

全球投資觀點

央行降息路徑充滿挑戰



**Vincent
MORTIER**
集團投資總監

在通膨降溫、經濟恐將趨緩之際，景氣數據卻展現了顯著的抗跌韌性，市場也重新評估各國央行的政策路徑。不過，通膨消退的速度可能受到紅海緊張情勢所影響，對於歐洲而言尤其如此；這麼一來，各國央行的目標，也就是在合理的時間內繼續維持限制性的利率水準，避免過早或過晚降息，就成為格外困難的使命。

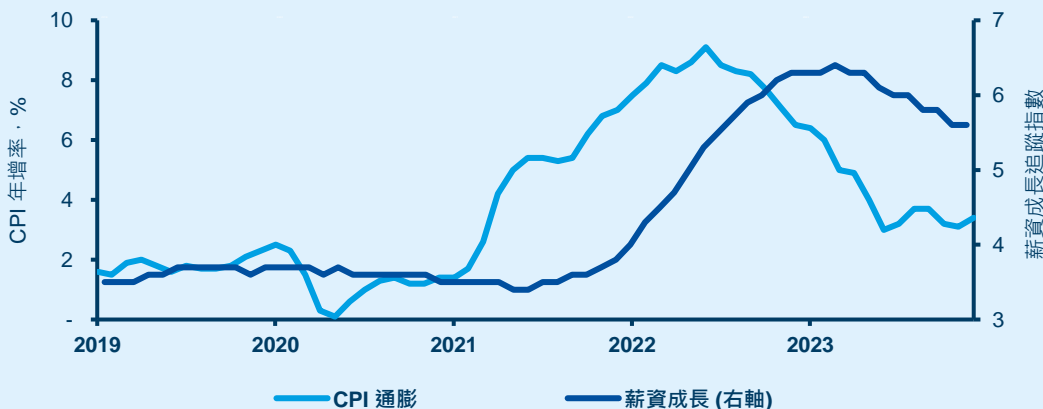
單就經濟成長而言，我們預期美國經濟在今年中旬將會出現較為長期的趨緩。對於歐洲，我們下調今年的經濟成長預測，同時研判中國的通膨將低於市場預估水準。這樣的調整，不影響我們對於經濟活動的看法：

- **美國就業市場趨軟。**目前的薪資增幅正在下跌，多數的就業機會則來自於非景氣循環型產業（如政府部門等）；這點對於消費活動不無影響，只是現階段的消費仍然強勁。
- **不預期歐元區會出現衰退，但風險偏高。**疲弱的政府支出與限制（德國與法國）有可能拖累經濟，但當地的主要利多則包括了個人消費以及薪資成長；後者正是歐洲央行決策的重要考量。
- **中國境內的經濟成長減速與反通膨風險。**政府不太可能採取砲轟式財政刺激（fiscal bazooka），畢竟當局正試圖縮減負債。此外，由於不動產與消費壓力的基本面問題仍然存在，用以激勵市場信心的小規模政策不會帶來長久的效果。
- **地緣政治/ 政治因素重要程度與日俱增。**世界各國在今年內舉行的大選，將決定全球半數人口的政府由誰執掌。美中歐之間的關係，也將受到領導人抉擇/ 國內輿論的走向所影響。



**Matteo
GERMANO**
集團投資副總監

聯準會的任務不易達成，但薪資成長數據反映了通膨消退將持續進行



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 1 月 25 日。上圖右軸：美國亞特蘭大薪資成長追蹤指數 (US Atlanta Wage Growth Tracker)。



