

關稅與財政施政的關鍵時刻

美國聯邦巨額赤字的隱憂日益加劇，加上消費者的通膨預期蠢蠢欲動、中東兵戎持續升級，市場已開始受到連帶影響。美國總統川普的「大而美法案」、歐洲財政擴張 (包括德國的借貸計劃) 再度成為焦點，以及日本公債拍賣的動態，進一步加劇了財政能否永續的議論。對此，較長年期券種的殖利率應聲上探，股市則是表現出一定程度的抗跌韌性。

展望未來，也不乏某些疲軟跡象。除非以色列與伊朗的遠程駁火再升級，否則財政風險與關稅課題仍將成為各大市場的熱議焦點。最大的問題，莫過於財政難題會不會削弱美國資產的吸引力、美國政府政策對於現狀的各種挑戰，以及美國資產將會受到哪些影響。

可能出現的情況是，舊有模式將在未來發生變動，預料這會發展成長期趨勢，而非短時間內突然降臨的事件。目前，美國政府機構及其公信力暫時並未蒙損——雖然未來仍可能在不同的階段當中被人質疑。從經濟的角度來看，我們發現下列的首要主題值得關注：

- 我們發現美國的經濟活動正在放緩，今年的經濟成長預估保持 1.6% 不變。由於淨貿易與消費疲軟，經濟活動將有波動。在歐元區，我們見證了信用成長以及製造業的持續撥雲見日。2026 年開始，國防以及基礎建設的推動，有機會加持經濟成長表現。問題的核心，仍在於前者所需的歲入該如何籌措。



VINCENT MORTIER
集團投資長

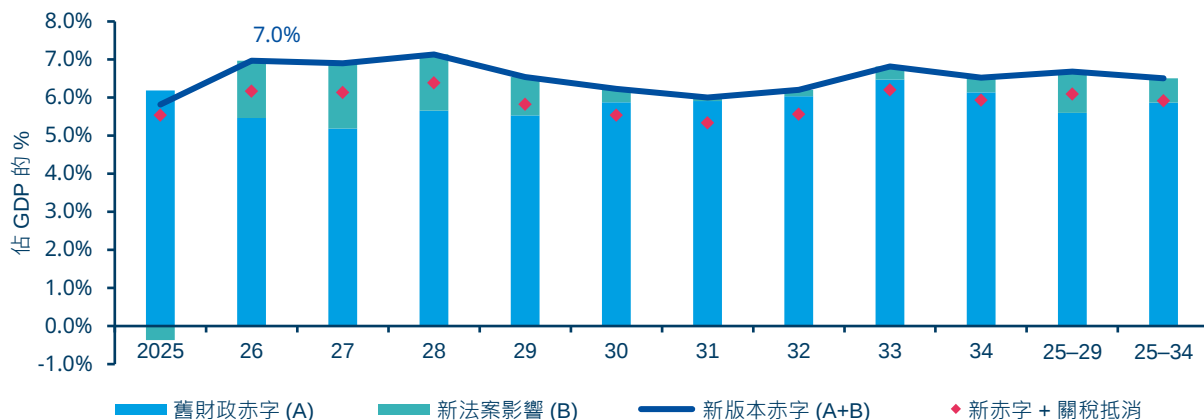


MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
集團副投資長

眾議院預算爭議調解法案恐令明年財政赤字膨脹至 GDP 的 7%



資料來源：Amundi 鋒裕匯理投資研究所、CBO，截至 2025 年 6 月。舊赤字 = CBO 的 2025 年 1 月預估，法案的赤字效應由國會預算局 (CBO) 提供，關稅抵消效應 = 源自外部的關稅歲入估算。美國眾議院的預算爭議調解法案於 5 月間過關。

