復華
證券投資信託

2022下半年金融市場展望：靜待轉機

- 股市靜待轉機：評價修正告段落，轉為關注企業獲利；第三季貨幣政策緊縮速度仍快、製造業庫存調整，股市走勢震盪，靜待Fed態度轉溫和帶來的回升機會
- 公債值得關注：長期公債殖利率已提前反應Fed鷹派升息，超過中性利率水準，隨通膨有望逐步趨緩，且因應景氣下行風險，投資價值提升

回顧2022上半年，高通膨迫使Fed加速升息，股債雙殺，原物料一支獨秀

債市, 美元, 商品	2022第2季 報酬率	2022上半年 報酬率
全球公債(含匯)	-8.9%	-14.8%
投資等級債	-7.3%	-14.4%
新興市場美元債	-10.5%	-18.8%
新興市場本地債	-8.6%	-14.5%
美國高收益債	-9.9%	-13.8%
美元指數	6.5%	9.4%
商品市場	-1.4%	25.3%
原油	5.5%	40.6%
銅	-20.4%	-15.0%
黃金	-6.2%	-0.5%

股市	2022第2季 報酬率	2022上半年 報酬率
MSCI全球指數	-16.6%	-21.2%
MSCI新興市場指數	-12.4%	-18.8%
S&P 500	-16.4%	-20.6%
Nasdaq	-22.4%	-29.5%
德國DAX	-11.3%	-19.5%
日經225	-5.1%	-8.3%
台灣加權指數	-16.2%	-18.6%
香港恒生指數	-0.6%	-6.6%
中國滬深300指數	6.2%	-9.2%
FTSE全球REITs	-17.2%	-20.4%

資料來源：Bloomberg，2022/6/30。左表採用指數依序為FTSE全球公債指數、彭博巴克萊投資等級債指數、JPMorgan新興美元債指數、JPMorgan新興本地債指數、FTSE高收益債指數、DXY美元指數、CRB商品指數、CL1原油價格、LME銅價、XAU金價

2022下半年金融市場展望與投資建議

通膨與升息　高通膨迫使Fed加速升息，年底可能升至3.5%，但下半年隨疫情趨緩使供應鏈好轉、景氣降溫及去年的較高基期，通膨增速有望緩步向下。

股債市反應　股市評價已反應至過往央行利率在3.5~4.0%的水準，未來主要關注企業獲利下修可能；公債殖利率則已達長期相對高點。

景氣衰退風險　加速升息使終端需求放緩、製造業進入庫存調整週期，但民間負債仍低，即使景氣衰退也屬溫和，幅度與時間均將有限。

靜待Fed轉向　通膨與庫存調整議題可能延續至第三季，股市震盪，靜待負面因素消除或出現超跌現象，關鍵在於Fed鷹派升息何時轉向溫和。美國公債殖利率已到長線具吸引力水準，且有望受惠於經濟及物價壓力放緩，建議可增加配置並對沖股市風險。

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。
以上建議僅供參考，不保證未來實際績效，投資人應視個別情況、投資目標及風險承受度等進行資產配置，投資前應詳閱基金公開說明書。

