

2023 第二季 全球金融市場展望

全球投顧 2023 年第二季 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	■	分析：聯準會在銀行業問題未嚴重影響經濟的背景 下，貨幣政策將維持在足夠限制通膨的區間 內，短期內降息機率不大，但不再激進升息將 有助金融市場穩定。 觀察：美國升息時程及幅度、美國通膨、經濟衰退 疑慮、銀行業問題。	美國債市	▼	分析：聯準會放緩升息步調，但表明尚未考慮 降息；點陣圖顯示 2023 年暫無降息機 率。3 家區域銀行倒閉可能造成消費緊 縮，但目前無擴大風險。 觀察：通膨是否再升溫；銀行信貸狀況；貨幣 市場拆借利率是否上揚。
歐洲股市	■	分析：歐元區核心通膨率居高不下，強化歐洲央行 (ECB)持續升息的動機，歐洲央行未來利率決 策動向將影響金融市場走勢。 觀察：通膨問題、歐元區升息時程及幅度、經濟衰 退疑慮、銀行業問題。	歐洲債市	▼	分析：官方積極介入解決瑞士信貸風波，銀行 系統性風險暫穩。通膨水準維持高位， 歐元區央行升息政策持續。 觀察：俄烏戰爭後續發展；通膨水準是否逐步 下跌；金融信貸危機是否擴大。
日本股市	■	分析：日本春鬥後的勞務薪資獲調升，顯示國內經 濟正向。日銀短觀景氣預測透露大型製造業 對未來展望正向。服務業因疫後旅遊觀光續 強。 觀察：新任總裁貨幣政策方向；跟進美國限制 23 種 半導體設備出口的后續效應。	日本債市	▲	分析：日本勞工基本薪資在 3 月春鬥普遍上 調約 3%以上，今年以來日圓升值使通 膨壓力逐月下滑。日銀新任主席 4 月上 任，寬鬆政策料持續。 觀察：日銀是否再放寬 YCC 波動上任區間還 是調整 YCC 釘住標的；日本國內經濟 復甦狀況。
歐非中東 股市	▲	分析：全球經濟動能放緩導致原油需求可能趨緩， 惟 OPEC 再提減產計畫使原油供給可能出現 缺口，供給減少以及需求放緩相抵支撐原油 價格走勢，有利歐非中東能源類股走勢。 觀察：OPEC 減產協議、全球經濟動能對原油需求 影響、中國解封對油價影響。	投資級 公司債	■	分析：美國聯準會本季升息近尾聲，違約率維 持低檔，有利資金布局投資等級債券。 觀察：成本上揚對企業獲利負面影響程度；金 融業的信用違約交換利差是否擴大；資 金流向。
拉丁美洲 股市	■	分析：巴西央行 3 月利率會議維持基準利率 13.75%，基準利率高出通膨約 8%，高借貸 成本將會阻礙經濟成長，巴西央行利率政策 是否轉向，將左右市場投資情緒。 觀察：新政府公共政策不確定、全球經濟動能對原 物料需求影響、拉美政治對銅礦供給面影響。	非投資等級 公司債	▼	分析：通膨緩跌，歐美央行續調升利率，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。 觀察：債券違約率是否上揚；經濟衰退機率是 否增加；相對美債的利差收斂狀況。
新興亞洲 股市	▲	分析：中國社會消費品零售市場回穩增長，央行降 准釋放長期資金助力實體經濟。台灣出口需 求回升，政府政策帶動先進設備投資。 觀察：降準、零售市場、台灣出口。	新興 市場債	■	分析：中國經濟活動逐步回溫，有利商品價格 走勢。美國升息近終點，套利資金尋求 高息標的，有利美元新興債券。 觀察：新興國家外債的還本付息狀況；全球經 濟動能是否停滯。

