

市場、經濟與評價： 辯論仍無定論

經濟活動的強度，以及市場對央行政策與企業盈餘的預期，一路推動資產價格，部分類別出現評價過高的現象，其中超大型股就是一例，獲利同樣豐厚可觀。然而關鍵在於，亮眼的獲利率是否足以支撐當前評價？這類公司能否迅速提高營收，並在全球競爭日益激烈、消費買氣耗竭的情況下維持利潤率？另一方面，判讀經濟走勢的難度日益升高，我們認為，接下來這幾個因素將是未來的重點所在：

- **美國成長趨緩延遲但愈加明顯**：我們發現內需有所放緩，原因是財政振興有限，企業支出緊縮，截至目前，支撐消費的力量來自消耗儲蓄，甚至過度借貸，然而隨著勞動市場走疲，恐怕難以為繼，進而對於經濟帶來衝擊。
- **歐洲成長趨於分歧/平坦**：德國面臨諸多的結構面挑戰，投資與出口雙雙疲弱，今年可能成為主要落後的歐盟國家，相形之下西班牙等國則略勝一籌。這種情況下，歐盟的財政與政治力度，在綠色轉型過程當中扮演的角色至關重要。
- **貨幣政策**：聯準會、歐洲央行以及英國央行，有可能在上半年接近尾聲之際，開始調降利率，今年的聯準會降息幅度料將達到 100 基點，歐洲央行與英國央行則各為 125 基點。只要通膨持續降溫，我們認為，聯準會並沒有足夠理由繼續維持利率於限制性水平。



VINCENT MORTIER
集團投資總監



MATTEO GERMANO
集團投資副總監

隨著美國實質個人所得下降，個人消費料應惡化





蘊含價值的四大主要領域：

- **交叉資產**：景氣優於原先預期，對於已開發市場股票，我們已經接近中立看待，不過考量當前評價水位高昂，我們應當避免過度樂觀，尋求新興市場 (EM) 與日本的區域契機。對於美國則轉為中立看法。存續期方面，我們審慎看待日本，看好美國與歐洲。由於財政壓力與通膨意外狀況可能浮現，投資人最好能積極管理存續期部位。此外，短期內美元匯價若是走強，勢將衝擊新興市場債券報酬率，投資人務須保持警覺。最後，原油是地緣政治壓力下的理想避險工具，加上供應緊縮，近期內存在小幅上行空間。
- **固定收益方面**，我們仍然略為審慎看待歐洲與日本存續期，看好美國，理由是通膨維持下行走勢不變，同時看好全球優質信用債。歐洲方面，我們正在監控歐洲央行的區域經濟評估，密切注意政策行動的任何跡象。英國方面，我們微幅積極看待英國央行的降息壓力。公司信用債仍是利差所在，不過流動性考量亦具重要性，尤其是就非投資級券種而言。因此，我們積極看待美國投資級債券，甚至更加看好歐元區投資級券種。美國方面，我們偏好短天期信用債與保險連結證券。整體而言，我們謹慎看待低評級非投資等級債券，但也認為精選的非循環性類產業在落差擴大之際價值可期。
- **美股近期動向係受精選超大型股帶動，集中風險隨之升高**，歐股也有類似的情況，只是程度相對輕微。隨著景氣循環，市場可能開始更加聚焦獲利軌跡，我們維持慎選立場，略為謹慎看待美國與歐洲最昂貴的領域。不過，任何有關獲利與評價的市場異常，皆是從特殊題材當中受益的良機，從風格/區域觀點來看，我們仍然看好高利潤的各種事業 (優質股)、美國價值股與日本。
- **新興市場殖利率具吸引力**加上通膨現象持續，我們據此持續看好強勢與當地貨幣債券，偏好非投資等級券種勝過投資級券種。區域方面，我們偏好拉丁美洲，對於亞洲與歐非中東則更建議慎選標的。一如預期，當地充滿特殊題材，例如阿根廷；我們也積極看好股市，尤其是亞洲 (印度、印尼及南韓) 與拉丁美洲。

景氣循環延長，
因此我們對於
風險抱持接近
中立的看法，
但也持續監控美
國內需變數及
部分類別的
極端評價。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔

我們對於風險保持接近中立立場，理由是市場績效/評價存在落差，以及今後的經濟趨於疲軟。

相較於前個月的變動

- **交叉資產**：中立看待美股；針對美國存續期採取保護措施，防範通膨發生意外變化；持續看好新興市場債券，但美元策略性走升可能影響到相關領域的報酬率。

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。

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

主要已開發市場央行將會如何應對通膨放緩？

縱使歐洲已經出現去通膨現象，過度緊縮的風險及歐洲央行落後於市場趨勢等因素，仍未反映在市場價格上。央行正持續監控著即將發布的數據、就業市場及近期寬鬆的金融環境。我們維持原有判斷，央行將會在上半年末前後開始降息。英國央行亦放棄立場強硬的政策指引，可能約從年中開始降息 125 基點，但也不能排除意外提前降息的可能性。美國方面，聯準會必須確保通膨走勢持續趨近央行目標。

