

2024 年 9 月

## 重新核實原有預期的夏季市場

夏季的市場走勢提醒我們，評價偏高的情況下，企業盈餘或貨幣政策預期一旦失衡，或是經濟成長的恐慌突然升溫，都可能引發股市驟跌。受惠聯準會賣權 (Fed Put)，多數主要市場固然已經從 8 月初波動當中重新站穩腳跟，部分類別的訂價水位依然反映著過於完美的情境，不宜掉以輕心。這意味著企業獲利與政策行動將更受矚目，特別是在通膨降溫、經濟活動走疲、美國大選導致消息面雜訊增加的情況下。

- **美國軟著陸、不衰退的情境，最近獲得了印證。**就業市場放緩但非崩盤，同時固定投資疲軟，都顯示了經濟將會溫和減速。在英國，我們小幅上調了今年的成長預測，對於當地內需則是依然存疑。
- **美國以及歐洲的通膨降溫趨勢，已經得到確認。**由於單位人工成本與就業成本指數偏軟，我們下修了 2024 年第四季美國整體消費者物價通膨的預測值。勞動生產力的提高，也會增進通膨降溫趨勢。在歐洲，通膨消退的速度係與服務業通膨的發展相連動，而後者的偏高價格可能導致通膨黏滯延續。
- **各國央行政策分歧的階段，可能即將告一段落，但日銀例外。**我們預計聯準會可能會在今年剩餘時間內降息三次，此外接下來歐洲央行與英國央行也有可能分別降息三次。
- **中國現正面臨艱難的景氣復甦之路，**就業市場固然惡化，房市的支撐措施依舊為時短暫。企業獲利能力受到了消費者信心惡化所影響。



**VINCENT MORTIER**  
集團投資長



**MATTEO GERMANO**  
集團副投資長

### 美國：盈餘修正與經濟的疲軟，可能會反映在股價上



資料來源：Amundi 鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 8 月 31 日。美國的花旗盈餘修正指數 (Citigroup Earnings Revision Index)；指數若是低於 0，意味著分析師對於獲利展望較為悲觀看待。

短期內的市場可能持續區間整理，不會浮現明顯的方向性。然而，各種資產當中均有值得探索的價值領域：

- **交叉資產**：由於美國經濟溫和減速、歐洲經濟成長仍有脆弱環節，以及特定領域的評價水位偏高，今後的風險仍待審慎調整，但不需要直接縮減結構性曝險。因此，我們戰術性調降了對於美國、歐洲小型股與新興市場的立場。透過英國以及日本的相關佈局，針對股市整體保持微幅的樂觀立場。展望其他區域，縱使我們繼續樂觀看待新興市場債，美國大選引發的波動，還是有可能影響某些貨幣與地方債。美國國庫券以及歐洲債券殖利率的吸引力不減，但仍建議投資人考慮強化各項安全保障。地緣政治的緊張對峙，以及黃金的避險魅力，促使我們繼續正向看待黃金。
- **這個夏季的殖利率顯著起伏，必須針對存續期部位，採取靈活/積極操作的立場**。長期而言，我們正面看待美國國庫券，但戰術上微幅調降了相關立場。我們認為，目前殖利率曲線的短天期部位（2年期）價格昂貴，但中期區段仍具價值。對於核心歐洲資產，我們維持積極立場，但將英國資產的評等下調至中立。另一方面，美國證券化市場看似誘人，但我們決定慎選標的。我們偏好以汽車貸款為抵押品的ABS，並認為聯準會的溫和立場可為機構 MBS 利差提供支撐效應。公司債提供了某些契機，而我們則是偏好美國以及歐洲的投資級債券更甚於非投資券種。
- **維持均衡的立場，同時因應市場的異常現象**。8月初的市場承壓，為美國大型股以外的漲勢，提供了一股助力。我們認為，隨著前述類別以外的投資獲利迎頭趕上，漲勢可能持續擴大，但未必會呈線型走勢。因此，我們對昂貴的個股、美國成長股與大型股，維持審慎態度。相較之下，我們偏好相等權重方法以及美國價值股。在評價低廉的歐洲，我們維持均衡的立場，正面看待景氣循環股以及抗跌股。
- **新興市場的成長依然根基紮實**，但在美國大選逼近之際，短期內仍有可能因為保護主義效應而承壓。中國方面，政府固然採取小規模政策提振不動產市場，我們仍然保持警覺。反之，我們看好印尼、印度以及巴西等市場的股票。新興市場債的利差穩健，但我們慎選標的，同時監測當地貨幣券種的可能阻力。

