

## Risk Alpha Investment

### 投資備忘錄 (十)

2019.12.31

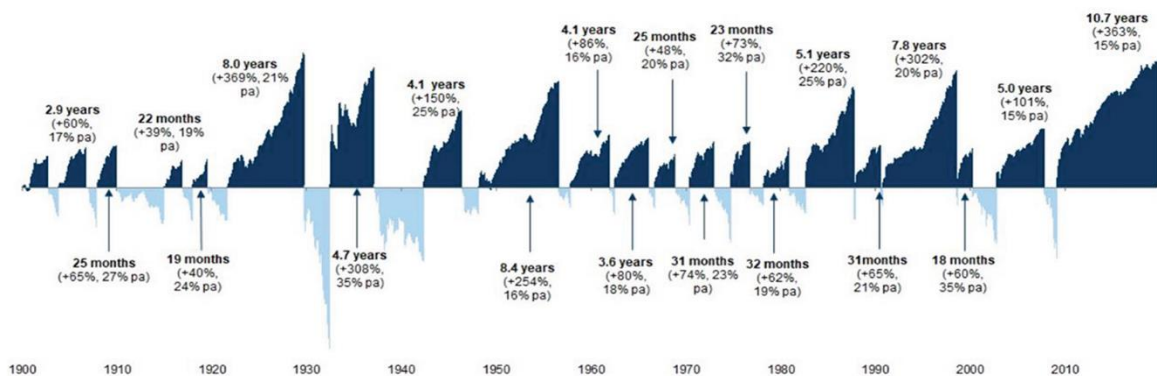
#### Re: 2020 年投資展望

#### Late Cycle 的疑慮其來有自，居高思危為人類的天性

這波股票的多頭行情從 2008 年至今已近 11 年，漲幅達 363%，幾乎已是歷史之最(見下圖一)，這也是非常多專業經理人感到非常不安的地方，畢竟漲幅已大，居高思危是人類很正常會有的自然反應，再加上中美貿易戰爭的紛擾，所以今年的美國十年期公債殖利率在九月的時候一度下跌到 1.46%，整個債券殖利率曲線呈現前高後低的異常狀態，過去只要殖利率曲線出現這種前高後低的狀態，通常代表經濟有很高的機會即將進入衰退，然而若從美國經濟基本面以及貨幣面來觀察，整體狀況並沒有債券殖利率曲線所呈現的那麼糟糕。

圖一

#### The Longest Bull Market In History



Source: GFD, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

展望 2020 年，我們對於市場展望維持中性偏樂觀的看法，即使市場拉回修正，跌幅也不致過大，主要原因如下：

#### 原因一-美國聯準會仍傾向維持較寬鬆的利率水準

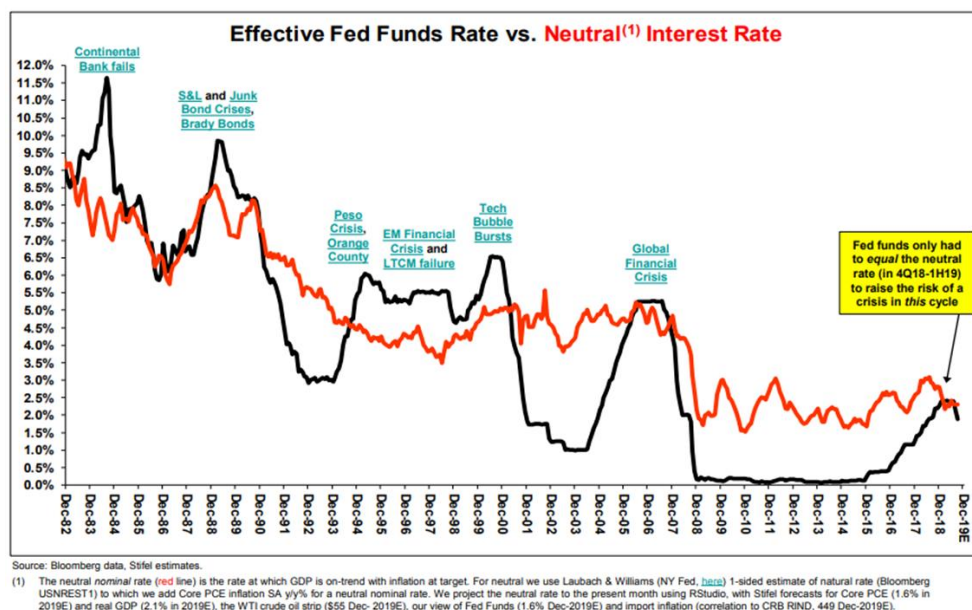
過去兩年美股的評價明顯受公債殖利率的牽引(下圖二)，而在美國聯準會於 2020 年底將保持利率不變的前提假設下，代表美股的評價面不至於出現太大修正。在對於全球經濟有衰退疑慮的情況下，2019 美國聯準會進行預防性降息，顯見在通膨不構成威脅的情況下，聯準會傾向維持市場樂觀情緒(圖三)，這大幅降低市場出現崩潰(collapse)而非修正(correction)的機會(Fed Put)

