

2Q23全球投資展望

衰退會遲到但不會缺席，機會需要時間來醞釀

免責聲明

本簡報由中華開發金融控股公司("開發金控")所編製，所載之資料、意見及預測乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟開發金控成員並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不會對此等內容之準確性、完整性或正確性負任何責任或義務。

本簡報僅供參考，未經本公司批准同意，本簡報不得翻印或作其他任何用途。

目錄

1	經濟：整體持續下行趨勢未變	5
2	股市：未來1-2季將震盪下跌	18
3	債市：主軸為降低信用風險	31

美股未來1-2季震盪下跌，較看好服務、防禦、大型股

■ 經濟：整體持續下行趨勢未變

- 預期央行緊縮放緩、部分數據優於預期、歐元區與中國利多，是今年年初全球成長率上修的關鍵
- 美國經濟的衰退可能遲到但不會缺席，通膨高峰已過但降速不穩定，Fed雖因金融風險而可能在3月停止升息，但仍會在5月恢復升息；此外，3月FOMC點陣圖可能看到今年終端利率維持甚至低於去年12月5-5.25%
- 歐元區通膨壓力大於美國，ECB緊縮將傷害冬天來優於預期的經濟表現
- 兩會經濟政策缺乏亮點，解封以來的利多無法延續；消費受益較大，但這個驅動力在全球經濟中無法「兼善天下」

■ 股市：逆風出現，未來1-2季將震盪下跌

- 全球股市自去年底以來的上漲在1Q中出現逆風
- 美股接下來會面臨1-2季左右的回撤，尤其表現在獲利下行上。當前獲利預估不確定性高，EPS年增率在1Q23探底的市場共識預估偏樂觀，我們認為難以在下半年前出現；美股製造業的占比較在經濟中的占比高，美國經濟服務業的強韌對美股的支撐不會太強
- 美股類股，服務類股優於商品類股，防禦優於循環股，大型優於小型
- 解封利多創造的陸股機會之窗在兩會後已關閉，未來一季轉趨保守

■ 債市：2Q首選美公債，因信用債風險加大，而新興主權債更應避開

- 投資策略：(1)地區方面非美成熟市場相對優於美國；(2)風格可轉進部分成長股、而大型股優於小型股；(3)主題/產業上聚焦服務類股與防禦股如必須性消費、醫療、中國消費；(4)固定收益建議美債的短天期與中長天期債。

1. 經濟：整體持續下行趨勢未變

因為服務業不錯，全球經濟比去年底預期好

但整體下型態勢沒有改變

2023年全球經濟成長下行，在DM尤其明顯

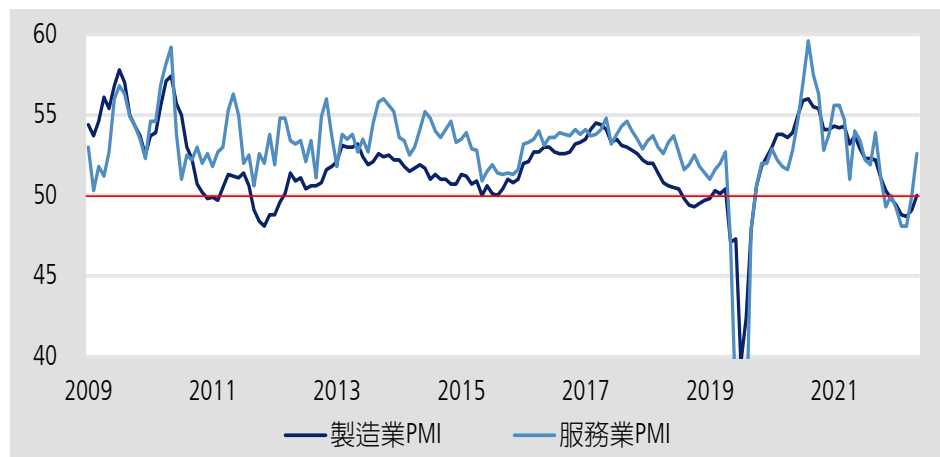
主要經濟體GDP成長率預估中位數，百分比

	2022		2023				2022	2023
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
全球							3.4	2.4
DM	2.7	2.0	0.8	0.0	0.2	0.7	2.7	0.7
EM	4.9	3.0	2.7	5.2	4.1	4.6	3.6	4.2
美國	1.9	0.9	1.5	1.3	0.5	0.2	2.1	0.8
歐元區	2.6	1.8	0.7	0.1	0.2	0.8	3.6	0.4
英國	1.9	0.4	(0.4)	(0.9)	(0.6)	(0.5)	4.0	(0.6)
日本	1.5	0.4	1.5	0.6	1.2	1.1	1.0	1.2
中國	3.9	2.9	3.2	7.1	5.1	5.7	3.0	5.3

資料來源：Bloomberg；凱基整理

整體而言，今年以來服務業表現優於製造業

全球製造業與服務業PMI，點

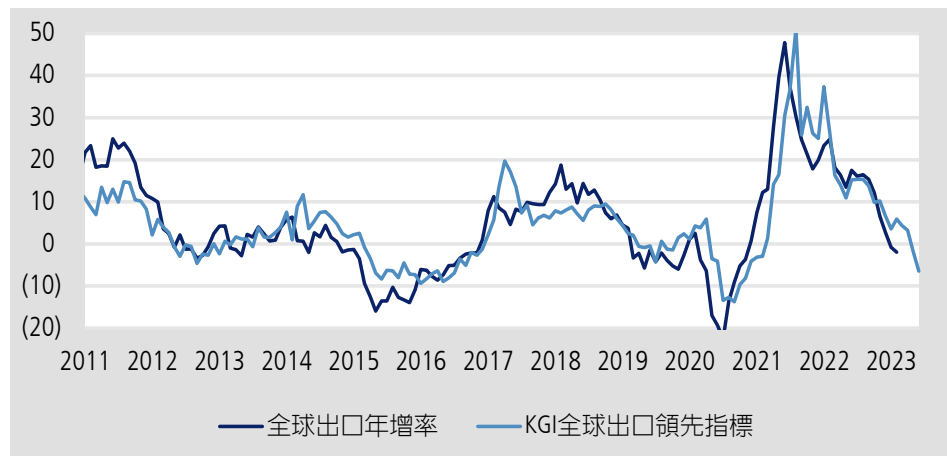


資料來源：Bloomberg；凱基整理

既然是製造業先不行，那麼出口自然是優先受影響(且持續)的部份

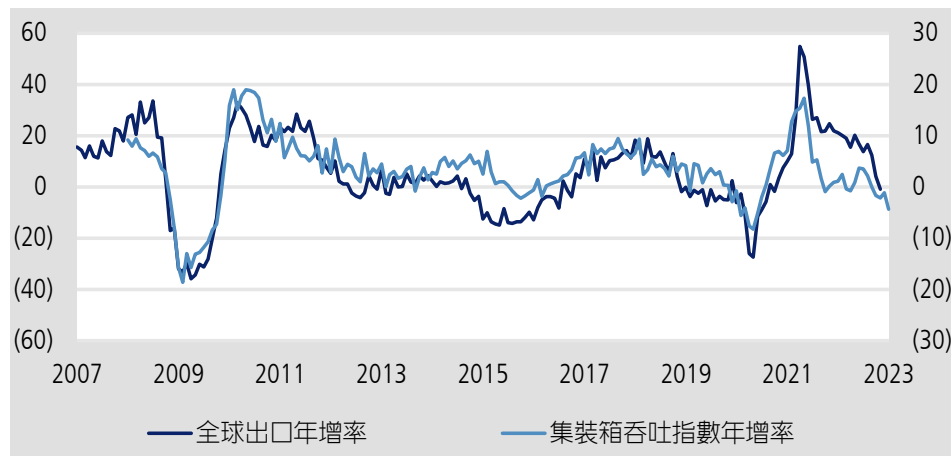
全球出口仍有很強下降壓力，2023年可能有雙位數衰退 航運運輸指標也指向今年全球出口的持續衰退

全球出口年增率、KGI全球出口領先指標(領先3個月)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

全球出口年增率，百分比(左軸)；集裝箱吞吐指數年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

美國經濟衰退會延遲

長天期公債相對於股市的價格還在低檔區，顯示衰退仍不會馬上發生

非暫時性失業率，百分比(左軸)；30年公債/S&P 500，百分比(右軸)



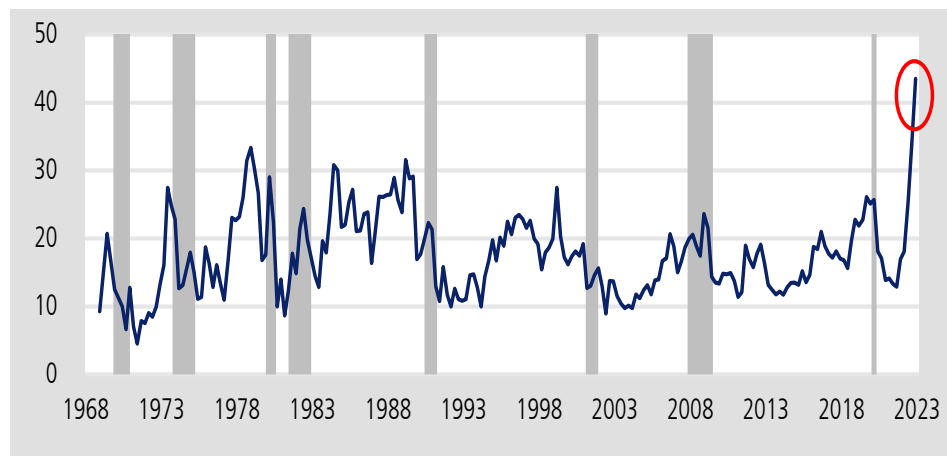
註：陰影區域表NBER定義的美國經濟衰退期

資料來源：Bloomberg；凱基整理

但衰退還是會發生...

