

# 2024年大選年的世界經濟和台灣經濟 ～「川普2.0」將會有何改變？～

Mizuho Research & Technologies

調查部

首席經濟分析師 武内 浩二

2024年6月

ともに挑む。ともに実る。



# 對日美貨幣政策之看法，使得美元升值、日圓貶值走勢持續

日銀審慎考慮升息

聯準會摸索降息，但時期延後

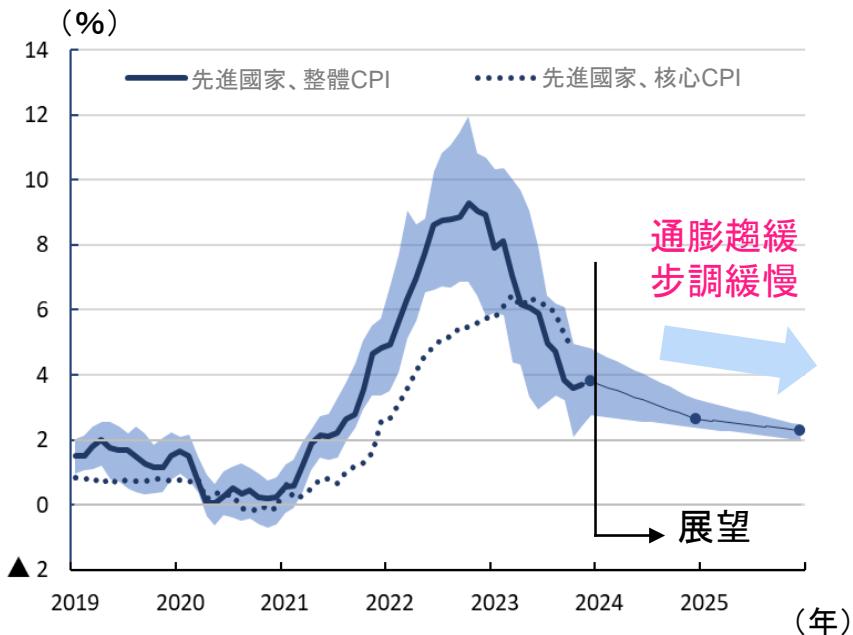


(出處)由Mizuho Research & Technologies製作(with ChatGPT)

# 2024年的世界觀：通膨後的世界、全球大選年

- 全球性通膨已見頂，歐美摸索降息，日本將解除負利率納入視野
  - 但通膨降溫步調緩慢，結構性通膨壓力尚在，仍殘存重燃風險
- 台灣總統大選後各國也陸續展開選舉，最受矚目的是秋天的美國總統大選
  - 選舉結果及對選舉的看法成為提高前景不確定性之要因

## 先進國家之通膨率



(註1)根據約30國的數據製作

(註2)折線為中位數、陰影為第一四分位數到第三分位數之分布

(註3)2023年10月為止為實績值，之後為連結各年底IMF展望之結果，尚無逐月數據

(出處)根據倫敦證交所、國際貨幣基金組織、經濟合作暨發展組織資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 2024年主要選舉

日程	主要選舉
1月	台灣總統大選
2月	印尼總統大選
3月	俄羅斯總統大選
4月	韓國大選
4～5月	印度議會選舉
6月	墨西哥總統大選
6月	歐洲議會選舉
9月	自由民主黨黨魁選舉
11月	美國總統大選
今年之內	南非大選
至隔年1月	英國議會大選

(出處)根據各種報導，由Mizuho Research & Technologies製作

# 本日焦點

## 1.世界經濟何去何從？

- 美國經濟穩健之理由及聯準會貨幣政策走向
- 半導體景氣與台灣經濟前景
- 日本薪資、物價動向與日銀貨幣政策走向

## 2.「川普2.0」會發生什麼？

- 假如川普當選總統…
- 對通膨、國際秩序、去碳等有何影響？
- 中期來看受美國世代交替之影響？

# 1.世界經濟何去何從？

～ 關注重點為美國之經濟、物價動向以及貨幣政策 ～

# 世界經濟:IMF上修2024年成長率。中期展望維持審慎觀點

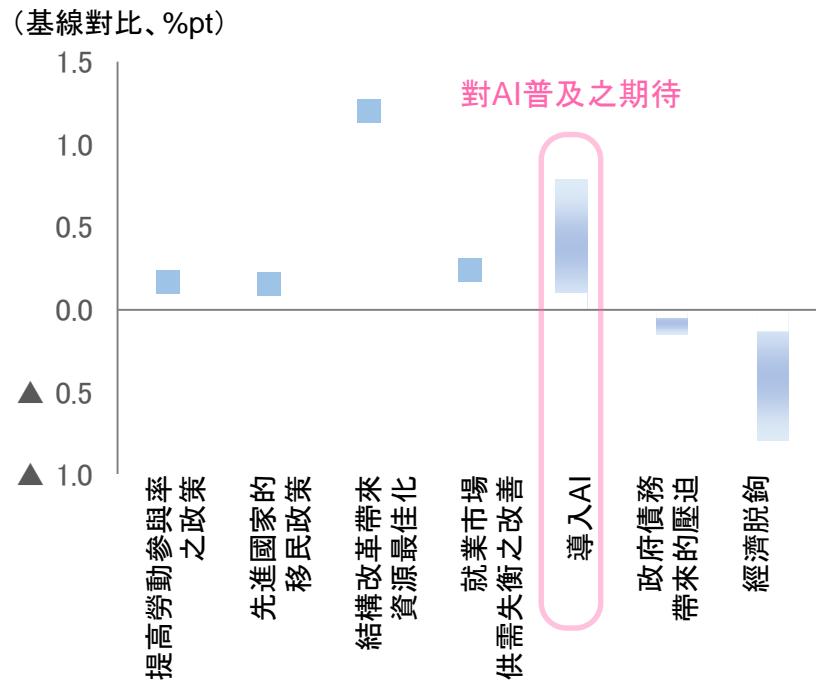
- IMF將2024年成長率上修為+3.2%。主因為美國、印度經濟的上揚
  - 美國2023年10到12月季度實績上揚，印度內需之穩健和生產年齡人口的增加
  - 未來走勢回落風險降低。主要風險要因有：①軍事對立激化導致商品價格高漲，②通膨和金融壓力長期化，③中國不動產不景氣之長期化及波及，④政府高水位債務迫使必須急遽抑制財政支出
- 中期展望維持審慎觀點。除了人口成長趨緩，經濟脫鉤及企業格差擴大亦為下壓因素
  - 另一方面也期待AI提高生產力的效果。在幾種作業的處理能力上，AI已然凌駕人類的能力

## 主要國家、地區之IMF世界經濟展望(2024年4月)

	維持穩健，但低於過去水準		
	2023	2024	2025
	IMF4月		
世界實質GDP成長率	3.2	3.2	3.2
美國	2.5	2.7	1.9
歐元圈	0.6	0.8	1.5
日本	1.9	0.9	1.0
中國	5.2	4.6	4.1
ASEAN5	4.2	4.7	4.4
印度	7.8	6.8	6.5

(出處)根據IMF資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 中期展望中政策効果的影響

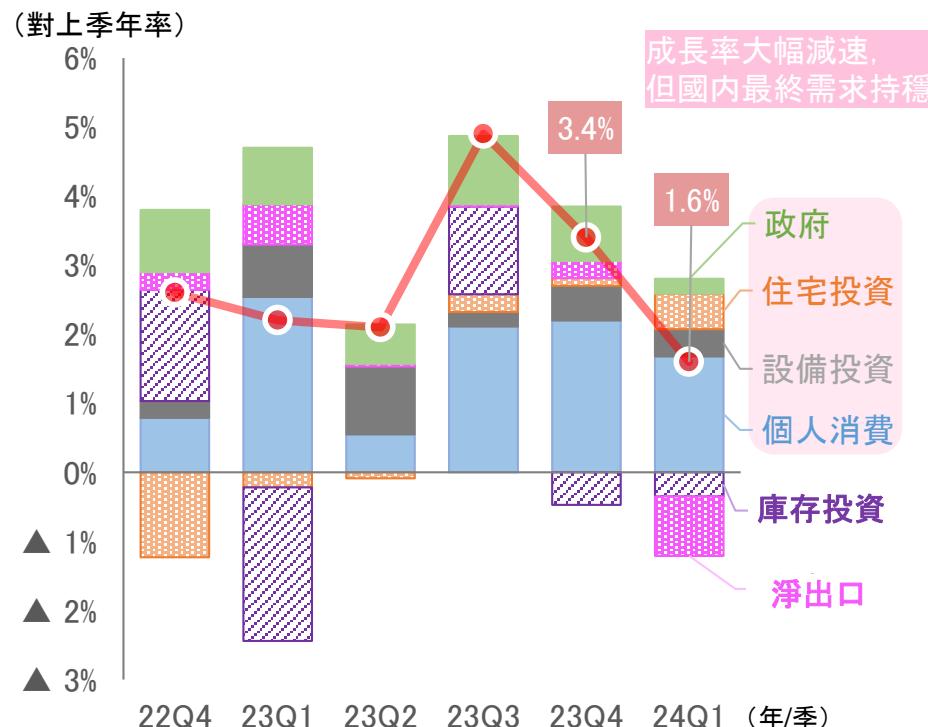


(出處)根據IMF資料，由Mizuho Research & Technologies製作

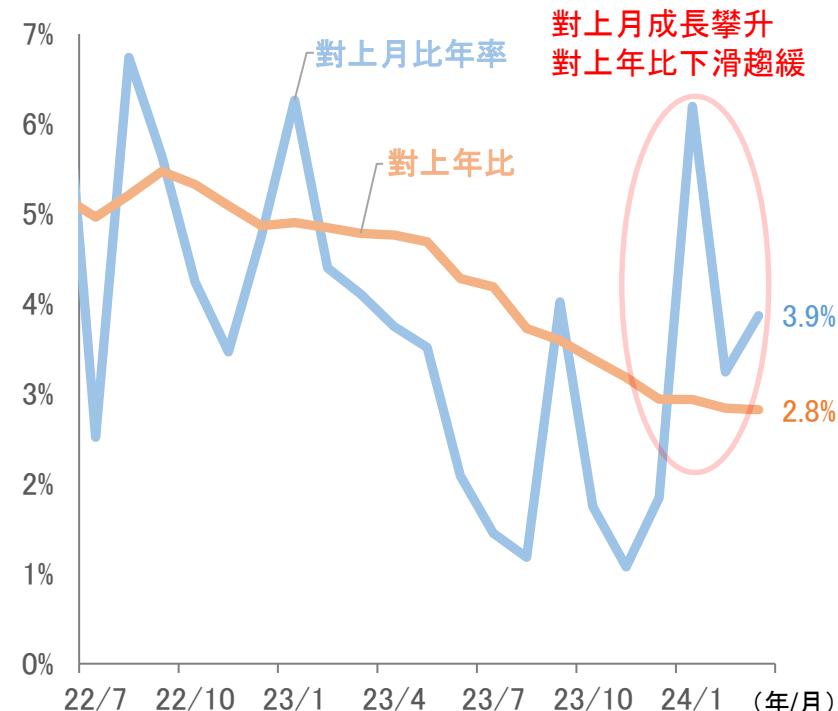
# 美國:經濟穩健，但持續承受深刻通膨壓力。市場參與者擔憂經濟過熱

- 2024年1到3月季度實質GDP成長率之對上季年率+1.6%，相較上季(+3.4%)急速放緩
  - 結果雖低於事前預測(+2.1%)，但其中庫存及外需之負影響較大，國內最終需求依然維持3%左右的成長。維持對美國經濟的穩健看法
- 聯準會重視的個人消費支出(PCE)平減指數目前減速放緩。再次認識到通膨壓力之深刻
  - 去除變動較大的食品、能源之核心CPI，對上月年率也連續三個月超過+3%，持續高成長率

米實質GDP成長率的貢獻度分析



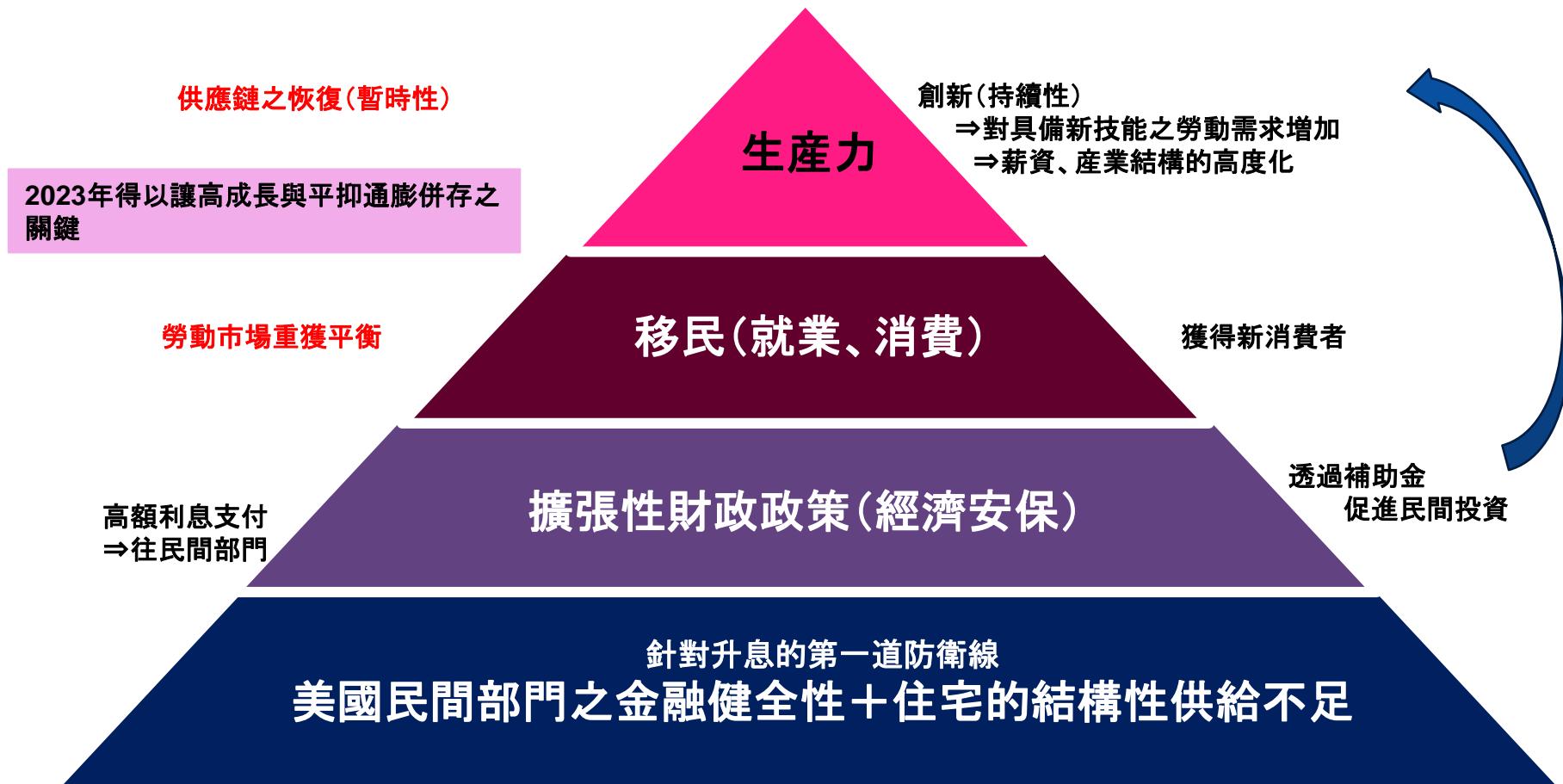
核心個人消費支出(PCE)平減指數



(出處)根據美國商務部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 美國：為何美國經濟在高利率下並未崩潰？

## 支撐美國經濟之主因



(註)相對於償付債務本息之可支配所得的比率

(出處)根據聯準會資料，由 Mizuho Research & Technologies 製作

# 美國：消費穩健使得家計部門財務健全化、低利率讓家計轉為固定利率

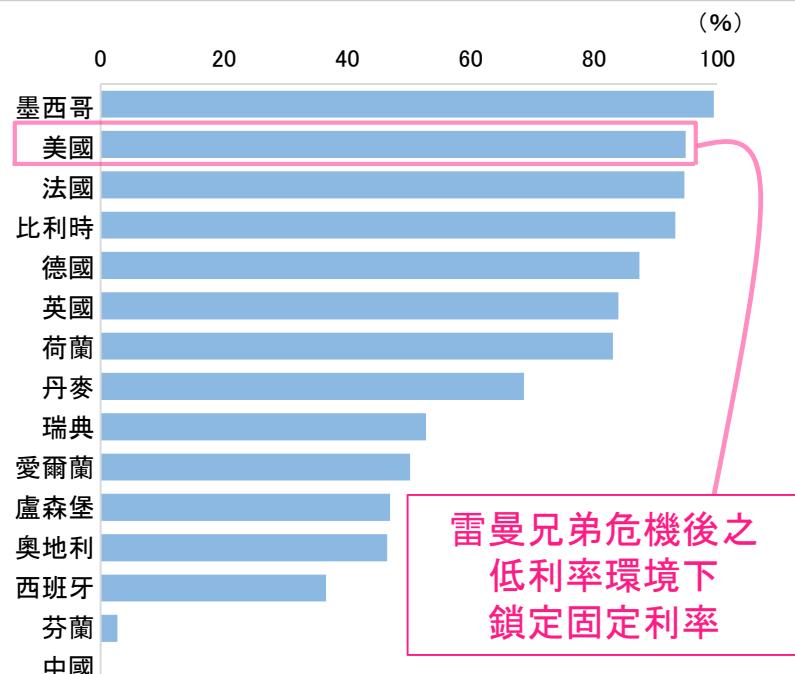
- 即使進行大幅升息，家計部門之債務償還負擔率亦未出現重大變化
  - 除了就業所得環境良好外，再加上家計部門槓桿率降低、貸款償還期間長期固定化，從結構上來看對於支付利息不易感到負擔增加
- 佔家計債務7成的自用住宅房貸在低利率環境下轉貸需求提高，即使在升息局面支付利息的負擔也不易提高
  - 美國的自用住宅房貸固定利率比例超過9成，放眼世界亦屬高水準

家計部門債務償還負擔率(償付債務本息÷可支配所得) 自用住宅房貸餘額中固定利率之佔比



(註)相對於償付債務本息之可支配所得的比率

(出處)根據聯準會資料，由Mizuho Research & Technologies製作



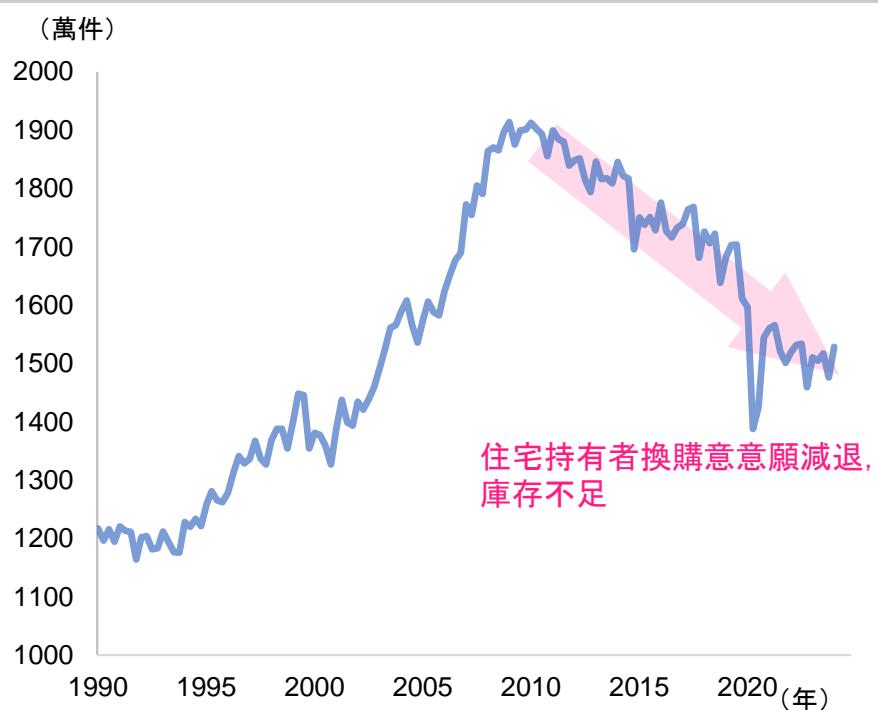
(註)2020~22年平均。但各國數據發表之時間點各有不同

(出處)根據BIS資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 美國：儘管處於高利率下，住宅庫存不足成為支撐新建住宅和價格的原因

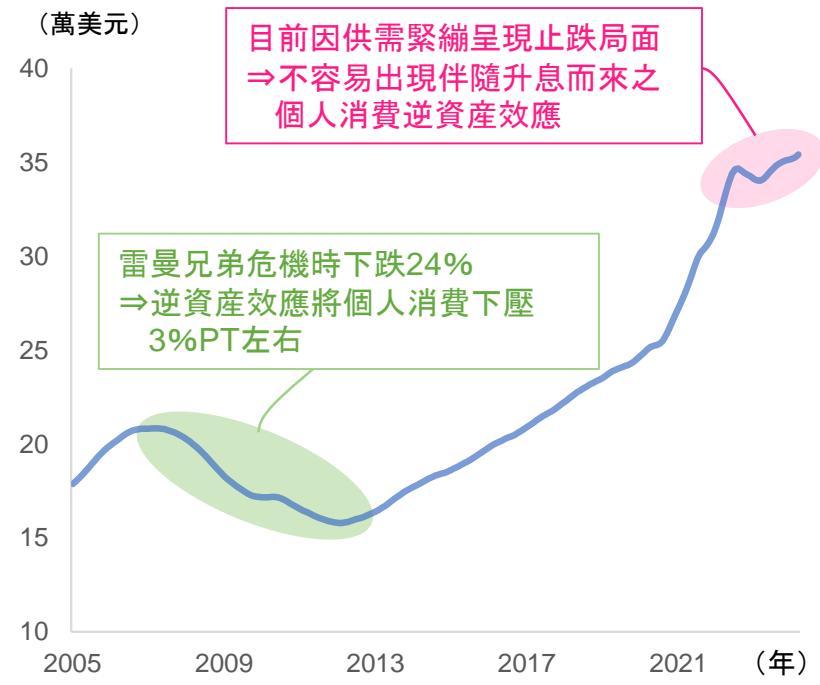
- 住宅市場中，庫存不足下新建住宅依然維持高水準
  - 住宅持有者對於承擔高轉貸成本換購住宅態度消極。結果導致中古住宅市場出現嚴重的庫存不足
- 由於目前供需平衡緊縮，房價居高不下，成為個人消費難以出現逆資產效應的原因
  - 雷曼兄弟危機時房價下跌24%，根據計算，逆資產效應導致個人消費下降3%PT左右

住宅空房庫存



(出處)根據美國商務部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

房價

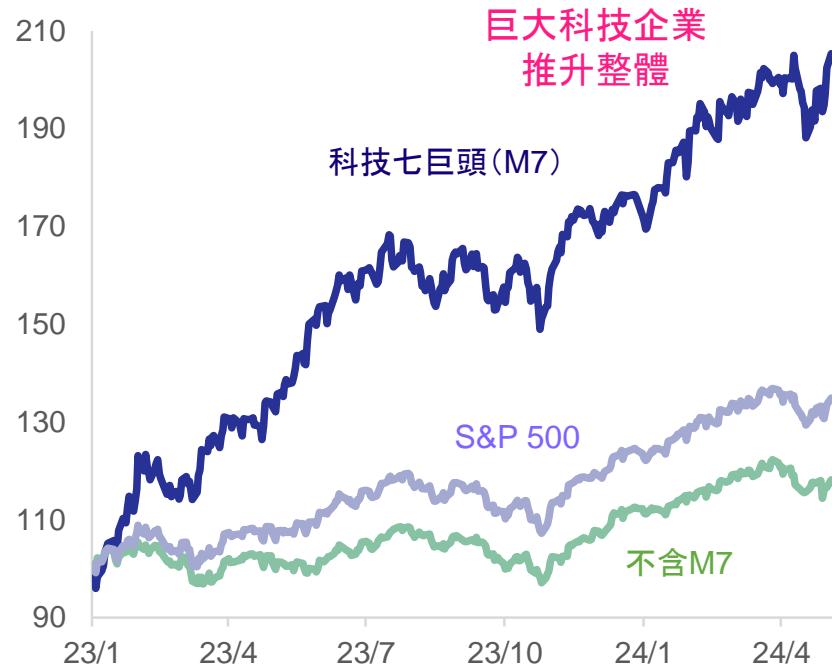


(出處)根據Zillow資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 美國：良好的股票市場及擴張性財政政策推升家計金融資產

