

喜見通膨趨緩，但抗戰仍未結束



**Vincent
MORTIER**
集團投資總監

在通膨趨緩的現象持續之際，跡象顯示美國利率已近峰值，11 月份的風險資產回升，美國與歐洲的殖利率回落，當前最關鍵的問題在於，還需要多少時間才能真正化解通膨？經濟成長又會如何發展？

我們認為，下列因素有助於提供解答：

- **美國經濟展望低迷。**我們小幅上調 2023 年美國經濟成長率至 2.4%，但仍預期 2024 年上半將會陷入溫和衰退，理由是實體經濟的金融環境緊俏。
- **歐元區經濟成長可能遲滯不前，並不至於陷入衰退，**只是經濟成長的起點低於美國，此外財政能力則受限，德國政府即是一例，歐盟財政規範亦增添了變數。
- **各國央行根據數據制定政策，**並且更加關注經濟體內的借貸成本及勞動市場強度，聯準會與歐洲央行將會監控各種因素如何影響終端消費活動與通膨 (例如油價下跌的正向影響)。
- **企業趨於審慎，**調查顯示，企業在聘僱與資本支出方面規劃保守，明顯反映在美國第三季 GDP 成長率上 (非住宅投資降低)，最新企業財報也顯示，消費需求疲弱。
- **全球爭端四起，美中兩強持續對峙。**美中關係可能降溫，但尚在控制範圍內，明年美國大選無論誰勝，對此均無顯著影響。其次，以色列攻打哈瑪斯的戰爭，仍屬區域性而不致擴散。整體來說，政治風險仍偏高。



**Matteo
GERMANO**
集團投資副總監

美國通膨降溫，但仍高於目標



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2023 年 11 月 22 日。



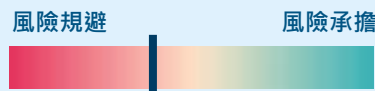
「市場對於「完美情境」的反映程度略為過高，投資人應維持抗跌防禦，對於存續期抱持小幅正面的立場，審慎看待股票，積極探索新興市場的長期價值。」

我們認為，應維持審慎立場，依循以下重點作為核心支柱：

- **交叉資產：**以跨資產類別的戰術性契機及避險優勢，平衡長期信念（例如，看好存續期部位），因此，我們仍然審慎看待已開發市場股票，但也認為小幅的上檔潛力可期。新興市場方面，各國差異擴大，因此篩選更趨嚴格，特別關注印度、墨西哥、巴西的長期成長前景。在我們看來，新興市場債券，包括強勢貨幣與當地貨幣債券，目前更具價值。地緣政治風險可能延續至 2024 年，因此我們提高了石油資產的看好程度，對於黃金則轉趨中立。外匯方面，經過近期漲勢後，墨西哥披索兌歐元的戰術性上檔力道有限，但仍然看好拉丁美洲的長期成長前景。
- **殖利率下降證實了我方看法，政府公債深具價值。**我們持續看好美國存續期部位，但中立看待歐洲，對於日本則態度審慎，整體而言採取積極立場。公司債方面分歧擴大，尤以低評等資產違約情況惡化，例如 CCC 級公司債。不過，投資級公司債的資產負債表看來穩定，因此，我們偏好優質資產偏向。就地區而言，我們看好歐元投資級券種，美國非投資等級債券則非常昂貴。
- **已開發市場股票近期反彈，我們維持審慎立場，**不過，排除昂貴個股如美國成長股與大型股後，美國市場的整體評價則較為和緩。此外，我們也看好價格具吸引力的領域，例如美國及歐洲價值股與優質股。當前財報季印證了這樣的觀點，在美國與歐洲皆有多家公司未達銷售預期，顯示消費壓力漸趨廣泛。
- **已開發市場的通膨降溫趨勢以及央行政策受到的後續影響，將為新興市場資產提供助力。**強勢貨幣與當地貨幣債提供了良好的利差，不過我們正在監控美元的走升潛力。強勢貨幣與公司債方面，我們偏好非投資等級債券優於投資級債券，不過就非投資等級債券而言，我們仍然偏好體質較佳的部分。股票亦帶來投資機會，尤其是中國以外的亞洲股市，我們持續看好印度、印尼及巴西，經濟成長展望強勁。



整體風險氛圍



風險氛圍仍維持小幅抗跌防禦，分散程度充裕，政府公債與精選新興市場資產提供投資機會。

相較於前個月的變動

- **交叉資產：**更加看好新興市場債券、整合股票立場、小幅上調石油觀點、黃金觀點降為中立。外匯方面，不再看好墨西哥披索
- **股票：**美國大型股的估值水準，相較於整體市場趨於極端。

