

2024 年 8 月

股市走勢開始輪動並擴大範圍

由於經濟活動超乎預期、AI 行情火熱、企業盈餘優異，美國大型股在今年上半年的表現明顯超越了美股的其他族群。展望未來，我們看到漲勢擴大的潛力，但這樣的發展並非線性推進，可能出現多個階段或多次起伏。7 月份的消費者物價指數報告，提高了聯準會於 9 月份降息的可能性，資金主力輪動的某些早期跡象浮現；同時，地緣政治禁令加諸於半導體產業的限制帶來隱憂，也助長了換股操作的趨勢。繼而為原先落後的領域以及券種（小型股、歐洲、日本）帶來機會。目前關鍵在於盈餘將如何發展，以及以下的幾個主題：

- **預期中，下半年的美國經濟將溫和減速**，經濟數據及普查結果都呈現了這種走向。成長減速的主要特色，則是就業市場重新平衡、消費疲軟，乃至於富裕與低收入消費民眾之間的截然二分。
- **貨幣政策不容失誤**。過早降息有可能導致通膨稍後捲土重來，而推遲降息則有可能導致往後不得不更大幅調減。因此，包括聯準會、歐洲央行、英國央行在內的各國央行無不戒急用忍，靜待後續數據出爐再做決策，而在我們看來，各種數據已經證實了通膨降溫的路徑。
- **政府財政慷慨支出，同時高度舉債，必然影響利率**。拜登也好川普也罷，上台之後都有可能採取財政擴張政策。隨著美國大選逼近，政府赤字開支勢必影響較長期借貸成本的論調，有可能更進一步累積聲量。此外，為了促進自給自足與國內經濟成長，歐洲則可能需要擴增當地投資。



VINCENT
MORTIER
集團投資長



MATTEO
GERMANO
集團副投資長

漲勢能否持續擴大、向外傳導，關鍵在於降息進度與盈餘走勢



資料來源：Amundi鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 7 月 16 日。MSCI、S&P 500 指數與 S&P 相等權重指數。

我們認為，回歸基本面、充分知悉評價水準、保持高度自律，至關重要。市場的部分領域已經超漲，一旦觸發因素（成長放緩、流動性危機、盈餘成績差強人意）浮現，可能轉為急劇且快速的走勢。因此，投資人理當區分哪些標的之評價偏高，哪些標的又更具備永續成長潛力。以下概述了我們的四大投資信心領域：

- **交叉資產。美國大選與額外財政支出的相關風險，可能影響中期/長年期債券的殖利率。**因此，我們在持續看好美國、歐洲的固定收益存續期之際，微幅調整了相關立場。墨西哥的新政府走馬上任之後，我們下調了墨西哥債券的評等，但整體上的新興經濟體債市觀點還是略偏正向樂觀。**各國股市的分歧日益明顯**，我們轉而積極看待日本。我們依然微幅正面看待美國、歐洲小型股與英國，但也著眼於英國國內經濟可望回溫，略為調整原有觀點。最後，地緣政治衝突以及依然存在的黃金需求，促使我們正向看待黃金。
- **美國與歐洲的通膨數據，為降息提供了支撐，促使我們繼續積極看待美國國庫券以及英國公債。**對於核心歐洲資產，我們採取略偏正面的態度，但仍保持主動式投資立場。日本方面，我們對於日本央行的言論保持高度矚目，目前採取接近中立的態度。通抗膨債券 (TIPS) 也具備長期價值。品質仍是信用債的題材；而對於美國以及歐洲，我們持續偏好投資級券種更甚於非投資級。雖然略偏正面看待歐洲投資級債券，但已下調原先觀點，將戰術性市場變動納入考量。
- **美股的部分類別價格昂貴，評價水位仍待催化因素坐實。**如此一來，我們持續審慎看待這個價位偏高的類別，轉而偏好相等權重的美國市場、價值型、優質型資產。歐洲方面，我們保留了偏好防禦抗跌族群的槓鈴型策略，以及受到能源轉型、電氣化等大趨勢影響的優質景氣循環股。
- **健全的內需、聯準會的立場轉向，撐起了新興市場的展望**，但我們會慎選標的，逐一評估個別風險，包括地緣政治的相關風險。具體而言，我們偏好強勢貨幣與地方債，以及實質殖利率具吸引力的國家，例如印度以及巴西。股票方面，我們看好南韓、印度、巴西與南非。