國庫赤字與債務
續增的時代裡，
美元的傳統避風港
地位遭逢挑戰

- **美國關稅對於潛在通膨的影響，將會漸進浮現。**關稅對於美國通膨的影響始終不算顯著，目前為止的消費物價並未再漲升。同時我們正在監控相關成本會不會轉嫁給消費者，乃至於公司無法轉嫁成本的情況下，公司利潤恐將蒙受哪些影響。歐元區的通膨背景略有不同，物價增幅似乎正在放緩。
- **跨國的貿易談判，料將變得日益艱難。**中美雙方在倫敦舉行的最新一輪談判顯示，中方貿易代表的姿態依舊強硬，不願讓步。飄搖難捉摸的貿易政策，有可能連帶影響美國資產的吸引力。川普大而美法案的第 899 條 (我們一直認為這是一種談判策略) 如今已予剔除，正是這類的條款往往提高了市場的不確定變數與波動性。
- **針對某些新興市場，我們調高了經濟成長預估值，包括巴西 (2025 年)、墨西哥 (2025 年) 以及印度 (2025 年和 2026 年)。**在中國，最近的某些指標堪稱良好，例如零售銷售數據等。然而，還是必須見證更長期延續的趨勢，才有充分理由將經濟成長預期向上調。政府補助對於耐久財消費的提振，料將發揮支撐作用，但只要相關效應消退，就會構成經濟成長的壓力。我們延續了原有的預測，即今年增幅約為 4.3%。

整體而言，我們微幅樂觀看待風險資產，並且更加謹守評價紀律。經濟成長與通膨的整體狀態，相關利空已有消退，我們也沒有發現任何企業獲利萎縮的跡象。不過，財政狀態的走向，以及關稅變數加上地緣政治衝突的潛在經濟影響，暗示了波動可能偏高。

鋒裕匯理投資研究所：各國央行與美元

聯準會採取了觀望的態度，這並不令人意外。我們重申了預測，即聯準會在今年內會降息三次。經濟成長可能繼續低於平均潛勢，市場的信用與流動性狀況亦屬良好。然而，美國進口關稅帶動的價格上漲，以及中東地緣政治對峙導致的油價持續飆升 (目前並非本公司預測的主要情境) 有可能加劇通膨壓力。對於歐洲央行和英國央行，我們維持了今年內分別降息兩次的觀點。而對日本央行來說，通膨以及殖利率波動才是主要的課題。雖然如此，該國的實質殖利率還是很低。因此，我們預計日本央行將在今年 10 月升息一次，此後的終點利率料將達到 0.75%。*

美國經濟成長的優勢地位遭到質疑，美國政府的沉重債務 (以及赤字) 也令人憂心，美元匯價因而承壓。由於美元以及美股之間的關聯性持續變化，美元作為投資多元分散工具的角色已經比不上過往的狀態。縱使如此，美元匯價在短期內仍可能出現盤整，例如全球衝突恐將帶來相關壓力。因此重點在於，任何逐漸減碼美元的舉動，都是為期數年的較長期趨勢。我們預估，歐元兌美元將在明年第二季左右達到 1.20 水位。

債台高築、赤字上升，已是美國、歐洲、日本的共同特徵。殖利率曲線的長年期一側，料將受到影響，也有可能承壓。

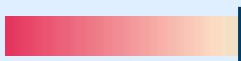
根據先前探討的景氣大環境，本公司的主要投資信念概如下述：

- **負債與財政擔憂正在加劇，不過固定收益領域的曲線陡化契機並未消失。**憑藉整體靈活彈性的立場，我們改採中立態度面對歐盟資產。在公司債領域，利差頗具吸引力，但我們承認，在高評等與低評等公司，以及大公司和小公司之間，依舊有著分歧。我們繼續積極看待投資級券種，尤其是歐盟的銀行領域券種。
- **負面情境並未導致美股退卻，持續展現抗跌韌性。**評價水位已經相當偏高，反觀歐洲和日本的評價則是接近於均值。進入下半年之際，重點在於觀察哪些企業能將成本順利轉嫁予消費者，並且延續既有利潤率。因此，評價以及品質都變得格外重要。
- **新興市場現正處於成長強勢、美元疲軟的時期。**探索理想的內需投資構想，就有機會抵銷國際貿易變數帶來的波動。中國的情況較為微妙，近期國內數據表現強勁，但我們對於股市中立看待，等待更長期的改善訊號。目前我們正在探索亞洲其他地區、拉丁美洲以及歐洲新興市場的股票與信用債。
- **針對多元資產，我們並不預期美國經濟會衰退，**歐洲、日本、新興市場也會呈現合理的成長。然而，評價偏高、通膨復萌、財政赤字、地緣政治動盪等風險仍存在。我們在存續期部位方面稍微調整了立場，繼續正向看待風險資產，但也採行了更進一步的保障措施。

