

景氣衰退風險未除、年底升息有望告終， 公債仍具投資機會與配置價值

焦點基金

(以下基金有一定比重得投資於非投資等級之高風險債券)

- 復華全球債券基金：累積 長期實績，防禦性資產配置首選
- 復華全球短期收益基金：以 較低波動度 參與高評等債券收益

2022/8

投資重點摘要

景氣衰退風險未除

- 7月美國非農就業數據強勁，但為落後指標。初請失業救濟金人數上升、企業開始減少職缺，為景氣可能衰退的警訊。
- 金融條件指數轉差、信用債利差上升，JPMorgan推測未來一年美國經濟衰退機率為4~6成。

通膨逐漸趨緩

- 供應鏈瓶頸緩解、製造業有去庫存壓力，有助通膨趨緩。7月份CPI月增率0%，為一年來新低。
- Fed語調鷹派，市場願相信將控制通膨。第三季後隨景氣走弱及通膨趨緩，Fed態度有望轉變。

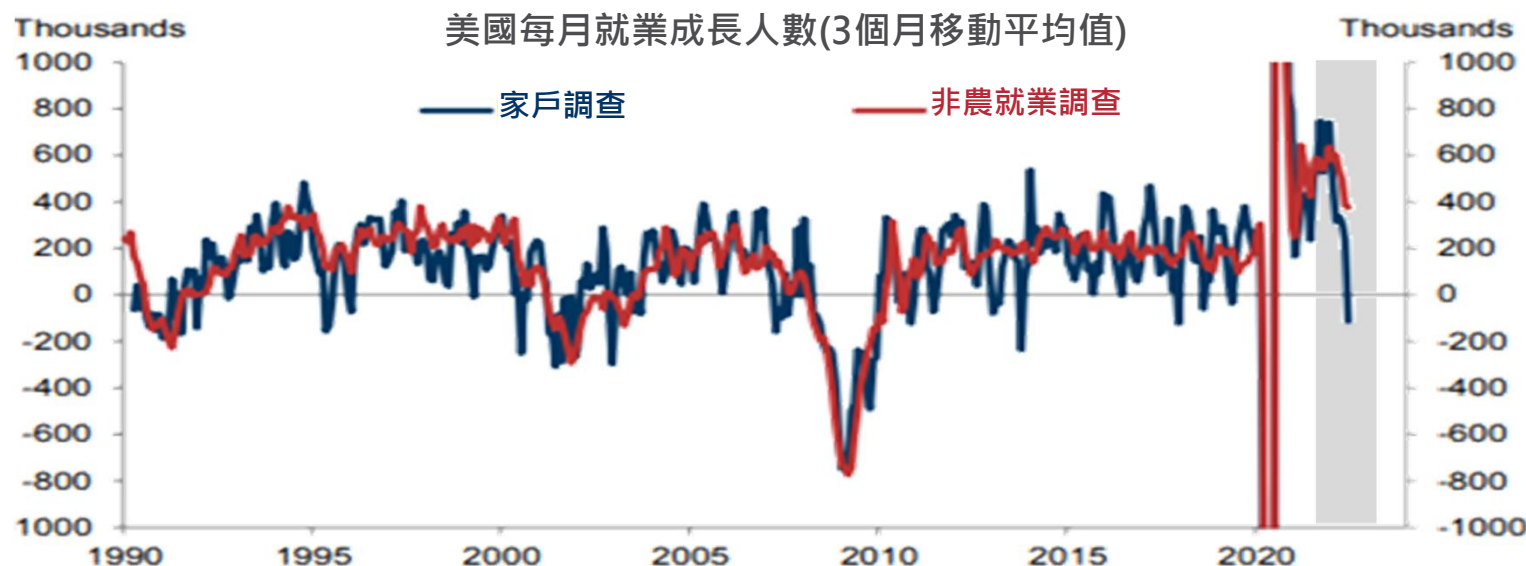
公債具有投資價值

- 今年上半年公債價格大跌，反映Fed積極升息。目前期貨市場預期9月份升息幅度縮小至2碼，且預期通膨將趨緩，限制公債殖利率進一步往上。
- 由於景氣衰退風險仍在，公債具有投資價值，可與其他資產搭配來對沖風險。