在聯準會按兵不動、盈餘成績回暖的支撐下，漲勢的擴大有可能帶動某些先前遭到忽視的類別重拾動能。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔

採取微幅承擔風險的立場，探索還有哪些市場領域未能搭上這波漲勢，並且有可能受惠於企業獲利展望的持續改善趨勢。

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，並利用 2024 年 7 月 17 日召開的全球投資委員會 (GIC) 例會期間交流分享，這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。

相較於前個月的變動

- 跨資產：正向看待日本股市以及英國方面的部分調整；黃金升評、石油降評。
- 固定收益：略為積極看待歐元區核心，調升日本存續期評等。
- 外匯：樂觀看待英鎊。

三大熱議課題

1

英國與法國的政局對於各自經濟有何影響？

工黨獲得了強勢得票率的背書之後，英國市場可望受惠於更穩定的政局，惟其國庫已無顯著餘裕可供推動財政振興，新內閣似乎也承認這個事實。在公共服務負擔沉重、生產力偏低的情況下，有可能出現小規模的振興措施。法國方面，開票結果公佈之後，債券殖利率有所下降；面對著多股勢力僵持、各黨分據一方的國會新版圖，市場現正持續追蹤新發展。對於近期的成長與通膨，我們的預測維持不變。該國畢竟面臨著歐盟執委會律定的中期財政整頓要求，在我們看來，市場需求獲得大規模財政振興的餘裕頗為受限。

投資相關的影響

- 英國：由於評價低廉、抗跌概念可期，因此正面看待股市；同時看好英國公債以及英鎊兌美元匯價。

2

聯準會與歐洲央行的政策分歧，原因何在？

我們預期，聯準會與歐洲央行之間的分歧純屬暫時，反映的是經濟成長與通貨緊縮步伐的邊際差異，以及風景各異的景氣大環境。在美國經濟成長將於短期內「放緩」至潛勢水準之際，歐洲的經濟發展則是與其成長潛力「逐漸趨於一致」。此外，歐洲的國內需求仍低於疫情之前的趨勢，如此一來，由於政策利率依舊過度緊縮，歐洲央行積極降息的誘因也更強。然而聯準會最終還是會降息，原因在於通膨一旦回歸 2% 目標水準，聯準會繼續維持偏高利率的誘因也會喪失。因此，美元的升幅料將受限。

投資相關的影響

- 存續期：積極看待美國與歐元區核心存續期。
- 2024 年第四季歐元兌美元目標為 1.12。

3

您對於中國以及近期的三中全會如何看待？

中國的內需依然疲軟，出口貿易則是強勁。站在中國的角度看，後續狀況可能會相當棘手，畢竟美國不僅是中國的主要外銷市場，也是目前與中國進行著地緣政治競爭的敵手。因此，中國朝向多元分散發展的動機非常強烈，但想要成功實現多元分散並不容易。國內方面，中國共產黨近期召開的三中全會，重申以現代化、永續發展、優質發展作為重點，擴大聚焦於高價值製造業與科技。我們認為，該國政府不會重蹈先前大規模振興政策的錯誤覆轍，反之，對於短期波動的容忍程度會提升，據此針對潛在的更穩定長期成長預先鋪路。

投資相關的影響

- 中立看待中國股市以及政府公債。

經濟成長、就業市場、消費活動等總經數據，可能會成為各國央行降息決策的關鍵變數。相關數據若有波動，均可能影響決策時機。

MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管



多元資產

維持風險承擔，充分多元分散

美國經濟活動的疲軟，反映在就業市場再平衡與消費疲軟之上，而這種狀況又恰好發生在美國財政赤字備受關注之際。歐洲方面，我們研判經濟成長會在今年之內回歸潛值水準，只是某些弱點也有可能浮現。這種喜憂參半的環境，需要針對風險資產採取微幅正向的立場，同時多元分散的投資態度也不宜偏廢。就結構性角度而言，赤字難解、地緣政治劍拔弩張的時期裡，也有必要一併考量投資組合的穩定度佈局，例如關注黃金。

我們正向看待股市，繼微幅調升日本評等之後，又小幅上調了已開發市場。日本現正見證公司治理的改善與潛在的庫藏股活動，可望提供市場助力。我們亦積極看待美國、歐洲小型股以及英國。由於國內經濟環境改善、盈餘成長潛力持穩、評價水位頗具吸引力，我們重新調整了對於英國的看法，分散佈局中小型股。新興市場的分歧狀況，促使我們正面看待印度與南韓等精選國別。

