

美盛旗下凱利投資觀點： 期中選舉年，談美國經濟



Jeffrey Schulze
特許財務分析師 (CFA)
董事 & 投資策略師
凱利投資

自1950年以來，市場在美國期中選舉之後的12個月期間從未出現負報酬率。

「悲觀者抱怨風向，樂觀者期待風向改變，而務實者則調整船帆。」

– William Arthur Ward

主要重點

- 對那些過度重視短期市場雜訊的投資人而言，越演越烈的緊張貿易局勢是最可能有影響的風險之一。
- 歷史顯示市場在美國期中選舉之後可望上漲，而在進入美國總統川普 (Donald Trump) 就任第三年之際，通膨風險將仍舊偏低。
- 金融危機以來，企業『自我有機成長』達到最佳水準，有助於今年下半年的財報表現。

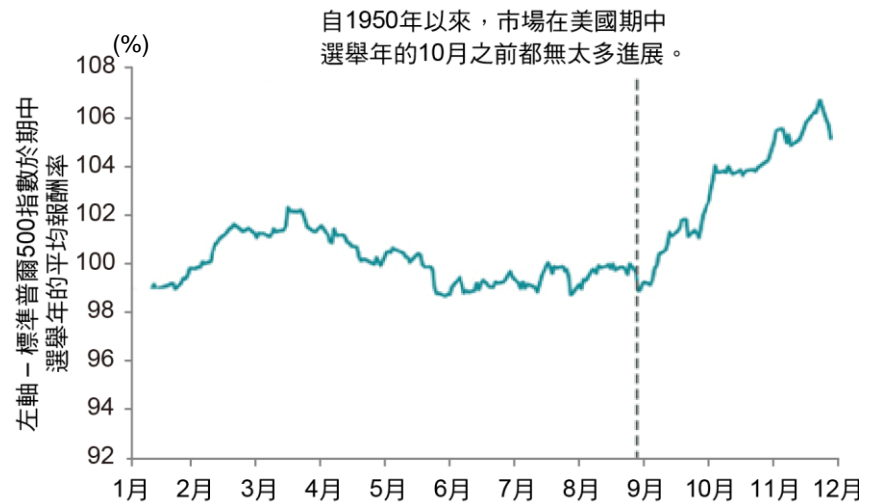
市場擔憂的那道牆，模糊了企業堅實的基本面

隨著美國稅務改革帶來的樂觀情緒在第 2 季逐漸消退，市場憂慮的那道牆持續升高。在不確定性上升和市場焦慮情緒高漲之時，知名作家沃德 (William Arthur Ward) 的金玉良言應該可以為投資人指引方向。因為即使是經驗豐富的專業人士有時也會屈服於恐懼的情緒（和期望），而未能根據新的現實條件和市場環境來調整航向。而今年第 2 季下，市場憂慮的那堵牆又進一步地越築越高，包括企業獲利觸頂、貿易戰爭、通膨上升、殖利率曲線趨於平坦、美國聯準會和歐洲央行趨於緊縮的政策、美元走強、潛在的新興市場貨幣危機、義大利脫歐（“Quitaly”）、企業負債和美國聯邦赤字上升等一連串問題都成了新聞矚目的焦點。

市場這樣的緊張情緒和 1 月底稅務改革法案通過之後，市場再創新高時的興奮之情可說是南遠北轍。不過，市場修正通常要花上數個月的時間才會告一段落，而要讓市場長期底部具體化，然後開始出現轉變，最重要的可能就是「投資人情緒」。擔心貿易戰越演越烈，這已經導致市場情緒從樂觀轉為悲觀。雖然在近期各方針鋒相對的言論之下，市場可能會出現短期的壓力，但是這類期中選舉年的修正並未有任何不尋常之處。事實上，通常在美國選舉年，市場在 9 月之前往往呈現區間整理局面，而在選舉日期接近與政策不確定性消退時，才開始走高，如圖 1 所示。

