

2022Q4~2023年全球金融市場與股市趨勢

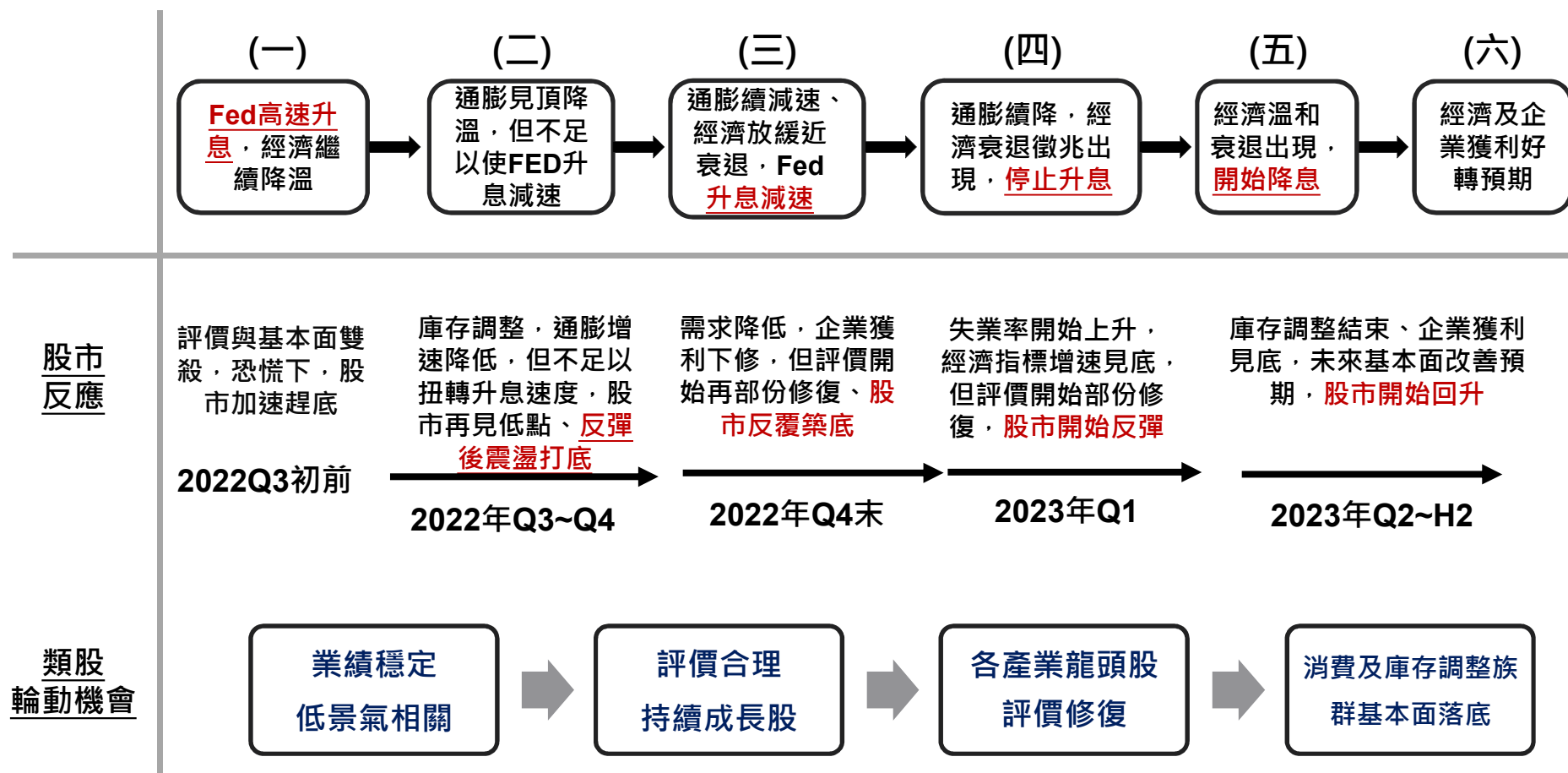
受Fed升息影響，股市評價及企業獲利仍有下修風險，年底前謹慎持股因應；
待通膨進一步降溫，預期Fed政策態度轉溫和後逢低布局

- 美國通膨增速高峰已現，2023年上半年PCE通膨有望從目前6-7%降至3-4%水平；2022年底前Fed升息速度將達高峰，預期2023上半年可望停止升息。
- 但領先指標增速已轉負，庫存調整開始、房市降溫，經濟溫和衰退風險已明顯上升，未來若就業市場及家計部門資產減損狀況再惡化，將影響最後支撐經濟的消費表現。
- 股市仍受Fed升息影響評價、企業獲利亦因經濟可能衰退仍有下修風險，惟長期評價已屬合理，2022Q4~2023Q1將處景氣放緩循環及股市合理低位時間。

復華投信 2022/9

2022Q4~2023年Fed政策及股市環境可能變化

各階段可能的股市及股票的輪動表現，仍由Fed政策變化主導



股市風險來源及可能趨勢

評估項目	趨勢方向
經濟表現 (衰退風險上升)	<ol style="list-style-type: none">1. 美國領先指標年增率轉負、公債殖利率曲線深度倒掛，經濟衰退風險明顯上升。2. 美國庫存指數仍處高位向下、新屋庫存開始急速攀升，經濟仍至少下滑1~2季以上。3. 經濟指標年增率落底可能時間估計於2022Q4~2023Q1。
政策方向 (Fed延後轉鴿)	<ol style="list-style-type: none">1. Fed不計代價抗通膨、升息，美國10年公債殖利率攀升至3.7%左右；信用價差再度擴大。2. 政策引發景氣進一步放緩、企業獲利可能下修、利率上升仍同步壓抑股市評價。
股價行為 (第二支腳或再破底?)	<ol style="list-style-type: none">1. 股市瀕臨再測6~7月之前波低點。2. 風險情緒指標處相對低位；台股融資維持率尚有160左右(6月曾一度降至140以下)。3. 半導體股價過去領先反應業績下修，觀察未來利空測底影響。
潛在風險 (企業獲利下修及評價同步修正、與籌碼安定性)	<ol style="list-style-type: none">1. 經濟衰退及企業獲利再下修風險上升，且美股本益比仍有向下調整風險。2. Fed政治考慮優先於經濟考慮，政策效果具落後性；若停損賣壓再現，籌碼調整風險將再上升。

美國經濟是否衰退及股市可能風險

通膨降溫及停止升息時間，決定經濟是否衰退、獲利衰退幅度、及股市可能跌幅及落底時間

情境 (可能的機率)	軟著陸 (35%)	溫和衰退 (50%)	嚴重衰退 (15%)
通膨與升息速度	1. 物價增速逐月下滑 2. 2022年底核心PCE年增率4%； 2023年上半年3~3.5%以下 3. 升息至4~4.5%後停止或開始降息	1. 物價增速震盪下滑； 2. 2022年底核心PCE年增率4~4.5% 2023年上半年維持4%附近 3. 升息至4.5%以上	1. 物價增速維持高檔或再上升 2. 核心PCE年增率維持4.5%以上 3. 升息至5%以上
股市再下跌風險 (與9/22 S&P500之 3,758點比較)	3~5%	5~10%	10~15%
股市可能落底時間	9~12月 股市震盪築底 (S&P500測試6月3,636點後止跌)	2022Q4~2023Q1 (跌破6月底點5~10%)	2023Q2 (持續探底)
2023年 美股企業獲利表現	成長0~10%	衰退0~10%	衰退10~15%以上



通膨與Fed政策發展

- 通膨增速高峰已現，2023年上半年PCE通膨有望從目前6-7%降至3-4%水平；
- 2022年底前Fed升息速度將達高峰，預期2023上半年可望停止升息 -

