

通膨? 緊縮? 是誰在謀殺全球經濟成長?

什麼是通膨? 為什麼會有通膨? 現在有通膨嗎? 通膨是因還是果? 通膨是好還是壞? 究竟是景氣循環的變動造成通膨, 或者是通膨造成景氣循環的變動? 未來一年通膨會減輕? 持平? 還是惡化? 重點是: 通膨將如何影響你的投資策略?

整體而言, 股優於債, 新興市場優於成熟市場, 大型成長股為首選。金屬、能源及相關原物料價格, 將受惠新興市場需求成長、供給受限而持續上揚。產業與個別市場波動將加劇, 建議提高核心資產部位, 並逢低佈局衛星資產。

通膨是好還是壞?

某些特殊情況下也會造成通膨, 例如, 供給瓶頸: 需求成長過快, 但供給嚴重不足時。超級景氣循環帶動的強勁需求, 勢必伴隨較高且較久的通貨膨脹。一般來說, 溫和的通膨是好的, 也是正面的, 因為當經濟持續成長時, 不論是政府稅收、企業盈餘, 或是個人所得都會增加, 最後造成整體貨幣供給量的增加, 因此通膨是經濟持續成長下的自然結果。

但通膨也有惡性的、負面的, 這通常是因為經濟過熱所造成的副作用。當經濟過熱時, 政府過度舉債、企業過度投資、個人過度消費, 貨幣大量供給的結果就造成物價上漲。

通膨? 緊縮? 是誰在謀殺全球經濟成長?

受到原物料價格推升, 全球通膨持續上揚, 央行將透過提高利率、放寬貨幣升值、以及從貨幣市場上公開操作, 來收回過剩的資金, 等正常的緊縮方式來控制通膨。但目前全球經濟卻又正處於惡化的異常緊縮, 這包括了:

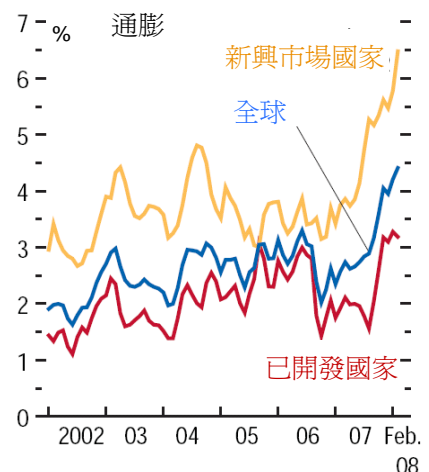
信用緊縮: 不願放款、放款收不回來、沒錢放款

流動緊縮: 資錢被卡住, 金融資產變現困難, 或者折價嚴重

消費緊縮: 失業、可支配所得下滑、房價下跌造成很大一部分的家計資產消失

政策寬鬆: 緊急降息、減稅、貨幣市場公開操作釋放充沛資金

全球經濟面臨通膨上揚的壓力



貝萊德短評

2008年7月14日

BLACKROCK
貝萊德

因此，當新興市場面對通膨增溫，卻又同時遭遇美國次貸風暴，正常和異常的雙重緊縮相互作用的結果，就造成經濟成長減緩、企業獲利下滑，失業率上揚，消費信心和支出雙雙下滑，使得近一年來全球金融市場大幅修正。

通膨與緊縮的殺手 – FED 真的無敵嗎？

FED 的兩難：當外部通膨增溫遇上內部異常緊縮。全球最大經濟體美國，目前正面臨內部的異常緊縮，從房市泡沫破裂、房價下跌、進而引發金融市場出現異常緊縮，最後造成全球金融市場的衝擊。但美國同時又面臨美元貶值、原物料價格上揚、全球通膨增溫等外部挑戰。因此聯準會採取連續降息、財政退稅提高流動性供給，並強力介入市場運作以挽救瀕臨破產的公司，希冀能避開信心危機與系統性風險。

目前面臨異常緊縮的美國，未來將需持續一層一層的大幅降低槓桿，才能逐漸恢復金融秩序，這包括了：

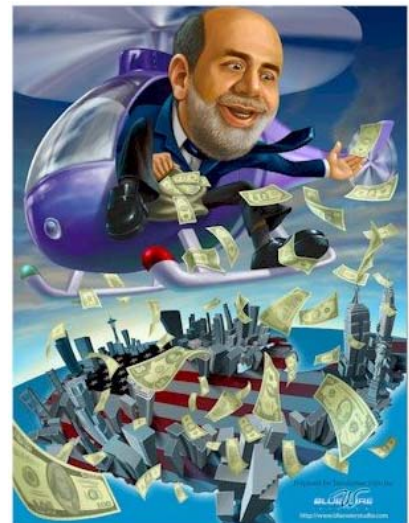
調整政治經濟策略：降低國防軍備支出、財政退稅、調整出口與能源政策

降低整體金融槓桿：降低貨幣乘數、提高授信標準、提高風險資本準備

降低民間消費槓桿：提高信用貼水、提高擔保品的質與量、鼓勵儲蓄並抑制資產投機泡沫

事實上，全球化的力量更加深世界是平的，因此，由新興市場強勁需求所引發的通膨上揚，將因為持續全球化、自由化與科技化的強力通縮力量而降低。而美國與部分歐洲國家所面臨的信用緊縮危機和資產泡沫難題，則將因受惠於來自新興市場龐大強勁的內需成長力道而化解。