過去經濟學家多能成功預測衰退

經濟學家調查：未來4季出現GDP季增率衰退的機率平均，百分比

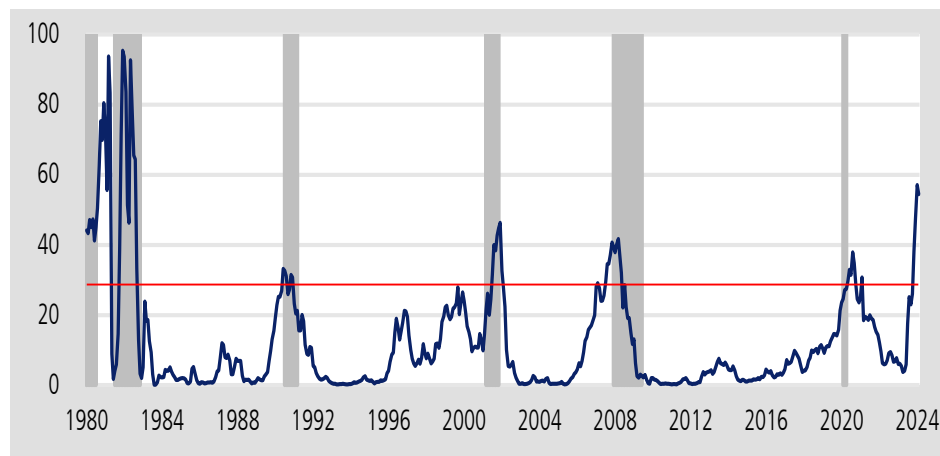


註：陰影區域表NBER定義的美國經濟衰退期

資料來源：Bloomberg；凱基整理

紐約Fed的預測模型亦顯示未來一年內衰退極可能發生

紐約Fed模型預估一年內發生經濟衰退機率，百分比



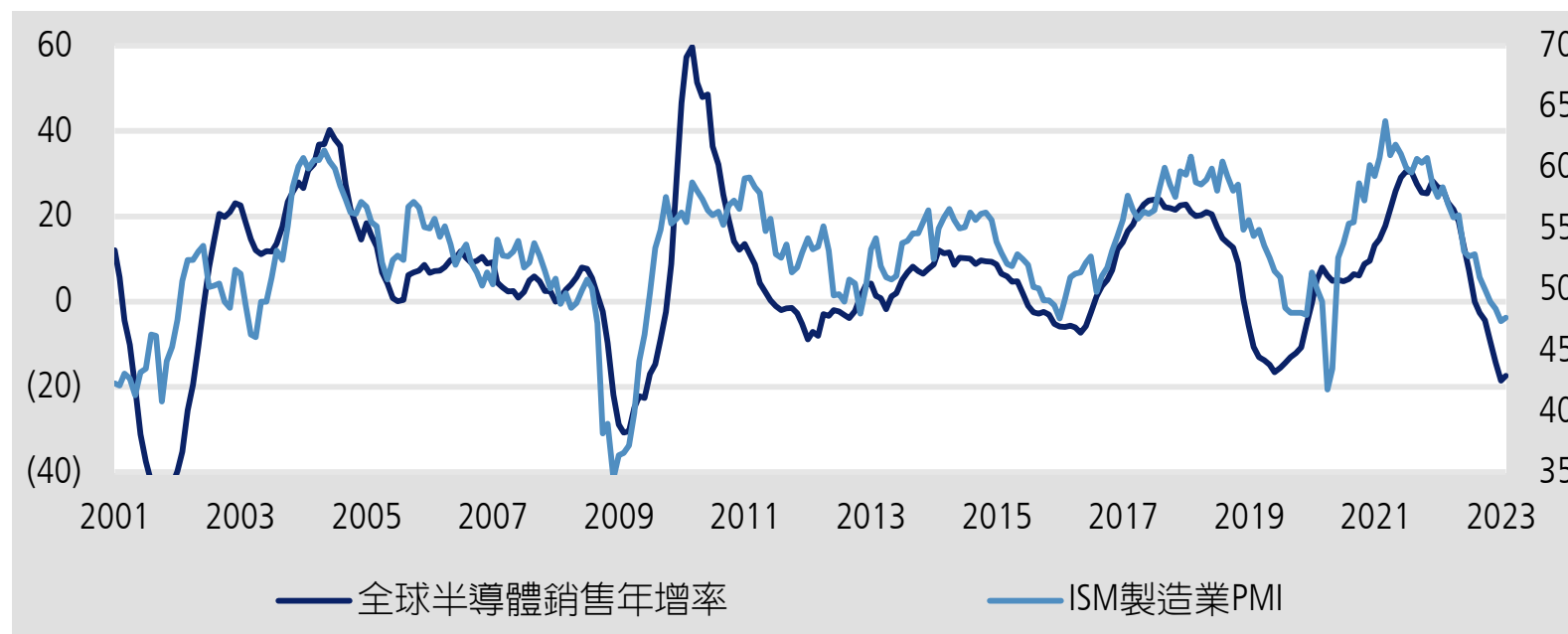
資料來源：Bloomberg；凱基整理

製造業與服務業走向分歧成這樣在過去是少見的

但現在的“rolling recession”恐不意味待服務業也下行後，製造業就“馬上”回春

過去與製造業PMI同步的全球半導體銷售即將探底，但這次恐不意味製造業也會立即探底回升

全球半導體銷售年增率，百分比(左軸)；ISM製造業PMI，點(右軸)



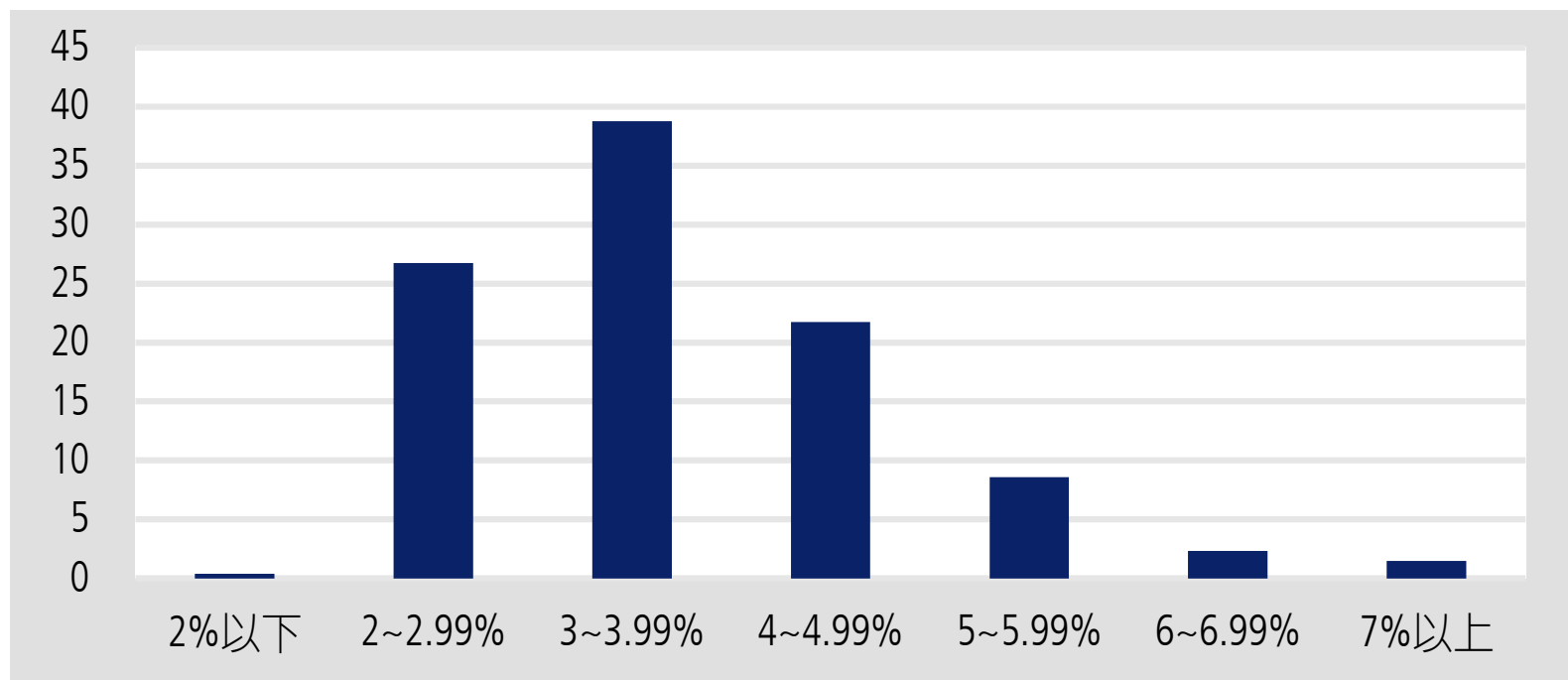
資料來源：Bloomberg；凱基整理

消費表現不錯，其中一個關鍵是房市未引發連鎖反應

美國房地產產值僅佔GDP 16.9%，且固定利率房貸占比達96%

美國房貸利率有近7成低於4%

美國房貸利率在各級距水準中的占比，百分比

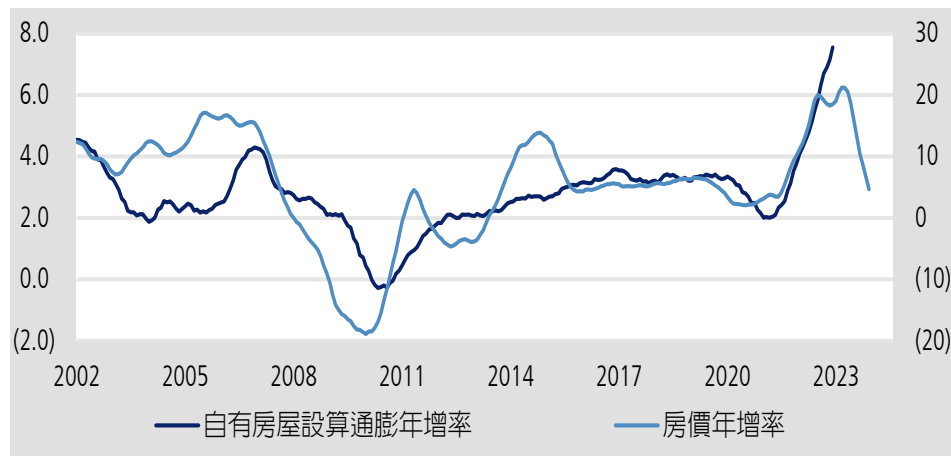


資料來源：Black Knight；凱基整理

通膨：下降趨勢確立，但降速不穩定、會有意外

住房通膨會隨房價在下半年走低

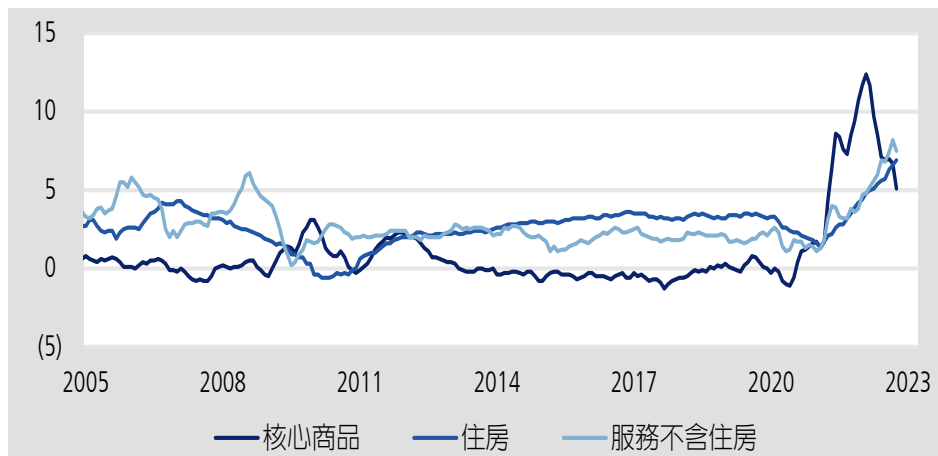
自有房屋設算通膨年增率，百分比(左軸)；房價年增率，百分比(領先12個月，右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

三大核心通膨走勢將逐漸走降

CPI年增率：核心商品、住房、服務不含住房，百分比



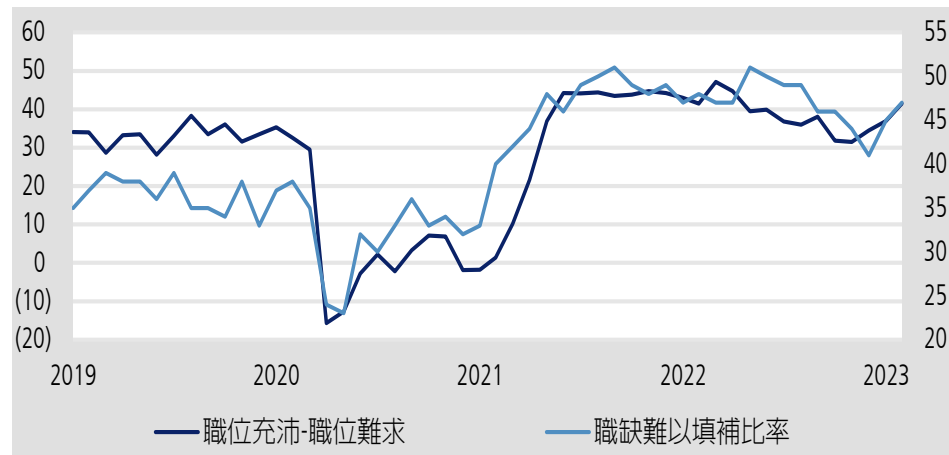
資料來源：Bloomberg；凱基整理

勞動市場：仍熱絡，恐不是1、2季內可以轉鬆

非農就業服務業回升最多，但仍然缺工...

