

2024年金融市場投資展望

Fed升息循環結束及可能降息、經濟軟著陸及企業獲利動能提升

- 上半年股債雙漲的可能性較高 -

2024年金融市場的可能情境

基本假設

美國通膨增速持續走低、Fed在2024年第二季左右開始預防性降息、經濟可望軟著陸

股債表現

企業獲利成長動能提升（基期低、補庫存、科技業進入向上週期），股市至少在上半年有走高空間；美國十年期公債殖利率趨勢性下滑，可能至3.0~3.5%，支撐債市表現

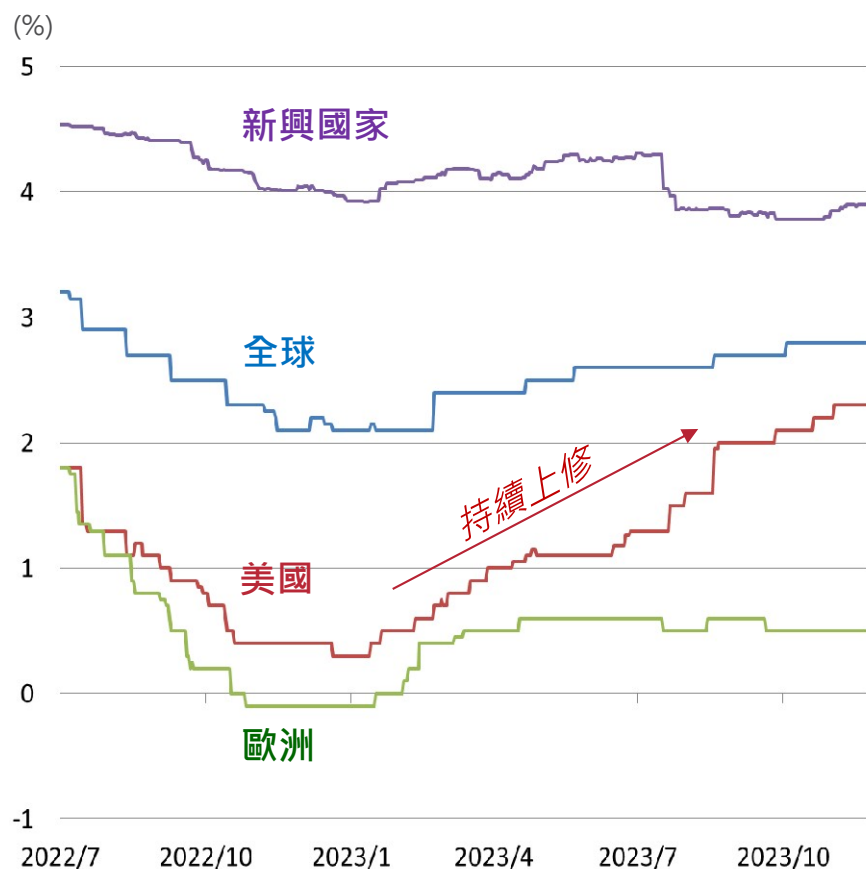
投資建議

股債雙漲的可能性較高，資產配置建議股債並重；股市首選經濟具有韌性的美股，以及受惠於科技產業進入擴張循環的台股；債市著重配置在信用風險低的投資等級債

回顧2023年，美國經濟強於預期

勞動市場強勁、房價具韌性、財政法案刺激、消費仍佳

2023年GDP成長率預測修正圖

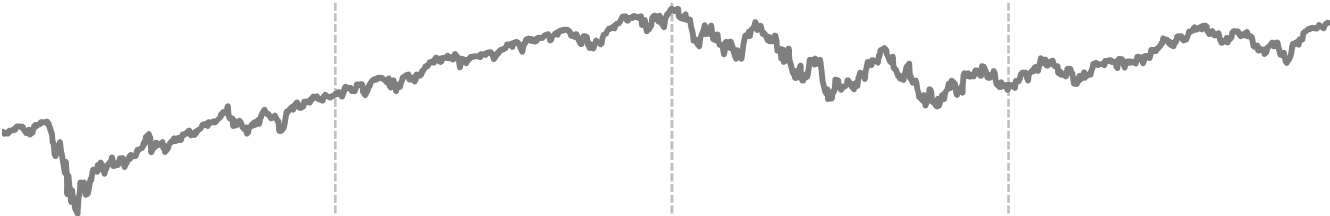
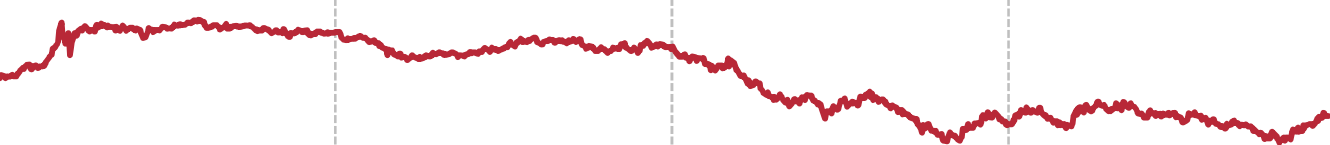


- **就業** 失業率維持在4%以下、職缺數偏高，直到第四季才有較多的鬆動現象
- **房市** 房價增速放緩，但高檔不墜，租金增速也在偏高水準
- **投資** 財政法案 (晶片法案、通膨削減法案...) 帶動製造業建設投資
- **消費** 疫情期間累積的超額儲蓄持續消耗，為消費動能帶來支撐



2024年經濟雖可能放緩，
但Fed有政策空間(降息)來因應

通膨與貨幣政策，是影響股債市表現的關鍵因素

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	疫情主導，大規模寬鬆政策，股債大漲	通膨再膨脹，股票成為最佳選擇	通膨加速上揚，快速升息，股債雙殺	通膨趨緩，股市上漲、債市因鷹派過久而受壓	通膨趨緩、Fed降息、股債進一步上揚？
標普500指數 報酬率	+16.26%	+26.89%	-19.44%	+20.39%	?
(指數走勢圖)					
彭博美國公債 總報酬指數 報酬率	+8.00%	-2.32%	-12.46%	+1.52%	?
(指數走勢圖)					

