

衝擊前端

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

經濟恢復能力是2023年上半年的重要宏觀議題。去年聯準會和加拿大央行瘋狂的緊縮政策本應在現階段引發經濟衰退，但實際上並未如此。股市以兩位數的漲幅使經濟放緩的預期落空，令市場歡呼雀躍。這些漲幅的持續狀況將取決於這種經濟恢復能力在未來的持久性。

美國經濟的恢復能力受到多種因素影響，很難判斷其能否持久。因此，我們認為目前我們的主動資產配置流程中的宏觀要素大致處於中性狀態，這與我們流程中其他要素（由下而上選股策略、估值和情緒）所示的混合訊號結合，促使我們對各基金中的股票採用更加中性的權重配置。

然而我們確信的是，加拿大經濟的恢復能力未來將比美國面臨更大的挑戰。在我們看來，加拿大的經濟恢復能力主要受到兩個明顯無法持續因素的支撐，即超額家庭儲蓄及有效的放款人寬限措施。這些因素或許短期內不會消失，但其終結亦為期不遠。

在此，未來匯率的影響顯而易見 - 加幣可能會對美元走弱，以延緩和減輕加拿大經濟受到利率衝擊的影響，而利率衝擊目前已初見端倪。因此，由於預期加拿大央行將重啟利率緊縮週期，我們在5月份已經回補了部分空頭，之後又恢復了主動資產配置策略中大幅減碼加幣的策略。

在下文中，我們將更深入地探討加拿大經濟的兩項支撐因素，我們認為在過去一年中這兩項因素為加拿大經濟提供了強大但顯然是暫時性的支撐。

超額家庭儲蓄

在疫情期間，加拿大家庭積累了相當可觀的超額儲蓄，政府刺激政策與減少消費的結合使儲蓄率上升至近27%。隨著全球市場重新開放，支出已開始反彈，但由於薪資增長強勁，並且被壓抑的需求只能逐漸釋放（如果你在疫情期間沒有理髮，你不太可能連續理髮十次來彌補），加拿大家庭不太需要動用到超額儲蓄。

除了支援當前支出率的上升之外，超額儲蓄還可供家庭應對隨著利率飆升而上升的償債成本。即使是對於尚未直接感受到高利率影響的固定期限抵押貸款人，超額儲蓄也只能讓他們不減少當前的支出，因為借款成本終將增加，到時就可用這些資金來抵銷。對於加拿大央行而言，超額儲蓄的存在降低了經濟對利率的敏感度。換言之，在其他條件不變的情況下，為了對減緩經濟成長以及實現並維持目標通膨率，利率需要更高，且可能需要維持更長時間。

超額儲蓄所帶來的好處雖然可以持續一段時間，但畢竟無法永遠持續。附表1顯示了基於對儲蓄率或實際貨幣餘額回歸趨勢的假設，超額儲蓄可能何時耗盡的四種不同情境。這裡有一系列的結果反映了目前有多少因超額儲蓄而產生的不確定性，但在所有情況下，這種緩衝將在一年內消

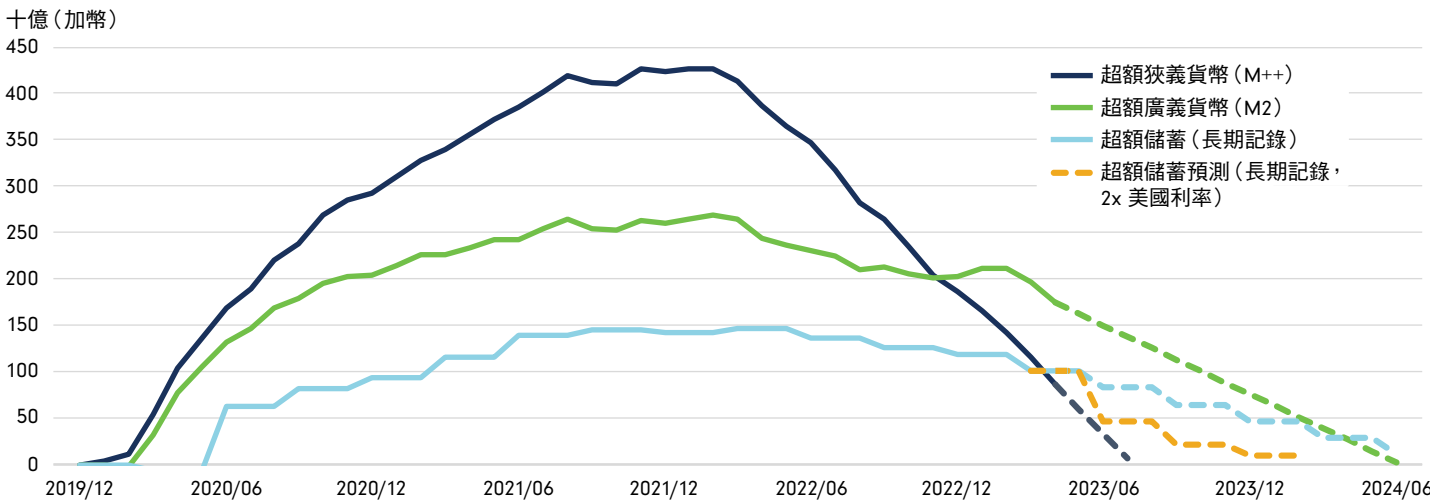
失。這些情境可能過於樂觀，因為它們都沒有考慮到勞動市場發生危機的可能性，而這會更快耗盡超額儲蓄。

