

## 2023年第2季 金融市場投資展望

- 雖有零星的銀行風險事件，但發生嚴重系統性風險機會不高。股市評價回升後，基本面尚未接棒，預期股市短期呈現區間走勢。
- 隨著物價增速放緩，預期FED升息循環已步入尾聲，景氣好轉可期。
- 短期審慎持股，今年第2季起可逢低增持長期成長性的產業與公司；債券殖利率已達中長期高檔，建議配置優質債券以降低投資組合波動。

2023/03/22

本文提及之經濟走勢預測不必然代表未來實際情形及基金績效，基金投資風險詳閱公開說明書。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。

# 2023年第2季金融市場展望及投資建議

## ■ 股市近期仍偏區間走勢

1. **金融風險事件影響投資情緒**：近期少數金融機構出現流動性不足及財務風險，如矽谷銀行與瑞士信貸，但因政府快速出手相助，且目前金融體系與民間債務水準仍健康，預期不會發生大規模系統風險。
2. **評價面仍受限於高利率**：FED升息後，利率水準處於高位，短期內美股評價進一步走升空間受限。
3. **企業庫存調整尚未完成**：去年10月以來股市評價部份修復，但因2023上半年企業獲利仍處衰退，抑制股市進一步走升力道。

## ■ 正向看待景氣與企業獲利展望

1. **FED有望於今年停止升息**：美國通膨壓力持續緩解，加上近期金融體系風險事件，提供FED停止升息條件。
2. **經濟有望軟著陸**：若物價降溫並非源自於經濟衰退壓力，雖然FED下半年降息可能性降低，但在停止升息後，仍將增加經濟軟著陸機會。
3. **企業獲利回溫**：全球PMI數據自低點開始改善、企業庫存調整將告段落；2023下半年起~2024年經濟景氣及企業獲利正面發展預期，對股市將有所支撐。

投資建議：股市短期呈現區間整理走勢，但隨著下半年景氣好轉的預期，建議逢低增持具長期成長性的產業與公司。另外，因升息已走入尾聲，債券殖利率達中長期高檔，建議配置優質債券以降低投資組合波動。

本文提及之經濟走勢預測不必然代表未來實際情形及本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。  
以上建議僅供參考，不保證未來實際績效，投資人應視個別情況、投資目標及風險承受度等進行資產配置，投資前應詳閱基金公開說明書。



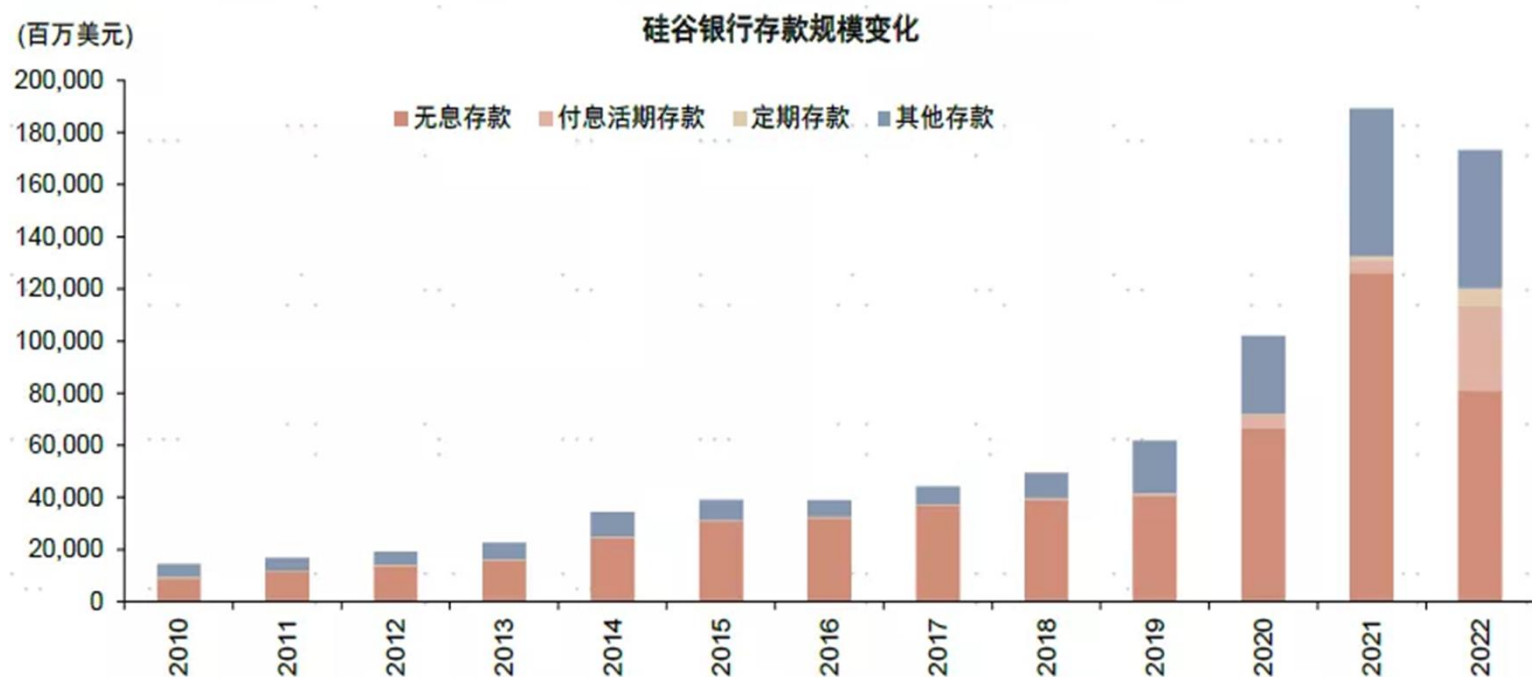
## 金融市場系統性風險評估

經濟放緩及加速升息後，雖可能發生個別流動性不足事件風險，但金融體系仍然健康；  
FED政策短期受通膨限制無法寬鬆，但仍具解除流動性危機能力

# 矽谷銀行事件為2020年疫後資金過度寬鬆的產物

低利資金支持新創事業擴張過速，  
矽谷銀行非傳統經營模式及資產錯配，不敵快速升息的不利影響

图表 8：近年在宽松流动性和 PE/VC 行业高景气度的背景下，SVB 存款规模快速增长



资料来源：公司公告，中金公司研究部

個別公司相關資料僅供說明之用。

資料來源：中金公司 · 2023/3/6

# 瑞士信貸事件並未顯著擴散至其他歐元區銀行

多數歐元區銀行雖然CDS價差上升，但上升幅度相對有限(仍低於2016年德意志銀行破產危機時水準)；銀行股股價亦顯著高於去年第四季低點



個別公司相關資料僅供說明之用。

資料來源: Bloomberg ; 資料截至 2023/3/17

# 歷史上金融危機事件並非都會造成股市大跌

近年來金融危機僅有次貸事件引發股市大跌，多數事發一個月後股市就會止跌回升(也僅有次貸事件前聯準會已開始降息，代表景氣疲弱時的金融危機危險性較高)

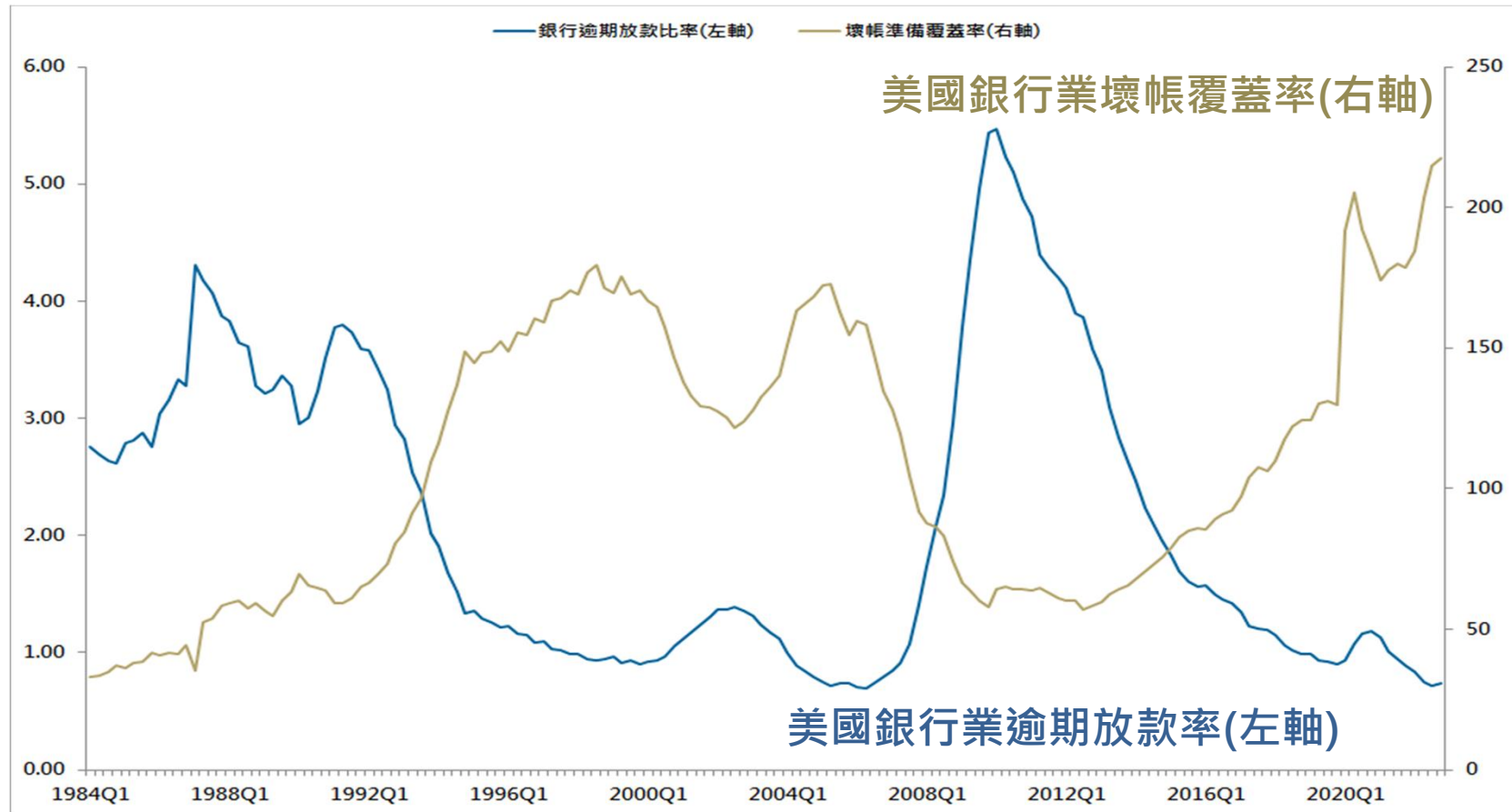
時間	事件	事件前一年聯邦利率變動 (b.p)	事件後半年變動(b.p)			股市變動		
			聯邦利率	2年債利率	10年債利率	1個月	3個月	6個月
1984/05	伊利諾大陸銀行破產	87	-225	-245	-186	-3.9%	-2.1%	-7.8%
1987/10	黑色星期一	100	-13	-17	-34	-8.5%	2.1%	3.8%
1994/12	墨西哥違約	250	50	-186	-154	2.4%	9.0%	18.6%
1997/07	亞洲金融風暴	25	0	-8	-27	-5.7%	-4.2%	2.7%
1998/10	LTCM破產	0	-75	-21	-32	6.2%	21.6%	29.4%
2008/09	雷曼兄弟破產	-275	-175	-99	-81	-16.9%	-22.6%	-31.6%
2010/01	歐債危機	0	0	-21	-65	2.9%	10.5%	2.6%
中位數			-13	-21	-65	-3.9%	2.1%	2.7%

