

2023 H1 全球經濟展望

衰退或復甦？
曙光浮現的投資部署

Vivianna Huang 黃詠崑



財經 M 平方
MacroMicro



講者介紹



財經M平方 MacroMicro

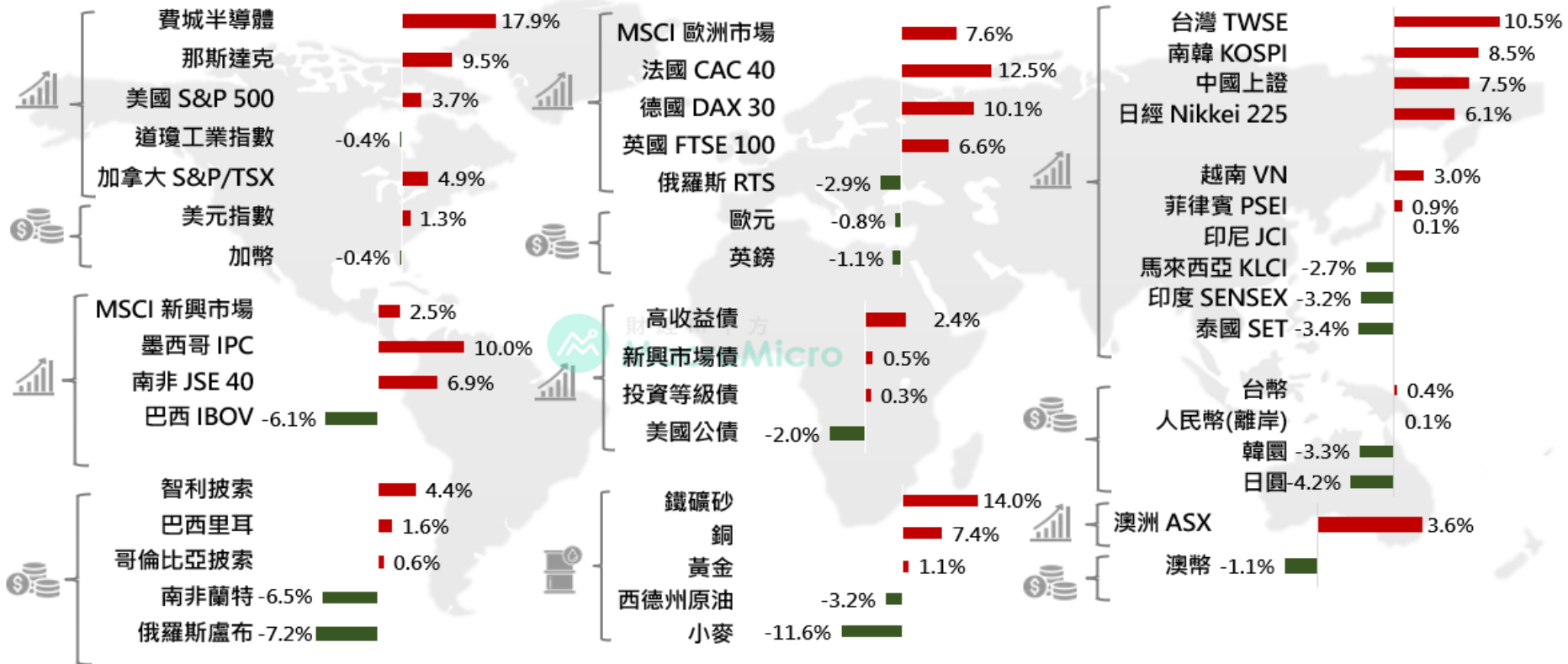
- 台灣首家總體經濟獨立研究機構
- 提供多樣化金融經濟專業數據平台

全球經濟分析師 Viviana

- 國立政治大學經濟系與外交系雙學士
- 英國倫敦政治經濟學院金融與會計碩士
- 曾任國內投信總經研究員
- 現任財經M平方研究經理



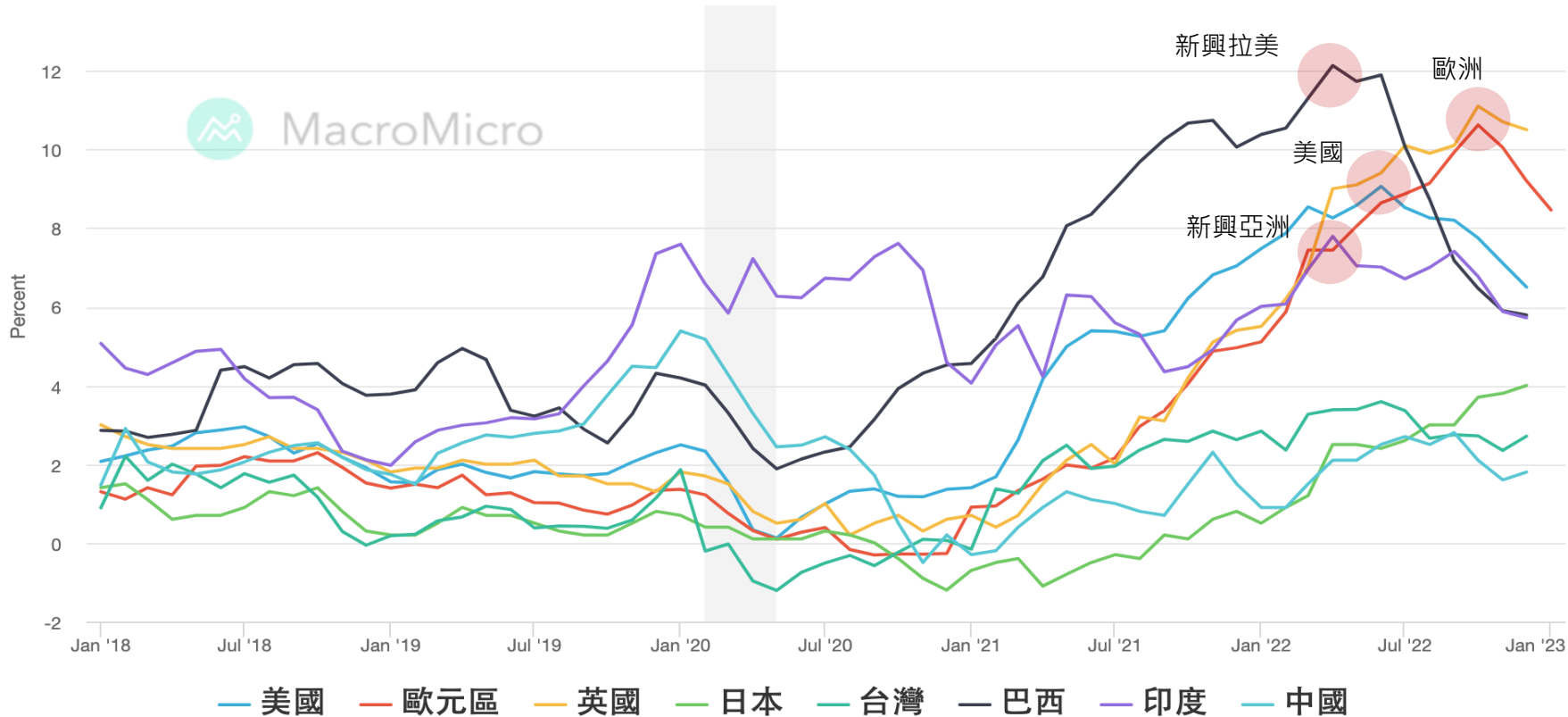
全球股、匯、債、原物料走勢



統計日期：2023/01/01 ~ 2023/03/03



2022 下半年各國通膨逐一見頂

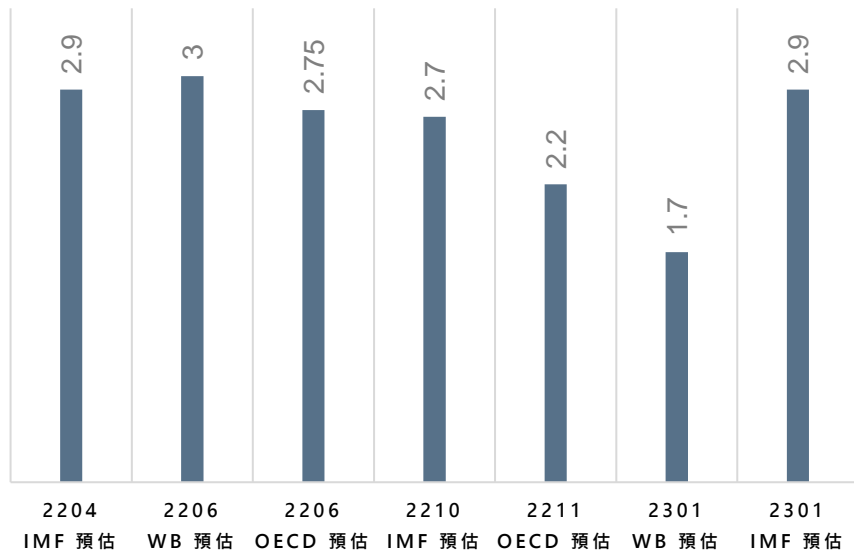




IMF 首度轉樂觀：Growth Bottoming Out, Inflation Peaking

全球-機構預估 2023 GDP 增長

MacroMicro.me | 財經M平方



IMF-WEO 重點摘要

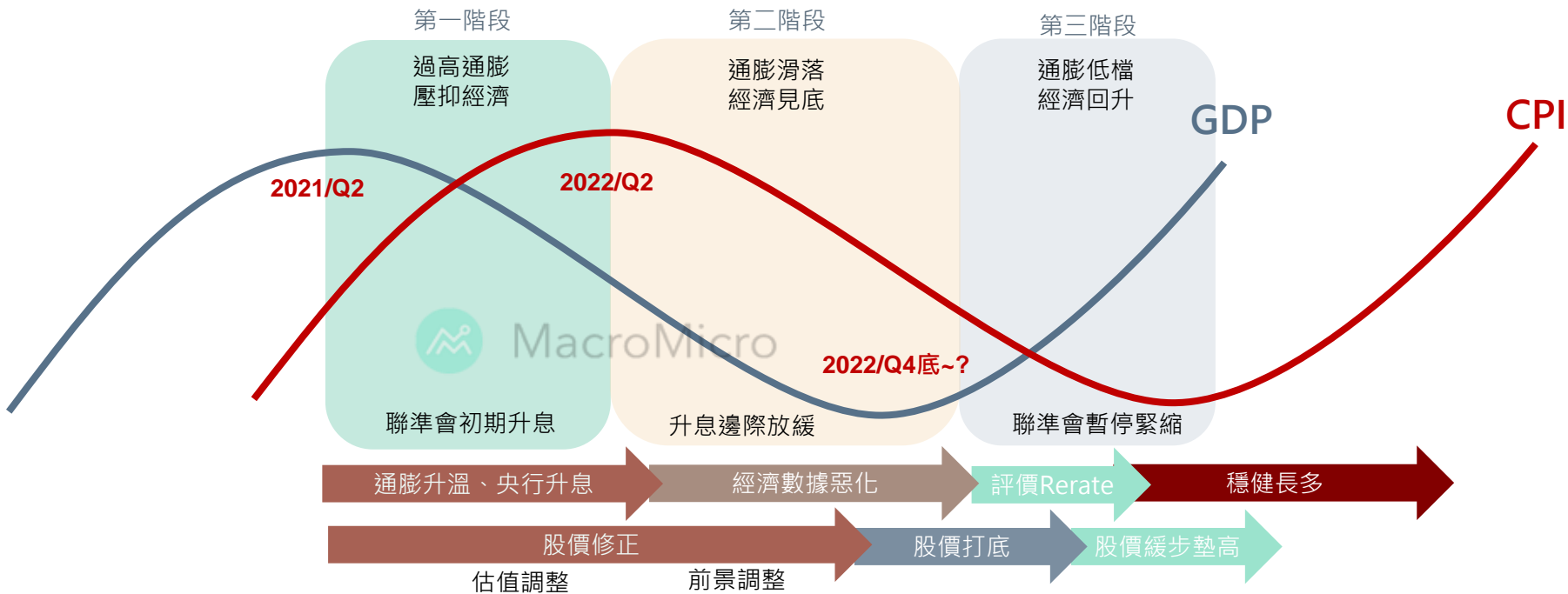
MacroMicro.me | 財經M平方

- Negative growth in global GDP or global GDP per capita—which often happens when there is a global recession—is not expected ...
>> 並不預期深度衰退。
- The decline in growth in 2023 from 2022 is driven by advanced economies; in emerging market and developing economies, growth is estimated to have bottomed out in 2022 ...
>> 新興市場全年經濟成長將在 2022 築底。
- About 84 percent of countries are expected to have lower headline (consumer price index) inflation in 2023 than in 2022 ...
>> 8 成以上的經濟體通膨將下降。
- The balance of risks to the global outlook remains tilted to the downside, with scope for lower growth and higher inflation, but adverse risks have moderated since the October ...
>> 下行風險逐漸好轉。

- IMF 因部分經濟體展現出超乎預期的表現，於 1 月上修全球 2023 年經濟成長至 2.9%。
- IMF 對未來景氣、通膨、風險看法樂觀，凸顯全球經濟成長逐漸浮現韌性。