「經濟大環境的抗跌
韌性超乎預期，只是部
分領域的評價已過高。
在當前的景氣循環階段
裡，關鍵在於基本面分
析亦應聚焦全球。」

下列領域仍是我們聚焦的對象：

- **跨資產：**我們注意到美國經濟放緩，但獲利並未因此大幅減少，考量獲利可能會持續疲弱，我們整體維持謹慎。我們對於已開發經濟體股市抱持守成觀點，但仍小幅正向看待日本資產。甚至對於新興市場，我們亦繼續積極看待，目前主要透過亞洲倉位反映觀點。我們小幅樂觀看待美國與歐洲的存續期部位，此係考量進行中的通膨降溫，同時也體認主動式操作的明確必要性，特別是對於歐洲資產而言。我們同時認為，當地的投資等級信用債具備吸引力。匯率方面，我們考量匯市過度反應了美元的降息次數，對於美元兌日圓的悲觀程度已有調降，同時認為日圓依舊是全球經濟成長風險的良好避險資產，石油則是地緣政治風險的理想對策
- **固定收益方面，**我們小幅正向看待美國存續期部位，而對歐洲與日本則稍微謹慎。但由於市場對各國央行降息的評估持續變動，我們持續發揮靈活彈性。信用債方面，我們對高品質的歐洲投資等級債 (BBB 評等、銀行業) 略為青睞，同時認為投資人有機會考慮初級市場契機。同理，偏好美國投資等級債更勝非投資級券種，此係考量違約率與較高評價水準等因子。此外，美國證券化市場 (例如機構抵押貸款擔保證券) 提供了長期價值，但整體而言，我們亦將留意流動性風險與利率波動度。
- **縱使更廣泛的美國市場與成長型資產價值似乎遭到高估，**我們仍舊發現，部分領域 (即美國價值型資產) 具備誘人的事業展望與獲利成長前景。現階段的日本也呈現持續復甦的跡象，順利擺脫通縮的機率也日益看好。對於歐洲 (當地資產評價優於美國)，我們維持平衡的觀點，偏好優質的順景氣循環公司以及防禦抗跌資產。
- **對於新興市場資產，**特別是全世界半數人口匯聚的亞洲各國，固定收益與股市的背景環境均屬穩健。然而，我們持續監控通膨，同時也體認了不同新興經濟體間的異質性：拉丁美洲 (巴西、墨西哥與哥倫比亞) 乃至於亞洲 (印度與印尼) 的各個市場均有獨一無二之處。債券方面，強勢貨幣與當地貨幣計價券種均有可期，不過偏好非投資級券種更甚於投資等級債。面對中美兩強間、中東各國間的地緣政治風險，我們戒慎以對，從而小心看待 GCC (波斯灣周邊諸國) 區域的後續發展。



整體風險氛圍



我們體認了經濟大環境略有改善，這點彰顯出探索市場內優質領域的重要性；同時，面對不確定變局，對於政府公債，仍舊維持著正面看法。

相較於前個月的變動

- **股市：**對日本略為正面；對中國以外其他新興市場更加正向。
- **固定收益：**考量誘人價位與基本面，略為正向看待歐洲投資等級債。
- **匯率：**對於美匯的短線憂慮降溫，接近中立。

整體的風險氛圍，乃是透過不同的投資平台，針對各種風險資產 (信用債、股票、大宗商品) 表達質化觀點，並於全球投資委員會裡交流分享。我們的立場仍將視情況調整，俾以反映市場與經濟環境的任何變動。

三大熱議課題

1. 看過了近期疲弱的通膨數據後，您怎麼看待中國的通膨與經濟成長？

我們並不預期中國會出現真正的通縮，但也下調了我們的通膨預測數字，2024 年為 0.2%、2025 年為 0.4%。中國的消費，現正面臨壓力。家庭將持續受到薪資水準所波及，同時由於民眾資產的一大部分由不動產所構成（目前又處於不動產價跌的情境），較低的財富效應亦有影響。另一方面，我們預期中國將會更快轉型進入長期而言幅度較低但更具永續潛力的經濟成長模式。然而，假使北京當局出台某種社會安全支出或津貼制度，乃至於基礎建設形式的大型景氣刺激方案（超乎我們的主要預期），就有可能影響我們所預想的成長疲弱情境。

對於投資的後果：

- 中立看待中國政府公債與信用債

2. 您的資產配置立場如何調整？

從跨資產的觀點來看，我們整體維持謹慎，但縮減了針對全球股市的守成防禦觀點，一併顧及美國衰退風險低於先前預期的新狀況。面對盈餘數字，我們並不預期今年會出現獲利衰退，但盈餘增幅大概不會太亮眼，倒是目前的評價水準較為偏高——如此一來很難看出什麼股市大幅、迅速上檔的跡象。