個別公司相關資料僅供說明之用。

以上資料為舉例說明，不代表未來實際情形。資料來源: 復華投信整理；資料時間1984-2011

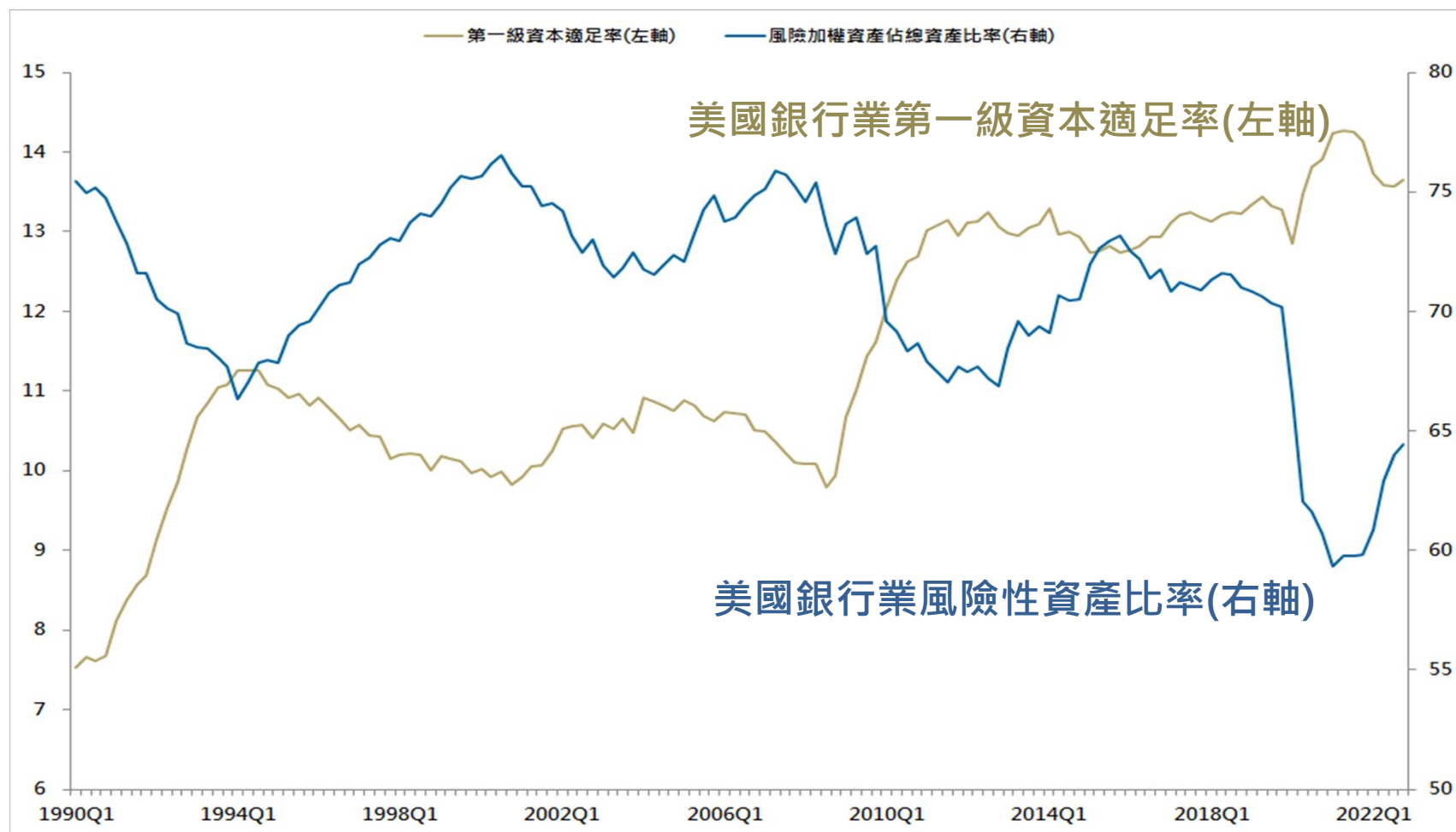
# 美國整體銀行業並無資產品質問題

與2008年次貸危機時相比，美國銀行業目前並無資產品質惡化問題，  
壞帳提撥準備與逾期放款比率均接近史上最佳水準



# 美國銀行業資本體質亦顯著增強

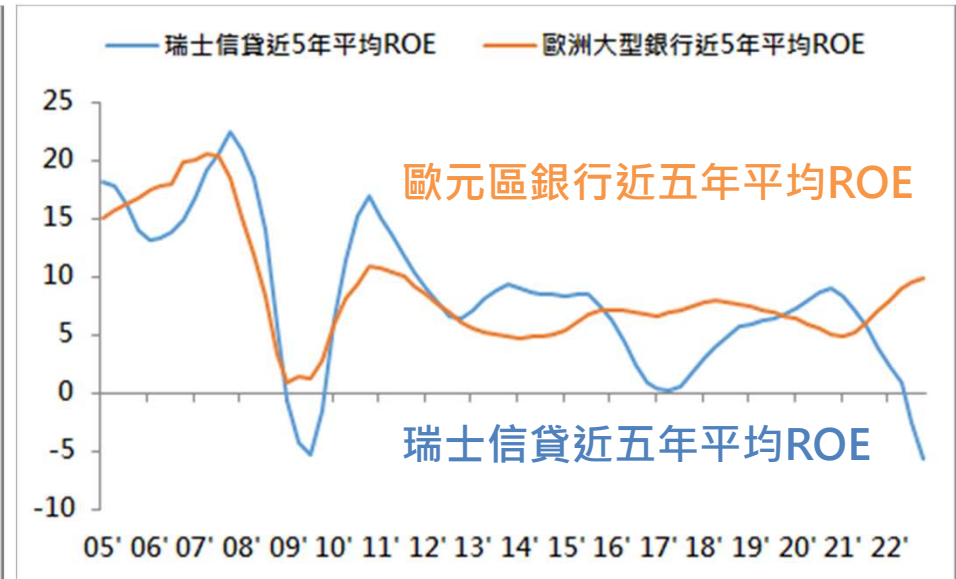
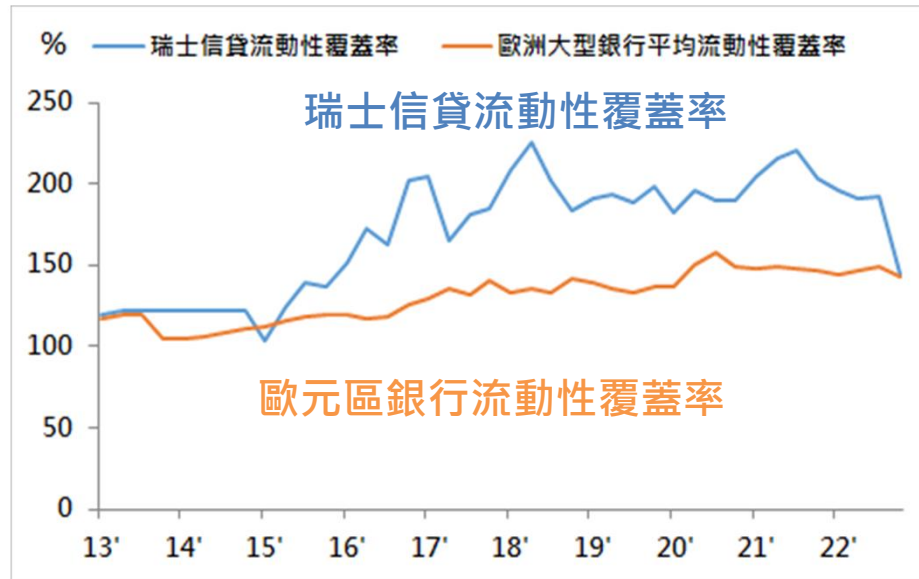
經2008年金融海嘯後銀行大幅提升自有資本比率，風險性資產比率亦顯著下滑





