

在股市與經濟脫節時的分散投資

David Wolf | 投資組合經理

David Tulk, CFA | 投資組合經理

關鍵提示

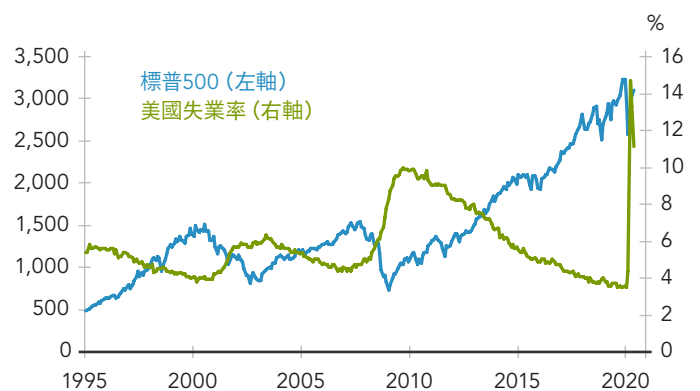
- 我們正在經歷前所未見的股市與經濟脫節
- 在此不確定的環境下，我們更加注重分散投資而非市場走向
- 我們已減持名目債券持有，轉往黃金、TIPS與EM資產

我們在三個月前撰文稱，會在加拿大多資產類別基金中逐步增加股票投資，因為亂局和誘人的估值已在一片恐慌之中浮現。這後來證明是明智之舉。我們也撰文表示，因為預期市場會逐步探底，我們只會漸進地買進。結果證明這並不明智。市場重振的力度幾乎與拋售一樣強大，標普500從3月底點到6月高點的漲幅達到44%，為百年來的最大反彈。

如今主要的市場指數距歷史高點並不遠。失業率也接近歷史高點。這與一般趨勢及我們的預期正好相反（見附表1）。股市與經濟以前所未見的形式脫節。

我們可以對這種脫節的情況作出理性的解釋。股市看的是未來，所以能無視全球經濟在3月中引發的昏厥，直視終將到來的復甦。再者，貨幣與財政政策的回應非常積極；由此帶來的大量資金顯然已進入資產價格，而非用於支出，至少一開始是如此。論者也可以辯稱，此次非同尋常的經濟衝擊的性質，可能其實有助於在股市中舉足輕重的大型企業；小型企業所承受的不成比例的打擊，可能令競爭減輕；而引領市場的科技公司，可能反而受惠於人們工作與生活方式的持久改變。

附表1：股市與失業率雙雙接近高點並不尋常



資料來源：美國勞工統計局、標準普爾、Haver Analytics、FMR Co。

但我們也可以合理解釋市場的再度探底。即使樂觀預測（COVID19或其他方面），經濟也要花好幾年才能恢復先前的成長趨勢，這趨勢本身就是項挑戰 - 人口結構是持續存在的不利因素，全球化受挫伴隨不可避免的供應鏈重新配置將損害生產力。再者，企業盈餘佔經濟體的高份額可能下跌，尤其美國11月大選結果若帶來更偏袒勞工的政策時更是如此。況且財政與貨幣政策即使具高度刺激性，你只能傾囊以赴一次。對我們而言，「根據2022年預測盈餘，股市看起來還好」之類用來合理化目前股市價位的說法，對2022年經濟環境的看法未免有些自以為是。

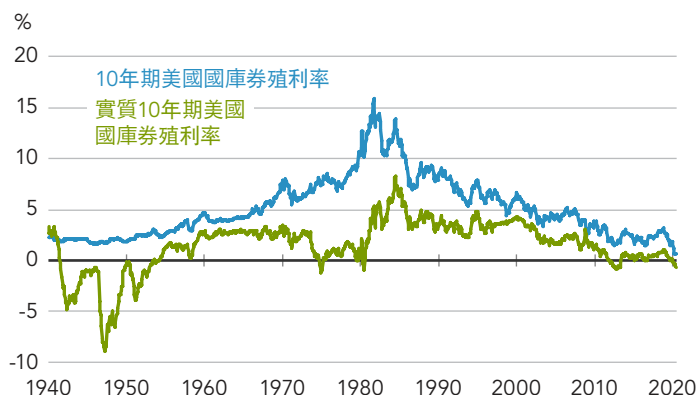
在這些情況下，我們認為大膽預言股市今後的走向並非適當之舉。我們曾多次撰文聲明，我們的核心原則之一是不嘗試做出牽強的判定。我們的方法是打造適應廣泛結果的投資組合，而非專注於某個特定結果。我們認為建構跨資產類別、風格與區域的良好分散投資組合，對資本的長期增長或保護都是明智之舉。

