



把握成長果實，安度2019波動

2018年11月28日

安德魯 密里根 (Andrew Milligan)
安本標準投資管理環球策略主管

安本標準投資管理環球策略主管 Andrew Milligan 剖析 2019 年全球市場展望，以下是值得投資人關注的五大關鍵趨勢：

全球經濟成長正向，但步伐放緩

中美貨幣政策緊縮、貿易關稅衝突，加上政治不確定性衝擊企業信心，彷彿給全球經濟踩了剎車。這是2008年過後的景氣週期，第三度出現經濟成長趨緩，前兩次分別是2012年歐債危機，與2015至2016年油價崩盤、獲利衰退之際。

不過，成長放緩，與真正的衰退尚有好一段差距。綜觀全球經濟不難發現，經濟失衡現象，諸如經常帳收支表現與負債水位等，在大多數國家的情勢都仍在可控制的狀況。技術性指標也同樣維持在常態水準，包含趨於平但並未反轉的美國殖利率曲線，以及公司債與政府公債殖利率利差等。而資金流動正常健全也反映了企業資產負債狀況無虞。

根據我們的主要假設，核心通膨仍在控制之下，即使德國、日本、南韓等國及部分美國地區面臨了薪資上漲的壓力，科技發展與今日「零工經濟」創造的新形態就業機會，足以確保薪資的攀升趨緩。如此一來，美國聯準會也無需加大升息力道。

我們預期，日本央行將繼續扮演支援全球經濟的重要角色，並在明年持續挹注流動性。這一點至關緊要，因為若日本央行撤回殖利率曲線控管政策，容許日本債券殖利率明顯升高，屆時恐將引發全球性連鎖效應。據此，我們預期，在中國經濟激勵措施與歐洲財政寬鬆政策的扶持下，世界經濟明年將會回穩。

同時我們預測，隨著美國財政刺激的影響消退，在2020年或2021年前爆發全球性衰退的機率偏低。在2019年的關鍵課題包括：美國聯準會的升息週期是否將暫緩（我們認為可能性很高）；以及中國人民銀行的振興措施能否成功激勵國內、區域及全球經濟成長。

市場波動無可避免

對於投資人而言，前路可謂風險四伏，從貨幣緊縮、貿易爭端到政局動盪都是挑戰。我們預測，明年股市將進一步修正，如同2018年的情況。

市場價位已經先行反映了美國聯準會的後續升息效應，由於財政刺激的措施，美國的經濟成長週期與世界其他地區不同步發展。如此一來，貨幣政策勢將出現分歧，聯準會傾向緊縮，而其他國家央行則維持寬鬆或暫時按兵不動。

美國貨幣環境緊縮，美元應聲升值，部分已開發與新興市場則會因此承受某些壓力。存在嚴重失衡現象的經濟體也將接連圖窮匕見。我們認為，除非出現通膨衝擊，否則2019年全球資本流向對美元漲跌的影響將大於利差的影響。

我們也預見，美國進一步提高中國及其他國家商品的貿易關稅，將會構成全球經濟成長阻力，導致消費股、工業股及原物料股輪流受到影響。

此外，民粹主義也將在明年裡成為影響跨境資本流動的暫時性因素。結構性改革與全球化帶來的好處，實現的程度參差不均，引發政治爭端並衝擊市場。

相較之下，某些國家格外具吸引力。例如日本，在一片政治紛擾中宛如平靜綠洲，日本央行將繼續維持寬鬆的貨幣政策，政府方面也可能追加財政支持。

許多負面消息均已反映於價格走勢，我們認為市場應能從拋售潮中安然復甦。儘管如此，在這些情況下，重點在於採取積極主動的管理策略，我們將會持續尋求多元分散，保護投資組合不受波動牽連。

雖然我們維持了承擔風險的策略，必須強調的是，我們也增持了某些避險資產與通膨保護部位，畢竟預測中的全球經濟週期情境仍然存在一定風險。

震盪因素：政治情勢與地緣政治

投資人必須對於政治情勢與地緣政治深入瞭解，方能以前瞻性眼光看待金融市場。畢竟，「政府的政策是推動經濟的主要動力，而經濟又長期推動市場前進。」

明年可能有更多變數的主要風險，包括了美國對外政策（特別是美中關係）及義大利與歐盟的僵持不下；義歐僵局對歐元區的影響尤其強烈。

我們預期，美國將進一步調升對中國，甚至汽車的貿易關稅，不過應不至於全面爆發貿易戰。萬一貿易緊張情勢升高，世界經濟勢將再添波瀾。綜觀全局，美中貿易估計將達6,000億美元左右，而全球貿易則為17兆美元；而在美國期中選舉結果出爐後，我們認為，全面爆發貿易戰的機率已然降低。因此就我們看來，美中貿易問題尚在可控制範圍內；涉及層面更廣的美中政治才是最大警訊。在美國眼中，中國顯然越來越像戰略上的競爭對手；美國副總統彭斯日前發表的言論透露了一些跡象，可以就此窺見美國政府未來的政策走向。

