



Rob Waldner
Chief Strategist and Head
of Multi-Sector, Invesco
Fixed Income
Atlanta



重點摘要

- 景順固定收益的總經因子框架檢視成長、通膨與金融情勢。
- 除非上述三項總經因子有其中之一出現動能變化，否則固定收益市場應可得到良好支撐。
- 我們認為對市場而言，事件的「新聞話題度」重要性不如其對於上述三項總經因子的影響。

總經

目前的投資環境似乎令人卻步，市場已有兩三年的強勁表現，且評價處於高點，在此同時環境也充斥風險，地緣政治風險包括北韓、恐怖主義、英國脫歐，以及歐洲與美國難以預測的政治局勢，以上因素都導致投資環境艱困。在這種具有不確定性的時期，很重要的是運用投資框架，以協助管理市場中的多項風險，並提醒自己市場主要驅動力何在，以及衡量事件或潛在風險的衝擊。

景順固定收益具有總經因子框架，目標係理解全球成長、通膨與金融情勢的發展可能如何影響市場，目前全球成長穩健，除了美國以外，歐洲與日本也有穩健成長，全球通膨處於低點且屬良性，我們預期2018年央行將開始緊縮金融情勢，但將謹慎緩慢行事，因此整體金融情勢仍應維持寬鬆。此全球成長、通膨與金融局勢觀點應可在2018年支撐所有風險資產，包括信用債與股票，除非上述三項總經因子有其中之一出現動能變化，否則固定收益市場應可得到良好支撐。我們的因子框架主張維持信用債與風險資產曝險，但由於評價處於高點，所以著重嚴密管理投資組合中的風險。

我們也運用此框架來檢視潛在風險與實際政治事件，我們認為對市場而言，事件的「新聞話題度」重要性不如其對於上述三項總經因子的影響，毫無疑問地，我們在2018年將持續見到政治事件所帶來的部份市場波動，但我們相信只要不影響成長、通膨或金融情勢，大部分波動性都僅是短暫一現。



「我們相信全球經濟成長同時朝正向發展，這是多年來首度出現的狀況，因此企業基本面也強化。」

全球投資等級

由於2017年的正面經濟局勢，公司債利差收斂至多年來的低點，此情況在2018年預計將可持續，我們相信全球經濟成長同時朝正向發展，這是多年來首度出現的狀況，因此企業基本面也強化。全球衰退的預期維持在低點，通膨趨勢正面，但似乎在大部分的已開發市場均受到控制。在美國，貨幣緊縮可能會帶來小幅阻力，歐洲部份則仍享有高度流動性，因為歐洲央行僅開始考慮中止購置資產，也因此，我們預期公司債在2018年表現將超越主權債，原因是額外的利差可帶來更高的收益，並為小幅上升的利率提供某種程度的保護。由於2016年第一季開始的反彈變得更為集中於特定產業與個券，公司債的增值可能會較為困難。



「全球衰退的預期維持在低點，通膨趨勢正面，但似乎在大部分的已開發市場均受到控制。」

我們認為風險包括貨幣政策大幅改變，或是全球成長意外減速，這可能造成公司債基本面惡化。雖然我們相信貨幣政策錯誤的機率低，但此類事件會擾亂目前的市場週期循環，並改變我們的基本面前景展望。此外，某些產業也受到前所未有的顛覆，例如零售業，因此必須仔細監控趨勢，將下檔風險最小化。我們預期2018年將出現風險震盪，需要穩健的公司債選債流程，以運用機會並避開有問題的產業與發行機構。

全球高收益

我們對於高收益前景抱持謹慎態度，我們了解高收益發行機構享有正面的基本面趨勢，但也注意到強勁的基本面完全反映在評價水準，我們同時也認知市場有

能力維持目前的利差水準一段時間，且資金持續流入本資產類別。在2018年，整體公司債主題包括偏好金融債優於非金融債，原因是銀行基本面改善與法規變化，在各個產業基於獨特題材精選個別公司債也可望嘉惠投資組合。整體市場基本面仍穩健，但我們也的確看到零售業出現疲軟，因為結構性顛覆導致投資人質疑許多零售商業模式。此外，能源業隨著油價回升而持續改善，特別是油田服務與整合能源。由於資本市場情勢有利，使許多企業得以延長到期日，所以我們認為2018年的違約率很可能會處於低水準。在美國高收益市場中，大部分的企業營收取決於美國消費是否穩健，我們也相信美國消費將在2018年維持穩定。

全球流動性

美國與其他國家經濟維持強健，因此美國聯準會在2018年很有可能持續升息，然而，關於貨幣政策正常化步調的市場預期，近年出現了部份不確定性，2018年也會有此情況。2017年9月的會議之後，聯邦公開市場委員會成員指出2018年的中位數預期是三次升息，貨幣市場利率應會緊隨聯準會政策走向。通膨與通膨預期於2017年意外和緩，在2018年也可能對利率走向有所影響。

下任聯準會主席Jerome Powell將持續維護政策透明度與可預測性，這應有利平順交接，並為債市帶來相對穩定性。如同近年的作法，我們預期聯準會將使用前瞻指引，並漸進實施貨幣政策，以將對市場的擾亂降至最低。

聯準會的資產負債表縮減行動於2017年10月份開始，之後應會以聯準會規劃的步調持續，這會增加市場供應，並可能對殖利率造成上升壓力，美國政府證券的充足供應量應可滿足貨幣市場對於短期政府證券的需求。就如同在2017年，我們將觀察美國在2018年初的舉債上限可能發展，以及對於美國公債發行與殖利率的影響。

