



全球資產配置策略 –
高利率可能持續更久
Higher for Longer is getting real

2023年第4季

新加坡大華資產管理

新加坡大華資產管理(UOBAM) 2023年第四季展望

全球經濟可望軟著陸並逐漸進入溫和擴張階段，但這個過程將相當緩慢...

全球資產市場可能會在2023年第四季度繼續表現良好，原因包括：

- 1) 成熟市場強勁的經濟成長
- 2) 通膨路徑持續改善
- 3) 央行緊縮行動來到終點

但潛在經濟下行風險來自於：

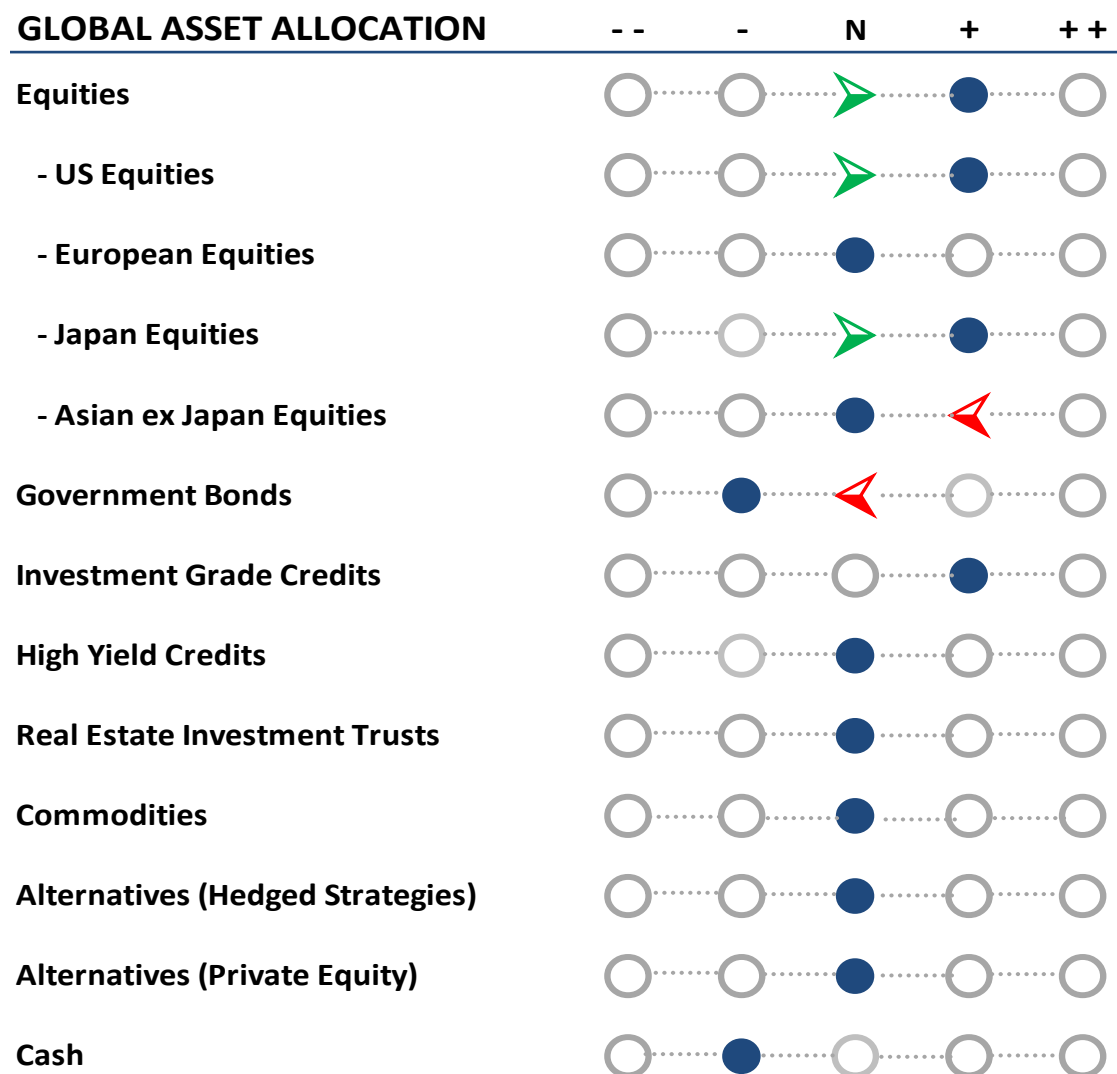
- 1) 疫情間累積的超額儲蓄持續減少
- 2) 貨幣政策的效果尚未全面反映
- 3) 信貸環境緊縮
- 4) 重大事件，例如美國債務問題、學生貸款利息重新開始的影響等

結論：

2023下半年我們仍看好股票和固定收益市場，但須留意經濟衰退風險。

- 整體來說，我們認為**全球經濟比市場預期的更具韌性**，且通膨將於今年年底前緩慢下行。我們預測**企業營收成長動能偏弱但不會衰退**。
- 利率看法 - 我們認為**短天期利率已接近高點**，投資團隊認為 2023 年可能不會再升息，**且2024年可能會有 2至3次降息機會**。
- 我們認為央行升息循環接近尾聲，但短期降息預期低，因此提高2023年第四季美國十年期公債收益率目標區間至4.25%至5.0%之間，美元仍有偏升的可能性居大。

2023第四季度資產配置 – 經濟衰退風險低：看好股票、投資級債



Source: UOBAM, 13 September 2023

Note:

