

總經市場分析與展望

焦點話題：通膨高檔震盪，Fed何時轉鴿？

今年6月中旬起，隨著能源及食物價格回落、美國CPI年增率觸頂，市場樂觀預期Fed將放慢升息速度並可能於明年中降息，十年期美國公債殖利率回落、美股反彈；然而，在美國通膨才開始回落且數值仍高、就業市場仍大致強勁的情況下，市場鴿派預期來得過早，此非Fed所樂見，因此近期Fed官員持續發表鷹派談話，強調抗通膨的決心，導致股債市再度下跌，回吐先前漲幅。通膨何時可以出現明確下行趨勢？Fed何時放軟貨幣政策論調、放慢甚至結束升息循環？此關鍵議題持續牽動市場神經。（圖一）

圖一、今年以來S&P 500指數與美國10年期公債殖利率走勢



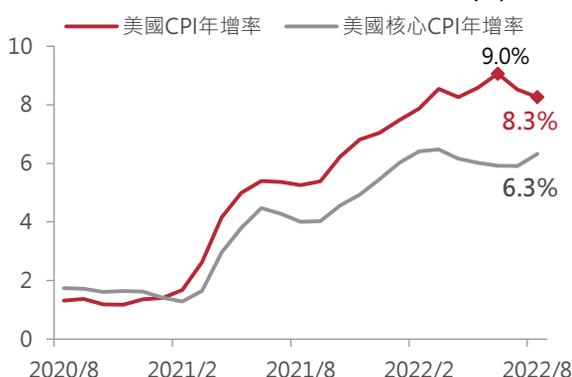
資料來源：Bloomberg · 2021/12/31~2022/9/21

通膨仍高檔震盪，但Q4起居住成本可望逐步下降，為通膨帶來下行動能

美國8月份消費者物價指數（CPI，圖二）年增率從8.5%降至8.3%，為連續第二個月下降，但該數據高於市場預期(8.1%)，因而引發投資人對於Fed激進升息的擔憂，公布當日(9/13)美股四大指數收盤重挫3.94%-6.18%，全球金融市場再次陷入震盪。

從8月份美國CPI分項來看（表一），隨著全球供應鏈瓶頸舒緩、原物料價格回落，能源及二手車等商品類的物價壓力已逐步減輕，居住成本等服務類物價轉而成為限制通膨下行的主因；然而，美國房租價格年增率已於今年2月觸頂回落，而CPI設算租金價格往往落後實際租金價格6~9個月，故預計第四季起CPI中的居住成本增速將開始趨緩。整體而言，美國通膨雖已停止飆升但仍在高位震盪，不過第四季起居住成本可望開始下降，並為通膨增速帶來下行動能。

圖二、近兩年美國CPI與核心CPI年增率(%)



圖一資料來源：Bloomberg · 2020/8~2022/8；表一資料來源：Bloomberg · 2022/9

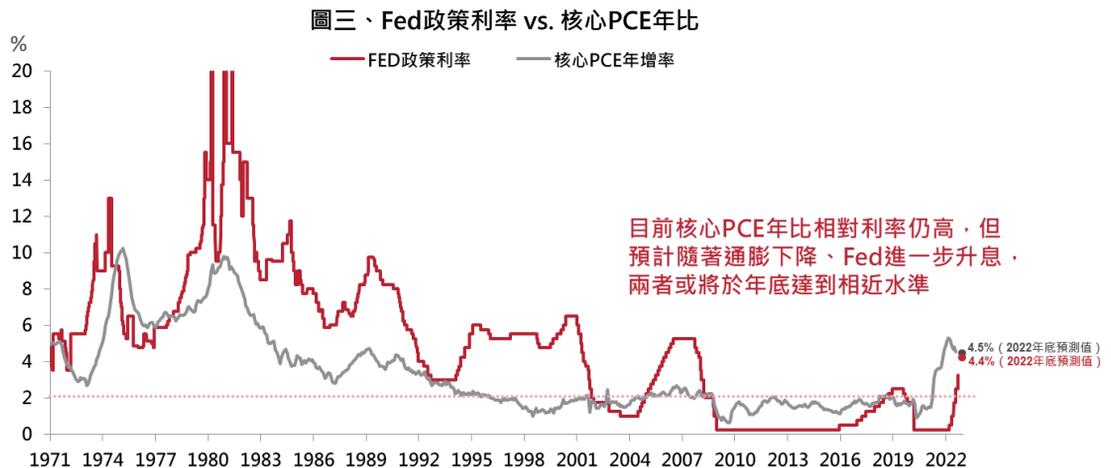
表一、8月美國CPI分項組成

項目	權重%	年增率(%)	月增率(%)
名目物價	100.0	8.3	0.1
核心物價	77.4	6.3	0.6
食物類	13.4	11.4	0.8
能源	9.2	23.8	-5.0
核心商品	21.1	7.1	0.5
新車	4.0	10.1	0.8
二手車	4.0	7.8	-0.1
服務類(排除能源服務)	56.3	6.1	0.6
居住(Shelter)	32.1	6.2	0.7
醫療服務	6.8	5.6	0.8
運輸服務	5.9	11.3	0.5

