

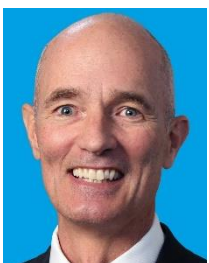
# 駕馭通膨環境下的美國與全球股市



Marco PIRONDINI

股票部門主管

美國投資組合經理

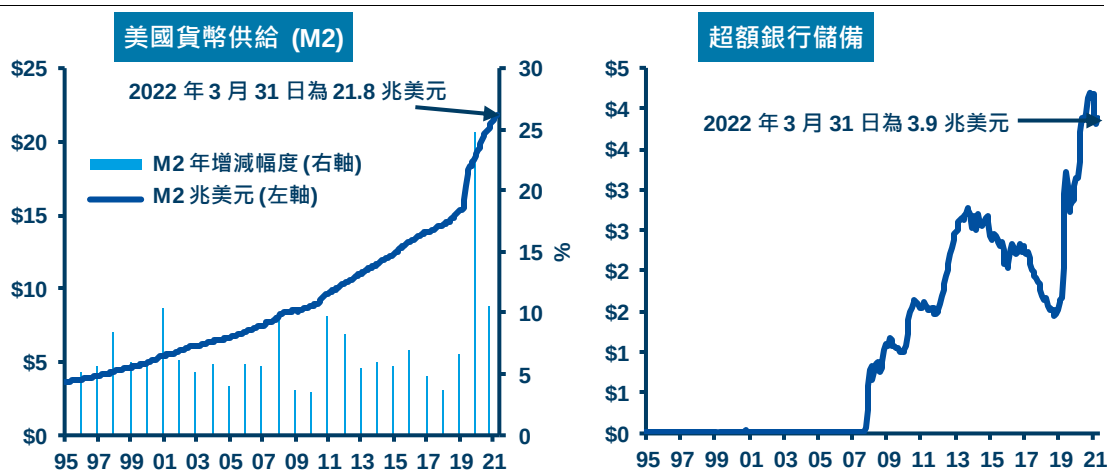


Alec MURRAY

客戶投資組合經理主管

距離上次大通膨時期已有 40 年之久，當時大通膨年代從 1965 年持續到 1982 年，美國通膨率最高來到 13.5%。根據聯準會亞特蘭大銀行的 Michael Bryan，那是「20 世紀下半最具決定性的總體經濟事件，這段期間還涵蓋了 4 次經濟衰退、2 次嚴重的能源短缺，更實施史無前例的薪資及價格管制」。大通膨時代的起源為聯準會的政策，跟今日的情況類似，均支持貨幣供給超額成長。

