

2023年中 投資展望





Kristina Hooper
Chief Global Market Strategist



疫情期間政策帶來的高度共時性已經結束，我們離全球同步的經濟週期還很遠。

精華摘要

- 為了遏制幾十年來最嚴重的通膨，西方已開發國家的央行已積極緊縮貨幣政策。這有助於對通膨施加下行壓力，但也導致全球成長顯著放緩和一些意外金融事件，包括幾家美國地區性銀行倒閉。然而，在此環境下，許多經濟體展現了內需韌性，尤其是服務業。
- 根據我們的基本情境，隨著通膨繼續放緩、貨幣政策緊縮接近尾聲，預期經濟將出現短暫和輕微的放緩，隨後出現復甦。我們稱之為「顛簸著陸」，因為在這種情況下仍將出現一些經濟損失。我們認為有可能出現下行情境——「硬著陸」——全球成長受到更嚴重的打擊，首先是美國經濟衰退，然後蔓延到其他經濟體。但我們認為也可能出現上行情景——「平穩著陸」——貨幣政策對成長的影響低於預期，全球經濟相對未受傷害。**
- 在美國，我們認為升息即將結束，美國通膨將繼續大幅下降，儘管並不完美。現在討論美國經濟衰退已司空見慣，但我們仍然相信美國很可能會避免大範圍的實質性衰退。相反的，隨著政策制定者實現顛簸著陸，我們預計今年下半年會出現一些疲軟，但經濟活動仍將保持韌性。隨著時序進入2024年，我們預期經濟成長前景將隨著復甦更加明確。
- 我們認為，歐元區和英國可能會遵循與美國類似的模式，但時間落後。2023年迄今，多種力量幫助維持了歐洲經濟動能，但我們預計隨著時間的推移，金融環境緊縮將對信用成長構成壓力，有助於降低通膨壓力，但也會導致經濟顯著放緩。
- 與許多主要已開發市場經濟體相比，中國在經濟週期中明顯處於不同的位置。COVID-19解封推動了顯著但不均衡的復甦。重新開放在很大程度上有利於經濟中的服務業，而全球成長動能放緩意味著製造業活動弱於預期。儘管如此，中國仍然是一個亮點，通膨低迷且成長前景強勁。我們預期中國人民銀行將在2023年剩餘時間內維持寬鬆政策。
- 簡而言之，我們認為目前正處於政策高峰期，通膨放緩是現在進行式，全球經濟短暫的放緩正在發生，但市場可能很快就會忘記這一事件，並開始反映未來的經濟復甦。**

Contributors

Alessio de Longis, CFA®

Senior Portfolio Manager
Head of Investments
Invesco Investment Solutions

Mo Hagbin

Head of Solutions
Invesco Investment Solutions

Kristina Hooper

Chief Global Market Strategist

Rob Waldner, CFA®

Chief Strategist, IFI
Head of Macro Research

Jeffrey Bennett

Senior Portfolio Manager
Head of Manager Selection

Adam Burton

Senior Macro Strategy Analyst

David Chao

Global Market Strategist

Arnab Das

Global Macro Strategist

David Gluch

Client Portfolio Manager, GAA

Paul Jackson

Global Head of Asset Allocation Research

Benjamin Jones, CFA®

Director, Macro Research

Tomo Kinoshita

Global Market Strategist

Turgut Kisinbey

Chief US Economist, IFI Research

Brian Levitt

Global Market Strategist

Ashley Oerth, CFA®

Senior Investment Strategy Analyst

Drew Thornton, CFA®

Head of Thought Leadership Solutions

András Vig

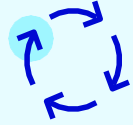
Multi-asset Strategist

總經觀點

1

經濟週期階段

- 我們認為主要已開發市場(DM)處於週期晚期
- 相反的，中國處於初期
- 其他新興市場(EM)情勢不一



2

經濟方向

- 主要已開發市場「顛簸著陸」，之後出現復甦
- 在全球經濟面臨挑戰下，中國在疫後解封「顛簸起飛」



3

政策意涵

- 隨著通膨持續滑落，美國利率處於或接近政策高點
- 歐洲政策將維持緊縮
- 中國政策很可能維持寬鬆



4

主要風險和主題

- 緊縮後可能出現意外金融事件
- 商用不動產的疲弱可能蔓延外溢
- 地緣政治仍是揮之不去的風險



市場觀點

固定收益

總收益具有吸引力，總經環境日益改善，聯準會(Fed)暫停升息後金融環境轉趨寬鬆，應有助於企業債的表現。

股票

過度悲觀情緒提高評價的吸引力，製造業可能即將觸底，依照過往歷史，股市可望迎來春燕。

美元/貨幣

在Fed寬鬆時其他主要央行升息，預期美元走弱。因日圓十分疲弱，若日本央行(BoJ)採取正常化政策將受惠。經濟提早反彈對澳幣/加幣有利。

原物料 & 另類資產

由於基礎利率走高，利差具有吸引力，我們傾向於購入私募市場債券。另一方面，基於價格走勢向下和需求減緩，我們減碼原物料。

新興市場

評價誘人；隨著美元轉弱且中國復甦，新興市場貨幣和資產可望受惠。

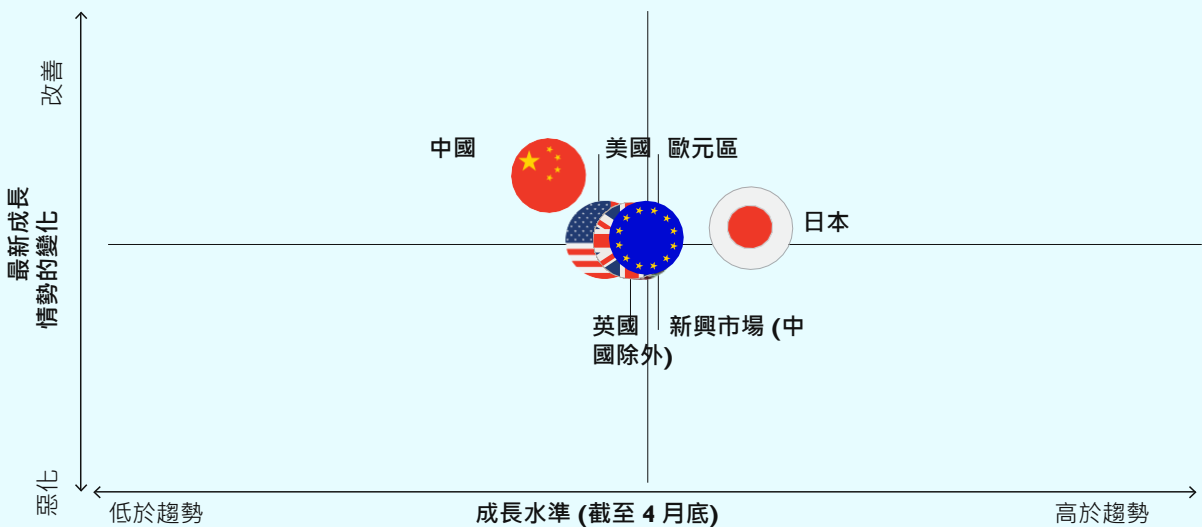
1 主要已開發市場處於週期晚期，但中國處於週期初期

全球成長低於趨勢且減速。全面衰退是風險，但並非我們的基礎情境。

主要西方經濟體經歷疫情後急速升溫、利率急遽攀升後，目前成長正在減速。疫情後大增的商品消費正在降溫，但服務消費仍持續擴張。

供應鏈壓力舒緩降低商品價格壓力，我們預期服務業價格壓力未來將逐步下滑。通膨減緩趨勢可望進一步提振整體經濟與市場環境。

領先經濟指標



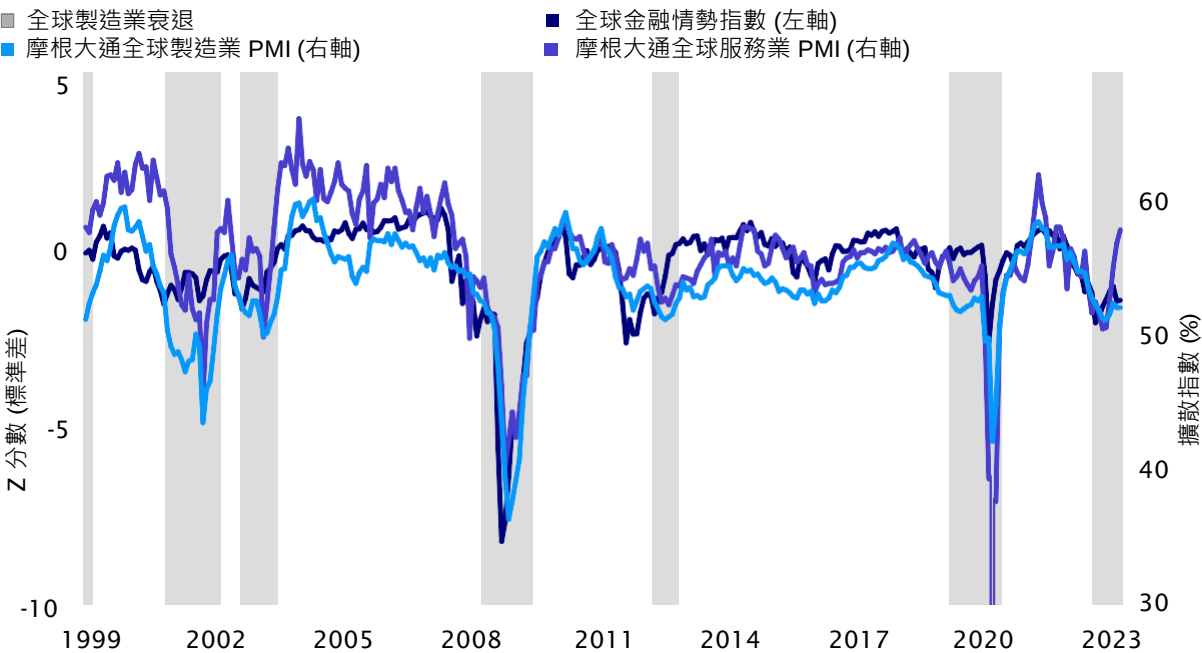
資料來源：景順投資方案，可取得的最新資料，截至 2023 年 4 月 30 日。

