



MARCH 2023

# MONTHLY INVESTMENT OUTLOOK

3月份投資展望



UNION BANCAIRE PRIVÉE

## 3月投資展望

# 凝聚市場預期

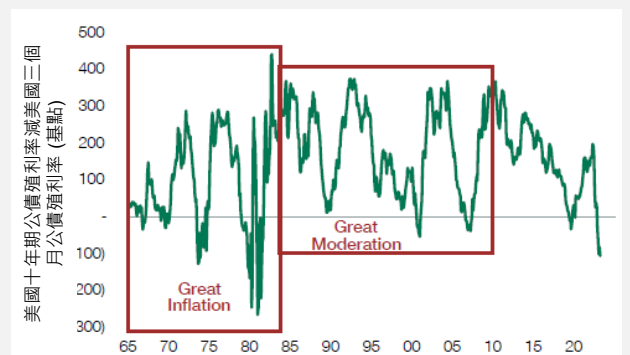
- 新的通貨膨脹擔憂導致風險性資產表現分歧，全球股債市回吐部分漲幅。
- 美國就業數據和零售銷售較預期強勁，通膨數據高於預期，市場開始削減今年下半年開始降息循環的期待。而當市場預期升息循環將持續至年底，代表市場預期景氣衰退的可能性降低，反而景氣將持續增長。
- 而這使導致市場震盪的分歧共識開始凝聚。預期市場將持續評估經濟成長與通貨膨脹之間的拉鋸。
- 二月份時美國利率回升，顯示市場開始認為高於目標的通脹環境將持續至年底。
- 隨著殖利率回升，我們結束了減碼美元存續期間的部位。雖然推升通膨的潛在因子仍在，美國十年期公債殖利率仍有上升的可能，在目前長期通膨預期接近3%的情況下，將提供逐漸建立存續期間曝險的機會。
- 而當市場持續重新評估景氣成長與通貨膨脹之際，美歐實質利率上升，加上企業盈利前景惡化，我們仍對股市保持保守態度。但跟債市一樣，市場重新評價時將提供戰略性的投資機會。
- 歐元區也開始了景氣、通膨與政策間的拉鋸，採購經理人指數顯示企業獲利預期維持穩定，同時預期歐洲央行持續升息將帶來影響。
- 雖然二月時意外強勁通膨數據擊退美元熊市，但歐元區通膨與利率看揚的預期下，我們仍較偏好看多歐元相對於美元。

### 聯邦利率市場目前開始反應1990年代通膨長存的环境



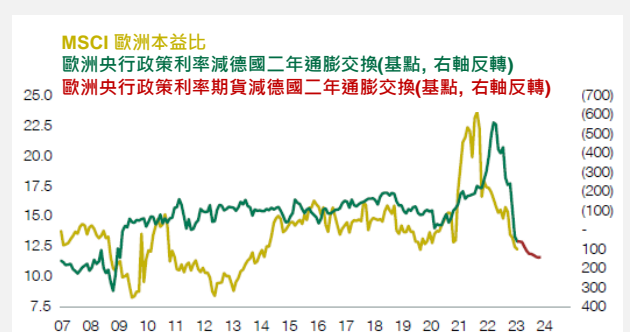
資料來源：Federal Reserve Banks of Cleveland and Atlanta, Bloomberg Finance L.P., UBP. \*using FRB Atlanta Wu-Xia Shadow Fed Funds rate

### 殖利率曲線反轉，顯示美國十年公債殖利率仍有上升空間



資料來源：Federal Reserve Bank of St. Louis, Bloomberg Finance L.P., UBP

### 歐洲利率走升壓抑市場，但PMI回升顯示獲利預期仍穩



資料來源：MSCI, Bloomberg Finance L.P., UBP

## 謹慎發掘戰略投資機會

### 總體經濟 / 資產配置

- 已開發市場經濟活動較預期強勁，但通膨壓力並未消退。中國動能回升，上半年有望強力復甦。
- 已開發市場通膨年增率已有下降趨勢，但月增率顯現較緩慢的成效。
- 為了有效控制通膨，預期央行仍需進一步升息並維持緊縮的政策。
- 因此，當實質利率持續走升，影響估值而壓抑獲利表現，我們仍對股票維持保守態度。
- 在固定收益方面，我們維持以債券利差做為投組表現的主要驅動力。

