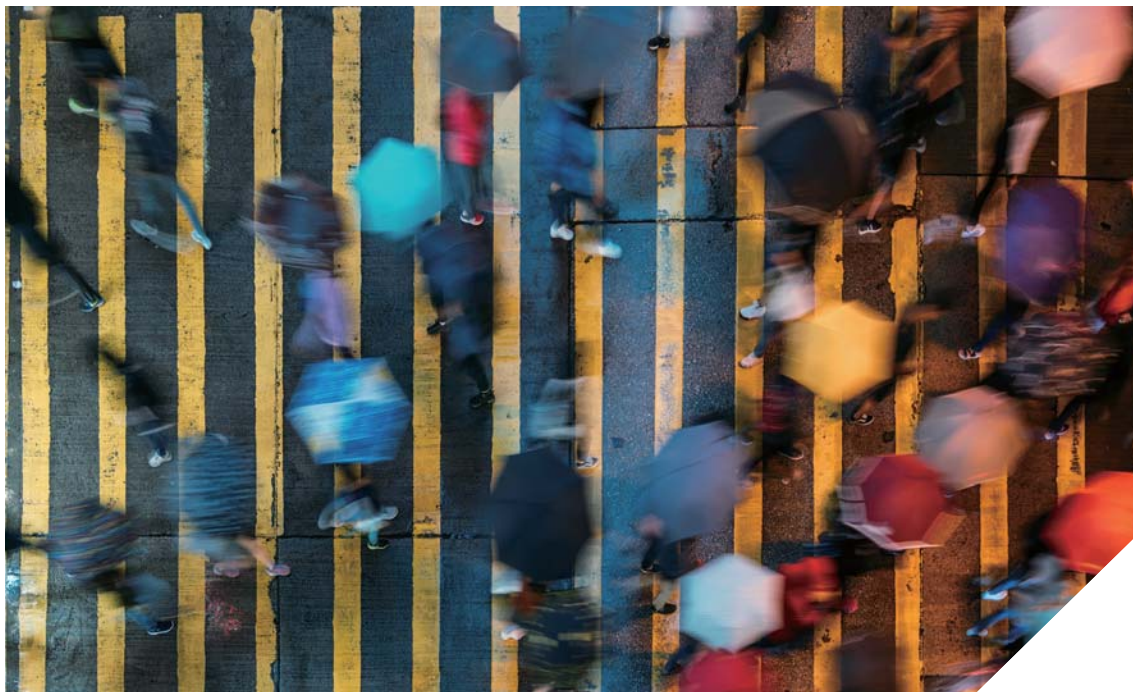


2019年11月

景順全球策略部



摘要

- 部分主要央行立場轉趨寬鬆，但地緣政治事件的紛擾持續讓經濟成長前景蒙上陰影。
- 整體而言，預測2020年全球經濟將成長約3%。
- 地區方面，我們預期日本、英國和歐元區的成長最慢，亞洲新興市場和中國的成長最快。

展望2020年，景順全球市場策略部預測全球經濟成長為3%。總的來說，我們認為，各國央行繼續肩負著通過貨幣政策刺激全球經濟的重任。我們認為這對2020年的經濟來說應該是個好兆頭。景順全球市場策略部的2020年全球市場展望是由我們駐紐約市、倫敦、香港和東京的市場策略師通過實地研究所得出來的。

全球市場前景

經濟成長預測：約3%

上漲機會包括：

- 中美兩國在解決貿易糾紛方面取得進展。
- 中國或其他市場推出重大財政刺激措施。
- 英國脫歐明朗化。

下檔風險包括：

- 貿易緊張局勢升級或擴散。
- 地緣政治事件惡化，導致軍事衝突、油價上漲及/或經濟政策不確定性增加。
- 假如美國試圖讓美元貶值，而其他國家推出反制措施，貿易戰演變成貨幣戰的可能性便會增加。
- 英國脫歐進一步陷入僵局。

展望2020年，央行顯然仍將肩負起透過貨幣政策刺激經濟的重任，一如全球金融危機後的情況。初步試圖政策正常化後，部分主要央行的立場在2019年轉趨寬鬆。這趨勢應有利2020年的前景，而美國聯準會在2019年的降息措施亦加快貨幣和信貸成長。然而，我們相信有關貨幣寬鬆政策應會有利資產價格多於整體經濟。我們相信市場需要更多財政政策來刺激經濟——但大部分政府不願意加推政策。

我們注意到過度倚重貨幣政策會帶來長遠影響，但下一年度應不會對經濟構成壓力。貨幣政策刺激措施帶來的正面影響，正被地緣政治事件的紛擾及隨之而來的經濟政策陰霾所抵銷。政策的不確定性來源包括：

- 中美貿易戰和英國脫歐，兩者均在2019年為市場帶來最嚴重的不確定性。
- 2020年美國總統大選，新年過後選情將轉趨熱烈。
- 香港局勢。
- 中東局勢緊張，包括今年9月沙烏地阿拉伯石油設施遭受無人機襲擊，而事件仍有待解決。

我們認為經濟不確定性可能會持續削弱資本支出，因此須密切注意，以確保已經縮減的企業招聘計劃不會受到拖累。

經濟方面，製造業與服務業的表現持續分歧，我們預期，受到貿易戰拖累，製造業將繼續走弱。然而，我們認為製造業比重較低的經濟體有望在目前環境下有較佳表現。

美國展望

經濟成長預測：約2%

上漲機會包括：

- 貿易政策改善及政策不確定性減少，或有助提振商業信心、企業支出與投資，以及工業與製造業活動。

下檔風險包括：

- 貿易政策惡化及政策不確定性增加，可能促使上述所有情況惡化。
- 製造業仍有可能持續走弱。貿易戰的不確定性越持久，越有可能打擊商業信心，削弱商業投資。經濟方面，製造業可能會受到影響，儘管在低失業率的情況下，預期消費力道仍將保持相對強勁。然而，我們將密切關注就業情況和消費者的消費狀況。

我們預料2020年美國經濟將溫和成長約2%，高於市場普遍預期。我們認為明年初成長將見底，預期放緩至約1%，其後將會逐步加快。通膨可望維持相對溫和，預料約為2.2%。

美國聯準會在2018年採取緊縮措施帶來滯後影響，加上中美貿易衝突的不確定性揮之不去，均拖累美國經濟2019年成長放緩。聯準會因而放寬大部分緊縮措施，使金融狀況顯著趨於寬鬆。殖利率曲線回復常態，美元則溫和貶值。我們認為聯準會將在必要時盡可能降息以支持經濟擴張。

預料短期內中美貿易戰仍會持續，但隨著美國2020年11月的總統選舉臨近，局勢逐步好轉的可能性將增加。是這次選舉可能在2020年初導致經濟政策的不確定性增加，但在年底前不確定因素可望減少。經濟周期通常因為政策失誤而結束，而有關風險已有所升溫。然而，我們的基本預測是政策組合將繼續適度改善。

最重要的是，美國總體經濟狀況未有改變，仍然處於成長相對疲弱及通膨溫和的環境。好消息是，在成長放緩、通膨溫和及聯準會立場寬鬆的大環境下，低成長經濟周期的持續時間可能較市場普遍預測長。然而，在這環境下，決策的基本法則是「不造成傷害」。我們認為聯準會及全球央行將在必要時進一步採取寬鬆措施以支撐經濟擴張。因此我們認為2020年不會陷入經濟衰退。目前並未出現經濟衰退的典型跡象 - 聯準會推行緊縮政策，以及金融和信貸狀況趨緊。

加拿大展望

經濟成長預測：約2%

上漲機會包括：

- 通過和落實美墨加協議。
- 中美貿易政策改善。
- 相對美國和世界其他市場，加拿大的政策不確定性較低。
- 加拿大商業和製造業前景樂觀。
- 全球製造業活動出現初步好轉跡象，包括中國製造業復甦。
- 美元轉弱，而美國經濟成長轉強。
- 商品價格走高。

下檔風險包括：

- 美墨加協議未能獲全面通過。
- 中美貿易政策惡化。
- 美元轉強。
- 商品價格走低。
- 加拿大債務增加，房市疲弱。

相較於市場普遍預期的1.6%，我們預料加拿大2020年國內生產毛額成長將出現高於預期的約2%。受惠於多項因素（包括房市表現良好及工資增長上升），加拿大已展現回穩跡象，經濟增長亦有所回升，而我們預期這趨勢將會持續。在2017/2018年出現政策引起的經濟放緩後，當地2019年首季實質國內生產毛額(GDP)成長跌至1.4%的低點，其後在第二季改善至1.6%，預期在2020年下半年將會與美國同步成長2%。通膨料在2020年下半年略為回升至約2.2%。

我們認為加拿大央行可能是少數在2020年升息的央行之一（最有可能在2020年下半年升息）。然而，我們相信升息不會給加拿大經濟帶來不利影響。當地經濟和股市

向來在全球成長加快、商品價格趨升和加元升值（升息環境下加元應會升值）的環境下表現最佳。預期加拿大央行將在今年底前維持利率不變，並可能在2020年下半年重啟利息措施。

歐元區展望

經濟成長預測：約1%

上漲機會包括：

- 中美達成貿易停戰協議（有望刺激中國和美國的需求），以及德國推出財政刺激措施。
- 美國取消針對歐洲商品的關稅。

下檔風險包括：

- 全球需求進一步放緩。
- 政治環境不穩帶來不確定因素，加上英國「無協議」脫歐，可能會對經濟體系造成一次性衝擊。

我們預期2020年經濟成長約為1%或以下。歐元區缺乏財政刺激措施，加上中美貿易戰，使得歐元區經濟受到打擊；這些因素2020年可能繼續存在。

歐元區一直難以做出適當的政策回應。預期製造業的弱勢將加快蔓延至服務業。德國勞動市場開始轉弱，工時有所減少，這種情況可能延續至2020年。整體環境依然疲軟。

然而，歐元區面對的更大問題是其並非按照原意作為一個貨幣聯盟（而非財政聯盟）運作，因此造成更多的矛盾。歐元區邊陲國家與核心國家之間的資本嚴重失衡，仍然是區內面對的一大難題。

地緣政治風險繼續成為歐元區面對的問題。義大利方面，我們憂慮政治分裂情況惡化。事實上，暫時來說，義大利財政預算案中唯一可以確定的數據是赤字。儘管義大利的新聯合政府較願意以具建設性的方式與歐盟互動，但這個佔大多數議席的聯盟很大機會在2020年瓦解，尤其是下半年。義大利國內生產毛額成長預期介於0%與0.4%之間。

我們預計歐洲央行在2020年將維持寬鬆立場，繼續實施量化寬鬆買債計劃，甚至可能再度降息。如果歐元區政府（尤其是德國）無意採取財政刺激措施，歐洲央行可能會研究更多實驗性貨幣工具，特別是模仿財政措施的貨幣工具。然而，我們留意到委員反對歐洲央行即將離任的行長德拉吉(Mario Draghi)推行寬鬆貨幣政策，可能會使善於凝聚共識的新任行長拉加德(Christine Lagarde)更難推行政策。因此，在經濟並未進一步轉差或全面衰退下，該行未必能進一步放鬆貨幣政策。

英國展望

經濟成長預測：少於1%

上漲機會包括：

- 英國有序脫歐。
- 撤回啟動《里斯本條約》第50條（即撤回脫歐計劃）。
- 全球經濟好轉。

下檔風險包括：

- 英國無協議脫歐。
- 延長脫歐限期，政策不明朗因素持續。
- 全球經濟進一步轉弱。
- 提前大選產生較不利商界的政府。

預期英國2020年的經濟成長將低於1%。英國脫歐問題造成的經濟政策不明朗因素已抑制商業投資，削弱商界信心。

撰文之時，12月12日的大選看似一場三方競賽，主要政黨各自就英國的前途提出差異頗大的願景：

- 右派方面，英國首相強生(Boris Johnson)和保守黨黨員期望把倫敦變成「泰晤士河上的新加坡」，能透過低稅率和寬鬆的監管吸引外資。事實上，他們一直推動英國更貼近美式資本主義。
- 左派方面，在野工黨黨魁柯賓(Jeremy Corbyn)和其黨員重視保障工人權利，提倡把私有工業和教育部分再國有化，立場較為「社團主義」，事實上比歐盟模式更加左派。
- 至於中間派，自由民主派和其他希望留歐的政黨實際上認為歐盟式資本主義（國家福利穩健、保障工人並監管競爭）在英國運作良好。

自由民主派可能在競選活動中表態支持留歐。工黨可能會尋求二次公投，以確認首次公投結果仍然有效。強生希望按照他在10月與歐盟磋商的協議進行脫歐，變相把大選變成對他本人及其脫歐協議的公投。

根據強生的脫歐協議（還需英國國會和歐盟議會通過），北愛爾蘭沿用歐盟關稅區和單一市場規則，關稅邊界設於愛爾蘭海(Irish Sea)。屆時，英國本土將能在過渡期後（現計劃於2020年底屆滿時），實施與歐盟不同的監管規例。這可能只是把無協議脫歐的時間押後至2020年12月31日、2021年1月31日，或甚至更遲，脫歐進程將視乎選舉結果而定。

日本展望

經濟成長預測：約0.4%

上漲機會包括：

- 全球需求改善，加上庫存調整結束，應促使工業成長正常化。
- 亞洲經濟體的投資需求回升（包括搬遷需求），可望支持資本財貨出口，為日本經濟帶來正向影響。

下檔風險包括：

- 中國資本財物需求成長可能維持低檔。
- 人口減少，可能會造成勞工嚴重短缺問題及消費壓力。

日本在2019年第四季實施新消費稅後，經濟成長減速，但預期將在2020年年初回穩，其後將再度溫和加速。我們對2020年國內生產毛額成長的基本預測約為0.4%。

我們相信稅務負擔加重應會使消費需求放緩，但有關影響應遠低於2014年的消費稅上調。我們相信日本政府可能推出寬鬆財政措施，以助抵禦新消費稅所造成的阻力；亦預料東京奧運將促進旅遊業，從而推動經濟成長。

除非日圓顯著上升，否則預期日本央行不會放寬政策。然而，假若日圓確實轉強，預期日本央行必要時將考慮各種政策工具，包括增購股票交易所買賣基金。此外，央行行長黑田東彥還提及另外四項潛在寬鬆政策措施：

- 下調短期政策利率
- 下調十年期日本政府債券的收益率目標水準
- 擴大資產購買規模
- 加快擴大貨幣基礎

中國展望

經濟成長預測：約5.9%

上漲機會包括：

- 可能發行特殊債券，為地方政府的公共基礎建設投資集資，可望提供有效的財政刺激動力。
- 美國威脅對中國實施資本管制，但實際上可能不會推行。

下檔風險包括：

- 中美貿易糾紛升級。
- 製造業增長及相關資本支出持續放緩。
- 家庭及地方政府債務水準偏高。
- 家庭消費可能放緩，而家庭消費一般約佔國內生產毛額成長的三分之二。

