



2023年12月

瀚亞多重收益優化組合基金

(本基金得投資於非投資等級之高
風險債券基金且配息來源可能為
本金)

環球資產配置部

Experts in Asia. Invested in Your Future.

eastspring.com.tw



報告大綱

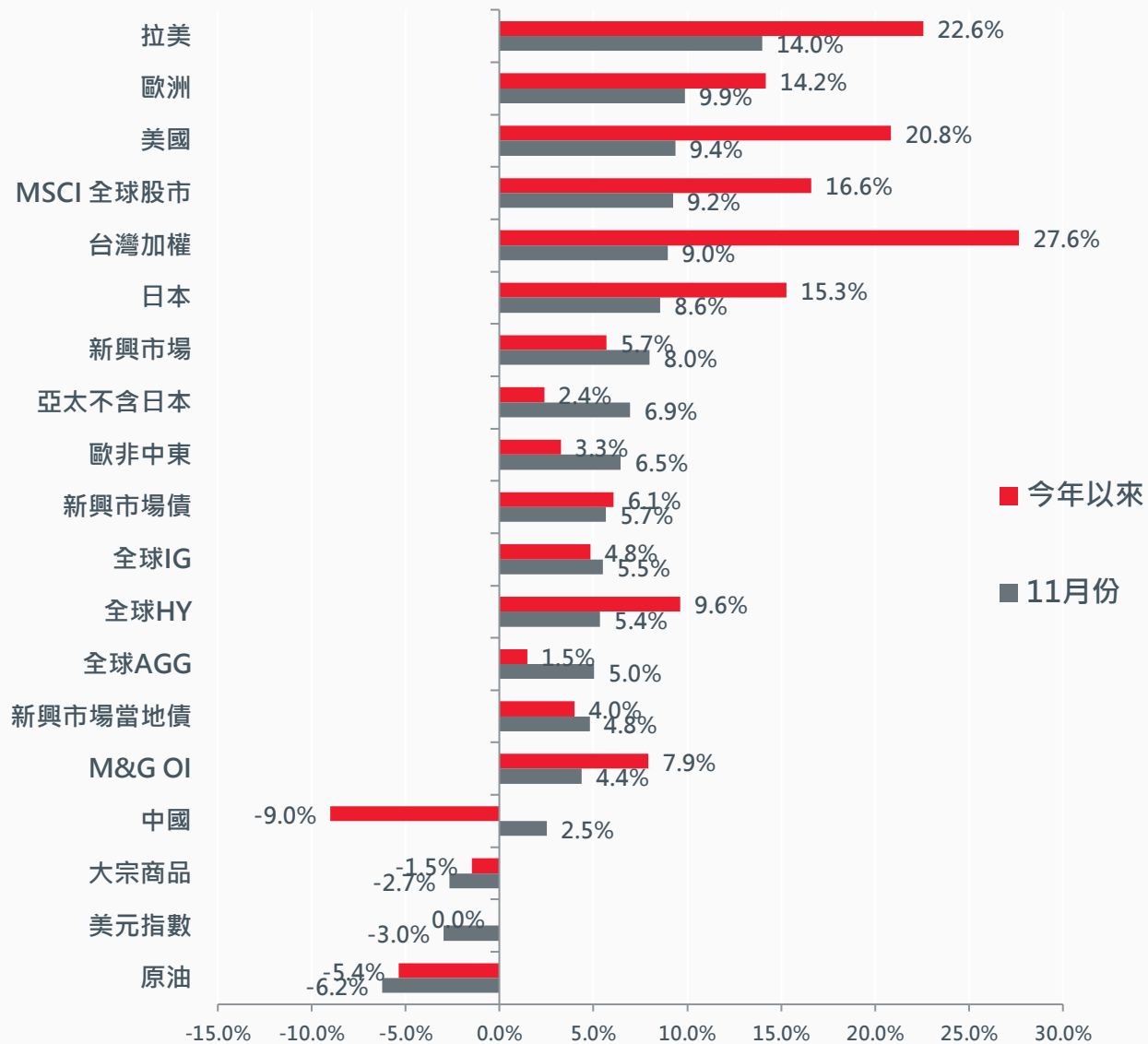
1. 市場回顧與展望
2. 基金投資組合與策略





▶ 11月回顧：歐美通膨進一步放緩，催化央行可能提前降息的樂觀預期，經濟軟著陸前景維持，全球股債市強勁反彈，美元指數則連漲三個月後回落。

全球主要資產表現



註：指數均為美元計價，台灣加權指數則為台幣計價。
資料來源與日期：Bloomberg, 2023/11/30



- ▶ 11月全球綜合PMI重現溫和擴張(50->50.4)。服務業連續10個月處於擴張水平(50.4->50.6)；製造業指數49.3，創5月以來最高水平。
- ▶ 全球經濟持續朝向軟著陸前進，即在景氣溫和放緩的情況下通膨壓力降低。
- ▶ 截至12/7 亞特蘭大聯儲GDPNow數據，美國Q4實際GDP成長率預期1.2% (Q3 GDP: 5.2%)。市場預期明年Q1 & Q2 GDP成長率均不到0.5%。
- ▶ 期貨市場定價明年主要央行(日本以外)將會降息，歐美央行最早可能在3月開始。

