

準備戰鬥

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

Bruno Crocco, CFA | 投資組合經理

Jon Knowles, CFA | 機構投資組合經理

為了應對美國政策環境的急劇變化，加拿大國內外都已做好了戰鬥準備。市場同樣變得躁動不安。身為投資者，我們絕對不能對那些令人瞠目且常常相互矛盾的新聞標題反應過度。但同樣也不能反應不足——全球政治、經濟和金融格局正在發生重大變化，我們需要對投資組合策略進行謹慎調整。美國政策重大轉變帶來的許多最終後果只有隨著時間的推移才會顯現出來。但其中一些後果已開始顯現，促使我們根據主動資產配置流程來調整持倉。

我們將這一觀點總結為「市場價格一直在最大程度地反映美國例外論，而美國政府卻在削弱許多曾經使得美國成為

例外的因素。」在這種背景下，我們已經採取相應措施，減少了對美國股票的投資，轉而投資國際股票和防禦性通膨保值資產。

下面我們從兩方面來解釋這一措施。

購買國際股票

幾乎從任何指標都可以看出，長期以來，美國資產比世界其他地區的資產都要昂貴。標普 500 指數的本益比為 22 倍，而世界其他地區（MSCI AC 世界指數（美國除外））的本益比為 14 倍，而美元總體匯率現已接近 1980 年代中期以來的最高水準（圖表 1）；兩者相結合，美國在 MSCI AC 世界指數中的占比已超過 65%，

圖表 1：長期上升

美元貿易加權匯率指數，2006 年 1 月 = 100



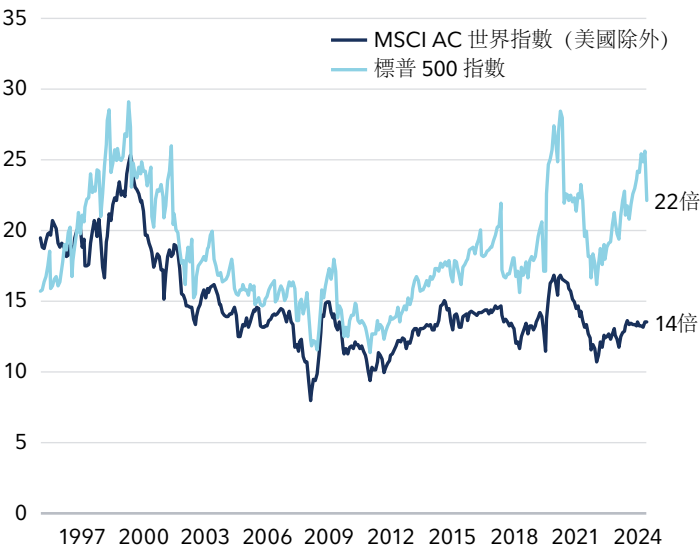
資料來源：彭博社，聯準會。數據截至 2025 年 2 月。

創歷史新高。如上所述，金融市場的定價一直在最大程度地反應美國例外論。現在看來，這種狀況是不可持續的。

美國的不利因素

多年來，股票估值差距一直存在，甚至有所擴大（圖表 2）。美國資產的溢價是由於美國公司卓越的獲利能力，以及支撐這種獲利能力的的經濟活力（參見第 1 季度洞察）。而這種活力又是建立在美國長期以來的全球領導地位、強大的機構、可預見的治理和法治的基礎之上。但如今這些優勢似乎正逐漸被削弱。2024 年末，人們樂觀地認為，放鬆監管和重振市場活力將為美國經濟提供動力，但如今這種樂觀情緒已被不確定性和波動性的寒蟬效應所取代。目前尚不清楚這是否會導致 2025 年經濟衰退，但人們對美國經濟的信心已大為減弱。

