

2025 年 1 月

川普就職前夕的「金髮姑娘」現象

2024 年裡，經濟面、企業盈餘以及政局的任何利多消息，都曾一度振奮市場氣勢，縱使偶爾仍會出乎意料。展望未來，市場可能會受盈餘動能、美國經濟成長放緩情境，以及勞動力市場的重新平衡所推動，但不致大幅走弱。另一方面，聯準會政策態度略趨強硬，以及川普的貿易方針與世界各國的反應，亦有可能引發波動。至於美國以外地區，歐洲的經濟成長和政策制定，乃至於中國官方對於國內問題的因應措施，均將推動市場的後續走向。

具體而言，我們認為下列因素構成了全球經濟的關鍵驅力：

- **美國經濟成長頗具抗跌韌性，但仍呈現下行態勢，並受到川普政策的不確定變數所影響。**近期數據顯示了經濟基本面有所改善，只是整體成長軌跡並沒有什麼改變。
- **歐洲經濟成長竭力延續原有步調。**各國政府（法國、德國）試圖落實財政整頓，經濟成長展望因而蒙上陰影。在德面，我們有機會見證債務減速機制的寬鬆化，但這點僅有可能漸進、逐步落實，放寬後的經濟效應要到 2026 年才會浮現。
- **縱使有著聯準會相關的不確定性，由於通膨滑落速度加快，歐洲央行的政策態度料將更趨寬鬆化。**我們已將歐洲央行的終端利率預期數字下調 50 個基點，達到 1.75%，研判將在 2025 年 7 月實現。聯準會採取較強硬的小幅降息，意味著決策方仍然緊盯通膨動態。
- **中國官方的最新宣布所圖甚大，相關重點涉及財政赤字的擴增與內需的提振，**不過我們仍在等待政府公告相關計畫的執行細節。

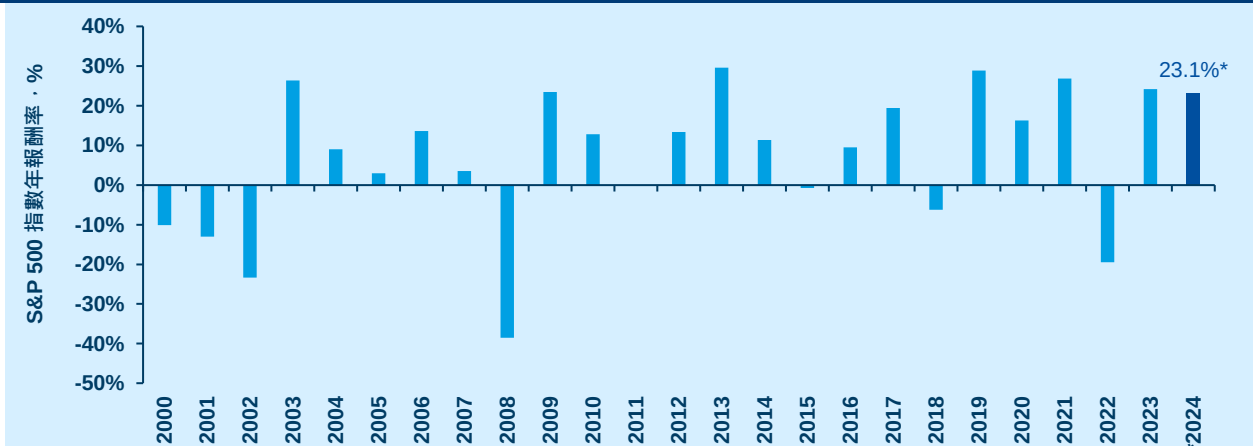


VINCENT MORTIER
集團投資長



MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管

美國股票：2024 年表現強勁，2025 年的表現取決於政策組合與其經濟成長效應



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，*2024 年數據係指年初至今(截至 2024 年 12 月 18 日)資料，非 2024 年完整年度資料。

我們認為，市場流動性充裕、信用條件穩健，同時獲利環境合理。然而，礙於評價水位與盈餘修正風險等關鍵因素，我們並未大幅提高風險立場，而是保持微幅正向的觀點，概述如下：

