

駿利亨德森關注焦點：

市場是否又回到了“金髮女孩經濟”？

2019年4月

駿利亨德森全球固定收益主管 Jim Cielinski 針對一些將驅動固定收益市場的總體經濟因素，提出了他的看法。

我們有可能正在進入第二個金髮女孩經濟時期嗎？

我認為不太可能。風險市場現在肯定很想要在“金髮女孩時期”訂定價格，因為該期間通貨膨脹很低，成長緩慢而且穩定，且波動性仍然溫和；但我們現在的處境，卻如同是在刀尖上跳舞。金髮女孩時期在過去曾經奏效的原因是因為各國央行 – 包括日本央行、聯準會與歐洲央行等 – 先前都願意注入數兆美元來實行刺激經濟措施；但是這一次，我們的工具箱中卻缺少了這項關鍵的工具。歐洲央行實際上能做的不多，日本央行也已經完成了大部分工作，而美國聯準會也僅僅是停止緊縮貨幣政策。各國央行不會再走“大規模寬鬆”或“貨幣刺激措施”的那條回頭路了。也就是說，如果我們手中沒有這個工具箱，要想在經濟成長與通膨都恰到好處的窄縫中尋找前進的方向，幾乎是不可能的事情。

美國在川普的稅改中，吃到童話中的“那碗完美的粥”了嗎？又或者美國成長能夠再次穩定下來？

美國市場去年成長太多，也出現了太多有關通膨的擔憂。我們可以用金髮女孩故事中的比喻來解釋該現象 – 這碗粥太燙了。而現在，我們總算看到成長緩和下來；但重要的是，這成長放緩的程度也不能太大。到目前為止，我們見到市場價格反映了對短期經濟惡化的預期；但可不要誤會了 – 這場經濟放緩是全球性的 – 只不過美國先前成長比較多、基期較高而放緩相對明顯。而我認為下半年應該將穩定維持在目前這樣較低的水平。

有可能會見到熊市嗎？

在我看來，若沒有某種程度的衰退，應該很難見到真正的熊市；並且，我仍然認為全球經濟衰退的可能性很小。令人莞爾的是，我們不斷地在‘擔憂通膨過高’與‘害怕經濟衰退’間來回徘徊；然而我們見到一些領先指標已經暗示：投資人應該開始警惕了，但同時又有一些落後指標告訴我們：時候仍然未到。我認為 – 2019 年在聯準會沒有進一步的政策錯誤情況下，我們應該可以避免熊市發生；因為政策錯誤往往是驅動潛在經濟衰退最大的隱憂之一。

但先別高興得太早 - 在經濟衰退可能性相對較高的今天，我們仍見到許多的壓力來源；包括：債務繼續成長，貨幣刺激不再是順風，以及毛利改善的趨勢也正在消退。所以即使獲利仍然強勁，但受到毛利疲軟與不斷成長的債務，使得市場面臨潛在的衝擊。隨著我們進入 2020 年，密切注意信用增長與毛利是否惡化，以及關注像中國這樣的主要成長區域是相當重要的。

中國是全球成長的搖擺因素(swing factor)嗎？

當我審視今年重要的搖擺因素是什麼時，中國絕對在名單上。除了貿易保護主義外，中國也在與經濟成長放緩奮鬥中；雖然中國採取了一系列寬鬆政策，但其規模相對較小；以最近的的措施為例：僅約相當於過去寬鬆週期中的 20%。北京為了刺激經濟已經左支右絀，而我也認為他們的努力能夠扭轉我們目前所看到的經濟放緩局面。雖然中國的成長可能將會比世界上許多地區來得更強勁，但經濟放緩仍將對全球的貿易產生相當的影響。我認為在中國所發生的也將影響風險資產 - 它們近年來刺激了全球約三分之二的信貸成長，這也是全球成長的影響因素。

而這些對利率有什麼影響呢？

很明顯的它們可能會拉低利率，不過我們已經見到利率下行了。目前市場所反映的價格結果多顯示：市場預期幾乎所有央行都將維持利率不變或持續寬鬆。此外，大幅下降的期限貼水 (term premium) 也反映了通膨壓力的下降；也因此，我認為利率已經下降得差不多了。

到 2019 年底前，央行可能不會成為今年的重頭戲。在我看來，聯準會和其他大多數央行很可能在未來 12 個月內也不會收緊或放鬆。因為在某些國家中，政策轉變的門檻太高；而在其他國家中，他們的央行怕是已經忙不過來了。不過這情勢有可能將會改變，隨著各國央行

的“無動作”，現在全球經濟放緩的步調成為關注焦點；這也意味著波動可能會受到許多不同的因素所驅動而持續。依我看來，可能要見到全球經濟進一步放緩，利率才會進一步的大幅降低；而在目前這個階段，我認為在見到全球經濟放緩後，大家可能認為聯準會下一步的行動應該偏向寬鬆，並且目前這個緊縮週期很可能即將結束。

在觀察美國以外市場時，我們也見到了類似的利率下行趨勢；德國與日本殖利率呈現負值；我認為這意味著兩件事：第一、該市場大幅回彈的上漲空間可能相對受限；第二、這讓美國看起來相對具有吸引力。

目前利率仍低並且將維持相對低位，但我認為對於固定收益投資者來說，其關鍵應是要認識到：即使收益率維持低位，也能從其多元性中受益；特別是市場位於週期尾端時，持有固定收益，並且是持有高品質的固定收益 - 無論是短期、中期、還是長期 - 都可以為廣泛的投資組合提供重要的多元化收益。

投資企業債時，投資者應該考慮什麼？

以目前企業債的背景環境來看，很難明確指出到底哪個產業或地區特別的好或特別的壞。然而，有一件事我們可以看出來：那就是出現了分歧。許多發行機構仍採觀望態度，他們辨識出目前存在的相關風險，並且為了去槓桿或是為了更謹慎等各種原因，既而開始關注更多相關機會。但與此同時，有些公司因為相信利率將持續維持低位，並且認為未來成長潛能仍大，它們仍持續提高槓桿比率。

我的看法是，重點不是哪個產業或地區應該引起市場更多的注意，而是要找出那些“作風謹慎”且“對債券持有人友善”的信用商品與風險資產；而符合這樣特點的資產遍佈全球。但同樣地，幾乎在每個地區中，我也見到可能在經濟衰退中造成麻煩的資產。也正因此，我們認為選股(雖然一直以來都很關鍵)於今天的重要性更高於過往。

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。

JHITL0519(2)1219.TW.retail