美國通膨高點已近，下半年增速有望趨緩

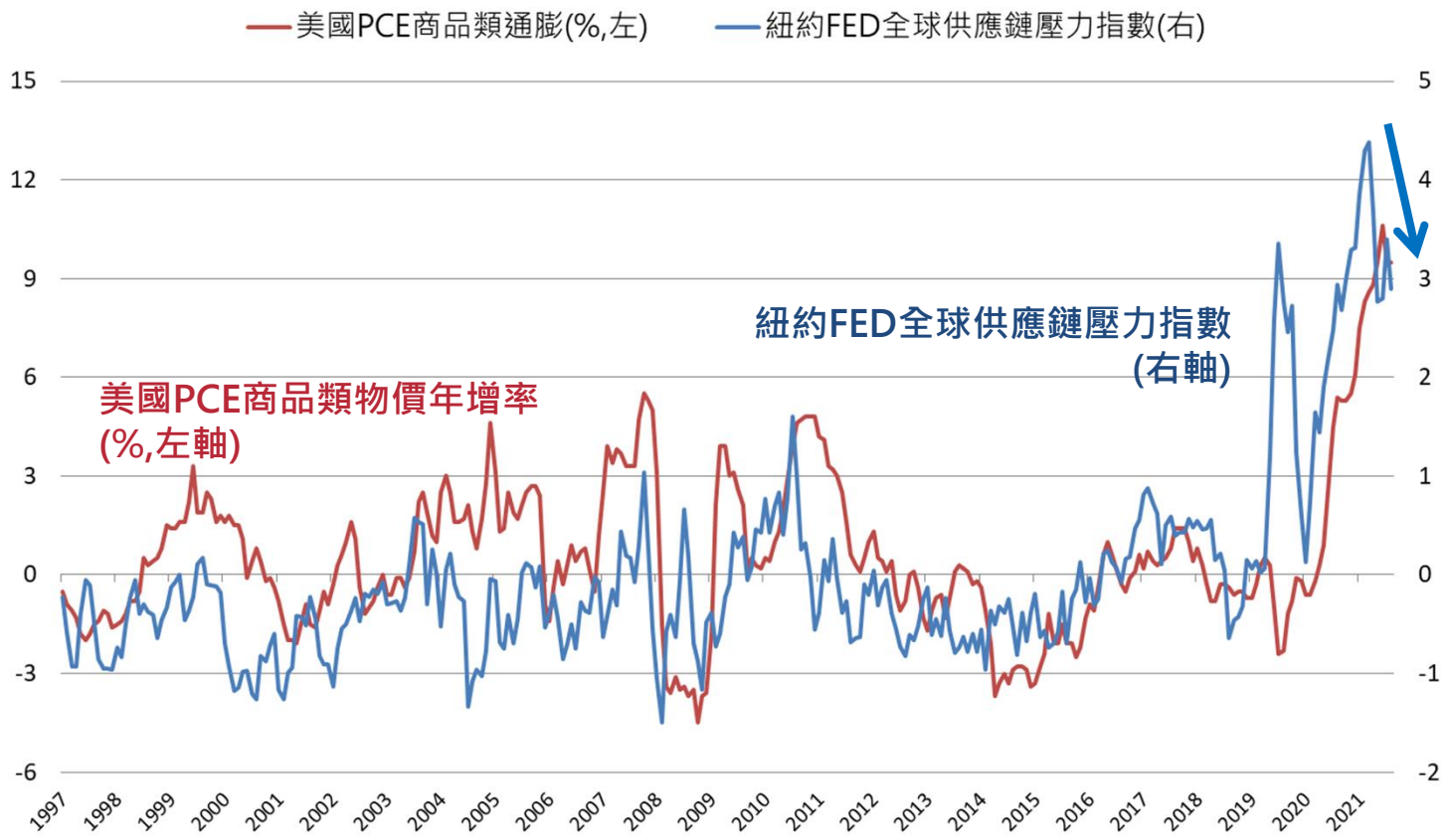
- 供應鏈瓶頸見改善，以及景氣放緩與基期效應 -

本次通膨主因疫情後供應鏈緊俏與大規模寬鬆政策所致，長期通膨不致失控

	1970年代通膨	2022年通膨
形成原因	• 廢除金本位制度，美元大貶值 • 競爭力下降，大量貿易逆差 • 兩次石油危機，油價大漲 • 強硬工會要求依通膨調整薪資	• 疫情期間大規模寬鬆貨幣及財政政策造成短期需求增加 • 疫情造成供應鏈及缺工問題 • 烏俄戰爭推升能源價格
差異性	✓ 2021年6月至今，美元指數升值已超過10%，可緩解部分通膨壓力。 ✓ 與疫情共存，供應鏈問題逐漸改善。 ✓ 疫情導致的商品需求超額消費，移轉回服務性消費。 ✓ 補助金花完及Fed開始升息，可望抑制過度需求，並使勞工重回就業市場。 ✓ 科技創新使生產力提升，可抵消部份薪資上漲壓力。	