圖表 2：質疑美股的價格
未來十二個月的本益比

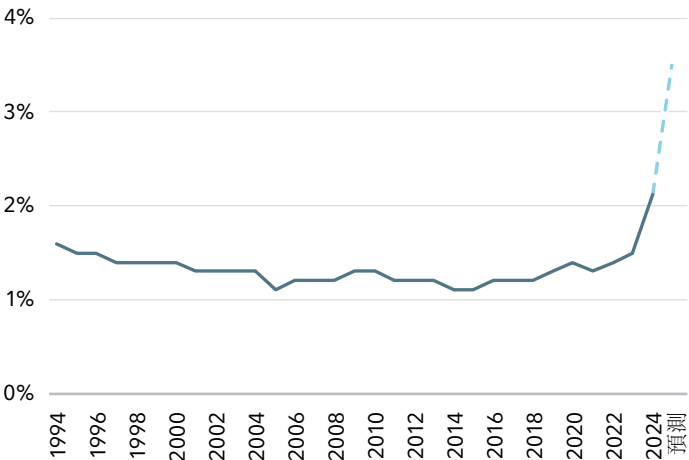


資料來源：彭博社。數據截至 2025 年 2 月。

歐澳遠東的有利因素

在其他已開發市場，特別是歐洲，卻出現了相反的情況。歐洲經濟長期處於低迷狀態。很顯然，美國的關稅政策不會對此有任何幫助。但更重要的動力似乎是，面對美國目前的行動，歐洲大陸團結起來了。這包括保障歐洲大陸自身安全的迫切需求，而這需要大幅增加財政支出並加強歐洲各國之間的合作。這可能會部分消除某些阻礙歐洲發展的結構性問題。例如，德國的武裝部隊和整體預算靈活性幾十年來一直受到嚴格限制。現在，這種情況發生了變化，德國以及其他歐洲國家的軍費開支預計將大幅增加（圖表 3）。所有這些因素導致的結果與美國的情況正好相反，與以往預期的長期停滯相比，歐洲經濟的風險似乎出現了好轉。

圖表 3：歐洲未來事態的徵兆？
德國國防開支占 GDP 的比例



資料來源：世界銀行、斯德哥爾摩國際和平研究所、北約。2023 年以後的數據根據北約或德國最近的提案估算。

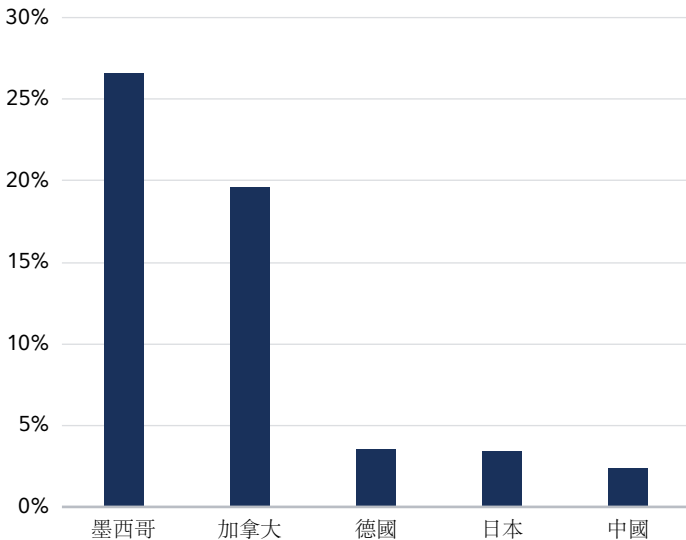
在進行這種分析時，請務必注意，經濟並不是指股票市場，股市上仍然會有優秀的美國公司和表現不佳的國際公司。因此，我們將繼續在這些市場中分散投資。但考慮到當前的環境，我們認為應該向我們在歐洲的選股人員提供更多資源，以投資我們所看到的新進出現的諸多目標。

加拿大面臨的威脅

我們對非美國股票的增持尚未包括加拿大；我們對國內市場仍然保持低配。目前發生在歐洲的許多令人興奮的動態在我們國內也同樣可見，作為投資團隊的加拿大人，我們對此深有感觸。加拿大正在採取一系列正確的結構性措施，比如打破省際貿易壁壘、加大對內部基礎設施和國防的投資，並尋求海外替代貿易夥伴。但這些措施的實施需要時間。同時，失去可靠的美國市場對加拿大經濟的潛在打擊比幾乎任何其他國家都要大一個數量級（圖表 4）。

圖表 4：兩場貿易戰的故事

2023 年對美出口占 GDP 的比例



資料來源：彭博社，世界銀行數據截至 2023 年 12 月。

也許關稅會被取消，也許貿易戰會升級，目前沒人知道，但對貿易關係的傷害已經造成。此外，關稅打擊之前經濟面臨的許多阻力仍然存在，特別是家庭資產負債表過度緊張和商業部門生產力低迷。

11 月份，我們認為隨著美國轉向內向型經濟，加拿大可能就像是好社區裡的一棟爛房子（從純粹的經濟角度來看）。現在看來，加拿大更像是位於簡陋公園旁邊的一棟房子。我們樂觀地認為，最終一切都會好起來，但情況在好轉之前可能會變得更糟，我們需要看到加拿大資產（包括貨幣）的更大折價，才會放心增加國內配置。

