

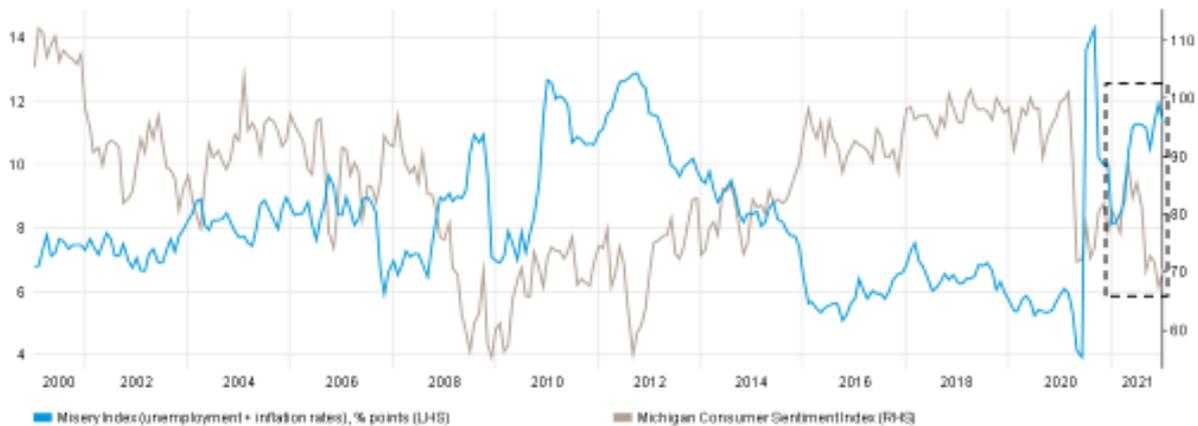
多重投資視角：市場面臨全方位衝擊

市場回顧

MSCI世界指數今年第一季下跌超過3%，使風險資產自2020年春季以來的進展突然停止，當時各國央行對新冠疫情做出強烈反應。明顯地，新冠病毒的Omicron變種並不較以前更嚴重，而俄羅斯在與烏克蘭接壤的邊境上集結軍事力量，最終導致徹底入侵。在全世界的譴責，以及俄羅斯能源出口受到制裁的威脅下，石油和天然氣價格飆升，此加劇疫情大流行後的勞動力市場混亂，結構性半導體短缺以及中國持續的清零封鎖，擾亂供應鏈並進而造成通貨膨脹問題。

然而，各國央行繼續通過自己有限的政策工具來應對通膨挑戰，部署更高的利率——這當然會抑制需求——以應對幾乎完全由供應驅動的問題。因此，儘管大西洋兩岸消費者的實際生活水準都在急劇下降，但美聯儲和英國央行皆收緊貨幣政策。此反過來增加經濟衰退的前景，美國的"悲慘指數"(失業率和通貨膨脹率之和)甚至在入侵烏克蘭之前就已經升高。歐洲經濟衰退的風險尤其嚴重，因為對俄羅斯向歐盟出口能源的任何制裁，都將剝奪高度依賴的歐洲國家，如德國和匈牙利，失去一種沒有立即明顯替代手段的關鍵能源。就市場價格走勢而言，儘管增長前景下降，但10年美國公債殖利率在此期間飆升至2.5%左右，由於投資者急於對不斷上升的長期通膨預期進行定價。較短期限的債券利率也遵循此種模式，在所有期限內造成利率的結構性上升。不可避免地迫使第一季資產重新定價，股票因未來現金流損失部分現值而相應下跌。然而，從3月中旬開始，風險資產出現企穩的跡象，因為投資者至少暫時接受更高利率環境的確定性。

