



投資展望 | 2022 下半年

正利率時代：升息後的投資人歷程

行銷宣傳

文件內容傳達全球投資委員會之觀點，並可能隨時變更。觀點不應視同投資建議、證券推薦而直接採納，亦未反映鋒裕匯理旗下任何投資策略之交易意圖。

守護財富 贏得信任

Amundi

ASSET MANAGEMENT
鋒裕匯理 資產管理

索引

主要投資展望	3
2022 下半年關鍵主題	4-5
主要與另類情境以及風險	6
地緣政治衝擊與歐洲策略自主	7
邁向分歧的世界：新興市場與中國成為焦點	8
2022 下半年全球經濟關鍵主題	9
資產類別觀點	
2022 下半年投資主題	10
2022 下半年資產配置表	11
各類資產	12
股市與新興市場	13
監管與資金流動支援的 ESG 投資	14
固定收益與貨幣	15
原物料與實質資產	16
預測	17-18
撰執筆團隊	19

主要投資展望



Vincent MORTIER
集團投資總監



Matteo GERMANO
集團投資副總監

1. 下半年經濟展望的特點是各地區在成長、通膨與政策組合方面存在差異。停滯性通膨風險將成為已開發市場 (DM) 的共通特徵。此外，由於全球景氣循環不再同步，國家風險再度回歸。
2. 美國經濟正邁向軟著陸，而歐元區則受能源價格上漲衝擊而轉趨脆弱。受惠於政策支持，中國經濟成長有機會於下半年反彈。
3. 通膨可能已來到峰值，但由於去全球化、供應鏈瓶頸、原物料價格高漲與對美國薪資成長樂觀，導致通膨仍將居高不下。心理層面因素也在發酵。
4. 在成長放緩、負債龐大與金融市場面臨分歧風險的情況下，各國央行將採取行動抑制通膨。央行措施不至於太極端，最近的鷹派立場大多已反映在市場價格上。
5. 財政振興措施大多已經結束，但特定國家仍存在一些餘裕，特別是在歐洲和中國。在美國，中期選舉之前不存在財政運作空間。
6. 股票拋售力度有助吸納過高的評價，但這並未納入企業基本面的惡化情形。成長型市場仍存在風險，風險資產的買入訊號將取決於債券殖利率的回穩能力。雖然全球仍在重新訂價，但這個前景並非遙不可及。
7. 對已開發市場股票持謹慎態度，因為獲利前景仍過於樂觀。策略上，我們更看好美國股票而非歐洲股票，而中國應該會從下半年的經濟反彈中受益。優質型、價值型與高股息個股預計表現出色。
8. 固定收益方面，政府公債價值微幅回升。是時候轉為較中立的存續期立場，並把握貨幣政策分歧的操作機會。中國債券仍是優秀的多元分散工具。
9. 不計代價追求收益的時代已告終結。信用市場方面，我們看好美國投資等級信用債，因為聯準會的行動應不致嚴重影響供需動態。
10. 各類資產間的相關性不穩定，迫使投資人尋找其他多元分散工具，包含原物料、貨幣以及與股債相關性較低的另類策略。

資料來源：鋒裕匯理研究所，截至 2022 年 6 月 16 日。

在風險攀升之際，尋找新政策組合

評估 2022 下半年投資人的關鍵主題



Pascal BLANQUÉ,
鋒裕匯理研究所主席



Monica DEFEND,
鋒裕匯理研究所主管

今年初，我們預期 2022 上半會出現強勁成長與高通膨率。俄烏戰爭加劇了通膨趨勢，目前遠超過中央銀行設定的通膨目標，而且將比預期持續更久。這引發金融市場急遽重新訂價，首先是債券，全球負債利率總額從年初的 11 兆美元暴跌至年中的 2 兆美元以下。重新訂價的範圍也擴大至風險資產，特別是成長型市場中評價極高的領域。進入下半年，評估成長/通膨模式與政策組合將成為關鍵。

高通膨之際，衰退風險上升

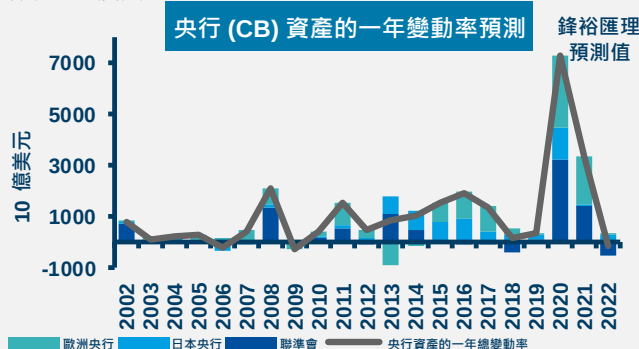
我們預期下半年經濟動能趨緩，因為通膨就像是對消費者課徵的累退稅，各地區、國家與產業都存在巨大差異。然而，我們預計不會出現全球性的衰退。大多數地區的通膨可能已經觸頂，但我們研判通膨環境將持續到 2022 年與 2023 年。

- 美國經濟將放緩至低於疫情危機前的水準，雖然我們設想的主要情境中不會出現停滯性通膨。就這方面而言，我們必須監測抵押貸款利率、企業獲利與薪資上漲情況，以更清楚掌握經濟基本面。
- 歐元區經濟正面臨更嚴峻的挑戰，2022 年成長應會停滯，且內部各區會出現嚴重分歧。由於德國與義大利依賴俄羅斯提供能源，實際上可能會發生技術性衰退，而今年底的通膨率應會落在 7-8%。需要留意的兩種動態是能源價格 (推升通膨的主因) 與食品價格。
- 儘管最慘烈的情况可能已經過去，但我們仍對中國的前景抱持謹慎態度。我們預期，由於新冠肺炎封控措施的影響，全年經濟成長率會低於政府目標 4%，第二季可能觸底，並於下半年復甦。整個新興市場的分歧有所加劇，就這方面而言，我們看好原物料出口國與施政餘裕充分的國家，如巴西、南非和印尼，而受俄烏戰爭嚴重影響的國家與原物料進口國，則顯得較不具吸引力 (更多内容詳見第 7 頁)。

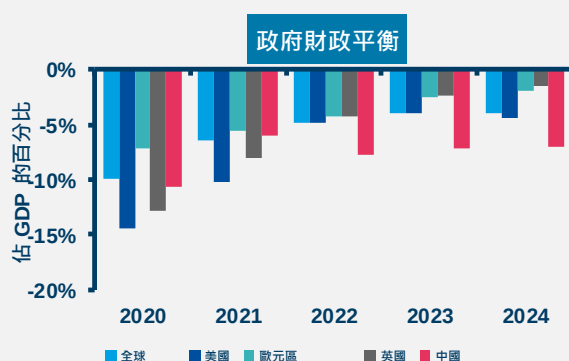
新政策組合與政策錯誤

政策組合掌握週期關鍵。成長放緩和高通膨將為央行的任務帶來雙重挑戰，央行必須與財政主管機關通力協作，因為新冠肺炎時代的預算「盛況」可能已經結束，但各地目前仍存在巨大差異。一方面，中國有充裕的空間進行寬鬆，另一方面，西方國家的央行卻正積極緊縮以因應高通膨。我們預計，聯準會緊接著在上半年升息之後，再進一步升息共 175 個基點。歐洲央行將在 7 月啟動急遽升息的週期，同時備妥防分歧工具，預防週邊國家債券利差過度擴大。新興市場國家在政策方面產生分歧：僅少數國家控制住通貨膨脹，其他國家則否，後者包涵深陷高通膨困境的東歐國家。我們認為最有可能的選項是一些財政擴張措施，例如歐洲的「新世代歐盟計畫」(Next Generation EU)，以及美國擬在即將來臨的中期選舉中推出若干額外振興措施，再加上部分央行緊縮措施，雖然這仍將「落後於通膨趨勢」。結果是通膨居高不下，同時伴隨受控的經濟趨緩，而經濟層面的風險也在增加。這些因素組合起來將形成險峻的市場環境，需要納入通膨敏感度高的股票與進行地域輪動。政策失誤—無財政擴張，加上貨幣政策全面正常化，這是值得觀察的主要風險之一，因為這會終結是次循環。

政策組合演變



資料來源：鋒裕匯理研究所、Datastream。截至 2022 年 5 月 19 日的資料。
CB：各國央行。



資料來源：鋒裕匯理研究所、國際貨幣基金財政監測報告，2022 年 4 月。國際貨幣基金預測。

打造抗停滯性通膨的投資組合

在這個分歧的世界，高通膨、成長放緩與全球流動性下降已成為特色，投資人必須找尋能創造正向實質報酬的管道，並尋求能抵禦高通膨與低成長的資產，增加這類資產的曝險。投資人可以留心週期同步程度下降以及財政與貨幣政策走向分歧可能帶來的機會，同時應提高投資組合的多元分散程度，包含貨幣市場策略與目標在於創造絕對實質報酬的策略，同時密切監測流動性狀況。