2024年股債市表現的可能情境

股市情境	可能機率	經濟表現	發生原因	美國十年期公債殖利率可能水準	股債市表現
上漲 +5 ~ +15%	60%	軟著陸	1. 2024上半年企業獲利受惠低基期維持成長動能 2. 通膨續降溫，第二季左右Fed降息提升股市評價 3. 降息後經濟動能改善，避免衰退	3.5%	股債雙漲、股稍優於債
區間表現 -5 ~ +5%	30%	溫和衰退	1. Fed維持高利率至下半年才降息 2. 2024下半年需求不振、就業市場影響消費動能 3. 美國經濟韌性避免嚴重衰退	3.0%	股市區間表現、公債及投資等級債上漲
下跌 -5 ~ -20%	10%	嚴重衰退	1. 通膨增速再上升、Fed維持高利率或再升息 2. 企業回補庫存後，需求仍不振，企業獲利下修	2~2.5%	債優於股、公債出現雙位數上漲

股債雙漲可能性較高的理由

預期至少在2024上半年因比較基期低、企業回補庫存、科技業進入向上週期循環，
股債雙漲的可能性較高，後續關鍵因素是Fed降息速度及景氣動能

1

通膨續降溫，
Fed有降息空間

2

資產負債表健康，
限制了嚴重衰退風險

3

Fed若能及時降息，
有助經濟軟著陸

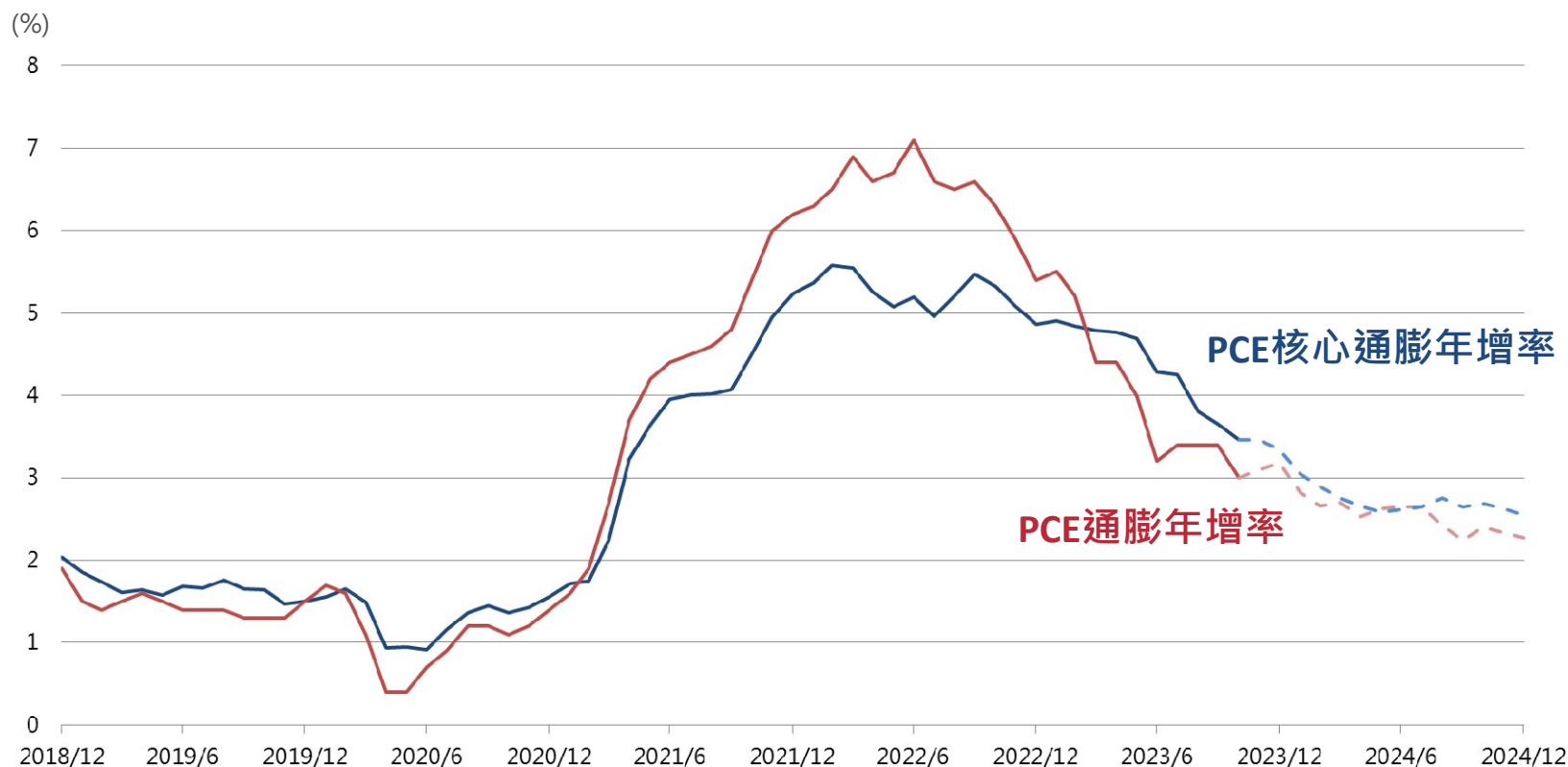
4

企業獲利增速
將較2023年明顯改善

美國通膨已顯著降溫，並將持續下滑

需求增速放緩、基期效應，預期2024年底核心通膨降至2~3%

美國PCE通膨年增率走勢 (虛線為復華投信預估)



