

▶ 收益新世界：

「機會、品質收益」
讓您在貿易戰雜音中悠然前行



Virginie Maisonneuve

投資長

瀚亞投資

還記得 2018 年底市場表現震盪，全球投資人對於未來的表現感到擔憂，但是到了 2019 年上半年，市場卻急速反彈，就如同在周期末段與貿易戰雜音中前行，而瀚亞投信也的確做到了。2019 年初瀚亞投信開創了兩個收益專題，『機會收益』與『品質收益』，機會收益的專題當中，瀚亞投信把握了亞洲高收益債崛起的機會，年初至今(截至 2019/05/31)，亞洲高收益債累積上漲 8.79%，漲幅超越美高收 7.52%與全高收 6.57%，表現於債券商品中名列前茅。此外，以投資等級債為主軸的品質收益專題，其中 M&G 系列的旗艦基金-收益優化策略，也在美元投資等級債上漲 7.11%的帶動之下，普遍有非常好的成績，因此展望 2019 年下半年，我們依舊認為投資人應該要屏除市場雜音、專注投資價值，勇敢持續向前行。

全球經濟再次同步放緩和低通膨所帶來的結果，可以從美國聯準會利率立場轉變，以及其他暫停升息的央行看出端倪。新一輪的貿易緊張局勢可能成為市場波動的主要源頭。

我在展望 2019 年文章中《全球正走向多元化的世界¹》中曾經強調，有三大因素將在今年改變投資市場：

- 全球經濟增長再同步

¹ <https://www.eastspring.com.tw/2019-market-outlook/key-drivers>

- 野火燒不盡的中美貿易戰
- 美國殖利率達到高峰

這些因素自年初以來就已經顯現，在未來幾個月，對投資人來說仍然很重要。原本對美中達成貿易協定的期待、聯準會升息週期暫停，以及對中國刺激措施的樂觀情緒，年初推動風險性資產的快速反彈，但新的貿易緊張局勢，卻使這波反彈戛然而止。在撰寫本文時，風險資產已出現拋售的跡象，因為貿易關稅上漲所帶來的影響，已經威脅到了全球經濟才剛啟動的復甦。

今年 5 月份美中貿易談判破裂之前，國際貨幣基金組織(IMF)已將全球經濟增長預期從 3.5%(1 月時)下調至 3.3%(4 月時) (見圖 1)，也是 9 個月以來的第 4 次下調。今年全球約有 70%經濟將放緩。而貿易戰可能在 2~3 年內使全球 GDP 削減 0.6%以上。²

圖 1：國際貨幣基金組織全球經濟同步放緩³

成長率預測 (%)	2018	2019F	2020F
全球	3.6	3.3	3.6
已開發經濟體	2.2	1.8	1.7
美國	2.9	2.3	1.9
歐元區	1.8	1.3	1.5
日本	0.8	1.0	0.5
英國	1.4	1.2	1.4
開發中經濟體	4.5	4.4	4.8
俄羅斯	2.3	1.6	1.7
中國	6.6	6.3	6.1
印度	7.1	7.3	7.5
東盟五國	5.2	5.1	5.2
拉丁美洲	1.0	1.4	2.4

不斷升級的貿易戰局勢，令我們懷疑剛復甦的經濟能否持續 (例如擴張指標：中國、歐洲和美國的採購經理人指數 50 點的水位線)。⁴其次的效應，也就是對企業信心、投資和消費支出造成打擊，情況也令人擔憂。

值得注意的是，儘管 2018 年美國整體經濟體質相對健康，但美國企業仍然繳出了令人失望的成績單。整體而言，企業因為面臨產品週期的末期而不願再投資。金融市場衰弱而引發的負面影響，將會打擊投資人信心和全球經濟成長。

² 經合組織 (2019)，《經合組織經濟展望》(OECD Economic Outlook)，2019 卷第 1 期，2019 年 5 月。<https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b2e897b0-en/index.html?itemId=/content/publication/b2e897b0-en>