上半年資產大幅重新訂價後，股票相對於債券的強勁相對吸引力有所減弱，債券投資的吸引力逐漸提高。至於下半年，我們認為投資人應採取平衡/謹慎的方式配置風險資產，同時注重增加分散投資的軸心。

固定收益方面，現在是時候在策略上轉為中立的存續期立場，並把握貨幣政策分歧的操作機會。然而，我們認為現在仍非加碼存續期的時機，如果成長令人失望，央行變得更加寬鬆，我們才可能採取這樣的立場。在週邊國家債券方面，我們持中立立場，並持續關注歐洲央行的動向。要打造抗通膨的投資組合，通膨連結證券與浮動利率是工具之一。

不計代價追求收益的時代已告終結。信用債方面，投資人應鎖定優質與低財務槓桿的公司以及抗經濟趨緩的領域，例如美國投資級債券。投資人可以在精挑細選的新興市場債券中尋找機會，有可能帶來正向的實質報酬。我們偏好強勢貨幣債與精選的非投資級債券。對於緊縮週期已進入末段的國家，當地債務原本吸引力低下，但可能選擇性地漸有起色。追求分散投資時，中國債券是另一個具吸引力的領域，因為中國人民銀行 (PBoC) 還未開始實施非正規政策，目前採取寬鬆策略，與西方國家形成對比。

股票重新訂價已幫助修正了若干過高評價。進入通膨壓力的週期尾聲，投資人應觀察與通膨動態相關程度較高的產業，並聚焦於其中較具抗跌韌性的企業。就地域層面來看，美國股票似乎比歐盟股票更加抗跌，因為我們預期歐盟將出現獲利衰退。然而，儘管美國股市已大幅修正，價格仍然不低。投資風格方面，價值型、優質型與高股息個股可組成優秀的投資組合。實質利率上升、通膨觸頂以及最終更擴大的非投資級債券利差，都有機會使價值股受惠。最後，高股息個股通常會尾隨通膨軌跡，在高通膨時期成為帶來報酬的關鍵元素。對新興市場股票整體抱持中立看法的同時，我們開始看好中國股票。經濟重新開放應會讓中國股票受益，中國經濟預計會於下半年復甦，而且 A 股與已開發市場隔絕。從中長期的角度來看，股票仍然是推升報酬的動力。股票回歸正常並更加吻合基本面，成長幅度最多落在 5-7%。

通膨年代，債券殖利率與風險資產之間的負相關性（債券殖利率領先）重新發揮應有的影響力，這時，風險資產的購買訊號主要取決於債券殖利率至少可回穩多少的能力。儘管全球重新訂價似乎仍未完成，但這可能並非如此遙遠的前景。

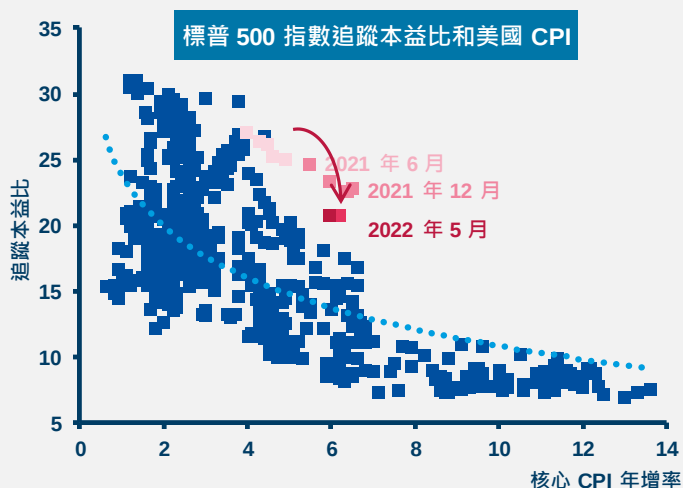
關於實質資產，我們贊成將不動產和基礎建設作為通膨避險工具與浮動利率私募債，但在一些評價過高的領域，我們對私募股權市場抱持更為審慎的態度。有鑑於目前地緣政治極為緊張，原物料可能是地緣政治風險的優秀短期避險工具，尤其是石油和黃金。

在貨幣方面，根據基本面與技術面，我們認為美元會保持強勢，達到兌歐元平價的水準；同時，我們預計人民幣將停止疲軟之勢，並在中期內有所改善。整體而言，我們樂觀看待新興市場貨幣。