中國經濟成長已經略為減速，但隨著內地持續轉型為消費和服務型經濟，相信基本面仍然穩健。預期2020年國內生產毛額成長將約為5.8%至6%，與市場普遍預測相符。

中國房地產市場繼續暢旺，且有可能繼續保持強勁的投資成長，我們認為應有利中國經濟。預期邁入2020年，人民幣將進一步走軟，但以穩定步伐貶值，亦應會支持經濟增長。中國經濟還有其他有利因素，包括可望推動固定資產投資的財政刺激措施，以及我們預期貿易戰局勢將趨於穩定。

就中美貿易戰而言，假若中國除了縮小貿易赤字之外還需要任何其他重大讓步，相信其不會為了結束衝突而與美方達成協議。中國似乎願意容忍貿易戰持續，而不會應允其認為有損中國經濟及其未來戰略地位的要求。然而，我們依然看好中國經濟，因為儘管貿易戰持續造成阻力，但相信中國將採取支持經濟所需的財政及貨幣工具。

預期中國人民銀行將於2020年推行相對溫和的貨幣刺激措施，並可能繼續放寬貨幣政策或下調存款準備金率。

其他新興市場前景

經濟成長預測：

- 印度：5.5%至6%
- 亞洲新興市場：約6.2%
- 歐洲新興市場：約2%
- 拉丁美洲：約2%

印度

預期印度今年國內生產毛額可成長約5.5%至6%。我們認為2020年初當地的成長將放緩，但於預定明年春季落實企業稅下調後，可望帶動成長回升。預期下一年度當地經濟成長將稍為低於市場預測。

基於投資疲弱，近期消費受到嚴重打擊導致印度經濟大幅放緩。汽車銷售表現尤其讓市場失望。我們預期這種疲勢將持續至明年初。

然而，相信當地經濟將在未來一年受惠於重大的財政和貨幣刺激措施。我們認為印度儲備銀行似乎已準備就緒，推出進一步寬鬆措施，而下調企業稅應可帶來可觀的刺激經濟作用。不過，基於印度財政赤字確實嚴重，而且印度儲備銀行可能為部分即將推行的財政刺激措施撥出資金（利潤、資本、股息），因此將帶來深遠的負面影響。此外，金融業改革和整體結構改革的進度仍然落後。

亞洲新興市場

亞洲新興市場的成長仍然強勁，但我們預期成長將溫和放緩。我們預計在印尼和越南的帶動下，2020年的經濟成長約為6.2%。這兩個國家因貿易戰影響供應鏈而受惠。香港和新加坡等小型開放經濟體的成長可能會放緩。

歐洲新興市場

我們預期歐洲新興市場經濟在2020年將出現約2%的較溫和成長。

- 預期波蘭在結構改革和內需強韌的支持下穩健成長。（若選舉出現意料之外的結果，可能帶來下檔風險。）
- 另一方面，我們預料土耳其和匈牙利的表現將轉弱，因為兩國的民粹主義領袖都面臨著不利的外部經濟環境。我們認為土耳其過度倚賴外部融資，而匈牙利亦過度倚重德國汽車製造業。

拉丁美洲

預期區內2020年國內生產毛額溫和成長2%（市場普遍預測約為2.4%）。

- 巴西推行有利成長的政策，因此經濟可望表現良好。巴西的社會保障改革正在取得進展，並為放鬆管制和私有化帶來了希望。
- 當局持續推行多項改革，使巴西可持續復甦，但在全球經濟成長仍然偏低的環境下，預期商品出口價格和出口量帶來的支撐有限，因此巴西可能只會逐步復甦。
- 巴西繼續由透過國家發展銀行提供國家補貼信貸，轉型至更以市場主導的企業融資。此外，在低通膨和貨幣寬鬆的情況下（與之前的信貸繁榮和蕭條相比），普惠金融服務未來應有助促進家庭購買力增加。
- 由於政策前景未明，加上美國經濟成長相對偏低，我們預期投資轉弱將導致墨西哥經濟溫和放緩。
- 阿根廷方面，貝隆主義黨(Peronist Party)一如市場預期贏得總統選舉，但領先票數未如市場憂慮般顯著，前總統馬克里(Mauricio Macri)僅落後於當選人費南德茲(Alberto Fernandez)約8%，差距顯著少於初選。選舉結果觸發阿根廷資產和披索遭大舉拋售。新總統得票未能大幅領先對手，反映新任政府需要在政治上深思熟慮，因為當局即將與國際貨幣基金組織重新協議和重組主權債務，這些政策有望在短期內緩和經濟與市場的下檔風險。
- 對於阿根廷的拉丁國家貿易夥伴而言，利多因素之一是淨出口效應和信心問題對經濟的拖累將遠低於2018年至2019年期間（因為即使經濟活動並未顯著反

彈，但下檔風險已減弱，而且有理由預期經濟將先回穩後復甦)。綜觀主要新興市場，巴西仍會是主要受益國家。

- 阿根廷負債沉重，仍需要克服能源和其他補貼造成的經濟扭曲問題，而且隨之而產生的通膨壓力龐大，因此我們預期阿根廷經濟在2020年不會出現V型反彈。
- 相反，委內瑞拉面對超級通膨和政局持續紛亂，我們預期該國是表現最差的拉丁美洲國家。鄰國和安第斯地區的貿易夥伴將繼續承受難民湧入帶來的社會經濟惡果，但由於難民問題已成為長期危機，我們預料對經濟和金融的影響有限。儘管如此，我們並未排除委內瑞拉政府或經濟急速崩潰的可能性。

資產類別展望

除地區展望外，全球市場策略師團隊(Global Market Strategist Office)亦就不同資產類別的2020年表現作出前景展望。我們預測全球經濟成長將在2020年大部份時間放緩，而當局將維持寬鬆貨幣政策，但不會大舉推出財政刺激措施，因此我們看好資本市場多於經濟成長。有鑒於此，我們偏好風險資產多於非風險資產。以下是我們對各種資產類別的詳細觀點：

股票	美國	略為看好
	加拿大	略為看好
	歐洲	中性
	英國	看壞
	日本	略為看好
	新興市場	看好
固定收益	已開發國家政府債券	看壞
	短存續期 / 銀行貸款	中性
	投資等級企業債券	看好
	高收益債券	看好
	新興市場 (政府及企業債券)	看好
另類投資	房地產	看好
	私募股權	看好
	避險基金	中性
	商品	看壞
	黃金	看壞
類似現金的工具	超短存續期工具	略為看好

股票

美國：我們認為貨幣政策環境將在2020年繼續有利股票市場。然而，我們相信投資人在這個情況下必須作出更明智的判斷。我們雖然認為美股評價偏高，但也知道評價未必是預測股市短期表現的可靠指標。此外，我們認為利率趨跌和通膨偏低，有助增加美國股票的吸引力。另外，由於預計當局將維持「輕量版量化寬鬆」政策，美元在近期走弱，這將有利美國股票。有鑒於此，我們看好美國股票，但投資人需提防來年會有更多波動。

加拿大：我們略為看好加拿大股票。由於加拿大股票具備一些被投資人忽略的優勢，我們認為加拿大股票長期表現不佳的情況將會結束。美墨加協議可望獲得通過，這將有利加拿大股票。另外，加拿大製造業前景仍然樂觀，意味商業信心良好，應能支持股票報酬率。再者，美元轉弱和商品價格可望上升，亦可惠及加拿大股票。

歐洲及英國：我們對歐洲（英國除外）股票持中性立場。儘管評價相當具吸引力（根據股利率和經週期調整本益比的分析），但歐元區經濟尚未出現到達轉振點的跡象。我們看壞英國股票，並預期獲利下跌和股利成長放緩，特別是商品或銀行佔英國市場的大部份比重。

日本：我們略為看好日本股票，因為預期亞洲經濟將溫和好轉，而根據我們的基本預測，美國長期收益率的跌幅有限，這將進一步穩定或削弱日圓（一直以來，日圓轉強都不利日本股票，今年亦不例外）。

新興市場：整體來說，我們看好新興市場股票，而聯準會採取更寬鬆政策是有利新興市場的催化因素之一。具體而言，資產負債表正常化的過程在最近完成，新興市場流動性的情況將會隨之結束。另外，我們也預期投資人將為了追求收益而投資於新興市場股票。中國和印度推行財政刺激措施，將有利亞洲新興市場股票。中國開放金融市場，加上中國A股佔MSCI指數的權重上升，中國股票將顯著受惠。然而，我們看壞拉丁美洲股票，因為不少公司過度受商品價格的影響，而部份股票可能會受到政策不確定性的拖累。歐元區成長放緩，我們對歐洲新興市場股票持中性立場。

固定收益

固定收益方面，在低利率環境下，我們認為收益較高的投資將表現較佳。因此，我們看壞已開發國家市場的政府債券，惟英國除外，因為收益率下跌將有利其報酬。我們偏好投資等級債券多於已開發國家市場主權債券，因為前者的收益率較高，總報酬潛力亦較佳。我們看好高收益債券，但偏好美國高收益債券多於歐元區高收益債券。即使考慮到利差擴大和違約率上升的因素，我們預期這類資產的回報將優於收益率較低的固定收益資產類別。此外，同樣基於較高收益率和總報酬潛力較佳的原因，我們看好新興市場債券。

另類投資

房地產：我們最看好房地產，因為在預期報酬相對偏低的環境下，這個資產類別的收益率相對較高，亦可望取得優秀表現。我們偏好歐元區和新興市場房地產；在英國脫歐問題解決之前，我們也傾向迴避英國房地產市場。

黃金：我們看壞黃金。雖然黃金具備分散投資的優勢，而且在全球低利環境下，其機會成本亦較低，但是繼今年走高後，我們預期黃金明年的報酬偏低。另外，黃金通常在經濟衰退或停滯的環境下表現最佳，但我們預期這兩種情況都不會在明年出現。

私募股權及避險基金：由於私募基金的風險調整後報酬潛力優厚，因此在現階段環境下顯得具吸引力；至於避險基金方面，我們持中性立場。

商品：我們看壞商品，因為以實際基礎看，商品的評價遠高於歷史標準。另外，根據我們分析過去數據的結果，在聯準會降息期間，工業用金屬的表現通常欠佳。

現金：我們略為看好類似現金的工具，偏好超短存續期工具。我們的理由是這類投資可以成為黃金以外的「避險資產」，加上黃金的評價偏高，使得這類投資現階段更具吸引力。此外，鑒於市場動盪，持有足夠的現金有助投資人把握市場下跌所帶來的機會。

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

本文由景順全球市場策略部駐紐約市的首席全球市場策略師Kristina Hooper、全球市場策略師(北美) Brian Levitt、倫敦的全球市場策略師(歐洲、中東及非洲) Arnab Das、駐香港的全市場策略師(亞太區) David Chao、駐東京的全市場策略師(日本) Tomo Kinoshita、駐米蘭的產品總監兼投資策略師Luca Tobagi、駐倫敦的資產配置研究部全球主管Paul Jackson、駐紐約的投資策略師Talley Leger和投資策略師、駐倫敦的多元化資產策略師Andras Vig，以及駐紐約的投資策略分析師Ashley Oerth聯合撰文。

重要資料

經濟政策不確定性指數(Economic Policy Uncertainty Index)由三個基本部分編纂而成；這些部份量化報章上與政策有關的經濟不確定性報導、反映將在未來幾年到期的聯邦稅法規定的數目，並以經濟分析師的預測分歧來代表不確定性。

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。

Inv19-0344

2019年11月



祈連活
(John Greenwood)
景順首席經濟學家



摘要

- 美國方面，消費信貸強勁是人們對當前商業週期擴張可最少再延續幾年充滿信心的重要原因。
- 英國方面，客觀統計數據及調查數據均充分反映企業資本支出下滑。
- 由於美國川普政府正面對一系列中國問題，因此中美貿易的任何休戰應不會持久。

美國

在2019年上半年，美國實質經濟成長略高於2.5%，稍優於普遍預測的1.9%潛在經濟成長率。與此同時，勞工市場繼續創造新職位，失業率維持於3.7%的偏低水準¹。然而，即使消費支出的漲勢強勁，企業固定資本投資和出口卻下跌。紐約聯邦儲備銀行的調查顯示，工資成長逐步加快，加上就業率上升，而且消費者財務狀況持續轉佳，為家庭收入帶來支撐。上述情況的主要動力來自房價上升、股票價格上揚及債務收入比率下降。

消費信貸強勁是一項重要原因，是人們對當前商業週期擴張可最少再延續幾年充滿信心的重要原因。目前情況與2008至2009年金融危機爆發前的家庭負債狀況截然不同。普遍而言，消費者取代企業為經濟提供動力，這情況常見於商業週期的後半段。

美國企業在這個週期的獲利能力高峰似乎已經過去。雖然利潤仍然上升，但獲利率卻下跌，而且美元強勢導致海外獲利受抑。同樣地，商業投資的領先指標，也就是

核心資本貨物出貨量似乎停滯不前，而新增出口訂單（根據採購經理指數）持續下跌。房市繼續上揚，主要受惠於房貸利率下降。房市亦是多個行業的領先指標，因此有利於就業及多種原物料的採購，包括木材、銅材以至鋼材。美國研究組織Conference Board的商業信心指標維持於或接近於當前週期高點。

上述指標均反映企業狀況並不差，但無疑仍受到全球製造業下滑所拖累。我預期美國將延續當前的商業週期擴張，而不會導致經濟過熱或通膨。

歐元區

歐洲央行在9月12日召開會議，是德拉吉擔任歐洲央行理事會主席的最後一次會議。當局決定重啟資產購買計劃，（從2019年11月初起）每月購買200億歐元主權債券，並進一步降低存款利率10基點至-0.5%。德國、荷蘭、法國和奧地利央行行長並不認同有關措施。

我認為歐洲央行過去的一系列量寬措施並不成功，主要由於這些措施的設計欠佳。若這些措施設計是從非銀行購買債券，應可促使歐元區的M3貨幣供應成長率顯著加快，並提高經濟成長率，從而刺激區內的開支成長，央行便毋須重啟量寬買債計劃。