### 固定收益

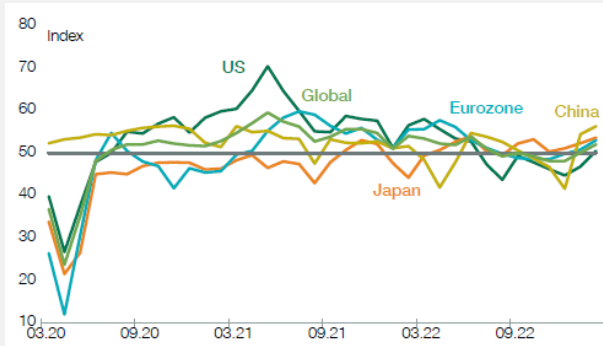
- 政府央行持續利用升息打擊通膨，因此政府公債仍有殖利率看升的風險。
- 即使如此，債券仍較股票提供較佳的風險回報。
- 固定收益資產中，債信仍較受偏好。當通膨開始出現下降趨勢，將是建立較長存續期間部位的時機。

### 股票/另類投資

- 當獲利預期持續下修且市場流動性緊縮，我們認為股票市場短期間提供較低的上漲空間。不論在企業獲利或估值面評估，我們認為非美股票優於美國股票。
- 市場維持震盪，避險基金策略將有助於產生超額回報。高利差和高波動，以及個別債券表現差異分歧時，將有利於債信多空投資策略表現。

### 服務業信心回升

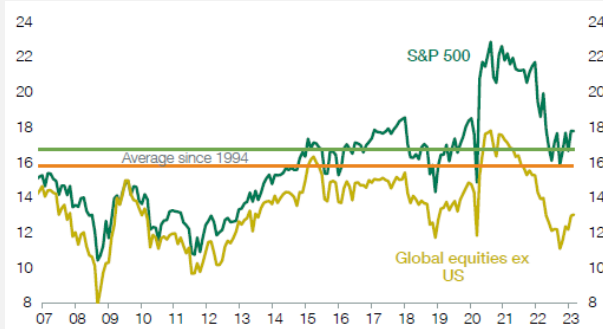
服務業企業信心



資料來源：S&P Global

### 估值面評估有利非美股票表現

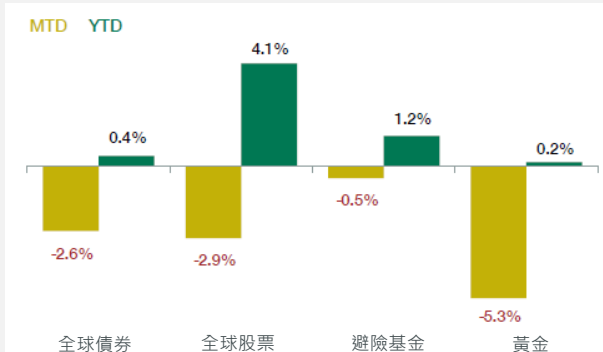
S&P500與全球股市(排除美國)12個月預期本益比



資料來源：Refinitiv, BofAML, UBP

### 二月份所有資產類別表現受挫

主要資產類別表現



表現皆計算至2023/02

資料來源：Refinitiv, UBP

# 景氣衰退糾纏已開發市場

## 關鍵要點

- 2023年經濟預期溫和成長，主要受惠於亞洲經濟活動復甦，但成熟市場應將相對疲弱。
- 美歐在上半年仍有景氣衰退的風險，中國經濟成長應開始加速。
- 已開發市場名目通膨應將會開始下降，但核心通膨可能較頑固。預期至今年底已開發國家通膨可能維持在3.5%~4.0%的區間。
- 聯準會和歐洲央行在第二季仍有可能繼續升息，推升終點利率預期，並視核心通膨和勞動市場數據調整步伐。

