

# 五個問題和五張圖表

David Wolf | 投資組合經理

David Tulk, CFA | 投資組合經理

Ilan Kolet | 機構投資組合經理

1. 自年初以來，你們的投資觀點有何改變？
2. 政策利率最終將穩定在什麼水準？
3. 加拿大的移民激增對你們的經濟和投資觀點有何影響？
4. 關於最近宣布的基金增強策略有什麼最新消息？
5. 加拿大投資者應該擁有多少加拿大資產？

## 1. 自年初以來，你們的投資觀點有何改變？

我們的整體倉位大致保持不變，即適度超配貝塔值較高的股票，對久期持中性立場。但我們已經削減了對美國股票的超配。雖然我們依然認為強大的生產力將幫助美國經濟實現軟著陸，但標普 500 指數的相對優異表現（尤其集中在市場的成長股板塊）已經拉高了其相對估值。這增加了通膨降溫和貨幣政策限制減少導緻美國國內和世界其他地區漲勢擴大的可能性。因此，我們希望在不同區域的股票配置更加均衡。

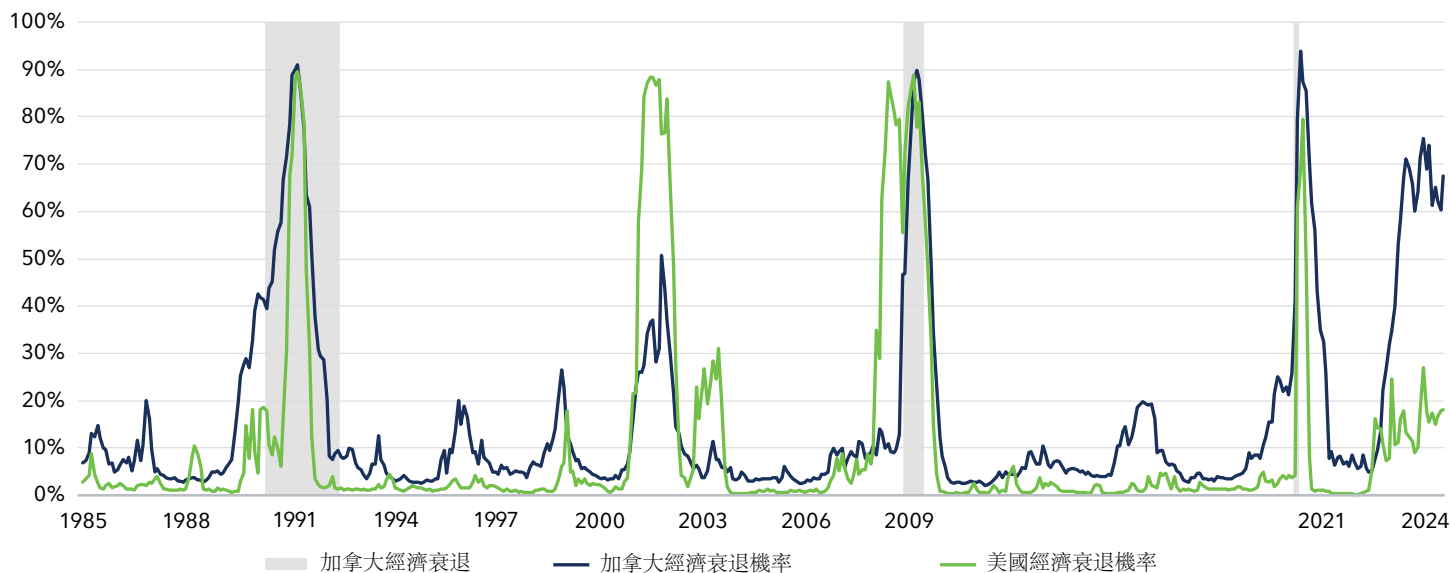
我們消減美國股票的收益直接投向了大宗商品，不僅加大了對全球大宗商品的投資，也增加了我們長期低配的加拿大股票。擴大對大宗商品的配置是為了配合全球景氣循環延長、衰退擔憂減少、年底美國大選後可能會採取更多保護主義和通貨再膨脹財政政策，以及地緣政治風險升高等狀況。我們的一些基礎選股投資組合經理根據行業層面的供需趨勢和公司層面的活動，得出了與我們一致的觀點，更加看好大宗商品。

