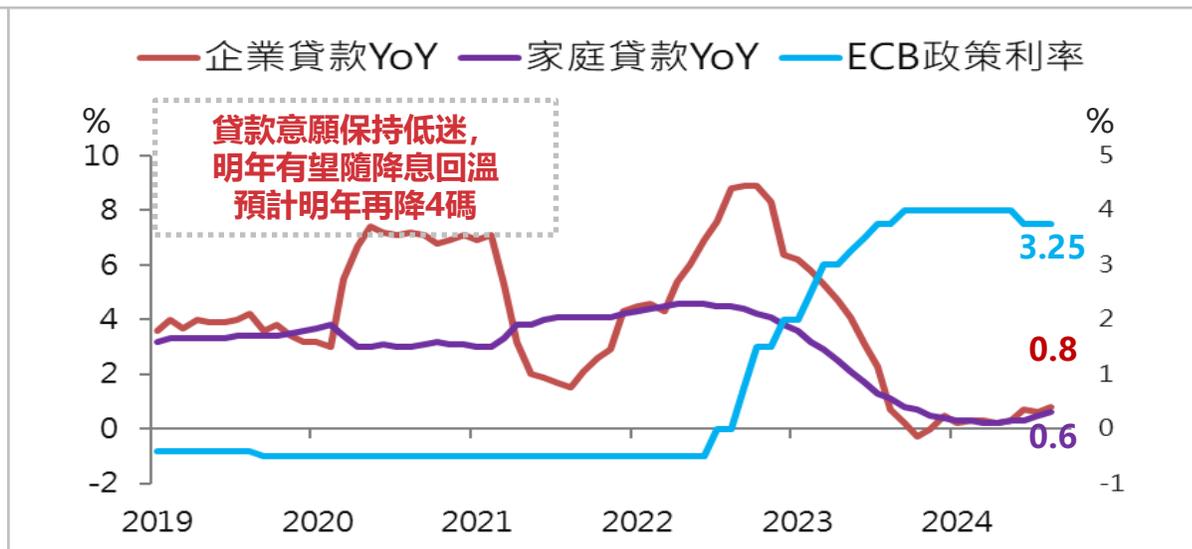
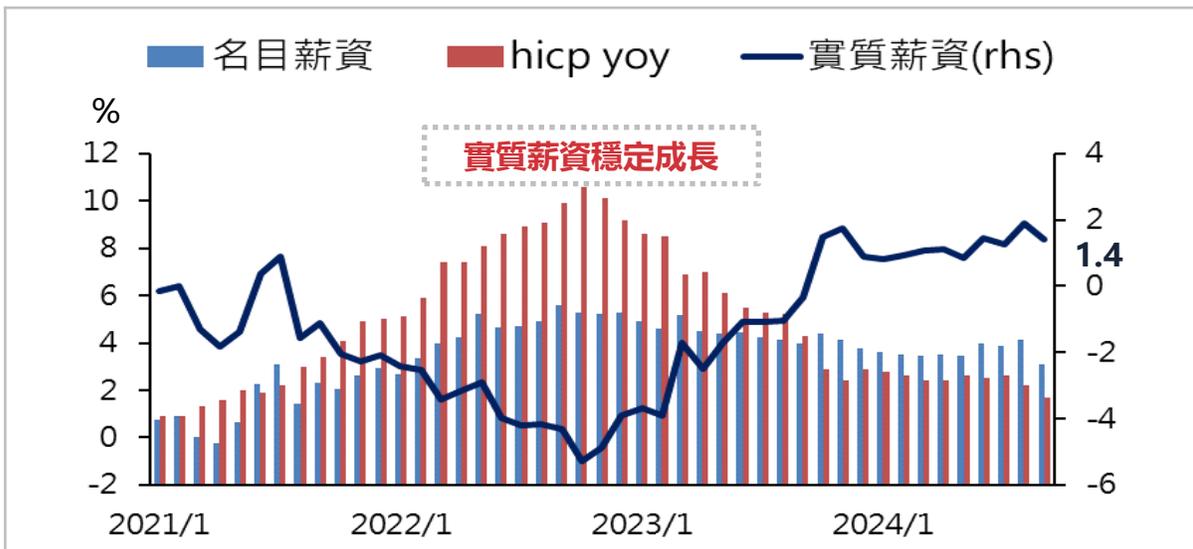
核心通膨 > 2% + 財政風險, Fed將放慢降息步伐



Fed降息碼數預估(上緣)										
預測機構	2023 end	4Q 24	2024	2024 end	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	2025	2025 end
Barclays		2	4	4.50	1	1	0	0	2	4.00
BofA		2	4	4.50	1	1	0	0	2	4.00
Morgan Stanley		2	4	4.50	2	1	0	0	3	3.75
JP Morgan		2	4	4.50	1	1	1	0	3	3.75
Wells Fargo*	5.50	2	4	4.50	1	1	1	0	3	3.75
Goldman Sachs		2	4	4.50	2	1	1	0	4	3.50
UBS		2	4	4.50	1	1	2	1	5	3.25
Citi		2	4	4.50	2	2	1	0	5	3.25
SinoPac		2	4	4.50	1	1	0	0	2	4.00

資料來源：各大投資銀行報告、Bloomberg、EIA、Zillow、USDA、永豐投顧整理、2024/11

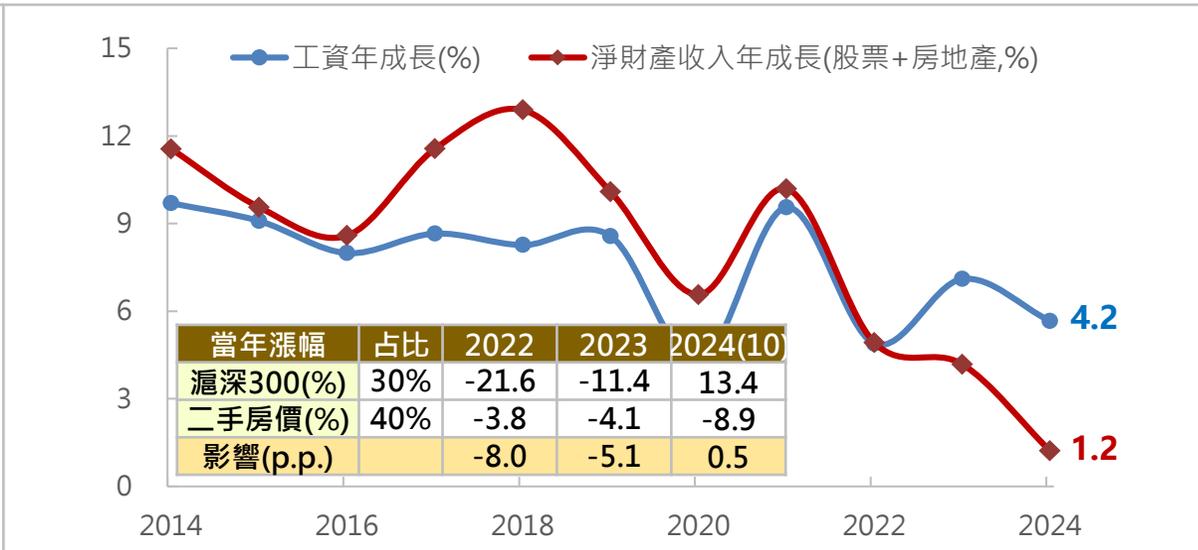
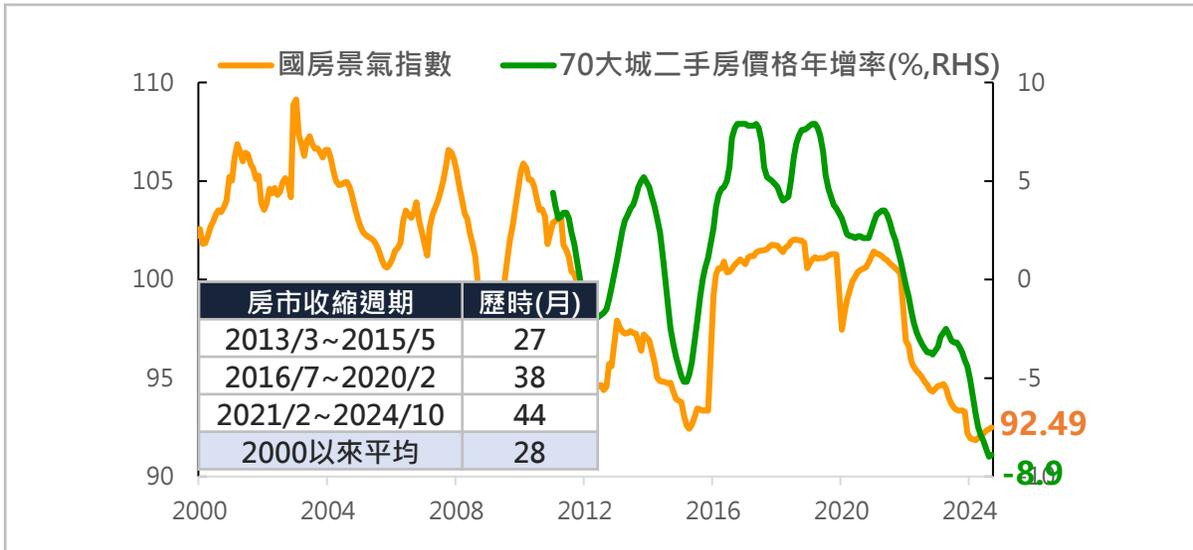
歐洲消費與支出有望隨降息復甦， GDP成長 1%



