

2023年投資大趨勢

- 否極泰來，股、債雙贏
- 庫存去化進入尾聲，半導體產業揮舞大旗、止穩回升
- 新iPhone15規格升級、伺服器升級換代、
電動車平價化，主流產業商機發酵
- 6G、WiFi 7、低軌道衛星、
AR / VR / MR新興科技，
引領市場題材走向

506.09
+1.36%

1,652.38
+2.75%

—
—

28,331.92
+0.80%

6,045.60
+0.14%

13,190.15
+0.98%

—
—

—
—

—
—

13,190.15
+0.98%

25,331.80
-0.63%

23,200.63
-0.39%

28,331.92

■ 2023年經濟展望 -----	第 2 頁
■ 2023年投資展望-股市 -----	第 3 5 頁
■ 2023年投資展望-產業趨勢 -----	第 4 9 頁
➢ Apple → 新iPhone15升級、M2 NB 加持，蘋概股值得期待-----	第 5 0 頁
➢ 成熟製程聚焦：車用、工控、去中化轉單效應、封測產業發展方向-----	第 6 0 頁
➢ 半導體設備商機：先進製程中 EUV 為關鍵、區域自主化帶來成長潛力-----	第 6 2 頁
➢ IC設計鎖定焦點：矽智財、高速傳輸介面IC、車用、工控半導體-----	第 6 7 頁
➢ 封測發展方向：3DFabric、共同封裝光學元件 (CPO)、MEMS探針卡、測試MA-----	第 7 4 頁
➢ 2023年伺服器產業換代升級(Eagle Stream、Genoa)商機-----	第 8 0 頁
➢ 電動車：LFP電池、MIH、充電樁、ADAS、HUD 商機湧現-----	第 9 0 頁
➢ 網通產業展望正向：WiFi 7、6G、低軌道衛星概念股成長潛力可期-----	第 9 7 頁
➢ 新興科技題材：元宇宙 (VR、AR、MR) 周邊裝置如雨後春筍 (Meta、Sony、HTC、Apple) -----	第101頁
➢ 記憶體、面板、被動元件 → 景氣循環盡頭將至？-----	第106頁
➢ 淨零碳排、再生能源建置目標明確 → 綠能政策引導相關產業持續壯大-----	第118頁
➢ 生技為2023年明星產業：CDMO、再生醫療、新藥、學名藥、醫材-----	第131頁
➢ 傳統價值型產業選股方向與策略-----	第139頁

2023年經濟展望(最壞狀況已過)

- 全球經濟成長放緩與面臨衰退風險；俄烏戰爭、高通膨、升息；經濟衰退風險增加
 - 2021年GDP成長率5.9%。OECD預估2022年GDP成長3.1%，2023年GDP成長2.2%。
 - 俄烏戰爭帶給全球經濟極大損失；降低通膨措施增加經濟惡化的風險。
 - 升息太過或升息不足都存在風險。
- 美國：經濟面臨衰退風險；仍存在通膨過高問題；升息到頂；持續縮表
 - 2021年GDP成長率5.7%。OECD預估2022年GDP成長1.8%，2023年GDP成長0.5%。
 - 通膨將放緩，但仍遠高於2.0%目標。Fed繼續升息到高峰。再縮表約1兆美元。
 - 緊縮貨幣政策增加經濟衰退風險。
- 歐洲：俄烏戰爭衝擊經濟；能源短缺風險加劇通膨；升息及縮表
 - 2021年GDP成長率5.2%。OECD預估2022年GDP成長3.3%，2023年GDP成長0.5%。
 - 面臨高通膨及經濟衰退困境。利率或將遠高於中性水準。啟動縮表進程。
- 中國：疫情及封控衝擊經濟；防疫政策被迫提前放鬆調整
 - 2021年GDP成長率8.1%。OECD預估2022年GDP成長3.2%，2023年GDP成長4.6%。
 - 疫情、管控、房市低迷，經濟下行壓力大。加大對實體經濟的支持。動態清零政策提前調整、鬆綁
 - 房住不炒立場不變，因城施策，支持剛性和改善性住房需求，加碼穩房市政策，防範風險。
- 台灣：經濟成長放緩；外貿動能減弱；通膨相對溫和；央行謹慎溫和貨幣緊縮政策
 - 2021年GDP成長率6.53%。主計總處預估2022年GDP成長3.06%，2023年GDP成長2.75%
 - 全球經濟放緩、廠商調整庫存、基期較高，外貿成長動能減弱。
 - 經濟放緩、通膨溫和，央行持溫和緊縮貨幣政策基調。

主要國家經濟-俄烏戰爭繼續對經濟造成阻力

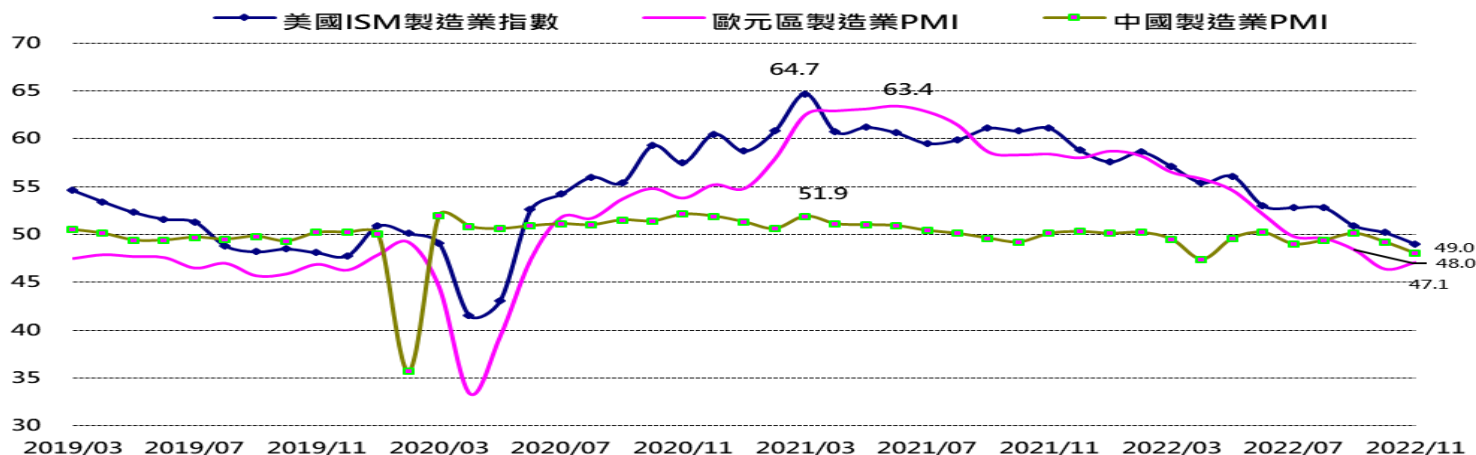
預測機構	全球		台灣		美國		歐元區		日本		中國		東協	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
IMF 2022.10	3.2 (3.2)	2.7 (2.9)	3.3 (3.2)	2.8 (2.9)	1.6 (2.3)	1.0 (1.0)	3.1 (2.6)	0.5 (1.2)	1.7 (1.7)	1.6 (1.7)	3.2 (3.3)	4.4 (4.6)	5.3 (5.3)	4.9 (5.1)
世界銀行 2022.6	2.9 (4.1)	3.0 (3.2)	-	-	2.5 (3.7)	2.4 (2.6)	2.5 (4.2)	1.9 (2.1)	1.7 (2.9)	1.3 (1.2)	2.8* (4.3)	4.5* (5.2)	-	-
OECD 2022.11	3.1 (3.0)	2.2 (2.2)	-	-	1.8 (1.5)	0.5 (0.5)	3.3 (3.1)	0.5 (0.3)	1.6 (1.6)	1.8 (1.8)	3.3 (3.2)	4.6 (4.7)	-	-
主計總處 2022.11	-	-	3.06 (3.76)	2.75 (3.05)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中經院 2022.12	-	-	3.04 (3.28)	2.72 (2.81)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
台經院 2022.11	-	-	3.45 (3.81)	2.91	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中央銀行 2022.12	-	-	2.91 (3.51)	2.53 (2.90)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中研院 2022.7	-	-	3.52 (3.85)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：各主要機構。註：(**)為前值。※東協五國係指印尼、馬來西亞、泰國、菲律賓及越南。*2022/9預測。

■ 2022/11/22，經濟合作發展組織(OECD)下修全球經濟成長預估：俄烏戰爭使全球經濟面臨重大下行風險。

- 2022年全球GDP成長3.1%；2023年GDP成長2.2%。
- 全球經濟受到俄烏戰爭的打擊。更高的通膨和更低的增長是全球經濟為俄烏戰爭付出的沉重代價。
- 俄烏戰爭繼續對全球經濟造成嚴重阻力，2023年全球經濟仍將放緩，且前景仍存在相當大的不確定性。
- 通膨飆升，且更普遍，若不遏制通膨，情勢變得更糟。對抗通膨必須成為當前的首要政策重點。
- 通膨仍處在高檔，但會放緩。2022年OECD的通膨率9.4%，2023年6.6%，2024年5.1%。
- 通膨的預測存在重大不確定性，特別是歐洲面臨嚴重的天然氣短缺風險，可能加劇通膨壓力，進而再挫低經濟增長。
- 面對高通膨，大多數主要經濟體都必須進一步升息，以穩定通膨預期，並確保通膨壓力持續下降。預測2023年大部分主要央行的政策利率都將超過4.0%。

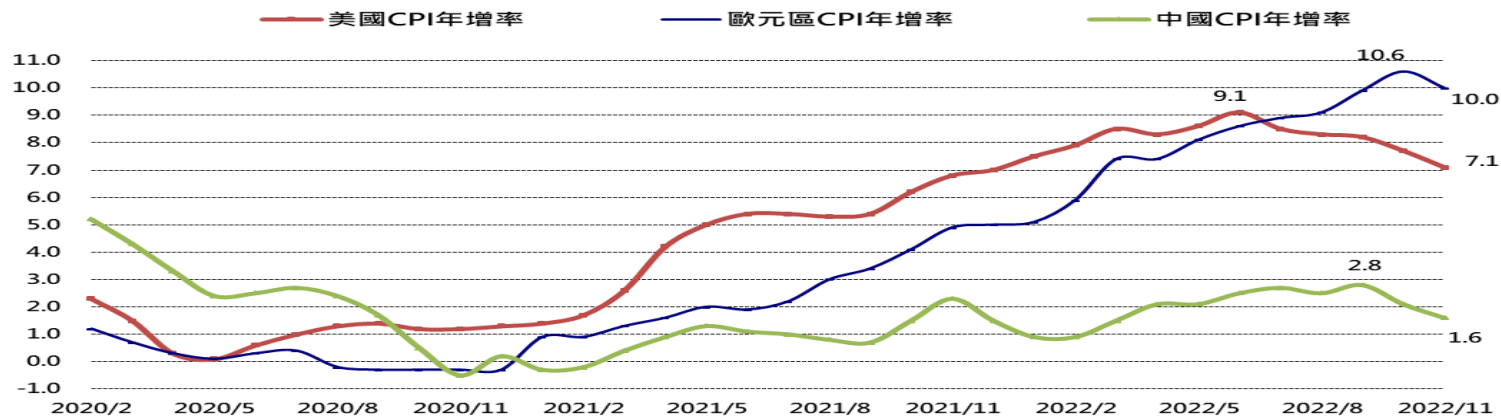
2023年，經濟面臨需求不足局面



製造業PMI	22/8	22/9	22/10	22/11	說明
美國	52.8	50.9	50.2	49.0	<ul style="list-style-type: none"> 2022年PMI由強轉弱，需求逐步下降，甚至步入萎縮，廠商對未來的需求下降做準備。 展望2023年，高通膨、經濟成長放緩，甚至經濟萎縮，仍將牽制製造業表現。
歐元區	49.6	48.4	46.4	47.1	<ul style="list-style-type: none"> 2022年PMI由穩健步入萎縮，主要受到俄烏戰爭、能源短缺危機衝擊，供需皆弱。 展望2023年，製造業仍承受低迷壓力，關鍵仍是俄烏戰爭及高通膨對經濟前景的影響。
中國	49.4	50.1	49.2	48.0	<ul style="list-style-type: none"> 2022年PMI由溫和步入萎縮。疫情發散、市場需求下降，致使生產放緩。經濟回升的基礎不鞏固。 展望2023年，在防疫政策適度放鬆下，產需有望逐步回升。

- **美國PMI**：2021年高點(3月63.4)，之後走勢下滑，需求減弱，影響生產。2022年11月底點49.0，步入萎縮。展望2023年，經濟放緩，甚至衰退，需求不足局面仍將影響製造業景氣。
- **歐元區PMI**：2021年高點(6月64.7)，而後趨跌，2022年經濟進一步受到高通膨與俄烏戰爭衝擊，PMI於7月開始陷入萎縮，10月底點46.4。展望2023年，俄烏戰爭未歇，經濟衰退陰影伴隨，經濟活動回復面臨壓力。
- **中國PMI**：2021年高點(3月51.9)，因疫情反復，指數基本在50上下。2022年疫情及封控明顯影響產需，PMI大多處於萎縮區間，11月底點48.0。展望2023年，經濟仍面臨壓力，但穩增長政策、防疫政策放鬆，經濟活動有望逐步修復。

2023年，通膨放緩，但仍遠高於2.0%設定目標



通膨率		22/9	月%	22/10	月%	22/11	月%	說明
美國	CPI	8.2	0.4	7.7	0.4	7.1	0.2	<ul style="list-style-type: none"> 2022年物價飆漲；2023年仍要面對通膨問題，估計漲幅放緩，但仍然過高。 11月CPI年增率7.1%，有所放緩，11月CPI月增率0.2%(10月0.4%)。 11月核心CPI年增率6.0%，從9月6.6%的40年來高點放緩。核心CPI月增率0.2%(10月0.3%)。
	PPI	8.5	0.3	8.1	0.3	7.4	0.3	
歐元區	CPI	9.9	1.2	10.6	1.5	10.0	-0.1	<ul style="list-style-type: none"> 2022年物價屢創新高；2023年通膨壓力仍然很高。 11月CPI年增率降至10.0%(10月10.6%為史上新高)，能源價格飆漲是主要推動通膨因素。 10月PPI年增率30.8%(8月43.3%為史上最高)。PPI繼續對CPI造成壓力。10月PPI月比由漲轉跌。
	PPI	41.9	1.6	30.8	-2.9	-	-	
中國	CPI	2.8	0.3	2.1	0.1	1.6	-0.2	<ul style="list-style-type: none"> 2022年CPI漲勢相對溫和；2023年估計通膨維持溫和態勢。 11月CPI年增率放緩至1.6%，顯示需求不足，溫和通膨為貨幣政策適度寬鬆提供一些空間。 10月PPI年增率由漲轉跌，11月PPI續跌，基期因素外，反映大宗商品價格回穩回落。
	PPI	0.9	-0.1	-1.3	0.2	-1.3	0.1	

- **美國CPI**：2022年高點(6月9.1%)，也是40年來最高，物價上漲廣泛，能源及食品漲勢大。CPI漲勢已從高點放緩，但依然很高。展望2023年，估計通膨將持續降溫，但遠高於2.0%目標，通膨預期仍存在相當高的不確定性。
- **歐元區CPI**：2022年高點(10月10.6%)，也是史上最高，俄烏戰爭推升能源價格，進一步推升物價。展望2023年，通膨漲勢有望放緩，然俄烏戰爭未歇，能源短缺風險仍存，通膨前景不確定高。
- **中國CPI**：2022年高點(9月2.8%)，整體物價溫和，都在3.0%之下，顯示需求不足，經濟下行。展望2023年，防疫政策放鬆，產需修復，物價估計有所回升，但整體經濟復甦仍待進一步穩固，總體物價情勢依然相對溫和。

