

### 固定收益市場

### 衡量經濟成長放緩帶來的連鎖反應



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



#### 關鍵要點：

- 我們認為美國的成長高峰已經過去，預期2019年下半年將放緩。
- 美國以外也出現成長放緩的跡象。
- 通貨膨脹可能升高，但我們認為2019年薪資的增加不會明顯轉嫁到消費者價格上。

#### 全球宏觀

儘管我們認為美國經濟年成長率將維持在2.75%左右，直到2019年上半年才會放緩，我們相信美國經濟成長的高峰已經過去，財政刺激政策仍對經濟成長帶來積極影響，但可能在2019年下半年開始減弱。此外，隨著貨幣政策繼續收緊，推動經濟成長的正向金融助力可能會變得更為中性。因此，儘管減稅的提振作用逐漸減弱，消費者支出仍可能會成為上半年經濟成長的推動力，但問題是，此後消費者會花多少錢？我們認為在消費者信心增強和減稅的推動下，過去幾季的消費成長達到了難以延續的高水準。消費大幅放緩可能對整體經濟增長產生負面影響。這影響意味著，2019年底經濟成長面臨的風險高於此前幾個週期點。

2019年，在商品價格關稅的帶動下，通膨可能會有所上升。除了關稅引起的通膨壓力，其他壓力可能會變小。不過，隨著就業市場收緊，勞動力價格可能會繼續緩慢上漲。我們認為，2019年薪資上漲不會顯著轉嫁到消費者價格上。



#### 消費大幅放緩可能對整體經濟增長產生負面影響

強勁的勞動力市場和強勁的成長相結合，使得聯準會很有可能在2019年上半年繼續其緩慢的升息週期。然而，如果殖利率曲線繼續趨平，金融環境收緊，聯準會在2019年下半年升息兩次的難度可能會加大。

美國公債市場已經經歷了一次重大修正，相對於長期基本面，我們認為目前的評價並不高。然而，巨額財政赤字將繼續推動美國財政部發行大量債券。供應增加，加上聯準會的購買量下降，可能在未來一年造成美國公債波動。



#### 我們相信美國經濟成長的高峰已經過去，且預期在2019年下半年開始減弱。

美國的成長正在吸引資本流動，到全球成長路徑開始趨同之前，這種趨勢可能會一直持續下去，我們認為可能在未來幾個月支撐美元。如果明年

美國經濟出現明顯放緩，我們認為可能源自中國，而不是美國內部造成的，如果中國無法走出當前經濟放緩的局面，就可能造成上述影響。

美國以外也出現經濟成長放緩的跡象。自今年年初以來，我們一直認為中國2018年經濟成長低於普遍預期。當前經濟成長趨勢疲軟，可能是因為2017年底至2018年初實施的監管收緊和去槓桿化政策，導致2018年年中信用趨勢大幅減緩。美國的貿易政策帶來了額外的不確定性。中國決策者已開始再次寬鬆政策，以應對經濟成長的這些變化。這一寬鬆計畫的成功或失敗，可能對全球金融市場產生重大影響。

隨著2015年和2016年實施的財政刺激政策的效果逐漸消退，歐洲的發展速度比我們今年早期預期要慢。此外，即將發生的幾個風險事件，包含義大利的政治和預算問題、美歐貿易衝突和英國脫歐的不確定性，可能對經濟成長和市場帶來不利情勢。除此之外，歐洲央行可能在2019年第4季某個時點展開升息週期。由於這些成長和政治因素，我們預期未來6個月歐洲核心利率不會偏離當前的水準太遠。

#### 投資級債券

2017年原本一致的全球經濟成長狀況在2018年似乎減弱，並可能在2019年導致已開發國家經濟進一步分化。儘管此種不利情勢和緊縮的貨幣環境帶來威脅，企業基本面仍保持穩健。因此，我們預期，由於公司債投資人可以獲得額外收入，公司債的表現將優於相對應的主權債。公司債利差也應能為可能上升的利率提供一些緩衝。

債券市場的成長，尤其是美國公司債的BBB級債券，可能是潛在的風險來源，正引起相當大的關注。雖然併購和信用轉移擴大了投資級市場中品質較差的部分，但在這類事件發生後，企業槓桿往往會下降。目前計畫中的併購案是我們近年來看到最少的，投資人調查顯示希望美國企業降低槓桿。

我們仍然看好公司信用債。然而，貨幣政策意外收緊或全球成長放緩的風險，可能導致基本面惡化。從關稅影響到地緣政治問題，已知的潛在風險數量正在上升，任何一種風險都可能改變當前週期的軌跡。我們還將繼續觀察科技的