圖二

## The round trip in Treasury yields explains the round trip in stock market valuation



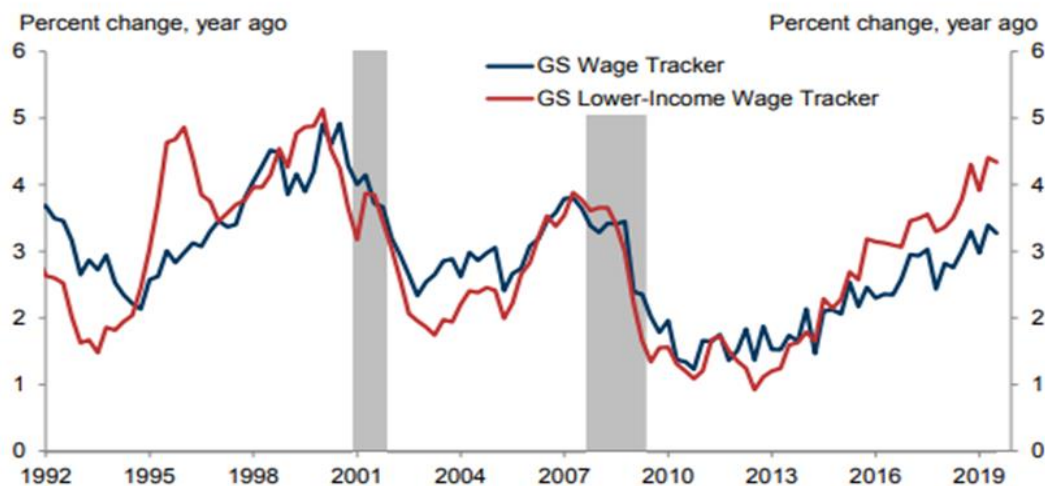
圖三



## 原因二-美國就業市場穩定，薪資仍持續穩定成長

美國失業率處於歷史新低，同時薪資成長的速度也由 2013 年的 1~2%，增加到 3~4%，尤其是低收入族群薪資改善的速度更為明顯，美國的消費佔 GDP 組成近七成，相較於幫中產階級加薪，收入比較低的藍領階級其加薪轉化為經濟成長的動能會更強。

