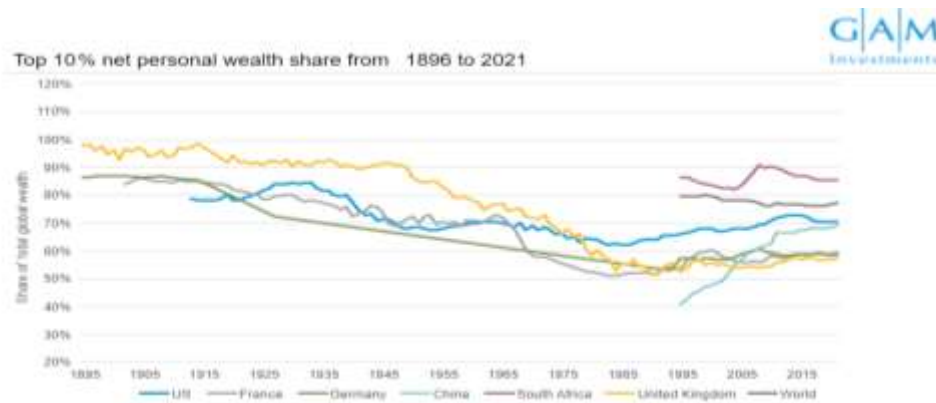


低增長環境中的投資組合配置考量

從去年秋天流產的Truss政府中尋求積極因素已經成為一項少數人運動，但英國前任首相執政期間的一句話非常值得一提：「我不會允許反增長聯盟阻礙我們，總是更多的稅收、更多的監管和更多的干預。錯了，錯了，錯了」。這種對經濟增長明顯缺乏熱情的新挫敗感反映在商界，企業家James Dyson最近對英國政府告誡「.....激勵私人創新，並展現其增長雄心」。Truss和Dyson都正確地強調，低增長已成為現代經濟格局中，宿命論者接受的一部分。從1990年到2007年底，英國、美國、德國和日本的12個月平均實際GDP增長率分別為2.3%、3.0%、1.5%和1.5%。但從2008年到2022年第三季度，這些平均已跌至僅1.2%、1.8%、1.0%和0.5%。這不僅對政治家和企業家很重要，當然對投資者也很重要，因為企業利潤和債券收益率，以及資本回報，皆部分取決於實際和預期的經濟增長。因此，關鍵問題是什麼在抑制增長？投資者實際上可以做些什麼？

經濟增長放緩的原因眾多而複雜，整個學術生涯(Summers, Krugman等)都致力於更好地理解所謂長期停滯現象，其中一些驅動因素是眾所周知且直觀的，例如人口結構將降低總需求是屬於自然而然的想法。日本2021年的出生人數是一個多世紀以來最少的，對政策引起困擾，並隨著經濟繼續表現不佳而驅動此相關政治議題。同樣地，歐洲的低出生率損害經濟增長和公共財政，因為承擔大部分稅收負擔的勞動人口減少。非洲大陸享有世界上最年長的榮譽，平均年齡為43歲，比地球其他地區的平均年齡多整整12歲。低增長的另一個典型原因是財富不平等，根據世界不平等資料庫數據，世界上排名前10%的個人財富擁有者控制著全球財富總額的77%。撇開此極端統計數據的道德和社會影響不談，不平等對增長顯然不利，原因很簡單，富人傾向儲蓄遠大於消費，而那些收入相反的人則傾向將大部分收入用於日常生存鬥爭，或許還有一些簡單的生活樂趣。