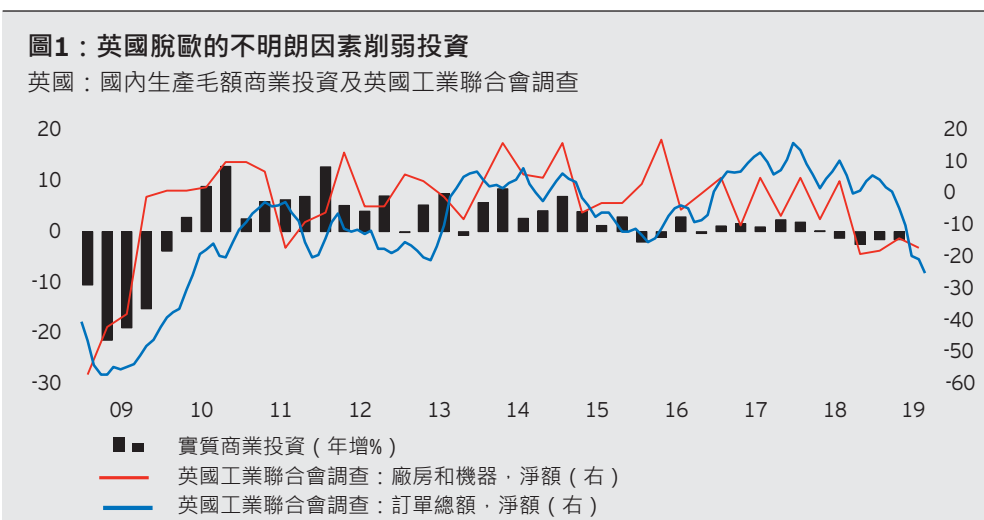
然而，歐洲央行決定重啟相同政策，並沿用同樣不奏效的方法，亦即從銀行購買債券。我認為這措施將消化大量主權債券，主要是與銀行互換資產，但未能為企業和家庭創造新存款，只是讓歐洲央行的資產負債表擴張。因此，M3貨幣供應成長很可能維持於過低水準，而歐元區應會繼續受困於自我引發的疲弱成長環境、低通膨和負利率陷阱。

英國

曠日已久的英國脫歐問題仍然是當地的主要政治議題，為經濟成長帶來負面影響，主要由於當地持續面對顯著的「體制不明朗因素」-規章、條例、關稅以及當地與歐盟建立新關係後的企業競爭地位，現階段均仍未見清晰。

英國脫歐議題的風波繼續反映於兩個主要領域上：英鎊於外匯市場的走勢和當地投資環境。綜觀其他領域例如勞工市場、個人消費支出和通膨走勢，英國經濟維持2016年6月脫歐公投前的表現。

投資方面，不論是客觀統計數據例如國內生產毛額數據的固定資本形成總額，以及調查數據例如英國工業聯合會調查的廠房和設備支出及訂單狀況，均充分反映企業資本支出下滑。很不幸，在英國與歐盟的政治和貿易關係趨於明朗前，上述走勢似乎不會大幅改變。



資料來源：Refinitiv Datastream截至2019年9月27日。

中國

中美貿易爭議並無紓緩跡象。美國總統川普的貿易措施開始對中國貿易和國內生產毛額成長帶來重大影響。在過去數月，美國從中國的進口持續大幅減少。相反，美國對其他亞洲地區的貨物需求不斷增加。與中國對比，部份規模較小的東亞經濟體例如台灣、韓國及越南的生產和貿易均開始上升，主要由於部份國際供應鏈轉移至這些不受川普措施針對的地區。

展望未來，由於美國川普政府正面對一系列中國問題，包括智慧財產權盜竊、國企補貼及開放國內行業予外國競爭，因此中美貿易的任何休戰應不會持久。雖然美國總統大選將近，可能促使川普團隊在2019至2020年期間宣佈勝利並結束貿易戰，但我認為美國任何暫停針對中國的貿易措施只屬暫時。

日本

日本經濟持續疲弱可歸因於兩項主要因素。

首先，實質經濟成長方面，日本人口在2010年見頂，而勞動人口（15至64歲的適齡工作人口）於1992年見頂。這些關鍵數據下跌必然限制了潛在實質國內生產毛額成長率。

其次，名義經濟數據包括通膨、工資和以當前物價計算的國內生產毛額均表現疲弱，完全是廣義貨幣供應成長持續呆滯所致。自1992年以來，儘管日本央行先後推行「量化和質化貨幣寬鬆」政策和備受讚揚的收益率曲線控制措施，但當地的M2廣義貨幣供應成長僅為平均每年2.6%¹，遠不足以達成當局的2%通膨目標。基本上，日本的M2廣義貨幣供應需要每年增長5%至6%¹。可惜，在日本央行貨幣政策的基本問題得以解決前（亦即透過「量化和質化貨幣寬鬆」政策向銀行而不是非銀行購買日本政府債券），當地的總體經濟前景不會大幅改變。

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：Refinitiv Datastream，截至2019年9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。投資人亦須留意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。

Inv19-0344

2019年11月



蕭光一
亞洲（日本除外）
首席投資總監



摘要

- 亞洲（日本除外）經濟成長將維持目前步伐，並有足夠空間繼續推動政策。
- 貿易緊張局勢將使中國境外較低附加價值生產者受益。改善國內商業環境將成為政策焦點。
- 2019年大選結果有利於為印度、印尼和泰國落實促進成長的政策鋪路。
- 隨著具競爭力的公司受惠於正面的結構性趨勢，企業狀況仍然穩健。

亞洲（日本除外）股市在2019年表現良好，由年初截至9月底上漲6.0%。除南韓和馬來西亞外，區域內所有國家均為正報酬。儘管如此，投資人並沒有掉以輕心。貿易緊張關係自5月起升溫，引發更多不確定性因素，並開始對經濟產生實質影響。前景充滿挑戰，促使區域內的政府推出新一輪寬鬆政策（圖1）。展望2020年，貿易關係應維持緊張，導致供應鏈轉移，但政策措施可望抵銷成長壓力。我們認為，有利的選舉結果可為促進增長的政策鋪路。儘管總經前景充滿挑戰，但亞洲企業的獲利成長將維持穩健。

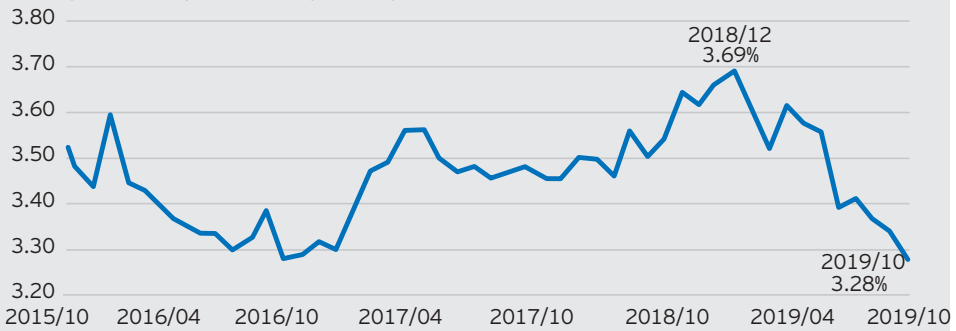


重點摘要

我們相信政策支持將有助於2020年亞洲（日本除外）地區成長維持穩健。區內仍有相當大的政策落實空間。貿易緊張局勢將推動低附加價值產品生產線轉移至中國以外地區，但中國在高端製造業領域仍遙遙領先。

圖1：亞洲央行自2019年起已推行寬鬆政策

亞洲（日本除外）政策利率（每年%）



資料來源：彭博、環亞經濟數據、摩根史丹利研究。截至2019年10月。

在2020年推動成長復甦的政策

我們在去年撰寫2019年投資展望時，預料亞洲（日本除外）地區經濟將增長5.9%，實際數字遠低於這個水準：在2019年前兩季，實質國內生產毛額分別成長5.4%和5.2%，目前全年成長的普遍預期為5.4%¹。

中美貿易緊張關係升溫是關鍵變數，為我們較樂觀的觀點增添變數。全球製造業和貿易活動已受到廣泛影響，並削弱商業和消費信心。然而，面對貿易阻力的應對政策也正在改變。在過去數月，政策立場明顯由緊縮轉為寬鬆，多家央行相繼降低政策利率，而且各國政府推出財政刺激措施。因此，預料經濟成長可在2020年穩定下來並保持目前速度。

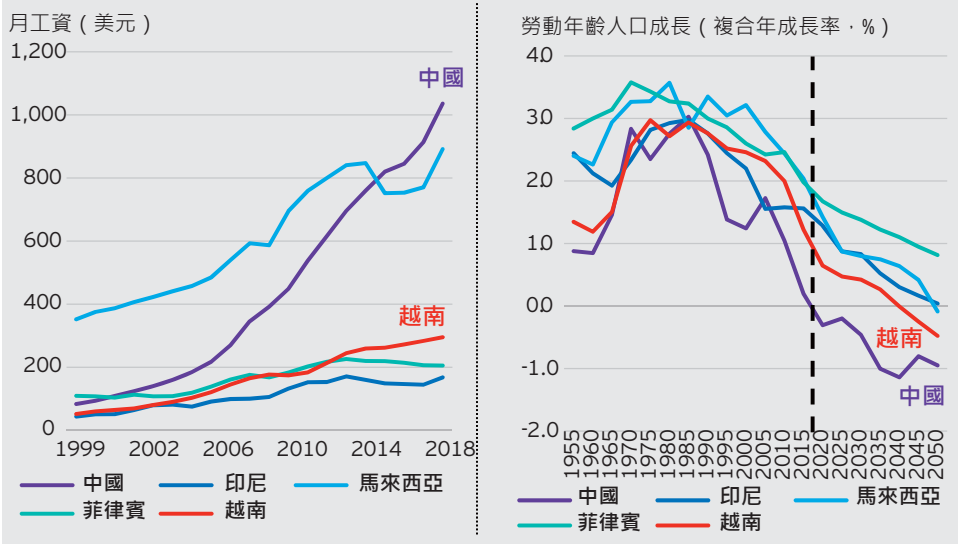
預計貨幣政策將於2020年進一步放寬。截至10月，聯準會已三度降息。相信政府的立場更趨溫和可提供有利的外部環境，有助促進亞洲貨幣操作。另一方面，亞洲（日本除外）的政策利率自2019年初以來僅下跌40個基本點，相對於2015年寬鬆週期下跌了160個基本點，以及2009年寬鬆週期下跌了270個基本點，我們認為政策利率仍有進一步下調的空間²。

若成長前景惡化，相信區域內的政府將會加強財政政策。在2019年，中國政府削減的稅項和社會保險已達到2兆元人民幣，預料政府將於2020年推行更多直接的政策，以改善基礎建設項目的執行和滿足消費需求。在印度，政府宣布大幅下修企業稅，實質稅率由34.9%降至25.2%，鑒於印度的目標是在2024年至2025年期間，成為市值達5兆美元的經濟體（目前市值為3兆美元），相信印度政府將在2020年推行更多支撐政策。

供應鏈在貿易關係緊張之際轉移

雖然中美貿易關係自10月以來取得正面進展，但相信緊張局勢將延續至2020年，並成為周而復始的主題。整體而言，即使亞洲供應鏈在區域內局部轉移，但預期將繼續在亞洲運作，不會移往其他地區。在貿易戰爆發前一段時間，低附加價值出口的生產線已逐步由中國轉往其他市場。預料這股趨勢將會在2020年加速，其中人口結構較佳並擁有成本優勢的國家最能受惠。我們注意到這股遷移趨勢將使東協國家成為主要受惠者，尤其是越南，當地工資仍然遠低於中國（圖2），但勞動人口成長普遍高於中國。而資本機械和電子產品等較高增附加價值生產產品，日本和台灣公司正把生產線遷回本地。話雖如此，我們認為中國在高附加價值產業穩具有關鍵優勢，因為中國將持續致力於發展研發，改善人力資本，提高國內供應生態系統的效益以及更高品質的基礎建設。

圖2：成本優勢和有利的人口結構使東協國家受惠



資料來源：摩根史丹利研究、環亞經濟數據、越南統計總局。截至2019年8月。

相信中國以外的市場均希望把握中美貿易關係持續緊張所帶來的契機。舉例來說，台灣推出「歡迎台商回台投資行動方案」，吸引台灣生產商回台。印尼政府亦透過放寬法規以開放更多本土產業，並以修訂勞動法規為首要任務，因為部分法規會阻止外國公司在當地擴大業務。我們相信吸引更多外資和改善當地的商業環境，將是2020年該地區政府的關鍵政策焦點之一。



重點摘要

隨著印度、印尼和泰國的大選塵埃落定，政治不確定性因素消退，預期政府將於2020年推出更多促進增長政策。我們相信，擁有創新產品和服務的公司將取得強勁的獲利成長，並受益於結構性增長趨勢。

大選風險消退有利於促進成長政策

我們在去年撰文時指出，印度、印尼和泰國選舉將是2019年備受矚目的事。隨著所有大選結束，相信政治不確定性將會減少，讓這些國家的政府可在2020年專注推行有利成長的政策。

在印度，現任總理莫迪 (Narendra Modi) 再次連任。相信當地會繼續推行刺激成長的措施，而政府在選舉後宣布大幅調低企業稅，正好印證我們的觀點。我們認為減稅的影響深遠，有助提振企業獲利能力和印度的全球競爭力；印尼方面，現任總統佐科(Joko Widodo)亦成功連任。預料他在下個任期的政策包括展開新一輪基礎建設周期。在2020年至2024年期間，預期政府將投資超過4,000億美元於基礎建設項目，相對於他四年前首次當選時公布的3,500億美元，正如我們在上一節所述，印尼將推出改善經商便利性的政策，以吸引外國直接投資和推動製造業擴張；泰國的應對政策亦旋即出爐，政府在8月推出範圍廣泛的100億美元刺激措施，我們相信政府將會推出更多措施以解決成長疲弱的問題。

總體和個體經濟趨勢出現分歧

我們認為健康的企業基本面及總經成長放緩間出現分歧，即使前景充滿挑戰，但亞洲企業仍然穩健。預料2020年的獲利成長將達到12%³，並由中國、印度、南韓和台灣的主要市場領漲。資訊科技、健康護理和非消費必需品業將是成長最快的產業，作為「由下而上」的選股者，我們認為這是令人鼓舞的消息。

總體和個體經濟趨勢出現分歧，相信是源於具競爭力的公司把握結構性趨勢和創造強勁成長的能力。在中國，即使總體經濟成長預期在2020年將放緩至5.9%，但市場普遍預測消費相關、健康護理和資訊科技業將出現超過20%的獲利成長⁴。這些產業都是中國未來的成長動力，因為中國經濟正轉型為以消費和服務業主導成長。