7月美國非農就業數據亮眼，但為落後指標

失業率3.5%為2020年疫情以來新低，但家戶調查顯示就業可能轉弱

家戶調查的新增就業人數顯著下滑

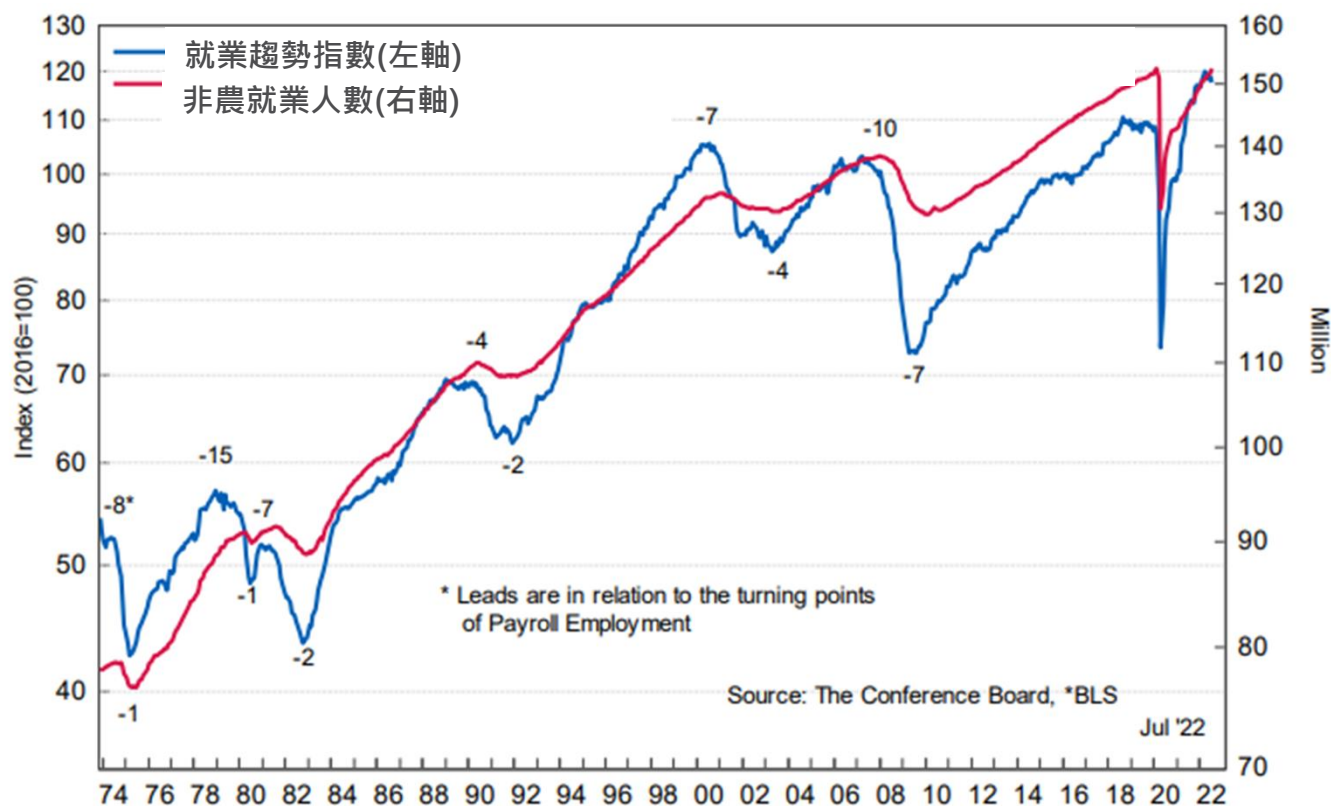


	家戶調查	非農就業調查
統計範圍	超過16歲的人	非農業且有給薪的工作
計算方式	統計「受雇者」， <u>身兼多職者只會被計算一次</u>	統計「工作職位」， <u>身兼多職者會被重複計算</u>
額外包含/排除	家戶調查包含「自雇者、於家族內部工作非給薪者、農業相關工作者和自請無薪假工作者」，排除「暫時休假者」；非農就業則與其相反	

就業趨勢指數已在今年3月見到高點

趨勢指數約有4~10個月的領先性，今年底前不排除非農就業轉為負增長

美國經濟諮商會之就業趨勢指數，與非農就業人數
(趨勢指數的高低點具有領先性)



