

2025 年 6 月

關稅髮夾彎，市場急轉彎

決策的智慧，取決於決策者能否預見未來的決斷可能獲得什麼評價，並且據此引導群眾的預期心理。至於美國新總統川普在「解放日」當天所揭露的極端關稅方案，最明顯的效果莫過於引發市場的憂慮。而在那一天過後，美國就業市場的韌性、超乎預期的盈餘成績，以及貿易戰火的降溫，先後提振了市場情緒。風險資產已反彈，債券殖利率也上升。

風險資產的這波上檔能否延續，取決於經濟表現與貿易政策是否明朗。對於債券而言，受制於各國（尤其是日本與美國，而後者亦受到川普減稅法案的連帶影響）的財政問題/負債偏高，曲線長期端的壓力仍將存在。現階段我們上調了美國、歐元區、中國的經濟成長預測，同時下調美國通膨預估值。更具體言之：

- **美國以及歐元區 (EZ) 的經濟成長預測也上修。**高額關稅的調降，促使我們稍微上修了今年以及 2026 年的美國經濟成長數據（實質 GDP 年增幅），從 1.3% 調高至 1.6%。對比去年，這樣的增幅仍屬減速，我們認為經濟成長仍將低於潛勢，消費也較為疲軟。歐元區今年度的預估經濟成長則是上調至 0.8%，其中西班牙、義大利、法國、德國的數字明顯分歧。
- **經濟走向若有任何疲軟，聯準會與歐洲央行將會如何因應，對於市場來說至關重要。**從聯準會最近的決定可以看出，美方只會採取被動反應。市場固然調降了預期，不再一味期盼聯準會或歐洲央行降息，但就今年內的降息次數而言，我們對於聯準會與歐洲央行的評估並沒有改變。



VINCENT MORTIER
集團投資長

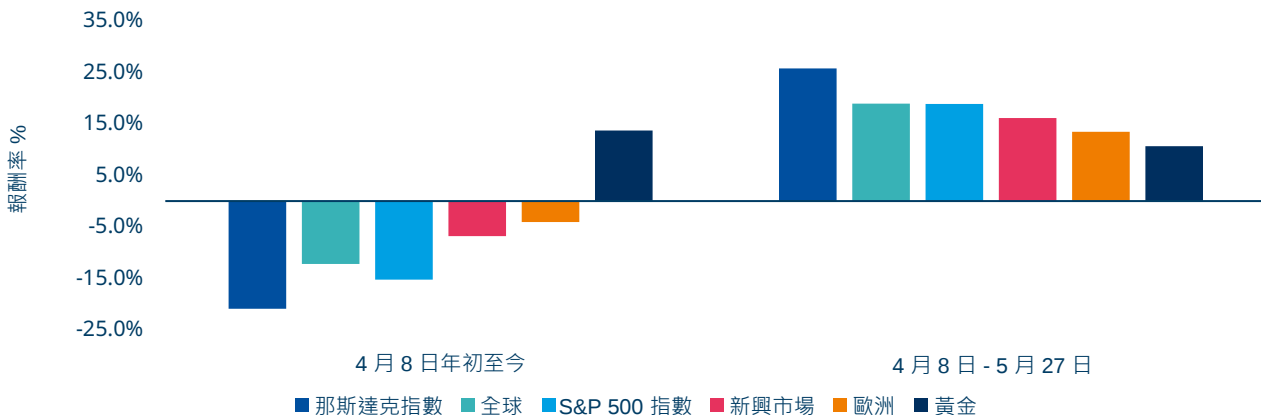


MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
集團副投資長

是趨勢反轉？還是動能行情？



風險資產的上檔
態勢能否永續，
取決於經濟活動、
消費者信心、
商業信心、貿易
政策的抗跌韌性。

- 消費者信心的強弱，與通膨預期的高低，乃是美國消費能否暢旺的重要因素。由於關稅的衝擊低於預期，我們已將今年的美國 CPI 預估值下調至 3% 左右。然而，消費仍可能受到貿易關稅攀升、美國政府可能削減開支，以及通膨預期的影響，國內消費模式也有可能受到連帶衝擊。
- 在我們看來，中美兩國都試圖「管控」雙邊關係的惡化與經貿往來的萎縮，但兩大強權之間長期脫鉤的趨勢仍將持續。對於經濟成長，我們已將 2025 年的 GDP 預期從 3.9% 上調至 4.3%。雖然從表面上看起來，現階段的展望幾乎已經恢復，但此處也必須強調，某些損害實屬不可逆轉。後續貿易政策的不確定變數仍然很高，從而影響民間部門的信心。

