



經濟展望與全球資產配置

2023年 第三季

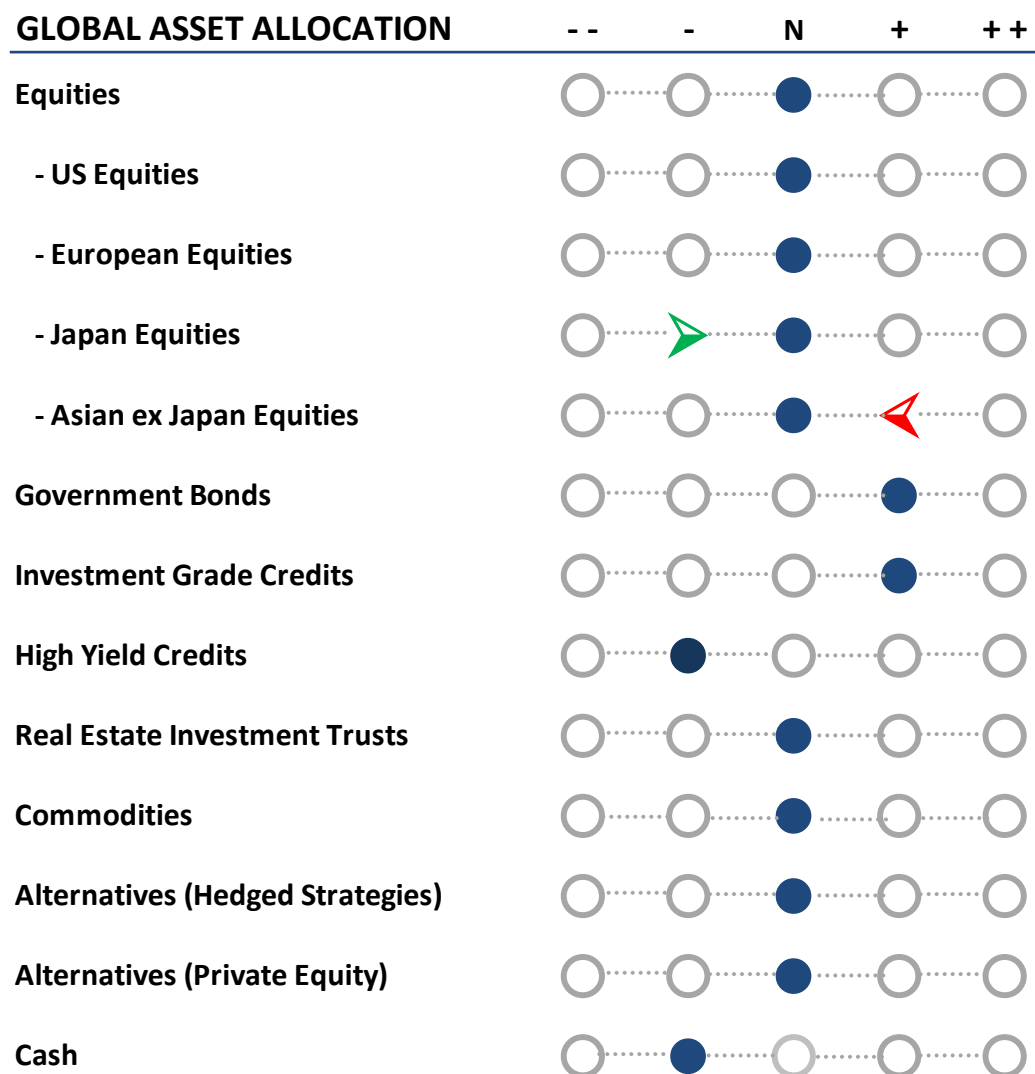
June 2023

Private and Confidential

新加坡大華資產管理(UOBAM) 2023年度第三季展望

- 1) 通貨膨脹逐漸改善: 2023年底有望降至3%附近。CPI緩降的過程，結構性通膨的存在使長期通膨將常態性高於十年平均
- 2) 對2023年的總體經觀點: 2023年底，全球經濟放緩；或可能由滾動式衰退(Rolling Recession)轉為溫和(Shallow)衰退
- 3) 持續投資 (Stay Investing): 偏重固定收益並對股票市場持中性看法，公債及投資等級債利率逢高加碼，將有效平衡投組波動風險。
- 4) 預期 2023 年下半年美國十年債收益率將介於 3.25% 至 4.0% 之間波動，高收益率有利息收，穩固固定收益資產基底
- 4) 預期聯儲會將加息至5.25%至5.50%之間，年底前聯準會利率轉向的可能性偏低
- 6) 預期美元將受到支撐，因為聯準會保持強硬立場，且美元在美國經濟衰退時仍然是相對安全的避風港
- 7) 較高的無風險利率，導致2023年以來投資二分法的趨勢可望延續至第三季：
 1. 保守資金: 湧進美元貨幣(短率)市場及高評級債券市場
 2. 積極資金: 湧進股市，以高基期成長題材+低基期轉機題材為雙主軸帶頭破風
- 8) 專注於選股不選市(Bottom up play): 股市波動可能加劇，偏好地緣政治受惠(新加坡)或政策受惠板塊、再生能源產業和創新科技(AI/EV)

2023第三季度資產配置 – 資產配置策略為持續且謹慎的均衡投資



資料來源: UOBAM,
資料日期: June 2023

Note:

*3-6 months horizon

The weights are relative to the appropriate benchmark(s).

'--' denotes maximum underweight, '-' slight underweight, 'N' neutral, '+' slight overweight, '+ +' maximum overweight; arrows show change from last quarter.

2023年 全球市場可能出現的四種情境:

目前基本情況仍預期為軟著陸(60%)，但亦不排除其他情境出現的可能性

情境	不著陸(No Landing)	軟著陸(Soft Landing)	硬著陸(Hard Landing)	金融危機
情境描述	<ul style="list-style-type: none"> 不會有衰退 經濟將持續擴張 	<ul style="list-style-type: none"> 經濟放緩/淺層衰退 (1990) 失業率上升 < 2% 	<ul style="list-style-type: none"> 典型衰退(1973, 2007-09) 失業率上升 > 2% 	<ul style="list-style-type: none"> 典型大蕭條時期 1970年代通脹類型的環境
情境陣營	<ul style="list-style-type: none"> MRB Goldman Anatole (Gavekal) 	<ul style="list-style-type: none"> UOB AM Paul Krugman State Street Global 	<ul style="list-style-type: none"> Stanley Druckenmiller Jamie Dimon Strategas UBS 	<ul style="list-style-type: none"> Michael Burry Blackrock Ray Dalio/ Greg Jensen
影響	<ul style="list-style-type: none"> 股市持續成長，但延遲的衰退威脅仍在 債券報酬良好，但可能會面臨更多升息（不會像2022年那樣） 	<ul style="list-style-type: none"> 股票市場可能會有較大波動，但投資者很快會適應衰退的影響 債券可能會因利率下降而表現較好 	<ul style="list-style-type: none"> 股市可能會下跌10-30% 政府債券可能表現優異，而高收益信貸可能會有大量違約 	<ul style="list-style-type: none"> 股票和債券市場可能出現劇烈波動 可能出現通膨的第二波浪潮

