



# 全球資產配置策略 – “*The Hard Part is Over*”

2024年第1季

新加坡大華資產管理

1. 升息循環已經結束。基於我們對經濟前景感到樂觀以及適逢美國總統大選週期，預計 2024 年會有三次降息。
2. 2024 年的一個重要訊息是“最差的時期已經過去 - 2024 年將更適合投資”。通膨、升息、停滯型通膨以及經濟成長的不確定性風險都已降低。
3. 我們認為 2024 年不會出現經濟衰退 - 目前的經濟仍舊穩健，未來 12 個月內進入衰退期的機會不大。市場普遍認為目前景氣循環接近“末段”，從歷史經驗觀察，資產報酬仍可以期待。
4. 除服務行業外，歷經一年的庫存調整後，製造業和貿易將逐步復甦。
5. 預計股票和債券報酬都可以期待。股票將因雙位數獲利增長帶動股價上揚。固定收益將因高殖利率和資本利得所推動。建議增加配置股票以及固定收益獲得較高的夏普比率 (Sharpe Ratio, 衡量一個投資組合在承受1%的風險下，能得到多少報酬，夏普比率越高越好)。
6. 股票市場：對美國保持中性，預期亞洲市場和日本在 2024 年將表現優異；固定收益：信用、非投資等級債和大宗商品在2024年可望提供不錯的報酬。
7. 我們預期股票在 2024 年可以獲得高個位數報酬；固定收益資產除了殖利率吸引人外，從夏普比率的角度來說，固定收益資產則優於股票。

# 2024投資環境對比2023

相較於2023年，2024年會是個更合適的投資年份

## 1. 2023 年初市場由以下關鍵因素驅動:

- 硬著陸 vs 軟著陸
- 通膨是否能在避免衰退下改善

➤ 我們認為通膨會改善且不會像典型的衰退，這在今年底得到證實。

## 2. 2024年的經濟展望不確定風險似乎已經在下降

- 經濟學家討論經濟展望會軟著落 vs 硬著陸
- 經濟學家不再討論通膨是否會回落而是會回落多少
- 經濟學家不再討論還會升息幾碼而是會降息幾碼
- 經濟學家討論製造和貿易是否會反彈
- 分析師討論營收成長會多強勁

➤ 大華銀投信觀點：由製造業主導的復甦，將帶動企業營收成長。通膨會持續改善且利率已接近高峰，將是投資固定收益的良好時機。即便投資決策錯誤，在2024年僅會使報酬低於預期，並不會導致顯著的投資損失。

## 1

### 經濟擴張持續

- 我們認為全球經濟較大部分投資者預期**更為穩健**，通膨會於年底**緩慢改善**
- 預計除了服務外，商品也將於2024持續擴張
- 預計**2023** 營收持續放緩但不會陷入負成長，**2024** 成長更為強勁
- 從數據觀察，我們將進入金髮女孩的經濟型態（低通膨、低經濟成長）

## 2

### 貨幣政策

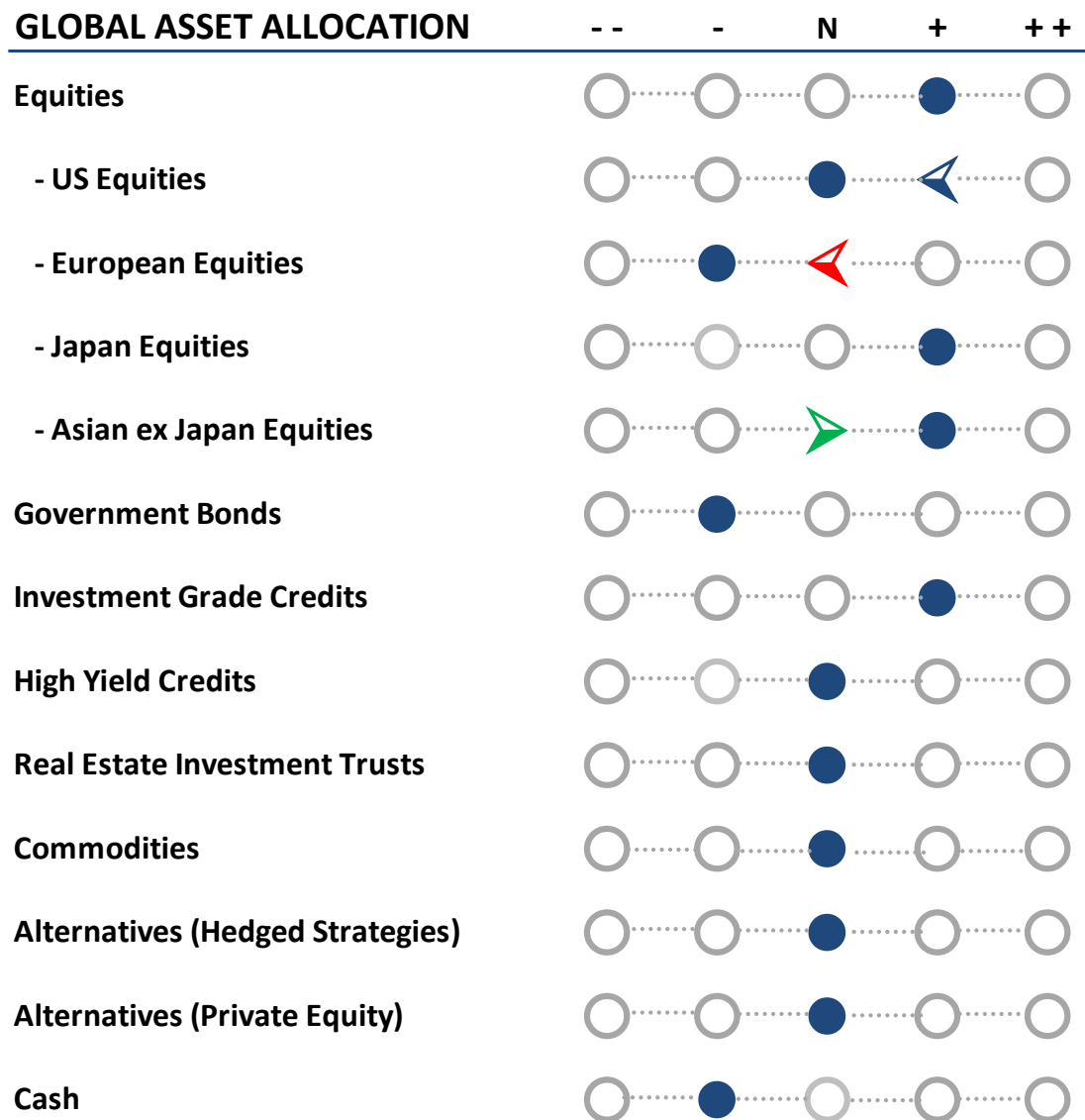
- 我們認為短期利率的高點應為5%
- 預估**2024** 將降息三碼，低於市場預期降息六碼

## 3

### Higher for Longer

- Higher for longer 環境下，我們預估長期殖利率目標區間**4.25%-5.0%**，本季並無調整區間上下緣，且預期美元進入盤整區間
- 基準利率範圍預估在 **4.5%-4.75%**

# 2024第一季度資產配置 – 看好亞洲股票、投資級債券



Source: UOBAM, 28 November 2023

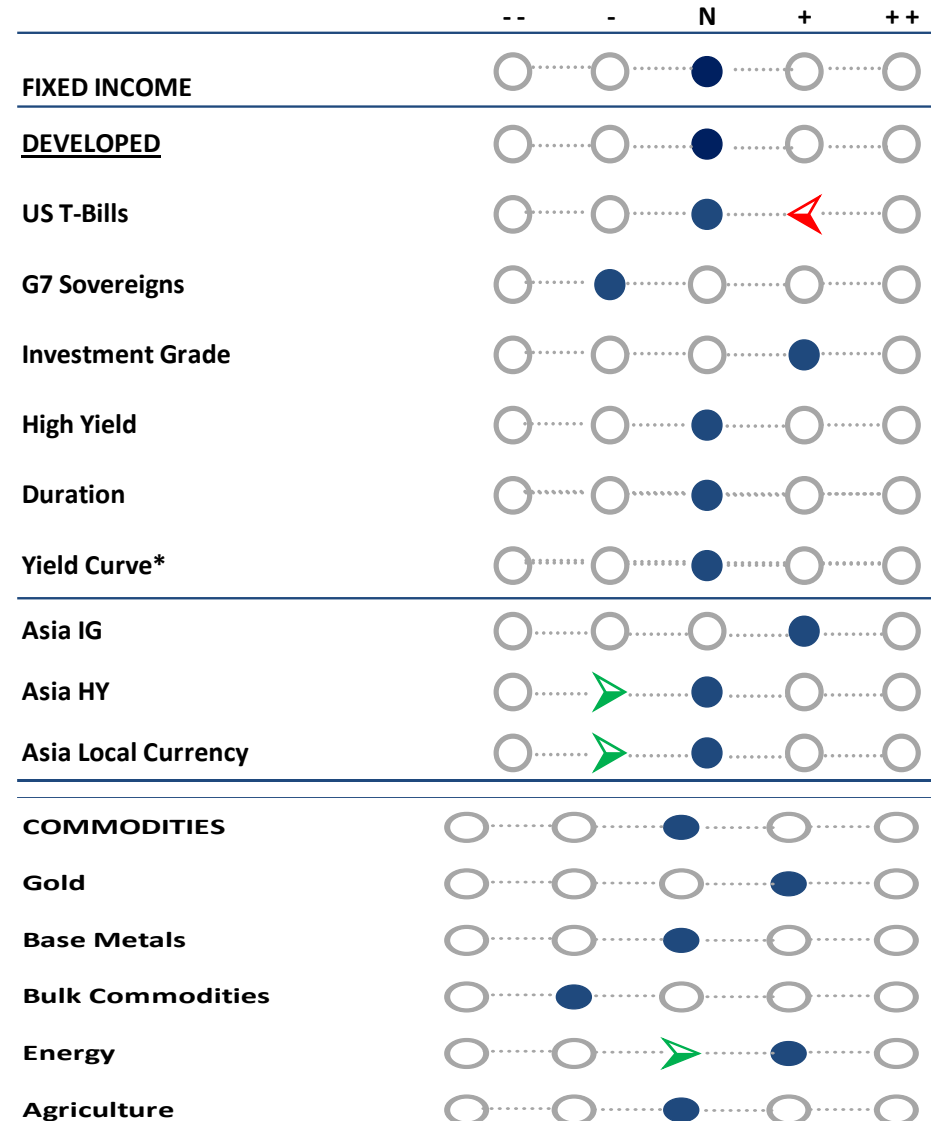
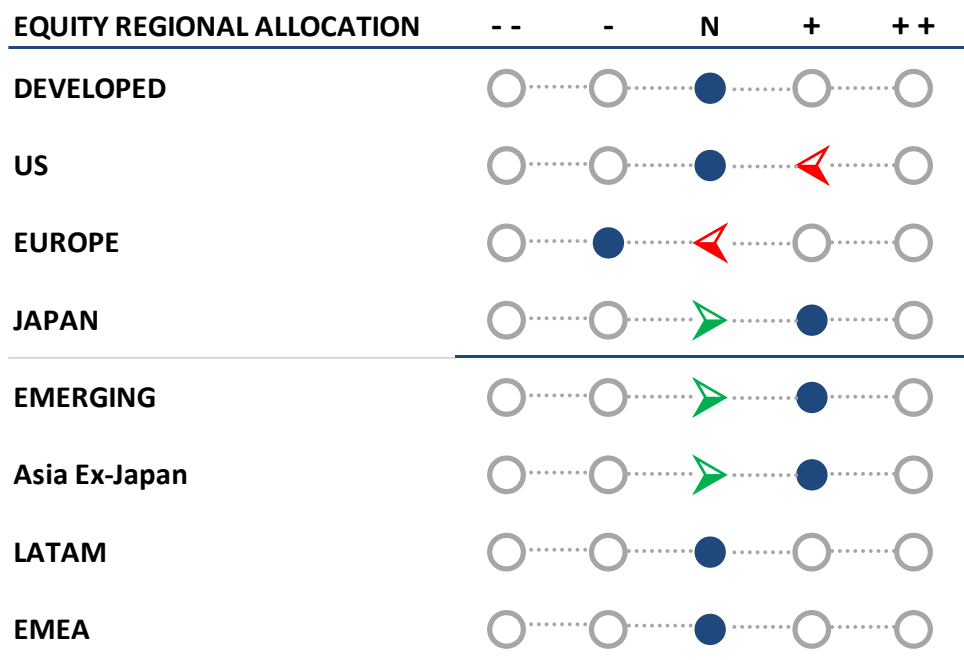
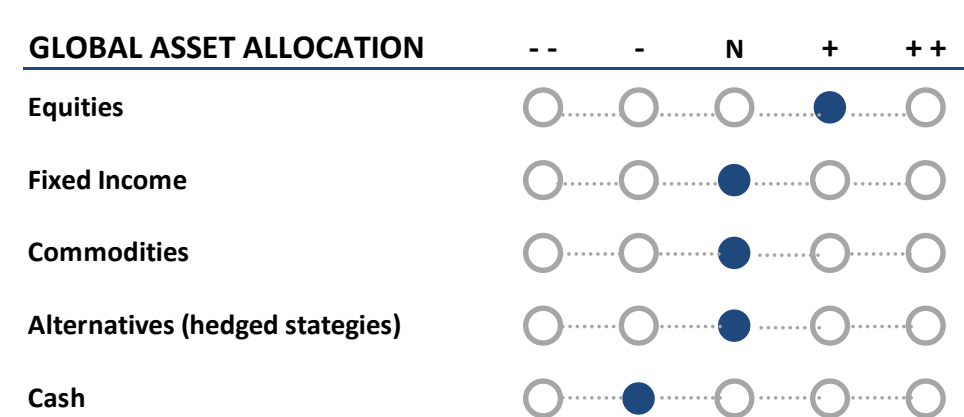
Note:

