

駿利亨德森觀點：

穩健的獲利成長減緩了對經濟衰退的恐懼

2019年3月

駿利亨德森投資組合經理人 George Maris 與 Nick Maroutsos 解釋目前市場對美國殖利率曲線的擔憂，可能掩蓋了美國企業所傳遞出的正面信號。

關鍵要點

- 我們相信美國政府債殖利率曲線前端的反轉是聯準會利率正常化的自然結果，而不是衰退信號。
- 雖然美國企業獲利可能已達到成長加速的高點，但它們仍在增長；而只要企業獲利確實在增長，對於經濟衰退是否即將來臨，我們保持懷疑的態度。
- 然而，考慮到當前經濟周期的長短，我們認為投資人應將其投資組合配置中股票和固定收益標的品質放在最重要的地位。

經濟不會永遠持續擴張，而考慮近期走緩的數據，再加上當前景氣循環週期的延長，部分投資人正在為經濟成長明顯放緩(或甚至更糟糕的--經濟衰退)作準備。雖然我們也在追蹤其發展，並認為投資人始終得為陰天做好準備，但我們對最近發布大量預示即將出現負成長的數據保持懷疑態度。如果以企業獲利能力作為衡量標準，我們仍看到一些跡象顯示，美國經濟擴張速度雖較過去兩年來得慢，但仍有進一步的發展空間。

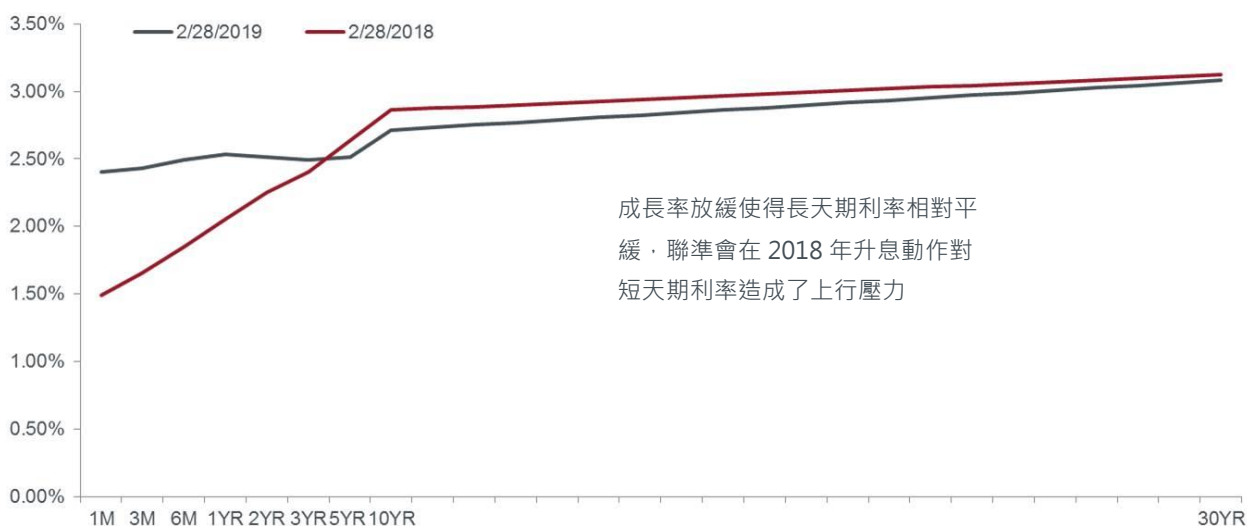
前方有雲，但不是暴風雲

在這種情況下，2018 年第四季美國 GDP 成長率從前一季的 3.4% 降至 2.6%，這也與去年秋天製造業和服務業數據疲軟相呼應。這些經濟數據走緩再加上通膨沒有加速成長，也就部分解釋了為何聯準會逐漸採取鴿派立場。在考量這些擔憂後，央行也調降原先對 2019 年升息的預期，而最近更推測可能會減少其資產負債表縮表的計劃。總結這些發展，意味著聯準會可能感到擔憂。

殖利率曲線反轉情況是如何？

與此同時，美國政府債殖利率曲線前端(front end)發生的反轉也引起了悲觀主義者的注意，因為從歷史角度來看，殖利率曲線的反轉可能表示經濟衰退正在醞釀中。不過，在瞭解到增長放緩與通膨疲弱都在對殖利率曲線末端(long end)施加下行壓力的同時，我們相信有另一個關鍵因素參與了這場“溫和反轉”(目前這僅出現在短/中天期債券上) – 那就是聯準會的利率正常化計劃。事實證明，在這個緊縮週期中，天期較短的債券對聯準會的九次升息動作更為敏感。