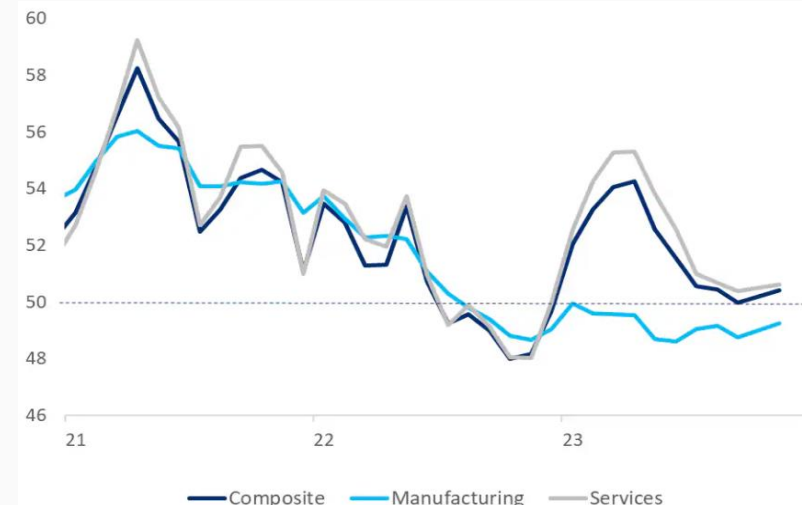
經濟正朝向軟著陸

全球通膨降溫比經濟動能放緩更明顯



資料來源與日期：Barclays, 2023/12/06

11月全球綜合PMI重現溫和擴張

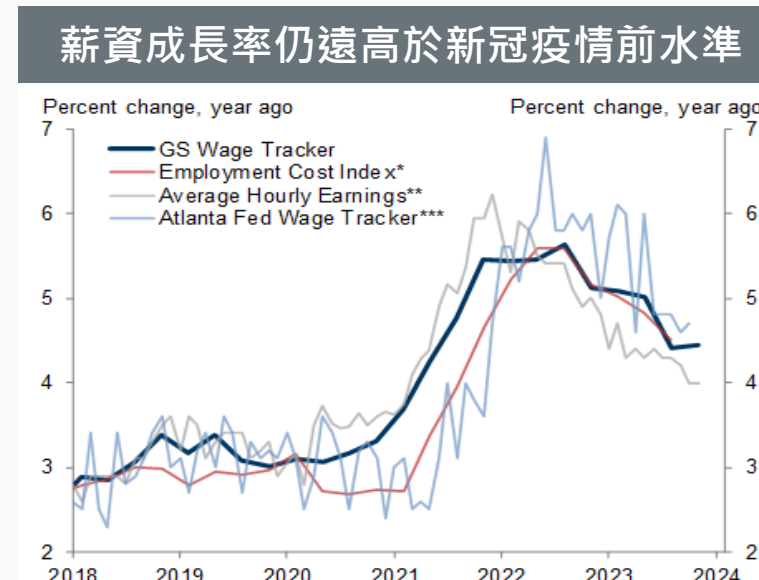
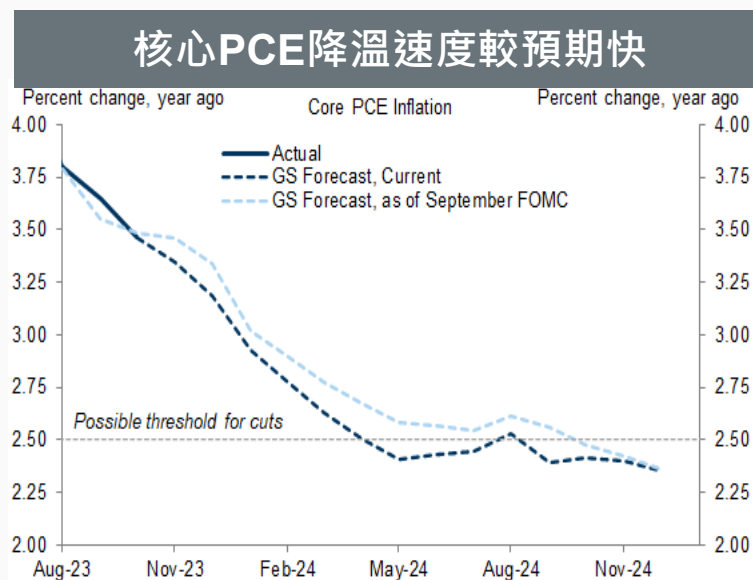


資料來源與日期：Citi, 2023/12/10



核心服務通膨黏性稍減

- ▶ 美國11月CPI年增3.1%，核心CPI年增4.0%，大致符合預期，但核心服務通膨月增數據呈現加速，反映出醫療服務和住房價格僵固性。
- ▶ 11月核心CPI傳導至核心PCE的壓力應有限，因後者的醫療與住房的權重比較低。高盛預期明年5月核心PCE年增率將放緩至2.5%以下。
- ▶ 通膨放緩趨勢足以支撐FED明年展開降息，但與核心服務通膨走勢息息相關的薪資成長率維持在4% (疫情前的長期平均值2.5%)，未來通膨降溫進展仍有波折。



12月FOMC: 預期2024年降息3次

- ▶ 12月FOMC連續3次維持利率在5.25-5.5%。點陣圖顯示2024年將降息3次，每次1碼，比FED官員們先前暗示的還要激進。
- ▶ 相較9月的SEP，FED預期2024年經濟動能溫和放緩，通膨壓力大幅下降。
 - ▶ GDP成長率預測：今年2.6% (原2.1%)、明年1.4% (原1.5%)。
 - ▶ 失業率預測：今年3.8% (原3.8%)、明年4.1% (原4.1%)。
 - ▶ 核心PCE預測：今年3.2% (原3.7%)、明年2.4% (原2.6%)。
 - ▶ 利率預測：明年4.6% (原5.1%)、25年3.6% (原3.9%)、26年2.9%(原2.9%)。
- ▶ 利率期貨隱含降息路徑：首次降息時點明年3月，6次降息。

