

2023 第一季 全球金融市場展望

全球投顧 2023 年第一季 全球金融市場展望

股票市場	展望	說明	股票市場	展望	說明
美國股市	■	<p>分析：升息雖造成經濟衰退疑慮及企業獲利下修，惟美國企業獲利成長預估仍有 7% 以及股市本益比大幅修正，未來迎來降息時股市正報酬機會大。</p> <p>觀察：美國升息時程及幅度、美國通膨、經濟衰退疑慮、企業獲利下修。</p>	美國債市	■	<p>分析：聯準會調降升息幅度，明年第一季尚有 2-3 碼升息空間。</p> <p>觀察：通膨逐步下滑，景氣衰退機率；美國債務上限是否再獲提高。</p>
歐洲股市	■	<p>分析：2023 年全球經濟放緩以及升息預期已是市場共識，目前股市價格已先行反應，短期股市仍存在不確定性，未來迎來經濟恢復增長時，股價將率先反應。</p> <p>觀察：通膨問題、歐元區升息時程及幅度、經濟衰退疑慮。</p>	歐洲債市	▼	<p>分析：歐元區央行升息腳步不變，同時 3 月開始進行縮表；通膨短期難回到官方目標利率 2%。</p> <p>觀察：俄烏戰爭是否再持續；能源戰爭對歐元區的工業化影響以及經濟衰退機率是否增加。</p>
日本股市	■	<p>分析：日銀放寬 YCC 波動區間，形同實質升息，降低日圓貶值壓力；國內零售銷售維持增長，經濟動能溫和復甦。</p> <p>觀察：開放觀光對日本服務業挹注；半導體前往美國設廠對日本科技業影響；工具機出貨狀況。</p>	日本債市	▼	<p>分析：日銀利率維持 -0.1% 不變，但放寬 YCC 波動區間至 50bps，等同實質上升息。</p> <p>觀察：日銀是否再放寬 YCC 波動區間還是調整 YCC 釘住標的；日本國內經濟復甦狀況及薪資調升幅度。</p>
歐非中東股市	▲	<p>分析：中國防疫政策改變將提振全球原油需求，原油的供給需求皆出現利多支撐原油價格，歐非中東股市將有表現機會。</p> <p>觀察：俄烏戰爭政治風險、OPEC 減產協議、中國解封對油價影響。</p>	投資級公司債	▲	<p>分析：美國聯準會本季升息近尾聲，美債殖利率向上空間縮，有利資金布局投資等級債券。</p> <p>觀察：成本上揚對企業獲利負面影響程度；信用評等調升狀況。</p>
拉丁美洲股市	■	<p>分析：巴西新政府公共政策不確定短期造成股市波動，而在中美貿易戰的背景下，製造業轉移吸引對拉美投資的增加，拉美經濟在國際變局下有機會走出新局。</p> <p>觀察：新政府公共政策不確定、原物料價格、製造業轉移投資拉美狀況。</p>	非投資等級公司債	▼	<p>分析：歐美央行第一季續調升利率，對非投資等級企業的債務負擔增加，高利息支出相對降低盈餘。</p> <p>觀察：美債殖利率上揚對股市影響；債券違約率是否上揚以及公司信評調升調降狀況。</p>
新興亞洲股市	▲	<p>分析：中國政府取消管控措施，龐大消費市場將重新復甦，可望帶動鄰近亞洲貿易市場回穩，對新興亞洲股市有正面助益。</p> <p>觀察：中國解除管控措施、亞洲出口貿易、科技產業、資金流向。</p>	新興市場債	■	<p>分析：中國去年底放寬防疫政策，第一季疫情確診案例飆升影響經濟復甦；高利率降低買房誘因，房地產市場價格面臨修正，影響財富效果及經濟成長率。</p> <p>觀察：新興國家外債的還本付息狀況；全球經濟邁向停滯性通膨機率；新興本地貨幣是否相對美元走貶。</p>

