

# 環球投資展望

安本多元資產團隊每月投資展望



## 七大工業國 (G7) 的核心通膨率仍逐漸下降



資料來源：Factset, 2010年3月23日

## 全球信用市場仍可能出現利差適度縮小



資料來源：Factset, 2010年3月23日

主要預測指標	美國	日本	歐元區	英國	中國	全球
國內生產毛額連續 12 個月預測	2.6	1.0	0.8	1.5	9.7	2.4
Consensus 預測	3.1	1.5	1.3	1.5	9.7	2.8
消費者物價指數 12 個月預測 1	1.8	-0.9	0.7	2.5	3.7	1.3
Consensus 預測	2.3	-0.9	1.2	2.5	3.2	1.6
目前基準利率	0 - 0.25	0.1	1.0	0.5	5.31 *	-
貨幣政策(3 個月)	0.15	0.1	1.0	0.5	5.31 *	-
貨幣政策(12 個月)	0.7	0.1	1.0	0.5	5.58 *	-
十年期債券殖利率(12 個月)	4.0	1.66	3.5	4.5	n/a	-

1 核心指數 \*人民銀行一年期人民幣放款利率 資料來源：Aberdeen Asset Managers Ltd

## 安本觀點摘要

- 全球經濟成長仍然與各國財政息息相關，導致投資人對於 2011 年的市場前景產生憂慮
- 預算赤字成為關切焦點，但企業的基本面日益穩健
- 經濟能否穩定成長端視振興方案是否順利退場

儘管投資人焦慮看待 2011 年與此後的經濟前景，但短期內經濟環境可望緩慢好轉。政府採取振興方案來刺激經濟活動，至於在方案告終之時會發生甚麼樣的狀況，則不無疑問。企業的財務狀況正逐漸改善，意味著預算赤字獲得部分的喘息空間，而隨著失業率下降，家戶所得可望上揚。

亞洲與新興市場國家的經濟，因出口成長而迅速復甦，但 G7 國家的整體情況並非都是如此，其中美國的復甦最為強勁，主要受惠於一般大眾有計畫地調整儲蓄習慣。但長期而言，進一步的去槓桿化歷程，當能減輕消費活動影響 GDP 的可能性。G7 以外的國家，消費活動並不熱絡，投資人要求降低預算赤字的壓力，也使消費受到抑制。這是長期存在於各經濟地區之間的成長失衡問題。

在利多方面，產品與勞動市場停滯情況仍極為明顯，短期內通膨不會成為普遍擴散的困境。即使在亞洲與新興國家，通膨壓力也不至於形成難以克服的問題。因此，整體的貨幣政策將繼續維持寬鬆，儘管隨著時序進入下半年，經濟數據持續理當改善，投資人研判這樣的政策立場也可能改變。

寬鬆的貨幣立場本應有利於風險性資產，但接連不斷的疑慮卻提高了市場的波動性，並限制市場每次的漲幅。因此近期的交易價格在明顯的區間內，持續出現小幅的上升趨勢，指標性的 S&P 500 指數，上檔壓力在 1200 -1250 點間浮現。

Mike Turner

環球策略暨資產配置主管兼任安本多元資產基金經理

## 警語

【安本投顧獨立經營管理】本刊物之意見或資訊經由安本國際證券投資顧問股份有限公司（下稱「安本投顧」）（98 年金管投顧新字第 092 號）提供，僅供參考之用。所有資訊於發佈時確信為真，資訊可能隨時變更，安本投顧將不會另行通知。安本投顧茲此聲明投資人參閱本刊物提供之意見或資訊，應自行了解判斷。本刊物提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。此外，境外基金係依外國法令募集與發行，其公開說明書、財務報告、年報及績效等相關事項，均係依該外國法令規定辦理，投資人亦應自行了解判斷。另，基金投資涉及投資於新興市場部分，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，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。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，故高收益債券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。高收益債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。

## 全球投資展望

美國是 G7 國家中的需求主體。

即將舉行的英國大選增添變數

日本期待匯率走貶

核心通膨率正逐漸下降

### 經濟情勢與市場展望

亞洲與新興國家活動熱絡，持續帶動全球經濟復甦，已開發市場的貢獻主要來自美國。G7 國家的多數需求，仍十分仰賴財政刺激方案，但整體的核心通膨率仍在控制之中。

#### 美國

2009 年第 4 季美國經濟加速成長至 5.9%，供應管理協會（ISM）指數顯示，這樣的動能可望持續到 2010 年上半年。失業率似乎回穩，但由於私人消費正經歷去槓桿化歷程，儲蓄率仍然不足，意味這個循環週期的消費力可能偏低。近期疲弱的房市數據驗證了這個現象，但也有可能是受到惡劣的天候所扭曲。

