

2023上半年國內外經濟趨勢展望
(債券研究聯誼會第321期例會暨金融專題座談)



吳孟道
研究六所所長

2022.12.22

斜槓人生



- 學歷：

- 台北大學經濟學博士

- 現職：

- 台灣經濟研究院研究六所所長
- 銘傳大學財務金融系兼任助理教授
- 台北商業大學國際商務系兼任助理教授
- 行政院公共工程委員會採購評選委員會委員
- 中時報系特約主筆
- 非凡「錢線百分百」、東森「理財達人秀」特約來賓

- 專長：

- 總體經濟、國際金融、兩岸經貿、金融科技

大綱



I 升息循環下的總體經濟與金融情勢

II 2023台灣景氣與產業趨勢展望

III 未來變數與不確定性



升息循環下的總體經濟與金融情勢

景氣陰霾壟罩短期恐難見到曙光

● 6% or more ● 3% - 6% ● 0% - 3% ● -3% - 0 ● less than -3% ● no data

美國

-3.4
5.7
1.6
1

歐元區

-6.1
5.2
3.1
0.5

中國

2.2
8.1
3.2
4.4

2023

Gloomy and More Uncertain

	全球	先進	新興
2020	-3.0	-4.4	-1.9
2021	6.0	5.2	6.6
2022	3.2	2.4	3.7
2023	2.7	1.1	3.7

WTO商品貿易晴雨表顯示陰雨綿綿

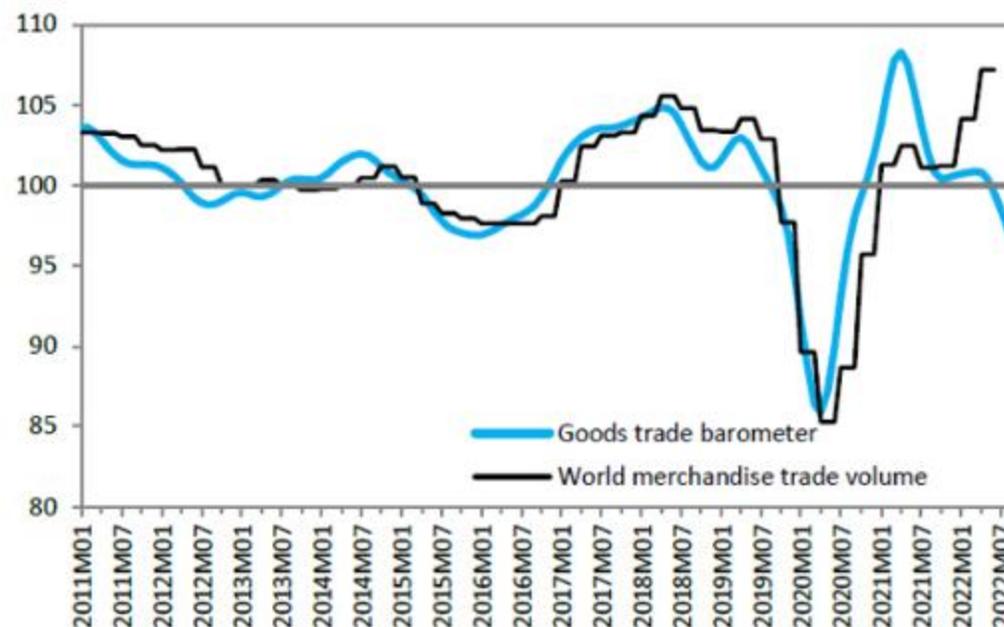
- 商品貿易晴雨表指數2022Q3急遽下滑至96.2 → 全球進口動能持續萎縮
- ✓ IMF下修2023全球貿易成長率(3.2%→2.5%)，較2022年4.3%減少1.8%

