



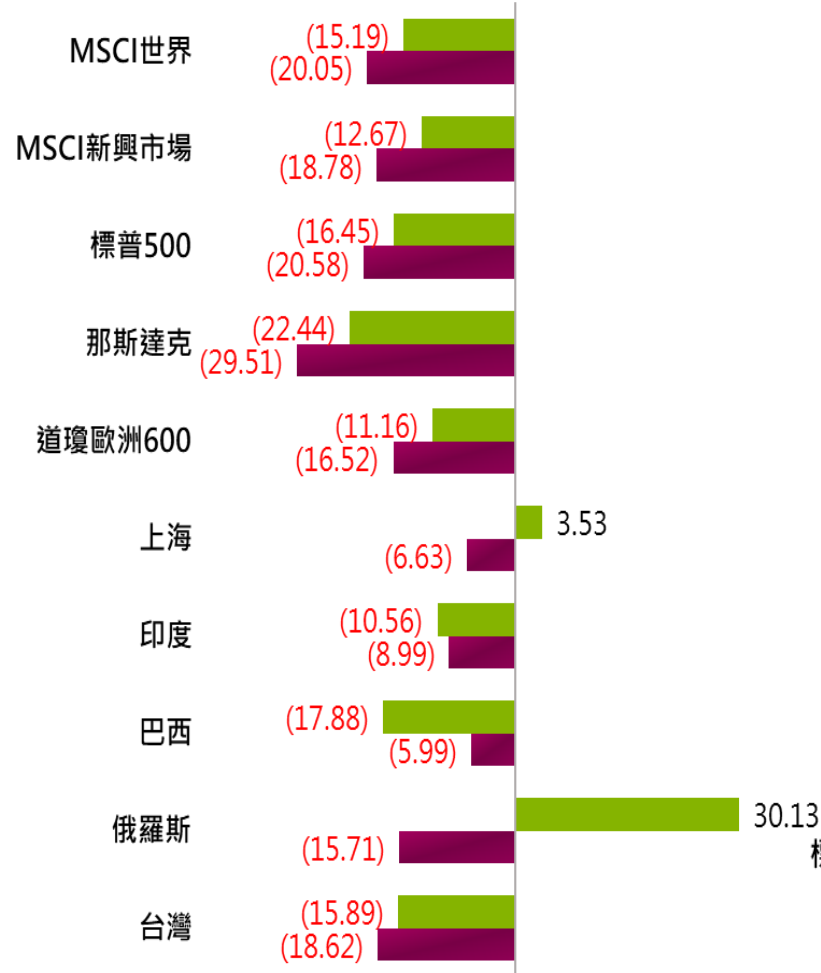
2022年第三季展望與投資建議

2022/6/30

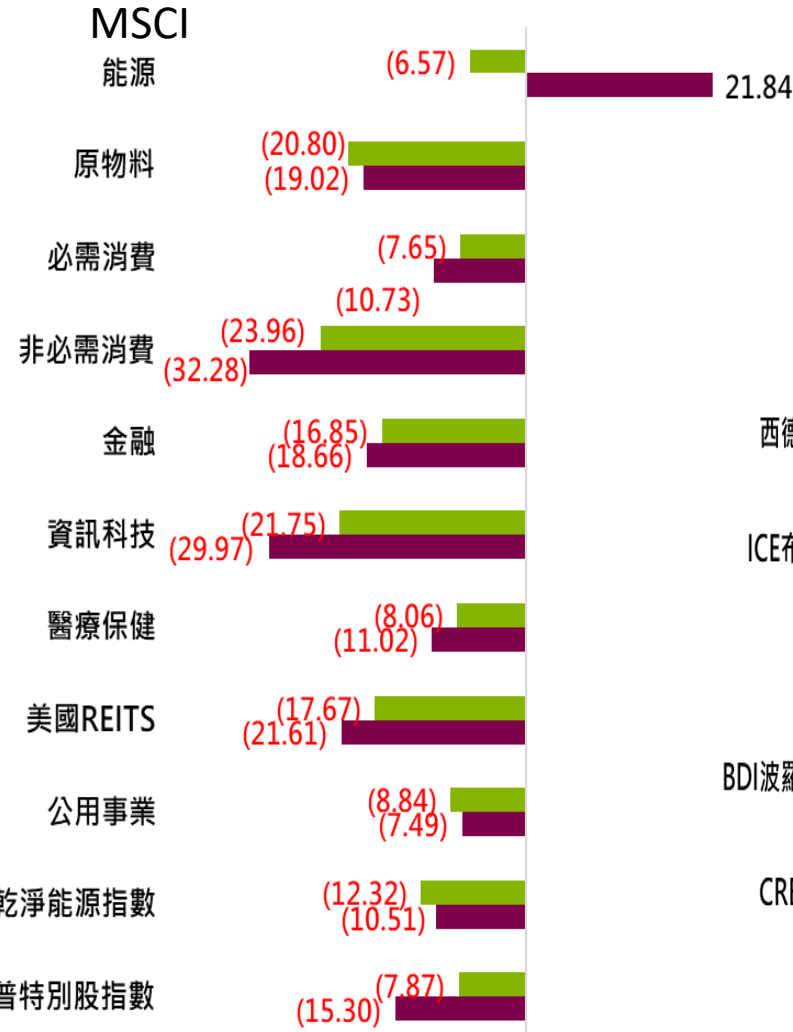
全球股市表現

■ 近3月(%)
■ 年初迄今(%)

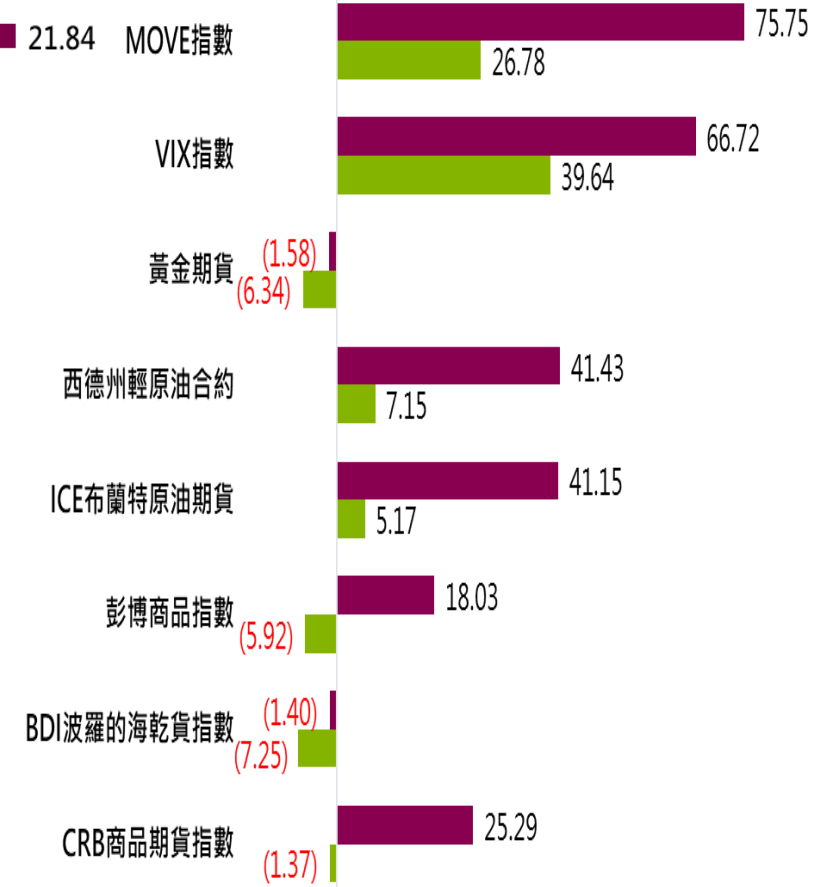
全球股市(%)



產業(%)