歐洲方面，貨幣市場基金改革的相關法律於2017年通過，2018年應可開始成形，最終在2019年1月21日實施。

結構性證券

我們預期對於機構不動產抵押擔保證券(MBS)市場而言，2018年的主要焦點將是聯準會縮減債券投資組合規模的行動，雖然聯準會的計劃將逐步進行，但我們預期機構MBS利差波動性將從歷史低點上升，因為民間投資人必須吸收更高的供應量，這可能造成部份利差擴大。

機構MBS評價仍處於歷史高點，利差則是收斂至多年來來的低點，儘管機構MBS因強勁的商業銀行與房貸REIT需求而受到支撐，我們也預期這一點將在2018年持續，但購屋活動的步調也很可能是2018年績效的一個驅動因子，若可負擔程度或庫存議題導致房市放緩，市場需要吸收的新發行數量就會減少。此外，來自外國的需求也可能扮演重要角色，由於基本面強勁，外部的總經發展與風險胃納可能會影響住宅信用債利差趨勢。

商用不動產近年價值已大幅上升，但我們相信2018年的資產泡沫風險比較是在股票部份，而非投資等級債券，因為自從全球金融危機以來，擔保品的品質、信用增強與承銷均有大幅提升，我們也仍認為以空置率與拖欠率角度觀察，美國商用不動產基本面將為2018年商用不動產抵押擔保證券(CMBS)這個資產類別帶來利多，儘管我們預期不動產增值的速率會減緩，另外零售業也會面臨進一步的疲軟。

新興市場(EM)

由於投資人預期將重新配置於本資產類別，我們在2018年對於新興市場債券抱持正面態度，新興市場強勢貨幣信用債與本地貨幣債應可持續受惠於整體正面的全球金融情勢，以及新興市場總經基本面穩定但可能不均的改善，然而，此結果取決於已開發市場央行貨幣寬鬆非常政策的逐步退場、全球與新興市場成長穩定且同步，以及中國成長在可管理的狀況下放緩。

我們認為較長期前景大致也為新興市場提供支撐，並預期已開發經濟體名目成長率相對和緩，因為通膨低、實質成長溫和，但人口結構與生產力成長則帶來限制，這表示全球升息將維持相對受到控制，有利新興市場等較高收益資產類別保有吸引力。

經過信用品質調整，我們相信新興市場強勢貨幣殖利率優於其他可比擬的資產類別，因為新興市場國家基本面已改善，且自2013年所謂的「量化寬鬆退場恐慌」以來，外部脆弱性也已下降。在此同時，我們預期新興市場本地貨幣殖利率將持續壓縮，特別是相對於已開發政府公債市場。此外，基於2012年至2015年間的貨幣貶值幅度，新興市場貨幣評價仍具吸引力，尤其是相對於美元。根據我們的2018年基礎情境，我們預期新興市場本地貨幣投資總報酬將超越新興市場債，但也了解新興市場貨幣是波動性較高的資產類別，因此，在2018年，以絕對報酬而言，我們相信新興市場本地貨幣較為有利，但以風險調整基礎而言，新興市場債則較為有利。

貨幣

我們認為美元週期性走軟將持續，而我們的總經因子框架也持續支持此觀點。全球趨同的狀況預期將繼續發酵，若沒有系統性衝擊，這將導致美元走貶，我們也預期其他主要貨幣兌美元匯率將持續升值，除了瑞士法郎以外，我們認為瑞士法郎將回歸至全球金融危機前的歷史平均。我們並不預期通膨將迫使聯準會採取較為積極的立場，新興市場貨幣可能會受到獨特因子的影響，而不是全球因子，所以在該領域，我們偏好聚焦相對價值機會，而非方向性趨勢。

歐洲固定收益

歐洲成長在2017年是成功案例，對於2018年進一步的廣泛經濟復甦，我們也抱持正面態度。歐元區持續受惠於良性的全球成長動能，目前為止政治風險也未拖累經濟信心。雖然基礎通膨壓力仍低迷，但預期將隨著成長穩定與勞動市場走強而緩慢上升。歐洲央行

(ECB)決定從2018年1月再延長資產購置計劃九個月，同時表示利率將維持在目前水準，量化寬鬆(QE)結束後也如此，所以直到2019年，這應能使短期利率預期停留在低點，並給予政府時間處理結構性改革，以及規劃可能的更緊密歐元區整合。我們對於歐洲邊陲國家的看法較非如此正面，因為ECB是在政府公債持續供應的情況下使QE退場。政治很可能持續佔有重要地位，例如義大利預計在2018年5月前舉行大選，這一定會帶來新聞雜音。

印度固定收益

印度固定收益市場預期將在2018年收割總經穩定的成果，良性通膨的利多、財政赤字降低、現金交易減少、貨幣作廢措施完成、稅捐稽徵框架因整合貨物與服務稅而更有效率、更高的外國商業與投資組合資金流入，推升外匯存底，以及經常帳赤字下降等因素，均將在2018年支撐印度金融資產。

由於高實質利率、寬鬆流動性，以及溫和的信用成長，我們預期印度債券殖利率將在2018年下降。市場對於債券的需求居高不下，但供應卻受到限制，因為債券現在分為國內發行，以及全新Masala債市的境外發行。此外，盧比也預期將大致於區間盤整，但偏向升值，原因是通膨差異縮小，且印度經常帳赤字改善。

我們預期印度較高等級的信用債利差將收斂，因為流動性充足，借款人也受惠於較低利率。然而，地緣政治緊張局勢、貿易保護主義，以及政府財政目標可能下滑，再加上創造就業機會的壓力，都會為此前景帶來風險。

投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場（政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動）風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

Inv17-0379