我們回購加拿大股票主要也是為了增加大宗商品的投資，我們一如既往地對那些最容易受到國內經濟影響的市場板塊感到擔憂。我們的研究團隊開發的衰退機率模型表明，加拿大2023年的大部分時間都處於衰退之中，這幾乎完全是由於利率上升、家庭槓桿率過高以及生產力不足等國內因素造成的（圖表1）。儘管這些風險持續籠罩著加拿大的經濟前景，但市場也更充分地認識到了這些風險，今年加拿大的資產價格落後於全球同業。由於擔心市場情緒可能變得過於悲觀，並可能在基本面沒有改善的情況下逆轉，因此適度縮減對加拿大資產（包括加幣）的低配不失為一種謹慎的做法。

在債券投資組合方面，我們的觀點與年初相比基本上沒有改變。對久期的廣泛中立態度平衡了投資級債券的低配和對一系列更具吸引力的信貸板塊（包括高收益債券、浮動利率債券、可轉換債券和新興市場本幣債券）的基準配置之外的配置。隨著軟著陸日益成為美國經濟的基本情況，中性政策利率可能會高於許多人所堅信的水準。

這將使殖利率下降的幅度難以達到共識預期（見下一個問題）。此外，年底美國大選後增加貿易壁壘和進一步採取擴張性財政政策的可能性也越來越大，也可能引發通膨並使利率繼續高於預期。

圖表 1：加拿大的經濟衰退風險更高



資料來源：Fidelity Investments，資產配置研究團隊，CD Howe Institute

## 2. 政策利率最終將穩定在什麼水準？

既然各央行均已經開始降低政策利率，那麼接下來的問題就是寬鬆週期會是什麼樣子。通常情況下，央行會在經濟疲軟時降低利率，使貨幣政策變得寬鬆。某些經濟體這次可能也會是這種情況。但對於另外一些經濟體來說，如果經濟原本具有彈性，但通膨卻有所下降，央行更有可能只是略微削減政策利率，從而使貨幣政策只是比現在稍微寬鬆一點。

鑑於我們對美國將能夠實現軟著陸的預期，聯準會很可能會落入後者的陣營，開啟小幅降息週期。具體需要多大程度的寬鬆貨幣政策很難量化，因為它取決於中性利率，而中性利率本身就很難估計。但我們認為中性利率會高於市場的預期，因為生產力的提高會帶來更高的成長和更低的通膨，而無需聯準會大幅放寬貨幣政策。央行的降息幅度到底會有多大是我們對是否超配久期猶豫不決的一個因素。

由於大量寬鬆政策已經體現，但殖利率曲線依然倒掛，長期債券是否會隨著短期利率下降而反彈還遠未明確。

相反，加拿大央行預計將實施更大幅的降息週期，以應對更明顯的經濟放緩。不僅是飆升的利率衝擊著過度利用槓桿的家庭資產負債表，使得加拿大面臨嚴重的經濟逆境，而且加拿大也沒有美國那樣能夠支撐經濟軟著陸的强大生產力。這意味著加拿大的中性利率可能更接近央行 2.75% 的預期，也就是說如果央行要將政策利率降至寬鬆範圍，需要再降超過 175 個基點。然而，由於定期利率已經低於 3%，即使是激進的寬鬆週期也可能不會壓低長期債券殖利率。這個結果將為加拿大央行帶來一個難題：降低政策利率是否也會導致 5 年期公債殖利率下降（從而降低 5 年期抵押貸款利率），而這對於減少抵押貸款借款人面臨的重置風險是必要的。

投資人可能習慣於看到加拿大央行和聯準會共同行動，但過去也曾出現過加拿大的經濟狀況要求採取與美國截然不同的政策立場的情況。1995-96 年就曾發生過這樣的情況，當時加拿大的緊縮財政政策（保羅馬丁合併）促使加拿大短期利率比美國短期利率低 250 個基點。我們認為，這種程度的分歧可能又會重現，這一次是因為加拿大比美國更高的家庭債務和更短的抵押貸款融資期限，使其對升息的敏感度高得多。這意味著從這裡又擴大了 150-200 個基點（圖表 2）。

