

# 法盛投資管理 3月投資展望

2022年3月

有時漫漫數十年波瀾不驚，偶爾短短幾週天搖地動。

- 通膨走高將阻礙歐洲 2022 年成長，但美國可較從容應付。
- 為避免 2023 年經濟硬著陸，聯準會將減少升息次數，歐洲央行則完全按兵不動。
- 風險資產配置比例降低，惟基本面良好使其前途依舊光明。

## 發生何事？

蘇聯解體三十多年來，北約試圖與俄羅斯對話，但 2014 年俄國兼并克里米亞後，歐俄合作多半遭擱置，多年後方才重啟，但烏克蘭總是交涉重點。另一方面，烏克蘭不斷重申期待成為北約及歐盟會員，甚至將之寫入憲法，俄羅斯卻一再要求烏國保證永不加入北約，否則「將嚴重威脅俄羅斯國家安全」。

及至今年 2 月 24 日，普丁語出驚人，宣布採取「特殊行動」保護新近承認獨立之頓內茨克 (Donetsk)、盧干斯克 (Luhansk) 兩共和國，並且警告西方不得加以報復，此後情勢急轉直下，俄國軍隊多路入侵烏克蘭、引發嚴重人道危機，戰爭首二週便見 170 餘萬人逃離烏克蘭至鄰國避難。

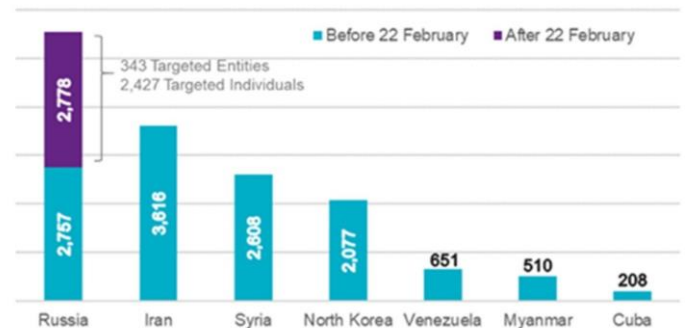
展望戰事，西方國家應僅限於提供武器與經濟支援，軍事干預則絕無可能，畢竟此舉風險遠勝報酬，為此，若烏克蘭欲化解衝突（儘管可能性已降低），或須接受若干俄方要求，例：

1. 停止任何軍事活動
2. 「中立化」入憲
3. 承認克里米亞為俄國領土
4. 承認頓內茨克、盧干斯克獨立

## 國際反應

一反過去作為，此次西方國家果斷、團結祭出制裁，期望藉此孤立俄國經濟、逼迫普丁結束軍事行動，此後與俄國企業往來幾乎中斷，因若干俄國主要銀行遭踢出 SWIFT，銀行、企業欲支付及收受款項難度大增。

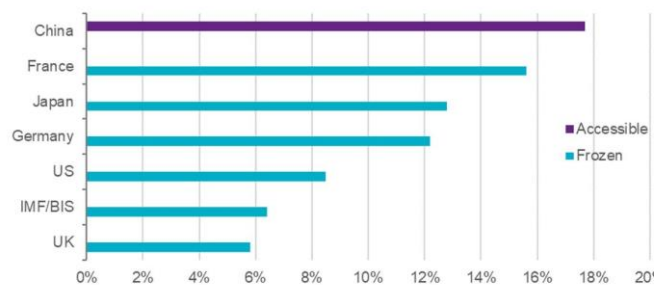
俄羅斯受制裁數居全球



Source: Castellum.AI

不僅如此，俄羅斯央行動用 6300 億美元外匯存底捍衛盧布匯價之能力嚴重削弱，其海外儲備史無前例意外遭凍結後更舉步維艱，瑞士放棄中立、凍結被制裁俄國人士之資產更是值得關注。

