

駿利亨德森投資觀點：

投資人可能在市場持續輪動中配置失當

2019 年 11 月

駿利亨德森多元另類投資組合經理約翰·藤原 (John Fujiwara) 認為，投資人沒有充分考慮到穩定的美國經濟與通膨可能上升的前景。

重要要點

- 今年秋天，市場表現較佳的板塊從防禦型股票轉向循環型股票，很可能預示著美國經濟前景的改善和早該來臨的通膨壓力上升。
- 如果經濟成長加速，2019 年以來交易的主要動能來源(包括：政府債券，高成長型科技股、與防禦型股票)可能會進一步惡化。
- 由於債券可能會承受壓力，再加上股票的上漲空間相對有限，投資人應考慮通過增加對通膨較為敏感的資產 (例如與傳統資產類型無相關的商品和策略) 的曝險程度，以進一步多元分散其投資組合。

金融市場本質上是複雜的，有無數的市場參與者都用某種定價機制來表達對許多議題的不同觀點。也因此，如果市場似乎比較往某一個特定方向傾斜時，我們就會感到擔憂。而也因為投資人持續在低成長、低通膨的環境中定價，2019 年大部分時間市場似乎都是如此。這種觀點的受益者是存續期商品、傳統上偏防禦型股票產業、以及一直以來都受惠的科技類股。從地理位置上來說，美國擁有健康的消費產業，在已開發市場中處於領先地位。

而隨著更多循環型和價值型類股表現開始優於大盤，9 月份出現了輪動交替並且從上述的資產轉向的跡象。儘管許多人將這一變化歸因於明顯的價格評價差異和空頭回補，但我們認為這可能是市場復甦的開始，原因是這顯示市場更具韌性，並且在等了這麼久之後，通貨膨脹終於開始正常化。

防禦性的群體思考

儘管全球央行盡了最大努力來重振私有部門的活力，但低於趨勢的經濟成長以及疲弱的通膨仍持續了好幾年，這使得投資人懷疑低速成長是否成為新的常態。儘管 2017 年的美國稅制改革為風險性資產短暫地提供了上漲動力，但今年中美貿易戰的升級卻使得烏雲再度出現。隨著聯準會 2019 年決議三度降息以扭轉局勢，更加劇了市場擔憂。

貿易因素、其他地緣政治風險、以及商業週期的延長，促使投資人盡可能的在任何地方尋求安全性和成長性；而這也造成了一種有趣的現象：就是 2019 年股市報酬率較強勁的板塊，大多數來自於傳統上定義的防禦型類股，包括了核心消費與公用事業等產業類股，以及其他在橫跨整個商業週期都能夠產生穩定現金流的公司；其他還包括長線成長的創新科技公司。美國經濟仍屬相對強勁（主要由個人消費力驅動）以及該國金融市場所提供的流動性，都使得美國成為受歡迎的投資目標。這樣看來，美國股票就成為全球具防禦性質交易的首選。相反地，新興市場則因為人們擔憂貿易流量放緩而受到懲罰，而在這樣的擔憂下，即使受到美國國債殖利率下降而可能帶來任何助益，那些助益可能也被擊潰了。以投資風格來說，要觀察市場是否失衡，我們會透過計算價值型類股票相對於成長股票的空頭部位之比率來觀察。

