

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

JP Morgan 固定收益投資管理課程及研討會 心得報告書

服務機關：中央銀行

出國人姓名：官佳璿、翁尚伯

出國地點：英國倫敦

出國期間：112/5/22 至 112/05/26

報告日期：112 年 8 月 18 日

摘要

COVID-19 疫情後的供需失衡導致美國通膨率升至近 40 年來的高點，迫使 Fed 自 2022 年 3 月開始升息，2023 年 7 月聯邦資金利率升至 5.25%~5.5%，累計升息 525bp。本文就通膨率、勞動市場、信貸市場及家庭財富等層面檢視 Fed 本次緊縮貨幣政策的效果，發現緊縮政策在通膨及信貸市場方面已有抑制作用，但對勞動市場及家庭財富的效果尚不明顯。由於本次升息循環的特徵在於 Fed 對於通膨風險的警戒，在美國經濟展現韌性的情況下，Fed 需要將聯邦資金利率維持於限制性水準一段時間，才能使勞動市場放緩，確保通膨率穩定下降。展望 2024 年，預期經濟表現為低成長或是步入衰退，因通膨率下降接近 2% 目標值，Fed 有降息的空間。資產配置宜強化資產組合對衰退風險的防禦力，注重信用品質，避免過度追求高收益而增加對高風險資產的曝險。

目錄

壹、前言.....	4
貳、Fed 緊縮貨幣政策的效果.....	6
參、2024 年美國經濟表現的可能情境.....	16
肆、升息循環末段之資產配置考量因素.....	20
伍、心得及建議.....	25
參考文獻.....	26

壹、前言

自 2021 年 COVID-19 疫情趨緩後，美國經濟快速復甦，加上民間部門於疫情期間累積大量超額儲蓄，原先遭壓抑之消費需求急劇反彈，先為商品(Goods)需求，逐漸轉向服務(Services)需求。而商品及服務供給都出現不足的情形，全球供應鏈瓶頸問題限制商品供給，俄烏戰爭爆發導致供應鏈更為緊張，商品價格大漲。服務供給不足則是因疫情期間提前退休潮及移民減少，勞動力恢復緩慢，導致企業缺工，職缺數大增，推升薪資成長。這些供需失衡因素驅動美國通膨率上升，整體 PCEPI 年增率於 2022 年 6 月升至 7.0%，整體 CPI 年增率升至 9.1%，均創近 40 年來新高。

為抑制高通膨，Fed 自 2022 年 3 月啟動升息循環，持續大幅升息，聯邦資金利率由 0%~0.25% 升至 2023 年 7 月之 5.25%~5.5%，累計升息 525bp。本次升息循環的緊縮強度為 40 年來罕見，隨緊縮效果逐漸顯現，通膨率自高點回落，惟仍高於 Fed 目標值 2%，勞動市場供需失衡略有緩和。Fed 表示未來升息幅度將取決於經濟數據，其經濟估測¹顯示 2023 年底前再升息 25bp，2024 年將降息。

在升息循環末段，貨幣政策的調整面臨雙面風險，即貨幣政策限制性不足或過度緊縮，兩者對於 Fed 穩定物價與就業極大化的政策目標都形成威脅。本文就通膨率、勞動市場、信貸市場及家庭財富等層面的變化，

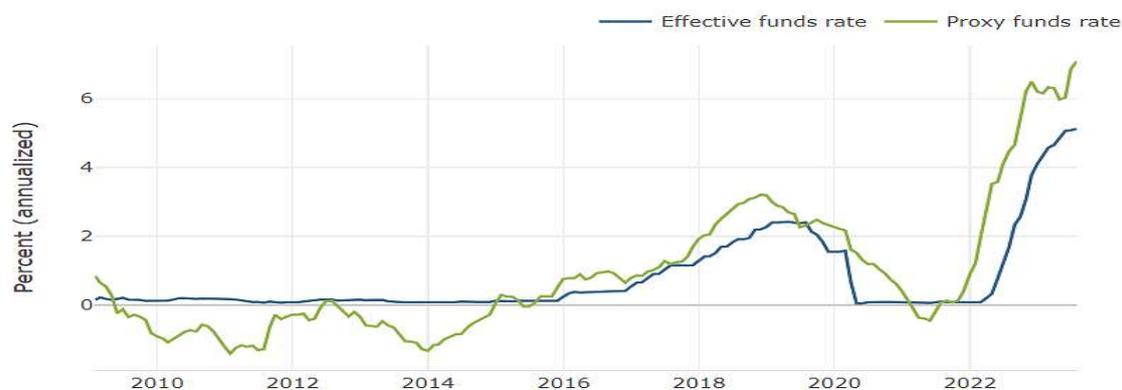
¹ 2023 年 6 月 FOMC 會議之 Summary of Economic Projections。

檢視自 2022 年 3 月升息迄今，Fed 緊縮政策的效果。並對照歷次 Fed 升息循環末段及經濟衰退期間的經濟表現，推測 2024 年美國經濟為衰退或低成長的可能性較高，Fed 貨幣政策有降息空間。在此情境假設下，探討投資人於升息循環末段在資產配置上應考量的因素。

貳、Fed 緊縮貨幣政策的效果

2023 年 7 月底 Fed 調升聯邦資金利率至 5.25%~5.5%，San Francisco Fed 公布經量化緊縮及金融情勢等因素調整之 Proxy Funds Rate²升至 7.08%。若以 2022 年 3 月啟動升息迄今之 Proxy Funds Rate 平均值減核心 PCEPI 年增率所得之實質聯邦資金利率³約 1%，符合 Fed 主席 Powell 認為實質聯邦資金利率已升至具限制性的正值。然而僅以實質聯邦資金利率水準不易判讀限制性是否足夠，本章將以通膨率、就業市場、信貸市場及家庭財富等面向檢視 Fed 緊縮貨幣政策的效果。