在印度，普惠金融服務、數位化和經濟形式化等結構性轉變帶動企業顯著表現，尤其是金融和消費業。由於政策清晰，預期這些動力將於中長期發揮效用，持續支撐企業獲利成長。

總結

在2020年，相信亞洲（日本除外）的經濟成長將會保持穩定。區域內政府將會加推貨幣和財政政策，以穩定成長前景。我們認為貿易緊張關係將加快低附加價值生產線遷移，但預計中國可維持高附加價值產品主要供應商的地位。印度、印尼和泰國在2019年的選舉有助消除政治不確定因素，為推行更多有利成長政策鋪路。我們預料亞洲企業具備從結構性成長趨勢獲利的能力，因此獲利成長可望維持強勁。

貿易緊張關係和推行政策的進度，相信是投資人值得注意的重大風險。鑒於貿易緊張關係難以預測，可以雙向發展並形成正面或負面的風險，因此2020年的市場將更加波動。政策推行方面，我們相信投資人須緊密觀察政策和評估改革強度。政府支持或改革進度不足，可能會拖累成長和影響投資情緒。

歡迎加入景順好友



 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：彭博、景順。截至2019年10月。

²資料來源：彭博、環亞經濟數據、摩根史丹利研究。截至2019年10月。

³資料來源：FactSet、景順。截至2019年10月。

⁴資料來源：彭博、FactSet。截至2019年10月。

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。投資人亦須留意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。

Inv19-0344



景順投資觀點 展望2020：駕馭2020年已知的不確定因素

2019年11月



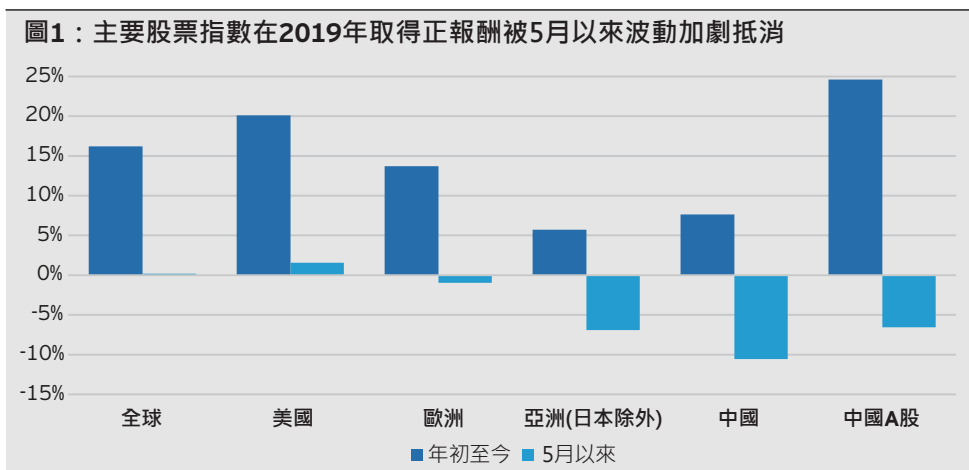
蕭光一
亞洲（日本除外）
首席投資總監



摘要

- 寬鬆的財政及貨幣政策將為2020年的經濟成長帶來支撐，但中國官方將在增長的品質和幅度之間取得微妙平衡。
- 貿易緊張關係可能會維持一段時間，將導致供應鏈遷移，尤其是低附加價值產品。
- 預期中國公司將於2020年取得雙位數的獲利增長。我們認為按照現階段評價計算，風險報酬水準仍具吸引力¹。
- 開放金融市場讓投資人可以採取全面投資的策略（不論在何地上市，投資於所有股份類別），我們認為這是投資中國的最佳策略。

貿易及政策行動是2019年中國股市的兩大決定因素。投資人仔細研究報章消息，以掌握最新局勢發展。貿易及政策行動主導市場方向；年初由於市場預期推出刺激經濟政策，加上中美貿易談判取得突破，讓市場得以強勢反彈；但其後憧憬消退，市況隨即下修（圖1）。踏入2020年，這兩項因素似乎還會持續一段時間。在已知不確定因素充斥期間，投資人應如何制定中國投資策略？作為中國長期投資者，我們會在本文分享最新見解。



資料來源：彭博、景順。截至2019年9月底。
附註：指各MSCI指數的報酬。過去績效不為未來保證。



重點摘要

貨幣和財政扶持政策將於2020年穩定經濟成長。貿易緊張關係將加快低附加價值生產遷移，但不太可能改變中國吸引外國直接投資的領先地位。

政策行動將推動2020年經濟成長

市場普遍預測中國將在2020年取得5.9%的經濟成長²。我們相信有關預測存在上漲風險。預期當局將繼續放寬財政和貨幣政策，若下檔風險持續，將加大政策強度。扶持政策行動將有助穩定經濟。

財政政策方面，預期當局將推出更多直接改善總需求的政策，包括加快落實基建項目，並透過為汽車及家電提供補貼等方法刺激消費。這將是中國政府繼下調個人及企業所得稅之後的其他措施。相信下調稅率長遠有助提升競爭力，但預期成效需要一段時間方能浮現，因此預期當局將加推刺激需求的措施。

至於貨幣政策，把貸款利率轉為以市場為主導的機制取得正面進展，有關機制實際上把新貸款定價轉為定期調整的市場利率。相信這項轉變有助主動管理流動性，並改善貨幣政策的傳導作用。踏入2020年，信貸增長應開始受惠。

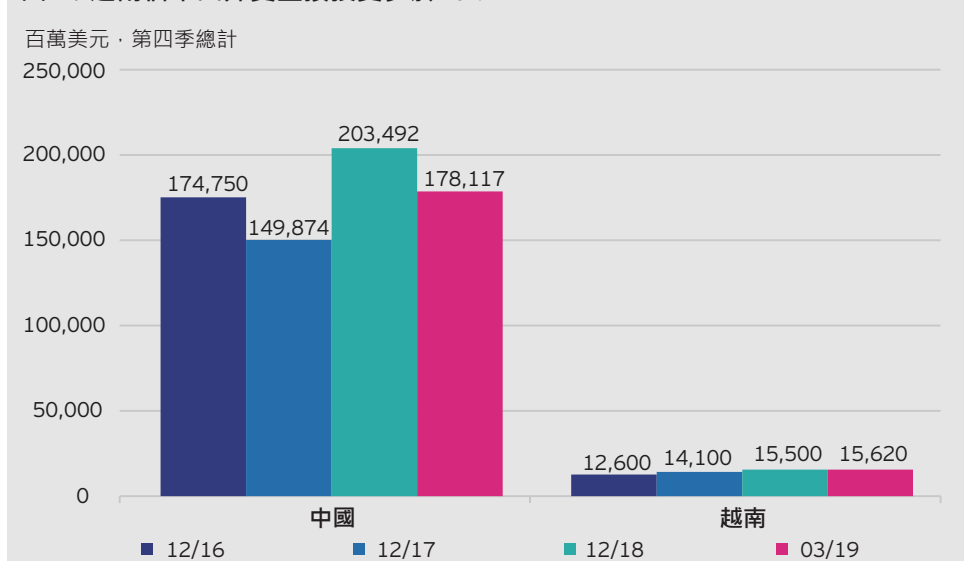
儘管如此，我們預期政府立場將較2008年至2009年的寬鬆周期嚴謹，以防範產能過剩及債台高築等長期問題。近年來，中國政府顯然重視成長品質多於幅度，只要經濟能提供足夠就業，並出現結構性改善，我們認為當局將對成長放緩採取較容忍的態度。

貿易緊張關係將推動轉變

中美貿易磨擦讓經驗豐富的投資人亦不知無措。儘管10月以來取得進展，但說中美貿易問題將會圓滿解決仍言之過早。畢竟，貿易問題只是冰山一角，背後是全球兩個最大型經濟體之間的戰略博弈。相信貿易戰可能仍會持續一段時間，但在形勢幾經波折之下，將出現一些結構性轉變。

鑒於中國的勞動生產力高，加上良好基礎建設促進有效的供應商生態系統，以及當局推行扶持政策，我們仍然認為把整個供應鏈遷移具有挑戰性。然而，早於貿易爭議展開之前，已有低附加價值產品的生產線開始遷移，這個情況應在2020年持續，相信某些國家（例如越南）有望成為主要受惠者。事實上，加徵關稅已對貿易流向造成影響，使得中國失去作為美國最大出口國的地位。至於外國直接投資，自貿易爭議開始以來，流入中國及亞洲其他市場的外國直接投資並未顯著改變。相信中國仍是外資流入的主要目的地。儘管地位有所提升，但越南佔中國外國直接投資少於10%（圖2）。

圖2：越南佔中國外資直接投資少於10%



資料來源：摩根史丹利研究、環亞經濟數據、越南統計總局。截至2019年8月。



重點摘要

預期中國股市將於2020年取得雙位數獲利增長，而且評價具吸引力¹。預料開放金融市場的措施將於2020年持續，讓投資人可以採取全面投資的策略（不論在何地上市，投資於所有股份類別），我們認為這是投資中國的最佳策略。

風險報酬水準仍具吸引力

即使總體經濟成長持續放緩，但微觀增長依然強勁。市場普遍預期MSCI中國指數成分股將於2020年出現雙位數的獲利成長。結構性增長行業（包括消費相關、健康護理及資訊科技業）的獲利成長將尤其強勁，有望突破20%³。政府的扶持政策將締造穩定的總體經濟環境，為具有競爭力並受惠於經濟結構性轉型至消費及服務主導的中國公司帶來成長機會。

展望2020年，我們相信評價便宜可為投資人提供機會，以投資於因負面情緒而導致股價出現不合理折讓的優質公司。截至9月底，中國股票的12個月預期本益比約為11.0倍，低於其歷史平均值，並較已開發市場股票（12個月預期本益比為15.7倍）大幅折讓⁴。

開放金融市場讓全面投資中國更具吸引力

我們相信開放金融市場的措施將於2020年持續，同時推動境內及境外市場的結構性流動資金。當局在2019年的積極措施有目共睹。中國政府在9月宣布取消合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者計劃的購買額度限制，展示其朝著進一步開放國內市場踏出重要一步。其後，上海及深圳證券交易所於10月宣布「同股不同權」股票的納入準則，此舉將擴大南下投資範圍至小米和美團等高成長公司。

我們相信有關措施將允許全面投資中國股票，對投資者來說更具吸引力。這項全面策略是指在A股、H股及美國存託憑證（在美國上市的中國股票）等市場選出最佳契機並投資於全部股份，不論該股在何地上市。相信不同的市場各具獨特的契機，綜合投資便能全面反映中國經濟的實況。鑒於市場核可有所改善，相信投資人可以採取結合不同市場最佳契機的全面投資策略。

總結

我們認為中國經濟將繼續穩定成長，長遠保持良好趨勢不變。儘管總體經濟成長放緩，但能把握結構需求的公司將出現強勁成長。相信中國將繼續開放市場。此舉應加強境內及境外市場的可及性，而投資人最終可就中國市場進行全面投資。短期而言，預期風險與報酬之間的平衡將有利於中國股票，而投資人應尋求因貿易戰而遭不公平拋售的投資機會。

踏入2020年，我們認為投資人應留意的**主要風險**包括政策失誤和貿易緊張關係。假若當局並無推出足夠的**刺激經濟措施**，成長可能低於市場普遍預測；另一方面，一旦扶持措施過度，導致市場出現再度借貸，將帶來長期財務風險。我們相信關鍵在於經濟數據表現，並在追求成長與風險之間取得微妙平衡。貿易緊張關係是在2020年對中國經濟造成壓力的另一**主要風險**。有關局勢可能雙向發展，繼而帶來正面或負面風險。

歡迎加入景順好友



 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

¹MSCI中國指數的12個月預期本益比為11.0倍，低於其歷史平均值，並較已開發市場股票（12個月預期本益比為15.7倍）出現折讓。

²資料來源：彭博、景順。截至2019年10月。

³資料來源：FactSet、景順。截至2019年10月。

⁴資料來源：FactSet、機構經紀人預測系統、MSCI、高盛投資研究。截至2019年9月。

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。投資人亦須留意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。

Inv19-0344

2019年11月



Daiji Ozawa
首席投資總監



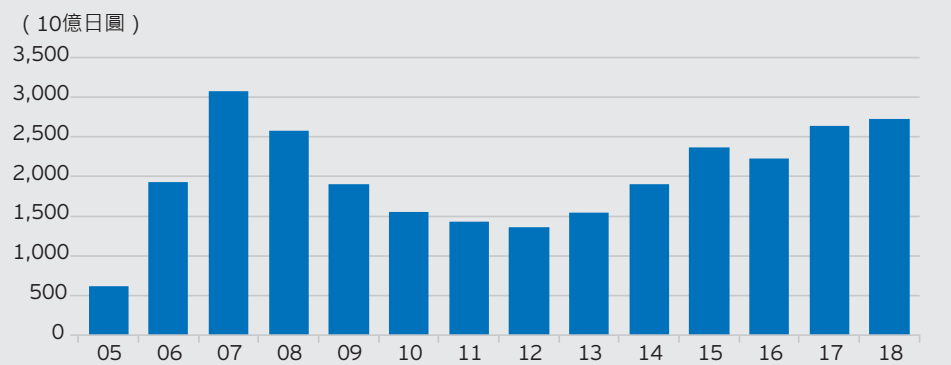
摘要

- 日本市場已到達臨界點，投資者行使積極擁有權（active ownership），促使日本企業採取行動，改善公司治理。
- 雖然企業獲利於短期面臨挑戰，但預計整體股東報酬將創歷史新高。
- 在2019年，支持氣候相關財務披露建議（TCFD）的支持者人數躍升，顯示日本已就應對氣候變化踏出第一步。

在2019年，全球政治與總經新聞消息成為主要焦點。自秋季起，各國央行採取寬鬆政策，加上中美貿易談判略有進展，促使投資人恢復信心，預期獲利週期好轉，日本股市因而受惠，在2019年底表現優於其他主要市場。展望2020年，我們認為長期結構性走勢 - 公司治理 不斷改革 - 亦將持續為日本股市帶來支撐。

近期，積極投資者再次湧現，或許顯示日本市場已到達臨界點，投資人希望行使股東權利（圖1：積極投資者的日本股票持有量）。

圖1：積極投資者的日本股票持有量



附註：積極投資者包括FactSet Shark Watch 50名單中的全球積極投資者及只活躍於日本市場的主動投資者。手頭流動資金 / 資產的投資範圍包括日本TOPIX指數成分股（金融股與日本郵政除外）。

資料來源：FactSet、QUICK、SMBC日興證券公司（SMBC Nikko）。

在2000年代，強硬派積極投資者曾要求發還大額現金或發起敵意收購要約，這些行動最終失敗，並導致日本企業加強防範收購要約。然而，在過去數年，積極投資者再度活躍，並傾向採取軟性互動的形式，強調投資者與企業管理層之間進行建設性對話，這種方式與最近五年公司治理標準改善的情況相符。舉例說，曾以相機業務最為聞名的奧林巴斯（Olympus），現時雄踞全球內視鏡市場的領導地位。該公司委任了一位駐美國的「軟性」積極投資者作為外部董事，其擁有奧林巴斯約5%少數股權。自此，該公司提出一項股份回購計劃，回購索尼（Sony）對奧林巴斯的策略性持股，而且恢復受法律指控影響的美國業務，以及公布一項中期計劃，旨在使其核心醫療業務的營運溢利率倍增。