加拿大相對於美國大幅降息的前景將對加元造成不利影響。儘管我們認識到加拿大經濟面臨的挑戰，因而持續低配加元，但我們也注意到貨幣市場現在和我們一樣有許多悲觀情緒。如問題 1 所述，我們認為在投資者情緒和市場倉位數據變得不那麼極端之前，應該適當縮減對加元的低配。

圖表 2：加拿大央行可以（並且很可能）偏離聯準會的政策  
政策利率 %



資料來源：加拿大央行，聯準會，Haver Analytics

### 3. 加拿大的移民激增對你們的經濟和投資觀點有何影響？

首先來看看實際情況。如圖表 3 所示，加拿大經歷了歷史性的人口激增。這主要是由於移民的湧入，而其中大部分則是非永久居民（臨時外國工人、國際學生和尋求庇護者）。

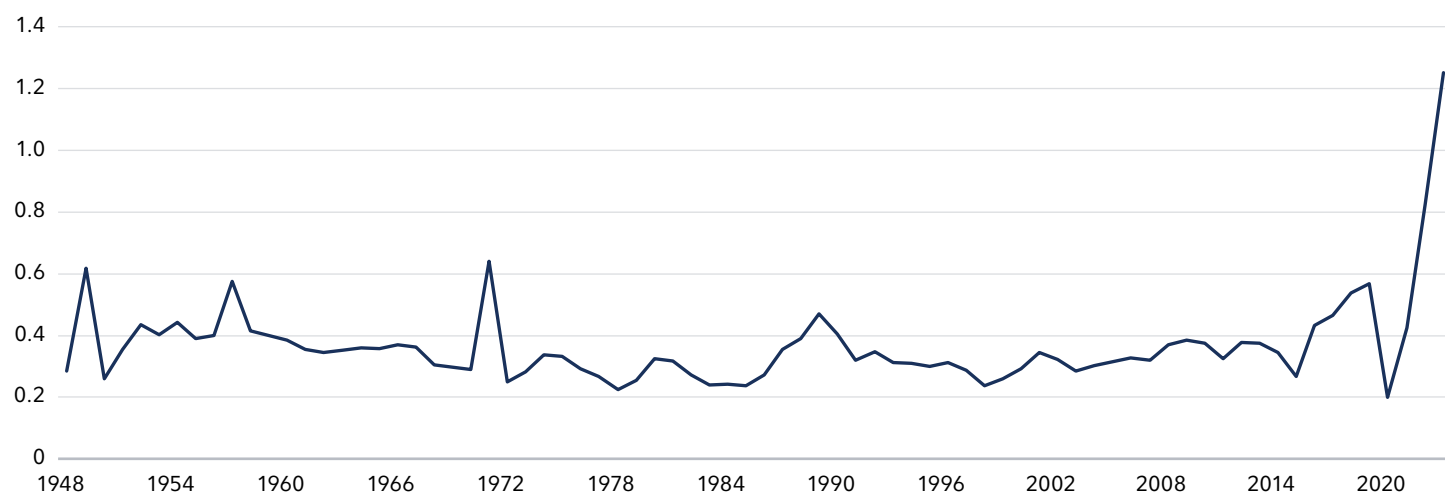
從經濟理論來看，更多的移民會促進經濟繁榮——提高經濟的潛在成長率，補償勞動力老化的影響，並為體系注入活力。從長遠來看，這可能是正確的。但從短期來看，卻并不一定如此。現代社會很難應對我們所說的“人口波動”，即人口的突然和意外變化。這是因為現代社會所依賴的配套基礎設施，從住房到交通，從醫療到教育，不可避免地調整緩慢。規劃和建造房屋、道路、醫院和學校都需要很多很多年。因此，人口的意外激增幾乎給所有事情都帶來了直接壓力。這似乎就是加拿大的現實。