債券與股票重新訂價

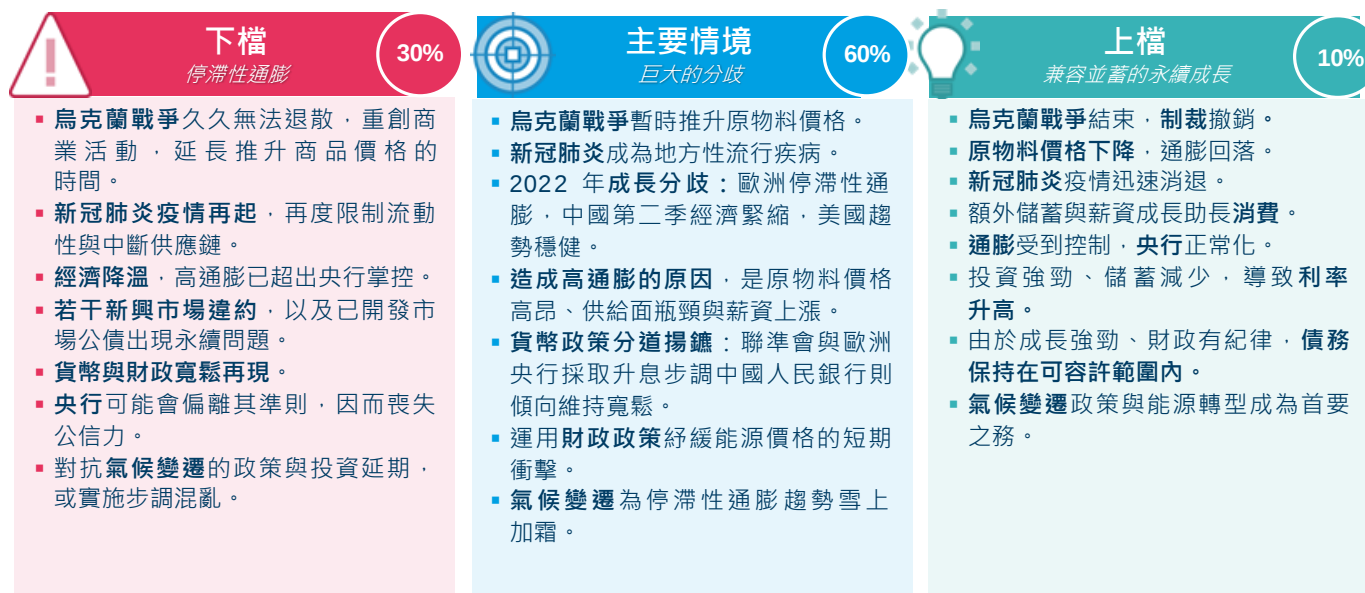


資料來源：鋒裕匯理研究所。分析彭博每週最新資料的結果。截至 2022 年 6 月 14 日的資料。

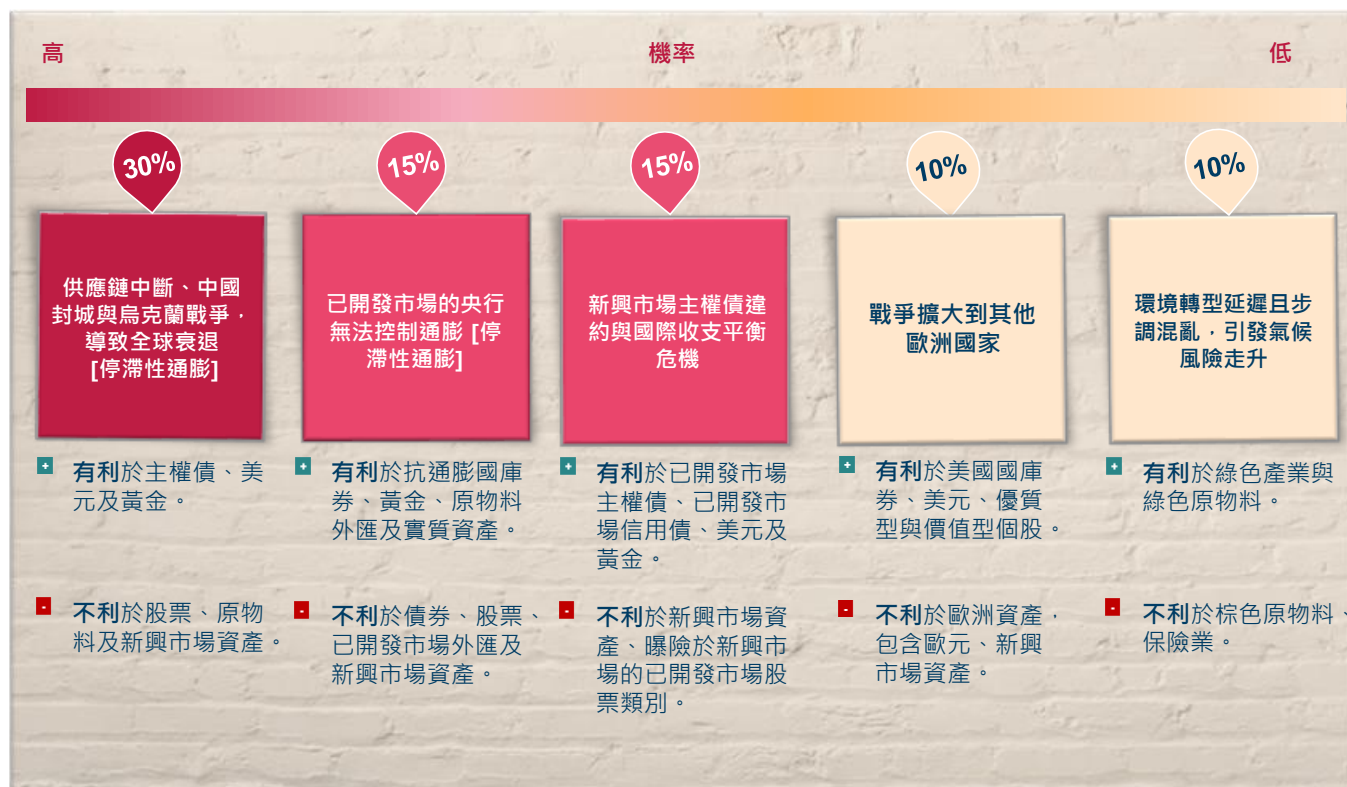


資料來源：鋒裕匯理、彭博，每月最新資料截至 2022 年 6 月 13 日。資料始於 1970 年 1 月。

主要與另類情境以及風險



各情境的風險都會升溫：停滯性通膨陰魂不散



資料來源：鋒裕匯理研究所，截至 2022 年 6 月 17 日。

地緣政治衝擊與歐洲策略自主 綠色轉型將在邁向歐盟自主的道路上發揮關鍵作用

隨著新冠肺炎危機與俄羅斯入侵烏克蘭，21 世紀已經開始反映 20 世紀初一戰的情形，這些事件將產生長期影響，也再一次捲入整個歐洲。最有可能的結果並非終結全球化，而是重新設計全球化的樣貌與結構，中國將崛起，取代美國成為世界強權，是重要轉捩點。自柏林圍牆倒塌以來，美國一直在軍事、政治、經濟和文化上享有霸主地位，此時期可視為經濟模式漸趨一致，多以金融資本主義、西方價值觀和自由民主為核心。中國加入 WTO 以及俄羅斯恢復政府穩定後 20 年，不僅明顯看出這兩個國家不打算追隨美國模式，反之，各自重申策略性獨立的立場；許多拒絕制裁俄羅斯的新興國家也是如此。我們正慢慢從美國治世 (Pax Americana)，即以美國金融市場與法規、美元和北約為中心的全球化與地緣政治框架，轉變為根據勢力範圍形成的區域框架。

面對此種情況，又要因應日益緊張的局勢，歐洲情願按自己的步調行動相當合理。歐盟可以選擇與美國掛鉤，冒著捲入有損自身利益的風險，或憑藉策略自主政策、建立自身勢力範圍，進而促進其獨立性。如果歐洲不想要承擔與中國決裂的風險，同時又想與美國保持密切關係，首先就必須鞏固自身主權。

去全球化與全球貿易

全球化已死的報告言過其實。服務與數位商品貿易持續成長，而製造業商品貿易正在減速，這也是 2050 年要達到淨零碳排的必經之路。歐洲是世上最開放的經濟體，至今仍然可從全球貿易中受益。然而，歐洲必須確保關鍵價值鏈與產業有能力自給自足，並透過推動企業回流或近岸外包來強化經濟韌性。歐洲的策略自主並非代表孤立，而是降低對外部的依賴。拋棄全球化的利益，可能會對經濟造成損害，但因此低估歐洲依賴外部的代價，同屬目光短淺。

綠色投資

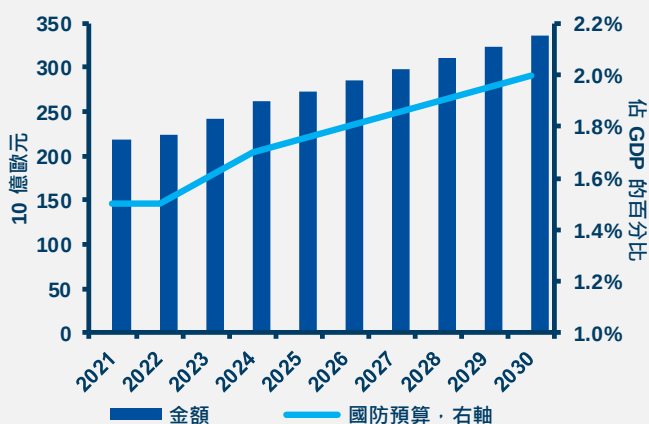
追求經濟韌性與公正綠色轉型，兩者間存在共同點。雖然大部分的辯論都是圍繞地緣政治、安全和國防問題，但如果歐盟想達成策略自主，農業、醫療、能源和技術等產業才是關鍵。為此需要鉅額資本支出，以及大量股東資本和正值的長期投入資本預期報酬率。有鑑於此，投資人應預期，對鞏固主權和公正綠色轉型至關重要的產業中，私人投資的薪酬架構將會進行全面改革。可能會實施公共基金擔保與財政支援，並推出激勵長期股東的措施。考慮到必須投資的規模與期限，歐洲財政法規與貨幣政策都能發揮作用。有助歐盟達成策略自主的公共投資或激勵措施，都不應受預算赤字規則限制，所發行的主權債可以成為歐洲央行專屬量化寬鬆政策的一部分，長久下來，就能透過轉移資金來轉移當今的負債。俄羅斯入侵烏克蘭以及未來可能發生的地緣政治衝擊，皆會加速迎來歐洲擴大自主權的改變，但目前還需重大改革投資與財政框架。

歐洲策略自主重要產業



資料來源：鋒裕匯理研究所，截至 2022 年 6 月 13 日的歐盟預算。

假設：歐盟國防預算價值佔實質 GDP 比



新興市場加劇分歧，中國可望於下半年反彈 各層面都將發生分歧情形

兩項重大全球事件，如新冠疫情與烏克蘭戰爭爆發後，市場越來越清楚新興市場的各個領域大相逕庭，因而為投資人帶來各種風險報酬機會。這兩大事件突顯出高度異質性的復甦動態與通膨趨勢，也促成世界轉變，從原本只存在少數幾個地緣政治集團，到目前更加分歧的局面。

整個疫情期間，相較於已開發市場，新興市場在財政擴張上通常更謹慎，即使兩者的刺激措施規模不同也是如此。第一波新冠肺炎疫情暫告結束時，疫苗接種率與政府對病毒的容忍度（從清零到與病毒共存），決定了經濟復甦與反彈的強度，相較於拉丁美洲國家和中歐、東歐、中東和非洲地區國家，亞洲 2021 年仍在場外觀望。

確實，不同程度的需求壓力及通膨對食品和能源價格的依賴程度差異，讓整個新興市場呈現出型態各異的通膨高峰，再次突顯此區域漸趨分歧。正因如此，**整個新興市場的貨幣政策因應措施也各不相同**，拉丁美洲國家的央行率先升息，因為當地更早實施財政擴張，而且力道比其他新興市場（如巴西、智利）更強勁，接著是中歐、東歐、中東和非洲地區國家；此時亞洲仍然沒有動作，由於需求疲軟以及針對波動最劇烈的價格（食品和能源）採取了目標式補貼政策，因此通膨幾乎沒有飆升。

