

擘劃復甦之路：總體經濟概觀，勾勒經濟復甦的可能樣貌

# 擘劃復甦之路

全球總體經濟展望



**Evan Brown**  
多重資產策略主管



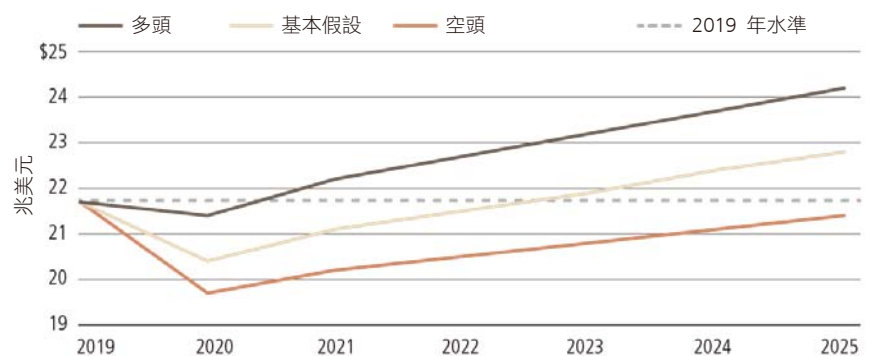
**Ryan Primmer**  
投資解決方案主管

短暫陣痛抑或是漫長掙扎？預測新冠肺炎疫情過後的經濟復甦所可能呈現的形式，並說明我們的基本假設為何認定未來幾個月的經濟將會在崎嶇中緩步的成長。

## 經濟急凍後的不平穩回溫

2020 年的嚴峻開場，其所引發重大的事件，足以左右接下來十年的發展。新冠肺炎疫情造成的慘重傷亡以及金融市場劇烈震盪，全面翻轉了今年原本所有的預測。全球經濟活動陷入空前停滯，雖然很快就獲得了政策支援，不過大眾仍普遍擔憂著長期的就業前景以及社會互動的降溫。

