

【永豐金證券 Q4 論壇 memo-2023 年美中經濟暨台灣產業展望
20221213】

主講人：中經院 陳馨蕙 博士

美國

- 1.美國經濟從 2020 年疫情以來從未好過，且部分實體經濟衝擊仍落後反應，惟金融市場對升息的反應將漸次遞減。
- 2.美國 GDP2022 上半年已連續兩季負成長，但美國僅承認「技術性衰退」，與民眾感受出現落差。
- 3.非農就業增加主要來自受疫情影響較嚴重之休閒娛樂(+22.4 萬)，而製造業卻減少 10 萬職位。
- 4.cpi 指數看似往下，但民生物價漲幅高，導致排擠消費性電子、低階衣物及低階自行車等支出，以上產業復甦會較慢。
- 5.勞動參與率尚未回到 2020 年 2 月水準 63.4%。
- 6.工資成長但部分導因為人力缺口而使雇主需提高薪資(供需失衡)。
- 7.10 月份裁員人數數據，整體減少 33843 份職位，預計第四季有更多裁員活動，將集中在疫下曇花產業，應避開相關類股。
- 8.連續半年 CPI 年增率維持在 8%以上，名目消費金額將可能失真(未經通膨調整，僅透過季節調整)，並不代表實體經濟穩健成長。4Q22 加入 ISM 製造業 PMI 等指標後，GDP 將由 4%大幅下修至 2.8%
- 9.美國產能利用率才剛回到疫情前的水準(80%)。
- 10.全球停工斷鏈，導致極端供需失衡，貨運、就業(失業率)等是相對落後指標。

11.2022/11 新增訂單數據較 2021/3 下滑，但存貨在增加，交貨時間在下降，可見供需開始失衡。

12.美國通膨問題是供需失衡的問題，透過持續升息，會對不同個股及公司造成很大的影響。

13.密西根大學通膨預期 2022 年第二季增速已趨緩。美國通膨攀升主因之貨運與二手車的價格增速也明顯趨緩。

14.因為目前沒有穩健需求支撐，通膨一定會回來，在瘋狂拉貨後個別公司或產業將面臨存貨跌價及資金壓力，必須留意汽車(整車)是否會出現如消費性電子的回檔，但汽車電子零組件暫不用擔心。

15.預期升息將會持續，但會緩下來，但市場資金易放難收，6月宣布縮表，9月加速縮表，但資產負債表僅由 8.9 兆下降至 8.6 兆左右，僅約 3000 億左右，比例約 3%。很大部分都是收新興市場的錢，明年新興市場對通膨或本身經濟及貨幣貶值是有一定的壓力，

16.過往認為利率是解決通膨的唯一或主要策略，但疫情後情況快速改變，必須利率搭配政策，但目前官方仍認為實體經濟非常好。

17.相較於衰退，明年更適宜的字眼應該是修正，並且波動劇烈快速反應，過去兩年信用過度擴張，過度槓桿，大幅拉貨的個股將在 4Q22~1Q23 面臨較大的風險。

18.市場資金仍多，但升息對於實體經濟衝擊的效果正要顯現：房貸利率飆升排擠消費力道；債券流動性的陷阱；企業資金壓力增加(尤其一些較無議價權及只做單一品牌客戶的公司)；存貨從財報去打消衍生的假帳風險；裁員與業務縮減調整(尤其疫下曇花之相關產業)

19.儲蓄率下滑非常嚴重，一定會影響後續消費力道。

20.因現在訊息快速反應，殖利率倒掛預測衰退的定理不一定會發生，高收益債可能會有資金壓力，資金較無彈性者應避開。

21.小結: 避開槓桿部位高、現金少、取得資金不易、客戶單一集中、主要銷售地區集中在新興國家的公司，升息對每個企業殺傷力不同，此次中低階修正幅度將大於高階產品，並不會通殺，升息對美元指數和股市影響力漸次降低，目前市場非常悲觀，應縮衣節食等天明。

中國

1.中國自 2021 年起祭出各種政策限制，改革(房產三道紅線、能耗雙控、補教、電玩等產業監管)，目的是為了打 bubble。

2.房地產問題會大幅拖累中國 GDP，但因三道紅線政策已主動打高度槓桿的部分，不至於發生系統性風險，但不代表個別房地產不會有問題。

3.人民幣相對其它主要貨幣貶值幅度並不算大，且黃金儲備量高，因此不認為人民幣是大問題。

4.據訪查業者，通膨影響比例雖超過 8 成，但主要影響集中在不確定性攀升。實際對營運造成影響的反而是中國封控，有 36.3%的企業反應營收訂單減少，且有接近 7 成的企業反應供應鏈延誤中斷。
故觀察景氣落底反彈的開始應要關注中國封控何時解除。

5.若公司屬於成熟製程、原物料相關，也許通膨緩解、清零稍微解封後，有機會在 2Q23/3Q23 有表現，若是高階消費性產品，歐美市場為主，週期就不太一樣。

台灣

1.以 PMI 數據來看，有公開市場報價的如:塑化、鋼鐵跌幅已收斂，庫存也稍微下來，上游會先反彈，預期清明後有機會觸底反彈，但在半導體產業，越上游的存貨問題仍在，反而記憶體部分存貨調節速度較快。

2.庫存明顯較前月改善，但終端需求仍未好轉，而是從供給面調節存貨、產能配置與資本支出，故存貨問題會在中下游反應較大。

3.IC 模組最快反應落底，存貨已非常低，但晶圓及設備廠存貨仍很高。

4.擇股策略：上肥下瘦；原廠關鍵零組件；高階品修正幅度小於低階品；避開以新興市場為主要客戶之個股。