疫情後商品消費大增，而相對疲軟的製造業預期將繼續轉弱，除非貨幣政策開始放寬。

服務業需求依舊強勁，在疫情後持續復甦，也反映西方經濟體底層勞動市場相當堅實。能源價格下滑也帶來支撐。

中國經濟重啟推升服務業的消費，但商品部分則不然，進而減少中國復甦對全球的影響。

服務業活動穩健，但商品消費下滑



資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 4 月 30 日。請參閱第 21 頁取得指數定義。無法投資指數。

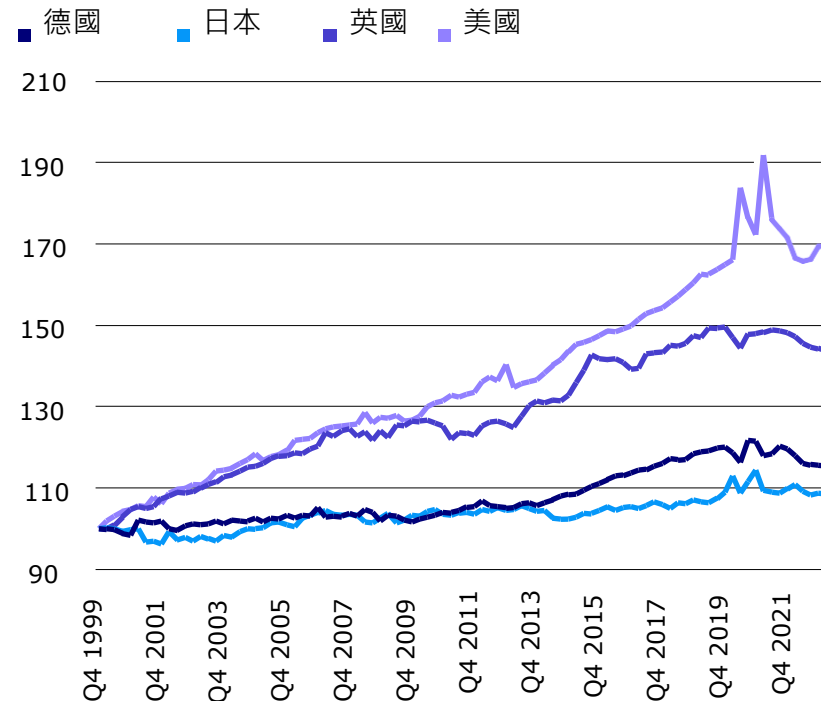
2 西方「顛簸著陸」

前瞻指標顯示通膨可望放緩，如美國目前的情勢。

許多主要經濟體的需求已在下滑，信用情勢緊縮，部分經濟體(尤其是美國)通膨已呈現下降趨勢。通膨正在減緩。

通膨動能轉弱，但成長動能亦然。在政策官員的主導下，我們預期經濟下半年將放緩並顛簸著陸，不一定會陷入溫和衰退。信用標準提升且殖利率曲線反轉已一段時間，但經濟活動未受影響，勞動市場依舊緊繃。

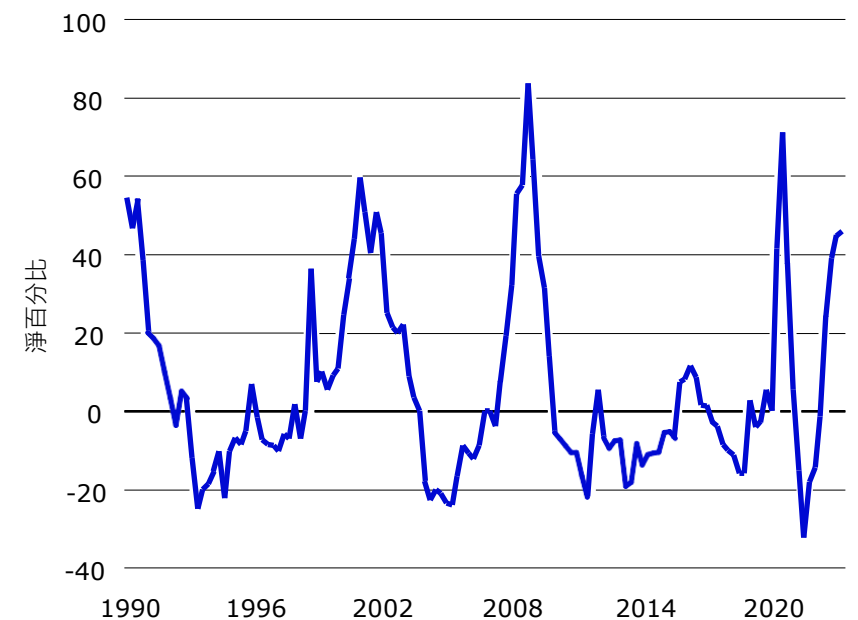
高通膨侵蝕實質收入，有助抑制需求 實質家庭可支配收入(1999 年第四季 = 100)



- 通膨高於薪資增幅，主要已開發市場消費者壓力增加，需求面通膨可望受到抑制。目前通膨正在滑落，消費者會更有餘裕，進而降低成長減速風險。

同時，近期銀行調查反映信用情勢緊縮 商業與工業貸款標準提高

- 美國資深貸款專員意見調查：商業與工業中大型公司的貸款標準提高



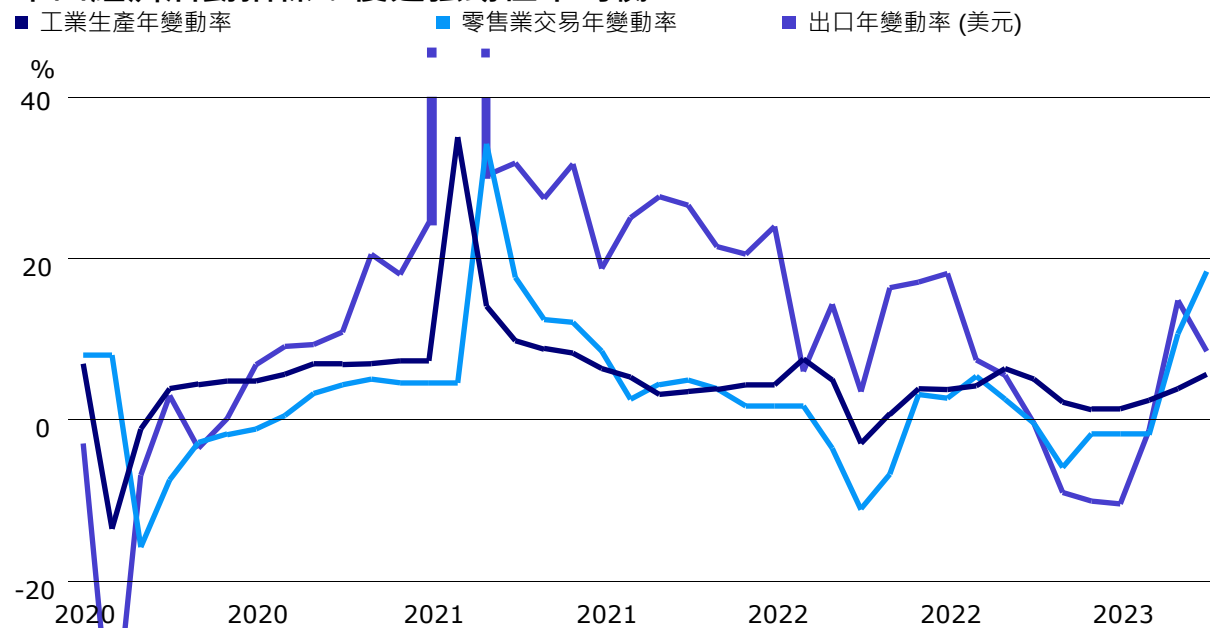
- 近期銀行貸款調查顯示信用標準提升，使商業不動產活動降溫，進而減少部分需求。

自 1999 年第四季至 2023 年第二季的每季數據 (截至 2023 年 5 月 15 日)資料 (含 2023 年預測) 來源為 OECD。所有國家資料皆為淨值，僅英國為總值。
資料來源：OECD、Refinitiv Datastream 和景順環球市場策略辦公室。

自 1990 年第一季至 2023 年第一季的每季數據 (截至 2023 年 5 月 31 日)資料來源：聯準會和 Macrobond。

2 中國「顛簸起飛」，其他新興市場則情勢不一

中國經濟活動指標：復甦強勁但不均衡

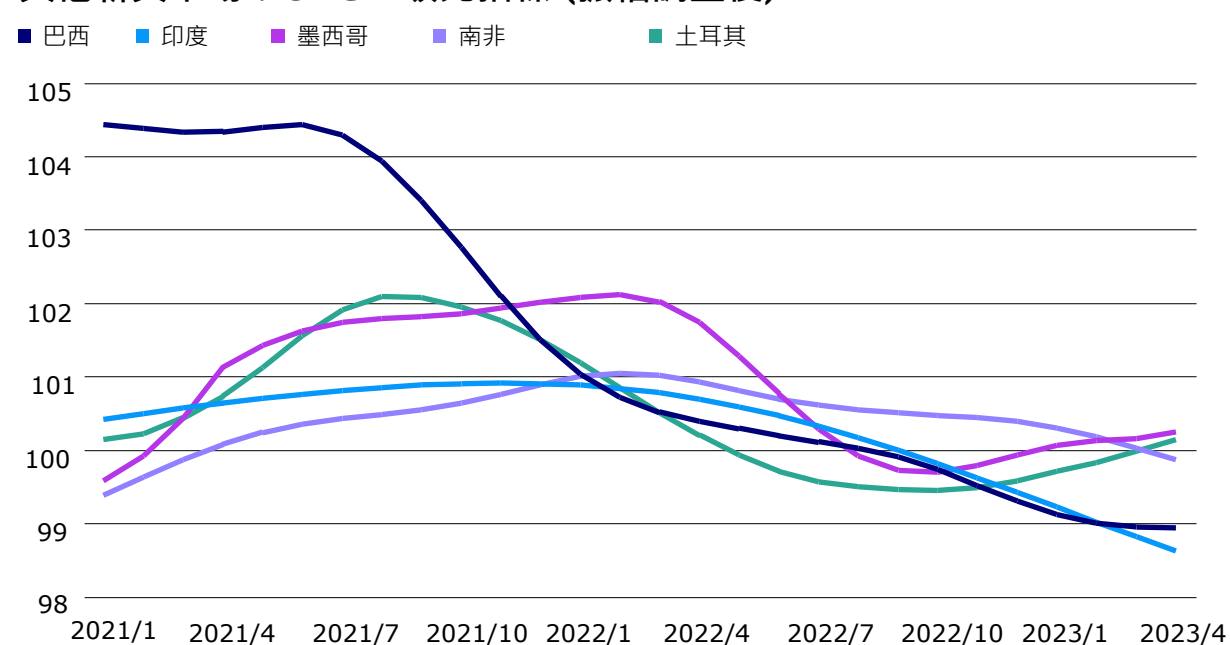


疫情解封帶動中國經濟顯著復甦成長，但速度不如預期。服務業活動回溫最明顯，但全球成長放緩造成工業生產和出口疲軟。

不過，中國短期展望仍正向：下半年可望加速成長，通膨穩定，且貨幣政策維持寬鬆。中國2023年後的成長前景較難以確定。政策官員必須制定政策來重振不動產市場，並抵銷不利的人口結構。