\*3-6 months horizon

The weights are relative to the appropriate benchmark(s).

'--' denotes maximum underweight, '-' slight underweight, 'N' neutral, '+' slight overweight, '+ +' maximum overweight; arrows show change from last quarter.

# 2024第一季度資產配置 – 看好亞洲股票、投資級債券

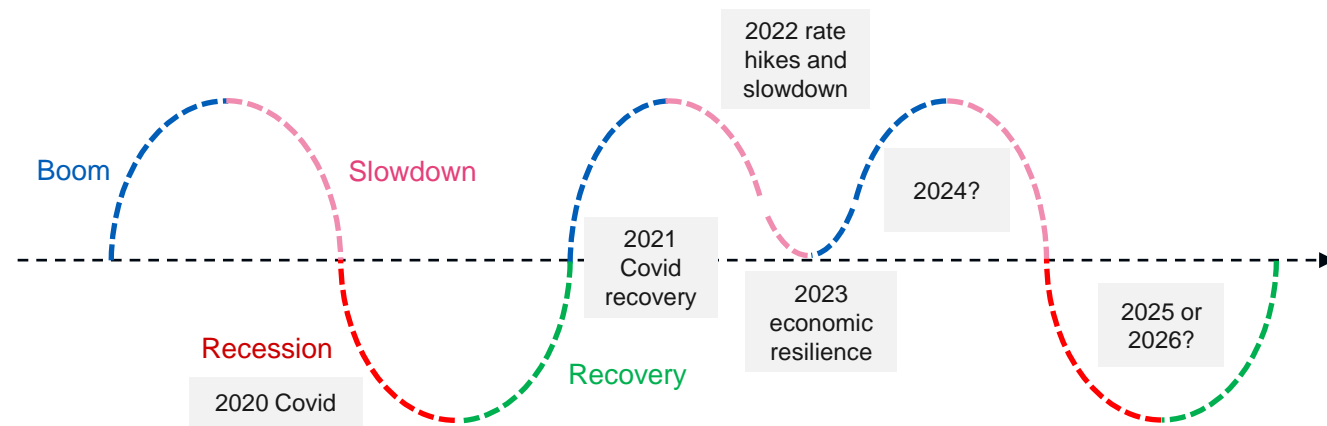
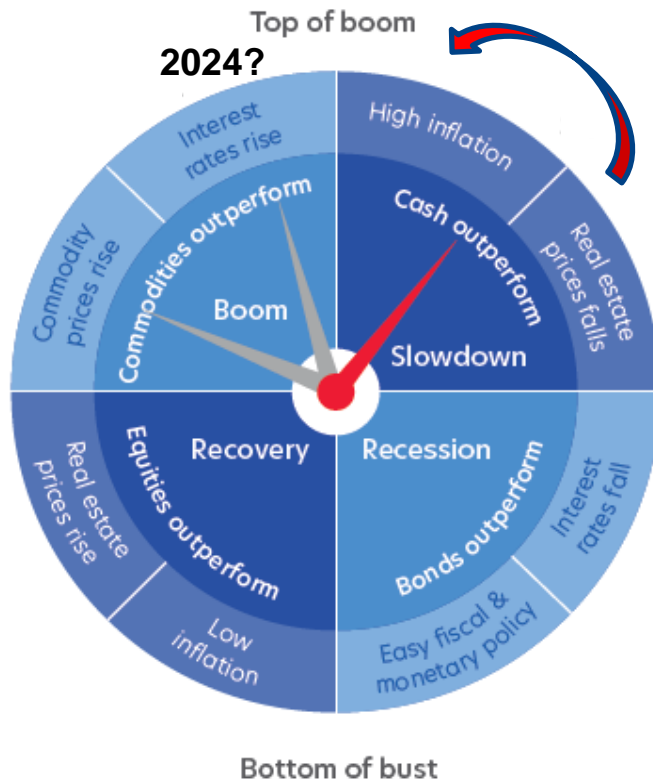


Source: UOBAM, 28 November 2023

# 景氣及投資循環

# 美國和全球經濟似乎未進入衰退，經濟仍溫和擴張

UOBAM Investment Clock





# GDP 成長預估 – 2024年GDP成長預期上修但增速放緩

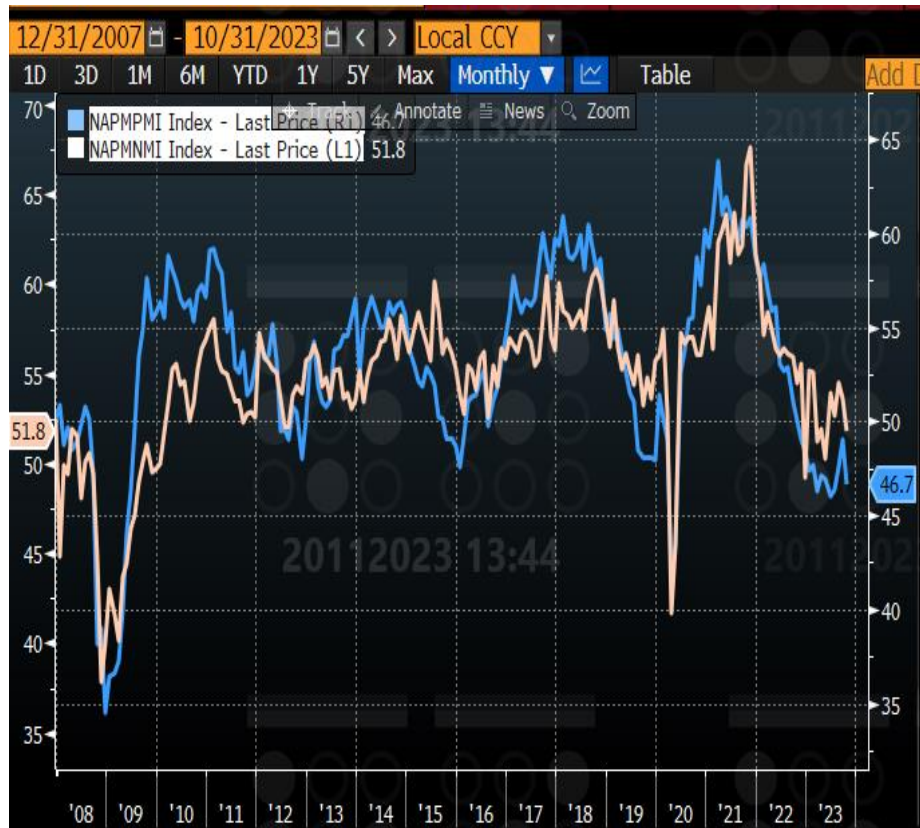
## 市場預估實質 GDP 成長 (%)

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Global	2.8	-2.8	6.3	3.5	2.8	2.6
United States	2.5	-2.2	5.8	1.9	2.3	1.0
Eurozone	1.6	-6.1	5.9	3.4	0.5	0.7
Japan	-0.4	-4.3	2.4	0.9	1.8	1.0
Asia ex. Japan	5.3	1.3	5.9	4.0	4.6	4.6
China	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.5

