

2022 年 6 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。

## 還不到重新加碼風險的時候

避險情緒依然高漲。過去這段時間，市場持續表現疲軟，我們密切留意空頭回補可能會在消息面幾無變化的情況下導致市場劇烈波動。不過，高通膨、央行立場趨鷹、消費者與工業信心疲軟，以及中國防疫封控等近期風險，都讓我們對風險資產保持謹慎看法。因此對股票和信用債續採減碼之部位配置。

政府公債則從中立轉為加碼。我們認為實質利率的漲幅有其上限，這意味著未來緊縮政策可能會透過信用市場而非利率市場來實施。今年以來非投資級利差異常強勁，我們認為隨著成長預測下修以及違約風險重新定價，非投資級債券可能會面臨新的壓力。因此，政府公債目前看來較具吸引力。無論是硬著陸或軟著陸，隨著通膨降溫，聯準會最終將可採取較溫和的立場。

在股票方面，我們看好美股，因為相對不受大宗商品衝擊的影響，且具備避險特性。我們維持對歐洲和日本股票的減碼。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，我們維持防禦性布局，亦即加碼投資級債券，減碼非投資級債。利率方面則維持減碼美國公債，加碼英國與日本公債部位。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。另外，我們認為歐元兌英鎊有戰術性配置的機會。

	觀點	改變
股票	●●●●●	-
信用債	●●●●●	-
政府債券	●●●●●	▲
現金	●●●●●	▼

# 總經前景

## 市場關注焦點從停滯性通膨開始轉向下一個目標，但接下來會有何發展？

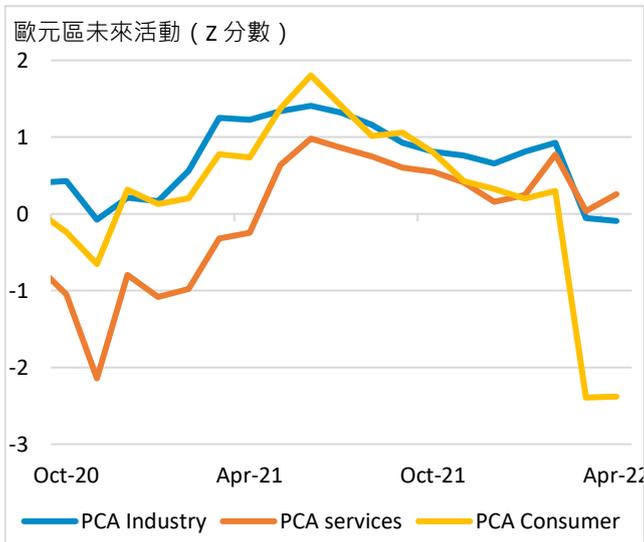
停滯性通膨是過去幾個月引導經濟和市場的主流議題。我們認為，隨著注意力從通膨轉向增長，情況即將有所改變。取而代之的是怎樣的議題呢？我們估計軟著陸的機率為 40%，硬著陸則為 35%，持續停滯性通膨發生機率為 20%，出現通貨再膨脹的機率則為 5%。

這些估計都是基於我們正在監測的三大關鍵指標，包含：富達新推出之活動指標、能源中斷和市場隱含信號等三項數據。

### 1. 我們的活動指標顯示歐洲消費力道承壓

我們所關注美國和歐元區新的活動指標，一系列數據均顯示美國和歐洲對未來活動之預期最近有所放緩，這顯然與 2 月下旬烏克蘭戰爭爆發有關。歐元區指標現在比其長期平均值低了大約半個標準差，相較於 2011-2012 年經濟衰退期間則較長期均值跌了一個標準差。

