

2025 年 2 月

市場： 通膨隱憂與樂觀態度的持續拉鋸

川普 2.0 的任期揭開序幕，市場對於通膨數據的變動也極敏感，未來幾個月裡，這樣的趨勢可能還會延續。通膨敏感程度的提升，也促使股債之間的相關性回歸正值。市場目前受到兩股反向力量影響：川普經濟學的展望，強化了美國至上主義的信念，更高額關稅的開徵，則為全球供應鏈動態和通膨走勢投入諸多不確定變數。考量到這兩種看法之間的角力與拉扯，可能導致今後的波動程度維持在高檔，我們建議投資人聚焦於：

- 在美國財政政策、關稅壁壘、人工智慧的環伺下，各企業的盈餘將會如何發展。財政寬鬆與法規管制解禁，固然可望短暫提振 GDP，不過高關稅與入境人口減少的負面影響，還是可能在今年下半年裡拖累經濟表現。另外關稅亦將影響企業獲利成績，下半年可能存在修正風險，短期焦點則是中國 DeepSeek 近期發布的新型低成本 AI 模型對於全球業者造成了哪些潛在效應。
- 各國分道揚鑣，央行各行其是。聯準會暫停升息，假如接下來的通膨數據維持下降趨勢，就有機會在 2025 年稍晚決定降息。歐洲方面，我們預期歐洲央行和英國央行均將提前降息，日本央行則繼續維持升息模式。
- 美元波動、油價漲升、中國的景氣振興方案，都是新興市場的關鍵主題。地緣政治風險高，且預期川普調高關稅之際，不確定變數依舊偏高。

