

# 2006 年台灣經濟與股市展望

林蒼祥

淡江大學財務系教授

一、 前言.....	2-1
二、 經濟結構變化、影響因素與未來展望.....	2-2
三、 經濟成長、景氣循環與股市間關係.....	2-6
四、 股市影響因素與展望.....	2-9
五、 股市投資方向.....	2-12
六、 結論.....	2-13

## 一、 前言

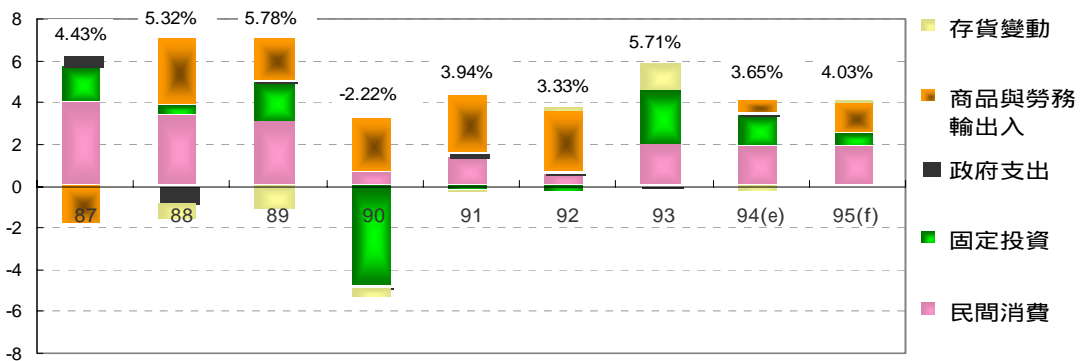
2005年台股加權指數幾近全年震幅僅約1000點，除創下近20年來市場波動新低紀錄，也造成投資人對股市投資吸引力遞減效應。而這種「上有壓、下有撐」區間波動表現情況，也顯示著國內企業全球競爭力持續強化下，對外資產生長線投資價值吸引力不變，但本土資金外流不願進場投資，同步壓縮著股市向上表現空間。儘管主要經濟研究機構對明年全球經濟有著普遍趨緩預測，對出口為經濟成長主動力的我國而言不算有利，但在縣市長選舉落幕後，選民透過選票表達出對經濟發展重視程度，隨著2006年底北、高市長選舉與2008年3月總統大選陸續到來，相信不管是執政黨或是在野黨，將重新思考行政或立法議題以激勵經濟發展為主，對股市長期而言應算正面發展。至於2006年初二次經發會後，能否帶來兩岸政策進一步開放，將直接影響著2006年台股表現。

## 二、經濟結構變化、影響因素與未來展望

### (一)台灣經濟結構質變

受到製造取向產業持續外移與台商在海外消費比重增加下，加上房市與股市表現不振，導致財富效應縮水影響，對我國近年來民間消費成長產生壓抑，也造成民間消費因子對經濟成長貢獻度，至多呈現持平發展。至於固定投資對經濟成長貢獻度，除中低階技術製造產業外移，造成整體投資金額成長不如過去外，全球景氣發展也將直接攸關著固定投資多寡，但高科技設備投資皆依賴進口，將同步對商品與勞務輸出入貢獻產生負面影響，壓縮著其對經濟成長貢獻度。

此外，因廠商「國內接单、海外生產」比重急速上升，反應在未來出口成長上，將有長線動力不若過去般影響，因此國內經濟要回復到過去高成長年代機率，已明顯降低。在高消費力台商不再所導致民間消費成長趨緩年代，固定投資及商品與勞務輸出入對經濟成長影響程度將上升，而貿易出超與否更是其中最重要因子。因此全球景氣表現好壞即成為我國經濟表現關鍵指標，其中佔我國外銷出口總金額逾半的美國與中國經濟表現，將和我國出口表現好壞息息相關。



