

2025 年 9 月

今夏表面平靜但暗潮湧動

8 月份美國股市創下新高，歐洲股市交易價格則接近 3 月水平，而今夏公司債的信用利差卻遭到壓縮。市場信心主要受到 AI 資本支出預期、美國財報季強勁，以及聯準會於 Jackson Hole 全球央行年會期間相對鴿派的立場所帶動。但市場似乎忽略了經濟活動（例如勞動市場）的相關風險、聯準會承受的政治壓力、財政赤字，以及企業利潤率。

我們認為目前市場的走向，可望由下列各種主題所推動：

- **關稅對美國經濟成長的影響將超過通膨。**通膨壓力或許僅是暫時性現象，但不可能會突然出現（服務與商品）。由於勞動市場降溫和薪資成長放緩（目前尚不明朗），今年和 2026 年經濟成長仍將處於疲軟狀態。近期通膨上升，亦對本年度其餘時間的消費活動形成壓力。此外，美國關稅加重亦波及歐元區，但歐洲央行仍持續提供支援。下半年度的經濟成長可能不如上半年度；儘管如此，在實質薪資成長的支撐下，內需相對堅挺，但出口風險較高
- **聯準會的關注重點從通膨轉向經濟成長，同時聯準會所承受的政治壓力也逐步加重。**整體而言，我們維持對聯準會今年降息三次（9 月份首度降息）的預測，係因聯準會將關注重點轉向就業，導致經濟走弱。至於歐洲央行，我們的看法未變：預期今年歐洲央行將降息兩次。相較於市場看法，我們的立場較為溫和，因為我們不預期德國的財政方案會推升通膨水準



VINCENT MORTIER
集團投資長

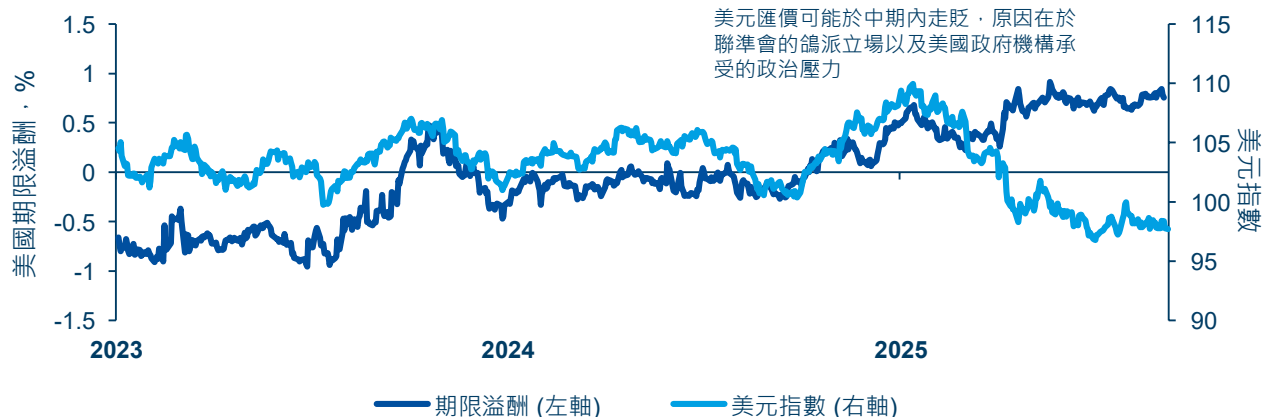


MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
集團副投資長

聯準會鴿派立場及美國資產的風險溢酬上升將持續對美元形成壓力



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 9 月 8 日。Adrian Crump & Moench 的 10 年期國庫券期限溢酬。