請參閱末頁的重要資訊。

圖一：自 1950 年以來的美國期中選舉

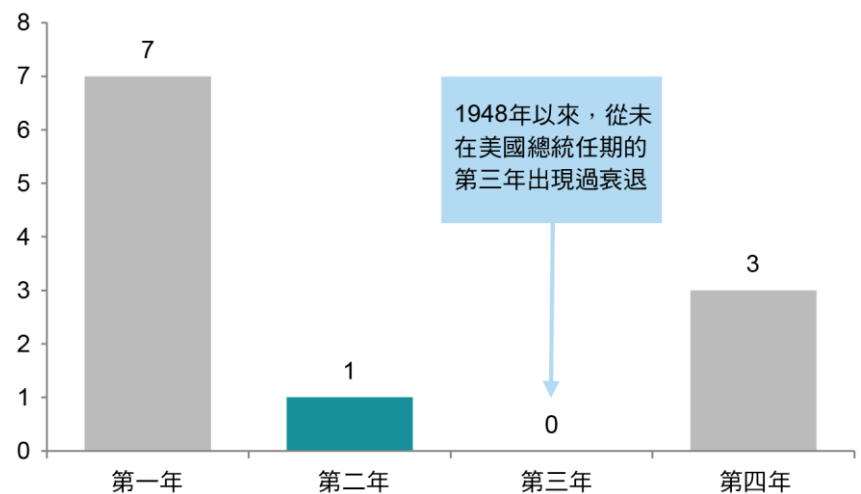


資料來源：Strategas，截至 2018 年 6 月 1 日。過往績效不代表未來結果。

在選舉結束之後，投資人通常會將任何先前的疑慮拋諸腦後，並根據新市場現實情況做出調整。股市通常在期中選舉結束後的期間表現相當正面，自 1950 年以來，標準普爾 500 指數在期中選舉後的 12 個月內報酬率平均為 15%。更重要的是這些期間從未出現負的總報酬率。原因之一是總統任期和經濟循環之間的強烈相關性。在過去 70 年之間，美國經濟在總統任期的第三年從來沒有出現過衰退的情形（見圖 2）。

圖 2：歷年來，美國總統任期的第 3 年罕見經濟衰退

1948 年 – 2016 年之間，各屆美國總統 4 年任內出現經濟衰退的次數



資料來源：Strategas，截至 2018 年 6 月 1 日。過往績效不代表未來結果。

美盛旗下凱利投資相信，這主要是因為經濟刺激政策通常伴隨著美國總統大選而來的模式所導致的結果：美國總統任期第一年（尤其是初次當選的新總

統)的重頭戲包括任命主要內閣成員、獲得國會同意、以及實現候選人政見的新「計畫」制定與通過，而最後這一點或許是最重要的工作。這些計畫通常包括有助於提振經濟的全面性財政支出。因為這股提振經濟的力道通常發生在總統任期的第二年和第三年，因此這兩年發生經濟衰退的機率想當然爾也就非常的低。不久前制定的稅改方案所帶來的財政刺激效果才剛剛開始發酵，因為政策實施至產生效果之間的時間差通常偏長，而在稅改下，大部分的人可能直到前幾個月才開始看到薪資的上漲。也因此市場普遍預期美國第二季國內生產毛額 (GDP) 將達到 3.4%，較第一季的 2.2% 顯著為高。

如此正面的經濟環境與凱利投資的經濟衰退儀表板 (圖 3) 所展現的情形一致，目前顯示未來 12 個月出現經濟衰退的風險甚低，當中的 12 個指標，只有 1 個出現警示訊號。就過往歷史而言，2000 年或 2008 年的市場崩盤都與較為全面的經濟下滑趨勢一致。歷史證明，經濟成長出現修正是不可避免的現象，不過，在面對經濟真正出現衰退之前，市場在經歷顛簸波動後都應該會出現反彈，並重新聚焦於基本面的因素。就現階段而言，較為強勁的企業獲利和持續改善中的經濟背景下，最終應可望帶動股市在年底前以上漲作收。

圖 3：凱利投資的經濟衰退風險儀表板

		2018 年第 1 季	2017 年第 4 季
金融	殖利率曲線	↑	↑
	信貸利差	↑	↑
	貨幣供給	↑	↑
通膨	薪資成長	↑	↑
	大宗商品	↑	↑
消費	住房營建批准數	↑	↑
	失業救濟金的人數	↑	↑
	零售銷售	↑	↑
	工作動能	↑	↑
商業行為	美國供應管理協會 (ISM) 新訂單數	↑	↑
	淨利率 (Profit Margins)	●	●
	卡車運輸	↑	↑

↑ 擴張 ● 小心謹慎 ✘ 衰退

資料來源：凱利投資，截至 2018 年 6 月 30 日。ISM：供給管理學會。

目前市場存在的一個常見謬誤是，第一季企業獲利的強勁表現要完全歸功於稅務改革方案。標準普爾 500 指數成分股的獲利較去年同期成長了 26% 之多。但是，如果不計稅改方案帶來的一次性效益，企業獲利成長率仍舊高達 18%。我們認為，或許更令人刮目相看的是 7.5% 的企業營收年成長率。這是自 2008 年全球金融危機以來的最高水準，也證明了美國企業確實在持續成長的事實。在經過過去數年主要由刪減企業支出、以及企業買回庫藏股所帶動的「較低品質」獲利表現後，現在，企業的企業營收和獲利成長的雙雙走強，對於進入下半年的市場而言是一個極為正面的訊號。

