

美盛旗下西方資產管理 2019 年全球市場展望



ROBERT ABAD
西方資產管理
產品專家

重點摘要

- 美盛旗下西方資產管理相信，2019年全球成長可望維持正面，其中美國成長可能將略為放緩，而在中國和亞太區市場的支撐下，歐洲和新興市場則重拾經濟成長力道。
- 我們預期美國2019年的成長可能會放緩，因為部分有利於經濟成長的因素正開始消退。
- 美國聯準會重新聚焦於「控制通貨膨脹」和「風險管理」，加上經濟平衡和中性利率水準仍然不明，這或許意味聯準會立場將轉趨溫和。
- 儘管現在面對阻力，但西方資產繼續認為「新興市場」的基本面仍然堅韌。相較於已開發市場，新興市場歷經削減量寬恐慌、大宗商品價格下挫和政治醜聞等多年來的各種挑戰，景氣循環性的經濟復甦依然相當具有韌性。
- 我們認為「新興市場」是目前最被低估的資產類別，而假若隨著全球風險消退，新興市場可望成為最大受益者。

隨著2019年展開，美盛旗下西方資產管理為投資人分析今年市場展望。當然，這只能反映目前的情況，而我們從中分析一些固定收益投資者感興趣的關鍵議題。而最後的市場大局形勢表格概覽我們對主要地區或是各種證券的最新觀點，並包括我們對其中看好程度的簡單儀錶板，以正面(+)、負面(-)顯示和附帶簡短的評論。

在2019年，我們相信全球經濟成長可維持正面，其中美國成長將略為放緩，而在中國和亞太區市場的支撐下，歐洲和新興市場則有機會重拾漲勢。我們也注意到這個觀點或許會受到「風險因素」所影響，可能的原因包含中美關係破裂、出人意料的美國聯準會言論或政策決定、義大利和歐盟之間的緊張關係升溫、以及英國「硬脫歐」。不過，市場正反映上述情境的最負面結果。我們將在本文概述西方資產管理全球展望的主要分析依據、我們如何配置廣泛市場投資組合，以及詳盡闡述我們在陰霾密佈下仍能發現曙光的投資機會。

中美貿易問題尚未塵埃落定

中美貿易問題為全球經濟帶來明顯的不確定性。風險溢價大幅上升，特別是「新興市場」。雖然兩國或有希望就貿易達

成明確的解決方法，但目前的重點在於引發這場爭端的中國經濟政策正在逆轉。舉例來說，中國已經結束自2018年初開始的去槓桿行動。降息、下調存款準備率、目的性增加財政支出、調降個人稅率、和重新聚焦在私人企業提供信貸等作法，均反映中國經濟成長放緩的情況將於未幾在幾個季度逆轉。

儘管如此，市場人士對於所謂「合理的經濟成長步伐」觀點存在明顯的分歧。假如中國國內生產總值成長在2019年和2020年分別滑落至6.2%及6.0%，這並不足為奇。然而，我們認為這並不是世界末日：目前中國的6%經濟成長對全球國內生產總值的影響，遠超2000年代初的10%成長。更重要的是，我們認為中國經濟在當地消費、資訊科技發展和高端製造業的支持下緩慢平穩成長，這其實符合中國長期利益。縱使這個並非利多的情境，但我們預計至少能降低中國經濟崩潰的尾端風險。

投資者所面對的挑戰在於如何區分「景氣循環性因素」和「長期因素」兩者間差異。在正常的週期，中國的經濟活動步伐將就局勢發展而做出應對，例如「資本外逃」的憂慮和（目前）中美貿易緊張關係升溫，問題在於政策官員是否擁有充足的政策彈藥，以駕馭短期市場震盪；由於中國採取資本控制的指揮式經濟模式，因此不乏可供使用的工具，這從近期中國刺激經濟的財政政策和下調存款準備率可見一斑。