鑑於美國資產(美元、美國國庫券)在資產配置中扮演的傳統角色，若其風險溢酬上升，將對投資組合建構產生影響

- 相較於我們在7月份的預測，今年度新興市場的成長率略有上調(4.2%)。中國承受的外部壓力有所緩解，因此我們將今年的成長預測上調至 4.8% 左右。雖然此數值更接近政府的目標值，但由於內需依舊疲軟，因此我們預期經濟成長將持續放緩。川普的市儈施政風格(包括關稅)，可能加速推動多邊主義和多極化世界(例如金磚四國)的發展，這與其所言意圖恰恰相反。印度的經濟成長更依賴國內消費，而非出口。我們認為，其財政措施將緩解美國關稅對經濟成長的負面影響，該等措施包括商品和服務稅的合理化及改革，以期促進國內消費。
- 已開發國家債務軌跡上揚，帶來政府財政慷慨支出的風險，而關稅亦對美國企業利潤率形成壓力。我們認為，現階段對企業獲利最重要的因素乃是關稅對企業利潤率的影響；具體而言，即企業能否持續轉嫁成本，以避免利潤率遭侵蝕。因此，我們密切監控美國生產者物價與消費者物價之間的動態。

概括而言，已開發國家偏高的負債水位、美國政府機構所承受的政治壓力以及歐洲採取更多政策行動的必要性，均將引起市場的關注；至於新興國家，則是精選成長題材回溫。我們也發現，美國市場安於現狀，對我們關注的各項風險視而不見。在這樣的情況下，我們維持溫和承擔風險的立場。

鋒裕匯理投資研究所：殖利率曲線趨於陡峭，企業獲利成為焦點

通膨預期增溫、財政赤字擴大和期限溢酬攀升可能對殖利率曲線的長天期部位造成上檔壓力，而貨幣寬鬆政策則能降低曲線的短天期部位。我們預期，美國、日本和英國等大多數主要已開發市場的殖利率曲線將持續趨陡。歐洲方面，德國的財政支出計畫和退休金制度改革(尤其是荷蘭的退休金改革)可能對曲線的長天期部位造成壓力。

在通訊服務和資訊科技業的帶動下，第二季美國企業獲利遠超預期，*從而推動市場進一步上漲。展望未來，我們認為短期內市場前景將受到總體經濟因素(勞動市場、消費，以及美國通膨的任何潛在短期推動因素)和貨幣政策的帶動。

我們認為，財政赤字隱憂、通膨預期和貨幣寬鬆政策將持續推動已開發市場(尤其是美國)的殖利率曲線趨於陡峭。

MONICA DEFEND
鋒裕匯理投資研究所主管

信用狀況穩定，市場動能強勁，但若出現盈餘令人失望的情況，這樣的狀態仍可能改變。我們對風險資產持均衡且略偏正面的立場：

- **固定收益方面，財政支出隱憂、通貨膨脹以及央行寬鬆政策將成為市場關注的焦點。**我們中立看待整體存續期，但認為殖利率曲線可能趨陡。公司信用債方面，我們對於歐洲高評等債券的積極看法稍微下修，惟其估值仍處於「甜蜜點」階段
- **美國股市的集中風險偏高，經濟方面一旦出現疲軟現象，可能加劇波動。**因此，我們傾向於維持多元化分散及全球化佈局，且偏好歐洲、英國和日本。我們也持續監測這些地區的波動是否能夠帶來挑選優質股的契機
- **新興市場的盈餘成長預期樂觀且美元貶值，**致使我們監測貿易發展之餘，仍繼續積極看待結構性新興市場題材。我們也在此證實，特殊因子仍是我方觀點的主軸。我們正向看待拉丁美洲和亞洲新興市場。固定收益方面，鑒於聯準會的寬鬆政策和新興市場通膨大致受控，促使我們保持積極樂觀的態度。
- **多元資產方面，我們瞭解全球經濟環境日益微妙，**因此保持良好的平衡，略微傾向新興市場股票等風險資產。另一方面，我們依舊樂觀看待政府公債和黃金等大宗商品

我們並未上調
對風險資產的立場，
原因在於估值、
本年度其餘時間關稅所
帶來的潛在利潤壓力，
以及美國經濟成長
低於平均潛勢。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔



目前進入經濟成長放緩但未大幅惡化的階段，我們小幅正向看待全球風險資產，原因在於基本面而非市場樂觀態度。

相較於前個月的變動

- **固定收益：**雖然對歐盟投資級債券的立場略為趨緩，但仍然樂觀。
- **多元資產：**股市方面，我們更加看好新興市場，並戰術性中立看待歐洲
- **外匯：**近期區域貨幣走強後，戰術性中立看待美元，短期內則審慎看待歐元。就美元而言，儘管預計中期美元貶值，但我們認為目前仍有一定程度的盤整空間。

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

固 定 收 益

作者群

赤字隱憂促使曲線趨陡

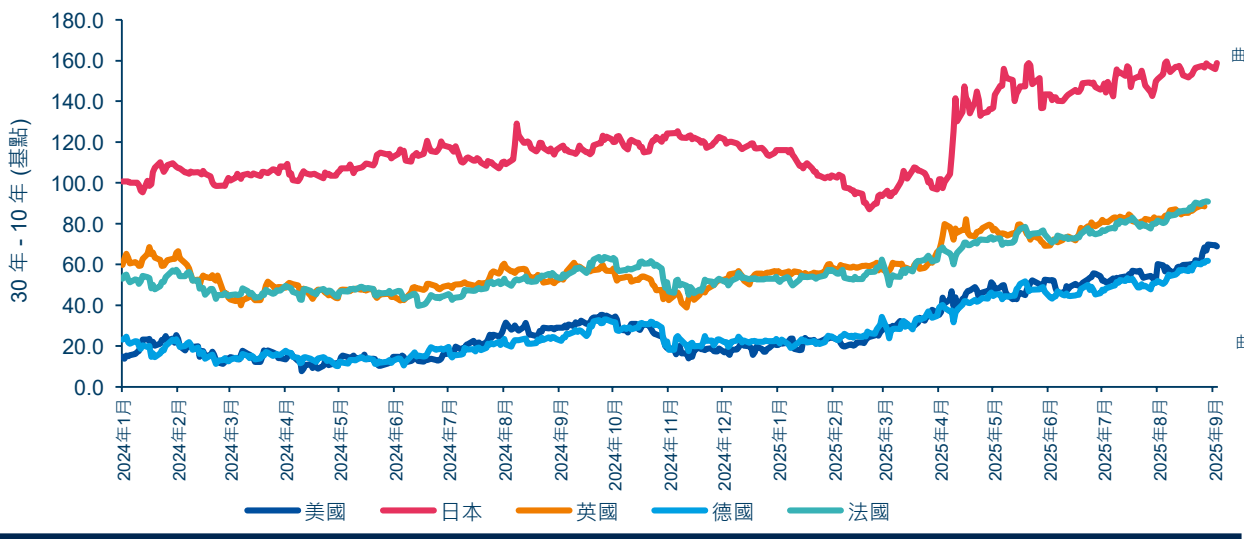
AMAURY
D'ORSAY
固定收益
主管

短期內美國通膨預期上調，美國和歐盟的財政支出計畫 (即增加債券供應量) 以及延續貨幣寬鬆政策，則是中期內我們關注的主要主題。上述因素加總，導致美國、歐洲、英國和日本的殖利率走揚，尤其是曲線的長天期部位。此外，歐洲部分國家改革退休金制度，可能進一步推升長天期殖利率

英國方面，我們關注通貨膨脹和政府預算 (11 月)，及其是否能向市場保證資金不是問題。另一方面，公司債利差緊縮，但我們認為歐洲優質券種等標的具有精選價值和誘人利差。

