

## 在更棘手的階段尋找亮點

美國最近的通膨與成長數據，顯示經濟持續強勁，促使本公司乃至於 IMF 等各大機構先後上調美國經濟成長率。在我們看來，本期強勁的經濟動能將會延續到第二季，預期在下半年將會減速，不過單季景氣不致陷入負成長。通膨方面的數據，顯示了價格水準更加黏滯延續，此外近期的地緣政治危機升級（石油）可能造成上檔風險，從而為聯準會在內的各國央行開啟了艱難的階段性任務，今後降息次數料將減少，但政策行動的各種變數不減反增。此外，投資人亦須評估下列因素：

- **美國經濟實況截然二分。**目前這個景氣週期的重要特色，包括了小型企業面臨高利率的脆弱狀態，以及大企業穩固的抗跌韌性，乃至於在高收入階層強勁消費之餘，低收入家庭正在努力安度難關。而「利率更高、為時更久」的環境，將進一步加劇前述的各種弱點。根據預期，聯準會依然會降息，只是降息速度趨緩，拒不降息的風險則是偏低。
- **相較於美國，歐洲的局勢更加明確，歐洲央行因而得以提早開始降息。**我們同樣發現了這個地區的降息速度放緩，同時強調，由於央行行動分歧，有必要密切監控外匯。
- **新興市場提供了值得考慮的亮點。**尤其是亞洲經濟體，整體而言更具抗跌韌性，也更受到各種區域內力量的自主影響/驅動。印度仍是亮點所在，亦是結構性成長題材。
- **至於地緣政治風險的攀升，將會影響整體市場能見度。**隨著通膨風險成為關注焦點，地緣政治與油價的重要地位日益攀升，而黃金作為避險的多元化工具，市場需求可望撐起金價表現。

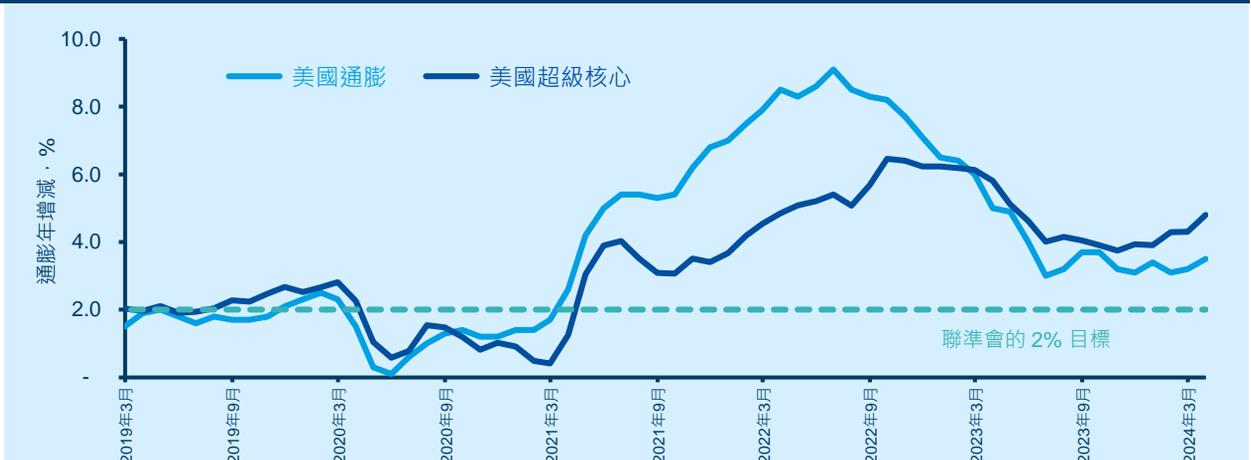


**VINCENT MORTIER**  
集團投資總監



**MATTEO GERMANO**  
集團投資副總監

### 美國通膨近期有所升溫，只是反通膨趨勢料將持續



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 4 月 29 日。超級核心 = 能源與住宅以外的服務價格。