這種漣漪效應正在擴散。擁有Indeed招聘網站的僱傭及資訊服務巨擘Recruit公布不稀釋現有股權的二次發行計劃，以解除大股東的持股，以及一項股份回購計劃，以吸收有關發行的部分股份。其後，Recruit大股東之一的大日本印刷（Dai Nippon Printing）決定動用集資所得現金回購其股份，從市場吸收約10%已發行股份。該公司過往的治理操守欠佳，包括資本效率極低，股本權益報酬率約3%，加上大量互持股權，驅使愈來愈多投資人透過代理投票對公司管理層投不信任票，如今終見成效。積極擁有權的風氣在日本冒起，亦為專門製造工廠自動化感測器的基恩斯（Keyence）帶來壓力。基恩斯不僅以高營業利潤率著稱，而且囤積大量現金，但該公司出乎市場意料宣布以2:1的比例進行股份分拆，造成配息總額倍增。雖然短期獲利面臨挑戰，但整體而言，日本企業在2019年的股份回購計劃年成長接近一倍（圖2：已公佈計劃的回購價值），預料整體股東報酬將創歷史新高（圖3：整體股東報酬）。

圖2：已公佈計劃的回購價值

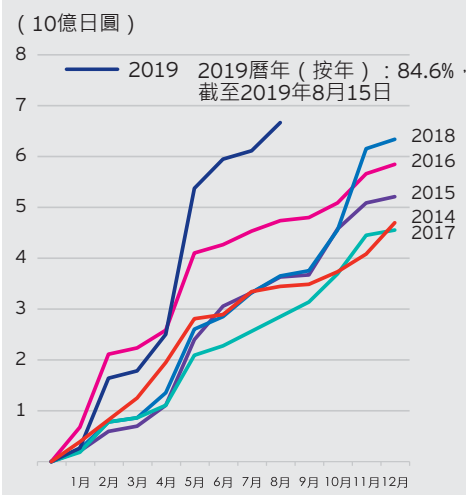
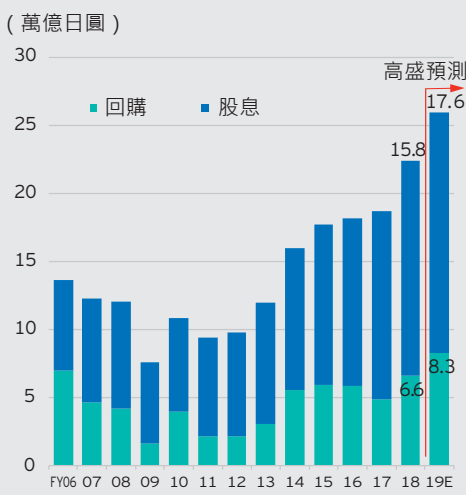


圖3：整體股東報酬



資料來源：公司數據、Nikkei Value Search，資料由高盛全球投資研究部整合。

以上事例鞏固我們的長線看好觀點，責任代理投票和具建設性的參與日漸增加，使公司治理大幅改善。企業治理改革進展仍然緩慢，但肯定有助改善日本企業的資本效率和獲利能力。積極擁有權已植根日本。

除企業治理外，環境議題 - 特別是氣候變遷 - 對全球投資人來說日益重要。為支持企業持續創造價值和實現強勁的長線投資表現，我們相信公司管理層和投資人都必須面對氣候議題。在2019年，支持氣候相關財務披露建議 (TCFD) 的支持者人數躍升，顯示日本已就應對氣候變化踏出第一步。作為長線投資者，我們在這方面的首要目標是更深入了解合適的業務模式和投資策略，以應對與氣候相關的風險和機會。我們亦會關注下一個目標：透過有效的報告方式，展示企業就低碳經濟的現有準備或正在進行的準備工作。至於第三步目標，是適當履行策略，以實現減輕財務風險並提升競爭優勢的目標。

歡迎加入景順好友



 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

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。

Inv19-0344



景順投資觀點

展望2020：雖然市場存在不確定因素，但我們認為不少固定收益證券市場基本面仍穩健

2019年11月



Rob Waldner

景順固定收益首席策略師
兼總經研究主管



摘要

- 雖然2019年信貸相關資產上升，但進入2020年，投資等級債券前景樂觀。
- 我們認為市場技術面強勁，加上人口結構趨勢有利，將使高收益債券在2020年保持吸引力。
- 中國經濟成長已出現觸底跡象，但我們認為中國發行商的信用評級標準將大致維持穩健，企業違約風險亦將維持低檔。

總經分析

我們認為全球經濟成長將優於目前所預期。歐洲和中國的經濟成長放緩或已見底，而美國成長雖然疲弱，但仍受聯準會政策支持。我們預計美國經濟將在2020年重返約2%的潛在成長水準。在2020年，通膨環境應會反覆波動。隨著消費品關稅增加，年初的通膨率可能會遠高於過去的經濟復甦時期。倘若關稅不會進一步上調，我們預期通膨將在2020年底前趨於穩定。

近幾個月，全球各地決策當局大幅放寬政策，聯準會自2019年7月以來三度降息，如果經濟數據繼續轉弱，更可能進一步降息。此外，基於各種技術因素，當局亦開始增加資產負債表規模，以支持短期融資市場。歐洲央行亦正放寬政策，並已重啟量化寬鬆計劃。中國已採取寬鬆財政政策，但在貨幣刺激措施的運用上變得較為克制。我們認為美國聯準會必須繼續採取適當的寬鬆措施，以應對全球經濟成長放緩導致的疲弱，以免金融市場下跌可能削弱投資信心。當局或會進一步增加資產負債表規模，以穩定回購協議市場的波動。

我們預期全球核心利率將回升至合理水準。除非通膨顯著升溫（我們認為可能性不大），否則預料利率不會升高於合理水準。我們預計全球經濟成長見底和美國貨幣政策寬鬆，將導致美元轉弱。貿易緊張局勢平息，亦可能為美元帶來下檔壓力，惟不確定因素仍然存在。此外，我們預料大部分已開發市場和新興市場貨幣兌美元均會升值。

全球流動性

全球利率走低，已開發市場央行降息以放寬金融狀況，為現階段經濟擴張提供支撐，及減低衰退風險。然而，全球流動性市場仍然不明朗，有關市場與貨幣政策制度息息相關。例如不少市場觀察家均認為美國處於商業周期後段，一般來說殖利率曲線會走平或倒掛，信貸緊縮。這種情況可能反映當前通膨環境疲弱及全球經濟成長可能減慢的預期，被市場對美國固定收益資產的需求所抵銷。

然而，我們認為有幾件事情是肯定的。首先，美國聯準會已改變政策方向並作出降息，歐洲央行亦把利率進一步推向負數區間。其次，我們預期聯準會將「採取必要措施」以保持當前的經濟擴張，包括可能進一步降息，以及利用其資產負債表來支持市場流動性和金融狀況。聯準會在2019年曾利用資產負債表緩解融資市場的潛在壓力，為市場的短期融資流動性提供支撐。我們預期聯準會將繼續在這方面保持警惕，並可能採取更多持久行動。聯準會亦可利用資產負債表控制長期利率，並透過直接擴張大規模資產購買計劃，促使金融狀況更趨寬鬆。美國金融業（特別是銀行業）投資等級債券一直都是穩健的信貸投資選擇，資本水準和質量（即低槓桿）均處於周期高點。然而，非金融業信貸類別方面，槓桿指標（即總債務/息、稅、折舊及攤銷前利潤比率或淨債務/息、稅、折舊及攤銷前利潤比率）均處於周期高點，企業可能面臨更大的去槓桿壓力，這將有利其相對評價。然而，企業財務長或許會把握利率再次走低的環境，為現有債務進行標售/再融資，或趁機回購股份。從技術面的角度看，美國利差需求強勁，有可能抵銷低利率促使信貸發行量增加的利空因素。同樣，短期美國國庫券和中、長期美國國庫券很可能會維持持續供應，這也會影響貨幣市場和超短期收益率曲線的技術面。

流入貨幣市場基金的資產在2019年顯著增加，這意味投資者或許對長期資產市場感到疲憊和憂慮。近日，貨幣市場多年來首次出現具競爭力的收益率，但如果聯準會繼續降息，收益率曲線便有機會呈正斜率，從而鼓勵投資人從現金轉移至較長期收益率的投資機會中。然而，即使聯準會改變方向，低利率或許再次成為常態，投資人仍會繼續把貨幣市場視為提供流動性和保本的可靠資產類別。

新興市場

踏入2020年，我們看見新興市場債券面臨錯綜複雜的狀況。有利該資產類別的因素包括已開發和新興市場金融狀況轉趨寬鬆，以及全球投資人持續追求收益。但該類資產亦面臨挑戰，主要因為貿易陰霾已構成影響，我們認為有關影響將繼續對全球商業信心、資本開支和經濟成長造成壓力。倘若情況樂觀，我們預期資產負債表更趨穩健，財富效應為消費者帶來裨益，可望為大型新興市場經濟體提供支撐，特別是在財政政策的支持下，經濟亦有望逐步自然復甦。我們認為該市場的主要風險為貿易緊張局勢持續，以及中國經濟放緩幅度超過預期。

在這情況下，我們偏好新興市場利率，因為當地央行仍有降息空間，尤其是當全球貨幣政策轉趨寬鬆。新興市場相較已開發市場的實質利差貼近12年來高點。我們認為，如果2020年全球與美國的經濟成長差距擴大，美元將緩慢下跌，貶值的步伐可能更快。我們認為中期趨勢是美元貶值，延續2015年開始的下跌趨勢，直到2018年才被美國的大規模財政刺激措施打斷。我們預計新興市場貨幣將從2020年的利差收益中受惠。

在主權和企業信用方面，我們偏好基本面穩健的高收益債券發行商，以及專注於展現特殊動力的國家，並篩選具有強大改革基礎，且總經動態正在改善的企業。我們看見拉丁美洲經濟出現初步回升的跡象，並預期巴西和墨西哥的經濟成長擺脫低於平均的趨勢。海灣阿拉伯國家合作委員會和南撒哈拉非洲地區經濟成長亦可望從低基期復甦而受惠。

全球投資等級債券

已開發市場經濟成長自2017年起走低，但預料將在2020年趨穩於較低但積極的水準。全球央行已透過降息及承諾擴大資產負債表規模，以防經濟由緩慢成長演變成停滯不前，同時可望延長經濟周期。全球收益率下降，促使投資人重新追求收益，導致債券評價偏高，並擔心負利率政策的好處。

雖然2019年信貸相關資產上升，但邁入2020年，投資等級債券的前景樂觀。來自國際優質買家的需求，加上企業去槓桿化，以及央行政策對投資人的潛在排擠效應，讓投資等級企業債券的技術面走強。我們認為歐洲央行重啟買債計劃，將惠及歐元計價投資等級企業債券。預料美元計價資產亦將受惠，但程度較小，而如果美國聯準會繼續降息，貨幣避險成本降低或許會帶動全球需求，使得美元計價資產進一步受益。

從根本上看，我們認為企業借款人願意去槓桿化。繼多年來企業實施善待股東的行動，如股份回購、增加配息以及併購後，市場自2018年下半年開始減債。

從基本面來看，我們對企業債券保持樂觀，並預期央行提供的流動性將使信用市場受惠。我們還預料企業債券表現將領先可比較的主權債務¹，我們繼續相信隨著商業周期在2020年趨向成熟，而透過良好的信用流程進行債券類別配置與證券挑選將是關鍵。

歐洲固定收益市場

我們預期歐元區2019年經濟成長率由1.9%跌至約1%。中美貿易戰不斷升溫，加上英國「無協議」脫歐的風險，以及美國可能對歐洲進口汽車加徵關稅等各種貿易緊張局勢帶來的威脅，一直是貿易轉弱和工業信心下滑的主因。

我們憂慮貿易量下跌和商業陰霾加劇的惡性循環，或許會在2020年蔓延至現在仍然暢旺的勞工市場和至今仍然穩健的消費與服務業。我們預計2020年國內生產毛額成長約為1%，再次低於長期趨勢。

雖然歐洲央行的新一輪大規模寬鬆措施帶來幫助，但面對貿易及英國脫歐陰霾，加上本土與全球政治環境令人憂慮，而且問題很可能持續至2020年，因此措施或不足以對經濟周期產生重大影響，也難以恢復投資人信心。

我們預期2020年的焦點將從貨幣政策轉向放寬財政政策和結構改革。然而，我們認為在沒有出現危機的情況下，歐元區或許難以在架構與財政方面進行大規模改革。

我們認為英國在2020年12月12日舉行的大選將走向兩極化，結果難以預測，即使保守黨獲勝，英國亦不一定會在有協議下脫歐。雖然市場或許會大幅波動，但平衡風險後，我們相信在2020年，英鎊、英國國債收益率和英國信貸比起其他市場存在一定的上漲空間。

整體而言，除非貿易緊張局勢嚴重升溫或英國出乎意料地無協議脫歐，否則我們預期歐元區經濟2020年將以1%左右的步伐穩步成長。歐洲央行的政策寬鬆，加上當前的就業與通膨前景良好，應能繼續讓經濟受惠，而工業則可能繼續拖累經濟。預料任何英國脫歐的正面進展或全球貿易陰霾消散，將大幅有利製造業，並顯著改善商業信心和投資。目前，我們認為這些正面進展不大可能於短期內發生，但或許會在2020年較後期出現。

全球高收益債券

由於貿易緊張局勢為全球經濟增長環境增添陰霾，部分企業減少商業投資，導致美國、歐元區和亞洲國內生產毛額預測下調。縱使市場憂慮經濟成長放緩，但高收益債券以往在成長溫和的環境下普遍表現良好。雖然部分市場參與者憂慮企業獲利已觸及短期高點，但我們認為企業整體基本面仍然穩健，足以締造自由現金流和降低槓桿率。

降低槓桿通常意味違約風險較低，可導致信貸利差收斂。若高收益債券出現負報酬，通常是受經濟衰退拖累，因為公司獲利將會下降，違約率會隨之上升。我們認為目前尚未到達這個階段，因為聯準會和歐洲央行的政策已延長商業周期。當局的政策有利信貸市場，讓許多企業有機會去槓桿。低利率在全球各地盛行，部分更出現負利率，促使一些投資人把投資從低 / 負利率工具轉移至收益率較高的工具，例如高收益債券。大部分高收益債券均提供固定票息與多年期贖回保障，讓投資人能更準確預測利息收入，並可望受惠於存續的效應。