圖 1：消費者情緒影響歐洲預期活動



資料來源：富達國際，2022 年 5 月。

在歐洲，壓力來自消費者情緒，而服務業的預期目前仍深具韌性。由於實質收入縮水（中國和日本除外）、利率上

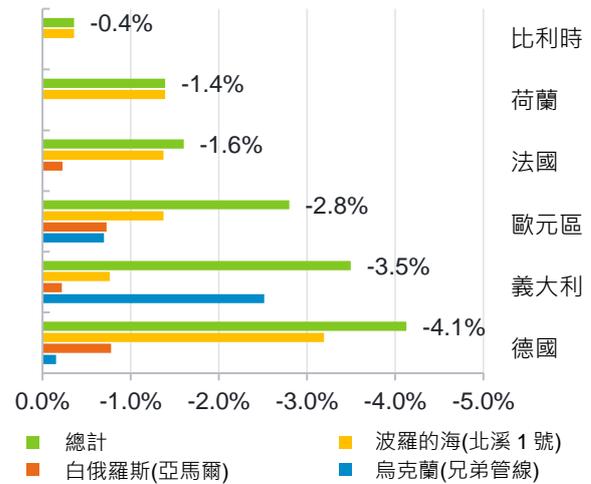
升和整體金融情勢收緊，導致全球消費者感受到生活費上漲危機，接下來經濟活動與增長出現明顯下行風險。數據顯示歐元區經濟將會硬著陸，但美國仍難以斷言。

### 2. 歐洲天然氣庫存將凸顯工業部門受創

俄烏戰爭對總體經濟的影響，主要透過能源市場遍及全球。經濟陷入衰退的機率，尤其是在歐洲，主要取決於能源市場的發展。歐洲高度依賴俄羅斯天然氣，佔其國內消費量的 40% 左右。自戰爭爆發以來，隨著全球各國對俄羅斯大宗商品實施禁運和制裁，能源價格一路飆升。不過歐洲仍持續進口俄羅斯能源。

天然氣嚴重斷供，對於一般家庭與工業部門都造成影響，目前已看到通膨升溫與增長轉為疲弱等。從俄羅斯輸入歐洲的天然氣流量於 2021 年 9 月開始下滑。今年的流量比去年少了近 30%。

圖 2：如果俄羅斯天然氣進一步斷供，歐洲經濟將嚴重受創



不同管道供應中斷對 GDP 的影響。資料來源：富達國際，2022 年 5 月。

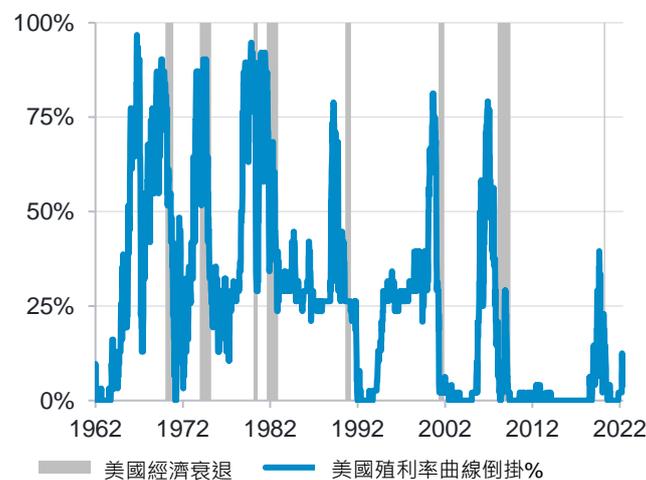
供應減少至今尚未顯著拉低歐盟的天然氣庫存量，目前庫存已高於 2021 年的水平，且正迅速趨近 5 年平均水準。不過以目前的斷供情形來看，我們認為庫存量之所以維持穩定，主要可歸因於天氣變暖導致需求疲軟，以及價格上漲造成工業部門用量減少。因此，天然氣庫存是個值得關

注的關鍵指標，因為如果供應仍然受限，低的庫存水準將對歐洲工業帶來損害。

### 3. 殖利率曲線並未指向衰退，但金融情勢指數 (FCI)可能進一步收緊

今年稍早，美國部分殖利率曲線倒掛備受關注。然而，並非曲線所有部分都出現反轉，有些其實釋放出極為不同的信號。綜觀整個名目、實質與風險調整後的殖利率曲線，出現倒掛者僅 13%，還不足為慮。