外部弱點和俄烏戰爭

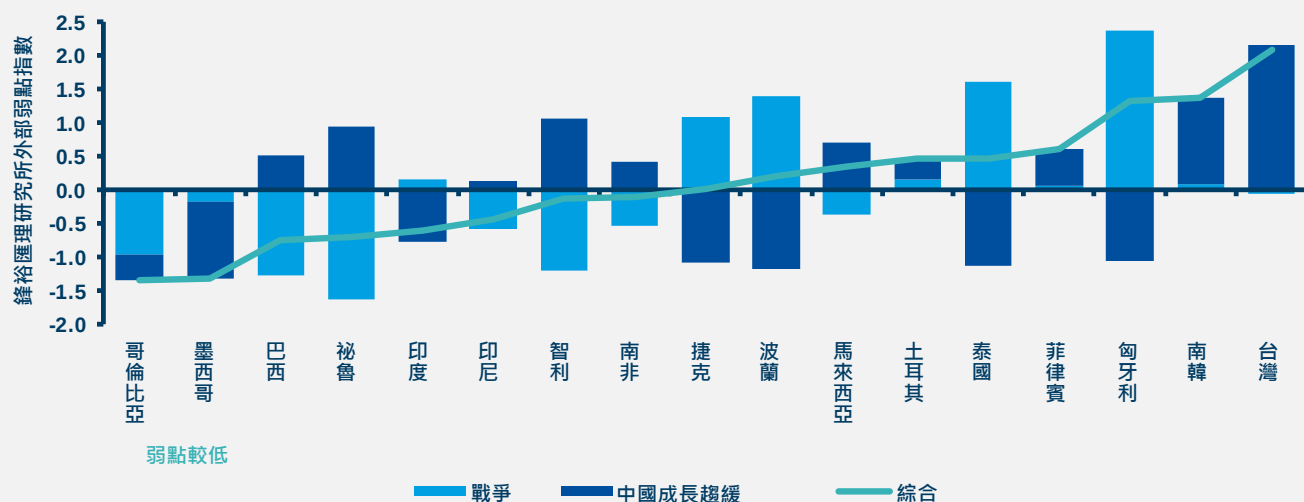
如果說 2021 全年與 2022 年初，主要是由通貨膨脹等國內因子推動貨幣政策，那麼迫使央行在更長期間內收緊政策或對整個新興市場抱持鷹派立場的因子，就是全球利率制度轉向。整體而言，自 2013 年的退場恐慌事件以來，新興市場的外部弱點已經縮減；然而，如果再加上財政壓力（疫情期間急劇加重），在利率上升的世界中就可能發生若干需要監測的特殊情況。**特殊情況越來越重要，而且也越來越少演變成系統性事件。**

俄烏戰爭對整個新興市場也產生不同的影響，這再次強調新興市場世界是看起來多麼分歧。由於東歐與衝突地區直接貿易，投資也曝險於衝突地區，因此會受創最深；另一方面，中東應會從高油價受益，但糧食安全問題抵銷了一部分優勢；拉丁美洲國家大多是原物料淨出口國，會因為石油、工業金屬和農產品出口增加而受益；亞洲與原物料市場繁榮的關係好壞參半，印尼或馬來西亞等國家將受益最多，然而，取決於這種韌性亞洲兩大經濟體（印度與中國）是否能逃過任何次級制裁。**以上就是分歧情境中地緣政治層面的問題。**

聚焦中國

中國自成一格，特別是政策立場。與全球其他主要經濟體不同，中國正走在貨幣寬鬆政策的道路，同時維持支持性的財政政策以恢復家戶信心與刺激住宅需求。中國人民銀行已經加快寬鬆政策步調，抵押貸款利率下限下調 20 個基點後不久，五年期貸款市場報價利率也於 5 月下調 15 個基點。預計下半年也會維持漸進式寬鬆的路線。財政政策方面也將提供更強而有力的支持，預計 2022 年實質 GDP 成長率將增加約 0.5-1.0 個百分點，這應有助於下半年的復甦。

戰爭與中國經濟趨緩，加劇整個新興市場的分歧情況



資料來源：ComTrade 轉載鋒裕匯理研究所資料、IMF、CEIC、彭博。截至 2022 年 6 月 15 日的資料。指數相關資料請見第 20 頁

2022 下半年全球經濟關鍵主題



分歧之際，停滯性通膨風險上升

全球經濟正在放緩，原因是俄烏戰爭、供應瓶頸和中國新冠肺炎清零政策的影響。為了抑制持久不散的通貨膨脹，各國央行紛紛收緊金融環境。全球經濟衰退並非我們設想的主要情境，但有些領域非常脆弱，如歐洲，有些領域則需多加關注，如美國消費者，另外還有潛在甜蜜點，如下半年的中國。



政策組合：尋找新平衡

政策組合需要找到一個新的平衡點，因為大多數已開發市場的央行已啟動或即將展開升息週期，撤銷新冠肺炎時代的寬鬆政策。接下來財政赤字將會有所下降，但仍會高於疫情前的水準。貨幣和財政政策之間仍然需要配合，才能解決債務永續問題。



地緣政治衝擊波與政治噪音

烏克蘭戰爭將對全球地緣政治局勢與國際聯盟產生深遠影響；美國中期選舉後，可能出現政治僵局，挑戰美國的地緣政治影響力，並降低履行財政方面承諾的可能性。短期內，若干不利於市場的改革可能暫時擱置，這對市場而已屬利多消息。



新興市場與中國：分歧更進一步加劇

俄烏戰爭將使分歧進一步惡化，對此，全球各地央行採取不同反應。原物料出口國以及尚有施政餘裕的國家更被看好，中國經濟則因為政策寬鬆而接近轉捩點，但部分亞洲國家仍受到衝擊。

“下半年，停滯性通膨風險較高，需謹慎看待，但不同的經濟與通膨走向會帶來機會。”

資料來源：鋒裕匯理研究所，截至2022年6月17日。

2022 下半年投資主題

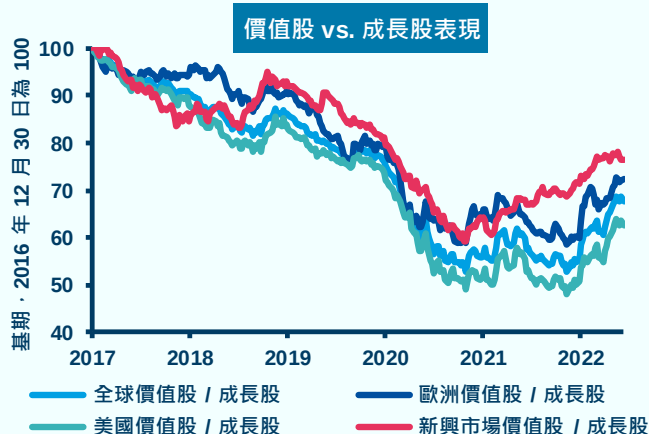
債券：大幅重新訂價後，重建核心債券配置

- » 是時候對存續期、政府公債、投資等級信用債與若干新興市場債券回復中立觀點。
- » 為了滿足風險分散需求，核心配置應納入中國債券和綠色債券。
- » 偏好優質信用債，需謹慎挑選非投資級信用債，並注意流動性風險。



股票：操作價值型和優質型個股、美國獲利韌性，以及中國的重新開放

- » 聚焦有優質傾向和具高股息吸引力的價值股。
- » 短期內，由於基本面較為強勁，美國比歐洲更被看好。
- » 中國可能在下半年回歸，伴隨經濟復甦。

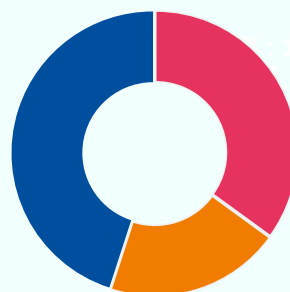


在相關性脫鉤之際，加入對通膨敏感度高的多元分散工具

- » 各類資產的相關性動態變得更不穩定，迫使投資人必須尋求額外的多元分散工具，並聚焦於實質報酬率。
- » 納入原物料、貨幣以及和股債相關性較弱的另類投資策略。
- » 在通膨較高的背景下，實質資產受到青睞，關注重點是基礎建設、不動產和利率浮動私募債。