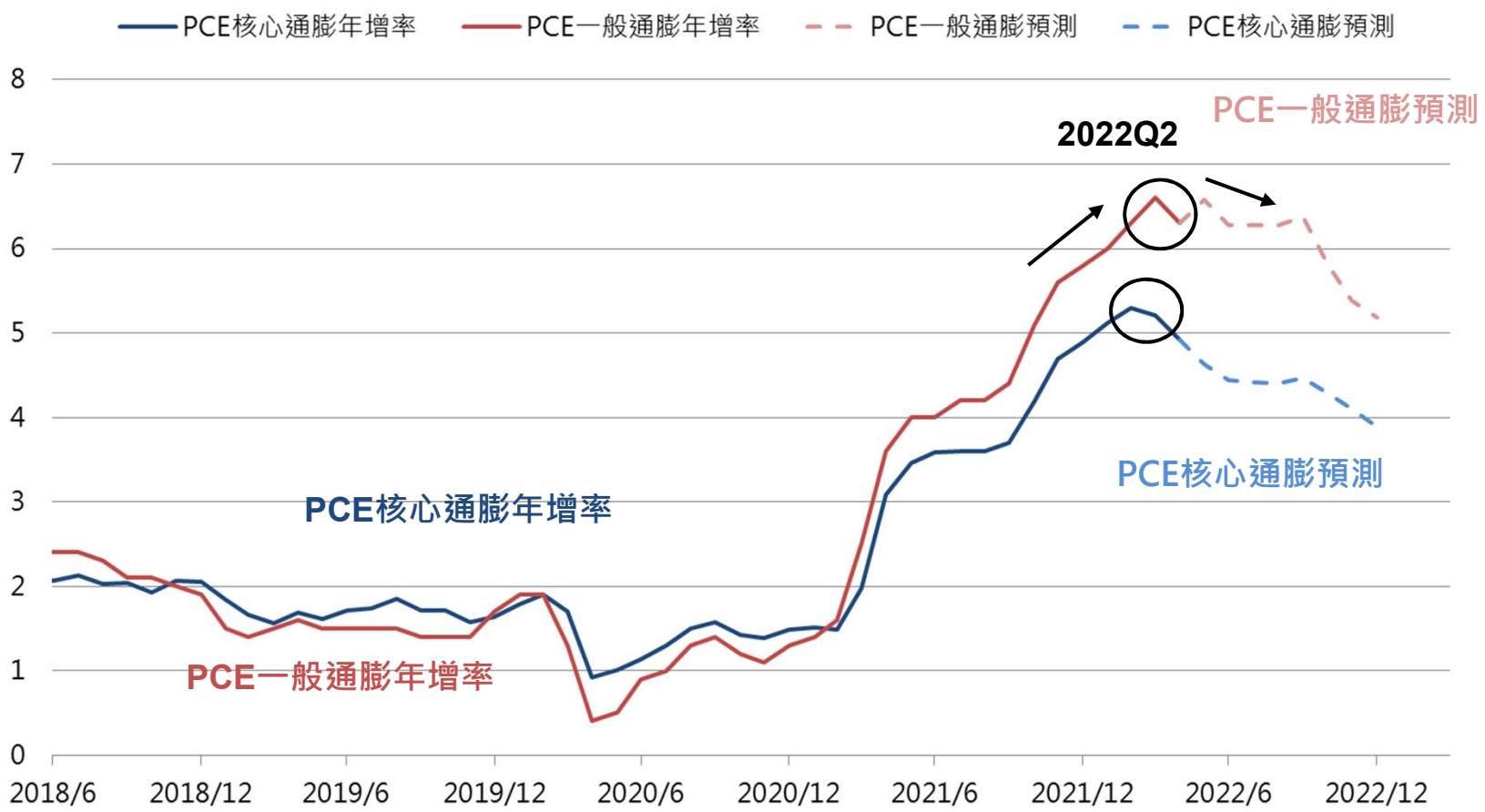
以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。資料來源：復華投信整理

