

美盛旗下凱利投資談長期觀點： 聯準會政策或許削弱全球經濟的樂觀前景



Jeff Schulze 特許財務分析師
董事及投資策略師
凱利投資

重點摘要

- 透過分析與企業盈餘、企業營收和整體流動性相關的因素，均反映美股仍有上漲空間。
- 全球經濟同步擴張，有利於美國及國際的多頭市場延續。
- 美國聯準會開始縮表計畫，加上美國聯邦公開市場委員會可能出現人事變動，都為現階段的股市和經濟帶來最大風險。

根據美盛環球資產管理旗下的凱利投資分析，市場自去年美國總統大選以來不斷走高，令不少投資者感到意外。在美國總統川普(Donald Trump)當選後，原本擔心最壞情況會發生的投資人，紛紛增持現金部位，為可能的「貿易戰」和「政治僵局」作好準備；然而，市場往往與投資人預期背道而馳，尤其這一次美國股市更是毫不保留地不斷創新高。市場亦聰明地聚焦於「通貨再膨脹」的前景，而非此原有的通貨緊縮預期。美國總統當選至今，我們處於前所未見的環境，自 2010 年以來，全球經濟從未如此蓬勃。美股不斷創下新高，但通縮風險仍然不大。根據凱利投資的美國經濟衰退儀錶板分析，未來 12 個月出現經濟衰退的可能性非常低，唯獨只有「企業獲利」這個變數令人憂慮。

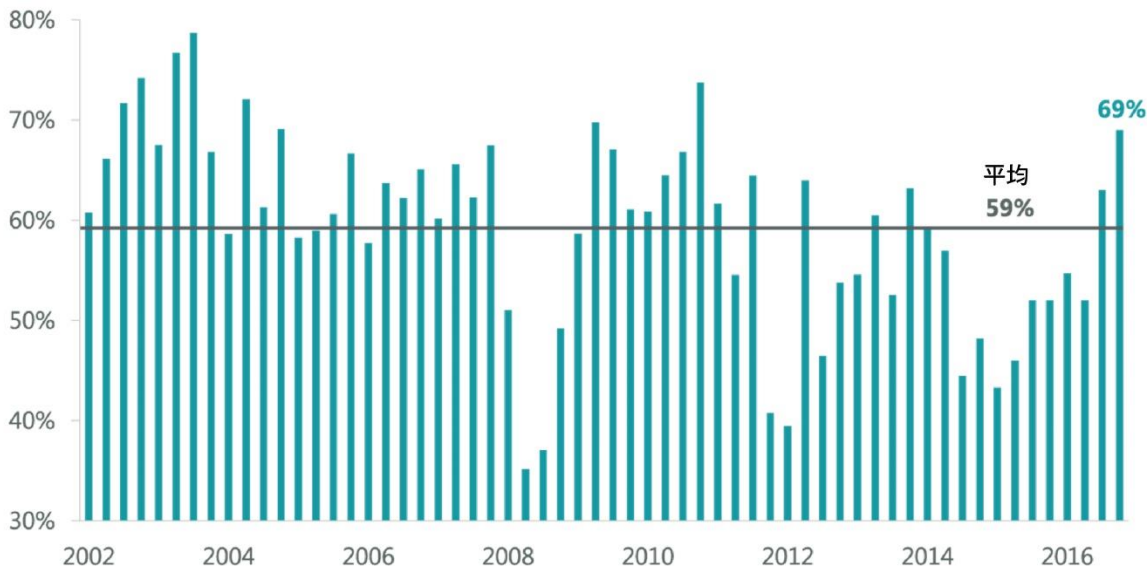
美國企業盈餘表現強勁，企業營收亦穩健成長。事實上，今年第二季「企業盈餘」優於預期的比率達 73%，遠高於過去 23 年以來平均 64%的水平。以標準普爾 500 指數的企業來看，「銷售」優於預期的比率更為出色，

達 69%，高於五年平均的 54%和長期平均的 59%（圖 1）。追溯至 2011 年的年中到目前看來，目前更高的企業營收優於預期更是令人鼓舞的跡象。而這次復甦唯一令人憂慮之處便是「企業營收成長呆滯」。市場將更難取得較佳的年度比較表現，但仍有辦法克服未來兩季的挑戰。「美元疲弱的基礎效應」可望使企業在下一季超越營收預期的底線標準有所降低。我們認為，投資人普遍預期下一季的 4.5%營收成長可輕易達到。此外，市場流動性非常充裕，而我們上季亦有提述這個正面的催化因素。事實上，美國芝加哥聯準銀行國家金融狀況指數(Chicago Fed National Financial Conditions Index)的 10 個星期移動平均值處於 2014 年以來最為寬鬆水平，並且是過去 35 年來第二高具支撐力的水準。