*3-6 months horizon

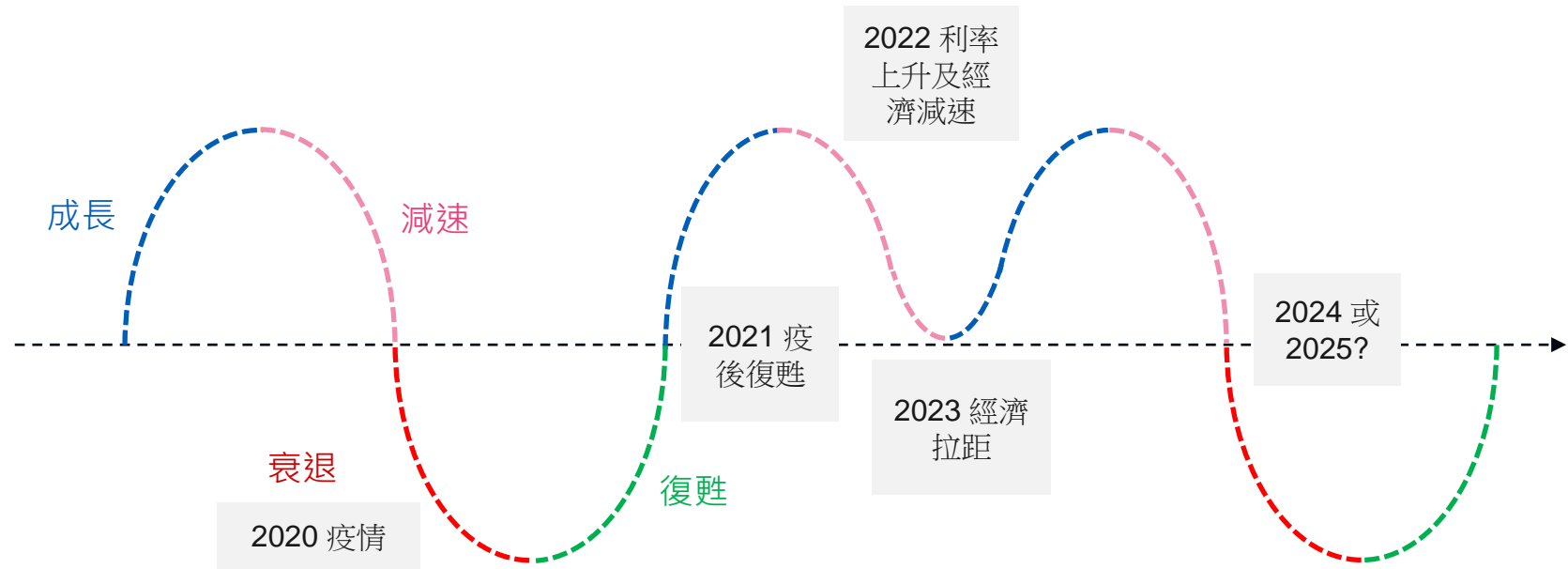
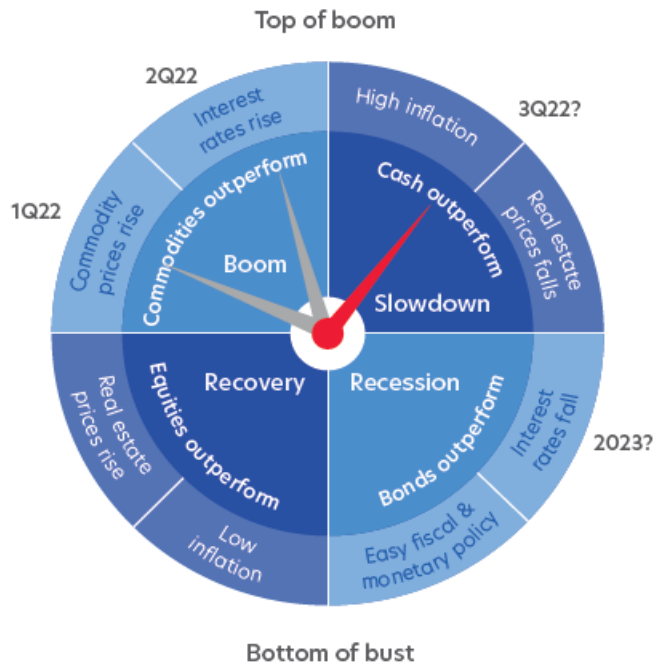
The weights are relative to the appropriate benchmark(s).

'--' denotes maximum underweight, '-' slight underweight, 'N' neutral, '+' slight overweight, '+ +' maximum overweight; arrows show change from last quarter.

景氣循環

美國和全球經濟似乎未進入衰退，經濟仍溫和擴張

UOBAM Investment Clock



美國經濟數據多優於預期，2023 年的經濟驚奇指數表現良好



Source: Bloomberg, 15 Aug 23

2024年企業獲利預期佳，且明年盈餘增長可望優於今年

Regions	EPS Growth (YoY%)		PER		DVD YLD	PBR		ROE	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2023E	2024E	2023E	2024E
US	0.9	11.6	20.6	18.4	1.5	4.1	3.7	19.8	20.1
Europe	4.8	5.9	12.8	12.1	3.6	1.8	1.7	14.2	14.1
Japan	5.0	8.2	15.2	14.1	2.3	1.4	1.3	9.1	9.2
Asia Ex Japan	-6.1	21.8	14.8	12.2	2.6	1.5	1.4	10.0	11.2
China	10.2	14.4	11.4	10.0	2.3	1.3	1.2	11.3	11.7

