

2018年8月

美盛旗下西方資產管理觀點： 21世紀貿易戰最前線



Robert Abad

西方資產管理產品策略師

市場投資人日益擔憂，美國總統川普(Donald Trump)政府與中國和全球其他貿易大國的關稅爭議揮之不去，可能成為貿易戰全面爆發的導火線。投資者不應低估這種風險，美盛旗下西方資產管理也持審慎態度，不會妄下定論，因為當前環境仍高度不穩定且難以預測。由於現下的全球經濟和產業供應鏈較上一次全球貿易戰時更加一體化且複雜，因此，要確定潛在貿易戰的第一階段和第二階段效應（更不用說量化這些效應），難度相對來的大。本文將闡述我們對於目前貿易戰事件的「由上而下」分析，以及西方資產管理全球產業團隊的「由下而上」觀點。我們深信，從迫在眉睫的貿易戰「前線」觀點出發，有助於確認迅速發展局勢的相關風險。

「基本面分析」是辨別易受貿易戰影響領域的關鍵

由過去幾十年全球化進程而形成的供應鏈錯綜複雜，而且從來沒有經歷貿易戰的考驗；另外，最新的消息發展難以預料，使得任何精確量化產業層面影響的嘗試都將徒勞無功。我們認為「基本面的信用分析」仍然是最有效的工具，能夠識別最易受影響的全球產業和企業。

如預期般，貿易戰可能對所有信用債券和其評價面帶來影響，但受影響程度將取決於產業和企業的特定力道。一般來說，除非是特別被針對的產業，否則，直接或第一階段會受到的影響似乎是有限。對每個產業來說，間接或第二階段效應的預測則困難得多，因為它們主要取決於總體經濟效應，以及企業管理團隊、金融中心、全球央行和金融市場的反應。

下表列出西方資產管理對特定產業所受貿易戰影響的廣泛評估。這種「由下而上」的觀點來自我們的研究團隊和對貿易戰的最前線投資人員，為投資人在情境急劇發展下的相關風險提供一個具價值的衡量工具。此分析也提供詳細的概述，包括我們的最新觀點和三個關鍵領域的看法和配置，分別是：汽車、大宗商品和金融。

貿易戰對全球信用產業的影響評估

產業類股	受影響程度	西方資產管理的觀察
航太和國防	中	美國方面，一些個別部分零件成本上漲，可能為該產業的全球競爭力帶來明顯的負面影響。歐洲方面，由於英國與歐洲國防產業緊密連結，因此英國脫歐帶來較大的不明朗因素；隨著中美關係緊張，對比波音(Boeing)，空中巴士(Airbus)等公司有機會在中國爭取較多訂單和較高的市場佔有率。

請參閱末頁的重要資訊。

產業類股	受影響程度	西方資產管理的觀察
汽車相關	高	任何規模重大或相關的關稅效果，將為消費者帶來明顯的間接稅，而這可能導致整體需求減少、該產業的失業率上升、以及先進引擎技術（混合型／電力）和自動駕駛的未來投資受到威脅，進一步逆轉目前汽車銷售循環週期。
農業	高	「大豆」成為特定針對商品，可能對其需求和價格帶來負面影響。
銀行	低	短期而言，關稅和潛在中美貿易戰的直接影響有限，而且處於受控水準。美國和歐洲方面，第二階段的間接效應，例如經濟成長減弱、甚至拉長低利率至更長的時間，進而可能拖累信貸品質／企業獲利成長下降。
資本財	中	中國關稅的目標包括飛機以及若干類別的運動多功能車、客用車和越野車。農業關稅以及對於中國建築／礦業需求敏感度高的企業，例如Caterpillar和Deere等公司，將持續受到壓力。
化學物品	低	化學物品是中國報復性關稅的特定目標（主要是聚乙烯）。我們假設關稅將轉嫁到供應鏈其他地方，並預期關稅的主要影響是貿易模式轉變，因此，長期影響將以間接第二階段效應方式呈現，包括貿易模式、價格和庫存調整。
消費產品和服裝	低	來自中國的進口服裝和鞋製品並不包含在先前美國公佈課徵關稅的類別，但仍有可能被納入。消費產品方面，由於大部分玩具都在中國製造，因此玩具產業所受影響將最大。
能源	低	第二階段效應將不利於能源產業，主要由於美國能源價格相對具競爭力，美國對中國的石油出口在過去幾年持續增加，然而，假如貿易戰全面開打，可能使此趨勢逆轉，貨物可能轉往其他地區。美國西德州中級原油對比布蘭特原油的折價可能擴大，並可能促使相關的貿易流向。
食品、飲料和煙草	高	受到投入成本上漲，該產業的信貸品質將持續普遍下降，加上對終端客戶的定價欠缺靈活性，可能導致利潤率受壓。
金屬和礦業	低	金屬和礦業將面對負面而長期的第二階段效應；其餘商品領域則被不明確因素增加所拖累，包括貿易戰的影響，以及需求因大減而導致價格下跌。我們仍然認為基本面維持不變（就目前而言）。
製藥業	低	非專利藥物生產商的產量龐大，需要大量在中國生產的化學品，因此所受影響會高於品牌藥物生產商，並以胰島素、抗抑鬱藥、核磁共振機器、人造關節和脈搏器的成本最受影響，因為藥物和設備生產商使用的原材料大部分從中國進口。
電信和媒體業	低	對美國的影響有限。收入來源和成本結構都不受影響，因為此產業的企業在中國涉及業務不多；美國媒體製作公司可能在銷售至中國時面對關稅和限制（該產業是少數貿易順差的美國產業之一）；歐洲受到的影響輕微，因為風險集中於本土競爭、監管環境和併購交易。
零售業	低	對美國零售商的影響輕微；歐洲零售商沒有美國業務，因此所受的影響有限。
科技業	高	科技業是主要的爭論領域。美國公司將受到最嚴重的負面影響，因為這些公司具複雜且相當長的供應鏈，並擁有大量的中國業務比重。歐洲方面，軟體公司相對不受影響；「硬體」和「半導體」產業將面對較大的第二階段間接效應（例如Infineon和STM在歐洲汽車供應鏈的角色）

