

升息與其連帶效應

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

- 中央銀行反應落後經濟形勢
- 債券可能持續受壓，股票則仍有上漲空間
- 短期內，加拿大資產的表現可能較佳，但中期則面臨重大挑戰

COVID-19大流行對全球經濟和金融市場造成了史無前例的衝擊。大規模財政支援與大幅寬鬆貨幣政策雙管齊下的應對方式同樣也是前所未見，並協助避免了全球經濟長期蕭條的最壞結果。然而，這種震撼性的應對方式，導致通膨急劇升溫至當代所未見的水準，這清楚地表明，用於指導中央銀行行動的經濟框架已不適應當前的任務。由於央行之前並未認識到疫情對供應的限制有多嚴重，因此接下來必須迅速提高利率以控制通膨。貨幣政策大幅緊縮將對金融市場的表現造成深遠的影響，這也會反映在我們為加拿大投資者管理的多資產類別基金的資產配置上。

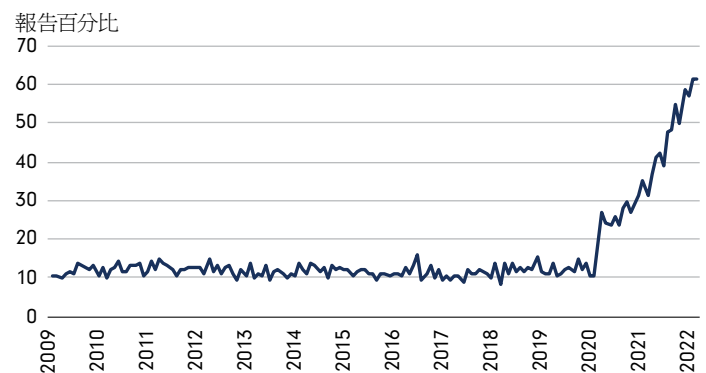
爲什麼會發生現在這種情況？

中央銀行的想法，以及他們用來代表經濟和指導政策的模型，已在最近的周期中演變，開始將通膨視爲實際GDP和潛在GDP之間差異的函數。實際GDP低於潛在GDP時所造成的經濟蕭條稱爲「產出缺口」，這會壓抑通膨，需要以更寬鬆的貨幣政策來抵消其作用。同理，當實際GDP高於潛在GDP時，正向的產出缺口會導致通膨加劇，需要藉由緊縮貨幣政策加以減緩。

但問題在於，這個模型預設實際GDP反映的是需求，因爲它假設供給具有彈性。這樣的假設通常沒錯，但在目前狀況下卻不然。供給是受限的，而我們已經多年未見到這樣

附表1：供給才是限制因素

加拿大獨立企業中報告產品短缺或分銷限制的百分比。



資料來源：
加拿大獨立企業聯盟 (Canadian Federation of Independent Business)。

的受限情況（見圖表1）。這個狀況不只是涉及眾所周知的「供應鏈瓶頸」，儘管這個瓶頸顯然也是影響因素之一，畢竟如果工廠只有三輛汽車的零件，那麼無論人們想買多少輛車，最後都只能生產出三輛。此狀況有部分是由疫情相關限制所造成，如果餐館遭勒令停業，無論有多少人想要來上一頓豐盛美饌，餐點的供應量都仍會是零。這個狀況也與缺乏勞動力有關，如果您現在有十個職缺，卻僅有五人申請，那您仍只能雇用五人，至少在您發現提高薪資有可能吸引更多人之前，都會是這樣的狀況。此外，這也和原物料的短缺有關，通常商品價格上漲會刺激供給增加，但由於環境和其他考量，開採業的新業務項目正受到越來越嚴格的審查。

另一種說法，則是中央銀行（以及大多數市場經濟學家）慣於將一切情況都視為需求衝擊。貨幣政策是一種需求面的工具，對於供給面的衝擊成效不佳，且若試圖以此抵消這類衝擊對經濟成長造成的壓抑，就會導致通貨膨脹。這是我們從1970年代學到的重要教訓，但顯然我們早已將之拋諸腦後。如果一個人手上只有一把鐵鎚，那麼一切看起來都會像是根釘子；但以這次來說，我們面對的實際上是顆螺絲。

矯正錯誤

市場開始逐漸意識到這個問題。幾個月來，市場貼現與中央銀行的說法基本一致：由於經濟表面上仍顯疲弱，即使通膨並不完全是「暫時性」的，還是會很快降溫，因此貨幣政策將可逐步趨於正常化。然而，此一看法現已發生改變。例如，上個月短短一個月，市場對明年年底美國聯邦基金利率的預期就從2%上升至3%，現在更預測會連續多次

