

2024 年 7 月

通膨趨勢、各國央行與地緣政治 驅動市場走向

最近幾週的情況顯示，除了各國央行的政策與通膨趨勢以外，國內政局以及國際情勢所受影響，同樣是金融市場和經濟發展方向的重要決定因素。市場方面，由於美國通膨的趨緩以及就業數據的景氣利多兩者相互矛盾，預期中的聯準會降息展望也持續變動。我們認為，通膨下降對於央行決策至關重要，市場的走向，料將由物價問題以及下列的各種主題共同推動：

- **經濟成長速率不一而足。**我們小幅上調今年的全球成長預測，主要反映的是新興市場的修正。但美國方面，就業市場顯示消費終將逐漸放緩，這也正是經濟活動的一大主力。歐洲方面，內需與實質收入，有機會撐起經濟活動。
- **美國境內反通膨延續。**最近美國核心服務的通膨走勢趨於緩和，令人振奮，但仍略為黏滯延續。我們則是將 2024 年和 2025 年整體 CPI 預測，分別上調至 3.3% 和 2.5%。稍早聯準會也上調了 2024 年個人消費支出的通膨預期。
- **各國央行政策步調各異。**歐洲銀行（歐洲央行、瑞士央行）已經開始降息；由於美國通膨持續下降，歐陸與聯準會分歧的這種情況，大概很難長期延續。此外我們認為，其他央行所做決策，不至於遠離聯準會政策。
- **先前，我們曾強調過地緣政治的重要性，**如今則輪到了保護主義（即貿易關稅）興起、政治不確定變數等主題即將上演。川普一旦當選總統，可能導致美國與歐盟關係惡化，並持續與中國敵對。



VINCENT MORTIER
集團投資長



MATTEO GERMANO
集團副投資長

美國消費一旦疲軟可能影響經濟



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 6 月 26 日。美國經濟意外指數若是低於 0，意味著經濟數據不如預期，高於 0 意味著超乎事前判斷。

在景氣循環的晚期階段，我們的主要投資信念歸納如下：

- **經濟展望相對穩健，但風險資產的部分領域裡評價偏高，致使我們對股市整體保持微幅的樂觀態度。**不過，我們略為調降了已開發市場股票的相關立場，並認為投資人應考量在部分領域建立保障部位。債券方面，我們看好美國存續期與核心歐洲券種，對於日本則是延續了謹慎的立場。公司債方面，我們偏好歐洲投資級券種。反觀其他區域，新興市場地區經濟穩定成長，故而當地債券提供了良好的利差。對我們來說，其他重要因素還包括了各國央行的政策與其通膨立場。相對強硬的澳洲儲備銀行，料將為澳幣兌新台幣提供支撐。不過，我們不再審慎看待英鎊兌歐元。
- **由於價格壓力減輕、降息預期抬頭，我們秉持了整體性積極主動的態度，確認了固定收益存續期的佈局立場。**美國方面，我們採取建設性態度，尤其是殖利率曲線的短天期部分。我們也看好機構債券和優質公司信用債，但也認為這種「利率更高、為時更久」的環境，評等偏低債券恐將面臨利息支出偏高的問題。歐洲方面，儘管目前對於存續期抱持中立觀點，但隨著歐洲央行的寬鬆路徑向前推進，我們正在評估未來轉趨樂觀的時機為何。反之，我們正向看待英國存續期，同時審慎看待日本，縱使這樣的立場正在接受評估。歐洲投資級債券的評價具吸引力，我們仍樂觀看待，至於非投資等級債券則維持負面看法。
- **股票：**對於人工智慧帶動股價上漲的許多美國企業而言，實際利益還需要一段時間才會實現。因此，我們謹慎看待評價偏高之大型科技股，偏好能創造永續盈餘成長的優質及價值型企業。歐洲方面，我們正在密切關注各家公司維持利潤率的能力。我們維持均衡的立場；樂觀看待必需消費族群與醫療保健業，但謹慎看待資訊科技業。
- **新興市場：**美國利率下降、原物料價格走強，以及新興市場經濟成長的前景，意味著全球的總體經濟環境，為利差和新興市場債提供了支撐。其他已開發市場的寬鬆週期，可能促使投資人尋求殖利率較高的資產。我們偏好強勢貨幣，更甚於當地貨幣。從國家角度來看，我們看好印度與墨西哥。股票方面，我們偏好成長展望強勁的國家，例如南韓、阿拉伯聯合大公國以及印尼。

經濟背景逐漸好轉，但此種改善也已大致反映在資產價格上。因此，我們對風險僅保持微幅正向的態度。

整體風險氛圍

風險規避



市場信心具支撐性，盈餘前景合理，但評價水位偏高，有鑑於此，我們維持風險立場不變。

風險承擔

相較於上個月的變動

- 跨資產：降低看好英國股市的程度，不再審慎看待英鎊兌歐元。
- 已開發市場股票可望享有部分保障

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6月19日舉辦之全球投資委員會（GIC）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。