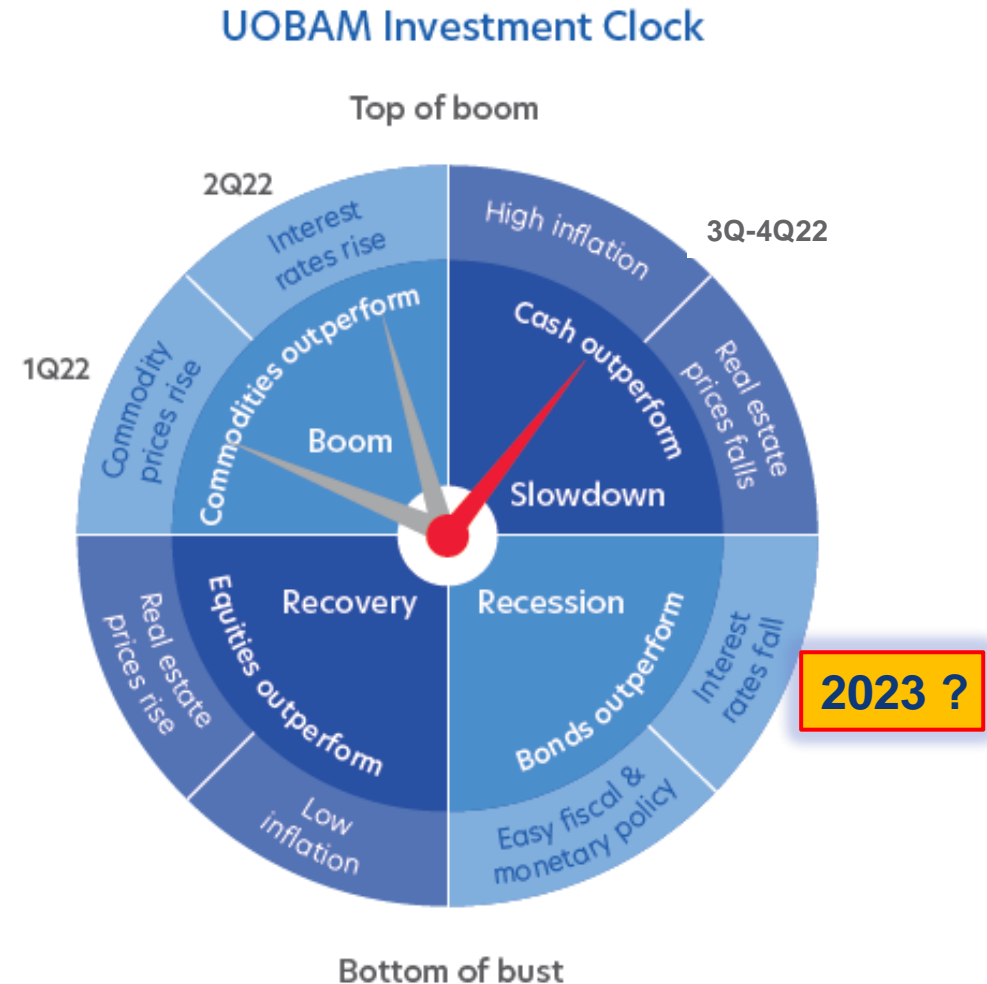
市場情緒正在轉向“不著陸”

