



全球總經策略

監控中的五大風險

基本面看似強勁，但投資人應準備面對更高的波動性

我們對今年底前的基本面保持樂觀，全球穩健成長且通膨和緩。雖然全球主要經濟區域成長步調不如2017年一致，但目前成長速度仍高於預期。通膨處於低檔，尤其是歐洲與日本尚未達到其官方目標。隨各國央行逐步縮減刺激措施，財政趨於緊縮已對風險性資產造成傷害，但主要央行的政策仍屬寬鬆。我們預期美國聯準會(Fed)將逐步緊縮，而其他央行的正常化之路仍漫長。然而，政治不確定性、貿易緊張和新興市場的賣壓是投資人在近幾個月的挑戰，我們預期這些因子會進一步產生波動，因此必須更為謹慎，只是波動性增加亦可能為投資人帶來全新機會，因為總經與信貸基本面穩固。以下為我們關注的五大風險，以及各種投資組合可能的對應方式。

財政緊縮

我們認為今年財政緊縮程度應保持中等，截至目前為止，由於美國結束量化寬鬆、全球利率上調且成長連動性不若2017年為高，因此全球財政略為緊縮。由於通膨維持低迷，因此全球央行的緊縮政策步調預料將受到抑制，如此逐步緊縮的作法可望於下半年穩定財政。財政適度緊縮應能支撐風險性資產，而且可能會使美元相對於其他貨幣轉趨疲弱。在其他條件相當的情況下，財政緊縮步調若更為和緩，全球殖利率走勢可能維持區間整理。然而，仍須保持謹慎，因為若通膨加速，貨幣政策可能會轉向鷹派，造成財政迅速緊縮，進而產生市場動盪。貿易緊張情緒上升亦可能意外導致財政緊縮。

全球總經策略(續)

貿易摩擦

美國與其主要貿易夥伴的言辭交鋒與動作不斷引發爭論，但最終可能在政治面取得妥協。然而，「貿易戰」延長加劇是極端風險，近幾週的事件則顯示風險可能會上揚。

與保護主義相關的整體風險(如全球貿易下滑)可能會對全球成長與通膨產生負面影響。美國強勢上調關稅看似會推升通膨，但是這股通膨應不會持續，因為這類通膨比較類似增稅產生的通膨，而非貨幣政策官員尋求的需求面驅動的通膨。以短期而言，關稅增加對成長的主要影響，應取決於市場狀況惡化的程度。我們認為相較於貿易衝擊本身，貿易衝擊加上市場急遽賣壓更可能拖累成長。

以美國投資級債券而言，貿易疑慮加深且後續可能拖累成長，我們可能會因此下調投資組合的整體風險。以高收益而言，在美國3月宣佈鋼鋁關稅時，我們隨後就提高了將受惠於此關稅計畫的特定金屬公司部位。我們會仔細追蹤未來政策變化的情況，但不會因為可能的保護主義政策而直接調整投資組合。每日情形都在改變，我們目前的預測是政策本身將採漸進式變化，不會對總體經濟活動造成重大影響。

歐洲方面，若汽車進口商等產業受到貿易戰衝擊，我們認為歐元區經濟潛在的下檔風險更為龐大。我們正運用包含加幣空頭部位在內的避險方式，高度慎選新興市場投資標的，也避開我們認為有一定風險且債券評價偏高者，例如部分汽車製造商。

中國方面，我們認為中國政府應偏好協商而非採取報復行動。隨著中國進一步開放國內市場、調降貿易關稅並強化智慧財產權的保護，我們認為美中兩國仍有繼續對話的空間。然而，我們也不會忽略美國貿易政策持續帶來的不確定性，川普政府近幾週令人意外地實施新關稅，我們認為今年美國中期選舉前將出現更多這類意外。此外，中國決心推動「中國製造2025」的策略，藉此強化其科技與製造業的全球競爭力，根據報導，川普政府已要求中國停止此計劃對高科技產業的補助，兩國對此可能難以取得共識。