美歐疫情影響消退、中國逐步解封，供應鏈壓力將有所減輕



資料來源：Bloomberg，2022/6/17

伴隨下半年景氣放緩與基期效應，通膨有望觸頂並緩步下降



資料來源：Bloomberg、復華投信，2022/6/17

金融市場反應Fed加速升息，評價調整近尾聲

- 至今年底Fed可能升息至3.5%，市場已充分預期 -

市場已提前反應Fed鷹派升息，2022年底升息近尾聲



資料來源：Bloomberg、Fed，2022/6/15

美股本益比已下修至過往利率上升到3.5~4.0%的水準，未來關注重點轉向企業獲利變化



以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。資料來源：Bloomberg，2022/6/17

公債殖利率已來到長線高位，超過Fed預期的長期中性利率



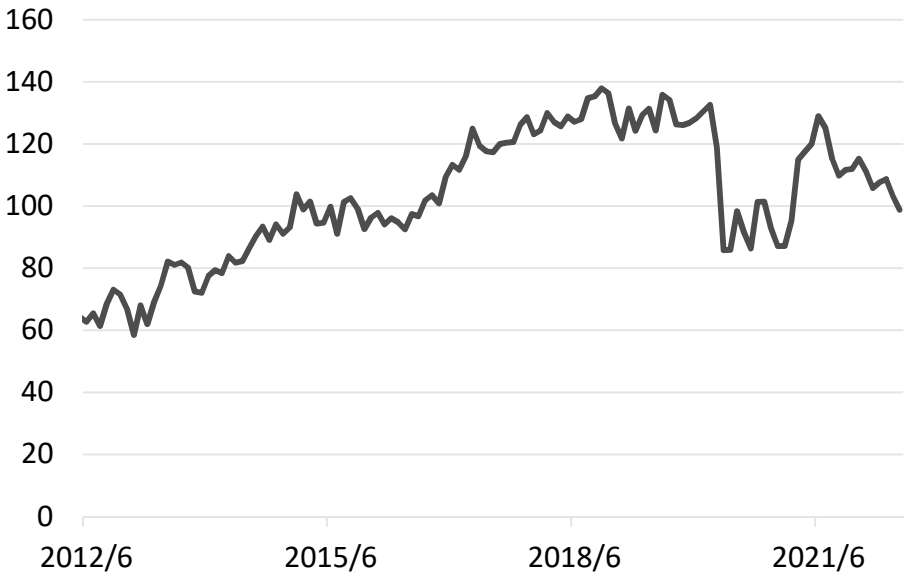
以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。資料來源：Bloomberg，2022/6/17