請參閱末頁的重要資訊。

美國方面，我們預期2019年的成長可能放緩，因為部分有利於經濟成長的因素開始消退。雖然最近幾個季度的3%至4%（年化）經濟增速成為媒體關注的焦點，但2017年至2018年全年平均成長其實較為溫和，只有2.8%。考慮到2017年稅收法案的激勵措施，投資者或許認為資本支出可維持強勢，但事實上近期的資本財數據資料參差不齊。同時，住宅建設似乎呈現下滑趨勢。如果外貿和庫存量確實重返2015年至2016年水準，而設備投資或住房投資後勁不繼，則美國經濟成長可能滑落至2.0%—2.25%的區間。我們認為美國經濟成長飆升的言論有誇大之嫌，並預期美國經濟在2019年將表現溫和，通貨膨脹率則持續偏低。

美國聯準會重新聚焦於控制通貨膨脹和風險管理，加上經濟均衡和中性利率水準欠缺明朗，這或許意味聯準會立場將趨溫和。此外，聯準會主席鮑威爾(Jerome Powell)於2018年底表示，目前利率非常接近中性區間（市場普遍認為相當於聯邦基金利率處於2.5%至3.5%之間），西方資產管理認為聯準會的新立場有助提振經濟，但目前還言之尚早。更重要的是，過去兩年以來美國貨幣政策一直緊縮，而財政措施的刺激作用也在減弱，我們相信，一旦經濟成長和通貨膨脹前景更顯著放緩，聯準會將暗示和採取暫緩升息的做法。

歐洲經濟成長反彈？

在做全球市場展望同時，西方資產管理對「歐洲經濟成長」前景的觀點是關鍵考量因素。事後看來，歐元區經濟在2016年中至2018年初的強勁表現，為2018年令人失望的結果埋下了種子。歐元區的表現基底墊高了，人們對歐元區將繼續保持強勁表現的預期也增強了。我們認為大部份跌幅來自全球貿易不確定性，以及德國經濟在2018年第三季度出現萎縮，這當中是由於更嚴格的新排放測試導致汽車產量大幅下降。

展望2019年，我們認為歐元區經濟成長率約為1.8%（高於1.25%的趨勢水準），這將進一步帶動失業率下降，並刺激工資和核心通脹率逐步上升，讓歐洲央行可繼續推行政策正常化。雖然近期資料顯示歐元區失業率達到非加速通膨失業率(NAIRU)的水準，但非加速通膨失業率為主觀資料，而積壓供應及地區勞動力短缺等情況正好反映歐元區面對產能限制的問題；這個背景下，可能影響薪資談判，繼而帶動核心通膨（特別是在供應受到限制時）。有鑑於此，我們預期2019年的經濟成長將在趨勢水準之上，而核心通脹率將靠近歐洲央行的1.60%目標。

義大利和英國的局勢發展將成為我們的歐洲觀點的主要風險。義大利方面，政治風險、經濟成長前景轉弱和中期財政問題

導致部份資金轉向德國政府公債以避險，進而形成德國公債溢價，但我們認為暫時不會影響我們對歐元區經濟成長和通貨膨脹的市場看法。同樣，英國和歐盟的脫歐談判持續存在波動性和不確定性，一旦出現「無達成協議脫歐」，將帶來重大風險，不過，這並非我們的基本預測。回顧2016年，德國政府債券殖利率滑落至年度區間低位，是受英國最初舉行脫歐公投所影響，2017年和2018年的殖利率低水準則與義大利主權債券受壓有關；因此這兩項因素仍是2019年的重要風險。

日本和澳洲平穩格局

日本的國內生產總值在2018年第三季度收斂-1.2%，但我們認為收縮應屬暫時現象，因為當地發生一連串的自然災害，包括日本西部的嚴重洪災和北海道地震。隨著日本上調消費稅從8%至10%，我們預期日本經濟可持續以高於潛在水準的步伐成長至2019年第四季。日本企業資本支出穩健、投資氣氛持續正面、加上出口穩定成長，可望於未來幾個季度推動經濟正向發展。此外，日本首相安倍晉三(Shinzo Abe)領導的政府已開始通過輸入外勞等措施改革勞動力市場，以應對人口結構的挑戰，長遠將有利於日本總體經濟。