1. 注重實質報酬的債券

2. 注重實質報酬的個股



3. 對通膨敏感度高的多元分散工具：

- 原物料
- 貨幣與絕對報酬策略
- 實質資產

資料來源：鋒裕匯理研究所、彭博。截至 2022 年 6 月 16 日的資料。價值股與成長股指數來自 MSCI。僅供說明。

鋒裕匯理資產類別觀點

資產類別		目前佈局展望	預期2022 下半年 佈局展望
股票平台	美國	=/+	=/+
	美國價值股	+	+
	美國成長股	-	-
	歐洲	-	=
	日本	=	=
	中國	=/+	=/+
	中國以外的新興市場	-/=	=
固定收益平台	美國公債	=	=
	美國投資級公司債券	=/+	=/+
	美國非投資級公司債	=	=
	歐洲公債 (核心)	=	=
	歐洲公債 (外圍)	=	=
	歐元投資級公司債	=	=
	歐元非投資級公司債	=	=
	中國公債	=/+	=/+
	新興市場強勢貨幣債券	=/+	+
	新興市場本地貨幣債券	=	=
其他	原物料	+	+
	貨幣 (美元兌 G10)	+	+

-- - = + ++
負向 中立 正向

資料來源：鋒裕匯理研究所，截至2022年6月23日。

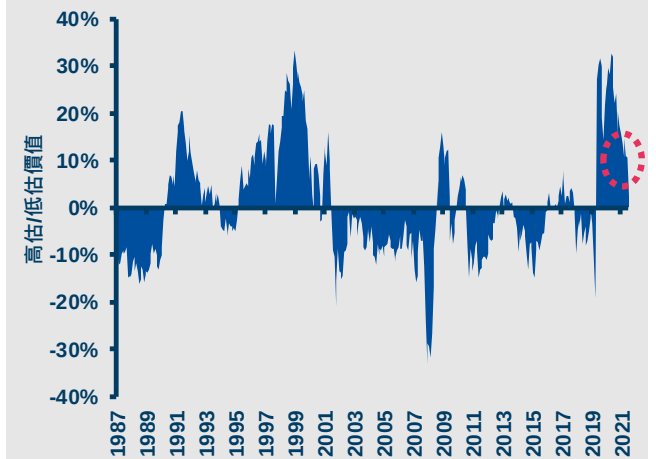
1 謹慎看待風險資產，獲利前景疲軟

目前的風險資產水準僅反映貨幣緊縮的影響

2022 年，S&P 500 指數在前五個月創下 1970 年以來最大跌幅。有鑑於此，評估風險資產是否大多結束修正非常重要。我們的評價框架顯示，一方面，投資人忽略了正在推行的貨幣緊縮政策，因為現階段高通膨環境重創全球經濟；另一方面，股票與信用市場目前的水準，卻並未預期利潤或經濟衰退。市場氛圍甚至並未完全反映不斷惡化的利潤率情況，或正在浮現的一連串威脅，包含流動性退場、惡化的金融條件與生產中斷。有鑑於此，即便經濟放緩，市場價格仍有可能大幅向下修正，導致勞動力市場惡化與獲利下調。對此，我們在此重申下半年有充分的理由謹慎配置風險資產，等待更能掌握利潤的時機。

- **市場觸發因素：**經濟成長，第二季財報季。
- **值得觀察：**流動性退場擴大影響至基本面。
- **風險：**貨幣政策失算，烏克蘭戰事發展、變種病毒可能突破疫苗防線。

對照基本面，全球風險資產評價過高



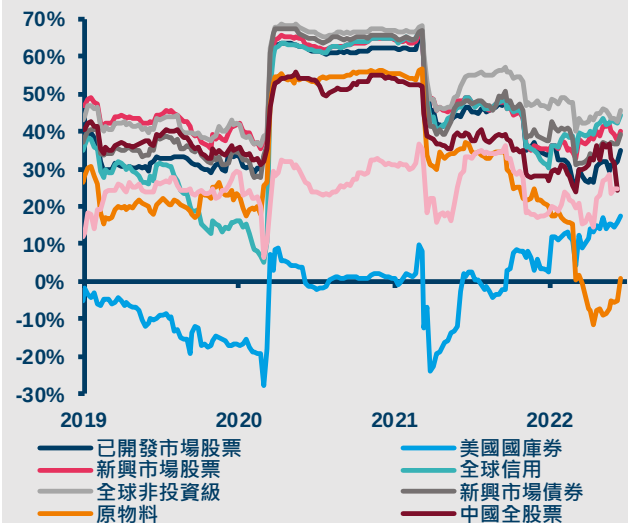
資料來源：鋒裕匯理研究所、彭博。截至 2022 年 6 月 17 日的資料。風險資產籃子包含 S&P 500 (50%)、美國投資級債券 (20%)、美國非投資級債券 (20%)、CRB 全部原物料 (10%)。高估/低估價值是根據以 S&P 12 個月追蹤 EPS、經濟合作暨發展組織 GDP、美國失業率、美國 10 年殖利率與美國 CPI 年增率為基礎的評價模型為判斷依據。

我們強調下半年有充分的理由謹慎配置風險資產，等待更能掌握利潤的時機。

焦點：相關性動態

相關性不穩定，浮現尋找策略性多元分散工具的空間

各項主要資產類別與其他資產的相關性



資料來源：鋒裕匯理研究所、彭博，資料截至 2022 年 6 月 17 日。每條線顯示出各類資產與其他資產的 52 週滾動平均相關性。指數名單請見第 20 頁。

觀察過去三年主要資產類別之間的相關性動態變化，會發現其呈現高度不穩定，特別是 2020 年第一季，新冠肺炎爆發，引發各類風險資產的相關性同時大幅上升（已開發市場與新興市場股票、信用債、新興市場債券與原物料），在普遍風險趨避的環境中，美國國債繼續與中國綜合債券皆成為獨特的多元分散工具。2020 年和 2021 年初，為了抵消防疫封城措施造成的經濟損失，實施大規模財政與貨幣刺激措施，這成為另一股將資產類別推往相同方向的力量。2021 年稍晚啟動疫苗接種後，經濟重新開放，導致相關性動態下降，更接近疫情危機前的水準。但隨著通貨膨脹更持久，此情況也因此改變，美國國債不似以往能夠擔任分散投資風險的角色。通膨走升之際，原物料反而成為重要的多元分散工具。除了原物料與國庫債券之外，中國的綜合債券仍是優良的多元分散工具，與其他資產類別的相關性更穩定，與此同時，中國股票的多元分散效益也在提升。

通膨升溫之際，美國國庫債傳統上分散投資風險的作用已削弱，原物料成為優秀的多元分散工具；中國股票與債券也具備分散投資風險的效益。

2 股票：追求防禦性

看好價值股、優質股以及穩定高股息個股

從通膨過高走向成長不足，利潤最終應會向下修正。有鑑於此，股票應採防禦抗跌的佈局。美國的利潤歷來都比歐元區的利潤更富抗跌韌性，支持了我們對美國股票的偏好。投資風格方面，**價值型、優質型與高股息個股可組成優秀的投資組合**。價值型股票得益於實質利率上揚，優質型股票則是成熟週期的首選，應能憑藉通膨觸頂與非投資級債券利差擴大而受惠；最後，高股息個股往往跟隨通膨的軌跡，通膨減緩時，股利即是報酬的關鍵部分，且股利的波動性相對有限。另一方面，我們謹慎看待小型股，因為小型股的景氣循環特性太強；我們也謹慎看待動能，因為動能在利潤成長時期會受歡迎「逢低買進」的氛圍，但現階段反而更適合「逢高賣出」；我們對於低品質的成長股也審慎以對，因為目前似乎仍未結束回落。

- **市場觸發因素：**全球經濟和獲利放緩。
- **值得觀察：**通膨觸頂和聯準會下一次轉向。
- **風險：**地緣政治和政策錯誤導致的經濟衰退。



注重保本，慎防逆勢反彈，尤其是在通膨觸頂時。

3 新興市場：中國反彈在望

大多數利淡因子已反映在價格上



通貨膨脹也是整個新興市場中的關鍵主題。在固定收益領域，我們看好強勢貨幣債券，特別是**非投資級債券市場**，強勢美元與高油價應會讓這類債券受益。我們認為當地貨幣債券的支撐較少，因為這類債券對美國利率上升與整個新興市場持續推行貨幣緊縮政策的曝險程度較高。進入下半年後，由於美元走強、通膨攀升與總體經濟動能疲軟，我們對新興市場外匯保持謹慎，並採取策略性操作慎選標的。隨著貿易條件改善、通膨趨於穩定或觸頂（拉美地區），我們預期原物料出口國貨幣將出現精選投資機會。股市方面，在通膨環境下，價值型股票會受到青睞，並集中在**拉丁美洲**。從中期評價指標來看，考慮到對長期狀況樂觀和最近賣壓後溫和的佈局，**中國股票還有充足的上檔空間**。法規方面利淡因素，如 ADR 下市和不動產法規等，皆已反映在市場價格，且應會繼續獲政策支持。