展望：▲加碼 ▲微幅加碼 ■中立 ▼微幅減碼 ▼減碼



美國股市

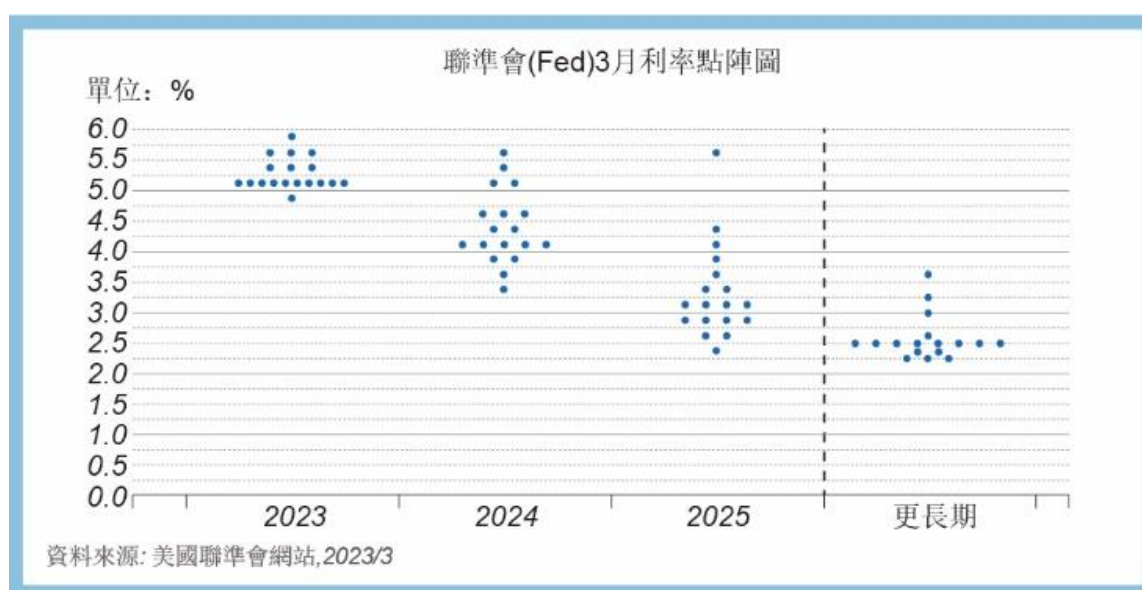
America

聯準會在銀行業問題未嚴重影響經濟的背景下，短期內降息機率不大，但不再激進升息將有助金融市場穩定。

美國今年 2 月及 3 月升息幅度縮減為 1 碼，鴿式升息推升股市年初以來強勢，惟矽谷銀行(SVB)倒閉事件引發市場疑慮，美股 2 月份一度表現弱勢，隨後美國政府果斷採取行動，阻止矽谷銀行突然倒閉帶來更廣泛的金融影響，股市回到高點，總計標普 500 指數第一季上漲 7.03%。

美國 3 月 ISM 製造業採購經理人指數由 2 月的 47.7 跌至 46.3，位於收縮期且創下 2020 年 5 月以來最低，受通膨壓力高漲拖累消費者需求的影響，新訂單持續萎縮。非製造業指數從 2 月的 55.1 降至 51.2，雖然數據顯示仍在擴張，但信貸條件收緊和利率居高不下，大眾支出明顯受到影響。美國 3 月失業率從 2 月的 3.6% 略降至 3.5%，新增非農就業人口為 23.6 萬人，平均時薪月增率從 2 月的 0.2% 升至 0.3%，失業率處於歷史低點，但新增非農就業人口為 2020 年 12 月以來最低增幅，可見美國勞動力市場放緩，另外時薪持續上揚，薪資成長對通膨仍有螺旋式上漲影響。聯準會(Fed)3 月宣布升息 1 碼，聯邦資金利率目標區間來到 4.75%~5%，Fed 公布的點狀圖顯示，今年底預估利率為 5.1%，明年底的利率會達 4.3%，高於去年 12 月預測的 4.1%，顯示升息已接近終點，但高利率仍將持續一段期間。Fed 下調美國 2023 年經濟成長預期，增速預估由去年 12 月預估增長 0.5% 降至 0.4%，2024 年增速預估由 1.6% 降至 1.2%。升息導致銀行業持有的債券出現跌價損失一度干擾市場，預期聯準會在銀行業問題未嚴重影響經濟的背景下，貨幣政策將維持在足夠限制通膨的區間內，現在談論降息還過早，但不再激進升息將有助金融市場穩定。

