

2022 年 2 月

全球資產配置透視

富達解決方案與多重資產

Professional investors only



焦點主題

總經前景

重要總經主題及其對於資產配置的影響

區域跨資產觀點

針對全球各區域（包括美國、歐洲與亞洲）的跨資產觀點，其為團隊討論後所提出之見解

核心配置觀點

團隊的核心投資觀點概述，包括各區域股票、固定收益次資產類別，以及貨幣的配置明細

簡介

以美國聯準會為首的央行著手打擊通膨，波動性浮上檯面，可能出現轉折點，因此我們已降低核心佈局風險。此外，短期成長動能因 Omicron 變種病毒與中國經濟放緩而趨弱，再加上通膨壓力未歇，出現停滯性通膨環境的機率升高。

然而，儘管有以上隱憂，環境仍可能出現曙光，Omicron 變種病毒雖具破壞性，但症狀較為溫和，表示不需如過往嚴格的封城措施。另外，供應瓶頸高峰可能已過，企業獲利穩健，消費者手上依然有超額儲蓄可動用，中國也終於開始認真放寬政策。

評價居高不下，流動性收回可能引發波動性，並進而提供較佳的進場點，所以我們目前維持**對股票採取中立**。就區域而言，金融局勢開始收緊後，我們從**加碼美國股市轉為減碼**；中國放寬政策則使我們**持續看好新興市場**；歐洲將受惠於 Omicron 疫情後的經濟重啟，因此我們從**減碼歐洲轉為採取中立**。

信用債方面，我們將**相對投資級債券的加碼高收益債部位獲利了結**，並等待更佳進場機會。利率部分，殖利率出現大幅賣壓後，我們轉而**減碼美國抗通膨債券**，因為聯準會加速削減購債，且可能祭出量化緊縮，實質殖利率將承受上行壓力。此外，我們認為歐洲央行的行動相對較為鴿派，因此亦建立了**德國公債加碼部位**。

最後，在貨幣方面，最後，在貨幣方面，我們已了結對**美元的加碼**，因為部位過大可能導致之後出現拋售壓力。另外，由於封城限制措施解除，我們也**不再對歐元採取減碼態度**。

	觀點	變動
股票	●●●●●	-
債券	●●●●●	-
存續期	●●●●●	-
現金	●●●●●	-

總經前景

重大政策調整

今年初即以震盪揭開序幕，貨幣政策歷經深度的重新調整，其中又以美國聯準會為先鋒。在去年大部分的時間中，各國央行均堅持通膨為「暫時性」現象，未能預見下半年通膨急遽上升，所以 2021 年末的政策轉向相當突然且劇烈，因為當時通膨持續已是現實，再加上生活費用上揚帶來政治影響，迫使政策制定者採取行動。

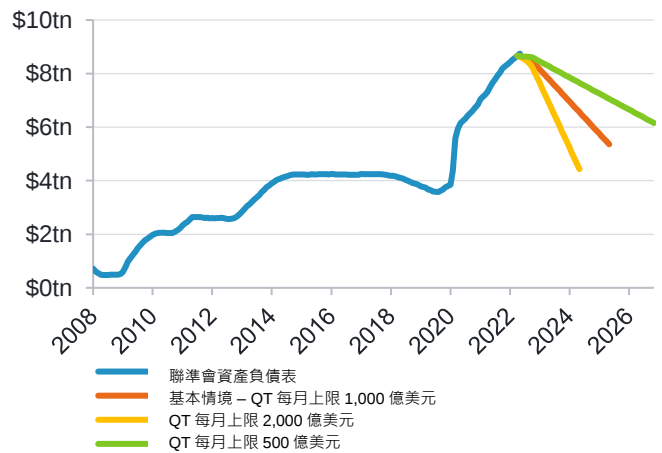
如各界預期，聯準會未在 1 月份的會議中採取任何政策行動，但其聲明卻提供了關於首次升息時機以及資產負債表調整的新指引，表示升息「很快將是合適之舉」。我們預期量化寬鬆(QE)資產購買行動將於 3 月初終結，量化緊縮(QT)持債削減行動則將於第二季開始，假設聯準會的目標是將資產負債表縮減至疫情前的水準，亦即 GDP 的 20%，QT 預計將於 2025 年完成。聯準會記者會顯示其 QT 行動上限是 900-1,000 億美元，可能是透過到期不再投資，以及偏向停止投資不動產抵押貸款債權擔保證券(MBS)。

