

摘要

- 美國經濟基本面樂觀，但通貨膨脹依舊低迷
- 隨著貿易問題的消退，全球經濟保持穩健增長
- 義大利與歐盟的預算談判結果，可能使歐元區其他地方出現更加寬鬆的財政政策

一、美國經濟基本面樂觀，但通貨膨脹依舊低迷

我們認為市場對美國經濟基本面保持樂觀是合理的，因美國基本面受到消費者強力支撐。如果財政刺激加大經濟增長的擴張幅度，那同時應也有助於長期增長趨勢，例如，資本支出的增加可望提高生產力，並有助於經濟週期的延長。

儘管經濟增長強勁，但我們認為近期美國公債殖利率上升並不意味著債券市場將會出現大幅的拋售。美國通膨持續低迷，儘管近期能源價格的上漲可能會推升通膨壓力，但受到人口結構和技術進步等因素，續對價格帶來下行壓力。川普政府的貿易政策和期中選舉後的兩院分治情況，使投資者對 2019 年的前景產生不確定性，這可能會限制未來幾個月殖利率的攀升。

去年 9 月及 10 月初美國公債殖利率走高，一度來到 2011 年後最高水平。利率的攀升主要是投資人對美國經濟保持樂觀，同時對其他地區如土耳其和阿根廷的擔憂下降，及北美自由貿易協定（NAFTA）的重新修訂所推動。市場普遍認為美國第四季經濟成長率為 2.6%，儘管對財政刺激對經濟提振能否延續到 2019 年仍保持遲疑。

美國經濟數據續保持強勁，包括供應管理協會統計的製造業採購經理人指數續處於擴張榮枯線上。雖然近期其他製造業等數據出現下滑，但仍處於相對高的強勁水平。另一領先指標—消費者信心指數，去年 9 月的數據創自 2000 年以來的最佳表現。由於對經濟保持樂觀的態度，投資者普遍認為企業財報續表現強勁，帶動股市指數在去年 9 月時來到歷史新高，不過後續因債券殖利率的攀升使市場降低部分看漲情緒。

如市場預期，聯準會在 12 月份的會議上進行升息，這是去年以來第四次的加息。相對於聯準會重視的通膨指標—個人消費支出核心物價指數年增率連續數個月在 2.0% 附近，聯邦基金利率是自全球金融海嘯後首次超過通膨年增率。根據聯邦基金期貨利率顯示，市場預估 2019 年預期聯準會加息次數約為 0 到 1 次，仍落後聯準會預計的 2 次。

在公開場合中，聯準會主席鮑威爾強調了當前低水平通膨率和低的失業率其組合是多麼不尋常，但政策制定者沒有看到勞動市場有過熱的現象，他同時強調了估算中性利率水平具不確定性，儘管聯準會最新預估中性利率的中位數預測為 3.0%。他的言論強調政策制定者可能會保持謹慎的態度，貨幣緊縮的步伐都將取決於經濟數據，而不是對潛在的通脹上升採取先發制人的行動。

最近的美國貿易政策顯示，川普總統對價值 2,000 億美元的中國產品實施 10% 關稅，約佔中國對美國進口總額的一半。由於美國要求減少兩國之間的貿易不平衡，及停止中國強制在大陸的美國等外商強制轉讓技術的要求，美國將在 2019 年對中國進口商品課徵更高的 25% 關稅。中國對此的回應是對總價 600 億美元的美國商品徵收 10% 的關稅。

強勁的美國數據一度推升美國公債殖利率在去年創七年新高

圖表 1：美國 10 年公債殖利率
2010/1/1 – 2019/2/13



資料來源：彭博資訊

二、隨著貿易問題的消退，全球經濟保持穩健增長

與進一步提高對中國貿易關稅相對，美國和加拿大之間修改北美自由貿易協定條款，終於在最後一刻解決了彼此間的分歧，加拿大同意加入美國和墨西哥達成的修改協議。最新的貿易被稱為 USMCA，其在某些領域出現更多的限制，特別是汽車，但在農產品等領域卻更為開放。此外，USMCA 還有 16 年的有效期間限制，不同於之前的 NAFTA 並無明確期間限制。