以GDP的潛在增長，或者說經濟增長為例。經濟的增長由兩個要素構成：勞動力增長（有多少工人）和生產力增長（他們所做的工作）。在其他條件相同的情況下，更多的移民會直接擴大勞動力，從而提高潛在增長。但其他條件并不相同。顯然，人口激增已經損害了加拿大本已不佳的生產力表現。例如，除了基礎設施面臨的壓力之外，人口激增也使得非生產性房屋投資超過了生產性商業投資。如果移民中的大部分都是低技能工人或無法做出充分貢獻的高技能工人，那麼對生產力的拖累就會加劇。

加拿大近幾個季度的結果就是預期勞動力激增所帶來的，但實際上，儘管住房成本使通膨持續上漲，就業增長卻很微弱，生產力大幅下降，導致失業率上升，整體經濟成長緩慢，人均GDP下降。

圖表 3：加拿大人口激增

人口年度變化（百萬）



資料來源：加拿大統計局

在我們看來，很難找到解決這個問題的好辦法。如果移民像最近一樣持續增加，經濟和通貨膨脹的壓力預計也將持續——從長遠來看可能需要很長時間。如果移民被大幅限制，就像當局似乎正在努力做的，那麼風險在於目前正在進行的相關活動，特別是住房項目，當這些項目幾年後取得成果時，會面臨截然不同的情況。

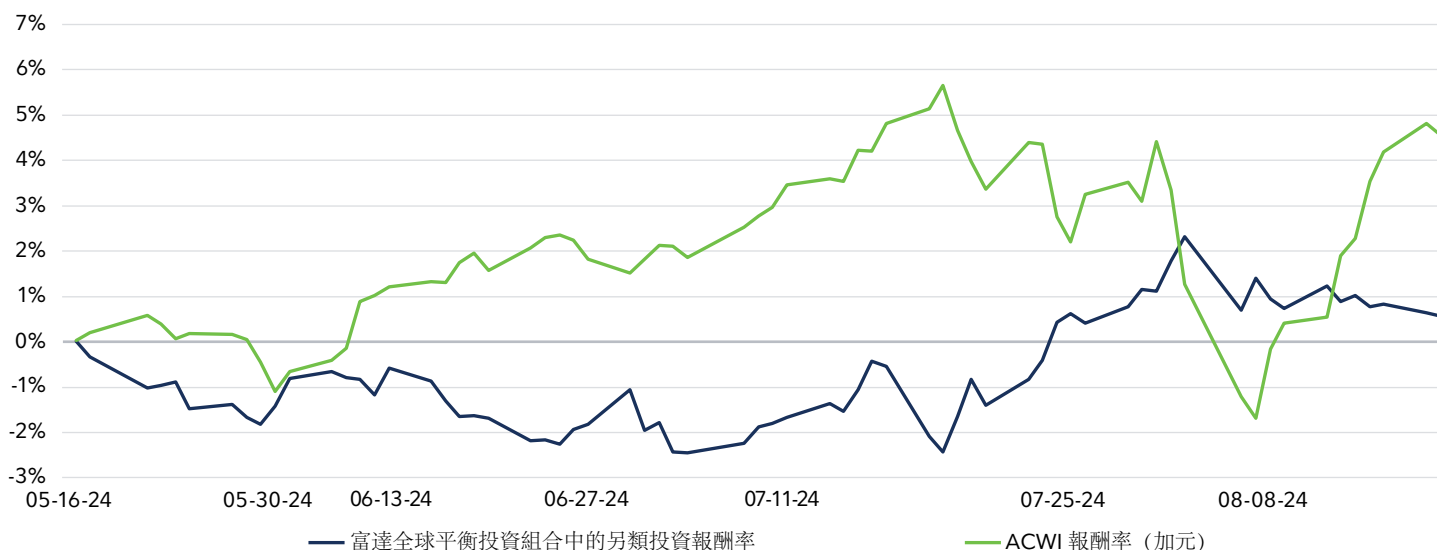
許多西方國家目前都面臨類似的挑戰，但在我們看來，都沒有達到加拿大的程度，無論是國內人口激增問題，還是更加嚴重的住房和債務過多問題。這些因素很大程度上導致了我們對加拿大經濟的持續擔憂，以及我們對加元和以國內為重點的加拿大股市的相應低配。正如之前所討論的，我們最近減少了低配的規模，以應對極端的情緒和倉位，但我們仍然堅信我們的長期觀點，即加拿大以外地區的風險/回報權衡似乎更為有利。

