

2022 年 4 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，維持防禦配置

俄烏戰爭和對俄羅斯祭出的制裁導致大宗商品供應中斷的風險升高，連帶打亂其他供應鏈，通膨恐將因此居高不下，經濟成長亦趨疲弱。全球經濟陷入停滯性通膨，是我們目前認定的基本情境。消費者可支配所得大幅縮水將進一步削弱經濟成長。

在近期高通膨、金融情勢緊縮及消費者承壓的疲弱環境下，我們認為最好採取防禦布局，因此減碼信用債時同步減碼股票。不確定性仍然偏高，加上資金紛紛流向安全資產、交易對手風險和與制裁相關風險都可能為金融市場帶來更多無可逆料的後果。

停滯性通膨趨勢在戰爭爆發前即已浮現。各國央行均聚焦於對抗通膨，尤其是美國聯準會。要有效打擊通膨，必須升息一定幅度才能減少需求，結果可能導致風險性資產進一步走軟。政策制定者面臨深具挑戰性的兩難抉擇，而且今年一旦出現政策失誤，恐將付出慘痛代價。基於對通膨的擔憂，我們對存續期抱持中立態度。

對歐股及歐元改為減碼。歐洲正面臨經濟至少溫和衰退的重大風險。有鑑於美國市場的防禦特性，我們對美股的看法從減碼轉為中立，且現在不宜放空美元。我們認為新興市場和亞太地區股票價值提升。

在信用債方面，我們採取防禦性布局，亦即加碼投資級債券，減碼高收益債。在公債方面，我們已將風險調整至中立水位，等待情勢更為明朗或出現更佳切入點。在外匯方面，我們續抱美元加碼部位，因為我們認為一旦市場情緒惡化，美元將因其防禦特性而受惠；若市場情緒改善，聯準會加大緊縮幅度，也同樣有利於美元匯價。

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

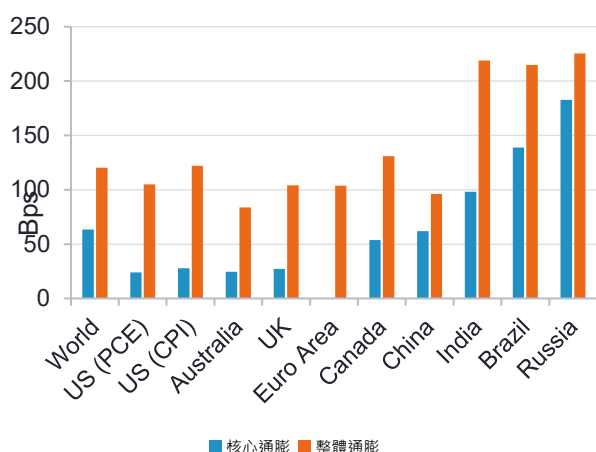
總經前景

烏克蘭戰爭：加劇停滯性通膨壓力

從經濟和地緣政治角度而言，俄烏戰爭將徹底改寫全球秩序。近期內，衝突和相關制裁帶來的貿易與金融衝擊造成全球通膨升溫；目前看來通膨觸頂時間將會延後，且達到更高的峰值水平。大宗商品價格上漲重創經濟成長，加上整體信心也受到影響，盡管衝擊程度與持續時間仍未有定數，但此等雙重打擊仍不容小覷。歐洲是受到影響最大的地區，目前極有可能出現中至重度的經濟衰退。雖然美國現在相對未受波及，但同樣無法全身而退。

歐洲將需要透過財政政策再次介入力挺經濟。當務之急包括協助難民，減輕能源與食品價格暴漲對家庭造成的負擔。許多國家已各自採取行動，但接下來要看能否推出協調一致的財政方案。

