

2025 年 8 月

## 無論是否達成協議，準備好迎接動盪的夏天

7 月份全球股市創下新高，係因市場對貿易協議的預期心理、美國關稅威脅緩解，並期望「大而美法案 (One Big Beautiful Bill Act · OBBBA法案)」在短期內提振美國經濟成長。儘管美國關稅有所提高 (相較於川普上台之前)，市場依舊產生此種預期心理，顯示風險資產瀰漫著安於現狀的氣息。另一方面，美國、英國、歐洲及日本的債券殖利率則反映出債務的永續性隱憂。

我們認為，政策存在諸多不確定因素，一旦出現涉及經濟及關稅決定的好消息，例如近日美國對日本關稅之調降，均可獲得市場的正面回應。不過，即使最終與貿易夥伴達成協議，後續川普仍將延續市儈的施政風格。而美元的升貶，或許是前述政策不確定因素的最佳佐證。

以下概述今夏可能造成市場動盪的各項因素：

- **大而美法案(OBBBA法案)** - 短期利益換來長期痛苦及社會後果。理論上，該法案可能透過前期減稅，在短期內促進消費、投資及 GDP 成長。然而，此舉卻可能導致未來 10 年內美國債務增加 3 兆美元以上，且 2026 年 10 月削減社會支出措施生效時，亦可能損及最弱勢家庭的收入。其次，削減聯邦醫療補助計畫 (Medicaid) 意味著民眾可能保留額外的資金以備不時之需，從而影響民眾的消費模式。最後，除了增加赤字之外，該法案也可能對長期利率形成進一步的上漲壓力。