柏南克: FED可以印鈔票對付通縮



Source: Macro and other market musings

於2008年4月28日，美林國際投資基金已更名爲貝萊德全球基金。在上述日期前，此基金名爲美林環球資產配置基金。貝萊德環球資產配置基金乃貝萊德全球基金-環球資產配置基金之簡稱。臺北市106敦化南路二段95號28樓。電話(02)2326-1600。(95)金管投顧新字第(088)號。*理柏，2008年3月。貝萊德證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。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。本文所提及之個股僅供說明之用，不代表任何金融商品之推介或建議。本境外基金經行政院金融監督管理委員會核准或申報生效在國內募集及銷售，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(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。(BLK0807-108)

貝萊德短評

2008年7月14日

BLACKROCK
貝萊德

能源與食物價格將持續造成通膨嗎？

自1915年以來，農產品價格在非戰爭期間的長期走勢均維持穩定下滑。目前美國的核心通膨仍未受到能源與食物價格大幅上揚的影響，但要解決能源與食物供給的瓶頸，則必須透過鼓勵農作物生產出口，以及調整能源政策營造新舊能源雙贏趨勢。未來在生物科技進步、耕種技術提升，以及再生週期縮短等因素下，食物價格將可望回到長期穩定下降的走勢。

持續上揚的油價終將抑制市場對原油的需求。美國過去的寬鬆貨幣政策造成通貨膨脹，同時也帶動油價上揚。而新興市場對原油的強勁需求、原油產能供給不足、美元貶值，以及國際地緣政治風險增加，都是持續推升原油價格長期向上的因素。但現在中國、印度、印尼等新興市場國家已開始取消能源補貼政策；歐洲和美國也立法加速新能源技術的提升；目前市場正面臨雙重緊縮的壓力，加上原油持續上漲所引發的價格機制，預期將可對過度飆升的油價產生抑制作用。

即便央行升息對抗通膨，但偏高的通膨水準預期仍將會是未來十年的常態。由於目前的全球利率政策仍呈現較寬鬆狀態，造成實質利率偏低，例如新興亞洲的平均實質利率已經為負。因此在物價未回穩以前，全球央行將被迫持續升息對抗通膨。但由於新興國家目前正處於工業化過程，對原油需求將持續成長；而都市化的龐大基礎建設將帶動原物料需求，進一步推升基本金屬價格。由於原物料等天然資源有限，因此短期內價格恐難以大幅下滑。

面對較高而持久的通膨：買進受惠通膨的資產

買進通膨來源：能源、礦產等有限資源

買進抗通膨：黃金、貴金屬

買進通縮力量：替代能源、新能源科技、農業科技

買進通膨殺手：全球央行 (抗通膨債券、強勢新興貨幣)

在非戰爭時期，農產品價格長期走勢持穩



Source: CRB, BLS, Bloomberg, Morgan Stanley, as of 5/21/2008.

於2008年4月28日，美林國際投資基金已更名為貝萊德全球基金。在上述日期前，此基金名為美林環球資產配置基金。貝萊德環球資產配置基金乃貝萊德全球基金-環球資產配置基金之簡稱。臺北市106敦化南路二段95號28樓。電話(02)2326-1600。(95)金管投顧新字第(088)號。*理柏，2008年3月。貝萊德證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。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。本文所提及之個股僅供說明之用，不代表任何金融商品之推介或建議。本境外基金經行政院金融監督管理委員會核准或申報生效在國內募集及銷售，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(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。(BLK0807-108)

貝萊德短評

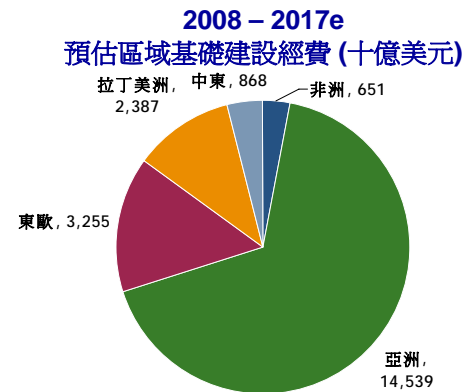
2008年7月14日

BLACKROCK 貝萊德

基礎建設投資和內需消費成長 新興市場體質轉佳

蓬勃的基礎建設投資將支撐原物料價格維持高檔。預估未來10年內，全球新興市場將有21.7兆美元基礎建設計畫，這些投資將奠定長期的經濟成長力。由中國和印度帶動的原物料需求持續強勁，造成目前的庫存水準持續偏低，而現在的美國與資源需求的相關性已逐漸變低，雖然原物料的價格波動劇烈，但預期可能將持續維持在高檔水準。

