

終將雨過天晴

David Wolf | 投資組合經理

David Tulk, CFA | 投資組合經理

關鍵提示

- 我們知道，面對這場前所未見的衝擊，政府採取了前所未見的政策應對措施
- 我們認為股票將展露價值，但必須耐心等待
- 我們採取的基金配置在短期內以安全為重，而長期則追求出色表現

COVID-19大流行對現代社會而言是一場空前的衝擊。相應政策措施也是前所未見。面對當前不斷變化的環境，我們將在以下內容當中分享我們瞭解的情況和我們的觀點，並探討我們為加拿大投資者管理富達多資產類別基金時所採取的措施。

我們瞭解的情況

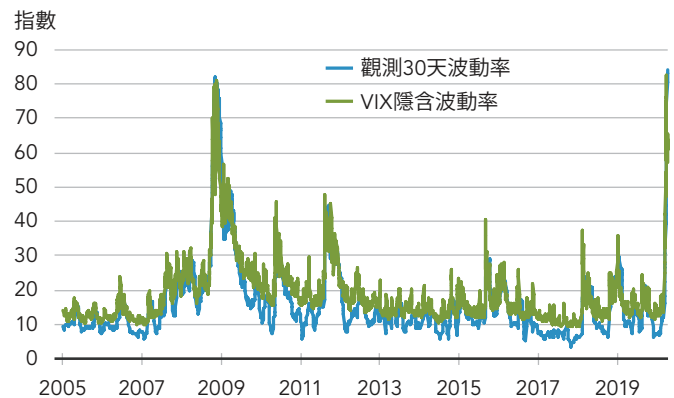
我們知道市場波動率急遽上升（見附表1）。儘管三月底有一波反彈，但標普500指數第一季依然下跌了20%；加拿大股票的跌幅更甚，直逼過去百年內的最大跌幅。此衝擊蔓延至固定收益市場，致使公司信用工具的價格大

幅下跌，即便推出調降利率和政府公債收益率政策也不見起色。

幾乎所有資產價格都急遽下跌，而我們認為這至少反映出三項事實。第一，經濟勢必受到巨大衝擊，在我們撰寫本文時，這些數據才剛剛開始顯現出來（見附表2）。這不僅會影響企業的獲利，更可能會對部分企業的償債能力形成嚴峻挑戰。第二，衝擊影響的廣度與時間長度皆難以確定。第三，受到強化管制與整體不安影響，投資者紛紛急於兌現，導致市場流動性下降。

附表1：空前波動

標普500的實際和隱含波動率



資料來源：Bloomberg和FMR Co.

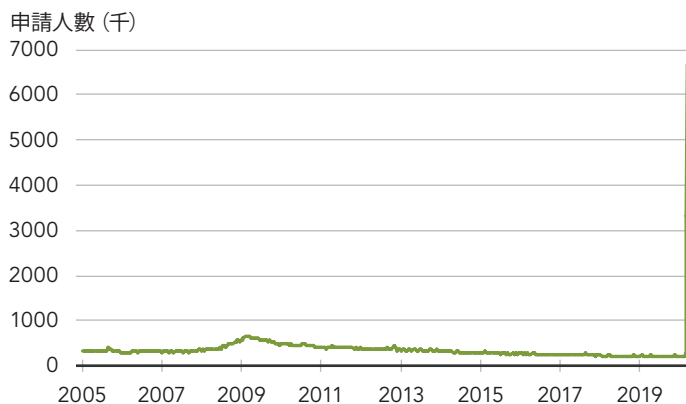
同時我們也清楚，相應政策涵蓋範圍廣大，且力道逐步增強。財政、貨幣和監管「重砲」措施正多管齊下，期望藉以穩定市場和填補經濟缺口。由於美元流動性在全球金融系統當中佔有舉足輕重的地位，美聯儲的行動因此尤其重要，其央行更是祭出了無上限承諾注資，以前所未見的範圍和規模購買證券（見附表3）。各國央行紛紛跟進，這當中包括了加拿大央行，該行已啟動了其在2008年設法避免的量化寬鬆計劃。加拿大與各國金融監管機構已放寬對銀行的限制，以確保流動性政策可在必要時提供信用流通。在這當中，財政方面的應對措施最為驚人，各地政府完全不顧財政赤字，向失去收入的家庭和企業投入大量現金。

我們的觀點

我們認為長期而言，COVID-19仍然會是全球性的問題。我們的研究網路（包括富達的醫療分析師和外部專家）表示，該病毒極可能對人類構成持續性的威脅，直到有效療程推出、疫苗研發完成，或者出現「群體免疫」為止。而這些解決措施或現象至少需要數月的時間方能成

附表2：空前的衰弱

美國初次申請失業救濟金人數



資料來源：Bloomberg和FMR Co.

