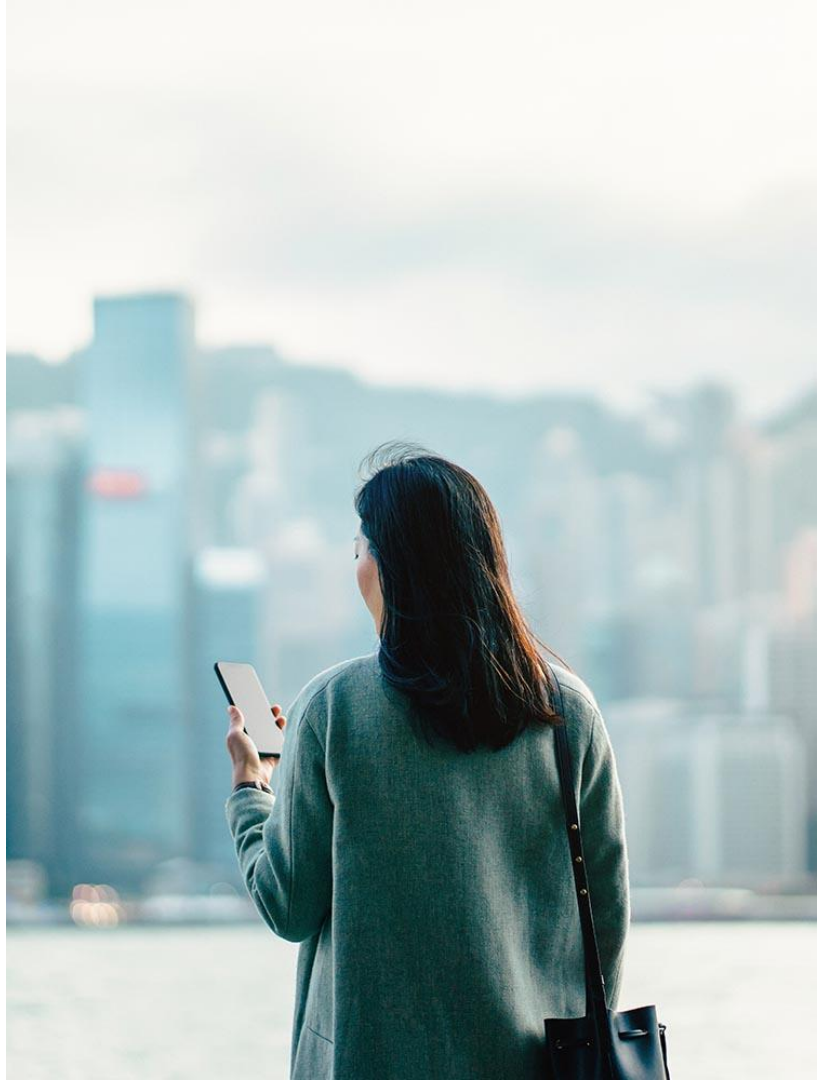


2023年 投資展望



精華摘要

簡介

世界銀行 9 月提出警告：「全球央行今年幾乎同時升息，這是過去 50 年來不曾見過的。」全球經濟面臨的風險也因此增加。這份 2023 年展望的主要依據當然就是貨幣政策走向，而這又高度取決於通膨發展。為了應對這種環境下的所有潛在發展，我們提供非常可能成真的基礎情境，並附上另一種替代情境。

基礎情境

我們的短期觀點

我們認為目前經濟週期處於收縮階段，全球成長速度低於趨勢且正在放緩，短期內不會改變。我們認為全球經濟仍在成長，這段期間只是暫時溫和放緩，不過部分經濟體會受到較大的衝擊。

未來發展

我們預期通膨趨緩，市場開始期待央行於 2023 年第一季暫停緊縮動作，並維持至 2023 年中。這有利於經濟復甦回溫，全球成長仍低於趨勢，但會開始加速，並展開新一輪經濟和市場週期，帶動風險資產表現領先。

我們的基礎情境預測通膨放緩，央行在 2023 年初暫停緊縮動作。這有利於經濟在明年稍後復甦。

替代情境

不同發展：永久性通膨

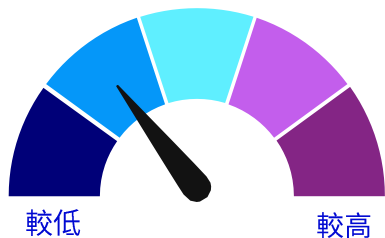
若通膨居高不下，我們預測央行會持續緊縮貨幣政策更長一段時間。如此一來，我們認為收縮階段會維持得比基礎情境預期的更久。我們預期這會增加全球衰退的機率，成長情勢惡化，風險資產進一步受挫。

我們的替代情境預測經濟持續收縮，因為通膨居高不下，央行無法暫停緊縮動作。



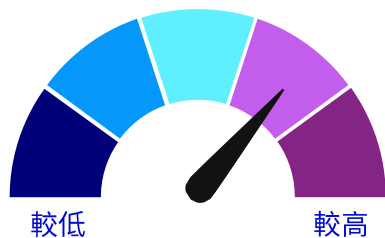
總經因子摘要：目前情勢

總經因子 vs. 市場預期



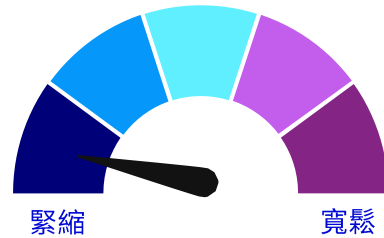
全球成長：低於預期

- **衰退風險上升。**歐美即將衰退的機會正在上升。
- **不利因素層出不窮。**全球金融情勢緊縮、能源價格高漲，以及通膨導致薪資上揚，這些不利因素正在壓抑成長。
- **中國成長可能維持低迷。**雖然中國近來一如預期推出政策支撐措施，但我們預期中國經濟成長仍然緩慢。



全球通膨：高於預期

- **通膨過熱。**歐美通膨遠高於央行目標，引發積極的鷹派動作。
- **通膨2023年可望降溫。**我們預期整體通膨即將下滑，並於2023年持續走低，尤其是美國。
- **各種因子混雜，但整體呈現疲軟走勢。**勞動市場緊繃恐怕會持續推升通膨，但供應鏈壓力放緩、能源價格回穩且需求降溫可望讓通膨冷卻。



全球政策與金融情勢：緊縮

- **央行可能在2023年初暫停動作。**儘管成長減速、通膨探頂跡象浮現且金融情勢已大幅緊縮，歐美央行仍持續緊縮。我們預期這些因子終將扭轉情勢，升息動作可望於2023年初暫停。
- **衰退風險已增加。**西方央行可能會過度緊縮，增加衰退風險，使市場維持高波動。

資料來源：景順。

對照資產類別與總經情勢

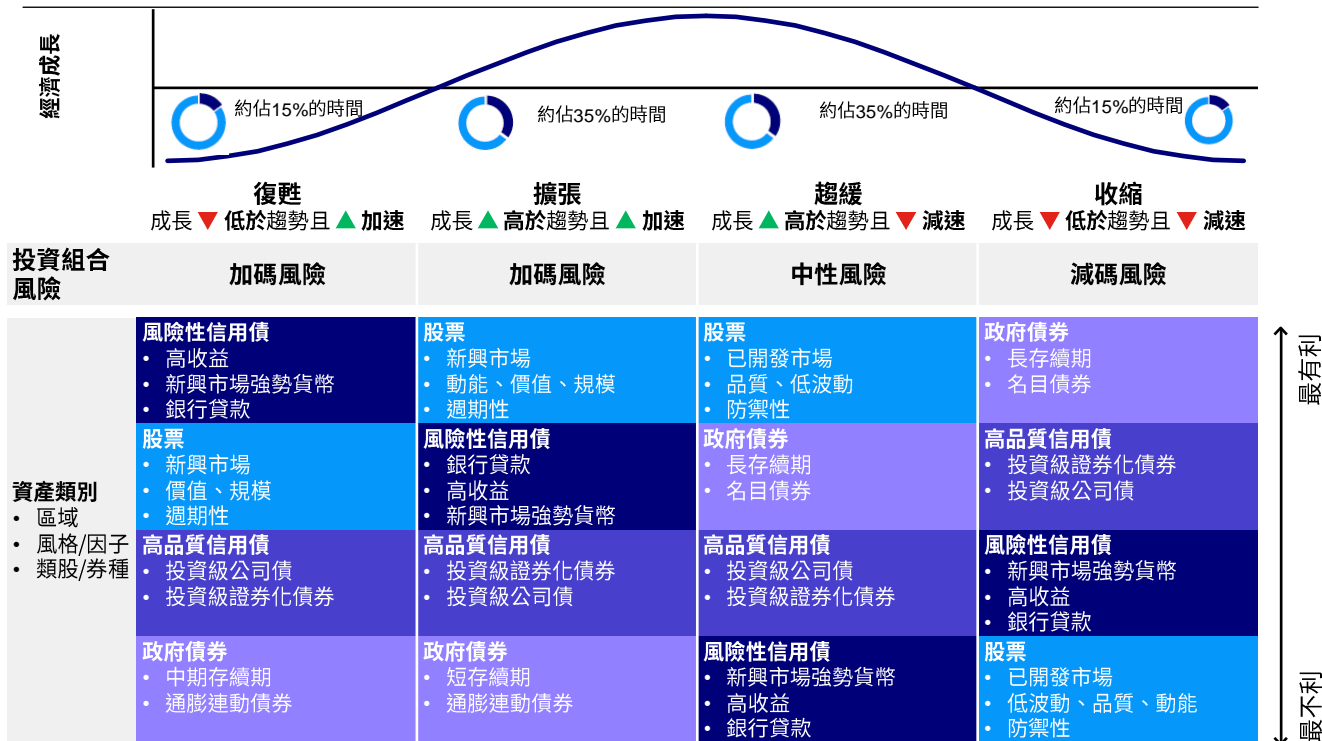
景順投資方案戰術性資產配置架構 (TAA)

我們認為：

- 資產價格具週期性，各個商業週期階段會有不同風險與報酬特性。
- 以前瞻性方法判斷總經情勢，可引導投資人制定配置決策。投資人何時會獲得承擔風險的補償？風險類型為何？

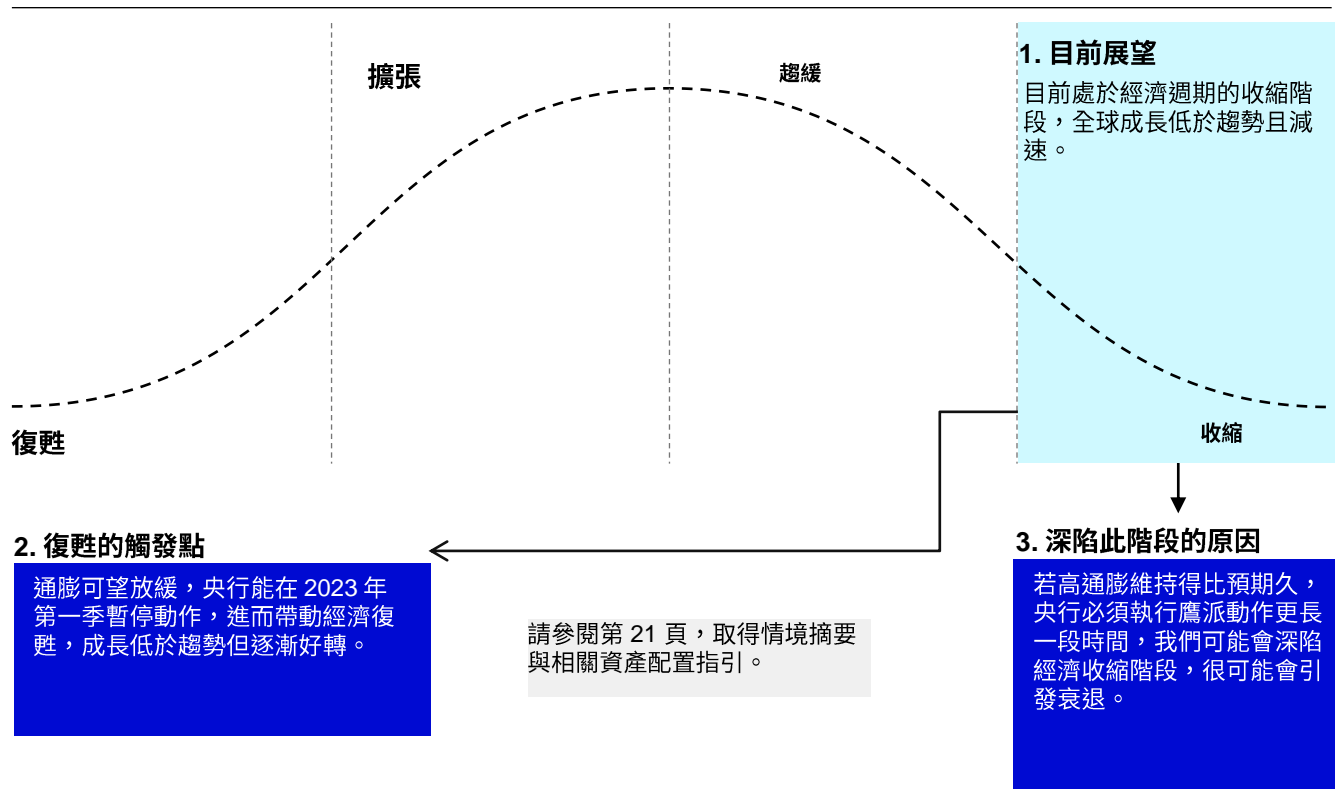
投資人若想掌握總經與市場情勢不斷變化所帶來的機會，可藉助有紀律的 TAA 投資方法，動態調整資產類別、區域、風格、因子和產業的曝險。