# 瑞士信貸短期流動性風險有限

瑞信長期獲利能力疲弱為結構性問題，但短期流動性風險可控

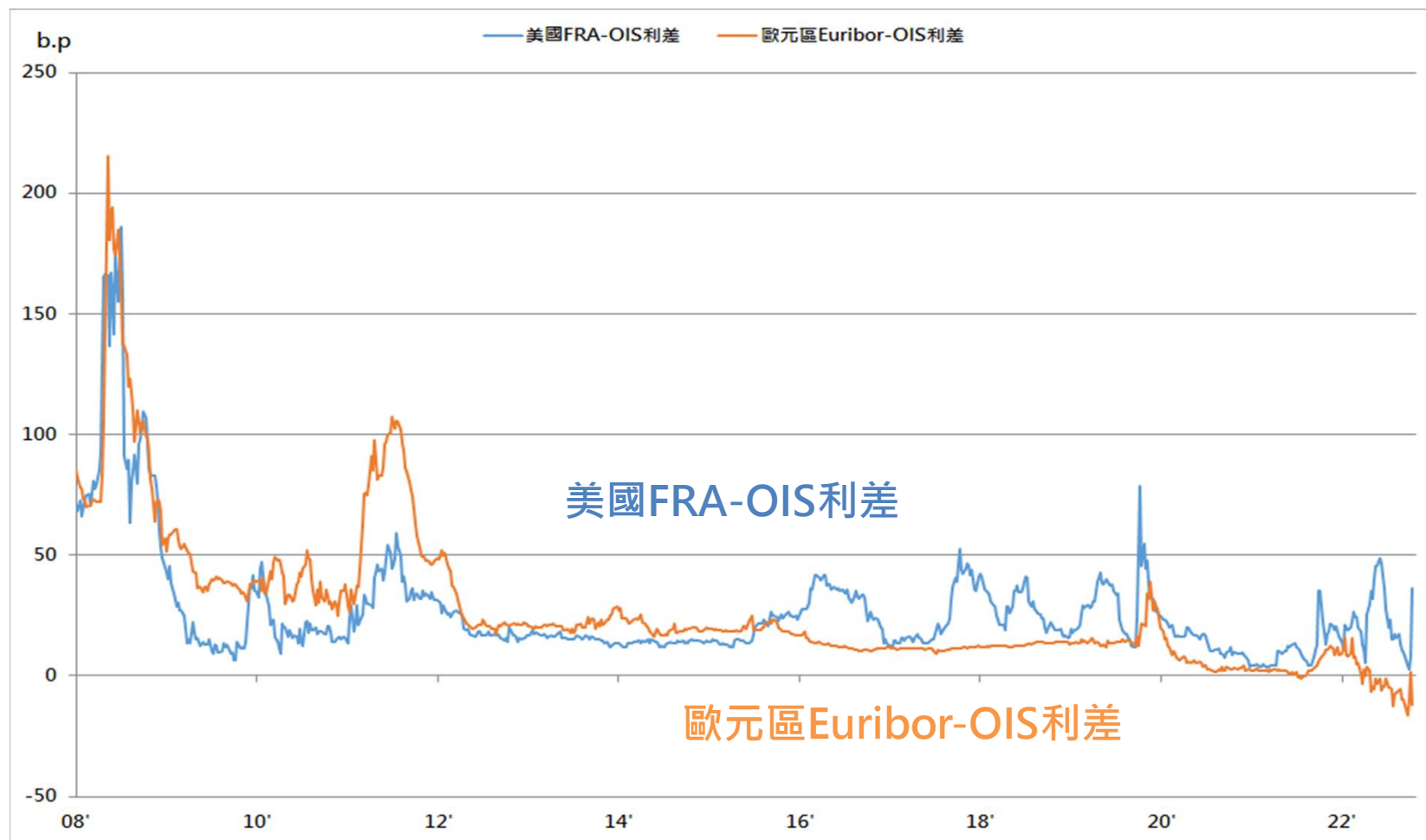


個別公司相關資料僅供說明之用。

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 ; 資料截至 2022/12/31

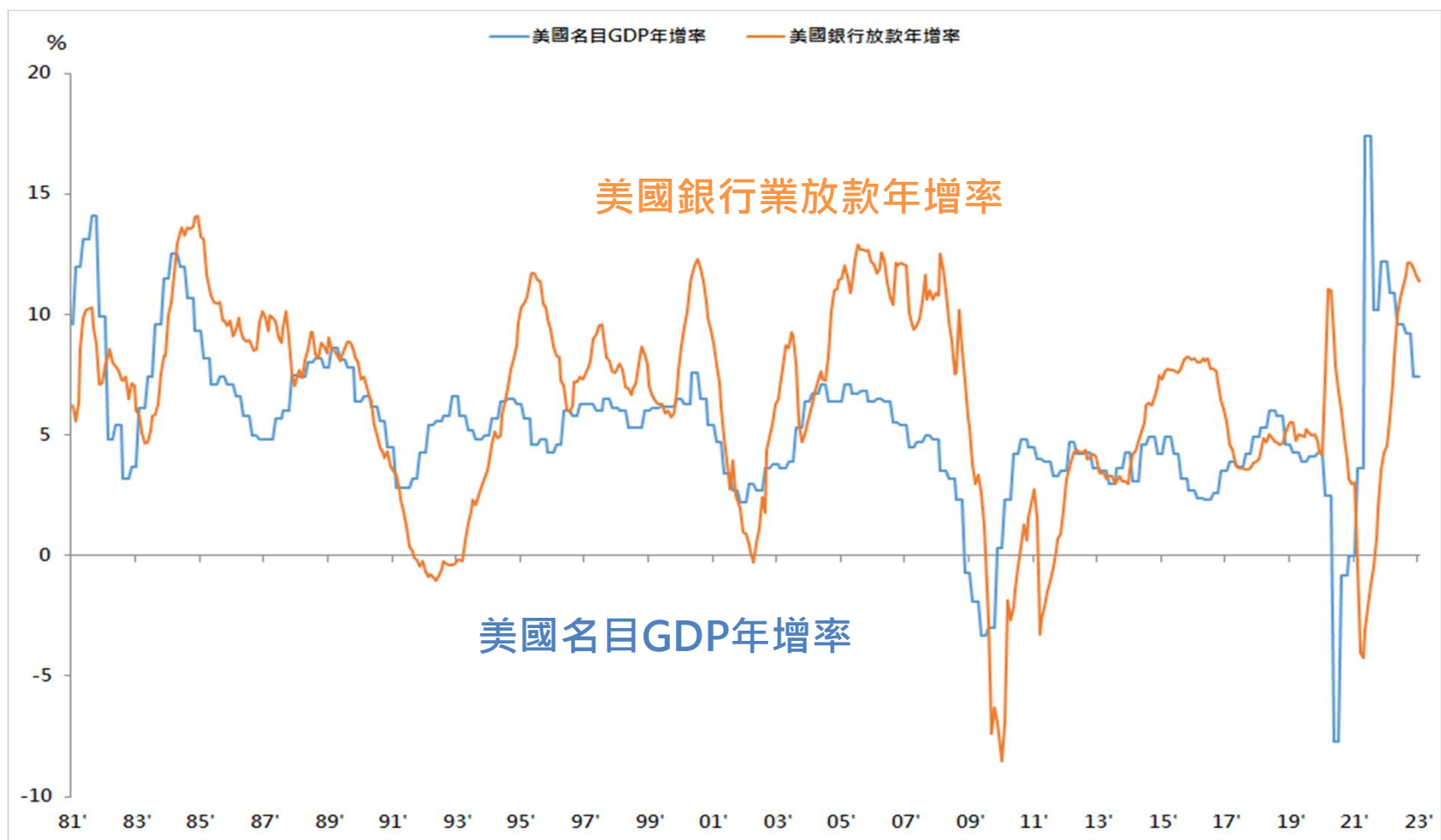
# 銀行間流動性並未持續惡化

歐美銀行流動性狀況近期雖略有變差，但仍遠未達流動性吃緊水準；  
針對流動性問題各央行也累積豐富處理與應對經驗



# 未來觀察銀行放款後續是否大幅緊縮並影響景氣

過往銀行放款通常與景氣同步(甚至有越來越落後的跡象)，  
但仍需密切觀察銀行若持續縮減放款意願，是否會使景氣增長下滑趨勢加速



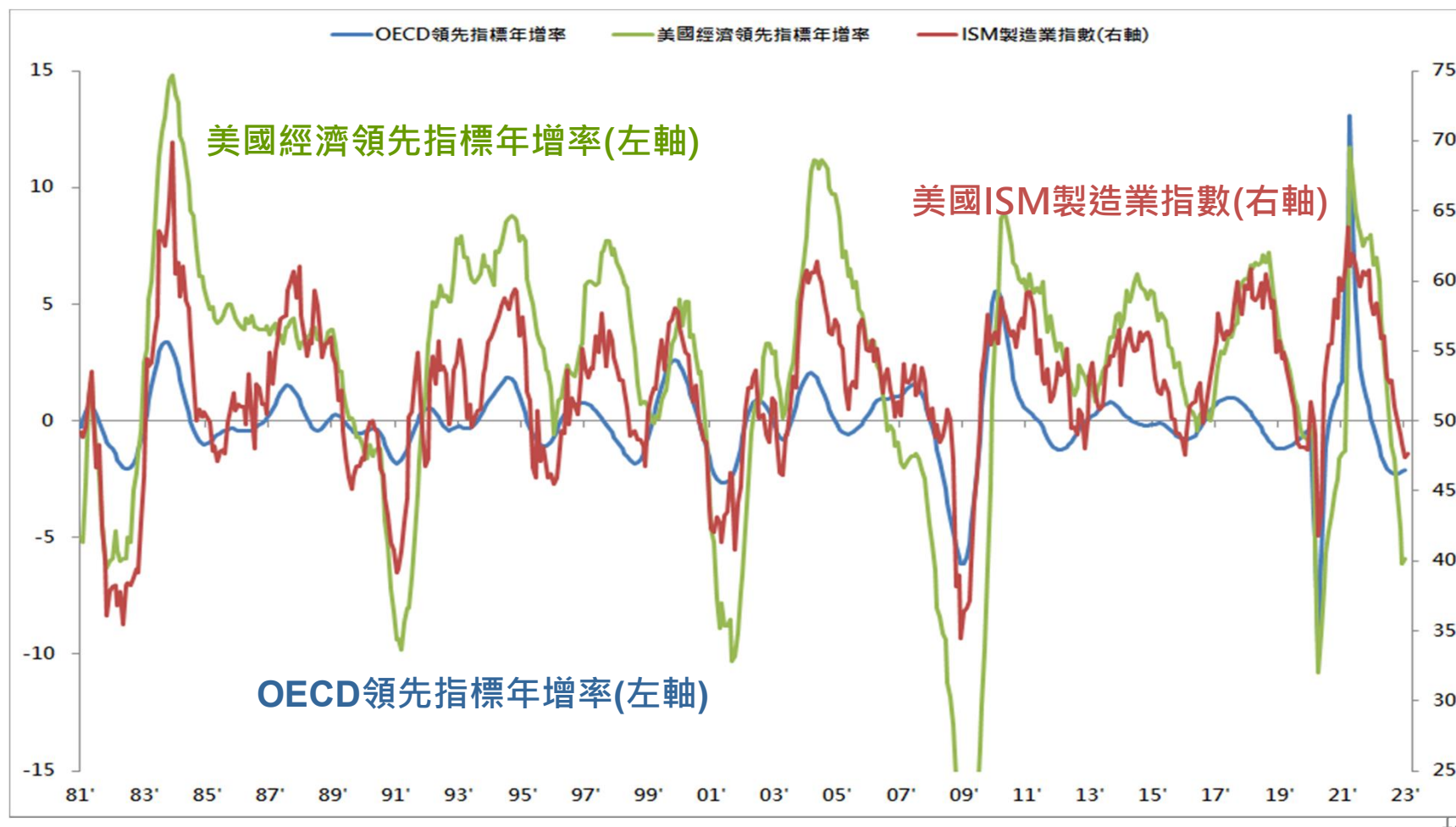


## 景氣發展、通膨與利率走勢預期

製造業景氣觸底、勞動市場景氣仍強勁，通膨將逐步下滑，  
加上銀行危機干擾將使聯準會於上半年結束升息，預期中長期利率亦將緩步下滑

# 多項全球綜合景氣指標均開始打底

全球景氣自高點已歷經約兩年調整，與過去景氣修正時間相符，  
相對位置亦均已達歷史相對低檔區



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 ; 資料截至 2023/2/28

# 全球製造業PMI已落底改善

中國、歐洲經濟展望改善、美元不再單向強勢，FED將停止升息，全球景氣落底改善

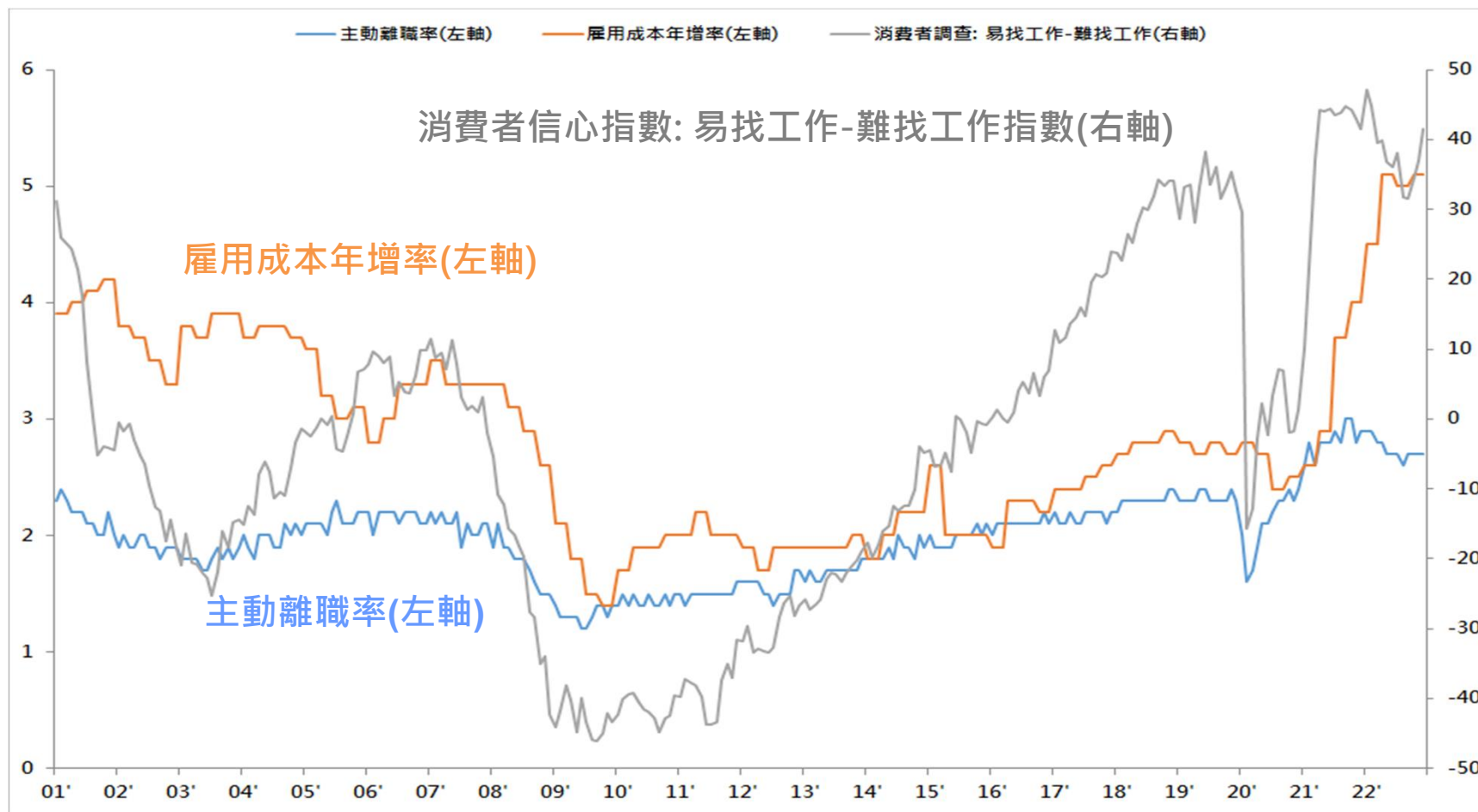
### 全球製造業PMI熱圖及走勢

	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23
Global	55.5	55.4	54.1	54.1	54.2	54.2	54.3	53.2	53.7	52.9	52.3	52.3	52.2	51.1	50.3	49.8	49.4	48.8	48.7	49.1	50.0
US	62.1	63.4	61.1	60.7	58.4	58.3	57.7	55.5	57.3	58.8	59.2	57.0	52.7	52.2	51.5	52.0	50.4	47.7	46.2	46.9	47.3
Canada	56.5	56.2	57.2	57.0	57.7	57.2	56.5	56.2	56.6	58.9	56.2	56.8	54.6	52.5	48.7	49.8	48.8	49.6	49.2	51.0	52.4
UK	63.9	60.4	60.3	57.1	57.8	58.1	57.9	57.3	58.0	55.2	55.8	54.6	52.8	52.1	47.3	48.4	46.2	46.5	45.3	47.0	49.3
Euro Area	63.4	62.8	61.4	58.6	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5	55.5	54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4	47.1	47.8	48.8	48.5
Germany	65.1	65.9	62.6	58.4	57.8	57.4	57.4	59.8	58.4	56.9	54.6	54.8	52.0	49.3	49.1	47.8	45.1	46.2	47.1	47.3	46.3
France	59.0	58.0	57.5	55.0	53.6	55.9	55.6	55.5	57.2	54.7	55.7	54.6	51.4	49.5	50.6	47.7	47.2	48.3	49.2	50.5	47.4
Italy	62.2	60.3	60.9	59.7	61.1	62.8	62.0	58.3	58.3	55.8	54.5	51.9	50.9	48.5	48.0	48.3	46.5	48.4	48.5	50.4	52.0
Spain	60.4	57.0	59.5	58.1	57.4	57.1	56.2	56.2	56.9	54.2	53.3	53.8	52.6	48.7	49.9	49.0	44.7	45.7	46.4	48.4	50.7
