

2023年第4季 全球經濟及市場展望

除另有指明，本報告以2023年9月所能取得之訊息為分析基礎。揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

Contents

- 3 摘要 / 結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟與市場綜覽
- 20 個別資產

摘要

經歷矽谷銀行倒閉，到中國房地產企業連環爆雷，但美國經濟彷彿無視聯準會的激進升息，依舊在2023年展現驚人韌性。通膨持續降溫之餘，失業率保持在歷史低位，GDP更是屢屢超乎市場預期。隨著時序進入第四季，經濟與市場將會如何演繹，金髮女郎是否已展開雙臂擁抱美國？

從總經環境看來，財政支出、就業穩健、產業循環交錯等因素支撐美國經濟意外強勁，**隨著民眾的超額儲蓄逐漸耗盡，加上資金緊縮效應浮現，景氣動能將逐漸放緩。**在核心通膨延續降溫的趨勢下，聯準會升息邁向最後一哩路，但**經濟與就業市場的穩健表現，加上油價上漲帶來擾動，將使Fed保持利率higher for longer。**

在市場面，居高不下的實質利率與短期降息機率偏低的环境下，**評價修復的空間已然所剩無幾，但是當消費性電子換機潮或年底消費旺季到來，企業進入主動補庫存階段，獲利回升將成為股市的重要支柱。**

就債市而言，**聯準會短期強化鷹派基調，使公債殖利率高位維持更長時間，**然而，考量就業市場緊俏程度緩解，薪資、租金驅動核心通膨回落，聯準會政策基調不易長期保持鷹派，公債殖利率終將伴隨政策利率回落。匯市方面，**短線歐洲經濟警報拉響，恐會支撐美元高位，待Fed基調轉向將帶動美元格局漸弱。**台幣因景氣不如預期，短線仍顯弱勢，當半導體循環改善，台幣匯價有望緩步回升。

最後，在市場風險方面，油價上漲、汽車工會罷工不利通膨降溫，聯準會年底前不排除再次升息；中國房地產違約風暴看似風頭已過，不過三條紅線的緊箍咒仍在，房市復甦也不甚理想，後續中國建商乃至於地方城投債的資金壓力依舊沉重。

結論



總經

- ◆ 資金緊縮效應浮現, 消費動能恐難維持強勢表現, 但產業循環交錯, 製造業將逐步修復
- ◆ 基本面穩健與油價上漲環境下, 聯準會政策利率higher for longer, 短期難見降息訊號



股市

- ◆ 製造業循環築底回升, 企業獲利增速改善支撐股市表現, 評價行情退卻限制上行動能
- ◆ 庫存改善階段, 循環類股較有表現空間; 科技巨頭增加資本支出, AI題材拉回可布局

BOND

債市

- ◆ 在基本面與籌碼面拉扯下, 美國公債利率高位震盪, 但總經格局仍支持長線下行趨勢
- ◆ 美國衰退風險降低, 限縮信用利差飆升風險, 布局以投資級債為主, 非投資級債為輔



匯市

- ◆ 經濟疲弱使ECB論調轉鴿, 支撐短線美元高位, 待Fed基調轉向將帶動美元格局漸弱
- ◆ 美元偏強與台灣景氣偏弱壓抑台幣走勢, 但長線隨半導體銷售改善, 匯價有望築底回升



風險

- ◆ 能源與汽車價格成美國通膨潛在威脅, 聯準會11月若再度升息一碼, 恐加劇股債震盪
- ◆ 中國房市走向未明, 建商乃至地方融資平台壓力沉重, 違約風險不利景氣與市場情緒

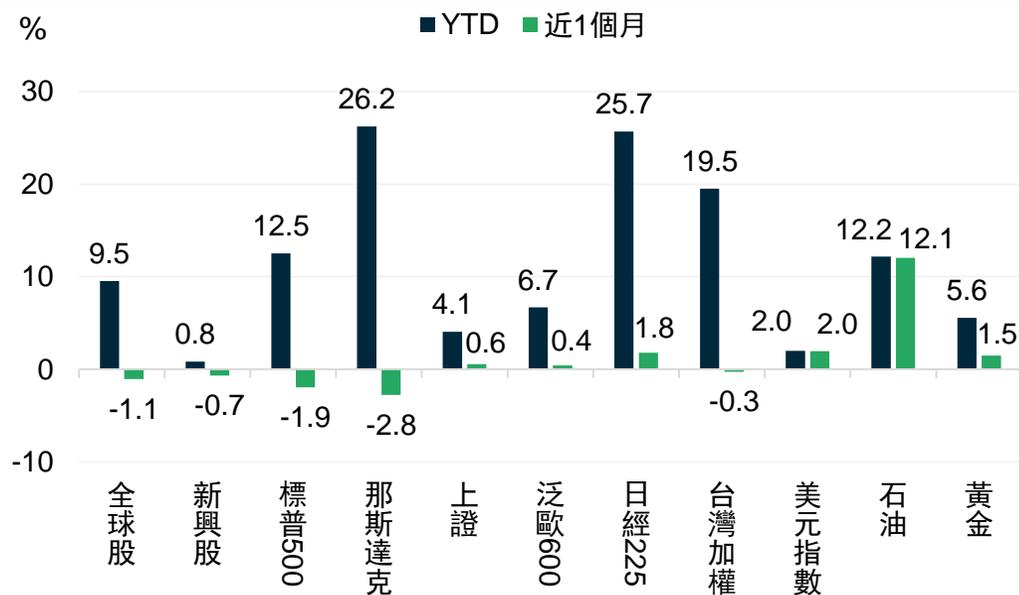
金融市場回顧

金融市場回顧

年初以來，儘管聯準會持續升息與縮表，但是一方面升息屆頂期待帶動評價修復，另一方面AI熱潮使資金大舉湧入相關類股，都讓美國、台灣等科技股權重較高的市場表現突出。然而進入Q3，科技股部位過於擁擠，加上美債殖利率進一步上揚，使股市拉回整理。相對於美國市場，歐洲股市受到中國冷復甦與全球製造業低迷影響，表現明顯落後。新興市場則走勢分歧，中國深陷通縮與去槓桿陰影，即便官方政策頻出，大盤上行動能仍顯不足。

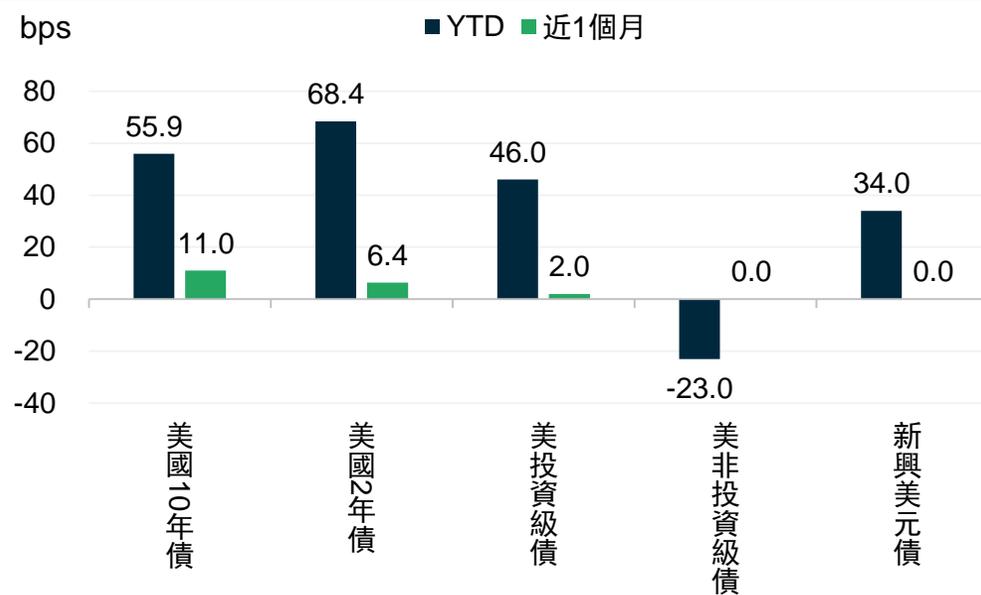
債市方面，今年以來美國經濟表現不俗，消費與就業狀況亮眼，使聯準會9月FOMC大展鷹式作風，籌碼面則在美國發債量居高不下、外國政府購買力不如預期之下，債券利率攀升至4%上方。原物料市場方面，OPEC+持續收緊供給，沙國與俄羅斯帶頭減產，西德州原油價格站上每桶90美元。

全球主要股市指數與大宗商品表現



資料來源：Bloomberg, 截至2023/9/22。

美國及新興市場債券表現



資料來源：Bloomberg, 截至2023/9/22。

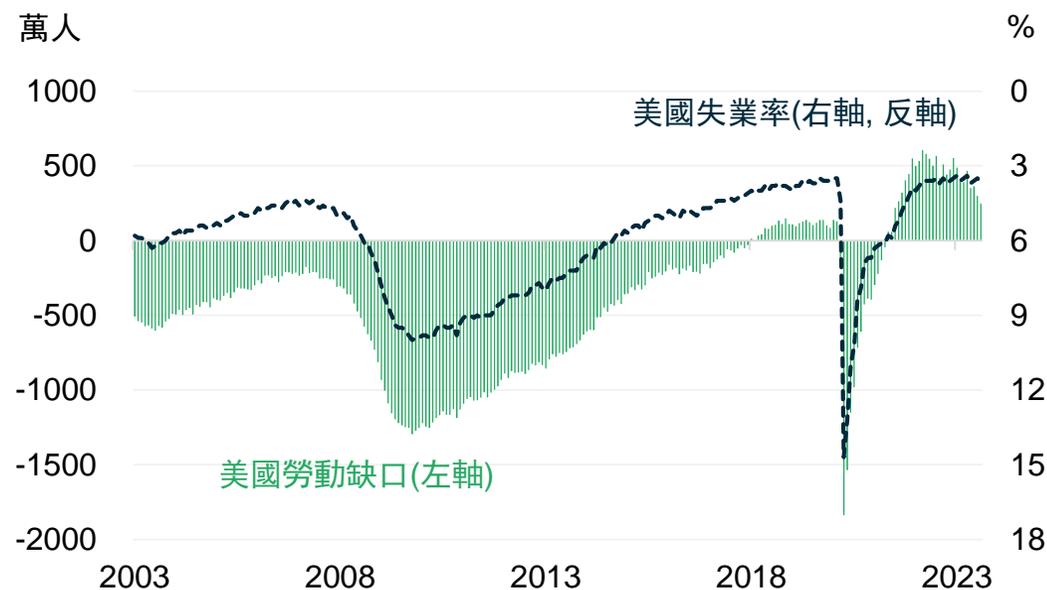
總體經濟與市場綜覽

就業市場穩健與產業循環交錯下，美國經濟表現優於市場預期

2023年Q3美國經濟活動保持韌性，消費動能依舊扮演主要推手，零售銷售超出市場預期、工業生產也較前期改善，在數據支撐下，亞特蘭大聯邦準備銀行對Q3 GDP的季比年增率預估值超過4%，各大投行也紛紛上調2023全年GDP預估值，並調降衰退機率。

美國景氣穩健，除了勞動力市場穩健外，一方面歸因於政府的財政刺激，除了疫情期間投入超過6兆的紓困資金外，2023年在社會福利與醫療等支出進一步擴大。另一方面，**疫情後製造業與服務業循環出現錯位，汽車、電子產品消費在疫情期間爆發，讓商品消費快速超過疫情前水平，而服務業復甦則落後一年以上，強勁表現一路延續至今**，產業景氣循環的特殊交錯現象，也緩解經濟衰退風險。