- Previous 2023 forecasts: Global 2.8, US 2.1, Asia 4.4, China 5.0

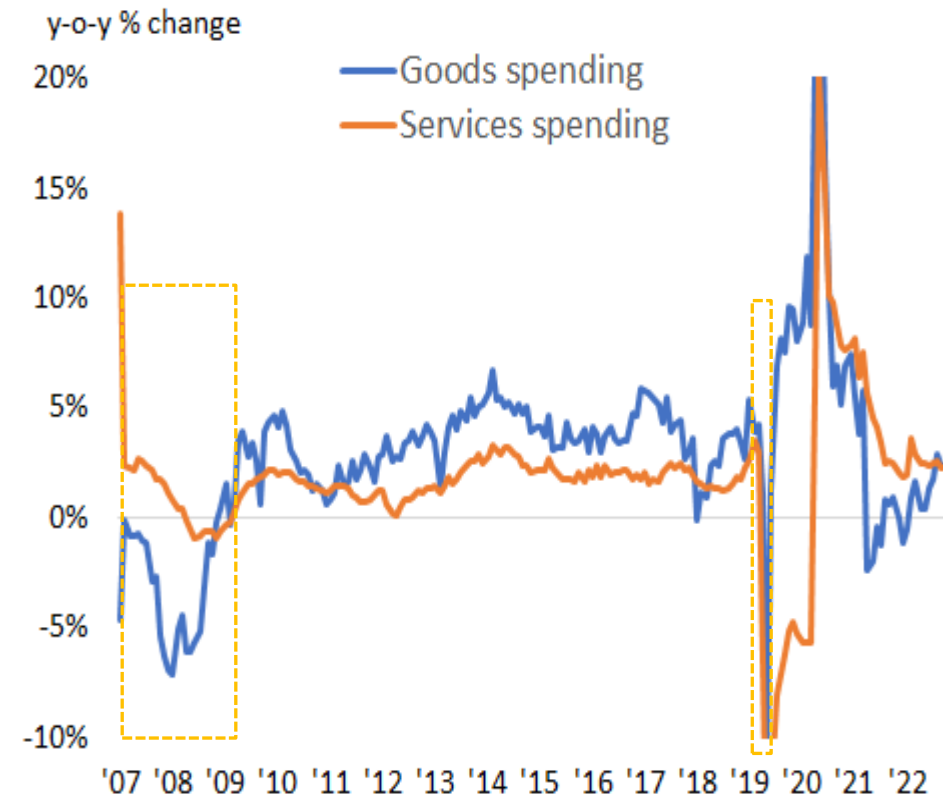
# 美國消費持續支撐全球經濟

ISM 服務業 PMI 持續擴張，走勢和 ISM 製造業 PMI 背離



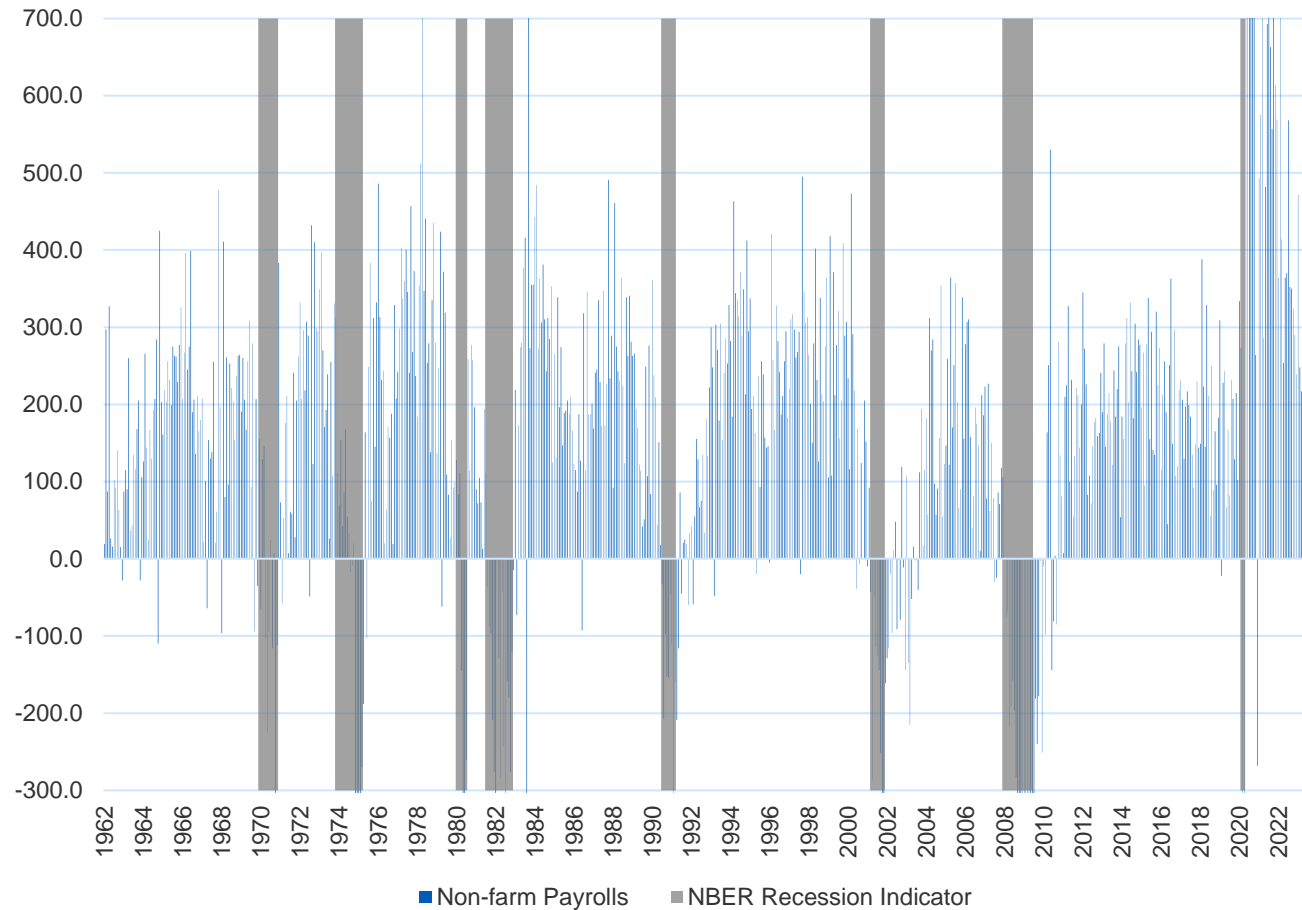
Source: UOBAM, November 2023 | PMI = Purchasing Managers Index

服務消費穩健，商品消費持續復甦



Source: UOBAM, BEA

# 就業成長維持強勁，短期走向衰退機率低

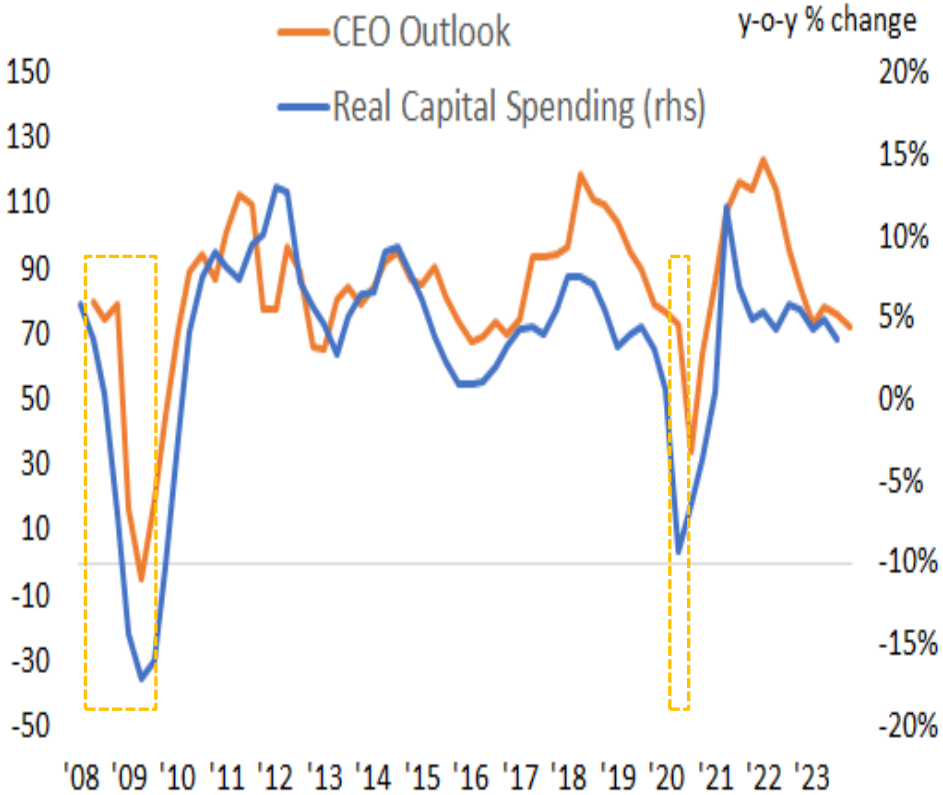


Source: UOBAM, FRED

Recession start dates based on NBER	NFP at start of recession	No. of months with NFP<50k during 6 months before recession	No. of months with NFP<50k during 12 months before recession
Dec 1969	155	2	2
Dec 1973	111	1	1
Jan 1980	128	1	2
Jul 1990	-33	2	3
Mar 2001	-43	2	4
Dec 2007	106	2	2
Feb 2020	273	0	1
Oct 2023	150	0	0