圖1：財富不平等是低增長的主要原因

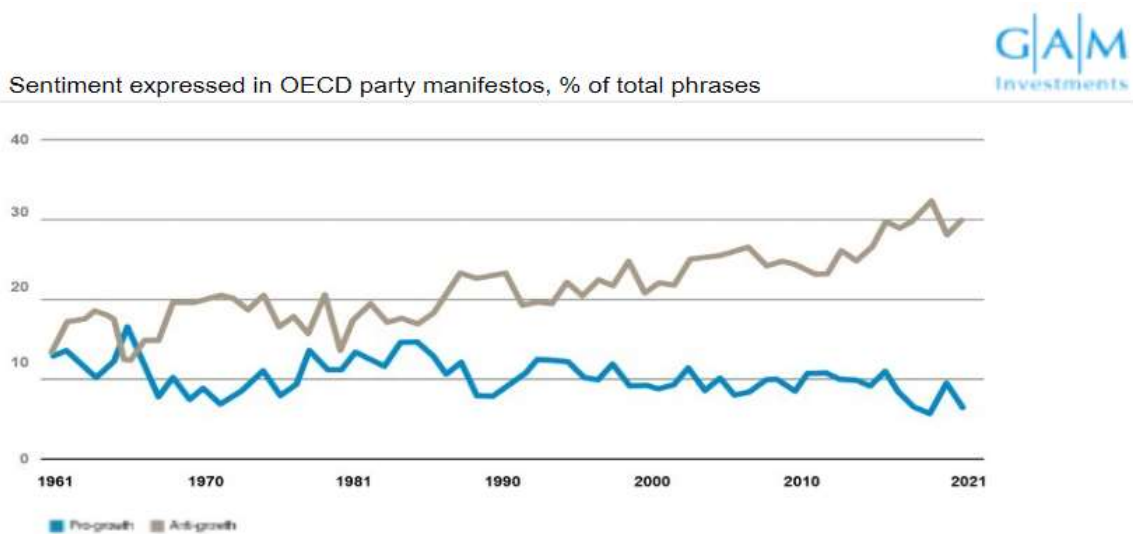


資料來源：世界不平等資料庫。

關於這些趨勢如何發展以及是否可以避免災難的爭論仍在持續，例如在人口統計方面，理論上政策應對措施可能包括更多的淨移民或自動化投資，以支持不斷減少的勞動人口。不平等可以透過更好的教育，以及平衡鼓勵創造性破壞和贏家通吃商業模式的稅收制度來解決。迄今為止，在政治根深蒂固的情況下，成功一直難以捉摸。然而，移民依然是一個不受歡迎的概念，而即使為少量資本的擁有者也毫不奇怪地不喜歡新的稅收。此外，新興力量使急需的改革前景更加渺茫，其中最主要的是不再將增長作為理想政策目標的社會政治轉變。

根據宣言專案，自1970年代以來經合組織(OECD)政黨宣言的數據顯示，反增長的支持穩步上升，而支持增長則穩步下降。可以說，此趨勢真正開始於2008年全球金融危機振興計劃，該計劃旨在避免1930年代大蕭條那樣的社會災難。然後，2020年政府進一步干預，作為新冠疫情應對措施的一部分，個人和企業實際上獲得長期停止經濟活動的報酬，2022年烏克蘭戰爭期間宣佈對歐洲各地消費者的能源補貼。選民們呼籲所有這些國家干預，但特別是前兩次干預對增長和財政預算產生持久的負面影響。不令人意外的是一些政治家和許多企業已開始發現一個反增長聯盟阻礙回歸更高增長趨勢，而另一部分相關的增長障礙來自某些方面對地緣政治緊張局勢加劇及封鎖後供應鏈中斷的反應。最近的立法，包括美國有爭議的《降低通膨法案》，一項被視為試圖促進美國優先的政策，該政策將把扭曲性的政府補貼應用於包括綠色科技和晶圓製造在內的一系列美國行業，而美國的盟友有理由對將建立不那麼依賴全球化的美國供應鏈錯誤嘗試感到沮喪。

圖2：選民對GDP增長作為政策目標的懷疑態度越來越高



資料來源：《經濟學人》宣言專案，2022年12月。

令人感到不愉快的根深蒂固且甚至情勢不斷升高的情況，讓人幾乎沒有樂觀的理由，但投資者仍然需要務實地決定什麼樣的長期投資組合結構可以在這樣的環境中蓬勃發展。在描述低增長未來的邏輯推論中，低利率可能會使那些以長期預估現金流為特徵的資產受益，例如包括美國科技在內的成長股。

會計學告訴我們如果現行貼現率較低，則一系列現金流的淨現值會較高。或者換句話說，如果因央行不可避免地放鬆貨幣政策以應對低增長，使現金利率變得更加沒有吸引力，那麼延長投資期限以產生更好的回報是有意義的。低增長環境將對具有較高潛在增長水準的資產產生自然溢價，此意味相較於幾十年來很大程度已享受工業化後成熟的西方市場，應選擇配置依然具成長前景的新興市場和中國。

所有股票投資皆容易被不受歡迎的波動時刻影響，2022年是科技、新興市場和中國股市同時拋售的典型案列。在我們看來，許多投資者會尋求由此一事件的任何重複發生的經驗中獲得部分回饋，而此方面可通過與主要資本市場相關性較低及多元化保值的投資組合實現。因此，儘管長期增長前景看起來黯淡，但肯定不像沒有做好準備那樣黯淡。

【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。