**VINCENT MORTIER**  
集團投資長

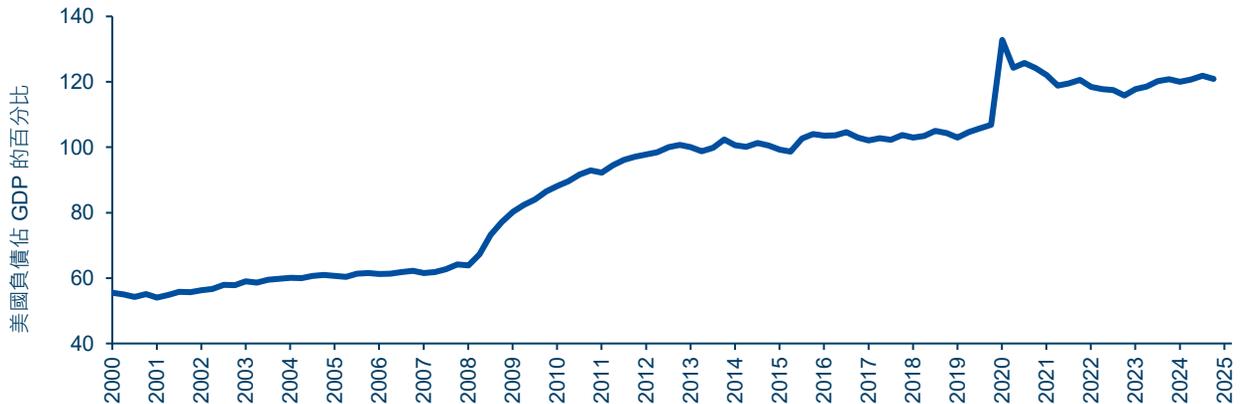


**MONICA DEFEND**  
鋒裕匯理  
投資研究所主管



**PHILIPPE D'ORGEVAL**  
集團副投資長

美國債務佔 GDP 比率持續升高，而最新公佈的大而美法案 (OBBBA) 更是雪上加霜



資料來源：聖路易聯邦準備銀行、鋒裕匯理投資研究所；上圖所示為季度數據，2025 年第一季最新公佈數據反映截至 2025 年 6 月 26 日的資料。

市場反映的樂觀前景，忽略了川普關稅威脅所引發的波動，而該等威脅可能抑制美國經濟成長。

- 無論是美國企業或消費者，總得有人承擔加徵關稅的成本。如果企業轉嫁成本予消費者，則消費者的可支配所得亦將受到影響。然而，到目前為止，首當其衝的是企業和進口商。本次財報季，從企業前瞻財測可望瞭解美國關稅影響企業獲利能力的詳情，以及企業是否暫時擱置資本支出計畫。歐洲方面，關注重點莫過於歐元兌美元匯率的升值，如何影響以區域貨幣計價的企業獲利。至於消費面，由於個人消費支出疲軟、實際可支配所得成長放緩，以及就業市場持續降溫（但未大幅惡化），促使消費者更加謹慎辨別非必需開支。
- 最終加徵的關稅和報復措施（若有）均將影響成長預期。鑑於情況持續變化，我們將評估美國、歐盟及其他國家的最終關稅稅率，以估算成長預測。美國第二季的 GDP 數據以及歐元區的美歐雙邊貿易談判（尤其是關稅與報復措施方面），均將影響我們的成長預測。進口稅若是大幅增加，必然提升美國經濟成長的下檔風險。

相較於 4 月份，市場對今年美國企業利潤的預期有所下降，目前更接近我們的估算水準。此外，貿易談判與地緣政治風險皆可能加劇波動。儘管當前市場流動性充足，一旦出現上述風險，情況亦可能有所變動。故此，我們認為投資人應避免在價位偏高的領域承擔方向性風險。我們逐步轉向更細緻的風險立場，並採取充裕的保障措施。

## 鋒裕匯理投資研究所：聯準會獨立性、貿易談判、歐元走強

**聯準會獨立性的相關風險再度攀升。**聯準會期望靜待關稅及其通膨影響明朗後再做出決定，我們認為此舉合情合理，但政府施壓要求聯準會採取政策行動，可能導致市場質疑該行的決定。目前，我們維持今年降息三次的立場。倘使通膨確實持續高於聯準會認為值得放心的水準，未來也可能看到加徵關稅所導致的經濟成長趨緩。其後聯準會可能選擇忽視通膨，專注於刺激經濟成長。

**歐洲央行似乎能夠接受現有通膨水準，但可能對關稅保持戒慎警覺。**此外，央行亦將持續監控歐元的強勁走勢（以及升值速度），再加上對美出口的關稅，均可能影響歐洲的競爭力。目前，我們維持今年降息兩次的預測，但若美國與歐盟決定提高關稅，則可能重新評估。英國方面，我們持續關注英格蘭銀行如何因應成長放緩，該行被迫採取的寬鬆政策，其幅度可能超過目前我們的兩次降息預期。

*歐美貿易談判以及任何報復措施，皆是影響該地區經濟成長與通膨預期，進而影響歐洲央行決策的主要因素。*

即便獲利預測持續變動且評價偏高，此時並非結構性調降風險的理想時機，應專注於擴大避險，以安渡今夏出現的波動。

- **固定收益方面，有鑑於誘人利差、景氣未見衰退的情境，以及各國央行處於寬鬆模式的環境中，促使我們正面看待公司信用債。**儘管現階段市場流動性充足，但隨著關稅稅率上調所帶來的壓力，亦可能改變現況。因此，我們專注於信用債的利差及品質。戰術方面，目前整體存續期立場接近中立。
- **美股與歐股自 4 月份低點反彈，惟該段時間政策不確定因素亦有所增加。**不過無論美歐，其市場廣度均屬緊縮。我們樂於尋找受關稅影響較小且穩健抗跌的經營模式，並透過資產負債實力聚焦耕耘優質資產。具體而言，我們偏好歐洲更勝於美國，並看好日本及英國。
- **新興市場展現抗跌韌性，經濟成長穩健。**關稅和貿易談判可能帶來動盪，因此我們更加需要慎選標的。我們看好實質殖利率誘人的新興市場債券。股市方面，我們看好能夠利用內需並追求地域多元化的特許經營權，例如新興歐洲國家、阿拉伯聯合大公國、拉丁美洲、印度。
- **多元資產方面，我們繼續略為正面看待股票和風險資產。**綜合前述看法，我們強化並維護動態保障措施，將劇烈的市場變化納入考量。外匯方面，我們對美元維持審慎態度，但也認為短期之內匯價可能出現盤整態勢。另一方面，我們樂觀看待美國和歐盟存續期，以及黃金等大宗商品。