對於投資的後果：

- 股市：對全球股市微幅謹慎；肯定美國與歐洲的優質與高股利資產；正向看待日本。
- 信用債：正向看待投資級債券，看空非投資級

3. 您預期今年歐洲的經濟環境會如何發展？

我們下修了歐元區今年 (0.3%) 與 2025 年 (1.0%) 的經濟成長預測數字，但並不認為當地就會出現衰退，畢竟勞動市場緊俏，家戶實質收入也可能在今年裡有所改善。另一方面，當地欲振乏力的工業生產、國家層級財政支援的退場，以及緊縮貨幣政策的快速傳導效果，有可能影響需求面的表現。

對於投資的後果：

- 稍微審慎看待核心歐洲國家存續期部位，對於歐洲外圍國家券種中立看待。
- 歐元兌美元：2024 年第 2 季前維持在 1.09 附近，但我們有機會在第 1 季裡看到歐元匯價略為偏強。

「美國民眾持續消費，對於超額舉債亦無顧忌，從而撐起了風險資產的一部分漲勢。然而，較高的評價水準與經濟不確定變數，有必要謹慎以對。」



Monica DEFEND
鋒裕匯理投資研究院主席

找尋亞洲的投資契機

我們體認，經濟大環境略具支撐力道 — 對於美國經濟趨緩的預期也比先前緩解，應該足以避免企業盈餘表現的巨幅回檔，我們也不認為 2024 年間會出現獲利衰退。不過，這並不代表我們認同了市場的盈餘預期，在我們看來，多數市場人士對於美國與歐洲都過度樂觀。因此，我們固然審慎看待已開發經濟體的股市，但也認為某些國家的表現應該不錯，例如背景環境較佳的亞洲國家。另一方面，我們延續了對於政府公債的正向觀點，同時認為投資人應該持續透過原物料部位，實踐多元分散。

高度信心投資構想：在謹慎評估美股與歐股的同时，我們對於日本的態度轉趨微幅正向。這個國家現正經歷服務業的持續復甦、企業改革、薪資增幅的勞資談判，這些都將撐起經濟脫離通縮。縱使是在新興市場當中，在墨西哥股市行情過後，我們轉而關注印尼與南韓（半導體景氣週期）等亞洲國家，注重個別國家的特殊優勢，同時繼續正向看待印度發展。

如同預期，美國與歐元區現正呈現反通膨狀態。因此，我們對於美國與歐洲延續了正面態度，但也體認到這兩個區域的佈局均須敏捷變通，畢竟美國大選結果有可能會影響財政方針的審慎程度。我們維持了對於美國以及加拿大的殖利率曲線趨陡觀點。對於歐洲外圍的義大利通膨連結公債 (BTPs)，我們保持了正向立場。然而，綜觀日本，我們考量日本微幅正向的景氣展望可能造成影響，維持了日本

公債的負向觀點，這也是我們確保整體存續期立場充分多元分散的對策之一。

隨著已開發各國央行的政策轉向跡象出爐，有可能導致美國利率降低，新興市場債券因而持續散發強勁潛力。新興市場穩健的經濟成長步伐，也是正面因素之一，但我們審慎看待地緣政治風險與各項制裁。

信用債方面，高評等歐洲信用債憑藉較高的品質與平易近人的相對評價，化為主要亮點，頗有機會受惠於貨幣政策的寬鬆化。然而，對於評價偏高的特定美國非投資級券種，我們不予肯定。

匯率方面，聯準會政策勢必成為美匯走勢的關鍵因子，我們認為聯準會一旦真正開始降息，美元很難不貶值。然而，由於市場水位所反映的降息幅度過大、時機過快，單就短期來說，美元仍可能走強。有鑑於此，我們縮減了原本對於日圓兌美元的正向態度。適逢全球經濟成長遭遇各種風險，日圓仍舊不失為良好的避險管道。反觀新興市場，我們不預期還會出現強勁升值，但對於拉丁美洲貨幣保持著相對偏好。