資料來源：主計處

圖一、GDP 組成因子對經濟成長貢獻比較圖

## (二)經濟主要影響因素

在國際油價居高不下、歐美等國利率水準攀高、及主要國家房價漲勢趨緩下，2005年全球經濟成長已見趨緩現象，不過大致上仍維持平緩擴張。由於上述影響經濟變數尚未見好轉發展，故各經研機構對2006年全球經濟看法頗為一致，其中IMF預估全球經濟成長率將由2005年的5.1%降至4.3%，環球透視預測機構則認為2006年全球經濟成長維持在2005年的3.4%水準，至於英國經濟學人雜誌則保守預估將下降0.2%。而對我國經濟成長影響較大的美國與中國，一般而言在2006年經濟成長將略低於2005年表現，此部份也將同步壓縮著我國出口成長空間，造成經濟成長持平發展。

### 美國因素

房價上漲與利率偏低所產生再融資市場蓬勃發展，加上後911時期消費習性改變，同步帶動民間消費成長，是帶領美國經濟脫離科技泡沫的主要功臣。儘管美國雖存在房市過熱的風險，但是在新移民需求、升息調控與低失業率支持國民所得穩定，在房價漲勢趨緩後，將有機會逐漸冷卻，還不至於產生房市小泡沫破滅可能。此外，美國2005年稅收提高，減緩財政赤字新增壓力，加上連續升息後所刺激美元緩步回升走勢，雙赤字問題不會拖累美國經濟。但因美國民眾儲蓄力大降，將造成2006年經濟擴張力道小幅降溫，不過和前一年比較的減少幅度有限，若國際油價能持續獲得控制，則美國經濟擴張動力尚能續存。

## 中國因素

2006年大陸將進入所謂「十一五計劃」，將以發展內需消費市場為重，這將對中國經濟產生進入另一成長發展新階段。從中國發改會對2006年大陸經濟所完成的展望報告可知，其經濟成長率預估值將降至8.5%，但因成長趨緩幅度有限，故還不會對亞洲鄰國出口產生負面衝擊，反而因為近年來其外貿順差持續擴大，導致人民幣必須面臨國際間要求升值壓力，只要人民幣維持分階段小幅升值調整，對亞洲鄰國外銷出口成長將產生正面激勵。此外，因中國入世後將進一步開放零售與服務業，對台商將新增另一新舞台，對於布局中國內需市場已久，或即搶進的的企業而言，仍有新的成長空間，只是企業仍必須面臨當地企業強力競爭。

表一、全球主要國家經濟成長與預測值比較表

	經濟成長率(%)											
	世界	美國	歐盟	日本	中國大陸	中華民國	新	南韓	馬	泰國	印尼	菲
91年	1.7	1.6	1.2	-0.3	8.3	4.3	3.2	7.0	4.1	5.3	4.4	4.4
92年	2.6	2.7	1.2	1.4	9.5	3.4	1.4	3.1	5.3	6.9	4.9	3.6
93年(p)	4.0	4.2	2.2	2.7	9.5	6	8.4	4.6	7.1	6.1	5.1	6.0
94年(f)	3.4	3.6	1.6	2.4	9.3	3.8	4.1	3.9	5.0	3.9	5.3	4.5
95年(f)	3.4	3.4	2	1.9	8.4	4.1	4.7	6.0	5.2	4.5	4.8	4.4

資料來源：93年(含)以前為各國官方資料，餘為環球透視預測機構94年11月資料，台灣為主計處資料

### (三)台灣經濟 2006 年展望

在美國與中國二國經濟將微幅降溫情況下，展望2006年台灣經濟表現，應不會有太大成長空間。不過因2005年上半年比較基期極低，初期單季經濟成長率仍將仍可維持在2005年底的4%以上水準。但若全球主要國家貨幣政策持續偏向緊縮，對經濟降溫影響將逐漸發酵，並對未來消費產生抑制效果，將不利下半年經濟成長表現。不過雖美國與大陸經濟成長將趨緩，但因硬著陸風險並不大，且國際油價