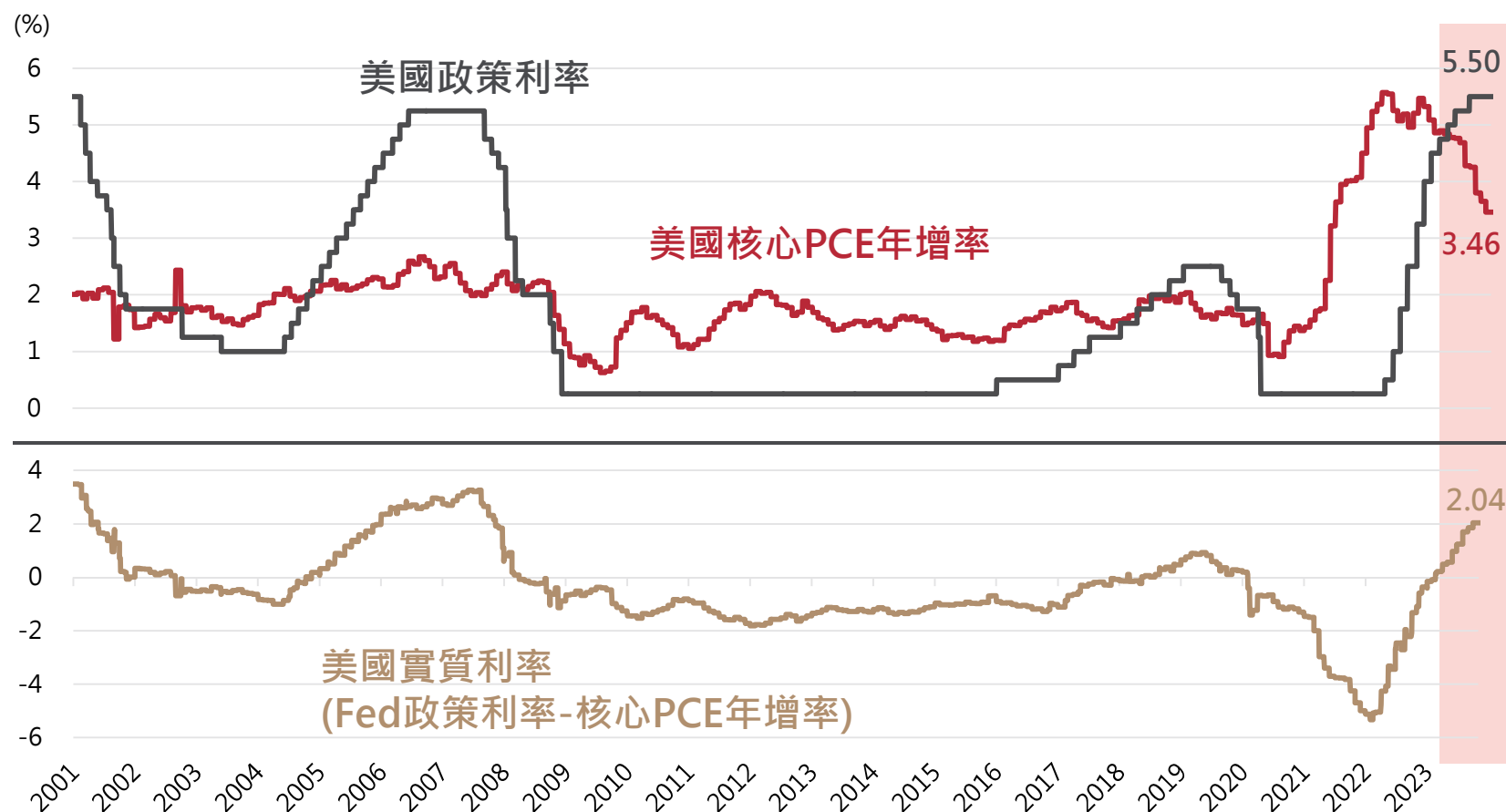
本文提及之經濟走勢預測不必然未來實際情形。

Personal Consumer Expenditure(個人消費支出)為美國聯準會所關注的通膨數據。資料來源：Bloomberg、復華投信整理，2023/12/5

通膨壓力緩解，Fed有降息空間來因應經濟衰退風險

目前Fed政策利率為5.25~5.50%，美國實質利率已高達2%

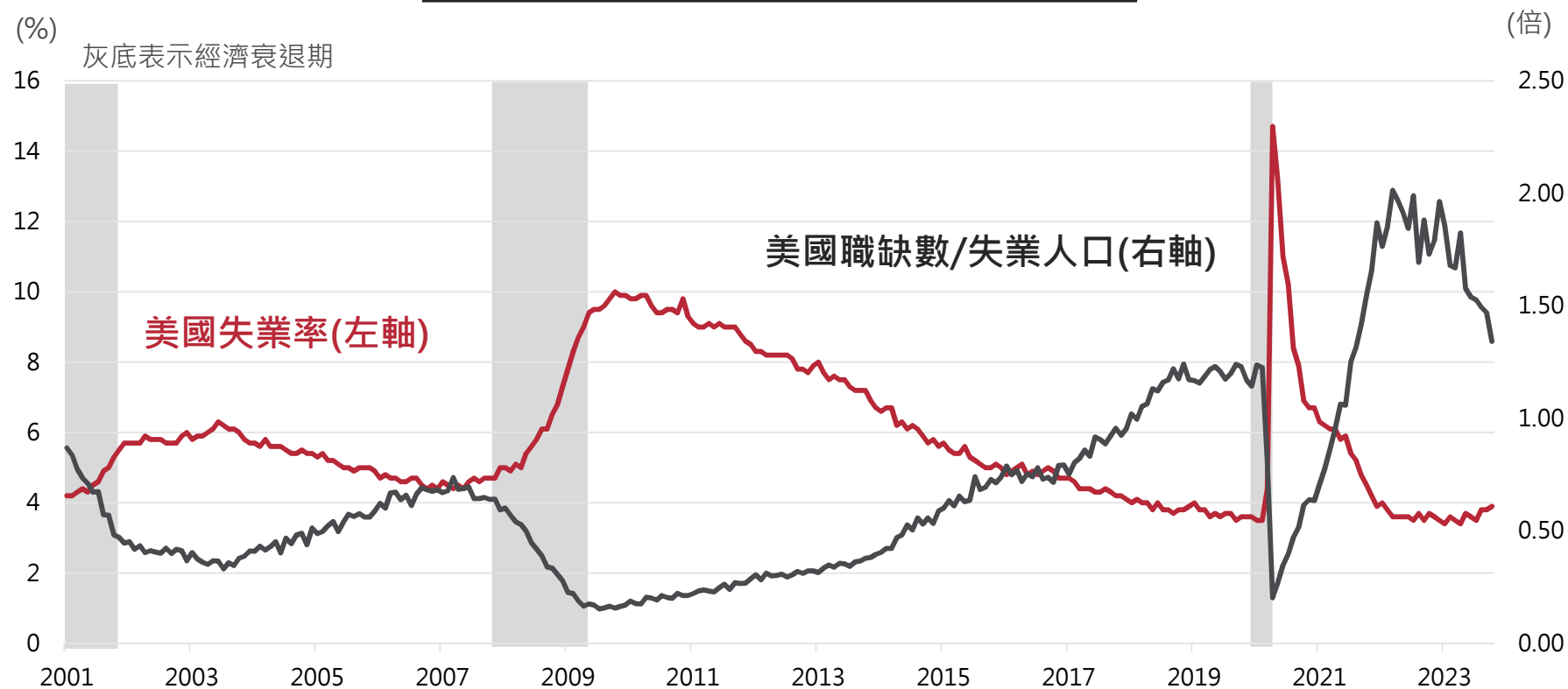
美國核心PCE通膨年增率及Fed政策利率(Fed Funds Rate)



