

## 2023全球總經趨勢與市場展望

2022年全球金融市場歷經了俄烏戰爭所引起的原物料高漲，再加上新冠疫情期間各國政府與央行相繼推出史上最大貨幣寬鬆與經濟刺激政策，導致歐美等主要已開發國家通膨高漲，使得美國聯準會及歐洲央行皆施行緊縮貨幣政策，加大升息幅度且多次升息3碼並調高基準利率的目標值，而美國聯準會甚至表示，不惜經濟受到壓抑，也將持續緊縮，直到通膨回落至接近2%的長期目標，市場擔心政策過度收緊使得美國經濟步入衰退的風險，經濟前景不佳、各項經濟數據大幅下滑，嚴重影響全球股匯市表現。

### 當前的經濟情勢，如何避險增益

因此，首先須釐清在面對當前的經濟情勢下，究竟對的市場在哪裡。回顧今年以來，金融市場的動盪，追根究底可以歸納三個主要的風險事件，包含俄烏衝突、中國經濟下行和全球高通膨，而這三個風險事件不僅彼此互相關聯，未來也可能持續影響著金

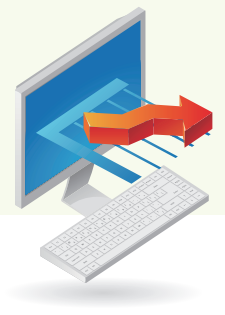
融市場，絕對不容忽視，想要選擇對的市場，就必須先擺脫這三個風險。

上述三個風險事件中，受俄烏衝突影響最嚴重的區域，莫過於歐洲，年初以來，俄烏衝突導致歐洲天然氣價格飆升，工業部門需求因此遭受壓抑，而現今也因為戰事延宕，全歐洲面臨冬季天然氣斷炊的壓力。國際能源署先前曾經推估，歐洲相關的節能措施可以讓歐洲發達經濟體全年的天然氣需求減少10%，若再加上液化天然氣的供應，今年冬天有機會能安然度過，然而拉長時間來看，若俄烏衝突遲遲未決，則歐洲能源供應的可持續性必定受到質疑，明年市場仍會擔憂地緣政治增加能源短缺風險。而近期歐洲央行官員也指出擔憂能源問題加劇經濟減速壓力並增加通膨上行風險。國際貨幣基金組織（IMF）10月公布的最新《世界經濟展望》（World Economic Outlook）報告指出受到地緣政治風險的不利因素干擾，將歐洲2023年經濟成長率預測從7月時預估的1.2%下調至0.5%。

表1、IMF GDP預測

年度	2022		2023	
	7月預測 (%)	10月預測 (%)	7月預測 (%)	10月預測 (%)
歐洲	2.6	3.1	1.2	0.5
美國	2.3	1.6	1.0	1.0
臺灣	3.2	3.3	2.9	2.8

資料來源：國際貨幣基金組織（IMF）；資料日期：2022.07~2022.10



此外，中國為防堵疫情擴散採取之封控措施，抑制生產與消費動能，而中國的出口不振，對全球製造業更是一個警鐘；中國今年因為疫情反覆，政府的清零政策演變成衝擊內需，對經濟不利的封控措施，外加爛尾樓停貸斷供、水旱災和限電等問題，都削弱了中國的經濟增長動能，而根據亞洲開發銀行9月公布的預測顯示，今年中國經濟增長不僅持續下修，也可能是近30多年來首次低於亞洲開發中經濟體平均的一年，而伴

隨著中國的經濟前景不明朗，連帶影響部分新興國家的經濟展望可能也不容樂觀，如果同時考量地緣政治因素的不確定性，和成熟國家的緊縮貨幣政策對新興市場的資金壓力，使得短期內對新興市場的投資布局，應該抱持審慎態度。

在今年多事之秋各種負面事件衝擊下，使得全球經濟成長率由正成長逐漸下滑為低度成長，甚至可能步入衰退疑慮。

表2、亞洲開發銀行9月GDP預測

地區	年度	2022		2023	
		4月預測 (%)	9月預測 (%)	4月預測 (%)	9月預測 (%)
新興亞洲		5.2	4.3	5.3	4.9
中國		5.0	3.3	4.8	4.5