圖 3：整體殖利率曲線尚未出現衰退警訊



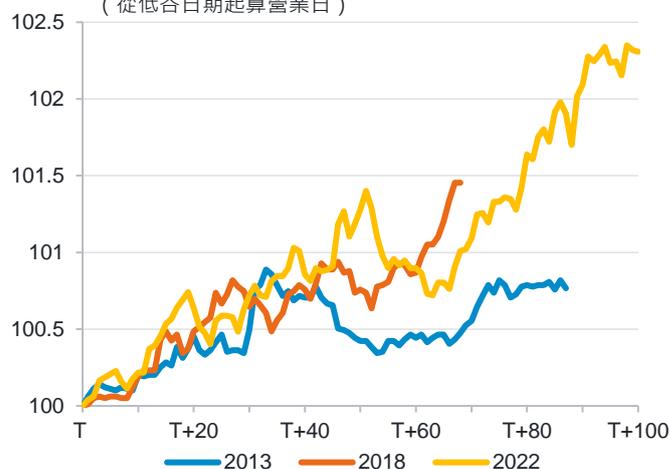
綜合名目曲線、實質曲線和風險中性曲線。資料來源：富達國際，2022 年 5 月。

另一個市場隱含信號是金融情勢。美國金融情勢在今年已經收緊逾 200 個基點，比起 2013 年或 2018 年的緊縮週期幅度更大、時間更長。由於 GS FCI 指標的設計與 GDP 成長高度相關，因此美國成長預期下修約 180 個基點，也就不足為奇了。聯準會現在主動鎖定低於長期趨勢的 GDP 成長率（約 1.9%），力求將通膨降至與 GDP 目標一致的水平。

儘管今年以來貨幣政策顯著收緊，但通膨仍然居高不下，勞動市場亦維持緊俏。整體來說，我們認為有必要進一步緊縮政策，這代表增長預期將需要進一步下調。

### 圖 4：金融情勢已顯著收緊，但接著可能還會更為緊縮

緊縮週期中的 FCI 自低谷日期重新調整基準  
(從低谷日期起算營業日)

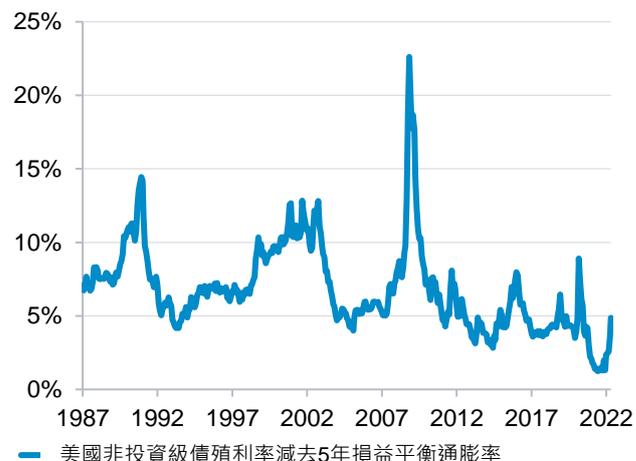


資料來源：彭博，富達國際，2022 年 5 月。

我們同時深信，由於美國債務負擔顯著增加，預料經濟無法長時間採取實質正利率。基於這些系統性限制，我們認為 0.5%-0.75% 應該是未來 5 年之 5 年期 (5y5y) 遠期實質利率的上限。

這代表趨動金融市場緊縮之主要動力，將從利率市場轉向信用市場，然而，非投資級利差尚未充分反映成長下行風險，目前經通膨調整後的殖利率仍幾近歷史低檔，我們預計這種情況將會改變。