範例：在成長低於趨勢且減速的環境中，投資人降低投資組合風險通常都能有所回報。



景順投資方案。僅供說明，此為過去平均表現。績效可能會有差異，影響原因包括不同商業週期各資產類別風險溢價成份間的相對平衡、資產類別存續期、利差存續期、通膨等。不保證這些趨勢未來會延續。

本公司架構顯示目前處於收縮階段，可能正在邁向復甦



資料來源：景順。僅供說明。

其他風險

衰退風險

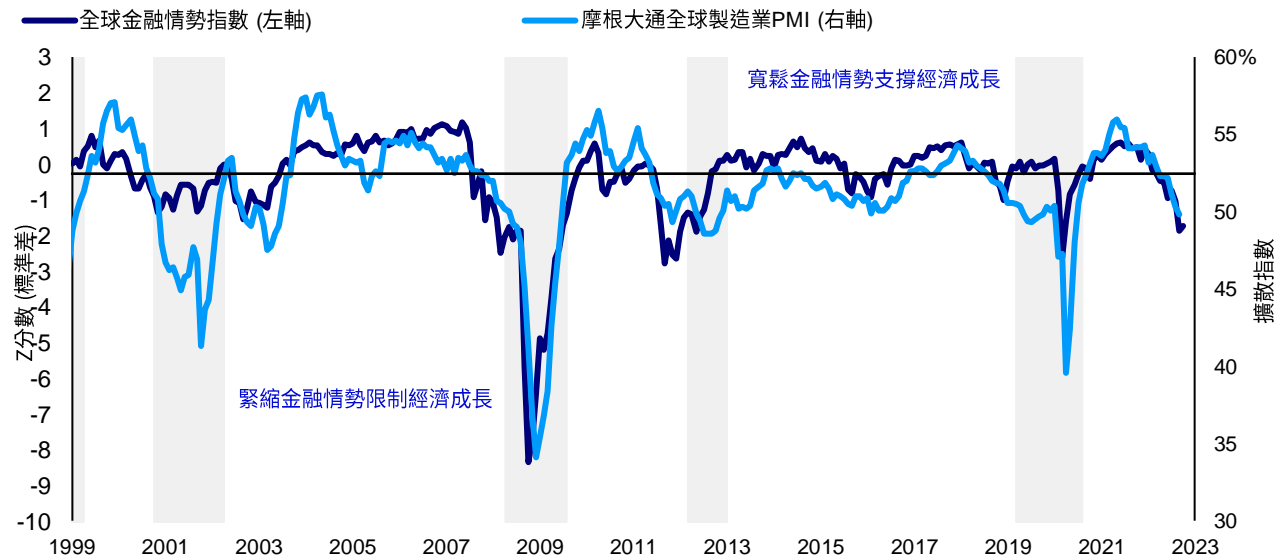
貨幣政策同步緊縮前所未見，大幅推升全球衰退風險。雖然部分經濟體出現衰退的機率較低，但我們認為貨幣政策正在緊縮的國家，風險大致都在上揚。全球衰退的機率仍相當高，失業率、違約率都可能攀升，且獲利可能會惡化。然而，由於我們預期央行即將暫停緊縮動作，因此上述風險仍低於 50%。

金融情勢不穩

快速升息可能會導致重大金融事件，央行被迫介入以解決基本面與市場定價分歧的問題。

領先經濟指標與金融情勢顯示目前經濟正在收縮

1999年後全球金融情勢與製造業活動



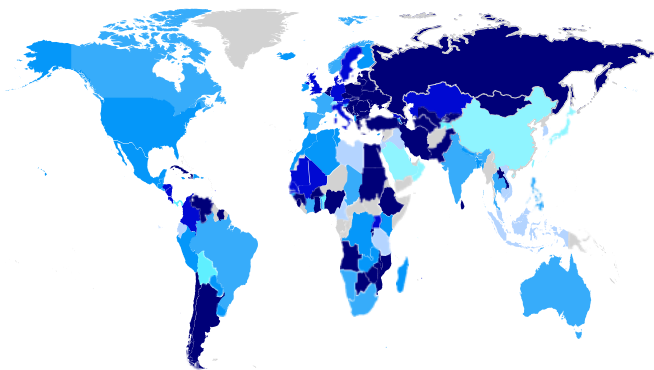
- 受各國央行影響的緊縮金融情勢與製造業活動走勢過去呈現高度負相關。具體而言，寬鬆金融情勢有利於經濟成長，緊縮金融情勢不利經濟成長。
- 貨幣環境不斷緊縮之際，商業調查、製造業活動和營建業持續滑落至長期平均趨勢。風險情緒已惡化，股市表現落後固定收益，信用利差擴大。
- 然而，我們預期一旦貨幣政策暫停緊縮，經濟將從收縮階段迅速邁向復甦階段。

資料來源：彭博資訊、Haver、景順，截至 2022 年 10 月 31 日。註：彭博全球金融情勢指數追蹤美國、歐洲、英國和亞洲（日本除外）貨幣、債券和股票市場的整體金融壓力水準，藉以評估信用可獲性及其成本。正值代表金融情勢相較危機前寬鬆，負值代表金融情勢緊縮。灰色區域代表全球製造業收縮。無法直接投資指數。

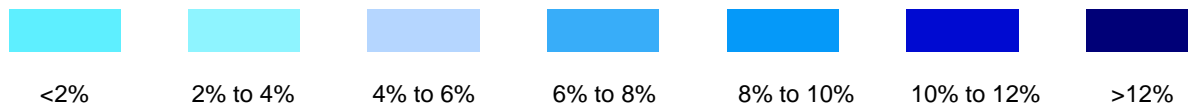
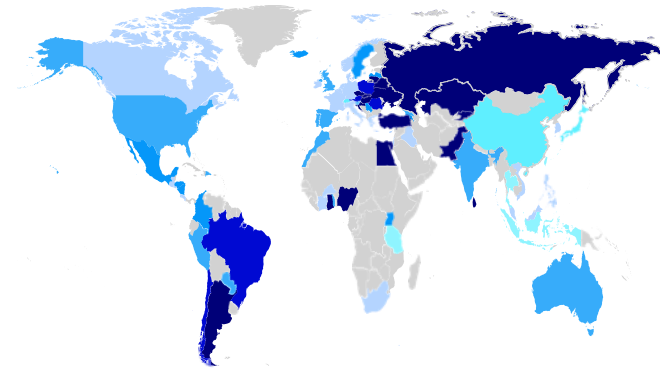
許多先進經濟體核心通膨依舊高於目標，即使 2022 年全球成長已減速

- 多個因子同時出現 (貨幣與財政擴張、供應鏈中斷、烏克蘭戰事導致能源市場動盪)，因此許多先進經濟體的核心通膨創下多年新高。
- 僅少數經濟體躲過高通膨，主要是中國、日本和其他部分東亞國家。
- 西方與新興市場同時緊縮貨幣政策，全球進入緊縮週期。東亞貨幣政策走勢不同，中國採寬鬆政策，日本則按兵不動。
- 貨幣政策分歧和聯準會相對鷹派的立場使美元大漲，造成全球金融情勢緊縮。

整體 CPI



核心 CPI



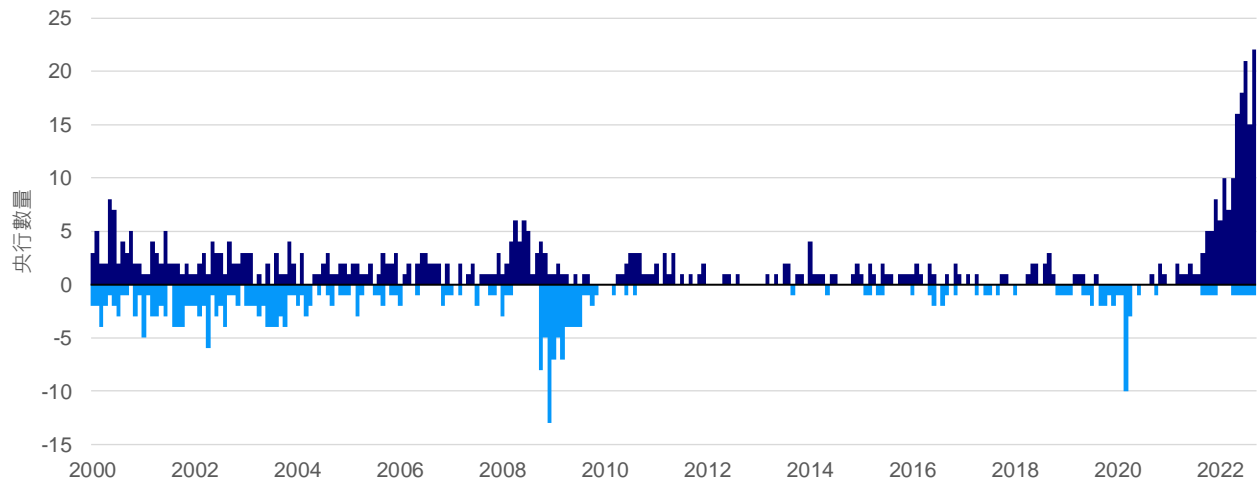
年變動百分比

資料來源：Macrobond 和景順，截至 2022 年 10 月。通膨數據來自各國。各國可取得的最新資料。

2020 年幾乎所有央行皆採寬鬆政策，但現在截然不同，幾乎全面上調政策利率，執行緊縮政策

全球央行積極緊縮

■ 升息0.5%以上的數量 ■ 降息0.5%以上的數量



- 全球經歷 2020、2021 年極寬鬆的貨幣與財政政策後，現在自食惡果。多數經濟體通膨壓力現在非常廣泛，遠高於目標。
- 未同步緊縮的國家主要是中國 (放寬政策) 和日本
- 展望未來，這波貨幣政策緊縮短期內可能會延續，但歐洲與英國的幅度相對有限。

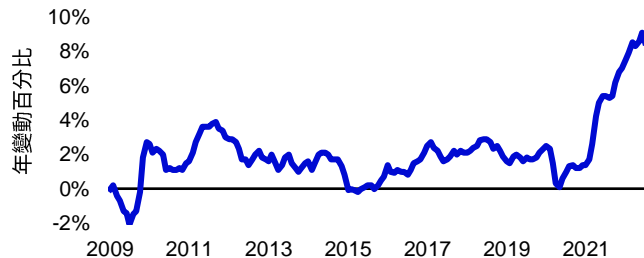
註：38 家主要央行的數量。升降息央行數量採滾動一個月計算。
資料來源：Macrobond 與國際清算銀行，2022 年 9 月 30 日。

美國通膨攀升導致金融情勢緊縮

傳統週期指標閃現警告訊號

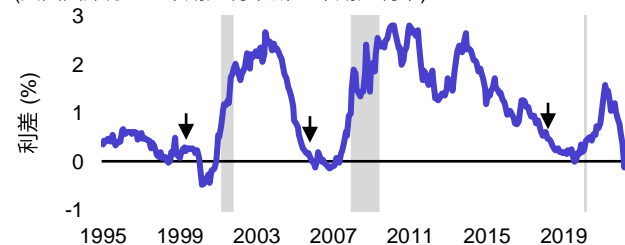
- 美國整體與核心通膨 2022 年持續高於 2% 目標，促使聯準會在 2022 年 3 月啟動緊縮週期。
- 美國金融情勢緊縮可能終會促使通膨朝 2% 下降，但仍需要一段時間。

美國消費者物價指數

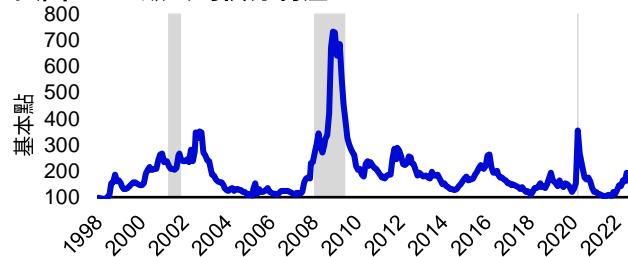


美國國庫券殖利率曲線

(美國國庫券 10 年期殖利率減 2 年期殖利率)

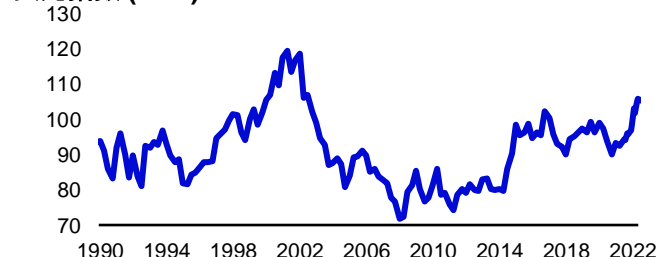


美國 BBB 級公司債券利差



灰色區域代表衰退期

美元指數 (DXY)

