

守護財富 贏得信任

**Amundi**

ASSET MANAGEMENT  
鋒裕匯理 資產管理

投資洞察藍皮書 | 2020 第一季

# 2020 美國經濟與市場展望

3 大關鍵-經濟彈性、聯準會政策及總統大選





**Kenneth J.  
TAUBES**

美國投資管理部投資總監

致投資人：

美國資產在 2019 年締造佳績，美國股市創下 2013 年以來年度總報酬率最高的紀錄，美國總合債券指數亦上漲近 9.0%。美國資產的整體報酬率為 256%，遠高於歷史平均值。此外，美國股市過去 10 年的表現優於其他市場，領先 MSCI 世界指數的幅度超過 90%。

雖然歷經了這樣的亮眼表現，我們認為 2020 年的美國資產仍然能為全球投資人提供誘人機會，只要這樣的機會將取決於三大主題的演變：

- 美國經濟若是一如預期而趨緩，民間消費的強韌程度。民間消費約佔美國 GDP 的 70%，因此相關活動乃是投資人必須密切觀察的重點。我們認為，民間消費料將持穩，並可承受勞動市場略為降溫的壓力。
- 貨幣政策趨勢，因為聯準會應當不會再度降息 — 除非經濟數據令人失望，尤其是勞動市場數據。寬鬆的金融環境理當持續支撐美國風險資產。
- 即將登場的總統大選，將影響未來 4 年的經濟政策，以及今年的市場趨勢與類別輪動。事實上，在彈劾流程的影響下，選舉活動已在緊張氣氛中展開，民主黨參選人則為初選進行準備。「中間路線派」參選人 (拜登、布蒂吉格與彭博) 將與「基進派 / 社會民主主義」參選人 (華倫、桑德斯) 針鋒相對。這是民主黨第一次有極可能贏得初選的參選人力推基進提案。川普的連任機率，並未達到十拿九穩程度，他的選情或將引發市場波動。

就 2020 年而言，我們對美國資產的主要信念如下：

- **美國固定收益：**今年的國庫券殖利率料將波動頗大，2020 年上半年的殖利率可能隨著景氣再度升溫而走高，下半年則因政治緊張局勢與景氣降溫而走低。存續期應當不會為報酬率帶來重大貢獻。我們將在年初時偏重存續期中立 / 偏短的立場，並預期殖利線曲線將漸趨陡峭。經濟成長趨穩與聯準會的溫和立場，都將支撐信用市場。即便如此，由於個體經濟基本面逐漸惡化，投資人應謹慎行事。為此，我們看好優質利差收益，並且加倍關注流動性發展。高收益債有其魅力，但必須慎選標的。證券化資產帶來套利機會，相對於大多數公司債而言亦具吸引力。
- **美國股票：**牛市料將持續，只是氣勢轉弱，選舉的開票結果則將影響類股輪動，並推升波動程度。若 2020 年上半年的企業每股盈餘 (EPS) 加速成長，應可支撐漲勢。庫藏股措施應可讓 2020 年的整體 EPS 成長率增加約 2%。市場集中度偏高是值得注意的部分之一：S&P 500 指數中前五大公司的合併權重約為 17%，創下 1999 年以來的最高紀錄。投資人只要提升多元佈局程度，並且鎖定景氣循環股 / 價值股領域，實施由下而上的選股，就有機會抵減這樣的集中度風險。
- **就跨資產的角度而言，**股票的報酬潛力可能較大。

## 固定收益：市場區間盤整之際的誘人收益



**Christine TODD**  
美國固定收益主管



**Sergio BERTONCINI**  
固定收益策略主管

「領先指標觸底回升的可能性高於信用利差擴大。」

聯準會在去年降息 3 次之後，進一步降息的機率已經頗低，而且央行可能願意在升息前容許通膨略高於利率（這種情況不可能發生）。聯準會的資產負債規模再度擴張後，寬鬆的金融環境可望維持（即使這並不算是新一輪的量化寬鬆），升息壓力隨之受到抑制。政治仍將成為關注焦點，川普彈劾審判與選舉活動將在今年稍晚登場。聯準會的獨立性，料將持續面臨政治力量的威脅，央行承受著「進一步降息與促使美元貶值」的壓力。美國 10 年期國庫券的殖利率可能波動頗大，並且仍將取決於總體經濟及政治風險。整體而言，我們認為美國殖利率的上揚空間有限，殖利率波動與存續期中立佈局可能帶來機會，而且焦點在於曲線漸趨陡峭。

就 2020 年而言，良好的總體經濟趨勢與技術面因素，仍將支撐美國信用市場。經濟趨勢方面，美國今年的經濟成長速度料將放慢，成長率可能等於或略高於潛在 GDP 成長率，進而持續支撐市場。至於技術面因素，中立的銀行放款標準帶來助力，偏低的股票隱含波動率推升了高收益債與投資等級債券的風險溢酬。另一方面，目前不良債券比率（即相對於國庫券的利差大於 1,000 基點的高收益債所佔的比例）處於低檔。即便如此，個體經濟基本面的表現較不理想。評價偏高且持續上揚，反映投資人在殖利率偏低的全球固定收益環境裡尋求收益，同時近 10 年的在外流通的公司債亦有大幅增長。在外流通的美國投資等級公司債，已由 2007 年的 2.3 兆美元（估計值）增至目前的 7.3 兆美元，新增部分大多來自 BBB 級債券，該類債券目前約佔美國投資等級債券市場的 50%。相對於槓桿指標，評價水位似乎過高，評等較低的投資等級發行機構尤其如此。短期而言，這個問題不大，長期而言則將構成市場趨勢的風險。