資料來源: UOBAM

我們如何看待經濟前景？

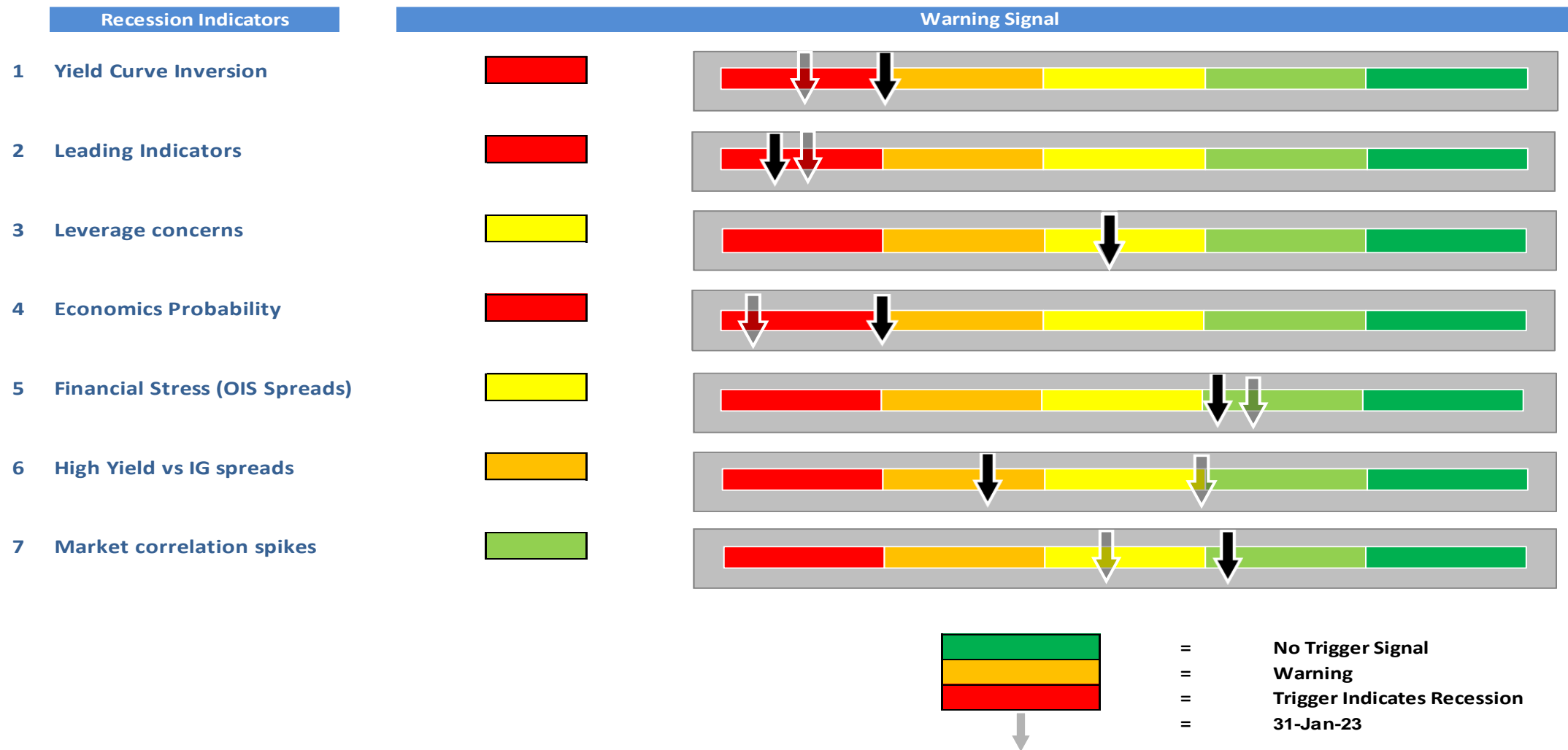
全球經濟逐漸放緩，目前持續觀察觸底過程的發展

- 經濟遵循經典週期輪動----我們仍預期經濟將走向溫和衰退，但時序向後遞延且影響程度似乎在降低。



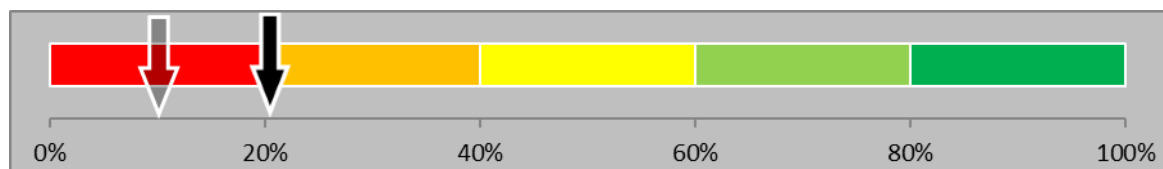
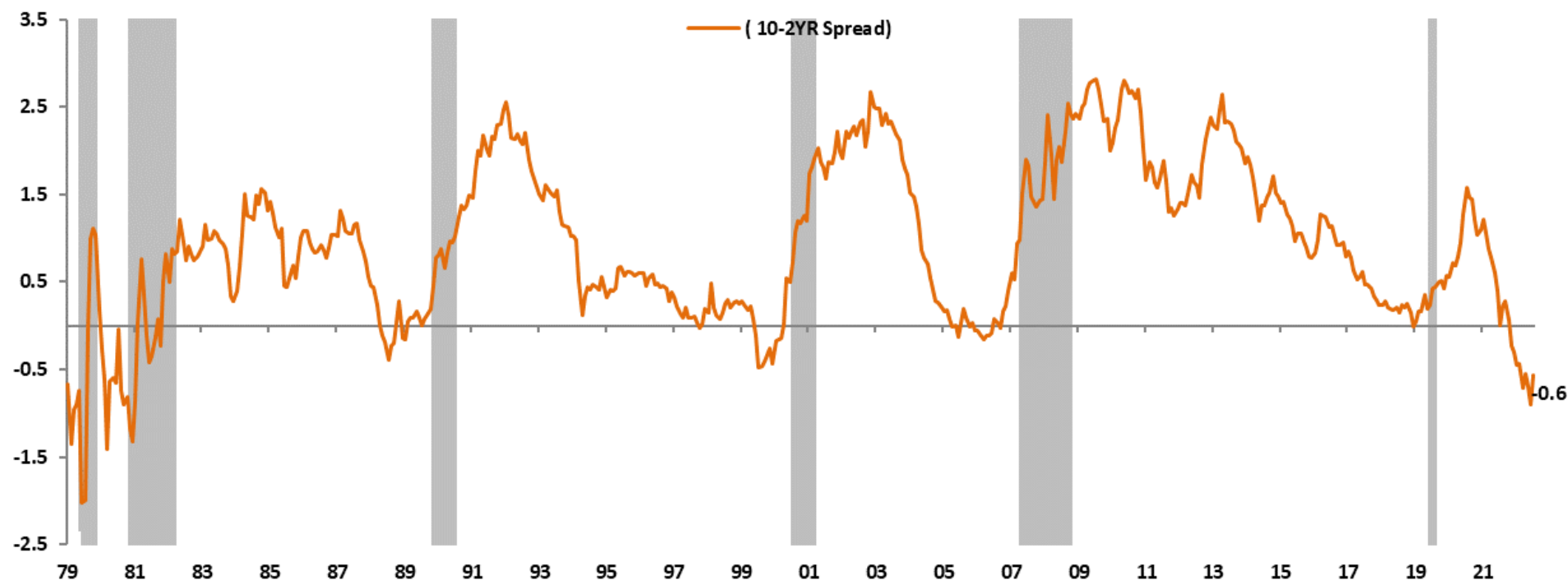
UOBAM 衰退指標顯示未來一年發生衰退機率仍高

