



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2023年第3季

全球經濟及市場展望

揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

Contents

- 3 摘要 / 結論
- 5 總體經濟與市場綜覽
- 18 個別資產

摘要

2022年的熊市，不僅各國通膨創高、股市大幅崩跌，但2023年上半，市場表現卻如倒影，不僅通膨降溫，股市表現更在AI題材加持下大幅回升。展望2023年下半，全球經濟與股市又將如何演變呢？

首先，投資人們最好奇的問題應該是，由於Fed主席鮑爾屢屢暗示升息已屆尾聲，因此我們會否經歷由降息帶動的V轉行情呢？從基本面格局來看，目前**通膨水準仍高，資金面縮減力道高於過往，將是限縮股市上方漲幅的主要因素**。因此，除非通膨出現更大幅度的降溫，否則V轉行情並不易重現。

然而，**Fed升息屆頂，製造業去庫存接近尾聲，兩大股市利空終將淡去**，這都將給予股市底部支撐。此外，**今年EPS預估雖較保守，但展望明年有望重拾動能**，加上評價面修復，後市頗有烏雲散去之勢。因此，當市場投資人屢屢為美國地區性銀行、債務上限等利空消息苦惱之際，無疑都是投資人介入的良好時機。

就債券市場而言，長短利差倒掛將使過熱景氣放緩，有利通膨降溫，因此**總經格局仍是有利殖利率長線偏下趨勢**；就信用的角度而言，目前信用利差水準並不算高，依過往長短利差走勢來看，後續利差水準仍有上升的可能，後續仍**宜挑選信用品質較佳者為先**。

匯市方面，美歐貨幣政策循環差異下，美元趨貶大方向未變，惟須留意偶有美國數據偏強或風險氣氛不佳，添短線額外波動。亞幣方面，則應留意中國恐陷通縮風險，基本面壓力不利人民幣走勢；台幣則深受半導體循環影響，匯價呈『先貶後升』的格局。

風險方面，COVID-19後，美國work-from-home的模式已成日常，也使得部分商用不動產空置率高於過往，加上高利率帶來的成本壓力，確實使得商用不動產市場相對脆弱。所幸銀行業體質遠優以往，不致釀成系統性風險，但仍需**留意存款過度提領的流動性風險**。

結論



總經

- ◆ 通膨水準仍高, 資金面縮減力道高於過往, 將是限縮上方漲幅的主要因素
- ◆ Fed升息屆頂, 去庫存來到尾聲, 兩大股市利空終將淡去, 這都將給予股市底部支撐



股市

- ◆ 在升息屆頂、美債殖利率高位走降下, 『評價修復』確將持續成為推升股市的動力
- ◆ 今年EPS雖較保守, 但展望明年有望重拾動能, 加上評價面修復, 後市頗有烏雲散去之勢

BOND

債市

- ◆ 無論就通膨放緩或是長短利差的角度, 總經格局仍舊是有利殖利率長線偏下的趨勢
- ◆ 依長短利差走勢來看, 利差水準仍有上升的可能, 後續仍宜挑選信用品質較佳者為先



匯市

- ◆ 美歐貨幣政策循環差異下, 美元指數趨貶大方向未變, 但須留意短線震盪波動難免
- ◆ 中國恐陷通縮, 基本面不利人民幣; 台幣受半導體循環影響, 匯價恐呈先貶後升的格局



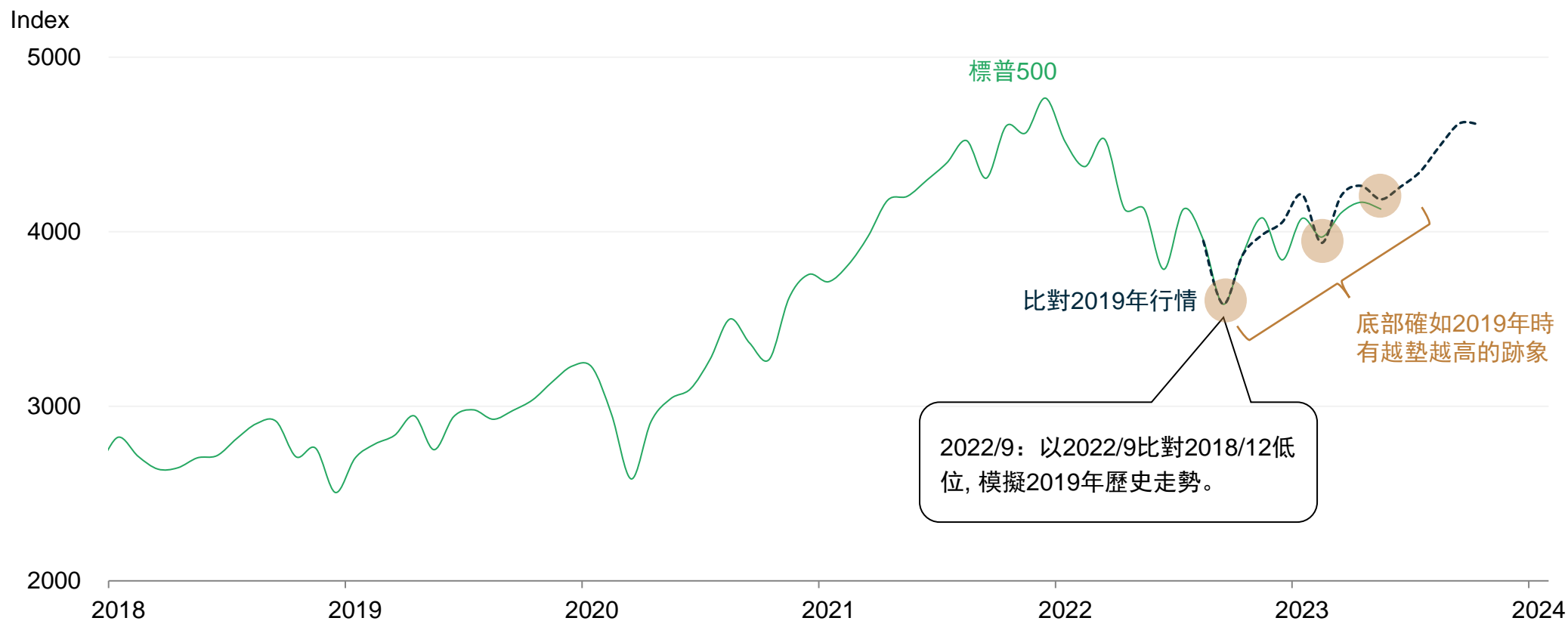
風險

- ◆ 商用不動產空置率高於過往, 加上高利率加大成本壓力, 商用不動產市場相對脆弱
- ◆ 銀行業體質遠優以往, 不致釀成系統性風險, 但仍需留意存款過度提領的流動性風險

總體經濟與市場綜覽

Fed升息屆尾聲，可以迎來2019“V轉”行情嗎？2019年行情雖有機會，但更可能是“√”行情

回顧2018年下半，市場也歷經Fed屢屢升息的壓力測試，但當2018/12重挫後，Fed措辭也出現轉變，市場也由升息驚恐轉為降息期待，自此，帶出2019年的“V轉”回升行情。惟今普通膨與資金面環境略有不同(容後詳述)，預料**底部確將如2019年行情般逐步墊高，但上方漲勢卻不易像2019年般凌厲**，較可能的情況是呈現出“√”行情，除非通膨、資金面條件出現更快速改善，“V轉”行情機會才會提高。



資料來源：Bloomberg。

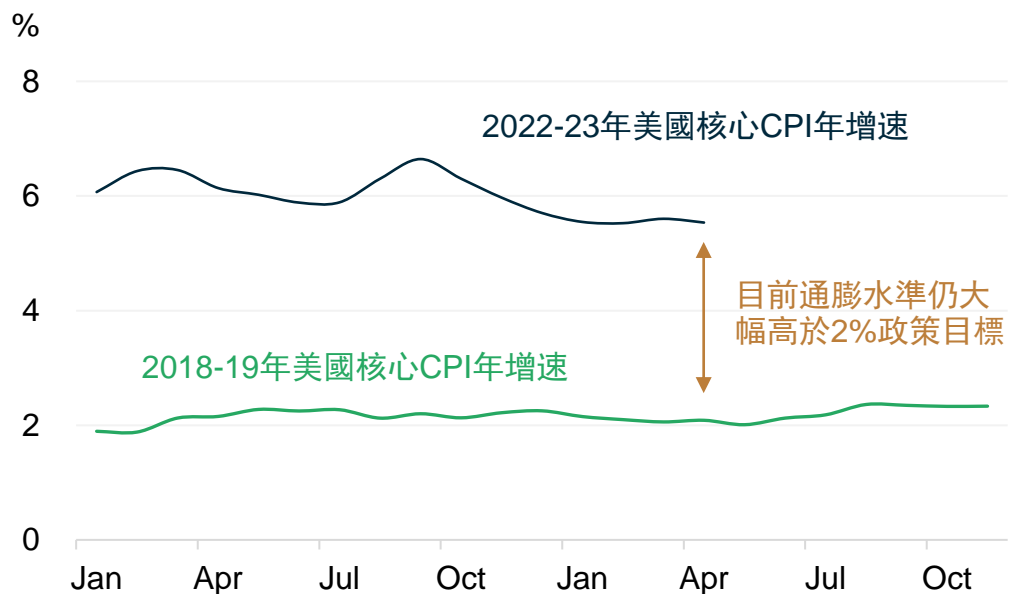


今昔不同之處在於，通膨水準仍高，資金面縮減力道高於過往，仍將是限縮上方漲幅的主要因素

今昔不同之處在於，目前**通膨水準仍高**，**資金面縮減力道高於過往**，**在在都是限縮股市上行的因素**。另一方面，高通膨會削弱消費者和企業的購買力和投資意願，進而拖累企業的盈利能力和股價表現。

另一方面，伴隨高通膨下的資金面緊縮，則會提高市場的折現率，限縮股票的估值水準。因此，在這種情況下，當股市上演噴出行情時，投資人反而要提防追在高點，避免面臨漲多修正時，徒增情緒困擾。

比較今昔通膨狀況，今次通膨尚離2%目標路途迢迢



資料來源：Bloomberg。



囿於高通膨，Fed延續縮表，資金面縮減力道高於過往



資料來源：Bloomberg。

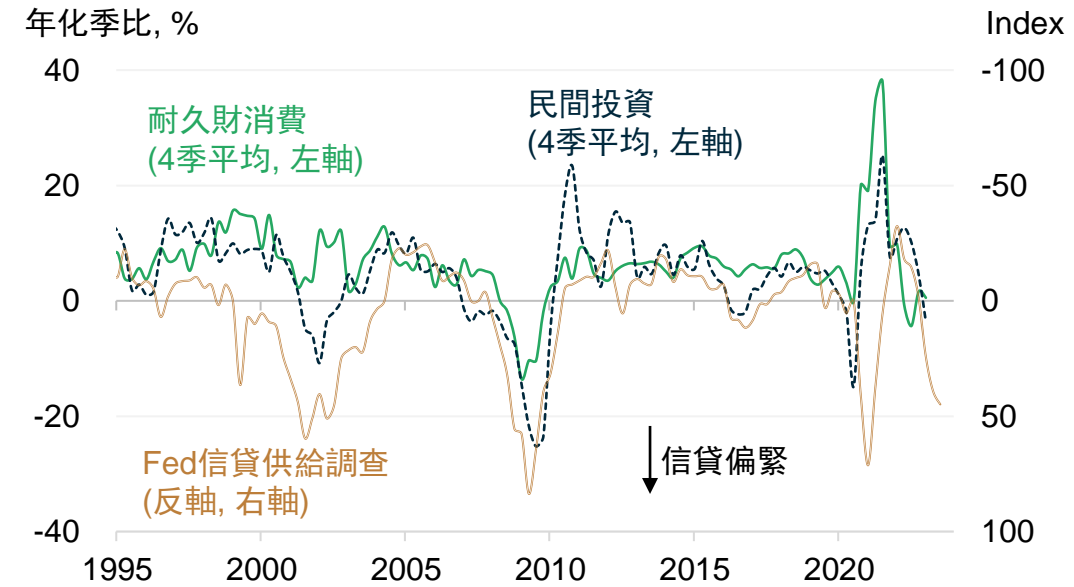
此外，美國消費不易擺脫信貸緊縮影響，中國則陷冷復甦之苦，經濟冷、市場熱成為今年市場特色

美國方面，自2023年3月美國數家銀行接連倒閉後，信貸市場已經更加緊縮。此外，Fed在過去一年中激進的提升利率，以對抗通貨膨脹，但也壓抑了經濟活動。雖然美國財政部長葉倫近日表示，Fed升息已近尾聲，但仍然將對美國經濟產生限制性的作用。

中國方面，雖然在去年成功控制了新冠肺炎的疫情，但是部分地區實施封鎖和限制措施，對中國內需和外資流入都造成了不小的衝擊，且這些負面影響迄今恐尚未完全消化完畢。同時，中國也面臨著如債務水平過高、產業轉型困難等結構性問題，這也造成今年中國人行政策雖然極力拉抬，但成效仍舊不佳之原因。

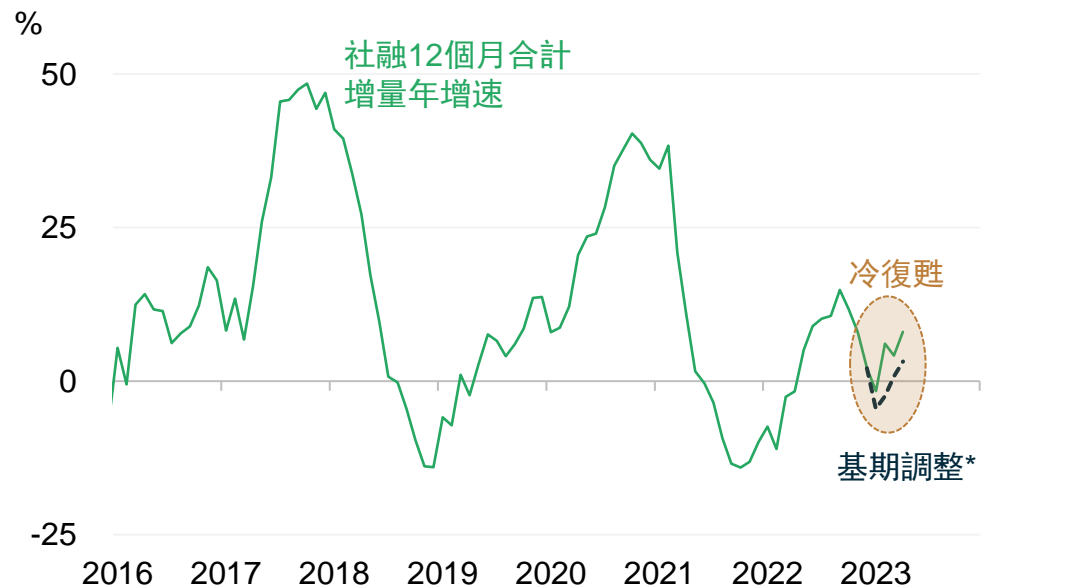
綜上，美國消費不易擺脫信貸緊縮影響，中國則陷冷復甦之苦，今年實體經濟狀況並不容過度樂觀，但經濟冷、市場熱卻也成為今年市場一大特色。

