

2023年全球投資展望：修正後帶來機會

對投資者來說2022年是殘酷的一年，烏克蘭戰爭後是「利率衝擊」，然後為「通膨衝擊」，推翻許多關於自然投資秩序的預先存在假設。由於各國央行匆忙放棄過去15年零利率和量化寬鬆政策，幾乎所有資產類別皆經歷大幅虧損。

我們之前已解釋認為投資環境中的許多變化是結構性的，2008年後低通膨、低利率和低波動的環境現已成為歷史。政府政策現在的重點是獎勵國內勞動力和實現復甦，而不是先前支持資本和效率的正統觀念，一個全球持續不確定的時代很可能是未來幾年的主流理論。

然而，即使在這種結構性現實中，也可能存在週期性機會。以下文章並非旨在準確預測未來12個月市場將會發生什麼的“展望”，而過去一年的意外事件已說明市場的挑戰。儘管如此，承認2022年市場的下修在許多資產類別中創造重大機會是正確的。我們重點介紹如下八張圖表，這些圖表或將成為2023年市場方向的良好指引。

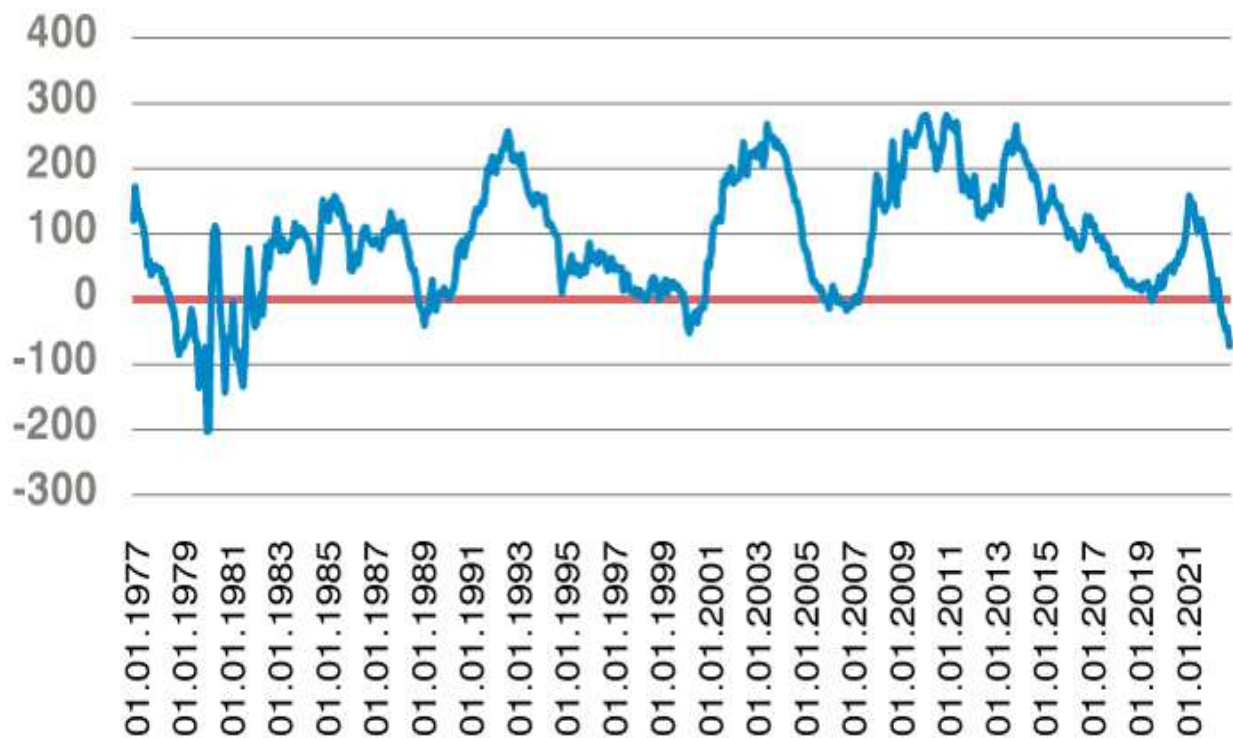
圖1：貨幣供應量實際上會縮小嗎？



資料來源：彭博社

引述Milton Friedman所言，「通貨膨脹總是無處不在的貨幣現象」，儘管新冠疫情導致供應限制和能源價格飛漲，但這也可能在2023年被證明是正確的。圖1顯示2021年3月的M2貨幣供應量增長速度是過去60年任何時候的兩倍多，因為美國已擺脫防疫封鎖，而2021年3月的1.9兆美元財政刺激措施被證明是高度通膨的。進入2023年的共識是通膨將被證明具黏性，能源和勞動力市場的供應限制依然存在。然而，Friedman的格言會保持準確嗎？正如從未見過貨幣供應量以2021年那樣的速度增長一樣，我們也從未經歷過貨幣供應量實際收縮，但這似乎是2023年初的現實前景。

