

2023年第4季 金融市場投資展望

- 預期Fed將利率維持高檔一段時間，股債市短期將繼續震盪整理，惟下檔風險不大。後續等待Fed降息與景氣復甦的投資機會
- 當前的高利率預期將於短期壓抑股市評價，但全球AI與新能源等產業發展趨勢，將帶動成長型類股營收增速與評價向上

2023/09/27

2023年第4季 投資展望

Fed將利率維持高點一段時間，股債市短期將震盪整理，
後續等待Fed降息與景氣復甦的投資機會

總經環境

- 美國通膨持續放緩，但因景氣增長較Fed先前預期為佳，故Fed將利率維持在高點更長時間。惟根據歷史經驗，對於股債市下檔風險有限
- 全球製造業景氣於低檔震盪整理、非製造業景氣向下調整，未來半年全球景氣增速可能放緩，但陷入衰退風險仍低

債券市場

- 當前各債市殖利率已來到歷史高位，預估在Fed降息前，公債殖利率將續呈高點震盪
- 利率點陣圖顯示2024年有降息機會，現在進場可享有具吸引力的債息，並靜待未來若降息帶來的資本利得機會

股票市場

- 短期高利率將壓抑股市評價，但全球AI與新能源等產業發展趨勢，將帶動成長型類股營收增速與評價向上

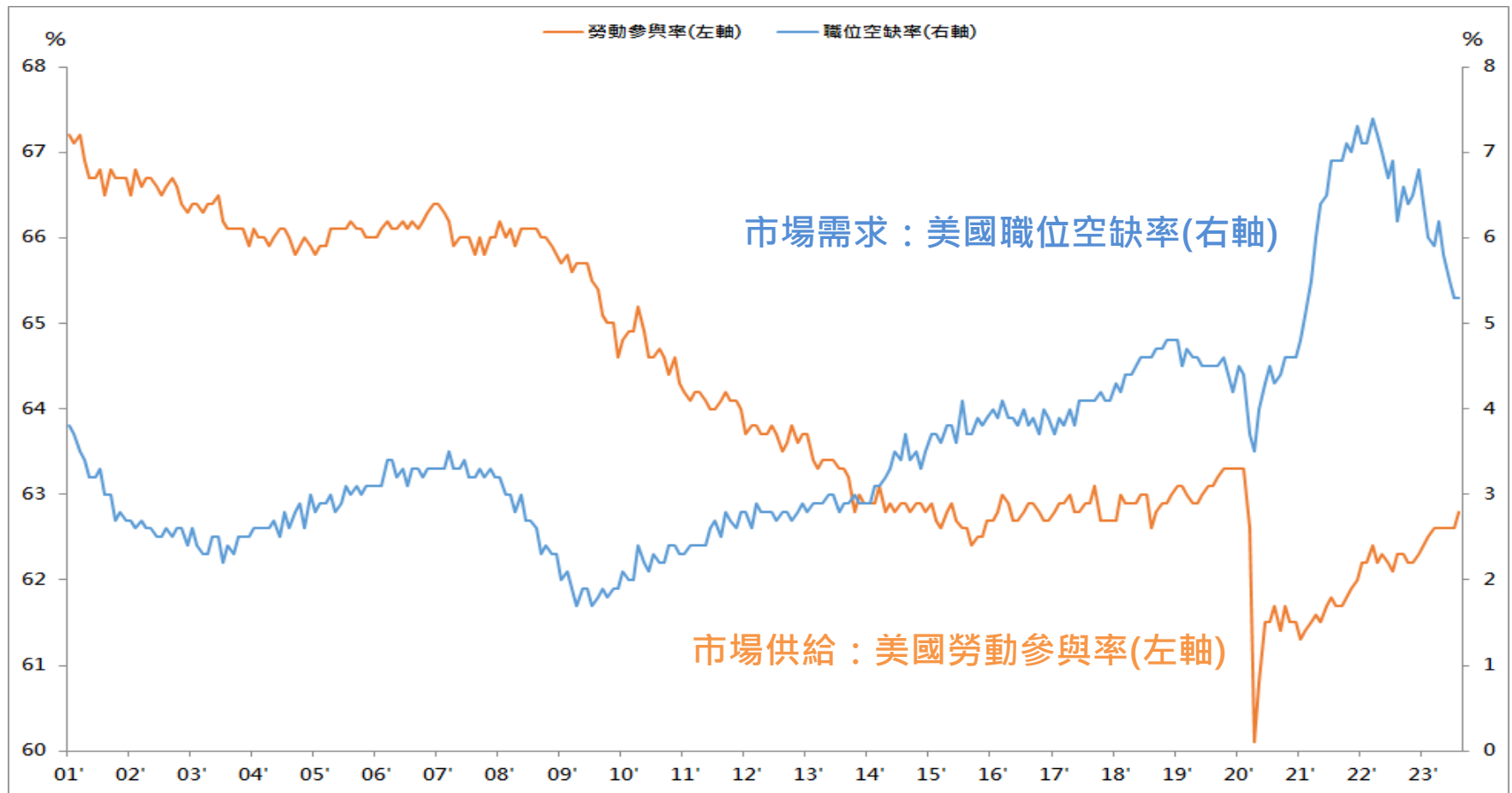
總經環境 1

美國通膨持續放緩，但因景氣增長較Fed先前預期為佳，
故Fed將利率維持在高點更長時間。