涉及消費、成長、通膨的各種觀點也顯示，實際情況比市場所反映的狀況更為複雜。例如，美國境內的通膨壓力固然貌似減弱，但長期貿易決策的細節仍將左右整體通膨趨勢。

此外，近期美國與歐洲的企業獲利情況超出預期，這可能預示著短期內風險資產的前景將好轉。縱使如此，我們並不主張即刻針對風險展開結構性的重新評級。

鋒裕匯理投資研究所：更細緻的政策立場即將浮現

預期今年內的聯準會與歐洲央行* 降息三次，年底之際的聯準會基準利率達到 3.75%。我們的經濟成長預估固然上調，但並沒有因此改變原有的聯準會降息預測，畢竟 2025 年與 2026 年的經濟成長恐將低於潛勢水準，而這點即足以促成聯準會在明年裡降息。歐洲央行也有可能再降息三次 (每次 25 個基點)，並於 9 月結束前將利率下調至 1.5%*。反觀日本，各路央行當中，似乎也只有日銀踏上了升息的路徑。我們預計，該國利率將在第三季升為 0.75%。

至於中國，決策當局似乎有意預留部分的手段作為儲備彈藥，因應往後各個階段的不時之需。中美談判的結果，降低了大規模財政刺激措施在第三季裡落地實施的可能性，但當局仍傾向於進場支撐經濟成長。就貨幣政策言，中國人民銀行僅僅降息 10 個基點的對策，比起我們原先的預期溫和得多。對照人行於年初之際全力支撐經濟成長的表態，現狀確實頗為不同。我們依舊判斷，接下來該國還會降息兩次、每次 10 個基點，時機分別落在今年的 7 月以及 9 月。

世界各國的決策，如今變得日益微妙。聯準會必須先行考量通膨預估值，才能決定是否降息，相形之下歐洲央行的處境又稍微好些；反觀日本央行，則有可能升息。

適逢如此背景，我們主要的投資信念如下：

- **重新浮現的財政隱憂與政府債務課題**，勢必影響世界各國的固定收益市場，日本也不例外。對於美國存續期部位，我們的態度接近中立，同時戒慎看待較高通膨預期、關稅變數與債券供給面可能導致的殖利率波動。我們正向看待歐盟與英國，但對日本則比以前更謹慎。對於信用債，我們看好優質的短天期信用券種，並且更青睞歐盟而非美國。
- **秉持均衡立場因應股市，傾向廣泛佈局全球**。美國股市的先前挫幅業已收復，近期上漲之後，目前評價水位高於長期均值。從地區來看，我們更看好歐洲以及英國，而在美國，成長型股票似乎受到了信心因素的強力驅動。
- **貿易衝突的緩和，有利於新興市場**，然而現階段尚無法確知 90 天休兵期過後的關稅將會如何發展。整體而言，美國的通膨緩解趨勢、聯準會放寬貨幣政策，以及美元貶值的態勢，為新興市場資產描繪出積極的前景。
- **多元資產的戰術重新平衡與避險強化**。經濟成長前景算不上明顯樂觀，但仍屬穩定，至於獲利成長也確實遜於先前表現，不過依舊正向。這點使得我們得以透過股票，維持建設性的風險資產立場，其中我們對於美股的短線看法又更為樂觀些。

美中兩大強權的持續競爭，將帶來動盪與契機。因此，我們在價格錯位的不同市場領域內尋求價值，在延續保障的同時設法鞏固報酬。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔



我們固然稍微調整了原有的觀點，一併考量持續變動的總體經濟及市場動態，但在整體風險立場上並無異動、維持主動積極。

相較前個月的變動

- **固定收益**：較為審慎看待日本存續期，對於歐盟的樂觀程度略減。
- **新興市場**：目前正向看待亞洲新興股市；對於印度股市的樂觀程度稍低，但長期評估依然強勁。
- **多元資產**：戰術性升級已開發股市，強化避險。
- **外匯**：調降英鎊評等，調高美元評等至中立，但我們認為長期而言美元仍將持續疲軟。