三大對焦何時步入第三階段？



資金面

升息循環至尾聲，資金面壓力測試將結束

海外央行逐一抵達利率終點，聯準會鷹鴿派全解析

掌握全球資金週期，兩大落後指標確認利率對焦完成

中短期動能

歐洲暖冬、中國解封，全球製造業終於落底

俄烏衝突與清零政策迎來轉機，最弱經濟體初見好轉訊號

半導體庫存仍高，全球製造業週期何去何從？

長期支撐

美國就業韌性強勁，軟著陸機率希望再現

美國就業結構拆解，壓抑薪資通膨螺旋關鍵

2023 年配置佈局，六大行情關注圖表



資金面

Part.1

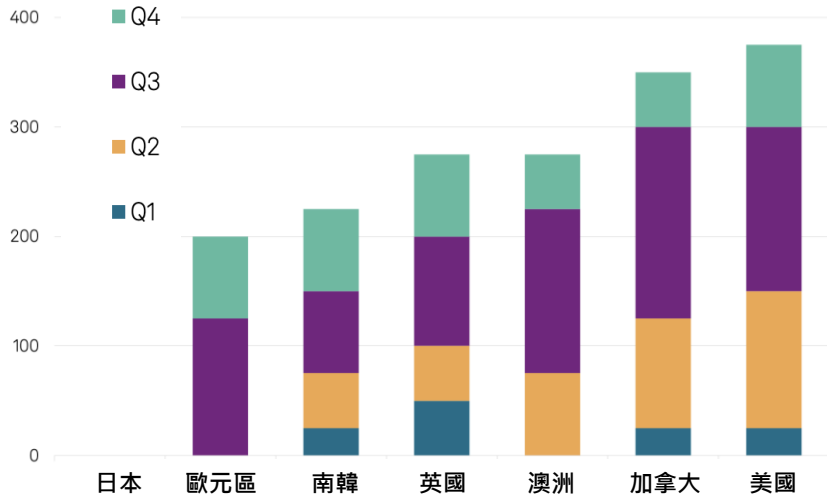
升息循環至尾聲，資金面壓力測試將結束



Q4 起全球升息幅度放緩，估值修正來到尾聲

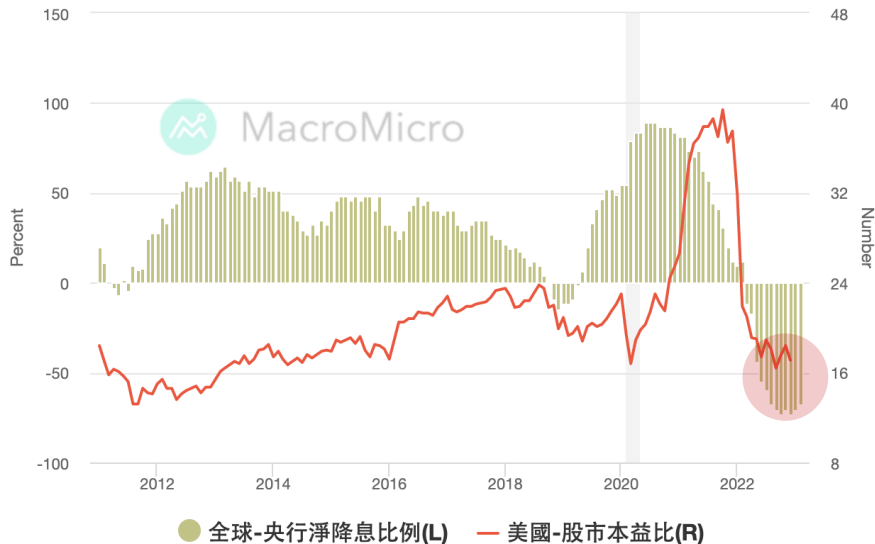
全球-主要國家升息幅度

MacroMicro.me | 財經M平方



全球-央行淨降息比例vs.美股評價

MacroMicro.me | 財經M平方



- 全球央行於 22Q2 ~ 22Q3 大幅升息，Q4 起各國主要國家升息幅度不及 Q3 的一半。
- 全球央行淨降息比例未再下探，資金面壓力緩解帶動估值修正告一段落。



海外央行接連釋出放緩升息訊號

巴西央行 (BCB)

- 2021/03 首次升息。
- 2022/09 權衡通膨上行、經濟下行的雙向風險，委員決議維持利率不變，暫停升息至今。

英國央行 (BOE)

- 2021/12 首次升息。
- 2022/12 支持升息的委員數大幅下滑。
- 2023/02 聲明中刪除「強而有力應對通膨風險」的措辭，預期升息幅度將於下次會議再度減少。

印度央行 (RBI)

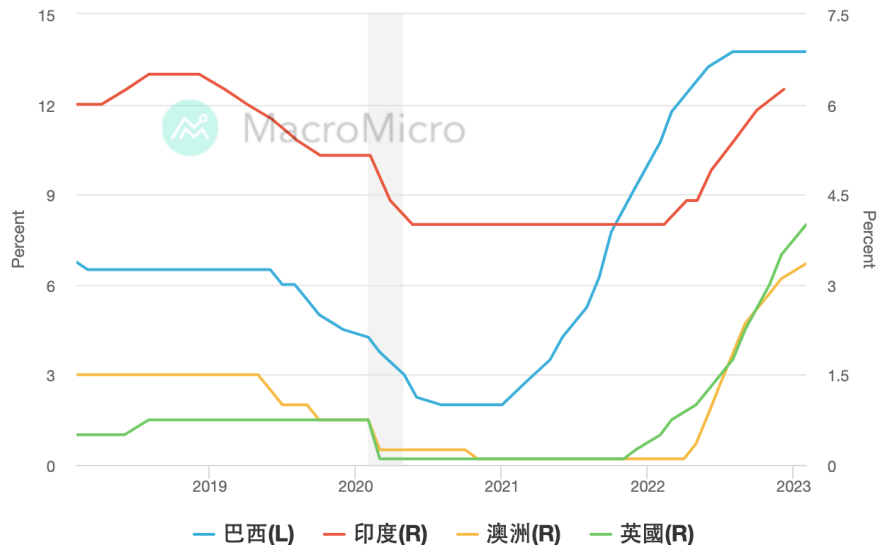
- 2022/04 首次升息。
- 2022/12 由每次升息 2 碼放慢至 1 碼幅度。
- 2023/02 二度放緩升息，央行因核心通膨而保持緊縮論調，市場預期利率已達終點。

澳洲央行 (RBA)

- 2022/05 首次升息。
- 2022/10 由每次升息 2 碼放慢至 1 碼幅度。
- 2023/02 預期未來幾個月持續升息，市場預期將於 Q2 再度升息 2~3 碼後暫停。

全球-主要央行基準利率

MacroMicro.me | 財經M平方



- 巴西、英國等率先升息國家在 2022 年底以來陸續抵達終點利率，甚至暫停升息步伐。
- 印度、澳洲等落後升息國家雖仍受核心通膨壓力影響保持鷹派論調，然市場仍預期距離升息終點已近。



2 月 FOMC 釋出升息尾聲訊號，然美國通膨降幅不如預期？

美國-2 月 FOMC 聲明稿重點

MacroMicro.me | 財經M平方

Inflation **has eased somewhat but** remains elevated ...

~~The war and related events are contributing to upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity...~~

In determining the **extent** ~~pace~~ of future increases in the target range ...

通膨緩解有果，正在決定升息終點，代表升息來到尾聲

- 聯準會 2 月維持僅 1 碼升息速度，聲明稿對通膨、升息路徑顯著調整論調。
- 通膨數據公布後，委員紛紛表態支持進一步升息，市場預期終點利率攀升至 5% 以上機率大增。

美國-聯準會官員談話重點

MacroMicro.me | 財經M平方

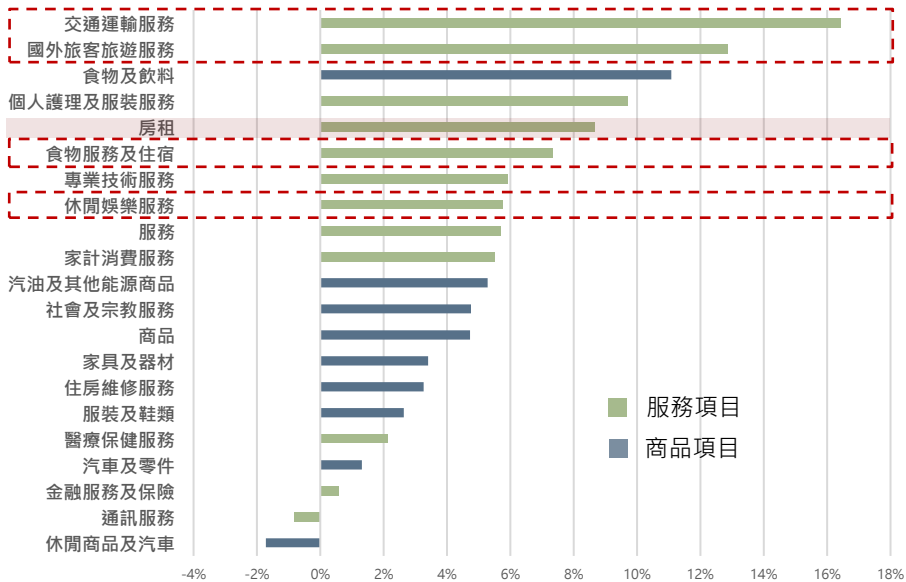
日期	官員	談話內容
1/5	Bullard	通膨有隨通膨預期放緩機會，泰勒規則有所下移
1/10	Daly	升息速度放緩，有助於觀察貨幣政策的滯後反映
1/12	Harker	未來升息速度 1 碼是合適的
1/19	Brainard	首提薪資以外，投入成本放緩也將壓低非房租服務通膨
1/20	Waller	通膨廣泛性的放緩，支持放緩升息速度至 1 碼
2/1	Powell	聲明稿首次提到通膨放緩，並傳遞升息尾聲訊號
2/6	1 月 CPI 公布降幅不如預期	
	Bowman&Barkin	兩位委員均表態進一步升息
2/14	Williams	住房、服務排除住房通膨還沒放緩，需求仍遠超過供給
2/16	Bullard&Mester	支持維持 2 碼升息速度，並表態會在 3 月會議再次提案
3/1	Kashkari	對升息 1 碼或 2 碼保持開放態度
	Bostic	認為 5.00%~ 5.25% 利率是合適的



美國通膨短期反覆，上半年通膨緩解方向依舊不變

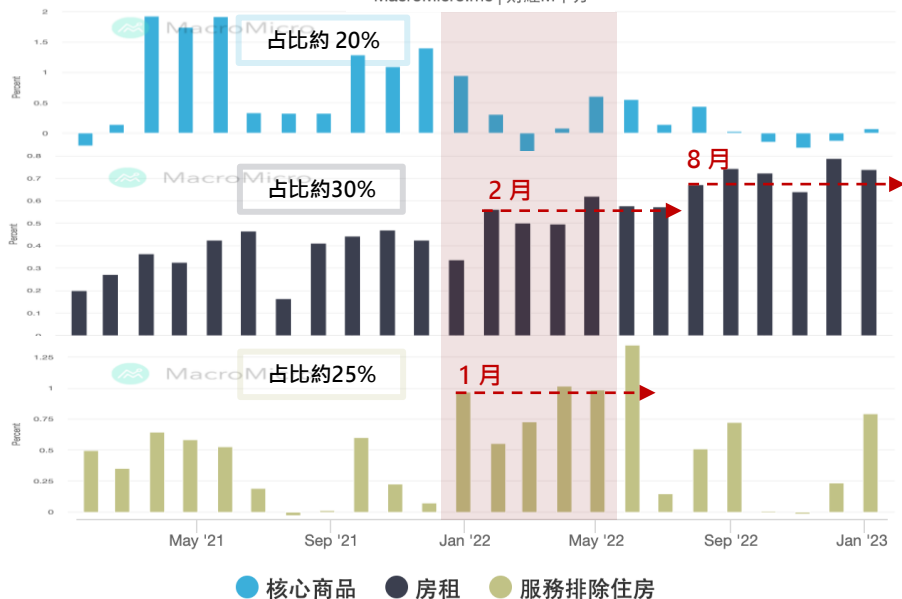
美國-PCE物價指數細項(年增率)

MacroMicro.me | 財經M平方



美國-CPI物價指數細項(月增率)

MacroMicro.me | 財經M平方



- 1月通膨主要受到核心商品回升、房租尚未緩解、國際解封提振服務消費影響而出現降幅不如預期。
- 2023 H1 核心商品仍受去庫存壓抑，房租及服務通膨支出均有高基期保護，通膨緩解方向不變。

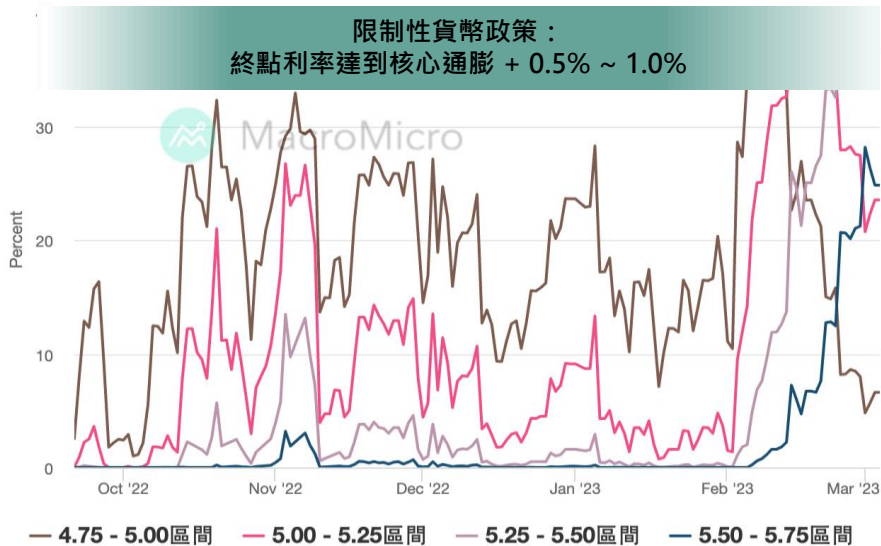


終點利率再上修空間不大，年中後留意縮表討論

美國-FedWatch升息次數機率(2023)

