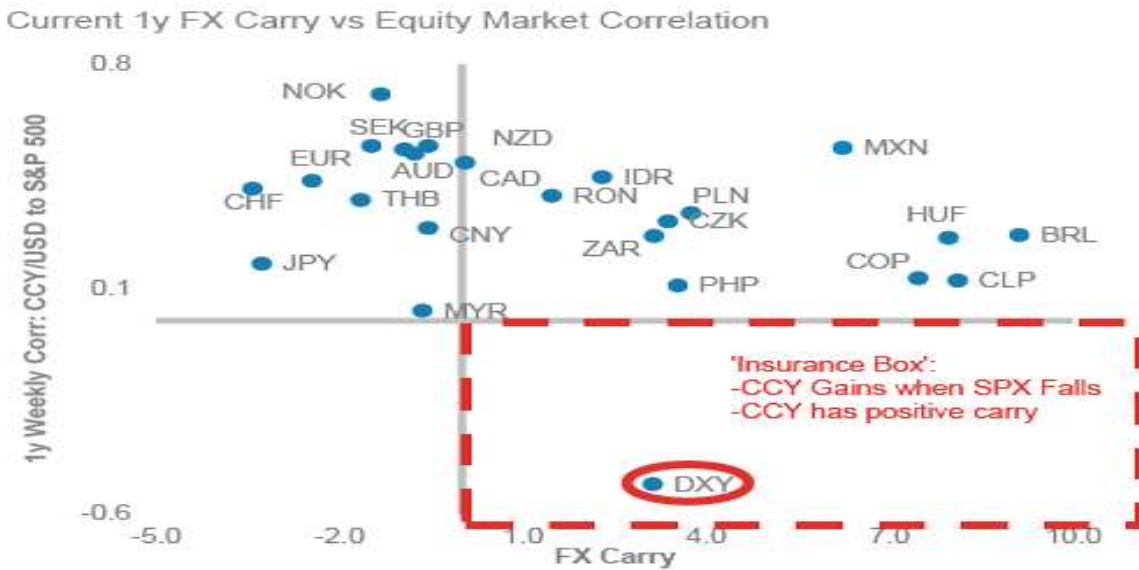


財政問題或令人重新評估美元資產的投資布局

2022 年代表投資環境的結構性突破，零利率政策現在已經成為過去式，而疫情和俄烏戰爭結束全球化與不容置疑的時代。許多資產在 2022 年經歷極端調整，但之前投資環境的其中一個特徵仍然存在，亦即美元持續升值，而過去零利率時期則提供美元良好的走勢基礎。如圖 1 所示，2022 年美元受益於投資者的避險需求。