▼ 聯準會(Fed)3 月宣布升息 1 碼，聯邦資金利率目標區間來到 4.75%~5%，預估今年底利率為 5.1%，升息已接近終點，但高利率仍將持續一段期間。



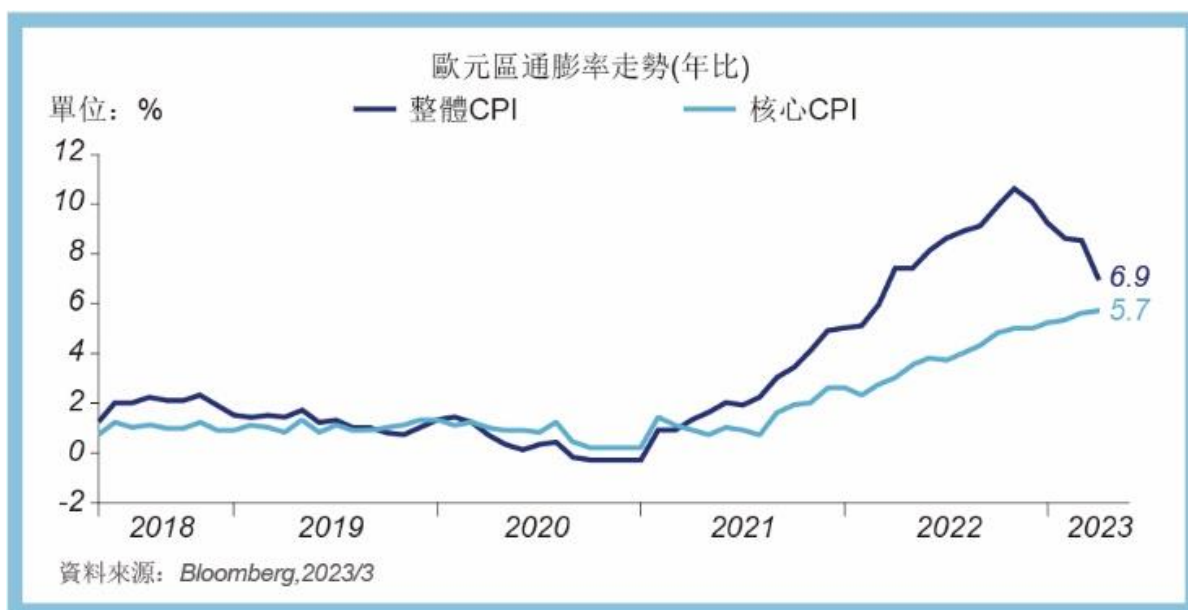


歐元區核心通膨率居高不下，強化歐元區央行持續升息的動機，央行未來利率決策動向將影響金融市場走勢。

歐洲股市 2023 年初出現明顯反彈，而矽谷銀行(SVB)破產倒閉並遭美國監管機構接管，銀行危機蔓延至瑞士信貸銀行(Credit Suisse)，股市一度出現下跌，但在歐美政府介入協調下風暴並未擴散，股市回到高點。道瓊歐洲 600 指數第一季上漲 7.75%，加上歐元上漲 1.25%，總計 MSCI 歐洲指數第四季上漲 9.89%。

歐元區 3 月製造業採購經理指數(PMI)終值跌至 47.3，低於 2 月的 48.5，仍處於 50 以下收縮水平，歐元區製造業在去庫存、消費者因生活成本增加減少產品需求的情況下，仍然處於困境。服務業則是榮枯不同調，歐元區服務業 PMI 從 2 月的 52.7 彈升至 55.0，隨著步入春季，歐元區服務業出現復甦跡象。儘管 3 月金融業動盪導致瑞銀(UBS)收購瑞信(Credit Suisse)，銀行危機擴大疑慮並未影響歐元區央行(ECB)升息步調，3 月提高主要利率 2 碼(0.5 個百分點)，自去年 7 月至今，ECB 累計已升息 3.5 個百分點，ECB 持續將通膨壓回 2%目標的任務。歐元區 3 月整體通膨率下降，從 2 月的 8.5%滑落到 6.9%，主要因能源價格回跌，基期效應所致，但核心通膨率仍居高不下，剔除能源和食物價格的 3 月核心消費者物價指數年增 5.7%，超越 2 月的 5.6%並創新高，更強化 ECB 持續升息的動機。升息與經濟成長間的平衡，將考驗 ECB 未來的利率決策，預期利率政策將持續鷹派對抗通膨，經濟動能不致熄火，但成長性將受到壓抑。