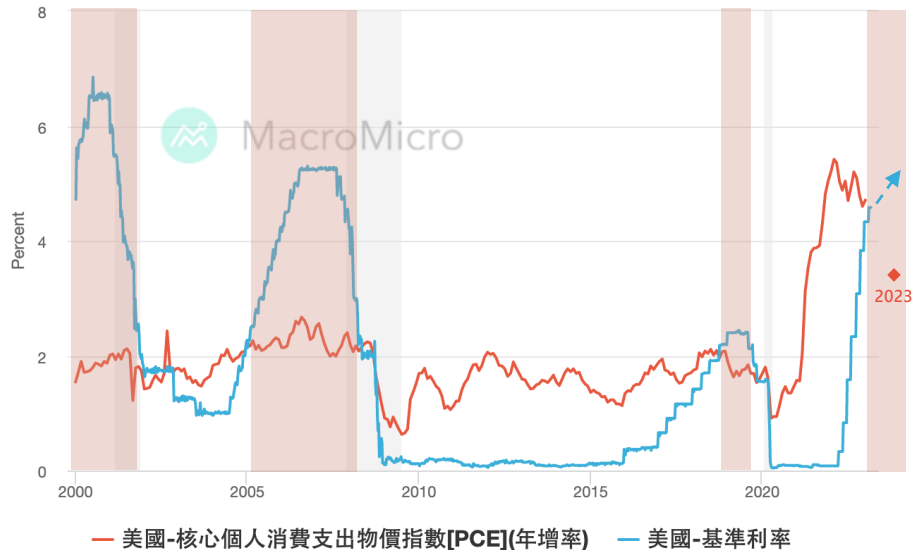
MacroMicro.me | 財經M平方

限制性貨幣政策：
終點利率達到核心通膨 + 0.5% ~ 1.0%



美國-實質利率

MacroMicro.me | 財經M平方



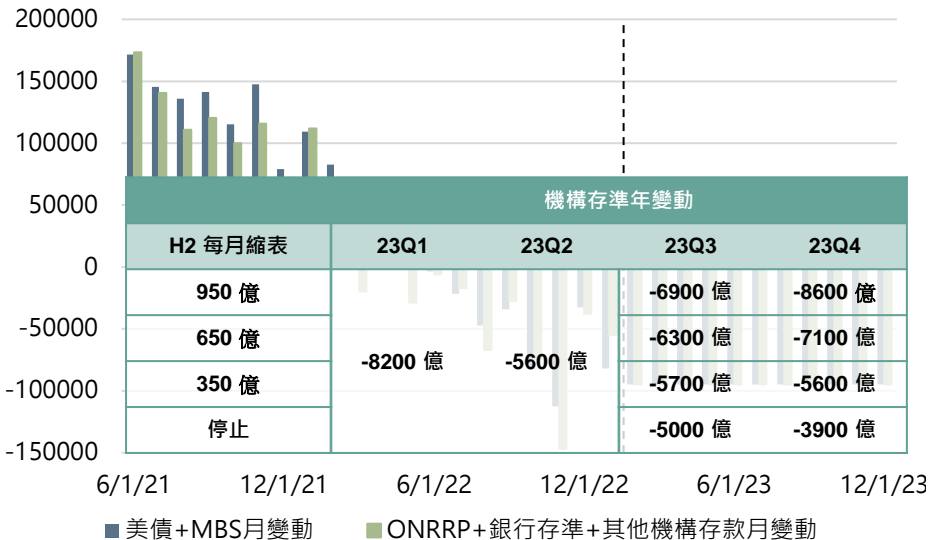
- 5% ~ 6% 區間已完全反映限制性貨幣政策目標，只要核心通膨未再創高，利率再上修空間有限
- 預計聯準會將持續緩慢升息至目標利率、年底降息機率低，關注 H2 縮表是否仍維持每月 950 億規模。



美元上半年壓力仍在，下半年關注縮表動向

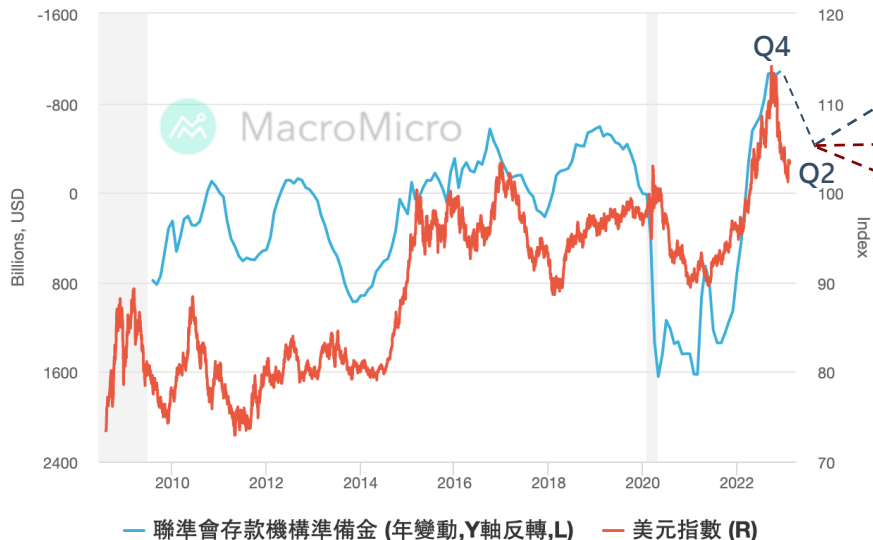
美國-資產負債表

MacroMicro.me | 財經M平方



美國-聯準會銀行存準(年變動)vs.美元

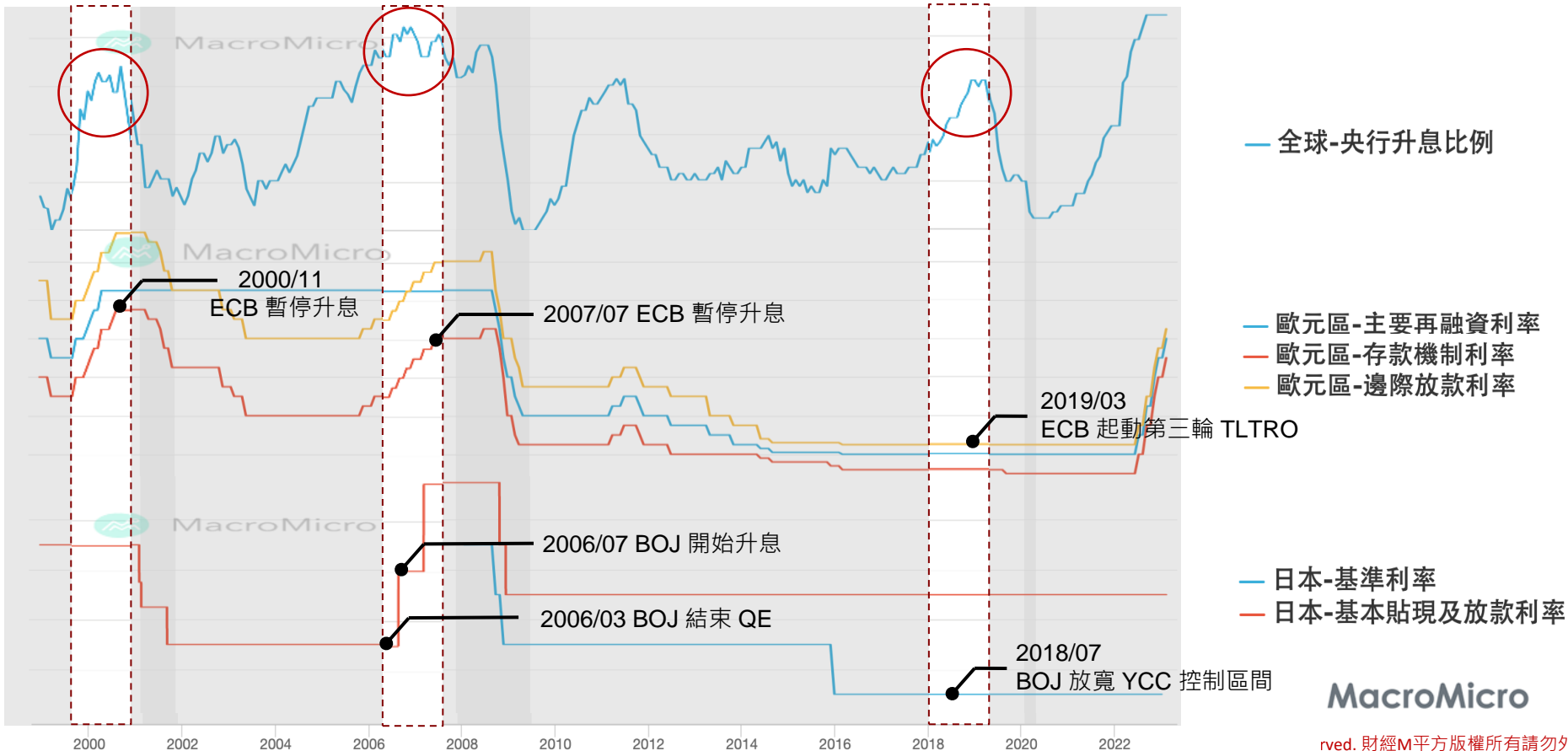
MacroMicro.me | 財經M平方



- 聯準會資產負債表負債端近 5 成由銀行存準組成，其反應美元流動性，與美元走勢呈現反向關係。
- 銀行存準 22Q4 年變動反轉，下半年縮表規模放緩則美元壓力將延續。



歐日央行為緊縮循環落後指標，暗示升息循環即將反轉

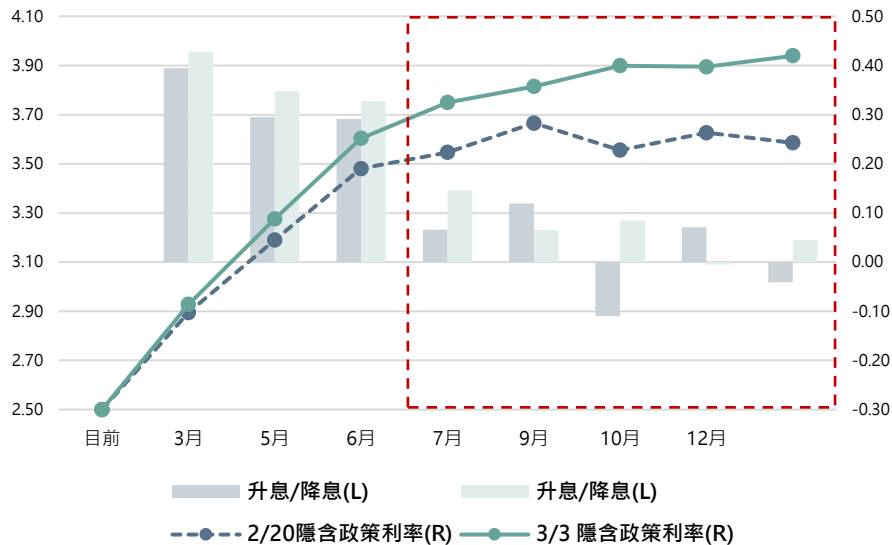




ECB 升息預計落後 FED 1~2 季，關注 4 月後 BOJ 政策轉向

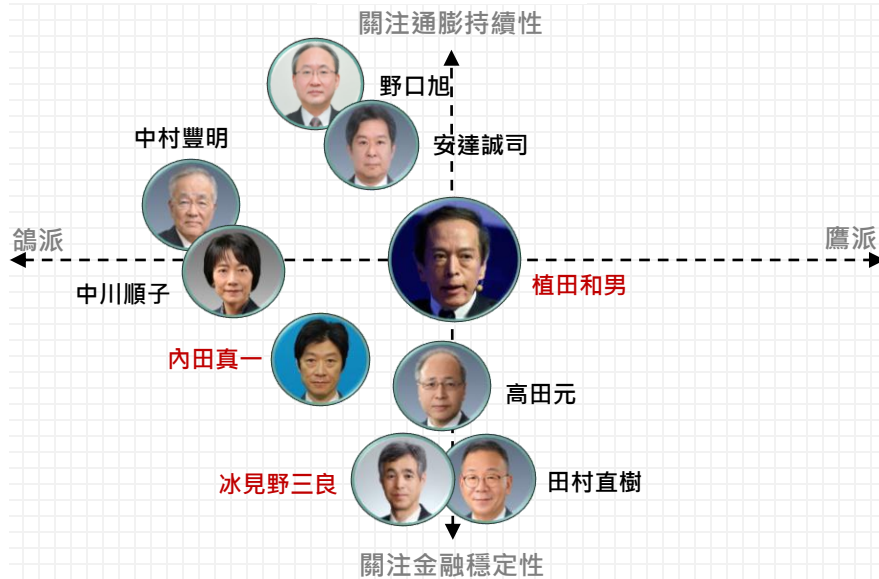
歐元區-隱含利率期貨曲線

MacroMicro.me | 財經M平方



日本-新任央行委員

MacroMicro.me | 財經M平方



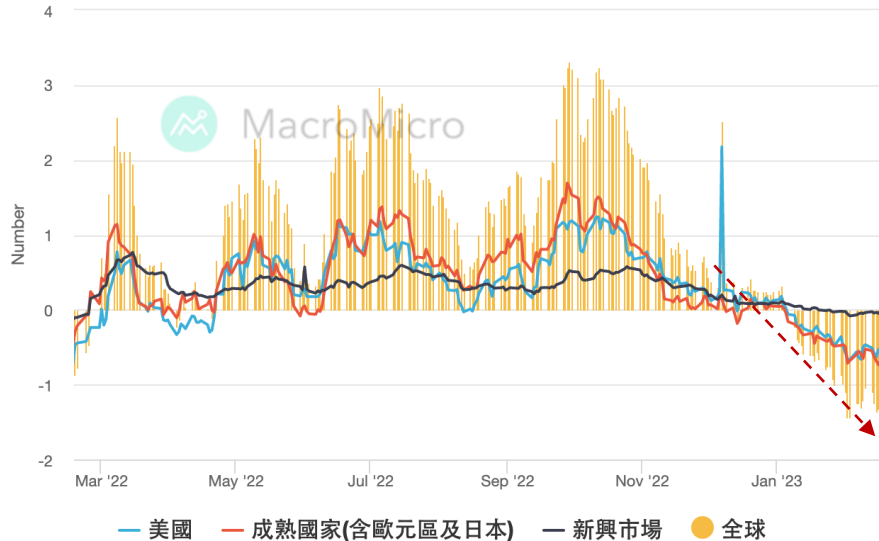
- 美歐通膨分別於 Q2、Q4 見頂，歐洲央行預計落後美國於年中跟進暫緩升息。
- 日本央行新任總裁植田和男立場中性，預計將從 YCC 及 ETF 等較為激進寬鬆政策進行調整。