但我們認為溫和衰退(Shallow Recession)的可能性高

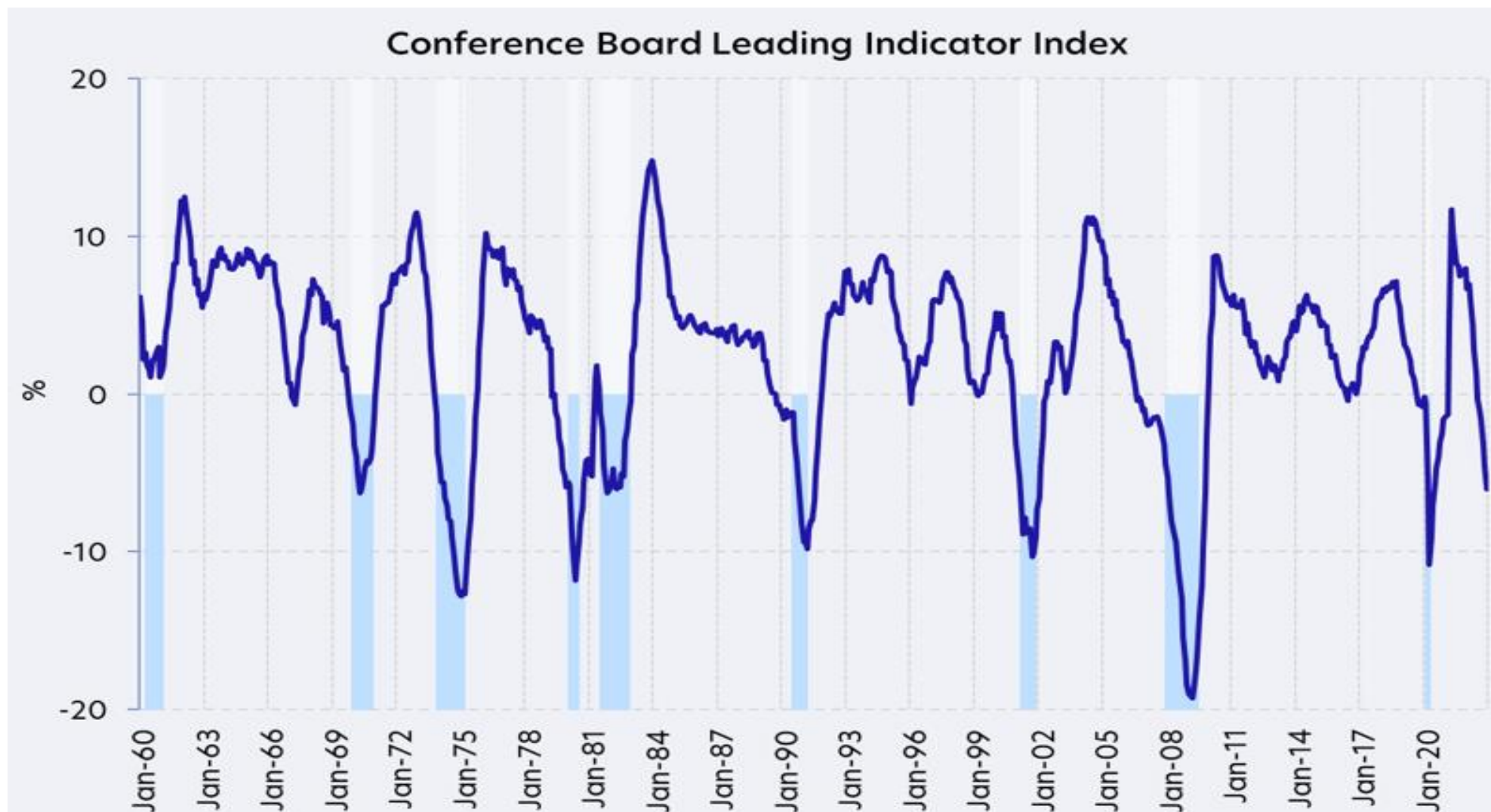


資料來源: UOBAM, 16 May 2023

殖利率曲線持續深度倒掛



美國領先經濟指數衰退訊號仍持續

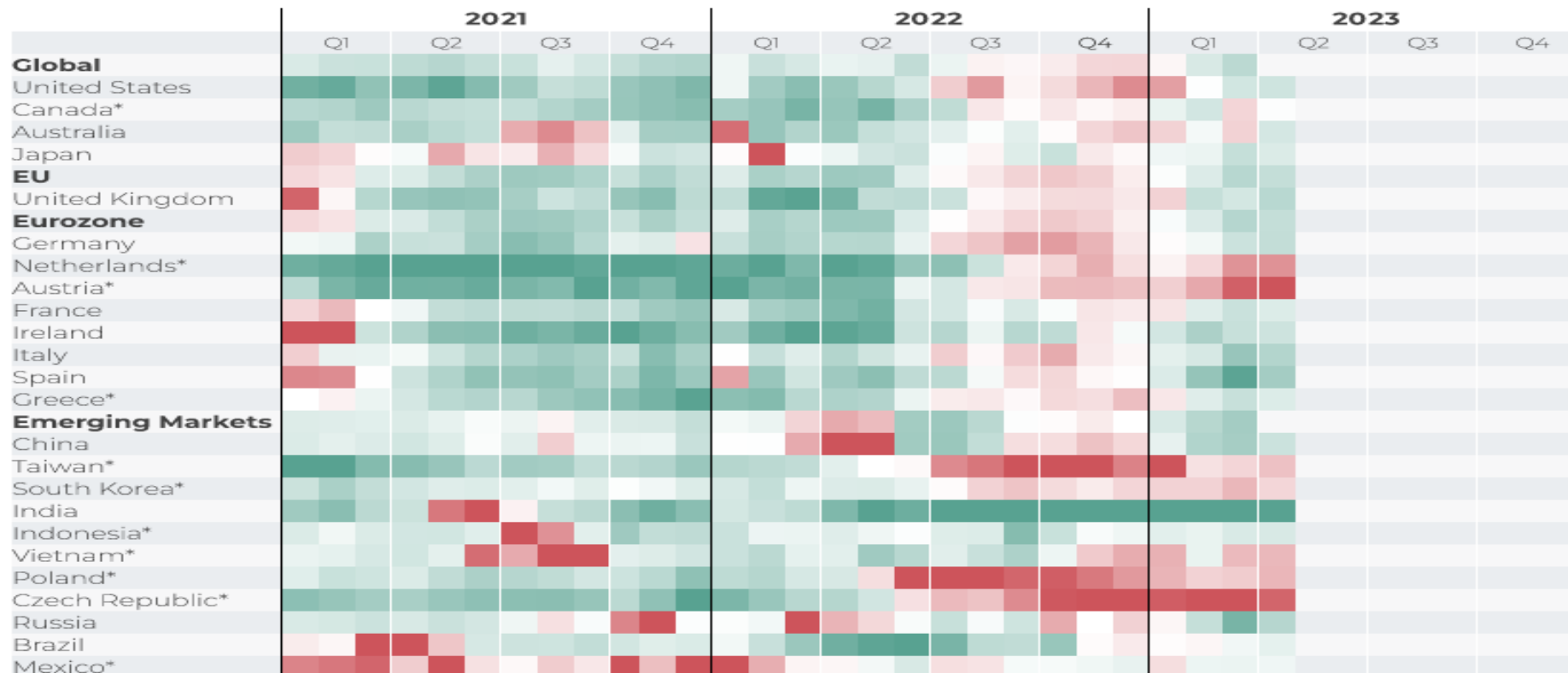


資料來源: UOBAM, Bloomberg, May 23

全球經濟狀況在2022下半年普遍呈現”景氣收縮”，但在2023年開始反轉

More green lights for global growth

Source: S&P Global
(global leading indicators, where available composite PMI otherwise manufacturing PMI*)



Color legend: White = values equal or are slightly above/below 50; Green = values are above 50; Red = values are below 50. A reading above 50 indicates an expansion of the