- **科技七巨頭「Magnificent 7(M7)」股價強力上揚，S&P 500維持在高水位**
  - 設計生成式AI開發不可或缺的繪圖處理半導體(GPU)的輝達(Nvidia)股價自年初已漲+14% (23年全年:+239%)。M7在S&P 500整體市值中佔比擴大為約3成
- **在良好房價和股價支撐下，家計資產增加，因此無需向高利率的消費者金融貸款**
  - 23年底的美國家計的淨值為156兆美元，超過可支配所得的7.6倍(2019年為7.0倍)

S&P500指數



(出處)根據Bloomberg資料，由Mizuho Research & Technologies製作

家計淨值餘額(對可支配所得)

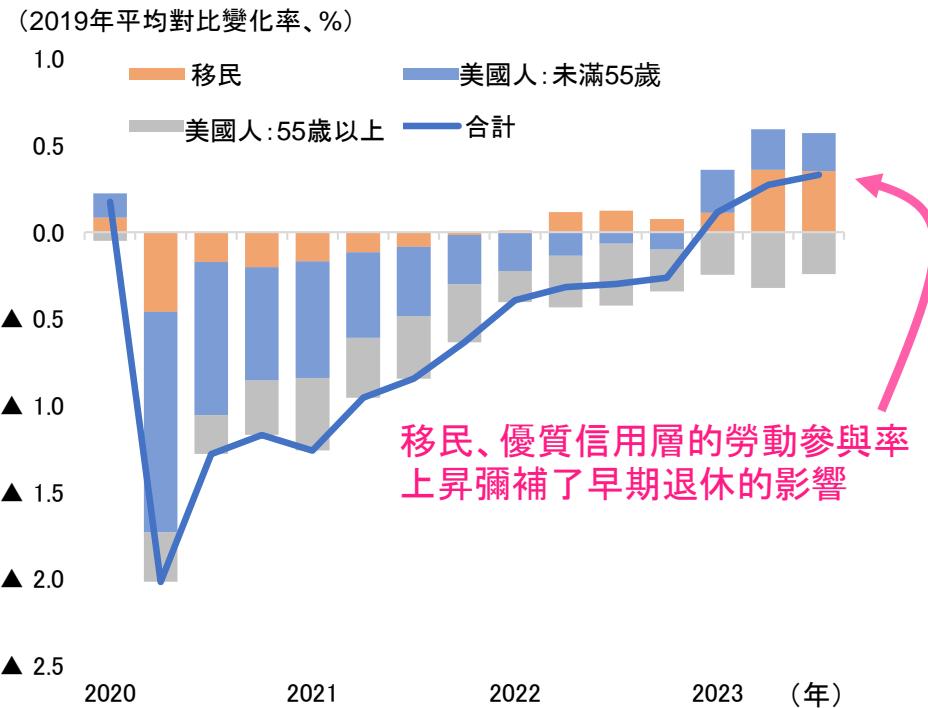


(出處)根據聯準會、美國商務部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

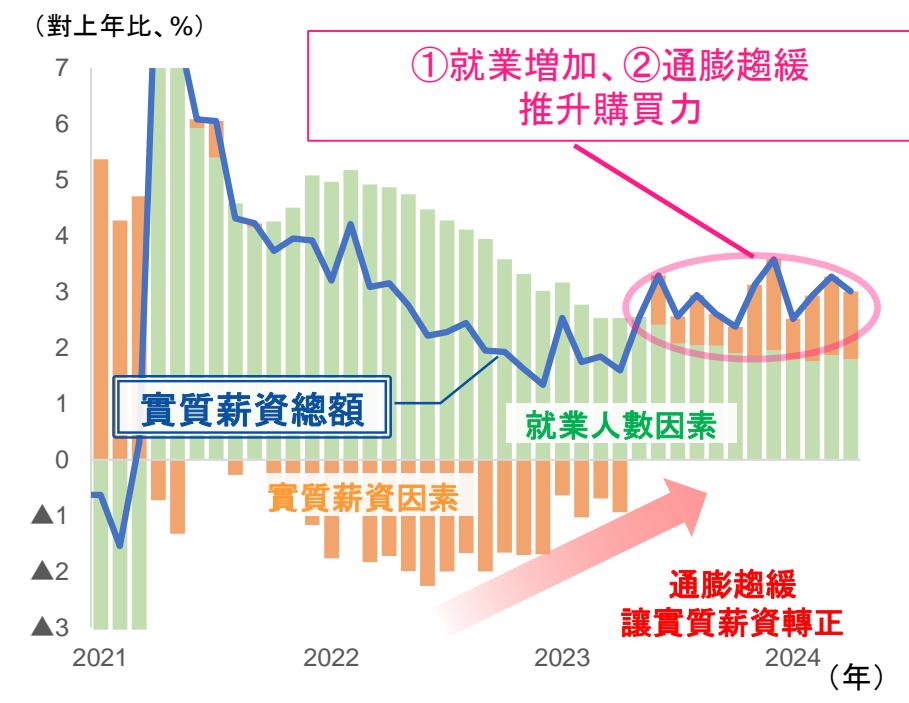
# 美國：移民、優質信用層「人手不足」情況緩和。就業增加、有助於抑制通膨

- 疫情後高齡勞工早期退職，由移民和女性填補缺口
  - 拜登政權後移民流入之增加也帶動了移民人數的整體增長。但2024年總統大選後，假如由移民政策態度消極的共和黨獲勝，可能出現移民流入減少、勞動供給再次不足的風險
- 移民等之勞動供給擴大，同時帶來就業增加和勞動供需狀況緩和之效
  - 通膨趨緩帶來的實質薪資成長轉正。實質薪資上昇和就業者人數增加，支撐個人消費

## 疫情後勞動參與率變化主因(不含人口動態相關因素)



## 實質就業者所得



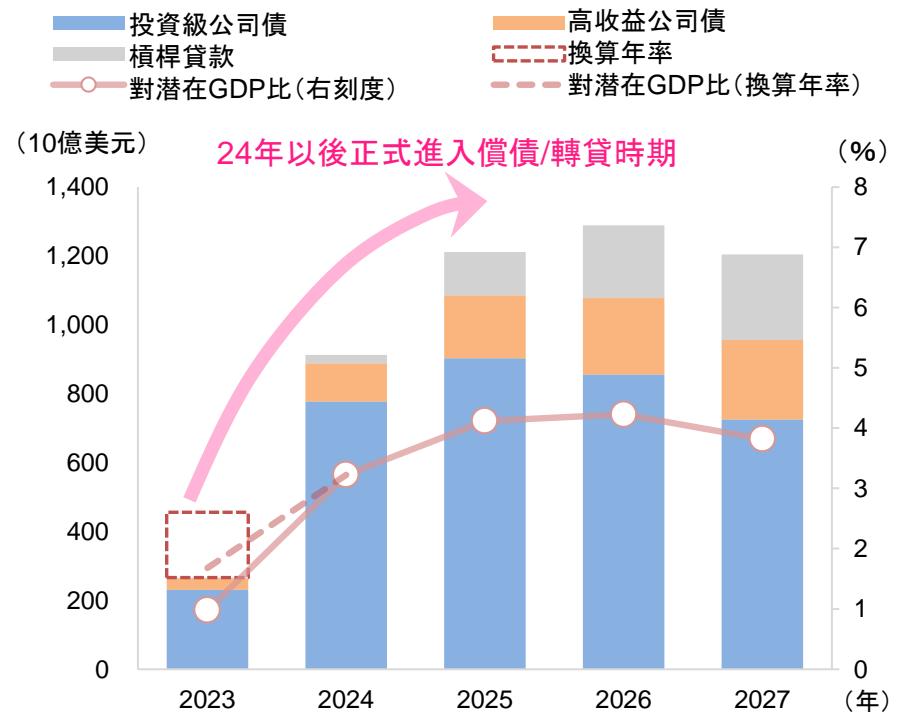
(出處)根據美國勞動部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據美國商務部、美國勞動部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 美國:今後企業來到償債時期，支付利息將徐緩增加

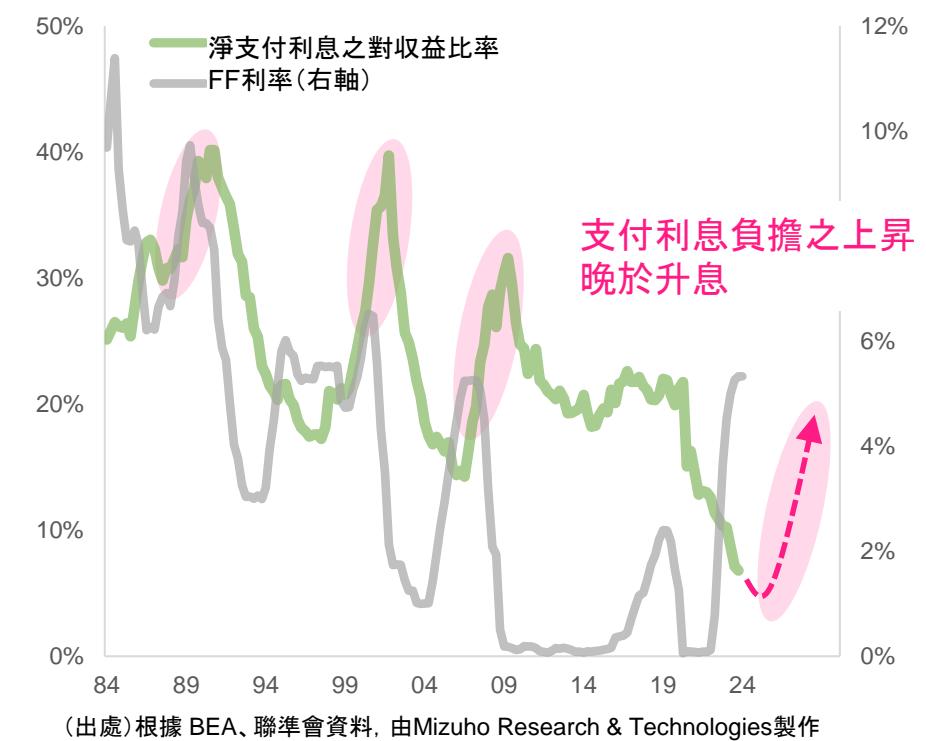
- 疫情下發行的公司債在2024年以後償還日即將到來，今後預計支付利息可有徐緩增加
  - 公司債發行額度在2020年為2.3兆美元、2021年為2.0兆美元，皆為2019年的約1.5倍。這些債券的償還年限多為3~4年，2024年以後正式進入償債／轉貸時期
- 即使在過去的升息局面，企業的支付利息負擔也呈現晚於升息的上昇傾向

償還年別公司債餘額



(出處)根據 Bloomberg、Pitchbook 資料，由 Mizuho Research & Technologies 製作

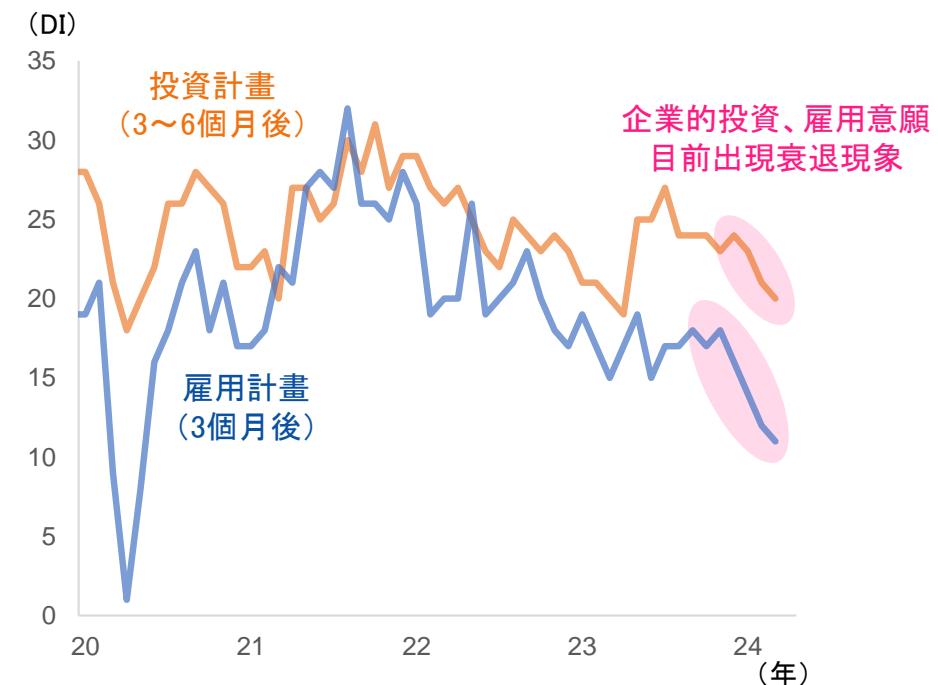
收益對比之淨支付利息費用



# 美國:支付利息增加，但對景氣影響有限，美國經濟走向「軟著陸」

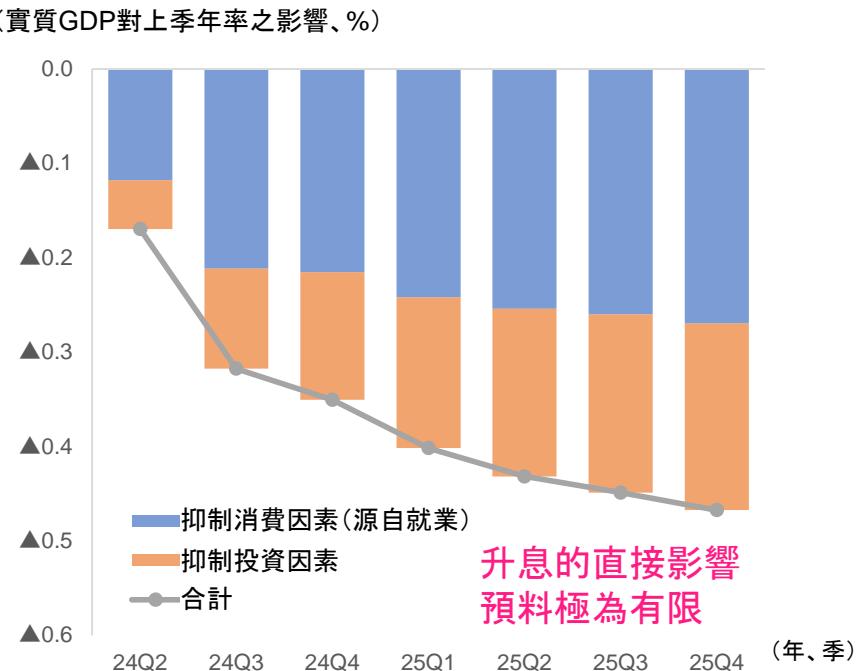
- 企業投資和雇用的態度逐漸沈靜，成為抑制未來景氣之因素
- 今後固定利率貸款之轉貸趨勢，預計將使支付利息負擔增加
  - 但由於負債額不大，支付利息負擔並不會大幅上昇，預計對整體景氣影響有限⇒ 美國經濟走向軟著陸

中小企業的投資、雇用計畫



(註)回答有投資、就業增加計畫的企業佔比(%) – 回答有削減計畫的企業佔比(%)  
(出處)根據NFIB、亞特蘭大聯邦儲備銀行資料，由Mizuho Research & Technologies製作

支付利息增加對景氣帶來的影響

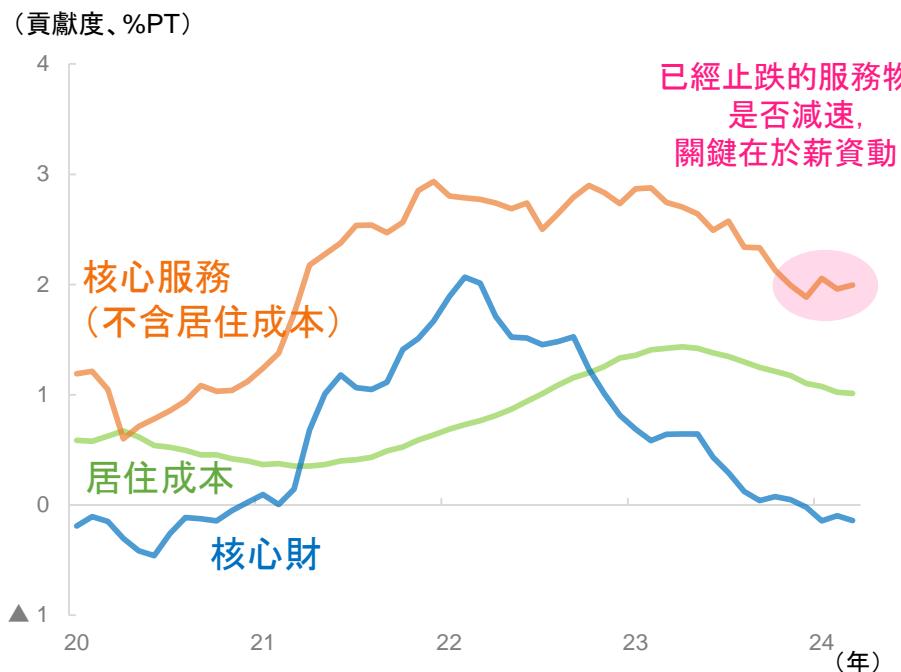


(註)根據企業收益、個人消費、民間設備投資、就業人數4個變數的VAR來推估  
(出處)根據BEA、BLS、聯準會資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 美國：目前居高不下的服務通膨隨著薪資的減速開始放緩

- 3月核心通膨率對上年比+2.8%，已比高峰期5.6%（22年2月）低，但減速步調緩慢
  - 目前已經止跌的核心服務物價是否走向減速，關鍵在於薪資動向
- 3月求人件數為849萬件，大幅低於事前預測（868萬件）。求人倍率降為1.32倍（2月：1.37倍）
  - 求人件數之先行指標的即時數據（Indeed）則維持徐緩的減速
  - 預計今後景氣將會走向徐緩減速，勞動供需持續緩和。薪資成長預計也將隨之趨緩

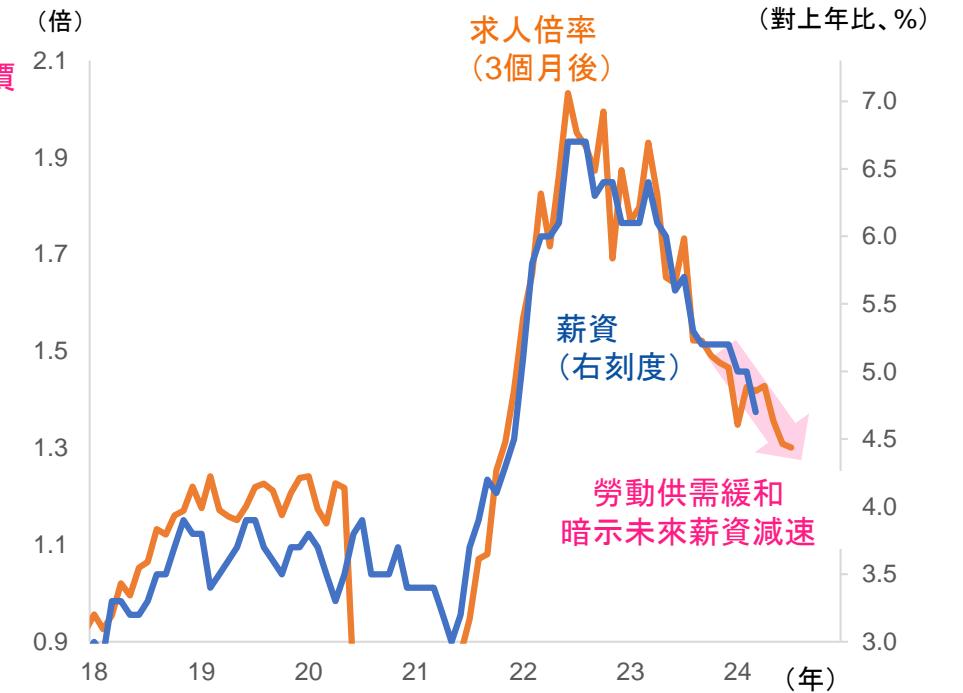
## 核心通膨率之細項



(註)以PCED為基準

(出處)根據美國商務部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 勞動供需和薪資動向



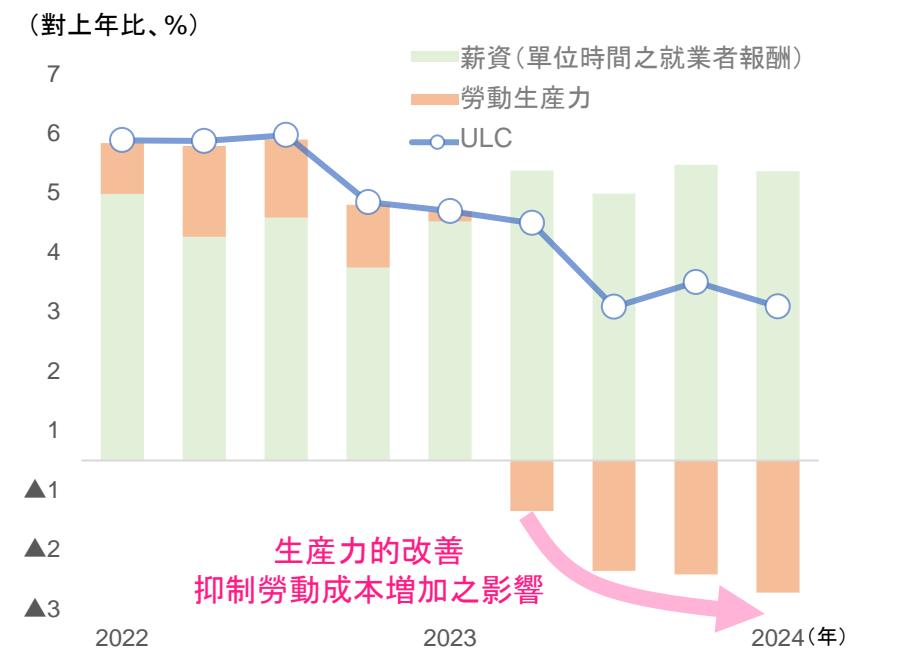
(註)最近(4月)之求人倍率係根據即時數據(Indeed)來推估JOLTS基準之求人數

(出處)根據美國勞動部、Indeed、亞特蘭大聯邦儲備銀行資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 美國:生產力提昇也支持通膨趨緩的觀點