- **時序邁入 2025 年之際，配置交叉資產、小幅承擔風險，同時規劃避險。**美國以及歐洲的經濟成長幅度合理，同時通膨也有放緩，屬於有利於風險資產的大環境。我們提升了對於美國股市的正向立場，對於歐洲股市轉持樂觀態度，同時對英國和日本也延續了小幅正向觀點。我們也繼續尋找新興市場債券的投資機會，特別是捷克、南非、印尼等市場。為了抵銷這種主動承擔風險的整體配置，我們仍維持正向的存續期傾向，從而針對經濟成長展望可能惡化的風險備妥避險。此外也增添了部分的股票避險，並保留黃金作為多元分散標的。
- **在各項資產類別裡，財政立場與貨幣政策相關的不確定變數，對於固定收益的影響力道將持續加深。**故此，我們針對美國與歐洲，維持了戰術性存續期策略，繼續尋找殖利率曲線預期趨於陡峭化的相關契機。英國方面，我們持正面態度，同時密切關注著近期較強勁的通膨與薪資成長數據；至於日本債券，則繼續謹慎看待。信用市場方面，我們持續偏好投資級券種，尤其是歐洲，畢竟當地的評價看似較具吸引力。反之，我們謹慎看待美國非投資級券種。
- **股票方面，多元佈局乃是主要的原則，畢竟集中度風險依然是最大隱憂。**就美國而言，我們繼續謹慎看待超大型股，並針對資本規模較小的公司而探尋投資機會，因為此類公司可能受惠於工業需求與經濟成長的回暖，並且評價水位尚未反映這種潛力。我們同時認為，漲勢將會擴及更多的美國價值股，景氣循環股亦可望受惠於經濟活動的回春。歐洲方面，我們偏好的是利率變動敏感程度低、資本緩衝充裕的銀行，而非對於降息更加敏感的銀行。
- **一旦美元匯價走強、地緣政治風險攀升，均可能在新興市場引發波動，惟其成長潛力強勁，此外各國央行均將審慎應對。**我們的目標在於由下而上探索抗跌題材，亦即債市與股市裡憑藉國內消費主題而展現韌性的資產。

考慮到可能影響市場信心的各種風險 (從盈餘修正到成長疲軟、超乎預期的通膨，以及地緣政治)，充分的避險實為重要措施，從而平衡股市相關的正向觀點。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔

在良性的整體成長環境中，我們對於風險的樂觀態度略為調增，不過仍傾向於優質資產，並且針對股票備妥避險，均衡風險立場。

相較於前個月的變動

- 多元資產：強化我們對於已開發市場股票的看法
- 多元資產：針對美國股票增持保障。

整體風險信心，反映了不同投資平台的風險資產 (信用債、股票、大宗商品) 質化觀點，並透過 2024 年 12 月 18 日舉行的全球投資委員會 (GIC) 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。

三大熱議課題

1

您對於歐洲央行的預期是否有所修正？原因是什麼？

我們已將歐洲央行的終端利率預期數字下調 50 個基點，達到 1.75%，研判將在 2025 年 7 月實現。這波修正乃是考量了下列的事實：i) 通膨降溫速度超乎歐洲央行的預期（整體 CPI 目前年增 2.2%，低於歐洲央行預期的 2.6%；核心 CPI 目前為 2.7%，低於預期的 2.9%）；ii) PMI 明顯遜於預期，而服務業活動亦有放緩；以及 iii) 財政政策不太可能在 2025 年裡追加更多振興方案。我們預期的主要風險，莫過於川普的調高關稅政見全面付諸行動。根據我們的估算，10-20% 的關稅稅率，料將促使全年經濟成長至少下降 0.2%，不過短期內的通膨影響效應並不大。在這樣的情境下，歐洲央行就有可能降息至中立水準以下。

對投資的影響

- 我們將 2025 年第二季的歐元兌美元預測值從 1.13 修正為 1.08 美元，將 2025 年第四季의 預測值從 1.16 修正為 1.11 美元。

2

您對聯準會 12 月降息有何看法？

12 月會議上，聯準會如預期降息 25 個基點，但整體基調仍偏鷹派。如今的聯準會預期，要到 2026 年才會實現通膨目標，並且提及現行政策利率相較於先前預期，顯然更為接近中立水準。聯準會固然沒有明確納入新政府上台之後的潛在政策變動，但其風險評估顯示，今後更加不確定的後續展望，已經獲得一併考量。利率料將更長期維持偏高水準，2025 年聯邦基金利率的中位數預期數字亦從 9 月的 3.4% 上調至 3.9%。