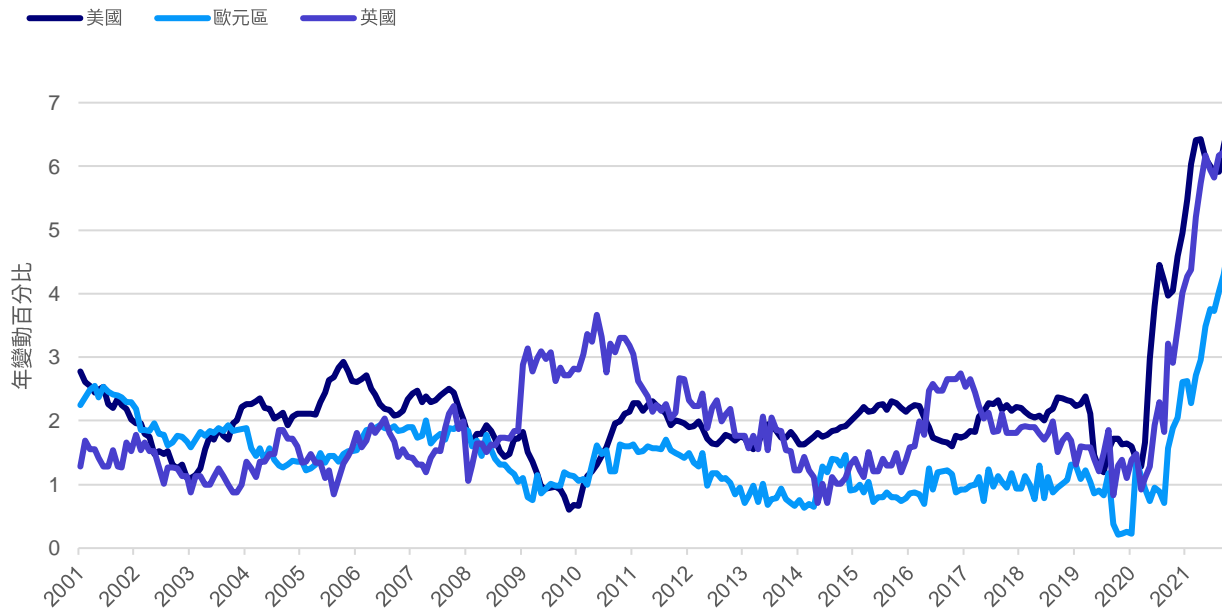


資料來源：美國勞動統計局，2022年7月31日，和彭博資訊，2022年8月12日。BBB 級債券利差為彭博美國公司債券指數的選擇權調整利差。選擇權調整利差 (OAS) 可衡量固定收益證券殖利率和無風險報酬率間的差異，並針對隱含選擇權 (如提早贖回、買回) 進行調整。請參閱附錄取得指數定義。殖利率曲線圖呈現信用品質相當、到期日不同的債券在特定時間點的利率，可預測未來利率變化和經濟活動。**過往績效紀錄不能保證未來投資結果。**

烏克蘭戰事衝擊能源供應，可能會限制歐元區和英國貨幣政策相對於美國的緊縮幅度

- 2022 年烏俄戰爭在歐元區和英國推升能源價格，嚴重性更甚美國，因為美國為能源淨出口國，受到的影響較小。
- 能源價格仍帶動整體通膨上揚，推升英國與歐元區的核心 CPI。需求強勁、勞動市場緊繃，加上疫情期間推出龐大的財政與貨幣支撐措施，都是核心 CPI 走高的原因。現在政府設定能源價格上限，並補貼消費者與公司，可能會使需求持續不墜，拉長通膨壓力。因此歐洲央行和英國央行可能會持續緊縮政策。
- 然而，這兩家央行認為能源價格攀升係肇因於他們無法掌控的供應面動盪，可能會衝擊實質收入與支出，有助限制成長與通膨。因此，歐洲央行與英國央行可能會緊縮貨幣政策，但將不如聯準會如此積極。

核心 CPI (按區域)



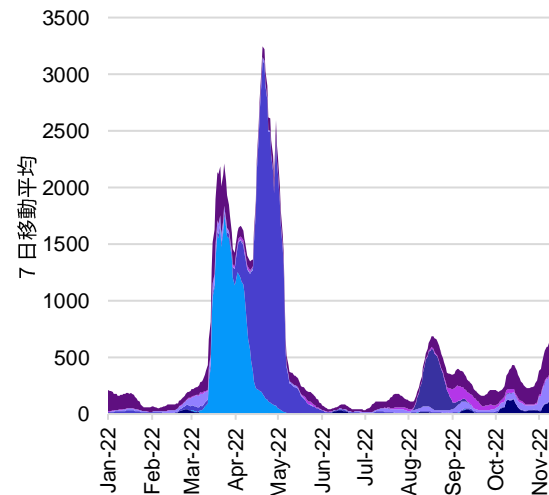
資料來源：景順和 Macrobond，截至 2022 年 9 月 30 日。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。

中國不動產與 COVID-19 疫情困境可能是主宰 2023 年表現的關鍵

中國近期推出寬鬆措施，但成長前景仍渾沌不明

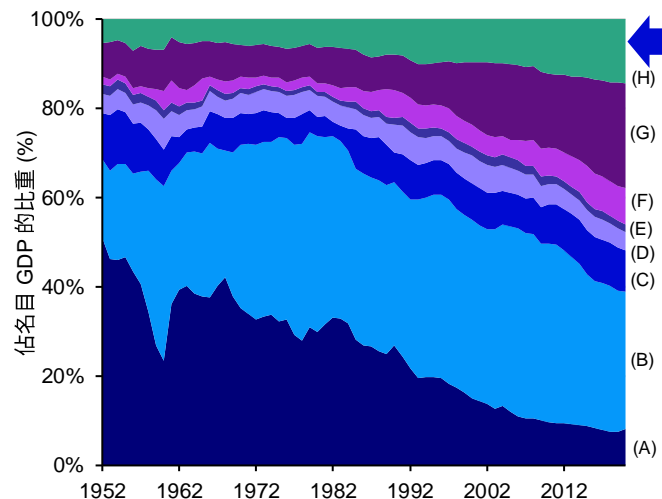
中國 COVID-19 確診數

■ 內蒙古 ■ 吉林 ■ 上海 ■ 廣東
 ■ 海南 ■ 四川 ■ 其他



中國各產業 GDP

■ 農業(A) ■ 製造(B) ■ 零售(C) ■ 金融業(F)
 ■ 運輸與郵政(D) ■ 飯店與餐飲(E) ■ 營建與不動產(H)
 ■ 其他服務(G)



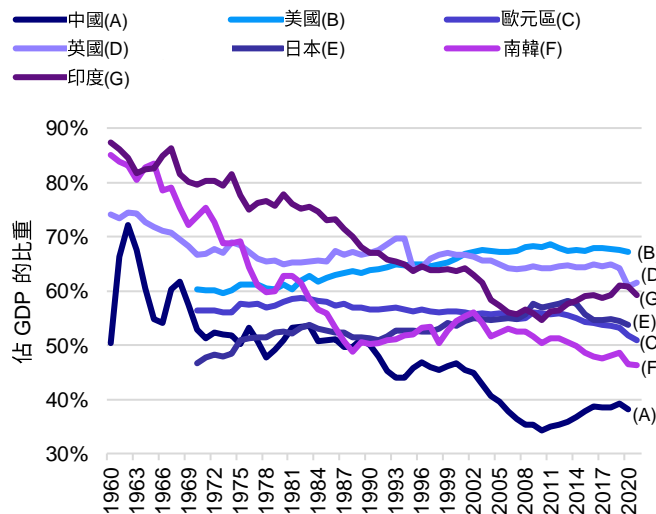
- 我們對中國 2023 年前景的看法取決於不動產市場是否回穩，以及政府是否取消嚴格的清零政策，讓經濟重啟。
- 我們的假設是不動產市場回穩且經濟於 2023 年第二季開始逐步重啟，GDP 成長率可望來到個位數中段，境內獲利增幅可望來到中雙位數。
- 上半年經濟有下行風險，因為出口環境疲軟且國內家庭支出溫和，但下半年經濟重啟、前景更強勁。

左圖資料來源：DXY (Lilac Garden Family Clinics) 和國家衛生健康委員會。資料截至 2022 年 11 月 9 日。

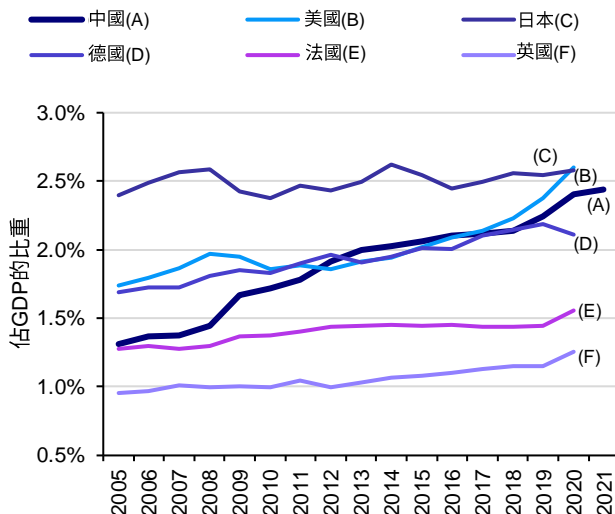
右圖資料來源：中國國家統計局 (NBS)。資料截至 2021 年。

中國政治經濟改以自給自足為目標 國家安全和技術自給自足成為優先要務

家庭支出比重低於多數經濟體



研發支出 比較中國與主要已開發經濟體



- 中國政治經濟正在改變：過去政策官員優先看重投資支出帶動成長。
- 中國政府追求由國家帶領的發展模式，聚焦於國家安全和技術自給自足。中國確實約 20% 研發支出來自政府。
- 優先焦點轉向刺激國內消費和強化供應鏈以帶動長期成長，而我們看好能取得政策支援的產業，例如電動車、替代能源、深度技術和在地消費品牌。

左圖資料來源：世界銀行世界發展指標、Macrobond 和景順。資料截至 2021 年 (於 2022 年 10 月取得)。

右圖資料來源：CEIC 和景順。資料截至 2021 年 (於 2022 年 8 月取得)。

強勢美元與新興市場緊縮貨幣政策，可能會使新興市場風險資產受壓，但各國受影響程度不一

美元指數 (DXY) vs. S&P500/MSCI 新興市場股價指數表現



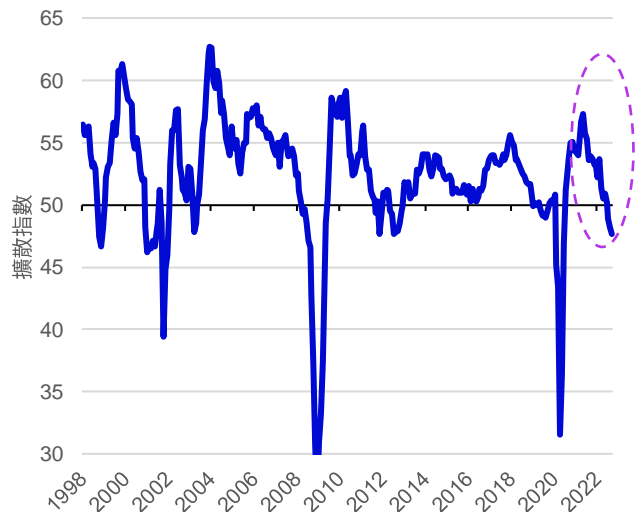
- 新興市場經濟體目前兩線作戰。
- 第一，雖然新興市場國家較美國更早、更強勁升息，但通膨仍是一大問題。許多新興市場國家通膨高於目標，尤其是地理位置接近烏克蘭戰事的國家。
- 第二，強勢美元引發新興市場國家的通膨，並減少資金流入，因為跨境信貸多以美元計價。
- 美國升值空間應該有限，我們預期市場認定美國聯準會停止升息時，美元將會走軟。美元轉弱預期將嘉惠新興市場資產。

資料來源：Macrobond 和景順。資料截至 2022 年 10 月 31 日。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。

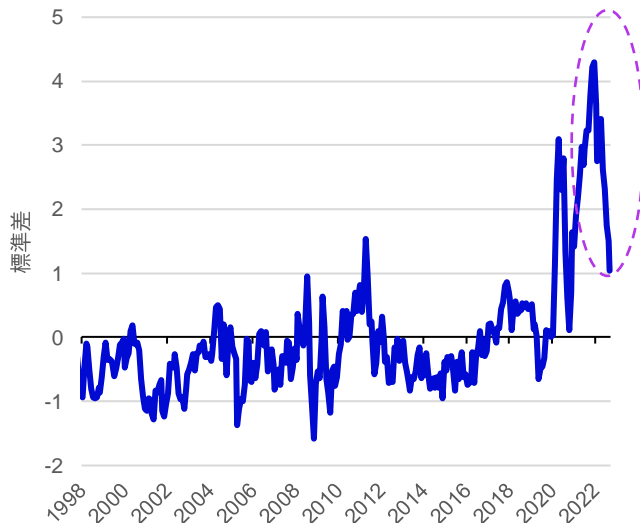
央行的積極動作可能即將放鬆

需求與供給面指標皆顯示通膨壓力下滑

需求面：全球製造業新訂單



供給面：全球供應鏈壓力指數

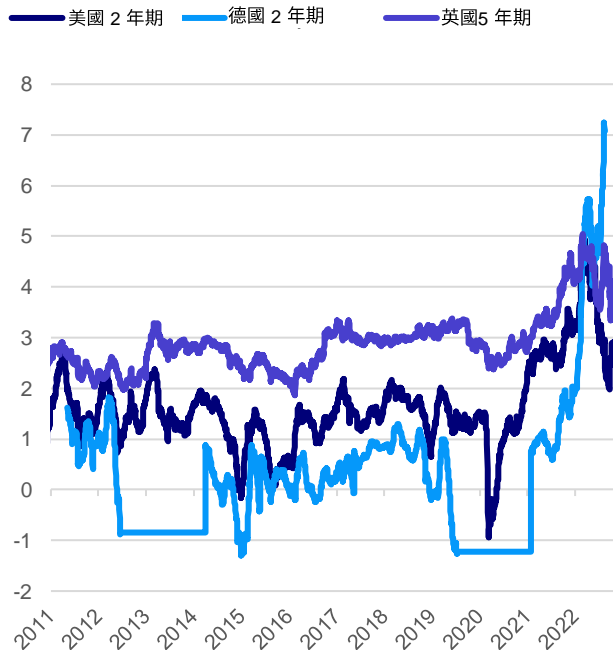


- 我們預期通膨於 2023 年放緩，市場可期待 2023 年初停止升息，屆時將進入復甦階段，成長會低於趨勢並逐漸加速。
- 通貨緊縮恐怕即將出現。許多主要經濟體需求已下滑，供應挑戰正快速解決。這些造成通貨緊縮的因子應有助復甦階段迅速到來，進而提前展開新一輪經濟與市場週期，帶動風險資產表現領先。