economy in comparison to the previous month and below 50 represents a contraction, while 50 corresponds to no change.

Chart origination: LGT Capital Partners

MACROBOND

市場對全球經濟成長預期並沒有太糟

Real GDP Growth Consensus Estimates (%)

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Global	3.0	-4.4	5.9	3.2	2.5	2.8
United States	2.3	-2.8	5.9	2.1	1.1	0.8
Eurozone	1.6	-6.1	5.3	3.5	0.6	1.0
Japan	-0.4	-4.3	2.3	1.0	1.0	1.1
Asia ex. Japan	5.3	1.3	5.9	4.0	5.3	4.9
China	6.0	2.2	8.4	3.0	5.7	5.0

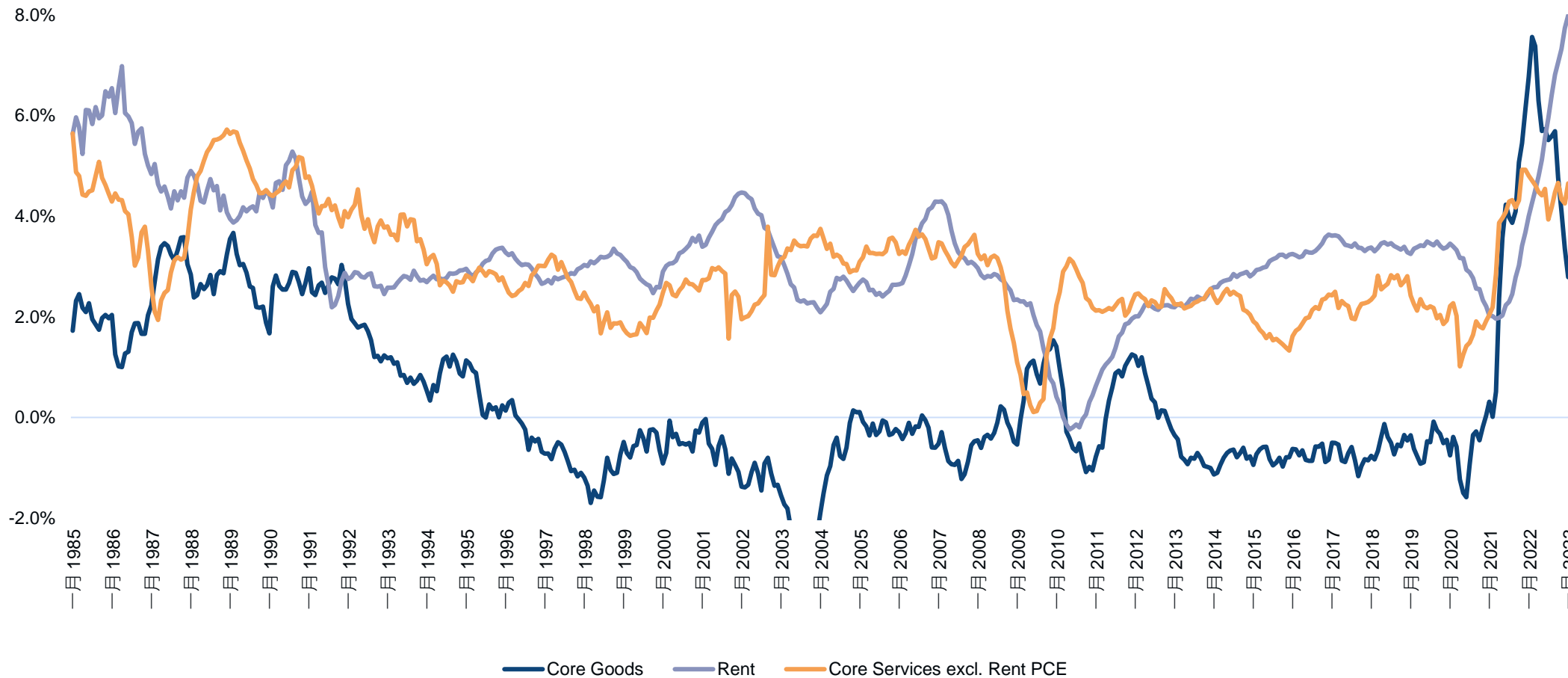
- 之前的 2023 年預測：全球 2.4，美國 1.0，亞洲 5.1，中國 5.3

