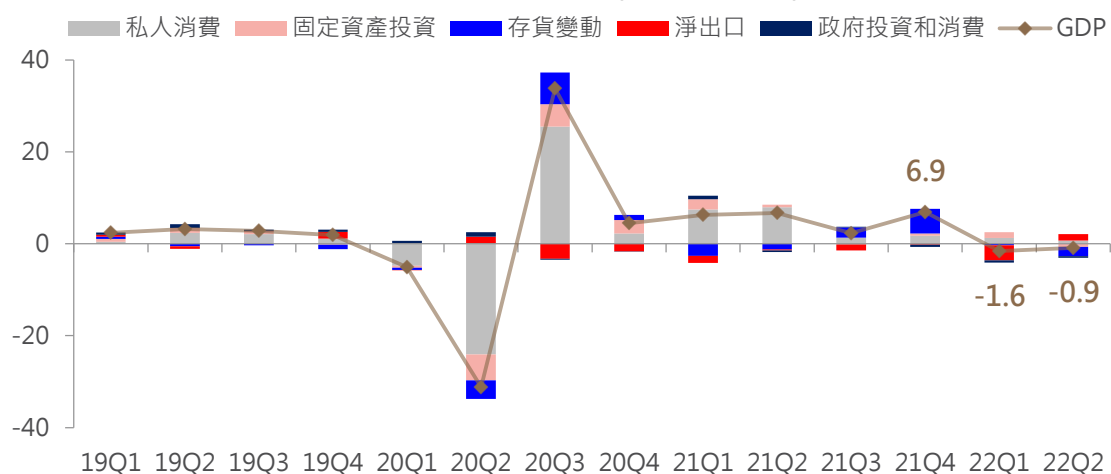


總經市場分析與展望

焦點話題：美國GDP連續兩季負增長，經濟陷入衰退了嗎？

今年以來，美國經濟衰退的疑慮籠罩市場，根據美國商務部經濟分析局公布的數據，第一季與第二季美國GDP分別年化季增-1.6%及-0.9%（圖一）。正如同股市20%的跌幅往往被定義為「技術性熊市」，美國GDP連續兩季負增長，已符合市場對經濟衰退的技術性定義。然而，當前美國經濟真的已經陷入衰退了嗎？

圖一、美國實質GDP成長率（年化季增率，%）



資料來源：Bloomberg · 2019~2022Q2

檢視經濟數據，GDP負增長在一定程度上受單一因素的劇烈變化所扭曲

分析美國經濟成長的組成細項，發現過去兩季GDP下滑，主要分別是受到「淨出口」和「庫存」所干擾（圖二）。第一季，隨著全球供應鏈逐步修復，進口在短時間內集中釋放，導致進口過強、淨出口下滑3.23%；第二季，則是受到庫存回落2.01%所拖累，反映原先中下游庫存已偏高，以及需求趨弱的背景下，企業拉庫存的意願下降。因此，美國GDP雖為負增長，但若撇除單一因素劇烈變動的干擾，斷定經濟已步入衰退或許言之過早。

圖二、美國實質GDP組成分項（年化季增率，%）

美國實質GDP季增年率 (saar,%)		2021				2022	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
整體		6.30	6.70	2.30	6.90	-1.60	-0.90
各分項 拉動	私人部門消費	7.44	7.92	1.35	1.76	1.24	0.70
	商品消費	5.69	2.99	-2.21	0.28	-0.07	-1.08
	服務消費	1.75	4.93	3.57	1.48	1.31	1.78
	私人部門投資	-0.37	-0.65	2.05	5.82	0.93	-2.73
	固定資產投資	2.25	0.61	-0.16	0.50	1.28	-0.72
	庫存變動	-2.62	-1.26	2.20	5.32	-0.35	-2.01
	淨出口	-1.56	-0.18	-1.26	-0.23	-3.23	1.43
	出口	-0.30	0.80	-0.59	2.24	-0.55	1.92
	進口	-1.26	-0.99	-0.68	-2.46	-2.69	-0.49
政府部門消費與投資		0.77	-0.36	0.17	-0.46	-0.51	-0.33