2019 年的利差走勢與總體經濟領先指標脫鉤，風險溢酬漲幅並未充分反映信心指標跌幅。近來的美國供應管理協會 (ISM) 製造業指數漸趨穩定，全球貿易發展方面亦有正面消息，評價落差可望縮小。落差落小的成因可能在於領先指標觸底回升，而非信用利差擴大。

圖 1：ISM 製造業指數與 投資等級 選擇權調整後利差 (基點)



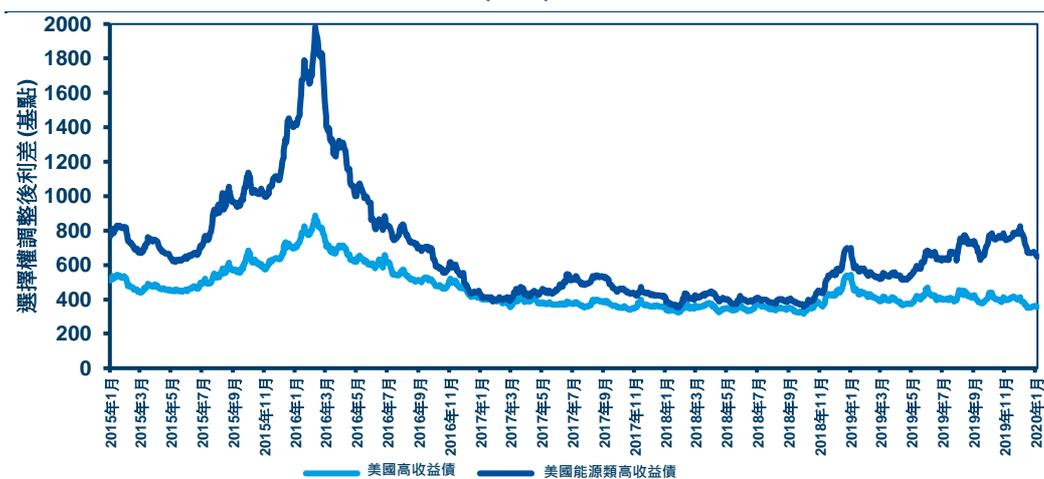
資料來源：彭博、美銀美林與 Amundi Research。截至 2020 年 1 月 7 日資料

「就高收益債類別而言，能源相關題材是歐洲與美國高收益債利差走勢脫鉤的主因。」

在外流通的美國投資等級債券固然大幅攀升，美國企業仍然審慎管理財務槓桿，避免評等降至高收益債等級，同時持續控管資金成本，BBB 級企業尤其如此。

就高收益債領域而言，能源相關題材是近來歐洲與美國高收益債利差走勢脫鉤的主因。若是排除相關券種，美國高收益債去年的走勢趨於穩定，並且呼應了歐洲高收益債市場的走勢，能源類別卻有面臨壓力的跡象。根據穆迪最新的違約報告，在 2019 年的前 9 個月當中，全球共有 64 次違約事件，其中能源券種有 19 次，佔總數的 30%，就 2018 年同期的違約事件而言，能源類別所佔的比例為 19%。該類別情況惡化的主要原因，在於 2018 年底的油價重挫，進而對於相關類別的違約率及不良債券比率形成壓力。

圖 2：美國高收益債選擇權調整後利差 (基點)



資料來源：彭博、美銀美林與 Amundi Research。截至 2020 年 1 月 7 日資料。

「總體經濟基本面趨勢的助力，加上偏高而緊繃的評價，都意味著投資人應當在信用市場中慎選標的。」

總體經濟基本面趨勢的助力，加上偏高而緊繃的評價，都意味著投資人應當在信用市場中慎選標的。固定收益投資人應在諸多類別中尋求機會，亦應注重多元佈局與流動性。資產擔保證券 (ABS)、商業抵押擔保證券 (CMBS)、住宅抵押擔保證券 (RMBS) 等證券化信用類別的投資，都符合這種方式。這些類別的相對評價頗佳，信用保護相當完善，不但鎖定美國消費者，也比較不受全球經濟成長風險的影響，因而別具魅力。近來機構抵押擔保證券的利差逐漸擴大，相對於美國國庫券而言頗具吸引力。

表 1：美國固定收益在全球投資組合中的角色

理由	機會
總報酬機會	美國固定收益提供誘人報酬機會，因為國庫券與其他債券的殖利率差距有其吸引力。成熟而多元的市場，提供了各種資產類別的投資機會，其中包括證券化資產。以歐元作為基準貨幣的投資人必須負擔避險成本，但這類報酬仍具吸引力，目前為 2.4%。
流動性與多元分散程度	美國固定收益是全球最大的政府公債市場，提供股票之外的多元佈局機會，並且提供了相當可觀的流動性。