#### 4. 關於最近宣布的基金增強策略有什麼最新消息？

五月份，我們宣佈在多元資產類別基金中增加一些另類投資。我們在富達管理投資組合中啟動了三種流動性另類投資，並已在私人投資池中為Brookfield加拿大私人房地產投資提供了資金。

對於富達管理投資組合（FMP）中的流動性另類投資，我們已增加了富達全球價值型多頭/空頭基金、富達多頭/空頭另類基金和富達市場中性另類基金的倉位。這些倉位現在總共佔 FMP 總配置的 2-3%，根據 FMP 系列不同的基礎結構，三種策略具體的資本部署也有所不同。正如我們在五月討論過的，這些倉位現在總共佔 FMP 總配置的 2-3%，根據 FMP 系列不同的基礎結構，

圖表 4：另類配置在股市疲軟期間提供了緩衝



資料來源：Fidelity Investments

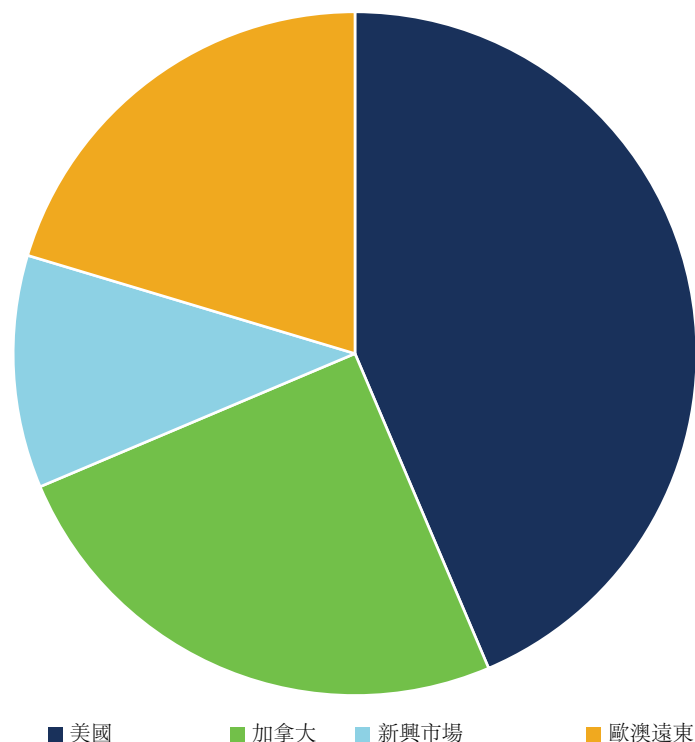
三種策略具體的資本部署也有所不同。正如我們在五月討論過的，引入這些倉位的目的是逐步改善基金的風險/回報權衡，或者換句話說，讓投資者更平穩地達到更好的目的。在這方面，投資者更希望儘早獲得收益，這些策略的表現也符合預期，最明顯的是在今年夏天股市下跌時提供了穩定人心的作用（參見圖表 4）。我們將繼續評估這些倉位和其他流動性另類投資的表現，以確定這些配置在基金中最合適的形式和規模。

我們也開始在平衡型私人投資池、資產配置私人投資池、平衡收益型私人投資池和保守收益型私人投資池中向 Brookfield 加拿大私人房地產投資部署資金。富達加拿大去年夏天宣布與 Brookfield 達成戰略協議以進行這些投資，但正如我們當時所說，我們打算謹慎部署資本——既認識到商業房地產領域的挑戰，又充分利用新基金不受舊資產影響的優勢。換句話說，我們能夠等待以合適的價格購買合適的資產。隨著價格調整和利率開始下降，現在市場似乎終於解凍。因此，我們的合作夥伴 Brookfield 看到了市場上更大的機會，並開始投入資金。截至 7 月底，我們已在上述私募池中持有 1% 的直接房地產倉位，並且對進一步部署資本以實現先前宣布的 5% 預期目標配置有了更清晰的認知。

