

2024 年 12 月

## 川普勝選後，通膨發展備受關注

過去幾個月，美國經濟的韌性、川普勝出的預期與確定當選，加上新政府人事任命的風聲與相關通膨風險，推升著名目以及實質殖利率。不過美國股市與美元匯價仍在上漲，反映了各界認為川普新政終將嘉惠美國自身經濟，相對受創者則是美國以外地區，包括歐洲各國與某些亞洲國家。我們也同意，美國的政策勢必延伸波及歐洲資產乃至於新興市場，但實際的影響終究取決於具體的美方措施以及各方的應對之策。我們認為，下列因素將成為主要的市場驅動因子：

- **美國政策** (減稅、放鬆監管等) 對於消費及財政的影響仍未明朗。跡象顯示，政策可能有利於近期 (2025 年) 的經濟成長，但也會壓抑 2026 年的成長。同時，巨額財政赤字與負債規模的憂慮，可能造成債券殖利率的額外壓力。
- **聯準會在試圖消弭通膨的最後階段，正如履薄冰。** 移民人口的嚴格管制 (後果則是薪資壓力增溫) 與進口關稅調高等新政策，有可能加劇通膨風險；有鑑於此，聯準會決策勢必加倍倚重各項指標與資料，政策寬鬆化幅度也有可能低於目前預期，這亦將連帶影響歐洲央行乃至於全球其他國家央行。
- **平衡歐盟財政治理規範落實，與擴大生產力提振所需的投資、強化競爭優勢，以及強化國防的三大目標之間，很難不流於顧此失彼。** 因此，德國 (Schuldenbremse) 選後，乃至於法國、義大利的財政政策，更為舉足輕重。
- **中國當局體認，若與川普展開談判，結果很難如願以償，** 是以該國將會根據美方下手的輕重，予以等比例回應。可能的對策包括了財政激勵措施、關鍵礦產的出口管制，以及引導人民幣貶值。

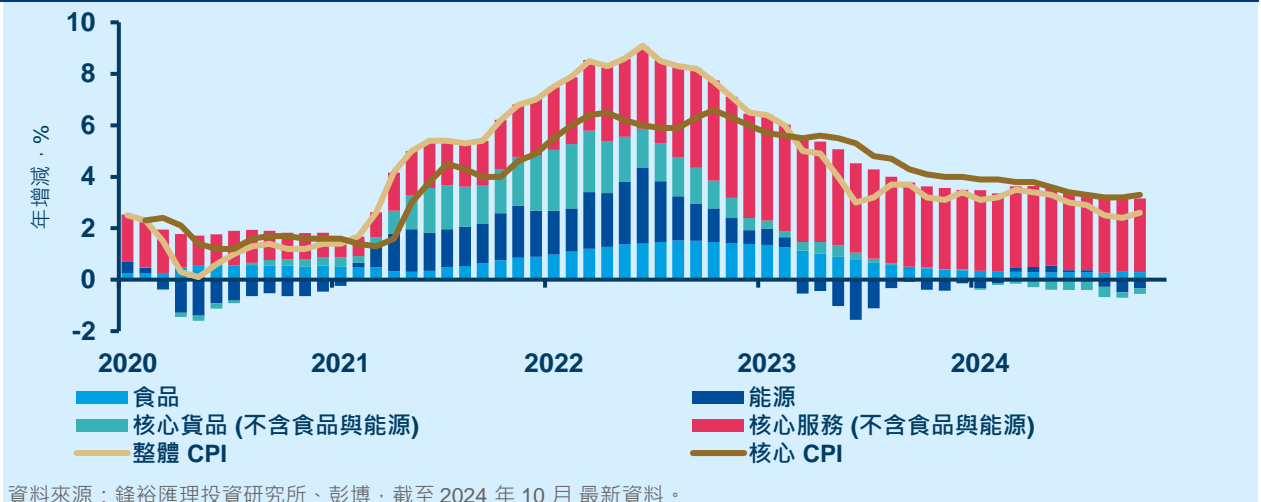


**VINCENT MORTIER**  
集團投資長



**MONICA DEFEND**  
鋒裕匯理  
投資研究所主管

美國的通膨降溫料將持續，不過關稅與移民政策也將帶來相關上行風險



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 10 月 最新資料。

潛在的偏高通膨，加上幅度低於預期的央行政策寬鬆幅度，評價水位已經偏高的風險資產恐因債券殖利率漲升而承壓。這點有利於買氣輪動流向價位更具吸引力的其他領域。因此，我們的目標，在於審慎兼顧市場基本面、估值考量，以及我們的政策預期心理。