大部分原物料因景氣趨勢自高點大幅修正

		2021年 漲跌幅 (%)	2022年 漲跌幅 (%)	近期相對 最高價日期	高價收盤價	12/7 距高點下跌%
穀物	黃豆	1.0	10.8	2022/6/9	1,769	-16.8%
	小麥	20.3	-5.7	2022/3/7	1,425	-49.0%
	玉米	22.6	5.8	2022/4/29	818	-23.3%
貴重金屬	黃金	-3.5	-2.3	2020/8/6	2,052	-13.0%
	白金	-10.3	6.2	2021/2/19	1,291	-20.6%
	鈀金	-22.1	-3.0	2022/3/4	2,982	-37.8%
基本金屬	銅	25.2	-13.0	2022/3/4	10,674	-20.8%
	鋁	41.8	-11.5	2022/3/4	3,849	-35.4%
	鉛	15.6	-4.0	2022/3/8	2,497	-11.4%
	鎳	24.9	51.5	2022/3/7	48,078	-34.6%
	石油	55.1	-2.6	2022/3/8	128	-39.7%
	BDI	62.3	-38.1	2021/10/7	5,650	-75.7%
	鐵礦砂	25.2	-9.6	2021/5/12	233	-53.9%
	動力煤	80.4	167.3	2022/9/5	458	-11.4%
	天然氣	46.9	53.4	2022/8/22	9.68	-40.9%

- 俄、烏開戰日: 2022/2/24
- 2022年原物料因俄、烏戰事暴漲後大幅修正，過程中大幅推升通膨，引發各國央行暴力式升息。
- 動力煤、天然氣、鎳、黃豆 2022年相對漲幅較大。
- 大部分原物料基期已高、2023年通膨壓力減緩。

主要央行利率決策一覽

國家/地區	升息		降息		政策利率	
	2021年	2022年	2021年	2022年	基準利率	利率水準
台灣		(3、6、9、12)			重貼現率	1.750%
美國		(3、5、6、7、9、11、12)			聯邦資金利率	4.50%
歐元區		(7、9、10、12)			隔夜存款利率	2.00%
英國	(12)	(2、3、5、6、8、9、11、12)			準備金利率	3.50%
加拿大		(3、4、6、7、9、10、12)			隔夜利率	4.25%
挪威	(9、12)	(3、6、8、9、11、12)			同業存款利率	2.75%
冰島	(5、8、10、11)	(2、5、6、8、10、11)			7天期存款利率	6.00%
瑞士		(6、9、12)			政策利率	1.00%
澳洲		(5、6、7、8、9、10、11、12)			現金利率	3.10%
紐西蘭	(10、11)	(2、4、5、7、8、10、11)			官方現金利率	4.25%
中國*			(12) (-)	(1、8) (1、5、8)	LPR-1Y LPR-5Y	3.65% 4.30%
韓國	(8、11)	(1、4、5、7、8、10、11)			基準利率	3.25%
馬來西亞		(5、7、9、11)			隔夜政策利率	2.75%
菲律賓		(5、6、7、8、9、11、12)			隔夜利率	5.50%
印度		(5、6、8、9、12)			回購利率	6.25%
泰國		(8、9、11)			1天期回購利率	1.25%
印尼		(8、9、10、11)			7天期回購利率	5.25%
墨西哥	(6、8、9、11、12)	(2、3、5、6、8、9、10)	(2)		隔夜利率	10.00%
巴西	(3、5、6、8、9、10、12)	(2、3、5、6、8)			隔夜利率	13.75%
土耳其	(3)		(9、10、11、12)	(8、9、10、11)	7天期回購利率	9.00%
俄羅斯	(3、4、6、7、9、10、12)	(2、2)		(4、5、5、6、7、9)	關鍵利率	7.50%
南非	(11)	(1、3、5、7、9、11)			回購利率	7.00%
丹麥		(7、9、10、12)	(9)		隔夜存款利率	1.75%
瑞典		(5、7、9、11)			政策利率	2.50%

截至時間：2022/12/15

積極升息轉趨放緩，或接近升息高峰

	主要國家	最近一期		目前利率	升息起點	巴西；冰島；墨西哥；韓國；挪威；紐西蘭；新加坡；南非；英國；加拿大 美國、台灣；印度；馬來西亞；菲律賓；澳洲；瑞士；泰國；印尼			
		日期	幅度			2021年		2022年	
升息	巴西	8/3	2碼	13.75%	2.75%	7次：(3、5、6、9、10、12)；2.75%→9.25%	5次：(2、3、5、6、8)；9.25%→13.75%		
	新加坡	10/14	-	-	-	1次：(10)；NEER區間斜率微上調	2次：(1、4)；NEER區間斜率上調 3次：(4、7、10)；匯率中間價調高		
	馬來西亞	11/3	1碼	2.75%	1.75%	-	4次：(5、7、9、11)；1.75%→2.75%		
	墨西哥	11/10	3碼	10.00%	4.00%	5次：(6、8、9、11、12)；4.00%→5.50%	7次：(2、3、5、6、8、9、11)；5.50%→10.00%		
	印尼	11/17	2碼	5.25%	3.50%	-	4次：(8、9、10、11)；3.50%→5.25%		
	紐西蘭	11/23	3碼	4.25%	0.25%	2次：(10、11)；0.25%→0.75%	7次：(2、4、5、7、8、10、11)；0.75%→4.25%		
	冰島	11/23	1碼	6.00%	1.00%	4次：(5、8、10、11)；1.00%→2.00%	6次：(2、5、6、8、10、11)；2.00%→6.00%		
	韓國	11/24	1碼	3.25%	0.50%	2次：(8、11)；0.50%→1.00%	7次：(1、4、5、7、8、10、11)；1.00%→3.25%		
	南非	11/25	3碼	7.00%	3.50%	1次：(11)；3.50%→3.75%	6次：(1、3、5、7、9、11)；3.75%→7.00%		
	泰國	11/30	1碼	1.25%	0.50%	-	3次：(8、9、11)；0.50%→1.25%		
	澳洲	12/6	1碼	3.10%	0.10%	-	8次：(5、6、7、8、9、10、11、12)；0.10%→3.10%		
	印度	12/7	0.35%	6.25%	4.00%	-	5次：(5、6、8、9、12)；4.00%→6.25%		
	加拿大	12/7	2碼	4.25%	0.25%	-	7次：(3、4、6、7、9、10、12)；0.25%→4.25%		
	美國	12/14	2碼	4.50%	0.25%	-	7次：(3、5、6、7、9、11、12)；0.25%→4.50%		
	瑞士	12/15	2碼	1.00%	-0.75%	-	3次：(6、9、12)；-0.75%→1.00%		
	挪威	12/15	1碼	2.75%	0.00%	2次：(9、12)；0.00%→0.50%	6次：(3、6、8、9、11、12)；0.50%→2.75%		
	英國	12/15	2碼	3.50%	0.10%	1次：(12)；0.10%→0.25%	8次：(2、3、5、6、8、9、11、12)；0.25%→3.50%		
	歐元區	12/15	2碼	2.00%	-0.50%	-	4次：(7、9、10、12)；-0.50%→2.00%		
菲律賓	12/15	2碼	5.50%	2.00%	-	7次：(5、6、7、8、9、11、12)；2.00%→5.50%			
台灣	12/15	半碼	1.750%	1.125%	-	4次：(3、6、9、12)；1.125%→1.750%			

截至時間：2022/12/15

市場關注主要央行積極升息的步調是否放慢或即將到頂。

- 澳洲央行：12月會議連續3個月放緩升息1碼。央行總裁：預計進一步升息；政策的效果有滯後性。
- 加拿大央行：12月會議連續2個月放緩升息2碼。央行總裁：這波緊縮階段已接近尾聲；將考慮是否有必要進一步提高利率。
- 英國央行：12月會議放緩升息2碼(11月會議3碼)。央行總裁(11月會議)：升息高點估計會低於市場預期。
- 聯準會：鮑爾12月會議記者會-強烈考慮下次會議升息0.25%(鴿)；對通膨回落至2.0%有信心之前不會降息(鷹)。12月會議放緩升息0.50%，2023年升息高峰上調至5.00%~5.25%。

美元指數高檔回落

貨幣	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2022年		
									10月	11月	12月
新台幣	-4.3%	2.4%	7.5%	-3.0%	2.0%	5.3%	2.9%	-11.0%	-1.5%	4.1%	0.6%
美元指數	9.3%	3.6%	-9.9%	4.4%	0.2%	-6.7%	6.7%	8.4%	-0.5%	-5.0%	-1.8%
歐元	-10.1%	-3.8%	13.7%	-4.2%	-2.1%	9.7%	-8.0%	-6.8%	1.0%	4.2%	1.9%
英鎊	-4.7%	-17.3%	9.8%	-6.0%	3.8%	3.9%	-1.3%	-8.8%	3.6%	3.4%	2.7%
加幣	-19.5%	2.7%	6.9%	-8.4%	4.1%	2.3%	-0.4%	-6.4%	0.3%	0.6%	-0.5%
日圓	-0.6%	2.7%	3.8%	2.0%	1.6%	5.1%	-11.6%	-19.4%	-2.6%	6.4%	0.8%
韓元	-7.8%	-2.3%	11.1%	-4.2%	-3.5%	5.9%	-9.4%	-9.9%	0.4%	7.4%	1.0%
人民幣	-4.7%	-7.0%	6.3%	-5.4%	-1.5%	6.1%	2.5%	-9.4%	-2.9%	2.1%	2.3%
澳幣	-12.0%	-1.3%	7.4%	-10.5%	-0.6%	9.1%	-6.2%	-7.1%	-1.4%	4.6%	0.8%
印度盧比	-4.7%	-2.6%	6.0%	-9.6%	-2.0%	-2.3%	-2.2%	-10.6%	-1.7%	1.6%	-1.3%
新加坡元	-6.8%	-2.5%	7.6%	-2.2%	1.5%	1.9%	-2.4%	-0.1%	1.3%	3.0%	1.2%
泰銖	-9.7%	0.8%	9.0%	0.7%	7.9%	-0.4%	-11.4%	-4.3%	-0.4%	7.1%	1.3%
印尼盾	-11.1%	2.5%	-0.9%	-7.4%	4.8%	-1.4%	-1.6%	-9.7%	-2.4%	-0.9%	0.5%
馬來西亞幣	-22.8%	-4.5%	9.6%	-2.5%	1.5%	1.8%	-4.0%	-6.1%	-2.2%	5.5%	0.8%
墨西哥披索	-17.0%	-19.7%	4.9%	0.0%	3.8%	-5.3%	-3.6%	4.7%	1.3%	2.4%	-1.3%
巴西幣	-49.1%	17.9%	-1.8%	-16.9%	-3.8%	-29.2%	-9.6%	7.4%	2.8%	-0.2%	-0.2%
阿根廷披索	-51.4%	-22.4%	-19.1%	-100.7%	-58.1%	-40.4%	-22.2%	-67.3%	-6.5%	-6.6%	-2.7%
俄羅斯盧布	-25.5%	16.9%	5.7%	-21.0%	10.9%	-19.1%	-0.4%	14.8%	-3.5%	1.4%	-3.9%
土耳其里拉	-24.7%	-20.9%	-7.8%	-39.2%	-12.8%	-25.0%	-69.7%	-47.8%	-0.4%	0.0%	-0.2%
南非幣	-33.7%	11.4%	9.6%	-16.2%	2.7%	-4.7%	-9.0%	-7.9%	-1.7%	7.5%	-1.4%

資料來源：CMoney；2022/12/13

- 這波美元指數走強(114.1)，主要是組成貨幣-歐元、英鎊、日圓太弱，影響所及，其他國家貨幣也受影響大幅走貶。
- 歐元、英鎊止跌反彈，美元指數攀高後回落。Fed升息步調、升息高峰、通膨情勢，牽動美元指數強弱。

美元指數區間波動；歐元有望逐步回穩



註：美元指數：歐元 57.6%、日圓13.6%、英鎊11.9%、加元9.1%、瑞典克朗4.2%、瑞士法郎 3.6%。

■ 美元指數區間波動：估計在95~110區間。

- 2022年3月Fed啟動升息循環、6月-9月都大幅升息0.75%、9月英債危機，一路推升美元指數至114之上。
- 2022年9月之後，市場關注到Fed積極緊縮貨幣政策步調可能轉向溫和，美元指數由114的高點震盪回落。
- 展望2023年，升息路徑、經濟、通膨及金融情勢、歐洲與日本的政策等，都將影響美元指數強弱，美元波動區間可能加大。估計在95~110區間。

■ 歐元有望逐步回穩：估計在0.95~1.20區間。

- 2022年，俄烏戰爭衝擊，經濟陷入通膨與經濟萎縮困境，不利的政經情勢一度使歐元跌破平價，20年來首見。
- 展望2023年，ECB將繼續升息，且將縮表，貨幣政策緊縮力道漸增，歐元有望逐步趨穩，然俄烏戰爭仍存在不確定性。估計在0.95~1.20區間。

■ 貨幣政策牽動日圓未來走勢：2022年，日圓疲弱，促使日本干預匯價(9月2.8兆日圓、10月6.4兆日圓)。展望2023年，Fed將達升息高峰，預期日銀超級寬鬆貨幣政策可能調整，日圓有機會轉升。估計在125~140區間。

外資動態牽動台幣走勢

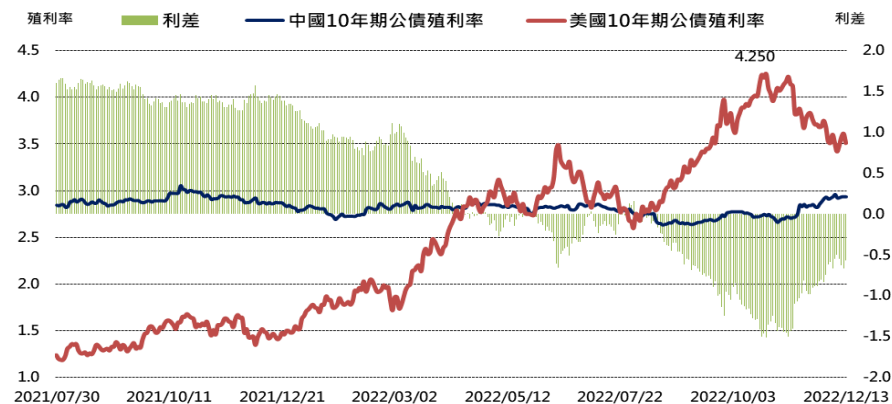
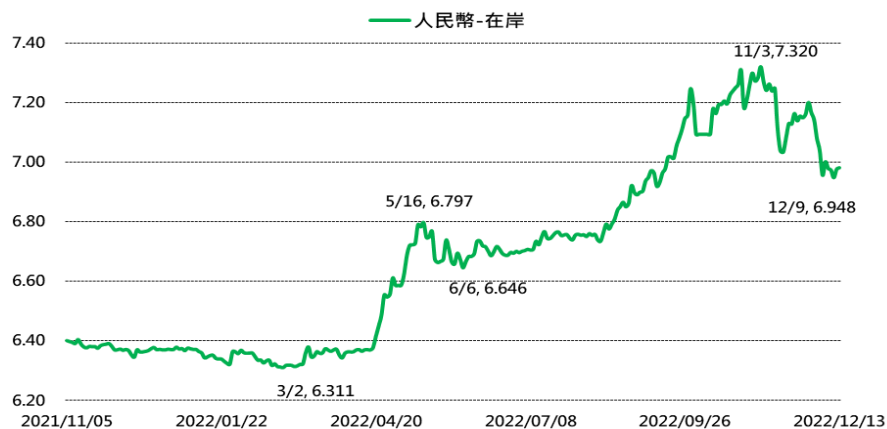


