

全球
投資觀點

通膨降溫不等於戰勝通膨



Vincent
MORTIER
集團投資總監

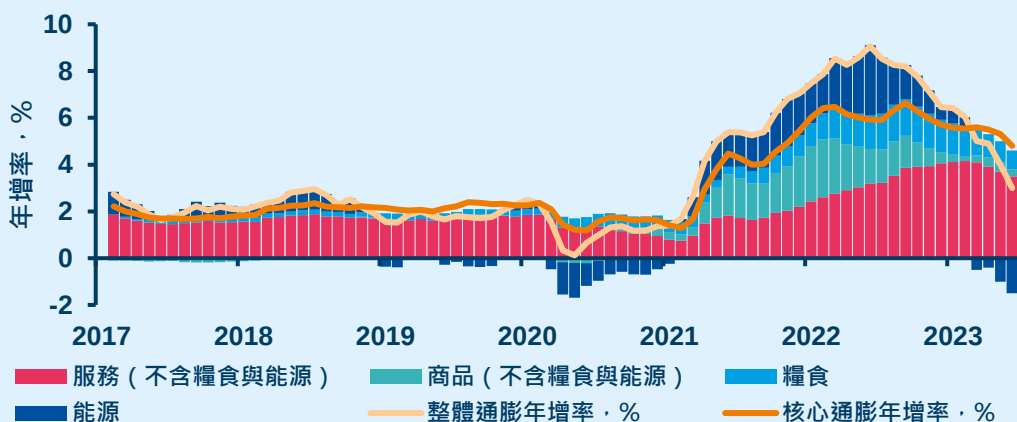
升息週期已接近尾聲及優於預期的經濟環境 - 尤其是美國，乃是投資人對風險性資產保持樂觀期待的原因之一。目前，我們持續預期2023年第四季/2024年第一季將出現溫和的經濟衰退，但考量第一季GDP成長率的上修幅度，我們已將2023年GDP成長率預估值上調至1.6%。歐元區應可避免經濟衰退，但仍面臨歐洲央行過度緊縮政策與各國經濟成長分歧衍生的風險。在中國，考量疲弱的第二季經濟數據且刺激政策遲遲未見蹤影，我們已將2023年經濟成長率預估值下修至5.1%。故此，下列因素可能會左右我們的經濟觀點：

- **過度樂觀的期待，搖搖欲墜的基本面。**技術面因素令美國經濟暫時維持成長動能，但前瞻指標顯示美國經濟將轉趨低迷。歐洲經濟成長面臨下行風險，且疲弱的中國經濟亦是原因之一。
- **核心通膨決定未來的政策走向。**核心通膨進入下行趨勢（且經濟陷入重度衰退）可能促使聯準會於明年降息。儘管如此，核心通膨仍可能持續膠著。實質聯邦基金利率是另一項觀察重點。
- **終端利率面臨上調壓力。**歐洲央行尚未進入暫停升息狀態。儘管我們預估聯準會的終端利率為5.5%，但仍不排除有進一步上調的壓力。然而，面對貨幣政策過度緊縮的風險，金融穩定性的疑慮及金融環境需密切觀察。
- **新興市場崛起的長期趨勢不變。**儘管中國經濟成長放緩，但新興市場仍具備特定投資機會。



