

## 後週期循環正持續進展

美國經濟的抗跌持穩（反映消費活動與財富效應），加上今年獲利預期強勁，推動了近期的股市上漲與殖利率上升。當前最關鍵的問題在於，考慮到市場變化劇烈，這樣的趨勢究竟能不能延續下去，以及獲利預期是否可信？

在經濟方面，根據過往的強勁表現，我們預測美國經濟放緩程度不會太嚴重，從而延長景氣循環晚期環境。縱使如此，我們並不認為新的景氣循環已經開始，預期今年年中左右景氣將會減速，反通膨的現象也將延續。下面的幾個因素，乃是瞭解經濟和市場走向的關鍵：

- **美國勞動市場**。由於儲蓄增加、消費減少、勞動力市場疲軟（僱用大量勞動力的 SME\* 承受壓力），以及投資低迷，需求可能會放緩。
- **貨幣政策分歧，通膨成為焦點**。日本央行睽違 17 年首度升息，聯準會以及歐洲央行則在先行確認通膨未來走勢的前提下，試圖漸進降息。
- **美國大選與地緣政治**。隨著選情升溫，波動率可能上升，地緣政治與全球高負債風險，則有機會為黃金提供長期支撐。
- **新興市場 (EM) 的抗跌韌性**。我們小幅上調了新興市場的成长預測，主要是因為亞洲以及印度的內需與出口雙雙走強。不過，我們對於中國的成長預測維持不變。