- 勞動生產力提高，吸收了薪資上昇帶來的成本增加
- 由於疫情後人手不足，企業對自動化之關注提高。省力化投資可能對提高生產力帶來了貢獻

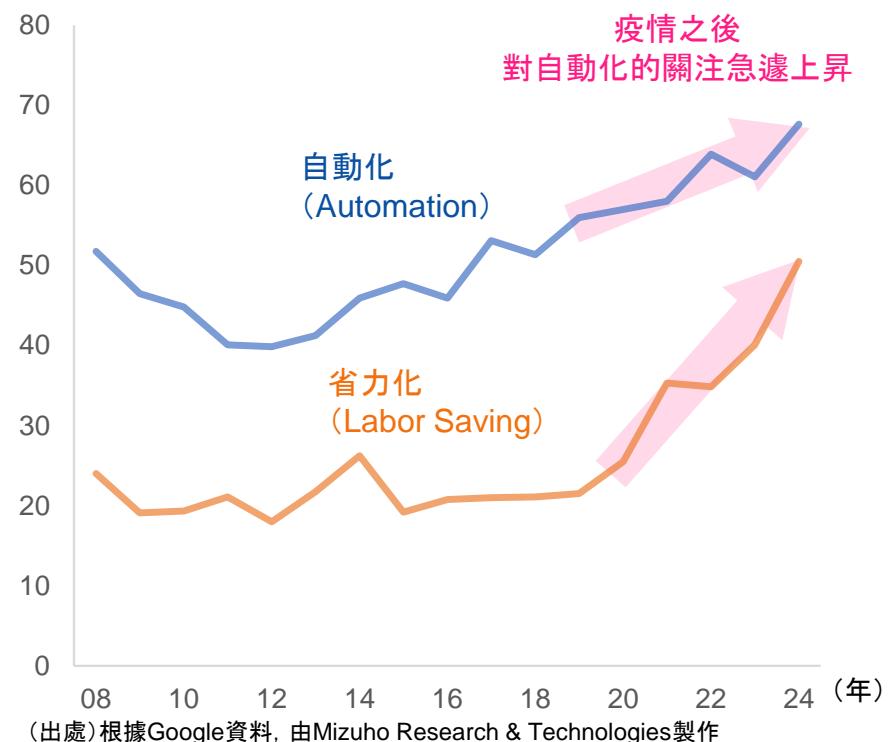
## 單位勞動成本(ULC)之成長



(註)2024年Q1數值係根據亞特蘭大聯邦儲備銀行之GDP預測、美國勞動部、商務部每月就業、所得相關指標所推算

(出處)根據美國勞動部、美國商務部、亞特蘭大聯邦儲備銀行資料，由Mizuho Research & Technologies製作

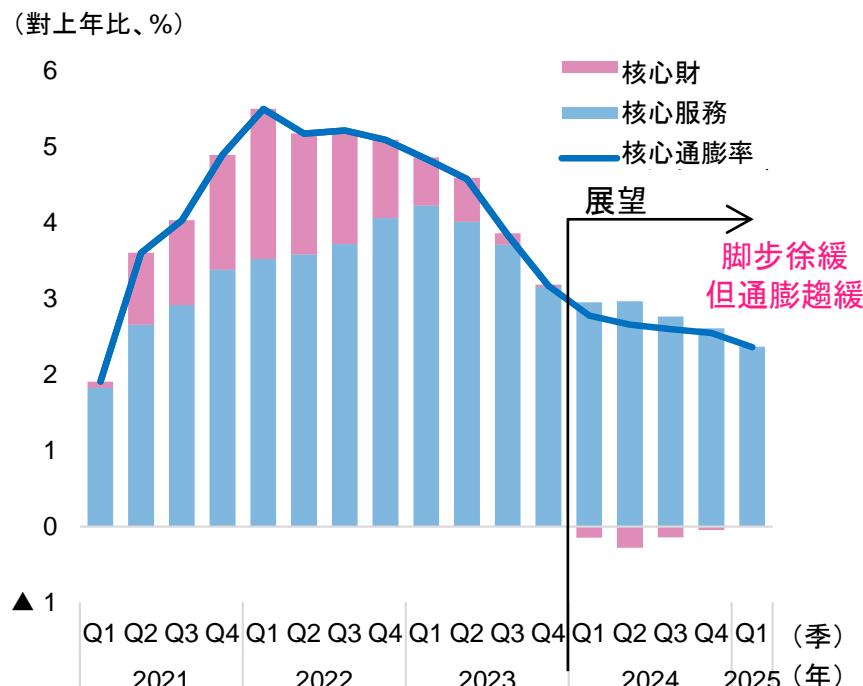
## 自動化相關字彙之搜尋數(Google Trend)



# 美國：通膨徐步趨緩。預測今年將有兩次降息

- 在勞動供需緩和的前提下，服務物價預計持續徐緩減速
  - 2024年度末的核心通膨率(PCED)預測為對上年比+2.4%
- 聯準會確認通膨減速和景氣趨緩後，將從24年Q3開始降息
  - 但由於家計部門資產負債表良好，不容易出現升息的不良影響，另外政府也持續執行擴張性財政政策，不會出現景氣大幅減速。通膨再起的隱憂促使聯準會降息脚步極度緩慢

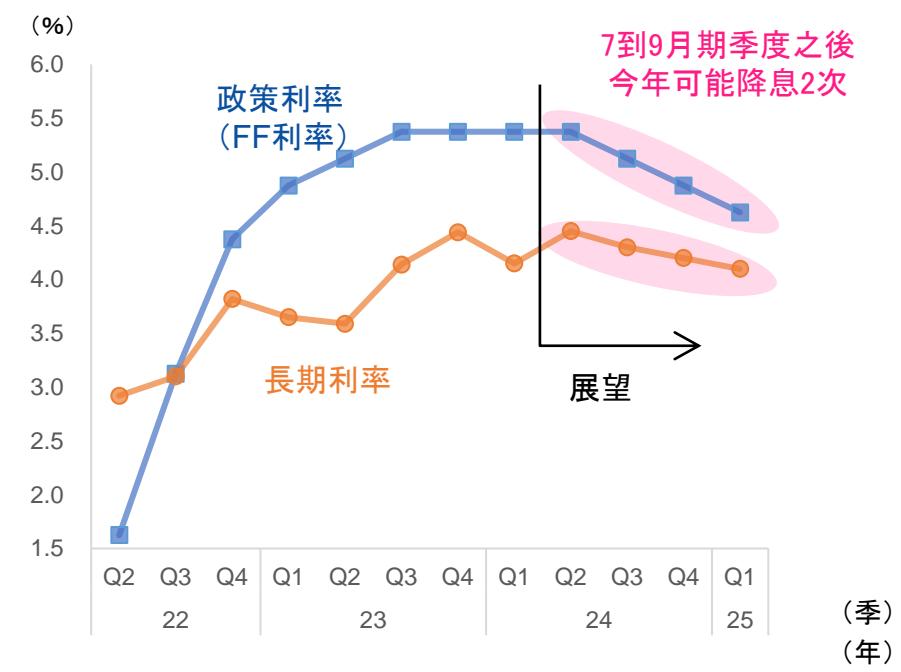
## 核心通膨率展望



(註)PCED數據

(出處)根據美國商務部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 美國利率展望



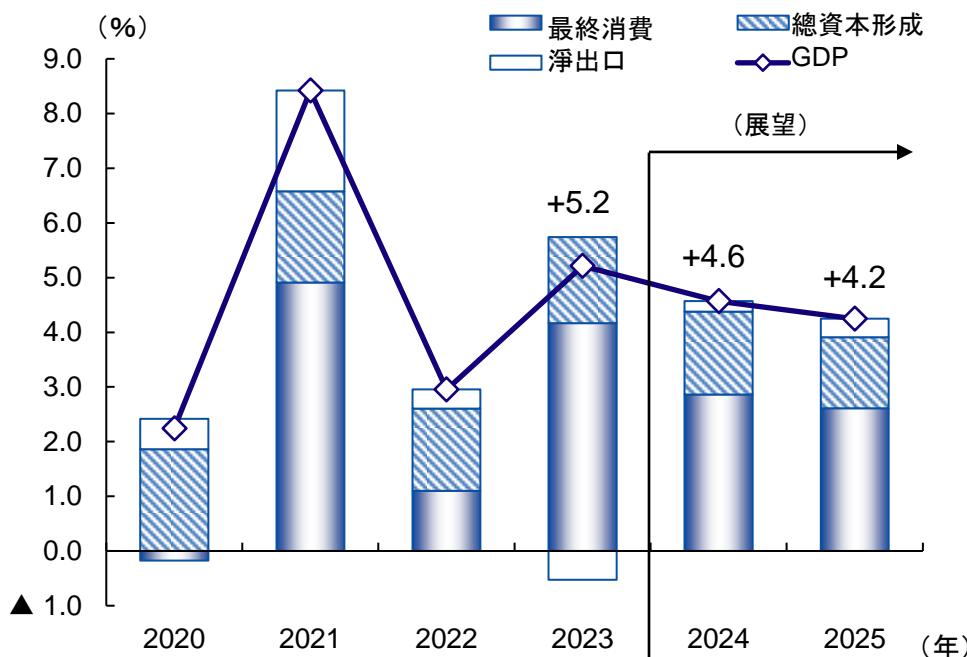
(註)長期利率展望顯示預測區間之中位數

(出處)根據Bloomberg、聯準會資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 中國：增發國債帶動基礎建設投資以支撐景氣，但成長率依然趨緩

- 2024年由於不動產部門的調整長期化以及消費心理低迷持續，成長率趨緩
  - 2023年10月增發1兆元國債以及擴大基礎建設投資(GDP比0.8%)，為帶動成長率上揚主因
- 政府將2024年成長率目標設定為與上一年相同之「+5.0%左右」
  - 為了推動「強國建設」，發行預算外的超長期特別國債1兆元，明確記載其方針係用於振興高科技等國家重要戰略和能源等重點領域的安全能力建設

實質GDP成長率(需求項目別貢獻度)



中國政府2024年之經濟目標

項目	2024年目標	2023年實績
實質GDP成長率	+5.0%左右	+5.2%
消費者物價指數(CPI)	+3.0%左右	+0.2%
城鎮新就業人數	1,200萬人以上	1,244萬人
城鎮調查失業率	5.5%左右	5.2%
財政赤字 (對GDP比)	4.06兆元 (3.0%)	4.88兆元 (3.9%)
超長期特別國債	1.0兆元	-----
地方政府專項債	3.9兆元	3.96兆元
廣義貨幣(M2) 社會融資總額餘額	經濟成長與物價 水準目標一致	9.7% 9.5%

(註)地方政府專項債2023年發行實績包含2024年度提前發行部分

(出處)根據政府活動報告、CEIC資料，由Mizuho Research & Technologies製作

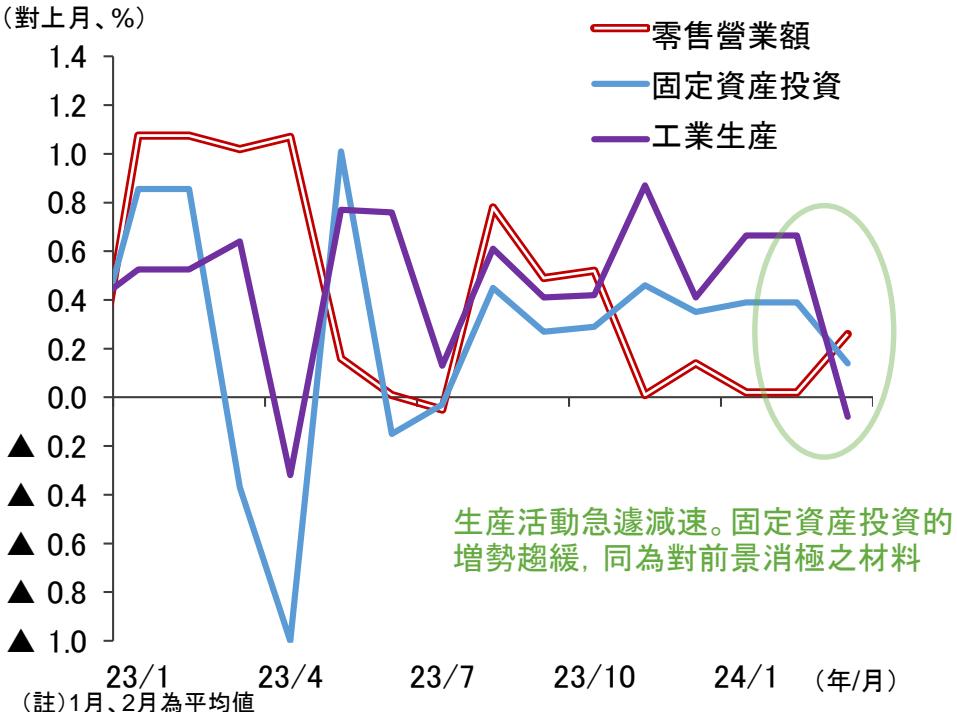
# 中國:第一季由淨出口推升成長率。國內需求欠缺持續力

- 2024年第一季的實質GDP成長率對上年比+5.3%, 高於市場預測。相較於上季(同+5.2%)成長幅度亦擴大
  - 在製造業循環的助力下, 淨出口相隔6季轉正。但也要歸功於鋼鐵、化學品等因出口單價下降帶來的出口數量擴大(=出口驅動)。預計推升效果欠缺持續性
- 3月的工業生產急遽減速, 對上月為▲0.1%。再加上固定資產投資增勢趨緩, 皆為令人憂心前景之材料
  - 零售營業額成長率雖提高為+0.3%, 但依然處於欠缺力道的狀況。家計部門持續維持儉約風氣

## 實質GDP成長率之貢獻度分解



## 主要經濟指標(完成季節調整之對上月)



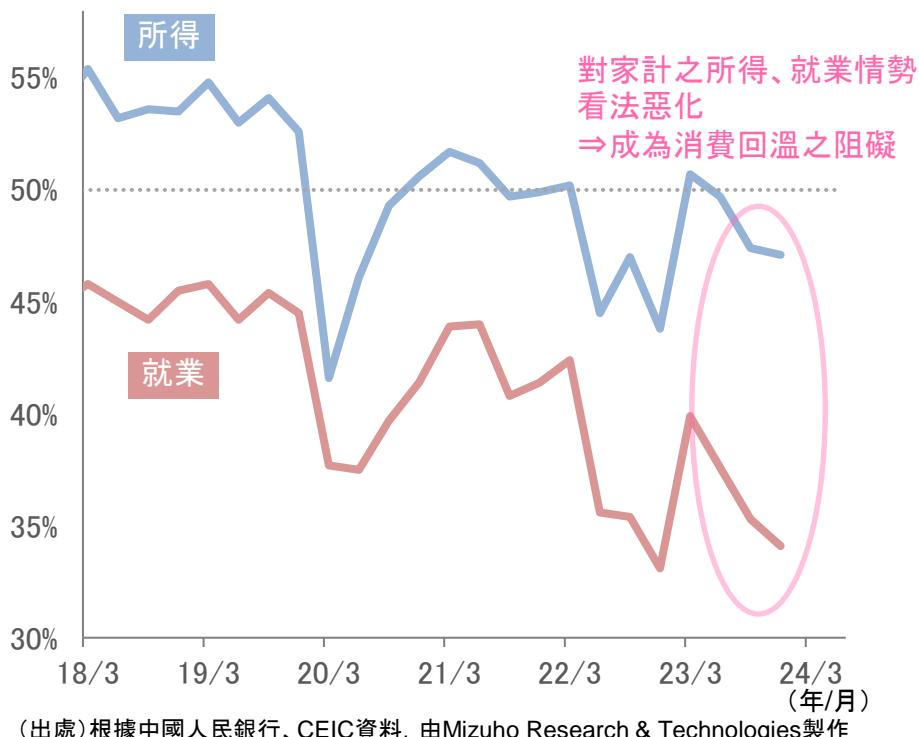
(出處)根據中國國家統計局、CEIC資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據中國國家統計局、CEIC資料, 由Mizuho Research & Technologies  
製作

# 中國：消費者心理未見改善徵兆。銀行存款餘額日增

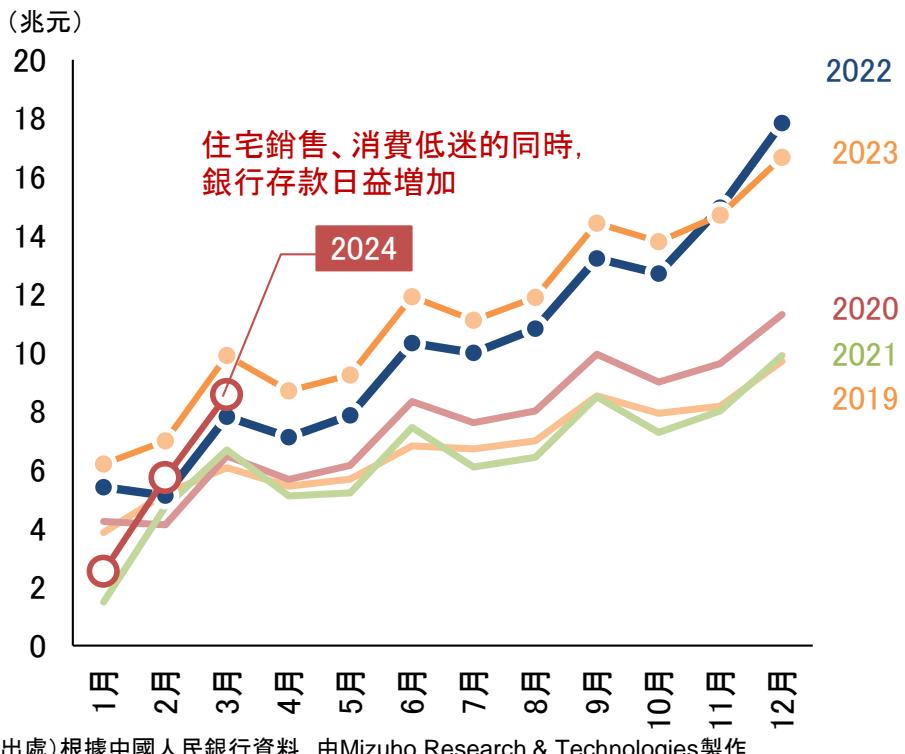
- 人民銀行相隔3季公佈了中斷的存款者調查。**對於所得、就業情勢之心態惡化**
  - 節約心態使得對住宅和高額商品的支出意願持續低落。報復性旅行也已告一段落。另一方面，對運動等文化、娛樂之支出意願則出現改善傾向。即使報復性需求不再，娛樂等服務消費依然形成支撐
- 消費趨緩的同時，銀行存款逐步增加
  - 家計部門之流動性豐沛，預估有相應之消費餘力。**視節約心態的動向改變，消費也有上揚可能**

## 對所得、就業情勢之看法



(出處)根據中國人民銀行、CEIC資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 累積銀行存款增加額

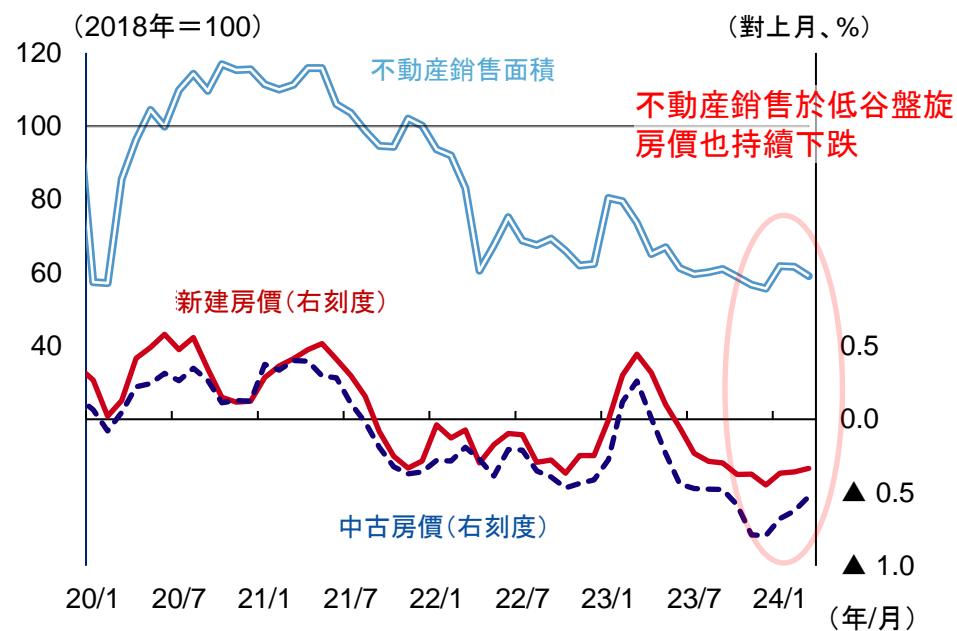


(出處)根據中國人民銀行資料，由Mizuho Research & Technologies製作

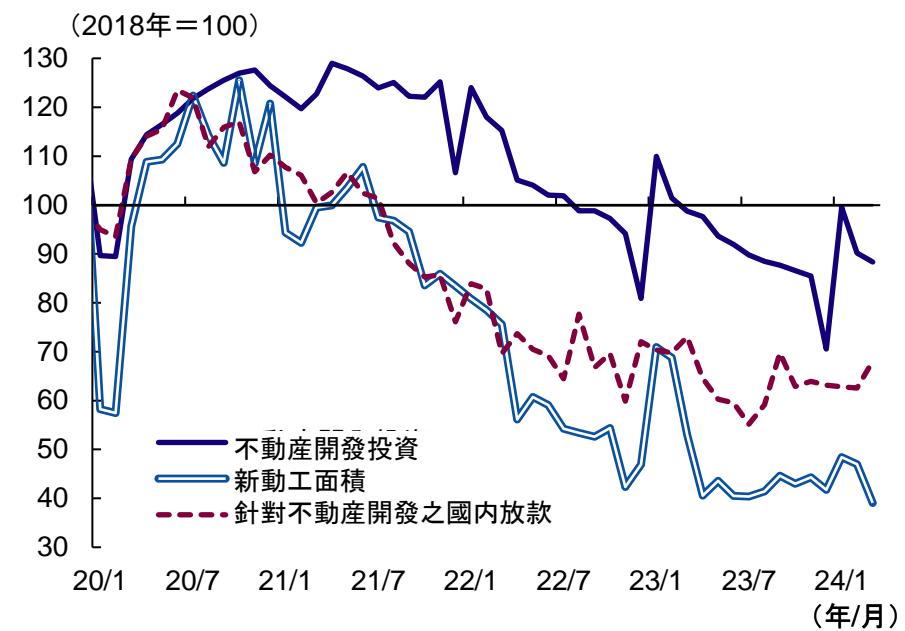
# 中國:不動產不景氣尚未看到出口。專項借款效果有限

- **3月不動產銷售(季節調整值)仍在低谷盤旋**
  - 購屋者對2月的自用住宅房貸降息反應冷淡，未見需求回溫的徵兆。新建房價對上月▲0.3%、中古房價對上月▲0.5%，相較上月跌幅雖縮小，但仍持續下滑基調
- **不動產投資(季節調整值)亦維持減少趨勢。**銷售中物件持續庫存調整，暫時沒有回溫跡象
  - 當局為了解決「保交樓(預售屋交屋)」問題，根據「白名單」開啟專項借款(1月)。**但銀行憂心不良債權化的風險，對融資態度審慎，放款之成長速度極為緩慢**

## 不動產銷售面積、新建房價、中古房價



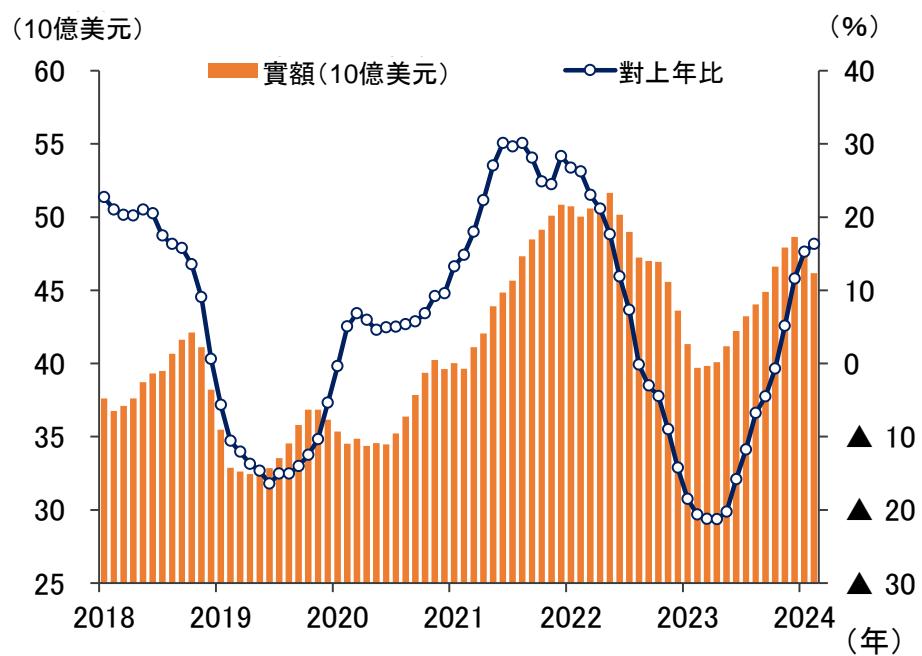
## 不動產相關指標(開發投資、新動工面積、國內放款)