俄羅斯央行外匯儲備存放國家



Source: Castellum.AI

於是，評等機構紛紛調降俄國債信，債券投資人隨之憂心俄羅斯是否將技術性違約，因其或將受限於國際制裁而無法支付票息或本金。

## 俄羅斯反應

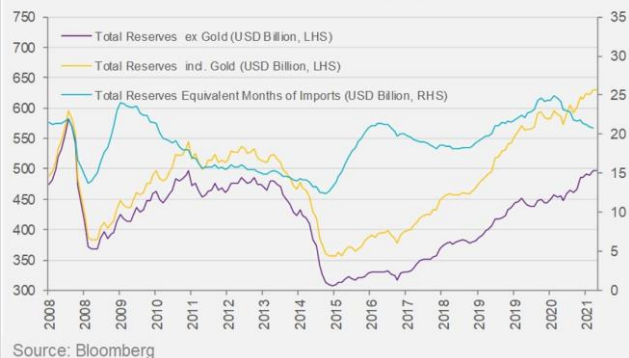
情急之下，俄國央行將關鍵政策率由 9.5% 拉升一倍以上至 20%、是幾近 20 年最高值，並為銀行業提供大量流動性，同時為阻止資金外流、避免盧布再貶值，莫斯科當局實施資本管制，下令出口業者拋售 80% 海外收益以支撐盧布，外國投資人亦暫時禁止賣出

俄國資產。此外，俄羅斯政府表示將動用總值 1750 億美元但未持有美元之國家財富基金 (National Wealth Fund)，藉此減少今年借款、買進俄國企業股票。

### 俄國經濟更強韌

2014 年克里米亞危機引發制裁後，俄羅斯減少外國融資依賴度，且盧布不再釘住美元，大大降低俄國央行必須以外匯存底捍衛幣值之壓力。此外，2014 年後，俄羅斯經常帳盈餘占 GDP 比例成長幾近五倍至 9%，主要可歸功於能源出口，以美元結算之貿易金額、央行美元儲備比重亦分別減少約 25% 及 50%，同一期間外匯存底 (不含黃金)、黃金儲備則各自激增逾 46% 與 188%。

2014 年後俄羅斯經濟體質強化



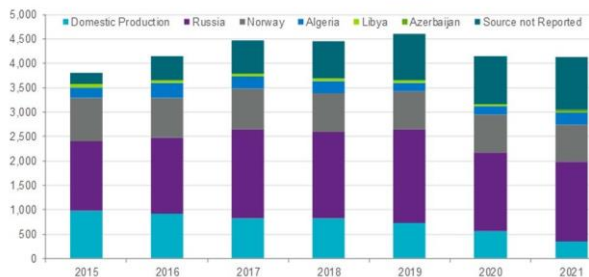
因此，儘管至今宣布之制裁對俄國經濟衝擊確實大於過往，如：2008 年喬治亞戰爭、2014 年併吞克里米亞，但多年來俄國致力減持美元或有助其安度經濟風暴，且根據估計，原油價格飆漲已使俄國 2022 年 1 月經常帳盈餘年增一倍以上至 190 億美元，降低進入國際市場籌資之需求。

### 俄羅斯經濟系統重要性高低？

由全球貿易角度觀之，俄羅斯雖不足以破壞全球經濟成長，卻能夠使歐洲景氣顯著降溫、令仰賴進口之國家陷入嚴重糧食危機。

俄羅斯乃全球第三大石油生產國，排名位於美國、沙烏地阿拉伯之後，每日供應 1100 萬桶石油，出口量約為 50%，其中半數運往歐盟，占其石油總進口量 26%。此外，俄羅斯係世界第二大天然氣生產國、僅次於美國，占歐盟瓦斯進口及總用量 44% 與近 40%，且即便歐洲近年再生能源使用增加，但油氣仍占能源總消耗量 60% 以上，故歐盟最無從對俄施加經濟壓力、化解當前軍事衝突。

歐盟天然氣來源國 (TWh)