小結：資金壓力好轉，估值陷阱是否發生端看前景修正！

全球-金融壓力指數 (OFR)

MacroMicro.me | 財經M平方



美國-ERP預估合理水平

MacroMicro.me | 財經M平方



- 22Q4 起各國金融壓力持續好轉，股債波動逐漸穩定，評價修復帶動股市進行初步打底。
- 預計全球升息循環於年中有望反轉，估值修正將結束，前景修正對風險性資產影響漸升。

中短期動能

Part.2

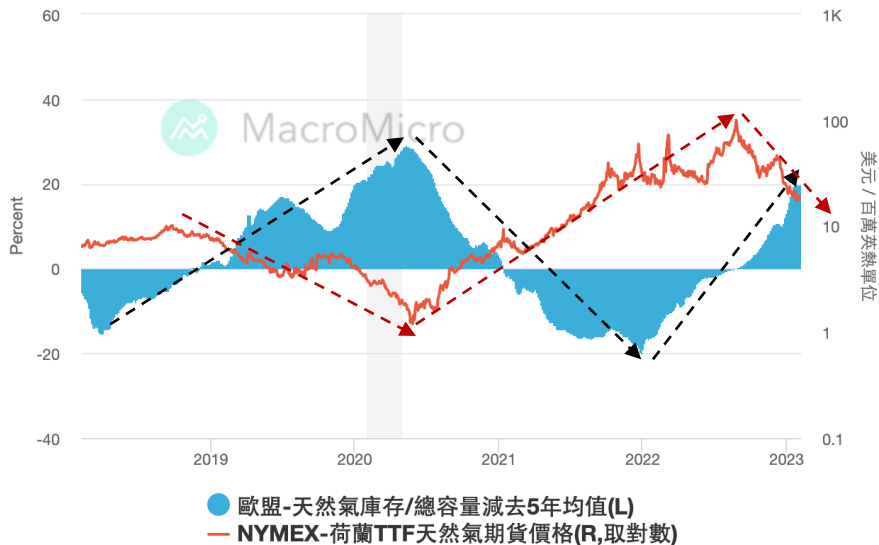
歐洲暖冬、中國解封，全球製造業終於落底



天然氣價格顯著回落，歐洲暖冬緩解能源危機

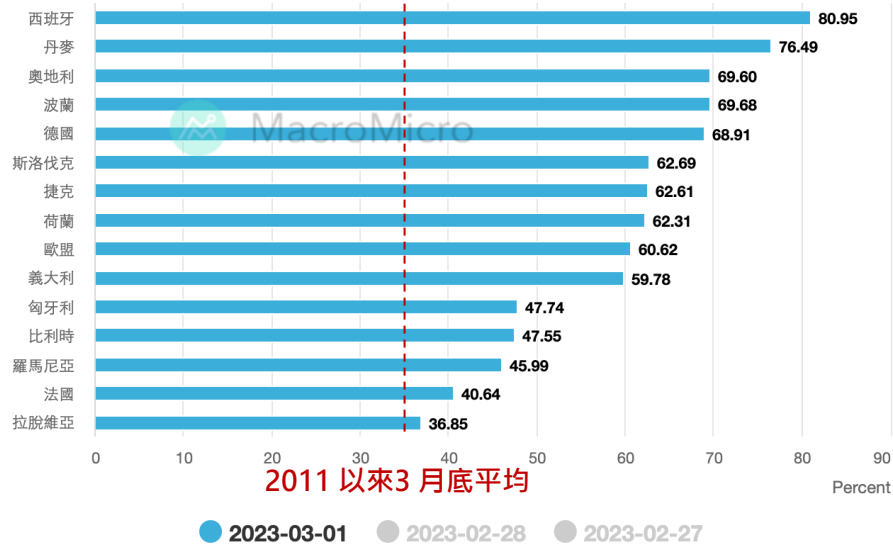
歐盟-天然氣庫存/總容量 vs 荷蘭TTF天然氣價格

MacroMicro.me | 財經M平方



歐洲-各國天然氣庫存/總容量

MacroMicro.me | 財經M平方



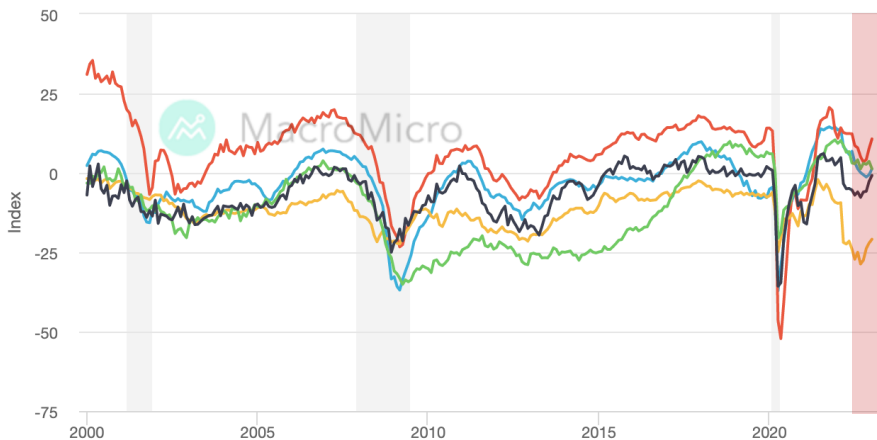
- 歐洲暖冬加上天然氣價格顯著回落，天然氣庫存於 22H2 回到五年平均之上。
- 各國天然氣庫存來到 50% ~ 70% 總容量不等，高於歷年平均，消除歐洲一大不確定性風險。



歐元區經濟信心回升，消費端復甦較為明顯，製造止穩

歐元區-經濟信心指數細項

MacroMicro.me | 財經M平方



- 歐元區-工業信心(SA)
- 歐元區-消費者信心(SA)
- 歐元區-零售貿易信心(SA)
- 歐元區-服務業信心(SA)
- 歐元區-營建信心(SA)

歐元區-製造業&非製造業指數

MacroMicro.me | 財經M平方



- 歐元區-製造業採購經理人指數[PMI]
- 歐元區-服務業採購經理人指數[NMI]

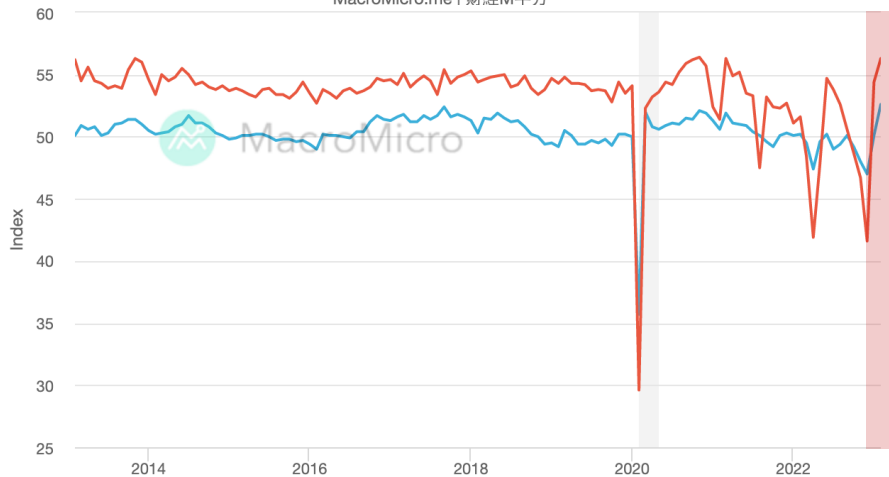
- 歐洲經濟信心回升，尤其集中於零售、服務等消費端，製造信心則小幅止穩。
- 歐元區 PMI 亦首度出現築底回升，製造業進廠價格創下 26 個月新低。



中國迅速解封，為全球經濟帶來一絲希望

中國-官方採購經理人指數

MacroMicro.me | 財經M平方



— 中國-官方製造業採購經理人指數[PMI]
— 中國-官方非製造業採購經理人指數[NMI]

中國-基礎工業金屬

MacroMicro.me | 財經M平方



— 鐵礦砂 — 螺紋鋼 — 熱軋捲板 — 焦炭 — 滬銅
— 滬鋁 — 滬鋅 — 滬鎳 — 玻璃

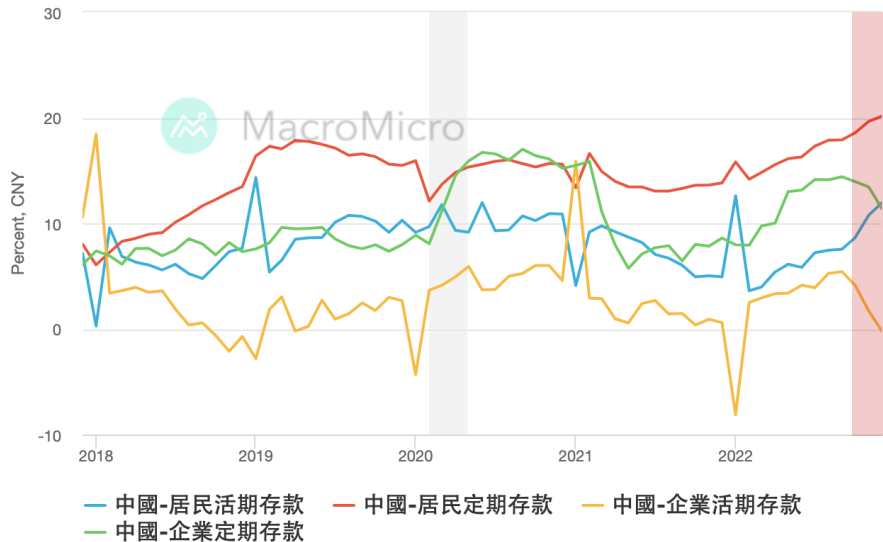
- 中國 12 月以來迅速解封，1~2 月 PMI 大幅反彈至榮枯線上，細項幾乎全面回升。
- 目前消費端復甦集中於服務及娛樂復甦，生產端當中車市及房市需實質好轉。



過去流動性無法妥善傳導，有望伴隨政策持續發力改善

中國-居民與企業存款(年增率)

MacroMicro.me | 財經M平方



中國-相關政策

MacroMicro.me | 財經M平方

面向	單位	內容
消費	中央	經濟工作會議將消費擺在優先位置，多管道增加城鄉居民收入。
	地方	北京、天津、上海、重慶、山東省、山西省、黑龍江省、四川省、江西省等各地方政府推出商圈建設、夜經濟、購物促銷、發放消費券。
車市	中央	公布「免徵車輛購置稅的新能源汽車車型目錄」，延長新能源車補貼。
	地方	北京、天津、重慶、深圳、鎮州、武漢、海南、濟南、無錫等各地方政府於年初至今開始發放汽車消費券、購車補貼。
房市	中央	下調個人住房貸款利率、推出房地產三支箭、手到住房貸款利率調整機制、推動大型易地扶貧搬遷安置區發展。

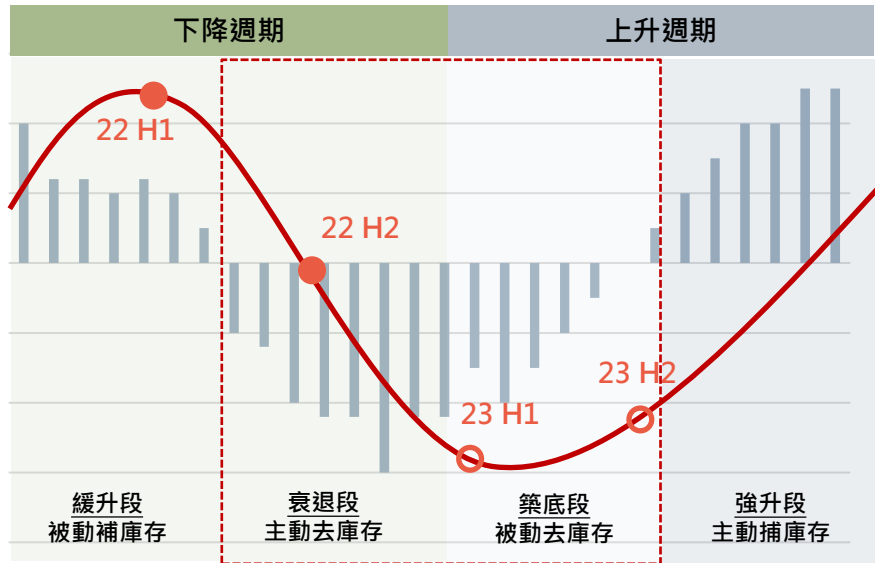
- 中國信貸週期於 2022 落底後流動性遲遲未能釋放，近期居民消費意願小幅回升，企業傳遞較緩慢。
- 中國後續復甦力道取決於三大重點：就業對消費的支撐、車市的延續動能、房市的全面好轉何時可見。