目前全球市場是過去十年來最佳時期。在金融危機後，經濟合作暨發展組織(OECD)所追蹤的 35 個國家首次全部呈現上升走勢。廣泛而言，全球風險在 2017 年期間有所減退。歐洲過去極為寬鬆的貨幣政策，持續改善歐洲市場環境，也因此減低民粹主義崛起的可能性。更重要的是，歐洲央行監管銀行業的「單一監督管理機制」迅速為多家歐洲銀行紓困，並為歐洲週邊國家多間具有壞賬的銀行訂下紓困框架。其中兩間義大利銀行的股票和次順位債券持有人須承擔損失。然而與西班牙不同，義大利當局並無懲罰高級債權人，當中包括大量未有意識到既有風險的散戶投資者。此舉移除了修復義大利當地銀行體系的重要障礙，並有助減低歐洲整體系統性風險。

請參閱末頁的重要資訊。

圖 1：越來越多企業營收優於預期（標準普爾 500 指數企業營收）



資料來源：Strategas Research Partners、凱利投資，截至 2017 年第二季的標準普爾 500 指數企業營收。過往績效不保證未來結果。

此外，我們亦應謹記歐洲經濟在 2011 年當時陷入第二次衰退，而美國則勉強維持度過此時期。歐洲在經濟週期所處的階段遠早於美國，因此可於未來數年提供吸引的投資機會。

中國繼續致力於在「實現短期成長目標」與「推行政策以維持可持續中期成長」之間取得平衡。在未來幾年，尤其假若中國當局不斷透過債務來刺激成長的政策沒有緩和的話，中國的金融風險顯然非常明顯。然而，有跡象顯示，中國出現「成長放緩」會比發生經濟危機的可能性更大。中國並不缺乏結構性成長動能，但卻經常被忽略。城鎮化比率上升、農地改革、供給面改革、國有企業改革和金融體制改革，這些都可在未來十年帶動中國經濟成長。此外，國際貨幣基金組織(IMF)和經濟合作暨發展組織(OECD)表示，中國大型家庭的儲蓄率接近 40%，可為新債務提供充裕融資。只要將這龐大資金注入適當的領域，中國經濟出現硬著陸的可能性不大。

