

2018年3月23日

美盛觀點： 貿易戰，誰會受到波及？



擔心中美之間發動貿易戰的疑慮導致市場震盪。哪些類股和個股可能受到最大的衝擊呢？看看美盛旗下投資經理的看法。



ClearBridge
Investments

目前會出現波動，後續則會進行協商

Jeff Schulze, 凱利投資, 投資策略師

中國即將預期華府在本週所採取的行動。如果針對鋼鋁徵收關稅的 232 條款是開胃菜的話，那麼主菜無疑就是對中國貿易與智慧財產權管理措施進行調查的 301 條款。令人意外的是，即便這是川普競選政見當中相當重要的一環，卻少有投資人注意到這個環節。

301 條款的調查可能有幾種結果，包括提高關稅、美國禁止中國的投資、限制中國公司在美國從事業務的能力、美國與其他貿易夥伴合作孤立中國，以及限制核發簽證給中國公民等等。

雖然美國從中國進口的商品數量遠高於出口至中國的數量（貿易赤字），但是受到中美貿易戰負面衝擊的美國企業會要比獲益的企業來得多。**可能受創最重的產業包括飛機、汽**

車、農業、半導體和化學。相對而言，獲益最大的產業則可能包括鋼業、鋁業、電信設備、傢俱和紡織。

目前，301 條款調查的結果要求對航太、資通訊科技和機械等特定領域的產品徵收 25% 的關稅。鑒於關稅討論的範圍有限，政策制定者也可能從過去的經驗當中學到教訓，因此我們相信雙方應可達成協議，不至於引起貿易戰爭。

301 條款在過去曾被啟動，在 1985 –1995 年之間對日本的貿易實務進行了 3 次調查，分別針對半導體、電子和汽車產業。時時上，日本過去與美國的貿易關係和中國今日與美國的貿易關係極為相似。在最高峰的時期，日本幾乎佔了美國貿易赤字的 60%，而中國目前則佔了將近二分之一。

凱利投資認為，美國進行這些調查的目標並不是實施關稅，而是增加與對方進行貿易談判的籌碼。過去大部分的 301 條款調查，包括在 1990 年代與 2010 年針對中國的數次在內，都促成了新的貿易協議而非關稅的實施。此問題經常被忽視的一個層面是中國已表達出協商的意願。在川普 2017 年訪問中國期間，中國宣佈將在中期內開放金融產業，並推動總

值 2500 億美元的貿易協定。即使中方宣布了貿易報復計畫，但前述宣言也充分表達了中國政府的正面意願。這並不表示市場在短期內不會對此不確定的關係感到焦慮。關稅政策從 3 月 22 日宣布後將有 30 天的公眾評論期，在此期間針對的特定產品類別和整體關稅水準都有可能改變。

相對而言，美國可能會與中國執政者達成協議，就和過往的情形一樣。不過投資人不喜歡不確定性，而市場也可能隨著後續的變化出現更多的震盪。**最終而言，我們認為這些問題所造成的市場波動對較為長期的投資人而言代表著逢低買進的機會。**



新興市場受惠？

Kim Catechis, 馬丁可利, 新興市場主管

中國針對美國課徵鋼鋁進口稅以及計畫對中國製品課徵高達 600 億美元上限關稅的溫和反擊，主要集中於農產品。不過，萬一情勢升高，中國也還有進一步對應措施等著出手。

中國北京方面早已透過「一帶一路」以及其他倡議大舉分散了貿易市場。識者咸認，美國總統川普其實留有讓步空間，而中國政府也已鎖定以增加石油與黃豆進口作為保留其顏面的下台階。

儘管這些焦點新聞可能敲響新興市場投資人的警鐘，**但長期而言，此種貿易限制反而只會加速新興市場各區域間的貿易成長，而將美國排除在外。馬丁可利的看法是，此情勢將使得世界貿易的重力軸進一步往新興市場推移。**