Japan	52.4	53.0	52.7	52.5	52.2	52.5	52.8	55.4	52.7	54.1	53.5	53.3	52.7	52.1	51.5	50.8	50.7	49.0	48.9	48.9	47.7
Australia	63.2	60.8	51.6	51.2	50.4	54.8	48.4	46.4	53.2	52.7	58.5	52.4	54.0	52.5	49.3	50.2	49.6	44.7			
China	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2	51.6
HK	51.4	51.3	53.3	51.7	50.8	52.6	50.8	48.9	42.9	42.0	51.7	54.9	52.4	52.3	51.2	48.0	49.3	48.7	49.6	51.2	53.9
South Korea	53.9	53.0	51.2	52.4	50.2	50.9	51.9	52.8	53.8	51.2	52.1	51.8	51.3	49.8	47.6	47.3	46.2	49.0	48.2	48.5	48.5
Taiwan	57.6	59.7	58.5	54.7	55.2	54.9	55.5	55.1	54.3	54.1	51.7	50.0	49.8	44.6	42.7	42.2	41.5	41.6	44.6	44.3	49.0
Singapore	50.8	51.0	50.9	50.8	50.8	50.6	50.7	50.6	50.2	50.1	50.3	50.4	50.3	50.1	50.0	49.9	49.7	49.8	49.7	49.8	50.0
Indonesia	53.5	40.1	43.7	52.2	57.2	53.9	53.5	53.7	51.2	51.3	51.9	50.8	50.2	51.3	51.7	53.7	51.8	50.3	50.9	51.3	51.2
India	48.1	55.3	52.3	53.7	55.9	57.6	55.5	54.0	54.9	54.0	54.7	54.6	53.9	56.4	56.2	55.1	55.3	55.7	57.8	55.4	55.3
Brazil	56.4	56.7	53.6	54.4	51.7	49.8	49.8	47.8	49.6	52.3	51.8	54.2	54.1	54.0	51.9	51.1	50.8	44.3	44.2	47.5	49.2
Mexico	48.8	49.6	47.1	48.6	49.3	49.4	49.4	46.1	48.0	49.2	49.3	50.6	52.2	48.5	48.5	50.3	50.3	50.6	51.3	48.9	51.0
Turkey	51.3	54.0	54.1	52.5	51.2	52.0	52.1	50.5	50.4	49.4	49.2	49.2	48.1	46.9	47.4	46.9	46.4	45.7	48.1	50.1	50.1
Poland	59.4	57.6	56.0	53.4	53.8	54.4	56.1	54.5	54.7	52.7	52.4	48.5	44.4	42.1	40.9	43.0	42.0	43.4	45.6	47.5	48.5
Russia	49.2	47.5	46.5	49.8	51.6	51.7	51.6	51.8	48.6	44.1	48.2	50.8	50.9	50.3	51.7	52.0	50.7	53.2	53.0	52.6	53.6
South Africa	51.0	46.1	49.9	50.7	48.6	51.7	48.4	50.9	50.9	51.4	50.3	50.7	52.5	52.7	51.7	49.2	49.5	50.6	50.2	48.7	50.5
大於50	21	20	19	22	22	21	20	19	20	19	20	21	21	14	11	8	7	5	5	8	13
比例	88%	83%	79%	92%	92%	88%	83%	79%	83%	79%	83%	88%	88%	58%	46%	33%	29%	21%	21%	33%	54%