圖(2.1) San Francisco Fed 公布之 Proxy Funds Rate



資料來源: San Francisco Fed

一、通膨率

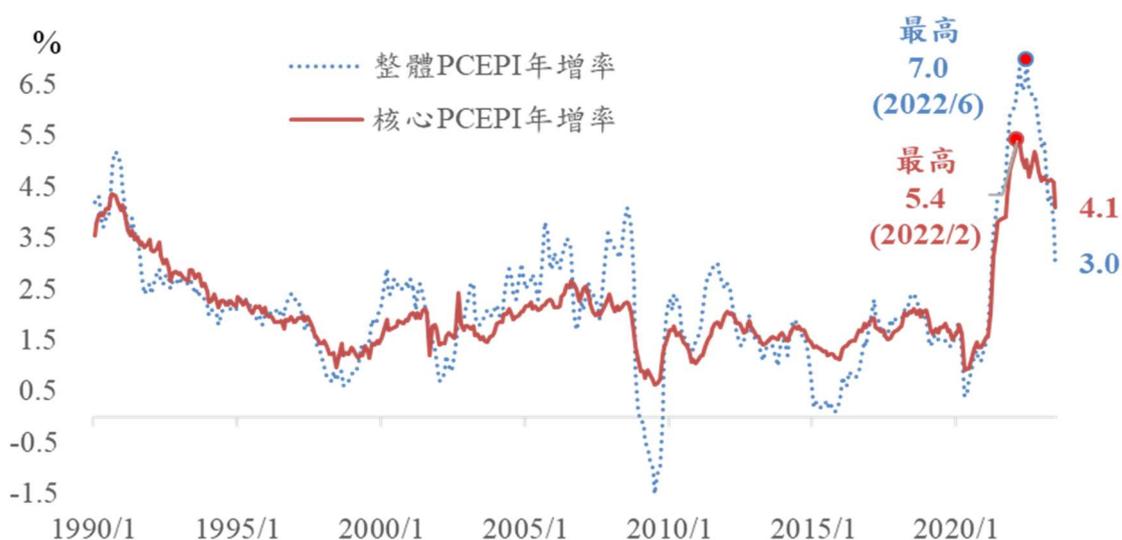
Fed 在抑制通膨方面已取得進展，通膨率自高點回落，惟仍高於 Fed

² San Francisco Fed 以涵蓋美國公債殖利率、房貸利率及信用利差等金融變數之模型計算 Proxy Funds Rate，係為考量非傳統貨幣政策工具效果及金融情勢之代理聯邦資金利率水準。

³ 2022 年 3 月啟動升息迄今 Proxy Funds Rate 平均值為 5.4%，係考量貨幣政策的滯後效果。2023 年 6 月核心 PCEPI 年增率為 4.1%，實質聯邦資金利率為 1.3%(=5.4%-4.1%)。

目標值 2%。美國 PCEPI 年增率於 2022 年 6 月升至 7% 後下降至 2023 年 6 月之 3%，核心 PCEPI 年增率於 2022 年 2 月升至 5.4% 後降至 2023 年 6 月 4.1%，如圖(2.2)。整體及核心 CPI 的走勢亦同，自 2022 年的高點下降，如圖(2.3)。不論 PCEPI 或 CPI，核心通膨率均較整體通膨率下降緩慢。

圖(2.2) 美國整體 PCEPI 及核心 PCEPI 年增率



資料來源: 美國 Bureau of Economic Analysis

圖(2.3) 美國整體 CPI 及核心 CPI 年增率



資料來源: 美國 Bureau of Labor Statistics

圖(2.4)顯示核心 PCEPI 年增率之 3 項主要類別：核心商品通膨(Core Goods Inflation)、住宅通膨(Housing inflation)及核心服務(不含住宅)通膨(Supercore Inflation)的變化。核心商品通膨率於 2023 年 6 月降至 1.7%，住宅通膨及核心服務(不含住宅)通膨分別為 8% 及 4%，為核心通膨率下降緩慢的原因。住宅通膨方面，即時市場資料顯示房租指數已明顯回落，但反映在住宅通膨的降幅不易估計。核心服務通膨則因勞動需求支持薪資成長，預期呈黏性。

圖(2.4) 美國 PCEPI 之核心商品及核心服務通膨率



資料來源：美國 Bureau of Economic Analysis

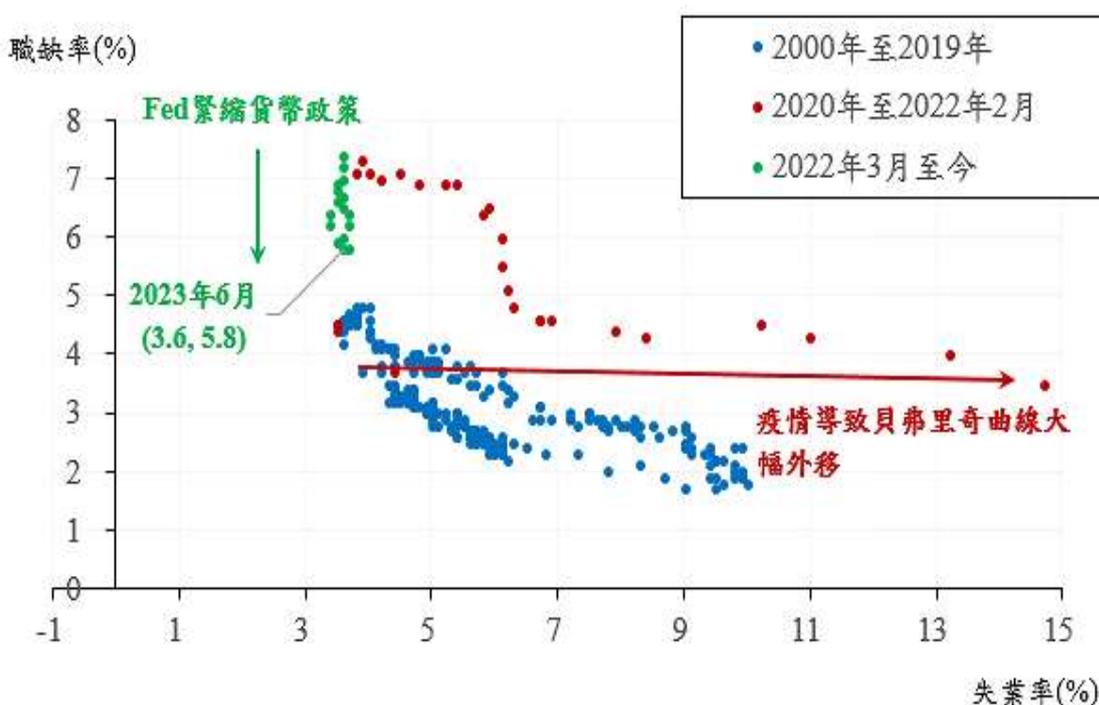
二、 勞動市場

美國勞動市場自 COVID-19 疫情後呈現需求大於供給的情形，其

可能原因包含疫情改變勞工行為，商品及服務消費需求復甦帶動勞動力需求上揚，導致勞動市場持續緊俏。

圖(2.5)為美國貝弗里奇曲線，呈現失業率與職缺率關係。2020年美國勞動市場受到疫情衝擊，導致失業率大幅上揚，貝弗里奇曲線大幅向外移動。隨著疫情趨緩，失業率下降，職缺率則大幅上揚至2022年3月7.4%之歷史新高，而後Fed啟動升息，職缺率緩步回落至2023年6月5.8%，同期之失業率3.6%，接近歷史低點3.5%，可見美國勞動市場的緊俏程度。

