

全球投資觀點

通膨趨穩，債券殖利率吸引力浮現



**Vincent
MORTIER**
集團投資總監

自夏末以來，風險資產一直處於觀望立場，但市場價格仍反映軟著陸情境，亦即通膨持續下降，而經濟成長不會受到任何損害。雖然我們相信通膨將有所放緩，但央行的工作尚未完成，仍盡可能在「利率更高、為時更久」的口號與經濟成長之間取得平衡。

在市場維持經濟不致衰退的立場之下，促使美國 10 年期公債殖利率創下過去 15 年來的新高。但我們認為美國消費、中國經濟成長與不動產券種以及歐洲面臨的種種壓力，將對這個高成長低通膨情境構成挑戰：

- **佔 GDP 70% 的美國消費者，其韌性出現鬆動跡象** – 金融條件緊縮、消費者儲蓄減少加上勞動力市場寬鬆，種種影響遠勝過任何財政刺激措施。
- **通膨趨勢將有所趨緩**，但最近能源價格攀升、生產成本上揚（例如歐洲），皆可能會影響通膨預期，因此必須密切監測。
- **政策困難** – 最後階段通膨的修正較先前更易對經濟產生負面影響。我們維持原先預期，認定美國會從 2024 年上半年開始溫和衰退，歐洲則成長緩慢。
- **中國是全球經濟成長的關鍵** – 中國的政策支持並不會動搖我們對成長放緩的看法，反而是其他新興市場會受到影響。但印度、印尼和巴西等國家相對受到保護，且國內消費應有助於提振經濟。



**Matteo
GERMANO**
集團投資副總監

隨著殖利率觸及 15 年新高，加上通膨放緩，美國公債具有長期價值



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2023 年 9 月 21 日。CPI = 消費者物價指數。



「市場尚未消化與信用週期、通膨數據波動(上檔和下檔)以及美國經濟任一個著陸形式的相關風險，因此我們繼續偏好優質資產」。

從投資角度來看，應探討以下幾個方面：

- **經濟展望有利於跨資產維持溫和謹慎立場。** 我們積極看待美國國庫券，同時認為風險資產估值偏高，但差距略為縮小。保持審慎並不代表忽視符合我們長期信念的戰術構想。歐元投資級債相對較優質的基本面使我們得以憑藉對優質資產的偏好，戰術性地向上調升立場。相反地，非投資級債可能會因企業面臨艱難環境而受拖累。對於已開發市場股票，我們依然維持審慎看法，但認為新興市場可能提供機會，各地可能存在較大分歧。此外，應維持對美國公債和股票的避險，並微幅樂觀看待黃金，藉以實現多元佈局。
- **市場預期聯準會將在 2024 年降息，應慎選具有價值的政府公債。** 我們採取主動操作管理，並監測政府債務、美國公債潛在的供給增加以及外國(例如日本)對美國公債的需求減少。我們對核心歐洲持中立看法，但對日本維持審慎態度。投資級信用債是值得關注的收益來源，而非投資級市場仍延續過於良性的情境。低評等市場領域(如 CCC 評等)在美國和歐洲的違約率上升，導致我們轉向審慎觀點。
- **已開發市場股票的上漲空間有限；日本相當值得關注** – 本季獲利出乎意料，我們注意到高階管理層對於公司營收的說辭變得更加保守，這與我們對經濟的審慎觀點趨於一致。我們保守看待美國和歐洲，尤其是成長股和大型股，但看好美國和歐洲的價值股，對日本則接近中立觀點。整體而言，我們傾向於保持高度自律，僅在經濟方向明朗後才逐步建立部位。
- **藉由精選方式能在新興市場獲得許多價值** – 我們積極看待新興市場與已開發市場債券(當地貨幣債和強勢貨幣債)和股票的評等，相較過往，新興市場的弱點較少，成長前景也更好。但中國經濟成長動能放緩將對若干國家造成影響，我們承認，並非所有新興市場都具有相同的財政實力。我們看好巴西、墨西哥、印度、印尼，以及受中國經濟放緩影響有限的國家。



整體風險氛圍



美國和歐盟的消費壓力與著陸條件緊張導致我們對風險資產持大幅的防禦守成態度。

相較於前個月的變動

- **跨資產：**調整對選擇殖利率曲線的立場；戰術性看好歐元投資級債。
- **固定收益：**主動應對殖利率曲線的不同區段；對歐洲存續期維持中立觀點。
- **股票：**對中國消費類股保持警惕。

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. 中國經濟放緩對印度有何影響？您對印度經濟的看法如何？