### 圖 5：信用債還需持續收緊



資料來源：彭博，富達國際，2022 年 5 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。

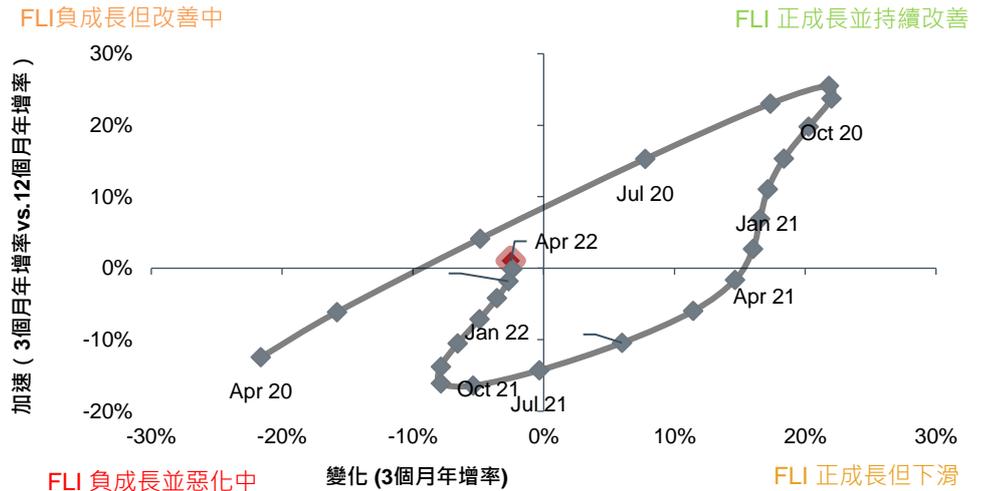
## 富達領先指標 (FLI)

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。

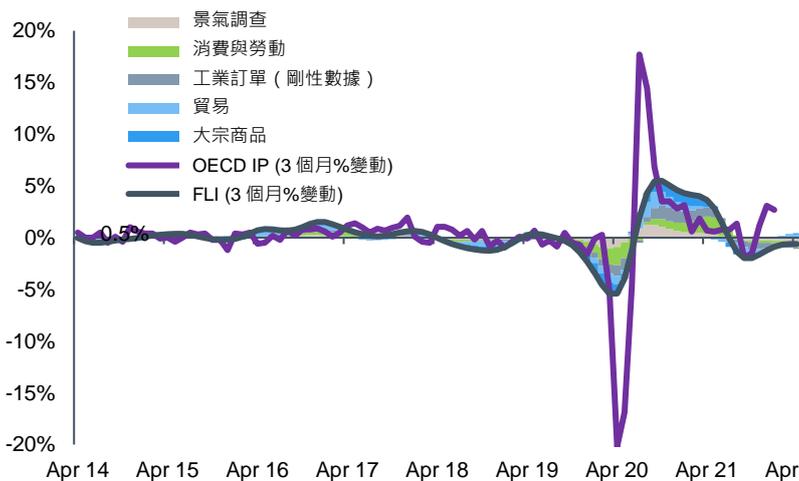
## 富達指標

與 3 月相比，FLI 景氣追蹤機制在 4 月大致保持穩定，因為它略微上升到「左上」象限（低於平均並持續改善）。與上個月相比，各個子行業大致保持不變。全球貿易和大宗商品仍處於「右上」象限，而企業調查和消費與勞動則仍處於「左下」象限。「左上」象限的工業訂單沒有變化。

### FLI 景氣追蹤機制



### FLI：與 OECD 相比，3 個月的百分比變化



全球貿易（高於平均且改善中）連續第四個月維持強勁增長動能。韓國出口在 4 月進一步成長，顯示國際經濟正逐步消化俄烏戰爭的影響。然而，由於投入價格持續上漲，加上運費上揚，貿易活動未來幾個月可能會放緩。

與上個月相比，企業調查結果連續惡化，且幅度加大。全球採購經理人指數繼續從近期高點回落，但仍處於擴張區間。儘管服務業的 PMI 持續高於製造業，但製造業與服務業皆因需求疲軟、新訂單減少以及通膨壓力，造成 PMI 評分趨緩。歐元區的企業調查顯示，在德國和法國領先創下近期高點後已連續大幅下滑。