在供給面仍高於需求面情況下，若無地域政治風險發生，油價要大幅衝高並不容易，故對下半年經濟負面衝擊還不會太大，儘管油價仍屬偏高，雖將導致商品出超擴增有限，但我國企業國際接單製造競爭力強勁，有助維持著出口成長表現，加上2006年因無民航機與高鐵車廂進口，外貿出超情況仍可延續，並成為2006年我國經濟成長貢獻度最大來源。因民間消費近三年維持3%左右穩定成長，在失業率回降、物價溫和上漲環境、及國內儲蓄率仍高的助益下，預期2006年將維持在2.8%至3%成長幅度，民間投資成長是2006年有較大壓力之因素，由於2005年上半年民間投資高達兩位數成長，導致高基期影響，加上目前經濟部所掌握2006年高額新增投資項目偏少，以及美國貨幣緊縮對需求面抑制，投資支出將較為保守。

在2006年經濟成長預測上，因貨幣緊縮與各國政府財政尚待改善下，經濟至多維持溫和成長態勢，這從主計處、台經院、中經院對於2006年經濟成長率預測值約在4%可知。不過若通膨壓力持續升高，造成聯準會無法停止升息，則國際需求將進一步緊縮，影響資金成本與下一波資本支出復甦時間，在此情況下，國內經濟成長率可能會跌落至4%之下。

表二、主要經濟預測機構對我國 95 年經濟成長預測比較表

年度 預測機構	2003 年 實際值	2004 年 實際值	2005 年預估值			2006 預估		
			主計處	中經院	台經院	主計處	中經院	台經院
預測日期			94.11.17	94.10.21	94.11.10	94.11.17	94.10.21	94.11.10
GDP 變動%	3.43	6.07	3.80	3.53	3.51	4.08	4.02	3.96
民間消費變動%	0.94	3.91	3.05	3.06	3.09	3.06	2.81	3.07
民間投資變動%	-0.26	30.96	3.00	7.80	9.66	3.60	6.54	4.10
財貨與勞務之出口成長率%	10.94	14.83	6.12	2.72	2.74	7.96	4.47	3.96
財貨與勞務之進口成長率%	6.72	18.55	4.40	2.17	2.37	6.50	3.41	1.95
消費者物價指數變動率%	-0.30	1.60	2.20	2.19	2.43	1.50	1.50	1.66

### 三、經濟成長、景氣循環與股市間關係

#### (一)後科技泡沫期景氣循環不明顯

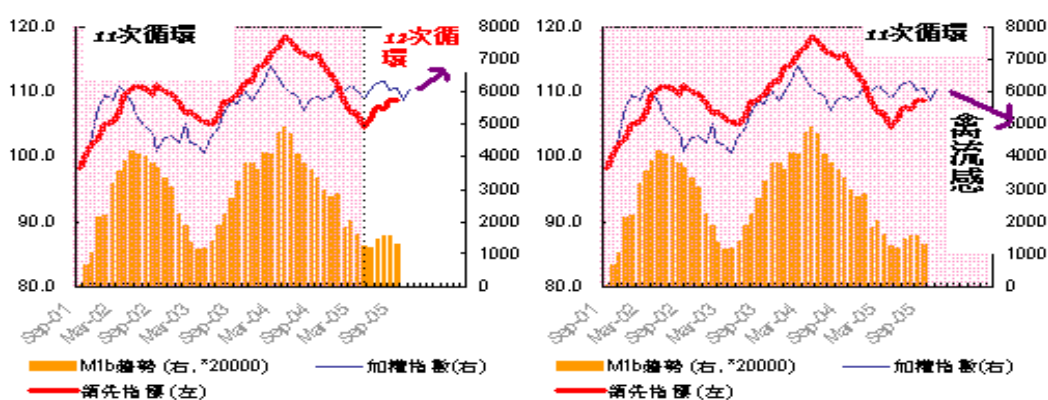
自1990年土地泡沫破滅後到2000年科技泡沫破滅期間，台灣經歷過第八(1990/09~1996/03)、第九(1996/04~1998/12)及第十次(1999/01~2001/09)等三次景氣循環週期，而三次循環股市高點依序為7228點、10256點與10393點，而景氣對策信號至少出現近黃紅燈下限(綜合判斷分數約30分以上)，其中以第八次景氣循環高點時景氣對策信號出現長時間黃紅燈及紅燈最為特別，原因為土地泡沫後之長期比較基期偏低所致。而三次景氣循環低點時，景氣對策信號皆亮出收縮的藍燈，其間股市低點分別為3098點、4474點、5422點與科技泡沫後的3411點。