資料來源：國家統計局 (NBS)。資料截至 2023 年 4 月。請注意，2020 年 2 月和 2021 年 2 月出口數據異常，並未納入圖表。2020 年 2 月為年減 40.6%；2021 年 2 月為年增 154.3%。

其他新興市場：OECD 領先指標 (振幅調整後)



領先指標顯示其他新興市場經濟體短期展望不一。

墨西哥與土耳其前景似乎正在好轉，如同中國，而巴西則逐漸回穩。

南非可能會持續惡化，印度則會開始惡化；印度表現強勁已一段時間，之後可能會降溫。

註：自 2021 年 1 月至 2023 年 4 月的每月數據。

資料來源：OECD、Refinitiv Datastream 和景順環球市場策略部。

3 美國利率觸頂；歐洲繼續升息

我們認為美歐政策利率將先後接近高點，且多數已開發市場皆然。相對之下，中國仍維持支撐政策。



聯準會快速緊縮後，我們相信目前已到達或接近終端利率，通膨年底前仍高於聯準會的 2% 目標，接近 3%。展望未來，我們預期最早可能於今年年底前小幅降息，但 2024 年機率較大；然而，可能會維持偏高的政策利率。



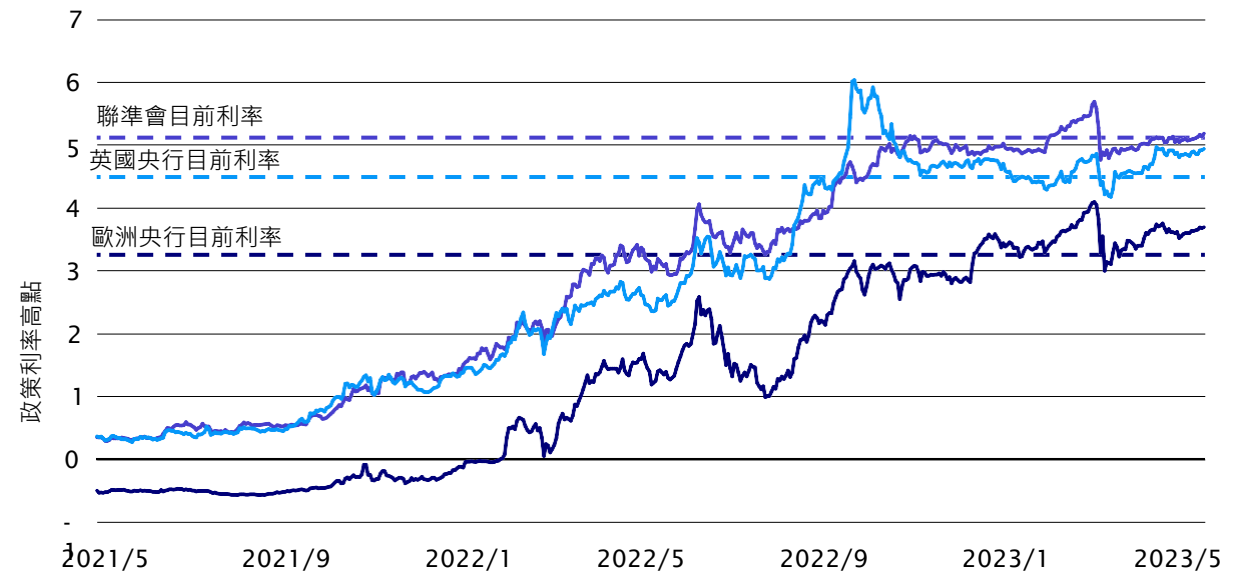
歐元區和英國可能會遵循與美國類似的模式，但時間落後。我們看好歐洲短期成長力道，但當地專有的挑戰將於今年稍後重新浮現。金融情勢緊縮可能會對信用成長構成壓力，有助於降低通膨壓力。英國央行和歐洲央行可能會持續升息，但歐洲央行終端利率應低於美國。



中國目前處於截然不同的週期位置，整體而言，我們預期貨幣政策維持寬鬆以支撐信用成長。中國人民銀行可能會推出更積極的措施，例如調降存款準備金率 (RRR) 以提振家庭與商業情緒。

市場對未來 24 個月政策利率高點的預期

■ 歐洲央行 (ESTR 期貨) ■ 英國央行 (SONIA 期貨) ■ 美國 (聯邦基金期貨)



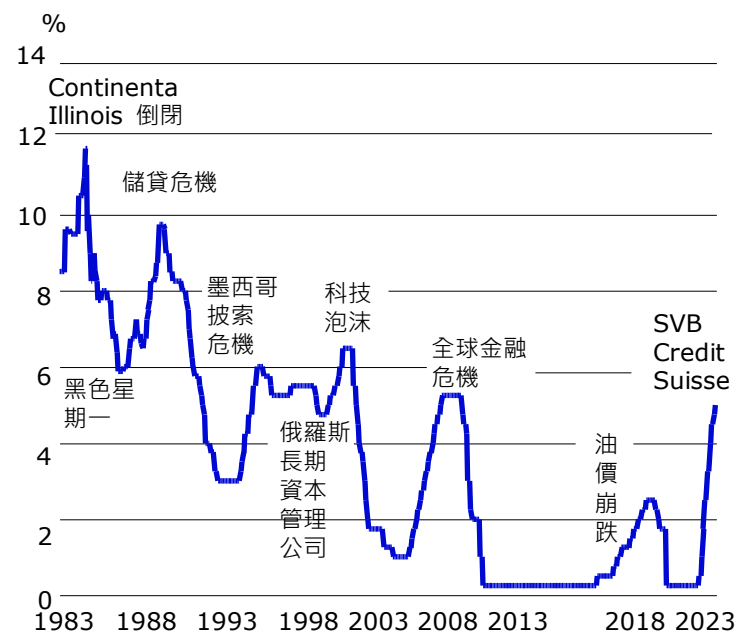
- 經歷近期銀行壓力後，市場將美國政策利率預期下調至終端利率的水準。
- 歐元區和英國方面，利率預期走高，因為通膨數據較原先預期更頑固。
- 中國沒有可預期政策利率的期貨數據。我們預期中國人民銀行僅會小幅調整利率。

資料來源：彭博資訊和 Macrobond，截至 2023 年 5 月 22 日。此圖的政策利率高點為未來 24 個月不論到期日的 30 天期貨最高利率。

4 潛在風險

1.金融突發問題

聯邦基金利率上限



隨著央行緊縮，金融危機風險上升。這波緊縮週期確實已導致 SVB、Signature Bank、Credit Suisse 和 First Republic Bank 倒閉。

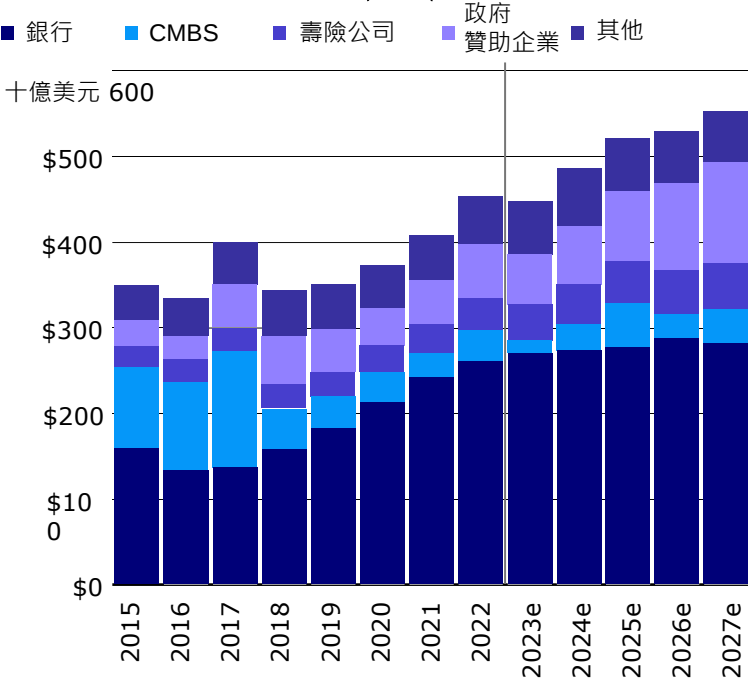
這類金融危機風險增加央行快速改採寬鬆措施的機率，最終或許能帶領經濟邁向復甦。

資料來源：彭博資訊和 Macrobond，截至 2023 年 4 月 30 日。



2.美國商業不動產風險

商業抵押貸款到期情形預測(美元)