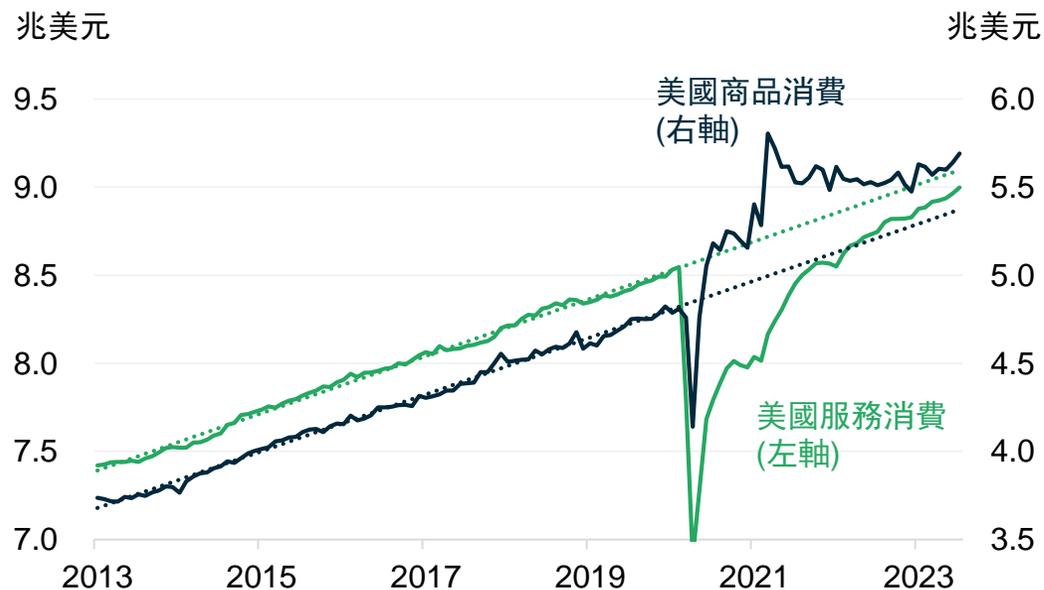
就業市場穩健，失業率保持低位



註：勞動缺口=總勞動人口-(就業人口+JOLTS職位空缺數)。

資料來源：Bloomberg。

疫情爆發後製造業與服務業循環時間交錯



註：虛線是以2013年-2019年計算的趨勢線。

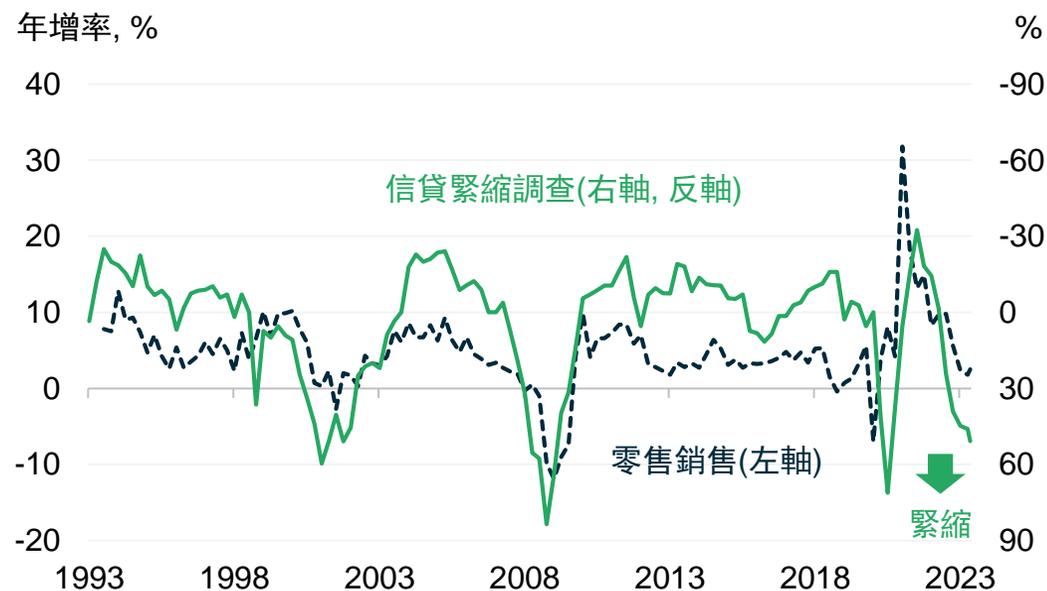
資料來源：Bloomberg。

資金緊縮效應逐漸浮現，消費動能難以保持強勢

對於後續景氣表現，部分勞工重回職場、勞動參與率上升，推動失業率出現小幅上升。觀察勞動供需缺口重回300萬以下，職缺失業人數高位回落等現象，研判美國就業緊繃緩解但仍保持穩健，整體失業狀況不致快速惡化。

利率高位與緊縮金融環境的影響逐步顯現，從資深核貸人員意見調查(Senior Loan Officer Opinion Survey)報告數據看來，美國銀行業對於放款的保守程度居高不下，將不利民眾借款與企業資本支出，與此同時，民眾在疫情期間累積的超額儲蓄已逐漸耗盡，投資活動與佔GDP比重最高的消費降溫，將使美國經濟動能逐漸放緩。

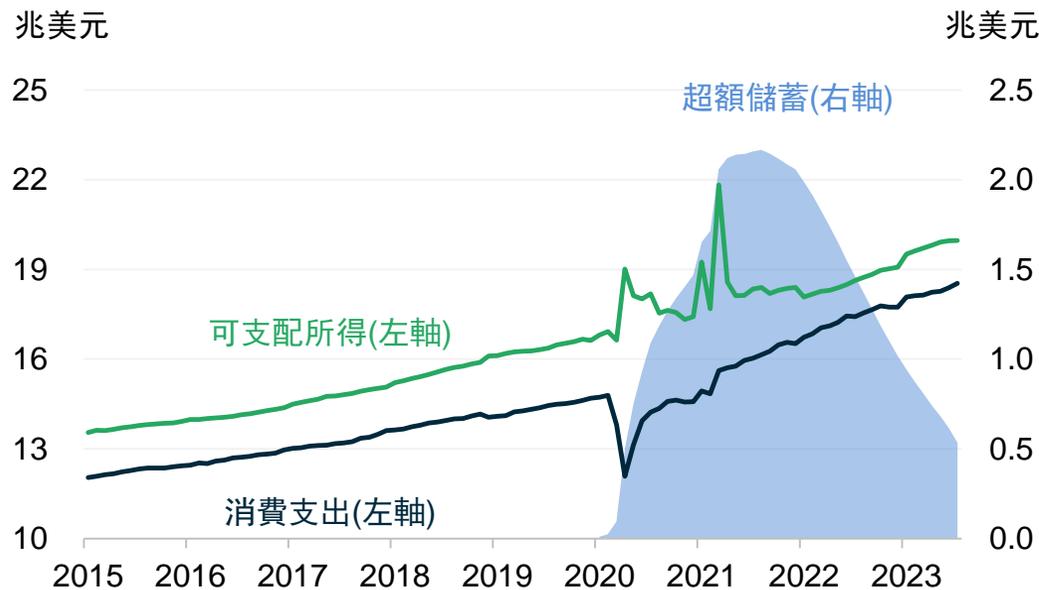
資金緊縮環境恐約束後續消費動能



註：信貸緊縮調查數值越高表示銀行放款越保守。

資料來源：Bloomberg。

隨支出水平回升，美國民眾超額儲蓄逐漸回落



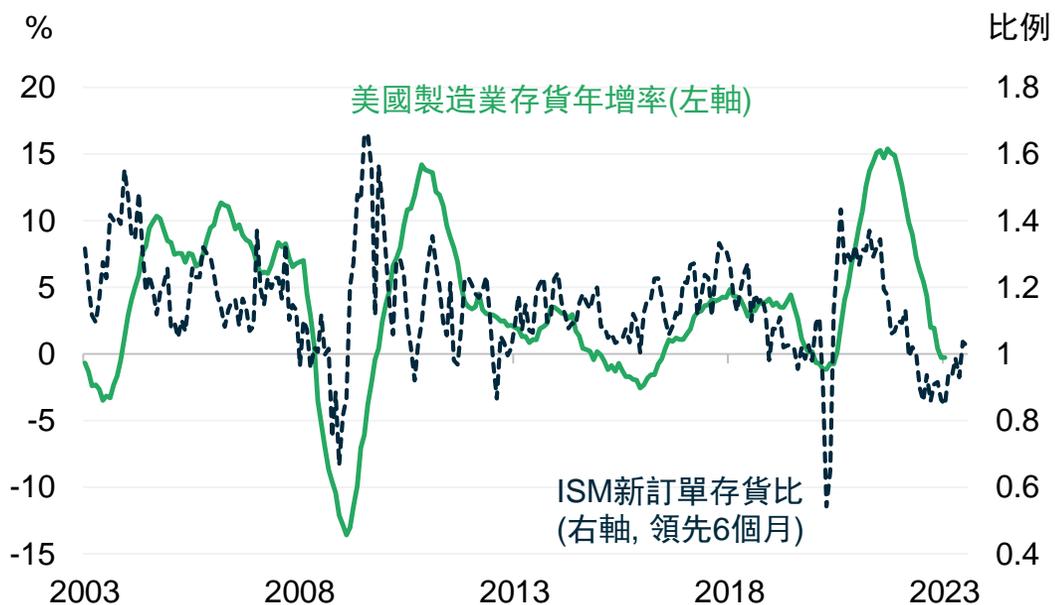
資料來源：Bloomberg。

製造業及半導體調整近尾聲，隨需求改善有望帶動補庫存行情

消費預期難以保持強勢，但產業循環錯位之下，房地產與製造業也見到復甦曙光。房地產方面，美國房屋銷售市場受到高利率衝擊，房地產成交量明顯下滑，但由於中古屋房源稀缺，剛需買盤推動新屋的銷售與開工量回升。

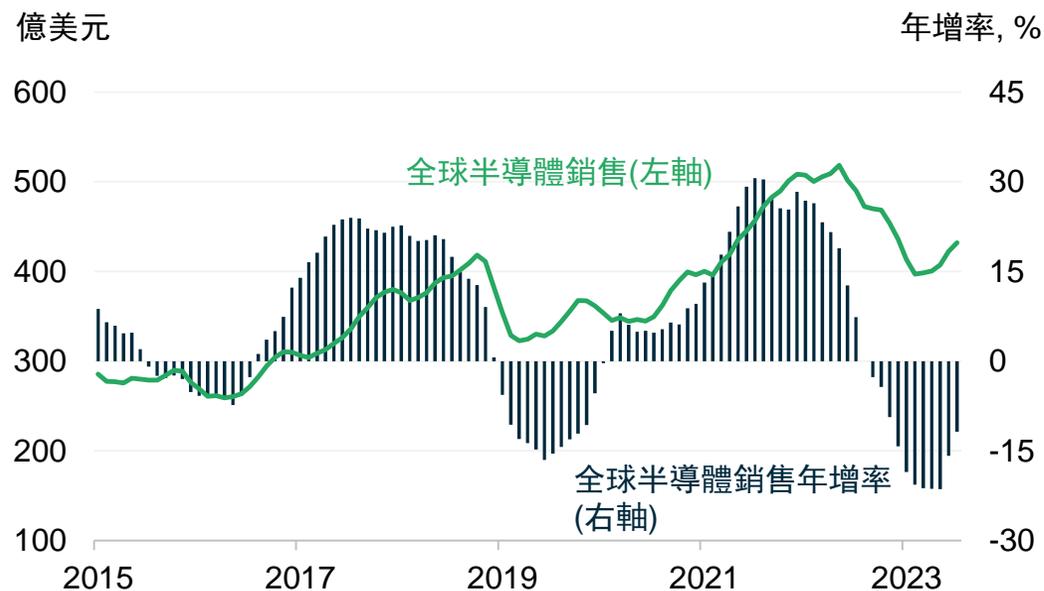
更關鍵的是，整體製造業庫存問題有明顯改善，ISM新訂單/庫存指標連續數月站上1，隨年底消費旺季與換機潮到來，製造業有望進入主動補庫存階段。全球半導體銷售增速雖仍是在負成長，但在今年2月跌至不足400億美元後，截至7月已經連續5個月成長。綜合來說，美國景氣難以擺脫貨幣緊縮影響，消費動能將有所放緩，但製造業經歷2021年下半迄今的調整期，明年有望逐步改善，給予經濟基本面支撐。