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
HEAD OF
FIXED INCOME

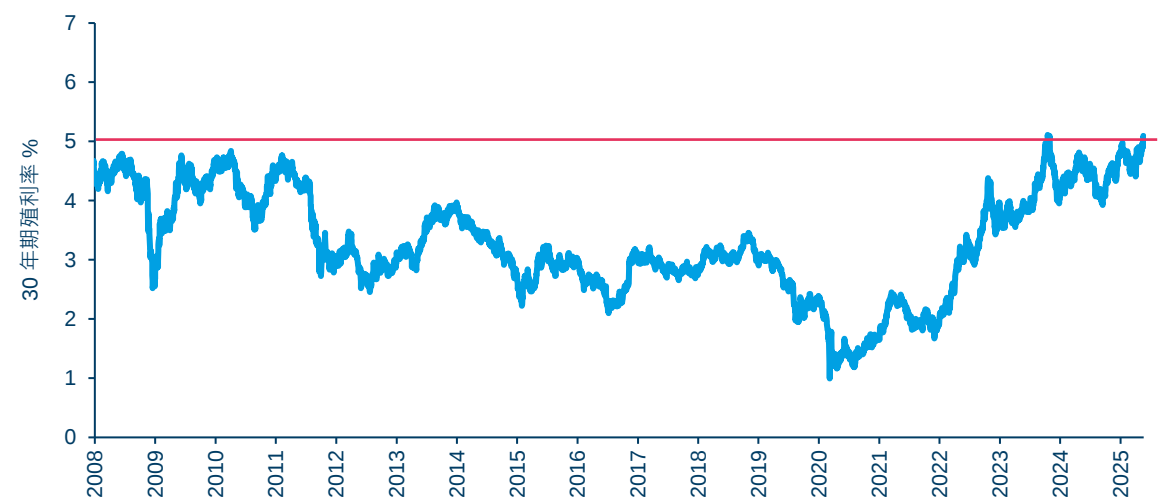
赤字隱憂推動曲線長端

美國的 CPI 通膨與薪資增長似乎已經受控，但也有謹慎派的債市投資人 (bond vigilantes) 開始關注高額財政赤字與債務 (大量的美國債券將在今年內到期)，並持續追蹤通膨預期。高額關稅調降的經濟成長助力，一併推動著殖利率走揚。在已開發市場殖利率全面急揚的環境下，我們延續著全球化、整體性、審慎抉擇的方法。

同時，我們正在關注歐洲，尤其是德國與英國即將公告的硬數據，以及歐洲央行與英國央行接下來會有哪些對策。單論現階段，我們認為歐洲央行的目標應該比聯準會更容易達成，畢竟聯準會面臨的通膨風險相對高於歐洲。整體而言，我們繼續溫和看好存續期部位，並且對於美國維持曲線陡峭化立場。

存續期與殖利率曲線	公司信用債	外匯
- 對於存續期部位整體，我們抱持正向態度，但微幅調降了對於歐盟核心國家的看法，畢竟當地的經濟即將受惠於歐洲央行降息的效應。 - 對於歐洲外圍市場與英國存續期，我們的正向立場並無變更。 - 在美國曲線的 5 年期至 30 年期區段，我們發現了陡峭化佈局的機會。 - 而對於日本，我們進一步提高了謹慎的立場。	- 信用市場繼續提供魅力獨具的殖利率，且有可能受益於穩健的經濟成長與持續性的貨幣寬鬆效應。 - 我們依然偏好優質 (IG 優於 HY)、短天期的債券，整體而言對於長期信用券種則持謹慎態度。 - 從地區來看，我們看好歐盟更甚於美國，對於英國信用券種則持中立態度。 - 綜觀不同產業，我們看好銀行券種與 BBB 級證券。	- 對於美元，面對高度波動的環境，我們的態度轉向中立。美元匯價與美國利率之間的相關性，已經轉為正值。有鑑於此，這種貨幣的多元分散效益，恐怕已經比不上從前。但國際社會對於美元的興趣仍然很高，短期之內匯價可能出現盤整態勢。 - 我們對於英鎊則是轉趨中立，但考量到情勢的瞬息萬變，我們維持主動積極姿態。

