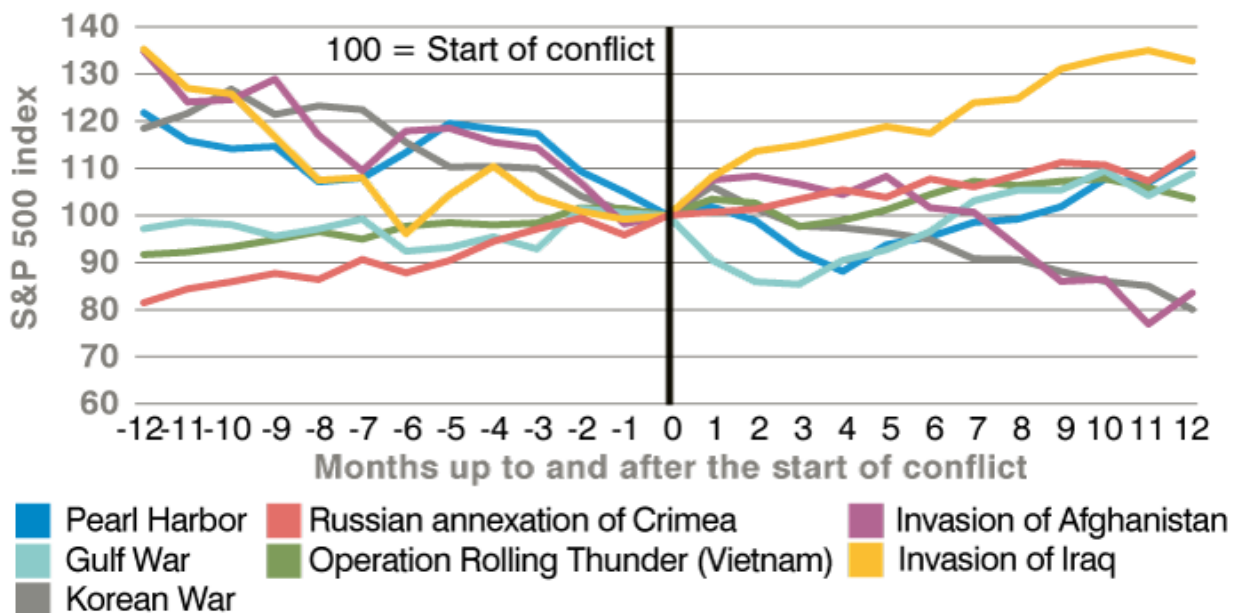


市場與戰爭—不太可能的聯盟

2003年3月薩達姆·侯賽因(Saddam Hussein)的信息部長賽義德·薩哈夫(Saeed al-Sahaf)因預測美國戰敗而聞名於世，儘管他身後坦克滾滾，炸彈如雨點般落下。他後來被稱為“巴格達鮑勃”(Baghdad Bob)，增加投資者對美國戰勝一個無能敵人的印象，股市也因此上漲，而這也不僅僅是曇花一現。到目前為止，標準普爾500指數已從2001年3月的科技繁榮高峰下跌44%，但此次入侵引發一次更長時間的反彈，該反彈一直持續到2008年全球金融危機。對許多人來說，這提供一個令人放心的例子，說明如何僅僅消除不確定性就可以讓緊張不安的市場再次恢復正常(見下圖)。那麼如何看待俄羅斯在2022年2月下旬入侵烏克蘭？儘管俄羅斯似乎有可能取得戰術上的勝利—儘管沒有敵對行動開始時那麼大—但我們認為，對市場和全球經濟的影響範圍將比2003年更為深遠。