聯準會立場已大幅轉向，以重新建立自己對抗通膨的可信度，而目前是四十年來首次必須處理通膨。本次緊縮週期的幅度與步調將取決於幾個因素，包括通膨動態，以及經濟與市場可消化的實質利率最終水準。雖然我們認為 2022 年可能會升息 3-4 次，以及出現某種程度的縮表（魔鬼藏在細節中），但針對市場定價所反映的 2023-24 年緊縮步調，我們則是抱持較為懷疑的態度。事實上，我們相信維持負實質利率是目前所有主要央行未明示的政策目標，聯準會設定政策時，亦將以實質利率做為指引。我們預期任何重大的利率動向，特別是實質利率若升破零，就會引發更鴿派的立場。

風險尚未解除

成長方面，今年一開始就籠罩在 Omicron 變種病毒的陰霾下，因此需求放緩、勞工短缺，造成全球供應鏈進一步受到影響。然而，我們認為全球再度陷入衰退的風險微乎其微，因為已開發市場有超額儲蓄，中國政府也斷然實施寬鬆政策，不過全球最終需求能否維持穩健將是關鍵，此需求支撐創紀錄的企業獲利，以及就業強力復甦。

圖 1：聯準會量化緊縮(QT)情境



註：預測假設目標為疫情前的資產負債表規模。資料來源：富達國際，2022 年 1 月。

展望全年，共識成長預期仍有重大的下行風險，歐洲方面，能源短缺（可能因俄羅斯與烏克蘭的衝突而更加惡化）或將成為嚴重阻力，儘管歐洲央行採取鴿派立場，且下世代歐盟計畫(Next Generation EU)復甦基金提供財政刺激。英國部分，較為鷹派的英格蘭銀行必須在政局可能不穩時對抗生活費用的上升。中國人行應會維持寬鬆，以抵銷監理打擊的力道，但 Omicron 變種病毒傳染力強，政府卻仍堅持零確診政策，所以風險依舊存在。而美國在消費者持續支出的同時，無論是否通過重建美好(Build Back Better)社會基礎建設計劃，陡降的財政懸崖均將無可避免。

西方不平靜

今年將不乏政治事件發展，俄羅斯與烏克蘭之間的緊張局勢已將油價推向近期新高，亦可能引發北約出手干預。此外，法國總統大選將受各界關注，但與東歐局勢相較，其結果並不會導致重大的破壞。

美國方面，民主黨內的分歧持續阻礙重建美好計劃的通過，由於 11 月期中選舉很可能使共和黨成為眾議院多數，白宮似乎將把焦點轉向監理機構，這也許會對科技巨擘、醫療保健與能源產業造成衝擊。美中關係將持續在競爭、對立與合作之間輪迴，並可能影響國內與全球的總經情勢與市場。

我們目前處於一個異常複雜的環境，無論是政策制定者或投資人，均面臨困難的抉擇。另一考量因素是通膨與利率的新時代將對金融穩定造成何種影響，我們迎接不尋常的一年時，對於手中握有的資源必定要檢查再檢查。

圖 2：俄羅斯-烏克蘭緊張局勢推升油價



資料來源：Refinitiv、富達國際，2022 年 1 月。

總經研究驅動資產配置

富達全球總經與 SAA 團隊提供重要總經見解，並與投資團隊並肩合作，以了解與因應市場中的總經驅動因子，進而為富達解決方案與多重資產的戰術性資產配置流程做出貢獻。

富達領先指標 (FLI)

FLI 為本公司專有之量化工具，旨在預期接下來幾個月的全球成長動向與動能，對於投資人而言，很重要的是 FLI 也能辨識全球成長的關鍵驅動因子。實務而言，FLI 的設計是領先全球工業生產與其他全球景氣變因達約三個月。在戰術性資產配置流程中，富達解決方案與多重資產將 FLI 做為共同且可重複的參考點。

