

2022 年 5 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。

各國央行持續施壓

俄烏戰爭沒有緩解跡象，加上供應鏈衝擊，造成通膨久久居高不下。消費者與產業信心走弱，持續衝擊經濟成長現況與預期，特別是在歐洲。全球經濟發生停滯性通膨的風險已經攀升。

聯準會與歐洲央行過去幾個星期，都越來越偏向鷹派。聯準會成員的發言，都聚焦在需要「提前升息至中性利率水平」。目前看來，5月很有可能升息50個基點，也有人提到升息75個基點以上。我們的看法是聯準會主要擔心的是薪資物價螺旋式上漲，所以只要勞動市場表現依舊強勁，聯準會就會持續升息，就算成長或通膨趨緩也一樣。

有鑒於近期高通膨、央行態度偏向鷹派、消費者與產業信心走弱，以及中國防疫封控等風險，我們維持對風險資產保持謹慎的態度。因此，我們目前減碼股票與信用債。雖然經濟趨緩，我們對存續期維持中立態度，主要是因為考慮到通膨的影響。

我們改為加碼美國股票，因為該地區受到商品震盪影響較小。由於經濟數據走軟，我們維持減碼歐洲股票部位，並且改為減碼日本股票。並留意到新興與亞太地區股票投資價值提升。

在信用債方面，我們維持防禦布局、加碼投資等級債券以及減碼非投資等級債券。在利率方面，我們改為減碼美國公債並且加碼英國公債與日本公債。在外匯方面，我們維持加碼美元的部位，因為若市場情緒惡化，可受惠於避險資金湧入；若市場情緒改善，聯準會政策收緊同樣有利美元走勢。

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

總經前景

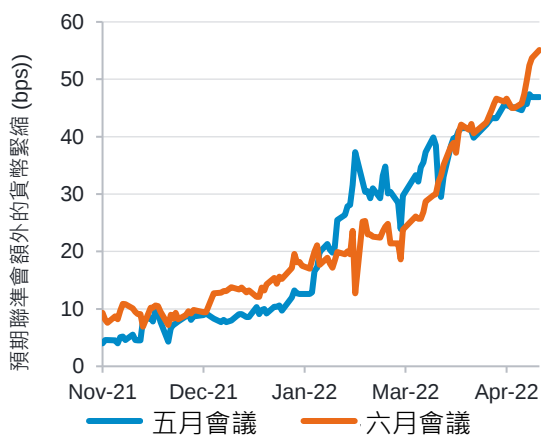
停滯性通膨見頂

聯準會積極對抗通膨，沒有放慢腳步的跡象。聯邦公開市場委員會委員最近的發言，顯示出其偏向鷹派的態度，市場現在已經預期聯準會五月會議將升息 50 個基點。聯準會與歐洲央行都重申其穩定物價的使命，加上基期效應很快就會影響通膨數據，因此我們相信全球很快會看到停滯性通膨觸頂。全球經濟即將進入所謂「伏克爾主義再現」的新階段；伏克爾是前聯準會主席，在八〇年代初期幫助美國戰勝通膨。

為了抑制通膨，聯準會需要透過信貸來降低需求，為市場降溫。關鍵問題在於此舉會讓美國經濟硬著陸或是軟著陸。目前預估硬著陸機率約 35%，亦即通膨降溫的同時，經濟嚴重放緩甚至陷入衰退。我們預測聯準會成功讓經濟軟著陸的機率約為 40%。我們相信只要聯準會將升息前置，在今年後半年讓市場有機會加以調整，就可以達成軟著陸。這兩種情況都可大幅降低通膨以及通膨預期，同時導致美國失業率上升，藉此打破薪資物價雙飆漲的現況。

市場如今有兩股力量相互拉鋸：一方面是超額儲蓄與勞動市場緊縮，另一方面則是消費者與企業信心走弱以及投入及資金成本遽增；聯準會置身其中必須設法調整其貨幣緊縮政策。

圖 1：市場預期聯準會在五月及六月時會升息 50 個基點



資料來源：Refinitiv，2022 年 4 月。

歐洲需要財政政策因應能源危機

俄烏戰爭的外溢效應將持續打擊歐洲，主要壓力來自通膨及石油與天然氣供應中斷。我們保守預測，歐洲至少會經歷輕微的經濟衰退。極端的停滯性通膨讓歐洲央行處境艱難，不僅面臨高度的經濟成長風險，同時也有壓力必須預防通膨預期失控飆高風險。倘若政策與鷹派聯準會分歧太大，也會影響到歐元，對歐洲政策形成另一種限制。整體來說，我們現在預計歐洲央行最快 7 月升息，但在 2022 年稍晚將轉向鴿派，因為俄烏戰爭對經濟成長帶來的震盪將導致歐洲經濟步入衰退。