對投資的影響

- 考量新政府政策及相關影響的不確定變數，靈活彈性勢必成為美國國庫券曲線曝險的關鍵原則。

3

您如何看待美國可能分別針對不同國家徵收關稅的潛在影響？

一旦實施，美國關稅可能以不同的方式，衝擊各國情況。歐元區對於出口貿易的依賴程度較高，平均約佔 GDP 的 50%，只是不同國家的情況差異也不小。中國料將蒙受沉重打擊，為了抵銷美國關稅可能帶來的影響，近期舉行的經濟會議針對 2025 年研擬了促進經濟成長、出台刺激方案的基調，可能編列的額外財政支出亦以活絡國內消費為其主旨。相關細節可望在 3 月份的全國人民代表大會期間揭露。

對投資的影響

- 我們對中國股市的看法接近中立，然而鑑於情勢瞬息萬變，往後仍有可能改變觀點。信用債方面，我們看好投資級券種，而不是非投資級族群。

中國政府領導人理當採取務實的態度，因應美國可能徵收的高關稅，聚焦於擴增財政支出，藉此撐起民間消費，並設法解決房地產困境。

多元資產

繼續積極看待並建立適當保障

在美國經濟溫和成長、歐洲經濟復甦的大環境裡，2025 年全球展望可能依舊良好。通膨降溫可望支撐當地消費；然而，貨幣、財政、國際貿易政策，可能為前景蒙上陰影。舉例來說，現階段的聯準會更有可能採取更謹慎的降息態度，並對通膨保持戒慎警覺。川普的貿易政策也尚未真正明朗化，歐洲對此將有哪些反應，同樣無法確知。在此之前，我們認為投資人應考慮確立安全保障、規劃其他穩定佈局，同時亦應盡可能受惠於市場信心暢旺、評價水位誘人、美國景氣抗跌韌性的相關領域。

我們提升了對美國的立場，並轉而積極看待歐洲，從而強化對於已開發市場股票的看法。美國料將獲得經濟實力與新政府政策的支撐，同時也更能免於全球需求疲軟的連帶波及。歐洲的價值股投資機會頗具吸引力，同時貿易環境惡化的相關挑戰也已經大幅反映在價位上。我們仍然正面看待英國和日本，並對於評價具備吸引力的中國資產維持積極立場；近期的經濟會議，證實了該國決策當局解決國內問題的立場。

固定收益方面，我們繼續看好美國，從而針對經濟展望可能惡化的風險備妥避險。我們也正面看待核心歐洲以及英國存續期，同時偏好義大利政府公債與德國公債，至於日本債券，則抱持微幅的防禦態度。新興市場債券方面，我們維持正面立場，對於捷克、印尼和南非等一籃子精選國家債權的看法也轉為積極，同時認定仍須保持適當避險。相對於核心利率 (美國、歐洲)，捷克的風險溢酬似乎更具吸引力。我們正在監測美元匯價的各種可能阻力。信用債方面，歐洲投資級券種具備穩健的基本面。

外匯方面，我們持續看好美元兌瑞士法郎以及日圓兌瑞郎，瑞士法郎是 G10 當中最昂貴的幣別之一。考量歐洲央行的鴿派政策立場，我們對於歐元兌日圓與挪威克朗同時維持審慎態度。在各種景氣循環幣別當中，我們看好澳幣，這是考量其評價水準，以及出乎意料的中國上檔相關利多。最後，我們還持續樂觀看待印度盧比。