存續期與殖利率曲線	公司信用債	外匯
■ 我們中立看待整體存續期 (包括美國)，因為風險報酬不具吸引力，但曲線仍持續趨於陡峭。 ■ 至於歐盟，我們同樣採取中立態度。戰術方面，在財政計劃不斷變動的情況下，我們轉而小幅謹慎看待核心存續期 (德國和法國)，但對外圍國家債券 (義大利和西班牙) 則持正面看法。 ■ 英國方面，曲線趨陡頗具吸引力。但鑒於日本財政惡化和通膨，促使我們謹慎看待。	■ 隨著近期利差緊縮，我們調降對歐盟投資級券種的正向立場。此資產類別的利差仍具吸引力，促使我們樂觀看待。我們依然偏好 β 係數較高和銀行業的券種，以及中等天期工具 (3-7 年)。 ■ 歐元非投資等級債方面，雖然整體而言持中立態度，惟其仍具精選價值，尤其是金融和電信業的短天期債券。	■ 美元重挫之後，目前我們採取接近中立的觀點。不過，我們仍然認為聯準會降息和國際資本回流的可能性，將於中期內對貨幣形成壓力。 ■ 有鑑於歐元兌美元迄今的升值趨勢，我們轉而策略性看空區域外匯，係因核心國家的成長動態和政治環境疲軟。 ■ 對於英鎊，我們維持審慎態度。

政府財政慷慨支出增加、債券供給量提高，有利於殖利率曲線持續趨陡



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 9 月 3 日

股票

作者群

在風險集中時，落實多元分散

儘管地緣政治雜訊和政策不確定因素持續存在，全球股市仍不斷上漲。人工智慧產業為市場提供支撐，而剛性數據目前尚未顯示受到關稅影響的跡象。美國企業獲利優於預期，但集中度風險持續升溫。因此，我們偏好持續從美國市場轉向歐洲和日本市場

BARRY GLAVIN

股票平台
主管

我們認為歐洲較具優勢，能夠透過財政和貨幣政策，緩解關稅相關的部分影響。該區亦可望受惠於相關改革，旨在提高歐盟競爭力和降低能源成本。整體市場料將持續波動，旨在利用優質股的股價疲軟獲利。整體而言，我們仍然偏好資產負債實力和特殊風險。

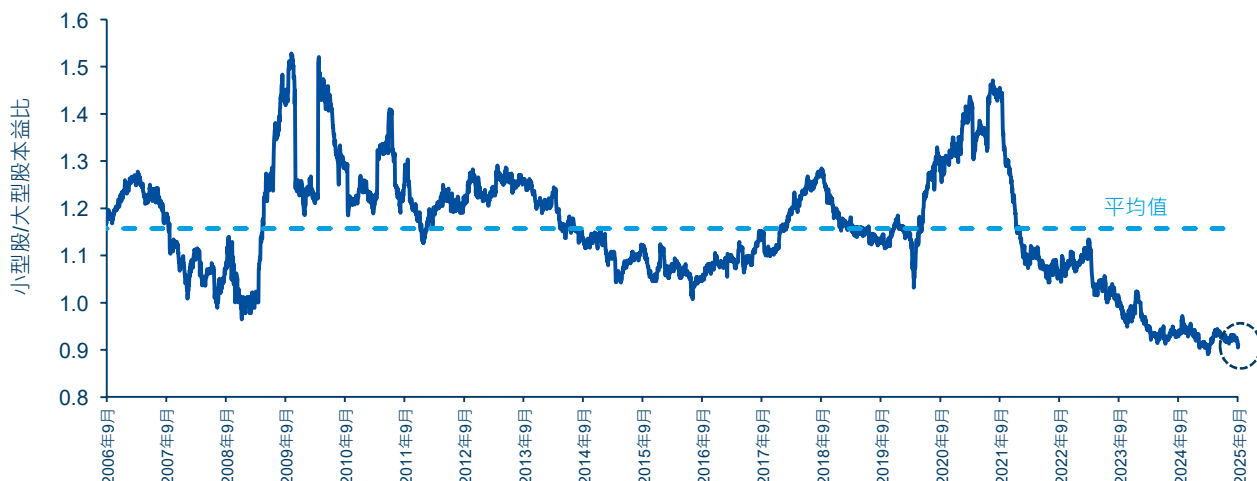
全球信念

- 美國的估值令人擔憂，我們傾向於遠離昂貴的科技類別。
- 至於歐洲，我們維持樂觀態度，尤其是中小型股類別，因其在國內市場的曝險以及相對於大型股的誘人估值。儘管持續關注英國的赤字動態，但由於該國的估值和股利偏高，我們對英國的立場亦維持不變。
- 日本方面，我們尋求優質的跨國企業，並對企業改革題材維持正面觀點。我們也看好小型股，因其具備穩健的盈餘和估值水準。

