總經市場分析與展望

焦點話題：2023年金融市場展望

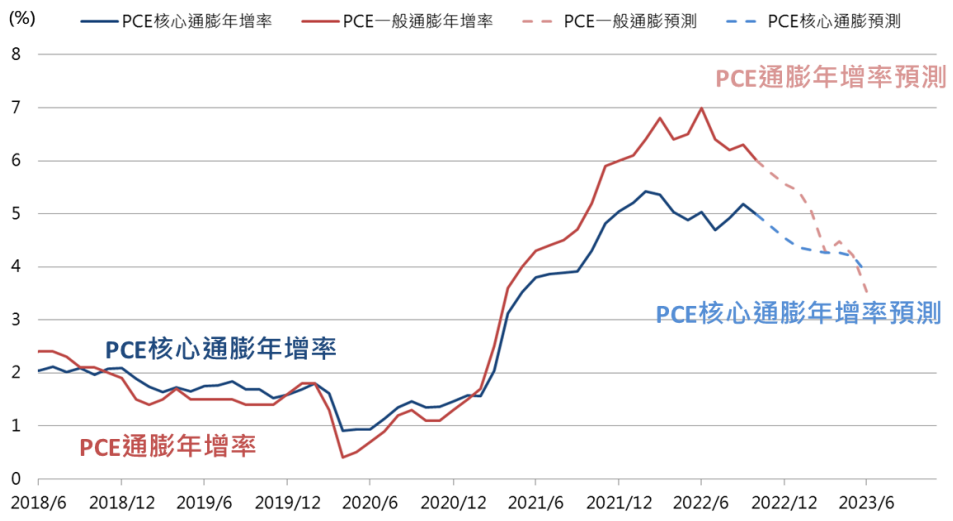
回顧2022年，居高不下的通膨迫使美國聯準會（Fed）加速升息、各國央行相繼收緊貨幣政策，導致全球金融市場評價大幅修正、股債齊跌。進入下半年，市場轉向關注經濟衰退風險而持續震盪。展望2023年，全球金融市場是否能逐步回穩、重返成長軌道？以下三點分析：

1. 原物料及商品價格、房價租金陸續回落，通膨增速可望持續放緩

過去一年籠罩美國的高通膨，壓力主要來自原物料和商品價格、服務業以及房價租金。檢視這幾項關鍵通膨影響因子：2022下半年以來，許多原物料價格已自高點回檔20%-40%，商品類價格也隨著全球供應鏈問題緩解而回落，二手車和貨運等價格增速均已顯著下降，有助於通膨持續放緩。惟受薪資、房價影響較大的服務業和租金價格，仍是當前主要的通膨壓力來源，但隨著房價增速回落至近兩年新低、民間房租指數下滑，未來租金通膨可望逐步降溫；至於薪資增速，則須持續觀察勞動市場的供需變化。

現階段通膨問題正持續改善，美國11月消費者物價指數（CPI）年增7.1%，低於市場原先預期的7.3%，且已從6月最高點9.1%顯著回落；而Fed主要參考的個人消費支出指數（PCE），也由9月6.2%下降到10月6.0%。預期2023年在全球供應鏈改善、物價和房價租金陸續回落以及高基期因素發酵下，通膨將持續趨緩，PCE年增率有望從6%-7%降至3%-4%（圖一）。

圖一、美國PCE通膨預測走勢圖



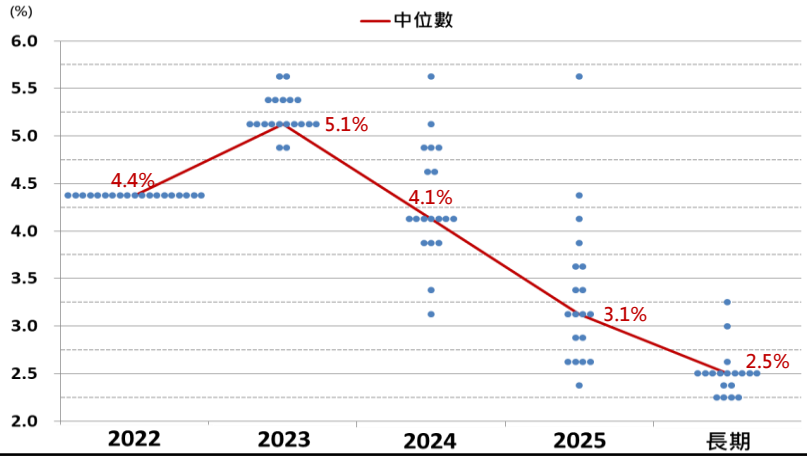
資料來源：Bloomberg，資料截至2022/10/31（虛線為復華投信預估）。

2. 通膨下行趨勢可望確立，提供貨幣政策轉向空間

12月美國FOMC貨幣政策會議，Fed宣布升息兩碼，2022年總計升息17碼，相當於4.25%，政策利率已快速升至足以抑制經濟的限制性水準。隨著通膨下行趨勢成形，利率壓力或將逐漸減輕，預期Fed將有政策轉向的空間，在2023年上半年放慢升息速度並停止升息。