資料來源：彭博資訊、S&P Global 和紐約聯邦儲備銀行，截至 2022 年 9 月 30 日。

若高通膨維持更久，央行恐怕會更加鷹派

若通膨預期高於目標，寬鬆措施可能會延後 (%)



註：此圖呈現的市場通膨預期為名目與抗通膨政府債券殖利率的差異（以流動性相對高的中短期債券為主）。

資料來源：彭博資訊和景順，截至 2022 年 11 月 4 日。

推升通膨的因子

- 職位空缺仍多，暗示薪資有成長空間
- 通膨已蔓延至服務業，此產業通膨通常更持久
- 雖然近期執行緊縮措施，但消費支出依舊強勁
- 美國資產負債表穩健，若債務增加可能會使需求不墜
- 歐洲能源價格高漲也推升國內物價、薪資、核心通膨和通膨預期

- 我們必須認清通膨維持高檔的時間有可能拉長。債券市場呈現的通膨預期現低於目前的通膨數字，但遠高於過去平均值和央行通膨目標。
- 通膨居高不下代表主要央行升息的時間會拉長，有別於預期通膨下滑的基礎情境。
- 通膨攀升、政策緊縮可能會造成收縮期比基礎情境預測的更久。
- 央行政策緊縮可能會壓迫金融情勢並推升衰退風險，恐怕會使風險資產進一步受挫。

這份展望提出其他風險：金融事件和地緣政治

金融突發問題

金融危機通常發生於金融情勢緊縮期間



*1954 年之前的數值為實質聯邦基金利率。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。

資料來源：Global Financial Data 和景順，截至 2022 年 11 月 2 日。想法來自 Palisade Research 和美國銀行的一個概念。虛線為市場隱含的聯邦基金利率預期路徑，以聯邦基金期貨推估而得。

央行正積極緊縮，金融危機風險上升。近期事件突顯政策錯誤的可能。英國市場拒絕接受擴張性財政政策，迫使英國央行徹底轉向，再次提供量化寬鬆支撐措施。

這類金融危機風險增加央行快速改採寬鬆措施的機率，最終或許能帶領經濟邁向復甦。

地緣政治

烏克蘭戰事讓地緣政治問題成為焦點，但全球市場存在其他重大尾端風險

核子武器

放射性炸彈或戰術性核武的疑慮增加；一旦出現這類攻擊，資金可能會蜂擁逃往安全資產。我們認為這是應監控的風險，而非投資驅動因子，因為俄羅斯可能會面臨西方國家的直接制裁，對戰事的助益卻很小。

台灣緊張情勢

中國進一步嘗試入侵台灣的疑慮擴大；我們將此視為風險，而非重要主題。我們認為緊張情勢仍會延續但不會升溫，前提是沒有邁向獨立的動作。

我們偏好承擔信用風險優於股票風險，看好股債市中品質較高的標的

由於經濟成長可能進一步放緩，我們仍減碼股票，偏好目前殖利率誘人的固定收益 (投資級債為 5-6%、風險信用債為 8-9%)。

在固定收益中，我們減碼風險性信用債，因為此類資產過往在收縮環境中表現落後，高收益債績效不如存續期相當但品質較好的債券。目前高收益利差再次擴大到約 5.5%，但在衰退環境中，利差平均會擴大至 7-8% (除了全球金融危機利差擴大至 20%)；因此，我們仍予以減碼，等待利差進一步擴大後再增持。

彭博美國公司債券指數和彭博美國高收益公司債指數的利差在衰退期間擴大 (最佳/最差/平均 vs. 目前)

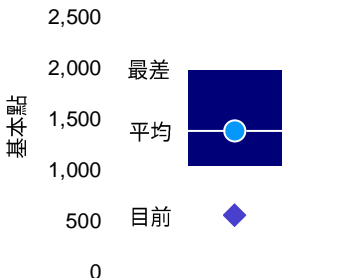
投資級信用債利差 (1988 – 9/2022)

■ 區間 ● 平均 ◆ 目前



彭博美國公司債券指數

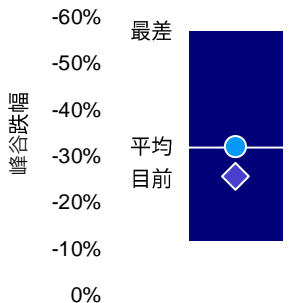
高收益信用債利差 (1993 – 9/2022)



彭博美國高收益公司債券指數

S&P 500 指數在衰退期間的表現 (最佳/最差/平均 vs. 目前)

股票 (1957 – 9/2022)



S&P 500 指數

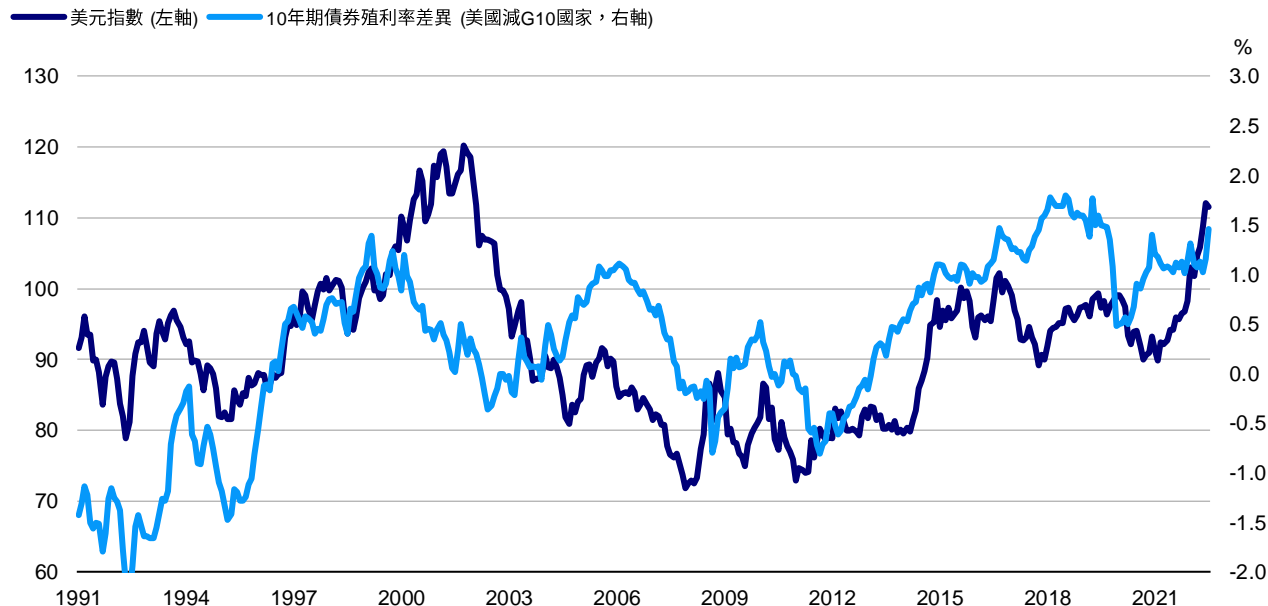
資料來源：彭博資訊，2022 年 9 月 30 日。衰退日的定義取自美國全國經濟研究所：1957 年 8 月 – 1958 年 4 月；1960 年 4 月 – 1961 年 2 月；1969 年 12 月 – 1970 年 11 月；1973 年 11 月 – 1975 年 3 月；1980 年 1 月 – 1980 年 7 月；1981 年 7 月 – 1982 年 11 月；1990 年 7 月 – 1991 年 3 月；2001 年 3 月 – 2001 年 11 月；2007 年 12 月 – 2009 年 6 月和 2020 年 2 月 – 2020 年 4 月。S&P 500 指數為美國前 500 大企業市值加權指數。彭博美國公司債券指數追蹤投資級、固定利率、應稅公司債市。彭博美國高收益公司債券指數追蹤美元計價、高收益、固定利率公司債市。證券的穆迪、S&P 和惠譽評等中位數若在 Ba1/BB+/BB+ 以下，則視為高收益。投資人無法直接買進指數。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。信用利差是天然相當但信用品質不同的債券殖利率差異。基本點是一個百分點的百分之一。

美元強勢部分原因是美國和世界各地的利息差擴大

美元目前非常強勢。原因之一是美國和世界各地的利息差擴大。

美國聯準會若釋出暫停緊縮的訊號，可望終結美元強勢週期。基於美元已大幅升值，我們認為一旦聯準會轉向，美元將走軟。

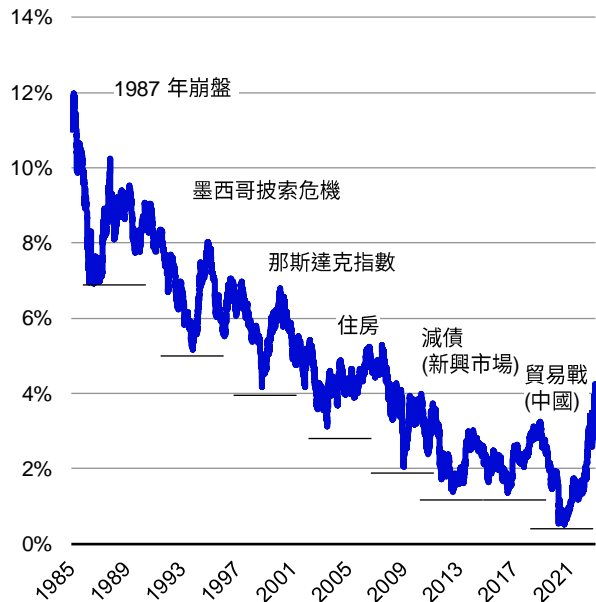
利息差與美元



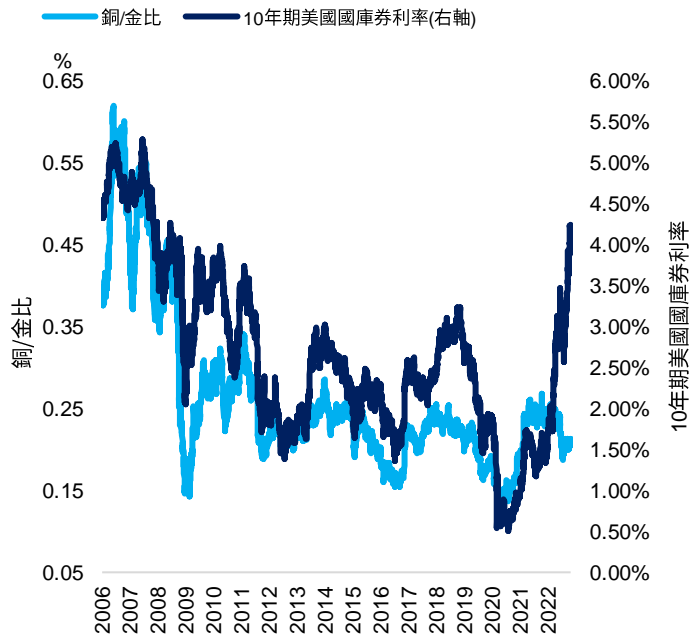
資料來源：彭博資訊和景順，資料截至 2022 年 10 月 31 日。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。

在過去 30 多年間，利率急遽攀升都造成經濟進一步衰退 經濟領先指標暗示利率將滑落

10 年期美國國庫券利率



10 年期美國國庫券利率和銅/金比



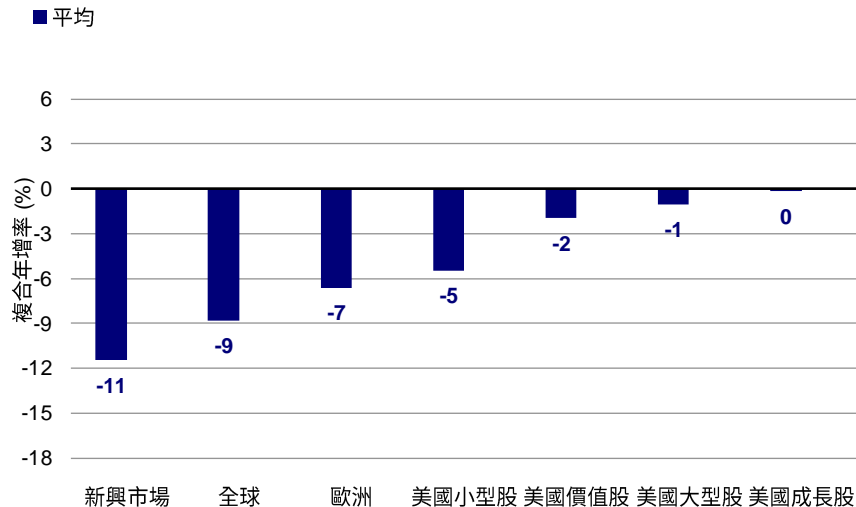
在經濟收縮期間，長存續期債券表現相對較佳。

- 過去 40 年，利率急遽攀升皆為全球經濟造成壓力。這次應該也不例外。之後，利率都會下滑。
- 隨著經濟活動降溫，銅/金比正在下滑，但利率仍相當高。以歷史紀錄而言，此脫節走勢維持不久。