資料來源: Bloomberg, 2023/3

# 美國勞動市場景氣仍相對熱絡

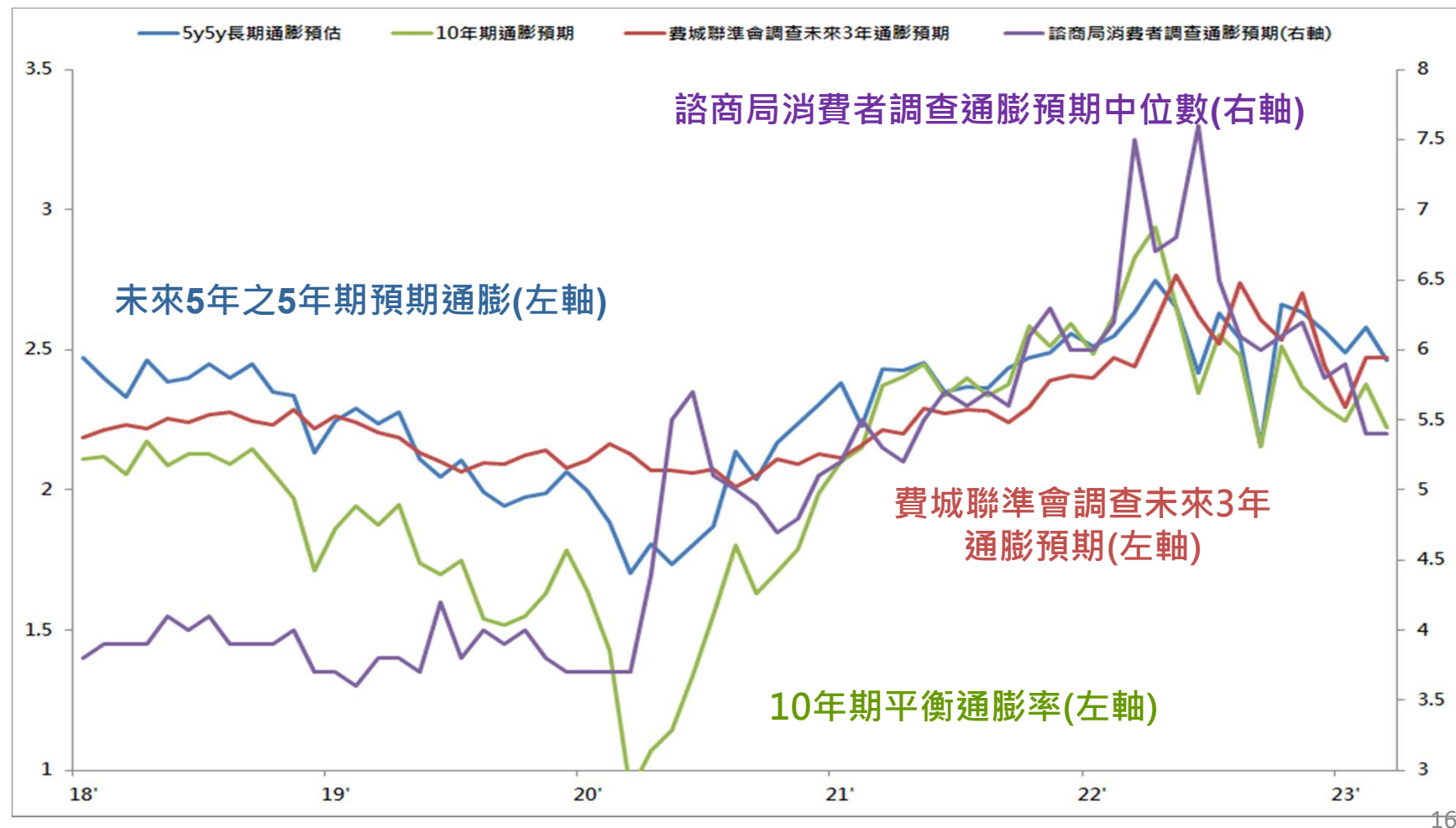
勞動市場並未受高利率影響，仍然供不應求，使薪資增速維持高位





# 但多數通膨預期指標亦並未顯著上升

無論債市、利率交換市場或消費者調查的通膨預期指標均維持在近兩年的中下緣

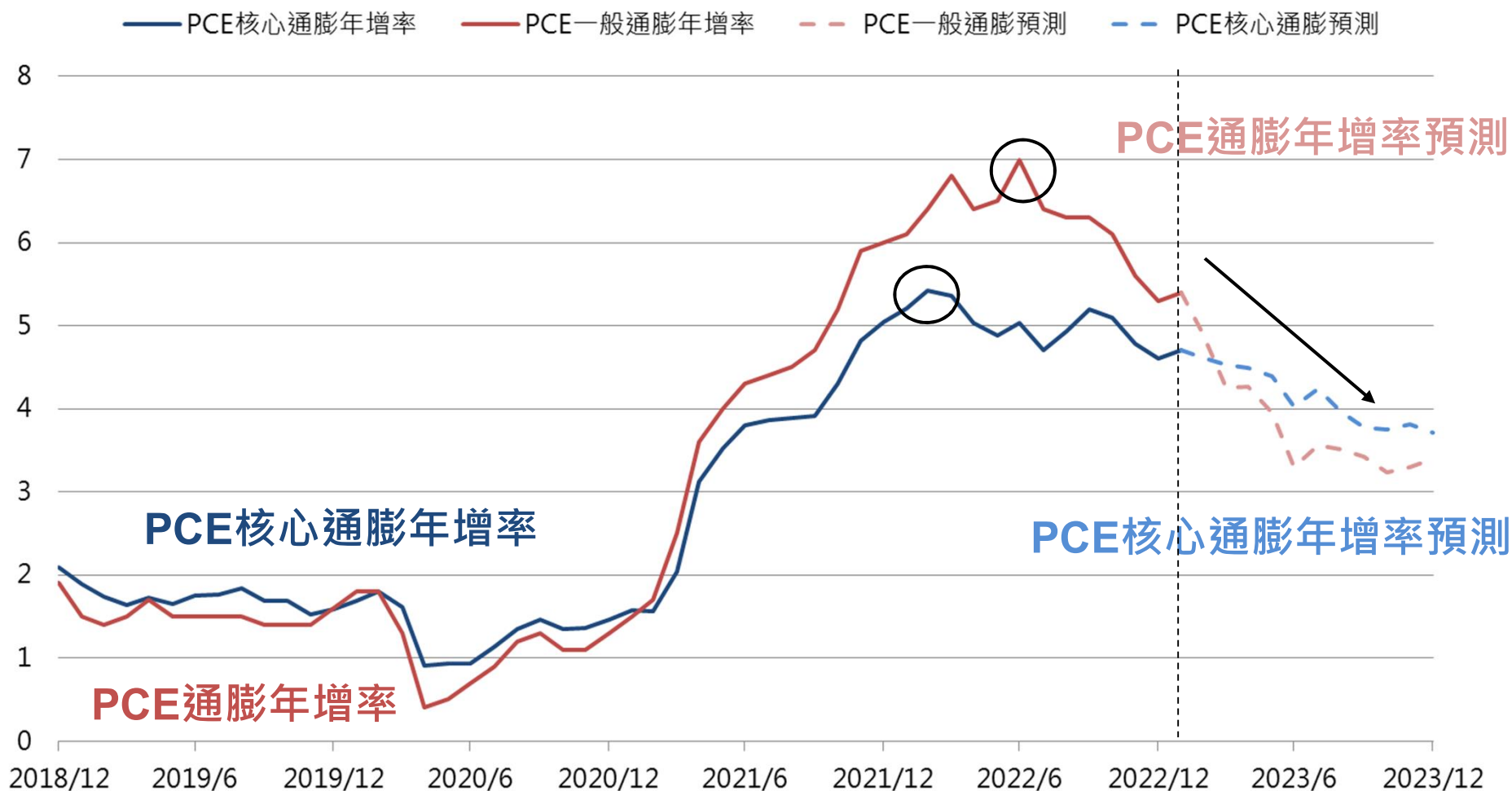




# 預期美國通膨增速至年底仍將持續下滑

供應鏈改善、需求增速放緩、基期效應，2023年底前通膨仍將持續緩解

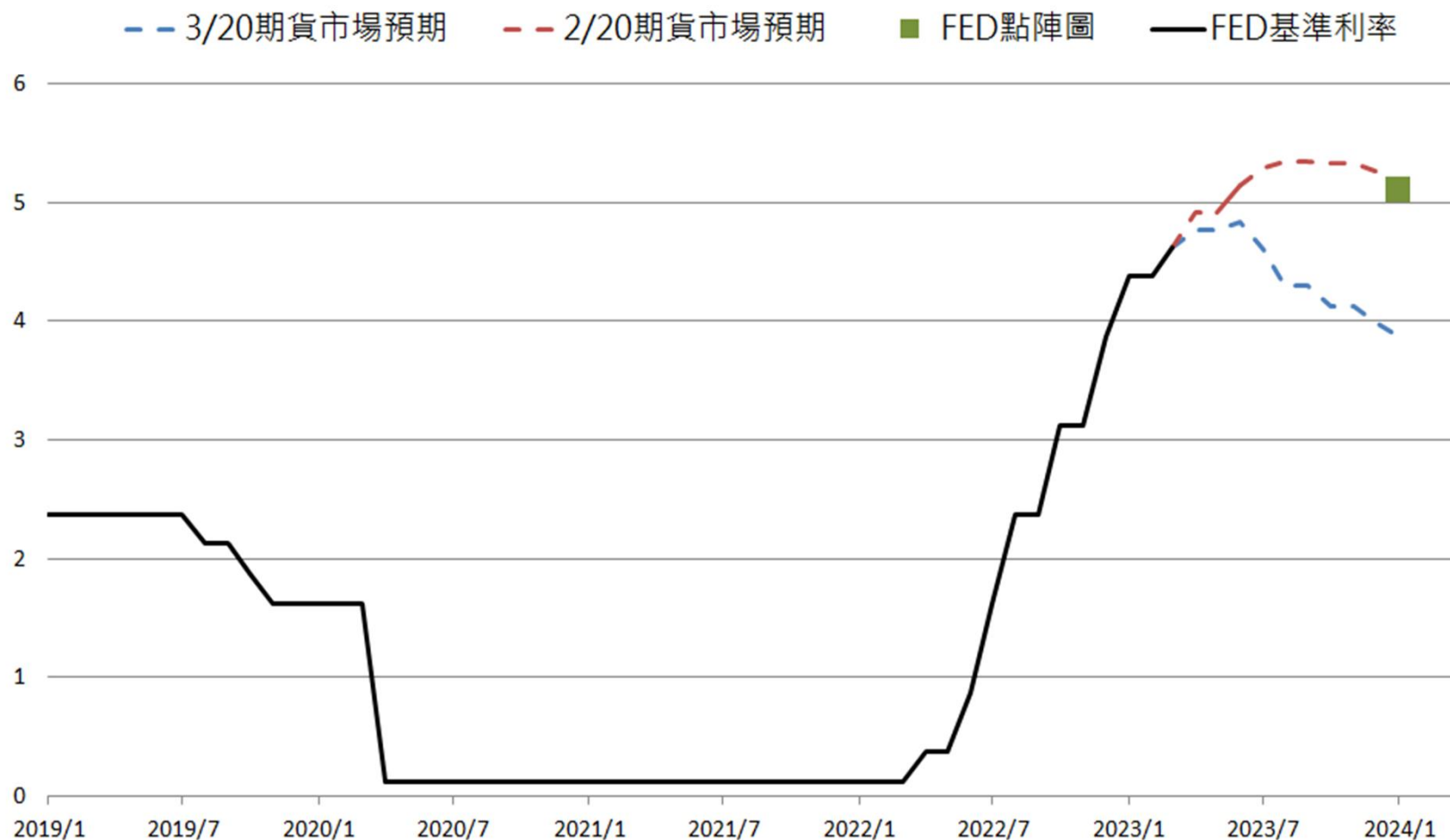
### 美國PCE通膨2018至2023年預測走勢



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 · 資料截至 2023/3/9 (虛線為復華投信預估)