- **交叉資產。**我們對於美國股票的看法已有調升，透過看好美國中型股。美股理當受益於經濟成長動力、潛在的管控鬆綁措施，以及有利的稅賦政策等共同造就的正向市場情緒。對於英國與日本，我們也保持著微幅樂觀。固定收益方面，我們對於美國以及歐盟的存續期部位繼續積極正向看待，同時預期曲線還會更趨陡峭。根據我們的觀點，黃金對於投資組合的穩定潛力依舊存在。此外，萬一美國通膨意外上行，投資人理當預先設想，採防禦立場持股與管理存續期部位。
- **存續期的展望則完全取決於年期差異，及收益率波動程度。**在美國，本公司的存續期布局接近中立，我們認為殖利率曲線的中等年期區段具備良好價值。不過我們已於戰術層面將核心歐洲存續期部位的評等下調至中立，研判短期內的政治不確定變數仍將帶來影響。對於美國信用債，我們還是更看重品質，在證券化信用券種方面，看好的則是商業不動產領域的高品質 AAA 級券種。我們對於歐盟信用債的立場並未變更。
- **縱使實質殖利率攀升，美股依舊上漲，反映了市場對此預期甚高。**是以前在水位偏高的股價之外，還是有著其他值得關注的機會。川普參選政見的真正落實程度，足以決定經濟成長受到多大的實際影響。與其把握暫時正向的信心，佈局於價位偏高的大型股，我們更偏好估值合宜的其他領域，例如與 S&P 等權重的價值股與優質資產等。在歐洲，由於國內需求疲軟，加上國際貿易遭逢不確定因素，明智的選股可能會越來越重要。
- **新興市場潛藏著各種互不相關的由下而上題材，但美國的利率亦有可能帶來風險。**因此，我們繼續保持戒慎、謹慎遴選，優先考慮土耳其以及南非等國家的當地幣別債券。對於強勢貨幣以及公司信用券種，我們的態度亦屬正向。面對股市，我們對於巴西較為保留，同時肯定印尼與印度。

美國經濟的韌性與聯準會的降息，對於風險資產略偏利多，至於我們偏好的領域，則以盈餘動能良好、評價水準疑慮偏低的資產為主。

## 整體風險氛圍

### 風險規避

### 風險承擔

正向看待風險資產的同時，我們也持續觀察美國的實際政策 (而非政見或宣言) 可能對於全球各地市場帶來哪些影響。

整體風險信心，反映了不同投資平台的風險資產 (信用債、股票、大宗商品) 質化觀點，並且透過 2024 年 11 月 20 日舉行的全球投資委員會 (GIC) 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 = 投資等級債、HY = 非投資級債、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。

### 相較於前個月的變動

- **多元資產：**為了善用正向氣氛，我們現階段積極看待美國中型股，同時也提高了曲線陡峭化的觀點，(相對於美國券種) 看好歐洲曲線部位。
- **固定收益：**戰術性調整，將核心歐洲存續期部位減為中立。

## 三大熱議課題

### 1 川普宣布的政策，對於美國經濟的發展與聯準會立場的路徑，可能產生哪些影響？

在 2025 年結束前，可望實現減稅、放鬆監管、財政赤字擴增，從而帶來更具韌性的經濟成長以及更高度的通膨。關稅恐將帶動通膨上升 0.5 個百分點，但不太可能完全抵消減稅的利多效果。關稅的順序與時機，將是評估經濟受影響程度的關鍵。移民管制的緊縮也有機會加劇通膨，從而化為聯準會通膨目標順利實現的潛藏抑制因素。超乎預期的通膨，恐令聯準會態度轉向強硬，同時關稅則可能在 2026 年之前抑制經濟成長。整體而言，聯準會可能需重新評估原訂降息路徑。我們預計，截止 2025 年第二季，10 年期美國國庫券殖利率將達到 4.30%。

#### 對投資的影響

- 尋求合適的通膨保障與策略，善用美國殖利率曲線陡峭化契機

### 2 面對美國的新關稅，中國可能會有什麼反應？

在我們看來，未來有三種可能情境：i) 擴大財政激勵措施，到 2025 年 3 月的規模料將達到 GDP 的 2%，藉此抵銷美方關稅的景氣衝擊；ii) 針對電子業不可或缺的關鍵稀土礦物，實施出口管制；iii) 人民幣的一次性貶值，這在美國關稅升幅極度嚴厲的情況下最有可能發生。這當然不是中國施展貿易報復的頭號選項；財政自救與針對性報復措施應該會先出爐。假如關稅在川普的新任期裡分階段調升，中國就有機會謹慎因應，藉由出口繞行第三地等途徑，評估自身與其他開發中國家的關係。