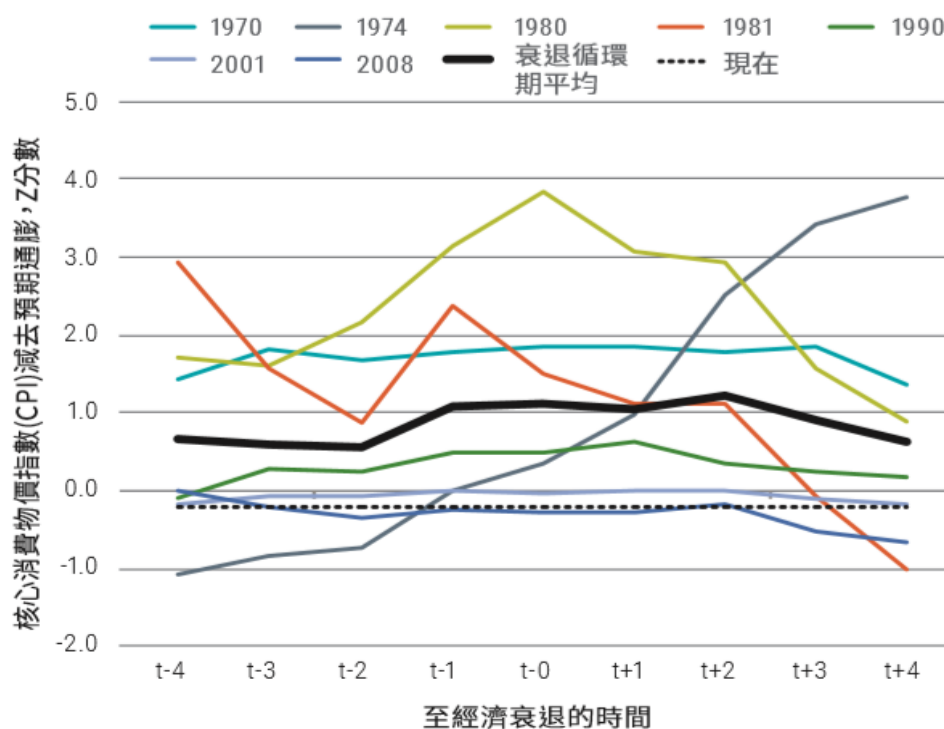
圖四

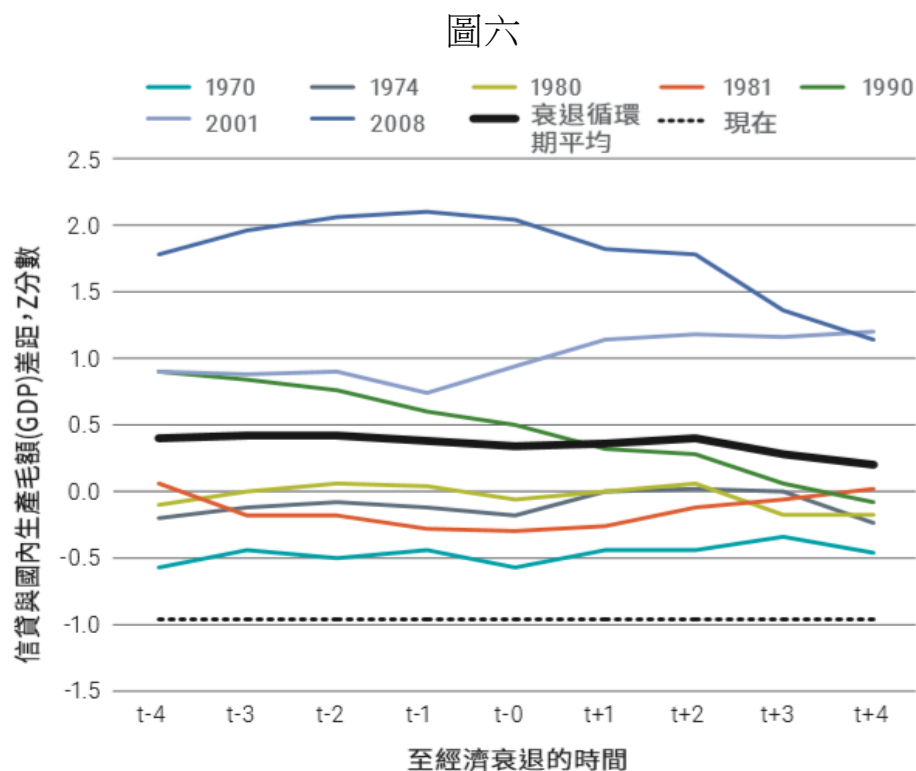


### 原因三-過往引起美國經濟衰退的結構性因素目前並不存在

過去的經濟衰退大概可以分成由經濟過熱造成的衰退(圖五)，以及由金融市場失衡所造成的衰退(圖六)，然而，目前的通貨膨脹仍然低迷，而私營部門的借貸總額也沒有異常的高，因此，目前並沒有看到立即會造成經濟衰退的重大理由，唯一需注意的結構性因素是發行餘額持續創高的 BBB 投資等級債券市場是否出現過度槓桿的現象。

圖五





## 結論

人們對於 late cycle 的疑慮其來有自，雖然這次美國的經濟擴張期間與長度已經接近歷史新高，但是考量美國仍將維持相對寬鬆的利率環境、就業市場穩定，且薪資仍持續穩定成長，過往引起美國經濟衰退的結構性因素-經濟過熱、金融市場失衡目前並不存在，因此展望 2020 年，我們對於市場展望維持中性偏樂觀的看法，即使市場拉回修正，跌幅也不致過大(圖七)。

圖七

| 非經濟衰退下跌* |       |         | 經濟衰退下跌* |          |         |
|----------|-------|---------|---------|----------|---------|
| 股市高點(年)  | 跌幅(%) | 歷時 回升月數 | 股市高點(年) | 跌幅(%)    | 歷時 回升月數 |
| 1987     | -33%  | 2   19  | 2007    | -55%     | 17   37 |
| 1961     | -27%  | 7   10  | 2000    | -48%     | 26   49 |
| 1966     | -20%  | 8   6   | 1973    | -45%     | 21   22 |
| 1998     | -19%  | 8   3   | 1968    | -33%     | 18   10 |
| 2011     | -19%  | 5   4   | 1980    | -20%     | 21   2  |
| 2010     | -16%  | 2   4   | 1957    | -20%     | 3   3   |
| 1976     | -14%  | 14   3  | 1990    | -19%     | 3   4   |
| 2002     | -14%  | 4   2   | 1980    | -17%     | 1   3   |
| 1975     | -14%  | 2   4   | 1974    | -13%     | 1   2   |
| 1956     | -13%  | 6   5   | 1953    | -13%     | 8   4   |
| 2015     | -13%  | 7   2   | 1960    | -12%     | 9   3   |
| 1987     | -13%  | 1   1   |         |          |         |
| 1978     | -13%  | 2   7   |         |          |         |
| 1971     | -12%  | 7   1   |         |          |         |
| 1999     | -12%  | 3   1   |         |          |         |
| 平均:      | -17%  | 5   5   | 總計: 11  | 平均: -27% | 12   13 |

資料來源: PIMCO, NBER US Business Cycles to 1951, 截至2018年12月31日。