在各國央行接連降息、美國經濟衰退的風險偏低的情況之下，我們對於風險資產，抱持了高度自律、溫和正向的觀點。

## 整體風險氛圍

### 風險規避

### 風險承擔



採取溫和的承擔風險立場，進行戰術性調整，謹慎看待過當領域。

### 相較於前個月的變動

- **跨資產**：戰術性中立看待美國、歐洲小型股與新興市場股票。
- **固定收益**：對於美國以及英國存續期的看好程度降低，整體靈活應變的投資方法轉而更趨近中立。

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 **2024 年 8 月 30 日** 舉辦之全球投資委員會 (GIC) 裡交流分享，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。

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

### 今年內的央行政策演變，您是如何看待的？

稍早我們有提過，各國央行的政策存在暫時分歧的現象；如今我們發現，各自為政的情況即將結束。我們研判，聯準會在今年內可能會降息 3 次 (每次 25 個基點)；至於歐洲央行與英國央行，除了先前已生效的降息之外，後續可望分別再降息 3 次。根據市場價位所反映的預期，聯準會的降息次數可能略多於四次，但我們認為這樣的判斷過度寬鬆，萬一「最後一里路」的通膨數據再度呈現黏滯延續的物價增幅，如此判斷就站不住腳。歐元區的薪資成長與通膨降溫，可望撐起歐洲央行的寬鬆政策。另一方面，日本央行的情況則是例外；做出進一步決定之前，可能會綜合考量薪資增幅、通膨、金融市場穩定程度等因素。我們推測，日銀今年內大概不會升息，但也確實預期他們有可能在 2025 年第二季裡升息。

#### 央行利率預測

- 年終預測：聯準會 (上限) 4.75%、歐洲央行 (存款工具利率) 3.00%、日本央行 0.25%。

2

### 您如何看待美國的經濟以及就業市場？

關於美國的經濟活動，論點紛紜。經歷夏季，我們的看法依然未調整，仍然認為現階段不太可能出現經濟衰退。然而，隨著勞動市場持續疲軟，我們確實發現了景氣溫和減速的現象集中發生在下半年度。如欲評估美國的消費活動以及經濟成長，勞動市場堪稱關鍵變數。現階段，我們認為意義特別重要的永久裁員數據業已獲得控制。總體而言，我們對於 2024 年實質 GDP 成長率的預測值維持不變，即年增率 2.5%。通膨方面，持續下修的趨勢料將較為長期延續。

#### 投資相關的影響

- 幾近中立看待美國股市。
- 歐元兌美元：2025 年第 2 季 1.15。

3

### 您認為金價能否維持年初迄今的上升軌跡？

美元疲軟、地緣政治緊對峙，以及聯準會立場轉向的預期心態，都提振了金價。此外，長期來看，慷慨的公共支出與政府債務的急速膨脹，可能對於法定貨幣造成壓力，從而提高黃金的保值資產魅力。因此，我們繼續看好這種貴金屬。對於銅礦，經濟活動對於景氣循環性原物料的影響，更甚於聯準會立場的轉向。不過，全球景氣成長的減速，以及中國市場需求的諸多變數，似乎已反映在銅礦等大宗商品的價格之上。故此，我們延續了略為積極的立場。