相較於其他新興市場國家，印度較不受中國經濟放緩的影響。此外在內需（家庭消費與投資）的支撐下，印度整體經濟動能仍相當強勁。事實上，我們已將 2023-2024 會計年度的 GDP 成長率分別從 6.0% 和 5.5% 上調至 6.4% 和 5.8%。正向的獲利預期反映強勁的成長動能，這與全球新興市場整體一致（9% 對照 12%）。

對於投資的後果：

- 我們正向看待印度股市，得益於對獲利的樂觀展望（相較於亞洲，修正幅度較佳），有助於抵銷估值缺乏支撐的背景。

2. 您對近期油價飆漲有何看法？您認為這對美國通膨有何影響？

我們認為油價已超漲，預計這種情況不會持續太久。有鑑於此，我們對布蘭特原油的目標價維持在 85-90 美元/桶。儘管油價短期內應會下降，但目前價位仍增加了許多非必要的不確定性。有鑑於能源方面的最新發展，2023 年平均 CPI 將從 4% 升至 4.2-4.3%，我們也預計 2024 年第 1 季 CPI 將會上升。能源價格持續上漲即便對年增減 CPI 的影響相當溫和，但成為央行維持利率更高、為時更久的另一理由。

對於投資的後果：

- 石油：布蘭特原油價格穩定落在 85-90 美元/桶的目標附近。
- 銅價目標：8,500 美元/噸 (3M)、8,700 美元/噸 (12M)。

3. 以跨資產角度來說，您有何看法？

我們認為，目前水準正在消磨相對有利的情境，比我們預想的更樂觀。由於近期的反彈與經濟基本面惡化，估值不利於風險資產，股票和非投資級信用債領域尤其如此，但投資級信用債的估值似乎不至於偏高。假設聯準會 2024 年降息幅度超過市場預期，政府公債似乎遭到低估。

對於投資的後果：

- 審慎看待股票和非投資級信用債。
- 青睞政府公債、投資級信用債與現金。

「我們預期 2024 年通膨趨勢會下降，但仍將高於央行目標。這個下降過程不會是線性的，近期油價飆升進一步提高不確定性，支撐了長期維持較高利率的論點。」



Monica DEFEND
鋒裕匯理投資研究院主席

尋求信用券種和債券曲線利差契機

由於美國、已開發市場的貨幣政策和中國不動產業的抗跌消息面不斷湧現，使得市場一直呈現區間盤整走勢。儘管年初未預期到的消費市場的抗跌韌性以及財政支出支撐美國經濟成長，但這些因素似乎正在消退，對此我們保持審慎觀點。儘管如此，投資人應考慮探索信用品質面的想法，同時對各個地理區域的殖利率曲線保持警惕，建議應採取平衡策略、善用新興市場的槓桿並抱持多元分散的立場。

高度信心投資構想：美國等已開發市場股票的情勢大多為勞動市場疲軟、油價上漲對消費者造成負擔、消費者呆帳情況上升。就連在歐洲，由於工業週期疲軟，預計成長也將維持低迷，日本則繼續受到全球經濟放緩的影響，但隨著亞洲和拉丁美洲部分國家的前景改善，我們繼續樂觀看待新興市場。

鑑於宏觀背景疲軟，美國公債的估值現在更具吸引力。此外，我們仍維持對加拿大交換曲線陡化觀點；在大西洋彼岸，我們對歐洲存續期、瑞典債券和義大利政府公債保持微幅樂觀的看法。這些債券受到國內零售需求和近期淨發行量呈負值等因素的支撐。整體而言，採取主動式投資方法使我們得以調整對英國公債對澳洲 10 年期公債的相對觀點，期間我們調降對英國公債的樂觀態度，也不再對澳洲持負面立場。由於國內經濟疲軟，澳洲央行應避免大幅升息。但我們對日本公債仍採取抗跌佈局。

另一方面，大多數新興市場和央行的通膨已接近高點，緊縮循環接近尾聲，這讓我們對部分新興市場債券(南非、印尼、墨西哥等)保持樂觀態度。

我們一方面對美國非投資級債保持審慎立場，但另一方面為兼顧平衡也將樂觀看待歐盟投資級債，使整體信用佈局維持中立。儘管違約率不斷上升，且評等有所調降，但投資級信用債的強勁需求仍對利差帶來支撐，使得利差擴大的時機難以評估。

新興市場和已開發市場的外匯能提供多種相對價值構想，新興市場方面，我們樂觀看待墨西哥元兌歐元，期望藉此獲得誘人利差；另由於印度總經形勢樂觀，我們同樣樂觀看待巴西雷亞爾兌美元以及印度盧比兌離岸人民。而在已開發市場方面，我們看空歐元兌日圓，但與英鎊相比，我們看好歐元和瑞郎。

