

聯準會的就業使命成為焦點

過去幾個月來，美國債券殖利率下降，黃金價格則達到歷史新高。全球和美國股市也創下新高，反映出美國經濟持續走強的預期心理、貨幣寬鬆週期、企業獲利的抗跌韌性，以及人工智慧引領的動能。我們認為此種情況呈現出內在矛盾，但同意貨幣寬鬆的面向。矛盾之處在於，若聯準會實施降息的主要目的在於因應經濟放緩，那麼經濟放緩的影響應該已經顯現在疲軟的就業市場、消費活動以及最終的企業獲利。

鑑於上述經濟成長、通膨、貨幣寬鬆等主題，未來可能發生的情境如下：

- **美國停滯性通膨環境日益擴大**（經濟成長放緩，預計短期內通膨升溫）。由於就業市場持續轉弱以及薪資成長的隱憂依然存在，消費減速將成為影響下半年經濟成長的關鍵變數。另一方面，我們預期短期內 CPI 仍維持在聯準會的 2% 目標水準之上，並在未來幾個月內回升。因此，實質收入成長和可支配所得均將遭到抑制。
- **隨著經濟成長壓力加重，儘管通膨黏滯延續，聯準會和英國央行可能被迫調降政策利率。**我們依然預期聯準會今年將進一步降息兩次、每次 25 個基點，2026 年將再度降息兩次，明年上半年底終端利率將達到 3.25% 左右。



VINCENT MORTIER
集團投資長

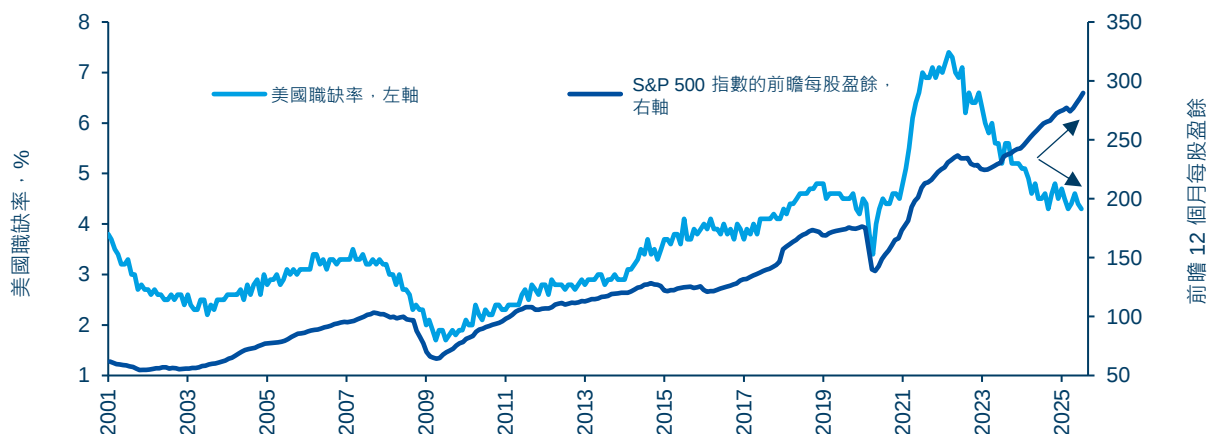


MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
集團副投資長

美國預估獲利水準與就業市場實況截然二分 (消費疲軟)



資料來源：美國勞工統計局、鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 9 月 17 日。職缺率 = 職缺總數除以就業與職缺總和 (即已填補與空缺中的所有就業機會)。

