

## 尋找疫情下的市場低點



Pascal  
BLANQUÉ  
集團投資總監



Vincent  
MORTIER  
集團副投資總監

### 重點摘要：

從公衛以及經濟觀點下前所未見的高度不確定下，不同的因子以不同的方向同時干擾著市場，這些因子造成預期 GDP 的困難度大增。

市場是經濟循環的領先指標，因此通常會在疫情結束前先落底，然而在下面三項因素能夠塵埃落定之前，市場多半會呈現緩跌然後再探底的反覆過程：

1. **疫情的循環態勢：**是否感染的速度已見趨緩，這牽涉到「時間」（疫情發展的期間）以及「防疫措施」（各國採取的控制疫情手段）這兩項變數，越早發生疫情以及採取強硬措施的國家，例如中國將可能越早控制疫情的擴散。
2. **政策激勵方案：**包括財政與貨幣政策，用以緩解金融市場情勢，提供企業流動性，甚至提供家計單位的協助以求度過經濟活動暫停下的失業率攀升態勢。
3. **殖利率曲線短天期面的走勢：**經歷過去資源錯置，指標性的債券殖利率在近期財政措施公布下已見小幅回升，反應未來債務增加的預期。

2008年10月金融風暴，市場不確定性和波動性相當高，流動性下滑，市場在2009年3月觸底反彈，相較之下，本次政府救市措施整體而言比較快推出，且規模更大；鋒裕匯理資產管理認為市場需要一些時間來消化這些措施，但在救市措施無上限之下，預料將開始逐步反應在市場表現上。

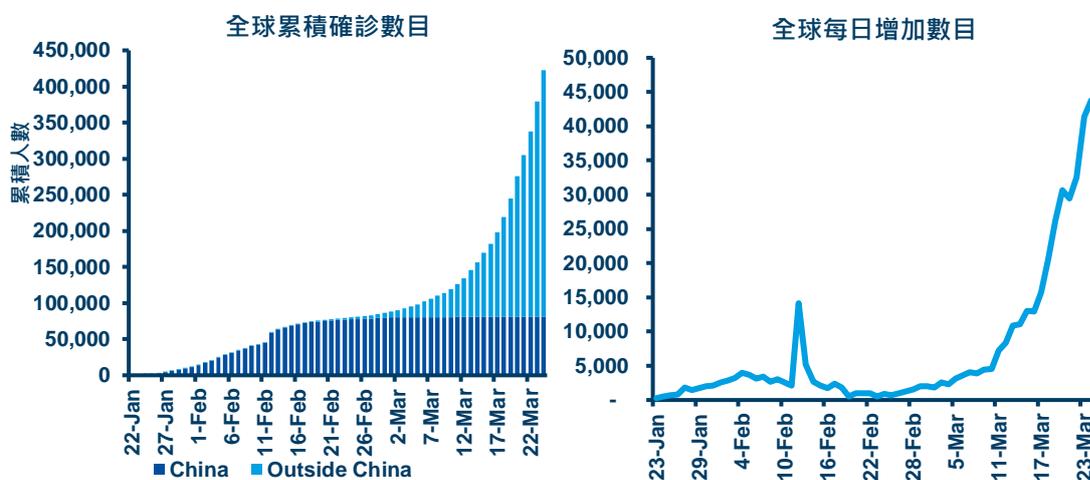
不過，鋒裕匯理資產管理預期，除非真的看到疫情擴散的速度緩和下來，政策措施才能真的有效，也因此影響市況恢復的速度；只要疫情看起來沒有在控制之下，市場震盪就會持續。

鋒裕匯理資產管理認為，對多數投資人而言，最重要的是疫情發展的方向及速度，目前仍朝向確診數目在近期數週內持續升高，速度持續加快的階段。不過，當各國積極採取疫情控管後，預期速度將開始趨緩，中國就是最早的案例，其次義大利亦可望如此發展，這對於市場信心有一定的幫助。不過，在冠狀病毒的疫苗出現之前，疫情帶來的隔離政策已造成例如在家上班，網上消費，娛樂與教育，社交媒體使用率增加，醫療工作者的需求及薪資提高等情況並不容易恢復常態；同樣觀察中國，我們發現在封城過後，經濟活動已見恢復，但初期的恢復速度仍在正常水準之下。