#### 投資相關的影響

- 12 個月目標：銅價 10,000 美元/噸；金價小幅上調至 2,700 美元/盎司。

聯準會似乎不擔心通膨，而是更專注於防範勞動市場惡化，這點促使我們將今年的降息預期從兩次提高為三次。

**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

## 市場波濤之際，重訂風險對策

隨著通膨持續下降，市場轉而關注經濟成長。這樣的轉變，主要反映了消費的疲軟，目前已擴及經濟體系的更廣泛領域。歐元區方面，投資主題聚焦於時快時慢的景氣復甦之路，各國間的差異依舊存在。此外，財政政策也有可能拖累中期的經濟成長。綜合觀之，必須採取更審慎的立場，並且戰術性、漸進式調降風險，而非直接進行結構性的減持。整體而言，我們小幅看好風險資產，並維持多元分散佈局。

由於經濟成長環境充滿不確定變數，客觀上又需要盡量降低特殊性風險，我們在 8 月初波動率飆升之後，主要透過美國、歐洲小型股以及一籃子新興市場個股，下調原有股票觀點，同時審慎看待短期內回檔的可能性。我們還透過英國與日本的資產，對於已開發市場保持微幅正向立場。前者的評價水位頗具吸引力，股利相關的潛力強勁，此外還可望受惠於英國央行的政策寬鬆化。長期而言，稍早經歷劇烈波動的日本，提供了多元佈局的效益。

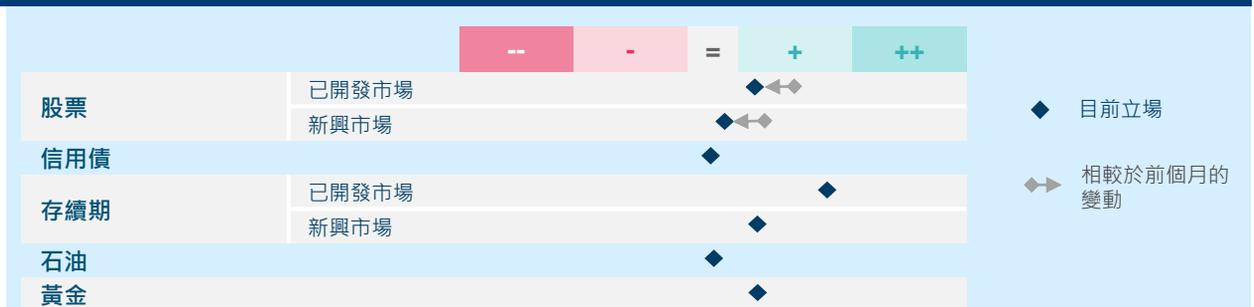
通膨降溫，料將促使聯準會與歐洲央行降息，如此一來我也能據此維持我們對於美國與核心歐洲存續期部位的正向看法。歷經近期的殖利率動態，我們保持警覺，謹防潛在的財政風險。我們也樂觀看好義大利政府公債，畢竟相關資產有機會受惠於核心歐洲殖利率走低。亞洲方面，我們繼續謹慎看待日本債券，理由在於日本央行寬鬆化立場退縮後，殖利率料將上升。

歐洲投資級公司債的基本面穩健、需求強勁，同時殖利率具吸引力，促使我們對於相關券種保持積極正向觀感。我們看好新興市場債券的利差，但對於當地債券的外匯部分轉趨審慎。地緣政治的風險，以及聯準會「偏高利率維持更久」的觀點，可能會負面影響某幾種幣別。然而，在我們看來，巴西的總經環境有利，故而巴西雷亞爾兌歐元仍具價值，至於印度盧比兌人民幣則因其利差與穩定態勢而浮現投資價值。短期內的美元兌瑞典克朗、瑞士法郎，料將表現良好，畢竟後者的央行已經啟動貨幣寬鬆週期。

最後，由於需求強勁，黃金得以維持其魅力，即足以抗衡地緣政治壓力的特質。投資人亦可考慮針對美國存續期擴增避險部位，並且續持持股保障措施，防範殖利率上升。

夏季浮現的波動，促使我們正視風險管理，下調原有的股票觀點，靜待經濟走向進一步明朗化。

### 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 2024 年 8 月 30 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。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