加幣和墨西哥披索均受此消息出現升值行情，投資者對於北美內部貿易流動的危機消除給予正向肯定。此外，加幣的升值也因市場普遍預期加拿大央行將加快其貨幣政策緊縮的步伐，因此前政策制定者曾將貿易不確定性視為維持利率不變的理由。

巴西總統大選如先前民意調查所預測由右翼民粹主義候選人 Jair Bolsonaro 勝出。在大選前幾週，巴西里拉已收復今年來的部分跌勢。因市場認為 Bolsonaro 的勝出將使巴西經濟具有吸引力，並擺脫過往經濟衰退的影響。

國際貨幣基金擴大對阿根廷貸款，總額來到 570 億美元，這是史上規模最大的貸款計劃。雖然新增的金額低於市場預測，但國際貨幣基金承諾加快資金的可用性。最新貸款計劃是在中央銀行總裁辭職後達成，因報導指出可能是雙方對外匯干預程度出現落差所致。不過，目前的替代政策是將阿根廷披索兌美元保持一定交易區間，阿根廷披索也出現反彈，儘管阿根廷披索的長期前景仍尚未明朗。

油價在去年 8 月到 9 月間反彈，主要是市場反應 11 月美國對伊朗石油的出口制裁，此外近期委內瑞拉的產量下降也是這次反彈的短期因素。價格上漲部分也反映投資人對全球原油需求的樂觀情緒，及基礎設施問題可能限制美國頁岩油產量擴張。

在沒有重大危機的情況下，例如：主權債務違約，我們認為全球經濟仍保持強勁增長，並受到美國需求強勁的支撐。因此，我們認為主要央行沒有明顯偏離其目前設定的貨幣政策軌跡。投資者對貿易緊張局勢的擔憂似乎暫有所消退，不過美國政策的不確定性，仍可能會對市場帶來進一步的波動。

Bolsonaro 取得大選勝利推升巴西里拉走勢

圖表 2：美元兌巴西里拉
2018/1/1 – 2018/2/14



資料來源：彭博

三、義大利與歐盟的預算談判結果，可能使歐元區其他地方出現更加寬鬆的財政政策

近期歐元區的採購經理人指數疲弱，主要反應貿易緊張對歐洲製造商所帶來的衝擊。儘管製造業動能放緩，但數據顯示整個歐元區的內需表現強勁。

歐洲央行總裁德拉吉指出歐元區第三季的工資增長年增率創近九年來最大漲幅。儘管下調今年經濟增長預估，但歐洲央行表示，預期工資上漲和政府支出將彌補歐元區出口商所面臨的不利因素。央行如預期去年年底後完全停止債券購買，及同時維持現有部位再投資的操作。

歐元區近期失業率下降接近 7.9%，是 2008 年以來的最低水平，相對於 2012-2013 年歐債危機時，失業率超過 12%，這顯示歐元區勞動市場的改善。儘管如此，近期通膨數據仍表現相對溫和。

英國退出歐盟的談判拖延以及義大利政治議題，續對布魯塞爾的政策制定者帶來挑戰。歐盟面臨著一項艱鉅的任務，必須說服義大利民粹主義政府維持財政紀律，同時也避免該國國民對於歐主義的支持增長。談判結果顯示歐盟允許義大利有限度的擴大預算。此類協議還可能鼓勵其他歐元區國家適度放鬆其財政立場，任何由此產生的增長刺激措施，都可能抵消歐洲央行在 2018 年底後結束購買債券的影響。

