

2022年5月

**David Wertheim**  
高級投資組合經理

全球近期的經濟報告顯示通膨維持高檔，通膨難以阻擋的恐懼已然成真。雖然高點可能會出現在今年，但通膨走勢以往都難以預測。我們認為投資人若希望對抗通膨影響，現在必須開始評估是否應將實質資產策略納入投資組合。實質資產包括不動產、基礎建設和天然資源等各種策略，搭配使用這類投資標的如今可望嘉惠投資人。

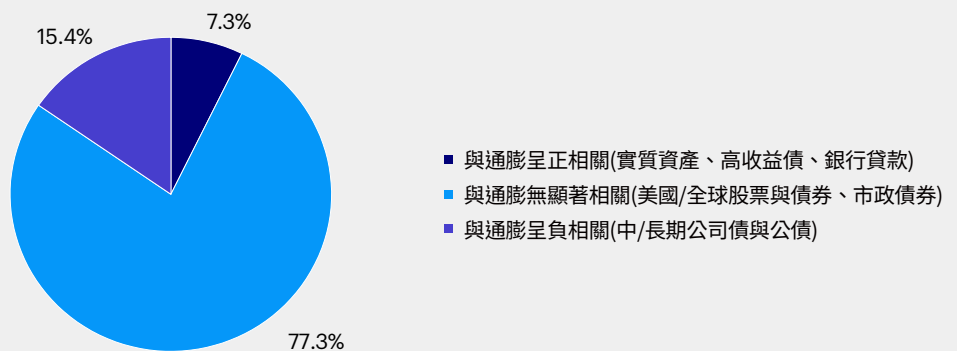
這波通膨從歷史低點升至高點的漲勢長年以來不曾出現，這背後有數個原因。疫情導致供應受限、央行史無前例的寬鬆措施、俄烏衝突與隨後的制裁措施，都是推升通膨的元兇。美國勞工部公佈2022年3月通膨年增幅跳漲至8.5%<sup>1</sup>(未經調整)，而扣除食品與能源的消費者物價指數則上揚6.5%<sup>1</sup>。3月整體通膨數據創1981年12月以來新高，核心通膨也是1982年8月以來最火熱。

歐盟情況類似，2022年3月通膨年增率超過7%創新高紀錄<sup>2</sup>，值得注意的是，德國、荷蘭和西班牙國家統計局指出截至2022年3月底，過去一年物價漲幅分別為7.6%、11.9%和9.8%<sup>2</sup>，分別是這三國41<sup>3</sup>、46<sup>4</sup>和37<sup>5</sup>年以來的新高。令人擔心的是，這些最新數據遠高於經濟學家的預測，而且俄羅斯入侵烏克蘭戰火未熄，且關鍵大宗商品供應情勢根本未見好轉，因此最糟糕的時刻可能尚未到來。

預測通膨相當困難。許多市場策略師、甚至是美國聯準會(Fed)主席鮑爾表示通膨雖走高，但可能只是暫時的，試圖安撫投資人，但通膨走勢與動向以往都難以預測，數十年來市場對通膨的共識並不一定正確。

面對通膨走高的情勢，零售投資人似乎未能妥善佈局。我們認為投資組合要避開通膨風險看似簡單，但其實並不容易，原因在於投資人基本資產配置常用的許多資產類別(通常為大小型股、固定收益)，過去與通膨皆無顯著相關性，有時甚至是負相關。美銀證券近期的個案研究指出，1950年後僅少部分資產類別與通膨呈高度相關：多元化實質資產、不動產、整體大宗商品與黃金<sup>6</sup>。以美國零售投資人的配置為例，在共同基金和ETF的部份，資料顯示與通膨高度相關的資產類別(如實質資產及銀行貸款和高收益債在內的某些固定收益)占比僅7%(見圖表1)。

**圖表1：實質資產過去與通膨呈正相關**

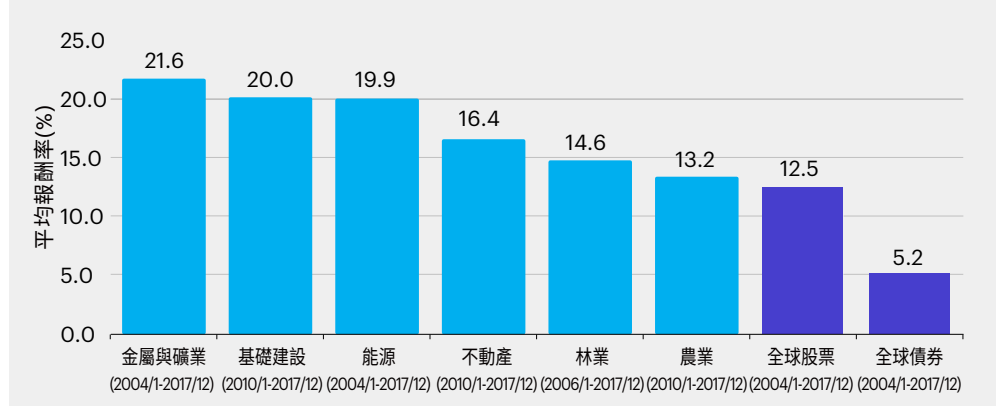


資料來源：Morningstar Direct，期間2002/1/1-2022/3/31。請參閱資產類別代表揭露事項。

目前許多法人投資人的配置可有效避開通膨風險。最近一項針對近400家機構的調查發現，受訪機構中有三分之二已將資本配置於不動產、三分之一配置於基礎建設、三分之一配置於天然資源<sup>7</sup>，具體而言，這些法人投資人對不動產、基礎建設和天然資源的平均配置目標分別為其資產的9%、4.5%和3.5%<sup>7</sup>。以此目標配置的總規模(綜合平均為17%)而言，我們可推論這些機構非常重視整體投資組合內的實質資產部位。