就業市場從極端強勁中開始放緩

職缺數逐步下降至正常水準，失業率開始自底部上揚

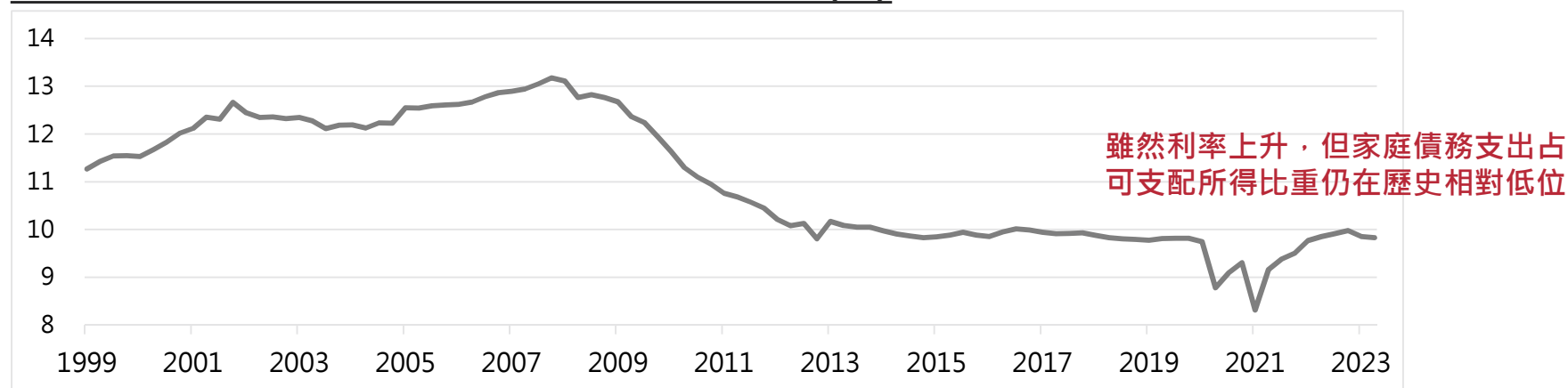
美國失業率，及職缺數占失業人口比重



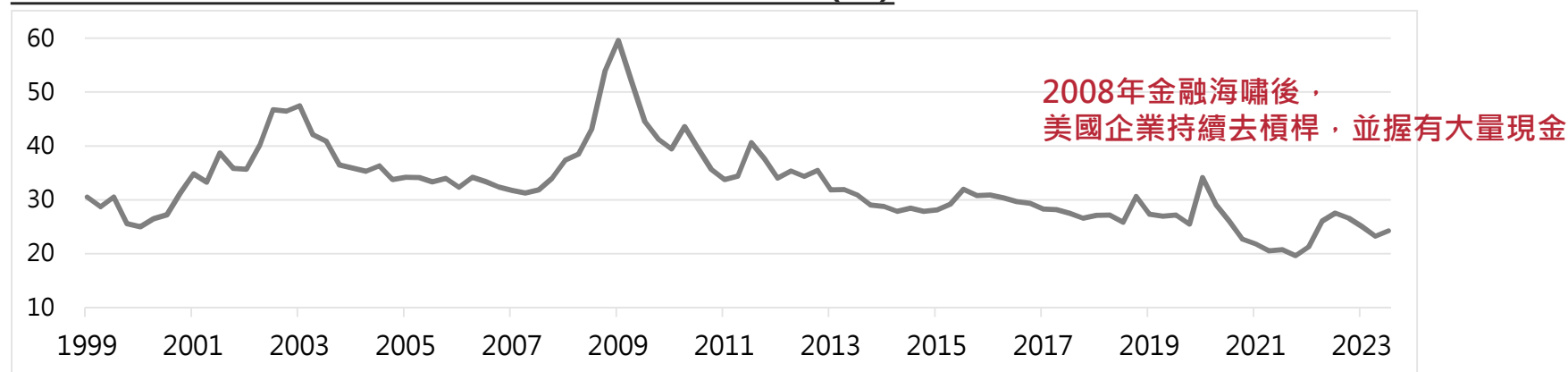
美國民間經濟體質健康，限制了經濟嚴重衰退風險

美國家庭債務與企業負債情形都在長期低位

美國家計部門：債務支出占可支配收入比重(%)



美國非金融企業：債務占企業股票市值比重(%)



市場預期Fed在2024年第二季左右開始降息(3月或5月)

若經濟加速放緩或有衰退風險，Fed可能提前做預防性降息

利率期貨市場預期的升降息機率

Fed Funds Rate FOMC會議日期	4.25 - 4.50% (累積降息四碼)	4.50 - 4.75% (累積降息三碼)	4.75 - 5.00% (累積降息二碼)	5.00 - 5.25% (累積降息一碼)	5.25 - 5.50% (維持目前利率)
2024/1/31	0%	0%	0%	10%	90%
2024/3/20	0%	0%	7%	66%	27%
2024/5/1	0%	6%	55%	34%	5%
2024/6/12	6%	53%	35%	6%	0%
2024/7/31	45%	38%	11%	1%	0%
2024/9/18	39%	15%	3%	0%	0%

上述各次會議之降息機率，若合計未達100%，表示市場預期利率將降至4.25%以下

2024年全球經濟成長率預測

預期經濟平穩表現，美國仍有韌性，歐元區成長動能好轉

國際貨幣基金組織(IMF)預測全球經濟成長率(%)