均衡投資立場的重要支柱之一，則是我們針對黃金與 (相對於美股的) 避險資產的觀點；

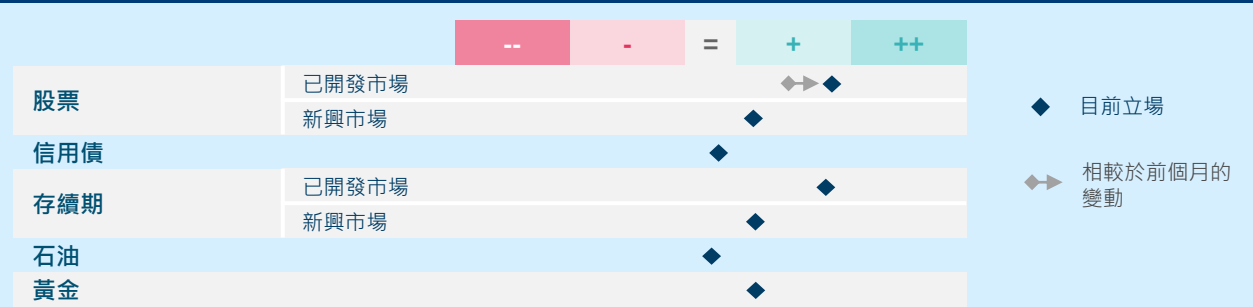
作者群

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

我們對於股票保持
微幅正向的態度，
偏好較為優質的佈局，
並繼續針對投資組合
持有保障部位。

鋒裕匯理跨資產信心



資料來源：鋒裕匯理資產管理。表格係根據 2024 年 12 月 18 日舉行的最近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。。

固定收益

政策環境不明，存續期部位仍應延續敏捷態度

川普的財政與外貿政策，可能會影響市場的通膨預期以及收益率波動程度，特別是在曲線的較長年期部位；這種局面回過頭來促使聯準會警惕看待自身的通膨目標現正面臨哪些風險。歐洲方面，歐盟針對美國政策的因應與反制，導致當地經濟成長的分歧局面（例如德國與西班牙之間的分歧）更加複雜化。因此我們認為，歐洲央行的任務恐怕沒有那麼輕鬆，畢竟經濟成長的表現也同樣令人放心不下。同時這當中也有利多，即通膨下降的速度可能超乎央行預期，有機會替實質所得帶來支撐。綜合前述各項分析，我們遂針對存續期部位保持靈活彈性的立場。除此之外，歐洲、美國、新興市場企業的公司債，也有收益契機值得探究。

全球與歐洲固定收益

- 整體而言，我們繼續戰術性佈局存續期，對於歐洲核心抱持了接近中立的看法，並且正向看待英國。日本方面，我們採取防禦守成立場，但仍高度關注天期落差，努力辨識出更具價值的區段。
- 針對歐洲投資級債的樂觀態度則是略為調增，相關領域潛藏著優質券種的特殊契機，特別是銀行業券種。
- 我們中立看待非投資級債，並監控流動性風險。至於B級券種等領域，則在收益與品質之間均衡兼顧。

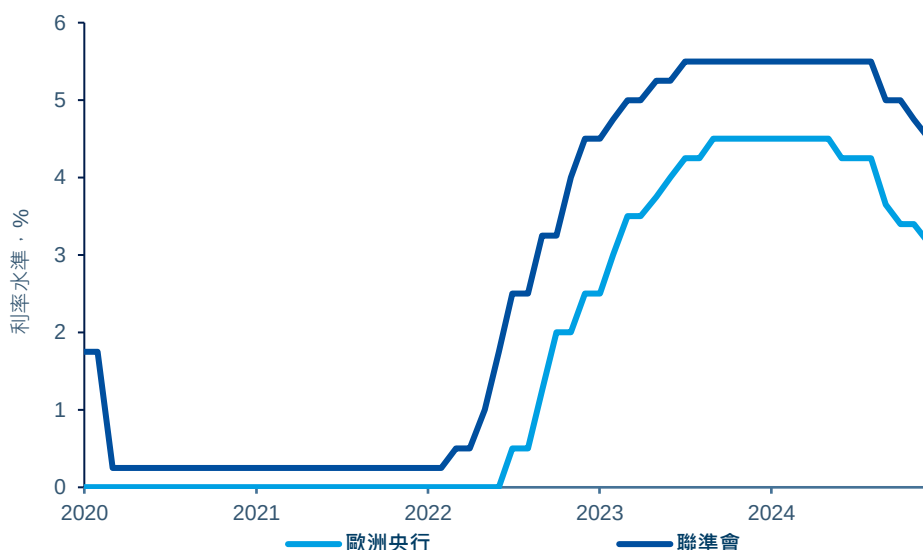
美國固定收益債

- 我們依舊戰術性佈局存續期，偏好曲線的中間區段。抗通膨國庫券 (TIPS) 對於長期投資人同樣頗具吸引力。
- 信用債方面，我們尋求信用利差較為顯著，或更能彌補流動性風險的幾個領域。我們看好優質、較短天期的債券，也偏好槓桿貸款更甚於非投資級債。
- 機構不動產抵押擔保證券，料將受惠於現行法規可望鬆綁的潛力。