## 5. 加拿大投資者應該擁有多少加拿大資產？

這是我們經常遇到的投資組合結構問題，我們對投資者希望投資美國及其他地區的願望表示理解。畢竟，加拿大僅佔全球市場的 3% 左右，而且非常依賴於加拿大的特定敏感因素，例如大宗商品價格和國內消費品。持有外國證券可以讓加拿大投資者分散這些風險，並利用平衡型投資組合更好地管理風險。這並不是說持有外國證券就沒有風險，因此持有多少加拿大投資才算「適當」將在很大程度上取決於投資者的風險承受能力。

圖表 5：走向全球：富達全球平衡型投資組合中的國家配置 (%)



資料來源：Fidelity Canada

股票配置較多的投資者應該比債券投資組合的投資者持有更多的外國投資。原因是加元的走勢往往與股市風險正相關，而這正是投資組合的主要風險。而美元等貨幣往往與股市風險呈負相關，透過持有以這些貨幣計價的股票或債券，往往會降低加拿大投資者投資組合的總體波動性。這一規律在某種程度上確實如此，但如果超過這個限度，加入更多的外國投資就會開始增加投資組合的整體風險，因為貨幣波動開始佔據主導地位。

假設一位加拿大投資者投資於一個 60/40 投資組合，他可以在沒有對沖的基礎上投資所有類別的外國資產。我們的研究表明，加拿大投資者對加拿大資產的「最佳」投資比例在 20-40% 之間。換句話說，這類投資者「應該」將 60-80% 的投資放在加拿大境外。一定程度的本土偏好是合理的，但不應超過 3%，對於尋求長期風險調整後回報最大化的投資者來說，配置外國股票和債券也很重要。

我們對確定投資組合中的「最佳」外國投資比例的研究支撐了我們為加拿大投資者管理的基金的策略基準。我們在富達管理的全球投資組合中的加拿大投資比例全部落在上述 20-40% 的範圍內，這並非巧合（圖表 5）。當然，對於不太願意持有較大比例海外配置的加拿大投資者來說，我們產品系列中還有其他類型的富達管理的投資組合，以及許多其他基金，對加拿大資產進行了較大比例的配置。

最後，需要注意的是，加拿大投資者的投資組合中加拿大資產的「正確」比例不僅取決於投資者的風險承受能力和投資組合的持倉，還取決於加拿大相對於其他市場的景氣循環前景。正如我們在問題 1 中指出的，我們對加拿大的國內經濟前景仍然非常擔憂，但對可能推高大宗商品價格的全球因素更為樂觀。平衡這些因素後，我們仍然大幅低配加拿大資產，但幅度比過去要小。

David Wolf、David Tulk 和 Ilan Kolet, 2024年8月22日

 請關注 Fidelity Canada 的 [LinkedIn](#)

