

## 等待成長，關注通膨



**Vincent  
MORTIER**  
集團投資總監

以色列的戰火，導致了貨幣政策、經濟成長、通膨軌跡的動向複雜化且更難評估，市場判斷頗受波及，過去幾個星期持續區間盤整。

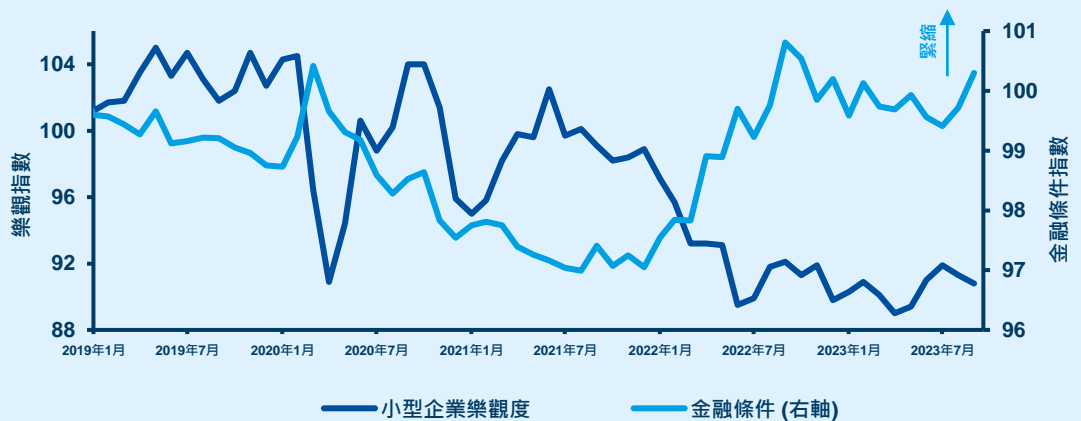
我們繼續預期美國將在上半年呈現溫和衰退。為時更久的偏高利率，以及緊縮的金融環境，加上下列的主要因素，導致我們顧慮看待全球經濟展望：

- **貨幣政策模稜兩可，鷹派上修料將暫歇。**殖利率上升導致了額外緊縮，各國央行現階段可能會暫緩腳步，相關政策終將取決於通膨控管是否奏效，同時中東的衝突則是提高了通膨的不確定性(油價)。
- **美國與歐洲財政能力受限。**展望未來，消費面早已承壓，但這樣的疲弱無法透過財政面運作予以完全抵消。
- **儲蓄與勞動市場：**截至目前，消費活動的支柱，主要是額外儲蓄以及緊俏的就業市場，萬一出現裁員或薪資成長衰退，消費勢必受影響。
- **企業界疲弱：**美國破產數字增加。經濟體當中的關鍵環節，也就是小型公司，同樣面臨壓力，後續資金需求仍然仰賴銀行。
- **中國的結構性減債，**顯示了資本投入的退縮，將會導致成長放緩。我們不預期當局施展政策猛藥，但會以較小幅度措施設法穩定經濟。



**Matteo  
GERMANO**  
集團投資副總監

金融條件緊縮影響企業樂觀程度



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，每月最新資料截至 2023 年 10 月 18 日。高盛金融條件指數 = 數值較高代表條件更緊縮。



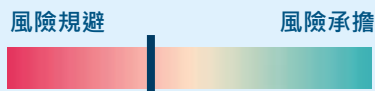
**「置身金融條件充滿限制的環境，投資人應當建構均衡的投資組合，專注於品質以及永續的盈餘與股利。」**

