

2024 年 11 月

經濟訊號優劣互見，機會呼之欲出

債券殖利率上升、美國股市走揚 (10 月份創歷史新高) 以及歐洲的狀況，反映了市場所認定的完美情境，即美國經濟強勁成長、通膨回檔，以及歐洲貨幣寬鬆帶來正向動力。我們肯定美國的抗跌韌性，卻也認為歐美各國的某些數據可能沒有表面上看來那麼明確。中國方面，關鍵問題在於財政政策能否符合預期，以及經濟提振是否長遠永續。在局勢混沌的情境裡，下列幾個因素有可能推動全球經濟：

- **企業的人力需求持續降溫。**美國就業市場惡化之際，失業率料將上升。近期的數據顯示，職缺、招募、薪資成長率都呈現了持續下降趨勢，消費者也可能削減非必要支出，藉此因應勞動市場「熱度略減」的情況。
- **美國以及歐洲的通膨，都維持下降趨勢，**可望於 2025 年中旬趨近聯準會的目標通膨水位。通膨的黏滯延續成分，以及美國新任總統的政策，有可能浮現某些風險。歐洲的經濟成長則有可能浮現參差不齊，以及內需較為低迷的情況。
- **各國央行料將忽略通膨的暫時性波動 (若有)，關注實質物價趨勢。**市場對於聯準會的預期，目前更為接近本公司內部預測的「今年再降息兩次」。如同預期，歐洲央行已於 10 月降息，今年之內也有可能再次降息。
- **中國當局明確表示，有意調整原有政策，然而，解決不動產困境等各種問題的明確走向究竟是什麼，才是長遠影響經濟成長的關鍵所在。**



VINCENT MORTIER
集團投資長



MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管

迄今的獲利預期數字仍未反映美國就業市場趨軟態勢



展望良好的情況下，經濟成長放緩但持穩、通膨下降，關鍵將取決於市場水位已經反映了多少的消息面利多。市場通常會快速反映各種重要消息，如同中國先前的情況，甚至美國亦然；美國的殖利率亦步亦趨反映著美國大選、財政赤字動態、經濟數據強勁等現象。我們眼中的美國經濟溫和減速，但不致出現衰退，至於歐洲的經濟成長則屬合理，只是財政限制有可能抑制現有環境。因此，我們保持溫和正向的風險立場，並在現行環境裡尋找亮點。

- **交叉資產：**在美股回檔、中國股市氣氛好轉之際，我們秉持主動式投資方法，轉而略為看好兩國股市；我們也積極看待英國以及日本，針對股市採取微幅樂觀的整體立場。另一方面，我們透過美國國庫券、歐洲債券、黃金等部位，確保投資組合的穩定。基於利差考量，我們還樂觀看待新興市場債券。至於日本債券，我們維持審慎的看法，繼續監控日銀的後續行動與財政政策；考量聯合內閣的後續執政恐將弱化，財政紀律亦有可能潰退，尤應密切關注。
- **適逢通膨降溫，我們配合市場波動，調整存續期部位。**經濟表現與財政赤字的疑慮，推升了美國殖利率，提升了相關資產的原有吸引力，但我們暫時採取接近中立的觀點。同時，我們稍微正面看待歐洲和英國，並偏好戰術性操作。對於公司債，品質、利差、特殊風險均為我們所考量的重要因素，同時偏好歐元投資級債（銀行、保險產業）。在美國境內，我們也繼續偏好優質資產。
- **採取平衡立場佈局股市。**估值偏高、景氣衰退風險偏低，各國央行又先後降息之際，實則不宜採取謹慎保守態度。然而，我們依然慎選標的，維持均衡立場，偏好美國相等權重（此類別的第三季表現出色）等領域，相關券種亦可望受惠於漲勢擴大。在歐洲，我們的觀點同時兼顧了市場各個領域的優質景氣循環股以及防禦抗跌族群。
- **新興市場的特殊題材，亦值得持續樂觀看待。**根據各國各不相同的實際動態，新興市場各國央行的政策寬鬆化速度，料將遜於聯準會，繼而有機會提振新興市場債券的吸引力。我們接近中立看待中國股市，同時亦已準備好改變原有觀點，後續態度取決於財政政策的各種潛在細節能否充分提振景氣。

我們對基本面強勁的
資產類別，採取略為
積極的風險立場，
同時忽略上檔潛力
看來較為有限的
幾個領域。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔

在多數風險資產估值緊俏的情況下，我們探索各種可望展現合理上檔潛力的戰術契機。

相較於前個月的變動

- **多重資產：**戰術性更加看好股市，小幅調整外匯觀點，順應中期的美匯疲軟走勢。
- **固定收益：**目前中立看待歐洲非投資級券種，偏好優質標的。
- **外匯：**看待人民幣的謹慎程度略減

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**2024年10月16日**舉辦之全球投資委員會（GIC）裡交流分享，這反映了一個月期間內各個GIC的觀點。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。BTP = 義大利政府公債、JBG = 日本政府公債。其他詞彙定義，敬請參閱本文件最末頁。

三大熱議課題

1

美國經濟分析局近期修正數據後，您如何看待美國經濟？

近期的美國 GDP 歷經了修正，經濟表現更加符合其他各項指標，並且證實了現今各種消費相關的疲軟狀態 (合乎我們先前的預期) 實則無須過度擔憂。話雖如此，最有可能出現的情境，莫過於就業市場的循序降溫；具體而言，企業裁員 (包括永久解職) 乃是需要持續觀察追蹤的關鍵變數。我們認為，總合勞動收入可能放緩，進而影響消費活動以及 GDP 成長；因此，我們依然認為美國經濟正在減速，通膨降溫的現象也將延續。

投資相關的影響

- 中立看待美國存續期部位；2-10 年期和 5-30 年期曲線轉趨陡峭。

2

從跨資產的角度來看，哪些領域更有機會浮現良機？

這樣的景氣循環晚期階段裡，理當略為正面看待風險資產，然而多數領域的估值較為昂貴，仍須多加留意。具體而言，股價超出了我們眼中的公允估值目標，S&P 500 指數的水位也略顯昂貴。正向觀之，風險資產的進一步上漲可能來自於通膨的加速正常化，對於經濟成長也不致帶來負面影響 (機率較低)。不過，下檔風險依然存在，例如潛在的信用事件或地緣政治對峙再升級等。有鑑於此，必須專注於價格具吸引力、適逢潛在壓力時期亦能提供穩定特質的資產。

投資相關的影響

- 看好投資級信用債、黃金、景氣循環性大宗商品；審慎看待非投資級債。

3

在您看來，中東地緣政治緊張局勢加劇，會不會影響油價？

我們認為，中東衝突的波動加劇，不太可能完全抵銷掉明年的供給過剩等基本因素。伊朗能源基礎設施遭到攻擊，可能導致供給中斷，但也只意味著油價呈現小幅溢價。具體而言，沙烏地阿拉伯願意接受較低價格，設法恢復 OPEC 信譽並重拾市佔率；同時，由於非 OPEC 成員國的產出增加，暗示了後續的價格均衡可能弱化。

投資相關的影響

- 2025 年布蘭特原油目標價約為 75-80 美元/桶。

美國以及歐元區的通膨放緩，同時某些風險依舊存在，各國央行遂得以維持降息路徑。盱衡各個市場，隨著治理規則在歐盟的地位攀升、美國選後的新政府呼之欲出，財政政策日益重要。

多元資產

探索戰術性進場點，持續靈活應變

由於美國經濟成長微幅放緩、歐洲經濟成長趨向潛值水準，以及歐美地區的通膨雙雙下降，針對風險採取微幅正向的立場應為上策。具體而言，歐元區薪資趨於緩和，使得歐洲央行更有餘裕維持降息方向。考量這波貨幣寬鬆政策，再加上中國等地料將採取政策振興措施，我們對於股市的看法也隨之微調。同時，充分的核實與監督也需要貫徹，藉此確保穩定發展與多元分散獲得落實。

我們正向看待已開發市場股票，過去主要佈局於日本、英國，如今則以美國為主。稍早，8 月的波動促使我們微幅下調股票觀點，不過近期的聯準會持續降息以及最新經濟數據公布，則締造出戰術性調升美國市場觀點的理想時機。我們對於新興市場的態度也轉為微幅樂觀，考量中國的估值水準，予以適度佈局。市場信心獲得了提振，這主要歸功於貨幣政策，以及撐起地方政府財政與房市熱度的相關宣告。

我們積極探索全球各地的殖利率曲線，並且認為市場價位尚未反映出美國經濟硬著陸與歐元區潛在疲軟的風險。故此，我們稍微正面看待美國以及核心歐洲的存續期部位。我們也看好義大利政府公債更勝於德國公債，原因在於利差可望進一步壓縮，這點有利於義大利，該國可望受惠於更寬鬆的貨幣大環境。至於英國存續期，由於估值具吸引力，我們保持正向的立場。然而，日本債券殖利率料將走揚，故而繼續謹慎看待日本債券。