惟根據歷史經驗，對於股債市下檔風險有限

美國就業市場供需缺口逐漸縮小

美國的職位空缺率持續下降、美國的勞動參與率則持續回升，
兩者皆逐漸接近疫情前水準

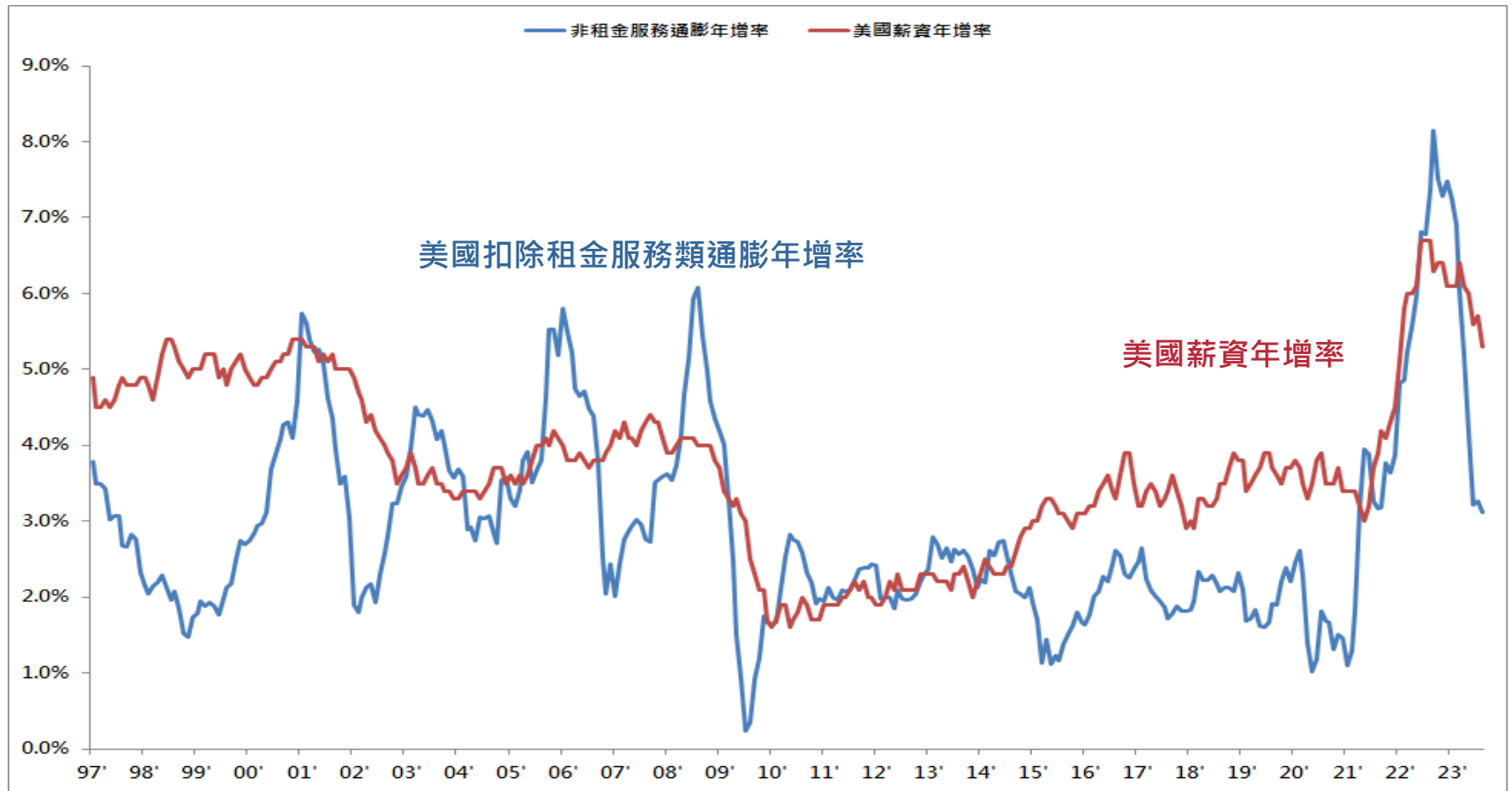
美國勞動參與率、職位空缺率



帶動美國物價壓力逐漸放緩

美國服務類價格加速向下、薪資增速開始放緩，
顯示整體物價壓力已有顯著改善

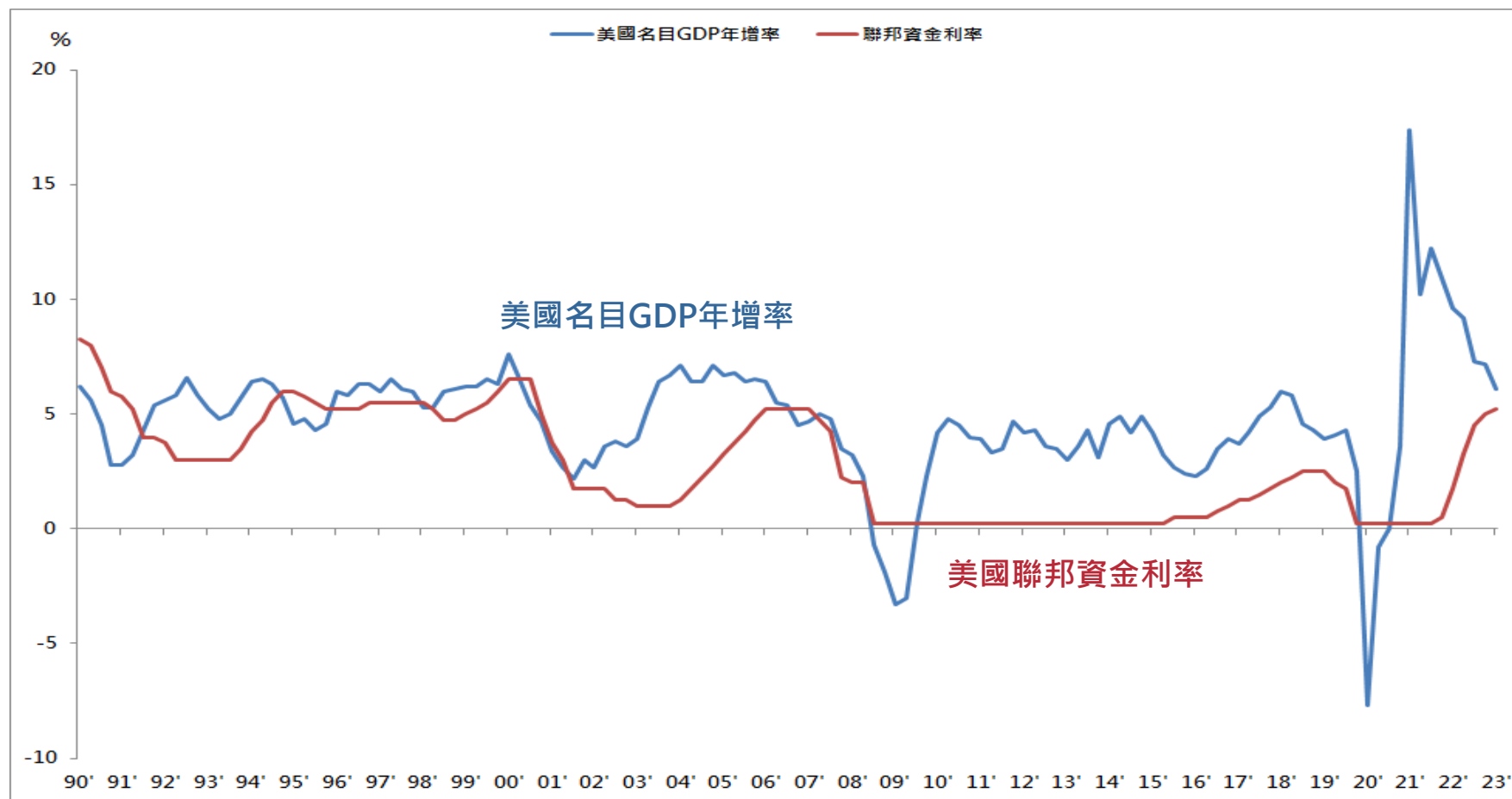
美國扣除租金服務類通膨年增率、美國薪資年增率



但優於Fed先前預期的經濟成長，將支撐利率維持高位

美國景氣增長優於預期，
使Fed必須繼續將利率維持在高點更長一段時間

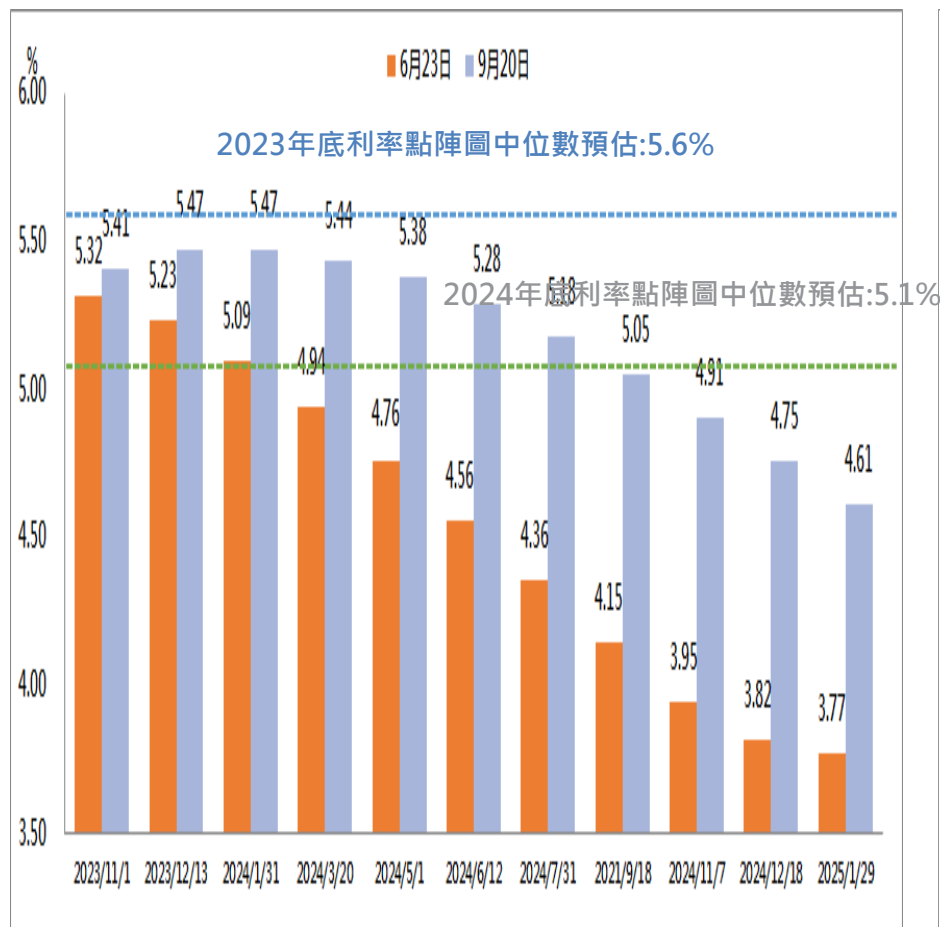
美國名目GDP年增率、聯邦資金利率



金融市場持續拉高對利率的預估水準，並延後降息時點

Fed與利率期貨市場都拉高對未來利率的預估水準，
並推遲降息可能時間點至2024年中以後

利率期貨隱含Fed Funds Rate



利率期貨預估聯準會首次降息時間點



利率長期維持高檔時，股債市多持續震盪走高

根據歷史經驗，Fed將利率維持在高檔一段時間時，
股市平均報酬率約+5%、債市減少約55bps，下檔風險有限