請參閱末頁的重要資訊。

產業類股	受影響程度	西方資產管理的觀察
運輸業	高	全球貿易量微跌將導致信用品質顯著下降；集裝箱航運仍然是一個高營運槓桿、利潤率偏低、產能過剩、燃料成本攀高的景氣循環性產業。中國仍是美國集裝箱貨物的最大來源地，2018年1月到5月之間，占所有集裝箱進口的46%。
公用事業	低	公用事業以當地市場主導，大致不受關稅或貿易戰影響；工業機械的關稅可能令成本上漲，但幅度不大。

資料來源：彭博社、西方資產管理，截至2018年7月31日。

汽車：美國川普政府的主要目標產業

簡單地說，任何規模重大或源自任何情況的關稅將為消費者帶來明顯的間接稅，可能導致總體需求減少、該產業的失業率上升（因為生產率下降），以及先進引擎技術（混合型／電力）和自動駕駛能力在未來投資受到威脅，進而可能逆轉目前汽車銷售循環週期。

在美國，有14家本土和國際汽車製造商，合計共聘用超過700萬名員工、研發投資超過200億美元，並繳納約2,000億美元聯邦和州政府稅款。關稅措施對美國原始設備製造商的效益將被以下因素抵銷有餘：投入成本上漲；美國政府建議對汽車產業徵收鋼鐵和鋁的關稅，這會導致利潤率受壓。

如前所述，貿易戰全面爆發對歐洲汽車產業的影響巨大。有關的政府官員正就德國／歐盟層面進行磋商，目的是要建議美國與歐盟互相降低關稅而非提高。然而，目前距離取得確實成果尚遠。英國脫歐談判也為歐元區內帶來另一項不明朗因素，「硬脫歐」或「無協議」都可能嚴重影響雙方之間的汽車供應鏈。

在這環境下，我們偏好投資於財務狀況強勁而且擁有流動資金緩衝，以抵禦短期不明朗因素的汽車相關公司；以及營運結構靈活，可因應貿易環境變動而迅速降低成本和暫時強制員工休假的公司。

大宗商品：基本面穩健，但易受全球經濟下滑影響

短期來說，貿易戰對能源領域（特別是石油產業）的負面影響應相對受控。2015年的歷史性價格波動促使整個行業聚焦於修復資產負債表和增加流動性。儘管如此，一旦貿易戰持續，也將不利於該行業，因為全球國內生產總值減緩將會令石油需求減少，並導致當前穩健的供需平衡出現不穩。在這環境下，我們聚焦於上游探勘和能源生產公司，以及對商品敏感度較低的中游營運商。