在2001年起的後科技泡沫期，景氣循環擴張與收縮期表現似乎不是很明顯，期間僅有在SARS疫情擴散時，因民眾足不出戶造成民間消費衰退，對景氣產生明顯收縮外，多數時期景氣對策信號皆落在黃藍燈之上。而在出口活絡之時，加上低比較基期因素，景氣對策信號雖也短暫亮出過紅燈，造就股市7135高點的產生，但多數時間景氣對策信號是維持在綠燈上下一個燈號區間。

#### (二)股市受 SARS 與禽流感等影響大

雖自2004年5月所出現紅燈開始降溫的景氣，在2005年8月景氣對策信號出現由黃藍燈轉為綠燈現象，不過因領先指標增幅有限，加上金融面相關指標無法維持好轉，故現階段好轉原因可暫以季節性旺季與基期因素作為解釋，還不能全然斷言著目前已進入另一循環初期。

如果2006年上半年能在出口上產生淡季不淡，且禽流感不如預估般嚴重，不至於造成民間消費衰退，並對股市產生重挫衝擊，即可大膽推估第11次景氣循環終點已在2005年4月結束，股市當時低點為5565點。當然上述現象會和2003年8月的5255低點會產生矛盾處，但這可用2004年總統大選後，因政局重大紛爭，產生股市過度反應下殺所造成例外現象。而目前在突破6481點續創波段新高的指數，可說是由第12次景氣循環擴張期所帶動著，不過這種可能性必須建立在2006年上半年淡季不淡與禽流感不發生情況下，但目前看來此發展可能性正逐漸上升。但若禽流感爆發且出現嚴重擴散，可能造成股市重挫發展，那將導致景氣循環進入嚴重收縮期，可視為科技泡沫期的第11次循環進入結束尾聲，股市可能面臨下探5255點風險，但這些發展都必須等待2006年上半年才能最後確認。



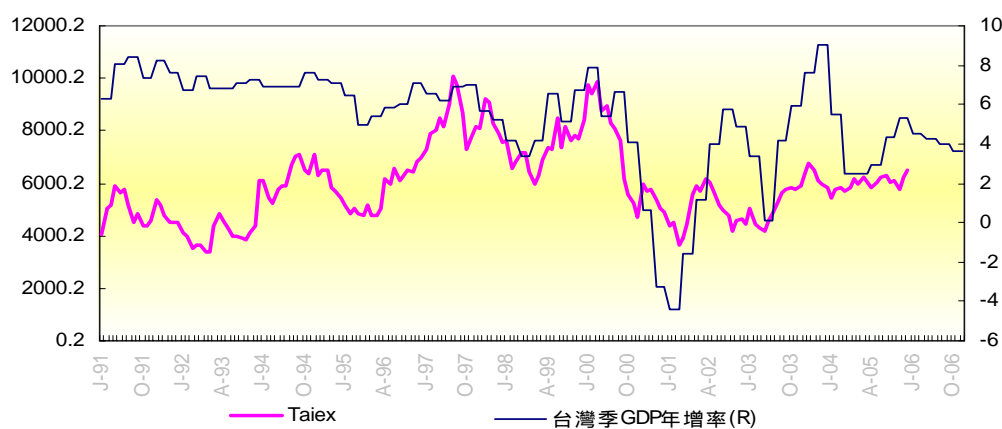
圖二、禽流感發生與否對景氣循環影響可能比較圖

#### (四)股市高低點稍領先經濟成長之時點

以過去單季經濟成長率和股市指數進行同步比較分析，可發現第八至第十次景氣循環股市高點主要落在單經濟成長率高點當季附近，並領先於經濟成長公佈點(一般而言，經濟成長率公佈時間落後二