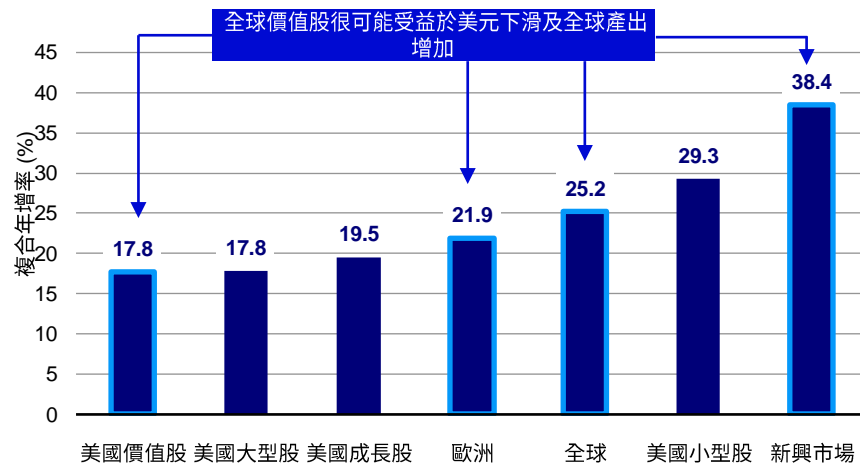
資料來源：彭博資訊和景順，資料截至 2022 年 10 月 31 日。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。

在全球製造業活動放緩期間，新興市場與歐洲股票通常會受挫，但復甦時會表現領先

1998 年後全球製造業活動下滑期間的全球股票表現



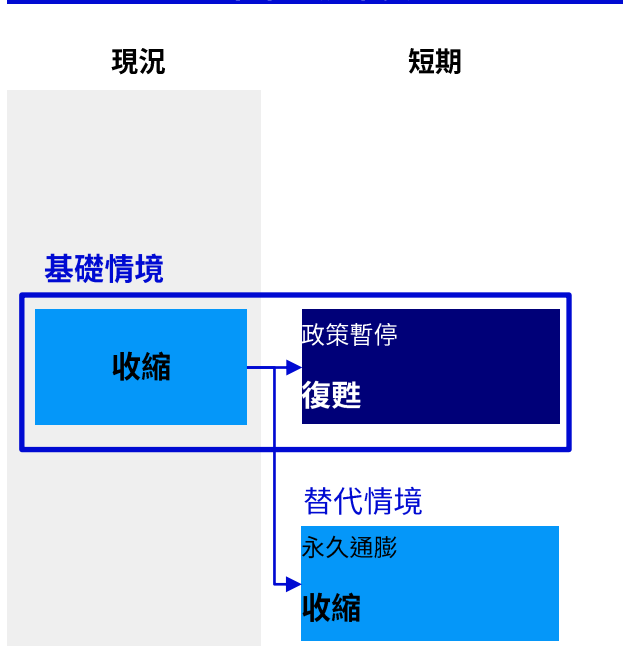
1998 年後全球製造業活動增加期間的全球股票表現



資料來源：彭博資訊、景順，2022 年 2 月 28 日。註：新興市場 = MSCI 新興市場指數。全球 = MSCI ACWI (美國除外) 指數。美國成長股 = 羅素 1000 成長股。歐洲 = MSCI 歐洲指數。美國大型股 = S&P 500。美國小型股 = 羅素 2000。美國價值股 = 羅素 1000 價值股。價格報酬率以美元計算。無法投資指數。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。

情境摘要與相關資產配置指引

未來發展摘要



請參閱第 5 頁取得未來發展細節。

	現況	未來發展
範例情勢	收縮	復甦
投資組合立場	相對基準指標降低風險。預期艱難的投資環境，多數資產類別表現可能都很疲軟。相對固定收益減碼股票，偏好防禦性類股、高品質與低波動股。減碼風險性信用債，加碼政府債券與存續期。中性看待美元。	相對基準指標提升風險。預期再次加速成長，債券殖利率走高，貨幣政策放寬，全球風險胃納上升。加碼風險性信用債、信用債優於主權債、以價值股為主的區域及週期性類股。中性存續期。
股票地區	已開發市場 優於新興市場	已開發市場 (不含美國) 優於美國
股票類股/因子	中性 美國 vs. 美國以外的已開發市場	新興市場 優於已開發市場
固定收益	大型股 品質 低波動 必需消費品 健康護理	中小型股 金融 價值 工業
大宗商品/另類資產	投資級信用債 優於高收益	中性存續期 風險性信用債 優於高品質信用債
貨幣	加碼存續期 名目政府債券優於通膨連動債券	信用債 優於公債
	核心不動產與基礎建設 直接貸款 能源	第二順位 私募債 大型收購
	美元 歐元 英鎊	加幣 澳幣 巴西雷亞爾

資料來源：景順。此處資產選擇是本公司在各種資產類別中的偏好。多元化操作不保證帶來獲利或消除虧損風險。

固定收益未來數月的機會

整體存續期：加碼

- 市場似乎已反映央行利率攀升的影響。實質殖利率已大幅上升，我們認為目前價值浮現。
- 若衰退期間利率下滑，存續期或許也能保障投資組合。

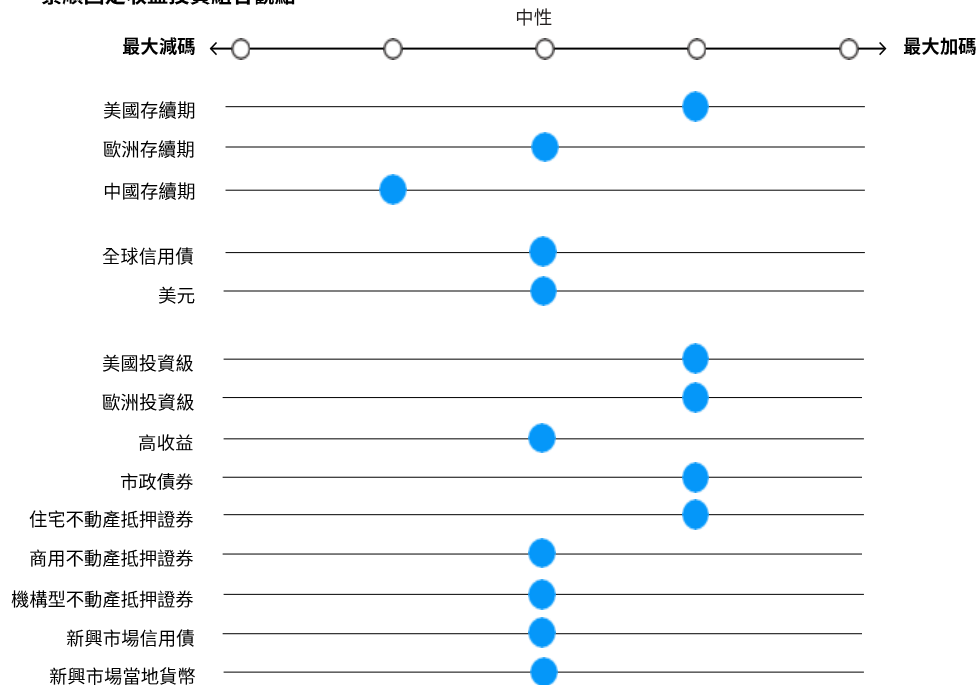
美元：中性

- 我們認為美國緊縮貨幣政策支撐美元，尤其是相對歐洲和日本貨幣。
- 大宗商品價格高漲應有利於其他已開發市場和部分新興市場貨幣。
- 另一方面，美國升值空間應該有限，我們預期美國聯準會停止升息時，美元將會走軟。

全球信用債：中性

- 全球信用債最近一季評價好轉，但未來經濟成長減速可能會略為壓抑基本面。
- 政策與金融情勢緊縮可能會引發波動。
- 以目前風險報酬而言，我們認為應審慎看待信用債。我們致力運用非系統性機會、證券選擇並在回調時買進來增添價值。
- 我們認為高品質信用債優於低品質債券，因為前者總收益相當誘人，即使出現衰退，違約折損風險也很低。

景順固定收益投資組合觀點



資料來源：景順固定收益團隊。不保證可實現這些觀點。

另類資產未來數月的機會

私募市場

- 投資人或可運用私募市場，將投資組合多元分散以達到目標，不論是運用私募股權提升報酬、以直接貸款追求收益或透過實質資產分散風險皆可。
- 由於通膨居高不下、利率走高、信用利差擴大且股市劇烈波動，投資人同時面對許多總經挑戰。由於這些情況，波動維持高檔，我們的情勢訊號目前處於無吸引力水準。
- 綜合考量目前的艱困環境，加上私募市場的最新數據，我們的架構結論是中性看待所有資產，因為強勁的基本面正在轉弱，而且評價仍大致維持在過去水準。
- 私募債利差相對高於公募資產，因此評價面具吸引力。我們中性看待基本面，因為借款環境明顯緊縮將衝擊利息覆蓋率，這點尚未反映在數據上。
- 若我們進入復甦階段，信用利差大但逐漸縮小，則可預期具週期特性的風險性私募資產表現領先。

實質資產

- 由於近期利率飆升 (尤其是美國)，不動產融資情勢受挫。由於滯後效應，資本流量、定價能力和基本面尚未受到影響。
- 展望未來，不動產投資人會關注總經因子對整體 GDP 成長率前景的影響，更具體而言就是資本化率的走勢，若以各種債券基準指標衡量，目前資本化率水準吸引力非常高，但正在下滑。
- 目前評價可能無法反映市場現在的均衡價格，但我們仍樂觀看待不動產長期的驅動因子，可維持防禦態勢，並伺機在波動中掌握機會。

資料來源：景順投資方案。不保證可實現這些觀點。

*考量目前市場環境與數據滯後效應，我們已將私募債基本面向下調至中性

目前環境

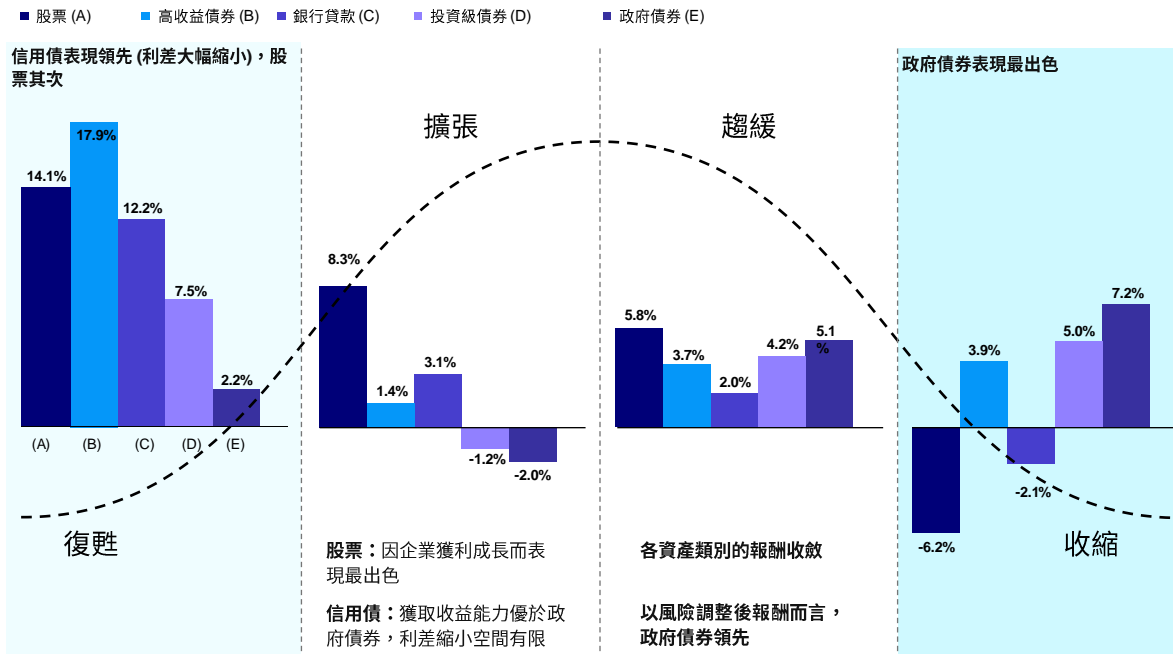
資產類別	整體	評價	基本面	情勢
私募債	中性	具吸引力	中性 *	無吸引力
私募股權	中性	中性	中性	無吸引力
實質資產	中性	中性	具吸引力	無吸引力

註：請參閱本公司另類資產機會方案，進一步掌握另類投資與私募市場的洞見。

股債可能會在收縮情勢中走軟，並於復甦階段反轉 存續期風險補償增加，偏好防禦性資產

- 政府債券與所謂的安全資產過去在**收縮階段**表現領先。我們認為在此情勢中，股票和信用債表現疲軟，因為獲利下調、信用利差擴大。利率預期已探頂且開始下滑，有利於長存續期資產。高品質與防禦性資產優於風險性資產。
- 風險性信用債通常在**復甦階段**表現領先，因為之前預期將出現的違約潮成真機會下降。由於借貸標準放寬、成長前景樂觀且利差有機會縮小，高收益和銀行貸款以其風險屬性而言，通常能帶來可觀的補償。在經濟復甦期間，週期性類股（價值股和（小）規模因子）通常表現也領先。