庫存問題淡化，新訂單/庫存指標回升



資料來源：Bloomberg。

半導體銷售自今年Q2起連續數月改善



資料來源：Bloomberg。

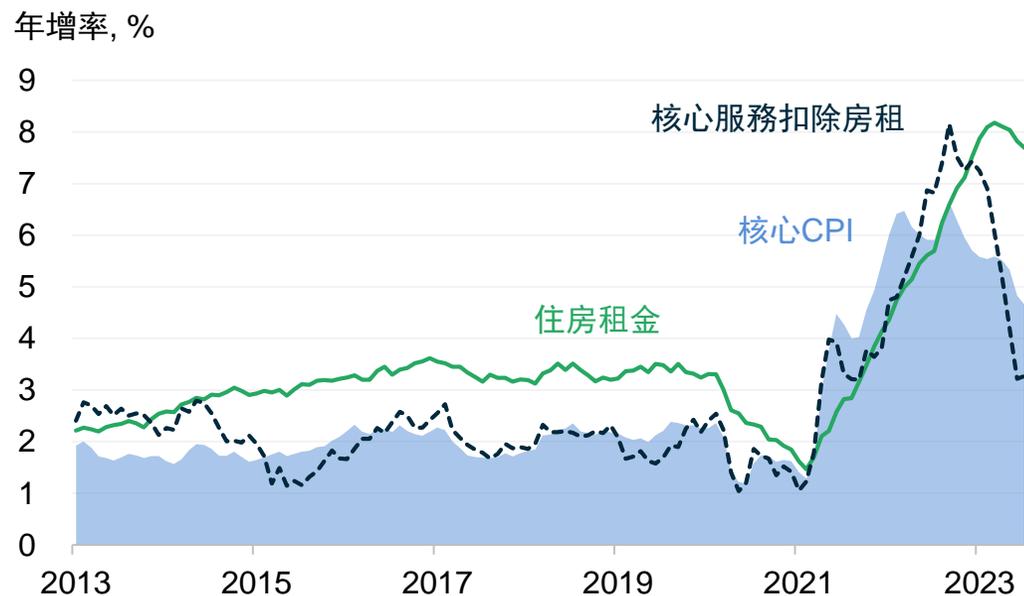
核心通膨維持下行趨勢，但留意油價走升成潛在威脅

8月份CPI高於前期與市場預期，主要受到8月以來油價走高及基期紅利消退影響，不過觀察Fed重點關注的核心CPI則持續走降。

能源受到OPEC及俄國延長減產至年底影響，油價走揚，但展望明年，隨停產協議終止、高油價有望使供給緩步開出下，料油價仍將呈現區間走勢；房租方面，由房價走勢推算，預期房租通膨放緩有望延續至明年上半年。

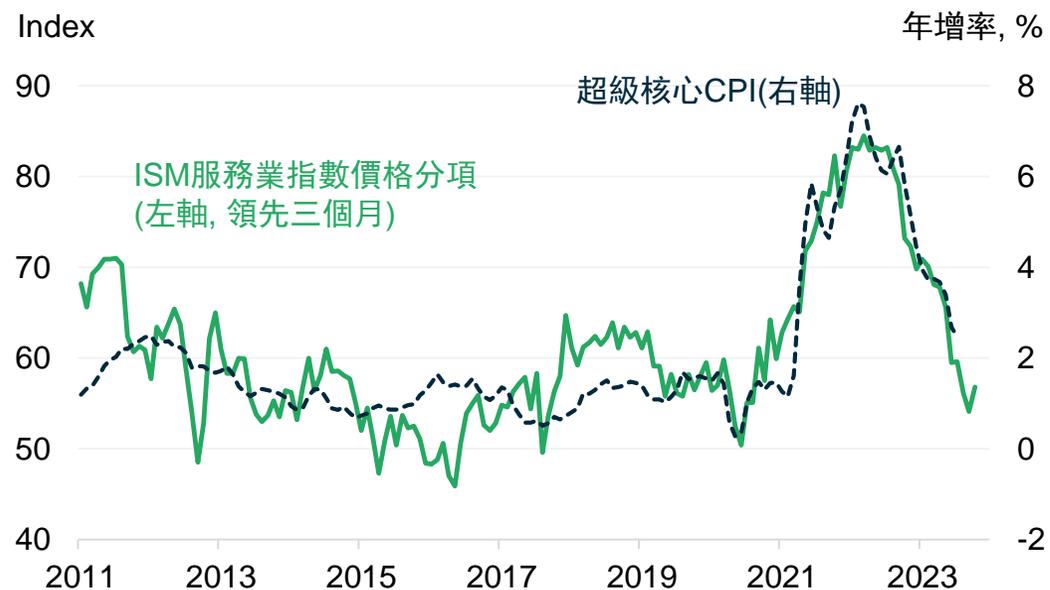
更重要的是，扣除房租後黏性較強的服務性通膨，受惠勞動供需緊張程度緩解，薪資增速已逐漸回落，預期隨著消費動能與就業市場持續放緩，核心通膨將延續下行態勢。

核心通膨增速回落趨勢明確



資料來源：Bloomberg。

ISM服務業價格指數下行，隱含通膨將持續降溫



註：超級核心CPI為Headline CPI扣除租金、能源、食物價格。

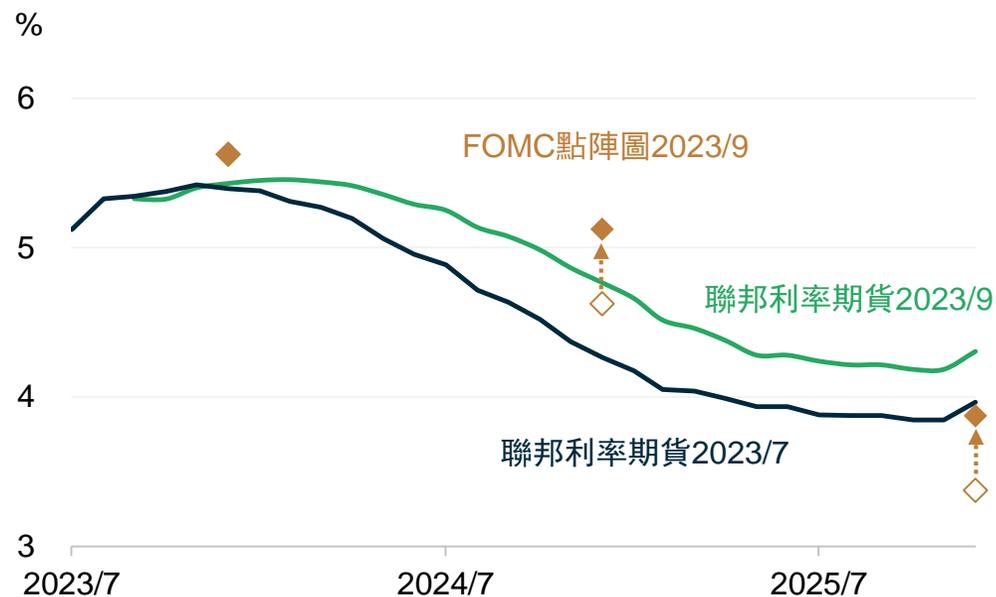
資料來源：Bloomberg。

總經面呈現「通膨降、經濟穩」格局, 聯準會保持利率higher for longer

9月FOMC暫停升息, 點陣圖方面, 除了失業率預估值下調、上修今明兩年GDP之外, 2023年利率中位數維持不變, 保留升息一碼空間, 但2024年降息碼數由4碼轉為2碼, 2025年也有所上調, 政策口吻轉趨鷹派。對比目前核心通膨與薪資增速的下降趨勢看來, 實質利率已經超越NY Fed估算的中性利率, 隨著核心物價增速回落, 實質利率逐漸攀升將使Fed在2024年存在降息空間。

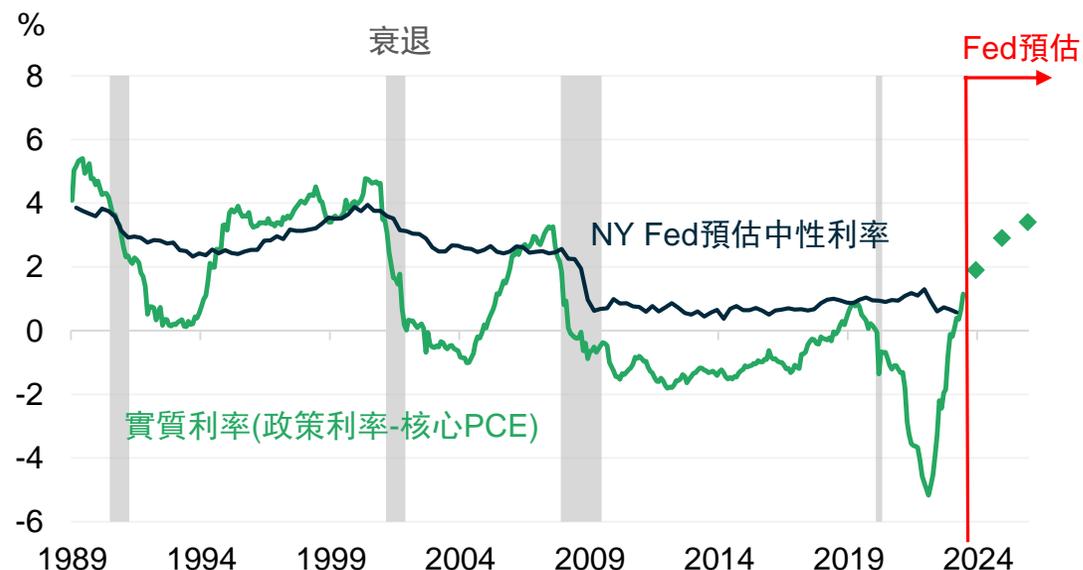
然而, 就業與經濟表現超出聯準會預期, 加上近期油價受到OPEC+減產協議延長而明顯上漲, 恐影響民眾通膨預期, 在在讓Fed貨幣政策態度轉趨鷹派, 不排除年底前仍有升息一碼機會, 政策利率在高位時間拉長, 短期內將不會輕易傳遞降息訊號。

聯準會官員釋出鷹派點陣圖, 利率高位持間拉長



資料來源: Bloomberg。

隨實質利率攀升, 長線降息空間仍存



註: 中性利率也可稱為自然利率(Natural Rate of Interest), 意指不會助長或限制經濟增長, 且通膨能維持穩定的利率。利率高於該水準則被視為對經濟及通膨有抑制效果。

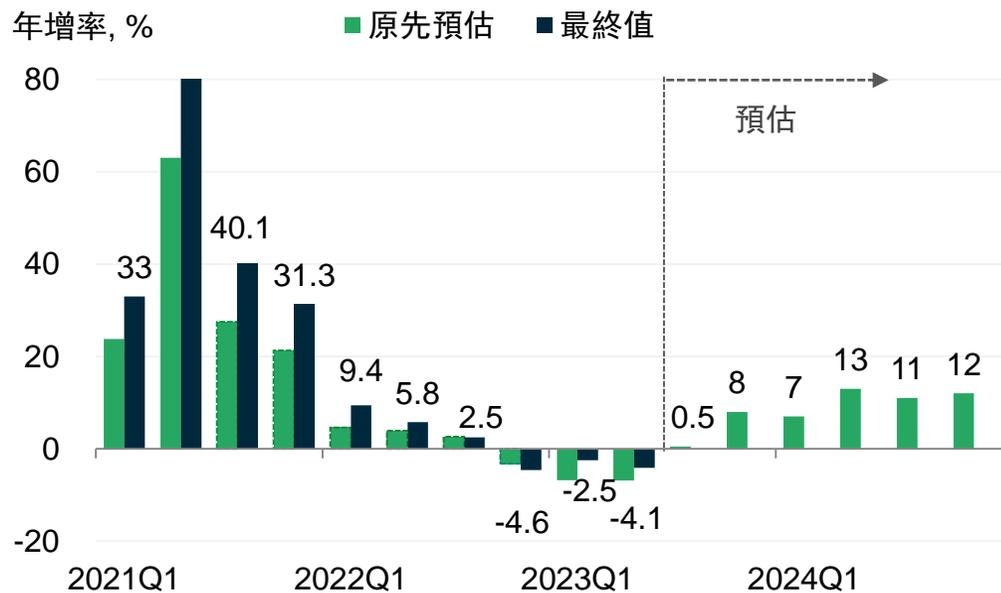
資料來源: Bloomberg。

股市 | 庫存問題持續改善, 企業獲利逐季回升支撐股市表現

聯準會基調轉鷹, 但對於升息與否仍保留彈性, 使美10年公債殖利率維持在4%上方高盤, 預期評價修復的行情將受到打擊, 美股也維持盤整格局。就企業獲利而言, 自去年底以來, 因為庫存調整問題, 企業多降價求售, 加上高利率問題影響消費, 使得標普500指數企業獲利連3季衰退。