循環性需求難避免受到美國信貸趨緊所影響



資料來源：Bloomberg。

調整去年封控的低基期影響後，今年社融增長仍顯偏弱



註：*為避免2022年封控的低基期影響，2023年數據採2022、2023兩年同期平均。
資料來源：Bloomberg。

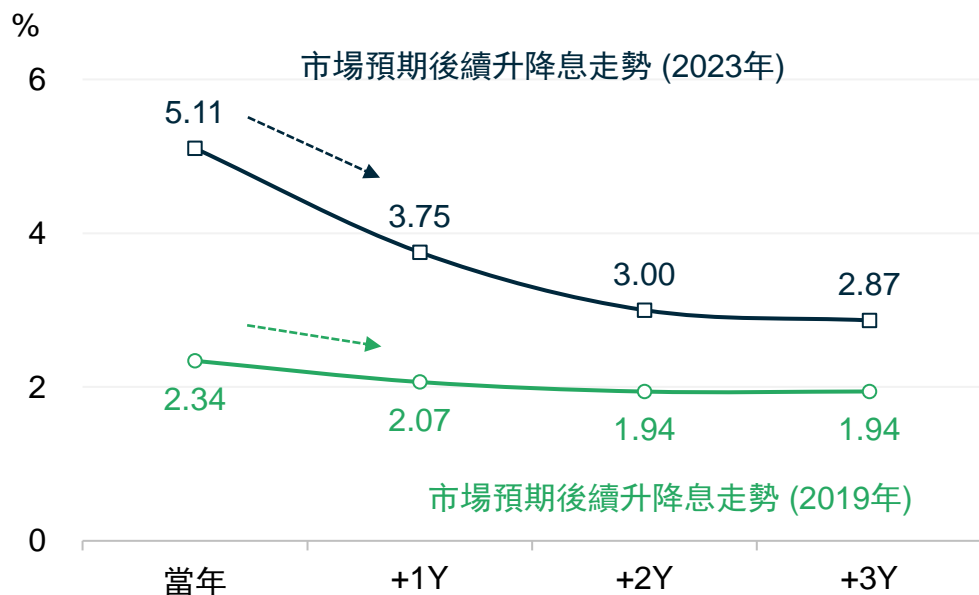
然而，Fed升息屆尾聲，製造業去庫存也來到後期，兩大股市利空終將淡去，也予股市底部支撐

Fed自去年開始升息，目前政策利率已來到2007年以來的最高水準。這對全球金融市場產生了巨大的衝擊，也讓許多投資人擔心股市的前景。然而，Fed在今年5月的聲明中暗示，升息可能已接近尾聲，這對於股市無疑是個利多的消息。

另一方面，去年以來全球製造業也面臨了去庫存的壓力。然而，以過往去庫存時間約9-19個月，往下半年走，去庫存的過程無疑越來越接近尾聲，這對於股市來說也是一個正面的訊息。

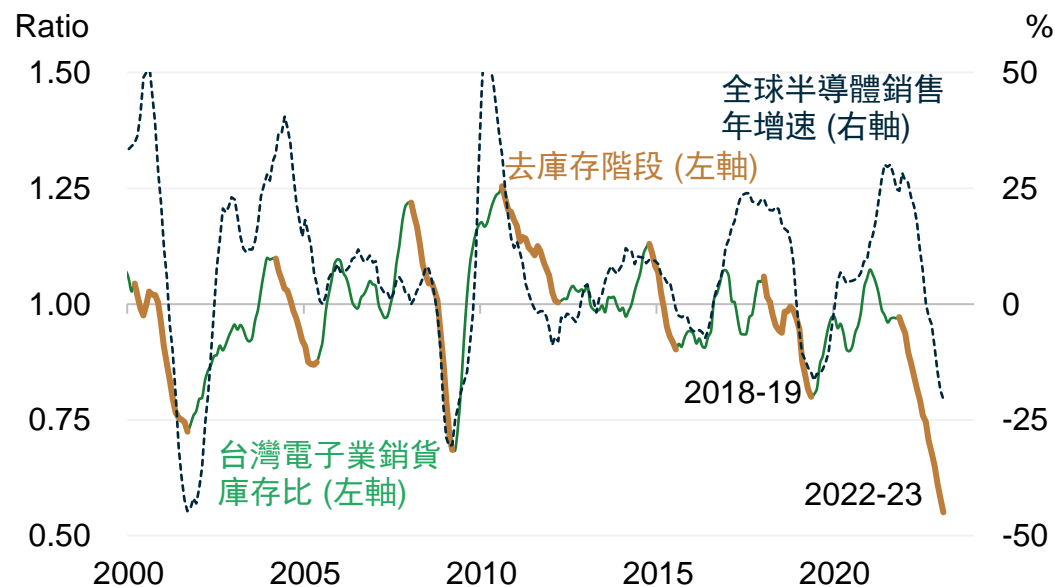
綜上所述，**Fed升息進入尾聲，製造業去庫存來到後期，兩大股市利空終將淡去，這些因素都給予股市底部支撐。**因此，當市場投資人屢屢為美國地區性銀行、債務上限等利空消息苦惱之際，無疑都是投資人介入的良好時機。

與2019年類似，升息確屆尾聲，且市場預期來年將要降息



資料來源：Bloomberg。

製造業去庫存確實也已來到後期



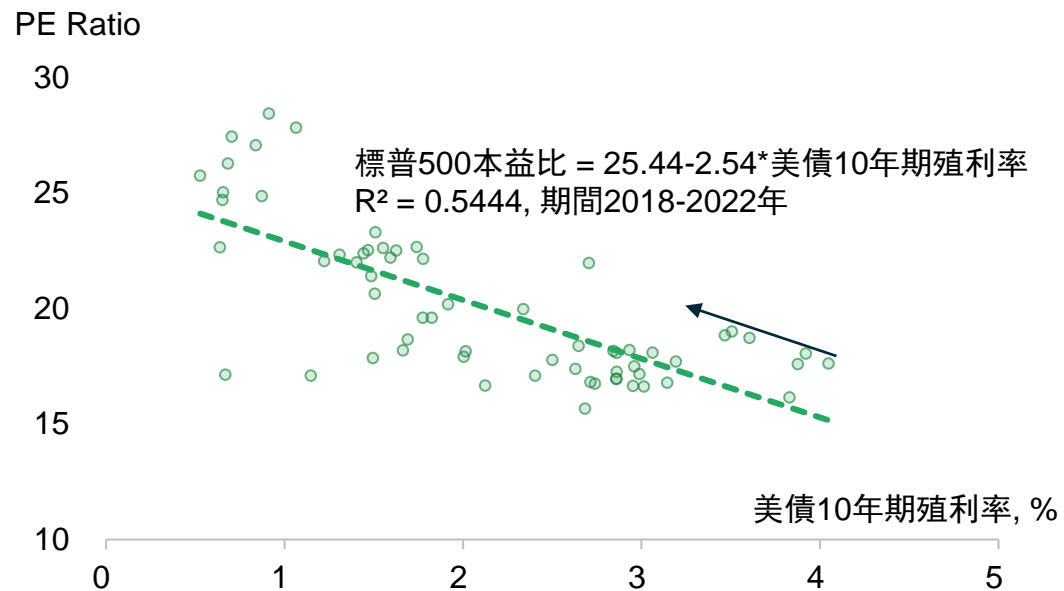
資料來源：Bloomberg。

因此，在升息屆頂、美債殖利率高位走降下，『評價修復』確將持續成為推升股市的動力

回顧過往美債殖利率與美股評價間的關係，美股評價明顯隨美債殖利率的牽動。以2022年的經驗為例，受到Fed激進升息的帶動，美債殖利率連連躍升，的確衝擊美股評價的表現；然而，今年情況恰好相反，**隨通膨降溫，殖利率回落，美股評價則有所回升。**

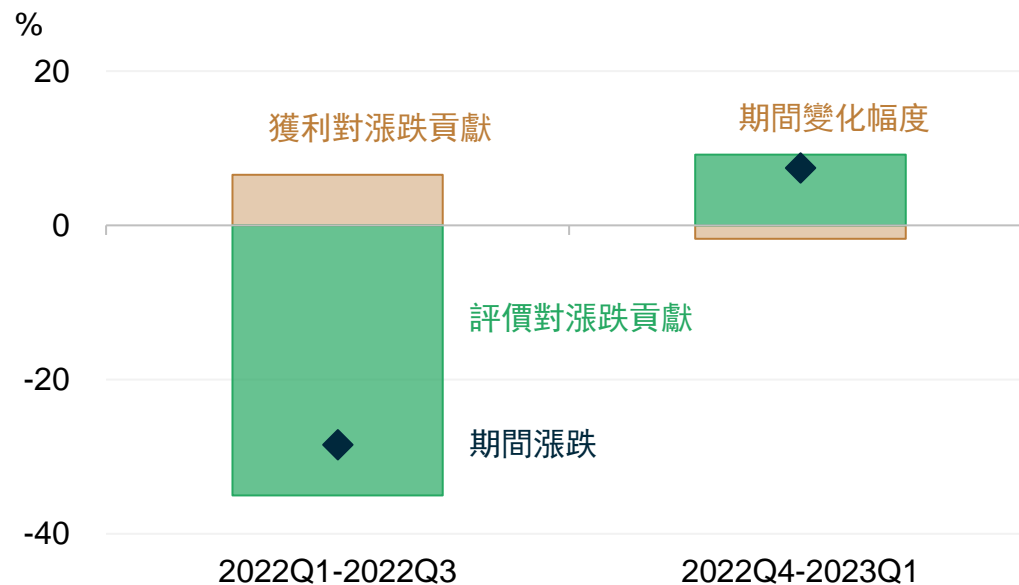
以今年股市行情來看，全球股市大多一改去年頹勢。例如美股標普500，上揚的貢獻主要來自於評價上升的帶動，而企業獲利的貢獻則呈現小幅拖累，**在在顯示評價修復行情對股市的支撐。**

美股評價將隨美債殖利率走降而有所回升



資料來源：Bloomberg。

今年以來，美股已明顯受惠評價帶動上揚



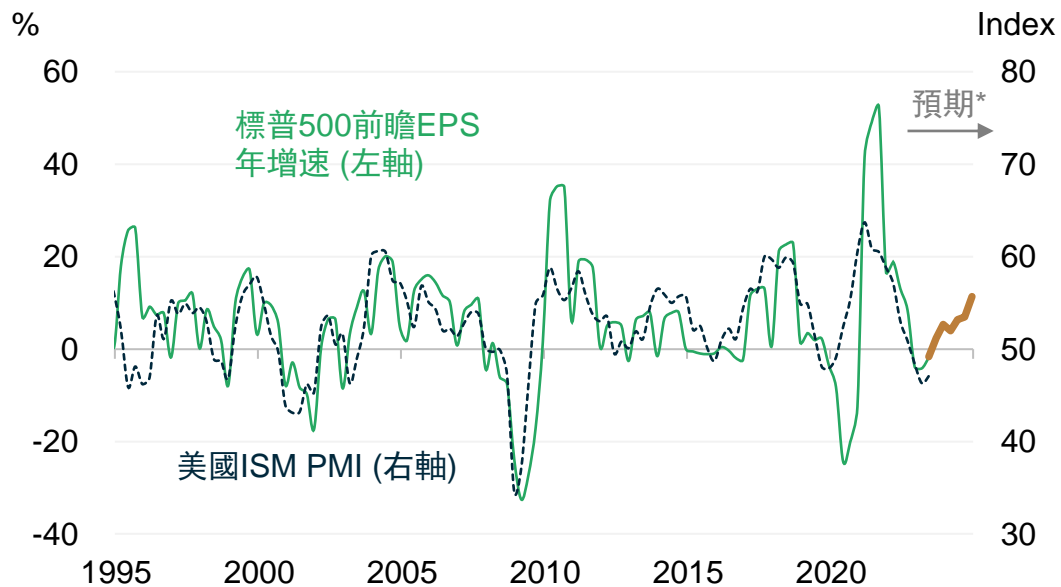
資料來源：Bloomberg。

股市 | 今年EPS雖較保守, 但展望明年有望重拾動能, 加上評價面修復, 後市頗有烏雲散去之勢

美股大盤：就標普500而言，雖然今年企業獲利較為乏力，展望亦多保守，但隨著Fed升息屆尾聲、通膨逐步走降，在在有利總經環境逐步改善，且大多數機構普遍預期下半年獲利狀況將逐漸改善，而展望明年，獲利更有重拾增長動能的態勢。加上前頁所述，評價面有望隨殖利率走降而獲得支撐。因此，**整體盤勢有望隨著時序往後，而逐漸有烏雲散去之勢。**