Euro Area GDP Forecast(%)							
預測機構	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
BofA	0.4	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	1.1
Citi		0.8	0.2	0.3	0.3	0.3	1.1
Morgan Stanley		0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0
Goldman Sachs		0.8	0.2	0.2	0.1	0.2	0.8
Barclays		0.8	0.2	0.1	0.2	0.3	0.7
SinoPac		0.8	0.2	0.3	0.3	0.4	1.1

資料來源：各大投資銀行報告、Bloomberg、Eurostat、永豐金控整理、2024/11

中國中央財政擴張，盼內需止跌，GDP成長 4%



11/8人大新聞發布會 - 擴大財政政策進度及規模	
隱性債務置換	積極推行中，地方化債資源總計10兆 1. 特別國債債務限額上調6兆至35.52兆 2. 未來5年每年於特別國債預算內安排8000億 =>預計地方隱性債務由14.3兆降至2.3兆人民幣 =>5年利息節省6000億人民幣
補充銀行資本	特別國債補充國有大型銀行核心一級資本加快進行中
房地產收儲	專項債券支持回收閒置存量土地、新增土地儲備，以及收購存量商品房用作保障性住房 在配合相關部門研究制訂政策細則，推動加快落地。
房地產稅收政策	已按程序報批即將推出
擴大內需	<ul style="list-style-type: none"> 加大力度支持設備更新及消費品舊換新 加大支持方向:地方移轉支付、科技創新、民生保障

China GDP Forecast(%)							
預測機構	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
GS		4.9	4.4	4.9	4.9	3.9	4.5
JP Morgan		4.8	4.2	4.2	3.9	3.2	3.9
MS		4.8	4.6	4.3	3.8	3.2	4.0
UBS	5.2	4.8	4.1	4.8	4.2	2.9	4.0
Citi		5.0	4.7	4.5	4.2	3.6	4.2
SinoPac		4.8	4.5	4.8	4.4	4.2	4.5

資料來源：人行、各大投資銀行報告、BIS、Wind，永豐金控整理，2024/11

石破茂—日本創生持續推動內循環，GDP成長 1%



經濟
 遵循岸田文雄的政策，新增區域振興計畫（旅遊推廣、農產品出口、資訊技術投資）、**高通膨應對方案**（延長能源補貼）以及**勞動市場改革**（推動薪資成長）。**2030年清潔能源佔電力結構比例36~38%**。

GDP, CPI
1%, 2%



財政

強調財政紀律的重要性，欲調升企業稅、國防稅與資本利得稅。然而**現階段以支持經濟成為主**，加上石破茂黨較難統整各派系，預期長稅收溫和。

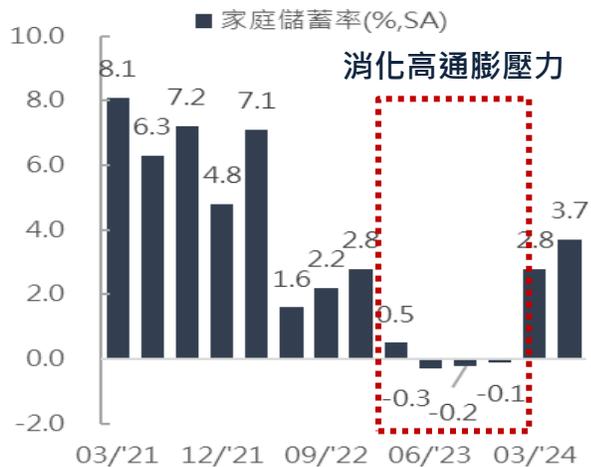
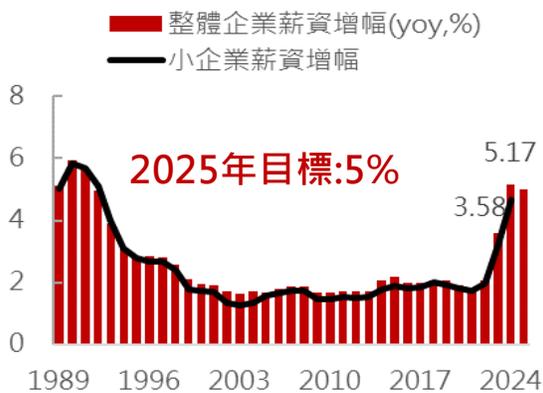