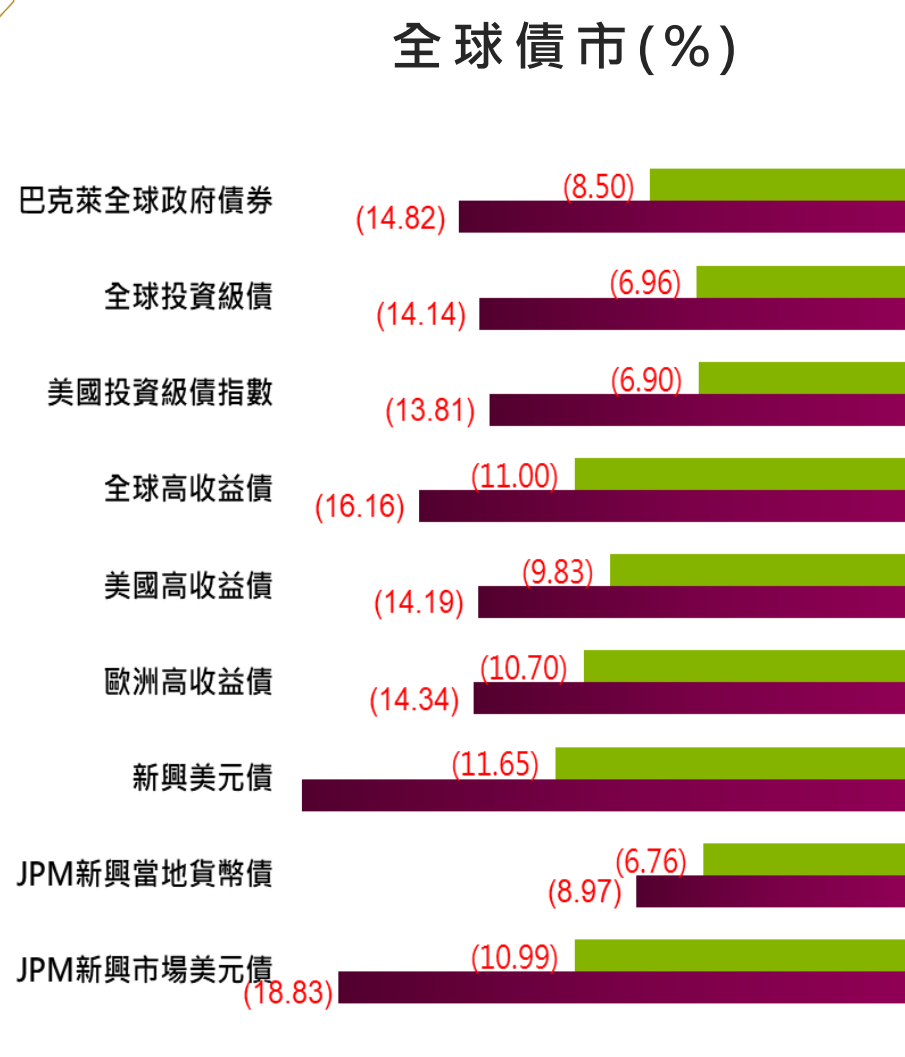


商品(%)



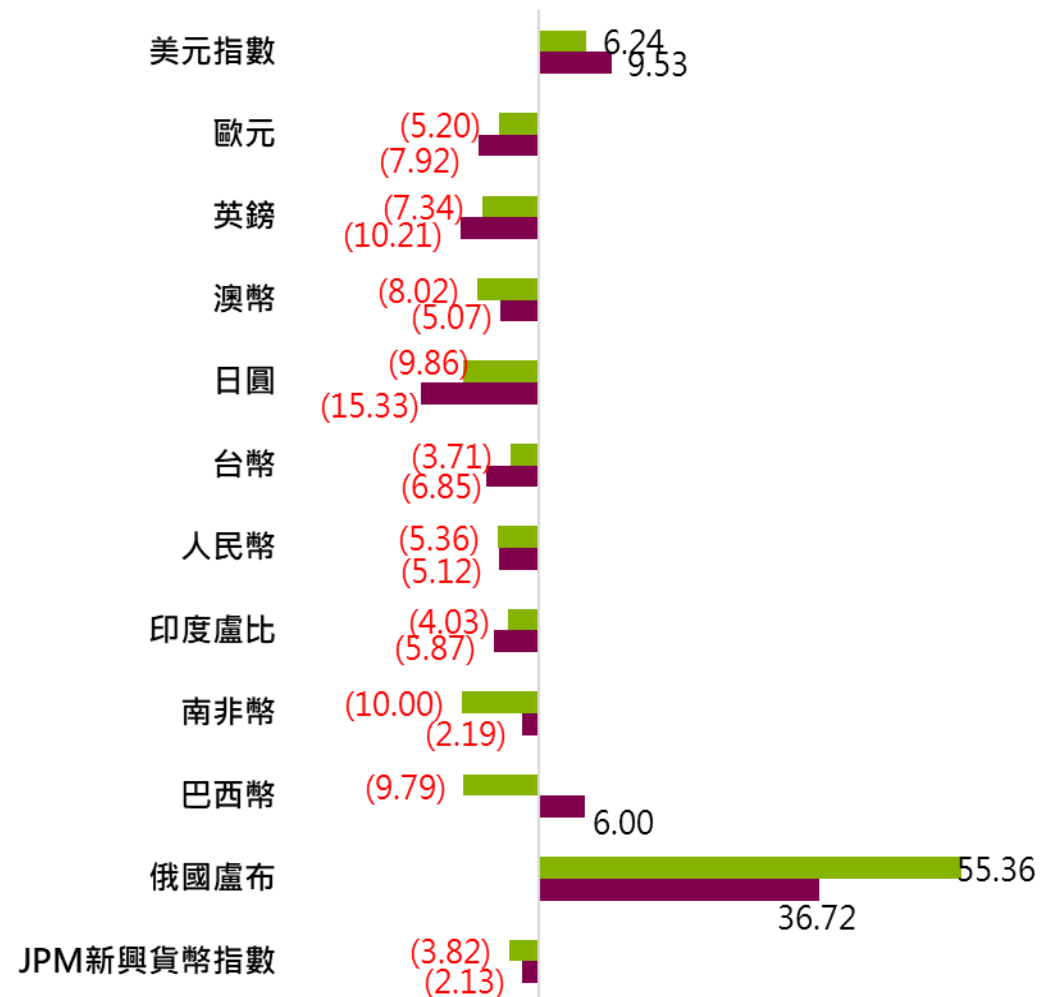
全球債匯市表現

全球債市 (%)



■ 近3月(%)
■ 年初迄今(%)

全球匯市 (%)



2022年Q3市場焦點

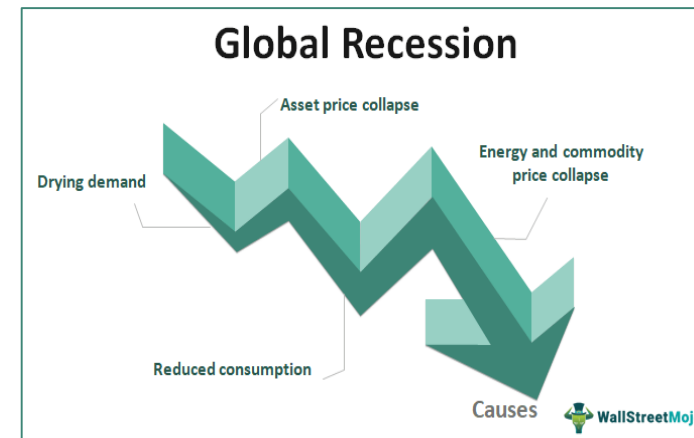
市場反覆在**通膨**—**升息**—**衰退**間震盪調整

資金緊縮

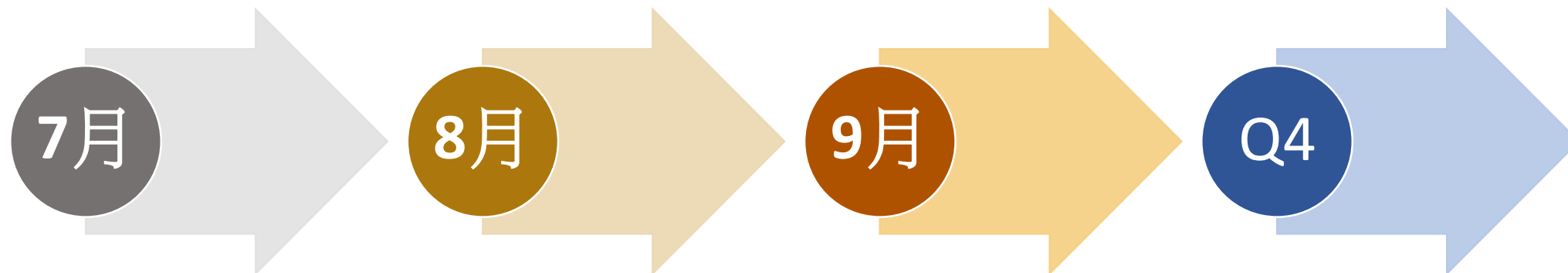
通膨憂慮



經濟放緩



2022年Q3大事紀



- 利率會議：
- ① 7/5澳洲(升2碼)
- ② 7/21歐洲(升1碼)、
- ③ 7/21日本
- ④ 7/26~27聯準會(升3碼)
- IMF 更新全球經濟展望
- 美國企業財報