鋒裕匯理資產管理預期其他多數國家距離疫情高峰仍有一段距離，英國和美國以及許多歐盟國家疫情仍在加速階段，至於部分新興市場國家還在早期階段，如果全球大封鎖證明對於防疫有效，那麼本次疫情有可能在四月份達到最高峰，之後確診案例成長的速度則可望開始趨緩，鋒

裕匯理認為在到底這個階段前，短期我們只能預期市場出現短暫的反彈波，而不是一個全面且穩定的復甦走勢。

### 新冠肺炎累積確診案例以及每日增加數



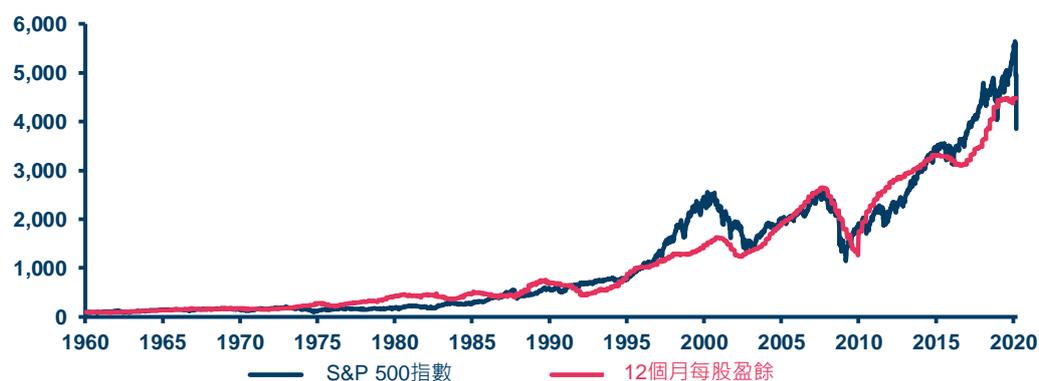
資料來源: Bloomberg, 鋒裕匯理資產管理整理，資料日期 2020/3/24

### 新的金融體系已經開始：對投資的隱含意義

不可否認，新型冠狀病毒將是驅動均值回歸過程的關鍵因素，其將促使投資回報率與長期基本面趨於一致。

在牛市的最後階段，股票收益率已出現偏離情況，最近甚至因生產率、勞動力和收益成長下滑的影響，出現更大的偏離。雖然會有短暫之衝擊，但這對於投資報酬的長期可持續性是個好消息。另外，在信用債方面，無限制的量化寬鬆政策預估對於投資等級債將提供較大的利多空間，然而實際影響可能需時間驗證；而隨著疫情影響經濟收縮，高收益債違約率將不可避免地上升。

### S&P 500 指數 vs. 每股盈餘



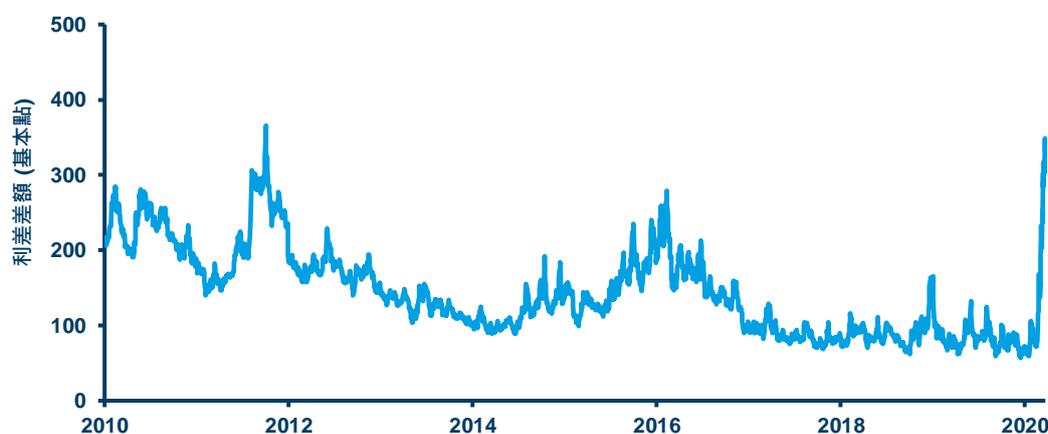
資料來源: Bloomberg, 鋒裕匯理資產管理整理，資料日期 2020/3/23，以 1959/12/31 為基準值 100。