關注焦點轉向景氣，就算衰退也是溫和且短期

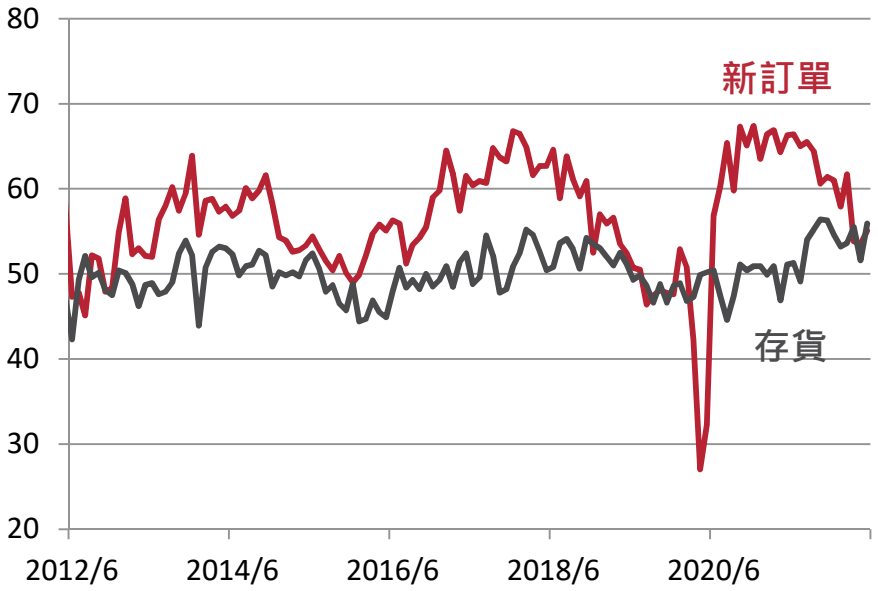
- 製造業庫存調整與Fed主動引導需求放緩，並非結構性債務問題 -

消費及終端需求下降，企業面臨去庫存風險

美國Conference Board消費者信心指數



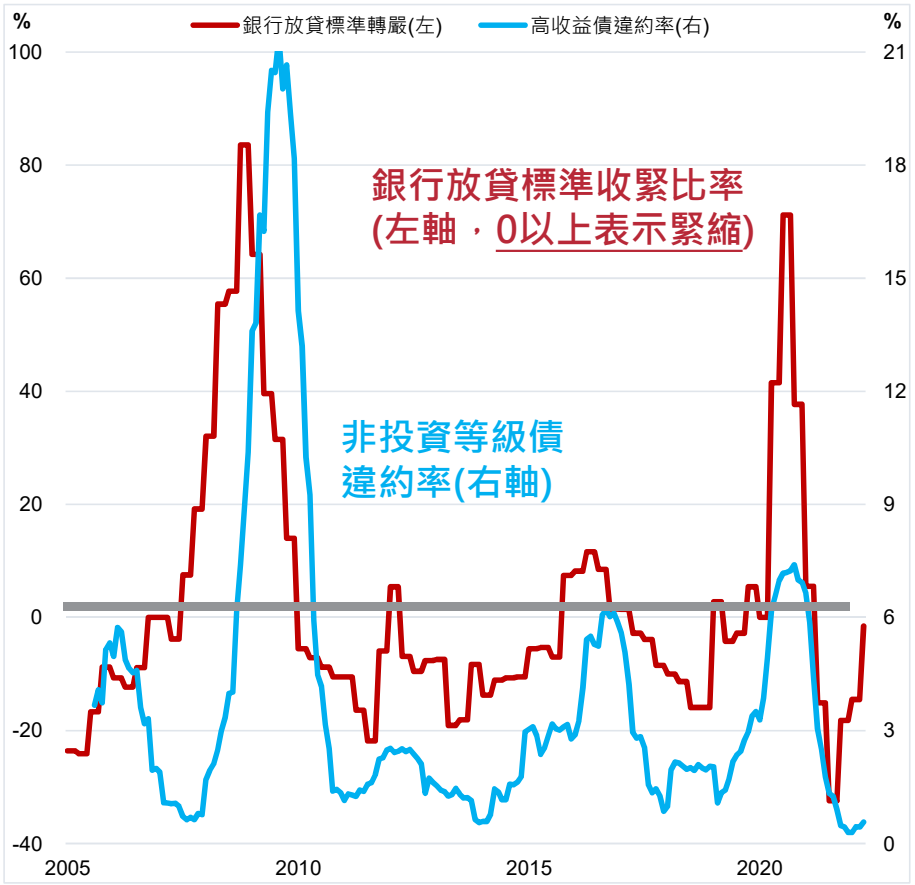
ISM製造業新訂單及存貨指數



資料來源：Bloomberg，2022/5/31

留意金融情勢收緊對景氣與信用風險的影響

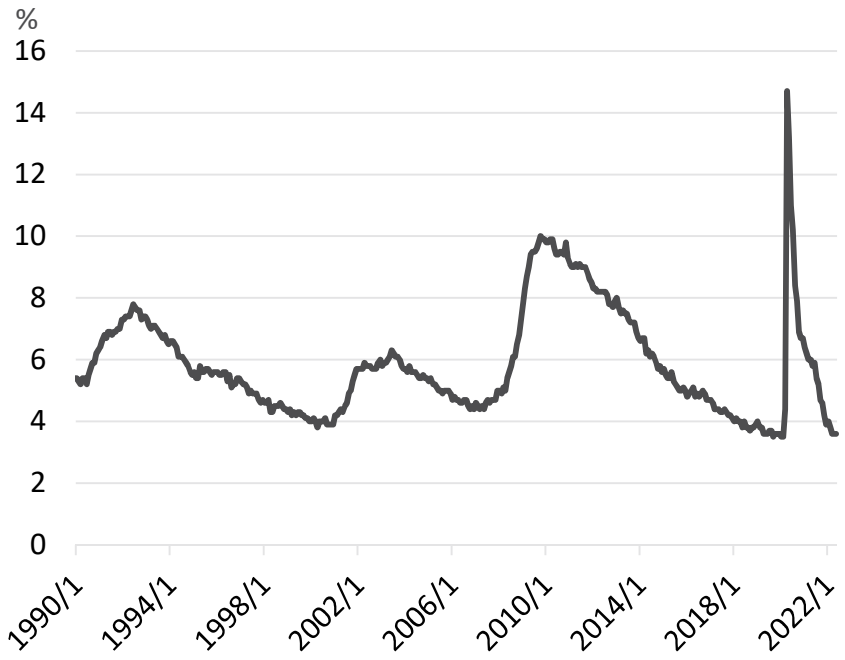




以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。資料來源：Bloomberg，2022/5/31

就業市場是經濟衰退與否及Fed政策轉向的關鍵指標

美國失業率保持低位



關注初請失業救濟金人數變化



資料來源：Bloomberg，2022/5/31

美股跌幅已達過去景氣未衰退下的滿足水準，Fed態度何時轉向溫和，為股市回升的重要指標

產生因素	美股S&P500 最大跌幅	美國經濟 是否衰退	當時 Fed政策	止跌回穩因素
2000年科技泡沫 + 911事件	-50%	衰退	降息	Fed連續降息及 時間調整
2008年雷曼危機 + 房地產泡沫	-58%	嚴重衰退	降息	Fed開始QE政策
2011年歐債危機	-22%	未衰退	不變	歐洲央行QE
2015年新興市場調整	-15%	未衰退	初升息	Fed暫停升息
2018Q4 中美貿易戰及Fed升息	-20%	未衰退	升息	Fed停止升息
2020Q1 Covid-19爆發	-35%	短期衰退	降息	Fed無上限QE
2022上半年Fed加速升息、 縮表+烏俄戰爭	-23% (~6/14)	尚未衰退	升息	Fed？

以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。資料來源：復華投信整理

投資建議：加強防禦，靜待轉機

- Fed展現抗通膨決心而加速升息，股債市的評價修正告段落，但焦點轉向景氣與企業獲利下修風險。
- 下半年因供應鏈改善、景氣放緩及基期效應，通膨有望開始趨緩，觀察Fed的鷹派升息態度是否有轉向機會。
- 當前處於貨幣政策加速緊縮階段，以及製造業面臨庫存調整，使股市及信用債市表現震盪，靜待轉機。