資料來源：亞洲開發銀行；資料日期：2022.04~2022.09

### 2023年的投資驅動力

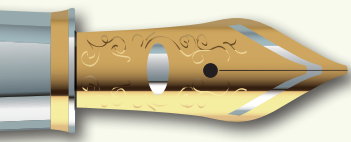
展望2023年，國際貨幣基金組織（IMF）預估全球及多國經濟成長率，現階段估計2023年仍能避免經濟衰退的陰霾，但成長率大多數國家將較今年呈現下滑（如表

3），僅新興市場後續經濟成長表現展望仍佳，而全球國家經濟成長率預估可達到2.7%的正成長，而新興市場2023年經濟成長率預估可達3.7%，尤其中國與印度經濟成長率預估皆可達4%及6%以上，為表現最佳的地區。

表3、國際貨幣基金會(IMF)今明兩年全球經濟成長預測

GDP 增速	2022	2023
全球	3.2%	2.7%
成熟國家	2.4%	1.1%
美國	1.6%	1.0%
歐元區	3.1%	0.5%
日本	1.7%	1.6%
新興市場	3.7%	3.7%
中國	3.2%	4.4%
印度	6.8%	6.1%
臺灣	3.3%	2.8%

資料來源：IMF；資料日期：2022.10



經濟之外，市場目前最關心的仍是全球性的通膨以及相應的央行貨幣政策。在主要央行中，除了日本央行仍在貨幣寬鬆外，加拿大與澳洲算是這波升息的領先者，大致上也已經看到通膨反轉向下的態勢，因此也可預見將是較早結束及放緩升息的國家。而美國在2022年第四季有望看到通膨開始減速，也開始要放緩升息的步調，在近期CPI下降幅度大於市場預期，聯準會官員相繼釋出放緩升息步伐訊號，市場對於FED升息預期明顯降溫，美債殖利率及美元指數同步大幅回落，市場風險情緒可望恢復，但在明年第一季結束前仍不會停止升息。至於歐元區和英國通膨尚在上升階段、甚至屢創新高，升息仍會持續，使得歐元區2023年經濟相對疲弱，能否不論經濟前景堅持緊縮至壓制通

膨，恐有困難。

近期發布美國聯準會FOMC會議記錄，內容顯示絕大多數官員認為放緩升息速度將是合適的，理由是貨幣政策影響經濟活動的時間落差與規模存在不確定性，許多官員認為終端利率可能比先前預期更高。由於貨幣政策的滯後性與對經濟與通膨的影響，以及累積的緊縮幅度如何影響消費者支出與企業招聘活動，多位官員認為，放緩升息能讓美國聯準會觀察政策目標的進展。現今市場定價美國聯準會終端利率（如表4），12月FOMC放緩升息至2碼的機率為75.8%，並預期2023年2月續升2碼、3月再升1碼，終端利率水準為5%~5.25%之間，同時預期美國聯準會會在2023年9月啟動降息。

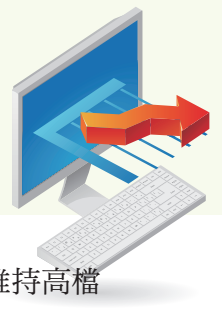
表4、市場定價美國聯準會終端利率表(機率)

Meeting date	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2022/12/14	0.0%	0.0%	75.8%	24.2%	0.0%	0.0%			
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	34.0%	527.0%	13.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	39.5%	41.2%	9.4%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	32.5%	40.8%	16.9%	2.2%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	30.5%	40.1%	18.8%	3.4%	0.2%
2023/7/26	0.0%	0.0%	1.2%	11.1%	32.2%	36.4%	16.1%	2.8%	0.1%
2023/9/20	0.0%	0.3%	3.8%	16.6%	33.3%	31.1%	12.7%	2.1%	0.1%
2023/11/1	0.2%	2.0%	10.2%	24.9%	32.2%	21.9%	7.4%	1.1%	0.1%
2023/12/13	1.3%	7.1%	19.3%	29.5%	25.8%	12.9%	3.5%	0.5%	0.0%