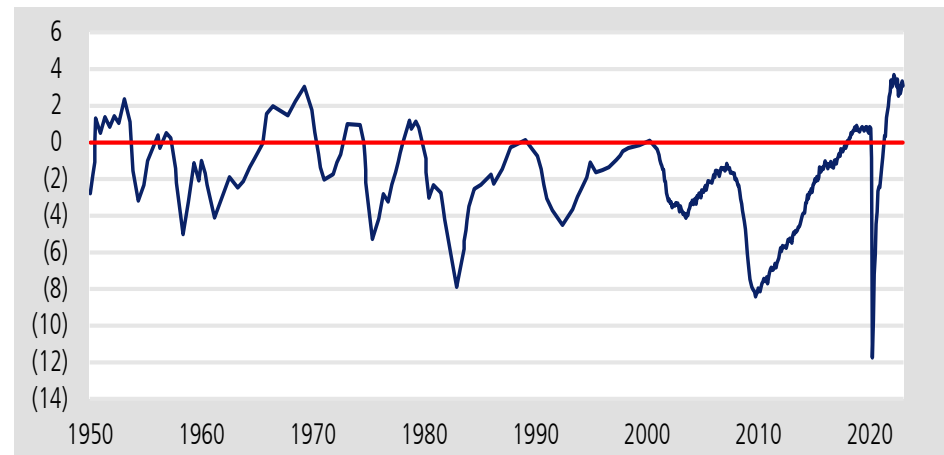
勞動市場調查指標顯示今年再度轉緊，顯示整個缺工問題不會馬上解決 目前缺工人數堪稱史上最嚴重！

職位充沛-職位難求，百分比(左軸)；職缺難以填補比率，百分比(右軸)



資料來源：Conference Board、NFIB；凱基整理

勞動缺口，百分比



註：勞動需求以職位空缺數加上就業人數進行計算，勞動供給則以總勞動力計算

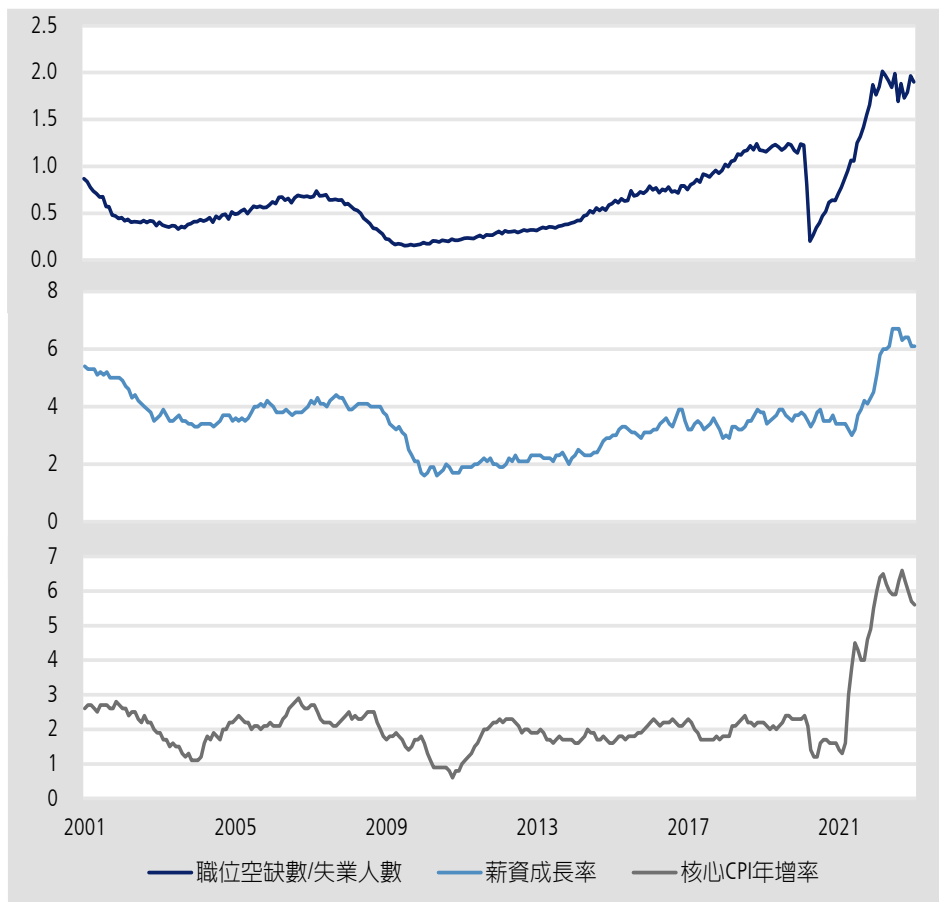
資料來源：Bloomberg；凱基

今年Fed貨幣政策的考量中，就業的權重會上升！

就業熱、薪資有撐、通膨下來就會慢...

就業市場是未來通膨下降速度的重中之重

由上到下：職缺/失業人數，比值；薪資成長率，百分比；核心CPI年增率，百分比



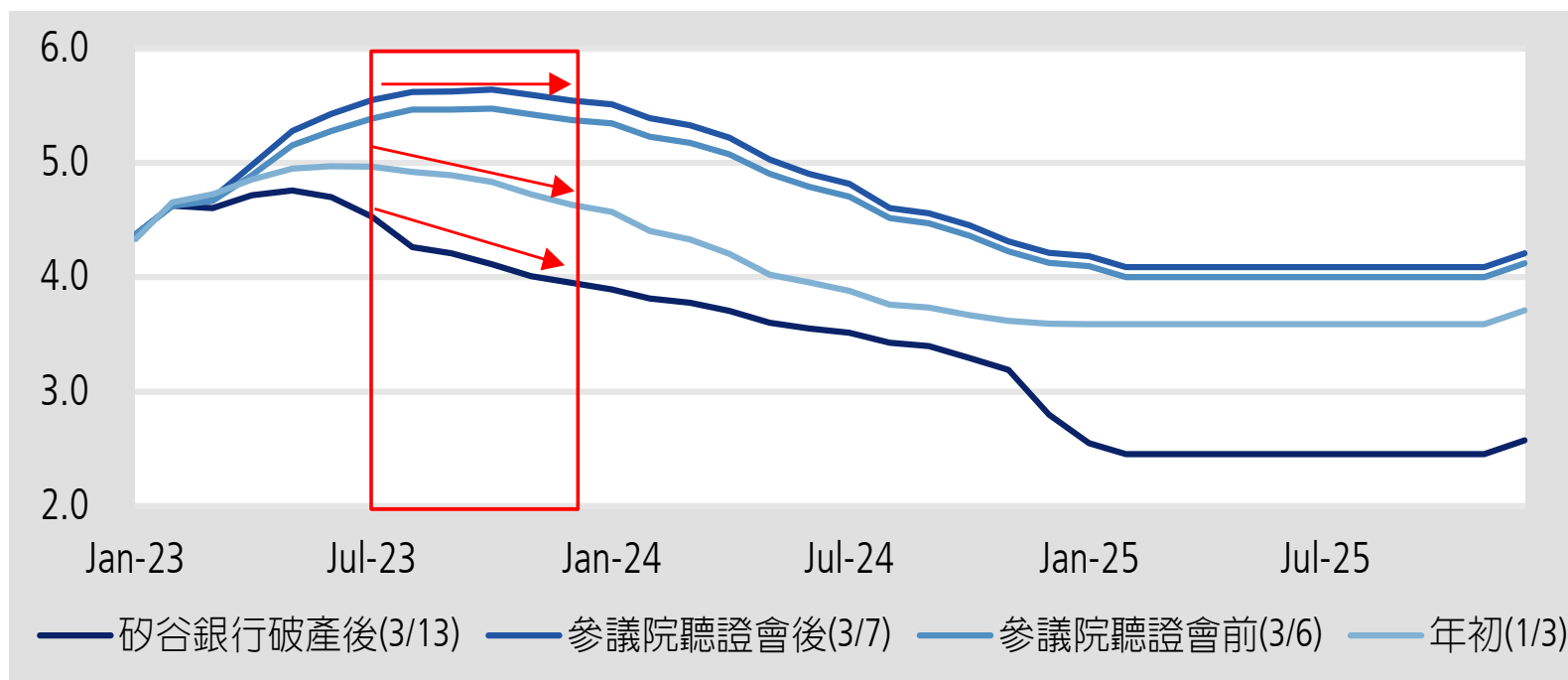
資料來源：Bloomberg；凱基整理

Fed現階段穩定通膨仍為第一要務

3月FOMC先暫停升息，5月重啓，點陣圖2023終端利率目標甚至可能下調

市場預期升息高點大幅下降，並過度預期下半年將快速降息

未來各期的聯邦基金期貨利率，百分比



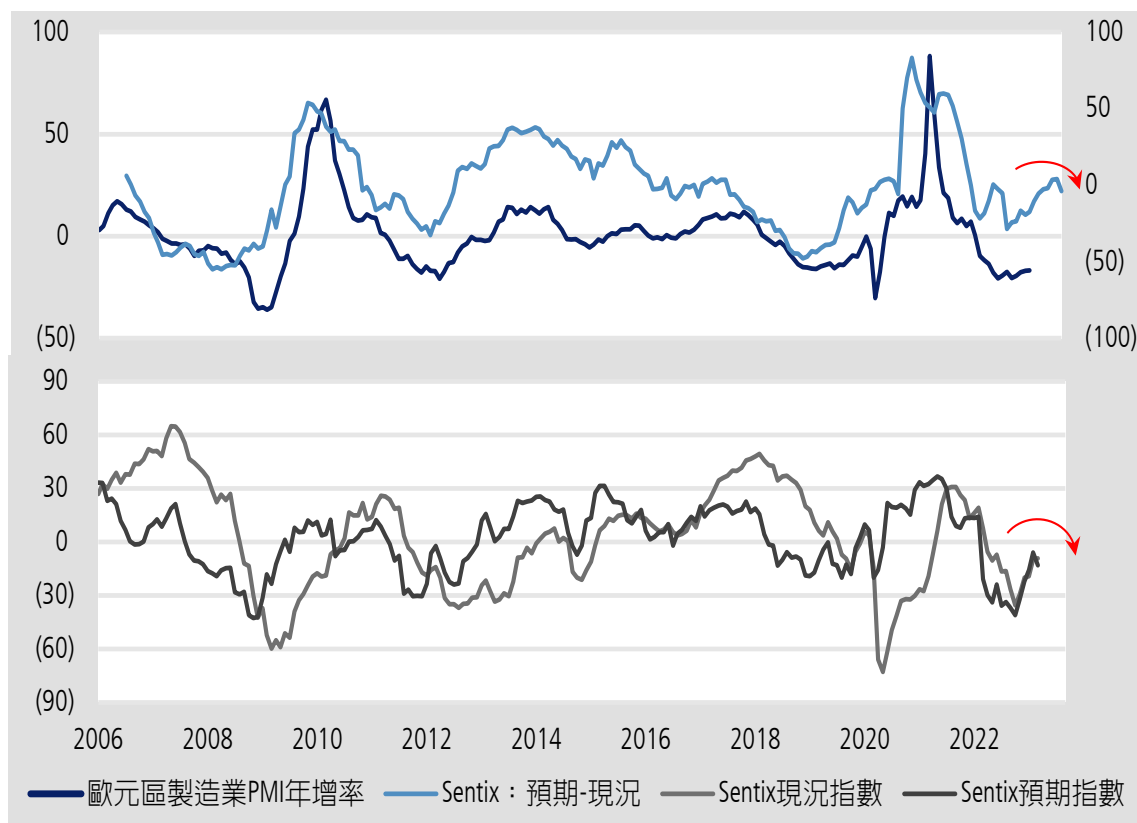
資料來源：Bloomberg；凱基整理

歐元區通膨壓力大於美國，緊縮將傷害冬天以來優於預期的經濟

先前歐洲的調查指標和測候指標均有改善，但近期又有逆風出現

上層：歐元區製造業PMI年增率，百分比(左軸)；Sentix：預期-現況，點(領先6個月，右軸)