	2022年	2023年	2024年	2025年
全球	3.5	3.0	2.9	3.2
美國	1.9	2.1	1.5	1.8
歐元區	3.4	0.7	1.2	1.8
日本	1.0	2.0	1.0	0.7
台灣	2.6	0.8	3.0	2.8

經濟趨勢有利2024上半年股債雙漲

反應升息結束及降息預期、企業獲利動能轉佳

表：各年度金融資產報酬率(%)

線圖：OECD領先指標年增率(%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 (~11/30)
美股	29.60	REITs 15.89	美元 9.26	新興債券 10.90	全球科技股 36.86	美元 4.40	全球科技股 46.00	全球科技股 42.65	商品指數 8.48	商品指數 19.53	全球科技股 46.06
全球科技股	27.17	全球科技股 14.71	全球科技股 3.61	全球債券 10.74	新興股市 34.35	全球債券 -0.84	美股 28.88	台股 22.80	全球科技股 29.08	美元 8.21	台股 23.31
全球股票	24.10	美元 12.79	新興債券 1.23	非投資等級債 9.60	全球股票 20.11	非投資等級債 -2.13	全球股票 25.19	美股 16.26	REITs 27.21	非投資等級債 -11.00	美股 18.97
台股	11.85	美股 11.39	REITs 0.05	REITs 9.38	美股 19.42	全球科技股 -3.49	台股 23.33	新興股市 15.84	美股 26.89	新興債券 -16.45	全球股票 16.17
非投資等級債	7.22	台股 8.08	美股 -0.73	商品指數 9.33	台股 15.01	新興債券 -4.61	REITs 23.06	全球股票 14.06	台股 23.67	全球債券 -18.26	非投資等級債 9.56
REITs	4.39	新興債券 5.53	全球股票 -2.74	新興股市 5.03	REITs 11.42	REITs -4.74	新興股市 15.42	全球債券 10.17	全球股票 20.14	美股 -19.44	新興債券 5.39
美元	0.33	全球股票 2.93	全球債券 -3.57	台股 3.94	新興債券 9.32	美股 -6.24	新興債券 14.42	非投資等級債 6.29	美元 5.39	全球股票 -19.46	新興股市 3.21
全球債券	-4.00	非投資等級債 1.83	非投資等級債 -5.55	美股 2.69	全球債券 7.49	台股 -8.60	非投資等級債 14.09	新興債券 5.88	非投資等級債 3.35	新興股市 -22.37	REITs 1.10
新興股市	-4.98	全球債券 -0.48	台股 -10.41	全球股票 -0.58	非投資等級債 7.05	全球股票 -11.06	商品指數 9.41	美元 -6.69	新興債券 -1.51	台股 -22.40	全球債券 0.95
商品指數	-5.03	新興股市 -4.63	新興股市 -16.96	全球科技股 -2.23	商品指數 0.70	商品指數 -12.41	全球債券 5.90	REITs -8.18	新興股市 -4.59	REITs -24.41	美元 -0.02
新興債券	-6.58	商品指數 -17.92	商品指數 -23.35	美元 -2.52	美元 -9.87	新興股市 -16.64	美元 0.22	商品指數 -9.68	全球債券 -6.97	全球科技股 -31.28	商品指數 -1.48

以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。全球股票採MSCI全球指數、美股採標普500指數、美國小型股採羅素2000指數、新興股市數採MSCI新興市場指數、全球債券採FTSE全球公債指數、新興債券採JPMorgan新興市場美元債券指數、非投資等級債採FTSE美國非投資等級債券指數、REITs採FTSE全球REITs指數、商品指數採CRB指數。資料來源：Bloomberg、復華投信整理

