

# 展望未來

David Wolf | 投資組合經理

David Tulk, CFA | 投資組合經理

Ilan Kolet | 機構投資組合經理

## 關鍵提示

- 2022年的關鍵問題是，對於通貨膨脹持續高漲，各國央行態度如何。
- 答案將取決於通貨膨脹本身的演變、通貨膨脹預期以及勞動力市場狀況。
- 我們仍加碼股票和信貸，但稍微調降了我們的曝險程度。我們也做好準備，一旦各國央行對於通貨膨脹感到更加焦慮並採取相應措施，我們便會趨於防守。

2021年伊始，新冠肺炎疫情便捲土重來，為市場前景蒙上陰影。雖然一路上顛簸前行，但股市和經濟到頭來表現都不差。

2022年一開年.....新冠肺炎疫情又捲土重來，為市場前景蒙上陰影。股市和經濟接下來的表現應該不差，只是沿途仍少不了些許顛簸。確實，隨著經濟週期趨於成熟，阻礙很可能愈來愈大，也發生得愈來愈頻繁。

相較於前一年，2022年初的通貨膨脹高上許多，市場也更憂心因之而來的貨幣政策變化，而這正是引發年初市場波

動的直接原因。緊縮週期確實就要來臨，很可能會從3月開始。不過在這個時間點，至少以美國而言，市場與經濟應能吸收這種「審慎的正常化措施」，風險資產也因此能繼續佔有一席之地；我們降低股票加碼幅度，但是並未完全捨棄股票部位。然而，隨著通貨膨脹持續發酵，到某個時間點聯準會很可能必須轉向「目的性的緊縮」。這可能對股市和經濟帶來更嚴重的威脅，我們的重點放在預測可能出現這種轉變的時間點。

## 目前的狀況

疫情尚未消失，但全球經濟正在不斷學習如何與病毒共存，讓振興政策與強健的基本面延長經濟復甦。在就業率上升、收入增加、家庭儲蓄水準提高，以及房價和金融資產價格上漲帶來的正面財富效應支持下，穩定出現的報復性需求（尤其是對服務業）預計將持續推動消費性支出。消費者的實力穩固了企業基本面、提高了企業獲利，也激發出更多的投資與人才招聘。各國政府也少有理由要抑制支出。總需求看來非常強勁，而且應能持續一段時間。

我們在上一篇思想領導力文章中討論過，限制整體經濟成長的因素不是需求而是供給，且供給面長期來說將會改善。企業表示供應鏈問題開始好轉，但大概還需要一段很長的時間才能回到正常，特別是日後企業會為了防範類似

問題再度發生，而將「正常」情況的存貨水準加以提高。由於勞動力供給的恢復速度緩慢，企業也表示缺工問題相當嚴重，這很可能反映出疫情導致人們對工作抱持的態度出現了結構性轉變。商品與勞動力市場雙雙吃緊，意味著供應的最終改善只會帶來更高的成本。

強勁的需求與受限的供給意味著價格上漲。這基本上就是去年發生的狀況，而且看起來短時間內不太可能改變。因此，雖說復甦前期的價格暴漲已是超過一年前的事（因此不會納入12個月通膨計算），導致通貨膨脹率指標會有一些波動，但基礎通膨率預計將持續高於疫情前水準。

### 焦點問題

各國央行對於持續高漲的通貨膨脹態度如何，是2022年的關鍵問題。持續的寬鬆將會讓金融市場與經濟更活絡，但也會帶來更大的通貨膨脹壓力；急遽緊縮則會在金融市場快速引發迴響，並可能危害整體經濟復甦。我們撰寫本文時，市場正憂心會出現後者，唯恐聯準會將扼殺經濟週期的好轉趨勢。這種想法不難理解，但我們認為仍為時過早。