#### 對投資的影響

- 綜觀中國市場，我們偏好股市而非債市。縱使美國大選結果塵埃落定，市場信心依然樂觀，但仍需要謹慎選股。

### 3 美國總統大選結果對於美元產生哪些影響？

我們認為，美元的走升與外匯波動的加劇，在近期內可能透過三種途徑持續傳導：i) 全球貿易衰退，出口導向的經濟體受損較重，內需導向的美國景氣相對安穩；ii) 中國產能過剩，可能導致歐洲的通膨進一步降溫。這點有可能撐起各國與美國聯準會之間的政策分歧程度，進而推升美元匯價；iii) 各方政策的綜合效應，有可能導致美國通膨上升，聯準會後續行動的不確定變數隨之增多。然而，關稅再調高有可能會削弱美國經濟，從而導致了 2025 年結束之前的美元貶值可能性。

#### 對投資的影響

- 短期內有利於美元匯價。歐元兌美元預計不會達到平價狀態。

*財政政策的擴張幅度若是過大，並且干擾了聯準會設定的通膨目標，原本處於寬鬆模式的聯準會可能被迫重新評估降息速度及時機。*

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

## 針對特定潛力領域，實施多元分散配置

川普在美國大選的壓倒性勝利，有利於美國的短期經濟成長，料將繼續提振市場情緒。正值聯準會降息之際，風險資產亦將獲得較溫和的正向影響。然而，我們的目標，則是買進評價水準富吸引力的類股，預約獲益契機。值得關注的是，足以拉抬美國資產價值的因素（經濟成長、高額赤字等），也可能帶來美國殖利率的上行壓力，乃至於曲線陡化走勢的相關契機。此外，美國的任何保護主義傾向，以及全球其他國家對此還以顏色的措施，都可能形成市場阻力。因此，因應持續變動的經濟大環境，我們傾向於延續多元分散立場。

我們積極看待美國、日本、英國股市。針對美國，我們從戰術角度調整原有立場，積極看待中型股，相關族群更有機會受惠於新政府上台之後的聚焦內需措施。此舉也讓我們得以跳脫原有持股態度，提升投資觀點的多元程度。展望新興市場，我們考量現階段的中國評價水位，以及決策機關的政策支援可望延續，繼續樂觀看待中國。

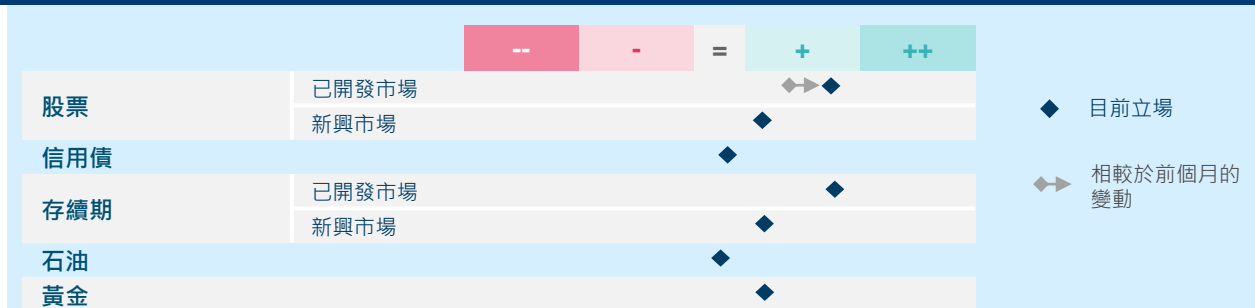
對於固定收益，由於經濟成長、赤字、通膨等課題仍有隱憂，我們認為美國曲線長年期端的殖利率應該會上升。因此，我們維持樂觀看待美國存續期整體態勢，對於美國 30 年期公債則持謹慎態度，同時肯定歐元 5 年期公債潛力。歐洲的經濟成長展望更加黯淡，通膨持續下探，因此，我們對當地的存續期部位維持著微幅正向的立場。我們同樣看好義大利 BTP 與德國公債，並且正向解讀英國公債的走勢。在亞洲，我們認為日本殖利率有機會上揚，可能對於公債構成下行壓力。

