

探索歐洲漲勢擴大的動態

五月份股票和黃金等大宗商品達到歷史高點。聯準會為鴿派環境創造有利條件，股市漲勢隨之擴及歐洲、英國和中國。美國通膨表現一致，也提振了投資人信心。另一方面，美國和歐洲的企業獲利則優於預期。展望未來，各國央行、通膨/成長綜合考量、獲利實力及地緣政治風險等因素共同形塑全球經濟和市場走勢如下：

- **前景微幅改善。**由於內需和通膨放緩，我們上調歐元區和英國今年的經濟成長預期。美國上半年可望維持抗跌韌性，但薪資成長放緩和消費者違約，後續可能拖累經濟。
- **聯準會暫與歐洲脫鉤。**歐洲和英國持續去通膨進程，使央行得以降息，甚至可能先於聯準會。美國通膨數據對於聯準會決定首次降息的時機至關重要。我們預期今年將降息 75 個基點。
- **面對美中地緣政治的對峙局勢，歐洲必須重新思考因應策略。**鑑於美國或中國均為重要貿易夥伴，歐洲不太可能完全疏遠其中任一國。再者，歐洲地區亦需均衡兼顧財政刺激和永續性、低生產力(相對美國)，以及綠色轉型相關投資等優先任務，以彌補財政進展落後造成的缺口。
- **中國的情況好壞參半。**雖祭出暫時性紓困措施以期振興房地產市場，仍無法解決需求疲軟的主要問題；但出口表現令人振奮，因此我們需要密切觀察這兩項因素。



VINCENT MORTIER
集團投資長



MATTEO GERMANO
集團副投資長

歐洲前景逐漸好轉





市場可能維持區間盤整，一旦通膨加速或地緣政治風險升級，可能導致市場不時波動。以下概述我們對不同資產類別的主要投資信念：

- **我們確認當前環境處於景氣循環晚期環境，因此對股市維持溫和正向觀點，並稍作區域調整。**已開發市場方面，我們對日本的想法從樂觀轉向中立，並認為有利於英國、歐洲小型股和美國的再平衡機會。雖然美國的獲利強勁，但歐洲可望受惠於溫和抗跌的經濟環境與降息。政府公債方面，我們正向看待美國、核心歐洲、義大利。信用債方面，歐元投資級債的估值具吸引力。我們也在新興市場尋找精選投資機會，並認為石油可提供地緣政治風險保護。
- **固定收益方面**，美國通膨降溫促使我們對美國國庫券維持樂觀積極的看法。雖然樂觀看待英國政府公債，但我們仍對歐洲保持中立，對日本持謹慎態度。今年美國信用市場對於新發行債券接受度極高，歸功於這些債券在聯準會開始降息之前提供了誘人的殖利率。這是一項重大風險；倘若通膨仍然呈現長期黏滯跡象，聯準會可能被迫推遲降息，繼而影響負債過多、低品質企業的穩定性。因此，無論是歐洲或美國，我們都看好投資級債更甚於非投資級債。
- **我們發現，股市的輪動投資機會轉向獲利能力亮眼及估值誘人的類股。**有鑑於此，我們避開昂貴的成長股和美國巨型股。相反地，我們偏好相等權重指數，且未迴避降低市值範圍以尋求優質股。產業方面，我們看好銀行業，同時也在探索能源產業。歐洲方面，我們透過防禦型和景氣循環型標的維持平衡立場。我們的整體立場依然傾向價值股和優質股。
- **新興市場債券提供了充足的機會。**相較於當地貨幣債務，我們仍偏好強勢貨幣；就區域觀之，我們看好拉丁美洲以及歐非中東（匈牙利、南非），因其具有穩健的利差。亞洲也是非系統性投資機會的重要來源，其中印度等國家的表現尤為出色。我們即使對股市也保持正面的立場。

市場對各國央行
放寬貨幣政策的
預期，可望支撐
獲利韌性出色且
定價誘人的
領域。

整體風險氛圍

規避風險

承擔風險

在經濟溫和成長並可能降息的環境中，我們對風險資產維持略為樂觀的看法，傾向於獲利韌性較佳的領域。

相較於前個月的變動

- **跨資產：**對日本股市持中立態度，但對英國、歐洲和美國持正面態度。

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5月23日舉辦之全球投資委員會（GIC）中交流分享，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。

ECB = 歐洲央行；DM = 已開發市場；EM = 新興市場；CB = 各國央行；IG = 投資級；HY = 非投資級；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。



三大熱議課題

1

您對今年的美國經濟有何看法？

隨著實質利率偏高對內需造成的影響更加明顯，美國經濟料將放緩。美國勞動市場持續降溫中，而承壓較大的家庭中消費者違約率則持續攀升。消費者信心降低可能導致消費支出縮減，此情況在下半年發生的機率更高。另一方面，去通膨現象可能持續進展，可望給予聯準會於下半年降息的信心。總體而言，聯準會可能對通膨保持警惕，尤其是黏滯性較大的部分。