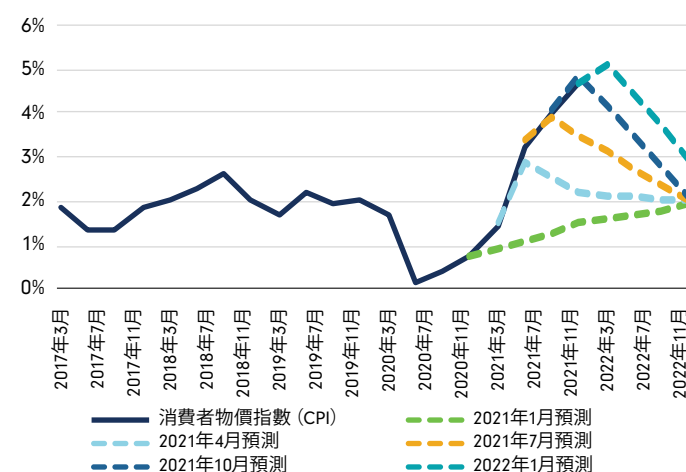
在升息循環開始時市場出現波動很尋常。鑑於近年來零息和充足的流動性對金融資產價格的飆升起到了極大的作用，在這種情況下升息，市場出現波動實屬正常。然而，緊縮週期的開始很少代表牛市告終。自1940年代以來總共有11個週期，在其中10次，美國股市都在首次升息後的幾個月內創下新高。這通常是因為，雖然政策走向出現變化很讓人擔心，但政策的立場只是從「寬鬆」過渡到「沒那麼寬鬆」。真正該憂心的是何時會「緊縮」。目前，聯準

會並沒有釋放出將會「緊縮」的信號，固定收益市場也未出現折價。遠期利率曲線目前預測聯準會將會在2%左右停止升息，通貨膨脹則接近3%；\*這表示「實質」聯邦基金利率為負值，而且遠低於中性水準。因此，市場情緒的轉變與折現率稍微提高導致的資產類別價值重估，更能解釋近期的市場波動性，這兩者嚴重打擊了之前價格高漲且現金流存續期高的成長型股票。

聯準會並不希望實行「緊縮」政策，從而導致經濟和金融市場陷於危機，但最終可能會認為別無選擇。我們檢視三個主要領域，以判斷聯準會和其他央行之後採取更激進緊縮措施的可能性。

首先是**通貨膨脹**本身。聯準會與加拿大央行一直預期通貨膨脹會下滑，事實卻恰恰相反（見附表1）。他們的預測仍保持樂觀，預期通貨膨脹會在2023年中以前回跌到接近2%的目標。然而，通貨膨脹高居不下持續的時間愈長，特別

附表1：加拿大央行通貨膨脹預期修正



資料來源：加拿大統計局、加拿大央行

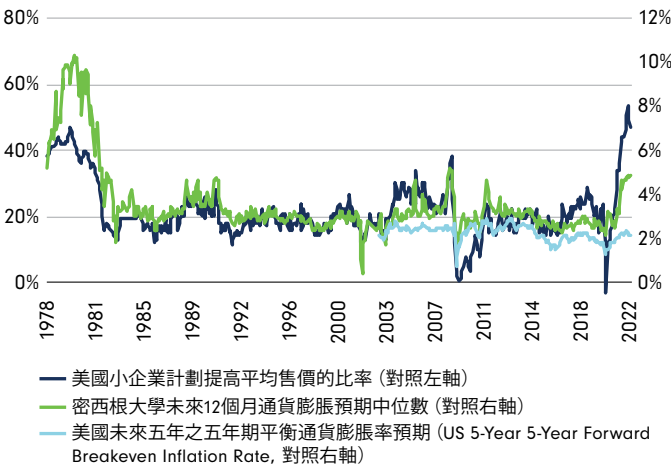
\*資料來源：彭博社

是如果有證據表明價格壓力不斷擴大，各國央行愈會認為需要「緊縮」好讓通貨膨脹重回掌控。

第二項是**通貨膨脹預期**，人們對通貨膨脹的預期可能會導致預期本身成真，就像1960和1970年代時，由於預期通貨膨脹會長期高漲，人們要求加薪並據此作出定價決策，使得預期因而成為現實。我們追蹤的指標，對於通貨膨脹預期到目前為止上漲的程度存在分歧；市場仍相對樂觀，但企業已經預期通貨膨脹率將會上漲，消費者則介於兩者之間（見附表2）。