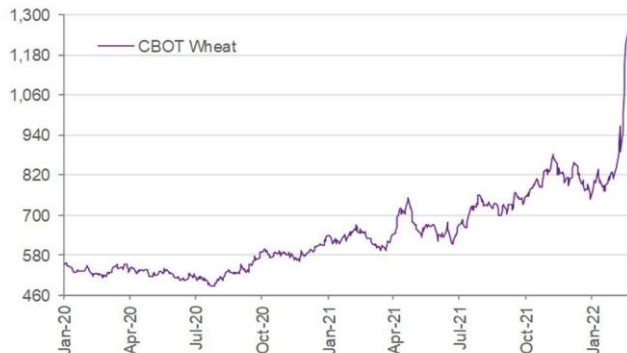
Source: Bruegel

此外，降低對俄能源依賴度之辦法至少短期內均不可行，畢竟其他主要生產國幾無閒置產能可用，且美國液化天然氣較昂貴，歐

洲液化天然氣接收站亦無法承受額外供給，是故歐洲高度倚賴俄國天然氣成為西方至今無法制裁俄羅斯瓦斯出口之原因。

新聞版面遠遠較少之烏俄戰爭影響層面係糧食取得及價格，但此前疫情肆虐、能源成本上升早已令糧價更貴，而烏俄兩國合計占全球小麥產量約 15%、出口量近 30%，且即便多數穀物出口站均位於烏克蘭西部，但出口程序仍遭保安、物流問題打亂。小麥之外，烏、俄黑海地區葵花油約占總產量 60%，其中逾 75% 經黑海銷往中東、非洲。

小麥價格創史上新高



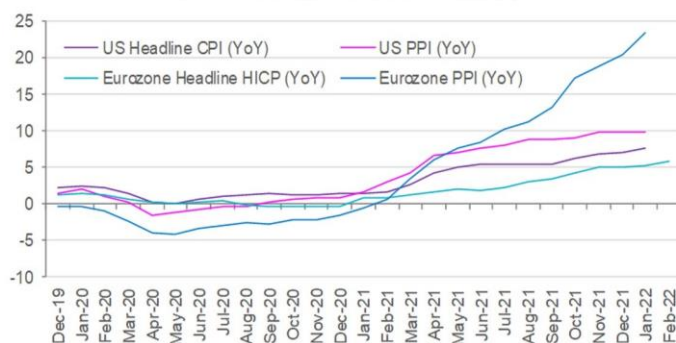
Source: Bloomberg

### 高通膨時代近在眼前

綜上，2022 年消費物價上升機率顯著提高，歐元區尤其為然，畢竟能源目前占當地物價增幅逾 50%，所幸去年已將基期墊高，可發揮抵銷作用、削弱物價增幅，惟戰爭將使供應鏈阻塞更久，不僅導致原物料價格高檔盤旋，更恐令物價壓力進一步蔓延。

此外，歐元區消費通膨率雖低於美國，但後者至少生產、消費物價增幅接近，如：美國生產者物價指數 (PPI) 一月年增 9.8%，整體消費物價則年增 7.9%，但二者於歐元區之落差遠遠較大，以德國為例：生產者物價指數一月年增 25%，調和消費者物價指數 (HICP) 二月卻僅年增 5.5%，而多數歐元區國家亦復如此，意味烏克蘭戰爭爆發前，歐元區通膨早已蠢蠢欲動。