在關稅上揚且投資限制增加的情況下，中國可能會進一步拉攏歐洲、亞洲、南美洲和非洲等美國之外的貿易夥伴。中國「一帶一路倡議」的宗旨在於重新推動全球化，並促進多國的連結與合作，一帶一路倡議除了增加投資，更可能增加中國在美國之外的貿易夥伴進口量，甚至給予貿易優惠待遇。

貿易事件最終可能以政治解決。我們依然謹慎，但同時保持靈活調整的空間，目前全球成長超乎預期，因此我們認為這些貿易紛擾可能會創造機會。

歐洲政治

政治在過去幾個月是歐洲市場氣氛的主要驅動因子。歐元區的焦點落在兩個關鍵國家：義大利和德國。義大利新任民粹派政府正式出線，而德國執政聯盟則必須處理內閣問題。除了這些消息外，歐洲亦出現許多政治事件，例如針對法國總統馬克宏改革方案發起的罷工、西班牙的新政府，英國脫歐自然也是重大議題。

全球總經策略(續)

重要問題是：政治不確定性是否會嚴重損害企業和消費者的信心？國內的政治議程是否將阻礙歐元區體制的強化？若不確定性上揚造成風險而使經濟無法繼續強勁復甦，金融市場是否需要更多風險溢價？

我們的核心想法是，所有艱難的議題最終都會取得正向結果：義大利執政聯盟所拋出的目標，大致符合歐元區預算規範的精神；德國和其他國家在移民問題上取得折衷方案緩和紛爭；英國脫歐的一項協議終於出爐。然而，風險明顯已上揚。

近期義大利的紛擾，顯現了金融市場對任何政治風吹草動的敏感程度。隨央行刺激措施到期且評價上揚，波動性可能會保持高檔，情勢不若2017年所經歷的平順。

央行無法預防事情出錯已造成市場恐慌，我們認為這是主動型經理人的機會。市場難以忽略可能性低但影響力高的事件，因此可能會過度反應，進而帶來買進機會。

中國經濟與政策

中國面臨的多項挑戰，可能會為全球市場帶來影響。我們正在監控經濟成長趨緩的跡象、轉嚴的金融監管、寬鬆貨幣政策措施、資本流動及匯率動態。

中國經濟從出口導向型成長轉為國內消費驅動型的目標將是一大挑戰，從計畫型經濟轉變為市場導向經濟的過程，可能會導致政府失策與市場動亂¹。政府過去透過各種貨幣和法規措施成功穩定大量資本流出及人民幣的波動性，但資本外流激增的可能性及貨幣壓力仍是市場的疑慮，如此的轉型措施可能會使經濟、國內和全球金融市場變得不穩定。中國政府最近聚焦於調降金融風險，期望去除經濟體內多個產業的槓桿。金融公司的規定轉趨嚴格(尤其是「影子」銀行業)導致借貸與「影子」借貸做法受到限制，使信用大幅萎縮。雖然結果是整體成長微幅趨緩，但中國政府仍表明其對未來成長重「質」不重「量」的態度。

中國政府在金融監管趨於嚴格之際，為系統注入流動性以取得平衡，因此我們正持續關注經濟成長趨緩以外的跡象。資本流動或貨幣若再次面臨壓力，可能也會對市場產生負面影響。不過，我們預期未來的基本面可望維持成長及短期金融指標大致維持穩定。

