

# 末段週期的反彈

## 全球宏觀經濟與戰術性資產配置展望



**Evan Brown**  
宏觀資產配置  
策略主管



**Dan Heron**  
高級投資策略師

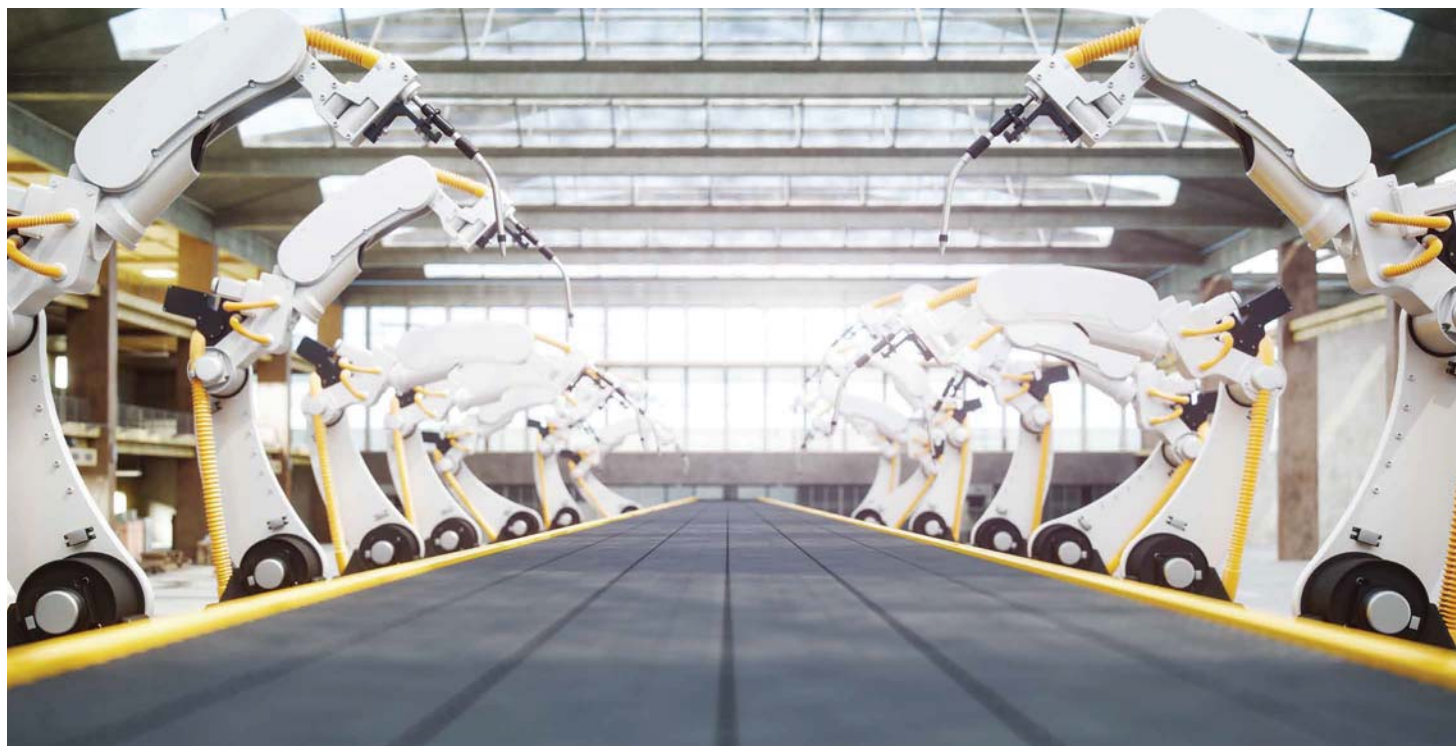


**Ryan Primmer**  
投資解決方案主管

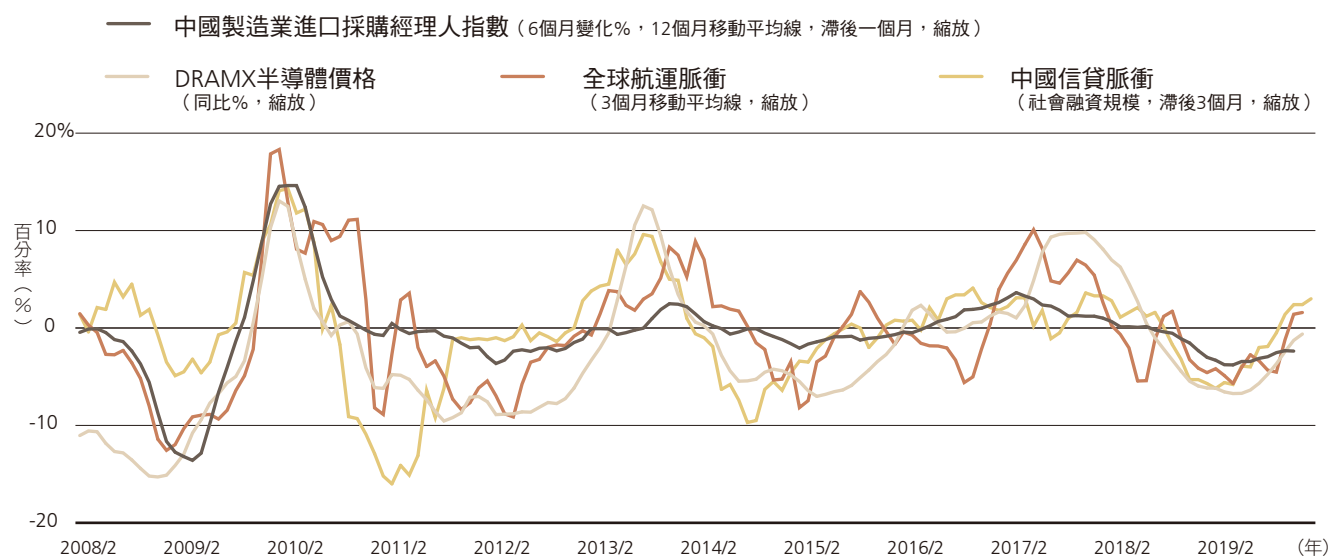
全球經濟已進入擴張週期末段重要的轉捩點上。但週期末期並不意味著週期結束。我們仍然認為，市場對近期出現衰退的擔憂有些反應過度。相反，我們預期，隨著地緣政治風險減弱，中國經濟增速放緩止穩，以及全球寬鬆貨幣政策的遞延效應將傳導至需求側，全球經濟增長將在2020年初溫和加速。較低的美元借貸成本也預示著新興市場金融狀況將出現重大改善，這可能會有利於全球需求增長。

隨著中美貿易摩擦的負面影響加劇，2019年全球需求放緩主要是受全球工業生產和貿易的影響。但全球製造業領先指標已在反轉，我們預計目前的好轉跡象在未來幾個月將會變得更加明顯。我們認為，需