貨幣

曾抨擊安倍經濟學需要修正，主張升息將有助於抑制通膨並促進結構性改革，但貨幣政策仍須保持寬鬆以支持日本經濟脆弱的復甦，**尊重日本央行的決策**。



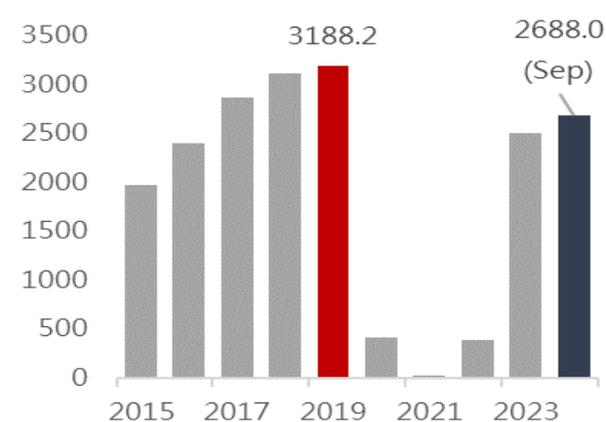
Rengo-Shunto



NISA帳戶

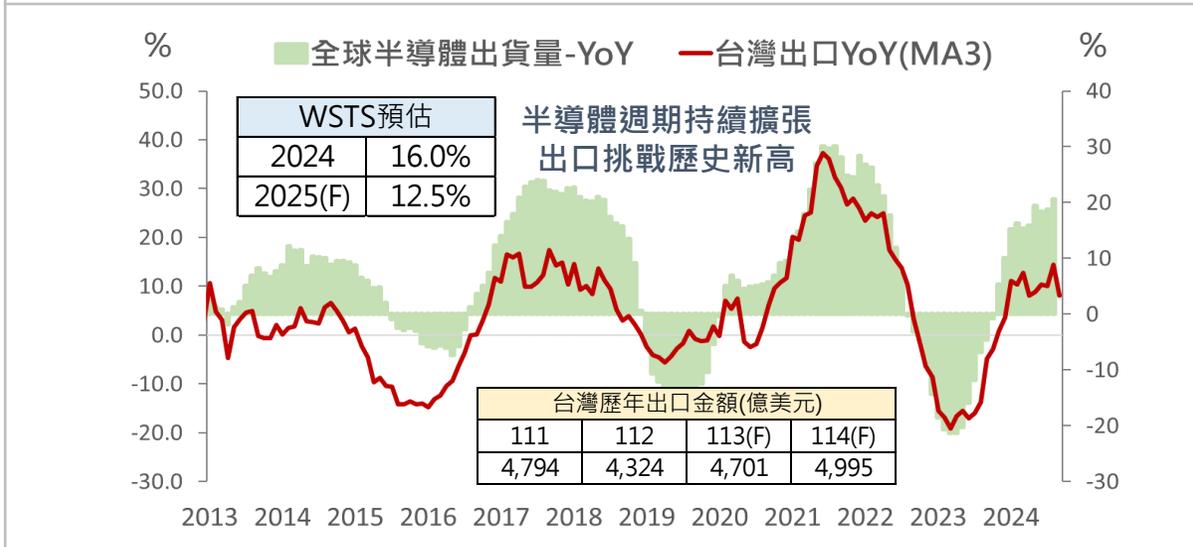
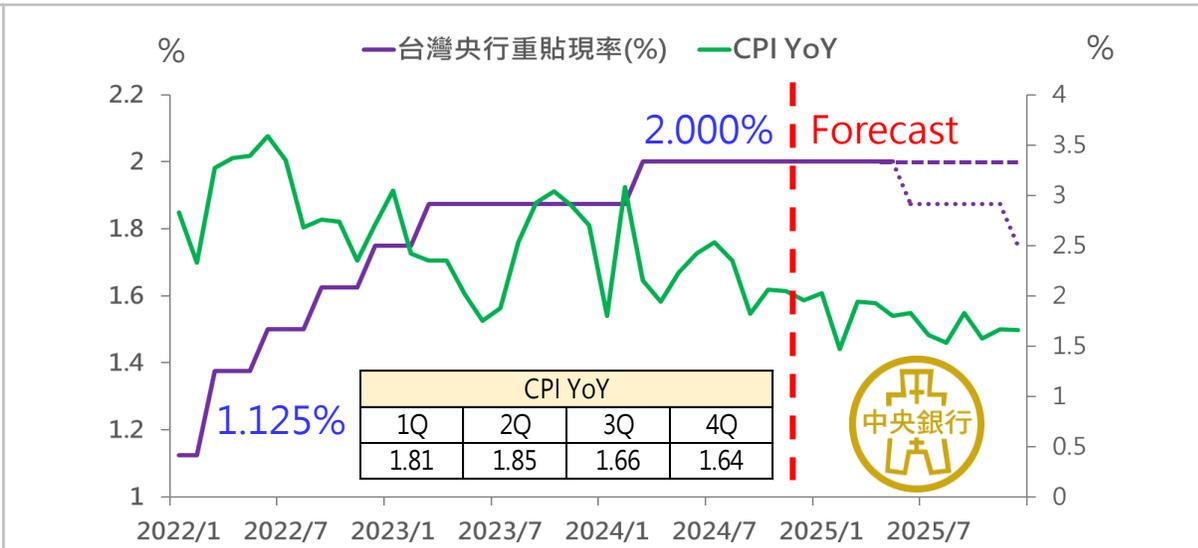


日本海外遊客人數



資料來源：Rengo、日本內閣府、金融廳、大下英治、永豐投顧整理

AI熱，台灣出口、投資加持，GDP成長 3%

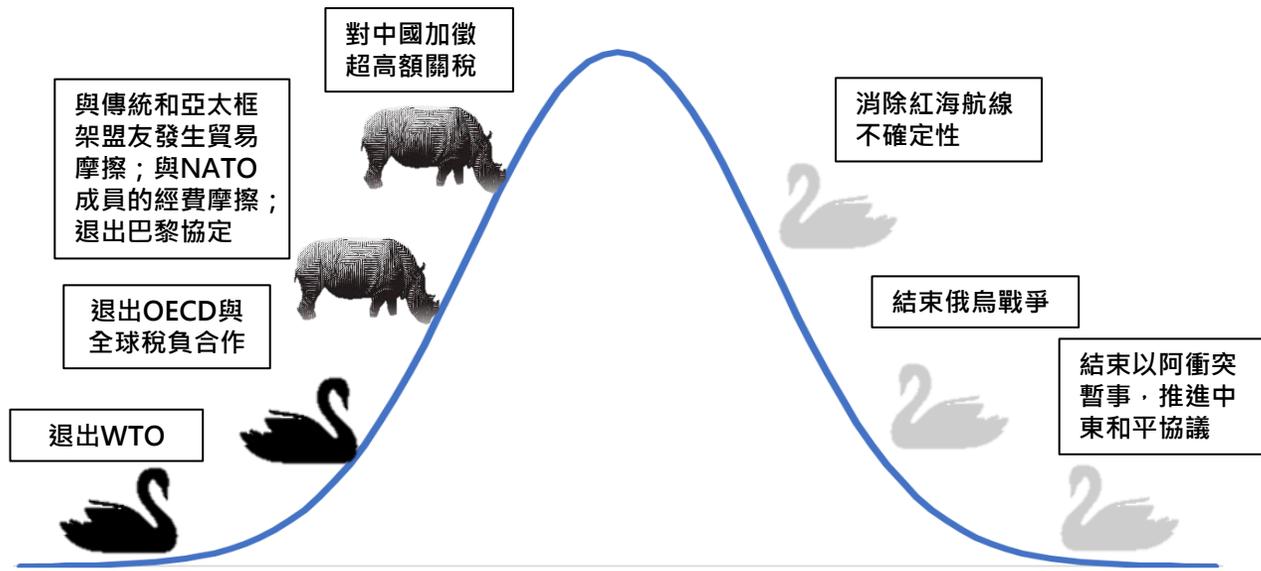
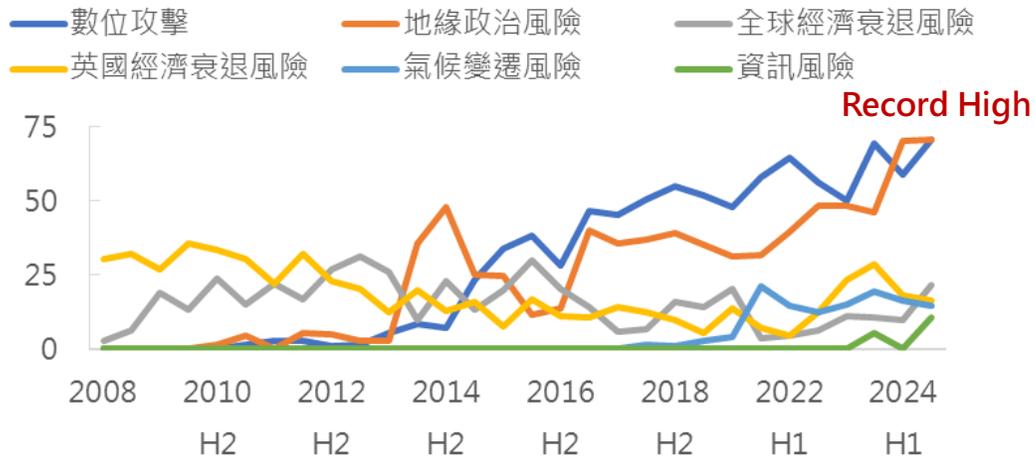