Matteo
GERMANO
集團投資副總監

美國通膨正在降溫，但是居高不下的核心通膨將使聯準會保持警戒



「**風險性資產之所以延續上漲趨勢並非盈餘前景明顯改善所致，而是拜先前表現落後的族群補漲之賜，因此我們仍對高昂的評價抱持懷疑態度。**」

我們在以下項目看到佈局機會：

- **跨資產佈局，強化分散配置：**目前我們略微看好歐洲存續期，並對美國維持正向觀點。然而，面對不確定的通膨前景，投資人須為投資組合建立適當保護。我們審慎看待信用債（尤其是非投資級債）以及已開發國家股市。儘管我們看多新興股市的觀點並未改變，但已從看好中國股市調整為看好整體新興股市。我們持續青睞新興市場債券，且目前略微看好捷克政府公債，但仍須對貨幣投資部位採取避險。整體而言，我們認為投資人應對股市投資部位建立保護，並從分散配置的角度略微看好黃金。
- **債券仍是佈局重點：**我們需極為主動地管理存續期與公司債，藉此因應波動的固定收益市場。以存續期而言，我們仍略微看好美國，但維持靈活調整的空間。以核心歐洲國家而言，我們維持接近中立的配置並持續觀察經濟數據變化；此外，我們對日本採取防禦性佈局。以信用債而言，我們持續偏好高品質投資級債，同時審慎看待非投資級債且需明辨BB級、B級、與CCC級發債企業之間的優劣。故此，審慎選債至關重要，且非系統性風險料將攀升。
- **對已開發國家股市維持防禦性佈局：**在美國，大型股與中小型股的報酬表現仍存落差。我們持續看好價值股、高品質股票、與防禦型股票，並從中精挑細選。在歐洲，我們持續評估經濟成長動能的下行壓力，以及歐洲央行決策與通膨走向帶來的影響。歐洲經濟成長對於股市帶來的支持有限，加上中國經濟表現疲弱，兩者均可能左右歐洲股市的表現。故此，我們維持聚焦高品質與價值型股票，以及重視股東回報之高股息股票。
- **短時間內，中國經濟表現將略顯疲弱，但我們仍看好整體新興股市，且精挑細選至關重要。**中國長期經濟成長題材完好無損，但未來將維持較低的成長速度，並以改善生活品質作為施政重心。重要的是，新興股市的投資題材不僅侷限於中國，更涵蓋我們更加看好的股市－例如印度與巴西。以固定收益市場而言，我們持續青睞強勢貨幣與當地貨幣計價債券，且通膨趨緩令我們看好拉美國家。

整體風險氛圍



面對過度繁榮的市場環境，我們持續聚焦企業盈餘成長、金融環境、與央行政策行動。

相較於前個月的變動

- **交叉資產：**略微看多歐元區存續期；確認看多新興債市的觀點；多元配置新興股市。
- **股票：**中國股市的看好度降低；上調巴西與印度股市的看好度。
- **避險&外匯：**對美國存續期建立保護。

整體風險氛圍係以質化方式評估各種風險資產（信用債、股票、原物料），透過不同的投資平台予以呈現，並且透過全球投資委員會交流分享。我們的立場仍有可能調整，俾以反映市場與經濟大環境的任何變動。

有關其他定義，請參見本文檔最後一頁之說明。



三大焦點問題

1

您在當前的
全球貨幣政
策週期看到
的主要趨勢
為何？

我們看到已開發國家與新興市場的政策週期脫鉤。主要已開發國家央行可能會進一步升息；另一方面，拜央行及時且積極調整貨幣政策之賜，部分新興市場央行即將啟動降息。由於過去幾個月通膨持續降溫，拉丁美洲料將率先降息。其中，我們預期智利和巴西央行將率先降息，接著哥倫比亞與秘魯央行將於9月降息。中東歐國家亦將跟隨拉美降息的腳步，其中波蘭通膨應可在8月/9月降至個位數，因此波蘭央行將率先降息。

投資影響

- 鬆綁貨幣政策和穩定的通膨應可支持新興市場當地貨幣債券的表現，其中拉美地區具備最大的上檔空間。

2

您對於第二
季的企業財
報有何期望？

在美國和歐洲，2023年第二季料將成為今年企業盈餘年增率首度負成長的季度。歐洲企業盈餘下修的幅度（自+11.1%下修至-8.2%）料將高於美國（自第一季的+0.1%下修至-6.4%），且各個產業將呈現顯著差異。在美國，能源和原物料產業的盈餘衰退幅度料將最深，並對整體財報表現帶來顯著影響。

投資影響

- 以個別區域而言，我們青睞日本的程度勝過美國，因為美國股市的評價極為昂貴。
- 以投資風格而言，我們青睞美國與歐洲的高品質股票，以及日本的價值股。

3

能否分享金
融環境的現
況？

3月尾聲至今，美國金融環境雖普遍轉趨寬鬆，但緊縮程度仍相對高於歷史水準。目前，美國金融環境的緊縮幅度僅次於全球金融危機與新冠肺炎疫情危機時期。與過去不同的是，目前貨幣政策似乎是左右金融環境的唯一關鍵。