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. 在德國憲法法院宣判後，您認為德國的財政情況會如何發展？

法院的判決質疑了歐元區最大經濟體的財政支出計畫，目前德國政府宣布 2023 年為緊急年，從而暫停了債務減速機制，長期而言，要解決問題並不容易。我們認為，聯合政府面臨艱難的選擇，必須設法縮減支出預算、上調稅率，或者全面重新檢討債務減速機制。EC 針對各成員國的預算案分別頒布財政政策指引，其中有 9 個國家的明年預算規模將會超過 GDP 的 3%。不過就目前而言，EC 將持續監控情況至明年春天。

對於投資的後果：

- 固定收益：中立看待核心歐洲存續期與外圍債券。
- 股票：略為審慎看待歐洲、小幅看好優質股與價值股。

2. 中國最新頒布的小規模振興方案會不會影響中國的經濟成長概況？

振興方案包括了發行更多主權債，用於支應基礎建設與營造等開銷，從而略為提振經濟成長，因此我們小幅調升預測值，2023 年及 2024 年分別上修至 5.2% 與 3.9%。不過這仍不足以完全抵銷不動產市場的需求減退與惡化現象，政府若是希望明年經濟達到更高的成長率，必須制定規模更大的擴張政策，但就現階段而言，機率恐怕不高，此係長期結構性趨勢轉向債務自律原則所導致。

對於投資的後果：

- 中國：中立看待股債。
- 新興市場亞洲 (中國以外國家)：微幅樂觀。

3. 在經濟成長放緩的環境下，您如何看待公司債的前景？

在現金流與盈餘承壓、利息成本高昂的環境下，再融資需求高且獲利能力低落的企業首當其衝，但對投資級券種而言，沒有這樣的疑慮。舉例來說，全球非投資等級債券違約率上升，主要係受 CCC 級券種帶動，企業基本面如利息涵蓋率等正在惡化，而高評等券種的情況仍然良好。

對於投資的後果：

- 審慎看待美國非投資等級債券，小幅看好投資級券種。
- 地區方面，偏好歐洲投資級債券。

「歐元區的經濟指標，加上放款標準緊縮，顯示經濟活動趨於疲弱，財政限制更提高了情況的複雜程度。不過通膨可望在 2024 年底降至歐洲央行的目標水準。」



Monica DEFEND
鋒裕匯理投資研究院主席

聚焦存續期與新興市場分歧

已開發市場與新興市場經濟體的發展、通膨進展，以及有關消費與地緣政治的風險，是我們決定立場之際的考量因素。基於前述要點，我們審慎看待風險資產，縱使如此，我們亦不排除精選部位出現戰術性上漲的可能性，只是並不建議投資人據此作為投資信念的基礎。反之，投資人理當保持平衡策略，偏好存續期，並探索新興市場資產的投資機會，設法受惠於強勁的成長展望。與此同時，地緣政治風險凸顯出保持多元分散的必要性。

高度信心投資構想：我們審慎看待美國與歐洲股票，但仍然看好新興市場。縱使如此，我們認為此時應整合新興市場觀點，因為內部分歧日益擴大，例如，中國出現了放緩跡象，反觀印度、巴西、墨西哥的成長展望則是相當強勁。巴西可望受惠於有利的盈餘動能及大宗商品出口貿易，而印度則在內需與改革方面形成結構性/長期趨勢。

對於美國存續期部位，我們維持積極立場，不過在聯準會的評論有所軟化後，我們認為殖利率曲線的中段部位更具價值。加拿大方面，我們維持曲線轉趨陡峭的觀點。我們也繼續看好歐洲存續期部位，理由是經濟成長前景疲軟，樂觀看待義大利政府公債，外資持有部位有限、供應動能有利，國內散戶投資人的需求，以及近期評等機構的行動，促使我們積極看好義大利政府公債。而在亞洲方面，我們對於日本公債維持審慎態度，理由是通膨持續上升，

並且預期日本央行可能在短期內中止負利率政策。這樣的觀點也促使我們分散布局，對於存續期整體採取了正面立場。

新興市場債券方面，我們透過慎選當地貨幣債小幅上調立場，目前也樂觀看待強勢貨幣。美國通膨下滑，以及聯準會的政策預期，理當提供支撐。

公司債方面，我們仍然偏好歐洲投資級券種。基本面固然有所惡化，但整體情況仍然尚稱健全，供應面偏低，也帶了來正面影響。縱使如此，我們仍然看空美國非投資等級債券，理由是違約展望惡化，評價也較為高昂。