Fed美國利率及經濟預測

物價增速已見頂、2023年仍未能達2%目標，年底前加快升息腳步，調降經濟成長、調高失業率；
但長期2.5%中性利率水準未調高

2022年11及12月可能再升息3碼、2碼、2023上半年升息1碼

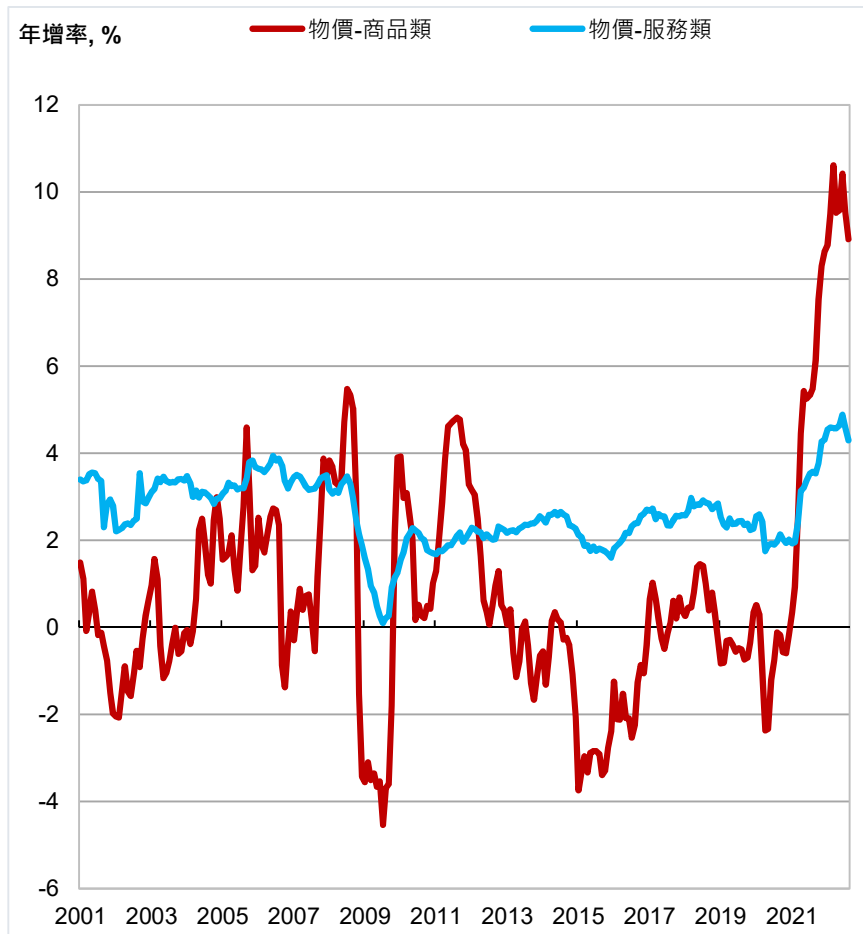
經濟數據	2022	2023	2024	2025	長期
GDP成長率	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
6月預估	1.7	1.7	1.9		1.8
失業率	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
6月預估	3.7	3.9	4.1		4.0
PCE年增率	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
6月預估	5.2	2.6	2.2		2.0
核心PCE	4.5	3.1	2.3	2.1	
6月預估	4.3	2.7	2.3		
利率預測(9月3.00~3.25%)	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
6月預估	3.4	3.8	3.4		2.5