Based on Calendar Year

Source: Factset UOBAM , 15 Aug 23

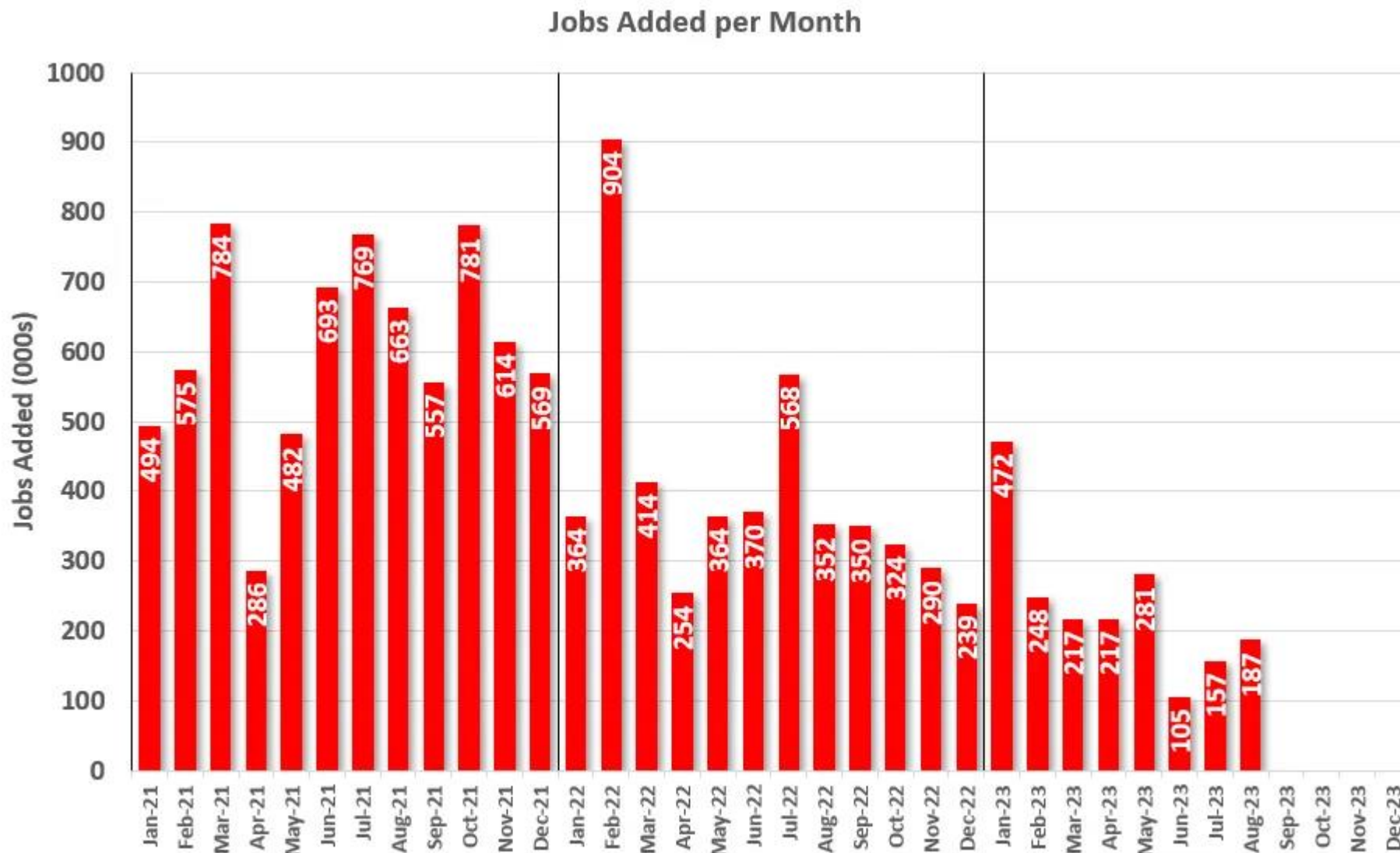
GDP 成長預估 – 2023年GDP成長預期正逐漸上修

Real GDP Growth Consensus Estimates (%)

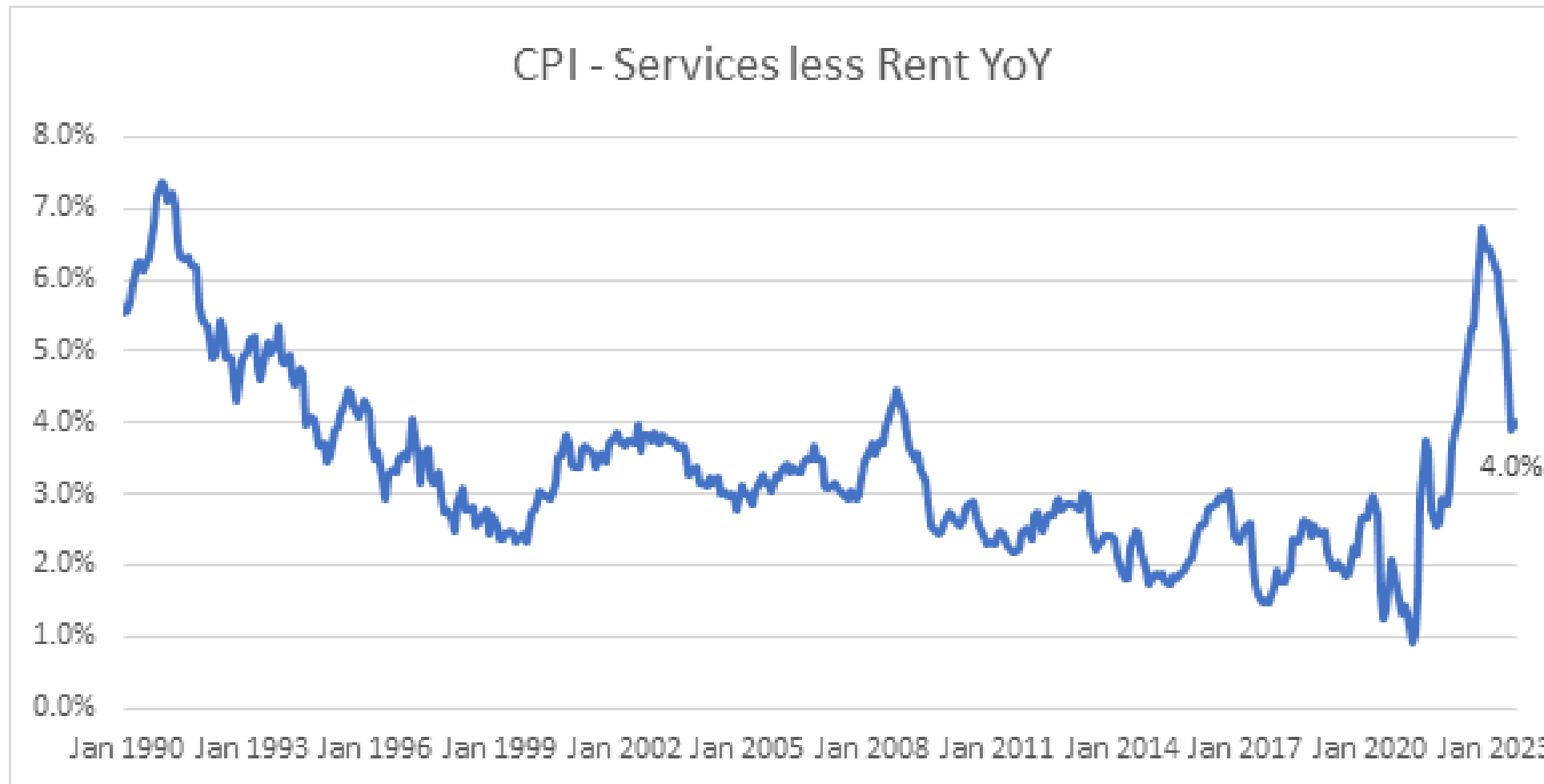
	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Global	2.8	-2.8	6.3	3.5	2.6	2.7
United States	2.3	-2.8	5.9	2.1	1.6	0.6
Eurozone	1.6	-6.0	5.4	3.3	0.6	1.0
Japan	-0.4	-4.3	2.3	1.1	1.3	1.0
Asia ex. Japan	5.3	1.3	5.9	4.0	4.7	4.7
China	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.7