下層：Sentix現況指數、預期指數，點



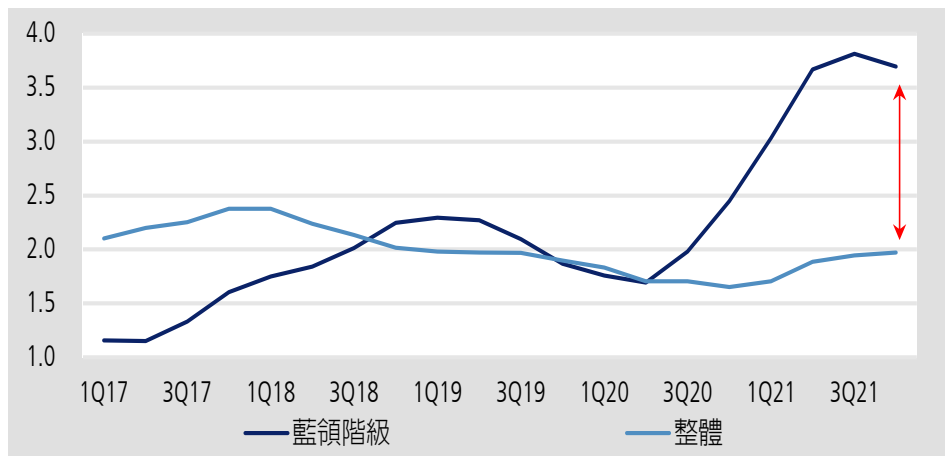
資料來源：Bloomberg；凱基整理

兩會的消極澆熄了中國解封以來的利多...

這波消費受益較大、但此驅動力當前在全球經濟中只能獨善其身

中國的藍領缺工問題嚴重

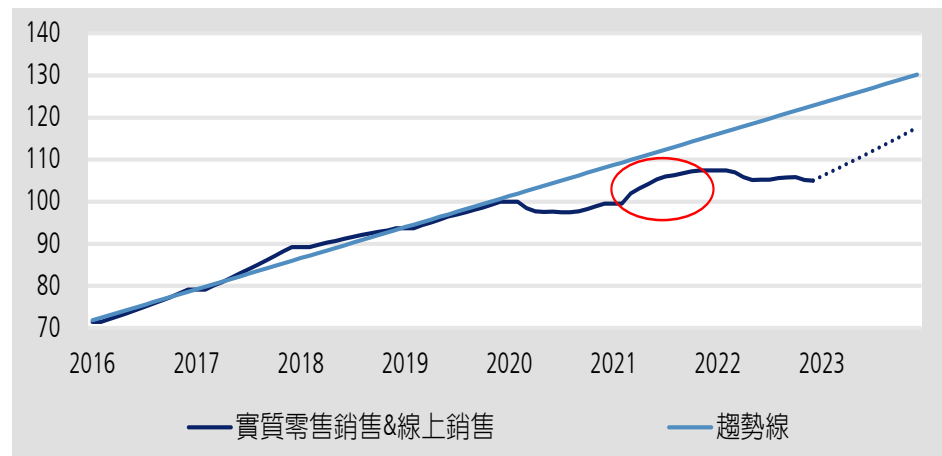
勞動市場求供比：藍領階級、整體，倍



資料來源：中國就業研究所；凱基整理

中國這波復甦較令市場較有期待的還是消費的部份

實質零售銷售&線上銷售與趨勢推估(2019/12=100)，點



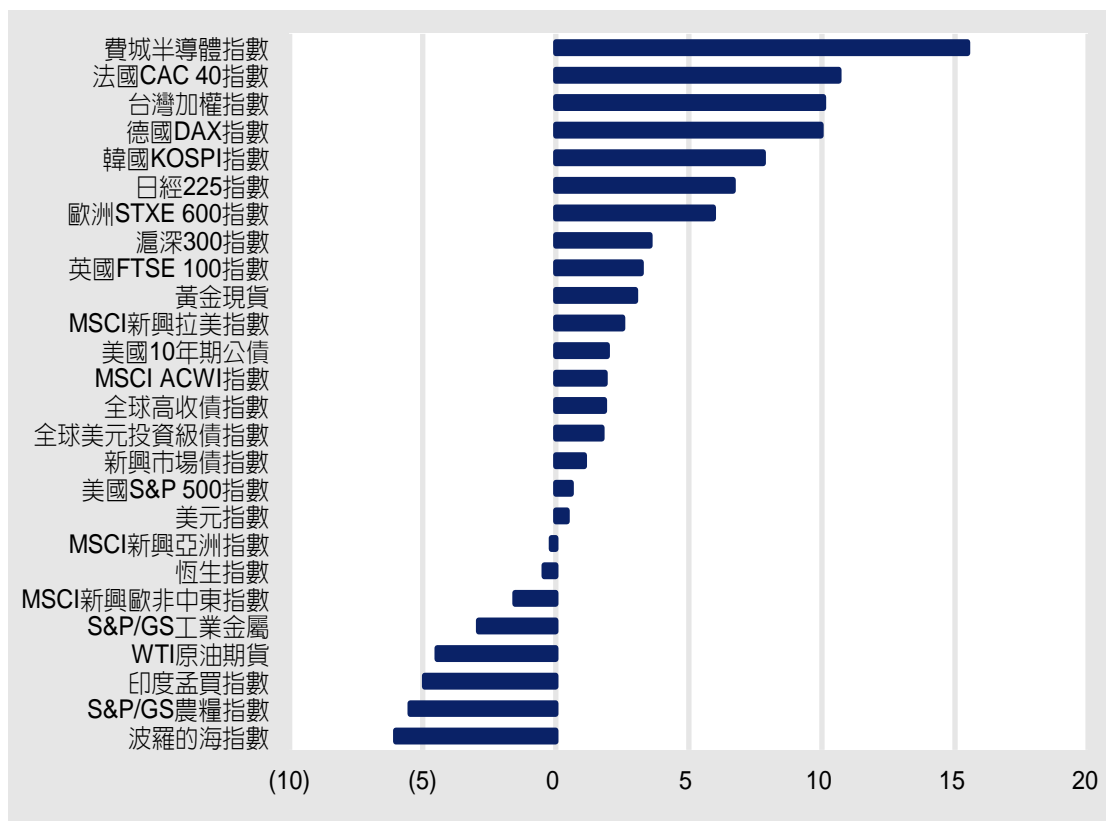
資料來源：Bloomberg；凱基整理

2. 股市：未來1-2季將震盪下跌

全球股市去年底以來的上漲在1Q中出現逆風

半導體、歐股、台、韓股市是今年以來表現最佳的市場

全球主要金融市場報酬率，百分比

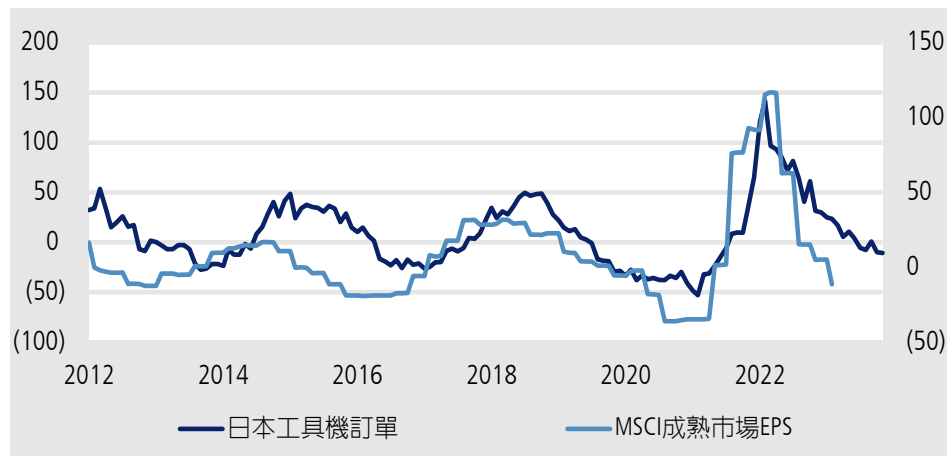


資料來源：Bloomberg；凱基整理

基本面的利空並不難發掘...

日本工具機訂單走勢預示全球股市獲利的下行持續

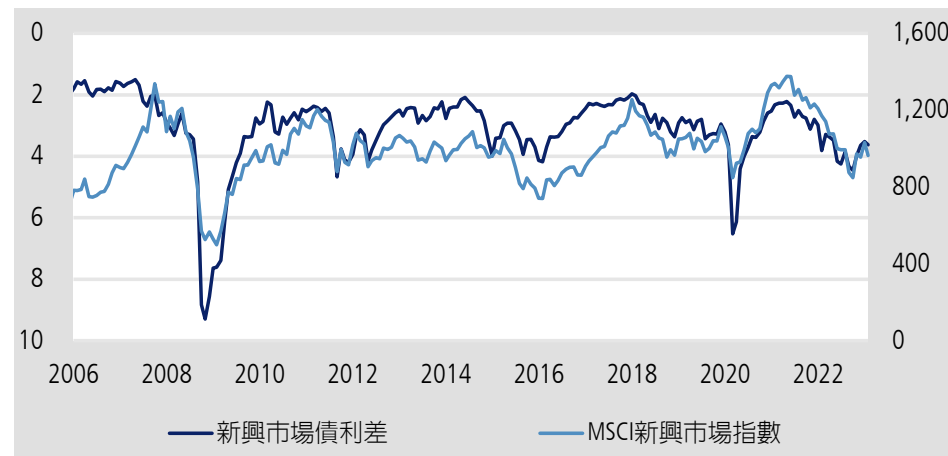
日本工具機訂單，百分比(領先9個月，左軸)；MSCI成熟市場EPS，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

新興市場利差擴大不利於其股市表現

新興市場債利差(與美10年期債，倒置)，百分比(左軸)；MSCI新興市場指數，點(右軸)