在目前的環境下，分散投資本身就是一個重大的挑戰。幾十年來，股票與債券結合配置，以後者為前者的緩衝，這一直都是達成分散投資的一種可靠方式。但這個策略的效果如今可能要打折扣 - 簡單算數即可知，債券在接近零殖利率的價格，上漲以抵銷股市下跌的幅度有限。

因此我們的分散投資方法變得更有創意。首先，我們減持了名目債券。我們不認為政府公債殖利率能大幅上漲 - 央行幾乎肯定會被說服或被迫維持低利率的殖利率曲線 - 但也不會下降太多，因此沒辦法為投資組合提供多少分散性（或收益）。

雖說名目殖利率不能（遠）低於零，實質（通貨膨脹調整後）殖利率卻可以。二戰後就出現過這樣的情況，與目前的高債務及金融壓抑的環境有諸多雷同（見附表2）。實質殖利率下跌，會為黃金和通貨膨脹連結債券（美國的TIPS、加拿大的實質報酬債券）提供顯著的增值空間，進而提供更為有用的分散性，以抵禦股市的疲弱；我們的基金中已增加了這些資產的持有。

附表2：實質殖利率可能進一步下跌



附註：2003年以前的實質殖利率是名目殖利率根據CPI通脹調整後計算得出，2003年之後則是根據TIPS調整。資料來源：美聯儲、美國勞工統計局、FMR Co。

我們也利用貨幣配置來加強投資組合的分散性。我們仍保持對加幣的長期低配，其價值與股市的走勢密切相關。不過，我們調整了所持有貨幣的結構，以抵消超配風險的影響，從美元轉向歐元與日圓。我們看來，值此美元充當全球準備貨幣的地位變得堪虞的環境，美元幣值顯得高估。美元走弱的前景，也讓我們放心地進一步分散到在這種環境下通常表現不錯的新興市場股票與債券（見附表3）。這些是週期性資產，會隨股市走向變化，但這些工具的收益較高，可以抵消廣泛下跌的影響。再者，我們預期全球化受挫會降低區域經濟體與市場的相關性，提高新興市場資產相對於已開發市場資產的分散潛力。

總之，經濟與股市出現歷史性的脫節，如何解決仍不確定。這樣的背景下，我們的主動配置較少關注市場走向，而更注重投資組合的分散性，為加拿大多資產類別基金堅守控管風險同時極大化績效的不二目標。

David Wolf 及 David Tulk，2020年7月16日



關注富達加拿大的推特@fidelitycanada

附表3：新興市場偏好走弱的美元



附註：廣義美元以DXY指數代表，EM 60/40投資組合由60%的MSCI EM股權指數與40%的GBI-EM分散當地貨幣債券指數組成，報酬轉換為加拿大幣。
資料來源：MSCI、JP Morgan、彭博社、FMR Co。

作者

David Wolf | 投資組合經理

David Wolf是富達投資的投資組合經理。他是富達管理投資組合（Fidelity Managed Portfolios）、Fidelity Canadian Asset Allocation Fund、Fidelity Canadian Balanced Fund、Fidelity Monthly Income Fund、Fidelity U.S. Monthly Income Fund、Fidelity U.S. Monthly Income Currency Neutral Fund、Fidelity Global Monthly Income Fund、Fidelity Dividend Fund, Fidelity Global Dividend Fund、Fidelity Income Allocation Fund、Fidelity Balanced Managed Risk Portfolio 及 Fidelity Conservative Managed Risk Portfolio的聯席經理。他還是 Fidelity Conservative Income Private Pool, Fidelity Asset Allocation Private Pool、Fidelity Asset Allocation Currency Neutral Private Pool、Fidelity Balanced Private Pool、Fidelity Balanced Currency Neutral Private Pool、Fidelity Balanced Income Private Pool、Fidelity Balanced Income Currency Neutral Private Pool 及 Fidelity U.S. Growth and Income Private Pool的投資組合聯席經理。