三大熱議課題

1

您如何看待今年美國就業市場的演變？

就業市場浮現重新平衡的跡象，各種訊號優劣互見，有時甚至呈現相互矛盾的數據。最新的就業和時薪數據頗為抗跌持穩，但 5 月份的失業率升高至 4.0%，上一次達到這樣的偏高水準，是在 2022 年 1 月。我們認為，這樣的整體數據，呼應了就業市場逐漸疲軟但尚未快速惡化的情況。這意味著下半年消費成長可能更加明顯放緩，進而影響整體經濟成長。

對於投資的後果

- 股票：審慎看待美國經濟成長，積極看待相等權重、優質股和價值股。

2

您所預期的聯準會和歐洲央行政策，會是什麼樣子？

最近的就業市場小幅走強，致使聯準會沒辦法在 6 月份就降息。但我們認為，隨著通膨逐步下降，央行最終可望在今年降息兩次，總計降息 50 個基點。另一方面，歐洲央行先於聯準會，展開了降息週期，這也是近五年來首次的降息。市場人士更加堅信，服務業通膨和薪資成長壓力將逐漸消退，而我們預期今年央行將進一步降息三次。英國方面，英國央行可能從 8 月開始降息，2024 年總計降息四次。

對於投資的後果

- 存續期：小幅看好美國和英國存續期，接近中立看待核心歐洲。

3

您對近期美歐中關係有何看法？

無論 11 月美國大選結果如何，我們認為美中兩強將持續對峙。拜登也好，川普也罷，與中國的相互競爭立場依然未變。尤有甚者，鑑於川普對於國際關係 (包括與歐盟的關係) 的習慣性強硬對峙，歐盟將謹慎看待美方疏遠主要貿易夥伴中國的行徑。新一屆的歐盟執委會，面臨著如何平衡自身與美中關係的艱鉅任務。而在其他地區，印度全國民主聯盟連續第三次勝選並展開組閣；我們固然警覺看待財政政策和政府支出，該國經濟仍有機會穩健成長。

對於投資的後果

- 對中國股市接近中立看待
- 正面看待印度股票。

在價格壓力逐漸消退的環境下，歐洲央行等各國央行將持續調降政策利率，但具體時機則各不相同，端視各國/地區的各自動態而定。

MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管



多元資產

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

市場信心轉趨正向，但建立保障部位

在美國經濟展現抗跌韌性，盈餘相當強勁的情況下，市場持續積極看待風險資產。然而，我們發現，就業市場略顯疲軟，經濟的脆弱部分正面臨著偏高融資成本的風險，繼而轉化為微幅正向的風險資產環境。然而考量超額部位持續累積，通膨也可能再次波動，投資人不妨考慮在已開發市場股票的精選領域裡，建立一定程度的保障部位。

已開發市場股票方面，基於風險管理的理由，我們縮減了原本對於英國的正向態度。但我們認為，英國股市料將受惠於自身的防禦特質以及價值型傾向。由於美國企業盈餘穩健，歐洲經濟溫和成長，我們也維持正向看待美國和歐洲小型股。利率居高不下，隨著各國央行在政策寬鬆週期當中持續向前推進，股市有機會受惠，同時我們認為已開發市場可能提供些許保護。亞洲以及墨西哥個別企業的成長佳績，為新興市場的優勢提供了支撐。

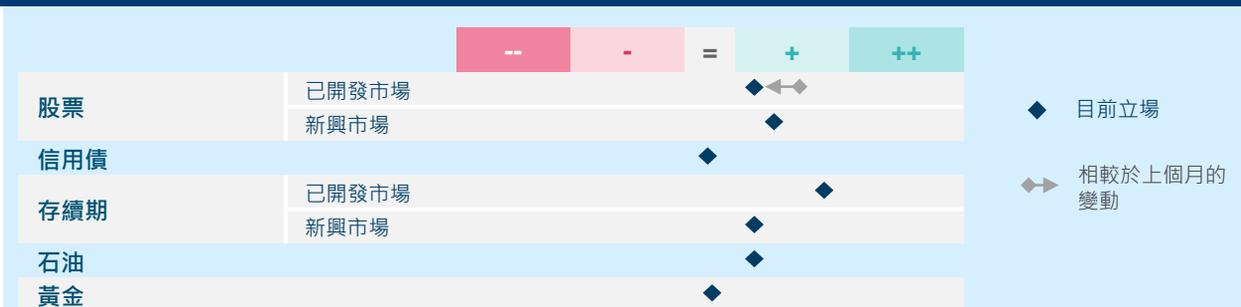
我們依然正面看待美國債券，以及美國和加拿大曲線走陡的情況。縱使通膨暫時高於聯準會目標，其走勢仍是持續下降，此外家庭消費亦屬疲軟，料將影響美國經濟成長。即使是歐洲，我們也樂觀看待。歐洲央行展開降息週期，並且延續這樣的路徑不變，期能於通膨降溫之際肌力經濟。義大利債券的殖利率亦具吸引力。然而，我們審慎看待日本，並對日本央行的任何鴿派融通跡象，保持戒慎態度。