歐元區工資增長創九年來最大增幅

圖表 3：歐元區工資年增率
2012 1Q – 2018 3Q



資料來源：彭博

歐洲總經數據

最終產出				
國內生產毛額 (GDP) ¹	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
經濟成長年增率 (%)	2.8	2.7	2.4	2.1
民間消費 (年增率 %)	1.9	1.5	1.6	1.3
固定資本形成毛額 (年增率 %)	2.4	2.6	3.4	2.8
經濟投入				
	201805	201806	201807	201808
零售銷售 (年增率 %)	1.6	1.5	1.0	1.8
失業率 (%)	8.2	8.2	8.2	8.1
工業生產 (年增率 %)	2.6	2.3	-0.1	-
通膨及工資壓力				
通膨指標	201806	201807	201808	201809
消費者物價指數 (年增率 %)	2.0	2.1	2.0	2.1
核心消費者物價指數 (年增率 %)	0.9	1.1	1.0	0.9
金融市場				
	201806	201807	201808	201809
道瓊歐盟 50 指數過去本益比 (倍) ²	15.81	16.41	15.80	16.10
歐洲央行再融資利率 (%) ³	0.00	0.00	0.00	0.00
德國 10 年期公債殖利率 (%) ²	0.30	0.40	0.33	0.47
國際收支 ^{1,3}				
	201805	201806	201807	201808
貿易收支 (十億歐元)	25.59	16.47	16.62	22.51
經常帳餘額	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
經常帳餘額佔 GDP 比重 (%)	4.6	4.6	2.8	2.2

日本總經數據

最終產出				
國內生產毛額 (GDP) ⁴	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
經濟成長率 (季增年化率 %)	2.3	0.9	-0.9	3.0
民間消費 (季增年化率 %)	0.8	2.1	-1.5	4.5
固定資本形成毛額 (季增年化率 %)	5.4	3.5	2.7	12.8
經濟投入				
	201805	201806	201807	201808
失業率 (%) ⁵	2.2	2.4	2.5	2.4
工業生產 (年增率 %) ⁶	4.2	-0.9	2.3	0.6
第三產業指數 (年增率 %) ⁶	1.4	0.7	1.0	1.3
企業活動	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
企業獲利成長 (%) ⁷	0.9	0.2	17.9	-
短觀季度調查 (指數) ⁸	25	24	21	19
通膨				
通膨指標 ⁵	201805	201806	201807	201808
消費者物價指數 (年增率 %)	0.7	0.7	0.9	1.3
核心消費者物價指數 (年增率 %)	0.7	0.8	0.8	0.9
金融市場 ²				
	201806	201807	201808	201809
日經 225 指數過去本益比	16.1	16.3	16.5	17.4
日本 3 個月公債殖利率 (%)	-0.136	-0.191	-0.162	-0.135
日本 10 年期公債殖利率 (%)	0.036	0.062	0.107	0.130
國際收支				
	201805	201806	201807	201808
貿易收支 (十億日圓) ⁷	-304	821	-1	-219
經常帳餘額 ⁹	3Q17	4Q17	1Q18	1Q18
經常帳餘額佔 GDP 比重 (%)	4.0	4.0	4.0	4.0

12. 資料來源：. © 歐盟 1995-2018。

13. 資料來源：彭博資訊，道瓊歐洲 50 指數與日經 225 指數的本益比是由彭博估算而得。

14. 資料來源：歐洲央行。

15. 資料來源：日本內閣府經濟社會研究所。

16. 資料來源：日本內政與通信部。

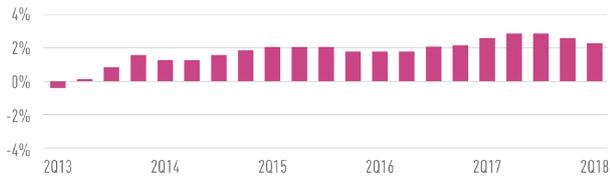
17. 資料來源：日本經濟產業省。

18. 資料來源：日本財政部。

19. 資料來源：彭博指數。

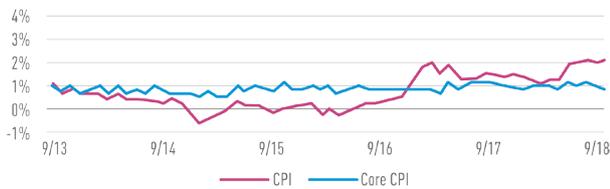
過去績效並不代表未來績效之保證

歐元區實質經濟成長年增率 (%)