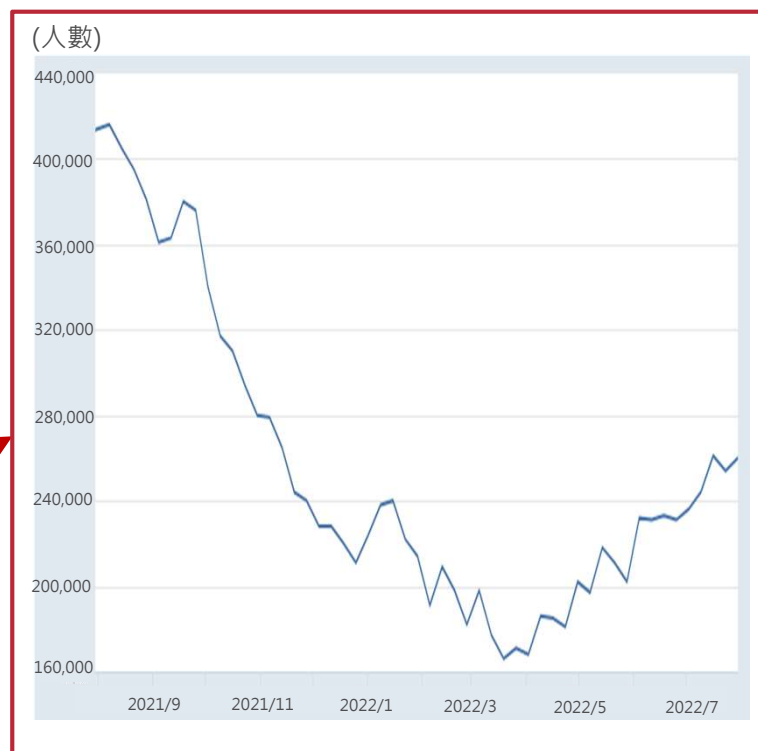
美國初領失業救濟金人數已開始上升

若此現象持續，失業率可能觸底走升

初領失業救濟金人數達到25~30萬人時
通常伴隨失業率開始上升



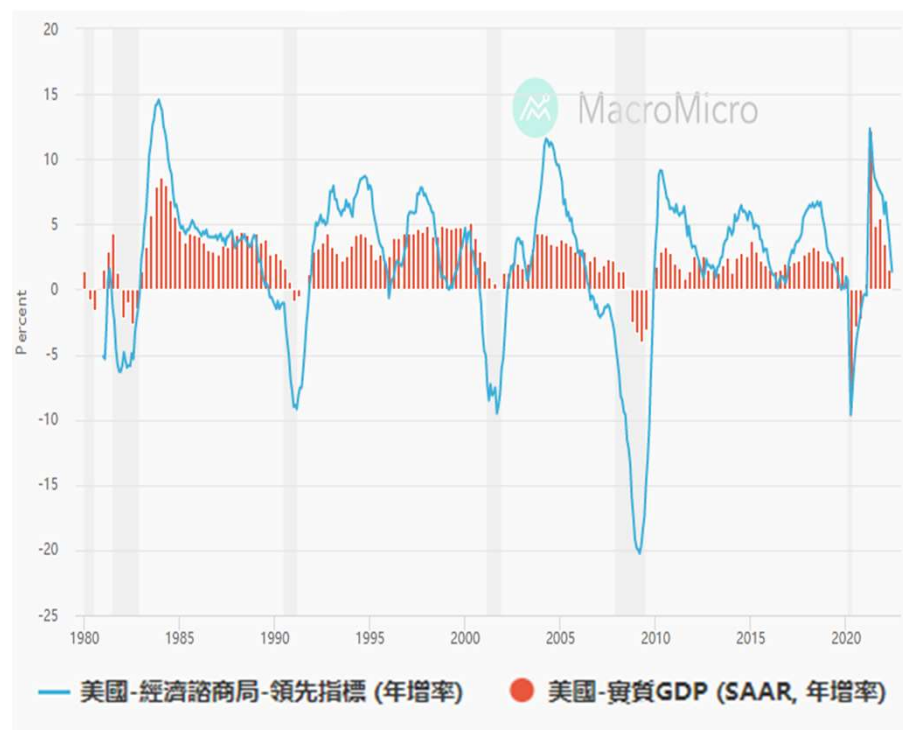
初領失業救濟金人數自今年4月持續上升



由領先指標及金融條件，觀察美國經濟動能

逐步接近衰退標準

2022/6領先指標年增率為1.39%，
須留意轉為負值的風險



註：通常年增率出現衰退 ($< 0\%$) 時，美國 GDP 在未來 2 至 3 季出現明顯下滑，需留意衰退風險。

金融條件指數目前為-0.20(表示緊縮)，
過去經驗，指數大於0可能造成經濟衰退



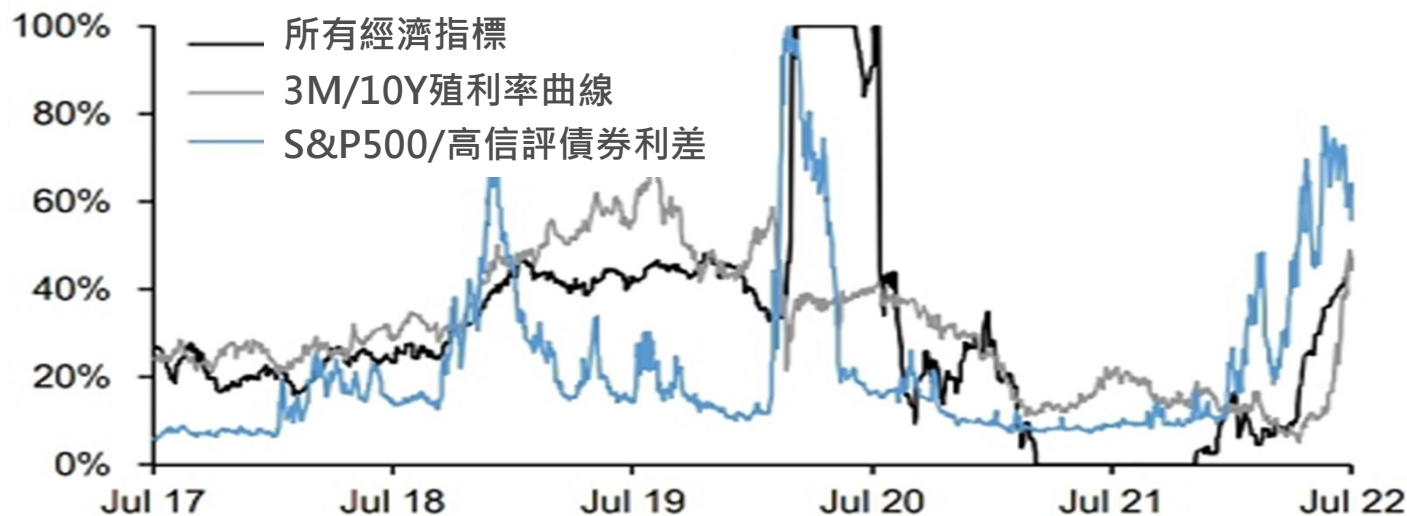
註：芝加哥Fed金融條件指數，是由芝加哥Fed根據金融市場信用風險、流動性風險與金融市場槓桿程度等變數組成的綜合性指標，以衡量整體金融市場寬鬆程度。

由經濟指標及利差，推測美國景氣衰退風險

JPMorgan評估未來一年衰退機率約4~6成

從各項指標推測未來一年內美國經濟的衰退機率

Probabilities of recession within 1 year from all economic indicators*, 3m/10y yield curve, and S&P 500/HG credit spreads**; %



* Based on regression models. Indicators enter the models as the deviation from their two-year average, sample is 1955-present excluding the periods from 7 months after the beginning of a recession to 18 months after the end, Indicators are backcast based on related series where necessary to extend the sample back to 1955