貿易緊張局勢持續升高

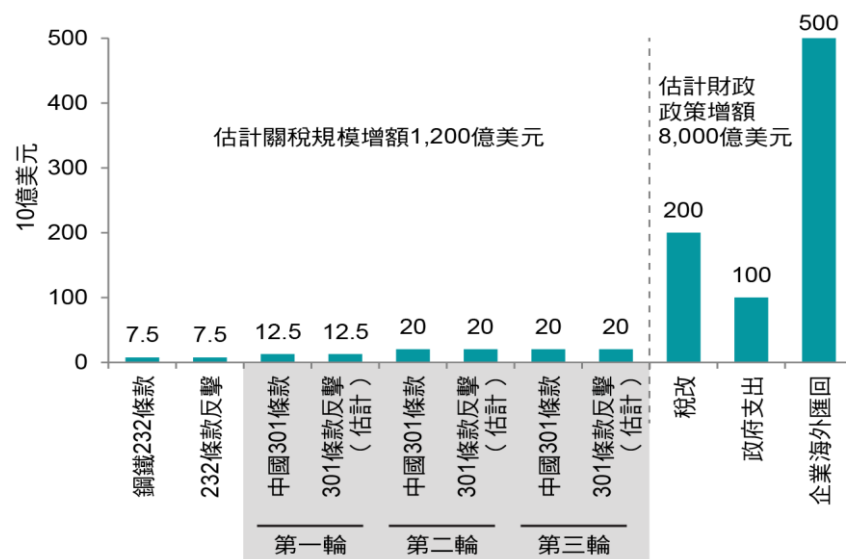
貿易問題愈演愈烈，鑒於美國總統川普競選時提出的政見，貿易戰爭也看似一觸即發。雖然投資人確實有理由擔心美國與其他主要貿易夥伴之間緊張局勢升高造成的衝擊，但是我們相信，最終結果將只會是小規模的衝突，而非全面性的貿易戰爭。鑒於目前討論的關稅徵收規模，現代供應鏈之間的緊密相連、美國對中國的出口比例，以及中國可能透過額外的「官方繁文縟節」或其他措施，讓美國企業在中國營運更為窒礙難行等種種因素，美國與中國之間的關係或許最容易遭受破壞。如果目前的緊張局勢持續升高，某些產業可能會感受到較為重大的衝擊。舉例而言，通用汽車 (GM) 2017 年在中國的汽車銷售量高於美國，而蘋果 (Apple) 目前在中國有 3 億 1,000 萬名 iPhone 用戶，人數比美國高出一倍有餘。

「貿易問題」對企業正常營運所衍生的窒礙難行，都可能對企業獲利造成莫大衝擊。不過，這些事件發展的特有本質下，反而讓主動式投資經理人可以從潛在陷阱當中，辨別豐厚投資機會，然而，這些比較傾向個體經濟問題而非總體經濟範疇，因為雖然市場某些領域會受貿易緊張局勢升高影響，但其他領域則可能因此受惠，而這些問題對整體經濟和市場影響終將逐漸消退。

為了說明起見，讓我們檢視一下可能發生的「最壞情境」。如果之前討論的所有關稅都真的開徵，而受影響的每個國家都對美國出口商品徵收同樣的關稅作為報復的話，總徵收的金額將會達到 1,380 億美元（圖 4）。雖然數字看來龐大，但相較於最近經濟所增加的財政刺激金額而言則是小巫見大巫。企業和個人賦稅減免、較高的政府支出和美國企業匯回國內的海外獲利，這些對經濟挹注的金額總計達到近 8,000 億美元。我們認為，這將抵銷任何關稅造成的負面衝擊。

圖 4：財政刺激>貿易戰擔憂

大小比一比：關稅規模和財政政策的增加額度（2018 年度估計）



資料來源：Strategas，截至 2018 年 6 月 18 日。過往績效不代表未來結果。

不過，歷史經驗顯示，各方終將達成協議。在 1980 年以來針對日本和中國所進行的 8 次 301 條款的調查當中，只有 1 次導致關稅的實施。雖然第一輪的 301 關稅可能會生效（截止期限為 7 月 6 日），但這些懲罰性關稅總額只有 360 億美元，我們仍樂觀認為在下一輪的 2,000 億美元關稅實施前，各方應可建立貿易協定的基礎。