圖 1：能源價格上漲將加劇歐洲的通貨膨脹



油價上漲 100% 對通膨年增率 (bps) 的預估影響

資料來源：富達國際，高盛 GIR，2022 年 3 月。

1970 年代也經歷了石油危機，肇因於 1973 年贖罪日戰爭後所實施的石油禁運。油價飆漲後對經濟成長及風險性資產造成負面衝擊。不過在石油危機爆發後，至少過了一年以上才看到經濟活動和股市觸底。油價衝擊會在一段時間後才影響到整體經濟，這也是為什麼我們認為停滯性通膨

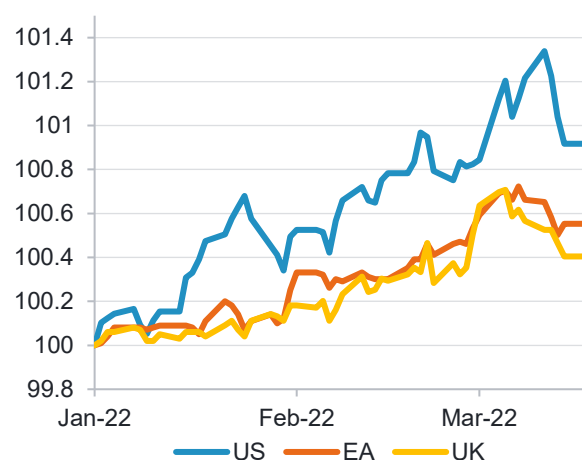
將是 2022 年的基本情境。70 年代高通膨時期導致實質資產表現顯著優於之前十年的狀況，代表接下來經濟可能出現再平衡。

回歸沃爾克法則

面對居高不下的通膨展望，各國央行決心緊縮政策以防止通膨預期脫錨，對於可能衝擊經濟增長的擔憂也只得暫時放在一邊。我們認為聯準會今年將維持鷹派路線，並啟動(升幅集中於前段之)升息周期與一定程度之量化緊縮，但由於擔心打擊經濟增長，聯準會的升息動作應該會比市場目前預期來得溫和。相較於聯準會觀點與市場定價，我們仍傾向鴿派看法：預計 2022 年將升息 4-5 次。

歐洲央行面臨更嚴重的成長風險。數據顯示，俄烏戰事對歐洲經濟成長的衝擊越來越明顯；我們預計歐洲央行在近期會議中將改採鴿派立場。預估今年不會升息，且資產購買計劃可能不會照現有規劃一般畫上句點。但就目前而言，央行賣權仍在價外，造成資產市場進一步受壓。

圖 2：年初至今金融情勢顯著收緊



油價上漲 100% 對通膨年增率 (bps) 的預估影響

資料來源：富達國際，高盛 GIR，2022 年 3 月。

中國實施寬鬆政策：這並非 2008 年的翻版

中國的經濟前景因為許多新變數而蒙上陰影，包括烏克蘭戰爭和中國可能在其中扮演的角色、Covid 死灰復燃與「清零政策」、最近一波 ADR 下市，加上之前針對教

育、科技與醫美產業的監管趨緊帶來的影響仍餘波盪漾。在過去幾個月的極端波動之後，前述不利因素多半已充分反映於價格當中。

2021 年下半年 PMI 走弱加上 PPI 飆升，促使政府採取一連串積極的政策反應，包括中國人民銀行降息、增加社會融資總額 (TSF) 和取消煤炭開採限制，有效緩解中國的能源通膨問題。然而儘管貨幣政策維持寬鬆，信貸增長僅略有改善，其中長期信貸需求依舊疲軟。至於 TSF 增加的部分也並未針對最關鍵的房地產業。政府得下更多功夫才能真正刺激投資。

目前政府已向市場保證，今年不會放棄經濟增長目標。迄今為止已頒布的寬鬆措施均具有針對性，我們認為重點還是會放在穩定經濟，而非直接刺激景氣。2008 年透過大規模財政刺激措施以拯救經濟的做法，似乎不太可能重演。