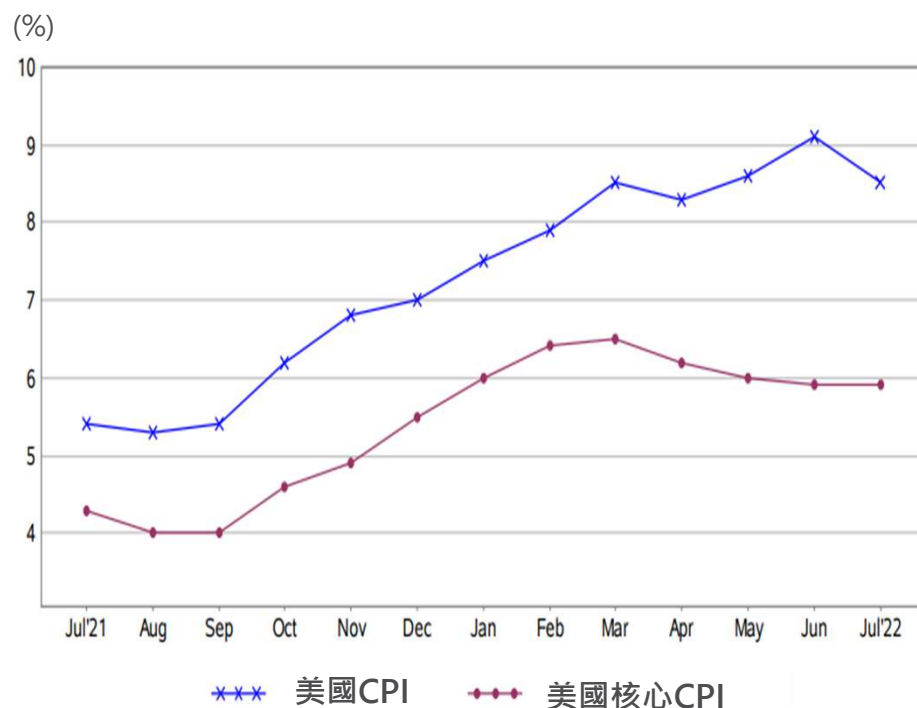
** . S&P 500 is drawdown from the peak monthly average. Bond spread enters model as deviation from two-year average.