我們如何看待2023的通膨？

核心服務通膨扣除租金後已開始改善

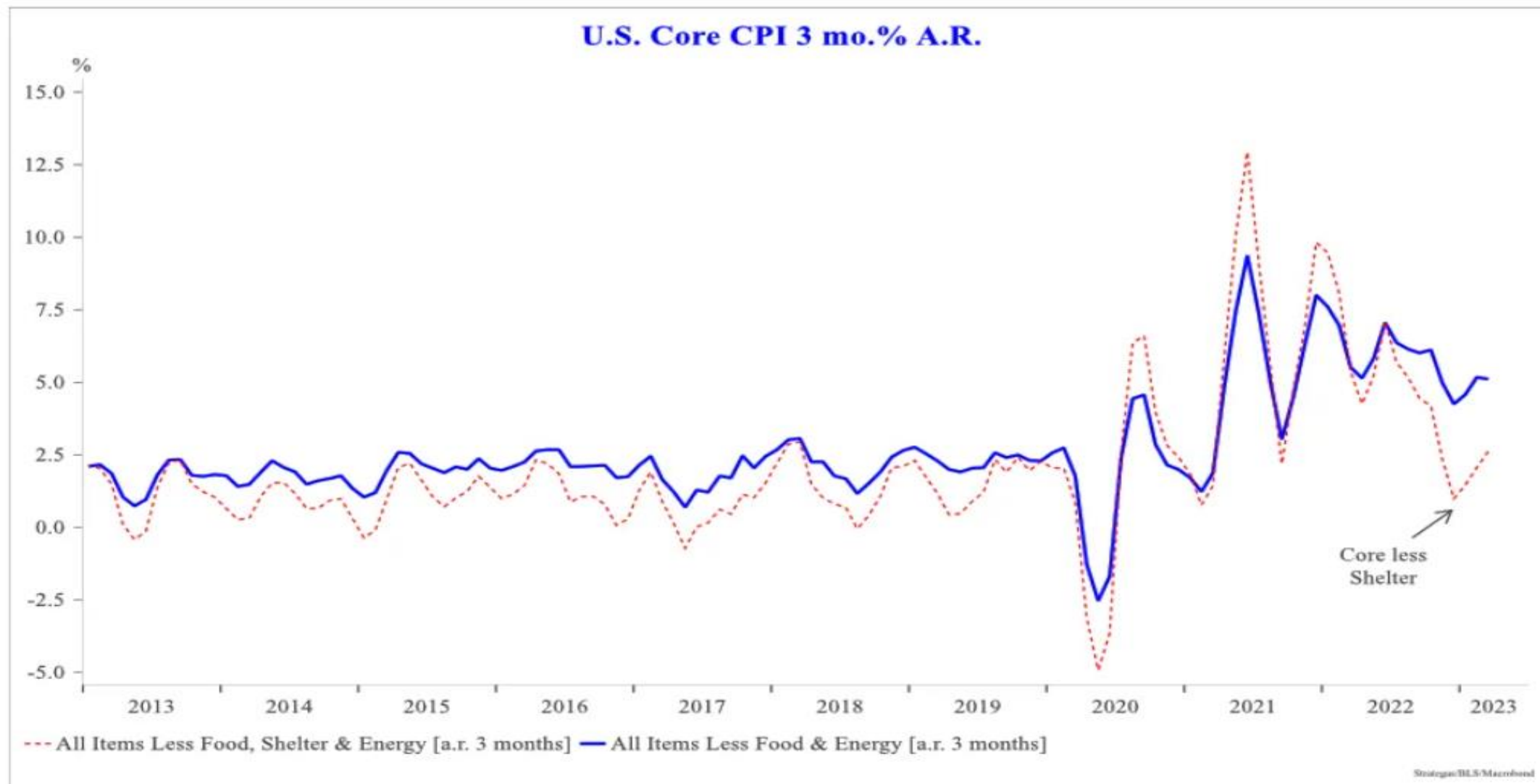
核心PCE主要被租金帶動

Core PCE Components YoY



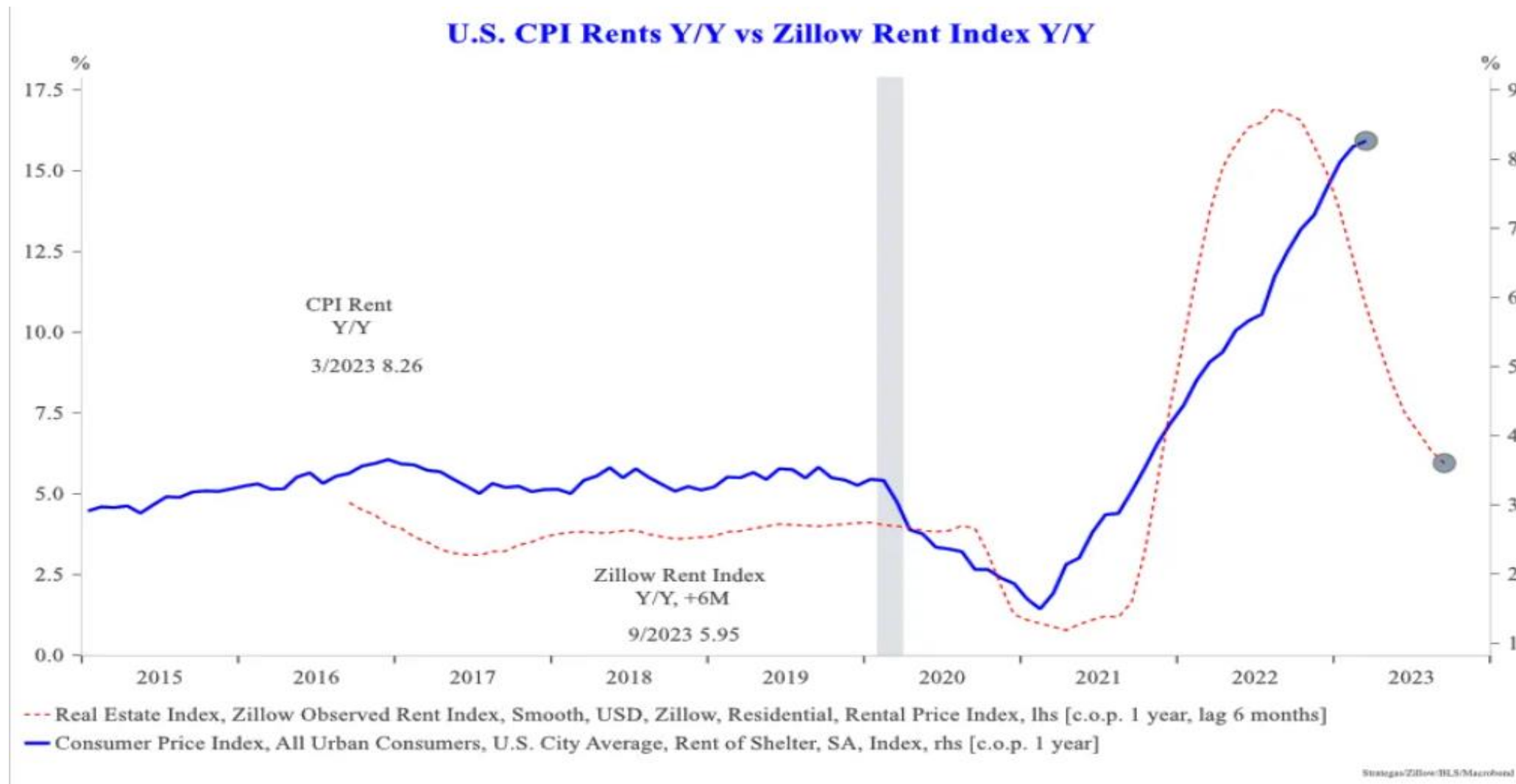
Source: BEA, UOB AM

核心CPI排除租金已逐漸正常化



• 資料來源: BLS, 資料日期: May 2022

租金正快速下降，核心CPI數據將進入“正式滑落”階段

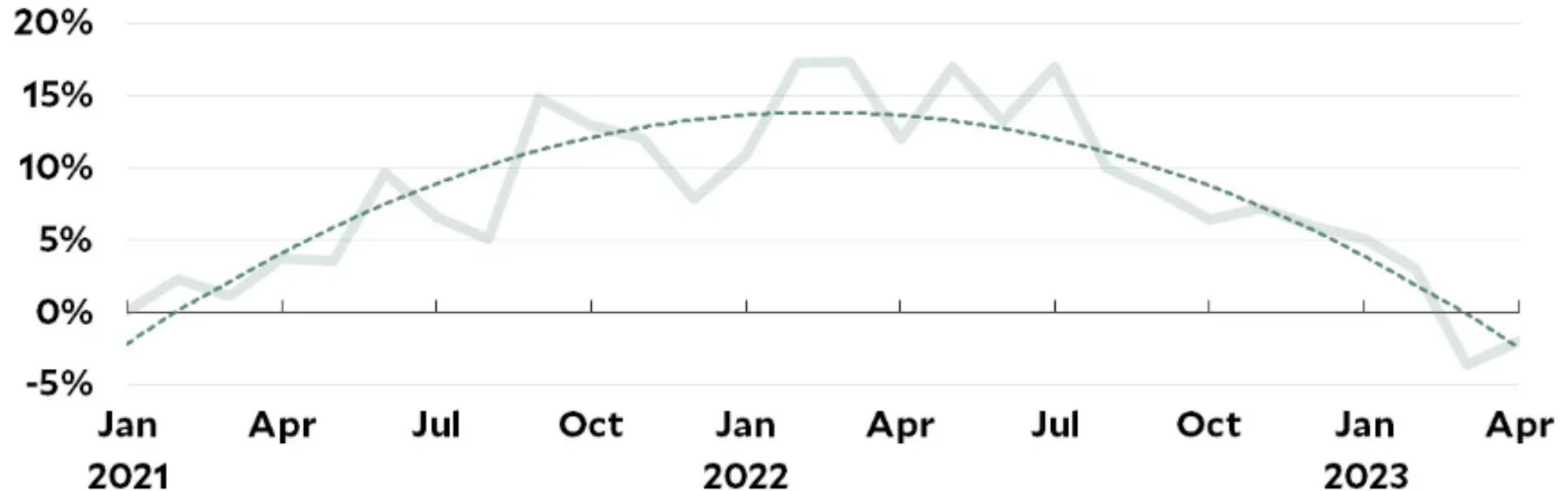


資料來源: BLS, 資料日期: May 2022

食品和汽油通膨是消費者信心的重要驅動因素

2023下半年消費者信心將有所改善

Food at Home Inflation rate, annualized



• 資料來源: Bloomberg, UOBAM, 16 May 2023

工資是聯準會最關注的通膨信號之一，過去一年持續改善

雖然被證實企業利潤驅動型通膨(Greedflation)也是本次通膨居高不下的助因



資料來源: FED, UOBAM, May 2023

預期中長期的通膨風險緩降中

雖然2%可能回不去，但連續升息已發揮抑制核心通膨功效，年底有機會回落至3%

2023 年底核心通膨預測

	2022年11月 (YoY)	預期2023年底 (YoY)	長期展望 (YoY)	主要驅動因素(2023)
商品(~30%)	3.8%	-1% - 0%	0% - 1%	汽車（佔核心商品通膨的18%）前景看跌，因為利率上升可能會抑制需求。原材料價格（例如金屬、石油）在2023年可能會變動不穩定，但2022年的基期較高。航運成本在2023年可能會因大規模的產能增長而下降。
租金(~20%)	7.3%	4.0% - 4.5%	0.5% - 1.5%	新租賃要求租金價格隨著房屋價格下降而下降。我們預計租金通膨將在2023年4月達到峰值，然後降至2023年底約4%。
服務ex租金 (~60%)	4.3%	3.7% - 4.5%	2.5% - 3.5%	醫療服務通膨預計在2023年會下降，這是由於衡量醫療保險通膨的方式所導致的。領先指標中的薪資增長已經開始放緩，但預計在2023年仍將保持較高水平。
核心PCE	4.7%	2.7% - 3.3%	1.7% - 2.5%	