從近乎崩盤到可能多頭

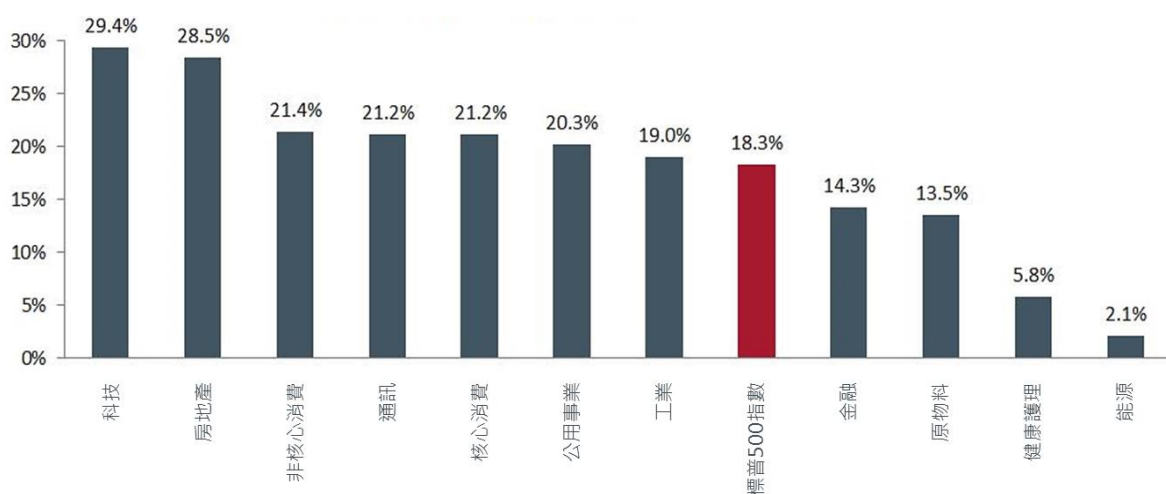
從夏天的尾端以來，這樣的不平衡現象開始出現修正的跡象。投資人對美國 10 年期國債殖利率約 48 個基點的漲幅，僅僅是聳了聳肩；另一方面從聯準會得到的暗示是：是否會暫停降息也呈現未知數。這與去年 12 月時，投資人對聯準會持續正常化(normalization)的計畫而過度興奮，恰恰呈現了鮮明的對比。自聯準會在今年 10 月份“鷹派”降息以來，許多美國主要股市指數創下了歷史新高，企業信用殖利率與無風險指數之間的利差也已大幅縮窄。

與年初的反彈不同，從前被忽視的類股本次擔任了領漲的角色，其中包括傳統循環型金融類股、工業、與原物料等類股；而公用事業與核心消費類股則表現落後。此外，價值型類股的復甦也是支撐金融類股的動力，這與長期以來價值型類股落後於成長型類股的趨勢背道而馳。

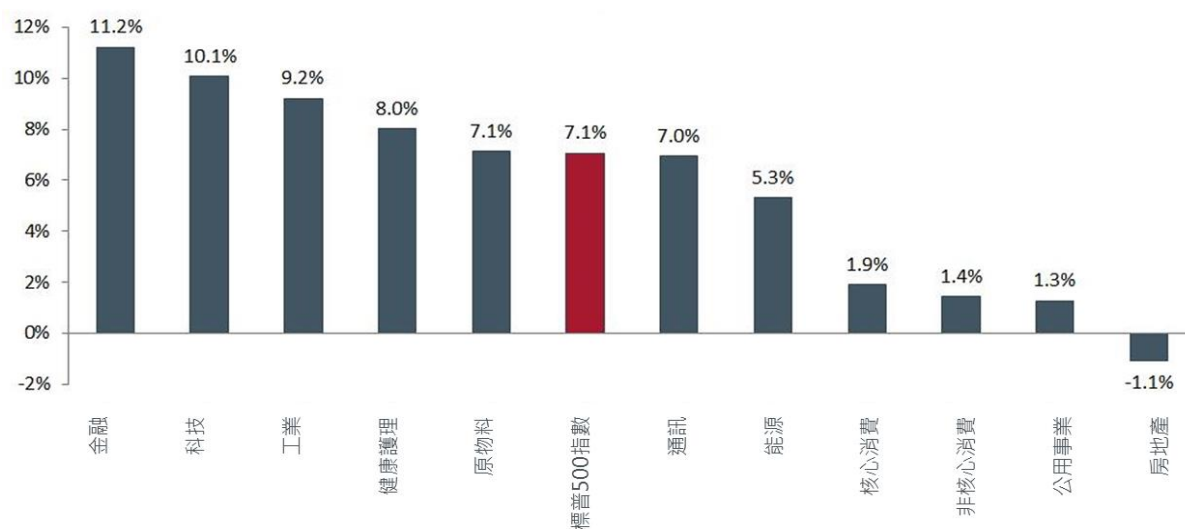
圖表 1：2019 年標準普爾 500 指數產業報酬率

在被循環型市場版塊取代之前，傳統防禦型產業、科技與具韌性的消費產業在 8 月份之前帶領了股市上漲。

年初以來至 2019 年 8 月 30 日



2019 年 9 月 3 日至 2019 年 11 月 15 日



資料來源：彭博，產業權重依 GICS 分項分類。

循環型與價值型類股表現領先暗示了一個更為良好的經濟前景。此外，對於貿易戰可能即將會有解決方案的樂觀程度也日漸上漲。除了貿易戰這個可以說是美國自己加諸於自己身上的傷口之外，美國的經濟背景仍然牢固，製造業和服務業採購經理人指數均顯示出觸底回升的跡象，企業獲利也超出預期，而消費者力道也在健康的就業市場的支持下表現出韌性。