圖(2.5) 美國勞動市場貝弗里奇曲線



資料來源：美國 Bureau of Labor Statistics

圖(2.6)為美國職缺率及平均時薪年增率的變動，兩者皆高於疫情前水準。職缺率於2023年6月降至5.8%，高於2019年平均值為4.5%。平均時薪年增率於2022年3月為5.9%，2023年6月降至4.4%，高於2019年

平均值 3.3%，顯示勞動市場需進一步放緩，薪資成長率需再下降，才能使通膨率穩定回落至 2%。

圖(2.6) 美國職缺率及平均時薪年增率

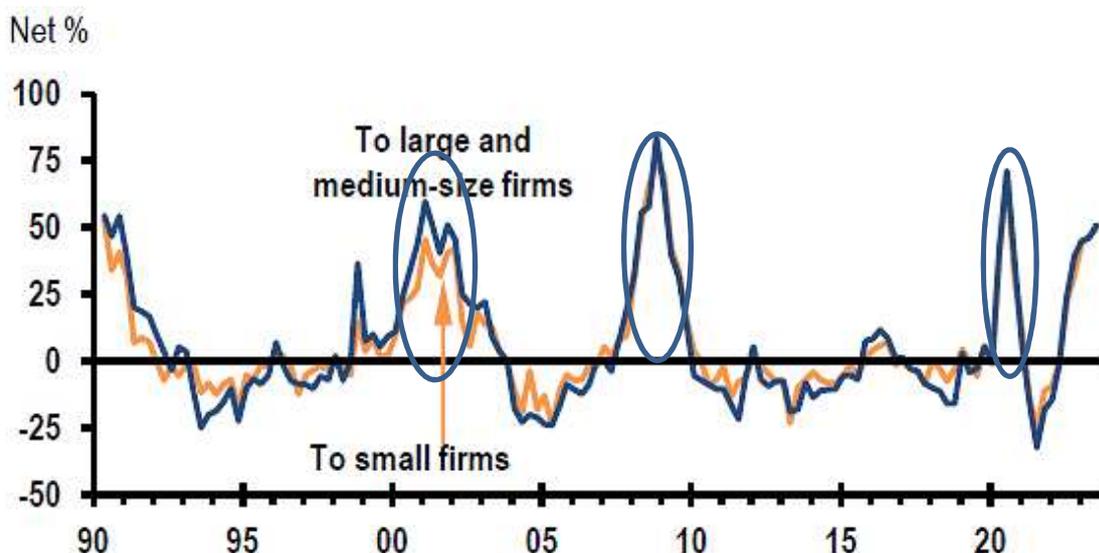


資料來源:美國 Bureau of Labor Statistics

三、 信貸市場

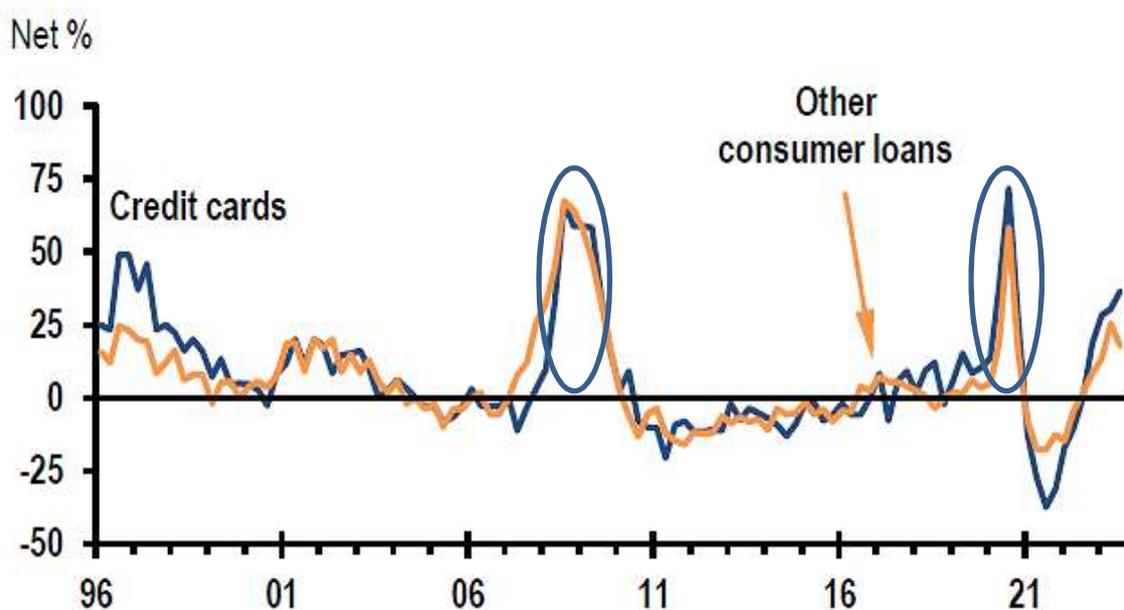
依據 2023 年 7 月底 Fed 公布之銀行貸款業務調查 Senior Loan Officer Opinion Survey (SLOOS)顯示，自 Fed 於 2022 年 3 月啟動升息後，受訪銀行收緊企業及消費貸款條件的百分比上升，如圖(2.7)及圖(2.8)，2023 年第 2 季的調查結果已與過去經濟衰退時期的信貸緊縮情況相當。受訪銀行表示，因經濟前景的不確定性，預期抵押品價值及貸款信用品質惡化，2023 年下半年將持續收緊貸款條件。