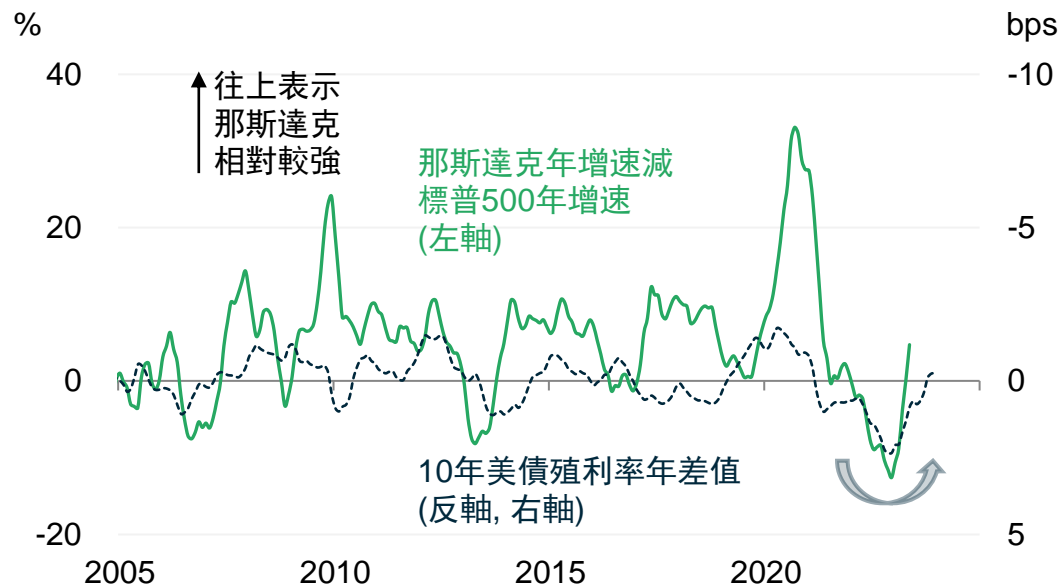
類股方面：長期以來，科技股引領人類文明走勢，也在90年代之後成為拉動大盤的主要動能。誠然，科技股因股利率普遍較低而容易受到殖利率波動影響，但鑒於升息已屆尾聲，且在去年殖利率高基期之下，**今年下半只要低於去年高位水準，年差值都會維持走降，格外有利科技股走勢。**

儘管今年EPS展望較保守, 但明年有望重拾增長動能



註：*Bloomberg預期。
資料來源：Bloomberg。

受惠於殖利率回落, 科技股將格外受惠



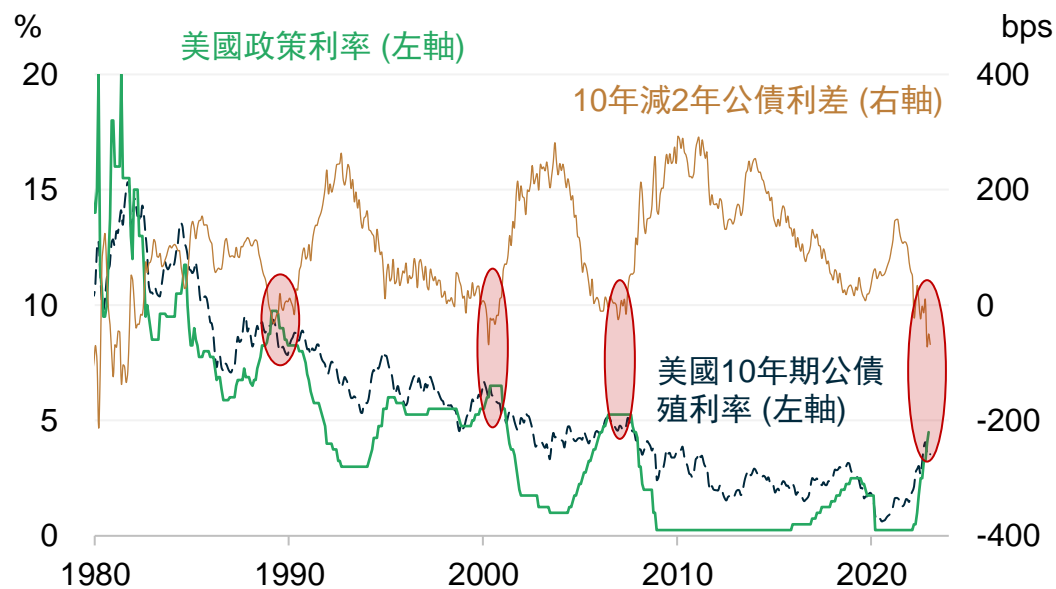
資料來源：Bloomberg。

債市 | 升息屆頂, 通膨續緩, 皆有利公債殖利率走降, 惟此時應格外注重『債券品質』

公債：無論就通膨放緩，抑或是長短利差的角度來看，**總經格局仍舊是有利殖利率長線偏下的趨勢**。究其原因，基期效果對於通膨降溫屬一大利多；而長短利差倒掛下，銀行業放貸意願轉保守，將有利過熱的景氣持續降溫。

信用：就信用品質的角度而言，雖然今年美國地區性銀行事件已使信用利差略有反彈，但目前絕對水準並不算高，而依過往長短利差走勢來看，後續利差水準仍有上升的可能，**後續仍宜挑選信用品質較佳者為先**。

長短利差倒掛，將壓抑過熱的美國經濟，有利通膨降溫



資料來源：Bloomberg。

長短利差引領信用利差趨升，此時更需注意債券品質



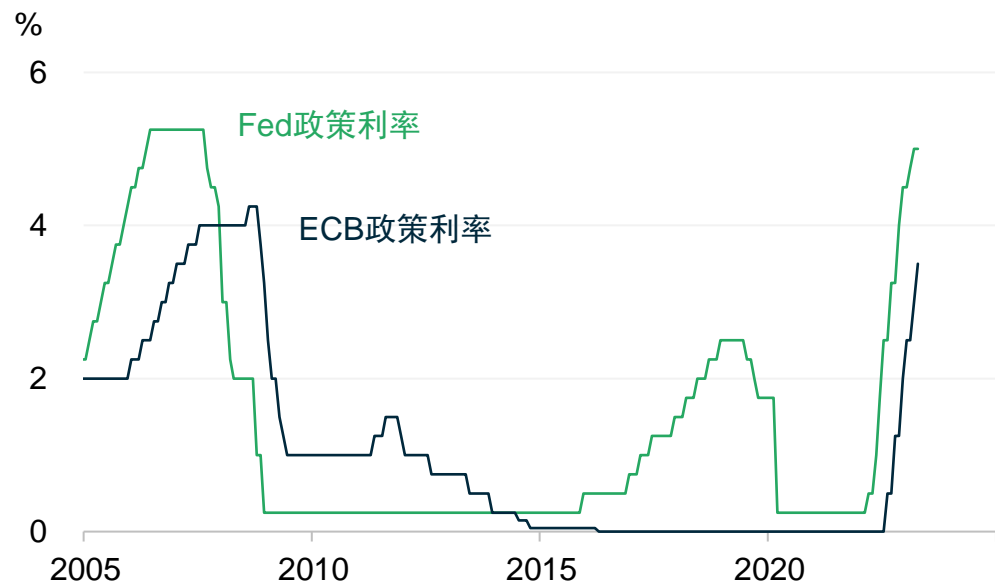
資料來源：Bloomberg。

匯市 | 美歐貨幣政策循環差異下, 美元指數趨貶大方向未變, 但須留意短線震盪波動難免

貨幣政策：美國激進升息在先，歐洲落後跟進在後，後續二者政策利差將進一步拉近，使Fed利率政策獨走的優勢持續鈍化。

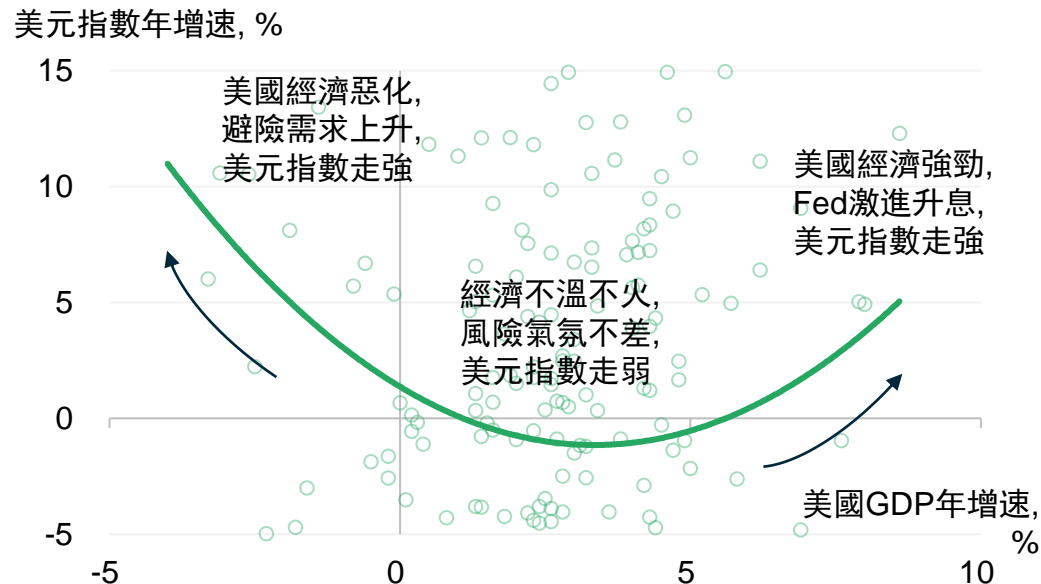
美元指數：去年底以來美元便開啟連串貶勢，惟風險氣氛擺盪仍將牽引美元短線走勢。**長線而言，美元震盪趨貶的趨勢仍舊未變，主要仍因美歐貨幣政策循環的差異所致。**點位而言，美元指數在100左右大致price-in目前利差水準，但因美國先走進降息循環的機會較高，所以一旦Fed確認開啟降息循環，則美元有可能進一步往95方向挺進。惟因美元具有微笑曲線的特色，這表示美元常會受到經濟強勁或風險氣氛趨避所左右，因此**須留意偶有美國數據強於預期或風險氣氛不佳之際，可能推升美元指數形成波段漲勢，造成短線格外劇烈的波動。**

美、歐央行政策差距已縮窄，導引美元走勢偏貶



資料來源：Bloomberg。

留意偶有數據強於預期或風險氣氛不佳，將推升美元



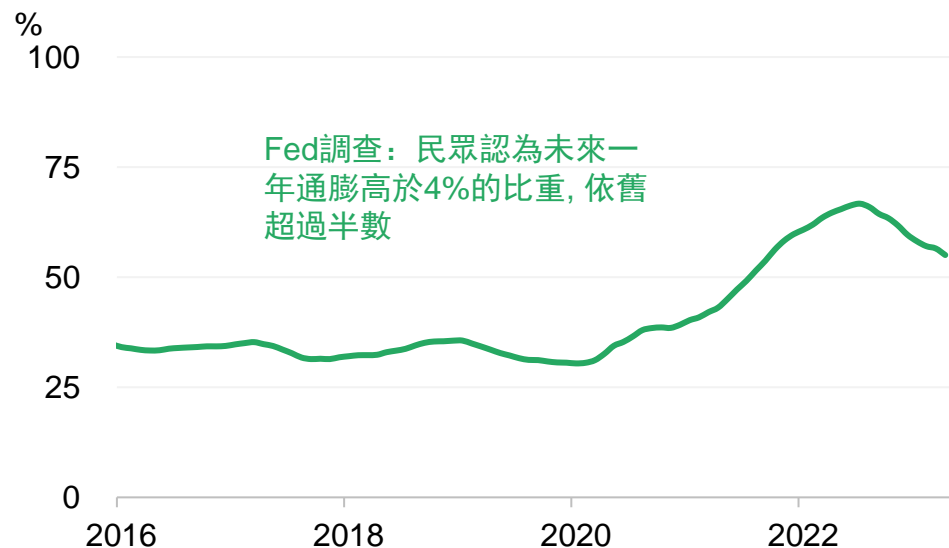
資料來源：Bloomberg。

風險(1) | 若通膨放緩速度不如預期, Fed持續提升利率, 恐進一步使景氣放緩

去年以來, 美國通膨連連創高, 即便今年通膨有所放緩, 但從Fed的調查來看, 明顯透露出民眾對通膨仍舊餘悸猶存。迄今仍有超過半數的受訪民眾, 認為未來一年的通膨將高過4%, 即Fed政策目標2%的一倍。

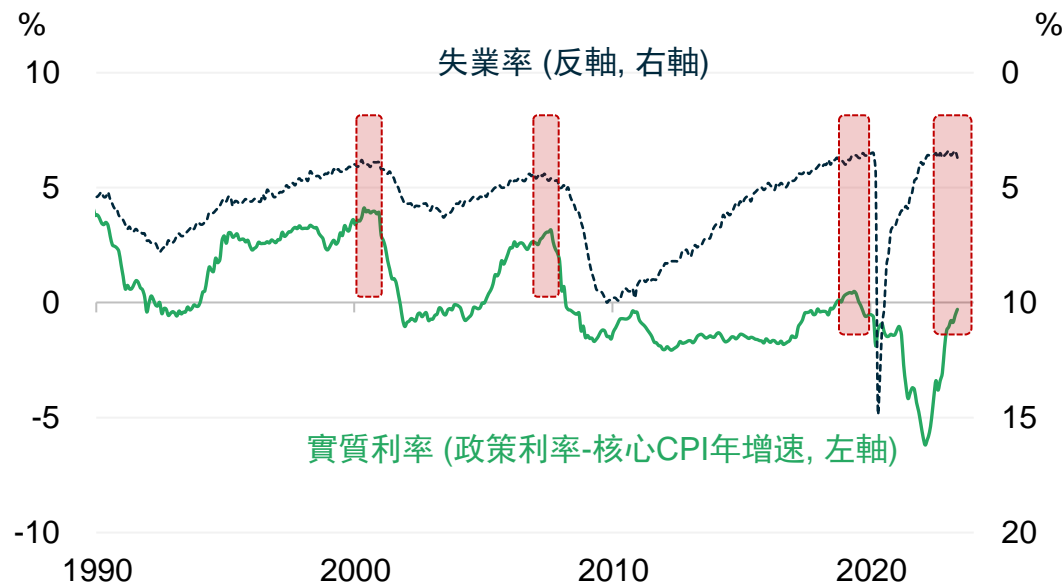
因此, 上半年受惠於CPI高基期所致, 年增速有所放緩, 但若通膨放緩速度不如預期, 則Fed仍有可能持續提升政策利率, 將實質利率提高到更具限制性的高度, 而這恐增加景氣進一步放緩的機率。