聯準會停止升息後，股市正報酬機率較高

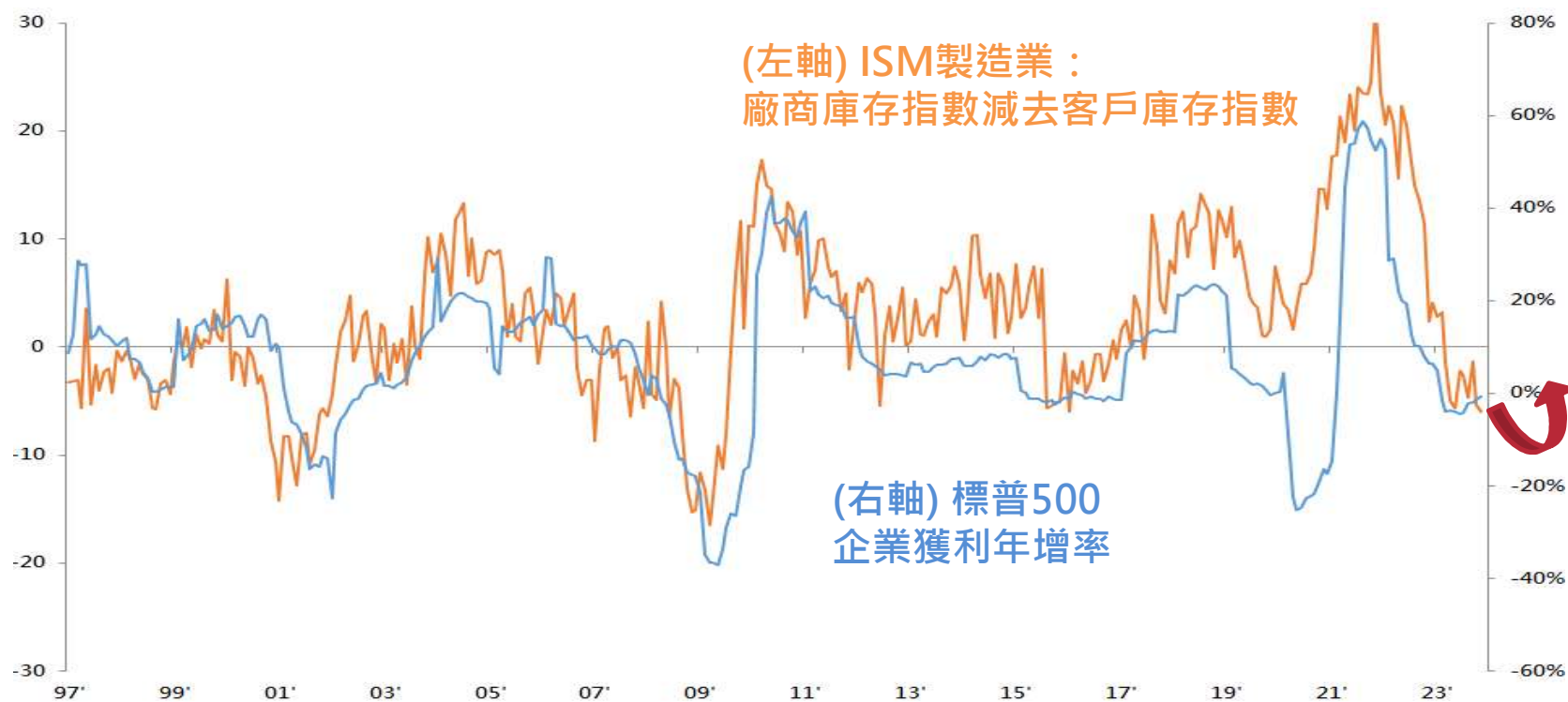
若開始降息，股市表現取決於經濟是否衰退

最後一次 升息時點	標普500指數後續報酬			首次降息 時點	標普500指數後續報酬			最後升息至首次降息 歷經月數	經濟是否 衰退
	3個月	6個月	12個月		3個月	6個月	12個月		
1984年8月	-2%	9%	13%	1984年10月	8%	8%	14%	2個月	-
1989年2月	11%	22%	15%	1989年6月	10%	11%	13%	4個月	經濟衰退
1995年2月	9%	15%	31%	1995年7月	3%	13%	14%	5個月	-
2000年5月	7%	-7%	-12%	2001年1月	-9%	-9%	-17%	8個月	經濟衰退
2006年6月	5%	12%	18%	2007年9月	-4%	-13%	-24%	15個月	經濟衰退
2018年12月	13%	17%	29%	2019年7月	2%	8%	10%	7個月	-