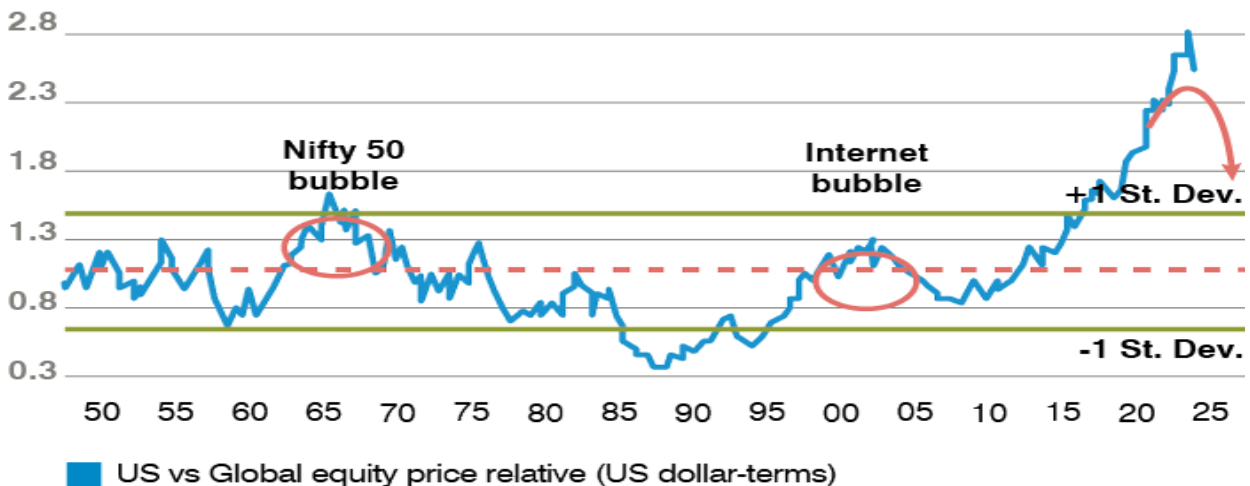
圖1：被視為避險資產提振美元走強



資料來源：摩根士丹利，截至 2022/11/30。

自去年 10 月以來，此一趨勢開始發生變化。我們認為近期美元命運的逆轉可能預示著一個更重大轉變的開始。如圖 2 所示，過去十年，與美元升值相關的美國資產表現優異。

圖 2：美國市場前所未有的資本積累



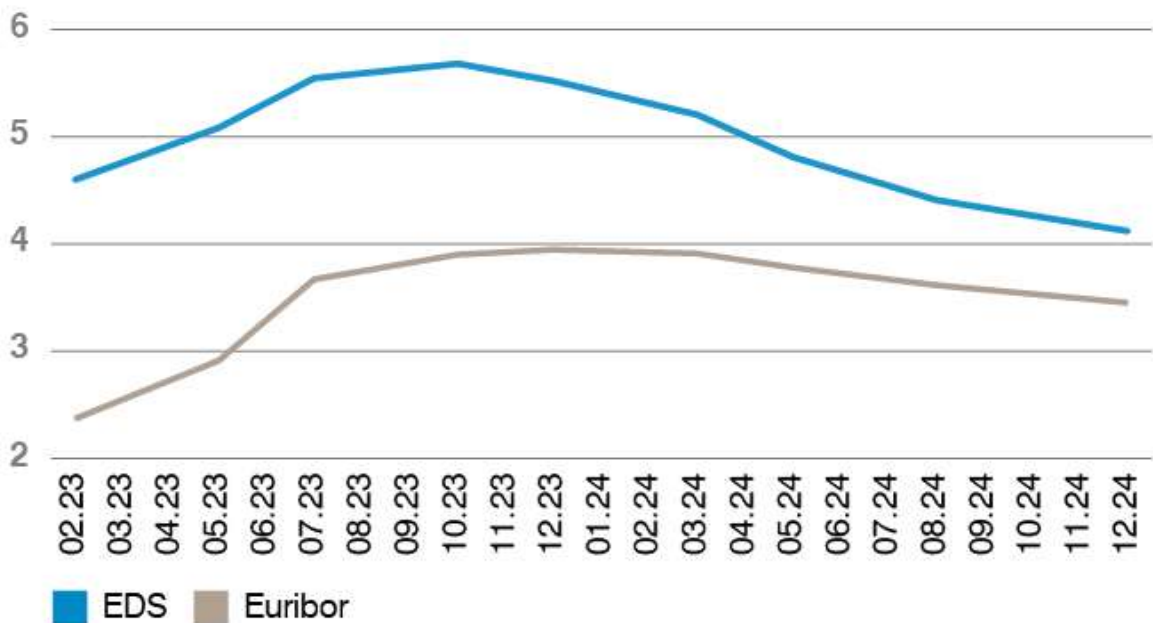
資料來源：美國銀行全球投資策略、彭博社、MSCI 美國指數、MSC 世界指數(不包括美國)，截至 2023/1。

簡單地說，若於 2008 年年中投資美國股票 100 美元，現在價值已來到 290 美元，而投資於非美國股票的 100 美元，現在則將僅剩 95 美元(來源：彭博社，截至 2023/2/28)。環境的任何變化都會對每位投資者產生重大的投資決策影響，因此我們將根據可能為 2023 年關鍵驅動因素進行短期評估，依照評估結果考量非美國資產的情況，並且研究部份用以觀察長期結構性變化的指標。