產業與風格信念

- 我們維持槓鈴觀點，偏好抗跌型公司的內需曝險，以及工業與原物料類別的優質景氣循環股。
- 美國方面，鑒於關稅對成長股的影響，促使我們看好價值股。我們也偏好相對不受川普政策影響的優質公司。金融類股方面，精選大型銀行可能受惠於殖利率曲線陡化、監管改革利多與減稅助力。
- 市場曾出現短期波動，可能成為年底前的特色之一。因此，我們正向看待低波動率因素

從歷史角度來看，歐洲小型股估值比大型股更具吸引力



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 9 月 2 日。P/E = 12 個月前瞻本益比

新興市場

作者群

新興市場的特殊題材捲土重來

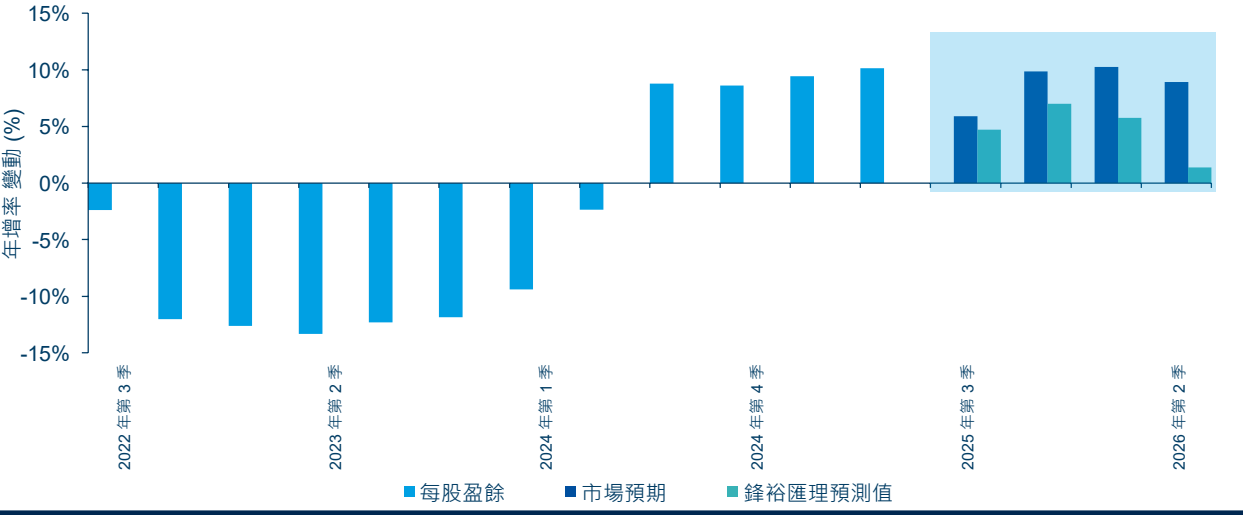
YERLAN
SYZDYKOV
新興市場
全球主管

全球新興市場展現出個別國家的特有因素回歸：觀察到中國（外部壓力減輕，但內需持續疲軟）和印度的經濟環境有所改善，巴西和印尼的政局則重新成為焦點。然而，貿易方面的動盪仍是新興市場的因素。就印度等國家而言，國內稅改有利於國內消費，而國內消費則是經濟成長的支柱。

總體而言，鑑於聯準會的鴿派立場，全球投資人料將受惠於新興市場的經濟成長改善和正向盈餘動能，從而擺脫美國的資產，實施多元分散配置。縱使如此，我們仍持續監測地緣政治風險和貿易方面的發展。

