

美盛旗下布蘭迪全球投資管理： 見微知著 趨於常態發展

審慎樂觀的情緒

美盛旗下的布蘭迪全球投資管理相信，2018年將是另一個全球成長強勁的一年。許多新興市場仍舊處於經濟循環週期的良性階段，而美國應該終於開始體驗到薪資與物價壓力。為了避免長期成長停滯的重現，各國央行在非傳統全球貨幣政策的退場上應該會採取極為緩慢的步調。



Stephen S. Smith
布蘭迪執行董事
投資組合經理人



David F. Hoffman, CFA
布蘭迪執行董事
投資組合經理人

見微知著：趨於常態發展

在一年多以前，我們認為「長期成長停滯」的情況應該已經進入尾聲。布蘭迪全球投資管理在當時的主題觀點是「金融抑制結束的徵兆」。我們抱著審慎樂觀的態度，充分了解我們的觀點與持續低迷的名目成長率所代表的意涵並不相符，而名目成長率主要受到不理想的人口結構和疲弱的生產力所壓抑。

布蘭迪全球投資管理在反向操作的樂觀看法背後，有三個結構性的因素：

- 首先，美國家庭「去槓桿化」的過程暫時停歇，而中國的經濟走勢也趨於穩定。美國家庭負債超級循環的瓦解以及後續導致的中國產能成長暴跌是全球金融風暴後經濟成長停滯的主要原因。這些因素的穩定表示局勢已經開始出現非常不同的變化。這是否意味著全球經濟的常態化下將逐漸脫離長達將近10年之久的全球金融危機(GFC)後續影響，進而轉向更新，但也更令人感到熟悉的「自給自足式的景氣循環擴張」呢？
- 其次，在全球擴張的這個階段，財政與貨幣刺激政策帶來了前所未見的推動力，而且這次並沒有過早出現緊縮。各國央行對全球經濟久纏不去的「通縮壓力」有所疑慮，更因經濟常態化對「資產價格通貨膨脹」的可能衝擊感

到憂心。在此同時，全球的財政政策的刺激力道也更加強烈，一點也不減輕。

- 最後，油價的下跌為全球消費者增加了總值數兆美元的儲蓄。這對能源的消費者而言是一個強有力的成長催化因素，也帶來了與時俱進的提振效果。

2017年：經濟擴張的廣度與強度前所未見

而2017年確實在總經方面是意外利多的一年。去年經濟擴張的廣度與強度均前所未見，參與全球經濟擴張的國家數目較過去25年內的任何時期都要來得多。在美國方面，標準普爾500指數在2017年的每一個月份都以上漲作收，這是從未發生過的事情，而只要下一個季度的年化成長率再達到3%，就會創下美國12年以來首度出現連續3季年化成長率超過3%的紀錄。歐洲企業信心持續升高。日本企業獲利也回應了日本首相安倍晉三(Shinzo Abe)的政策而持續走揚，並且/也或許創下數十年來的新高。

投資人對經濟展望的情緒在過去18個月內，也略微偏離了對長期成長停滯的悲觀看法。令人比較驚豔的是，要讓投資人相信「更好的未來」有多麼困難！根據美銀美林每月全球基金經理人調查，市場對成長的預期在2016年底出現反彈之後，在去年一整年則呈現節節下滑的趨勢。或許，投資人覺得「再好也不過如此了」？還是因為市場的焦點

請參閱末頁重要資訊。

已經轉向美國的升息、歐洲在今年終止量化寬鬆政策的可能性、以及中國轉向追求高品質的成長？這如果不是布蘭迪全球投資管理太過於天真的樂觀，就是投資人有著強迫性的難以抗拒，其實全球金融危機對景氣循環的影響已逐漸削弱。

債券殖利率曲線又怎麼說呢？

美國殖利率曲線持續趨於平坦，美國30年期公債殖利率曲線仍舊低於美國聯準會在2015年12月首次升息時的水準。當聯準會要升息時，此曲線趨於平坦是正常的現象。但是當真的升息時，債券殖利率持平或甚至小幅下滑則並非常態。重要的事，目前並沒有出現經濟衰退的跡象！企業獲利的展望樂觀，目前也完全沒有出現任何景氣循環末期的警訊，例如過高的信用成長以及/或是物價通膨的上升。如果美國經濟看起來正處於「循環中期的甜蜜點」的話，那麼這代表著以下的幾個可能性：