雖然歷史證明經濟衰退不利高收益債券表現，但基於全球經濟整體狀況良好、美國聯準會和歐洲央行擔當支撐市場的角色，加上許多高收益債券發行商的基本面仍然穩健，因此目前毋須過分憂慮。有鑒於市場技術面強勁，加上有利的人口結構趨勢（人口老化帶動收益需求），對投資散戶與機構投資人而言，預料高收益債券將在2020年繼續成為活躍與具吸引力的相對價值主題。

結構性證券

不動產抵押貸款證券(MBS)。相對於歷史平均水準和其他投資級別替代品，2020年機構房貸證券將受惠於具吸引力的投資價值，而負面的供應技術因素，加上具挑戰性的基本面前景，則可能繼續限制其表現。較低的房貸利率將在供應持續增加的情況下給評價帶來壓力，而利率持續上升和房貸利差波動則可能會限制需求。我們預期商業銀行和海外投資人將持續進場，且由於潛在的經濟放緩，投資級別資產投資人可能跨界別買入機構房貸證券。預料這些跨界買家將成為決定機構房貸證券表現的主要因素。

住宅房貸擔保證券。由於房貸利率沒有大幅上升，我們預期消費者和房市的基本面將在2020年繼續為住宅房貸擔保證券帶來支撐。基於房市的基本面與上一個周期末段截然不同，我們認為房市將在下一次經濟衰退時保持強韌。此外，住宅房貸擔保證券也是分散企業債券風險的一種投資工具，其聚焦於本地市場，有助減低投資人在全球經濟成長放緩下承受的風險。我們認為供應技術面的變化，將繼續帶動以非合資格房貸作抵押的高評級證券的相對價值。相較之下，我們預計政府擔保企業信貸風險轉移市場的發行動力將趨向穩定，市場錯位的情況也會減少。雖然我們密切關注政府擔保企業的改革狀況，但鑒於它們可能顯著影響整個行業，因此短期內大幅變革的機會不大。

資產抵押證券(ABS)。隨著有利的基本面因素紓緩利率、關稅或潛在市場消息的相關總體不確定性，預期資產抵押證券利差將在2020年維持區間波動。需求應持續足以消化供應，如果利差擴大，將很可能是由利率帶動，而非市場對信貸感到憂慮。雖然與企業債券相比，資產抵押證券的相對價值接近歷史高點，但我們認為較短期的資產抵押證券仍然存在價值，因其可提供較佳流動性，以應對不明朗的市況。然而，雖然個別專門證券可能會顯得便宜，但我們認為整體上這些證券的價值或許存在偏差，因為它們與總體經濟成長趨勢的連繫較直接，且成長正在減弱。

商業不動產抵押貸款證券。我們預計商業房地產租金和房地產價格漲幅將持續成長，但步伐將會放緩，因為新的供應抑制了市場對空間的消化。各房地產市場的租賃環境仍然寬鬆，但近日美國利率下跌，應會逐步降低房地產持有人的借貸成本。寬

鬆貨幣政策與主權債券收益率下降，亦可望有利商用房地產價值。隨著房地產價格上漲，我們預期相關房貸貸款與貸款價值比將會下降，因此預料由表現良好的商業房地產物業作抵押的債務將提供具吸引力的利差收益。

2020年美國市政債券展望

我們認為2017年減稅與就業法案帶來的稅制變化將是2020年市政債券需求的主要動力。該法案規定州和地方政府的扣稅上限為10,000美元（又稱「州和地方稅扣除額」），並導致所得稅率較高的州（特別是加州、紐約和新澤西州等支持民主黨的州）市民需要繳交出乎意料地高的個人稅務。雖然減稅與就業法案早於2018年1月1日實施，但直至2018年稍後報稅時，投資人才徹底了解有關法案的影響。有關稅制改革讓2019年市政共同基金創紀錄的流入資金。截至2019年10月2日，市政基金共有695億美元淨資金流入，是連續第39周淨流入，也是自1992年開始追蹤有關數據以來最大規模的年初至今流入。²

信貸基本面一直支撐著2019年市政債券市場表現，受惠於美國不少地區經濟持續復甦，我們預期基本面將於2020年維持穩定。美國最高法院在2018年6月裁決，推翻過去數十年禁止州政府向網商課稅的禁令，使州政府的基本面因素進一步改善。有關裁決以5比4通過，推翻規定政府只能對實體零售商進行徵收銷售稅的條文。此外，美國不同州也開設針對娛樂性大麻和體育投注等「罪惡產品」產業徵收消費稅。

隨著這些行業的發展，各州勢將在稅收方面獲得裨益。整體來說，我們預計各州和地方房產稅收將在2020年保持穩健成長。如果在美國總統大選前後政府的政策不明朗，政治因素可能會為2020年市場帶來震盪。舉例來說，另一輪所得稅改革可能會特別影響美國市政債券市場。

基礎建設支出是少數獲共和民主兩黨支持的議題，可能於2020年獲增加撥款，但我們認為機會不大，因為民主黨很可能會把將基礎建設納入2020年總統大選政綱，但留待2021年或2022年實施。一旦基建項目獲批，新項目很可能透過市政債券市場融資。如這情況發生，預料發債將以緩慢步伐進行。此外，我們預期數項與波多黎各相關的信貸發行將於2020年明朗化，相信將受高收益市政債券投資市場歡迎。

亞洲固定收益市場

我們在2020年看好亞洲固定收益市場，預期全球利率下降及亞洲央行的溫和立場，將有助緩衝下檔風險。雖然全球各地面臨地緣政治風險增加和經濟成長放緩，但我們認為亞洲決策當局實施的貨幣與財政寬鬆措施，將有助基本面保持穩健的當地發行商，並抵銷外部利空因素。我們認為亞洲信貸仍較美國和歐洲信貸提供較具吸引力的利差，而且區內投資人對亞洲美元計價債券一直存在強烈的「本土偏好」。隨著投資人在歐洲以外尋求收益，加上日本負利率債券的範圍擴大，我們相信亞洲信貸市場將持續獲得技術性支撐。

受貿易陰霾影響，中國經濟成長已呈現放緩跡象，但我們認為正逐步見底。我們相信中國發行商的信貸標準將大致維持穩定，企業違約風險亦將維持偏低。2018年豬瘟爆發導致豬肉價格上升，其帶來的通膨壓力很可能只屬短暫，我們認為中國可以進一步放寬政策，以刺激經濟成長，並預期中國加快推行結構改革，以進一步開放金融市場。因此，我們看好中國境內債券市場，特別是考慮到有關市場可望進一步納入指數。我們預計中國境外信貸將維持穩定，利差將由目前水位收斂，尤其是繼中國當局限縮中國發行商的境外信貸發行配額後，優質中國信貸供應日益減少。

綜觀中國以外地區，我們看好越南、泰國、馬來西亞、印尼和印度發行商，因其可望受惠於全球供應鏈移離中國、本土改革平穩發展，以及政府政策透明化。貨幣方面，我們偏好泰國和越南等外資有望持續流入的國家。在2020年，我們將密切注視中美貿易談判的進展，而且鑒於美國大選臨近，我們將留意政治消息。此外，中東緊張局勢升溫，所以我們亦會留意油價走勢。

印度固定收益市場

印度整體通膨已顯著降至3%左右，而目標中性水準為4%，促使印度儲備銀行由2019年2月至2019年9月底，累計下調政策利率逾100基本點。有鑒於經濟成長放緩及通膨偏低，當局似乎仍會再有多次降息行動。預期回購利率下降將減低國家和高評等公司的借貸成本，有關影響將逐漸擴散至所有信貸類別。

財政政策方面，印度在2019年把企業稅率由30%下調至22%，使不少投資人感到鼓舞，亦有望提高印度製造業相對中國的競爭力，因為不少公司可能為避免關稅而將生產線撤離中國。

隨著印度與貿易夥伴之間的通膨差距縮小，印度吸引投組資金和外國直接投資資金流入的能力上升（印度是世上最多投資資金流入的市場），加上來自非定居印度人的匯款增加，印度盧比匯價有表現機會。

有鑒於印度市場獲納入全球指數，預計外資對印度金融市場的投資將會逐漸增加。然而，目前印度市場的外資持有比例偏低，使得印度債市與其他全球資產類別間的相關性較低，因此有機會可作為全球投資組合的避險，並可望提供較高的收益率。

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 概不保證所述的觀點將會實現。

² 資料來源：理柏美國基金資金流向，1992年1月1日。
分散投資概不保證可帶來利潤或消除虧損風險。

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。由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。本基金適合尋求資本增值、且願意承擔資本風險、能承受波動程度較成熟市場債券為高的固定收益投資的投資者。

Inv19-0344

2019年11月



Tim Bellman

景順房地產全球研究主管



Joe Rodriguez

景順房地產全球房地產
證券主管



摘要

- 全球房地產在2020年的前景正面，但總經風險升溫。
- 經濟成長於2019年放緩，但仍足以支撐房地產需求。
- 如果一個或以上的總經風險實現，應在「結構性進取策略」(structural offense)也就是把握房地產需求的長期趨動力及「周期性防守策略」(cyclical defense)之間作出取捨。

一如預期，全球經濟成長開始放緩，但仍足以支撐房地產需求。邁向2020年，在長期政府債券收益率進一步下跌的情況下，房地產相對其他資產類別的價格似乎較2019年初更具吸引力，加上投資人擴大物色收益型資產的領域，可能因而推動更多資金流入房地產。雖然部分風險開始減退（即通膨和利率上漲壓力），但基於其他地緣政治風險成形，我們得改變執行策略，從而緩和這些風險。

成長前景和其帶來的風險

我們已有一段時間基於經濟成長放緩的預期，建立對2020年房地產市場的展望，而這方面的變化不大。事實上，幾乎全球各地的經濟成長都逐漸減慢，但幅度溫和。展望後市，我們可從兩方面來審視經濟成長前景：預期絕對成長率的變化，以及預期成長率對比長期趨勢（圖1）。這為我們提供更微妙的觀點：

- **成長高於長期趨勢**：牛津經濟研究院 (Oxford Economics) 預測在2020年，只有法國和西班牙的成長率高於長期趨勢；其他地區的成長料將低於長期趨勢。
- **成長加快**：新加坡、香港、南韓、澳洲及德國的國內 / 本地生產毛額成長預計將於2020年再次加速，但成長率低於長期趨勢。
- **成長減慢**：估計美國、英國和其他大部分歐洲國家的成長將於2020年減速，但對不少國家來說，這只是意味成長放緩至接近各自的長期平均成長率。

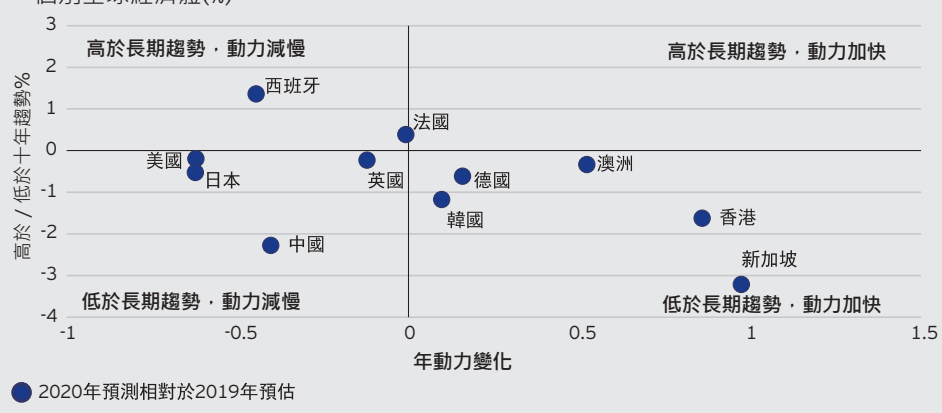
對房地產需求而言，這帶來什麼啟示？上述分析反映市場的基本因素普遍正面，而且全球大部分地區在一定程度上愈趨接近。不過，這同時顯示需求狀況可能受宏觀風險影響。

圖1：經濟成長：動力和長期趨勢

經濟成長：動力和長期潛趨勢

短期成長減慢，但只相對長期潛在成長率而言

實質國內 / 本地生產毛額成長動力變化，2019年(預估)至2020年(預測)及相對於十年趨勢，個別全球經濟體(%)



註：十年趨勢包括2009年至2018年期間

資料來源：景順房地產以牛津經濟研究院(Oxford Economics)資料為基礎，截至2019年9月。

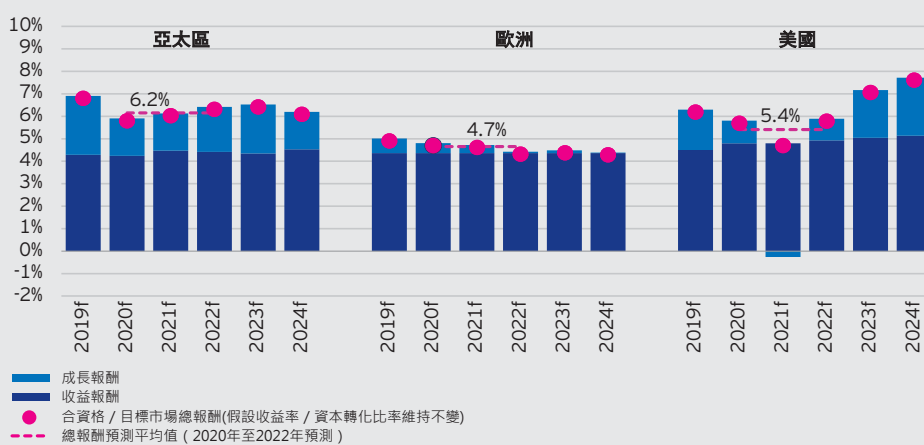
目前，不少較為重大的風險均屬地緣政治風險，而非經濟風險。貿易戰、英國脫歐及貨幣與財政政策失誤影響房地產基本面的可能性和嚴重程度依然最高。就風險範圍和性質來看，整體上並無一個國家或地區在抵禦有關風險方面更勝一籌。

這與我們對市場總報酬的基本預測變化不太相符，有關預期在未來數年仍看好亞太區 (圖2)。

圖2：地區平均市場總市場總報酬前景

地區平均市場報酬 (2019年預測至2024年預測)
 預料收益部分大致相若

景順房地產合資料 / 目標市場的非槓桿總報酬預測 (2019年預測至2024年預測，每年%)