- Previous 2023 forecasts: Global 2.6, US 1.3 Asia 5.2, China 5.5

就業增長保持強勁且持續支持消費成長



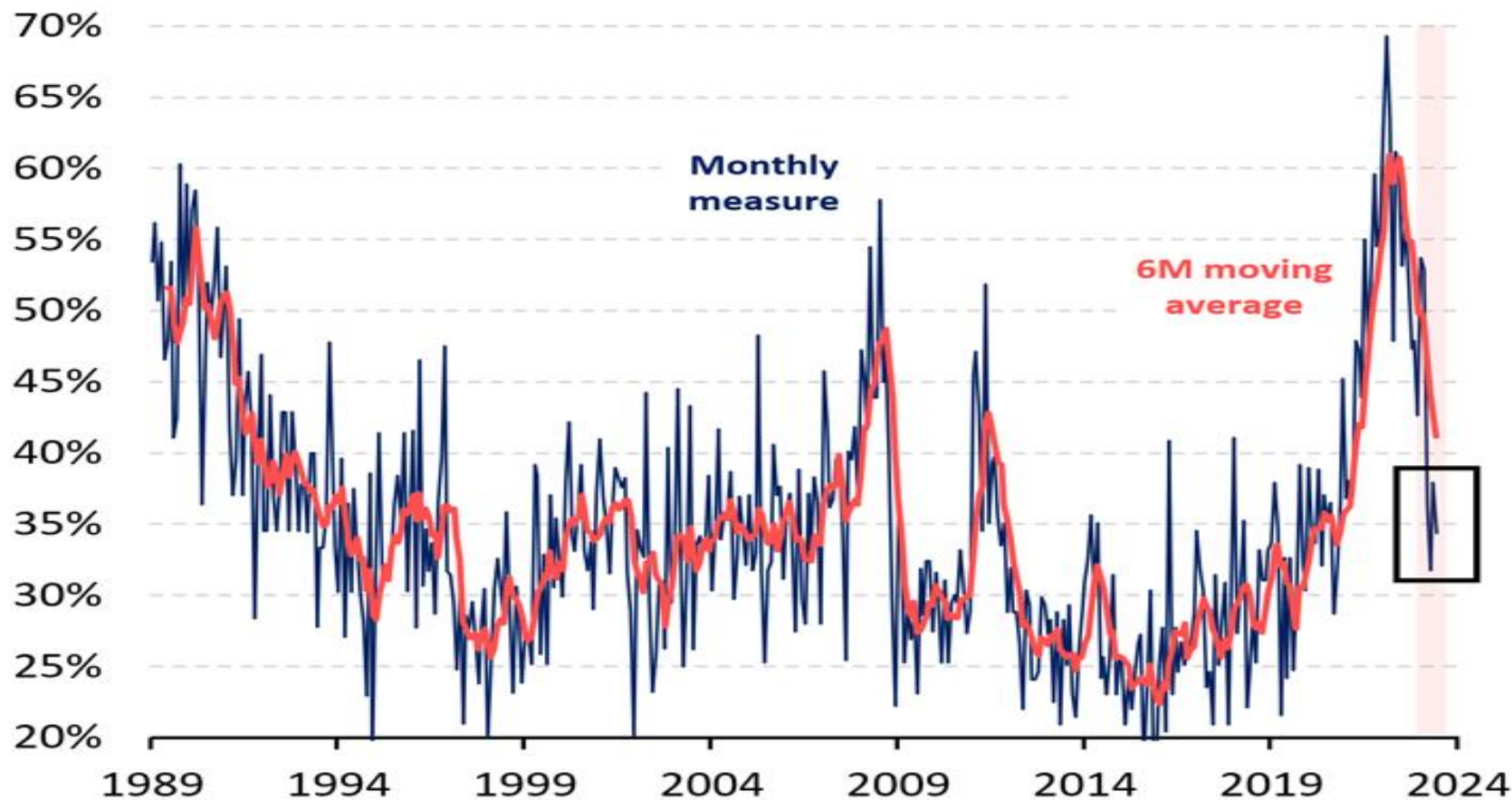
聯準會高度關注的服務性通膨顯著回落，年底再升息的機會不高



Source: Bloomberg, UOBAM

消費者物價指數CPI逐漸回到疫情前水平 – 亞特蘭大聯儲 Bostic 成為暫停升息的主要代表

Bostic Rule: Share of CPI basket running at 5% YoY inflation*

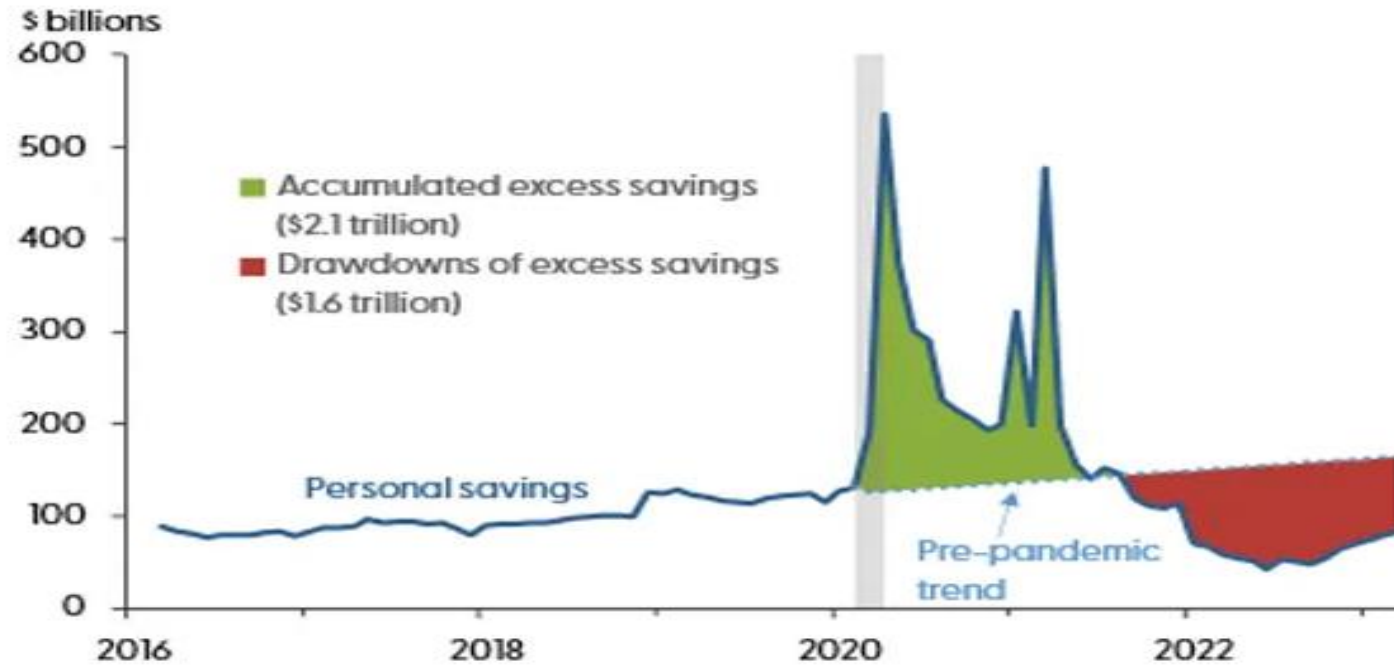


Source: Bloomberg, BLS, Vanda

*Based on ≈ 190 underlying components in the US CPI basket; **Assumes +0.4% MoM run-rate

