

## 積極思考論壇：全球總經與新興市場債市

我們以相當樂觀的觀點進入2022年，但遇到三個主要事件：美國政策利率的急劇上升、俄羅斯和烏克蘭之間的戰爭、以及中國為應對疫情而採取的封鎖措施。儘管這些事件造成不確定性，但我們認為仍有可能實現更樂觀的環境。

在這三個事件中，我們最積極看待的是中國的故事。在實施由疫情造成的封鎖之前，從2021年底至2022年初的增長有所改善。高盛全球有效封鎖指數現在正在下降，而過去當它下降時，增長數據往往會出人意料地上行。儘管我們看到中國各地區的感染率越來越高，但中國當局在必要時實施微封鎖越來越成功，因此封鎖指數繼續改善。

在我們看來，中國的故事與政策有關。2020年中國信貸增長回升，信貸脈衝非常積極，結果中國出乎意料地上行。2021年中國收緊政策，信貸脈衝轉為負值，房地產行業面臨實際壓力，一切出乎意料地下行。在2021年底信貸數據再次改善，然後由於疫情使4月份數據急劇下降。繼5月份地方政府債券發行量大幅增加和6月份社會融資總額強勁之後，我們也看到中國經濟活動意外走高。因此，房地產銷售可能會開始企穩並回升。採購經理人指數(PMI)已出現相當大幅的反彈，在疫情出現之前，我們看到零售銷售和固定資產投資有所改善。在投資者普遍看跌中國之中，具有令人感到驚喜的上行空間。事實上，過去兩個月中國股市上漲約15%，而世界其他地區的股市卻下跌。中國對其經濟的控制力往往比其他國家預期的要多一些，如果這成為現實並帶來更好的增長數據，這不僅對中國有利，而且對亞洲、中國出口國和大宗商品生產國也有好處。我們認為中國最新的通膨增長率為2.5%，將不足以引起人們對通膨前景的擔憂。

在我們看來最糟糕的是歐洲，目前很難看到歐元區能源價格出現令人感到正面的結果。進入2022年，我們認為歐洲潛在的總體基本面非常好，但隨著能源危機威脅，我們認為它具極高不確定。

關於美國，最令人擔憂的問題是經濟是否會陷入衰退。亞特蘭大聯儲對第二季的增長預估為負值，而2022年第一季的增長也是負值。然而，最近的ISM採購經理人指數和就業薪資數據在一定程度上減少對經濟衰退的擔憂。在ISM採購經理人指數方面，製造業新訂單指數跌破50。值得注意的是，它以前已經跌破50，但並沒有經歷經濟衰退。我們認

為，僅憑這一點就不是恐慌的理由，但它仍然是一個令人擔憂的問題。面對此一數據，我們仍然認為美國經濟放緩的可能性大於經濟衰退的可能性，但困難在於評估經濟放緩是否會演變成衰退。

我們對經濟放緩而非衰退的預期，主要是基於對一系列信貸指標的評估。目前我們看到新借款的增加，如果這種情況繼續下去，積極的信貸脈衝將推動高於趨勢的需求增長。如果發生導致新借款下降的情況，例如實際利率上升，經濟可能會陷入衰退。值得注意的是，目前的借貸水準遠不如上次經濟衰退之前那麼高，甚至不像先前四次衰退發生之前那麼高。我們認為需要監測的最重要指標是高級信貸員調查數據，目前信貸標準在寬鬆一段時間後已經穩定下來——這種穩定與增長一致，仍然高於趨勢水準。隨著下一個高級信貸員調查數據即將在8月到來，其他月度指標(例如銀行貸款)可用於評估。這些數據目前正在上升，因此並非信貸急劇收緊進而導致經濟衰退。

從產業角度來看，我們預期美國房地產市場將放緩，房價的大幅上漲無法維持。這些高房價是已竣工房數較低相對銷售而言之下的產物，而許多房屋正在建設中則給人一種住房市場緊張的印象。在建房屋的數量同比增長40%，因此一旦完成，待售房屋的數量應該會回升。在我們看來，住房庫存的增加與建案的小幅減少，應該會看到房價下跌，並減輕租金通膨壓力。

企業資本支出也指向不是經濟衰退，商業借貸和投資正在上升，通常不是一個傾向於經濟衰退的環境。過去兩年的經濟一直具有面臨瓶頸情況，為了克服這些困難，已經進行投資，新的借貸似乎也在增加，以滿足此一需求。這種借款通常以貸款的形式來自銀行，每週發佈的最新銀行數據顯示，此類貸款仍在增加。因此，我們預計企業借貸將增加，房地產放緩，從而降低增長，並被具有相當復甦力道的資本支出和消費所抵消 – 薪資數據表明收入增長可觀。最終，這一切皆具不確定性，但如果我們看到美國將穩定下來的跡象，而不是進入衰退之路，以及中國經濟增長的增加，那麼在我們看來，環境將開始看起來積極。

悲觀的觀點仍然是儘管經濟增長良好，但通膨下降的唯一途徑是經濟衰退，而美聯儲將因良好增長而加息更多，使經濟衰退更有可能發生。在我們看來，由於供給導致的衰退，可能會令通貨膨脹下降，因為以前解決通貨膨脹問題的唯一方法是大幅降低需求。我們現在認為需求下降幅度較小，供應增加將支持通膨下降，將使未來增長復甦更具力道。

【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.tcbstc.com.tw>，或公開資訊觀測站 <http://mops.twse.com.tw> 查詢下載。