美國 30 年期公債殖利率 5 月達 5%，波動料將持續



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、美國財政部、彭博，截至 2025 年 5 月 22 日。

股票

作者群

關稅的模糊難測料將影響評價

美中兩強之間暫時達成的共識，稍微紓緩了市場的憂慮，進而造就出價位反彈的餘裕。然而，財報季公告的企業財測證實了我們的觀點，也就是各家公司仍然需要更明朗的後續展望，才能做出有效的投資決策，準確評估後續盈餘將受到哪些影響。就業市場的任何惡化，以及通膨預期的長期偏高，都可能影響消費模式與股票評價。

BARRY GLAVIN
HEAD OF EQUITY
PLATFORM

因此，波動狀態可能還會延續，我們的目標則是透過基本面驅動的由下而上方法，將目前的評價水準對照公司未來的獲利前景，設法因應今後局勢。在歐洲、英國以及亞洲，我們都發現了這樣的優質企業。同時，我們傾向於探索各種穩健的商業模式，藉此迴避或降低今後持續存在的國際貿易變數衝擊，最大限度抑制相關波動。

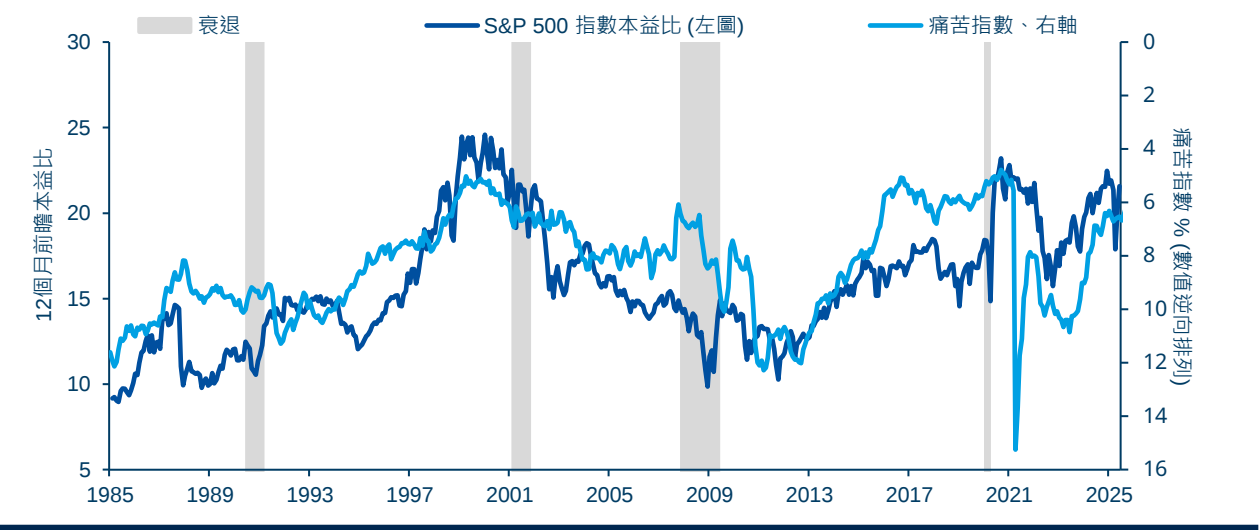
全球信念

- 美國以及歐洲的企業財報季，公布的數據優於預期。但對於美國，考量到集中度與評價風險，我們在整體層面保持謹慎。縱使如此，我們仍將保持由下而上的方法，並且探索訂價合理的優質工業領域與防禦抗跌型資產。
- 對於歐洲市場，我們予以正向看待，這點反映了相關券種提供了更理想的評價保障。而在對美關稅稅率持續生變的不確定局面裡，英國似乎佔據了某種有利地位。
- 在日本，由於企業改革持續推進、獲利能力與資本報酬雙雙改善，我們延續了正向的立場。