美國、歐元區消費者及生產者物價比較

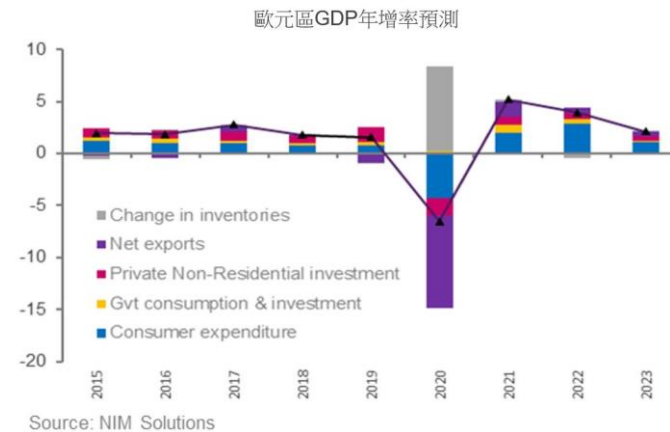


Source: Bloomberg

然而，局勢不明將使歐元區需求減少，或有助控制當地核心 HICP (亦即排除未加工食品、能源等高波動項目之通膨數據)，美國核心消費物價短期內則難走低，原因係勞力、物料欠缺之下，美國建商無法滿足龐大需求，房價壓力不斷加重，且醫療服務成本持續竄升，Manheim 二手車價格指數等領先指標亦預告二手汽／貨車將漲價。

## 景氣將硬著陸？

當前局勢瞬息萬變，可能情境眾多，因此任何經濟預測均應保守看待：短期而言，全球成長料將放緩，歐洲尤其為然，且原物料供給短缺、購買力喪失、私人支出恐延後之下，歐洲停滯性通膨壓力增加，惟即便衰退風險上升，但至少短期內不足為慮，2022年泰半時間全球成長率可望高於長期常態，本公司最新預測便看好歐元區 2022 年實質 GDP 成長率達 3.0%（較一月預測值下修0.4 個百分點）。



歐洲國家或將盡可能利用政府預算餘裕緩和消費所受衝擊，尤其是補貼低收入戶能源支出，同時官員將開始討論因應能源、國防雙重危機之辦法，如此一來，歐洲聯合發債金額可能提高。

上述局面可能影響主要央行貨幣政策正常化進程，若金融情勢提早惡化便將踩剎車，惟歐洲央行已改變立場、降低寬鬆程度，但縱然總裁拉加德宣布加速縮減購債，2022年仍不致調高關鍵政策利率，2023年能否升息則取決於烏俄戰爭對需求之破壞性。

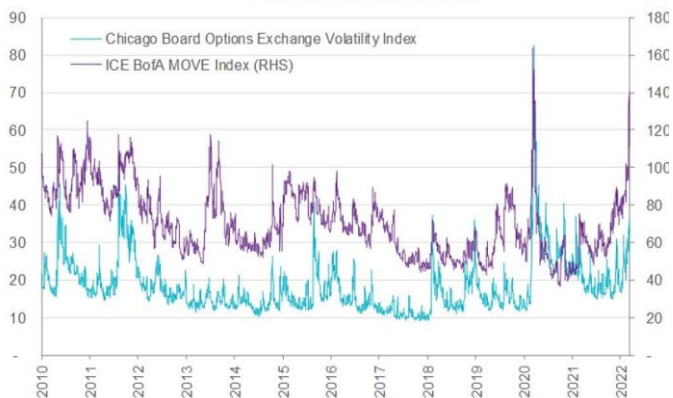
同樣地，聯準會升息次數將少於期貨市場目前預測，且美國短期內雖較不受影響，但若歐洲景氣過分冷卻，聯準會勢必注意潛在漣漪效應、小心行事。整體而言，聯準會預估將緩步升息3至4次，審慎監控（早已緊縮之）金融情勢。

## 各類資產解析

### 股票

近數週市場氛圍急轉直下，投資人一方面重估地緣政治風險溢酬（尤其是歐股者），一方面憂心烏克蘭戰爭，且隨避險意識抬頭、安全當道，資金大量撤出股市，即便升息亦未能嘉惠價值股，低波動股、績優股反而獲得青睞。此外，俄國點燃戰火後，依選擇權計算股市隱含波動率之 VIX 指數便突破 38% 大關且至今居高不下；簡言之，往後波動率將主要取決於地緣政治局勢，因此恐高檔盤旋。

