

# 潛在市場情勢分析

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

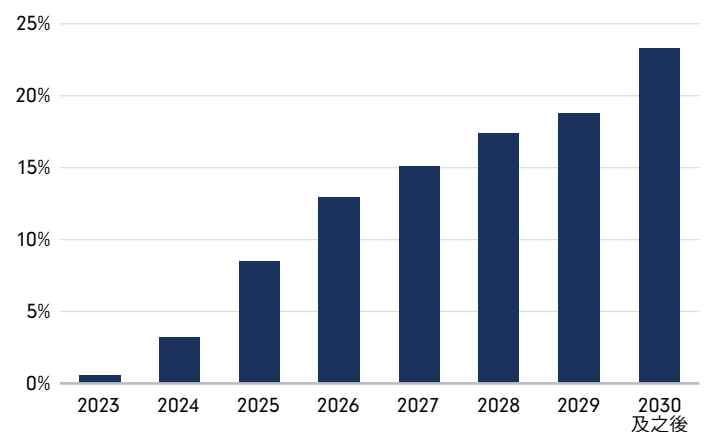
我們一年前發表了「[宏觀環境崩盤，但其他三大要素依然堅挺](#)」一文，說明為什麼經濟前景不看好，我們卻並未採取更為保守的資產配置策略。後來，股市開始上漲，投資流程的三大要素屹立不搖，至於宏觀環境...並未真正崩盤，經濟似乎已經安然度過聯準會歷史性的嚴厲緊縮政策。標普500從2022年10月低點上漲約20%，同時美國經濟僅擴張2.5%，與市場共識相左。這些變動是否會持續（無論是真的不再衰退還是只是延後衰退），是投資人要面對的關鍵問題。

美國經濟在經歷了利率調升525個基點後仍維持抗跌韌性，我們與其他許多人一樣，為此感到驚訝。雖然此週期（如同所有週期）到了某個時點終將以衰退作結，但我們的主動配置也已逐步確認了美國經濟軟著陸的可能性。相形之下，我們對加拿大經濟較沒信心，不認為其能達到相同結果。因此，雖然我們目前股票採取中性配置，偏好精選產業的信用債，而非政府公債，但已進一步減少了加幣對美元曝險的持有部位。

美國經濟之所以尚未進入衰退，且軟著陸可能性增加，關鍵原因在於其經濟與宏觀經濟模型預測相比，似乎對利率極不敏感。模型有何缺失？有可能是短期利率調高對經濟活動的緩和效果比預期更加滯後。出現這種情況有兩個可能的原因。首先，美國消費者在疫情期間累積的超額儲蓄十分可觀，反映出政府提供的救助金與支出遞延；這些

存款可用來抵銷較高的利率（與較高的通膨）對消費的影響。其次，美國有許多公司債務在超低利率期間展期，藉機借貸了長期貸款，消費者則將房貸轉貸，以恢復標準的30年固定貸款期限（見附表1）。綜觀這些資訊，美國經濟還有很大一部分消費與投資，尚未受到借貸成本變高的影響。

附表1：貸款已展期



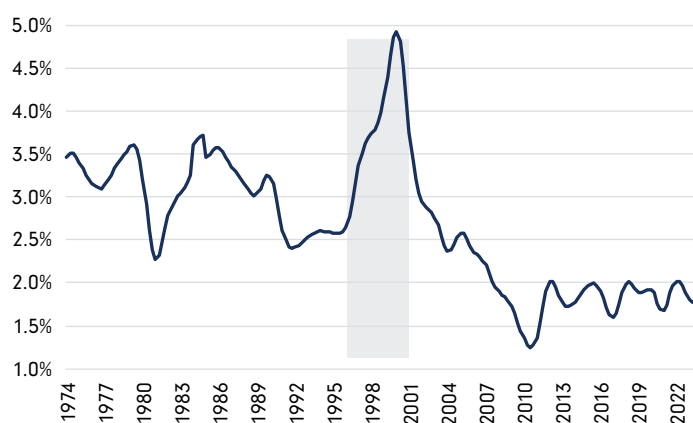
資料來源：ICE Data Services，高收益債到期牆，截至2023年8月31日，圖表顯示美國高收益債逐年的到期量。

如果只是單純間隔時間較長的話，市場仍面對巨大的宏觀經濟挑戰：如果需要花費更長時間以較高利率緩和經濟，同時聯準會需要經濟放緩以壓低通膨，那麼聯準會只能加大升息。那麼最終的結局是一樣的——經濟衰退。問題只在何時發生以及有多嚴重。

但也存在另一種更加樂觀的可能。若潛在GDP成長率（在不引發通膨的情形下，經濟可能的成長速度上限）目前高於模型所示，那麼就不一定會進入衰退；只要成長低於這個較高的潛在成長，超額需求將會減少，通膨也會減緩，聯準會不再緊張，並確認去年更積極的股市趨勢。

這種情形之前發生過嗎？有的。1990年代中後期的核心情形正是如此。聯準會在1994年強勢升息，導致進入週期晚期的跡象出現，且預期1995 - 96年將出現衰退。但衰退並未發生，經濟與股市雙雙起飛，多年維持在高點，主要正是因為潛在GDP成長加速（見附表2）。