- 首先是債券投資人不相信美國/全球名目成長可以進一步走高，與/或聯準會將在通膨出現初步上揚跡象前採取先發制人的做法。此觀點可能有部分和持續低迷的薪資與物價通膨率有關。但是債券實質殖利率沒有上升則表示投資人對「實質經濟成長」的持續改善仍抱持存疑的態度。然而，這並不是股市所傳達的訊息。
- 另一個可能性是歐洲和日本央行大規模「債券購買的傳導效應」。歐洲債券殖利率處於極為異常的水準：歐洲和日本主權債有相當大一部分擁有負名目殖利率：義大利10年期主權債的殖利率較美國10年期公債幾乎低了50個基點。歐洲高收益公司債的殖利率則幾乎和美國公債相當。在過去12個月期間，從歐洲固定收益市場外流的資金達到了將近6000億美元，而若從2015年以來起算則更達到數兆美元。所以我們很難相信如此大規模的殖利率扭曲和資金流動不會對美國公債利率有所影響，而這也使得全球殖利率曲線趨於平坦，並有助於帶動全球成長。

經濟發展的背景雜訊達到震耳欲聾的水準

假造新聞與假情報、網路戰爭、實體戰爭的威脅、美國霸權的衰落、新興區域霸權之間的競爭，以及地緣政治的重組、保護主義的威脅，和民粹主義的蔓延。

但是到目前為止的「經濟發展的故事情節」似乎勝過了這些風險規避的潛在驅動因素。比風險更重要的是，政策制定者對風險做出什麼樣的反應！而政策的反應不啻讓資本主義帶動成長的能力獲得倍增：這些反應包括了全球性的

減稅、大規模的基礎建設支出（至少在中國）、以及法規的大舉鬆綁（至少是在美國）。2018年看來將是另一個全球強勁成長的年度。

在民粹主義風潮下當選的美國總統川普(Donald Trump)剛剛為生產性資本的所有人和小型企業提供了投資和成長的誘因，調降了法定企業稅率，同時立即提升了美國資本存量的價值。經濟學家之間針對此政策可帶來的財政刺激規模大小眾說紛紜，但是一般認為降低企業稅率長期而言應對「小型企業」有利，此舉可鼓勵跨國企業將囤積的現金匯回美國，並在美國境內發展更多業務。因為減免條件上限的緣故，除了部分高稅率州的居民之外，大部分的美國民眾都將享受到小幅的減稅優惠。

減稅風潮全球早已展開

川普的減稅政策上了新聞頭條，但是在此之前，全球各國早已展開了一波減稅的風潮：

- 法國政府推出了相關計畫，預計將在2022年之前，將50萬歐元以上獲利的企業所得稅率從目前的33%調降至25%，同時調降了房地產以外的財富稅，並對資本利得、股息和利息實施30%的固定稅率。
- 比利時計劃在2021年之前將企業所得稅從34%調降至24%。
- 荷蘭將企業所得稅率從25%調降至21%，並廢除15%的股息稅，降低財富稅，並調高增值稅(VAT)。
- 奧地利近期選舉的焦點雖然在移民問題上，但新上任的總理Sebastian Kurz的競選政見強調「經濟供給面」，計劃透過140億美元的減稅創造就業，廢除企業最低稅負制，並調降薪資與所得稅率。
- 在最近的德國大選之前，市場普遍認為基督教民主聯盟(CDU)、社會民主黨(SPD)和自由民主黨(FDP)將廢止對高於45%最高納稅等級的所得徵收5%的統一團結稅(solidarity tax surcharge)。
- 在日本方面，安倍首相在上任後就持續刪減企業所得稅率。從他剛上任時的38%調降至目前的29.7%，其與日本企業獲利的爆發性成長應有密切關係。如果真是如此，其或許可以作為預示其他國家減稅的發展。最近，安倍首相更進一步為調漲員工薪資的企業提供進一步的減稅獎勵措施。
- 香港在2017年初將企業所得稅率從16.5%調降至8.25%，試圖吸引海外企業；此外，兩階段的稅減計畫也正著手考量。
- 澳洲開始考慮調降企業稅率。
- 中國當然也開始注意到保持全球競爭力的重要性。

大部分的北大西洋公約組織(NATO)國家都在增加軍事支出以回應美國霸權的衰退，以及川普政府對於NATO盟國履行其財務和軍事義務的要求。此舉有助於提振經濟成長。同樣地，中國也將對其「一帶一路」計劃投入數十億美元，或甚至是高達數兆美元的資金，作為建立其區域霸權地位的途徑之一。