## 貨幣供給上升以及健康的銀行儲備代表通膨將會升高

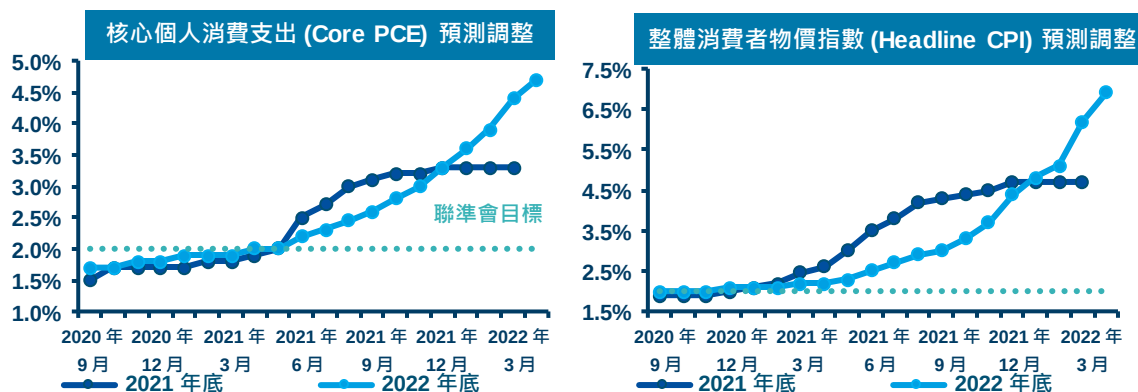


資料來源：鋒裕匯理、彭博，截至 2022 年 3 月 31 日。(左圖) M2 貨幣供給；(右圖) 作為貨幣基數之美國超額銀行儲備總金額

## 通膨可能持續維持在央行目標之上

經濟學家的通膨預測 (下圖) 已高於聯準會所設定之目標，若與實際數字一同考量，他們認為通膨將在中期內高於目標值。

## 通膨預測與聯準會的預測背道而馳



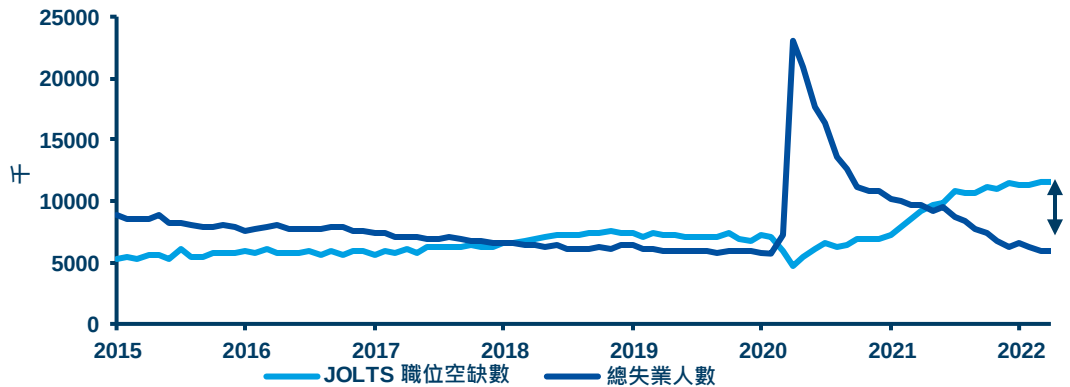
「貨幣供給超額成長、過去對『實質資本』投資不足以及強勁的勞動市場可能令通膨長期高於央行目標。」

資料來源：鋒裕匯理、彭博月刊，截至 2022 年 4 月 30 日。2022 年底預測的最後一個點代表 2022 年 4 月 30 日。經濟學家對 2021 與 2022 年年底的每個月進行通膨率預測。核心 PCE = 個人消費支出 (扣除食物及能源) 整體 CPI = 消費者物價指數 (所有項目)

雖然目前通膨率 (美國勞動統計局 2022 年 4 月 CPI 數字為 8.3%) 遠低於 1980 年的最高點，我們相信由於以下 3 個原因，通膨可能持續高於聯準會所設定之 2% 目標：

1. **美國勞動力短缺**、經濟成長快速反彈，伴隨著人口結構老化與勞工在疫情期間提早退休，皆限制了可用的勞動力，並推升薪資的成長。

#### 勞動力短缺：加劇薪資螺旋式上升



資料來源：鋒裕匯理、彭博截至 2022 年 4 月 30 日。JOLTS 為美國職位空缺數

「隨著中國勞動年齡人口到達頂峰，中國製造業帶來的通縮衝擊將消退，令已開發世界的通膨進一步上升。」

2. **俄烏衝突也帶來新一波全球對於能源安全與國防的重視**。舉例而言，德國宣布將加速對液化天然氣 (LNG) 接收站的建設，以降低其對俄羅斯天然氣的依賴，並同時增加國防支出至 GDP 的 2%，預計在能源安全與國防上的支出將會推升通膨。
3. **中國不再出口通縮數年來**，中國一直是低成本商品的一大來源，根據美國貿易代表署 (Office of the US Trade Representative) 的資料，2020 年中國商品佔美國進口的 18.6%。然而，根據 Business Insider，由於低生育率，中國的勞動年齡人口已達高峰。預計勞動力的減少將令美國進口物價提升。

#### 對投資的影響：資金輪動至高通膨下仍能表現良好的產業

若通膨持續，對股票投資人而言是一大關鍵時刻，因為能在通膨環境下表現優異的股票類型，較不可能在近年皆表現良好。我們建議以下股票投資方向：

| 在疫情期間表現良好 | 預計在後疫情環境中將表現良好 |
|-----------|----------------|
| 未來導向      | 專注於現在/當前公司基本面  |
| 對評價不敏感    | 對評價敏感          |
| 美國        | 全球             |