歐洲投資級債券，呈現出強勁的基本面，以及穩健的利差。殖利率具吸引力的新興市場債券也是如此，已開發市場的降息可能性只會強化投資人對於殖利率的追求。考量到近期內美元的升值可能性，我們將慎選標的。

外匯方面，目前我們看好澳幣兌新台幣，前者可能獲得相對強硬的央行以及中國經濟成長予以支撐。巴西雷亞爾兌歐元以及印度盧比兌人民幣，也提供了良好的利差。已開發市場方面，歷經先前的走勢，目前我們不再審慎對待英鎊兌歐元。聯準會對於降息的耐心與從容，導致我們正面看待美元兌瑞典克朗、瑞士法郎。多元資產觀點的最後一節，聚焦於如何針對投資組合，探索合適的保障，也就是確保美國存續期以及美國英國持股部位享有保護。另一方面，石油仍是抵禦地緣政治緊張局勢的良好避險資產。

維持小幅正向看待風險資產之際，我們調降了自身的英國股市立場，並認為精選股票領域仍具避險潛力。

鋒裕匯理跨資產信心



資料來源：鋒裕匯理。表格根據 2024 年 6 月 19 日所舉辦最近一期全球投資委員會的觀點，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

各國央行的分歧可能不會持續太久

現階段的通膨數據放緩，顯示了年初的數據可能是反通膨現象的某種異常情況。這種現象確實壓低了殖利率，但聯準會仍保持耐心，似乎並不急著轉彎。決策過程裡，聯準會也可能一併考慮經濟活動趨緩、就業數據與薪資成長，這些都是影響著服務業通膨的重大因素。最終聯準會還是會降息，畢竟目前的利率水準對於經濟似乎太過縮限了。因此，對投資人而言，隨著央行（歐洲央行）跨步邁向寬鬆週期，從長期策略角度來看，政府公債具備良好價值。我們認為，基於整體性的積極主動態度，美國以及英國的存續期部位存在投資契機。為了獲得額外收益，部分已開發市場的優質公司信用債與新興市場優質債券，魅力值得關注。

全球與歐洲固定收益

- 在通膨放緩的情況下，英國債券看似具吸引力，而目前我們對於核心歐洲保持趨近中立的態度。我們認為，近期內我們對於歐洲的立場有可能改變。
- 我們審慎看待日本政府公債，但也正在檢視原有立場。
- 歐洲投資等級債券提供了良好的利差和品質，我們看好金融業和次順位債。同時我們審慎看待整體非投資等級債券，非景氣循環類別中BB級信用債也有一定價值可期