時間	利率高點	停止升息至開始降息前的期間 (週數)	S&P500指數期間報酬	10年期美國公債殖利率變化
1971年	5.50%	18	1%	50 bps
1974年	13.00%	8	-6%	-1 bps
1980年	20.00%	3	-6%	-14 bps
1980年	20.00%	3	2%	-60 bps
1981年	20.00%	3	1%	-73 bps
1982年	15.00%	12	-9%	3 bps
1984年	11.75%	5	-1%	-25 bps
1987年	7.25%	6	-11%	84 bps
1989年	9.75%	14	13%	-95 bps
1995年	6.00%	21	14%	-129 bps
1998年	5.50%	78	35%	-235 bps
2000年	6.50%	32	-6%	-138 bps
2007年	5.25%	63	17%	-68 bps
2019年	2.50%	31	25%	-72 bps
平均	-	21	5%	-55 bps
目前	?	9	?	?

以上資料為舉例說明，不代表未來實際情形。資料來源: Bloomberg，復華投信整理，資料截至 2023/9/22

總經環境 2

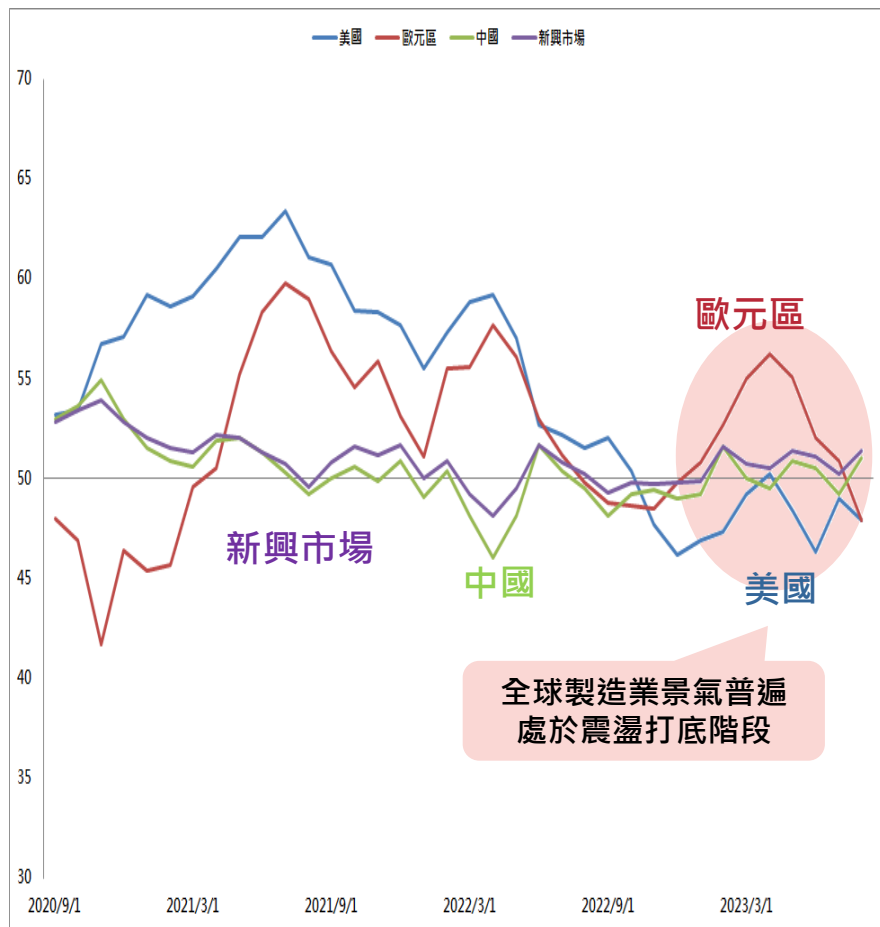
全球製造業景氣於低檔震盪整理、非製造業景氣向下調整，
未來半年全球景氣增速可能放緩，但陷入衰退風險仍低