迎頭趕上

我們的觀點是，如果不能證明對貿易發展樂觀是短暫的，那麼目前的經濟環境為風險性資產的反彈奠定了良好基礎。經濟展望的改善可能會有利於近期表現優異的循環型產業。同樣地，剔除了短期逆風因素後，也可能為價值型類股提供了喘息的機會，以尋找更多的催化劑來提高其價格評價。至少，殖利率曲線開始轉為陡峭應該有助於銀行獲利，而相關類股也是價值型類股中比重很高的一部分。

通貨膨脹不再抽象

有利於風險性資產的這些條件也同樣有利於通膨上漲。我們不預期通膨會失控地上漲，但是在通膨持續低於趨勢之後，年化物價上漲幅度最終可能會接近聯準會的 2.0% 目標。除了工資上漲所導致價格上漲帶來的風險外，大宗商品價格在疲軟了五年後，也導致原物料生產商降低對新項目的投資；而在這種未充分投資的時期，一旦需求回漲，就可能導致價格震盪。另一個較少被注意到影響的通膨因素可能是：公司用完了先前因貿易戰而購買的低價庫存，而現在必須得用更昂貴的原物料和半成品代替。

圖表 2：以債券市場為準的美國通貨膨脹指標

儘管仍低於 2018 年水平，但市場已經較能消化較高的名目國債殖利率與以債券市場為準的通膨預期。



資料來源：彭博，截至 2019 年 11 月 15 日。

從總體經濟角度來看，金融危機之後的這段時間中，這些所被創造出的貨幣數量引起了通貨膨脹。而導致通貨膨脹下降的一個因素是，在經濟中貨幣的流通速度遠低於其長期平均水平。考慮到金融系統中擁有大量貨幣，只要流通速度稍稍增加即可能引發通膨意外。但也許最重要的是，聯準會表示在考慮恢復升息之前，願意讓通膨維持高於目標一段時間。

配置不佳

我們認為從通膨的角度看來，市場的處境挺危險的。在許多領域，通貨緊縮儼然已經成為教條。然而，從近期循環型股票的表現以及美國國債殖利率上升等證據看來，原本就已經很緊繃的勞動力市場可能進一步突飛猛進的成長，而這將使得志得意滿的投資人感到措手不及。如果今年秋天的市場輪動被證明是有充分根據並可能持久的，那麼投資人現在爭先恐後地從防禦型部位出場，以及回補先前看空價值型類股的賭注，都可能會加快這場典範轉移。

2020 年該輪到誰了？

也因此我們認為，2020 年的市場表現可能與 2019 年大部分時間的表現大相徑庭。最重要的是，比較容易從高利率環境受益的產業與資產類型，目前看起來處於較有利位置。相反地，

押注於存續期較長的商品的風潮(至少在美國是這樣)可能將告一段落。隨著低利率的抑制作用減弱，各個資產類別的波動性可能會增加。

目前股市處於新高水準，我們認為整體來說其上漲空間有限，但這也掩蓋了更多細微的機會。除了循環型、價值型和新興市場股票能有更大的空間以外，那些能夠轉嫁價格上漲的公司在通膨率較高的環境中，也能夠有不錯的表現。

跳脫思考框架

如果從“另類投資”的角度看待大宗商品的話，它們的分散好處（尤其是在通貨膨脹上升時期）可能為一個 60 股票/40 債券的投資組合提供具價值的助益。有鑑於目前市場正形成一個對債市來說相對挑戰、對股市來說漲幅可能受限的局面，如果到 2020 年(甚至更長時間)經濟週期延續良好，那麼瞄準提供與市場無相關性報酬率的這些投資策略，就可能被證明是抑制投資組合波動性最有效的工具。

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。

投資基金一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。JHITL1219(4)1220.TW.retail