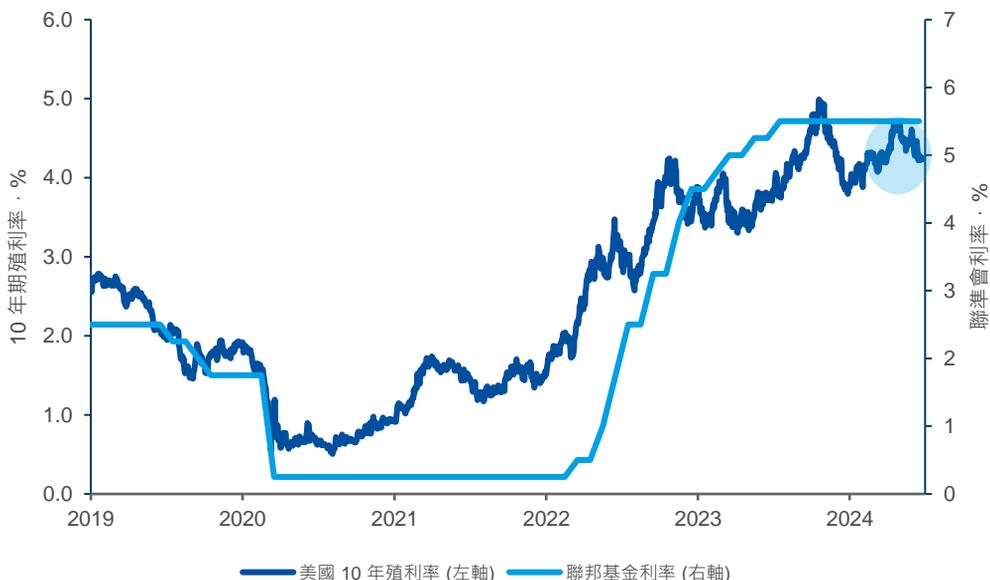
美國固定收益債

- 我們維持較長存續期的立場(曲線的短天期與中等期間區段)，乃是考量了殖利率走勢的支撐效應。
- 信用債方面，投資人可能考慮轉向優質標的，我們則看好投資級金融證券。若走勢進一步反彈，可能帶來新的契機，導致價位偏高的領域當中歷經選擇性的觀點變動。
- 相較於其他產業，機構不動產抵押貸款證券更具吸引力，也展現出較高流動性。

新興市場債券

- 總體經濟環境對於新興市場債頗有支撐。隨著聯準會降息，可能有利於新興市場當中的收益取向活動。
- 一般而言，我們偏好實質利率偏高的國家，並認為慎選券種十分重要。
- 舉例來說，我們看好印度，縱使選舉開票結果出乎意料，但該國的債券與貨幣的波動程度終究較低。
- 拉丁美洲方面，墨西哥的負債將因央行降息而受益。

聯準會暫時維持利率不變



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至2024年6月26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

選股：重視資產負債實力、訂價能力

美國市場近期達到歷史新高，各界對於人工智慧 (AI) 寄予厚望，期盼企業盈餘與總體經濟層面效益能被科技所提振。然而關鍵問題仍在於未來 5 至 10 年內，AI 能否真正提高整體的經濟效益。歐洲方面，隨著政治消息面穩定，部分股市止跌反彈。展望未來，我們認為市場已經大致反映潛在的生產力提升，以及經濟活動的抗跌韌性。因此，無論是美國還是全球，僅僅只是憑藉乘數擴張或利息利多，後續上漲的走勢很難獲得充分的動能。因此，我們聚焦於已開發市場和新興市場，尋找能夠維持盈餘成長的優質企業，同時針對其中的評價合理資產予以買進。

歐股	美股與全球股票	新興股市
<ul style="list-style-type: none"> 我們的觀點或可稱之為槓鈴式思維。 評價水準誘人、預期盈餘走勢有利的防禦抗跌股，吸引了我們的矚目。 我們也看好景氣循環股當中的資產負債體質強者，並曝險於能源轉型、電氣化趨勢等結構性主題。 在產業層面，我們正面看待消費必需族群以及醫療保健業，但對科技業採取更加審慎的立場。 	<ul style="list-style-type: none"> 我們的重心，仍是尋找資產負債表穩健、評價合理的類股領先者。我們偏好相等權重指數，而非科技股為主的市場。 我們正面看待金融以及銀行等其他產業，著眼於表現出眾的正向潛力，這類資產也不容易被捲入 AI 熱潮可能挾帶的超漲風險。 我們也看好優質原物料業、美國優質股以及價值股。 	<ul style="list-style-type: none"> 經濟成長強勁之際，新興市場股市環境頗為樂觀。此外，新興市場股票可望受惠於綠色轉型等各種的全球主題。 在內需與出口的支撐下，印尼 (金融)、南韓、印度等結構性成長題材，可望成就良好長期表現。 拉丁美洲方面，我們固然繼續正面看待巴西 (略遜於先前)，但也同步監控其財政風險。

未來展望確實有所改善，但持續上漲還需要更多實質內容妥予支撐



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024 年 6 月 25 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

投資觀點

鋒裕匯理資產類別觀點

本月焦點

- **歐洲股票**：鑑於成長展望相當強勁，以及預期中的降息在即，我們對歐洲和英國保持微幅正向的立場。英國仍是價格具吸引力的市場之一，其股利收益率偏高，且具有防禦傾向。

股票與全球因素

區域	相較於上個月的變動	--	-	=	+	++	全球因素	相較於上個月的變動	--	-	=	+	++
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				◆		
中國以外其他新興市場						◆	動能				◆		
印度						◆	高股利					◆	

固定收益與外匯

公債	相較於上個月的變動	--	-	=	+	++	信用債	相較於上個月的變動	--	-	=	+	++
美國				◆			美國投資等級				◆		
歐元區核心				◆			美國非投資等級			◆			
歐元區外圍國家				◆			歐洲投資等級						◆
英國					◆		歐洲非投資等級			◆			
日本			◆										
新興市場債券	相較於上個月的變動	--	-	=	+	++	外匯	相較於上個月的變動	--	-	=	+	++
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6月19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。

▼ 相較上個月降評
▲ 相較上個月升評

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】