個月)發生。在第八次景氣循環時股市高點在1994年10月，而當年經濟成長率高點為第三季的7.65%(在11月公佈)；第九次景氣循環股市高點在1997年8月，當年單季經濟成長率高點為第四季6.97%(在隔年2月公佈，但1997年經濟成長動力在第三季已耗盡，第三季當季為6.91%，第四季經濟成長公佈後股市出現中期反彈)；第十景氣循環股市高點在2000年2月，當年單季經濟成長率高點在第一季7.92%(在5月公佈)。

而在後科技泡沫期，第一次股市高點6484在2002年4月，而經濟成長高點在當年第三季(資料於11月公佈)；第二次股市高點7135點在2004年3月，而經濟成長高點在當年第二季(資料於8月公佈)，二次股市高點除維持著領先經濟成長率高點特性外，其領先發生時間甚至更為提早。若以2005年及2006年經濟成長率實際值與主計處預估值分別為2.49%、2.97%、4.78%、5.28%、4.48%、4.27%、4.01%與3.6%來看，在本波股市已創2005年新高之際，依股市領先特性而言，這現象有可能說明著明年第一季淡季不淡之可能。但即便如此，因95年經濟成長逐季走低可能性仍大，股市初次高點落在第一季，但第二、三季拉回壓力將上升。



圖三、單季經濟成長與股市高低點比較圖



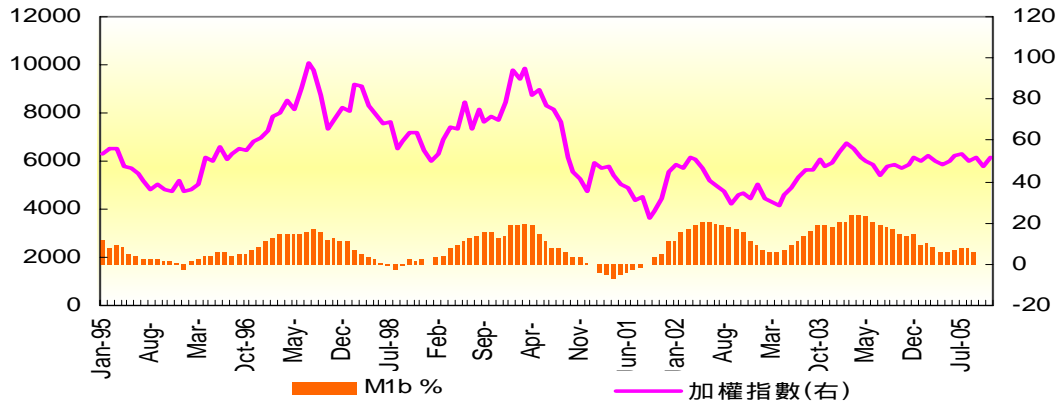
## 四、股市影響因素與展望

### (一) 基本面

就2006年經濟成長率約在4%水準看來，其數據雖優於前一年，但因成長幅度有限，且並未納入年初可能的禽流感變數評估。因此單從總體經濟數據來看，實難提供股市有大好行情表現機會。不過從企業獲利成長角度來看，以目前市場上主要券商對重要權值股獲利進行預測，相關公司2006年總獲利可出現成長約一成水準看來，代表著個別企業股價表現仍將優於整體股市走勢。只是在經濟表現大好不容易下，資金、信心或是外資匯入等非基本面因素，對股市影響重要性將因此上升。