投資影響

- 整體而言，我們採取防禦性配置並持續審慎看待股票與信用債 - 尤其是品質較低之市場區塊。
- 我們看好特定政府公債 - 例如美國政府公債。



Monica DEFEND

鋒裕匯理研究所主席

「我們認為主要已開發國家央行的政策緊縮週期尚未結束，但是特定新興市場央行即將進入降息週期 - 且拉丁美洲料將率先降息。」

維持多元配置，不承擔額外風險

我們正在評估經濟和企業獲利前景以及資產評價。然而，整體而言我們並未抱持極為正向的觀點，因為利率上升的同時，評價倍數持續擴張。另一方面，企業持續面臨獲利衰退的風險，進而促使我們維持審慎觀點。投資人應堅持長期投資信念，同時保持靈活彈性與多元佈局，藉此掌握新興市場的投資機會。此外，在修正外匯投資觀點的同時，投資人應維持對風險性資產的避險，並對存續期建立保護。

高度信念投資構想：我們對已開發國家股票採取防禦佈局，其中包括美國、歐洲、和日本，但也不會錯過其它地區的投資機會。長期以來，我們始終認為新興市場的投資題材不僅限於中國。故此，近期中國房市與製造業表現疲弱，令我們對中國採取中立觀點。相反地，我們認為投資人應多元佈局整個新興市場投資範疇 - 這亦是我們看好的投資題材。

我們對美國存續期維持正向觀點，但僵固的（核心）通膨仍是潛在風險，因此我們目前仍須為存續期建立部分保護。此外，繼先前殖利率上升和歐洲經濟浮現些許疲軟跡象之後，現在我們稍加看好歐洲存續期。瑞典債券應可受惠於脆弱的內需經濟；穩健投資需求且未來供給有限，料將使得義大利政府公債的利差收窄並表現走揚。

以日本公債而言，我們維持審慎觀點並密切關注日本央行的一言一行。我們主動管理殖利率曲線配置，在佈局加拿大殖利率曲線陡峭化的同時，相對於10年期澳洲公債看多10年期英國公債（英國央行政策態度相對鴿派）。另一方面，我們看多新興市場固定收益資產 - 例如捷克政府公債（避險），因為捷克公債的收益具吸引力且當地通膨逐漸降溫。

對美國非投資級債維持防禦佈局。目前的投資評價反映過於樂觀的期待，與我們對經濟成長放緩及金融環境緊縮的看法相互矛盾。此外，流動性或將成為美國非投資級債市的另一項挑戰。

以外匯市場而言，近來挪威克朗/加幣貨幣對已表現不俗，因此我們不再抱持正向觀點。我們悲觀看待英鎊，並藉由歐元、瑞士法郎、和日圓執行看空英鎊的投資觀點。相對於歐元與澳幣，我們維持看空美元。以新興市場而言，我們青睞印度盧比/人民幣、墨西哥披索/歐元、以及巴西里耳/美元等貨幣對。

風險與避險：面對經濟成長前景不明、但資產評價昂貴的環境，投資人應建立有效的避險部位，以因應不斷變化的大環境。因此，投資人需持續對美股採取避險。與此同時，倘若地緣政治緊張局勢升溫，黃金等貴金屬可繼續發揮分散配置與避風港的效果。



Francesco SANDRINI

多重資產策略主管



John O' TOOLE

多重資產投資方針主管

「投資人應考慮對美國存續期增加部分保護（因為核心通膨仍高），並把握新興市場股票與固定收益的投資機會。」

鋒裕匯理跨資產信心



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，並且納入避險部位的影響。有關其他定義與貨幣英文縮寫，請參見本文檔最後一頁之說明。

首重信用品質

整體評估：經濟與通膨展望及其對企業盈餘與評價之影響是現階段首要關注焦點。低負債且擁有充沛資本作為緩衝之企業應可穩渡眼前的景氣階段。我們持續青睞美國、歐洲、與新興市場之高品質債券。