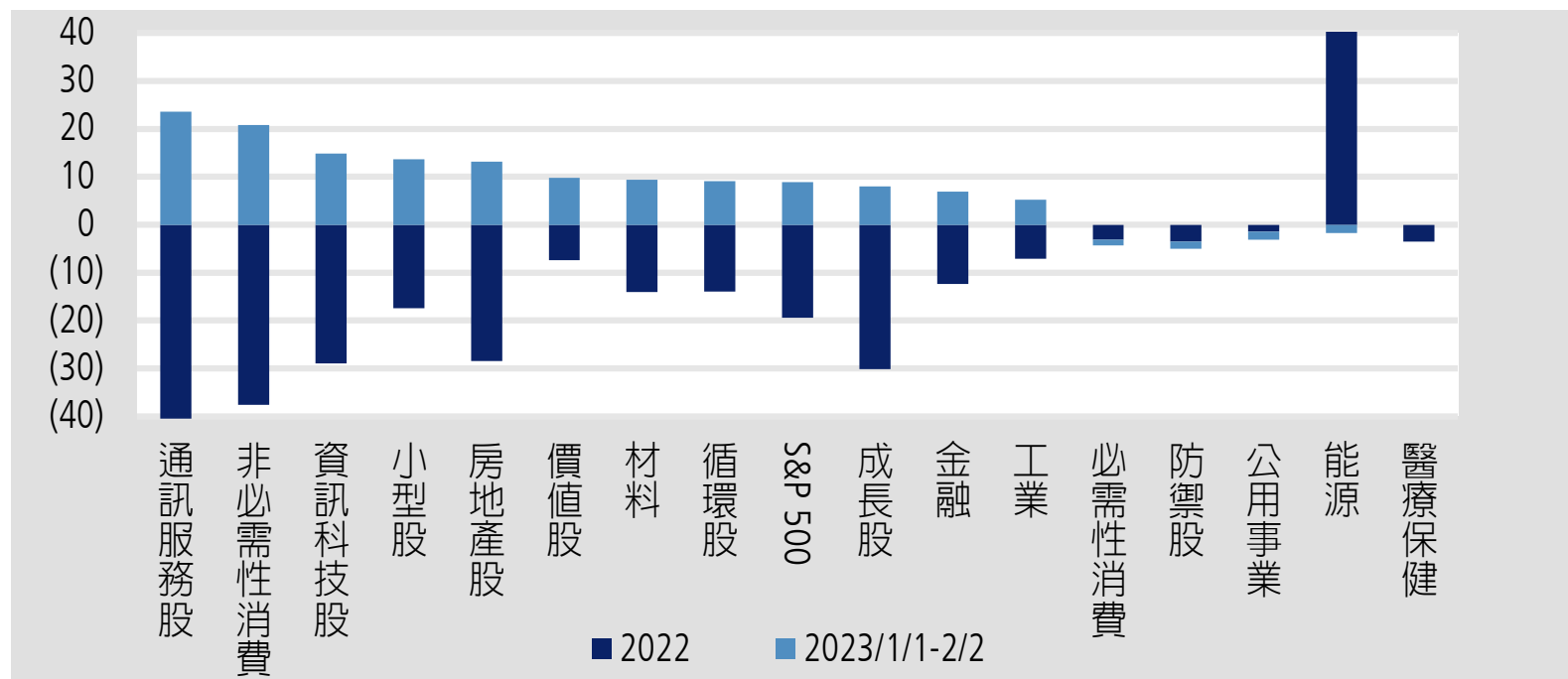


資料來源：Bloomberg；凱基整理

年初至2月美股的迅猛漲勢，sentiment驅動的成份很高

今年以來循環/防禦股表現尤勝成長/價值股、且小型股也優於大型股

美股各類股報酬率表現，百分比



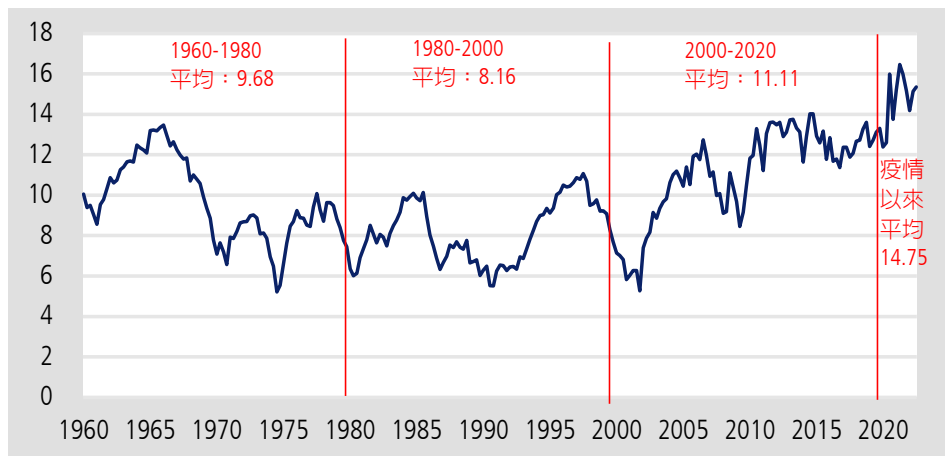
資料來源：Bloomberg；凱基整理

疫情期間美股的獲利/利潤率高到誇張...幸福來的太突然！？

一定要有一段回歸/修復的過程

疫情期間美國非金融企業利潤率達到歷史新高

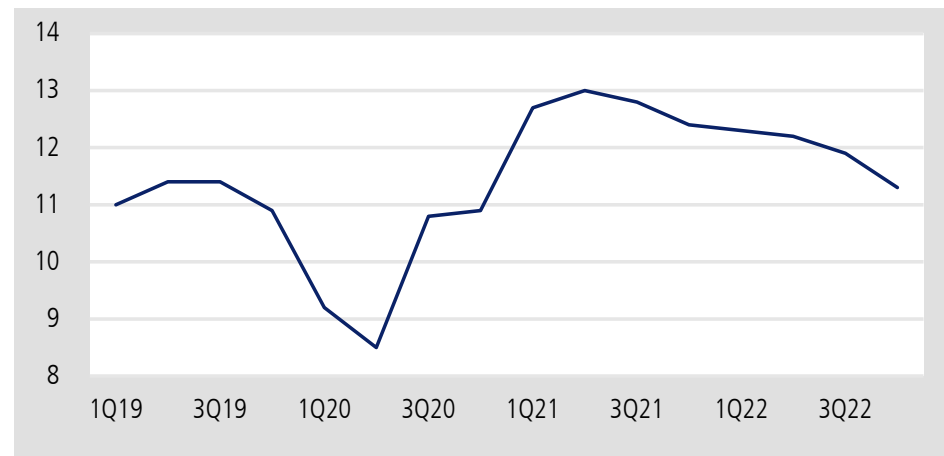
整體經濟非金融企業的稅後淨利率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

股市淨利率也在疫情間走高，爾後逐漸下跌、目前回到疫情前水準

S&P 500淨利率，百分比

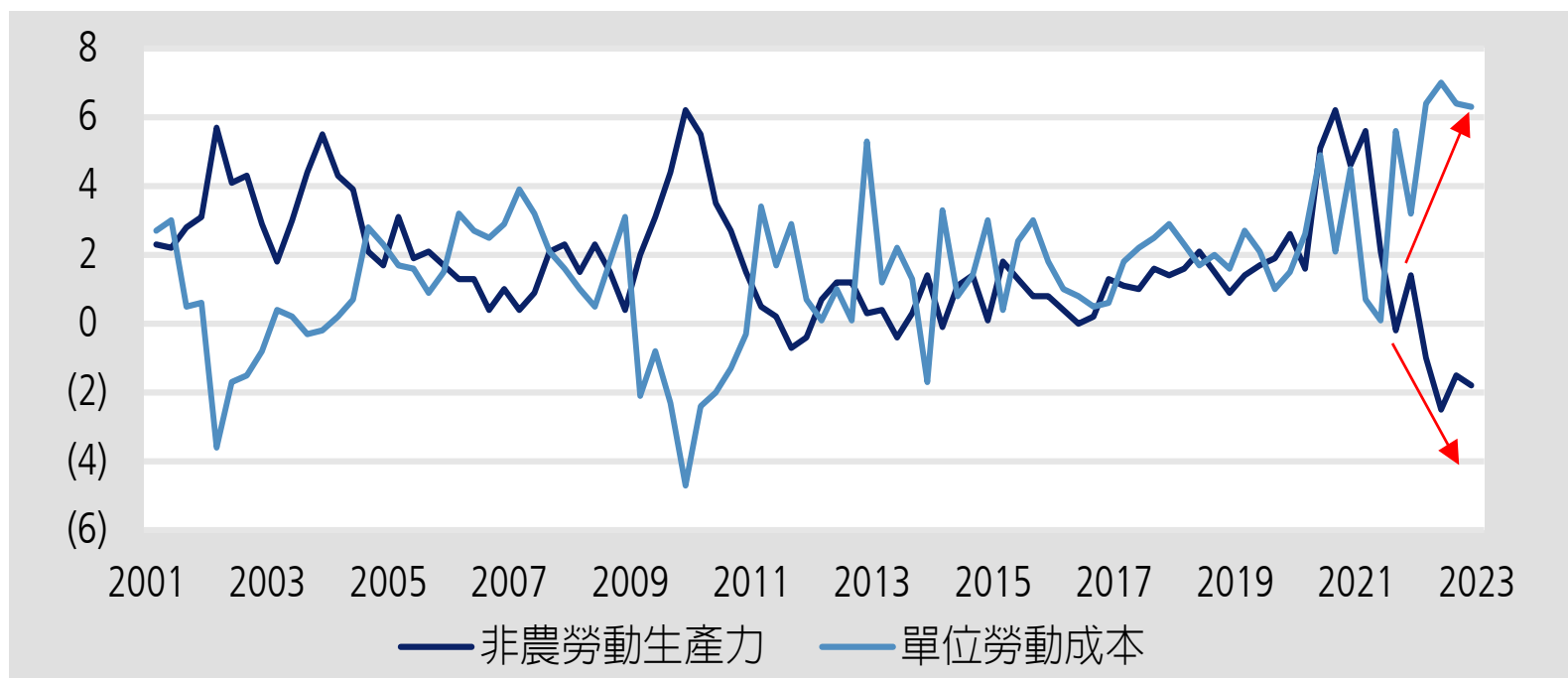


資料來源：Bloomberg；凱基整理

現在的回歸不只反應物料成本，還反應了工資高漲

當勞動成本並非因生產力提升而上升時，對企業獲利和股市都不是好事

非農勞動生產力、單位勞動成本，百分比



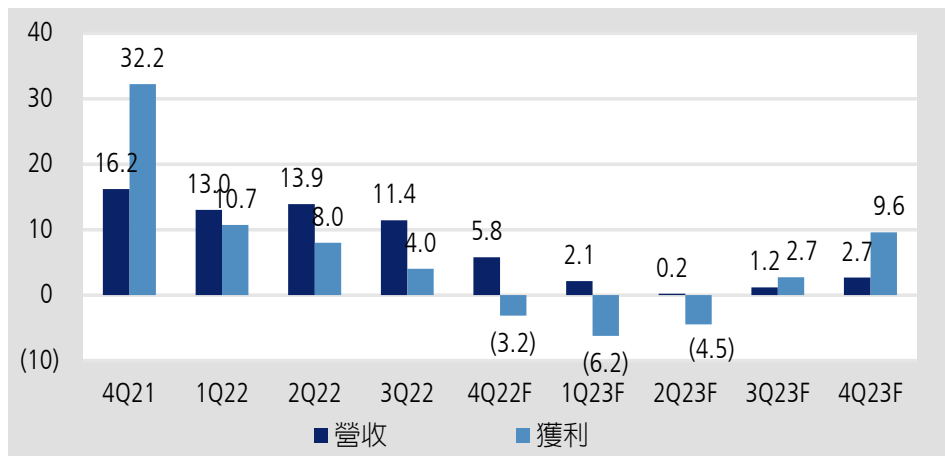
資料來源：Bloomberg；凱基整理

獲利下滑的第一階段尚未結束，第二階段已在4Q22開始

需求持續下滑下獲利要持穩唯一的可能性是成本大幅下滑->與通膨降速不快的觀點矛盾...

