

Janus Henderson
— INVESTORS —
駿利亨德森投資



市場衛星定位報告
固定收益
展望2020年

固定收益： 保持積極



負利率和疲軟經濟數據顯示投資環境艱困，但是全球固定收益團隊主管Jim Cielinski認為仍有正向發展空間，因為固定收益即便於經濟低迷時亦有表現機會。

2020年固定收益展望端視央行的寬鬆政策能否奏效，避免全球陷入衰退。我們相信可以做到：只要央行不犯錯，實質平衡利率應可維持低檔，進而壓低風險性資產的投資溢酬。我們預計這波信用週期可望延長，對公司債與股市有所支撐。

不過，投資評價已經偏高，信用利差緊縮，無風險利率也在極低水準，某些國家幾乎沒有降息空間來抵銷利差進一步擴大。因此，任何風吹草動都可能影響信用債價格，尤其在美國總統大選年消息特別多，波動性加大將為主動型經理人創造投資機會。目前經濟數據透露景氣反轉跡象，顯示2020年全球經濟情勢動能有限，投資人可能必須有報酬率趨平的心理準備。



高低並存的矛盾現象

2019年下半年充斥各種矛盾現象。一方面是美國就業市場強勁、美股屢創新高，另一方面採購經理人指數顯示景氣萎縮，且中國經濟成長率跌至27年來最低點。更令人憂心的是美國殖利率曲線倒掛；廣為市場關注的2年期與10年期公債利差在八月出現負值，過往經驗顯示這是經濟衰退的預兆。

曲線倒掛的事實很難忽略，說它不重要可能也太過大膽，至少過去確曾準確預測全球經濟疲弱。但另一方面這也說明了為何美國聯準會如此快速降息，力圖反轉2018年(太過積極)的緊縮措施。其他各國央行也隨之跟進：

2019年第三季，62次利率變動中有56次降息，相較於2018年第三季，31次利率調整有27次升息。

貿易煙霧彈

依據我們的看法，今年經濟走弱其實是延後反映美中兩大經濟體此前貨幣緊縮的結果。既然兩國目前都進入貨幣寬鬆模式，我們預期接下來經濟有望復甦。貿易戰導致成本升高、投資金流轉向，固然加劇了全球經濟趨緩，但並非造成經濟衰退的原因。如果貿易問題獲得解決，但經濟增長持續不振，那麼信用利差將會擴大，政府公債可望反彈，因為這表示全球經濟減緩背後存在結構性問題。

如果失業率升高的話，那麼目前市場太平的景象可能就會生變。消費一直是支撐美國經濟的重要支柱，與目前表現疲弱、出口導向的德國形成對比。後者深受全球經濟增長低迷的衝擊，因此歐洲央行(ECB)預計將維持高度寬鬆政策。歐洲央行新任總裁拉加德(Christine Lagarde)表明支持負利率，代表她將繼續推動前任總裁的政策。歐元區主權債殖利率可望錨定於零。我們認為拉加德也會再次呼籲各國實施財政刺激措施，以輔助央行的貨幣政策。目前政治動盪紛擾，歐洲北部國家政府負債又低的情況下，要忽略此一提案將會越加困難。

圖1：
美國10年期公債減
2年期公債殖利率利差

2年期/10年期公債利差由正轉負通常表示經濟即將衰退，自1978年以來，平均曲線倒掛後22個月即出現經濟衰退。



資料來源：聖路易聯邦準備銀行FRED經濟資料庫，2年期/10年期公債利差，以及NBER美國衰退指數景氣循環峰谷(USRECM)，1977年10月31日至2019年10月31日。

另一方面，中國的政策施行似乎未能發揮預期效果。多家區域銀行倒閉導致信用情勢收緊，使寬鬆措施的效果打了折扣。有鑑於新興市場債與中國榮枯的密切連動，若寬鬆政策的傳導機制能夠真正發揮作用，那麼新興市場債會更具吸引力。

在多數已開發市場中，薪資增長似乎已經見頂，遠期利率也顯示通膨持續落在低檔。我們認同目前市場共識：各國央行仍舊無法達到通膨目標。我們認為聯準會在2020年會再度降息一或兩次，將聯邦基金利率拉至1.25%，讓實質(通膨調整後)利率由正轉負。

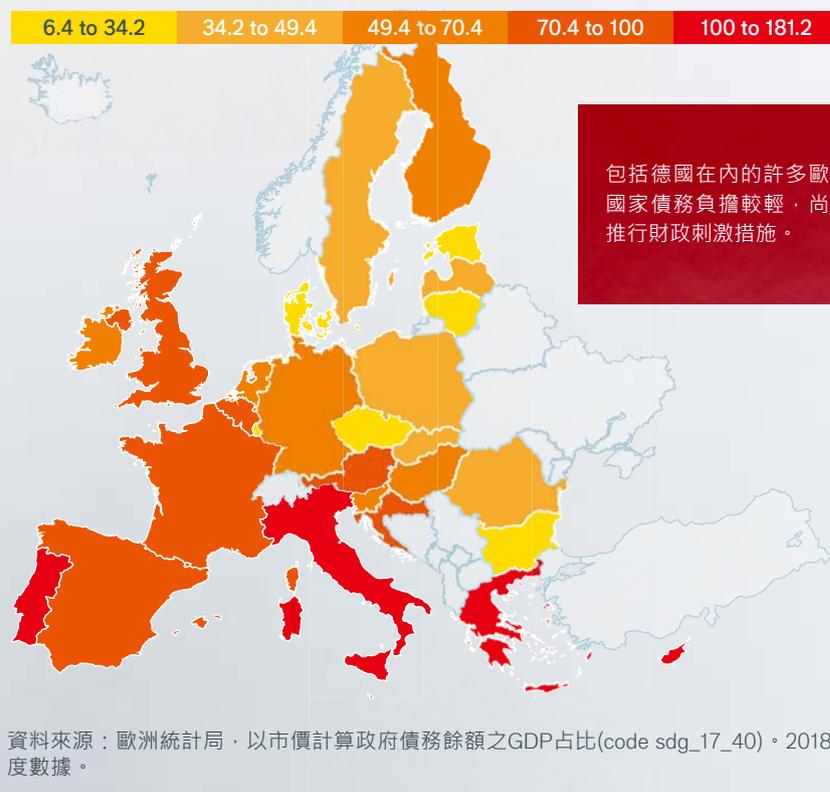
美國進入降息模式後，殖利率曲線將趨於陡峭，有利於提升銀行收益率。主權債的名目殖利率對保險業和退休基金影響很大，在此情況下，他們將會持續尋找收益。投資人將因此增持信用評級較低、較長存續期的固定收益產品，使整個系統的風險逐步升高。