年/月	2021年	2022年	2022年										
			1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
外資淨匯入 (億美元)	210	-128	41	12	-69	-47	27	-25	-51	-55	-58	5	92
外資買超-上市 (億台幣)	-4,540	-11,545	-377	-1,573	-2,640	-2,595	-37	-2,190	-177	-190	-185	-949	1,868
外資買超-上櫃 (億台幣)	-387	-621	-204	-131	37	-47	31	-104	-10	-19	-100	-19	145

■ 台幣有望震盪趨升：估計在30.0~31.5區間。

- 2022年，Fed積極升息，美元指數強勢，台股下挫，外資賣超台股匯出資金，台幣承受沉重貶值壓力，即便央行試圖阻貶，台幣一度貶破32大關，最低至32.319(10/25)。
- 預期Fed將放緩升息步伐，英國債市危機解除，支撐英鎊，ECB於10月會議繼續升息3碼，歐元回升，美元指數高點回降，外資於台股轉賣為買，台幣順勢回升。
- 央行升息力道遠不及美國、經濟放緩、9月開始出口已現衰退，並可能延續至2023年，台幣仍承受一定程度壓力。
- 展望2023年，美元指數基本高峰已過，若外資持續轉進買超台股，台灣經濟相對穩健下，台幣將有望進一步趨升。估計在30.0~31.5區間。

人民幣雙向浮動



年月/增額	外匯儲備(億美元)	外匯占款 (人民幣億元)	外貿收支(億美元)	直接投資(億美元)	資金流出(-)估計(億美元)
2020年	1,086	-1,009	5,378	1,444	-6,968
2021年	336	1,559	6,894	1,735	-8,385
2022年	-1,955	290	5,719	1,384	-7,063
2022/8	-492	-22	794	145	-942
2022/9	-259	-31	847	169	-1,021
2022/10	235	10	852	130	-980

■ 人民幣雙向浮動：估計在6.70~7.40區間。

- 2022年，經濟受疫情及清零政策衝擊，人行貨幣政策與Fed分化，美元強勢，人民幣貶值，跌破7.0價位。
- 人行出手穩匯，避免市場形成單邊升值或貶值預期帶來金融擾動。
- (1)4/25宣布，5/15起，外匯存款準備金率9.0%→8.0%。(2)9/5宣布，9/15起，外匯存款準備金率8.0%→6.0%。(3)上調外匯風險準備金率：9/25宣布，9/28起，外匯風險準備金率0→20%。(4)10/25，跨境融資宏觀審慎參數1→1.25，增加境內市場美元供應，一度使人民幣回升(7.309→7.183)。
- 展望2023年，美中貨幣政策、防疫政策的放鬆調整與實際作為將影響對經濟復甦的期待與回升強度，亦將牽動人民幣的走勢。估計在6.70~7.40區間。

全球股市有望呈反彈行情

股市	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
道瓊指數	7.3%	26.5%	7.5%	-2.2%	13.4%	25.1%	-5.6%	22.3%	7.3%	18.7%	-6.1%
NASDAQ指數	15.9%	38.3%	13.4%	5.7%	7.5%	28.2%	-3.9%	35.2%	43.6%	21.4%	-28.1%
S&P 500指數	13.4%	29.6%	11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	-6.2%	28.9%	16.3%	26.9%	-15.7%
費城半導體指數	5.4%	39.3%	28.4%	-3.4%	36.6%	38.2%	-7.8%	60.1%	51.1%	41.2%	-28.5%
英國金融時報指數	5.8%	14.4%	-2.7%	-4.9%	14.4%	7.6%	-12.5%	12.1%	-14.3%	14.3%	1.6%
德國DAX指數	29.1%	25.5%	2.7%	9.6%	6.9%	12.5%	-18.3%	25.5%	3.6%	15.8%	-8.7%
法國CAC指數	15.2%	18.0%	-0.5%	8.5%	4.9%	9.3%	-11.0%	26.4%	-7.1%	28.9%	-5.7%
台灣加權股價指數	8.9%	11.9%	8.1%	-10.4%	11.0%	15.0%	-8.6%	23.3%	22.8%	23.7%	-20.3%
台灣OTC指數	10.0%	25.4%	8.3%	-8.1%	-3.0%	18.7%	-16.8%	20.9%	23.3%	29.0%	-21.6%
日本日經225指數	22.9%	56.7%	7.1%	9.1%	0.4%	19.1%	-12.1%	18.2%	16.0%	4.9%	-2.9%
韓國KOSPI綜合指數	10.9%	0.1%	-7.6%	-1.5%	8.2%	24.9%	-19.3%	12.1%	32.5%	1.3%	-21.5%
香港恆生指數	22.9%	2.9%	1.3%	-7.2%	0.4%	36.0%	-13.6%	9.1%	-3.4%	-14.1%	-16.3%
上海綜合	3.2%	-6.8%	52.9%	9.4%	-12.3%	6.6%	-24.6%	22.3%	13.9%	4.8%	-12.7%

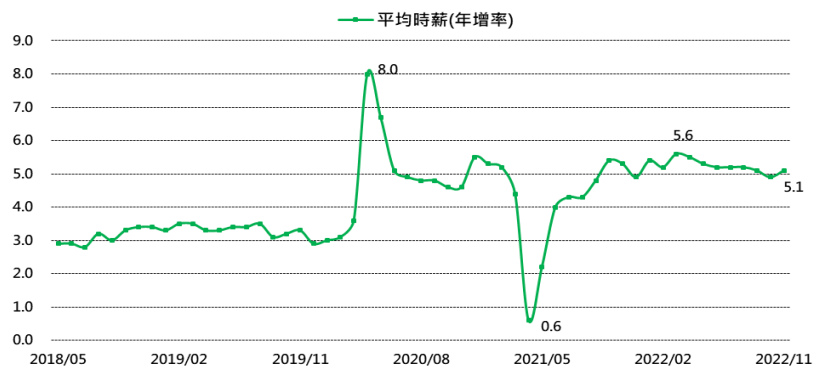
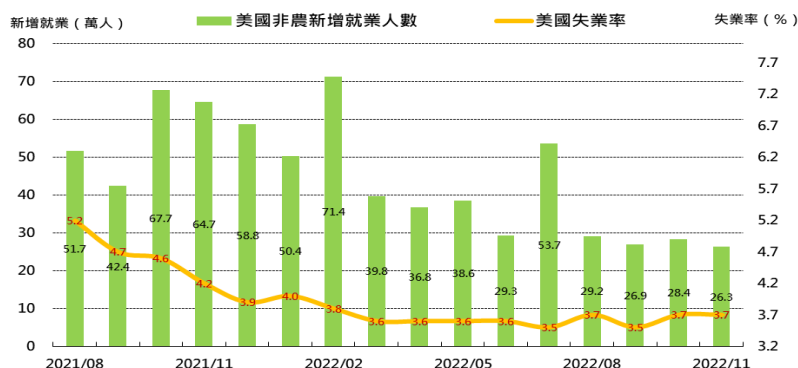
資料來源：CMoney；2022/12/13

美國-經濟面臨可能衰退

項目	經濟指標/年月	2022年										
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
GDP	GDP季增年率(%)	-	-	-1.6	-	-	-0.6	-	-	2.9	-	-
	GDP年增率(%)	-	-	3.7	-	-	1.8	-	-	1.9	-	-
PMI	ISM製造業指數	57.6	58.6	57.1	55.4	56.1	53.0	52.8	52.8	50.9	50.2	49.0
	ISM非製造業指數	59.9	56.5	58.3	57.1	55.9	55.3	56.7	56.9	56.7	54.4	56.5
勞動	失業率(%)	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.5	3.7	3.7
	非農就業人數(萬人)	50.4	71.4	39.8	36.8	38.6	29.3	53.7	29.2	26.9	28.4	26.3
	平均時薪YoY(%)	5.4	5.2	5.6	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.1	4.9	5.1
房市	建築許可數(萬戶)	184.1	185.7	187.9	182.3	169.5	169.6	168.5	154.2	156.4	151.2	-
	新屋開工數(萬戶)	166.6	177.7	171.6	180.5	156.2	157.5	137.7	150.8	148.8	142.5	-
	新屋銷售(萬戶)	83.1	79.0	70.7	60.4	63.6	58.2	54.3	66.1	58.8	63.2	-
	成屋銷售(萬戶)	649	593	575	560	541	511	482	478	471	443	-
	30年期房貸利率(%)	3.45	3.76	4.17	4.98	5.23	5.52	5.41	5.22	6.11	6.90	6.81
貿易	出口 MoM(%)	-2.0	2.2	4.9	3.3	1.5	1.7	0.1	0.3	-1.2	-0.7	-
	進口 MoM(%)	1.4	1.5	9.6	-3.3	0.7	-0.2	-2.8	-1.2	1.6	0.6	-
	貿易收支(億美元)	-880	-878	-1069	-872	-857	-807	-707	-658	-741	-782	-
物價	PPI YoY(%)	10.1	10.4	11.7	11.2	11.1	11.2	9.7	8.7	8.5	8.1	7.4
	CPI YoY(%)	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	7.1
	PCE物價指數 YoY(%)	6.0	6.3	6.6	6.3	6.3	7.0	6.4	6.2	6.3	6.0	-

- 2022年GDP成長1.8%，2023年成長0.5%：2022年Q3之GDP之季增年率2.9%，連2季萎縮後的回升。經濟終將步入衰退的預期仍高。OECD預估2022年GDP成長1.8%，2023年成長0.5%。
- 2023年景氣面臨需求不足壓力：2022年11月ISM製造業指數降至49.0，2020年5月以來首度萎縮。新訂單指數降至47.2，6個月內第5次萎縮，需求疲弱。展望2023年，經濟陷入萎縮可能性高，企業為未來潛在的較低需求做準備。
- 2023年房市持續降溫：2022年，房貸利率攀高，貸款壓力加重，房市景氣重挫。10月成屋銷售連續第9個月下跌(跌31%)，新屋開工數減少(跌21%)，部分買家退出市場。2022/11/10，30年期房貸利率一度飆升至7.08%，2002年以來最高。展望2023年，負擔能力繼續為房市最大挑戰，預期房市持續降溫，供需再平衡還需要一些時間。
- 2023年貿易逆差仍處在高位：2022年3月貿易逆差1069億美元，創新高，主要反映內需相對強勁。而後，貿易逆差縮減，反映全球需求持續減弱。展望2023年，俄烏戰爭與全球經濟前景，美中兩國貿易、科技、政治情勢變化，影響貿易表現。

升息幅度看通膨、降息看失業率+PMI



勞動市場指標(月)	疫情前水準	22/8	22/9	22/10	22/11	說明
非農新增就業(萬人)	-	29.2	26.9	28.4	26.3	■ 即便經濟前景不樂觀，有些企業裁員，但多數企業仍持續聘僱或留人。
失業率(%)	3.5	3.7	3.5	3.7	3.7	■ 失業率略升，但仍處於接近50年來最低的位置。
勞動參與率(%)	63.3	62.4	62.3	62.2	62.1	■ 勞動市場需要更多人進入。勞力供需還要進一步平衡。
就業率(%)	61.1	60.1	60.1	60.0	59.9	■ 整體就業率變動不大。疫情影響，有些人提早退休、有人不願工作。
總失業人數(萬人)	572	601	575	606	601	■ 7月失業人數已比疫情前更低，8月及10月失業人數有所回升。
平均時薪(%)	3.0	5.2	5.1	4.9	5.1	■ 平均時薪年增率仍在3.0%之上，繼續構成通膨壓力。

- 勞動市場稍有降溫，但勞工需求仍然強勁。
 - 2022年，新增就業431萬人；失業率降0.2%(3.9% → 3.7%；最低3.5%)；勞動參與率62.1%(8月62.4%)。
 - 工資增幅仍高：11月平均時薪年增率5.1%(3月5.6%)。薪資增幅較年初稍緩，但仍構成通膨壓力。服務業時薪增幅較高(5.3%)，製造業時薪增幅較小(3.6%)。
 - 工作職缺仍在1,000萬人以上：10月為1,030萬個(9月1,070萬；3月1,190萬最高)。許多企業仍存在人力不足問題。
- 為實現通膨目標，Fed需要使勞動供需更加平衡。Fed希望工資增長放緩，進而緩解通膨壓力。
- Fed主席鮑爾：勞動市場繼續失衡，還沒有看到勞動市場真正放緩的情況，更廣泛來看，美國勞動市場依然過熱。勞動力存在缺口-退休、病毒感染暫時缺工、疫情死亡與疫情的移民減少。
- 展望2023年，隨著Fed累積的升息，維持高限制性利率之影響，勞動市場將進一步降溫，裁員人數將增加，失業率也會上升。估計2023年失業率可能升至4.6%左右。

誤判通膨情勢，Fed暴力升息以遏制通膨

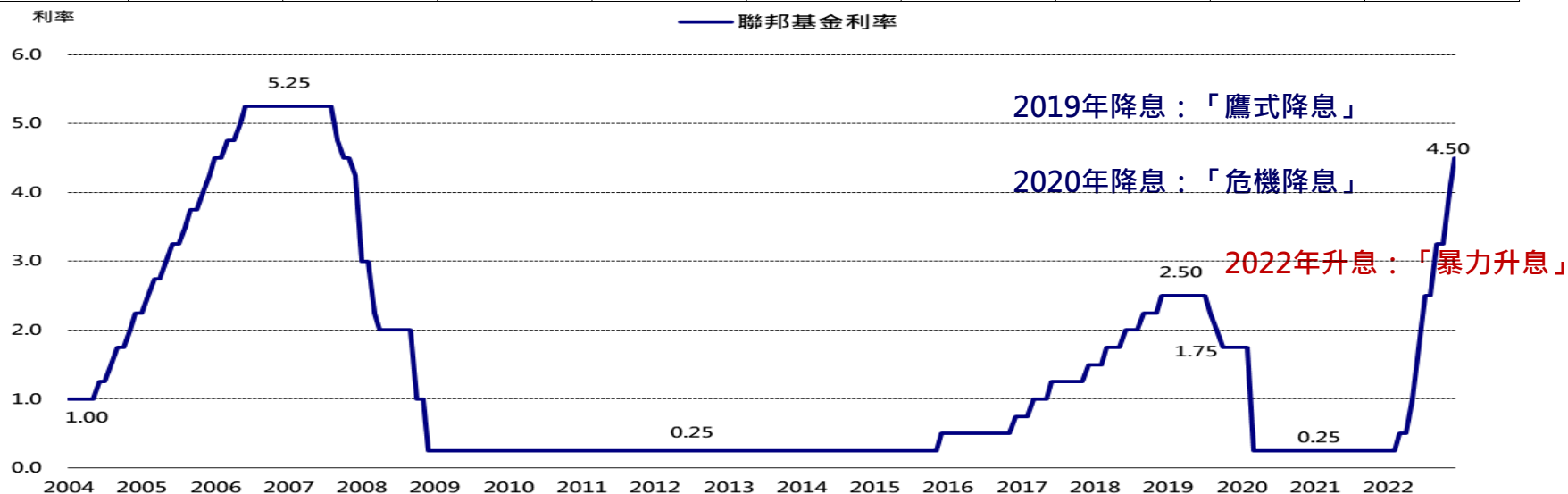
利率決策	利率循環時間	聯邦資金利率	平均1次幅度	利率進程說明
↑	1999/6~2000/5	4.75% → 6.50% (6次)	0.29%/次	1999年：6、8、11 2000年：2、3、5 (2碼)
↑	2004/6~2006/6	1.00% → 5.25% (17次)	0.25%/次	2004年：6、8、9、11、12 2005年：2、3、5、6、8、9、11、12 2006年：1、3、5、6
↑	2015/12~2018/12	0.25% → 2.50% (9次)	0.25%/次	2015年：12 2016年：12 2017年：3、6、12 2018年：3、6、9、12
↑	2021/3~	0.25% → 4.50% (7次)	0.61%/次	2022年：3、5(2碼)、(6、7、9、11 都升3碼)、12(2碼)