### (二) 貨幣資金面

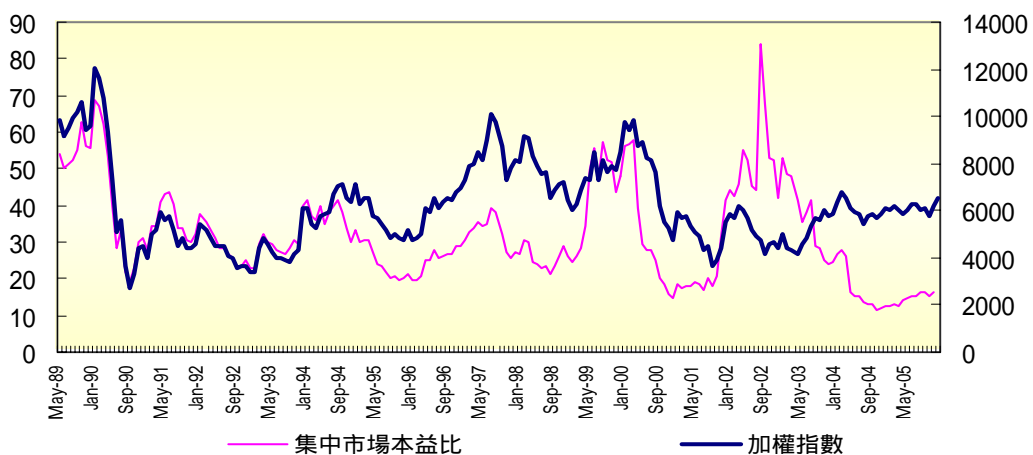
2005年央行每一季調升重貼現率半碼升息步調，因其幅度相對有限，無礙國內資金充沛現狀。在貨幣供給金融指標上，因法人資金配置改變，債券型基金規模萎縮，M2年增率略為提升，但M1B年增率因2004年高基期、定存利率調高、活期利率未調整及股市行情不佳等因素，部份資金回流定存、或因美台利差擴大而轉為外匯存款，故成長表現不甚理想，也代表著股市資金動能相對不足。不過在美國聯準會可能停止升息後，當利差不再擴大後，國內資金外流現象可望獲得改善，若能再搭配著兩岸發展良性利多，則可吸引先前外流資金出現回流可能，以蘊釀股市未來有超漲表現機會。



圖四、貨幣供給年增率與加權指數比較圖

### (三) 股市本益比

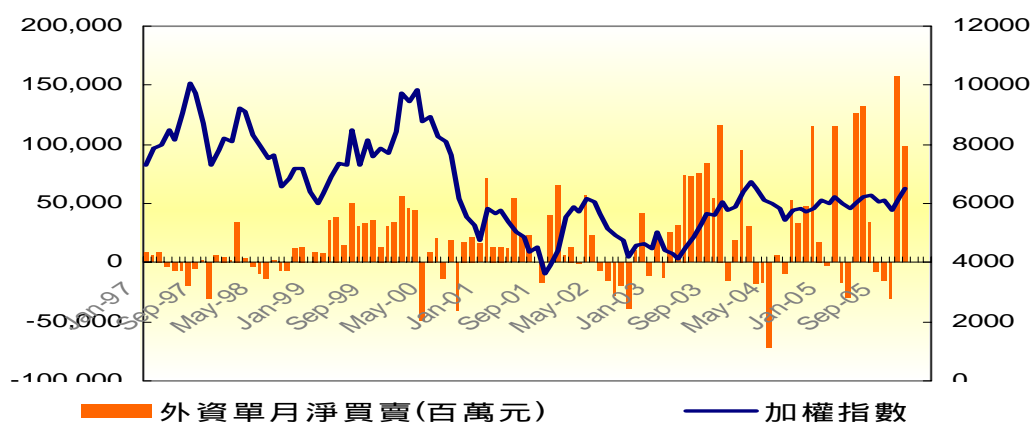
儘管自2004年10月以來台股本益比維持上漲趨勢，不過以目前證交所資料顯示，在2005年11月底的集中市場本益比為16.6倍。此本益比數字仍處於近20年來低檔區位置，且若以2006年企業獲利可望成長帶來本益比進一步走低來看，其實就目前股市評價而言仍屬偏低水準，只要資金面或是信心面獲得改善，當中高度本益比再獲市場認同時，則台股將因本益比上修而具備有更大漲升空間優勢。



圖五、集中市場本益比與加權指數比較圖

### (四) 投資信心面

根據中央大學消費者信心指數或是JF對投資人所調查的投資信心指數來看，因內部政局陷入空轉且兩岸關係發展停滯，投資人信心可說是跌至谷底，對股票市場看法皆偏向悲觀心太看待。不過這現象卻和以外資為首的法人相反，在MSCI調高台股權重之後，截至2005年12月26日止，外資在集中市場全年已買超台幣5600億元，對台股持股比重也突破三成，持股比率逾股權半數的電子權值股比比皆是。這說明先知先覺且以長線為主的外資對台股信心仍強，但本土投資人卻仍看壞本國投資環境，以過去經驗來看，這也正好是信心低迷期所產生長線底部區域所具有之特性，如果朝野政黨不再惡鬥，或是兩岸關係再現柳暗花明，則股市將因信心全面回升而產生極大爆發動力。