求溫和回升的原因，主要是全球寬鬆的金融環境提振經濟活動的遞延效應已開始顯現。過去一年，美國聯準會（FED）政策急轉，從2018年底的偏緊立場和言論，轉向當前的偏鬆立場。聯準會近期聲明證實了我們的看法，即聯準會現寧願讓美國增長和通膨“出現過熱”，也不願冒著經濟大幅下滑的風險而過早採取緊縮政策。我們認為，美國聯邦基金利率近期不會上調。



圖表1：領先指標顯示全球製造業增長正在反彈



資料來源：瑞銀資產管理。截至2019年11月。

我們認為短期內美國聯邦  
基金利率不會上升。



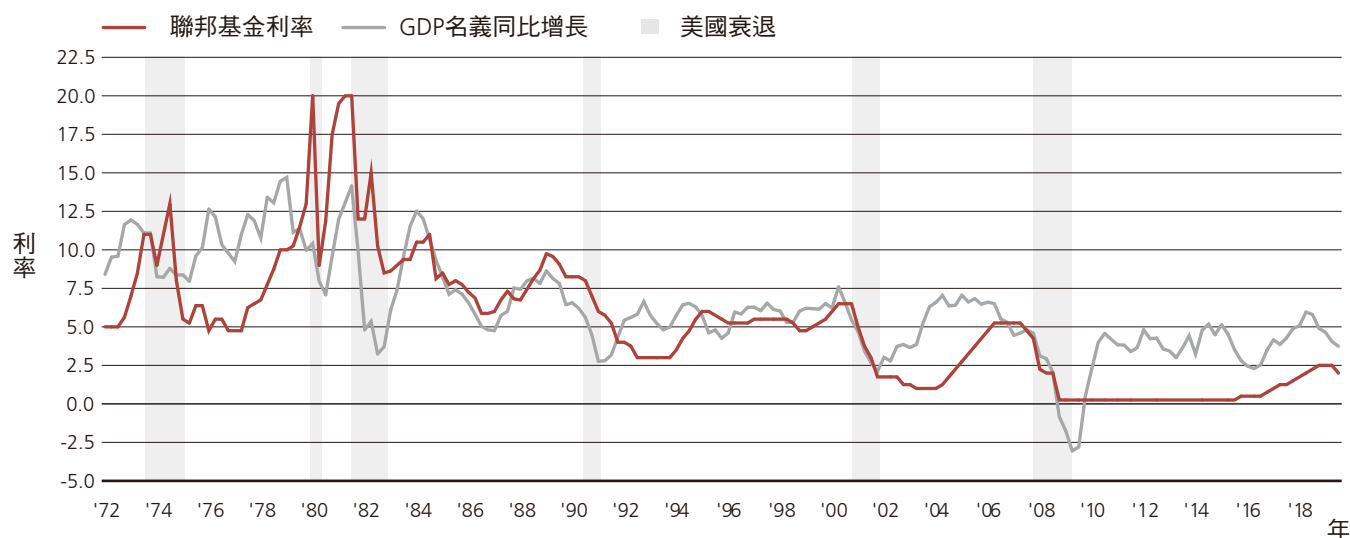
重要的是，貨幣政策轉向寬鬆的國家不是只在美國，而是遍及成熟市場和新興市場。我們認為，低利率政策將對製造業發揮更大提振效益，在沒有外部需求衝擊的情況下，這將在2020年初對製造業增長發揮支撐作用。另外，我們預計在低失業率和穩健薪資增長的支撐下，2020年消費增長將保持韌性。我們認為，如果增長減弱，在一些

