

2025 年 4 月

## 全球秩序混沌未明，財政槓桿回歸

美國關稅新制與其落實的模稜兩可效應，引發了企業以及消費民眾的疑慮，不僅在中長期內可能拖累經濟成長，短期內也可能造成相關的通膨效應。這樣的不確定情勢，加上偏高的美股評價，以及美國以外其他國家的財政宣告，導致了美國、歐洲、中國股市的走勢分歧，各自為政。歐洲的政策立場變動，引發了殖利率的重新訂價。展望未來，我們認為，財政擴張以及國際貿易變數，將以下列方式發展：

- **歐洲重返策略自主。** 川普新政的操作，為歐洲敲響了警鐘。倘若方向正確，德國的財政對策與歐盟的國防新提案，有機會扮演主力，扭轉歐盟原有的經濟成長局勢，但這需要時間來實現，此外關稅風險也持續存在。相關措施對於經濟成長的影響，在 2025 年之後才會逐漸展現，因此目前的我們並沒有改變預測數字。
- **美國景氣未見衰退，但下檔風險升高。** 景氣已然放緩之際，關稅調高對於美國經濟成長有何影響，疑慮隨之加深。今年的經濟成長預估範圍，近期也遭到聯準會下調，證明了這一點。我們正在監測經濟成長降溫的企業盈餘潛在影響，上半年的發展尤為重要。
- **中國政府的振興方案未能徹底推動經濟復甦，但仍能維持正向氛圍。** 考量財政乘數強勁，我們將 GDP 成長預測從 4.1% 上調至 4.4% (2025 年)，並從 3.6% 上調至 3.9% (2026 年)。

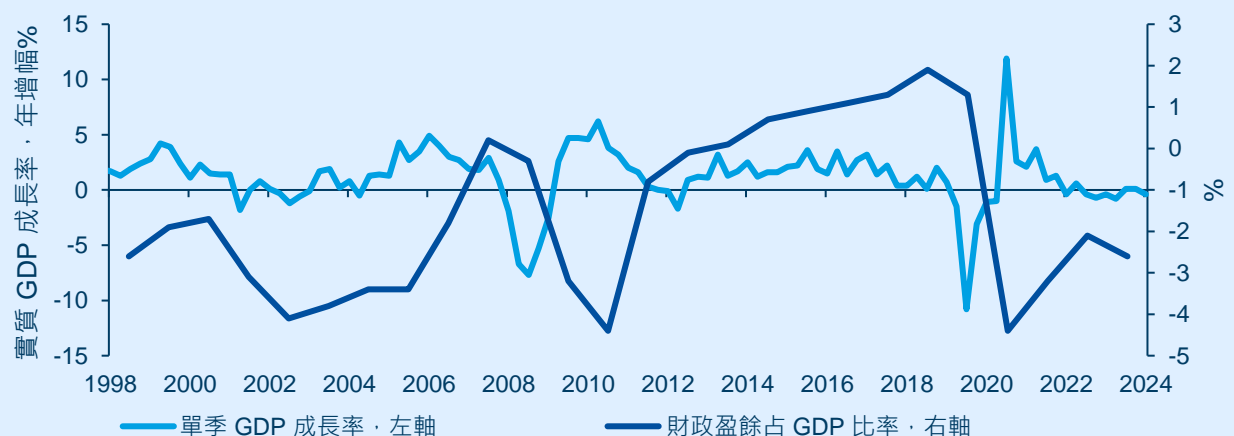


**VINCENT MORTIER**  
集團投資長



**MONICA DEFEND**  
鋒裕匯理  
投資研究所主管

### 德國的財政擴張或將促進長期經濟成長



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博、歐盟統計局，截至 2025 年 3 月 20 日的德國經濟成長與財政盈餘最新資料。財政盈餘大於 0，意味著政府收入超過支出，負數則代表歲入數字低於歲出。