³ 國際貨幣基金組織：《世界經濟展望》“增長放緩，復甦不穩定”，2019 年 4 月

⁴ Markit 歐元區綜合採購經理人指數、中國財新製造業採購經理人指數和美國製造業採購經理人指數，2019 年 5 月。

是《諸神之戰》的重演嗎？

中美兩國的衝突，正代表著當前的多元世界，換言之，也是對中國經濟和技術實力的認可。市場必須接受中美貿易戰進入長期性抗戰的事實，隨著中國尋求實現經濟主導地位，美國尋求保護其當前的競爭優勢和政治權力，這場競爭肯定會繼續下去。

外界看來沒做出太多妥協的前提下，美國總統川普與中國國家主席習近平勢必會想達成貿易戰的共識。為了 2020 年的美國總統大選，川普總統需要強大的美國經濟來平息農業地區對於共和黨的強烈反抗，從而導致了他對中國展開「貿易之舞」。

對中國來說，中美貿易戰的成功協商，是達成 2020 年經濟成長率保 6% 的關鍵，因為 6% 的經濟成長率才能使中國 2020 年以前人均收入翻倍。這不僅是中國國家 10 年計劃的一環，更是極具象徵性的里程碑。2019 年是中華人民共和國成立 70 周年，是極為重要的年份，中國政府不可能輕易讓步。

而中國報復性地提高美國商品的關稅，必然也會傷害美國本身經濟，但我們相信，若情況未能出現改善，美國聯準會仍保有降息空間來因應。今年 5 月至 7 月，中國已將農村商業銀行的法定準備率（RRR）下調至 8%，表明中國仍致力於選擇性寬鬆，並仍有可用的政策工具。

圖 2：下半年中美貿易四種情境及影響⁵

背景	情境模擬	可能性	影響
衝突減緩	習近平在日本 20 國集團會議與川普見面後，快速解決分歧，貿易協定在 7 月初達成。	不太可能	正面
維持現狀	- 沒有快速解決分歧，對 2,000 億美元的出口商品徵收 25% 關稅。 - 川普和習近平同意在 20 國集團會議後繼續談判，貿易戰不會進一步升級。	很有可能	輕微負面
衝突短暫加劇	- G20 上未達成協議，美國對剩餘的 3,000 億美元商品徵收 25% 關稅。 - 協定/休戰協定在全球經濟衰退的第 4 季度內達成。	可能	負面
衝突擴大	- G20 上未達成協議，美國對剩餘的 3,000 億美元商品徵收 25% 關稅。 - 中國採取非關稅措施進行報復：出口限制和貨幣貶值。	可能	負面

⁵ 瀚亞投資，季度投資洞察（Quarterly Investment Insights），2019 年 5 月 28 日。

圖 3：主要國家央行政策轉向溫和⁶

主要央行	溫和轉向	利率決策
聯邦儲備銀行	預計利率路徑下移	未變更
歐洲央行	TLTROs擴展	未變更
英國央行	不適用	一次升息
日本央行	更低的利率指引延長至2020年春	未變更
瑞士國家銀行	主席托馬斯約旦：瑞士央行可能會進一步 降息	未變更
澳大利亞儲備銀行	升息傾向消除	兩次降息
紐西蘭儲備銀行	將官方現金利率下調25個基點至1.5%	再次降息
加拿大銀行	升息傾向消除	未變更
莫爾日銀行（挪威）	不適用	兩次降息
瑞典央行	預計利率路徑下移	未變更

儘管在 6 月貿易談判期限以前達成共識看似天方夜譚，全球投資人仍引頸期盼美國總統川普與中國主席習近平握手言和的那天，畢竟這是攸關全世界經濟成長的關鍵。（見圖 2）