Taiwan GDP Forecast(%)							
預測機構	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
主計總處	1.28	4.1	1.89	2.88	3.61	4.53	3.26
台經院		4.03	1.57	2.25	3.87	4.75	3.15
UBS		4.1	0.9	1.8	3.4	6.2	3.1
央行		3.82	1.69	2.64	3.45	4.43	3.08
中經院		3.96	1.5	2.6	3.7	4.5	3.03
SinoPac		4.16	1.67	2.42	3.01	4.61	2.96

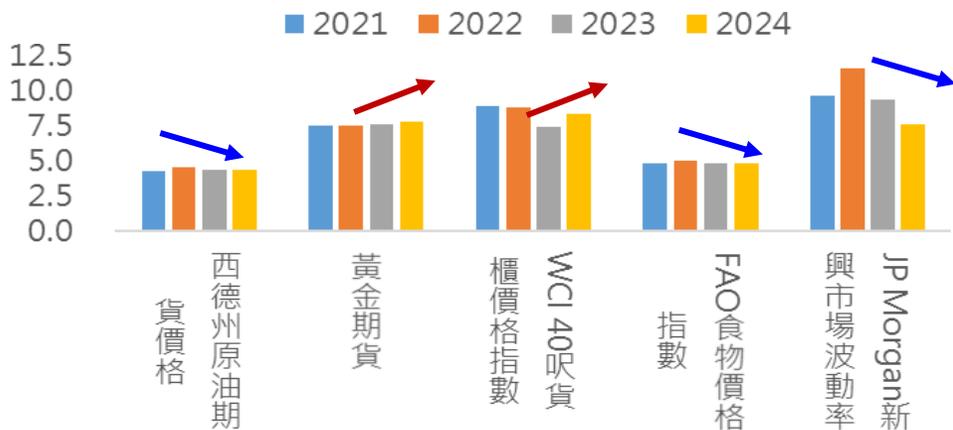
資料來源：中經院、主計總處、CBC、CEIC、Bloomberg、永豐金控整理、2024/11

風險1：川普或再重塑國際版圖，地緣政治風險與機遇並存

BOE 系統性風險調查



資產平均價格

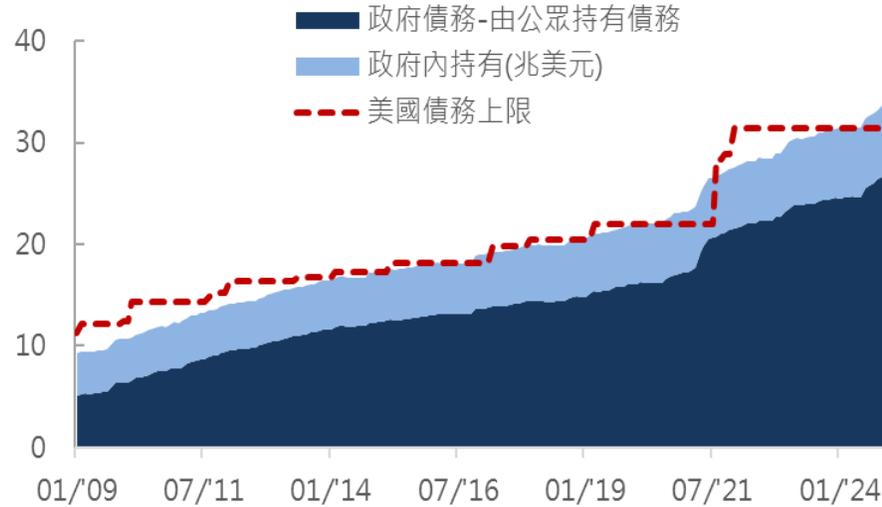
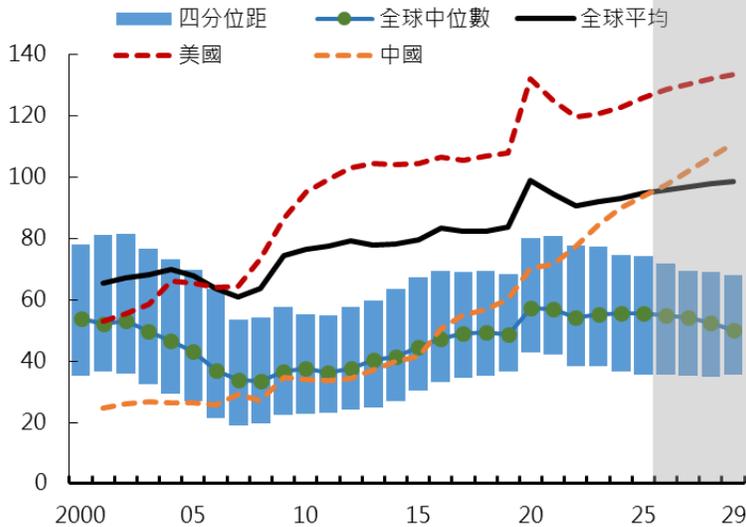


WORLD BANK 烏克蘭重建計畫(RDNA3)(單位：Bn/USD)							486.2
社會領域	161.8	基礎建設	148	產業	136.6	跨領域	39.9
住宅	80.3	能源	47.1	農業	56.1	環境資源	2.3
教育與科學	13.9	運輸	73.7	工商業	67.5	公共安全	2.3
醫療	14.2	通訊	4.7	灌溉水資源	10.7	司法行政	0.7
社會保障	44.5	水資源	11.1	金融	2.3	應急管理	34.6
文化旅遊	8.9	市政	11.4				
UNCTAD 加薩重建計畫(單位：Bn/USD)							40

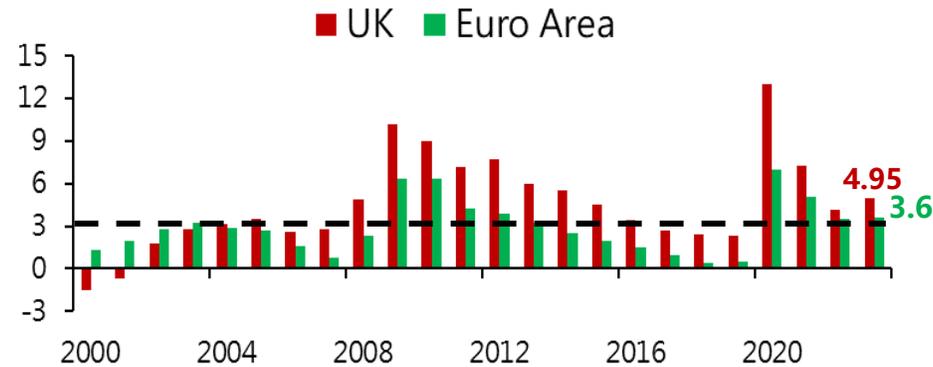
註：為方便比較，西德州原油、黃金、WCI與FAO食物價格取自然對數，永豐投顧整理 / 資料來源：WORLD BANK、UNCTAD、BOE、FRIEDRICH EBERT STIFTUNG、Bloomberg，永豐投顧整理