圖 1：各種情境下的實質 GDP 預測



資料來源：瑞銀資產管理，資料截至 2020 年 4 月 30 日

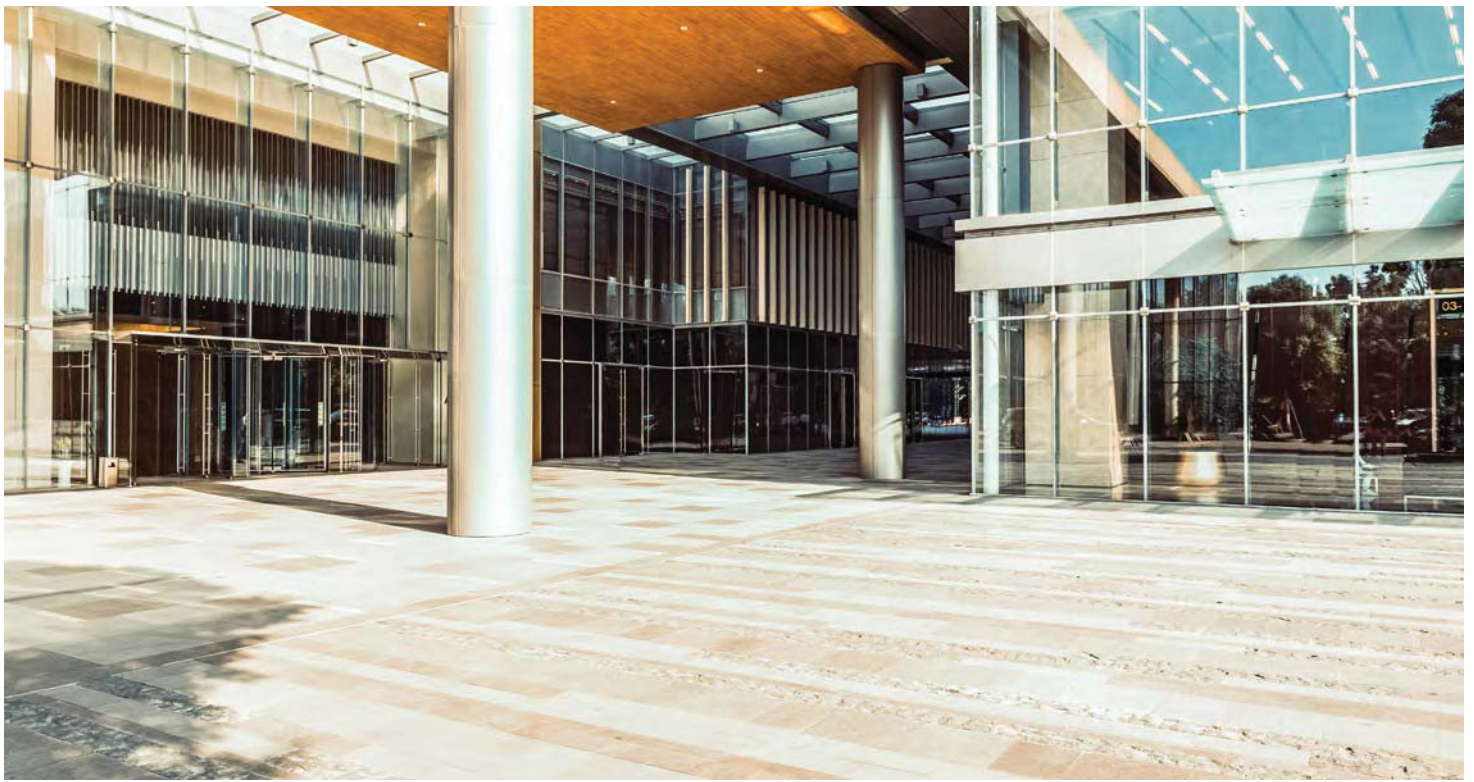


圖 2：疫情過後的可能復甦路徑

多頭	基本假設	空頭
<ul style="list-style-type: none"><li>- 疫苗及療法的進展迅速，有利於經濟活動的廣泛重啟，</li><li>- 政府的重心也從提供資金援助深陷封鎖的經濟體，轉向足以加速經濟復甦的各種策略。</li><li>- 貨幣政策仍持續為市場與經濟提供強力支撐。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- 隨著解除封鎖令，經濟開始逐步復甦，加上地方公共政策的危機應變能力，決定了哪些標的表現相對出色。</li><li>- 中國保守的經濟振興措施，抑制了全球經濟活動的景氣循環漲勢。</li><li>- 消費者支出雖見回升，但仍未能重回新冠肺炎疫情爆發前的水準。</li><li>- 資本支出及全球貿易亦只有微弱反彈。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- 美國過早緊縮財政政策；歐盟的復甦方案成效不彰。</li><li>- 第二波疫情來勢洶湧，封鎖令恐將再度發佈。</li><li>- 地緣政治、貿易或美國大選風險所造成的經濟成長前景壓力亦屬有增無減。</li></ul>