資料來源：鋒裕匯理，截至 2020 年 1 月 7 日。

## 傳統信用債券之外：證券化資產成為焦點

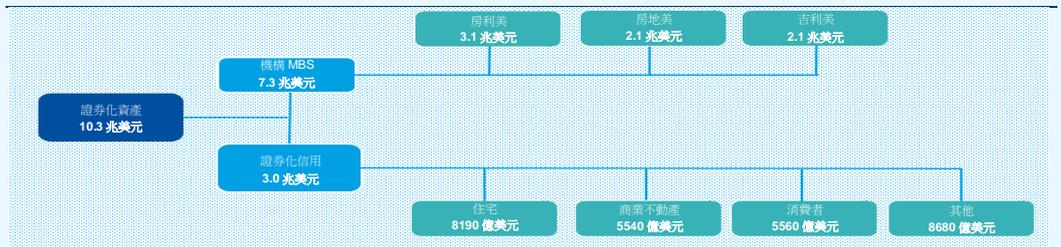


**Noah FUNDERBURK**

美國投資經理人

證券化資產在 2020 年提供尋求收益的機會。這類資產屬於金融工具，其現金流來自特定相關擔保，並獲得這類擔保品的保證。證券化之後的資產將售予信託，再由該信託發行該等資產所擔保的各種證券。證券化項目包括以住宅抵押貸款、商業不動產抵押貸款、汽車貸款、信用卡、企業銀行貸款及其他資產作為擔保的債券。各檔債券在證券化架構中的償付順位各有不同，針對利率風險與信用風險，提供投資人各種不同的風險組合及報酬選項。抵押貸款擔保證券 (MBS) 是最常見的證券化項目，並以住宅貸款作為擔保品。在抵押貸款擔保證券市場中，機構抵押貸款擔保證券是規模最大的類別，這類證券類似房利美 (Fannie Mae)、房地美 (Freddie Mac)、吉利美 (Ginnie Mae) 等政府贊助企業發行的擔保證券。機構抵押貸款擔保證券提供美國政府的明確或隱含保證，因而有別於民間證券化項目。投資人則負責承擔收益率較高的住宅、商業不動產、消費者及其他證券化信用類別內含的信用風險。

圖 3：美國證券化資產市場及其規模



資料來源：SIFMA、eMBS、鋒裕匯理。截至 2019 年第二季資料。

「相較於美國國庫券，機構抵押貸款擔保證券市場的殖利率具吸引力，進

證券化資產曾是 2008 年全球金融危機的震央。如今消費者的資產負債狀況更加穩健，市場亦在危機爆發後進行改革，因此證券化資產不太可能再傳危機。投資人通常在回顧過往之際陷入觀點誤差，這正是目前風險溢酬與基本面風險脫節的成因。今日美國家庭的償債成本處於 1980 年以來的最低水準，美國儲蓄率則高於長期平均值。在全球經濟成長趨緩的環境裡，美國消費活動仍然展現強韌抗跌體質。基於這樣的理由，固定收益投資人得以享有證券化信用類別的投資優勢，並且獲得美國消費部門的財務體質支撐。相較於國庫券，機構抵押貸款擔保證券市場的殖利率具吸引力，進場時點已到。由於美國政府提供明確或隱含保證，機構抵押貸款擔保證券形同沒有信用風險或風險極低，然而這類證券的預期報酬則高於存續期相同的美國國庫券，因為借貸者可選擇提前償債。投資人因此承擔的提前償債風險，也成為報酬的一環。由於近來利率下滑，投資人已高估提前償債風險，這類證券的利差相較於投資等級公司債而言似乎遭到了錯估。由於抵押貸款開辦業者的技術與系統皆已強化，各個機構抵押貸款擔保證券類別的再融資利率呈現分歧、各不相同，然而只要慎選證券，就能抵減這類風險，甚至實現超額報酬。外界普遍認為證券化項目缺乏流動性，機構抵押貸款擔保證券與優質資產擔保證券為投資人提供的流動性卻僅次於美國國庫券，殖利率較高證券化資產的流動性則可能低於同級公司債，因為前者的發行規模與交易量較小。就如同所有的投資策略，相關風險亦應納入考量，資產流動性必須合乎投資工具流動性，同時順應投資目標。