## 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 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 Global Dividend Fund、Fidelity Income Allocation Fund、Fidelity Balanced Managed Risk Portfolio、Fidelity Conservative Managed Risk Portfolio、Fidelity American Balanced Fund、Fidelity Conservative Income Fund、Fidelity NorthStar®、Fidelity NorthStar® Balanced Fund、Fidelity Tactical Strategies Fund、Fidelity CanAm Opportunities Class、Fidelity Inflation-Focused Fund、Fidelity Canadian Monthly High Income ETF Fund、Fidelity Global Monthly High Income ETF Fund 和 Fidelity Tactical Global Dividend ETF Fund 的聯席經理。他亦擔任 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、Fidelity U.S. Growth and Income Private Pool、Fidelity Global Asset Allocation Private Pool 和 Fidelity Global Asset Allocation Currency Neutral 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 American Balanced Fund、Fidelity Asset Allocation Private Pool、Fidelity Balanced Income Private Pool、Fidelity Balanced Managed Risk Portfolio、Fidelity Balanced Portfolio、Fidelity Balanced Private Pool、Fidelity Canadian Asset Allocation Fund、Fidelity Canadian Balanced Fund、Fidelity Canadian Monthly High Income ETF Fund、Fidelity Conservative Income Fund、Fidelity Conservative Income Private Pool、Fidelity Conservative Managed Risk Portfolio、Fidelity Global Asset Allocation Private Pool、Fidelity Global Balanced Portfolio、Fidelity Global Dividend Fund、Fidelity Global Equity Portfolio、Fidelity Global Growth Portfolio、Fidelity Global Growth Private Pool、Fidelity Global Income Portfolio、Fidelity Global Monthly High Income ETF Fund、Fidelity Global Monthly Income Fund、Fidelity Growth Portfolio、Fidelity Income Allocation Fund、Fidelity Income Portfolio、Fidelity Inflation-Focused Fund、Fidelity Monthly Income Fund、Fidelity NorthStar® Balanced Fund、Fidelity Tactical Global Dividend ETF Fund、Fidelity Tactical Strategies Fund、Fidelity U.S. Growth and Income Private Pool 和 Fidelity U.S. Monthly Income Fund 的聯席經理。

### Ilan Kolet | 機構投資組合經理

Ilan Kolet 是富達投資的機構投資組合經理。在這個職務上，Kolet 先生作為投資管理團隊的成員，對投資組合的理念、流程和建構有著深刻的理解。他協助投資組合經理及其投資長確保投資組合的管理符合客戶的期望。



互惠基金和 ETF 投資可能會產生佣金、尾隨佣金、管理費、經紀人手續費及相關費用。投資前請閱讀載明詳細投資資訊的互惠基金或 ETF 招股章程。所示回報率為所示期間的歷史年化複合總回報，包括單位價值變化及分派的再投資。所示回報率並未計入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投資回報。互惠基金及 ETF 並無任何保證。其價值頻繁變化，投資者可能會獲益或蒙受損失。過往表現可能無法重現。

所示指數報酬率僅用於比較目的。指數未經管理，其回報不包括任何銷售費用或其他費用，此類成本會降低業績。不可能直接投資於指數。

富達的經理、分析師或其他員工可能會不時就特定公司、證券以及行業或市場板塊發表意見。任何此類人士所表達的觀點僅代表此人當時的觀點，並不一定代表富達或富達組織中任何其他人士的觀點。任何此類觀點都可能隨著市場和其他條件隨時更改，富達不對更新此類觀點承擔任何責任。投資人不應依賴這些觀點做為投資建議，並且由於富達基金的投資決策是基於多種因素，因此也不能作為代表任何富達基金交易意圖的指示。

本文中的某些陳述可能包含具有預測性質的前瞻性陳述 (forward-looking statements, FLS)，可能包括「預期」、「預測」、「打算」、「計劃」、「相信」、「估計」等詞語，以及類似的前瞻性表述或其否定形式。FLS 是基於當前狀況對未來一般經濟、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 並非未來績效的保證，實際事件可能與任何 FLS 中明示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。您應避免過度依賴 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」共同代表：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」) - 其在英屬哥倫比亞省以 FMR Investments Canada ULC 的身份執行業務；及 ii) Fidelity Investments Canada ULC (「FIC」) 及其附屬機構。Fidelity Management & Research (Canada) ULC (「FMR-Canada」) 於 2018 年 2 月 1 日在安大略省開業。FMR-Canada 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。

本文中所含陳述是以我們認為可靠的資訊為依據，僅供參考。如果此類資訊全部或部分以第三方提供的資訊為依據，我們不保證其在任何時候都是準確、完整或最新的。本文件既未提供任何投資、稅務或法律建議，亦非購買基金的要約或邀約。圖表僅供說明之用，不反映任何基金或投資組合將來的價值或投資報酬。具體投資策略應根據投資人的投資目標及風險承受能力評估。Fidelity Investments Canada ULC 及其分公司及相關實體對本文中的任何錯誤或遺漏及因此蒙受的任何虧損與損害概不負責。