聯邦基金期貨隱含明年3月開始降息，共6次

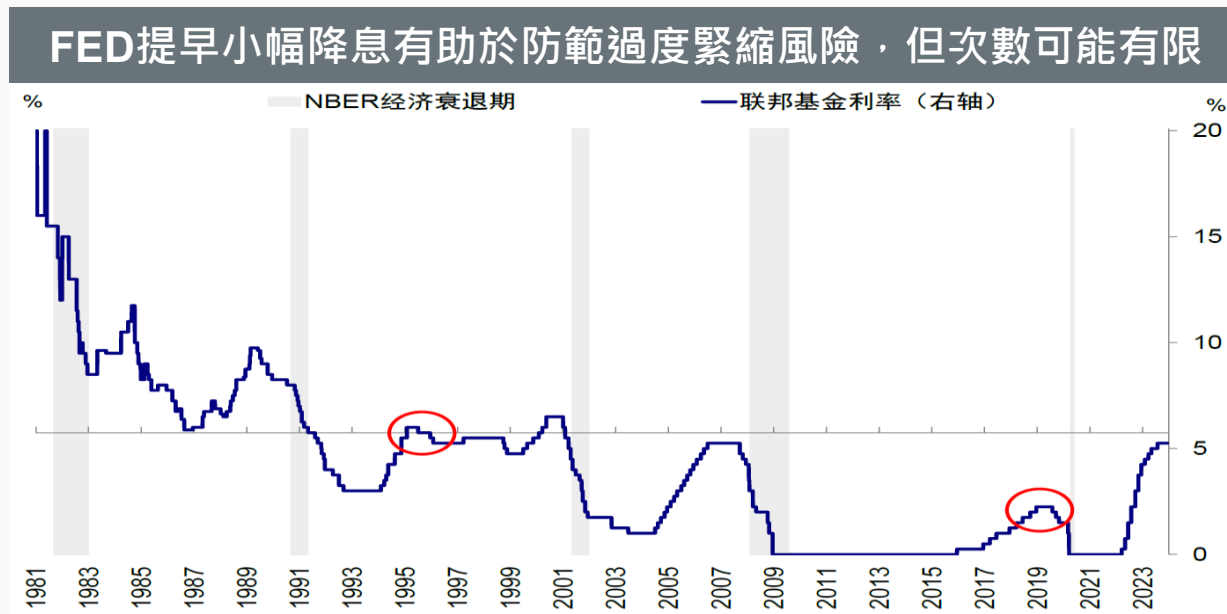
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.5%	83.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.2%	66.1%	21.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.5%	58.4%	28.1%	3.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	11.2%	57.9%	27.7%	3.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	9.6%	51.2%	32.0%	6.6%	0.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	8.4%	45.8%	34.5%	9.9%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.1%	5.4%	32.1%	38.7%	18.9%	4.4%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/12/18	4.0%	25.3%	37.0%	23.9%	8.1%	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%

資料來源與日期：CME, 2023/12/13



- ▶ 多數FED官員認為 5.25-5.5% 顯然遠高於2.5~3.0%的名目中性利率，一旦通膨問題過去，就沒有必要維持這麼高的基準利率。
- ▶ FED採取預防性降息，無論是基於數據，還是出於防範過度緊縮的風險考量，通膨可控是必要條件，需看到核心PCE降至3%以下 (預期明年年初)。
- ▶ 參考歷史經驗，預防性降息的次數較有限，因就業市場仍穩健，尤其薪資成長率還有4%，大幅降息可能會推升通膨加速的風險。
 - ▶ 1995年和2019年經濟均未衰退，但FED都分別降息3次後，距離下次降息分別停止了1年和4個月。

FED預防性降息

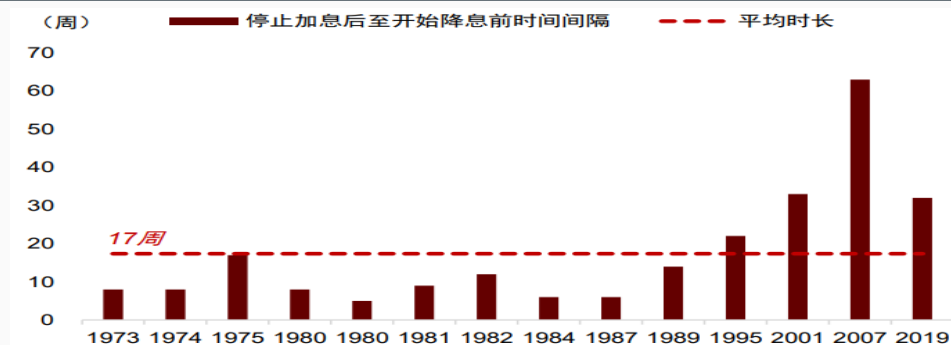


資料來源與日期：中金公司, 2023/12/10

FED升息結束降息開始期間的資產表現

- ▶ 觀察過去50年共14次FED升息週期，從升息結束到第一次降息的平均間隔時間約為17週，高通膨時代間隔一度縮短至5-9週。近5次週期的平均間隔時間約8個月。
- ▶ 從資產報酬率中位數與贏率的角度來看，美債>美元>商品>美股>黃金。
 - ▶ 在過去5個週期中，股債雙漲的機率高，報酬表現為股>債。