目前市場預估獲利成長探底的時間在第一季，恐怕過度樂觀

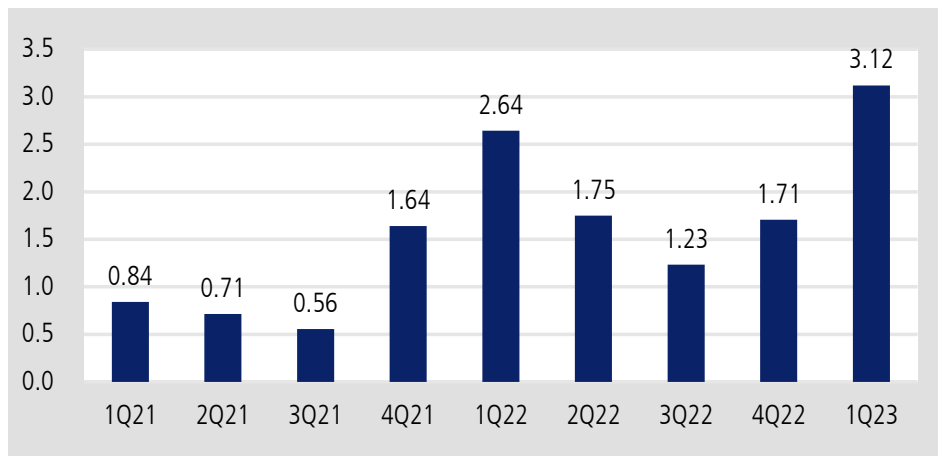
各季營收及獲利年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

對下一季展望負面/正面的比率大幅上升

獲利展望負面/正面，比率



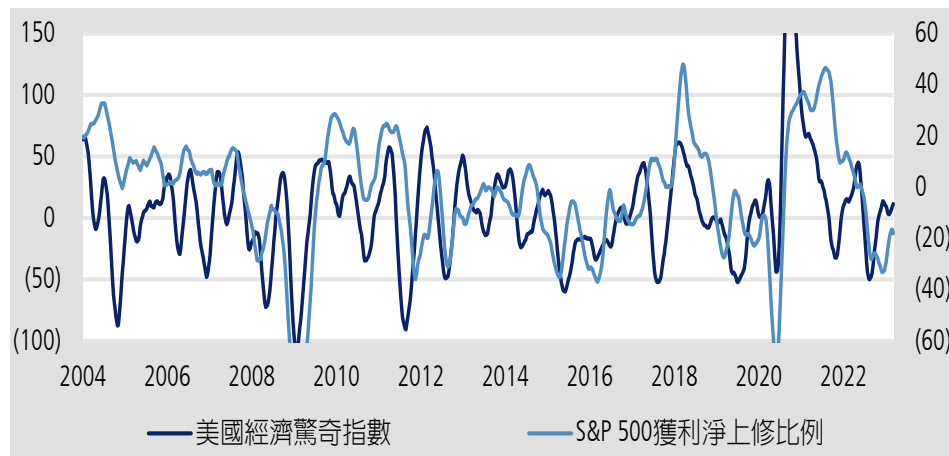
資料來源：Refinitiv；凱基整理

美國經濟服務業仍堅韌的利多恐無法複製到股市的層面

因美股服務業的占比遠低於美國經濟中服務業的占比

分析師傾向在經濟好轉時上修獲利

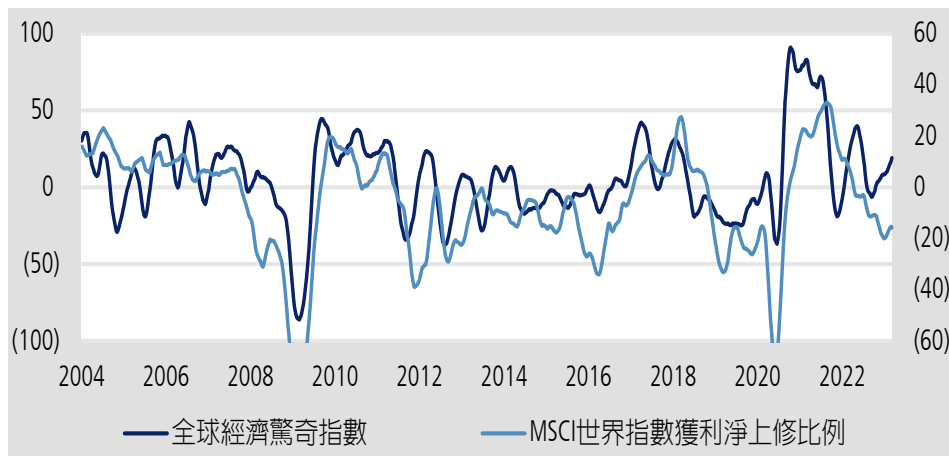
美國經濟驚奇指數，點(左軸)；S&P 500獲利淨上修比例，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg、Refinitiv；凱基整理

在全球的範疇上亦存在類似的現象

全球經濟驚奇指數，點(左軸)；MSCI世界指數獲利淨上修比例，百分比(右軸)



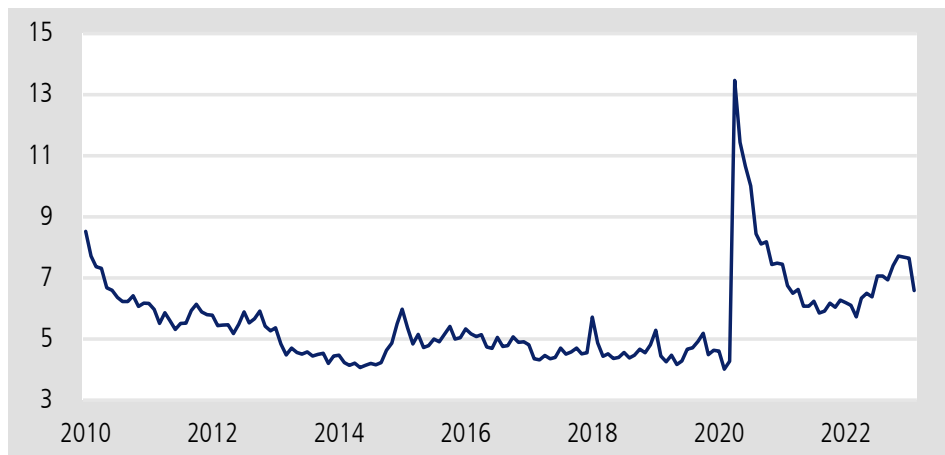
資料來源：Bloomberg、Refinitiv；凱基整理

獲利預估的不確定仍高...

這表示後續再下修是很可能的

當前獲利預估的不確定性仍高

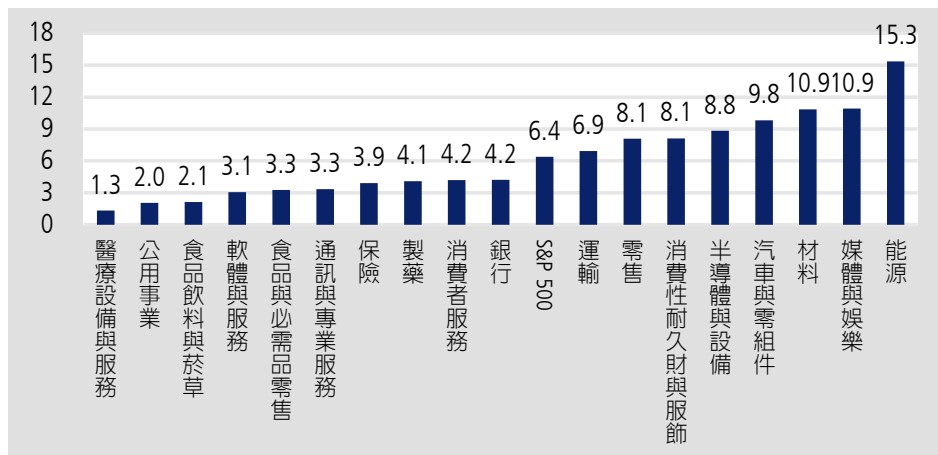
S&P 500獲利預估變異係數(標準差/平均值x100)，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基整理

能源、汽車與零組件、媒體與娛樂等獲利預估的不確定性最高

S&P 500 GICS第二層子行業獲利預估變異係數，百分比



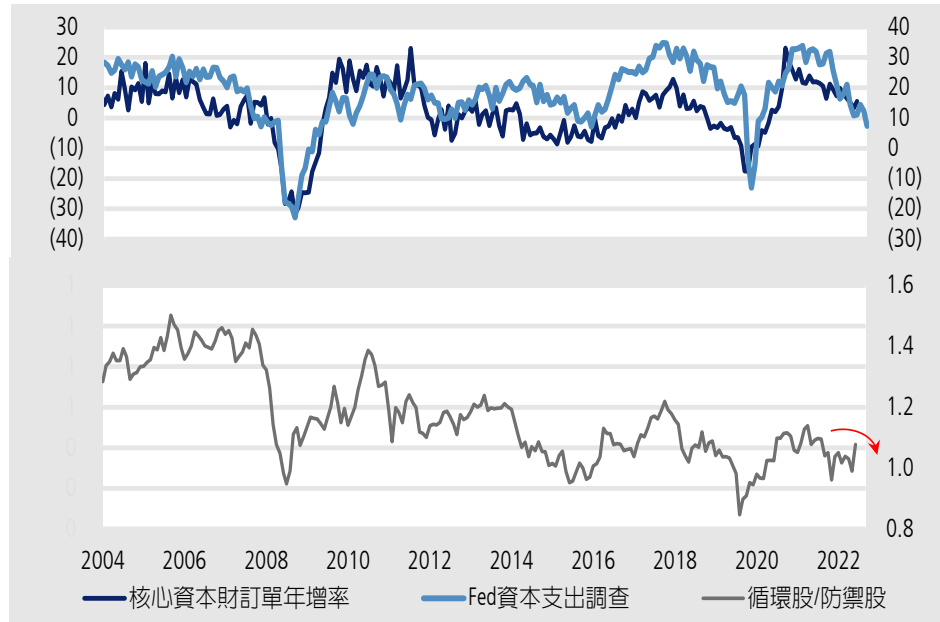
資料來源：Refinitiv；凱基整理

防禦優於循環

資本支出削減趨勢下，年底以來循環股優於防禦股的走勢恐難持續

上層：核心資本財訂單年增率，百分比(左軸)；Fed資本支出調查，點(領先3個月，右軸)