民眾對仍舊通膨餘悸猶存



資料來源: Bloomberg。

隨Fed持續提高實質利率, 景氣有可能進一步放緩



資料來源: Bloomberg。

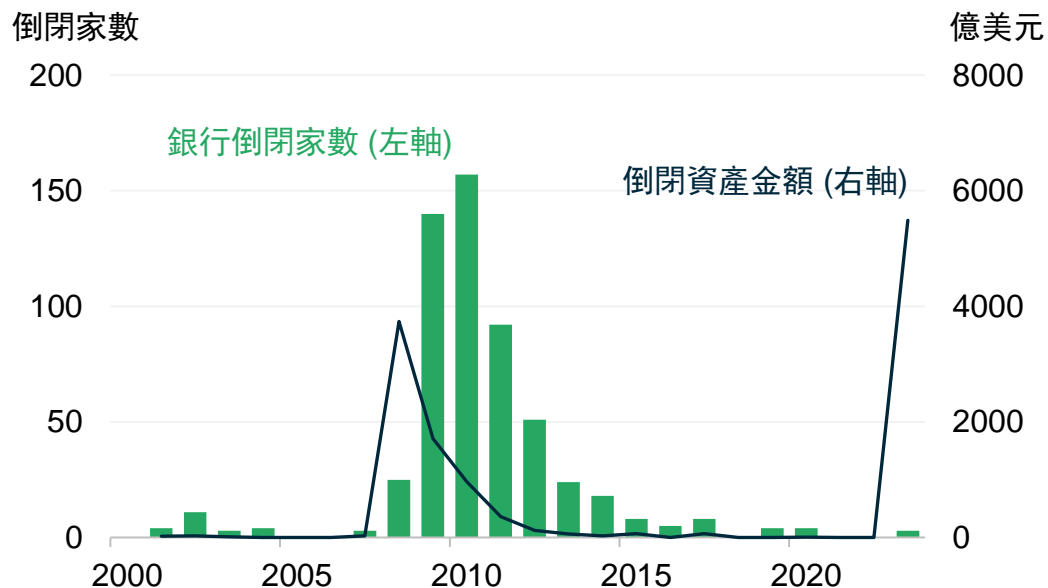
風險(2.1) | 市場擔憂美國區域銀行倒閉, 所幸銀行業體質遠優以往, 不致釀成系統性風險

今年以來, 美國區域銀行出現了矽谷、第一共和等銀行倒閉潮, 引發投資人的關注和恐慌。這些區域銀行的倒閉事件確實對美國金融市場造成了衝擊, 尤其是SVB的倒閉, 由於其規模較大、與科技產業關聯性高、影響範圍廣泛, 引發了市場對於其他區域銀行的信心危機, 也導致許多區域銀行股價大跌, 甚至引發了美國銀行業會否出現系統性危機的擔憂。

然而, 藉由衡量銀行業資本適足率狀況的CET1(普通股權一級資本比率)來觀察, 在歷經2008年金融風暴後, 美國官方確實加強對美國銀行業的監管, 並大幅要求提升資本適足的狀況, **因此目前整體銀行業體質遠較2008年時良好, 不至出現系統性風險。**

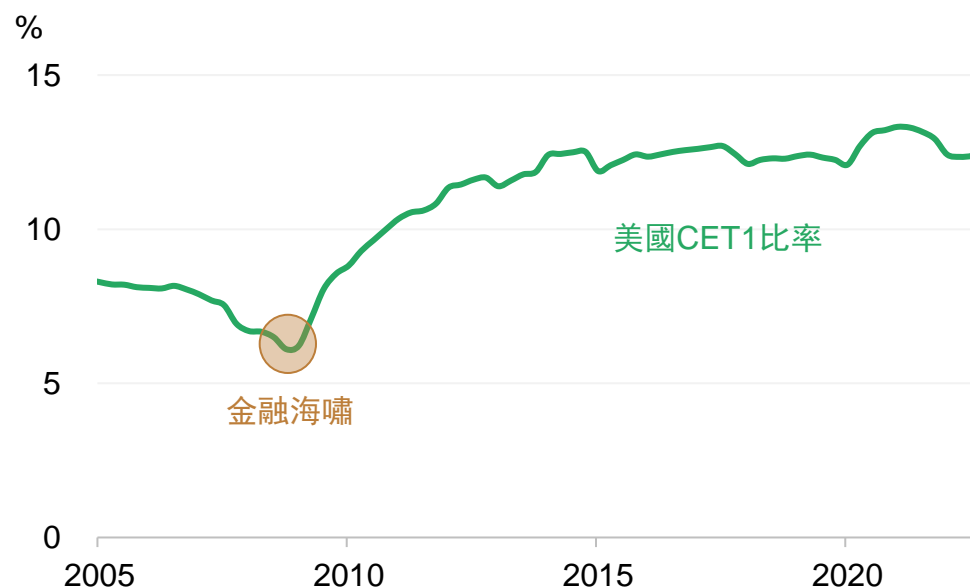
但須提醒的是, 去年殖利率遽升確實衝擊了銀行業, 因此, 投資人可能需要格外**注意個別『經營模式』極端的地區性銀行(參考下頁)。**

今年以來美國區域銀行倒閉, 確實造成投資人擔憂



資料來源: Bloomberg。

所幸銀行業體質遠較2008年良好, 不至釀成系統性風險



註: CET1, 普通股權一級資本比率。

資料來源: Bloomberg。

風險(2.2) | 去年殖利率遽升確實衝擊銀行業, 尤其要注意個別『經營模式』極端的地區性銀行

由於COVID-19的衝擊, 各國央行紛紛同步進行貨幣寬鬆政策。在這樣低利率、流動性充斥的環境下, 銀行業為追求收益, 紛紛提高有價證券部位比重, 並多放在無需進行評價的HTM(持有至到期)會計項下。但2022年全球通膨暴漲後, 各國央行迅速轉為緊縮貨幣政策, 提高政策利率以因應高通膨, 這也導致銀行業於低利率時購進的有價證券, 蒙受大幅的未實現虧損。雖然, 這些部位多放在HTM會計項下, 因此財報無須反應未實現虧損, 但實際上, 這也讓銀行業面臨騎虎難下的窘境, 因為當銀行有必要出售這些資產時, 將立即蒙受虧損。**現實而言, 這確實限縮了銀行業的資產負債表的彈性。**

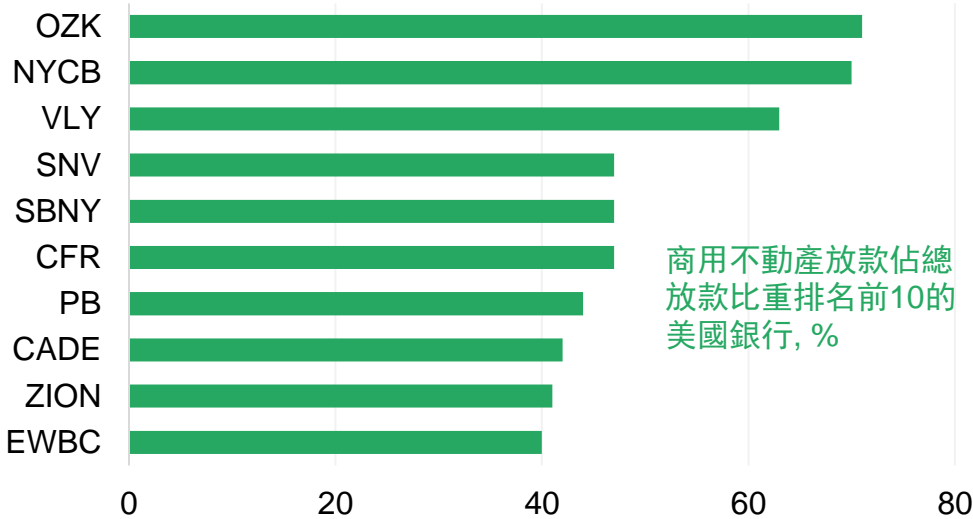
因此, 在外有殖利率倒掛、內有資產負債表受傷的內外不利條件下, 投資人還是要留意經營模式較為極端的個別銀行, 降低此類曝險。以近期市場既為擔憂的商用不動產市場為例, **確實存在部分銀行較高度的曝險於此類放貸。商用不動產市場**若有負面的消息傳出, 對於這類銀行無疑將是考驗。

銀行業大量增持易受利率影響的有價證券部位於HTM*



註: *HTM, 即持有至到期的會計科目, 以攤提的方式列入報表, 可避免市價波動的影響。
資料來源: Bloomberg。

以商用不動產放款為例, 宜提防極端曝險的個別銀行



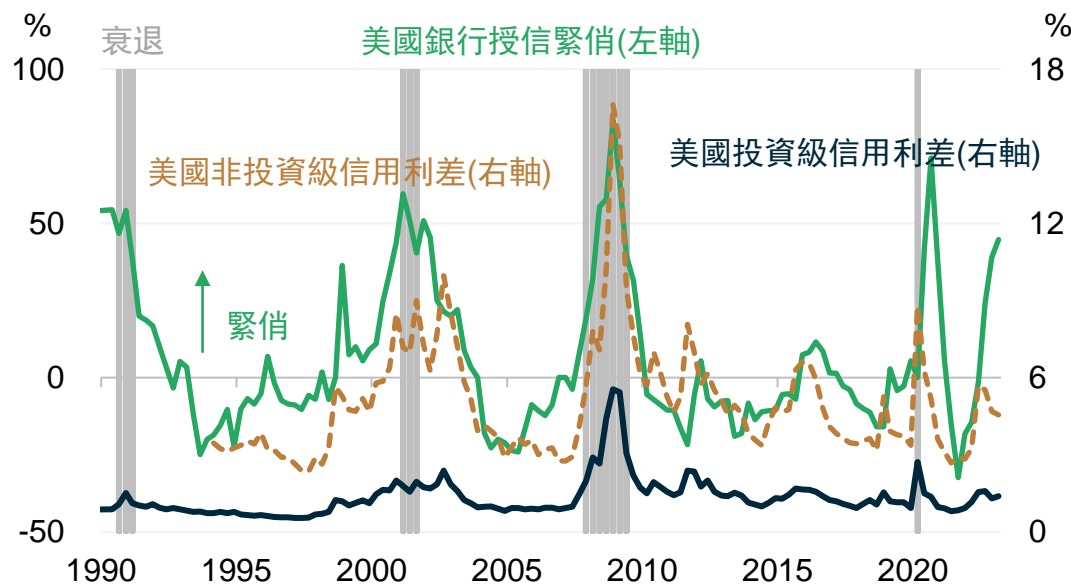
資料來源: Bloomberg。

風險(3) | 非投資等級債再融資需求逐漸回升, 將面對信貸環境持續緊縮的挑戰

在Fed激進升息後, 且將利率維持「Higher for Longer」的貨幣政策方針下, 意謂企業融資的成本大幅攀升外, 美國對銀行業的調查也顯示銀行對企業授信條件越見緊俏, 代表除了融資成本上升外, 企業融資困難度也正在提升。歷史經驗來看, 面對信貸緊縮的環境, 體質欠佳的企業面臨的挑戰往往較大。

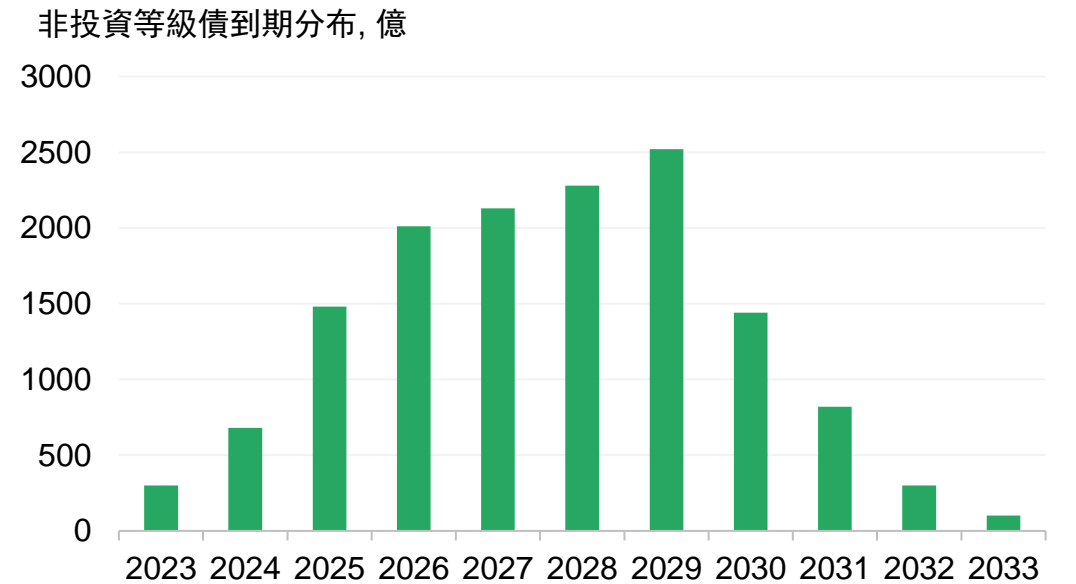
然而, 企業多在疫情期間的低利環境大量發債, 故至今並無太大的融資需求, 然隨時序往後, 因為非投資等級債平均年限大約在4年左右, 短於平均年限為8年的投資等級債, 將更快面臨融資需求。以非投資等級債的到期分布圖來看, 預期非投資等級債再融資的壓力將在邁入2024-2025年時大幅加大。