隨著新興市場的中產階級崛起，消費動能持續提升，有利金融、汽車、房屋和電信的成長，這將帶動內需成長潛力。而新興市場掌握龐大的天然資源，在原物料當道的環境下，成為有利的優勢。截至2007年底，全球新興市場的主權基金規模高達2.1兆美元(Morgan Stanley)，顯示新興市場不但持續吸引資金流入，更具有對外投資的能力，新興亞洲、拉丁美洲，以及歐非中東等新興市場也持續輪漲，投資人與其繞著地球追逐明星市場，不如一舉掌握全世界。



Source: Morgan Stanley, World Bank, 1/10/2008

能源和原物料當道

都市化和工業化使得新興市場大興土木，造成原物料的供需失調，引發目前的搶糧、搶油、搶礦。隨著這些基本物資價格上升，進而造成通貨膨脹的產生。企業為維持獲利，加速委外生產進一步推升全球化，而這又帶動新興市場的都市化和工業化，成為一個不間斷地循環。

能源不但是經濟成長的活水，更是關鍵資源中的關鍵。由於新興市場工業化與都市化過程中不但將消耗大量電力，都市化與工業化建設更需要使用大量的運輸車輛和燃料。預估中國在未來十年間，汽車總量將由目前約三千萬台增加至三億台，對原油的消耗需求也將倍數成長。目前整體新興市場對原油的使用已超越已開發國家的總和，預估新興市場對電力的需求也將在2030年時超越OECD國家。



Picture Source: bizzyblog.com

於2008年4月28日，美林國際投資基金已更名為貝萊德全球基金。在上述日期前，此基金名為美林環球資產配置基金。貝萊德環球資產配置基金乃貝萊德全球基金-環球資產配置基金之簡稱。臺北市106敦化南路二段95號28樓。電話(02)2326-1600。(95)金管投顧新字第(088)號。*理柏，2008年3月。貝萊德證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。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。本文所提及之個股僅供說明之用，不代表任何金融商品之推介或建議。本境外基金經行政院金融監督管理委員會核准或申報生效在國內募集及銷售，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(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。(BLK0807-108)

貝萊德短評

2008年7月14日

BLACKROCK
貝萊德

煤炭、原油、天然氣等主要能源價格持續上揚，已帶領全球進入高能源價格時代。雖然能源類股2008年第一、二季的獲利均為各產業之冠，且預估2008年仍將快速成長，但整體能源類股的本益比卻仍偏低，相對於油價仍然處於前所未有的折價狀態。

預期來自新興市場龐大的國營石油企業資本支出計劃，將進一步推升石油服務及探勘開採業的獲利，隨著分析師陸續調高油價預測，預期偏重探勘與生產的能源類股將較具投資潛力，整體能源類股的股價未來將可望逐漸反應高油價的漲幅。

結論與投資主軸：建立一個兼具價值與成長的投資組合

新興市場工業化與都市化將持續，並伴隨較高且較久的通膨。原物料的長多格局不變，而通膨在市場啟動緊縮機制後將可受到控制。新興市場各自表態，不同的新興市場走勢將回歸基本面。整體而言，股優於債，新興市場優於成熟市場，大型成長股為首選。金屬、能源及相關原物料價格，將受惠新興市場需求成長、供給受限而持續上揚。產業與個別市場波動將加劇，建議提高核心資產部位，並逢低佈局衛星資產。

對抗通膨的投資策略—以「廣大靈活」策略，1080° 配置股匯債，佈局全世界，也就是以環球資產配置+新興市場+天然資源，掌握不同新興市場國家股市，和產業類股輪漲獲利的契機、並同時運用更多元的抗通膨工具，以建立一個兼具價值與成長的投資組合。



於2008年4月28日，美林國際投資基金已更名為貝萊德全球基金。在上述日期前，此基金名為美林環球資產配置基金。貝萊德環球資產配置基金乃貝萊德全球基金-環球資產配置基金之簡稱。臺北市106敦化南路二段95號28樓。電話(02)2326-1600。(95)金管投顧新字第(088)號。*理柏，2008年3月。貝萊德證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。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。本文所提及之個股僅供說明之用，不代表任何金融商品之推介或建議。本境外基金經行政院金融監督管理委員會核准或申報生效在國內募集及銷售，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(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。(BLK0807-108)