

面對俄烏衝突危機，美國經濟與市場韌性抗跌



Vincent MORTIER
集團投資總監



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部投資總監

共同執筆人：

Claudia BERTINO
鋒裕匯理研究所
投資洞察主任

Laura FIOROT
鋒裕匯理研究所
投資洞察副主任

「美國經濟展現絕佳韌性。第四季 GDP 成長強勁，主要源於庫存累積，消費方面則略為減弱。」

- **市場評估：**適逢俄羅斯揮軍烏克蘭，美國股市起初呈現負面反應，不過目前已重返戰前水準；美股波動程度遠低於歐股，原因在於歐洲的戰事危機與經濟衰退曝險更加顯著。政府公債方面，各種天期的美國公債價位迅速調整，就我們看來，不宜將 2 至 10 年期美國公債的反轉視為衰退訊號，至於我們認定更具可信度的指標 — 3 個月至 10 年利率差 — 則大致維持正向。
- **經濟展望：**美國面對俄烏軍事危機，展現格外穩定的抗跌韌性，勞動市場亦屬健全，持續帶動今年的經濟成長，未受制於通膨壓力持續升高。另一方面，歐洲則因危機受到全面性衝擊，2022 年經濟成長料將明顯減速。中國狀況類似，由於當地疫情持續滲透，「清零」政策成效有限，我們據此調降了 2022 年中國經濟成長的預測數字。
- **貨幣政策：**歐洲央行 (ECB) 與美國聯準會 (Fed) 因應通膨升溫的速度較慢，尤其是歐洲央行，政策的正常化回歸進程也因戰火趨於複雜。我們預期，央行將繼續升息、量化緊縮，不過歐洲央行的速度將略遜於美國。
- **主要信念：**通膨仍是推動投資組合建構的關鍵主題，股票仍然備受青睞，特別是美國，經濟抗跌韌性增強，盈餘成長可望保持正值。不過，在這個方面，投資人應避免各種高度曝險於升息趨勢的資產，轉而尋求價值股與優質股當中的投資機會。維護利潤的能力至關重要，特別是在今年下半年及 2023 年，公司的訂價能力也將成為這方面的關鍵。債券市場走勢迅猛，務須採取策略性存續期策略，不過目前存續期已較數週前延長。殖利率曲線的短天期部位目前似乎格外具吸引力，原因在於價位已大致反映聯準會的升息週期，並將進一步調整價格。美國房市走強，相關的證券化市場尤其洋溢吸引力。

自烏克蘭衝突爆發以來已屆滿 1 個月，市場經歷初期的全面性震盪後，最近幾週的情況已轉為樂觀，由於預期貨幣政策將轉趨積極，利率普遍走高，例如美國 10 年期公債利率已達到 2.5%。股市也已重回爆發衝突前的水準，原物料固然仍有波動，不過整體而言已略為降溫。俄烏兩國的停火談判陷入僵局，市場的關注焦點遂轉向其他議題，包括當前通膨環境的發展與預期中的央行對策。歐元區全年通膨率在 3 月達到 7.5%，較 1 月的 5.1% 明顯增加；美國方面縱使景氣比歐洲更穩固，通膨率也同樣在 2 月幾乎突破 8%，攀上 40 年來最高水準。

總體經濟：美國經濟持續穩步成長

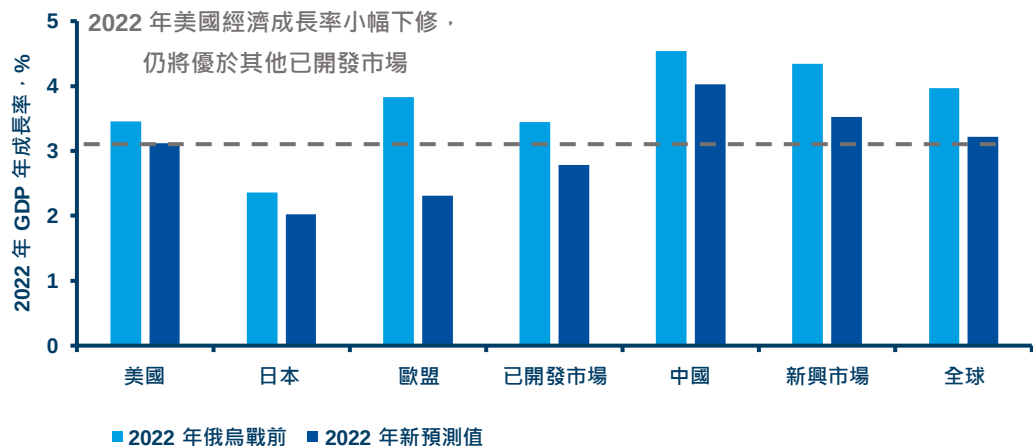
在當前背景下，美國經濟展現絕佳韌性，第四季 GDP 成長強勁，主要源於庫存累積，消費方面則略為減弱。由於通膨壓力顯著，我們可以預期消費活動將有所下降，能源價格較去年同期大漲，房市亦然，漲幅可能抑制消費活動。