市場似乎已大致反映出堅韌抗跌的經濟成長，以及通膨放緩的好消息，但仍存在必須考量的風險。投資人應當關注可以提供較高風險報酬的各個亮點：

- 在跨資產方面，我們依然微幅積極看待風險資產，但聚焦於抗跌韌性良好的市場領域。美國存續期部位固然有潛力，我們仍然持續多元布局義大利政府公債；相形之下，對於日本債券，我們持審慎態度。在我們看來，歐元優質標的是信用債當中的最大亮點。我們也看好新興市場債券的利差，但小幅調降我們的立場，因為新興市場通膨率的黏滯延續狀態，降低了進一步壓縮利率的可能。股市方面，我們正面看待日本，目前也看好英國。我們重新調整新興市場的部分布局，呼應長期投資信念。而在正面看待印度、印尼、南韓之虞，小幅調降了我們對於韓國的原先立場，轉而看好墨西哥。
- 整體而言，我們採取積極的存續期立場，考量到美國的經濟成長與通膨強勁，我們調降了聯準會降息的預期心態。然而，利率波動性仍將偏高。美國國庫券曲線的短天期至中天期部分，具備良好價值。在歐洲，我們抱持存續期部位的中立觀點，正面看待英國，但對日本持審慎看待。慎選券種對信用債而言至關重要，致使我們持續偏好歐美的投資級券種，更甚於非投資等級債。
- 盱衡股市，內部浮現了輪動訊號，有利於全球股票策略。美國市場的最高階層盈餘表現料將放緩，從而促使該市場其他地區迎頭趕上，這點理當有利於相等權重策略。歐洲方面，我們維持均衡的立場，並透過公用事業，略為提高防禦抗跌族群的傾向。總體而言，我們正面看待工業股與必需消費股，對於科技與非必需消費股則持謹慎態度（但也略為降低了戒慎程度）。
- 我們樂觀看待新興市場，但也觀察到聯準會轉向延遲降息/降息幅度縮小，致使債券市場的信心支撐作用減弱。不過，收益率、經濟成長，仍具備吸引力。強勢貨幣方面，我們偏好投資等級債更甚於非投資級券種，此係考量前者評價水位與利差較理想。在新興市場投資範圍內，甚至是股票領域，也提供了眾多機會。看好巴西、墨西哥、印尼、印度和韓國之餘，我們在挑選標的方面更為嚴格（比以前略少）。然而地緣政治風險卻是重大隱憂。

由於聯準會政策和通膨方面的不確定變數持續，我們認為，在價格具吸引力的股票和投資級信用債當中仍有亮點待開發。從中期角度來看，新興市場債券頗為誘人。

## 整體風險氛圍

### 風險規避

### 風險承擔

我們維持風險立場不變，同時考慮到資產類別的估值與經濟背景，重新調整了對於不同資產類別的看法。

### 相較於前個月的變動

- 跨資產：風險資產重新調整，看好英國股市。相對較不看好新興市場債券與石油。
- 股票：更加積極看待全球價值型股

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 4 月 24 日** 舉辦之全球投資委員會（GIC）裡交流分享，該場次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。



## 三大熱議課題

# 1

### 您對於美國和歐洲的成長展望是如何看待的？

我們將今年的美國經濟成長預期值從 1.8% 調升至 2.3%，同時研判下半年的成長將會放緩。通膨是聯準會決策的關鍵所在，但通膨可能黏滯延續，至於反通膨的作用速度可能比預期更慢。但整體而言，反通膨的趨勢料將延續，只是通膨波動率仍將居高不下。我們認為從下半年開始，聯準會降息的次數可能不如先前的預期。不過，鑑於央行正密切監控後續數據，不確定程度偏高。歐元區方面，由於貿易回暖、內需改善，我們上調了 2024 年的成長預測，各國之間依然存在差異。

#### 對於投資的後果

- 股票：看好美國相等權重策略，更甚於市值加權策略；正面看待日本和英國
- 接近中立看待/正面看待美國存續期

# 2

### 您如何看待中國第一季 GDP 成長數據？

第一季 GDP 年成長 5.3%，明確高於我們乃至於廣泛市場的預期，但這並沒有改變我們的謹慎展望 (2023 年重新解封之際也曾出現類似的大幅躍升)。考量第一季的好轉，我們將全年預測上調至 4.5%，不過思及消費成長的逆轉，略為下調了第二季的成長預期。產能利用率惡化，顯示國內需求的潛在疲軟，以及產能持續過剩。此外，房市也尚未浮現穩定跡象。