1、2023 年展望

a) 利率差異：2022年美聯儲(Fed)啟動利率正常化進程，並更果斷地走向最終利率，不過如圖3所示，升息循環可能會在2023年逆轉。

圖3：截至2024年底美國(EDS)和歐盟(Euribor)的利率定價



資料來源：彭博社，截至 2023/3/1。

其他成熟國家可能會比美國更多地提高利率，進而縮小與美國最利率的差異。如果我們考慮歐洲和美國短期利率市場所顯示的預測利率定價差異，到 2024 年中，預估利差僅 110 個基點，或將遠低於目前的 250 個基點，有望降低美元利率較高的吸引力。

b) 增長再平衡：如圖4所示，2023年全球經濟成長預測變化不大，但增長動力來源的區

域細分發生巨大變化，明顯從成熟市場，尤其是美國，轉向新興市場。

圖4：最新世界經濟展望增長預測

Chart 4: Latest World Economic Outlook Growth Projections

<i>(real GDP, annual percent change)</i>	ESTIMATE	PROJECTIONS	
	2022	2023	2024
World Output	3.4	2.9	3.1
Advanced Economies	2.7	1.2	1.4
United States	2.0	1.4	1.0
Euro Area	3.5	0.7	1.6
Japan	1.4	1.8	0.9
United Kingdom	4.1	-0.6	0.9
Emerging Market and Developing Economies	3.9	4.0	4.2
China	3.0	5.2	4.5
India	6.8	6.1	6.8

資料來源：國際貨幣基金組織(IMF)，《世界經濟展望更新》，2023/1。

隨著成熟經濟體放緩，預計亞洲的增長將強勁復甦，尤其是在中國全面解封後。其他主要新興市場經濟體對中國增長具有傳統敏感性，也應會相對受益，應該也會促使全球投資者重新考慮過度關注投資美國的情況。

c) 日本央行總裁更迭：隨著大多數央行在 2022 年開始利率正常化，日本央行仍致力於零利率及收益率曲線控制。然而，細微處開始發生變化。去年 12 月央行總裁黑田東彥將 10 年公債目標利率波動擴大至 50 個基點，令市場大吃一驚。現在看來，今年 4 月日本央行總裁更換後，很可能會出現利率將進一步更加靈活的訊號。日本升息的前景應該會提高對日圓的支撐，而日圓的長期疲軟一直是美元走強的部份重要支持。當然，更高的利率並不能直接地支持其他日本資產，但值得反思的是，自 1997 年日本央行引入零利率以來，日本經濟平均年增率僅為 0.1%。目前看來，似乎沒有比這更能說明零利率政策形成不利後果影響的案例了。

d) 美國債務上限議題：美國長期面臨重大的債務和赤字挑戰，然而不解決這些問題的一個明確方法是在短期內拖欠債務。儘管在眾議院議長選舉的僵局中，看到某些共和黨議

員準備能僵持多久就持續多久，並且不考慮建制派的建議，但在預測共和黨內部動態將如何發展並做出任何政治動向時，顯然存在猶豫不決的情況。債務上限議題的討論可能會在 6 月至 8 月之間達到高峰，即使在最後一刻找到臨時解決方案，但也很可能涉及部份較不佳的邊緣政策，此種方案措施似乎會對美元和普遍美國資產相對不利。