全球週期：各資產類別過去的超額報酬



資料來源：景順投資方案的專屬全球商業週期架構及彭博資訊。

註：指數報酬資訊包含回測資料。不論是實際或回測報酬，均不能保證未來績效。定義之風險溢價的年化月報酬率期間為 1973 年 1 月至 2021 年 12 月，或從資產類別稍後的成立日期起。包含最新分析可取得的資料。資產類別超額報酬的定義如下：股票 = MSCI ACWI - US T-bills 3-Month、高收益 = Bloomberg HY - US T-bills 3-Month、銀行貸款 = Credit Suisse Leveraged Loan Index - US T-bills 3-Month、投資級 = Bloomberg US Corporate - US T-bills 3-Month、政府債券 = US Treasuries 7-10y - US T-bills 3-Month。僅供說明。

景順投資方案範例投資組合

基礎情境與可能的復甦情境的相對戰術性資產配置佈局

景順投資方案為需要全方位投資組合建議的投資人，建構範例投資組合，並運用專屬總經模型提出權重。

收縮：

防禦性風險立場，大幅減碼股票，偏好防禦性類股。加碼存續期風險並減碼信用債，預期利率下滑。預期波動攀升，且各資產類別報酬差異顯著。

股票：相較新興市場偏好已開發市場股票，看好高品質與大型股。利率升至高點且成長減速，因此採更具防禦性的因子/風格部位。

固定收益：加碼存續期風險並降低信用風險。在收縮階段中，預期信用利差擴大，尤其是低品質類別債券。

外匯：相對其他主要貨幣 (歐元、英鎊、日圓) 中性看待美元。

復甦：

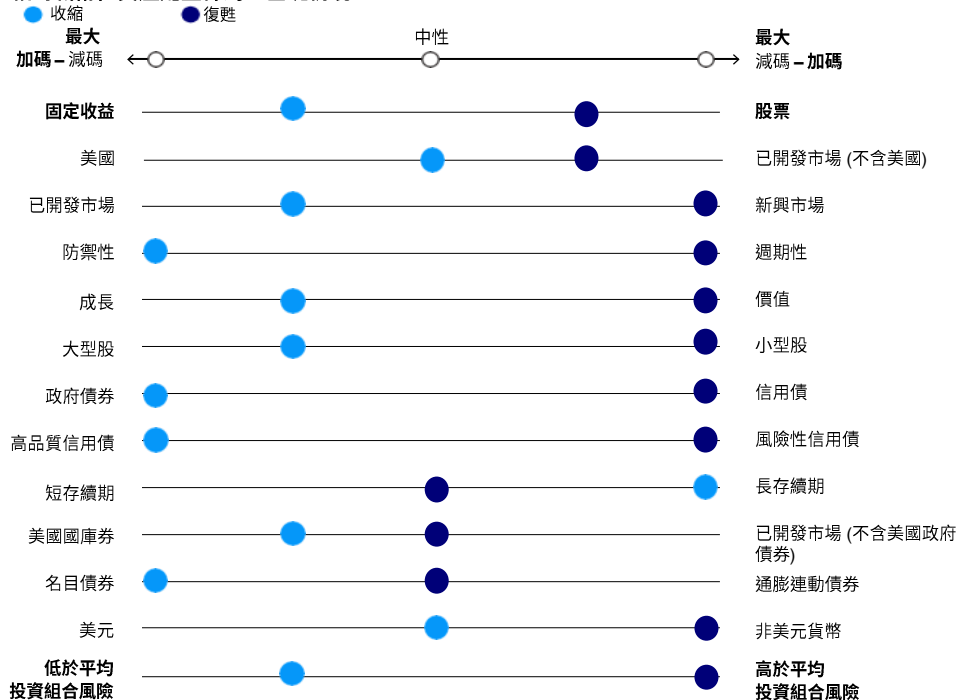
高於平均風險立場，大幅加碼股票，偏好週期性類股。中性存續期，預期利率穩定或略升，信用利差縮小。預期高波動，且各資產類別報酬差異不大。

股票：相較已開發市場偏好新興市場股票，看好價值與小型股。利率上升且成長加速，因此增加因子/風格部位的週期特性。

固定收益：中性存續期。在復甦情勢中，預期信用利差縮小，尤其是低品質類別債券。

資料來源：景順投資方案，2022 年 11 月。註：僅供說明。資產配置不保證帶來獲利或消除虧損風險。不保證可實現這些觀點。

相對戰術性資產配置佈局：基礎情境



景順投資方案範例投資組合

基礎情境與可能的復甦情境的絕對戰術性資產配置佈局

收縮：

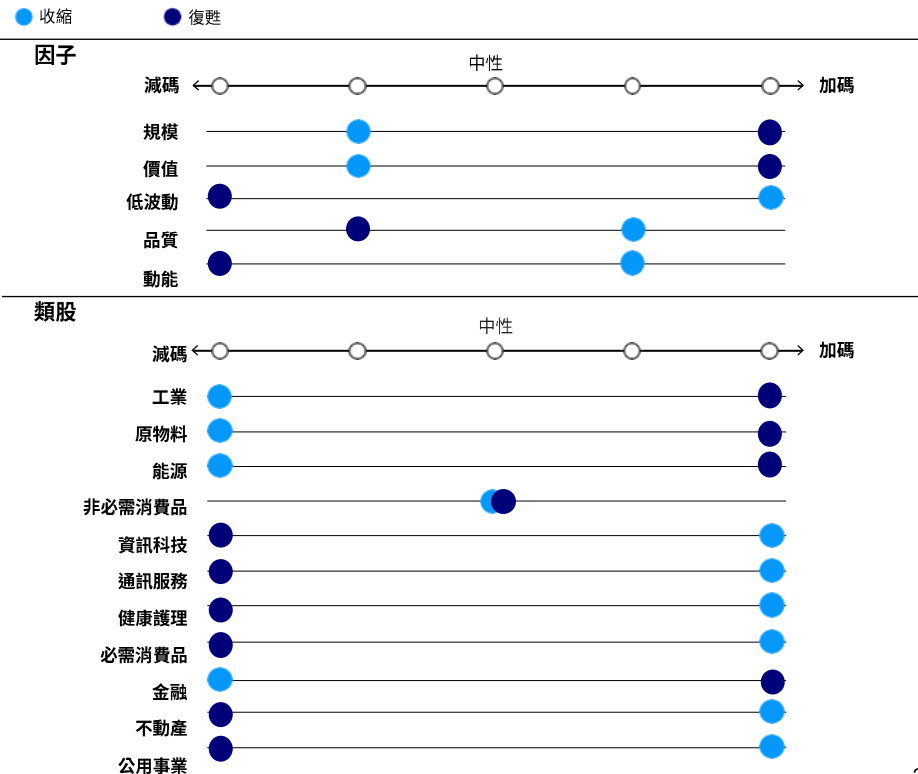
股票方面，我們減碼價值股和中小型股，偏好品質、低波動和動能等防禦性因子，因此佈局存續期較長、營業槓桿減少的防禦性類股，例如資訊科技、通訊服務和健康護理，避開金融、工業和原物料。我們預期在成長低於趨勢且減速、通膨下滑和債券殖利率探頂的環境中，上述防禦特性可望締造領先表現。

復甦：

股票方面，我們加碼中小型股，偏好價值、(小) 規模等週期性因子，因此佈局存續期較短、營業槓桿增加的週期性類股，例如金融、工業、原物料和能源，避開科技、健康護理和必需消費品。我們預期在成長低於趨勢且加速、通膨攀升和債券殖利率上升的環境中，上述週期特性可望締造領先表現。

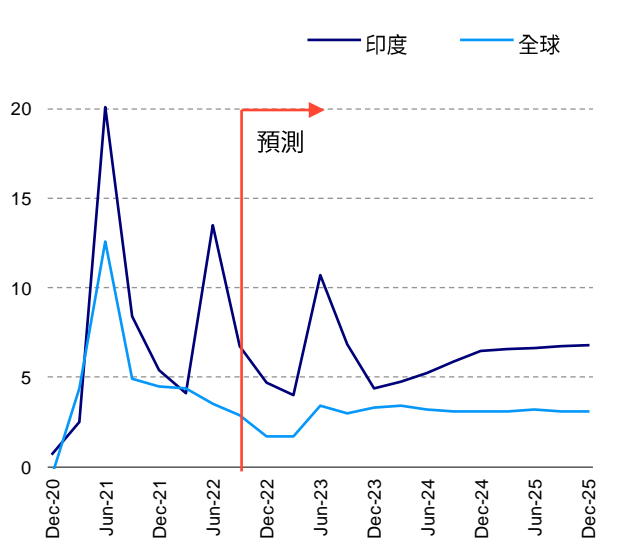
資料來源：景順投資方案，2022 年 11 月。僅供說明。類股配置採用專屬類股分類方法，是因子/風格配置的結果。截至 2022 年 6 月，週期性類股：能源、金融、工業、原物料；防禦性類股：必需消費品、健康護理、資訊科技、不動產、通訊服務、公用事業；中性：非必需消費品。不保證可實現這些觀點。

絕對戰術性資產配置佈局：基礎情境

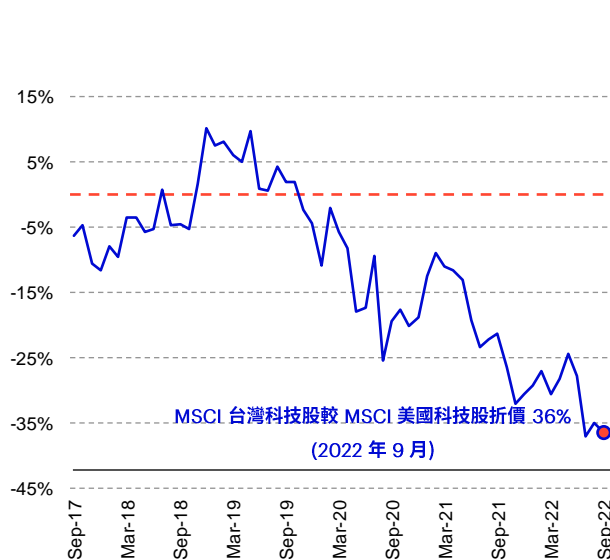


亞洲股票：特有的經濟動態與誘人評價，是追求分散風險的好機會

印度 vs. 全球實質 GDP 成長率，年增率 %



MSCI 台灣科技股評價相對 MSCI 美國科技股折價



Mike Shiao
亞洲(日本除外)
首席投資總監

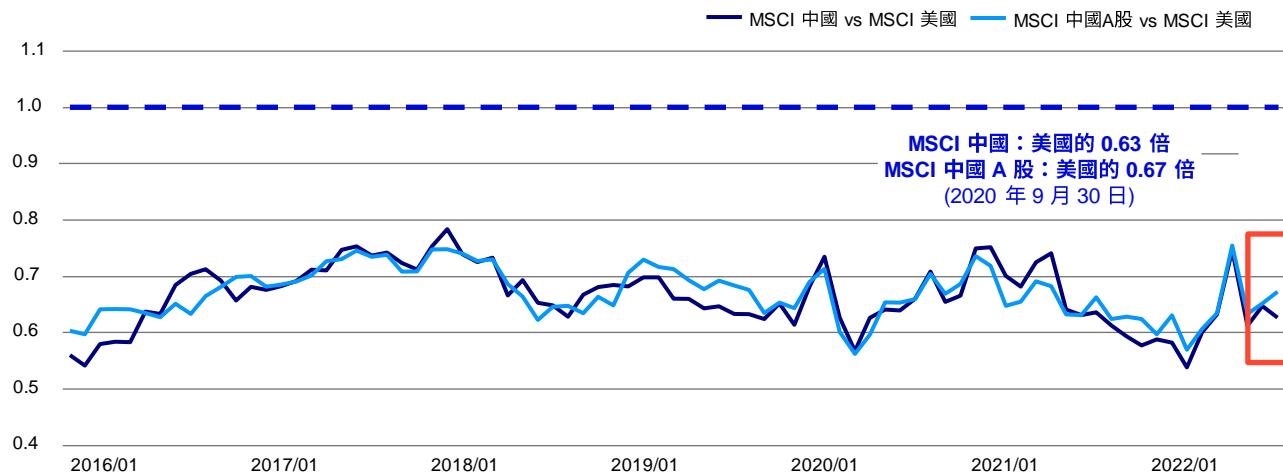
我們認為亞洲經濟 2023 年將恢復成長。

- 印度正高速成長，為亞洲與全球的發展貢獻龐大。
- 台灣與韓國市場受到全球科技需求疲軟的衝擊。這兩個經濟體股票評價已降至較為正常的水準，我們期待科技類股明年重新評價。
- 此區域特有的經濟動態，加上亞洲(日本除外)股票評價誘人，是全球投資人 2023 年分散風險的好機會。