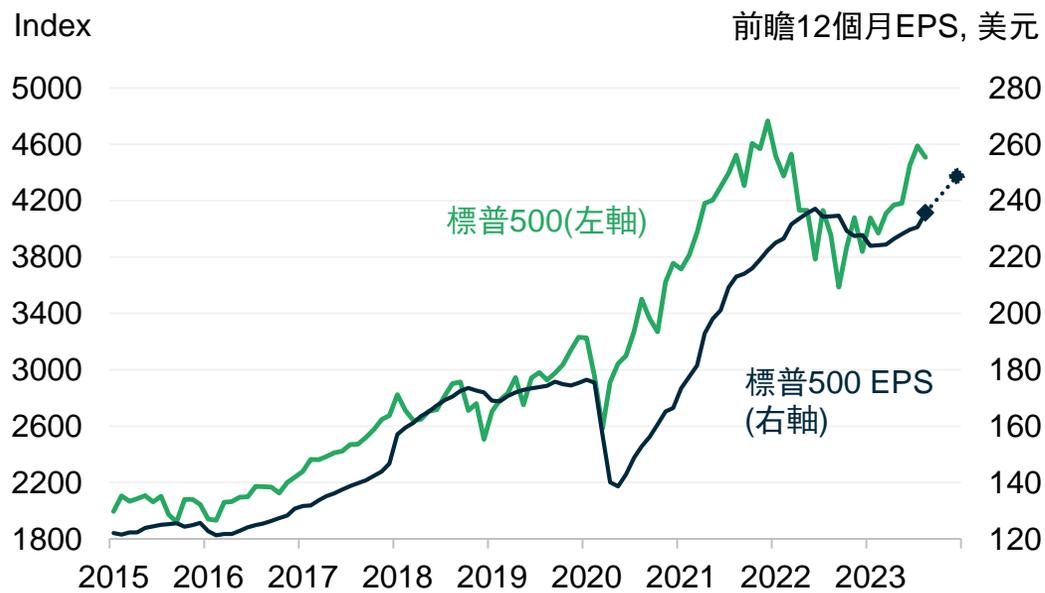
展望未來, 除了AI熱潮再起, 就基本面而言, 庫存問題已明顯改善, ISM新訂單/庫存比連續3個月站穩1、全球半導體銷售也築底向上, **待換機潮或年底消費旺季動能重啟, 訂單需求將帶動新一輪補庫存行情, 預期企業獲利逐步回溫, 明年甚至有雙位數的成長, 獲利改善將成為股市重要基柱。**

企業獲利增速低點已過, 後市逐步升溫



資料來源: Factset.

明年補庫行情可期, 獲利改善支撐股市表現



註: 2023年底前瞻EPS預估值為Factset統計值2024年度EPS市場預估值248.6。

資料來源: Bloomberg, Factset.

股市 | 資金緊縮與實質利率高盤, 評價行情退卻限制上方空間

聯準會保持利率高位的同時, 被動式縮表的措施也持續進行, Fed總資產規模已從2022年高峰的8.9兆美元, 降至8兆美元左右, 公開市場操作(SOMA)帳戶規模也下降約1兆美元, 美國M2貨幣供給年增率從去年12月至今持續處於負成長, 在在表明市場的資金水位明顯不若疫情期間充沛。

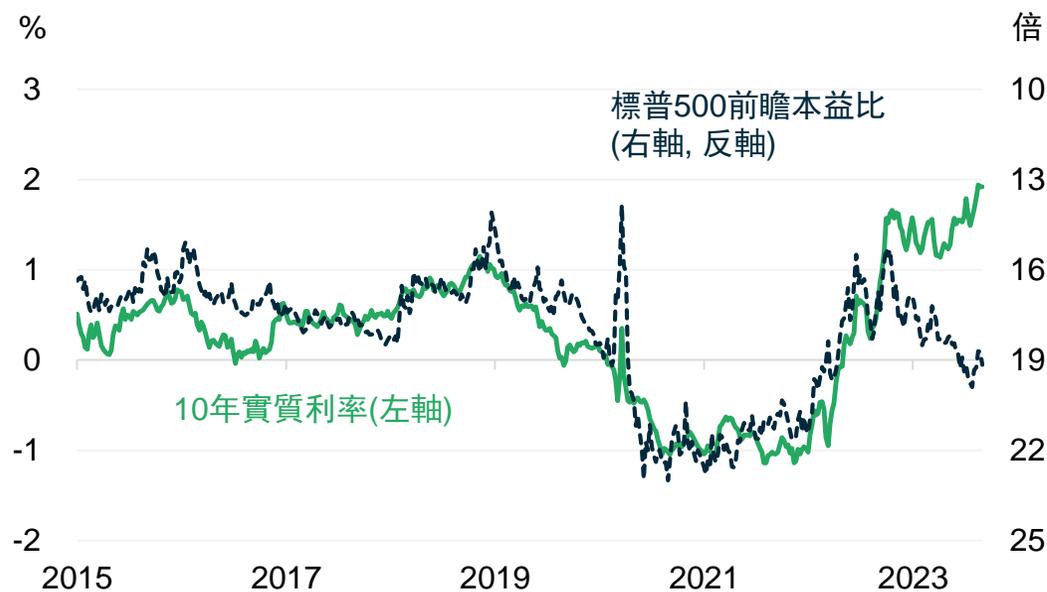
另一方面, 隨著投資人對於貨幣政策步入尾聲, 甚至開始對降息有所期待, 評價修復也成為今年股市一大助力, 標普500的前瞻本益比從去年底不到16倍, 已經回到19倍附近, 當未來通膨逐漸回落, 實質利率高盤的狀況恐難扭轉, 意味著評價面進一步回升的空間已經不高, **資金紅利缺席下, 股市後續的上漲動能將更加仰賴獲利表現, 預期在企業獲利逐季改善下, 盤勢也呈現緩步墊高行情。**

聯準會持續縮表, 市場資金水位不若疫情期間充沛



資料來源: Bloomberg。

實質利率高盤, 評價修復空間漸縮



資料來源: Bloomberg。

債市 | 經濟基本面與供需問題支撐利率高盤，但長線終將伴隨通膨逐步回落

即使升息循環進入尾聲，但基本面與籌碼面因素共同推升美國公債殖利率突破去年高位。在基本面，美國經濟數據持續展現韌性，迫使聯準會鷹派暫停升息，使市場對於利率維持higher for longer的預期升溫，成為公債殖利率上行主因。供需狀況也影響利率走勢，美國今年財政赤字佔GDP比重意外上揚，增添市場供給量，與此同時，聯準會保持縮表措施，外國政府與美國商業銀行的購債力道也不如過往。

由於美國經濟穩健，衰退機率降低，加上通膨短期距Fed目標區間仍有距離，長債利率恐維持高檔震盪一段時間，不過，考量**勞動力市場緊俏程度緩解、通膨降溫態勢延續**，縱使降息時程有所延後，**利率高位時間將有所延長，但長線而言公債殖利率終將逐步回落。**

殖利率高位時間延長，但長線將隨政策利率回落



資料來源：Bloomberg。

暫停升息後多維持半年以上才降息，且短率反應較大

升息 起始	暫停 升息	開始 降息	暫停升息 到開始降息 (月)	暫停升息後12個月利率變化(%)			
				10y	2y	10y-2y	
1994/2	1995/2	1995/7	5	-1.10	-1.34	0.24	
1999/6	2000/5	2001/1	8	-0.62	-2.12	1.50	
2004/6	2006/6	2007/9	14	-0.11	-0.29	0.18	
2015/12	2018/12	2019/7	7	-0.77	-0.92	0.15	
平均				8.5	-0.65	-1.17	0.52

註：取過去1994年以來四次升息循環經驗。

資料來源：Bloomberg。

匯市 | 數據走疲使ECB論調轉鴿，支撐短線美元走勢，惟美歐政策利差仍主導長線匯價

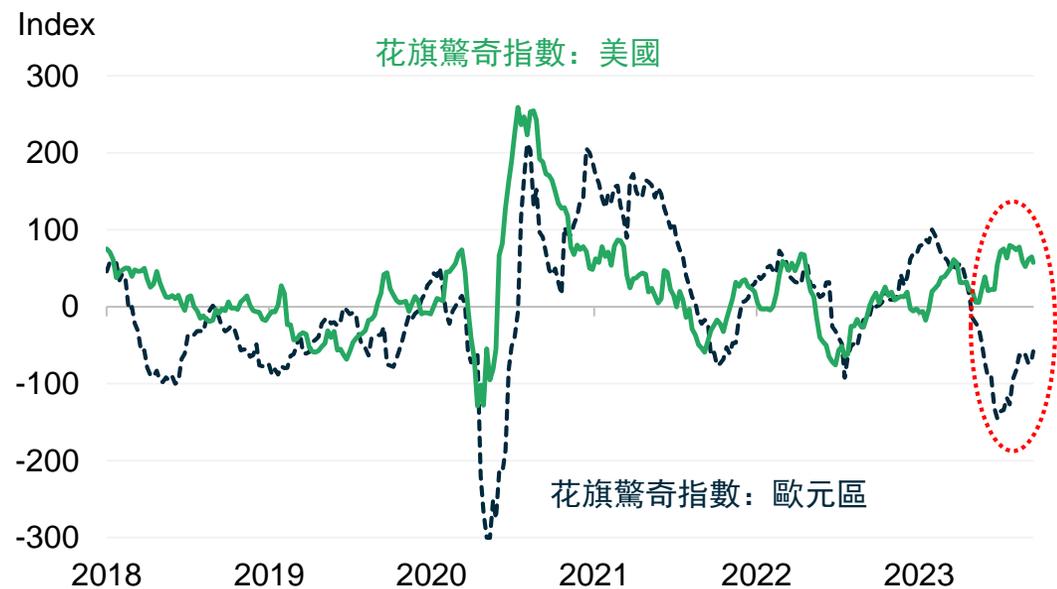
貨幣政策：美國激進升息在先，歐洲落後跟進在後，後續二者政策利差將進一步拉近，使Fed利率政策獨走的優勢持續鈍化。

美元指數：

1) **短線**而言，中國冷復甦、信用事件頻傳，連帶使歐元區景氣受到影響，增添近期數據面逆風，也將使ECB(歐洲央行)會議的論調較先前往鴿派偏移，相對而言，美國服務業則具有韌性，不利歐元Q4走勢 (i.e. 有利美元)。

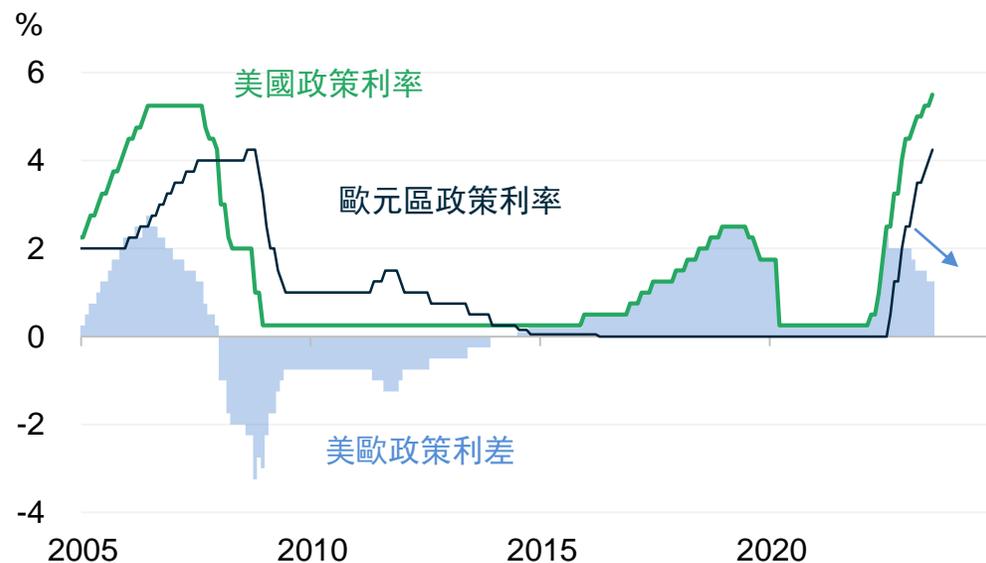
2) **長線**而言，美元弱勢格局尚未改變，主要仍因美歐貨幣政策循環的差異所致。點位而言，美元指數目前震盪區間大致已price-in美歐利差水準，但因美國先走進降息循環的機會較高，因此待Fed確認開啟降息循環，則美元有可能進一步走貶。