不同資產類別之間的相關性變動，意味著過往長期沿用的操盤原則有必要予以重新檢視了，尤其是在股票評價偏高的情況下。

整體風險氛圍

風險規避



風險承擔

整體的經濟情境，反映了大致良好的成長步伐，但若單看市場水位，投資人似乎預期景氣成長、通膨、關稅可望恰到好處。就現階段而言，我們選擇暫不提升曝險。

相較前個月的變動

- **固定收益：**我們積極看待整體的存續期佈局，僅將歐盟存續期部位的觀點微幅下調為中立。
- **多元資產：**調降了我們對於信用券種的積極立場，並認為更有必要針對股票倉位備妥健全保障。在固定收益方面，我們提高了美國存續期部位的樂觀看法。
- **外匯：**目前謹慎看待美元，積極評估歐元。

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

AMAURY
D'ORSAY固定收益
主管

曲線走勢今後將趨陡

關稅效應固然仍未完全浮現，已開發市場的通膨現正降溫。同時，高額的政府負債與擴大支出法案，有機會推高殖利率。舉例來說，川普的大而美法案，加劇了公債遭到財政保守派 (bond vigilantes) 拋售的隱憂，尤其是在殖利率曲線的較長端。

在這種流動善變的環境裡，我們整體上保持正向、敏捷的存續期部位立場，同時發現美國以及歐洲市場內浮現曲線變陡契機。不過，區域層面、戰術層面的細膩差異，仍舊需要橫跨長短年期的靈活彈性。公司債的基本面強勁，但若成長表現令人失望，較低評等信用債券一側也有可能略為惡化。我們偏好的資產，乃是資本緩衝充分、對於景氣榮枯循環沒那麼敏感的公司。

存續期與殖利率曲線

- 我們保持樂觀看待存續期，同時關注不同地區的殖利率曲線。我們對於歐盟改採中立態度，同時正向看待歐洲外圍國家。對於英國公債，在就業市場疲軟的情況下，我們持正向態度。
- 我們發現歐盟 5 年期至 30 年區段的曲線趨於陡峭，英國 2 年期至 10 年期利率曲線也趨陡。
- 日本的通膨態勢，明顯有別於世界其他國家；我們審慎看待該國的公債。

公司信用債

- 從全球角度觀之，我們看好歐盟投資級券種，並中立對待英國與美國券種。美國的投資級債券殖利率良好，只是評價水位昂貴。整體而言，專注於品質與流動性非常重要，畢竟，要是遭遇了極端壓力，它們就有可能枯竭。
- 對於歐盟的投資級券種，我們看好銀行券種，畢竟它們相對而言更能免於關稅調高的變數衝擊。我們也偏好中等年期的券種。但對於工業品與資本財採取了謹慎態度。

外匯

- 我們下調了美元的評等。美國的財政體質與稅務政策涉及許多不確定因素，可能影響美元的吸引力。全球各地的參與者固然繼續持有這種貨幣，長期風險指標顯示，美元很可能再走貶。
- 任何撤離美元的多元分散活動，以及潛在的歐洲境內資產佈局，都有機會嘉惠歐元；為此，我們微幅上調了歐元的評等。

美國與歐洲的曲線將持續陡化



資料來源：Amundi 鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 6 月 27 日。陡峭的殖利率曲線 = 長年期債券殖利率 > 短天期債券殖利率。