「今年的關鍵要素之一始終是新冠疫情好轉，感染人數已經開始下降，如今，主要的疑慮來自通膨陰霾揮之不去。」

另一方面，美國消費者財務現況優於疫情爆發之前狀況，儲蓄率偏高，再加上勞動市場強勁，人力短缺，待補職缺達 1,100 萬人次，失業人數則低於職缺的一半。雖然經濟成長可能時而放緩，不過我們認為，2022 年不會陷入經濟衰退。今年內製造業預期亦將有亮眼表現，特別是汽車產業亦有庫存不足狀況。同樣地，各國政府狀況也頗為良好，去年財政振興措施的待支出餘額相當可觀，地方政府銀彈充足。製造業、剩餘消費支出、政府開支，加上累積庫存，確保美國經濟今年走勢理想。整體而言，我們預期 2022 年美國地區經濟成長率上看 3%，較年初時的預測略為下修。

今年的關鍵要素之一始終是新冠疫情好轉，感染人數已經開始減少。如今，主要的疑慮來自通膨陰霾揮之不去，聯準會原本預期，此時通膨應已開始下降。除了數次遭遇單日波動外，各地市場的價格已大致反映烏克蘭戰事帶來的衝擊，儘管如此我們仍然審慎防範尾端事件（例如停火或情勢進一步升級、波及北約成員國等）。截至目前，俄烏兵戎衝突在各方面的進展有限，僵持不下的局勢也已反映在市場表現上。

2022 年 GDP 成長率預測



資料來源：鋒裕匯理研究所(Amundi Institute) 預測，截至 2022 年 3 月 24 日與 2022 年 2 月 14 日比較。

「我們預期今年的美國 GDP 成長率約達 3%，較年初時的預測略為下修。」

相形之下，歐洲展望略顯失色。我們對歐元區的 2022 年成長率預測也調整為 2.3%，比 1 個月前的預測值調降將近 1.5%，理由是預期經濟成長放緩速度會比戰前更加顯著。同時我們也發現，原物料短缺與供應鏈中斷帶動了通膨壓力，今年的歐元區消費者物價指數 (CPI) 預期上調為年成長 6.3%，同期美國則為 6.9%。尚待釐清的一大疑慮是歐洲會不會陷入停滯性通膨，究竟屬於暫時現象亦或即將進入新時期。最終，通膨走勢足以左右歐洲央行的政策。另一個問題則與是否擴大財政支出有關，尤其是在能源轉型與國防方面，以及國防支出的資金分配速度。我們必須耐心等待各種環境考量的普及速度，以及政府支出還剩多少餘裕。整體而言，歐洲的情況比美國更加脆弱。

