

2022 年 3 月

全球資產配置透視

富達解決方案與多重資產

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

團隊針對全球各區域（包括美國、歐洲與亞洲）之跨資產觀點進行討論後提出見解。

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。

隨著地緣政治風險升高，我們維持防禦配置

俄烏危機急遽升級令人憂心，可能嚴重影響總體經濟與市場。自去年年底以來，我們就開始採取審慎的資產配置觀點，而且在歐洲戰事陰影籠罩下，應該會繼續抱持謹慎態度。就目前情況而言，全球經濟的主要衝擊將來自能源市場，除了帶來通膨上行壓力，也將導致成長趨緩。針對能源業的制裁措施可能讓波動更為劇烈。而另一重大尾部風險在於衝突可能波及波羅的海國家，引發北約出手回應。

長期展望（未來 12 個月）可能較為正面。我們仍處於景氣中期階段，通膨有可能放緩，讓央行得以採取較為鴿派的立場。然而，近期風險急遽上升，而且主要取決於俄烏局勢的發展。接下來幾個月，謹慎管理風險將是關鍵；在高度動態與複雜的情境演變之際，必須專注於下檔保護以及密切監測。我們總體而言持續減碼風險資產，主要透過減碼信用債來做布局。我們對股票和存續期持中立態度，但將密切觀察事態發展，若看到合適的時間和機會進行長期投資，也會考慮增加曝險。

以區域股市而言，有鑑於金融環境收緊，我們持續減碼美國，同時加碼新興市場和日本。在信用債方面，我們對投資級債券、高收益債和新興市場債保持中立，等待更好的進場時點。在利率方面，我們已從加碼歐洲轉為中立，以因應歐洲央行態度轉趨鷹派。我們轉向加碼日本公債，因為我們認為日本央行不會隨之起舞，且將續持鴿派立場。

最後，在貨幣方面，我們加碼美元、歐元和新興市場貨幣，同時減碼英鎊和日圓。

觀點

改變

股票	●●●●●	-
信用債	●●●●●	▼
存續期	●●●●●	▲
現金	●●●●●	-

總經前景

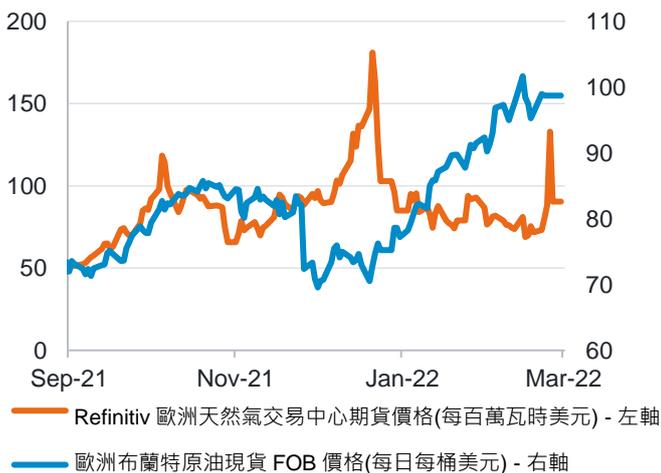
烏克蘭和俄羅斯：通膨上升，成長下滑

俄羅斯入侵烏克蘭引發歐洲開戰，震撼市場，也加劇既有的總經壓力。我們針對全球經濟的基本假設已加入停滯通膨的可能性，且歐洲開始出現若干重大衰退風險。接下來各國政府的施政難度將會更高。

由於俄羅斯是全球石油和天然氣生產大國，俄烏戰爭對全球總經環境的衝擊主要將反映在能源價格。歐洲因為仰賴俄羅斯供應天然氣（佔總供應量 40%），因此極易受到價格與供應狀況的影響。一旦制裁行動造成能源供應中斷，全球能源價格上漲將導致通膨進一步攀升。

從政策的角度來看，要管理這些供應面的衝擊將萬分困難。貨幣政策無助於解決供應中斷的問題，而供應斷鏈也可能刺激通膨預期。如此一來，當初因疫情應對措施而引發的通膨螺旋將更形惡化；已開發市場主要央行已不得不轉向鷹派。我們擔心接下來極可能重演 1970 年代的石油危機。