資料來源：CME FedWatch Tool；資料日期：2022.11

由於放緩升息態勢明確且升息循環已來到尾聲，對金融市場股/債市的衝擊亦將逐步消退，以過往經驗分析在金融市場經歷大幅修正後，且來到升息末段，股/債市通常提早反應落底，依研究機構資料顯示，市場共識2023年美國S&P500企業獲利仍將維持正成長，另觀察現今債券市場投資等級債殖利率為5.5%以上、美國非投資等級債亦高達9%殖利率，在升息循環尾聲且企業獲利仍為正

成長之際，債券的高殖利率具高投資誘因，而股市在2022年一波修正後，由於企業獲利為正成長，且美國聯準會將放緩升息有利股市評價修復，2022年第四季股市已反應可能溫和衰退而下跌修正之合理滿足點，故投資價值浮現為中長期投資布局的好時點，展望2023年，通膨可望開始降溫、美國聯準會放慢升息速度至停止升息以及經濟軟著陸，將成為未來的投資趨動力。



## 投資布局原則

### 一、選擇對的市場

第一個投資布局的原則，是選擇對的市場，在排除俄烏衝突和中國經濟下行的風險之後，相對樂觀的投資區域已經呼之欲出，從年底到明年，投資人可以觀察美國以及大家最熟悉的臺灣市場，從通膨風險來看，美國聯準會斬釘截鐵式的升息，解決通膨的決心相當明確，而根據聯準會9月的利率點陣圖與經濟預測顯示，至年底時美國政策利率會達到4.5%的位置，而引導通膨在明後年回落，並且讓本次的升息循環邁入尾聲。而溫和的通膨和升息循環的結束，對於經濟前景的意義在於消費信心的復甦，當美國的終端消費需求回溫，將連帶讓臺灣出口製造業的庫存壓力獲得緩解。

預期在未來一個季度內，市場對於通膨下降、升息結束的預期會愈加明確收攏，因此美國或臺灣市場，相對於全球其他地區，可望優先從當前的築底階段回升。

(一) 美國聯準會將持續緊縮貨幣政策以使通貨膨脹成長率達到目標水準

2022年美國股市大幅下跌，主要因美國通貨膨脹成長率明顯攀升，且美國聯準會大幅緊縮貨幣政策，包括持續大幅升息與加快縮減資產負債表規模，而美國聯準會於2022年09月公布最新貨幣政策決議，預估2022年底與2023年底美國聯邦基金利率各為4.25%-4.50%與4.50%-4.75%，雖然美國聯準會主席鮑威爾表示，最快將於2022年12月貨幣政策會議中放緩升息

程度，但目前美國通貨膨脹成長率維持高檔水準，本次美國聯準會升息循環終點利率可能至少達到5.00%，顯示美國聯準會將於12月貨幣政策會議中上調2023年美國聯邦基準利率預估值，此外，美國聯準會將持續縮減資產負債表規模以控制高通貨膨脹風險。

目前利率期貨預估美國聯準會將於2023年第一季與第二季各升息2碼與1碼，聯邦基準利率將達到5.00%，但2023年美國經濟成長可能有衰退風險，美國聯準會可能於2023年第四季降息以改善美國經濟成長動能。

### (二) 美國股票市場

受到美國高通貨膨脹風險與美國聯準會大幅升息影響，市場預估2023年美國經濟與標準普爾500指數企業獲利成長動能將明顯下滑，其中2023年美國經濟成長率將由2022年1.8%下滑至0.4%，標準普爾500指數企業獲利成長率將由2022年5.7%下滑至3.5%，此外，若2023年高通貨膨脹風險沒有大幅改善，美國聯準會可能將持續升息，美國經濟與標準普爾500指數企業獲利成長率將有下修風險，預估2023年美國股市表現將延續2022年大幅震盪走勢。