Goods trade barometer

Index value, September 2022 = 96.2



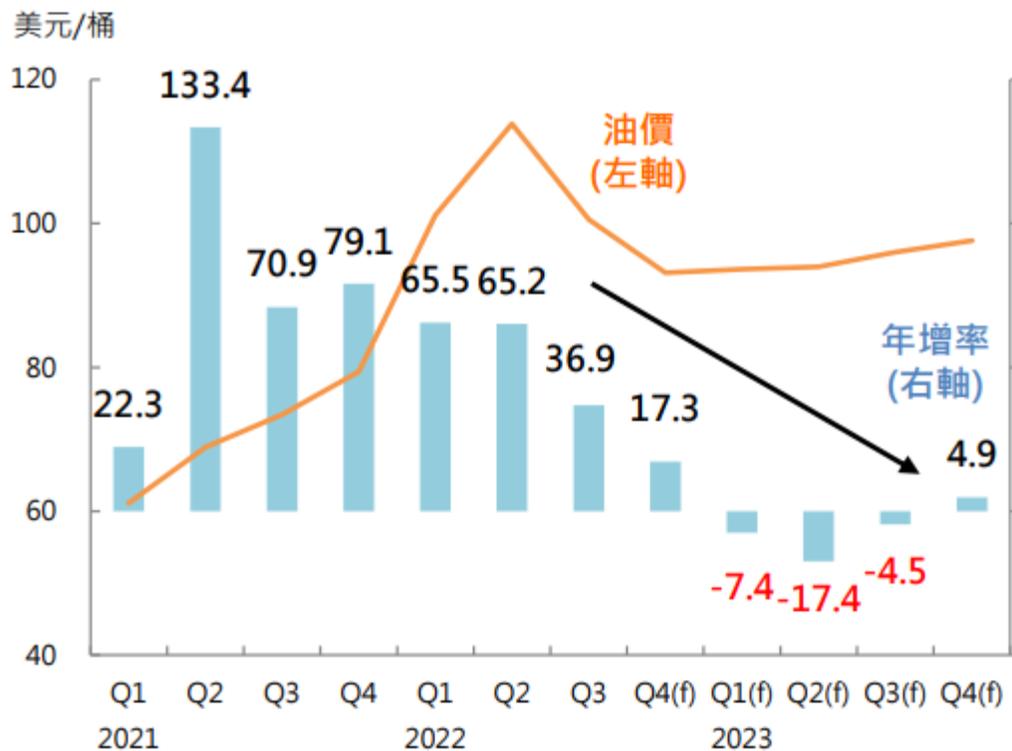
Index history, trend = 100



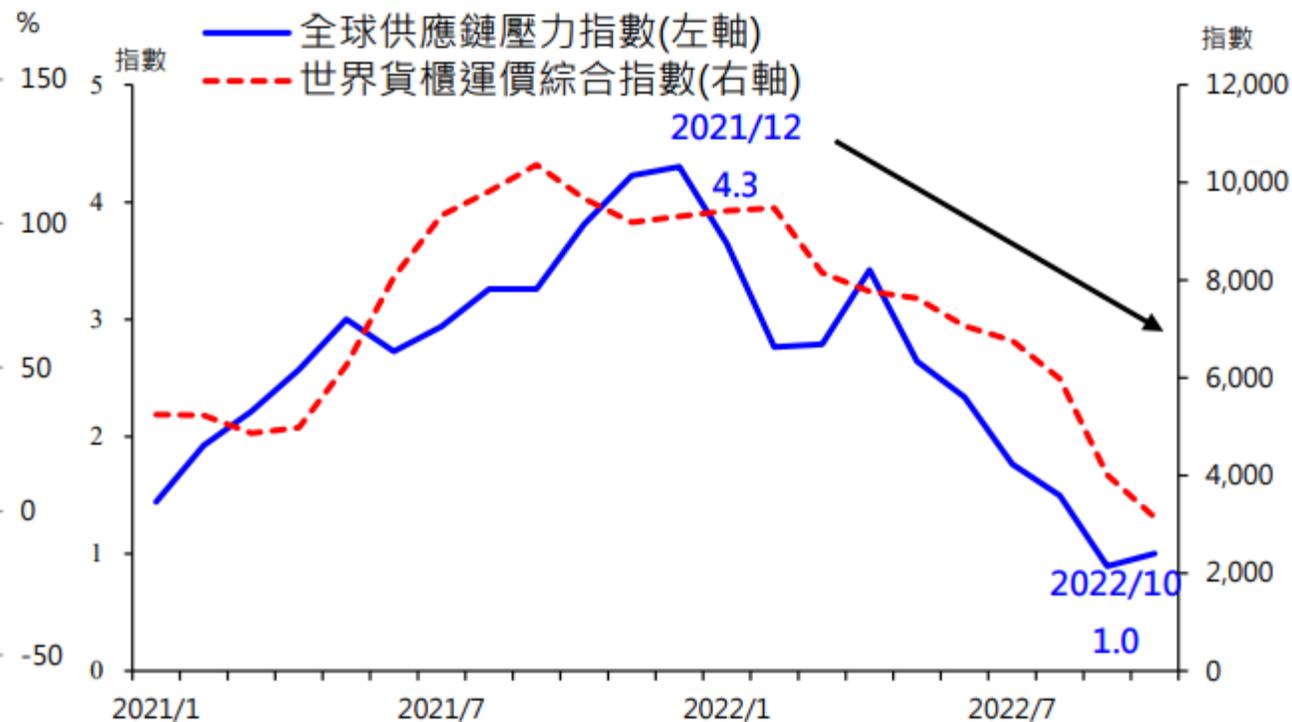
全球需求下滑從供應鏈瓶頸緩解可略窺一斑

- 原油價格、全球供應鏈壓力指數與貨櫃運價持續下滑
- ✓ 經濟成長趨緩、企業去化庫存壓力加大 → 貿易動能萎縮

布蘭特原油價格與年增率

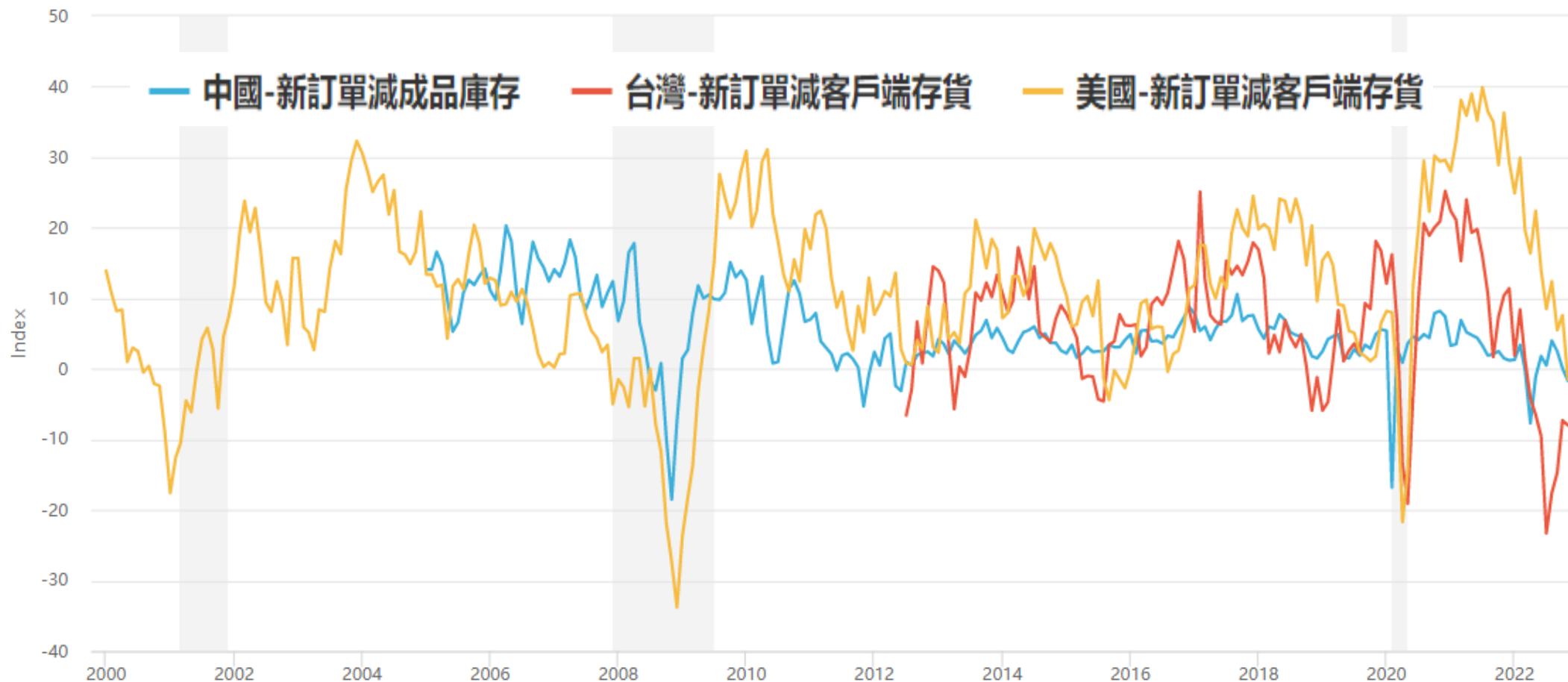


全球供應鏈壓力及海運貨櫃運價指數



總體環境惡化加大企業去庫存壓力

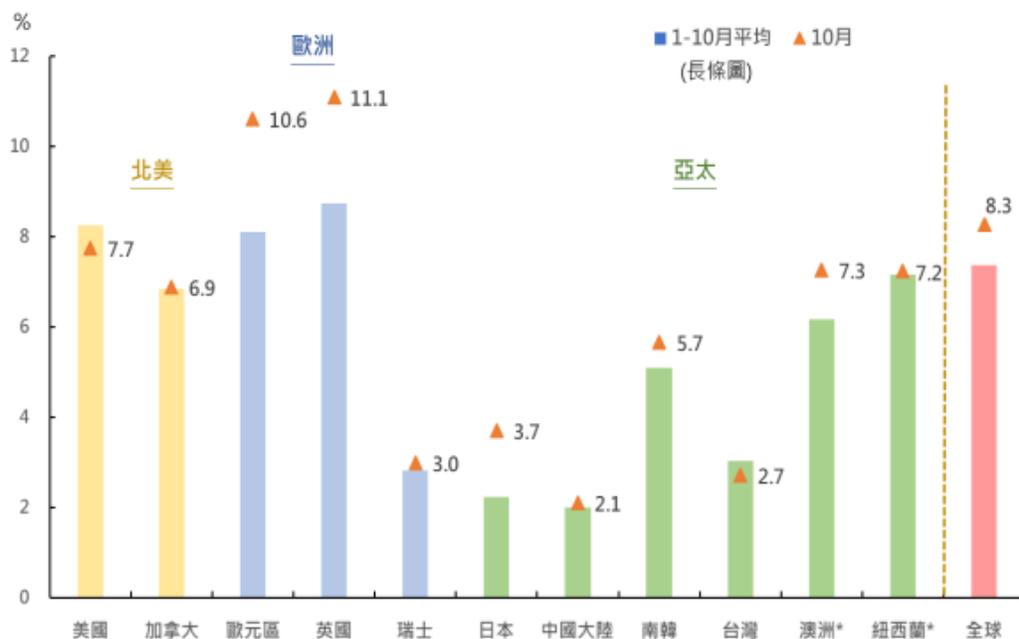
- 美、中、台製造業仍深陷去庫存泥淖
- ✓ 存貨持續攀高、新訂單則是相對萎縮



全球需求下滑罪魁禍首非通膨與升息莫屬

- 2022年1-10月全球通膨平均7.3% → 歐美國家尤為嚴重
- ✓ 物價高漲催生鷹派升息 → 進一步壓抑需求

2022年以來主要經濟體CPI年增率



註：*澳洲及紐西蘭通膨率為季資料，採第3季及1~3季平均。
資料來源：官方網站及S&P Global Market Intelligence (2022/11)

2022年以來主要經濟體政策利率變動



註：1. 中國大陸政策利率以1年期貸款市場報價利率(LPR)代表。中國大陸除降
息外，並調降存款準備率2碼。
2. 台灣除升息2碼外，亦調升存款準備率2碼。
資料來源：各央行網站(截至11月24日資料)

鮑爾心路歷程的變化

2021/11前

通膨不是問題

2022/8 Jackson Hole 強力放鷹

- 一、通膨預期
- 二、理性疏忽
- 三、Paul Volcker 經驗

2022/12 布魯金斯演說 鷹中透鴿

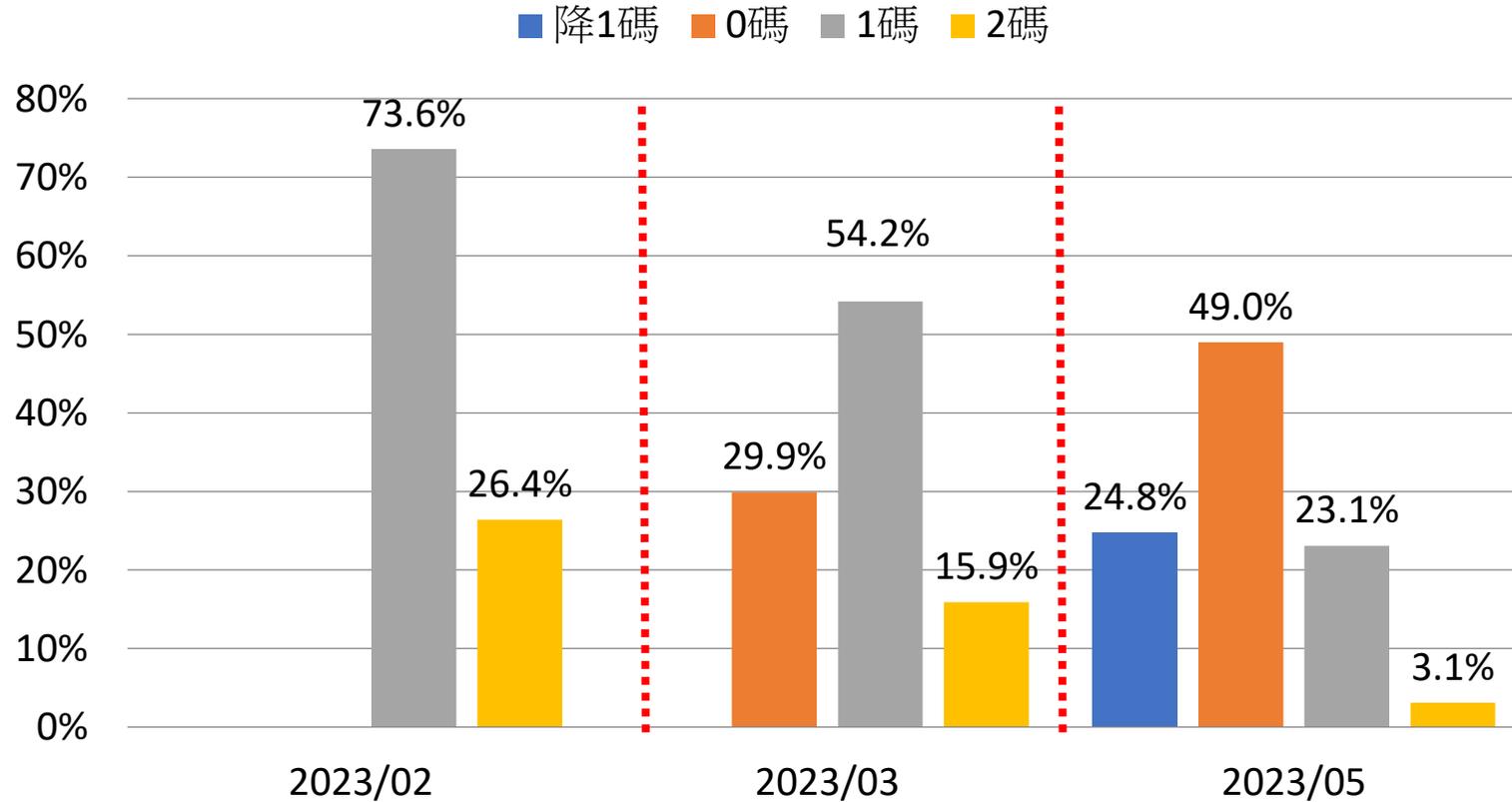
- 一、升息列車有望降速
- 二、經濟軟著陸機會提高
- 三、終端利率恐高於預期
- 四、短期未有降息考量