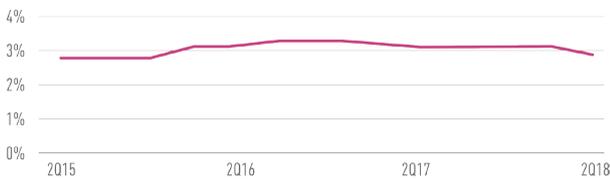
資料來源：© 歐盟 1995-2018 年，截至 2018 年 6 月。

消費者物價指數年增率 (%)



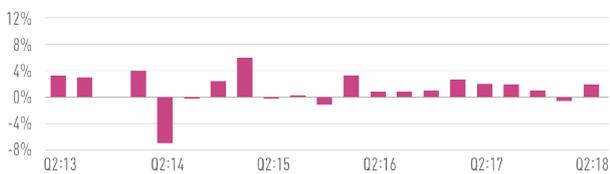
資料來源：© 歐盟 1995-2018 年，截至 2018 年 9 月。

貿易收支佔國內生產毛額比重 (%)



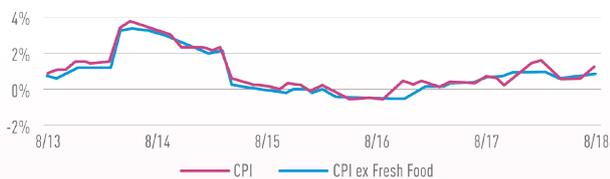
資料來源：© 歐盟 1995-2018 年，截至 2018 年 6 月。

日本經濟成長率經季增年化 (%)



資料來源：ESRI，日本內閣府，截至 2018 年 6 月。

日本消費者物價指數年增率 (%)



資料來源：日本內政與通信部，截至 2018 年 8 月。

貿易收支佔國內生產毛額比重 (%)



資料來源：日本內閣府經濟社會研究所，截至 2018 年 6 月 30 日。

美國總經數據

最終產出

國內生產毛額 (GDP) ²	1Q18	2Q18	3Q18E ¹	4Q18E ¹
季增年化 (%)	2.2	4.2	3.2	2.8

經濟投入

消費 / 最終支出

所得和儲蓄 ²	201805	201806	201807	201808
消費支出 (年增率 %)	4.9	5.1	5.4	5.3
個人所得 (年增率 %)	4.5	4.9	4.8	4.7
儲蓄率 (%)	6.8	6.7	6.6	6.6

就業

	201806	201807	201808	201809
失業率 (%) ³	4.0	3.9	3.9	3.7
勞動參與率 (%) ³	62.9	62.9	62.7	62.7
新增就業人數 (千人) ³	208	147	201	134
失業救助金人數， 四週平均 (千人) ⁴	225	215	210	207

房市⁵

	201805	201806	201807	201808
成屋銷售 (百萬)	5.41	5.38	5.34	5.34
年變動率 (%)	-3.4	-2.2	-1.5	-1.5

投資

企業獲利 ^{6,11}	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
企業獲利年增率 (%)	7.8	24.4	19.3	17.9

生產及產能利用率⁷

	201805	201806	201807	201808
工業生產 (年增率 %)	2.9	3.5	4.0	4.9
產能利用率 (%)	77.4	77.8	77.9	78.1

非居民固定投資²

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
年增率 (%)	5.0	6.3	6.7	7.1

通膨及生產力

通膨指標	201806	201807	201808	201809
個人消費支出平減指數 (年增率 %) ²	2.2	2.3	2.2	-
核心個人消費支出平減指數 (年增率 %) ²	1.9	2.0	2.0	-
消費者物價指數 (年增率 %) ²	2.9	2.9	2.7	2.3
核心消費者物價指數 (年增率 %) ³	2.3	2.4	2.2	2.2
生產者物價指數 (年增率 %) ³	4.0	4.2	4.6	3.0
核心生產者物價指數 (年增率 %) ³	2.2	2.4	2.4	2.7