購買更多防禦性通膨保值資產

我們出售美國股票所得的部分收益已投入防禦性資產，從而降低了我們在市場上的整體風險。鑑於市場目前面臨的不確定性明顯程度較高且性質不同尋常，這似乎是謹慎之舉。我們的重點目標是黃金和通膨保值債券（TIPS）等防禦性通膨保值資產。這是因為，在這個不斷變化的世界中，所有道路似乎都指向更滯脹的經濟環境。

關稅導致滯脹

關稅是一種稅。就像任何稅一樣，它會使物價變得更高，而您能得到的更少。對當前關稅的任何周密分析都會發現，對於整體經濟而言，關稅的影響是提高通膨的同時抑制 GDP 增長。這些影響的具體規模和時間尚不確定，但其方向是明確的。

例如，加拿大央行預測，加拿大的 GDP 在未來兩年內將比先前的基準下降 4%；儘管需求受到打擊，通膨預計仍將小幅上升。對於美國這種更加封閉的經濟體來說，這些影響會相對較小，但依然顯著。請注意，加拿大央行的分析所使用的模型充分考慮了關稅可能產生的第二輪影響，包括財政和貨幣政策的反應，以及金融市場和大宗商品價格的變動。

去全球化導致滯脹

對於關稅對經濟增長和通膨的影響程度的估計可能會被證明是錯誤的，這取決於關稅實施的時間長短、水準，以及市場和政治決策者的反應。但它也可以放在一個更持久的趨勢——去全球化的背景下。過去二十年中，全球貿易一體化進程陷入了停滯狀態（圖表 5）。疫情過後，貿易不確定性進一步加劇，供應鏈的中斷表明，為了保持供應的可靠性，必須犧牲一些效率。如今，全球化的衰落似乎注定會進一步加速，因為美國不再被世界視為可靠的市場。

全球貿易體系更分散、經濟邊界更厚重，意味著專業化程度更低、效率更低、成本更高、生產力更低，最終導致總供給減少。由於需求量是既定的，較低的供應量反過來意味著較低的增長率和較高的通貨膨脹率。

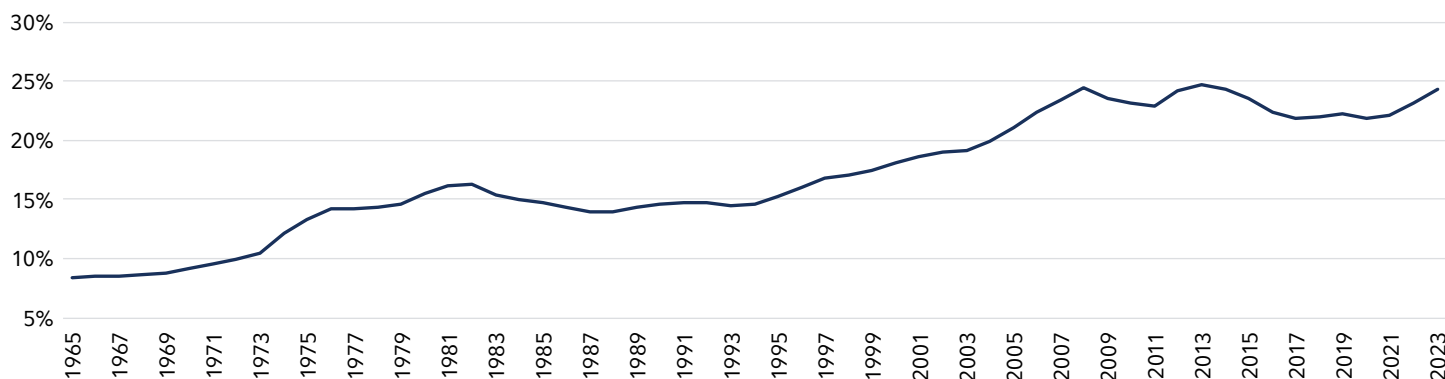
在這種環境下保護投資組合

我們如何在這種環境下保護投資組合？

我們可以增持現金，但這在當今世界並不是特別有吸引力，因為央行可能會降低利率來促進增長，甚至允許通膨略微走高，從而削弱購買力。我們可以增持債券，滯脹中的「停滯」部分往往會降低固定收益投資的收益率（從而推高價格）。但滯脹中的「通膨」部分肯定毫無幫助，不僅因為它往往會推高收益率，還因為相關的通膨波動會推高股票和債券相關性。正如我們曾多次討論過的，這會損害固定收益投資對於股票下跌的保護作用。鑑於美元的獨特屬性，過去幾年我們在表達防禦姿態時傾向於投資美元，但隨著最近政策的變化和情緒的轉變，我們不太確定這些屬性是否會繼續保持。