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

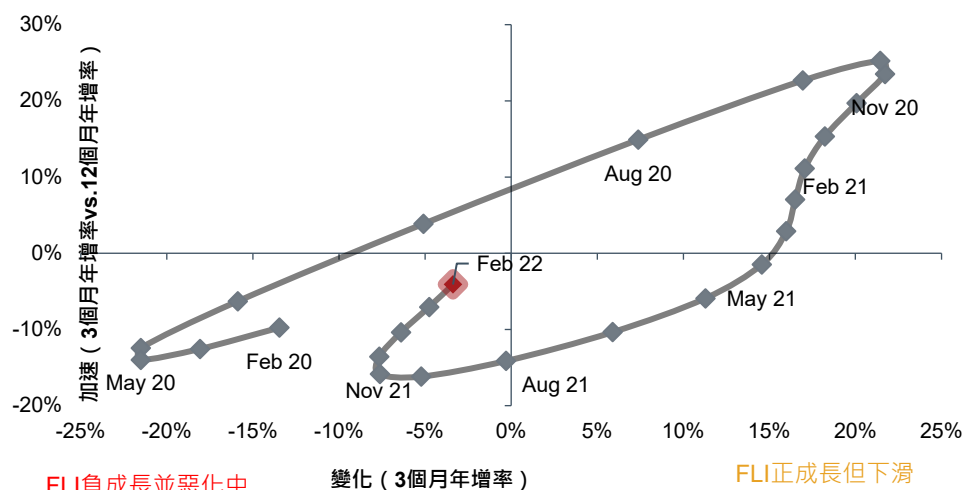
富達景氣追蹤機制仍處於左下象限（低於平均水平並下降），但動能再次有所改善。然而，最近因俄羅斯入侵烏克蘭而造成的干擾尚未反映在數據當中。從上個月開始，FLI 量化信號持續轉趨正向。

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。消費與勞動部門仍位於右下象限，而全球貿易則移至右上象限。

FLI 景氣追蹤機制

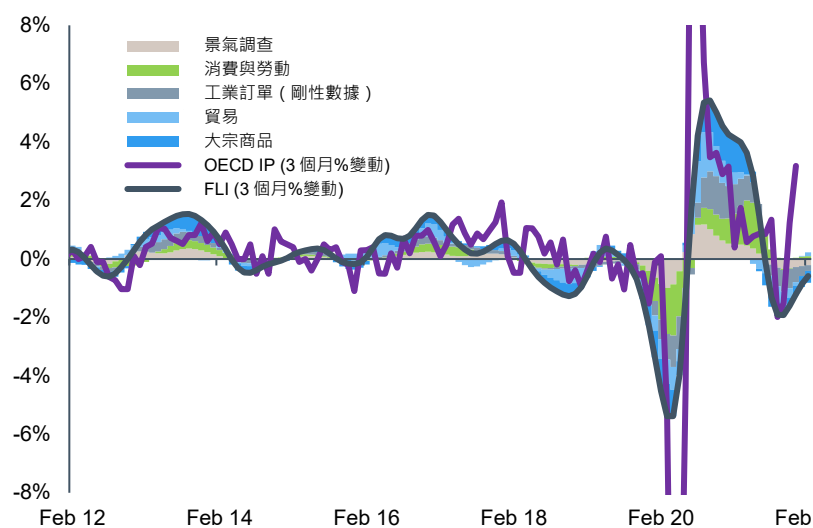
FLI 負成長但改善中

FLI 正成長並持續改善



資料來源：富達國際，2022 年 3 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 3 月。

消費者信心全面下滑，密歇根大學的信心指數達到 10 年來的最低點，遠低於 2020 年 4 月大流行初期的最低水平。這反映了地緣政治緊張局勢加劇、能源價格以及通膨預期上揚。消費信心可能會繼續減弱，直到大宗商品價格漲勢稍歇為止。從好的方面來看，美國失業救濟請領數據亮眼，勞動市場持續緊俏。