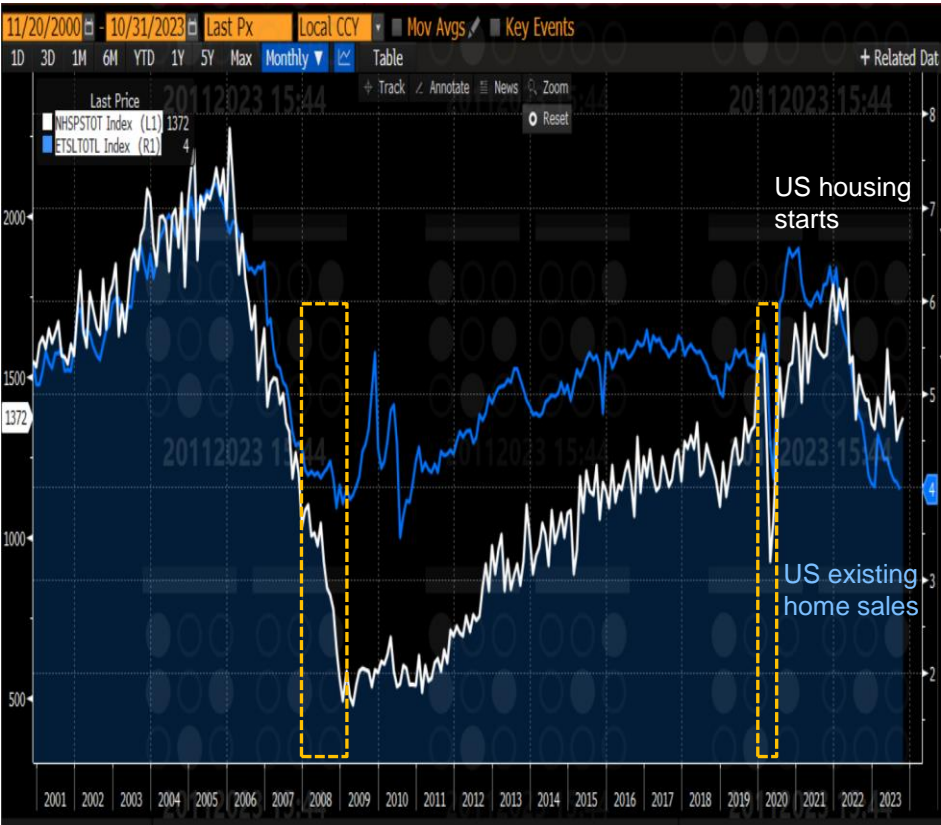
# 商業和住房投資保持成長

企業的實質資本支出仍保持正成長，符合軟著陸的調查數據

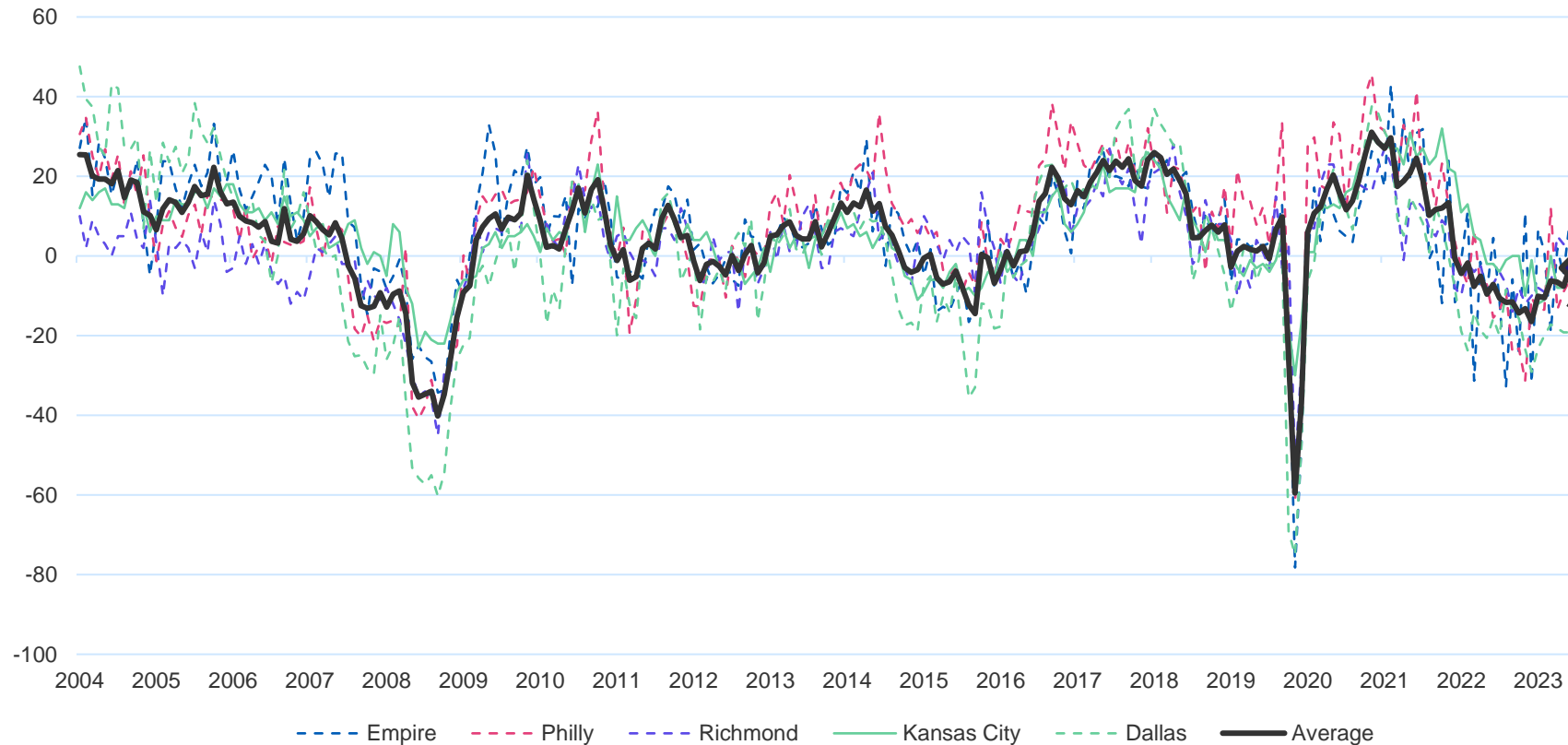


Source: UOBAM, FRED

美國房市在高利率環境下放緩但整體意外穩健

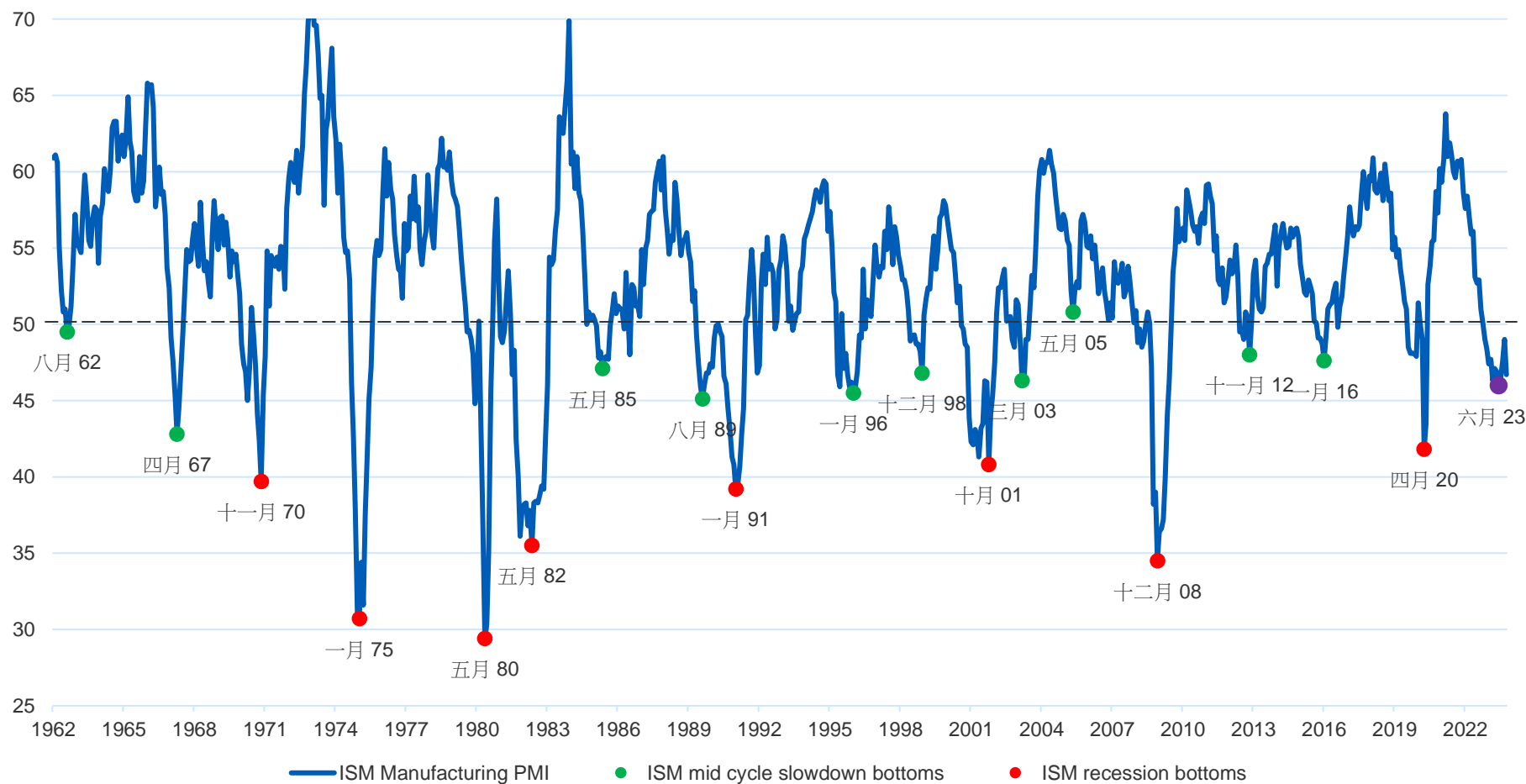


# 製造業指數的初步跡象表明美國製造業 PMI 可能出現反彈



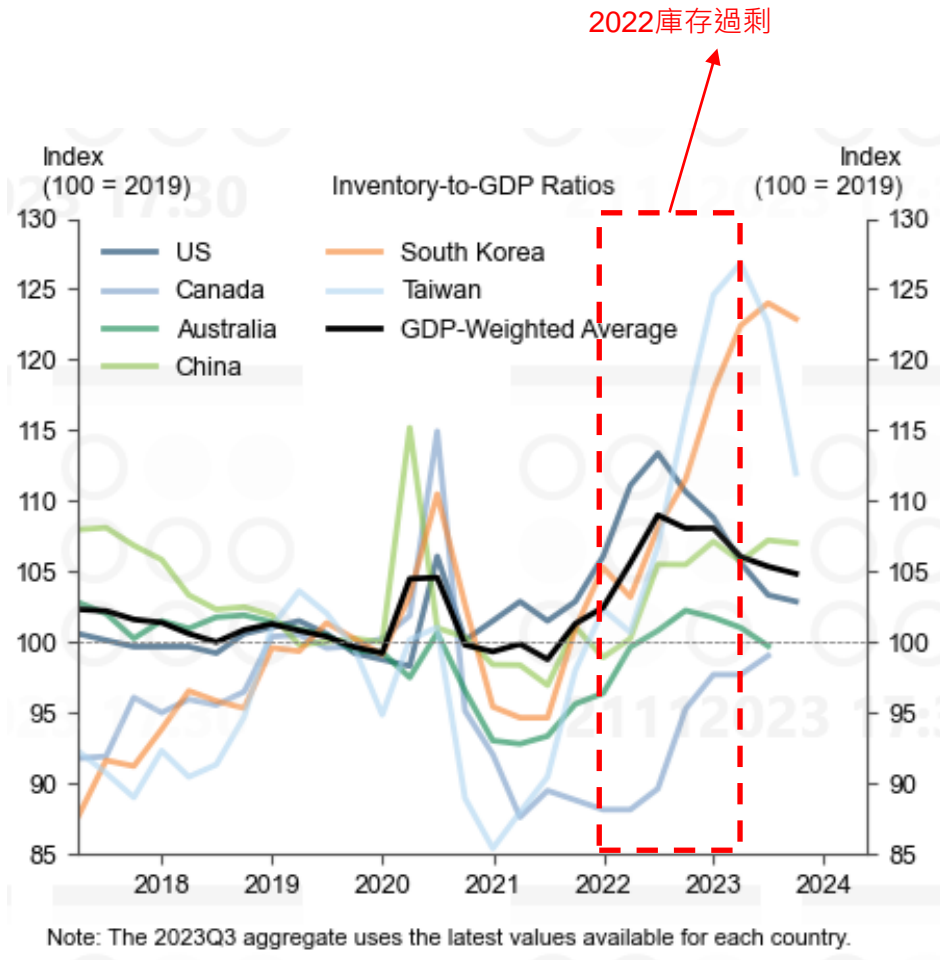
2023 11 月數據顯示 Empire, Philly, Kansas City 製造業調查有所改善，其他地區尚未公布報告。