若將其言論視為中美關係明顯惡化的前兆，不只在貿易，更包括了國安、科技與智慧財產轉移方面，那麼政治與經濟環境勢將改觀，投資人務須謹慎避險。不過只要美中持續以貿易為重心進行協商，我們認為金融市場應能安然無虞。

公司獲利抵銷政治風險

政治與地緣政治仍將是明年的重要動力，不過我們也持續關注公司獲利，以及帶動金融市場的基本面因素。我們在市場波動不斷之際仍加碼風險資產，主要是基於企業現金流考量。2018年第三季的美國企業獲利年增幅達到25%；大致來說，公司生產力成長依舊亮眼。儘管某些產業的利潤率開始承受壓力，但除非發生重大施政失誤或通膨衝擊，否則我們仍然預期，明年全球獲利仍將保持理想的個位數成長率。企業信心將因此士氣大振，抵銷政治擔憂。

不過利率與債券殖利率偏低的情況仍然不變，誘人的股利收益率

與庫藏股，吸引投資人湧向股市，而非債市。假使獲利成長能如我們預期持續下去，只要美中關係保持穩定，風險資產將會復甦。只要美元匯率並未大幅升值，新興市場估值將頗具吸引力。投資人已經開始買進美元資產，若通膨仍受到抑制，一如我們的預期，美元理應回穩，若明年聯準會暫緩升息，美元甚至可能回貶。

推升公司價值的關鍵包括：以刺激經濟活動為目標的中國振興方案、貿易緊張情勢趨緩、歐洲各國財政寬鬆策略奏效，以及美國聯準會暫緩升息週期的跡象等，皆應加以把握。以上各項均有利已開發及新興市場。

中國左右大局

明年中國政府面臨諸多關鍵決策，而且無一不牽動區域與全球經濟成長。如何應對國家長年債務以及推動經濟重新平衡，高度考驗中國當局。

不過中國決策當局採用的乃是封閉程度極高的資本帳系統，得以動用機制在企業、金融業與公部門間不斷轉移債務。

即便中國經濟成長放緩，當局仍能訴諸財政、貨幣與監管手段，確保經濟穩定；中國政府已推出一系列措施，包括有條件重新開放信貸。從投資人的角度，當然樂見更多振興方案，以刺激明年經濟加速成長。

美中友好關係仍將密切攸關全球現況；萬一美中關係急凍，全球經濟恐將開倒車，資產估值大跌。

我們認為明年美國將進一步調升貿易關稅，不過目前中國經濟對於出口貿易的依賴程度已經不及國內消費與服務，貿易因素的重要性已不若以往。

另一個重要的考量則是中國的貨幣政策。然而關鍵不在於人民幣兌美元匯率是否跌破七字頭，而是匯率變化的速度；當局能夠控制人民幣跌勢，或容許人民幣快速貶值，兩者均將牽動市場，投資人務須小心留意。

我們期待見到國營企業改革與人民幣國際化繼續推進，擴大開放跨境資本流動，如此一來將提高市場信心，正向看待中國掌控經濟轉型挑戰的能力。

倘若習近平主席與川普總統能夠達成共識，市場在投資人眼中重振吸引力，屆時全球投資人將脫離美股，轉投價位更低的已開發與新興市場資產，重演2017年的戲碼。

【安本標準投信獨立經營管理】本文之意見或資訊經由安本標準證券投資信託股份有限公司（下稱「安本標準投信」）提供，僅供參考之用。所有資訊於發佈時確信為真，資訊可能隨時變更，安本標準投信將不會另行通知。安本標準投信茲此聲明投資人參閱本文提供之意見或資訊，應自行了解判斷。

安本標準證券投資信託股份有限公司

地址：台北市信義區松仁路101號8樓

電話：(02)8722-4500

傳真：(02)8722-4501