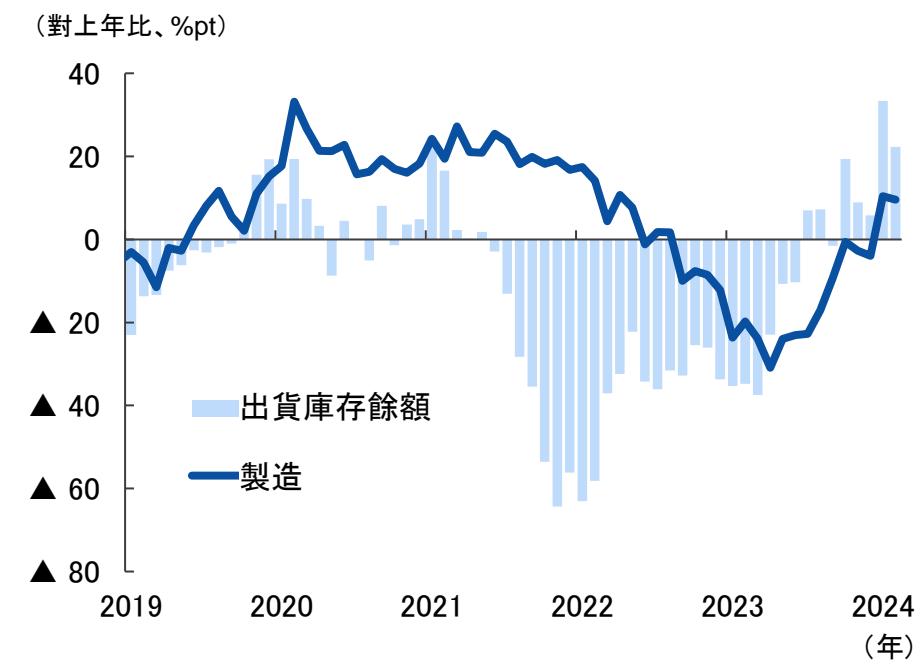
# 台灣：AI需求等帶動半導體景氣回溫。可望牽引台灣經濟回升

- 世界半導體營業額(對上年比)於2023年4月探底回升，目前持續兩位數成長
  - AI相關半導體和記憶體的單價上昇為牽引目前成長之動能。疫情特需之最終產品(行動電話、PC等)的換購需求，可望帶動今後之銷售數量之增加
  - 世界半導體貿易統計協會(WSTS、2023年11月)預估2024年世界半導體市場對上年比將擴大+13.1%
- 受到需求增加的影響，台灣半導體的庫存出貨餘額已見改善。半導體景氣改善牽引2024年的台灣經濟回升

世界半導體每月營業額(3個月移動平均)



台灣 半導體製造、出貨庫存餘額(出貨對上年比、庫存對上年比)



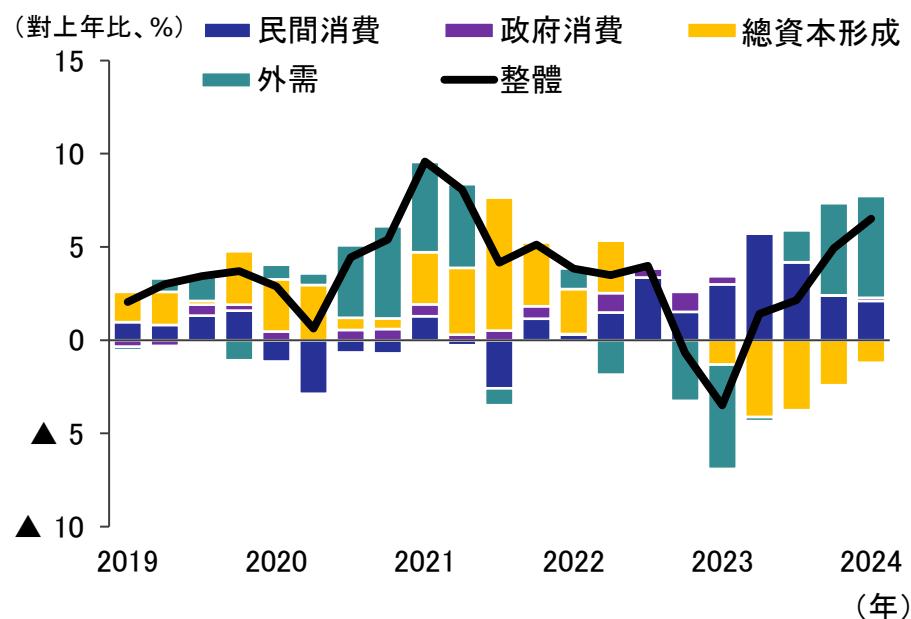
(出處)根據美國半導體產業協會、倫敦證交所資料，由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據台灣經濟部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

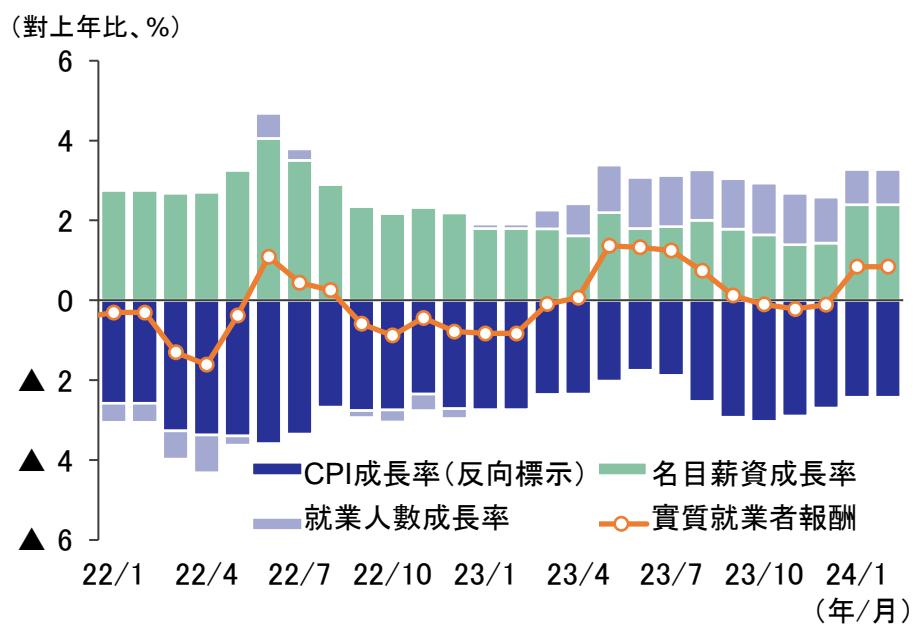
# 台灣：電子產品出口牽引著目前的景氣回溫。個人消費也預計有徐緩的擴大

- 2024年第一季實質GDP成長率(初步統計)由於有前一年的反動，對上年比+6.5%，較上季(+4.9%)加速
  - 包含半導體的電子製品出口改善，淨出口轉正。投資跌幅縮小
  - 民間消費自上季開始持平。疫情後的報復性需求不再，擴大步調趨緩
- 2024年由於半導體景氣回溫帶動出口，牽引景氣回升。個人消費預計也有徐緩的擴大
  - 1~2月平均實質就業者報酬回升為正數。物價上昇的下壓力道持續中，名目薪資、就業人數皆增加
  - 需留意能源價格上升(24年4月～)帶來的物價上昇等實質所得惡化導致消費受到抑制的風險

台灣的實質GDP成長率(對上年比貢獻度)



實質就業者報酬(就業人數、薪資成長率－物價上昇率)



(出處)根據台灣行政院主計總處、CEIC資料，由Mizuho Research & Technologies製作

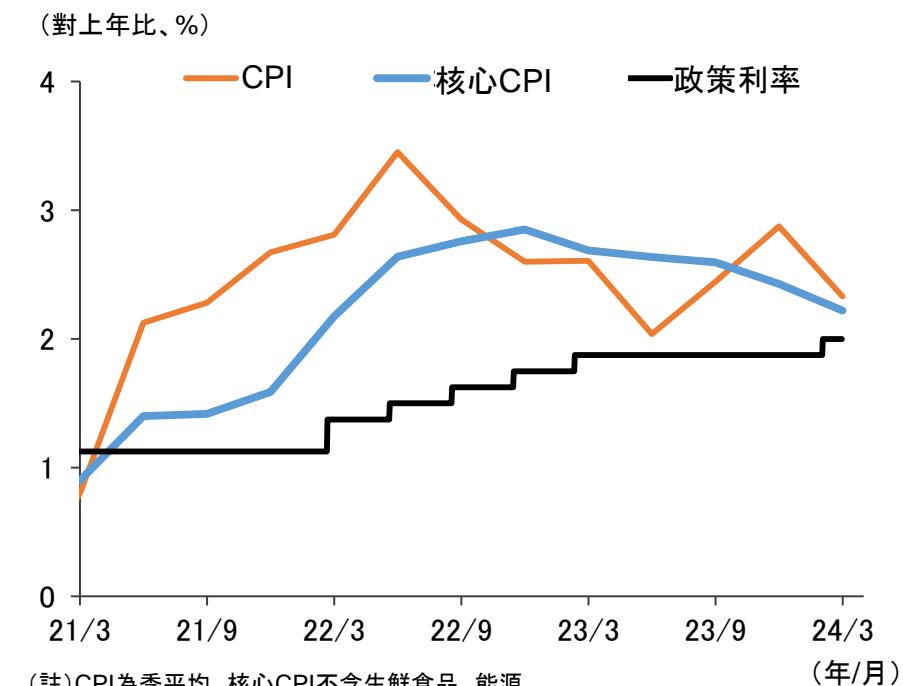
(註)1月、2月為平均成長率

(出處)根據台灣財政部、CEIC資料，由Mizuho Research & Technologies製作

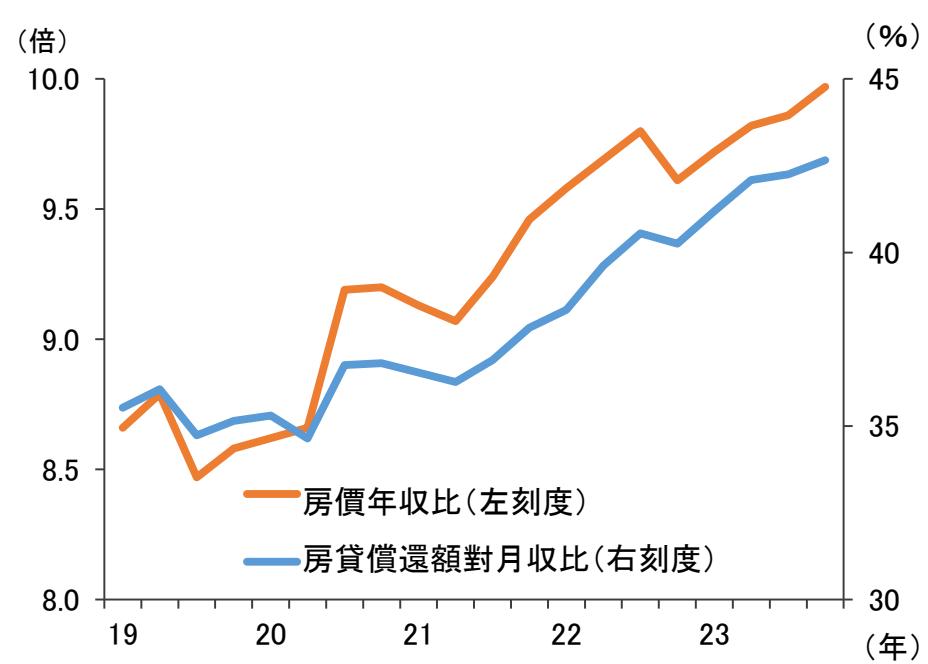
# 台灣：通膨仍超過目標，台灣央行繼續實施金融緊縮

- 不含生鮮食品、能源之核心CPI上昇率呈現徐緩下降趨勢，**但依然高於目標值2%**
  - 教育、娛樂、居住相關等服務價格下滑趨勢暫時趨緩。4月起實施的電費調漲亦可能成為推升今後通膨率之因素
- 為求通膨期待安定化，**台灣央行在3月會議上決定相隔1年的升息**(1.875%→2.000%)
  - 伴隨房價上漲，**房貸償還負擔也隨之增加**。家計負擔增加下，可能出現抑制消費的風險

CPI上昇率與政策利率



房價(年收比)和房貸償還金額(月收比)



(出處)根據台灣行政院主計總處、CEIC、LSEG資料，由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據台灣內政部、CEIC資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 台灣：受惠於半導體景氣回溫，2024年的成長率預計可復甦至+3%前半

- 台灣行政院、央行及民間智庫預測2024年成長率為+3.2%～3.4%。Mizuho Research & Technologies目前預估為+3.2%
  - 預測AI需求回溫將帶動出口，內需（消費、投資）也將徐緩擴大
  - 下行風險有地緣政治風險之升高，以及利率、物價上昇的影響

### 台灣經濟成長率展望（2024年）

發表機構	成長率展望	評語
台灣行政院	+3.4 (2月)	地緣政治風險升高，企業投資態度趨向審慎，但AI、HPC（高性能運算）領域等長足發展、帶動成長
台灣央行	+3.2 (3月)	半導體需求帶動出口、投資的增加，民間消費預計也持續增加。對電費調漲和能源轉型可能帶來的通膨抱持警戒
中華經濟研究院	+3.4 (4月)	世界貿易回溫及AI需求推動高科技產品的出口擴大。利率上昇和電費調漲成為逆風，但內需同時擴大
Mizuho Research & Technologies	+3.2 (2月)	半導體景氣回溫帶動出口，牽引景氣回升。個人消費預計也將徐緩擴大

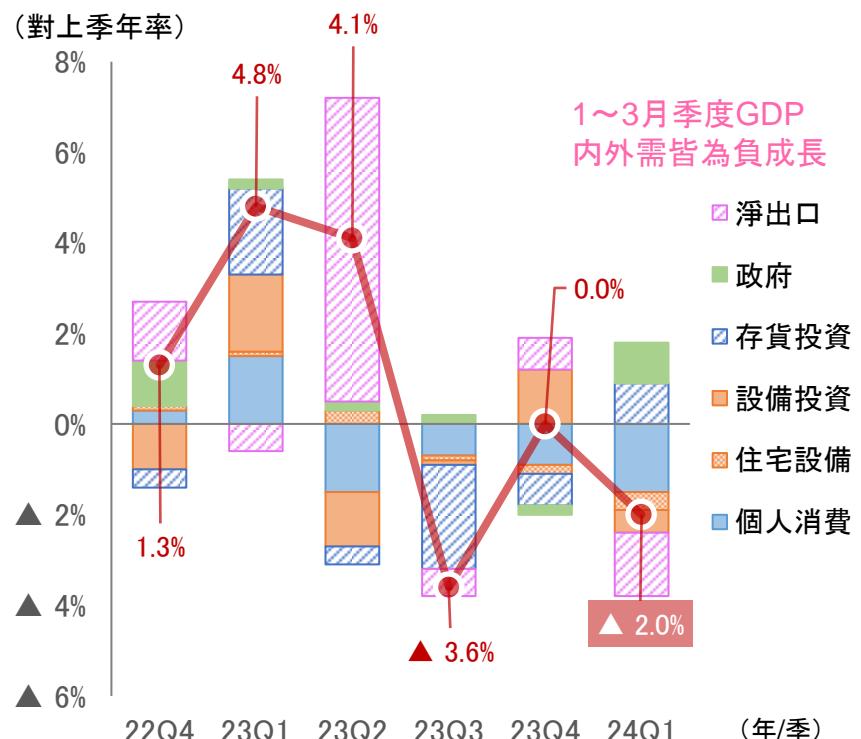
(註)(括號內)為各機構預測值發表時間點

(出處)根據台灣行政院主計總處、台灣央行、中華經濟研究院資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 日本: 日本經濟停滯感強烈, 1~3月季度GDP的年率為▲2%的負成長

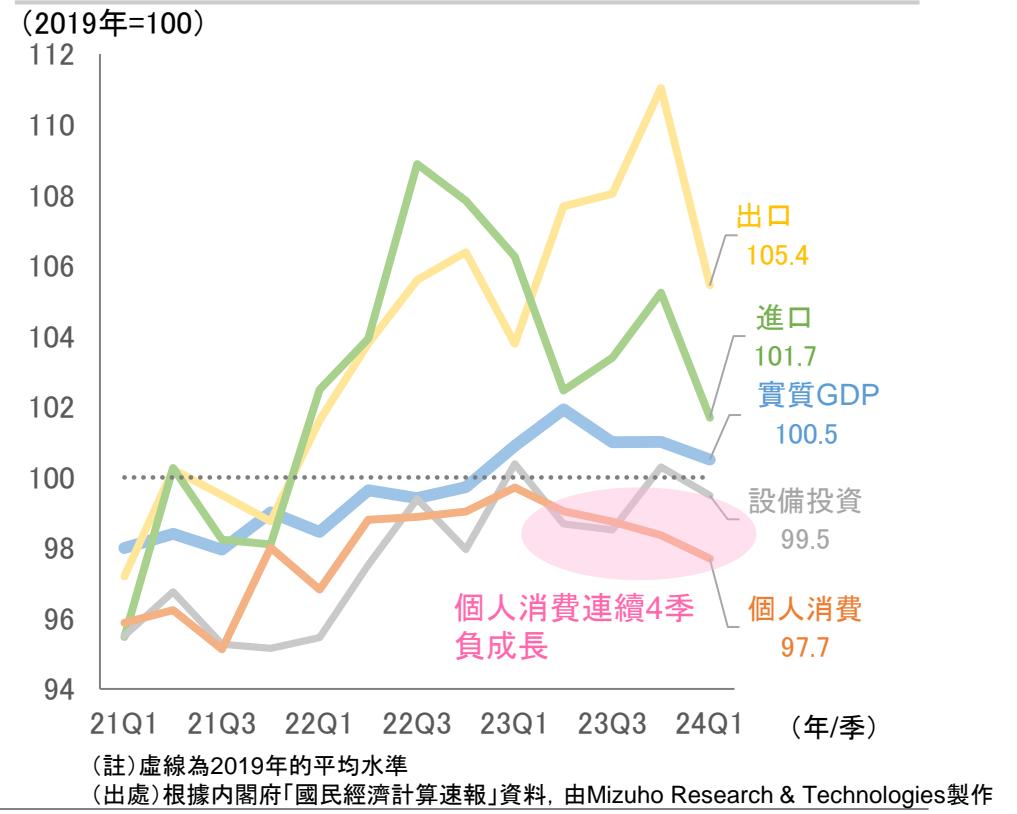
- 1~3月季度的實質GDP對上季比為▲0.5%(年率▲2.0%)的負成長
  - 2024年能登半島地震及部份汽車廠商的停產, 服務出口的反動減少成為下壓因素, 個人消費、設備投資、出口皆為負成長。特別是個人消費由於物價高漲的壓力, 連續4季負成長, 疲弱明顯
  - 即使除去汽車減產之暫時性因素影響, 2023年後半以後日本經濟的停滯感依然強烈

## 實質GDP成長率的貢獻度分析



(出處)根據內閣府「國民經濟計算」資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

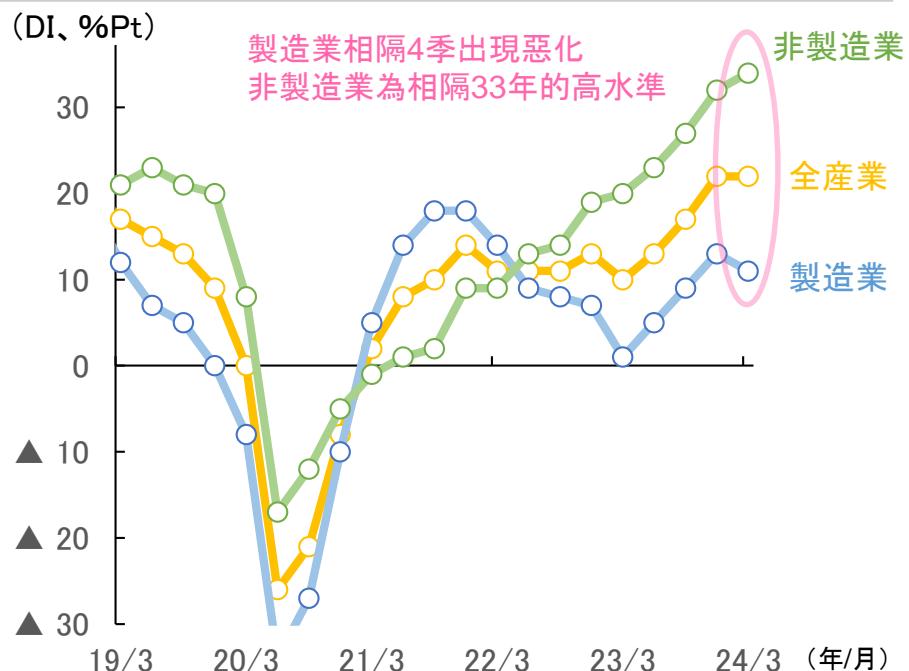
## 需求項目別的變化



# 日本：企業景氣判斷維持高水準。2024年度收益計畫起步尚可

- 短觀3月調查的大企業、製造業企業景氣動向指數(最近)為+11%Pt(12月調查:+13Pt)，相隔4季出現惡化
  - 受到汽車大廠停產影響，汽車較上次調查大幅降低(+28pt⇒+13pt)。除此之外生產機械和電子機械、鋼鐵等呈現惡化，能登半島地震和中國經濟減速影響已然出現
  - 另一方面，非製造業則持續改善。出現相隔33年的高水準。外來觀光需求暢旺，帶動了運輸、郵務的改善，另外由於DX、省力化投資需求等的增加，資訊服務也有改善
- 2024年度收益計畫起步與往年相當。營業收入當期利潤率可望改善，對人工成本負擔增加之影響有限

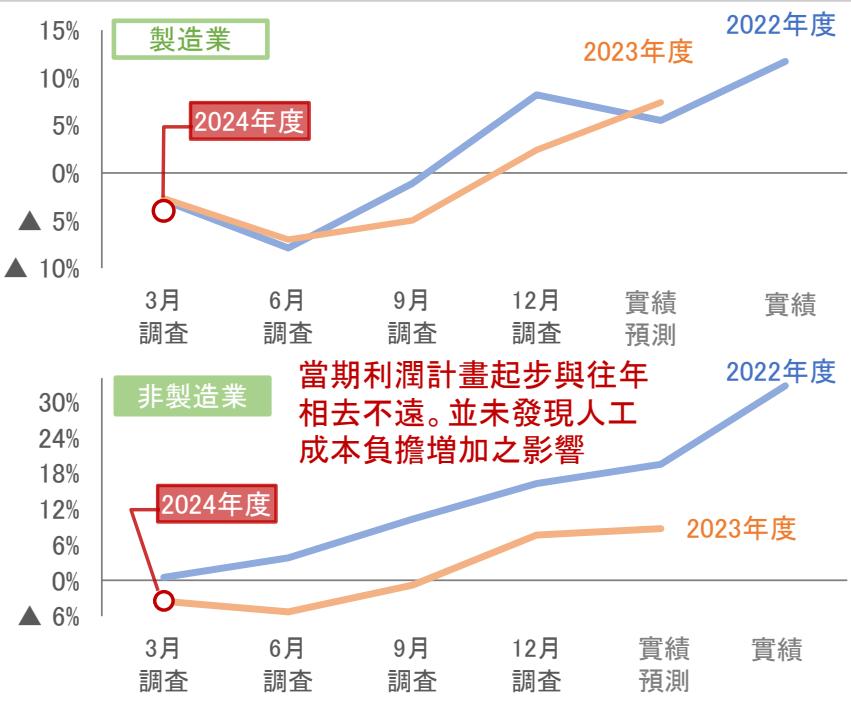
## 大企業的企業景氣動向指數



(註)回答景氣「好」的比例—回答「不好」的比例

(出處)根據日銀「全國企業短期經濟觀測調查」資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 大企業當期利潤率計畫不同調查時期之變化