日本經濟面臨的最大下行風險，是中美貿易緊張關係升溫，導致外部需求減弱的步伐加速。儘管如此，我們相信日本央行將透過目前貨幣政策支撐日本經濟活動。目前為止，我們沒有看到任何因素會促使當地經濟步入衰退。

澳洲方面，2018年上半年的國內生產總值成長強勁，其中來自「消費者貢獻」部分遠高於市場大部分的預測。當地住宅不動產市場持續緩慢降溫，主要銀行受到澳洲皇家委員會(Royal Commission)的批評以及金融市場監管機構的壓力，因而收緊借貸標準。我們非常注意這個市場的背後推動因素，並認為市場還會再略為疲弱，但對於一些市場觀察家預期會更顯著地趨弱，則可能有過於誇大。我們預期國內生產總值從2018年上半年的水準輕微回落，但在政府增加基礎設施支出、出口穩健和澳幣輕微貶值的支撐下，仍然接近2018年全年3%左右的趨勢。考慮到失業率趨跌和薪資通膨偏低，我們預期澳洲央行對於日後調整現金利率保持耐性。我們的基本預測仍是澳洲央行保持利率在1.5%不變，最少至2019年第四季為止。

新興市場仍是關鍵所在

最後，我們將評估新興市場的前景展望。我們認為，中國並非近期推動新興市場資產價格表現的單一主導因素。特殊考慮因素和其他外在因素（尤其是美國公債殖利率和地緣政治因素）對新興市場資產價格造成重大壓力。事實上，即使具備幾個重要利多因素支持，包括超低通貨膨脹、以及新興市

場主權和企業財務狀況強韌，但市場極端的悲觀情緒，拖累整體新興市場資產類別在2018年表現走跌。

儘管現在面對阻力，但我們持續認為新興市場的基本面仍然堅挺。與已開發市場相比，歷經了削減恐慌、大宗商品價格下挫、政治醜聞等多年來的挑戰，景氣循環性的經濟成長復甦仍然不受影響。整體來說，新興市場國家外債佔國內生產總值的比率，仍然比已開發市場國家相對理想，這應證了我們認為大多新興市場經濟體目前比過去幾年更能承受外來衝擊的看法是正確的。

不可否認，2018年的宏觀經濟環境較預期嚴峻，近期所帶來的波動性不容忽視。美國升息、美元走強、美國與其他國

家之間所預估的經濟成長差距，加上市場擔憂貿易戰迫近，都令市場挑戰重重。然而，評價面和技术面在中期來看，應可為新興市場資產帶來支持。請思考以下數據：新興市場與已開發市場債券指數之間的殖利率差接近2008年和2016年水準、新興市場貨幣水準較五年前低35%、以及新興市場與已開發市場債券之間的實質收益率利差處於15年以來最高水準。雖然提升承險意欲的過程可能仍然崎嶇，但我們認為新興市場在評價面上是最被低估的資產類別，因此當全球風險消退，新興市場將可望成為最大受益者。

美盛旗下西方資產管理觀點 — 2019年展望，各區域 / 債券類別

地區 / 類別 2019年展望

已開發市場經濟成長率預期

美國	西方資產管理預期2019年經濟成長率介於2.0% – 2.25%之間。我們認為美國近期的稅改和政府支出，並沒有顯著改善美國經濟長遠趨勢的跡象。
歐洲	認為近期經濟成長疲軟應屬暫時現象，預期2019年的經濟成長約1.8%。隨著閒置產能減少，預期核心歐元區通貨膨脹將在2019年底上揚。
英國	英國當地政治局勢拖累短期經濟展望。對於英國脫歐，我們的最佳估計是英國與歐盟達成若干協定的可能性，這個可能性仍然高於「英國硬脫歐」、提前大選而工黨勝出、或舉行第二次公投。
日本	預期日本央行將保持寬鬆貨幣政策一段時間，以達成2%的通貨膨脹目標，這符合近期的前瞻性指引。
澳洲	經濟成長預期保持在3.0% – 3.25%，而由於預期澳洲薪資通膨仍相對低，我們的基本預測是澳洲央行保持利率不變，可望持續至2019年第三季為止。

