# 經濟增長放緩 市場跌宕起伏

## 全球宏觀經濟與戰略型資產配置展望

Evan Brown
宏觀資產配置
策略主管

Ryan Primmer
投資解決方案
主管

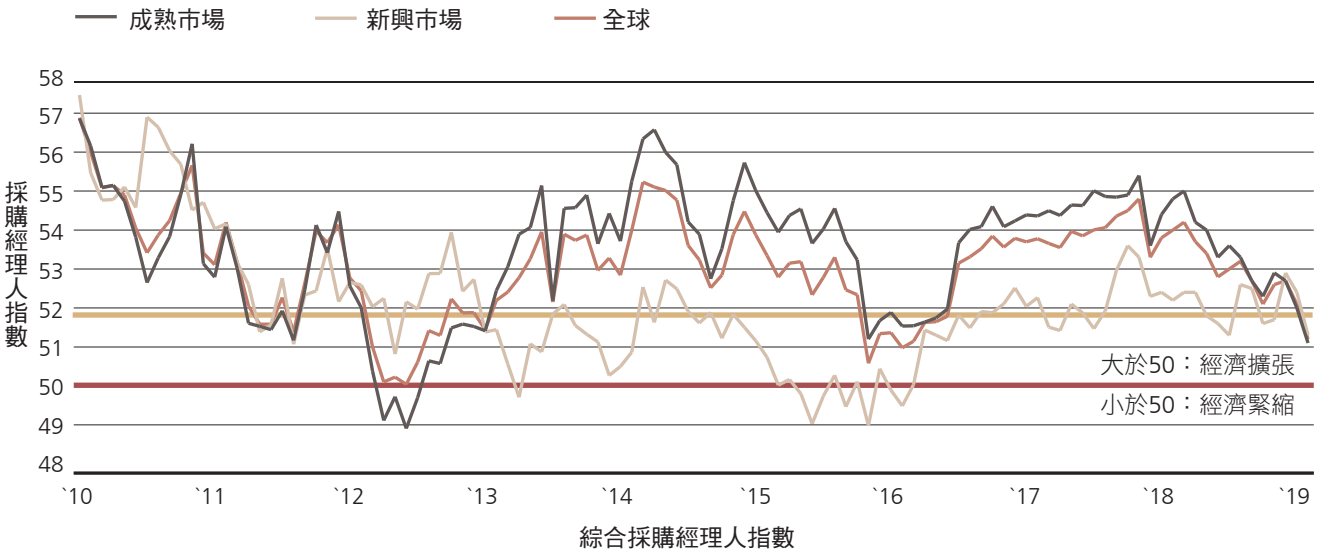
2019年上半年，全球市場止跌回升。中美兩國，作為全球兩大經濟體，均採取政策促進增長，2018年年底，全球市場跌勢得到扭轉。

2019年1月，美聯儲態度從收緊轉向中立，有力地提振了風險資產市場，降低了貼現率，並提高了經濟週期延長的可能性。中國的寬鬆政策也發揮了一定作用，緩解了中國的去槓桿壓力和貿易緊張局勢。考慮到全球經濟增速放緩以及中美貿易和科技衝突所帶來的風險，隨著風險資產估值的回升，我們對全球股市的態度已經從看好轉為中立。考慮到中美雙方均有強烈意願來避免發生重大衝突，因此我們認為中美緊張關係會和緩。如果預判正確，我們很可能在本輪漫長的經濟週期中再次經歷週期中期放緩的局面。我們認為，在這種環境下，應對風險資產採取中立態度，並對地緣政治風險做避險。

**全球經濟放緩，但不會崩潰**

全球經濟目前處於金融危機後經濟擴張的第三輪週期中期放緩。我們密切關注採購經理人指數（PMI），這一指數依然高於50榮枯分水線，但目前已經出現一定程度上低於趨勢增長的信號。未來幾個月，全球PMI預計將穩定在50以上，這意味著全球經濟將實現軟著陸。這樣預測的依據是，儘管製造與商品行業疲態明顯，但全球服務業普遍保持韌性。這種韌性與發達經濟體家庭收入持續強勁增長有關，也為迄今為止發達國家經濟增長的最大動力——消費提供了支援。各國央行紛紛轉向“鴿派”，導致金融環境普遍寬鬆，緩解了消費者和企業的壓力。