企業資本支出趨勢看似相當健全，應該可以成為股市下半年表現的主要驅動因素之一。

經濟基本面依舊強健

美國小型企業的拓展計畫持續如火如荼進行當中，不受關稅問題影響。儘管過去六個月內關稅問題一波未平，一波又起，但是企業執行長與消費者信心卻仍舊居高不下。雖然這些調查數據在未來幾個月內可能有所下滑，但是我們卻推測其可能會維持在大致為正的水準。衡量景氣循環週期的製造業採購經理人指數新訂單已經連續 13 個月高於 60，為 1970 年代初以來最長的紀錄，也持續證實了經濟活動的長期上漲趨勢。（商業與工業）貸款拖欠正在下跌，放款標準也趨於寬鬆。雖然此行為通常與經濟循環的初期而非中期較為相關，其仍顯示信用條件仍舊維持寬鬆，不受美國聯準會緊縮影響。對此而言，企業資本支出趨勢似乎相當健全，應該可作為帶動股市下半年表現的主要驅動因素之一。

表現穩健的不只是企業活動而已。帶動這波復甦的「勞動市場」也持續趨於緊俏。3.8%的失業率接近 20 年來的最低水準，也可望在 2019 年接近 50 年來的最低點。職缺數目高於失業人口的情況為史上首見。初次失業保險金請領人數占總就業人口之百分比處於史上最低水準。在此背景之下，薪酬持續呈現上升趨勢。薪資成長 2.7%，總工時則在 5 月上漲 2.1%，使得去年的年度所得成長達到 4.8%。此情況已經足以讓消費者支出趨勢在可見的未來維持健全的水準。

這些發展與凱利投資的經濟衰退儀表板，紛紛顯示美國經濟和市場在 2018 年下半年與 2019 年初可望持續走揚。如果過去歷史可以為鑑的話，近期內市場波動率將持續受到即將到來的期中選舉和貿易戰爭疑慮而持續居高不下。不過，就像沃德所建議的一樣，投資人需要聚焦在企業強健的自身獲利和經濟走強的基本面上，而不是被憂慮的那堵牆所帶來的市場雜訊所分心。事實上，現在可能正是您調整船帆，乘著風勢前行的理想時機。

布蘭迪全球投資管理

Clarion Partners

凱利投資

盈信博茂

馬丁可利

QS Investors

RARE Infrastructure

銳思投資

西方資產管理

美盛是全球領先的投資公司，透過長線和主動型的投資策略，協助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過7,472億美元*，全球投資涵蓋股票、固定收益、另類投資及現金管理策略
- 旗下多家卓越投資管理公司各具專長的投資領域，並採取獨立的分析及研究方法
- 成立超過100年，擅長發掘投資機遇，為客戶提供精明的投資方案

* 截至2018年5月31日。

本文提及的任何個別有價證券，不得視為投資買賣的建議或邀約，且本文提供的訊息並不足以作為投資決策的依據，投資組合的配置、持股及特性得隨時變更。

重要資訊

本報告包含來自各種可信的資料來源但不保證其時效性及正確性，且並非為所有可得資料的完整摘要或敘述，本資料僅提供與我們的投資人並且僅為資料參考之目的。沒有獲得我們的書面同意不可公開揭露或散佈。

本投資觀點為美盛旗下凱利投資於2018年7月2日之市場評論，市場評論將隨市場或其他情況而隨時改變，而美盛得隨時更新其觀點。本報告不得視為投資的建議，美盛的投資人需根據許多事實依據而為投資決定之考量，本報告不得視為投資交易指示之依據。本報告所提供之資訊不得視為美盛或其所屬企業對於證券買賣之建議。

本報告由美盛證券投資顧問股份有限公司提供（營業執照字號：(98)金管投顧新字第001號；地址：台北市110信義路五段7號台北101大樓55樓之一；電話：(886) 2-8722-1666）。

資料來源為美盛集團。本文件提及的所有意見與預測為美盛報告刊載日期的判斷，並可作修改而不會預先通知。雖然資料來源的美盛認為相關資訊是可信賴的，但不保證其正確性與資訊可能不完整或壓縮的。投資本身就具有風險，包含損失本金的可能性。以往的績效不保證基金之最低投資收益。

本文件僅供參考，並非對台灣公眾為基金申購之邀約或為促銷特定基金之目的。美盛、其高級職員或員工不負責任何因使用本文件或其內容而引起的損失。本文件不可以在沒有取得美盛書面同意而複印、分送或發行。

美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理