圖(2.7) SLOOS 受訪銀行收緊企業貸款條件的百分比



資料來源: The Federal Reserve Board, JP Morgan

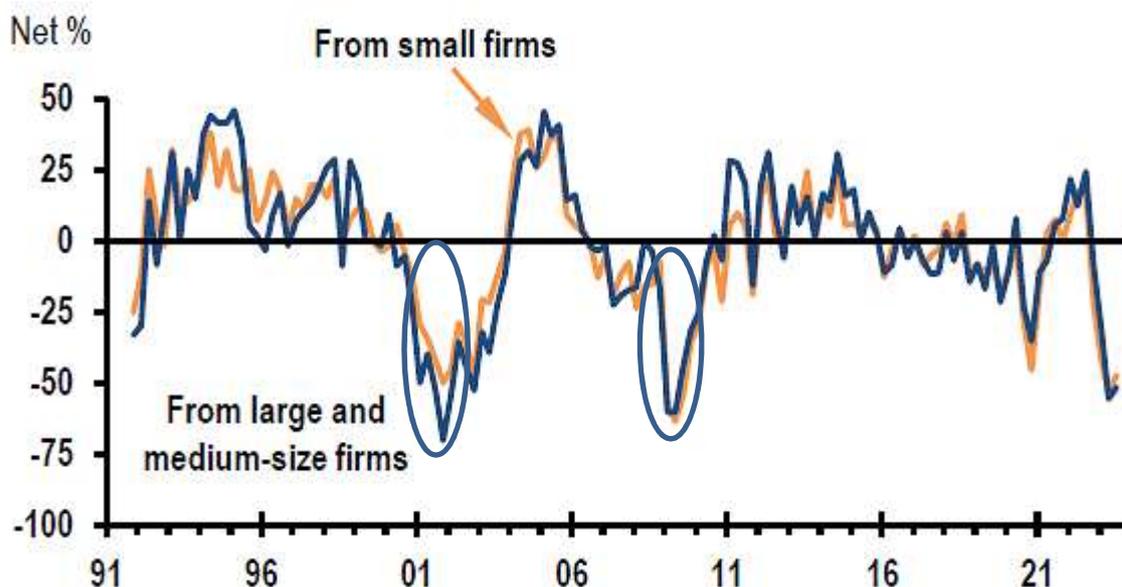
圖(2.8) SLOOS 受訪銀行收緊消費貸款條件的百分比



資料來源: The Federal Reserve Board, JP Morgan

貸款需求方面，自 Fed 於 2022 年 3 月啟動升息後，受訪銀行回報企業貸款需求轉強的百分比下降，如圖(2.9)，2023 年第 2 季的調查結果亦與過去經濟衰退時期的情況相當。受訪銀行表示，企業貸款需求疲弱反映企業減少廠房設備資本支出、購併、庫存融資等資金需求。

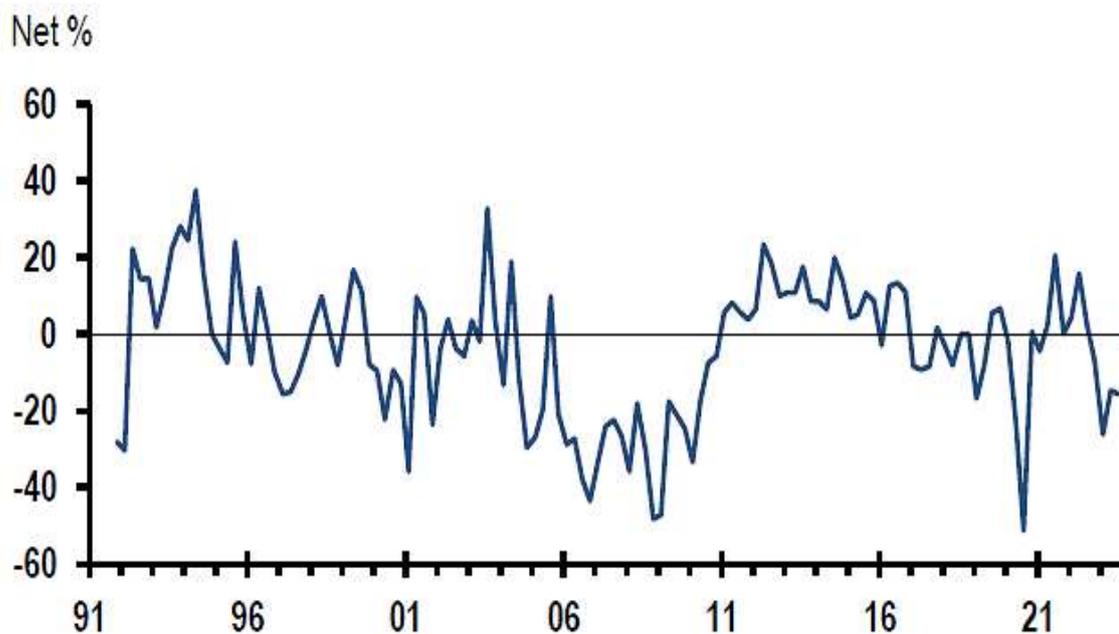
圖(2.9) SLOOS 受訪銀行回報企業貸款需求轉強的百分比



資料來源: The Federal Reserve Board, JP Morgan

圖(2.10)顯示受訪銀行回報消費貸款需求轉強的百分比自 2022 年升息後下降，該比率於 2023 年第 2 季略回升，但仍為負值。

圖(2.10) SLOOS 受訪銀行回報消費貸款需求轉強的百分比



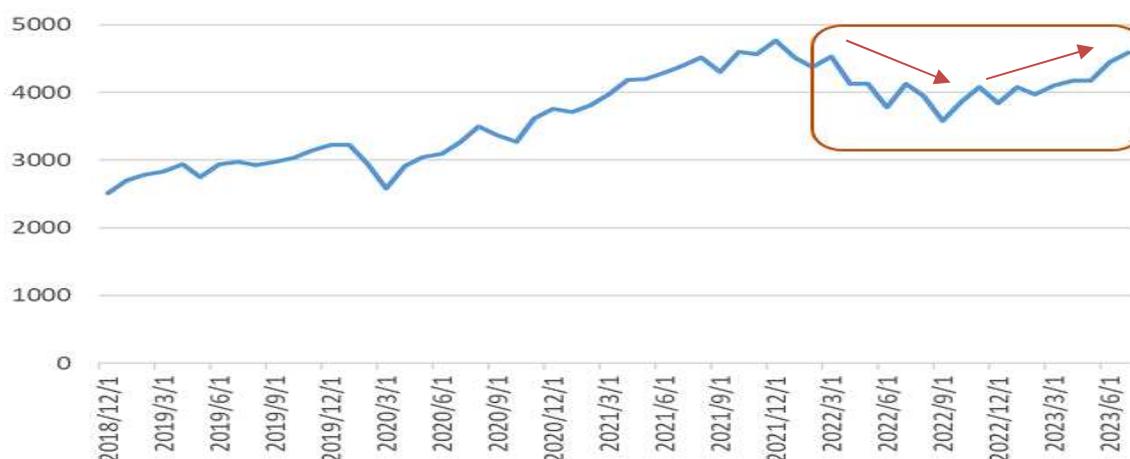
資料來源: The Federal Reserve Board, JP Morgan