圖2：美國公債殖利率曲線的變化將指引美國是否可能進入衰退

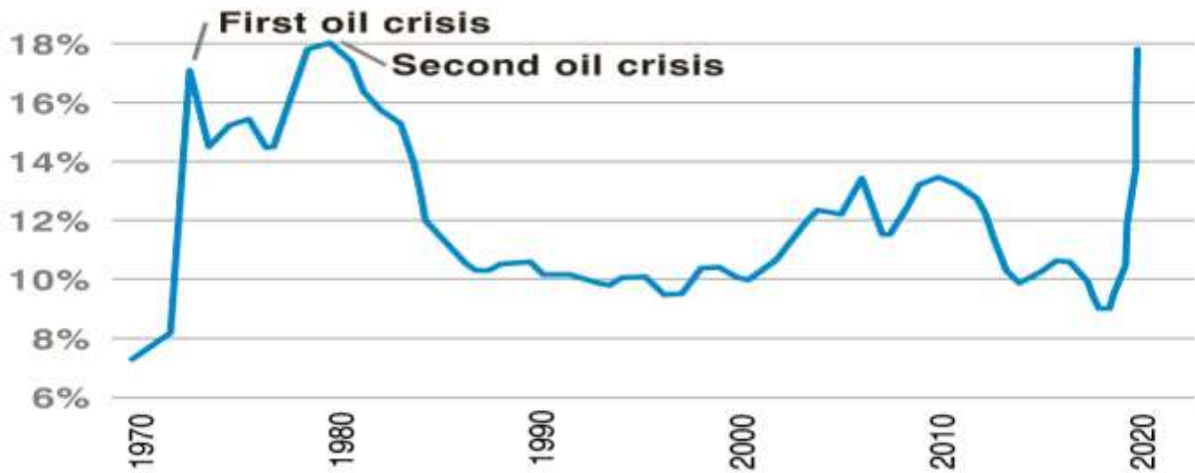


資料來源：彭博社

正如經濟學家Paul Samuelson曾開玩笑說美國股市預測過去五次衰退中的九次，美國公債利率曲線的預測記錄要好得多。自1970年以來，每當10年公債利率跌破2年利率時，經濟衰退就會隨之而來。當美聯儲開始放鬆時，隨之而來的利率曲線重新陡峭往往發生在經濟衰退開始時。從歷史上看，美國股市在2年公債利率達峰頂後的三個月內開始下一個牛市。隨著我們進入2023年，人們的共識是美國將出現溫和衰退。國際貨幣基金(IMF)預估2023年全球經濟增長率為2.7%，在不包含全球金融危機和新冠疫情兩期間之下，此估計值將是自2001年以來最弱。這些結果顯然存在重大不確定性，我們認為密切關注美國公債利率曲線的變化將為市場導航提供強有力的指引。

圖3：世界正在應對巨大的能源價格衝擊

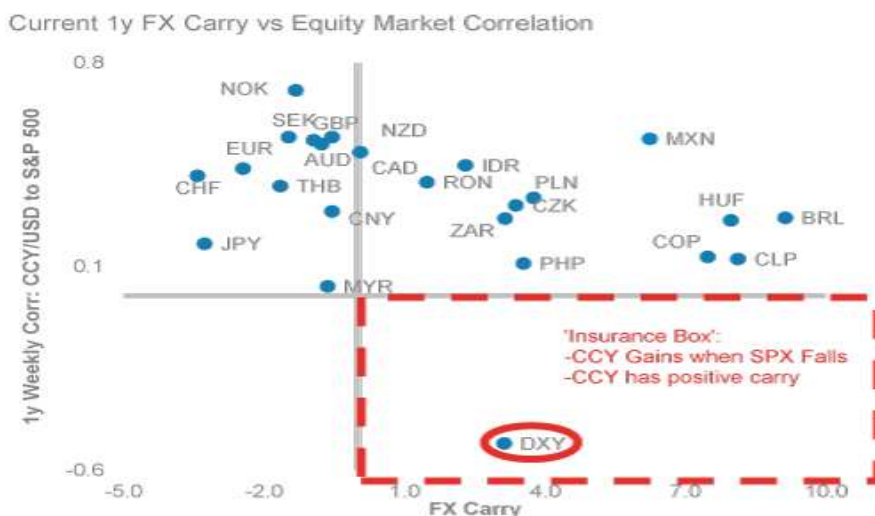
全球GDP用於能源用途的的比率



資料來源：經合組織經濟(OECD)展望(2022/2 版)