美國民眾超額儲蓄可能會於年底前消耗殆盡

Figure 2
Aggregate personal savings versus the pre-pandemic trend

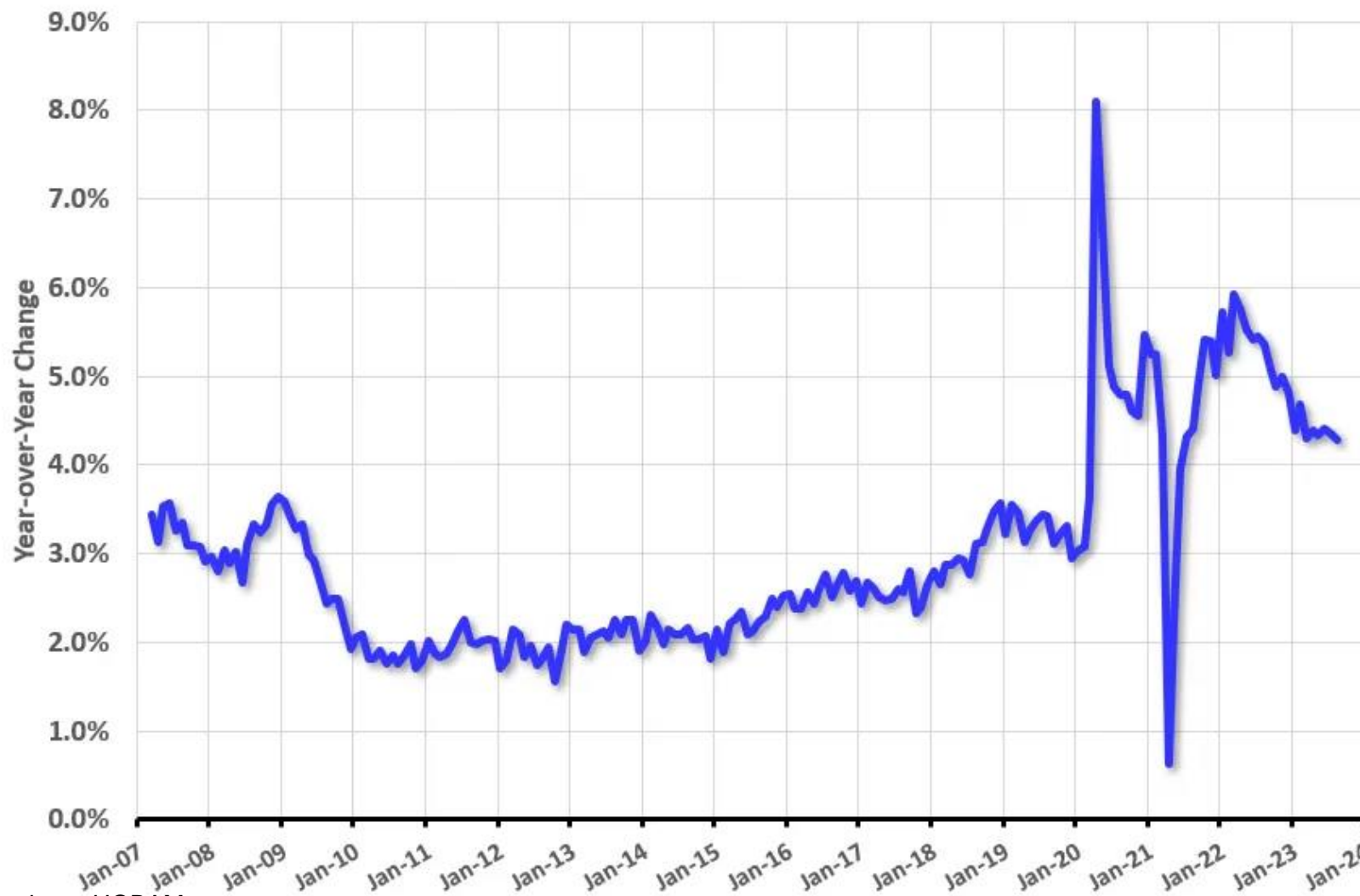


Source: Bureau of Economic Analysis and authors' calculations.

Note: Excess savings calculated as the accumulated difference in actual de-annualized personal savings and the trend implied by data for the 48 months leading up to the first month of the 2020 recession as defined by the NBER.