第三項是**勞動力市場**。勞動力市場已經出現吃緊的跡象，失業率回到接近疫情前的低點，空缺職位達到歷史高點。但由於近來的法規變化更側重於對充分就業的更全面的定義，各國央行給了自己一些「緩衝空間」。然而，當我們更進一步檢視這些擴大後的定義，特別是如果薪資加速上漲，就愈看出央行會有動機採取行動（見附表3）。

附表2：債券市場仍樂觀看待通貨膨脹



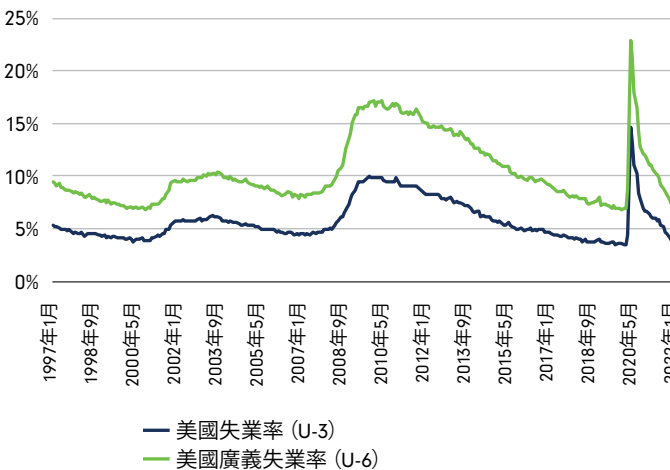
資料來源：全美獨立企業聯盟（NFIB）、密西根大學、聯邦準備理事會

除了前述幾項，我們也會密切觀察經濟與市場對於緊縮政策的敏感度。政府與民間債務大增，代表每升息一碼帶來的影響都更嚴重。這在全球化倒退與人口老齡化的環境下尤其明顯，因為這樣的環境不僅會限制全球經濟的發展速度，也壓低了「中性」利率水準。從政策角度來看的「正常化」可能比預想更為緊縮，但考量到貨幣政策施行和造成影響的時間點會有落差，可能要等到事後我們才會知道實際情況究竟如何。我們正在尋找證據，檢視聯準會收緊經濟的力道是否高於其本身的認知。

資產配置

我們預期政策暫時不會阻礙全球經濟進一步復甦，這也依然是我們加碼股票和信貸的主要動機。然而，隨著經濟週期逐漸成熟，以及預料將伴隨而來的市場波動性，讓我們稍微調降了整體風險部位（見附表4）。決策者未來對於通貨膨脹的看法漸趨焦慮，仍是威脅經濟週期與風險性資產的主因；如同前述，我們相信風險性資產仍有利可圖，但

附表3：美國勞動力市場復甦接近完成



資料來源：美國勞工統計局

也做好準備，一旦威脅更加明顯便會採取偏防禦的立場。我們也調整了投資組合中的防禦策略，由於殖利率仍低、通膨較高且波動較大，兩者綜合起來，降低了政府公債與投資級別債券的保障價值，因此我們對此資產類別維持減碼，轉而看好抗通膨債券與現金。

