

2025 年 3 月

有喜亦有懼，市場迎新局

2 月份，各個市場洋溢著樂觀的氛圍：縱使新的關稅升幅公布、通膨風險盤旋，還有新推出的 DeepSeek 引起市場騷動，正向的信心仍然主導場內局勢。在歐洲，股市創下歷史新高；至於美國，證據顯示出股市的漲勢逐漸廣泛化，原本科技產業「七大巨頭」一路領漲的地位可能開始消退。然而，不確定程度仍處於極端水平，1 月份 CPI 超乎預期，創下這一年半以來的最快增幅，同時美國經濟也有某些數據略顯疲軟，市場再度浮現憂慮。為了評估當前正向的市場信心環境能不能延續，我們專注於以下主題：

- **首先，主要的隱憂莫過於通膨**，由於市場對於這點仍然極度敏感，川普的施政可能因此遭遇重大挑戰。近期的消費調查顯示了不確定變數日益升高，長期消費通膨預期飆升至 3.3%，創下 2008 年以來新高，離散程度也達到 1980 年代以來的最高水準。
- **其次，隨著通膨逐步降溫**，全球經濟成長亦將趨於穩定，只是川普政策的不確定因素難免會增添風險。
- **第三，歐洲央行的政策走向更加明確**，料將撐起歐元區走勢。值得追蹤的關鍵主題，包括了德國大選後的財政支援力道，以及可能擴增的國防開支。
- **最後，中國依舊盡力避免直接掀起兩敗俱傷的貿易戰**，證據則是中方對於川普調高關稅的回應仍然慎重。

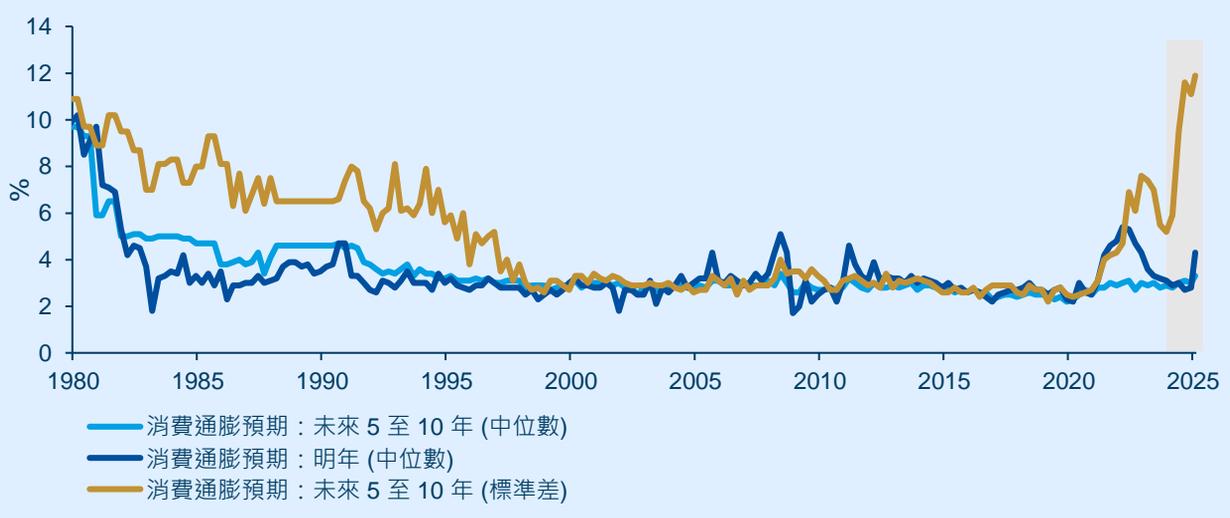


VINCENT MORTIER
集團投資長



MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管

消費通膨預期持續攀升且更為分散



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，以密西根大學消費數據調查資料為準，截至 2025 年 2 月 20 日的資料。