股票

作者群

優先考量評價水準與品質

年初迄今的股市表現強勁，其中歐洲表現優於美國，畢竟高關稅政策的完整效應尚未徹底顯現。企業的前瞻財測內容，顯示出關稅的衝擊尚未完全明朗化。關稅的衝擊一旦化為具體效應，具備訂價主導權的那些企業有能力直接提高售價來因應，但是其他企業恐怕就無法如願。這樣的區別，對於決定利潤率的判定，至關重要。

BARRY GLAVIN
股票平台
主管

同時我們也認為，歐洲市場迄今的走勢並未廣泛發展。展望未來，情況還可能變化，漲勢也可能擴大，實際狀況則取決於前瞻財測、經濟發展、關稅相關的消息面因素。我們的焦點，仍是透過由下而上的分析，辨識出這樣的資產，據此抵禦相關隱憂。

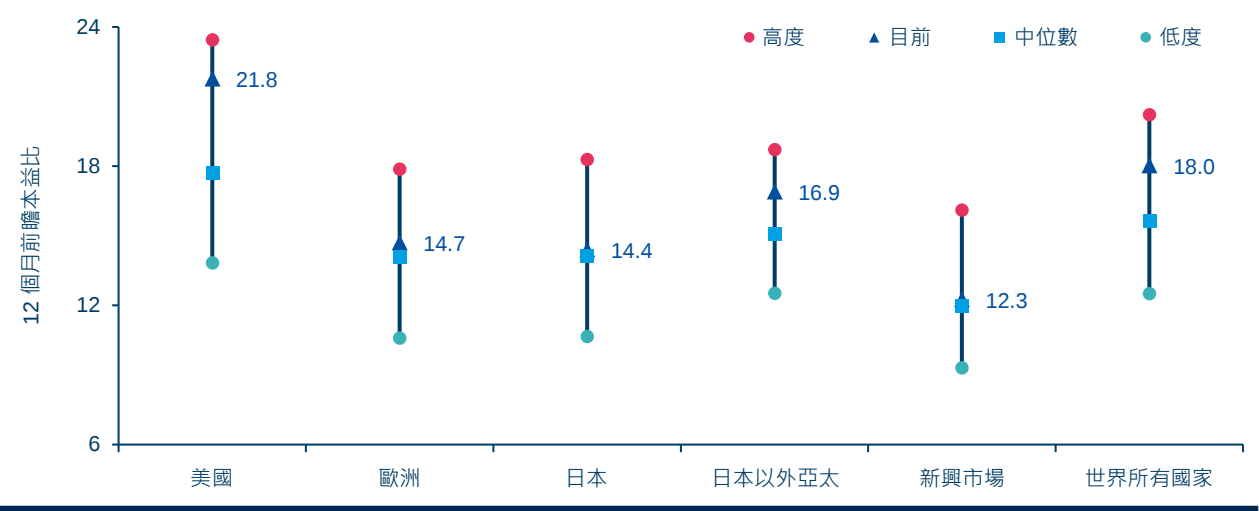
全球信念

- 透過均衡的方法，我們探索了具備評價保護效益的幾個領域，以及相對免於國際貿易爭端的特定資產。歐洲、日本的中小型股，以及英國資產，都具備這樣的機會。
- 在美國，我們大致採行謹慎態度，在防禦抗跌產業、優質工業領域也發現了各種機會。但我們傾向於避開集中度風險偏高的領域，在可行的範圍內追求慎選契機與特殊題材的最大化。
- 日本股市固然受到日圓升值所影響，該國的資產評價仍煥發投資魅力。我們更傾向於透過銀行與保險領域資產，落實利率正常化的所需佈局。

產業與風格信念

- 在歐洲，我們看好防禦抗跌的必需消費產品、醫療保健股以及優質工業類資產。同時一併看好核心歐洲各國銀行的強勁資產負債體質。不過，我們對科技業持謹慎態度。
- 在工業以及金融產業走勢強勁過後，我們認為，相關的動態可望促成精選契機的水漲船高。
- 全球範圍內，股票市場的波動更為變幻無常，尤其是美國。因此，我們正向看待近期的低度波動風格。高股利產業可望提高股東總報酬，我們予以看好。