David Tulk, CFA | 投資組合經理

David Tulk是富達投資的投資組合經理。他是Fidelity Balanced Managed Risk Portfolio, Fidelity Conservative Managed Risk Portfolio, Fidelity Conservative Income Fund 及 Fidelity Conservative Income Private Pool的聯席經理。



互惠基金及ETF投資可能會產生佣金、尾隨佣金、管理費、經紀費及相關費用。投資前請仔細閱讀互惠基金或ETF的招股章程，該文件載有詳細投資資訊。所示報酬率為所示期間的歷史年化複合總報酬，包括單位價值的變化及配息的再投資。所示報酬率並未計及任何單位持有人應付的銷售、贖回、分銷或選擇權費用或所得稅，該等費用或稅項會降低報酬。對互惠基金及ETF概不做任何保證。其價值頻繁變化，投資者可能會獲得收益或遭受損失。過往業績可能無法再現。

富達的經理、分析師或其他員工可能會不時就特定公司、證券、行業或市場板塊發表意見。任何此類人士的觀點僅為個人當時表達的觀點，並不代表富達或富達組織中任何其他人士的觀點。任何此類觀點可能隨時根據市場和其他情況發生變化，富達並不對更新此類觀點承擔任何責任。這些觀點不應被視為投資建議，並且由於富達基金的投資決策基於眾多因素，因此不應被視為任何代表富達基金的交易意圖的指示而加以依賴。

本評論中的某些陳述可能包含前瞻性陳述（「FLS」），這些陳述具有預測性，可能包括諸如「預期」、「預測」、「打算」、「計劃」、「相信」、「估計」等詞語，及類似的前瞻性表述或其否定形式。FLS基於當前對未來一般經濟、政治和相關市場因素（例如利息）的預期和預測，並假設適用的稅收或其他法律或政府法規未發生變化。對未來事件的期望和預測本身就受到風險和不確定性等因素的影響，其中一些因素可能是不可預見的，因此可能在未來日期被證明是不正確的。FLS不是未來表現的保證，實際事件可能與任何FLS中表達或暗示的情況有重大差異。許多重要因素可能導致這些差異，包括但不限於北美和國際上的一般經濟、政治和市場因素、利息和外匯匯率、全球股票和資本市場、商業競爭和災難性事件。應該避免過度依賴FLS。此外，無論是否出現新資訊、發生未來事件或其他情況，都無意更新任何FLS。

「富達投資」及／或「富達」共同指：i) FMR LLC（一家美國公司）及若干附屬公司，包括Fidelity Management & Research Company（FMR Co.）和Fidelity Management & Research (Canada) ULC（「FMR-Canada」）-其在列治文哥倫比亞省以FMR Investments Canada ULC的身份開展業務；及ii) Fidelity Investments Canada ULC（「FIC」）及其聯屬機構。Fidelity Management & Research (Canada) ULC（「FMRCanada」）於2018年2月1日在安大略省開業。FMRCanada在安大略證券委員會（「OSC」）註冊為投資組合經理，並在其他加拿大證券委員會註冊為投資組合經理。FMR-Canada的業務範圍目前限於透過FMR-Canada的全權委託投資組合管理團隊提供全球資產配置（「GAA」）策略。GAA策略由FMR-Canada以二級顧問身份，向由Fidelity Investments Canada ULC（「FIC」）提供顧問服務的帳戶提供，當中FMR-Canada擔任FIC的直接二級顧問或透過非加拿大富達顧問（包括（及主要是）在美國證監會註冊的投資顧問，例如FMR Co., Inc.（「FMRCo」））擔任三級顧問。FMR-Canada並不直接向加拿大的投資者提供該等策略。FMR-Canada還在加拿大註冊了「Fidelity Investments」作為商標名稱。

© 2020 Fidelity Investments Canada ULC版權所有。保留所有權利。

362156-v202079 INM 360853