新興市場債券	新興市場股票
■ 美國利率下降和新興市場通膨遭抑制的情況，通常構成新興市場債券的正面因素。 ■ 具體而言，我們正向看待巴西、墨西哥和秘魯的當地貨幣債。我們也看好匈牙利和南非，這兩個國家的實質殖利率誘人，且央行行動可望發揮支撐作用 ■ 我們抱持慎選態度，持續積極看待拉丁美洲和歐洲的強勢貨幣債券。雖然理解估值遭壓縮，但我們認為還有進一步壓縮的空間，尤其是非投資級券種 ■ 亞洲方面，我們對中國政府公債維持中立立場不變，並繼續正向看待印度。	■ 中國方面，雖然理解市場氛圍持續改善，但鑑於多數產業持續存在產能過剩問題，故而維持中立看法。我們密切關注政府的反內卷政策對企業獲利的影響。 ■ 如今印度的估值更具吸引力，盈餘成長預期也帶了來正面影響。儘管私募資本支出和關稅方面持續存在不確定因素，我們仍然積極看待結構性題材。 ■ 以區域而言，我們積極看待拉丁美洲和新興歐非中東地區。巴西的估值具吸引力，但我們正在監測財政狀況和關稅影響。

短期內新興市場盈餘動能正向，但各地情況不一



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、FactSet、彭博，截至 2025 年 9 月 1 日。MSCI 新興市場指數的季度數據以美元計價。陰影部分代表內部計算之預測值

多元資產

採取主動承擔風險的態度，
資金輪動流向新興市場

今夏美國或歐洲均未發布任何極端的總經數據，導致市場相對平靜。然而，儘管美國確認提高關稅，但我們確實注意到美國勞動市場惡化。前述兩項因素均可能抑制消費活動，故在此確認我們對於美國經濟成長放緩的立場。另一方面，歐盟和美國可能實施寬鬆貨幣政策。因此，我們對新興市場等風險資產略感樂觀，並認為需要透過黃金 (地緣政治風險、財政惡化) 和股票避險的形式，採取保障措施

我們正向看待股市，包括美國 (均衡兼顧大型股和中型股)，略微看好英國，但戰術性下調歐洲的評等至中立 (關稅可能拖累企業獲利)，以提升我們對新興市場的看法。新興市場提供印度等廣泛的市場組合，我們更加看好新興市場，因其可望受惠於美元貶值，以及聯準會可能在短期內降息的鴿派立場。其次，雖然依舊正面看待中國，但我們對該國的立場已部分轉向更廣泛的新興市場。主管機關擔憂國內市場大幅上漲，可能引發短線修正

在整體通膨降溫趨勢和各國央行寬鬆政策的背景下，數月來我們維持樂觀看待已開發國家政府公債。有鑑於財政赤字隱憂 (例如美國)，我們傾向於維持曲線的中間區段 (5 年期)。我們也對歐洲和英國存續期抱持正向態度，並看好義大利政府公債。英國的經濟成長可能未達市場預期，英國央行的決定理當撐起英國公債和美國政府債之間某種程度的壓縮。不過，我們持續審慎看待日本政府公債。我們對歐洲投資級債和新興市場債券保持微幅正向的態度。

集中風險持續攀升的情況下，我們認為更需要美股保障部位，一旦風險資產出現波動，將保留對其他避險措施的看法。外匯方面，審慎看待美元，但正向看待挪威克朗及日圓。至於新興市場，我們偏好拉丁美洲外匯而非人民幣。