產業與風格信念

- 我們維持槓鈴式佈局，同時兼顧防禦性、景氣循環類資產。在歐洲，消費必需產業、醫療保健類股，尤受青睞。另方面，我們偏好的乃是評價水位比較理想的精選優質景氣循環產業。此外我們一併發現，資產負債體質強勁、股利收益率饒富魅力的銀行產業亦有諸多良機。
- 在美國，我們偏好價值型、優質型資產，即相對而言更不容易遭受川普施政變數所撼動的特定個股。我們也看好大型銀行，它們有機會受益於殖利率曲線陡化，以及川普政府的監管改革利多與減稅助力。

經濟成長的下檔風險以及通膨的上檔風險，可能導致股市承壓



資料來源：資料來源：鋒裕匯理投資研究所、Datastream，截至 2025 年 5 月 12 日。痛苦指數 = 失業率與 CPI 通膨率相加之和。較高的痛苦指數，有可能導致股票評價再下滑。

新興市場

作者群

YERLAN
SYZDYKOVGLOBAL HEAD OF
EMERGING MARKETS

對峙降溫為新興市場注入利多

聯準會的政策寬鬆化，以及美元的走貶，共同構築出新興市場的正向前景。我們也發現，隨著中美貿易談判的初步結果優於預期，樂觀信心正在增強，同時各種令人擔憂的因素也持續存在。90 天寬限期過後的關稅狀況、川普總統談判立場的朝令夕改，以及美國評等近期遭到調降等問題，亦有可能造成波動。

在中國，信心已經回暖，隨著雙邊談判的持續推進，這股信心能否長遠延續，仍待明確評估。同時，由於缺乏財政層面的利多猛藥，我們目前無法針對該國建立較明確倉位。我們堅持由下而上的方法，在新興市場的股票與債券中慎選價值。

新興市場債券

- **我們正向看待 HC 與 LC 券種。**後者理當受益於持續的全球通貨降溫以及新興市場央行的降息措施。此外，如今的新興市場理當因為高額關稅調降而出現較低度的通膨效應，進一步推動當地幣別 (LC) 債券。具體來說，我們看好巴西、墨西哥、秘魯等拉丁美洲國家。
- **從國家角度來看，**我們對於中國債券態度幾近中立，而對通膨持續降溫的印度債券則樂觀看待。
- **而在匯市，**假如川普政府繼續把貨幣匯率的重新評估列為談判的籌碼，那麼場內的波動 (例如台幣匯率的波動) 就有可能持續。

新興市場股票

- **貿易對峙暫時緩和後，我們對於亞洲新興市場的展望略為樂觀，**這點也為台灣科技業的前景增添利多。我們對於印度的長期發展樂觀看待，但也認為短期內的民間資本支出與較高市場評價也將稍微疲軟。
- **對於新興的歐洲中東非洲地區，**我們整體上延續正向積極態度，並且考量廣泛歐洲地區的強勁成長，看好歐洲新興國家。
- **在拉丁美洲，**我們看好巴西以及墨西哥。我們意識到，當地的反彈已進入後期階段，但中南美洲遭到美國貿易關稅波動拖累的幅度也相對較為輕微。

亞洲的主要信念

短期內緩解：面對中美兩強的貿易爭端暫時和解、超高關稅向下調降，亞洲各國的市場反應正面。然而，這並不足以阻止美國優越主義的市場論述改弦更張。我們認為，這可能會引發亞洲各國更積極防範美元匯價走貶，尋求相關保障。此外，總體經濟的不確定性加劇，可能會阻礙企業的短線投資決策；然而這點倒是不太可能改變亞洲企業重新部署供應鏈、順應全球經濟秩序變化的中期願望。

亞洲固定收益：由於通膨態勢受控，美元走貶為亞洲各國的央行打開了降息操作的大門。我們認為，新興亞洲公債與美國公債之間的利差還有進一步縮小的空間，這也使得亞洲各國公債 (以當地幣別計價) 的總報酬越發顯露投資魅力。對於公司債，我們繼續青睞優質投資級券種作為穩定收益來源，對於非投資級債券則抱持慎選眼光。

亞洲股票：由於快速反彈之後的評價水位再次偏高，因此慎重選擇至關重要。鑑於整個地區的經濟成長可能會溫和放緩，我們仍將重點關注中國、印度、菲律賓的國內市場。投資人應當關注印尼銀行產業等較被低估的領域，以及中國 AI 下游產業 (軟體、應用程式、雲端服務等) 等成長領域的潛藏契機。