本文提及之經濟走勢預測不必然代表經理公司之績效

為求謹慎，Fed將再多觀察幾個月的數據，以決定是否放鬆語調

美國經濟動能雖放緩，但就業市場仍具韌性，在經濟現況尚可下，Fed缺乏轉鴿的急迫性，當前仍是以抗通膨為首要目標。9月份美國FOMC貨幣政策會議再度升息三碼至3.00~3.25%，並重申抗通膨的決心。雖然通膨似乎已出現初步放緩跡象，但預料Fed在轉鴿前，會想要再觀察更多的通膨相關數據，以確認通膨出現持續性、實質性的下行趨勢(圖三)。



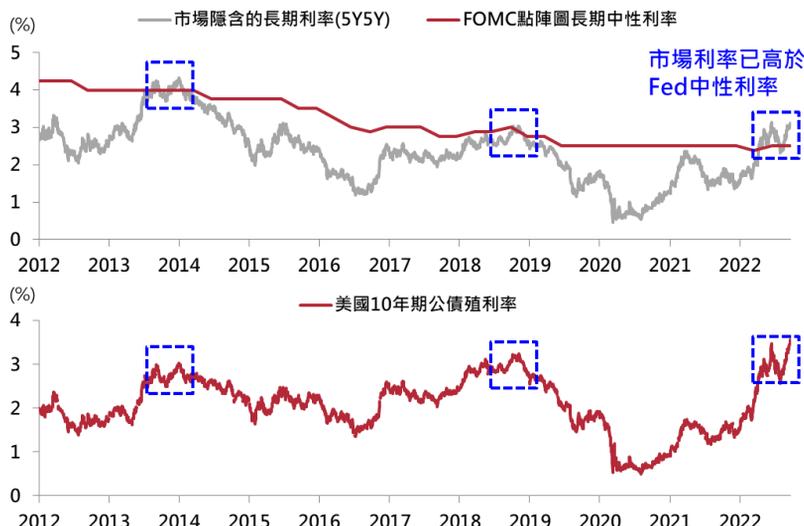
資料來源：Bloomberg · 1971/1/1~2022/9/21。2022年底數據為2022年9月份FOMC經濟預測值。

美國貨幣政策持續緊縮、經濟動能放緩，但尚未衰退，建議維持中性配置

現階段美國通膨雖觸頂回落，但仍在高檔盤旋，Fed升息仍會持續，但應已在升息循環中後段。就債市展望而言，目前市場長期利率已超過Fed長期中性利率水準(圖四)，從歷史經驗來看已是相對高點，預期短期內殖利率仍將高檔震盪，但債市評價已具備長線投資價值。

股市方面，美國經濟體質仍佳，尚未見到立即陷入衰退的跡象，但經濟和企業獲利增速持續放緩，加上通膨改善速度緩慢，Fed貨幣政策立即轉鴿的可能性不高，不利股市評價修復，預期股市仍將持續震盪整理。因此，本月資產配置建議維持中性配置，後續將持續觀察通膨與Fed貨幣政策的變化，並關注企業獲利下修的風險。

圖四、FOMC點陣圖長期中性利率 vs. 市場隱含的長期利率(5Y5Y)



資料來源：Bloomberg · 2012/1/1~2022/9/21

主要股債市展望及說明

已開發股市：中性

通膨增速與預期雖自高點放緩，但勞動與消費市場仍相對強勁，聯準會希望維持高利率更長一段時間以壓抑需求與通膨，貨幣政策不易迅速轉鴿，加上製造業持續去化庫存、企業獲利預估下修，不利於股市持續反彈，但股市評價已達相對合理水準，市場情緒亦相對悲觀，短期全球股市震盪整理可能性高。

新興股市：偏正向

中國逐步寬鬆財政與貨幣政策，有助新興市場景氣由底部回升，但由於原物料價格自高檔轉弱，加上中國需求仍受疫情反覆影響，使新興國家景氣復甦速度仍具挑戰。

信用債：中性

近期美國公債殖利率反彈拖累了信用債價格表現，不過由於美國整體經濟尚未陷入衰退，故信用利差普遍變動不大。目前信用債評價合理甚至部分具吸引力，倘若經濟最終未走向衰退，隨著公債殖利率止穩，信用債將有反彈空間。

投資等級債：中性偏正向

在經濟現況尚可下，聯準會缺乏轉鴿的急迫性，預期聯準會將再觀察幾次數據、確定通膨呈下行趨勢後，再放鬆語調。隨著金融狀況達緊縮水準、通膨壓力放緩，預期聯準會於第四季語調放軟、利率風險逐漸下降的可能性高，投資等級債基金面臨的壓力也將隨之減輕。

商品市場：偏正向

金融市場擔憂美國聯準會加速升息下，經濟衰退風險增加，但美國勞動市場供需緊俏，經濟增速僅是放緩並未陷入衰退，能源需求放緩亦仍不明顯，長期結構性因素與俄羅斯對歐洲縮減天然氣供應，仍將支撐整體能源價格位於相對高檔，加上金融市場對高通膨擔憂仍持續，能源類股獲利為少數仍在上修類股，類股評價相對報價與獲利亦仍在歷史低檔，判斷商品類股下檔風險相對有限。

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(<http://www.fhtrust.com.tw>)中查詢。

以投資非投資等級債券為訴求之基金：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。本基金經金融監督管理委員會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。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。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。