美國聯邦公開市場委員會即將出現人事變動

我們認為短期內的唯一主要風險與「美國聯準會」相關。目前聯準會副主席費希爾（Stanley Fischer）出乎意料

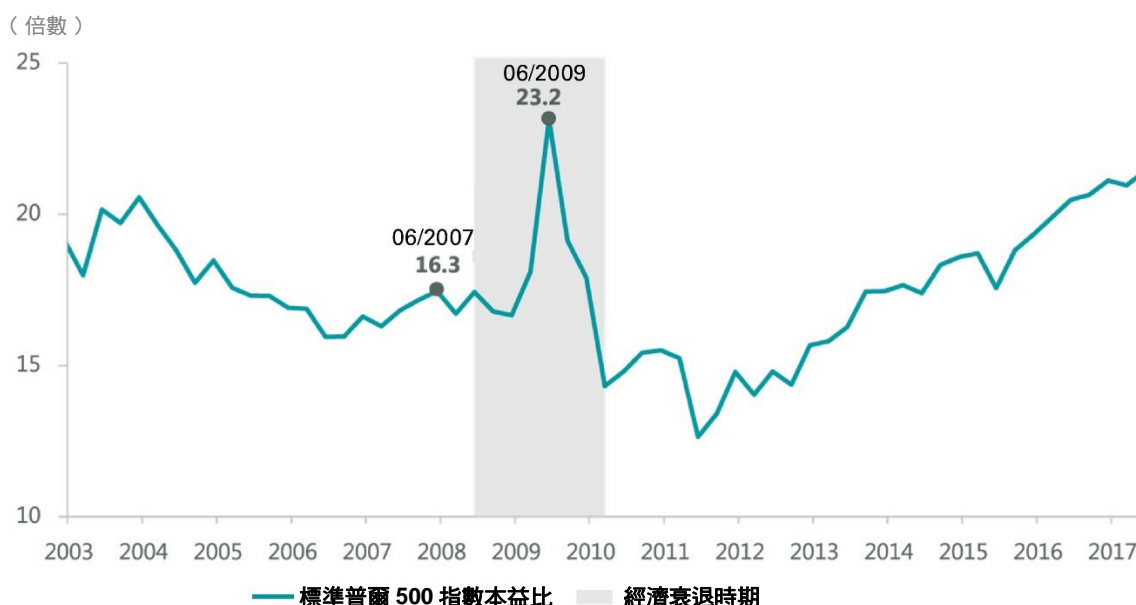
地退休，使聯邦公開市場委員會的空缺從三個增加到四個。目前美國聯準會主席耶倫(Janet Yellen)很可能在明年 2 月本屆任期結束後離任。自前主席伏爾克(Paul Volcker)之後，從來沒有聯準會主席在任期屆滿後留任。按照這個情境發展，在聯準會七名擁有投票權的委員會成員中，美國總統川普(Donald Trump)將能夠在未來 12 個月委任其中五名。值得一提的是，自從聯準會成立以來，從來沒有一名美國總統有機會委任如此多央行官員。若新組成的委員會立場較強硬，並偏向加快利率正常化的步伐，股市反應可能不會太好。然而，新委員會偏好的政策方向有跡可尋，而且讓我們感到安心。川普提出就美國債務再次進行磋商，並公開表示希望美元弱勢，這是相當罕見的情況，因為總統一般不會評論外匯市場。儘管如此，觀察去年美國總統大選競選活動中，川普取得成功的地區，亦即扭轉選情的地區，此正好是美國製造業曾經暢旺之地——「鐵鏽地帶(rust belt)」。美元弱勢能提高美國貨品在國際的吸引力，為美國的製造業基地注入強心針，有助紓緩部份揮之不去的壓力，藉此「讓美國再度偉大」。

上述見解意味著川普將傾向籌組立場較為溫和鴿派的聯準會，新的委員會立場也很可能較目前更為溫和。隨著聯準會轉趨政治主導和獨立性下降，聯準會應偏向在市

場疲弱時推行刺激措施，促使經濟熱絡。投資者應謹記，自聯準會成立以來，幾乎每一次經濟衰退均留下聯準會的足跡。大部份經濟衰退的起因，不外乎都是聯準會在經濟週期尾端因擔憂通脹而過度收緊政策的結果。新一屆聯準會可能刻意採取落後於經濟趨勢的升息措施，以促使美元疲弱，然後在通貨膨脹。因憂慮通脹而造成的政策失誤可望因此減少，可使目前經濟週期持續而不受貨幣政策收緊所影響。毫無疑問，若通膨壓力開始大幅增加，固定收益和股票市場的波幅將會非常迅速地上升。

聯準會的政策轉為「量化緊縮」，確實為金融市場帶來短期的不確定因素。聯準會當局通過前瞻性指引成功讓市場為上述情況作好準備。然而，目前仍面對執行方面的疑問：聯準會對升息和降息都頗有經驗，但卻從來沒有縮表的經驗。聯準會將從買入 1 兆美元證券轉為賣出 1 兆美元的證券，雖然市場可以消化這些證券的超額供給，但代價可能是推高了收益率。