展望：▲加碼 ▲微幅加碼 ■中立 ▼微幅減碼 ▼減碼



美國股市

America

升息雖造成經濟衰退疑慮及企業獲利下修，惟美國企業獲利成長預估仍有 7% 且股市本益比已大幅修正，一旦降息股市正報酬機會大。

美國通膨明顯降溫，聯準會後續升息壓力減輕，12 月開始放慢升息步伐，升息幅度從 3 碼轉為 2 碼，推升標普 500 指數在 11 月底再度站上 4,000 點關卡，惟美國經濟可能因聯準會升息而陷入衰退，市場悲觀情緒再度升高，收斂股市漲幅，標普 500 指數第四季上漲 7.08%。

美國 11 月 ISM 製造業指數降至 49，為 2020 年 5 月以來首次跌破 50 榮枯線，主要因為升息導致借貸成本提高，壓抑商品需求，新訂單指數 6 個月內已經出現第五次跌至 50 榮枯線下，跌至 47.2。美國 11 月失業率維持在 3.7%，仍為近 50 年來的相對低點，新冠肺炎疫情打亂了眾人生活，戰後嬰兒潮世代提前退休以及移民人數大減，造成企業面臨嚴重缺工問題，美國就業市場仍然非常緊俏，勞工供需失衡持續推升工資，使得潛在的通膨隱憂未除，聯準會升息壓力仍然存在。聯準會自 2022 年 3 月啟動升息循環以來，短短一年之內將美國原本趨近於零的利率，升息了 17 碼共 4.25 百分點。升息最直接的影響就是借貸成本提高，美國 30 年期的房貸利率 2021 年還在 2.8%，近期房貸利率一度升破 7%，削弱民眾負擔房貸金額的能力。而房市景氣已開始降溫，顯見升息將壓抑民眾及企業的消費與投資需求，導致美國面臨經濟衰退以及企業獲利下修的疑慮。升息雖造成企業獲利下修，但 2023 年美國企業獲利成長預估仍有 7%，高利率環境已造成股市本益比大幅修正，未來降息時股市本益比將有回升機會，預估美股 2023 年正報酬機會大。