俄烏衝突打破以往圍繞歐洲安全和地緣政治平衡的正統觀念，歐洲面臨著對防禦能力、經濟脆弱性及安全架構的長期重新評估，而此點在能源領域最為明顯。如圖3所示，這實際上是一種全球現象，歐洲特別容易受到這種現象的影響。能源供應安全在西方基本上被認為是理所當然的，而投資不足將成為政府政策的重點。對於2023年，圖表顯示全球經濟將如何繼續被槓桿作用於俄烏衝突。任何從這裏預測戰爭進程的嘗試都可能被證明與以前的大多數嘗試一樣不準確，但衝突對世界能源(和糧食)供應的持續重要性不應被忽視。重要的是，如果解決衝突的希望增加，對全球增長前景的影響將是立竿見影的。

圖4：美元被視為避險資產提振美元走強

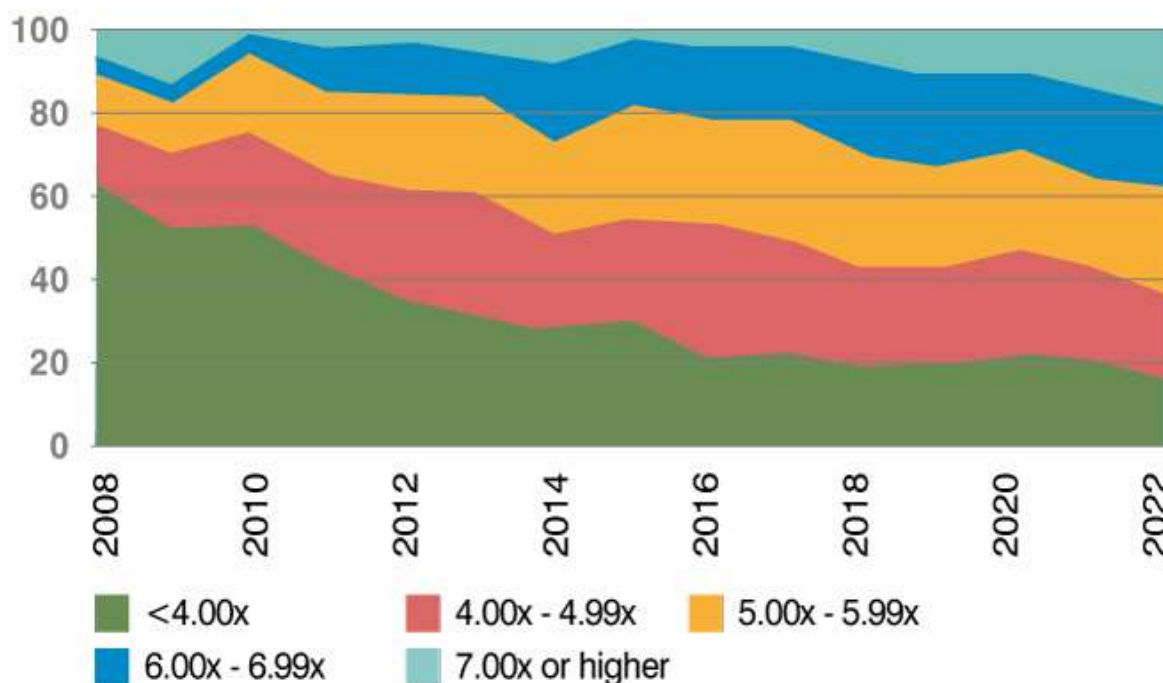


資料來源：摩根士丹利，截至2022/11/30

從長遠來看，人們可以建立一個令人信服的理由，證明美元疲軟是由於雙赤字，以及對非可自由支配財政支出的擔憂日益加劇。最近通過使用金融制裁將美元武器化也將鼓勵其他國家減少金融脆弱性。從短期來看，圖4顯示美元既是避險貨幣又是高利差貨幣，這提振近期美元的走強。如果這種看法在2023年至少有所逆轉，那麼對非美資產表現的影響將是巨大的。同樣地，本地貨幣表現走強將緩解國內對通膨傳導和硬貨幣償還風險的擔憂，此二因素嚴重拖累2022年新興市場和亞洲資產價格表現，而具有一個對美元持續走強恐懼較少的世界，對金融市場的威脅應會較少。