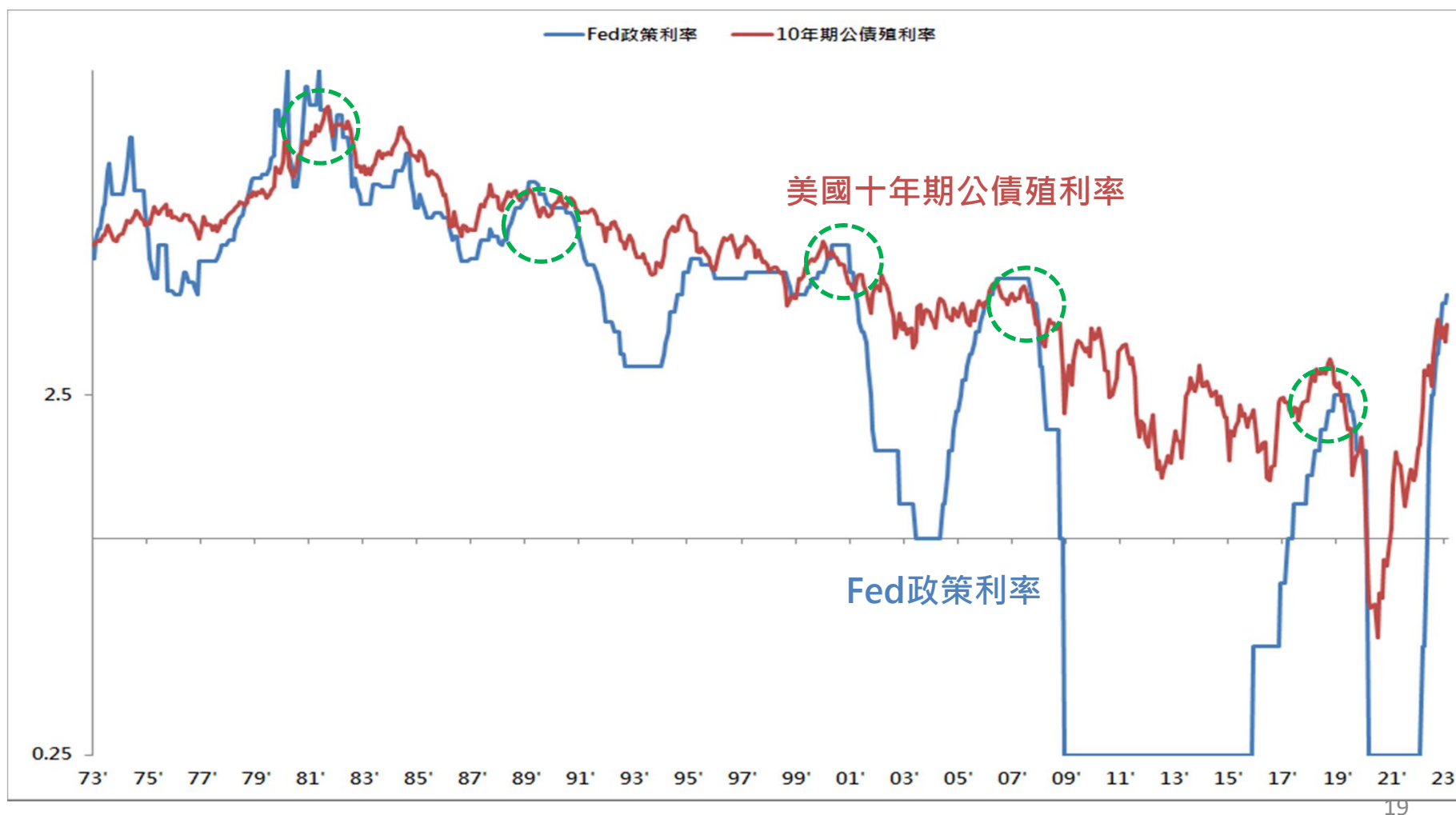
# 金融市場已迅速反應央行升息已接近尾聲

金融市場迅速反應在銀行倒閉危機後，聯準會將不會再大幅拉高利率



# 升息結束後，美債殖利率長線下行趨勢不變

隨Fed於今年中結束升息循環，美國公債殖利率將開啟長線震盪下行趨勢



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 · 2023/3/2

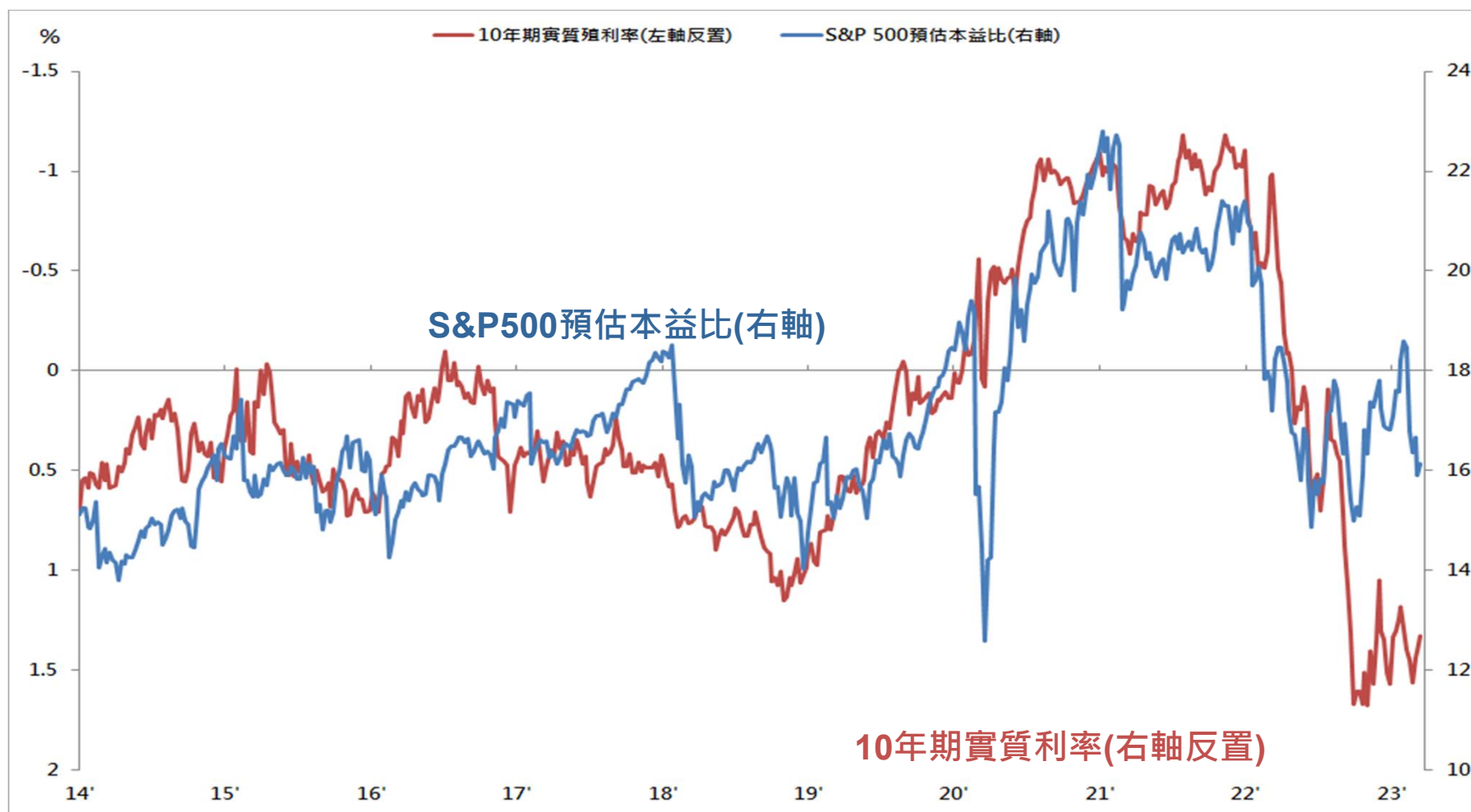


## 金融市場展望

通膨不再惡化、銀行危機提供FED停止升息條件，全球PMI數據已自低點改善，  
2023下半年~2024年經濟景氣及企業獲利正面發展預期，對股市將有所支撐

# 股市評價仍受偏高利率影響短期難以大幅上調

高利率仍壓抑股市評價進一步上調



# 美國整體指數評價亦對長期資金吸引力不足

美國整體股指評價接近長期平均，雖然不貴，但也並非處於長線低檔區



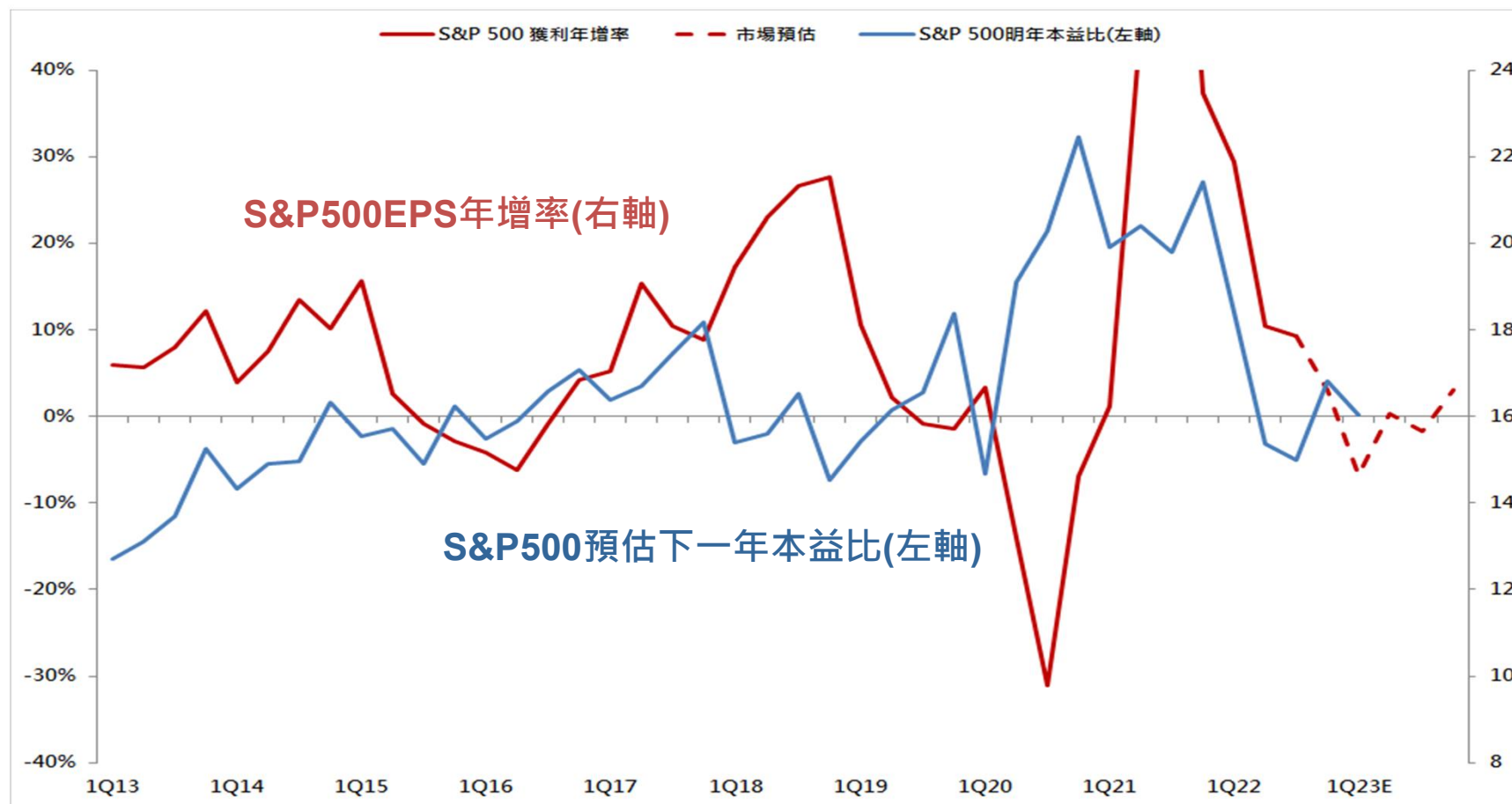
# 全球主要股市企業獲利成長前景並不強勁

2023年整體企業獲利成長動能僅約0-5%，僅陸股因基期偏低預期增速較強

主要國家股市	2022年獲利 成長率預估 (%)	2023年獲利 成長率預估 (%)	今年(2023) 預估本益比	明年(2024) 預估本益比	過去5年 本益比區間
MSCI全球指數	+9.5	+0.1	15.4	14.1	12.6~24.5
美國S&P500	+7.1	+0.3	18.3	16.5	14.0~27.4
道瓊歐洲600指 數	+18.5	+1.5	12.6	11.9	10.6~23.7
中國上證指數	+9.9	+17.1	12.4	10.3	9.1~15.5
台灣股市	-4.8	-17.5	14.9	12.4	9.1~20.3
MSCI新興市場	+8.3	-3.3	11.5	11.7	10.1~19.9