Source: J.P. Morgan

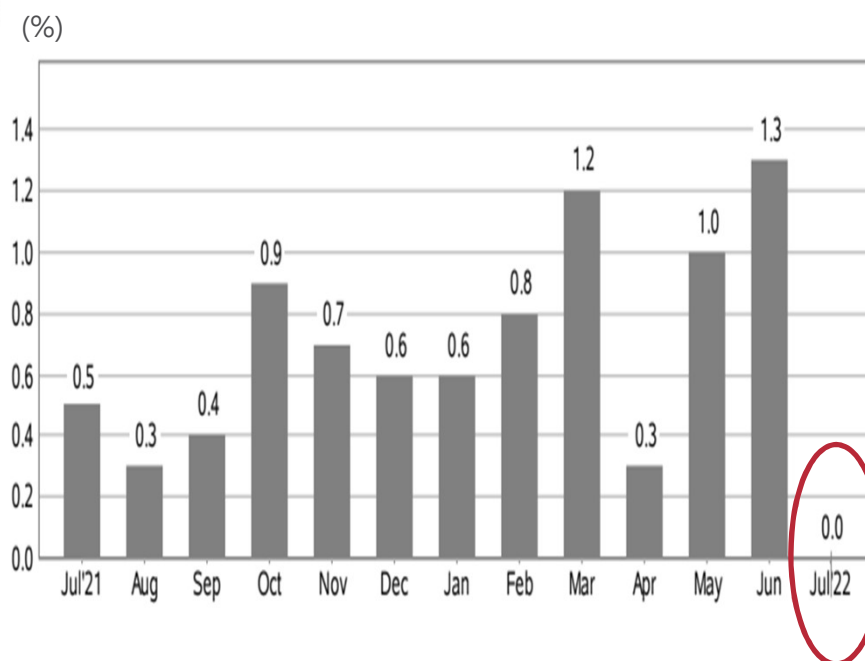
7月通膨有趨緩跡象，月增率0%，為一年來最低

年增率由9.1%降至8.5%，能源、汽車、醫療服務降幅最大

過去一年 (2021/7~2022/7)
美國CPI與核心CPI「年增率」走勢



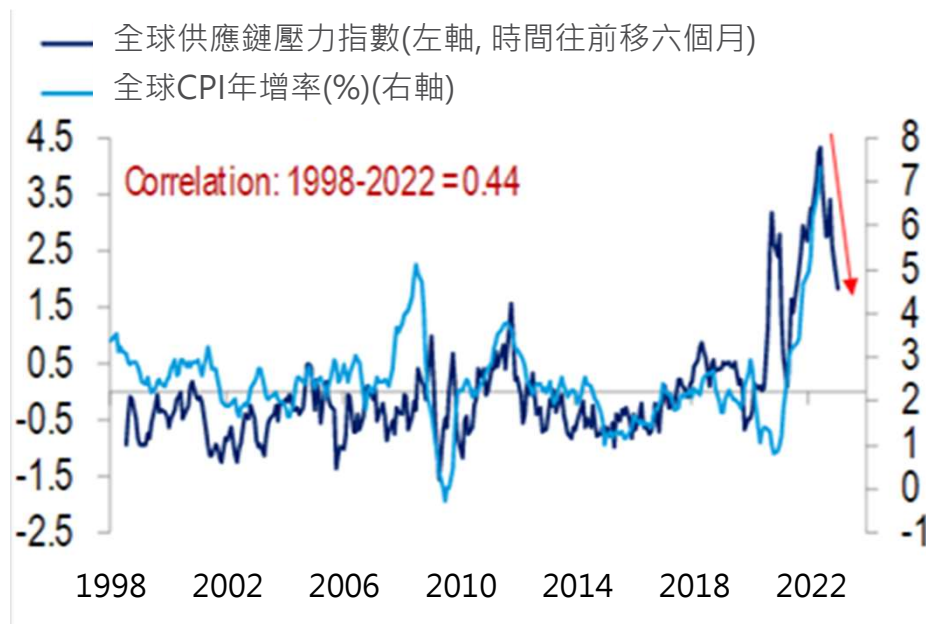
7月的CPI「月增率」為0%，
是過去一年以來最低



供應鏈瓶頸緩解、製造業去庫存，有助通膨回落

供應鏈緊俏問題自今年4月起好轉，通常會領先通膨走勢約六個月

全球供應鏈緊俏壓力獲得緩解



已開發國家製造業庫存創新高



註：陰影區域為美國景氣衰退期。

Fed鷹派言論，市場願相信通膨將受控

觀察通膨預期的變化，從今年4月的高點3.6%回落至2.7%

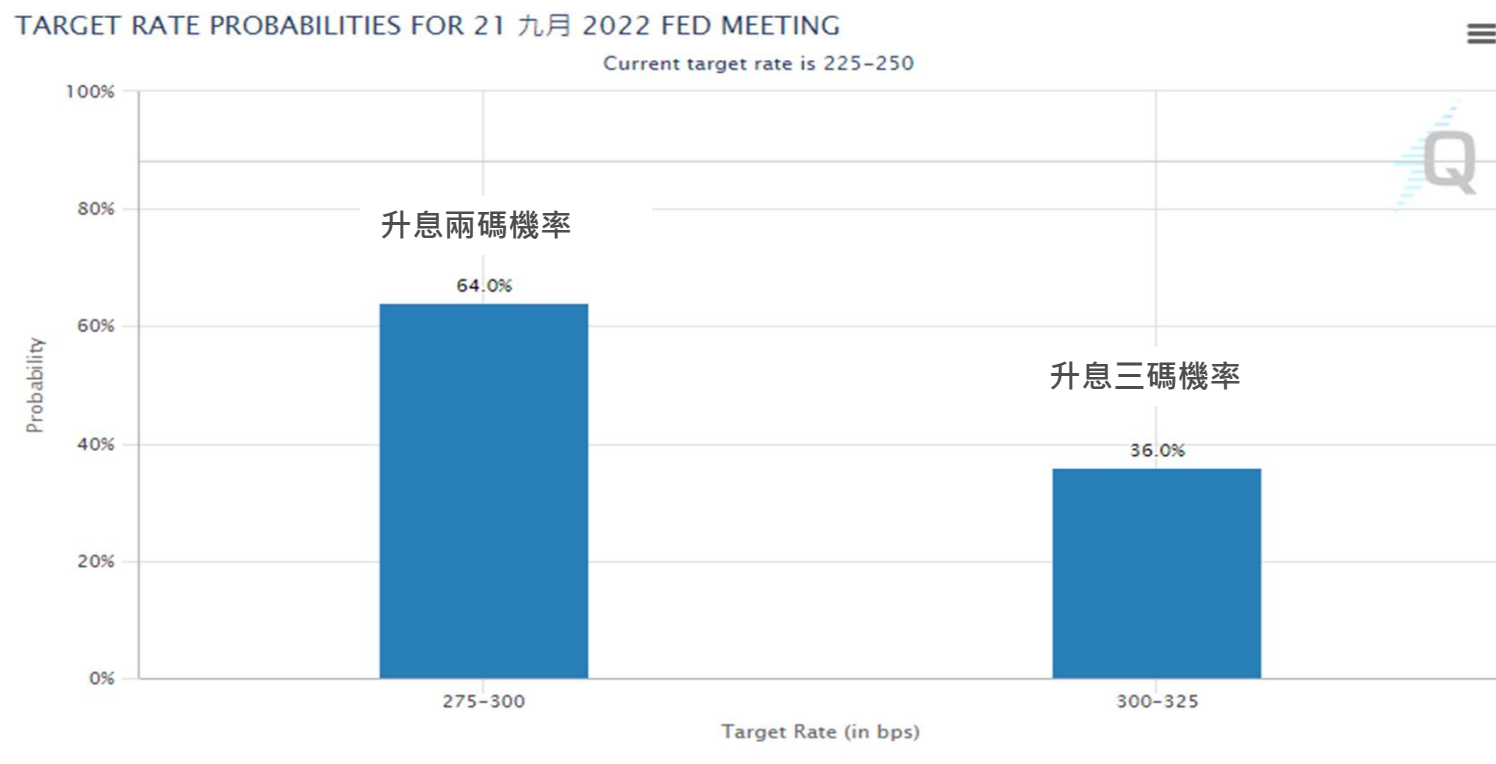
5年期Breakeven Inflation Rate反應的通膨預期



目前期貨市場預期Fed 9月升息2碼機率高於3碼

今年第四季有機會見到Fed由鷹派轉中性，尤其是在景氣下滑後

預期2022年9月Fed升息幅度與機率



基金操作想法

因應景氣下行及市場已反映今年升息，目前仍著重布局公債

- 景氣仍有下行風險、通膨有機會於第三季末較明顯放緩，將有利於公債表現
- 短期內Fed語調維持鷹派，以控制通膨預期，但隨著景氣放緩及通膨增速回落，升息態度將由鷹派轉向中性，壓抑債券殖利率上行空間
- 復華全球債券基金及復華全球短期收益基金(上述基金有一定比重得投資於非投資等級之高風險債券)，考慮到景氣下行風險較不利於公司債表現，因此隨著公債殖利率接近高點，持續減碼公司債轉為加碼公債，並從第二季起逐步拉長存續期間，來獲得資本利得機會

