



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部投資總監

「兩黨勢均力敵的新政局，降低了政策急轉彎的機率，選前預期的『藍色浪潮』情境不致成真」。

- 由於美國政府未來可能呈現兩黨勢均力敵局面，今後稅率恐將上調的潛在經濟阻力終告解除。
- 隨著多種不同的新冠肺炎疫苗出現曙光，2021 年美國經濟成長可望意外走揚。
- 鋒裕匯理預估 2021 年底前的 10 年期公債殖利率可能達到 1.00%-1.25%，反映境外需求抑制了可能走揚的長期利率。
- 據研判，股票的吸引力將持續高於固定收益證券，因為截至 11 月的盈餘收益率均高於投資等級公司債的殖利率，至於股利收益率與 10 年期美國公債殖利率之間也呈現了 1950 年代以來最大幅的落差。
- 兩黨分治的僵持政府，固然確保了民主黨的急進改革不致成真，包括「綠色新政」(Green New Deal) 在內，不過拜登新政府仍有可能緊縮各項管制，迫使企業儘速改善自身 ESG 狀況，預期 ESG 投資動能應可持續。

兩黨勢均力敵，催生市場利多

拜登確定當選美國第 46 任總統之後，仍然必須面對分裂的國會版圖，敵對的共和黨則依然在參議院佔有過半席次。如同美國的金融市場，美國選民似乎也偏好權力平衡。縱使川普總統在許多州都提出了異議跟訴訟，拜登確認當選的結果預料不會再有變動。

兩黨勢均力敵的新政局，降低了政策急轉彎的機率，選前預期的「藍色浪潮」情境不致成真。拜登就職後，可望迅速通過新一輪的財政振興措施。預期財政方案總額將達到相對有限的 1 兆美元，投入新冠肺炎相關的具體支援項目，以及特定的民主黨政見提案。拜登不太可能真正落實先前主張的加稅方案，為企業盈餘成長移除一大潛在阻力。2021 年的全球經濟成長與投資市場更重要關鍵，在於 Pfizer (輝瑞)、Moderna (莫德納) 及 AstraZeneca (阿斯特捷利康) 等藥廠可望量產的疫苗，這些都可能形成美國乃至於全球經濟的分水嶺。疫苗順利供應的前景可望推升近期的投資人信心，而有效的疫苗則是 2021 年經濟活動恢復正常的必要因素。

美國經濟成長可能意外走揚

雖然未來數月內美國經濟成長的改善率可能略為趨緩，但 2021 年經濟成長可能意外走揚。在製造、汽車及房市的支撐下，失業率更加快速下降，應當有助於緩解近期為了新冠防疫而施行之各項限制措施與其相關負面影響。美國失業率自 4 月的 14.7% 高點下降至 11 月的 6.7%，顯示今年稍早的偏高失業率屬於暫時性；單就這點來說，目前仍有 30%-40% 的失業人口被視為單純的無薪假員工。特定產業的失業人口確實有所銳減，包括了：製造業 — 10 月份 ISM 採購經理人指數達到兩年來的高點 59.3；汽車業 — 消費者促使國內年銷售量增長 1,560 萬單位

「2021 年經濟成長可能意外走揚。」

「只要能在 3 月份之前廣泛供應有效疫苗，就有機會促使經濟重啟並復甦，遠超過先前漲升行情所反映的升幅。」

¹；房市 — 待售成屋與新屋銷售量達到十四年來的高點²。就房市而言，值得注意的是房市約占美國 GDP 的 15%，而重災區產業 (包括娛樂、休閒、住宿和餐飲服務) 在新冠肺炎疫情爆發前約占 GDP 的 4%。Pfizer、Moderna 與 AstraZeneca 等藥廠可望推出疫苗的消息，象徵著美國經濟重返雄風的重大時刻。預期疫苗將會對於近期的市場信心產生正面影響，更重要的則是揭示了景氣將會在 2021 年逐步恢復常態。假設於 3 月前廣泛供應疫苗，且具有合理的耐久性和高接種率 (接種率與疫苗效能具備高度相關，而 Pfizer 預估疫苗效能高達 95%、Moderna 為 94.5%、AstraZeneca 為 90%)，成功的疫苗應能促使經濟重啟並復甦，遠超過先前漲升行情所反映的升幅。重新回暖的消費需求，或能促使疫情打擊過後的服務業大舉復甦，例如旅遊、娛樂、住宿和餐飲服務業。考量到美國防疫援助法 (Cares Act) 振興措施僅支出 29%，清償債務佔 35%，以及儲蓄剩餘的 36%，消費者仍有相當可觀的支出能力。而 36% 的儲蓄額，則是美國個人儲蓄率 14.3% 依然偏高的重要功臣。製造業、汽車業與房市料將持續正向動能。