資料來源: Fed, Statement and Summary of Economic Projections, 2022/9/21

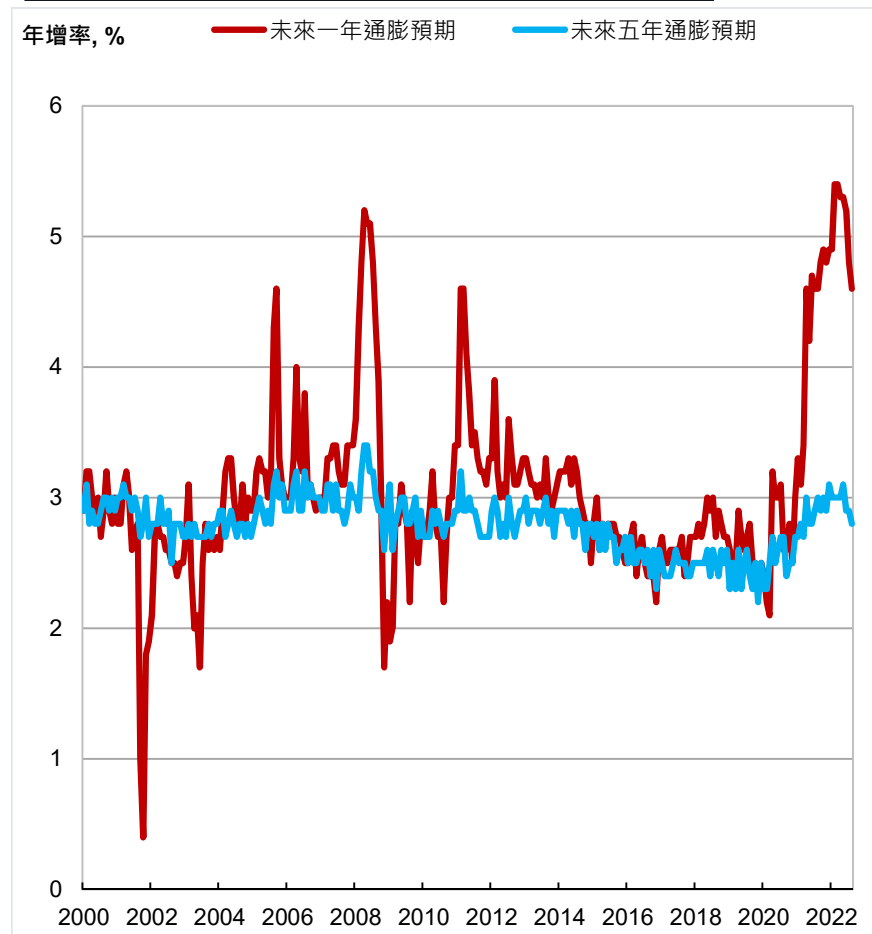
物價增速已見頂且通膨預期開始下滑

長期通膨回降至合理區間，通膨見頂增速將降，只因回降速度不足，讓Fed加速升息彌補政策落後

CPI商品類及服務類物價年增率



密大消費者信心-未來一年及五年通膨預期

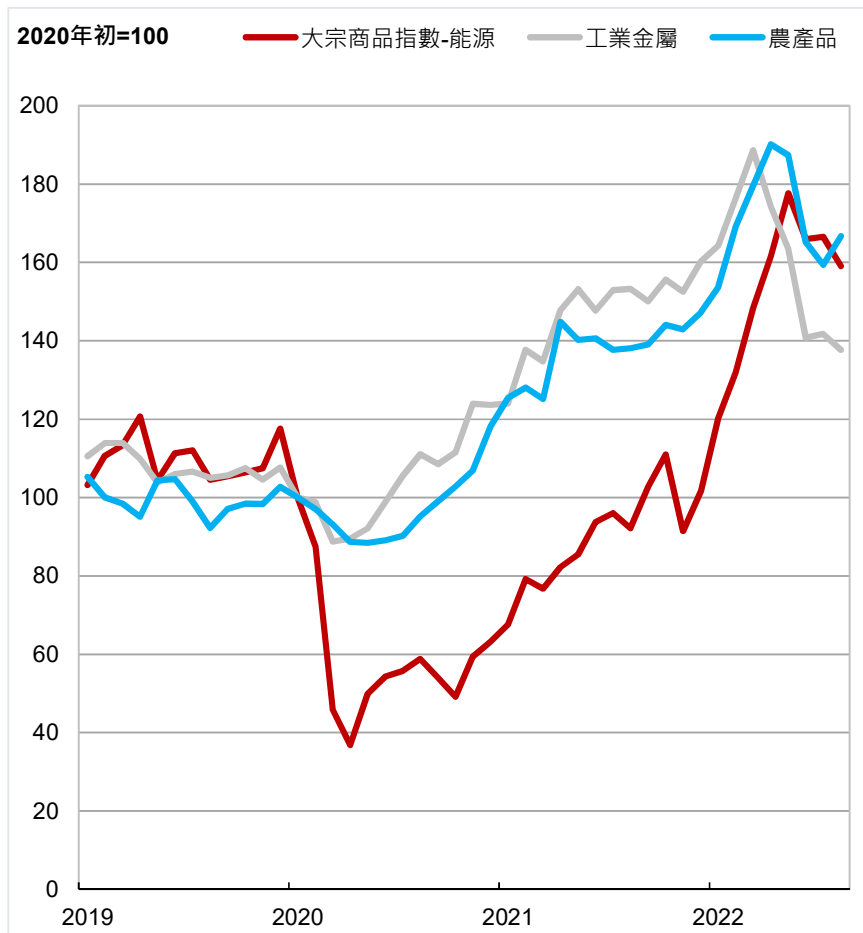


資料來源: Bloomberg, 截至2022/9

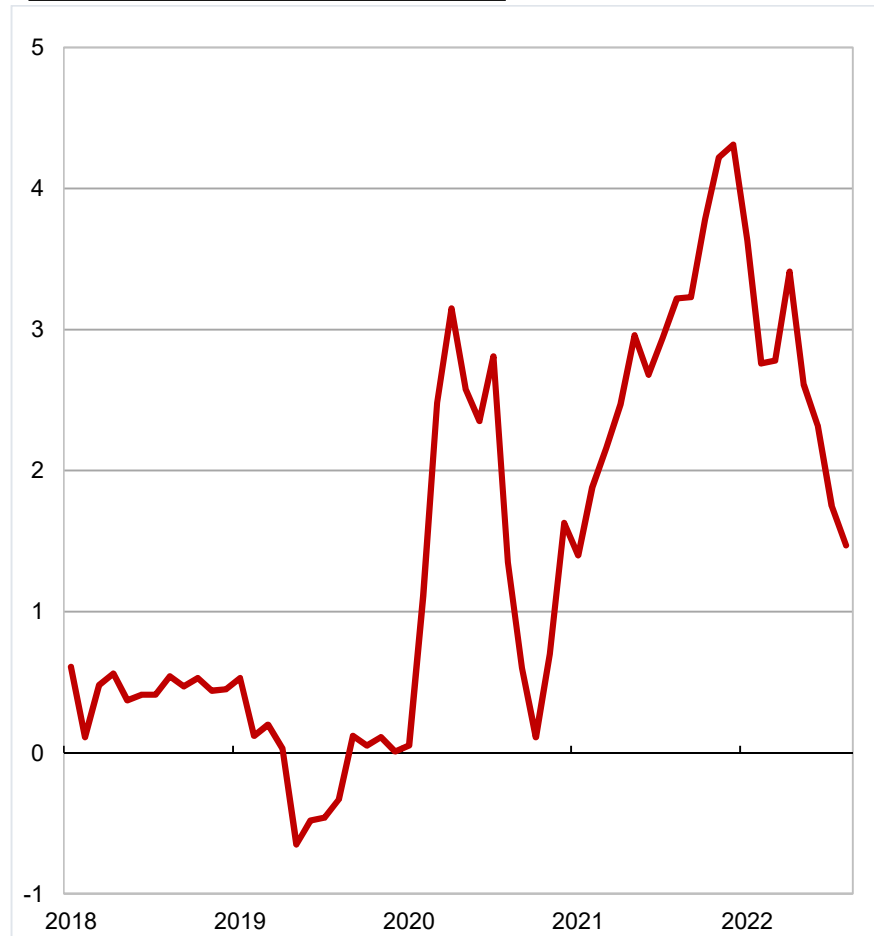
原物料價格已下滑且供應鏈問題持續改善

通膨惡化源頭已開始改善，但Fed政策落後、緊縮的經濟不利效果尚會延續

能源、工業金屬及農產品等大宗商品價格走勢



紐約Fed全球供應鏈壓力指數