新興市場債

- 新興市場經濟持續穩健成長，但美元走升以及各國可能面對更沉重美國關稅的隱憂，均可能構成阻力。
- 我們對當地幣別券種保持謹慎態度，青睞南非和拉丁美洲等國家。
- 公司債評價水位合理，我們認為非投資級領域裡亦有部分投資契機。
- 我們警惕看待油價發展，畢竟油價疲軟可能對於中東出口國帶來壓力；一旦油價下跌，可能出現某些評等調降現象。

各國央行日益體認今後展望難以確定



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 12 月 20 日。歐洲央行主要再融通操作公佈利率、聯邦資金目標利率 — 上限區間。

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

評價追逐利潤的長遠發展

過去幾個月，美國以及歐洲的順景氣循環漲勢，乃是景氣「不會衰退」論調的延伸。盱衡各個市場，只要企業獲利繼續符合預期，即屬正向情境。然而，這樣的情境也可能導致部分領域的投機與超漲，一旦發生前述現象，又不幸遭逢企業獲利面不如預期局面，就可能嚴重損及評價水準。歐洲方面，通膨的冷卻可能提高實質所得，最終提振消費；這樣的趨勢對於歐洲股市產生了微幅的正向效應，畢竟大部分的利空似乎都已經反映在價格之上。不過，我們採用了基本面導向的方法，試圖予以平衡應對，也就是優先考量美國、歐洲、日本、新興市場的資產負債表實力、訂價能力以及獲利能力，並且據此佈局。

歐洲股票

- 利率下降、通膨平息，為歐洲經濟復甦提供了支撐，不過評價水位所反映的，仍是較為疲軟的經濟情境。
- 就整體槓鈴型策略而言，我們偏好具有訂價能力的必需消費產業，以及醫療保健股，同時對於銀行族群，也看好利率變動敏感度較低之標的。
- 我們謹慎看待科技與工業股，此外長期電氣化主題相關的工業股亦有契機可圖。

美國與全球股票

- 由於場內的評價水位較為極端，我們所聚焦的個股，乃是可望受惠於工業需求與經濟活動攀升，價位較具魅力的特定資產。
- 除了傳統個股之外，我們偏好價值股、優質股以及防禦型股。
- 就產業而言，我們偏好原物料與大型銀行，相關資產屬於結構面贏家，有利的法規異動與減稅措施均有機會引進利多。

新興市場股票

- 我們樂觀看待新興經濟體股市，但也確實發現了各自分歧的跡象。
- 例如，中國最近的宣告，證實了該國的財政面仍有運作空間，只是官方有無意願予以充分運用，不無疑問。部分領域的價位縱使頗具吸引力，我們維持中立看法。
- 在中國以外，我們正面看待印尼、墨西哥、巴西，同時對於台灣及沙烏地阿拉伯抱持謹慎態度。

歐洲的企業獲利仍有餘裕等待評價迎頭趕上



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024 年 12 月 16 日。

作者群

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
全球新興市場主管

MARCO PIRODINI
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

- **美國股市**可謂升挫互見，部分大型股價格昂貴，但其他領域的水位則屬合理，還有機會受益於川普的政見與正向氣氛。我們認為，相關操作理當賦予充分的避險。
- **歐洲投資級**信用債出現了企業基本面穩健、評價合理、利差誘人的跡象。

股票與全球因素

各區域	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			◆			
相等權重					◆		價值股					◆	
歐洲	▲				◆		小型股					◆	
日本				◆			優質股				◆		
新興市場					◆		低波動率				◆		
中國				◆			動能				◆		
中國以外新興市場					◆		高股利				◆		
印度					◆								

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				◆			美國投資級債				◆		
歐元區核心				◆			美國非投資等級債		◆				
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				◆			日圓					◆	
新興市場公司債					◆		人民幣		◆				

資料來源：2024 年 12 月 18 日所舉行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。

▼ 較上個月降評
▲ 較上個月升評

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】