- 利率會議：
- ① 聯準會Jackson Hole 年會
- ② 8/4英國央行
- 中國共產黨北戴河會議
- 美國國會夏季休會
- 8/11MSCI權重調整

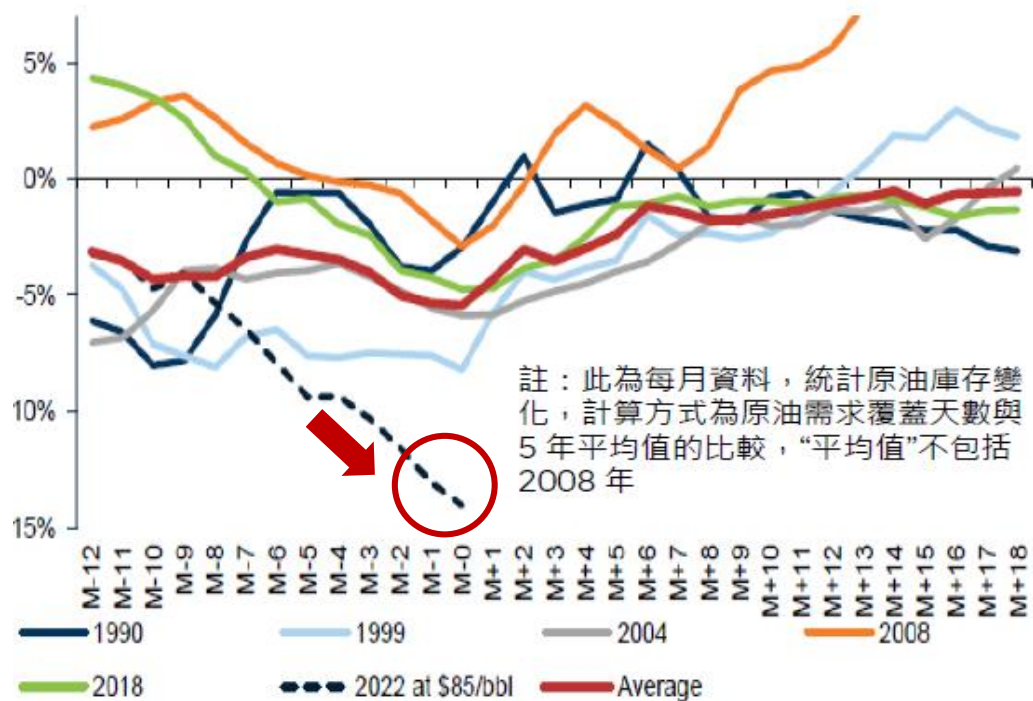
- 利率會議：
- ① 9/8歐洲
- ② 9/15英國
- ③ 9/20~21聯準會+經濟展望
- ④ 9/22台灣
- 返校需求、科技新品上市
- 9/2~6歐洲最大消費性電子展(IFA)

- 10月中共20大
- 10/2巴西大選
- 10月中IMF/世界銀行年會
- 11/8美國期中選舉
- 11月聯合國氣候峰會(COP27)
- 11月中G20領袖峰會

高油價短期難解

- ◆ 供給面：俄羅斯減產(+)、OPEC+產能擴充有限(+)、美國頁岩油商資本支出保守(+)
- ◆ 需求面：中國經濟放緩(-)、替代能源成本下降(-)
- ◆ 政策面：美歐石油禁運(+)、美伊核協(-)、減碳政策(-)

全球原油庫存持續走低



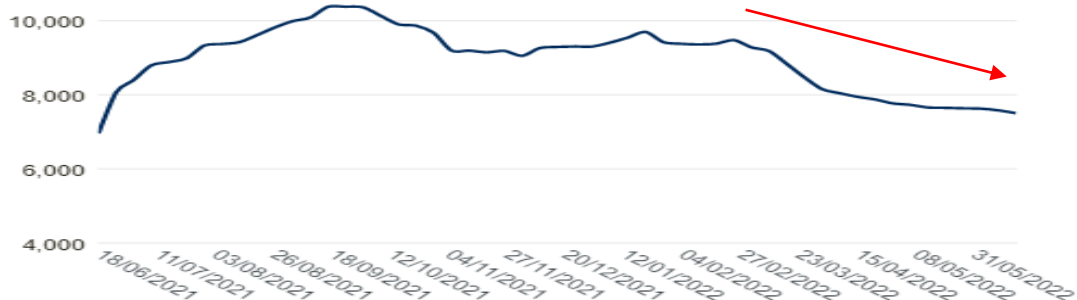
高盛預估布蘭特與西德州原油價格之目標價

	Brent spot			WTI spot			Brent-WTI		
	Spot			Spot			Spot		
	New	Prior	Fwd	New	Prior	Fwd	New	Prior	Fwd
3Q22	140	125	117	137	119	113	3.0	6.0	3.6
4Q22	130	125	110	125	119	106	5.0	6.0	4.2
1Q23	130	115	105	125	110	100	5.0	5.0	4.5
2Q23	130	115	101	125	110	96	5.0	5.0	4.7
3Q23	125	115	97	120	110	92	5.0	5.0	4.9
4Q23	115	115	94	110	110	89	5.0	5.0	4.9
3m	140	125	114	137	119	111	3.0	6.0	3.7
6m	130	125	108	125	119	104	5.0	6.0	4.4
12m	130	115	99	125	110	95	5.0	5.0	4.8

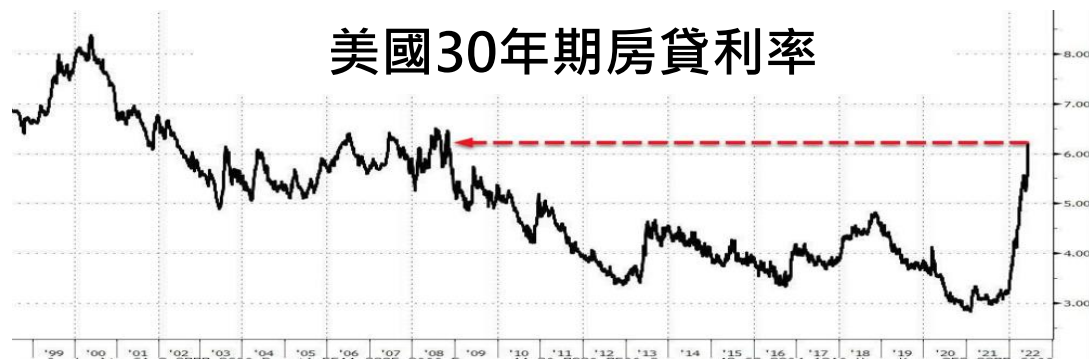
但部分通膨似有降溫跡象

- ◆ 供應鏈瓶頸解決(運價跌、供應商交貨時間縮短)、製造業持續去庫存(晶片價格跌)、農民停止購買迫使化肥價格回落
- ◆ 美國 30 年期固定抵押貸款的平均利率飆升到 6.13%，5月新屋開工、營建許可明顯降溫
- ◆ 主要國家政府積極採取措施應對通膨：美調降對華關稅、聯合國協助烏克蘭糧食出口、調降汽油稅or燃油補貼