▼ 美國 30 年期的房貸利率 2021 年還在 2.8%，近期房貸利率一度升破 7%，削弱民眾負擔房貸金額的能力，房市景氣已開始降溫。



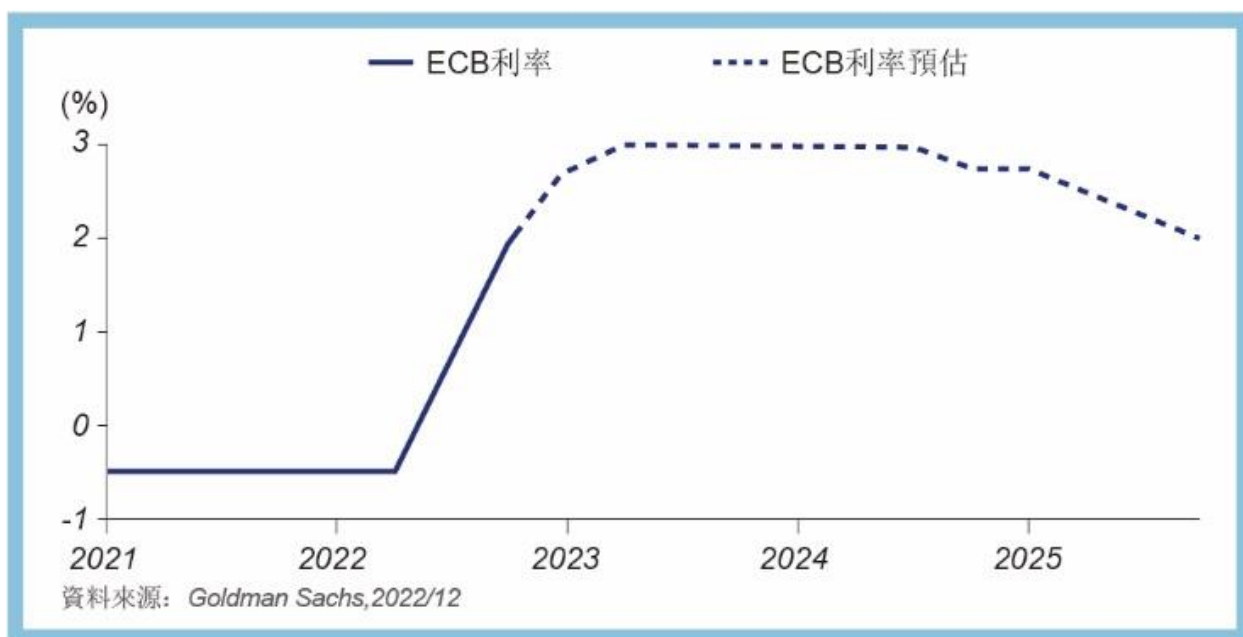


2023 年全球經濟放緩及升息預期已是市場共識，短期股市仍存在不確定性，待經濟恢復增長股價將率先反應。

歐洲暖冬預期下，天然氣需求預期減少導致價格大幅度回落，通膨有緩和的趨勢，以及歐元區央行(ECB)及英國央行(BOE)12月均隨聯準會(FED)放緩升息步伐，幅度由3碼降為2碼，貨幣政策稍轉溫和，股市出現明顯反彈，道瓊歐洲600指數第四季上漲9.55%，加上歐元上漲9.21%，總計MSCI歐洲指數第四季上漲19.35%。

歐元區12月S&P Global綜合PMI初值從11月的47.8升到48.8，創四個月來最高水準，主要因供應情況改善和能源短缺疑慮減輕，但指標仍連續6個月低於50榮枯線以下，顯示景氣仍未脫離萎縮狀態。歐元區11月消費者物價指數(CPI)年增10%，低於10月的10.6%，通膨降溫的主因為能源價格回落。17個月以來歐元區通膨首見趨緩，讓ECB在連續兩次升息3碼後，升幅縮減至2碼，但2023年3月將啟動縮表，資產購買計畫(APP)投資組合將平均減少每月150億歐元。歐洲央行預估2022年CPI增速由8.1%上調至8.4%，2023年CPI增速由5.5%上調至6.3%，央行總裁拉加德強調打通膨是場持久戰，預估2023年前兩次貨幣政策會議還會分別再升息2碼。在全球經濟活動放緩和借貸條件收緊下，歐洲央行下調經濟成長預測，歐元區經濟在2022年第四季和2023年第一季恐陷入萎縮，並且預期在萎縮後，經濟將恢復成長，預估2022年GDP成長3.4%，2023年GDP成長0.5%，2024年GDP成長1.9%。2023年全球經濟放緩以及升息預期已是市場共識，目前股市價格已先行反應，短期股市仍存在不確定性，未來迎來經濟恢復增長時，股價將率先反應。

▼ 17個月以來歐元區通膨首見趨緩，讓ECB在連續兩次升息3碼後，升幅縮減至2碼，預估2023年還持續升息，2024年始有降息機會。





日本股市

Japan

全球需求疲弱及通膨成本壓低日企獲利，新一波疫情擴大可能影響消費動能，日股需要更多利多因子支持。

上季底日本央行決議放寬 10 年期日債波動區間至 50bps，突然顯鷹決議嚇跌股市，日圓匯價快速升值，隨後在日本央行(BOJ)表示此非放棄寬鬆政策，匯價再回貶值路線。日本製造業苦於全球需求疲弱、通膨成本大增，12 月製造業採購經理人指數 PMI 由 11 月終值 49 下滑至兩年多新低的 48.8，產出及訂單且連 6 個月衰退。服務業則受惠於去年下半年逐步開放當地觀光，旅遊消費帶動服務業成長，12 月服務業 PMI 走揚來到 51.7，大於 11 月 50.3。去年第四季日股小幅上揚 0.61%。