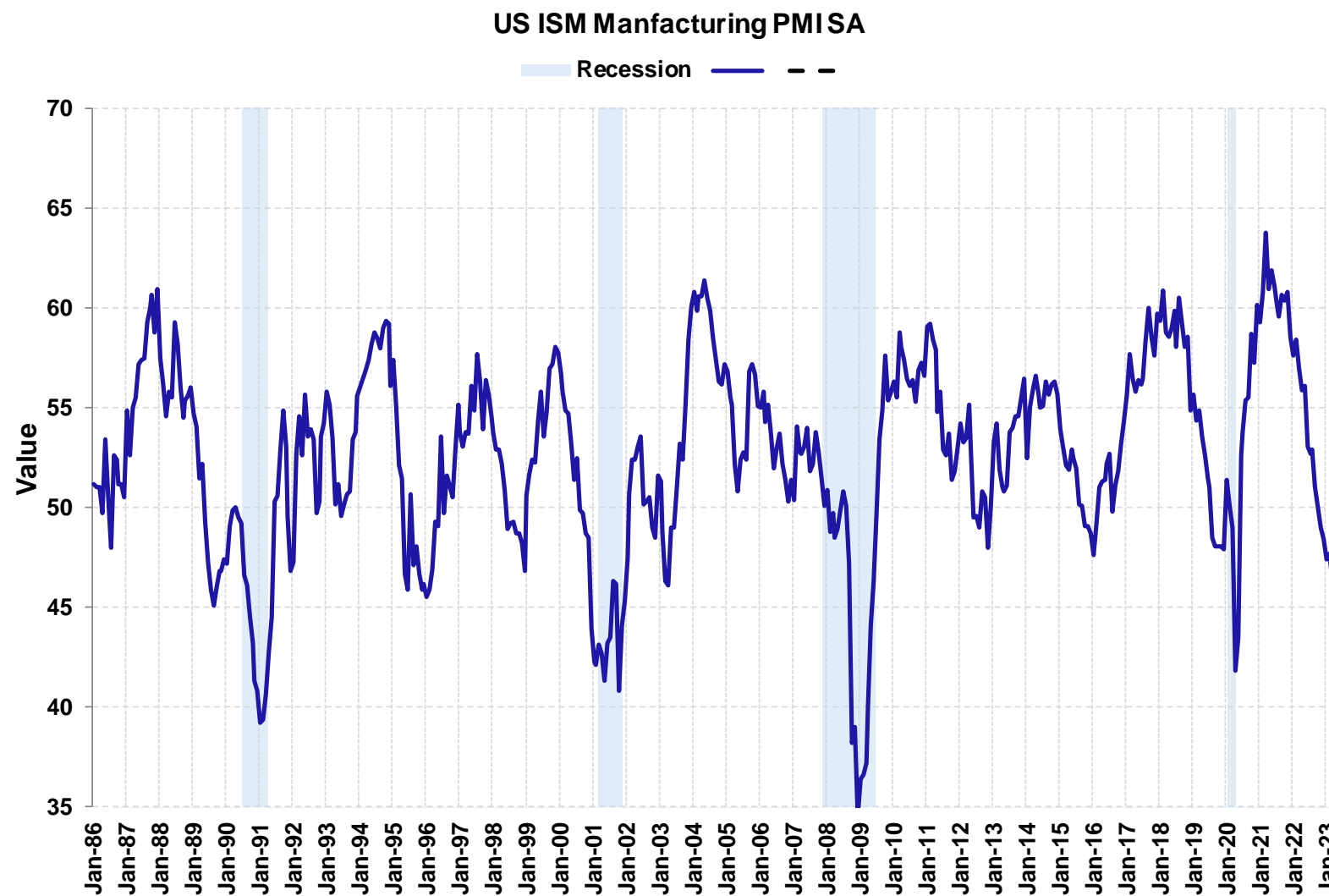
美國8月平均時薪月增+0.2%，但年增率仍維持4%的穩定成長

Average Hourly Earning of all Employees, Year-over-year Change



Source: Bloomberg, UOBAM

景氣領先指標 – 美國 ISM 指數落底回升



Source : Bloomberg, Aug 2023

2023 年全球市場可能出現的四種情境

目前基本情況仍預期為軟著陸(60%)

情境	不著陸(No Landing)	軟著陸(Soft Landing)	硬著陸(Hard Landing)	金融危機
情境描述	<ul style="list-style-type: none"> 不會有衰退 經濟將持續擴張 	<ul style="list-style-type: none"> 經濟放緩/淺層衰退(1990) 失業率上升 < 2% 	<ul style="list-style-type: none"> 典型衰退(1973, 2007-09) 失業率上升 > 2% 	<ul style="list-style-type: none"> 典型大蕭條時期 1970年代通脹類型的環境
情境陣營	<ul style="list-style-type: none"> MRB Goldman Anatole (Gavekal) 	<ul style="list-style-type: none"> UOB AM Paul Krugman State Street Global 	<ul style="list-style-type: none"> Stanley Druckenmiller Jamie Dimon Strategas UBS 	<ul style="list-style-type: none"> Michael Burry Blackrock Ray Dalio/ Greg Jensen
影響	<ul style="list-style-type: none"> 股市持續成長，但延遲的衰退威脅仍在 債券報酬良好，但可能會面臨更多升息（不會像2022年那樣） 	<ul style="list-style-type: none"> 股票市場可能會有較大波動，但投資者很快會適應衰退的影響 債券可能會因利率下降而表現較好 	<ul style="list-style-type: none"> 股市可能會下跌10-30% 政府債券可能表現優異，而高收益信貸可能會有大量違約 	<ul style="list-style-type: none"> 股票和債券市場可能出現劇烈波動 可能出現通膨的第二波浪潮

市場情緒正在轉向“不著陸”

Higher for Longer 的利率環境

何謂 Higher for Longer?

- 從歷史經驗來看，在 2008 年至 2021 年期間，成熟市場經濟體以及許多新興市場經濟體見證了通膨和利率雙雙下降至非常低的現象。
- 我們認為有充分的證據顯示未來十年將脫離長期低通膨的趨勢，投資人需要重新適應高通膨和高利率的環境。
- 從經濟學角度來看，**Higher for longer** 指的是經濟進入一個高通膨率的時期。
- 實際上，由於各國央行都有制定通膨政策目標，以致需要更高的市場利率來抑制通膨率，進而使通膨率得以更往政策目標靠攏；最終，**Higher for longer** 隱含的是市場利率可能將長期維持高檔，且通膨不會高於目標水平，而不單指經濟進入高通膨環境而已。

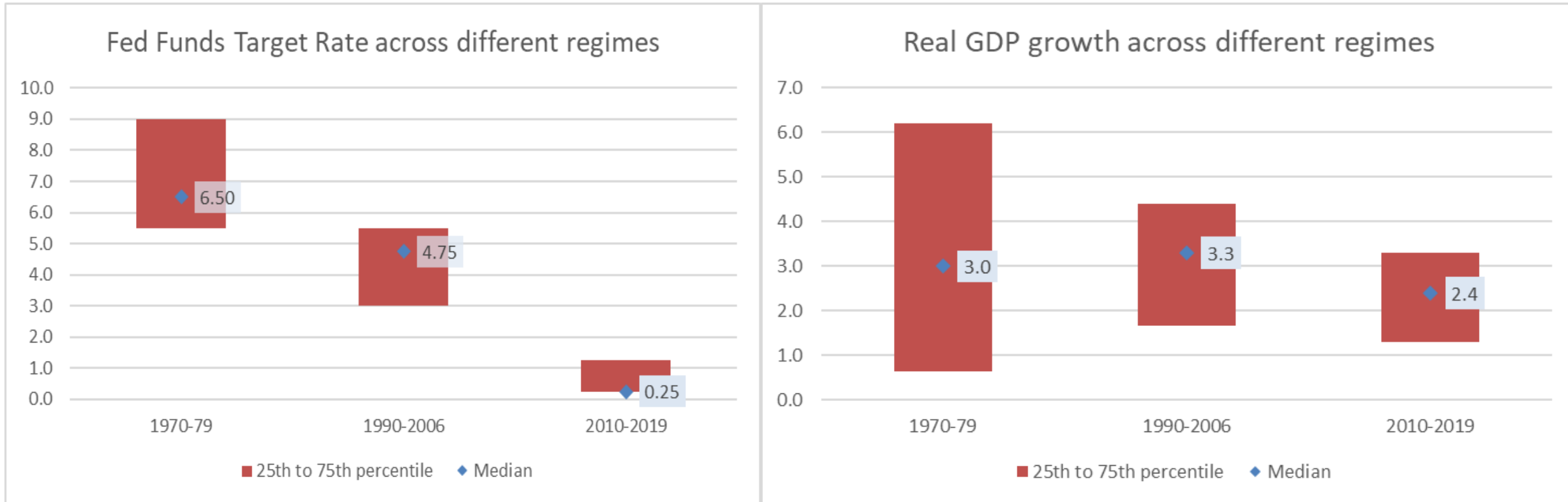
長時間高利率環境不一定代表通膨維持高檔，而是需要更高的利率水平來抑制通膨

Core CPI YoY vs Fed Funds Target Rate

Higher for longer 主要是要使政策利率(紅線)能夠高於核心CPI年增率(藍線)上方



從歷史經驗觀察，我們預期當前經濟環境將貼近於1990年-2006年



我們預期當前經濟環境最貼近於1990年-2006年：政策利率中位數維持4.75%、實質GDP成長率(中位數)維持3.3%的溫和增長；1970年代央行無法有效透過政策利率來引導通膨，導致低經濟成長以及疲弱的企業投資，但我們認為這個情境重現的機會不高