授信趨緊的環境, 體質欠佳的企業面臨的挑戰往往較大



資料來源: Bloomberg。

非投資等級債再融資需求逐漸回升



資料來源: 高盛。

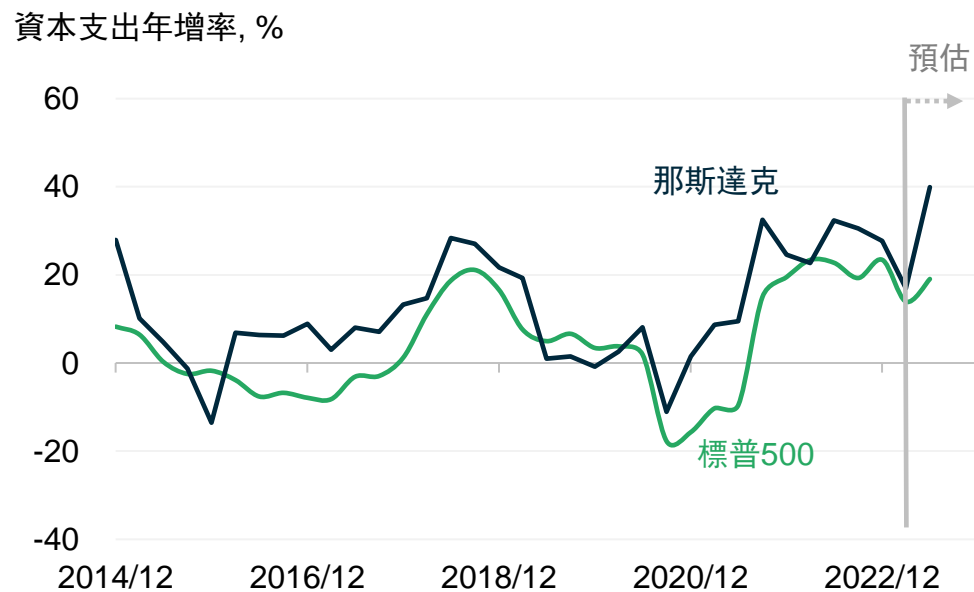
個別市場

科技股 | 看好AI需求, 企業資本支出升溫; 庫存見底, 消費電子靜待換機潮

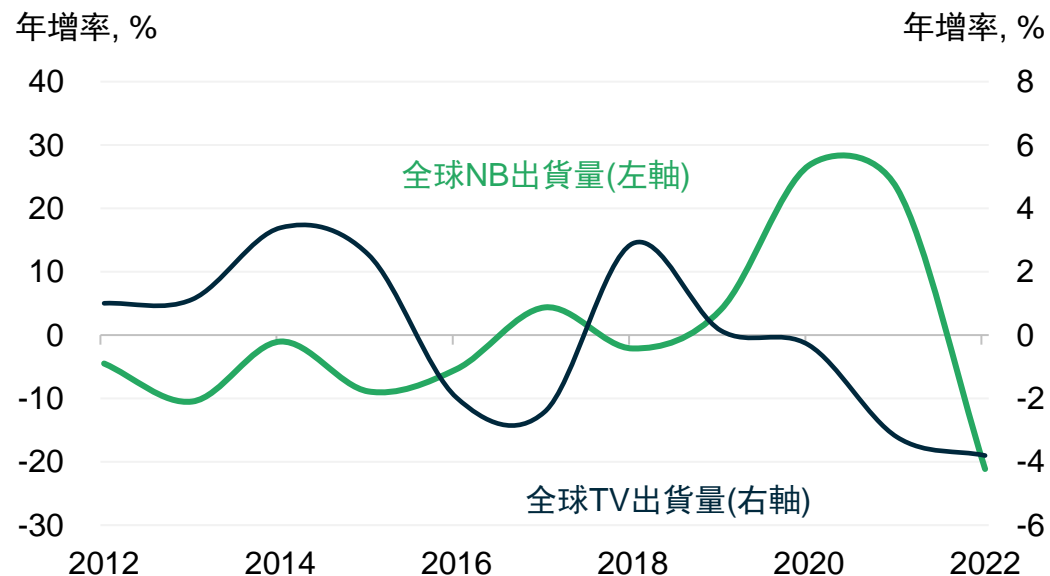
AI需求除了帶動輝達、台積電等晶片商業績外, 各行各業也看到生成式AI應用潛力, 根據Factset報告統計, 標普500大企業在首季法說中有110家提到AI, 彭博預估Q2標普企業資本支出將自低檔攀揚, 而代表科技為主的那指, 資本支出年增率更大幅攀升至39.9%, 顯示企業已嗅到商機, 開始增加投資, 而科技類股表現更為積極, 在景氣低檔待變之際, 科技類股突圍具有關鍵意義, 有望帶動美股續揚。

美國製造業庫存逐步回到健康水位, 代表自去年以來的庫存調整將告一段落。以筆電為例, 上半年出貨量掉落谷底, 下半年出貨動能已見好轉, 雖全年度較去年仍呈現衰退, 不過**消費性產品通常受惠新品效應, 3~4年有一波換機潮, 若以筆電前波出貨高點在2021年來, 2024年有望迎來換機潮, 消費電子展望轉佳, 將推動科技股走強。**

企業資本支出升溫, 科技廠表現突出



消費性產品通常3~4年迎來一波換機潮

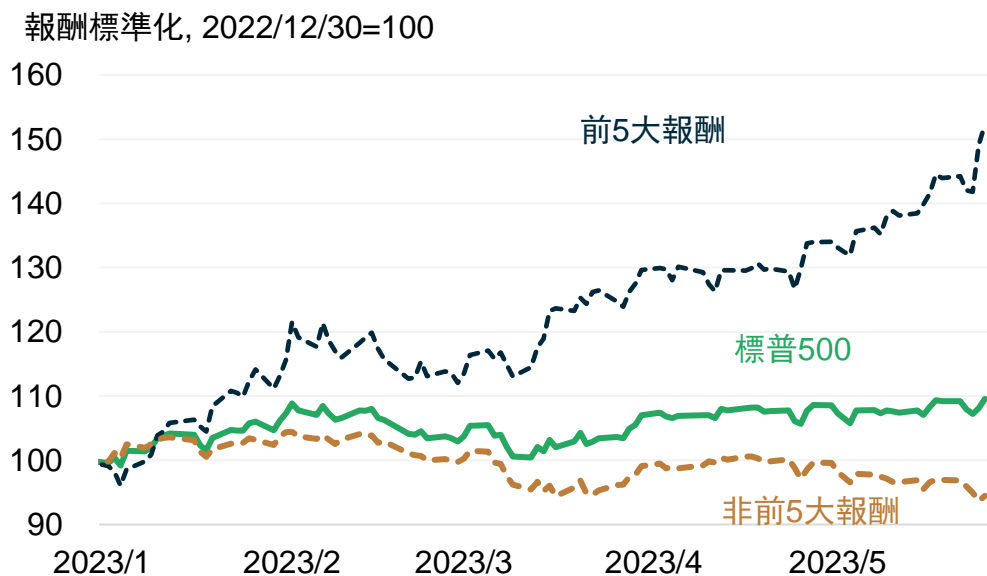


美股 | AI引領風潮, 但投入成本極高, 現金流穩健、具護城河的『大型科技股』將最為受惠

自Open AI發布ChatGPT以來, 造成市場對人工智能的追捧, 而輝達最新財報更加確認, 已有不少廠商採用該公司的GPU, 建構大型語言模型, 並持續研發新一代的聊天機器人。受此影響, 相關類股強勢上漲, 包括輝達年至今上漲逾150%, 谷歌、微軟、亞馬遜也有40%的漲幅。

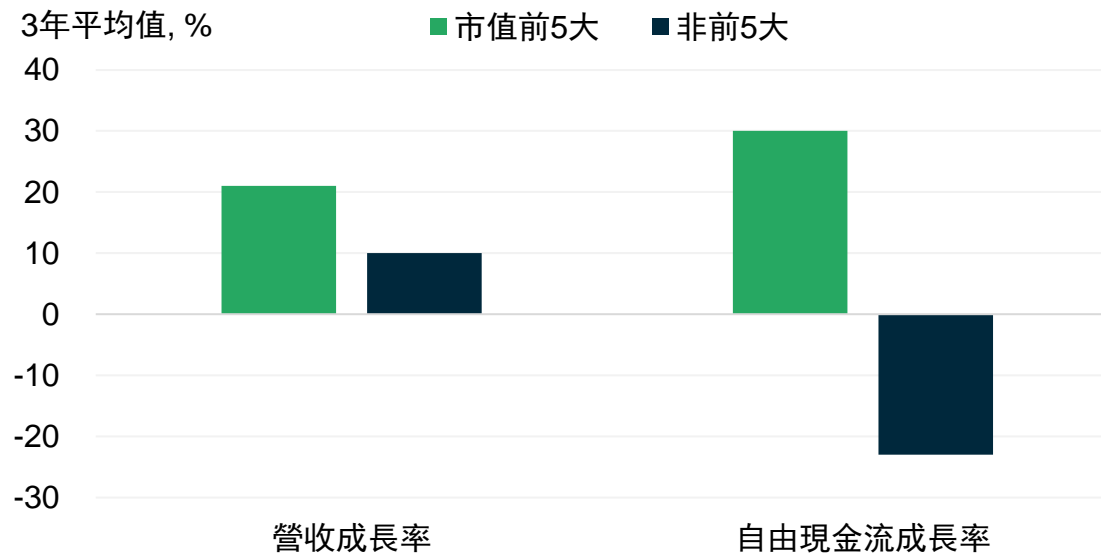
以標普500指數的成分結構來看, 今年已有10%的漲幅, 但主要都是由市值前5大公司所貢獻, 若撇除前5大, 整體標普500指數是弱勢的, 會造成這樣現象, 主因就是目前只有大型企業擁有足夠的資金與技術去進行研發, 且這些企業財務體質更加穩定, 包括營收、自由現金流更為穩健。因此, AI風潮雖熱, 但目前布局仍以產業龍頭的大型企業為主。

AI熱潮, 短期只產業龍頭受惠



資料來源: Bloomberg。

大型科技股現金流充沛成資金避風港



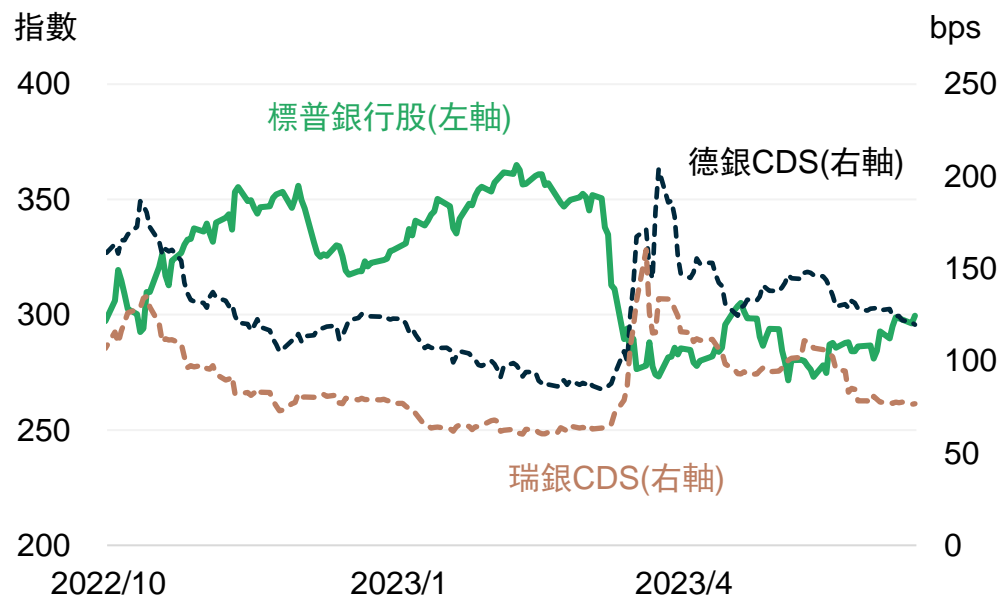
註: 標的為標普500指數成分股, 五大指蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、輝達。
資料來源: Bloomberg。

美股 | 信用事件鈍化, 有助銀行股回暖

受到聯準會快速緊縮以來, 除了實體產業受到影響, 金融業也面臨嚴重衝擊, 包括未實現損失飆升、銀行緊縮放貸, 部分區域銀行甚至面臨倒閉危機。因此, 即使大盤指數逐步墊高, 但銀行類股仍明顯落後。

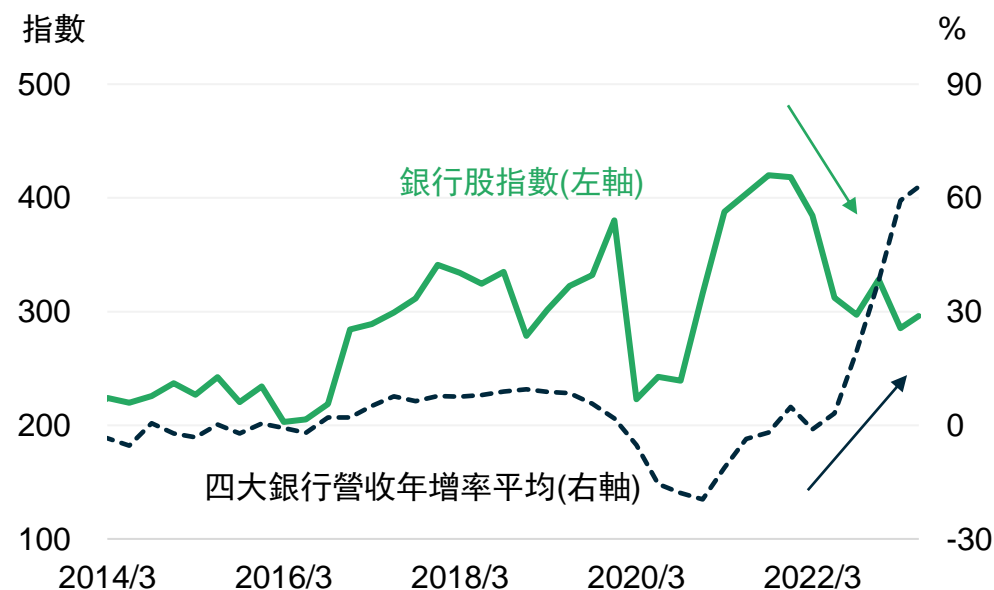
不過, 在聯準會、美國財政部相繼提出緊急措施, 瑞銀也順利併購瑞信後, 研判銀行危機有望逐步淡化, 有助於銀行股落後補漲。從財務的基本面角度來看, 金融股年初以來較為震盪, 但大型商業銀行的營收表現仍令人驚豔, 有助金融股回暖。

金融事件逐漸淡化, 有助市場信心回升



資料來源: Bloomberg。

大型銀行股基本面仍佳, 提供銀行股支撐



註: 四大銀行指摩根大通、美國銀行、花旗銀行、富國銀行。
資料來源: Bloomberg。

日本 | 日本掌握關鍵技術，帶動企業體質改善，提供長線利多

自川普發動貿易戰以來，各國開始注重關鍵技術與供應鏈的掌握，2020年的疫情衝擊，讓各國更加確認掌握技術的必要性，尤其是半導體技術。以各國半導體供應鏈的角色來看，日本雖在代工製造部份遠落後台灣、南韓，但就上游的原料、設備，卻是佔是具有壟斷的角色，如信越化學在矽晶圓與特用化學的市佔率高達8成，東京威力在蝕刻設備上也高達7成，在此波熱潮下，也成為日經225指數的主要權值股。