主要經濟體中，要求財政政策刺激藉以對整體政策發揮更大作用的呼聲將會越來越高。

儘管GDP增速已降至1992年以來的最低水準，但中國人民銀行的政策立場並未明顯轉向寬鬆。中國人民銀行在11月初將一年期銀行貸款利率下調5個基點，表明它並未忽視增長放緩。但中國人民銀行的溫和舉措恰恰反映出它在週期性和結構性

目標之間很難實現平衡。這不會令我們過度擔憂，因為中國政府擁有一整套貨幣和財政政策工具，能夠轉而採用利率以外的其他措施，一方面來影響需求增長率，另一方面對經濟驅動力進行調整。我們預計，隨著這些政策措施開始發揮效力，中國經濟增長將會趨穩，而且如果有必要，中國還有進一步採取刺激措施的空間。

圖表2：美國貨幣政策趨於寬鬆



資料來源：瑞銀資產管理。Macrobond，截至2019年10月。

我們預計，採取這些政策措施的績效，中國的經濟增長將趨於穩定，必要時，政府還有推出進一步刺激措施的空間。

地緣政治既存在風險也蘊藏機會。英國脫歐和中美貿易摩擦是2019年的兩大地緣政治問題。然而，這兩個問題惡化的可能性已明顯降低。我們看到，中美雙方最近釋放出極大的善意，暗示以前宣佈的關稅可能不只是推遲，而是取消。這種轉變為增強全球企業信心提供了所需的支持。

12個月以前我們曾表示，考慮到成熟國家勞動力市場的潛在韌性，市場對全球增長的擔憂有些過度。因此在2019年初，我們對全球股市持樂觀看法，並在此後獲得了豐厚的回報。我們仍然認為，投資者對近期出現衰退的擔憂有些過度。從戰

術性資產配置角度來看，商業週期的延長以及增長前景的趨穩將會帶來重大機遇。我們預期，風險資產內部版塊可能會出現一些劇烈的輪動。由於我們預期需求將會溫和反彈，對於經濟增長較為敏感的股票市場，包括歐元區、中國、日本及新興市場是我們相對看好的市場。

對於擴大新興市場股票投資，仍存在爭議。

在美股方面，優於全球多數股市的表現已經持續一段時間，其原因在於美國股市更側重國內市場，受近期貿易摩擦的影響較小。然而我們預計，美股在2020年期間將受週期性和結構性因素的雙重影響，尤其是圍繞美國總統大選的各種新聞報導，以及美國潛在的巨大經濟政策變動，可能會引發一系列波動，從而使美股相較於其他國家股市會面臨更多的不確定性。畢竟投資者需要了解，一旦有某位候選人獲得全面性的民意代表支持下，很可能會採取全面性的政策變革，繼而影響整個金融市場。



## 我們認為保持資產配置的臨時與敏捷性對於掌握2020年以及長期的投資契機極為重要

隨著資本市場向國際投資者開放，中國股票獲得進一步上行的空間。我們看到，中國境內股票納入被廣受追蹤的MSCI新興市場股票指數後，資本流動不斷增加。我們也有充分的理由看好更廣泛的新興市場股票，它們將受益於全球需求反彈、中美貿易摩擦暫停，以及美元借款成本下降。



全球需求的溫和反彈說明了一件事，鑒於日本、德國、瑞士等成熟國家10年期政府債券價格反映出低增長和低通膨的前景，長期政府債券殖利率存在一定程度的上行壓力。即使在經濟數據有所改善下，貨幣政策仍可能繼續保持寬鬆，因此我們認為成熟國家的殖利率曲線將趨於陡化。有鑑於此，我們青睞