長期趨勢，這些趨勢可能對零售和運輸等產業產生深遠影響。我們認為良好的信用過程產生的產業配置和證券選擇，在2019年扮演的關鍵作用不亞於2018年。

### 高收益債

儘管市場擔心經濟成長放緩，但過去在溫和成長環境下，高收益債表現良好。儘管市場上有些投資人擔心企業獲利已達到近期高峰，但整體基本面仍足夠強勁，足以讓企業產生自由現金流並降低槓桿。槓桿率降低通常意味著違約風險降低，這可能導致信用利差縮小。高收益債的負報酬通常來自經濟衰退的影響，因為公司盈餘下降、違約增加。我們不認為今天處於那種環境中，因為聯準會和歐洲央行已經延長了商業周期，他們的行動使債券市場受益，並使許多公司得以降低槓桿。

投資高收益債時，我們很清楚利率變動將帶來存續期風險和波動。對於大多數高收益債而言，升息本身可能並非壞事，原因有三：

1. 正常的情況下，利率會隨著經濟的擴張而上升，這通常會為大多數公司帶來更多利潤，提高公司償還債務的能力。
2. 高收益債可能提供贖回保障。當利率上升時，發行機構通常在利率上升前對其債務進行再融資。如果發行機構在到期前對其債務進行再融資，它通常會支付102到105之間的罰金(贖回價格)。這種提前支付的罰款會算入高收益債的報酬中。
3. 由於高收益債的到期日通常較短、票面利率較高，因此高收益債的存續期通常較投資級債券較短。

儘管歷史證明，經濟衰退對高收益債有負面影響，但鑑於美國經濟的整體健康狀況、聯準會漸進式緊縮政策的步伐，以及許多高收益債發行機構穩健的基本面，我們並不認為有任何迫切需要擔憂的理由。

### 結構型機構房貸抵押證券(MBS)

2019年機構房貸抵押證券表現的主要驅動因素可能歸結為簡單的供需關係。近期利率上升的趨勢應會在一定程度上抑制房貸供應，但我們仍預期明年市場將出現2,250億美元的淨供應。這一供應量符合歷史標準，也是市場容易消化的。問題是，市場感受到的供應衝擊可能是這個數字的近兩倍。聯準會已經停止了1.7兆美元房貸投資組合的再投資，因此之前被再投資的預付款現在等於增加了對市場其餘部分的供應。雖然機構MBS名目利差在2018年已擴大約20個基本點，以容納這種過剩的淨供給<sup>1</sup>，但我們認為在目前的波動水準下，市場可能需要再壓低5至10個基本點，以清理過剩的淨供給並保持穩定。

### 住宅房貸抵押證券

雖然近期的房市數據反映建築和銷售活動有些疲弱，且負擔能力受限，但在就業市場強勁的背景之下，房屋供應有限，讓我們對房價和借款人未來的表現保持樂觀。發行人持續低於過去的還款金額，導致該券種普遍存在的浮動利率和存續期有限的資產展開激烈競爭。不過，我們認為，信用曲線的平坦，使我們有必要對低於投資等級的債券保持一定程度的謹慎，這些債券利差進一步縮小的空間有限。另一方面，我們認為與其它固定收益信用產品相比，評等較高的類別利差縮小的空間較大。儘管我們對非投資級債券利差持謹慎態度，但對於較低評等債券最終的信用品質仍不過度擔憂。

隨著短期利率繼續上升，我們認為浮動利率證券出現具有吸引力的機會，包括獨棟出租證券化，和房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)已經發行在市場上一段時間的信用風險轉移(CRT)債券。隨著投資人基礎的擴大和此券種繼續成熟，住宅債券發行量的成長很可能與不合格房貸連結。

### 資產擔保證券(ABS)

隨著美國經濟周期接近尾聲，目前強勁的基本面預期將在2019年逐步邁向正常化水準。這對消費者和ABS擔保品的表現仍是一個正向因素。隨著聯準會繼續緊縮貨幣政策，殖利率曲線走平，投資人對短期ABS應仍有較高需求。因此，我們預期ABS的總供應量很容易被市場吸收。雖然ABS相對於公司債的吸引力有所下降，但我們在合理殖利率和短期債券仍能找到具有吸引力的價值。此外，ABS還提供公司債以外的多元化投資選擇。

### 商業不動產抵押貸款證券(CMBS)

我們預期商業不動產租金和房價將繼續成長，不過因為新供應抑制了空間吸收，增速會放緩。在零售不動產領域，我們預期電商的成長仍是不利因素。往好處看，儘管信用標準略有收緊，利率上升，但整個不動產市場的貸款條件仍非常寬鬆。此外，我們預期適度的新發行規模將很容易被投資人吸收。由於利差前景中性，且信用曲線趨平，我們偏好已在市場上一段時間的舊證券，因其將受益於不動產價格上漲和利差存續期縮短。隨著我們進一步深入不動產週期，我們相信商業不動產證券提供具有吸引力的利差，且受惠於已經發生的增值，將變得越來越有吸引力。