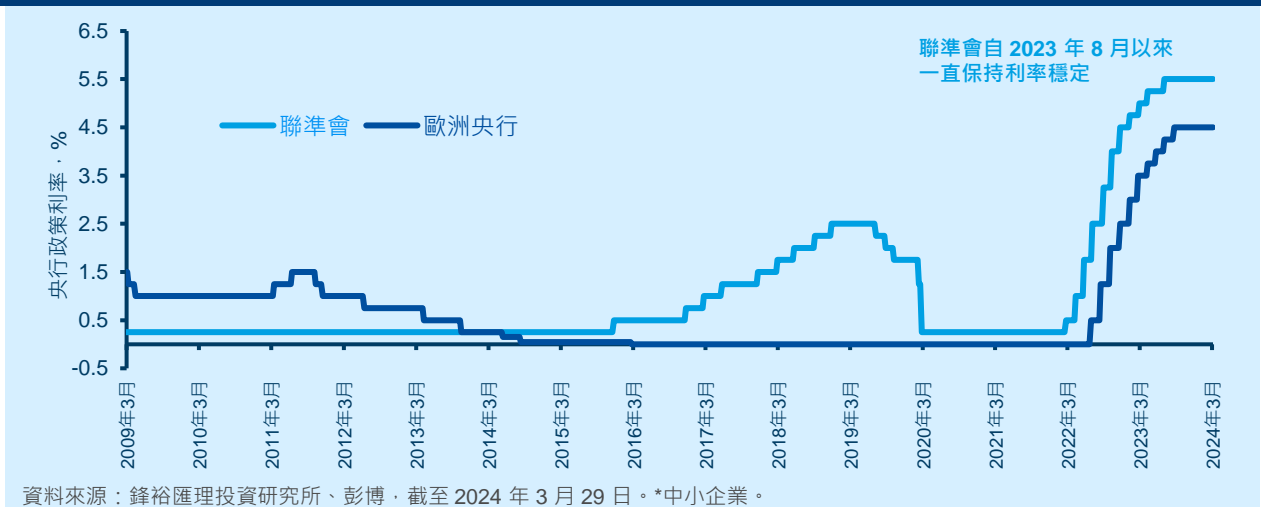


**VINCENT MORTIER**  
集團投資總監



**MATTEO GERMANO**  
集團投資副總監

### 通膨接近目標水準，聯準會與歐洲央行可能降息



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 3 月 29 日。\*中小企業。



在這樣的背景下，我們對精選領域的立場歸納如下：

- **交叉資產：**風險資產的價格已經反映了更理想的盈餘展望與成長前景，繼續受惠於積極的市場信心。在不承擔額外風險的情況下，我們維持正向的存續期立場。債券方面，我們對於義大利政府公債略偏樂觀，同時謹慎看待日本政府公債。股市方面，我們整體看好，略為積極看待日股，面對美股與歐股則抱持中立態度。新興市場方面，我們看好債券與股票（印度、印尼及南韓）。外匯方面，我們觀察到美元、巴西里爾及印度盧比有所走強，但也根據近期走勢微調觀點。整體而言，我們傾向採取多元分散立場，為當前環境下至關重要的地緣政治緊張局勢（石油）備妥充分保護。
- **固定收益方面，通膨變化將成為政策行動的主要驅動力，考慮這一點，我們對於美國與英國的存續期部位保持積極與樂觀。**歐洲方面，繼近期殖利率爬升，歐洲央行釋出鴿派訊息後，目前我們的立場接近中立，但對日本政府公債仍採取防禦姿態。公司債方面，投資級債券的基本面仍然強勁，不過低評等信用債（CCC）的違約率正在攀升，美國尤其嚴重，因此，品質的落差可能日益擴大。有鑑於此，我們聚焦於品質，同時發現部分的短天期信用債頗具吸引力。歐洲方面，我們更看好投資等級券種更甚於非投資級債券，並維持對優質（BB）或短天期券種的偏好。
- **美股市場氛圍過熱，適於採取相等權重策略。**我們探索防禦抗跌的特殊機會，而非特定傳統領域，從而維持均衡的立場。另一方面，就工業類股而言，部分精選的高品質材料股成為具吸引力的子類別。歐洲方面，我們偏好結合優質景氣循環股與防禦立場。當地的低迷經濟成長料將延續，促使我們上調必需消費股，對於科技股則是謹慎看待。整體而言，我們看好日本和美國的優質股與價值股。
- **對新興市場採取積極正面的結構性立場。**我們綜合了各國財政風險及外部弱點等因素，並結合由下而上的觀點，據此，樂觀看待印度、印尼、南韓和拉丁美洲（巴西、墨西哥）。新興市場債理當受惠於聯準會降息以及新興市場的持續反通縮現象，不過，仍須慎防地緣政治及特殊風險。

我們理解並同意  
風險資產趨勢  
強勁，但礙於  
估值水位偏高，  
就結構性角度而  
言，不宜轉向  
大幅調升  
風險水準。

## 整體風險氛圍

### 風險規避

### 風險承擔

經濟與市場信心優於預期，但對盈餘與估值疑慮猶存，指標略為右移，景氣循環晚期階段審慎佈局為上。

### 相較於前個月的變動

- 交叉資產：中立看待歐洲股市
- 固定收益：考量企業基本面以及技術面好轉，EU HY 小幅上調至中立。新興市場方面，小幅看好印度債券。

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（GIC）裡交流分享，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。

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。BTP = 義大利政府公債，JBG = 日本政府公債。其他詞彙定義，敬請參閱本文件最末頁。



## 三大熱議課題

# 1

### 您如何評估過去幾週股市的表現？

市場似乎認為，反通膨還會持續下去，而且幾可確定聯準會的政策勢將轉向。通膨固然持續穩定趨緩，但由於聯準會和歐洲央行仍然以數據作為憑據，因此降息的時機與幅度可能存在變數。除了聯準會動向之外，經濟活動與盈餘成績優於預期，顯示了基本面頗為良性，也提振了包括股票在內等風險資產。只要反通膨的現狀沒有遭遇嚴重質疑或挑戰，市場就可以繼續從中受益。