為了緩解成長與通膨震盪對消費者與企業的影響，歐洲將再次需要財政政策，但這對原本因新冠肺炎而負債累累的歐洲更是雪上加霜。生活成本的壓力有可能造成歐洲各國政局不穩。

歐洲政治人物的焦點從俄烏戰爭的初始效應轉向次級效應，包括通膨以及生活成本上漲的壓力。即便未如預期出現新一波商品供應衝擊，歐洲實施財政政策將可有效緩解戰爭對其總體經濟的重創。但歐洲已經祭出第一波紓困方案，例如法國凍漲電費，並且協助能源供應商 EDF 法國電力公司。法國政府為了保護消費者，就算造成鉅額赤字也心甘情願。我們將持續注意歐洲各國政府未來幾個月的計畫。

中國可能因疫情而無法達成 5.5% 的經濟成長率

中國的清零政策似乎有效抑制病毒的擴散，現在確診數字已逐漸受到控制。中國必須設法拉高年長者的疫苗接種率，才能考慮其他的防疫策略，但目前狀況似乎已經穩定下來。

中國嚴格防疫封控，代表今年可能無法達成 5.5% 的 GDP 成長率目標。我們認為比較可能接近 5%，最糟情況則是低於 4%。現在有更明確的跡象顯示中國開始放寬政策。中國現在似乎將重點放在房地產、財政政策與信貸槓桿，而非貨幣工具。我們預期豬肉價格上漲可能使通膨惡化，中國人民銀行因此也會綁手綁腳。近期經濟數據整體偏弱，但基礎設施則是亮點。

富達領先指標 (FLI)

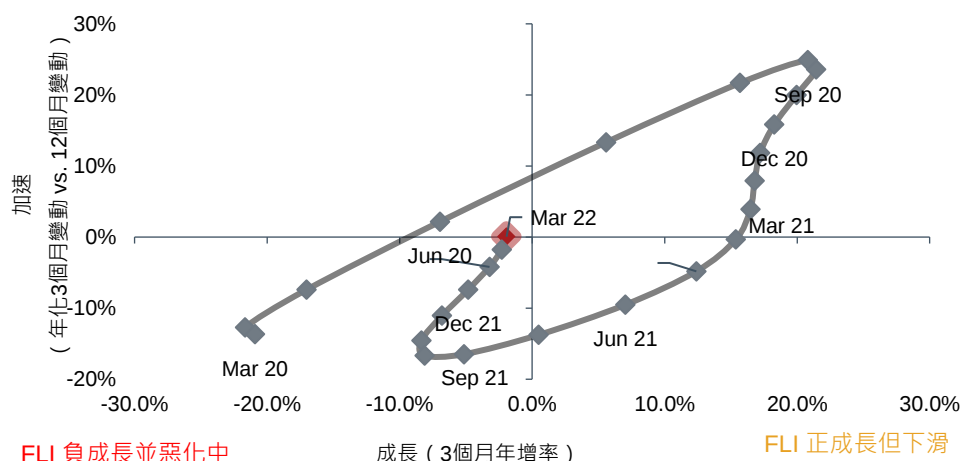
FLI 為本公司專有之量化工具，旨在預測接下來幾個月的全球成長方向與動能，且對投資人而言，很重要的是 FLI 也能辨識全球成長的關鍵驅動因子。實務而言，FLI 的設計是領先全球工業生產與其他全球景氣變因達約三個月。在戰術性資產配置流程中，富達解決方案與多重資產將 FLI 做為共同且可重複的參考點。

FLI 景氣循環追蹤機制在 3 月改善，遠離「左下」象限（成長低於趨勢並惡化中），結束連續十一個月的惡化趨勢。FLI 量化模型依舊看好，釋放加碼風險的信號。但是最好審慎看待此等信號，因為目前數據尚未反映俄烏戰爭帶來的影響。