圖表1：全球增速穩定在趨勢線附近




資料來源：瑞銀資產管理，Macrobond。資料截至2019年6月6日。黃線（—）表示全球長期增長趨勢。

其他新興市場以及日本和歐洲等關鍵成熟市場可能會有較佳表現。

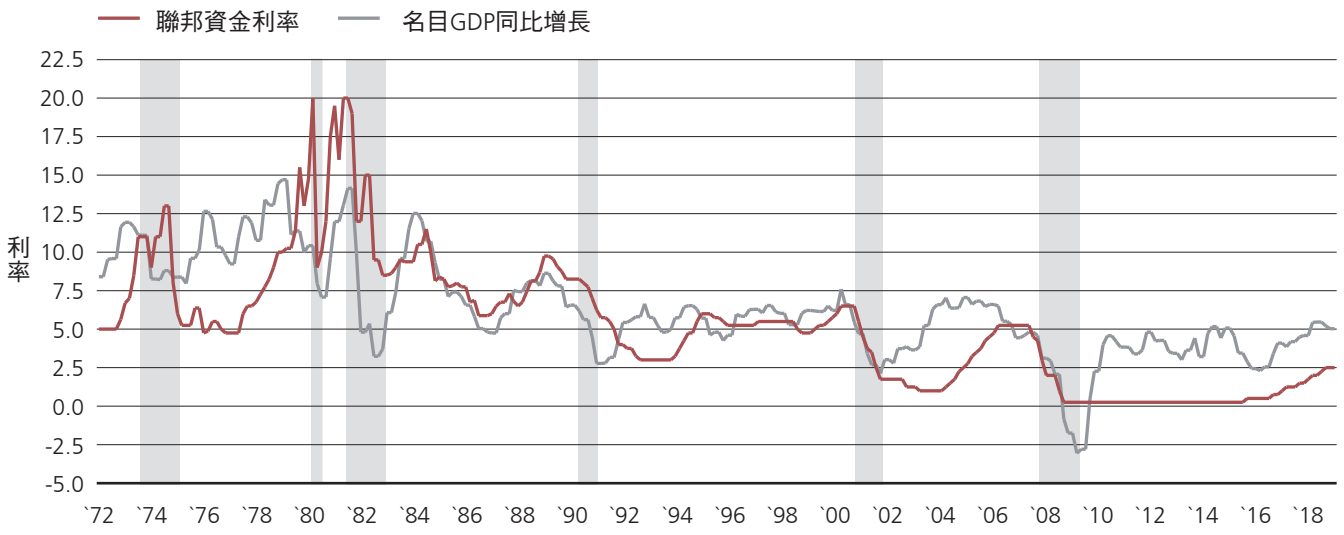
與此同時，中國寬鬆的貨幣、財政和監管政策也有助於緩解其經濟壓力。中國的信貸增速已經回升，基礎設施投資也出現復甦跡象。儘管目前中美貿易摩擦影響了企業信心，但考慮到雙方均有強烈意願來避免造成重大經濟損失和導致市場疲軟，我們預計中美緊張關係終將有所緩和。

中國經濟企穩正值各國融入全球供應鏈的重要時刻。其他新興市場以及日本和歐洲等一些關鍵成熟市場可能表現突出。實際上，從某些指標來看，美國以外國家的估值處於低位，相當於美國在上世紀90年代末科技泡沫高峰時的水準。假設美國以外國家的經濟如我們預期的一樣穩定增長，那麼他們輕輕鬆鬆就可以有出色表現。

**經濟週期延長**

美國本輪經濟擴張是有史以來持續時間最長的一次，因此，對其能夠持續多長時間，投資者持謹慎態度。但一系列發展表明，本輪經濟擴張可能持續更長時間。去年年底，在金融環境急劇收緊的情況下，美聯儲轉變了態度，目前已將重點轉向一直下滑的通膨率，過去10年未能達到其2%的通膨目標。因此，投資者越來越關注美聯儲的戰略框架，以及美聯儲是否需要採取更加寬鬆的政策，以繼續將通膨和通膨預期納入其目標。

**圖2：自1970年以來，每次經濟衰退前美國聯邦基金利率均超過GDP名目增長率**




資料來源：瑞銀資產管理，Macrobond。資料截至2019年6月6日。

美聯儲採取鴿派態度時，正值美國名目增長率相當穩健之際，甚至有些人預計美國增長將放緩。請注意，自1970年以來，每次經濟衰退之前，美國聯邦基金利率均超過GDP名目增長率，但目前聯邦基金利率仍遠低於GDP名目增長率（見圖表2）。此外，聯邦基金利率也低於美聯儲估計的“中性”利率（採取既不寬鬆也不緊縮的政策）。以往在衰退期，美聯儲都會上調利率，比中性估值高出150到200個基點。儘管貿易緊張局勢可能給美國經濟增長帶來下行風險，但美聯儲已暗示，如有必要會隨時下調聯邦基金利率。