資料來源：Bureau of Economic Analysis · 2020Q1~2022Q2

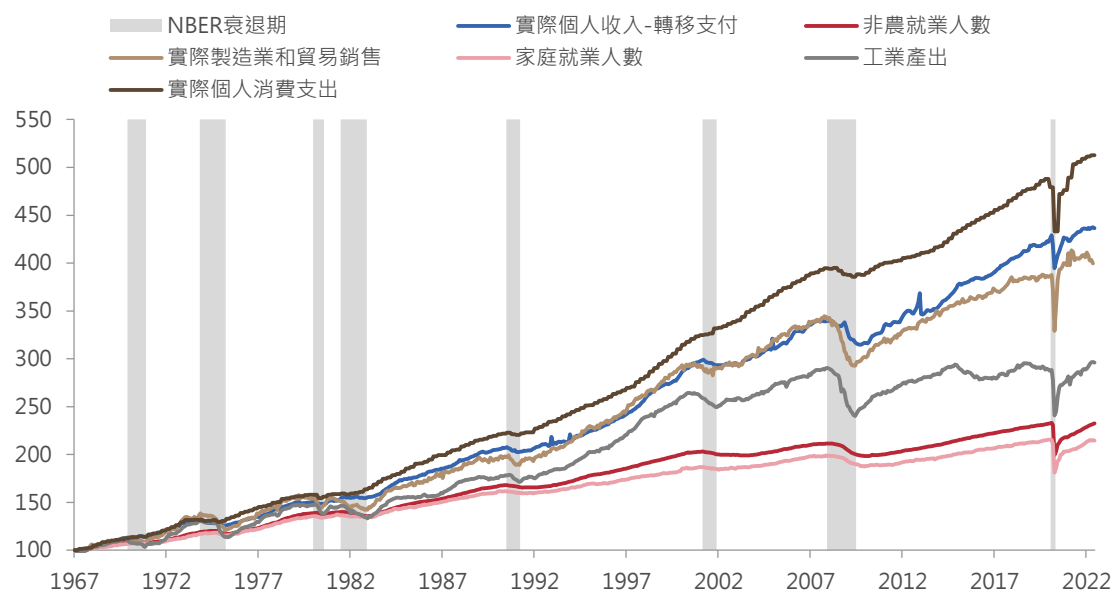
本文提及之經濟走勢預測不必然代表經理公司之績效

根據美國全國經濟研究所 (NBER) 的定義，經濟衰退仍有一定距離

美國官方對於經濟是否陷入衰退的界定，必須由全國經濟研究所 (NBER) 的八人經濟學家小組，針對六個主觀判斷指標和三個維度進行綜合評估，其中六項主觀判斷指標評估的經濟面向，包含勞動市場、消費、商業投資、工業產出、收入等。根據NBER的定義，經濟衰退代表「經濟活動顯著下滑，並蔓延至整個經濟體，且情況持續數月以上」，亦即經濟活動的下行須達到一定「深度」、「廣度」、「持久性」，衰退才成立。

從NBER衰退指標檢視美國經濟現況，多數觀察指標增速雖有趨緩，但尚未明顯下滑，就業指標仍呈現增長趨勢 (圖三) ；且現階段美國失業率維持在3.5%左右的歷史低位、ISM製造業及服務業指數也維持在榮枯分水嶺之上，因此評估當前美國經濟雖然放緩，但離實際衰退仍有一定差距。

圖三、NBER界定經濟衰退之指標走勢圖



資料來源：Federal Reserve Economic Data，1967/1~2022/6，以1967/1 數據作為比較基準，將起始值調整為100

美國通膨降溫、經濟放緩持續但尚未衰退，建議維持中性配置

7月美國消費者物價指數 (CPI) 年增幅從6月的9.1%高峰降到8.5%，剔除波動性較大的能源與食品項目後，核心CPI年增5.9%，低於市場預期的6.1%，顯示美國通膨終於出現降溫的跡象。通膨轉折點浮現，使市場情緒轉趨樂觀，激勵近期美股止穩回升。另一方面，在經濟放緩但尚未陷入衰退、Fed持續升息的环境下，評估金融市場仍可能持續震盪，故本月資產配置建議維持中性配置，後續將持續觀察通膨與Fed貨幣政策的變化，並關注企業獲利下修的風險。

主要股債市展望及說明

已開發股市：中性

聯準會官員近期談話均持續表達現階段政策首要目標仍為抑制通膨，Powell於全球央行年會發表演說亦非政策轉向，而是重申偏鷹政策方向並矯正市場偏鴿派預期。美國經濟體質仍佳，並無立即陷入衰退風險、通膨增速高點已過，貨幣政策不至於更加緊縮、股市籌碼面與情緒面仍位於相對低檔區，持續大跌空間有限；但經濟增速與企業獲利增長放緩、央行收回過剩流動性亦不利於股市持續走強，預期股市仍將持續震盪整理。

新興股市：偏正向

中國逐步寬鬆財政與貨幣政策，有助新興市場景氣由底部回升，但由於原物料價格自高檔轉弱，對原物料出口為主新興國家相對不利。

信用債：中性

先前市場情緒已達極度恐慌、信用債市評價普遍來到具吸引力的水準，加上美國經濟雖然放緩但尚未衰退，預期隨著美國公債殖利率停止飆升、信用債市開始反彈，但倘若經濟最終走向嚴重衰退，則信用利差仍有進一步擴大的空間。

投資等級債：中性偏正向

能源及食物價格已自高檔回落，將緩解後續通膨壓力，通膨預期觸頂回落限制了名目公債殖利率上行，預期美國十年期公債殖利率長線高點已於Q2出現。下半年市場主軸將由通膨疑慮逐步轉變為衰退疑慮，有利以公債為主的投資等級債基金表現。

商品市場：偏正向

金融市場擔憂美國聯準會加速升息下，經濟衰退風險增加，但美國勞動市場供需緊俏，經濟增速僅是放緩並未陷入衰退，能源需求放緩亦不明顯，加上長期結構性因素與俄乌戰爭導致供給匱乏，仍將支撐能源價格位於相對高檔，加上金融市場對高通膨擔憂仍持續，能源與原物料類股獲利為少數仍在上修類股，類股評價相對報價與獲利亦仍在歷史低檔，判斷能源與原物料類股下檔風險相對有限。

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(<http://www.fhtrust.com.tw>)中查詢。

以投資非投資等級債券為訴求之基金：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。本基金經金融監督管理委員會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。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。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。