FLI 景氣追蹤機制

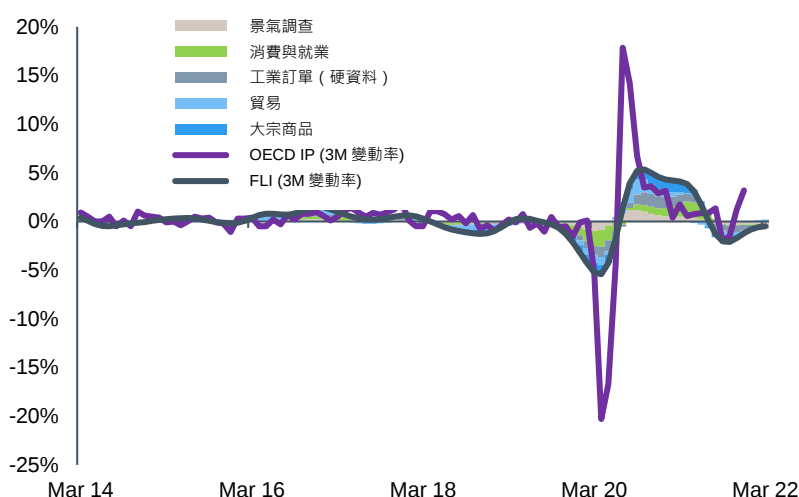
FLI 負成長但改善中

FLI 正成長並持續改善



資料來源：富達國際，2022 年 4 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 4 月。

大宗商品 3 月時，從「左下」象限移動到「負成長但改善中」。這很有可能是反映俄烏戰爭造成的供應中斷問題。同時，澳洲的遠期訂單依舊疲弱。

工業訂單移動到「左上」象限（負成長但改善中）。美國庫存銷售比進一步增強，日本的數據在本月也有所改善。德國新的外國訂單已自低點反彈，顯示儘管地緣政治關係緊張，其他國家需求依舊相當有韌性。

貿易連續兩個月維持在「右上」象限（正成長並持續改善），消費與就業以及景氣調查依舊維持在「左下」象限。

資產跨區域觀點

美國

聯邦公開市場委員會的會議記錄，顯示其明確縮減資產負債表規模的計劃。市場價格反映年底前升息 8 至 9 次的預期，且聯準會 5 月會議很可能升息 50 個基點。實質與名目殖利率都在上漲，債券與股票市場波動依舊相當劇烈。借貸成本已經上升，財政拖累也嚴重衝擊 GDP 成長。做多美元已經是市場共識，美元在全球外匯存底的權重也越來越低。

我們相信經濟風險呈現下行走勢。供應鏈有好轉的跡象，但是投入成本跟通膨依舊相當高，勞動市場也依然緊俏。獲利成長預估在 4 至 5%，毛利率預測將高於歷史平均，但工業部門展望較不樂觀。在政治方面，拜登總統對高通膨問題恐難辭其咎。即將到來的美國期中選舉，將是人民對高通膨議題的一場公投。

亞洲

雖然中國部分地區出現新冠確診數初步見頂跡象，目前中國仍堅持清零政策。年長者接種疫苗追加劑將是關鍵指標，因為短期內中國的醫療資源都無法應付邊境解封的後果。如果疫情遲未緩解，中國很難達成其 5.5% 的 GDP 成長率目標。我們認為中國政府首要目標還是要控制住疫情以及追求社會穩定，再來才是經濟成長。在貨幣政策方面，中國人民銀行如我們預期，調降存款準備金率，過去在聯準會進入升息週期時，中國就曾經採取過該策略。

亞洲整體而言，獲利與獲利修正都在惡化。中國逐步放寬政策，但市場尚未感受到其影響。亞洲企業第一季獲利普遍不如預期，僅 31% 的企業財報優於預期，和市場共識落差中位數為負 3%。表現優於預期的以中國企業比例最高，南韓、印度與泰國則表現落後。在各產業中，公用事業與工業表現優於預測的比例最高，通訊與消費類股則大多表現遜於預期。中國與香港持續下修獲利預期，獲利預測上調的企業則集中在菲律賓與澳洲。

歐洲

法國總統馬克宏連任，稍微穩定歐洲政局，但效果可能曇花一現，因為法國 6 月即將舉行國會大選。屆時馬克宏可能面臨「聯合政府」的風險，也就是總統與總理來自不同政黨。如此一來，決策效率將益形低落，馬克宏第二任期的實權也會受到限制。

我們獨有的綜合指標顯示，歐洲的服務業與工業活動表現頗具韌性。然而，消費動能預計將出現壓力，儘管歐洲勞動市場依然十分緊俏。目前薪資尚未出現龐大的上漲壓力，但我們認為未來幾個月，此壓力將逐漸升高。第 1 季獲利預測上修 7%，但主要是因為大宗商品價格上漲，如果排除大宗商品類股，那麼每股盈餘今年預計持平。消費類股目前遭逢賣壓，反映市場信心下滑，擔憂高通膨將壓縮消費力道。