市場波動鮮明期間，評價保障至關重要



資料來源：資料來源：鋒裕匯理投資研究所、Datastream、LSEG，截至 2025 年 5 月 30 日。針對過去 12 年資料的分析結果。

全球波動期間的內需抗跌韌性

長期（但非線性）的美元倉位調降，以及新興市場與已開發市場間暢旺的經濟成長差異，為新興市場資產描繪出更積極的大致局面。然而，就現狀而言，川普政府的下一步政策措施，以及貿易談判與外交政策所受的影響，不確定的程度都偏高——無論是涉及中東衝突，還是與中國、印度等國家之間的貿易。

中國最近的數據持續良好，該國在與美方的貿易談判期間似乎也善用了自身的優勢（即稀土礦出口）。奈何該國房市疲軟，結構性改革也是心有餘而力不足，整體態勢較為黯淡。整體而言，我們正在探索各種與全球景氣循環不相關的內需佈局契機，並明確傾向慎選倉位。

YERLAN
SYZDYKOV

新興市場
全球主管

新興市場債券

- 我們積極看待當地貨幣以及強勢幣別的券種，乃至於公司債。尤有甚者，央行持續的寬鬆政策理當撐起當地貨幣債券，我們看好墨西哥、秘魯與哥倫比亞。此外，對於實質殖利率偏高的匈牙利以及南非，我們的看法也有調升。
- 相較於已開發市場信用券種，強勢幣別主權債券的新發行情況依舊不多，前者因而獲得技術面的支撐。大環境如此，縱使總體經濟波動與貿易/關稅相關的消息面因素持續發展，我們預期主權信用利差可望保持抗跌韌性。

新興市場股票

- 看待中國的態度則屬中立。當地的產能過剩、房市疲軟等考驗，依然存在著，但關稅威脅的緩和跡象正面，評價水位亦具吸引力。我們預計，下半年的出口貿易與消費成長將略為正常化，至於這個經濟體的內需薄弱環節，包括通貨緊縮壓力以及房市動態等，則有可能招致市場的關注。
- 至於印度，我們樂觀以對，並且持續關注該國與美方貿易談判的新進展。
- 從產業層面來看，我們偏好必需消費、通訊服務以及不動產資產。

亞洲的主要信念

地緣政治不確定性的上升，考驗著市場的堅韌程度。在中美雙邊貿易談判前後，亞洲各國的市場持續表現良好。截至目前，關稅對於總體經濟的衝擊有限，加上各國央行的寬鬆政策，進一步推升了投資人的信心支撐。不過中東各國的近期戰火也有增溫，考驗著市場的抗跌韌性。油價偏高、地緣政治變局、供應鏈可能中斷，這種種可能在亞洲各國產生外溢效應的途徑，均是我們現階段的監控對象。

亞洲債券的慎選原則。美元走貶、通膨疲軟，繼續預示著亞洲各國的央行將會進一步放鬆政策。如果以色列與伊朗的軍事衝突導致油價長期偏高，某些國家的當務之急可能因此複雜化，但不至於造成整個區域同受影響。對於亞洲的利率與存續部位，我們維持了樂觀態度。對於公司債，我們繼續偏好優質 IG 券種的穩定收入效益。

總體經濟環境仍然有利於亞洲股市，但由於評價水位重估的動態可圈可點，明智慎選成為重要的考量。由於順利舉行的選舉降低了政壇變數，並且拓展了財政支援的正向前景，韓國的展望頗有回暖。政策寬鬆化、經濟成長出乎意料，使得印度繼續受到矚目，只是評價水位有可能構成某些資產的阻礙。在中國，我們繼續在 H 股（科技股）與 A 股（景氣振興措施敏感型產業）當中尋找精選契機。

多元資產

透過避險佈局，保有風險承受力與投資紀律

總體經濟條件、流動性以及經濟成長，對於風險資產帶來合理的支撐效應。企業盈餘前景亦屬穩健，但各家企業能不能將更高的成本順利轉嫁予消費者，到了下半年才會見分曉。再加上風險資產的偏高評價以及地緣政治的不確定狀態，有可能導致一定程度的盤整，但不會導致即刻、長期延續的舊事重演。我們維持了對於風險資產的樂觀看法，並且判斷投資人不妨考慮強化避險措施。