謹慎看待整體態勢之餘，我們也關注下列領域的投資契機：

- **交叉資產**：雖然面對通膨的壓力，經濟背景與估值水準仍然反映了存續期部位應予正向看待。我們樂觀評估美國國庫券，對於歐洲券種也轉趨積極，包括殖利率曲線的較短天期部位。股市方面，本公司在謹慎評估已開發市場之餘，仍然考量日本國內復甦態勢，將相關資產調整為中立。對於匯市，美國的通膨水準加上了為時更長的偏高美元利率，有望推升美元短期走勢。因此，相對於精選亞洲外匯與低殖利率的瑞士法郎，我們戰術性看好美元部位；但我們仍然認為，聯準會的立場轉向，有機會在中期內導致美元疲弱。基於多元分散考量，我們對於石油的看法也轉為積極，並建議投資人強化投資組合避險。
- **政府公債在殖利率驟升之後，提供了強勁的長期展望**，考量現階段的經濟放緩風險，我們認為債券也可作為多元分散工具。然而短期而言，情勢棘手而詭譎，理當依據後續數據，維持靈活敏捷。我們對於美國持正面看法，對核心歐洲持中立觀點，同時審慎評估日本部位。公司債方面，則維持略為正面的看法，偏好較高品質券種如投資級債券等，這類債券的基本面展望幾無惡化跡象。整體而言，審慎明辨、精確挑選，仍屬必要之舉。
- **對美國，尤其是大型股，以及歐洲股市，我們態度謹慎；中立評估日本**。原本市場關注公司的措辭，現正轉而追蹤獲利所受到的實際影響。成長放緩對於景氣循環資產形成擔憂，但在景氣循環領域裡，仍需精挑細選：可受惠於長期性題材（電氣化、近岸代工移轉）獲利的企業，蘊藏投資契機。價值股超越成長股的出眾，屬於長期現象，但我們更看好特定潛力公司，即具備訂價能力強、智慧財產豐富、景氣循環性質偏低等優勢。
- **新興市場提供誘人的報酬，但同樣需要慎選**，值得看好的則是可望締造生產力成長的頂尖公司與國家。強勢貨幣債與公司債提供了良好的利差，其中我們偏好非投資等級債，但更專注於優質券種。當地貨幣債方面，美元匯價走挺，促使我們慎選標的。股市方面，我們中立看待中國，並且判斷政府措施意在改善經濟放緩幅度。印度與巴西均有價值浮現，其他拉丁美洲國家亦同。



**整體風險氛圍**



盱衡低迷的經濟展望，我們對於風險資產仍採防禦守勢。長期來看，政府公債獨具魅力，敏捷調整則是關鍵心法。

**相較於前個月的變動**

- **交叉資產**：對於歐洲存續期部位更加肯定，中立面對日股。外匯方面，戰術性看好美元，甚至看多石油。整體而言，強化避險
- **新興市場債**：考量美元強勢，對於當地貨幣債的積極看法稍微下修，也更謹慎選擇。

整體的風險氛圍，乃是透過不同的投資平台，對於各種風險資產（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背景的任何變動。

ECB = 歐洲中央銀行、DM = 已開發市場、EM = 新興市場、CB = 中央銀行、IG = 投資級、HY = 非投資級、HC = 強勢貨幣、LC = 當地貨幣。其他詞彙定義，敬請參閱本文件最末頁。

## 三大熱議課題

### 1.

相較於國際貨幣基金 (IMF) 的預測，我們預期中的明年成長率與通膨，表現又是如何？

IMF 認為美國在消費活動方面的體質較強，是以對於 2024 年的美國經濟成長展望也比我們更加樂觀。我們預估，明年上半年會有衰退，2024 全年 GDP 預測則為 0.3% (實質 GDP 年增率)，低於 IMF 所預測的 1.5%。不出意料，通膨方面，我們預估明年將會達到較為良性的 2.5% (CPI，年增率)，而 IMF 的預測數字則是偏高的 2.8%。在歐元區，我們預期明年各國的成長有所分歧，當地成長率約為 0.5%，低於 IMF 預測成長率。最後，有關中國，IMF 預期未來幾年的成長率呈現下降趨勢，合乎我們的預測。

對於投資的後果：

- 審慎看待股票與非投資級信用債。
- 看好政府公債與現金。

### 2.

以色列與哈瑪斯在中東地區的戰情會如何演變？

我們對於戰火的基本觀點則是不致於向外擴散，畢竟一旦衝突升溫，所有主要參與方 (以色列、美國、伊朗) 都可能損失慘重。伊朗已達到了自己的目標，也就是防範沙烏地阿拉伯與以色列結盟，然而，加薩地區存在報復性反應 (伊朗積極參與) 的風險，甚至可能透過黎巴嫩或敘利亞來進行。從歷史上來看，地緣政治對於物價的影響已逐漸降低，多數時候，危機對於物價的影響會在三個月裡逐漸減弱，因此我們研判目前所有的上檔走勢都只是短暫現象。