#### 歐洲(含英國)

歐元區經濟在 2009 年第 4 季失去成長動能，但近期的製造業訂單增加，顯示動能有所回升。然而高失業率卻引發市場的疑慮，特別是某些政府僅採取短期的就業干預措施，來防止失業問題進一步擴大（如德國）。低迷的勞動市場，無法使消費力因內需擴大而獲得提振，除非財政（稅務）政策有所改變。

在歐元區周邊國家面臨財政緊縮壓力的同時，歐元區整體的財政政策橫生變數的機率極低。由於歐元區核心與周邊國家的情況嚴重分歧，充其量只能出現微薄的經濟成長。

英國的變化不大。儘管經濟成長率止跌回升，但由於所得成長萎靡與稅賦增加，使得市場信心受挫，房市的復甦之路仍然困難重重；英鎊貶值有利於外銷，但出口僅佔該國經濟的一小環，對整體活動的影響有限，此外選舉在即，大選後可能出現一個沒有多數黨的議會局面，帶來許多變數。

#### 日本

日本 2009 年第 3 季 GDP 向下修正的幅度幾乎前所未見，由於所得成長萎靡、庫存過剩、公共投資減少，該國的經濟復甦註定持續疲弱。出口成長通常是推升日本經濟的主因，但日圓升值卻形成了一大阻礙。

#### 亞洲與新興國家

中國的成長仍然強勁，即使在近期的信用緊縮之後經歷若干盤整，其他亞洲國家包括新加坡、香港的成長率可望接近 5%，馬來西亞則可能更高。泰國可望因全球貿易成長而獲利，但必須在政治穩定的條件下，內需才得以擴大。

拉丁美洲國家的成長率可能略低於 5%，只有巴西例外，畢竟該國的固定投資表現亮眼。東歐的前景受限較多，因其貿易活動與歐元區的聯繫密切，但論其經常帳收支，則優於歐洲、中東和非洲。

#### 原物料

原物料市場仍深受庫存過剩之苦，特別是石油與銅，形成遠期價格高於現貨的現象。在全球經濟同步穩健成長的情況下，原物料價格可能長期持續上漲，但我們認為，由於短期內缺乏基本面的支撐，漲幅將遭抑制。原油的價格將於每桶 70 到 85 美元之間震盪。

全球巨幅的產量缺口，抑制了核心通膨率上升，由於預計原物料價格的漲幅可能不如去年，整體通膨率料應再度向基礎通膨率靠攏。亞洲國家的通膨情況有些不同，但即使是這個地區，預料也不會發生重大問題。

## 全球投資展望

### 債券殖利率、匯率與貨幣政策

美國聯準會已重申在「更長期間內」維持低率政策的決心，非常時期的政策正陸續撤出，但如果新的數據顯示景氣持續復甦，聯邦公開市場操作委員會（FOMC）可能隨即改變目前的立場。我們認為利率不會立即轉向，但為了因應終將發生的變動，市場必須做好準備的可能性則提高。在完全終結各種非常時期政策之前，必須先考量到先後次序。

英國的名目 GDP 成長率無法達成 5% 的目標，使得現有產量與潛在產量之間的落差逐漸擴大，儘管核心通膨率與整體通膨率持續攀升使市場感到憂慮，但我們認為，這離英國央行政策委員會緊縮基準利率仍有一段距離——可能發生於 2011 年。事實上，量化寬鬆（QE）政策甚至有機會延長，只是可能性不高。

歐洲央行在 3 月份公佈最新的成長率與通膨率預測，預計兩者將持續低於 2%，這意味著寬鬆政策可能持續施行到 2011 年。

為了對抗通貨緊縮，日本央行進一步挹注大量的流動資金至金融市場，在可預見的未來，利率可望維持在 0.1%，這看來比較像是藉由匯率貶值的手段，達成寬鬆貨幣環境的目的。

亞洲的貨幣政策將進一步緊縮，近期中國與印度的通膨數據攀升，可能引發進一步的行動。儘管印度的實質利率最近上升 0.25%，但仍落在極低的負值水準，中國則面臨越來越多的外部政治壓力，要求人民幣升值，國務院總理溫家寶駁斥該項要求，堅持人民幣並未遭到低估，並表達中國不會屈從於此等公開批評。拉丁美洲國家也步入緊縮週期，歐洲、中東和非洲則因為與歐元區的關係較為緊密而較少變動。

我們仍然認為，10 年期美國國庫券將持續在區間內遊走，幅度上限為 4% 到 4.25%。商業銀行正購買政府公債、替換企業貸款（隨著企業設法償還銀行債務），並掌握殖利率曲線陡峭的機會，進行資本重建；我們認為，商業銀行將持續吸收連綿不絕的貸款供給，來取代量化寬鬆政策。

然而，主權債券的狀態，可能為實質殖利率帶來上升的壓力。儘管希臘風暴所導致的最壞情況可能已經過去，但主權債券利差將持續波動，無疑地，問題將在特定時機浮現在其他地方。