#### 對於投資的後果

- 從跨資產角度來看，我們對於股票、景氣循環性商品及通膨連動型資產抱持了略為樂觀的看法。

# 2

### 2023 年第 4 季美國、歐洲的主要盈餘走勢如何？

截至 3 月 8 日，約 99% 的 S&P 500 企業已公布截至 2023 年 12 月的新一季財報，本季美國市場表現非常強勁，其中又以通訊服務、非必需消費以及科技業為首，上述產業的盈餘成長遠強於預期，分別為 53%、37% 以及 24%(年增)。然而，歐洲的情況有所不同，截至所有公司公佈財報時，預計第四季將會呈現連續第三個季度的企業盈餘負成長。

#### 對於投資的後果

- 偏好美國優質股、價值股及相等權重市場
- 看好歐洲優質股及日本價值股

# 3

### 您如何看待日前中國召開全國人大會議的結果？

全國人民代表大會並沒有帶來什麼經濟成長方面的確切進展。我們認為今年 8.2% 的財政赤字目標高於 2023 年，雖然尚稱溫和擴張，但仍不足以重振需求。因此，縱使政府設定了 5% 的經濟成長目標，但我們仍堅持維持 3.9% 的目標不變，低於市場共識。通膨方面，消費疲軟意味著 CPI 通膨應保持在較低水準，而過剩的製造業產能可能會影響企業獲利。

#### 對於投資的後果

- 對中國股市接近中立看待
- 對中國政府公債持中立態度

即便經濟未見放緩，通膨亦未出現意外變化，市場情緒還是有機會保持樂觀。然而，過剩領域已經成形，凸顯了保持警覺的必要性。

**MONICA  
DEFEND**  
鋒裕匯理  
投資研究院主席





多元資產

# 在市場榮景當中貫徹紀律

市場信心針對風險資產提供了戰術性支撐，我們認為美國不至於出現獲利衰退，但在成長或獲利方面萬一稍有不如預期，還是可能衝擊到安於現狀的市場。同時，經濟成長方面只要沒有利空，就有機會意味著漲勢可望持續。因此，我們不會貿然涉險，而是保持謹慎態度，在盈餘成長更為顯著的亞洲審慎尋求機會。此外，投資人應維持避險部位以及多元分散立場。

我們對於已開發市場股票採取了近乎中立的立場，也瞭解全球各地的細微差別。例如，我們中立看待美國，並將歐洲調升至中立，主要是為了緩解風險，但對於日本則是略偏樂觀。新興市場方面，我們仍然積極看好印度、印尼以及南韓。其中，南韓由於盈餘表現好轉，公司治理有望提升，我們略為提高了正面看法。

由於殖利率誘人、未來降息可期、多元分散優勢，我們對美國與歐洲存續期懷抱了較樂觀態度。然而，考量到政府負債可觀以及未來通膨可能超乎預期，我們將保持積極且警覺的態度，因應殖利率進一步上升之際的良機。我們也樂觀看好義大利政府公債，理由在於核心歐洲殖利率可能走低。另一方面，日本央行最近終止負利率政策的舉動，證明了我們對日本政府公債前景的謹慎看法實屬合理。我們將持續監控日本央行的未來行動，以及經濟成長與通膨趨勢。

我們對於公司債品質及誘人估值的偏好維持不變，畢竟根據本公司看法，未來的差異將日益擴大。有鑑於此，我們偏好 EU IG。新興市場債券提供了誘人利差，且新興市場正呈現反通膨狀態。不過我們也承認，通膨的最後一里路恐怕無法平順無波，同時也認為利差壓縮的空間越來越有限。同時，近期的美元升值可能對於報酬產生輕度的影響，因此我們保持警覺。

策略上，我們看待美元兌瑞典克朗及美元兌瑞士法郎略為樂觀，但對日圓持謹慎態度。新興市場方面，我們看好巴西里爾，不過現在更傾向於針對兌歐元匯價表達這一觀點。對於印度盧比兌人民幣，由於表現強勁，其後我們調降了立場，但也認為這樣的匯價依舊可以提供良好的利差與基本面。