面對模糊的關稅政策、地緣政治的緊張對峙，股市展現了韌性。我們體認，評價水位正轉趨昂貴，尤其是在美國，不過盈餘成長、經濟活動暢旺等因素，促使我們繼續樂觀看待整體狀況，這包括美國中型股、歐元區、英國資產在內。我們也發現，需要針對美國市場備妥更周延的保障。而在新興市場，我們對中國，尤其是科技領域，懷抱正向的態度。

我們積極看待存續期部位，但也進行了小幅度的調整。針對美國 5 年期國庫券，我們的看法亦有上調，呼應了聯準會降息幅度可望超乎市場預期的判斷。美國殖利率曲線的長期端，可能因為財政赤字的膨脹而面臨到壓力。同時，看好歐盟 5 年期券種的倉位遭到了結，但考量到全球經濟成長的潛在隱憂，對於 10 年期券種仍然樂觀。我們也樂觀評估英國 10 年期券種以及義大利 BTP，但審慎看待日本券種。在信用領域，由於美歐雙邊貿易談判涉及不確定性，我們對於歐盟投資級債券的正向態度隨之調降。這種資產類別在已開發國家信用市場當中仍然具備最理想的價值。我們也看好新興市場利差。

美國股市的不確定態勢與偏高評價，佐證了我們的觀點，即針對相關領域強化避險、針對歐洲境內資產備妥保護。針對外匯，我們審慎看待美元匯價，同時也體認到場內對此已有共識，因此有必要把握目前時機，妥予避險。最後，黃金等貴金屬，亦能保障並彌補我們整體風險偏好的不足之處。

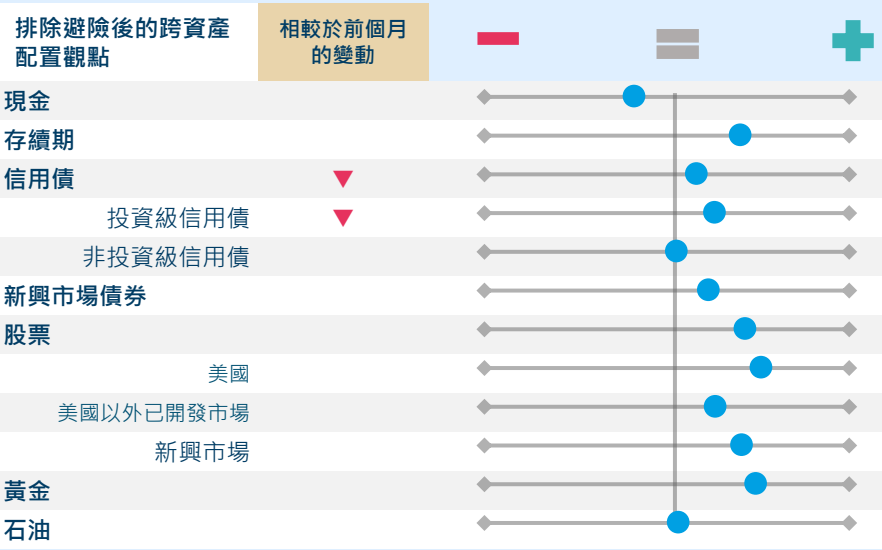
作者群

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

「我們對於美國 5 年期國庫券的看法轉趨樂觀，同時持續認定殖利率曲線的長期端承受著負債偏高的風險。」

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 6 月 24 日。相較於前個月的變動為與上個月相比結果。表格反映了多元資產平台的主要投資信念（包括避險倉位）。* 此處觀點均為相對於參考資產佈局（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						◆				

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 6 月 18 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。

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							◆			
中南美洲								◆		
新興歐洲中東與非洲地區								◆		
中國以外其他新興市場							◆			
中國						◆				
印度							◆			

資料來源：2025 年 6 月 18 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】