對於投資的後果：

- 布蘭特油價：短期 95 美元 / 桶，2024 年最終落到 85-90 美元 / 桶。
- 股市：正面看待能源與國防產業，負面看待民航產業。

### 3.

在預算赤字與歐盟分裂風險的情形之下，如何看待義大利政府公債？

由於系統性因素，例如風險趨避心態、無風險殖利率較高 (從美國外溢)，近期德國公債重新訂價的利差，略為縮減了今年的斬獲。其次，則是對於明年供應展望受阻、赤字提高、歐洲央行量化緊縮等抱持擔憂而導致。然而，第 4 季淨發行為負值，再加上「次世代歐盟」款項的影響，我們發現支撐力道仍存。此外，國內零售領域的需求，料將繼續維持。不過整體而言，義大利致力遵循歐盟財政規定與國家復甦與復原計畫 (NRRP)\* 至關重要，各家信用評等機構的評量結果也同樣牽一髮動全身。

對於投資的後果：

- 歐元區利差：中立。

「近期的美國通膨數據略為黏滯，特別是在服務業價格方面，這對我們的預測而言，代表我們的預測數字遭遇了微幅的上檔風險。然而，我們認為反通膨趨勢很可能持續，同時聯準會也將持續關注物價上漲。」



Monica DEFEND  
鋒裕匯理投資研究院主席

## 採取 3D 策略：存續期間 (Duration)、多元分散 (Diversification)、分歧操作 (Divergences)

經濟趨緩以及貨幣政策的曖昧難測，造成了各個市場的複雜程度均有增加，此時不宜貿然承擔風險，反之建議投資人堅守美國與歐洲存續期部位的長期信念。此外，目前美國通膨的變數仍多，潛藏各種美元趨勢的戰術性契機，也使得進一步強化投資保障的主張更顯得言之成理。同時，考量近期地緣政治風險升溫，我們認為石油足以提供額外的保障與多元分散效益。

**高度信心投資構想：**我們對於已開發市場股票（美國、歐洲）謹慎看待，同時考量日本服務業持續復甦，公司治理亦有改善，遂將其調升至中立。但我們依舊針對全球景氣降溫狀況，持續監控評估。而在我們積極看待的新興市場，估值水準仍屬合理，盈餘修正活動亦有觸底跡象；當地提供了充沛的分歧契機，其中又以拉丁美洲、印度、印尼等國的成長最為強勁。

美國國庫券供給擴大的宣告似乎已經反映在市場價格上，由於經濟成長情境趨於疲弱，目前估值更顯吸引力，我們予以積極看待。我們也認為美國與加拿大的曲線將趨陡峭。在歐洲，低迷的成長前景對於存續期提供更積極的支撐，特別是對於曲線的較短天期部位。但我們不再看多瑞典與英國公債，取而代之專注於歐元券種，對於義大利公債則維持了溫和正向的觀點。近期殖利率上升絕大部分是由於全球債券出現賣壓，但義大利公債的供給/需求動

態仍具支撐。對於財政赤字與義大利的經濟成長，我們高度戒慎，同時也對日本公債謹慎看待。

在新興市場，雖然我們明白已開發市場收益率變動可能會產生不利影響，但我們仍選擇性地長期保持建設性的態度。通膨走勢具有支撐性，央行的緊縮政策已接近尾聲。

已開發市場公司債提供良好利差，但基本面有可能惡化，迫使我们挑剔慎選，偏好歐洲投資等級債，肯定其技術面潛力與較低的供給規模。然而，我們小心翼翼評估美國非投資等級債，相關券種估值昂貴，違約率上升期間恐遭拖累。

由於需求展現韌性、成本推升通膨、聯準會又延長了偏高利率的時間，美元匯價近期展現了部分上檔潛力；因此，我們對於人民幣、台幣轉為正面看待。在已開發市場，我們目前小心看待瑞士法郎兌美元，至於英鎊兌瑞士法郎則不再看空。原物料方面，地緣政治風險升溫，導致我們轉趨正面看待石油展望。

**風險與避險：**持續存在的經濟成長風險，需要針對股票予以穩健避險。在國庫券方面，貨幣政策與通膨的不確定因素強烈，強化保障的需求更加不容忽視。諸如黃金等貴金屬，提供了多元分散效益，同時針對嚴重景氣衰退或地緣政治危機升溫等意外情形，備妥良好保障。