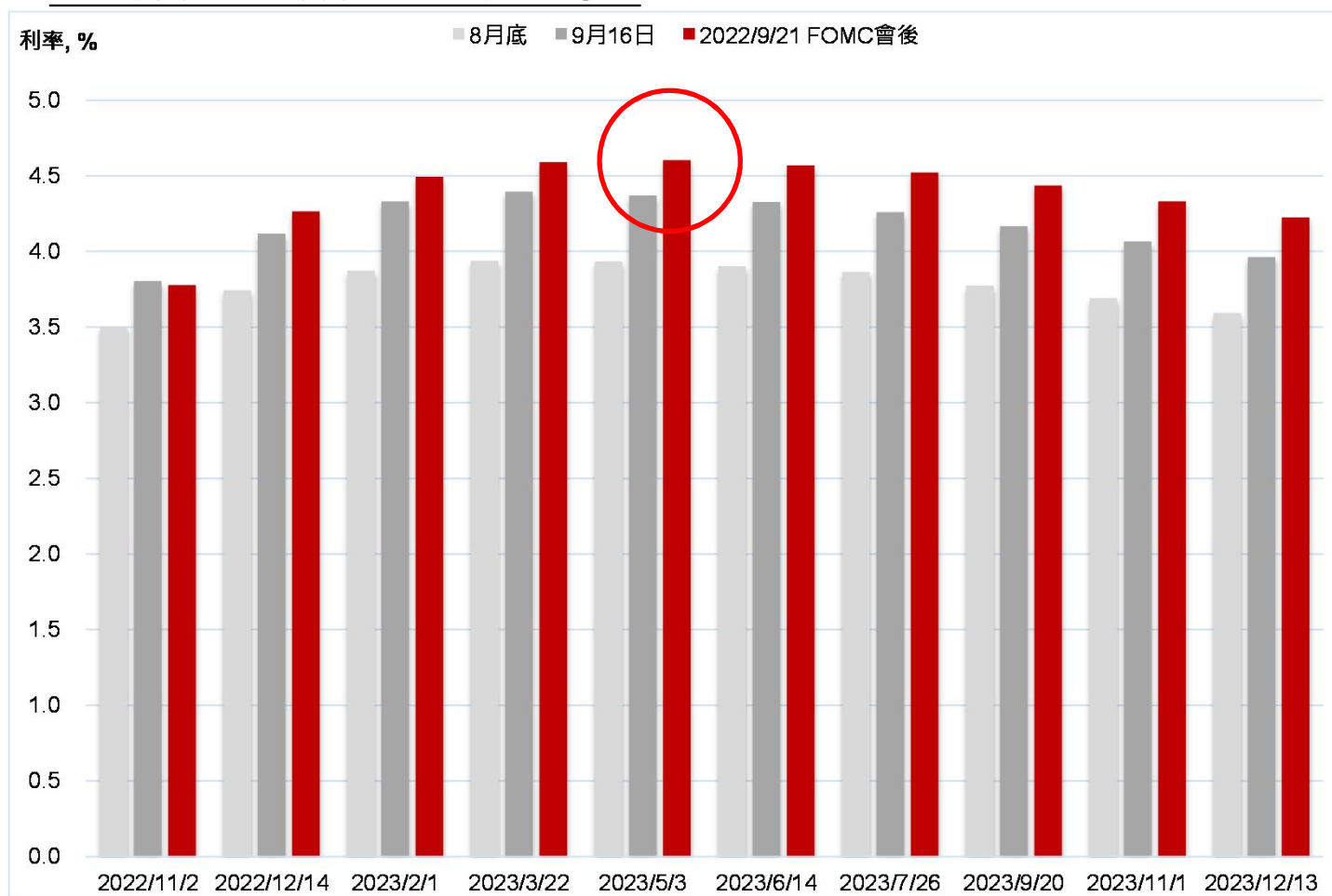


資料來源: Bloomberg, 截至2022/9

通膨見頂但增速仍高、Fed調高升息目標

利率期貨隱含明年5月Fed升息至4.6%峰值，較8月底增加近三碼，但2023年下半年市場預期將降息

利率期貨隱含各次聯準會會期利率水準

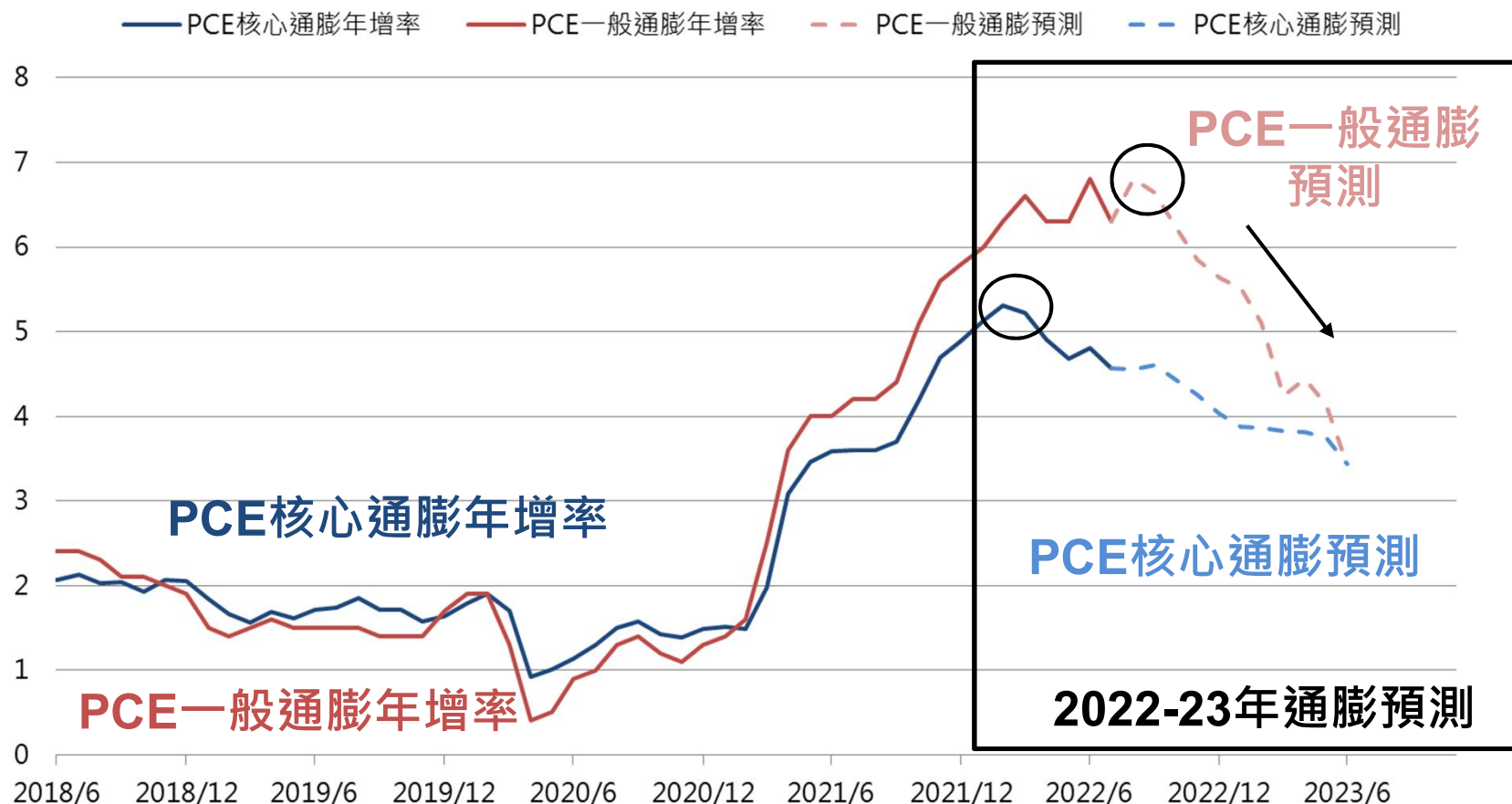


資料來源: Bloomberg, 截至2022/9

預期美國通膨增速將持續回落

預計隨供應鏈改善、需求增速放緩以及基期較高，通膨壓力有持續緩解機會；
2023年上半年，PCE通膨有望從6-7%降至3-4%水平

美國PCE通膨至2023上半年預測走勢





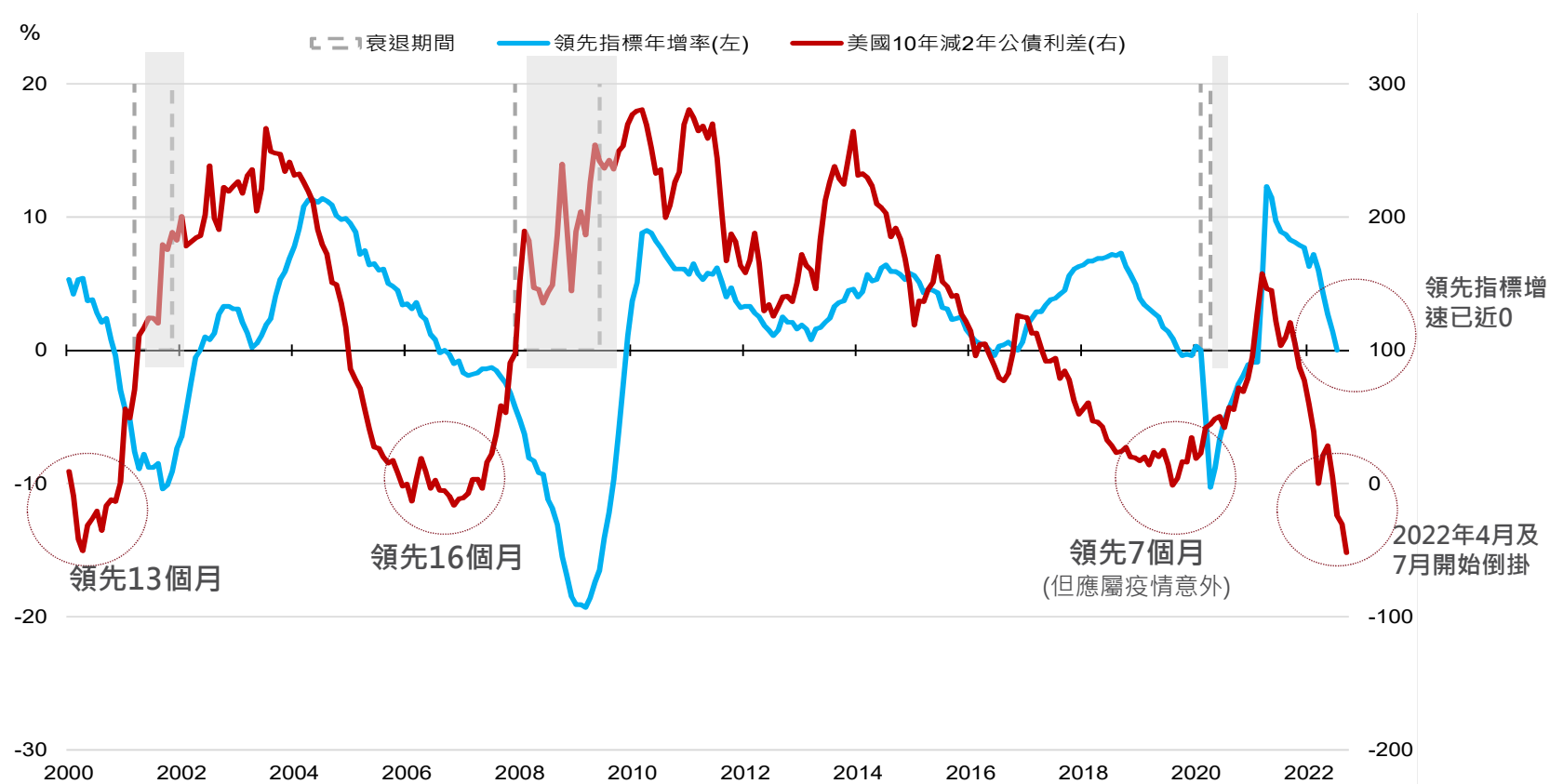
美國經濟可能衰退的風險來源

- 領先指標增速已轉負，庫存調整開始、房市降溫，未來就業市場及家計部門資產減損狀況若再惡化，將影響最後支撐經濟的消費表現 -