美國總統川普表示，願意犧牲短期的經濟成長；同時，歐洲各國卻釋出了財政擴張的訊息。有鑑於此，需要的並不是縮減風險，而是進一步減持美國大型股、輪動佈局於其他族群，並且再次優先考慮股市與信用債當中評價良好、盈餘強韌抗跌的資產。接下來概述我們的資產類別觀點：

- **針對固定收益存續期，採取靈活彈性的全球化佈局。**聯準會控制通膨的使命，以及關稅加徵引進的經濟成長變數，引發了存續期相關的論戰。我們認為，一旦聯準會被迫做出選擇，極可能傾向於優先保住經濟成長。針對美國國庫券，我們維持較為彈性佈局，同時偏好美國曲線的中間區段。而在歐洲與英國，我們懷抱正向態度，並認為各國央行將持續降息。公司債方面，展現了對於優質利差的合理需求。我們偏好歐洲投資級債券更勝於非投資級券種，青睞金融券種勝過非金融券種；至在美國，我們優先考慮利差較大、足以彌補流動性風險的券種。我們也看好槓桿貸款，更甚於非投資等級債。
- **採取輪動策略，同時分散股票曝險。**川普新政的效應，以及大型股與市場其他類別之間的盈餘差距縮小，成為投資人出脫美國高價資產的原動力。我們持續專注於優質股、價值股、抗跌防禦類股。工業類資產方面，我們認為評價水準不算誘人，但在歐洲（德國）振興方案可能帶來利多的幾個領域，仍有良機可圖。歐洲的超前表現若是想再延續下，企業獲利的抗跌韌性乃是關鍵因素。總體而言，我們優先考量的，仍是訂價能力以及資產負債實力。
- **美國至上主義的信念降溫，以及新興市場的景氣成長強勁，促使我們保持積極樂觀的態度。**在強勢幣別債券以及公司債方面，我們看好能夠展現出基本面回穩、股票改善潛力的特殊題材，同時針對歐洲新興市場更加看好。
- **交叉資產，亞洲境內的佈局機會。**我們偏好固定收益以及股市當中的優質曝險，同時透過中國與印度的資產，調高新興市場股票的立場。中國的經濟可望受惠於相關政策的振興作用，不過目前印度資產的評價更顯理想，且印度依舊具備國內消費的長期題材。我們也微幅下修了美國存續期的相關立場。最後我們認為，如欲安渡市場波動，黃金與股票的避險，亦當多予重視。

*我們保持著充分多元分散的立場，同時正向看待歐洲存續期。我們也採取較為溫和的風險承擔態度，目前也看不到任何流動性事件或潛在信用風險相關的紅旗警訊。*

## 整體風險氛圍

### 風險規避

### 風險承擔

由於預期美國經濟不會出現衰退，我們維持了溫和正向的風險觀點。應當優先考量的重大因素，莫過於經濟下檔風險可能會帶來什麼樣的企業盈餘影響。

### 相較於前個月的變動

- **交叉資產：**我們更加正向看待新興市場股票，同時重新調整了美國存續期部位的相關立場。
- **股票：**我們保持微幅樂觀的態度，轉而更積極看待新興市場，對於已開發市場的樂觀程度則略有保留。

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 2025 年 3 月 20 日召開的全球投資委員會中交流分享，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。

## 三大熱議課題

1

### 在關稅飆高的背景之下，您如何看待美國經濟的演變？

我們認為，美國新訂的進口關稅，會對於國內消費產生較為不利的影響，畢竟這形同針對可支配所得徵稅，而非向通膨課稅。萬一美國的第一季、第二季經濟成長疲軟，市場對於今年下半年的經濟成長信心，也將受到波及。我們理解市場對於美國景氣衰退的疑慮加劇，但並不認為今年內就會發生真正的經濟衰退。由於財政政策合理、今年聯準會將持續降息，以及油價表現穩定，因此我們認為景氣環境不致衰退。