升息50個基點（見圖表2）。我們認為，這是適當的應對方式，央行之前錯誤地解讀了供需關係，因此現在必須解決此問題。

以下將討論這個狀況對我們在主要資產類別中的積極資產配置策略會造成什麼影響。

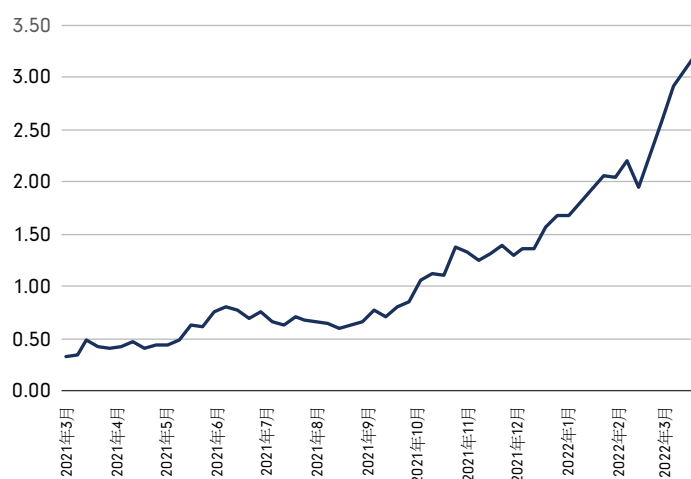
股票方面的影響

我們維持小幅加碼股票，但預計會隨著週期的推進，降低基金的風險狀況。迄今為止，針對迅速上升的貨幣緊縮預期，股市展現出極好的韌性。我們認為，股市的韌性有部分可歸因於市場認為美國聯準會將能「輕易」控制通膨：沒錯，利率上升的幅度將超過之前的預期，但利率並不會長時間維持高位。以上看法符合短期市場通膨預期飆升，但長期通膨預期幾乎沒有變化的情況（見圖表3）。

短期內，抑制通膨確實看起來很「容易」，隨著去年春天的高峰值不再包含在計算範圍內，實際衡量的CPI通膨很可

附表2：美國聯準會升息預期大幅上升

2023年12月美國聯邦基金利率期貨



資料來源：彭博。

能會下降；經濟成長可能會趨緩，但幅度不會太大，由於消費基本面強勁，且供給限制有所緩和，消費者物價上漲和最初利率上升對經濟的抑制作用將得到緩衝。現在已有許多人指出，最近2年期/10年期債券殖利率曲線的倒掛，證明經濟增長將進一步下滑並迎來衰退，但我們並不同意此一看法。從歷史經驗看來，殖利率曲線通常在衰退開始前兩年或更久以前就開始倒掛。目前3個月/10年期債券殖利率曲線的斜率仍然相當陡峭，這一指標反映了貨幣政策的相對立場，通常更能有效預警經濟衰退。而且，由於央行透過量化寬鬆買下了很大一部分的市場，因此長期債券的殖利率資訊存在一些問題。簡而言之，我們並不認為債券市場發出的訊號表示經濟衰退已迫在眉睫，也不認為衰退即將到來。這一切都與過往歷史相符，股票投資者應該擔憂的並非第一次升息，而是最後一次升息。