殖利率曲線明顯倒掛經濟衰退風險上升

Fed控制通膨優先於經濟考量，除非物價增速持續降低、或失業率開始上升、薪資增速亦降低，為停止升息、或是否開始降息關鍵

美國衰退期間、經濟諮商局領先指標年增率及長短期公債利差



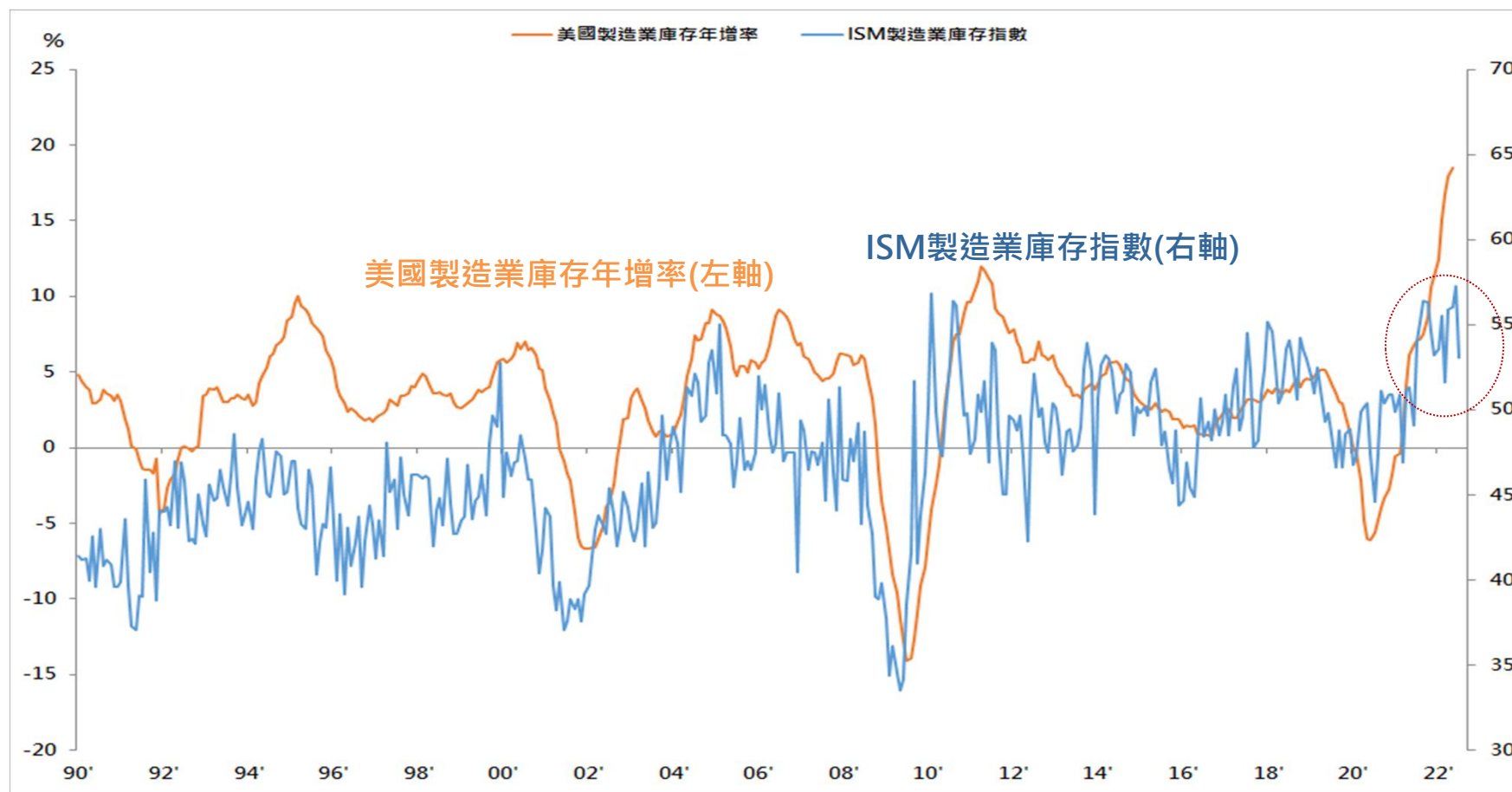
資料來源: Bloomberg, 截至2022/9

以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。資料來源：復華投信，2022/9

美國企業庫存調整仍需時間

整體製造業庫存仍需更長時間才能調整回正常水準，若需求轉弱廠商將加速清庫存

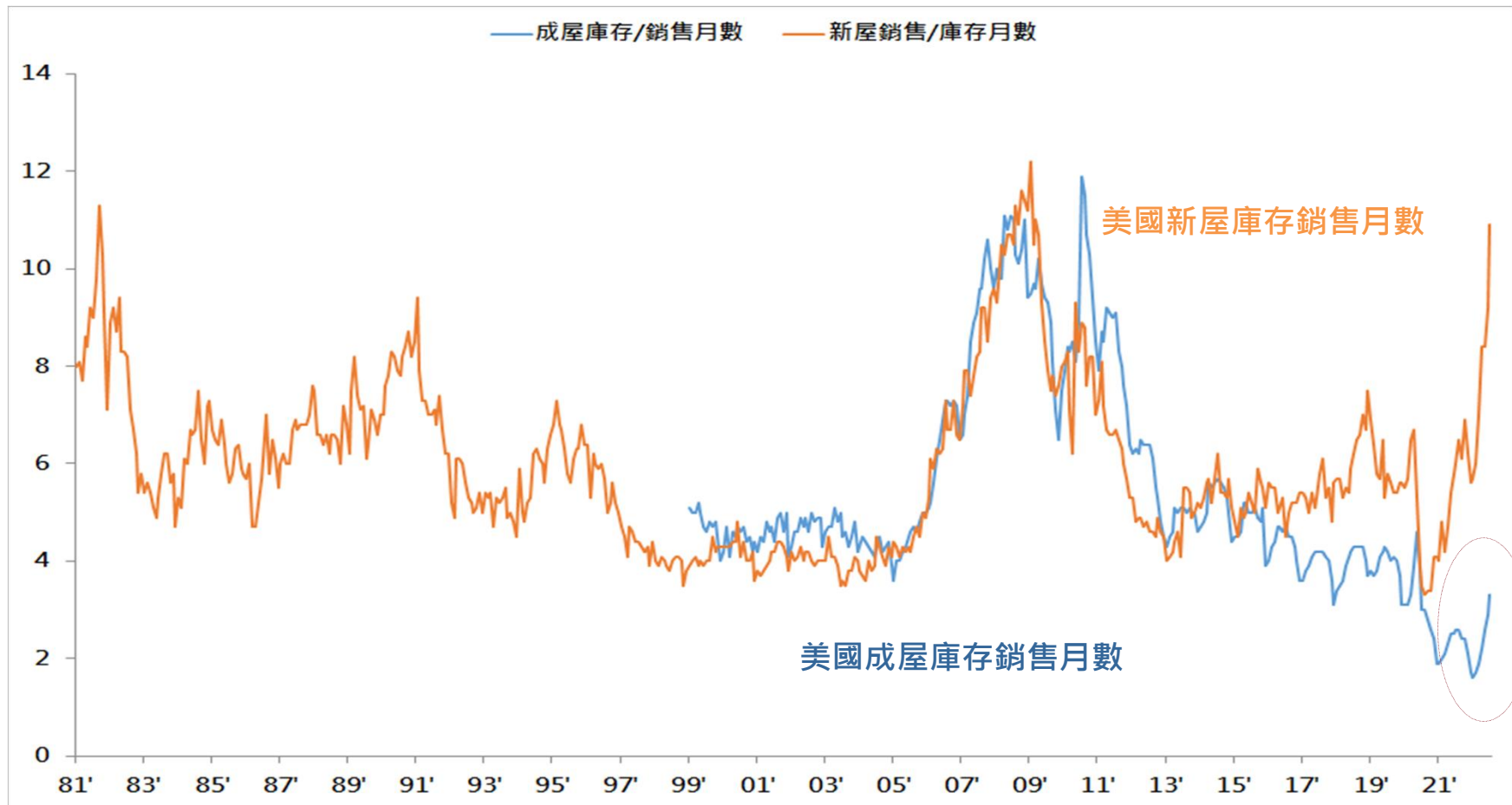
美國製造業庫存年增率與ISM



美國房市景氣已開始轉弱

美國新屋市場買氣放緩、庫存月數迅速攀升，但佔美國房地產銷售近九成的成屋市場庫存月數仍在歷史相對低檔，但出現惡化可能風險