#### 對於投資的後果

- 存續期：接近中立
- 股票：審慎看待成長股、科技股，正向看待價值股

2

### 在您看來，美國的貿易政策會不會影響聯準會的決策？

新總統川普的貿易政策相當不確定，市場對於聯準會今年降息的預期心態也已隨之波動。對於聯準會將降息三次的看法固然沒有改變，但我們同時也判斷，假如政策的不確定變數依舊偏高，因而抑制經濟成長力道，聯準會將被迫祭出更寬鬆的政策因應。現階段，央行判斷關稅的影響屬於暫時性，並傾向於觀望，最近一次會議期間也決議維持原有利率不變。歐洲方面，擴張性財政政策將會推升債券殖利率（縮小了與美國之間的差距），但我們認為歐洲央行仍有空間可供持續降息。近期還有歐洲央行調降了歐元區的預估經濟成長數字，為寬鬆政策的延續實施提供了支撐。

#### 對於投資的後果

- 聯準會：降息三次（每次 25 個基點），年底前利率上限將達到 3.75%。
- 歐洲央行：降息三次，存款利率達 1.75%。

3

### 美元以及歐元的未來走勢會如何？

先前我們已經重申，目前美元走升的部分原因，歸功於經濟成長層面的美國至上主義，以及聯準會的利率政策。隨後，一如預期，今年的美元匯價疲軟，反映出經濟成長的疑慮以及川普政策的不確定狀態（市場對此仍未習以為常）。同時，歐洲財政立場的變動，則推升了歐元匯價，隨著當地繼續朝著這個方向發展，其貨幣亦將受惠。美國與其他地區的成長漸趨一致，暗示了美元匯價所反映的美國至上理念，今後有可能面臨挑戰。

#### 對於投資的後果

- 我們的歐元兌美元目標價位為年底前 1.13

美股價位則被視為遭到高估，關稅影響經濟的隱憂也日益抬頭。然而，在美國市場的特定族群與個股層面，投資人仍能找到契機，並應考慮分散投資於價位較不高昂的股市。

**MONICA DEFEND**  
鋒裕匯理  
投資研究所主管



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

## 重新調整並為新興市場拓展空間

美國景氣並未衰退，但經濟數據確實惡化，反映了川普總統願意在短期內犧牲本國經濟成長，從而迫使聯準會高度關注景氣陣痛跡象。目前的中國展露了官方挹注財政支援的明顯跡象，歐洲領袖也體認，需要透過財政對策提高自主能力，逐步提高國防與基礎建設實力。這點意味著暫時不必縮減風險，而是進一步減持美國大型股、輪動佈局其他資產，同時**重新聚焦於歐洲以及亞洲**。同時，我們傾向於透過債券、黃金等，維持多元分散的立場，期能更妥善因應市場波動，並繼續持有充分的安全保障，從而抑制波動的衝擊。

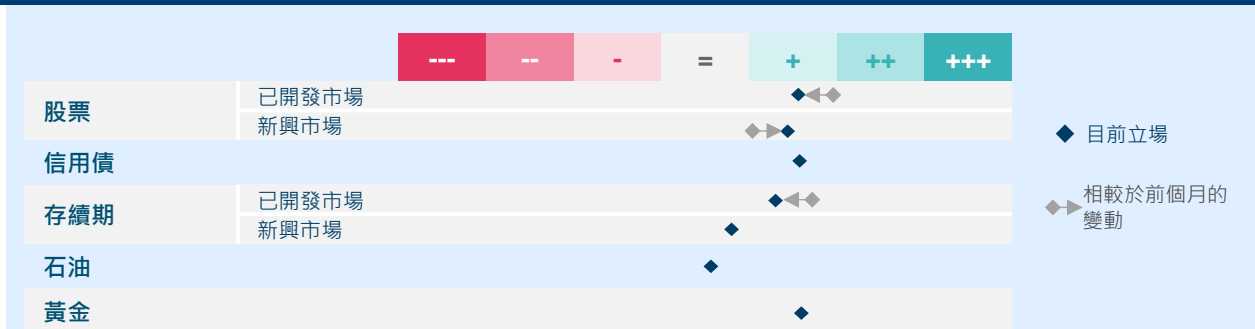
就股票而言，基於整體性的積極主動態度，我們透過歐元區和英國維持正向觀點，相關資產在更廣泛的歐洲地區提供了多元佈局的效益。縱使部分領域價位偏高，對於美國我們還是樂觀以待，同時我們也具備一定程度的保障可供抵禦短期波動。在新興市場，隨著中國政府擴大官方支援力度，我們對於中國國內市場的立場也向上調整。鑑於評價水位誘人（相對於去年）、成長穩健，以及相對免於高關稅的疑慮所波及，我們也調整了原有立場，略為正向看待印度。