風險與避險：中東地緣政治的緊繃對峙，以及近期紅海航道各方交鋒的新聞，彰顯了透過石油進行避險的必要。石油價格落後於其他順景氣循環原物料的近期價格升幅，因而預留了額外的上漲餘裕。



Francesco SANDRINI

多重資產策略主管



John O'TOOLE

多重資產投資方針主管

「我們的風險配置接近中立，同時也認為應當把握當下探索不同區域/領域，有效迴避並因應全球經濟成長疲弱的基調。」

鋒裕匯理跨資產信心

◆ 目前立場 ◆ 相較於前個月的變動

| | | --- | -- | - | = | + | ++ | +++ |
|-----|-------|-----|----|---|---|---|----|-----|
| 股票 | 已開發市場 | | | | | | | ◆ |
| | 新興市場 | | | | | | | ◆ |
| 信用債 | | | | | ◆ | | | |
| 存續期 | 已開發市場 | | | | | | | ◆ |
| | 新興市場 | | | | | | | ◆ |
| 石油 | | | | | | | | ◆ |
| 黃金 | | | | | ◆ | | | |

資料來源：鋒裕匯理資產管理。表格根據全球投資委員會的最近期觀點，反映了 3-6 個月的跨資產評估結果。相關資產類別評估的今後展望、展望變動與見解變化，反映了預期方向 (+/-) 與預期的信心強度 (+/+/+/+)。相關評估仍將變動，且已納入避險部位的影響。

運用優質資產安度降息與經濟放緩

整體評估：美國經濟截至目前的勁道，令我們堅信聯準會不至於在 5 月底前先行降息，而歐洲央行也將戒慎追蹤反通膨趨勢。預期中的今後經濟成長乏力，意味著對於歐洲乃至於其他資產，必須更加重視優質信用與評價。

全球與歐洲固定收益：隨著新的前瞻性指標呈現疲弱，歐洲經濟成長的相關隱憂將會持續。至於通膨面，中東情勢可能帶來風險，反映了亞洲運往歐洲的物流成本（貨物）持續攀升。我們現正監控相關風險與其延續時間，戰術性保有存續期部位的微幅防禦抗跌立場，同時也確保了相關立場兼顧敏捷應變原則。公司信用債潛藏契機，但非投資級券種的風險報酬比稱不上理想，我們建議在相關領域保持防禦態勢，特別是較低評級領域，如 B- 與 CC 級券種。然而，對於投資級券種，單就過往水位而言，評價堪稱良好，我們偏好的則是兼顧品質與報酬表現的 BBB 券種。我們也一併看好中等天期與銀行產業券種。此外，投資人不妨考慮初級市場當中饒富吸引力的高品質券種，比照 1 月的情況規劃佈局。

美國固定收益債：我們延續的原有的聯準會降息觀點，前提則是通膨繼續下滑、經濟活動趨緩。因此，我們的看法略為正向，並且體認到美國大選在即，必須採取主動式調整，藉此因應任何潛在的財政政策變動（並未列入我們的主要預期）。重要的是，如果經濟維持強勁表現，利率不太可能大幅下跌。同時，我們專注於機構抵押貸款擔保證券，藉此確保額外收入，此外此類資產的評價相對於過往水準亦屬合理。另個值得注意的領域為投資等級債，我們偏好金融債更甚於非金融債，同時建議投資人務必慎選發行機構。新發行的券種當中也有某些機會，只要報酬足以彌補流動性與信用風險，即值得考慮。然而，我們關注非投資級券種的利率波動性，同時也在評估景氣循環產業面對景氣降溫的受影響程度。

新興市場債券：我們對於新興市場債券保持正面態度。然而，中東與烏克蘭的地緣政治風險、出乎預期的美國通膨動態、個別資產的特殊風險，都可能導致始料未及的狀況。舉例來說，我們認為中國政府的刺激政策很難成為長期局勢的扭轉因素，土耳其的非傳統貨幣政策也很難長久維持。我們偏好新興市場的強勢貨幣計價債與公司債，同時考量評價水位，看好非投資級券種更甚於投資等級債。當地貨幣計價債方面，我們偏好拉丁美洲，對於亞洲則建議慎選標的。