圖5：信貸品質正在惡化，高槓桿交易比重自疫情高峰以來加速上升

依債務/EBITDA比率(%)區分的槓桿貸款撥放

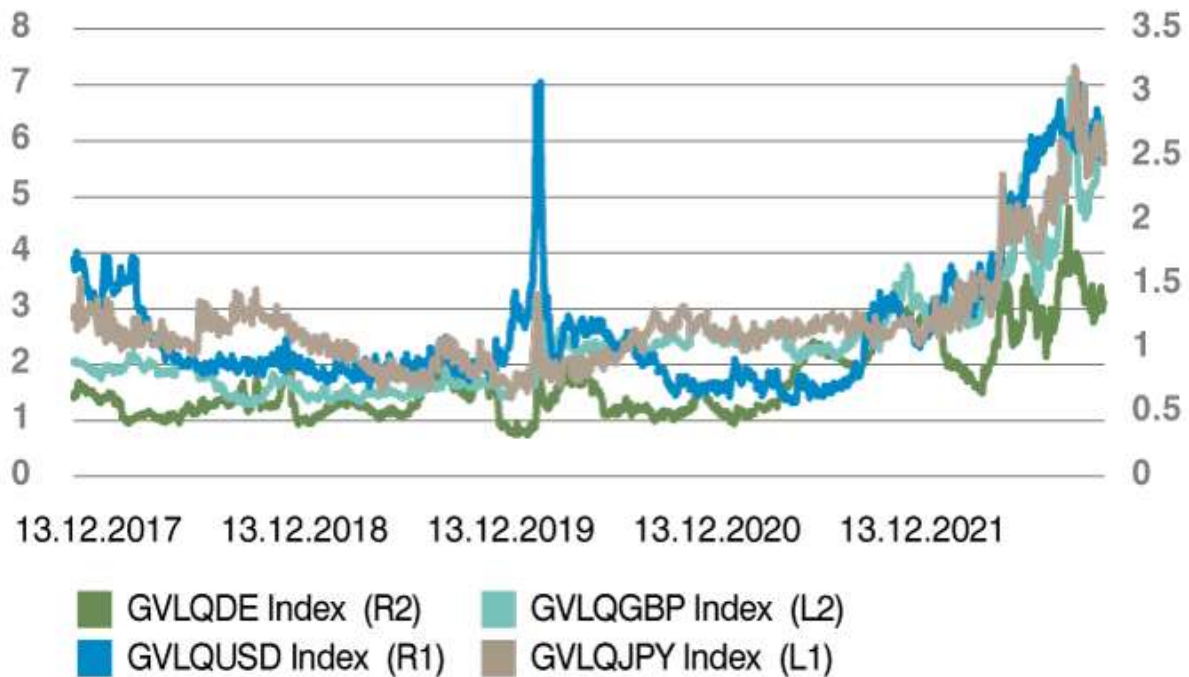


資料來源：國際貨幣基金《全球金融穩定報告—駕馭高通膨環境》，2022年10月

無論2023年如何發展，我們可以肯定的是，零利率政策不會回歸，而那段金融市場歷史已結束。隨著全球流動性浪潮的消退，我們應該保持警惕，以進一步瞭解那些裸泳的例子。2022年內，加密貨幣崩潰、LDI內爆和SPAC崩盤是基於對永遠低利率的預期而進行資產價格錯誤估值的三個例子。根據定義，這些「流動性地雷」很難提前發現，但我們要強調的是，今年的大部分金融痛苦只發生在公開市場空間。從策略和管理角度來看，將資產轉移到私募市場可能是有意義的，但最終必須解決兩者之間定價不匹配問題。全球利率的重新定價，以及上述高槓桿貸款發行品質的惡化，說明清算即將到來。私募市

場公司預計他們必須繼續投入使用大量的“乾火藥”，但最終需透過市場定價退出以驗證交易。當然，隨之而來的問題是，任何不可預測的市場事件是否會迅速湧現，從而帶來系統性風險。鑒於銀行的備抵強勁，以及2023年高收益債券的還款時程表相對較輕，這種情況的可能性似乎相對較低。明年的流動性事件與今年一樣，對那些直接曝險的人來說將會極其痛苦，但損害應該仍然具侷限性。

圖表6：預期流動性恐慌將持續



資料來源：彭博社，截至2022/12/13

流動性事件並不同於流動性風險，隨著各國央行繼續縮減資產負債表的規模，它們可能會增加核心政府公債市場的波動性，進而影響其他風險較高的資產類別。央行流動性供應的減少發生在市場仍在適應監管變化，以及傳統買方和影子銀行增長導致投資銀行造市能力下降的情況之下，或將導致與風險轉移與隨之而來的市場定價相關的持續壓力。