縱使美國通膨正在下降，我們也不能排除突然發生意外變化的可能性，凸顯了美國存續期的相關保障仍有必要繼續維持。此外，石油仍然是抵禦中東等地緣政治風險的理想避險工具。

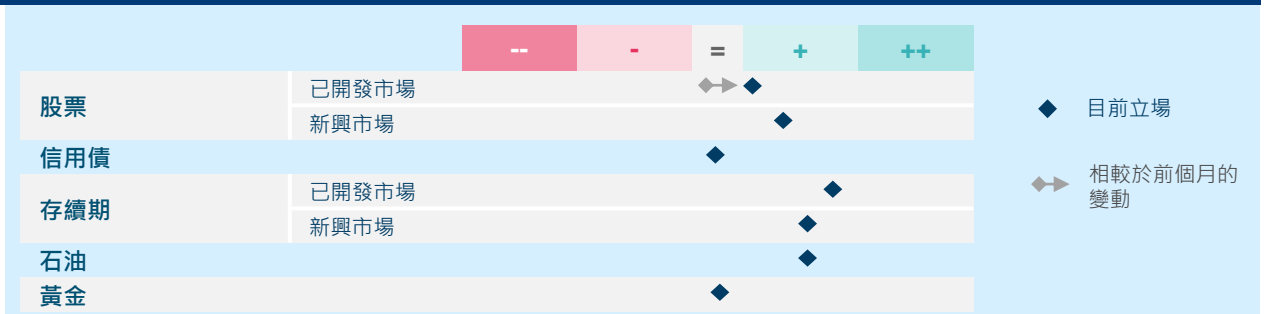
作者群

**FRANCESCO SANDRINI**  
多重資產策略主管

**JOHN O'TOOLE**  
多重資產投資方針主管

針對已開發市場股票以及(最近的)歐股，我們的態度皆轉趨中立，也避免增持評價昂貴的券種。

## 鋒裕匯理跨資產信心



資料來源：鋒裕匯理資產管理。表格根據全球投資委員會的最近期觀點，反映了 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。FX = 外匯、BTP = 義大利政府公債、BoJ = 日本央行、JGB = 日本政府公債、BoE = 英國央行、NIRP = 負利率政策、DM = 已開發市場、EM = 新興市場。其他詞彙定義與貨幣縮寫，敬請參閱最末頁。





固定收益

## 利差幅度誘人，但須兼顧信用券種的品質尋求均衡

關於中立利率是否已經上調的爭論仍在繼續，聯準會和歐洲央行事出的訊息，仍然聚焦於央行降息的前提之上，也就是通膨是否真的已經降溫。隨著核心殖利率走高，且圍繞經濟活動的正向氛圍持續存在，市場方面也調整了降息預期。樂觀情緒甚至連帶影響到公司債市場，然而，展望未來，我們不能忽視特殊信用債事件的風險，尤其是低評等券種。因此，我們對於面臨利息成本過重的較高負債企業抱持審慎態度，並保持高度自律。不過我們也樂觀看待已開發市場和新興市場債券的優質領域，相關利差堪稱穩健。

### 全球與歐洲固定收益

- 在歐洲央行轉趨相對鴿派立場之後，我們的歐洲存續期觀點回歸中立，並對英國保持樂觀。不過，我們對於日本還是保持謹慎。
- 信用債方面，相較於非銀行券種，我們更偏好銀行，理由在於景氣一旦減速，工業類券種受創更深；此外亦看好 IG 券種。
- 對於 HY 券種，我們則審慎看待。低評等信用債有可能因為經濟放緩而蒙受更大損失。不過，我們也看好部分精選的較短天期債務，其利差誘人且基本面相對強健。