想達成共識的話，中美必須先一統彼此對於商業活動的看法，並給予願意貫徹始終的承諾。但考慮到觀點對立、競爭加劇和彼此猜疑，要做到這些將會困難重重（但並非不可能）。伊朗或北韓等「週邊」議題也可能發揮作用，目前徵收關稅應會繼續存在。我們認為，美國對中國出口其餘商品（約 3,000 億美元）的附加關稅會傾向保持不變。由於市場害怕不確定性，因此直到情況明朗之前，風險性資產可能繼續承壓。

更寬鬆的總體經濟背景

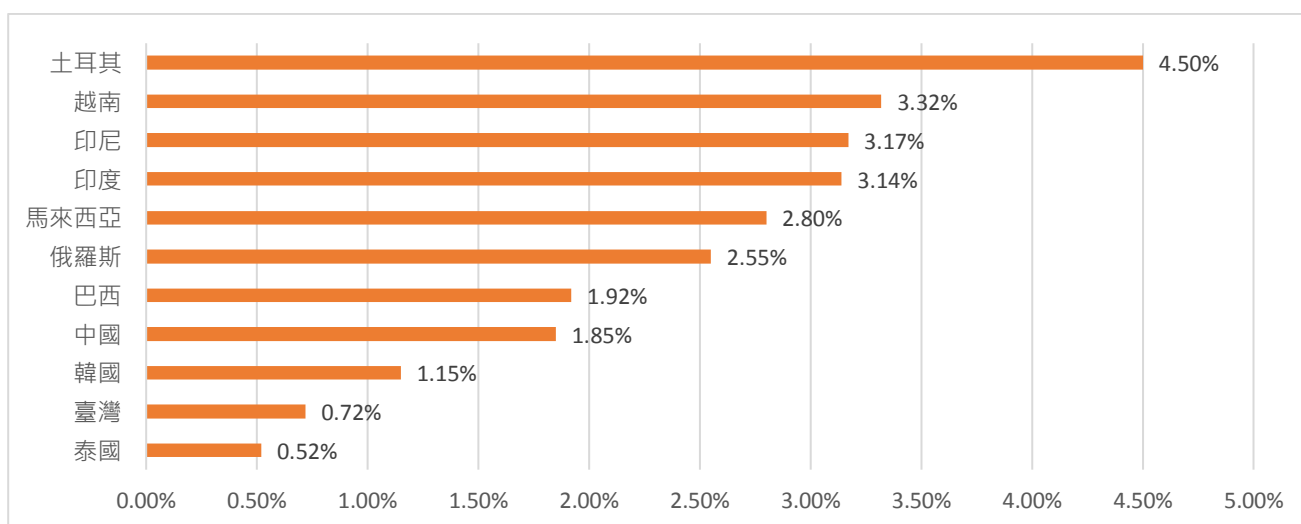
目前的時空背景與 2018 年有顯著差異。聯準會暫停升息，在今年有限的時間內不太可能進一步升息。事實上，期貨市場定價在 2019 年下調 25 個基點，2020 年又下調 25 個基點。在聯準會保持不變的情況下，全球各國央行都轉向了更加溫和的立場。（見圖 3）

例如，日本央行（BOJ）、加拿大銀行和歐洲中央銀行（ECB）在上次會議保持利率不變的決策。紐西蘭儲備銀行甚至將官方現金利率下調了 25 個基點，至 5 月份 1.5% 的歷史低點。

⁶ 花旗研究與彭博社，2019 年 5 月 2 日。瀚亞投資，2019 年 5 月 23 日更新。

新興市場央行自今年 2 月至 4 月期間已降息 12 次⁷。新興市場實際央行利率保持相當高的水準（見圖 4），仍具有降息空間。而已開發國家和新興市場央行的寬鬆立場，將為全球經濟和全球債券市場帶來支撐。

圖 4：新興市場國家實際利率⁸



新總裁？新波動？新工具？

央行的重要性眾所皆知，部分央行掌舵人面臨更換，也可能成為市場波動的新來源，投資者可能尚未察覺。在歐元區，馬里奧·德拉吉（Mario Draghi）將於 2019 年 10 月辭去歐洲央行總裁職務。在他八年任期內，ECB 針對性地進行長期再融資業務（TLTROs）的同時，開始實施量化寬鬆債券購買計畫。這種寬鬆措施為陷入困境的銀行，特別是債務國銀行提供了充足的流動性支援。⁹