我們還降低了對加元計價資產的減碼，但並未完全捨棄。起主要作用的影響因素有以下兩項。

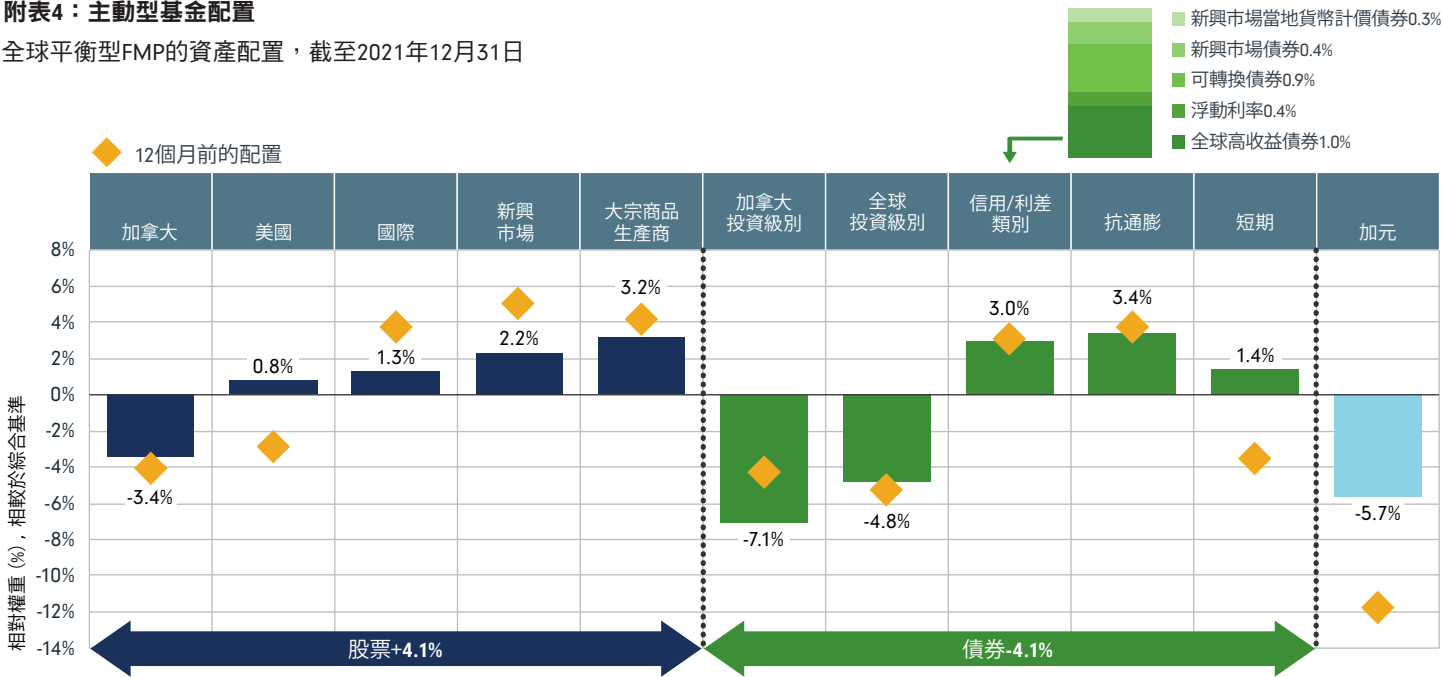
第一，我們預期，加元將受益於加拿大央行比聯準會更激進的貨幣政策正常化，從而推高加元與美元的利差。但加元上漲很可能是暫時性的，因為更高的利率很可能變成催化因素，導致國內經濟的長期風險成為事實。雖然升息的幅度可能看似溫和，但以加拿大國內的借貸狀況而言，我

們預估，僅升息100個基點就足以將家庭債務支出占可支配收入比率推升到這一代人的新高（見附表5），導致過去20年來實質帶動加拿大成長的唯一動力陷入危機。這和美國的情況不同，美國的經濟成長比較平衡，而且美國家庭在2008年的金融危機之後已經改善了自身的資產負債情形。關於升息對加元的支撐力度有多大，以及能夠持續多長時間，我們對自己的預測能力並沒有多少信心，但對於中期會造成哪些負面效果就比較有信心。

第二，就保護投資組合因應股市下跌風險來說，加元仍扮演重要角色（雖然重要性正在降低）。我們多次討論到，加元是一種週期性很強的貨幣，和全球經濟成長以及風險性資產的價格相關性較高，這代表分散投資到防禦性更強