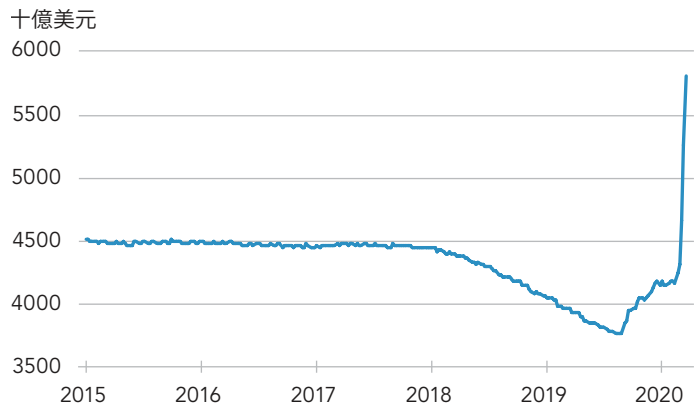
形。當局皆採取「緩解」策略，實施管制和隔離，以期透過「拉平曲線」來避免醫療系統不堪重負。但麻煩的是，政府愈是試圖透過關閉各種機構來降低人命耗損，所付出的經濟代價就愈是龐大（而這本身就對所有人帶來顯著影響）。兩者之間所需的平衡點在哪，以及在此平衡點上病毒將會造成的損失總額有多大，目前尚為未知數。

不過，我們認為疫情的持續並不代表經濟和市場必然會持續衰退。這兩者都承受到嚴重打擊。不過，如前所述，經濟決策者紛紛採取「不計代價」的措施。我們相信這些措施終將有助緩解上述的市場壓力來源：對經濟造成的衝擊、此衝擊帶來的不確定性，以及市場的流動性不足。這將會是個耗時且非線性的過程。但我們認為，這個過程終將證實「經濟大蕭條」這類危言聳聽的比擬是言過其實。

我們也認為COVID-19大流行所帶來的經濟、金融和政策動盪與影響，將促使一些我們關注已久的長期宏觀問題更快速浮現。其中，以下列兩項最值得注意：

附表3：不計代價

美聯儲的資產負債表



資料來源：Bloomberg和FMR Co.

第一，通脹將會產生。我們長期以來一直擔心中央銀行的獨立性可能遭到破壞。我們或許正在親眼見證此破壞的過程。決策者進入戰時狀態，因而難以像承平時那樣採用微調金融狀況等辦法來達到通脹目標。面對目前明顯出現的通縮衝擊，苦惱通脹的問題可能顯得滑稽可笑。然而一旦衝擊過後，我們所將面臨的會是超振興貨幣和財政政策，屆時決策者可能不願或無法將這些政策撤回。世界經濟也很有可能邁向更進一步的去全球化，其整體運作效率將下降，並將導致成本上升。為了解決此危機及其應對措施造成的政府債務膨脹和增長滯礙，通脹有可能是最無阻力、最可行的辦法。

第二，我們認為加拿大會面臨特殊的挑戰。原因如下：首先，由於加拿大經濟體小而開放，以生產大宗商品為主，因此全球性危機總是會對其造成超乎比例的嚴重影響。其次，加拿大的經濟過度依賴家庭支出和借貸，在本次危機前早已失衡；待解問題過多，衰退的程度理所當然更嚴重。第三，加拿大持續倚賴能源產業，但油價因供需變化而降到歷史低點，導致能源產業出現重大挑戰。第四，加拿大近年的經濟增長完全由移民人口的增長驅動，而如今移民人口的增長已趨歇緩。第五，加拿大氣候寒冷，人口較集中，可能使病毒所造成影響更甚。