資料來源：CEIC、高盛全球投資研究預測，2022 年 9 月。

中國股票：誘人評價可能是投資人的機會

MSCI 中國、MSCI 中國A股、美國未來本益比



Mike Shiao
亞洲(日本除外)
首席投資總監

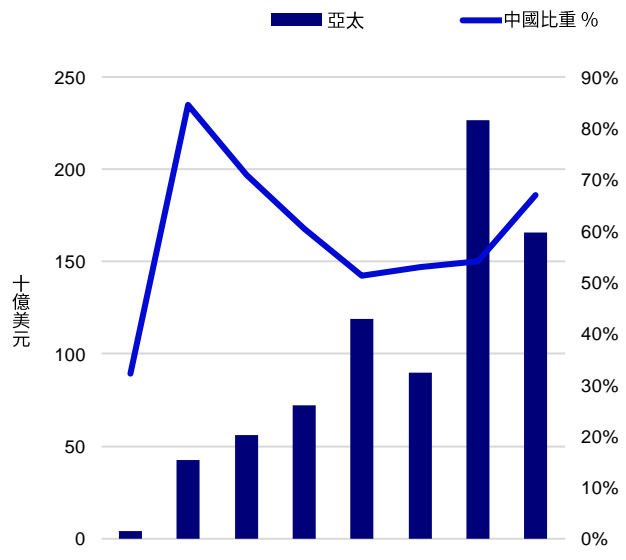
中國執行清零政策，同時也強調經濟發展的重要，並聚焦於高品質、平衡的包容性成長。

- 展望未來，我們預期政府會將成長率目標合理設在約 5%。這可能有利於由下而上的選股策略。
- 中國股票目前相對已開發市場折價。我們認為評價低廉是中國股票投資人的機會。
- 我們相信中國境內外股市皆擁有大量機會，例如可受惠於內需回溫與中國重啟的消費品、健康護理和國際網路公司。

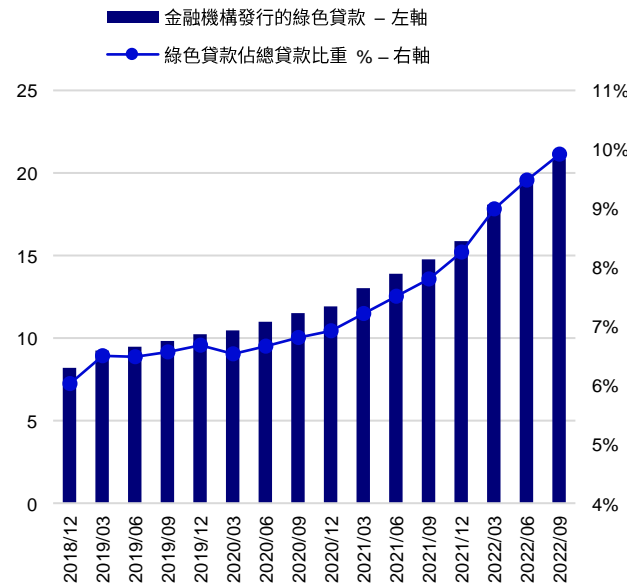
資料來源：FactSet、I/B/E/S、MSCI、高盛投資研究，截至 2022 年 9 月。未來本益比以未來 12 個月的評價計算。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。無法直接投資指數。

亞洲固定收益 (ESG)：ESG 固定收益資金流量將於 2023 年增加

亞洲永續債券發行量逐漸上升



中國金融機構發行的綠色貸款



Norbert Ling

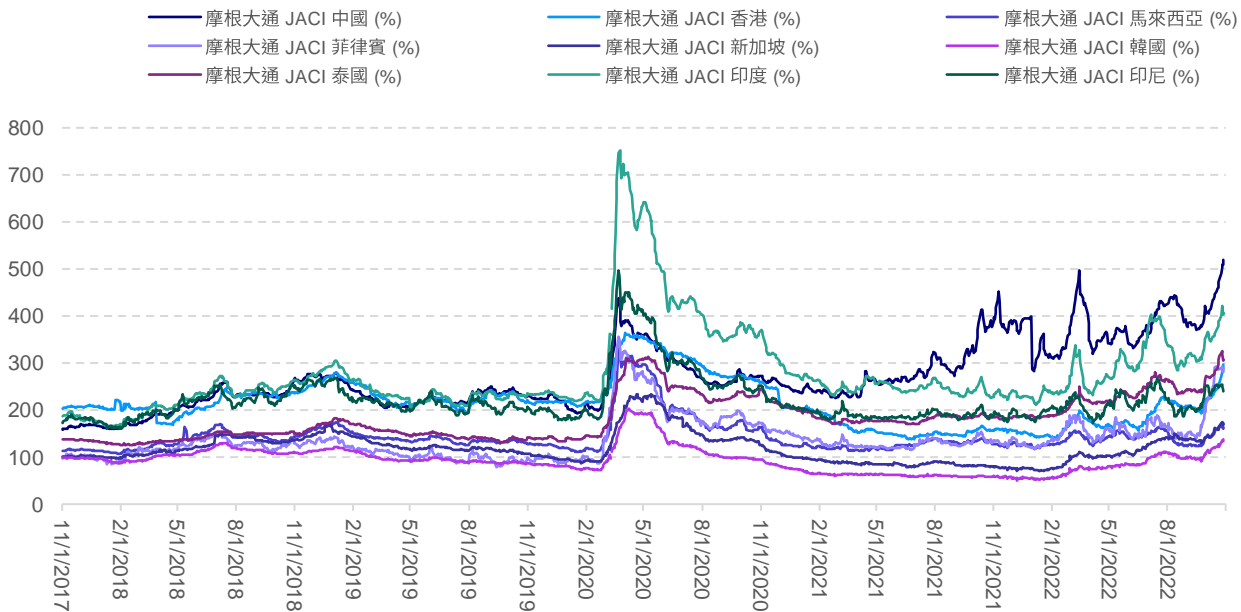
ESG 信用債投資組合經理人
景順固定收益團隊

- 中國擁有全球第二大的綠色債券市場。隨著《共同分類目錄》(CGT) 落實，2023 年具備永續標籤的債券市場可望進一步擴大，而且發行機構的發行後報告內容也會有所改善。
- 亞洲註冊的永續基金資產規模擴大，中國仍是最大助手，以資產類別而言，股票仍佔大宗 60%。固定收益比重僅 5%，但我們相信此資產類別規模即將成長，主因是有利的政策環境。
- 《共同分類目錄》進一步推行可望帶動永續融資資金跨境流動，ESG 基金和債務融資工具都將受惠，而且 ESG 資料揭露情形也會好轉。

資料來源 (左圖)：氣候債券倡議，資料截至 2022 年 10 月 27 日。資料來源 (右圖)：萬得，資料截至 2022 年 9 月。

亞洲固定收益 (高收益)：特定高收益公司債 (中國不動產公司除外) 預期仍具韌性

JACI 最差利差 (%)



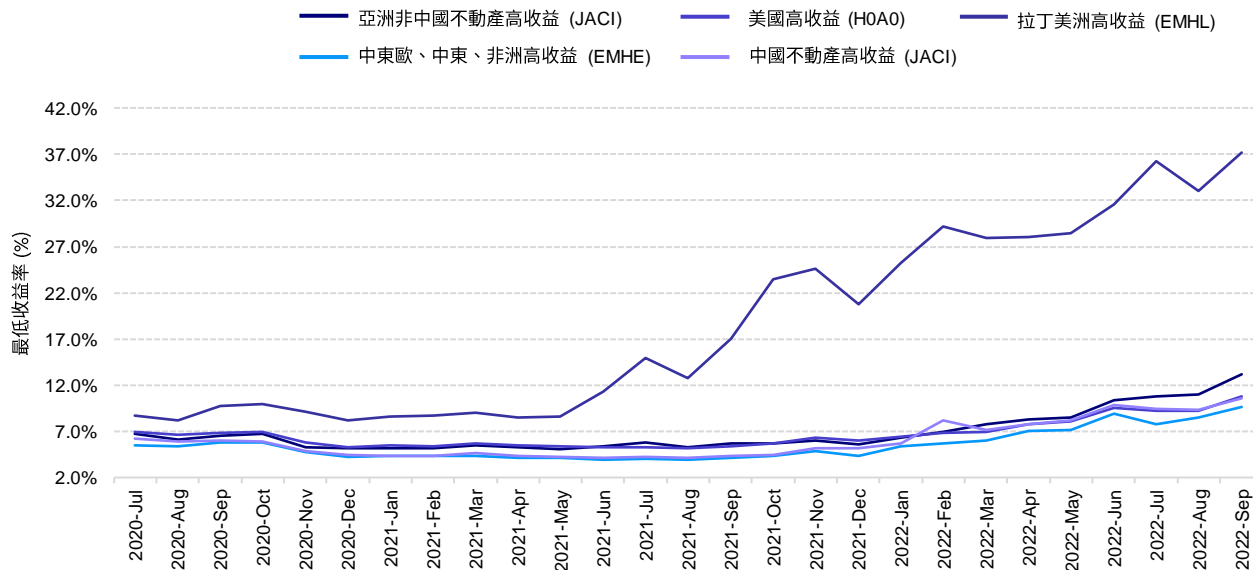
Chris Lau
資深投資組合經理人
景順固定收益團隊

- 聯準會鷹派立場可能至少會延續到 2023 年上半年，因為通膨高漲且勞動市場緊繃。
- 全球衰退風險的跡象增加，而成長減速可望減緩升息步調
- 中國無放棄清零政策的跡象。不動產業危機與清零政策是拖累成長的主因。明年 3 月預期將推出一些寬鬆措施與支撐政策。
- 亞洲投資級債似乎相對其他區域便宜，以評等差異與存續期調整後的數據而言，更是如此。
- 高品質與高貝他標的績效差異可能仍相當顯著。2023 年國有實體或國營企業表現可能會領先私募債。

資料來源：彭博資訊、JACI、景順，資料截至 2022 年 11 月 1 日。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。無法直接投資指數。

亞洲固定收益 (高收益)：特定高收益公司債 (中國不動產公司除外) 預期仍具韌性

全球主要高收益市場：最低收益率(2020年7月 - 2022年9月)



註：亞洲非中國不動產高收益與中國高收益不動產：摩根大通亞洲信用債指數；美國高收益：ICE BofA 美國高收益債指數；拉丁美洲高收益：ICE BofA 高收益拉丁美洲新興市場公司債+；中東歐、中東、非洲高收益：ICE BofA 高收益歐非中東新興市場公司債+ 指數。資料更新頻率：每月。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。無法直接投資指數。



Gigi Guo

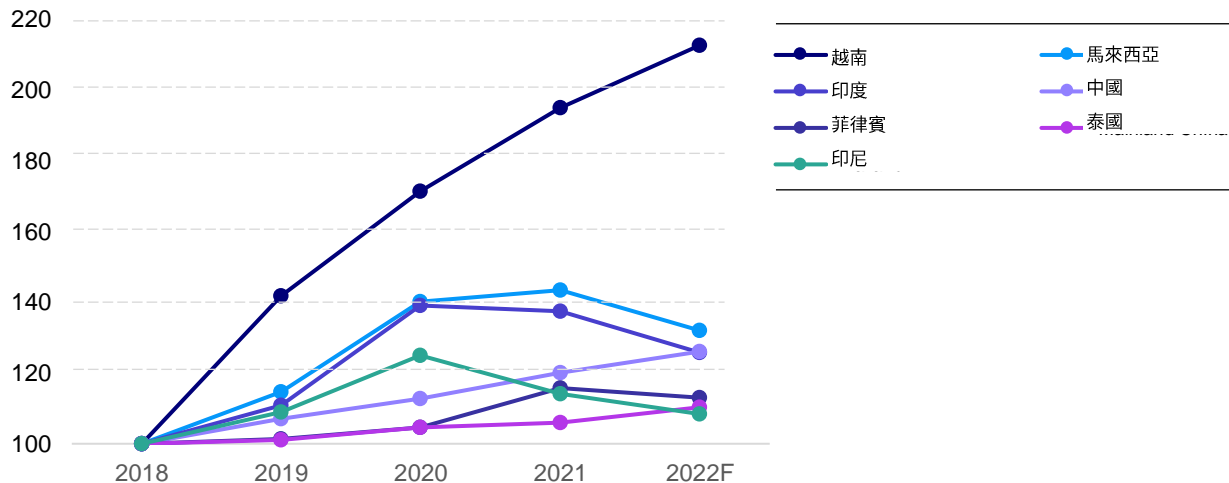
信用債投資組合經理人
景順固定收益團隊

時序進入 2023 年，雖然鷹派央行決策可能不利於技術面，並造成亞洲高收益再次重新定價，但我們預期亞洲高收益公司債 (中國不動產公司除外) 將展現些許對抗動盪的韌性。

- 主要原因是基本面支撐：大型公司強勢貨幣計價債務並未過多。此外，未來 12 個月到期的債券規模仍在控制範圍內。
- 我們預期大宗商品出口發行機構的信用概況將持續改善。
- 中國不動產開發商恐怕會面臨更多挑戰，因為目前流動性緊縮，我們認為中國政府政策短期內不會提供更多實質助益。違約情形可能會重演，尤其是私人不動產開發商，2023 年價格可能會持續下跌。

亞洲固定收益 (新興市場)：亞洲主權債表現預期會領先其他新興市場

外匯存底 (基準年：2018 = 100)



資料來源：HSBC、景順，資料截至 2022 年 9 月。



Yifei Ding

景順固定收益團隊資深
投資組合經理人

多數已開發國家通膨高漲，全球啟動升息週期，確實讓亞洲國內經濟成長展望受壓。但同時間，許多因子有助維護亞洲主權債發行機構的有利情勢。

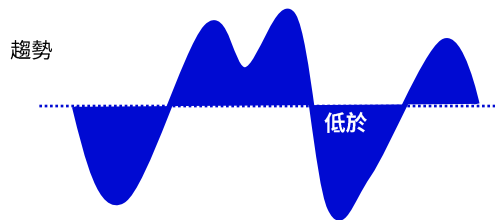
若中國放寬嚴格的 COVID 封控措施，周遭亞洲國家的經濟活動就可能回溫。

- 此外，部分新興市場國家專門出口大宗商品，其財政收入受惠於大宗商品價格高漲，但亞洲國家不同，亞洲主權債發行機構並不出口大宗商品，因此過去兩年多的財政政策擴張程度不如上述新興市場國家。
- 短期內，多數亞洲國家即將到期的外債違約風險不高，因為這些國家從 2013 年「縮表恐慌」學到教訓，保留非常充足的外匯存底。