2022 全年因美中政經對立、台海情勢升高及中國過度防疫削弱經濟復甦力衝擊，日企在中國的供應鏈風險及營運風險大幅上升。日本政府去年底除通過 2023 年度國防支出增加至 6.8 兆日圓(較 2022 年預算暴增 26.3%)外，半數以上日本企業亦正在降低或正評估降低從中國採購零組件的比例，其中又以機械、汽車和化工業最積極。同時，日本生產力中心 12 月中公佈 2021 年日本單位時間的勞動生產率為 49.9 美元，在經濟合作與發展組織 OECD 的 38 個加盟國中，日本已退後排在第 27 名。日本製造業與全球景氣密切相關，短期重回榮景的機率不高。反觀服務業受惠疫後國內外觀光開放，去年下半年日本採購經理人指數逐步回穩在景氣榮枯線 50 以上。惟日本境內新冠肺炎第 8 波疫情自年底開始擴大，今年第一季又逢元旦假期人潮大量移動、國外觀光客入境增加變種病毒風險等不利因子，能否持續觀光旺季的消費增長力道仍須觀察，而 BOJ 是否再放寬殖利率曲線控制(YCC)區間目標亦影響市場投資信心，日股走勢等待更多利多消息支持。

▼ 日本服務業採購經理人指數逐步回穩在景氣榮枯線 50 以上





歐非中東

Eastern Europe

中國防疫政策改變將提振全球原油需求，原油的供給需求皆出現利多支撐原油價格，歐非中東股市將有表現機會。

全球央行為對抗通膨壓力加速升息腳步，貨幣緊縮使全球經濟籠罩衰退陰霾，市場擔憂原油需求前景，使得曾因俄烏戰爭飆上120美元的布蘭特原油，12月初一度跌破每桶80美元關卡，油價回檔逾4成幅度，導致能源類股表現相對弱勢，由能源類股主導的歐非中東股市反彈幅度不若全球股市，總計MSCI歐非中東股市第四季上漲5.51%。

近期原油供需面出現極大變化，石油輸出國組織(OPEC)強調為了維持供需平衡以及油價穩定，自11月起至2023年底，每日減產200萬桶原油，約佔世界產量的2%，另外，歐盟開始對俄羅斯船運原油實施禁運、歐盟與七國集團(G7)和澳洲對俄羅斯石油實施價格上限，俄羅斯總統普丁威脅以石油減產回應歐盟石油禁運，以及下令禁止向參與價格上限的買家供應石油，原油供給面因地緣政治問題出現緊俏。國際能源署(IEA)將2023年全球石油需求的增長預估上調10萬桶/日至年增170萬桶/日，主要因中國解封勢必提振全球原油需求，以及部分歐洲生產商棄用天然氣改用石油，OPEC在中國防疫政策改變後也上調原油需求預期，2023年原油需求面可能翻轉。俄烏戰爭已讓能源豐富的中東產油國家得到額外的油氣收入，其中全球最大石油公司沙烏地阿拉伯國家石油公司就是代表指標，近期原油的供給需求皆出現利多，原油價格可望得到支撐，歐非中東股市將有表現機會。