圖 1：能源價格上漲將助長歐洲通膨



資料來源：Refinitiv，富達國際，2022 年 2 月。

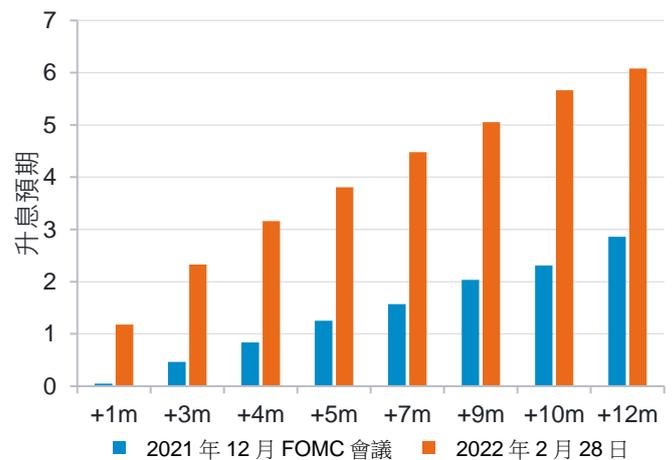
歐洲及其他地區成長嚴重減緩的風險也不容低估。2021 年中物價開始上漲，影響家庭開支；一旦能源與食品價格再度飆漲，勢必會讓情況雪上加霜。俄羅斯是全球最大的肥料出口國，且烏克蘭與俄羅斯合計占全球 25% 的糧食出口，可見影響非同小可。至於更嚴厲的制裁，例如將俄羅斯逐出 SWIFT (環球銀行金融電信協會)，也可能對歐元區的經濟成長造成重大負面衝擊。

總體而言，地緣政治發展提高了短期內出現停滯性通膨的可能性，而且一旦該地區的能源和農業供應中斷，成長和通膨前景可能會進一步惡化。我們將 Gazprom 公司北溪 2 號取消供氣給西歐國家列為一風險因素。

德拉吉時刻逆向操作

誠如我們在最新《全球市場洞察》〈千萬別抬頭〉一文所述，由於各國央行希望重建本身在通膨議題上的公信力，料將出現德拉吉時刻的逆向操作。2012 年歐洲邊陲國家深陷債務危機之際，當時歐洲央行總裁德拉吉聲明：歐洲央行準備「不惜一切代價」拯救歐元。市場參與者相信他的承諾，於是歐洲央行最後根本無需採取行動。現在，我們預計政策制定者將默許市場認定央行會益趨強硬且不惜一切代價抑制通膨，希望市場自然驅使金融情勢收緊。如此一來，各國央行最終所需升息次數將可低於目前市價反映的預期。

圖 2：聯準會升息預期在過去兩個月快速上升



資料來源：富達國際，彭博社，2022 年 2 月。

若政策預期管理得當，聯準會應可自 2022 年下半年起逐步讓 QE 退場，緊縮步調將較市場預期溫和。最後，我們認為聯準會今年只會升息三到四次，並搭配一定的量化緊縮 (QT)；這遠低於市場認定的六次升息。至於歐洲央行，我們認為首次升息將在今年 12 月或 2023 年初進行，而非市場預期的 7 月升息。此外，我們不認為歐洲央行的政策利率會在本週期內升至零以上，市場則預計在 2022 年底前升至零。

值得注意的是，俄烏戰事可能擴散導致歐元區經濟間接受創，因此歐洲央行面臨的挑戰相較聯準會更為複雜。政策若要趨向鷹派，就必須同時考量是否可能衝擊經濟成長。隨著風險情緒轉變，金融情勢是否收緊，以及持續收緊多久時間都將至關重要。

當前總經環境對風險性資產仍然充滿挑戰。但中國是一例外；中國政府在 2022 年將維持寬鬆政策，而且透過其國企系統能夠有效吸收高漲的能源價格。但全球經濟復甦的整體風險在短期內似乎日益升高，代表風險溢酬必須提高。