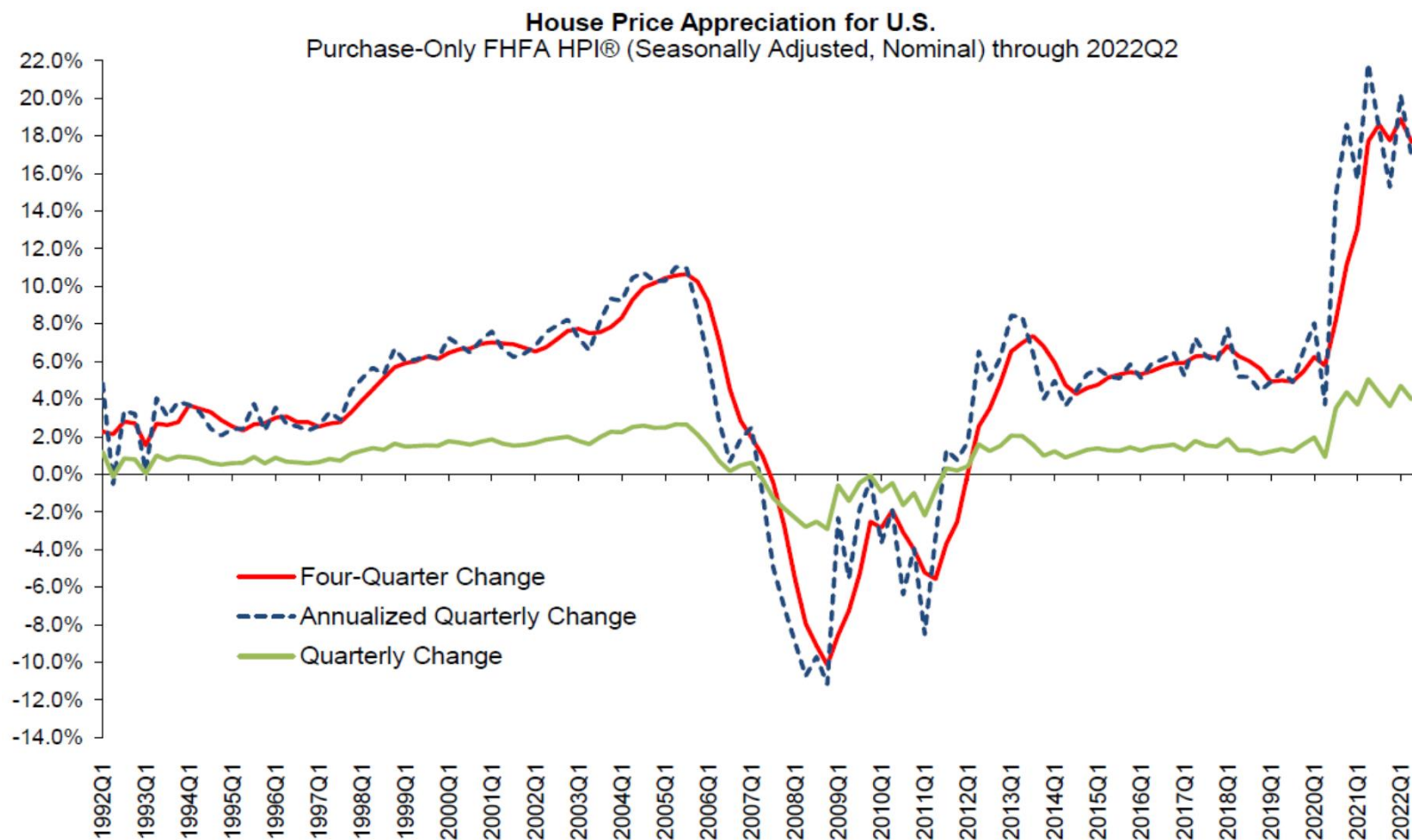
美國新屋與成屋庫存銷售月數



美國房價趨勢已出現見頂跡象

房價年增與季增上升速度已經趨緩，趨勢反轉跡象明顯下降

美國房價指數季變化/年變化



充分就業狀態仍支撐美國消費及經濟表現

若失業率開始持續上升將確立美國經濟衰退到來，亦是Fed停止升息或是否降息的訊號

美國失業率及衰退時期

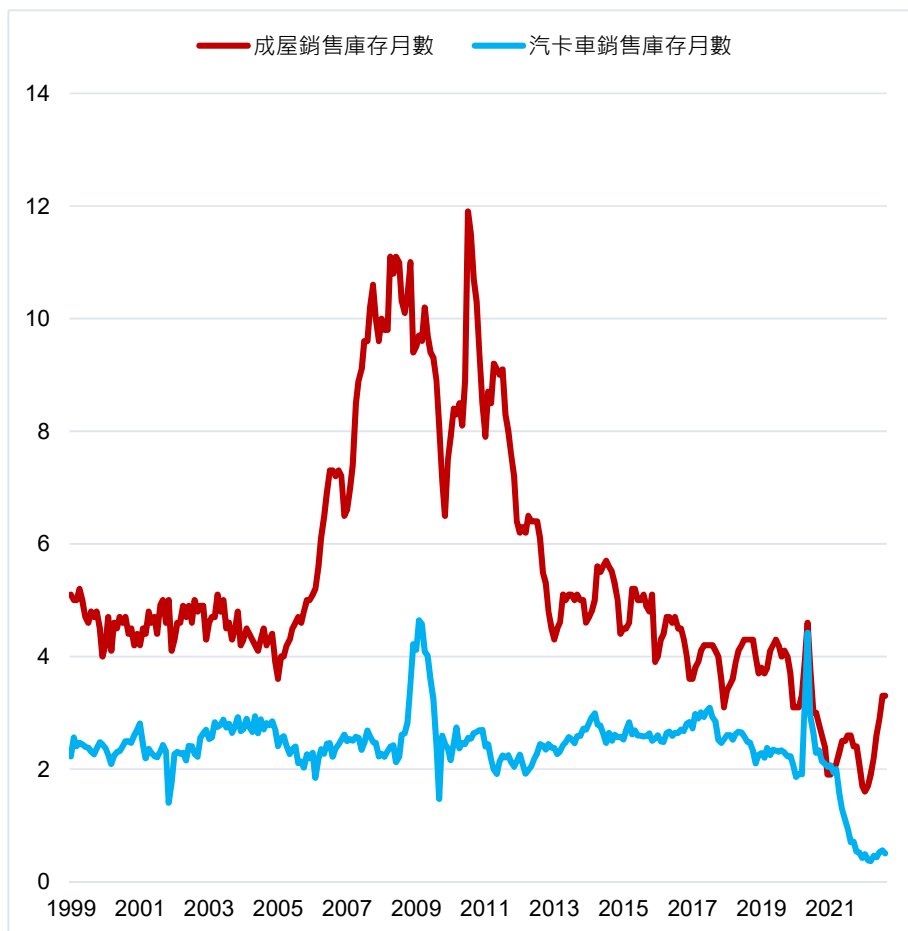


經濟體質健康，產生嚴重衰退或金融危機風險仍低

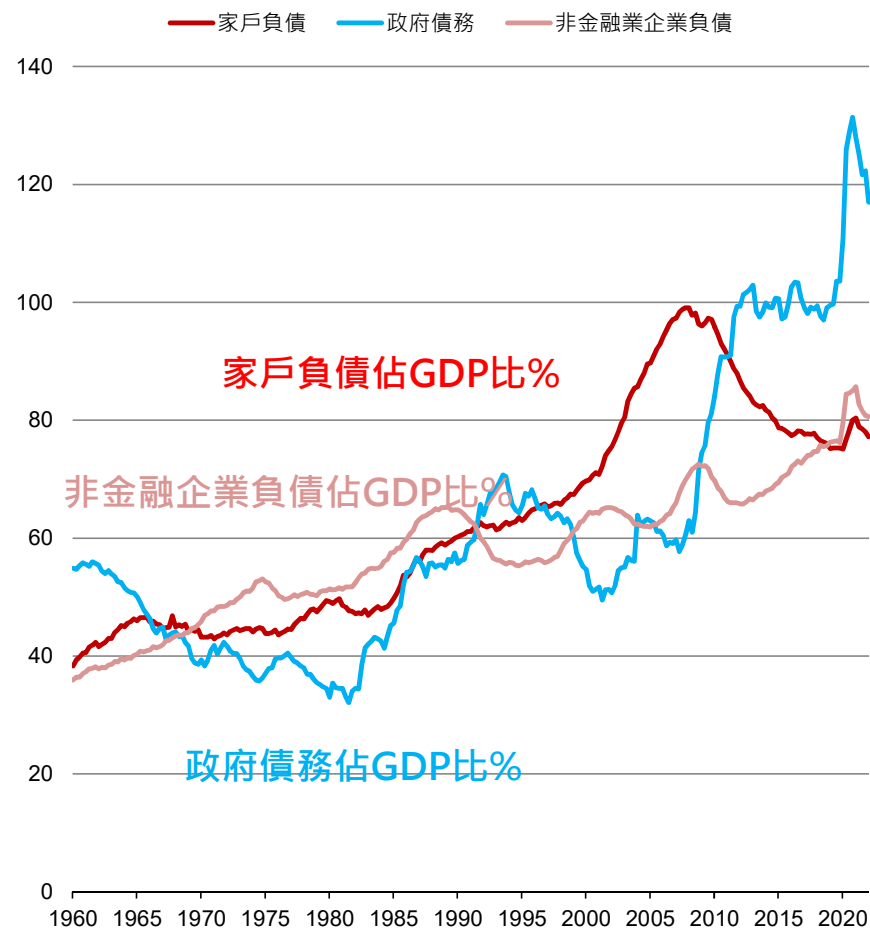
汽車及房市庫存月數仍處低檔，民間負債比率自金融海嘯後亦顯著向下，降低

Fed加速升息對美國經濟立即嚴重衝擊的可能

美國汽卡車及成屋庫存銷售月數



美國家戶、政府及非金融業企業負債佔GDP(%)