本文提及之經濟走勢預測不必然代表未來實際情形。投資建議僅供參考，投資人仍需考量個人投資目標及風險承受度。

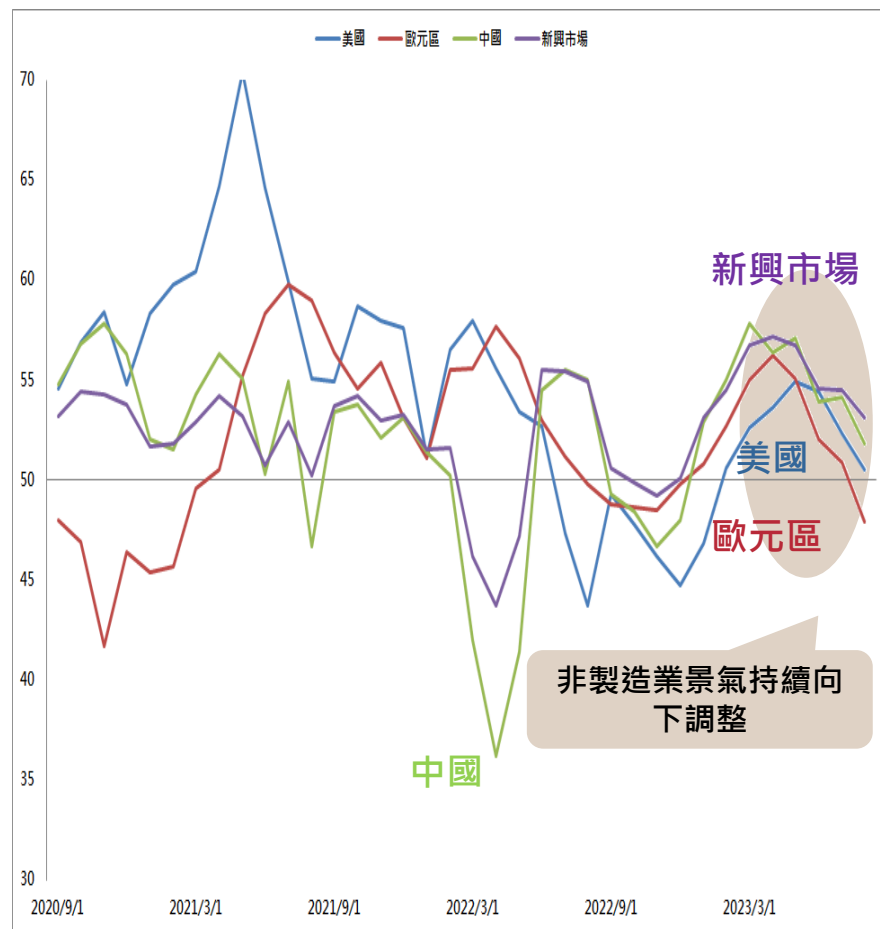
全球非製造業景氣持續向下調整

全球製造業景氣普遍處於震盪打底階段，但非製造業景氣則持續向下調整

Markit美國、歐元區、中國與新興市場
製造業採購經理人指數



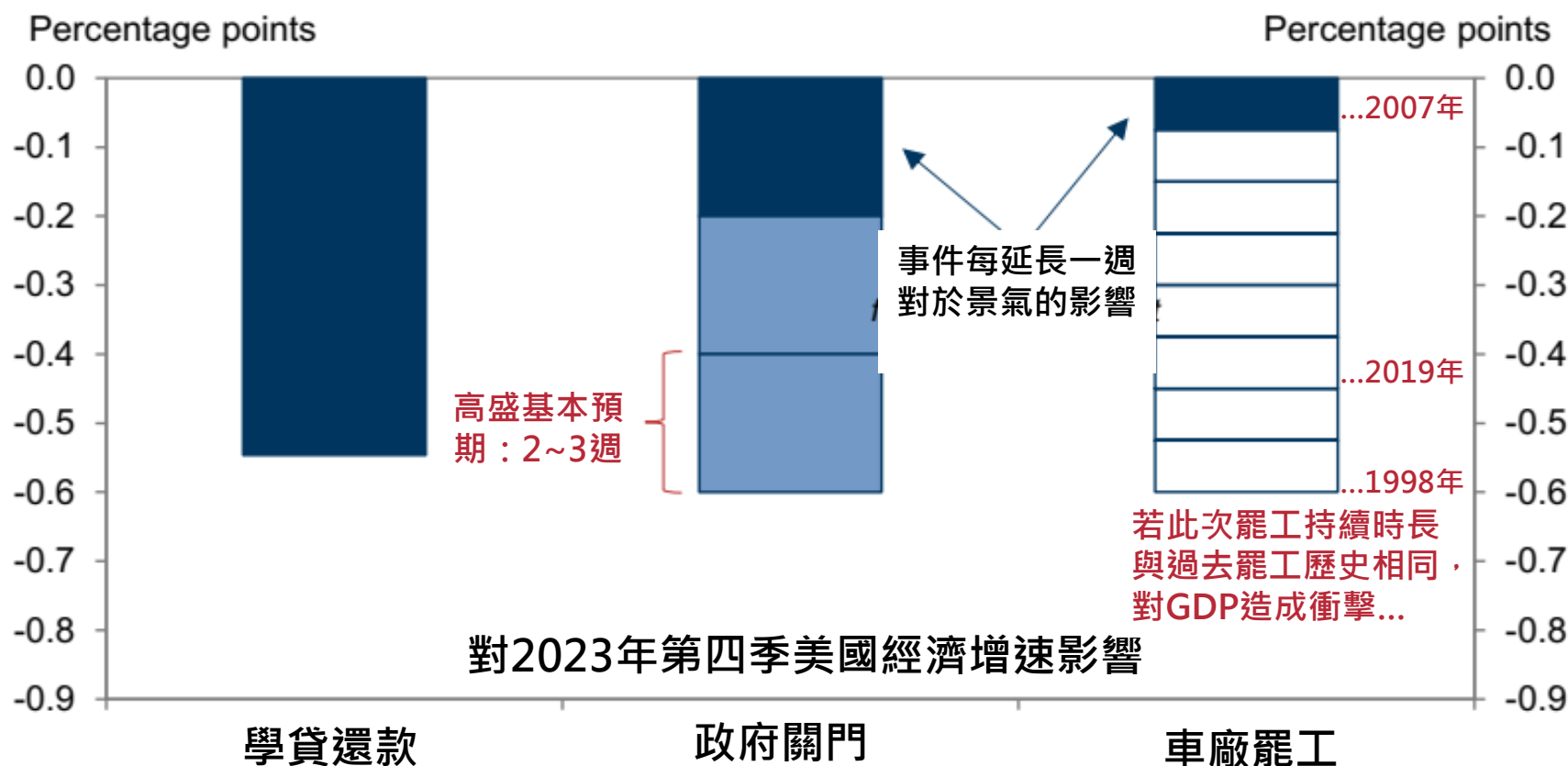
Markit美國、歐元區、中國與新興市場
非製造業採購經理人指數



罷工、學貸償還與政府關門將使美國景氣增速短期放緩

預估2023年第四季美國經濟增速將因此因素放緩

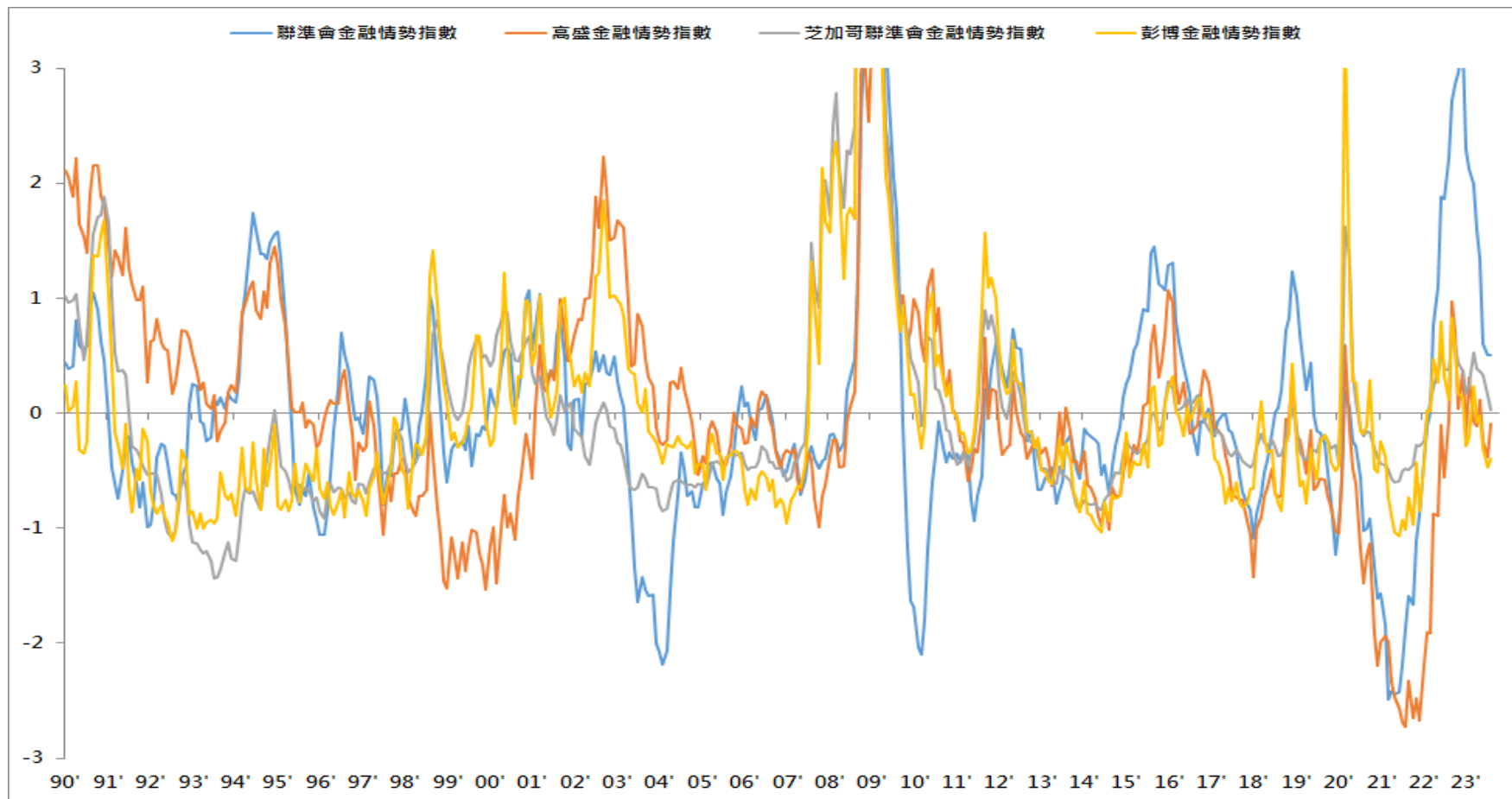
學貸還款、美國政府關門與車廠罷工對美國GDP衝擊評估



但美國已度過金融情勢最緊縮時期

官方與民間機構編制的指數都顯示，
美國金融情勢指數已回到中性甚至略偏寬鬆水準

美國全國聯準會、芝加哥聯準會、高盛與彭博金融情勢指數標準值



註：金融情勢指數被用來評估多項金融因素對總體經濟活動的影響；指數越緊縮，將引導景氣下行趨勢

資料來源: Bloomberg · 資料截至 2023/8/31

後續等待降息後，製造業景氣持續回升機率較高

過去15次製造業景氣底部向上循環中，僅有兩次是在聯準會升息環境中達成，其他多數時間製造業景氣的回升都搭配了聯準會的貨幣寬鬆政策

ISM製造業指數	低點時間	高點時間	低點水準	高點水準	循環月數	聯邦利率	ISM低點時的Fed利率	ISM高點時的Fed利率	貨幣政策