全球製造業位階進入築底段，製造業週期指數初見落底反彈

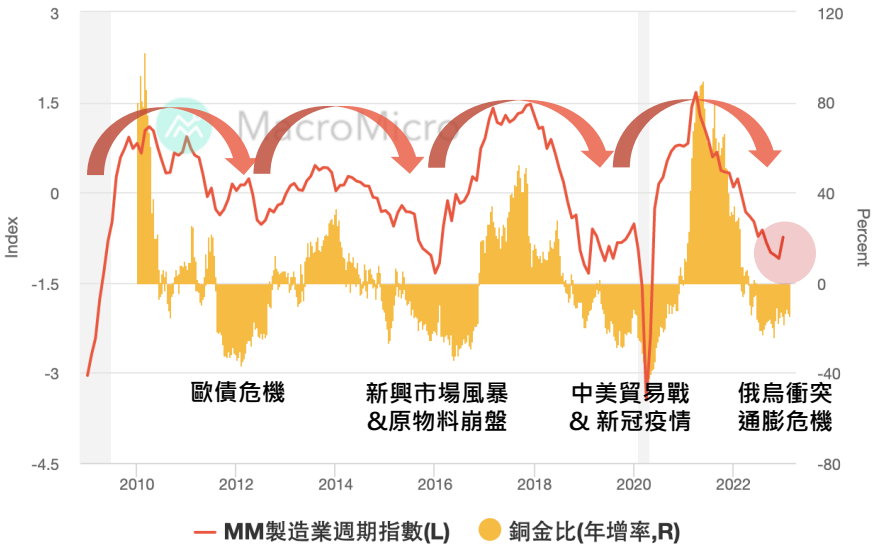
全球-製造業循環

MacroMicro.me | 財經M平方



MM製造業週期指數

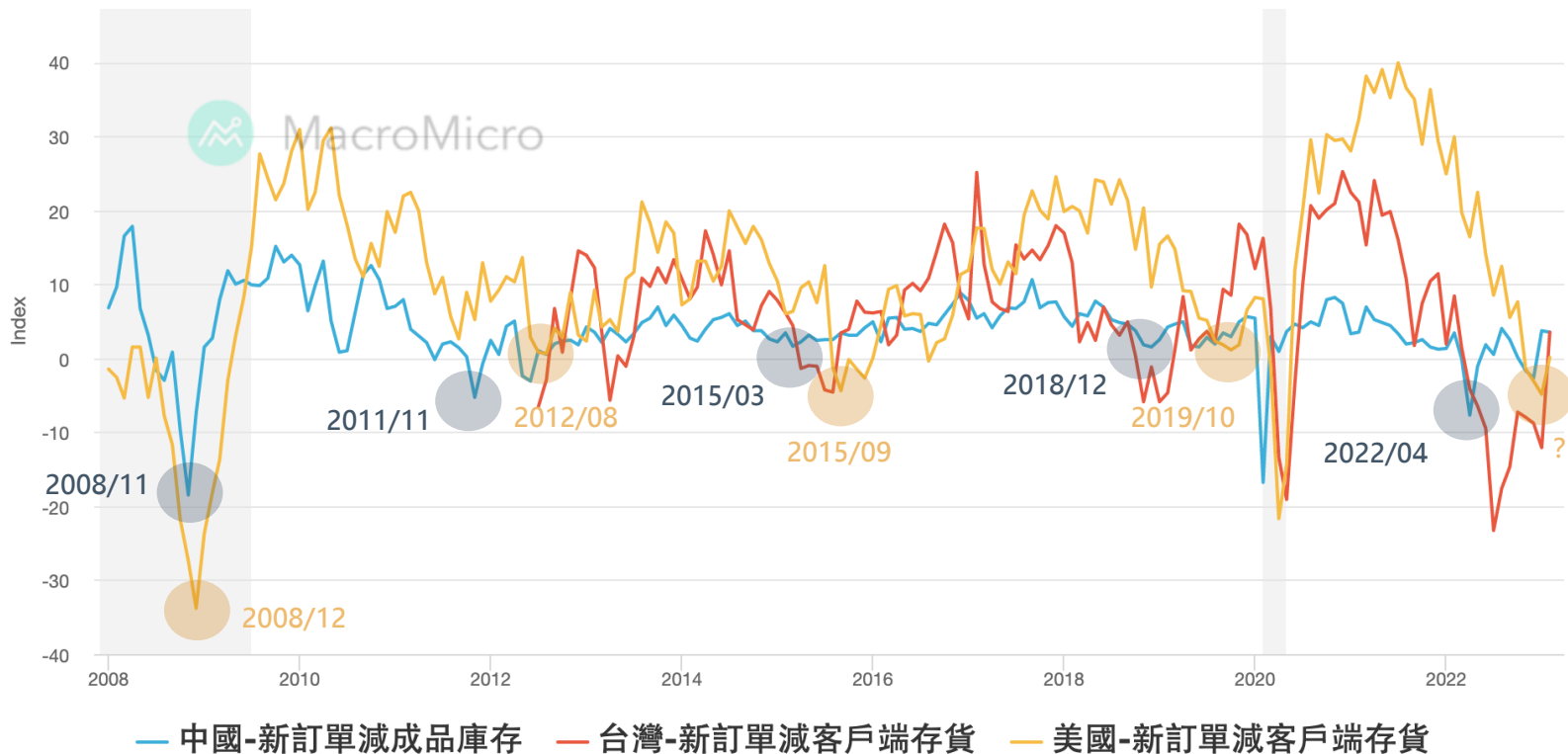
MacroMicro.me | 財經M平方



- 製造業 2022 年進入到衰退段，全球在俄烏衝突與通膨危機下經歷大規模去庫存浪潮。
- MM 製造週期指數初見止穩，預計伴隨去庫存已進行接近半年，2023 年全球製造業將逐漸進入築底後回升。



美中台新訂單減客戶庫存透露全球製造業初步落底訊號

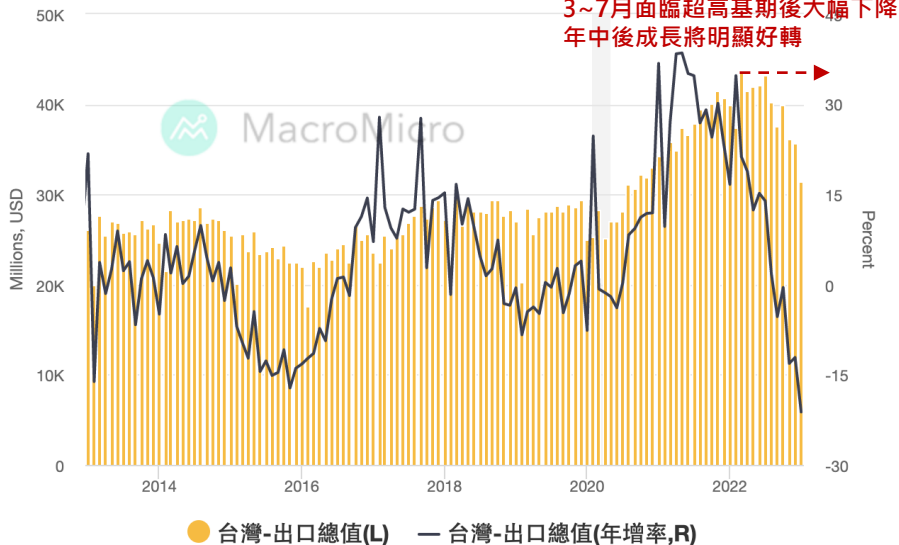




台灣出口進入超高基期，電子業去庫存進入下半場

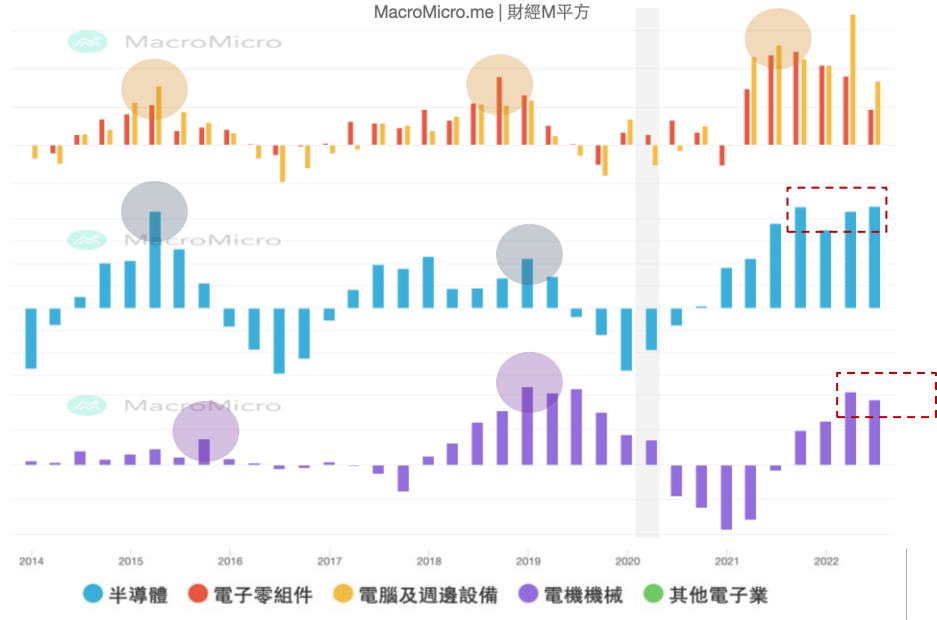
台灣-出口

MacroMicro.me | 財經M平方



台灣-電子業銷貨天數(年增率)

MacroMicro.me | 財經M平方



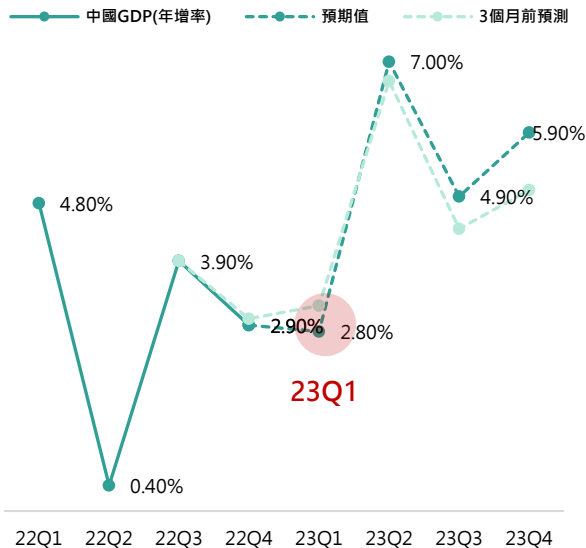
- 台灣 22H2 表現受外銷拖累，出口 Q2 面臨超高基期後將開始受惠到低基期紅利。
- 消費性電子銷貨天數率先回穩，半導體及設備等落後指標開始修正，反應電子業去庫存進入下半場。



小結：海外經濟成長上修，23H1 陸續築底

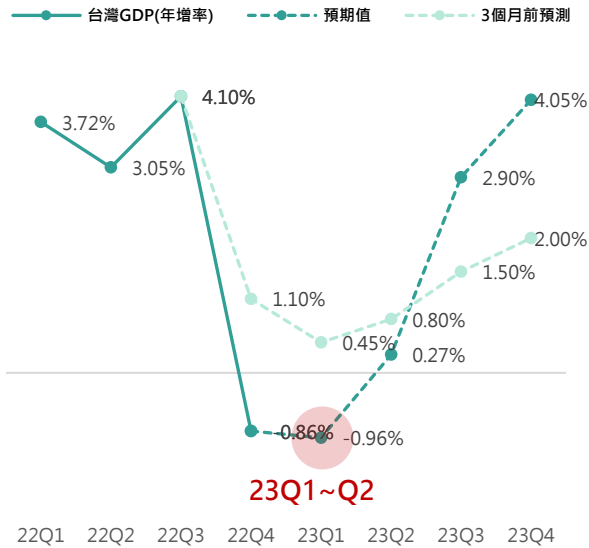
中國-經濟成長預期

MacroMicro.me | 財經M平方



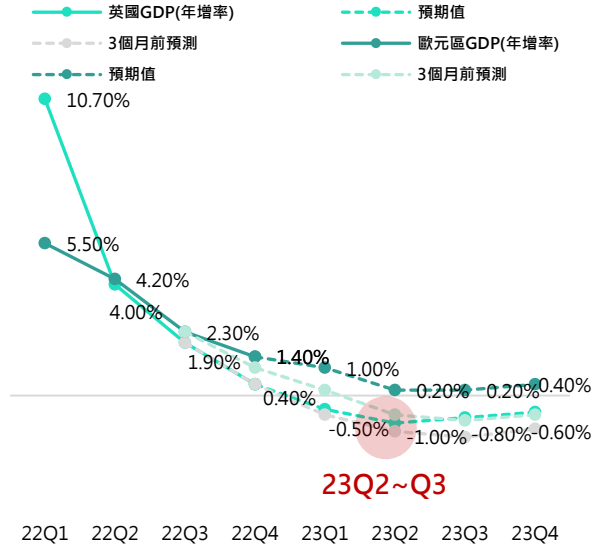
台灣-經濟成長預期

MacroMicro.me | 財經M平方



歐洲-經濟成長預期

MacroMicro.me | 財經M平方



- 在生產端及終端分別有中國及歐洲不確定性消除下，海外經濟體經濟成長普遍上修。
- 伴隨製造業於 23H1 緩步築底，中國、台灣、歐洲 GDP 增長將陸續於上半年落底