風險與避險：全球成長和通膨的不確定性為股票和固定收益帶來風險，我們認為投資人應該繼續維持美國公債和股票的保險措施。除了金融資產之外，在嚴重衰退/地緣政治危機四伏的情況下，黃金也是一種有效的避險手段；有鑑於其合理估值以及聯準會「利率更高、為時更久」的態度，我們認為上檔空間有限。

「我們對風險資產維持審慎態度，但目標是從新興的戰術契機中受惠，例如企業基本面較好的歐盟投資級債」。



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。

長遠來看債券頗為誘人

整體評估：由於殖利率處於歷史高位，通膨預計有所放緩，經濟衰退風險仍然存在，政府債券市場提供了良好契機。但央行的鷹派立場以及債券供給的疑慮，使我們對存續期持續採取靈活策略。我們也探索新興市場和已開發市場能提供的利差，但仍偏重優質券種。

全球和歐洲固定收益：歐洲央行快速升息週期導致企業和家庭貸款需求持續下降，但債券市場近期的脆弱程度和通膨上檔風險，使我們在積極主動因應現有存續期部位之餘，仍抱持略為審慎的觀點 - 對歐洲核心持中立態度，對於日本則顯著採取守勢。我們也積極監測殖利率走勢，盡力將未來政策行動納入我們的投資決策中。信用債方面，我們保持微幅的正向立場，主要持有金融債、次順位債務和投資級債券。從區域角度來看，我們更偏好歐洲，對英國和美國則持中立態度。在歐洲，投資級債的利差相當合理，槓桿率似乎仍在控制之內；不過我們對非投資級債抱持審慎觀點，尤其是能源、運輸和不動產等產業。

美國固定收益債：市場已經接受了聯準會「長期較高利率」的訊息，隨後債券殖利率走高。目前的殖利率水準，加上經濟放緩，使我們對存續期持正向立場。我們樂觀看待美國公債曲線的中間區段，但有鑑於對財政赤字的疑慮，因此積極主動因應部位。此外，抗通膨債券 (TIPS) 對於長期投資人也頗具吸引力，且我們注意到，迄今為止消費者需求暢旺以及和住房供需嚴重失衡，為不動產市場提供支撐力道。我們偏好證券化信用債，但歷經近期一波反彈後我們對此領域提高警覺。公司債方面，初級市場活動一直維持強勁，我們認為看好優質券種有機會從新發行溢酬中獲利。即使在非投資級債方面，我們也足以積極追求優質券種。從產業角度來看，我們偏好金融債而非工業及其他非金融族群。

新興市場債券：我們樂觀看待新興市場債務，並相信中國經濟成長放緩所帶來的影響，已漸漸為拉丁美洲和其他亞洲國家較高的獲利預測所抵銷。我們也密切監測已開發市場利率和美元強勢的疑慮，因為這可能會影響報酬率。對強勢貨幣方面我們持正向觀點，尤其是非投資級債，因為利差相當誘人；當地貨幣也提供價值，我們偏好墨西哥、巴西、印度和印尼。但有鑑於西非和中非近期的政變事件，我們對撒哈拉以南非洲地區持謹慎態度。

外匯：我們對美元維持略為謹慎的看法，但對利率保持警惕；另看好挪威克朗、澳幣和日圓，這幾個幣種應會在日本央行近期言論轉向的背景下有餘裕迎頭趕上。對於新興市場，我們看好高利差外匯 (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