在此同時，非傳統全球貨幣政策的退場速度將會非常緩慢。我們可以詳細檢視全球環境，但簡而言之，各國央行在這波經濟擴張當中將會延後緊縮政策的時間。它們會希望看到通膨真正明顯上升才會開始採取行動。

不可避免地，隨著央行逐漸扭轉政策方向，「資本市場」將在某個時間開始和「實質經濟」相互爭搶流動性。在此同時，負實質利率和低波動性則彷彿是一體的兩面。「各國央行政策的轉向」將會是2018年下半年的主要題材之一。

評估中國的表現對全球展望而言甚為關鍵。中國在2016年的一波大規模中國信貸脈衝(credit impulse)之後，帶領了全球經濟活動的反彈。隨著信用成長觸頂之後、開始趨於緩和，這波信用脈衝之後轉而造成拖累，最近更導致不動產價格走弱與房市活動疲軟。大部分的分析師都在經濟模型當中使用貨幣成長和不動產銷售來預測未來成長。這些指標均顯示過去一年出現了小幅下滑。但我們的看法卻與此不同。

最可能出現的意外驚喜是最佳的「經濟數據」

我們認為相對於此預期，最可能出現的意外驚喜會是表現最佳的「經濟數據」。

經濟合作與發展組織(OECD)和中國國家統計局的領先經濟指標(LIIs)均呈現上升之勢。通常這些指標都與中國的各项工業活動指標相關。最近，這些指標的走勢呈現分歧，此跡象顯示過剩產能/供給在主政者的行政指引之下已經有所縮小。領先經濟指標顯示經濟當中的其他產業則彌補了此差距，尤其是消費者與服務產業。雖然固定投資仍舊近乎停滯，產業獲利成長則表現強勁，服務業也成長到佔經濟超過50%以上的水準。而中國在降低過剩工業產能與過高的不動產存貨，同時推動綠能科技、醫療保健和資訊科技的進展程度更可能令人感到意外。

2017年第四季金融市場的表現

在歐洲方面，雖然歐洲面對著本身一系列的政治事件，但是持續改善的經濟和情緒指標則掩蓋了這些因素。高品質

歐洲主權債的中期和長期殖利率因為溫和的經濟擴張以及部分延宕的改革而上揚。英格蘭央行首度調升政策利率，使得較長天期的英國公債上漲。鑑於經濟基本面的改善，以及惠譽調升其債券評等，使得葡萄牙主權債延續了一整年的漲幅。歐元區消費者信心達到了16年來的高點，歐元區內的樂觀情緒也幫助歐元節節攀升。對波蘭茲羅提和捷克克朗的配置可作為參與歐洲區域性成長的方式，這些貨幣延續了先前的漲勢。在亞洲方面，日本央行持續維持寬鬆政策，其立場因為安倍首相的再次勝選而獲得鞏固。日本政府公債因為監管的延續和通膨的初步跡象而上揚。其他央行在縮減寬鬆政策方面則表現較為遲疑。央行對政策常態化的疑慮影響了挪威克朗的表現，雖然大宗商品價格與全球貿易均有所改善，但其仍未出現上漲。馬來西亞幣上漲，因馬來西亞政府在2018大選之前致力於解決財政預算赤字，並實施改革政策來改善商業環境和基礎建設。印尼公債上漲，因持續走穩的大宗商品價格提振了出口價格。對印度盧比表現，也反映了印度經濟更趨正面的成長展望。

新興市場

展望2018年，布蘭迪全球投資管理在策略上反映了一些整體的結構特性。我們減碼成熟市場的存續期間，並做空英國和德國債券。我們做多新興市場債券，因其實質殖利率高，貨幣被低估，我們預期報酬率將有機會來自貨幣與債券。

許多新興國家的債券市場仍舊處於經濟循環的良性階段。數年前這些市場處於惡性階段：美元的升值導致新興市場貨幣表現疲弱，進而造成國內通膨。央行回應的方式是升息，但卻進一步使得其經濟走弱，並導致個別國家的貨幣走低、通膨走揚。這些力量都已經有所反轉，並尚未完全被釋放出來。就歷史層面而言，為新興市場帶來問題的通常是世界最主要的央行——亦即美國聯準會採取的積極緊縮政策。在2018年的大部分時間內，我們都不認為會出現聯準會採取積極抑制政策或是看到美元走強的情形。

美元觀點

「價格」和「資訊風險」都影響了布蘭迪全球投資管理在2017年減碼美元的策略。在2017年初，我們認為美元是全世界估值最為昂貴的貨幣之一。除此之外，當時市場普遍認為減稅政策勢在必行，美元也將繼續走強。這表示如果局勢發展不如期望，將會對美元造成影響。川普政府在