## 區域跨資產觀點

### 美國

美國企業第一季財報表現獲利強勁。大約 80% 的公司獲利結果優於預期。財報顯示營收十分強勁，但獲利成長幅度較小。儘管如此，股價走勢疲弱，亦即表現不若預期的企業股價下挫，但優於預期者也未見上漲，因為未來業績展望偏空。由於獲利增長與最近價格修正，美股評價已回落至疫情前的區間。利潤率展望喜憂參半。通貨膨脹已成為財報電話會議中反覆出現的主題。不過好消息是討論供應鏈問題的次數似乎已經見頂。與歐洲或新興市場相比，美國有較多企業的盈餘預測獲得上調。整體部位配置仍偏謹慎，現金比例大幅提高。

聯準會持續占據新聞頭條。繼 5 月 FOMC 會議升息 50 個基點後，美國殖利率曲線趨於平坦。且自 5 月會議之後，市場截至年底前的隱含利率略有下降，顯示市場擔憂已從通膨轉向經濟增長。勞動市場依然十分強勁，即使通膨開始放緩，我們預計也將是緩慢降溫。不過，金融情勢已經顯著收緊，10 年期實質殖利率現在為正值，後續需要再緊縮多少仍有待觀察。最後在政治方面，我們預計拜登政府在 11 月期中選舉之前不會推動任何重大的財政方案。

### 亞洲

中國的新冠肺炎疫情並沒有太大的變化。上海的病例數在下降，但高風險區的數量保持不變。習主席最近一次講話重申該國堅持清零政策。防疫封控已開始對企業產生明顯的影響。亞洲企業獲利整體下修，但中國境內股票的下調幅度最大；獲利結果遜於預期的數量比 2020 年初首度封城時更多。台灣和澳洲的獲利上調最多，而韓國和泰國也有不少企業獲利優於預期。

中國人民幣最近貶值。過去一個月，境外人民幣下跌約 5%，但人民幣指數表現較未受影響。隨著世界其他地區恢復生產，中國的貿易順差正在下滑，出口份額接下來可能會出現萎縮。貨幣政策是驅動貶值的另一因素，因為與其他主要央行鷹派立場相較，中國人民銀行仍維持寬鬆政策。由於美國通膨率飆高，兩國間實質利差依舊很低。然

而一旦通膨見頂，人民幣就可能進一步貶值，不過我們預計跌幅將相對有限。

### 歐洲

歐洲第一季獲利高於歷史平均水準。儘管整體價格持續偏向下行，但大約 10% 的公司繳出了優於預期的亮眼成績。像能源與原料類股就出乎意料，有最多家數業績超出預期。醫療保健類股也表現強勁。中國封控措施的影響顯而易見：以中國為主要營收來源的歐洲企業，比起專攻美國市場的同業受創更深。

富達獨家綜合指標顯示目前經濟活動受壓，雖然上個月看到展望略有改善。實質薪資成長顯著縮水。不過一般家庭仍有約 500-6000 億歐元的超額儲蓄。但是因為不確定性高，所以近期內有多少會用於消費還有待觀察。但應可提供一定緩衝來應對生活成本升高壓力，並有助於防止景氣嚴重衰退。

然而，我們仍然對成長前景持悲觀態度，且預期至少會出現技術性衰退。歐洲央行立場益趨強硬。7 月份看來肯定會出現首度升息。我們預計歐洲央行在年底前實施的緊縮幅度將低於市場目前的預期。