歐洲央行維持其鷹派論調。與市場共識相較，我們的看法相對偏鴿；市場預期在 2022 年年底前就會看到正利率，但我們認為央行會等到第 4 季或是明年年初才會開始升息。

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	改變	理由
股票			
美國	●●●●○	▲	美國經濟比預期更具韌性，且與其他地區相比，獲利仍有上修情形。聯準會的鷹派立場相當明確，我們也會持續關注對金融情勢的影響。
英國以外歐洲	●●●●○	—	市場最近有所反彈，但我們相信這並未反映近來成本高漲、經濟成長可能面臨逆風，以及該地區極可能陷入經濟衰退的風險。
英國	●●●●○	—	對英國股市維持原有觀點：在水電費跟物價通膨逐漸有感後，消費動能接下來將顯著下滑。然而，英國的大型股指數有高利率與大宗商品價格上漲的支撐，因此我們維持中立態度。
日本	●●●●○	▼	經濟數據欠佳，獲利修正的動能也不斷惡化。供應鏈中斷影響產業表現，投入成本上漲拖累經濟發展。
新興市場	●●●●○	—	我們對特定新興市場持樂觀看法，特別是大宗商品出口國（例如拉丁美洲），以及能夠自邊境解封獲益的國家（例如東協）。中國的疫情與封控讓我們擔憂，但其政策越來越偏向支持穩定成長。
日本以外亞太地區	●●●●○	—	整體區域除了獲利修正改善外，許多經濟指標也優於預期。澳洲與新加坡邊境解封，將進一步支撐此動能。
信用債			
投資級 (IG) 債券	●●●●○	—	評價越來越吸引人，特別是因俄烏戰爭而擴大利差的歐洲。基本面持續改善，投資範圍品質也相當高。
全球非投資級債	●●●●○	—	以投資級債券及股票市場近來動向來看，利差還有進一步擴大的空間，況且跟歷史紀錄相較之下，現在利差相對收斂。金融情勢緊縮與成長擔憂亦為風險之一。
新興市場債 (EMD、強勢貨幣計價)	●●●●○	—	由於目前地緣政治緊張情勢仍限縮於俄羅斯，因此俄羅斯以外新興市場債的評價，比投資級與非投資級債券都更有吸引力。
存續期			
美國公債	●●●●○	▼	美國通膨仍居高不下，凸顯聯準會政策落後形勢，各項證據包括最近聯準會成員的發言、長短天期公債的價格波動，以及殖利率曲線趨平，熊市加速到來。雖然殖利率已大幅上升，但仍有相當的上行空間。
歐元核心 (德國公債)	●●●●○	—	面對通膨震盪、緊俏的就業市場以及薪資通膨的風險，歐洲央行似乎決心結束量化寬鬆。歐洲成長前景疲弱，不建議買進德國公債。
英國公債	●●●●○	▲	在消費者設法因應能源價格上漲以及增稅之際，英國央行已減少鷹派言論。英國央行最近幾個月已經多次調升利率，我們相信跟其他已開發市場央行相比，應該會更快減緩或暫停緊縮政策。
日本公債	●●●●○	▲	日圓最近大貶，隨著利差擴大，如果日本央行被迫採取行動，將放寬殖利率曲線控制區間，日圓將持續受壓。
抗通膨債券 (美國 TIPS)	●●●●○	—	俄烏戰爭剛爆發時造成的衝擊導致實質殖利率下滑，但現在各國重新聚焦於高通膨，還有在大宗商品價格推高通膨與通膨預期後聯準會的下一步動向。
貨幣			
美元	●●●●○	—	聯準會緊縮政策並無停止跡象，但若市場情緒惡化，美元應該也會因其避險特性而受惠。
歐元	●●●●○	—	歐洲央行維持鷹派立場，但歐洲的經濟衝擊可能相當嚴重。
英鎊	●●●●○	—	英國經歷近 50 年來可支配所得最大縮水幅度，英國央行在最近幾週已修正其強硬立場。
日圓	●●●●○	—	利差依舊有利於做空日圓。然而，由於日圓是避險資產，面臨龐大的地緣政治風險，為了謹慎起見，我們認為應該維持中立。一旦波動趨緩，我們會再次評估。
新興市場貨幣	●●●●○	—	我們看好新興市場貨幣，理由包括低評價、高殖利率，以及面對大宗商品價格衝擊具備一定的韌性。

資料來源：富達國際，截至 2022 年 4 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 2205-154