#### 對於投資的後果

- 中立看待中國公債與股票
- 審慎看待人民幣

# 3

### 對於今年的金價會不會繼續上漲，您是如何預期的？

儘管聯準會可能推遲轉向且預期降息次數減少，金價仍將持續上漲。短期內的金價有可能暫停上漲，但近期的反通膨趨勢、地緣政治緊張局勢、政府慷慨支出財政，引發各種疑慮，可能促使金價受惠。隨著世界情勢更加多極化，各國政府和央行越來越希望擺脫美元的束縛而實現多元化，從長遠來看，黃金可能會從中受益。就石油而言，中東地緣政治風險具有支撐作用，但我們認為上檔空間依然有限，反映了閒置產能充足。

#### 對於投資的後果

- 黃金：6 個月目標上調至 2,300 美元/盎司。
- 石油：布蘭特原油的 6 個月目標為 85 美元/桶。

相較於美國，歐洲持續反通膨的現象更加明確，如此一來歐洲央行就更有餘裕搶先聯準會而採取行動。

**MONICA DEFEND**  
鋒裕匯理  
投資研究院主席





多元資產

## 在全球經濟演變期間重新調整

隨著這一年持續推進，我們逐漸更明確掌握已開發國家的經濟成長和通膨表現；經濟成長煥發抗跌韌性，通膨在停滯之際並未再次增溫。預期各國央行仍將採取降息行動，只是態度上更加謹慎。這樣的環境背景固然頗為正向，目前的市場水位已經反映出這樣的利多。故此，投資人應審視各個資產類別和各地區後，重新調整立場，並且探索泛歐乃至於新興市場當中，提供穩健風險報酬潛力的投資構想。

這樣的經濟環境下，我們轉而對於已開發市場股票保持微幅的正向立場，主要持有英國曝險；目前樂觀看待日本，同時對美國保持中立。英國市場可望受惠於能源類別的高股利、低評價以及現有曝險。新興市場方面，在正向看待亞洲之餘，一併調整原有看法，對南韓的看好程度略為降低；同時擴大多元分散程度，看好墨西哥資產。

我們對於美國的存續期部位，立場依舊積極。自年初以來，隨著市場持續評估聯準會的下一步行動，殖利率隨之大幅攀升。我們理解這種偏向強硬態度的評估，但依然判斷今年內的降息情境可望成真。由於歐洲的情況稍微明朗化，我們繼續積極看待，甚至看多義大利公債。但日本債券的風險報酬狀況似乎不對稱，致使我們維持負面看法；日本的經濟成長與通膨，乃是需要持續監控的主要風險所在。

另一方面，對我們而言，歐洲的投資級信用債仍是亮點之一，相關券種可望受惠於更勝非投資級債的評價水位，以及歐洲央行更明確的貨幣政策寬鬆路線。新興市場債券方面，雖然原本的樂觀態度不變，但我們也認為，美國通膨更加黏滯延續，有可能導致聯準會的實際降息幅度未達預期，繼而在短期內可能影響美元與新興市場債券的報酬率。

美元匯價可能受惠於美國殖利率走揚，以及利率波動率飆升。故此，短期內我們依然看多美元，也不再審慎看待美元兌日圓匯率。然而，日圓兌瑞郎可望表現良好，而區域外匯歐元/英鎊則可能受惠於更好的利差。此外，我們也看好印度盧比/人民幣，以及巴西雷亞爾/歐元。