資料來源：鋒裕匯理，截至 2022 年 4 月。

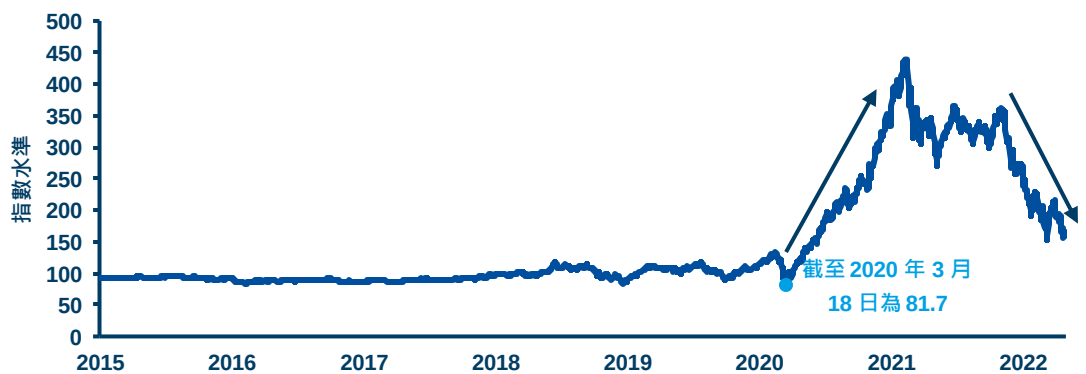
「科技股受益於居家防疫題材，但隨著時間而過，市場將再次重視獲利能力及該獲利數據下之價格合理性」

### (1) 從未來轉向現在

在疫情爆發的第一年，高盛未獲利科技股指數 (Goldman Sachs Non-Profitable Technology Index) 上漲至 5 倍<sup>1</sup>。人們居家防疫環境下主要透過社群媒體連繫，特定社群網路公司因而上漲，投資人當時願意忽視近期基本面 (缺少實質營收與獲利) 轉而重視未來潛力。利率大幅下跌更進一步支撐長天期資產的上漲，因受益於更低的資金成本。

一年可以帶來多少改變。經濟復甦伴隨著更高的利率，令短週期股票(能獲利的公司) 顯得更有吸引力，而長週期資產則令人退避三舍 (見下方 2022 年指數下跌)。在此環境中，我們相信投資人將會偏好目前基本面優質的公司，而不是偏好很久以後才有機會實現獲利潛力者。

### 未獲利科技股表現疲軟：高盛未獲利科技股指數



資料來源：鋒裕匯理、彭博，截至 2022 年 5 月 4 日。高盛未獲利科技股指數包含創新產業中，未獲利的美國上市公司。科技股的定義相當廣泛，包含 GICS 產業分群中的新經濟公司。此指數根據流動性進行最佳化，其中的成分股權重均不能超過 4.65%

「長週期成長股之評價高度仰賴未來的現金流，因此將受到升息(也就是資金成本上升)影響。」

### (2) 評價將是關鍵，個案研究：從願意支付任何價格到願意支付正確的價格

我們找到使用基因工程技術生產工業應用細菌的生物科技公司，這家公司於 2021 年創造營收，但有虧損 (彭博，2022 年 3 月)。由於期待其未來營收及獲利，投資人於 2021 年 11 月願意付出每股 15 美元來持有該股票。當年年底，該股票以 8 美元左右的價格交易；截至 2022 年 3 月 15 日，該股票以 3 美元左右的價格交易。

是什麼改變了？根據在 2021 年 12 月推薦在 10 美元買進該股票的投資銀行，答案是利率或是 WACC (加權平均資金成本)。該公司的分析師提到：「我們預估該公司 WACC 每變動 100 個基點，股價會下跌約 3 美元。」

數個月內，利率環境的改變令投資人重新審視他們早已忽視多年的因素：評價。今年至今，截至 2022 年 5 月 17 日，S&P 500 指數五分位數中最不昂貴的五分位數報酬率為 6%，而整體 S&P 500 指數卻出現下跌，而最昂貴的五分位數則下跌了 23% (見下方表格)。

<sup>1</sup> 2020 年 3 月 18 日至 2021 年 2 月 12 日

| S&P 500 指數成分股以本益比排序之五分位數 | 平均總報酬 (%)    |
|--------------------------|--------------|
| 五分位數 1：本益比大於 36.0        | -23.3        |
| 五分位數 2：23.1–36.0         | -16.7        |
| 五分位數 3：18.0–23.1         | -7.7         |
| 五分位數 4：12.6–18.0         | 0.2          |
| 五分位數 5：3.6–12.6          | 6.0          |
| <b>S&amp;P 指數</b>        | <b>-13.7</b> |