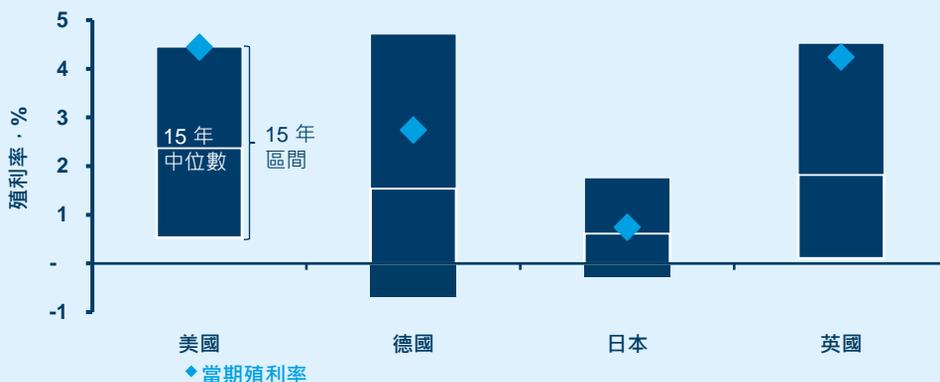


Yerlan SYZDYKOV
新興市場全球主管



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部
投資總監

從 15 年期的角度來看，政府公債殖利率頗具吸引力



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博。截至 2023 年 9 月 22 日資料。

「核心殖利率
偏高、通膨放
緩加上經濟活動
可能走軟，
為美國國庫券等
券種創造有利的
背景環境」。

青睞新興市場股票，聚焦印度



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

「雖然我們對已開發市場股票持謹慎態度，但基於新興國家內需消費強勁，因此我們認為部分新興市場仍有價值可期」。

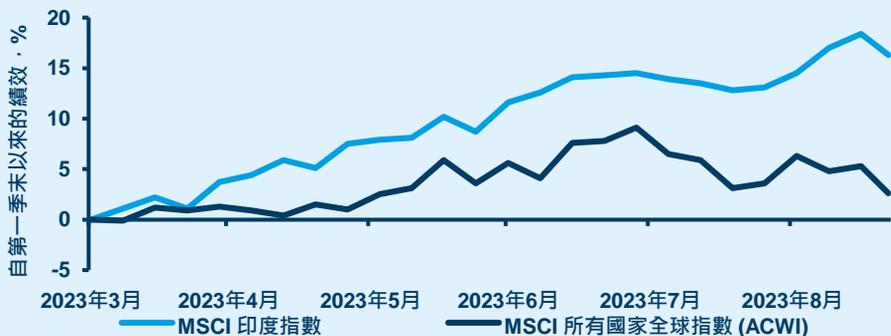
整體評估：市場評估未來經濟走向之際，我們注意到美國和歐洲消費者信心下滑以及企業獲利承壓。整體市場的股票估值（歐洲略優於美國）與我們的前景不一致，部分選股帶動報酬率。儘管如此，美國、歐洲和新興市場仍有價值可期，我們依然注重透過基本面和 ESG 分析作出證券選擇。

歐洲股票：高利率不僅影響消費者，也影響企業及其內部報酬，在此環境下，我們對非必需消費品（汽車等）和景氣循環科技類股保持持謹慎立場。但我們認為價值股與成長股之間有著相當大的落差：我們偏好能源與金融（零售銀行）類股，這兩者的資產負債表、股利收益率強勁，並能從高利率環境受惠。與此同時，結合優質的景氣循環類股及防禦抗跌類股是當前階段的關鍵，對於前者，我們鎖定交易價格具吸引力且盈餘潛力充裕工業個股，這些個股亦正著手推動能源轉型。反之，我們審慎看待科技族群，並對部分 AI 股的估值感到擔憂，因為這類個股的終端市場大多具有景氣循環特性。

美國股票：硬數據以及若干經濟領先字數開始表現疲軟，再加上利率進一步升高以及能源價格繼續攀升，為消費者帶來不小壓力。我們預計市場的景氣循環特性和消費類股將逐漸反映這些問題，因而對此持保守態度。不過各領域的估值落差頗大，相形之下選股策略更加重要。此外，相較於一些尚未完全實現獲利的市場區隔，部分市場區隔的獲利已然過高；我們對這類大型股和科技個股維持審慎觀點。但我們相當看好價值股與優質型個股以及高股息股，另就獲利潛力而言，更偏好每種投資風格中最低價的個股。產業方面，我們對生命科學工具、能源與材料持正向觀點，這些領域應能受惠於基礎建設電氣化的發展動向。我們也看好擁有穩定存款基礎的大型銀行股，以及善用科技改善價值主張的銀行股。

新興市場股票：我們預期若干拉丁美洲國家和部分亞洲國家將維持強勁的經濟活動。在估值仍具有吸引力之際，選股策略依然是關鍵。我們密切關注中國的振興措施，但目前在新興市場題材方面，更傾向於佈局巴西（已轉向寬鬆週期但估值仍具吸引力）和印度。產業配置方面，我們繼續看好不動產和非必需消費品，但觀察到各國之間存在重大差異。整體而言，我們持續偏好價值股多於成長股。

印度等特定新興市場提供了各種機會
(印度股票 6 個月表現對照 MSCI 世界指數國家)