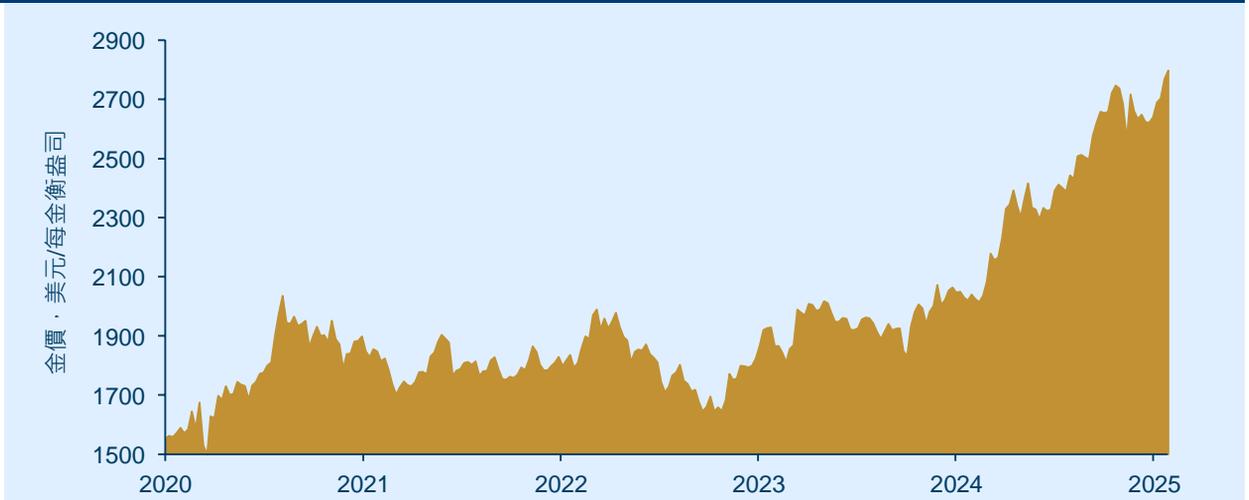


VINCENT MORTIER
集團投資長



MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管

全球各種不確定因素帶動金價創新高



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 1 月 31 日。

從投資角度來看，由於成長展望穩健、央行政策寬鬆、流動性充裕，整體環境仍為風險資產提供了適度支撐。

- **固定收益方面，殖利率持續波動，需要針對存續期採取積極主動的戰術性策略。**以全球言之，目前的殖利率水準相較於過往紀錄頗具吸引力，因此我們略為調升存續期立場，尤其是歐洲券種。美國方面，雖然利率頗具吸引力，但我們預期利率波動程度偏高，因此從風險報酬的角度來看，更看好殖利率曲線的中間區段。我們依舊樂觀看待全球投資級信用債，並且持續尋求初級市場的投資機會。整體而言，我們仍然看好投資級債，而不是非投資級券種，並看好金融券種更甚於工業券種。我們也偏好非投資級債的替代資產，例如槓桿貸款，畢竟其評價水位更具吸引力。
- **我們對於股市整體抱持正面看法，並聚焦全球多元佈局，藉此把握反彈行情擴大契機。**美國方面，我們偏好相等權重指數，更甚於估值過高的市值加權指數。我們看好金融和原物料類股，並聚焦於可能受惠於川普政策但訂價尚未明瞭的幾家公司，以及估值合理的抗跌防禦類股。歐洲方面，降息預期與通膨趨緩同時發生，因此我們認為，具備價格領先優勢的防禦性消費必需品與醫療保健股，以及資產負債表強勁、面對利率變動較不敏感的優質銀行，頗具潛力。
- **新興市場 (EM) 仍需慎選標的。**由於川普政策的不確定變數，我們對於全球新興市場股票仍保持中立布局。債券方面，新興市場強勢貨幣債券的未來展望積極樂觀。整體而言，我們看好名目與實質殖利率偏高，同時受美國新政府政策影響較小的國家當地利率資產。我們針對非投資級信用債尋找精選契機，由於新發行債券業經市場充分吸收，預期利差不致明顯擴大。
- **從資產配置的角度來看，背景環境有利於風險資產，促使我們對全球股票維持溫和正向的風險立場。**我們也進一步看好歐元投資級 (IG) 信用債，同時對於新興市場債改採了中立態度。我們認為，由於評價趨於緊俏，投資人應持續聚焦於美國市場的股票避險，並透過黃金進行多元化布局，期能更妥善因應地緣政治和通膨風險可能造成的波動。

隨著不確定因素逐漸明朗，川普調高關稅、DeepSeek 衝擊 AI 產業版圖等現象增溫，我們聚焦於全球股票契機、透過黃金進行多元化布局，並維持戰術性存續期策略。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔

整體風險立場，依舊略偏正面。我們認為投資人應偏好投資級信用債與股票，同時一併兼顧股票避險與黃金布局。

相較於前個月的變動

- **固定收益：**我們更加積極看待存續期，特別是在歐洲
- **交叉資產：**我們更加看好歐洲投資級信用債，對新興市場當地貨幣債券的看法從樂觀轉向中立，同時更加關注股票避險與黃金部位。

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

您如何看待美國經濟的 2025 年成長展望？

我們預測的 2025 年美國 GDP 在 2% 左右*。我們認為，將川普的部分政策意圖納入考量，可謂明智之舉，例如從 2025 上半年開始實施關稅 (對所有進口產品徵收 10% 關稅，中國產品適用稅率達 60% 之多)，料將影響 2025 下半年至 2026 上半年的經濟成長。我們也預期殖利率會揚升，從而影響到實體經濟，包括消費、住宅、投資等等。銀行業與能源業的管制鬆綁，以及人工智慧投資增加後，固然有機會減少一部分的投資壓力，然而川普新政府如何看待前朝拜登的通膨削減法 (IRA)，仍然涉及不確定因素。整體而言，完整方案的淨效應，有可能對經濟成長帶來較負面的影響。移民政策對於勞動力供給至關重要，連帶影響著薪資成長與通膨趨勢，我們預測的 2025 年通膨率約為 2.5%。