全球與歐洲固定收益債：我們對核心歐洲國家與美國的存續期維持接近中立的配置，但對日本存續期採取防禦佈局。然而，我們略微看多歐元區周邊國家（例如義大利）與歐元區準核心國家之存續期。同時，我們也在其它區域的存續期 - 例如加拿大與英國 - 看到投資機會。以信用債而言，儘管目前市場評價反映金髮女孩經濟前景，但我們仍傾向看好高品質之投資級債與次順位金融機構債。以非投資級債而言，我們傾向分開看待CCC級與BB/B級債券。首先，CCC級債的違約率遠高於B級債。其次，基於債權回收潛力與強勁的資產品質，我們對歐洲金融機構債券維持正向觀點。相較之下，緊縮的金融環境與資金成本攀升等因素料將對低評等非金融機構債券帶來更顯著的影響。

美國固定收益債：市場似乎反映美國經濟「不著陸」的情境，且聯準會將維持長期高利率的環境。首先，我們認為美國經濟面臨溫和衰退的風險，但由於市場普遍預期「不著陸」的經濟情境，因而造就存續期管理不易的大環境。我們持續看多存續期並採取戰略性管理，因為我們在中天期名目與實質利率身上看到投資價值。以公司債而言，我們青睞投資級債的程度高於非投資級債。以非投資級債而言，BB/B級與CCC級發債機構之基本面日益分歧，且過去幾季CCC級發債機構的財務槓桿持續惡化。故此，我們普遍更加青睞高品質發債機構。以產業配置的角度而言，同樣是投資級債，我們對金融產業的看好度勝過非金融產業。以證券化資產而言，近期利差收窄為天期較長且價格波動度較高之資產抵押證券與住宅抵押貸款證券帶來上檔機會。

新興市場債券：就歷史的角度而言，目前新興市場債券浮現進場吸引力，且即便我們對中國轉趨審慎看待，但我們仍對存續期維持中立偏正向之觀點。我們略微看好強勢貨幣債券，且對於非投資級債券的看好度高於投資級債。此外，我們亦看多當地貨幣債券 - 但是關鍵在於選債。以區域配置而言，我們青睞拉丁美洲（巴西、墨西哥、哥倫比亞），因為拉美國家的通膨正在降溫，但是我們將持續觀察俄羅斯退出黑海穀物協議可能造成的影響。在亞洲，我們青睞包括印尼在內等國家。

外匯：今年美元料將持續走弱。在已開發國家，我們主要看好的貨幣包括日圓與澳幣；在新興市場，印尼盾與印度盧比則獲得我們青睞。另一方面，一旦市場開始關注英國經濟成長前景，屆時英鎊料將表現承壓。