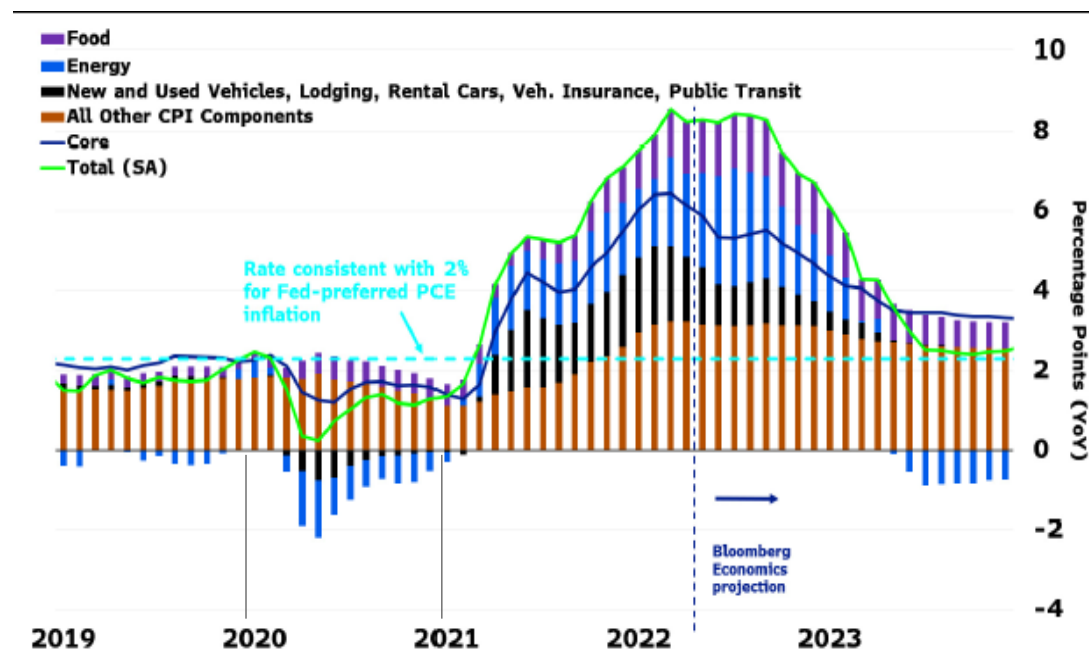
Drewry世界運價指數



美國30年期房貸利率



彭博經濟研究對美國通膨的預測 (通膨見頂時間Q2→Q3)



貨幣政策以控制通膨為先

- ◆ 各國央行動向牽動貨幣強弱及資金流向
- ◆ 經濟、利差、避險等因素仍使美元偏強，但在他國跟進升息下，升勢受限



美國聯準會

- 6月大幅升息3碼，聯邦資金利率1.5~1.75%
- 6月起量化緊縮475億/月
- 利率點陣圖：2022年升息至3.4%，2023年升至3.8%，2024年降息



歐洲央行

- 6月主要再融資利率0%
- 7/1結束購債並計劃升息，若通膨情勢未獲控制，9月將大幅升息



英格蘭銀行

- 6月第5度升息，基準利率1.25%
- 示警第二季經濟將萎縮0.3%
- 預估今年晚些時候通膨率將超過10%，將在必要時採取更有力行動



日本央行

- 基準利率-0.1%，10年期公債殖利率曲線定錨0%
- 沒必要修正超寬鬆的貨幣政策
- 將與政府合作因應匯率波動



中國人民銀行

- 1月、5月調降市場貸款報價利率(LPR)，1年期為3.7%，5年期為4.45%



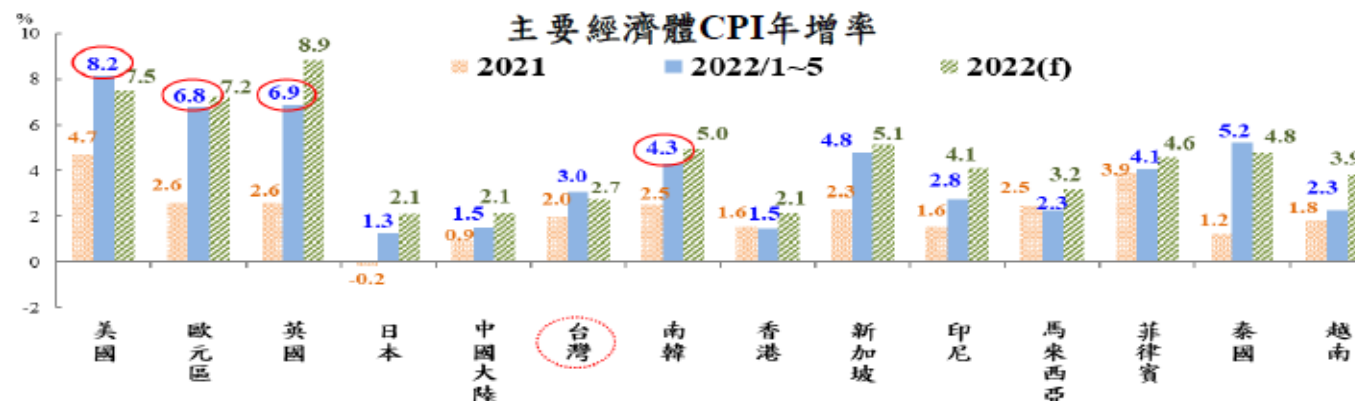
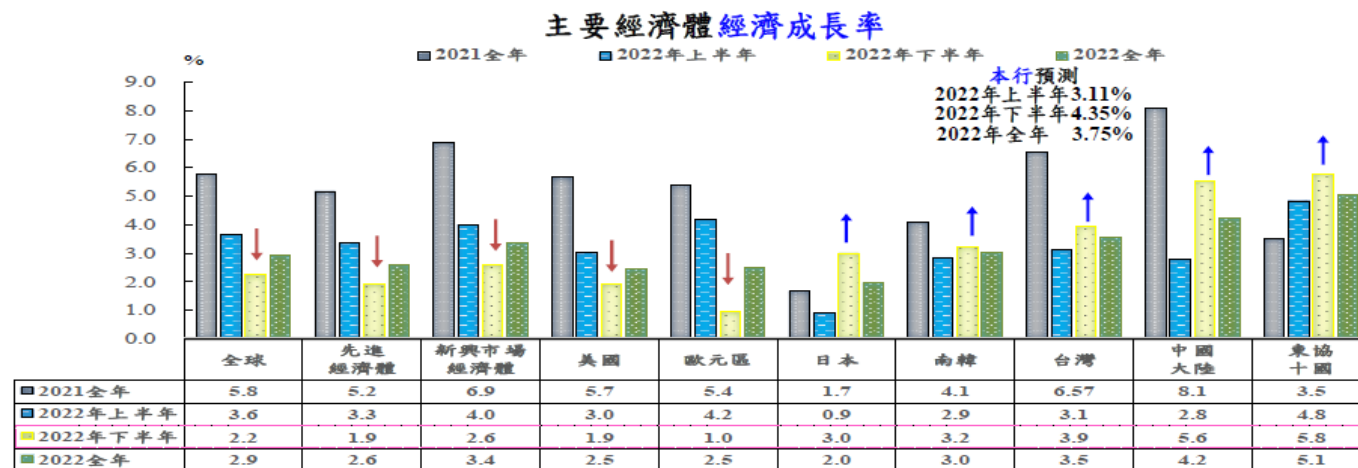
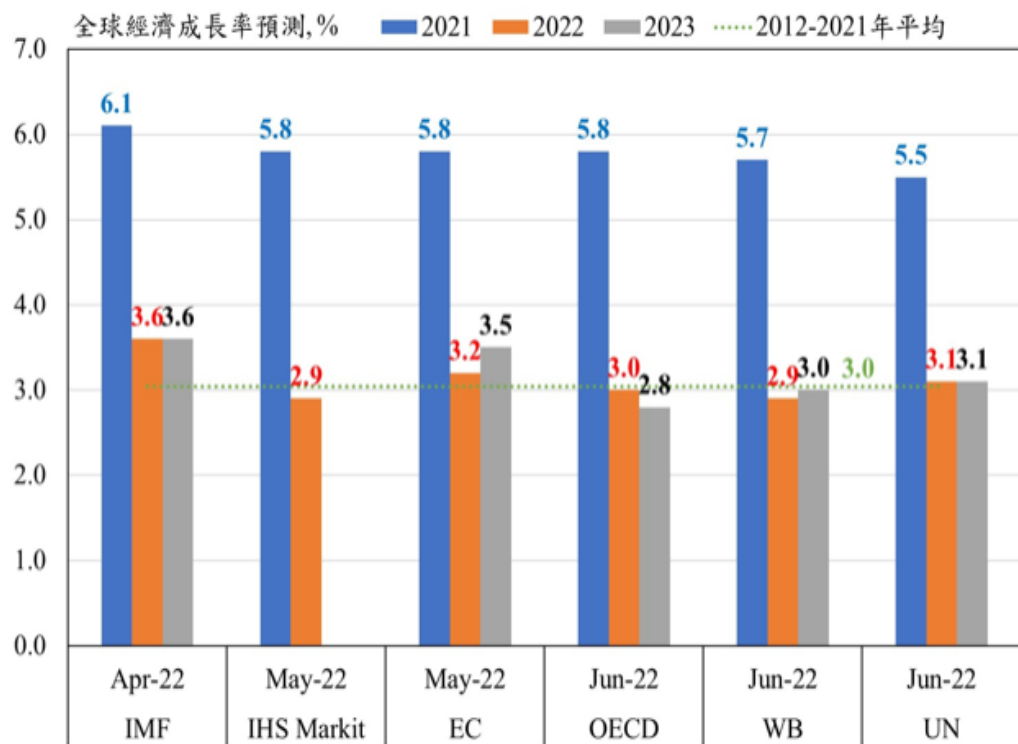
澳洲央行