- Fed誤判通膨情勢(疫情的供應鏈中斷、疫後需求大增、俄烏戰爭進一步推升通膨)，通膨根深蒂固的風險增加，Fed被迫積極升息應對。
- Fed對通膨下降的預期持謹慎態度，因為2021年誤判通膨情勢而政策落後。而今為維護其信譽，堅持要成功降低通膨為止，寧願升息太過，以避免重蹈1970年代的政策錯誤。
- Fed快速將聯邦基金利率升至4.5%的限制性利率水準。目前貨幣緊縮的新階段傾向放緩升息，逐步摸索到認為合適的利率水準，然後在高利率水準堅持更長時間，不要過早放鬆政策。

2023年將達這波升息周期高峰：5%-5.25%

2022年	1/25-26	3/15-16**	5/3-4	6/14-15**	7/26-27	9/20-21**	11/1-2	12/13-14**	2022年底
聯邦基金利率	0.25%	0.50%	1.00%	1.75%	2.50%	3.25%	4.00%	4.50%	4.50%
升息預期	-	1碼	2碼	3碼	3碼	3碼	3碼	2碼	17碼

2023年	1/31-2/1	3/21-22**	5/2-3	6/13-14**	7/25-26	9/19-20**	10/31-11/1	12/12-13**	2023年底
聯邦基金利率	(4.75%)	(5.00%)	(5.25%)	(5.25%)	(5.25%)	(5.25%)	(5.25%)	(5.25%)	(5.25%)
升息預期	(1碼)	(1碼)	(1碼)	-	-	-	-	-	(3碼)



- Fed於2022年3月起7度升息，期間有4度大幅度升息(0.75%)，迅速將聯邦基金利率由0~0.25%升至4.25%~4.50%。12月會議放緩升息0.50%，因政策不僅為抑制通膨，也會考量到經濟、金融以及緊縮貨幣政策的滯後性。
- 2022年底利率已升至4.25%~4.50%區間，估計2023年可能再升息3碼至5.00%~5.25%區間，維持高的限制性利率水準一段時間，不會太早政策放鬆，估計2024年才有可能開始降息。

Fed預估最快2024年才會降息

利率預測分布 (2023年底)	與會人數	2.875%	3.125%	3.375%	3.625%	3.875%	4.125%	4.375% (2022年)	4.625% (升1碼)	4.875% (升2碼)	5.125% (升3碼)	5.375% (升4碼)	5.625% (升5碼)
2022/12	19人	-	-	-	-	-	-	-	-	2	10	5	2

利率預測分布 (2024年底)	與會人數	2.875% (降9碼)	3.125% (降8碼)	3.375% (降7碼)	3.625% (降6碼)	3.875% (降5碼)	4.125% (降4碼)	4.375% (降3碼)	4.625% (降2碼)	4.875% (降1碼)	5.125% (2023年)	5.375% (升1碼)	5.625% (升2碼)
2022/12	19人	-	1	1	-	3	7	-	2	3	1	-	1

備註：2024年的升降息碼數以2023年底(5.125%)為基準。

2022/12：經濟預估	2022年	2023年	2024年	2025年	長期
GDP成長率%	0.5 (0.2)	0.5 (1.2)	1.6 (1.7)	1.8 (1.8)	1.8 (1.8)
失業率%	3.7 (3.8)	4.6 (4.4)	4.6 (4.4)	4.5 (4.3)	4.0 (4.0)
PCE通膨率%	5.6 (5.4)	3.1 (2.8)	2.5 (2.3)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
核心PCE通膨率%	4.8 (4.5)	3.5 (3.1)	2.1 (2.3)	2.1 (2.1)	-
利率預測中位數%	4.375 (4.375)	5.125 (4.625)	4.125 (3.875)	3.125 (2.875)	2.500 (2500)

資料來源：Fed；2022/12；(**)為前次預估。

- 2022年12月FOMC會議最新經濟評估：2023年經濟成長率下修、失業率上升、通膨率上調、利率預測上調。
 - 2022年GDP成長率(0.2%→0.5%)；2023年GDP成長率(1.2%→0.5%)；2023年失業率(4.4%→4.6%)。Fed主席鮑爾：沒有人知道是否會陷入衰退；實現軟著陸的路徑很窄，但仍有可能。
 - 2022年通膨率(5.4%→5.6%)；2023年通膨率(2.8%→3.1%)。2022年核心通膨率(4.5%→4.8%)；2023年核心通膨率(3.1%→3.5%)。短期通膨率較高，預期中長期通膨率會趨向2.0%目標。
 - 2023年利率中位數5.125%(再升息3碼)。2024年利率中位數4.125%(較2023年的預期利率降息4碼)，亦即委員目前預期2024年才有可能轉為降息。
- Fed將繼續升息，但未預設升息路徑，委員將繼續在逐次會議上做出決定。Fed目前傾向放緩升息步伐，提高2023年最終的利率水準，維持限制性利率水準一段時間，不會太早政策放鬆，Fed需要對降低通膨更有信心。

紐約聯準銀行：估計3年縮表2.5兆美元

2022年之縮表規劃

資產項目/期間	2022年6月	2022年7月	2022年8月	2022年9月以後
公債-縮減上限/月	300	300	300	600
MBS-縮減上限/月	175	175	175	350
合計-縮減上限/月	475	475	475	950

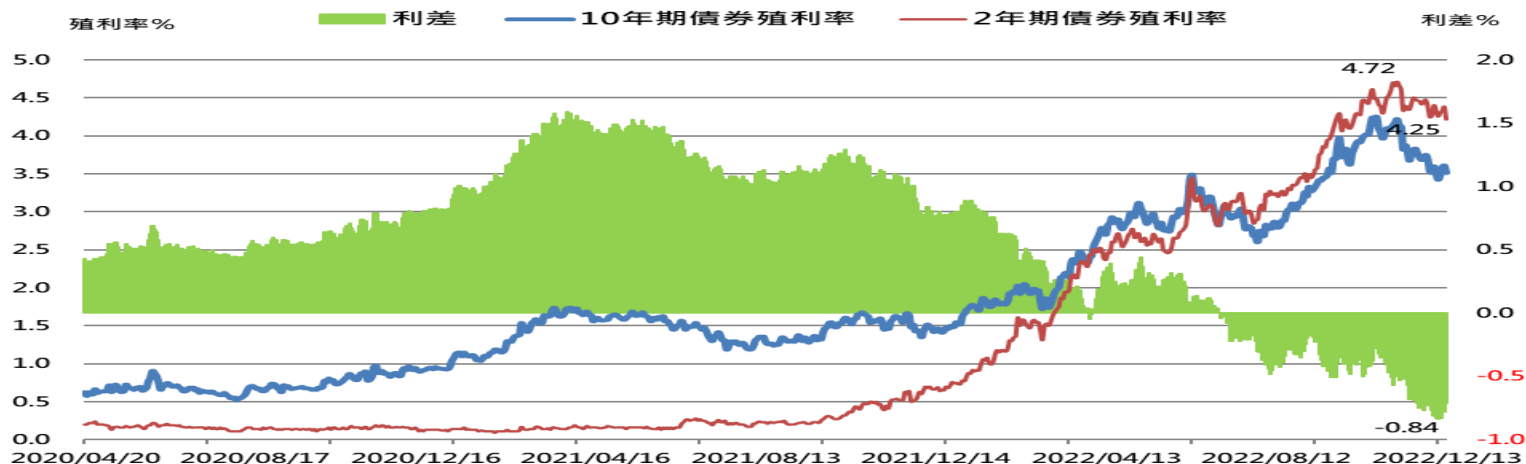
> 2022年6月~8月，實際約減少688億美元資產。
 > 2022年9月之後，公債縮減上限為600億美元。若到期公債低於此上限，則以國庫券提補。
 > 2022年9月~11月，實際約減少2,400億美元資產。
 Fed資產：8.92兆美元(2022/5) → 8.58兆美元(2022/11)

紐約聯準銀行資產組合預估

年度	資產組合(億美元)	增減額	公債	公債增減額	MBS	MBS增減額
2021	82,700	-	56,525	-	26,155	-
2022	80,340	-2,360	54,318	-2,207	25,996	-159
2023	70,370	-9,970	47,147	-7,171	23,199	-2,797
2024	61,670	-8,700	40,917	-6,230	20,728	-2,471
2025	59,660	-2,010	41,142	225	18,497	-2,231

- 紐約聯準銀行：2022年開始的縮表進程估計3年。2025年中縮減約2.5兆美元、降至5.9兆美元左右，屆時將暫停縮表。
- 投資機構評估：縮表1.5兆美元，相當於升息3碼~4碼。
- 經濟學家擔心，Fed加速縮表，金融體系恐將流動性不足，影響金融穩定。2019年9月~2020年3月，銀行準備金嚴重短缺，隔夜拆款利率大幅上升(2.0%→10.0%)，Fed大舉釋放短期流動性。
- Fed積極緊縮，美債市場存在潛在的流動性和波動性問題，若情況持續惡化，Fed可能被迫放緩或停止縮表。
- 2017年-2019年縮表，Fed資產僅縮減6,700億美元(4.45兆美元→3.78兆美元)，不及評估的小縮表(1兆美元)，也低於規劃縮表上限的7,550億美元。2019年經濟放緩，Fed於8月降息、停止縮表。

美國未來一年內經濟衰退的可能性高

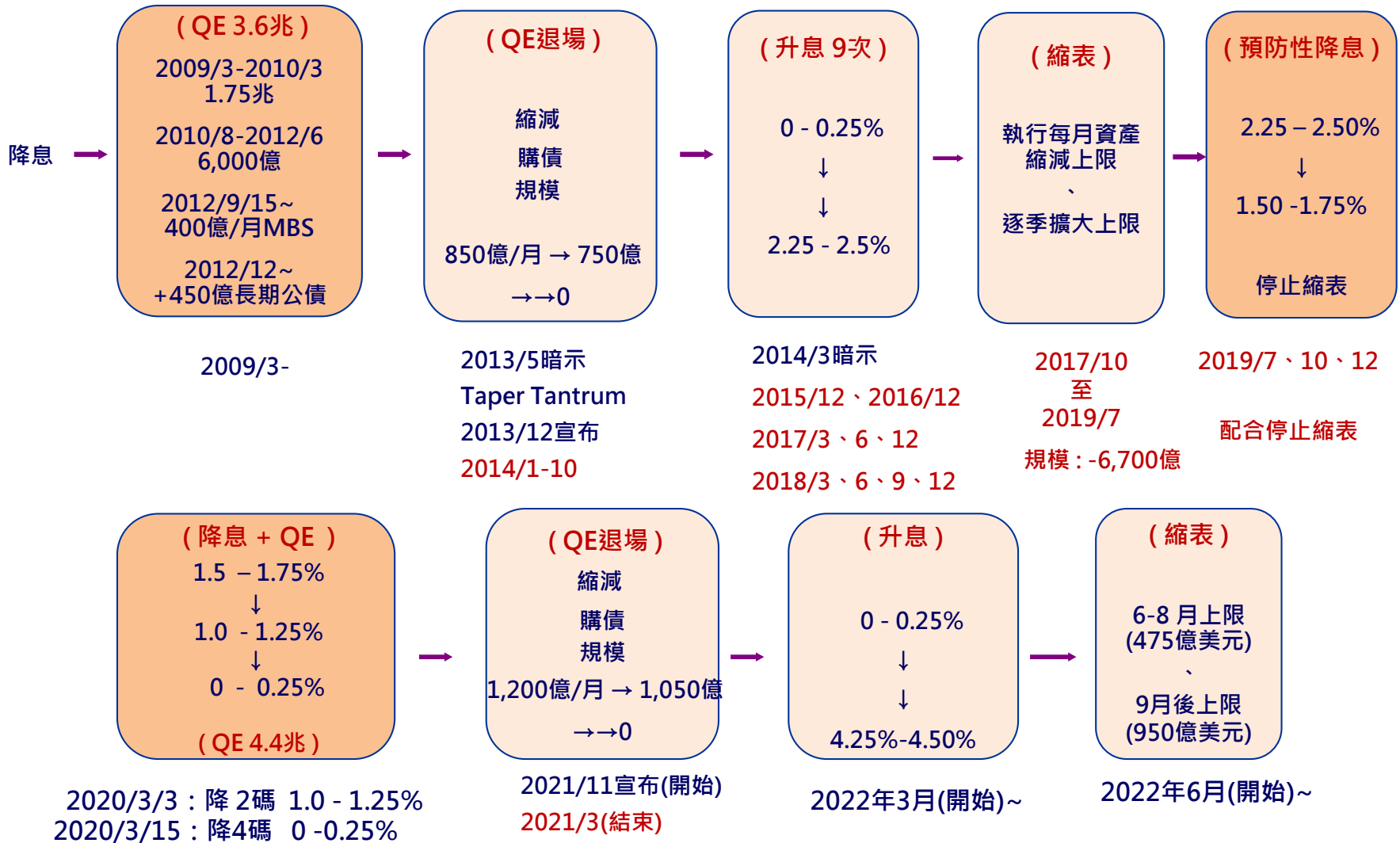


經濟衰退期	美股下跌期	殖利率曲線倒掛期間
1990/9 ~ 1991/3	1989/9 ~ 1990/1 (3,024 → 2,344、-22%)	1989/1 ~ 1989/5 (倒掛5個月)
2001/3 ~ 2001/9	2000/1 ~ 2002/9 (11,749 → 7,197、-39%)	2000/2 ~ 2000/11 (倒掛10個月)
2008/3 ~ 2009/6	2007/11 ~ 2009/2 (14,198 → 6,469、-54%)	2006/6 ~ 2007/2 (倒掛9個月)
2020/2 ~ 2020/4	2020/1 ~ 2020/3 (38,538 → 21,917、-43%)	2020年沒有倒掛