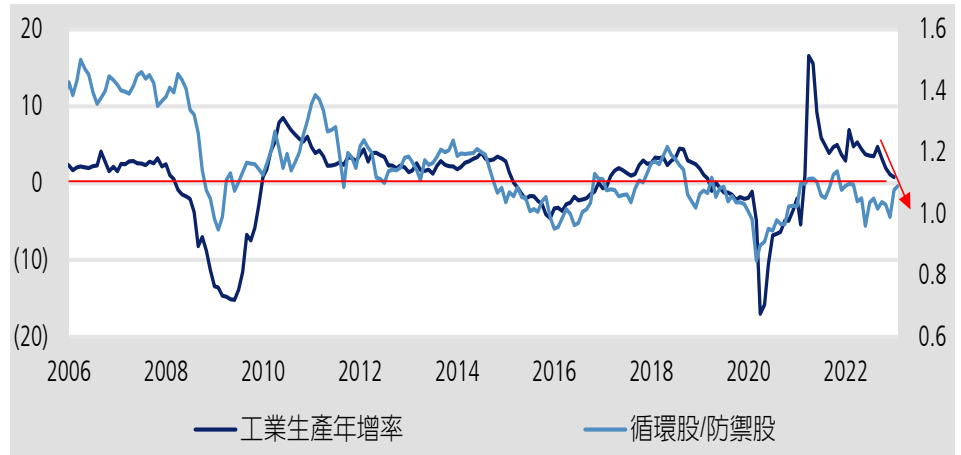
下層：循環股/防禦股，倍



資料來源：Bloomberg；凱基整理

工業生產下行一樣不利於循環股/防禦股

工業生產年增率，百分比(左軸)；循環股/防禦股，倍(右軸)



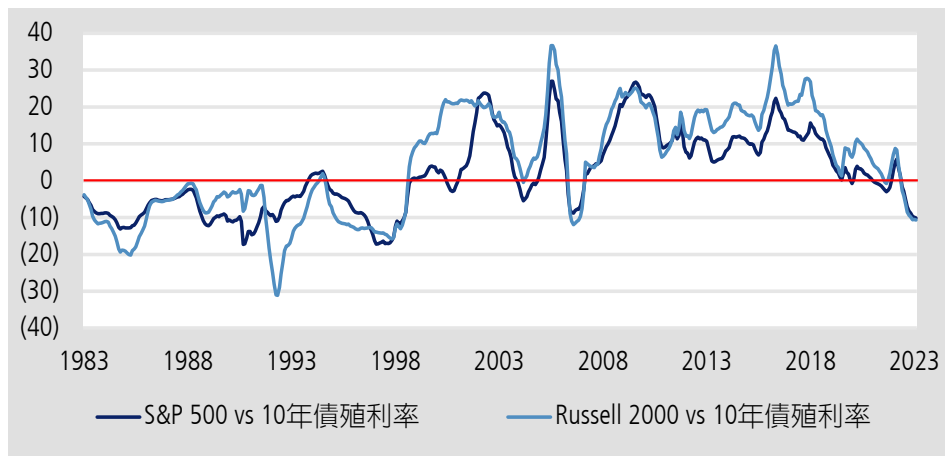
資料來源：Bloomberg；凱基整理

小型股一般對利率更為敏感

但這一波不是這樣表現，原因是這一次升息的原因通膨的”成份”>景氣

小型股一般對利率更為敏感

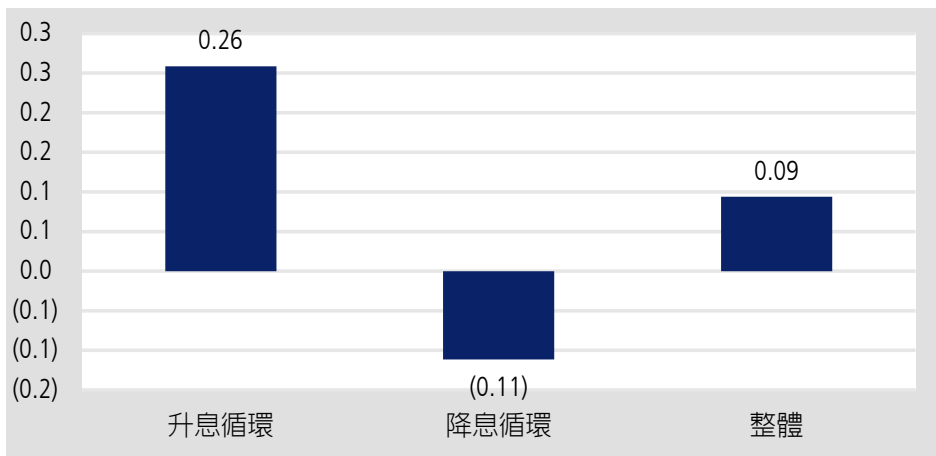
3年移動beta：S&P 500 vs 10年債殖利率、Russell 2000 vs 10年債殖利率



資料來源：Bloomberg；凱基整理

多數情況升息表示景氣佳，而小型股受益的程度較高

大小型股在升、降息循環時的相對月報酬(Russell 2000-S&P 500)，百分比

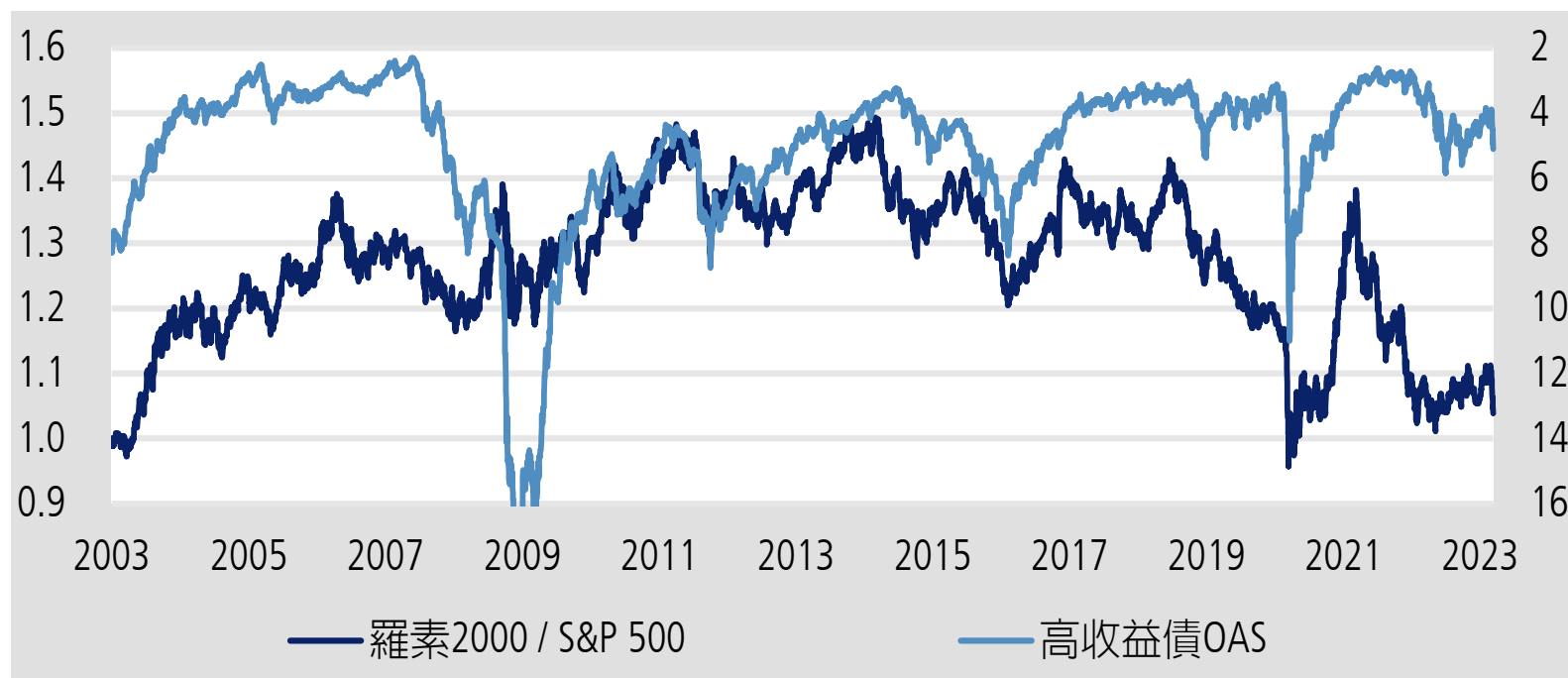


資料來源：Bloomberg；凱基整理

景氣下行之際，小型股優於大型股的趨勢已經結束

高收債利差將反應景氣下行擴大，小型股表現將不如大型股

Russell 2000/ S&P 500，點(2003/01/01=1)(左軸)；高收益債OAS，百分比(倒置，右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