市場看法偏鴿到2023年僅剩2碼升息空間

➤ FedWatch利率期貨預測路徑

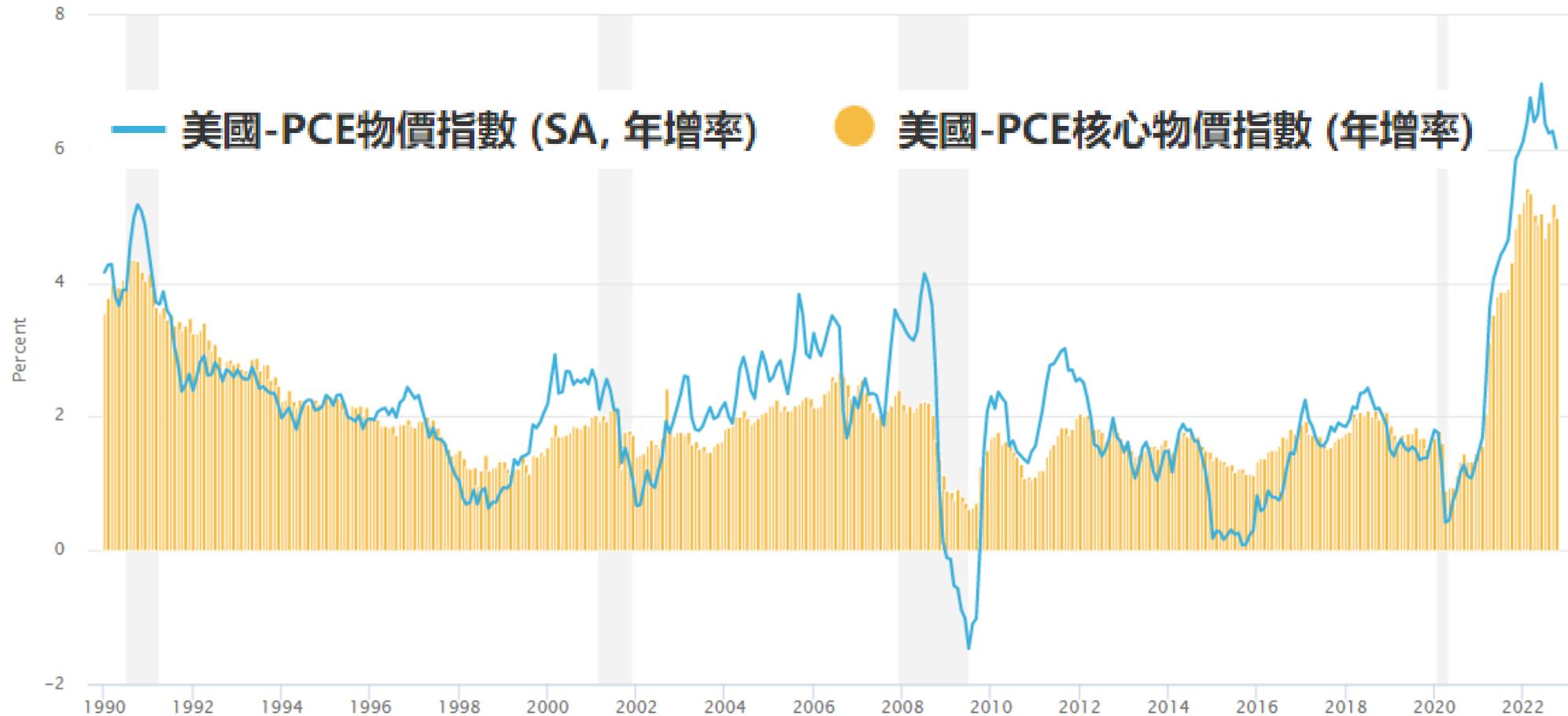
✓ 2、3月各升1碼 → 上半年利率升到4.75%-5%即不動

● 2023年9月才有機會出現降息



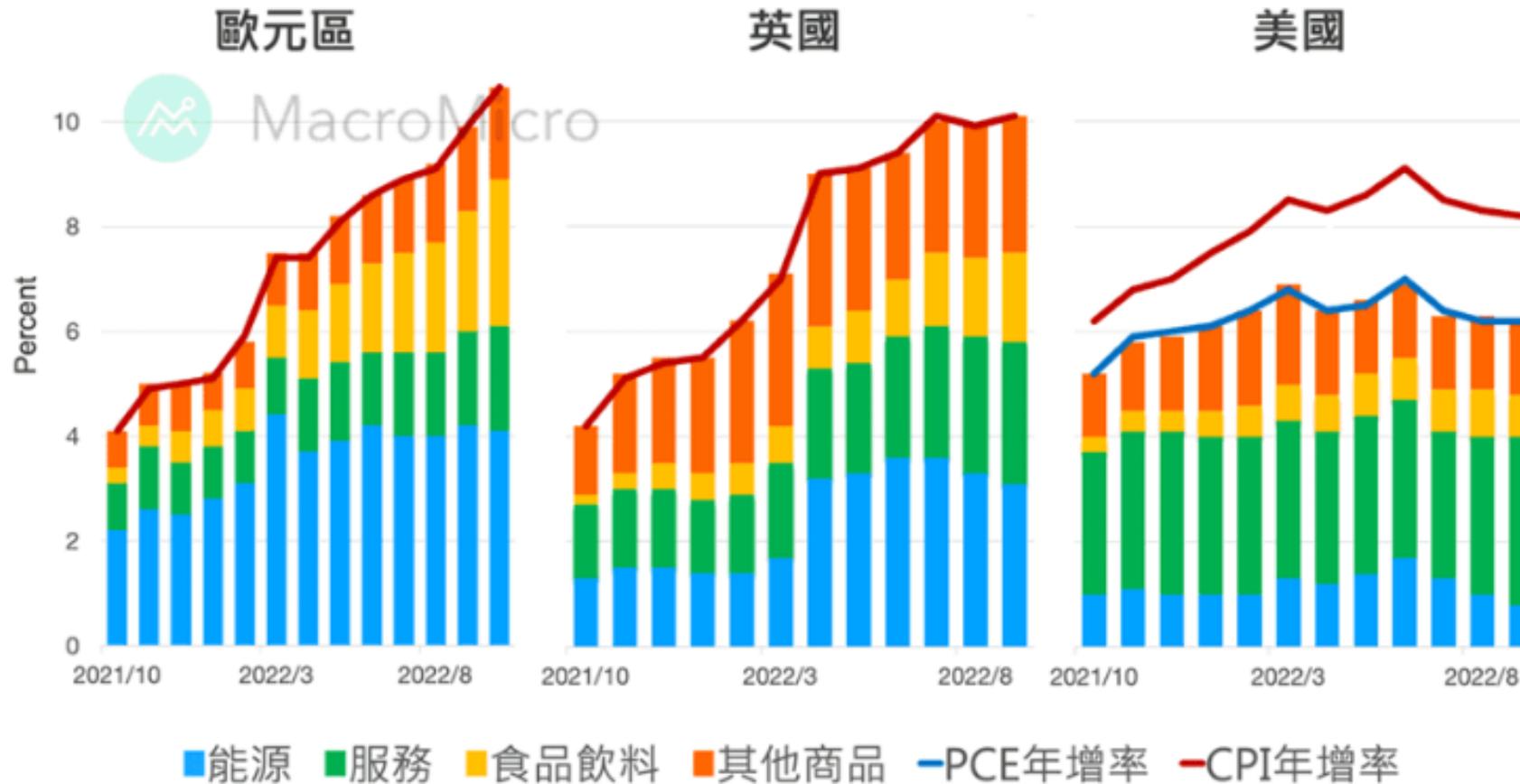
美國通膨大火火勢雖不再炙烈、但不會很快熄滅

- Fed最重視的PCE物價指數已從高點滑落
- ✓ 升息效應逐漸發威、但物價下滑速度似乎不快 → 高物價恐持續到2023



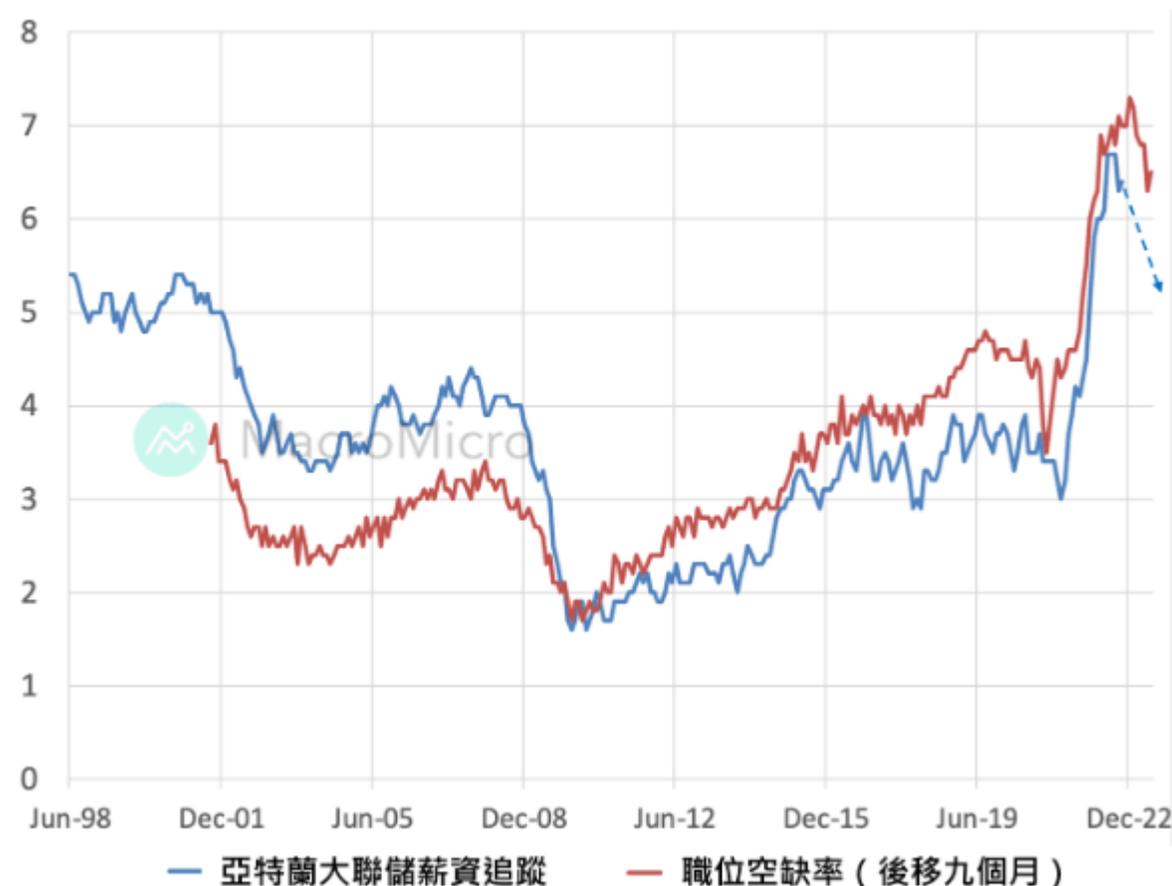
美國通膨核心在於服務價格居高不下

- 通膨減速不快與物價實質內涵有關
- ✓ 美國物價漲幅主要構成因子在服務、歐元區在能源與食品飲料



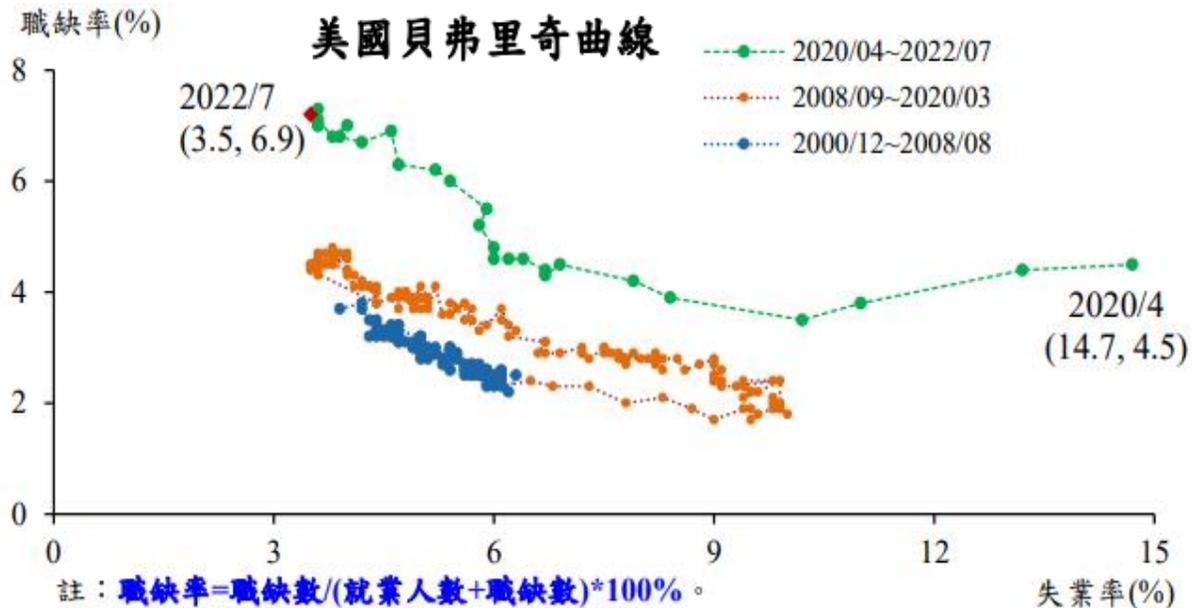