凡此種種均將化為仍然有利於風險資產的大環境，其中較為安於現狀的幾個領域則有待輪動退場，另行探索其他更誘人機會，並持續專注於多元分散佈局。

- 對於固定收益，考量到當地經濟成長落後，歐洲央行料將持續降息，我們擴增了歐元區的正向存續期立場。至於美國，市場水位對於聯準會利率展望的訂價變動快速：我們依舊預期 2025 年裡還會降息，同時由於貨幣政策已具限制性、財政層面的整體態勢也相對平靜，聯準會在現階段升息的機率極低。全球信用債的展望樂觀，支撐來自美國與歐元區經濟活動穩健抗跌、通膨趨緩、貨幣政策降低縮限程度等因素。我們看好歐洲投資級信用債，同時考量到美國的非投資等級債券評價水位偏高，繼續謹慎看待。
- 善用股市行情的廣泛化趨勢。我們逐漸看好歐元區；無論是相對於美國，還是經濟展望較弱的英國，歐元區的估值皆更具吸引力。盱衡歐洲各國，我們尋找資產負債體質穩健、訂價能力堅實的企業。美國方面，我們關注超大型股以外的其他個股。我們看好銀行以及原物料類股，並尋找定位良好、可望受惠於後續減稅提案與監管寬鬆化之內需導向企業。
- 而在新興市場，考量總體經濟與地緣政治的持續發展，我們在整體上延續了中立的立場。近期的賣壓導致了評價水位不再偏高，盈餘下修的趨勢也出現觸底跡象，為此我們更加樂觀看待印度。
- 交叉資產：我們依舊正向看待風險資產，對於股票與信用債採取積極立場，同時實施內部輪動，擇優掌握良機。具體而言，我們更加看好歐洲股市，對於日本股市的立場則從正向轉為中立，這是因為日圓走升加上潛在波動，使得日本的經濟成長暫時缺乏直接助力。為了提升整體配置面對潛在負面情境的抗跌韌性，我們維持了股票與存續期的部分避險，同時也持續正向看待黃金投資。

縱使不確定程度偏高，投資環境還是有利於股市的進程。對此我們看好歐洲的投資機會，畢竟俄烏戰爭的停火契機可能帶來利多，歐洲的評價水位也比美國更划算。

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，股市買氣略有輪動，存續期在整體上呈現正向。

相較於前個月的變動

- 固定收益：這個月裡，針對存續期部位略有戰術性調整。
- 交叉資產：我們更加看好歐洲股市，同時對於日本股市轉而中立看待。

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

對於川普的互惠關稅，您有什麼看法？

2月13日，川普宣布了「公平互惠貿易計畫」，藉此扭轉美國對外貿易關係的失衡局面，反制各項非互惠性貿易協定。然而，相關措施的執行並未徹底定案，部分原因在於最新、準確、一致的雙邊關稅數據難以具體掌握。考慮到關稅調高後的餘波效應，近期我們適度下修了美國經濟成長預估值，並且上調通膨預測。新制固然不至於改變軟著陸的走勢，但確實促使美國經濟更快速回歸均值成長率，相對於其他國家而言，表現也不再那麼「特殊」。

對於投資的後果

- 對全球股票維持多元分散的立場
- 正向看待金價

您如何看待美國最近的通膨新發展？

近期CPI數據顯示，通膨依然黏滯延續，整體通膨的年增率達3.0%，核心通膨的年增率則為3.3%。今年首份通膨報告，可能反映出部分的季節效應，以及通常會在年初呈現的年度價格上漲效應。縱使偶有季節性雜訊，我們預期上半年的整體CPI增幅仍將維持在2.6%左右，並於下半年升至2.9%；由於消費需求強勁、住房成本的通膨降溫也暫時停步，中期內有上檔風險。整體而言，我們認為聯準會可能採取「不急於一時」的降息態度，這一季裡暫時不會降息，同時持續監控美國新政府的各項政策將帶來哪些經濟衝擊。