## 美歐難甩景氣衰退糾纏

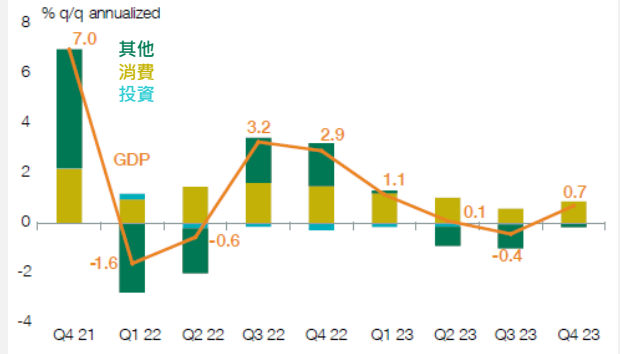
- 受惠於強勁勞工市場、可持續的收益、服務業活動活躍和消費者信心回升，美歐經濟活動仍較預期韌性。
- 但房市持續萎縮，製造業持續面臨瓶頸，且服務業通膨並未降緩，引起市場對央行政策的隱憂。
- 預期央行將持續採取緊縮政策，已開發國家當地消費需求應將開始放緩。消費降低和投資疲弱，可能在未來數季中引發季度性的經濟停滯或技術性經濟衰退，同時原油供給和地緣政治仍存風險。

## 中國開放重迎成長需求

- 在農曆新年消費增長和消費信心復甦助益下，中國重新開放市場，經濟活動重拾動能。預期在新的全國人民代表大會政策支持下，將可刺激當地需求和經濟成長，並且穩定房市。
- 預期其他亞洲國家也將受惠於中國復甦需求及改善的外銷前景。亞洲(中國除外)的通膨應已觸頂，且部分央行如南韓已表示偏向暫停升息。薪資成長有限且供給鏈自中國移出，預期將帶動大量海外直接投資進入亞洲。

## 預期2023年美國經濟成長疲弱

美國GDP - 各產業對GDP貢獻



資料來源：BEA, UBP

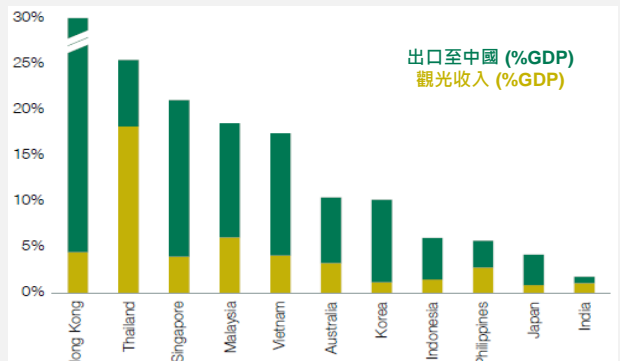
## 預期已開發市場經濟成長疲弱

GDP y/y %	2021	2022	2023
WORLD - MER	5.8	3.0	2.0
- on PPP basis*	6.0	3.2	2.9
USA	5.9	2.1	1.0
Japan	2.3	1.1	1.2
Eurozone	5.3	3.4	0.2
United Kingdom	8.5	4.2	(0.4)
Switzerland	4.3	2.1	0.8
Brazil	5.2	2.7	1.0
Russia	5.6	(3.0)	(3.5)
India	8.7	7.2	6.5
China	8.4	3.0	6.0
Developed countries	5.4	2.6	0.7
Emerging countries	6.4	3.5	4.0

資料來源：UBP - Economic & Thematic Research, Bloomberg consensus. MER: market exchange rates; PPP: purchasing power parity

## 預期中國消費需求應將驅動亞洲間貿易

亞洲：中國重新開放的曝險



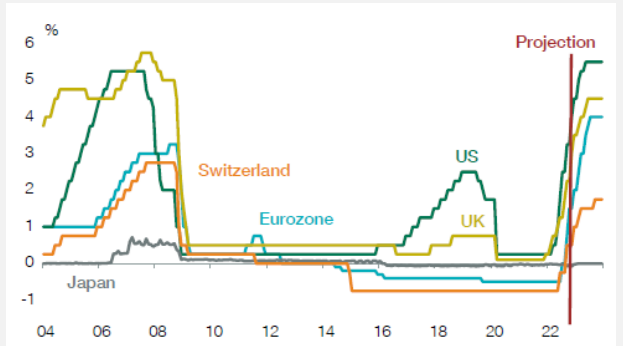
資料來源：National sources, World Tourism Organization, UN Comtrade, IMF and UBP