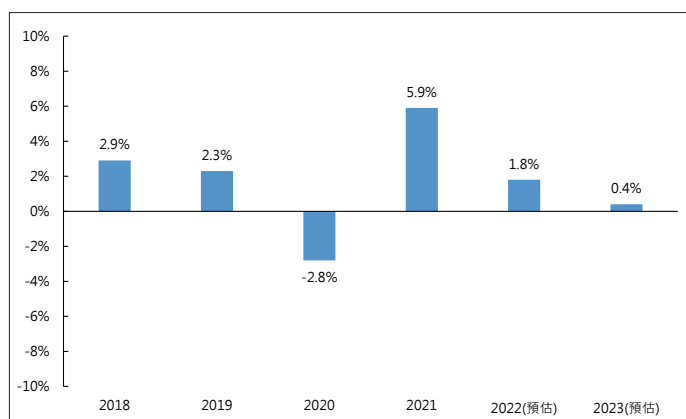


圖 1、美國經濟成長率

資料來源：Bloomberg、富邦投信整理；資料日期：2018~2023(預估)

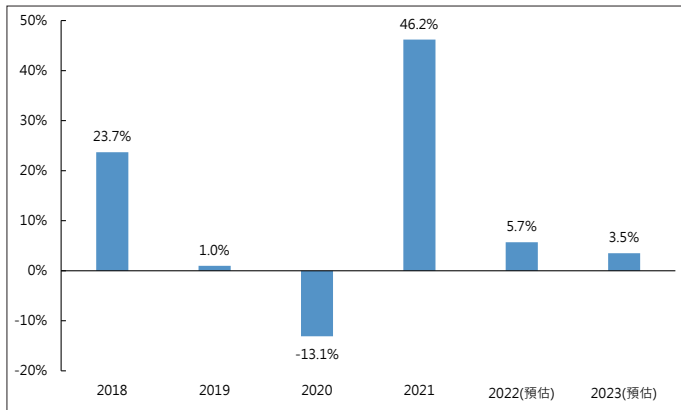
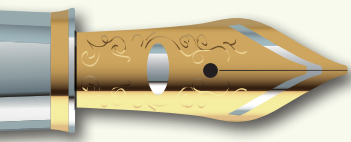


圖 2、標準普爾 500 指數企業獲利成長率  
資料來源：Bloomberg、富邦投信整理；資料日期：2018~2023(預估)

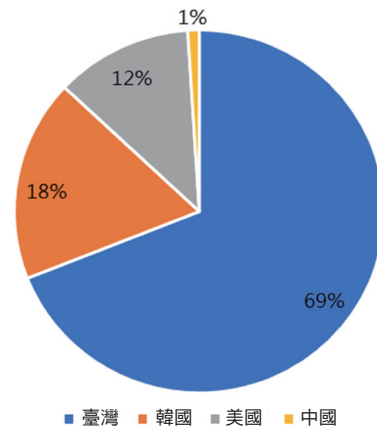


圖 3、2025 年晶圓製造先進製程產能占比  
資料來源：Trendforce；資料日期：2022.08

## 二、關注具有成長潛力的科技業

目前認同的潛力產業，依然是臺灣和美國的科技類股。雖然年初以來，因為升息預期的打壓，使科技類股表現震盪，科技創新的投資價值受到部分投資者質疑，然而全球大趨勢，並不是央行短期的貨幣政策可以扭轉的，否則科技類股的價格走勢也不會在歷經多次的升息循環後，依然持續創高。

回顧疫情期間，新的生活型態推進科技應用的過程，展望未來，從臺灣的半導體，到工業自動化，進而到全球不同的終端應用，例如電動車和先進醫療，在未來數十年間，這些產業需求不易趨緩，相反的，科技創新的需求會持續受到不同事件的刺激，保持長期增長潛力。

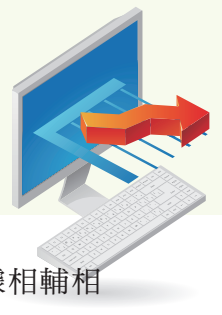
從基本面來看，後疫情時代，半導體已成為各國互相爭奪的戰略資源，根據國際半導體產業協會預估，今年全球前端晶圓廠設備支出總額將會達到990億美元，換算年增幅達9%，並且連續3年創高，而設備投資的增長，除了反映半導體廠商持續看好產業前景外，也代表了產業的成長動能；臺灣在半導體產業則持續居於關鍵戰略地位，壟斷晶