- 6月升息2碼至0.85%，為22年來最大升幅
- 首季通膨率飆升至5.1%
- 將儘早讓利率達到中性水準
- 市場預估年底將升至3%

主要機構下調全球經濟成長預估

- ◆ 受通膨、升息影響，各國央行及國際機構相繼下修今年經濟成長預估，並上修通膨率預測值
- ◆ 主要機構認為今明兩年全球經濟成長將較2021年大幅減慢，成長率將收斂到長期平均...
- ◆ 歐洲、英國較美國面臨較大停滯性通膨風險

主要機構對今年全球經濟成長預估



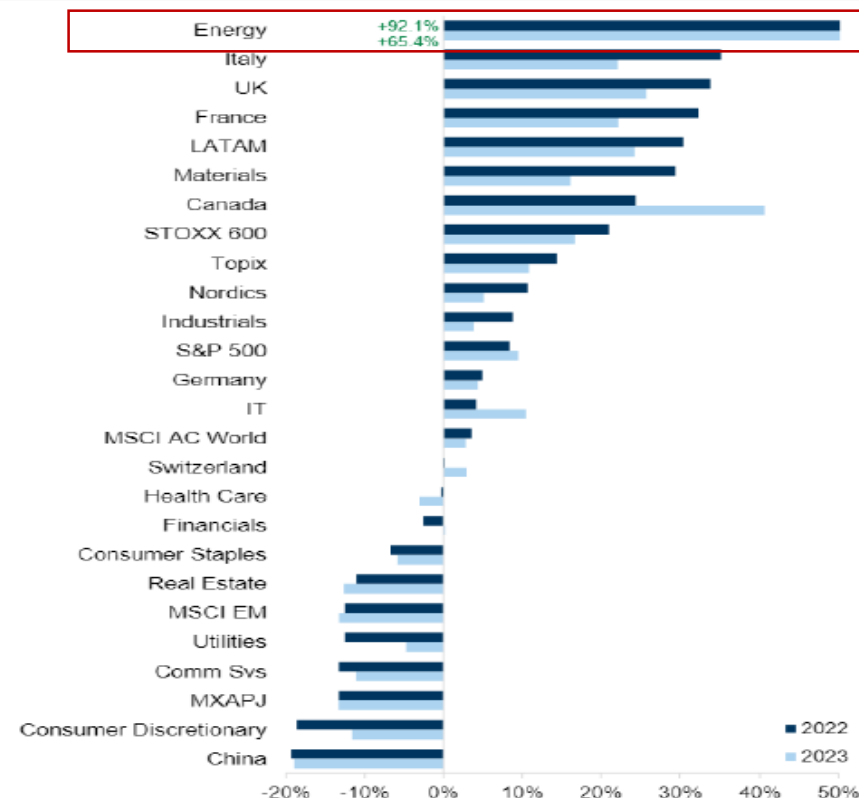
企業獲利

- ◆ 受通膨、升息影響，企業成本上升，獲利展望下調
- ◆ 能源、原物料、工業、消費等景氣循環類股表現佳，科技仍有13%成長潛力
- ◆ 能源類股上修比例居冠

MSCI世界指數，主要產業獲利預估

	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
S&P 500	13.0	5.0	10.0	9.0	13.1	13.5
STOXX 600	14.2	0.8	13.3	5.1	9.7	9.9
TOPIX (FY basis)	5.0	2.3	8.8	5.4	6.4	6.6
MSCI AP ex Japan	11.3	6.8	11.0	9.0	11.2	11.4
MSCI EM	12.1	6.2	7.8	8.2	11.1	11.3
MSCI AC World	10.4	3.9	9.3	7.8	11.7	12.0
Energy	31.8	-6.1	86.8	-11.7	10.8	9.9
Materials	13.2	-3.3	10.0	-12.6	13.0	11.6
Industrials	10.1	4.4	18.3	7.8	8.8	9.0
Cons. Discretionary	11.8	9.7	8.1	25.1	6.8	7.6
Cons. Staples	7.3	4.0	5.1	8.9	7.0	7.2
Health Care	7.2	3.5	4.4	5.4	11.7	11.8
Financials	1.9	6.3	-5.9	12.9	17.7	18.6
IT	11.6	7.6	13.1	11.4	18.2	18.7
Communication Svs	6.0	6.5	-7.8	17.1	13.0	14.3
Utilities	3.7	1.1	5.6	14.5	7.9	9.0
Real Estate	9.9	5.9	11.0	6.7	16.5	16.4

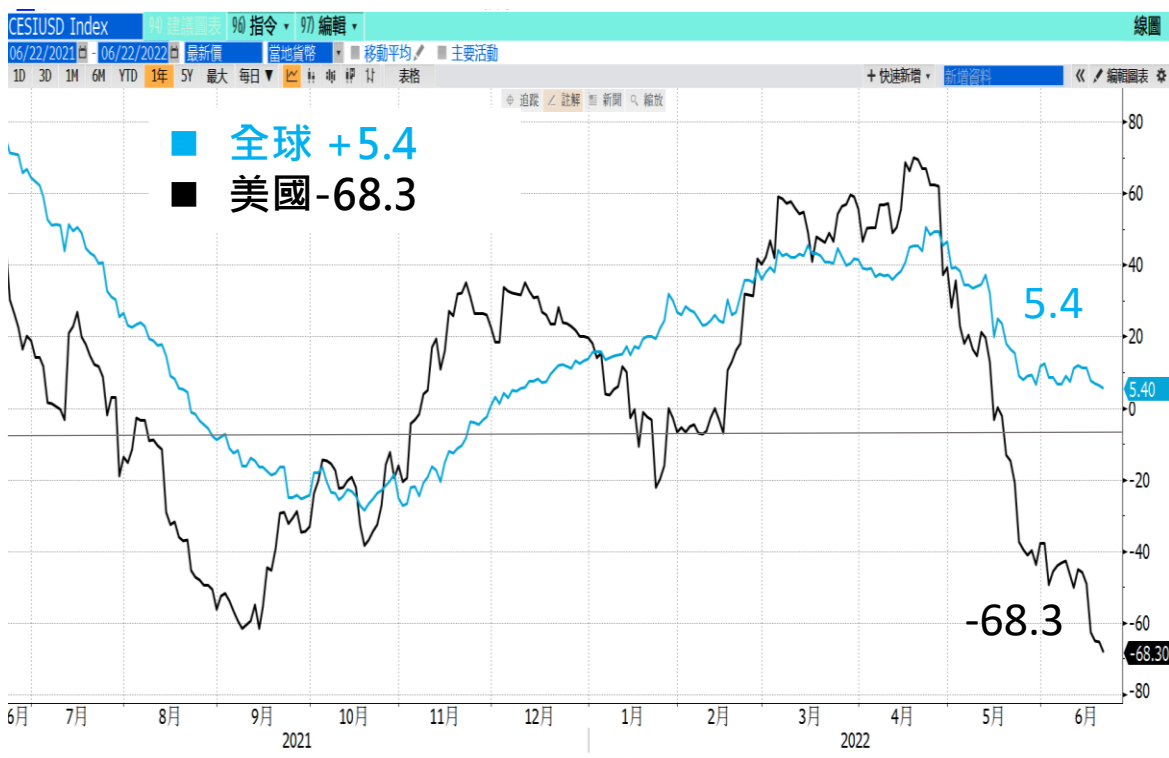
主要指數獲利修正比例



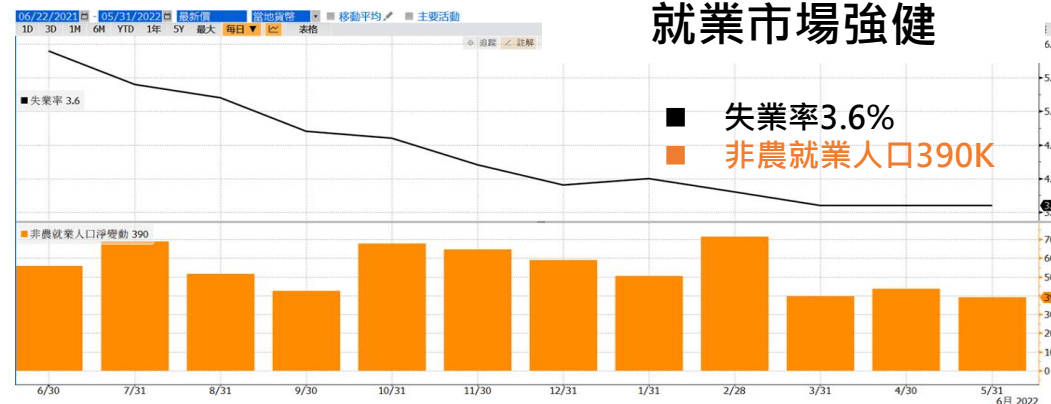
美國經濟軟著陸具挑戰

- ◆ 聯準會宣示將「無條件地」尋求物價穩定，將不惜犧牲就業及經濟成長以遏制通膨的決心
- ◆ 花旗經濟驚奇指數跌落負值代表近期美國經濟成長動能明顯放緩，甚至有衰退的疑慮...