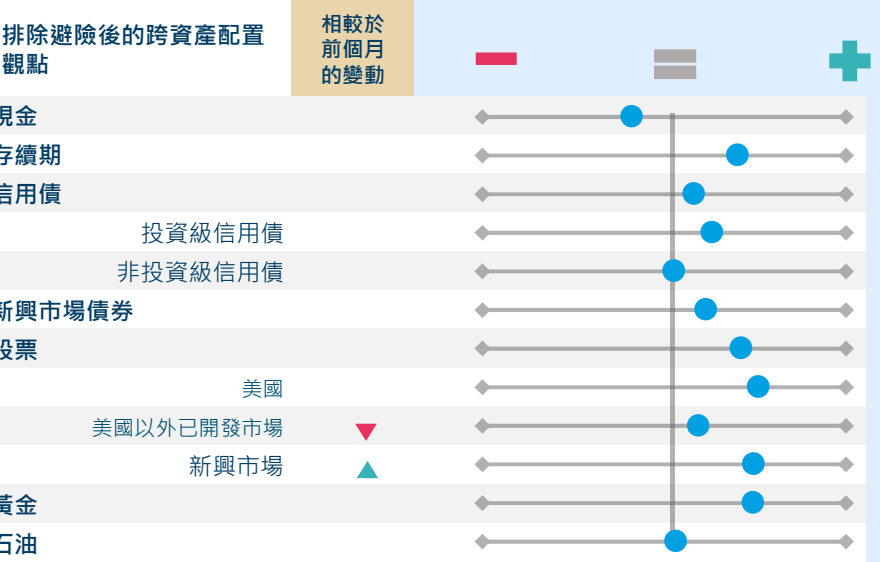
作者群

FRANCESCO
SANDRINI
多重資產策略
主管

JOHN
O'TOOLE
多重資產
投資解決方案主管

「維持建設性風險
立場之餘，
投資人應利用
不斷變化的總經環境
探索輪動契機，
例如新興市場。」

鋒裕匯理多元資產投資觀點*



▼ 上個月過後遭降評
▲ 上個月過後遭升評

資料來源：鋒裕匯理，截至 2025 年 9 月 3 日。M-1 變動包括與上個月相比結果。表格反映了多元資產平台的主要投資信念 (包括避險部位)。*此處觀點均為相對於參考資產配置 (基準 45% 股票、45% 債券、5% 原物料、5% 現金) 的數值，其中「=」係指中立。實際執行可能運用衍生性商品，因此 + 與 - 未必完全相抵。此係特定時機之評估結果，仍有可能隨時變動。資訊內容無意預測未來結果，亦不建議讀者將其認定為任何基金或任何特定證券的研究結論、投資建議或推薦。資訊內容僅供參考，概未反映任何目前、過去或未來之鋒裕匯理產品之實際資產配置或投資組合成分。

不同資產類別的鋒裕匯理觀點

股市觀點

股票	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國					◆					
美國成長股			◆							
美國價值股							◆			
歐洲								◆		
歐洲中小型股								◆		
日本							◆			
新興市場							◆			
全球因素	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
成長股					◆					
價值股							◆			
小型股						◆				
優質股						◆				
低波動率							◆			

固定收益觀點

存續期	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國						◆				
歐盟						◆				
英國								◆		
日本				◆						
整體						◆				
信用債	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國投資級						◆				
美國非投資級				◆						
歐洲投資級	▼						◆			
歐洲非投資級						◆				
整體	▼						◆			
外匯	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元	▲					◆				
歐元*	▼				◆					
英鎊					◆					
日圓								◆		
人民幣					◆					

▼ 上個月過後遭降評
▲ 上個月過後遭升評

資料來源：2025 年 9 月 3 日所舉行最近一次全球投資委員會 (GIC) 發表的觀點摘要。表格反映了各個資產類別的絕對觀點，並以 9 個不同等級予以評估，其中 = 表示中立立場。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，亦不宜視為任何基金或任何特定證券的研究結論、投資建議或推薦。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。*從 =/+ 降評至 -/=

新興市場觀點

新興市場債券	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中國公債						◆				
印度公債								◆		
新興市場強勢貨幣								◆		
新興市場當地貨幣									◆	
新興市場公司債								◆		
新興市場股票	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場							◆			
亞洲新興市場							◆			
拉丁美洲								◆		
新興歐非中東地區								◆		
中國以外其他新興市場							◆			
中國						◆				
印度							◆			

資料來源：2025 年 9 月 3 日所舉行最近一次全球投資委員會 (GIC) 發表的觀點摘要

▼ 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】