外匯方面，墨西哥披索近期走揚，我們不再看好墨西哥披索兌歐元匯率，但仍然偏好巴西雷亞爾兌美元與印度盧比兌人民幣。已開發市場方面，我們預期美元兌歐元走疲，也看好歐元兌英鎊、歐元兌英鎊及澳幣兌美元。我們提高了看好石油的程度，相關資產可望受惠於中東緊張局勢的增溫；對於黃金則採取中立，畢竟地緣政治變數的效益已在早前實現。

風險與避險：我們對於已開發市場股票維持抗跌防禦立場，選擇空間與避險部位可望協助投資人掌握股票的上檔潛力，同時維持整體立場不變。固定收益方面，我們維持債券保障，防範通膨突破預期或是聯準會觀點突然轉趨強硬。

「我們認為新興市場債券前景更佳，也認為應維持良好的多元分散立場，利於保護投資組合不受地緣政治緊張局勢升級的影響。」



Francesco SANDRINI

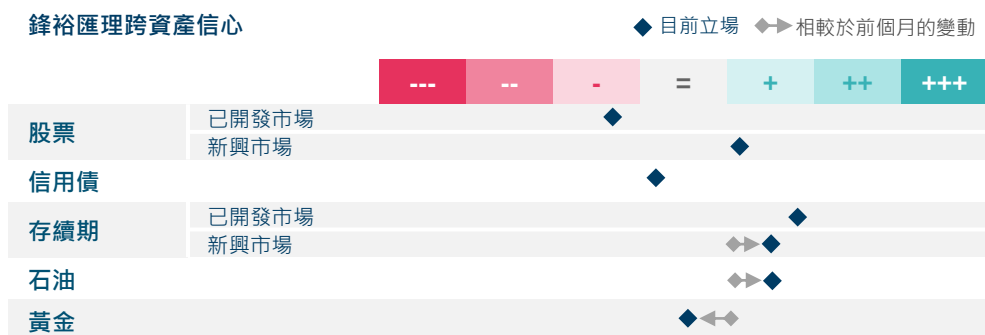
多重資產策略主管



John O'TOOLE

多重資產投資方針主管

鋒裕匯理跨資產信心



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。其他詞彙定義與貨幣縮寫，敬請參閱本文件最末頁。

債券走勢甫揭序幕，保持敏捷應變

整體評估：貨幣緊縮的累積效應將拖累明年的整體需求，我們據此判斷，美國景氣衰退的風險偏高；如此一來，投資人應聚焦於政府債券，並尋求兼具品質與誘人殖利率的族群。

全球與歐洲固定收益：歐洲經濟受到外部需求減緩與內部財政限制的雙重影響，同時通膨亦尚未獲得充分控制，促使歐洲央行仍須根據數據調整決策。因此，我們固然維持中立看待存續期，但亦採取高度主動積極，同時關注殖利率曲線兩端的壓力。對於日本，我們抱持謹慎不失靈活的態度。我們上調對優質信用債的偏好程度，持續小幅看好金融債、次順位債，以及 BBB 級與投資級債券。不過我們也小心看待能源、交通運輸與不動產等類別。我們還發現，投資級與非投資級債券間落差顯著，其中低評等非投資級券種發行機構最易受到大幅升息所影響。全球及歐洲違約率上升係受 CCC 級債券帶動。因此我們繼續謹慎看待非投資等級債。

美國固定收益：聯準會將利率維持在當前的限制性水準，通膨亦降溫，核心殖利率在最近幾週下滑，我們仍維持正面的存續期偏向，保持積極立場，並關注財政赤字與美國國庫券供應。對於長期投資人來說，抗通膨債券也提供了價值。而在證券化債券領域，相較於歷史水準，機構抵押貸款擔保證券的利差頗具吸引力；對此我們仍然敏捷應對，俾以順應利差變化。最重要的是，精選非住宅與 CRE* 證券化債券（多戶住宅物業）市場展露了價值跡象，消費者資產負債狀況仍屬健全，再加上住宅供應/需求嚴重失衡，雙雙提供支撐效應。就公司債而言，我們偏好投資等級勝過非投資級債券，並繼續偏好金融券種更甚於非金融券種。就非投資等級債券而言，縱使是在由下而上構想可期的領域，我們仍然較為傾向優質資產。