最終，隨著儲蓄耗盡和勞動市場降溫，支撐家庭支出的要素將在不斷上升的利率浪潮下大幅受到侵蝕。對於長期依賴家庭部門推動整體經濟的經濟體來說，一段時期的緊縮將對加拿大經濟增長放緩產生巨大影響。

有效的放款人寬限措施

抵押權人在利率飆升時需要支付更多費用，這是眾所周知的事情。雖然對於採用固定利率抵押貸款的人來說會有延遲，但考慮到貸款期限通常都是5年，這一天仍無可避免會在未來的數個月和數年內到來。對於採用浮動利率抵押貸款的人來說，利率衝擊會立即到來。但由於加拿大浮動利

附表1：超額儲蓄預估值



預測分析假設過去3個月的運行速度保持不變。資料來源：加拿大統計局、富達投資資產配置研究團隊 (AART)

率抵押貸款的借款人普遍採用固定付款架構，因此現金流影響會延遲，只不過固定付款會更多地用於償還利息而非本金（這將延長攤還期限，這是政府核准的做法，政府也

有意要推遲利率衝擊的到來）。

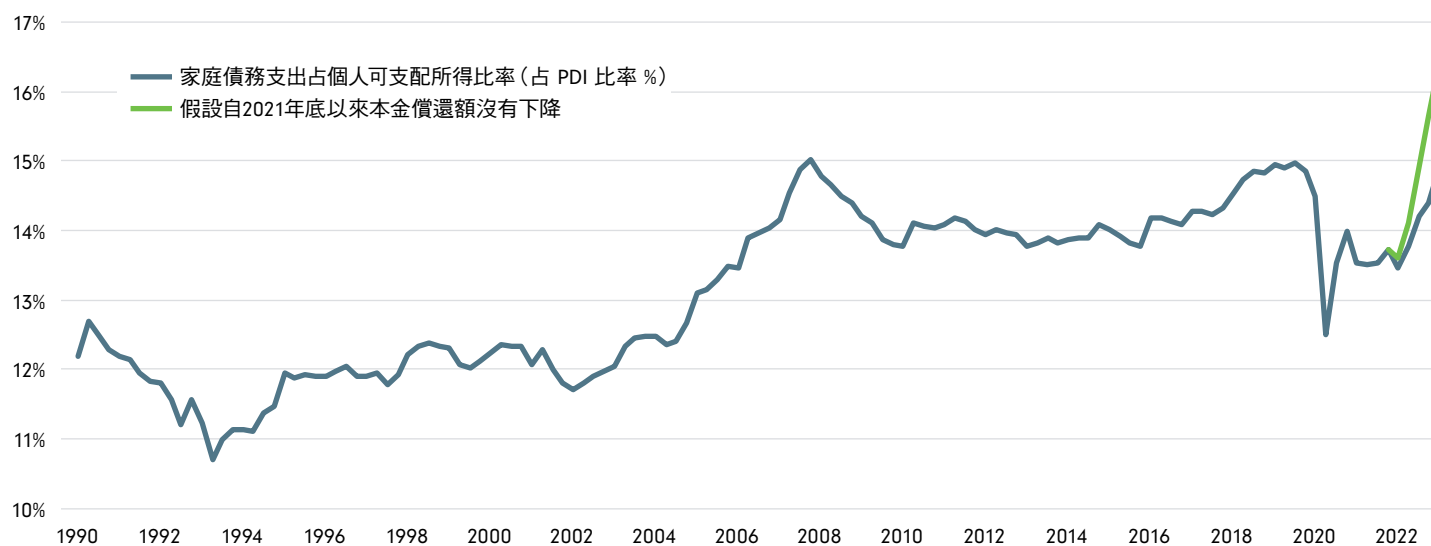
預估利率衝擊規模以及其影響延後的程度有兩種方法。首先，加拿大央行預估，目前加拿大只有三分之一的抵押權人必須支付更多金額，而其中還有很多人支付的漲幅遠未達到最終的水準。但即便如此，加拿大人支付的抵押貸款利息在過去一年中增幅仍高於過去32年的總和。最終的衝擊將會數倍於此。