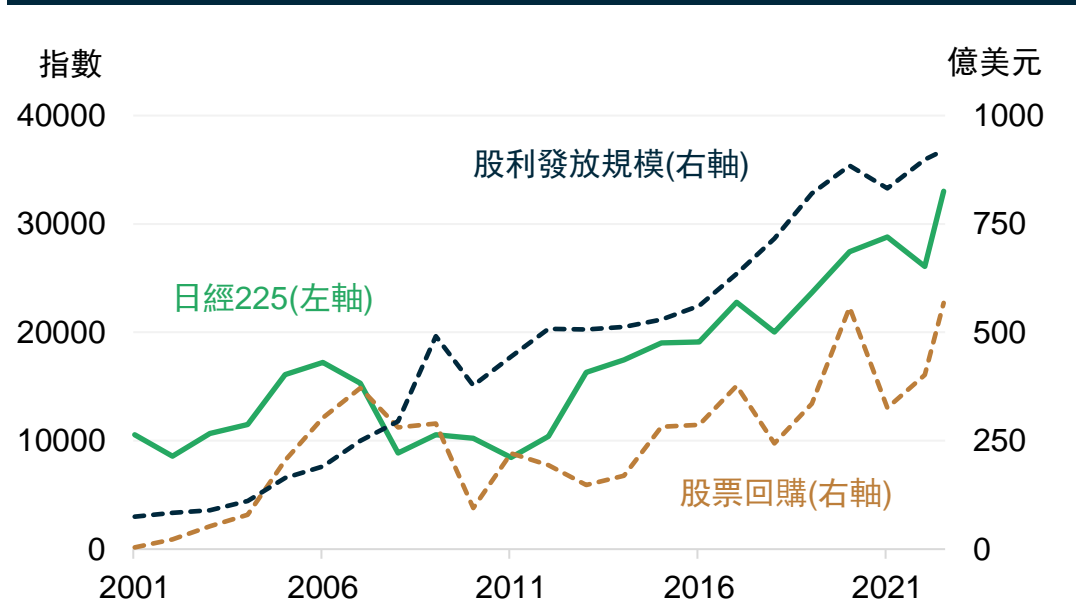
就企業體質來看，自安倍上任以來，力推寬鬆政策，除帶動企業信心回升外，企業體質也明顯改善，包括2022年股票回購金額達567億美元，企業股利發放規模也達900億美元，創續創歷史新高，提供長線利多。

搭上半導體熱潮，科技股成為主要權值股

市值	2023年	主要特徵	2018年	2013年
1	豐田汽車		豐田汽車	豐田汽車
2	索尼	(感測元件)	日本電信	三菱金融
3	Keyence	(塗佈、自動化設備)	三菱金融	本田汽車
4	日本電信		軟銀	日本煙草
5	三菱金融		Keyence	軟銀
6	迅銷	(Uniqlo母公司)	KDDI	住友金融
7	KDDI		本田汽車	日本電信
8	東方樂園(東京迪士尼)		索尼	瑞穗金融
9	第一三共		住友金融	武田藥品
10	東京威力	(蝕刻機)	任天堂	日產汽車
11	信越化學	(矽晶圓)	發那科	三菱地所
12	三菱商事		日本郵政	佳能
13	大金		迅銷	日本電裝
14	日立製作	(感測元件)	瑞穗金融	迅銷
15	任天堂	(Switch遊戲機)	日本電產	東日鐵道

資料來源：Bloomberg, 紅色字體為半導體族群。

日本企業股票回購、獲利改善，提供股市利多



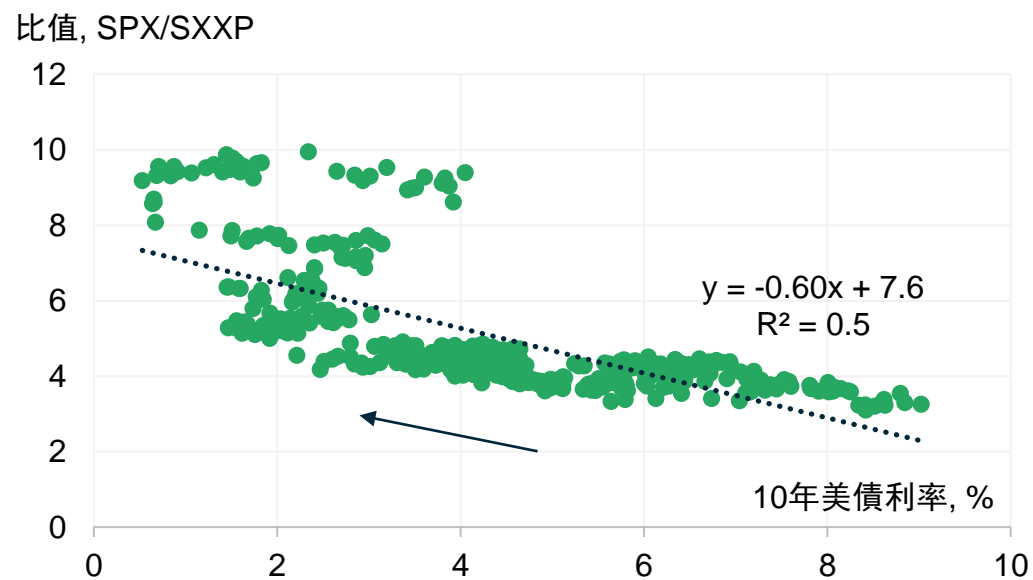
資料來源：Bloomberg。

成熟股市 | AI風潮帶動科技股表現, 美股未來動能可望高於歐股

2022年通膨高漲, 聯準會快速升息因應, 導致資金墊高, 衝擊產業活動, 其中, 科技股對利率的敏感度更為明顯, 使得2023年上半年, 美股表現相對落後, 如英國、德國股市相繼創新高, 但美股大致維持區間震盪格局。

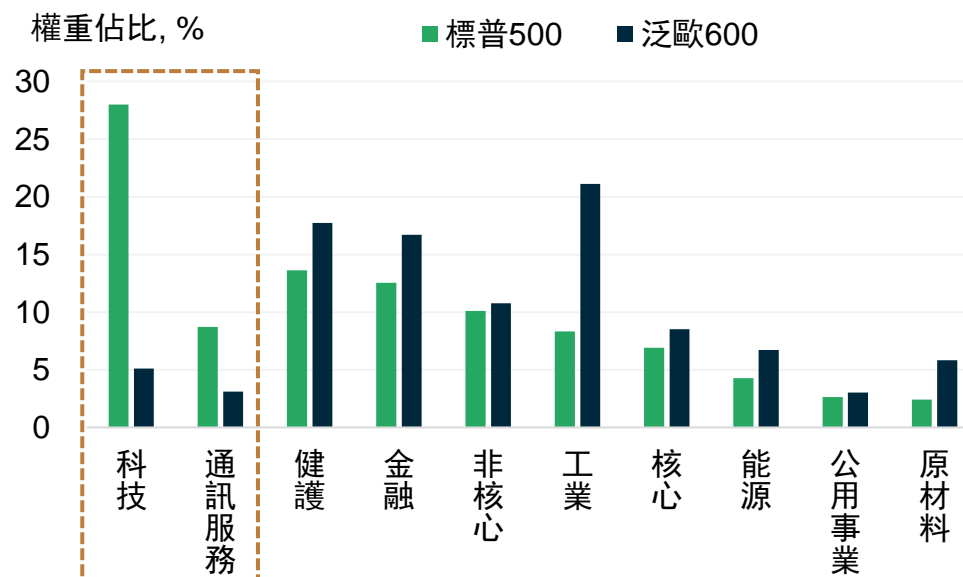
展望未來, 聯準會升息已來到尾聲, 利率風險有望緩解。與此同時, ChatGPT引發的科技熱潮, 有望帶動相關類股走強, 其中, 標普500的科技成分比重明顯高於歐股, 因此, 往下半年來看, 研判美股的漲勢動能可望高於歐股。

利率風險下降, 有利美股動能回升



資料來源: Bloomberg。

美股科技含金量更高, 提供更高動能



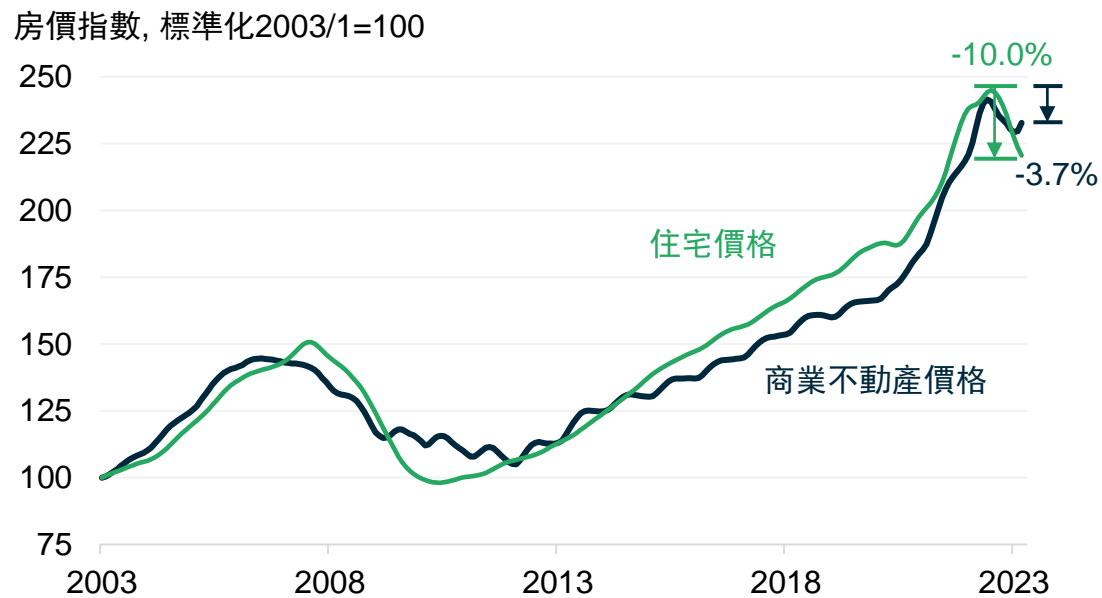
資料來源: Bloomberg。

不動產 | 受到高利率及高空屋率的衝擊，辦公室及零售不動產壓力更勝住宅

本輪升息循環一口氣將政策利率調升5個百分點，而槓桿比率高及對利率敏感度高的房市則首當其衝，其中住宅房價自2022年高點回落3.7%，而商業不動產自高點回落10%，跌幅更甚住宅房屋。主因是目前住宅房屋庫存仍處於低檔，而商業不動產庫存相較高外，空屋率也正在節節攀升。

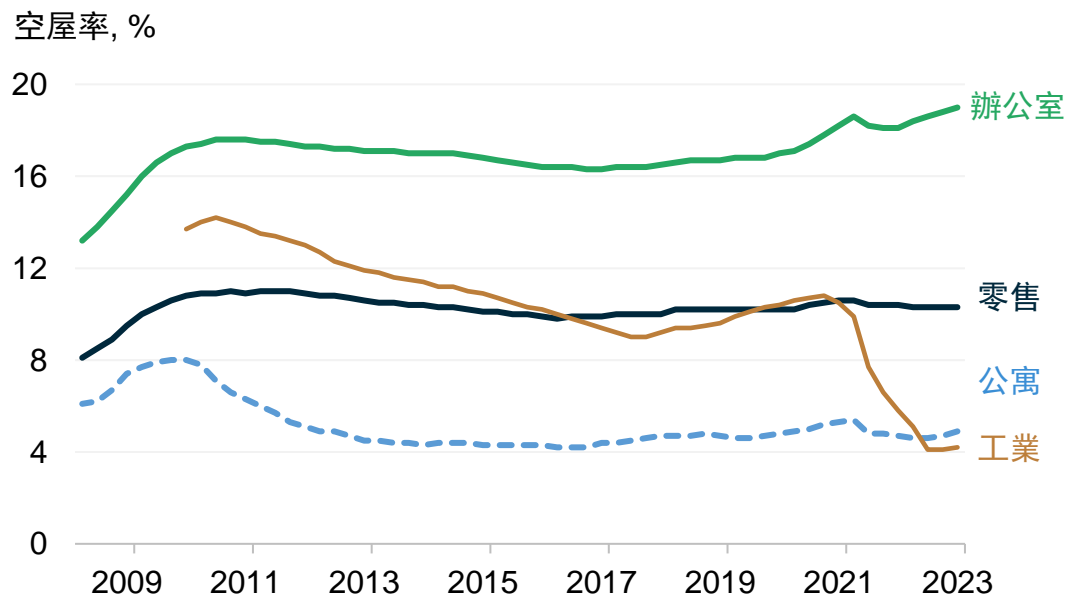
商業不動產又可大致分為公寓、工業用、辦公室及零售等四個類別，而受到疫情期間，遠距辦公興起，及線上購物更普及的影響，辦公室的空屋率持續攀高至19%，而零售用的空屋率維持在高檔10.3%。