## 美股牛市可望持續，只是漲勢將會轉弱



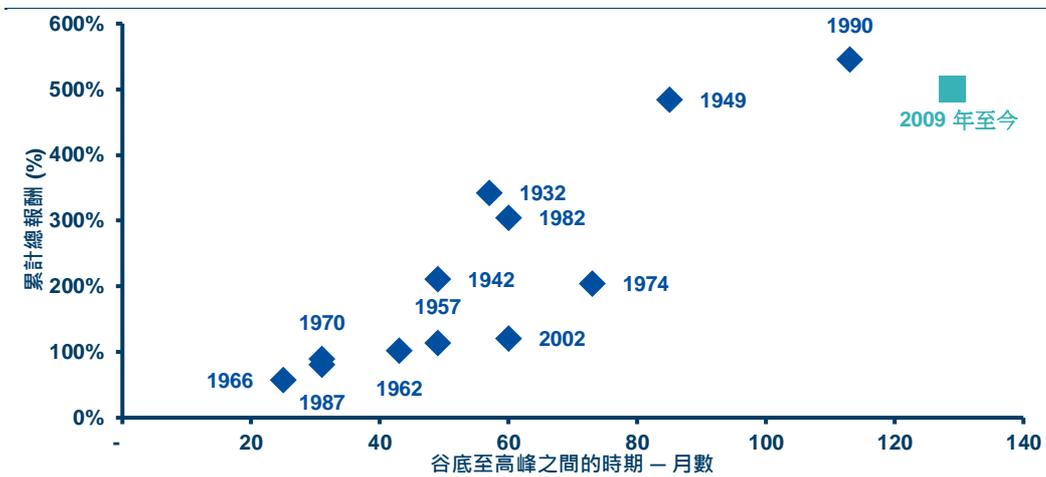
**Marco PIRONDINI**  
美國股票研究主管



**Eric MIJOT**  
股票策略主管

時序進入 2020 年，美國股市處於史上最長的牛市，卻並非最強的牛市。就累計總報酬而言，當前牛市的表現不如始於 1990 年的景氣擴張週期。

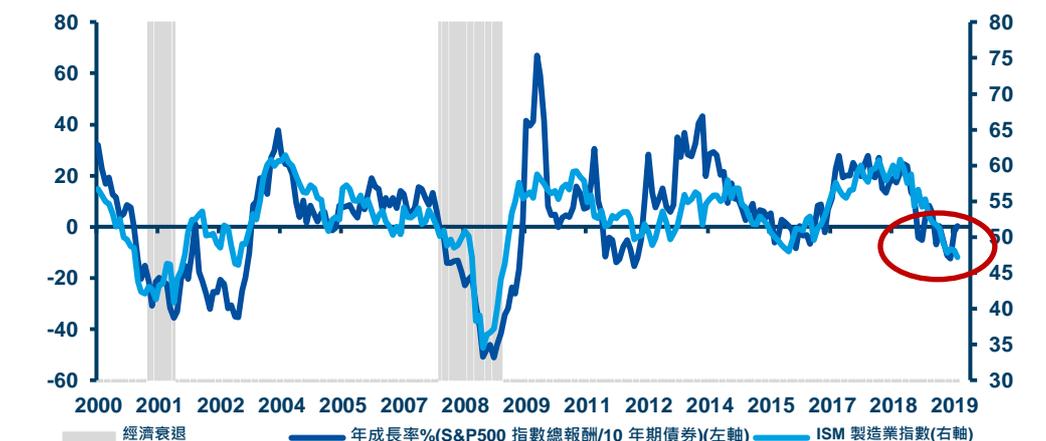
圖 4：史上最長且第二強的牛市



資料來源：彭博 (S&P 500 指數資料) 與鋒裕匯理。截至 2020 年 1 月 7 日資料。谷底與高峰之間的時期：市場週期中週期底部 (谷底) 至成長期 (高峰) 的階段。

為了評估新的一年能否延續這樣的趨勢，投資人必須密切觀察 ISM 製造業指數。我們應當牢記，在消費不振、通膨遲緩以及官方利率與債券殖利率偏低的情境中，ISM 製造業指數將與股市呈現高度相關。聯準會在 2019 年降息了 3 次。貨幣政策影響實質經濟的速度較慢，因此 ISM 製造業指數可能在未來數月內觸底回升，帶動美國牛市延續至 2020 年底。若我們設想的主要情境成真，有利的地緣政治局勢就會帶來機會——至少在即將登場的總統選戰正式起跑之前。

圖 5：ISM 製造業指數與美國股票 / 債券

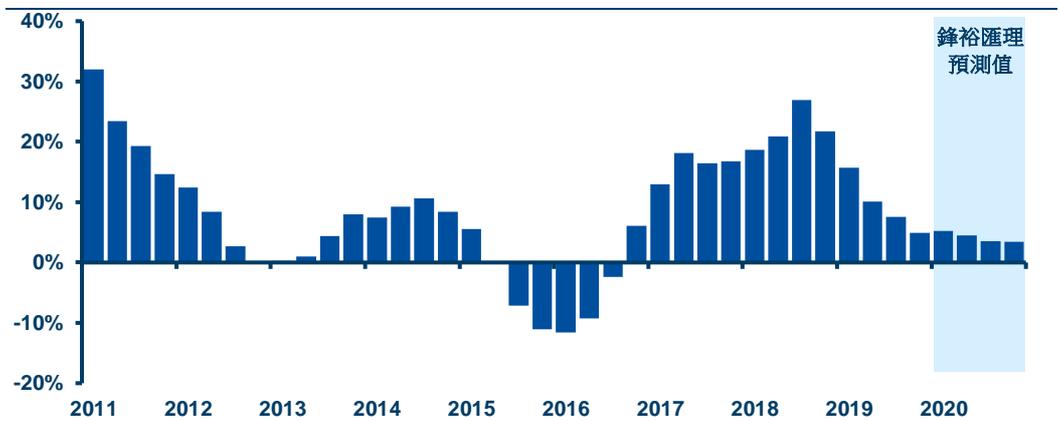


資料來源：Amundi Research，截至 2020 年 1 月 7 日的彭博資料分析結果。S&P 500 指數部分為總報酬。10 年期債券部分的票息已再投資。

「ISM 製造業指數可能在未來數月內觸底回升，帶動美國牛市延續至 2020 年底。」

IBES 的 2020 年美國企業盈餘年增率預測值為 10%，我們認為這樣的預測略顯樂觀。過去 10 年來，這類市場預期值總是在一年當中逐漸調降，今年應該也不例外。由於製造業活動的復甦提供了助力，美國盈餘成長率料將達到 4% 至 9%。能源、原物料等景氣循環產業的 2019 年盈餘數字偏低，這些基期較低的產業亦將帶來盈餘成長的推力。

圖 6：S&P 500 指數 2020 年的 EPS 成長率可能達到 4% 至 9%



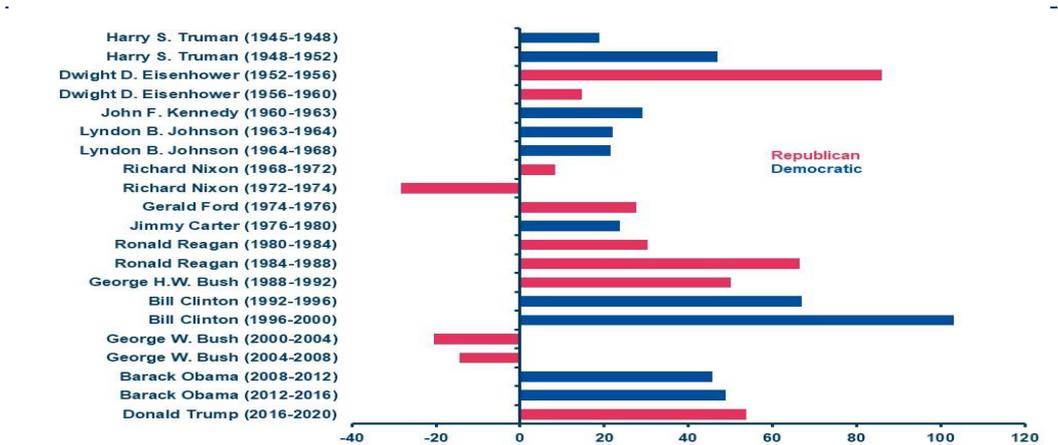
資料來源：Amundi Research，截至 2019 年 10 月 31 日的彭博資料分析結果。