- **市場觸發因素：**成長復甦從中國開始。
- **值得觀察：**美國升息與美元升值。
- **風險：**央行政策失誤、中國新冠封控措施。

我們看好中國股票與價值市場，如拉美地區國家；債券方面，強勢貨幣債券是很好的進入點，因為大多數利淡消息已反映在信用利差上，且貨幣利差交易的利差很高。

監管與資金流動支援的 ESG 投資

近年來，ESG 投資如潮水般湧現，一路席捲所有投資方式。以 ESG 為重心的資產管理規模在 2018 - 2021 年間成長 8.5 倍，達到 5.8 兆美元，去年更是締造 208% 的驚人成長幅度。這種非比尋常的成長已漸漸擴散到每一項專業 (主動式管理策略、ETF、Smart Beta 與因子投資策略)、資產類別 (股票、固定收益、多元化投資) 與市場。

投資人對 ESG 投資興趣濃厚的程度已造成供需失衡，使得這塊市場因為資金湧入產生價格壓力。些驚人的數字引發投資人的泡沫恐懼，但廣泛受到追捧並不一定代表泡沫。ESG 資產的評價、ESG 的經濟理性、投資需求或監管環境等其他因子，都是整個複雜情況中不可或缺的一環，釐定 ESG 資產是否泡沫化之前，必須先考慮這些因子。

從評價角度來看，下圖比較了 MSCI ESG 傾斜指數在歐元區和北美地區歷來的追蹤本益比，與其母指數的追蹤本益比。從不同曲線，我們可直接評估投資人願意支付的 ESG 傾斜指數本益比溢價變化。與母指數相比，MSCI ESG 領先企業指數和 MSCI SRI (社會責任投資) 指數的目標，分別是行業代表性 50% 和 25% 的企業，目的是納入各行業中 MSCI ESG 評等最高的公司。因此，SRI 指數主要包括藉由發展特定技能知識或創新技術，在自身領域成為先驅的業務單純公司。

我們發現，大部分 ESG 資產的評價大多符實；然而，相較於更大的市場，若干極度特殊的資產可能暫時出現評價極高的現象，通常是與主題式策略或綠色資產相關的種類。3 月底，相較於歐元區和北美的標準對應組，我們估計 SRI PE 溢價分別為 23.5% 和 17.2%。為釐定溢價是否合理，還需進一步分析這些利基。

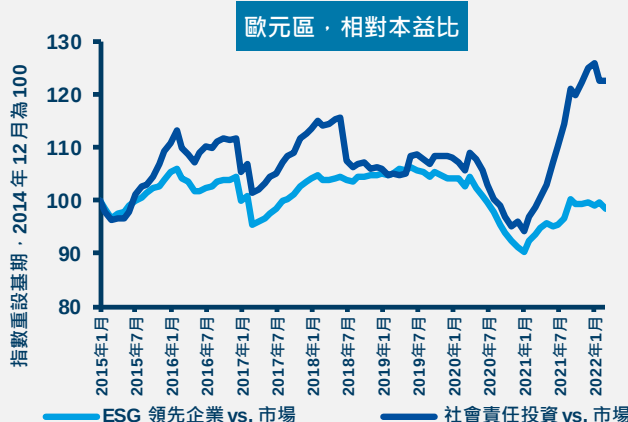
除了純粹評價層面的理由，環境、社會和治理方面的考量已完全重塑了金融業對永續發展的態度。其他財務標準為投資人帶來全面性的風險管理方法，讓投資人能全面瞭解所投資的公司。鑑於這類其他財務標準，ESG 投資已成為金融業適

用的新標準。我們相信這些轉變遠非單純的潮流現象，而是不可逆的進程。

此外，ESG 投資得益於有利的環境，這也會促進 ESG 在我們的日常生活紮下深根。這呼應了公民社會表達的願望，也就是拯救地球，為造福人類採取行動。從理性角度來看，社會所面臨的挑戰 (即全球暖化、能源轉型、社會不平等) 皆需要鉅額投資，而且仍然嚴重缺乏資金。最後，監管架構異動 (如歐洲的 SFDR) 為永續投資創造了有利的環境，成為真正的助力。

鑑於這些因素，ESG 資金流應會繼續推動市場，特別是在歐元區外，部分原因是監管架構即將改革。然而，不可逆並不代表永久失衡。一旦達到平衡，最終 ESG 資產將不再因這種價格上漲壓力而受惠，其表現應會落後大盤，因為傳統市場機制將會接手。此處的傳統市場機制，指的是一般風險溢酬，尤其是碳風險溢酬應會完全發生，因為此風險勢必會繼續存在。

MSCI ESG 傾斜指數與標準指數評價比較

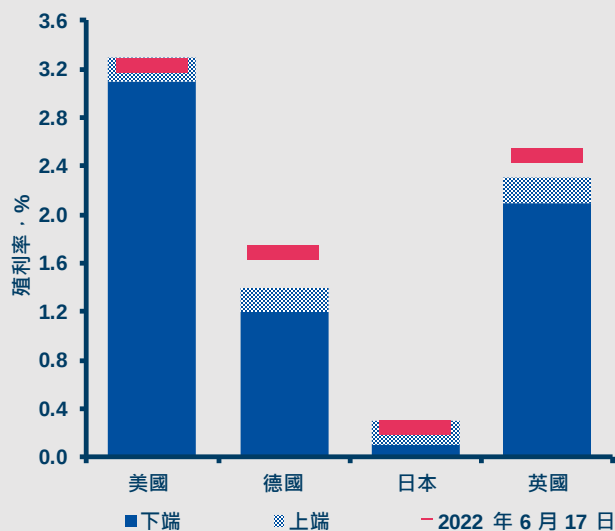


資料來源：鋒裕匯理研究所對 MSCI 與 FactSet 資料的解讀。截至 2022 年 5 月 31 日的資料。

作者群感謝 Alexandre Drabowicz 對本文的有益貢獻。* 資料來源：Broadridge。

4 債券：市場重新訂價後更具吸引力 債券殖利率可能過度反映央行的行動

鋒裕匯理 10 年殖利率預測，+12 個月



資料來源：鋒裕匯理研究所、彭博。截至 2022 年 6 月 17 日的資料。鋒裕匯理研究所的預測，截至 2022 年 6 月 15 日。

儘管對成長的擔憂加劇，高於預期的 CPI 數據仍在助長通膨風險，推升債券殖利率，同時歐洲美國都因為預期的升息路線而使重新訂價上調。歐洲央行轉鷹，正在推動債券殖利率和週邊國家利差走升的壓力。此情況讓我們有理由預期殖利率曲線將更平滑，並更謹慎看待週邊國家債務和歐盟公司債券，這也證實了我們在信用債市場偏好美國投資級債的原因。此觀點也源於我們擔憂歐元區的成長，通膨加速以及獲利承壓以及金融條件收緊，都迫使經濟環境不斷惡化。如果首要之務仍是對抗通膨，我們預計歐洲央行仍會視數據決定第四季和 2023 年第一季如何調整政策路線。由於美國經濟成長對能源和地緣政治的衝擊仍較有韌性，我們預計聯準會在加強緊縮政策的速度與規模上會有更大空間，而其中大部分已反映在價格上。

- 市場觸發因素：央行立場改變。
- 值得觀察：美國勞動市場與財政政策。
- 風險：通膨預期值脫鉤。

政府公債殖利率重新訂價後已收復部分價值，有利於佈局較少的負向存續期。

5 美元短期內仍然穩坐貨幣之王稱號 操作最優質的套利交易；下半年持續看多美元

2022 年，美元證實是優秀的多元分散工具，從年初至今兌大多數 G10 貨幣都呈現上升。我們認為，現在就宣稱強美元觸頂為時過早，因為聯準會的行動仍有很多變數支撐著美元走勢。我們預計美元在下半年將維持強勁升勢，循環性和結構性因子都支持此一走向。美國金融環境收緊將成為大多數 G10 貨幣的險峻考驗。從景氣循環的角度來看，日圓和瑞士法郎是美元唯一的替代品。在這方面，我們認為美元高於合理價值的溢價並未完全預見這種景氣循環衝擊。標準的購買力平價框架（運用 CPI 差距得出均衡匯率）低估了通貨膨脹持續飆漲的特性。然而，如果切換到以 PPI 為基礎的模型，美元評價的差距似乎更收斂。同時，景氣循環貨幣的基本面改善最多，預期 2023 年美元會走弱，應能讓這類貨幣受益最多。