外匯：在地緣政治風險瀰漫、市場動態頻仍之際，美元匯價可望於近期內走挺，我們微幅樂觀看待。反觀新興市場貨幣，我們積極看待拉丁美洲貨幣與印度盧比，但對於墨西哥披索，思及即將到來的選舉可能導致波動，寧可保持謹慎。



Amaury D'ORSAY
固定收益部主管

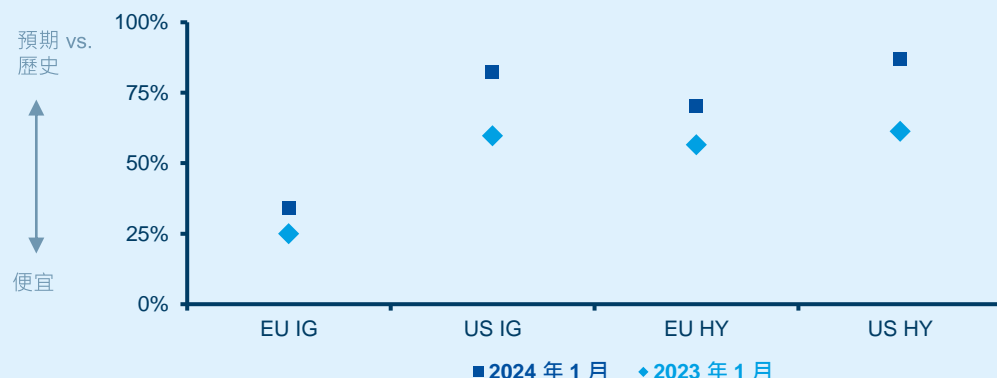


Yerlan SYZDYKOV
新興市場全球主管



Marco PIRODINI
美國投資管理部
投資總監

信用債當中的歐洲投資等級券種頗具吸引力



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 1 月 25 日。目前評價的歷史百分位數（以 1998 年 1 月 31 日至今的月資料為基準）。

「經濟減速與政策降息，有機會造就出誘人的信用債進場時機，特別是在歐洲。」

首重基本面與訂價能力



Andreas WOSOL
價值股部門主管



Yerlan SYZDYKOV
新興市場全球主管



Marco PIRONDINI
美國投資管理部
投資總監

「投資人不應忽視評價水準與盈餘表現之間的不一致，特別是在挫折承受力脆弱的此刻。」

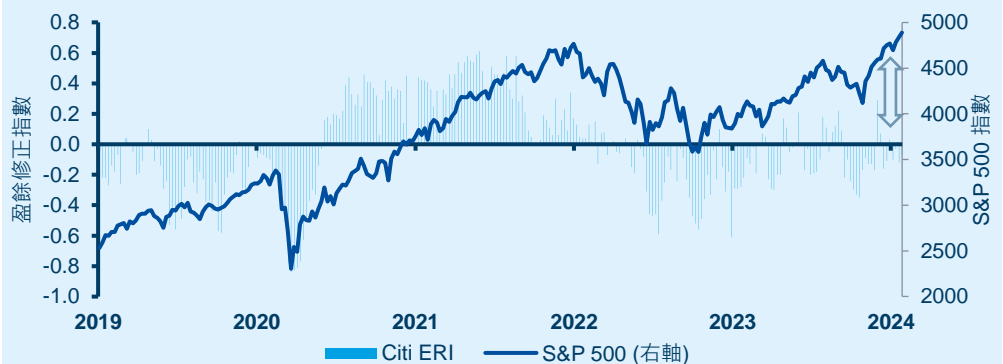
整體評估：市場正嘗試臆測確切的降息時機以及經濟活動抗跌強度。我們認為，歐洲會面臨疲弱的成長，美國則會出現經濟活動的輕微緊縮，波及獲利表現——縱使我們並不預期盈餘會衰退，但仍認為市場預期過高。因此，我們首重基本面，並探索日本當地表現強勁的公司，以及美國價值股。而在新興市場，特定亞洲國家（印度與印尼）與拉丁美洲的展望穩健。