「EPS 成長將受惠於庫藏股措施，這類措施將使 2020 年的 EPS 整體成長率增加 2%。」

若考量低利環境，則本益比尚稱合理，應可在年初進一步支撐股市。此後 EPS 的加速成長應可推升股市。EPS 成長將受惠於庫藏股措施，我們預估這類措施將使 2020 年的 EPS 整體成長率增加 2%。

最後，投資人應密切注意 2020 年總統大選之前的選舉活動。自第二次世界大戰以來，景氣循環動能向來是影響美國股市表現的首要因素，其次則是歷任總統的經濟政策，因為政策變動可能引發類股 / 個股輪動。

圖 7：每位總統任內的 S&P500 指數報酬表現 (%)



資料來源：彭博 (S&P 500 指數資料) 與鋒裕匯理，截至 2020 年 1 月 7 日。羅斯福總統在 1945 年 4 月 12 日過世，當時他尚未卸任，杜魯門在當天繼任。甘迺迪總統在 1963 年 11 月 23 日過世，當時他尚未卸任，詹森在當天繼任。尼克森總統在 1974 年 8 月 9 日辭職，福特在當天繼任。

我們的主要情境面臨了發生機率偏低的幾種風險，其中包括：

- 地緣政治發展可能比原先預期的更脆弱，中國與美國之間的長期關係恐將惡化；
- 其他國際地緣政治風險可能升溫 (例如土耳其、中東緊張局勢)；
- 美國的國內政治發展可能出現負面影響，其中包括川普可能遭彈劾下台 (機率極低)，以及 / 或是民粹派候選人取得代表民主黨參選總統的門票；
- 美國經濟成長狀況惡化，製造業與服務業表現疲弱。

表 2：美國股市 2020 年重要的由下而上型投資主題

「股市在 2019 年大漲之後可能續揚，然而部分防禦型類股的評價偏高，投資人必須慎選標的。」

產業 / 主題	理由
景氣循環類股與防禦型類股	防禦型個股在 2019 年獲得了投資人的青睞，因為貿易隱憂與降息措施促使投資人在不動產投資信託 (REIT)、公用事業等類股中尋求收益。相較之下，景氣循環股已因全球經濟成長趨緩而表現欠佳。正因如此，景氣循環股的評價比起防禦抗跌類股更具吸引力。只要美國與中國、加拿大、歐洲及墨西哥的貿易問題獲得解決，製造業亦景氣回溫，經濟仍有機會再度加速成長，景氣循環股將在 2020 年表現超前，防禦類股則相對落後。
金融	若經濟再度加速成長，金融類股應可成為最大受惠者之一。殖利率曲線在 2019 年的部分時間當中反轉，如今則因市場預期景氣升溫而轉趨陡峭；這點有利於銀行業者，畢竟他們是依據長期利率而放款，同時依據短期利率借款。信用品質仍佳，因為失業率頗低，薪資亦緩步上揚。
特定消費者 / 零售	美國消費活動的表現穩健，必須歸功於就業與薪資成長。我們看好電子商務逐漸主宰零售業之際仍能欣欣向榮的公司，例如折扣零售、居家修繕與會員制量販店。由於薪資、物流成本與複雜化成本皆有上揚趨勢，利潤管理能力成為這類公司的成功關鍵之一。
科技類股 評價良好且佔結構優勢的個股	科技類股在 2019 年表現良好，若能審慎選擇，後續仍有良機可期，尤以獲得強大長期助力 (例如雲端基礎設施與應用逐漸普及) 的公司為主。此外，半導體等景氣敏感度較高的科技類別，可能受惠於經濟恢復成長。半導體產業歷經了整併，因此景氣降溫幅度較小，復甦力道更加持久。
醫療保健	相關產業可能出現波動，因為總統大選即將到來。講求革新的民主黨參選人偏重醫療保健改革，醫療保險業者以及生技與製藥產品的價格可能受到負面影響。我們認為，在醫療保健類股當中，醫療科技個股是比較安全的避風港，因為醫療保健改革影響相關族群的可能性偏低。
公用事業 評價似乎已經過高	部分個股的評價略為偏高，反映投資人願意為了穩定性與收益而高價買進。在低利環境裡，主管機關亦有機會選擇調降公用事業的容許報酬率。此外，相關產業容易受制於各界改採替代能源的趨勢。

資料來源：鋒裕匯理，截至 2020 年 1 月 10 日。

## 美國經濟料將回穩，穩健的內需帶來支撐



**Annalisa USARDI**  
資深經濟分析師

「除了已於 2017 年實施的方案之外，我們預期國會不會通過更多的財政振興措施。」

「美國經濟成長率在 2018 年第二季達到高點後將降至 1.7%。」

美國景氣在 2019 年降溫後，今年將回穩並接近潛在成長率，由去年的平均成長率預評價 2.3% 降至 1.7%。民間消費將成為主要影響因素，投資活動則將持續低迷。核心通膨將維持溫和上揚的趨勢，因為產出缺口呈現正值，為國內產生的通膨壓力帶來支撐。整體通膨將在 2020 年上半年加速上揚，然後漸趨和緩，整體消費者物價指數 (CPI) 平均值料將升至 2.3%，2019 年為 1.8%。在這種情境中，若經濟數據持續惡化，聯準會可能在今年再降息 1 次，然而進一步降息的機率已經頗低。這樣的展望乃是根據下列的假設：

