

(停滯性?)通膨恐慌：評估當前的市場拋售



Vincent MORTIER
集團投資長



Monica DEFEND
鋒裕匯理研究所主管

- 我們正進入體制轉變的艱難階段，因為經濟成長的風險加劇了本已炙手可熱的通膨背景。這意味著停滯性通膨擔憂將繼續推動市場，風險資產可能仍然非常波動，尤其是負債過高和估值偏高的公司。
- 中央銀行現在已經承認通貨膨脹問題並改變了他們的語氣。他們似乎準備採取行動保護自己的信譽，至少是暫時的。然而，他們可能不會走得太遠，市場已經開始接受他們的鷹派態度。歐洲央行的特別會議就是一個典型的例子，即央行努力為市場提供一個明確的貨幣指南和體制轉變框架。在固定收益中，這要求保持中性的存續期間立場，並關注優質信用和流動性。
- 在成熟市場股票方面，我們保持謹慎，因為我們認為獲利前景仍然過於樂觀，而且風險偏向下行。目前市場正在清除的大部分高估(重新定價)，目前的水平很容易受到企業基本面惡化的影響。公司的獲利彈性和定價能力將成為股票市場的關鍵驅動力。我們對歐盟可能出現獲利衰退的預測使我們對歐洲保持更加謹慎的立場，並支持我們對美國股票優於歐盟股票的偏好。
- 從區域來看，我們發現中國股票更具吸引力，因為這些股票能免受來自成熟國家的動盪影響。他們還應該受益於中國經濟的重新開放，以及該國無通膨壓力和當前的政策支持。

繼上週五美國通膨率飆升至 8.6%、創下 40 年新高和意外加速之後，過去幾天發生了劇烈的價格走勢：

美國股市六月至今下跌近 7%，使標普 500 指數年初至今下跌 21%，這意味著它已正式進入熊市階段。隨著 10 年期美國公債殖利率升至 3.3% 以上，這是自 2011 年以來的最高水平，債券同樣受到震動。

在歐洲，隨著上次歐洲央行會議的鷹派立場，債券殖利率飆升，將歐洲股市推至 2021 年 3 月以來的最低水平，義大利公債殖利率自 2013 年底以來首次升至 4% 以上。這促使歐洲央行宣布召開緊急會議以應對市場拋售，並避免金融市場的任何風險。

“隨著成長風險上升，風險資產仍面臨壓力。隨著各國央行試圖維護其信譽，債券可能會繼續面臨一些有限的上行壓力。”

最新事件提醒我們目前正處於體制轉變中，停滯性通膨風險上升，因為我們繼續看到通膨向上和成長向下。今年年初，通貨膨脹是主導金融市場的因素。由於通膨因素占主導地位，債券首當其沖受到重新定價，股票則具有彈性。當時股票和信用債，這兩個更受成長影響的資產，表現仍然優於公債。

在這個新階段，巨大的分歧正在出現。在通膨上升和債務成本上升的情況下，獲利成長放緩使違約風險成為人們關注的焦點。在股票市場中，違約風險較高的公司股票，由於流動性枯竭，波動率幾乎是最安全的名稱的三倍。