因此，成熟市場2023年的前景存在大量不確定性，但與中國相關的市場相比，這些不確定性可能亦相形見绌。世界第二大經濟體最終會從新冠冬眠中走出來嗎？能否對全球經濟增長產生積極影響，並真正抵消西方衰退風險？中國重新實現的出口表現能否緩解作為通膨驅動因素的供應鏈壓力，尤其是在美國？這些問題仍然面臨重大的政策風險，直到現在我們才開始了解習近平將如何安排他的國內優先事項，因為他已經獲得不受挑戰的權力。然而，中國如何應對房地產泡沫很可能是國內增長的關鍵決定因素。

圖7：房地產市場是中國值得關注的關鍵經濟變數

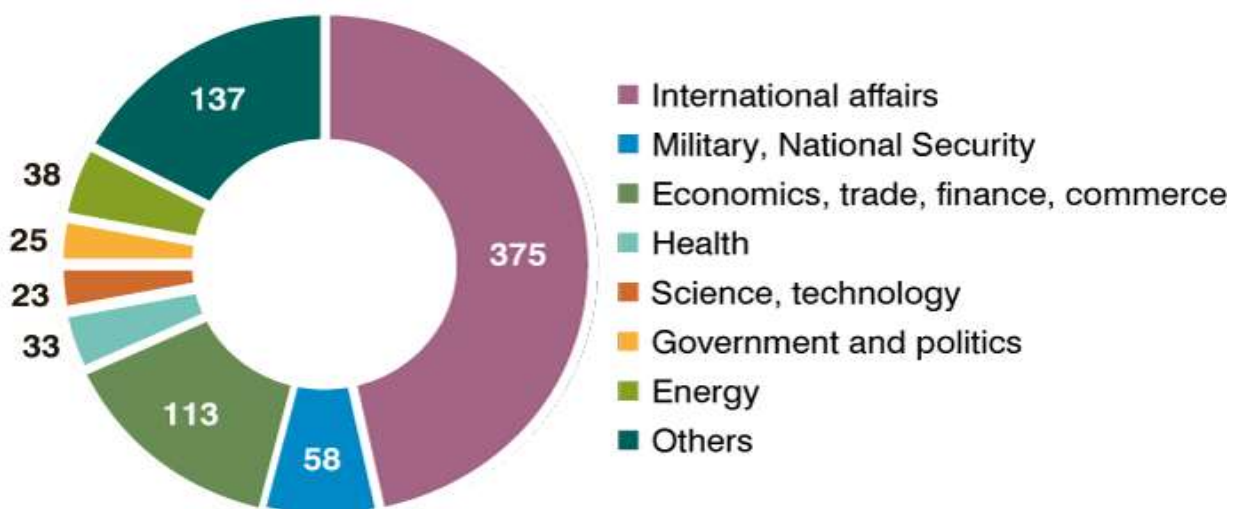


資料來源：中國國家統計局、CEIC、摩根大通

如圖7所示，中國採取維持價格並讓新房形成崩潰的方法，這可以防止近期的金融溢出效應，但缺乏市場清算機制肯定會對消費者信心和消費產生不利影響，並抑制投資。中國當局認為最終的城市化將清除過剩的住房存量，但這是一個長期的過程，而房地產市場的發展可能仍然是2023年中國值得關注的關鍵經濟變數。在政治上，認知到中美兩國現已進入戰略競爭階段，是加速結束全球化時代最重要因素。值得注意的是，態度的巨變在西方最為明顯，圖8則顯示美國國會有關中國競爭的法案數量。

圖8：衡量中美關係的溫度

US Congress bills on China (2021 onwards, by topic)



資料來源：美國國會、摩根大通, 截至2021年

這是從尼克森到歐巴馬所有總統皆遵循之具建設性接觸態度的巨大轉變，中美關係的溫度變化仍將是2023年最重要的地緣政治指標。華盛頓和北京在臺灣和南中國海勢力範圍的戰略思考上依然存在巨大鴻溝，但兩國仍面臨許多挑戰，需要採取共同的方法。氣候變化、糧食和衛生安全需要全球解決方案，即使在一個更加區域化和當地語系化的世界中也是如此。隨著世界各國領導人恢復個人對話，習主席再次開始出訪，兩國關係依然具有改善的希望，而這可能會讓那些為新冷戰做好準備的人感到驚訝。

【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。