歐洲股票：經濟活動的演變以及歐洲央行的談話內容，有可能會左右這波行情。此外，當前的財報季可能提供了某些機會，特別是在消費產品領域，然而我們並不預期各公司會發布什麼暢旺的財測數字，此係考量總體經濟的不確定變局以及地緣政治風險等。整體而言，我們延續平衡的立場（優質景氣循環股、防禦類股），同時看好訂價能力穩健、品牌優越、現金充裕的資產負債表模範生。對於防禦型資產，我們微幅提升了對於醫療保健股的正向評估，但在運輸券種出現強勁漲升過後，適度縮減我們的工業股立場。不過，工業股與銀行股（股利與獲利成長）仍舊是我們的主要信心標的。相形之下，我們這段時間以來始終對於非必要消費產品抱持謹慎態度，此係考量相關領域（例如休閒運動用品）的訂價能力恐將弱化。

美國股票：相對於過往歷史常態，市場呈現了嚴重的異常現象，偏高評價散佈在成長股與價值股之間，並極端集中於最大型的證券上。異常狀態料將在更長期間內回歸正常，偏高評價個股以及超大型股則可能遭到拖累。此外，我們發現了消費產品與工業股公司的業績趨緩跡象，低端消費民眾格外容易承受傷害，畢竟他們已經耗盡了新冠疫情期間累積的多餘儲蓄，負債現正持續攀升。考量這樣的環境，我們維持景氣循環晚期的對策，預期經濟將持續弱化。我們偏好金融股，同時看好資本穩健且對商業不動產僅低度曝險的商業模式。醫療保健產業是另一個提供合理價位的領域，且對於景氣好壞的依賴程度也較低。整體而言，我們專注於公司的品質與評價，對於永續的商業模式亦格外青睞。

新興市場股票：由於新興市場的整體環境大致正向，我們轉向中國以外的其他新興市場並寄予厚望。短期內中國的一連串刺激政策均為利多，但很難就此改變經濟成長軌跡與該國的房市危機。我們主要推薦巴西、墨西哥、印度與阿拉伯聯合大公國。產業來看，我們偏好印度與印尼的不動產與金融，此係考量結構性趨勢的強項以及饒富魅力的評價水位。同時我們保守看待馬來西亞、沙烏地阿拉伯資產，對於中國的非必需消費產業則是一併調降了樂觀程度。

縱使獲利預測數字下調，美國股市仍創新高



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024年1月26日。左軸為美國的花旗盈餘修正指數 (Citi Earnings Revision Index)。

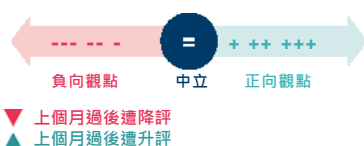


鋒裕匯理資產類別觀點

| 資產類別 | 觀點 | 變動率 | 理由 | |
|------|------------|-----|--|---|
| 股票平台 | 美國 | -/= | 由於市場對美國過於樂觀，忽略了評價過高與獲利預期失準的可能性，我們對於續漲並未寄予厚望。我們維持均衡的立場。 | |
| | 美國價值股 | + | 價值型資產是我們的長期基調，只要（近期內）軟著陸持續發酵，相關佈局理當受惠。我們結合了高品質特徵（即智慧財產題材）以及穩定的獲利率。 | |
| | 美國成長股 | -- | 特定市場領域，包含了大型股、科技股等，均有評價較昂貴的個股，場內一旦出現流動性恐慌，相關族群會受到更大的影響。 | |
| | 歐洲 | -/= | 利率方面的好消息已經完全反映於價位之上，但評價仍具相對魅力。我們維持槓鈴式的觀點，同時看好韌性抗跌的消費產品、銀行股、工業公司等。 | |
| | 日本 | =/+ | ▲ | 該國現正經歷服務業的內需復甦，加上企業改革與勞資調薪談判的推力，理當有助於克服通縮挑戰。 |
| | 中國 | = | | 最新的通膨數據，迫我們對於通縮風險與消費活動謹慎看待，不過我們維持原有看法，中國終將轉型為成長率略低但發展更為永續的新模式。 |
| | 中國以外其他新興市場 | + | ▲ | 中國以外其他新興市場的經濟成長，可望受惠於個別國家獨特因素，持續維持穩健，特別是在亞洲（印度與印尼的強勁消費）與拉丁美洲的各個經濟體。 |