圓製造先進製程，預估到2025年臺灣在全球先進製程的產能占比將接近70%。

年初以來，科技類股的評價已經充分調整，臺灣、美國大型成長股的本益比都來到了歷史區間下緣。以台積電為例，預估今年底本益比大約會落在12至13倍之間，低於疫情爆發前的水準，另外，美國的蘋果公司，預期本益比也會修正到疫情前的水平。在升息循環邁入尾聲的背景下，無論是從長期成長趨勢出發，抑或是評價面的角度，都應續抱潛力產業。

## 三、抗通膨、抗波動的收益型資產升溫

今年以來，美聯儲的政策利率從年初0至0.25%的水準，大幅升息至年底時高機率會調整到4.5%的水平，而在整段升息循環的過程中，不僅各天期的公債殖利率被大幅推升，也一併推升了各類資產的收益率水準。以美國十年期公債為例，下半年以來，公債殖利率大部分時間均落在3.5至4%之間，從歷史來看已經是近10年高點，而且這個收益率水準在去年某些時候，是投資非投資等級債券才可能達到的，而現在不必承擔過多的信用風險，就可以



從美國公債獲得接近4%的收益率，如果再進一步考慮到升息循環步入尾聲，並即將結束的情境，隨著通膨逐漸回落，預期當市場利率反轉向下的時候，還能因為債券價格上漲獲得額外的資本利得收入。

#### 四、結合量化指標與關鍵數據做好風險監控

第四個投資布局的原則，是做好投資組合的風險監控，有效的風險監控方法，能夠控制投資組合的波動度，進而縮小下檔風險。以富邦投信為例，其投資團隊經多年測試，結合眾多市場風險因子，建構了GRI全球風險指標，協助投資團隊進行多空判斷，另外，也根據股債波動度的即時數據，開發了股債VIX共生模型，針對市場異常的波動示警。除了上述的量化方法，投資團隊也會利用關鍵數據做為監控方法，直接觀察投資組合本身的波動度變化，例如當帳戶淨值波動度持續偏高達兩周以上，則應調降持倉水

位因應。透過量化指標與關鍵數據相輔相成，做好風險監控，在訊號紛亂的投資市場當中，臨危不亂。

#### 結論

2022年初以來各國通膨持續上行，連帶使得通膨預期也頻頻上修，導致全球大多數成熟國家的央行須大幅升息以打壓通膨，進而造成金融市場的動盪不安，也令投資者擔憂經濟衰退是否即將到來。但樂觀來看，無論股市、債市，各類資產的價格，在歷經今年以來大幅度的修正後，評價面似乎已經來到適合入手的時間點，再樂觀一點，市場也預期這次的升息循環已經接近尾聲，新一輪的投資機會或許即將到來，根據目前的總體經濟情勢與對市場的展望，未來的投資布局應該掌握的四個原則分別是：選擇對的市場、續抱潛力產業、加碼收益型資產，和做好風險監控。

#### 投資小教室

傳統的收益工具有公債、投資等級債和非投資等級債，而除了債券，收益資產還包括特別股，從信用品質的角度，特別股發行人多數體質穩健，信用等級也多數優於非投資等級債的發行人，此時正當成熟國家施行緊縮貨幣政策，資金面持續承壓，而信用利差仍有擴大的風險時，特別股將會是一個兼顧收益與信用品質的投資標的，而且收益率水準和非投資等級債的收益率其實也相距不遠。

投資收益型資產的目的不單只是為了獲取收益，從策略的角度，理想的收益資產還必須具有降低投資組合波動的功能。而在各式各樣的收益策略裡，最能夠直接地降低持股波動，又能獲得收益的策略，即為權利金增益策略，也可以稱之為掩護性買權策略，操作方式是透過賣出連結股票或股票指數的買權，不僅對股票或股票指數形成避險，降低波動的同時也能獲取買權權利金，而這個收益來源的另一個特色是權利金會隨著市場波動的擴大而提高，在股市震盪的階段，可以善用權利金增益策略，降低投資組合的波動，同時也增加收益。