主動管理

投資人目前需特別留意的是評價面。利率下降在2019年為債券投資創造了收益。不過在許多成熟市場，無風險利率的計算已從百分點變成基本點(部分歐洲國家甚至是負利率)，報酬基礎可說相當薄弱。

此時需要採取更為主動積極的投資策略，包括找出哪些市場仍可提供實質

圖二：
歐盟各國政府債務的GDP占比%



收益率、哪些央行政策利率可能再下調。我們不認為2020年全球經濟會萎縮，可是這不代表個別產業不會像2015年的能源業一般陷入衰退，當時就導致能源業的信用利差急遽擴大。

我們擔心市場目前未審慎區別BBB投資級和BB非投資級發行者的資金成本，以至於許多公司並不願意花費心力維持其投資等級信評。目前不論是投資級或高收益債，信用利差都幾近本循環周期以來最緊縮的水準，所以一

旦市場出現危機，投資人緩衝空間微乎其微。近來市場衝擊主要來自政治事件，因此美國總統大選年對市場來說是一大考驗。

聚焦基本面

由於報酬離散程度仍高，各項震盪加劇之際，避免虧損至為關鍵。2019年發生的違約事件中，以旅遊公司Thomas Cook為例，充分顯示科技與消費行為改變如何形塑了當

圖三：
過去十年全球信用利差
(基本點)

| | 投資級 (G0BC) | 高收益 (HW00) |
|--------------------|---------------|---------------|
| 高 | 267 | 897 |
| 平均 | 140 | 519 |
| 低 | 86 | 318 |
| 目前 (2019/11/11) | 108 | 419 |

資料來源：彭博社、ICE美林全球投資級公司債指數(G0BC)、ICE美林全球高收益債指數(HW00)，與公債相比的最差利差。1個基本點等於1%的百分之一，亦即0.01%。與公債相比的最差利差是指公司債收益率與同等政府公債收益率的差異，並考量買入選擇權(call option)等特點，因為可能會導致收益率下滑。資料為2009年11月11日至2019年11月11日期間。

「除非面對變局、不知變通，否則低利率時代或許名目報酬率降低，但不致扼殺所有投資機會。」

JIM CIELINSKI
全球固定收益團隊主管

今世界。若想借錢給未來能夠長期經營的企業，代表投資人面對改變必須要選對邊。依據我們的看法，這表示不只要關注企業傳統績效指標，也必須了解未來投資人與消費者最重視的是什麼，包括更深入掌握環境、社會與治理(ESG)因子。

儘管低實質利率有助減少違約風險，再融資增長卻出現下滑，尤其是歐洲。企業借款人越來越仰賴現金流而非財務工程來支應償債。在美國，股票報酬仍低於權益資本成本，因此企業傾向持續實施庫藏股，而非資本支出。債券投資人必須觀察借款收益是否用於有利債券持有人的目的，抑或造成資產負債表的惡化。

無再犯之虞

為了追求收益，投資者必須考慮各種固定收益產品，結果可能對資產與抵押擔保證券特別感興趣。當初全球金融危機爆發，背後主因正是抵押債券發行過多，可是同類資產極少會在短期內再次出現問題。美國抵押信用債並未像公司債一樣，在本循環周期出現迅速暴增的情形。

全球經濟值此關鍵時刻，投資人不可因此被動無為，應該密切觀察主要指標，如勞動市場與所得數據是驗證景氣是否衰退的重要基礎，而

地緣政治及投資人情緒變化則可能導致市場震盪。即便殖利率偏低，成熟市場主權債仍為分散股票配置的首選，相較之下，信用敏感度較高的高收益債在股市修正時易受拖累。除非面對變局、不知變通，否則低利率時代或許名目報酬率降低，但不致扼殺所有投資機會。



更多內容

市場衛星定位報告(MARKET GPS)：投資展望系列包括我們股票、固定收益和另類投資團隊等主管撰文與一篇重點摘要。

市場衛星定位報告(MARKET GPS)：2020年投資展望全文可於<https://zh-tw.janushenderson.com/taiwan/>網站查詢。

在駿利亨德森，各投資團隊定期討論、辯論不同觀點，但均享有充分的自主權決定各自對市場機會與風險的看法。本公司網站上「投資觀點」定期刊登投資組合經理人的評論，實踐我們知識共享的理念。

Janus Henderson

INVESTORS

駿利亨德森投資

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110台北市信義路五段7號台北101大樓45樓A-1室。電話：(02) 8101-1001。107金管投顧新字第023號。

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利證券亨德森投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有司法管轄區提供所有的產品或服務。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所得的結果。

基金投資一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，本基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。

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。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。

駿利亨德森及Knowledge. Shared為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

JHITL1119(16)1220.TW.retail