歐洲投資級券種的公司基本面穩健，我們據此維持略為樂觀的看法。另一方面，新興市場債可望受惠於通膨降溫以及當地與美國之間的殖利差，但我們對於美國大選開票結果帶來的任何波動均保持警惕。外匯方面，我們依然認為，隨著聯準會降息，美元匯價料將於中期內走弱。有鑑於此，我們了結美元兌瑞典克朗的正向持倉。不過美元也可能在近期內走升，我們微幅看多美元兌瑞郎，此係考量瑞士央行啟動寬鬆週期的時機早於聯準會。我們略為審慎看待歐元兌巴西雷亞爾，如今對於歐元兌日圓與挪威克朗，同樣轉趨懷疑戒慎。

在全球主要國家央行接連降息之際，黃金仍是我們的穩定支柱。此外我們認為，債券以及股票的有效避險，乃是保護投資組合的關鍵。

作者群

FRANCESCO SANDRINI

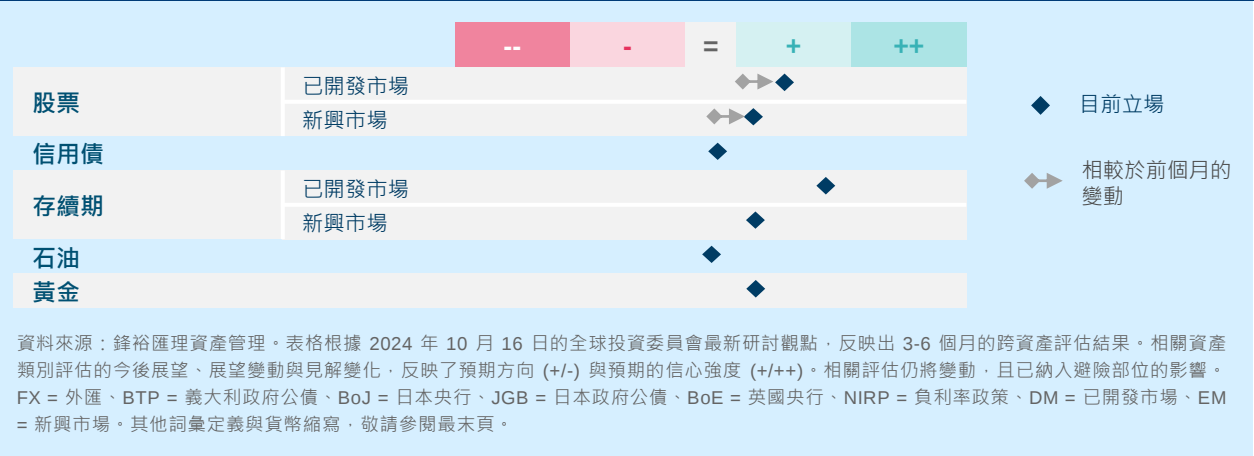
多元資產策略主管

JOHN O'TOOLE

多元資產投資
解決方案主管

有鑑於持續演變的經濟背景與財政政策，
我們轉而微幅正向看待股市。

鋒裕匯理跨資產信心



固定收益

通膨進展促使央行的寬鬆政策步上正軌

由於美國經濟明顯呈現抗跌韌性，稍早又有最新版的通膨數據公布，市場調升了原先的美國利率預期。目前的市場爭論焦點，似乎聚焦於聯準會是否認定通膨已被成功擊潰，從而延續降息途徑。通膨降溫過程裡，固然存在某些尾端風險，整體通膨軌跡的下降趨勢並未生變，同時聯準會與歐洲央行均相當關注失業數據與經濟活動的走勢。關於後者，隨著勞動市場重新平衡、消費壓力浮現，我們預期美國的經濟將會溫和減速。因此，除了探索政府公債的優勢與穩定特質，投資人不妨考慮優質信用債，從中掌握獲取額外利差，特別是歐洲、美國、新興市場券種。

全球與歐洲固定收益

- 我們接近中立看待整體存續期，同時分別正視不同地理區域的戰術性契機。例如，我們正面看待歐洲存續期（考量某些成長風險）與英國資產。同時我們認為，歐洲的殖利率曲線料將陡峭化。
- 投資級信用債提供了投資機會，我們看好其中的 BBB 級債券以及銀行業券種。
- 對於非投資級券種，我們繼續慎選標的，同時偏好優質資產，並在較短天期券種當中發現若干投資價值。