對於投資的後果

- 美國與英國存續期：略為積極

2

對於股票價位接近新高點，您有什麼看法？

美股與歐股雙雙在 2 月觸及歷史新高，正是重新推算評價水位的絕佳時機。整體市場看似已經超漲，頗難相信還有餘裕迅速大量累積額外的評價溢酬。此外，經濟背景的抗跌能力不若以往，評價緊縮不容我們採取更有利的股票觀點。若發生策略性修正，可望帶來某些機會，能以誘人價位加碼這個資產類別，屆時，我們也能更明確掌握經濟背景。

對於投資的後果

- 對美國與歐洲接近中立看待
- 微幅看多日本

3

您認為大宗商品的短期展望如何？

油價近期可望走強，理由是技術面穩健及全球經濟成長保持抗跌韌性。但是，基於閒置產能及石油輸出國家組織的供應紀律低落等因素，我們預期，中期的漲幅有限。另一方面，金價似乎處於觀望模式，考量黃金的評價保守，聯準會政策提前轉向的希望破滅，我們預期短期內還會微幅上檔。不過，若聯準會啟動降息早於預期，有望擴大上檔空間。

對於投資的後果

- 布蘭特原油目標價：短期內為每桶 85 美元
- 黃金：每盎司 2050 美元

我們預期聯準會、英國央行及歐洲央行均將於 6 月左右開始降息，但也持續關注去通膨症狀的發展速度，以防發生意外情況。

MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究院主席





多元資產

作者群

動態配置：中立、慎防風險

我們預期美國將會有所放緩，但並非直線下降，尤其是針對獲利與風險資產評價而言。因此，我們維持動態評估，將短期內的微妙變化列入考量，藉此平衡長期投資信念。對於已開發經濟體的股市，我們固然轉趨中立，不過這樣的信念係以地理區域的落差為基準（已開發市場 vs 亞洲）。同時，我們透過大宗商品，維持多元分散佈局，微調、完善我們的外匯觀點與避險策略。

全球股票環境變數與日俱增，美國景氣循環延長，但未來的經濟成長看似充滿挑戰。我們對於美國轉趨中立，理由在於去通膨、景氣成長強勁。此外，我們謹慎看待歐洲，對日本則略偏正面，沒有受到近期數據影響。縱使如此，我們對新興市場（印尼、南韓及印度）的立場也更加清楚直接。

考量活動前景變數及降息預期，我們對於美國與歐洲存續期維持略為樂觀的看法，通膨與財政政策冒進/壓力（肇因於美國大選）可能影響央行行動及殖利率變化，因此我們維持著較高度的靈活彈性。講到義大利政府公債，我們認為存在有限的特殊風險，後續潛勢可期。不過，對於日本公債，我們則懷抱謹慎看法，並持續監控最新 GDP 數據對日本央行負利率政策退場可能帶來的不利影響。

已開發市場信用債方面，我們偏好歐元區投資級券種，理由是品質良好、相對評價誘人。至於其他區域，新興市場的去通膨趨勢及短期內已開發市場央行即將展開寬鬆週期，勾勒出樂觀的新興市場債券前景。新興市場殖利率具吸引力；另一方面，美國通膨高於預期、美國經濟成長展望（相較於其他 G10 成員）好轉、立場溫和的貨幣政策等一旦反映在美元匯價之上（具升值空間），可能促使美元持續走挺。因此，投資人的配置亦應同時考量此一層面。

我們維持戰術性看好美元，同時認為這樣的趨勢未必能長久維繫，此外亦積極看待歐元兌英鎊及日圓兌瑞士法郎。順帶一提，美國貨幣政策與經濟成長也會影響日圓走勢。新興市場外匯方面，我們仍然偏好拉丁美洲（巴西雷亞爾）勝過亞洲。