長期支撐

Part.3

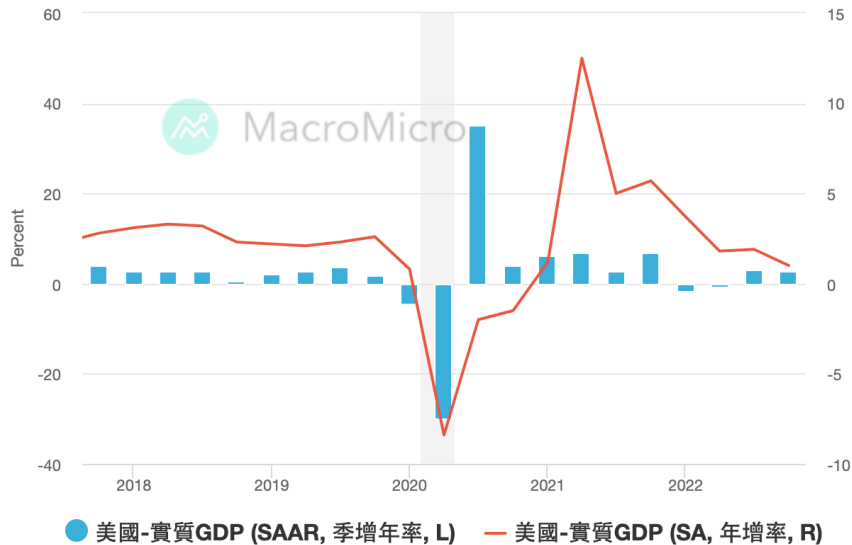
美國就業韌性強勁，軟著陸希望再現？



美國 Q4 GDP：去庫存正在進行、服務逆勢支撐

美國-實質GDP

MacroMicro.me | 財經M平方



美國-GDP結構

MacroMicro.me | 財經M平方

細項	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
GDP	2.90	3.20	-0.60	-1.60
個人消費支出	1.42	1.54	1.38	0.91
商品類支出	0.26	-0.08	-0.61	-0.02
服務類支出	1.16	1.63	1.99	0.93
國內民間投資	0.27	-1.80	-2.83	0.98
住宅投資	-1.29	-1.42	-0.93	-0.15
非住宅投資	0.09	0.80	0.01	0.98
民間庫存變動	1.46	-1.19	-1.91	0.15
淨出口	0.56	2.86	1.16	-3.13
出口	-0.15	1.65	1.51	-0.53
進口	0.71	1.21	-0.35	-2.60
政府支出與投資	0.64	0.65	-0.29	-0.40

- 美國 Q4 GDP 年增率初值 1.00%，季增年率 2.9%，表現優於市場預期。
- GDP 最大兩大正貢獻：1) 民間庫存變動；2) 服務類支出。



ISM 非製造業迅速回升，美國服務業韌性顯現

美國-ISM非製造業指數[NMI]

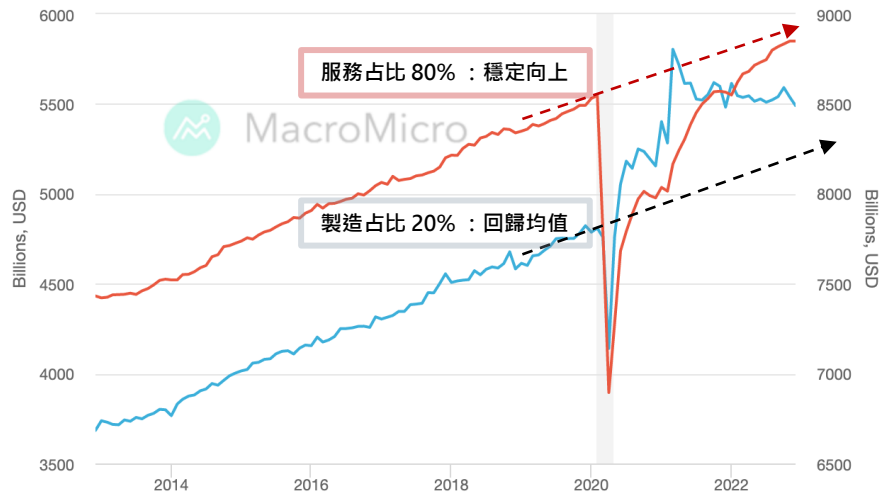
MacroMicro.me | 財經M平方



— 美國-ISM非製造業指數[NMI]

美國-實質個人消費支出

MacroMicro.me | 財經M平方



— 美國-實質個人消費支出-商品(L) — 美國-實質個人消費支出-服務(R)

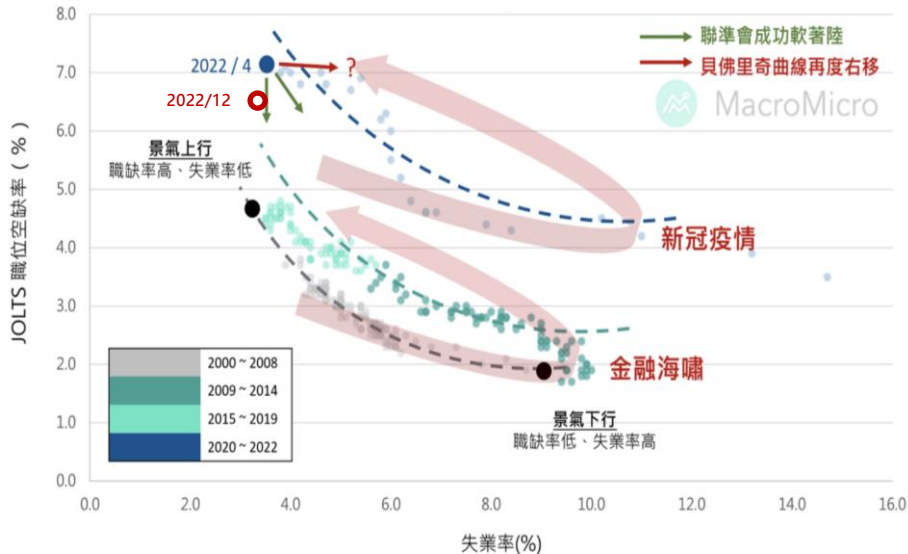
- ISM 非製造業指數快速反彈至榮枯線上，新訂單大幅回升。
- 美國 PCE 中商品消費則持續修正，然而服務消費表現穩健、持續恢復疫情前水準。



貝佛里奇曲線垂直下移，軟著陸有望達成？

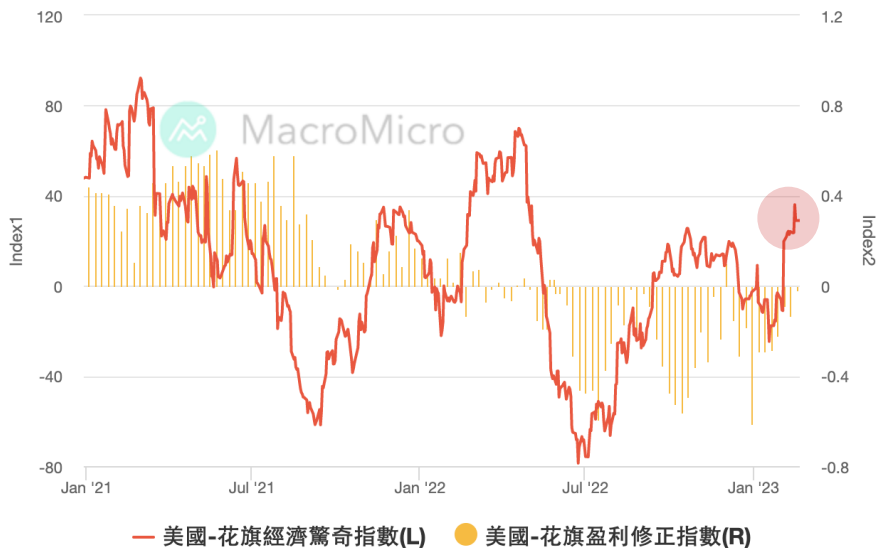
美國-貝佛里奇曲線

MacroMicro.me | 財經M平方



美國-花旗驚奇指數&盈利修正指數

MacroMicro.me | 財經M平方



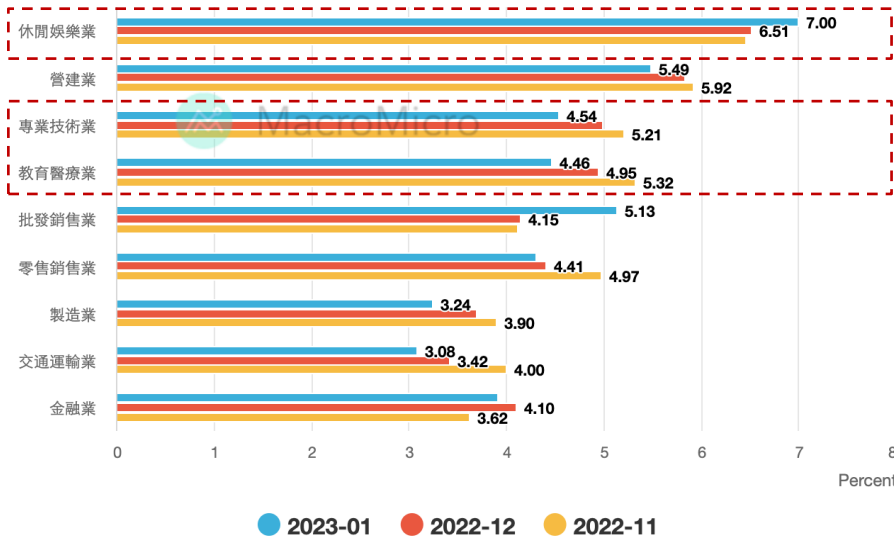
- 自 2022 年中聯準會首提貝佛里奇曲線以來，失業率保持低點，職位空缺率下降。
- 近期就業數據連連優於預期，究竟為凸顯美國就業市場的韌性亦或是供需失衡？



疫情後 K 型復甦正在收斂，美國就業市場產業分歧

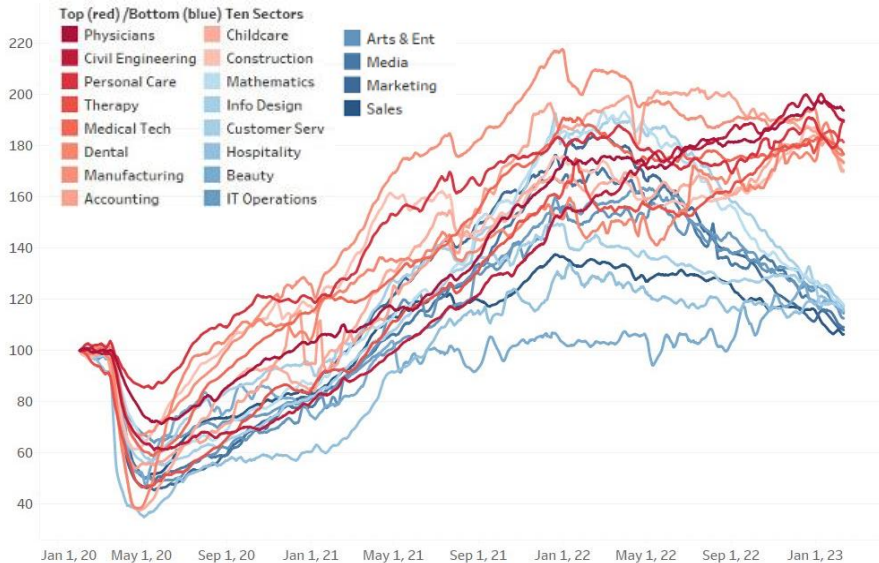
美國-每小時薪資年增率-產業別

MacroMicro.me | 財經M平方



美國-各產業企業空缺數

MacroMicro.me | 財經M平方



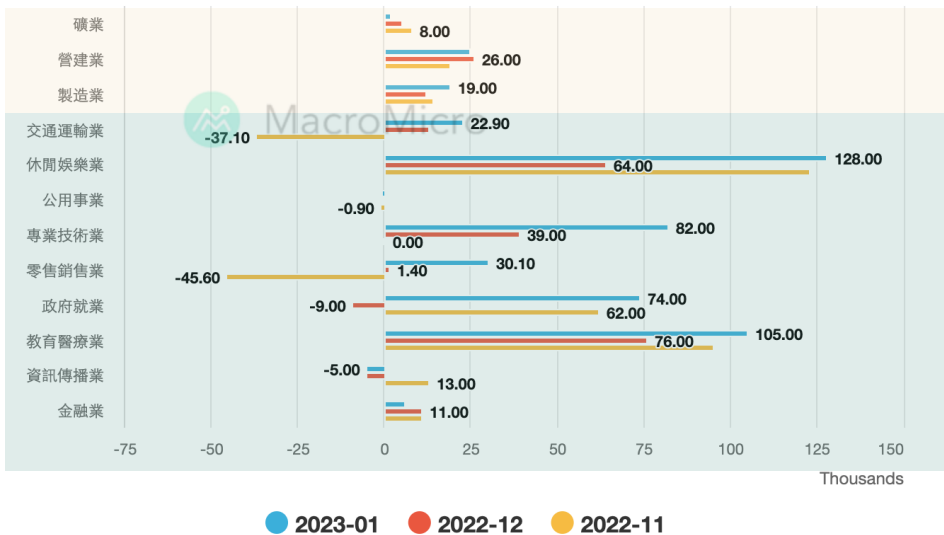
- 美國就業市場表現呈現分歧，服務業為目前支撐薪資成長主要產業。
- 2022 下半年起產業職位空缺數變化顯著分歧，科技廠裁員潮之下服務就業仍趨緊。