不確定性增加推升波動度



Source: Bloomberg

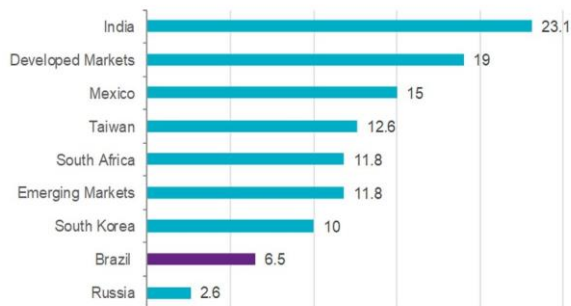
2021 年歐洲 12 個月預估每股盈餘年增近 40%，戰前 2022 年推估將上升 8%，如今原物料漲價侵蝕企業營業利潤率、壓抑消費者支出意願，歐洲經濟成長勢將減速，故當地每股盈餘恐受挫。此外，儘管俄羅斯經濟規模小，縱然違約亦不致危害金融穩定度，但歐洲銀行類股對景氣敏感，因此曝險予以調降。

再者，美國相對不受戰火波及、經濟成長較強，因此美股更能抵抗當前衝擊，惟實質薪資倒退之下，通膨全面來襲將繼續壓抑消費信心、為景氣帶來下行風險。

短期而言，央行會議或將提供支援、增加政策正常化進程能見度，烏俄和談亦不無可能，因此風險資產即便予以減持，後勢仍舊看好，因經濟成長依然強勁（儘管目前遭受威脅）。

另，巴西係可望受惠、值得留心之市場，因其盛產原物料、估值低廉又較不受烏俄衝突影響；以最末項理由而言，巴西供電逾 80% 來自再生能源，對俄貿易金額亦低，且每當中國刺激景氣，巴西股市往往收紅，目前正是如此。

烏俄戰爭前近 12 個月本益比



Source: Bloomberg

### 固定收益

儘管股市掀起避險大浪，債券反應卻相對平淡，通膨壓力令投資人戒慎恐懼之下，核心主權債殖利率波動有限，多數甚至回升至戰前水準，惟過程中仍出現疫情爆發以來最劇烈震盪，顯示圍繞央行政策正常化、前瞻指引之不確定感升高。

鑑於通膨、長債殖利率看升，因此核心主權債維持存續期偏短，惟依現行殖利率水準觀之，上檔空間開始縮小，畢竟若通膨過高，最終將阻礙需求、進而壓抑經濟成長。

同樣地，美、歐信用債維持減碼，因流動性低落恐使利差繼續擴張，美國尤其為然，當地高收益初級市場便已見若干新債欠缺有意承接之投資人。

### 貨幣

大環境動盪令美元、瑞郎、日圓等防禦型避險貨幣表現出眾，未來或將續創佳績，且美元可望因「微笑理論 (smile theory)」發酵而站穩目前水位。

撇除俄羅斯盧布不談，歐元因景氣展望惡化而疲軟，日後恐將繼續積弱不振，因歐元區深受烏俄戰爭影響。

另外，自分散風險角度而論，值此地緣政治波濤洶湧之際，人民幣走強值得玩味，且近數年即便中國成長放緩，人民幣依舊步步高升，而中國通膨亦較其他國家溫和許多，二月整體消費物價指數僅年增 0.9%。又，巴西里耳同樣別具魅力，除前述理由加持之外，關鍵利率一年來由 2% 升至 10.75% 亦是優勢。