- 市場觸發因素：停滯性通膨、更鷹派的聯準會。
- 值得觀察：實質利率、通膨。
- 風險：聯準會轉趨溫和。

在 CPI/PPI 的基礎上，美元的價值相當合理，且應會繼續保持強勁



資料來源：鋒裕匯理研究所。截至 2022 年 6 月 15 日的資料。

全球成長放緩和聯準會強硬立場，在短期內皆支撐美元；我們認為現在判斷美元走勢見頂為時過早。

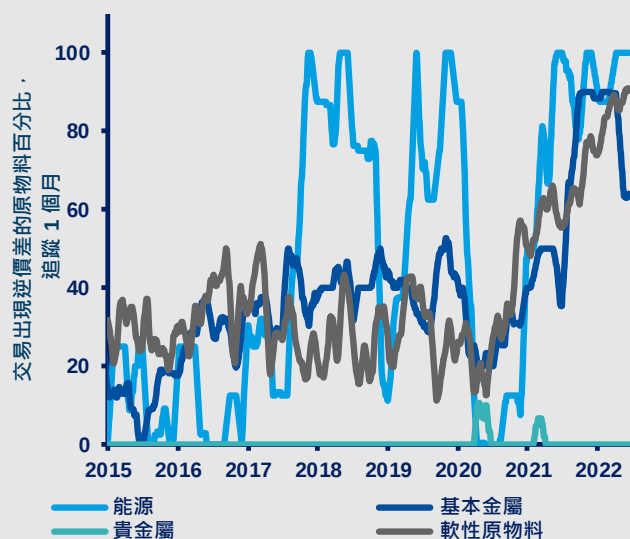
6 原物料：離散程度飆升

能源將在短期內領先，隨後是基本金屬

我們預計油價的偏高走勢會更久，因為供應稀少抵銷了需求減緩的影響。OPEC 可能無法提高產量，或不願意失去備用產能，而俄羅斯的產量會因為歐盟的制裁而有減弱可能。在其他地區，美國生產者應會繼續專注於能源轉型，而伊朗在 2022 年不太可能大幅增產。相形之下，石油缺乏需求價格彈性與中國重新開放，應會壓制需求。通常在景氣超級循環中，基本金屬的慘況可能會延長，原因是這類原物料承受過高的評價，加上中國經濟呈現結構性放緩。等待綠色需求起飛的同時，隨著全球經濟成長趨緩，基本金屬的景氣循環性會成為障礙；但下跌風險似乎有限，因為烏克蘭戰爭重塑了金屬貿易。由於供應受限，離散程度應會上升。停滯性通膨的隱憂、地緣政治、礦工的資本支出和央行需求都是推升黃金的助力，黃金目前具有吸引力，然而，全球貨幣緊縮和通膨接近頂峰會限制其上漲空間。在全球債務負擔開始產生影響前，價格體制可能不會出現變化。

- **市場觸發因素：**延長的通膨高峰、綠色需求。
- **值得觀察：**烏克蘭戰爭、中國房市。
- **風險：**經濟放緩超於預期。

大多數景氣循環性商品都面臨供應不足的問題



資料來源：鋒裕匯理研究所、彭博。截至 2022 年 6 月 13 日資料。當一種原物料的現貨價格高於期貨市場的交易價格，就會發生逆價差，表明現貨市場供應稀少。

原物料有眾多不同的驅動因素，可能會讓多元分散的配置受益。

7 通貨膨脹時期關注的實質資產

事實證明，實質資產與通貨膨脹呈正相關

建立抗通膨的投資組合時，實質資產是關鍵

	基礎建設	私募股權	私募債	不動產
抗通膨	++	=	+	++
對經濟成長的敏感度	+	+++	+	+
產生穩定現金流的能力	++	-	+++	++
多元佈局	+	=	+	=

資料來源：鋒裕匯理研究所 Inflation Phazer 報告、彭博。截至 2022 年 4 月 27 日的資料。僅供說明。

由於居高不下的通膨和成長動能減緩，我們樂觀看待實質資產，因為在央行升息與縮減資產負債表時，其已證明是有效的多元分散工具。支持我們觀點的另一項因素是**能源轉型**，這應該會支撐對若干特定金屬和能源產業的需求。綠色轉型也有利於**自然資源和基礎建設投資**。至於具體的資產類別，我們偏好**基礎建設債務**，因為對成長的 beta 係數低，也有產生穩定現金流的能力。這也是我們之所以樂觀看待**不動產債務**的理由，因為這已證明是優秀的通膨避險工具，對成長的槓桿也相當低。**私募債**也應有機會受惠於從目前環境，因為具備產生穩定現金流的能力。任何情況下，選股策略都是關鍵驅動因素，因為這些證券固有的非流動性溢價，會讓評價成為複雜的任務。

- **市場觸發因素：**流動性退場迫使拋售潮。
- **值得觀察：**通貨膨脹和長期利率。
- **風險：**金融市場的信用緊縮和深度衰退（類似 2008 年的情況）。

我們預見所有實質資產領域都會出現機會，同時注重抗通貨膨脹的程度和產生穩定現金流的能力。

經濟預測

截至 2022 年 6 月 28 日之總體經濟預測

年平均値，%	實質 GDP 成長率，年增率，%			通貨膨脹 (CPI 年增率，%)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
美國	5.8	2.4	1.8	4.7	7.8	3.7
日本	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
歐元區	5.3	2.4	1.3	2.6	7.5	4.1
德國	2.9	1.6	1.2	3.2	8.2	4.0
法國	6.8	2.3	1.3	2.1	6.0	4.1
義大利	6.6	2.6	1.0	2.0	7.3	3.9
西班牙	5.1	4.2	1.4	3.1	8.0	3.3
英國	7.4	3.4	0.7	2.6	8.9	4.8
巴西	4.6	1.7	1.2	8.3	10.1	5.7
墨西哥	4.8	1.9	1.3	5.7	7.7	5.2
俄羅斯	4.7	-10.0	1.3	6.7	14.8	7.9
印度	9.1	7.7	5.4	5.1	7.2	6.3
印尼	3.7	5.2	4.8	1.6	3.9	3.8
中國	8.1	3.5	5.4	0.9	2.1	2.2
南非	5.5	2.4	1.8	4.6	6.7	5.6
土耳其	11.4	4.7	3.4	19.4	65.8	21.5
已開發國家	5.2	2.5	1.6	3.0	6.5	3.3
新興國家	6.9	3.7	4.2	4.3	8.1	5.2
全球	6.2	3.2	3.2	3.8	7.4	4.5

央行官方利率預測，%

	2022 年 6 月 16 日	鋒裕匯理 +6 個月	市場共識 +6 個月	鋒裕匯理 +12 個月	市場共識 +12 個月
美國	1.50/1.75	3.40/3.60	4.38	3.70/3.90	4.83
歐元區*	-0.50	1.00	1.14	1.25	2.20
日本	-0.10	0.05	-0.02	-0.10	0.18
英國	1.25	1.50	1.78	1.75	2.30
中國	3.70	3.60	3.70	3.60	3.70
印度	4.90	6.00	5.50	6.25	5.85
巴西	13.25	13.75	13.40	12.25	11.90
俄羅斯	9.50	8.50	9.10	7.50	8.15

資料來源：鋒裕匯理研究所。預測值截至 2022 年 10 月 28 日。CPI：消費者物價指數。*：折現率。

金融市場預測

債券殖利率

2 年期債券殖利率預測・%

	2022 年 6 月 15 日	鋒裕匯理 +6 個月	市場共識 +6 個月	鋒裕匯理 +12 個月	市場共識 +12 個月
美國	3.37	3.40/3.60	3.73	3.20/3.40	3.73
德國	1.18	1.20/1.40	1.63	1.20/1.40	1.78
日本	-0.02	-0.10/0.00	-0.02	-0.10/0.00	0.01
英國	2.03	1.50/1.70	2.18	1.50/1.70	2.13

10 年期債券殖利率預測・%

	2022 年 6 月 15 日	鋒裕匯理 +6 個月	市場共識 +6 個月	鋒裕匯理 +12 個月	市場共識 +12 個月
美國	3.41	3.20/3.40	3.52	3.10/3.30	3.52
德國	1.75	1.20/1.40	1.85	1.20/1.40	1.90
日本	0.26	0.10/0.30	0.36	0.10/0.30	0.44
英國	2.53	2.10/2.30	2.64	2.10/2.30	2.69

12 個月前瞻股票預測值

MSCI 指數水準	美國	歐洲	EMU 地區	英國	日本	日本以外太平洋地區	全球	世界所有國家
2022 年 6 月 28 日	3711	1674	225	2095	1157	467	2623	615
下限區間	3450	1610	210	2020	1070	440	2470	570
上限區間	4250	1900	250	2310	1290	520	2980	700