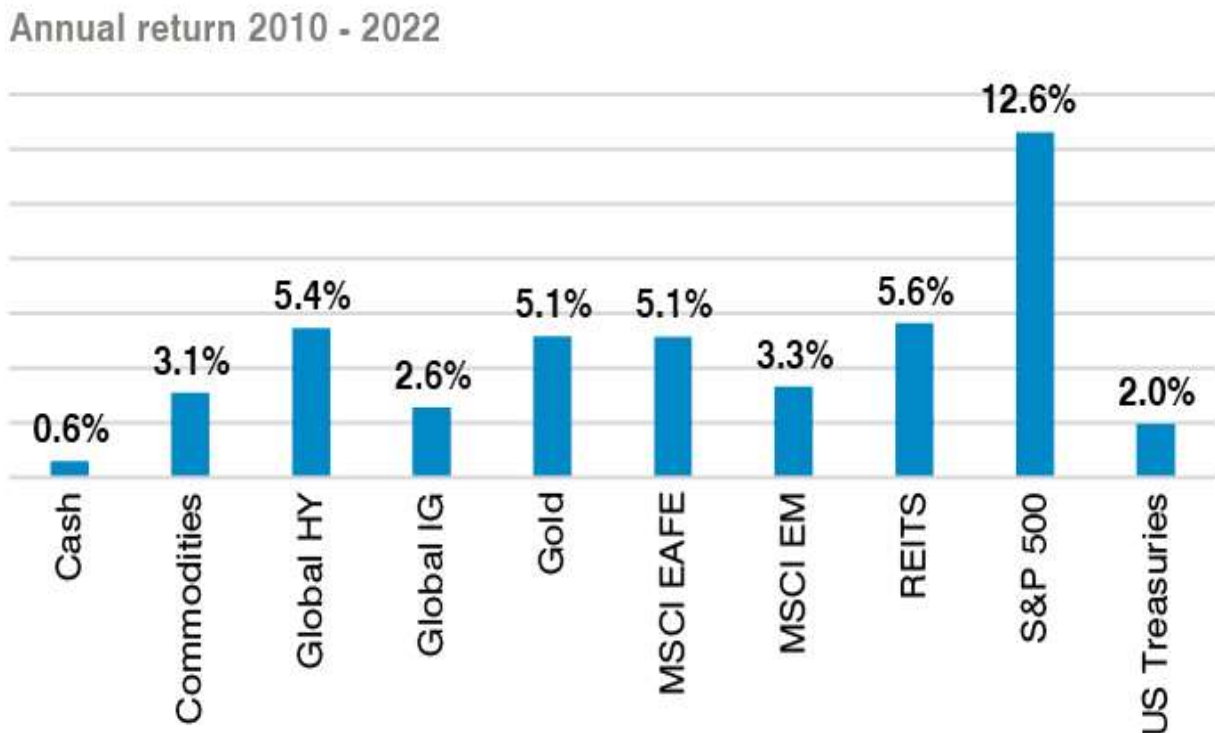
e) 相對估值：綜上所述，我們可以構建一幅景象，顯示過往美國資產較強勢的情況或將在 2023 年出現逆轉，而所有投資者皆需慎重考慮此一情況。

2、美元中期走軟的理由

如上圖 2 所示，美元走強不僅僅是一種短期現象。2008 年金融危機開啟零利率政策以來，已經看到大多數情勢皆有利於美元資產。全球化時代伴隨矽谷推動的連動性革命，使得承諾未來利潤的科技公司已成為更具吸引力的投資，而理想前景拉抬金融市場的程度提高，美元走勢則明顯因此受惠。

隨著世界變得更加區域化並專注於韌性及安全性，而不是效率與投資效益，引領的結構性改變可能會促使人們更多關注實際生活世界內的資產。此一變化並不是要淡化對持續性投資收益的追求，只是未來十年投資獲利的來源將會更加多元。