對於投資的後果

- 傾向於對美國股票採取中立立場。
- 短期正面看待美元，中期美元走貶。

您如何看待已開發市場各國央行？

美國聯準會面臨難以確定的展望，包括財政赤字料將提高，以及勞動力供給可能蒙塵，均將導致通膨展望因而承壓。我們預期，新的這一年，將會降息三次 (年底前聯邦基金利率的上限目標為 3.75%)。隨著美國的新關稅方案逐步出爐，歐洲央行面臨的不確定變數減少，經濟成長展望的陰影可望略為消散。就這點來說，政策利率料將穩步下降。根據預估，2025 年間共計降息五次，每次 25 個基點，2025 年中時節的政策利率可望達到 1.75%。英國的通膨降溫進展緩慢，且政府的財政限制趨於緊縮，意味著經濟成長可能不如預期。因此，英國央行大概會降息至少四次，年底前的銀行利率因而達到 3.75% 左右。1 月份日本央行升息 25 個基點至 0.5%，我們預期今年裡還會再次升息 25 個基點。

對於投資的後果

- 美國曲線走陡，5-30 年期曲線陡峭化。
- 戰術性存續期管理，調增整體存續期。

美國殖利率的揚升，對於違約率有哪些影響？

由於川普的政策可能導致赤字提高與通膨預期調升，萬一經濟成長進一步走弱，美國國庫券的殖利率有可能測試 5.0~5.25 區間。僅憑偏高的利息成本，未必會顯著影響違約率，不過經濟成長趨緩加上現金流疲軟，卻可能導致違約風險提升，尤其是對於 CCC 級發行機構而言，縱使成長動態相對良性，過去幾年裡這類機構的 EBITDA 還是持續下降。

對於投資的後果

- 正面看待投資級信用債
- 中立看待非投資等級債

美國聯準會面臨難以確定的展望，包括財政赤字料將提高，以及勞動力供給可能蒙塵，均將導致通膨展望因而承壓。

MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管



* 2% 反映了對於美國政策變遷的初步假設，撰寫本文之際尚不確定。

多元資產

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

承擔風險，但需備妥避險並佈局黃金

我們繼續預期整體經濟展望良好，已開發市場國家的成長速度快慢不一，至於中國官方則是出手激勵經濟成長，據此緩解結構性下探趨勢及關稅調漲的衝擊。美國方面，經濟成長趨於正常化，但川普政策卻在各個面向帶來不確定變數，例如嚴格的移民政策、關稅和財政政策所導致的勞力供應短缺風險。歐元區方面，經濟料將呈現略為溫和的異質性復甦，下檔的風險則與後續的關稅沉重程度相關。總而言之，這造就了良性但難以確知的後續展望，致使我們持續正面看待風險資產，同時認為投資人不妨調升股票的避險，同時看好黃金，藉此強化多元佈局。

故此，我們持續**看好全球股票**。我們認為，重點在於依據各地區與投資風格，落實多元分散。美國的成長機會更引人注目，日本以及英國則提供了更多價值導向的投資。歐元區依然面臨著重大挑戰，不過大部分的風險已反映在評價水位之上，相較於美國仍具吸引力。**我們對於新興市場股票仍抱持幾近中立的立場**，並審慎樂觀看待中國，這是因為中國的估值頗具吸引力，且有望獲得政策支持。

固定收益方面，我們持續**看好兩年期國庫券**，且依然認為 5 至 30 年期券種的殖利率曲線趨於陡峭。我們對於歐洲利率與英國利率資產維持樂觀立場，同時繼續謹慎看待日本公債。相對於德國公債，我們也對義大利政府公債維持正面觀感。信用債方面，由於其需求強勁且基本面穩健，我們**更積極看待歐洲投資級信用債**。**新興市場債方面**，隨著通膨降溫放緩以及新興市場各國央行降息的能力減弱，我們對於新興市場當地幣別券種**改採中立態度**，對於強勢幣別債券則維持中立看法。

我們積極透過貨幣分散整體佈局，持續偏好美元兌瑞士法郎、日圓兌瑞士法郎。由於歐元區走弱且歐洲央行立場溫和，我們對於貿易加權歐元保持著謹慎的觀點。新興市場方面，我們仍推薦巴西雷亞爾，但不再正面看待印度盧比。