■ 美債殖利率曲線持續倒掛，且利差擴大，市場預期未來一年內經濟衰退機率大增。

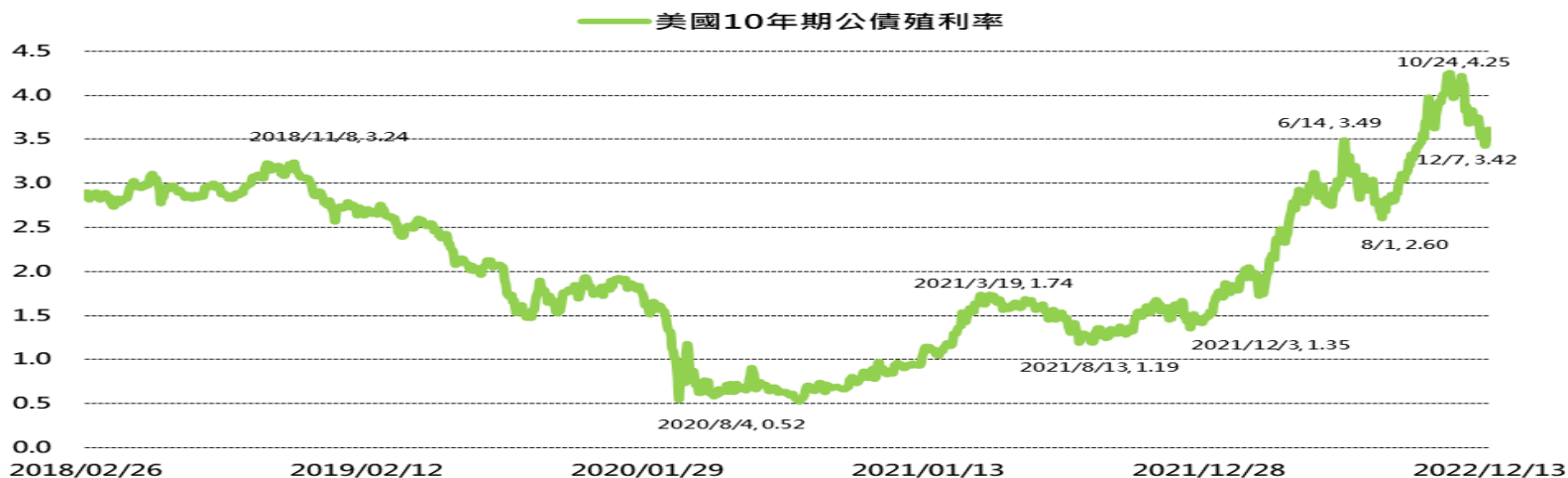
- 歷史經驗：殖利率曲線倒掛 → 美股下跌(領先殖利率曲線倒掛 1個月或落後1年5個月) → 經濟衰退 (落後股市 4~14個月)。
- 2022年這波10年期美債殖利率與2年期美債殖利率自七月初開始就呈現倒掛至今，倒掛幅度擴大。
- 2022/11/2，主席鮑爾暗示利率高峰可能超過9月時預期後，2年期美債殖利率一度升至4.72%，2007年以來最高，10年期債券殖利率升至4.25%後回降，倒掛利差擴大到0.84%的40年來最大，意味著經濟衰退的擔憂加劇。
- 2022年10月，華爾街日報調查：未來12個月經濟衰退的可能性為63%(7月為49%)，2020年7月以來調查首次機率超過50%。彭博經濟研究模型預測：未來12個月美國經濟幾乎可以肯定會陷入衰退。

Fed 2019年曾預防性降息



■ 2018年美中貿易戰、景氣下滑、PMI從高檔回落，Fed於2019年7月展開預防性降息行動。

美債殖利率因升息步調及預期變化而波動

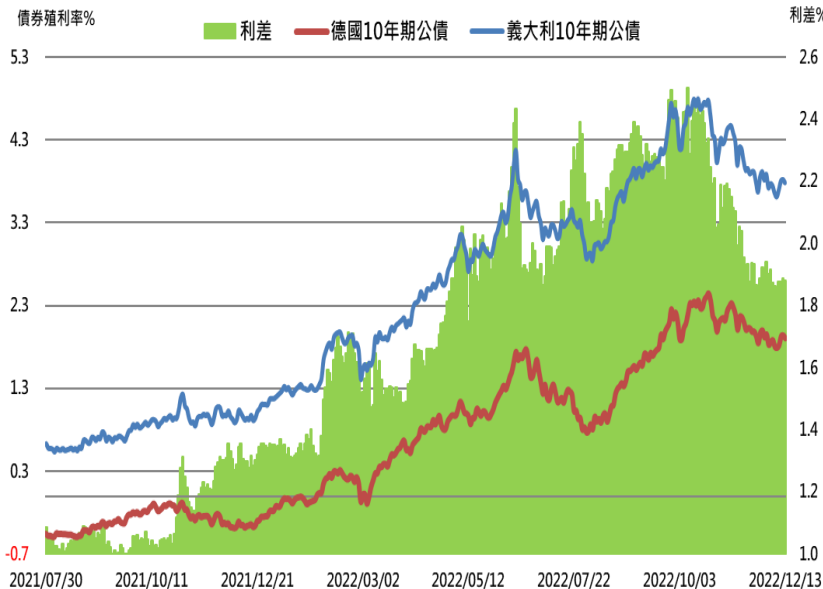


累計持有美債(億美元)				每月增額(億美元)									
國別	2021年增額	2022年增額	目前餘額	22/1	22/2	22/3	22/4	22/5	22/6	22/7	22/8	22/9	22/10
日本	527	-2,258	10,782	-9	32	-739	-139	52	126	-20	-345	-796	-420
中國	-36	-1,591	9,096	-86	-53	-152	-362	-226	-130	22	18	-382	-240
外國	6,770	-5,623	71,854	-860	492	-973	-1,583	-296	51	704	78	-2,121	-1,115
10年期美債殖利率(%)				1.79	1.83	2.33	2.89	2.85	2.98	2.67	3.15	3.83	4.10
殖利率漲跌(%)				0.27	0.04	0.50	0.56	-0.04	0.13	-0.31	0.48	0.68	0.27

- Fed積極升息，美債殖利率攀升，2022年，主要國家減持美債。
 - 日本：2022年累計減持2,258億美元。9月開始干預匯市，估計繼續降低美債。
 - 中國：2022年累計減持1,591億美元。美中政治對立，減少美元資產倚賴、2022年拋美債穩定人民幣。
- Fed升息、縮表，各國央行儲備多元化的長期趨勢，美債需求仍承受一些壓力。
- 長期看，美債流動性、債信有優勢，加上對未來景氣看法保守，10年期美債殖利率3.5%以上有一定的需求，但聯邦基金利率與公債殖利率仍有一定程度連動。

歐元區-高通膨與經濟萎縮困境

項目	經濟指標/年月	2022年										
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
GDP	GDP-季增率 (%)	-	-	0.6	-	-	0.8	-	-	0.3	-	-
	GDP年增率 (%)	-	-	5.5	-	-	4.2	-	-	2.3	-	-
PMI	綜合PMI	52.3	55.5	54.9	55.8	54.6	52.0	49.9	48.9	48.1	47.3	47.8
	製造業PMI	58.7	58.2	56.5	55.5	54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4	47.1
	服務業PMI	51.1	55.5	55.6	57.7	56.1	53.0	51.2	49.8	48.8	48.6	48.5
物價	CPI YOY (%)	5.1	5.9	7.4	7.4	8.1	8.6	8.9	9.1	9.9	10.6	10.0
勞動	失業率 (%)	6.9	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.6	6.5	-



- 2022年GDP成長率3.3%，2023年成長0.5%；2022年Q3之GDP年增率2.3%，但能源等問題恐讓Q4起經濟陷入萎縮。OECD預估2022年GDP成長3.3%，2023年成長0.5%。
- 2023年經濟活動繼續承壓：2022年11月綜合PMI為47.8，連續第5個月萎縮，產需都弱。展望2023年，能源問題弱化經濟前景，經濟衰退可能性大增。
- 2023年通膨壓力仍大：2022年11月CPI年增率10.0%，18個月來首度回降(10月10.6%史上最高)。展望2023年，俄烏戰爭未歇、能源短缺問題，將持續造成通膨壓力，並衝擊經濟。
- 2023年繼續貨幣緊縮：ECB總裁拉加德表示，即使區經濟衰退的可能性增加，仍必須繼續升息以對抗通膨，高通膨持續時間越長，在整個經濟中蔓延的風險就越大。展望2023年，ECB將持續升息，並且將開始有序縮表。

ECB的利率高峰將遠高於中性利率水準

2022年	2/3	3/10**	4/14	6/9**	7/21	9/8**	10/27	12/15**	2022年底
存款利率	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	0.00%	0.75%	1.50%	2.00%	2.00%
升息預期	-	-	-	-	2碼	3碼	3碼	2碼	10碼
2023年	2/2	3/16**	4/5	6/15**	7/21	9/14**	10/26	12/14**	2023年底
存款利率	(2.50%)	(3.00%)	(3.50%)	(3.50%)	(3.50%)	(3.50%)	(3.50%)	(3.50%)	(3.50%)
升息預期	(2碼)	(2碼)	(2碼)	-	-	-	-	-	(6碼)
ECB經濟預測/ (2022年12月)	2021年		2022年		2023年		2024年		
GDP成長率(%)	5.2		3.4 (3.1)		0.5 (0.9)		1.9 (1.9)		
HICP通膨率(%)	2.6		8.4 (8.1)		6.3 (5.5)		3.4 (2.3)		
失業率(%)	7.7		6.7 (6.7)		6.9 (6.9)		6.8 (7.0)		
出口成長(%)	10.3		7.5 (6.1)		2.9 (3.8)		3.8 (3.9)		

資料來源：ECB；(**)前次預估。

- 2022年，ECB於7月開始升息，期間有2度大幅度升息(0.75%)，全年4度升息，迅速將存款利率從-0.50%升至2.00%。2022/12/15，升息0.50%，未來仍將繼續升息；2023年3月啟動縮表計畫。
 - 2022年12月升息0.50%後，存款利率2.00%、主要再融資利率2.50%、邊際貸款利率2.75%。
 - 利率仍需穩步大幅上升，以達到足以確保通膨及時回到2.0%中期目標的限制水準。
 - 未來的政策利率路徑基於不斷變化的通膨和經濟前景，並遵循逐次會議的方式。
 - 2023年3月以審慎有度、可預測的步伐啟動縮表。Q2之資產購買計畫(APP)下投資組合將每月平均減少150億歐元，後續再視情況而定。
 - PEPP到期債券本金再投資至少到2024年底。
- ECB總裁拉加德：經濟可能在2022年Q4及2023年Q1陷入萎縮，之後恢復成長。鑑於通膨前景已經顯著上調，預計將進一步升息至足夠的限制性水準。升息0.50%不是政策轉向，預估未來幾次會議將以0.50%的幅度升息。通膨風險仍偏向上行，對抗通膨是場持久戰。
- 經濟可能短暫陷入衰退，但通膨面臨上行風險，ECB仍將繼續升息，利率高峰可能遠高於中性利率水準，以確保中期通膨回到2.0%目標。2023年升息+縮表，緊縮力道趨強。

中國-經濟復甦將強化內需

項目	經濟指標/年月	2022年										
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
GDP	GDP年增率 (%)	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9	-	-
PMI	製造業PMI-官方	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0
	非製造業PMI-官方	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	48.7	46.7
生產	規模以上工業增加值 (%)	-	7.5	5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2
投資	固定資產投資 (%) -累	-	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3
	房地產開發投資 (%) -累	-	3.7	0.7	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8
消費	消費品零售銷售 (%)	-	6.7	-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9
物價	CPI YOY (%)	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6
	PPI YOY (%)	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3
貿易	出口 YOY (%)	23.9	6.0	14.4	3.5	16.3	17.4	17.8	7.1	5.7	-0.3	-8.7
	進口 YOY (%)	20.9	11.7	0.7	2.2	3.9	0.7	2.1	0.3	0.3	-0.7	-10.6
	貿易收支 (億美元)	855	278	447	496	776	974	1014	793	847	852	698
金融	M2年增率 (%)	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4
	M1年增率 (%)	-1.9	4.7	4.7	5.1	4.6	5.8	6.7	6.1	6.4	5.8	4.6
	新增貸款 (兆元)	3.68	1.23	3.13	0.65	1.89	2.81	0.68	1.28	2.47	0.61	1.21
	全社會融資 (兆元)	6.16	1.19	4.65	0.91	2.79	5.17	0.76	2.43	3.53	0.91	1.99

- 2022年GDP成長率3.3%，2023年成長4.6%：2023年Q3之GDP成長率3.9%，經濟面臨的阻力仍在，下行壓力仍大，防疫政策影響甚鉅，但政策正在尋求優化放鬆，有助於經濟恢復。OECD預估2022年GDP成長3.3%，2023年成長4.6%。
- 2023年經濟復甦基礎還要穩固：2022年，受到全球經濟放緩、政策調控、疫情及封控影響，宏觀經濟數據表現不佳，工業生產起伏，全國固定投資相對持穩，房地產投資低迷，零售銷售受阻。展望2023年，國際環境更趨複雜嚴峻，整體需求還有待進一步提升，內需還要進一步穩固。防疫政策放鬆有助於經濟活動更早回到正軌。
- 2023年製造業仍將面臨需求不足問題：2022年11月製造業PMI降至48.0，非製造業PMI降至46.7，連2個月萎縮，經濟回升的基礎還不鞏固，疫情及防控對經濟活動有顯著影響。展望2023年，疫情及政策、需求不足，仍將影響製造業景氣。
- 2023年外貿仍面臨壓力：2022年11月出口年減8.7%，進口年減10.6%，衰退幅度擴大，反映全球經濟放緩及內部疫情衝擊。展望2023年，全球經濟和貿易成長放緩，貿易環境日益複雜，不確定性仍在增加，出口存在下行壓力。

穩經濟，官方加強穩房市政策

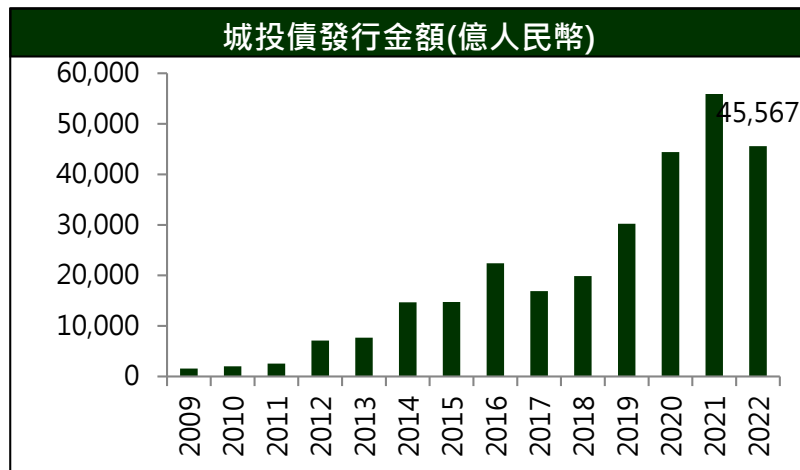
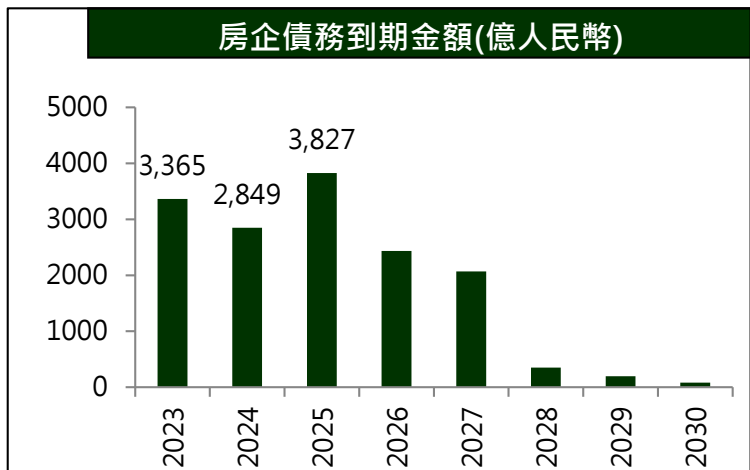
時間	相關單位	政策
2022/8/20	人民銀行	1年期LPR及5年期LPR報價分別下調0.05%及0.15%
2022/8/29	人民銀行、銀保監會	開發銀行、進出口銀行提供2000億元保交樓專項借款
2022/9/29	人民銀行、銀保監會	要求6大國有銀行年內完成房地產6000億元融資
2022/9/29	人民銀行	階段性放寬部分城市首套住房貸款利率下限
2022/9/30	人民銀行、銀保監會	下調首套個人住房公積金貸款利率0.15%
2022/9/30	財政部	對1年內住房先賣後買家庭給予個人所得稅退稅優惠
2022/11/8	交易商協會	2500億元民營企業債券融資
2022/11/11	人民銀行、銀保監會	金融支持房地產16條(6分面)措施
2022/11/11	人民銀行、銀保監會	要求股份銀行內完成4000億元房地產貸款
2022/11/14	人民銀行、銀保監會、住建部	優質建商可向商業銀行申請出具保函置換監管額度內資金
2022/11/21	人民銀行	向6大國有商業銀行推出2000億元保交樓貸款支持計劃
2022/11/24	銀保監會	6大國有商業銀行和房企意向簽約，支持房地產開發貸款等業務超過1.2兆元