債券方面，我們調整了美國存續期以及曲線陡峭化的立場，繼續看好 5 年期券種，對於 30 年期券種則不再戒慎應對。聯準會的量化緊縮步伐放緩、財政支出抑制的跡象浮現，乃至於經濟成長的疲軟，均可能帶來殖利率的下檔壓力。我們樂觀看待歐洲核心國家以及英國的存續期部位，以及義大利政府公債（相對於德國公債）的相對價值立場。亞洲方面，我們審慎看待日本債券。信用債仍具吸引力，尤有甚者，我們繼續偏向歐洲投資級券種。至於新興市場債券，我們則是中立看待。

我們的外匯觀點，反映出對於美元兌瑞士法郎、日圓兌瑞士法郎的正面立場，同時考量評價水位的疑慮，我們審慎看待貿易加權歐元兌日圓以及挪威克朗。同時我們還認為，投資人應透過黃金（地緣政治和潛在通膨風險）倉位以及美股保障部位，維持充裕的安全保障。

隨著美國以外其他市場的漲勢廣泛化，我們上調了新興經濟體股市的看好程度，整體維持著充分的多元分散。

### 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。

固定收益

## 殖利率大幅調整期間，存續期佈局首重敏捷

川普勝選後，美國債券殖利率所反映的經濟成長預期頗為樂觀，如今則在川普關稅政策變數下，轉變成對於經濟成長的恐慌。反之，德國的財政對策，以及歐盟各國對於投資必須擴大的體認，帶動了歐洲主要經濟體的殖利率走揚。主要的問題仍然在於，這項計畫的好處需要多久才能傳導至實體經濟，乃至於其他的歐洲國家能不能承受更高的殖利率。長期來看，擴大支出固然有機會加持歐洲的經濟成長，但短期內的財政支出仍然存在著執行面風險。故此，我們針對存續期部位保持靈活彈性的立場，同時在公司債領域探索優質標的。

### 全球與歐洲固定收益

- 歐盟以及德國的財政計畫，可能成為長期局勢的扭轉因素，並且啟動歐洲經濟的上升趨勢。歐盟的存續期部位煥發吸引力，我們對此保持敏捷應變。英國的存續期部位亦具魅力，至於日本資產則應審慎看待，畢竟偏高的通膨仍有可能影響後續的日本央行政策。
- 企業基本面強勁的情況下，我們維持正向看待公司債，尤其是歐洲投資級債券。我們偏好金融債券更勝於非金融債券。
- 對於歐洲非投資級券種，我們採取中立立場，偏好次順位債。