新興市場債券：美國經濟數據低迷，加上聯準會的評論，促使投資人改採更堅實信心看待新興市場債，我們比市場更早一步洞燭機先，預期未來將出現值得關注的時機，地緣政治/政治、全球供應鏈洗牌及特殊風險（阿根廷）亦可能有所影響。強勢貨幣方面，我們偏好能提供利差緩衝的國家；當地貨幣方面，關鍵在於慎選標的。地區方面，我們偏好拉丁美洲，看好印尼的成長/通膨動能。

外匯：我們密切關注聯準會的行動，同時保持積極看好日圓、挪威克朗及瑞士法郎，日圓近來走貶，不過美國經濟硬著陸，日本央行改變立場，可能提供支撐。新興市場方面，我們偏好墨西哥披索、巴西雷亞爾、印尼盾和印度盧比。



**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

主要債券指數在 11 月回到年初迄今的正值區間



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2023 年 11 月 24 日。指數皆以美元計價，惟歐元總合指數以歐元計價。
*CRE = 商用不動產 (commercial real estate)。

「我們已持續一段時間看好優質信用股與政府公債能提供可觀價值，近期核心殖利率下滑亦加以印證。」

尋求昂貴大型股以外的投資機會



**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：股市近期反彈，而（美國與歐洲）公司的前瞻性預測卻顯示，存在需求疲軟的隱憂，成本壓力也依然持續。我們認為，訂價富魅力、憑藉訂價能力繳出超越預期財報的公司，以及勉強能跟上趨勢的其他公司之間，市場區隔可能日益擴大，因此，我們偏好已開發市場與新興市場中資產負債表健全的穩健公司。

歐洲股票：消費民眾的實質所得承受壓力，企業訂價能力可能受到考驗，未能達成盈餘預期、需求價格彈性大且資產負債表疲弱的公司最可能受到市場賣壓衝擊，因此，我們維持平衡策略，尋求結合優質景氣循環與防禦抗跌個股。就防禦抗跌個股而言，我們小幅上調對必需消費品的觀點，部分非必需消費資產近期走疲，亦富潛力。其他方面，我們看好再生能源，認為產業泡沫已然破裂，取而代之的是長期表現出色，且能藉由潔淨、再生能源的消費需求，實現獲利之標的。零售銀行亦極富潛力，不過，我們迴避獲利過於仰賴政府政策的類別。科技股則是我們不甚看好的另一領域。

美國股票：我們觀察發現，部分類別的評價與盈餘潛力高漲，截然不同於其他類別，因此得以嚴格慎選標的。舉例來說，大型股評價水準極端，但除此之外，相等權重的指數漲幅較小，因此，我們偏好優質股、價值股，以及具結構性主題的部位，例如電氣化與自動化。環保與電動車的相關基礎建設規模可觀，不過比起押注景氣循環，我們更傾向自選個股。此外，僅就景氣循環股與防禦股做出選擇，可能容易誤判，畢竟影響評價的各種變數多不勝數，因此，我們保持平衡，物色價格具吸引力的抗跌防禦標的，但不限於傳統資產。就類別而言，我們看好能源（此一類別近年投資不足，蘊藏投資機會）、原物料、金融與生命科學工具等。銀行業存在投資契機，不過我們亦審慎監控信用風險。

新興市場股票：新興市場成長強勁，盈餘預期亮眼，評價誘人，因此我們持續看好股市。美國與中國之間的地緣政治對峙態勢持續，近期的拜習會則顯示或有望趨於緩和，我們也密切監控全球地緣政治風險與對油價的影響，這對於新興市場出口國家而言至關重要。地區方面，我們偏好墨西哥與巴西，以及精選的特定亞洲國家，例如印尼與印度。就產業層級而言，我們偏好不動產及非必需消費，各國之間落差顯著。