撤銷和替代「歐巴馬健保法案」上的疏失就符合了此一情境。除此之外，市場也始終無法確定稅改方案將會帶來多少的直接財政刺激。從較為基本面的角度來看，我們認為資金會被經濟成長所吸引，而歐洲和一些新興市場國家在去年的成長表現則帶來了意外驚喜。最後，我們認為資本市場是成長的穩定因素。我們在2017年初預期強勢美元將不符合長期與均衡全球成長擴張的利益，因此發生機率頗低。

相較於去年此時，美元的下跌顯然降低了該貨幣的價格風險特性。全球成長也較一年前來得均衡，到目前為止，貨幣市場尚未驗證2017年減稅和就業法案將對美元有利的期望。這點似乎符合我們的看法，亦即其直接影響沒有那麼顯著，且美國也不是全球唯一減稅的國家。**在這些條件之下，我們持續認為美元的大漲將不符合全球經濟的利益，換言之，也等於是說明全球貨幣政策過早緊縮。**一些具有較高殖利率，且貨幣被低估的新興市場國家因此較容易出現領先的績效。然而，隨時間經過、以及美元如出現大幅走弱之時，這些都可能改變我們的觀點。

墨西哥

經由布蘭迪全球投資管理針對價格與資訊風險相較於機會性的流程分析，墨西哥無疑成為了我們矚目的焦點。由於墨西哥公債在我們大部分的投資組合當中都佔了相當高的比例，因此一些客戶也想了解我們是如何管理美國決定是否退出北美自由貿易協定的不確定性。

市場不喜歡不確定性，而「墨西哥」確實有許多值得擔心的理由。但是墨西哥披索的重貶顯示這些因素都已經反映在價格當中，而不論結果如何，只要不確定性消失都將對披索有利，就像披索的匯率在美國總統川普就職當天落地一樣。顯而易見的是從汽車銷售、實質零售銷售成長，以及信用成長的下滑看來，國內需求正在收縮當中。上升的總體通膨也使得實質所得降低，而央行為了對抗通膨所採

取的緊縮政策更進一步壓低了實質所得。我們知道墨西哥的政治局勢傾向了左派和民粹主義，因左派候選人奧布拉多爾(Andrés Manuel López Obrador)的民意支持度上揚。這些資訊大多都已經反應在墨西哥披索的貨幣匯率上。在2017年的低點時，墨西哥披索兌美元的匯率呈現折價，情況與1998年新興市場危機時相仿。目前披索仍處低點，也是我們投資範疇當中價值最被低估的貨幣之一。換言之，**墨西哥正處於從惡性經濟循環轉為良性經濟循環的起始點。**

南非

其他新興市場國家在事件風險方面的經驗也值得注意。南非幣在南非總統祖瑪(Jacob Zuma)撤換財政部長之後經歷了一段波動時期。南非可能將由一位想要破壞分權制衡制度的貪腐總統所領導，造成市場的一波悲觀情緒，最終導致標準普爾在2017年11月決定調降該國的當地貨幣債信用評等。但是南非幣這個先前也呈現下跌的新興市場貨幣已回到了前任財政部長戈登(Pravin Gordhan)下台之前的水準，而10年公債殖利率則進一步走低。

總結：預測更為「自給自足的景氣循環擴張」

去年，我們做了一些跡象尚未明顯的預測，當時沒有獲得太多人的支持。在現在2018年，所有的跡象仍舊顯示全球經濟正脫離長期停滯狀態，朝向更為「自給自足的景氣循環擴張」前進，此觀點仍舊未獲得太多人的肯定。我們每天都被提醒著要注意各種可能出現的風險。但是這些風險的主要回應在於主政者在全球持續寬鬆的貨幣政策之下，提升資本的成長誘因。**如果今年針對重新建立全球貿易秩序的協商結果只是故作姿態，而未轉為實質政策，那麼我們應該會看到強勁且自給自足的全球經濟成長，伴隨著持平至走弱的美元、成熟市場小幅上升的利率，以及新興市場持平至下滑的利率。**

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7,672億美元*，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12月31日。

重要資訊

本文件乃根據美盛子公司布蘭迪全球投資管理的意見擬備。本文件為前述美盛子公司截至2018年1月16日針對2017年第四季的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，亦可能與其他投資經理、專業人士及公司整體的觀點或有不同。

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。

本投資觀點為美盛於本文日期之市場評論，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。任何擁有本文件的人，請自行詢問及遵守有關的限制。