▼ OPEC減產原油、歐盟對俄羅斯原油實施禁運及價格上限，原油供給面出現緊俏，中國解封提振全球原油需求，原油的供給需求皆出現利多支撐原油價格。





新興亞洲

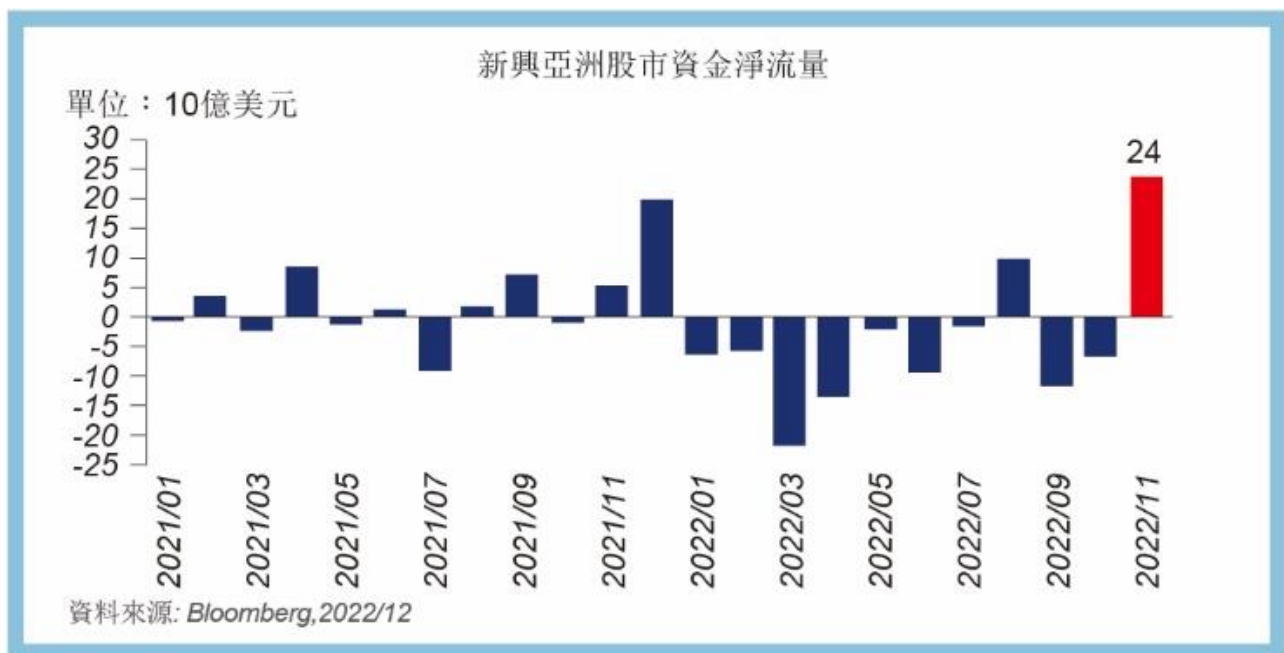
Emerging Asia

中國政府取消管控措施，龐大消費市場將重新復甦，可望帶動鄰近亞洲貿易市場回穩，對新興亞洲股市有正面助益。

歐美放慢升息步伐，升息幅度從 3 碼轉為 2 碼，資金回流新興市場，激勵新興亞洲股市及匯市同步上漲，加上中國陸續鬆綁防疫措施政策，提升投資者對於市場的信心，推升中國股市上漲。總計第四季 MSCI 新興亞洲股市上漲 10.49%。

中國 11 月 CPI 年增率降至 1.6%，為近 6 個月最低，主要是豬肉、蔬菜及鮮果等食品價格年增率回落所致。中國第三季整體經濟數據表現不佳，主要受到防疫政策搖擺不定，造成民眾消費力道受阻且投資信心不足所影響。中國 1-11 月固定資產投資增速下降至 5.3%，1-11 月房地產投資衰退幅度再降至 -9.8%，中國證監會於 11 月推出房產「第三支箭」，對於地產行業信心有明顯提振，長期低迷的銷售端需求可望逐漸回穩。中國將在 2023 年 1 月 8 日起，解除新冠肺炎的預防及管控措施，受到疫情壓抑的中國消費市場將逐漸復甦，亦可望帶動鄰近亞洲貿易市場回穩。台灣 11 月外銷訂單年減雙位數，創 2009 年 4 月金融海嘯時期以來單月最大減幅，連續 3 個月負成長。台股 2023 年企業獲利預期衰退，但企業獲利衰退已是市場共識，股價已大多反應，從季度來看，2023 年企業獲利將逐季回升，預期股市表現將是前低後高。中美貿易戰造成全球供應鏈重組，推動國際企業各國在東協及印度的投資腳步加快，加上防疫政策鬆綁，經濟回到正常軌道，對東協及印度股市有正面助益。整體而言，聯準會升息接近尾聲，利率見頂有助於提升亞洲經濟體的流動性，並支撐股票市場評價面，有利於亞股表現。