「最新財報季顯示
企業財測指引疲軟，印證了我們的
立場，遠離高風險
的昂貴券種，並
傾向優質股。」

大型股評價極端，但相等權重的指數較不昂貴



資料來源：鋒裕匯理鋒裕匯理研究所，當期本益比。截至 2023 年 11 月 24 日資料。

鋒裕匯理資產類別觀點

資產類別	觀點	對照 M-1	理由
股票平台	美國	-/= ▲	我們對於美國股票維持審慎態度，但也認為在大型股之外，其他族群的估值水準較為理想。最新財報季結果凸顯出管理階層的獲利預測趨於審慎，整體需求疲弱，消費者信心減退。
	美國價值股	+	雖然我們也注意到未來經濟成長疲弱，我們仍然認為價值股乃是長期現象，應結合品質考量，看好能維持利潤的公司，以及能從結構性主題如基礎建設中受益的個股。
	美國成長股	--	成長股評價居高不下，易因市場急速下挫或流動性枯竭而受衝擊，我們採取防禦布局，尤其是無法實現獲利的成長股。
	歐洲	-/=	我們認為內外需求俱疲的前景可能開始影響企業，而最新的財報季結果也印證了我們的看法，因此我們維持平衡策略，積極看待必需消費及工業，並專注於訂價能力強大，並且能夠維持利潤的公司。
	日本	=	在民間消費溫和復甦的支撐下，日本國內經濟活動好轉，不過全球景氣降溫情況可能比預期更嚴重，或將衝擊出口。
	中國	=	政府推動去槓桿化及債務自律，需求可能持續低迷不振，短期內固然可能造成打擊，但有利於實現永續的長期經濟成長。最新振興政策旨在盡可能減輕痛楚，但不足以抵銷消費疲軟。
	中國以外其他新興市場	=/+	新興市場浮現眾多結構性趨勢 (近岸外包/友岸外包、亞洲外資投資增加、印度崛起等等)，可能改變工業發展，過程中蘊藏投資機會。印度、印尼及巴西等國內需市場廣大，出口潛力雄厚，我們保持積極態度，認為新興市場呈現分歧。
固定收益平台	美國公債	=/+	通膨放緩及聯準會可能達到利率高點的跡象，形成有利債券的誘人前景，不過我們亦持續留意債券供給以及美國財政赤字，因此，我們樂觀看待殖利率吸引力與即將來臨的景氣降溫，同時保持積極主動。
	美國投資級公司債券	=/+	企業基本面 (如利息保障倍數率等) 強健，但從健全水準逐漸惡化。我們關注銷售成長，並且與該類別內的槓桿相互比較。我們仍然偏好能維持穩定銷售及現金流的標的。
	美國非投資級公司債	-	CCC 級債券導致違約展望惡化，印證我們對轉向高利率環境可能衝擊低評等券種的觀點。隨著 2024 年再融資需求上升，企業處境可能更加惡劣。
	歐洲公債	=	歐洲反通膨改善了存續期的情況，不過我們仍然採取中立看法，原因是歐洲央行的通膨政策係以數據為基礎，而通膨數據雖見下滑，但仍高於央行目標。對於歐元區外圍債券，目前我們也採中立態度。義大利政府公債殖利率的跌勢，呼應了核心歐洲債券的近況，反映的是義大利信用評等的消息面利多。
	歐元投資級公司債	=/+	歐元投資級債券評價合理，不過我們仍然關注特殊風險，偏好能保持現金流的標的，例如金融券種。我們也認為 BBB 級債券能在殖利率、品質與流動性間達成理想平衡。
	歐元非投資級公司債	-/= ▲	我們審慎監控違約展望，不過，我們注意到再融資需求受限，並認為低評等的 CCC 級債券只佔整體歐洲非投資等級債券市場的一小部分，整體而言，我們偏好高評等 (BB 級以上) 的券種與短天期債券。
	中國公債	=	我們持續監控整體政府負債水準，以及最新振興政策對於資產負債規模有哪些影響；對此我們抱持中立看法，認為中國人民銀行在中期內將維持低利率。
	新興市場強勢貨幣債	=/+	整體而言，聯準會接近政策轉捩點，通膨下滑有利於新興市場債，而且經濟成長強勁，我們預期反彈力道增強，評價與利差誘人，因此我們嚴格精選公司債與非投資等級債券 (相較於投資級券種)。
其他	大宗商品		近期油價疲軟，加劇了 OPEC+ 供應紀律不彰的相關疑慮，我們認為估值昂貴，且短期內 OPEC+ 成員國可能會採取行動，目前而言，需求端情況亦依舊良好，我們維持布蘭特的中短期目標在每桶 85 至 90 美元，但不排除短期內上調的可能性。
	外匯		市場焦點由「長期升息」的聯準會利率觀點，轉向美元走貶，特別是在美國通膨降溫之際。我們維持 2024 年第二季歐元兌美元匯率目標在 1.09 不變。日圓兌美元方面，我們保持微幅的正向立場，明年第二季目標為 141 日圓。



資料來源：鋒裕匯理，截至 2023 年 11 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】