其次，我們可以估計這種延遲在多大程度上推遲了對那些早已負債累累的家庭的現金流的影響。加拿大的家庭債務支出占個人可支配所得比率在過去一年中僅略微上升，大致回到了疫情前的水準（見附表2）。但如果本金支付被迫跟上，償債率的漲幅就會是有史以來最劇烈的，遠超過歷史上的最高水準。而這種狀況最終也將發生。

影響

綜上所述，有效的放款人寬限措施延緩了利率上升對加拿大家庭現金流的影響，而我們所看到的影響則受到疫情留下的超額儲蓄所緩衝。這兩者最終都不可避免地會耗盡。我們只看到了首當其衝的部分，而最終這波衝擊將對長期

附表2：延期償還緩解了利率上升帶來的衝擊
加拿大償債比率（本金延期償還和不延期償還）



資料來源：加拿大統計局、FMR計算

以來過度依賴由債務推動的家庭消費和住房支出的經濟增長造成重創。

現在，加拿大央行了解所有這些問題。他們知道有巨大的利率衝擊正在前方等待，儘管他們（和我們）不知道確切的衝擊時間和程度。即便是在最近一輪升息之前也是如此。所以為什麼不靜觀其變呢？他們為什麼要在6月和7月恢復升息？因為他們等不起，也不能讓目前的恢復能力持續下去，對本已緊縮的經濟產生持續影響 - 尤其是在目前通膨率仍遠高於目標、工資不斷增加、物價預期面臨脫錨風險的情況下。他們知道這麼做有可能使最終的衝擊變得更加嚴重，但考慮到自己的職責和貨幣政策對經濟的影響範圍，他們別無選擇。若情況惡化，央行隨時可以扭轉並降息。

這就是我們認為最終必然發生的情況，但這可能需要相當長的時間 - 利率衝擊的影響才剛剛顯現，央行必須確信通膨最終已被抑制，然後才會放寬政策。降息遙遙無期，升息可能還未完成。但我們認為，當這股浪潮最終席捲而

過，寬鬆政策將勢在必行。這種寬鬆政策將會隨著美國經濟的恢復而到來，而美國利率則有可能會維持高位，因為較低的家庭債務和較長的抵押貸款期限意味著利率衝擊可能會隨時間推移而變得更小和更持久。

這種衝擊對金融市場的影響是多方面的，但正如我們之前所討論的，有一點相當明確 - 加幣相對於美元將必須走弱，才能緩解我們剛剛看到的劃時代的利率正常化對加拿大造成的更嚴重的打擊。由於加拿大的家庭收支失衡問題多年來一直不受控制地膨脹，這種情況也因而已經拖延許久，但調整的催化因素終於出現了。雖然我們能夠調整我們的主動配置，以掌握加幣的短暫超額收益，但我們認為重新建立更大規模的減碼配置將使我們為加拿大投資人管理的基金在經濟動蕩的長期餘波中處於有利地位。

David Wolf、David Tulk和Ilan Kolet，2023年7月19日

LinkedIn 在[LinkedIn](#)上關注富達加拿大

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和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 American Balanced Fund, Fidelity Asset Allocation Private Pool、Fidelity Balanced Income Private Pool、Fidelity Balanced Managed Risk Portfolio、Fidelity Balanced Portfolio、Fidelity Balanced Private Pool、Fidelity Canadian Asset Allocation Fund、Fidelity Canadian Balanced Fund、Fidelity Canadian Monthly High Income ETF Fund、Fidelity Conservative Income Fund、Fidelity Conservative Income Private Pool、Fidelity Conservative Managed Risk Portfolio、Fidelity Dividend Fund、Fidelity Global Asset Allocation Private Pool、Fidelity Global Balanced Portfolio、Fidelity Global Dividend Fund、Fidelity Global Equity Portfolio、Fidelity Global Growth Portfolio、Fidelity Global Growth Private Pool、Fidelity Global Income Portfolio、Fidelity Global Monthly High Income ETF Fund、Fidelity Global Monthly Income Fund、Fidelity Growth Portfolio、Fidelity Income Allocation Fund、Fidelity Income Portfolio、Fidelity Inflation-Focused Fund、Fidelity Monthly Income Fund、Fidelity NorthStar® Balanced Fund、Fidelity Tactical Global Dividend ETF Fund、Fidelity Tactical Strategies Fund、Fidelity U.S. Growth and Income Private Pool和Fidelity U.S. Monthly Income 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。投資前請閱讀載明詳細投資資訊的互惠基金或ETF招股章程。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。

本評論中的某些陳述可能包含具有預測性質的前瞻性陳述（forward-looking statements, FLS），可能包括「預期」、「預測」、「打算」、「計劃」、「相信」、「估計」等詞語，以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不是未來績效的保證，實際事件可能與任何FLS中明示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（「FMR-Canada」）於2018年2月1日在安大略省開業。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（包括並主要是）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。

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回報。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。

© 2023 Fidelity Investments Canada ULC.保留所有權利。

1436809-v2023724 INM 1431938 07/23