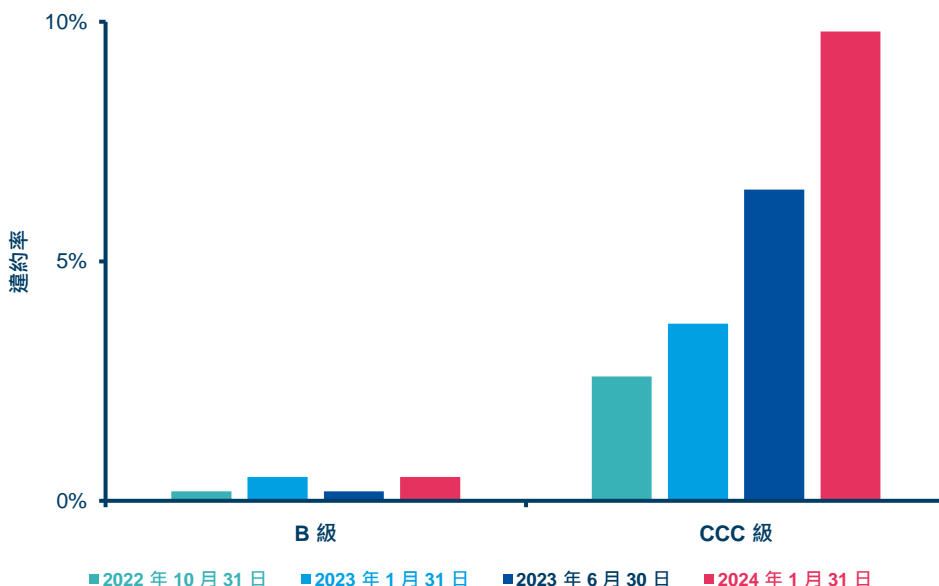
### 美國固定收益債

- 我們對於存續期保持略顯樂觀但靈活的態度，並持續監測通膨與利率波動。政府公債殖利率仍然誘人。
- 公司債方面，我們偏好 IG 更甚於 HY，青睞金融券種的程度也勝過非金融券種。一般而言，短天期信用債更具價值。
- 縱使證券化債券的利差最近有所壓縮，但仍然蘊含著長期價值。

### 新興市場債券

- 對於通膨正在放緩的特定地區，資產類別有機會受惠於聯準會今後降息效應的提振，我們繼續予以樂觀看待。
- 不過，區域內的情況各有不同，例如印度 (利差具吸引力、央行態度保守)、埃及 (與多邊機構達成協議) 以及阿根廷等。
- 我們看好強勢貨幣券種與公司債，同時考慮到利差與波動性受限的預期，我們也偏好非投資級別資產。

### 保持警覺：美國 CCC 級債券違約正在上升



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、Moody's Investor Service，截至 2024 年 3 月 26 日可取得之最新資料。12 個月滾動資料。