戰爭並沒有普遍對市場不利：

Data from 31 Nov 1940 to 27 Feb 2015



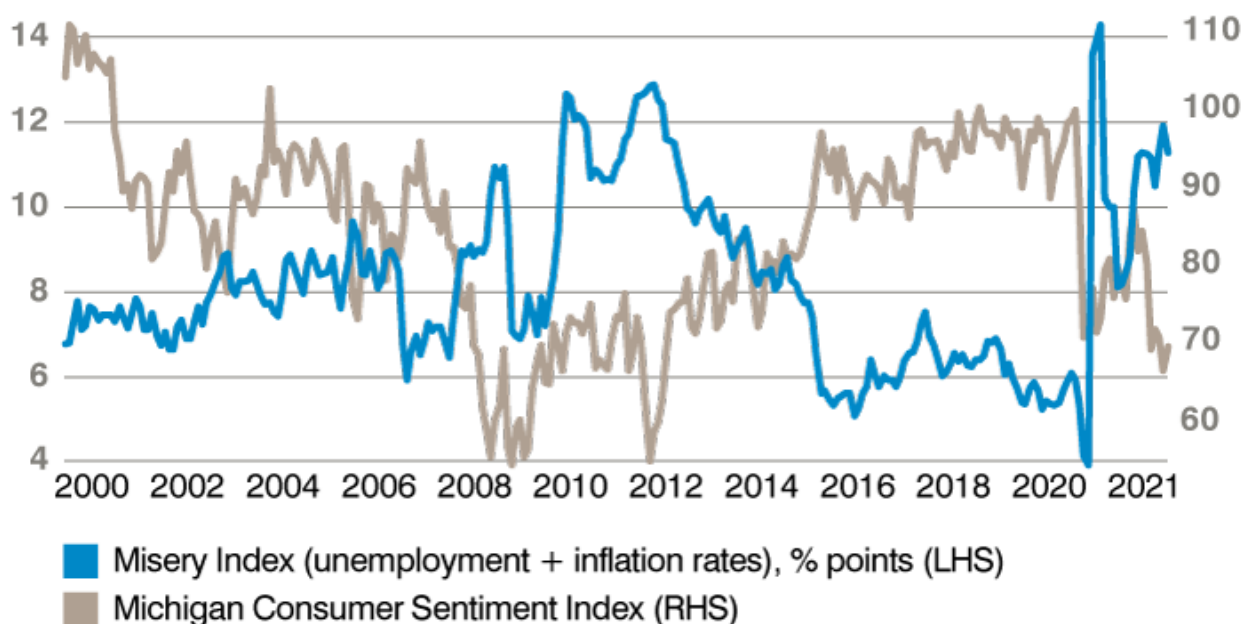
資料來源：Bloomberg，GAM。

基於不確定性結束呈現部份樂觀情況，即使有報導稱俄羅斯部隊正在逼近烏克蘭首都基輔，但在俄羅斯入侵當天納斯達克指數也上漲3.4%。從這個意義上說，這場最新的戰爭似乎是在效仿伊拉克的劇本。但相似之處也可能以令人不舒服的方式持續存在。烏克蘭的武裝和決心相對較好，國際戰略研究所(IISS)表示，俄羅斯的優勢可能會在城市衝突的

背景下消失。在歐洲家門口肆虐的長期叛亂可能會維持投資者的緊張情緒，同時西方正在對一個資本市場相對深厚的國家實施制裁。

入侵對後續的通膨影響或將更加明顯。鑑於俄羅斯作為主要生產國的地位，供應歐洲近一半的天然氣，其中一些通過烏克蘭本身的管道供應，因此對供應的擔憂加劇，使石油和天然氣價格處於攀升狀態，對消費者的影響可能很大，而對實體經濟的影響尤其重要。經濟學家利用失業率和通貨膨脹共同構建一個美國“苦難指數”，該指數與消費者情緒成反比，對經濟增長的可能進程具有深遠的影響。雖然今天的失業率相對較低，但根據美國勞工統計局的最新1月份數據，總體通膨率為7.5%。