富達指標

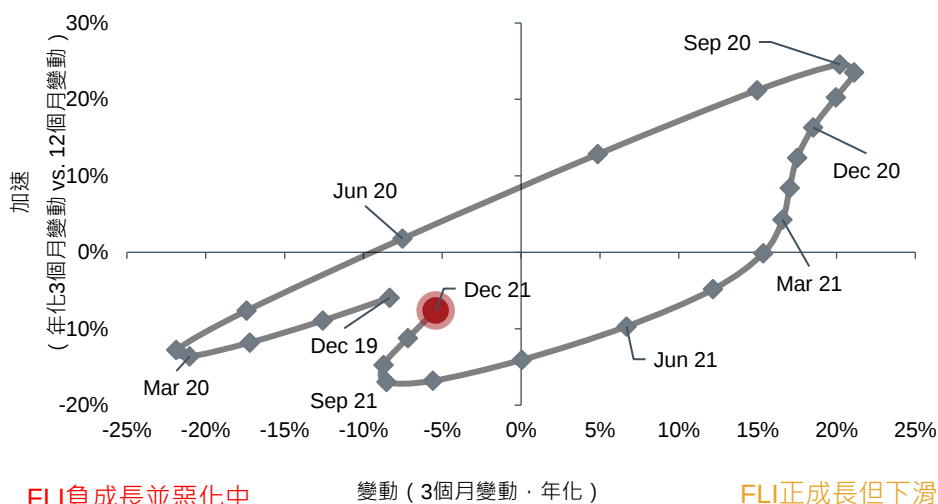
FLI 景氣追蹤機制維持在「左下」象限（代表負成長並惡化中），但動能表現優於上個月。隨著越來越多國家重啟經濟與恢復活動，全球防疫相關限制鬆綁應有助復甦。

FLI 量化權重從負面轉為中立，代表現在的態度不再是趨避風險。

FLI 景氣追蹤機制

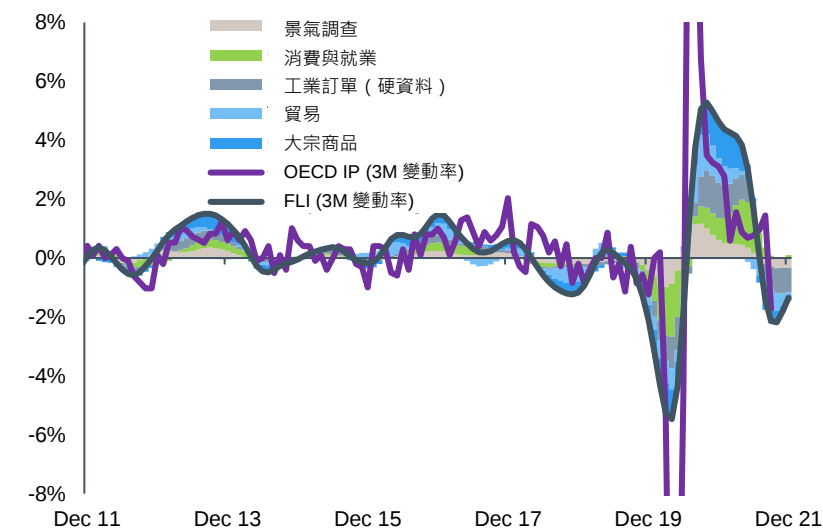
FLI 負成長但改善中

FLI 正成長並持續改善



資料來源：富達國際，2022 年 1 月。

FLI：3 個月百分比變動與 OECD IP 之比較



資料來源：富達國際，2022 年 1 月。

五個產業中有三個處於左下象限（負成長並惡化中），消費與勞動部門移動至右下角（正成長但下滑），雖然新冠肺炎確診人數似乎高峰已過，且防疫限制開始鬆綁，消費者信心卻仍因高通膨、燃料費用上升、即將升息等因素而惡化。勞動市場持續維持強勁，但因為 Omicron 變種病毒肆虐美國，失業給付申請於 1 月中飆升，勞動市場近期可能走弱。

全球貿易已移至左上象限，這主要歸功於農曆新年前中國需求上升，因此韓國出口增加。供應鏈瓶頸似乎開始緩解，半導體存貨在重建中，貨運費用亦開始回穩。

區域跨資產觀點

美國

新冠肺炎確診人數屢創紀錄，住院人數也持續飆升，但民眾消費在歷經強勁的假期季之後仍穩健。景氣連動產業上修第四季獲利最多，科技公司則是下調獲利，我們預期定價能力將是本財報季的重要指標，因為通膨在某些領域已開始侵蝕利潤。材料、工業與景氣連動產業的利潤率應具有韌性，不過必需性消費品與金融業利潤率則可能受壓。

由於美中緊張局勢，供應鏈壓力仍相當高，但目前有瓶頸開始紓解的初步跡象。政局方面，共和黨預計將在 11 月的期中選舉奪下眾議院，參議院的選舉結果則可能有較為細膩的平衡。目前我們估計重建美好計畫通過的機率僅有 50%，拜登政府可能嘗試將焦點轉向通過規模較小的法案。

亞洲

2022 年獲利近期整體遭到下修，不過日本與台灣上修的數量最多，中國與馬來西亞則是下調的最多。產業部分，景氣連動產業以及受惠於經濟重啟的產業，例如運輸、能源、金屬、礦業等，引領獲利上調；反之，消費服務、網路/媒體、公用事業則是獲利下修的公司最多。我們的分析師仍看好日本，但預期日本以外亞洲的企業獲利將低於共識數據。