復華全球債券基金

(本基金有一定比重得投資於非投資等級之高風險債券)

- 主要投資於全球高評等公債、公司債及金融債等，根據景氣循環、利率政策及市場風險情緒，調整債券配置及存續期間。
- 投資等級債的比重高，並分散配置，降低單一國家貨幣政策及利率變化的影響性，並可運用公債期貨避險。

今年以來基金投資組合變化

隨景氣下行，減碼公司債、加碼政府公債，並伺機拉長存續期間

復華全球債券基金 (本基金有一定比重得投資於非投資等級之高風險債券)

(2022年)	1月底	2月底	3月底	4月底	5月底	6月底	7月底
政府公債比重(佔淨值)	2.90%	3.30%	37.42%	63.14%	69.65%	78.39%	82.53%
公司債比重(佔淨值)	75.78%	66.92%	46.04%	22.71%	22.87%	16.47%	13.71%
投資組合平均存續期間	3.24年	3.92年	3.83年	4.41年	5.71年	6.37年	6.92年

基金績效表

期間	今年起	3個月	6個月	1年	2年	3年	5年	10年
本基金報酬率	-2.25%	2.16%	-1.14%	-4.15%	1.31%	3.18%	12.03%	18.57%
排名/同類型基金數	3/15	2/17	5/17	2/17	1/13	1/8	1/6	1/6

基金資產配置將視當時投資環境調整。本公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益。投資人應留意基金淨值將隨市場環境或其他因素等波動。資料來源：復華投信；上述政府公債比重包含TIPs。另有投資1%內MBS，未計入上表，詳見本基金月報。

復華全球債券基金

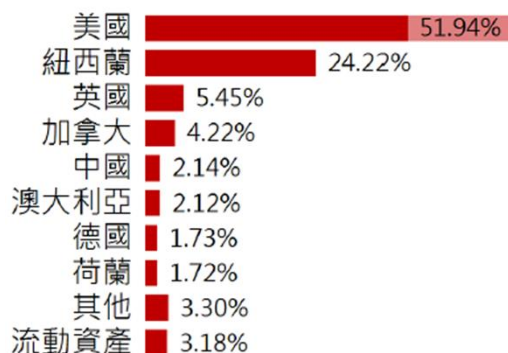
(本基金有一定比重得投資於非投資等級之高風險債券)