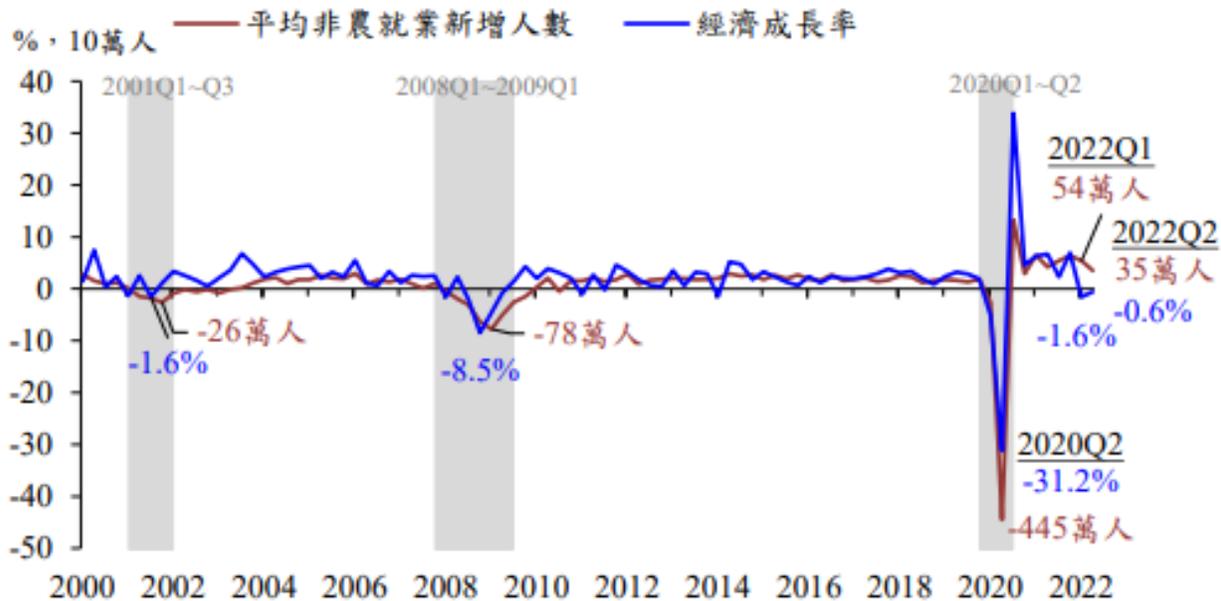
薪資物價螺旋已成現時Fed關注的通膨焦點

- 職位空缺率雖已下滑、但仍離長期趨勢有段距離
- ✓ 唯有見到就業市場跟著通膨冷靜下來、Fed利率決策才會轉向



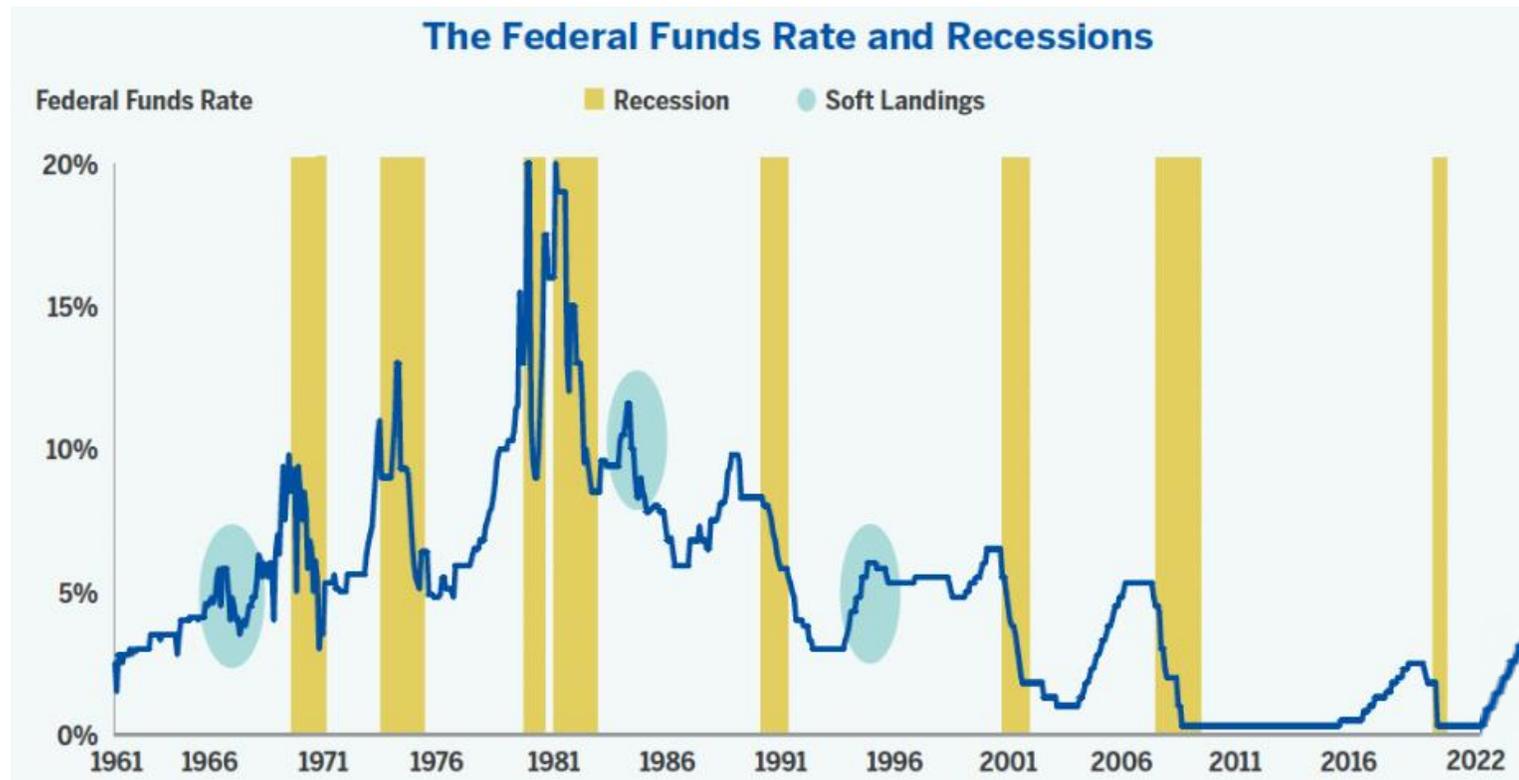
問題是：壓抑物價與勞動市場過頭可能帶來硬著陸風險

- 現在勞動市場強勁不代表未來也會如此
- ✓ 目前失業率3.7% → 2023估將增加至4.6% → 以1.5億非農就業人口推估、失業人口將增135萬人
- 貝弗里奇曲線：描繪職缺率與失業率的負向關係
- ✓ 曲線外移代表職缺率若因升息大減、失業率將跟著大增 → 軟著陸機率大降



美國經濟硬著陸風險大增 全球金融市場拉警報

- 硬(軟)著陸：經濟嚴重衰退伴隨大量(少量)失業
- ✓ 過去60年美國11次升息循環，只有3次軟著陸、8次硬著陸
- ✓ 這次情景較貼近1973及1980兩次石油危機