生產力 ³	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
生產力 (季增年化 %)	2.3	-0.3	0.3	2.9
單位勞工成本 (季增年化 %)	2.8	2.3	3.4	-1.0

金融市場

評價	201808	201809	201810E	201811E
史坦普 500 指數本益比 (倍) ⁶	20.96	21.06	-	-
聯準會聯邦基準利率 (%) ^{7,8}	2.00	2.25	2.19	2.19

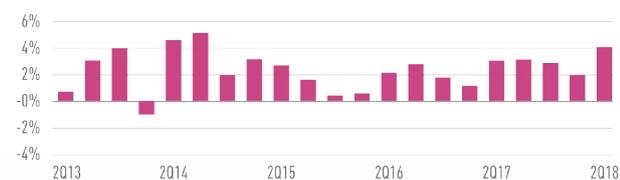
國際收支^{1,3}

美國每月貿易赤字 ^{2,9}	201805	201806	201807	201808
十億美元	-42.6	-45.7	-50.0	-53.2
美國經常帳赤字	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
季度 (十億美元) ²	-103.5	-116.2	-121.7	-101.5
年化 (占國內生產毛額比重, %) ¹⁰	-2.3	-2.3	-2.3	-2.2

- 資料來源：彭博經濟預測，截至 2018 年 9 月 30 日。
- 資料來源：美國商務部。
- 資料來源：美國勞工部統計。
- 資料來源：美國勞工部。
- 資料來源：美國房地產經紀人協會® 版權所有。
- 資料來源：史坦普。
- 資料來源：聯準會，在 2018 年 6 月 13 日的利率會議，聯準會調高美國主要利率的目標區間至 1.75% 至 2.00% 之間。
- 資料來源：芝加哥期貨交易所 (2018 年 8 月和 2014 年 9 月 30 日的聯邦基金期貨利率)，截至 2018 年 8 月 14 日。
- 資料來源：美國人口普查局。
- 資料來源：彭博指數。
- 資料來源：彭博經股本加權算出年變動率。預估時間為 2018 年 9 月 13 日。

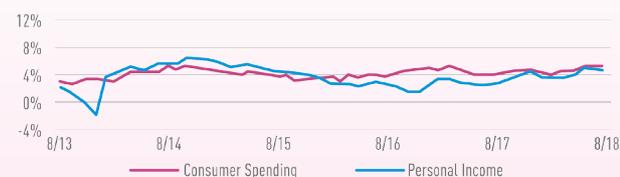
過去績效並不代表未來績效之保證

美國實質經濟成長季增年化率 (%)



資料來源：美國商務部，截至 2018 年 6 月。

個人收入與支出 (年增率 %)



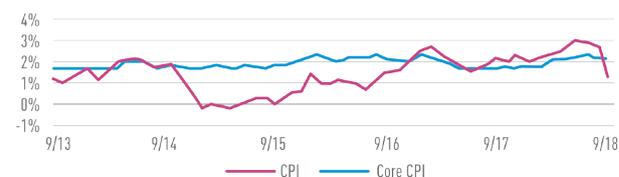
資料來源：美國商務部，截至 2018 年 8 月。

新增就業人數與失業率



資料來源：美國勞工部統計，截至 2018 年 9 月。所有數據經過季調。

消費者物價指數 (年增率 %)



資料來源：美國勞工部統計，截至 2018 年 9 月。

生產力與單位勞動成本 (季增年化 %)



資料來源：美國勞工部統計，截至 2018 年 6 月。

美國年化貿易赤字占國內生產毛額比重



資料來源：美國人口普查局及美國商務部，截至 2018 年 6 月。

由於高收益債券之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，故本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。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。本基金較適合投資屬性中風險承受度較高之投資人，投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重，投資人應審慎評估。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。本基金進行配息前未先扣除應負擔之費用。由本金支付配息之相關資料已揭露於本公司網站，投資人可至本公司網站 (<http://www.Franklin.com.tw>) 查閱。

本公司所提供之資訊，僅供接收人之參考用途。本公司當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信可靠之來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本公司或關係企業與其任何董事或受僱人，並不負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，須自行承擔結果。