債券方面，我們積極看待整體存續期，惟鑑於財政政策相關風險和基金的多元化配置，小幅調降我們對美國的看法。由於我們認為市場價位沒能充分反映歐洲央行的降息效應，這點促使我們得以進一步看好核心歐洲券種。我們依舊認為義大利政府公債頗具投資價值，但也判斷，在日本央行寬鬆化立場退縮、物價增幅明朗化之際，日本債券市場可能承壓。

總體而言，新興市場債券持續帶來契機，但墨西哥的克勞迪婭 (Claudia Sheinbaum) 壓倒性勝選之後，如今呈現出改革趨於激進與權力加倍集中等風險，我們正在密切監測相關政策發展。已開發市場的信用債方面，歐洲投資級公司債券的基本面依然健全。

我們繼續認為美元乃是理想的多元分散工具，單就近期匯價發展而言，我們看好美元相對於部分 G10 幣別的走勢。原物料方面，由於石油輸出國家組織規劃在第四季裡提高產量與供應，我們認為油價不致大幅上漲。然而，適逢地緣政治風險瀰漫，各國央行的需求也帶來支撐，我們正向看待金價。

最後，我們認為投資人不妨考慮美國存續期部位，以及美國與英國等已開發股市的精選領域，藉此建構投資組合保護。

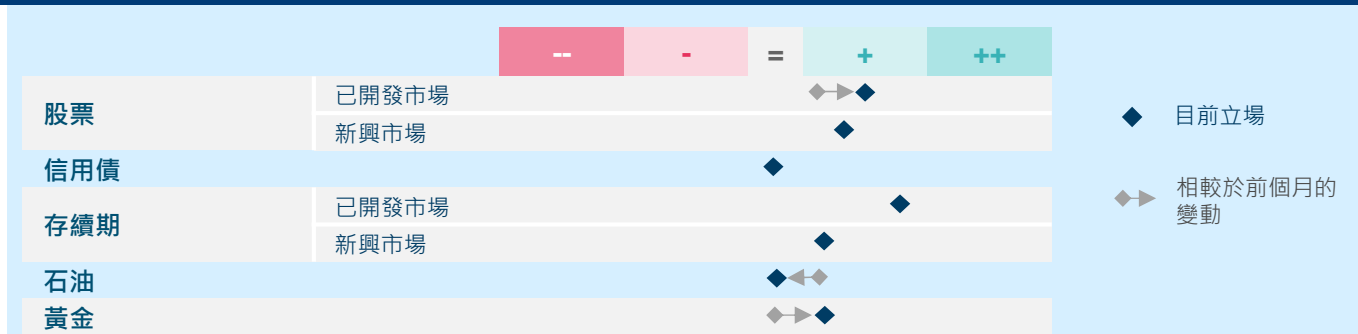
作者群

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

倘使共和黨贏得選舉，美國財政支出過度的風險較不顯著，因此我們調整了立場，轉而看好歐盟存續期部位。

鋒裕匯理跨資產信心



資料來源：鋒裕匯理。表格根據 2024 年 7 月 17 日召開最近一期全球投資委員會觀點，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。其他詞彙定義與貨幣縮寫，敬請參閱最末頁。

固定收益

聯準會對於寬鬆政策的信心增強

美國經濟放緩以及物價壓力降低，預示了聯準會立場即將轉向。同理，歐洲的通膨率下滑了，不過核心通膨以及服務業通膨之類的部分成分仍呈黏滯延續。因此，儘管各國央行似乎趨向政策利率調降，萬一通膨或景氣的抗跌韌性有所波動，恐怕仍須耐心等待。從財政面來看，赤字乃是政府公債長期持有的溢酬決定關鍵。考量到美國與歐洲赤字偏高、地緣政治對峙風險升溫、貿易關稅與壁壘（會助長通貨膨脹）恐將激化，我們認為，採取主動積極的立場，對於中期操盤至關重要。已開發市場與新興市場皆存有投資契機，我們傾向精選政府公債以及公司債。

全球與歐洲固定收益

- 目前這個時機，應當策略性正向看待核心歐元區存續期，我們彈性調整立場，一併兼顧通膨波動態勢。同時正面看待英國券種與平衡通膨率。
- 日本方面，我們的戰術趨向中立，儘管從長遠來看依舊維持審慎態度。
- 信用債方面，我們在歐洲投資級債券當中尋求優質標的。至於非投資級債方面，我們審慎看待的對象主要是消費以及不動產券種，縱使 BB 級券種仍有其價值。