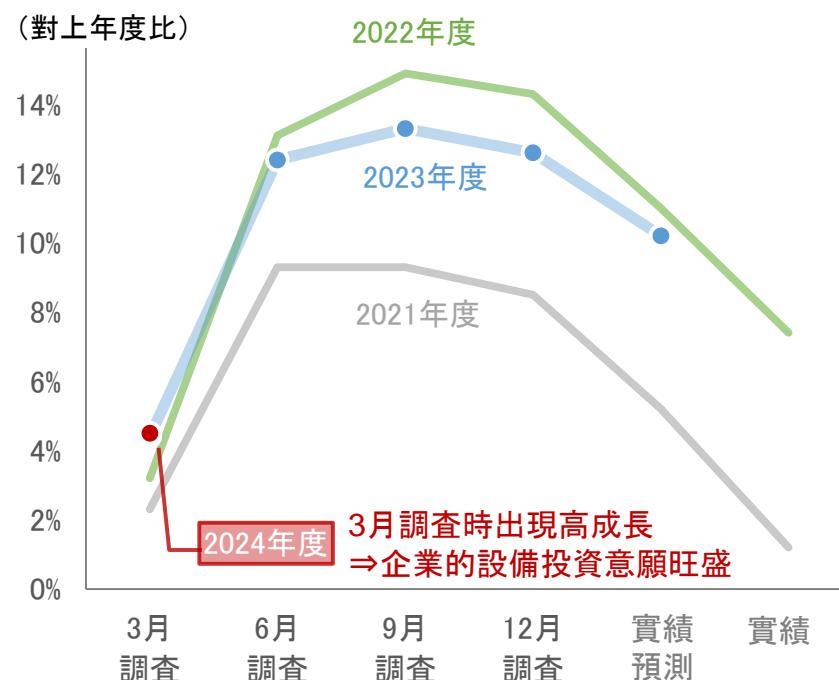


(出處)根據日銀「全國企業短期經濟觀測調查」資料，由Mizuho Research & Technologies製作

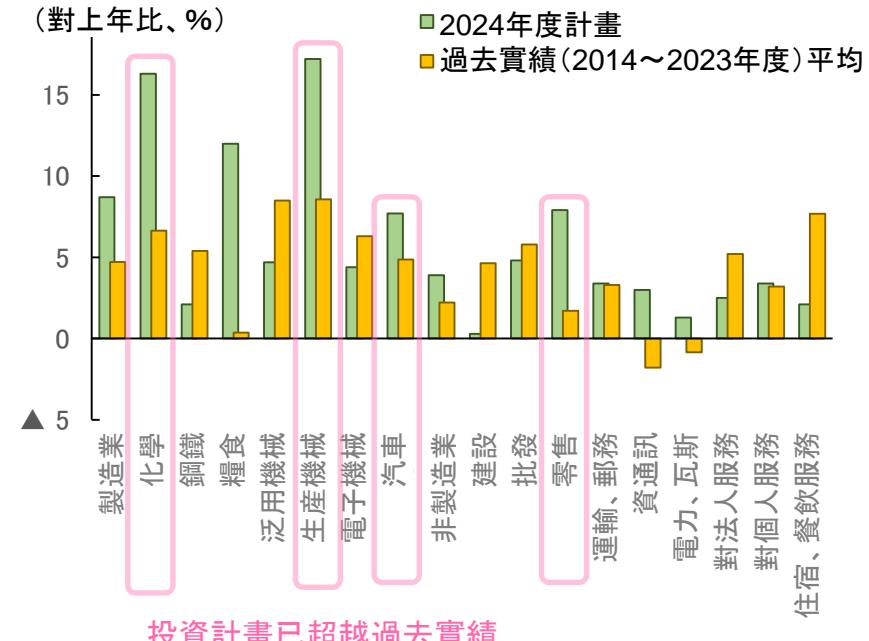
# 日本:2024年度企業的設備投資意願依然旺盛。關鍵字為環境、省力化、半導體

- 2024年度的設備投資計畫（包含軟體、研究開發）對上年比+4.5%，以調查時間點3月來說為高成長數字
  - DX、GX相關投資以及因應人手不足的省力化投資等，企業投資意願持續旺盛
  - 另外也有些由於成本過高等因素無法於2023年度實行的投資，延至2024年度進行
- 汽車和化學、生產機械等之旺盛投資意願尤為明顯
  - 由於EV相關投資意願高漲、半導體市場回溫的觀測等原因，汽車和化學、生產機械（包含半導體設備）等都出現遠高於過去實績的設備投資計畫

## 設備投資計畫調查時間點變化



## 2024年度設備投資計畫與過去10年之實績平均



(註)含所有規模。包含軟體、不含土地投資額。2014~2022年度為6月調查實績值、2023年度為3月調查實績預測值

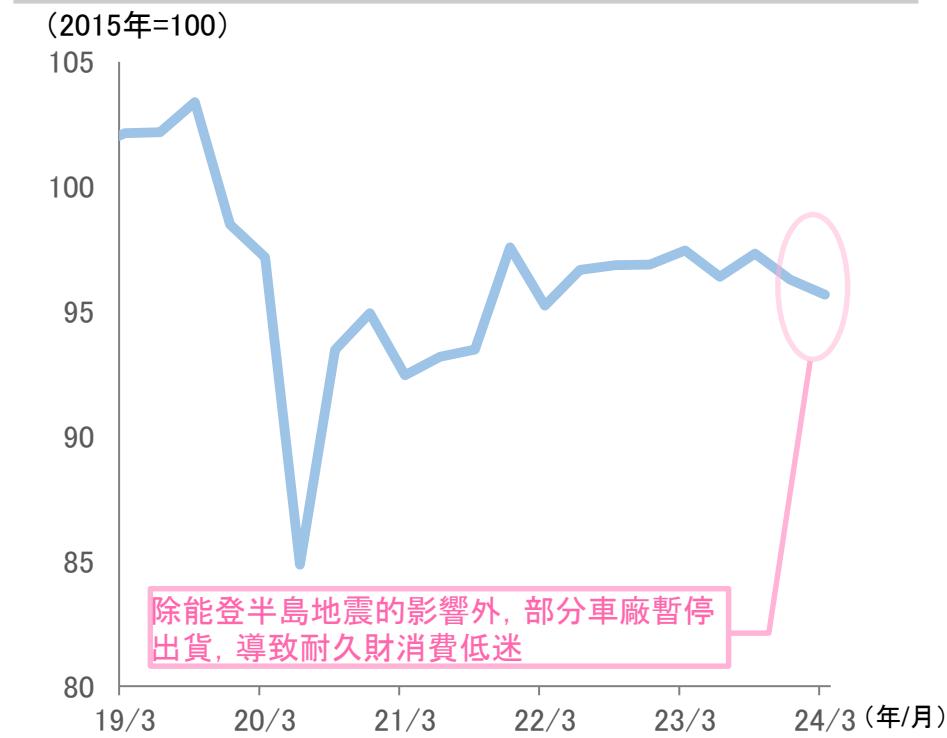
(註)所有規模合計、所有產業。包含軟體、研究開發，不含土地投資額

(出處)根據日本銀行「全國企業短期經濟觀測調查」資料，由Mizuho Research & Technologies製作 (出處)根據日本銀行「全國企業短期經濟觀測調查」資料，由Mizuho Research & Technologies製作

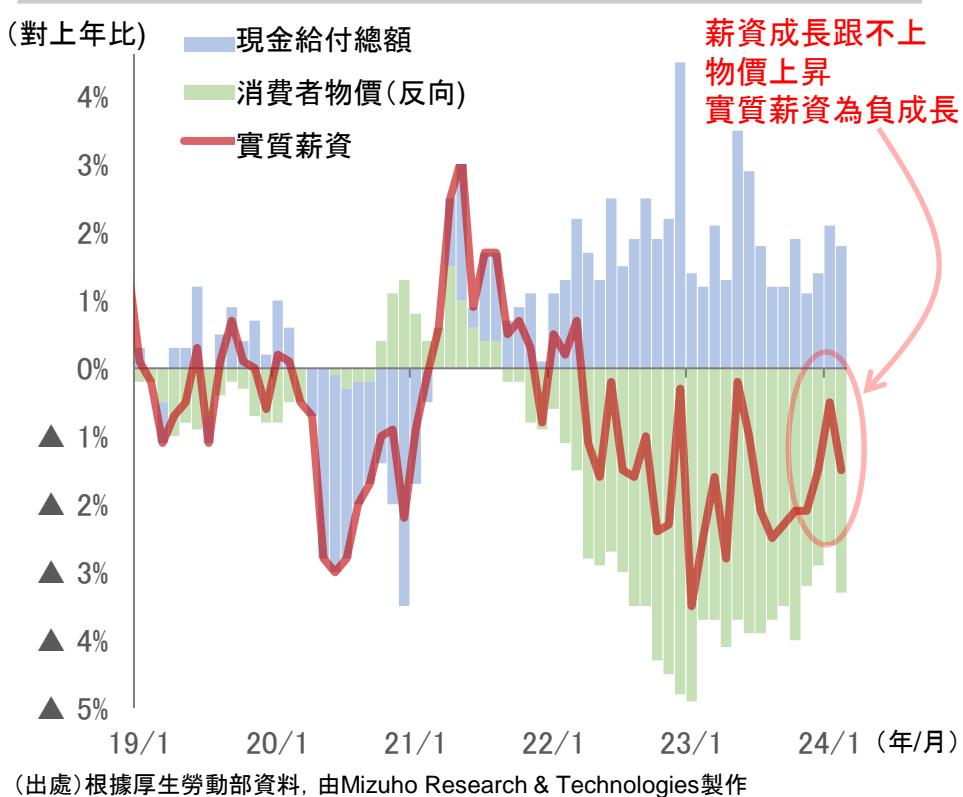
# 日本：個人消費在1~3月季度呈現低迷。除特殊要因外，物價高漲亦為消費阻力

- 2024年1~3月的消費活動指數(已調整旅行收支)對上季比▲0.5%，為連續2季的負成長
  - 除能登半島地震的影響之外，受到部份汽車廠商因測試違規暫停出貨的影響，耐久財呈現低迷。非耐久財出現回溫徵兆，服務也維持緩步增加的節奏，但仍不足以拉回耐久財的下滑
  - 薪資成長追不上物價上昇，實質薪資對上年比在負成長區域徘徊。成為消費回溫之阻力

消費活動指數



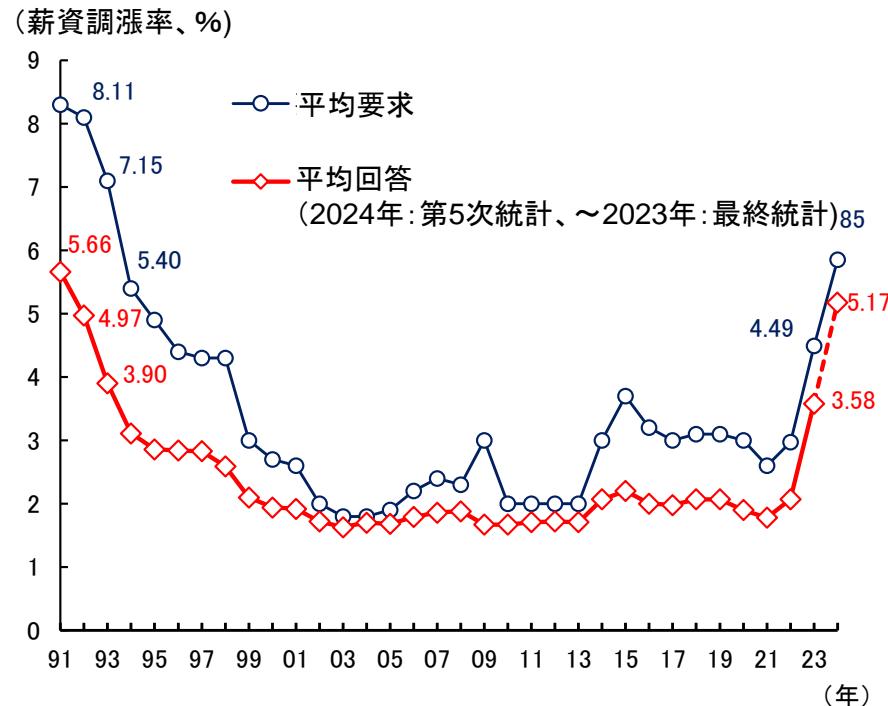
實質薪資成長率



# 日本：掌握消費前景關鍵的春鬥（春季集體協商），薪資調漲率較前一年大幅上昇

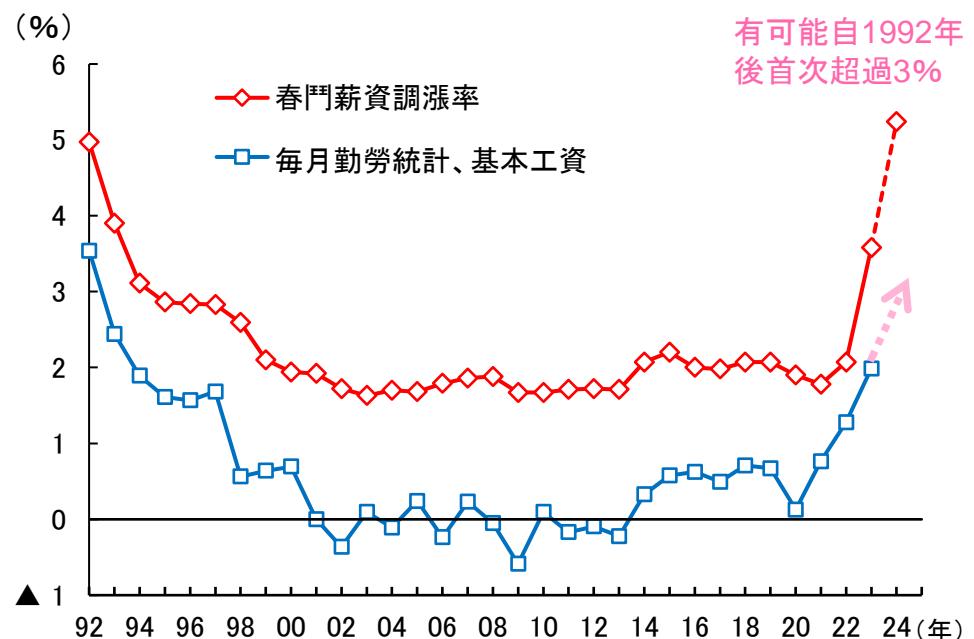
- 2024年的春鬥薪資調漲率（第5次統計）為 +5.17%，大幅高於去年同時期（+3.58%）
  - 就規模來看，大企業（+5.22%）和中小企業（+4.66%）拉大距離。但中小企業自第1次統計起即逐次上修，可以看出有愈來愈多中小企業在確保人手的同時，努力提高薪資
- 由於大幅高於前一年的薪資調漲率，預計實際薪資從4月以後也將漸漸提高成長率

薪資調漲率的變化（日本勞動工會總聯合會之統計值）



（出處）根據日本勞動工會總聯合會資料，由Mizuho Research & Technologies製作

春鬥薪資調漲率與每月勤勞統計、基本工資



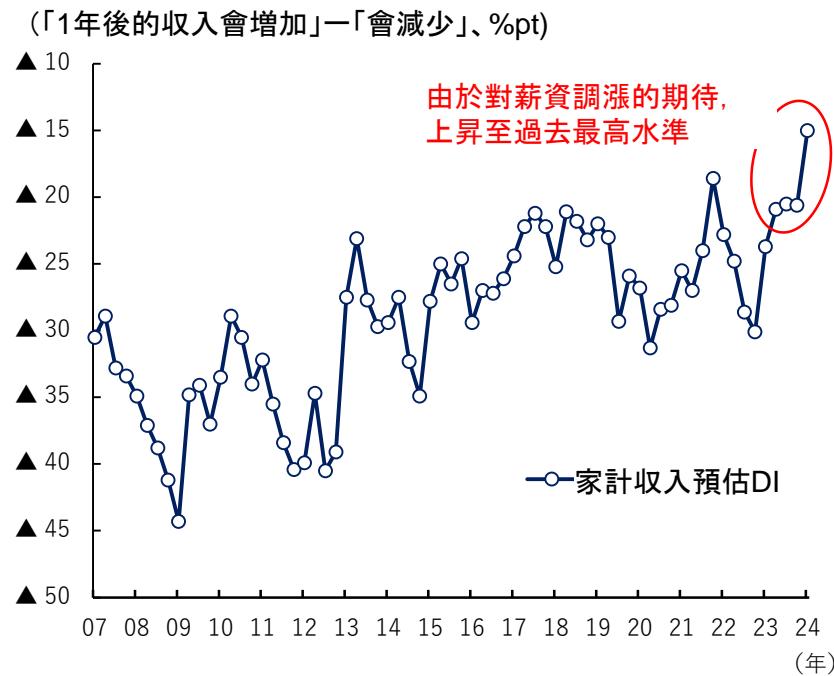
（註）春鬥薪資調漲率係根據日本勞動工會總聯合會，除2024年外之最終統治值。每月勤勞統計、基本工資係根據一般勞動者之年度值。每月勤勞統計2023年度為wrap值、2016年以後取自共通法人、1993年以前取自30人以上法人

（出處）根據厚生勞動部、日本勞動工會總聯合會資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 日圓利率：至2025年前半有兩次升息。長期利率徐緩上昇

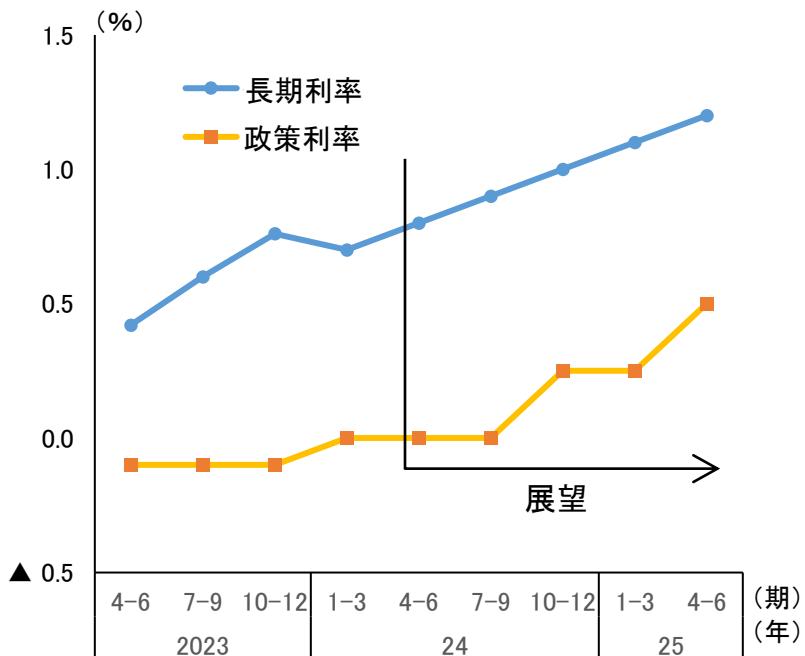
- 在2024年春鬥強力薪資調漲的背景下，2025年前半為止日銀升息2次的可能性提高
  - 對薪資調漲的期待，帶動家計的收入預估DI大幅上昇。對物價上昇的容許度提高的可能
  - 伴隨日銀升息，日本長期利率預計上昇到1%前半水準

家計1年後收入預估(日銀、生活意識問卷)



(註)2024年3月調查的調查時期為2月8日～3月5日  
(出處)根據日本銀行資料，由Mizuho Research & Technologies製作

日本：政策利率、長期利率展望



(註)政策利率為無擔保隔夜拆款利率  
(出處)根據Bloomberg資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 2. 「川普2.0」會發生什麼？ ～對通膨等之不良影響受到關注～

# 「模擬川普當選」的頭腦體操～拜登與川普的主張

	拜登	川普
財政政策/ 稅制改革	( <b>增稅</b> )將法人稅從21%提高28%， 持有資產超過1億美元的超富裕層課徵最低20% 所得稅	( <b>減稅</b> )批判「大政府」的同時，提出將法人稅 由21%減至15%等財政擴張 主張
去碳政策	( <b>贊成</b> )持續現狀路線	( <b>反對</b> )廢止IRA法中促進EV發展之規定。強化對石化燃 料的投資。阻止再生能源擴大
墮胎	( <b>擁護</b> )支持墮胎權利	( <b>反對</b> )一方面將最高法院推翻墮胎合憲判決歸功於己， 另一方面對於懷孕6週後禁止墮胎又採批判立場
外交	( <b>協調主義</b> )持續與同盟國的協調路線	( <b>單邊主義</b> )暗示要脫離NATO/IPEF、回歸「交易(deal)外 交」
對中政策	( <b>敵對</b> )持續關稅政策、半導體管制、實體清單規範	( <b>敵對</b> )停止最惠國待遇。4年計畫段階性廢止電子機器、 鋼材、醫藥品等重要領域之進口。採取透過第3國迂迴出 口的保護對策。阻止美國企業對中投資
貿易政策	( <b>反對</b> )反對川普主張的追加關稅	( <b>贊成</b> )針對所有進口課徵10%的追加關稅
以色列 支援	( <b>積極</b> )雖然態度積極，但是支持以色列加上支援烏克蘭， 有無法獲得超黨派支持之風險	( <b>積極</b> )曾表示「如果我重新當上總統，將毫不猶豫、無條 件、100%支持以色列」
移民政策	( <b>贊成</b> )預計將持續強化對非法移民的管制，同時對合法 移民採取緩和政策	( <b>反對</b> )強化對非法移民的檢舉，每年將數百萬人遣返出境。 計畫實施發行簽證時的意識型態審查、重新考慮賦予 公民權的出生地主義等
金融政策/ 聯準會人事	( <b>中立</b> )目前無相關評論	( <b>緩和</b> )批判目前政策利率「過高」，可能對聯準會施壓要 求寬鬆。針對鮑爾主席曾表示「任期只剩下2年左右」

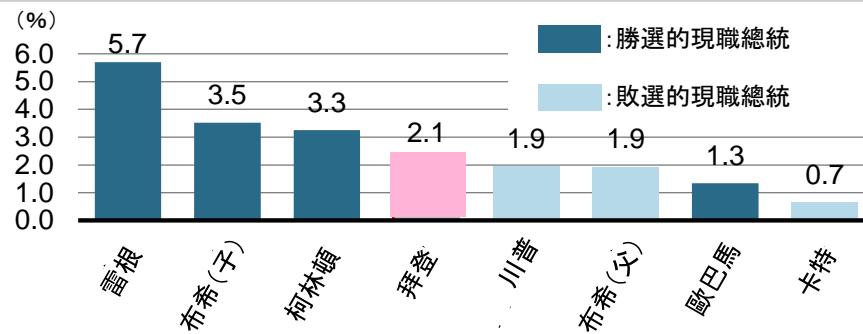
(出處)根據各種報導資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 選戰白熱化，從經濟數據來看選情拉鋸呈五五波

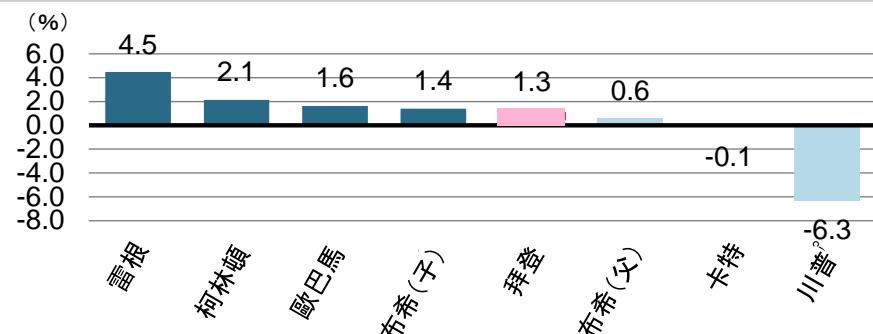
## ■ 現任總統是否能連任，經濟狀態為關鍵因素

- 觀察過去例子，**拜登總統在多種數據皆剛好位於勝選總統和敗選總統中間。**  
從經濟數據來看，勝負約五五波

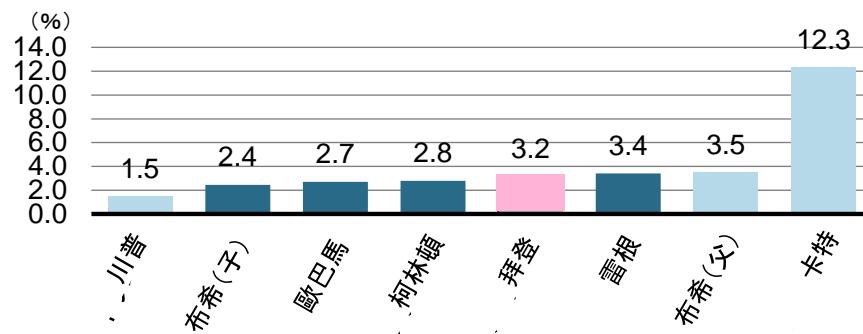
### 實質消費的成長



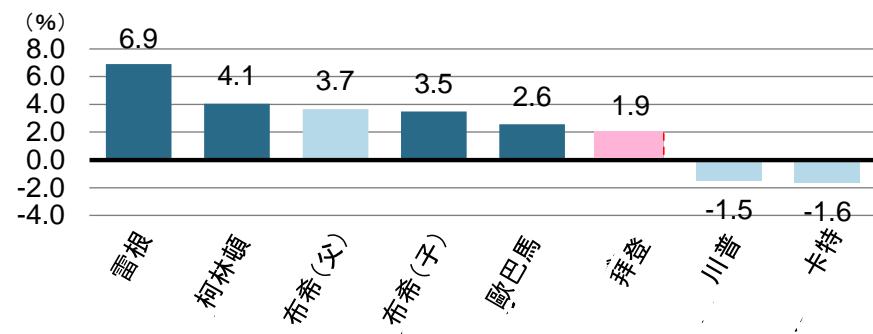
### 就業的成長



### 通膨



### 實質GDP的成長



(註)拜登數值的計算使用Bloomberg consensus。實質消費為到3Q為止2年的對上季比年率成長率之平均，雇用的成長為到3Q為止1年的成長率，通膨為CPI到3Q為止2年的年率換算成長率，實質GDP的成長為3Q的對上年比