風險2：美國債務、財政與政治風險結合

全球公共債務佔GDP比重(%)



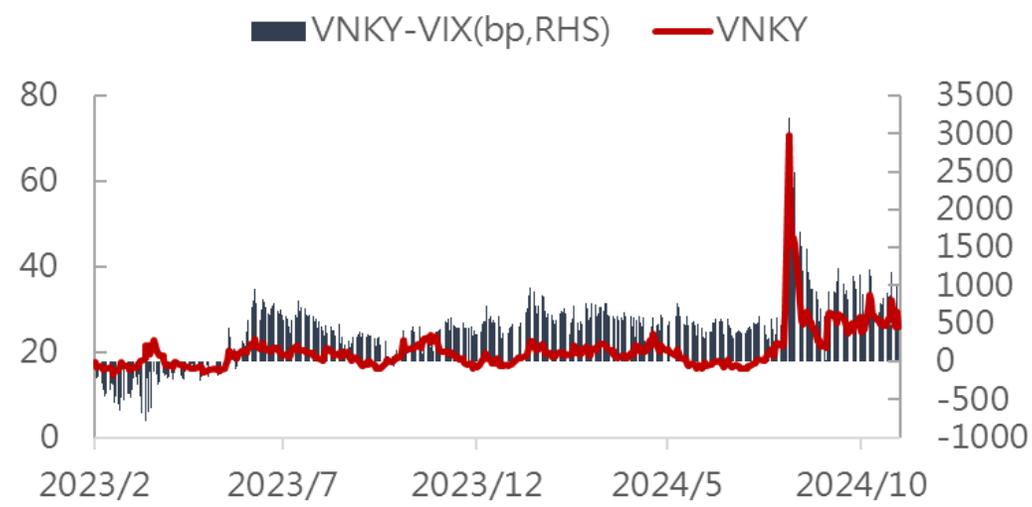
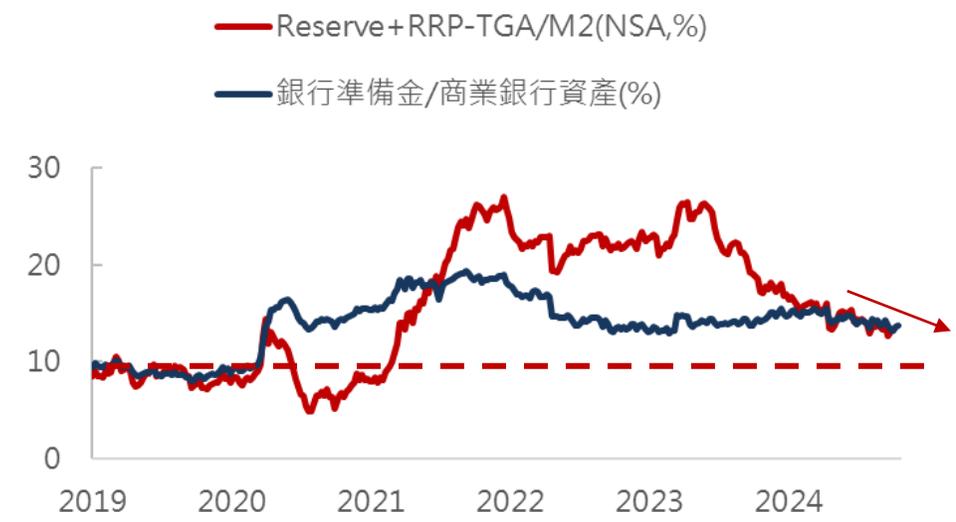
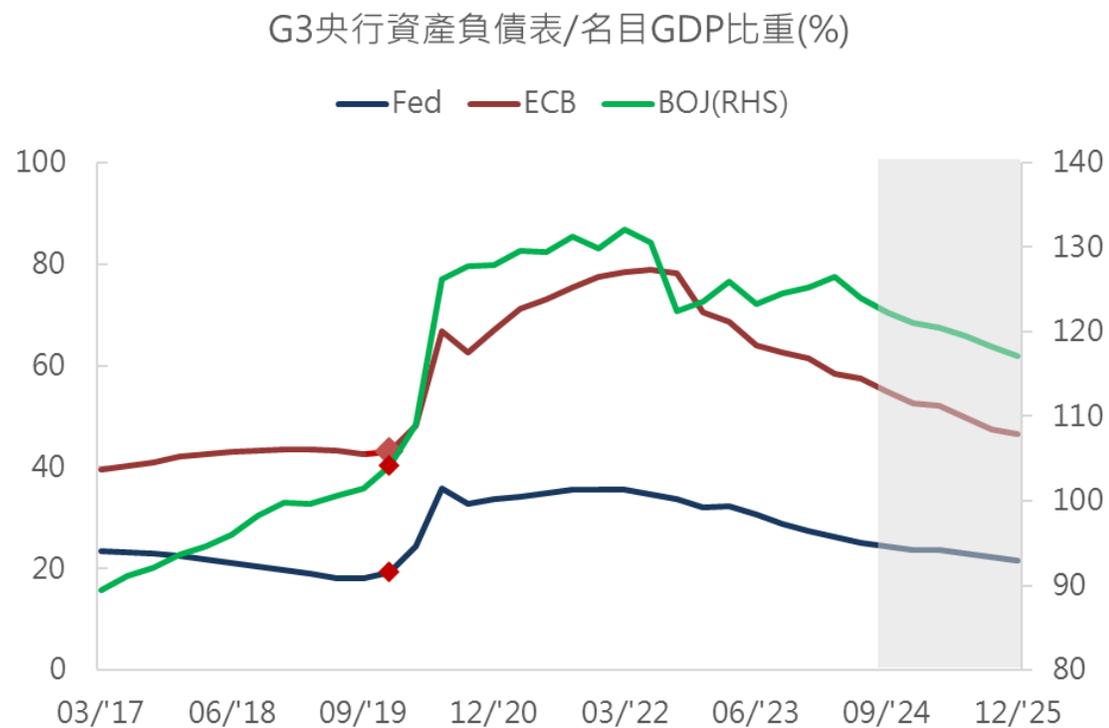
赤字佔GDP比(%)



- 1959年以來，國會總共化解90次債務上限危機，從無發生違；
- 共和黨全面執政，總統可以提議提高債務上限，風險降低；
- 若川普幕僚無法有效提升預算使用效率，財政難免於惡化，導致信評機構調降展望，甚至降評。
- 美國財政部的TGA或國會的連續法案(CR)都可以支應必要的支出；
- 技術上，舊債到期後，可以借新還舊或減少支出以支付利息；
- 政府關門是指少數部門停止運作；
- 歐盟要求成員國將預算赤字控制在GDP的3%以內，2020~2023年因疫情暫停此限制，使歐元區赤字佔比連續4年保持3%以上；
- 今年宣布2024年開始重新啟動債務限制，要求赤字佔GDP超過3%之國家需每年改善0.5%；
- 根據最新預算，法國預計今年赤字分別為6.1%、5.0%，義大利2023年赤字達7.4%，預計今年降至4.3%、3.6%。