美國通膨持續下降，但如有任何意外發展，美國國庫券亦將受到牽動，彰顯出保護措施的必要性。另一方面，原油的技術面穩健，提供了地緣政治風險的相對保障。

FRANCESCO SANDRINI

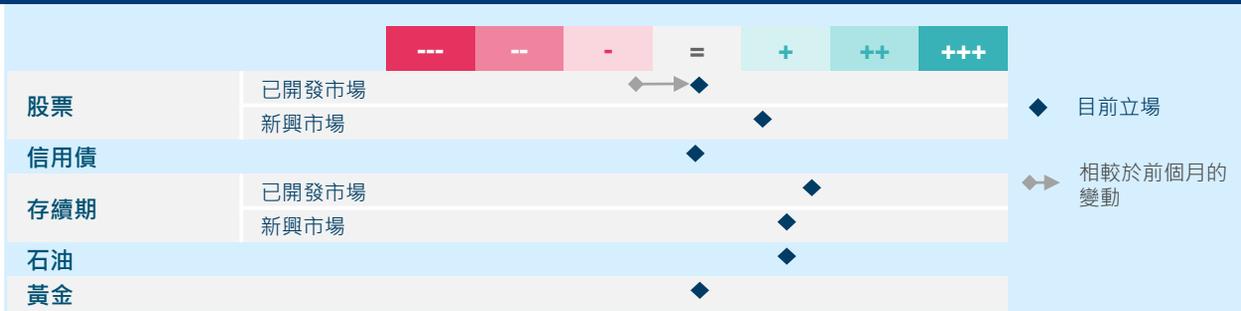
多元資產策略主管

JOHN O'TOOLE

多元資產投資解決方案主管

美國去通膨現象
結合經濟成長，
加上降息預期，
化為美股的動力，
因此我們針對
已開發市場股票
採取策略性
中立立場。

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、NIRP = 負利率政策、DM = 已開發市場、EM = 新興市場。其他詞彙定義與貨幣縮寫，敬請參閱最末頁。



固定收益

債券佈局全球，通膨「尾聲」提高警覺

參考央行言論與美國通膨數據，市場重新評估了聯準會降息的可能性 (相較於數月前)。聯準會與歐洲央行均期待通膨持續下降，在這之後才會啟動首輪降息。考量美國核心服務業通膨近期走勢，央行靜觀其變的策略合情合理。就投資人的角度來說，這意味著無風險利率的當前水準頗具魅力，特別是美國，然而，考量到經濟發展不乏變數，我們在債券方面仍然敏捷應對，尋求全球投資機會，同時持續看好全球優質信用債與新興市場債券。

全球與歐洲固定收益

- 我們略為審慎看待核心歐洲的存續期部位，但亦可能隨歐洲央行行動趨於明朗而再次變動。
- 日本方面，我們審慎監控日本央行的動向。
- 信用債方面，我們看好歐洲投資級債券，亦保持敏捷因應市場變化。我們偏好金融股、次順位債及投資級債券更勝非投資級債券。非投資級券種方面，我們發現分歧可觀，短天期歐元區信用債方面潛藏精選契機。

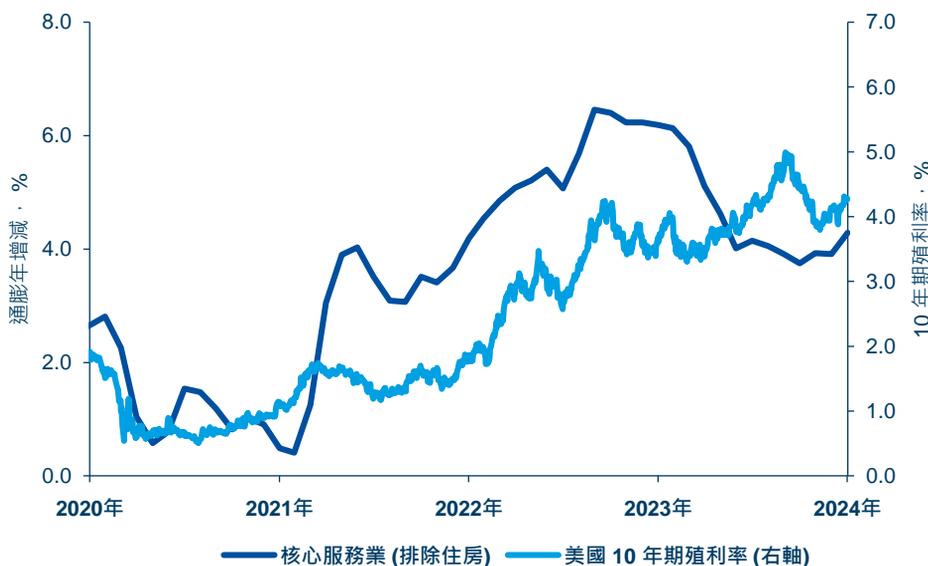
美國固定收益債

- 通膨有所進展，我們積極看好存續期，但也維持靈活彈性。
- 我們偏好投資級債券勝過非投資級債，尤其是投資級債券中的金融產業券種。此外，信用曲線的中間區段及短天期債券更具價值。
- 我們謹慎看待非投資級債券，但也關注著高評等的信用債與保險連結證券，同時亦監控流動性情勢。