地緣政治及/或貿易談判的不確定因素以及企業獲利不如預期，可能引發價格偏高地區回檔修正。

## 整體風險氛圍

### 風險規避

### 風險承擔



我們認為，投資人應微幅正向看待評價誘人且具獲利潛力的風險資產，但也必須配合適當的投資組合穩定機制予以平衡。

#### 相較前個月的變動

- **固定收益：**中立看待整體存續期。
- **多元資產：**我們認為，更有必要強化美股避險。此外，完善外匯觀點之際，仍持續審慎看待美元。新興市場方面，我們調降了澳幣兌新台幣的評級。
- **外匯：**略為審慎看待英鎊，對於人民幣則較不悲觀看待。

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。

固定收益

作者群

**AMAURY  
D'ORSAY**  
固定收益  
主管

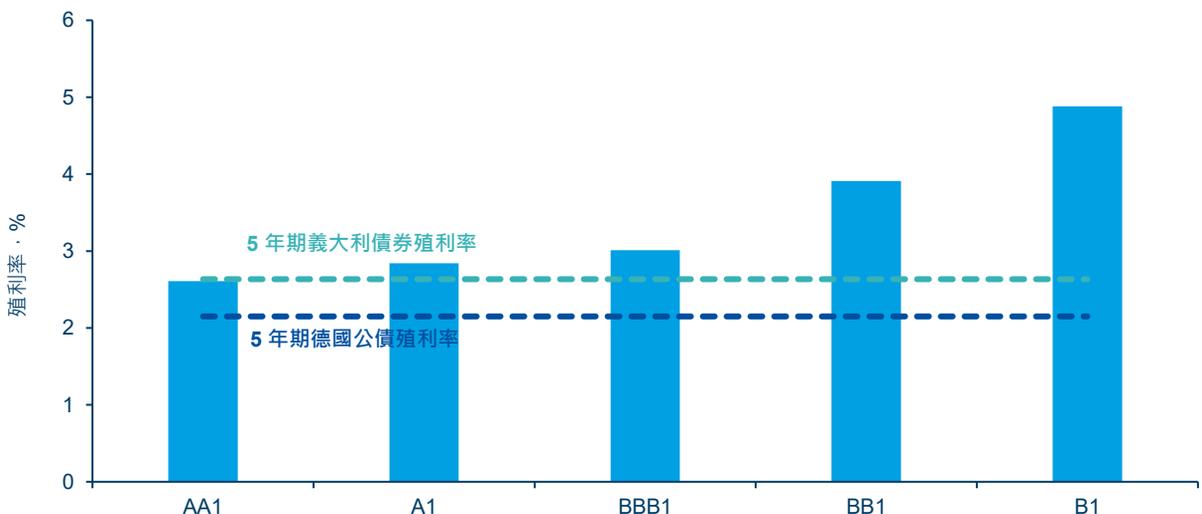
## 均衡兼顧信用債的利差及品質

美國總經數據持續表現健全，隨著通膨下降，歐洲央行和英國央行等各國央行皆採用寬鬆路徑，預期聯準會最終亦將恢復寬鬆政策。同時，我們的看法為美歐景氣未見衰退。然而，國際貿易相關的不確定因素卻加劇了這種情況，經濟成長可能放緩。在這樣的環境下，財政槓桿更形重要，其目的為提振德國等國家的支出及軍事力量。