美國花旗經濟驚奇指數落入負值



就業市場強健



消費信心下滑



美股跌勢何時休？

- ◆ 美國今年衰退風險仍低，明年.....？
- ◆ 歷史經驗：衰退前後民生消費、醫療、公用事業表現較佳(抗跌)、衰退前能源股強勁
- ◆ 本波那斯達克指數跌幅與非經濟衰退期的熊市平均跌幅(28%)相當，短線具跌深反彈機會

經濟進入衰退前後標普500類股表現

	Median return in months around recession					
	BEFORE recession starts			AFTER recession starts		
	12m	6m	3m	3m	6m	12m
S&P 500	6 %	2 %	(3)%	(6)%	(5)%	0 %
Sectors relative to S&P 500						
Energy	24 pp	5 pp	6 pp	(3)pp	(7)pp	(9)pp
Consumer Staples	9	10	2	7	8	17
Health Care	5	2	(0)	3	6	14
Utilities	5	7	5	(0)	4	(2)
Comm Services	3	1	2	3	2	(2)
Industrials	1	2	(2)	(4)	(2)	(6)
Materials	(2)	0	(0)	2	1	(0)
Consumer Discret	(5)	(4)	(1)	4	(2)	3
Financials	(6)	(2)	(5)	(6)	(4)	(1)
Info Tech	(8)	(2)	(5)	(2)	8	(4)
Real Estate	(12)	(7)	(5)	(9)	(12)	(6)

歷次經濟衰退前12個月類股表現

	Performance in 12 months BEFORE recession start					
	Aug-81	Aug-90	Apr-01	Jan-08	Mar-20	Median
	S&P 500	12 %	6 %	(22)%	5 %	8 %
Sectors relative to S&P 500						
Energy	(1)pp	24 pp	28 pp	29 pp	(33)pp	24 pp
Consumer Staples	1	13	36	9	1	9
Health Care	5	14	37	2	(5)	5
Utilities	(1)	(1)	60	14	5	5
Comm Services	8	(8)	(12)	3	5	3
Industrials	(0)	1	17	7	(10)	1
Materials	(2)	(3)	14	17	(10)	(2)
Consumer Discret	4	(13)	(5)	(17)	(1)	(5)
Financials	9	(20)	33	(23)	(6)	(6)
Info Tech	(13)	(8)	(38)	10	18	(8)
Real Estate	(12)	(33)	13	(23)	1	(12)

經濟衰退 vs. 非衰退情境那指修正幅度

指數高點	指數低點	波段跌幅	經濟衰退
1973/1/11	1974/10/3	-59.9%	Yes
1978/9/13	1978/11/14	-20.4%	No
1980/2/8	1980/3/27	-24.9%	Yes
1981/5/29	1982/8/13	-28.8%	Yes
1983/6/24	1984/7/25	-31.5%	No
1987/8/26	1987/10/28	-35.9%	No
1990/7/16	1990/10/16	-30.7%	Yes
1998/7/20	1998/10/8	-29.6%	No
2000/3/10	2002/10/9	-77.9%	Yes
2007/10/31	2009/3/9	-55.6%	Yes
2018/8/29	2018/12/24	-23.6%	No
2020/2/19	2020/3/23	-30.1%	Yes
經濟未陷入衰退平均跌幅(5次)		-28.2%	
經濟陷入衰退平均跌幅(7次)		-44.0%	
2021/11/19	2022/5/24	-29.9%	本次

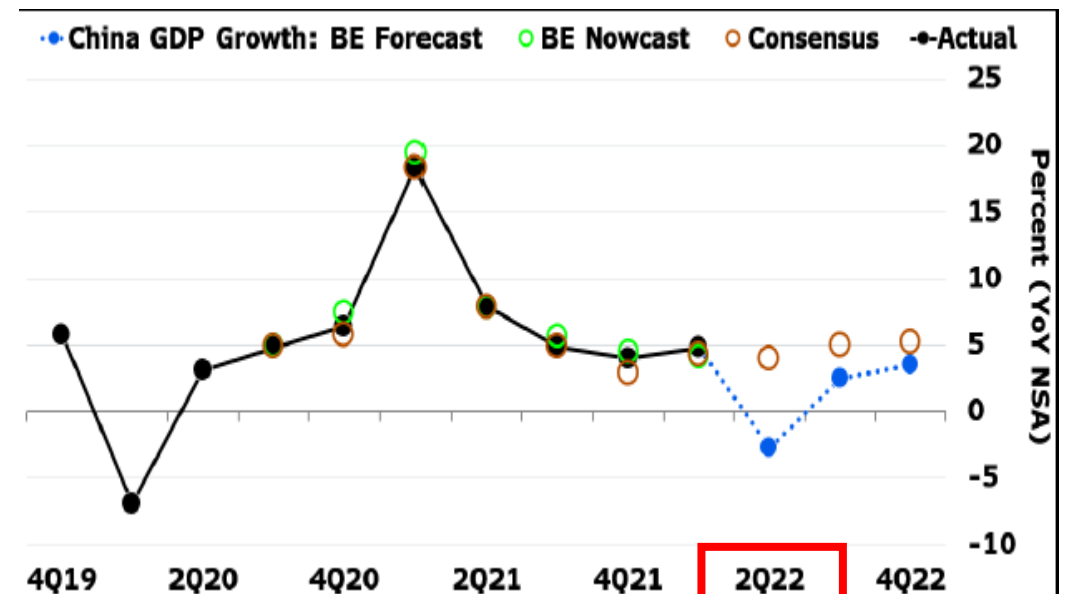
資料來源：彭博資訊，原幣價格變動，統計那斯達克指數1971/2/5成立以來至2022/5/31止。

中國穩經濟政策發酵

- ◆ 防疫政策：嚴格清零→核酸檢測常態化，降低防疫對經濟成長影響
- ◆ 穩增長政策(6方面33項):財政、貨幣(降準、降息)、消費(汽車、綠色電器下鄉)多管齊下
- ◆ 監管政策告一段落：遊戲審批、滴滴APP恢復上架、螞蟻金服重新上市....
- ◆ 隱憂：(1)貨幣政策傳遞效果不彰;(2)反覆封控影響外資投資意願;(3)美歐若硬著陸將加重出口壓力延緩復甦

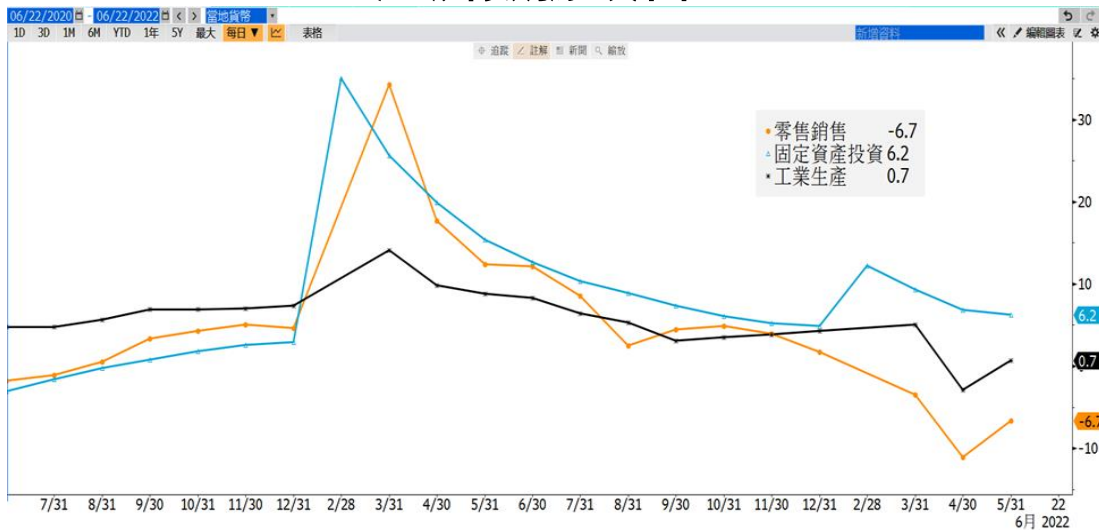
面向	措施
財政(7項)	退稅、緩徵特困行業社保費、新興基礎建設...
貨幣金融(5項)	延期還本付息、加大普惠小微貸款支持、推進平台企業境內外上市
供應鏈(7項)	降低水、電成本、受疫情影響產業紓困、優化企業復工達產政策、吸引外商投資
消費及投資(6項)	水利、交通基建投資、增加汽車(放寬汽車限購、減徵購置稅)及家電消費、支持住房需求
糧食能源安全(5項)	糧食保障、釋放煤炭產能、加強煤炭及原油儲備能力
基本民生(3項)	住房公積金支付、農村就業、社會救助