圖六、外資單月買賣超金額與加權指數比較圖

#### (五)2006 年股市展望稍優於 2005 年

若參考歷年台灣 GDP 與股市總市值比值區間，因 2006 年經濟成長率約在 4% 水準，2006 年台股加權指數低點將落於近上述比值近二年低點附近，指數相對比較的預估值將在 5600 點附近；而股市高點將落在近二年上述比值間，故加權指數位置約在 7100 點上下。因 2006 年指數震幅約 1500 點，略高於 2005 年指數波動幅

度，且具備底部墊高與高點更高特性，這也符合經濟成長與企業獲利雙雙成長現象。

若從季節性需求來推估股市高低點位置，第一季將因農曆年前需求成長，以及單季經濟成長為年度高點所在，若能搭配歐美市場出口淡季不淡效應，則股市可望出現當年首度高點。隨著第二季出口進入淡季，股市恐因基本面業績題材缺乏與季經濟成長率走低，而難有向上攻擊力道，加上暑假交投轉淡與除權息所導致增資籌碼凌亂，指數在第三季恐面臨較大探底壓力。但下半年在大陸民眾來台觀光所帶來內需增溫效應，與兩岸關係可能好轉聯想，外加九月後將步入另次出口產銷旺季，股市因反應傳統旺季與對隔年樂觀行情期許，其表現將逐月展開加溫，並於年底往另次高點邁進。

## 五、股市投資方向

就股市中各產業預估獲利成長幅度來看，電子類股因數位影音時代來臨，加上手機、數位相機與數位電視等各式消費性產品新機種推出、舊機替換、環保概念興起與油價仍高的替代效應所帶來需求，故獲利成長幅度最為突出，理應成為股市投資主軸所在，相關 IC 設計、封測、各式零組件與一線製造組裝廠，以及能源替代族群，將為類股重心所在。而汽車業與汽車零組件業因美國採購需求上升，因獲利成長相對較佳，股價表現優於市場平均水準機會仍大。

另外，2006 年上半年大陸民眾來台觀光效應，將對觀光、空運與休閒類股產生不錯聯想題材。至於在傳統產業上，除觀光、

空運與汽車零組件業者外，隨著原物料報價走低，相關傳統原物料股恐必須維持面對弱勢表現。至於金融股則因利差結構僵化、非經常性收入難有成長、產壽險市場飽和與票債券操作難度增高，造成獲利成長趨緩，未來僅具被購併題材個股或是初步展露金控跨售綜效個股，才有較大表現機會。

## 六、結論

對股市投資者而言，回歸經濟基本面表現進行低進高出動作，是決定股市投資能否獲利最主要關鍵所在，了解景氣循環與股市間關係，能在景氣對策信號出現收縮藍燈買人不敢買時，且賣在大家搶進大買的景氣擴張轉熱絡的黃紅燈以上，才能成為長期股市投資獲勝者。展望2006年影響台股表現背景因素，受到美、歐等國經濟成長持續趨緩影響，加上大陸宏觀調控降溫趨勢不變，國內經濟恐難有大幅成長空間，可能僅會維持著穩定持平發展，基本面因素似乎難以成為股市表現好轉之理由。

雖股市或將受制基本面因素難有大幅表現空間，但因股市評價面偏低，對外資吸引力將持續上升。在信心面上，因全體選民意識覺醒，藍綠政黨勢必展開和解改善政局空轉之道，若能再透過兩岸關係在開放大陸民眾來台觀光後有機會好轉，將有助投資信心回穩，並可望帶動股市資金潮改善，成為股市投資利基所在。雖2006年台股區間為5600點至7100點間，預估指數震幅仍僅有1500點，投資理財或依舊難有超額利潤可享，但若順應市場與產業趨勢而為，在實質利率偏低情況下，也能透過在股市中享受有遠優於定存報酬之利潤。