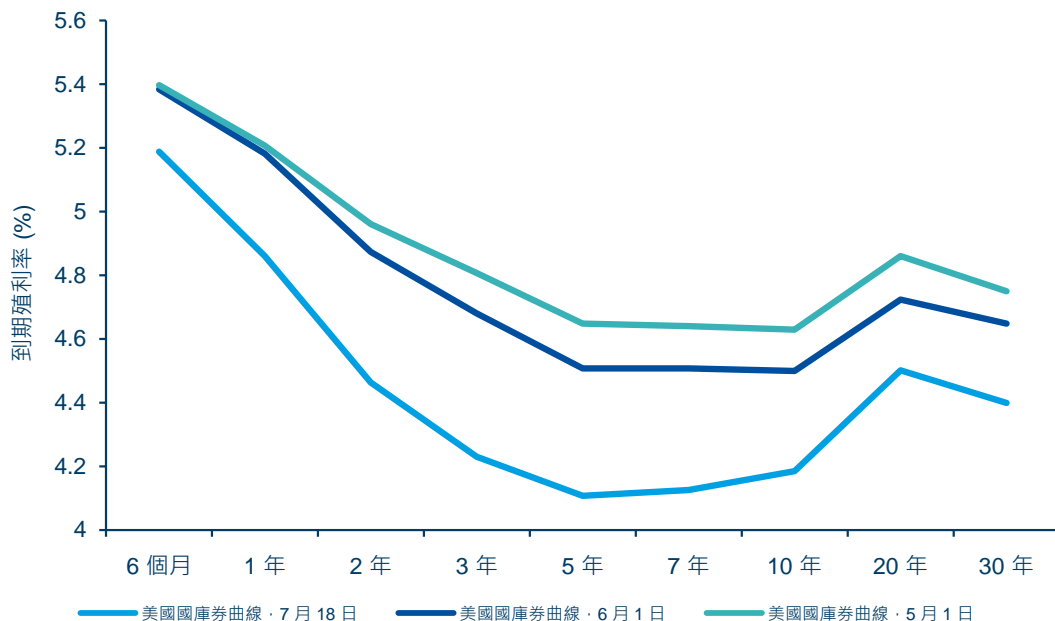
美國固定收益債

- 由於經濟軟著陸、市場資金流向優質資產的疑慮盤旋，我們看待美國國庫券以及抗通膨債券的立場，維持樂觀、主動的態度。
- 對於殖利率曲線轉陡，我們的看法不變，並認為曲線的短天期與中天期區段蘊含誘人價值。
- 我們更加偏好優質資產；就公司債而言，偏好投資級券種更勝於非投資級以及金融產業券種。
- 證券化信用債頗具吸引力，同時我們也正監測房市動向。

新興市場債

- 國內需求展望強勁，美國聯準會可能實施寬鬆政策，有利於新興市場債。我們慎選標的，並偏好特殊題材。
- 印度具備長期潛力，巴西則是利差誘人。但我們正在監測巴西的財政風險，以及拉丁美洲各國如何拿捏自身與美中兩強之間的雙邊關係。
- 我們也看好非投資級、低 beta 係數的國家，例如土耳其、埃及、烏茲別克。

通膨降溫帶動國庫券曲線走低



資料來源：Amundi鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 7 月 18 日。

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

股票

企業獲利的抗跌韌性乃是行情輪動的關鍵

股市的動力主要來自降息預期、政壇動態與經濟動能。由於通膨放緩、近期經濟數據好壞參半、就業市場疲軟，聯準會可望降息，撐起了我們所認定的經濟成長減速觀點。縱使如此，美國大型股仍舊強勁，反映了降息的預期，以及利空消息反而有利市場行情的論調。然而，市場開始浮現漲勢輪動的跡象。為了延續這樣的輪動，財報季的表現至關重要。大型股的盈餘成長，先前可能已經觸頂，此時市場其他範疇的盈餘可望復甦。地緣政治也可能影響市場對於科技股的信心，繼而為美國價值股、歐洲、英國與新興市場股票帶來機會。