「我們對於已開發市場股票維持謹慎，同時考量日本服務業復甦，且公司治理穩健，遂將其調升至中立。」



Francesco SANDRINI

多重資產策略主管

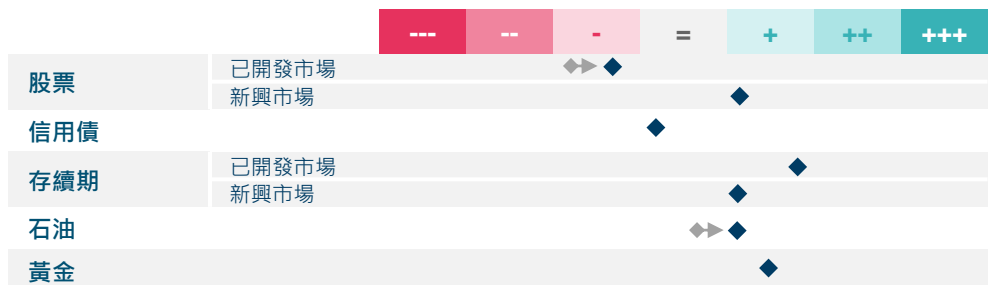


John O'TOOLE

多重資產投資方針主管

### 鋒裕匯理跨資產信心

◆ 目前立場 ◆ 相對於前個月的變動



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。FX = 外匯、BTP = 義大利政府公債、BoJ = 日本央行、JGB = 日本政府公債、BoE = 英國央行、CB = 中央銀行。其他詞彙定義與貨幣縮寫，敬請參閱本文件最末頁。

## 通膨阻力仍大，但公債提供穩健價值

**整體評估：**關鍵數據持續高於預期，但各項軟性調查（問卷）與消費者指標維持了疲弱態勢，這點遲早會反映在精選的風險資產估值水位之上。然而，美國殖利率創下近16年新高之際，已開發市場與新興市場的債券與優質信用債也浮現了長期潛力。

**全球與歐洲固定收益：**金融緊縮對於經濟成長與當前高水位（相較於歷史而言）殖利率造成的潛在影響，意味著長期而言，「債券回歸」的情境仍然存在。歐洲的投資停滯，有可能進一步影響成長；然而，**通膨仍是關鍵的變數，我們對此保持高度警覺。**同時我們透過動態方法，對核心歐洲與歐元區外圍存續期部位的看法接近中立，但對日本則謹慎看待。高於目標的通膨，很可能促使日本央行放棄控管殖利率曲線。信用債方面，殖利率誘人，然而重點在於保持靈活彈性，同時亦應側重優質標的與投資級金融（銀行）證券等。尤其是我們認為**BBB**級債在殖利率、品質與流動性上取得了優秀的平衡，當然精挑細選也很重要。然而，我們對於不動產、科技、電子與消費部門的非投資級券種，則是謹慎看待。

**美國固定收益債：**無風險利率基本面誘人，但若市場認為美國經濟仍具抗跌韌性，近期走勢可能更加上揚。目前的政策乃是公認的「具備充分限制性」，這個認知再加上經濟風險的上升，孕育出較為正向的存續期觀點。我們在名目與實質上，都對於美國國庫券積極看待，尤其是較長年期之標的，同時也不失積極主動。長期來看，證券化債券頗有吸引力。房市活動勢必受到房貸利率上升所影響，但在我們看來，供需不平衡的情況，以及人口結構因素，理當發揮支撐功能。公司債方面，利率大幅上揚在年底或明年初，終將衝擊公司的資產負債狀況，是以我們偏好以品質取勝，與其寄望非金融證券，更看好投資級與金融類證券。不過，由於違約率走高，我們對非投資等級債謹慎看待。

**新興市場債券：**新興市場債提供良好的收益潛力，但我們戒慎看待美國殖利率上升、美元強勁升值以及地緣政治風險等變數。我們偏好強勢貨幣債與公司債券，專注於提供利差緩衝的非投資級各國。近期的當地貨幣債券出現阻力，因此慎選標的仍是我們操作之關鍵考量。綜觀不同國別，我們根據成長/通膨動態進行評估，探索巴西、墨西哥、印尼券種的潛力。印度是新興市場範圍內的全球第二大債券市場，提供了誘人的投資契機。