註：預測假設收益率/資本轉化比率維持不變。f = 預測。

資料來源：景順房地產來自景順房地產2019年下半年的內部觀點，截至2019年9月。

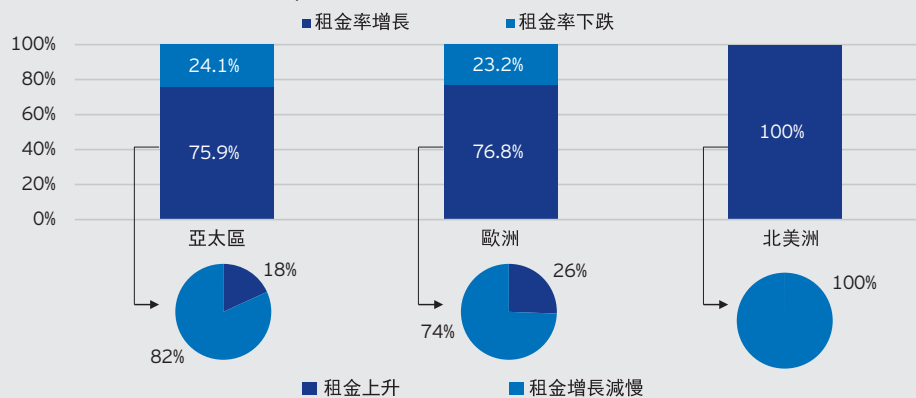
地區總報酬展望的差異部分源於市場對租金進一步成長的預期。根據景順房地產 (Invesco Real Estate) 的預測，全球大部分市場行業的租金可望在2020年持續增長。有關差異建立於成長動力的相對變化：

- **美國租金成長放緩**：預計2020年景順房地產涵蓋的所有合格美國市場的租金將上漲，但估計全部成長率均較2019年更為放緩。
- **亞太區和歐洲個別市場的租金成長加快**：預期亞太區和歐洲約四分之三的市場租金將於2020年上升。此外，其中18%亞太區市場及26%歐洲市場的租金成長步伐預計將在2020年加快 (圖3)。

圖3：2020年 (預測) 地區租金前景

地區租金前景 (2020年預測)
 大部分市場的租金將繼續增長

市場租金增長或下跌的比重預測 (按地區劃分)，以及動力加快與減慢的增長差別 (2020年預測)



資料來源：景順房地產，截至2019年9月。

緩和地區及個別資產風險






一般而言，我們相信多元化配置（市場、行業和資產配置等）可帶來優勢，並認為建構多元化投資組合是締造穩定報酬和降低波動的關鍵，尤其是在市場更為不明朗期間。展望後市，相信市場和產業內第一個四分位及第四個四分位的資產表現可能出現更大分歧。主動挑選和管理資產有助緩和可預見的下檔風險，其重要性或許會日漸提高。

傳統上，行業選擇一直是建構投資組合的重要元素。這個情況依然不變，但受新科技的長期顛覆趨勢影響，不同產業的表現特點似乎正在改變。過去，辦公室和零售投資佔傳統房地產投資組合的一大部分；雖然我們知道不少投資人一直減少對零售資產的投資，但這兩個產業的權重合計仍共佔MSCI全球房地產指數超過60%²。

為何我們認為資產表現可能出現分歧？這個情況已經發生。電子商務興起，已為零售業的表現和風險性帶來負面影響，但另一方面亦相應的有利物流業，因而形成表現優秀及表現失色的資產。考慮到未來許多顛覆市場格局的可預見因素，我們認為辦公室業務日後或會因科技顛覆趨勢加劇而受影響（圖4）。這亦可能造成優勝劣敗的局面。

圖4：科技對辦公室需求造成潛在阻力

科技轉變可能對辦公室需求造成阻力
許多顛覆因素正改變辦公室資產在投資組合的角色

顛覆因素		潛在影響
共享辦公空間		對傳統租賃的需求減少／租期縮短
5G技術		淘汰速度加快
智能建築		發展影響 淘汰速度加快
自動化		減少聘用辦公室僱員
自動駕駛汽車		位置偏好可能改變 改變停車場用途 需要裝卸空間

資料來源：景順房地產以世邦魏理仕、NAIOP、CNET和MSCI資料為基礎，截至2019年9月。

這實際上帶來甚麼啟示？以下兩個一般房地產執行主題可把握上述觀點所帶來的優勢：

只專注科技及生命科學成長領域：科技和生命科學產業或許會在未來十年成為新的高薪職位的主要動力，似乎很可能形成市場子群體，使房地產需求持續成長。

非主流行業可能提供周期性較低及分散的投資機會：城市填充物流、自存倉、健康護理或酒店等分類產業和非主流產業的需求看來較為分散，部分可能不太受周期放緩影響。

總結

展望2020年，總體經濟及地緣政治環境將持續不明朗，儘管經濟可望繼續成長，但步伐並不穩定。我們認為投資人可採取抗跌配置，以抵禦任何潛在的周期阻力，同時把握長期結構趨勢，便可望在市場波動期間取得較佳表現。因此，投資人需聚焦於具成長前景，並能緩衝目前和未來受顛覆影響的市場和產業。貨幣寬鬆政策擴大資本市場的執行空間，應可提供足夠時間以執行主動資產策略。

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租金增長反映市場租金率（成本）在預測期間的預期趨勢（以百分比顯示）

²資料來源：MSCI全球全年房地產指數，截至2018年。MSCI全球全年房地產指數是一項市值加權指數，涵蓋全球25個國家的房地產總回報。不可直接投資於指數。

本文件可能載有性質並非純屬過往陳述的「前瞻性陳述」，包括（其中包括）收入預測、預期或估計。這些前瞻性陳述乃根據若干假設，而部分假設載於本文。實際情況難以預測，可能與假設的情況顯著有別。本文所載的所有前瞻性陳述乃根據截至本文日期取得的資料，景順不負責更新任何前瞻性陳述。因此，景順不確保可實現預計、前瞻性陳述將會實現或實際回報或結果不會大幅低於顯示的水平。投資風險：房地產相關工具投資可能受經濟、法律或環境因素所影響，因而影響房地產的物業價值、租金或出租率。房地產公司（包括房地產投資信託或類似結構）往往是中小型企業，而且其股份可能較為波動，流動性亦較低。對比較多元化的投資，集中於某特定行業或板塊的投資須承受較大風險，而且較受市場波動性影響。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。

Inv19-0344



景順投資觀點

展望2020：預期分散投資將在2020年及往後日趨重要

2019年11月



Duy Nguyen

景順客製化投資方案投資總監



Alessio de Longis

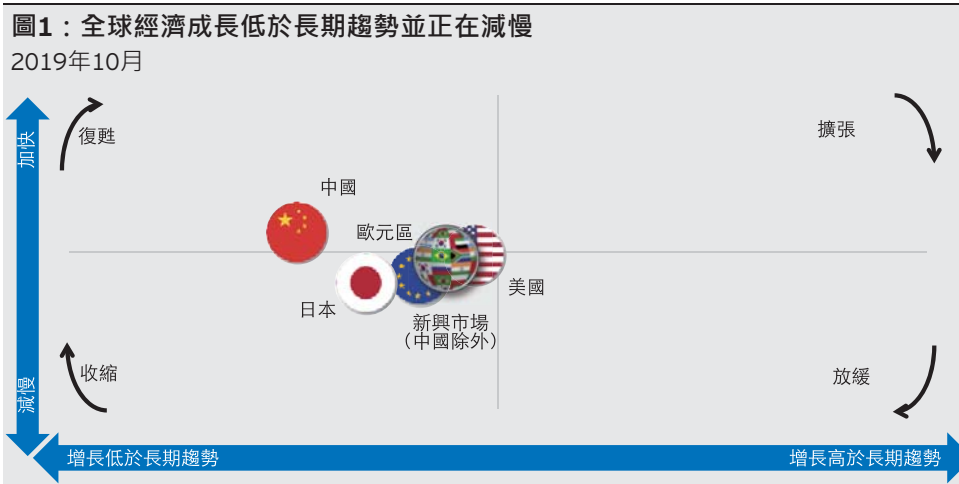
景順客製化投資方案高級投資組合經理



摘要

- 雖然我們認為全球經濟在2020年出現衰退的機會不大，但部分地區或會出現衰退。
- 預料未來十年的形勢將與過去十年截然不同，依靠傳統60/40資產配置的投資人，日後的報酬或許會大相逕庭。
- 我們相信分散投資有助投資組合抵禦市場的不確定因素，並讓投資人物色傳統資產以外的機會。

全球經濟成長正迅速放緩，我們預期全球所有主要地區和國家在未來幾季的成長均低於長期趨勢，有關情況至少持續至2020年上半年。根據我們團隊專設的領先經濟指標顯示，大部分地區的經濟在過去六個月急劇下跌，因此我們的總體經濟趨勢框架顯示全球商業周期正進入「收縮」狀態（定義為成長低於長期趨勢並正在減慢，見圖1）。



全球經濟是否會在2020年陷入衰退？雖然我們認為機會不大，但部分地區或許會出現衰退。

- 綜觀主要經濟體，我們認為歐洲的周期動力最弱，現階段面臨最高的經濟衰退風險。基於歐洲深受全球貿易風險的影響，加上面對英國脫歐陰霾及區內負利率狀況，因此其抵禦經濟衝擊的空間有限。
- 相反的，雖然美國一直是表現最強韌的主要經濟體，但開始有跡象顯示全球經濟放緩的影響蔓延至美洲，這與2015至2016年間的情況相近，當時世界其他地區的經濟首先放緩，然後才到美國。由於美國受貿易風險的影響較低，受內需的影響較高，故在現階段預期美國經濟在2020年陷入衰退，似乎言之過早。
- 新興市場方面，繼過去兩年成長穩步減慢後，中國經濟開始展現穩定跡象，主要由工業訂單增長帶動。這些周期性指標出現變化，顯然是深受貿易政策持續發展的影響，但中國決策當局基本上已成功推動經濟轉型。根據我們的指標，現階段要判斷經濟是否處於轉捩點仍言之過早，因為除中國以外的其他新興市場經濟仍在放緩，包括亞洲、拉丁美洲、歐洲、中東及非洲。

這次商業周期的一個大特點是缺乏通膨壓力，容許央行透過降息和重啟資產購買計劃（即量化寬鬆），積極放寬政策。雖然企業獲利增長顯著減慢，但全球債券收益率大幅下跌，成為股票市場的重要支撐。我們對全球市場信心的分析顯示，貨幣政策促使全球風險偏好穩定，而根據我們的研究，有關現象一般在全球商業周期經歷轉捩點之前數月出現，這為目前環境帶來一些端倪，預示全球經濟成長有可能在未來數季回穩。

對2020年的投資啟示

短期而言，我們預料不同資產類別的表現差距將會縮小，雖然收益率偏低，但預料政府債券和投資等級企業債券等較優質資產的報酬將與風險資產相近，風險調整後回報更可能高於後者。

我們認為信貸市場的資本增值潛力有限，但考慮到借貸標準寬鬆和政策環境帶來支撐，預料市場環境穩定將有利於利差策略。

由於另類收益資產的收益率高於傳統資產，而且與信貸和股票市場的相關性低，因此我們認為另類收益資產在經濟周期後段顯得特別具吸引力。

雖然我們認為美國以外的已開發市場股票價值較美股具吸引力，長期預期報酬也較可觀，但歐洲總經疲弱，市場仍欠缺帶動相對表現優秀的周期性動力。因此，我們依然預期美股將在未來數季領先其他已開發市場，最少持續至歐洲經濟數據不再惡化為止。

另一方面，我們認為新興經濟體展現周期逆轉的初步跡象，使得新興市場股票在中期有望領先已開發市場股票，符合市場對前者長期回報較佳的預期。

近日，全球市場信心改善，有利規模和價值等順週期因子，評價便宜也有利這些因素。

綜觀宏觀架構，雖然美元評價昂貴，但我們在短期對美元持中性觀點。我們認為美國以外地區的經濟成長必須出現周期性反彈，刺激私人資本由美國大幅回流至世界其他地區，美元貶值周期才會持續。就貨幣市場而言，基於市場環境穩定促進風險偏好，我們預期價值與利差收益因素將表現理想，特別是在新興市場。

長期策略資產配置啟示

除上述短期觀點外，景順投資方案團隊亦制定資本市場假設 (Capital Market Assumptions)¹，以便估計全球主要資產類別的長期走勢。有關假設是以十年投資期為基礎，目的在提供策略性資產類別配置方向。長遠來看，我們認為未來十年顯然將與過去十年截然不同。

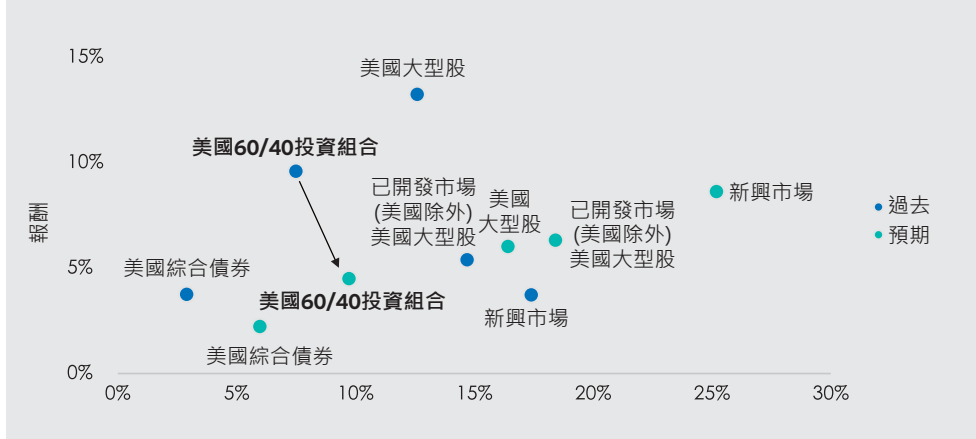
在過去十年：

- 美股及股票相關信貸策略備受青睞，與之前十年完全相反。
- 波幅偏低有利股票與固定收益市場的風險資產，出現虧損或市場拋售的情況寥寥可數。
- 另類投資方案的低相關性和低流動性溢價在這段期間內的市場環境下未能獲利，因而表現落後。
- 被動型策略的報酬最強勁，因此指標難以取得領先表現。基本上，投資者因分散投資而蒙受損失。

我們認為未來十年的形勢將與過去十年截然不同。經歷全球金融危機後的跌勢並在2018年初觸底後，市場波幅開始上升至我們認為已正常化的水準。如果波幅維持目前走勢，我們認為投資人將面臨實現報酬目標的挑戰，故分散投資將變得十分重要。

因此，依靠傳統60/40資產配置的投資人，日後的報酬或會大相逕庭。如圖2所示，我們預計在未來十年，以60%標準普爾500指數和40%彭博巴克萊美國綜合債券指數組成的投資組合，其報酬率將較過去十年減半，但承受較高的風險。預期全球股票和固定收益市場也會出現類似情況，但程度或許較輕微。