## 資產配置觀點

資產類別	戰術觀點	評析
成熟股市	歐元區	 -1 0 歐股曝險降為「溫和減碼」(-1)，原因係烏俄戰爭令歐洲經濟展望蒙塵，能源價格上漲、各界信心滑落將衝擊企業、民眾收入。
	非歐元區歐洲	 0 英國、北歐股市維持中立配置(0)，因二者雖可得益於能源危機與投資人分散歐洲風險必要性，但未來卻欠缺能見度。
	北美	 -1 美股曝險降為「溫和減碼」(-1)，原因係美國經濟雖較不受烏俄戰爭影響，但全球大環境倒退且量化緊縮將削弱流動性之下，市場氣氛將冷卻。
	日本	 0 日股維持中立(0)，因日本對俄貿易往來有限、係分散風險良好選擇。
新興股市	新興亞洲	 -1 新興亞洲保持「溫和減碼」，原因係中國疫情復燃並嚴守清零政策為該區域景氣帶來下行風險，且其法規監管動作不斷，科技業者更遭鎖定，意味事態更加明朗前，投資人將態度謹慎。
	拉美	 -2 0 拉美股市由「強力減碼」顯著升級至中立(0)，因原物料漲價對之乃一大利多，其中巴西原物料產量豐富、能源依賴度甚低，格外值得關注，故投資團隊放棄中國、戰術性配置巴西。
公債	歐洲	 -2 歐洲主權債仍為「強力減碼」(-2)，原因係當地景氣走弱，同時通膨率居高不下，2022年平均值料將達5%。此外，歐洲央行近日宣布加速縮減購債，勢必加重歐洲主權債殖利率上行壓力。
	美國	 -1 美國公債維持減碼(-1)，原因係景氣熱絡將促使聯準會調高利率、收回流動性，進而推升殖利率、削弱美債傳統避險功能。
非公債	歐洲信用債	 -2 歐洲信用債仍為「強力減碼」(-2)，原因係能見度欠佳拖累流動性並導致利差擴張。
	美國信用債	 -2 美國信用債維持「強力減碼」(-2)，理由係景氣惡化、金融情勢即將緊縮。
	新興市場信用債	 -2 新興市場強勢貨幣信用債保持「強力減碼」(-2)，因全球景氣展望走弱之下，美元料將續強。
現金	歐元	 2 鑑於全球經濟形勢日益不明，因此現金予以「強力加碼」(+2)，待大環境改善跡象出現再行戰術性部署。

## 【中國信託投信獨立經營管理】

本資料僅供參考，請勿將其視為買賣基金或其他任何投資之建議或邀約。以上所作任何投資意見與市場分析結果，係依據資料製作當時情況進行判斷，本公司已力求資訊之正確與完整，惟文中之數據、預測或意見仍可能有脫漏或錯誤之處，本公司不保證本資料內容及來源資料之正確及完整性；或因市場環境變化已有變更，投資標的之價格與收益亦將隨時變動，投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去的績效亦不代表未來績效之保證，投資人應自行判斷投資標的、投資風險，或尋求專業之投資建議，不應將本資料內容引為投資之唯一依據，若有投資損益或因使用本資料所生之直接或間接損失，應由投資人自行負責。本公司或關係企業與其任何董事、受僱人不因此而承擔任何損害賠償責任。

基金經金融監督管理委員會核准或同意生效，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。基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知，本公司及銷售機構均備有基金公開說明書(或中譯本)或投資人須知，投資人亦可至本公司網站、公開資訊觀測站或境外基金資訊觀測站中查詢。匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產而使資產價值變動；投資人應注意基金投資之風險包括利率風險、債券交易市場流動性不足之風險及投資無擔保公司債之風險；或有因利率變動、債券交易市場流動性不足及定期存單提前解約而影響基金淨值下跌之風險，同時或有受益人大量贖回時，致延遲給付贖回價款之可能。投資涉及新興市場部份，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。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。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。由於高收益債券信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故所投資之基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損，不適合無法承擔相關風險之投資人。得投資於高收益債券及非投資等級或未經信用評等之轉換公司債之基金，投資人不宜占其投資組合過高之比重，且適合承受較高風險之非保守型投資人，且基金可投資於美國Rule 144A債券，該債券屬私募性質，較可能發生流動性不足、財務訊息揭露不完整或因價格不透明導致波動性較大之風險。配息型基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動，於獲配息時須一併注意基金淨值之變動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付，任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。且因現金股利之配發時間及金額將視個別企業而定，基金係依所投資標的之除息基準日認列股利收入，並於每月終了後，依帳列記錄計算可分配收益，故月配息金額非固定且配息機制可能侵蝕本金。基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用(包含經理費、保管費及其他相關費用等)。

中國信託證券投資信託股份有限公司/台北市南港區經貿二路188號12F/02-2652-6688