# 若製造業復甦腳步站穩，那2023年就是期中循環的低谷，明年可望重返擴張軌道



Source: UOBAM, Bloomberg

# 商品及製造業反彈能支撐國際貿易及亞洲市場



Source: UOBAM, GS Research, MRB

# 2024 盈餘成長更加穩健

Regions	EPS Growth (YoY%)		PER		DVD YLD	PBR		ROE	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2023E	2024E	2023E	2024E
US	1.0	11.3	20.8	18.6	1.5	4.2	3.8	20.1	20.3
Europe	3.2	5.9	12.8	12.1	3.6	1.8	1.7	14.2	14.1
Japan	6.8	8.1	15.6	14.4	2.2	1.4	1.3	9.2	9.2
Asia Ex Japan	-7.6	21.0	14.6	12.1	2.6	1.5	1.4	10.0	11.2
China	6.3	15.0	10.9	9.5	2.4	1.2	1.1	11.0	11.6

Based on Calendar Year

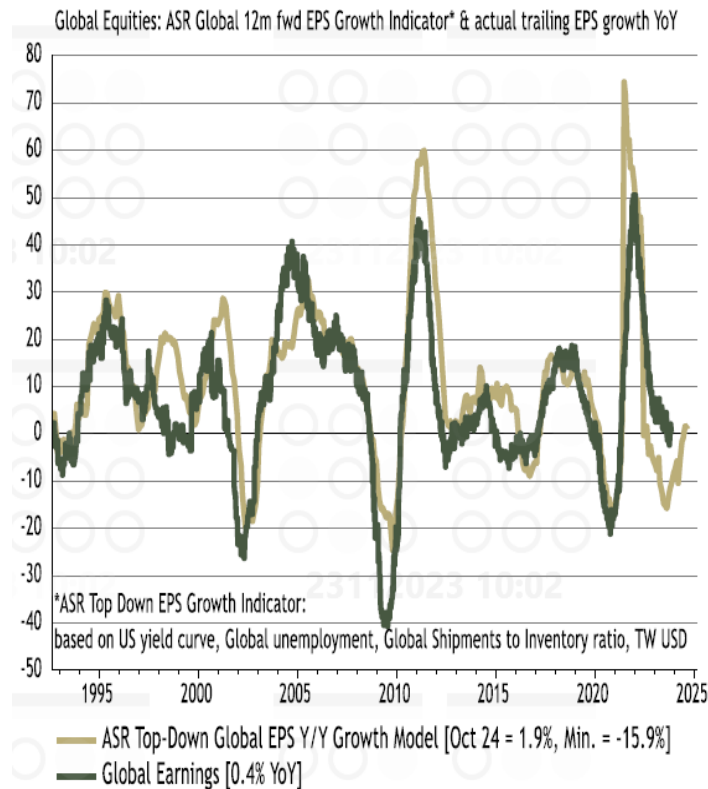


# 我們預期，2024年企業盈餘可望出現高個位數的成長

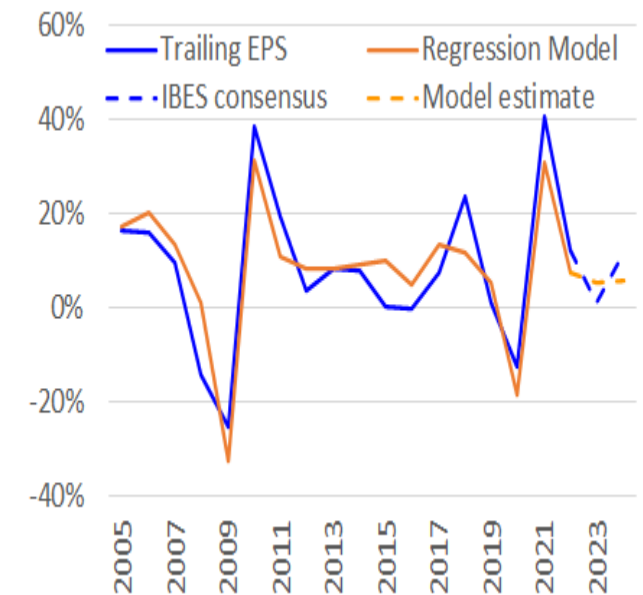
	Consensus Estimate	Likely Scenario	Commentary
Revenue Per Share Contribution to EPS growth	5.1%	6.0%	Assume nominal GDP growth at 4% and usual 1.5x multiplier
Revenue per share	1,876	1,891	
<b>(1) Difference in Revenue Per Share assumed</b>		<b>16</b>	
Operating Profit Margin Assumed	16.8%	15.0%	Assume avg of 2021 and 2022 levels
<b>(2) Difference in Op Profit Per Share assumed</b>		<b>-33</b>	
Int and Tax exp % of EBIT	22.3%	18%	2023 YTD is still at 10.4%
<b>(3) Difference in Int and Tax Exp Per Share assumed</b>		<b>14</b>	
<b>Assumed EPS in 2024</b>	<b>244.45</b>	<b>240.35</b>	
<b>EPS growth (2024e)</b>	<b>10.6%</b>	<b>8.8%</b>	

Source: UOBAM, Bloomberg, ASR

## ASR Top-Down Global Earnings Model



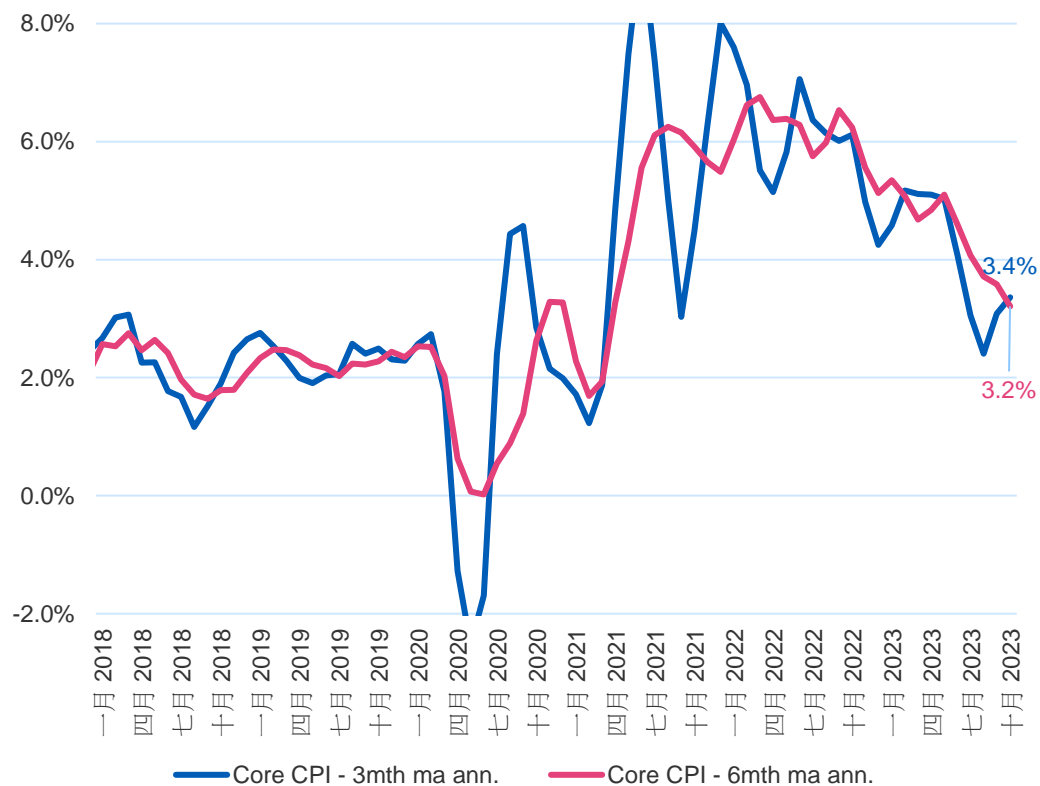
S&P EPS growth	'23	'24
Consensus	0.9%	11.6%
Model estimate	5.1%	5.9% *



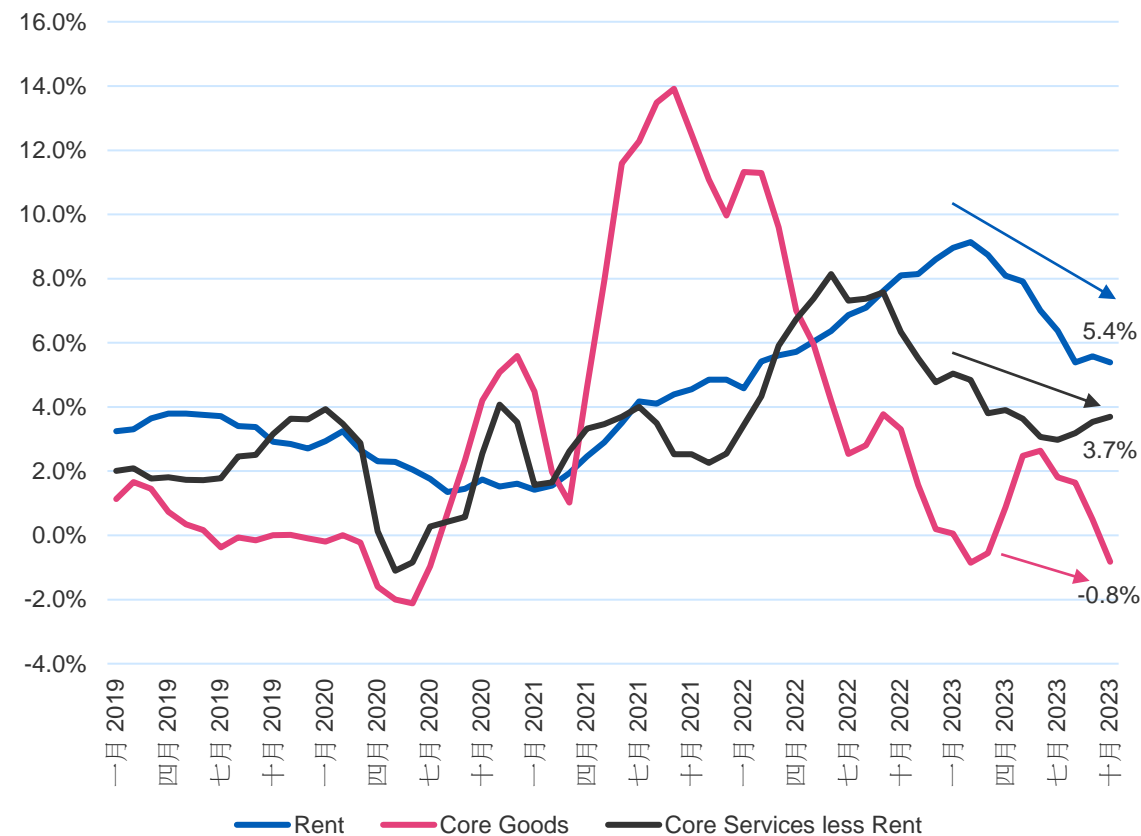
\* Assumes US real GDP growth of 1%, and global trade growth of 3.3% in 2024