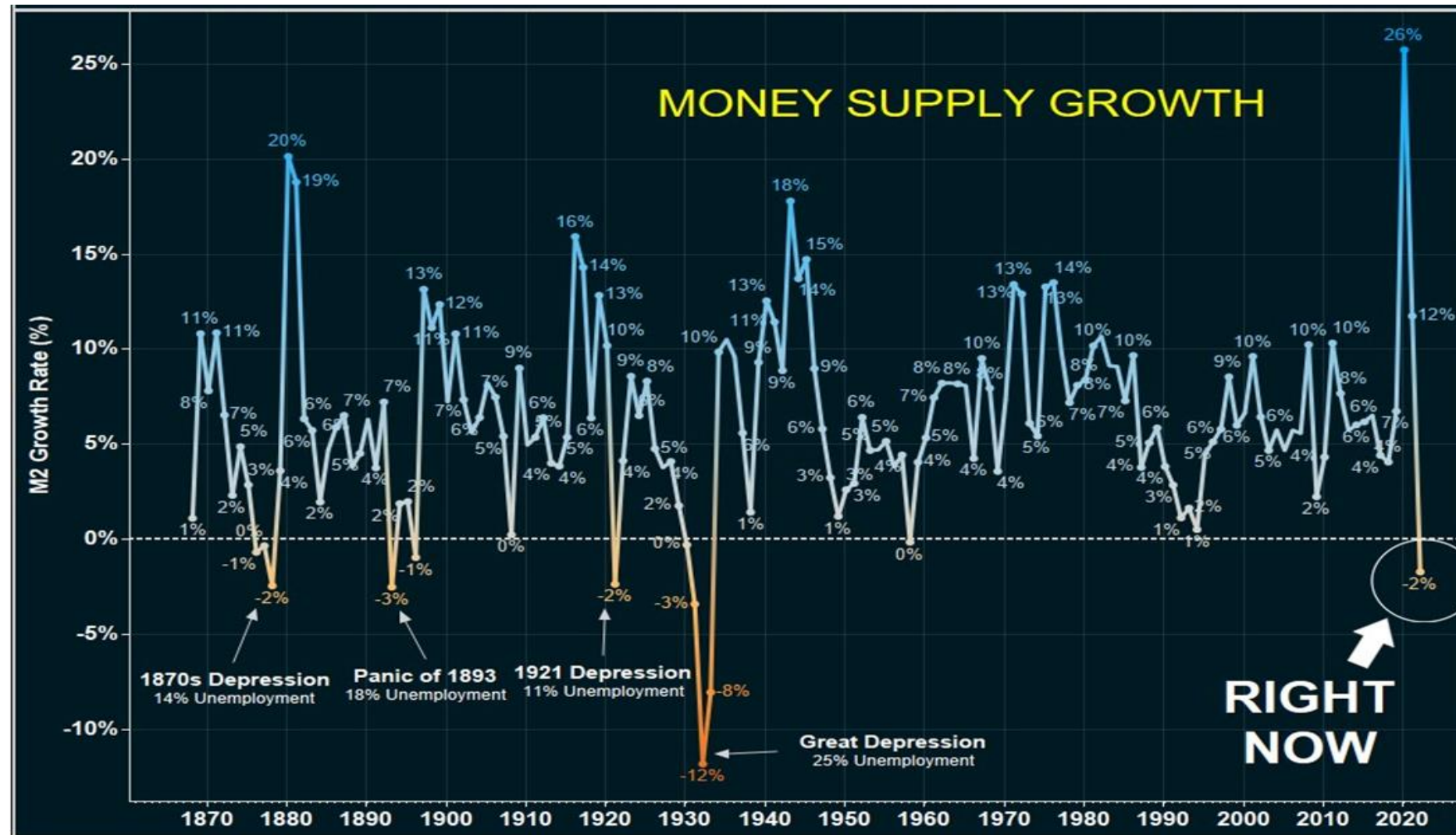
資料來源: UOBAM, BLS, BEA, May 2023

2023下半年的風險與關鍵問題

2023下半年的風險與機會

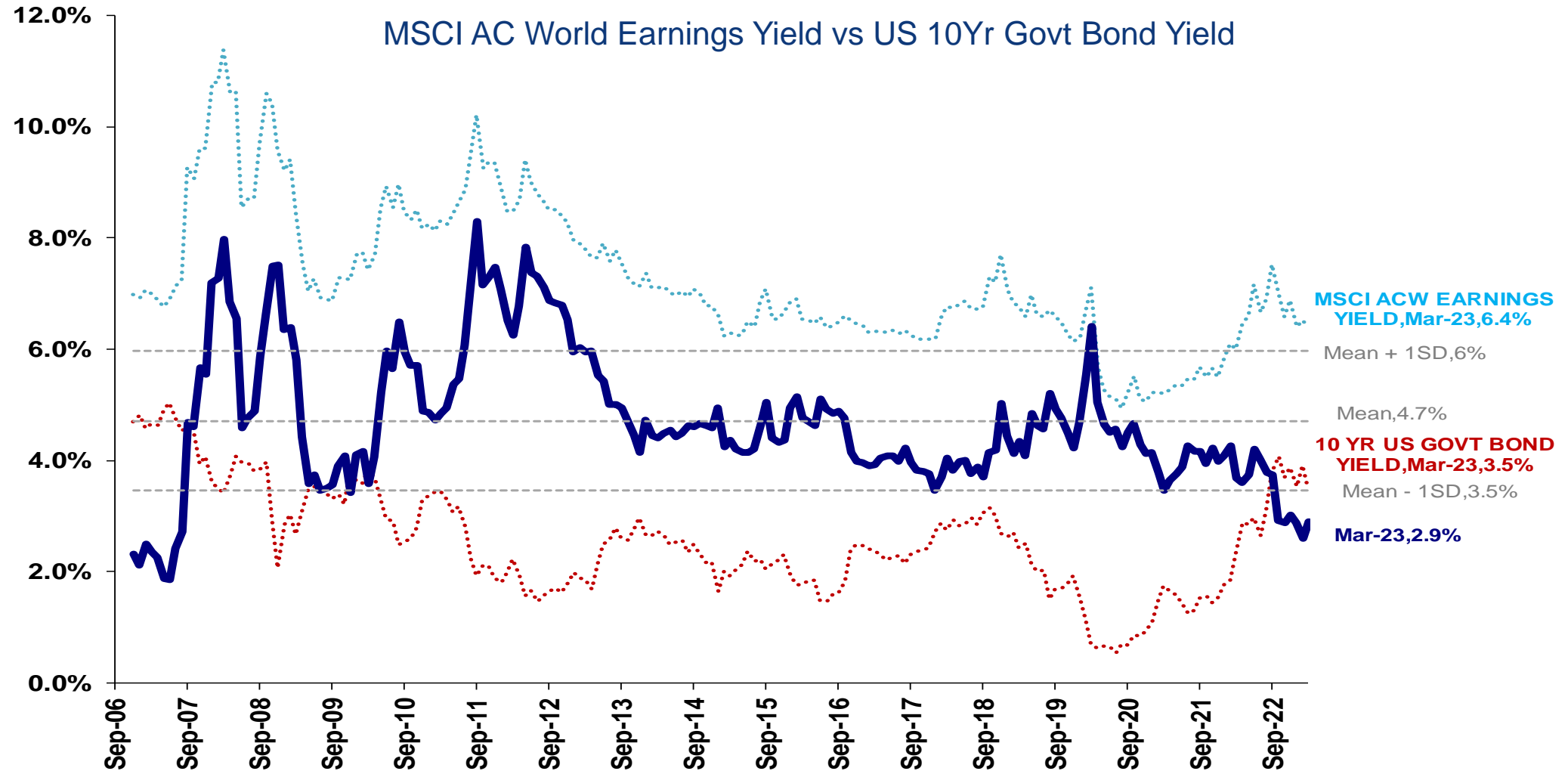
- **流動性收緊 vs 通膨降溫** – 美國M2增速轉負，銀行流動性收緊，貸款增長放緩。
- **市場廣度(Breadth of the market)不佳 vs 新主流趨勢的成形** – S&P500今年以來的漲幅有90%由前十大股票貢獻。
- **股市盈餘零增長 vs 創造2024低基期**-全球股市2023年EPS成長率接近0%。
- **地緣政治風險 vs 意外的和平紅利?** – 烏俄戰爭尚未解決，美中競爭對抗升級；地緣政治風險猶在。
- **股票風險溢酬偏低** – 隨著無風險利率的提高，現在股票的風險溢酬偏低。
- **通膨未受控；或是終端需求不振導致硬著陸疑慮仍在** – 通貨膨脹依舊頑強，或是年底終端需求最終還是疲弱，仍是可能的風險情境。