四、 家庭財富

Fed 緊縮貨幣政策效果傳遞管道之一為透過資產價格下跌，使美國家庭從持有資產取得的獲利減少，降低消費支出。依據美國 Census Government 統計資料，2021 年美國家庭持有資產中占比最高的三大類為：退休金帳戶(Retirement Accounts)占比 34.1%，自有住宅淨值(Equity in Own Home) 占比 28.5%，股票及共同基金(Stock and Mutual Funds) 占比 11.9%。以股債 60%:40%比率推算退休金帳戶資產配置，對美國家庭財富影響最大的資產類別為股票及房地產。

檢視美股指數及美國房價在本次升息循環中的變化，由圖(2.11)可發現美股 S&P 指數自 2022 年 3 月至 12 月底下跌 15.3%。2023 年隨升息步調放緩，經濟成長優於預期，S&P 指數回漲 19.5%。自 2022 年 3 月底之 4530.41 上漲至 2023 年 7 月底之 4588.96，漲幅 1.29%。

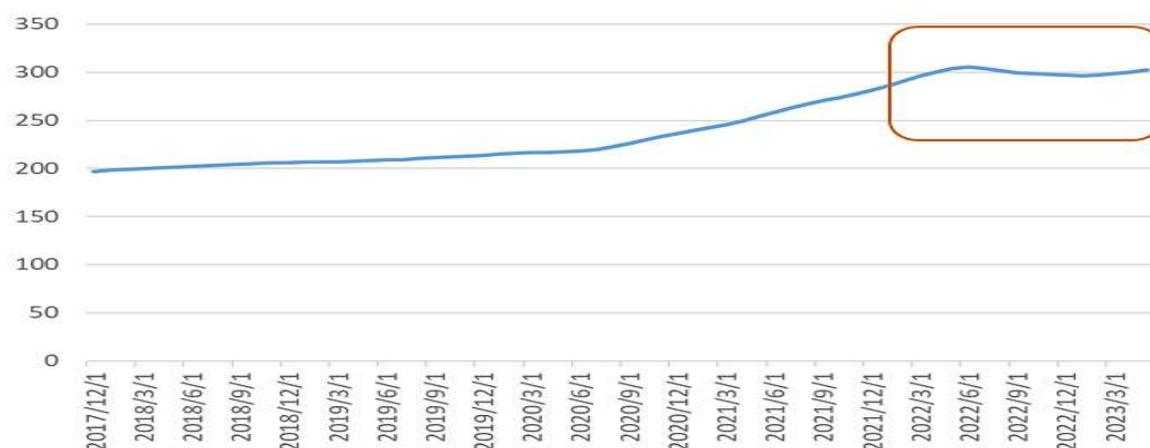
圖(2.11) 美國 S&P500 股票指數



資料來源:Bloomberg

隨 Fed 升息，美國 30 年期房貸利率升至 7% 以上，民眾購屋意願降低。惟美國房市住房供給不足，購屋者有競價壓力，房價獲得支撐。圖(2.12) 為 S&P CoreLogic Case-Shiller 全國房價指數走勢，自 2022 年 3 月 296.34 升至 2023 年 5 月 302.38，小漲 2%。

圖(2.12) 美國 S&P CoreLogic Case-Shiller 全國房價指數



資料來源: Bloomberg

在股價及房價小漲的情況下，Fed 升息迄今對美國家庭財富的負面衝擊小。2023 年第 1 季美國家庭財富金額 140.58 兆美元，較 2022 年第 1 季 144.55 兆美元，僅減少 2.7%。

表(2.1) COVID 疫情前後美國家庭資產、負債及財富變化

單位: 兆美元	2019 年 第 4 季 (a)	2022 年 第 1 季(b)	2023 年 第 1 季(c)	[(c)- (a)]/(a) (%)	[(c)- (b)]/(b) (%)
資產 (Assets)	125.63	162.02	158.94	+26.5	-1.9
負債 (Liabilities)	15.53	17.48	18.34	+18.1	+4.9
家庭財富 (Wealth)	110.09	144.55	140.58	+27.7	-2.7

資料來源: The Federal Reserve Board

檢視自 2022 年 Fed 啟動升息循環迄今，貨幣政策對通膨率、勞動市場、信貸市場已有抑制作用。然而就業情況良好，股價及房價等資產價格持穩，2023 年第 1 季美國家庭財富較 2019 年底疫情爆發前增加 27.7%，資產負債情況改善，消費需求維持強勁。因此，Fed 需要將政策利率維持在限制性水準一段時間，才能觀察到緊縮政策抑制勞動市場及消費需求的明顯效果。

參、2024 年美國經濟表現的可能情境

Fed 本次升息循環的速度及強度為近 40 年來罕見，未來美國經濟是否可能陷入衰退，為市場參與者關注的議題，本章節將探討 2024 年美國經濟的可能變化及貨幣政策調整方向。

一、歷次升息循環後多發生經濟衰退

回顧美國 1988 年至 2020 年的 5 次升息循環，有 4 次發生經濟衰退(依 NBER 定義之經濟衰退期間)，如表(3.1)所示，Fed 停止升息至經濟步入衰退相隔約 9 至 17 個月，平均為 13.5 個月。若 2023 年 7 月為 Fed 最後 1 次升息，推估經濟衰退可能發生於 2024 年下半年。

表(3.1) 1988 年至 2020 年美國升息循環及經濟衰退期間

Fed 升息循環	經濟衰退	停止升息至經濟衰退相隔月數
1988 年 3 月~1989 年 2 月	1990 年 7 月~1991 年 3 月	15
1994 年 2 月~1995 年 2 月	未發生衰退	不計
1999 年 6 月~2000 年 5 月	2001 年 3 月~2001 年 11 月	9
2004 年 6 月~2006 年 6 月	2007 年 12 月~2009 年 6 月	17
2015 年 12 月~2018 年 12 月	2020 年 2 月~2020 年 4 月	13