然而，最新利率預測點陣圖顯示終端利率上修至5.00~5.25%（圖二），且利率將維持高檔一段時間，未來仍須關注高利率環境對市場的影響。

圖二、2022年12月FOMC利率點陣圖



資料來源：Federal Reserve，復華投信整理，2022/12/14。

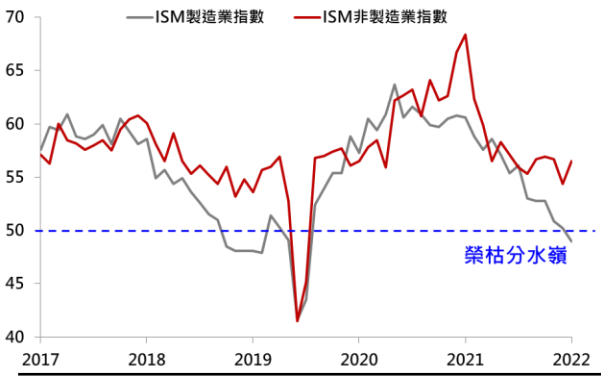
3. 景氣持續放緩，但嚴重衰退的可能性低

從基本面來看，美國製造業去庫存與房地產市場降溫，將使景氣增速持續放緩，但評估不至於陷入深度衰退。理由有二：

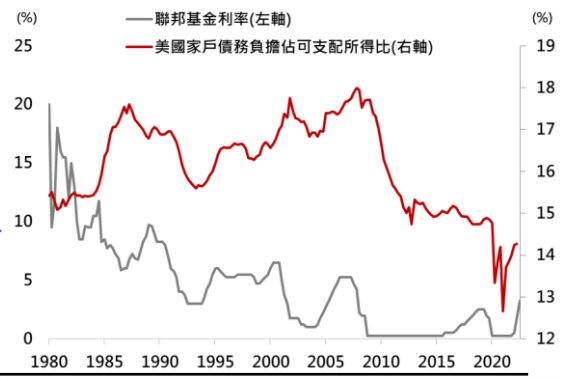
(1) 美國製造業持續進行庫存調整，ISM製造業指數已降至榮枯分水嶺之下（圖三），但非製造業仍維持擴張。

(2) 美國家戶負債佔可支配所得比仍低於歷年來景氣衰退時的水準（圖四），意味著本次升息循環對民間消費力影響相對有限。

圖三、美國ISM製造業與非製造業指數走勢圖



圖四、美國家戶債務狀況與利率走勢圖



圖三資料來源：Bloomberg，2017/11/30~2022/11/30。圖四資料來源：Bloomberg，1980/1/1~2022/9/30

景氣進入谷底期，靜待股債市由空轉多的機會

2023年全球景氣持續放緩，步入谷底階段，但美國經濟體質尚屬健全，失業率未大幅攀升，發生嚴重衰退的可能性低。隨著通膨降溫，貨幣政策出現轉向空間，或將為全球股債市帶來由空轉多的機會。

現階段Fed已放緩升息步伐，但利率仍在高檔，金融市場波動仍大，因此本月資產配置維持中性偏保守，低配股票並偏好投資等級債。後續將持續觀察通膨與Fed貨幣政策的變化，並密切留意經濟放緩的幅度及景氣落底回升的時點。

主要股債市展望及說明

已開發股市：中性

12月聯準會升息兩碼，官員談話暗示升息速度將放緩但升息終點利率可能更高，通膨增速與經濟成長由高點放緩，帶動全球股債市回升。升息逐漸接近終點、利率不確定性下降，加上製造業景氣可望於明年上半年觸底，股市評價可望逐步回升，後續庫存清理與企業獲利預估下修速度將決定股市落底時間與幅度。

新興股市：中性偏負向

全球經濟動能放緩、原物料價格震盪下跌及中國政策不確定性等因素，不利新興股市長線表現；不過隨著中國逐步放鬆防疫政策，加上美元反應升息接近終點轉弱，有助新興市場股市觸底回升。

信用債：中性

貨幣政策論調開始邊際放鬆，美國經濟動能正在放緩，但比預期來得具韌性，經濟尚未衰退但美國公債殖利率停止飆升的空窗期，有利信用債基金走出反彈行情。惟倘若美國經濟最終走向衰退，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

美國通膨觸頂回落跡象越發明顯，加上政策利率已達限制性水準，12月FOMC會議起Fed放緩升息速度、僅升息兩碼。貨幣政策態度的轉變，使得美國公債殖利率停止飆升，預期以公債為主的投資等級債券基金將逐步重拾其避險功能。

商品市場：中性偏負向

儘管通膨增速開始趨緩，但勞動市場供需仍然吃緊，使全球央行持續加速升息，市場擔憂央行政策錯誤導致景氣衰退風險升高，此外EIA(美國能源訊息署)近期調高今明兩年美國與全球石油產量預估，供需缺口開始縮小，不利於油價向上。

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。