避險美國存續期和地緣政治風險，至關重要，石油資產則為後者提供了富吸引力的大環境。不過，歷經了今年稍早的油價強勁波動，我們略為調降了大宗商品的既定立場。

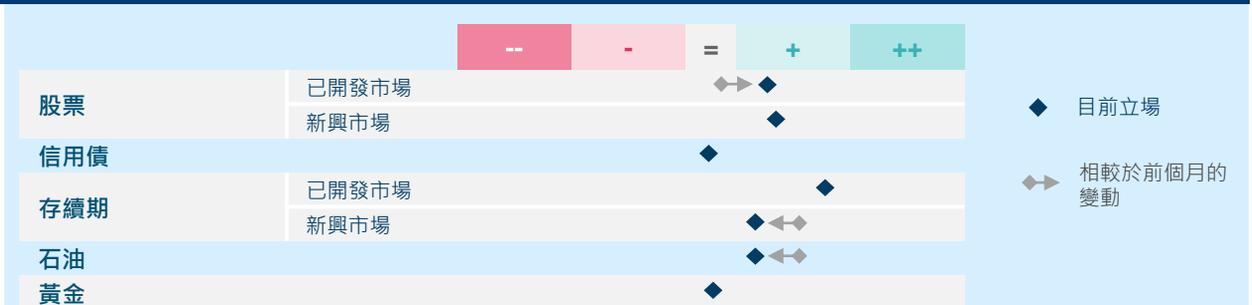
作者群

**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

在已開發市場成長優於預期的情況下，我們維持略為正面的風險立場，偏好股票更甚於信用債。

### 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 2024 年 4 月 24 日所舉辦最近一期全球投資委員會的觀點，反映出 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。



## 固定收益

## 中期而言債券仍具吸引力

隨著聯準會出現了推遲降息的跡象，美國的最新通膨數據促使市場評估「利率更高、為時更久」的論調是否依然適用。在這種更加微妙的整體環境裡，美國難以採取政策行動，因此，這種時候應當針對存續期採取非常積極的立場，並密切監控通膨情況。從中長期來看，債券殖利率仍具吸引力。由於我們預期，今年的美國與歐元區將在成長疲軟的背景裡落實降息，債券亦將在持續反通膨的情況下提供可觀的價值。風險資產方面，品質堪稱是安度如此環境的唯一途徑，投資人不妨探索已開發市場以及新興市場高評等券種的殖利率。

## 全球與歐洲固定收益

- 我們認為，歐元區可能成長疲弱，但略優於預期。
- 棘手的情勢當中，需要針對存續期採取靈活彈性布局。目前，我們大致維持中立看法，主要透過歐洲資產予以實現，不過我們對於英國則持正面態度。
- 我們看好歐盟的優質信用債，主要持有金融與次順位債。非投資級債方面，我們慎選標的，並在近期利差緊縮的情況下更加審慎以對，尤其是低評等信用債券。

## 美國固定收益債

- 目前美國的名目和實質利率水準有利於正向的存續期立場，所採取的主動式管理方法則有機會受惠於市場動態。
- 企業信用債方面，我們偏好投資級債更甚於非投資等級債。在信用曲線平坦的情況下，我們逐漸看好較短天期債券。就產業而言，我們偏好金融更甚於非金融業券種。
- 證券化信用債仍具長期價值，但繼其近期的強勁表現之後，我們採取慎選態度。

## 新興市場債券

- 考量聯準會更加審慎，聯準會的降息觀點亦有調整，近期的市場情緒略有惡化。我們仍然正面看待強勢貨幣債券，同時更為謹慎選當地貨幣債。
- 考量到偏高的利差，我們持續偏好非投資等級債更甚於投資級債。
- 我們看好基本面良好的國家，以及處於全球寬鬆週期的國家，例如拉丁美洲的巴西、墨西哥、秘魯。亞洲方面，印度債券料將受惠於主要參考指標予以納入的利多。

## 中期而言，當前殖利率水準具吸引力



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 5 月 2 日。

## 作者群

**AMAURY  
D'ORSAY**  
固定收益主管

**YERLAN  
SYZDYKOV**  
全球新興市場主管

**MARCO  
PIRONDINI**  
投資管理  
美國投資長



股票

## 尋找歐洲與新興市場的相對價值

今年的上漲行情，反映出科技股與美國大型股的樂觀信心，以及迄今為止堅韌抗跌的成長趨勢。然而隨著漲勢擴及其他地區和領域，現階段的股市走勢可能稍作喘息。例如，歐洲今年的成長展望略有好轉，歐洲央行（相對於聯準會）降息的傾向更加明確，再加上製造業觸底反彈的跡象，可能改善當地優質股以及價值股的前景。然而，由於市場精選領域裡的估值水位已經充分反映，獲利強度可望成為未來報酬的關鍵驅動力。新興市場也是如此，對我們來說，國家動態、地緣政治風險和商業模式的既有優勢，都是同樣重要的標準。整體而言，我們看好亞洲（日本、新興市場）、美國價值股乃至於歐洲的投資機會。