利率高位，利率敏感的房市首當其衝



註：住宅價格取Case-Shiller Home Price Index；商業不動產價格取RCA CPPI Index。
資料來源：Bloomberg。

其中又以商業不動產中的辦公室及零售類別，空屋率最高



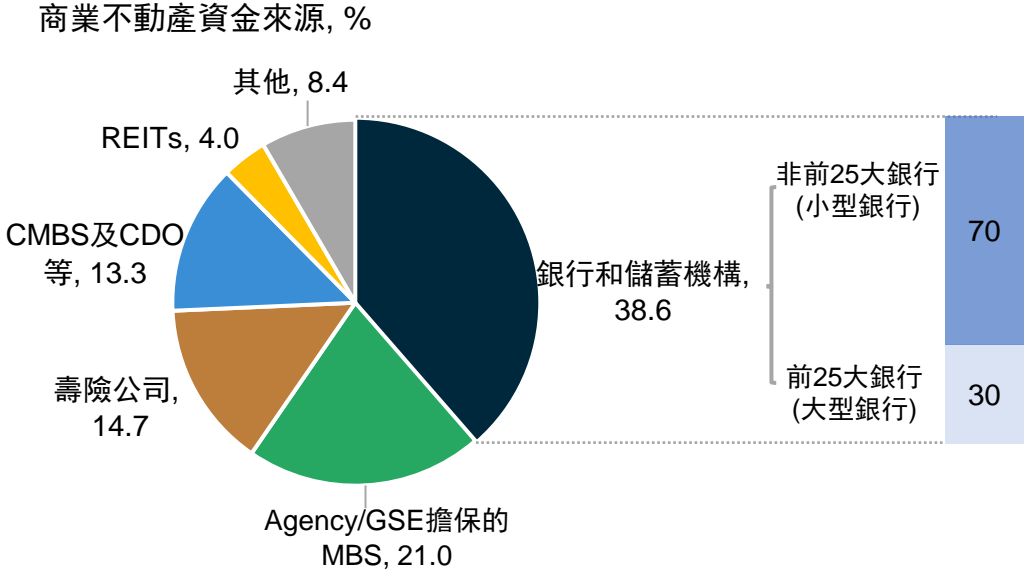
資料來源：Bloomberg。

商業不動產 | 面臨大量負債到期及銀行放貸更保守的趨勢下, 前景仍逆風

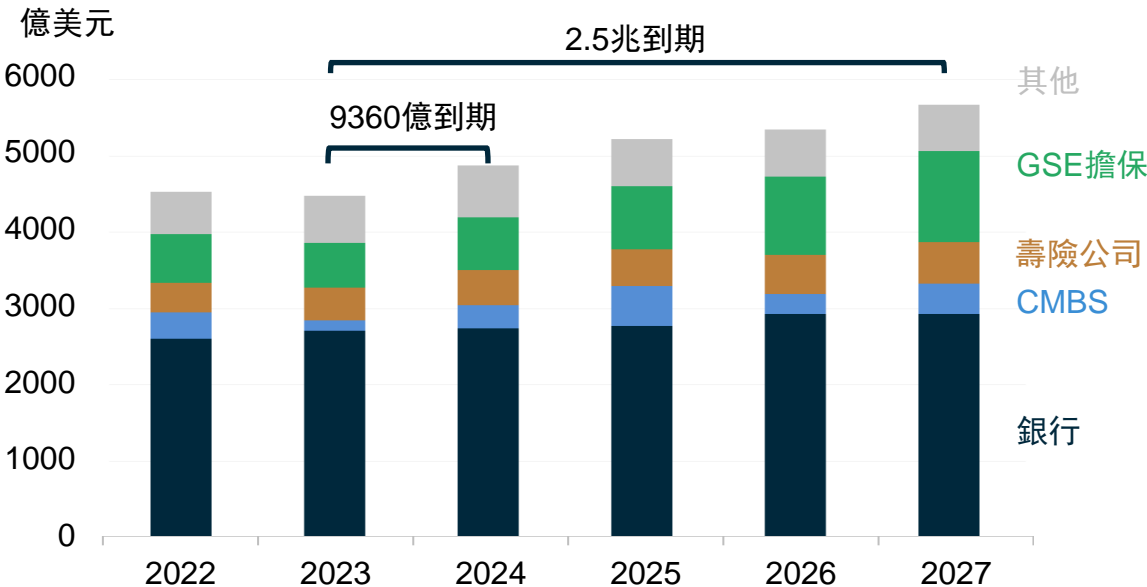
商業不動產(Commercial Real Estate, CRE)除了面臨利率上升和估值下降的打擊外, 也面臨貸款更加保守的威脅。CRE貸款資金來源最大宗為銀行, 其中非前25大的小型/地區銀行CRE貸款占有所有銀行的7成, 且以CRE貸款占小型銀行總資產的角度來看, 也高達30%, 相較之下大型銀行CRE貸款占總資產比例僅約6%。而小型銀行正是矽谷銀行倒閉以來, 銀行業中脆弱的一環, 恐會為CRE未來再融資添增難度。

另外值得關注的是, 目前商業不動產總負債規模大約4.5兆的規模, 未來將有近1兆將於未來2年到期, 也為商業不動產將面臨的挑戰。綜合以上, 商業不動產面臨大量負債到期及銀行放貸更保守的趨勢下, 前景仍逆風, 其中又以空屋率及庫存攀升的辦公室打擊最大。

商業不動產貸款資金來源最大宗為銀行



商用不動產未來五年將面臨債務大量到期



資料來源: Trepp, MS。

註: 資料截至2022Q4。
資料來源: MBA, Fed。

中國 | 商品消費與房市降溫, 生產端受制於內外需求不足, Q3經濟冷復甦延續

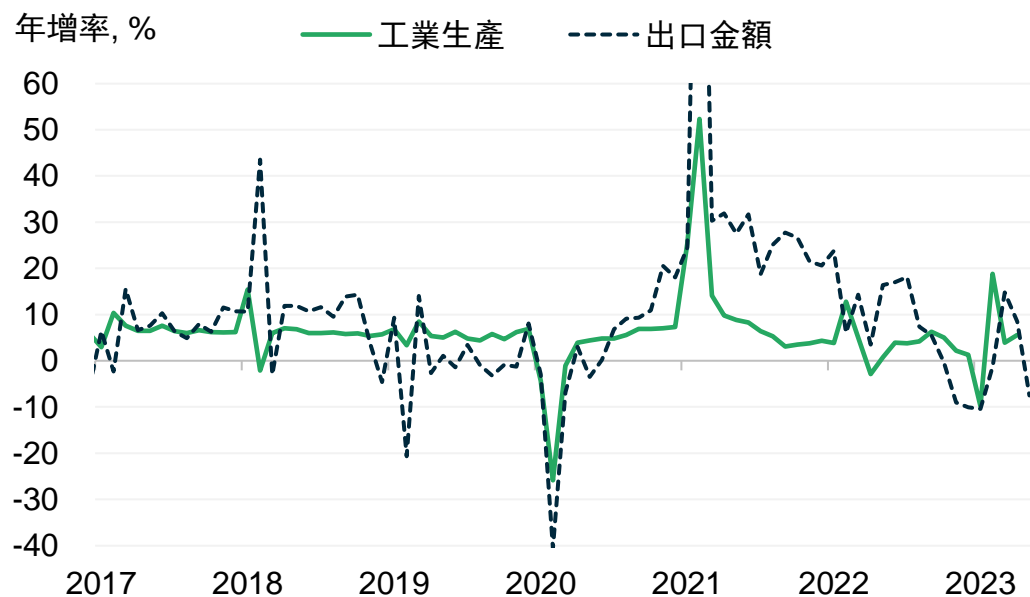
消費面：中國整體消費表現亮眼，惟狀況有所分歧，汽車、家電等商品消費動能顯弱，CPI增速也顯示民眾支出傾向服務類別，商品價格快速回落。

生產面：Q1供需失衡使企業面臨庫存去化議題，5月出口年減7.5%，降幅遠大於市場預期，內外需求共同面臨挑戰。觀察美歐製造業PMI，當前仍處於底部區間，出口疲態短期內不易倒掛。

投資面：官方財政使基礎建設投資保持高位，但房市復甦多於一線及部分二線城市，建商信心不足下，買地與新開工面積低迷，地產投資仍在磨底。

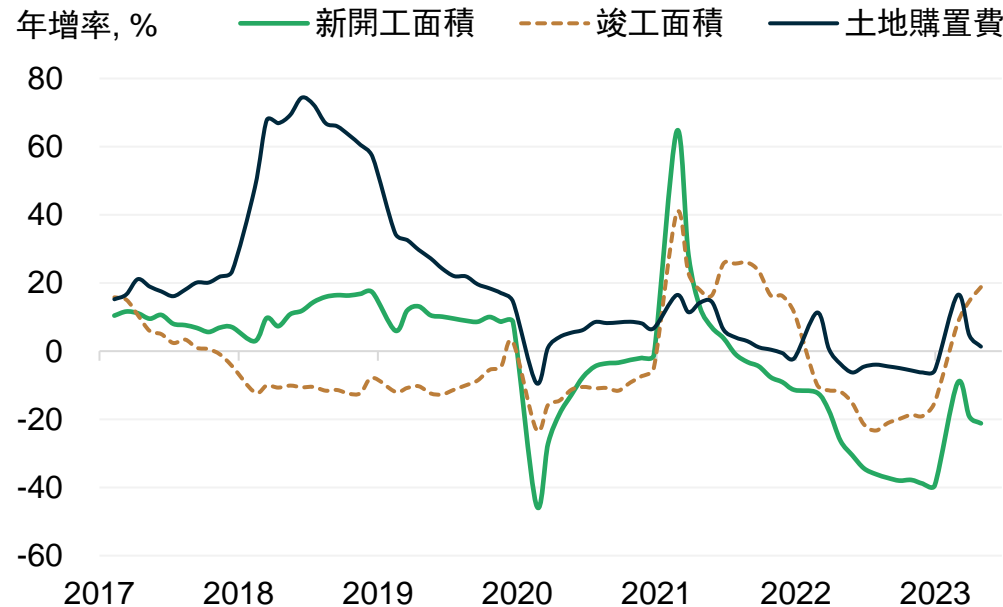
總結而言，中國服務消費強勢，但商品消費與購屋意願不高，使企業投資趨於保守，信心不足之下經濟呈現冷復甦態勢，有待官方推出更多政策支持。

出口跌落負值, 外需不足拖累工業生產



資料來源：Wind。

建商買地意願不高, 地產投資仍顯低迷



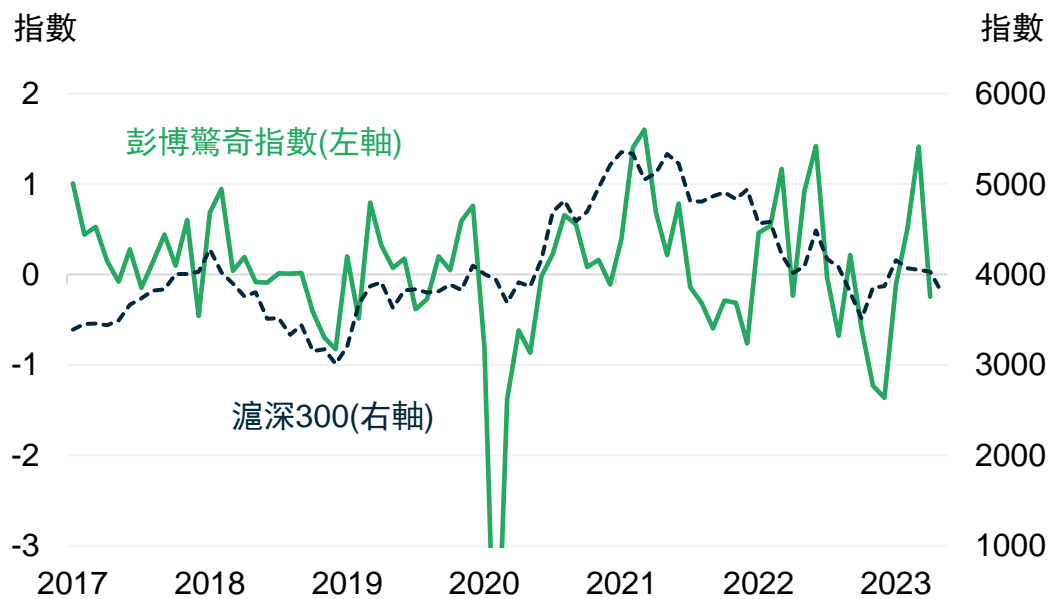
資料來源：Bloomberg。

中國 | 經濟偏弱限縮股市動能, 但政策支持提供下檔保護, 行情呈區間震盪格局

中國股市指數以金融、工業佔比較高, 上半年資金湧入科技股之際, 難以獲得國際資金青睞, 漲勢更多仰賴景氣復甦成果。然而, 在Q1解封行情過後, 復甦及消費動能未能延續及擴散至其餘領域, 內外需求顯弱之下, 陸港股市及人民幣在5月同步面臨沉重賣壓, 至6月才略見止穩跡象。

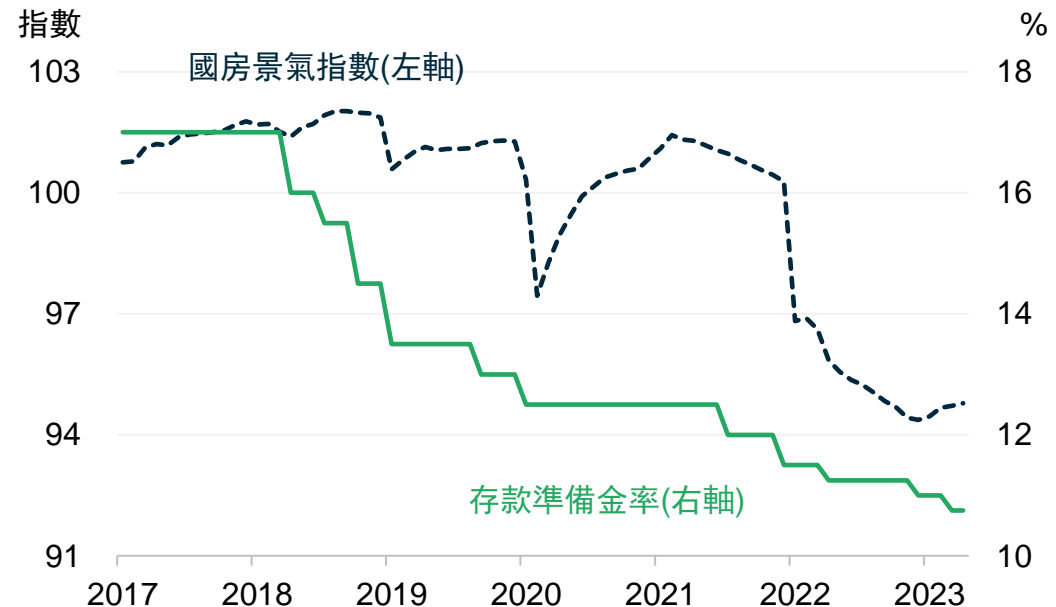
展望後市, 經濟活動恐限縮大盤的上行動能, 不過, 隨官方要求大型銀行調降存款利率消息, 象徵官方再度打開寬鬆貨幣政策窗口, 政策支持加上景氣循環始終較去年改善, 本益比處在相對低位隱含股市下方風險有限, 研判股市行情呈區間盤整格局。