## 這個階段裡，存續期部位的靈活彈性，至關重要

聯準會主席鮑爾重申，暫不降息的主因在政策的重心，由逐漸取得降溫進展的通膨，轉向就業市場以及經濟成長。就業市場固然出現了放緩的跡象，可能促使聯準會降息，但市場現況已經大致反映貨幣寬鬆政策的效應。在歐洲，通膨下降的大勢所趨相當類似，不過服務業物價等部分環節的增幅仍呈黏滯延續。有鑑於此，央行的寬鬆程度，實際上取決於總經數據。我們認為投資人必須採取敏捷靈活的存續期策略，一併考量市場走勢，且應繼續持有較長期的投資信心部位。信用債方面，已開發市場與新興市場之優質標的，可望受惠於較高利差。

### 全球與歐洲固定收益

- 夏季之前，我們轉而積極看待存續期部位。縱使殖利率下降，但我們認為存續期仍具吸引力，並且呈現了跨區域的分歧現象。
- 我們正面看待核心歐洲，但戰術上對於英國資產轉趨中立，並且提防經濟成長湧現意外。對於美國資產，維持殖利率曲線趨陡的觀點。
- 信用債利差固然具吸引力，但我們看好歐洲金融產業券種，偏好投資級債勝過非投資級券種。

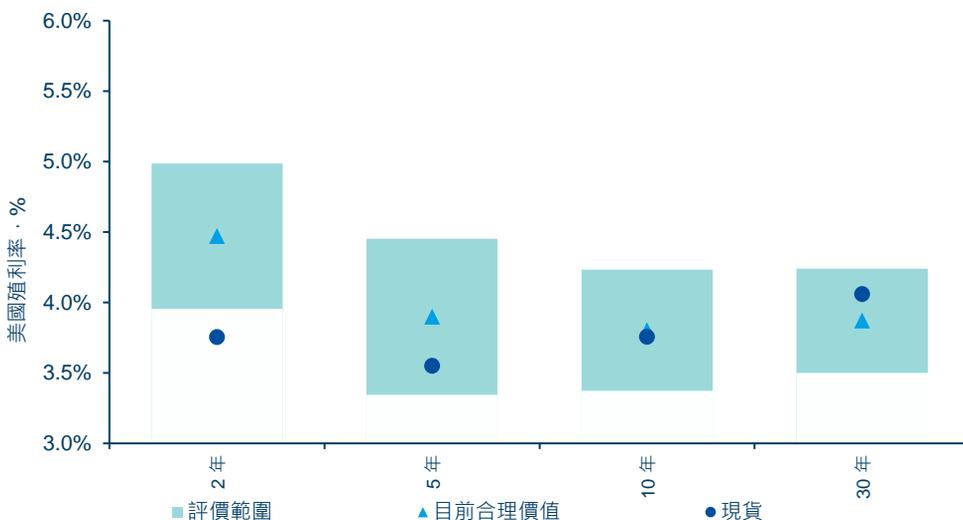
### 美國固定收益債

- 面對美國國庫券，我們保持積極主動、略為樂觀的態度，同時戰術性調降原有立場，藉此反映部分曲線區段的價位偏高狀態。尤有甚者，曲線的中間區段，提供了強勁的風險/報酬概況。
- 信用債方面，我們繼續偏好優質資產，也在部分價格錯置的新發行券種領域洞悉了某些契機。
- 證券化市場當中，部分機構不動產抵押擔保證券以及汽車產業資產抵押券種，煥發投資魅力。

### 新興市場債

- 聯準會政策、美元匯價、美國大選，都是影響新興市場債券的重要全球性因素，我們予以密切監測。我們固然認為聯準會的寬鬆政策有利於相關資產類別，但考量特定國家之獨有風險，標的理當慎選。
- 拉丁美洲方面，我們看好巴西與秘魯；在南非，通膨的放緩屬於正面影響。
- 對於其他市場，我們略為調降了對於土耳其（通膨）的正面看法，一旦達到更具吸引力的水準，則會隨之調升原有立場。