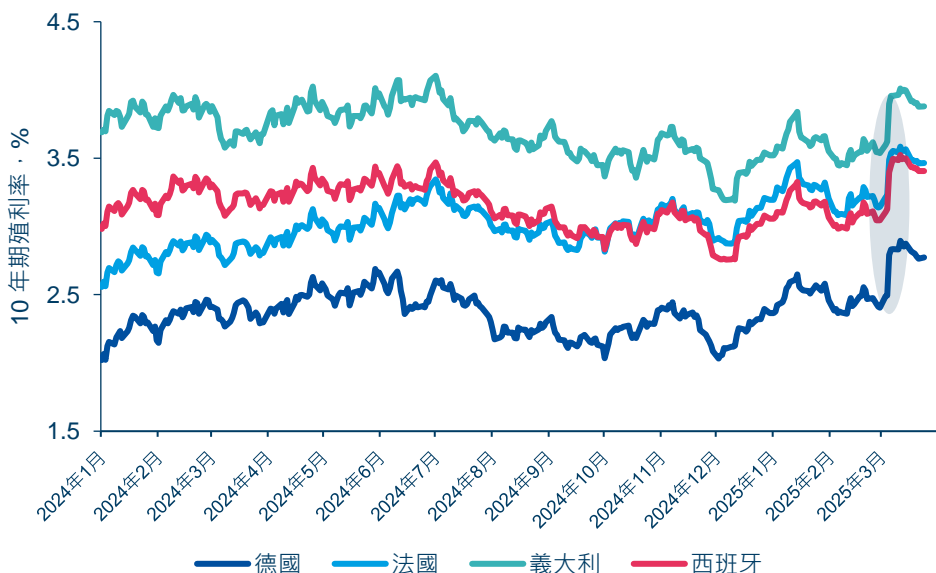
### 美國固定收益債

- 現階段我們密切監控聯準會的行動，並認為聯準會更擔心的乃是經濟成長，而非通膨如何管控。美國國庫券提供了良好的多元分散途徑。對於存續期，我們維持主動積極的操作態度，偏好中等天期 (5-10 年) 部位。
- 我們更加偏好公司債當中的優質資產，並持續看好投資級債券更勝過非投資級，看好金融券種而非工業券種。
- 證券化債券具備良好價值，尤其是機構不動產抵押擔保證券；考量當前的市場起伏，我們對此進行主動式操作。

### 新興市場債

- 美國貿易政策與地緣政治的不確定變數，加上已開發市場債券殖利率波動，促使我們中立、警覺看待新興市場存續期。
- 不過我們也正向看待殖利率具吸引力的強勢貨幣債，慎選標的仍是關鍵所在。
- 當地貨幣方面，我們看好巴西以及墨西哥等拉丁美洲市場。同時我們也評估土耳其當地局勢，並保持戒慎提防。
- 公司債方面，我們維持正面立場，但也持續關注非投資級券種的評價。

### 德國政府改變財政立場後，歐洲殖利率應聲上探



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 3 月 24 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**  
美國投資管理團隊  
投資長

股票

## 面對全球股市，維持多元分散佈局

美國評價仍然偏高之際，新總統川普的政策一再轉彎急行，衝擊了市場信心。白宮的新政帶來了不確定性，導致企業的投資決策格外艱難，盈餘展望也一併蒙上陰影。故此，必須擺脫美國境內的集中度風險，把握資金輪動佈局的契機，並專注於企業獲利的抗跌韌性。以歐洲以及中國為例，雖然資金流出美國的市場輪動效應仍屬熱絡，下一輪的表現終究還是取決於盈餘成績。正因為如此，優先聚焦於美國、歐洲、新興市場當中，盈餘走勢仍有進一步潛力（訂價能力、供應鏈實力、差異化產品）的領域，至關重要。

### 歐股

- 德國與歐盟的財政振興方案，可能在中期內為企業獲利提供支撐，尤有甚者，中國官方出台的財政激勵措施，也可能有利於某些歐洲企業。
- 有鑑於此，我們維持均衡的立場，並正面看待抗跌族群以及景氣循環工業股。
- 在產業層面，我們略為正向看待必需消費、非必需消費品，以及醫療保健產業。另一方面，我們改採謹慎立場，看待通訊服務和科技類股。