■ 官方態度與立場：

「一城一策」，實現「穩地價、穩房價、穩預期」目標、「保交樓」、「防爛尾樓」，防範發生系統性風險。

公司	主營項目	2019	2020	2021	2022	2022年低檔反彈幅度
					(截至12/06)	(截至12/06)
中駿集團(1966.HK)	從事物業發展、物業管理、酒店營運	59%	-30%	-41%	-52%	128%
雅居樂(3383.HK)	從事物業發展、物業管理、酒店營運	27%	-12%	-59%	-32%	98%
碧桂園(2007.HK)	從事房地產開發、建築、物業投資	31%	-14%	-35%	-54%	217%
中國海外(688.HK)	主要從事物業發展及投資、酒店營運	13%	-44%	9%	13%	45%
華潤置地(1109.HK)	銷售已發展物業、物業投資及管理	29%	-18%	3%	3%	41%

中國債務市場風險分析



- 中國非金融企業債務當中，城投債及房地產企業債分別占30%及20%，為近年中國債務增長的兩大來源。
 - 房地產企業債風險分析
 - 房住不炒政策、清零、「三條紅線」措施，導致2020-2022年11月，中國房地產業違約占全部公司債違約金額27%。
 - 當前房企困境在房地產市場榮景已過，總體經濟增長趨緩，房地產市場供過於求，官方推出穩房市政策僅能在短期內協助房企度過困境。2023年~2025年為房企償債高峰，到期金額超過6,400億人民幣，需留意違約風險。
 - 城投債風險分析
 - 2022年以來房地產市場不景氣，地方政府土地出讓收入大幅縮水，財政壓力大，違約風險上升。
 - 私募及未評級城投債明顯增加，私募城投債利率溢價更高，反映違約風險上升，未來出現違約可能性更高。
 - 若出現違約，可能造成政府信用危機，引發拋售和擠兌，連帶影響發行金融機構之穩定，甚至爆發系統性風險。
 - 房市若持續降溫，可能引爆「雙債危機」
- 若房市持續低迷不振，城投企業以高價投資房地產市場可能面臨虧損風險，且部分城投企業為按時支付本息，另將部分資金投資利率較高的房企債券，一旦房企出現債務違約，將導致城投公司違約風險大增，形成房企及城投企業雙債危機。

加大對實體經濟支持，人行降準、降息

貨幣工具	宣布日期	實施日期	政策說明	估計釋放資金	目的
降準	2022/4/15	2022/4/25	全面降準：0.25% 不含已執行5%存款準備金率的金融機構 沒有跨省經營的城商行和存款準備金率高於5%的農商行，額外多降0.25% 降低金融機構成本65億元/年	5,300億元	加大對實體經濟的支持力度 支持受疫情嚴重影響行業和中小微企業
	2022/11/25	2022/12/5	全面降準：0.25% 不含已執行5%存款準備金率的金融機構 降低金融機構成本56億元/年	5,000億元	加大對實體經濟的支持力度 支持受疫情嚴重影響行業和中小微企業 促進降低實體經濟綜合融資成本
總計：1.3兆元					

2022年	MLF-1年期	加點	LPR-1年期	LPR-5年期
2022/1	2.85% (-0.10%)	0.85%	3.70% (-0.10%)	4.60% (-0.05%)
2022/5	2.85%	0.85%	3.70%	4.45% (-0.15%)
2022/8	2.75% (-0.10%)	0.90%	3.65% (-0.05%)	4.30% (-0.15%)
2022年降幅	0.20%	-	0.15%	0.35%

- 經濟面臨下行壓力，加大對實體經濟支持力度，在物價情勢相對穩定下，給予貨幣政策一定程度寬鬆空間。
 - 2022年2次全面降準，下調0.50%，總計釋放長期資金約1.3兆元。
 - 2022年2次調降1年期LPR，總計降息0.15%；2022年3次調降5年期LPR，總計降息0.35%，主要為穩定房市。
 - 穩增長、穩房市、推動降低企業與個人貸款成本，未來仍有降準、降息可能。美中政策分化，將限制人行寬鬆空間。

對中國封鎖由晶片、半導體設備、到人員管制

時程	美國	影響	可能受益台廠
2022 10/7	<ul style="list-style-type: none"> ■ 商務部： (1) 美企出口「高階晶片 (AI與超級電腦晶片)、相關製造設備」給中企，需取得許可證 (2) 「外國直接產品規定」擴及所有採用美國科技製造的產品 (3) 限制持有美國護照、綠卡的美國人與美國公司協助中國晶片開發與生產 ■ 商務部：出口設備可製造「16/14奈米以下邏輯晶片、18奈米或以下DRAM、128層以上NAND Flash」給中企，需取得許可證 ■ 商務部：將長江存儲等31家中企列入UVA 	<ul style="list-style-type: none"> ■ SK海力士、三星：已得出口管制豁免，一年內無需提出豁免許可 (10/12) ■ 日媒：台積電南京廠已得1年期出口管制豁免，南京廠能繼續擴產 (10/13) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 半導體製造(成熟製程)：聯電 ■ 矽智財：智原

■ 對台灣半導體產業影響短多長空

➤ 短期：「去中化」+ 管制措施 → 中國成熟代工需求可能轉至台廠、台灣設備廠商機減少

- (1) 應材、科磊、科林(設備營收佔全球5成)已撤離長江存儲員工，暫停中國業務，ASML已表示避免向中企提供服務 (ASML、Nikon、Canon是DUV(深紫外光)設備供應商)，將影響中芯、華虹14奈米以下晶片開發升級與製程擴充。
- (2) 美系設備廠出貨中國受阻，將間接影響台系設備協力廠營運展望(應材的蝕刻、CVD、PVD等設備委由京鼎代工)。
- (3) 超微、璧仞降低晶片處理速度以規避禁令，雖然代工廠台積電將受到影響，但部分產品得以繼續供貨。

➤ 長期：台廠可能面臨更多限制與競爭

- (1) 從晶片法案到CHIP 4倡議，美國箝制中國半導體產業發展，預期台系IC設計、晶圓代工業者在中國市場業務將受到更多限制，且加快全球布局 (台積電於美國設立的晶圓廠，其生產成本可能提高2-3成)，以分散地緣政治風險。
- (2) 中國被迫加速自主半導體製程技術、設備開發，預期未來其成熟製程可能威脅台系晶圓代工廠。

台灣- 經濟成長放緩，2023年GDP恐不保3

項目	指標名稱/年月	2022年										
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
GDP	GDP年增率(%)	-	-	3.87	-	-	2.95	-	-	4.01	-	-
景氣	景氣對策信號/分數	36	34	31	28	28	27	24	23	17	18	-
	景氣對策信號/燈號	黃紅燈	黃紅燈	綠燈	綠燈	綠燈	綠燈	綠燈	綠燈	黃藍	黃藍	-
PMI	製造業PMI	56.2	58.8	57.8	56.3	53.5	53.6	47.8	47.2	44.9	45.4	43.9
	非製造業NMI	53.9	51.6	55.8	55.1	45.1	49.7	56.7	53.8	52.2	50.0	52.2
貿易	外銷接單(億美元)	588.7	515.6	626.9	519.0	554.3	588.3	542.6	545.9	609.4	554.0	-
	外銷訂單YOY(%)	11.7	12.3	16.8	-5.5	6.0	9.5	-1.9	2.0	-3.1	-6.3	-
	出口金額(億美元)	399.8	374.5	435.0	414.6	420.8	422.0	433.2	403.4	375.3	399.3	361.3
	進口金額(億美元)	350.7	316.4	388.5	365.5	396.8	375.6	382.9	373.5	325.1	369.5	327.0
	出口YOY(%)	16.7	34.8	21.3	18.8	12.5	15.2	14.2	2.0	-5.3	-0.5	-13.1
	進口YOY(%)	24.9	35.3	22.8	26.7	26.7	19.2	19.4	3.5	-2.4	8.2	-8.6
	貿易收支(億美元)	49.2	58.1	46.6	49.1	24.1	46.4	50.3	29.9	50.2	29.9	34.3
物價	CPI YOY(%)	2.83	2.33	3.27	3.38	3.40	3.59	3.36	2.66	2.76	2.74	2.35
	WPI YOY(%)	11.30	12.12	14.16	15.57	16.88	16.28	12.96	10.94	12.19	10.97	9.07

- 2022年GDP成長率3.06%，2023年成長2.75%；2022年Q3之GDP成長率4.01%，Q4之GDP成長率估計僅1.52%，經濟成長持續放緩。主計總處預估2022年GDP成長3.06%，2023年成長2.75%，恐未能保3，經濟內溫外冷。
- 2023年製造業景氣有望於下半年逐步回升：2022年11月製造業PMI為43.9，連5個月萎縮，2012年編纂指數以來最低。終端需求下滑，未見明顯好轉，廠商對未來景氣看法仍不太樂觀，對未來6個月展望持續萎縮。展望2023年，上半年景氣度相對保守，估計下半年有望逐步好轉。
- 2023年出口成長動能下滑：2022年11月出口年減13.1%，連3個月衰退，跌幅擴大，全球通膨居高及貨幣緊縮對終端需求之壓抑益加明顯，供應鏈庫存調整壓力隨之加劇。展望2023年，全球經濟面臨俄烏衝突、通膨壓力、新冠疫情反復等高度不確定性，外部需求下降、廠商去庫存壓力、將影響出口表現，主計總處預估全年出口萎縮0.22%。
- 2023年物價漲勢溫和：2022年11月CPI年增率2.35%(6月最高3.59%)，連4個月在3.0%之下，核心CPI年增率2.86%(10月2.96%，14年來最高)。展望2023年，輸入性通膨壓力仍存，但隨著國際原物料走跌，通膨壓力可望緩步紓解。

景氣仍然疲弱，未來挑戰大



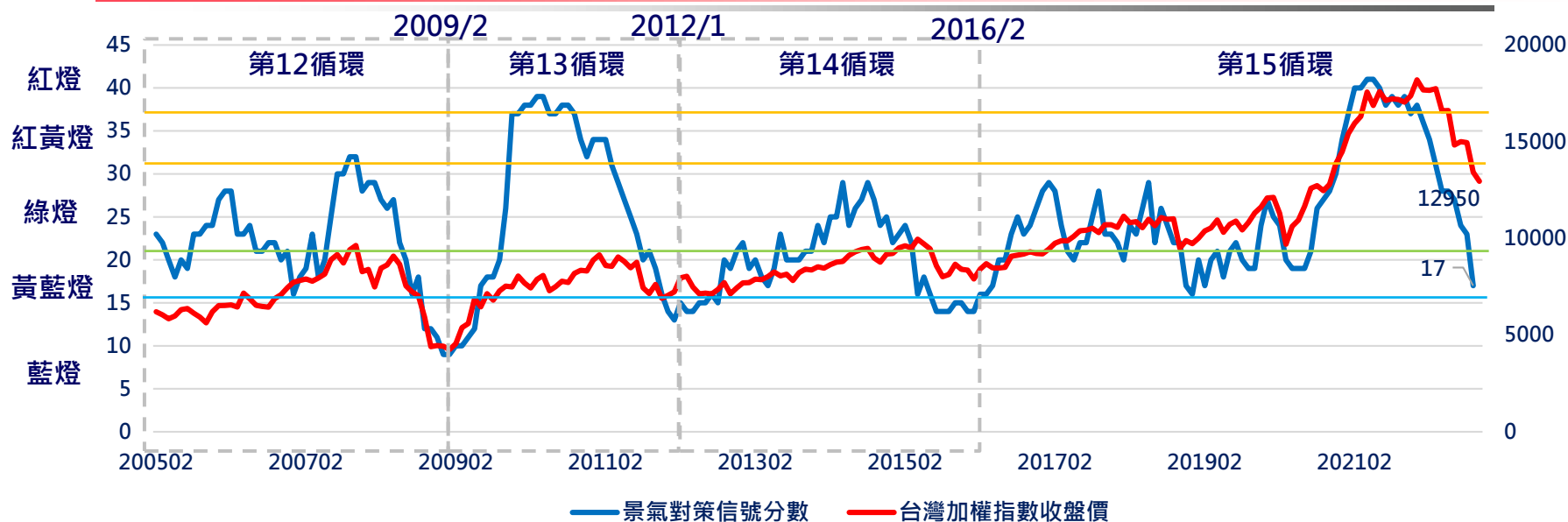
資料來源：國發會。

國內智庫	預估時間	2022年 GDP(F)	2022年 CPI(F)	2023年 GDP(F)	2023年 CPI(F)
主計總處	2022/11/29	3.06% (3.76%)	2.94% (2.92%)	2.75% (3.05%)	1.86% (1.72%)
央行	2022/12/15	2.91% (3.51%)	2.93% (2.95%)	2.53% (2.90%)	1.88% (1.88%)
中經院	2022/12/09	3.04% (3.28%)	2.94% (3.02%)	2.72% (2.81%)	1.97% (2.04%)
台經院	2022/11/11	3.45% (3.81%)	2.98% (2.95%)	2.91%	1.95%
中研院	2022/7/18	3.52% (3.85%)	3.16% (2.04%)	-	-

資料來源：國內智庫；(**)為前一次預估。

- 經濟成長放緩，物價情勢相對溫和。預估2022年GDP成長率3.0%左右，2023年GDP成長率2.5%~3.0%；預估2022年通膨率3.0%上下，2023年通膨率2.0%以下。
 - 2022年10月景氣燈號連續2個月黃藍燈(9月綠燈轉黃藍燈，2020年8月以來首顆黃藍燈，結束之前連續6個月綠燈)；景氣仍呈現疲弱情況，未來充滿不確定性。
 - 10月對策判斷分數增加1分至18分(9月17分，是2019年3月以來最低分)，離藍燈僅2分之距。領先指標連續12個月下跌，累計跌幅8.17%，同時指標連續8個月下跌，累計跌幅8.37%。未來景氣仍顯疲弱，且不確定性高，不能排除有轉低迷藍燈的可能。
 - 全球通膨及升息壓力續存，俄烏戰爭持續，大陸疫情及防疫政策，全球經濟下行風險仍在，後續發展仍須密切觀察。
- 國發會：2022年經濟成長率「保3」應該沒問題，2023年經濟「保3」是比較大挑戰。

黃藍燈後，約5-11個月到達景氣谷底



	第12循環	第13循環	第14循環	第15循環
黃藍燈→景氣谷底時間	■ 9個月 (2008/5-2009/2)	■ 5個月 (2011/8-2012/1)	■ 11個月 (2015/3-2016/2)	
黃藍燈→股價谷底時間	■ 6個月 (2008/5-2008/11)	■ 4個月 (2011/8-2011/12)	■ 10個月 (2015/3-2016/1)	
股價跌幅 (景氣高峰→黃藍燈)	■ 13% (9,859 → 8,619)	■ 16% (9,220 → 7,741)	■ 5% (10,014 → 9,504)	■ 28% (18,619 → 13,425)
股價跌幅 (黃藍燈→景氣谷底)	■ 54% (8,619 → 3,955)	■ 7% (7,741 → 6,609)	■ 20% (9,504 → 7,627)	