製造業庫存回補，可望帶動企業獲利回升

廠商相對客戶庫存已清理至相對低檔，企業獲利增長將觸底回升

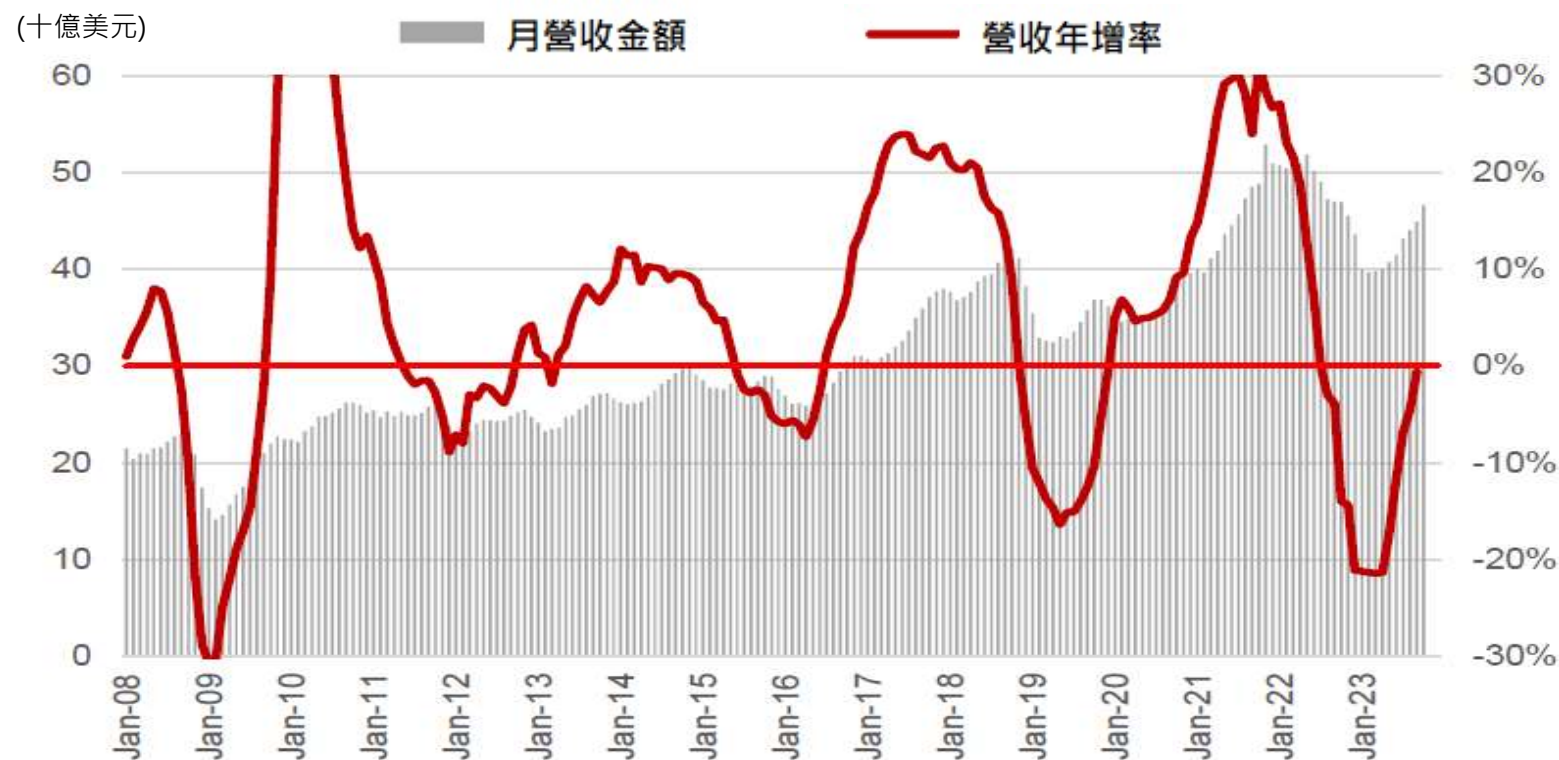
ISM製造業庫存指數及美股企業獲利年增率



半導體及科技業景氣可望進入新擴張循環

全球半導體營收年增率才剛開始谷底復甦

全球半導體產業營收增速



2024年企業獲利增速明顯優於2023年

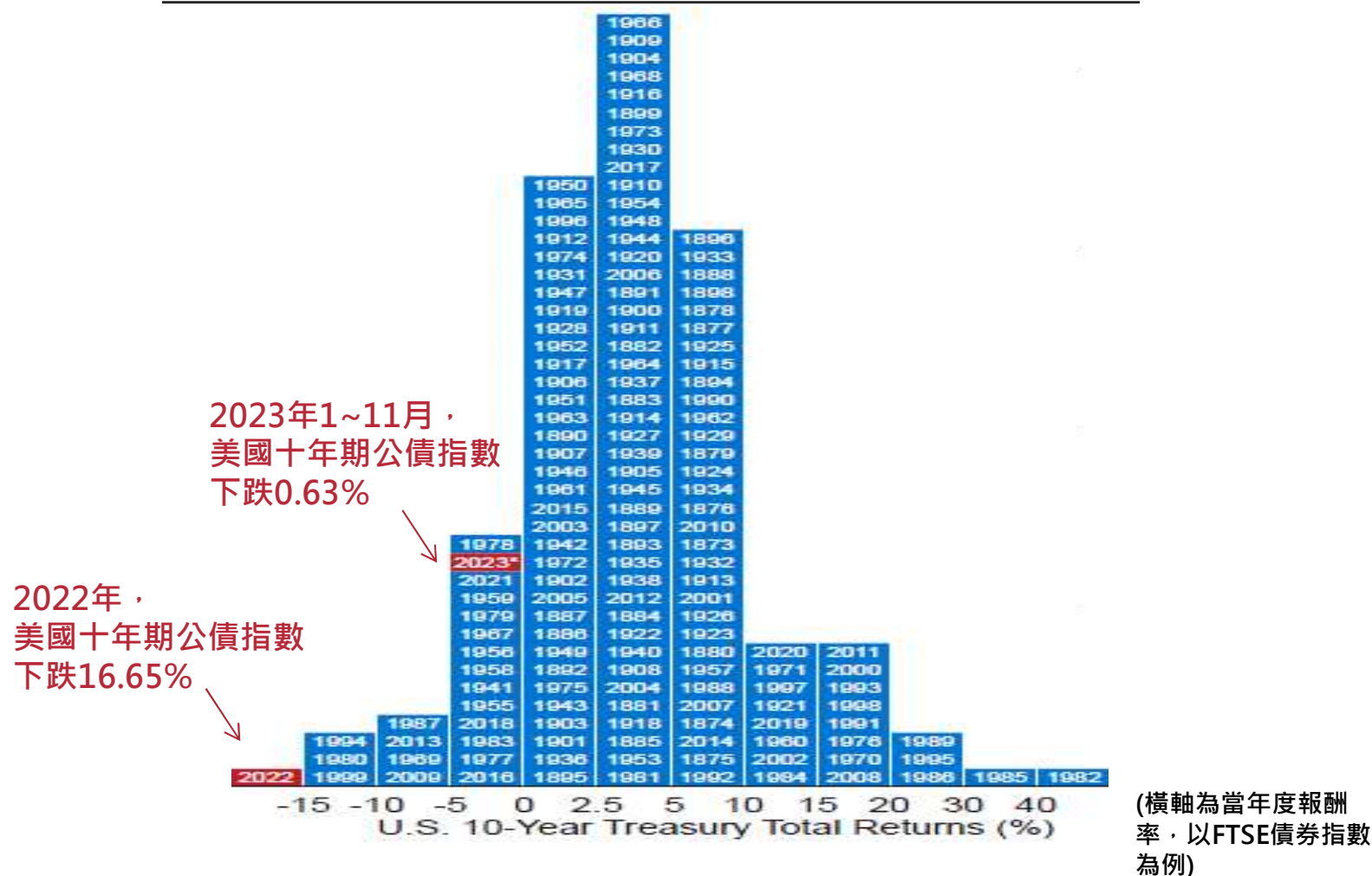
預期美股與台股企業獲利成長逾10%，升息結束及經濟軟著陸支撐評價

主要國家股市	2023年企業獲利 成長率預估(%)	2024年企業獲利 成長率預估(%)	2023年 預估本益比	2024年 預估本益比	過去5年 本益比區間
MSCI全球指數	+0.1	+10.4	17.9	16.1	12.6~24.5
美國標普500指數	+0.7	+11.0	21.5	19.1	14.0~27.4
道瓊歐洲600指數	-1.3	+6.7	13.3	12.8	10.6~23.7
台灣加權股價指數	-22.0	+19.2	18.1	15.4	9.1~20.3
MSCI新興市場指數	-3.7	+17.9	13.4	11.3	10.1~19.9

2022~2023年美國公債歷經史上極端負報酬

2024年通膨下滑或經濟減速，都將有利美國公債表現

1872~2023年，美國十年期公債各年度總報酬之分布



以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。資料來源：“OUTLOOK 2024, The End Of The Easy Money Era”，BCA，2023/12/1

當前各債市殖利率都具長期投資吸引力

處於歷史相對高位，收息及公債殖利率下滑的資本利得機會

	美國公債	美元投資等級公司債	美元非投資等級公司債	新興市場美元債
2023/11/30 債券殖利率	4.6%	5.5%	8.4%	7.4%
目前殖利率相對歷史區間 所在的百分比位置 (越高表示殖利率相對高)	95%	83%	72%	91%
歷史利率區間：最大值	5.2%	9.0%	23.0%	14.1%
歷史利率區間：最小值	0.4%	1.5%	3.5%	3.2%
存續期間	6年	7年	4年	6年
平均信評	AA	A	B+	BBB-

債券殖利率不代表實際投資報酬率，仍須留意價格波動。美國公債採彭博美國公債指數、美元投資等級公司債採彭博美元A等級複合債指數、美元非投資等級公司債採彭博美元非投資等級公司債指數、新興市場美元債採彭博新興市場複合債指數。資料來源：Bloomberg，2023/11/30