附錄

全球成長與風險胃納已反映績效將下滑 接著通常可能是轉向進入復甦期

美國領先經濟指標 (LEIs)



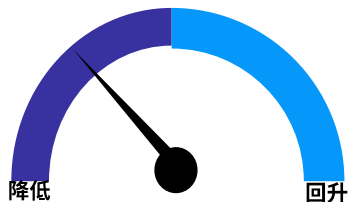
低於長期趨勢

預測經濟活動水準的前瞻性衡量方法

美國 LEI 包括：

- 製造業活動/商業調查
- 消費者信心調查
- 貨幣/金融情勢
- 住房/營建活動
- 勞動市場活動

全球風險胃納週期指標 (GRACI)



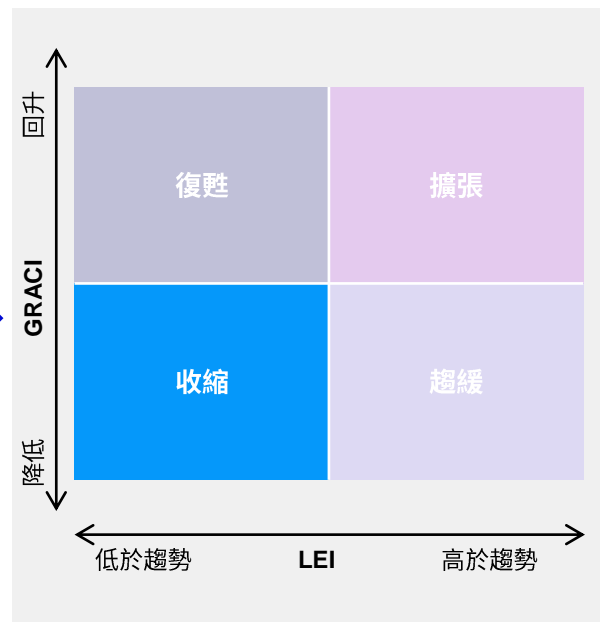
降低風險胃納

衡量市場風險情緒，
與經濟成長預期的變化顯著相關

資產範圍

- 股票、信用債和固定收益市場國家層級的總報酬指數
- 已開發與新興市場

預期總經情勢



資料來源：Alessio de Longis，「整個商業週期的動態資產配置：總經情勢方法」，景順投資方案原稿 (2019)。

Alessio de Longis 和 Dianne Ellis，「市場情緒與商業週期：透過投資人風險胃納確認總經情勢」，景順投資方案原稿 (2019)。Polk、Hagbin、de Longis。「因子溢價的時間序列變異：商業週期的影響。」 Journal of Investment Management 第 18 卷第 1 期 (2020)：69–89。

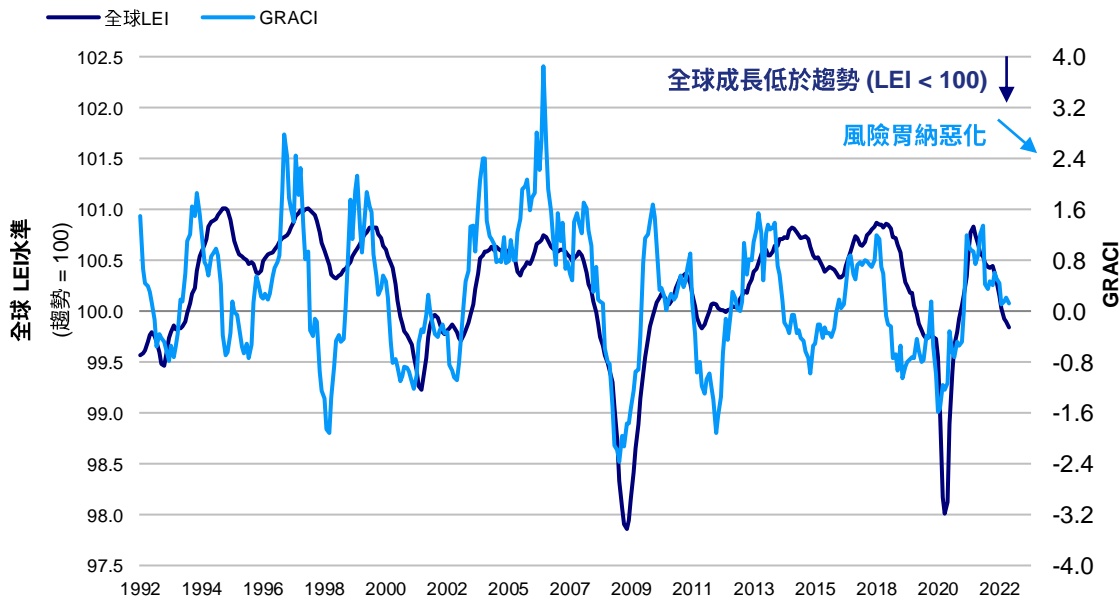
全球成長與風險胃納目前反映績效將下滑

領先經濟指標和全球風險胃納週期指標走勢亦步亦趨

- 領先經濟指標持續轉弱，代表各地區的成長可能會低於趨勢。
- 消費者信心調查在美國、歐元區和英國仍徘徊在歷史低點，但過去三個月已回穩。
- 貨幣環境不斷緊縮之際，商業調查、製造業活動和營建業持續滑落至長期平均趨勢。
- 風險情緒持續惡化，股市表現落後固定收益，信用利差再次擴大來到近期高點。
- 進入復甦階段時，許多這些趨勢將會反轉。

市場情緒釋出成長預期減速的跡象

全球風險胃納週期(GRACI) 和全球領先經濟指標(LEI)



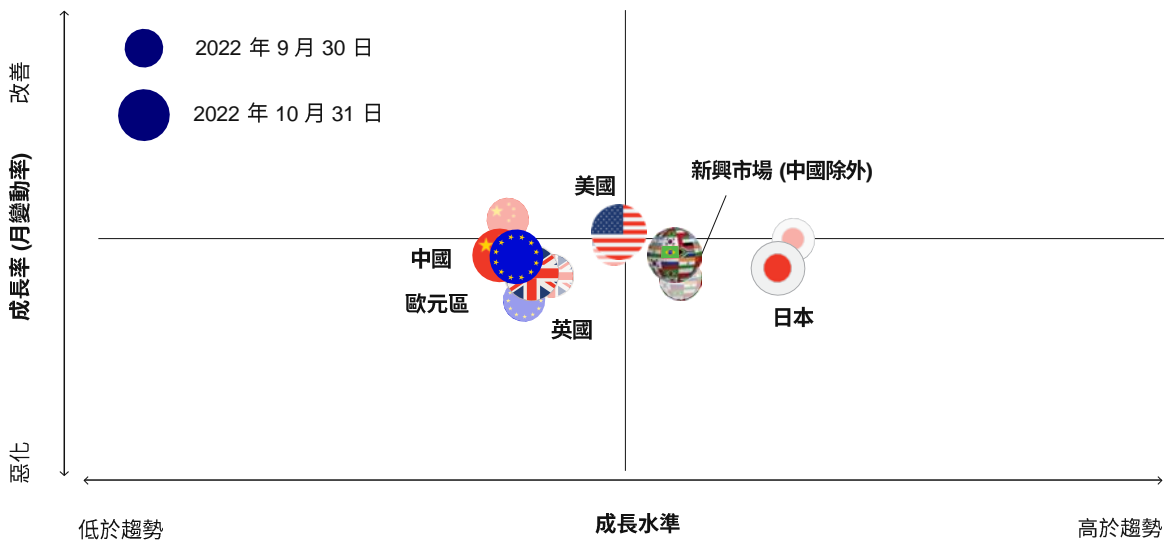
資料來源：彭博資訊、Macrobond。景順投資方案研究與計算結果。景順投資方案的專屬領先經濟指標。總經情勢資料截至 2022 年 10 月 31 日。領先經濟指標 (LEI) 是衡量經濟成長水準的專屬前瞻性方法。全球風險胃納週期指標 (GRACI) 是衡量市場風險情緒的專屬方法。

已開發和新興市場成長持續放緩，美國微幅好轉

區域方面，我們仍相對已開發市場微幅減碼新興市場。以歷史經驗而言，全球陷入收縮加上金融情勢緊縮，將為新興市場帶來逆風，抵銷當地的正向動能。我們仍對美國和已開發市場 (美國除外) 股票保持中性。

若未來經濟進入復甦階段，我們的偏好會轉向新興市場和非美國的已開發市場。

已開發市場經濟持續放緩，中國則在觸底



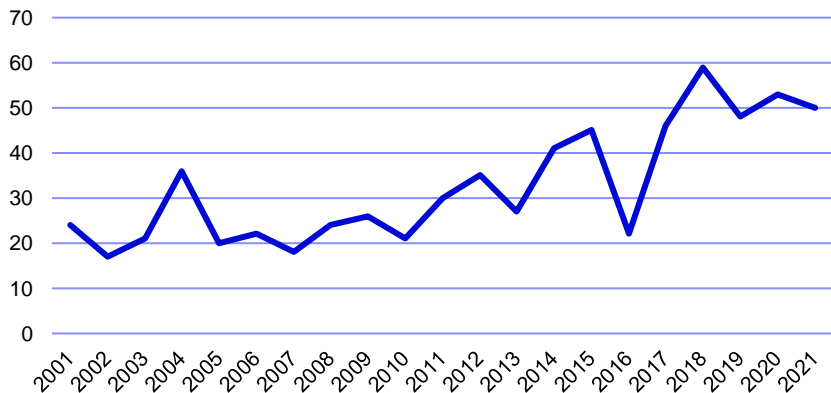
資料來源：彭博資訊、Macrobond。景順投資方案研究與計算結果。景順投資方案的專屬領先經濟指標。總經情勢資料截至 2022 年 10 月 31 日。領先經濟指標 (LEI) 是衡量經濟成長水準的專屬前瞻性方法。全球風險胃納週期指標 (GRACI) 是衡量市場風險情緒的專屬方法。

股票未來數月的主題式機會

健康護理創新

針對 COVID-19 疫情快速研發高效疫苗，正是健康護理產業正在研發許多突破性療法的實績之一。從癌症療法到基因體學，健康護理產業將能滿足全球人口老化帶來的更多需求。

FDA 核准 (各日曆年度)

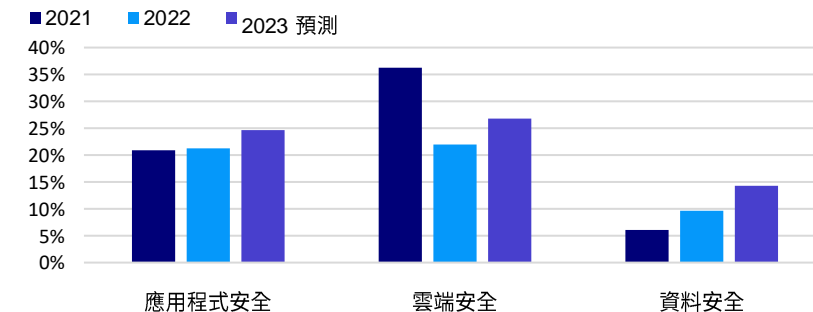


左圖資料來源：FDA，截至 2021 年 12 月 31 日
右圖資料來源：Gartner Group 研究，2022 年 10 月

網路安全

世界經濟論壇在《2022 年全球網路安全展望》中警告：「隨著數位化日益普及新技術的出現，網路風險勢必將會增加。」換句話說，我們在工作生活中使用網路的時間越長，就越需要關注網路安全議題。此外，我們預期客戶和投資人未來會更重視企業在網路安全方面的努力。許多監管機關 (主要是美國證券交易委員會) 要求企業公開申報的文件必須揭露風險因子，以維護投資人在透明度方面的利益。有鑑於此，科技顧問公司 Gartner Group 認為，組織與所有第三方團體共同執行業務時，將針對整個數位生態系統制定網路風險規定，將之視為關鍵因子。若公司在網路安全風險緩解方面投入更多精神與資源，可望受到客戶與投資人的青睞。

全球資訊安全與風險管理終端使用者支出 (按產業) 年增幅



66% 的組織在過去一年內遭受到勒索軟體的攻擊
比前一年增加了 **78%**

資料來源: Sophos, 2022年勒索軟體現況

投資展望主要作者



Adam Burton
資深經濟學家



David Chao
亞太區 (日本以外)
環球市場策略師



Arnab Das
歐非中東
環球市場策略師



Alessio de Longis, CFA
資深投資組合經理人，全
球戰略資產配置方案主管



Drew Thornton, CFA
Thought Leadership
方案主管



Kristina Hooper
環球市場策略主管



Paul Jackson
資產配置研究
全球主管



Tomo Kinoshita
日本環球市場策略師



Turgut Kisinbey
固定收益研究總監



Brian Levitt
北美環球市場策略師



Ashley Oerth
投資策略師



Rob Waldner, CFA
景順固定收益首席策略師
總經研究主管

投資展望貢獻者

Jeff Bennett, CFA

Neil Blundell

Cyril Birks

Richard Chow

Carolyn Gibbs, CFA

Nick Kalivas

Meral Karasulu

Talley Léger

Emma McHugh, CFA

Niklas Nordenfelt, CFA

Mark Paris

Henning Stein

Anna Tong

András Víg

Freddy Wong

Thomas Wu

警語

投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場(政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動)風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

Inv22-0447(revised)

景順投信 獨立經營管理
景順證券投資信託股份有限公司
台北市信義區松智路1號22樓
客服專線：0800-045-066
網址：www.invesco.com/tw