FED從升息結束到降息開啟的間隔時長



FED從升息結束到降息開啟的主要資產表現

美联储停止紧缩时间	至转向宽松间隔 (周)	后续经济是否出现衰退	海外资产								
			标普500	纳斯达克	发达市场	新兴市场	美债	商品	美元	黄金	原油
Jul-73	8	是	-5%	-3%	-5%	-5%	0%	3%	-11%		
May-74	8	是	-7%	-13%	-9%	1%	2%	-11%			
Jun-75	17		-9%	-11%	-12%	0%	10%	-13%			
Feb-80	8	是	-11%	-19%	-11%	-4%	9%	-27%			
Nov-80	5		-2%	-1%	-3%	0%	1%	-3%			
May-81	9	是	-3%	-3%	-4%	3%	7%	-17%			
Jan-82	12	是	-9%	-10%	-11%	3%	-2%	10%	-19%		
Aug-84	6		-2%	-2%	-2%	4%	-2%	5%	0%		
Sep-87	6		-11%	-9%	-4%	-2%	1%	0%			
Feb-89	14		13%	13%	-2%	33%	4%	-2%	7%	-7%	9%
Feb-95	22		16%	24%	11%	7%	10%	4%	-7%	2%	-5%
May-00	33	是	-12%	-38%	-12%	-25%	12%	-4%	-2%	-2%	-16%
Jun-06	64	是	16%	19%	20%	52%	10%	22%	-7%	20%	6%
Dec-18	32		20%	25%	16%	8%	5%	-2%	1%	15%	13%
胜率		50%	29%	29%	21%	80%	71%	38%	71%	29%	60%
资产回报标准差			11%	17%	10%	26%	4%	8%	6%	12%	10%
资产回报平均数	17		0%	-2%	-2%	15%	3%	2%	3%	-5%	1%
资产回报中位数	17		-4%	-3%	-4%	8%	3%	-2%	2%	-5%	6%
Jul-23以来资产回报			0%	1%	-1%	-5%	0%	-7%	1%	5%	-3%

資料來源與日期：中金公司, 2023/11/29



殖利率區間波動

- ▶ 截至12/12為止，10年期美債殖利率已快速回落到4.2%，金融環境已轉為寬鬆，主因激進的降息預期以及優於預期的長天期公債標售結果。
 - ▶ 4種情境下的10年期美債殖利率水平：
 - ▶ 硬著陸 3.0~3.5%
 - ▶ 軟著陸 (GDP 成長率 0~1.5%)，通膨緩步降溫：4.0~4.5%
 - ▶ 經濟穩健或偏強，通膨預期持穩：5%
 - ▶ 經濟成長與通膨加速：>5.5%
- } 明年Q1可能情境
- ▶ 整體而言，經濟基本面仍有一定韌性，市場或需修正降息預期，預期10年期殖利率短期交易區間在4.0~4.5%。