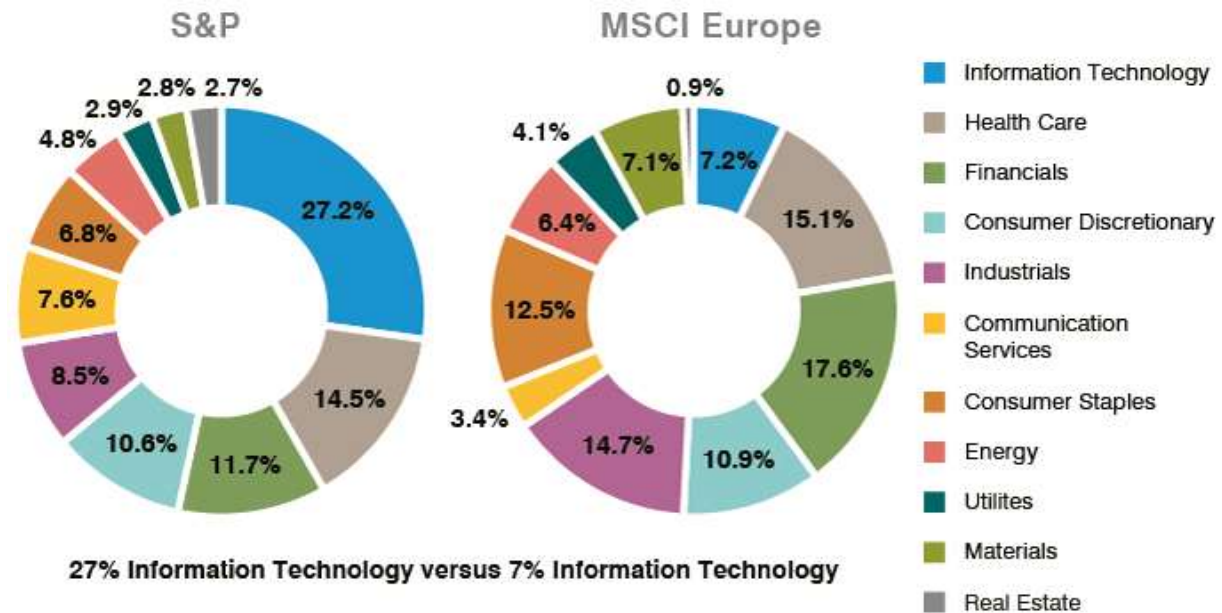
圖 5：2010 年至 2022 年各資產年化報酬率



資料來源：彭博社，截至 2022/12/31。

全球政府政策的重點是獎勵那些住在一般街道的投資人，而不是華爾街。此將涉及對全球經濟結構進行根本性的重組，以提高實體經濟的預期投資報酬率，而不是過度關注於金融資產。

圖6：美國股市偏向科技股與其他指數

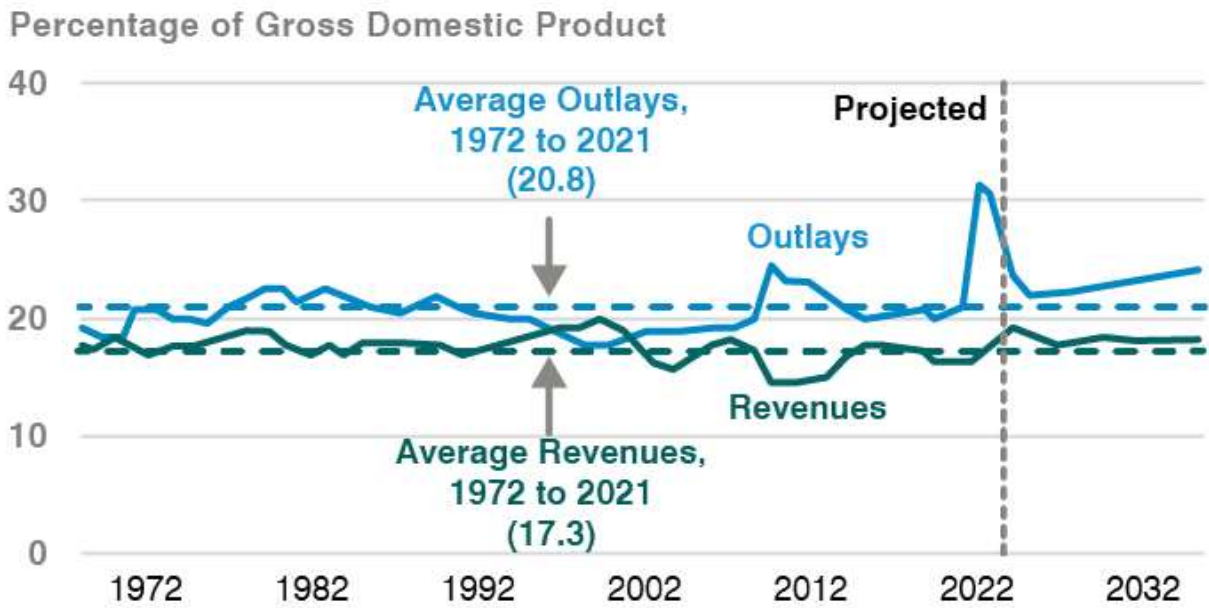


資料來源：彭博社，截至 2023/2/27。

儘管雙赤字不斷增長，但美元仍然保持強勢，主要是因為我們生活在一個需求不足的世界，因此美元是值得考慮的。當在實際生活世界內未有具吸引力的投資機會時，全球資本被重新投入金融資產，而世界上具最深、流動性最強資本市場的美國則明顯受益。隨著資本市場平衡的變化，資本流動情況也會隨之改變。最近矽谷銀行倒閉以及隨之而來的區域銀行疲軟亦提醒我們，增加對資本市場的曝險，帶來回報的同時也跟隨著風險。在過去十年中，更強有力的監管保護阻礙非美金融資產的發展，但現在也許被視為是一種謹慎的美德。