如果美國最終成為兩黨分治局面，經濟成長可望受惠於拜登政府上路初期所通過的擴大財政振興措施，規模料將達到 1 兆美元左右。這樣的規模固然明顯低於先前預期的「藍色浪潮」勝選後結果，預期相關方案可望結合新冠防疫的相關振興措施以及拜登政見的若干要點，包括基礎建設支出的加碼在內。

拜登兌現政見受限

在「藍色浪潮」的民主黨大勝情境當中，拜登原本打算在十年內支出高達 8 兆美元，財源來自於加稅的 4 兆美元。兩黨分治的新政府，意味著拜登頂多針對陸運及海運的部分基礎建設支出達成協議，金額可能遠低於 1 兆美元。共和黨不太可能同意拜登提議的絕大多數增稅方案，尤其是公司稅率從 21% 調高至 28%。

拜登僅能運用行政命令的權力，影響既有管制的嚴格程度。由於對抗氣候變遷成為優先課題，今後若是採取新管制措施限制石油鑽探與甲烷排放量，也不令人意外。預期拜登政府亦將重新回歸巴黎氣候協議、授權新的燃料效率標準、擴大電動車輛的補助，以及提供再生能源信用額度。拜登也有可能強化金融機構規範與金融執法的嚴格程度；這方面的加強管制成本，甚至可能逼近歐巴馬政府時期公布的數據，每年約為 1,000 億美元，佔美國 GDP 的 0.5%。

最後，鋒裕匯理預期聯準會將持續致力於寬鬆貨幣政策，尤其考量到未來幾個月裡的額外財政振興措施有限。研判後續聯準會可能從目前的 12 月底截止日期，延長所有的資產收購方案。由於改採以平均通膨率為目標 (AIT) 的政策，未來幾年裡可望維持「長期低利率」，繼而為經濟活動提供支撐，尤其是對利率敏感的汽車業及房市。

¹彭博、美國汽車銷售總量 (季節調整後年率)，2020 年 11 月 30 日，Wards Automotive Group。

²彭博、全國房地產經紀人協會、成屋銷售量 (季節調整後年率)，2020 年 10 月 31 日。

「預估 2021 年底
前，10 年期公債殖
利率可能達 1.00%-
1.25%。」

「預期 2021 年通膨
率僅小幅走揚。」

美國公債殖利率曲線可能轉趨陡峭，主要反映成長前景好轉，促使實質殖利率走揚。預估 2021 年底，10 年期公債殖利率可能達到 1.00%-1.25%。市場參與者推測，一旦 10 年期公債殖利率突破 1.25%，聯準會就可能借助殖利率曲線控制手段，但鋒裕匯理認為美國境外的外資，尤其是亞洲投資人，將協助抑制長期利率，原因在於外資渴求優質殖利率，以及全球 30% 的政府公債殖利率為負值。

聯準會降息與承諾維持低利率導致殖利率差距瓦解，再加上美國雙赤字擴大，可能造成中長期內美元走貶。由於拜登承諾擴大支出，財政赤字必定擴大；而在國會分裂的情況下，也很難顯著逆轉前朝川普的減稅方案。根據鋒裕匯理專有的合理價值模型，美元匯價依然遭到高估。

通膨料將持續遭抑制

鋒裕匯理認為在 2021 年第二季通膨率可能暫時性超過 2%，原因在於 2020 年 3 月和 4 月新冠肺炎封城期間價格暴跌所產生的基期效應。但整體而言，2021 年通膨率應該只會小幅走揚。消費者物價指數的關鍵成分（包括住房與醫療保健成本在內），可能溫和延續近期走勢。住房成本降低反映的是租金下滑，因為新冠肺炎疫情期間勞工離開了高成本的都市，不是因為失業而搬回家，就是改採遠距工作而搬到市郊或鄉郊地區。受惠於美國防疫援助法的相關政府補助，在疫苗推出之後，隨著危機的消除，暴增的醫療保健成本可望恢復正常。從更廣泛的層面來看，通膨局勢仍屬溫和，因為失業率仍居高不下，且截至 2020 年 10 月產能利用率為 72.8。以就業成本指數 (ECI) 計算（鋒裕匯理認為這個指數是更加理想的指標，排除了新冠肺炎疫情相關的扭曲失真），薪資通膨相對遭到抑制，第三季從今年第一季的 2.8% 下滑，較去年同期成長 2.4%。