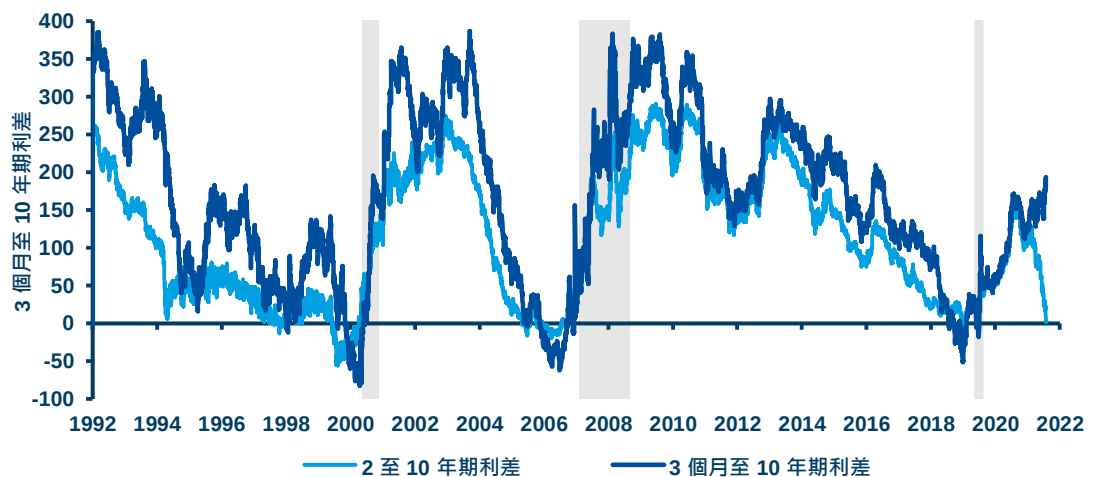
我們也將中國今年的經濟成長率調降至 4%，這主要反映了中國境內的新冠疫情變化；在完成新一輪疫苗有效施打之前，中國政府料將繼續奉行嚴厲「清零」，如此一來勢必衝擊經濟成長、貨品與原物料正常供應。

「殖利率調整導致 2 至 10 年期殖利率曲線在 3 月底短暫倒掛，這點雖然被某些評論家解讀為衰退風險攀升，不過我們認為，如此判斷仍嫌言之過早。」

市場：焦點轉向通膨與貨幣政策

聯準會於 3 月份首度升息，成為今年初的主要新聞，而最重要的莫過於各界對於聯準會的升息預期也歷經了迅速調整，市場固然同樣以終端聯邦基金利率（介於 2-2.25%）馬首是瞻，不過我們預期，升息主要集中在前端，此後一直到年底的升息次數則較少。目前市場價格反映年內升息幅度總計不到 200 基點，而且殖利率調整導致 2 至 10 年期殖利率曲線在 3 月底短暫倒掛，這點雖然被某些評論家解讀為衰退風險攀升，不過我們認為，如此判斷仍言之過早。除非聯邦基金利率遠高於 2 年期利率，否則美國經濟不太可能大幅放緩、甚至陷入衰退。我們偏好關注 3 個月美國公債，相較之下，10 年期公債則因聯準會落後差距拉大，形成潛在的衰退指標，2022 年殖利率曲線轉趨陡峭。

殖利率曲線與衰退



資料來源：鋒裕匯理研究所(Amundi Institute)、彭博，截至 2022 年 3 月 28 日。圖表中的灰色陰影部分代表過往衰退時期。

至於政策正常化的進度，聯準會在最近一次的記者會上僅僅釋出了資產負債規模調整的相關訊號，並未提供更多詳情。在正常情況下，我們預期，聯準會將透過部分現有措施退場、削減現金流與房貸頭期款來加速執行量化緊縮，在無須主動出售資產的情況下推動縮表。綜合以上措施，今年的升息幅度可望再增加 25 基點。

「整體而言，我們認為現今通膨情況比過去 15 至 20 年間更加艱困。」

另一方面，歐洲央行面臨艱難的任務，必須在區域經濟活動疲軟與通膨對策之間審慎拿捏，歐洲通膨情形與美國幾乎不相上下。目前短期利率仍呈負值，這原本是抑制通縮的手段，因此並不適合當前環境。歐洲央行總裁拉加德預期今年內將升息 2 次，如此一來，也只是回升至零利率，仍然屬於寬鬆水準。在緊縮方面，歐洲央行依舊苦於資產負債表問題，縱使後續已有縮表打算，不過縮減的速度更顯緩慢。事實上，現今歐洲國家仍無力消化升息，原因是疫情期間呈現赤字、債台高築，以及先前在經濟成長持平期間執行的財政支出政策。更重要的是，一定程度的通膨（約 4-5%）可用於有效減債，最終這一點將演變為政治議題，拉加德總裁勢必面臨艱鉅挑戰。

整體而言，我們認為現今通膨情況比過去 15 至 20 年間更加艱困。由於俄烏戰火波及歐洲其他國家，以及原物料短缺（特別是能源），供應受限的問題需要更多時間才能解決，我們預期通膨