我們所採取的措施

作為受託者，我們的第一要務就是堅守崗位，投注全力執行優異的基金管理。這代表我們的投資注重安全性和可靠性、履行每日流動性的承諾，並避免以過低價格賣出證券，藉此保護投資組合價值免受永久性損害。

隨著債券市場流動性逐漸增加，以及股票市場持續探底，我們正利用機會進行再平衡操作，適度轉移至風險性資產。我們的再平衡操作是主動型資產配置過程的要

素之一，這得益於我們專門的資產配置研究以及與股票及固定收益經理的合作。這些資料顯示只能逐漸轉移回風險資產。我們的目標是穩步積累廉價資產，使基金長期表現能更加出色。

可以肯定的是，股票價值已逐步顯現。從由下而上的角度來看，我們的經理觀察到更適合以低價買進優秀企業的機會，這當中有些經理長期抱持存疑的態度，而如今也已進場滿倉投資。從由上而下的角度來看，可收取的股票風險溢價（亦即股票的相對廉價程度）已回升至歷史高點（見附表4）。然而，股票市場尚未到達低點。經濟學家和股票分析師目前的預測調降顯得嚴重不足。壘罩於該類預測和普遍性展望之上的不確定性不可能在短期內消散。我們不會以固定收益投資部門的同事願意收購的不利價格向陷入困境的市場出售債券來換取資金購買股票。


在向股票投資回移的同時，我們也在調整投資組合的資產配置。如前所述，我們認為長期而言，幅度更大且波動率更高的通脹是相當有可能的趨勢，而市場價格明顯尚未反映這一趨勢。搭配其他因素的影響，這將可能導致產生極大的負實際利率（受到極有可能發生的名義利率有效上限之金融抑制影響）以及股票和債券之間較低的負關聯（與增長衝擊不同，通脹衝擊傾向對這兩種資產類別造成同方向影響）。因此，我們將進一步調整投資組合中的防禦性元素，從名義債券轉向具有通脹保護的債券和黃金。

此外，我們正進一步擴大從加拿大資產到全球資產的多元化投資。如上所述，我們對於加拿大在目前環境中面臨的特殊挑戰感到擔憂。不過從更宏觀的角度來看，全球化總是意味著更大的市場廣度與深度，以及更豐富的

機會，且無對沖投資具備額外的優勢，亦即可透過反週期貨幣投資來降低波動率。事實上，目前多元分散至全球資產所代表的價值，以及更廣泛而言多元分散至各個不同資產類別所代表的價值，是個再貼切不過的實際範例。目前幾乎所有的資產價格都有下跌，我們的基金也不例外。不過環球均衡FMP（Global Balanced FMP）（扣除F系列費用）自一月底下跌11%，跌幅比整體加拿大60/40指數投資組合少23%，更比S&P/TSX綜合指數少52%。長期而言，由於我們在2013年後期轉為主動型資產配置，即便計入近期的損失，截止三月底投資者在環球均衡FMP的總回報仍高達49%，幾乎是整體加拿大60/40投資組合回報的兩倍（見附表5）。

讓我們以另一項我們瞭解的事項來總結：雨過終將天晴。我們在此危機的當下將持續致力於保護投資組合，並進行妥善配置，使其能在風暴寧息時帶來出色成果。

David Wolf 及 David Tulk，2020年4月7日

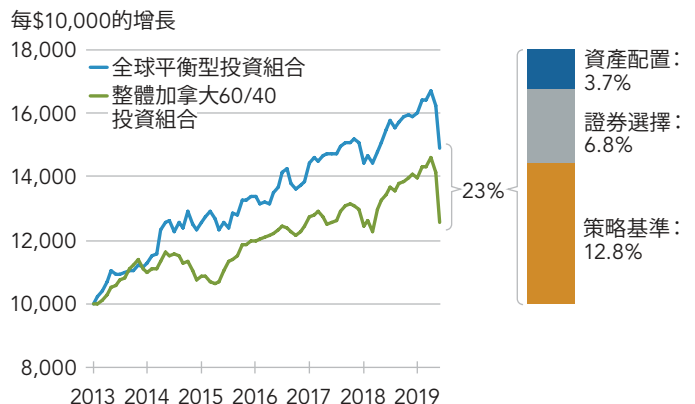
 關注富達加拿大的推特@fidelitycanada

附表4：持有股票的風險補償攀升
股票風險溢價



資料來源：Bloomberg和FMR Co.