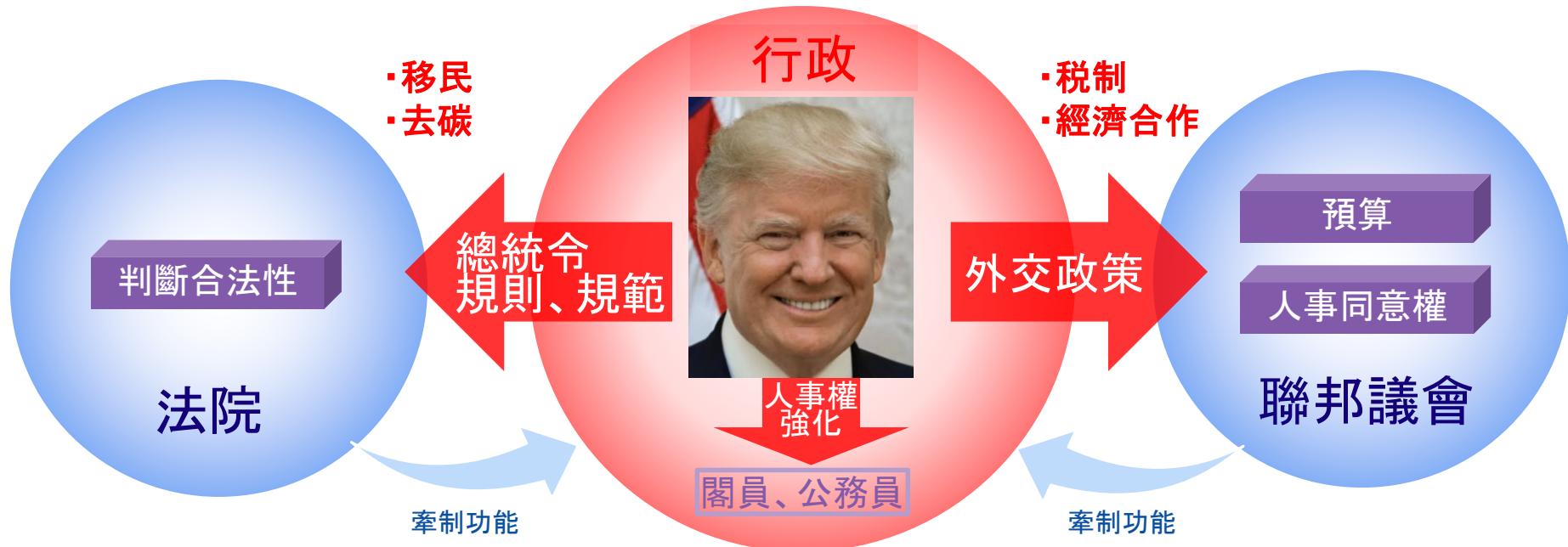
(出處)參考Goldman Sachs, 根據Bloomberg、美國商務部、美國勞動部資料，由瑞穗銀行產業調查部製作

## 不拘泥於過去的慣例、習慣，運用總統權限推動政策

- 原本聯邦議會(立法)、法院(司法)具備牽制美國總統(行政之長)的功能
  - 第2次任期的川普政權歷經第1次任期的經驗、反省，企圖透過強化總統權限追求自己理想中的政策實現
  - 透過強化人事權等徹底排除抵抗勢力。大量運用總統令、規範、外交權限等，可能帶來各方摩擦

### 川普重返白宮下變動的行政(總統)、立法(聯邦議會)、司法(法院)關係

經過第1次任期的經驗，學會應對聯邦議會和法院的方法  
不拘泥於過去的慣例、習慣，運用總統權限推動政策



(出處)根據美國白宮等資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 追求「美國優先主義」帶來的短期利益，可能導致中長期風險增加

## 川普主張「美國優先主義」

### 經濟、財政政策

- 排斥移民
- 提高關稅
- 持續減稅政策

### 外交

- 單邊主義/交易外交
- 輕視同盟/脫離國際協定

### 環境政策

- 再次脫離巴黎協定
- 廢止EV促進方案
- 振興石化燃料

### 短期影響

- 保護國民就業
- 排除他國產品、透過減稅活絡經濟

- 暫時的穩定  
(美俄關係改善等)

- 資源產業的保護
- 能源調度的穩定化

### 中長期影響

- 人手不足問題再起
- 進口物價上昇
- 主權債增加造成財政隱憂  
**風險① 通膨、利率上昇**

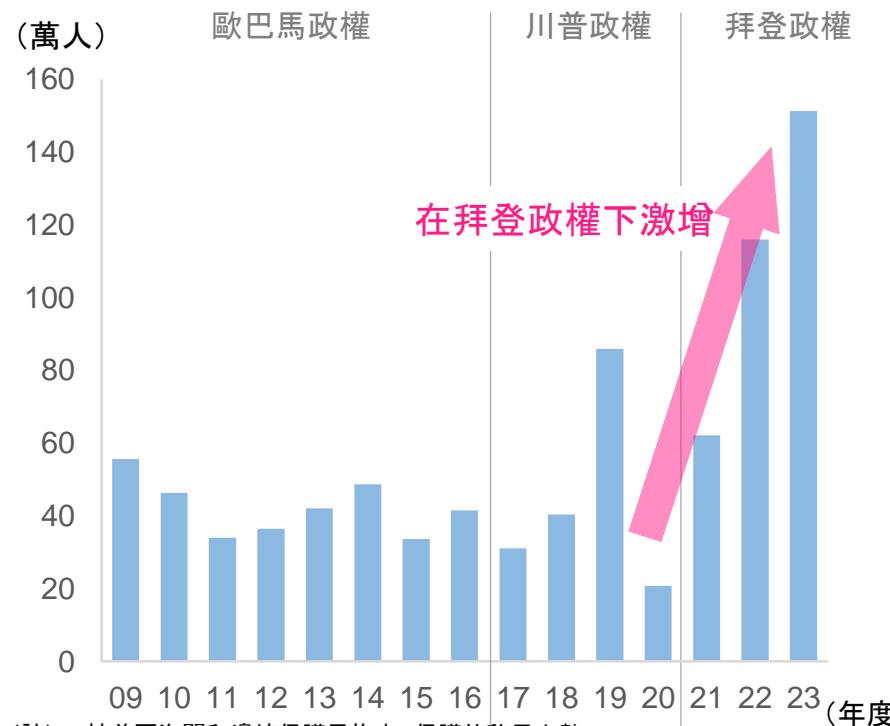
- 地緣政治風險升高
  - 國際規則名存實亡
- 風險② 國際秩序的擺盪**

- 美國落後世界潮流之風險
- 對世界潮流本身也有影響  
**風險③ 去碳化腳步遲緩**

# 移民政策：目前支撐就業市場的移民增加步調大幅遲緩，人手不足問題再次浮現

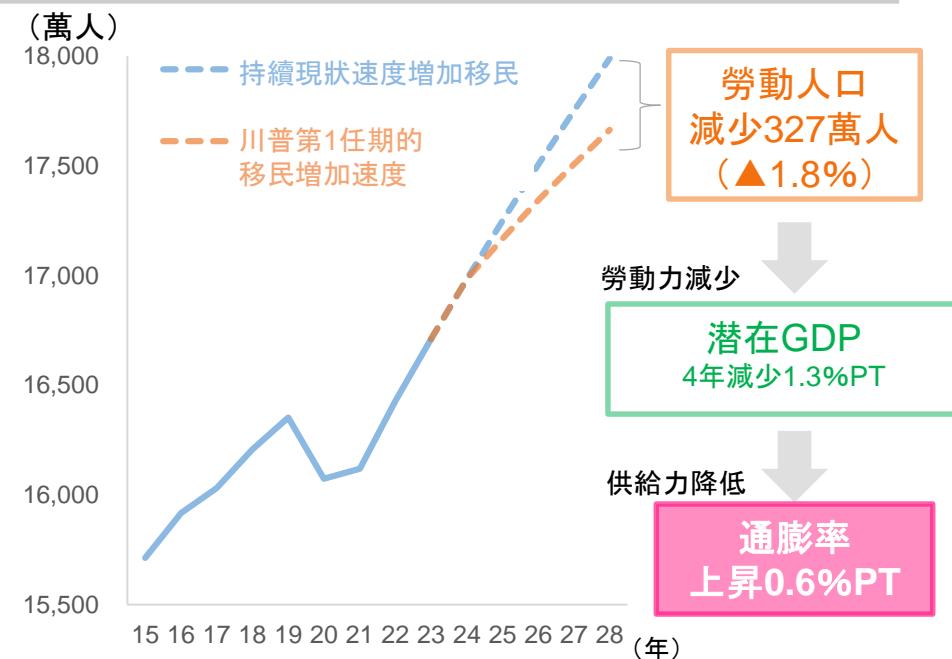
- 拜登上任後非法移民激增。許多移民轉化為勞動力，成為緩和人手不足的因素
  - 但另一方面，目前美國國民對移民的不滿日益高漲，成為拜登政權最大的弱點
- 川普計畫強化對非法移民的檢舉，對合法移民發行簽證時進行思想審查、重新考慮賦予公民權時的出生地主義等
  - 若移民增加脚步相當於川普第1任期，那麼勞動人口在2028年時預估將減少327萬人。潛在成長力可能於川普在任期間4年下降1.3%PT，通膨也將面臨0.6%PT的推升壓力

## 非法移民的動向



(出處)根據美國海關和邊境保護局(CBP)資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 勞動人口的機械試算



(出處)根據美國勞動部、美國商務部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 關稅政策：如果發展為世界性關稅來回制裁，將對美國經濟帶來傷害

- 保護主義式關稅政策雖可促進國內投資，同時也會喪失自由貿易的利處，帶來出口衰退和通膨升壓的風險
  - 川普的對中政策除了將關稅稅率提高至60%以上外，還考慮停止最惠國待遇、將重要領域進口以4年計畫分階段廢止等。關於與其他地區的貿易，也計劃導入一律10%的普通關稅，並且阻止日本製鐵併購美國鋼鐵公司的計畫等，對日本經濟也有出現直接影響的風險
  - **如果將對中關稅提高到60%、對他國的關稅稅率提高到10%，若移民增加，國內物價將漲1.3%左右**

## 川普主張的保護主義政策

### 對中政策

- ✓ **提高進口關稅至超過60%**(目前平均關稅稅率:20%)
- ✓ 停止最惠國待遇(※註)
- ✓ 4年計畫逐步停止電子機器、鋼材、醫藥品等重要領域之進口
- ✓ 阻止美國企業對中投資

### 對其他地區政策

- ✓ **對所有進口商品導入一律課徵10%之普通關稅**(目前平均關稅稅率:20%)
- ✓ 對中貿易導入透過第3國的迂迴出口保護對策
- ✓ **阻止日本製鐵併購美國鋼鐵公司的計畫**

(註)最惠國待遇是WTO協定基本原則之一。根據該原則，賦予任一國家之關稅等最有利待遇，也賦予其他所有加盟國家

(出處)根據各種報導，由Mizuho Research & Technologies製作

## 提高關稅(對中:60%、其他地區:10%)伴隨之經濟影響

### 導入對中、普通關稅對物價之影響



### 導入普通關稅對GDP的影響(Lee(2023))



(註)1.關於物價影響，係以美國所有產業採購自海外商品的價格來自中國+40%(20%→60%)、來自其他國家+7%(3%→10%)的情況下對消費者物價的波及影響，使用國際產業關聯表進行試算

2.關於對經濟的影響，係根據Lee(2023) “Trump’s ‘Proposed 10 Percent Tariff: Considering the Impact’”進行試算

(出處)根據ADB、Lee(2023)資料，由Mizuho Research & Technologies製作

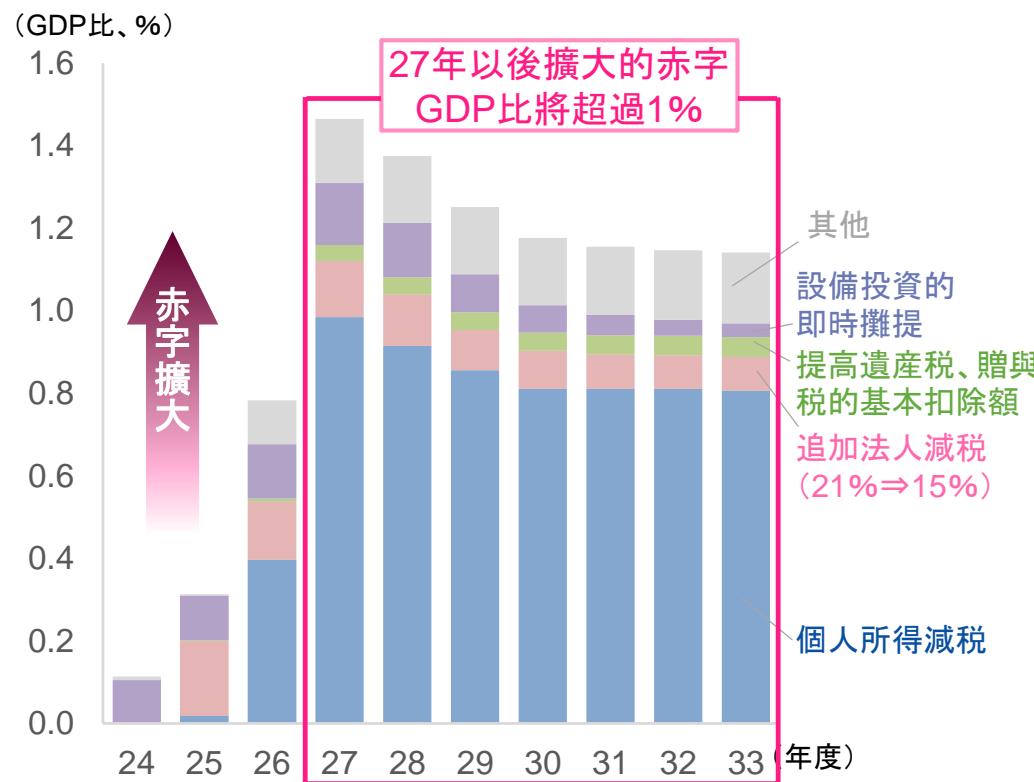
## 財政政策：持續減稅政策，成為助長財政前景不安的因素

### ■ 川普主張持續商業友善的減稅政策，將大幅增加主權債

— 2017年成立的減稅與就業法案中，打算延長將在2025年度失效的個人所得減稅等措施，並且將法人稅由現行的21%減至15%。持續減稅政策，預估可能將2027年以後的成長率推升1%，但可能因景氣過熱發生+0.5~0.7% PT左右的通膨壓力

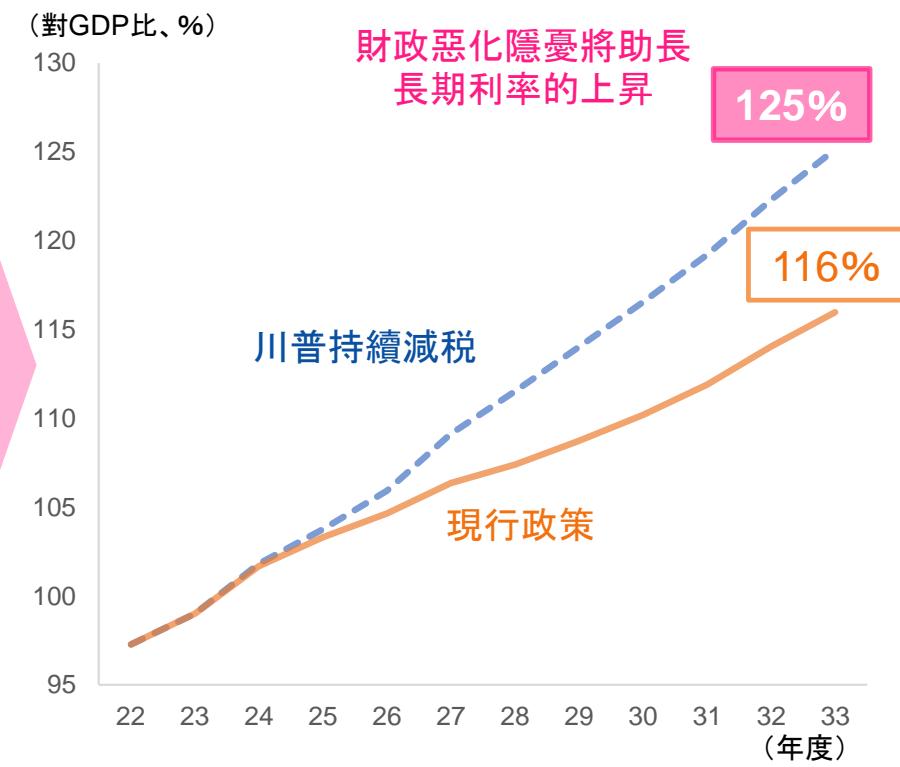
- 川普持續減稅帶來的中長期額外歲出為3.8兆美元。主權債對GDP比到2033年將擴大至125%

### 川普持續減稅，將拉高財政赤字



(出處)根據CBO資料，由Mizuho Research & Technologies製作

### 川普持續減稅時主權債對GDP比率之推估

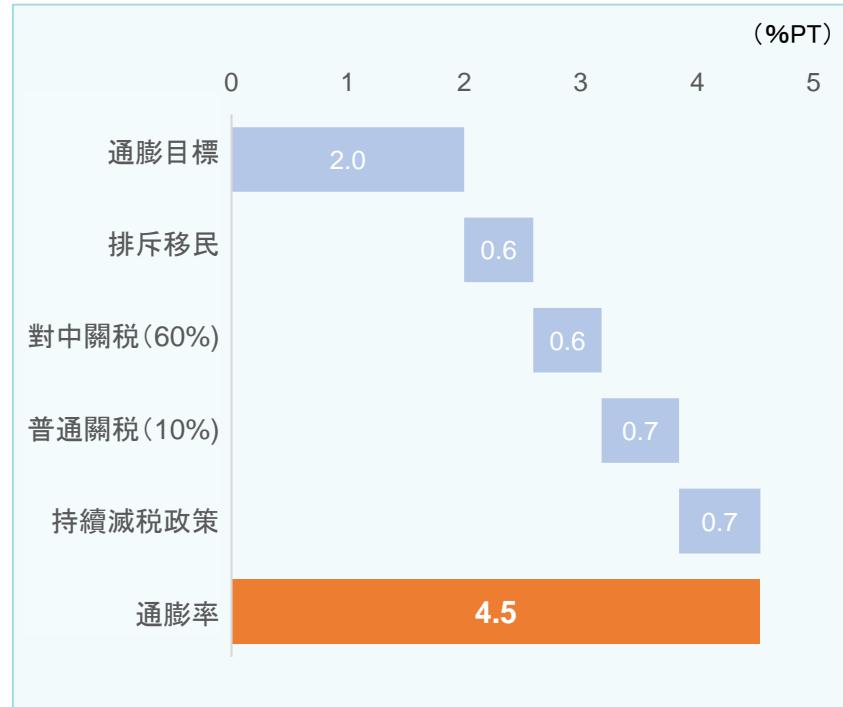


(出處)根據CBO資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 金融政策：短期促進寬鬆，但因通膨加速聯準會將再次走向緊縮

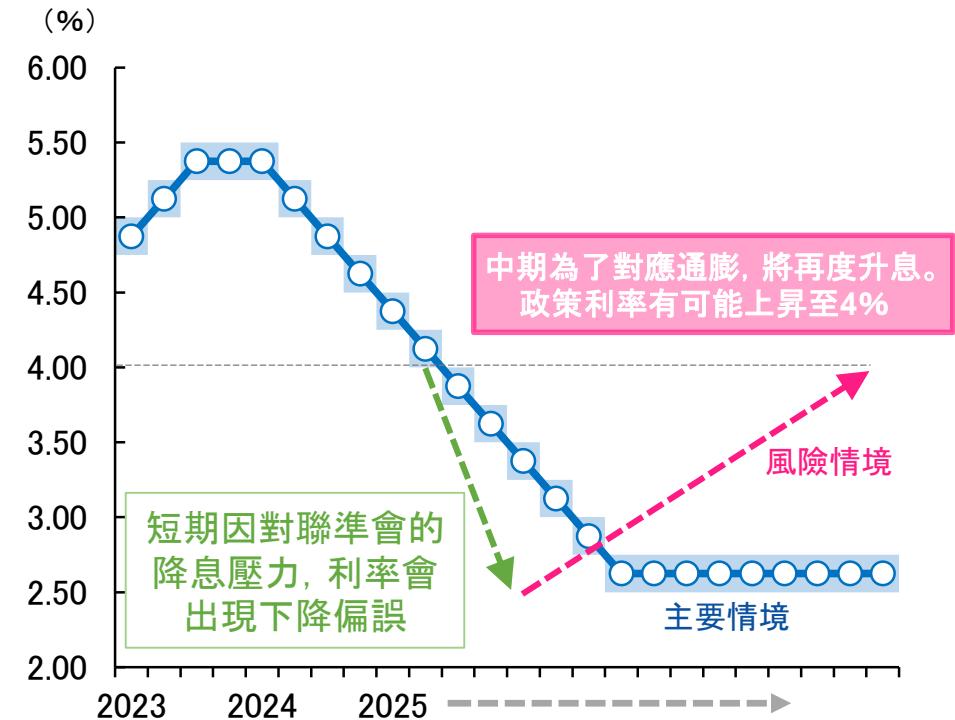
- 金融政策短期來看將會對聯準會施壓，走向寬鬆水準，但未來可能有再次大幅升息的風險
  - 川普前總統批判目前的政策利率「過高」，不打算再次任命聯準會鮑爾主席（主席任期到2026年5月15日為止）
  - 假如川普所主張的①排斥移民、②提高關稅、③減稅政策同時實行，通膨率預計達到4.5%。  
結果聯準會將把政策利率提高到4%前後左右