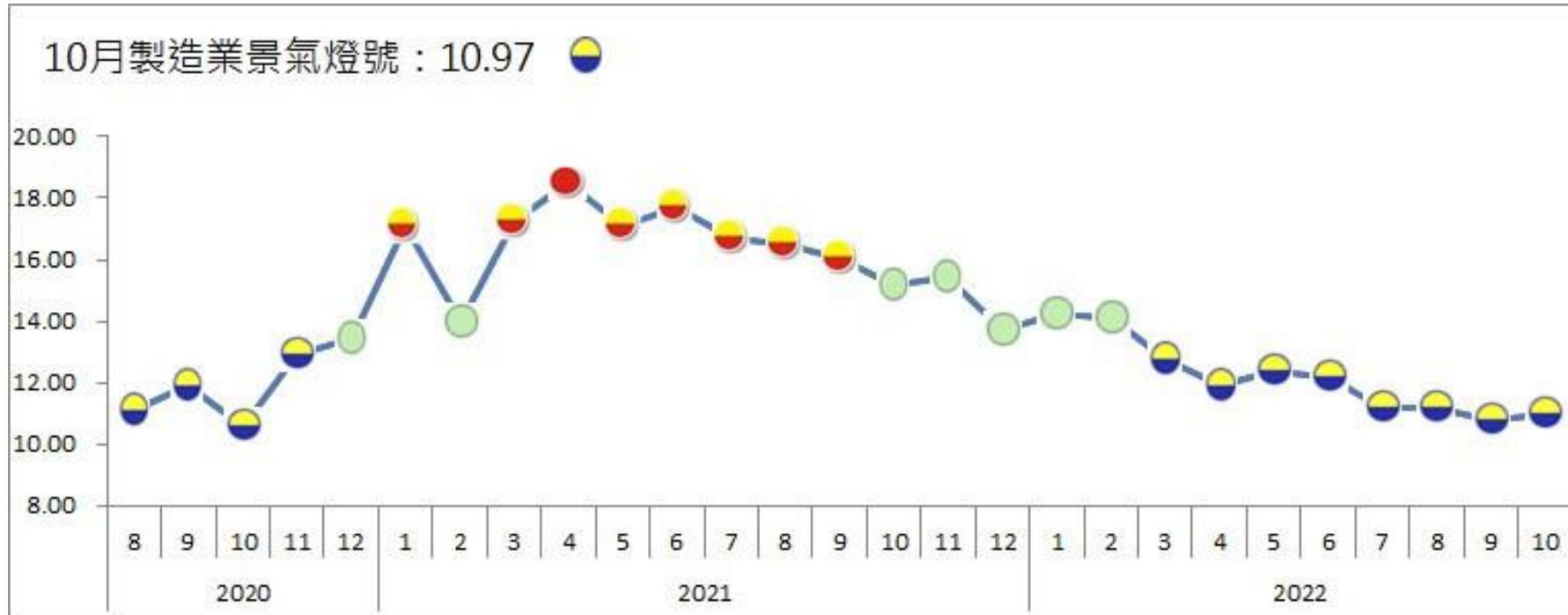




2023 台灣景氣與產業趨勢展望

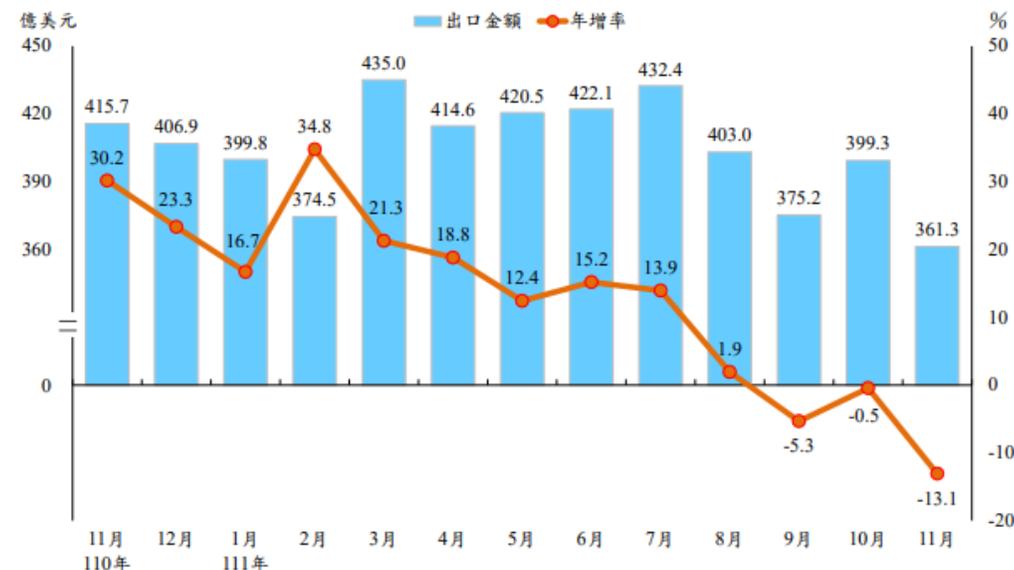
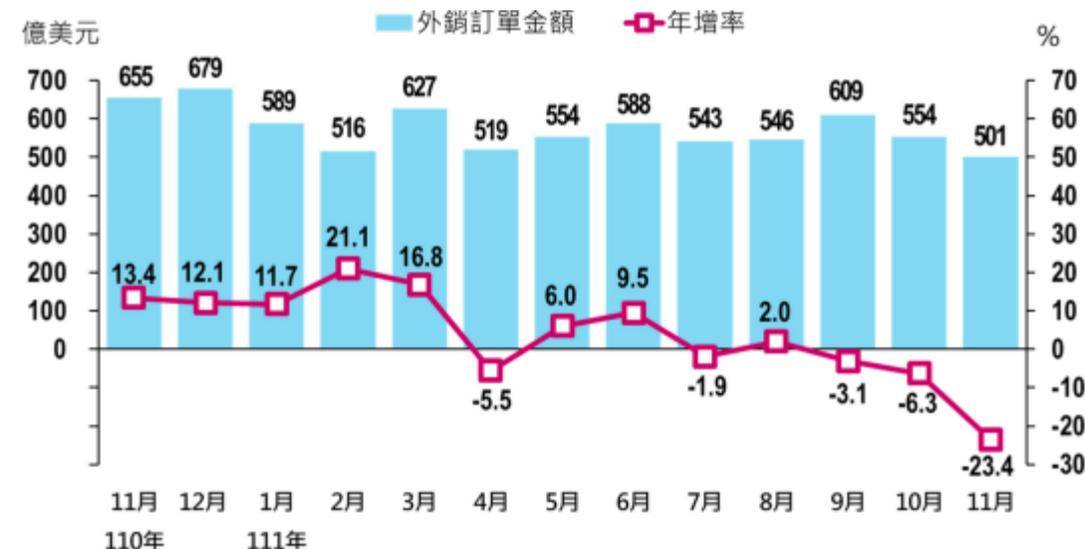
2023台灣經濟恐持續逆風