資料來源: The Federal Reserve, NBER

依據表(3.1)界定停止升息至經濟衰退前的期間如表(3.2)，期間內整體及核心 PCEPI 年增率多高於通膨目標值 2%，失業率介於 3.6%~5.5%，GDP 季成長年率多高於 2%，實體經濟未出現明顯惡化跡象。而在表(3.3)

的經濟衰退期間，整體及核心 PCEPI 年增率多低於通膨目標值 2%，失業率高於 6%，GDP 季成長年率為負值。

表(3.2) Fed 停止升息至經濟衰退前的通膨率及失業率(期間平均值)

單位: %	1989 年 2 月 ~1990 年 6 月	2000 年 6 月 ~2001 年 2 月	2006 年 12 月 ~2007 年 11 月	2018 年 12 月 ~2020 年 1 月
整體 PCEPI 年增率	4.24	2.56	2.53	1.54
核心 PCEPI 年增率	4.03	1.86	2.33	1.73
失業率	5.27	4.01	4.57	3.69
GDP 成長率 (QoQ SAAR)	2.82	3.43	1.87	2.20

資料來源:美國 Bureau of Labor Statistics、Bureau of Economic Analysis

表(3.3) 經濟衰退期間的通膨率及失業率(期間平均值)

單位: %	1990 年 7 月 ~1991 年 3 月	2001 年 3 月 ~2001 年 11 月	2007 年 12 月 ~2009 年 6 月	2020 年 2 月 ~2020 年 4 月
整體 PCEPI 年增率	4.47	2.03	1.97	1.31
核心 PCEPI 年增率	4.11	1.90	1.67	1.50
失業率	6.05	4.70	6.60	6.53
GDP 成長率 (QoQ SAAR)	-0.93	-0.13	-1.81	-4.60

資料來源:美國 Bureau of Labor Statistics、Bureau of Economic Analysis

二、 2024 年的可能情境

美國家庭及企業經歷 2008 年至 2015 年低利率環境，2020 年至

2021 年財政刺激措施，家庭及企業的資產負債表獲得改善，民眾消費支出對升息的敏感度降低，升息累積效果需要較長時間才顯現。表(3.4)列示 2024 年美國經濟表現的 3 種情境及機率，2024 年的經濟表現預期與歷次 Fed 升息末段的經濟表現類似，為通膨率高於目標值 2%，GDP 年成長率 1%~1.5%的情境(B)，或發生溫和衰退的情境(A)。發生金融危機的情境(C)的機率僅為 5%。未來經濟數據存在不確定性，將影響情境發生的機率。

表(3.4) 2024 年美國經濟表現的可能情境

情境	說明	機率
(A)溫和衰退	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 新增非農就業人數及職缺數降低，失業率上升。 ➤ 消費支出及企業獲利減少。 ➤ 實質 GDP 成長率為負值，通膨率回到 Fed 目標水準 2% ➤ Fed 維持聯邦資金利率於限制性水準一段時間後降息 	55%
(B)低成長	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 勞動市場緊俏程度緩和，失業率未大幅上升。 ➤ 消費支出支持經濟擴張。企業獲利良好 ➤ 實質 GDP 成長率約 1%~1.5%，通膨率降至 2%~3% ➤ Fed 維持聯邦資金利率於限制性水準一段時間，有降息空間 	40%
(C)金融危機	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 通膨率居高不下，Fed 過度緊縮引發金融危機 ➤ 銀行倒閉潮再起，資產遭無序拋售，違約率攀升 ➤ 經濟嚴重衰退，Fed 緊急降息 	5%

資料來源: JP Morgan Asset Management、PIMCO、作者

在 Fed 貨幣政策方面，Fed 主席 Powell 於 2023 年 7 月 FOMC 會議之記者會強調未來貨幣政策將取決於經濟數據(data dependent)，9 月會議可能升息或維持利率不變。主席 Powell 表示希望看到更多通膨持續降溫的證據，勞動市場及薪資成長也需再降溫。然而實質政策利率已為正值，對經濟活動發揮壓抑的效果。若通膨率穩定下降，2024 年可適度調降政策利率。

8 月初多位 Fed 官員發表談話，肯定緊縮政策在抑制通膨方面已取得進展，然而對於 9 月會議是否升息則有不同看法。其中，Fed 理事 Bowman 認為應再升息。San Francisco Fed 總裁 Daly 認為 Fed 須採取更多行動，使通膨率回到目標值 2%。Philadelphia Fed 總裁 Harker 表示 9 月會議前的數據如無意外，可考慮停止升息。New York Fed 總裁 Williams 則釋出升息已近尾聲的訊息，若未來通膨率如 Fed 預期穩定下降，2024 年聯邦資金利率維持於高位一段時間後，將開始降息。

綜合 Fed 官員對於通膨率及未來政策調整方向的想法，研判 Fed 尚未決定 2023 年底前是否再升息，本次升息循環的終端利率可能為 5.25%~5.5%或 5.5%~5.75%。2024 年若通膨率如 Fed 所預期穩定下降，將有降息的空間，與情境(A)及(B)之 Fed 政策調整方向相同。

肆、升息循環末段之資產配置考量因素

COVID 疫情期間，大規模的寬鬆貨幣政策及財政刺激措施，改善美國家庭及企業的收入及資產負債表。COVID 疫情期後，供應鏈瓶頸、勞動市場缺工等情形都造成供給無法滿足需求，通膨率偏高且下降緩慢。然而 Fed 將政策利率維持於限制性水準的時間越長，經濟衰退的機率也越高。故升息循環末段之資產配置的主要考量因素為：(1)強化資產組合對衰退風險的防禦力，增持信用品質良好的債券，分散投資於政府公債、MBS 及投資等級公司債，減持風險資產如股票及高收益債券；(2)就債券投資價值而言，債券殖利率已升至過去 10 年以來變動區間的上緣，適度配置存續期間，不僅提供穩定的長期收益，未來在降息階段也能提供良好的報酬率。

一、強化資產組合的防禦力

美國歷次經濟循環雖各有其成長及衰退的特點，然而在 Fed 升息循環的末段，通膨逐漸降溫，失業率尚未明顯攀升，消費者及投資人對實體經濟與金融市場經常抱持樂觀的預期，風險資產價格上漲，直到某種危機爆發，導致金融市場信心崩盤，風險資產跌價，經濟衰退。