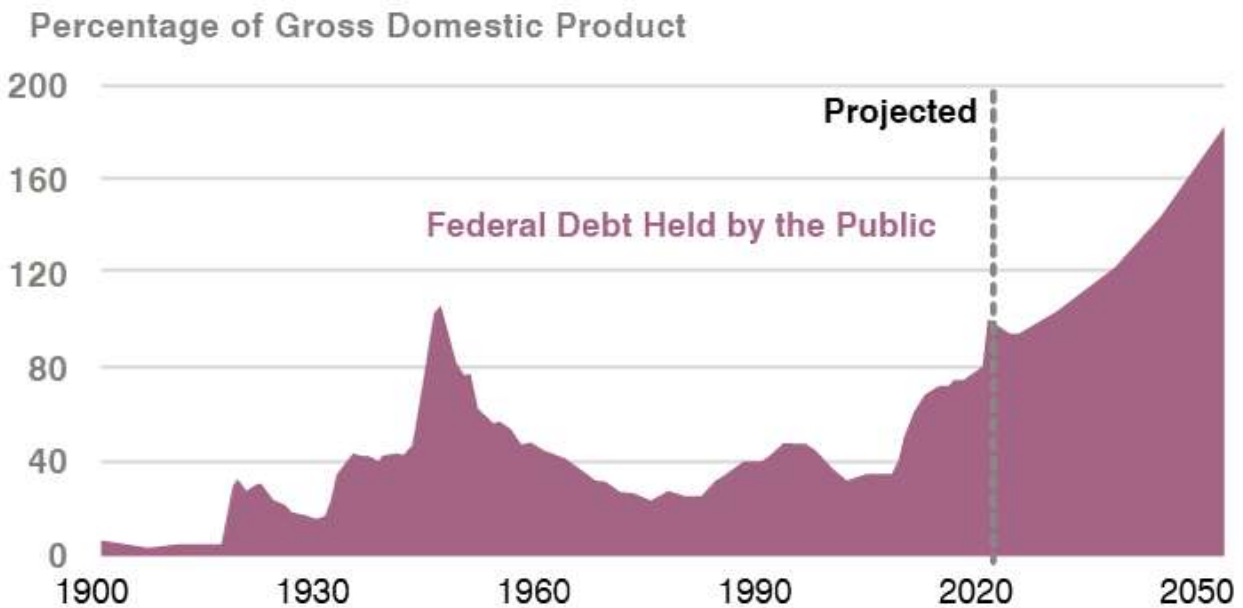
另外，雖然大部分對債務上限的短期關注可能包含政治上的嘩眾取寵，但它也可能成為債務不斷增長造成長期疲軟的催化劑。自2008年以來，許多國家經歷長期債務的激增，但美國特別能夠利用全球儲備貨幣地位的過度特權來增加財政支出，而不受市場紀律的約束。儘管看似不可觸碰的權利承諾越來越多，但在零利率期間，美國每年債務利息支付平均僅占GDP的1.5%左右。正如圖7與圖8所示，在預期實際利率將上升之際，預估支出和收入占GDP比之間的差距恐只會越來越擴大。

圖7：美國總支出和收入占GDP比



資料來源：美國國會預算辦公室。

圖8：1900年至2052年美國聯邦債務，



資料來源：美國國會預算辦公室。

儘管未來仍有一段路要走，但國會預算辦公室預估福利支付、強制性支出和利息支付至2031年將超過政府收入，這將會是一個明確的關鍵點。美國並非唯一面臨債務挑戰的國家，但它是目前唯一一個在政治階層中表現出較傲慢態度的國家，並且只有在對市場依賴顯著增加的時候，才會對市場展現充分信任和信用。當然，財政改革還是有可能執行，

雖然過往共和黨的紀錄顯示並不支持財政公平，但這是該黨在國會內公開宣示的目標。不過，與可能成為未來幾年選票贏家的積極產業和增加國防開支兩大政策趨勢相比，財政改革則成為一個變得更加尖銳的問題。

人們可能很容易將上述短期與長期的論點，推斷為結束美元作為全球儲備貨幣統治的呼籲。事實上，以某些層面來看，確實應該早這樣做。過往先前五種主要儲備貨幣的平均期限為94年，其最終的衰落多因出現過度擴張和債務增加等現象。自第一次世界大戰結束以來，美元已成為世界首屈一指的儲備貨幣。在零利率期間，一些潛在的財政弱點似乎被遺忘，但實際上這些財政問題卻變得更加嚴重。然而，由於全球投資過度集中於美元資產，因此對財政問題的任何重新考量，皆可能促使投資者對布局重新評估，而我們認為這將會是2023年投資報酬表現非常重要的驅動因素。

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