資料來源：IMF Fiscal Monitor(2024)、美國財政部、永豐投顧整理

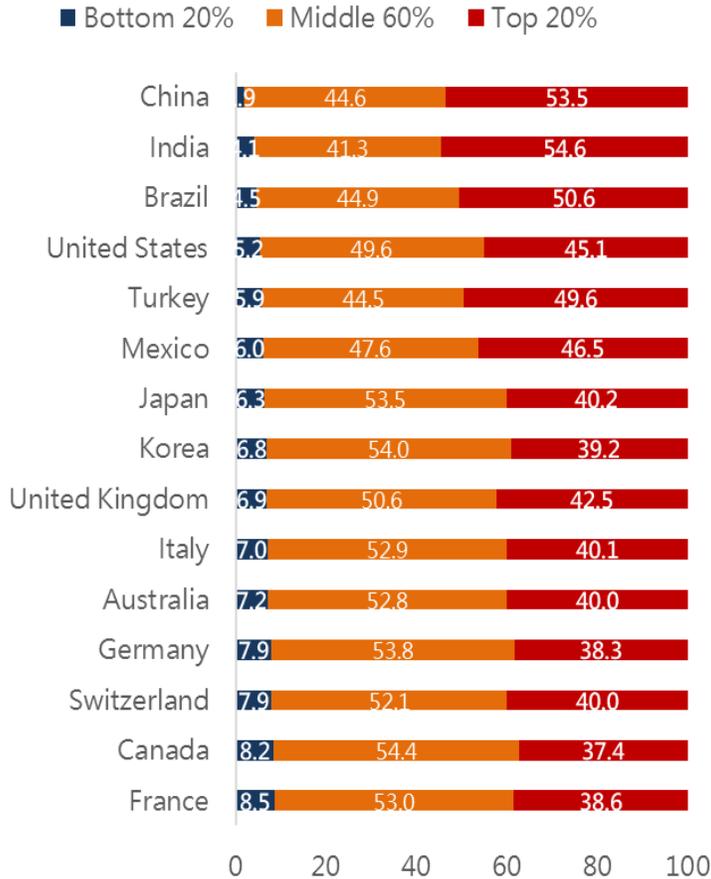
風險3：G3央行持續縮表，流動性正常化



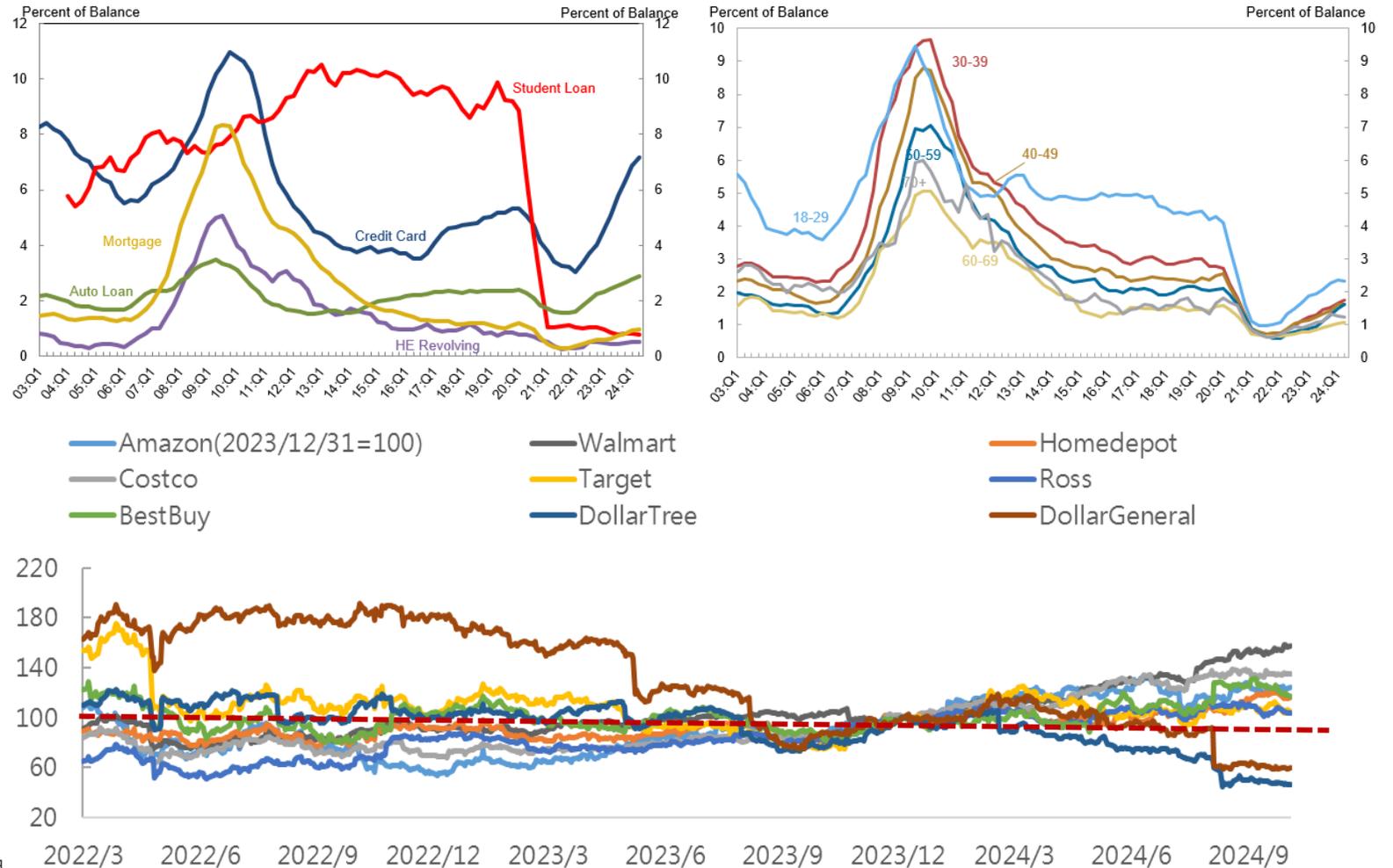
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

風險4：疫後經濟結構嚴重不均，降低貨幣政策傳導成效

總收入分布



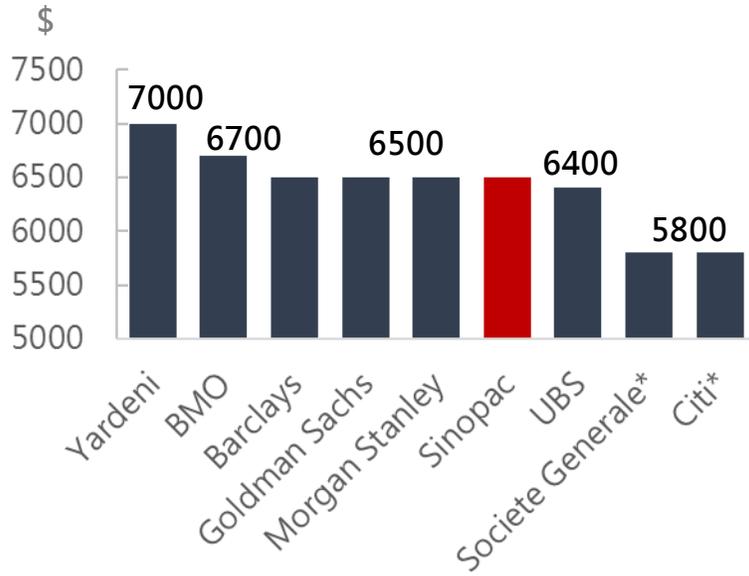
美國90天貸款拖欠率



資料來源：OECD IDD(2024/7) · FRBNY Equifax · 永豐投顧整理

AI擴散， 降息與消費加持， S&P 500上看6500

S&P500 2025年目標價



—Excess CAPE Yield



P/E	EPS	Target Price
19		5396
20	2024 : \$241	5680
21	2025 : \$289	5964
22	(YOY+18%)	6248
23		6532