另一方面，考量其與美國券種的利差，我們肯定歐盟投資級券種、新興市場債券的價值，尤其是當地幣別計價標的。對於今後美國對外貿易政策所造成的任何風險，我們繼續戒慎提防。盱衡匯市，我們認為，短期內的美元可能持續走升，尤其是兌瑞士法郎，畢竟瑞郎匯價相當昂貴。就連瑞郎兌日圓的匯率，亦須審慎看待。另一方面，我們對於印度盧比與巴西雷亞爾，均延續樂觀看法。

同時我們運用黃金部位，針對整體佈局增添關鍵的穩定支柱；預期金價將在中期內保持強勁。投資人也應繼續持有股票與存續期的避險部位，防範通膨風險。

我們體認到美股的上行潛力有限，不過也持續關注著戰術層面受惠於正向信心的幾個領域。

### 鋒裕匯理跨資產信心



資料來源：鋒裕匯理資產管理。表格係根據 2024 年 11 月 20 日舉行的最近期全球投資委員會觀點，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。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

# 戰術性佈局存續期，高度關注年期差異

川普交易與盛推動了債券殖利率大幅上升，而下一波上漲的動力，料將取決於川普針對稅制改革、跨國貿易、移民嚴控等政見的實際兌現程度。具體言之，曲線長年期端的殖利率究竟會被推升多高，各方見解還在持續激辯，但我們依舊認為中等期間券種亦有價值可期。最近，殖利率的下降幅度，反映了市場看待財政政策制定的觀感變動有多麼迅速。在歐洲，部分國家的政治變局，可能影響殖利率走勢，以及歐洲央行的利率立場。隨之而來的波動則證實了，不同地區的殖利率曲線，究竟有哪些區段提供了饒富魅力的無風險殖利率與穩定走勢，實為必須釐清的重點。另一方面，公司信用債與新興市場券種，則有機會協助投資人強化較長期報酬。

## 全球與歐洲固定收益

- 我們中立看待存續期部位，同時一併考量各國與地區動態，針對不同的殖利率曲線分別規劃相應之對策。我們將歐洲存續期評等小幅下調至中立，並對英國持樂觀態度，但謹慎評估日本券種。
- 同時我們延續了對於歐洲以及美國的曲線陡峭化 (30 年-5 年) 觀點。
- 在歐洲 IG 券種領域，我們對於銀行債與保險債的偏好沒有變動，只是對於非投資級券種更加慎選，並且更偏向非景氣循環資產。

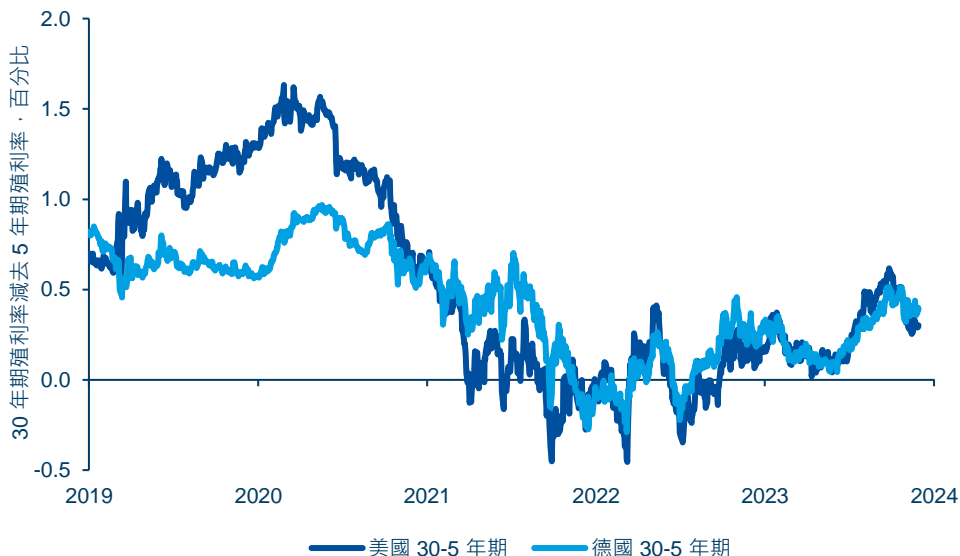
## 美國固定收益債

- 針對美國國庫券，我們保持了動態靈活的立場。目前我們暫時中立以對，但若殖利率大幅上升，存續期部位的投資動機也將隨之增強。確認曲線的哪個部分足以提供最大價值，堪稱最重要的使命。曲線的長年期端，有可能會受到赤字與潛在通膨所影響。
- 實質利率偏高期間，美國抗通膨債券頗具吸引力。
- 對於證券化信用債，我們在優質商業不動產以及機構 MBS 領域裡發現了機會。