這種支援不可能永遠持續下去。但德拉吉的繼任者肯定會延續逐步取消這些措施的計畫。許多人嘗試去預測歐洲央行加息時程，但重要的是，在全球增長環境放緩下，歐洲央行升息可能難以付諸實施。

英國現任總裁馬克·卡尼（Mark Carney）將於 2020 年 1 月離任。新總裁必須能夠保持全球對英國金融市場的信心，更要應對可能源於「無協議」脫歐所產生的金融震盪。新總裁們既要面對經濟民族主義和民粹主義的興起，又要面對貨幣政策方面的困境。

儘管通膨持續走低（見圖 5），但歐洲和日本央行的「工具」規模低於 2008 年，現在通過降息刺激增長和通膨的迴旋餘地較小。考慮到這些困難，各國政府可能會更加關注財政和銀行改革。

全球央行的獨立性也受到更嚴格的審查，若決策者被視為屈服於政治壓力，金融市場會感到不

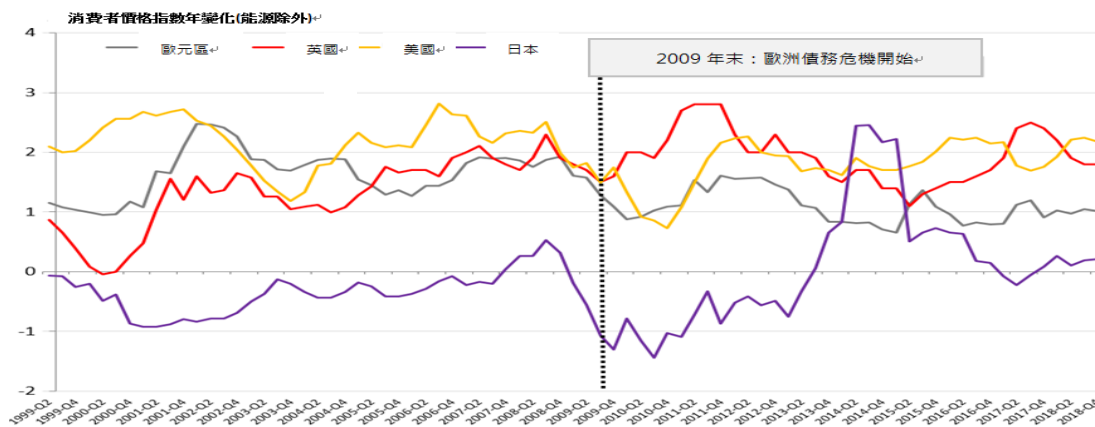
⁷ 湯森路透 Datastream，截至 2019 年 4 月 30 日。

⁸ 彭博社，實際基準利率，引用政府機構和央行資料，截至 2019 年 5 月 8 日。實際利率是根據消費者價格總體資料中的同比變化計算的。對美國來說，實際利率是通過從聯邦基金目標利率上限（0.25%）中減去消費價格同比變化來計算的。

⁹ 歐洲央行，什麼是 TLTRO-II？<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tel-me/html/tltro.en.html>

安。例如，川普總統對一些美聯儲委員提名，被視為他希望創建一個更加順從的 FOMC 董事會。印度儲備銀行也面臨政府壓力，要求放鬆貸款限制，讓中小企業更容易獲得貸款。

圖 5：歐元區和英國的核心通膨率仍然低¹⁰



亞洲資產出頭天的機會來了

總體來說，伴隨聯準會當前政策及中美貿易緊張局勢升級，正是亞洲資產出頭的機會。最近的市場波動正在提醒投資人，為了降低風險，無論是通過多資產策略，還是通過把債券和類似債券的證券加進來，形成低波動性策略、實現多元化，讓投資組合中始終保有下列保護。