「現在恰是全方位多元分散的良機：橫跨地區、投資風格、增持黃金，以及掌握各地區、曲線各區段的債券契機。」

鋒裕匯理跨資產信心



固定收益

川普 2.0 的四年任期裡，債券料將成為主要收益引擎

隨著 2025 年持續向前推進，川普 2.0 的各項新政仍有可能悖離當前的市場預期。通膨將成為評估聯準會動向的一大關鍵因素，除非出現沉重的成長衝擊，否則川普的新政策有可能限制住聯準會今後的寬鬆操作幅度。以當前水準而言，**全球固定收益市場提供了別具吸引力的殖利率**，可供抵銷總體經濟與貨幣政策變數等衝擊，**從而擔任富吸引力的收益來源，以及投資組合的分散投資工具**。全球投資人亦須關注歐洲的投資機會，因為當地對於歐洲央行的政策走向以及**新興市場強勢幣別債券**的能見度較高。縱使慎選國別仍是關鍵，後續展望依然樂觀，誘人的絕對殖利率提供了支撐。

全球與歐洲固定收益

- 我們調升存續期立場，目前看好歐洲以及英國，因為這兩大央行依舊維持著較溫和的立場。我們略為正向看待美國存續期，並對日圓部位維持審慎態度。
- 我們正向看待信用債，並根據市場狀況以及新債發行機會，戰術性調整立場。我們偏好歐洲金融產業券種以及次順位債，以及投資級券種而不是非投資級族群(偏好非循環性券種，並審慎看待 CCC 級券種)。
- 外匯方面，我們偏好美元以及日圓，中立看待英鎊，對於歐元資產持謹慎態度。

美國固定收益債

- 我們依舊戰術性佈局存續期，並繼續偏好風險報酬合理的曲線中間區段。
- 信用債方面，適逢估值緊俏的大環境，我們偏好評等較高的券種。我們**偏好金融證券**更勝於工業證券，目前轉而傾向較短天期的發行機構券種。
- 我們偏好**非投資級債的替代資產**(證券化/結構型信用債、保險連結證券)，原因在於估值更具吸引力

新興市場債

- 我們維持中立的存續期立場，市場出現賣壓期間傾向增持。
- 對於**新興市場強勢貨幣債**的展望依然樂觀，但我們悉心慎選的態度則維持不變。
- 我們看好新興市場部分國家的當地利率資產，畢竟此類資產提供了較高的名目、實質殖利率，受到川普新政策的干擾衝擊也較小。
- 我們仍樂觀看待**非投資級信用債**，且不認為利差會顯著擴大。我們專注於**潛在制裁/關稅衝擊較小的各個產業**。

債市的殖利率饒富魅力



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

資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 1 月 31 日。總合指數資料係由彭博提供，新興市場債券指數 (EMBI) 係指摩根大通 EMBI 全球多元化混合收益指數，收益率係指最低收益率。

股票

市場輪動有利於超大型股以外的歐洲與美國資產

近期的市場波動，起先是利率不確定性使然，稍後則是受到 DeepSeek 發表的影響，這些事件持續有利於漲勢的向外擴散，歐洲股市以及科技股以外的其他族群受惠尤多。偏高的估值水位，幾乎容不下任何的失望或利空；然而，預期中的企業稅率調降以及監管寬鬆化，料將嘉惠美國內需類股，以及在美國境內事業龐大的跨國企業個股。目前財報季備受關注，有機會進一步支撐近期的輪動延續。對照這樣的背景，我們持續看好歐洲、美國大型股 (不包括超大型股) 與金融股的投資契機，同時短期內依然加倍審慎看待新興市場。

歐股

- 市場動能向外擴大有利於歐股發展。接下來，市場將會關注企業盈餘的走向以及川普政策的潛在影響。
- 綜觀各產業，我們正向看待必需消費品與醫療保健業。我們也針對抗跌類股獲利了結，並找尋奢華精品領域的投資契機。對於科技業及工業，我們則謹慎看待。金融方面，我們專注於優質的歐洲銀行。