投資等級公司債

美國	大部分板塊的企業基本面繼續強勁，其盈利為信貸投資帶來支持。然而，在2018年，由於市場擔憂估值，加上特殊風險高企，利差已經擴闊；我們不能排除2019年市場進一步波動的可能性。新債發行量高、資金流出公募基金、亞洲需求減少和金融狀況收緊等技術面動力，均對市場氣氛造成壓力。
非美國	隨著歐洲央行結束資產購買計畫，技術利多因素正在消退；義大利的政治風險和英國脫歐將對投資氣氛造成壓力。

高收益債

美國	高收益企業債券和銀行貸款的風險溢價繼續擴張。儘管基本面保持強勁、違約率趨於向下，但評價面來看最多保持在公平價值。
----	----------------------------------------------------------

非美國 基本面保持穩健，但我們密切留意債券發行槓桿率上升和條款保障削減問題；在一些產業上，企業獲利分歧開始擴大。

銀行貸款

美國 倫敦銀行同業拆借利率繼續攀升，然而，此類證券的一級市場問題在於借貸標準偏弱。儘管如此，零售投資者和企業貸款債權擔保證券(CLO)的需求依然穩健。

結構型證券

機構不動產抵押證券 2018年，機構不動產抵押證券表現遜於美國公債。選擇權調整利差攀升至三年來高位；美國聯準會的「量化緊縮」以及市場的波動性增加，均為市場帶來進一步風險，但提早還款的情況輕微，而且此類證券利差具吸引力。

非機構住宅不動產抵押證券 我們看好房地產的基本面，預期住宅不動產價格未來幾年溫和成長，下行風險有限，因為房地產的評價面看起來合理，並受到一定支撐。目前的「信用承銷標準」已來到歷來新高，令新發行的這些證券品質相對強勁。

非機構商業不動產抵押證券 由於商業不動產的基本面大致良好，而經濟前景良好，我們仍然看好商業不動產抵押證券市場，並預期不同的房地產種類和市場的基本面前景參差。

資產抵押證券 我們大致看好消費基本面，因為先所發行的證券存在相關機會且受到良好保障，它們提供相對具吸引人的風險／報酬；儘管利差已經收窄，但我們認為高品質的資產抵押證券依然吸引和受到追捧。

通脹連結債券

美國／歐洲 相對於實際通貨膨脹來看，「平衡通貨膨脹率」水準已趨近公平水準。整體而言，相對於歷史水準來看，中期通脹預期應保持偏低，而美國和歐元區的核心通貨膨脹數據須進一步上升，才能替此類債券帶來額外上行空間。

市政府債券

美國 由於失業率低、稅收穩定和預算支出建議適中等因素，西方資產仍然認為整體市政債券基本面持續改善；就評級調整後，10年期或以上的市政債券對比相同到期日地的應課稅債券更加具吸引力。

新興市場債券

新興市場 儘管近期面對美國升息、美元走強和市場擔憂貿易戰迫近的阻力，但新興市場基本面保持堅韌。此外，對外融資管道和貨幣政策獨立等特殊因素影響阿根廷和土耳其的表現，導致大幅貶值。

從技術性角度來看，儘管新興市場經濟體的重要性漸增，但新興市場債券在全球指數的比重依然偏低。就這個角度而言，大規模的市場（最明顯的例子是中國和「海灣阿拉伯國家合作委員會(Gulf Cooperation Council)」國家）逐步地獲得納入，將有利於投資者買納。

布蘭迪全球投資管理
Clarion Partners
凱利投資
EnTrustPermal
馬丁可利
QS Investors
RARE Infrastructure
銳思投資
西方資產管理

美盛為一家具市場領導地位的全球投資公司，致力於透過長期主動管理式投資策略，幫助客戶達成其財務目標。

- 全球投資資產超過7272億美元，投入各種股票、固定收益、另類投資和現金策略。
- 旗下擁有多元的專精領域投資經理人，各自擁有獨立的研究與分析方法。
- 在發掘投資機會和為客戶提供精明投資解決方案方面擁有超過一個世紀的豐富經驗。

* 截至2018年12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。

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