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。

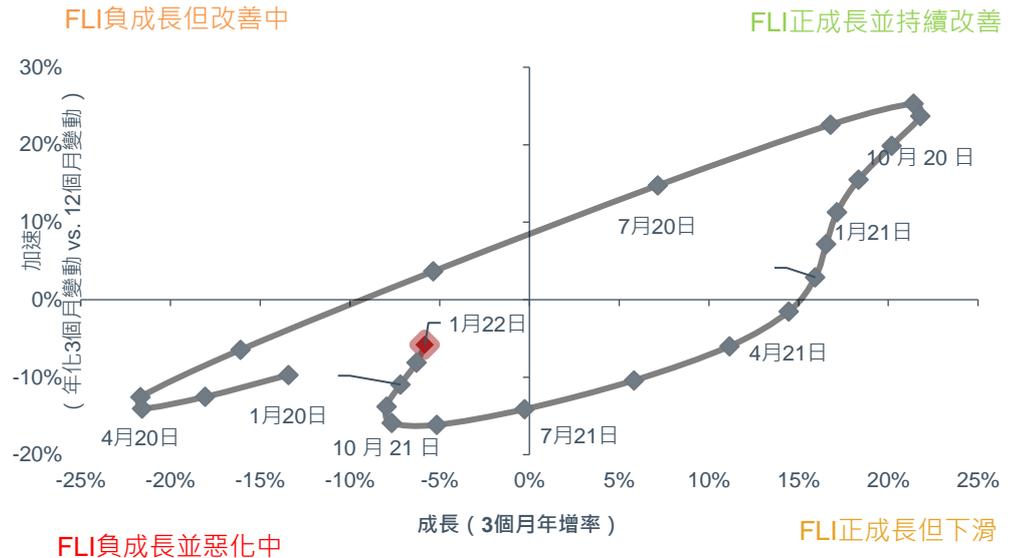
富達領先指標 (FLI)

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方向與動能，且對投資人而言，很重要。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

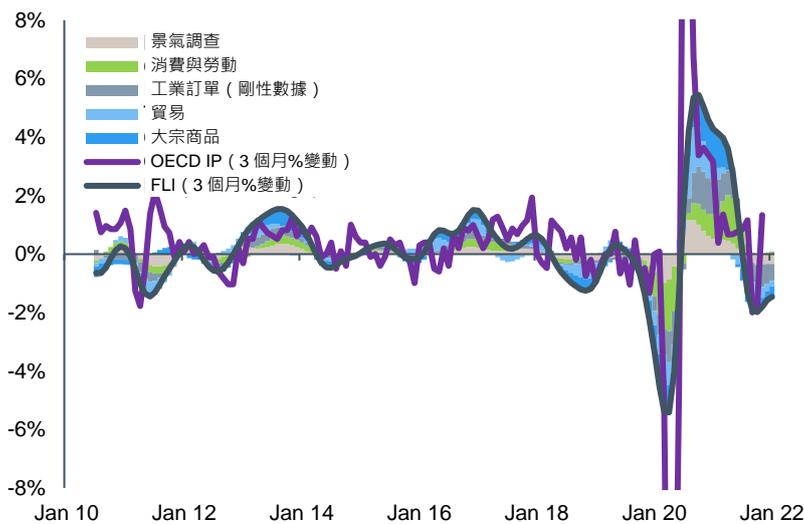
FLI 景氣追蹤機制仍顯示未來數個月景氣將大幅減弱，但是已明顯開始趨穩。目前仍處於左下象限（負成長並惡化中）。然而，動能已較上個月有所改善。全球各地放寬防疫限制，可望推動景氣於近期內加速復甦，進而提振供給和需求。上個月，FLI 量化指標已從中立轉向略為正面，代表市場對風險的悲觀程度下滑。

FLI 景氣追蹤機制



資料來源：富達國際，2022年2月。

FLI：與 OECD 相比，3 個月的百分比變化



資料來源：富達國際，2022年2月。

FLI 各部門情況與上個月相似。五個產業中有三個仍處於左下象限，相關指標均為負成長並惡化中。消費與勞動部門仍處於右下象限，全球貿易則位在左上象限，表現最為強勁。

消費與勞動部門逐漸趨穩，繼續正成長。或許是受到通膨壓力的影響，消費者信心全面下滑，但在美國初次請領失業金數據改善的帶動下，勞動市場指標表現強勁。

與此同時，全球貿易持續加速改善。這主要得力於韓國出口表現，之前韓國汽車晶片短缺，還有些組裝廠被迫短暫停工，業界苦不堪言，如今終於有所緩解。從 FLI 可以看到種種改善跡象，可望支持全球貿易持續發展。