實質資產佈局具備效益。實質資產的特性向來是報酬率吸睛、具較高的殖利率，有分散多元投資的效果，重點是實質資產有助於避開通膨風險。歷史數據顯示通膨攀升期間，上市實質資產證券表現大幅領先全球股債。

**圖表2：通膨攀升期間實質資產相對全球股債表現的平均領先幅度**



資料來源：彭博資訊，採用2004年1月1日至2021年12月31日之間之資料。總報酬以美元計算。每年以可取得之最新資料更新。全球通膨加速上升(增速超過3%)期間包括2004/1/1至2004/12/31、2006/1/1至2007/12/31、2010/1/1至2011/12/31及2016/1/1至2017/12/31。績效從指數成立日起計算。

金屬與礦業以MSCI全球金屬與礦業指數為代表，成立日期：1999年9月；基礎建設以道瓊布魯克菲爾德全球基礎建設指數為代表，成立日期：2008年7月；能源以MSCI全球能源指數為代表，成立日期：1999年9月；林業以S&P全球木材與林業指數為代表，成立日期：2007年8月；不動產以富時歐洲/美國已開發國家指數為代表，成立日期：2005年2月；農業以S&P全球農業企業指數為代表，成立日期：2008年5月；全球股票以MSCI全球指數為代表，成立日期：1986年3月；全球債券以彭博巴克萊全球綜合指數為代表，成立日期：1999年1月。

注意：並非所有指數皆完整經歷過所有通膨攀升期間。林業、不動產、基礎建設和農業並未經歷全球通膨首次加速上升期間(2004/1/1至2004/12/31)。農業和基礎建設並未經歷全球通膨第二次加速上升期間(2006/1/1至2007/12/31)。

無法直接投資於指數。僅供說明。過去績效不代表未來成果。

## 結論

通膨攀升期間，實質資產相對全球股票與固定收益表現的平均領先幅度分別為535和1,015個基本點。實質資產具備下列特質，因此能對抗通膨：

### 不動產

- 土地、勞動力、原物料和資本成本上揚，有助於推升房地產價格與租金。
- 供應緊繃通常會給予業主提高租金的定價能力；此外，許多商業租賃的租金增幅會綁定通膨。

### 基礎建設與能源基礎建設

- 這些資產簽署長期合約或受管制的營收模式與通膨連動定期增加。機場、收費道路和公用事業等公司的營收通常會與通膨連動。

### 天然資源

- 大宗商品、能源和原物料價格走高可能會推升成本、進而引發通膨。其價格機制通常會受極端事件影響，造成商品和服務價格上揚。
- 這些公司本身的表現通常會與通膨連動，因為大宗商品與原物料價格上揚應能推升自然資源供應商的營收、現金流、準備價值和獲利能力。

投資人若對通膨上揚抱持疑慮且希望能為投資組合進行避險，建議考慮將實質資產納入策略性配置。

歡迎加入景順好友



LINE 景順投信

景順投信 獨立經營管理  
景順證券投資信託股份有限公司  
11047台北市松智路1號22樓  
客服專線:0800-045-066  
網址:www.invesco.com/tw

資料來源：

<sup>1</sup>彭博資訊，2022年3月。消費者物價指數為美國消費者物價指數(所有都市消費者)，生產者物價指數為美國生產者物價指數(成品)。

<sup>2</sup>eurostat(2022年3月)，2022年3月初步估計。Euro indicators。

<sup>3</sup>德國聯邦統計局，2022年3月消費者物價指數(CPI)(n.d.)。

<sup>4</sup>荷蘭中央統計局，2022年3月消費者物價指數(CPI)(n.d.)。

<sup>5</sup>西班牙國家統計局，2022年3月消費者物價指數(CPI)(n.d.)。

<sup>6</sup>M. Hartnett, et al., 美銀證券，「通膨主題交易」，2021/11/3。

<sup>7</sup>Preqin投資人展望：另類資產，2020年上半年。

消費者物價指數衡量一籃子消費品項目內的商品與服務價格變化。生產者物價指數衡量國內生產商產品之銷售價格在一段時間內的平均變化。

美國/全球股票以下列晨星類別代表：大型均衡型、大型成長型、大型價值型、海外大型均衡型；債券與市政債券以下列晨星類別代表：短期債券、短期政府與市政債券；中期/長期公司債與政府債券以下列晨星類別代表：中期核心債券、中期核心增值、中期政府、全球債券；不動產、高收益債、銀行貸款以下列晨星類別代表：大宗商品、貴金屬、不動產、自然資源、基礎建設、高收益和銀行貸款。

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。

Inv22-0210