## 緊縮關鍵利率：過多或不及？

- 市場強勁需求、勞動力緊縮和通膨下降緩慢，皆不斷挑戰全球主要央行政策。
- 全球央行在2022年皆採取積極的緊縮貨幣政策，聯準會升息450點，歐洲央行升息250點，英國央行升息325點。負利率/零利率政策和購債計畫皆因此告終。
- 在過去數季，美歐通膨緩降主因能源價格下降，消費品價格因需求下降而調整。但是服務業需求仍然強勁，且核心通膨仍維持強健，因此距離回到2%目標仍需較長時間。
- 核心通膨欲下降，市場需求動能需進一步走軟，以及勞動市場需要舒緩。在美國，核心服務業價格排除能源仍維持強勁，且因為供給短缺，這些產業的薪資成長再次加速，並脫離市場平均趨勢。在歐洲，勞動市場接近完全就業，並且在通膨上升後，薪資談判也開始浮升。
- 央行的挑戰非常明確，為控制通膨到2%，央行仍須繼續升息。美歐央行皆因擔憂通膨而必須採取較緊縮的政策。為了避免過於緊縮或過於鬆散的貨幣政策，央行將須持續觀察就業數據和經濟活動而持續採取緊縮措施。
- 利率水準預期將持續上升，美國終點利率上看5.5%，歐元區上看3.75%~4%，英國4.5%。緊縮政策預期仍存，或將在核心通膨和就業數據開始下降時暫停。除非勞工市場或房市潰堤，央行應不會輕易開始降息。
- 惟日本央行和中國央行例外。縱使通膨和薪資上升，日本央行將謹守利率上限並依殖利率曲線控制介入公債市場，而注入流動性於市場中。中國央行將持續採取對債信有利的政策，並將注入流動性以刺激經濟活動和穩定房市。