- **貿易方面**，我們假設中美貿易爭端並未進一步惡化，而是延續現狀。全球貿易成長率將由 2019 年的低點小幅回升，然後止穩，成長速度將低於過去的水準。
- **財政政策方面**，我們預期目前呈現分裂狀態的國會不會推動更多的財政振興措施。美國比較可能在 2021 年 (總統大選結束後) 推動更多振興措施，端視選舉結果而定。
- **貨幣政策方面**，聯準會在去年大幅放寬政策，如今利率已低於原先預估的中性水準。若經濟數據令人失望，尤其是勞動市場部分的數據，聯準會可能再降息 1 次。聯準會已於去年 12 月發佈最新的經濟預測摘要，其內容包含經濟成長與通膨預測值，這些預測值可能過於樂觀。
- **地緣政治方面**，即使有任何顛覆性事件，亦不至於增添變數，或對今年的市場信心產生負面溢散效應。內政方面，民主黨候選人將於年中出爐，市場可能以走勢反映提名者的人望，尤其是政見可能不利於金融市場的候選人。

### 2020 年成長展望

我們預期美國今年的經濟成長將會減速，成長率在 2018 年第二季達到高點後將降至 1.7%，並且接近長期潛在成長率。這種狀況的成因，在於「2017 年版稅改與就業法案」以及放寬貨幣政策的正向財政效益大多已經消退。國會預算局指出，產出缺口在 2018 年中封閉後，將在 2021 年中之前維持正值，GDP 成長率將高於潛在成長率，並支撐核心通膨逐漸上揚的趨勢 (我們預估 2020 年的個人消費支出平減指數平均值為 1.9%，去年為 1.6%)。

圖 8：對美國實質 GDP 成長率變化的貢獻 (百分比)

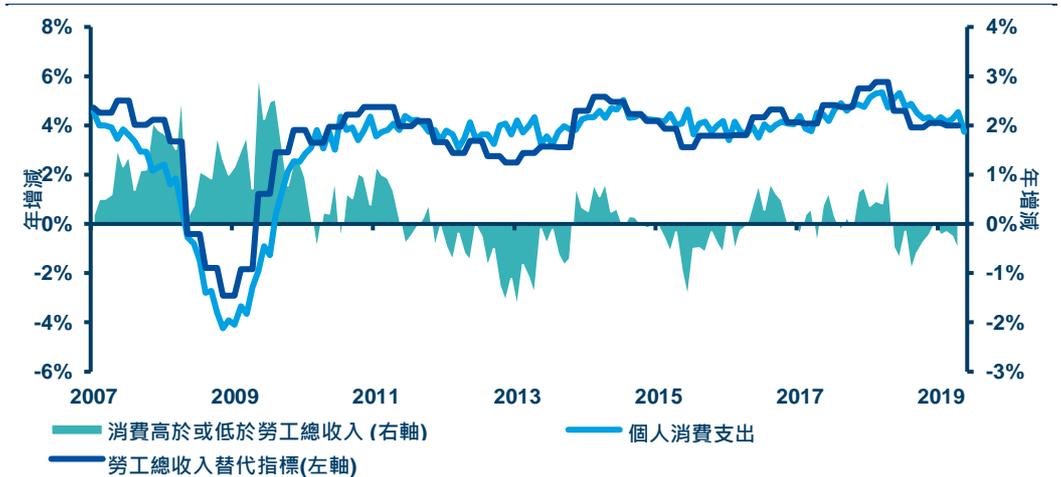


資料來源：Amundi Research 與 Datastream。截至 2019 年 11 月 29 日資料。

「美國 2020 年的  
成長動力將來自內  
需。」

成長動力將來自內需。民間的消費、投資、庫存準備等民間終端需求，皆明顯受到利率下滑的影響，房屋、消費耐久財等利率敏感度較高的類別尤其如此。民間消費趨勢將成關鍵。雖然利率仍具助力，利率變動的邊際影響卻將逐漸減弱。金融危機爆發過後，美國家庭的資產負債表也歷經整頓，如今的體質相對穩健，縱使遭遇勞動市場狀況惡化，也能發揮緩衝作用。此外，財富分配不均的情況日漸嚴重，部分人口族群恐將飽受打擊，收入較低的家庭尤其嚴重，這些家庭在勞動市場惡化期間格外容易身受其害，屬於脆弱環節。如此一來，今年民間消費的復甦程度可能受限。

圖 9：民間消費與勞工收入成長率 (%)



資料來源：Amundi Research 與 Datastream。截至 2020 年 1 月 7 日資料。

「勞動市場似乎頗  
為堅挺，除了失業  
率偏低與工作時數  
較長之外，薪資亦  
溫和成長。」

勞動市場似乎頗為堅挺，除了失業率偏低與工作時數較長之外，薪資亦溫和成長。即便如此，成長趨緩的跡象逐漸浮現；新進、辭職與離職員工人數皆持續處於週期高點，新增職缺則是不斷減少。另一方面，失業時間逐漸增加，顯示就業市場仍處於週期高點，卻可能有失去動能的風險。由於總收入成長趨緩，個人消費的成長也將隨之降溫。消費模式整體而言相當穩健，製造業與資本支出卻低迷不振（情況料將延續至 2020 年），抵銷了消費方面的正面影響。2019 年第四季的聯準會貸款主任調查突顯了分歧的趨勢 — 調查結果顯示，雖然放款條件持穩，商業與工業貸款需求卻有減少，家庭貸款類別的需求則大多升溫，即使信用卡貸款標準漸趨嚴格亦然。