中美貿易緊張關係突然變得不可預測，也提供了投資戰術上的機會。例如，長天期亞洲幣別債券更有可能從潛在的降息行情中受益，中國、韓國和印度在內的許多亞洲國家都有貨幣寬鬆政策的空間。同時，亞洲股票估值具有吸引力，本益比貼近歷史平均水準（見圖 6），我們持續看到估值有吸引力、長期基本面良好企業的機會。

圖表 6：MSCI 亞洲（日本除外）的本益比¹¹



¹⁰ 經合組織 (2019), 通貨膨脹 (CPI) (指標)。doi: 10.1787/eee82e6e-en (2019 年 5 月 4 日訪問)

¹¹ 彭博社，截至 2019 年 5 月 24 日。MSCI AC 亞洲（日本除外）指數涵蓋亞洲三個發達市場（DM）國家（不包括日本）和 9 個新興市場（EM）國家中的兩個。有 957 個成分股，該指數涵蓋了每個國家自由流通量調整市值的約 85%。過往表現並不一定表示未來或可能的表現。

債券市場方面，亞洲債券普遍屬於低波動的投資商品，其中亞洲債券與亞洲高收益債均具備高息低波的特色，因此如果投資人想要降低投資組合的波動，亞洲債相關基金可能會是不錯的選擇。投資人追求的是收益率較高的商品，亞洲高收益債目前殖利率高達 7.7%、比起美高收 6.9% 更高出一截，同時波動度比美高收更低，可為投資人追求高息的另類選擇。

最後以『高大穩』為主要訴求的瀚亞投資-M&G 收益優化基金 (本基金配息來源可能為本金)，主要以彈性調整操作能力『高』、基金規模將近 8,000 億台幣之『大』、搭配波動度與美公債相當的 3.5%『穩』等三大投資特色，基金自 2006 年 12 月成立至今，歷經市場多空歷練，經得起市場考驗。

2019 年下半年主力基金推薦：

機會收益	▶ 瀚亞印度基金 ▶ 瀚亞印度政府基礎建設債券基金(本基金有相當比重投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金) ▶ 瀚亞印度趨勢多重資產基金(本基金有相當比重投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金) ▶ 瀚亞策略印度策略收益平衡基金(本子基金有相當比重投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金) ▶ 瀚亞策略印度策略收益債券基金(本子基金有相當比重投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金)
品質收益	▶ 瀚亞投資-M&G 收益優化基金 (本基金配息來源可能為本金) ▶ 瀚亞多重收益優化組合基金(本基金有相當比重投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金)

資料來源：淨值走勢及累積報酬率均來自 Lipper。

瀚亞投資系列基金為瀚亞投資(Eastspring Investments)旗下之子基金，瀚亞投資為依據盧森堡大公國法律組成之變動資本開放型投資公司。M&G 系列基金為 M&G 投資基金及 M&G (Lux)投資基金旗下之子基金，M&G 投資基金及 M&G (Lux)投資基金分別為依據英格蘭暨威爾斯法律及盧森堡大公國法律組成之變動資本開放型投資公司。瑞萬通博系列基金為瑞萬通博基金(Vontobel Fund)旗下之子基金，瑞萬通博基金為依據盧森堡大公國法律組成之變動資本開放型投資公司。瀚亞投資系列基金、M&G 系列基金、瑞萬通博系列基金與本公司經理之基金 (以下統稱「本基金」) 經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書，並考慮是否適合本身之投資。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。投資一定有風險，投資人在選擇投資標的時，請務必先考量個人自身狀況及風險承受度。有關基金應負擔之費用 (境外基金含分銷費用) 已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至下列網址查閱：境外基金資訊觀測站：<http://www.fundclear.com.tw>、瀚亞證券投資信託股份有限公司：<http://www.eastspring.com.tw> 或於本公司營業處所：台北市松智路 1 號 4 樓，電話：(02)8758-6699 索取 / 查閱。瀚亞投信獨立經營管理。