表(4.1)為 Fed 停止升息至經濟衰退期間債券⁴及股票指數報酬率，信

⁴ 表(4.1)及(4.2)使用 Bloomberg 美國公債、Agency MBS 及公司債券指數計算報酬率。

用品質佳的美國公債、MBS 及投資等級公司債指數有 6%以上的報酬率。

除 2000 年 6 月至 2001 年 2 月期間外，美股指數報酬率有 11%以上的報酬率。由於 Fed 在經濟衰退期前已開始降息，表(4.2)顯示在經濟衰退期間，公債及 MBS 指數報酬率達 5%以上。高收益公司債及美股指數等風險資產報酬率多為負值，表現不及公債及 MBS。

表(4.1) Fed 停止升息至經濟步入衰退期間債券及股票指數報酬率(年化)

報酬率(%) (年化)	1989 年 2 月 ~1990 年 6 月	2000 年 6 月 ~2001 年 2 月	2006 年 6 月 ~2007 年 11 月	2018 年 12 月 ~2020 年 1 月
美國公債指數	11.97	16.83	9.50	8.7
美國 MBS 債 券指數	13.63	16.78	8.47	6.52
美國投資等級 公司債指數	12.10	15.66	7.36	15.77
美國高收益公 司債指數	1.00	-4.67	7.05	13.16
S&P500 股票 指數	21.51	-15.68	13.61	28.64
那斯達克股票 指數	11.52	-45.66	16.25	35.92

資料來源:Bloomberg

表(4.2) 經濟衰退期間債券及股票指數報酬率(年化)

報酬率(%) (年化)	1990年7月 ~1991年3月	2001年3月 ~2001年11月	2007年12月 ~2009年6月	2020年2月 ~2020年4月
美國公債 指數	9.74	7.57	5.55	28.08
美國 MBS 債券指數	13.23	8.52	7.31	11.65
美國投資 等級公司 債指數	11.23	9.56	1.97	-3.62
美國高收 益公司債 指數	4.93	-3.89	-2.16	-31.10
S&P500 股 票指數	9.62	-9.42	-24.16	-32.56
那斯達克 股票指數	5.88	-13.13	-20.15	-9.95

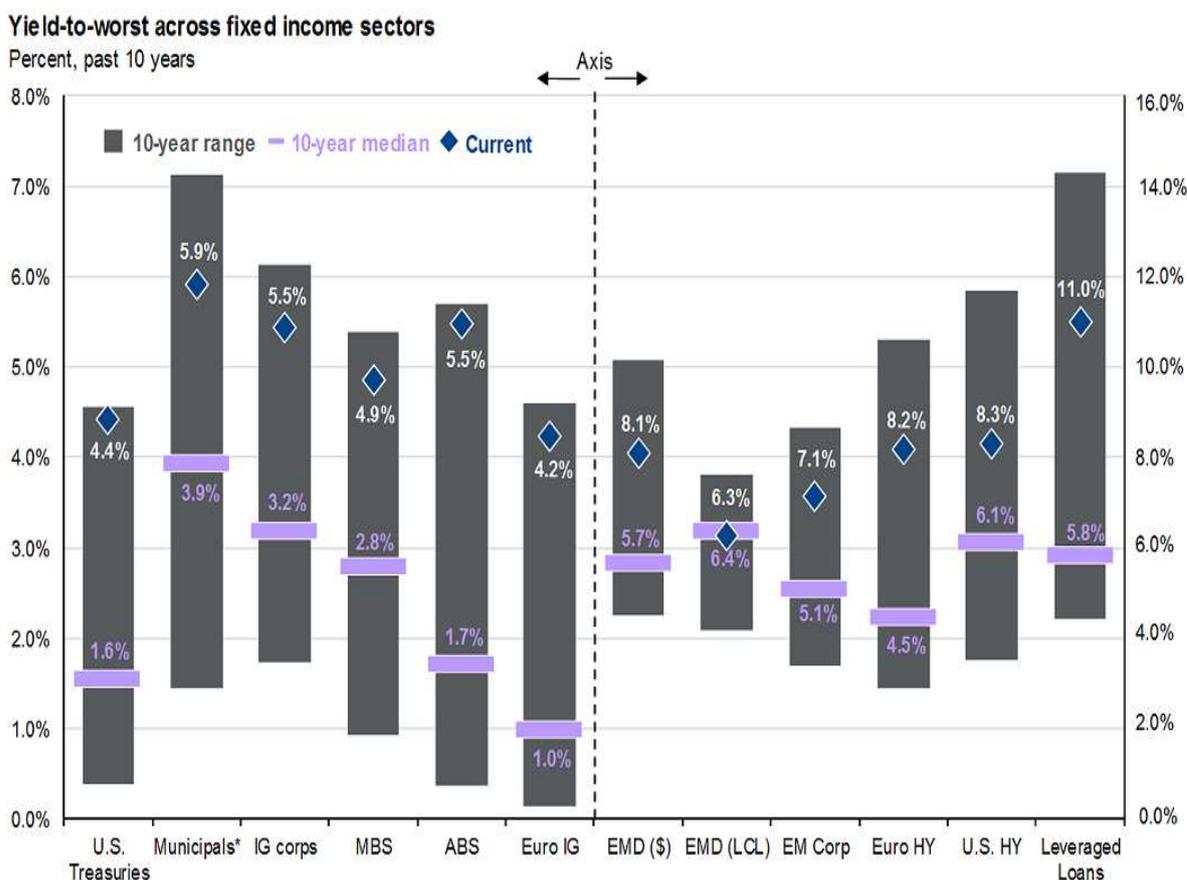
資料來源:Bloomberg

現階段美國經濟數據優於預期，投資人對未來的樂觀預期推升高風險資產價格，若實際成長及企業獲利不如預期，價格將出現修正。在 2024 年美國經濟放緩的可能情境下，投資人應注重投資組合的信用品質，慎選營運及財務狀況穩定的企業所發行的公司債，減持高收益債及股票等高風險資產。

二、 債券投資價值分析

圖(4.1)為各類債券指數的殖利率(Yield-to-Worst)於過去 10 年的變動範圍。2023 年 7 月底，信用品質較佳的債券如公債、MBS 及投資等級公司債指數的殖利率分別為 4.4%、4.9%及 5.5%，均位於 10 年變動區間的上緣，高於中位數約 240bp，投資人可獲得 10 年來相對優渥的孳息收益。