重點在於，美國加徵 600 億美元關稅的威脅稱不上出人意表，中國早就胸有成竹，他們握有一長串相應比例的關稅名單隨時候教。



對股市各種層面的影響

QS Investors

雖然在進入 2018 年之際，QS Investors 對股市和全球經濟成長抱著正面的展望，但是有一些風險卻已經開始浮現。這些風險包括持續高於歷史均值的市場估值、美國的經濟擴張進入後期階段，利率隨著成熟市場央行緊縮貨幣政策而上升，以及美國國內（預算僵局）和地緣政治（美國貿易政策）所帶來的政治不確定性。

對美國貿易政策的疑慮在 3 月 22 日成真，美國總統宣佈對多項中國消費者產品徵收關稅，而中國的回應進一步引起了「貿易戰」的疑懼。股市不出所料，在此消息公佈之後呈現下跌。

貿易關稅最直接的影響可能是全球貿易活動的放緩，進而對全球經濟成長造成負面衝擊。「全球貿易」在 QS Investors 衡量領先經濟指標當中的一個核心成分，而我們則參考此指標來做出投資股票或債券的決策。QS Investors 目前對股票相對於債券的投資抱持短期中立的觀點，所以全球貿易活動的下滑可能會進一步抑制我們的觀點。

除此之外，貿易戰的新聞，以及美中雙方衝突升高的可能性，都增加了金融市場的不確定性，導致主要股市指數和其他風險資產的波動率升高和價格下跌。波動率攀升通常意味著高收益債券將面對較為艱困的環境，如果波動率持續升高，將會進一步鞏固我們偏好美國投資等級債券甚於美國高收益債券的看法。不過，中美之間如果發生貿易戰，對股市當中不同的區域、類股和投資主題所造成的影響程度則各有不同。舉例而言，我們預期景氣循環類股（例如資訊科技與工業）將首當其衝受到影響，並預期企業主要營收來自海外的個股所受到的衝擊，將會大於那些以該國當地市場為導向的公司，另外股價波動較大的個股表現也將落後於股價與獲利較為穩定的個股。

在這樣的市場環境之下，投資人需要更為審慎地進行股票配置。在經濟成長較低的環境下針對不確定性和潛在機會佈局需要採取更為聚焦和針對性的方法，而非投資整體股市。**QS Investors 預期具防禦性的收益型股票（展現較低波動率且提供較為固定持續配息）有機會在市場波動時期將可創造領先績效，因為在低成長的市場環境之下，穩定的配息對整體報酬率的貢獻度會變得較高。**鑒於對公用事業和不動產投資信託(REITs)這類非景氣循環類股的較高曝險，我們預期防禦性收益型股票受到關稅宣布消息衝擊的程度將會較低。



談固定收益，對美國公債之影響

西方資產管理

西方資產管理認為，賣出美國公債在中國報復手段清單中的順位很低。最可能的行動大抵是我們已經看到的，也就是對

美國進口品課徵對抗關稅。這些手段比較具有針對性，也比較容易掌控。此外，**今天賣掉美國公債（然後用換得的錢買進用美元計價的資產），會冒著美元升值的風險，這並不符合中國的利益。**

美國公債向來是投資人多元化投資組合中最可靠的資產之一。我們認為它們會繼續扮演此要角。萬一美中貿易戰惡化，恐將使成長和市場面對重大風險。而一旦出現此情勢，西方資產管理預期美國公債殖利率會下跌，因為對於安全性資產的需求會升高。基於上述，美國公債依舊會是我們投資組合中的一環。

一般認為關稅將引發通膨的論調是錯的，西方資產管理認為主要有三點理由。首先，提高關稅會導致價格出現一次性的提高；但「通貨膨脹」的定義是一種持續性的過程，因此，一次性震盪並不會推升通膨，除非是不停地重覆發生。其次，漲價或將損及需求，很可能導致未來的成長和通膨減緩。最後，國際貿易受限會大幅升高許多擁有全球供應鏈公司的挑戰，更別說是那些仰賴出口的國家了，此情勢恐將拖累全球成長和通膨。鑒於全球經濟與金融市場已高度互連，美國恐也難逃前述逆境的反噬。

重要資訊

本文件乃根據美盛子公司截至2018年3月23日的判斷，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。

美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理