美國就業數據優於預期，服務就業為勞動市場主要支柱

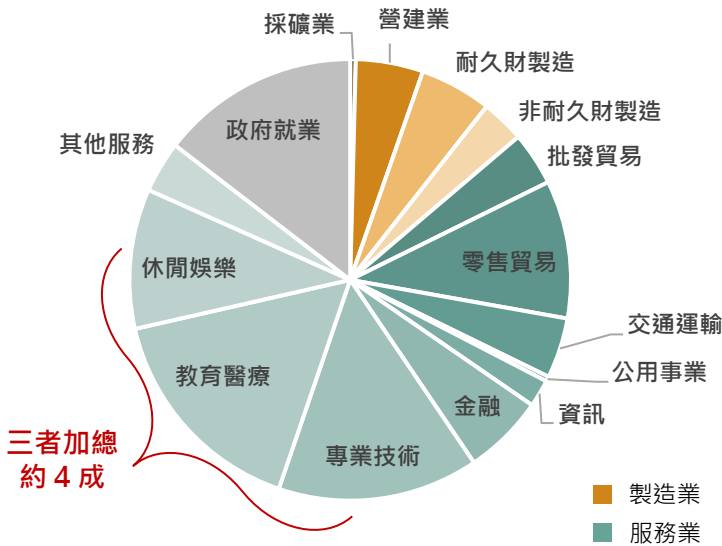
美國-非農就業 (月變動)

MacroMicro.me | 財經M平方



美國-非農就業人口產業比重

MacroMicro.me | 財經M平方



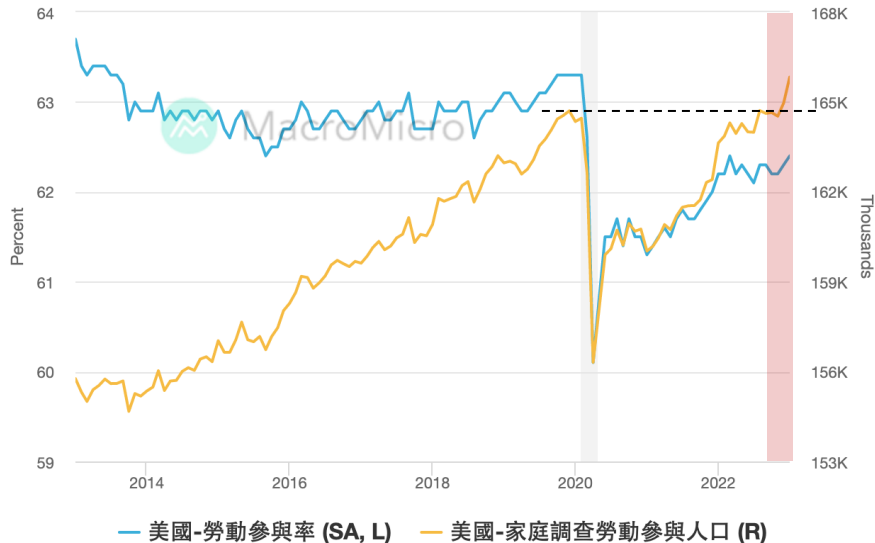
- 非農就業人口主要由服務業所推動，包含休閒娛樂、教育醫療、以及專業技術業。
- 美國就業人口中，超過七成來自服務業所推動，為就業市場帶來極大支撐。



薪資通膨需要擔心嗎？就業長線結構持續地在好轉

美國-勞動參與率

MacroMicro.me | 財經M平方



美國-淨移民人口

MacroMicro.me | 財經M平方

Net International Migration: 2010-2022 (In thousands)



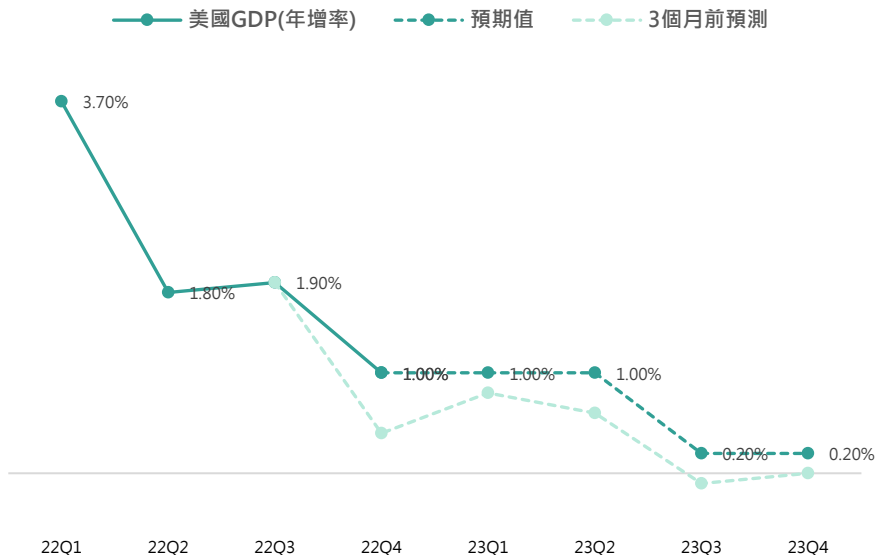
- 美國就業結構失衡最大問題來自供給側，最新勞動參與率持續快速回升，顯示勞動力仍在回歸就業市場。
- 2022 淨移民創下 100 萬以上，以當前勞動力 350 萬人缺口估算，最慢 2 年內重返平衡。



小結：美國經濟具有支撐，軟著陸仍有望！

美國-經濟成長預期

MacroMicro.me | 財經M平方



美國-經濟概況

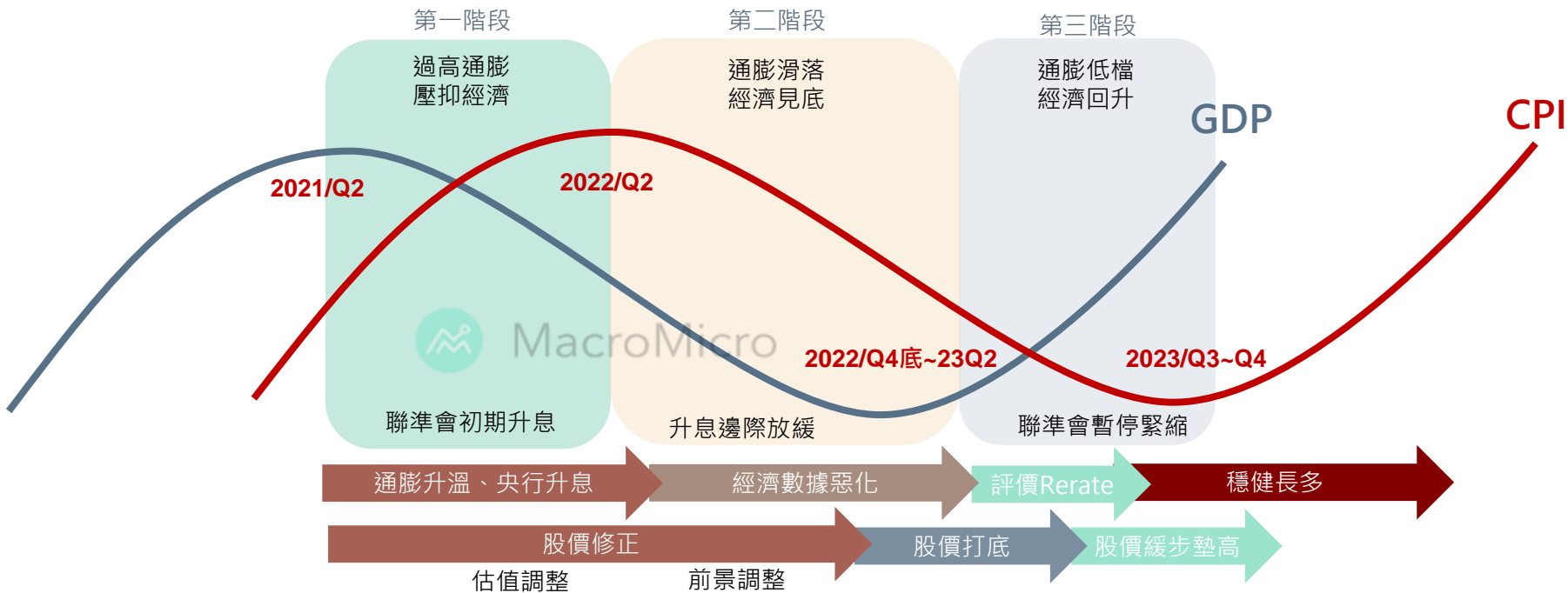
MacroMicro.me | 財經M平方

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
通膨	由房租帶動快速放緩		關注就業市場放緩程度	
聯準會	放緩升息	暫停升息	留意討論 QT 減少或結束可能	
美債	公債及投等債投資價值率先浮現		各評級債逐步好轉	
海外	美國最後去庫存		靜待製造業回升	
美元	下行壓力延續		低檔震盪	
就業	就業動能淡季后放緩		月增動能持續滑落	
消費	服務消費具韌性		Q3 超額儲蓄見底	
企業	獲利增速逐步落底		緩慢回升	
美股	緩步築底		回歸全產業復甦	