冠狀病毒也是引發制度轉移的關鍵因素。下一次衰退（這就是未來幾個月我們將要面對的衰退）將把貨幣和財政政策提升到一個新的水平。各國央行將採取貨幣寬鬆政策，以滿足預算需求、還有大灑錢和大舉債政策等，最終的結果可能是國家重新撥款資助近年來被忽視的重要社會職能（例如：醫療保健）、部分公司或部門的國有化（例如：某些航空公司）、重視內需經濟以及著重工資勝於公司利潤（例如：美國近期有場辯論是關於避免將財政刺激政策用於公司回購或提高執行長的薪酬）將成為新金融體系的特徵，從長遠來看這些措施，長期終將以通貨膨脹收尾。

在現階段過渡時期，隨著危機的蔓延，投資人應清楚地了解，當危機結束後將會發現手上的公債收益率偏低，需要在其他地方另尋收益率，屆時信用債和新興市場債將是尋找收益的選擇。

債券方面，在低流動性環境中，降評（從 BBB 投資等級到高收益債）和違約是目前面臨的主要挑戰。在低評級債券中，必須關注於公司是否可以在經濟活動的暫時停鎖（導致低/無收益），但仍面臨高成本（償還債務）的情況下存活，其將嚴重影響投資評級與違約的發生。

### 美國公司債利差：BBB 級 VS BB 級



資料來源: Bloomberg, 鋒裕匯理資產管理整理。資料日期 2020/3/23。指數採用 ICE BoA US Corporate BBB 及 ICE BoA US Corporate BB

在新興市場方面，當前面臨的危機是伴隨著能源價格重挫而開展。儘管貨幣政策在新興市場各國的空間仍大（歸功於通膨壓力的緩和），但並非每個國家都有足夠的財政政策空間來因應商品價格重挫及旅遊活動的急凍，因此，一些國家勢必將面臨債務重組。

積極的主動管理將是面對當前市場環境的關鍵，尤其是在績效和流動性之間的權衡。**現階段強大的流動性管理比以往任何時候都更加重要。**在信用債領域，我們對高收益債抱持謹慎，並慎選標的。相較而言，由於能受到央行購債計畫的支持，我們較偏好投資等級債相關的券種。市場持續下降的循環只會對潛在經濟增長產生永久衝擊時發生，但這不是當前最有可能發生的情境。當前的市場氛圍下，美國高收益債違約率觸及 10% 是有可能的，至於美企今年亦可能約有 10-20% 遭遇獲利衰退，這肯定是令人感到擔憂的，但並非世界末日。**基於此背景，在投資組合管理上，我們更加採取謹慎的態度，因為短期內市場風險規避的模式將持續，資金將持續往高品質、防禦性質和流動性佳的安全資產移動。**

在全球疫情擴散趨緩前，股票市場將持續遭遇賣壓。我們在股票市場注意到一些週期性產業的投資契機；一旦疫情進入高峰，這類週期性產業將快速反彈。部分區域的股票市場已經走出谷底，中國即是一個例子，該國的股票指數表現優於其他國家(標普 500 指數自 2020.2.19 至 2020.3.24 下跌 27.6%，但滬深 300 指數同期間僅下跌 11.3%)，這可能代表中國最壞的情況已過，經濟有望逐漸走出谷底。

鋒裕匯理資產管理認為，美元指數的回升僅是暫時的，待一切回穩後，投資人考量新興市場貨幣的風險溢酬和便宜的評價後，會相當願意承接這類資產。

在缺乏流動性的市場，衝擊會逐漸浮出水面，伴隨著資產重新訂價、重估價值、重新審查合約以及評估什麼東西可以放棄；產能擴大以及原先的生產計畫亦將暫停。金融市場將重新檢視投資組合的樣貌，並同樣聚焦在良好品質、性價比以及具流動性的資產。

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】