	1958/1	1959/5	33.4	68.2	16		2.7	2.9	先降後升
	1960/5	1961/12	42.6	64.2	19		3.9	2.3	先降後升
	1967/4	1968/11	42.8	58.1	19		4.1	5.8	先降後升
	1970/11	1973/1	39.7	72.1	26		5.6	6.0	先降後升X2
	1975/1	1978/7	30.7	62.2	42		7.0	7.9	先降後升X2
	1980/5	1980/11	29.4	58.2	6		10.8	18.0	先降後升
	1982/5	1983/12	35.5	69.9	19		13.0	9.5	先降後升
	1985/5	1987/12	47.1	61.0	31		7.8	6.9	先降後升
	1991/1	1994/10	39.2	59.4	45		6.8	4.8	先降後升
	1996/1	1999/11	45.5	58.1	46		5.3	5.5	先升後降再升
	2001/10	2004/5	40.8	61.4	31		2.5	1.0	降息
	2008/12	2011/1	34.5	59.1	25		0.3	0.3	QE
	2012/11	2014/4	48.0	56.6	17		0.3	0.3	QE
	2016/1	2018/2	47.6	60.9	25		0.5	1.5	升息
	2020/4	2021/3	41.8	63.8	11		0.3	0.3	QE
	中位數		40.8	61.0	25				