▼ 海外資金已重新流入新興亞洲股市，11 月份淨流入資金達 24 億美元，為近兩年來最高資金流入。





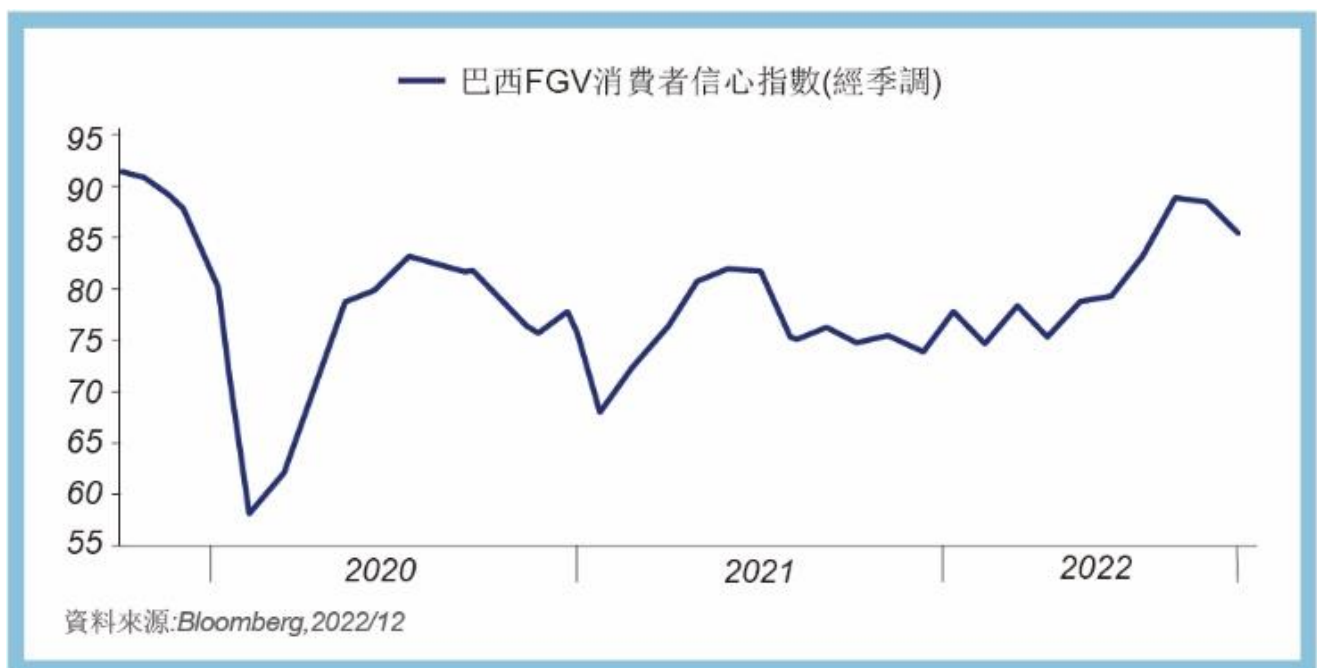
拉丁美洲
Latin America

巴西新政府公共政策不確定短期造成股市波動，惟中美貿易戰有助於製造業增加對拉美投資，拉美經濟在國際變局下可望走出新局。

巴西總統大選結果出爐，左派前總統魯拉於第二輪投票勝出，新政府團隊人事變動及政策仍存不確定性，股市出現震盪，巴西股市第四季下跌0.27%。墨西哥與美國經濟緊密連動，墨西哥股市第四季隨美股反彈，上漲8.60%。總計第四季MSCI 拉美指數上漲3.59%。