相對美國經濟持穩，歐元區情勢有所惡化



資料來源：Bloomberg。

長線而言，美歐政策利差仍係主導匯價主因



資料來源：Bloomberg。

風險(1) | 油價高盤不利通膨降溫, 聯準會11月再度升息機會猶存

美國核心通膨預期在Q4保持降溫趨勢, 但是受到OPEC+減產協議延長、能源供需狀況改善之下, 西德州原油價格往90美元關卡靠攏, 加上基期效果影響, Headline CPI將有所反覆, 遑論油價對民眾通膨預期也有負面影響。除油價隱憂, 美國汽車工人聯合會(UAW)與通用、福特等三大車廠的勞資談判僵持不下, 如罷工活動時間拉長, 恐推升新車與二手車價格, 對商品通膨形成負面衝擊。

儘管油價與工會問題為循環性與事件性議題, 不致對通膨造成結構性轉變, 仍不排除Fed為管理通膨預期, 在9月停止升息後, 11月再度升息一碼, 除了使公債殖利率、美元恐進一步走升, 也對科技股乃至美股評價面形成壓力。

民眾短期通膨預期易受能源價格影響



註：通膨預期採用密西根大學調查未來一年通膨預期中位數。
資料來源：Bloomberg。

聯準會年底若意外升息恐加劇市場震盪



資料來源：Bloomberg。

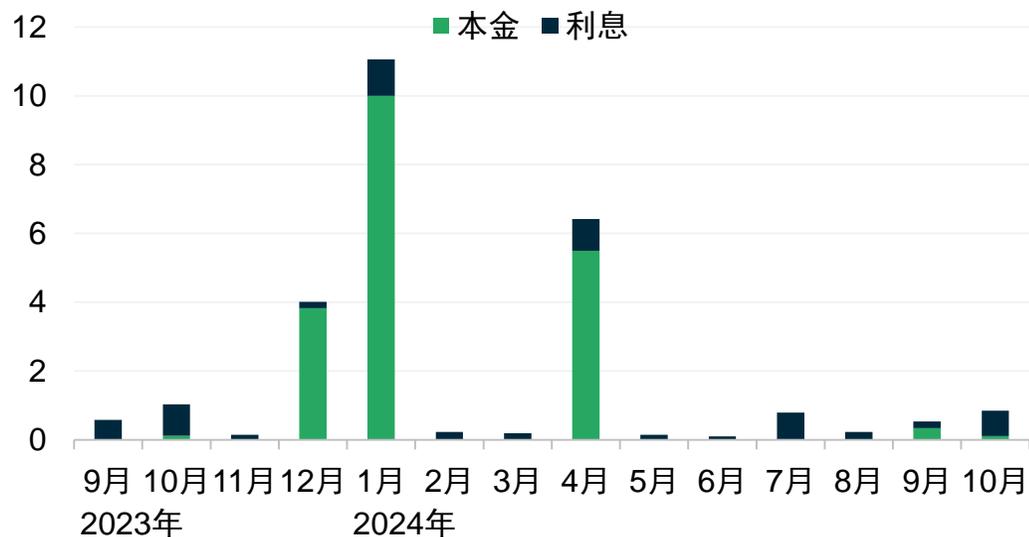
風險(2) | 建商乃至地方融資平台壓力沉重, 違約事件恐衝擊景氣與市場情緒

在中國政府接連推行「認房不認貸」、存量房貸利率調降等措施, 從碧桂園、中融信託到恆大的討論熱度似乎有所淡化。不過, 民眾的購屋信心偏低, 不動產交易量的復甦狀況有待觀察, 另一方面, 目前推出的政策集中在刺激買氣, 對於建商的三條紅線約束仍在, 建商資金壓力顯重, 如碧桂園於2023/12與2024/1皆有大量境外債本金到期, 後續違約風險仍高。

再者, 房地產市場的低迷也對地方隱性債務造成威脅, 雖然至今尚未發生大規模違約事件, 但隨著土地財政收入的下滑, 城投債等地方融資平台面臨的再融資與流動性壓力上升。若違約風險惡化, 市場信心與經濟動能有下滑可能, 對全球製造業復甦也將有負面衝擊。

碧桂園債務危機仍未落幕

碧桂園每月債務償付金額, 億美元



註: 僅包含境外發行債券。

資料來源: Bloomberg。

中國景氣若進一步惡化將衝擊全球製造業復甦動能

年增率, %



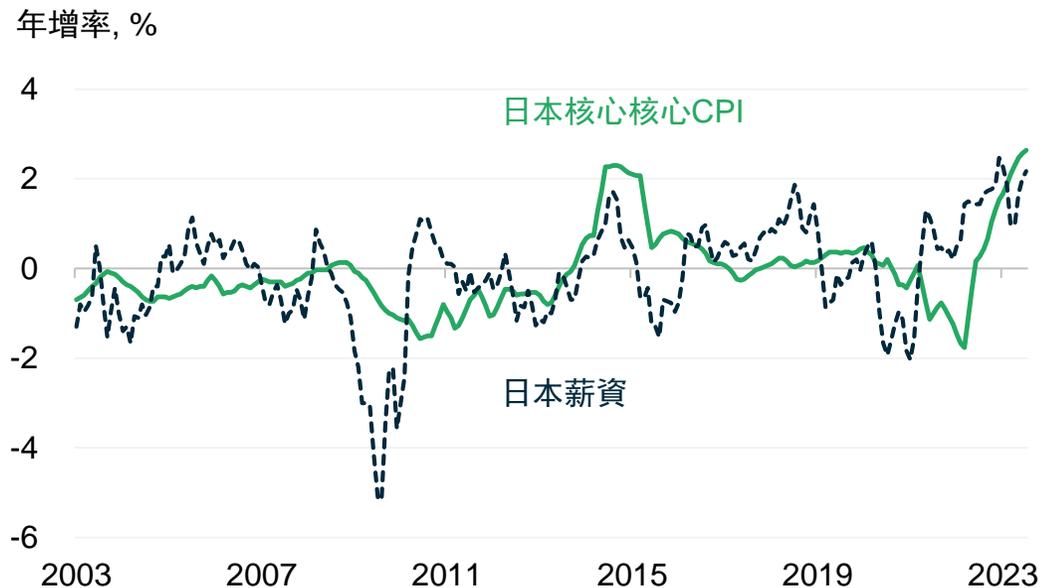
資料來源: Wind, Bloomberg。

風險(3) | 隨工資增速揚升, 日本寬鬆貨幣政策終將邁向緊縮

日銀9月貨幣政策決議維持寬鬆貨幣政策：1) 短率維持在-0.1%、2)長率10年公債殖利率0%目標不變、3)YCC上限1%未調整，聲明指出會維持寬鬆政策直到通膨2%目標成為常態。

日本10年期公債殖利率距離YCC的1%上限仍有距離，考量近期薪資與物價增速持穩，短期立即放寬甚至放棄YCC政策的必要性較低，若後續工資成長符合預期，日本貨幣政策轉向有望發生在2024年Q1。不過，不排除因日幣疲軟、通膨加速升溫等因素使BoJ在今年底前就收緊貨幣政策，導致日本公債利率進一步攀升，屆時美國公債殖利率恐有上行壓力。

日本通膨與薪資增速有升溫跡象



註：資料取3個月移動平均。

資料來源：Bloomberg。



日債利率走強恐推升美國公債利率



資料來源：Bloomberg。

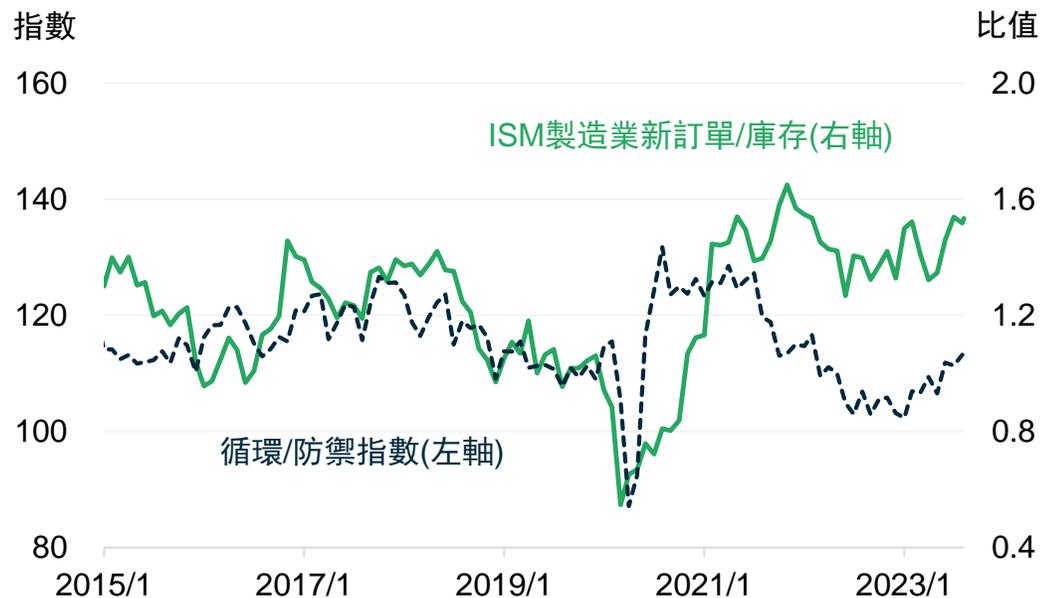
個別市場

美股 | 製造業築底回升階段, 循環性類股較有表現空間

受惠於庫存調整近尾聲, 使得ISM新訂單/庫存指數逐步向上, 觀察過去, 製造業築底回升階段, 循環性類股的表現可望優於防禦性類股, 可能是因為廠商訂單逐步回升所致。就類股獲利預期來看, 通訊服務、科技、非必需品, 明年成長幅度最為強勁, 預期成長幅度超過15%。

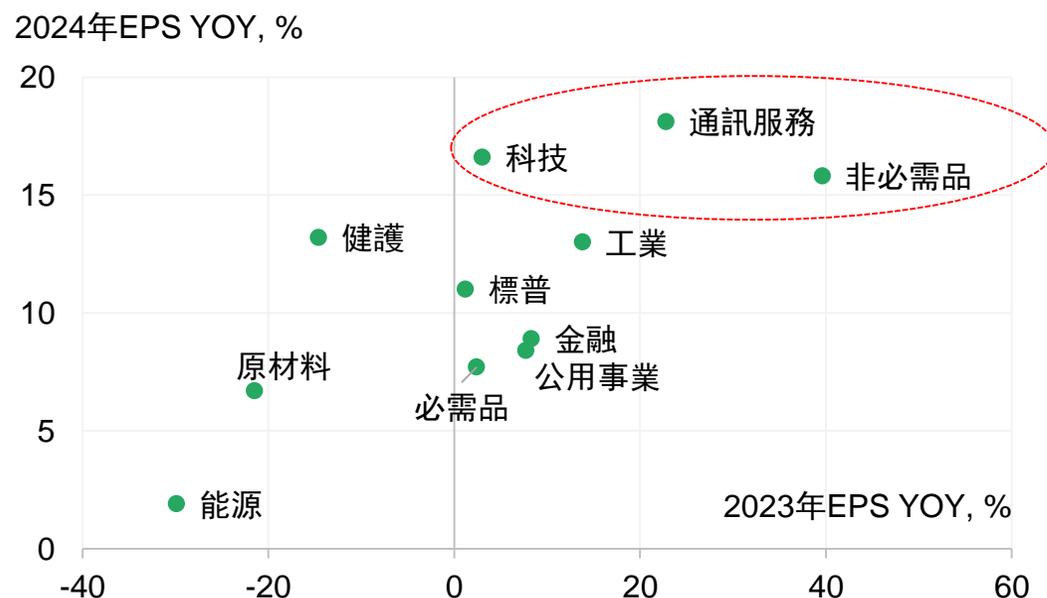
值得注意的, 明年整體獲利雖有雙位數的成長, 但現階段新訂單的能見度仍偏低, 後續仍須觀察蘋果新機銷量、中國政策刺激力度。有鑒於此, 科技、通訊服務比重雖可拉高, 但也可考慮多元配置, 降低景氣的不確定性。