新興國家的情況則完全相反，多個國家的債券信用評等受到調升，包括印尼，受此支撐，中期內此資產類別可望持續獲利，但目前特定市場的價格已日趨昂貴。

2 月份的數據，突顯了信用市場中仍普遍存在著多種風險。隨著各國央行開始行動，停止對市場提供額外流動資金挹注，加上市場憂心主權債券前景的惡化可能維持一段期間，料想信用市場將持續波動，且利差進一步緊縮的空間極為有限。不過，信用基本面正逐漸好轉，違約率很可能在 2010 年第 1 季就已到達高點。我們對於金融債券的偏好程度仍高於工業債券，但在分析上，對於發行特別債券條款的注重程度，應與基本面之信用評估相當。

由於歐元受到希臘債務風暴所拖累，英鎊因為即將舉行的選後變數而貶值，使得美元匯率持續走強。選舉結束前，英鎊可能持續貶值，但在大選結束後可望回檔修正。短期內貨幣市場最耐人尋味的議題，仍是人民幣價值可能歷經重估，以及美國若將中國冠上「匯市干預國」標籤的可能政治後果；美國國會內部贊成公開譴責中國的呼聲越來越高。

### 聯邦公開市場操作委員會的聲明變動提高風險

### 日本央行挹注更多的流動資金至金融體系

### 主權債券相關疑慮仍然存在

### 匯率的競爭使局勢日趨緊張

## 全球投資展望

## 股市仍在廣泛的範圍內震盪整合

## 全球不動產的租賃成長情況仍有待改善

## 股票及不動產

整體而言，第4季財報季的營收與獲利結果，均達到或超越市場預期。迅速裁撤產能低落的勞工（特別是美國），提升了生產力，利潤率也因此快速增加。事實上，數十年來，部分地區的利潤率一直處於最高水準，就現階段所處的週期而言，更是異常偏高，因此原本溫和的營收成長目標，轉化為強勁的盈餘成長結果，出乎分析師意料。2010年的獲利成長預測約為25%，MSCI世界指數可望達成此目標，但分析師目前正在上修2011年的盈餘預測。

由於追求產能擴張的投資需求低落，使得自由現金流量的來源依然強勁。雖然資產負債表的強化也是關注焦點之一，但現金流量的來源獲得改善，意味著隨著併購活動增加，企業已重新開始分配股利或增加配息，如此情況可望維持。

股市的基本面回溫，但投資人對於2011與往後的全球總體經濟展望仍存有疑慮，因此對於獲利預測向上修正不免抱持懷疑，此外，市場也憂心各項振興方案會以某種形式突然落幕。因此，全球流動資金，將有助於評估風險資產的績效。亞洲與其他新興國家的緊縮政策，可能對市場的發展造成越來越嚴重的阻礙，而這些市場與其他市場之間的報酬分散度可能持續縮小。

然而，整體而言全球的流動資金仍然充裕，主要貢獻來自G7國家，儘管短期內我們並未預見利率會有任何立即變化，但風險加劇卻使市場感到憂心，美國聯邦公開市場操作委員會（FOMC）改變其定期性聲明的措辭，可能是導致風險升高的原因。

因此，我們認為股市會在大範圍內整理，高點約在1200-1250點間（採計S&P 500），低檔支撐約在950-1000點水位。簡單地說，基本面逐漸好轉之際，但貨幣支援也漸漸退場，在這種情況之下，盤整乃是常事。

就相對績效而言，我們認為全球流動資金對亞洲與新興地區的影響更大，但我們確信這並非好的現象，特別是在保護主義威脅性日益加深之際，此保護主義衍生自與匯率相關的政治立場。

不動產方面，2010年初英國市場的資本增值速度減緩，但每月整體報酬率仍接近2%，2009年第4季的報酬率則超過3%。機構與一般投資大眾，對於商業不動產的風險承受意願已大幅回升，隨著多數的新增資金佈局初級市場，供給受到限制，預料短期內英國的不動產價值將持續上漲。

在不動產獲利率高於其他資產類別的背景之下，全球價格也跟隨英國的腳步而上揚，美國、歐洲國家（不含英國）與亞洲的主要資產價格均上漲（儘管幅度不大）。放款活動也趨緩，但為取得最高品質的獲利性資產，融資是唯一可用的較佳方式。短期租賃與租賃品質不佳的不動產，其融資管道仍然難以取得。我們認為，短期內貨幣政策緊縮、資產負債表與商業不動產抵押擔保債券貸款即將到期，可能引發部分風險，明年的資產價值恐陷入「雙底部」的風險。但這些都不足為懼。

全球房市表現疲軟，只有倫敦市中心與香港的商辦市場明顯例外，兩者的空置率均下降。投機活動則停滯不前，預示著一旦房屋需求於2011年底或2012年初回升，不動產市場的租金將隨之上漲。

## 詳情聯絡

## Client Services Team

安本國際證券投資顧問股份有限公司  
台北市信義區110松仁路97號3樓之1

電話: (02) 8722-4500

傳真: (02) 8722-4501

網址: www.aberdeen-asset.com.tw