區域跨資產觀點

美國

迄今為止，美國企業獲利結果符合預期。價值股獲利優於預期的幅度超越成長股。通貨膨脹開始對公司有所影響；目前市場預期利潤率有機會提高，所以萬一不如預期就可能導致市場情緒丕變。與此同時，供應鏈依然受壓。有些跡象顯示情況正在緩解，但我們預計 2022 年還無法完全正常化。半導體短缺仍然是一個問題，而新冠肺炎正導致某些產業飽受缺工及勞動成本上升之苦。

重建美好未來財政刺激方案基本上已名存實亡。即使透過協調程序，最後可以通過的金額也很小。我們預計接下來監管規範將比財政支出對市場有更大的影響。在貨幣政策方面，市場預期聯準會將迅速展開升息週期。通膨是評估這些預期是否偏高的關鍵。

亞洲

在目前已公布的第四季財報裡，獲利優於預期的家數比例跟過去平均水準一致。價格反應參差不齊，表現優於預期者沒有特別受到追捧，表現遜於預期者也未見賣壓。獲利自 1 月起即獲得上調，尤其是在澳洲和台灣。以產業而言，獲利上調主要集中在景氣循環和經濟重啟受惠產業，而遭下修者多為公用事業與非必需消費類股。針對日本以外亞太地區，富達分析師的預期低於市場共識，尤其是在能源、工業和原料領域。日本仍然是富達分析師在 2022 年最看好的地區。

在中國，除非經濟成長進一步惡化，否則政府不會考慮擴大寬鬆政策。中國經濟的關鍵問題之一是信貸需求不振。農曆新年期間的消費令人大失所望。人口移動數據較去年有所改善，但旅遊業營收依舊疲軟。自疫情爆發以來，強勁的出口、債市資金流入與人民幣升值，都為 GDP 增長提供良好助力。然而，隨著 Omicron 疫情過去，消費需求可望回歸服務業，拉低全球對中國出口的需求。此外，中國對新冠病毒採取清零政策，代表後續仍有封城與製造業

停工的風險。這些因素可能拖累 GDP 成長，促使政府必須推出更為全面、不限特定部門的寬鬆政策。

歐洲

歐洲的獲利成長速度超過美國和亞洲。財報不如預期的個股被投資人拿放大鏡檢視，其中成長股跌幅超越價值股。總體而言，富達股票分析師看好歐洲零售業，尤其是奢侈品和寵物服務，相對看空運輸業，尤其是空運和機場服務。與市場共識相比，富達分析師認為 2022 年製藥業值得期待，對能源業則持負面看法。

在英國，儘管有一些紓困方案，但消費者在 4 月仍將面臨生活成本上漲的壓力。對最低收入族群而言，能源成本補貼政策可望抵銷加稅帶來的衝擊。民眾已開始動用積蓄，但整體儲蓄仍高於疫情前平均水準。與此同時，英國央行必須謹慎行事，因為過度緊縮而產生的負面衝擊已越來越大。市場仍預期通膨將顯著超出英國央行當前所設目標。量化緊縮預計於 3 月開始，但是跟公債到期不再投資相比，要開始主動拋售持債其實並不容易。