公債與投資等級債是信用風險較低的優質選擇

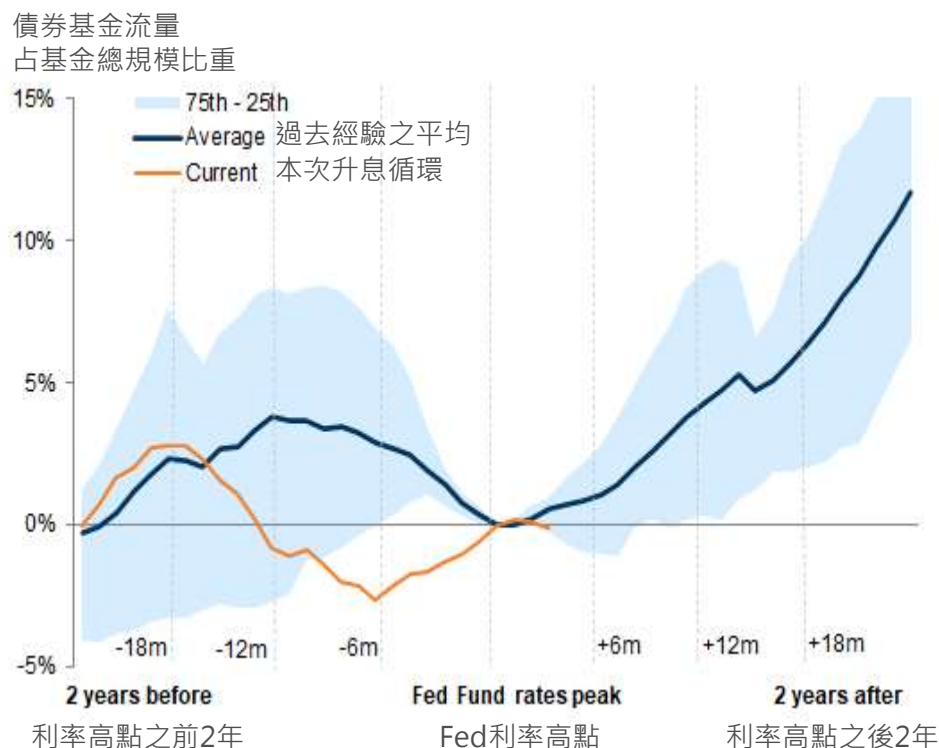
在經濟衰退風險上升前，非投資等級債及新興債亦有較佳總報酬機會

- 當前債券的高殖利率，為總報酬帶來支撐
- 在經濟軟著陸的預期下，信用利差在低位震盪，報酬率來自利息累積及公債殖利率下滑帶動的資本利得機會
- 高評等債券無論經濟最終是軟著陸或有衰退可能，都是長期優質選擇
- 後續關注高利率對經濟的壓抑效果是否更為明顯，以及Fed能否及時降息，此將影響信用利差的變化及信用債市報酬表現

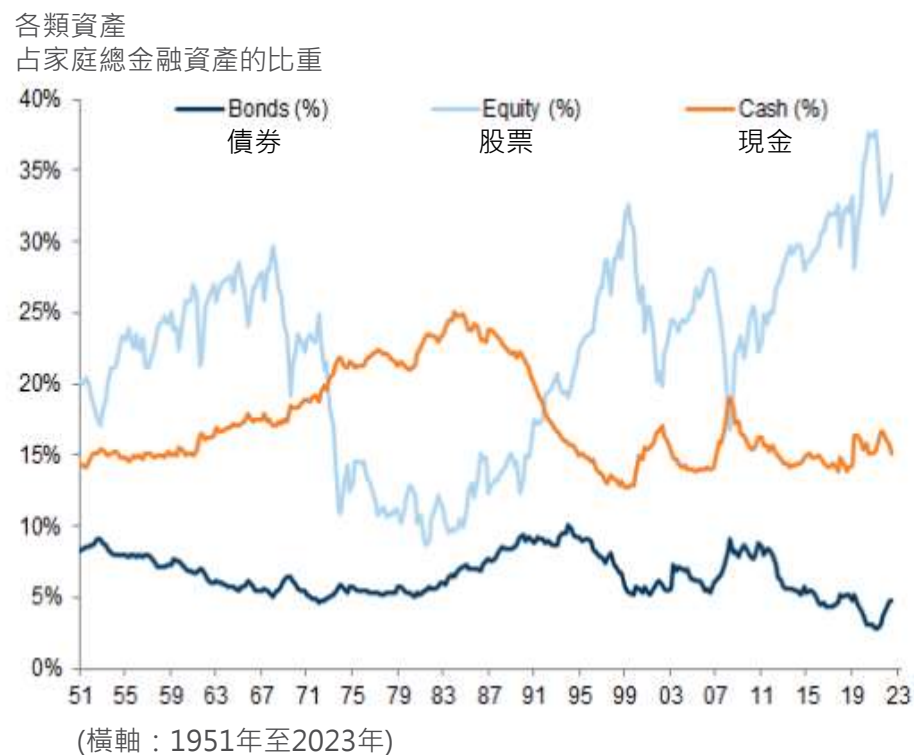
升息週期結束，資金重返債市

展開上升循環

Fed政策利率高點前後兩年的 債券基金資金流量



美國家庭資產配置情形



2024年金融市場的主要風險因素

Fed降息時間與速度是關鍵

- 風險一：高利率環境若維持太久，是否引發經濟衰退與金融風險事件
- 風險二：就業市場持續惡化，及民眾的超額儲蓄用盡後，消費無以為繼
- 風險三：Fed誤判情勢，過晚降息或不降息

【支撐股債市表現的主要因素】

民間資產負債表健康，限制了嚴重衰退風險；

2024年企業獲利成長加速，亦降低了高利率對股市的風險；

通膨已趨緩，若經濟衰退癥兆出現，Fed願意事先快速降息，有助經濟軟著陸

以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。

本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。本公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；本公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。基金投資涉及新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本基金得投資於大陸地區有價證券，其投資上限以基金信託契約及法令規定為準，投資人亦須留意大陸市場特定政治、經濟與市場等投資風險。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可向本公司及基金之銷售機構索取，或至公開資訊觀測站、境外基金資訊觀測站及本公司網站(<https://www.fhtrust.com.tw>)中查詢。

復華證券投資信託股份有限公司

10492台北市八德路二段308號8樓
8F, No. 308, Sec 2, Bade Rd., Taipei, Taiwan, R.O.C

0800-005-168

台北 T 886-2-8161-6800
桃園 T 886-3-316-8310

復華金管家



台中 T 886-4-2254-2788
高雄 T 886-7-535-7068