圖 2：本益比(P/E)並不是唯一值得關注的指標

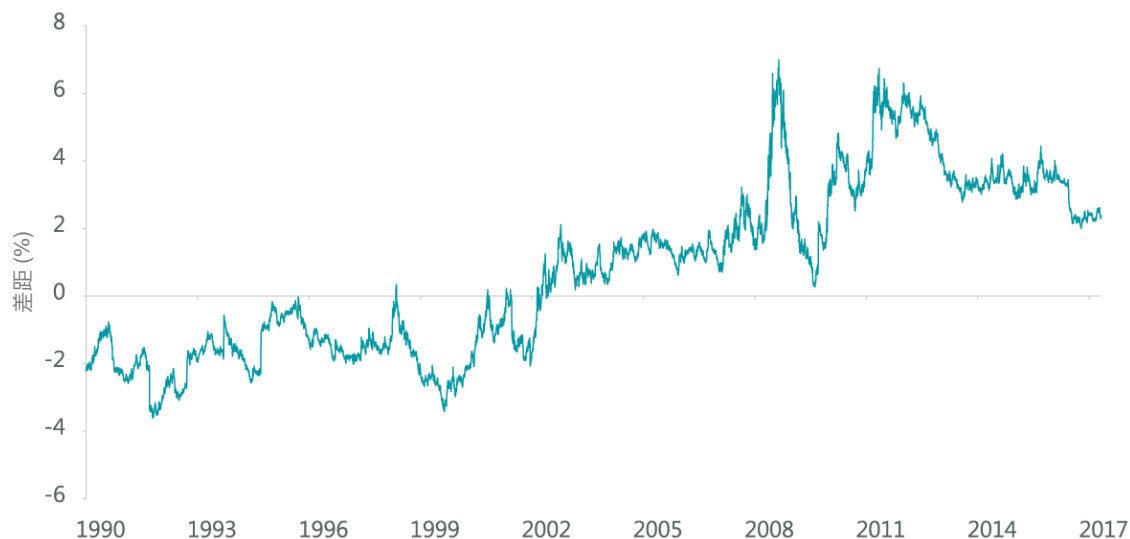


資料來源：彭博社、凱利投資，截至 2017 年 9 月 25 日。過往績效不保證未來結果。

若「聯準會」成為未來的風險來源，股票的評價面便是現階段來作為未来的首要考慮因素。以目前通膨、利率和稅率為基礎的本益比計量經濟模式顯示，標準普爾 500 指數的本益比應約為 20 倍。然而，市場從不會到達公平價值便停止，在熊市時總會跌至過低水平，在牛市時亦總會漲至過高水平。本益比可以是一種有效的評價工具，但不應視為投資的金科玉律。圖 2 是一個好例子，反映本益比如何具有誤導性。回顧過去 15 年的市場往績，我們特別引用 2009 年 6 月和 2007 年 6 月的情況。事後看來，這兩個月分別是期間內最佳和最差的進場時機，但本益比卻為投資人提供相反的訊號。

從評價衡量標準來看，盈餘殖利率(Earnings Yield)對於追蹤市場上漲。圖 3 顯示標準普爾 500 指數盈餘殖利率與美國 10 年期公債殖利率的差距。事實上，該圖表比較了不同資產類別的收益率，希望藉此反映其相對價值。在最近三次牛市主要高峰下(圖 4)，兩者的差距一直處於顯著負值(美國 10 年期公債殖利率較高)或小額正值(標準普爾 500 指數盈餘殖利率較高)。然而，目前兩者差距處於顯著正值，此顯示了股票評價面過低；對此，利率需要大幅上升，或股票需要上漲到較昂貴的水準。展望未來幾年，兩者同時上升(標準普爾 500 指數盈餘殖利率、美國 10 年期公債殖利率)並使差距收窄，而使股市上漲、甚至高於其公平價值並非令人意外的發展。

圖 3：標準普爾 500 指數盈餘殖利率(Earnings Yield)與美國 10 年期公債殖利率之間的差距



資料來源：彭博社、凱利投資，截至 2017 年 9 月 25 日。過往績效不保證未來結果。

圖 4：三次主要股市高漲時的評價

季度	標準普爾 500 指數盈餘殖利率	美國 10 年期公債殖利率	兩者差距
1961 年第四季	4.5%	4.1%	0.4
1987 年第二季	4.7%	8.4%	-3.6
2000 年第一季	3.6%	6.0%	-2.4
目前	4.6%	2.2%	2.4

資料來源：FactSet、凱利投資，截至 2017 年 9 月 25 日。過去期間根據季末的價值。過往績效不保證未來結果。

儘管目前大部份訊號都顯示股市持續正面，市場仍可能在不久的將來出現調整。在過去 14 個月中，標準普爾 500 指數未曾出現 5% 的跌幅修正，而且上一次出現 10% 的修正調整至今已相距長達 19 個月之久了。市場可以在沒有明顯因素的情況下出現上述調整，但我們認為目前還並不接近市場高漲時的主要高峰。投資業界對於目前長達九年的牛市存在許多質疑，根據凱利投資到美國各地的研究觀察，投資人仍頗不相信市場的動能持續下去。傳統上，股市上漲的高峰將涉及廣泛的散戶投資者參與，就連計程車司機亦會主動提出股票見解。當一般大眾紛紛討論股票時，可能意味著所有投資人都投入股票市場了，而這可能使股票市場失去進一步的動能。目前現階段的股市仍未達到這樣的情況。

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

美盛是全球最大的資產管理公司之一，透過長線及主動型管理的投資策略，助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過 7,544 億美元*，環球投資涵蓋股票、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2017年9月30日。

重要資訊

本報告包含來自各種可信任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2017年9月29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。