高盛美國金融狀況指數已轉為寬鬆



資料來源與日期：Bloomberg, 2023/12/01

長天期公債標售已成為市場關注焦點之一

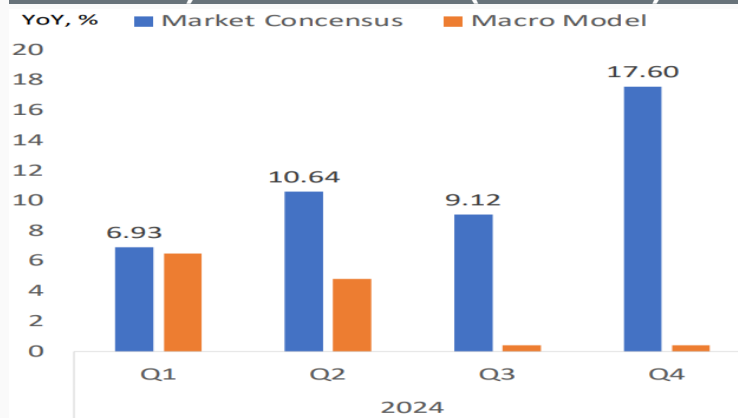


資料來源與日期：Bloomberg, 2023/12/12

股市表現仍可期待

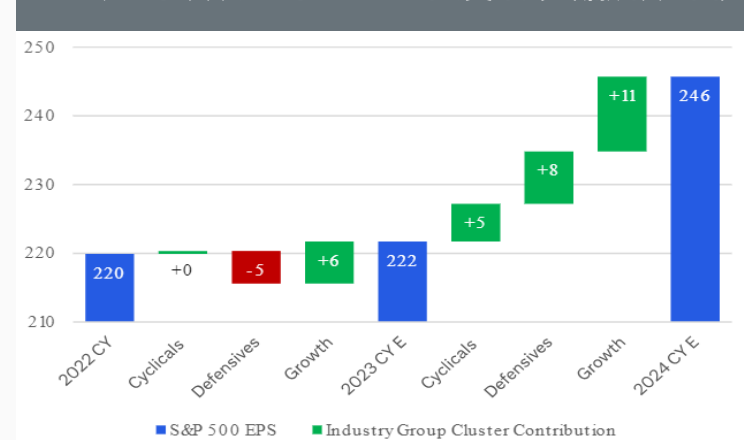
- ▶ 根據FactSet統計至12/8，S&P 500 Q4獲利年增2.7%，低於2週前預估的2.9%，也低於9月底估的8.1%。Q4財報優於預期的門檻降低。
- ▶ 展望2024年，EPS預估年增11%，成長率逐季走高，對比總經模型的預測值呈現顯著的落差。參考2010年以來的EPS平均季增率，目前的獲利預測也偏樂觀。不過，新的年度開始獲利展望往往較樂觀，之後隨著時間推移而下調預期。
- ▶ 自2001年以來，幾乎每一個非經濟衰退年份，即使獲利預期遭下修，S&P 500指數仍會上漲。
- ▶ 經濟軟著陸以及殖利率上檔空間有限的情境下，成長股將持續領先大盤。經濟若加速成長，價值股將勝出。衰退風險升溫時期，防禦性類股表現較佳。
- ▶ 類股表現上，預期2024年各產業獲利成長較平均，報酬率差異會縮小。

美股EPS年增率預測: 市場預期(由下而上) vs. 總經模型(由上而下)