中國堅守新冠肺炎零確診政策，最近有三個城市進入封城狀態。交通運輸量雖已恢復，不過嚴格的封城措施導致民眾不願進行非必需性的服務消費，觀光與餐飲支出依舊低迷。儘管中國疫苗接種率相當高，其主要使用的疫苗對抗 Omicron 變種病毒的效力較低，我們認為限制措施近期可能不會大幅鬆綁，因此經濟活動將受到拖累。

我們對於新興市場前景抱持樂觀態度，主要是因為看好新興亞洲與中國。新興亞洲具有良好的新冠肺炎免疫力，而中國也開始祭出較寬鬆的政策，應有助提升市場情緒。就

算中國經濟的確放緩，新興亞洲應可受惠於世界其他地區的成長改善。然而，基於中國獨特的週期循環，中國可提供部分多元分散的效益。

歐洲

去年歐洲企業獲利上調的數量是十年以來最高，但此情況不會在 2022 年重演。我們的分析師較看好非必需性消費品、資訊科技以及公用事業，對能源與材料產業的看法則最為負面。

儘管英國新冠肺炎確診人數居高不下，但死亡率卻下降中，且施打第三劑疫苗的人數相當多，目前英國準備解除剩餘的限制措施。英國通膨預期相當穩定，然而，英格蘭銀行升息後可能面臨成長趨弱與高通膨同時並存的景況。

在歐洲其他地區，新冠肺炎確診數雖有增加，但旅行需求尚未受到影響，我們認為歐洲不太可能實施新的重大限制措施，不過確診數上升可能導致員工短缺與供應限制，進而造成部分影響。能源是通膨意外上行的主要驅動力，另外工資上漲亦是促成因素，歐洲央行預期通膨將在年底達到高峰，但仍低於其目標。升息預計要到 2024 年才會付諸執行，美國與英國的鷹派言論也未在歐洲出現。最後，俄羅斯軍隊在烏克蘭邊境的集結增加左尾風險。