- 台經院製造業景氣燈號連亮8顆黃藍燈
- ✓ 顯示景氣仍處於低迷狀態、2023恐進一步放緩
- ➔ 借古鑑今，每次景氣高點反轉向下，都會見到藍燈才會止



台灣製造業與全球景氣息息相關

- 全球景氣持續下探、壓抑外部需求
- ✓ 外銷訂單及出口連三月衰退已現端倪



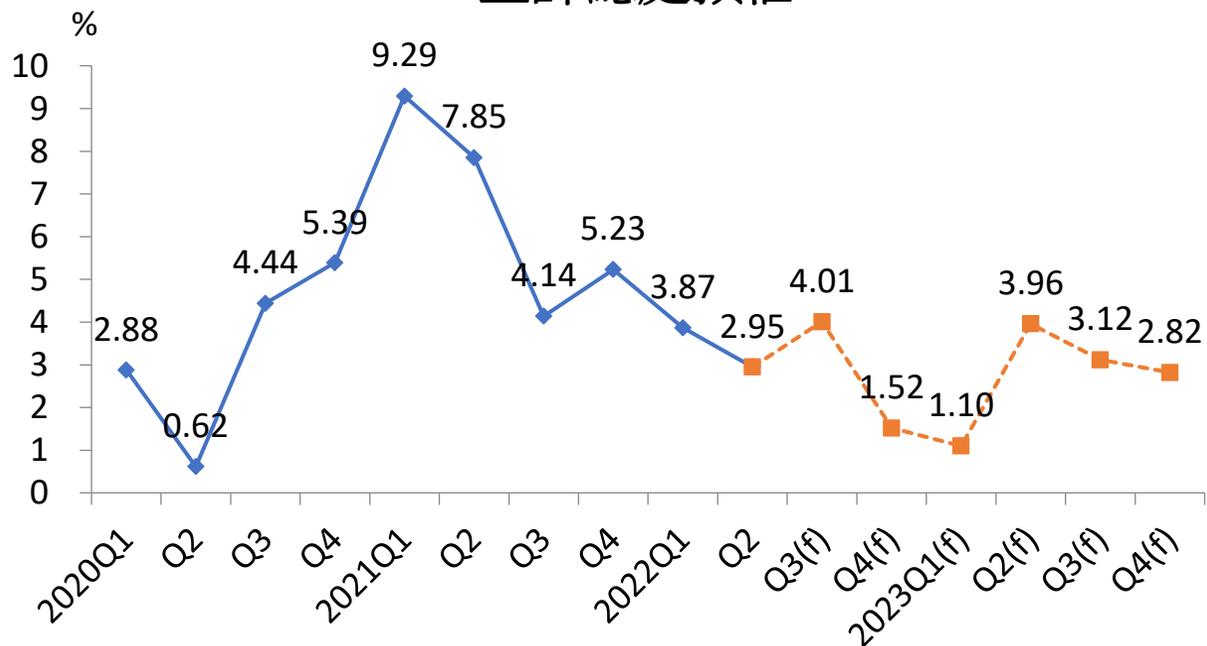
同場加映主計總處與央行看法

➤ 2023經濟成長率預估

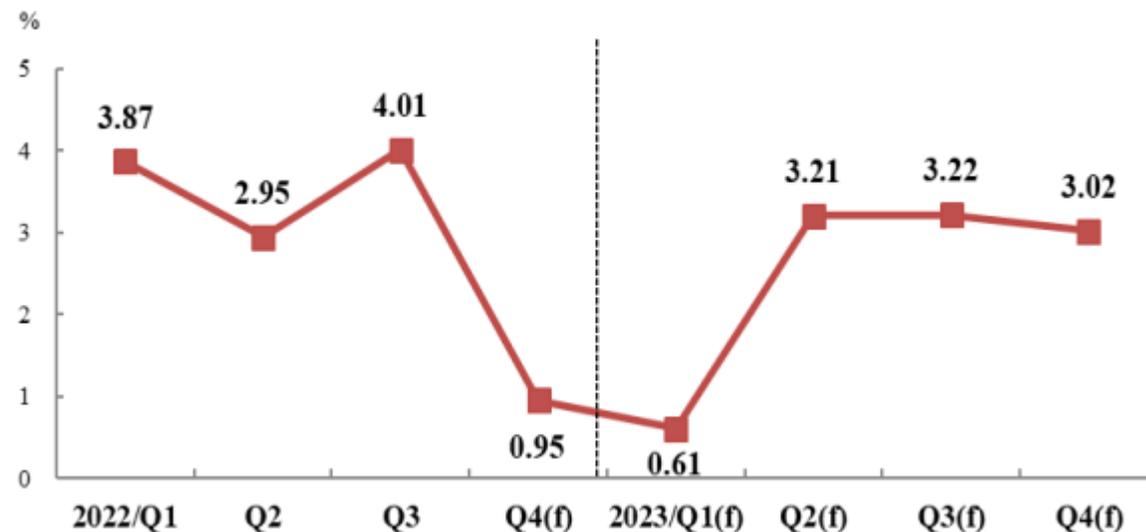
✓ 主計總處：3.05% → 2.75%、央行：2.53%

➔ 2023台灣經濟雖不至衰退、但下行風險仍在

主計總處預估



央行預估



台灣未來升息路徑恐怕只會更加和緩

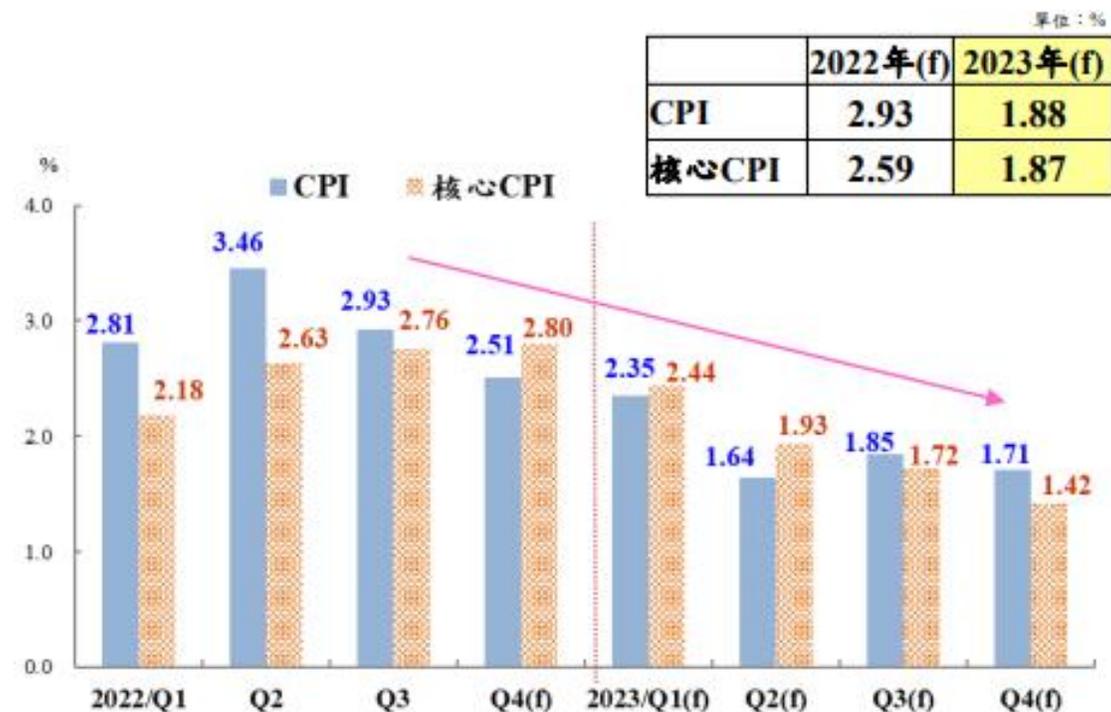
➤ 兩個重點觀察

一、各大機構紛紛看壞**2023**經濟成長率不保三

二、央行預估通膨將逐季走低

➔ 12月升半碼將利率調升至**1.75%**後、預估明年利率都將按兵不動

	2023經濟成長預測
央行(12/15)	2.53%
中經院(12/9)	2.72%
主計處(11/29)	2.75%
台經院(11/11)	2.91%
元大寶華(9/21)	3.08%



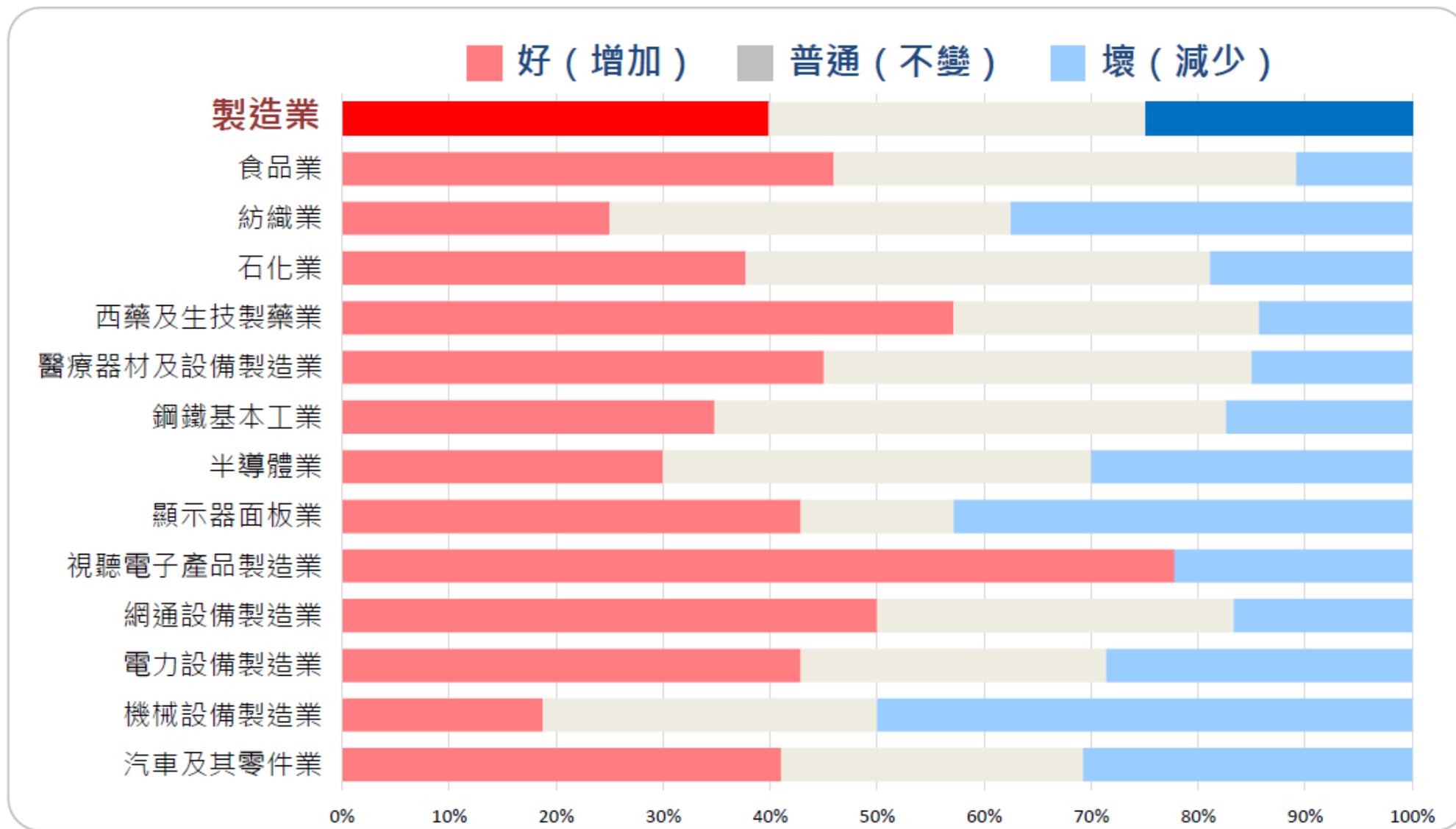
寒風吹拂下個別產業表現不一

- 明年內需消費將是台灣經濟主力
- ✓ 零售、餐飲、旅遊、觀光等族群有機會揮別疫情陰霾

國內各類生產毛額對經濟成長率之貢獻(%)

年(季)別	經濟 成長率	國內需求								國外淨需求		
		小計	民間消費	政府消費	固定資本形成			存貨變動	小計	商品及服務 輸出	減：商品及 服務輸入	
					民間	公營	政府					
109年(r)	3.39	0.75	-1.33	0.39	1.47	0.96	0.34	0.17	0.23	2.63	0.75	-1.88
110年(r)	6.53	4.52	-0.17	0.51	3.50	3.73	0.07	-0.31	0.68	2.01	10.03	8.02
111年(f)	3.06	3.14	1.47	0.39	1.86	1.61	0.19	0.06	-0.58	-0.08	2.63	2.72
112年(f)	2.75	3.59	2.48	0.39	0.93	0.71	0.08	0.14	-0.21	-0.84	2.73	3.57

製造業看2023景氣



製造業2023景氣展望(I)

行業 / 家數	有利因素	不利因素	因應策略	有話要說
食品 37	疫情趨緩 (12)	原物料波動大 (18)	調整價格及產品組合	食品標示對國內嚴格，但進口品鬆。
紡織 26	<ul style="list-style-type: none"> 台幣貶值 (5) 疫情趨緩 (5) 	<ul style="list-style-type: none"> 通膨 (10) 原物料成本 (9) 	<ul style="list-style-type: none"> 降低成本及庫存 分散生產基地 	<ul style="list-style-type: none"> 維持兩岸和平經貿，勿政治刺激。 匯率升貶應參酌日韓幅度。
石化 53	<ul style="list-style-type: none"> 疫情趨緩，供應鏈及消費恢復 (8) 台幣貶值 (5) 	<ul style="list-style-type: none"> 原物料成本上漲 (17) 國際及兩岸政經局勢 (9) 	<ul style="list-style-type: none"> 調整產銷結構 開源節流 	ESG與法規加嚴所產生的成本，若無法轉嫁或反映售價會變成傳產的競爭劣勢，缺少國際間的貿易協定，競爭者具有關稅優勢。
西藥生技 21	疫情趨緩 (11)	<ul style="list-style-type: none"> 原物料價格上漲 (8) 國際及兩岸政治 (7) 	與供應商議價及安排採購計畫	政府法規方面(TFDA等)仍有過多不必要的限制，嚴重影響醫藥外銷產業發展。
醫療器材 21	台幣貶值 (6)	<ul style="list-style-type: none"> 原物料成本上漲 (5) 兩岸情勢 (4) 	隨時掌握關鍵原物料趨勢	匯率波動吃掉外銷毛利，加上國際政局動盪，原物料波動大，中國軍事行動也就造就更多的不確定性。
鋼鐵 23	<ul style="list-style-type: none"> 國內用鋼穩定成長 (5) 原物料價格恢復穩定 (4) 	<ul style="list-style-type: none"> 通膨 (11) 國際地緣政治及兩岸情勢 (8) 	控管成本及庫存	目前許多公共建設零組件，國內廠商可生產供應，但目前都是從大陸或是東南亞國家，甚至是歐美大廠進口，希望政府能多向國內廠商採購零組件，提高國產化比例，進而提升國內產業發展