## 全球流動性

景順全球流動性(Invesco Global Liquidity)團隊預期，隨著聯準會繼續推高貨幣政策利率，美國貨幣市場殖利率將在2019年上升。儘管聯準會連續三年提高政策利率，但目前的利率被認為是中性的，而許多投資人認為，如果需要，聯準會有更大的空間取消寬鬆政策。我們預期2019年至少升息兩次。因此，如果美國公債殖利率曲線保持5年來的趨平趨勢，貨幣市場工具和短期投資的殖利率可能會變得更具吸引力。這可能會繼續推動資金流入貨幣市場基金、超短期債券基金和指數股票型基金(ETFs)。由於美國短期公債的充足供應和對優質資產的需求，我們預期信用利差將維持在近期區間的下緣區域。信用利差的風險可能來自美國經濟意外走弱，或經濟周期即將結束時出現衰退跡象。

## 新興市場(EM)

我們認為新興市場的成長已經達到頂峰，預期將在2019年之前放緩。特別是中國的經濟成長正在減速，只是放緩的步調是在調控下漸進式的。定向寬鬆政策可能會緩解中國經濟成長相關的風險，但我們不能排除在當局尋求廣泛去槓桿化之際，金融市場可能出現的混亂時期。我們預期，隨著2019年全球經濟重新同步成長，美元將在2019年走弱。這將為新興市場和原物料提供支持，因為這將促進資金流入，並改善貿易條件。儘管如此，可能也會有幾段美元走強、美國公債殖利率上升的期間，這可能導致市場出現幾輪波動。全球貿易緊張局勢的升高也可能繼續考驗市場。隨著各大央行逐步取消非常規的貨幣寬鬆政策，我們預期2019年市場波動性將普遍上升。

上述觀點的風險包括美國通膨再度抬頭，這可能會促使政策收緊，超出已經反映在市場上的價格，透過美元貿易加權匯率走強，導致金融狀況急劇惡化。此外，與中國經濟成長有關的擔憂可能會成為焦點，除了貿易衝突外，對工業原物料和更廣泛的風險情緒帶來更大的下行壓力。

新興市場資產的選擇已變得極為重要，尤其是在巴西、墨西哥和土耳其經歷了一段緊張的選舉後，以及2019年阿根廷和印尼即將舉行選舉之前。俄羅斯和土耳其的制裁風險也有所上升，土耳其的制裁風險較小。新興市場貨幣仍對美國的融資條件高度敏感，但鑑於新興市場貨幣在2018年第2、3季的被拋售程度，以及美國經濟成長放緩，2019年美元穩定的空間可能會提供支持。考慮到評價和殖利率優勢，我們傾向於看好原物料生產國的貨幣。儘管利率處於上升趨勢，但我們預期新興市場通膨仍將保持在低點，提供空間讓特定

的新興市場殖利率曲線較長期的通膨風險溢價繼續壓縮。與新興市場貨幣一樣，我們更偏好原物料生產國的當地利率市場。

## 歐洲固定收益市場

我們認為歐洲經濟成長在2018年放緩，從高於趨勢水準降至更可持續發展的速度。到2019年，在歐洲經濟強勁成長、通膨溫和和貨幣政策寬鬆的情況下，我們認為可望支撐歐洲的固定收益市場。歐洲央行(ECB)提供的前瞻指引已被充分記錄，儘管量化寬鬆政策即將結束，但我們預期在2019年第4季之前不會升息。我們認為，歐洲央行的成長目標被誇大了，但我們不擔心這將對歐洲固定收益市場產生實質性的影響。

歐洲比美國更早進入信用周期，企業去槓桿化趨勢更為強勁，支配現金流的行為更為保守，這通常對債券持有人有利。

我們對該地區的主要關切的是政治上的不確定性。

■義大利的政治局勢仍是最大的未知數。然而，在形勢繼續發展的同時，我們認為義大利退出歐元區的可能性非常低。進入2019年，我們預期圍繞義大利預算赤字的衝突將繼續影響投資人情緒，可能會引發數次市場波動，但也帶來投資機會。我們認為義大利的市場評價具有吸引力，但仍對該國的政治前景和長期債務可持續性感到擔憂，尤其是考慮到該國經濟成長前景較差，以及歐洲央行取消了貨幣刺激政策。

■我們支持英國脫歐的基本理由是，協議包含了更長的過渡期。因此，我們認為，目前的評價在英國公司債券市場的某些領域提供了機會，即在那些擁有強大國際業務的債券發行商當中，這些發行商可能會減輕硬脫歐可能對經濟成長帶來的挑戰。