聯準會急速升息造成房貸利率飆升，成為商業不動產價格的下跌壓力。

此趨勢更因美國區域銀行的迷你危機和信用情勢進一步緊縮而惡化，增添美國商業不動產未來的風險。

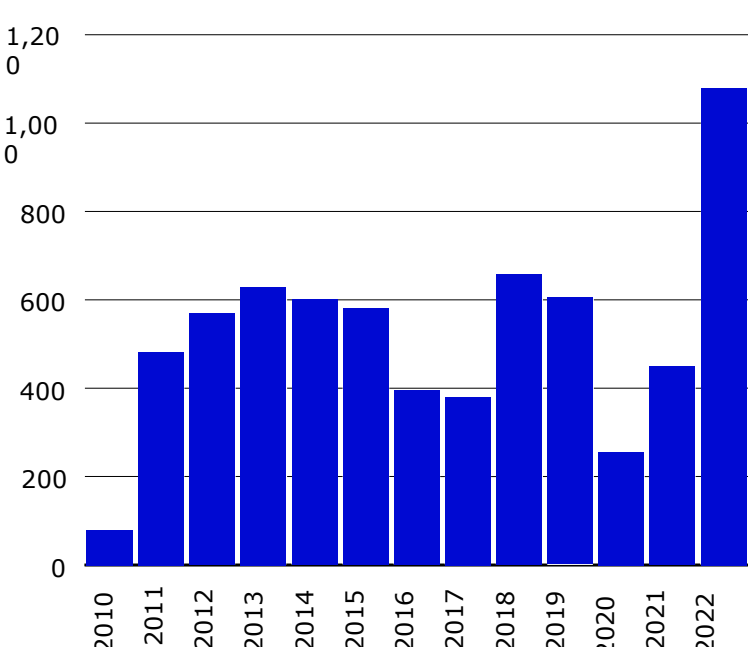
我們預期不動產價格短期將持續受壓。然而，商業抵押貸款利率可能會下滑，信用情勢 2024 年稍後可望好轉，屆時一大部分的商業不動產貸款到期，必須進行再融資。銀行壓力揮之不去可能會帶來金融壓力，因此我們會維持審慎。

包括多戶和非住宅貸款；預測截至 2022 年第三季。LTCM = 長期資本管理公司。

資料來源：景順不動產，採用 Trepp 的資料，截至 2023 年 3 月。

3.地緣政治

央行黃金淨購買量(噸)



地緣政治風險仍是主要疑慮。在近期的緊張局勢中，可以觀察央行 2022 年購買的黃金量大增(使黃金在債券殖利率走高且美元走強的環境中持續展現韌性)。

通膨可能也是央行購買黃金的原因。然而，我們猜測俄羅斯因入侵烏克蘭而遭到制裁，促使各國希望將手中資產多元化，降低美元比重。

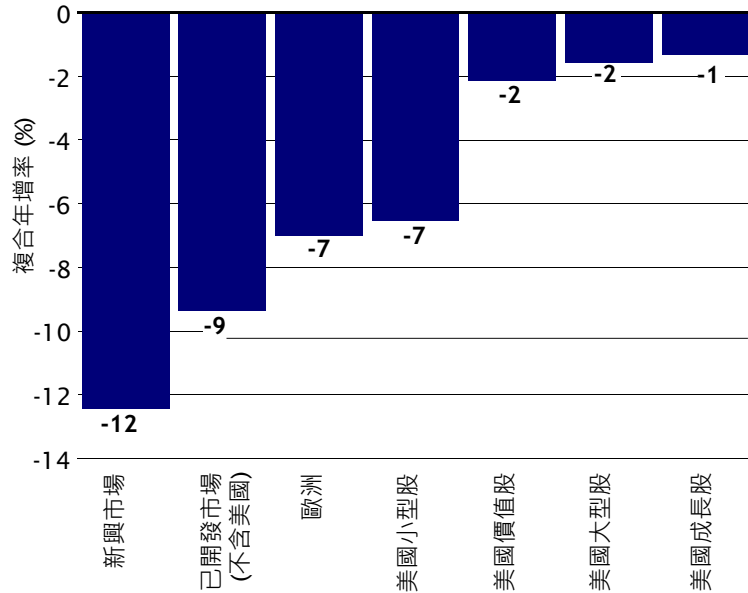
2010 年至 2022 年的每年資料。

資料來源：世界黃金協會和景順環球市場策略。

股票
目前下跌，稍後復甦

1998 年後全球製造業活動升降期間的全球股票表現

製造業活動下滑期間

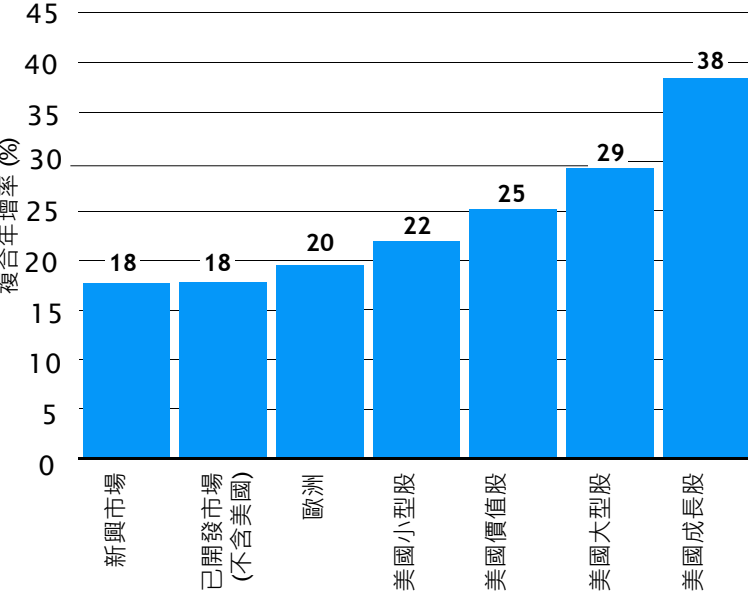


出現動盪時，投資人通常會逃向美國高品質、大型成長股等安全避風港，近數月就是一例(左圖)。

相對之下，全球價值股若要持續締造領先表現，則聯準會必須結束升息、美元走低且全球產出增加(右圖)。

雖有短期波動，但在去年底後，全球製造業活動已好轉、美元已滑落，且整體金融情勢已舒緩。

製造業活動增加期間



聯準會在最近的會議上升息，但我們認為緊縮政策即將結束。

隨著營運環境改善，我們預期全球價值交易終將再次獲得投資人的關注。

機會

- 評價吸引力上升– 近年全球價值股表現落後，包括新興市場、歐洲和小型股，因此目前機會極為誘人。

刺激因素

- 聯準會緊縮結束 – 緊縮政策似乎即將結束。
- 美元走軟 – 美元指數 (DXY) 2022 年 9 月來到高點。
- 全球復甦 – 以同類美國公司而言，營業額加速好轉有利於國際性公司，而此趨勢可能正在成形。

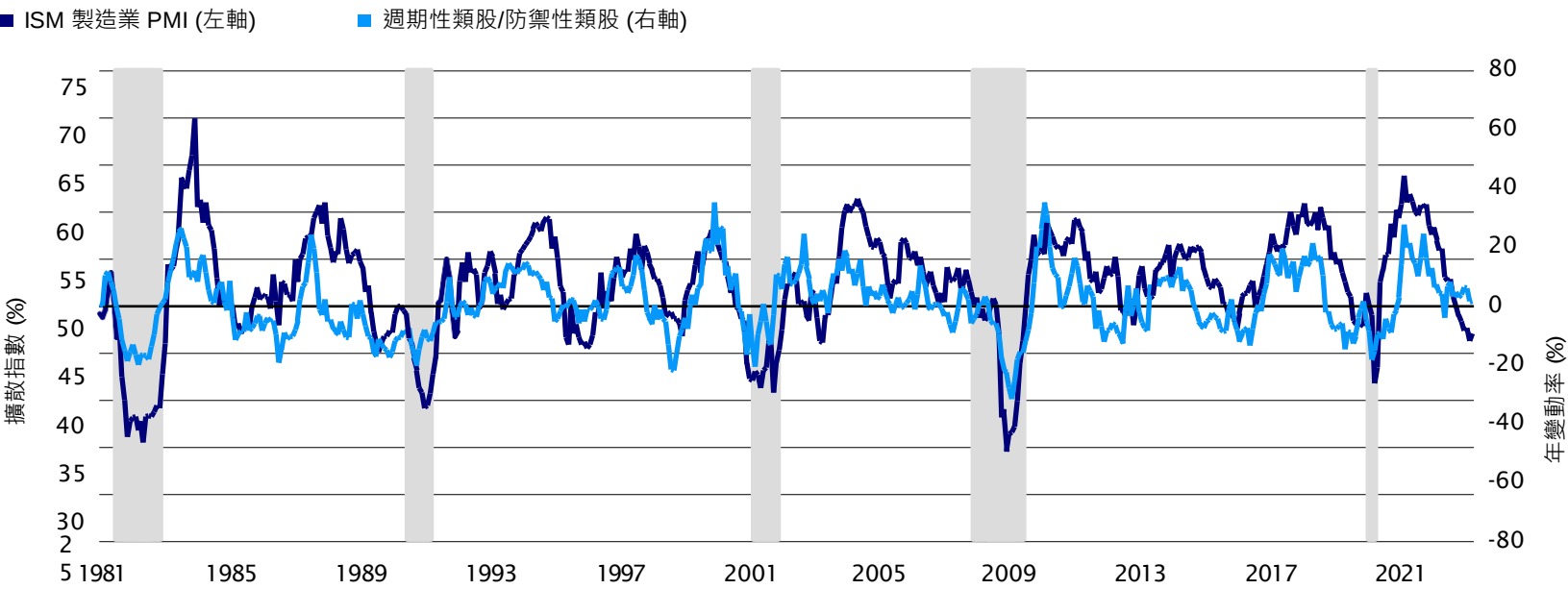
資料來源：彭博資訊、景順，2023 年 4 月 30 日。註：新興市場 = MSCI 新興市場指數。已開發市場 (不含美國) = MSCI ACWI (美國除外) 指數。歐洲 = MSCI 歐洲指數。美國小型股 = 羅素 2000。美國價值股 = 羅素 1000 價值股。美國大型股 = S&P 500。美國成長股 = 羅素 1000 成長股。價格報酬率以美元計算。請參閱第 21 頁取得指數定義。無法投資指數。