對於投資的後果

- 戰術性存續期管理，有利於美國曲線的中間區段

對於印度政府的2025-26年預算，您有什麼看法？

最新版本的印度政府預算，強調財政整頓。2026會計年度的財政赤字預測，試圖將預算赤字規模從目前佔GDP的4.9%縮減至4.4%。所得稅的結構也歷經調整，設法提高中產階級民眾的可支配所得，同時調高食糧補助金。一併出台的強化農村方案，可望改善鄉郊地帶的經濟狀況。相關計畫公告之後，印度儲備銀行也將基準利率下調25個基點至6.25%，藉此支持經濟成長。

對於投資的後果

- 對印度股票維持策略性正向立場

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

**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。

固定收益

預估利率數字快速變動

2025 年裡，川普新政如何影響通膨走勢和經濟成長，是評估聯準會政策動向的主要疑慮。最初各界一度擔憂通膨還會升溫，如今的市場水位則又開始反映經濟成長不如預期的風險，從而導致了市場價位聯準會走向的預期歷經強勢、迅速的重新調整。如此幅度鮮明的市場動態，需要以**積極主動的存續期立場**來因應，**同時全面尋找投資機會**。整體而言，我們對於存續期以及信用債維持樂觀立場，偏好優質標的以及較短天期證券。面對新興市場，我們維持整體中立態度，偏好強勢貨幣債而非當地貨幣券種。

全球與歐洲固定收益

- 整體積極看待存續期。我們小幅提升了對於歐元區和英國存續期的正向立場，著眼於利率今後還有繼續下調空間。由於日本央行已暗示未來還會再升息，故而繼續謹慎看待日圓存續期。
- 我們也正向看待信用債，持續看好歐洲金融產業券種，尤其是投資級債券更勝於非投資等級債。
- 對於外匯，我們看好日圓以及美元，同時上調英鎊觀感至正向，並且繼續謹慎看待歐元及人民幣。

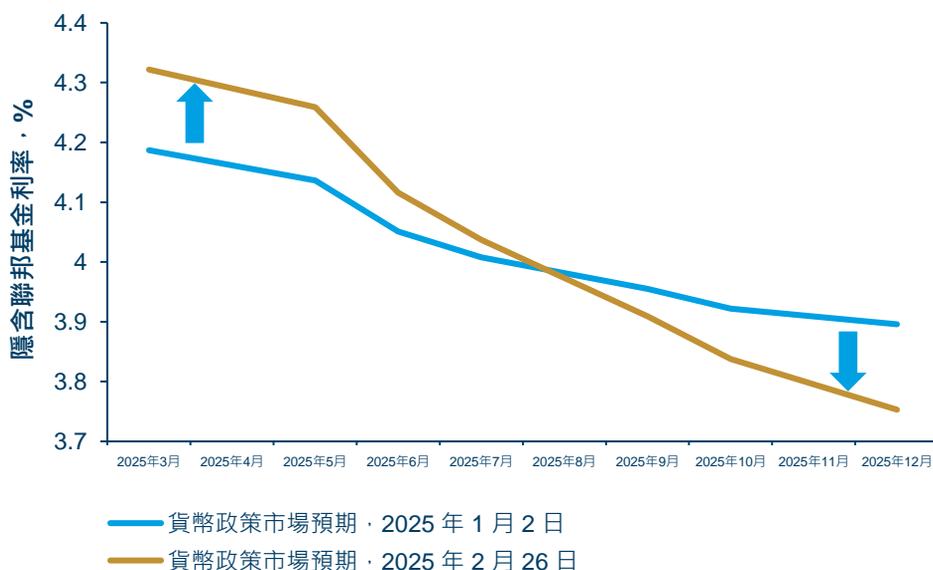
美國固定收益債

- 存續期方面，我們延續戰術思維，並且持續偏好風險調整後報酬合理的中等天期券種。
- 信用債方面，我們偏好優質資產，如今正轉向到期曲線上較短天期的發行機構。我們仍然**看好金融類別而非工業類別，只是看好程度相較於上個月有所減弱**。
- 我們持續**看好非投資級另類資產**，例如槓桿貸款，這點是考量了利差達到多年來的低點，且殖利率評價沒有那麼吸引人。