巴西4月份IPCA消費者物價指數(CPI)年增率一度來到12.13%，隨後因基期因素以及巴西調降燃料與能源稅影響，通膨數據一路下滑，11月份通膨數據已降至5.9%，巴西央行率先全球凍漲利率。但巴西總統大選後，考量新政府財政政策不確定性，央行上調2022年CPI預測，巴西貨幣政策可能再度陷入緊縮。巴西11月製造業採購經理人指數(PMI)由前值50.8降至44.3，陷入收縮。其中，製造產出9個月來首度陷入收縮，且降速為兩年半來最快。由於公共政策不確定抑制需求，導致新訂單降速加劇，出口降幅也加大，巴西經濟有放緩疑慮。新當選總統魯拉曾在2003至2010年兩屆總統期間，大力推動社會制度改革，並兼顧經濟發展，一度讓巴西晉升為全球第七大經濟體。巴西走過疫情陰霾，內需明顯復甦，消費者信心指數明顯回升，而面對國際環境丕變，魯拉能否在擴大社會福利支出與控制政府收支取得平衡，投資人還是有所期待。另外中美貿易戰的背景下，製造業轉移吸引對拉美投資的增加，加上俄烏戰爭導致油價上漲，拉美的原油出口也帶來額外經濟利益，拉美經濟在國際變局下，有機會走出新局。

▼ 巴西走過疫情陰霾，內需明顯復甦，巴西FGV消費者信心指數明顯回升。





債券市場

Bond Market

美國升息列車接近終站，資金湧入高評等債券卡位；歐元區縮表初登場，量價雙劍戰通膨。

上季美國聯準會(Fed)、歐元區央行(ECB)、英國央行(BOE)及其他主要央行首要目標仍在打擊通膨。Fed連四次大幅升息(一次升息3碼)，年底收斂至一次升息兩碼；主席鮑爾明確表示升息路程將長且緩，終點利率可能高於5%。歐元區通膨率持兩位數增長，ECB主席表示升息持續且2023Q1開啟縮表政策。日本央行給市場聖誕驚喜—放寬日債10年期殖利率波動區間至50bps，但又表示這非貨幣緊縮之意。中國人行11月底宣布全面降準0.25%，相對歐美寬鬆。信用債券與美債的利差上季小幅收斂，市場預期美國2023年的升息幅度約2~3碼，資金分批轉入信用債券；上季信用債券多呈正報酬。

依據美國10年期減3個月的公債利差轉負推測，美國進入衰退機率增溫，以及ISM製造業指數落於景氣榮枯線50以下、ISM製造業新訂單指數持續下滑等經濟數據，2023上半年美國經濟難以擺脫激烈升息帶來的經濟衰退或軟著陸風險。同時，在基期效應、晶片供應鏈危機問題消除、原油期貨價格由百元以上價位跌至83美元附近以及房租價格緩降等因素引導下，通貨膨脹率YOY預期呈現逐月逐季下滑。本季美國聯準會確有理由再放緩升息步調，並觀察2022年全年升息17碼後的貨幣政策延後效應。歐元區央行貨幣政策落後聯準會約6-9個月，歐元區去年第四季通膨仍呈兩位數增長，加上歐洲國家聯合對俄羅斯的天然氣及原油訂定上限並擬自2023年Q1開始實施，可能換來俄羅斯的報復迴力鏢—能源供應不穩定的量價風險，歐元區因能源問題及升息環境走向衰退的機率不亞於美國，惟打壓通膨是目前ECB首要任務，而經濟衰退亦是壓低通膨的快速解藥，歐洲國家債券殖利率曲線本季即逐步倒掛。

