

2018年10月

西方資產管理：論美國通膨

摘要

- 西方資產管理對美國存續期間的配置，是基於其認為市場定價有誤，而且美國聯準會升息幅度可能低於市場預期的觀點。組成這觀點的關鍵因素之一是通膨的發展。
- 通膨正常化的進程預期將非常緩慢。然而，市場已迅速並大幅調高通膨的預期。西方資產管理對此並不認同。通膨目前處於非常低的水平，因此對於通膨出現一定程度的升溫我們並不會感到驚訝，但其上升幅度應該有限。
- 儘管美國目前的經濟擴張已經持續了8年，但通膨率才剛達到聯準會所設的2%目標。西方資產管理仍然認為，受到高負債、人口老化和生產力下降的拖累，將促使美國整體通膨保持在相當溫和的水平。
- 市場對聯準會所發表之言論的解讀也顯示：當局關注近年通膨步伐緩慢對經濟成長所帶來的影響。西方資產管理認為美國經濟可能繼2018年上半年強勢成長後會有所放緩，加上通膨壓力升溫的跡象不明顯，因此預測聯準會或許在2019年將暫緩升息動作。

通膨壓力逐漸升溫？

儘管美國已經歷八年的經濟擴張，失業率回落，但核心通膨率直到今年才達到聯準會的2%目標。

- **房屋價格**：綜觀消費者物價，西方資產管理強調的因素之一是房屋價格及其對消費者物價指數的影響。消費者物價指數中最大的組成部分是與房屋價格有關之業主等價的租金。雖然房屋價格不斷上升，但漲幅較為溫和，因此投資經理認為這個因素不會持續構成壓力。
- **薪資壓力**：不少市場人士表示通膨壓力正逐漸升溫，而隨著失業率不斷走低，薪資壓力將會浮現。然而，西方資產管理並不認同這樣的觀點。綜觀勞動力市場，許多市場人士關注的是平均時薪，但其走勢已經持平好幾個月了。目前的平均時薪仍低於歷史平均約3-4%。
- **勞動力過剩**：投資經理對勞動力市場狀況的分析也顯示，勞動力市場存在勞動力過剩的隱憂，但從大部分廣泛的統計數據來看，這情況並不明顯。投資經理研究涵蓋兼

職工人和沮喪的工作者（U6）的指標，而不是標準失業率（目前為3.7%）。根據這種計算方式，失業率仍維持在7.5%。另一項有助分析勞動力過剩隱憂的實用指標是勞動參與率，隨著人口老化，嬰兒潮一代即將退休，勞動參與率不斷下滑。另一方面，在過去幾個月裡，失去信心並離開勞動力大軍的人數有所增加。因此，在薪資壓力可能擴大前，勞動參與率還有上升的空間。投資經理也強調一個他認為將有助於抑制平均時薪的趨勢。嬰兒潮一代正被較低薪的大專畢業生所取代，這現象對平均時薪構成下行的壓力。雖然傳聞個別零售商提高了薪資，但投資經理認為上述因素是互相平衡的，並不認為勞動市場對物價構成重大壓力。

- **名義支出**：通膨的發生是因為貨幣政策過度刺激經濟，導致名義支出增加的速度超過了經濟成長能力和現有通膨率。在當前的經濟擴張期，名義國內生產總值成長非常穩定且緩慢，投資經理認為這情況將持續抑制通膨。

美國聯準會的看法？

調查顯示通膨預期正在升溫，但通膨數據並沒有反映相關的趨勢。通膨率已上升至聯準會2%的目標，但並沒有任何加速的跡象。投資經理認為，如果實際數據沒有顯示通膨壓力，聯準會就無法因應可能反應通膨壓力的調查數據而採取行動。

即使經濟成長的速度已大幅增加，但通膨升勢有限，反映美國長期通膨減緩壓力的幅度和持續性。目前的商業週期已持續多年，但聯準會在近期的貨幣政策聲明中才刪除寬鬆的言辭。在過去20年，美國名義國內生產總值的平均成長率為4%，因此西方資產管理不認同有評論指「當聯準會升息並縮減資產負債表時（儘管速度非常緩慢），通膨會在週期後段加速」的說法。

正如葉倫(Janet Yellen)在擔任聯準會主席時最後一次談話中所強調的那樣，在通膨方面，仍有一些長期而持久的力量。勞動力在產出的佔比不斷下降，而收益成長卻沒有持續增加。葉倫在任內最後一次記者會上被問到：「您認為有什麼地方可以做得更好的？」她發自內心地回應：「在推動通膨方面我們尚未達目標」。這似乎表明，在潛在的全球和美國通膨

請參閱末頁的重要資訊。

背景下，有些東西聯準會及市場尚未充分理解，並將繼續對通膨構成下行壓力。

由於聯準會在一段時間內未能使通膨達標，其公信力一直備受質疑。2%的通膨是一個目標水平，而不是上限，目標水平應是相對稱的。因此，假如通膨在一段時間內低於目標的水準，那這便意味著聯準會應該會容許通膨在另一段時間內超過2%的目標。

關稅對通膨的影響

您認為加徵關稅會有什麼後果？這可從兩方面來分析：對通膨和對成長的影響。不少人認為貿易爭端可能引發通膨，而事實上，關稅確實會導致價格一次性的上漲。但更大的風險是成長。西方資產管理認同聯準會及歐洲央行的觀點，即更大的挑戰是成長面臨到的下行風險。通膨初步升溫，將影響消費者支出並抑制成長，繼而進一步抑制通膨。

西方資產管理認為通膨的主要風險是什麼？

有些人強調由於貨幣政策效應滯後，聯準會可能會辯稱儘管目前通膨不明顯，但仍需要提前採取行動。不過西方資產管理認為這將是一個難以爭辯的理由。

當然，市場環境可能有變。西方資產管理認為美國經濟成長應會在2018年下半年和2019年初放緩。這個看法未必正確，美國經濟成長或許會繼續強勁，並加劇通膨壓力。勞動力市場可能會變得甚為緊張，使薪資壓力有所升溫。然而，目前情況尚未達到那種程度。

此外，其他地方也存在著風險。新興市場成長面臨的壓力已引發市場對全球經濟成長的擔憂，美國可能也會受到波及，這情況在全球成長放緩的時期屢見不鮮。上述任何一種情況均可能產生更深遠的影響。然而，在上述情況出現之前，聯邦公開市場委員會可能會選擇暫時保持中立，傾向觀望的態度。

LEGG MASON

GLOBAL ASSET MANAGEMENT

美盛環球資產管理

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7,554億美元[^]，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2018年9月30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

本文件乃根據美盛子公司西方資產管理的意見擬備。本文件為前述美盛子公司截至2018年10月16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