製造業景氣回升階段有利循環類股表現



資料來源: Bloomberg。

各類股今明獲利成長狀況



資料來源: Factset。

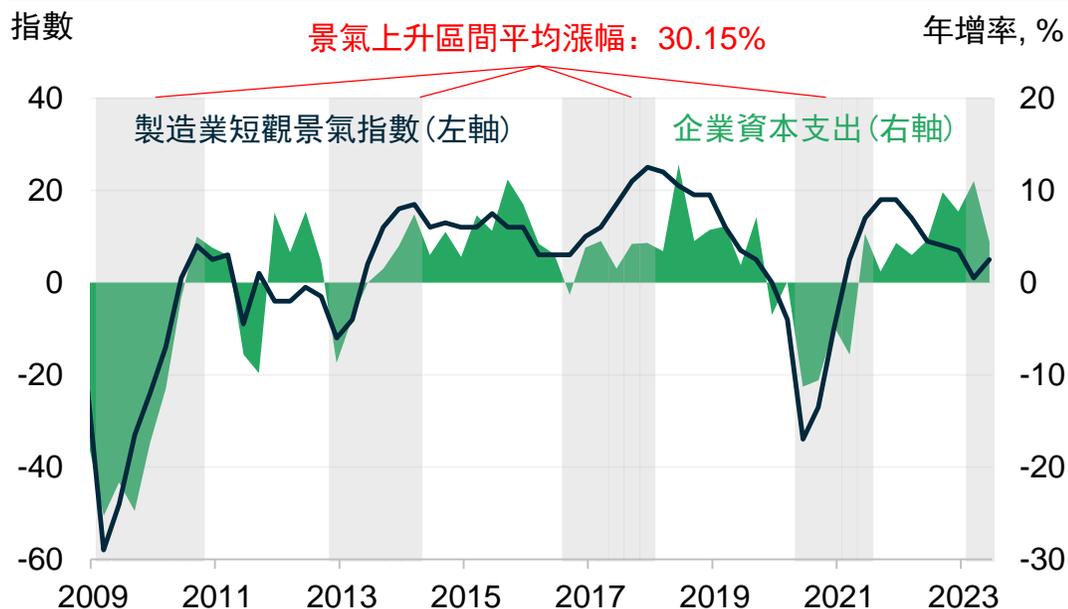
日股 | 企業體質獲得改善, 日股長線看多

日本經濟改善, 從30年來的通縮泥沼中轉為通膨, 帶動企業增加資本支出, 為製造業新一輪循環暖身。製造業短觀景氣指數於6月回溫, 未來在全球製造業庫存去化後, 景氣有望迎來上升期。

從評價面角度看, 東京證交所推行上市公司治理改善計畫, 股利發放率與股票回購額逐漸增加; 在政策面, 今年更制定新計畫, 要求上市公司向投資人公開資本支出計畫等相關資訊, 推動企業展開改革計劃。

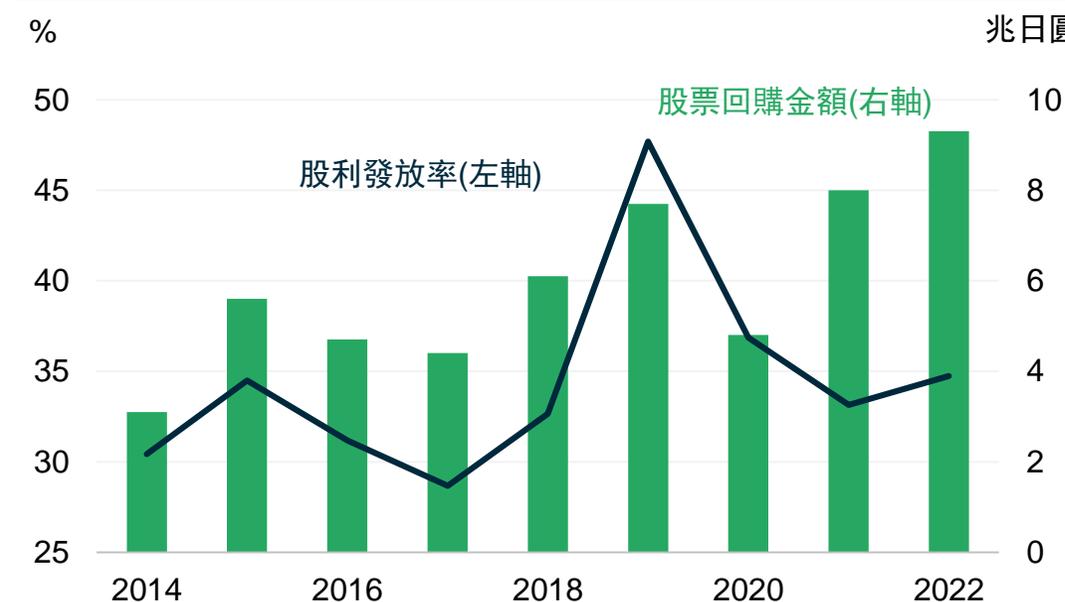
日股近期受中國經濟數據疲軟、美債殖利率攀升, 股市震幅加劇, 長線待全球終端需求復甦, 景氣與股市可望進入新上行循環。

歷史景氣進入上升期後, 股市漲幅空間大



資料來源: Bloomberg。

股利發放率與回購金額逐步成長



註: 年份採用日本財政年度: 當年4/1-隔年3/31。

資料來源: Bloomberg、東京證交所。

科技 | 科技巨頭增加資本支出, AI題材短期過熱, 宜逢回布局

全球雲端服務市佔前三大廠商亞馬遜、Google、微軟2023年Q2皆拉高資本支出金額, 其中微軟因轉投資ChatGPT, Q2資本支出季增35.4%最大, Meta雖下修2023年資本支出, 也強調減少主要在非AI伺服器, AI伺服器仍然增加。由於預期AI應用將蓬勃發展, AI軟體陸續推出, 對於AI伺服器及GPU的投資仍為兵家必爭, 宜逢回布局。

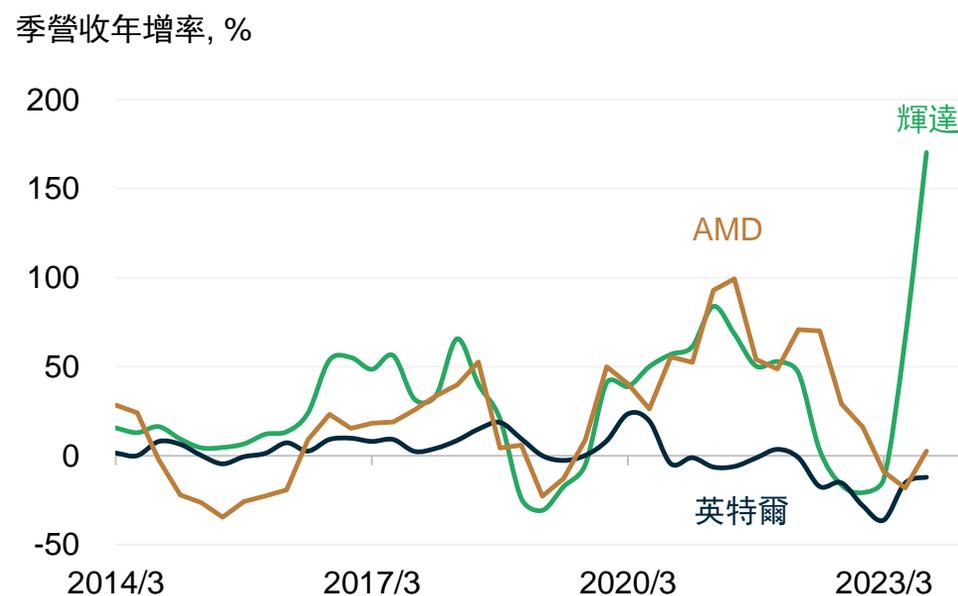
AI趨勢將隨著更多軟體應用推出而方興未艾, 然而除AI外的產業復甦緩慢, 短期AI相關題材有利多出盡的跡象, 宜靜待籌碼面沉澱再行介入。

科技巨頭增加資本支出, 有望帶動未來營收



註: 取蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、Meta等5家公司平均值。
資料來源: Bloomberg。

AI需求強勁, 但獨木難撐大廈



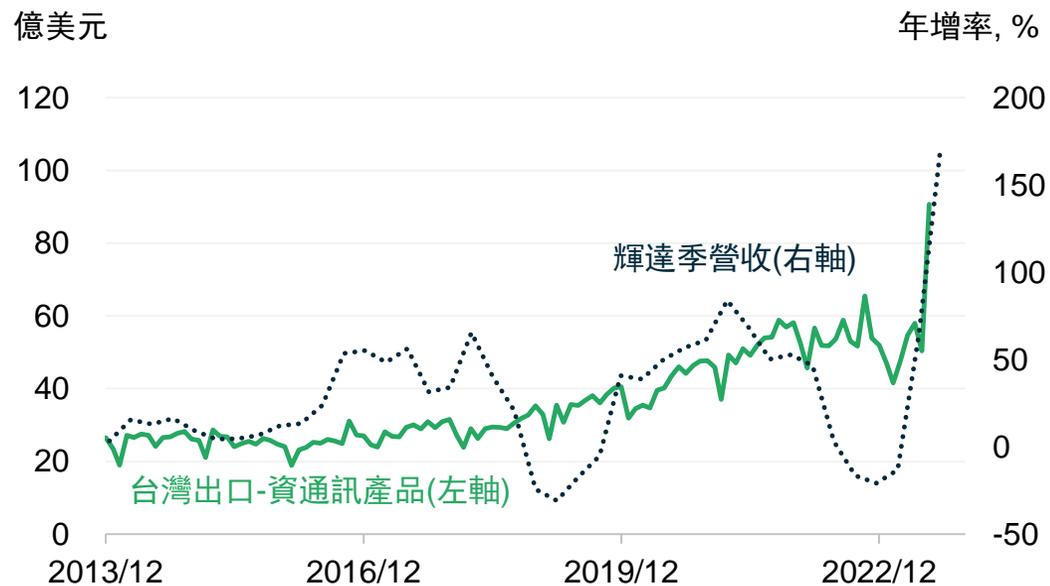
資料來源: 輝達, Bloomberg。

台股 | 基本面復甦緩慢, 聚焦科技新品買氣

台灣出口連12黑, 庫存問題雖告一段落, 但3C產品需求弱, 加上中國經濟拖累, 復甦可能要等到Q4, 就現階段而言, 僅有搭上AI需求的產品明顯成長, 然而AI相關個股漲幅已大, 在輝達財報後多呈現利多不漲的盤整格局, 對股市的推升力道有限。

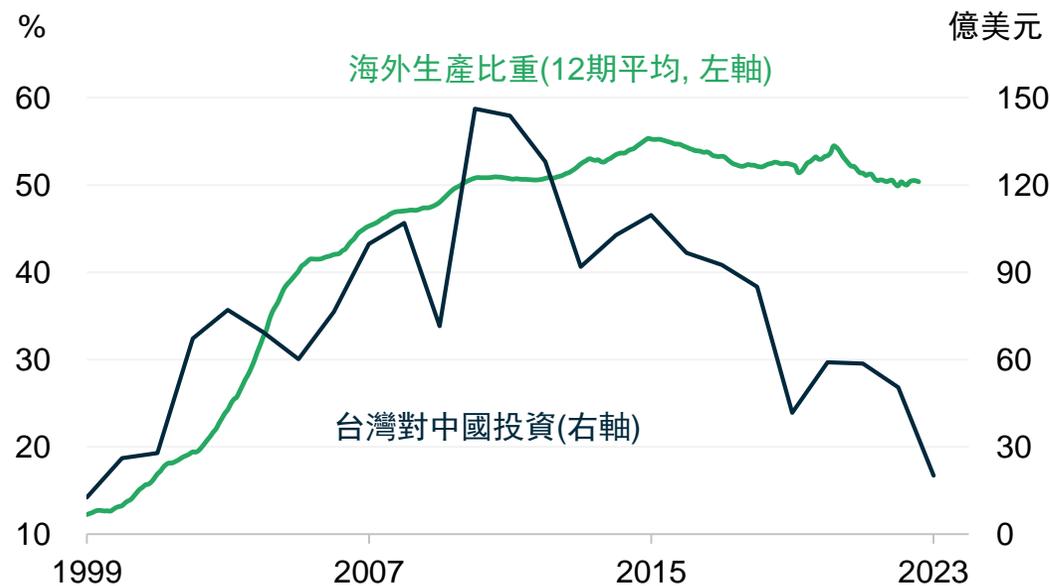
台灣電子業主要生產基地在中國, 出口金額在海外生產的比重長期在50%上下, 然而在美國對中的晶片禁令發酵下, AI相關產品勢必轉回台灣生產, 若考量美國「去中化」戰略持續, 產業鏈逐漸由中國移出趨勢不變, 台灣受中國經濟影響的比例將逐步降低。電子業在基期降低, 庫存去化完畢後, 股價再跌空間有限, 若市場買氣回籠, 股價可望提前反應。