過去績效紀錄不能保證未來投資結果。



股票
戰術面：防禦；策略面：積極

1981年起美國製造業活動與週期性相對防禦性類股的比較



投資人如何確認目前處在週期哪個位置？

製造業活動是實用指標之一。工業產出於2021年3月來到高點，代表市場在這波週期內逐步降低風險已經超過兩年。營業額目前相當疲軟，可能接近底部，但明確的轉折尚未出現。

從市場角度而言，目前斷定全面復甦可能也為時過早。畢竟，股市風險趨避情緒3月後又帶來一波輪動，資金從週期性類股轉向防禦性類股。

哪些產業將率先領漲呢？若我們對消費者物價轉折、債券殖利率走低和聯準會動作放緩的判斷正確，則對利率敏感、週期初期的非必需消費品個股將受到支撐。

資料來源：彭博資訊、標準普爾、景順，2023年4月30日。註：供應管理協會 (ISM) 製造業採購經理人指數 (PMI) 係透過商業調查，直接衡量生產和整體經濟環境的預期。擴散指數可視為領先指標，是呈現整體變化方向和幅度的簡便數據。週期性類股 = 非必需消費品、能源、金融、工業、資訊科技和原物料。防禦性類股 = 消費必需品、健康護理、電訊服務和公用事業。NBER = 美國全國經濟研究所。灰色區域代表美國全國經濟研究所定義之衰退期。

請參閱第 21 頁取得指數定義。無法直接投資指數。過往績效紀錄不能保證未來投資結果。

機會

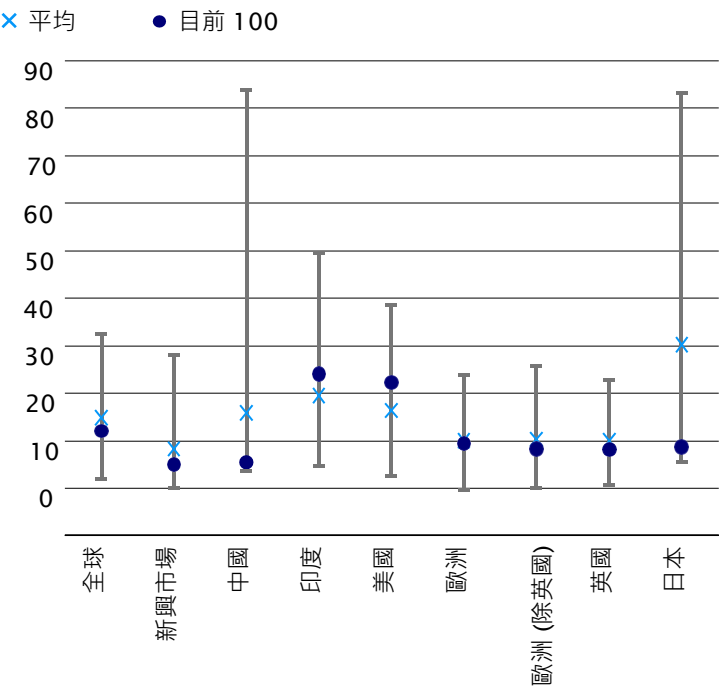
- 目前防禦性，之後週期性- 投資人持續降低風險已超過兩年。然而，目前熊市情緒極端濃厚，很可能瞬間轉向。

刺激因素

- 製造業活動 - 工業產出正在萎縮，但可能已接近底部。
- 情緒和佈局 - 股票投資人近期偏好防禦性類股。更長期而言，隨風險趨避情緒消散和過於失衡的佈局，對經濟週期較敏感的產業可能會突然受到關注。

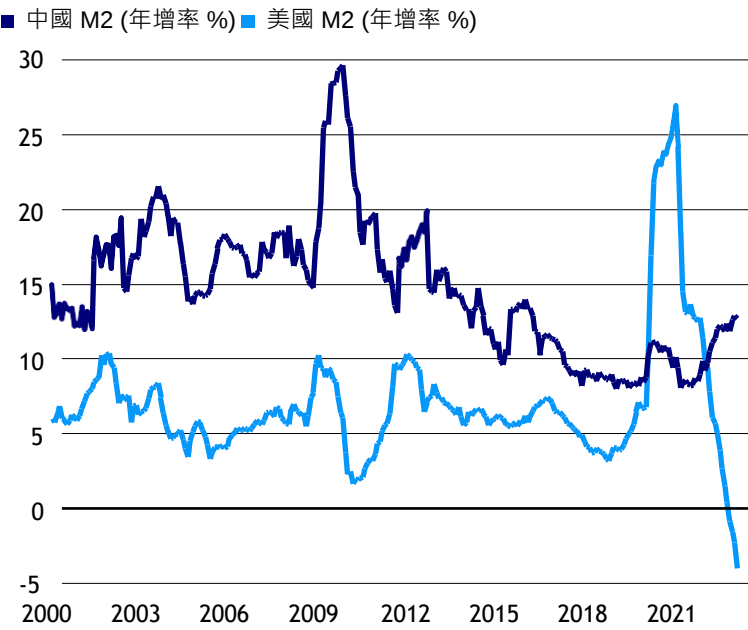
新興市場 中國股票

股票席勒本益比 (CAPE) 處於歷史區間



我們相信評價是決定長期報酬的關鍵，因此中國股票可望帶來亮眼表現，優於印度和美國。

中國貨幣成長帶來利多



然而，短期而言，經濟動能可能更為重要。中國央行(中國人民銀行)近年採取寬鬆政策，同時聯準會積極緊縮。後果之一就是兩國的貨幣供給成長走勢將出現顯著分歧，我們認為這代表中國經濟(與獲利)動能更出色。

機會

- 依據經週期調整後的本益比，中國股票價格幾乎來到史上最低，與美國市場截然不同。

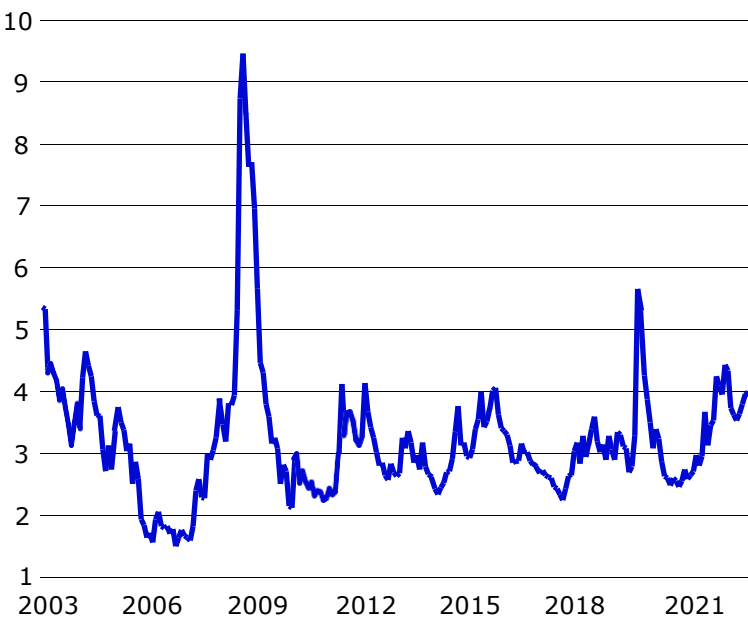
刺激因素

- 中國經濟正在復甦，擺脫2022 年的疲軟表現，COVID-19 解封也是一道助力。
- 若以貨幣情勢當作未來經濟表現指標，則中國已蓄勢待發，進而在未來12 個月嘉惠中國股票。

註：CAPE = 經週期調整後本益比，使用獲利 10 年移動平均計算。每日資料期間始於 1983 年 1 月 3 日 (例外是中國始於 2004 年 4 月 1 日；印度始於 1999 年 12 月 31 日；新興市場始於 2005 年 1 月 3 日)；採用 Datastream 指數。截至 2023 年 4 月 10 日。資料來源：Refinitiv Datastream 和景順。

新興市場 相對價值良好

新興市場美元政府債券殖利率利差 vs. 美國

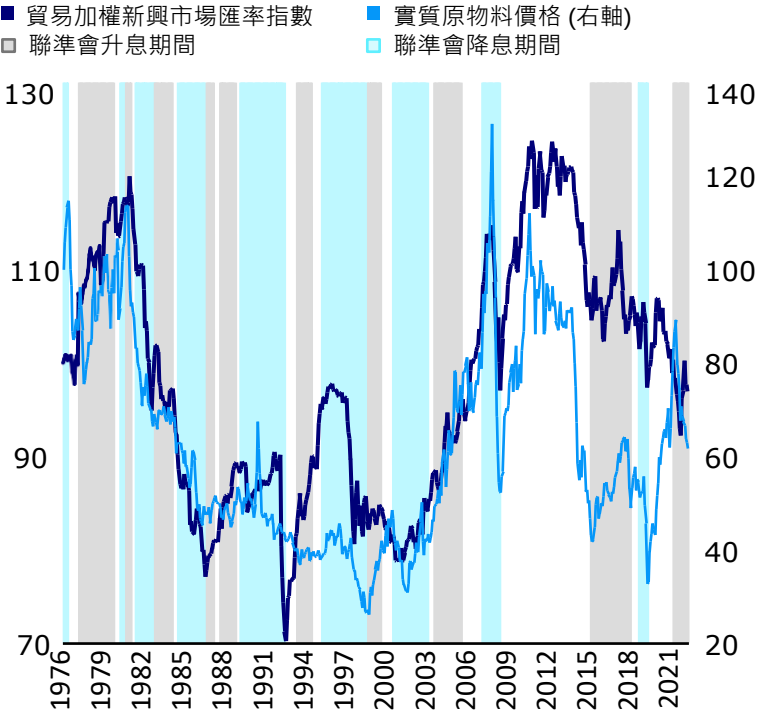


我們認為新興市場資產價格較已開發市場更誘人。例如，美元計價新興市場政府債券相對美國國庫券的殖利率利差大於一般水準。

自 2003 年 2 月至 2023 年 5 月的每月數據 (截至 2023 年 5 月 17 日)。此圖呈現彭博新興市場美元 7-10 年期債券指數最低收益率和美國 10 年期國庫券到期殖利率的差異。資料來源：彭博資訊、Refinitiv Datastream 和景順。