投資影響

- 跨資產：正面看待美國存續期。

2

各國央行的政策對美元有何影響？

相較於全球其他央行，聯準會預計將延遲降息，輔以高利率優勢，可在短期內為美元提供支撐。部分國家 (即北歐各國、瑞士、加拿大等) 的私部門已經出現疲軟跡象，這些國家的央行有更大的動機降低政策利率以刺激經濟。然而，鑑於歐洲央行和英國央行的政策行動不太可能與聯準會出現太大分歧，我們預期美元不會大幅升值。一旦聯準會啟動降息週期，美元料將逐漸走貶。

投資影響

- 2025 年第一季歐元兌美元目標值仍維持 1.12 不變。

3

本季企業獲利情況如何？

今年第一季 (Q1)，美國和歐洲的財報季均超出預期。我們也觀察到庫藏股再度出現。美國方面，截至 5 月 17 日，標準普爾 500 指數中約有 93% 的公司已公佈財報，混合盈餘 (已公佈財報的公司為實際數字，未公佈財報的公司則為市場預測) 預計成長 7.6%，主要由通訊服務、科技和非必需消費品產業領漲。至於歐洲，第一季料將連續第四個季度出現負成長，但業績仍有可能優於預期。

投資影響

- 樂觀看待英國；監控歐洲小型股。
- 正面看待美國相等權重、優質股和價值股。

我們預計短期內風險資產將維持區間盤整，且隨著市場重新關注估值和集中風險，可能出現輪動投資機會。

**MONICA
DEFEND**
鋒裕匯理
投資研究所主管





多元資產

區域分歧需要輪動

迄今為止，各國(如美國)經濟環境優於預期，有助於提振市場信心。我們預期，下半年美國經濟將減速，通膨再度加速的風險較小。我們亦認為估值居高不下。故此，儘管市場動能強勁，但我們不願大幅增加風險，而是重新平衡我們的立場，以考量企業獲利的抗跌韌性和泛歐地區前景略有改善。

已開發市場方面，我們將日本評等下調至中立，但上調英國股市的評等，因為後者更偏向價值型和防禦型風格導向，惟兩國亦可望受惠於降息和油價抗跌。與此同時，我們轉為小幅看好美國和歐洲小型股。雖然前者展現出強勁的獲利動能，但後者將獲得經濟成長略為抗跌和歐洲央行寬鬆政策的支撐。新興市場方面，我們仍樂觀看待亞洲和拉丁美洲的部分國家。

債券方面，今年殖利率上升和美國通膨降溫，致使我們仍積極看待美國存續期。對於美國和加拿大，我們也維持殖利率曲線陡峭的立場。歐洲方面，我們持正面看法，認為歐洲央行的降息幅度將超過聯準會。鑑於義大利的非系統性風險有限，我們看好義大利國庫券更甚於德國國債的相對立場仍維持不變。我們仍以審慎態度看待日本，係因該國亦屬分散布局之標的。

信用債方面，歐元投資級債可能受惠於強健的基本面，以及歐洲央行明確展現政策正常化的意願，但我們仍審慎看待非投資級債。雖然強勢美元和聯準會政策的風險猶在，但因新興市場價格壓力減輕且利差具吸引力，因此我們對該地區債券持正面展望。

歐洲和美國央行政策分歧，促使我們繼續樂觀看待美元兌瑞典克朗和瑞士法郎等貨幣，因為這些貨幣的國家央行已經開始降息。鑑於日圓的估值具吸引力，我們也樂觀看待日圓兌瑞士法郎；新興市場方面，基於利差原因，我們正面看待巴西雷亞爾兌歐元和印度盧比兌人民幣。