圖2：我們預期在未來十年，美國60/40投資組合的報酬減少，但風險增加



資料來源：景順投資方案團隊專屬研究，2019年10月1日。過去績效不為未來保證。景順不確保可實現任何估計的報酬或預測、前瞻性陳述將會實現或實際回報或結果不會大幅低於顯示的水準。數據以美元計算（非對沖）。投資者不可投資於指數。截至2019年9月30日的十年歷史回報。代表指數：美國大型股以標準普爾500指數為代表，該指數可視作代表美國股市的非管理式指數。美國綜合債券以彭博巴克萊美國綜合債券指數為代表，該指數可視作代表美國投資級別固定收益債券市場的非管理式指數。新興市場以MSCI新興市場指數為代表，該指數涵蓋26個新興市場國家當中最具代表性的大型與中型股。已開發市場（美國除外）大型股以MSCI歐澳遠東指數為代表，該指數是反映涵蓋歐洲、大洋洲（澳洲（Australia）及遠東（不包括美國和加拿大）等21個已開展市場大型與中型證券表現的非管理式指數。

既然如此，致勝投資關鍵是什麼？我們相信分散投資有助於投資組合抵禦市場陰霾，並讓投資人物色傳統資產以外的機會。

- 鑒於美國以外的股市評價較具吸引力，收益水準較高，我們認為相關股市在未來十年的報酬潛力較佳，但波幅水準略高於美股。
- 我們認為另類投資方案可在預期低報酬目標的資產以外帶來分散投資的潛力，並提供可望高於固定收益市場的收益率，以幫助應對未來波動加劇的挑戰。
- 從經風險調整後報酬的角度來看，我們認為美國大型股較小型股具吸引力；但從絕對報酬的角度而言，我們偏好小型股。
- 我們認為英國和亞太股票具有吸引力，但預期波幅高於平均水準。

固定收益市場方面，我們青睞存續期較短和信貸風險較低的投資。我們明白存續期具潛在效益，但隨著全球收益率曲線平坦、呈負利率或倒掛，我們認為存續期投資的長遠前景較不具吸引力。

¹ 有關資本市場假設：

我們對每項獲挑選資產類別的估計回報、估計回報的預計標準差（波幅）及與其他資產類別的預估相關性作出假設。如欲了解建立這些估計的方法詳情，請參閱我們的白皮書《資本市場假設：建構成分方法》（Capital Market Assumptions: A building block methodology）。

有關資料並不擬作為投資於特定資產類別或策略的建議，或對未來表現的承諾。該等資產類別假設屬被動性質，並未考慮主動型管理的影響。假設和估計僅供說明用途，投資者不應以此作為買賣證券的建議。對金融市場趨勢的預測乃基於目前的市況，並構成我們的判斷，可予更改而毋須另行通知。估計回報可能只在某些經濟情景下有效。一旦發生個別情景，實際回報可顯著高於或低於有關估計。指數屬非管理式，僅供說明用途，不擬作為任何策略表現的指標。投資者不可直接投資於指數。文內的資本市場假設建構於景順對所示資產類別報酬的預期。文內提述的指數均由於廣為投資者認識及易於識別，因而獲挑選為相關資產類別的代表。本文載列這些指數，與推廣任何投資產品或服務無關。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、產業氣氛循環變動、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。

Inv19-0344

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



景順投資觀點

展望2020：最新研究顯示，因子投資在全球各地的採用率持續上升

2019年11月



Michael Fraikin

景順量化投資策略全球
研究主管（法蘭克福）



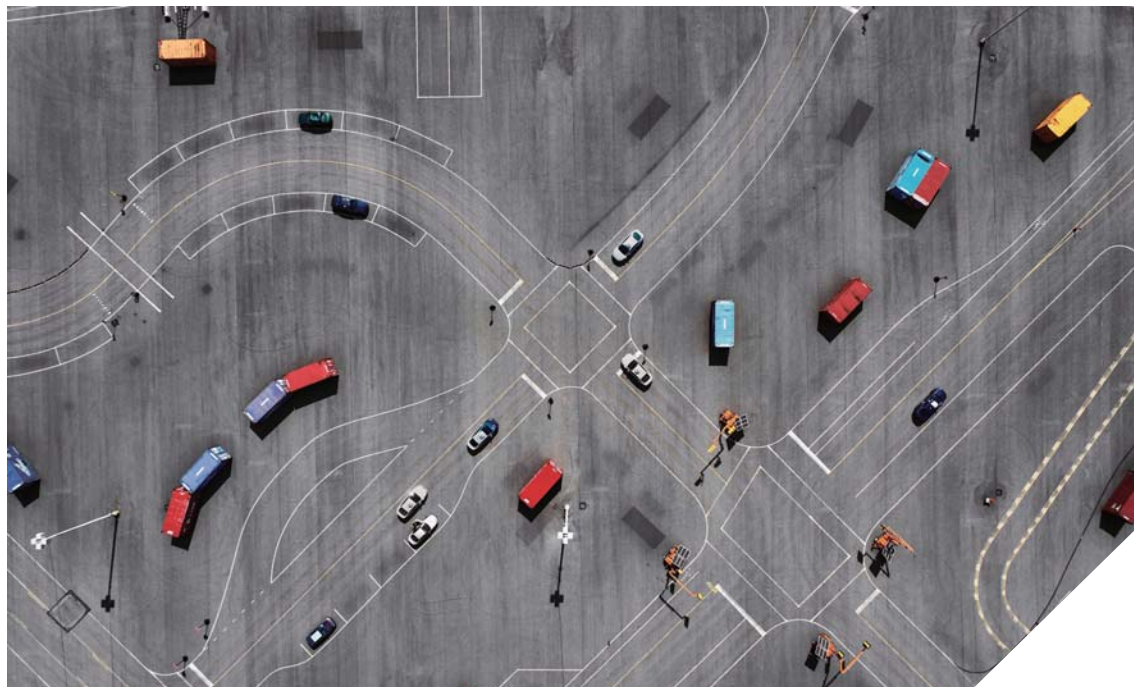
Stephen Quance

因子投資全球總監
（新加坡）



Blaise Warren

全球因子投資營運總監
（亞特蘭大）



摘要

- 因子投資在全球各地的採用率持續上升。
- 現有因子投資者正重整不同因子之間的配置，並擴大應用範圍至股票以外的資產類別，尤其是固定收益。
- 投資人可能採取較靈活的方式，以執行因子投資策略。

景順全球因子投資團隊認為，以有系統及證據為本的方式應用投資因素是長期趨勢的一部分，因為這些策略可與其他投資方法相輔相成，從而實現客戶目標。最常見的情況是客戶最初對股票採取因子投資策略，然後應用至其他資產類別，但往往視個別客戶而定。邁向2020年，全球投資者可能繼續增加因子投資策略的配置，而經驗豐富的因子投資者將擴大應用範圍至股票以外的資產類別，並逐漸採取靈活的執行方式。最近，投資人透過重整配置，減少價值因子投資，增加動能、品質面和低波動性投資，從而分散因子風險，並採用更多特定的建構和執行策略以進行因子投資。雖然部分因子在2018年和2019年的表現備受挑戰，但整體而言，投資人對因子投資的信心似乎可望繼續增強。

因子投資是指根據可反映預期報酬的客觀和可觀察特點來挑選證券，並建立比重。公認的投資因子建構在嚴謹的學術研究上，而且是資產中特有和可量化的特點，而這些特點可以用具成本效益的方式在多元化投資組合中找出。最重要的是，因子需要與合理的基礎作連結，日後才可維持與預期報酬之間的關聯。

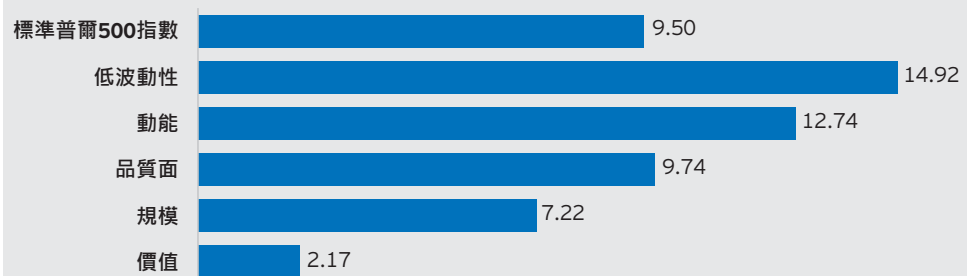
因子投資的採用率持續上升

根據2019年10月發表的《2019景順全球因子投資調查》結果¹，在亞太區、歐洲、中東和非洲，以及北美洲的受訪投資者中，近半數（45%）於2018年和2019年增加因子配置，59%則計劃在未來三年增加配置。因此，從2018年至2019年，機構投資者（從16%增加至18%）及中介投資者（從11%增加至14%）的因子投資策略平均配置水準雙雙增加。

同時，60%至65%的受訪者稱其因子投資表現在2019年達到或超出預期。在部分風格因子（例如價值及小規模因子）表現落後市值加權指數後，上述情況尤其明顯（如下圖所示）。在同一期間，其他風格因子（包括動能、低波動性和品質面）一般表現領先。

圖1：12個月美國指數總報酬

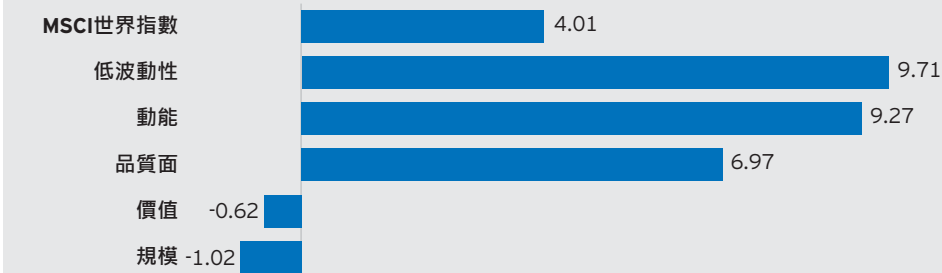
(截至2019年3月31日%)



截至2019年3月31日止12個月的總報酬。「低波動性」是指標準普爾500低波動性指數；「動能」是指標準普爾500動能指數；「品質面」是指標準普爾500品質面指數；「規模」是指標準普爾500平均加權指數；「價值」是指標準普爾500增強價值指數。過去表現並非未來績效的保證。投資人不可直接投資於指數。

圖2：12個月全球指數總報酬

(截至2019年3月31日%)



截至2019年3月31日止12個月的總報酬。「低波動性」是指MSCI世界最低波動性指數；「動能」是指MSCI世界動能指數；「品質面」是指MSCI世界品質面指數；「規模」是指MSCI世界平均加權指數；「價值」是指MSCI世界價值加權指數。過去表現並非未來績效的保證。投資人不可直接投資於指數。

投資者不斷重整不同風格因子和資產類別的因子投資配置

預料不同因子會基於不同市場環境而表現突出或落後，因此多重因子策略日益成為主流工具，以分散投資組合風險。

參與2019年《全球因子投資調查》的受訪投資者表示，就採用及篩選因素方面作出更主動的決定。其中一個結果是投資者減少價值因子投資（是最為廣泛採用的因子之一），同時對動能、品質面及低波動性等其他因子的使用則有所上升。投資者表示已顯著調整股票策略，對動能因子的配置上升16個百分點（對比2018年）；品質面因子配置增加15個百分點；低波動性因子配置上升6個百分點；而價值因子配置則下跌9個百分點。儘管近年價值因子的相對表現不理想，但依然是中介和機構投資者最為採用的因子之一。

在過去12個月，認為因子投資可擴大至固定收益範圍的受訪者比例顯著上升。目前，約70%機構投資者及78%中介投資者認為因子投資可適用於固定收益資產類別。隨著收益率接近歷史低點，約25%全球債券的為負利率，投資者的焦點由固定收益資產轉為其他增值方法。因子投資可能是在目前收益率受限的情況下，一個具透明度和成本效益，並可賺取回報的投資方案。

市場繼續在固定收益領域進行因子研究及產品開發活動，滿足投資人對固定收益因子投資策略的需求。隨著投資人累積更多經驗，固定收益因子策略的需求可能進一步上升。

投資者可能採取較靈活的方式，以執行因子投資策略

今年的調查結果亦顯示，大多數（3:1）因子投資者目前選擇採取主動而非被動的執行方式 - 透過獨立投資委託、混合型基金及交易所買賣產品執行主動策略。此外，當投資者選擇透過因子指數被動地執行策略，近半數受訪者偏向選擇經過特定設計的指數。這類特定編制方式或可使投資者更有效管理因子，並加強對因子定義及指標的控制。

投資者現正對因子風險採取合適的長期觀點，但並非意味因子使用者可承受固定配置策略所帶來的影響。這個情況對過去績效記錄較長的資深因子投資者來說尤其普遍。

在日後研究因子投資時，應謹記為何市場預期因子與高於市場的報酬相關：因應風險、行為見解或市場結構而取得報酬。未來將有大量研究專注探索行為和市場結構觀點，從而發掘新資訊。雖然市場仍關注進行因子投資的時機，但研究反映若不犧牲分散投資和付出交易成本，可能會徒勞無功。在過去12個月，投資組合建構面對耐人尋味的挑戰，而採取簡單的投資策略，表現往往領先複雜策略，這是另一個值得研究的領域。

展望未來的市場發展，許多資產擁有人仍不確定因子投資與環境、企業社會責任（ESG）之間的相互作用。逾四分之一（28%）的機構投資者認為ESG是一個獨立因子，而49%則將ESG視為各種因子的結合。由於分析複雜，而且缺乏現成數據和工具，因此資產擁有人需要尋求外部合作夥伴的協助，從而更清楚了解這些問題。預料越來越多投資者將ESG納入因子投資策略。儘管大部分投資者認為，從歷史數據來看，ESG因子未能預測報酬，但在個別情況下，正面或負面預期可能與ESG風險及ESG評分變化有關。更重要的是，因子投資者正計劃在管理投資組合方面納入碳排放等數據，以符合最終客戶的期望，這些客戶往往致力於透過投資帶來影響。

整體來說，投資者對因子投資策略的投入程度越來越高。事實上，不同投資組合正持續進行因子配置，反映因子投資是鞏固投資的策略性根基，這不但是傳統主動型管理的低成本替代方案，也是建立全面投資組合的更透明和更有效工具。

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：在2019年，景順對全球241家不同的退休基金、保險公司、主權投資者、資產顧問、財富管理公司和私人銀行進行訪問。這些投資者的資產管理總值達25.1兆美元（截至2019年3月31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。 Inv19-0344