新興市場債券

- 去通膨持續、新興市場成長穩健，以及聯準會寬鬆有望，都構成了正向因素。
- 我們看好強勢貨幣與公司債，但偏好非投資級債券勝過投資級債券，原因是相對評價誘人，利差更佳。當地貨幣方面，我們維持傾向看好拉丁美洲。
- 我們觀察到正面的特殊題材，例如阿根廷 (收穫豐碩、利差具吸引力) 與埃及。
- 對於中東則是謹慎以待，看好大宗商品出口國。

整體通膨率下滑，但仍須提防黏滯性的服務業通膨盤旋



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 2 月 20 日。

作者群

AMAURY D'ORSAY
固定收益主管

YERLAN SYZDYKOV
全球新興市場主任

MARCO PIRONDINI
投資管理
美國投資長



股票

聚焦獲利的抗跌韌性與評價

市場觸及新高點，美國與歐洲的集中度風險升高，我們持續評估，單就總體/經濟成長觀點，股票能否持續推升。考量評價水位飽和，下檔催化因子包括了降息不如預期、經濟數據疲軟等，可能波及昂貴個股的報酬率。因此，關鍵問題在於美國景氣有沒有放緩？程度有多嚴重？萬一美國與歐洲經濟疲弱不振，盈餘數字勢將受牽連，因此，投資人應探索美國、歐洲、日本及新興市場中能在未來獲利成長潛力及評價之間取得正確平衡的資產。

歐股

- 我們偏好槓鈴式觀點，樂觀看待優質防禦股與景氣循環股。
- 類別方面，我們略為積極看待必需消費產業。投資人不妨考慮利用市場波動時機，探索奢華精品產業。
- 金融股方面，我們偏好股利收益率高且盈餘成長優於市場的銀行。
- 不過某些半導體公司的評價看似已經偏高。

美股與全球股票

- 市場傾向超大型股，我們的目標是從價值股與成長股、相等權重與超大型股之間的不一致中得利。
- 能源方面，由於供應過剩疑慮，看好程度日益降低。
- 我們偏好評價合理的抗跌類股，看好優質景氣循環股，近期財報季過後持續展現吸引力。
- 日本方面，可能由下而上調整。

新興股市

- 積極看待走勢分歧的新興市場投資範圍。我們對於中國提高警覺，理由則是消費疲弱，至於利多則在於政府願意進場改善市場氛圍。
- 至於亞洲其他地區，我們略為積極看待南韓，原因是企業治理改善。
- 整體而言，我們在亞洲及拉丁美洲尋求結構性趨勢，並持續看好印度與印尼。

考量 S&P 500 指數的相對評價，留意集中化風險



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024 年 2 月 19 日。S&P 500 指數與 S&P 相等權重指數。SD = 標準差 (Standard deviation)。

作者群

FABIO DIGIANSANTE
大型股主管

YERLAN SYZDYKOV
全球新興市場主任

MARCO PIRONDINI
投資管理
美國投資長



VIEWS

鋒裕匯理資產類別觀點

本月焦點

- **美國超大型股**：我們對於超大型股仍存疑慮，看好這個類別以外的投資契機，包括美國價值股。對於全球成長，我們採取接近中立的觀點。
- **英國公債**：整體通膨率可望迅速下降，英國央行貨幣政策委員會成員似乎大多傾向降息，因此，我們小幅看好英國公債。

股票與全球因素

區域	相較於 M-1 的變動	--	-	=	+	++	全球因素	相較於 M-1 的變動	--	-	=	+	++
美國				◆			成長				◆		
歐洲				◆			價值				◆		
日本					◆		小型股				◆		
新興市場					◆		品質					◆	
中國				◆			低波動率				◆		
中國以外其他新興市場					◆		動能				◆		
印度					◆		高股利					◆	

固定收益與外匯

公債	相較於 M-1 的變動	--	-	=	+	++	信用債	相較於 M-1 的變動	--	-	=	+	++
美國					◆		US IG				◆		
歐元區核心				◆			US HY			◆			
歐元區外圍國家				◆			EU IG					◆	
英國					◆		EU HY			◆			
日本			◆										
新興市場債券	相較於 M-1 的變動	--	-	=	+	++	外匯	相較於 M-1 的變動	--	-	=	+	++
中國公債				◆			美元					◆	
印度公債				◆			歐元			◆			
新興市場強勢貨幣債					◆		英鎊				◆		
新興市場當地貨幣債					◆		日圓					◆	
新興市場公司債					◆		人民幣			◆			

資料來源：鋒裕匯理，截至 2024 年 2 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。

▼ 上個月過後遭降評
▲ 上個月過後遭升評



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】