此外，美國經濟的根本性改善也表明本輪經濟週期可能會持續一段時間。美國生產率增速明顯走高，意味著美國經濟會繼續擴張，不會導致利潤壓力激增，不會引發通貨膨脹，美聯儲也不會大幅收緊政策。與此同時，美國青壯年勞動力增加，表明美國人力資源並不短缺。

**當前面臨的風險**

不可否認，風險資產價格已經消化了大部分利好消息。因此，市場易受負面消息影響。如上所述，貿易政策風險依然存在，並且難以應對。此外，中國目前推出的刺激政策更多的是針對國內經濟，而非涉外領域。實際上，這些刺激政策側重於提振消費者以及中小企業的信心。因此，與以往中國採取的刺激政策時相比，本輪刺激對廣大新興市場以及歐洲和日本的積極溢出效應有限。這種不均衡增長令人擔憂，如果不均衡增長繼續，然而與此同時美國經濟則表現優異，那麼已經非常強勢的美元可能會進一步走強。這可能給美國企業盈利帶來壓力，並對新興市場造成破壞，形成潛在的惡性循環。

最後，美國國內政治不確定性增加。未來數月，美國可能出現另一場財政爭執，總統特朗普與民主黨人士可能就債務限額展開辯論。此外，2020年美國大選帶來的不確定性可能開始對市場產生影響。民主黨初選辯論定於當地時間6月26日召開，在初選過程中，候選人立場往往會向其黨派極端化轉變，而後在大選前轉回中間立場。民主黨辯論中可能會出現相當激進的政策提議，這將對市場造成潛在影響。隨著2020年的到來，減稅依然存在法律和監管方面的不確定性，這可能會對投資和就業構成壓力。

**結論**

儘管短期內會出現波動，尤其是貿易政策進展方面的波動，但考慮到經濟週期延長和美聯儲寬鬆的政策，我們不會減持風險資產。股票方面，美國估值已經相當高，我們傾向於在一定程度上增持歐洲和日本股票，但在全球經濟出現更加持久的復蘇跡象後，我們才會加大投資力度。固定收益方面，我們對歐洲和日本主權債務的配置少於美國國債，因為美國國債依然是重要的避險資產。最後，我們做空澳元，將日元作為避險資產，以對沖貿易風險以及更加令人擔憂的全球經濟下滑風險。

# 為何選擇瑞銀資產管理？

我們的業務遍佈全球，投資實力兼具深度與廣度，能夠助您將挑戰轉化為機遇。我們希望與您攜手，共同探索您所需的解決方案。在瑞銀資產管理，我們的每一步都環環相扣。

**投資理念和卓越投資**
我們的團隊有鮮明的觀點與理念，但目標則是一致：讓您得到最佳概念與卓越的投資績效。

**全面的觀點**
我們專業的深度與能力的廣度，讓我們的對話更有前瞻之明，配合更為積極主動的溝通，皆有助於您做出全面性的投資決策。

**佈局全球**
我們在全球廣泛的投資與服務據點，讓我們能為您在全球範圍佈局中發現最適合於您的投資領域。這也是我們的獨特優勢 — 與您一起立足本地，佈局全球。

**解決方案導向性思維**
我們致力於找出您需要的答案－這也決定了我們的思維方式。我們運用專業與獨特見解，交付給您最適合的投資方案。

**我們的服務能力**
無論您的投資偏好或投資期限為何，我們都可以提供一系列主動和被動的投資風格和策略，以滿足您對所有資產類別的需求。我們還向機構、零售管道及財富管理客戶提供平臺解決方案及顧問支援。我們是一家真正的跨國企業，在芝加哥、法蘭克福、香港、倫敦、紐約、上海、新加坡、雪梨、東京和蘇黎世均設有辦事處。我們所投資的資產總額達8240億美元[3]。目前，我們在全球23個國家擁有約3400名員工[4]，其中包括大約900名投資專家。

**關於我們**
瑞銀是歐洲領先的基金公司、瑞士最大的共同基金經理人[5]、歐洲最暢銷的主動型基金公司[6]，還是中國最佳外資管理公司[7]。我們還是全球另類資產管理中最大的經理人之一：是全球第二大避險基金母基金經理人[8]和房地產直接投資的全球第五大經理人[9]。瑞銀提供獨特的被動型投資產品，包括指數和系統原則、Smart Beta、另類指數及其他客制化解決方案，以滿足我們客戶的需求。瑞銀是歐洲第二大指數化投資經理人[10]，歐洲第四大ETF提供商[11]。