新興市場債

- 我們維持中立的存續期立場，並且針對賣壓期間傾向增持存續期。
- 關於強勢貨幣，未來展望依然樂觀，但有必要慎選標的。
- 針對當地利率資產，我們嚴格慎選標的，看好貨幣政策更具調控空間的幾個國家，並探索各項戰術性契機，例如墨西哥披索。
- 我們依舊樂觀看待信用債，尤其是非投資級券種，畢竟我們不認為利差會有明顯擴大。

市場價位強勢反映聯準會利率走勢 (針對期貨市場)



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 2 月 26 日。資料顯示 2025 年期貨利率預期。

股票

市場持續輪動

美國的超前表現已經持續很長一段時間，在人工智慧熱潮的推動下，自 2023 年以來加速成長。然而，2025 的前幾個月，反映了這股趨勢略有暫停，國際市場 (尤其是歐洲) 的表現優於美國，評價過於昂貴的領域可能遭到重新評估。由於關稅、AI 科技進展的高度不確定特質，再加上集中度風險依舊偏高，**主要市場主題仍是多元佈局**。盈餘修正以及風險氛圍改善，持續撐起歐股，歐股的估值維持先前的相對魅力。亞洲各國的新興市場也提供了各種機會，其中印度在近期的賣壓過後尤具說服力。

歐股

- 市場行情的廣泛擴散，對於歐股還是非常有利，市場也將繼續關注川普的新政策帶來哪些潛在影響。
- 就歐洲而言，我們專注於**具抗跌韌性、無懼波折的商業模式，以及穩健的資產負債體質**。
- 產業方面，我們對於工業和科技業仍持謹慎態度，並加倍審慎看待電信族群。我們依舊樂觀看待必需消費以及醫療保健產業，同時也努力掌握奢華精品領域的投資機會。

全球及美國股票

- 我們專注於**盈餘動能穩定、投資資本報酬率強勁的個股**。由於整體而言，美股仍處於昂貴水位，**出脫超大型指標股倉位**有助於緩解風險氛圍逆轉所掀起的估值波動。
- 我們持續專注於**哪些企業可望受惠於川普的新政策**。
- 面對科技以及消費類股，我們的態度較為謹慎，看好原物料與金融類股，例如可能受惠於殖利率曲線走揚的各家銀行。

新興股市

- 由於地緣政治變數和關稅風險使然，我們對於**新興市場股票保持中立態度**。然而我們也發現，墨西哥以及南韓，可能出現反彈。
- 歷經近期的賣壓與修正觸底跡象之後，我們上調了自身對於印度的正面看法。印度也是我們繼續樂觀面對的市場，另一方面，由於台灣的經濟成長難測，我們抱持較謹慎態度。
- 在產業層面，我們看好不動產以及必需消費產業，相關族群的獲利穩定，價位也較為合理。

年初迄今美國與全球其他國家的表現



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

資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 2 月 24 日。以美元計價的 MSCI 指數總報酬。

IEWS

鋒裕匯理資產類別觀點

本月焦點

- 在尋求收益方面，信用債的吸引力別具一格：企業基本面穩健，公司信用狀況改善。技術面的條件則帶來支撐 (包括較高收益水準吸引追求收益的投資人，以及淨供應有限)，提振了需求。

股票與全球因素

各區域	相較於前個月的變動	Rating					全球因素	相較於前個月的變動	Rating				
		--	-	=	+	++			--	-	=	+	++
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					◆	
整體					◆								◆

固定收益與外匯

存續期	相較於前個月的變動	Rating					信用債	相較於前個月的變動	Rating				
		--	-	=	+	++			--	-	=	+	++
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					◆	
整體					◆		整體						◆

新興市場債	相較於前個月的變動	Rating					外匯	相較於前個月的變動	Rating				
		--	-	=	+	++			--	-	=	+	++
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2月19日所舉行最近一次全球投資委員會發表的觀點摘要，其中美國存續期觀點為截至2025年3月3日之更新內容。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】