### 導入川普政策後對通膨率的影響



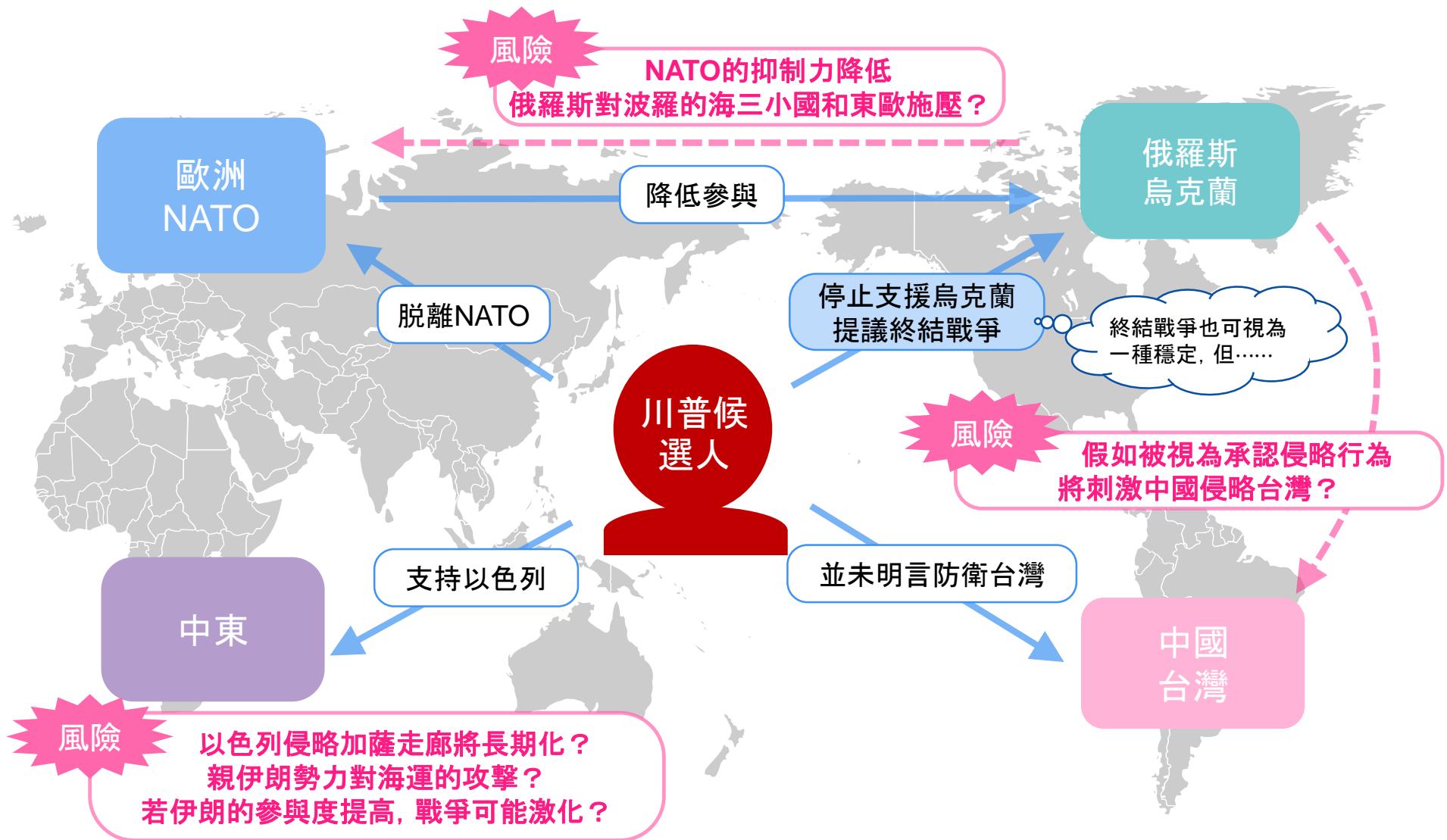
(出處)由Mizuho Research & Technologies製作

### 政策利率的路徑



(出處)根據聯準會資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 國際秩序暫時性安定來到臨界，未來的地緣政治風險將增大

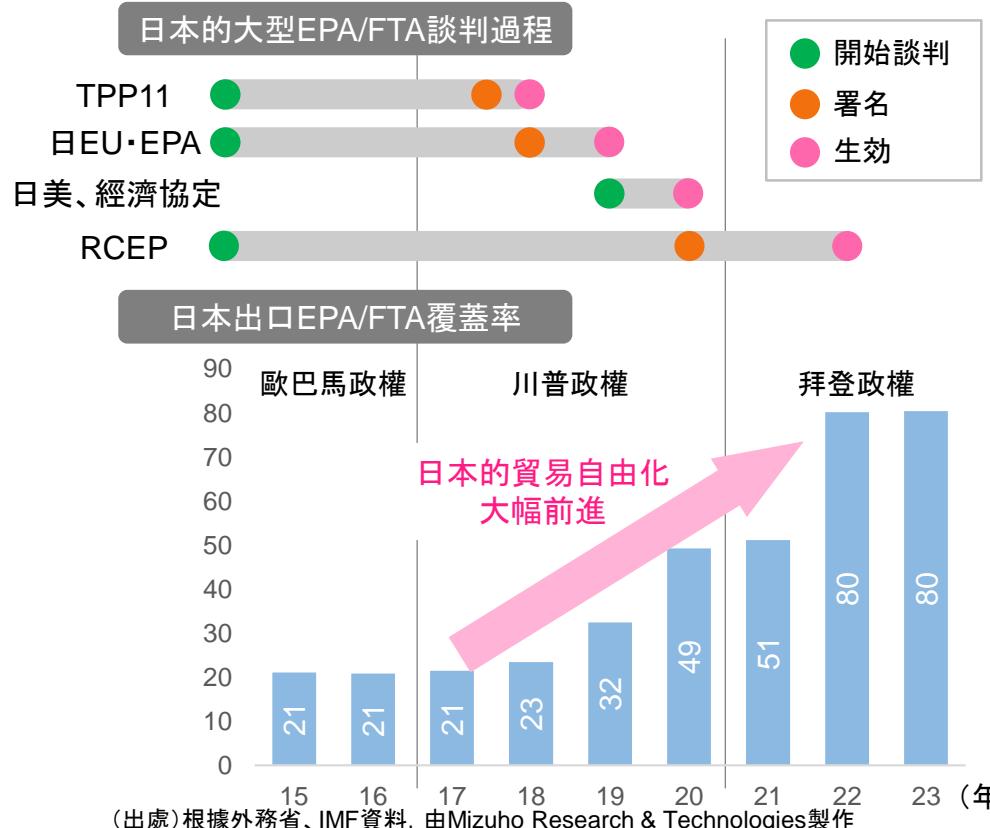


(出處)由Mizuho Research & Technologies製作

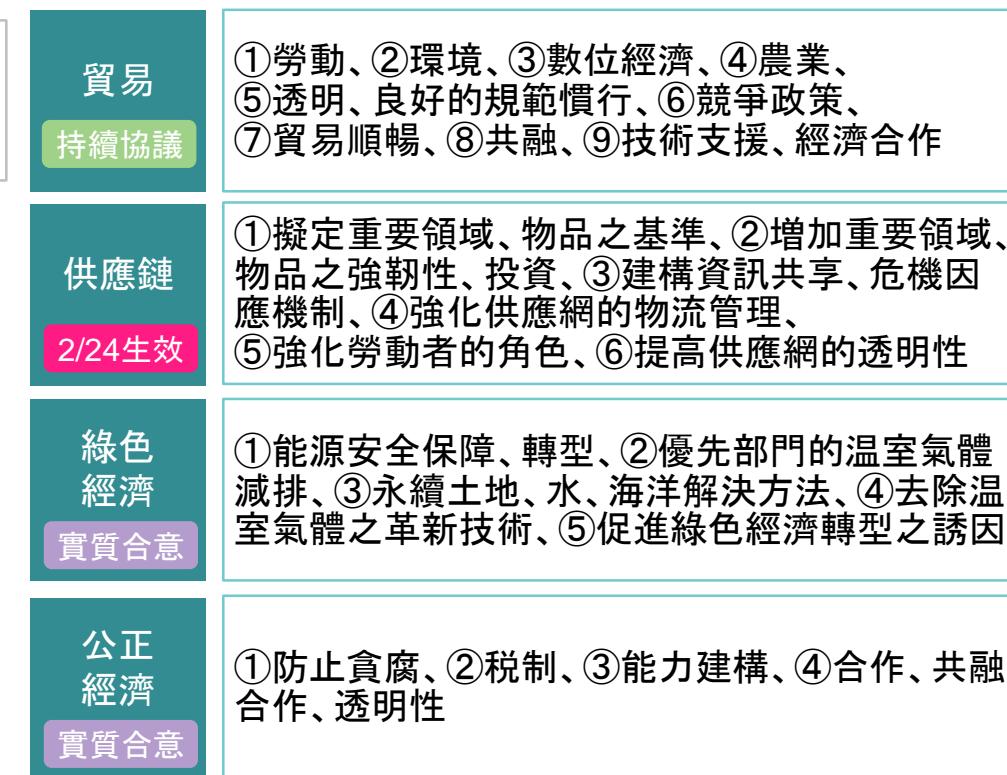
# 川普政權下，亦有可能在沒有美國參加的情況下促進、深化國際合作

- 過去日本簽訂的大型EPA/FTA皆於第一次川普政權任內成立，對日本而言是自由貿易的大幅進展
  - 2020年4月中國習近平國家主席預計來日（後來因疫情蔓延而中止）等，對於美國不介入的國際交流·協力川普前總統並不干涉
- 即使在川普政權下，也有空間在沒有美國參加的情況下深化國際合作
  - 日本貿易已經完成自由化，若參考IPEF等，下一個合作對象或為「地球規模的社會問題」

## 日本簽訂EPA/FTA的談判過程及出口覆蓋率



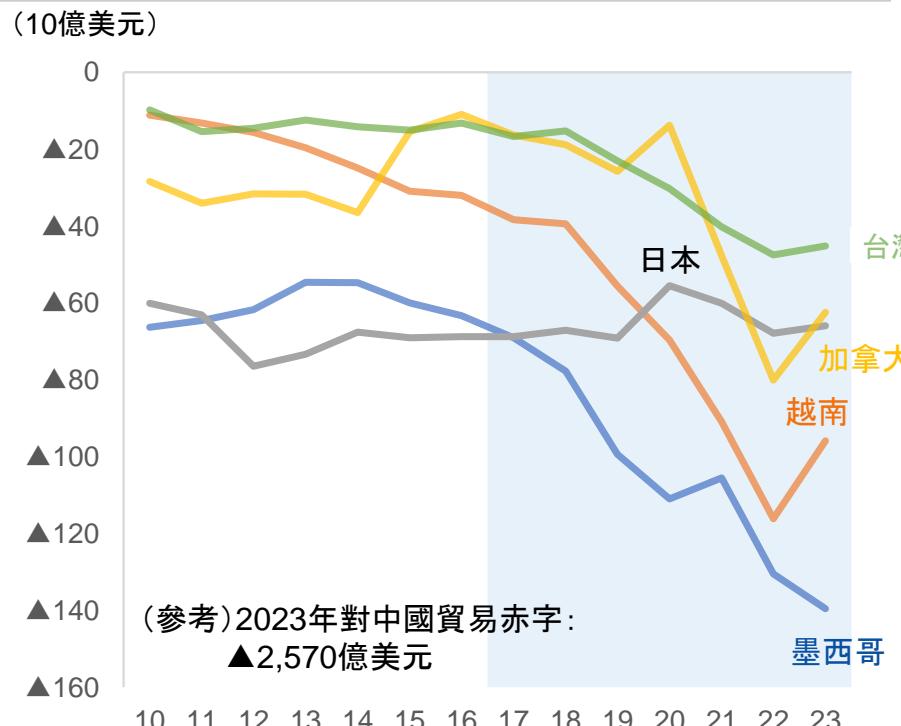
## 印太經濟框架(IPEF)的4大主軸



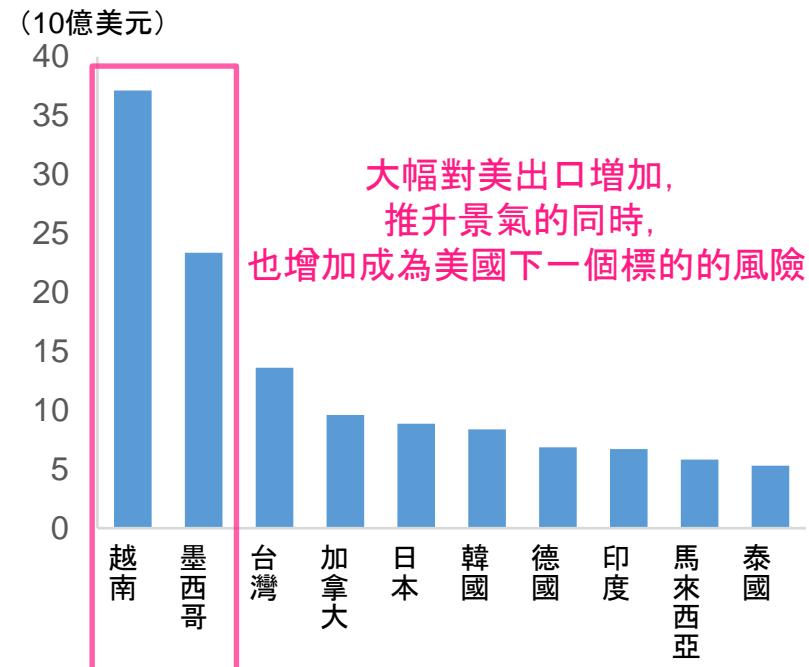
## 提高對中關稅伴隨的代替出口効果，墨、越可能成為未來標的

- 川普上任後，對中貿易赤字雖有縮小趨勢，但受到代替生產的影響，墨西哥和越南的貿易赤字擴大
  - 美國提高對中關稅時，代替生產將進展更快。短期來看各國將受惠於景氣推升効果，但是因貿易赤字擴大成為美國談判對象的風險將大增
  - 預計行動電話、遊戲機將往越南、電視機等將往墨西哥移動

**美國貿易赤字**



**美國提高對中關稅帶來的各國出口替代効果**



(註)根據WITS的SMART模型，試算假如美國將對中關稅提高至60%時對各國的  
出口替代効果

(出處)根據WITS資料，由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據美國商務省資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 美國為世界最大原油、天然氣生產國，推動石化燃料可短期推升景氣

- 川普主張脫離巴黎協定、振興石化燃料、廢止EV促進策方案等，希望達到經濟活化、能源調度穩定化的目標
  - 貢岩天然氣革命以後，美國成長為世界最大的原油、天然氣生產國。**美國的石化燃料(原油、石油製品、天然氣之合計)對外收支在2020年後轉黑，促進石化燃料短期可推升美國經濟**

## 川普主張的環境政策

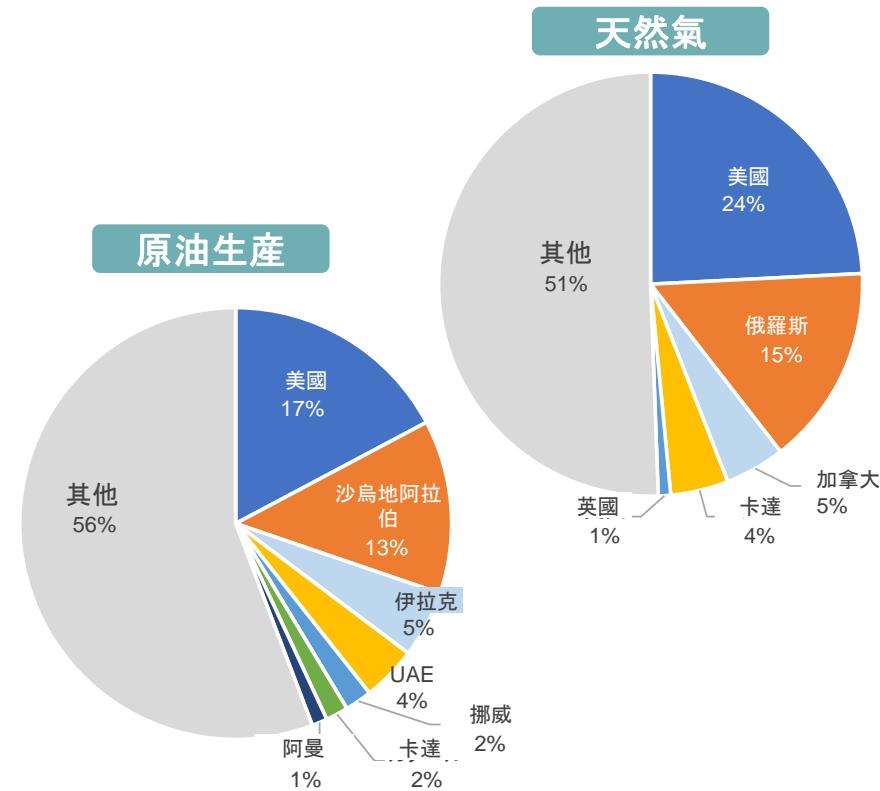
方針	
國際協定	✓ 脫離巴黎協定／IPEF
發電	✓ 阻止拜登政權的發電規範(※註) ✓ 迅速批准能源基建案件 ✓ 促進火力發電、石化燃料(原油、天然氣、綠碳)、核能發電、水力發電
EV	✓ 廢止IRA法的購買EV獎勵方案

目的	
安全保障	✓ 能源優勢(透過廉價穩定的能源供給，支撐安全保障、經濟發展，建立優勢)
創造就業機會	✓ 在火力發電所、管線、電網、港灣、製油所、出貨站建設等領域創造美國人的就業機會
投資活化	✓ 透過能源成本的抑制，吸引製造業、資料中心、半導體等產業

(註)拜登政權在2023年5月公布新規定，火力發電所有設置碳回收裝置和氫能混燒的義務

(出處)根據各種報導資料，由Mizuho Research & Technologies製作

## 世界原油、天然氣生產量

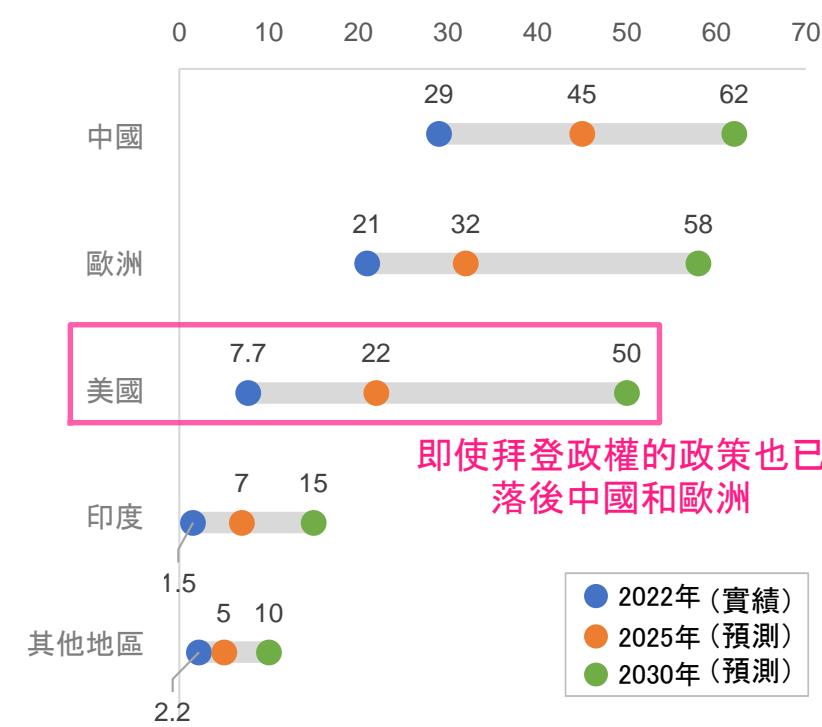


(出處)根據Our World in Data資料，由Mizuho Research & Technologies製作

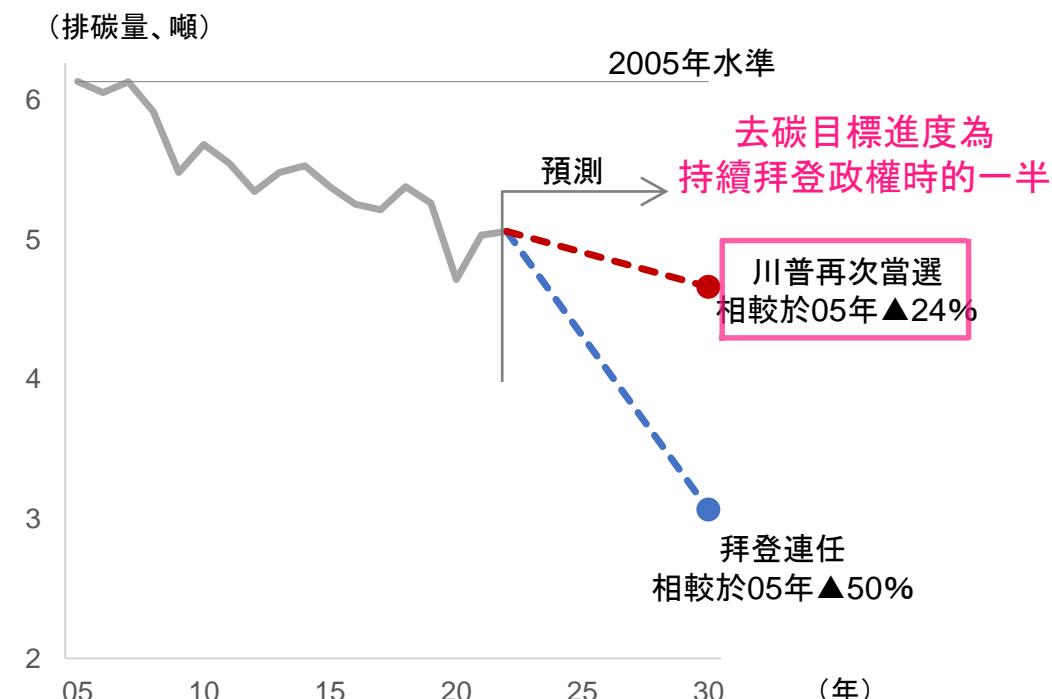
## 川普的環境政策導致去碳目標的達成大幅遲緩

- 美國的EV政策相較於中國和歐洲已經較遲，倘若停止EV促進政策將更後退
  - 但對在油電混合車和汽油車上具備優勢的日系企業而言為一助力
- 根據試算，若導入川普的環境政策，2030年時的排碳量相較於2005年為▲24%，僅能削減拜登政權持續時之一半
  - (疑問)去碳起步較晚的日本是否應附和美國的變化？⇒(回答)不盡然

EV銷售佔比展望(現有政策情境)



川普再次當選時的排碳量預測(Energy Innovation試算)

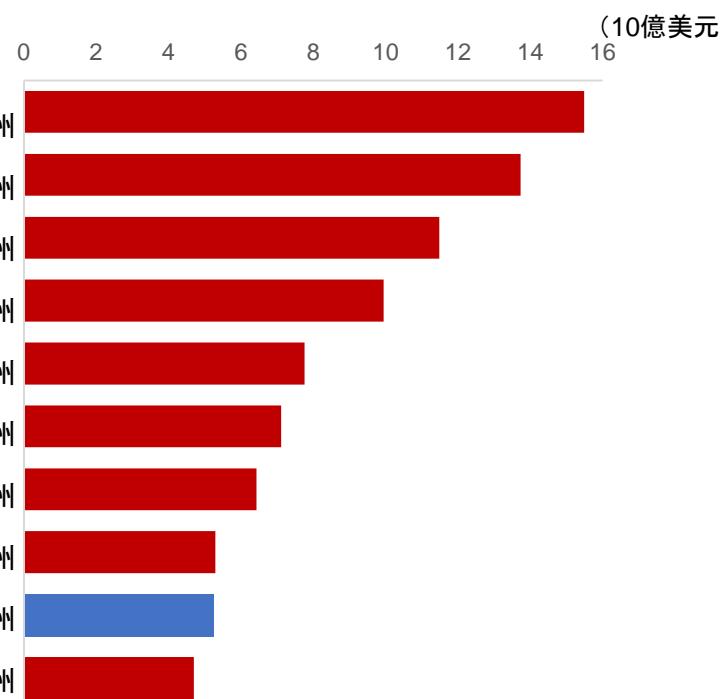


## 共和黨支持者也受惠於現行政策，可能不會出現單純的政策反轉

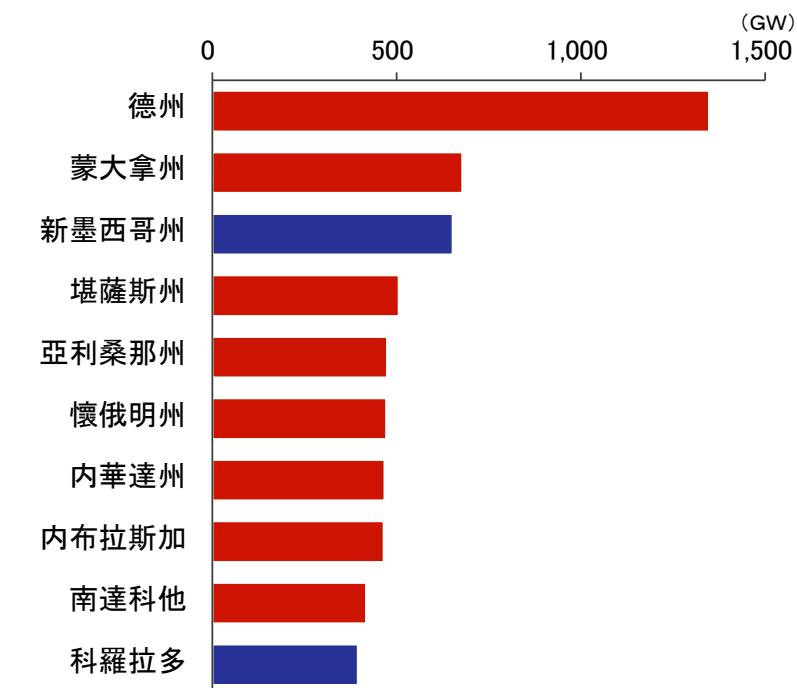
### ■ 運用拜登政權實施的降低通膨法案(IRA法)的投資案件，集中於支持川普的州