資料來源：瑞銀資產管理，資料截至：2020 年 4 月 30 日

我們認為，決定經濟復甦的最強力因素，將是目前尚未明朗的疫苗或有效療法的研發進度，其次則是政策重心從提供安全緩衝轉向景氣振興。

如果有效的疫苗比預期更早問世，則上檔情境得以實現，經濟活動亦有機會全面重啟。

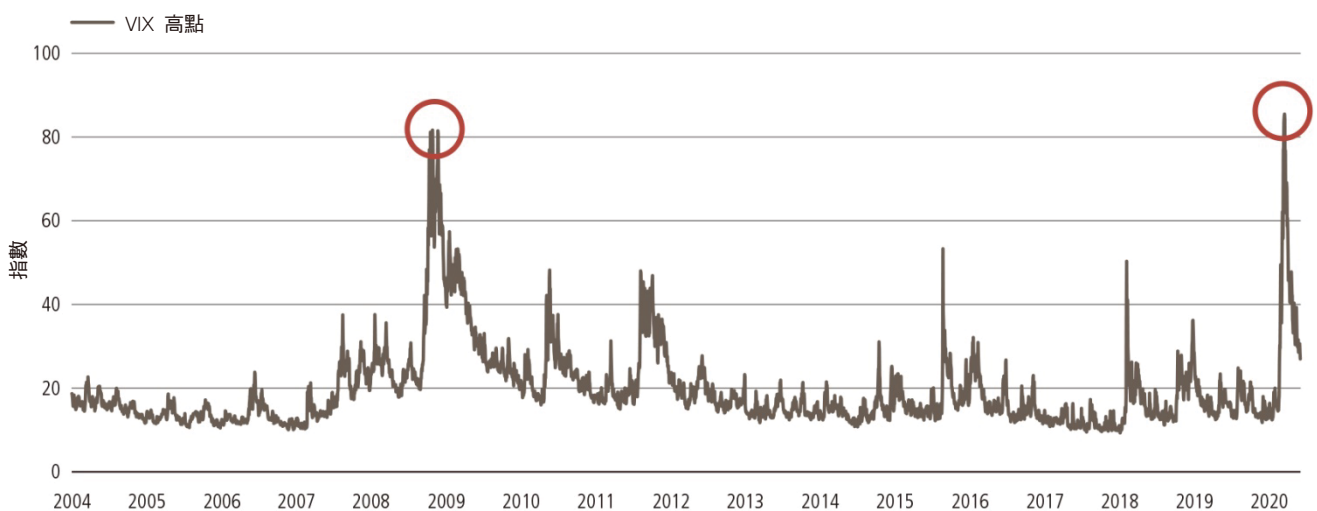
### 經濟逐步復甦，但一波三折

考量這樣的變數，我們的基本假設認定經濟將會逐步復甦，只是有欠平穩。在高度不確定的情況下，資本支出可能持續低迷，一般家庭想降低儲蓄率的程度恐怕也有限。

如果有效的疫苗比預期更早問世，則上檔情境得以實現，經濟活動亦有機會全面重啟，政府可望迅速改採消費激勵方針。而下檔情境則假設包括第二波新冠肺炎疫情迫使經濟活動再度遭到封鎖，或是財政支

持策略過早退場，私營部門支出持續緊縮，這可能造成幾種不同的結果。我們希望維持靈活與彈性，以利及時掌握相對的價值機會。

圖 3：新冠肺炎疫情加劇股市波動，直逼金融危機時期



資料來源：彭博、瑞銀資產管理，資料截至 2020 年 6 月 3 日



### 力求平衡

不論是上述哪種情境中的資產配置，都需要央行的貨幣政策與政府的財政政策達到平衡，以減輕對經濟的衝擊，並有效防範長期衰退或復甦乏力；且應留意一旦出現有效療法或疫苗而帶動經濟反彈的利多時，應設法把握相關投資機會。

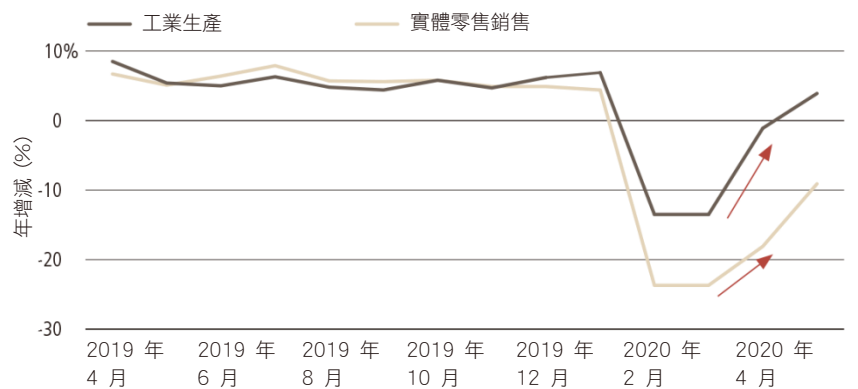
針對最有機會受益於景氣回升歷程的投資主題及地區，我們保留相關的投資部位，同時嚴控整體風險，防範因悲觀的情境成真所帶來的衝擊。