▼ 因能源價格回跌，歐元區 3 月整體通膨率滑落到 6.9%，但核心通膨率年增 5.7%，創下新高，強化 ECB 升息動機。





日本股市

Japan

全球需求降溫不利日本外銷，疫後觀光潮預期帶動國內經濟動能，大型製造業短觀預測顯示日本未來經濟成長。

上季歐美銀行相繼出現倒閉接管風波，系統性風險上揚，歐美央行可能提前降息預期甚囂塵上；日債隨歐美債券殖利率回跌，日股因無相關銀行曝險，同時因第一季國內消費觀光提振，鐵路乘載量回溫，及民眾消費意願增溫、春鬥結果利於勞方，日股首季故呈現上揚，日經 225 股價指數漲幅約 2.17%。

由於日本龍頭企業多為外需型導向，海外需求增減及日圓匯價漲跌對其獲利影響甚大，且美國未來是否呈現軟著陸以及中國大陸經濟重啟狀況對日本經濟亦有相當影響。展望第二季，美國銀行壓力可能擴大金融監管層面並拉高經濟趨弱風險，而中國持續降準以及房地產提前還貸潮壓力，也透露中國內部經濟暫未因疫情解封出現活絡；日本外銷貿易經營挑戰不小。反觀國內經濟活動，服務業因疫後消費觀光上揚起飛，每年 3 月的勞資春鬥完滿達成勞工調薪需求，尤其是大型企業平均加薪約 3%。附圖中的日本央行最新短觀及景氣判斷指數 DI 可看出，大型製造業的短觀預測值持續正值(透露景氣正成長)，而中型製造業的 DI 雖為負值但呈現反轉向上。

本季適逢新舊日本央行總裁交接，新總裁植田和男身負維持金融穩定使命，何時以及如何讓貨幣政策回歸正常化為市場關注。考量全球央行升息近終點，日債殖利率上揚壓力大減，殖利率曲線管制(YCC)控管區間有機會再被放寬，惟相對歐美有金融業議題，日股本季走勢預期相對穩健。