# 美股上半年企業獲利仍處衰退，靜待下半年轉機

自去年10月股市反彈、評價改善至一定程度後，仍需企業獲利改善提供進一步上漲動能

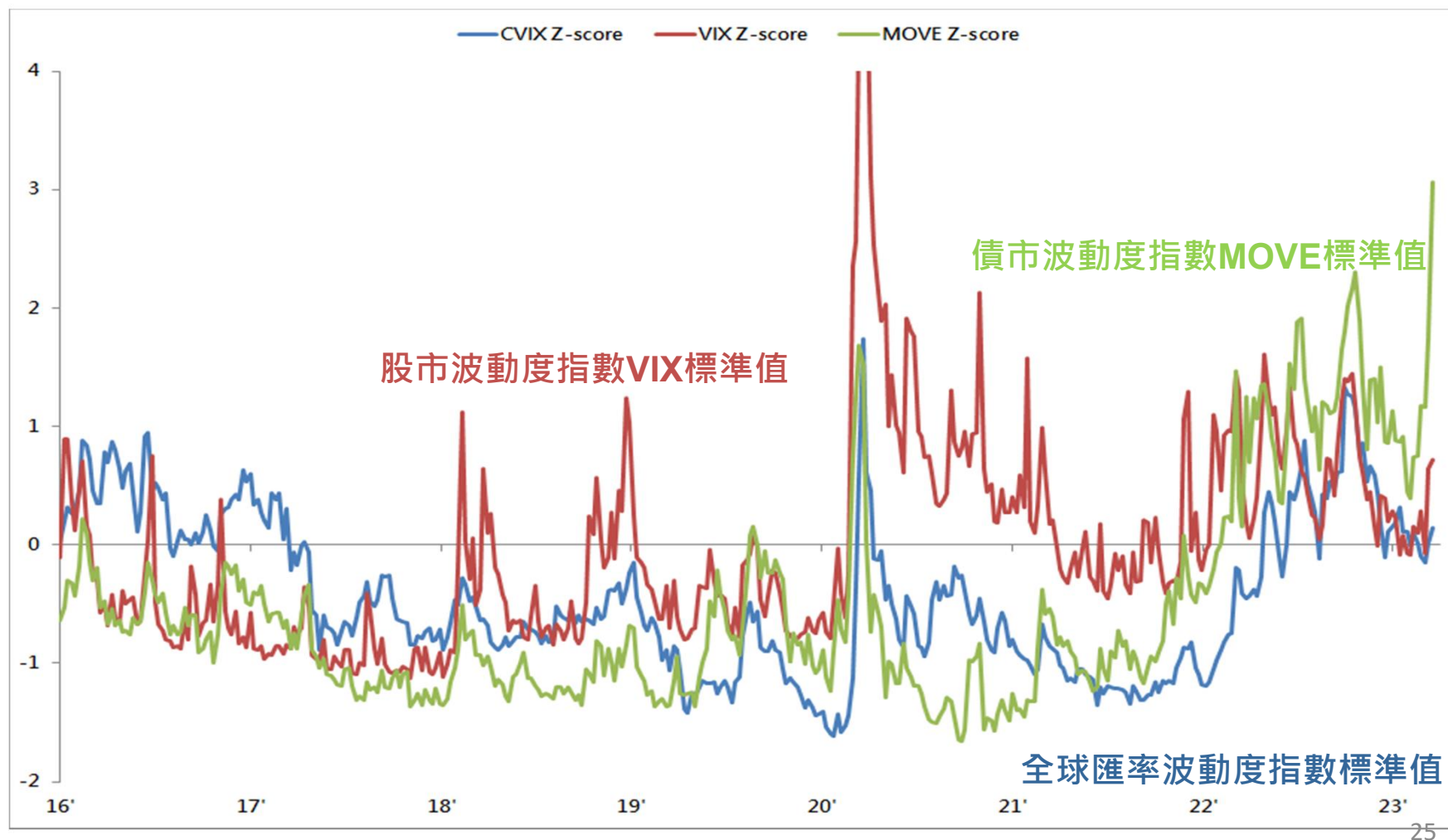




# 全球股匯市波動度並未跟隨債市波動度上升

全球景氣較預期穩健，使股匯市波動度並未跟隨債市波動度走高

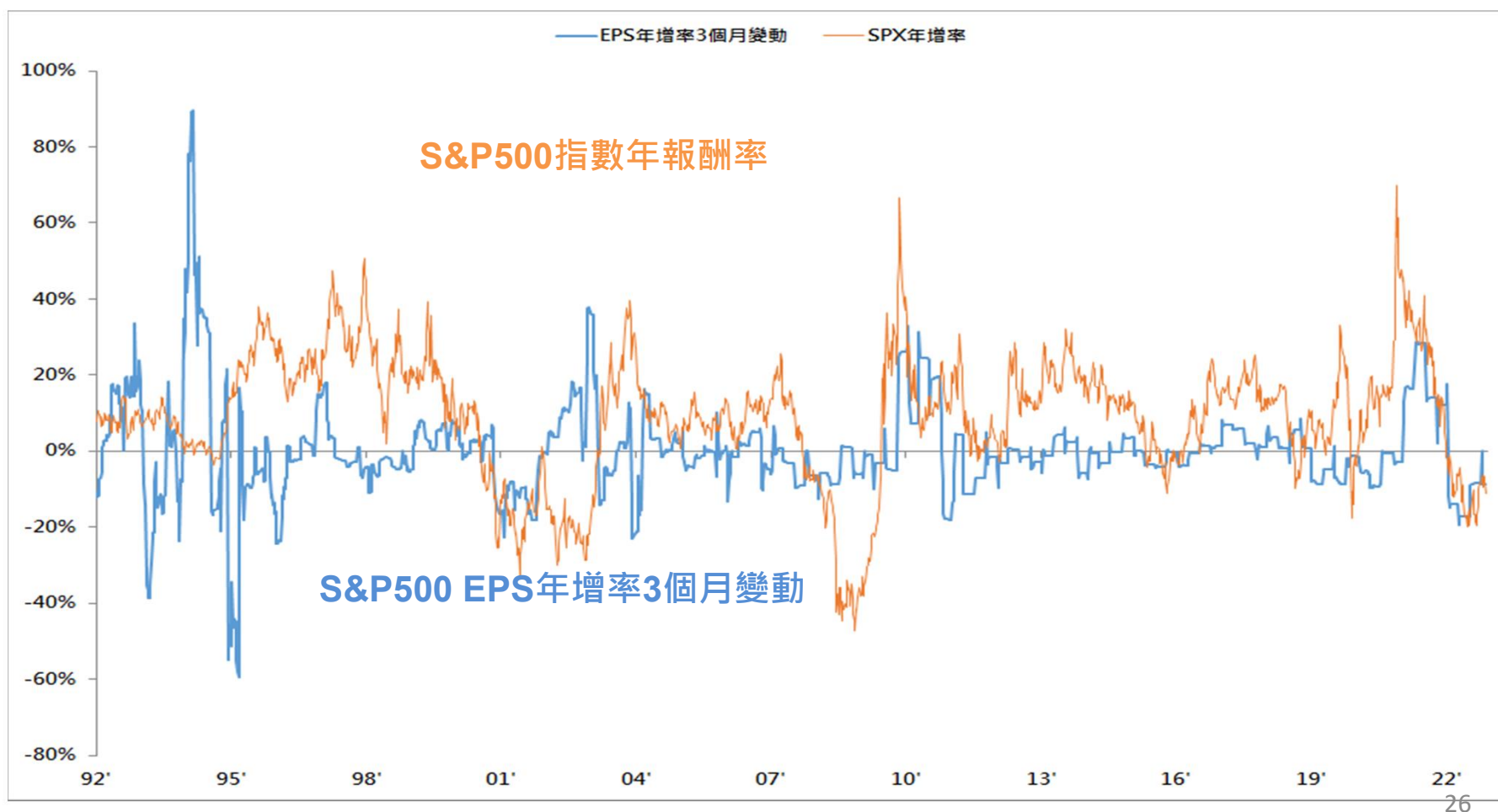
## 全球股債匯市波動度



# 企業獲利增速放緩最壞時點已過

美股獲利年增率雖仍在下滑，但增速下滑最快時點已過，有助股市築底

## S&P500年報酬率、S&P500 EPS年增率三個月變動

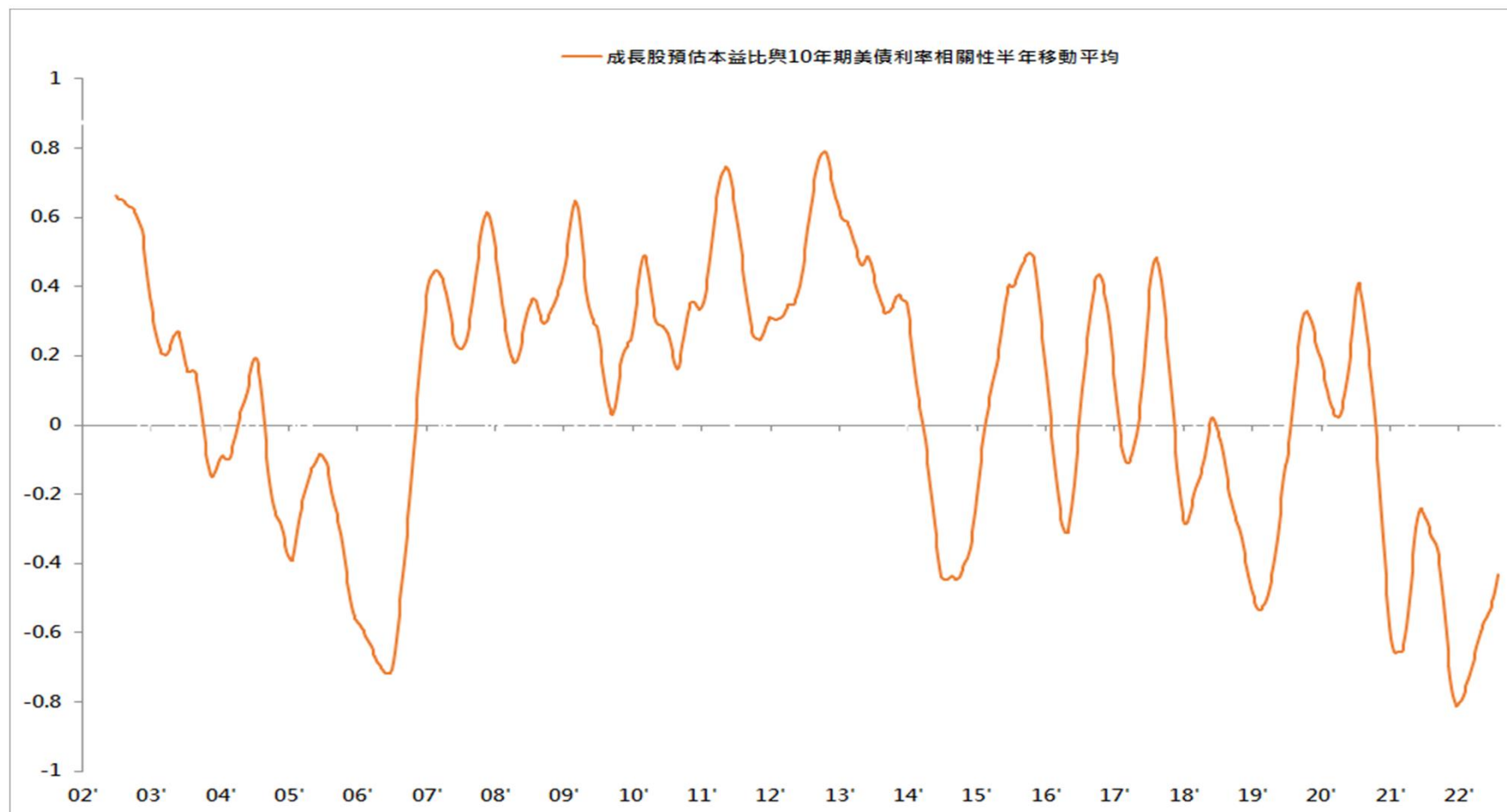


本文提及之經濟走勢預測不必然代表未來實際情形。資料來源: Bloomberg ; 資料截至 2023/2/28

