

新興市場

我們認為新興市場應可抵禦2019年的艱困環境



Ian Hargreaves
Co-Head of Asia & EM Equities



Will Lam
Co-Head of Asia & EM Equities

對於亞洲與全球新興市場股市而言，2018年是充滿挑戰的一年，進入2018年時的獲利預期正面，評價也高於長期歷史平均，然而，從年初開始，評價就因為幾項因素而下降，首先是貿易緊張局勢與地緣政治不確定性升高，導致新興市場風險溢酬明顯上揚。第二，這一點造成市場對於中國的疑慮加深，因為政府的去槓桿化行動已使得中國的成長放緩。最後則是美國貨幣政策緊縮，造成美元流動性的環境惡化，對於新興市場股票與貨幣也有負面影響。

此環境很可能持續至2019年，但與過去相比，新興市場現在更能抵禦上述壓力，評價也開始反映面臨的風險，所以目前評價水準更接近歷史區間的底部。

貿易

美國與主要貿易夥伴之間的貿易緊張局勢升高，不僅佔據這幾個月的新聞版面，並且加速整體市場的重新評價，美中之間的談判尚未有任何成果，川普總統也樂於透過宣布新關稅來增加施壓力道，談判結果仍難以預測，緊張局勢進一步升高也仍是風險，然而，隨著關稅提高對於美國經濟的影響變得較為明確，達成協議可能較為有利。近期而言，我們預期貿易緊張局勢不僅會直接衝擊貿易活動，也會影響企業與消費者行為，並對投資與消費造成衝擊，對於企業而言，衝擊可能以不同的方式體現，但由於市場的反應不分青紅皂白，所以我們也看到更多投資的機會。

美國貨幣政策緊縮

雖然美國的政策正常化已事先充分透露，但投資人仍擔心升息步調高於預期，隨著無風險利率調升，資金成本也同樣上揚，理論上會造成股票等長存續期資產的評價下降。此外，美元走強使全球流動性情勢更加緊縮，並對全球需求成長造成更大阻力，可能會影響新興市場獲利。

獲利

企業獲利目前為止相當具有韌性，然而，全球成長的領先經濟指標已下滑，表示出口成長可能從目前的兩位數成長水準放緩，但如圖1所示，出口成長是新興市場獲利成長的主要驅動力。

第二點是中國經濟因政策環境趨於緊縮而放緩，我們認為處理過度信貸成長、降低金融風險，以及改善環保等措施均是長期利多，因為以上措施部分回應了我們最大的疑慮，但近期而言，我們預期中國經濟成長將進一步放緩。由於全球成長趨緩，2019年的共識獲利預期可能仍過於樂觀，目前獲利已從高峰下修5%，我們也預期目前2019年獲利成長達10%的預期將進一步下修¹。

亞洲

中國方面，去槓桿化已造成經濟放緩，貿易問題則提高前景的不確定性，我們認為中國政府現在可能對於成長趨緩的容忍度較高，但仍積極防禦經濟中的下檔風險。就如同預期，我們開始看到部分較小規模的寬鬆措施，例如下調存款準備金率、提高出口退稅、家戶收入減稅，以及支持民間中小企業等措施。在此同時，政府也不希望槓



關鍵要點：

- 新興市場面臨更高的外部不確定性
- 評價開始反映風險
- 經濟與企業基本面維持穩健

圖1:出口與獲利成長(以美元計, 3個月移動平均年成長率)



資料來源：Worldscope、Factset、花旗研究，截至2018年5月9日。

桿率從此大幅上升，因為這是重大的總經疑慮，所以，避免成長大幅下降與避免過度刺激之間的平衡變得更為微妙。

其他地區方面，經濟看來並非特別脆弱，經常帳一般而言維持穩健，信用週期也未延長，就算有經常帳赤字，例如印尼、菲律賓與印度等國，其規模也在可管理的範圍，而且赤字增加的預測也已降低。對於全球需求較敏感的經濟體，例如南韓與台灣，可能因持續的貿易相關與中國成長疑慮而受到影響，但我們認為這些國家的創新企業具有強大的競爭優勢，所以支撐經濟的力量可能高於許多人預期。

亞洲的營運實力

於此同時，過去10年亞洲企業已有大幅改善，如圖2所示，該區域的資本支出/銷售比例穩定下降，就某部分而言，這反映較低的結構性成長，但也顯示與過去相比，亞洲企業更為謹慎、聚焦，且管理更佳，所以資本報酬率可望維持，在成長放緩的環境中，僅有少數產業有大幅的產能過剩風險也是有利因素之一。

資本密集度較低的企業創造較強勁的自由現金流，企業的挑戰在於如何以更佳的方式配置資本，管理階層也面臨來自少數股東的更大壓力，希望提高股利。雖然評價與高於預期的獲利在短期內不太可能帶動股票報酬，但亞洲的股利成長題材越來越正面。

拉丁美洲

由於政治局勢與北美自由貿易協定(NAFTA)前景不明，使拉丁美洲的市場波動性更加惡化。墨西哥與巴西總統大選分別由政治光譜中兩個極端的民粹候選人當選，政治不確定性降低後，投資人相信現在可處理主要的改革領域，市場因而上揚。

巴西經濟復甦的步調緩慢，但目前著手進行退休金與稅制改革有助減少大規模的財政缺口，並可使投資人恢復部分信心，以及帶動消費成長與投資支出。另一方面，因為美墨加貿易協定(USMCA)成功取代NAFTA，墨西哥的前景可能獲得支撐。

歐非中東(EMEA)

美俄關係的不確定性增加恐會拖累經濟成長，但受惠於油價復甦、消費需求強勁，以及審慎的財政政策，俄羅斯經濟在2019年仍可望成長1.5%²。然而，除了減緩與美國之間的緊張局勢以外，俄羅斯也必須祭出進一步的改革，國內生產毛額(GDP)才能加速成長。

儘管如此，我們仍相信現狀是穩健的環境，聚焦國內的公司在此環境中也可望蓬勃發展，可惜的是市場情緒尚未呼應我們的樂觀看法，反而是因新制裁的實施而受到負面影響。

新興歐洲其他地區方面，我們認為波蘭與匈牙利等國應享有穩健的成長率及低利率。

良好的中期前景展望

中期而言，我們對於新興市場的前景看法為謹慎樂觀，其經濟與企業基本面維持穩健，且新興市場經濟體也仍是全球成長的最大推動力。其中，新興市場企業展現的資本紀律特別令人為之振奮，也有證據顯示資產負債表強勁，且自由現金流改善，這一點同樣反映在總經層級。少數國家出現經濟過熱跡象，但遠不及2008年全球金融危機前的狀況。由於評價接近歷史區間的低端，且相對於已開發市場同業大幅折價，市場似乎過度聚焦於短期的不確定性，反而忽視了基本面的改善。

圖2:企業資本支出紀律應可支撐報酬



資料來源：Worldscope、Factset、花旗研究，截至2018年5月9日。

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：I/B/E/S、MSCI、JP摩根，截至2018年11月21日。

²料來源：Bloomberg LP，截至2018年11月21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。