## 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
<b>股票</b>			
美國	○○○●○	-	評價已經大幅修正，目前本益比約落在過去 5-10 年的平均水準。儘管如此，通膨似乎更為持久，我們正密切關注聯準會的行動與評論對金融情勢的影響。
英國以外歐洲	○●○○○	-	大宗商品價格上漲、供應鏈風險與難民問題使經濟衰退的風險提高。近期市場表現受惠於良好獲利，未能充分反映即將到來的成長逆風。
英國	○○●○○	-	英國消費者恐將面臨通膨與能源費用上漲的巨大壓力。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，因此我們保持中立態度。
日本	○●○○○	-	經濟數據和獲利修正相對疲弱。日本央行鴿派立場和日元貶值或許有助於出口部門，但可能會因進口/投入成本壓力而導致通膨加劇、消費者信心下滑，還有以日幣計算之報酬表現惡化。
新興市場	○○○●○	-	我們看好部分新興市場，尤其是大宗商品出口國，以及受惠於經濟重啟的市場。儘管中國正逐步放鬆貨幣政策，但其疫情形勢令人擔憂。
日本以外亞太地區	○○○●○	-	大宗商品價格上漲對澳洲有利，而整個地區的獲利修正均持續改善。Covid 之後重新開放可能會進一步提振市場情緒。
<b>信用債</b>			
投資級(IG)債券	○○○●○	-	與非投資級債相比，利差更具吸引力，投資人一旦基於均值回歸預期而加碼風險時，IG 往往率先受益。基本面依然強勁。
全球非投資級債券	○●○○○	-	利差已經擴大，但仍可能進一步升高，因為按歷史標準衡量，評價仍然偏緊。對增長和金融情勢緊縮的擔憂可能打擊市場信心，並導致資金進一步外流。
新興市場債 (EMD、強勢貨幣計價)	○○●○○	▼	許多新興市場受惠於大宗商品價格上漲。然而，新興市場與成熟市場的增長差距可能會在 2022 年擴大，而美元走強和中國經濟放緩則為此資產類別的不利因素。
<b>存續期</b>			
美國公債	○●○○○	-	雖然較之前略微降低，但近期美國 CPI 數據仍高出原本預期。聯準會依然處於緊縮模式，我們認為殖利率可能因此進一步推高。
歐元核心 (德國公債)	○○●○○	-	歐洲央行已近乎證實市場預期：9 月份將緊縮 50 個基點。但有鑑於歐洲正面臨負成長衝擊，我們覺得還不到開始建立部位的時候。
英國公債	○○○●○	-	我們預計英國公債不會與美國公債表現脫鉤。然而由於英國消費者即將要過苦日子，我們認為英國央行比其他成熟市場央行更有可能改採較溫和立場。
日本公債	○○○●○	-	儘管日圓大幅貶值，日本央行仍於 4 月底加強殖利率曲線控制政策，令市場頗為意外。雖然富達預期現有的殖利率曲線控制框架將有所調整，但我們也了解其通膨動態仍與其他國家有重大差異。
抗通膨債券 (美國 TIPS)	○○●○○	-	聯準會積極緊縮政策造成增長憂慮，代表損益平衡通膨如今面對更為對稱的上行與下行風險。
<b>貨幣</b>			
美元	○○○●○	-	除了定價外並無任何重大變化。數據依舊強勁，美國經濟相對未受到衝擊。FOMC 轉向更為鷹派，支持我們的觀點。部位已經漲多，美元在這輪避險交易中表現良好。
歐元	○○○●○	▲▲	採購經理人指數的表現優於預期。由於通膨居高不下，歐洲央行現在很有可能在 7 月升息。我們認為綜合考量目前的利率水準、利差和部位等因素，在戰術配置上不妨做多歐元，尤其是相對於英鎊。
日圓	○○●○○	-	日圓存在顯著的雙向風險。在波動性降低之前，我們傾向保持中立。
英鎊	○●○○○	-	上次英國央行會議的預測顯示該國不宜展開積極升息周期。我們認為，與其他央行相比，英國央行一旦升息，會有較高機率陷入衰退，因此我們持續放空英鎊。
新興市場貨幣	○○●○○	▼	新興市場貨幣已自俄烏戰爭的衝擊中恢復許多。我們認為聯準會的政策立場與離岸人民幣走貶均為重大不利因素，因此已結束加碼。

資料來源：富達國際，截至 2022 年 5 月。變動係表示與上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 2022 年 3 月 31 日，團隊為全球各區域的法人與零售客戶管理超過 540 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 2206-181