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	YTD
S&P 500 Index															+26.78%
+ S&P 500 Communication Services															+36.15%
+ S&P 500 Information Technology															+35.57%
+ S&P 500 Financials															+34.80%
+ S&P 500 Consumer Discretionary															+27.52%
+ S&P 500 Utilities															+27.36%
+ S&P 500 Industrials															+25.01%
+ S&P 500 Consumer Staples															+18.06%
+ S&P 500 Energy															+12.16%
+ S&P 500 Real Estate															+10.35%
+ S&P 500 Materials															+9.98%
+ S&P 500 Health Care															+7.62%

註：*為資料來源截至2024/10

資料來源：各大投資銀行報告 · Robert Schiller · Novel Investor · Barchart · 永豐投顧整理(18/11/2024)

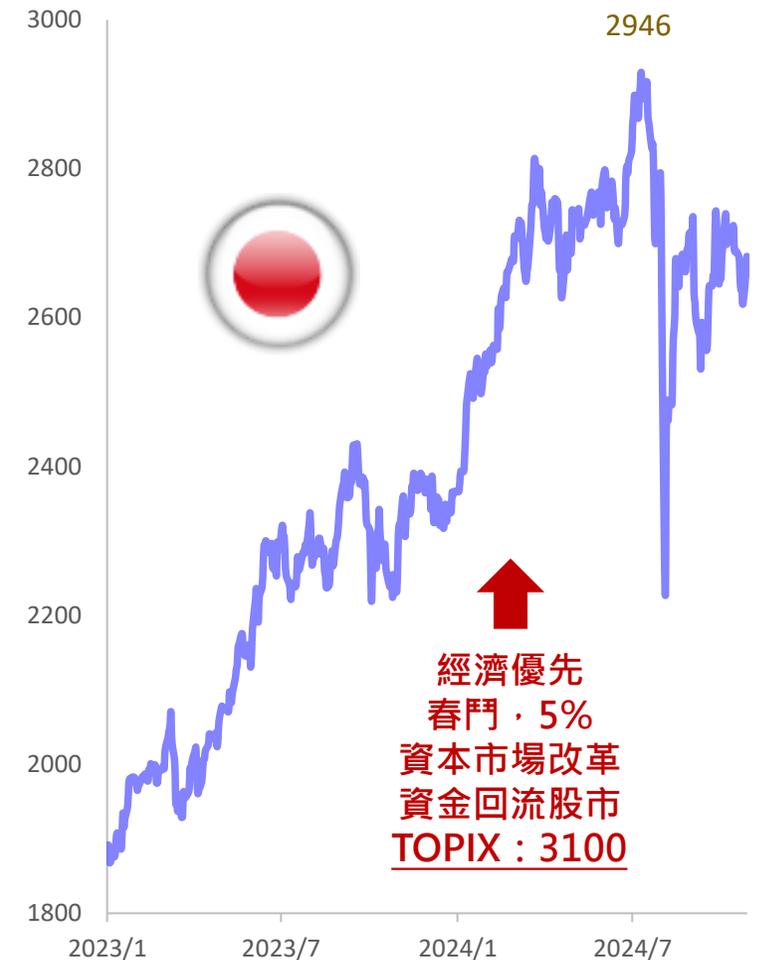
持續看好新興市場、日本，陸股納入觀察名單

Fed降息一年半股市累計漲幅(%)



- 美國T-day · S&P 500 創1950年至今以來最大漲幅
- 中國T-day · SHSZ 300創2004年至今以來最大漲幅

Topix



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

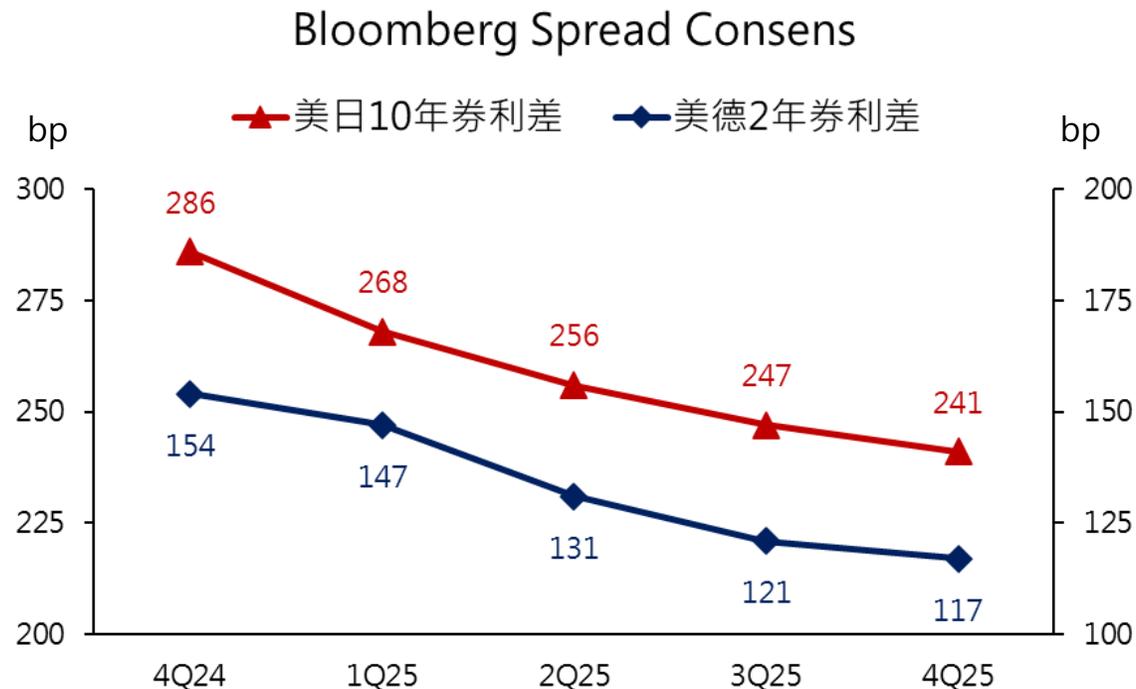
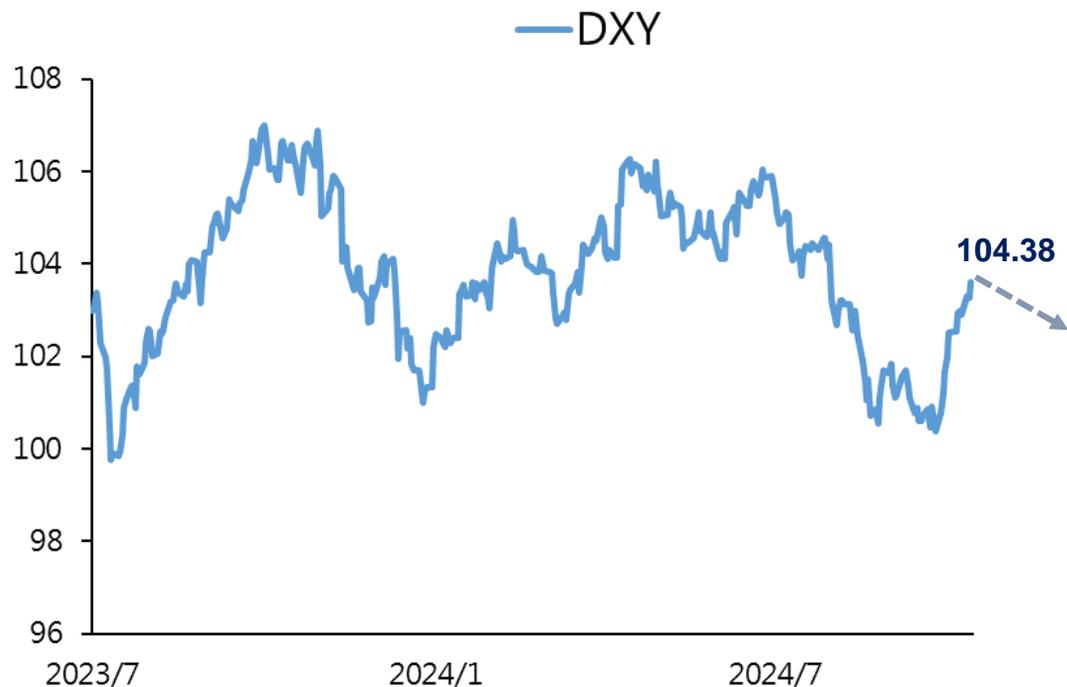
債市多空拉鋸，降息行情仍在醞釀，長線佈局找買點