中國經濟有望在第二季落底復甦



中國股市具轉機題材

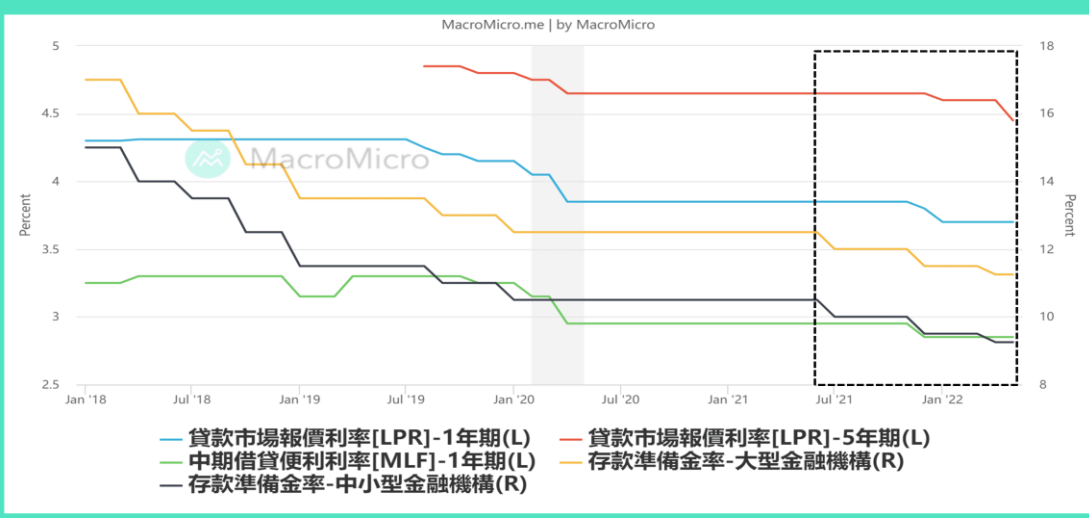
經濟數據改善



上證指數技術面翻多

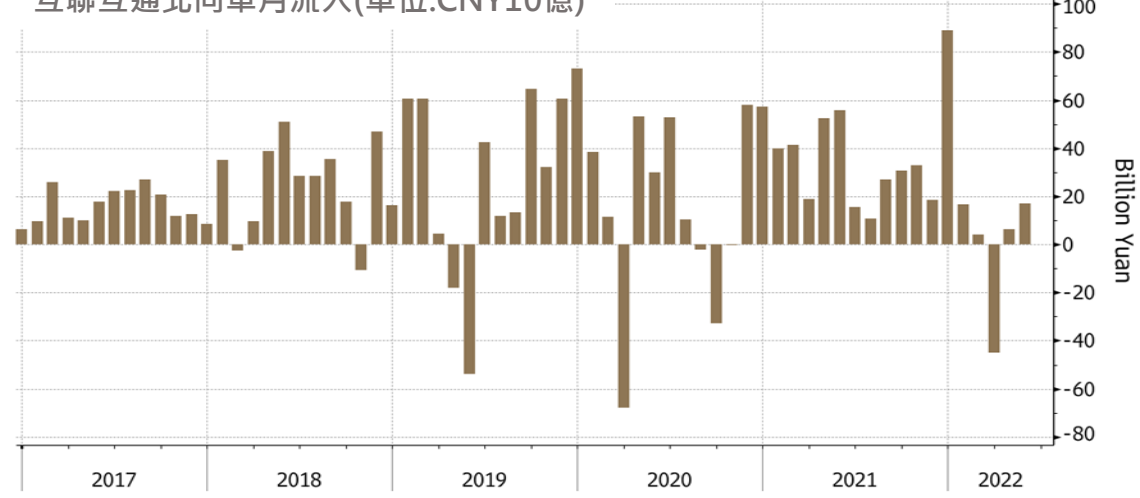


去年 7 月以來人行已實施了三次降準及三次降息



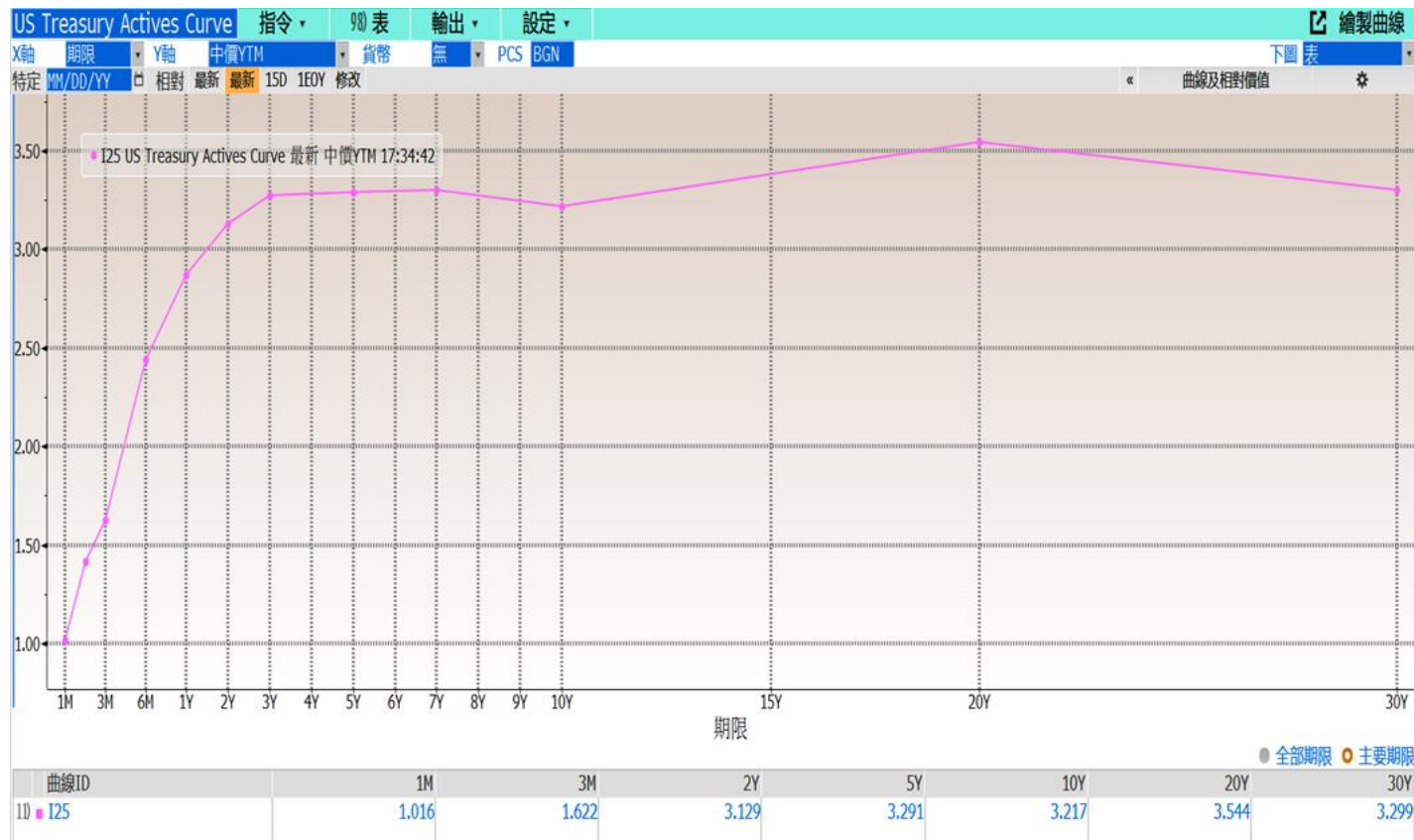
外資回流中國股市

互聯互通北向單月流入(單位:CNY10億)