建立區域跨資產觀點

跨區域的深入分析，結合來自富達全球研究平台由下而上的投入

核心配置觀點

資產類別	觀點	改變	理由
股票			
美國	●●○○○	-	新冠疫情最嚴峻的時刻似乎已經過去，但支撐美國經濟命脈的消費者已感受到通膨的壓力，信心持續下滑。由於聯準會更趨鷹派，實質殖利率上升持續為高本益比成長股票帶來壓力。
英國	●●●○○	-	我們認為政治相關問題會越來越多--5 月即將舉行地方選舉，而消費者已深刻感受到物價上漲與無薪假結束帶來的衝擊。然而，大型股指數受惠於商品價格上漲及利率上揚，因此我們目前仍維持中立態度。
英國以外歐洲	●●●○○	-	俄烏衝突升溫讓歐洲其他地區暴露於戰爭爆發的重大風險。形勢如何發展將驅動短期市場情緒，但會立即影響通膨上升與成長放緩，歐洲央行下一步決策因此平添變數。
日本	●●●○○	-	評價便宜，企業獲利成長提升，應該會維持寬鬆的貨幣政策和財政政策。不過我們正密切關注局勢，因為染疫人數再次攀升，而美國殖利率上升可能會對股市情緒產生負面衝擊。
日本以外亞太地區	●○○○○	-	我們大幅減碼部位與富達量化模型的建議一致。投組持續減碼此區域，以將資金轉進其他區域。企業獲利狀況持續走弱。
新興市場	●●●○○	-	決定加碼主要著眼於中國實施寬鬆政策。我們正密切觀察中國疫情對供應鏈的影響，以及是否有進一步的貨幣與財政支持。我們對拉丁美洲持正面看法；隨著通膨似乎即將觸頂，貨幣政策料將持續寬鬆。
信用債			
投資級(IG)債券	●●●○○	-	基本面或許十分強勁，但歷來量化緊縮對投資級債的傷害大於高收益債，而且儘管評價有所改善，但利差與歷史水準相比仍然偏低。
全球高收益債	●●●○○	-	企業獲利持續強勁，違約率可望停留在低檔，高油價支撐美國高收益債。不過，利差仍低於歷史平均水準，因此隨著各國央行轉向鷹派，利差還有可能進一步擴大。
新興市場債 (EMD、強勢貨幣計價)	●●●○○	-	對新興市場債而言，俄烏衝突代表無法預測的波動來源。另一方面，染疫人數逐步趨穩，疫苗接種率提高，不過，投資人對利率波動或美元走強的擔憂可能打擊市場情緒，導致更多資金外流。
存續期			
美國公債	●●●○○	-	美國通膨增幅再度超乎預期，讓市場更加堅信聯準會動作太慢。但是若要減碼美國，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）	●●●○○	▼	由於通膨增幅持續超乎預期，歐洲央行開始轉趨鷹派。歐洲央行同時還得應對信貸及邊陲國家利差壓力，歐洲債券投資人因此面臨雙向風險。在情況更為明朗之前，我們傾向保持中立。
英國公債	●●●○○	-	團隊認為英國面臨許多特定不利因素（通貨膨脹、英國脫歐等），但我們預計英國公債將與美國公債保持連動。我們目前對英國公債保持中立。
日本公債	●●●○○	▲	我們重新建立做多日本公債部位，以提供資金來執行更高信念的布局：做空美國（實質）存續期。原先市場擔心日本將繼其他國家之後也採取更為鷹派的貨幣政策，但日本央行很快平息了市場的疑慮。
抗通膨債券（美國 TIPS）	●●●○○	-	儘管聯準會亟於避免重演 2013 年的縮減恐慌，但縮減量化寬鬆並迅速轉向量化緊縮預計將為 TIPS 帶來上行壓力。聯準會正抑制利率並希望保持實質負利率，但實現此目標的同時，實質利率仍有上漲空間。
貨幣			
美元	●●●○○	▲	過去一個月，聯準會已更趨鷹派。這應有助支撐美元升值，尤其在兌殖利率偏低的日圓時。然而，我們的量化模型並不支持此一觀點，而且等聯準會終於開始升息時，美元可能已近觸頂。
歐元	●●●○○	▲	歐洲央行轉趨鷹派具有重大意義：歐洲央行如今願意考量各種可能選項，也不再駁斥市場對於今年升息的預期。我們認為市場在歐洲央行 3 月會議之前就會提前反映。
日圓	●○○○○	▼▼	核心通膨正在降溫。我們預計日本央行不會改弦易轍，追隨其他央行腳步，改採更為鷹派的立場。
英鎊	●●●○○	▼	英國央行態度極為強硬；儘管英國的可支配所得正經歷 30 多年來最嚴重的縮水仍執意升息。由於下半年經濟數據可能表現疲弱，我們不認為英國央行今年會再升息 4 次。
新興市場貨幣	●●●○○	▲	許多新興市場已經提前升息，因此通膨可能開始降溫，進而提高實質殖利率。此外，商品價格上漲和中國的寬鬆政策也對於新興市場有所支撐。

資料來源：富達國際，截至 2022 年 2 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 580 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「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 2203-077