我們認為貨幣政策存在一種風險：歐洲央行轉趨(過度)戒慎，調降政策利率的幅度未能滿足所需，而是恪守其維持物價穩定的使命。

- 反之，歐洲央行的降息幅度料將低於聯準會。我們認為，採取相關的利率調整行動(今年一次，明年一次)之前，仍須根據數據調整決策。我們對終端利率預期維持不變，仍是1.50%，並預計在第一季達到。雖然歐洲央行上調了今年的成長預測，但重點在於其下調明年的預測值。
- 歐元區、美國和英國持續承受財政政策壓力。歐洲唯一例外的是德國，因其擁有財政運作空間，可望為經濟成長提供支撐，但該國能夠提振歐洲經濟至何種程度仍有待觀察。美國方面，時序邁入下半年之際，避免聯邦政府停擺的國會協商可能帶來波動。
- 中國經濟成長放緩，但此種衰退現象不太可能促使當局實施大規模的財政/貨幣刺激政策，係因預期經濟成長率仍將趨近目標值，且外部不確定性逐漸消退。然而，中國與台灣關係的不確定性持續存在。對印度而言，鑑於歐盟與印度之間的談判進展順利，歐盟向印度額外課徵次級關稅的理由薄弱。即使是與美國的關係，料將逐步改善。

貨幣政策固然略有歧異，但拉抬經濟的意願仍然存在。在此情況下，若風險資產估值偏高，市場波動時，可能導致市場上較穩定之優質標的增加風險。

鋒裕匯理投資研究所：歐洲央行與聯準會的分歧，以及美國通膨對歐洲的影響

鑑於美國和歐盟之間的分歧情況，歐洲央行將面臨兩難。相較於歐洲央行，若聯準會持續更積極地降息、歐元兌美元匯率升值，以及美國加徵關稅，將嚴重拖累歐盟出口，最終波及經濟成長。屆時，歐洲央行必須決定如何因應。其次，美國通膨增溫 and 期限溢酬走揚，可能對美國殖利率曲線的長天期區段帶來上檔壓力，也可能影響歐洲殖利率曲線的長天期區段，並可能對背負高額債務和財政赤字的政府帶來挑戰。

服務業在美國整體CPI中所佔比例較大，因此我們正在監測物價的變動(關稅所導致)是否會波及服務業。其次，企業能否將增加的商品成本轉嫁消費者，取決於微觀層面的若干因素，例如企業的訂價能力、消費者預期的替代程度、需求彈性等。我們認為最有可能出現的情境是，價格上漲並由企業吸收額外的成本。

儘管與美國締結的貿易協議降低了關稅的不確定性，但我們認為，一旦提高關稅的影響開始拖累歐盟的經濟成長，歐洲央行勢必被迫調降政策利率——今年一次，明年第一季一次。

我們對下列資產類別採取溫和正向的風險立場：

- **固定收益方面**，身處非衰退環境中，各國央行採取降息模式（各國略有歧異）應有利於公司信用債。至於殖利率曲線，我們維持曲線趨陡的觀點。
- **全球股市**的動力來自於多重因素，其中以對科技和技術資本支出的樂觀態度為主。我們希望腳踏實地、忠於基本面，對美國價值股以及英國和歐洲的中小型股持正向立場。我們的目標是最大化發揮特殊因子的影響力，並進行更詳細的劃分。
- **身處多極化世界，分歧的新興市場更具吸引力**。新興市場的報酬率取決於美國與中國、印度等新興市場之間的貿易對峙，而聯準會政策和各國央行的國內政策亦是重要因素。整體而言，我們持續看好此資產類別。
- **多元資產方面**，我們正在評估英國等國家的短期通膨展望和財政壓力。我們轉趨戰術性中立看待存續期，但對整體存續期維持正向觀點。藉由積極布局股票、信用債和新興市場，保持良好的平衡。我們也認為，股票確有必要維持充裕的安全保障，黃金則是發揮穩定投資組合的作用。

持續樂觀看待風險之際，亦須等待AI技術如何擴大生產力並提升企業利潤率的訊號。我們偏好依據基本面布局。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔



我們依舊認為，目前尚不宜大幅提升曝險，在全球經濟演變期間，應根據基本面進行漸進式變動。

相較於前個月的變動

- **股票**：在全球因素中，轉趨略為正面看待小型股。
- **固定收益**：調升歐洲投資級信用債的評等。
- **多元資產**：調降英國存續期的評等至中立。
- **外匯**：再次轉趨謹慎評估美元。

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。

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

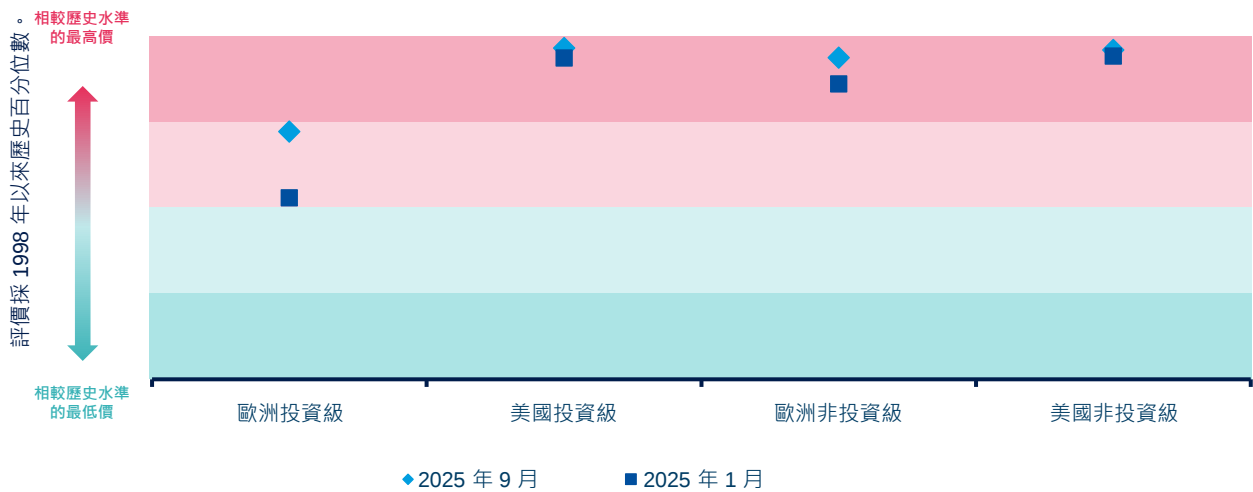
受惠於信用債的收益潛力

我們觀察發現奇怪的現象，美國經濟成長放緩之際，部分風險資產卻達到歷史新高。歐元區方面，美國關稅和德國財政激勵措施對經濟成長的影響尚待觀察。綜上所述，儘管未曾出現經濟衰退的跡象，聯準會依然啟動降息週期。即使是我們預期仍須參考相關數據以調整決策的歐洲央行，也可能在年底調降政策利率。

我們認為，各國央行降息可能導致信用市場的創收潛力更具吸引力，但投資人應留意評價水準與品質。因此，此時正是辨識哪些類別的利差誘人且基本面相當強勁的良機。

存續期與殖利率曲線	公司信用債	外匯
■ 我們中立看待美歐等市場的存續期。美國方面，我們戰術性審慎對待目前價格昂貴的短天期 (2 年期) 債券，但對通膨連動型資產則持正向態度。 ■ 相對而言，我們略微看好歐洲更勝過美國，也偏好歐洲外圍國家的債務。 ■ 殖利率曲線方面，我們認為美國 (5-30 年) 和歐洲 (5-30 年) 的殖利率曲線可望持續趨陡。 ■ 最後，我們繼續正向看待英國存續期，並對日本採取審慎態度。	■ 由於企業基本面依然穩健，同時與美國達成的貿易協定提振了投資人信心，因此我們上調歐洲投資級債的評等。具體而言，我們偏好 BBB 級和 BB 級信用債的中天期 (3 至 7 年) 工具。 ■ 我們也看好好次順位金融債和公司混合債的短天期工具。 ■ 綜觀不同產業，我們看好銀行、保險和不動產。	■ 美元目前尚未浮現明顯的方向性。市場重新訂價聯準會的降息預期之後，我們再次轉趨審慎。鑑於中央銀行面臨的政治壓力，此點仍是我們的主要關注點。 ■ 日本的薪資通膨壓力可能促使日本央行調升政策利率。我們仍正面看待日圓，不過對歐元和英鎊則持謹慎態度。