Amaury
D'ORSAY
固定收益部主管

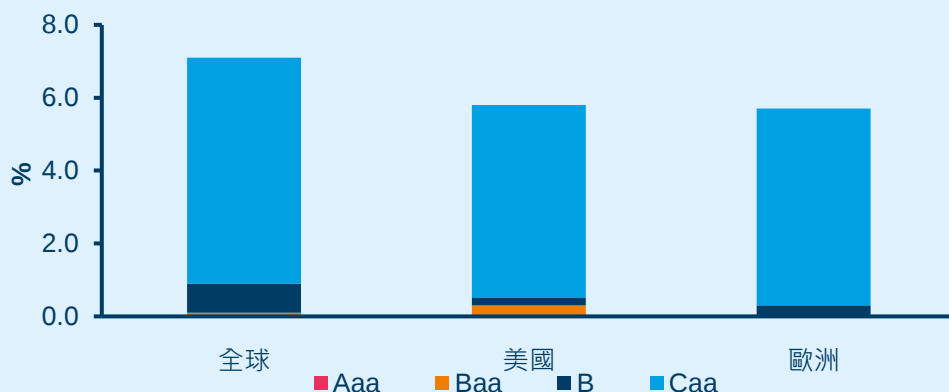


Yerlan
SYZDYKOV
新興市場全球主管



Kenneth
J. TAUBES
美國投資管理部
投資總監

低評等債券的違約率攀升，凸顯聚焦高品質的重要性



資料來源：鋒裕匯理研究所、穆迪投資人服務。截至2023年5月30日的最新可得數據。滾動12個月數據。

「在經濟成長緩慢與高評價的時代，我們首重信用品質，並以流動性緩衝空間、現金流量健全度、以及資產負債表的槓桿比例作為選債依據。」

堅守基本面與評價紀律



Fabio
DI GIANSANTE
大型股部門主管



Yerlan
SYZDYKOV
新興市場全球主管



Kenneth
J. TAUBES
美國投資管理部
投資總監

整體評估：儘管美國經濟衰退的時間點延後，但是市場仍抱持過於樂觀的期待，認為美國經濟不會受到任何傷害。然而，我們對於美國經濟前景的擔憂可能很快就會反映在企業盈餘數字之上，且未來企業發佈的財測目標將加以驗證。我們持續避開評價與盈餘成長前景不相匹配之企業，同時在各產業與各區域之中 - 包括新興市場 - 青睞具備穩健商業模式之企業。

歐洲股票：我們認為投資人應維持多元配置之投資組合，同時佈局優質的景氣循環股與防禦型股票。其中，我們認為有能力將現金返還股東的企業尤其具有吸引力。以必需消費產業而言，我們青睞具備長存續期之防禦型企業，以及擁有些許景氣循環特性之個股。此外，我們青睞醫療保健產業與特定製藥企業，因為一如許多必需消費企業，此類企業具備派發股利與資本增值的潛力。以景氣循環產業而言，推動工廠自動化、永續交通運輸、與電氣化之工業企業具備良好投資價值。此外，我們亦看好零售銀行，因為此類銀行的股利率具吸引力，且高利率環境有助於改善利潤率。最後，我們審慎看待科技產業 - 尤其是半導體類股，因為此類企業的成長前景充滿不確定性。

美國股票：由於評價普遍過高，因此我們審慎看待美國股票。然而，若以價值股而言，目前投資評價處於合理水準。價值型投資適用於大型成長股與大型價值股，意即只要擁有穩健的商業模式與穩定的盈餘成長動能，無論是成長股或價值股，評價最低廉的個股均值得我們青睞。另一方面，防禦型（甚至是景氣循環型）股票的評價昂貴，且即便評價低廉亦不值得持有。故此，我們青睞長期重視股東回報之企業，並從非傳統的防禦型產業（例如醫療保健設備）挑選投資標的。以景氣循環產業而言，工業與消費產業似乎面臨最顯著的風險。非必需消費產業的投資評價已偏高，可能會受到薪資壓力的影響。另一方面，我們青睞能源、原物料、銀行、非利差金融資產等產業。最後，我們認為倘若市場流動性乾涸，屆時評價最昂貴的市場區塊 - 意即超大型企業 - 將受到最顯著的影響。

新興市場股票：下半年企業盈餘料將復甦，應有益於新興市場股票的表現。然而，地緣政治和非系統性風險可能會傷及投資人信心。巴西與印度是我們最青睞的新興股市，前者評價具吸引力且巴西央行料將降息，印度則受惠於全球供應鏈重組與國內政策。我們上調對巴西與印度股市的觀點，同時下修對中國股市的看法。以產業別而言，我們青睞不動產與非必需消費產業，同時針對醫療保健與原物料產業維持偏向防禦性佈局。