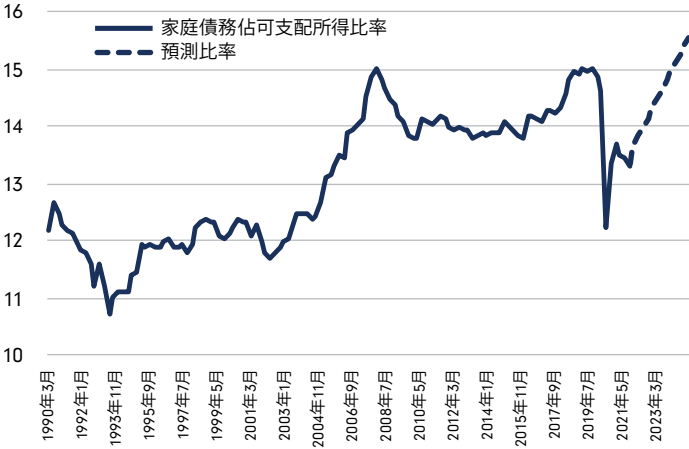
**附表4：主動型基金配置**

全球平衡型FMP的資產配置，截至2021年12月31日



資料來源：Fidelity Investments Canada ULC. Fidelity全球平衡型投資組合之綜合基準包含21%的S&P/TSX Capped綜合指數、39%的MSCI所有國家（加拿大除外）世界指數、23%的彭博全球綜合債券指數、12%的FTSE加拿大環球債券指數和5%的FTSE加拿大91天國債指數。此為標示日期當日之配置，未來可能有所變動。

附表5：升息與家庭債務佔可支配所得比率



本圖以幾項重要假設為基礎。我們假設每季有效利率提高25個基點，家庭債務與可支配所得則以2016年到2019年疫情前季度平均成長率成長。資料來源：加拿大統計局、加拿大央行，作者自行計算。

的外幣如美元、歐元和日圓，可以在規避風險的環境中緩和投資組合的波動性。由於如上所言，債券已經不太可能為多元資產投資組合提供如同過去一樣的緩衝，因此，這樣的分散投資如今更加寶貴。然而，在目前的環境下，貨幣分散投資也可能沒這麼可靠；加元也和通貨膨脹有正相關性（主要透過大宗商品價格），因此，如果是通貨膨脹引發市場壓力，加元可能更加抗跌。但我們的貨幣部位配置預計應能提供一定程度的保障。在資產價格普遍更為昂貴且相關性更高的環境下，我們必須善用所有分散投資工具，並一如既往地追求最高報酬的同時管理加拿大多元資產基金的風險。

David Wolf、David Tulk和Ilan Kolet，2022年2月9日

 關注富達加拿大的推特@fidelitycanada

作者

David Wolf | 投資組合經理

David Wolf是富達投資的投資組合經理。他是Fidelity Managed Portfolios、Fidelity Canadian Asset Allocation Fund、Fidelity Canadian Balanced Fund、Fidelity Monthly Income Fund、Fidelity U.S. Monthly Income Fund、Fidelity U.S. Monthly Income Currency Neutral Fund、Fidelity Global Monthly Income Fund、Fidelity Dividend Fund、Fidelity Global Dividend Fund、Fidelity Income Allocation Fund、Fidelity Balanced Managed Risk Portfolio、Fidelity Conservative Managed Risk Portfolio、Fidelity American Balanced Fund、Fidelity Conservative Income Fund、Fidelity NorthStar®、Fidelity NorthStar® Balanced Fund、Fidelity Tactical Strategies Fund、Fidelity CanAm Opportunities Class、Fidelity Inflation-Focused Fund、Fidelity Canadian Monthly High Income ETF Fund、Fidelity Global Monthly High Income ETF Fund及Fidelity Tactical Global Dividend ETF Fund的聯席經理。他亦擔任Fidelity Conservative Income Private Pool、Fidelity Asset Allocation Private Pool、Fidelity Asset Allocation Currency Neutral Private Pool、Fidelity Balanced Private Pool、Fidelity Balanced Currency Neutral Private Pool、Fidelity Balanced Income Private Pool、Fidelity Balanced Income Currency Neutral Private Pool、Fidelity U.S. Growth and Income Private Fidelity Pool、Fidelity Global Asset Allocation Private Pool及Fidelity Global Asset Allocation Currency Neutral Private Pool的投資組合聯席經理。

David Tulk, CFA | 投資組合經理

David Tulk是富達投資的投資組合經理。他是Fidelity Managed Portfolios、Fidelity Balanced Managed Risk Portfolio、Fidelity Conservative Managed Risk Portfolio、Fidelity Conservative Income Fund、Fidelity Inflation-Focused Fund、Fidelity Conservative Income Private Pool、Fidelity Canadian Monthly High Income ETF Fund及Fidelity Global Monthly High Income ETF Fund的聯席經理。

Ilan Kolet | 機構投資組合經理

Ilan Kolet是富達投資的機構投資組合經理。在這個職務上，Kolet先生作為投資管理團隊的成員，對投資組合的理念、流程和建構有著深刻的理解。他協助投資組合經理及其投資長確保投資組合的管理符合客戶的期望。