#### 作者群

**AMAURY D'ORSAY**  
固定收益主管

**YERLAN SYZDYKOV**  
全球新興市場主管

**MARCO PIRONDINI**  
美國投資長  
投資管理



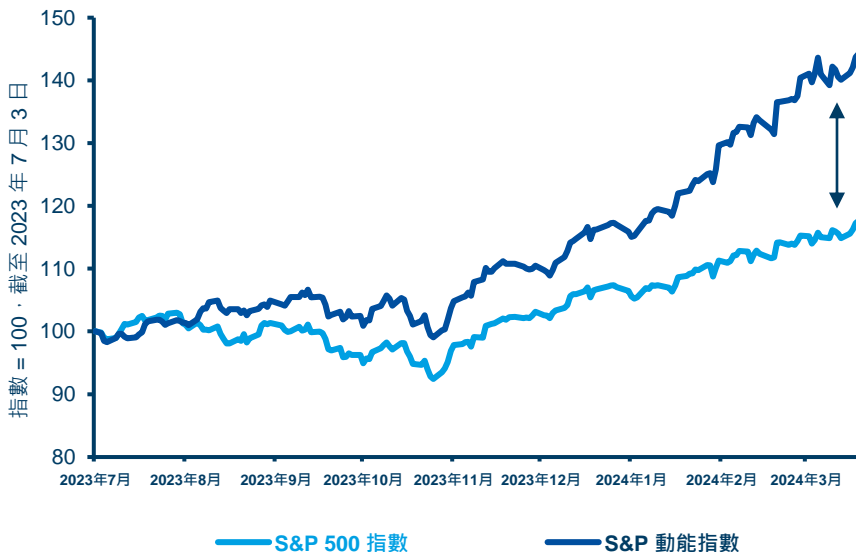
股票

# 基本面是市場變動頻仍期間的指南針

股價現正反映著經濟成長的樂觀前景，帶動今年股市大漲，最近漲勢更有所擴大。流動性充足及盈餘穩健進一步助長了上述趨勢，尤其是在美國。然而，進一步深入觀察，我們會發現各類別之間頗為分歧，大型股的盈餘向來優於市場的其他部分，在某些情況下導致了極端估值，縱使收益表現有所增加。因此，在高度分散的情況下，我們從更基本面的角度觀察機會，採取整體平衡的立場。就類別而言，我們偏好美國價值股、日本以及更廣泛的優質資產（高獲利、差異化產品等），以及股利資產，包括歐洲和新興市場。

歐股	美股與全球股票	新興股市
<ul style="list-style-type: none"> <li>我們認為，在這個市場裡，如何兼容優質景氣循環股與防禦守成立場，至關重要，格外重要的是，我們透過消費必需產業的佈局，調升了我們對於防禦抗跌族群的看法。</li> <li>另一方面，我們偏好銀行族群，理由在於相關資產股利偏高、盈餘亦有成長。然而我們對於非必需消費與科技股則抱持謹慎態度（只是程度略低於以往）。</li> <li>總體而言，鑑於目前的估值水位幾乎容不下任何的失望或利空，盈餘表現至關重要。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>漲勢正在擴大，然而我們並不認為現在是增加風險的理想時機。我們審慎看待大型股，看好價值股。</li> <li>為此本公司採取平衡策略，探索估值具吸引力的券種，偏好相等權重策略。另一方面，我們看好抗跌防禦資產，但更偏好特殊企業，而非直接透過傳統產業建構投資觀點。</li> <li>我們也看好優質的金融股與原物料類股。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>結構性機會遍布整個新興市場，例如亞洲（印尼、印度），但有必要精挑細選。</li> <li>就國家而言，我們看好南韓，理由在於股利優勢以及公司治理改善。中國方面，回購庫藏股的趨勢開始明朗化，不過我們的原有觀點尚無改變。</li> <li>巴西方面，我們保持警惕，慎防政府對企業領域的任何干預行動。</li> <li>此外我們也審慎看待台灣以及馬來西亞。</li> </ul>

## 動能強勁，但能持續多久？



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024年3月25日。

作者群

**BARRY GLAVIN**  
股票平台主管

**YERLAN SYZDYKOV**  
全球新興市場主任

**MARCO PIRONDINI**  
美國投資長  
投資管理



VIEWS

# 鋒裕匯理資產類別觀點

## 本月焦點

- **新興市場外匯**：從中期角度來看，我們正向看好新興市場外匯。近期，我們注意到秘魯、巴西、匈牙利等新興市場央行表現審慎，貨幣寬鬆政策步調溫和，同時維持本國貨幣的匯價強度。

## 股票與全球因素

區域	相較於 M-1 的變動	--	-	=	+	++	全球因素	相較於 M-1 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 M-1 的變動	--	-	=	+	++	信用債	相較於 M-1 的變動	--	-	=	+	++
美國					◆		US IG					◆	
歐元區核心				◆			US HY			◆			
歐元區外圍國家				◆			EU IG						◆
英國					◆		EU HY	▲			◆		
日本			◆										
新興市場債券	相較於 M-1 的變動	--	-	=	+	++	外匯	相較於 M-1 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：鋒裕匯理，2024年3月25日。相對於歐元投資人的觀點。涵蓋從 -/- 到 +/++ 間的觀點，各類別可能靠左或靠右對齊。= 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。外匯圖表顯示全球投資委員會的絕對外匯觀點。

▼ 較上月降評  
▲ 較上月升評



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

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

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】