當前評價與 1998 年以來的歷史水準相比



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 9 月 25 日。2025 年 1 月意指 2025 年 1 月 8 日。EU IG、US IG、EU HY 及 US HY 均為 ICE 美銀美林公司債指數。IG：投資級。HY：非投資級。相關分析基於債券指數的利差。最低價位於第 1 四分位數，最高價位於第 4 四分位數。

股票

作者群

對 AI 熱潮持保留態度

美國市場以及全球股市在某種程度上動能主要來自於 AI 主題的消息面利多，但我們認為市場對此主題的大規模資本支出計劃過於樂觀。關鍵問題在於：一旦出現更便宜 (例如「DeepSeek 時刻」)、更快速的商品，將對投資報酬產生何種影響？此外，財政擴張和央行降息也助長了 AI 熱潮。對我們而言，這就是最大的弱點。

BARRY GLAVIN
股票平台
主管

因此，風險管理日益重要。同時，我們也慎選更詳細的題材，例如日本的企業改革、英國的收益創造以及歐洲的財政激勵措施 (有利於中小型股)。整體而言，我們持續專注於優質的商業模式和估值。

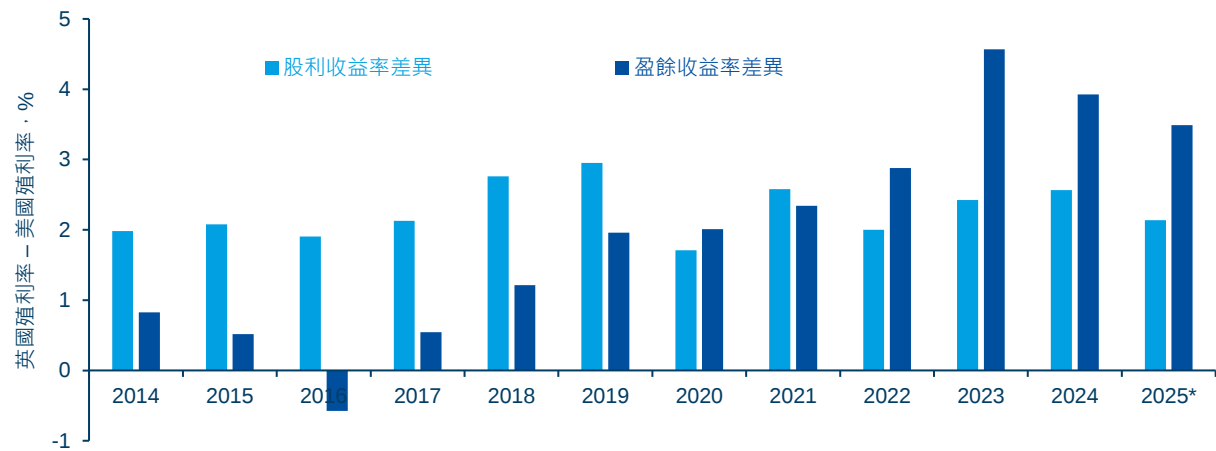
全球信念

- 由於估值和市場集中度的疑慮，我們更看好歐洲和日本，而不是美國。
- 歐洲似乎立足點良好，足以透過財政和貨幣政策改革提高歐盟競爭力並降低能源成本，從而緩解關稅相關衝擊。
- 我們對英國股票延續了積極的傾向，因其相對估值倍數誘人且收益率較高。此外，該市場具防禦特質，故為理想的多元分散工具。
- 日本方面，我們正向看待企業改革題材，因其持續推升獲利能力、資本報酬和估值。此外，我們透過銀行與保險公司等標的，落實利率正常化所需布局。