全球貿易在上個月移至右上象限（高於平均水平且改善中）。這主要是因為韓國出口表現續強，年初至今亞洲的貿易活動看來動能十足。供應斷鏈似乎已成過去式，且需求仍舊暢旺。不過，由於最近針對俄羅斯實施制裁，以及中國疫情趨緊再度封城，貿易活動有可能再次放緩。

區域跨資產觀點

美國

烏克蘭戰爭對美國經濟的衝擊主要來自油價。沒有人喜歡汽油價格上漲；但是自衝突爆發以來，拜登總統的支持率卻有所提高。美國受到戰事的影響相對有限——美國與俄羅斯的直接貿易量不多，而且在天然氣、石油和許多糧食方面大致能夠自給自足。然而在鈹、化肥和鎳方面，美國仍將受到衝擊，而且消費者情緒也可能會受到地緣政治事件的影響。

美國經濟穩健。新冠肺炎病例與死亡人數皆大幅下降。儘管服務業疲軟，但經濟優於預期的情形有所增加，且製造業仍維持穩定表現。高通膨對低收入族群的傷害最大，但一般家庭資產負債表仍然強勁，信用卡相關數據也十分穩定。盈餘修正情形持平。金融情勢持續收緊，聯準會最近的評論顯示益趨鷹派。抵押貸款利率上升導致需求降低，也打擊了買家的信心；這點接下來必須密切觀察。

亞洲

最新財報季結果令人失望，表現遜於預期的情況比優於預期要多，且整體盈餘較之前預測少了 1%。已開發亞太地區的情況比新興國家來得好，其中香港和澳洲居於領先位置。在亞洲新興市場中，印尼和印度的表現最為出色，而中國也出現盈餘驚喜，但韓國的表現則明顯落後。

最近關於中國的不確定性甚高，但上個月起情勢稍顯明朗。政府重申其支持增長的立場，並設定 GDP 成長目標 5.5%，高於各界預期。具針對性的寬鬆政策逐步適用於房地產業，中央對地方政府轉移支付增加，同時對中小企業及製造業擴大減稅。這些穩增長的作法可望刺激股市與信貸，但對政府債券則殊為不利。本團隊對中國股市持樂觀態度，尤其是境內股票。但是 Covid 封城和制裁俄羅斯的相關風險依然存在。

歐洲

歐洲將明顯受到烏克蘭戰爭的衝擊。從俄羅斯輸往歐陸的天然氣極有可能斷供。一旦斷供，歐洲還可以撐上幾個月，但到了冬天就會面臨嚴峻挑戰。各國政府似乎已準備好擺脫對俄羅斯天然氣的依賴，但短期內可行的替代選項非常有限。在供應中斷及能源成本飆升的衝擊下，我們預計歐洲將陷入工業衰退，而唯一的應對之道就是需求急凍。

歐洲央行在 3 月份會議發表的評論比我們原先預期的更為強硬。然而，一旦數據開始透露經濟受創程度，我們預計歐洲央行將改弦易轍，把重點放在成長與流動性管理，而非通膨。歐洲央行現在有相當機率會開始轉向鴿派。