陸股：機會之窗關閉

兩會雷聲大雨點小，股市樂觀氛圍逐漸消散

解封以來陸股獲利上修潮近期停止

MSCI中國預估未來12個月EPS年增率，百分比



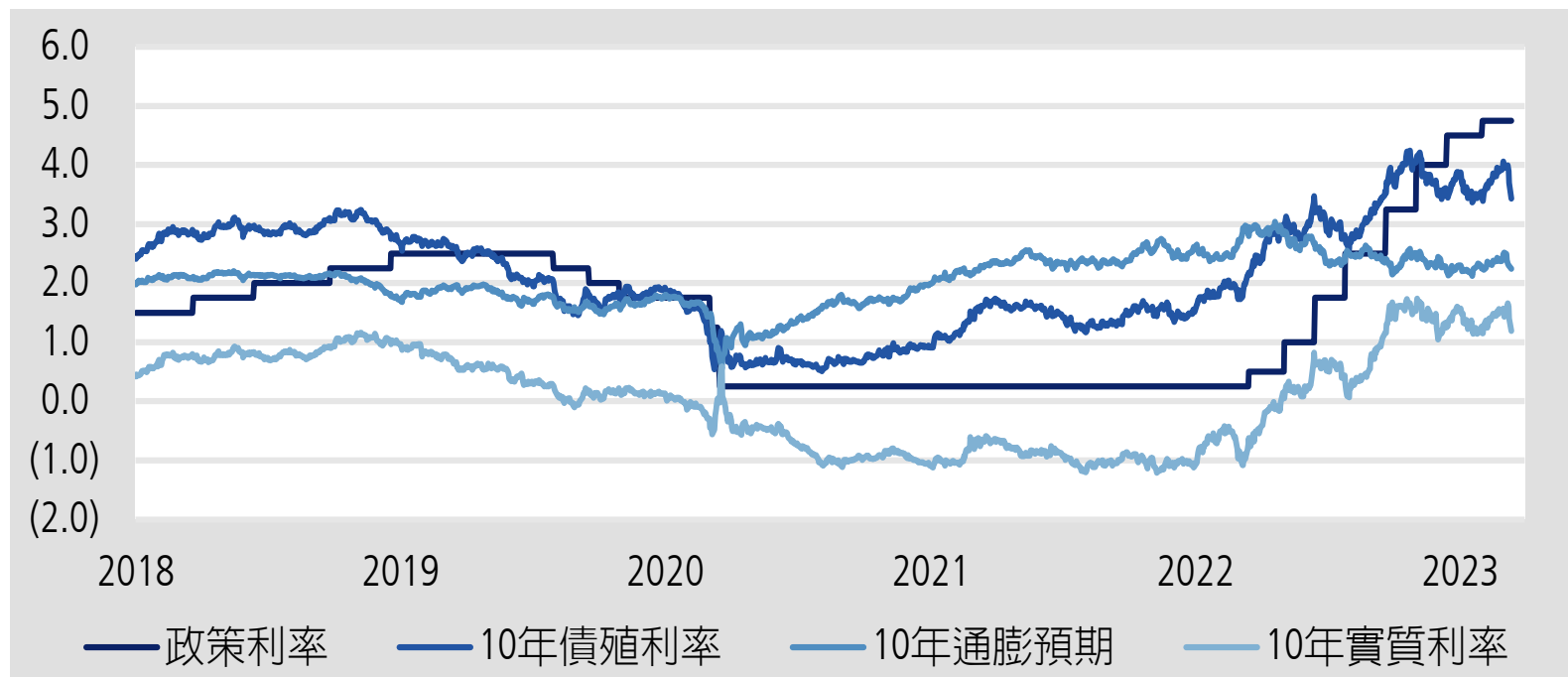
資料來源：Bloomberg；凱基整理

3. 債市：主軸為降低信用風險

美債：為2Q固收配置首選，並可適時增加中長端公債

10年債反映升息尾聲，實質利率將不再上揚

聯邦基金利率與10年債殖利率解構，百分比，百分比

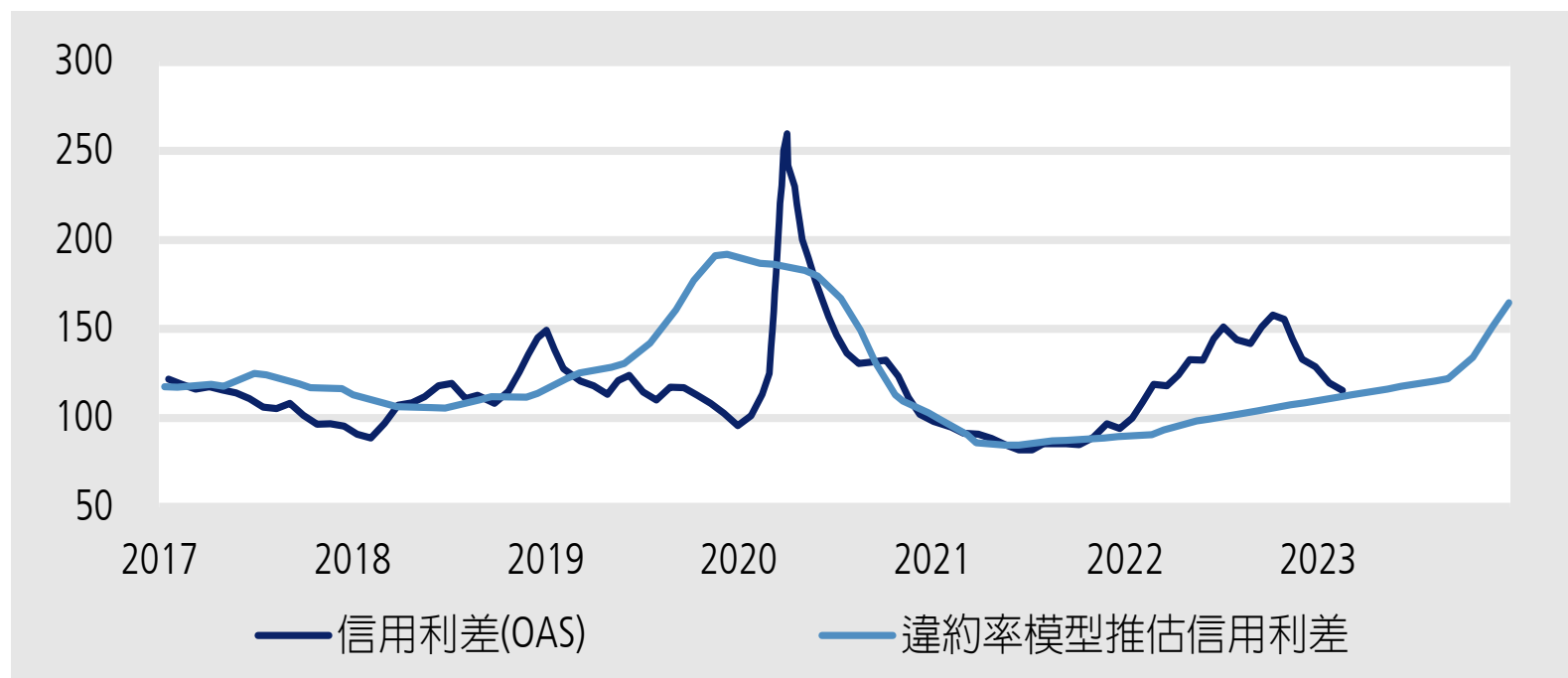


資料來源：Bloomberg；凱基整理

IG：銀行放貸收縮將提高違約機率，信用風險也將逐漸擴大

投資等級公司債信用利差將隨違約率提高而擴大

投資等級債信用利差與違約率模型推估結果，基點

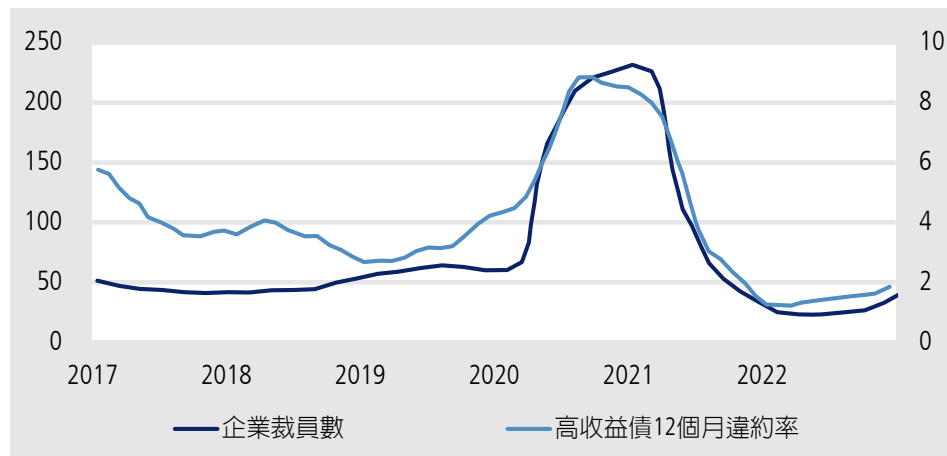


資料來源：Bloomberg；凱基整理

HY：政策利率進入限制經濟領域，違約率與信用利差將因景氣下滑而擴大

隨著企業裁員數增加，高收益債違約率也將提高

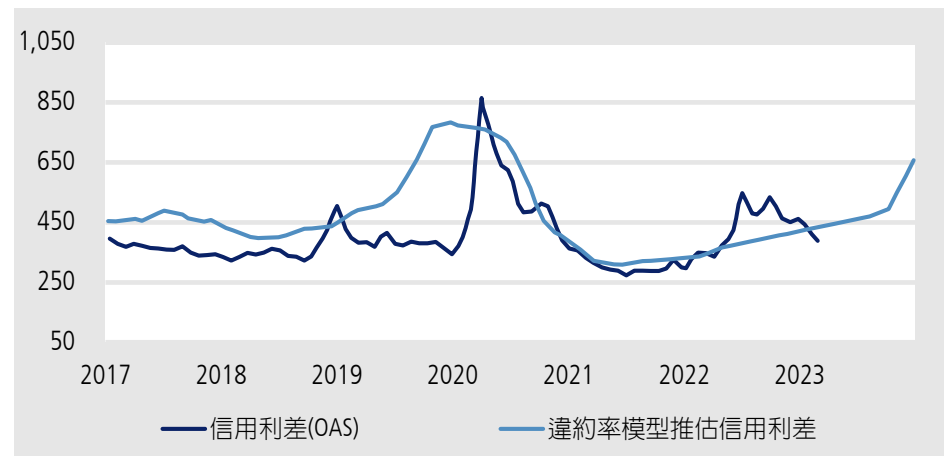
企業裁員數，萬人(左軸)；收益債12個月違約率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

收益債信用利差略為過低，未來將隨違約率提高而擴大

高收益債信用利差與違約率模型推估結果，基點

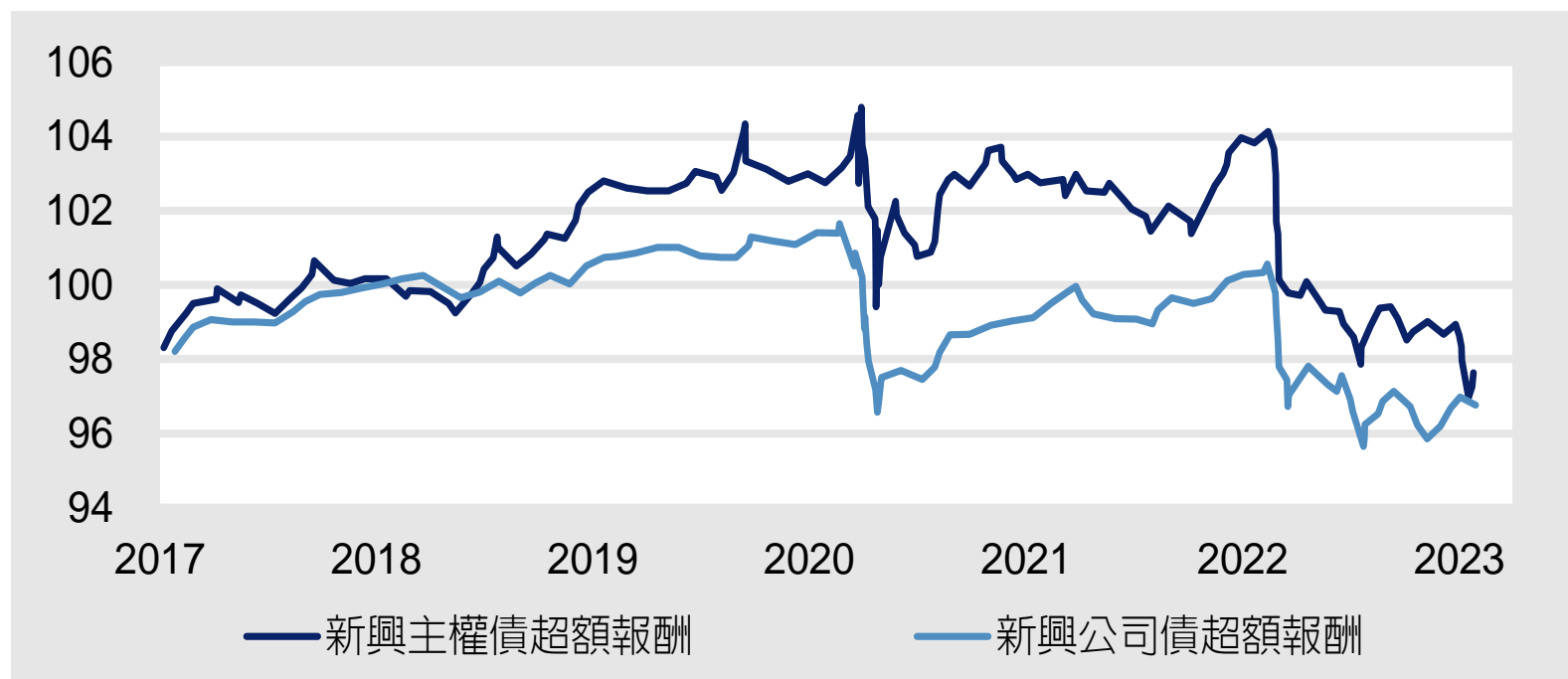


資料來源：Bloomberg；凱基整理

EM債：相較美國公司債太貴，特別是新興主權債收益率低更該避開

新興市場債報酬不如同天期美國公司債

新興主權債與公司債超額報酬指數，點數



資料來源：Bloomberg；凱基整理