- 參考前3次景氣循環，黃藍燈至景氣谷底約半年至1年，即第15次循環谷底可能落在2023Q1-Q3，本次循環最快於Q1季底落底。
- 股價指數谷底過去皆出現在景氣谷底前1-3個月，反映股價具領先性，推判本次股價低谷最快可能出現在2023Q1季初。
- 第15循環股價自景氣高峰至黃藍燈修正幅度明顯大於前3次循環，推判股價已提前反映景氣趨緩，在黃藍燈之後的修正可能相對和緩。

領先指標已修正持續1年



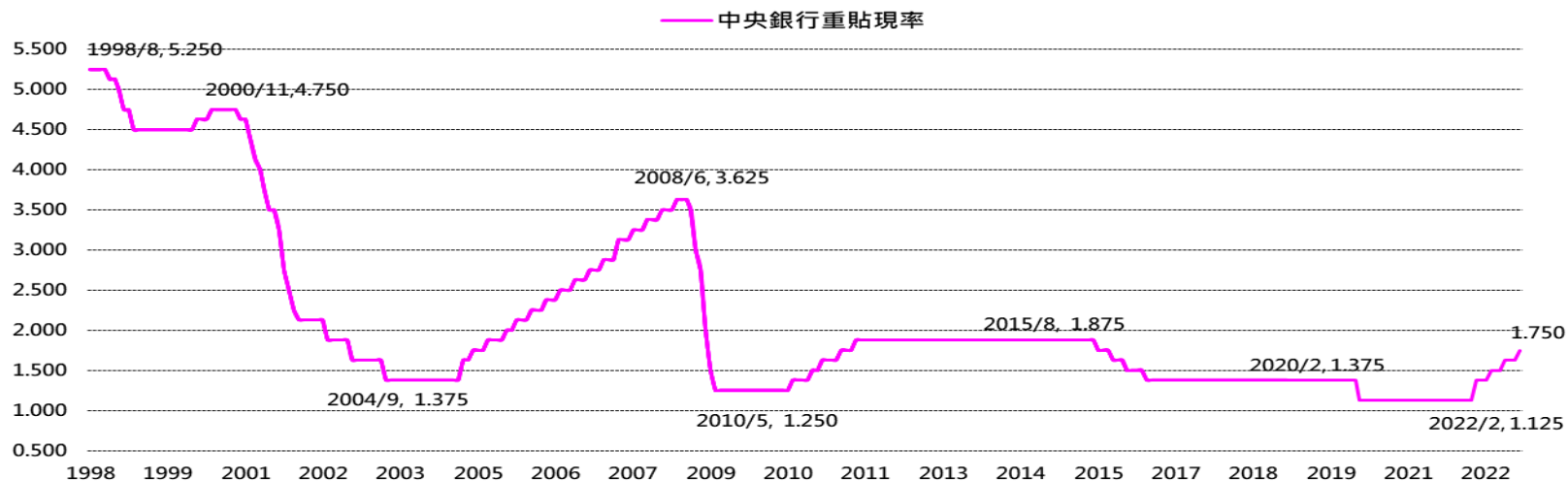
	第12循環	第13循環	第14循環	第15循環 (目前已修正時間)
領先指標 高點→低點	■ 15個月 (2007/9 - 2008/12)	■ 11個月 (2010/12 - 2011/11)	■ 21個月 (2014/4 - 2016/1)	■ 12個月 (2021/11 -)
股價 高點→低點	■ 13個月 (2007/10 - 2008/11)	■ 11個月 (2011/1 - 2011/12)	■ 9個月 (2015/4 - 2016/1)	■ 11個月 (2021/12 -)

- 領先指標涵蓋貿易、金融、勞動、房市、市場信心的變化，具領先性，可用於預測經濟前景：
 - (1) 自 2000 年以來平均領先景氣高峰 6 個月，領先谷底 2 個月。
 - (2) 領先指標領先股市低點約-1- 1個月，推判未來若領先指標出現反轉時，可能同時為股價低點。
- 領先指標高點至低點期間11-15個月（若不計入時間偏長的第14循環），目前修正12個月；股價高點至低點期間 9-13個月，目前修正12個月。對照近3次經濟循環均值，推測若無其他市場不利因素干擾，領先指標最早可能於 2023Q1 落底。

央行持溫和緊縮的貨幣政策

2022年	3月	6月	9月	12月	2022年底
重貼現率	1.375%	1.500%	1.625%	1.750%	1.750%
升息預期	1碼	半碼	半碼	半碼	2.5碼

2023年	3月	6月	9月	12月	2023年底
重貼現率	1.750%	1.750%	1.750%	1.750%	1.750%
升息預期	-	-	-	-	-



- 2022年，央行於3月開始升息，最初1碼，而後採行緩步升息半碼步調，4度升息後，將重貼現利率從1.125%升至1.750%。
 - 2022年12月會議升息半碼，重貼現率調升至1.750%(全年調升2.5碼)。貨幣政策基調「緊縮」→「溫和緊縮」。
 - 2022年12月會議沒有調整存款準備金率。6月及9月會議皆搭配調高存款準備率1碼。
- 央行總裁釋放暫緩升息可能性的訊息。
 - 2022年9月，後續會密切關注通膨，若物價趨緩情況很明確，不排除2022年Q4有暫緩升息的可能性。
 - 2022年11月，Fed積極升息，央行不必然跟進，將以經濟數據作為後續貨幣政策要持續、緊縮還是停頓的判斷標準。
 - 2022年12月，貨幣政策將取決於經濟數據，若確定通膨率將低於2.0%，則應該可以停止升息。
- 為因應全球央行持續緊縮貨幣政策，維持國內經濟及金融穩定，央行貨幣緊縮，2022全年已升息2.5碼，預估2023年有可能停止升息，重貼現率在1.750%，持溫和緊縮的貨幣政策立場。

美股年度累計漲幅排行-能源、醫療當道

產業分類(第一級)	產業分類(第二級)	代號	公司名稱	2020年漲幅 (%)	2021年漲幅 (%)	2022年漲幅 (%)	流通市值 (億美元)
能源	石油及天然氣生產	OXY	西方石油	-33	-58	121	582
能源	石油及天然氣生產	HES	阿美拉達赫斯公司	65	-21	81	414
科技	電子產品	ENPH	Enphase Energy	452	572	75	436
能源	一貫作業油	MPC	馬拉松石油公司	2	-31	74	521
能源	石油及天然氣生產	XOM	艾克森美孚	2	-41	73	4,369
能源	油田服務及設備	SLB	施蘭卜吉	11	-46	64	696
能源	一貫作業油	VLO	瓦勒羅能源	25	-40	61	465
公用事業	石油及天然氣輸送	LNG	Cheniere Energy	3	-2	60	404
能源	一貫作業油	COP	康菲石油	4	-39	55	1,393
健康醫療	其他藥物	MCK	麥卡遜	25	26	52	536
能源	石油及天然氣生產	HAL	哈里伯頓公司	-8	-23	50	311
健康醫療	特殊醫療用品	CI	信諾股份有限公司	8	2	48	1,037
能源	石油及天然氣生產	CVE	Cenovus Energy	44	-40	45	342
能源	一貫作業油	CVX	雪佛龍	11	-30	45	3,282
健康醫療	生物技術：藥物製劑	VRTX	福泰製藥公司	32	8	43	806
健康醫療	生物技術：藥物製劑	MRK	默克藥廠	19	-10	42	2,763
能源	一貫作業油	PSX	菲利普66公司	29	-37	41	482
能源	石油及天然氣生產	EOG	依歐格資源	-4	-40	40	729
能源	石油及天然氣生產	DVN	戴文能源	15	-39	39	399
科技	多元化製造	NOC	諾斯洛普格拉曼	40	-11	38	824
非耐用消費品	農業產品及植物	ADM	Archer-Daniels-Midland	13	9	38	513
資本財	航太	LMT	洛克希德馬丁	49	-9	37	1,275
健康醫療	生物技術：藥物製劑	LLY	禮來	14	28	33	3,490
公用事業	電力生產	PCG	太平洋電力瓦斯	-54	15	32	318
基礎工業	化學製品	CTVA	Corteva	0	31	32	445

資料日期：2022.12.12

美股年度累計跌幅排行-疫情紅利消退

產業分類(第一級)	產業分類(第二級)	代號	公司名稱	2020年漲幅 (%)	2021年漲幅 (%)	2022年漲幅 (%)	流通市值 (億美元)
科技	套裝軟體	SHOP	Shopify	187	185	-72	488
科技	網際網路和資訊服務	META	臉書	57	33	-66	3,042
科技	電子數據處理	TEAM	ATLISSIAN	35	94	-62	367
其他	商業服務	PYPL	PayPal	29	117	-61	841
科技	套裝軟體	SQ	Block	12	248	-59	396
科技	套裝軟體	SNOW	Snowflake	0	0	-55	485
資本財	汽車製造	TSLA	特斯拉汽車	26	743	-52	5,299
科技	半導體	MRVL	邁威爾科技	64	79	-51	363
科技	半導體	AMD	超微公司	148	100	-51	1,139
消費者服務	連鎖消費電子及影片販售	NFLX	Netflix	21	67	-48	1,403
科技	套裝軟體	CRM	Salesforce	19	37	-48	1,331
其他	其它消費者服務	BAM	Brookfield Asset Manage	51	7	-46	531
消費者服務	綜合經銷	AMZN	亞馬遜網路書店	23	76	-46	9,238
健康醫療	特殊醫療用品	ILMN	Illumina	11	12	-45	328
科技	半導體	INTC	英特爾	28	-17	-44	1,184
消費者服務	飯店及旅館	ABNB	Airbnb	0	0	-43	605
健康醫療	特殊產業用品	EW	愛德華生命科學	52	252	-42	466
消費者服務	電視節目服務	CHTR	Charter Communications	70	36	-41	598
科技	半導體	MU	美光科技	69	40	-41	604
科技	半導體	NVDA	輝達	76	122	-40	4,314
科技	套裝軟體	ADBE	Adobe	46	52	-40	1,572
資本財	休閒用品及玩具	CPNG	Coupang	0	0	-39	315
消費者服務	電影及娛樂	DIS	迪士尼	32	25	-39	1,726
科技	套裝軟體	NOW	ServiceNow	59	95	-38	811
健康醫療	生物技術：藥物製劑	ZTS	碩騰股份有限公司	55	25	-37	712

資料日期：2022.12.12

美股市值較大個股年度報酬-回歸價值投資

產業分類(第一級)	產業分類(第二級)	代號	公司名稱	2020年漲幅 (%)	2021年漲幅 (%)	2022年漲幅 (%)	流通市值 (億美元)
科技	電腦製造	AAPL	蘋果公司	86	81	-19	22,986
科技	套裝軟體	MSFT	微軟	55	41	-25	18,823
科技	網際網路和資訊服務	GOOG	谷歌	29	31	-35	12,109
科技	網際網路和資訊服務	GOOGL	谷歌	28	31	-36	12,077
消費者服務	綜合經銷	AMZN	亞馬遜網路書店	23	76	-46	9,238
金融	投資控股公司	BRK.A	Berkshire Hathaway	11	2	5	6,900
金融	投資控股公司	BRK.B	Berkshire Hathaway	11	2	4	6,843
資本財	汽車製造	TSLA	特斯拉汽車	26	743	-52	5,299
健康醫療	特殊醫療用品	UNH	聯合健康集團	18	19	9	5,100
健康醫療	生物技術：藥物製劑	JNJ	嬌生公司	13	8	4	4,650
其他	商業服務	V	Visa	42	16	-1	4,544
能源	石油及天然氣生產	XOM	艾克森美孚	2	-41	73	4,369
科技	半導體	NVDA	輝達	76	122	-40	4,314
消費者服務	百貨零售	WMT	沃爾瑪百貨有限公司	28	21	2	3,992
金融	主要銀行	JPM	摩根大通銀行	43	-9	-15	3,937
非耐用消費品	包裝消費品及化妝品	PG	寶鹼公司	36	11	-7	3,613
健康醫療	生物技術：藥物製劑	LLY	禮來	14	28	33	3,490
其他	商業服務	MA	萬事達卡	58	20	-0	3,444
消費者服務	建材零售	HD	家得寶	27	22	-21	3,343
能源	一貫作業油	CVX	雪佛龍	11	-30	45	3,282
科技	網際網路和資訊服務	META	臉書	57	33	-66	3,042
健康醫療	生物技術：藥物製劑	PFE	輝瑞	-10	-6	-12	2,928
健康醫療	其他藥物	ABBV	艾伯維藥品有限公司	-4	21	22	2,924
非耐用消費品	飲品製造與批發	KO	可口可樂	17	-1	8	2,766
健康醫療	生物技術：藥物製劑	MRK	默克藥廠	19	-10	42	2,763

資料日期：2022.12.12

加權指數各季行情統計

年季	年漲幅	Q1	Q2	Q3	Q4
2003	32%	-3%	13%	15%	5%
2004	4%	11%	-10%	0%	5%
2005	7%	-2%	4%	-2%	7%
2006	19%	1%	1%	3%	14%
2007	9%	1%	13%	7%	-10%
2008	-46%	1%	-12%	-24%	-20%
* 2009 *	78%	14%	23%	17%	9%
2010	10%	-3%	-7%	12%	9%
2011	-21%	-3%	0%	-16%	-2%
2012	9%	12%	-8%	6%	0%
2013	12%	3%	2%	1%	5%
2014	8%	3%	6%	-5%	4%
2015	-10%	3%	-3%	-12%	2%
2016	11%	5%	-1%	6%	1%
2017	15%	6%	6%	0%	2%
2018	-9%	3%	-1%	2%	-12%
2019	23%	9%	1%	1%	11%
2020	23%	-19%	20%	8%	18%
2021	24%	12%	8%	-5%	8%
2022	-20%	-3%	-16%	-9%	9%

資料日期：2022.12.12

櫃買指數各季行情統計

年季	年漲幅	Q1	Q2	Q3	Q4
2003	32%	-7%	13%	11%	7%
2004	4%	24%	-17%	-7%	3%
2005	7%	4%	2%	-4%	13%
2006	19%	2%	-4%	6%	18%
2007	9%	7%	14%	-1%	-22%
2008	-46%	-6%	-17%	-31%	-23%
* 2009 *	78%	23%	26%	26%	20%
2010	10%	-3%	-10%	10%	0%
2011	-21%	-3%	-3%	-24%	-8%
2012	9%	21%	-8%	3%	-4%
2013	12%	11%	2%	5%	6%
2014	8%	12%	6%	-10%	1%
2015	-10%	2%	-5%	-14%	10%
2016	11%	1%	-1%	2%	-4%
2017	15%	8%	0%	3%	6%
2018	-9%	4%	-1%	-13%	-8%
2019	21%	13%	-2%	2%	7%
2020	23%	-21%	36%	1%	14%
2021	29%	12%	4%	-4%	15%
2022	-21%	-9%	-17%	-4%	8%