這意味著曲線的長天期部位持續承壓，有機會轉趨陡峭。提升收益的另一個關鍵領域則是信用利差；為實現此項目標，我們選擇了更能承受經濟和地緣政治壓力的優質券種。

存續期與殖利率曲線	公司信用債	外匯
<ul style="list-style-type: none"> <li>戰術方面，整體存續期立場轉趨中立，主要體現在對美國和歐盟的中立態度。就美國而言，期限溢酬及財政風險逐漸獲得更多關注。</li> <li>不過，英國央行採取鴿派立場之際，我們正向看待義大利政府公債及英國存續期。此外，我們也積極探索槓鈴型策略適用於英國殖利率曲線的可能性。*</li> <li>至於日本存續期，我們保持謹慎。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在流動性大致充裕且企業基本面良好的環境裡，我們樂觀看待信用債，主要是歐洲投資級債 (相對於主權債券殖利率而言，利差具有吸引力) 與次順位債務。</li> <li>我們積極探索歐元區負債偏低、中天期，且為 BBB 及 BB 級債務評等的企業。</li> <li>關稅上調可能導致基本面惡化，促使我們專注於優質標的。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>英鎊表現強勁，隨後我們微幅下調其評級。我們的重要觀察因素為英國總經數據，及其對英國央行的潛在影響。</li> <li>鑑於美國對中國加徵的關稅 (迄今為止) 優於預期，因此我們對人民幣的悲觀程度有所降低。中國處理國內問題及貿易方面的動盪之際，我們保持戒慎警覺。</li> </ul>

### 就歐盟信用債而言，BBB 級和 BB 級券種在收益與品質之間均衡兼顧



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 7 月 22 日。圖中顯示 ICE BOFA 歐洲投資等級債券及歐洲非投資等級債券指數之最低收益率。\* 槓鈴型策略探索殖利率曲線的投資機會，主要透過短期和長期債券，以期獲得更高的收益率並限制利率風險。

股票

作者群

## 聚焦於抗跌韌性良好的市場領域

儘管 7 月份股市觸及歷史新高，但今年的報酬動力主要來自美歐少數個股，因而增加了集中風險，但另一方面也顯示部分市場領域的表現落後。除了高度關注前述市場領域之外，我們認為相關企業的主要動力，可能在於能否保持企業獲利的抗跌韌性。

此外，即使歐洲的評價優於美國，但最大的問題莫過於面對關稅風險時，如何維持評價不墜。若市場持續波動，我們將專注於慎選標的，並擺脫美國的昂貴資產。我們也希望善加掌握這樣的波動，並專注於日本及歐洲等地區的企業資產負債實力。

**BARRY GLAVIN**

股票平台  
主管

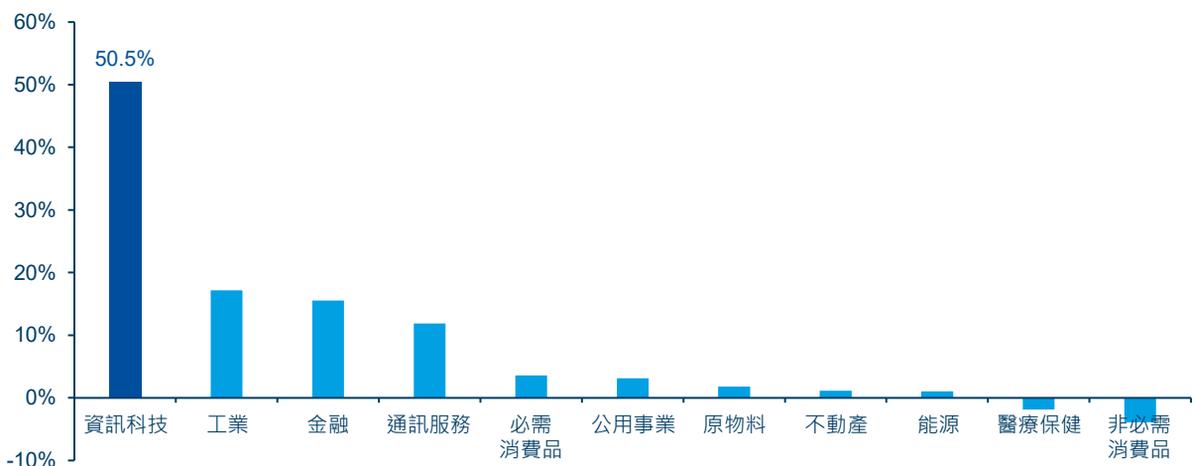
### 全球信念

- 我們認為，過去幾個月關稅相關雜訊頻仍。因此，眾多優質標的遭到降級，促使我們強化對其看法，並明確反映慎選標的之作用。
- 我們維持槓鈴觀點，並正面看待歐洲，特別是中小型股。部分歐洲企業的營收多元化，應該能夠適應與美國的貿易戰。我們也看好英國股市，理由在於股利偏高。
- 我們正向看待日本，因其評價極具吸引力。近期與美國締結的貿易協議，更加助長前述市場信心。日本也是優質國際企業的所在地。