### 歐股

- 我們維持均衡看法，同時兼容抗跌個股以及優質景氣循環個股的曝險。就前者而言，我們正面看待公用事業股、必需消費股。
- 景氣循環類股方面，我們看好工業股、非必需消費股，但認為近期的價格波動過後，還有機會調整看法。金融股方面，部分保險公司的評價頗具吸引力。
- 最後，對價格上漲的胃納以及利潤率強度，也是重要的因素。

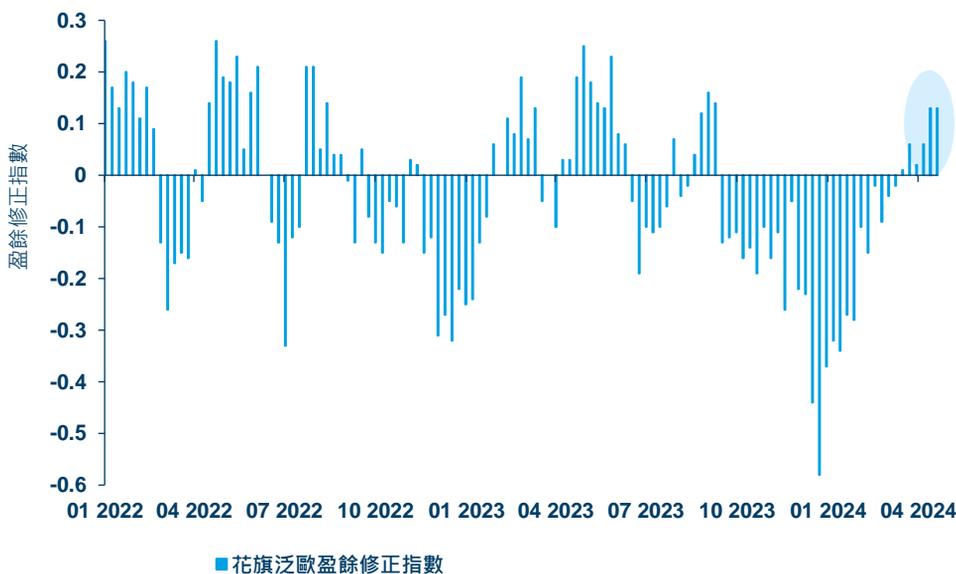
### 美股與全球股票

- 我們預期，今年領先市場的巨型股與大盤之間，盈餘成長的差距將會縮小，致使我們正面看待相等權重策略和價值股。
- 金融類股方面，我們偏好信用風險較低的大型股。抗跌防禦族群方面，我們的策略超越了傳統類股，並透過特殊案例發掘防禦傾向。
- 不過，我們審慎對待成長股以及大型股。

### 新興股市

- 新興市場的總經題材已經到位，但我們更為偏好亞洲與拉丁美洲的分歧所蘊藏的相關利多。
- 亞洲方面，中國的成長前景固然有所好轉，但潛在需求可能依然疲軟。相形之下，韓國、印尼（金融）以及印度（全球供應鏈變動題材）等國家，仍然展現了吸引力。
- 巴西的評價水位同樣頗為誘人，
- 只是我們對於能源、原物料類股抱持謹慎態度。

### 歐洲出現了獲利調升的情況



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024年4月26日。正值數據反映了樂觀的獲利展望，而負值數據則代表著相反的情況。

### 作者群

**BARRY GLAVIN**  
股票平台主管

**YERLAN SYZDYKOV**  
全球新興市場主管

**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

- 歐盟、日本和美國的**價值股**可能受惠於美國科技股和大型股以外的漲勢擴大，而美國與歐洲成長股的評價差距，則將提供進一步的支撐。

## 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：2024 年 4 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。



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】