美國就業成本指數



資料來源：Amundi Asset Management、Bloomberg，資料日期：2020 年 9 月 30 日。

中長期而言通膨率可能走揚，助力來自於全球成長率改善、美元走貶，以及 AIT 政策促使聯準會延續溫和立場。

市場展望

「美國投資等級與高收益債市場略具吸引力，新興市場主權債與貨幣則比價值股更值得矚目。」

「2021 年公司債市場可望持續縮窄利差與獲得正值報酬率。」

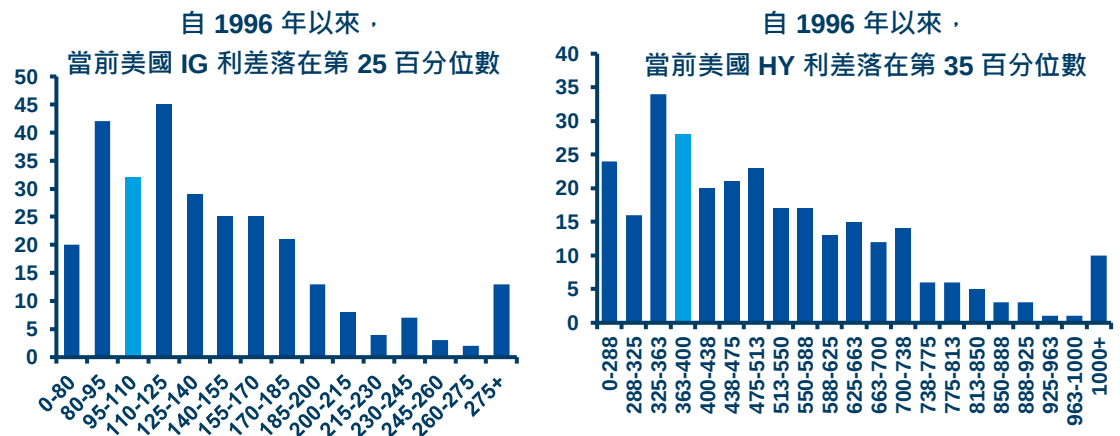
固定收益市場

隨著殖利率曲線轉趨陡峭，較長年期的政府公債可能承受虧損，但 2021 年公司債市場可望持續縮窄利差並獲得正值報酬率。信用市場應受惠於強勁的助力，包括全球和國內經濟成長復甦、寬鬆的貨幣政策，以及全球市場追求殖利率的需要。縱使聯準會的美國公司債券收購相對受限（迄今為止實際收購公司債券和 ETF 的金額約為 136 億美元，³ 合併額度達 7,500 億美元），聯準會的「進場」對於投資人信心和利差都有相當大的正面影響。這兩項機制料將在 2020 年 12 月 31 日到期，但未來若有必要，很可能會迅速重啟，以協助穩定信用市場和經濟成長。

企業盈餘可望受惠於經濟成長走揚，以及稅務展望穩定。在第三季期間，企業盈餘已經意外出現十年來最大的漲幅。92% 的 S&P 500 企業已公布第三季盈餘，其中高達 84% 的成績優於 EPS 預估值⁴。鋒裕匯理認為美國投資等級與高收益債市場略具吸引力，新興市場主權債與貨幣則比價值股更值得矚目。新興市場方面，亞洲證券和貨幣可能表現優越，同時中國的經濟發展將繼續引領全球擺脫衰退。

截至 2020 年 11 月 30 日，美國投資等級利差回到 101 基點，遠未達長期平均值 150 基點，但仍高於 2019 年底出現的近期低點。高收益市場的 397 基點利差，約在長期平均值以內的 100 基點，較 2020 年初的水平高 75 基點。此外，鋒裕匯理預期 2021 年違約率將下滑。然而，高收益市場的殖利率卻達到歷史新低，僅約 5%。