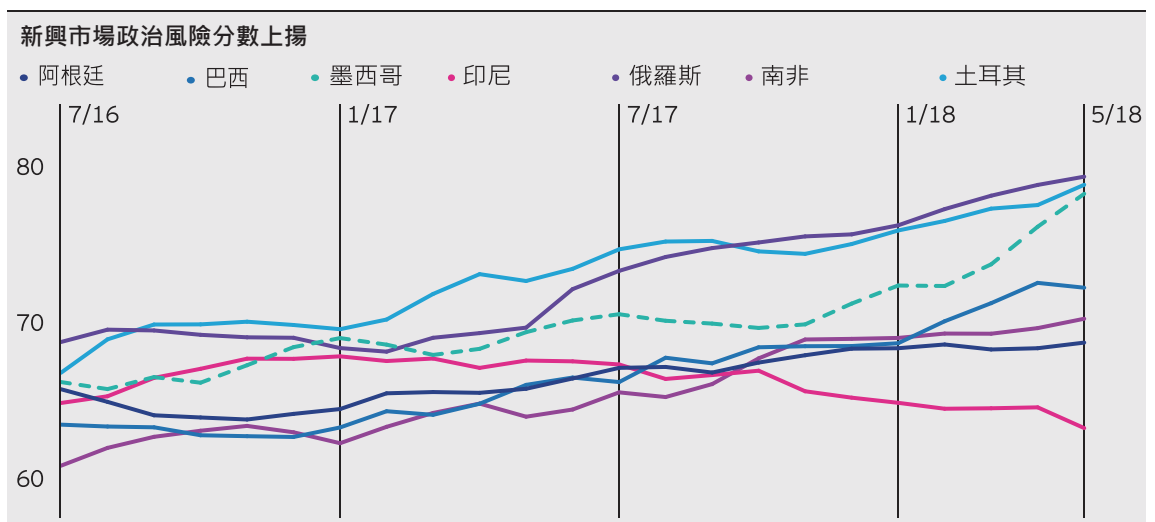
新興市場政治與政策

新興市場風險主要與政治不確定性相關，少部分則與美國利率上揚和美元升值的影響有關。一般認為新興市場極易在美元升值或美國利率上調期間受到影響，而且新興市場國家確實十分仰賴外部資金(主要為美元)。然而，新興市場資產類別在這類期間並非總是面臨壓力，例如在2004年到2006年間，新興市場資產於2004年初美國利率上調初期受到壓抑，但之後表現十分亮眼。此外，多數國家都擁有充足的外部流動美元資產，能夠償還未來一年到期的外債。阿根廷與土耳其則為例外，這兩國的固定收益市場和貨幣近幾週已出現大幅市場波動。由於阿根廷已自國際貨幣基金(IMF)獲得備位貸款協議(stand-by arrangement, SBA)，只要該國遵守要求，到2019年都可取得足夠的外部資金。土耳其目前則是調升政策利率，期望能夠穩定匯率。

全球總經策略(續)

土耳其、巴西和墨西哥正面臨選舉，選舉結果籠罩的不確定性及其對經濟政策的影響，都是市場在今年底前的焦點。市場的疑慮在於，每場選舉的結果都會將政策導向干預主義，導致市場運作更為不利，因而擴大資產價格波動。

我們目前對新興市場有兩大觀點。第一，我們認為市場大幅高估美國利率上調與美元升值對新興市場造成的風險，以此論點而言，假設中國未出現硬著陸，我們預期新興市場資產將於下半年復甦。第二，目前新興市場的非系統性風險上揚，主要原因在於數個關鍵國家政策走向可能改變的不確定性，事實上，新興市場的政治風險普遍都在上升。由於以上兩種觀點，我們的投資組合採取更為精選型的佈局。對於正迎接選舉的國家，我們審慎等待並觀察其結果是否導致政策走向不利市場運作，並選擇基本面良好、國內政治穩定且評價更合理的國家市場。



資料來源：GeoQuant，2016年7月31日至2018年4月30日之資料。GeoQuant結合政治學和電腦科學以製作系統性、客觀的政治風險指標。政治風險分數使用數百項國家風險的結構性數據，以及聲譽卓著正式媒體與社群媒體的頻率更高、更大範圍的資料。這些數據使用的高品質國家風險資料庫皆由多國機構、非政府組織、智庫、政府機構、民調公司/組織和社會科學文獻所製作，共計超過250個資料庫。分數較高表示政治風險較大。

歡迎加入景順好友



LINE 景順投信

景順投信 獨立經營管理
景順證券投資信託股份有限公司
11047台北市松智路1號22樓
客服專線:0800-045-066
網址:www.invesco.com.tw

¹資料來源：中國經濟與金融市場：改革與風險；布魯金斯學會；Eswar Prasad；2016年4月27日

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。

Inv18-0170