圖(4.1) 過去 10 年各類債券指數殖利率的變動範圍及中位數

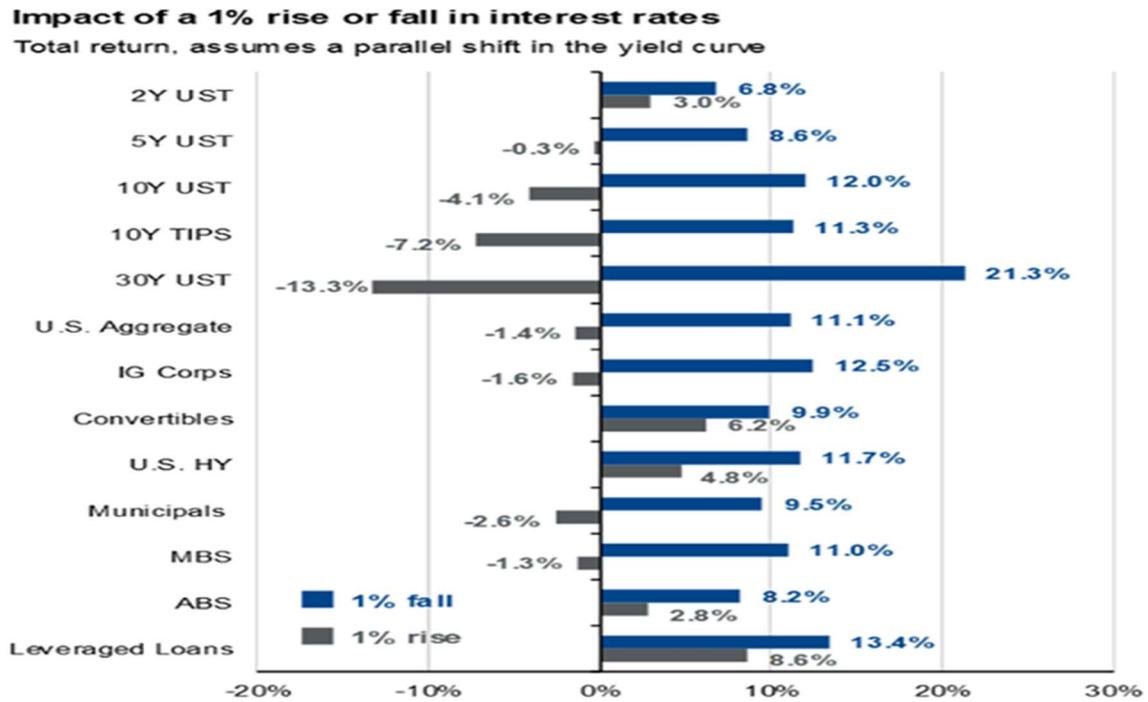


資料來源: JP Morgan Asset Management

圖(4.2)為不同天期債券及各類債券指數的利率敏感度，若公債殖利率向下平移 1%，長天期公債報酬率高於短天期公債，投資等級公司債指數

報酬率 12.5%，略高於 10 年期公債，MBS 指數報酬率也達 11%。考量 2024 年 Fed 有降息空間，持有信用品質好的債券，適度配置存續期間，可獲得穩定收益，也能賺取相當於持有股票的市值報酬率。

圖(4.2) 不同天期債券及各類債券指數的利率敏感度



資料來源: JP Morgan Asset Management

伍、心得及建議

COVID-19 疫情後的供需失衡及地緣政治事件的干擾，導致美國通膨率升至近 40 年來的高點，迫使 Fed 自 2022 年 3 月開始升息，在 16 個月內累計升息 525bp。

本文就通膨率、勞動市場、信貸市場及家庭財富等層面檢視 Fed 本次緊縮貨幣政策的效果，發現在通膨及信貸市場方面，緊縮政策已有抑制作用，但對勞動市場及家庭財富的效果不明顯。由於本次升息循環的特徵在於 Fed 對於通膨風險的警戒，在美國經濟展現韌性的情況下，Fed 需要維持聯邦資金利率於限制性水準一段時間，才能使勞動市場放緩，確保通膨率穩定下降。

展望 2024 年，經濟表現預期與歷次 Fed 升息循環末段的表現類似，為低成長或是步入衰退，因通膨率下降接近 2% 目標值，Fed 有降息的空間。資產配置宜強化資產組合對衰退風險的防禦力，增持信用品質良好的債券，避免過度追求高收益而增加對高風險資產的曝險。在升息循環末段，政策利率維持在高位的期間，適度配置投資組合存續期間，可獲得穩定收益，未來降息時，也能獲得良好的報酬率。甚至在極端的金融危機事件爆發時，能發揮避險的功能。

參考資料

1. Bilton, J., J. Geller, G. Herbert, J. Laskowitz, Y. Romahi and K. Thorneycroft, “Global Asset Allocation Views 3Q 2023”, J.P. Morgan Asset Management, June 29 2023.
2. Clarida, R., B. Andrew and D. Ivascyn, “The Aftershock Economy”, PIMCO, June 6, 2023.
3. Clarida, R., D. Ivascyn and K. Stafford, “Bond Market Outlook: Valuations Suggest Potential for Equity-Like Returns with Less Risk”, Viewpoints, PIMCO, July 12, 2023.
4. Feroli, M., “Got a Tip They’re Kicking the Door in again,” J.P. Morgan North America Economic Research, June 14, 2023.
5. Feroli, M., “See You in September,” J.P. Morgan North America Economic Research, July 7, 2023
6. Feroli, M., “June CPI: Light and Refreshing,” J.P. Morgan North America Economic Research, July 12, 2023.
7. Feroli, M., “Fed Hikes, but the End is in Sight,” J.P. Morgan North America Economic Research, July 26, 2023.
8. Feroli, M., “Still a Sellers’ Market for Labor,” J.P. Morgan North America Economic Research, August 4, 2023.
9. “Guides to the Market”, J.P. Morgan Asset Management, June 30, 2023.
10. Kelly, D., “Economic & Market Update”, J.P. Morgan Asset Management, July , 2023.
11. Michele, M., “Asset Class Views: Global Fixed Income Views 3Q 2023”, J.P. Morgan Asset Management, June 26, 2023.

12. Olonoff, E., "Are we There Yet?", J.P. Morgan Asset Management, July 13, 2023.
13. Silver D., "US: SLOOS Shows More Intense Tightening in Standards", J.P. Morgan North America Economic Research, J.P. Morgan. July 31, 2023.
14. Silver, D., "US: Core CPI Trend Continues to Moderate," J.P. Morgan North America Economic Research, August 10, 2023.
15. Wilding, T. and A. Boxer, "Fed Cycle Enters Data-Dependence Phase", PIMCO, July 26, 2023.