▼ 日本央行_大型和中型製造業短觀預測報告





歐非中東

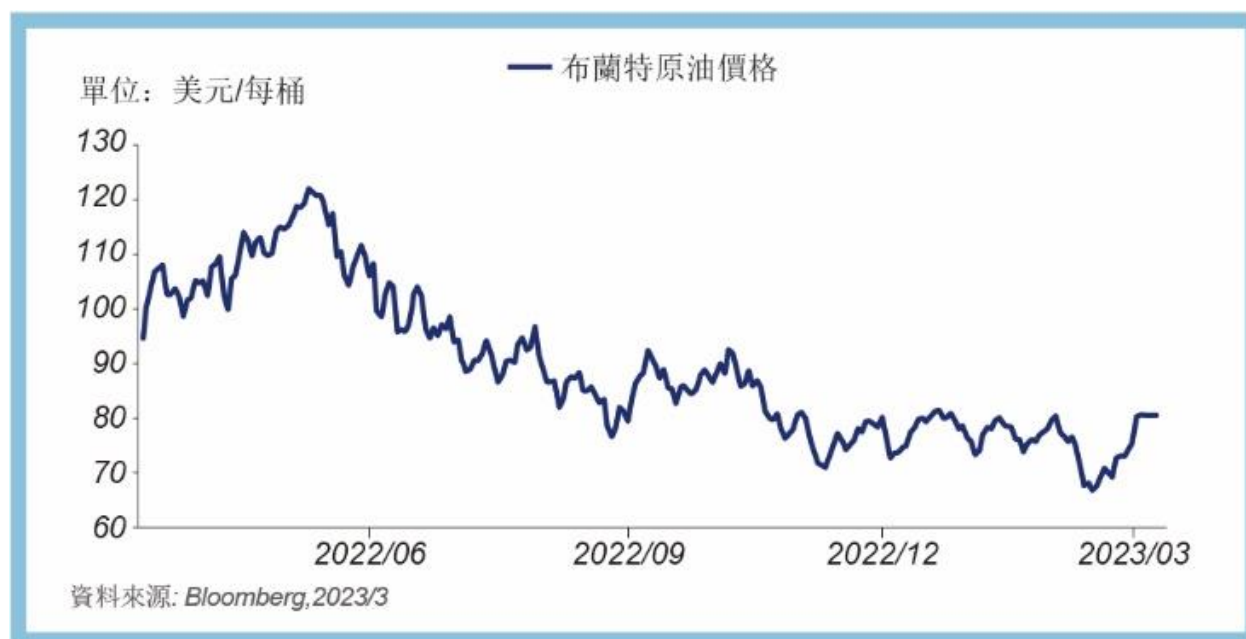
Eastern Europe

全球經濟動能放慢導致原油需求可能趨緩，惟 OPEC 再提減產計畫使原油供給可能出現缺口，油價獲支撐有利歐非中東能源類股走勢。

全球主要央行持續升息，壓抑消費及投資動能，加上歐美銀行接連爆發金流危機，更加深經濟衰退疑慮，導致原油需求前景疲軟，布蘭特原油第一季下跌7.15%，能源類股領跌歐非中東股市，總計MSCI歐非中東股市第一季下跌2.20%。

俄烏戰爭最大影響就是至今仍居高不下的通膨，油價飆漲推升整體物價一去不返，而戰爭帶來重大的經濟損失，地緣政治因素使東歐股市一年來波動加劇；惟俄烏戰爭持續一年多，雙方進入消耗戰，對金融市場影響已淡化。中國對於新冠疫情大動作解封，中國對原油需求呈現增長，成為原油需求最大的支撐，但高物價以及高利息時代的背景下，預估2023年全球經濟動能放慢，整體原油需求成長可能趨緩，導致3月中旬布蘭特原油一度跌破每桶75美元關卡。原油需求面雖有利空，但供給面也將減少，俄烏戰爭問題影響，俄羅斯原油產量持續漸少，石油輸出國組織及其盟國(OPEC+)再提減產計畫，上次宣布減產是在去年10月，減產規模是每天200萬桶，時隔半年再次宣布減產，每日將再減產166萬桶，累計減產規模達366萬桶，原油供給可能出現缺口，供給減少以及需求放緩相抵下，預期原油價格底部仍然有撐，能源類股為歐非中東股市主流產業，將能領漲歐非中東股市。

▼ 2023年全球原油需求可能趨緩，惟OPEC再提減產計畫使原油供給可能出現缺口，供給減少以及需求放緩相抵下，將支撐原油價格走勢。





新興亞洲

Emerging Asia

中國央行降准釋放長期資金助力實體經濟，台灣出口動能可望逐步回升，亞股在主要經濟體帶動下將有所表現。

2023 年 2 月，中國製造業和非製造業採購經理人指數(PMI 和 NMI)均呈現擴張態勢，生產和訂單指數均有所上升，積極的經濟信號驅使企業對未來景氣預期轉為樂觀，顯現中國經濟正在逐步恢復和穩定，市場正向看待後疫情時代經濟復甦，新興亞洲市場總計第一季股市上漲 4.09%。

中國社會消費品零售總額在 2022 年受到疫情影響，年增率略低於 2019 年，但已呈現回穩和穩定增長的趨勢。2023 年前 2 月，社會消費品零售總額年增率轉正並回升至 3.5%，顯示人們的消費需求逐漸恢復，消費市場穩步增長，為企業和消費者帶來發展機遇和消費選擇。2022 年中國 CPI 上漲 2%，通膨相較於其他國家偏低且可控。2023 年 2 月 CPI 年增率進一步下滑至 1%，央行隨即實施降准政策，預計釋放 9,000 億元人民幣長期資金，通過降准釋放大量低成本長期資金，助力穩增長和實體融資，可望對短期經濟目標的實現和宏觀政策的控制，有利於支持實體經濟的發展。台灣前 2 個月出口動能偏弱，但下半年有望較上半年收斂。中國 2 月 PMI 顯示對台灣出口需求增加，加上 ChatGPT 應用風潮，先進設備投資需求提高。政府推出產業創新研發、購置先進設備投資抵減方案，有助推動先進設備投資，支持經濟進一步發展，台灣出口外貿動能有望逐步恢復和增長。在亞洲主要經濟體經濟逐步回復下，亞股可望有所表現。