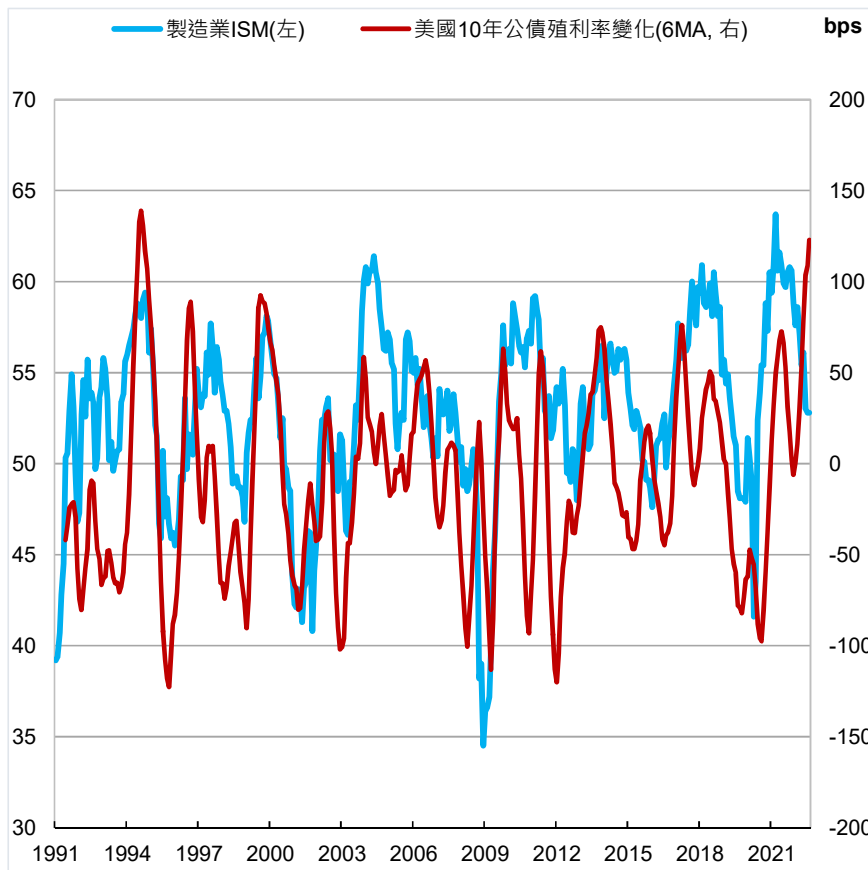
全球金融市場與股市趨勢

- 股市仍受Fed升息影響評價、企業獲利亦因經濟可能衰退仍有下修風險，惟長期評價已屬合理，2022Q4~2023Q1將處景氣放緩循環及股市合理低位時間 -

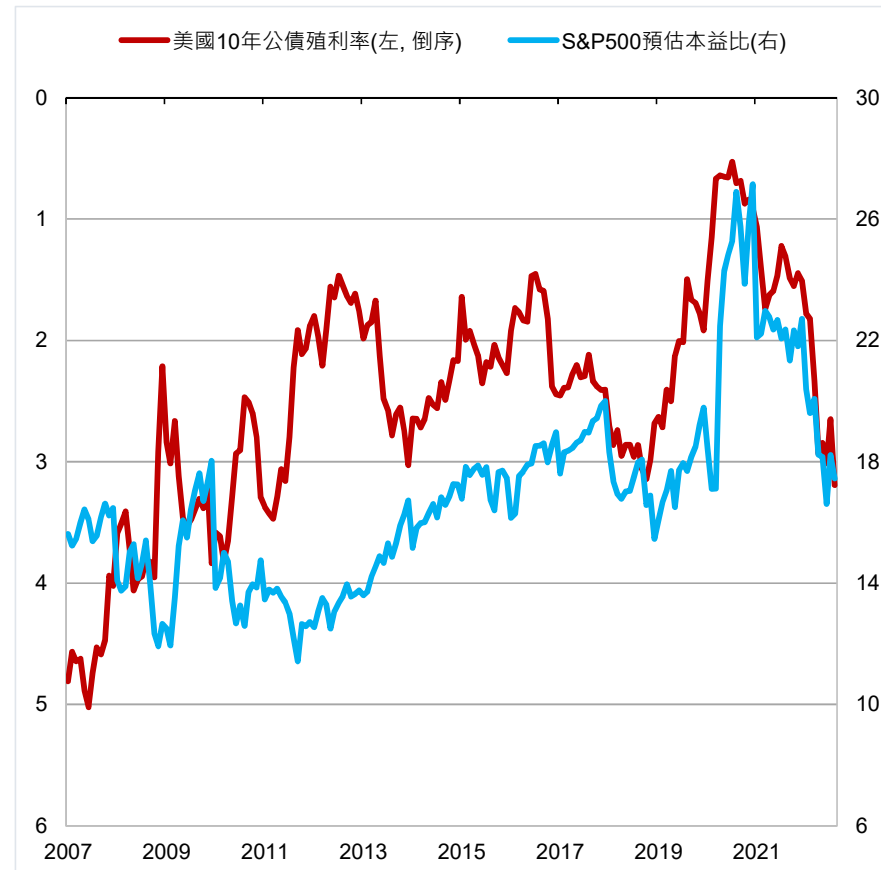
Fed加速升息及景氣放緩同步壓抑股、債市表現

若未來公債殖利率充分消化升息利空並隨經濟基本面下滑，股市評價壓抑因素將減弱

美國製造業ISM及10年公債殖利率半年變動率



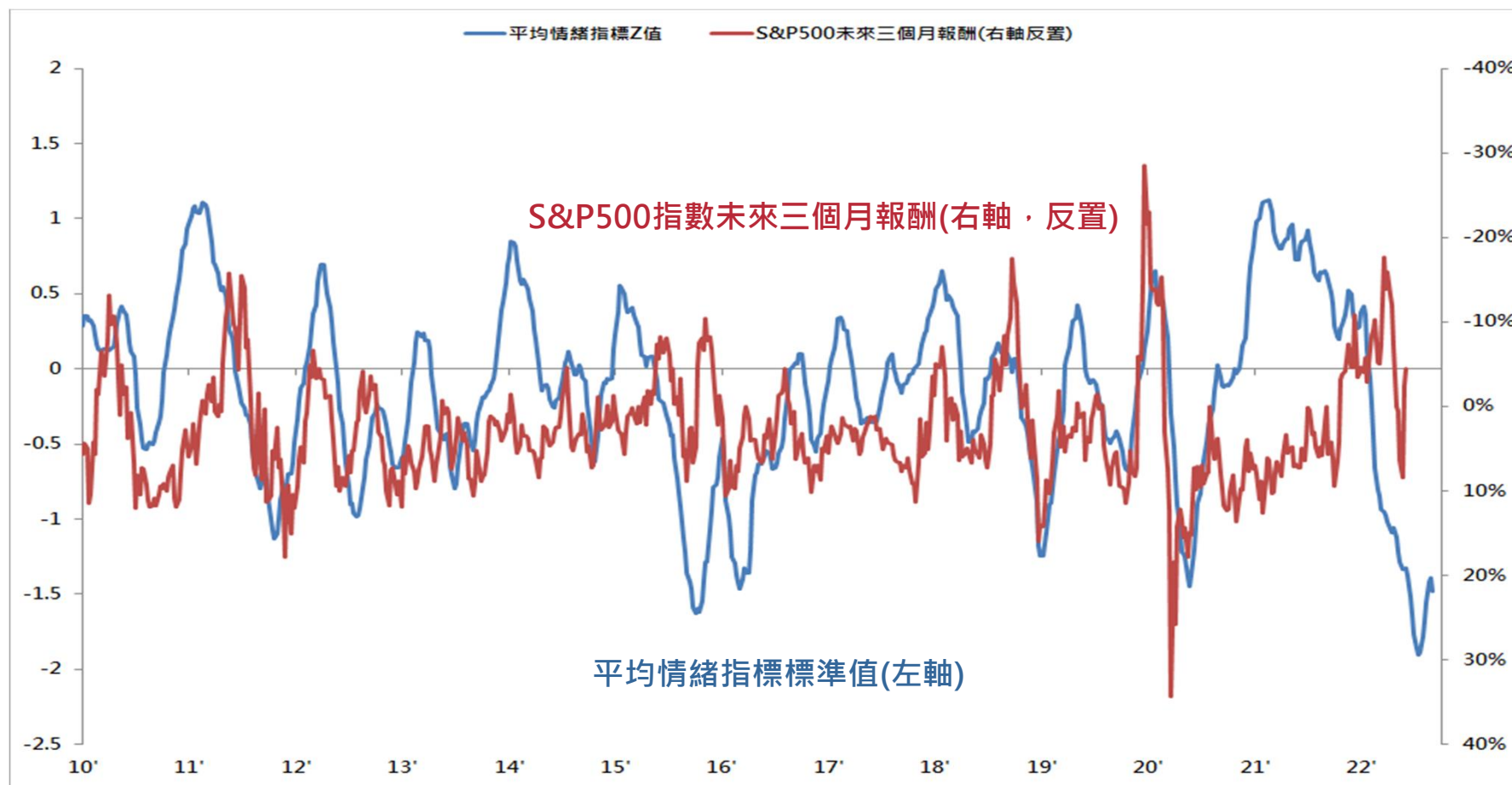
美國10年公債殖利率及S&P500預估本益比



股市情緒指標仍處於相對底部水準

儘管相較六月低點略有反彈，整體股市情緒仍處在相對偏悲觀水準

情緒指標標準值(散戶調查、賣權/買權比率、主動經理人持股)、S&P500未來三個月報酬



股市較大波段下跌時期及原因

美股跌幅已反應經濟溫和衰退狀況，景氣放緩階段通常台股下跌3~4季，跌幅17~30%，
 預估2022Q4後進入可能轉折時間，Fed政策態度仍為關鍵

期間	美股S&P500	台股 (及OTC)	原因	止跌回穩因素
2007/11~2008/11 (12個月)	1576→666(17個月) -58%	9859→3955 -60% (-78%)	美國房地產泡沫崩盤 + 雷曼倒閉	Fed開始QE政策
2011/2~2011/12 (10個月)	1370→1074(5個月) -22%	9220→6609 -28% (-42%)	歐債危機 + 美債降評	歐洲央行QE
2015/4~2016/1 (9個月)	2132→1810(8個月) -15%	10014→7203(2015/8) -28% (-21%)	2015/12 10年首度Fed升息 + 油價下跌頁岩油及EM調整 + 中國股災及811匯改	Fed暫停升息
2018/1~2019/1 (13個月)	2940→2346(3個月) -20%	11270→9319 -17% (-31%)	中美貿易戰 + 美國升息 + 轉單效應	Fed停止升息
2020/1~2020/3 (3個月)	3393→2191(2個月) -35%	12197→8523 -30% (-32%)	Covid-19爆發	Fed無上限QE