匯率

兌美元匯率預測

	2022 年 6 月 17 日	鋒裕匯理 +6 個月	市場共識 +6 個月	鋒裕匯理 +12 個月	市場共識 +12 個月
歐元兌美元	1.05	1.02	1.09	1.10	1.11
美元兌日圓	135	130	128	123	127
英鎊兌美元	1.22	1.19	1.26	1.29	1.30
美元兌瑞士法郎	0.97	0.98	0.97	0.96	0.96
美元兌挪威克朗	10.01	10.21	9.10	8.97	8.80
美元兌瑞典克朗	10.18	10.44	9.53	9.46	9.02
美元兌加幣	1.30	1.35	1.26	1.23	1.25
澳幣兌美元	0.69	0.67	0.73	0.76	0.75
紐幣兌美元	0.63	0.61	0.67	0.69	0.68
美元兌人民幣	6.72	6.95	6.70	6.50	6.55

兌歐元匯率預測

	2022 年 6 月 17 日	鋒裕匯理 +6 個月	市場共識 +6 個月	鋒裕匯理 +12 個月	市場共識 +12 個月
歐元兌美元	1.05	1.02	1.09	1.10	1.11
歐元兌日圓	142	132	139	135	138
歐元兌英鎊	0.86	0.86	0.86	0.85	0.86
歐元兌瑞士法郎	1.02	1.00	1.05	1.06	1.07
歐元兌挪威克朗	10.50	10.41	9.75	9.89	9.60
歐元兌瑞典克朗	10.68	10.64	10.29	10.43	10.09
歐元兌澳幣	1.51	1.52	1.49	1.44	1.48
歐元兌紐幣	1.66	1.67	1.63	1.61	1.63
歐元兌人民幣	7.05	7.08	7.30	7.16	7.27

資料來源：鋒裕匯理研究所。截至 2022 年 6 月 17 日之預測。

作者群

總編輯

Pascal BLANQUÉ, 鋒裕匯理研究所主席

Vincent MORTIER, 集團投資總監

Matteo GERMANO, 集團投資副總監

投資平台領導團隊

Amaury D' ORSAY, 固定收益主管

Kasper ELMGREEN, 股票主管

Matteo GERMANO, 多重資產策略主管

Yerlan SYZDYKOV, 新興市場主管

Kenneth J. TAUBES, 美國投資管理團隊投資總監

鋒裕匯理研究所投資洞察

PoI CARULLA, 投資洞察專家

Ujjwal DHINGRA, 投資洞察專家

Francesca PANELLI, 投資洞察專家

鋒裕匯理研究所編輯群

Monica DEFEND, 鋒裕匯理研究所主管

Claudia BERTINO, 投資洞察主管

Laura FIOROT, 投資洞察副主管

鋒裕匯理研究所研究團隊

Valentine AINOUIZ, 已開發市場策略研究副主管

Mickael BELLAICHE, 固定收益債與信用債策略師

Alessia BERARDI, 新興市場總經與策略研究主管

Jean-Baptiste BERTHON, 資深多重資產策略師

Sergio BERTONCINI, 資深固定收益研究策略師

Pierre BLANCHET, 投資情報主管

Pierre BROUSSE, 股票研究策略師

Didier BOROWSKI, 全球觀點主管

Federico CESARINI, 已開發市場、外匯、多重資產研究策略師主管

John COADOU, 股票研究策略師

Debora DELBO', 資深新興市場總經策略師

Silvia DI SILVIO, 多重資產研究總經策略師

Patryk DROZDZIK, 資深新興市場總經策略師

Delphine GEORGES, 資深固定收益研究策略師

Karine HERVE, 資深新興市場總經策略師

Claire HUANG, 資深新興市場總經策略師

Kim JUNG, 多重資產研究總經策略師

Frédéric LEPETIT, 股票量化研究主管

Valerie LETORT, 全球觀點分析師

Eric MIJOT, 已開發市場策略研究主管

Tristan PERRIER, 全球觀點分析師

Lorenzo PORTELLI, 多重資產研究主管

Joao TONIATO, 股票研究策略師

Annalisa USARDI, 多重資產研究、資深總經策略師

Sosi VARTANESYAN, 資深主權債分析師

定義及縮寫

超額報酬：超出市場 beta 係數調整後預期報酬的額外報酬；正向超額報酬，反映投資管理機構相較於指數的風險調整後額外價值。

Beta 係數：Beta 係數是一種與市場波動性相關的風險衡量標準，值為 1 代表波動性等於市場，值小於 1 表示波動性小於市場。

相關性：兩個或多個變數間的相關程度；在金融領域，是指多個資產或資產類別在價格變動上相互關聯的程度。相關性係數表達方式為相關性的係數，範圍從 -1 (永遠朝相反方向變動) 到 0 (絕對獨立) 到 1 (始終同方向變動)。

信用利差：信用債券與國庫券殖利率的差額。選擇權調整後利差係用以反映調整後利差，同時考量了各種可能的內嵌選擇權。

貨幣縮寫：USD：美元；JPY：日圓；GBP：英鎊；EUR：歐元；CAD：加幣；SEK：瑞典克朗；NOK：挪威克朗；CHF：瑞士法郎；NZD：紐幣；AUD：澳元；CNY：人民幣。

景氣循環類股與抗跌類股比較：循環類股乃是獲利和股價皆與經濟波動高度相關的公司，抗跌類股則是與經濟循環相關程度較低的個股。

MSCI GICS 景氣循環類別包括了：非必需消費品、金融、不動產、工業、資訊技術和材料。抗跌類股包括：必需消費品、能源、醫療保健、電信服務和公用事業。

存續期：據以反映固定收益投資項目價格（本金價值）對於利率變化的敏感度，並以年期數字表示。

FX：FX 市場指的是外匯市場，參與者可以購買和出售貨幣。

高成長股：投資人預期高成長股將以明顯高於市場平均成長的速度成長。

流動性：以足夠快的速度購買或出售資產，就能防止或盡量減少損失的能力。

本益比：市價對盈餘的比率（本益比）是衡量公司當前股價相對於其每股收益的預估比率（EPS）。

優質股投資：代表找出具有以下特點的股票，以把握優質成長股的表現：1) 高股票報酬率 (ROE)；2) 利潤年增率穩定；以及 3) 低財務槓桿。

量化寬鬆 (QE)：QE 是由中央銀行向商業銀行和其他金融機構收購金融資產藉以激勵經濟，屬於貨幣政策工具的一種。

量化緊縮 (QT)：量化緊縮是一種緊縮的貨幣政策，目的是減少經濟中的流動性，這代表央行降低了再投資到期政府公債的速度。這也意味著央行可能會提高利率，作為壓抑貨幣供應的工具。

價值型股票：這代表以相對便宜的價格買進股票，具有低本益比、低股價淨值比與低股價營收比以及高股利收益率等特點。價值型股票主導類別：能源、金融、電信、公用事業、不動產。

波動率：評量特定證券或市場指數報酬率分散程度的統計方式。波動率若是較高，那麼該證券 / 市場的風險通常也會比較高。

殖利率曲線趨平：此環境下，相同信用品質的短期與長期債券，殖利率/利率之間的差異（利差）縮減。

第 8 頁弱點指數資料來源：

資料來源：ComTrade 轉載鋒裕匯理研究所資料、IMF、CEIC、彭博。截至 2022 年 5 月 27 日的資料。如欲評估俄烏戰事危機對於其他新興市場的影響，必須考量兩大主軸：原物料（透過淨出口、通貨膨脹與化石燃料依存狀況）以及對於俄羅斯-烏克蘭-歐盟的貿易曝險程度，乃至於哪些政策可供抵銷前述外部衝擊（透過兩項參數而反映）。這兩項指標分別反映了貨幣政策的運用餘裕（貿易帳條件，以及聚焦於通膨的國內狀況）以及財政政策的因應餘裕。根據其他新興市場國家對中國的曝險程度，來衡量中國經濟放緩對其產生的影響。

第 11 頁相關性分析資料來源：

圖表顯示了每類資產與其他資產的 52 週滾動平均數或 8 種資產間相關性。該分析基礎為以下指數：已開發市場股票：MSCI 世界淨總報酬指數；新興市場股票：MSCI 新興市場淨總報酬指數；美國國庫券：彭博巴克萊美國國債指數；全球信用債：彭博全球總合公司信用債指數；全球非投資級債：彭博全球非投資級債指數；新興市場債券：摩根大通 EMBI 全球債券指數；中國股票：MSCI 中國全股票指數；中國債券：彭博巴克萊中國總和債券指數；原物料：彭博原物料指數。所有指數都是以美元計算總報酬。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路5段7號台北101大樓32樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為 Amundi Group 之成員【鋒裕匯理投信獨立經營管理】