**外匯：**美元展現強勢跡象，但我們認為這點可能維持不久，聯準會明年可能會在通膨降至目標水準過後，轉而下令降息。我們積極看待日圓、澳幣，而在新興市場，偏好高殖利率的墨西哥披索、巴西雷亞爾、印尼盾與印度盧比。



**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

短期承壓，但當前殖利率水準頗有投資契機



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博。截至2023年10月23日之最新每月資料。

「只要經濟數據出現一絲疲弱，市場理當看好債券，偏好公債與優質資產。」

## 鑑別訂價能力、盈餘與估值



**Fabio DI GIANSANTE**  
大型股部門主管



**Yerlan SYZDYKOV**  
新興市場全球主管



**Kenneth**  
美國投資管理部  
投資總監

**整體評估：**市場受到利率相關解讀的變化所影響，此外美國景氣究竟是軟著陸還是衰退情境，乃至於通膨是強是弱，同樣牽動著形勢。大環境如此，我們認為避開輸家與慎選贏家同樣重要，畢竟就算是優良企業，但以昂貴估值成交，同樣難在經濟衰退期間提供保障。因此，我們認為應當努力鑑別優劣，樂觀看待美國、歐洲、日本與新興市場的價格誘人投資領域。

**歐洲股票：**我們維持均衡操作，對於智慧財產優質、品牌體質穩健、具備出眾永續訂價能力的各家企業，投予格外青睞。展望未來，穩健有力的公司，才有可能通過成本上升的考驗。另一方面，部分產業的經營模式穩健，但其估值仍嫌過高：例如許多景氣循環類股。對於這方面，我們現正靜待修正出現，再行改採更為積極的觀點。在產業層面，我們對於必需性消費與金融業（銀行）的立場維持不變，並在工業類股當中見證了精選契機。對於再生能源股，我們偏好的企業多半有能力透過內部現金流，資助自身經營轉型。整體而言，能源產業仍有部分環節的投資不足（影響了供應面），我們認為這方面同樣有契機可期。

**美國股票：**經濟數據與公司財報成績並不一致，畢竟部分產業受到經濟放緩的影響更加明顯，例如工業類股。我們針對工業領域的景氣循環部分，態度轉為謹慎，但也看好長期趨勢相關的事業，可望受惠於美國抗通膨法、電氣化、近岸代工移轉/回流與自動化題材等，獲得財政振興措施的加持。精選資產方面，我們偏好的能源公司估值誘人，同時也能扮演地緣政治動盪期間的避險資產。對於消費股，我們對於景氣循環題材多所存疑，但相信目前正是針對景氣循環類資產鑑別優劣的大好良機。大型銀行股是另一個值得看好的領域。最後，相對於成長股，我們的價值股策略更為偏好 **beta** 係數較低資產，這是因為價值股當中的景氣循環族群可能面臨壓力。此外也可透過價值股，針對更長期的利率偏高情境、通膨風險、原物料價格高漲狀況等，實施避險。整體而言，我們偏好的公司，在資本配置的操作必須謹慎而明智。

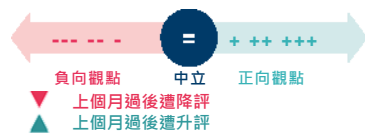
**新興市場股票：**我們對於新興市場的總體經濟背景、估值水準、有利的盈餘預期數字，抱持著溫和積極的看法，同時認為已開發市場存在部分地緣政治風險以及潛在放緩風險。我們看好巴西與印度。前者在全球利空當道之際展現抗跌韌性，已開始進入寬鬆循環；後者則提供了大量而快速成長的經濟與內需助力。至於中國，短期內我們維持中立看法。若以產業來劃分，非必需消費與不動產提供了最理想機會，然而各國態勢終究各有不同。