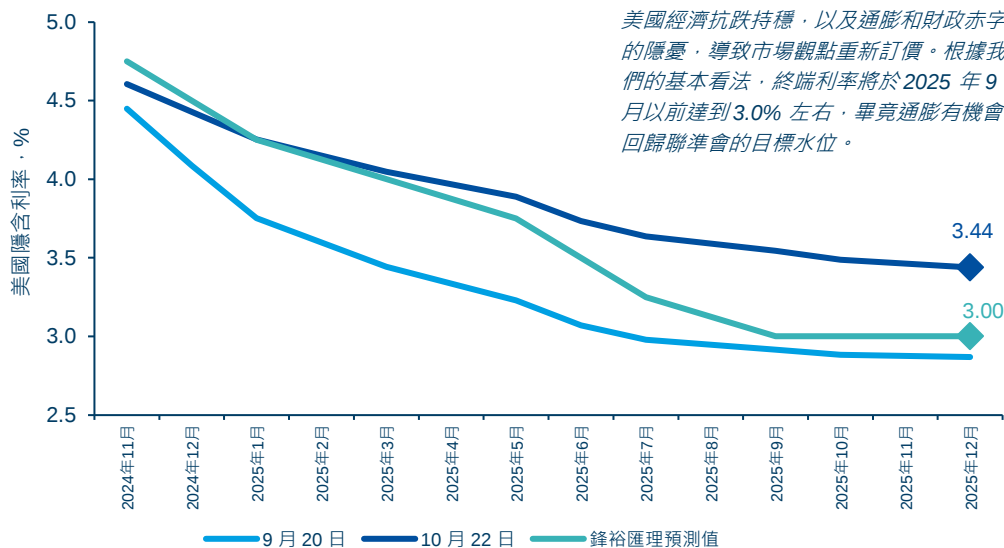
美國固定收益債

- 順應市場波動，我們積極管理目前的美國國庫券觀點。殖利率具吸引力，但我們採取接近中立的態度，偏好曲線的中期區段。
- 公司債方面，我們繼續偏好優質資產，並看好金融產業券種。鑑於發行機構的到期曲線平坦、相對評價較理想，我們偏好較短天期的券種。
- 相較於部分公司債券種，消費資產擔保證券 (ABS) 展現了合理的魅力。

新興市場債

- 聯準會持續採取寬鬆政策之際，新興市場債券呈現出理想的特殊題材，可望增強額外收益的吸引力。
- 強勢貨幣方面，由於相關利差具吸引力，我們依舊偏好非投資級券種更甚於投資級債。針對當地幣別的利率資產，我們在巴西與哥倫比亞慎選相關標的，縱使川普勝出的大選結果恐怕不利於相關區域佈局，從而維持審慎態度。
- 對於歐洲其他新興市場，我們看好羅馬尼亞。

過去一個月市場對於美國利率的預期有所上升



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至2024年10月21日。鋒裕匯理預測值參考了聯準會利率上限。彭博資料反映了市場對於聯邦基金利率的今後預期。

作者群

AMAURY D'ORSAY
固定收益主管

YERLAN SYZDYKOV
全球新興市場主管

MARCO PIRONDINI
美國投資管理團隊
投資長

股票

平衡美國景氣的「未見衰退」論調與估值水準

通膨下降、美國經濟溫和減速但未衰退的適中環境，更有利於股市；只是此時並沒有必要直接增持風險，畢竟並非所有市場都展現出類似的盈餘潛力和估值。就前者而言，歐洲和美國的財報季，料將針對前瞻預測，提供某些見解跟展望。一旦實情遜於預期，則可能導致市場波動，並且造就出選股（根據資產負債體質、回饋股東的潛力等）的有利背景。在亞洲，中國決策當局宣布的措施反映了支撐經濟的明確意願，但對於我們來說，最重要的面向，莫過於今後用以提振消費者信心的財政對策詳情。監控相關狀況之際，我們也積極探索其他新興市場以及歐洲、日本的優質企業。

歐股

- 我們兼容景氣循環股以及防禦抗跌個股，維持均衡態勢。即使審慎看待整體金融業，我們對於銀行業的主要信念依舊不變，相關領域的資本狀況仍屬穩健。
- 在抗跌族群方面，降息預期提振了幾檔公用事業公司，有機會帶來理想的退場契機。
- 財報季節料將揭示夏初時獲得的場內動能能否再延續。