資料日期：2022.12.12

台股年度漲幅較大產業個股

產業類別	題材	股票代號	股票名稱	2021還權漲跌幅%	2022還權漲跌幅%	2022(F) PE
傳產-電線電纜	大中華區電線電纜及不鏽鋼領導廠商	1605	華新	42	85	9
電子下游-安全監控	全球IP Camera製造大廠	3454	晶睿	-15	192	27
傳產-觀光	國際五星級觀光飯店	2707	晶華	15	80	34
	日月潭首家擁有天然溫泉的五星渡假飯店	2748	雲品	-3	51	32
	在全球80個城市擁有門市據點的外帶式茶飲與甜品供應商	2732	六角	-21	42	22
傳產-生技	台灣老牌學名藥廠，國際醫藥集團Alvogen持股近7成	1795	美時	22	162	22
	專注於改良劑型新藥研發公司	6472	保瑞	18	141	18
	腎臟病新藥Nephoxil取得美FDA藥證	1760	寶齡富錦	-11	134	31
傳產-汽車	與日本Nissan技術合作之汽車製造商，並推出納智捷自有品牌	2201	裕隆	-8	65	0
	現代汽車台灣代理商及台灣知名機車製造商	2206	三陽工業	-21	43	10
傳產-汽車零組件	全球第一大汽車AM塑膠件製造商	1319	東陽	-13	48	12
	專攻AM市場之台灣第二大車燈製造商	1522	堤維西	-15	49	10
	主攻歐美AM市場之車燈製造商	6605	帝寶	-8	25	8
金融-銀行	台灣六大泛公股銀行之一	2834	臺企銀	6	37	11
	三重幫林榮三家族為大股東之民營銀行	2838	聯邦銀	34	31	20
	中纖為大股東之中小型商業銀行	2812	台中銀	19	15	13
電子中游-NB與手機零組件	全球最大PC散熱模組廠	3017	奇鋹	39	35	10
	主業從手機按鍵轉型為軟板廠	2402	毅嘉	-5	15	20
電子中游-網通	神腦轉投資的無線網路設備大廠	3558	神準	4	134	11
	光收發模組封裝及代工廠商	4977	眾達-KY	-19	29	23

資料日期：2022.12.12

- 2022年漲幅相對較大的產業以觀光、生技醫療、汽車零組件為主，銀行業受益於升息循環下的利差改善，中小型銀行股表現相對穩健。

台股年度跌幅較大產業個股 1

產業類別	題材	股票代號	股票名稱	2021還權漲跌幅%	2022還權漲跌幅%	2022(F) PE
電子上游-IC-製造	全球第三大、台灣最大的矽晶圓廠商，從中美晶分割成立	6488	環球晶	28	-47	14
	全球第六大矽晶圓廠	6182	合晶	103	-47	11
	台灣最大之8吋矽晶圓製造商	3532	台勝科	117	-47	12
	台灣專業磊晶矽晶圓業者	3016	嘉晶	88	-43	28
電子上游-IC-設計	元太轉投資STN驅動IC廠	3141	晶宏	516	-65	11
	專攻高速訊號傳輸介面及顯示晶片廠商	4966	譜瑞-KY	94	-61	13
	從事行動記憶體IC設計的公司	6531	愛普*	136	-62	18
	大陸電源管理晶片大廠	6415	矽力*-KY	109	-61	30
	華碩旗下高速傳輸介面、資料儲存之控制IC設計廠商	5269	祥碩	17	-60	17
	台灣首家靜電放電防護IC設計公司	6411	晶焱	132	-59	14
	有線、無線網路之x86相容CPU解決方案廠商	3228	金麗科	123	-60	185
	台灣中小尺寸LCD驅動IC廠	3545	敦泰	87	-56	0
	台灣採用矽及砷化鎵技術的RF射頻前端IC廠	4968	立積	-2	-54	61
	台灣利基型記憶體IC設計廠商	3006	晶豪科	158	-54	10
	鴻海旗下顯示器驅動IC設計廠	4961	天鈺	131	-53	7
傳產-自行車	台灣第二大自行車生產廠商	9914	美利達	42	-40	13
	全球最大自行車生產廠商	9921	巨大	29	-33	13
傳產-航運	亞洲大型貨櫃輪航商	2615	萬海	315	-56	2
	全球前四大貨櫃航商	2603	長榮	257	-44	1
	台灣第二大貨櫃海運公司	2609	陽明	314	-36	1

資料日期：2022.12.12

- 原受益於疫情紅利的航運、IC產業，在疫情消退過後，面臨營運修正壓力，反應在2022年股價的下跌。

台股年度跌幅較大產業個股 2

產業類別	題材	股票代號	股票名稱	2021還權漲跌幅%	2022還權漲跌幅%	2022(F) PE
電子下游-太陽能	國碩轉投資太陽能導電漿大廠	3691	碩禾	4	-44	0
	台灣第三大太陽能矽晶圓廠，轉投資碩禾	2406	國碩	60	-42	0
	廣運轉投資之太陽能電池廠	4934	太極	35	-26	0
	全球前十大太陽能電池廠	6244	茂迪	5	-15	44
軟體-其他	台灣最大的電子商務集團	8044	網家	44	-58	0
電子下游-光碟片	全球前三大光碟片製造商之一	2349	鍊德	8	-31	0
	全球最大硬碟靶材供應商	1785	光洋科	21	-32	13
	全球前三大光碟片製造商之一	2323	中環	30	-29	0
傳產-紙業	國內前三大工業用紙生產商	1909	榮成	7	-33	0
	紙漿及文化用紙一貫廠，亦為永豐餘子公司	1905	華紙	103	-32	39
	台灣第一大造紙集團	1907	永豐餘	25	-26	18
電子上游-化合物半導體	全球最大砷化鎵晶圓代工廠	3105	穩懋	11	-58	35
	全球前三大砷化鎵晶圓代工廠	8086	宏捷科	7	-48	126
電子上游-IC-代工	台積電轉投資之晶圓代工廠	5347	世界	40	-43	9
	全球第二大晶圓代工廠	2303	聯電	42	-29	6
電子上游-被動元件	國巨旗下專業鋁質電容廠	2375	凱美	12	-49	10
	全球前五大MLCC廠	2492	華新科	-25	-47	16
電子上游-PCB-材料設備	全球前十大銅箔基板廠之一	6213	聯茂	6	-43	15
	台灣前五大銅箔基板廠之一	6274	台耀	-12	-43	11
	全球第一大無鹵素板廠、台灣第二大CCL廠	2383	台光電	83	-28	13

資料日期：2022.12.12

- 隨著疫情紅利消退，消費性電子產業面臨庫存去化，市場預估將延續至2023年上半年，相關次產業2022年面臨股價大幅修正。

外資年度加碼上市個股排行

股票代號	股票名稱	20221212 收盤價	2022年還 權漲幅(%)	2022年外 資買賣超金 額(億)	2022年外 資持股比率 (%)	2022年外 資持股比率 增減(%)	外資 持股成本	外資持股報 酬率(%)
2603	長榮	154.5	-44	250	30.6	3.9	180	-14
2412	中華電	112.5	0	204	18.1	2.0	109	3
2618	長榮航	28.05	2	141	30.8	7.4	30	-7
4904	遠傳	67.6	9	128	24.7	4.8	68	-0
4958	臻鼎-KY	116	21	126	72.7	11.5	104	11
2313	華通	48.05	14	77	29.4	13.5	48	1
1605	華新	47.15	85	69	26.1	3.8	43	11
1795	美時	252	162	68	78.3	5.9	180	40
5876	上海商銀	47.6	4	57	59.3	2.1	42	14
1402	遠東新	33.2	19	56	20.2	3.5	29	13
4915	致伸	57.6	7	55	61.2	17.5	58	-1
2834	臺企銀	13	37	50	16.9	5.7	13	4
6285	啟碁	87.1	15	47	25.7	15.3	84	4
2344	華邦電	20.95	-36	47	24.2	2.9	24	-14
1477	聚陽	242.5	3	46	36.1	8.7	202	20
6269	台郡	102	3	42	35.2	14.3	98	4
2892	第一金	26.4	14	42	25.0	1.1	22	21
1590	亞德客-KY	938	-6	42	79.0	-3.6	813	15
2637	慧洋-KY	58.9	-24	42	19.1	6.9	59	-0
4938	和碩	63.2	-1	41	30.7	2.3	61	3

資料日期：2022.12.12

■ 2022年屬於空頭行情，外資年度加碼防禦型投資的電信個股，帶有避險色彩。

外資年度減碼上市個股排行

股票代號	股票名稱	20221212 收盤價	2022年還 權漲幅(%)	2022年外 資買賣超金 額(億)	2022年外 資持股比率 (%)	2022年外 資持股比率 增減(%)	外資 持股成本	外資持股報 酬率(%)
2330	台積電	475	-22	-4979	71.1	-4.0	330	44
2454	聯發科	712	-34	-1001	61.3	-7.6	694	3
2317	鴻海	102	3	-534	42.2	-4.1	94	9
2303	聯電	43.5	-29	-376	32.4	-5.1	44	-2
2881	富邦金	57.5	-16	-343	19.6	-2.4	54	6
3034	聯詠	296.5	-34	-336	43.6	-13.7	299	-1
2357	華碩	273	-16	-235	42.1	-9.3	261	4
1101	台泥	33.85	-21	-217	19.4	-2.3	36	-5
2379	瑞昱	299.5	-44	-208	48.5	-8.8	336	-11
2885	元大金	22.4	-3	-183	26.3	-6.6	19	17
2882	國泰金	41	-29	-174	21.0	-3.4	46	-10
2382	廣達	72.5	-17	-169	22.2	-5.4	72	0
2377	微星	120.5	-18	-147	27.5	-12.9	119	1
1301	台塑	86.7	-10	-143	34.7	-2.7	83	4
3037	欣興	150	-34	-143	40.2	-4.2	148	2
2884	玉山金	24.55	-4	-134	33.2	-3.7	23	5
1303	南亞	73.3	-5	-131	30.2	-2.2	64	14
5871	中租-KY	210.5	-14	-131	74.3	-3.5	168	26
2002	中鋼	29	-9	-119	17.7	-2.4	30	-4
2049	上銀	185.5	-38	-118	31.3	-14.4	220	-16

資料日期：2022.12.12

■ 2022年外資減持上市個股，主要與系統性風險高度相關的大型權值股為主。

外資年度加碼上櫃個股排行

股票代號	股票名稱	20221212 收盤價	2022年還 權漲幅(%)	2022年外 資買賣超金 額(億)	2022年外 資持股比率 (%)	2022年外 資持股比率 增減(%)	外資 持股成本	外資持股報 酬率(%)
8069	元太	171	15	102	38.8	5.9	190	-10
6446	藥華藥	530	81	76	12.2	4.7	510	4
6472	保瑞	397	141	28	15.6	8.6	405	-2
3529	力旺	1445	-33	23	62.0	4.6	1,307	11
5009	榮剛	35.05	69	16	20.9	12.2	32	8
3374	精材	103.5	-26	16	9.3	3.9	103	1
6643	M31	499.5	29	14	18.5	8.7	502	-0
6245	立端	99.5	86	14	26.7	16.5	90	10
4105	東洋	81.6	24	13	20.3	7.5	75	9
4114	健喬	48.15	128	12	13.7	12.7	44	10
6104	創惟	101	-49	12	6.7	2.4	102	-1
6469	大樹	292.5	65	12	10.9	4.2	288	2
6180	橘子	67	4	11	26.9	9.4	61	9
6589	台康生技	146.5	31	11	9.0	3.9	145	1
8938	明安	98.3	41	10	16.7	7.7	94	4
4736	泰博	173	3	10	12.0	5.5	182	-5
6223	旺矽	118	7	9	13.5	9.0	120	-2
3260	威剛	60.4	-28	9	9.6	7.0	59	2
4979	華星光	52	159	7	16.4	13.0	50	5
1785	光洋科	33.5	-32	6	8.5	2.3	35	-3

資料日期：2022.12.12

- 2022年外資加碼上櫃個股，以生技醫療、半導體產業為主，電子紙大廠元太(8069)獲外資買超逾百億，反映其獨特的產業地位。

外資年度減碼上櫃個股排行

股票代號	股票名稱	20221212 收盤價	2022年還 權漲幅(%)	2022年外 資買賣超金 額(億)	2022年外 資持股比率 (%)	2022年外 資持股比率 增減(%)	外資 持股成本	外資持股報 酬率(%)
5347	世界	83.9	-43	-123	29.4	-6.6	90	-7
6488	環球晶	460.5	-47	-99	24.5	-3.8	510	-10
3105	穩懋	150.5	-58	-97	40.5	-8.2	179	-16
5274	信驊	1985	-38	-93	54.4	-10.1	1,922	3
4743	合一	257	-11	-40	8.7	-4.2	272	-6
6147	頌邦	58.7	-2	-37	19.9	-7.7	58	1
8299	群聯	319	-35	-36	29.7	-6.9	340	-6
5371	中光電	55.6	-35	-29	17.4	-11.6	58	-4
6274	台耀	54.3	-43	-26	31.6	-13.0	62	-12
8044	網家	53.6	-58	-21	13.7	-18.1	58	-8
8086	宏捷科	70.9	-48	-18	8.8	-7.7	71	-1
3081	聯亞	121.5	-36	-17	36.6	-14.8	127	-4
6121	新普	298	1	-14	47.2	-2.4	270	10
6146	耕興	221	7	-14	47.6	-7.3	185	20
8436	大江	158	-19	-13	26.6	-7.3	170	-7
3680	家登	257.5	-18	-12	7.4	-5.3	241	7
3264	欣銓	49.9	-5	-12	22.6	-4.8	46	8
5904	寶雅	468	15	-11	28.2	-4.7	420	11
6182	合晶	43.75	-47	-11	13.5	-1.9	44	-1
5289	宜鼎	187.5	1	-11	33.1	-7.2	177	6

資料日期：2022.12.12

- 2022年外資減碼上櫃個股，主要以景氣循環色彩濃厚的電子股為主，例如成熟製程晶圓代工廠世界(5347)、矽晶圓龍頭環球晶(6488)、砷化鎵晶圓代工廠穩懋(3105)等。

歷史經驗：台股沒有連續兩年下跌

加權指數	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1991-2000	2%	-27%	80%	17%	-27%	34%	18%	-22%	32%	-44%
2001-2010	17%	-20%	32%	4%	7%	19%	9%	-46%	78%	10%
2011-2020	-21%	9%	12%	8%	-10%	11%	15%	-9%	23%	23%
2021-2030	24%	(-19%)								

- 近20股市空頭年：2002年美股大跌(NASDAQ -32%)、2008年金融風暴、2011年歐債危機、2015年中國股災+人民幣貶值、2018年中美貿易戰
- 集中市場：沒有連續兩年下跌、股市重跌的次年，反彈幅度大
- 外資連續3年賣超台股近2.3兆、美股回穩外資回補機會大
- 電子業消化庫存是關鍵 → PC、NB、手機 (Android) → 預估到2023年1H

2022年大幅修正 → 提供2023年上漲空間

漲跌	年份	最低點		最高點		最高低點差		
		加權指數	發生月份	加權指數	發生月份	指數差值	%	月份間距
10%	2010	7,032	5	8,990	12	1,958	22%	7
-21%	2011	6,609	12	9,220	2	2,611	28%	10
9%	2012	6,857	6	8,170	3	1,313	16%	3
12%	2013	7,603	1	8,647	12	1,044	12%	11
8%	2014	8,230	2	9,593	7	1,363	14%	5
-10%	2015	7,203	8	10,014	4	2,811	28%	4
11%	2016	7,627	1	9,430	12	1,803	19%	11
15%	2017	9,235	1	10,882	11	1,647	15%	10
-9%	2018	9,400	10	11,270	1	1,869	17%	9
23%	2019	9,319	1	12,125	12	2,806	23%	11
23%	2020	8,523	3	14,760	12	6,237	42%	9
24%	2021	14,720	1	18,291	12	3,571	20%	11
(-19%)	2022	12,629	10	18,619	1	5,990	32%	9

- 台股趨勢：緩漲、急跌。
- 前一年重跌、次一年上漲機率高。
- 空頭格局：年初跌到年尾、多頭漲升格局：年初漲到年尾。

行情永遠在...

絕望中誕生

半信半疑中成長

憧憬中成熟

希望中毀滅



本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。