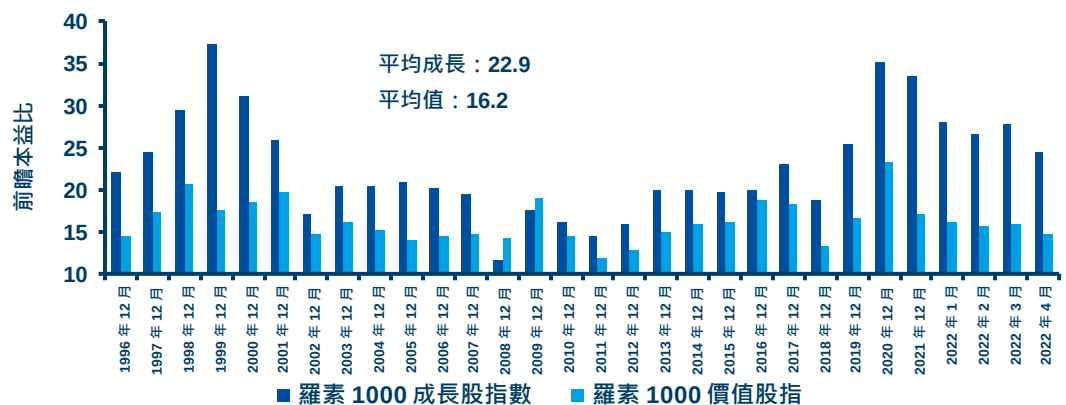
資料來源：彭博，今年至今，截至 2022 年 5 月 17 日。最佳本益比落在 2021 年 12 月 31 日

「從成長股轉往價值股(特別是具高品質、較低景氣循環特性)的輪動主要由成長股的高評價溢價、核心利率溫和上漲帶來之重新評價以及通膨上漲所支持」。

### 價值股是目前最具吸引力的類股

我們認為股市中哪個部分在評價上更為有吸引力?價值股。如上所示，儘管近期走勢如此，價值股目前的本益比仍較成長股低。

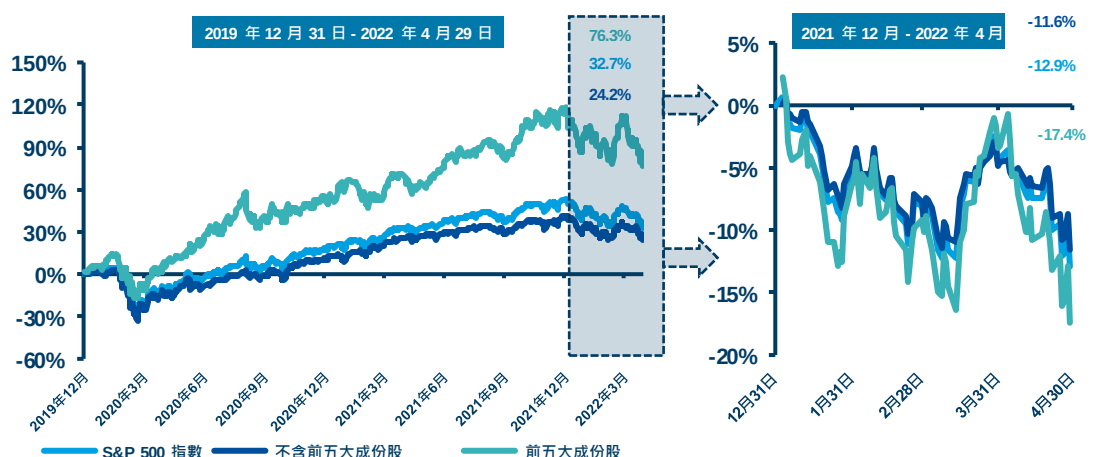
### 成長股相對於價值股的本益比溢價以歷史標準來看仍舊相當大



資料來源：鋒裕匯理、彭博，截至 2022 年 4 月 30 日。自 1996 年 12 月 31 日至今之平均值。羅素 1000 價值股指數與羅素 1000 成長股指數之本益比如上所示。前股本益比為目前股價除以分析師對未來一年之每股獲利預估值共識

### (3) 從集中度風險來看，更顯得主動式管理的必要性：S&P 500 指數近期表現集中於若干個股。

### S&P 含有前五大成分股與不含前五大成分股之報酬表現 - 自 2019 年 12 月 31 日至 2022 年 4 月 29 日



「市場如 S&P 500 指數常令投資人承擔集中度風險，因其績效表現有時只由少數幾檔股票驅動。」

「多數美國以外的地區性市場本益比均在長期平均值之下。」

資料來源：鋒裕匯理、FactSet 最後一個資料點為 2022 年 4 月 29 日。S&P 500 指數通常作為衡量美國整體股市之指標。所列之證券並無意代表鋒裕匯理投資組合現在或未來的持股，亦不應被視買賣任何證券之建議。前五大持股 = Apple、Microsoft、Amazon、Alphabet、Meta