### 目前，美國殖利率曲線的較短天期部位，價格昂貴



資料來源：Amundi 鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至 2024 年 9 月 4 日。灰色欄位反映了殖利率合理價值的上下限區間。若現貨價值低於下限區間，即意味債券價格昂貴，反之亦然。根據當前公允價值以及過往合理價值與現貨價值的標準差，計算估價區間的上限及下限。

#### 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

# 動見觀瞻基本面，因應市場異常現象

8月的動盪始於部分美國科技公司獲利意外下滑，隨後因為總體經濟數據疲軟而加劇。先前我們已經數次重申，企業的AI相關投資能不能迅速轉化為永續的獲利成長動能，目前看起來尚未明朗化。如今市場似乎也在質疑這一點，畢竟部分領域的評價水位以及疲軟的總體經濟動態，仍然不無隱憂。縱使是潛力持續增溫的歐元區，經濟復甦之路也可能遭到拖累，且須取決於出口貿易保現。在這樣的環境裡，獲利數字與資產負債體質之類的基本面指標，至關重要。我們認為，投資人應把握市場錯置時機，優先關注美國的相等權重、價值股、新興市場等資產領域。

## 歐股

- 善用市場趨勢之際，我們延續了槓鈴式觀點，主要透過低價的抗跌類股以及優質景氣循環股，實現這樣的對策。
- 我們正向看待必需消費類股以及醫療保健類股，對於科技股則持謹慎態度。近期的回檔，有機會在科技顧問領域造就出機會。
- 近期的盈餘表現強勁，但對於奢侈精品等出口導向產業而言，中國市場的疲軟日益顯著。

## 美股與全球股票

- 市值加權指數與整體股市之間的評價落差相當可觀。我們認為，若是出現流動性恐慌，領先市場的個股恐將遭受更大損失。
- 整體股市的EPS成長可能有所改善，且有機會支撐大型股/AI概念領域以外的漲勢再擴大。
- 我們維持均衡的立場，正面看待金融(大型銀行)以及原物料，同時也透過特定投資主張，積極看待抗跌防禦類股。

## 新興股市

- 經濟成長依然強勁，獲利復甦步入正軌。不過，美國大選(賀錦麗與川普角逐白宮寶座)的影響，以及貿易壁壘等方面的討論，可能引進某些波動。
- 在拉丁美洲，由於巴西的評價水位具吸引力，我們上調原有立場，同時樂觀看待墨西哥。
- 印度以及印尼，同樣展現了強勁的長期潛力。另外我們還看好南韓，只是同步調降了我們對於部分銀行的看法。

### 本季裡美國大型股以外漲勢擴大



資料來源：Amundi 鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024年8月30日。美國市場指數的比率。

### 作者群

**BARRY GLAVIN**  
股票平台主管

**YERLAN SYZDYKOV**  
全球新興市場主管

**MARCO PIRODINI**  
美國投資長  
投資管理

VIEWS

# 鋒裕匯理資產類別觀點

## 本月焦點

- **美元兌日圓**：近期的日圓融資套利交易減少，反映出日本央行的較為強硬政策態度，以及經濟衰退的相關隱憂。我們將美元兌日圓的 12 個月目標，從 140 微調至 135。除非全球經濟成長放緩，或日本央行採取更明顯的升息週期，否則不會進一步調整日圓

## 股票與全球因素

各區域	相較於前個月的變動	--					-					=					+					++				
美國																										
歐洲																										
日本																										
新興市場																										
中國																										
中國以外新興市場																										
印度																										

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																										
動能																										
高股利																										

## 固定收益與外匯

公債	相較於前個月的變動	--					-					=					+					++				
美國	▼																									
歐元區核心																										
歐元區外圍國家																										
英國	▼																									
日本																										

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																										

新興市場債	相較於前個月的變動	--					-					=					+					++				
中國公債																										
印度公債																										
新興市場強勢貨幣債																										
新興市場當地貨幣債																										
新興市場公司債																										

外匯	相較於前個月的變動	--					-					=					+					++				
美元																										
歐元																										
英鎊																										
日圓																										
人民幣																										

資料來源：2024 年 8 月 30 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。

▼ 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】