未來十年通膨的關鍵驅動因素是什麼

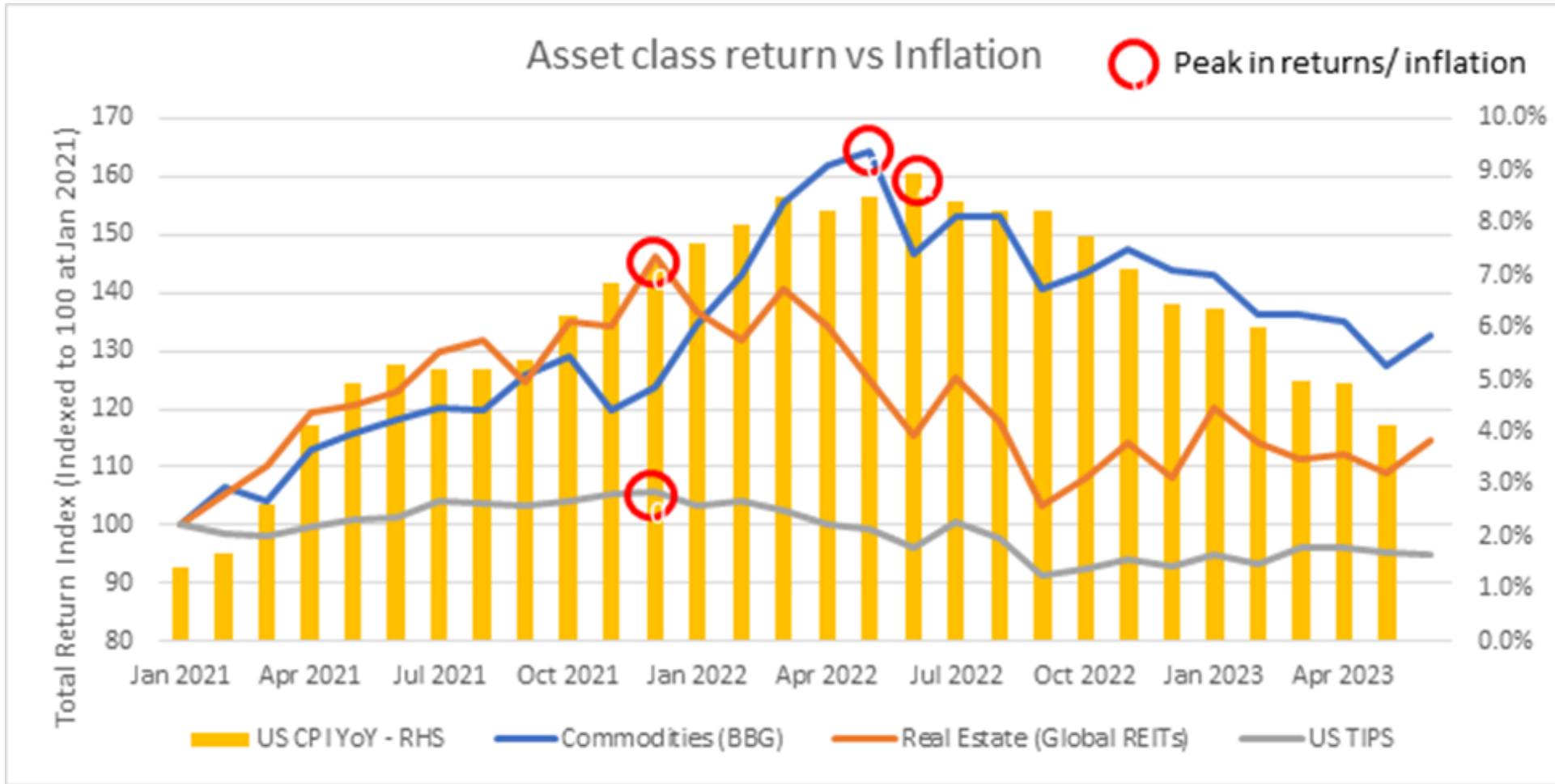
- 首先，過去十年的低通膨環境部分受到了 2008 年金融危機後長期去槓桿的影響，數據顯示這個情況已經結束
- **去全球化**正在消除過去全球化趨勢帶來的比較利益優勢，帶動商品及服務成本上升
- **氣候變遷**下須花費更高昂的成本投資能源及碳權相關政策，推升能源成本
- **和平紅利已經結束**，地緣政治風險升高，大多國家為提高備戰需求，需投入更多資金於國防來因應

在高利率時代，我們的投資策略建議

未來十年，我們建議在長期投資組合中擁有以下這些類型資產

- 房地產 – REITs 和其他房地產投資
- 商品 – 工業金屬、能源及農產品
- 美國抗通膨債券及浮動利率債券
- 股票 – 尤其是能源、醫療保健和必需性消費
- 黃金和其他稀缺金屬
- 短期債券