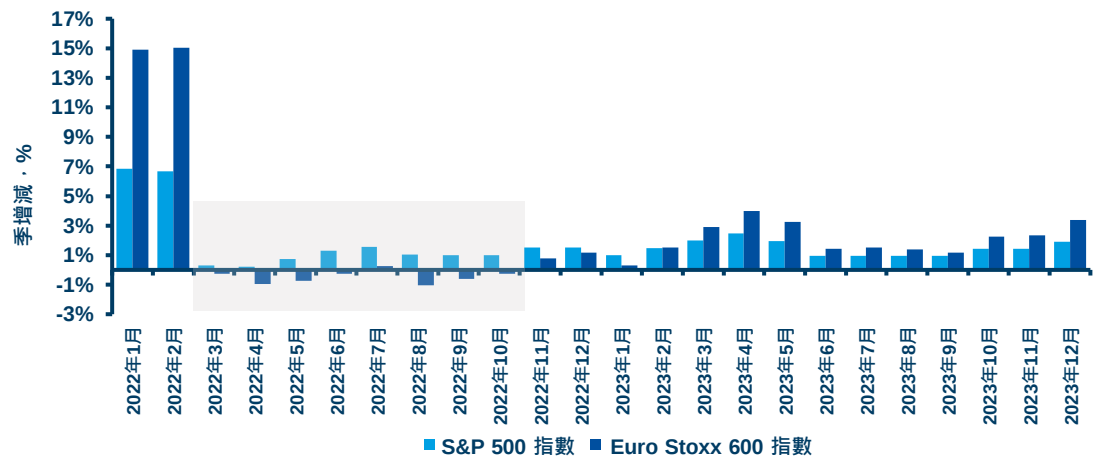
將在接下來的 12-18 個月內回復到較為合理的水準。西方國家民粹主義興起，以及新冠疫情發戰，加速推動了保護國家重要產業的國族主義政策，去全球化趨勢也因而持續了一段時間，如此一來，通膨很可能持續高於過去 10 年水準。

鋒裕匯理對美國資產的信念：

「在多重資產觀點上，持續看好股票魅力優於固定收益。由於短期內通膨暫難降溫，重點在於以實質報酬率作為基準，而非名目報酬率，並找出最具抗跌韌性的類別。」

- 在多重資產觀點上，持續看好股票魅力優於固定收益。由於短期內通膨暫難降溫，重點在於以實質報酬率作為基準，而非名目報酬率，並找出最具抗跌韌性的類別。針對現今的投資組合，沒有其他的實質另類資產足以取代股票 (所謂的 TINA 效應，即「There Is No Alternative」，別無選擇之意)，我們持續物色優質與高股息標的、多元企業及訂價能力足以將通膨轉嫁予消費者的公司，從中尋求投資機會。
- 美股比其他已開發市場更受青睞。儘管年初開局疲軟，不過最近幾週美股迅速反彈，原因在於市場持續評估盈餘展望良好。其中成長股的復甦力道格外強勁，而優質價值股在此一階段也特別有吸引力。美國能源與原物料前景可期，理由是在原物料價格大漲前的價格低廉，不過這一點也已反映在市場價格上；部分更傳統的資產類別，例如公用事業與不動產等同樣值得關注，畢竟相關類股有可能順應利率攀升而調增原有股利。在已開發市場當中，美股獲名目 GDP 強力支撐，備受投資人看好，而盈餘方面理應亦能展現抗跌韌性，多家公司都有能力轉嫁成本攀升壓力。

盈餘成長：美國方面仍具抗跌韌性，歐洲風險較高



資料來源：鋒裕匯理研究所(Amundi Institute)、彭博，截至 2022 年 3 月 30 日。圖表為過去 12 個月每股追蹤盈餘成長率百分比 (預估值)。

- 持續審慎看待信用債。美國房市相關的證券化市場尤其具有吸引力。信用市場行為變化與股市走勢相仿，高收益債 (HY) 利差今年年初表現不佳，雖然大幅擴大，但此後明顯緊縮，目前高收益債利差全年僅小幅擴大，加上經濟成長相對穩健、違約率低，並無任何重大信用問題跡象。值得注意的是，投資級公司債的擴張幅度優於存續期更長的高收益債，縱使信用債目前的價格不及幾個月前高昂，但仍須謹慎篩選，與房市相關的美國證券化市場則有機會覓得更理想的投資機會。
- 考量市場最新動態，存續期方面，近期的短天期做法已不再適用，因此我們戰術性調整了存續期部位，殖利率曲線的短天期部位吸引力開始轉強，價格多已完成調整。

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】