資料來源與日期：元大投顧, 2023/12/04

3大產業類股對2024年獲利貢獻較均衡



資料來源與日期：Citi, 2023/12/08



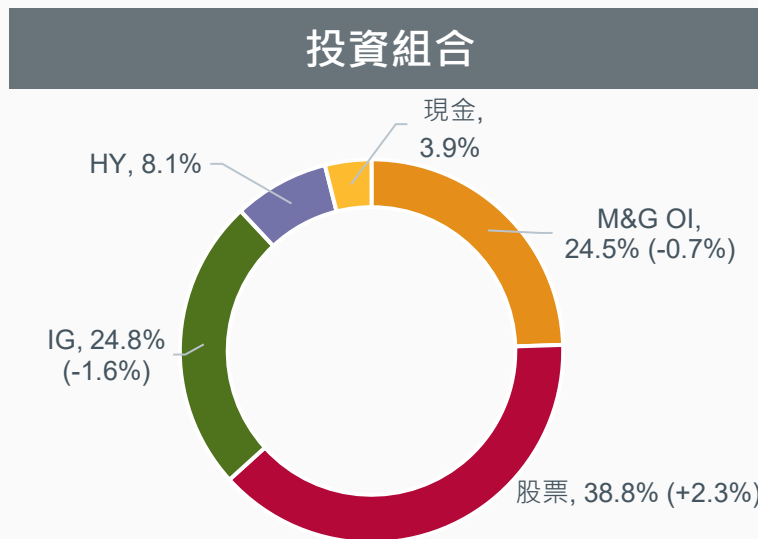
報告大綱

1. 市場回顧與展望
2. 基金投資組合與策略



投資組合

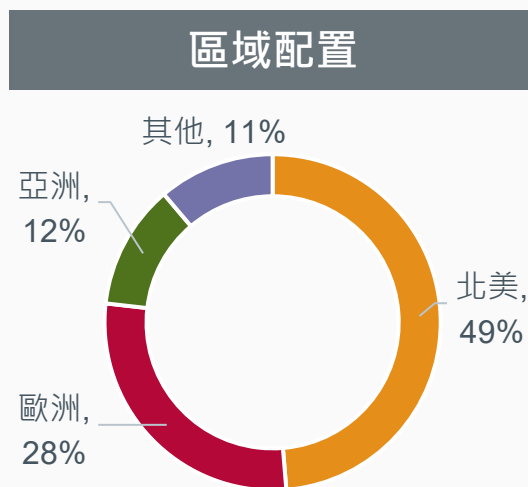
- ▶ 基金規模：70.5億
- ▶ 主要配置調整：小幅加碼台股與全球股票、減碼全球政府債



註：括號數字為與上月底的配置差異

資產分布

資產類型	持有比重 (%)
投資等級債	49
非投資等級債	8
全球股票	33
新興股票	6
現金+貨幣基金	4
總計	100



債券信評分佈

信評	比重 (%)
A以上	18
BBB	31
BB以下	8

匯率避險

幣別	避險比例 (%)
新台幣	11
人民幣	37
澳幣	60
紐幣	54
南非幣	83



投資結論與策略

- ▶ 美國企業和消費者貸款需求已開始減弱，將使經濟增長放緩。然而，就業市場的韌性也對消費韌性形成支撐，使得增長惡化風險有限。因此，除非出現黑天鵝事件或者經濟出現大幅惡化，FED進行預防性降息的幅度應有限，更何況金融環境已轉為寬鬆，當前金融市場對明年降息幅度似乎過於激進，震盪行情可能無法避免。
- ▶ **債券**：儘管經濟數據讓FED明年展開降息循環，但因就業市場仍相當穩健、通膨降溫進展的不確定性高，降息幅度恐低於市場目前預期，研判美債將跟隨經濟數據與長天期公債標售結果區間波動。
- ▶ **股票**：降息預期與經濟軟著陸可望持續支撐市場風險偏好。區域上，美股基本面穩健但偏貴，歐洲與中國具跌深反彈機會，因此偏好以美股為主的全球股票為核心配置，搭配具成長動能的台股與印度。
- ▶ **美元**：聯準會釋出降息訊號，有利於非美貨幣走強，尤其高息新興貨幣更具升值空間。
- ▶ **投資策略**：股債市短線上或面臨漲多拉回的風險，但當前正處於FED升息結束到降息前的階段，歷史經驗顯示股債雙漲機率高，美國經濟短期仍有一定韌性，對於風險性資產或較為有利，因此投組維持risk-on配置。
- ▶ **觀察重點**：就業與通膨數據、G3央行政策、美債標售、中國刺激政策、地緣政治風險。

警語

本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，不負責本基金之盈虧，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。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，此外，匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產而使資產價值變動。另，內容如涉新興市場之部分，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亦可能低於已開發國家，而使資產價值受不同程度影響。本基金得投資於非投資等級債券基金及新興市場債券基金，非投資等級債券基金之投資標的涵蓋低於投資等級之垃圾債券，故需承受較大之價格波動，而利率風險、信用違約風險、外匯波動風險也將高於一般投資等級之債券。新興市場債券基金之投資標的包含政治、經濟相對較不穩定之新興市場國家之債券，因此將面臨較高的政治、經濟變動風險、利率風險、債信風險與外匯波動風險。本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。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，投資於獲配息時須一併注意基金淨值之變動。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。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。*本基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用。基金配息組成項目揭露於本公司網站。

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，投資人可至下列網址查閱：基金資訊觀測站：<http://www.fundclear.com.tw>、瀚亞證券投資信託股份有限公司：<http://www.eastspring.com.tw>或於本公司營業處所：台北市松智路1號4樓，電話：(02)8758-6699索取/查閱。瀚亞投信獨立經營管理。