以上資料為舉例說明，不代表未來實際情形。資料來源: Bloomberg · 2020/4

債券市場

當前各債市殖利率已來到歷史高位，
預估在Fed降息前，公債殖利率將續呈高點震盪

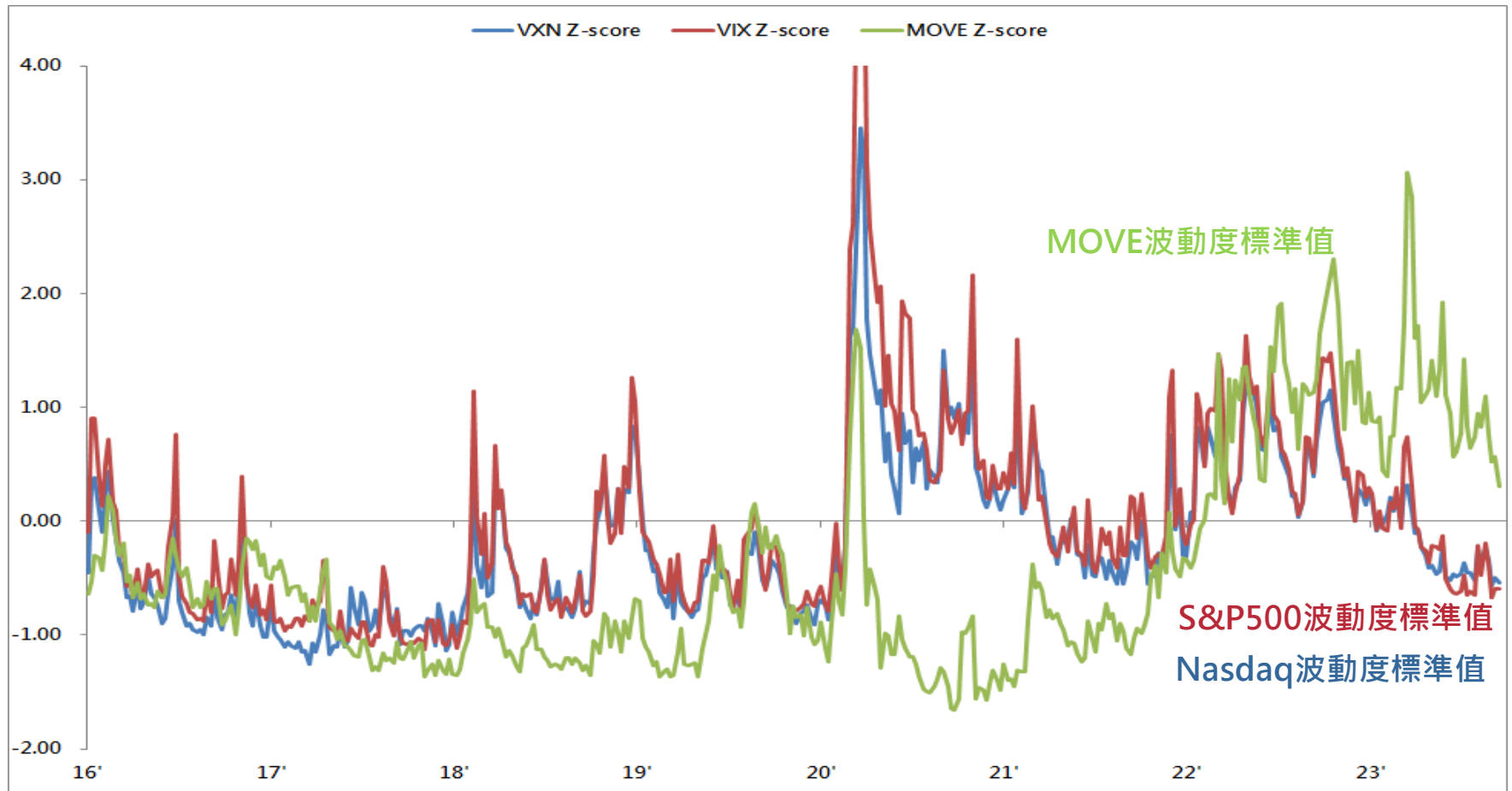
利率點陣圖顯示2024年有降息機會，現在進場可享有具吸引力的債息，並靜待
未來若降息帶來的資本利得機會

本文提及之經濟走勢預測不必然代表未來實際情形。投資建議僅供參考，投資人仍需考量個人投資目標及風險承受度。

債市利率風險下降、波動度亦逐步回歸正常

近兩年來異常偏高的債市波動度隨利率風險下降，
開始回歸正常向股市波動度靠攏

S&P500、Nasdaq波動度與美債波動度指數標準值



當前各債市殖利率都位處歷史高位，將支撐總報酬表現

公債/投資等級債殖利率4%~5%、信用債殖利率7~9%，均在歷史相對高位

各固定收益資產殖利率(資料區間：2007/1/2~2023/8/31)

	美元貨幣市場	美國公債	美元投資等級公司債	美元非投資等級公司債	新興美元債
目前利率水準	5.3%	4.5%	5.5%	8.4%	7.4%
相對歷史區間PR值 (越高越便宜)	99%	96%	84%	73%	93%
歷史利率區間的最大值	5.4%	5.2%	9.0%	23.0%	14.1%
歷史利率區間的最小值	0.0%	0.4%	1.5%	3.5%	3.2%
存續期間	-	6.1年	6.9年	3.5年	6.0年
平均信評	-	AA	A	B+	BBB-

若依Fed利率點陣圖預測，2024年可能開始降息

Fed點陣圖預期2024~2026年間可能有約11碼的降息機會，有利債市重啟多頭

2023年9月 Fed利率點陣圖



本文提及之走勢預測不必然代表未來實際情形。

以2023/9/20 FOMC會議之利率點陣圖預測為例，後續可能異動。資料來源：聯準會、Bloomberg

股票市場

短期高利率將壓抑股市評價，

但全球AI與新能源等產業發展趨勢，將帶動成長型類股營收增速與評價向上

本文提及之經濟走勢預測不必然代表未來實際情形。投資建議僅供參考，投資人仍需考量個人投資目標及風險承受度。

預期2024年各國股市企業獲利將恢復成長

2024年各國股市企業獲利多將轉為雙位數成長，
且2024年股市評價皆處偏區間中下緣位置

主要國家股市	2023年獲利 成長率預估(%)	2024年獲利 成長率預估(%)	2023年 預估本益比	2024年 預估本益比	過去5年 本益比區間
MSCI全球指數	+0.1	+11.0	17.1	15.3	12.6~24.5
美國S&P500	+1.1	+11.7	20.3	17.9	14.0~27.4
道瓊歐洲600指數	-0.8	+7.1	12.9	12.3	10.6~23.7
中國上證指數	+16.4	+14.5	10.5	9.0	9.1~15.5
台灣股市	-23.5	+22.2	17.5	14.3	9.1~20.3
MSCI新興市場	-3.6	+18.3	13.3	11.1	10.1~19.9