台灣出口連12黑, 只有搭上AI需求的產品大幅成長



資料來源: 財政部, Bloomberg。

中國經濟拖累, 景氣復甦弱於預期



資料來源: 經濟部。

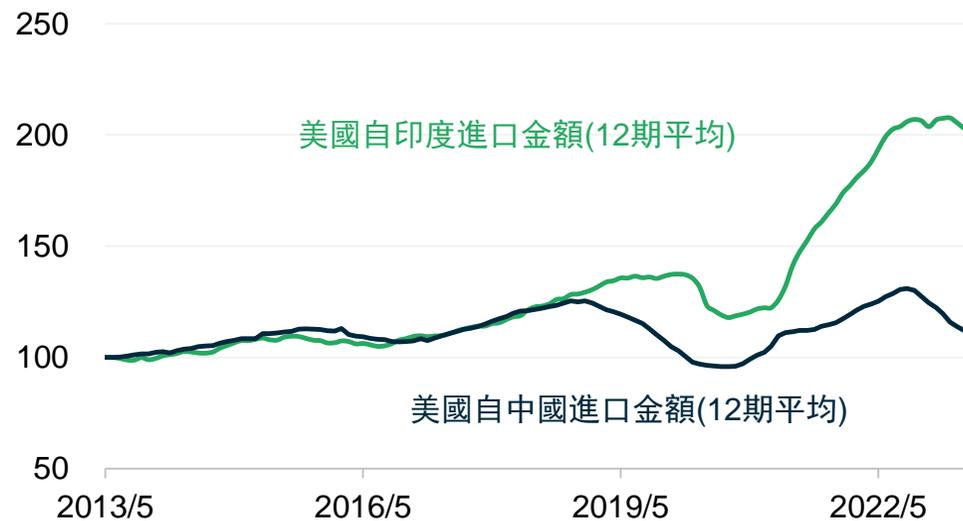
印度 | 長期成長動能無虞, 短期受評價面壓抑

莫迪力推「印度製造」, 大力發展基建, 甚至跨足半導體, 在中美貿易摩擦擴大為G2的大國博奕之下, 誰能取代中國成為新的世界工廠, 將帶來相當大的商機, 印度挾低廉的勞力成本以及政策支持, 具有顯著的優勢。雖然就出口至美國的金額來對比, 印度還不到中國的5分之1, 然而若以趨勢觀察, 印度近十年來增加了一倍, 尤其在美中貿易戰後的變化, 更展現了驚人的成長潛力。

印度長期經濟成長動能無虞, 股市有緩步走高的空間, 然由於美、歐央行維持緊縮政策, 印度央行暫無降息空間, 印度公債殖利率處於高位將壓抑股市評價面表現, 可採取下跌布局、長期持有的策略。

美國、印度貿易往來日漸密切

標準化, 2013/5=100



資料來源: Bloomberg。

殖利率處於高位, 壓抑股市評價面表現



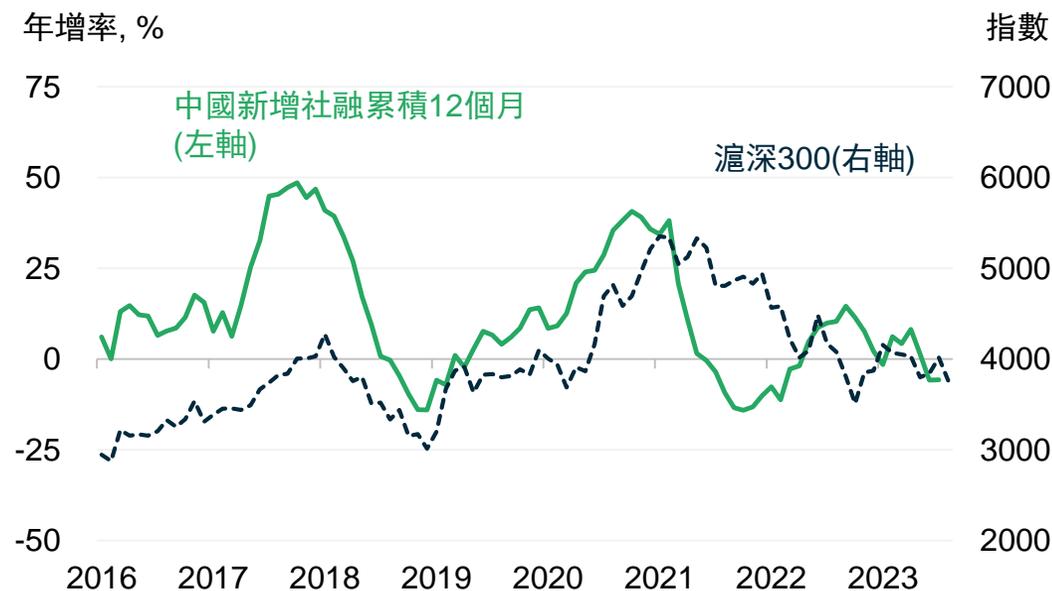
資料來源: Bloomberg。

中國 | 內外環境挑戰仍存, 大盤延續區間擺盪

8月下旬開始, 中國官方對經濟的支持政策陸續推出, 從股票印花稅減半、一線城市認房不認貸、存量房貸利率調降, 後續房地產的管制有望進一步鬆綁。然而, 整體內外部環境依舊難言樂觀, 從內部來看, 債務佔居民可支配收入過高, 加上青年就業狀況不佳, 民眾在收入不確性偏高的情況下, 投資與消費的信心低迷, 內需恐呈現弱勢復甦。

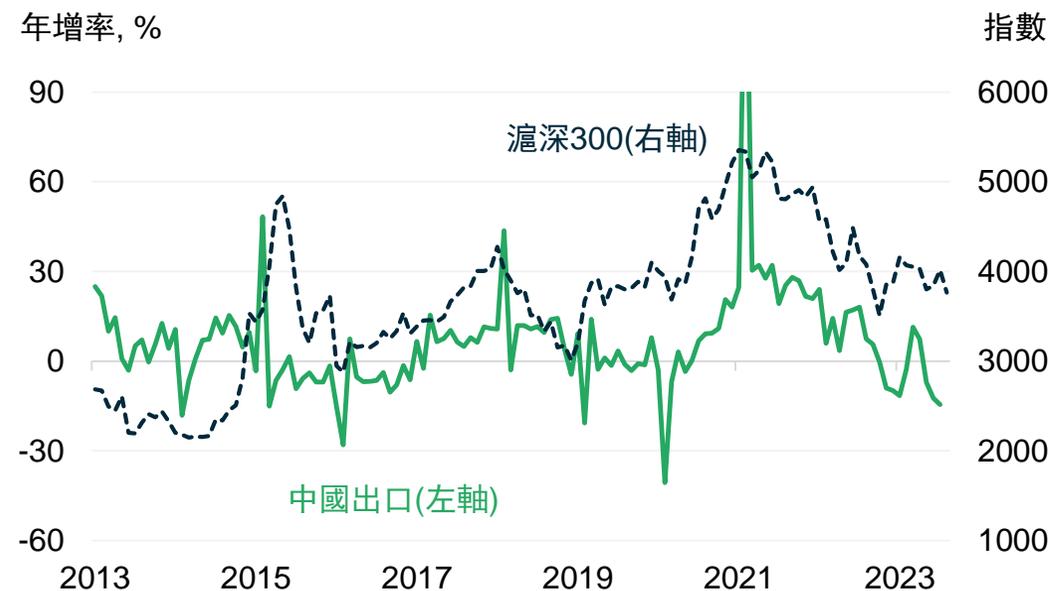
在外部層面, 儘管全球製造業逐步回溫, 但復甦力道溫和, 中國出口動能將難以重現疫情時的強勢表現。**政策與經濟底部浮現, 但內外部挑戰仍存之下, 預期中國股市大盤呈現下有支撐、上方壓力也不易突破格局, 走勢延續區間擺盪。**

信心低迷不易快速扭轉, 信用循環底部震盪



資料來源: Wind。

友岸外包加上全球製造業築底, 外循環欲振乏力



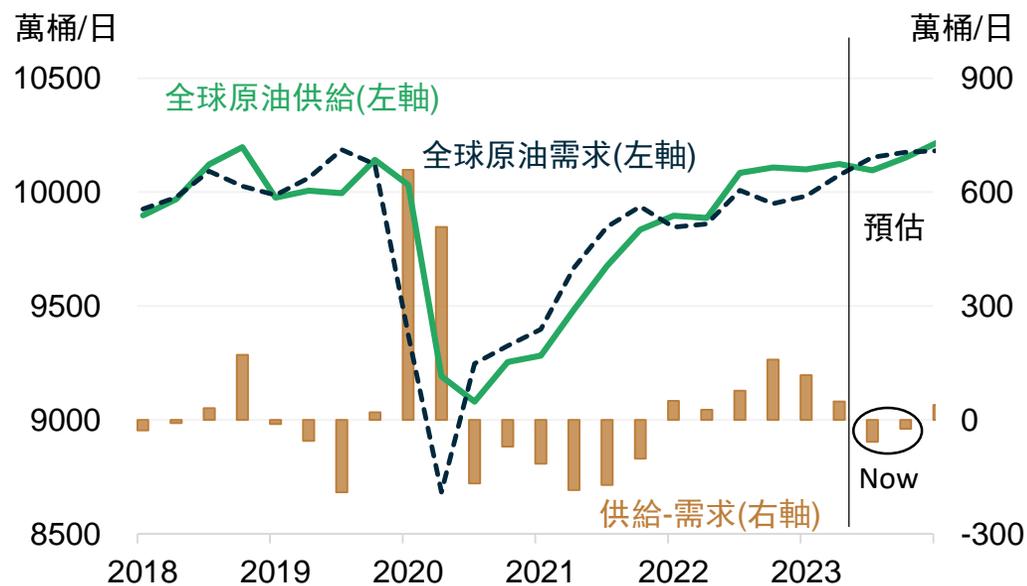
資料來源: Bloomberg。

能源 | OPEC+減產與庫存下降, 供需收緊使油價緩步墊高

受到OPEC+延長減產協議至年底影響, 美國能源署EIA進一步下修全球原油供給量, 預期供不應求狀況將延續至今年底, 使得西德州原油突破每桶90美元, 續創今年以來新高。

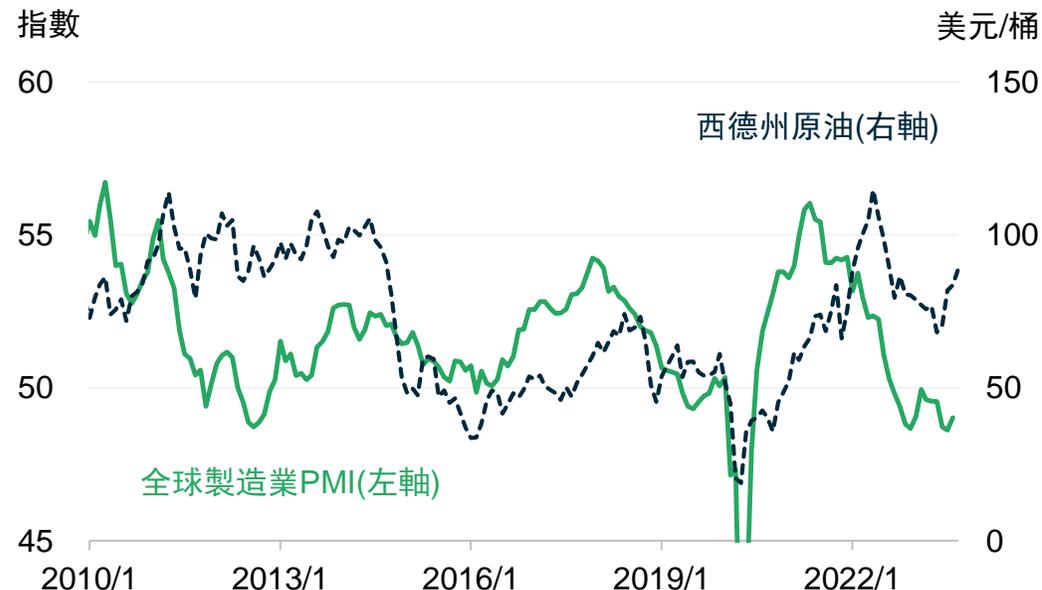
美國就業市場依舊強韌, 使得美國經濟衰退的機率持續下降, 利於需求短期回升, 有助能源短期維持強勢。不過, 全球經濟表現仍相對分歧, 歐洲、中國經濟明顯偏弱, 料限縮未來油價漲幅, 操作上不宜追高。