附表5：多元分散和主動型管理的價值
投資組合回報（FMP60G對比整體加拿大60/40示意圖）



資料來源：Fidelity Investments Canada。僅為示意圖。完整披露請參閱第5頁。

作者

David Wolf | 投資組合經理

David Wolf是富達投資的投資組合經理。他是富達管理投資組合（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及Fidelity Conservative Managed Risk Portfolio的聯席經理。他還是 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 及 Fidelity U.S. Growth and Income 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 Balanced Managed Risk Portfolio、Fidelity Conservative Managed Risk Portfolio、Fidelity Conservative Income Fund 及Fidelity Conservative Income Private Pool的聯席經理。

附表5資料來源：Fidelity Investments Canada ULC。僅為示意圖。對於沒有全球投資的加拿大投資者，本例凸顯了全球多元化之優勢。將整體加拿大股票與債券平衡的投資組合與Fidelity全球平衡型投資組合進行比較，後者涵蓋全球資產類別以達到多元分散效果。業績展示了截至2020年3月31日的累計回報率（F系列，扣除費用），以加拿大元計價。右側顯示的價值增加包含三項要素：1.策略性基準：反映了全球平衡型投資組合的中性資產搭配，所顯示的基金增加價值已扣除F系列費用，因為此部分是該基金相較於整體60/40加拿大投資組合未採取主動式管理所高出的預期超額回報；2.證券選擇：反映出整體全球平衡型投資組合回報當中底層基金的主動型股票與固定收益管理所占比重；以及3.資產配置：反映長期基金資產類別相對於其中性配置的戰術性投資傾向。Fidelity 全球平衡型投資組合策略基準包含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%的彭博巴克萊全球綜合債券指數、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。自2013年10月起，Fidelity 管理投資組合由原本的靜態資產配置辦法轉變為+/- 15%區間式的戰術性資產配置策略。整體60/40加拿大投資組合包含60%S&P/TSX綜合指數和40%FTSE加拿大環球債券指數。所示的回報率用於說明複合增長率的影響，並無意反映任何基金的未來價值或投資回報。



互惠基金及ETF投資可能會產生佣金、尾隨佣金、管理費、經紀費及相關費用。投資前請仔細閱讀互惠基金或ETF的招股章程，該文件載有詳細投資資訊。所示回報率為所示期間的歷史年化複合總回報，包括單位價值的變化及分派的再投資。所示回報率並未計及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。對互惠基金及ETF概不做任何保證。其價值頻繁變化，投資者可能會獲得收益或遭受損失。過往業績可能無法再現。

富達的經理、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，富達並不對更新此類觀點承擔任何責任。這些觀點不應被視為投資建議，並且由於富達基金的投資決策基於眾多因素，因此不應被視為任何富達基金交易意圖的指示。

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」、「計劃」、「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的影響，其中一些因素可能是不可預見的，因此可能在未來日期被證明是不正確的。FLS不是未來表現的保證，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、商業競爭和災難性事件。應該避免過度依賴FLS。此外，無論是否出現新資訊、發生未來事件或其他情況，都無意更新任何FLS。

「富達投資」及／或「富達」共同指：i) FMR LLC（一家美國公司）及若干附屬公司，包括Fidelity Management & Research Company LLC（FMR Co）和Fidelity Management & Research（Canada）ULC（「FMR-Canada」） - 其在列治文哥倫比亞省以FMR Investments Canada ULC的身份開展業務；及ii) Fidelity Investments Canada ULC（「FIC」）及其聯屬機構。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」）提供顧問服務的賬戶提供，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.）擔任三級顧問。FMR-Canada不直接對加拿大投資者提供策略。FMR-Canada還在加拿大註冊了「Fidelity Investments」作為商標名稱。

© 2020 Fidelity Investments Canada ULC版權所有。保留所有權利。

307534-v202041 INM 307240