▼ 中國 2023 年 1-2 月份社會消費品零售總額年增率 3.5%。





拉丁美洲

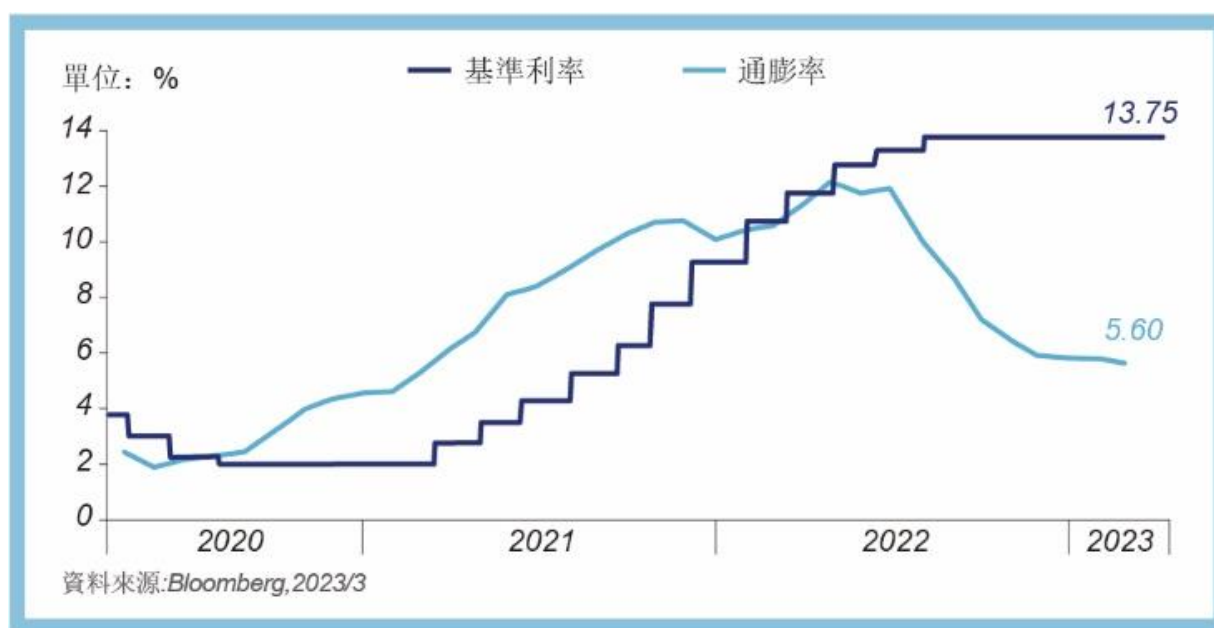
Latin America

巴西央行基準利持於高位，高借貸成本將會阻礙經濟成長，巴西央行利率政策是否轉向將左右市場投資情緒。

巴西新總統魯拉1月就職，新政府企圖規避上限，擴大支出的計畫，恐讓國家債務膨脹，加上市場憂心巴西央行維持高利率將壓抑經濟復甦，巴西股市第一季下跌7.16%。墨西哥與美國經濟緊密連動，股市隨美股上漲11.23%。總計第一季MSCI拉美指數上漲3.09%。