OPEC+三度減產, 供給不足狀況延續至年底



資料來源: Bloomberg。

景氣雖將回溫, 但不致推動需求大幅成長



資料來源: Bloomberg。

礦業 | 礦產下滑使庫存保持低位, 但總體需求乏力下, 價格漲勢面臨約束

2023年Q3基本金屬在美國雙率攀升, 加上中國經濟及房地產表現低迷的環境下, 價格上方承壓。但在供給面, 主要礦場的產量增速不如預期, 如智利的銅礦產量持續處於近年低位, 對基本金屬價格形成下方支撐, 整體呈現區間震盪走勢。

展望後市, 中國對房地產管制逐步鬆綁, 傳統金九銀十旺季到來, 短期市場情緒有望獲得提振。不過, 美歐央行保持貨幣緊縮, 而中國房地產復甦狀況有待觀察下, 預期中國建商以保交樓為首要工作, 在買地開案部分業務保持謹慎, 整體需求端恐仍顯乏力, 基本金屬價格漲勢面臨約束。

全球主要基本金屬庫存低位, 提供價格支撐



資料來源: Bloomberg。

建商著重保交樓, 買地及新開岸狀況恐保持謹慎



資料來源: Wind, Bloomberg。

信用債 | 公債利率走揚, 推升債市評價面吸引力, 布局以投資級債為主, 非投資級債為輔

Fed維持利率higher for longer, 意謂著企業融資困難度及融資成本壓力仍大, 歷史經驗顯示體質較弱的企業在逆風的環境面臨的挑戰也越大。不過, 美國就業市場持續穩健下, 透露美國經濟具韌性、大幅衰退的風險不高, 料將限縮信用利差大幅彈升的風險。

策略上, 雖2023年Q3以來公債利率大幅彈升, 但信用利差並未同步走擴, 顯示投資人對於企業債信持續具信心。因此隨公債推升債市評價面之際, 投資等級債除了可累積配息外, 在Fed啟動降息後則還有資本利得空間; 美國衰退疑慮淡化下, 可適度配置非投資等級債, 留意報酬將以息收為主。

公債利率推升信用債吸引力



資料來源: Bloomberg。

美衰退疑慮淡化, 限縮信用利差大幅彈升風險



資料來源: Bloomberg, Federal Reserve Bank of Philadelphia。

新興債 | 中國房地產業陰霾未散, 惟預期對新興債影響有限

中國房地產危機連環爆, 民營地產龍頭碧桂園面臨違約風險、專門從事地產貸款再融資的資產管理集團-中植集團旗下的中融信託產品也無法兌付, 及國企地產開發商遠洋集團也爆出美元債違約, 給本已失去動力的中國經濟增添陰霾。然考量以下幾點, 預期中國房地產陰霾對新興債衝擊有限:

- 1) **對中國銀行體系衝擊可控, 不致引發系統危機**: 除地產相關產業外, 金融業以地產部位暴險高的資產管理公司衝擊最大, 銀行業對於建商放款部位不高, 且各大行一級資本充沛, 即使建商債務惡化, 對銀行體系的衝擊應較為可控。
- 2) **中國投資級債表現持續穩健**: 以中國企業債來觀察, 主要受衝擊的為地產債及非投資等級債, 體質優穩的投資級債表現持續穩健。
- 3) **新興亞洲、整體新興債普遍對地產債(HY)暴險不高**: 自恆大債務風暴爆發以來, 多數新興債指數已大幅調降暴險於中國地產債(HY)的權重。

地產危機主要影響中國非投資級債, 對投資級債影響不大

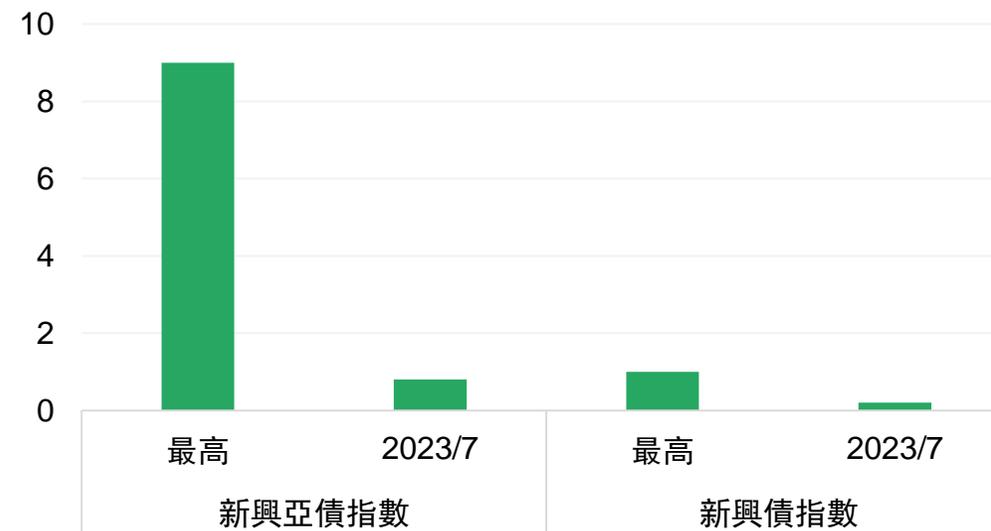
總報酬指數, 2020/8=100



資料來源: Bloomberg。

多數新興債指數早已大幅調降於中國地產債的暴險

中國非投資級地產債權重, %



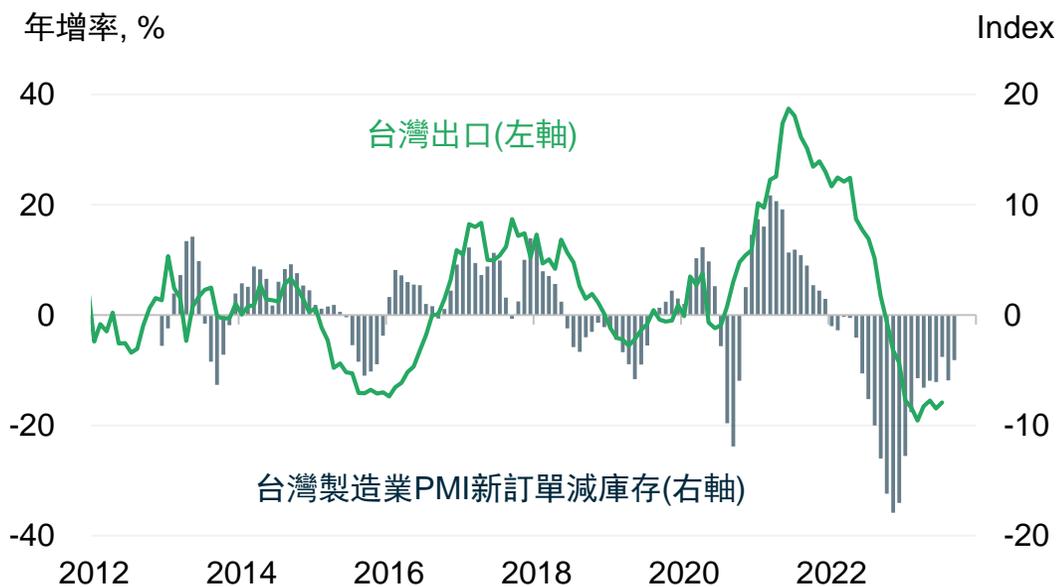
資料來源: JP Morgan。

台幣 | 台幣受『半導體循環』負面影響, 匯價短線仍屬弱勢, 長線隨半導體銷售逐漸回升

基本面：根據財政部分析，**全球通膨陰影、中國疫後冷復甦、廠商持續庫存調整**是台灣出口減少的三大主因，而主計總處也表明到**今年Q4，才有望看到出口轉折向上**，回到成長軌道。由近期出口與PMI數據來看，除了出口年減幅確有改善，去庫存的狀況也較上半年有所進展。惟中國冷復甦與蘋果禁令等不確定性下，使得廠商對訂單的把握度不高，可能讓復甦的動能受到壓抑。

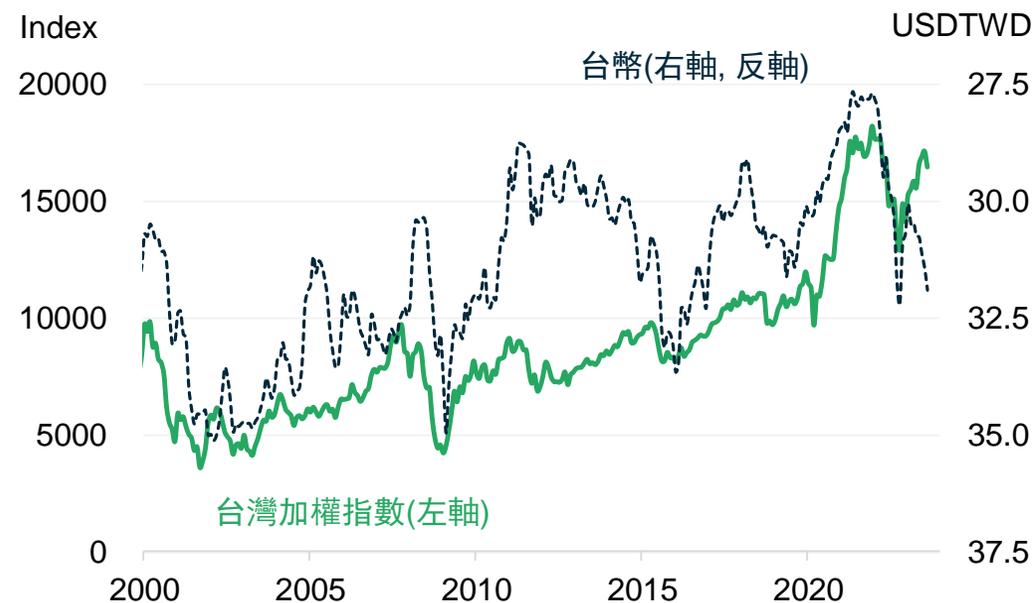
台幣匯價：短線雖因人民幣、日幣帶動走升，但基本面仍築底階段，使匯價仍屬弱勢；長線而言，半導體銷售年減幅度將會逐步改善，有利匯價逐漸回升；**惟美台利差仍鉅，台幣即便回升，也呈現緩步上揚格局。**

出口年減幅有所收斂, 但目前仍係築底階段



註：3個月移動平均。
資料來源：Bloomberg。

台股偏弱、美元偏強, 雙雙不利台幣



資料來源：Bloomberg。

日幣 | 美元偏強壓抑短線日幣走勢，惟日銀逐步朝緊縮邁進，長線匯價偏升看待

貨幣政策：《讀賣新聞》日前專訪日銀(日本央行)總裁植田和男，總裁表示，年底之前，日銀將有足夠數據判斷工資是否會繼續上升，這是銀行決定是否結束貨幣寬鬆政策的關鍵因素。若確信物價和工資會持續上升，結束負利率將是可能的選項；儘管如此，目前仍時候未到，但日銀認為工資水準提升的情況可望在年底前出現。

展望日幣走勢，在美元短線強勢表現，加上日銀政策利率仍維持在-0.1%、中國經濟數據疲軟等因素，短線壓抑日幣走勢。然而隨聯準會升息循環漸漸走向尾聲，日銀政策面則是漸往緊縮邁進，未來貨幣政策一升一降，使美日利差收窄，日幣長線將轉趨偏升格局。

日銀貨幣政策步伐逐漸朝緊縮邁進



資料來源：Bloomberg。

美日利差收窄，日幣走勢偏升



資料來源：Bloomberg。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1

TEL: 8722-6666