資料來源：鋒裕匯理銀行、彭博。截至 2023 年 9 月 22 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	-	領先市場的個股依然昂貴，精選大型股推動了此指數的報酬率。我們認為這些個股的估值並未納入考量消費放緩和金融條件緊縮對經濟成長的影響，以致於我們採取抗跌佈局。
	美國價值股	+	價值股與市場其他部分的走向依然分歧，我們更看好價格誘人的個股，此類佈局追求獲利品質較高、訂價能力較佳且資產負債實力堅強。銀行和能源領域皆有符合條件的個股，但我們的佈局重點在於商業模式的持久性質。
	美國成長股	--	鑑於估值已在高點，因此「利率更高、為時更久」的擔憂及市場信心轉變很可能對美國經濟成長構成影響。我們保持謹慎。
	歐洲	-/=	歐洲的估值合理，但經濟活動傾向維持低迷。我們保持謹慎立場，一邊探索能經得起經濟放緩、受益於高利率以及能維持強勁資產負債表的類股（零售銀行）；另一方面則避開僅因過度樂觀而瘋漲、但實際獲利狀況毫無改善的個股，例如 AI 股。
	日本	=	公司治理有所改善是正面消息，我們看好應從殖利率溫和成長中獲利的價值股。我們謹慎看待全球經濟活動及其對出口的影響。
	中國	=	該國致力轉型為以內需為基礎的新成長模式，不如以往仰賴債務驅動。雖然政府宣佈的不動產業支持措施應會提供短期支撐力道，但我們仍維持中立觀點，靜待政策對經濟成長的全面影響。
	中國以外其他新興市場	=/+	估值誘人，獲利成長也造就具有吸引力的中期展望。中國經濟放緩可能影響較仰賴對華出口的新興市場。中國以外的印度、印尼和巴西等國家也提供了不少機會，這些國家的獲利預期和國內成長依然強勁。
固定收益平台	美國公債	=/+	我們對存續期持微幅正向態度，這符合我們對聯準會 2024 年降息和溫和衰退的預期。但我們依舊採取靈活策略，在決策時仍會考慮通膨因素；此外也仍積極探索美國殖利率曲線上所有天期的部位。
	美國投資級公司債券	=/+	投資級債的基本面穩固，但我們密切監測槓桿率和現金比率，看好獲利穩健且債務水準變化不大的企業。產業層面，我們偏好金融債，也積極尋求符合我們對優質券種偏好且具有吸引力的新發行債。
	美國非投資級公司債	-	我們認為非投資級債的基本面存在惡化風險，對於 CCC 評等的發行機構來說尤其如此，因此對違約率也保持警惕。另一方面，有必要專注於優質標的，避開追求高槓桿率的市場區隔，以免因融資成本較高而顯著影響利潤率。
	歐洲公債	=	歐洲央行升息週期看似已近尾聲，但抑制通膨和通膨預期仍是歐洲央行的首要任務。我們對歐洲存續期持中立態度，但採取主動式管理策略，納入考量未來政策行動、歐元區經濟的疲軟跡象和通膨數據。
	歐元投資級公司債	=/+	在近期初級市場強勁且估值合理的背景下，市場信心轉趨正向。目前企業基本面維持強勁但我們看到輕微的疲軟跡象。從產業角度來看，我們看好槓桿率較低的金融債與公司債。
	歐元非投資級公司債	-	趨於緊縮的金融條件和「利率更高、為時更久」的環境將使較低信用品質債券歷經陣痛期，我們因而對此維持審慎立場。我們尤其謹慎看待能源、交通和不動產類別，避開再融資需求過高的標的。
	中國公債	=	中美脫鉤為中國債務創造了多元佈局的機會，但需評估近期經濟放緩以及後續支持措施。
	新興市場強勢貨幣債	=/+	強勢貨幣債的估值合理，提供誘人利差。我們看好政府財政實力雄厚的國家，並聚焦於非投資級債；我們認為優質信用標的的價值更誘人，在全球經濟放緩的環境下能提供更多韌性。
新興市場當地貨幣債	+	當地貨幣債的殖利率微幅上升，目前在利差方面提供了頗具吸引力的進場時點。我們更看好能夠提供強大利差緩衝以及強勁經濟成長前景的高殖利率國家，藉此抵銷高波動性和潛在的地緣政治風險。	
其他	原物料		近幾個月來由於 OPEC+ 減產，使得油價上漲，但布蘭特原油價格料將不會永久超過我們預測 90 美元/桶左右的目標。OPEC 現在減產越多，以後就越有機會尋求釋放產能。黃金方面，一旦聯準會降息時（短期內不太可能），最大的動力將會展現，我們針對黃金的中期目標價位為每盎司 2,000 美元。
	外匯		美元受惠於美國經濟展現的抗跌韌性，但我們認為，隨著 2024 年臨近，美元料將走弱。通膨上升幅度超出預期，加上聯準會可能採取強硬立場，可能動搖我們的觀點，儘管我們認為這兩者的可能性偏低。

資料來源：鋒裕匯理，截至 2023 年 9 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】