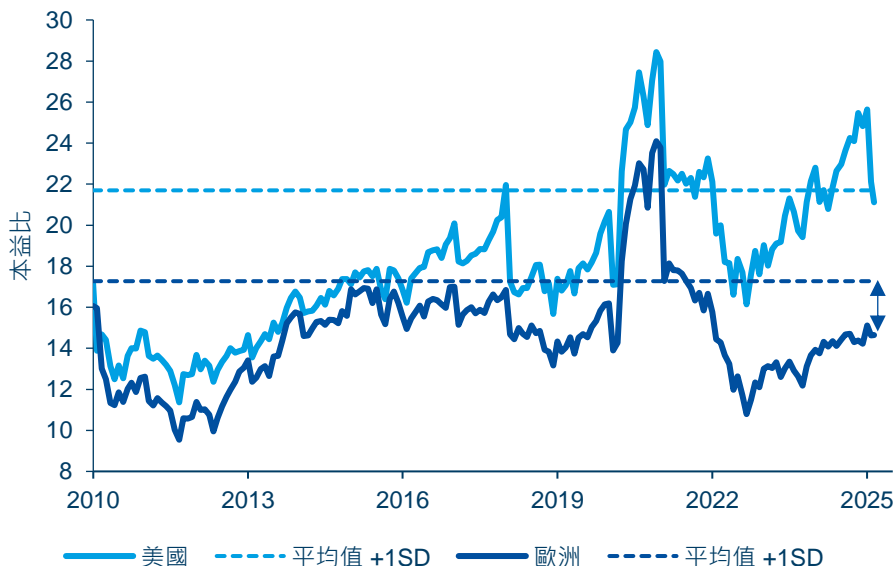
### 全球及美國股票

- 我們認為經濟成長涉及下檔風險，接下來可能要等到企業前瞻財測公告，才能更明確地掌握關稅的影響效應。由於大型股與市場其他個股之間的盈餘落差縮小，我們迴避價位昂貴的成長型股票。
- 另一方面，我們看好價值股，以及銀行金融、原物料產業的企業，部分科技股的評價水位仍具吸引力（即 AI 相關科技股）。
- 整體而言，我們關注的是優質個股，以及能夠透過股利、庫藏股等提供回報的企業。

### 新興股市

- 美國的成長風險，以及美元匯價可能走軟的展望，加上新興市場的強勁成長，都是相關資產類別的正向因素。然而，美國關稅仍有變數，地緣政治恐有波瀾，致使我們難以形成明確的大國觀點。我們幾近中立看待中國，同時略為看好科技股。
- 就印度而言，我們的看法積極，這是考量到全球貿易變數對於這個國家的影響相對偏低，此外企業盈餘現正浮現好轉跡象。
- 以區域而言，我們看好新興歐洲以及阿拉伯聯合大公國，整體投資方法仍然注重慎選標的。

### 縱使今年表現領先群雄，歐洲仍具吸引力



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 3 月 21 日。美國 = S&P 500 指數、歐洲 = Stoxx 歐洲 600 指數。SD = 標準差。

### 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

- **樂觀看待股票：**我們略為積極看待股票，同時提高了對於新興市場偏好。我們認為，中國市場信心回暖、印度評價水準更佳，相關跡象令人振奮。已開發市場方面，我們樂觀看待歐洲，鑑於收入攀升、歐洲央行利率較低、家庭儲蓄豐裕，可望支撐經濟活動。

## 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	▼				◆		規模						◆
新興市場	▲					◆	動能					◆	
中國	▲					◆	優質股					◆	
中國以外新興市場	▲					◆	高股利					◆	
印度	▲						低波動率					◆	
<b>整體</b>						◆							

## 固定收益與外匯

存續期	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					◆	
<b>整體</b>						◆	<b>整體</b>					◆	

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	▲						日圓					◆	
新興市場公司債						◆	人民幣					◆	

資料來源：2025年3月20日所舉行最近一次全球投資委員會 (GIC) 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。針對這個月，上表一併反映了 2 月到 3 月間的 GIC 月中變化。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 GIC 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】