「令人失望的盈餘/銷售數字對於超漲且過度槓桿的企業影響最劇，因其資本成本最為沉重。」



## 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	-	景氣循環風險上升、偏高利率延續更久，以及估值過高，促使我們對於整體市場採取防禦態度。特別是對大型股。此外，由於利息成本高昂，消費活動面臨壓力，我們不預期利潤率會大幅擴張。
	美國價值股	+	價值股績效乃是長期趨勢。由於景氣循環風險浮現跡象，投資人應當針對景氣循環資產鑑別優劣，偏好盈餘成長可延續、受惠於長期趨勢的企業，諸如電氣化與基礎建設振興資產。
	美國成長股	--	成長股領域的市場頂流，估值水位仍過高，萬一遭遇流動性稀缺，相較於其他資產，這個族群更有可能蒙塵。因此，我們態度謹慎。
	歐洲	-/=	中國經濟放緩與美國潛在衰退，亦將影響歐洲，因此我們偏好的企業理當審慎配置資本、妥善發放股利，並且具備誘人的本益比倍數。舉例來說，銀行股若是具備穩健的資產負債體質，可望受惠於偏高利率，即是我們看好的對象。我們也持續監測目前的財報季節數據。
	日本	=	國內復甦，加上誘人的流動與公司治理改善，均屬正面因素，然而我們暫且中立以對，畢竟日本的出口貿易可能受到全球經濟放緩所波及。
	中國	=	中國經濟放緩的源頭，在於政府當局願意接受短期內的波動，換取更長期的重新平衡，藉此改善今後的經濟成長品質。然而，這並不代表中國在全球環境的重要地位下降，諸如能源轉型產業等，中國在全球供應鏈當中，仍然居於關鍵角色。
	中國以外其他新興市場	=/+	新興市場情況零碎而分歧，其中特定的精選資產估值誘人，且很可能受益於友岸/ 近岸代工移轉、供應鏈去風險等相關的結構性趨勢。我們看好的幾個國家，諸如印度、印尼、巴西，政治環境穩定，國內市場可觀、勞工素質優秀，更具備強勁的出口潛力。
固定收益平台	美國公債	=/+	長遠來看，債券呈現出投資契機，這是因為核心殖利率水準誘人。這一點，再加上我們上半年展望的預測為溫和衰退，助長了我們對於存續期部位的積極觀感。置身於通膨較高、偏高利率延續更久的大環境，我們維持主動積極的操作態度。
	美國投資級公司債券	=/+	初步跡象顯示了利潤率下降，但整體基本面仍屬合理穩健。我們喜歡從新發行的股票的折扣中受益，更喜歡獨特的故事和名字，即使在經濟放緩時期也能保持穩定的現金流。
	美國非投資級公司債	-	經濟放緩可能影響違約展望，尤其是評等偏低的券種，像是 CCC 與景氣循環股，都可能面臨壓力。由於基本面可能疲弱、利率負擔更重，因此我們寧可謹慎因應。
	歐洲公債	=	核心殖利率走勢驟升，歐洲央行接近升息循環尾聲，存續期部位的展望有所改善。然而，油價上漲導致了前景無法明朗化，我們目前對於核心歐洲券種維持中立，並提高通膨警覺。對於歐元區外圍券種，同樣是接近中立的觀感，並且持續監測義大利財政赤字狀況。
	歐元投資級公司債	=/+	考量估值合理、基本面穩健，以及來自較高核心殖利率的有限外溢效應，我們認為投資級券種的部分資產頗有價值。戰術性持倉調整的需求很高，從產業的角度來看，我們看好金融券種。
	歐元非投資級公司債	-	在 2024 年，非投資級券種當中的評等較低券種，面對資金成本升高的情形會更感痛苦；因此，審智鑑別並且避開槓桿過高的公司，實為重大使命。
	中國公債	=	中國政府公債具備穩健的多元分散潛力，我們對其看法中立，同時持續評估著中國人民銀行的貨幣政策與政府財政立場。
	新興市場強勢貨幣債	=/+	強勢美元可能有損利差，但我們對強勢貨幣債仍謹慎樂觀，並且著眼於非投資等級債的反彈潛力。非投資級券種當中，我們專注於優質標的、利差誘人的公司，也持續追蹤著各種風險彌補充分的債券。
	新興市場當地貨幣債	=/+	短期而言，由於聯準會的立場趨於曖昧難測（因此利率更高），推動美元強勢升值，我們遂從先前的正面看法略為下調。不過，我們繼續慎選標的，偏好收益率較優渥、具備良好利差與強勁基本面的國家。
其他	原物料		中東危機可能小幅推升油價，但布蘭特原油價格理當回歸至每桶 85-90 美元之目標水位。閒置產能增加、經濟趨緩、美國大選逼近，代表 2024 年油價不太可能大幅上漲。對於黃金，在聯準會改採降息立場之際，可望見到金價於中期中溫和上漲至每盎司 2,000 美元。
	外匯		油價上揚過後，美國通膨的相關隱憂，以及聯準會可能需要進一步調整利率的觀點，可能會在短期內推升美元。我們將歐元兌美元的 6 個月目標略為調降至 1.09，不過，聯準會終將降息，意味著 2024 年底的美元匯價將比現在更弱。



資料來源：鋒裕匯理，截至 2023 年 10 月，對歐元基礎投資人的相關看法。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】