### 產業與風格信念

- 我們看好必需消費品及製藥等抗跌類股。就製藥而言，透過價格誘人的個人護理事業所提供的若干優質機會，我們轉而微幅調增樂觀態度。另一方面，我們也積極探索工業及原物料產業的景氣循環性優質企業。整體而言，我們傾向於最大化特殊風險。
- 美國方面，我們認為分散度較高，七巨頭的溢價也過高。故此，繼續謹慎看待美國成長股及科技股，因為我們認為此類標的主要受到市場信心帶動，而非基本面。

### 今年科技股約佔 S&P 500 指數報酬率的一半\*



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博。依據 S&P 500 指數之各類股所佔百分比計算，資料截至 2025 年 7 月 17 日。\*年初至今報酬率截至 2025 年 7 月 17 日。

## 新興市場

作者群

## 貿易波動考驗新興市場的實力

今年上半年全球貿易依然強勁，對美出口受到關稅影響而前期吃重。展望未來，在通膨大致受控的情況下，新興市場（相對於已開發市場）可望持續強勁成長，但美國與新興市場（例如印尼）一旦達成貿易協議，或是美國新發佈關稅相關的消息，皆可能造成波動。

因此，貿易協議固然重要，亦須考量市場流動性、國內消費環境及相關國家的財政實力，以形成我們對新興市場的看法。例如，儘管中國 GDP 成長優於預期，且該國今年可能達到政府的成長目標，但國內消費問題仍舊存在。

YERLAN  
SYZDYKOV  
新興市場  
全球主管

## 新興市場債券

- 整體而言，我們樂觀看待公司信用債，但需留意總經不確定性對獲利前景的潛在影響。非投資等級債提供了某些契機，但我們慎選各國標的。
- 我們也看好強勢貨幣債券，但偏好非投資級債勝過投資級債券，並於撒哈拉以南非洲、新興歐洲及拉丁美洲市場慎選標的。
- 美元疲軟及通膨獲得控制的預期心理，為當地貨幣債券提供了正向支撐。我們特別看好巴西、墨西哥、秘魯及哥倫比亞等拉丁美洲國家。

## 新興市場股票

- 我們持續關注貿易談判帶來的波動，並根據國內、國家特有及特殊因素而制定立場。
- 例如，整體而言對於中東北非地區持謹慎態度，但正向看待阿拉伯聯合大公國，因為發現具吸引力、價格合理的企業。此外，我們也看好新興歐洲國家。
- 亞洲方面，我們認為印度市場及台灣的科技業可能表現良好，儘管與美國的貿易談判可能在短期內形成阻力。

## 亞洲的主要信念

迄今為止，亞洲市場得以平安度過中東衝突、美國財政變數及新一輪的關稅恐慌，國內和國際因素均為各國市場提供了支撐。國內方面，亞洲經濟體展現抗跌韌性，關稅壓力逐漸消退致使出口成長相對堅挺，而政策逐步放鬆則支撐了內需。就外部而言，全球風險氛圍高漲及美元貶值，導致金融環境維持寬鬆，撐起亞洲資產重新評級。

儘管展現這樣的抗跌韌性，我們依舊認為下半年亞洲經濟體可能面臨某些風險。貿易前景難料，再加上美國和中國的終端需求放緩，可能促使亞洲各國央行繼續採行寬鬆政策。我們積極看待整體亞洲利率，同時看準價格波動的獲益契機。亞洲信用債繼續提供精選契機，其中香港、印度及澳洲的金融公司因其評價而特別誘人。