產業與風格信念

- 在美國方面，我們偏好價值股，因為由前幾大成分股主導的科技類股估值接近歷史最高水準。我們也看好美國銀行，係因銀行受惠於信用成本低廉、管制鬆綁和貸款成長加速，可望延續當前有利的市場狀況。另一方面，我們正向看待資本財類別，因為該產業處於有利地位，得以受惠於政府政策推動的自動化、永續發展和產業回流等長期性題材。
- 歐洲方面，我們偏好中型股，因其估值相對於大型股較具吸引力，並可能受惠於德國的財政轉型和國防支出。此外，法國等國家的波動性可能為優質的景氣循環股帶來機會。

英國市場的殖利率向來高於美國，僅有極少數例外



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 9 月 18 日。過去 12 個月的股利收益率和盈餘收益率。*殖利率截至 2025 年 9 月 18 日。

新興市場

作者群

身處多極化世界的新興市場

YERLAN
SYZDYKOV
新興市場
全球主管

儘管美國的經濟影響力仍居主導地位，但新興市場國家若能適應及布局新技術 (例如中國的人工智慧) 並重塑全球供應鏈 (例如印度)，可望受惠於多極化轉型過程。對我們而言，近期內部討論的主要議題為美元疲軟，以及聯準會的貨幣寬鬆政策和川普的政策和壓力如何影響美元。

就結構性角度而言，新興市場持續提供**選股和多樣化的機會，與全球景氣循環相對脫鉤**。因此，整體上我們仍持正面立場，並密切關注聯準會、新興市場特定國家因素和地緣政治風險。

新興市場債券

- 我們積極看待新興市場債券，特別評估貨幣寬鬆、國內市場通膨背景、美元疲軟。
- 新興市場持續成長與溫和的通膨預期，料將支撐起當地貨幣債務。舉例來說，我們看好拉丁美洲和收益率較高的精選前沿市場。
- 由於技術面具支撐力，強勢貨幣債務的利差誘人。整體而言，我們偏好非投資等級債券，並看好特定的撒哈拉以南非洲、新興歐洲和拉丁美洲標的。

新興市場股票

- 拉丁美洲方面，巴西和墨西哥提供具吸引力的個股，反映出估值偏低以及美國和國內利率下降的前景展望。
- 我們對中國股市持中立看法，同時也在探索科技業是否帶來投資契機。
- 印度方面，美國關稅導致正面的長期展望模糊不清。我們正在密切監測該國與美國和歐盟的談判。倘使川普對該國的立場持續軟化，市場氛圍可能迅速轉變。

亞洲的主要信念

由於關稅風險消退和全球風險氛圍上升，亞洲市場持續表現強勁。儘管美國關稅引起恐慌，此地區的貿易活動仍穩健抗跌，通膨受限則促使亞洲各國央行傾向維持寬鬆立場。以全球言之，聯準會重啟降息勢必導致美元處於劣勢。美元走貶加上投資人信心穩健，通常為亞洲市場創造有利的環境。

亞洲資產在全球範圍內處於有利地位。亞洲的盈餘預測大多維持樂觀，技術面與市場信心也頗為強勁，相較於已開發市場，股票估值仍具吸引力。然而，由於市場表現參差不齊，慎選標的至關重要。我們正向看待印度，原因在於近期市場的整併潮與企業盈餘成長穩健；對於韓國則採取更加審慎的立場，以反映該市場亮眼的重新評級。

就債券而言，在強勁的技術面背景支撐下，信用利差料將持續收窄。市場輕鬆吸收新發行債券，投資人繼續持有大量資金。美國國庫券殖利率偏低，為亞洲債市提供良好支撐。不過，我們正在密切監測印尼的政治和社會事件，以及這些事件對政府公債的影響。