六月份債券收益率上升和股票拋售



資料來源：鋒裕匯理研究所, Bloomberg 資料日期：2022/6/15

這一階段的股票-債券正相關將繼續下去，因為任何停滯性通膨風險上升的跡象都可能推動股票和債券重新定價，任何緩解跡象也同時有利於這兩種資產類別。

在最新的擔憂中，值得關注的主題是：

- 通貨膨脹高漲：**新數據清楚地表明，通膨路徑並不容易預測，峰值尚未過去。儘管供應瓶頸有所緩解，但通膨持續的跡象依然存在。食品和能源價格仍然居高不下，烏克蘭戰爭的持續將令大宗商品價格承壓。住房通膨處於30年來的最高水平，服務通膨以及其他粘性通膨指標繼續上升。只要通膨尚未見頂，市場將繼續受到任何指向更激進貨幣政策反應的數據的波動影響。
- 經濟成長擔憂：**通膨好比對低收入者徵稅，經濟成長勢必會減弱。這發生在中國仍處於重新開放過程中，在下半年反彈之前將面臨艱難的第二季度。所有這一切意味著歐元區將在2022年停滯不前（使停滯性通膨的“停滯”部分成為現實），而美國經濟應減速至低於危機前的水平，儘管在我們的主要情景下它可能不會停滯。在這個階段，由於股市處於熊市，評估成長是關鍵，因為任何進一步減速到衰退都可能引發進一步的下行，而軟著陸（仍然是我們的主要情境）的實現可能會在之後，當我們已經過了通膨高峰的一年，帶來經濟反彈。
- 企業獲利示警：**經濟衰退可能會發生，儘管在歐洲，它更有可能是收益方面而不是在經濟方面。通貨膨脹開始侵蝕利潤，成長導向型企業的最受重新定價影響。
- 央行政策失誤風險增加：**歸根結底，中央銀行是負責對抗通膨的主要參與者，而最近的數據使它們走上了積極的軌道。市場正在正確地評估貨幣政策路徑，我們認為，在這個階段，聯準會將不得不保護其信譽並進一步落後於曲線，正如週三升息75個基點。

歐洲央行面臨的挑戰更大，因為對抗通膨的道路也是走向分歧的道路，正如義大利公債近期的市場走勢所表明。歐洲央行將嘗試在這兩個領域提供幫助，這體現在它願意設計一種新的工具，以及它在使用大流行緊急購買計劃(PEPP)再投資方面的靈活性。

5. **加密貨幣等其他領域的動盪加劇了市場的痛苦：**加密貨幣突然進入熊市階段，比特幣六月至今下跌 30%，加密貨幣世界的整體市值在過去一周暴跌近 3,700 億美元，避險環境和加密貨幣特定故事仍在繼續打壓投資者情緒。

投資影響

“重新定價是為了整理一些過度行為，並帶有很大的分歧。關注信用質量和獲利彈性，通過中國股票和石油增加額外的多元化”

我們保持平衡、多元化的態度，整體保持謹慎態度，並高度關注流動性。在股票方面，過去幾週的修正深度有助於消化高估值，並使估值更符合基本面。然而，我們認為這還不是一個全面的切入點，甚至是呼籲進一步降低風險的時候：如果公司基本面惡化，卻沒有反映股票市場，估值的消失將成為現實

相反，當前的重新定價開關了一些選擇性機會，並證實了我們現有的一些觀點。尤其是：

- 最近的債券拋售使這一資產類別選擇性地更具吸引力，因為央行的鷹派態度現已被消化，並且在某個時刻，它們可能被迫減少行動以避免經濟衰退。歐洲央行特別會議就是一個很好的例子，表明它不能走得太遠而不會產生重大後果。鑑於周邊債券的極端波動性，我們對此保持中立立場，並繼續關注歐洲央行的行動。我們現在知道 250 個基點的 10 年期義大利公債利差可能是歐洲央行的痛點，但我們不確定歐洲央行目前是否有意願和/或火力來捍衛這一水平。這通常意味著市場參與者可能會再次摸著石頭過河。
- 我們略微偏愛美國的投資等級債，因為我們認為聯準會對供需動態的影響將小於歐洲央行。
- 在成熟市場，我們仍然保持謹慎，因為我們認為獲利前景仍然過於樂觀，而且存在下行風險。公司的獲利彈性和定價能力將成為股票市場和信用債領域巨大分歧的驅動因素，而品質仍然是投資者關注的關鍵領域。我們對歐盟可能出現的獲利衰退的預測，使我們對歐洲保持更加謹慎的立場，並支持我們對美國股票和歐盟股票的偏好。
- 我們對中國 A 股的看法略微樂觀，因為這些股票似乎與成熟市場更加隔絕，成熟市場的滯性通膨風險正在飆升。我們還預計中國 A 股將受益於中國經濟的重新開放和刺激措施。
- 出於多元化的目的，由於庫存和閒置產能極低，我們也對石油持少量建設性看法。此外，中國部分地區的重新開放使我們認為全球石油需求不太可能立即崩潰。貨幣方面，我們保持對美元的偏好，並在較小程度上偏好日元。

主編

Pascal BLANQUÉ
鋒裕匯理研究所，主席

Vincent MORTIER
集團投資長

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：+886281010696

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】