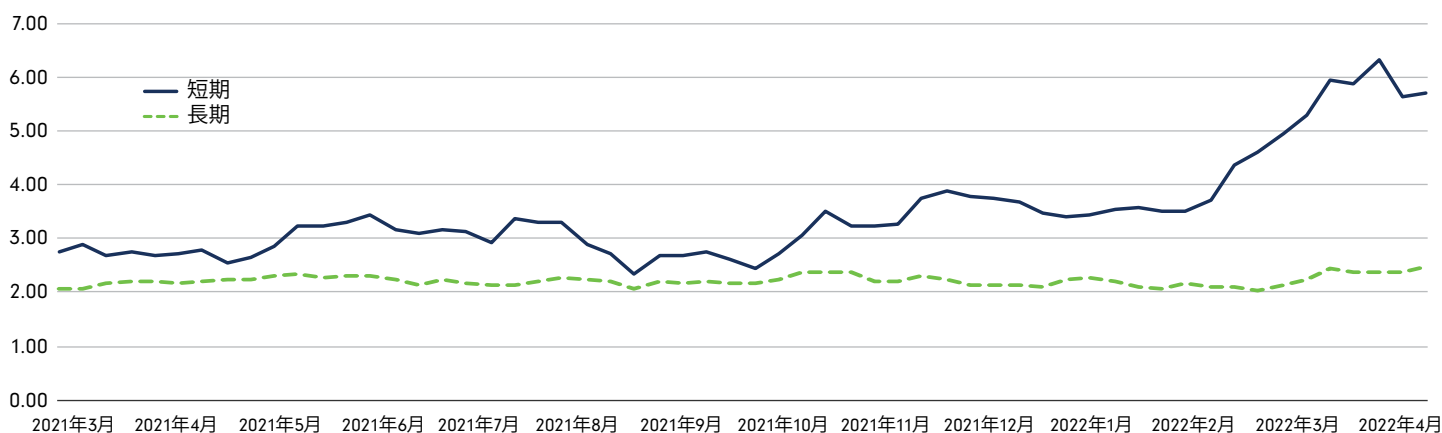
不過，隨著時間的推移，市場或許會逐漸明白，控制通膨的過程很可能不會像預料的那般容易。供應鏈瓶頸最終會得到緩解，但去全球化和勞動力短缺等長期性的供應面阻力則不然。目前的總需求遠高於總供給，價格普遍上漲便證實了這一點，在此情況下，目前預期對需求的溫和壓抑，可能不足以使通膨完全降至央行的目標，最終，可能還是需要一次經濟衰退才能解決此現象。如上所述，我們並不認為衰退會在短期內到來，只是認為最終必將迎來衰退。顯然，這將是對股票市場的挑戰，等到衰退的趨勢日益明顯，我們將會透過調整自身風險立場加以解決。

債券方面的影響

我們會繼續減持債券。利率快速上升的預期打擊了固定收益市場，這點並不足為奇；加拿大和美國債券市場在第一季均下跌了約7%*，遠比過去20年的任何情況都要糟糕。長期以來，我們一直大幅減持政府名義債券和投資級債券，

附表3：錨點仍然存在，至少目前如此

美國短期通膨率預期以一年期損益平衡通膨率代表。美國長期通脹率預期以五年期損益平衡通膨率代表。



資料來源：彭博。

*資料來源：彭博。

將投資組合中的防守型配置多元化，投入對通膨更具韌性的資產，例如黃金和通膨掛鉤債券等，這些資產在固定收益資產拋售中提供了些許緩衝。我們會維持這樣的配置；雖然債券市場的價值有所恢復，但如上所述，我們認為針對更高通膨和利率的調整雖然顯著，但尚不完全。

加元方面的影響

我們暫時減少了外匯資產的配置，但隨著加元接下來可能會進入一段面臨挑戰的時期，我們將伺機重新配置外匯資產。

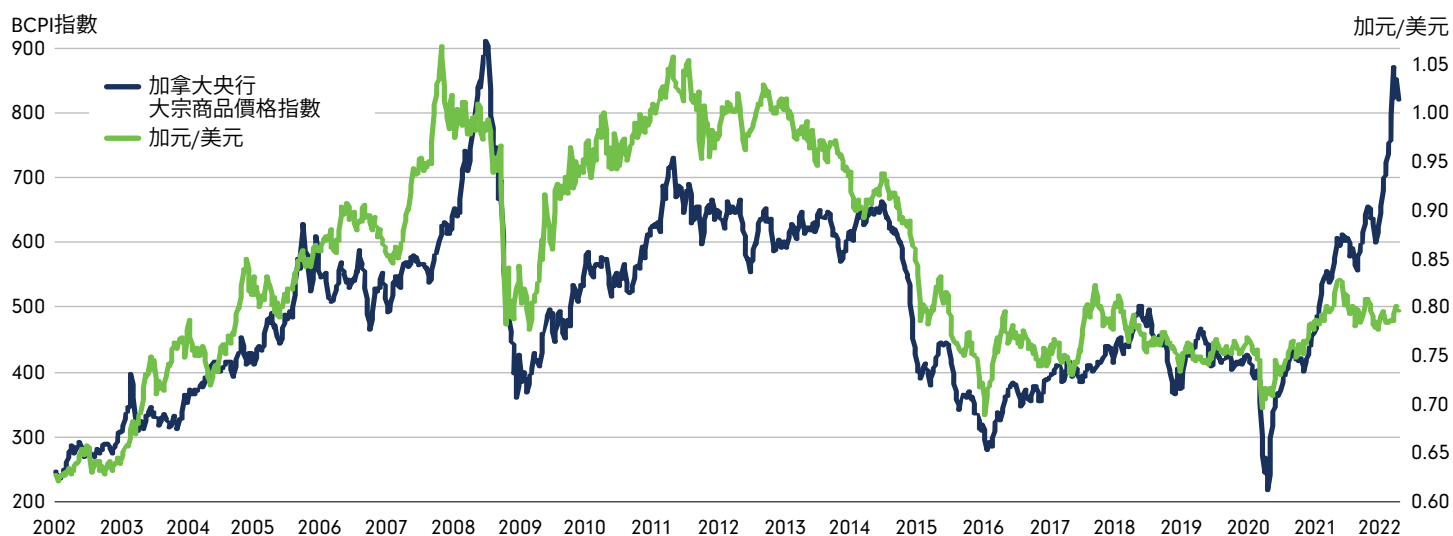
短期內，加元的狀況看起來相當有利。由於加拿大是大宗商品的主要生產國和出口國，大宗商品價格上漲改善了加拿大的貿易條件，這意味著加元仍有升值空間（見圖表4）。大宗商品價格對加拿大經濟的提振，也表示加拿大通貨膨脹率面臨更大的上升壓力，加拿大央行將進一步採取緊縮政策以解決此問題，從而讓加美兩國的利差擴大，對