# 物價方面，隨房租及核心服務價格下滑，核心通膨走勢下行

核心 CPI



6mth MA, annualized



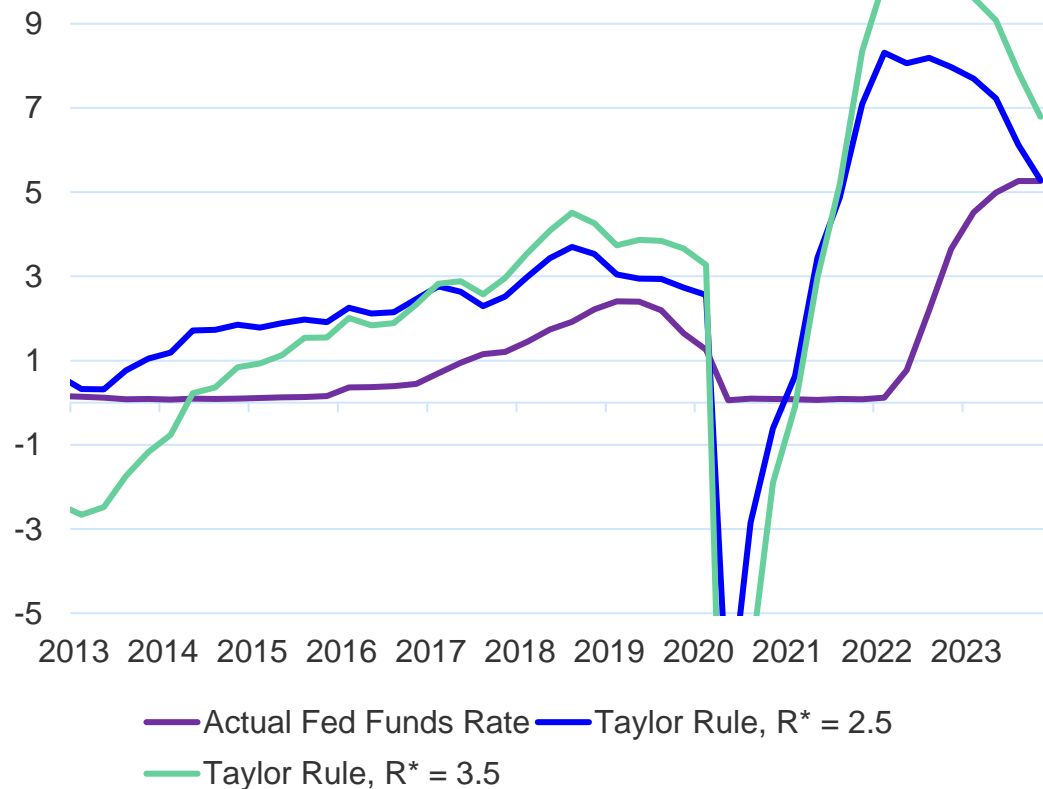
Source: Bloomberg, UOBAM

# 我們預計2024通膨持續下滑，提供聯準會更多政策空間

	權重	Sep-23	1991-2006 avg	Overshoot/ Undershoot Contribution vs 1991- 2006 avg	2024年底預期		動能
					Low	High	
核心商品	26%	0.1%	-0.1%	0.1%	-0.3%	0.3%	- 汽車價格在庫存正常化及高利率抑制需求下，價格呈現下行 - 棉花價格下降帶動衣物價格正常化
房租	17%	7.2%	3.0%	0.7%	3.8%	4.3%	- 房租指數年增接近2%，預期通膨持續滑落
房租外服務	57%	4.3%	3.0%	0.7%	3.3%	3.8%	- 薪資成長隨著勞參率回落，預計2024年隨勞動市場放緩進一步下滑 - 食物價格回穩 - 旅遊相關公司議價能力提升，價格更加正常化 (住宿、娛樂)
核心 PCE		3.7%	2.1%		2.4%	2.9%	

# 依據泰勒法則，美國政策利率須維持4.5%-5.0%，預計至明年底將有2-3碼的降息空間

實質聯邦基準利率和泰勒法則指示  
%, 季度平均



Source: Atlanta Fed, UOBAM assumptions for  $R^*$ . Note that  $R^*$  is based on nominal interest rate

## Taylor Rule, $R^* = 2.5$ (FOMC Median)

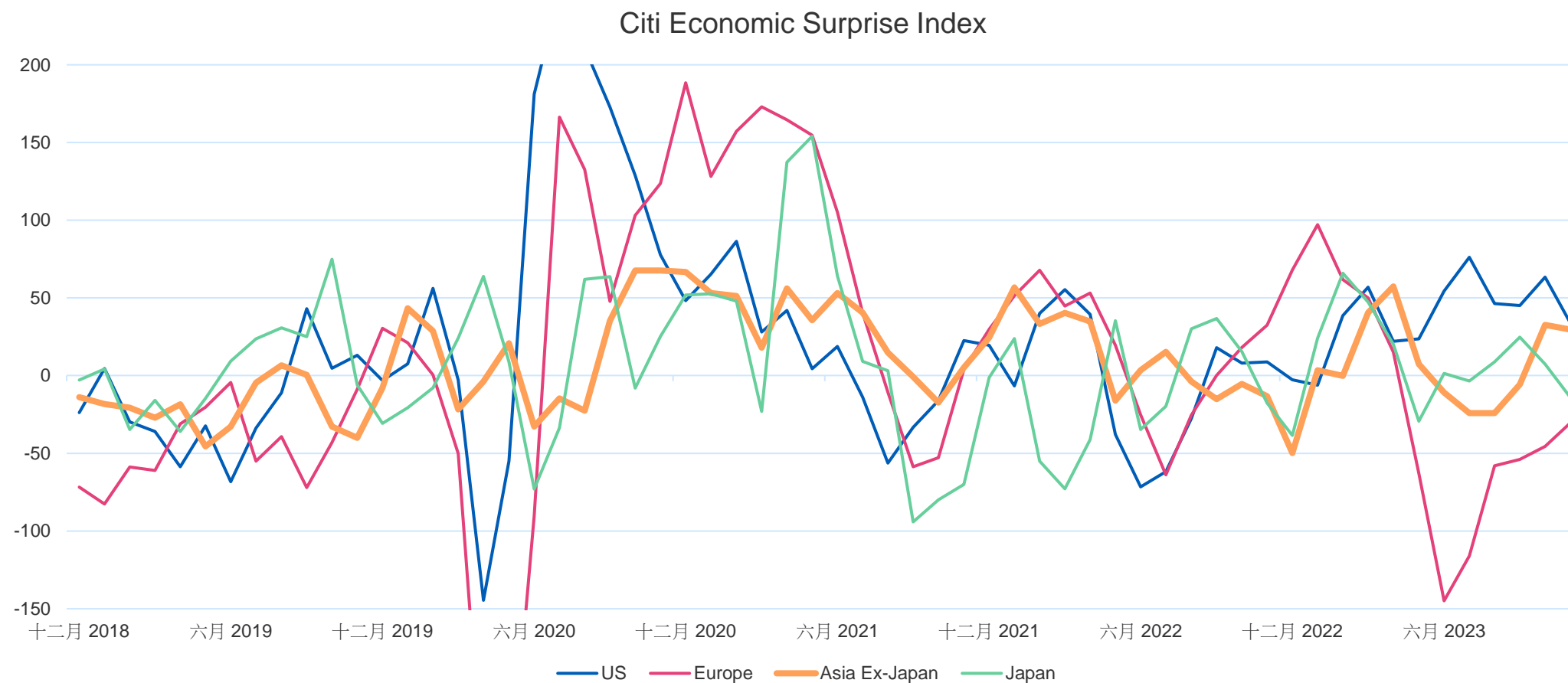
		Unemployment Rate (end-2024)					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%
Core PCE (end-2024)	1.5%	3.15	2.65	2.15	1.65	1.15	0.65
	2.0%	3.9	3.4	2.9	2.4	1.9	1.4
	2.5%	4.65	4.15	3.65	3.15	2.65	2.15
	3.0%	5.4	4.9	4.4	3.9	3.4	2.9
	3.5%	6.15	5.65	5.15	4.65	4.15	3.65
	4.0%	6.9	6.4	5.9	5.4	4.9	4.4

## Taylor Rule, $R^* = 3.5$ (+1% buffer)

		Unemployment Rate (end-2024)					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%
Core PCE (end-2024)	1.5%	4.15	3.65	3.15	2.65	2.15	1.65
	2.0%	4.9	4.4	3.9	3.4	2.9	2.4
	2.5%	5.65	5.15	4.65	4.15	3.65	3.15
	3.0%	6.4	5.9	5.4	4.9	4.4	3.9
	3.5%	7.15	6.65	6.15	5.65	5.15	4.65
	4.0%	7.9	7.4	6.9	6.4	5.9	5.4