歐股

- 我們正面看待必需消費與醫療保健產業，則是著眼於饒富魅力的評價水位以及穩健的資產負債表，此外也看好資本部位穩健且盈餘成長高於市場水位的銀行。
- 我們上調了綠色轉型與 AI 相關產業 (電子設備) 的投資觀點。
- 缺乏訂價能力的企業，以及競爭激烈的產業，先後傳出獲利預警，因此我們繼續偏好優質資產。

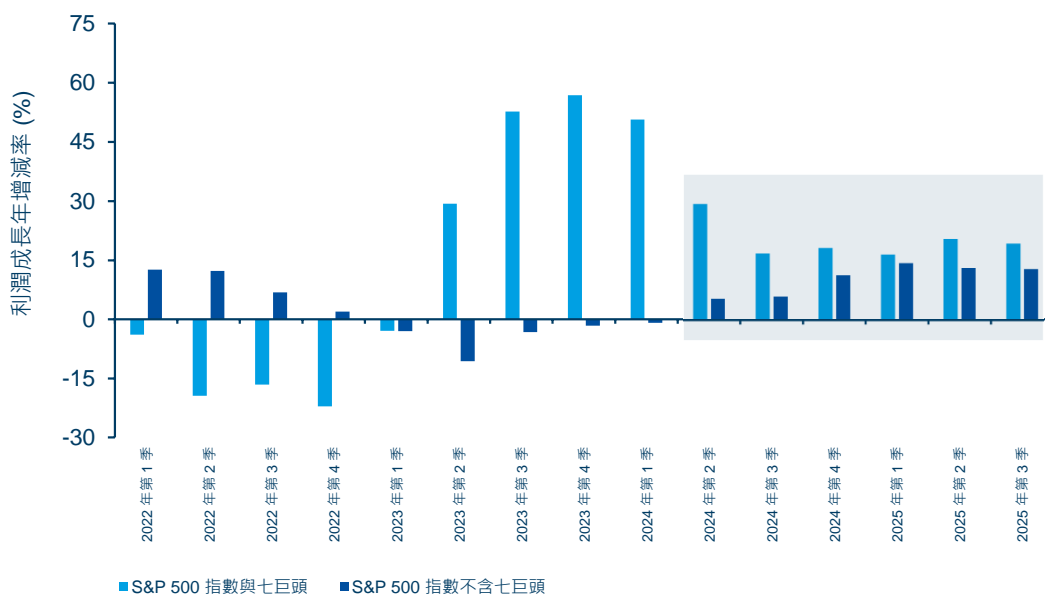
美股與全球股票

- 美國大型股的評價明顯走揚，但在 6 月消費者物價指數 (CPI) 公布後，出現了變動跡象。
- 我們審慎看待市值加權指數，偏好相等權重投資方法，並重視能夠締造永續盈餘的優質企業。
- 長期來看，由於財政赤字惡化、政府債務膨脹，因此而導致的企業融資成本壓力是否攀升，值得我們繼續關注。

新興股市

- 新興市場公司的盈餘可能回暖，尤其是下半年。縱使評價稍微偏高，我們對於南韓以及印度抱持長期的投資信心。
- 我們略為正向看待新聯合政府成立後的南非與巴西。
- 整體而言，我們正在評估美中兩強之間的地緣政治對峙 (在 11 月美國大選過後) 今後可能如何影響中國股市與其他新興市場。

非巨型股的盈餘成長，可能有利於資金輪動



資料來源：Amundi 鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024 年 7 月 18 日。2024 年第二季起均為外部預測值。

作者群

BARRY GLAVIN

股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV

全球新興市場主管

MARCO PIRONDINI

美國投資管理團隊
投資長

VIEWS

鋒裕匯理資產類別觀點

本月焦點

- **歐元區核心債券**：隨著通膨降溫與歐洲央行降息，此時應逐漸轉為正向看待核心政府公債，萬一經濟環境惡化，相關公債料將提供部分緩衝。
- **英鎊**：鑑於穩定的經濟展望可能影響英國央行的利率決策，我們轉為略偏正向的態度。

股票與全球因素

區域	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++	全球因素	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++
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					◆	
中國以外新興市場					◆		動能					◆	
印度					◆		高股利					◆	

固定收益與外匯

公債	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++	信用債	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++
美國					◆		美國投資級					◆	
歐元區核心	▲				◆		美國非投資級			◆			
歐元區外圍國家					◆		歐洲投資級						◆
英國					◆		歐洲非投資級			◆			
日本	▲				◆								
新興市場債	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++	外匯	相較於前個月的變動	--	-	=	+	++
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7月17日所召開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。

▼ 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】