圖 1：美國國債殖利率曲線前端出現反轉



資料來源：彭博

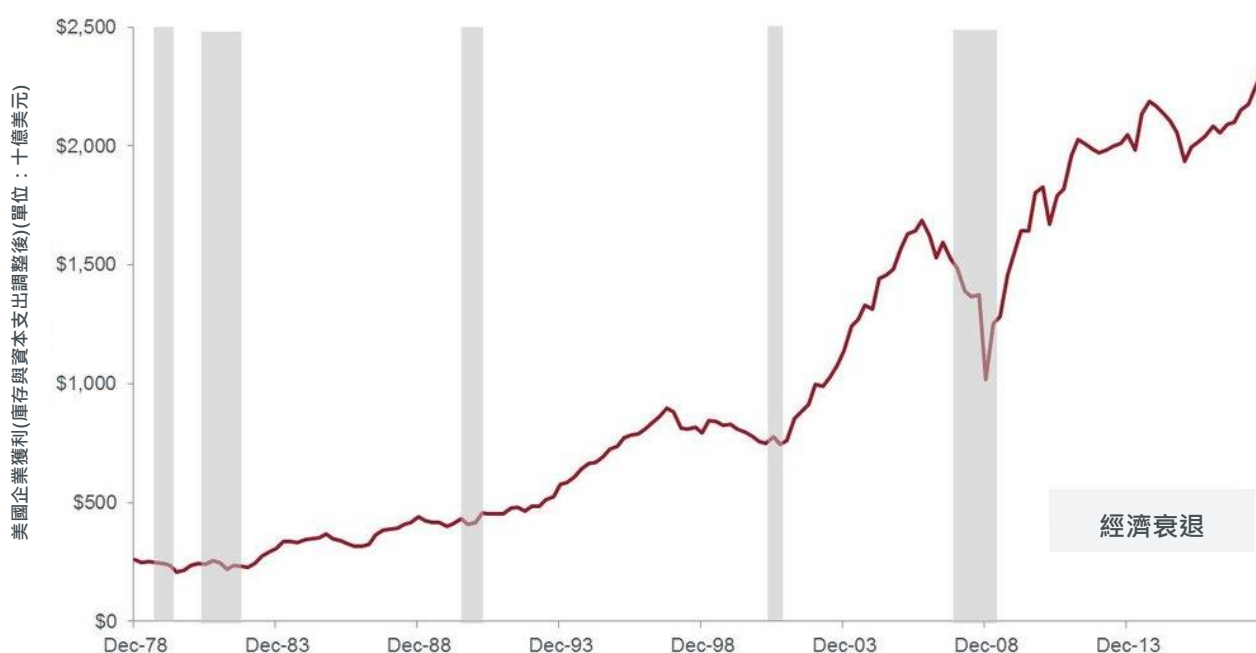
從這樣的角度來看，我們認為殖利率曲線的反轉是一種“市場技術”，因為它主要受到聯準會在政府債市場中日漸疲弱的影響力所推動。此外，雖然殖利率反轉可能預示著衰退即將到來，但負成長到底何時來臨更難以確定。儘管如此，隨著全球經濟增長陷入低迷，以及

英國脫歐等地緣政治風險影響，我們打算觀察長期政府債殖利率的走勢，藉以衡量市場對安全性的偏好走向。

其他觀點：企業獲利

目前有很多因素影響著債券市場，然而推動股票強韌表現的關鍵因素在於公司持續創造獲利的能力。在我們看來，穩健的公司表現是被一些過於悲觀的市場參與者所忽視的一個因素。如下圖所示，從歷史數據中顯示：當公司獲利仍處於上升軌道時，很少發生經濟衰退。

圖 2：美國企業獲利成長



資料來源：彭博

過去幾年的獲利增長明顯加快，雖然我們可能正在接近 (或已經過了) 高峰加速期，但事實上公司仍持續產生獲利，而我們認為這是一個正面的訊號。

手中拿把傘吧

儘管我們認為美國可能不會出現經濟衰退，但我們仍觀察到市場存在了一些可能迅速擾亂美國和全球經濟的因素。因此，我們認為投資人仍應為更具挑戰的環境做好準備。以股票市場而言，投資人應尋找具有商業模式優勢且連結於產業成長題材的公司，同時這些成長題材在

未來幾年可推動全球經濟發展，例如：物聯網和人工智慧滲透率的提升，以及新興市場消費者的崛起。

以債券市場而言，我們認為目前的焦點應該放在品質上，尤其是考慮到信用週期延長。在我們看來，投資人應關注那些基本面良好的公司，這表示了它們可以在經濟放緩的環境中仍履行其義務；另外也可關注那些致力於財務去槓桿化的公司。最後在利率方面，我們認為投資人可以採取全球觀點，在該國央行可能維持利率穩定、或可能降低利率的國家中，來選擇該國債券標的。

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。本基金經金管會核准或申報生效，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。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢 <https://zh-tw.janushenderson.com> /及境外基金資訊觀測站網址 <http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。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。

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。

JHITL0419(7)1219.TW.retail