美股與全球股票

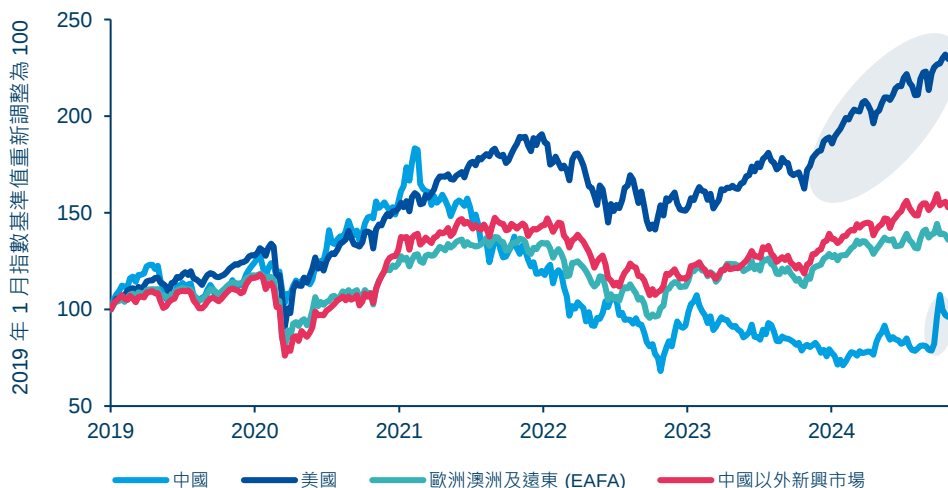
- 美國經濟似乎堪稱健全合理，但若消費活動惡化，這樣的狀態仍可能改變。
- 另一項關鍵因素則是估值，市值加權指數與等權指數之間的差距相當可觀；後者亦是小型股主題的另一種操盤方式。
- 聚焦於選股之際，我們仍然正面看待前者，以及價值股、各式優質資產。此外，我們看好防禦抗跌族群，視野同時涵蓋傳統產業以外的類股。

新興股市

- 我們對中國抱持謹慎樂觀態度，此係考量估值展現吸引力，當局的政策轉變似乎也迫在眉睫。但盈餘成長有可能受到消費依然疲軟所影響，我們靜待政府採取具體措施解決前者。
- 同時，我們積極探索亞洲其他地區，例如印尼（金融類）以及印度。
- 巴西等拉丁美洲國家的估值煥發支撐力，同時我們也正密切監測財政風險。

平衡景氣的抗跌韌性與估值

美國經濟的表現頗具抗跌韌性，導致今年股市的強勁氣勢，估值水位也偏高。中國方面，市場復甦仍處於萌芽階段，如欲延續現階段動能，真正吸引全球投資人，實體經濟的改善至關重要。



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024年10月28日。上圖顯示MSCI指數。EAFA包括歐洲、大洋洲、以色列以及遠東的已開發國家。

作者群

BARRY GLAVIN

股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV

全球新興市場主管

MARCO PIRODINI

美國投資管理團隊
投資長

VIEWS

鋒裕匯理資產類別觀點

本月焦點

- **歐洲非投資級債**：由於違約率穩定，目前我們中立以對，但仍慎選 BB 級和金融類別標的。
- **人民幣**：中國的政策轉向提振內需以及預期中的財政振興措施，可望抵銷美國大選帶來的部分風險溢酬。我們轉而降低謹慎程度。

股票與全球因素

各區域	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++	全球因素	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++
美國				◆			成長股			◆			
歐洲				◆			價值股					◆	
日本				◆			小型股				◆		
新興市場					◆		優質股					◆	
中國			◆				低波動率			◆			
中國以外新興市場					◆		動能			◆			
印度					◆		高股利			◆			

固定收益與外匯

公債	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++	信用債	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++
美國				◆			美國投資級				◆		
歐元區核心				◆			美國非投資級		◆				
歐元區外圍國家				◆			歐洲投資級					◆	
英國				◆			歐洲非投資級	▲			◆		
日本			◆										

新興市場債	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++	外匯	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++
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：2024 年 10 月 16 日所舉行最近一次全球投資委員會發表的觀點摘要。相對於歐元投資人的觀點。涵蓋從 -- 到 ++ 間的觀點，= 即立場中立。文件反映特定時機的市場評估結果，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。外匯圖表顯示全球投資委員會的絕對外匯觀點。

▼ 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

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】