建立區域跨資產觀點

針對各區域特定動態進行深度分析，
並結合富達全球研究平台的由下而上資料

核心配置觀點

資產類別	觀點	變動	理由
股票			
美國	●●●●●	▼	趨於鷹派的聯準會帶動實質殖利率升高，為成長類股的高本益比倍數帶來壓力，並可能進一步造成修正。財政方案尚未通過，所以美國 2022 年的財政支撐有限。然而，第四季企業獲利目前為止相當具有韌性。
英國	●●●●●	▲	主要指數應可受惠於全球活動的反彈，但我們仍對國內市場抱持謹慎態度，因為我們認為接下來幾個月情勢可能惡化。英格蘭銀行升息，消費者面臨生活費用攀升的情況。
英國以外歐洲	●●●●●	▲	歐洲新冠肺炎疫情開始緩解，我們預期相關限制措施將逐步解除，而接下來幾個月歐洲應可受惠於經濟重啟，其中消費類股將受益。俄羅斯-烏克蘭緊張局勢與法國大選可能帶來部分政治風險。
日本	●●●●●	-	評價依舊便宜，企業獲利成長提升，部分獲利亦上修。貨幣政策將維持相當寬鬆，另也有財政支撐。經濟驚奇指數轉為正面，近期供應鏈問題可能緩解，應有助股市表現。
日本以外亞太地區	●●●●●	-	我們維持減碼，本地區仍是投資組合其他部分加碼的主要資金來源。企業獲利狀況持續走弱。
新興市場	●●●●●	-	中國的政策似乎走向寬鬆，我們正在觀察政策走向，並看到經濟意外情況有所改善。美元走弱亦有助本地區。由於中國採取零確診政策，Omicron 變種病毒仍是實質風險，我們將密切注意相關發展。
信用債			
投資級(IG)債券	●●●●●	▲	近期的殖利率動向已大致反映聯準會較為鷹派的基調，因此我們目前停止減碼操作。
全球高收益債	●●●●●	▼	聯準會轉鷹之後，整體風險情緒較不明朗，所以我們偏向於結獲利，並等待重新承擔風險的更佳進場點。
新興市場債 (EMD，強勢貨幣計價)	●●●●●	-	美元流動性收緊將對此資產類別造成負面影響。相較於投資級或高收益債券，EMD 有較大的緩衝空間，可承受殖利率走升。中國政策放寬應有幫助，但部分新興市場國家可能經歷新一波的 Omicron 疫情干擾。
存續期			
美國公債	●●●●●	▲	由於聯準會的鷹派立場，10 年期美國公債名目殖利率已大幅走升。若要減碼美國，我們認為較好的作法是透過實質利率（透過 TIPS），而非透過名目利率（透過公債）。
歐元核心 (德國公債)	●●●●●	▲	歐洲央行預期通膨於 2023 年與 2024 年將維持在 2% 以下。德國公債殖利率目前接近零，歐洲央行的立場最為鴿派，當前市場定價反映的升息次數可能過多，因此團隊轉為加碼德國公債。
英國公債	●●●●●	-	勞動市場似乎狀況維持得相當良好，英格蘭銀行已升息以因應通膨，然而，由於即將到來的能源價格上漲與加稅將對消費者造成衝擊，英格蘭銀行可能有犯下政策錯誤的風險，我們目前對於英國公債維持中立。
日本公債	●●●●●	▼	殖利率急遽上升後，我們在其他地區結束減碼存續期，並轉而對日本公債採取中立。額外的財政支出可能導致殖利率上升，不過此仍為防禦性市場。
抗通膨債券 (美國 TIPS)	●●●●●	▼	聯準會在壓低利率，希望使實質利率維持在零以下，由名目利率來承受趨於陡峭的殖利率曲線，但在實現此一目標的同時，其實實質利率仍有上揚空間。
貨幣			
美元	●●●●●	▼	目前的言論轉為不利美元，2022 年的定價已大致反映了聯準會升息，更為鷹派的立場可能導致美股表現落後，進而拖累美元。高佈局亦是阻力，但由於美國基本面仍強勁，我們尋求之後重新參與的機會。
歐元	●●●●●	▲	市場認為歐洲央行今年稍晚時將升息，所以我們持續觀望。歐洲即將走出 Omicron 疫情，應有助歐元走升。
日圓	●●●●●	-	日本政策與美國的分歧程度可能最大，但我們認為由於此一普遍共識，市場有些部位已先行結清，已無基於利率差異所產生的交易。靜待更佳進場點。
英鎊	●●●●●	▲	政治不確定性似乎有利英鎊，也許最近的新冠肺炎疫情最嚴重時期已過。我們認為英格蘭銀行第一季應會採取鷹派立場。
新興市場貨幣	●●●●●	-	部分央行已大幅升息，但整體而言，聯準會轉為緊縮以及 QT（實質殖利率升高）是利空。中國或許可扭轉局面，但我們不認為第一季會出現重大的成長轉折點。

資料來源：富達國際，截至 2022 年 1 月。變動係表示與前一個月相較之方向差異。觀點通常反映 12-18 個月期間，為資產配置決策提供整體出發點，但並非反映當前的投資策略立場，投資策略係根據特定目標與參數執行。

富達解決方案與多重資產

富達解決方案與多重資產為全球團隊，運用各種資產類別管理投資組合，包括股票、固定收益、不動產、基礎建設與其他另類資產。團隊專門為客戶打造與管理成果導向策略，並結合各種資產類別，以實現長期的投資目標。

截至 2021 年 12 月 31 日，團隊為全球各區域的法人與零售客戶管理超過 510 億美元資產，我們的大型團隊包括投資管理、全球總經與策略資產配置、研究、客戶解決方案與執行等資源，並享有富達的大型作業基礎建設支援，為客戶提供投資服務。我們與富達各主要資產類別的由下而上投資團隊同事並肩合作，並掌握來自此大規模全球研究平台的研究成果。

關於富達解決方案與多重資產策略與服務的進一步資訊，請聯繫您當地的富達服務代表。

「富達投信獨立經營管理」各基金經金管會核准或同意生效，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，不負責各基金之盈虧，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。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「富達投信獨立經營管理」各基金經金管會核准或同意生效，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，不負責各基金之盈虧，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。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。以上所提及之個股或公司，僅是作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知，投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網 <http://www.fidelity.com.tw/>、公開資訊觀測站 <http://mops.twse.com.tw/> 或境外基金資訊觀測站 <http://www.fundclear.com.tw/>查詢，或請洽富達投信或銷售機構索取。富達證券投資信託股份有限公司，電話 0800-00-9911。台北市 110 忠孝東路五段 68 號 11 樓。

FIL Limited 為富達國際有限公司。富達投信為 FIL Limited 在台投資 100%之子公司。Fidelity 富達, Fidelity International,與 Fidelity International 加上其 F 標章為 FIL Limited 之商標。SITE-MKT-EXMP 2202-046