- 長期公債殖利率則已具投資價值，並可望隨景氣放緩而提升投資勝率，建議增加配置，亦有助於降低整體投資組合波動風險。

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。
以上建議僅供參考，不保證未來實際績效，投資人應視個別情況、投資目標及風險承受度等進行資產配置，投資前應詳閱基金公開說明書。

以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。

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。

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。本公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；本公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，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。基金投資涉及新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本基金得投資於大陸地區有價證券，其投資上限以基金信託契約及法令規定為準，投資人亦須留意大陸市場特定政治、經濟與市場等投資風險。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可向本公司及基金之銷售機構索取，或至公開資訊觀測站、境外基金資訊觀測站及本公司網站(https://www.fhtrust.com.tw)中查詢。

以投資非投資等級債券為訴求之基金適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。由於美國Rule 144A債券僅限機構投資人購買，資訊揭露要求較一般債券寬鬆，於次級市場交易時可能因參與者較少，或交易對手出價意願較低，導致產生較大的買賣價差，進而影響基金淨值。

復華證券投資信託股份有限公司

0800-005-168 復華金管家

10492台北市八德路二段308號8樓
8F, No. 308, Sec 2, Bade Rd., Taipei, Taiwan, R.O.C

台北 T 886-2-8161-6800　台中 T 886-4-2254-2788
桃園 T 886-3-316-8310　高雄 T 886-7-535-7068