多元資產

場內動能領漲，佈局重新平衡

極高額關稅影響美國、衝擊中國出口貿易的最糟糕情境並沒有成真，不過我們認為，下半年的貿易政策、經濟成長/通膨、企業獲利等，仍然涉及巨大的不確定性。財政赤字與政府債務，化為延續性的隱憂。單就現狀言，美國的經濟以及就業市場表現強勁。因此，因應動能驅策的市場現況，我們在戰術層面重新平衡了原有的風險立場。我們也認為，投資人應該將此視之為強化避險的機會。

針對已開發股市，一方面獲得了貿易戰休兵的利多與近期大型股的盈餘加持，促使我們對於美國股市的觀點小幅上調。單看美國中型股的評價水位，我們對於這個族群亦是微幅樂觀。另一方面，我們認為相關市場的波動程度較高，提供了選擇地強化相關保障的良機，例如我們正向看待的歐元區即是如此。最後，綜觀整個歐洲，英國市場呈現了充分多元分散的良好條件。而在新興市場，我們透過中國資產，延續了積極的傾向。針對可能受益於額外流動性與財政支援的中國科技與特定市場領域，我們則是微幅調整了原有立場。

我們維持了對於存續期部位的正向看法，同時也越來越看好那些財政赤字膨脹之際所受影響較小的市場領域。在美國，我們對於 5 年期部位抱持微幅正向態度，對於歐盟核心國家、外圍國家以及英國同樣積極看待。由於能源成本下降，歐洲的通膨降溫現象料將持續，為歐洲央行預留了降息餘裕。對於日本，我們持謹慎態度，認為日圓的升值勢必加重日本央行的施政挑戰。此外，在利差持穩之際，新興市場的利差頗具價值。

美元優越主義的消退還在持續發展，不過進度緩慢，並非線性推進。我們對於歐元兌美元、日圓兌美元，懷抱著樂觀態度。整體而言，我們看好黃金，同時鞏固了對於歐洲股市保障措施的觀點。

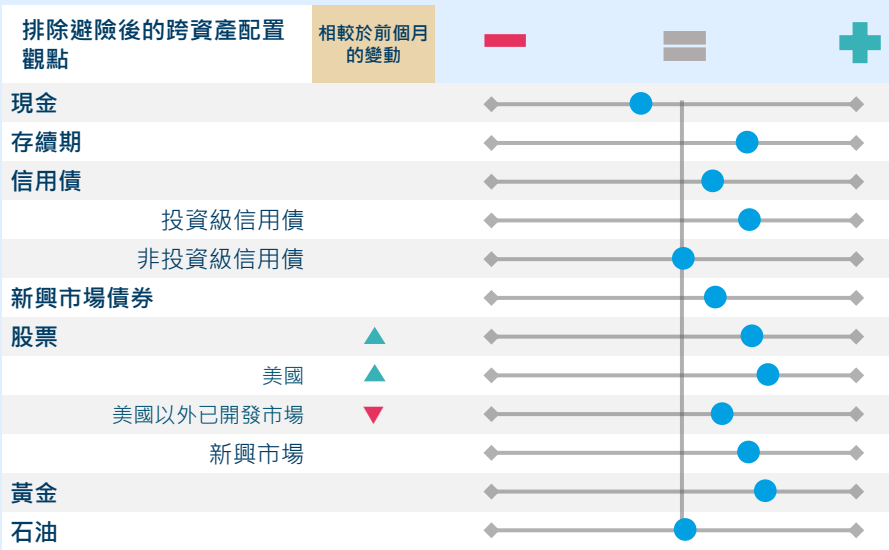
作者群

FRANCESCO SANDRINI
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

「我們認為，近期風險資產的反彈提供了良機，不僅可藉此強化保障，也能戰術性調整立場、佈局市場當中的韌性抗跌領域。」

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 5 月 30 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佈局（基準 45% 股票、45% 債券、5% 原物料、5% 現金）的數值，其中「=」表示中立。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 5 月 22 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	▲						◆			
拉丁美洲								◆		
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 5 月 22 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】