巴西3月製造業採購經理人指數(PMI)終止連續反彈兩個月，由前值49.2回落至47，產出及新訂單分項降速加快，3月服務業PMI由前值49.8回升至51.8，服務商信心及就業升高，拉升3月綜合PMI由前值49.7回升至50.7，重現擴張。中國解封後社會流動性轉佳，人流及物流逐步回溫。基礎建設及房市回暖，建築需求增加將提振相關原物料需求，有助原物料價格築底向上。另外，主要銅產地智利、秘魯因政治及社會動盪，開採難度增加，產量無法提升，銅供給狀況存在不確定性，供需缺口可能擴大，支撐銅價走勢，原物料類股對拉美股市有支撐力道。惟巴西央行3月利率會議維持基準利率13.75%，巴西2月通膨率為5.6%，遠高於官方通膨率為3.25%的目標，但基準利率高出通膨約8%，高借貸成本將會阻礙經濟成長，巴西央行利率政策是否轉向，將左右市場投資情緒。另外，巴西新政府擴大社會福利將額外增加政府支出，加劇政府財政問題，可能影響外資巴西股市及匯市投資動向，恐造成資金流出巴西金融市場。

▼ 巴西央行3月利率會議維持基準利率13.75%，巴西2月通膨率為5.6%，基準利率高出通膨約8%，高借貸成本將會阻礙經濟成長。





債券市場

Bond Market

歐美銀行信貸緊縮等同央行升息效果，通膨緩降但離目標2%仍遠，降息暫非主要央行手中牌卡。

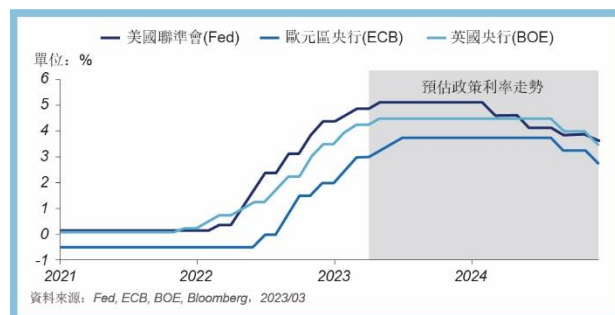
上季歐美不約而同發生銀行金融事件，信貸緊張氣氛大起，市場調降美國聯準會(Fed)及歐元區央行(ECB)此波升息的終點利率預期。美國接連3家地區性銀行倒閉，第一共和也因周轉不靈求救大行庫；歐元區因瑞士信貸財報疑慮、大股東拒絕注資而發生經營危機，最後遭瑞士銀行收購，額外一級資本債(AT1)遭全面減計，恐慌氣氛並隨後蔓延至德意志銀行，造成信用違約交換利差擴大。雖然政府當局及主要央行立即出面提供流動性，並打開貼現窗口等措施拆彈解圍，市場依舊憂難於因Fed及ECB快速升息導致，並擔憂金融系統性風險可能擴大如2008年，且悲觀預期聯準會及歐元區央行將提早降息；公債殖利率快速下滑(價格上揚)、美債殖利率曲線迅速反轉成正。第一季的公債指數上漲3.08%，投資級債券也獲資金青睞上漲4.47%。

惟隨著政府當局及時進行金融監管、推進存款保障等，歐美央行對利率態度與市場的悲觀預期出現分歧。根據 Fed 最新經濟數據預估表，成員們上調 2023 年個人消費支出 PCE 預期值 0.2%至 3.3%，同時年底目標利率預估點陣圖顯示，Fed 成員對 2023 年幾乎沒有降息共識，直到 2024 年底預估利率才降至 4.3%，幅度在 100 個基本點內；升息對抗通膨在今年依舊是 Fed 首要目標。ECB 表示此為個別金融事件，大部分銀行體質已較 2008 年改善，ECB 不需要在保護金融穩定和控制通膨之間做出取舍，並且 ECB 的最終目標是在控制通膨，在金融壓力未變大且通膨未回降到 2%的目標前，ECB 的升息行動將繼續，ECB 並在瑞士信貸被瑞銀收購後如期升息 2 碼，存款利率跳上 3%，並上修歐元區 2023 年經濟成長率至 1%。