高實質利率將壓抑美股評價短期向上

短期高實質利率則將使美股評價難以持續向上

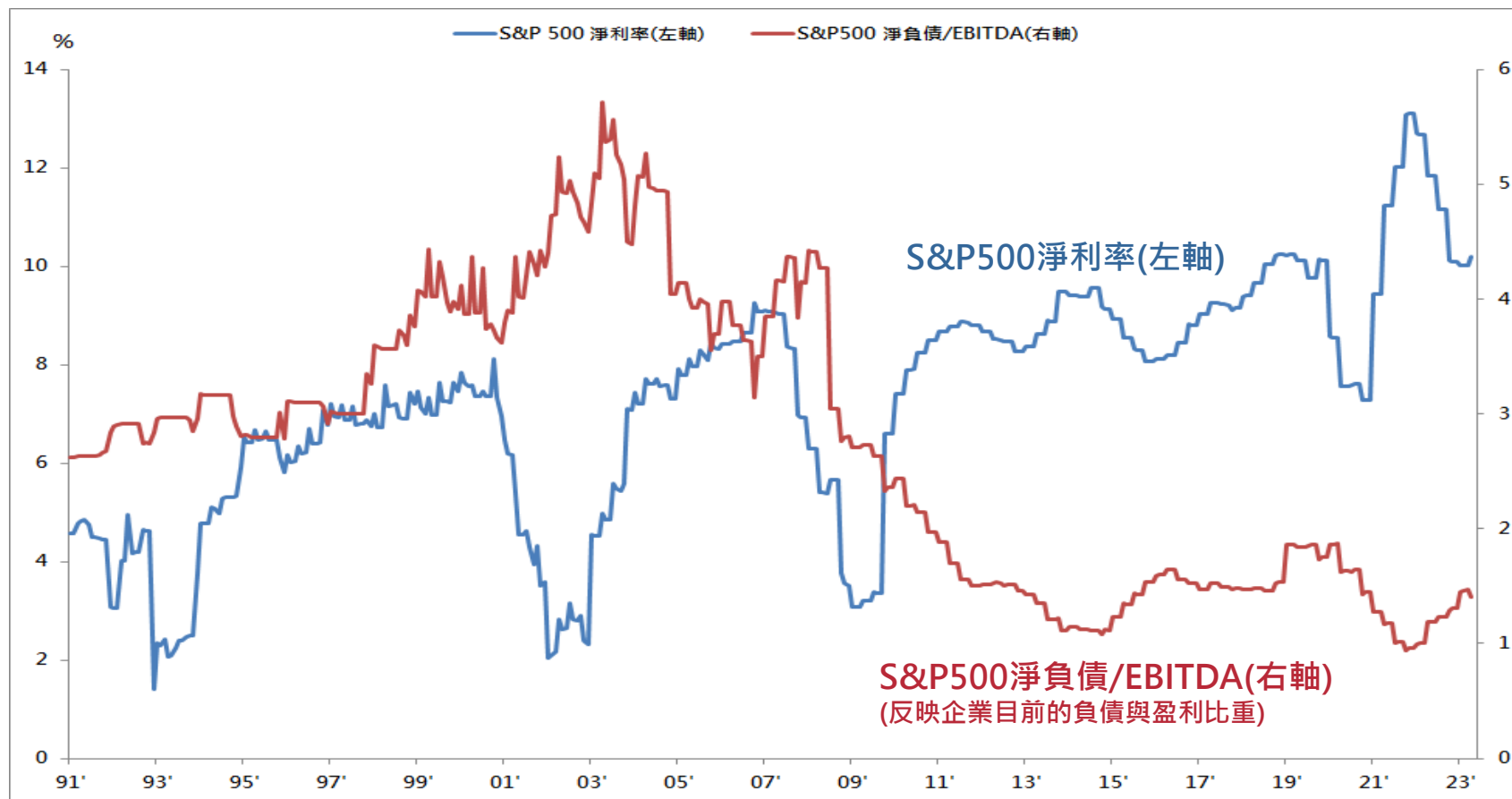
S&P500預估本益比、美國10年期實質利率



但美國上市企業體質良好，可支撐相對較高評價

S&P500指數淨利率雖有下滑但仍接近歷史新高、負債率則接近歷史低檔

S&P500指數淨利率與淨負債/EBITDA



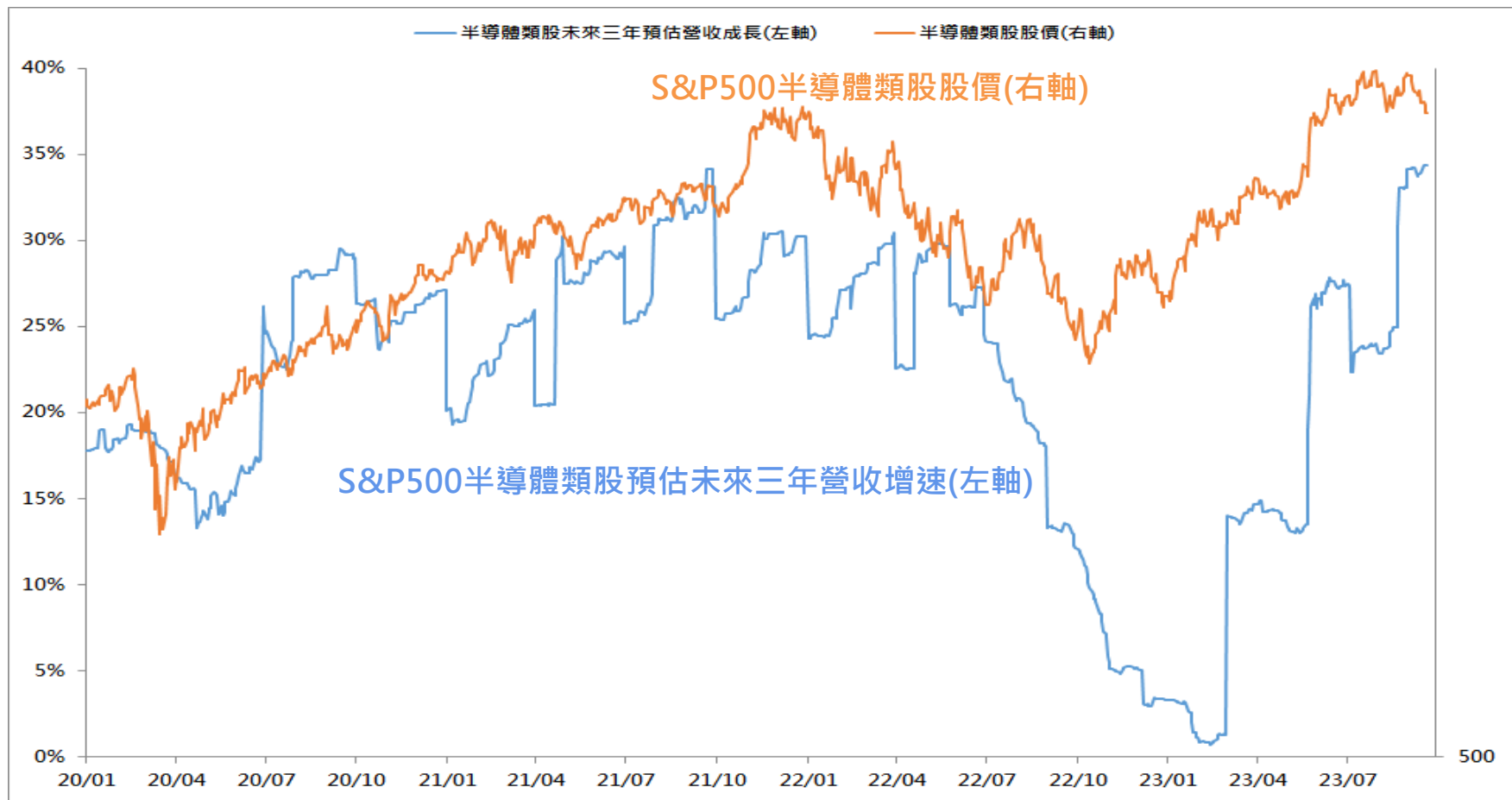
EBITDA：稅前息前折舊攤銷前的獲利，用來評估公司核心獲利能力的指標

本文提及之經濟走勢預測不必然代表未來實際情形。資料來源：Bloomberg, 2023/8/31

半導體產業營收預估可受惠於AI趨勢顯著上升

市場預估美國半導體類股營收未來三年增速持續上修，帶動股價持續走高

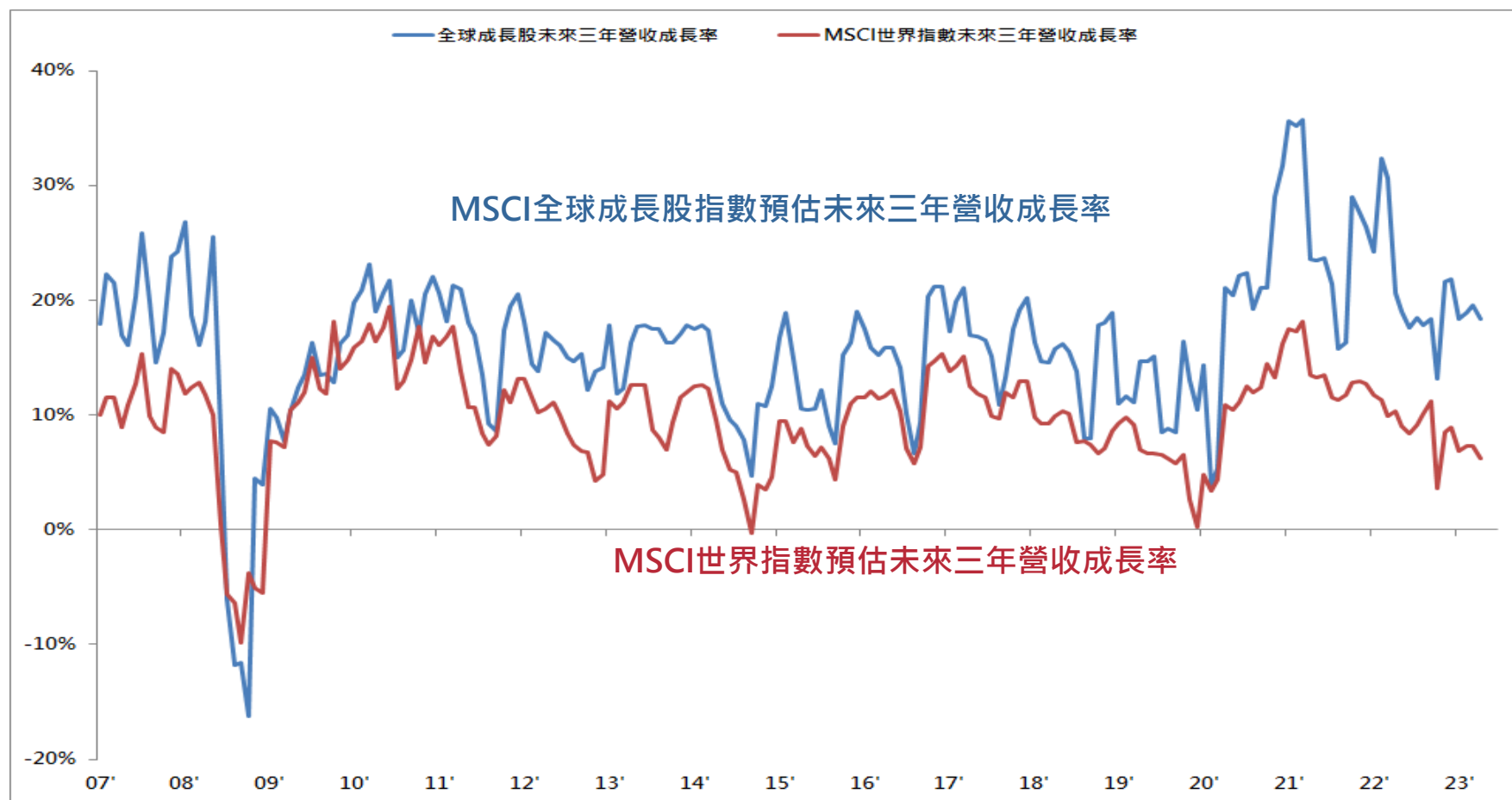
S&P500半導體類股股價與預估未來三年營收增長



AI、新能源等產業增長趨勢仍將支撐成長股

全球股市預估營收增速將隨全球景氣增長而放緩，但成長股未來營收仍可望受惠
AI與新能源等產業增長趨勢支撐於高檔不墜

MSCI世界指數與MSCI成長股指數未來三年預估營收成長率



以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。

本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。本公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；本公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。基金投資涉及新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本基金得投資於大陸地區有價證券，其投資上限以基金信託契約及法令規定為準，投資人亦須留意大陸市場特定政治、經濟與市場等投資風險。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可向本公司及基金之銷售機構索取，或至公開資訊觀測站、境外基金資訊觀測站及本公司網站(<https://www.fhtrust.com.tw>)中查詢。

復華證券投資信託股份有限公司

10492台北市八德路二段308號8樓
8F, No. 308, Sec 2, Bade Rd., Taipei, Taiwan, R.O.C

0800-005-168

台北 T 886-2-8161-6800
桃園 T 886-3-316-8310

復華金管家



台中 T 886-4-2254-2788
高雄 T 886-7-535-7068