多元資產

通膨演變期間微調存續期

由於消費疲軟 (美國經濟的主導部分)，下半年美國經濟活動可能放緩。我們也預期，短期內通膨將表現出一定程度的抗跌韌性。即使在英國，央行亦努力因應物價壓力上升。然而，歐洲的情況略有不同，因為目前通膨已獲得控制。至於風險資產，儘管部分領域的估值較高，我們仍維持略偏正面的風險立場 (不做大膽預測)，主要著眼於基本面和獲利潛力。另一方面，我們再次重申確有必要針對股票和其他投資組合多元分散工具/穩定機制 (例如黃金) 進行避險。

我們對美國、英國和新興市場的股票維持正向立場。美國方面，盈餘動能、聯準會的溫和立場以及科技進步等，皆是參考指標市場的正向因素。但我們維持多元分散投資方法，並看好中型股，因其表現落後大盤，除大型科技類股之外，目前主要關注美國國內經濟。此外，我們樂觀看待新興市場股市和中國。聯準會實施貨幣寬鬆政策，為新興市場各國央行提供空間，以改善各國的國內成長環境。

我們仍正面看待整體存續期，包括美國 (5 年期)、核心歐元區和義大利政府公債 (相對於德國公債)。不過我們認為，市場加重審查尚未公佈的政府預算之際，英國的通膨 (尤其是服務業的通膨) 呈現上升趨勢。因此，我們戰術性下調英國存續期部位的評等至中立，並對日本保持謹慎態度，原因在於估值和日本央行升息的預期心理。信用債方面，我們積極看待歐洲投資級債券和新興市場利差。

從中期來看，美元似乎即將承受高負債等結構性因素的壓力，因此我們維持審慎態度。我們看好歐元、日圓兌歐元，至於新興市場方面，我們依然偏好 MXY 加密幣而非人民幣。

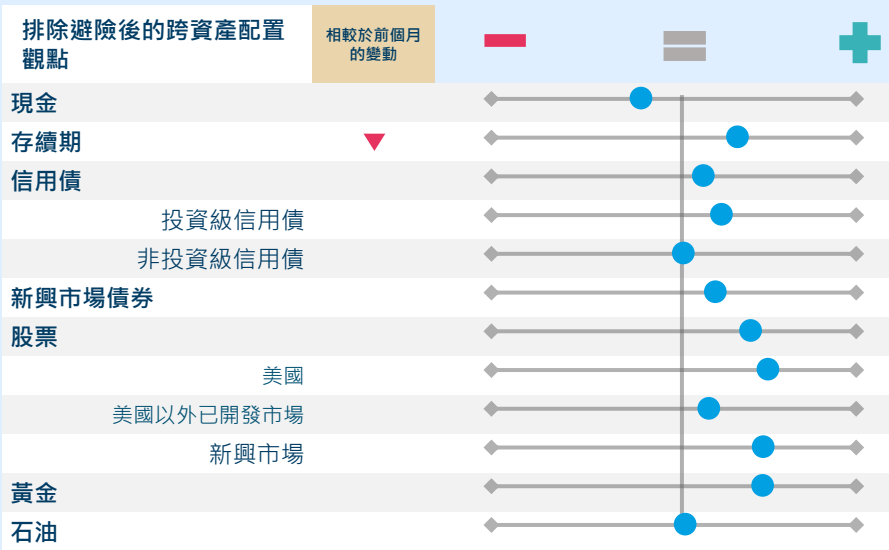
作者群

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

「持續樂觀看待整體存續期之際，鑑於近期英國通膨壓力和財政展望，目前對英國公債持中立態度。」

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 24 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						◆				
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								◆		
新興市場外匯*							◆			

▼ 上個月過後遭降評
▲ 上個月過後遭升評

資料來源：2025 年 9 月 24 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。*圖表呈現多種新興市場貨幣的綜合看法。

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 24 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】