# 高利率對成長股評價衝擊已逐步接近尾聲

近兩年多來利率與股市的高度負相關性已逐步均值回歸，  
顯示利率對股市的高度影響性已逐步接近尾聲

## S&P500成長股預估本益比與10年期美債利率相關性近半年移動平均

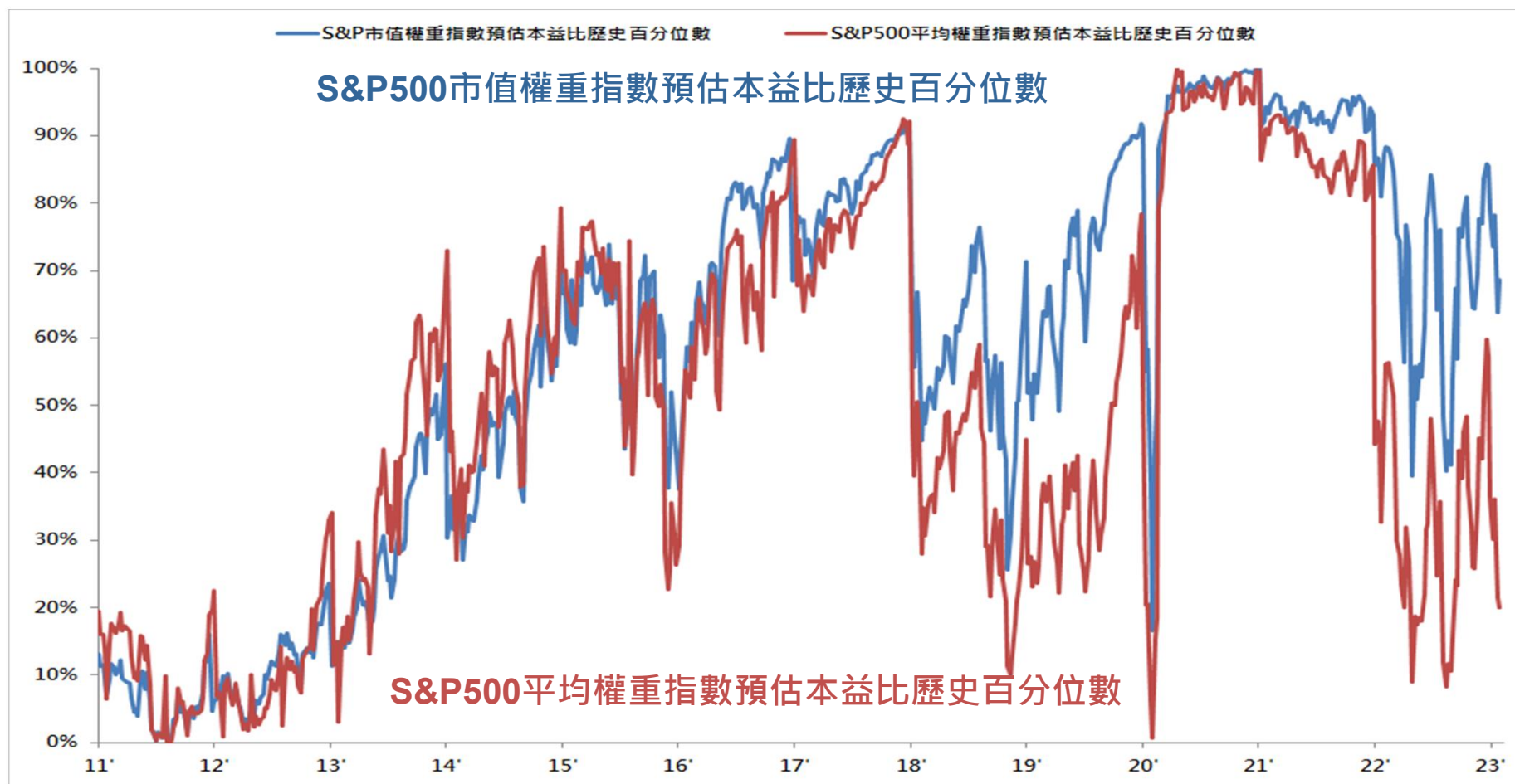


27

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 ; 資料截至 2023/3/17

# 多數美股個股評價已達相對合理水準

儘管美股指數本益比仍位於歷史高位，但平均權重指數評價位於歷史低檔，顯示多數個股票評價已修正至相對合理水準，選股獲利空間仍大



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