美元計價投資級 (IG) 債與高收益 (HY) 債利差



資料來源：Amundi Asset Management、Bloomberg，資料日期：2020 年 11 月 30 日。每月資料相對於彭博巴克萊指數之分析。直方圖顯示各利差區間的每月總數。

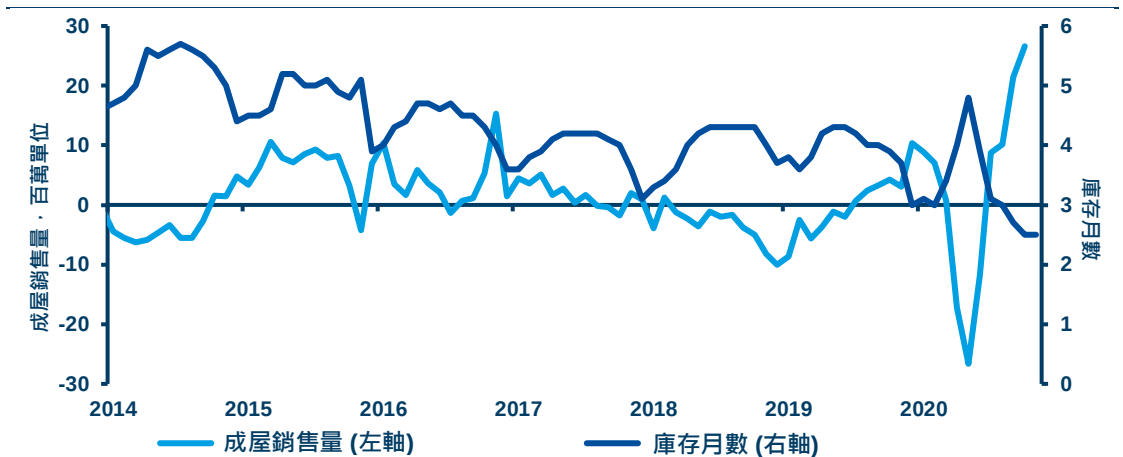
³ 彭博、聯準會，資料日期：2020 年 11 月 11 日。

⁴ 彭博，資料日期：2020 年 11 月 12 日。

「美國房市相關的證券化市場尤其具有吸引力。」

鋒裕匯理認為，美國房市相關的證券化市場尤其具有吸引力，反映出 14 年來的最熱絡房市。房價較去年同期成長超過 6%，原因在於需求強勁、庫存緊縮，以及利率達到新低點。需求的動力來自於千禧世代（因其逐漸達到家戶組成的年齡高峰），以及勞動力搬離高成本都市及國家並改採遠距工作的趨勢（新冠肺炎疫情加快了這樣的發展）。由於失業率下降，消費民眾重振財務基礎，房貸擔保證券的寬限率自 5 月達到高點以來跌幅亦達 50%。

住宅銷售量高，庫存量低



資料來源：Amundi Asset Management、Bloomberg。住宅銷售量資料日期：2020 年 10 月 31 日，庫存資料日期：2020 年 11 月 30 日。

股市

「鋒裕匯理認為股票的吸引力將可能持續高於固定收益債。」

鋒裕匯理認為股票的吸引力將可能持續高於固定收益債，因為截至 11 月 30 日盈餘收益率均高於投資等級公司債的殖利率，至於股利收益率和 10 年期美國公債殖利率之間也呈現了 1950 年代以來最大幅的差距。鋒裕匯理亦認為 2021 年經濟復甦可望促進市場輪動，從大型成長股轉向更具景氣循環性質的成長股與景氣循環價值股。

投資級信用債殖利率 (YTW) 與 S&P500 追蹤獲利收益率



資料來源：Amundi Asset Management、Bloomberg 及 Barclays。資料日期：2020 年 11 月 30 日。SD：標準差 (Standard deviation)

長期而言，美股的表現可能超越美國以外的已開發市場，基於一個簡單的理由：**美股的獲利能力更優越**。2019 年以羅素 1000 指數衡量的美國股市資產報酬率為 2.9%，MSCI EAFE (歐洲、澳洲、遠東) 指數的報酬率為 1.3%。獲利能力更上層樓，意味著美國企業的資本更加充沛，並透過再投資促進事業拓展，及/或透過股利及股份回購的形式回饋股東。不過**近期內，美國以外股市可能受惠於成長率改善的助力，反映中美兩強雙雙領漲的走勢、疫情強度逐漸降低，以及市場從成長股輪動至景氣循環股。**