- 石油·天然氣產業興盛的德州，風力、太陽能等再生能源發電量居全美第一。其他共和黨支持州也具備再生能源的潛力
  - 川普可能馬上推翻所有拜登時代的環境政策

州別IRA法相關投資額



適合風力發電的州(潛在最大風力發電容量)



(註)潛在最大風力發電容量。紅色為共和黨支持者高於全美平均的州、藍色為民主黨支持者高於全美平均的州

(出處)根據AWS Truepower, National Renewable Energy Laboratory資料，由Mizuho Research & Technologies製作

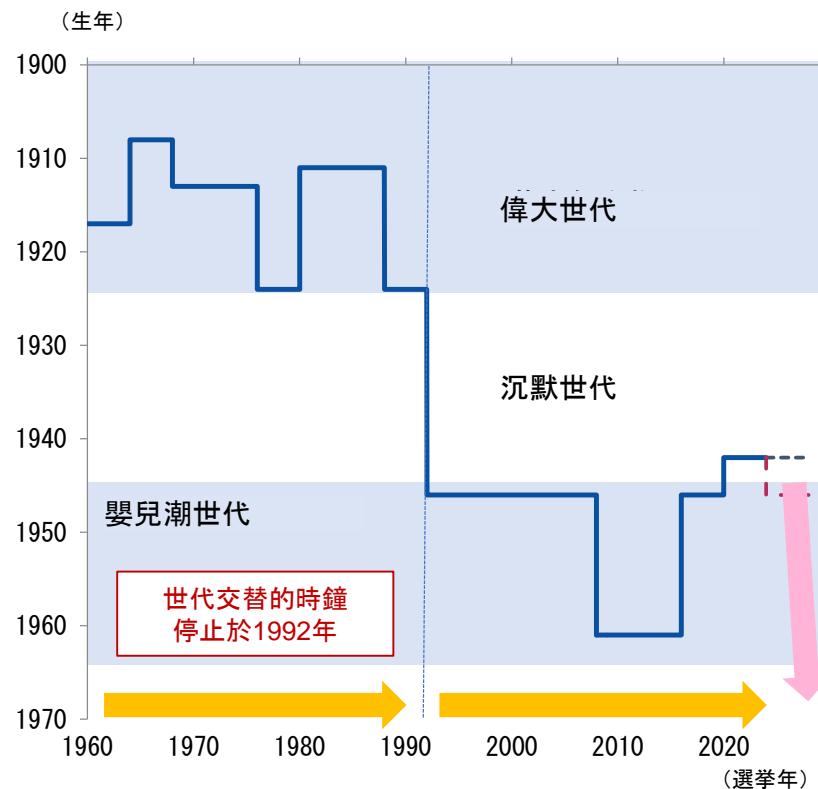
(註)紅色為共和黨支持者高於全美平均的州、藍色為民主黨支持者高於全美平均的州  
(出處)根據JackConness資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 世代交替迫在眉睫，2024年為嬰兒潮之前世代「最後的戰役」

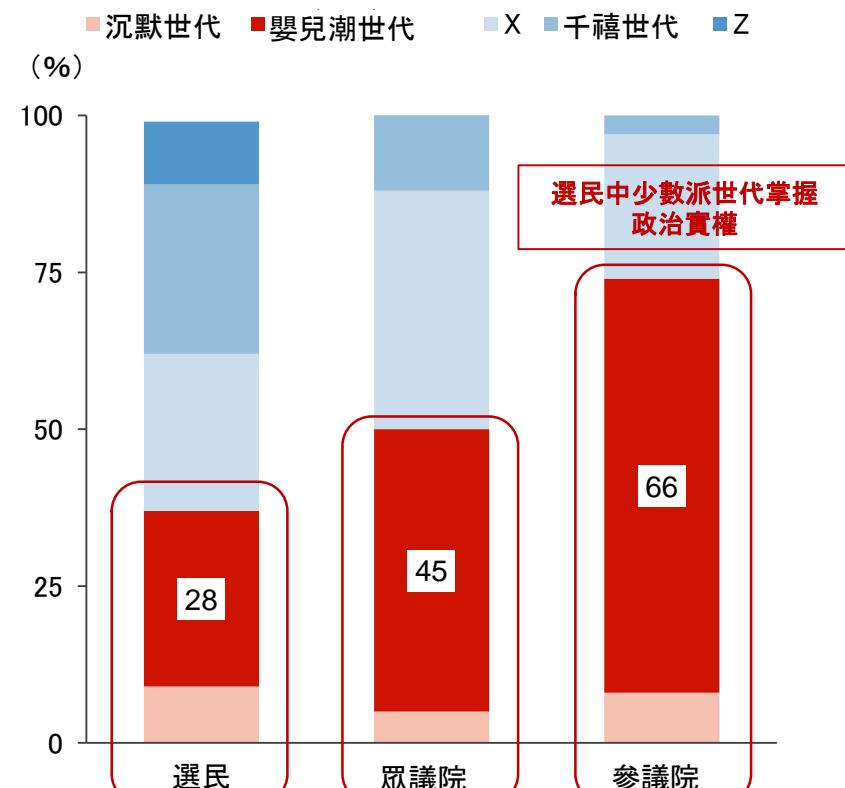
## ■ 美國總統始終沒有較嬰兒潮年輕的世代，與選民隔閡漸大

- 投票者中嬰兒潮以前的世代佔比已成少數，議會中與選民的差距相當明顯
- 拜登（1942年11月20日生）相當於沉默世代、川普（1946年6月14日生）相當於嬰兒潮世代。**2028年的選舉有可能實現世代交替**

總統的出生年與世代



選民與議會與世代結構



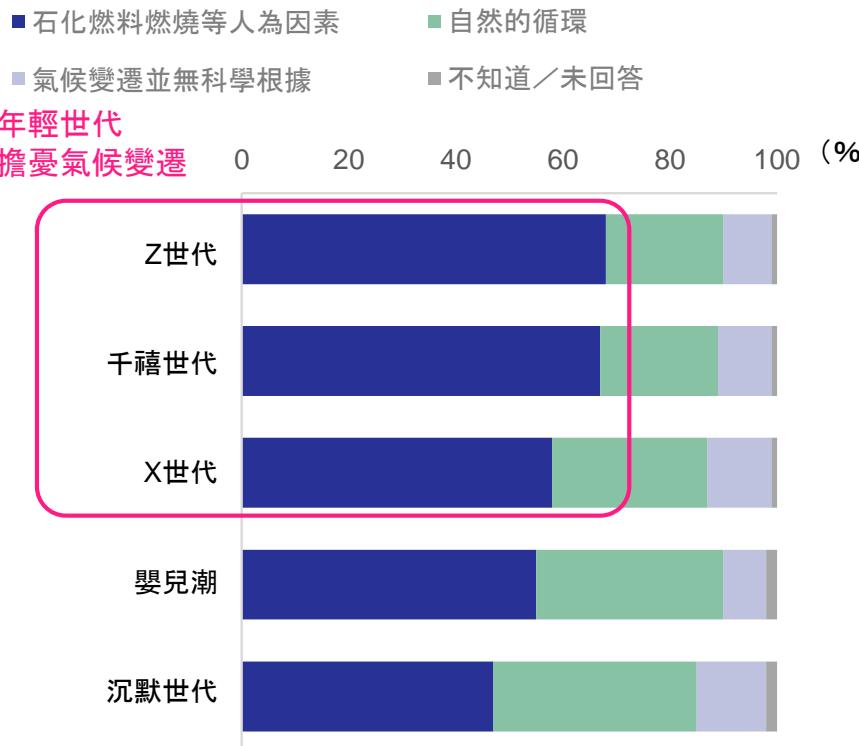
(出處)由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據Pew Research Center等資料，由Mizuho Research & Technologies製作

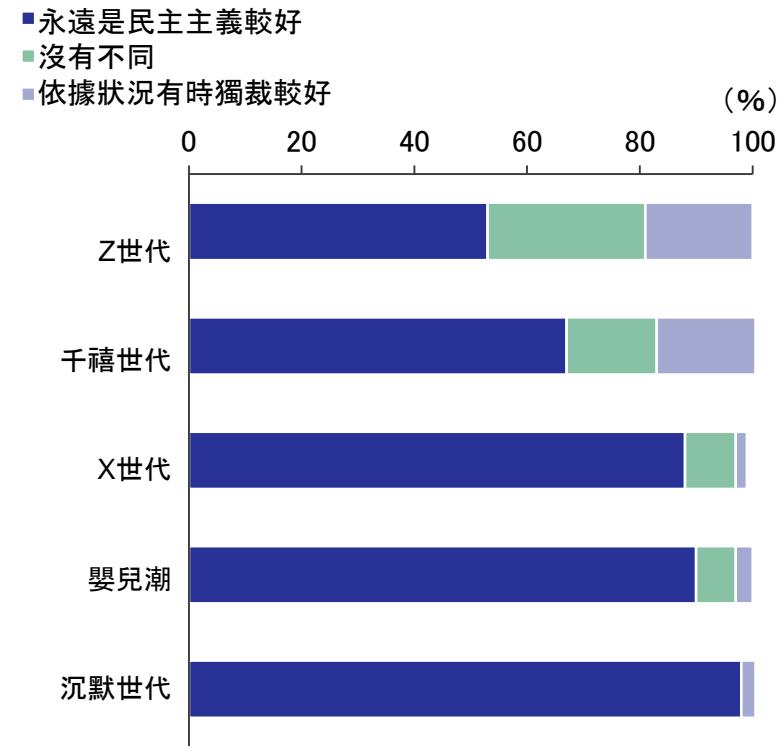
# 下任政權期間美國將迎來過渡期，關注重點在於「年輕世代的選擇」

- 千禧、Z世代跟嬰兒潮之前的世代相比，更加關注川普輕視的氣候變遷問題
  - 未來美國也可能回歸去碳路線
- 其他諸如對移民、多元性、民主主義的看法等，高齡者與年輕人的價值觀有巨大落差。「年輕世代的選擇」受到關注

## 氣候變遷原因為何？(輿論調查)



## 民主主義和獨裁的比較(輿論調查)



# 如何不被川普旋風吞噬，進行中長期觀點的洞察和準備極為重要

## 川普主張的「美國優先主義」 輕視中長期課題

- 短期有活化投資和能源調度穩定化等許多積極層面
- 另一方面，中長期觀點應該加強對負面風險的意識
- ⇒ **冷靜接受上行因素的同時，也必須看清潛在風險**

## 下任政權在過渡期的4年， 中長期方向性不確定？

- 川普政權最後4年，美國政治迎來世代交替的時期
- 進入摸索／看清之後路徑的時期
- ⇒ **關注年輕世代選擇什麼、外國如何看待？**

### 兩個警示

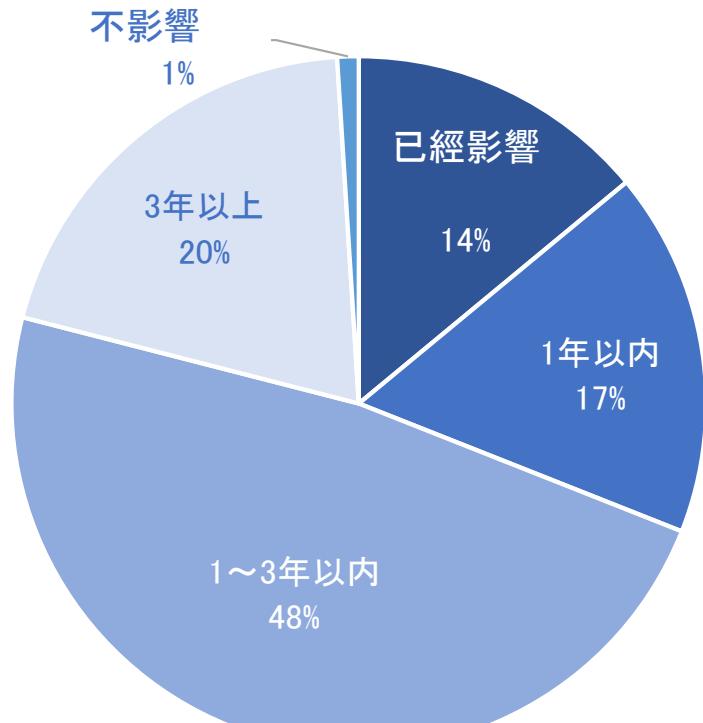
- ① 為了不錯過短期產生的利益，今後也需要仔細觀測公開的具體政策，分析其影響
- ② 與此同時，也不能拘泥於短期觀點，必須看清對美國而言的「優先主義」在中長期來說會如何變化

## Appendix : 逐漸邁向實裝的AI之功罪

# AI社會實裝進展快速。對企業而言，風險管理及人材確保成為課題

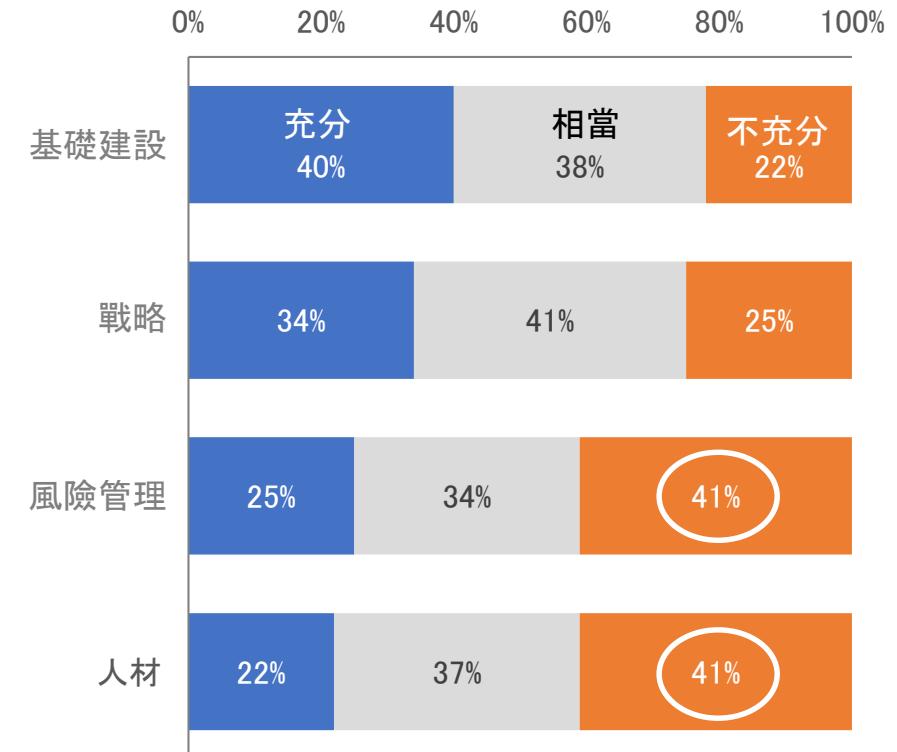
- 根據Deloitte的調查，**七成企業預見生成式AI將帶來組織和業界的劇變**
  - 約九成企業期待透過運用生成式AI來提高生產效率。27%預測生產效率將有飛躍性(significantly)提升。**另一方面，期待AI對創新和業績擴大等成長戰略帶來貢獻的企業僅約三成**
  - 運用生成式AI活用的準備狀況上，基礎建設和戰略已經逐漸著手準備，**但風險管理、人材確保的進度遲緩**

生成式AI對組織和事業環境帶來重大變化的時期



(出處)根據 Deloitte“New decides next”資料，由Mizuho Research & Technologies製作

對活用生成式AI的準備狀況

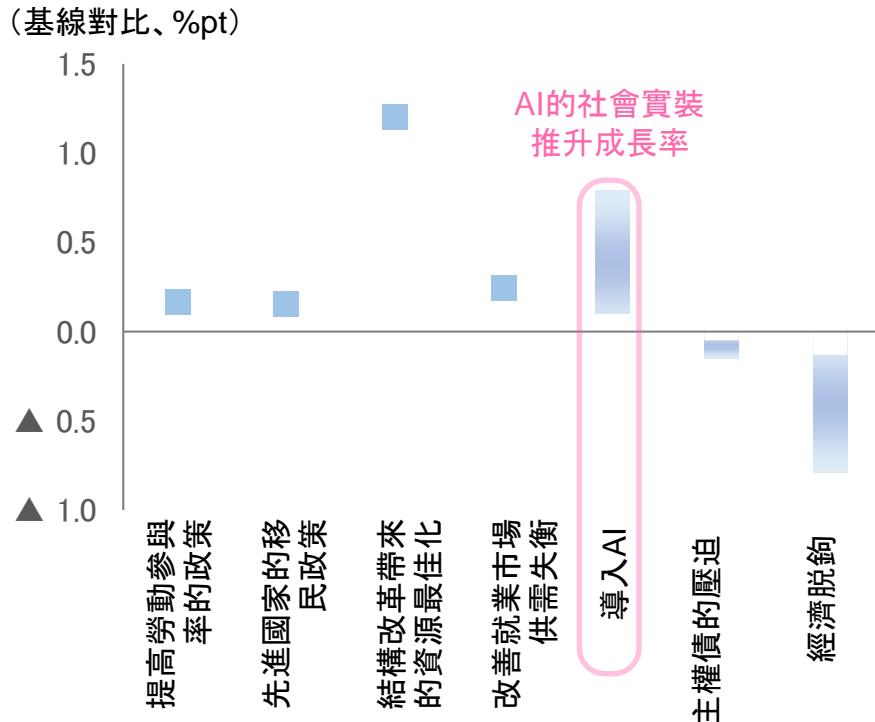


(出處)根據Deloitte“New decides next”資料，由Mizuho Research & Technologies製作

# 隨著社會實裝進展浮現的AI功罪

- 在幾種作業的處理能力上, AI已然凌駕人類的能力
  - IMF中期展望中, 人口成長衰退和經濟脫鉤等拖緩成長的同時, 對AI提高生產性有所期待
- 疫情、烏克蘭戰爭帶來的混亂暫告一段落。世界的關注再次回到氣候變遷和技術創新帶來的風險上
  - 帶來深刻影響的最高風險, 是受到生成式AI和網路深化造成的「假資訊擴散」

## 中期展望中政策效果影響



(註)AI導入、主權債帶來的壓迫、經濟脫鉤為區間評價

(出處)根據IMF資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

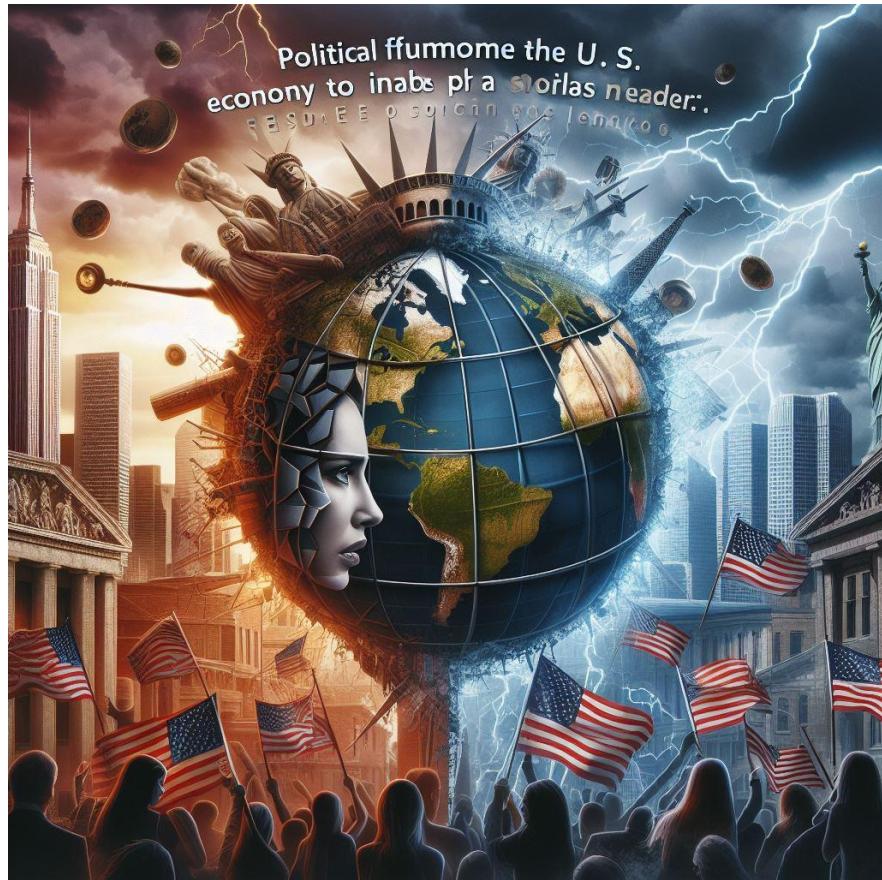
## 今後2年可能帶來深刻影響的風險

風險分類	2023年的風險	2024年的風險
科技	1.生活費的危機	1.錯誤及虛假資訊
環境	2.自然災害與極端異常氣象	2.異常氣象
地緣政治	3.地緣政治的對立	3.社會兩極化
社會	4.氣候變遷減緩措施的失敗	4.網路犯罪擴大和網路安全對策不彰
經濟	5.社會凝聚力侵蝕與兩極分化	5.國家間的武力紛爭
	6.大規模環境破壞事件	6.欠缺不平等或經濟機會
	7.對氣候變遷調適、因應失敗	7.通貨膨脹
	8.網路犯罪擴大和網路安全對策不彰	8.大規模非自發性移居
	9.自然資源危機	9.景氣衰退(不景氣、停滯)
	10.大規模非自發性移居	10.污染(大氣、土壤、水)

(出處)根據WEF資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

# AI描繪的兩張未來預想圖

請畫出「由於濫用科技導致政治混亂和社會撕裂，導致世界經濟被無法稱職扮演世界領袖角色的美國操弄的圖」



請畫出「由於AI和機器人等技術革新，解決世界各種問題，讓人們生活富足、所有人都能幸福生活的世界經濟圖」



(出處)運用Microsoft Copilot (<https://copilot.microsoft.com/>)製作

# 要讓AI成為好工具或者壞工具，全看人類

## 了解人工智慧

(擅長、不擅長的領域)

擅長定型作業(數據多)

不擅長非定型作業(數據少)

擅長規則明確的事

不擅長規則不明確的事

擅長限定範圍的事

不擅長未限定範圍的事

## 運用人工智慧

(從發明汽車中學習)

一旦發明出來，就可以做出類似品  
➡ 禁止也沒有意義

應用在社會中需要有相應的規則跟基礎  
➡ 汽車也是在執照制度、交通規則、道路等逐漸建置的同時慢慢普及

新技術一定伴隨風險(優缺點的比較考量)

➡ 汽車也是危險的道具，但優點高於缺點

- AI終究只是道具。人類可以運用道具擴大能力(概念)
- 對人類的思考帶來影響。必須培養出不依賴AI的態度

(出處)摘自日經BP《AI教養講義》梅拉妮·米歇爾著、松原仁解說

---

# 感謝各位的聆聽。

本資料僅以提供資訊為目的，非用以招募投資。本資料基於敝公司判斷足以信賴且正確之各方數據而製作，但敝公司並不保證其正確性及可信度。運用本資料時還請貴公司自行判斷。此外，本資料所載之內容有可能在無預告之下進行變更。