| | | | | |
|--------|-----------|-----|---|---|
| 固定收益平台 | 美國公債 | =/+ | 考量其無風險利率頗具魅力、景氣則是逐漸趨緩，我們對於美國公債乃是微幅積極看待。由於市場更著重於央行政策，我們延續了主動式、戰術性的變通態度。 | |
| | 美國投資級公司債券 | =/+ | 相關領域的公司，再融資需求偏低，偏高殖利率的外溢效果影響不大。我們維持慎選標的，並偏好金融更甚於非金融券種。 | |
| | 美國非投資級公司債 | - | 較低評級（如 CCC 評級）的違約展望不佳，因此我們繼續謹慎以對。品質層面的分歧越來越明顯，應予關注。 | |
| | 歐洲公債 | -/= | 較為緊縮的歐洲央行政策，現正化為反通膨趨勢的助力，不過歐洲央行依舊謹慎看待通膨降溫步調、薪資談判結果，乃至於中東兵戎紛擾導致的供應鏈風險。 | |
| | 歐元投資級公司債 | + | ▲ | 堅實的基本面、綻放吸引力的相對評價，以及強勁的初級市場（具有吸引力的利率）促使我們保持正向態度。我們專注於銀行業、BBB 評等以及中等天期的債券。 |
| | 歐元非投資級公司債 | -/= | 我們固然認為升息對於企業的影響有限，緊縮的金融條件終究對於展望構成了壓力。我們戒慎看待消費產業，但偏好部分精選的銀行業資產。 | |
| | 中國公債 | = | 考量我們的偏低通膨預測以及債券多元分散的投資優勢，中國債券的展望好壞參半。至於減債的相關努力與對策，我們警覺以對。 | |
| | 新興市場強勢貨幣債 | =/+ | 強勢貨幣債理當受惠於較低的美國利率，不過考量後者評價頗具吸引力，我們認為非投資級券種蘊含的價值高於投資等級債。我們更看好財政實力雄厚的公司/國家。 | |
| | 新興市場當地貨幣債 | =/+ | 我們樂觀看待拉丁美洲，並在反通膨趨勢與聯準會即將降息的預期下，擇優看好特定之亞洲以及歐洲、中東、非洲資產。 | |

| | | |
|----|------|--|
| 其他 | 大宗商品 | 石油需求料將保持穩健抗跌，更兼上半年供應不足，導致本季布蘭特原油價格小幅上漲至 85 美元/桶左右。另一方面，如果拜登透過擴大供應面等方式提振自身選情，這項預測就存在風險。 |
| | 外匯 | 市場價位業已反映了聯準會降息幅度較大的情境，我們因此見證了美元匯價的戰術層面強勢發展。一旦我們更明確釐清全球成長前景，以及聯準會的貨幣寬鬆政策正式揭幕，美元就有可能走貶。 |



資料來源：鋒裕匯理，截至 2024 年 1 月，相對於歐元資產投資之觀點。文件反映特定時機的市場環境評估結果，無意精確預測未來事件或擔保未來投資成果。建議讀者避免完全仰賴相關資訊，亦不宜視為研究結論、投資建議或針對任何基金或特定證券之推薦或背書。資訊僅供說明與教育用途，後續仍可能發生變化。資訊內容概未反映任何目前、過去或未來之鋒裕匯理產品實質資產配置或投資組合成分。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路5段7號台北101大樓32樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

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，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為 **Amundi Group**之成員【鋒裕匯理投信獨立經營管理】