最後，我們認為美國通膨的波動存在風險，投資人應考量安全保障。對於石油則是延續了小幅正面的立場，以防地緣政治緊張局勢加劇。

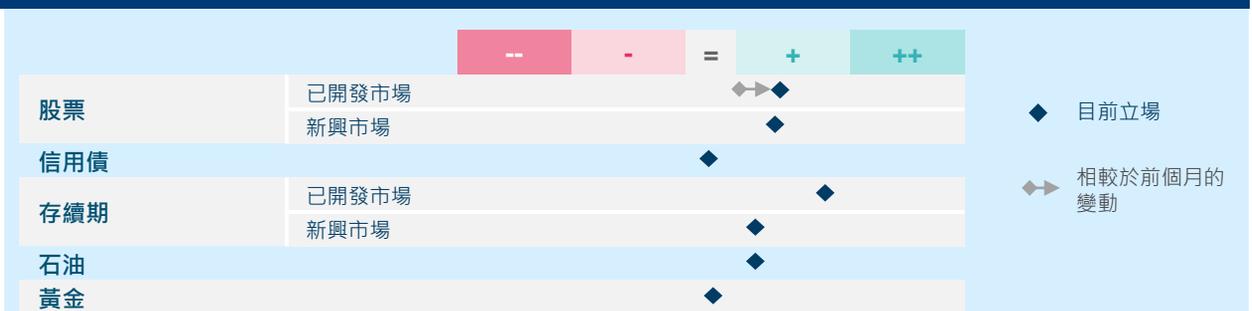
作者群

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

我們發現已開發市場的股市出現輪動契機，尤其是今年上漲落後的領域。

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。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，敬請參閱末頁。



固定收益

通膨放緩趨勢造就債券樂觀前景

消費者調查所呈現的軟性數據中，指出美國未來的經濟疲軟，以及通膨和勞動市場降溫。至於通膨和勞動市場降溫，則是目前暫停腳步的聯準會在判斷何時開始降息時，需要考慮的主要因素。在大西洋彼岸，歐洲央行和英國銀行的情況類似，兩者均在密切關注薪資成長和物價壓力的進展，但其（與聯準會的）差別在於預期貨幣寬鬆的程度。全球債券雖仍有細微差別，但我們認為現在正是秉持整體性積極主動態度，繼而探索美國和英國存續期的絕佳時機。此外，歐洲的公司債和新興市場債券亦提供了投資機會。

全球與歐洲固定收益

- 我們對歐洲存續期的看法接近中立，對英國存續期的看法略偏正面。但鑑於今年經濟環境多變且殖利率定價上調，我們保持積極主動的態度。
- 日本存續期方面，基於該國升息的風險，我們略帶審慎看待此一券種（程度稍低於以往）。
- 信用債方面，我們偏好投資級債更甚於非投資級債，並認為歐洲金融類別具有價值；但評等較高之標的中，歐元非投資級債具有精選價值。

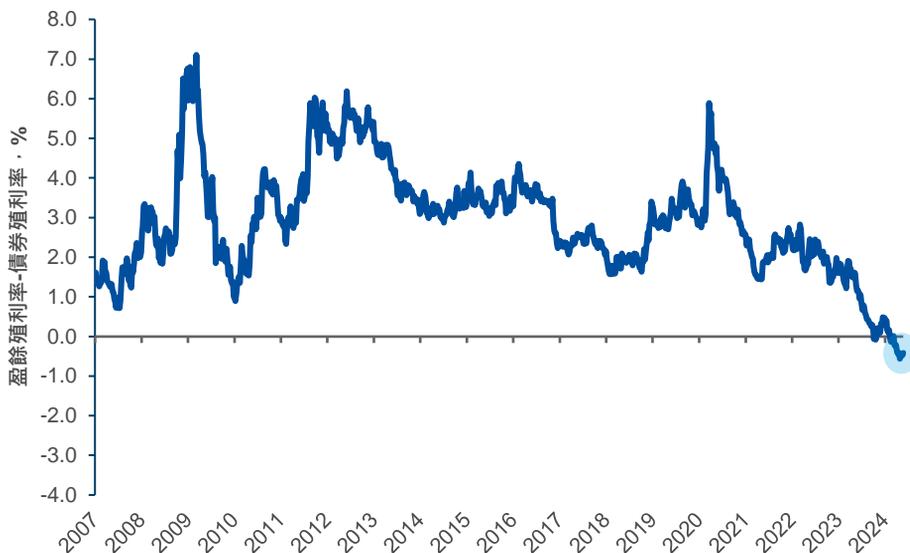
美國固定收益債

- 秉持整體性敏捷應變的態度，我們積極看待存續期，尤其是殖利率曲線前端（1-5年）部分。
- 我們在信用債領域的主要投資主軸為優質標的；就信用債而言，我們偏好金融類更甚於工業類別，偏好投資級債更甚於非投資級債，同時也認為較短天期債券更具價值。我們審慎看待超額舉債、面臨高利息成本的企業。
- 長期來看，機構不動產抵押貸款頗具吸引力。

新興市場債券

- 聯準會「利率更高、為時更久」的論調為新興市場債帶來些許壓力，但我們秉持慎選標的之態度，維持正面立場。
- 強勢貨幣債務方面，我們在具支撐性的總經環境中持正面態度。
- 相對於投資級債，非投資級債的估值和利差皆具吸引力，因此我們依然偏好非投資級債。
- 當地貨幣債務方面，我們探索拉丁美洲等非投資級國家。

由於美國國庫券殖利率超過盈餘收益率，債券需求將維持不變



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 2024 年 5 月 24 日的每週最新資料。數字小於 0 = 債券殖利率高於盈餘收益率。標準普爾 500 指數的盈餘殖利率，以及 10 年期美國國庫券的債券殖利率。