近期亞洲股市與全球市場強勁反彈。然而，亮眼的重新評級帶動評價回升至高水位，促使我們更加謹慎篩選標的，對於韓國而言尤其如此。穩健的基本面仍為印度提供支撐，但評價亦成為障礙之一。我們將繼續在中國尋找精選契機，但總體立場則維持中立。

多元資產

## 正向看待風險，但留意川普因素

即使美國經濟活動持續減速，貿易、消費及川普的關稅政策仍頻繁引發波動。另一方面，近期通過的大而美法案(OBBBA法案)及美國數據所展現的抗跌韌性，均可能在短期內提振風險資產價格。就歐元區而言，經濟成長充滿高度異質性，德國財政激勵措施則提供支撐。有鑑於此，我們對風險資產延續了略微積極的立場，但承認需要動態保障及微調外匯觀點。

在聯準會鴿派立場及歐元區製造業改善等利多因素推動下，股市展現強勁動能，促使我們正向看待此資產類別，並保持多元分散。我們看好美國、歐洲及英國股票。此外也發現，在財報季可能出現波動的情況下，更需要加強美國的保障部位。英國則為更廣泛的歐洲地區提供了良好的多元佈局效益，同時具有誘人的評價及抗跌型市場。至於新興市場，我們依然正向看待中國，因其擁有技術相關及優質機會。

固定收益方面，由於反通膨延續，我們對美國 5 年期債券和歐洲存續期保持樂觀態度。由於經濟成長疲軟及英國央行的支持，我們也小幅看好英國公債，不過對日本債券則持悲觀態度。就歐洲投資級債券而言，強勁的企業基本面顯示此資產類別前景可期，現階段新興市場的利差則提供了理想的套利機會。

目前正在監測美元的盤整走勢，但對其維持負面立場。我們調降對歐元兌美元的正面看法，且不再看好美元兌瑞士法郎。同時，我們對於挪威克朗兌美元的信心也有所提升。由於挪威央行採取鴿派立場，造成近期挪威克朗過度貶值，我們認為存在戰術性反彈空間。新興市場方面，我們不再看好澳幣兌新台幣，因其利差偏低且波動性高。

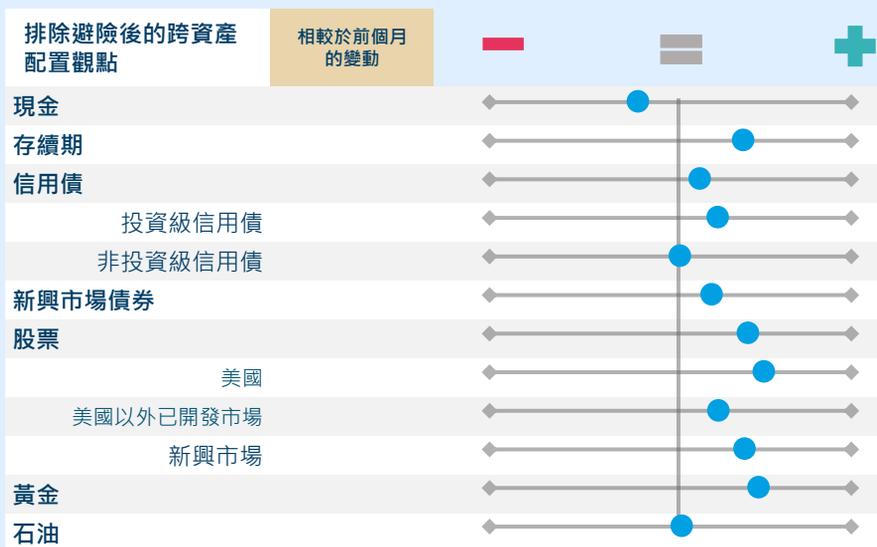
作者群

**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

「我們認為，投資人應考慮利用低波動性強化保障，尤其是針對美股。」

### 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 7 月 17 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 (包括避險倉位)。\*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7月17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。

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 7 月 17 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】