就固定投資而言，疲弱不振的情況與全球因素有關，因為政策相關變數已對美國企業信心形成壓力。這種不確定因素，導致了結構、設備投資等非住宅投資要素的長期成長趨緩。就 2020 年而言，變數依然存在，而且焦點將由貿易問題轉往即將登場的總統大選，因此導致非住宅投資的趨勢難以明顯改善，尤其是在民間消費逐漸降溫的環境裡。此外，由於關稅相關壓力與國內壓力推升投入價格，企業利潤難免面臨壓力，資本支出能力隨之受限。

住宅投資受惠於降息措施，因此情況確實可望略為改善。最後，2019 年的整體淨貿易額僅成長 0.3%，我們預估數值將在 2020 年由成長轉變為微幅衰退。

## 聚焦 2020 年總統大選



**Paresh  
UPADHYAYA**  
貨幣策略主管

美國將在 11 月 3 日舉行總統大選，這足以影響到全球的經濟與金融市場。對照川普總統的形象，政治基本面有利於民主黨候選人的選情，不過經濟基本面則有利總統連任，局面大致呈現五五波。美國總統大選結果終將取決於川普總統處理經濟與勞動市場的方式，或是民眾對於彈劾案與川普私德問題的觀感。我們認為共和黨持續執掌白宮的機率為 50%，可能情境有 4 種：

- **川普連任 (機率為 45%)**：經濟依然穩健，川普的政治風格導致民主黨對手的支持度下滑，典型的「兩害相權取其輕」，並重演 2016 年的選舉結果。人氣較弱的民主黨提名候選人，可能導致這樣的情境更容易成真。
- **共和黨提名他人參選 (機率為 5%)**：根據這種情境，醜聞纏身的川普被迫辭職、遭到罷免或並未競選連任，屆時共和黨必須另覓提名候選人。副總統彭斯最有可能中選，然而猶他州參議員羅穆尼等其他可能人選亦應納入考量。
- **溫和派民主黨 (機率為 30%)，例如拜登**：美國景氣降溫，川普的支持度跌破 40%；總統大選演變成民眾對彈劾案的公投。
- **民粹型民主黨 (機率為 20%)，例如桑德斯或華倫**：經濟陷入衰退，人民對川普接連不斷的醜聞越來越厭倦，所得不均引發的失望情緒催生「積極求變」的論調。

選舉結果受到了幾個因素的影響：

- **經濟 / 勞動市場**：目前川普持續贏得民意支持的領域不多，但這正是其中之一，也可能構成他如願連任的首要因素。單就川普處理經濟與就業的方式而言，民意支持度仍大致有利於順利連任。截至目前，川普掌權期間的美國 GDP 成長率平均值為 2.6%；自從柯林頓連任時的成長率達到 4.5% 以來，這是成長最快的時期之一。倘若經濟成長率持續高於趨勢值，失業率亦維持 4.0% 左右的水準，選民就有可能支持川普連任。
- **民眾對彈劾案的觀感**：針對「濫用職權」及「妨礙國會調查」這兩項罪名，眾議院已表決通過川普總統的彈劾案，然而參議院的審判料將判他無罪。穩健的經濟應可協助川普連任成功，彈劾案的隱憂卻可能使人忽略經濟的亮眼表現。川普涉嫌違法的疑慮，亦可能民眾以選票表達不滿，經濟牌的吸票效應可能失靈。根據 2019 年 12 月的民意調查，美國民眾的意見依然分歧，47.8% 的民眾支持彈劾調查與罷免，46.1% 的民眾表示反對。
- **民主黨對手**：川普的民主黨對手亦將影響他的連任之路。我們認為，相較於民粹派的候選人，知名度高的民主黨候選人比較有機會擊敗川普。民主黨內意見分歧，某些參選人支持革新政策，例如「全民醫療保險」(Medicare-for-all) 等，其他參選人則要求針對醫療保健等政策進行溫和的漸進式改革。支持民主黨的選民，將依據他們最重視的議題與參選人的能力作出選擇。目前後者對選情的影響最大。根據 9 月 15 日至 17 日的福斯民調 (Fox Poll)，56% 的民主黨主要支持者選擇他們心目中最有機會擊敗川普的參選人，僅有 31% 的支持者選擇他們最喜愛的參選人。除非美國經濟陷入衰退或面臨重大社會動亂，美國公民應該不會選出民粹派的民主黨籍總統。