**既往業績並不預示未來結果。**
3. 截至2019年3月31日。
4. 截至2018年12月31日（每年更新）。企業中心的內外全職員工約為1,150人（不包括用於支援資產管理業務的時間不足全職時間80%的員工）。
5. 晨星/瑞士基金資料基金流，2019年3月。
6. 《Ignites Europe》，2019年1月。
7. 哲奔投資管理諮詢：2018年中國排行榜，2019年4月。
8. HFM InvestHedge Billion Dollar Club，2019年3月。
9. 養老金與投資，2018年10月。
10. 瑞銀資產管理根據公司披露資訊對資產管理規模（AUM）進行的分析，2018年11月。
11. ETFGI歐洲ETF及ETP行業洞察，2019年3月。

**瑞銀投信獨立經營管理。本文件由瑞銀提供作為行銷及參考用。**

瑞銀投信獨立經營管理。本文件由瑞銀投信提供作為行銷及參考用。
本文件並非取代投資組合與基金特定材料。評論屬總經或策略等級，並不提及任何註冊或其他共同基金。

本報告僅基於提供資訊為目的，且無意作為買賣任何證券或金融工具的請求或要約。本報告中的所有資訊及觀點係來自於可靠的資料來源，但不代表或保證其正確或完整。所有的資訊、觀點及任何所提及的價格，均可能在未通知的情況下改變。因此，收件人不能以本報告取代其本身的判斷，且收件人應完全為其投資及交易決定負責。本報告部份取材自瑞士銀行集團海外各部門之研究資料。未經同意，請勿修改、引用本報告。

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資效益；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。本基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金公開說明書或投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站 (http://announce.fundclear.com.tw)、公開資訊觀測站(http://mops.twse.com.tw)或本公司網站中查詢。

高收益債券基金適合願意承擔較高風險之投資人。投資人投資高收益債券基金不宜占其投資組合過高之比重。由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。依金管會規定，本基金目前投資於符合美國Rule 144A規定之債券之投資總金額不得超過基金淨資產價值之百分之十。Rule 144A債券，並無向美國證管會註冊登記及資訊揭露之特別要求，同時僅有合格機構投資者可以參與該市場，交易流動性無法擴及一般投資人，投資人投資前須留意相關風險。

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。基金投資涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。另投資人亦須留意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。依中華民國相關法令及金管會規定，境外基金直接投資大陸地區有價證券以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且不得超過該基金淨資產淨值20%，故本基金非完全投資在大陸地區有價證券。本基金包含新臺幣、美元、人民幣及澳幣計價級別，如投資人以非本基金計價幣別之貨幣換匯後投資本基金者，須自行承擔匯率變動之風險。此外，因投資人與銀行進行外匯交易有賣價與買價之差異，投資人進行換匯時須承擔買賣價差，此價差依各銀行報價而定。

基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。本基金配息前未先扣除應負擔之相關費用，投資人於獲配息時，應一併注意基金淨值之變動。股票型基金月配息類股是由基金管理機構參照投資標的之公司營運及財務狀況、總體經濟環境及產業發展狀況以評估未來基金之收益，並依據基金投資組合之平均股利率做為計算基礎，預估未來一年於投資標的個股可取得之總股利收入，並考量當下已經實際取得的股利和可能發生之資本損益，適度調節並決定基金當月配息類股之配息率，以達成每月配息之頻率。基金管理機構(配息委員會) 將視投資組合標的股利率水準變化來調整配息率，故配息率可能會有變動，若股利率未來有上升或下降之情形時，配息率將隨之調整。此外，年化配息率之訂定應以平均年化股利率做為參考基準，惟基金管理機構保留一定程度的彈性調整空間，並以避免配息過度侵蝕本金為原則；就總收益股票型基金，上述配息率或配息水準之考量除股利外尚包含投資標的之股分回購收益。本公司網站備有基金配息組成項目供投資人查詢。

瑞銀證券投資信託股份有限公司
地址：台北市110松仁路7號5樓
電話：+886-2-8758-6938
網址：www.ubs.com/taiwanfunds。
©UBS 2019. 鑰匙符號，UBS和瑞銀屬於UBS的註冊或未註冊商標，版權所有。

UBS