金屬和礦業產業方面，美國對中國政策迄今集中於鋼鐵和鋁。由此導致的價格上漲使美國國內鋼鐵和鋁生產商受益，並帶來擴大當地產量的誘因。然而，短期來說，當地鋼鐵和鋁供應不太可能迅速做出反應（也就是重新投產），下游消費者很可能需要承受價格上漲帶來的衝擊，因而帶來成本通膨並可能擴散至供應鏈。目前，不少疑問仍然有待解答，例如關稅的生效期間是否給予豁免？以及中國是否維持供給側的改革（例如因環保因素而關閉生產設施）？

其他金屬領域方面，關稅帶來的一階影響不大。然而，隨著貿易戰的言論趨於強硬，市場焦點轉向二階效應，以及製造業活動放緩可能對該行業造成負面影響。有關情況在銅價格下跌時就已觀察到，其展現與中國人民幣的高度相關性。與能源產業相同，金屬生產商通過縮減投資，聚焦於修補財務狀況和保留流動資金多於增加生產。這情況有助該產業應對經濟放緩。

基於上述因素，我們更青睞那些聚焦於盈利成長、資本紀律，以及計劃進一步優化財務狀況的公司。

全球金融股：擁有充裕緩衝以抵禦短期挑戰

我們認為全球貿易戰對銀行信貸基本面的最大潛在影響，可能出現來自第二階段效應，包括經濟成長轉弱或利率持續下降，這些可能導致信貸品質或獲利成長下降。

綜觀近期美國銀行業的營收報告，該產業維持財務實力，而且並沒有公司明顯受到貿易摩擦帶來任何實質性影響；一般來說，美國的銀行大部分收入來自美國當地市場，舉例來說，花旗集團的美國當地收入比重48%、摩根大通的78%、美國銀行的86%、富國銀行的96%不等。若有明顯的間接負面影響，則將來自美國經濟成長放緩，因而拖累獲利下跌（基於不良貸款增加和貸款成長減慢）。

主要歐洲銀行方面，只有小部分銀行在當土市場或歐盟地區以外擁有重大業務（以收入和資產計算）。其中，在國際營商環境受干擾的情況下，可能表現敏感的大部分收入均屬費用（來自財富管理或投資銀行活動），而不是（信貸風險較高的）貸款業務收入。

有別於美國銀行業，歐洲多個銀行體系（特別是歐洲周邊國家）仍然處於「提高資產品質」和「建構資本」的階段。這些銀行最易受到經濟景氣以及歐洲或本土市場基本面轉弱所影響。儘管如此，歐洲銀行體系目前的基本面遠較過去十年的任何時候強勁。自歐債危機以來，歐洲銀行已經建立超過7,000億歐元資本，普通股權一級資本比率(CET1)提高至近四倍（2018年第一季底達14.2%），並把不良貸款比率從2015年約7%的高峰降至3.9%。

基於上述觀點，我們的策略偏重於具品質、且在銀行體系穩健的強勁國家擁有低風險業務模式的特定銀行。

保持進取

就如市場常態一樣，「風險」就如同一把雙刃刀。由於近期市場密切聚焦於貿易緊張關係，市場價格可能已經反映部分下檔風險。目前，貿易緊張關係的最壞情況很有可能已經過去，至今已經公佈的措施都是美國和全球經濟可以應對的轉變。市場甚至可能出現較正面的貿易消息，例如中美貿易關係在談判下會有所緩和，或者可能在其他貿易領域達成某些協定，而這些正面發展大概可以為「利差型產品」提供支撐。

然而，投資者不能忽視貿易緊張關係惡化的可能性。如果貿易緊張關係持續升溫，利差型產品預期進一步受壓也是合理。這個風險情景下，反映分散投資組合的需要。美盛旗下西方資產管理的投資長Ken Leech在過去幾年一直提出，「美國公債」仍然是廣泛固定收益組合的最佳用以分散避險工具，在貿易戰的情況下尤其適用。

從利差型產品的角度而言，以本文闡述對應的投資組合配置相關風險，應以個別發債公司來看。西方資產管理認為，如果一家公司的業務地區和細分領域越多元化，應對貿易威脅和抵禦衝擊的空間便越大。假設其他條件不變，大型公司可望在這環境下表現領先。

LEGG MASON
GLOBAL ASSET MANAGEMENT
美盛環球資產管理

布蘭迪環球投資管理

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，通過長線及主動型管理的投資策略，提供客戶實現長遠目標上所需的專業協助。

- 管理資金超過7,492億美元[^]，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投資專長，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，為客戶提供更多投資、產品、工具和分銷管道的選擇

[^] 截至2018年7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8月9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