全球風險資產自 3 月底以來一路大漲，起初是受到政策的拉抬，其後則是反映了成熟國家的公共衛生

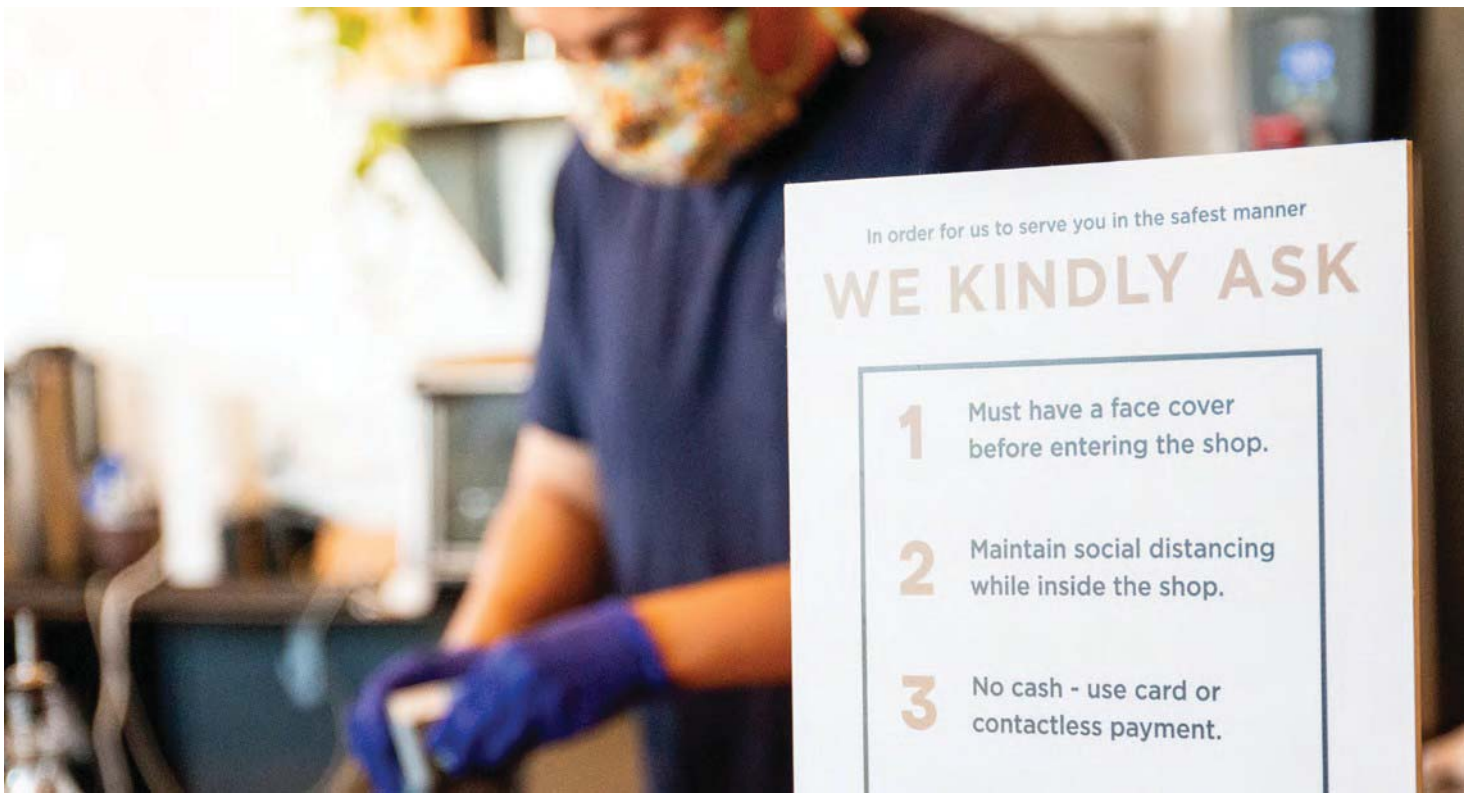
成果與經濟活動持續改善。不過，根據我們的基本情境，萬一未能迅速消除安全疑慮，2020 年乃至未來的需求及產能，恐將持續低於新冠肺炎疫情爆發前的原有水準。

美國失業津貼加碼方案可能於 7 月停止給付，而各州及地方政府可能必須展開撙節，構成了美國經濟的潛在風險。考量美國消費活動的重要地位及資本市場深度，其相關對策勢必扮演著格外重要的角色，足以反映日後全球總經反彈的強度與形式，以及金融市場未來的表現。

圖 4：新病毒疫情導致中國供需失衡的實例



資料來源：中國國家統計局、瑞銀資產管理，資料截至 2020 年 4 月 30 日



企業所承受的沉重壓力，包括經濟停滯期間的多家公司破產，影響原有的勞資關係，並且引發新的摩擦效應，可能不利於勞動市場快速恢復，進而影響消費活絡程度。

聯準會迅速的以政策支持信用市場，不惜祭出超低的利率政策，只是諸多考量因子的其中之一。萬一11月民主黨在總統大選中同時拿下總統大位及國會參、眾兩院多數席次，稅制及監管變動可能帶來市場利空；且隨著選舉的逼近，這點更加受到矚目。

#### 總結而言，我們的處境如何？

在美國債券市場中，我們看好投資級與通膨連結債券，可望享有央行融通政策的利多。有鑑於風險性資產近期的漲勢，我們對全球股市則是持中立看法。至於 S&P 500 指數則是反映了企業盈餘可望在 2021 年底全面復甦的情境，成交價位來到科技泡沫期間的僅見水位。我