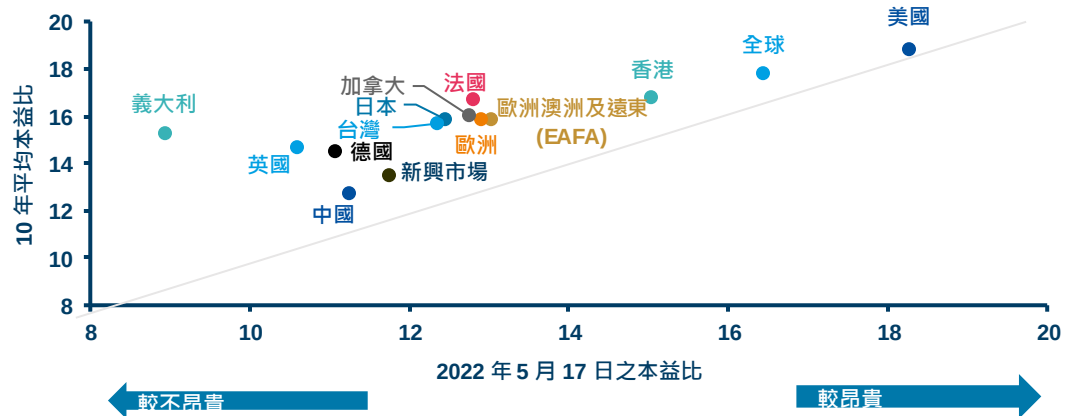
截至 2021 年底，前五大成份股佔羅素 1000 成長股指數 38%，佔 S&P 500 指數 23%。基於分散風險的要求，對於多元分散且主動式管理的美國大型成長股基金而言，保持基金曝險與羅素 1000 成長股指數相同是不可能的；雖然 S&P 500 指數的集中度較成長股指數低，但也已較過去更加集中。

對於主動式經理人而言，好消息是這些前五大成份股的績效已出現下滑跡象。我們相信，隨著最大規模的公司日臻成熟、監管強度提高、投資人從他處尋找獲利機會，S&P 500 指數在未來幾年會變得較不集中，對最大市值個股較為謹慎的主動式經理人應可從此趨勢中受益。從歷史記錄來看，S&P 500 指數集中度大幅下降是發生在網路泡沫之後，2000 年至 2002 年打敗大盤的主動式經理人每年超過 60%。我們相信未來幾年為遵循相同的規律，代表這是超過 15 年以來投資主動式經理人基金的最好時機。

#### (4) 從美國到全球

數年來，美國股市報酬大幅超越全球股市報酬，但維持此關係所需的代價越來越高；自 2022 年 5 月初起，美國股市若以 S&P 500 指數之前瞻本益比衡量，相對於國際股市存在溢價 (18.2 倍 vs. 13.0 倍)。

#### 美國股市一般而言較國際股市更加昂貴



資料來源：彭博，截至 2022 年 5 月 2 日。2022 年 5 月 17 日之台灣股市本益比，美國以 S&P500 指數為標準，其他地區則以 MSCI 為標準。本益比是衡量股價是否昂貴的一個指標，算法為股價除以每股獲利，前瞻本益比代表分析師們對於未來 12 個月該比率之共識值

雖然多數非美國國家之本益比均低於其長期平均值，但美國卻非常接近其 10 年平均值水準。除了美國與非美國市場間在評價上的差異外，還有一個潛在的因素可能使非美國股市表現更好，亦即受到持續性通膨和利率上升的驅動力，帶來持續由成長股輪動至價值股的趨勢。若這些條件

持續，則國際指數的組成（見下表）可能幫助其表現較美國市場更好，因其權重偏重於價值型產業，如金融，而較少偏重於成長型產業，如資訊科技。

| 指數           | 科技股權重 (%) | 金融股權重 (%) |
|--------------|-----------|-----------|
| S&P 500 指數   | 27.2      | 11.0      |
| MSCI EAFA 指數 | 8.2       | 17.5      |

資料來源：彭博，截至 2022 年 4 月 30 日。

### 結論

我們相信世界正邁向高通膨環境，早在新冠危機爆發前，超額貨幣供給、金融抑制（financial repression）以及對實質基礎建設投資不足等高通膨種子，其實就已埋下，投資人應為此環境改變做足準備，例如將價值股或能在高通膨環境中獲益之高品質股納入持股。

然而根據上述，疫情後向價值股、國際市場以及較不昂貴市場輪動的改變，不太可能僅依照線性趨勢，而是多半會受極端市場事件的影響（如俄羅斯入侵烏克蘭），此時投資人可能反而偏好美國市場的韌性，更甚於歐洲，因為美國企業營收所受的影響較小。但投資人應該留意，其營收現在應以更高的資本成本來折現。此外，疫情後的環境中，營收不確定性將是其一大特點，也因此需要更加專注於選股與企業基本面。

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】