新興市場貨幣、原物料和聯準會



新興市場貨幣自 2011 年左右的原物料泡沫高峰後即疲軟不振。我們相信原物料價格短期可能會持續走低，新興市場貨幣 (整體) 恐怕會受壓，但隨聯準會改採寬鬆政策、市場期盼經濟復甦時，新興市場貨幣和資產將普遍受惠。

註：過去績效紀錄不能保證未來報酬。自 1976 年 1 月至 2023 年 4 月的每月數據。實質貿易加權新興市場匯率指數為各國貨幣相對美元的貿易加權平均 (貿易權重以各國總貿易流量計算)。新興市場組別包含 18 國的貨幣：中國、巴西、南韓、墨西哥、新加坡、印度、俄羅斯、波蘭、泰國、土耳其、捷克、馬來西亞、印尼、匈牙利、菲律賓、南非、智利和奈及利亞。使用各國 CPI 指數與美國 CPI 指數進行實質調整。實質原物料價格指數的計算基準為 S&P GSCI 商品現貨指數，經美國 CPI 指數調整。所有指數皆以 1976 年 1 月重設基期為 100。截至 2023 年 4 月 28 日。資料來源：國際貨幣基金、OECD、牛津經濟研究院、S&P GSCI、彭博資訊、Refinitiv Datastream、景順。

機會

- 我們認為不論是股票、固定收益或不動產，新興市場資產價格具吸引力。我們認為中期有機會創造出色報酬。

刺激因素

- 過往聯準會採行寬鬆政策時，新興市場資產通常表現不佳 (我們認為原因是全球經濟疲軟和原物料價格下跌同時發生)。
- 然而，新興市場資產過去 18 個月受挫，(我們認為) 原因在於美國債券殖利率急升且美元升值。我們猜測這波週期不尋常的發展將延續下去，預期聯準會寬鬆政策和美元走軟將提振風險較高的資產，包括新興市場。

固定收益 最好的時代或最壞的時代？



整體存續期

- 實質殖利率去年大幅走高，目前總收益水準誘人，是固定收益投資人的絕佳機會。
- 我們中期看好存續期，但短期而言，債券殖利率處於預期區間的低點。殖利率曲線目前倒掛幅度大，聯準會短期內預期不會降息。
- 因此債券可能會持續盤整：經濟成長與通膨相關基本面有利於債券，但央行追求高利率，以確保成功打擊通膨。



信用觀點

- 信用評價接近長期中位數，但公司債的信用基本面良好。聯準會暫停動作將放寬金融情勢，可望支撐公司債。
- 特定證券化資產 (如商用不動產抵押證券) 基本面不一。
- 我們偏好信用品質高的投資級公司債、市政債券和部分證券化資產類別。若政策不確定性消散、利率波動下滑，機構型不動產抵押證券可望帶來良好表現。

景順固定收益 觀點



Rob Waldner
Chief Strategist

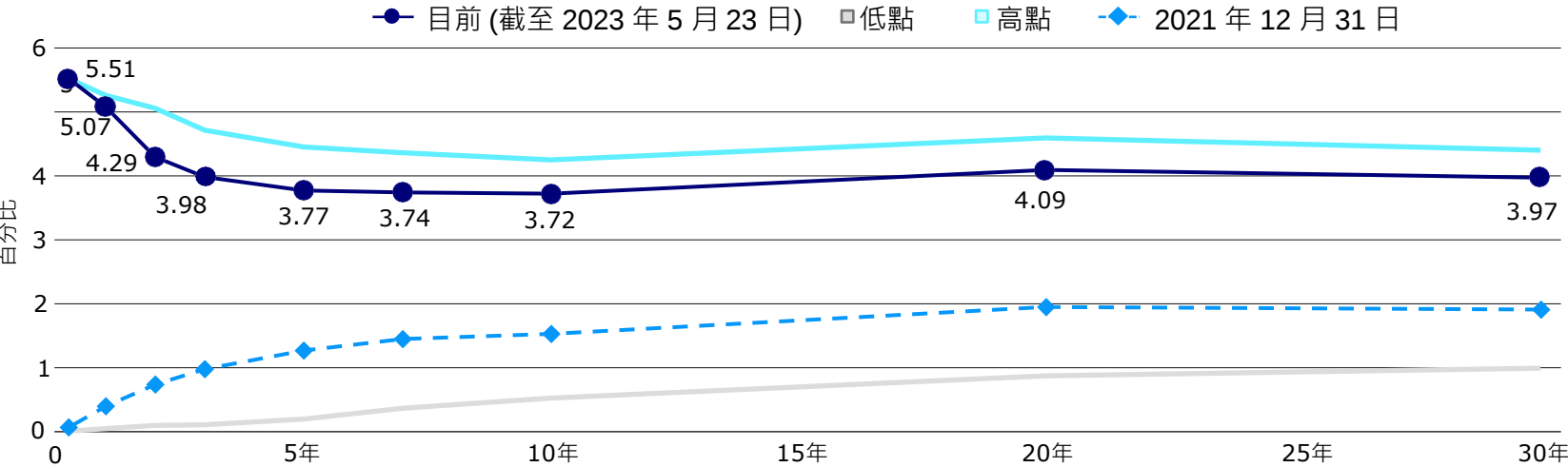


總經環境日漸有利於全球市場，但債券殖利率可能會在區間盤整。一般而言，通膨減緩、低成長的環境應嘉惠資產市場，但目前全球央行積極緊縮貨幣政策，導致金融情勢持續緊縮且波動維持高檔。此局面造成利率和利差高於正常水準。全球央行暫停動作，可望提振市場表現。

固定收益 機會誘人

債券目前提供誘人投資機會

美國國庫券過去 10 年走勢



目前環境為投資人帶來不確定性。經濟成長優於預期，美國勞動市場成功克服升息的影響。能源供應的擔憂消散，因此歐洲和全球經濟表現可望好轉。全球經濟動能雖未大增，但穩定上升，目前主要經濟體仍遊走在衰退邊緣。美國通膨前景穩定好轉，房價疲軟壓低物價指數，薪資壓力也出現緩解跡象。

即使總經數據正向，許多預測人員仍認為短期有疑慮，市場恐怕會受挫。其中兩大疑慮就是衰退和通膨。市場觀察員將近期的銀行壓力和存款下滑，視為信用成長緊縮的跡象，成為衰退的早期徵兆。未來數季是否出現衰退，目前仍是未知數。

目前的數據顯示情勢相當穩定，美國經濟並未顯著失衡。因此，雖仍有衰退可能，但目前無法下定論，我們認為衰退機率低於 50%。通膨已開始降溫，可望緩解上述部分疑慮，但許多市場觀察員擔心勞動市場會再次帶來通膨上行壓力。未來數月若通膨再起，且經濟成長仍未起色，則可能出現停滯性通膨，相當不利於所有金融資產。

衰退與通膨走高的負面情境可能會使市場受挫，但這類預測與現有數據不符。看清現有數據帶來的正向消息，同時注意負面情境的跡象，似乎是目前較合理的做法。

資料來源：Macrobond，2023 年 5 月 22 日。

機會

- 我們相信高品質信用債具備誘人投資機會。

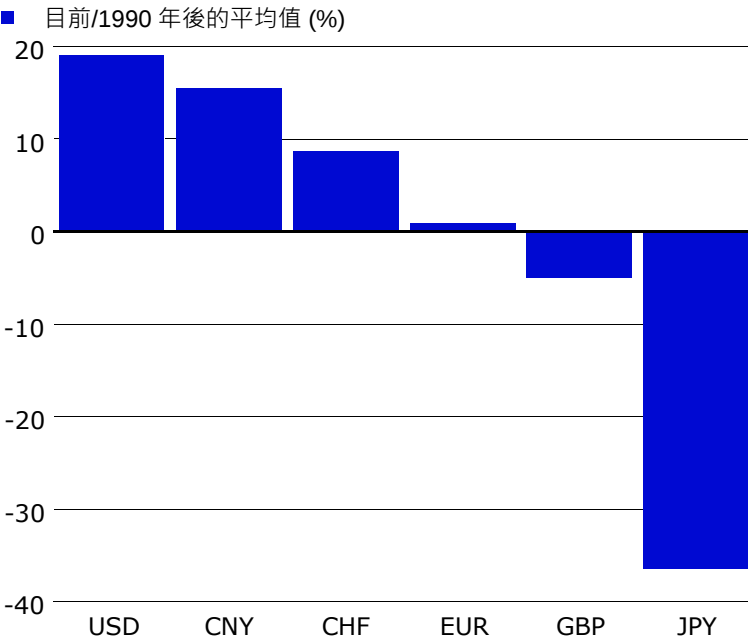
刺激因素

- **通膨下滑** – 通膨可能已經觸頂。我們預期歐美通膨 2023 年底前會持續走低。
- **聯準會緊縮結束** – 央行積極升息以降低通膨壓力，目前可說是相當成功，因此能夠暫停動作。升息推升殖利率帶來買進機會。
- **軟著陸** – 我們相信美國經濟將放緩，但就業市場將維持韌性。我們預期投資級公司帶來良好表現，即使出現衰退也是如此。公司債基本面大致穩健。

美元

美元似乎過於昂貴，且殖利率差異走勢不利美元

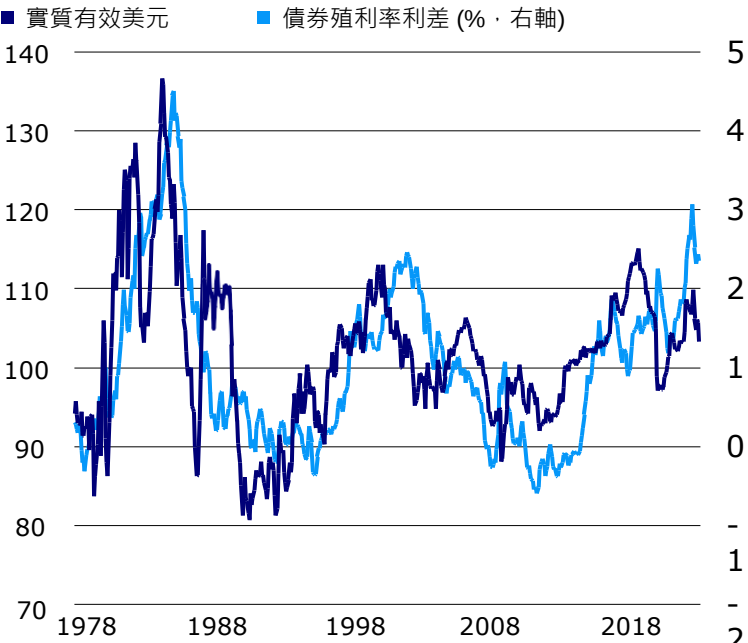
實質有效匯率*



實質有效匯率顯示美元過於昂貴，日圓則過於便宜(原因在於日本央行是過去 18 個月未採取緊縮動作的少數央行之一。)有鑑於美國經常帳赤字規模龐大，上述情勢應該無法持久。