債市風險溢酬增加

◆ 經濟放緩擔憂加劇，美債殖利率平坦化，債市風險溢酬增加

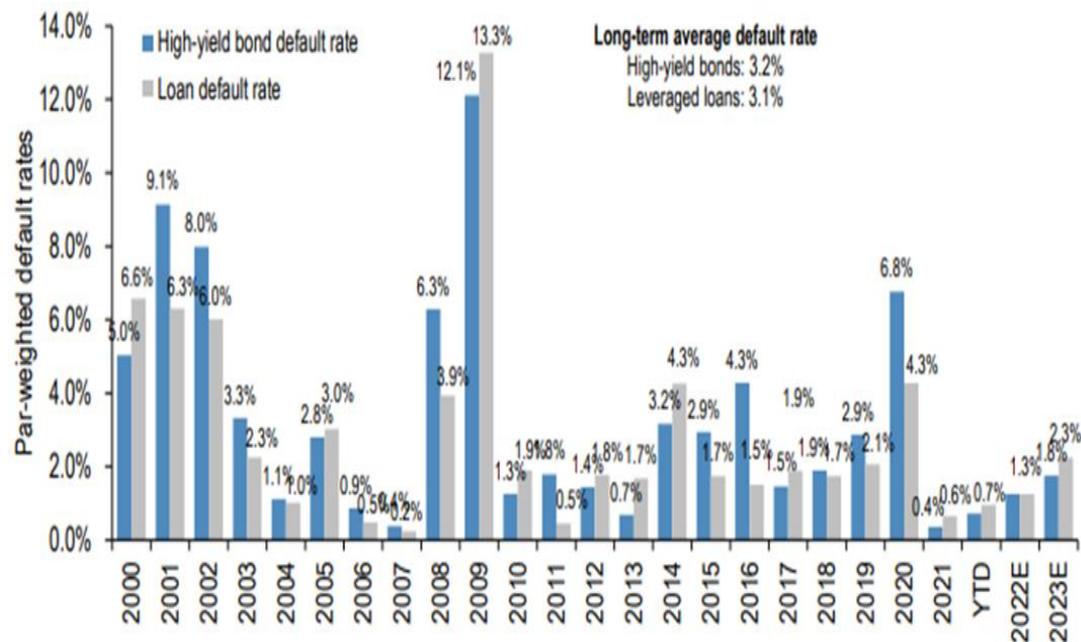


券種	今年以來利差增幅 (bps)	到期殖利率(%)
美國A公司債	43	4.49
美國AA公司債	26	4.22
美國BBB公司債	65	5.2
美國IG	52	4.81
歐洲IG	93	3.28
全球HY	186	8.59
美國HY	205	8.55
歐洲HY	211	6.92
亞洲HY	93	15.25
新興主權債	102	7.01
新興公司債	46	6.52
新興HY	116	9.64

非投資級債基本面仍具韌性

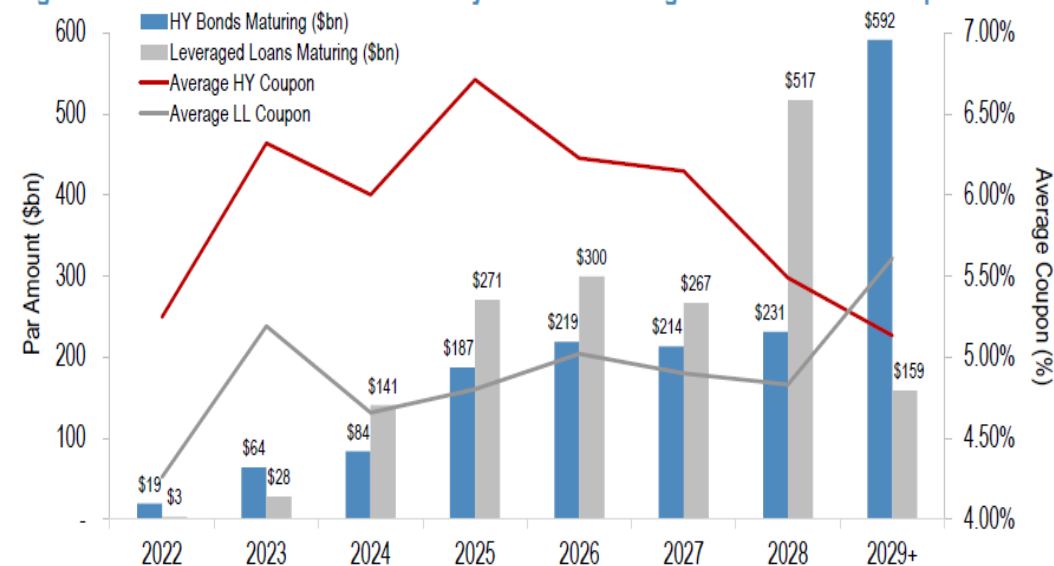
- ◆ 摩根大通預估今、明年美高收違約率分別為 1.3%、1.8%，上調仍低於長期平均(3.2%)
- ◆ 2024年底到期的美元非投資級債僅占未清償債券約7%，2029年才會達到期高峰
- ◆ 非投資等級債券回復率66%，遠高於長期平均的40%
- ◆ 隱憂：(1)再融資成本增加(CCC級債券殖利率攀升至14%)；(2)發行目的為「合併收購」比例攀升

非投資等級債券違約率



非投資等級債券未來到期情形

Figure 6: Few maturities over the next few years allow leveraged credit issuers to be patient



Source: J.P. Morgan.



第三季市場觀點總結

◆ 觀點：通膨變化牽一髮動全身

- 美國經濟具底氣，動能放緩但不致衰退，歐洲及英國面臨較大停滯性風險
- 第三季通膨仍高，全球央行升息態度積極
- 市場流動資金緊縮，壓縮風險性資產表現空間

◆ 股市：市場反覆在通膨-升息-衰退間震盪調整

- 順循環：能源、原物料、Reits、消費(夏季旅遊商機、秋季返校需求)，但應適時停利
- 抗波動：高股息、低波動、醫療、基建/公用事業
- 長趨勢：科技股仍震盪，但評價面趨合理，以中長期角度布局
- 現轉機：中國祭多項穩經濟措施，政策行情發酵

◆ 債市：殖利率曲線平坦化，增持高評等債抗波動

- 主要券種價格均已大幅低於十年均值
- FED升息路徑大致確立，利率風險稍降，但經濟放緩擔憂增加
- 企業償債能力尚佳、信用風險仍低，升息，選債更偏重品質
- 新興市場債面臨資金外流、債務攀升壓力，中性看待(波灣產油國受惠油價、拉美進入升息循環末期)

警 語

1. 本資料內容僅供內部同仁及客戶參考，非作為任何金融商品或服務之購買或銷售之推介，不得視為買賣有價證券或其他金融商品之要約或要約之引誘。
2. 本資料提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。
3. 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。」
4. 本資料所載內容如涉及商品資訊，商品相關資訊仍以經核可之條款及文宣(DM)為主，本行網站已備有公開說明書可供查閱基金應負擔之費用及相關投資風險。
5. 本資料所載內容取自本公司相信可靠之資料來源，且為特定日期之判斷，本公司不保證其即時性、精確性及完整性，亦不提供或嘗試遊說客戶做為投資之判斷依據。資料內容邇後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，如因信賴本資料內容而做出或改變投資決策，須自行承擔結果，本公司及本公司所屬員工，均不負任何損害賠償及其他法律上之責任。
6. 本資料內容之著作權屬兆豐銀行所有，禁止就所載資料任何形式之抄襲、引用或轉載。
7. 本資料所載部分基金涉及高收益債，投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。基金經金管會核准，惟不表示絕無風險。由於高收益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。部分基金不適合無法承擔相關風險之投資人。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。
8. 基金年化配息率計算公式：每單位配息金額÷除息日前一日的淨值×一年配息次數×100%。「年化配息率」為估算值。當月配息率計算公式：每單位配息金額÷除息日前一日的淨值×100%。
9. 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；基金淨值可能因市場因素而上下波動。
10. 部分基金配息前未先扣除應負擔之相關費用。基金的配息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份，可能導致原始投資金額減損。各基金由本金支付配息之相關資料，投資人可至各投信基金公司及總代理人網站查詢。