2022/1~ ? (已 9 個月)	4818→3636(6/17盤中) -25%(6個月)	<u>18619→13743(~9/26)</u> -26.2% (-30%)	Fed加速升息、縮表 + 烏俄戰爭	Fed ?

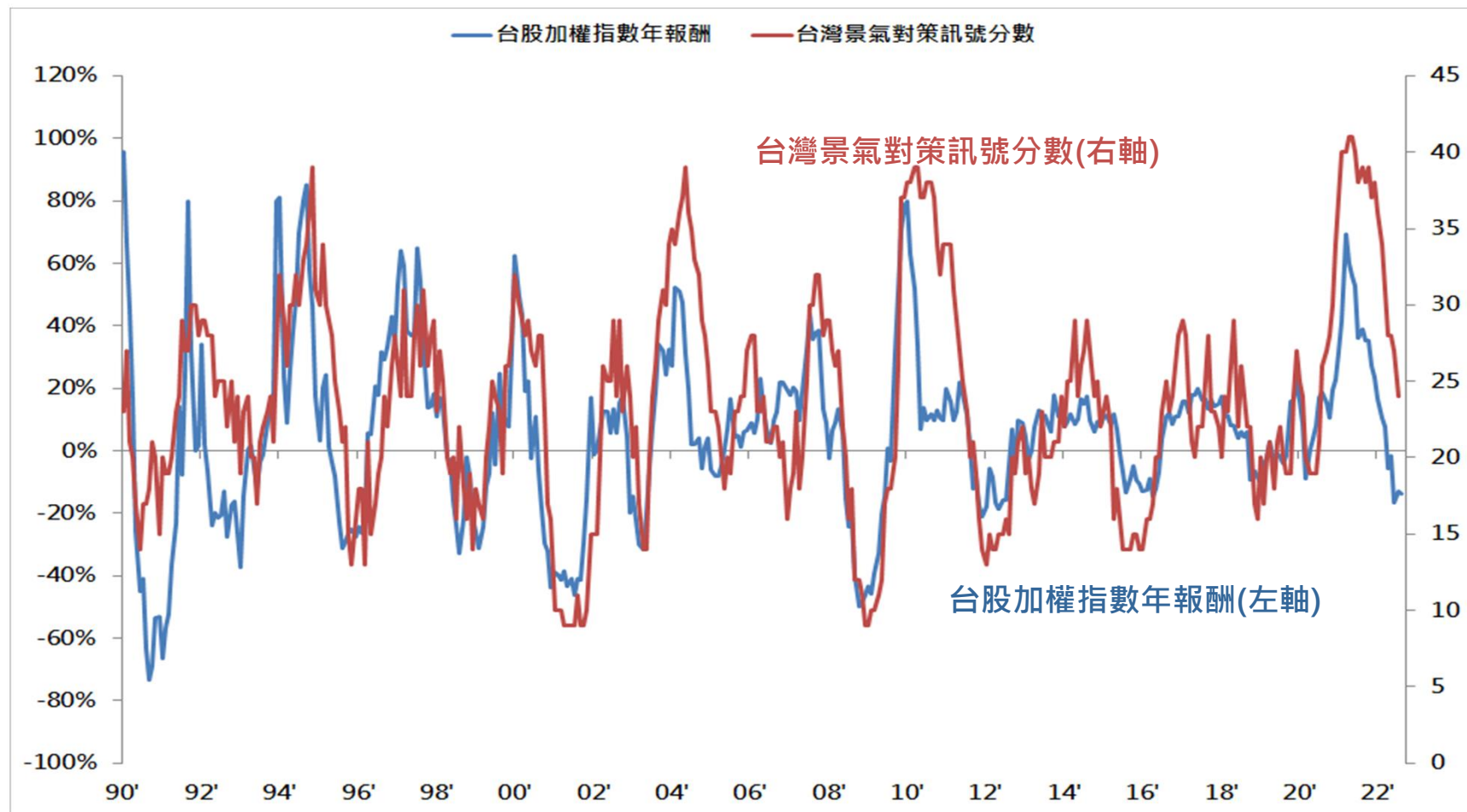
以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。

資料來源：精業-速霸贏家, 2022/9

台灣景氣放緩循環於Q4~2023Q1為落底可能時間

整體台股走勢已領先反應下跌至過去景氣對策燈號降至黃藍燈以下(23分)水準，過去調整期10~16個月，Q4後亦將進入時間及位置滿足區

台灣景氣對策訊號分數與加權指數報酬年增率



以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。

資料來源: Bloomberg,, 資料截至2022/8/31

台股是否跌入長期投資合理區

台股股價淨值比(P/B)近長期平均，預估本益比(P/E)則已修正至歷史低檔水準

台灣加權指數預估P/E、P/B及長期平均



以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。

資料來源：Bloomberg, 資料截至 2022/9/16

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。
投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

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。

以投資非投資等級債券為訴求之基金適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。由於美國Rule 144A債券僅限機構投資人購買，資訊揭露要求較一般債券寬鬆，於次級市場交易時可能因參與者較少，或交易對手出價意願較低，導致產生較大的買賣價差，進而影響基金淨值。

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