- **基本面**：就業走在降溫軌道上，預期明年美國GDP降至2.3%，通膨維持下行趨勢，核心CPI略高於2%；
- **政策面**：9月FOMC點陣圖預告2024~2026降息「442」碼，為防財政與關稅風險，Fed將放慢降息步伐；
- **投資建議**：過去降息後，長短利差往往走擴一段時間，加上美國財政風險猶存，不利中長債，短券相對安全；

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

美元仍有高點，然而美擁經濟、利差優勢逐步縮小



1. 美國成長放緩，歐洲、英國、日本成長則相對今年回溫
2. 貿易關稅與地緣政治避險
3. 預期DXY明年區間102.0~108.0

1. 德債殖利率已接近終端利率，下行空間相對美債有限
2. BOJ持續進行貨幣正常化，料明年將再升息2次15bps
3. 預期明年美日、美德利差均將縮窄

	EUR/USD	USD/JPY	USD/CNY	DXY
2025年目標價	1.10	141	7.2	102

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

儲能需求穩住銅價；地緣政治加持黃金，上看\$2895



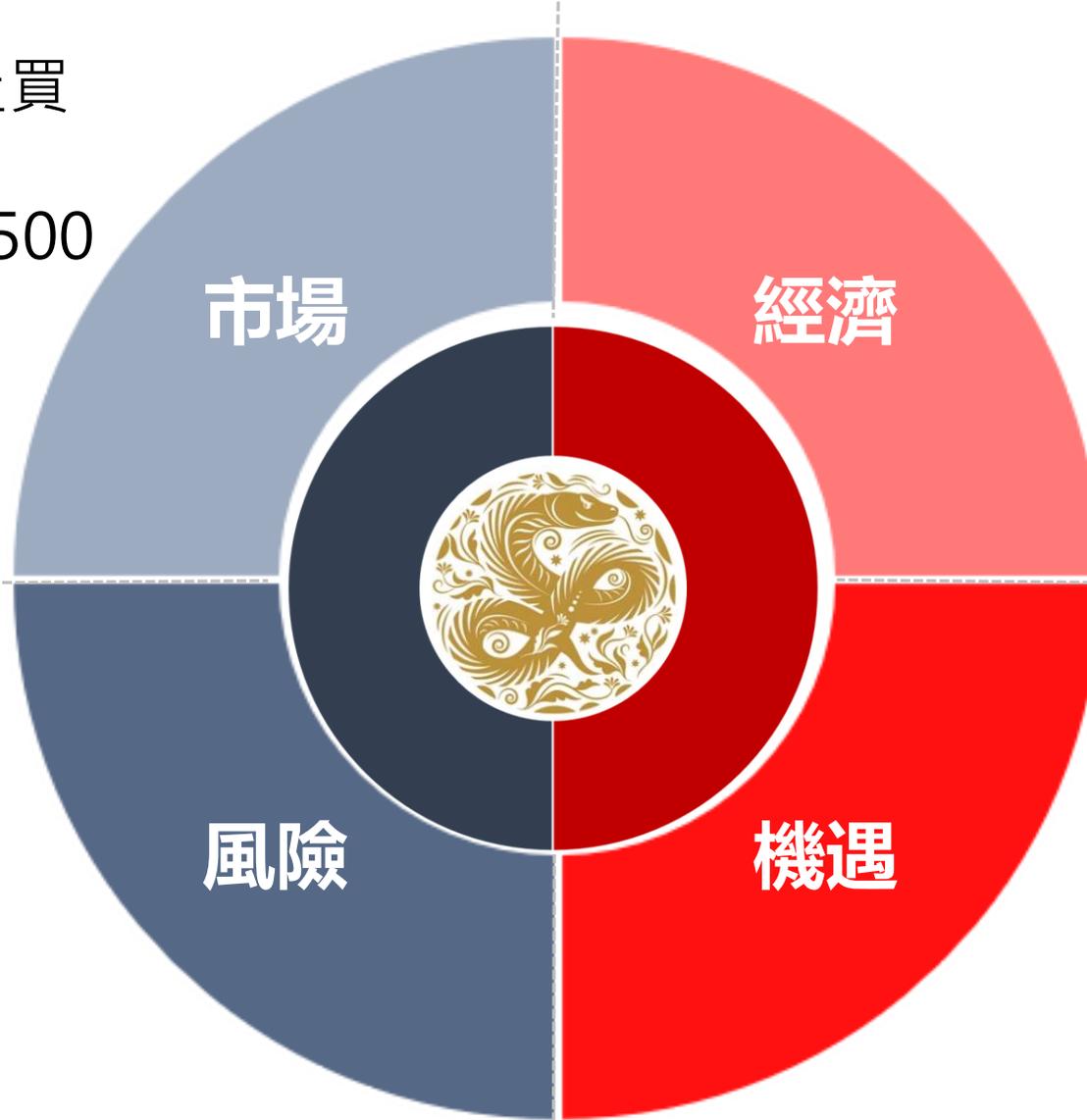
- **展望**：International Copper Study Group (ICSG)預估2025年銅礦產量成長由1.7%→3.5%，精煉銅產量與使用量成長由2024年的4.2%→1.6%、2.2%→2.7%。
- **短期**：煉製廠虧損而削減產能，以及市場擔心中國庫存過高的問題，短期銅價有所震盪；**中長期**：隨著美、歐央行降低利率刺激需求，預期供需情況將變得平衡，仍有向上空間；
- **結構需求**：新能源車、太陽能與風電，以及AI伺服器帶來的能源變革，持續高速成長。

- **央行需求(地緣)**：自2022年俄羅斯入侵烏克蘭以來，對美國金融制裁的擔憂，央行對黃金需求激增五倍，而自2022年起凍結俄羅斯資產後(1Q22-3Q24)的平均每月購金量約85.6噸；
- **投資需求(利率)**：歷史經驗顯示，Fed降息政策對於實體黃金的支持是漸進式；
- **避險需求(安全)**：考量川普上台後的全球貿易緊張局勢恐升級或其執政的不可預測性，以及對美國債務擔憂。

資料來源：ICSG · Bloomberg · 永豐投顧整理

2025年，四(巳)大重點，神(蛇)采飛揚

美債：GT10 4.5%以上買
黃金：上看\$2895
美股：S&P 500上看6500
美元：DXY 106以上換



經濟正常化
通膨達2%
央行有信心

地緣碎片化
債務政治化
成長不均化

AI，降息
美新政策
歐日復甦
中抗通縮

資料來源：Shutterstock · 永豐投顧整理

投資聲明

1. 本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。
2. 投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。
3. 未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。