「當前股市評價偏高的環境造就有利的選股條件，且定價能力與盈餘成長穩健度是選股關鍵。」

預測結果顯示今年第二季盈餘將呈現負成長



資料來源：IBES、Refinitiv，截至2023年7月11日。2023年第二季至第四季之盈餘成長率均為預測值。標準普爾500指數盈餘年增率。

鋒裕匯理資產類別觀點

資產類別	觀點	對照前月	理由
股票平台	美國	-	我們認為整體市場評價仍偏高，但若不計超大型股票，評價則顯得較為合理。市場預期通膨將獲得控制且經濟成長不會受到任何傷害，但如此樂觀的情境與我們的預期相悖。我們維持防禦佈局並保持警惕。
	美國價值股	+	我們持續認為美國價值股的評價具吸引力 - 尤其是相對於成長股。故此，我們維持看好美國價值股，同時兼顧企業品質與盈餘韌性，藉此維持足夠的安全空間以抵禦經濟衰退的挑戰。
	美國成長股	--	大型成長股的評價仍極度昂貴，且受到流動性枯竭的影響亦將最為劇烈。故此，我們審慎看待美國成長股 - 尤其是欠缺獲利能力的成長型企業。
	歐洲	-/=	歐洲經濟成長面臨下檔風險，且各國成長表現分歧，因此我們維持略微謹慎的觀點。我們認為昂貴的投資評價造就有利的選股條件，且定價能力與產品差異化是選股關鍵。整體而言，我們將維持均衡佈局。
	日本	=	我們對日本採取中性觀點，但看好度仍優於其它已開發國家。全球經濟成長放緩可能影響出口表現，但近期國內經濟活動與企業治理改善料將有益於日本股市表現。
	中國	=/+ ▼	長遠來看，中國致力改善生活品質並維持較低的經濟成長率，將有益於中國股市的表現。然而，中國房市面臨短期挑戰以及財政刺激充滿變數，令我們戰略性下修對中國股市的正向觀點。
	新興市場 (不含中國)	=/+ ▲	具有吸引力的評價、穩健的經濟成長、以及盈餘成長前景令我們抱持正向觀點。值得注意的是，新興國家表現分歧造就極佳的選股環境。舉例來說，我們在亞洲（印度）、拉美（巴西）、與新興歐洲等地區看到投資機會。另一方面，我們對台灣和馬來西亞保持謹慎態度。
固定收益平台	美國公債	=/+	考量近期殖利率上升以及我們預期聯準會將在明年降息的基本觀點，我們對美國公債抱持略微正向的觀點。然而，由於核心通膨仍高於聯準會的目標，且政策不確定性導致波動性居高不下，因此我們將維持靈活佈局。
	美國投資級公司債	=/+	高品質信用債具備投資機會，但我們維持精挑細選，偏好擁有穩定現金流量之企業。我們青睞擁有強勁流動性之產業，以及有望受惠於生產者物價通膨下降之企業。我們對金融業的青睞維持不變。
	美國非投資級公司債	-	BB級與B級發債企業之基本面穩健，擁有良好的流動性、利潤率、與銷售成長動能。然而，近幾個季度CCC級發債企業之流動性與槓桿比例已惡化。因此，聚焦品質與選債是佈局非投資級債券的關鍵。整體而言，我們認為昂貴的評價不足以彌補我們承擔之信用與流動性風險。
	歐洲公債	= ▲	歐洲經濟成長料將減速，並面臨全球經濟成長趨緩帶來的下檔風險。我們認為歐洲央行已接近升息循環尾聲，但對抗通膨的任務尚未結束。因此，我們保持主動佈局並觀察歐洲央行的言論。
	歐元投資級公司債	=/+	我們持續青睞高品質信用債，尤其是維持強勁資本結構與流動性緩衝空間之企業，藉此穩渡經濟成長趨緩帶來的考驗。
	歐元非投資級公司債	-	考量債務違約前景，我們對非投資級債維持謹慎態度。面對資金成本攀升與經濟成長趨緩的大環境，低評等非投資級發債企業將更難以創造現金流量並進行債務再融資，屆時將面臨更加嚴峻的挑戰。
	中國公債	=	中國相對於已開發國家債市的相關性有限，因此可發揮良好的分散配置效果，且中國經濟成長浮現任何疲態應有利於中國公債的表現。我們對中國公債保持中立觀點。
	新興市場強勢貨幣債	=/+	考量目前的利差水準，我們略微看好強勢貨幣債券，其中對於非投資級債的看好度勝過投資級債。特定拉美國家債券提供具吸引力的收益，但我們持續觀察整體通膨與企業負債的變化。
其他	原物料		一般而言，基本金屬與大宗商品易受中國經濟活動影響，但是能源轉型趨勢將持續、漸進地帶來支持。我們預期未來12個月銅礦目標價為每公噸9300美元。儘管目前評價已處目標價位且上檔空間有限，但考量央行升息步調放緩與潛在地緣政治風險，因此黃金的目标價維持在每盎司2000美元不變。
	外匯		美元匯率走勢似乎與市場預期之聯準會政策走向連動。我們對美元保持謹慎觀點，並將2024年第一季歐元兌美元目標價位維持在1.18。我們正等待聯準會釋出更明確的訊號，或許等到夏季結束後再重新評估美元前景。



資料來源：鋒裕匯理資產管理，截至2023年7月，相對於歐元投資人的觀點。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。資訊內容概不反映任何目前、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】