流動性收緊 – 美國M2增速轉負



資料來源: Bloomberg, 資料日期: May 2022

股票風險溢酬偏低

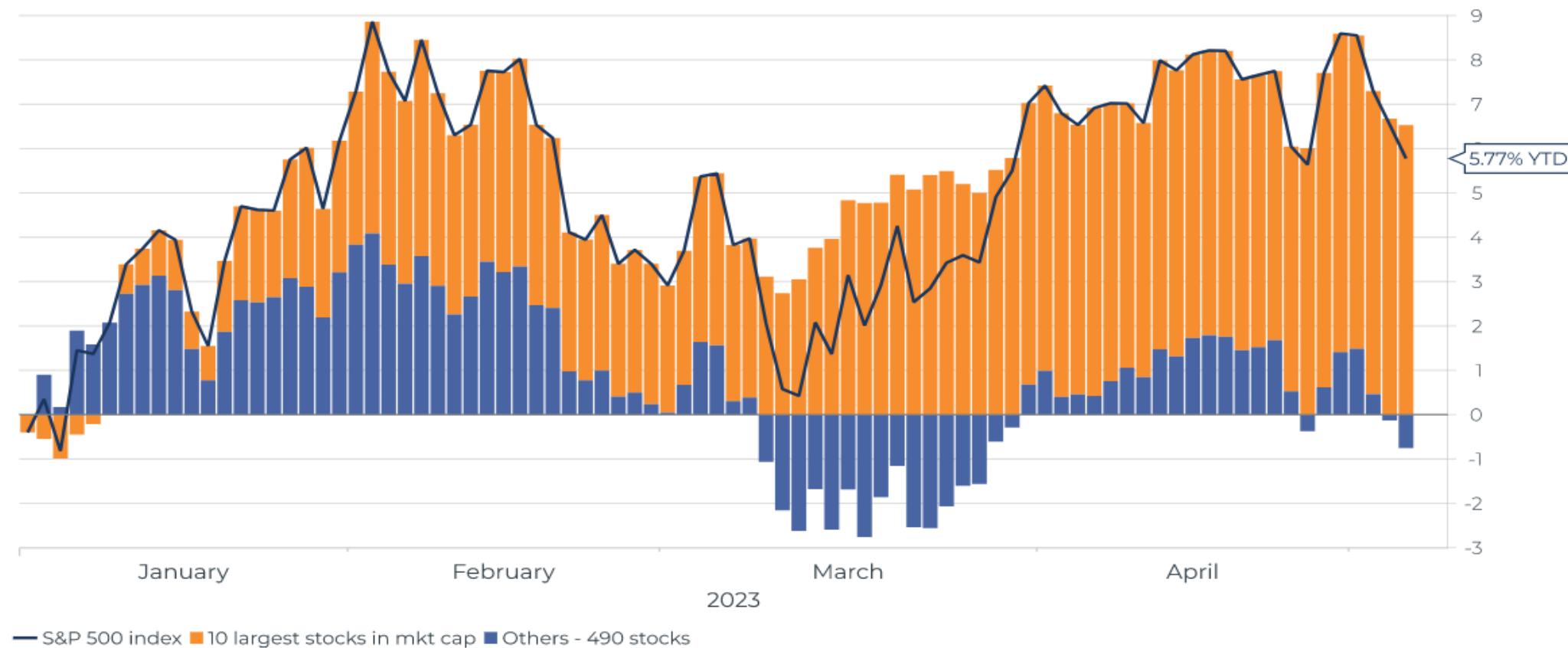


資料來源: MSCI, FACTSET, 31 March 2023

前10大股票驅動了 S&P500 大部分的漲幅

Largest stocks are driving the current S&P rally

Source: S&P Global



MACROBOND

- 資料來源: MACROBOND, May 2023

2023 EPS成長率偏低，甚至有再被下修可能

Regions	EPS Growth (YoY%)		PER		DVD YLD	PBR		ROE	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2023E	2024E	2023E	2024E
US	1.1	11.6	18.9	17.0	1.7	3.7	3.4	19.8	20.1
Europe	4.1	7.2	13.0	12.1	3.5	1.8	1.7	14.1	14.1
Japan	2.3	7.9	14.1	13.1	2.5	1.3	1.2	8.9	9.0
Asia Ex Japan	-2.2	21.1	14.0	11.6	2.7	1.4	1.3	10.2	11.4
China	13.0	15.0	10.8	9.4	2.5	1.2	1.1	11.4	11.9

• 資料來源: Factset UOBAM , 11 May 2023

2023下半年的關鍵問題-大華資產管理(UOBAM)的觀點

- **市場預測經濟衰退，但它開始了嗎？** – 經濟衰退的共識仍因數據強勁而受到質疑，現況偏向不著陸情境(No Landing)；但諷刺的是，這對市場解讀不完全是樂觀的，因為它降低了通膨減緩的信心
- **我們的通膨觀點？** – 我們認為到2023年底通膨率應該會降至3%左右。雖然這一個健康的發展，但我們認為進展將會緩慢，並且存在著不確定性
- **我們對經濟衰退的看法？** – 我們仍然認為經濟放緩是可能的，但將會是一次溫和而且淺碟的下行
- **亞洲的展望是甚麼？** – 我們對亞洲股票是樂觀的。亞洲股票有更多的成長和更好的價值 (第三季看好台、韓、新)。中國疫後的復甦慢於預期，不過我們認為下半年在政策助力下將有所改善
- **投資主題推薦？** – 現在不太可能是beta驅動的世界。現在是好的alpha主題時期。這是發掘主題型投資的好時機 (地緣政治或政策受惠板塊、再生能源、創新科技、新加坡REITS)
- **定存利率高達3%至4%，我們是否該將資金投入定存而非股票與債券？** – 定期存款利率的確很有吸引力，但存在著相當大的再投資利率風險。美國聯邦儲備委員會預測，到2024年，利率將下降至4.6%，到2025年將下降至3.4%，長期為2.5%。若出現衰退，利率會快速下降。投資者可將較高的利率(投資級信用超過5%)鎖定5至10年，另外也可鎖定基期低、收益高且財務體質優的REITS標的，是升息末段進可攻退可守的好選擇

警語:

本意見或資訊由大華銀投信提供，僅供參考。所有資訊於發佈當日確信為真，但不保證其正確性，資訊亦可能隨時變更，大華銀投信將不會另行通知。如有錯漏或疏失，大華銀投信公司及大華銀行集團(UOB)及其董監事與受僱人，不負任何法律責任。本報告純為研究性質，不代表對行情之預測或研判，投資人應自負風險。本公司發行之投信基金及代理之境外基金經金管會核准或同意生效，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。本網站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。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去的績效亦不代表未來績效之保證。有關基金應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢相關內容。

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，故以高收益債券為訴求之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。高收益債券基金及新興市場債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。投資人投資以高收益債券為訴求之基金及新興市場債券基金不宜占其投資組合過高之比重。

投資於其他外幣計價的基金/債券，或要承擔匯率波動的風險。各基金因其不同之新台幣、新加坡幣或美元計價幣別，而有不同之投資報酬率。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。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。各相關配息時間依境外基金機構通知之實際配息日期為準。固定收益分配類型基金會定期將基金收益分配予投資人，投資人應當了解依其原始投資日期之不同，當該配息之金額已超過該基金之投資報酬時，其投資帳戶中之資產總值將有減少之可能。本網站所列個股名稱僅作為舉例說明，不代表任何金融商品之推介或投資建議。絕對報酬目標係指追求資本保護或特定年化報酬率為目標，惟並不保證保本或保證獲利。新興市場除有價格波動性較大及流動性較低之風險，其政治與經濟穩定度可能低於已開發國家，而使資產價值受不同程度之影響。

【大華銀投信獨立經營管理】

大華銀證券投資信託股份有限公司 | UOB Asset Management (Taiwan) Co. Ltd.

10544 台北市民生東路三段109號16樓 | 16F No. 109 Minsheng East Road, Section 3 Taipei 10544, Taiwan, R.O.C.

Tel (886) 2 2719 7005 Fax (886) 2 2545 6591 | 大華銀投信官網網址: www.UOBAM.com.tw



Right By You