圖表1：苦難指數上升，預示著美國經濟衰退

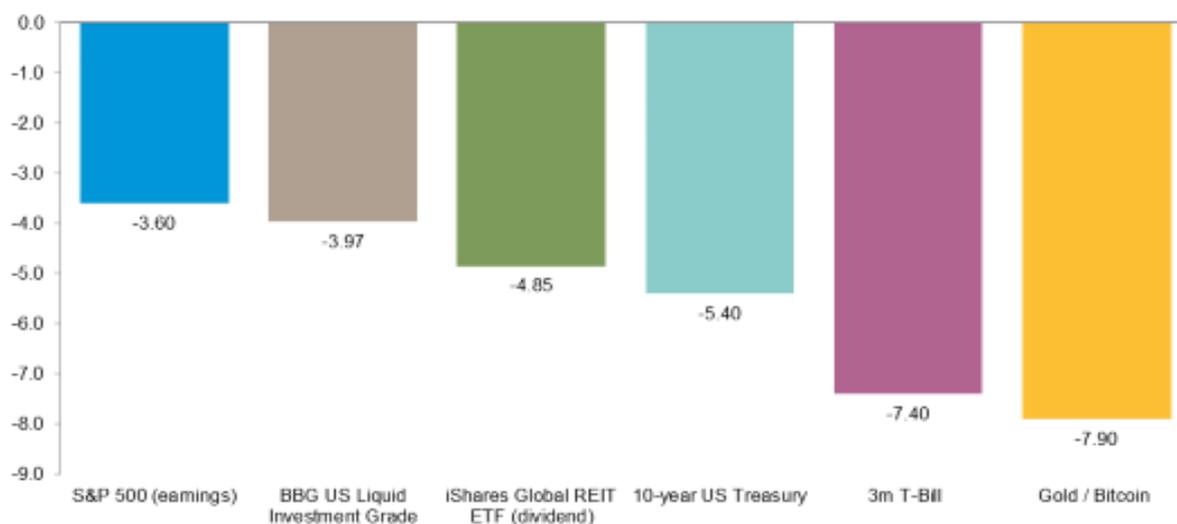


資料來源：Bloomberg，1999/3/31至2021/12/31。

投資組合

鑒於所描述的衝擊程度，許多投資者為了保護資本而進行快速輪換是可以理解的，但經通膨調整後，實質收益率——無論是企業獲利、房地產租金還是債券票息——仍然是股票較佳。粗略的評估顯示，股票的實際獲利率依然優於大多數具收益的資產類別，當然還有那些沒有收益的投機性資產類別。在股票方面，我們繼續青睞增長風格，即具有強勁增長和獲利前景的公司和指數，如科技股，而不是那些依賴更廣泛經濟增長的價值型股票。我們仍然相信，在2022年以後的某個時候，一個低增長的世界在等待著，這將給能夠產生獨立和有彈性收入來源的科技等領域帶來溢價。除股票外，我們更傾向於“替代債券”的組合，例如抵押貸款證券和保險連結證券(巨災債券)。由於經濟前景黯淡和長期利率預期增長，選定的信貸和政府債券配置表現較不穩定。在另一方面，我們專注於合併套利和可轉換套利策略之間的分割。在中短期內保護資本免受通貨膨脹的影響仍然具有挑戰性，但值得參考的歷史證據表明，產生實際回報的最佳方式之一是通過長期股權投資，特別是在非必需消費品和科技等具定價權的產業。

圖表2：太容易賣出股票，但它們提供了當今最好的實際收益率之一



資料來源：Bloomberg，截至2022/3/28。

未來展望

經濟合作與發展組織(OECD)引用的皮凱蒂實驗室(Piketty Lab)《世界不平等報告》，最近所描述的人口結構不平等現象日益惡化，以及瑞士再保險研究所詳細探討的氣候變化所帶來的巨大經濟影響，我們認為未來低增長、低通膨和低利率的世界仍然相對確定。

此外，隨著民族國家和超國家組織渴望減少相互依賴，特別是在能源方面，全球化和相關世界貿易的增長動力似乎將在未來幾年消退。不太確定的是，不知何時防疫措施和烏克蘭戰爭，促使可能長期停滯性通膨的情景逐漸出現。

值得一提的是，我們今天看到的通膨飆升顯然是可以解決的。美國，英國和歐洲大部分地區的勞動力市場逐漸正常化，因為政府姍姍來遲轉向與新冠病毒共存的政策。在主要製造商近期宣佈增產的情況下，半導體產能可能會上升。在中國最近的新冠疫情中，政府越來越多地使用製造區泡泡和輝瑞提供的治療方法(儘管不是疫苗)，這些應該不會對產量造成破壞。至於高能源價格，儘管美國頁岩油產量繼續穩步上升且英國正在重新檢視燃料稅，俄烏衝突很可能持續帶來相關壓力，釋出戰略儲油依然是進一步利用的選擇。

雖然零碳排放仍然是一個有價值的長期目標，但很少有人認真宣導高能源價格引發的經濟蕭條，以作為實現此一目標的手段，尤其是政府需對面臨自1970年代以來從未見過的生活成本危機的選民負責。此說明一些緩解措施也將很快出現，即使消費者自我糾正力量選擇使用更少的能源來降低成本，以及北半球春天到來之前。與此同時，從根本上輪換戰略投資組合，以達到一種可能證明不那麼永久性的狀態，是沒有意義的。一些「平穩行駛」的調整已經被描述，但我們仍為幾乎不可避免的低增長未來進行必要投資。

【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。