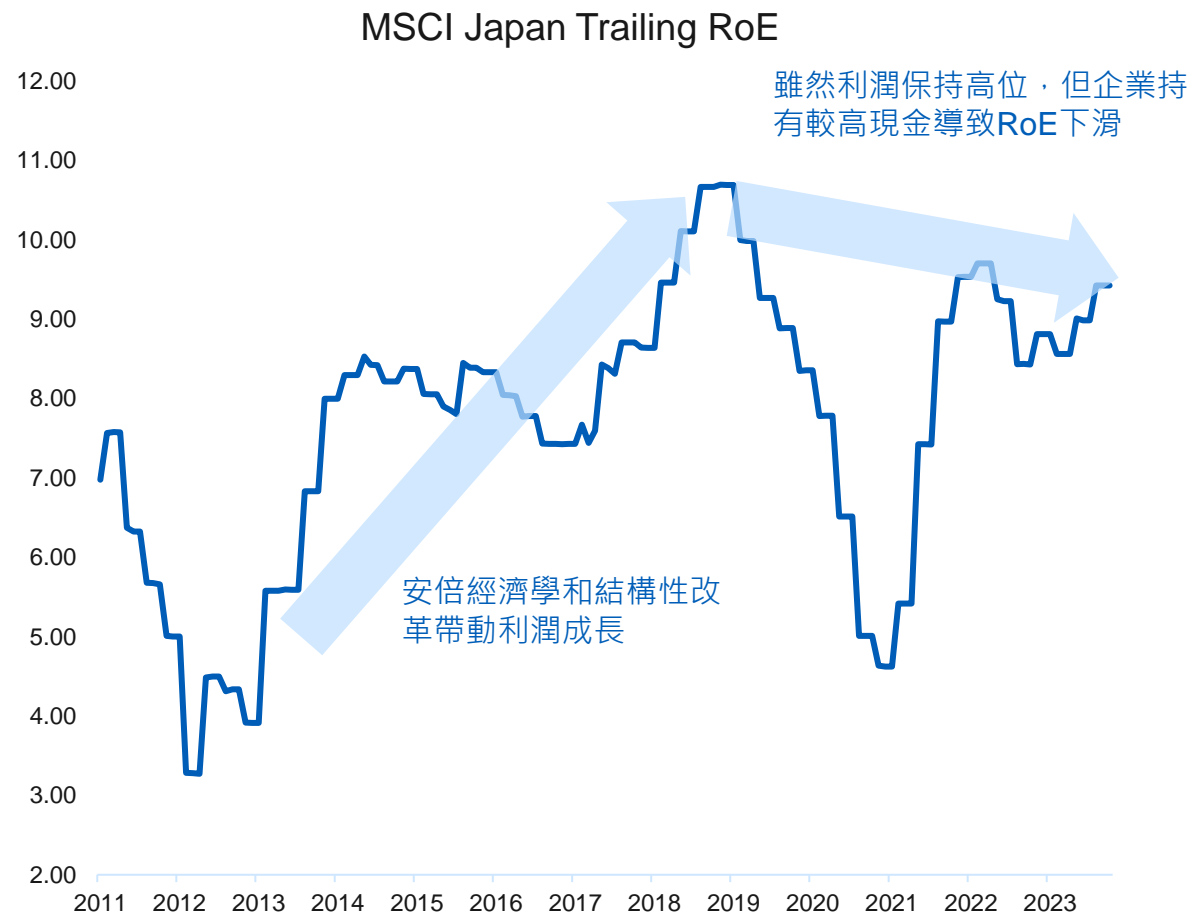
4.5-5.0% 區間  
為合理的聯準  
會基準利率

# 亞洲市場（日本除外）近期經濟回溫，隨全球貿易持續復甦， 2024年亞洲市場有機會提供不錯的報酬

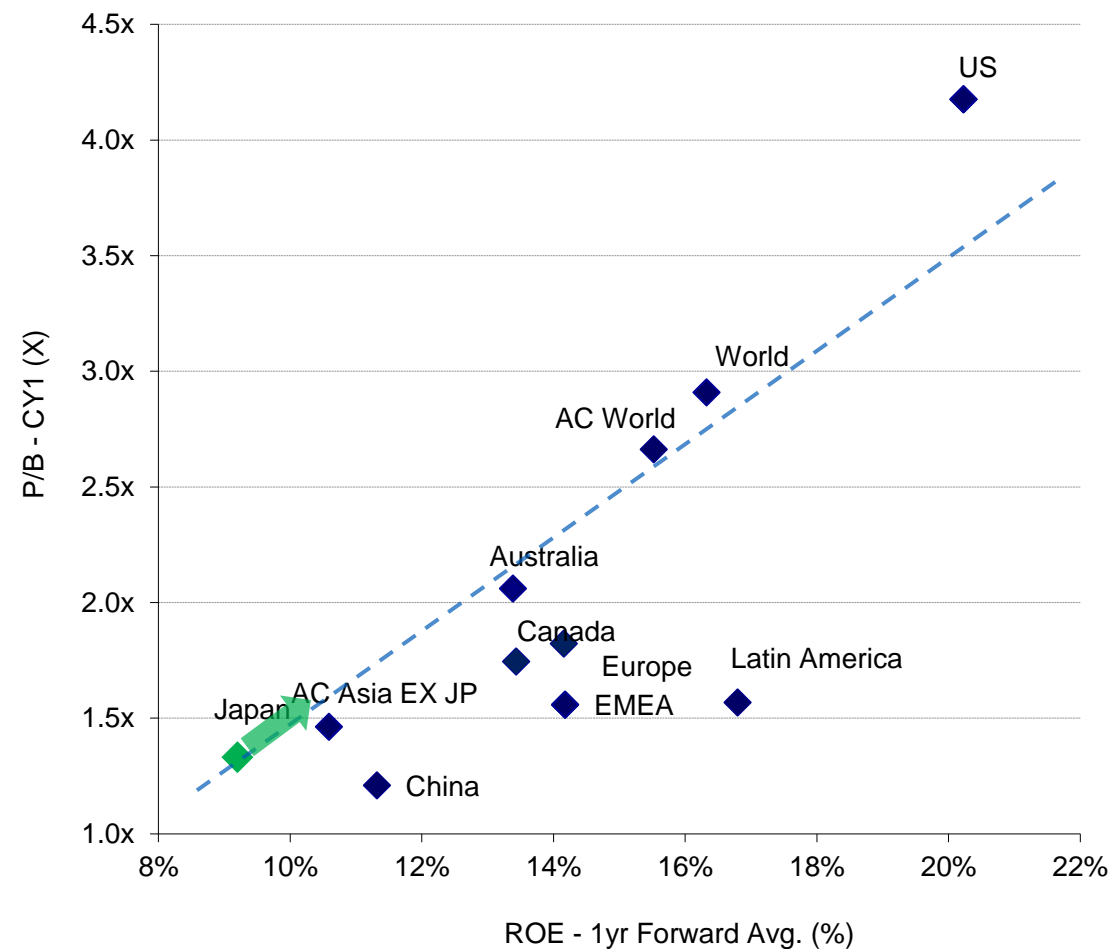


Source: UOBAM, Bloomberg

# 日股持續性的結構性改革取得初步成效，預期市場將重新評價、RoE成長可期



Source: UOBAM, Bloomberg



# Higher for Longer 的利率環境

## 何謂 Higher for Longer?

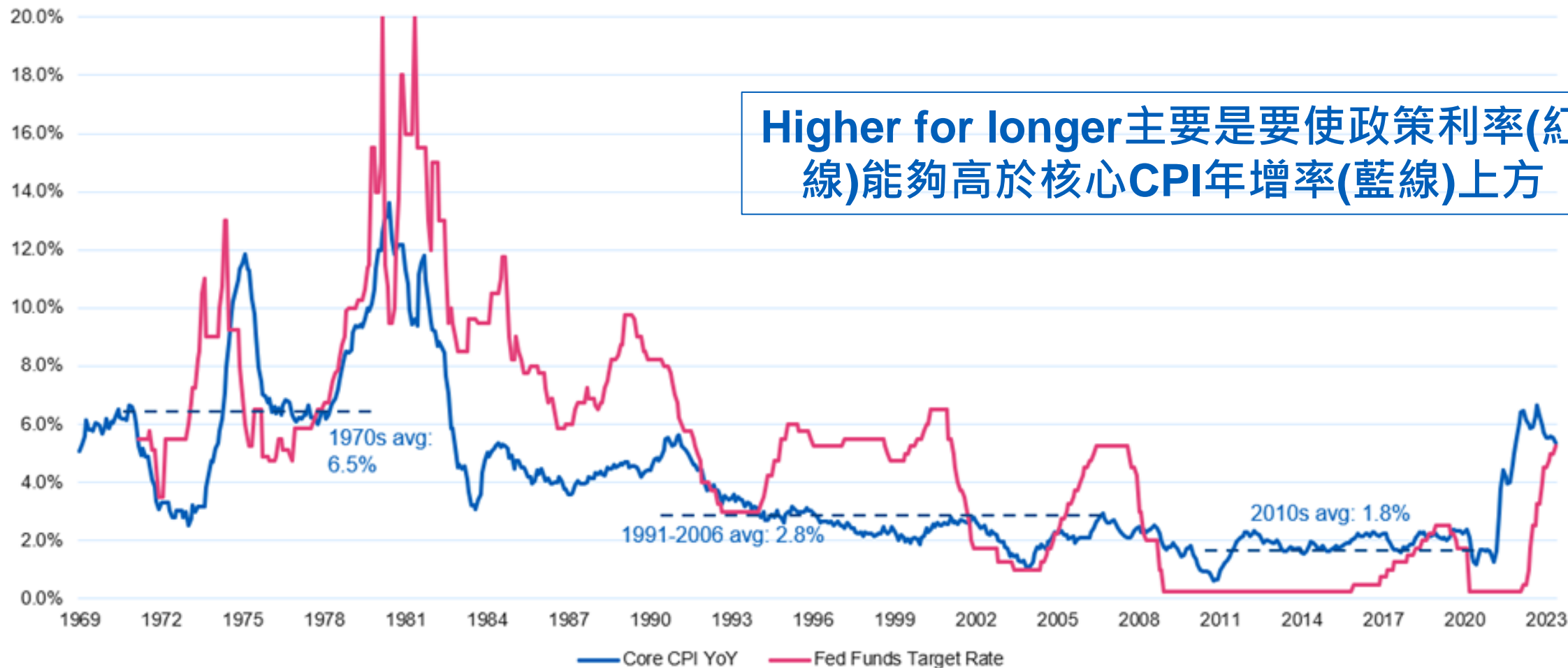
- 從歷史經驗來看，在 2008 年至 2021 年期間，成熟市場經濟體以及許多新興市場經濟體見證了通膨和利率雙雙下降至非常低的現象。
- 我們認為有充分的證據顯示未來十年將脫離長期低通膨的趨勢，投資人需要重新適應高通膨和高利率的環境。
- 從經濟學角度來看，**Higher for longer** 指的是經濟進入一個高通膨率的時期。
- 實際上，由於各國央行都有制定通膨政策目標，以致需要更高的市場利率來抑制通膨率，進而使通膨率得以更往政策目標靠攏；最終，**Higher for longer** 隱含的是市場利率可能將長期維持高檔，且通膨不會高於目標水平，而不單指經濟進入高通膨環境而已。