美國債券市場，在殖利率曲線“陡化”的情況下，相對看好2年期美國債券優於10年期美國債券，以從中獲利。鑒於相對較高的名目和實質收益率，中國債券對我們來說是具吸引力的重點主權債券市場，尤其中國債券被納入主要債券指數，有可能給中國債券殖利率帶來結構性的下行壓力。



信用市場也能在週期性上漲中帶來具有吸引力的機會。我們認為，與新興市場股票一樣，全球製造業的反彈以及較低的美元融資成本總體上也對新興市場信貸有利。在此背景下，相對於美國政府債券、美國投資級債券和美國高收益債券等，新興市場當地貨幣債券和美元債券的收益率似乎都更具吸引力。

經濟週期日趨成熟，地緣政治風險持續存在，再加上各資產類別存在較高的投資水位下，都可能擴大2020年間歇性的引爆全面性波動，以及市場內部波動的可能性。在低增長的環境下，風險資產的回報很可能低於投資者於過去10年中多數時候所獲得的回報。有鑒於此，我們認為，應該保持彈性與靈活性，以便把握隨時出現的資產配置機會，這種策略在2020年以及以後的一段時間裡將非常重要。



整體信號 =  負  正

傳統資產類別與貨幣——截至2019年11月<sub>1</sub>

	整體信號	← 無吸引力	中性	有吸引力 →
股票		<ul style="list-style-type: none"> <li>瑞士</li> <li>澳大利亞</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美國</li> <li>英國</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>歐元區</li> <li>日本</li> <li>中國</li> <li>新興市場 (除中國)</li> </ul>
固定收益		<ul style="list-style-type: none"> <li>英國</li> <li>歐元區 (核心)</li> <li>瑞士</li> <li>日本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>歐元區 (非核心)</li> <li>澳大利亞</li> <li>美元投資級債券</li> <li>高收益</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美國</li> <li>新興市場美元債券</li> <li>新興市場本幣債券</li> <li>中國</li> </ul>
貨幣		<ul style="list-style-type: none"> <li>美元</li> <li>瑞士法郎</li> <li>加元</li> <li>澳元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>英鎊</li> <li>人民幣</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>歐元</li> <li>新興市場</li> <li>日元</li> </ul>

資料來源：瑞銀資產管理投資解決方案宏觀資產配置團隊，資料截至2019年11月12日。觀點基於3-12個月的投資期限而得出，未必反映實際組合的比重，而且可能會發生變化。

# 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

我們的投資團隊擁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，我們都可以提供了一系列主動和被動的投資風格和策略，以滿足您對主要的傳統資產類別和另類資產類別的所有需求。此外，我們還為機構、零售通路和財富管理客戶提供平臺解決方案和諮詢支援。我們是一家真正的跨國企業，在芝加哥、法蘭克福、哈佛、香港、倫敦、紐約、上海、新加坡、雪梨、東京和蘇黎世等均設有辦事處。我們所投資的資產總額達8580億美元<sup>2</sup>。目前，我們在全球22個國家擁有約3400名員工<sup>3</sup>，其中包括約900名投資專家。

## 關於我們

我們是全球另類資產管理中最大的經理人之一：是全球第二大對沖基金母基金經理人<sup>4</sup>和房地產直接投資的全球第五大經理人<sup>5</sup>。我們是歐洲領先的基金公司，瑞士最大的共同基金經理人<sup>6</sup>，歐洲最暢銷的主動型基金公司<sup>7</sup>，還是中國最佳外資管理公司<sup>8</sup>。瑞銀提供獨特的被動型投資產品，包括指數和系統原則、聰明貝塔、另類指數及其他客製化投資方案，以滿足我們客戶的需求。瑞銀是歐洲第二大被動管理公司<sup>9</sup>，歐洲第四大ETF提供商<sup>10</sup>。我們是氣候決議投票方面領先的資產管理公司<sup>11</sup>。

1 責任投資者和瑞銀資產管理的聯合調查：“ESG：願意或不願意”。

2 截至2019年9月30日。

3 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）。

4 HFM InvestHedge Billion Dollar Club，2019年3月。

5 INREV / ANREV 《基金經理調查》，2019年5月。

6 晨星/瑞士基金資料基金流，2019年9月。

7 《Ignites Europe》，2019年1月。

8 哲奔投資管理諮詢：2018年中國排行榜，2019年4月。

9 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，2019年11月。

10 ETFGI歐洲ETF及ETP行業洞察，2019年3月。

11 共用行動，2019年11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驗信用評等，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一定比例。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之一定比例，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 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。