加元較有利。因此，我們目前對加元的配置，是該貨幣自2016年初觸及68美分左右的匯率低點以來的最高水位。

不過，加元的長期前景可能與此大不相同。正如我們長期以來所討論的狀況，加拿大十多年來的經濟成長，主要是由債務驅動的房地產市場活動增長所推進。在疫情之前及整段疫情期間，家庭債務相應上升，使家庭和整體經濟體系愈發脆弱。儘管大環境的寬鬆利率長期推遲了房地產市場的崩盤日，但已觀察到的利率上升，以及預期中加拿大央行的政策收緊，顯然會成為市場修正的催化劑。舉例而言，可代表大多數固定利率抵押貸款的再融資成本的一項數據，也就是五年利率的五年變化趨勢，已在3月份出現自1994年以來最大的單月增幅（見圖表5）。隨著家庭資產負債表的調整修復，以及經濟成長的趨緩，加元預計將在這段漫長且必要的時期中大幅走弱。

總而言之，貨幣政策一如既往會是影響市場前景的關鍵因素。我們預計，各國央行所犯的政策錯誤以及隨後的應對

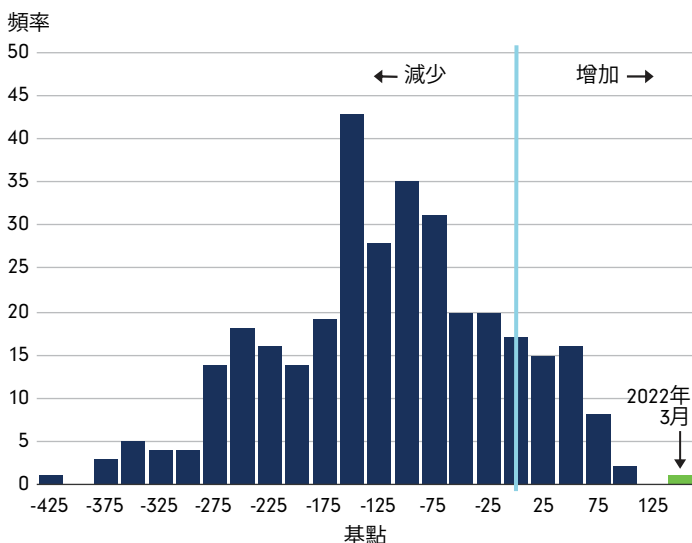
附表4：大宗商品價格顯示加元走強



資料來源：彭博。

附表5：加拿大利率出現本世代最大升幅

五年期加拿大政府債券殖利率的五年變化分佈（1994年-2022年）



資料來源：彭博社、FMR Canada。

措施，將在未來幾年間對市場表現和我們的投資策略產生重大影響。日後，我們依然會秉持初衷為加拿大投資者服務，根據市場情況調整策略，好在控管風險的同時，讓加拿大多資產類別基金的報酬最大化。

David Wolf、David Tulk Ilan Kolet，2022年4月4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 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 Pool Fidelity Global Asset Allocation Private Pool和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 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代表富達基金的交易意圖的指示而加以依賴。

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奠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。

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。

「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」） - 其在不列顛哥倫比亞省以FMR Investments Canada ULC的身份開展業務；及ii) Fidelity Investments Canada ULC（「FIC」）及其聯屬機構。FMR-Canada於2018年2月1日在安大略省開始營運。FMR-Canada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.）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。

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

816882-v202246 INM 815181 04/22 61.110365C