### 預期主要央行終點利率上升

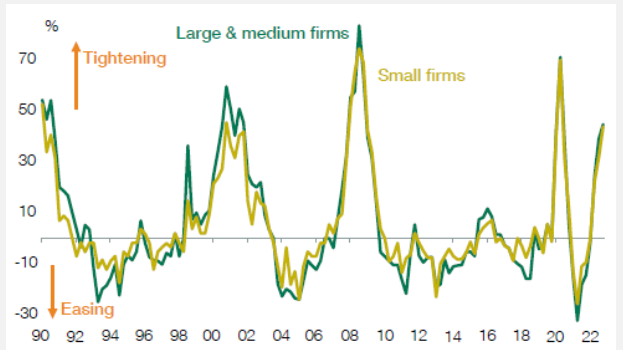
主要央行關鍵利率預期



資料來源：Central banks, UBP

### 緊縮貨幣政策將限縮債信供給

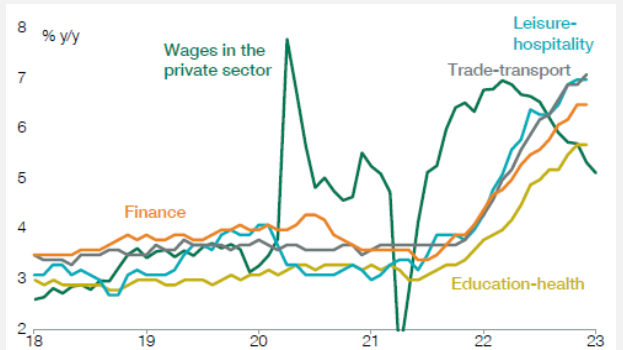
聯準會：銀行業緊縮信貸



資料來源：Fed - Senior & Loan Officer

### 美國部分產業薪資上升恐將刺激核心通膨走揚

美國各產業薪資成長率



資料來源：Fed, BLS

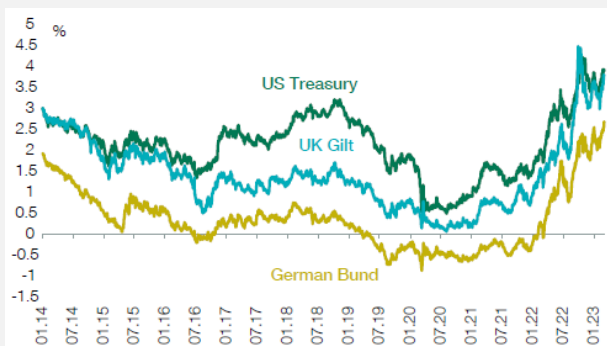


# 持續聚焦於具吸引力的利差

- 因經濟活動強健且通膨下降緩慢，過去二月時公債殖利率大幅反彈。在過去幾個月，市場預期通膨將呈下降趨勢，而將替聯準會鋪下寬鬆政策的後路。
- 但強勁經濟數據與聯準會打擊通膨的決心使債券市場重新訂價，也使市場放棄了今年可能降息的預期。
- 美國聯準會和歐洲央行應將持續升息，且終點利率也較前次預期上升。除非核心通膨出現軟化，央行可能會直暫停升息腳步。
- 因此公債殖利率仍有上揚風險，特別是較晚開始緊縮的歐洲。預期公債市場仍將震盪。
- 當通貨膨脹開始出現走緩跡象，且央行可能暫停升息腳步時，將會是重新建立存續期間部位的時機。
- 由於美歐經濟活動優於預期，債信利差收斂，債券價格反應景氣走緩而非景氣衰退。固定收益市場中，債信仍是偏好的選擇，利差交易仍具吸引力。美債存續期間雖具殖利率吸引力，但仍需著重債信品質。
- 從風險平衡角度觀察，投資等級公司債仍較具魅力。考量美國經濟潛在風險，非投資等級債券利差仍較緊繃。違約率雖預期將緩慢上升，但未有景氣衰退風險，因此上升幅度有限。
- 而在此高利率、高波動和各產業表現不一的環境中，將有利多空債券避險策略表現。預期美元前瞻轉弱，新興市場貨幣和當地債券展望逐漸轉佳。

## 鷹派央行和強勁通膨刺激債券殖利率走升

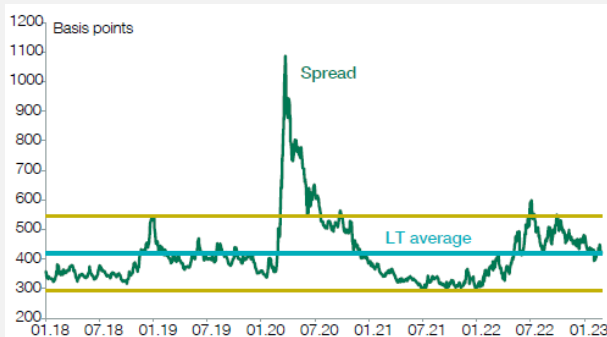
10年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg Finance L.P.