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	●●●●●	▲	經濟較不受大宗商品斷供的影響。在目前地緣政治引發的波動下，美國股市及美元具避險特性，應該較具抗壓性。通貨膨脹是一項隱憂，殖利率升高可能會對某些本益比較高的成長股造成壓力。
英國以外歐洲	●●●●●	▼	大宗商品價格上漲、斷供風險與難民問題使經濟衰退的風險提高。歐洲銀行業也較易受到俄烏情勢的波及。與此同時，歐洲央行似乎更關注通膨風險。
英國	●●●●●	-	我們對英國的前景持審慎態度。消費者將感受到物價上漲、強制休假結束的痛苦。但是利率上升及商品價格上漲對英國大型股指數有所支撐，因此我們保持中性。
日本	●●●●●	▼	經濟很容易受到供應鏈及大宗商品/能源短缺的影響。大宗商品價格上漲、美國貨幣政策緊縮及美國殖利率上揚，都可能對日本股市情緒產生負面影響。
日本以外亞太地區	●●●●●	▲▲▲	作為本區域主要經濟體之一的澳洲，受惠於大宗商品價格上漲。經濟數據優於預期的情形增加，且盈餘預測修正動能也持續改善。
新興市場	●●●●●	-	儘管零星疫情復燃的風險仍在，但中國開始實施寬鬆政策。儘管出口大宗商品的新興國家可望因價格上漲受惠，農業部門通膨將對新興市場 CPI 的影響較大。新興市場中我們看好拉丁美洲和部分東協國家。
信用債			
投資級 (IG) 債券	●●●●●	▲	利差擴大(尤其是歐洲)提供了若干進場投資機會，且基本面也繼續改善。但風險在於發行量過大。
全球高收益債	●●●●●	▼	利差仍遠低於歷史平均水準，這表示以目前的成長擔憂、地緣政治風險及金融情勢緊縮而言，利差仍有進一步擴大的空間。
新興市場債 (EMD、強勢貨幣計價)	●●●●●	▲	許多新興市場受益於大宗商品價格上漲 (該指數有 2/3 為商品出口國)。新興市場不含俄羅斯的評價頗具吸引力，但戰爭衝突與制裁風險可能打擊投資人信心。
存續期			
美國公債	●●●●●	-	面對這場危機，美國經濟可能較他國更具抗壓性，聯準會因此可以續抱鷹派立場。不過我們不認為在這場地緣政治危機中適合放空美國公債。
歐元核心 (德國公債)	●●●●●	-	俄羅斯入侵烏克蘭，可能打亂歐洲央行持續強硬的立場。由於歐洲經濟成長受到衝擊，我們預計歐洲央行將保持謹慎，但我們還無法斷言後續可能動向。
英國公債	●●●●●	-	能源價格調漲和增稅政策即將上路，以其對消費者的影響來看，英國央行確有政策失誤的風險。我們對英國公債保持中立，但偏向加碼。
日本公債	●●●●●	▼	之前加碼主要是做為資金來源，表達對存續期看空立場。日本的通膨動態與西方仍有極大差異，我們預計日本通膨將保持在低檔。
抗通膨債券 (美國 TIPS)	●●●●●	▲	大宗商品價格飆漲正推高通膨與通膨預期。然而，部分皆已反映於市價，而且在需求降溫之前大宗商品還有多少上漲空間，也不無疑問。
貨幣			
美元	●●●●●	-	利差整體而言仍對美元有所支撐，部位大致維持中立，而數據迄今優於預期。美元在市場受壓時往往表現良好，並具備良好的投組構建特性
歐元	●●●●●	▼▼	歐洲經濟可能遭到嚴重的負面衝擊。歐洲實質殖利率已經下降，而且可能導致歐元兌美元來到平價水準。
英鎊	●●●●●	-	英國央行態度強硬；儘管英國的可支配所得正經歷 30 多年來最大降幅仍執意升息。我們同意市場看法：英國央行可能政策緊縮過頭。烏克蘭戰爭則是支持減碼的另一個理由。
日圓	●●●●●	▲▲	值此地緣政治危機，我們不認為應該減碼日圓。但以利差來看做空日圓較為有利；一旦波動性消退，我們可能會重新評估此一觀點。
新興市場貨幣	●●●●●	-	新興市場貨幣已經因為戰爭而大幅貶值，因此我們會維持做多美元和新興市場相對歐洲貨幣的布局。我們看好大宗商品貨幣，如印尼盾、南非幣和拉丁美洲貨幣。一旦地緣政治風險有所緩解，中歐三國的貨幣也可能出現強勁復甦。

資料來源：富達國際，截至 2022 年 3 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 2204-113