

## 駿利亨德森固定收益觀點

### 我們關注的投資主題

#### 2019 年 1 月

駿利亨德森全球固定收益團隊主管 Jim Cielinski 分享他對一些驅動固定收益市場的主要總體經濟因素的觀點。

#### 關鍵要點

- 2019 年的市場論調：市場波動性將更超越先前高點。
- 政治動盪增加了“兩極模式”結果的可能性
- 後週期(late-cycle)的修正將在特定區域中創造價值
- 殖利率曲線信號顯示經濟放緩，但不一定代表經濟衰退馬上降臨

#### 您期望能定義 2019 年的特點是什麼？

我們在流動性週期上已經見到轉向。2018 年對全球經濟來說，已經是相當不錯的時候了；而 2019 年市場將面臨的最大問題是：成長放緩的總經背景與疲弱的流動性週期之間的相互作用。先前一段時間，我們已經被穩定的經濟成長、量化寬鬆 (QE)\*\*、與低利率給寵壞了，因為這些狀況幾乎推動了所有資產類型上漲。市場是否放緩是不可預測的，因為目前市場既是一個受流動性所驅動的市場、也是一個標準受經濟所驅動的市場 – 而這就是個很大的差異。

#### 央行的政策錯誤風險是否已經消退？

我認為聯準會 (Fed) 升息過為激進的風險已經在減退中(但依然存在)。聯準會並不知道“怎麼樣才是太過頭”，但他們最近針對金融狀況趨緊以及全球經濟放緩的評論釋放出‘漸進主義’的訊息。他們已經取消了金融危機後所提供的緊急寬鬆政策，並表示放緩步調的必要性。通膨壓

力的減退也消除了歐洲央行升息的必要性。我認為決策者還沒有做的太超過，但若是新出現的政治問題將造成負面影響，這也可能意味著決策者已經犯了錯誤。

## 2019 年‘政治因素’是否將扮演重要角色？

目前的政治可能比我職業生涯中任何一個時候都要來的更重要；我們面臨包括貿易緊張局勢、英國脫歐、義大利、以及美國政治紛擾等因素。這並不像大多數政治事件可能僅造成池塘中的一些漣漪，我們現在所說的可是能產生深遠影響的政治因素。在我看來，這很難去預設一個基本情境假設，因為許多因素所造成的最終結果不是很好就是很糟 – 要想有一個“中庸”的結果是不太可能的，而市場就是不太了解這種“兩極模式”的結果。

## 我們目前在信用週期上甚麼位置？

2018 年信用利差\*和違約可能已經觸底，而這是否意味著 2008 年那樣的事件正等待著我們呢？不是的。但這確實意味著更多的壓力和市場波動性，以及許多市場的報酬率均面臨到挑戰。而我們也已經見到許多新的因素已經反映在這個新的市場環境上，所以這代表了純粹的迴避策略並不是最好的選擇，而我認為我們已經經歷了週期上最好的階段。

我觀察許多市場，其中歐洲信用市場是修正比較多的資產類型，歐洲信用市場於 2018 年相較於美國表現較差，然而歐洲是位於信用週期較早期階段。如果成長性可以至少維持在一個‘溫和成長’步調，且義大利不會導致危機爆發，我倒是在跨市場交易上看到投資機會，於 2019 年相較於美國或許較偏好歐洲。經濟週期的差異和政治風險在全球創造了許多不同的驅動市場的因素，也因此信用週期間有了落差。此外，新興市場債看起來也挺有趣的。

## 您會擔心美國殖利率曲線趨向平緩/反轉\*\*\*嗎？

如果有人不認為殖利率反轉有些令人擔憂，那他/她就是在說他/她比市場更聰明。不過，有時候謙虛一點也是有回報的。儘管最近殖利率曲線反轉等新聞佔據了新聞頭條，但是殖利率曲線反轉本身並不會引發經濟衰退，不過它確實反映了市場對未來成長性和通膨將放緩的預期。整體來說，債券市場就是一個很好的預測指標，我認為經濟放緩可能將漸漸開始，但我們也不要僅僅因為部分美國國債市場出現非常溫和的倒置現象，就過度反應地認為經濟衰退馬上就要到了。

## 波動是否會創造更多價值？

對於主動式投資者來說，波動性既是朋友又是敵人；因為它既創造了價值卻也產生了風險。我並不認為波動性本質上有好壞之分，因為如果擁有主動式管理的技巧與能力，波動性可以讓您在全球市場中找出價格評價因受到波動性而被過度壓低的市場，或者找出資產被高估的市場。我們認為波動性將持續 – 因為它是當流動性週期將結束時的關鍵要素。我樂見波動性，但請記住它可以是風險卻也是機會 - 特別是當市場流動性不佳的時候。而資產價格較低也並不代表它是真的便宜。

\* 信用利差代表企業債與相似到期日政府債的殖利率差異。

\*\* 量化寬鬆 (QE) 是央行有時會採用的貨幣政策，透過從市場購買政府證券或其他證券以增加貨幣供給。

\*\*\* 殖利率曲線反轉為一特殊現象。指在相同信用品質前提下，長天期債券利率卻低於短天期。在正常環境下，投資人對較長天期的借貸通常要求較高的收益率。

## 重要資訊

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，**基金投資風險請詳閱基金公開說明書**。CFA®和特許金融分析師®是 CFA 協會擁有的商標。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。駿利亨德森及 Knowledge. Shared 為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110 台北市信義路五段 7 號台北 101 大樓 45 樓 A-1 室。電話：(02) 8101-1001。107 金管投顧新字第 023 號。  
JHITL0119(17)0619.TW.retail