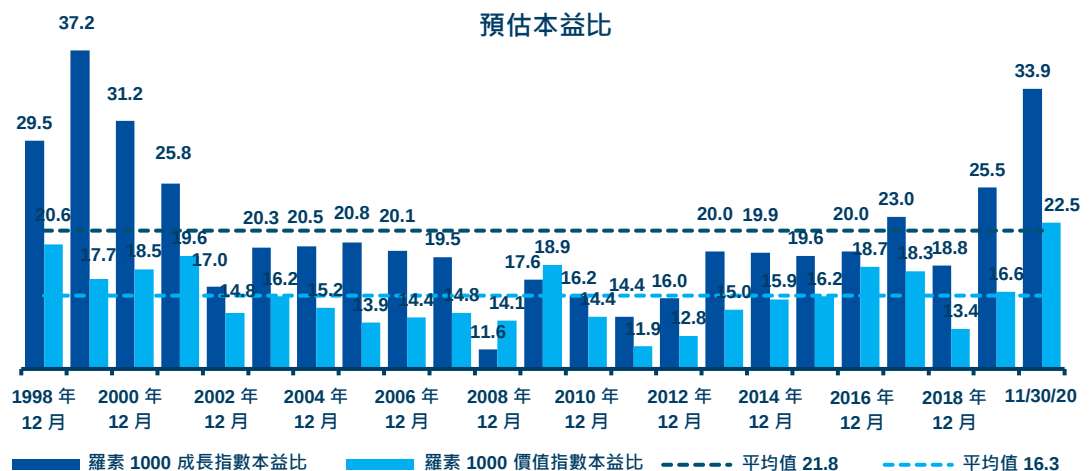
「**2021 年價值股的表現可望超越成長股，成為經濟復甦、基礎建設支出增加，以及利率敏感度降低的受益者。**」

2021 年景氣循環股與價值股的表現可能超越成長股

2021 年價值股的表現可望超越成長股，成為經濟復甦、基礎建設支出增加，以及利率敏感度降低的受益者。依據截至 2020 年 11 月 30 日的彭博資料，在羅素 1000 價值指數及成長指數中，價值股相對於成長股的交易價為本益比折價 12 個百分點 (22 倍 vs. 34 倍)，是 2000 年以來最大的評價差距。

隨著經濟復甦站穩腳跟，預期 S&P 500 指數將擴大景氣循環股的市場參與度，其中價值指數的代表性較高。此外，拜登新政府的基礎建設支出，料將格外顯著惠嘉景氣循環股。最後，**成長股的利率敏感度較高，反映其依賴長期未來盈餘的程度超越價值股，故而在殖利率曲線轉趨陡峭及貼現率攀升之際的價值股可能受創較重。**相反地，金融類股 (在價值股投資範圍內舉足輕重) 則可能受惠於殖利率曲線轉趨陡峭。

成長型 vs. 價值型評價



資料來源：Amundi Asset Management、Bloomberg，資料日期：2020 年 11 月 30 日。以羅素 1000 價值指數衡量美國大型價值股的表現，以羅素 1000 成長指數衡量美國大型成長股的表現。

投資人應考慮在美股曝險部位內從超速成長股 (過於高估)，移轉至價位合理的穩定成長股 (例如：醫療器材股) 與優質價值股 (例如：工業自動化、包裹快遞)。

ESG 投資可能受惠於拜登政府執政

拜登已指定「氣候變遷」為其四大優先要務之一，最後可能擴及投資領域，更著重於 ESG 使命與企業 ESG 概況。拜登的多項優先政策，理當促使企業的 ESG 進一步改善，尤其是環境或勞工政策相關的部分。兩黨分治的僵持政府，固然確保了民主黨的急進改革不致成真，包括「綠色新政」(Green New Deal) 在內，不過新政府仍有可能緊縮各項管制，迫使企業儘速改善自身 ESG 狀況。話雖如此，兩黨分治的政府料將採取更加溫和漸進的環保政策，有機會為美國的長期營收成長、營業利潤及資本效益帶來最大的經濟成果。鋒裕匯理認為這樣的結果也許可以解釋當前美國 ESG 動能日益增加的現象。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路 5 段 7 號台北 101 大樓 32 樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

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。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。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為 Amundi Group 之成員【鋒裕匯理投信獨立經營管理】