## 美國非投資等級債券利差反應美國景氣僅微幅走緩

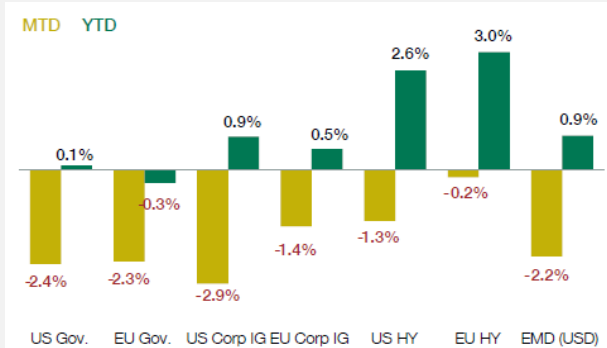
美國 - 非投資等級債選擇權調整利差



資料來源：BoAML, UBP

## 通膨壓力未減，債券市場承壓

固定收益市場表現



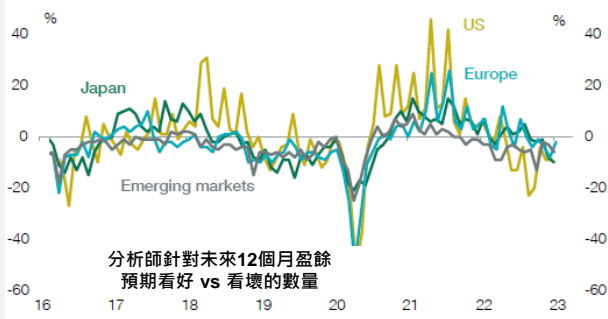
表現皆計算至2023/02  
資料來源：Refinitiv, UBP

# 仍有許多挑戰在前

- 新年開市以來股市表現強勁，但二月進入修正，主因通膨持續不降，導致市場重新評估未來央行持續升息的可能性。
- 第四季財報好壞參半，美國企業獲利動能仍然不佳，歐洲方面稍微好轉，但仍微幅轉負值。整體而言，相對於美國，歐洲企業盈利表現仍優於預期。
- 在新興市場，獲利預期下修加劇，但中國仍相較持平。
- 雖然2022年全球股票EPS成長率預期維持在10%，但2023年成長率已持續下調接近於零。
- 在企業法說會時，大多數的經營管理團隊皆認同經濟逐漸走緩，但對展望並未負面悲觀。絕大多數消費者相關企業皆強調消費者需求仍然強勁。
- 但過去數季持續影響企業利潤的壓力，預期將繼續侵蝕企業獲利。需求消逝和成本不降，暗示稅前盈餘將受到影響，致使未來數月獲利預期仍有持續下調的可能。
- 從技術面觀察，投資人信心和投資組合配置皆已大幅降低熊市的布局，與幾個月前已大不相同，也因此讓市場對於負面消息將更加無助。
- 由於獲利預期可能將持續下修，且通膨較預期頑固，這將使本益比受到壓力，因此我們目前仍維持減持股票市場。
- 領先指標顯示，美國企業將面臨較多的下檔風險，且考量估值面的差異，我們仍較偏好非美股票市場。

## 盈利修正轉負

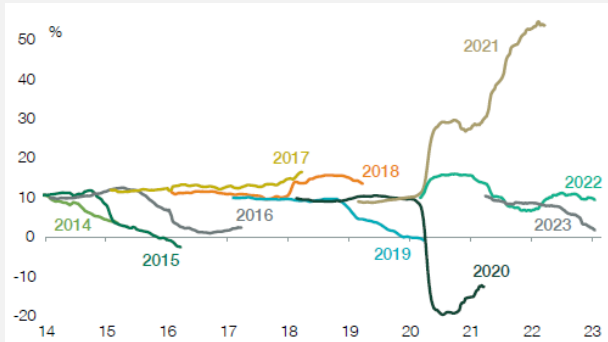
盈餘調整比率：美國、歐洲、日本、新興市場



資料來源：Refinitiv, UBP

## 2023年全球EPS成長率預期下修至零

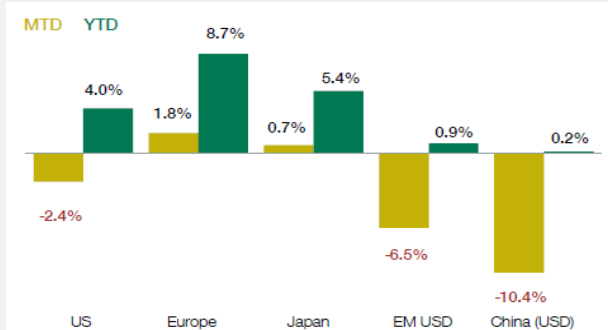
全球股票的市場平均預測EPS成長性



資料來源：Refinitiv, UBP

## 新興市場受災慘重

全球股市表現



表現皆計算至2023/02

資料來源：Refinitiv, UBP

**【瑞聯投顧獨立經營管理】**本境外基金經金融監督管理委員會核准或申報生效在國內募集及銷售，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。**本基金經金融監督管理委員會核准，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜佔其投資組合過高的比重，投資人應審慎評估。**

依中華民國相關法令及金管會規定，境外基金直接投資大陸地區有價證券僅限掛牌上市有價證券，且不得超過該基金淨資產價值之百分之二十，故本基金非完全投資在大陸地區有價證券。投資人須留意中國市場特定社會、政治及經濟等投資風險。投資新興市場可能比投資已開發國家有較大價格波動性及流動性風險也相對較高，且其政治經濟情勢穩定度可能低於已開發家，而使資產價值受不同程度之影響。投資人在進行交易時，應確定已充分瞭解本基金之風險與特性。**投資人於獲配息時，宜一併注意基金淨值之變動。基金的配息及相關費用可能由基金的收益或本金中支付，任何涉及由本金支出的部分，進而將會導致原始投資金額減損，基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，亦不保證每單位配息的穩定性或一定配息；有關基金配息組成項目表已揭露於本公司網站，投資人可至本公司網站 ([www.ubp.com.tw](http://www.ubp.com.tw))查詢。**

本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險及應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知。投資人可至本公司網站( [www.ubp.com.tw](http://www.ubp.com.tw) )或境外基金資訊觀測站([www.fundclear.com.tw](http://www.fundclear.com.tw))查詢。

本資料由瑞聯證券投資顧問股份有限公司提供，營業執照字號: 111年金管投顧新字第022號，電話：(02)2723 6258，地址：台北市信義區松智路1號10樓E室。