2022年7月底投資組合

資產配置



國家配置



信用評等

AAA	83.12%	BB	1.53%
AA	0.00%	B	0.00%
A	2.97%	CCC(以下)	0.00%
BBB	9.20%	N.A.	0.00%

平均存續期間：6.92年

前十大持有標的

名稱	比重
T 1 3/8 11/15/31 美國國庫債券	8.98%
T 2 7/8 05/15/28 美國國庫債券	7.22%
T 1 07/31/28 美國國庫債券	7.13%
NZGB 2 3/4 04/15/25 紐西蘭公債	6.65%
T 0 3/4 04/30/26 美國國庫債券	6.65%
NZGB 0 1/2 05/15/24 紐西蘭公債	6.42%
T 0 3/4 01/31/28 美國國庫債券	5.80%
T 0 1/8 10/15/23 美國國庫債券	5.19%
NZGB 4 1/2 04/15/27 紐西蘭公債	4.73%
NZGB 0 1/2 05/15/26 紐西蘭公債	3.24%

全球經濟有下行風險，對於已開發國家的公債表現相對有利，基金持續以投資於政府公債為主，並增加投資國家。

除了先前已布局的美國及紐西蘭之外，也將增加英國、加拿大、澳洲、德國、荷蘭、新加坡等國公債。

至7月底基金之投資組合平均存續期間接近7年。

基金資產配置將視當時投資環境調整。
資料來源：復華投信

復華全球短期收益基金

(本基金有一定比重得投資於非投資等級之高風險債券)

- 主要投資於投資等級短天期債券，根據債券收益率、信用價差、市場波動與資產相關性等，建構出風險較分散的投資組合。
- 資產組合平均存續期間1~3年，受利率變動的影響較小，追求以較低波動度累積收益。

復華全球短期收益基金

(本基金有一定比重得投資於非投資等級之高風險債券)

2022年7月底投資組合

資產配置



國家配置



信用評等

AAA	74.59%	BB	0.00%
AA	1.85%	B	0.00%
A	6.86%	CCC(以下)	0.00%
BBB	10.21%	N.A.	0.00%

平均存續期間：2.81年

前十大持有標的

名稱	比重
T 0 1/8 10/15/23 美國國庫債券	9.58%
NZGB 0 1/2 05/15/24 紐西蘭公債	8.14%
NZGB 5 1/2 04/15/23 紐西蘭公債	7.50%
T 2 1/4 10/31/24 美國國庫債券	7.33%
T 0 1/4 04/15/23 美國國庫債券	6.68%
T 1 5/8 04/30/23 美國國庫債券	5.52%
T 0 3/4 04/30/26 美國國庫債券	5.18%
NZGB 0 1/2 05/15/26 紐西蘭公債	4.91%
T 1 1/2 02/29/24 美國國庫債券	4.84%
NZGB 2 3/4 04/15/25 紐西蘭公債	4.60%

全球經濟有下行風險，對於已開發國家的公債表現相對有利，基金持續以投資於政府公債為主，並增加投資國家。

除了先前已布局的美國及紐西蘭之外，也將增加英國、加拿大、澳洲、新加坡等國公債。

基金資產配置將視當時投資環境調整。
資料來源：復華投信

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(<https://www.fhtrust.com.tw>)中查詢。本基金得投資於非投資等級債券，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，故本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。由於美國Rule 144A債券僅限機構投資人購買，資訊揭露要求較一般債券寬鬆，於次級市場交易時可能因參與者較少，或交易對手出價意願較低，導致產生較大的買賣價差，進而影響基金淨值。另外，基金得投資非投資等級或未具信評之轉換公司債，由於轉換公司債同時兼具債券與股票之性質，因此除流動性風險、信用風險及利率風險外，還可能因標的股票價格波動而造成該可轉換公司債之價格波動。投資該類債券所承受之信用風險相對較高，亦包含非投資等級債券之風險。

復華證券投資信託股份有限公司

0800-005-168

復華金管家 

10492台北市八德路二段308號8樓
8F, No. 308, Sec 2, Bade Rd., Taipei, Taiwan, R.O.C

台北 T 886-2-8161-6800
桃園 T 886-3-316-8310

台中 T 886-4-2254-2788
高雄 T 886-7-535-7068