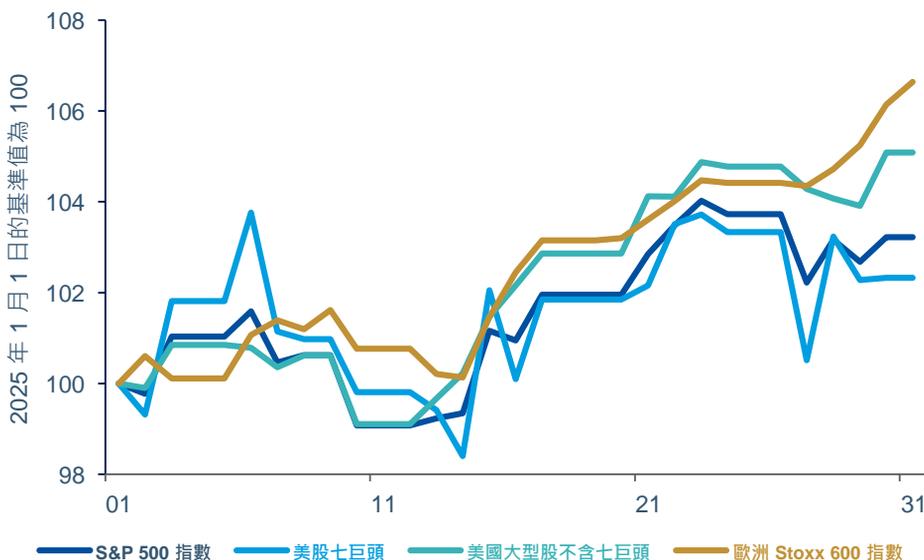
全球及美國股票

- 出脫超大型股倉位，仍是關鍵所在，正如 DeepSeek 的成果發表所示，相關類股的偏高評價水位可能遭遇到風險氛圍逆轉的風險。
- 我們專注於即將受惠於川普政策的公司，並尋找估值合理的抗跌個股。
- 我們看好原物料及金融類股，尤其是銀行領域的結構面贏家，即能受惠於殖利率曲線揚升與減稅措施者。我們審慎看待科技與消費類股。

新興股市

- 地緣政治風險偏高之際，川普就職前夕的我們加倍審慎看待新興市場股票。不過，我們理解並同意評價水位頗具吸引力，有機會在未來造就合適的進場點。
- 地理區域方面，我們偏好阿拉伯聯合大公國、印尼、馬來西亞和希臘，但對於台灣、沙烏地阿拉伯則持謹慎態度。
- 就產業而言，我們看好不動產、必需消費品、通訊服務，並對原物料持謹慎態度。

1 月市場輪動加劇



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 1 月 31 日。

作者群

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
全球新興市場主管

MARCO PIRONDINI
美國投資管理團隊
投資長

VIEWS

鋒裕匯理資產類別觀點

本月焦點

- **新興市場股票**：川普就職典禮之前，我們加倍審慎看待全球新興市場。我們持續關注川普 2.0 的發展，考量總體經濟與地緣政治因素，第一季料將呈現高度的不確定；我們時刻備戰，設法為未來掌握更亮眼的投資機會。印度仍屬長期題材，我們對此維持正向觀感。

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 | ▲ | | | | | ◆ | 美國投資級債 | | | | | | ◆ |
| 歐盟 | ▲ | | | | | ◆ | 美國非投資等級債 | | | ◆ | | | |
| 英國 | ▲ | | | | | ◆ | 歐洲投資級 | | | | | | ◆ |
| 日本 | | | | | | ◆ | 歐洲非投資級 | | | | | | ◆ |
| 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 | | | | | | ◆ | 日圓 | | | | | | ◆ |
| 新興市場公司債 | | | | | | ◆ | 人民幣 | | | | | ◆ | |

資料來源：2025 年 1 月 24 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】