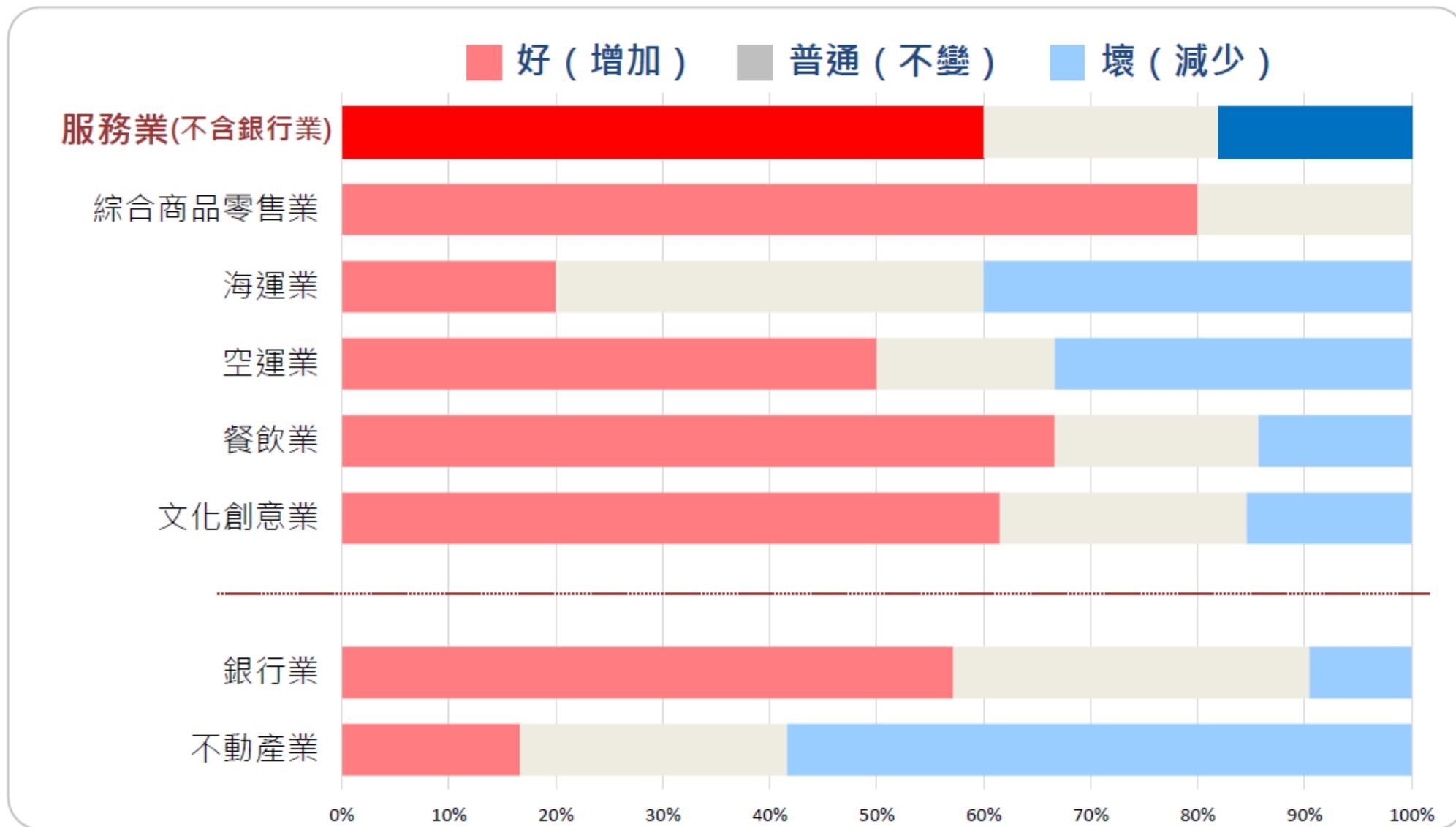
註:調查期間2022年8/5~9/2，問卷寄出1,011份,回收406份。

製造業2023景氣展望(II)

行業 / 家數	 有利因素	 不利因素	 因應策略	 有話要說
半導體 10	<ul style="list-style-type: none"> • 車用電子成長 (2) • 台幣貶值 (2) 	<p>通膨 (5)</p>	<p>高階技術領先產品開發</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 穩定能源政策持續性，以因應及滿足未來長期投資及發展所需。
顯示器面板 8	<p>台幣貶值 (4)</p>	<p>原物料價格上漲 (5)</p> <p>通膨 (5)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 請客戶提早計劃下單，以控制長短料存貨。 • 少量多樣，訂單式生產，維持ASP。 	-
視聽電子 10	<p>疫情解封 (2)</p>	<p>原物料價格 (3)</p>	<p>降低庫存及成本，強化技術。</p>	-
網通 18	<p>5G及電動車 (3)</p>	<p>國際政經及兩岸關係 (6)</p>	<p>分散生產區域，並開發多區域客戶群。</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 冀望政策法規明確指引。 • 國家隊整合, 塑造產業發展前景。 • 鼓勵投資誘因, 發揮產業效益。
電力設備 30	<p>綠能政策 (9)</p>	<p>原物料價格 (16)</p>	<p>降低成本，優化庫存，維持安全存量。</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 工廠基礎設計及技術人員增聘不易。
機械 32	<p>台幣貶值 (7)</p>	<p>國際政經與兩岸情勢 (15)</p>	<p>分散市場，加強研發。</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 中央和地方政府的政令法規要一致，不可允許地方政府公務人員無理的曲解法令。 • 大陸與台灣政治問題，影響銷售大陸地區的機會。
汽車及零件 40	<ul style="list-style-type: none"> • 疫情趨緩，車市復甦 (8) • 台幣貶值 (5) 	<ul style="list-style-type: none"> • 原物料成本上揚(18) • 台幣貶值(5) 	<p>調整生產規模，控管成本。</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 考慮調降部分進口關稅。

註:調查期間2022年8/5~9/2，問卷寄出1,011份,回收406份。

服務業及不動產業看2023景氣



服務業及不動產業2023景氣展望

行業 / 家數	有利因素	不利因素	因應策略	有話要說
海運 5	疫情趨緩(2)	俄烏戰爭(2)	靈活調配船隊配置，因應市場。	-
空運 6	<ul style="list-style-type: none"> 疫後境管開放(2) 油價逐步下修(2) 	全球經濟及貿易衰退(2)	彈性調整客機運能(腹艙載貨)支援貨運旺季需求	兩岸關係影響未來甚鉅。
零售 5	疫情趨緩(3)	通膨(2)	加強線上購物，便利消費減少接觸。	-
餐飲 21	<ul style="list-style-type: none"> 疫情趨緩(11) 邊境開放(5) 	原物料價格(7)	開發原料應用，利用數位改善底層，提高產能。	期盼兩岸政局穩定，經貿和諧發展。
文創 13	疫情趨緩(3)	通膨(4)	將產品數位化、建立完整資料庫，並與各大通路、社群媒體平台行銷推廣。	電信事業管理法可能導致市場混亂，一般二類魚目混珠，無網路設置計畫卻挖路埋線。
銀行業 20	升息(9)	<ul style="list-style-type: none"> 地緣政治及兩岸關係(9) 全球經濟不確定性(6) 	強化擔保放款，及分散投資風險。	不確定因素多，勢必影響中長期信用的提供。負債比高的企業，獲利將受到挑戰
不動產 11	通膨(4)	<ul style="list-style-type: none"> 打炒房政策(4) 升息(4) 	先建後售，控制成本。	擔憂明年台灣經濟陷入停滯性通膨。