「截至目前，川普掌權期間的美國 GDP 成長率平均值為 2.6%；自從柯林頓連任時的成長率達到 4.5% 以來，這是成長最快的時期之一。」

「我們預期民主黨將在 2020 年國會大選中拿下眾議院，共和黨則掌控參議院。」

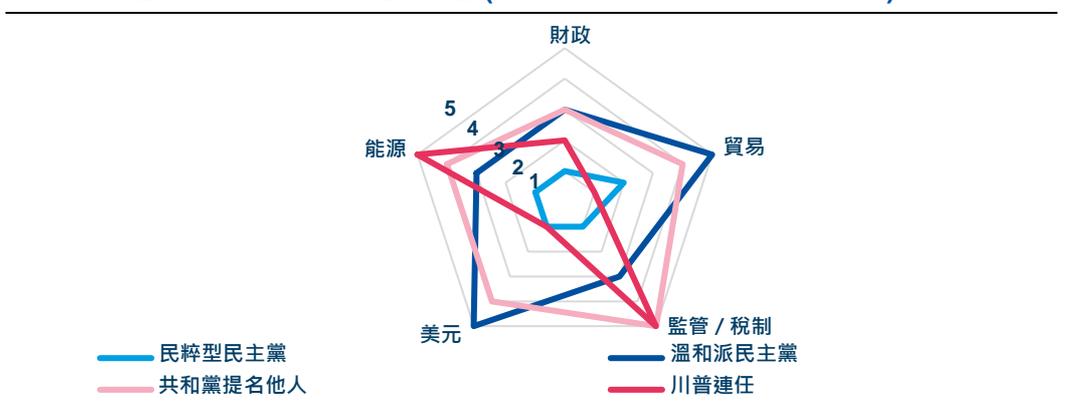
## 2020 年國會大選

美國公民亦將在今年透過投票重選眾議院的 435 位議員，以及參議院的 35 個席次。選舉結果料將呈現民主黨拿下眾議院、共和黨掌控參議院的局面。共和黨在眾議院的席次必須增加 18 席，同時保住空缺的 2 席，方能再度成為多數黨。政治評析網站 Cook Political Report 指出，目前民主黨有 18 席為「五成機率」，共和黨則只有 5 席可能如此。共和黨必須拿下民主黨所有「五成機率」的席次，同時保住既有席次——這點難度頗高。有意重掌眾議院的共和黨仍將面臨苦戰，理由有二：

- 即將退休的共和黨議員快速增加，目前已有 18 人。這些共和黨代表或許認為重新取得多數席次的難度頗高，否則他們不會退休。
- 我們的選舉週期分析結果顯示，自 1954 年來，眾議院從未連續 2 次易主。

至於參議院，民主黨若贏得總統大選，仍必須增加 3 個席次才能成為多數黨——若參議院呈現兩黨平手的局面，身為議長的副總統將參與表決——民主黨若未贏得總統大選，則必須增加 4 個席次才能成為多數黨。共和黨佔有優勢，然而民主黨若一切順利，仍有機會在奮力一搏後取得多數席次。共和黨需要捍衛的席次較多 (23 席，民主黨則為 12 席)，所幸這些席次大多難以撼動。我們預估共和黨有 3 個「五成機率」的席次，民主黨只有 1 個席次可能易主。市場或許低估了近來的選情趨勢，即票源分散 (傳統的民主黨或共和黨支持者在全國性選舉中支持某黨，卻在地方選舉中支持另一黨) 程度較低。換言之，贏得總統大選的政黨，更有可能同時拿下參議院。換句話說，相關競爭可能更加激烈而難分軒輊。整體而言，川普在能源與監管 / 稅制政策方面的政見固然有利於市場發展，他的財政、貿易及美元政策卻是失分科目。另一方面，共和黨提名候選人對財政議題之外所有主要議題的立場，可能贏得市場最正面的回應。至於民主黨，相較於民粹派候選人，市場對於溫和派候選人的政見，看法可能較為正面 (請見圖 10)。

圖 10：各種選舉結果對政治議題的影響 (1 代表最為不利，5 代表最為有利)



資料來源：鋒裕匯理，截至 2020 年 1 月 7 日資料。

# 可能的選舉結果對投資的影響

## 政策背景

## 市場影響



川普連任

45%

共和黨提名  
他人參選

5%

川普向來支持能源生產，鬆綁相關法規與管制，並於 2017 年通過了減稅與就業法案，第二任期內，預料將推出更多稅務相關政策，川普並無削減預算赤字的打算，基礎建設支出或將進一步增加。川普曾主張美元貶值以及貿易加倍自由化、公平化。若連任成功，川普可能祭出更多保護主義政策。

股市將受惠於強健的經濟。基礎建設、國防、能源、金融及電信類股將成贏家。若聯準會政策再度開始緊縮，利率將因經濟穩健成長、通膨升溫而上揚。若聯準會政策的緊縮使得利率差距持續對美元有利，美元將持續走強。

川普總統在能源與監管 / 稅制方面的立場不可能改變，共和黨領袖卻可能訴諸該黨過去對自由貿易的立場，並在美元部分容忍自由放任的政策。財政方面，該黨無意縮減預算赤字。

經濟健全成長，永久減稅、資本利得稅指數化，以及貿易緊張局勢趨緩，都有利於支撐股價表現。聯準會政策採取中立，利率將穩定保持在寬鬆區間內。利差穩定代表美元匯價持穩，不過美元的穩定程度仍受海外情勢左右。全球經濟成長復甦，將助美元步入熊市。



溫和派民主黨

30%

民粹型民主黨

20%

美元部分可能採取自由放任型政策，美國可能重新加入「跨太平洋夥伴協定」(TPP) 的談判。此人可能撤銷川普的減稅措施。科技業的管制可能更加嚴格，反托拉斯法規可能付諸實施。該黨無意縮減預算赤字。能源方面，該黨可能再度設法推廣再生能源，卻對境外與使用聯邦土地的能源投資加諸限制。液體壓裂法開採活動則可能面臨各種限制。

經濟成長改善，股市應聲反彈。科技、製藥及醫療保健類別表現失色，再生能源與交通運輸類別則將超前。利率將維持區間盤整，經濟穩定成長，通膨疲軟，促使聯準會利率維持不變。全球經濟成長及貨幣政策趨同，帶動美元走貶。

為了促進出口並發展國內製造活動，民粹派的參選人提倡的乃是加強管理的美元政策。某些參選人要求監控各國操縱貨幣的情況。監管 / 稅制部分可能採取更多干預型政策。「全民醫療保險」等計畫將對預算赤字形成壓力。能源方面，燃煤與石油可能面臨限制，該黨可能提倡再生能源。

經濟成長低於長期趨勢，加上民粹主義主張，整體環境不利股市。科技、製藥、能源、國防及醫療保健類別表現失色，營建、交通運輸及能源類股則將超前。聯準會放鬆政策，利率攀升，不過停滯性通膨隱憂浮現，曲線轉陡。美國資產價格展望不佳，利差收窄，導致美元貶值。

資料來源：鋒裕匯理，截至 2020 年 1 月 7 日資料。

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】