# 長時間高利率環境不一定代表通膨維持高檔，而是需要更高的利率水平來抑制通膨

### Core CPI YoY vs Fed Funds Target Rate

Higher for longer 主要是要使政策利率(紅線)能夠高於核心CPI年增率(藍線)上方



## 未來十年通膨的關鍵驅動因素是什麼

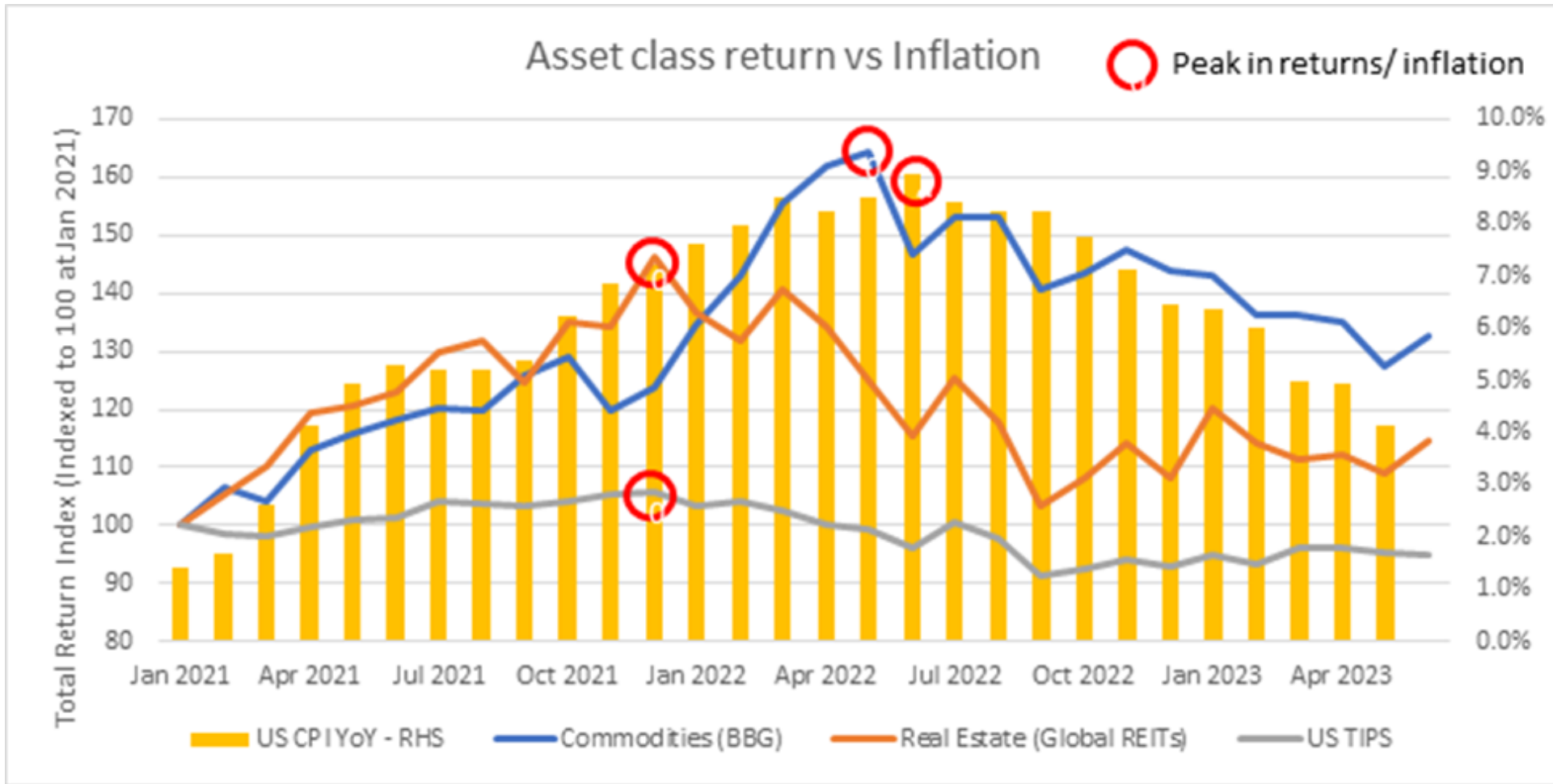
- 首先，過去十年的低通膨環境部分受到了 2008 年金融危機後長期去槓桿的影響，數據顯示這個情況已經結束
- **去全球化**正在消除過去全球化趨勢帶來的比較利益優勢，帶動商品及服務成本上升
- **氣候變遷**下須花費更高昂的成本投資能源及碳權相關政策，推升能源成本
- **和平紅利已經結束**，地緣政治風險升高，大多國家為提高備戰需求，需投入更多資金於國防來因應

## 在高利率時代，我們的投資策略建議

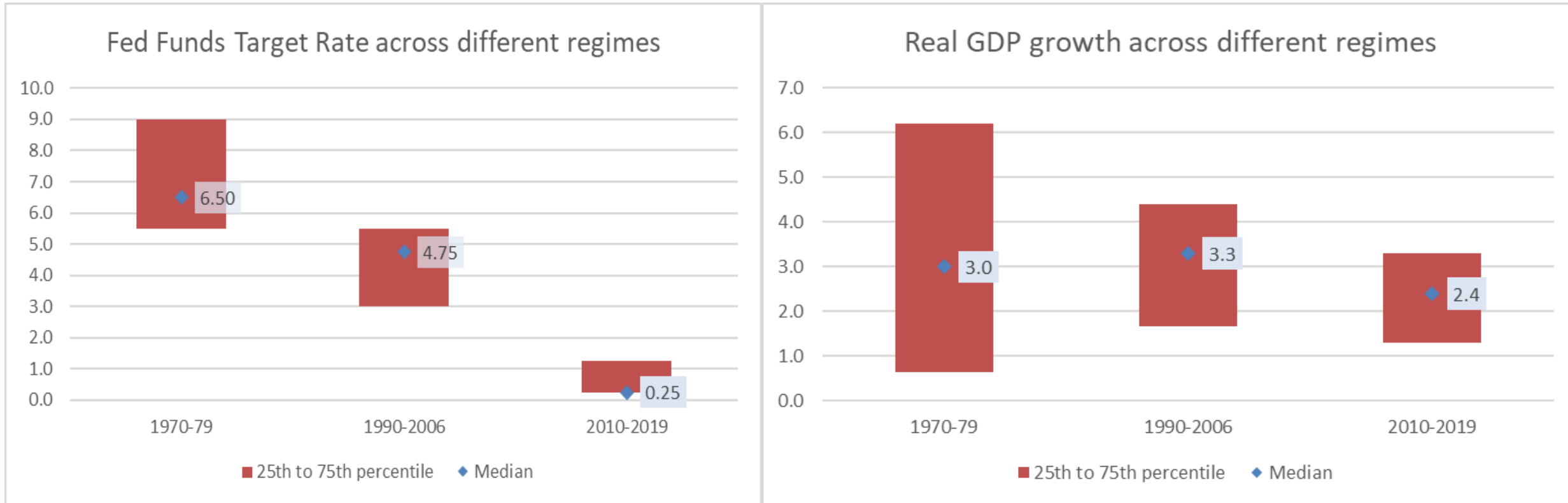
未來十年，我們建議在長期投資組合中擁有以下這些類型資產

- 房地產 – REITs 和其他房地產投資
- 商品 – 工業金屬、能源及農產品
- 美國抗通膨債券及浮動利率債券
- 股票 – 尤其是能源、醫療保健和必需性消費
- 黃金和其他稀缺金屬
- 短期債券

# 自2022年以來，商品與房地產的報酬率已見頂回落



# 從歷史經驗觀察，我們預期當前經濟環境將貼近於1990年-2006年



我們預期當前經濟環境最貼近於1990年-2006年：政策利率中位數維持4.75%、實質GDP成長率(中位數)維持3.3%的溫和增長；1970年代央行無法有效透過政策利率來引導通膨，導致低經濟成長以及疲弱的企業投資，但我們認為這個情境重現的機會不高

## 1970、1990年代 - 通膨避險資產表現皆優於2010年

Asset Class	1970-79	1990-2006	2010-2019	Data history
US Treasuries	6.3%	6.3%	2.5%	since 1972
US IG	4.9%	7.2%	3.7%	since 1976
S&P 500	-1.0%	10.9%	13.6%	since 1972
Commodities	35.3%	7.9%	-4.7%	since 1972
Global REITs	32.0% (1978-1980 data)	13.2%	11.6%	since 1978
Gold	34.7%	2.8%	3.3%	since 1972
US TIPS	#N/A	#N/A	3.4%	since 1997
US Cash	8.9% (1977-1980 data)	4.2%	0.5%	since 1977

# 總結

# 新加坡大華資產管理(UOBAM) 2024年第一季度展望

1. 升息循環已經結束。基於我們對經濟前景感到樂觀以及適逢美國總統大選週期，預計 2024 年會有三次降息。
2. 2024 年的一個重要訊息是“最差的時期已經過去 - 2024 年將更適合投資”。通膨、升息、停滯型通膨以及經濟成長的不確定性風險都已降低。
3. 我們認為 2024 年不會出現經濟衰退 - 目前的經濟仍舊穩健，未來 12 個月內進入衰退期的機會不大。市場普遍認為目前景氣循環接近“末段”，從歷史經驗觀察，資產報酬仍可以期待。
4. 除服務行業外，歷經一年的庫存調整後，製造業和貿易將逐步復甦。
5. 預計股票和債券報酬都可以期待。股票將因雙位數獲利增長帶動股價上揚。固定收益將因高殖利率和資本利得所推動。建議增加配置股票以及固定收益獲得較高的夏普比率。
6. 股票市場：對美國保持中性，預期亞洲市場和日本在 2024 年將表現優異；固定收益：信用、非投資等級債和大宗商品在2024年可望提供不錯的報酬。
7. 我們預期股票在 2024 年可以獲得高個位數報酬；固定收益資產除了殖利率吸引人外，從夏普比率的角度來說，固定收益資產則優於股票。



**警語:**

本網站之意見或資訊由大華銀投信提供，僅供參考。所有資訊於發佈當日確信為真，但不保證其正確性，資訊亦可能隨時變更，大華銀投信將不會另行通知。如有錯漏或疏失，大華銀投信公司及大華銀行集團(UOB)及其董監事與受僱人，不負任何法律責任。本報告純為研究性質，不代表對行情之預測或研判，投資人應自負風險。本公司發行之投信基金及代理之境外基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理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。本網站提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去的績效亦不代表未來績效之保證。有關基金應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢相關內容。

**由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故以非投資等級債券為訴求之基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。非投資等級債券基金及新興市場債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金及新興市場債券基金不宜占其投資組合過高之比重。**

投資於其他外幣計價的基金/債券，或要承擔匯率波動的風險。各基金因其不同之新台幣、新加坡幣或美元計價幣別，而有不同之投資報酬率。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。各相關配息時間依境外基金機構通知之實際配息日期為準。固定收益分配類型基金會定期將基金收益分配予投資人，投資人應當了解依其原始投資日期之不同，當該配息之金額已超過該基金之投資報酬時，其投資帳戶中之資產總值將有減少之可能。本網站所列個股名稱僅作為舉例說明，不代表任何金融商品之推介或投資建議。絕對報酬目標係指追求資本保護或特定年化報酬率為目標，惟並不保證保本或保證獲利。新興市場除有價格波動性較大及流動性較低之風險，其政治與經濟穩定度可能低於已開發國家，而使資產價值受不同程度之影響。

**【大華銀投信獨立經營管理】**

大華銀證券投資信託股份有限公司 | UOB Asset Management (Taiwan) Co. Ltd.  
10544 台北市民生東路三段109號16樓 | 16F No. 109 Minsheng East Road, Section 3 Taipei 10544, Taiwan, R.O.C.  
Tel (886) 2 2719 7005 Fax (886) 2 2545 6591 | 大華銀投信官網網址: [www.UOBAM.com.tw](http://www.UOBAM.com.tw)



**Right By You**