- 美國經濟成長同步上修，作為製造業去庫存最後一棒，在服務及就業支撐下，美國呈現緩步築底。
- 上半年美元壓力仍在、美債落底，美股靜待下半年行情明朗。

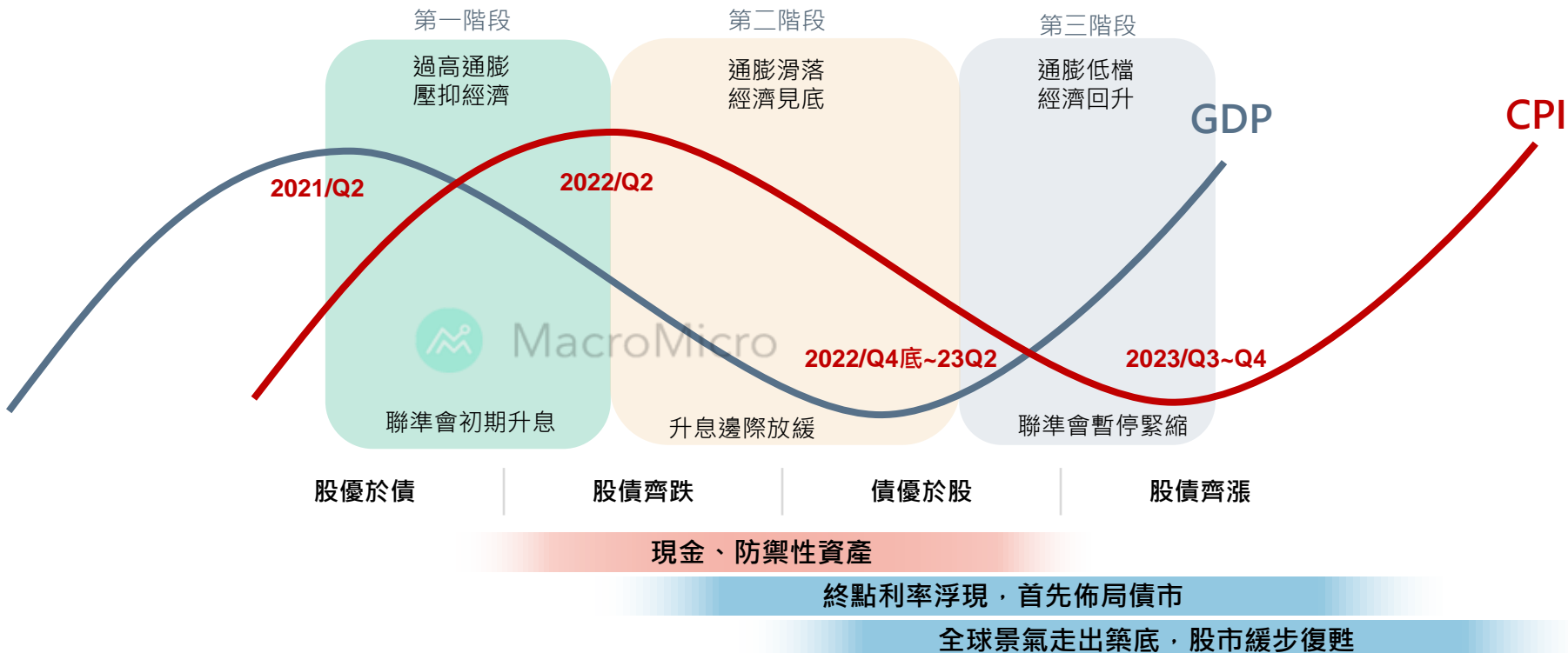


三大對焦進程：2023 年邁入第三階段



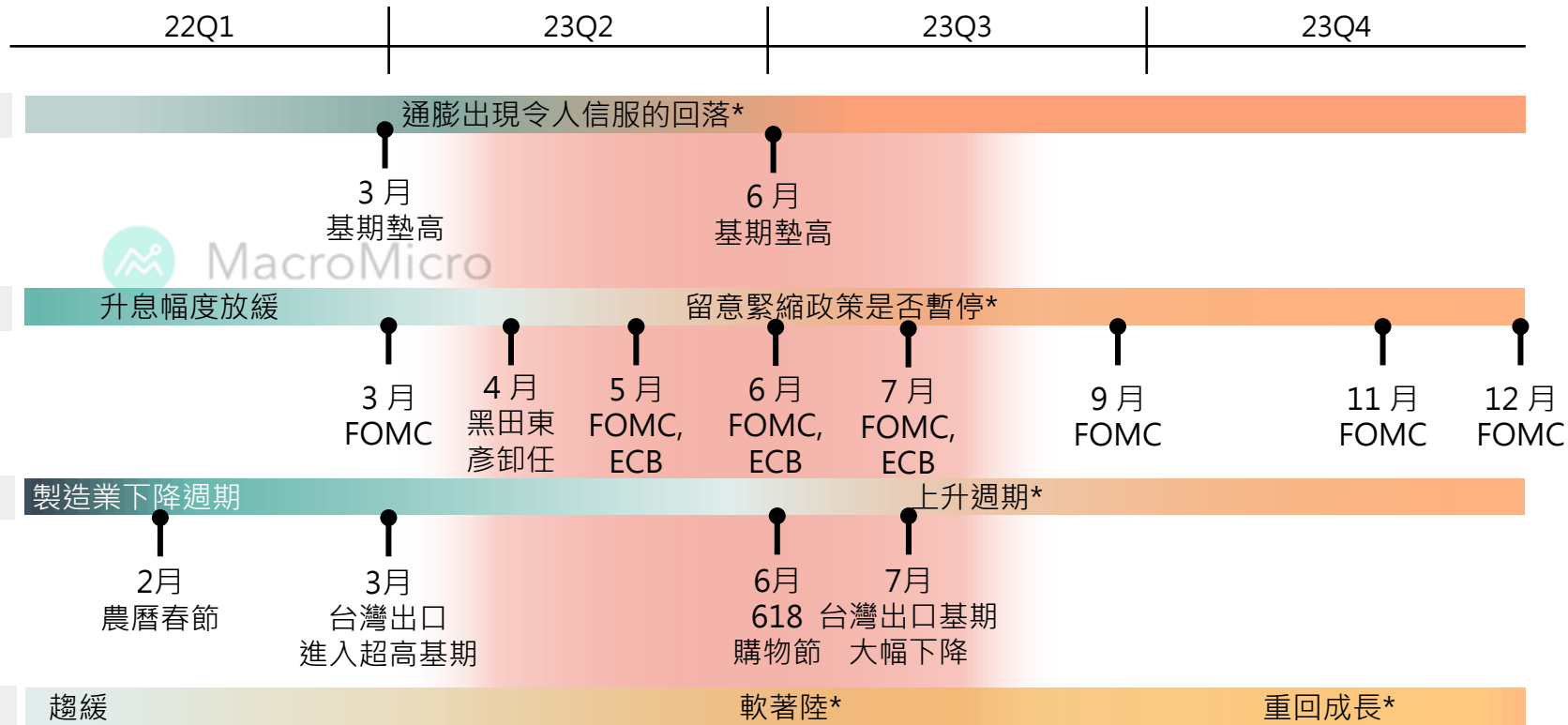


三大對焦進程：2023 年邁入第三階段





總結：行情於絕望中誕生，半信半疑中成長

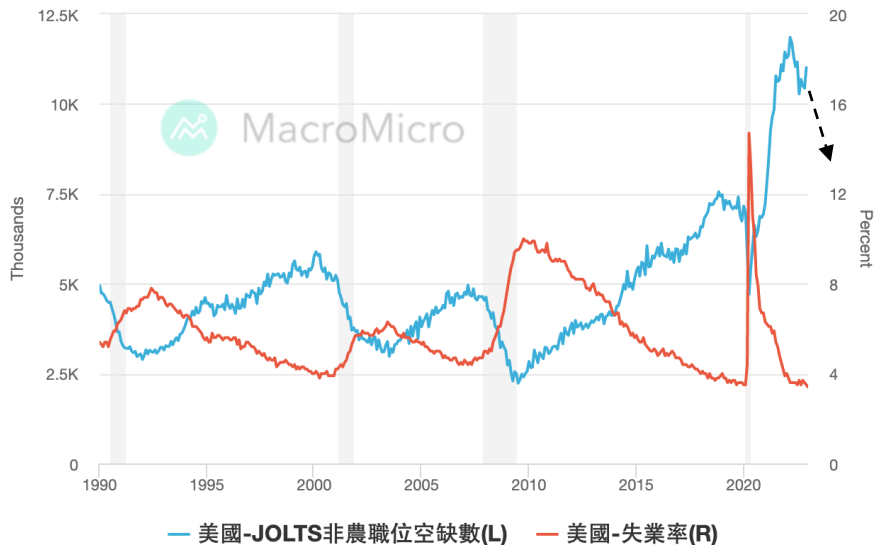




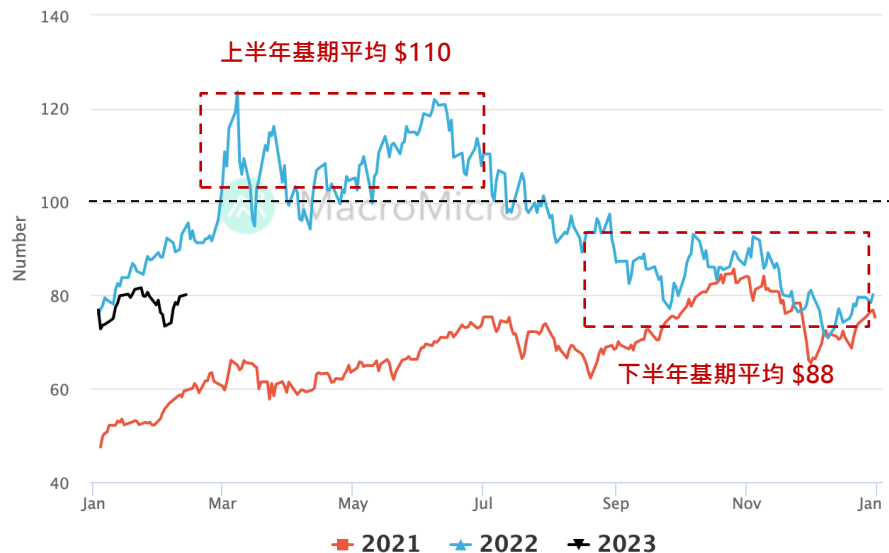
關注圖表

美國-JOLTS非農職位空缺數vs.失業率

MacroMicro.me | 財經M平方



WTI西德州原油現貨



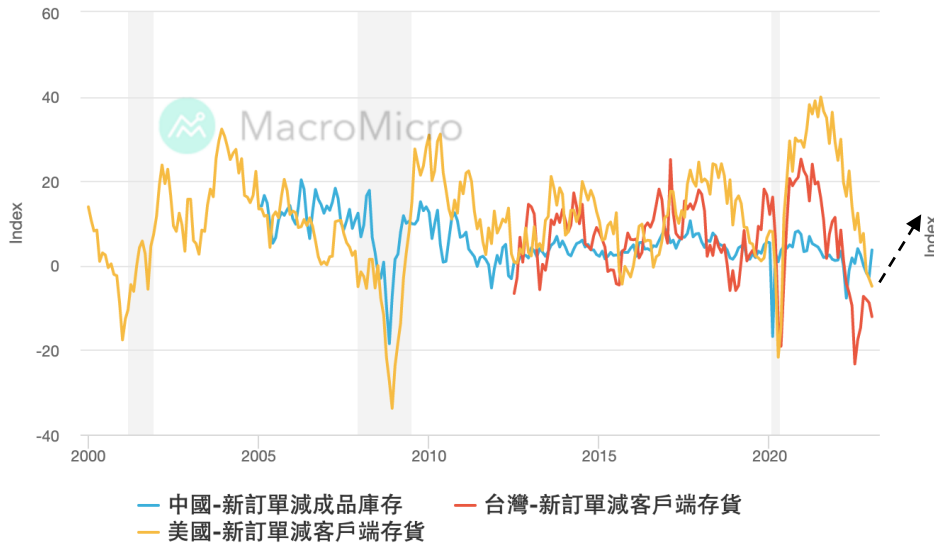
- 就業市場重新恢復供需平衡有利於降低通膨失控風險，職位空缺需維持穩定下降。
- 油價上半年面臨超高基期，上半年油價保持在 \$100 之下有助於維持對通膨負貢獻，降低通膨不確定性。



關注圖表

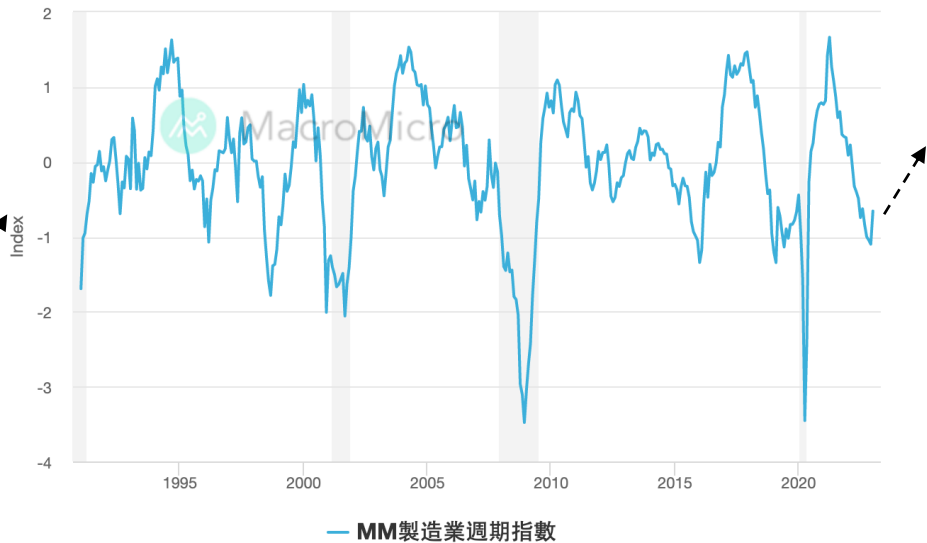
美中台-製造業新訂單減客戶庫存

MacroMicro.me | 財經M平方



MM製造業週期指數

MacroMicro.me | 財經M平方



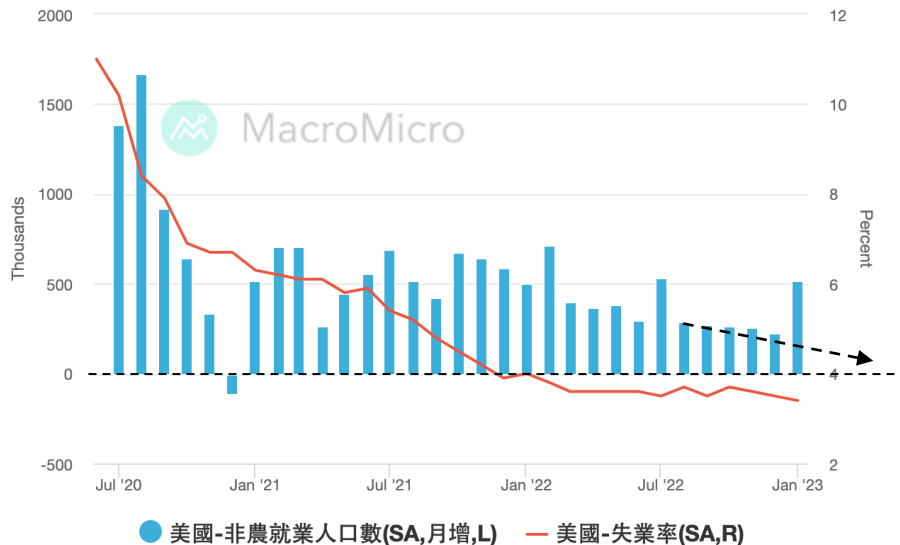
- 製造業上游經濟體庫存逐漸降低，去庫存段結束以終端美國作為確認指標。
- MM 製造業週期指數整合全球製造、零售、運輸、貿易數據，反正全球製造業週期變化。



關注圖表

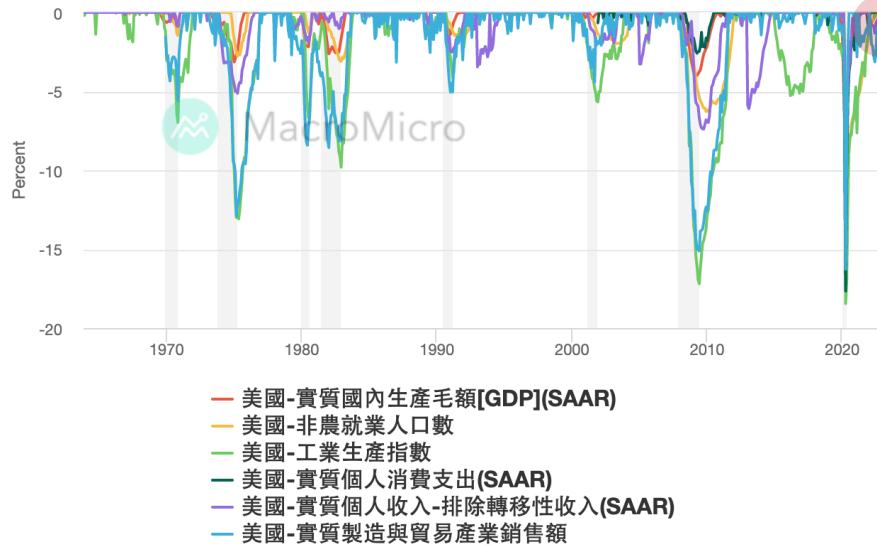
美國-非農vs.失業率

MacroMicro.me | 財經M平方



美國-NBER衰退觀察指標回撤幅度

MacroMicro.me | 財經M平方



- 美國就業市場維持緩步降溫，有利於壓抑服務性通膨、經濟維持在輕度衰退之上。
- NBER 衰退觀察指標輔助判定是否步入衰退，除工業生產及製造銷售外，關注消費及就業是否回落。

Thank You