觀察此波銀行倒閉風暴，雖說是因歐美央行積極升息使其資產出現大額跌價損失，但更多原因是這些地區性銀行的資產負債管理不當及在零利率時過度高槓桿操作所致。這些地區性銀行放款對象多為當地的中小型企業及新創公司，在資金鏈相互連鎖反應下，除了可能影響當地經濟外，也不排除其他地區性銀行受資金壓力影響。另外，矽谷銀行也是中國大陸新創公司、企業主和創投基金主要往來的外國銀行，在矽谷銀行無預警宣布倒閉後，全球其他地區包括中國大陸的創業家也拉起警報，即便美國聯邦當局全額擔保矽谷銀行的存款，中國大陸新創公司與創投基金仍急忙尋找替代資金來源。金融緊張可能引起全面的信貸緊縮，電子交易盛行也放大了存戶及投資人的恐慌行為，如何防止存戶迅速提領存款、銀行資金斷鍊求助無門及進而賤賣資產實現資本損失等雪球效應，全面提高存款保證及設立防火牆成為歐美執政當局首要目標。歐美央行對此則暫以個別銀行危機看待。

綜上，3月份出現的銀行連鎖倒閉事件雖未釀成系統性風暴，但後續的經濟衝擊效應仍待觀察，銀行端的信貸緊縮在未來亦可能造成經濟下滑結果。考量 2023 年的通貨膨脹壓力尚未完全解除，歐美央行無法立即轉向降息，而減緩緊縮步伐或調低終點利率並維持高利率一段時間，預期將是主要央行未來的貨幣政策方向。本季債券市場波動度不小，在大降息趨勢將近之際，美元計價的投資等級債券預期將逐步獲資金青睞。

三大央行2023年並未擬定降息規畫





外匯市場

Exchange Market

通膨逐月下滑但仍處高位，歐美緊縮貨幣政策需要耐心觀察乘數效果，日本與他國利差縮減有利日圓回升。

美元 美國 3 家地區性銀行接連倒閉，打擊存戶信心；存戶提款壓力驅使銀行緊張，並可能在未來限縮信貸，提升地區性中小企業籌資成本及降低經濟活動需求；美國聯準會鷹派升息之路可能提早結束並進入觀望階段。惟財政部提高存保金額及聯準會及時提供借款方案，已大幅降低銀行系統性風險，聯準會暫無降息的急迫性，並同時支撐美元在第二季表現。

歐元 歐元區除發生瑞士信貸因財報疑慮被瑞士銀行收購外，市場在 3 月底也將擔憂轉向德意志銀行，放空及賣出力道也拉大了德意志銀行的信用違約交換利差；金融緊張情勢升高。歐元區央行(ECB)表示銀行體質健全但同時呼籲歐盟推進存保計畫，另一方面為打壓通膨上季亦按計畫升息兩碼，存款利率升至 3%。展望本季，壓低通膨仍是 ECB 主要目標；但考量金融不穩定造成的信貸緊縮亦有升息效果，ECB 本季升息幅度應比照聯準會減緩幅度至一碼。市場預期終端利率在 3.5%~4.0%，本季歐元在 ECB 持續緊縮政策下相對美元有走多空間。

日圓 日本官方公布最新核心消費者物價在 3.1%，雖比年初滑落但仍未降到日本央行的目標價位 2%；判斷日企正不斷地將過高生產成本轉嫁給消費者，拉高消費者物價。日本今年春鬥勞資談判，部分大型日企(如豐田)爽快同意提供員工約 30 年來最大的薪資漲幅，有些幅度甚至超過當地的通貨膨脹率。在物價與薪資雙漲階段，日銀很難繼續超寬鬆。4 月是新總裁上任的首次利率會議，市場預期日本央行可能解除殖利率曲線管制(YCC)，日圓相對美元本季預期走揚。

人民幣 中國人行 3 月中無預警降準一碼，月底生效，預計可釋放中長期資金逾 5000 億人民幣，季底並同步加碼 2550 億人民幣逆回購；中國人行仍積極提供金融機構流動性。另外，中國在 2 月份人民幣貸款增加 1.81 兆元，社會融資規模增量 3.16 兆元，和前值比，新增人民幣貸款暴跌 63%，社會融資規模增量急降 47%。中國實體經濟的貸款需求並未隨疫情解封而快速增揚，加上房地產市場出現民眾提前還貸潮，顯示民眾消費力道並未完全恢復，本季人民幣相對保有貶勢理由。

▼ 日本2023年首次春鬥，全職勞工談出近30年來最大薪資漲幅