互惠基金和ETF投資可能會產生相關的佣金、尾隨佣金、管理費、經紀人手續費及相關費用。投資前請仔細閱讀載明詳細投資資訊的互惠基金或ETF招股章程。所示回報率為所示期間的歷史年化複合總回報，包括單位價值變化及分派的再投資。所示回報率並未計入任何單位持有人應付的銷售、贖回、分銷或選擇權費用或所得稅，該等費用或稅項會降低回報。互惠基金及ETF並無任何保證。其價值頻繁變化，投資者可能會獲益或蒙受損失。過往績效可能無法重現。

富達的經理人、分析師或其他員工可能會不時就特定公司、證券、行業或市場板塊發表意見。任何此類人士的觀點僅為個人當時表達的觀點，並不代表富達或富達組織中任何其他人士的觀點。任何此類觀點可能隨時根據市場和其他情況發生變化，富達不對更新此類觀點承擔任何責任。這些觀點不應視為投資建議；由於富達基金的投資決策基於眾多因素，因此不應視為任何富達基金交易意圖的指示。

本文件所載聲明基於被認為屬可靠的資訊而製，僅供參考。對全部或部分以第三方提供的資訊為依據的資訊，我們不保證其始終準確、完整或及時。本文件既未提供任何投資、稅務或法律建議，亦非購買基金的要約或邀約。圖表僅供說明之用，不反映任何基金或投資組合將來的價值或投資報酬。具體投資策略應根據投資人的投資目標及風險承受能力評估。Fidelity Investments Canada ULC及其分支機構和相關公司對該資訊中的任何錯誤或遺漏及因此蒙受的任何虧損與損害概不負責。

本評論中的某些陳述可能包含前瞻性陳述（「FLS」），這些陳述具有預測性，可能包括諸如「預期」、「預測」、「打算」、「計畫」、「相信」、「估計」等詞語，及類似的前瞻性表述或其否定形式。FLS基於當前對未來一般經濟、政治和相關市場因素（例如利息）的預期和預測，並假設適用的稅收或其他法律或政府法規未發生變化。對未來事件的期望和預測本身就受到風險和不確定性等因素影響，其中一些因素可能無法預見，因此可能在往後證明並非正確。FLS不是未來績效的保證，實際事件可能與任何FLS中表達或暗示的情況有重大差異。許多重要因素可能導致這些差異，包括但不限於北美和國際上的一般經濟、政治和市場因素、利息和外匯匯率、全球股票和資本市場、商業競爭以及災難性事件。您應避免過度依賴FLS。此外，無論是否出現新資訊、發生事件或其他情況，任何FLS都不會特意更新。

「富達投資」及／或「富達」共同代表：i) FMR LLC（一家美國公司）及若干附屬公司，包括Fidelity Management & Research Company（FMR Co.）和Fidelity Management & Research (Canada) ULC（「FMR-Canada」）-其在英屬哥倫比亞省以FMR Investments Canada ULC的身份執行業務；及ii) Fidelity Investments Canada ULC（「FIC」）及其附屬機構。Fidelity Management & Research (Canada) ULC（「FMRCanada」）於2018年2月1日在安大略省開業。FMRCanada在安大略證券委員會（「OSC」）註冊為投資組合經理，並在其他加拿大證券委員會註冊為投資組合經理。FMR-Canada的業務範圍目前限於透過FMR-Canada的全權委託投資組合管理團隊提供全球資產配置（「GAA」）策略。GAA策略由FMR-Canada以二級顧問身份，向由Fidelity Investments Canada ULC（「FIC」）提供顧問服務的帳戶提供，當中FMR-Canada擔任FIC的直接二級顧問或透過非加拿大富達顧問（包括（及主要是）在美國證監會註冊的投資顧問，例如FMR Co., Inc.（「FMRCo」））擔任三級顧問。FMR-Canada並不直接向加拿大的投資者提供該等策略。FMR-Canada還在加拿大註冊了「Fidelity Investments」作為商標名稱。

© 2022 Fidelity Investments Canada ULC.保留所有權利。

749856-v202222 INM 746930 #61.110365C 02/22