*貨幣指數係以一籃子貨幣貿易加權計算，並經過通膨差距的調整。截至 2023 年 4 月 28 日。資料來源：OECD、Datastream 和景順。

實質有效美元和殖利率利差



匯率經常會超出長期公允價值，並且偏離一段時間，原因則是資金流動對環境變化的反應速度，較商品和服務更快，而資金流動通常是由利息差所驅動，但此利息差走勢不利於美元。

自 1978 年 1 月至 2023 年 4 月的每月數據。實質有效美元指數為美元相對一籃子貨幣的貿易加權值，由 OECD 計算，並經過 CPI 通膨差距的調整。債券殖利率利差為美國 10 年期國庫券殖利率減以下各國 10 年期政府債券殖利率平均值：德國、日本和英國。截至 2023 年 4 月 28 日。資料來源：OECD、Refinitiv Datastream 和景順。

機會

- 若以實質貿易加權計算，美元仍遠高於過去平均值。我們認為目前評價可能延續，但不會維持過久。因此，我們預期美元轉趨疲軟。

刺激因素

- 殖利率差距通常會帶動短期匯率走勢。2022 年聯準會積極升息，擴大美國政府債券對他國的殖利率利差，美元因而受惠。然而，隨市場期盼聯準會的寬鬆措施，未來殖利率利差的走勢將不利於美元。

另類資產：
私募市場展望



Jeff Bennett, CFA®
Head of Manager Selection
Invesco Investment Solutions

私募債

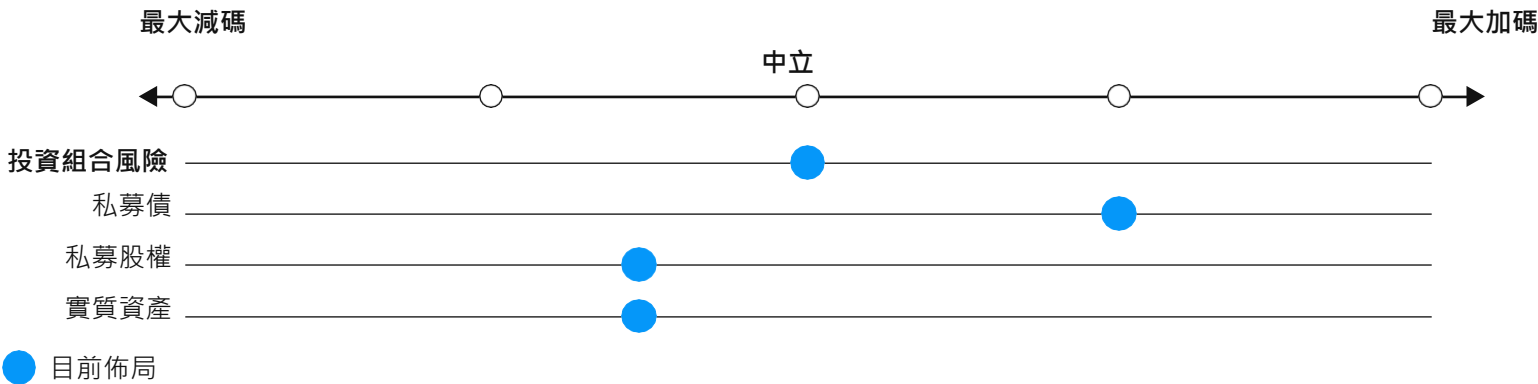
我們認為直接貸款未來仍有穩固且誘人的機會組合，因為收益率上升、私募股權的可支配資金水準創新高且資產負債表強勁。我們預期違約率會微幅上升，但投資人的風險回報更高，因為此資產類別享有優先保護。由於市場動盪增加，不良債券和特殊情況資產吸引力應開始浮現。最後，在區域銀行遭受壓力下，資金將另覓出口，在此資產類別中，我們偏好實質資產私募債。

私募股權

我們將私募股權評等下調至略微減碼，因為借款成本增加，評價逐漸降低。私人對私人的交易似乎存在局部機會。整體而言，目前環境適宜保留資金或尋找新的投資標的，而非過去數年已投資的標的，因其整體價格尚未下調。成長型資本公司有機會為原本要尋求IPO上市的私人公司提供資金。

實質資產

資產報酬率經過這波修正後，預期下半年回穩。重新定價的影響視區域、市場和不動產類別而異。基於評價疑慮，我們微幅減少不動產的佈局。基礎建設仍值得注意，因為近期的立法動作預期將為各種專案提供充分資金，創造誘人基本面。



資料來源：景順投資方案，觀點截至 2023 年 4 月 30 日。



David Gluch, CFA®
Client Portfolio Manager Invesco
Global Asset Allocation

依據基本面和長期趨勢，整體減碼各類型原物料				
資產類別	整體	評價	基本面	長期趨勢
農業	減碼	無吸引力	具吸引力	無吸引力
能源	減碼	具吸引力	無吸引力	無吸引力
工業金屬	減碼	具吸引力	無吸引力	無吸引力
貴金屬	減碼	無吸引力	無吸引力	具吸引力

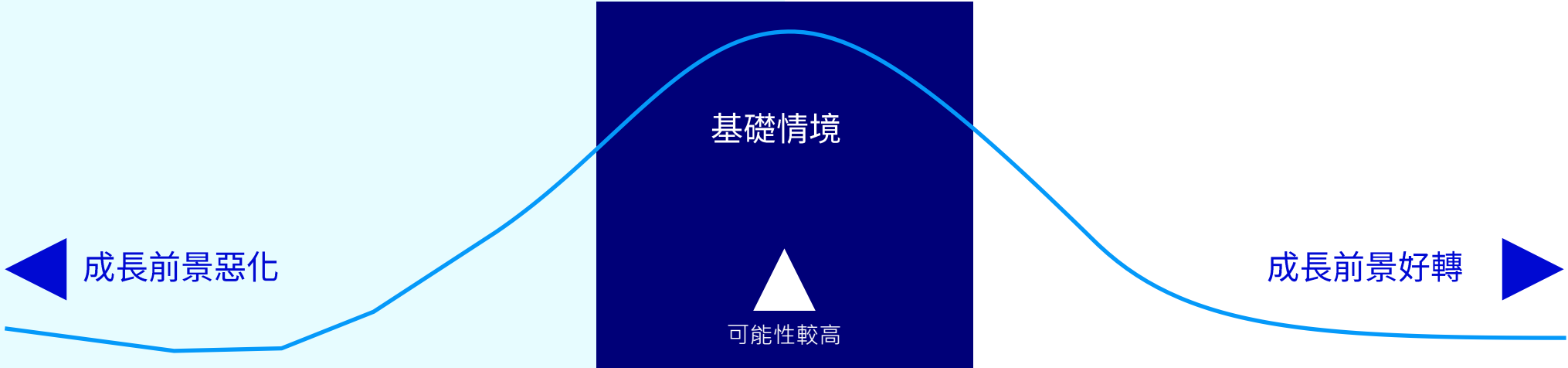
根據彭博原物料指數，原物料價格在 2022 年 12 月到 2023 年 5 月間，已連續下跌六個月。此資產類別壓力來自全球衰退疑慮，包括中國在疫情後的工業復甦疲軟，緊縮貨幣政策的影響也讓人擔心。自 2022 年 2 月俄羅斯入侵烏克蘭起，彭博原物料指數至今已下跌 9%，自去年 6 月出的高點下跌 29%。雖然仍存在長期的刺激因素，例如潔淨能源需求、投資不足造成供應有限、ESG 限制和成熟地質，但原物料短期前景依舊取決於全球衰退的可能性與程度。因此，貴金屬之外的情勢並不樂觀；黃金從去年 11 月起大漲，因市場預期殖利率觸頂且美元走軟。

然而，整體價格跌勢有助改善評價，尤其是能源，其次則是工業金屬。評價面而言，我們比較現貨價格，以及五年指數加權平均價格。原油 (含石油與天然氣) 價格走低，但在此指數內的權重大，進而帶動評價好轉。例如，天然氣價格從 2020 年中低於 2 美元，上漲至 2022 年 8 月的接近 10 美元，之後 2023 年降回 2 美元，布蘭特原油在疫情間大跌至 20 美元，去年飆升至 120 美元，目前回到 2019 年約 70 美元的水準。貴金屬和農業原物料目前價格略微過高。

以年度持有成本衡量的基本面不具吸引力，主因是彭博指數天然氣的權率高。相對之下，精煉石油產品供應明顯更為緊俏，但在指數內的比重較低。此外，此指數最大的部位是黃金，而黃金持有成本取決於利率，有鑑於殖利率曲線倒掛，黃金目前不具吸引力。

資料來源：景順投資方案，觀點截至 2023 年 5 月 31 日。依據彭博原物料指數提出的觀點，不會直接轉化成景順原物料的策略。請參閱第 21 頁取得指數定義。無法投資指數。

替代情境



1. 「硬著陸」

政策緊縮的滯後效應和/或銀行危機導致信用情勢降溫，將抑制經濟活動，使經濟成長受到的衝擊大於基礎情境。在此情境中，我們預期美國率先陷入衰退，並隨歐洲政策開始發酵蔓延外溢。通膨大幅滑落，接近2%水準，物價壓力持續減退，經濟活動也降溫。中國和新興市場成長可能受貿易影響而減速，但能避免衰退(其他條件相同的情況下)。

2. 「平穩著陸」

政策緊縮對經濟成長的衝擊不如基礎情境，且整體供需更為平衡。由於美國供需不再失衡，通膨可望滑落，但仍高於2%，而歐元區通膨降溫速度較美國慢。通膨問題消失後，有助延續經濟週期，但成長低於趨勢。中國和新興市場可望小幅受惠(其他條件相同的情況下)。

環球市場策略部

後續偏好的資產

硬著陸

經濟成長受到更大衝擊，美國率先衰退，且可能波及歐洲。通膨進一步下滑；中國和新興市場受貿易影響而受挫，但能避免衰退 (其他條件相同的情況下)。我們認為防禦性佈局更能創造領先表現。

我們偏好標的...