**附表2：生產力支撐了1990年代的軟著陸**  
美國潛在GDP成長率（%）



資料來源：Haver Analytics

經濟成長速度的上限為何提高？簡單回答就是：生產力。多年前，一位著名的經濟學家曾打趣說：「電腦世代無所不在，但偏偏不見於生產力的統計數據中」。後來，所謂網路的出現，才讓我們終於在生產力數據上看到電腦世代的影響。更高的生產力成長，代表經濟乃至於盈餘增長都更加快速，還不會引發通膨與政策緊縮的反應。

目前的週期中，是否也能加速生產率的成長呢？當然很有可能。人工智能為改革業務流程帶來希望。轉型至清潔能源正在促使投資行為作出調整，因應目前的氣候變遷風險，並透過再生能源資源降低未來的碳排放量。隨著疫情爆發，對許多上班族而言，古板的「朝九晚五辦公時間」也不復存在，工作安排變得更有效率。這些趨勢全都與提高經濟成長速度上限的方向一致。

我們何時能知道潛在成長率已經上升，軟著陸無虞呢？有鑑於數據的性質與模型處理這些數據的方法，很可能經過多年仍無從得知。但是，未來幾個月我們將可獲得重大的線索。若生產力確實加速，那麼即使經濟維持韌性，通膨在秋季依然可能持續下降。股票市場則理所當然表現良好。但若只是較高利率與較低成長率兩者的間隔時間較長，而潛在成長率並無改善，則通膨很有可能再次上升，由科技業領導的股票估值膨脹將顯得過度樂觀。因此，CPI數據將一如既往的至關重要。

鑒於我們評估軟著陸的可能性提高，我們的多元資產基金的主動資產配置做了哪些安排呢？

首先，股票配置已調升為中性設定。去年我們重視的四大要素中有三大要素具備相對樂觀的前景，本次亦然，有鑑於更強勁的潛在GDP成長率可能帶來軟著陸的風險，我們

目前不希望過度防禦。我們也希望保留資本給各區域不同作風的重要經理人，他們都經歷過各種不同的市場環境並成功度過。

其次，我們持續避開政府公債。如同我們六個月前的報告所討論，綜合考慮殖利率曲線的型態、攀升的通膨環境與不確定的股債相關程度，我們不遵循常規資產配置「準則」，在週期尾聲不買入債券。縱使殖利率現已進一步上揚，也不為所動。我們認為，以上討論的兩種情形無論出現哪一種，固定收益投資存續期策略可能都仍無法正常發揮作用。如果潛在經濟成長率確已有所回升，通膨就可緩解，但這也表示中性利率（所謂的r-star）更高，致使目前貨幣政策的立場算不上特別緊縮，聯準會也無從證實目前已反應的降息。不過，若只是間隔時間的問題，衰退仍將到來，那麼在頑固的通膨與聯準會進一步緊縮的反應之下，即使貨幣政策方向最終需要反轉，目前美國4.5%的10年期殖利率也沒有太大意義。

附表3：美元緩衝股市風險



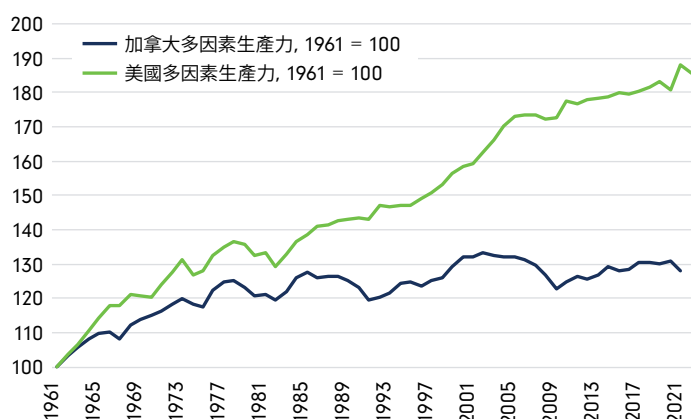
資料來源：標準普爾、聯邦準備理事會

在多元資產基金的固定收益投資中，我們通常避開長期政府債券和投資級公司債券，而選擇高殖利率的證券，包括短期工具和高收益、浮動利率、可轉換債券、新興市場本幣債券等信用產品。

最後，我們可以輕鬆維持固定收益存續期減碼操作的理由之一是，我們認為以自家投資組合中的貨幣部位來降低風險，是更可靠的作法。更確切的說，我們已經增加美元兌加幣的部位，此為可靠的股票風險分散工具（見附表3）。

此外，這個部位也與稍早討論過的，美國經濟潛在成長率逐漸明顯的上升趨勢一致。至於加拿大的經濟成長速度上限，則幾乎不可能經歷同樣由生產力推動的增長。加拿大去年生產力指標落後美國的情形相當嚴重（其實過去50年皆如此，見附表4）。在過去18個月中，加拿大的經濟抗跌韌性看起來與暫時因素（正如我們三個月前的報告中所述）及移民因素關聯更大。而移民促成的經濟增長對資產

附表4：加拿大的生產力已嚴重落後



資料來源：美國勞工統計局、加拿大統計局

價格的支撐力道遠不如生產力改善的影響。這些支撐力道似乎正在消退；根據最近的GDP數據，加拿大近期可能開始進入衰退。因此，與加拿大相比，美國經濟成長與政策利率從週期上與結構上皆上升的可能性越來越大。若真如此，加幣可能還要繼續貶值。

David Wolf、David Tulk和Ilan Kolet，2023年9月22日

 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、商業競爭和災難性事件。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（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。

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。

1531018-v2023925 INM 1523540 09/23