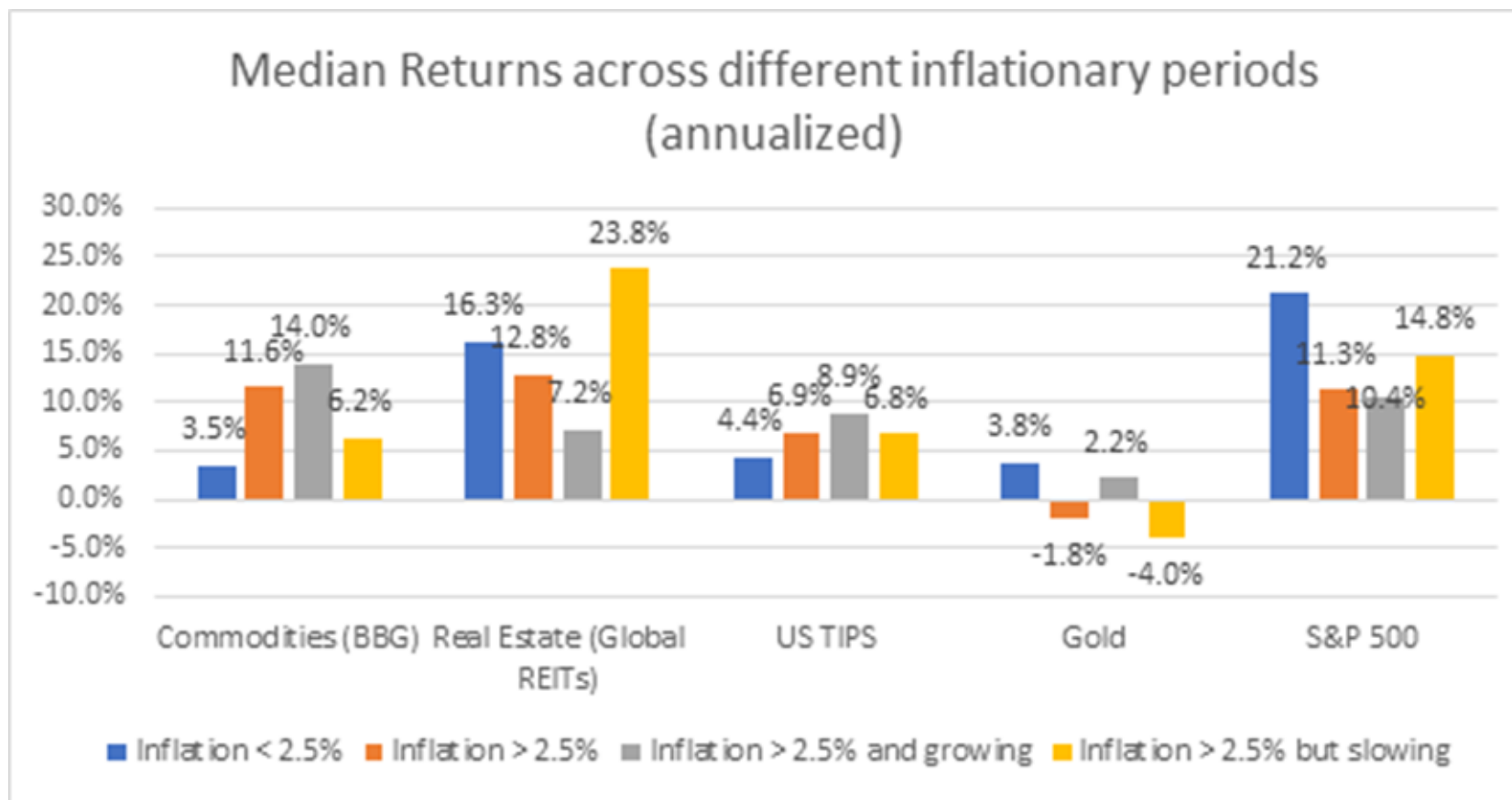
自2022年以來，商品與房地產的報酬率已見頂回落



Source: Bloomberg, UOBAM, Sept 2023

但長期來看，這些資產在高通膨環境下報酬可期

建議投資人納入資產配置來應對市場環境的結構性轉變



1970、1990年代 - 通膨避險資產表現皆優於2010年

Asset Class	1970-79	1990-2006	2010-2019	Data history
US Treasuries	6.3%	6.3%	2.5%	since 1972
US IG	4.9%	7.2%	3.7%	since 1976
S&P 500	-1.0%	10.9%	13.6%	since 1972
Commodities	35.3%	7.9%	-4.7%	since 1972
Global REITs	32.0% (1978-1980 data)	13.2%	11.6%	since 1978
Gold	34.7%	2.8%	3.3%	since 1972
US TIPS	#N/A	#N/A	3.4%	since 1997
US Cash	8.9% (1977-1980 data)	4.2%	0.5%	since 1977

總結

- 整體來說，我們認為**全球經濟比大多數投資者預期的更具韌性**，且通膨將於今年年底前緩慢下行。這是今年市場最重要的兩個基本驅動因素，並與多數悲觀預測背離。
- 利率看法 - 我們認為**短天期利率已接近高點**，投資團隊認為 2023 年可能不會再升息，**且2024年可能會有 2至3次降息機會**，略低於市場預期；
- 我們認為央行升息循環接近尾聲，但短期降息預期低，因此提高2023年第四季美國十年期公債收益率目標區間至**3.75%至5.0%之間**（從3.75%上升至4.25%），**美元將保持區間震盪**。
- 我們將在第四季**看好股票與投資級債**，並減持政府公債和現金。

警語:

本網站之意見或資訊由大華銀投信提供，僅供參考。所有資訊於發佈當日確信為真，但不保證其正確性，資訊亦可能隨時變更，大華銀投信將不會另行通知。如有錯漏或疏失，大華銀投信公司及大華銀行集團(UOB)及其董監事與受僱人，不負任何法律責任。本報告純為研究性質，不代表對行情之預測或研判，投資人應自負風險。本公司發行之投信基金及代理之境外基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理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。本網站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。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去的績效亦不代表未來績效之保證。有關基金應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢相關內容。

由於高收益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，故以高收益債券為訴求之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。高收益債券基金及新興市場債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。投資人投資以高收益債券為訴求之基金及新興市場債券基金不宜占其投資組合過高之比重。

投資於其他外幣計價的基金/債券，或要承擔匯率波動的風險。各基金因其不同之新台幣、新加坡幣或美元計價幣別，而有不同之投資報酬率。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。各相關配息時間依境外基金機構通知之實際配息日期為準。固定收益分配類型基金會定期將基金收益分配予投資人，投資人應當了解依其原始投資日期之不同，當該配息之金額已超過該基金之投資報酬時，其投資帳戶中之資產總值將有減少之可能。本網站所列個股名稱僅作為舉例說明，不代表任何金融商品之推介或投資建議。絕對報酬目標係指追求資本保護或特定年化報酬率為目標，惟並不保證保本或保證獲利。新興市場除有價格波動性較大及流動性較低之風險，其政治與經濟穩定度可能低於已開發國家，而使資產價值受不同程度之影響。

【大華銀投信獨立經營管理】

大華銀證券投資信託股份有限公司 | UOB Asset Management (Taiwan) Co. Ltd.
10544 台北市民生東路三段109號16樓 | 16F No. 109 Minsheng East Road, Section 3 Taipei 10544, Taiwan, R.O.C.
Tel (886) 2 2719 7005 Fax (886) 2 2545 6591 | 大華銀投信官網網址: www.UOBAM.com.tw



Right By You