## 新興市場債

- 川普當選之後，我們評估了他的政策以及聯準會 (低於先前預期) 的政策寬鬆幅度對於新興國家債市可能造成哪些影響。
- 我們的策略，是從中辨識出相關程度較低的題材。單就強勢貨幣券種而言，土耳其，甚至南非等國均有潛力。在拉丁美洲，我們探索了墨西哥等拋售較為嚴重的市場。
- 對此我們看好強勢幣別與公司債，尤其是非投資級券種，此係考量評價水位與誘人利差使然。

### 赤字與通膨風險的大環境，殖利率曲線將持續陡峭



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 11 月 29 日。數值高於 0 意味殖利率曲線較陡峭，低於 0 代表殖利率曲線倒掛。

#### 作者群

**AMAURY D'ORSAY**  
固定收益主管

**YERLAN SYZDYKOV**  
全球新興市場主管

**MARCO PIRODINI**  
美國投資管理團隊  
投資長

股票

# 投資美國超大型股以外個股

市場水位迅速反映了近期內的美國名目經濟成長表現，但我們對於這種觀點仍然存疑，畢竟單就「川普概念資產」的行情而言，這波走勢的起點有別於 2016 年。遙想川普首次當選總統之際，美國股市的評價水位、聯邦財政赤字以及公共債務規模等，都沒有像現在這麼高。尤有甚者，川普這次上台，適逢聯準會政策處於寬鬆模式；不過接下來的通膨若有波動，這樣的模式亦可能受到挑戰。因此，我們預期股市可能仍有上漲空間，買氣則將輪動流向價位較低的細部領域，以及獲利較為強韌抗跌的特定族群。尤有甚者，我們在中小市值、歐洲、日本、新興市場企業當中，發掘出某些訂價能力優越、資產負債體質穩健的精選契機。

## 歐洲股票

- 各個市場固然憂慮川普的強硬作風而惶惶不安，但我們認為，在企業基本面的推動下，仍有豐富的機會可期。
- 訂價能力堪稱關鍵，同時此刻對於資產負債表健全體質的要求更不容妥協。
- 對於這個地區，我們更積極投入必需消費以及醫療保健族群；
- 反觀我們對於科技股、工業股的態度則變得更加審慎。

## 美國與全球股票

- 財政政策固然具備股市的短線激勵效果，但對於這種情況下的理想對策，也就是哪些領域的評價水準值得投資、營運效率尚未反映於價位上，我們抱持不一樣的主張。
- 重要的是，如果國庫券殖利率因為通膨或赤字隱憂而大幅上升，評價水位恐受波及。
- 我們迴避超大型股，同時偏好價值股與優質資產。對於我們來說，市值佈局的下調，仍是重要的投資信念。

## 新興市場股票

- 在中國，我們保持中立觀點，接下來的川普政府若是不顧一切提高關稅，中方有可能祭出財政方案，支援各家出口企業。
- 對於全球新興市場股票，我們聚焦於印度等題材，此係考量當地股市相對遠離地緣政治競爭對立的優勢。同時也根據結構性趨勢，看好印尼資產，同時下調韓股評等至中立。
- 巴西與墨西哥頗具吸引力，同時還是需要監控相關財政風險，以及 USMCA\* 重啟談判所引發的波動

### 超大型股之外的美股契機



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024 年 11 月 15 日。\*美墨加三國自由貿易協定。

### 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

- 投資者全面評估美國大選的影響。由於川普政策的推出速度和範圍仍存在不確定性，我們認為波動性仍將很高，特別是在固定收益領域。
- 歐元區核心存續期**：基於區域內各國政治考量，我們調降歐元區盟新存續期至中性。

## 股票與全球因素

各區域	相較於前個月的變動	評級					全球因素	相較於前個月的變動	評級				
		--	-	=	+	++			--	-	=	+	++
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	評級					信用債	相較於前個月的變動	評級				
		--	-	=	+	++			--	-	=	+	++
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	評級					外匯	相較於前個月的變動	評級				
		--	-	=	+	++			--	-	=	+	++
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11月20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】