們看好日本及德國等市場的股票，其估值具有吸引力。

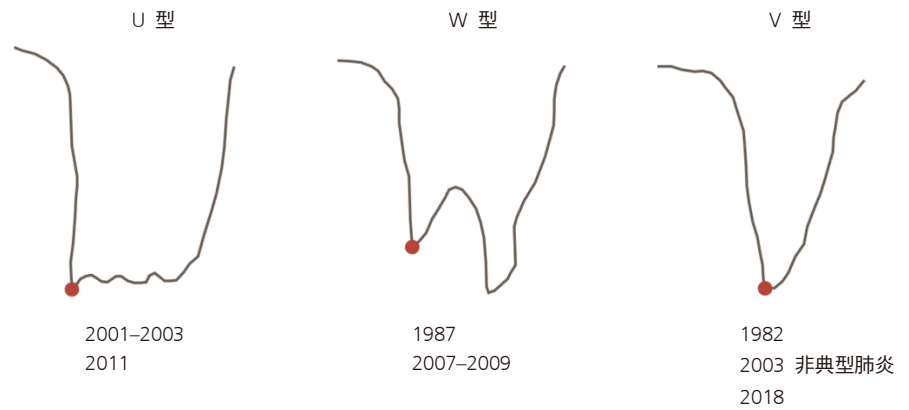
歐洲國家的安全網相對穩固，政府的防疫措施也鼓舞了樂觀氛圍，至少從媒體頭條來看，勞動市場的災情亦比美國輕微。市場對於政府支出的觀感也正在改變。拜法德兩國的復甦方案之賜，貨幣同盟在制定共同財政政策方面取得了具體的進展，一旦落實，便有機會在復甦階段帶動內需成長。透過歐洲央行政策實現的負利率政策，促使外圍國家主權利差收斂，並帶動放款增加，有效刺激了實質經濟。

**考量風險資產的漲勢，我們對於全球股市較為審慎看待。**

日本的政策支援充足，不但有央行的高度融通支持策略，政府當局近期更將援助計畫的規模翻倍。貨幣與財政皆寬鬆的政策，可回溯至安倍經濟學初期，當時擁有不錯的回報。

比新興市場早一步傳出疫情的中國與韓國，由於經濟活動率先回穩，建立了可靠有效的防疫基礎架構，有機會出現相對亮眼的表現。美元計價的新興市場債（尤其是亞洲國家），在市場風險胃納量仍高的情況下，有機會出現相對較出色的走勢。

圖 5：可能的衰退/復甦形式



資料來源：Fundstrat，資料截至 2020 年 4 月 3 日

在此同時，北京的財政對策，僅止於動用必要的措施以支撐就業。

各國間不同步調的反彈，足以影響這個世界第二大經濟體能否享有全球需求的相關動能，中國的財政動能至今終究相對受限，也將導致全球經濟活動持續趨緩。

中美兩強之間的緊張對峙也再度反映在幾個面向上，包括新冠肺炎疫情以及香港現狀等。這種種議題的綜合結果，不只可能會加劇中國市場的波動，影響甚至還會遍及全球。就對策層面來說，我們認為中美第一階段貿易協議的進度仍會是影響當地券種報酬率的重要因素。

相較於貿易活動明確的中斷，不明確的金融風險，較難以直接反映在市場的成交價格上。儘管如此，我

我們認為，美中第一階段貿易協議的進度，仍然是當地報酬率的首要動因。

們減碼了易受景氣循環影響的北亞各國貨幣，透過日圓進行避險，防範緊張態勢升高或全球經濟成長意外下滑。

其他的新興市場部份，基於全球經濟成長低迷與貿易停滯等考量，予以減持；中國當局的財政對策相對保守，對於相關市場的提振效果比不上過往的財政寬鬆時期。縱使如此，新興市場中仍不乏投資機會，包括某些價值遭到低估的幣別。

我們的風險性資產佈局旨在掌握全球經濟成功回溫的上檔良機，主要著眼於估值具有吸引力的資產。

同時我們認為，重啟經濟活動乃是經濟完全復原的必要但非充分的條件，這也構成了我們後續投資的指導原則。除了醫學領域的突破之外，公共決策料將左右經濟究竟會以 U 型，或以 V 型的方式復甦，成為全球局勢的關鍵；我們研判，今後的復甦軌跡當以驟跌緩升的機率最高。



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 40%，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。

本基金投資無受存款保障、保險安定基金或其他相關機制之保障，投資人需自負盈虧。因基金交易所生紛爭，投資人可向中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會或財團法人金融消費評議中心提出申訴。基金買賣係以投資人之判斷為之，投資人應瞭解並承擔交易可能產生之損益，且最大可能損失達原始金額。

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](http://www.ubs.com/taiwanfunds)。

©UBS 2020. 鑰匙符號，UBS 和瑞銀屬於 UBS 的註冊或未註冊商標，版權所有。