景氣復甦腳步偏慢, 中國股市呈現震盪格局



資料來源: Bloomberg。

貨幣政策易鬆難緊, 給予大盤下方支撐



註: 國房景氣指數以100為分界線, 100以下為不景氣。

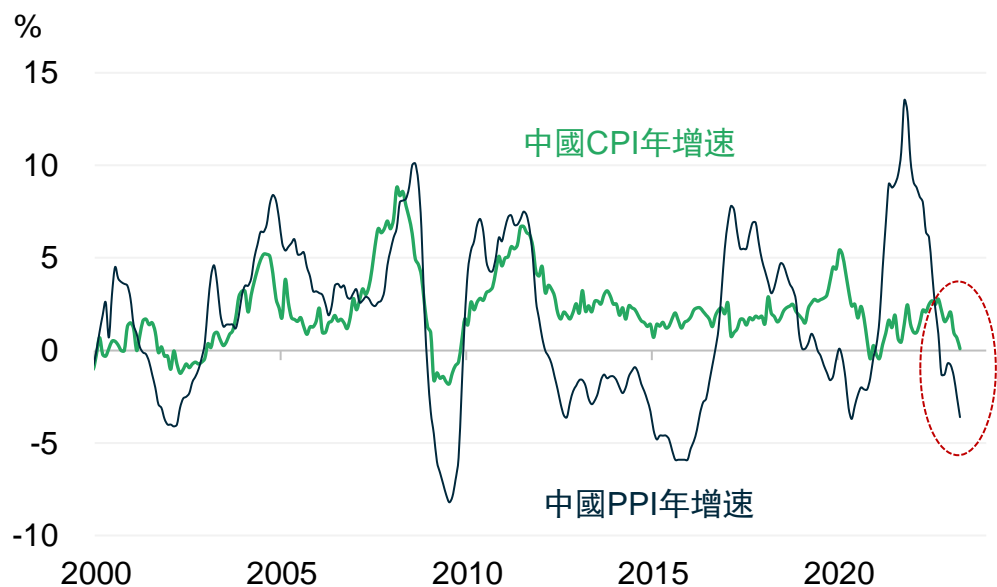
資料來源: Wind。

人民幣 | 中國恐陷通縮風險, 人行無可避免繼續寬鬆政策, 基本面壓力仍不利人民幣走勢

中國面臨多重經濟困境, 包括疫情封城貽害、房地產下行、外資撤離等, 這些因素都對中國經濟造成嚴重的影響, 也在在表現於中國物價。

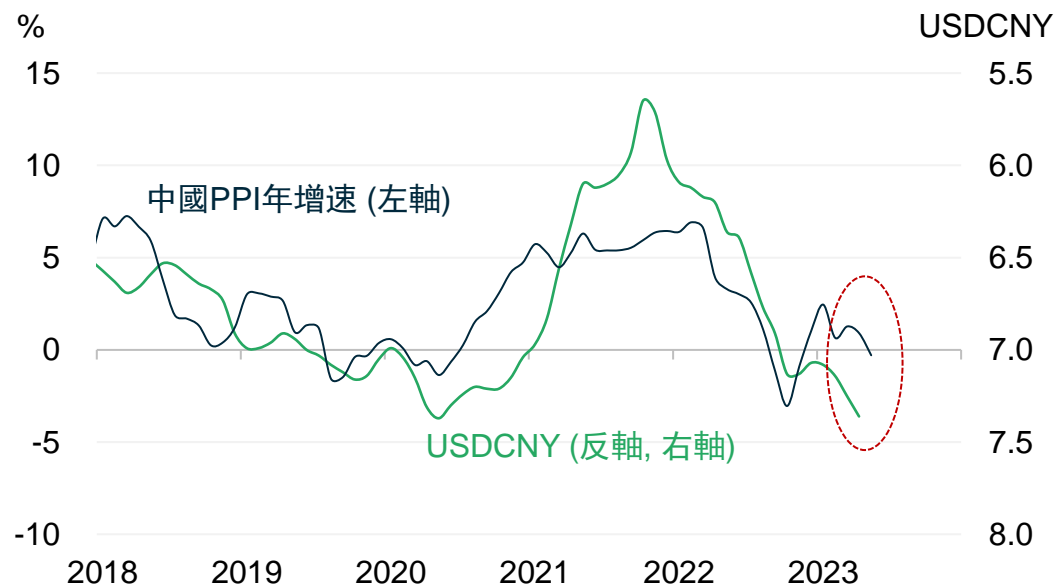
為了應對經濟下行壓力和房市帶來的金融風險, 中國人行在今年已經多次實施了寬鬆政策, 包括降低存款準備金率、提供流動性支持等。然而, 這些措施並無有效地刺激實體經濟和改善市場信心。同時, 在全球主要央行貨幣緊縮的政策背景下, **人行如果繼續寬鬆政策, 更將對人民幣匯價形成壓力。**

中國通膨持續下行, 透露內需不振, 恐陷通縮風險



資料來源: Bloomberg。

人行續行寬鬆避免通縮, 貨幣政策將不利人民幣



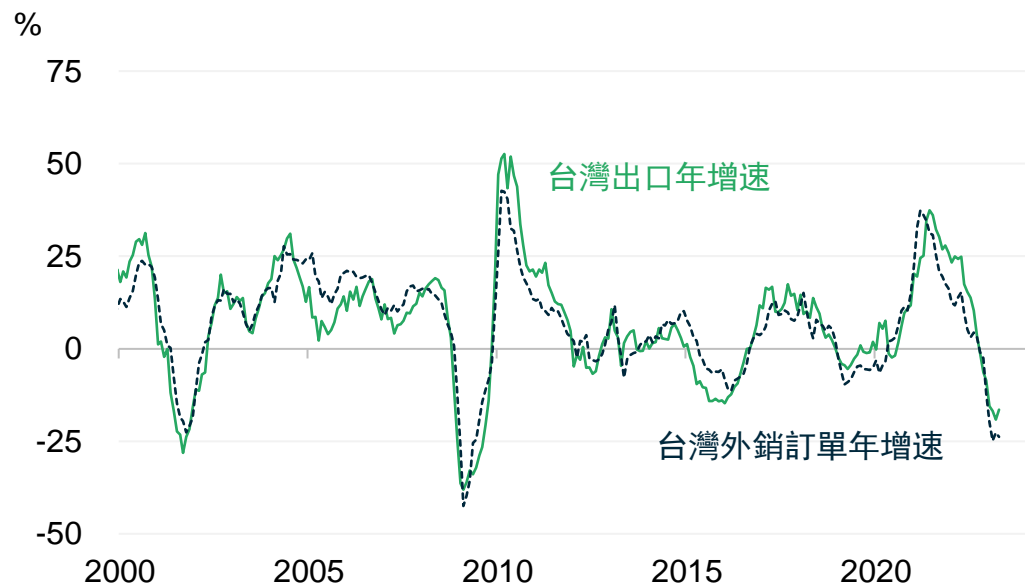
資料來源: Bloomberg。

台幣 | 美元雖弱勢，但台幣更受『半導體循環』負面影響，匯價恐呈『先貶後升』的格局

基本面：根據財政部，上半年出口仍面臨相當大的壓力，年減可能會創2008至2009年全球金融海嘯後近14年來最大跌幅。財政部分析，**全球通膨陰影、中國疫後冷復甦、廠商持續庫存調整**是台灣出口減少的三大主因，而主計總處也表明到**今年Q4，才有望看到出口轉折向上**，回到成長軌道。然而，也無須對此過度悲觀，因為**部分次產業已見到春燕**，如電腦零附件因為PC(個人電腦)於去年最先落入去庫存的過程，因此也已最早看到回升。

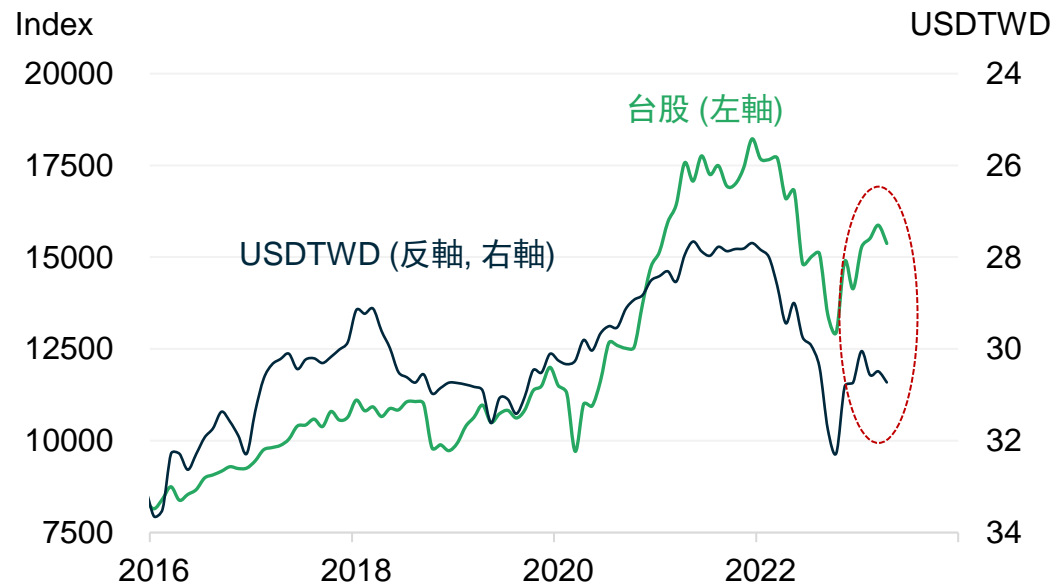
匯價：因Fed接近升息尾聲、美元不若去年強勢，而台灣央行仍升息因應通膨，此有利支撐台幣匯價；但**考量「半導體循環」**，今年上半年整體企業的獲利動能仍然較弱，易受台股牽引，**台幣匯價恐呈『先貶後升』的格局**。惟需留意台灣總統大選在即，若出現政治面議題，增添台幣波動。

台灣出口動能仍疲，但下行趨勢尚未扭轉



註：3月均值。
資料來源：Bloomberg。

台幣匯價難擺脫台股牽引



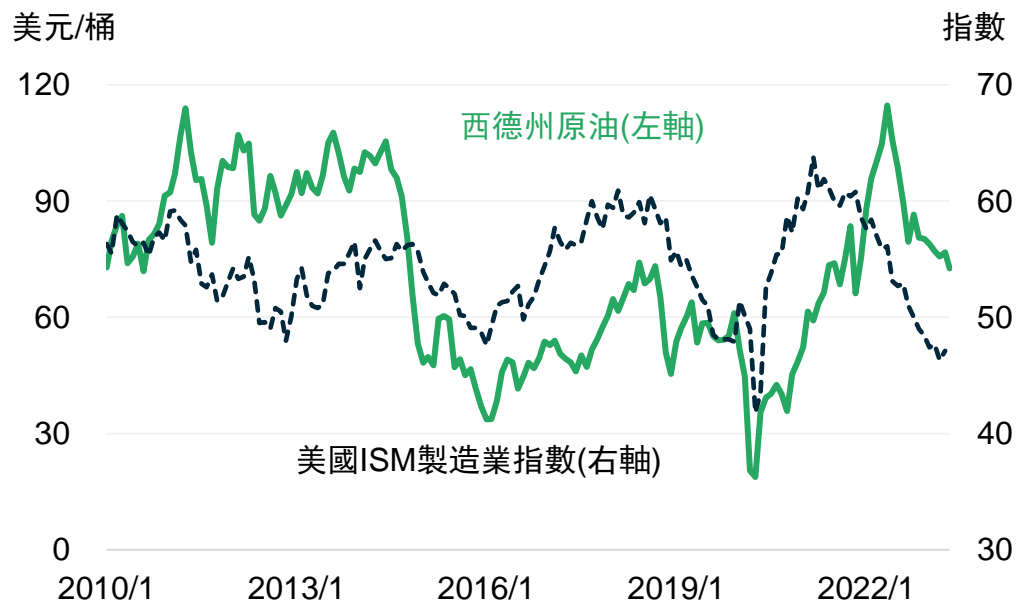
資料來源：Bloomberg。

石油 | 庫存回落但需求平淡, 油價盤整格局看待

需求與庫存：美國ISM製造指數逾6個月呈現萎縮狀態，顯示整體經濟環境仍偏弱，能源的實際需求也相對平淡，不過，能源需求存在高度的季節性，隨傳統夏季出遊旺季來臨，加上庫存將逐步回落，提供油價底部支撐。

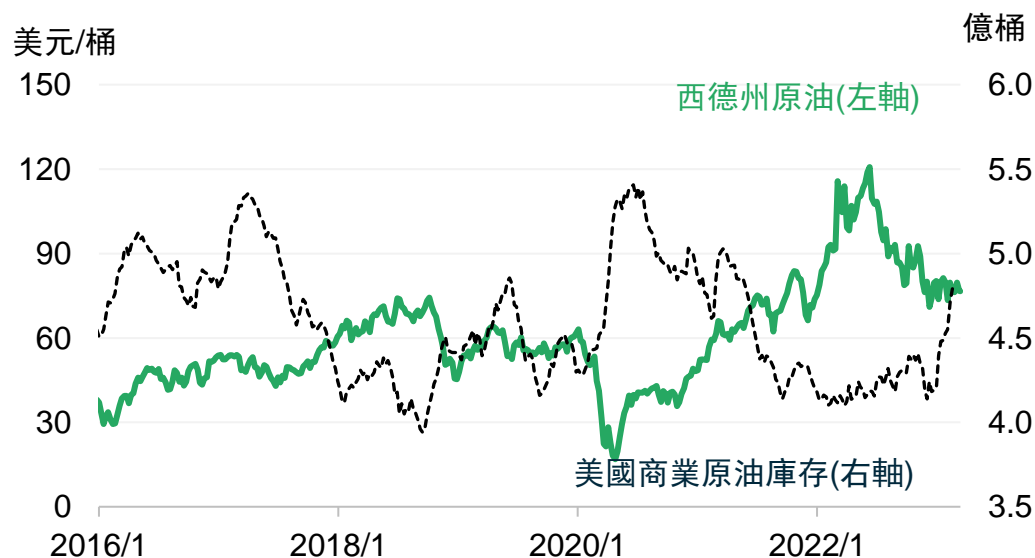
供給：2022年的俄烏衝突，導致油價飆漲，但為了抑制油價，OPEC與EIA相繼增產或釋出戰備石油來穩定油價。不過，隨著油價回落，美國能源署可能開始回補戰備石油，OPEC也轉而適度減產，以避免油價過低。**整體而言，油市供需漸趨平衡，研判區間震盪。**

景氣活動仍偏弱, 不利油價大漲



資料來源：Bloomberg。

夏季用油回升, 有利庫存回落



資料來源：Bloomberg。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1

TEL: 8722-6666