整體而言，我們認為歐洲穩健的經濟成長、低通膨和寬鬆的貨幣政策對該地區風險較高的資產是有利的。儘管如此，隨著歐洲央行尋求政策正常化，以及歐洲乃至全球政治不確定性繼續上升，我們認為，有必要保持謹慎。

## 美國市政債券

我們對市政資產類別2019年的展望，很大程度上取決於我們對新發行債券的預期。2018年新發行債券總額可能低於前幾年，這在很大程度上是因為2017年《減稅與就業法案》(TCJA)取消了提前償還債券的免稅待遇。這一變化導致發行機構將發行日期提前到2017年，導致2018年供應量減少。雖然取消稅務優惠直接影響了免稅市場，但在應稅市政債券市場，提前償還仍很容易(儘管很



少使用)。這可能會增加2019年的潛在發行量。然而，即使有這種可能的刺激因素，我們預期市政債券供應也不會大幅超過2018年的水準-在我們看來，考量正負因素後，這對市政債券是利多消息。

在需求方面，我們預期散戶投資人今後將在市政債券市場扮演更重要的角色。參與人數可能會在2019年初的稅收季節增加，因為TCJA下的減稅幅度可能會低於預期。對於高稅收州的投資人來說，情況可能更顯著。市政債券可能會繼續提供不同的好處，因為它們與股票、公司債券和美國公債等其它資產類別的關聯性歷來較低。

隨著美國期中選舉結束，民主黨在眾議院獲勝，我們認為「稅制改革2.0」不太可能實現。基礎設施支出是少數兩黨共同支持的領域之一，2019年可能會增加，但我們認為這不太可能。相反地，我們相信民主黨人可能會把基礎設施建設作為他們2020年競選綱領的一部分，並對醫療和移民政策投入更多的直接資源。一旦確定對基礎設施投入資金，我們預期將通過市政債券市場籌資，不過，我們預期發行速度將受到控制。

#### 印度固定收益市場

2018年，由於擔心國內通膨上升和盧比貶值，印度固定收益市場下跌。然而，我們預期2019年將出現反彈，因為整年度大部分時間整體通膨率可能低於4%，而之前已反映在債券殖利率的未來升息預期，可能在未來幾個月回跌。

盧比的下跌也是2018年債券殖利率上升壓力的重要推動因素。貿易戰的擔憂、油價上漲導致經常帳赤字上升以及對新興市場的普遍避險情緒，都迫使盧比在2018年走跌。

隨著油價回穩，如果避險情緒在2019年消退，我們預期盧比將出現一定程度的反彈。印度和美國通膨差距的縮小，也可能有助於限制盧比的長期貶值趨勢。此外，印度儲備銀行透過公開市場操作(購買英國公債)提高流動性的措施，也導致了對英國公債的淨需求為正向。整體而言，由於債券殖利率下降和盧比走強，我們預期2019年印度債券表現將有起色。

#### 亞洲固定收益市場

在中國經濟成長穩定和外商直接投資增長前景看好下，我們對亞洲固定收益市場持正面態度。然而，地緣政治風險可能仍將是首要問題，因為美國準備在2019年提高對中國出口產品的關稅，並徵收額外關稅。印度和印尼定於2019年上半年舉行大選，這勢必會成為頭條新聞，並可能引發波動。

我們對中國持樂觀態度，因為中國國內消費疲軟和去槓桿化的影響，在2018年初經濟增速放緩之後，寬鬆政策似乎帶動了經濟成長。我們預期系統內流動性的改善將促進經濟成長，並部分抵消貿易衝突帶來的負面影響。展望2019年，我們更傾向期限較短、殖利率具吸引力的債券，這些債券由信用品質可靠的公司發行。我們正在密切關注兩個變數：

- 1)流入民間部門的流動性增加的程度；
- 2)美元兌人民幣匯率。我們尤其關注那些更容易受匯率表現影響的中國債券發行機構。

中國以外，我們偏好那些可能受惠於中美直接投資增加的市場。中國政府預期將透過「一帶一路」在這些地區投入大量資金，這將對這些地區帶來正面影響。美國和其他國家也可能透過美國主導的印太聯盟(Indo-Pacific Alliance)與印度和蒙古，以及投資於發展中國家項目的美國國際發展金融公司(International Development Finance Corporation)以增加在該地區的投資等舉動，來制衡中國的投資項目。

我們認為關鍵風險有以下兩個：

- 1)環境、社會和治理因素(ESG)，以避免社會動盪、腐敗和/或環境災難可能造成的破壞和2)一些亞洲國家可能會因美元走強而陷入財務困境，特別是那些美元債務在GDP占比較高的國家。

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

<sup>1</sup>彭博，2017年12月31日至2018年10月16日的數據。

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。

Inv18-0350