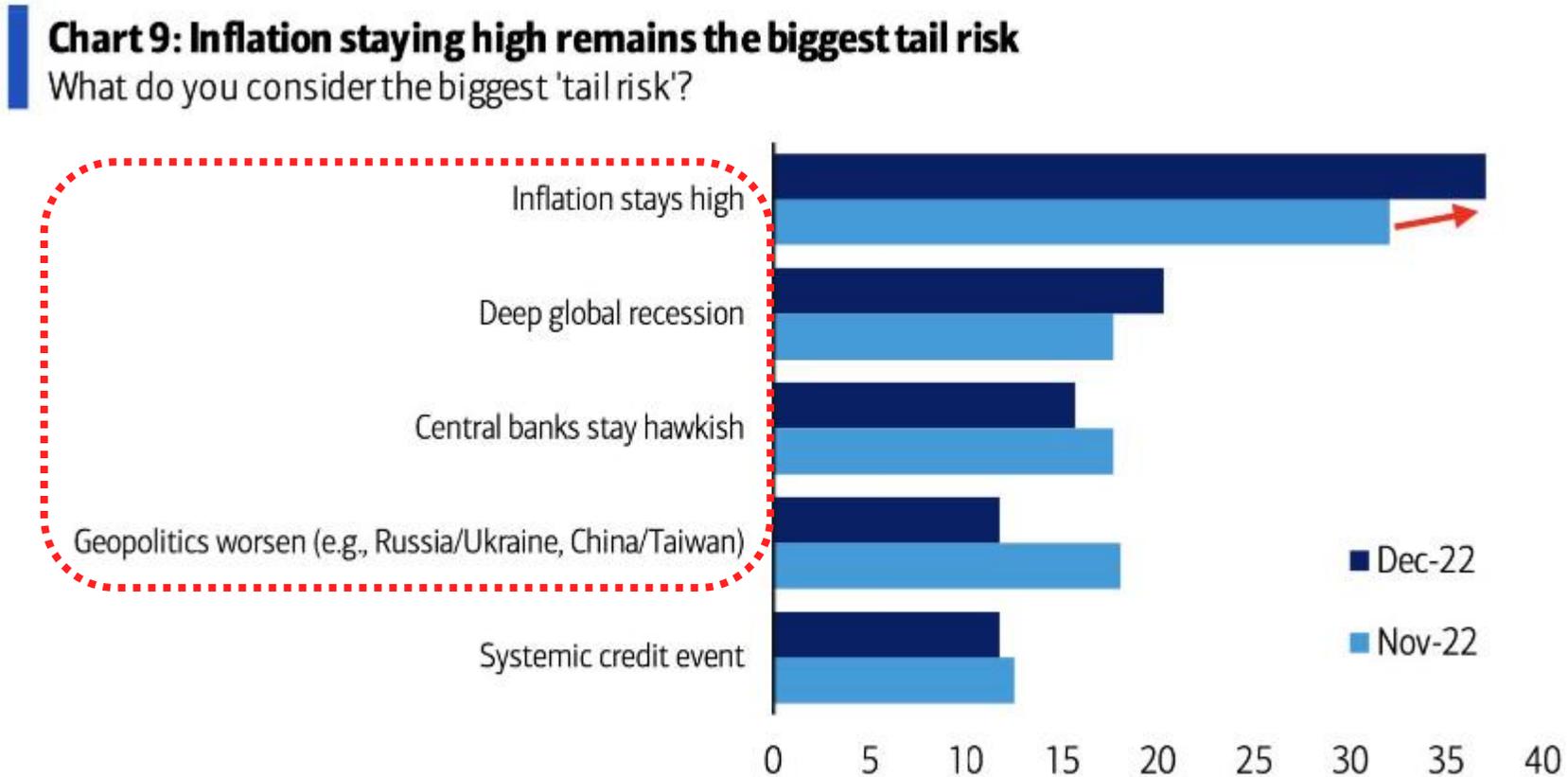
註:調查期間2022年8/5~9/2，問卷寄出1,011份,回收406份。



未來變數與不確定性

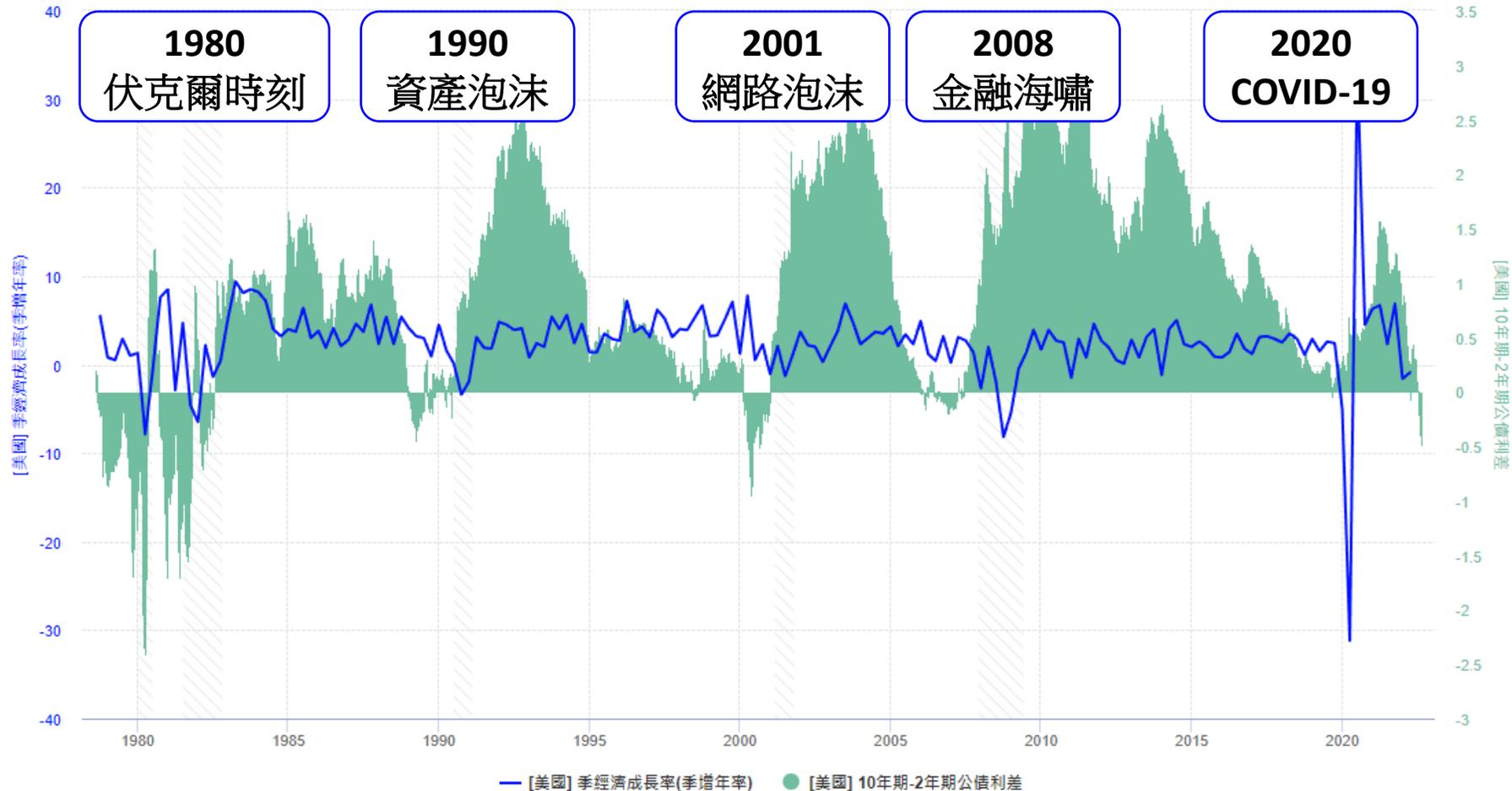
美銀美林：通膨連六月成為最大尾端風險

- 尾端風險概念形同黑天鵝與灰犀牛
- ✓ 明年全球經濟主基調還是圍繞在通膨、衰退、升息與地緣政治



通膨+升息：加劇殖利率倒掛

- 近40多年來美國六次衰退，殖利率都會出現倒掛
- ✓ 時間落後約12-24個月



強勢美元恐怕還是明年主旋律

- 美元短線雖回跌104上下，但仍處於上升趨勢
- ✓ 拉高美債+未來舉債成本：恐加大新興市場資金外逃壓力



地緣政治陰影揮之不去



高度不確定年代，高築牆、廣積糧、緩稱王恐是最佳解之一

- ▶ 約7成基金經理人認為未來12個月經濟將步入衰退(持續維持高檔)
- ✓ 平均持有現金部位為5.9% (長期平均水準約4.8%)

Chart 4: Recession odds are peaking...

Net % saying recession likely next 12m vs net % want companies to improve balance sheets

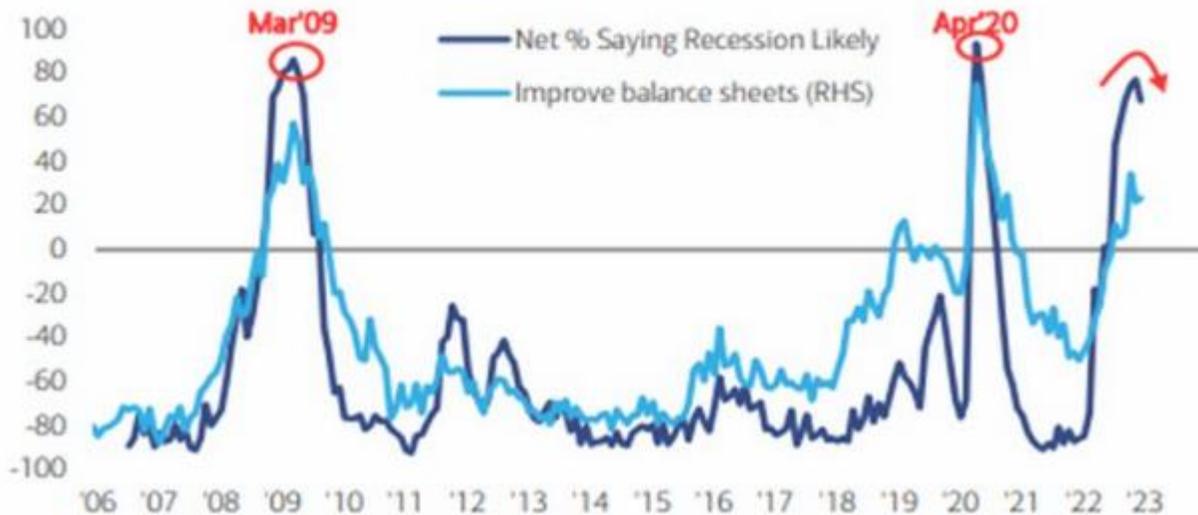
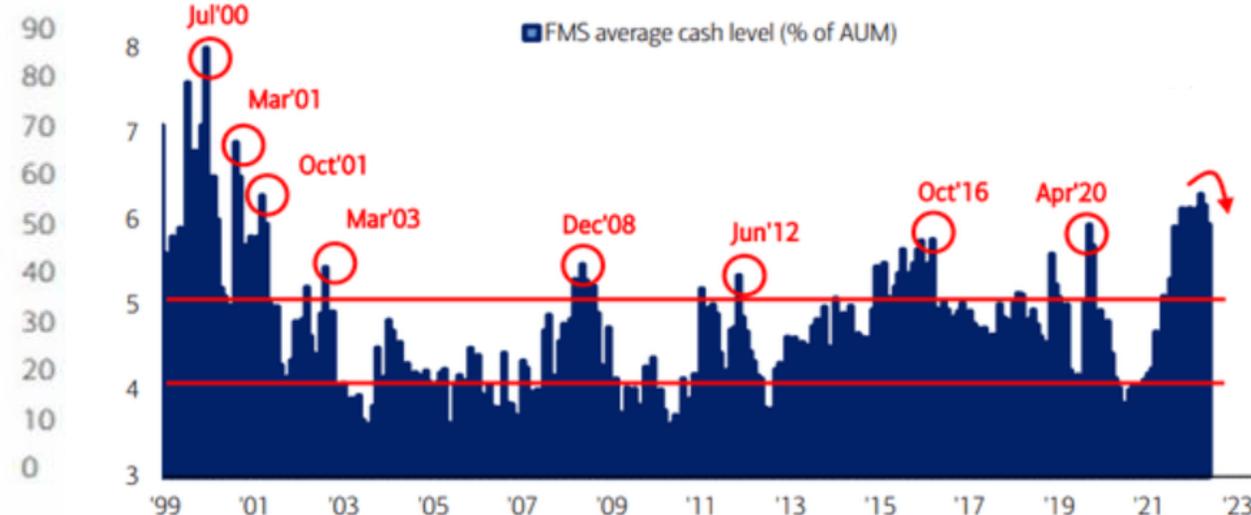


Chart 10: Cash levels have peaked... now at 5.9%

FMS average cash level (% of AUM)



感謝各位耐心的聆聽

敬請指教



E-mail: mandoor@tier.org.tw