圖表 5：貿易一體化進程停滯

全球進口占 GDP 的比例，3 年移動平均值



資料來源：世界銀行，國際貨幣基金組織。數據截至 2023 年 12 月。

因此，我們選擇增持長期持有的通膨保值資產，如通膨保值債券（TIPS）和黃金。在 1970 年代的滯脹時期，TIPS 還不存在，黃金幾乎是那段時期唯一實際價格上漲的資產，而且最近的表現也與此類似（圖表 6）。

圖表 6: 可靠的通膨對沖工具

黃金（通膨調整，2025 年 1 月，美元/盎司）



資料來源：Haver Analytics, FMR 計算。數據截至 2025 年 1 月。

需要明確的是，與我們投資組合中的股票部分一樣，我們將保持多元化；我們不會放棄現金或債券。但滯脹環境風險的上升促使我們進一步將投資組合的防禦性轉向通膨保護。

保持主動

市場和基礎環境已迅速改變，而且無疑還會進一步改變。在這樣的環境下，我們的主動資產配置方式是一種優勢，它使我們能夠在保持嚴謹流程和多元化策略配置的同時適應環境的變化。隨著對未來預期的變化，我們將根據保護和增長基金持有人資產的總體目標不斷調整持倉。

David Wolf、David Tulk、Ilan Kolet、Bruno Crocco 和 Jon Knowles

2025 年 3 月 19 日

LinkedIn 在 [LinkedIn](#) 上關注 Fidelity Canada

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 Global Equity+ Fund、Fidelity Global Equity + Balanced Fund、Fidelity Canadian Asset Allocation Fund、Fidelity Canadian Balanced Fund、Fidelity Monthly Income Fund、Fidelity U.S. Monthly Income Fund、Fidelity Global Monthly Income Fund、Fidelity Global Dividend Fund、Fidelity Income Allocation Fund、Fidelity American Balanced Fund、Fidelity Conservative Income Fund、Fidelity NorthStar®、Fidelity NorthStar® Balanced 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 Balanced Private Pool、Fidelity Balanced Income 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 Portfolio、Fidelity Global Equity + Balanced Fund、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 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 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 CIO 確保投資組合的管理符合客戶的期望。

Bruno Crocco, CFA | 投資組合經理

Bruno Crocco 是富達投資的投資組合經理。他是 Fidelity ClearPath Retirement Portfolios、Fidelity ClearPath Institutional Portfolios 和 Fidelity ClearPath Index Plus Portfolios 的聯席經理。

Jon Knowles, CFA | 機構投資組合經理

Jon Knowles 是富達投資的機構投資組合經理。在這個職務上，Knowles 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 CIO 確保投資組合的管理符合客戶的期望。

投資互惠基金及 ETF 會產生佣金、尾隨佣金、管理費、經紀人手續費及相關費用。投資前請仔細閱讀互惠基金或 ETF 的招股章程，其中載有詳細的投資資訊。所示回報率為所示期間的歷史年度複合總回報率，包括單位價值的變化和分配的再投資。所示回報率未考慮銷售、贖回、分配或選擇權費用，以及任何單位持有人應繳納的所得稅，這些因素可能會減少回報。互惠基金及 ETF 概無任何保證。其價值變化頻繁，投資者可能會獲得收益或遭受損失。過往表現可能無法重現。

所示指數回報僅用於比較目的。指數未經管理，其回報不包含任何銷售費用或其他費用，而這些成本會降低績效。不可能直接投資某個指數。

富達的經理人、分析師或其他員工有時會針對特定公司、證券、產業或市場板塊發表看法。此類看法的觀點僅代表其個人當時的觀點，並不一定代表富達或富達組織中任何其他人士的觀點。任何此類觀點都可能隨著市場和其他條件隨時發生變化，富達不對更新此類觀點承擔任何責任。任何此類觀點都可能隨著市場和其他條件隨時發生變化，富達不對更新此類觀點承擔任何責任。投資者不可依賴此類觀點作為投資建議，而且由於富達基金的投資決策是基於多種因素做出，因此也不能作為任何富達基金交易意圖的指標。

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 是基於當前狀況對未來一般經濟、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 並非未來績效的保證，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，富達都無意更新任何 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 是在安大略證券委員會 (「OSC」) 註冊的投資組合經理，同時也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。

本文中包含的陳述以我們認為可靠的資訊為依據，僅供參考。對於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未來的價值或投資報酬。具體投資策略應根據投資者的投資目標及風險承受能力進行評估。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。

© 2025 Fidelity Investments Canada ULC. 保留所有權利。

2454150-v2025317 INM 2440057 03/25