- 現金
- 固定收益：長存續期主權債
- 股票：防禦性股票，例如消費必需品、健康護理
- 貨幣：非美元、非原物料貨幣，例如瑞士法郎、日圓
- 原物料：黃金

顛簸著陸

- 成長低於趨勢，短期會持續降溫，但今年下半稍後將復甦。聯準會即將暫停緊縮，最早可能在今年底降息。歐元區和英國前景類似，但時間落後，歐洲央行和英國央行持續升息。中國持續重啟，服務業帶領經濟回溫，但全球環境疲軟，因此製造業惡化。我們預期防禦性公司短期表現較出色，但隨市場開始反映經濟復甦，將帶動週期性公司績效領先。

我們偏好標的...

- 固定收益：高品質公司債和結構型信用
- 股票：
 - 亞洲 (尤其中國)
 - 成長與品質
 - 科技、消費性產品和服務
- 貨幣：歐元、瑞士法郎和日圓

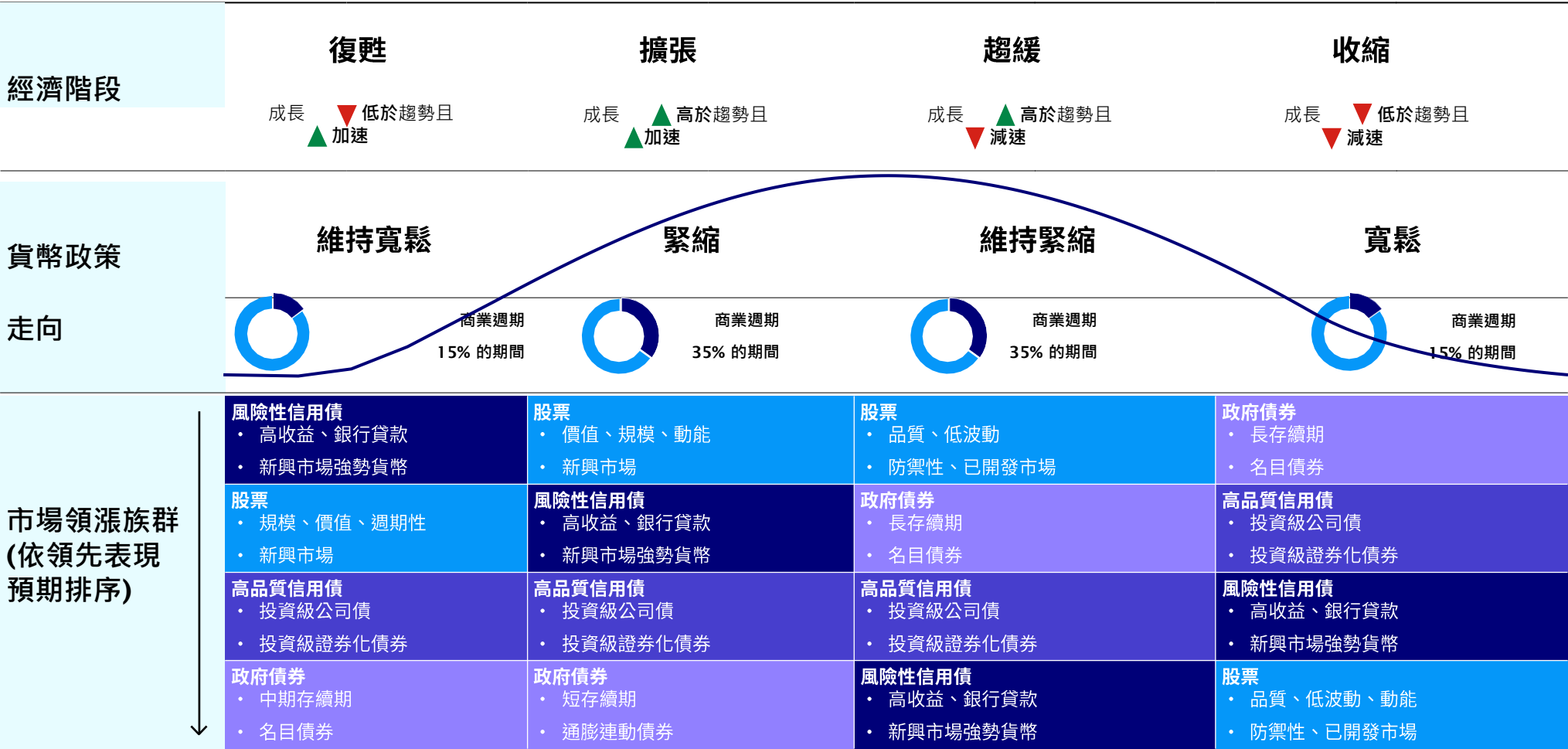
平穩著陸

緊縮對經濟成長的影響不如預期，通膨走勢如同基礎情境。歐元區通膨走低，但下滑速度較美國慢。週期延續，但成長低於趨勢。中國和新興市場小幅受惠 (其他條件相同的情況下)。我們認為採取週期中期的佈局更能創造領先表現。

我們偏好標的...

- 固定收益：高收益信用債
- 股票
 - 歐洲與新興市場
 - 價值與小型股
 - 基本資源、工業
- 貨幣：澳幣、加幣
- 原物料：工業原物料，尤其是金屬

戰術性資產配置：總經架構



註：在此框架中，經濟週期沒有一定的發展方向。

僅供說明。我們的政策寬鬆定義為美國聯準會降息和/或擴大資產負債表。維持寬鬆代表美國聯準會維持偏低利率政策和/或繼續執行購債計畫。緊縮代表美國聯準會縮減資產購買和/或開始升息。維持緊縮代表美國聯準會為緩解通膨疑慮而升息。不保證這些趨勢未來會延續。

定義

彭博5-7年美國國庫券指數(Bloomberg 5-7 Year US Treasury Bond Index)衡量美國政府債券市場的表現，包括美國財政部期限為五年至七年（但不包括七年）的公共債務，不包括州和地方政府系列債券(SLG)、TIPS STRIPS等特殊債券。證券必須具有指數方法所定義的固定利率和投資級別評等。

彭博原物料指數(Bloomberg Commodity Index)是一個廣泛多元的原物料價格指數。

彭博全球金融環境指數(Bloomberg Global Financial Conditions Index)追蹤美國、歐洲、英國和亞洲（日本除外）的貨幣、債券和股票市場的總體金融壓力水準，以協助評估信用的可用度和成本。

供應管理協會(Institute for Supply Management, ISM)製造業採購經理人指數(Manufacturing Purchasing Managers Index, PMI)是衡量美國製造業產出的擴散指數。

MSCI新興市場指數(MSCI Emerging Market Index)衡量新興市場的股票市場表現。

MSCI全球世界指數(MSCI All-Country World Index, ACWI)衡量已開發和新興市場的股票市場表現。

MSCI ACWI（美國除外）指數(MSCI ACWI ex USA Index)衡量已開發市場和新興市場（美國除外）的股票市場表現。

MSCI歐洲指數(MSCI Europe Index)衡量歐洲市場的股票市場表現。

羅素1000成長指數(Russell 1000 Growth Index)衡量美國股票大型成長股的表現。

標準普爾500指數(S&P 500 Index)衡量美國前500家最大型公司的表現。

羅素2000指數(Russell 2000 Index)衡量美國股票小型股的表現。

羅素1000價值指數(Russell 1000 Value Index)衡量美國股票大型價值股的表現。

美國週期性類股包括標準普爾500非必需消費品、能源、金融、工業、資訊科技和材料指數。

AAll牛熊價差(AAll Bull-Bear Spread)是調查受訪者正向（牛市）減去負向（熊市）的淨百分比，其中差異數約-30%顯示投資者情緒極度負面。

美元指數(US Dollar Index)衡量美元相對於大多數最重要貿易夥伴的價值。VIX或所謂的「投資者恐懼指數」以加權、恆定方式衡量30天標準普爾500指數的預期波動率，根據價外SPX期權計算得出。

CBOE股票看跌/看漲比率(CBOE Equity Put/Call Ratio)是以期權市場衡量賣方（看跌）相對於買方（看漲）的指標，比率大於1表示投資者情緒極度負面。紐約證券交易所個股超過200天移動平均線的百分比，%非常低時，顯示內部廣度較弱，並且可以反映出賣方高峰即將到來。

標準普爾500指數偏離200天移動平均線的水準——計算為標準普爾500指數減去其200天移動平均線佔其200天移動平均線的百分比——當處於極低水準時，可以衡量指數的技術面損傷。

每日以美國新聞為基礎的經濟政策不確定性指數(US News-Based Economic Policy Uncertainty Index)利用來自Access World News的NewsBank服務的報紙檔案。當極端不確定性緩和時，有助於股票進一步完成觸底過程。

摩根大通全球製造業採購經理人指數(JPMorgan Global Manufacturing Purchasing Managers Index, PMI)被視為全球製造業經濟健康狀況的指標，以高階採購主管在調查中的回覆為基礎。

摩根大通全球服務業採購經理人指數(JPMorgan Global Services PMI)基於向約350家民營服務業公司的採購主管發送的問卷調查取得數據編制而成。該指數追蹤諸如銷售、就業、庫存和價格等變量。

彭博美國公司高收益債平均OAS (Bloomberg US Corporate High Yield Average OAS) 衡量以美元計價、低於投資級、固定利率的公司債券相對於美國公債的利差。當利差擴大時，投資者會要求高額的風險補償。

紐約證交所綜合上漲/下跌比率(NYSE Composite Advance/Decline Ratio)是一個廣度指標，用於比較指數中上漲股票的數量與下跌股票的數量。A/D比率與指數之間的背離可能預示著即將出現反轉。

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。Inv23-0191

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