股票

利用企業獲利的抗跌韌性影響股市變化

我們雖觀察到若干潛在變化有利於今年上漲落後的類別（例如價值股和小型股），但市場仍然存在異常現象。為評估這些轉變是否持續進展，我們評估整體經濟環境、公司的獲利強度以及公司評論，尤其著眼於通膨、成本、人工智慧 (AI) 等主題。雖然通膨壓力持續減弱，但我們認為人工智慧為企業和經濟帶來的利益，仍需一段時間才能實現。因此，基本面分析仍是我們決策的重要支柱，其中特別關注策略、產品差異化和公司智慧財產權等因素。尤有甚者，我們認為美國、歐洲和新興市場在品質和價值方面具有巨大潛力。

歐洲股票

- 我們對防禦性和景氣循環類股的槓鈴型立場維持不變。總體而言，氣循環股的價格較防禦型類股昂貴，且盈餘無法支撐此溢價。
- 我們看好估值具吸引力，且動力來自長期性題材的優質企業。
- 在產業層面，我們正面看待消費必需品（程度略低於以往）和醫療保健業。
- 不過，我們對科技業持謹慎態度。

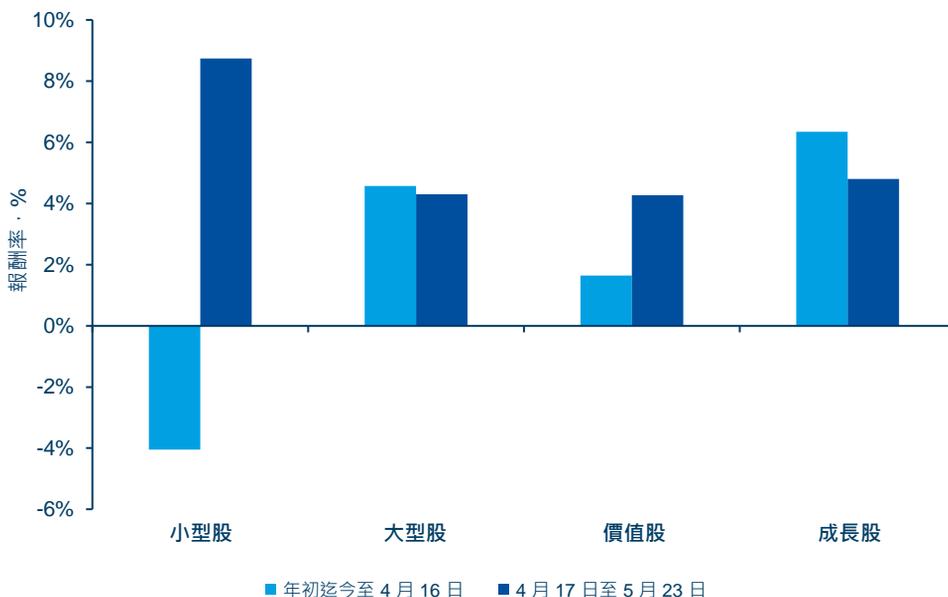
美股與全球股票

- 我們預期美國經濟將溫和減速，因此對景氣循環族群保持謹慎，但未忽視價格具吸引力的優質企業。
- 例如，我們看好金融、能源、原物料領域中，採用永續商業模式之精選標的。工業類股估值較高，對此我們偏好景氣循環特質較弱的領域。
- 整體而言，藉由識別特殊風險，期能最小化總經因素的風險。

新興市場股票

- 鑑於需求和經濟成長強勁，我們正向看待新興市場。
- 南韓（公司治理、股利題材）、印尼和印度等國家料有出色表現。就中國而言，我們認為最近支援不動產業的措施令人振奮，但支援規模不大，因此仍維持審慎態度。
- 其他市場方面，巴西是拉丁美洲提供的另一個機會，但我們正在監控其財政問題。

歐洲股市走勢正在擴大



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024 年 5 月 23 日。MSCI 歐洲指數。

作者群

BARRY GLAVIN

股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV

全球新興市場主管

MARCO PIRODINI

美國投資管理
團隊投資長



VIEWS

鋒裕匯理資產類別觀點

本月焦點

- **歐洲非投資級債**：處於「利率更高、為時更久」的環境中，對超額舉債、具再融資需求且評等較低 (CCC) 的公司造成更大的壓力。反之，BB 和 B 級公司的情況較佳。我們目前關注於短天期券種。

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					◆		美國投資等級				◆		
歐元區核心				◆			美國非投資等級		◆				
歐元區外圍國家				◆			歐洲投資等級						◆
英國					◆		歐洲非投資等級			◆			
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 5 月 23 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】