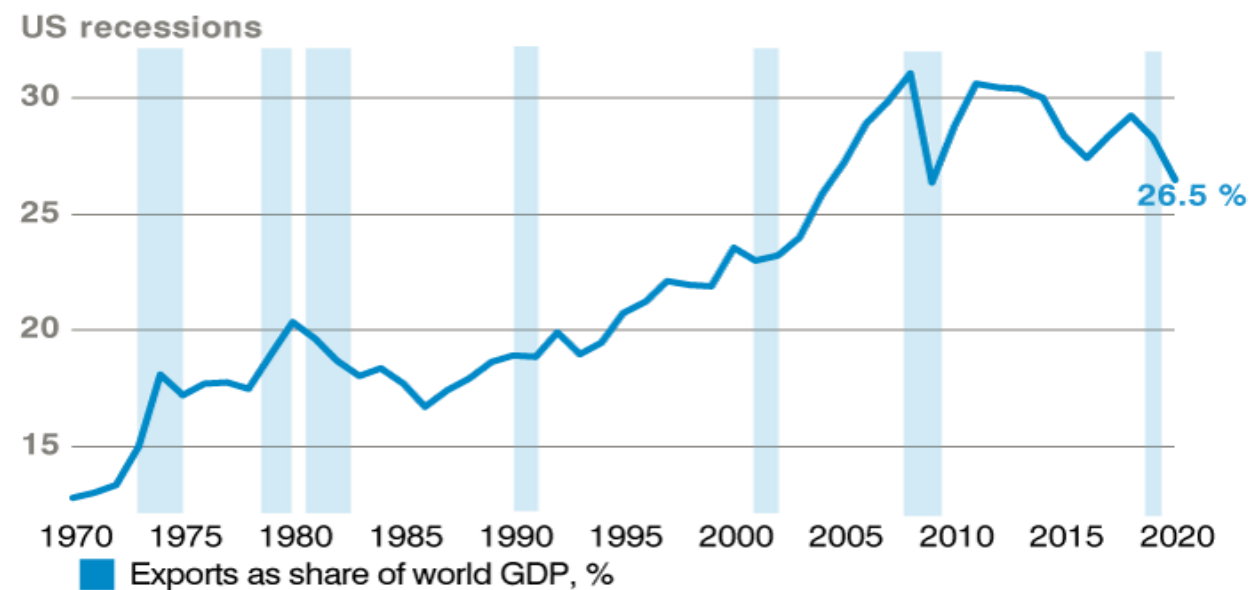
有工作，但負擔不起：



資料來源：Bloomberg。

入侵烏克蘭帶來的長期負增長結果，是去全球化和世界貿易加速下滑。隨著俄羅斯在上述西方制裁的重壓，以及能源依賴型經濟體期望減少對俄羅斯自然資源的依賴，俄羅斯退出世界經濟的可能性只會更大。事實上，對烏克蘭的入侵只會凸顯更廣泛的地緣政治分裂——一場“新冷戰”——在過去十年中變得更加明顯。我們認為，鑑於中國自身圍繞台灣地位的言辭，中國最初未能直接譴責俄羅斯的入侵而只呼籲“克制”並非巧合。正如西方成熟經濟體現在可能會尋求與俄羅斯脫鉤一樣，預計他們也將尋求經濟關係獨立於中國，因為他們也擔心疫情清零政策(某些人認為是出於政治動機)造成的侵犯人權和供應鏈中斷。這種向內的轉變可能需要數年甚至數十年才能完成，但我們相信，入侵烏克蘭已經在許多決策者的腦海中浮現“去全球化”的迫切需要。

新冷戰可能使世界貿易倒退：



資料來源：World Bank Group。

我們預期入侵將對全球經濟增長形成短期和長期影響。如果從這種嚴峻的前景中可以看到任何一線希望，那就是經濟不確定性的加劇，可能會促使美國聯邦儲備委員會(Fed)、英格蘭銀行以及歐洲央行重新評估是否需要積極採取升息行動。

2月份CBS/YouGov的一項調查顯示，58%的選民認為拜登總統對經濟的關注不夠，美聯儲重新將增長置於通膨之上的壓力可能會越來越大。令人痛苦的是，央行的利率政策工具，或許無法在不對可能陷入衰退的經濟造成損害的情況下，協助解決供應鏈衝擊。因此，我們認為烏克蘭入侵可能會令主要央行的升息意願稍微降溫。與此同時，截至2022年3月8日，10年期美國國債收益率已跌至低於1.9%，我們認為在中期內長期利率可能會進一步下降，以反應所預期的較低增長前景。

我們預期低增長、低利率環境的回復可能會促使投資者對長期資產(例如政府債券和包括科技等增長型股票)的重新支持。投資者對近20年前美國入侵伊拉克時的預期反應或許相對簡單，但俄羅斯入侵烏克蘭儘管在人道主義層面上是悲慘的，但其帶給全球的深遠影響或許可能會提供市場意想不到的幫助。

【台中銀投信獨立經營管理】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。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書中，投資人可至公開資訊觀測站中查詢。本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。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。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。公開說明書備索，或至本公司網站<https://www.tcbisitc.com.tw>，或公開資訊觀測站<http://mops.twse.com.tw>查詢下載。