本季在歐美經濟衰退機率升溫、通膨預期年增率下滑影響下，資金將逐步卡位長天期主權債券及高評等公司債券。非投資等級債券及新興債券短期波動不小，2022年主要央行接連積極的暴力升息拉高企業還款成本、非投資級公司的違約機率預期上揚。此外，根據IMF預估，新興國家約有2370億美元的外債瀕臨違約，中國大幅放寬防疫短期又對經濟復甦不利，新興市場債券仍需謹慎看待。

▼ 通膨高點落在2022Q4，2023年Q1預計下滑(左圖)，美國ISM製造業訂單下滑，景氣衰退疑慮漸起(右圖)





外匯市場

Exchange Market

消費者物價自 2023Q1 起開始有感下滑，美國升息近尾聲壓抑美元多頭；中國無配套的大幅放寬防疫將不利人民幣短期走勢。

美元 美國聯準會 2022 年為了抑制高通膨，量價並行，貨幣緊縮政策大踩油門，包含下半年 4 次快速升息(一次升息 3 碼)，聯邦基準利率一路由 0~0.25% 上升至 4.25%~4.5% 共調升 17 碼，各債市殖利率同步向上修正，美元指數也快速翻場。最新一次聯準會利率會議中，成員們對 2023 年的再升息幅度共識為 2~3 碼，同時觀察通膨指標年增率以及房租、二手車及能源等價格走勢，2023 年第一季消費者物價年增長下滑幅度明顯。在美國升息循環近頂前提下，美元指數向上力道減弱。

歐元 歐元區央行(ECB)去年 Q4 大展升息對抗通膨，年底前存款利率調升至 2%，主要再融資利率至 2.5%。俄烏戰爭拉高歐洲能源成本及物價水準，致力壓低通膨成為 ECB 首要目標，即便經濟活動力更趨弱。ECB 成員們在去年 12 月表示目前升息循環尚未到盡頭外，也公開明年 3 月將啟動縮表計畫。ECB 走鷹，資產負債表由擴張轉收斂，使負利率歐債全數退場；相對美國升息近終點，2023Q1 的歐元匯價相對美元具多頭支撐。

日圓 日本央行(BOJ)在 2022 年送給市場意外的聖誕節大禮—放寬 10 年期日債 YCC 控制區間由 25bps 至 50bps，日債 10 年期殖利率快速飆升至 0.5%，日圓相對美元快速走揚超過 4% 至 131；BOJ 會議記錄揭露利率決策者並未放棄寬鬆貨幣政策，日圓始回貶至 133-134。展望 2023 元月，考量日本經濟漸顯疲弱、製造業採購經理人指數落於 50 以下以及日本通膨逐漸下滑數據，2023Q1 日本央行再放寬殖利率曲線控制(YCC)波動區域的機率不大，日圓指數故將維持相對穩定。

人民幣 中國執政當局在去年 10 月中共二十大會議後，陸續推出財政刺激方案及疫情防控新規，11 月推出金融 16 條及股權新五條，12 月人行全面降準 0.25% 等對金融市場利多政策；惟其防疫封城政策大幅限縮經濟動力，削弱大部分政策利多，人民幣走跌。12 月中國為挽救經濟成長率，一改常態全面放寬防疫，解除大部分隔離及 PCR 規定，並開放自 2023 年 1 月 8 日起中國公民可自由出境。展望本季，中國快速大幅放寬防疫，將因群體免疫力低而使確診死傷案例急速攀升，對中國經濟貢獻預期短空長多；惟重新開放經濟體政策，對人民幣長期匯價影響正向。

▼ 歐元區央行 2023 年開始縮表(左圖)，且利率續揚(右圖)

