

2024 年 10 月

聯準會降息提振市場，為時多久仍待觀察

在美國勞動市場趨緩，以及期待聯準會順利引導經濟軟著陸之間，資本市場的看法顯得搖擺不定。最新的政策行動有機會激勵消費以及投資，市場因此樂觀看待。至於另一種論調則認定，若沒有經濟方面的隱憂，聯準會也不至於大幅降息。在我們看來，真相介於兩者之間，同時結合兩種看法當可掌握最可能發生的情況，此外情勢也取決於：

- **美國經濟微幅減速的實際走向，以及歐元區的向下修正幅度。**我們維持了原有看法，美國經濟只會溫和減速。勞動市場、消費模式和儲蓄率，仍是監測經濟放緩程度的關鍵所在。歐元區方面，我們將 2025 年實質 GDP 成長預測值從 1.2% 下調至 1.0%，這主要是考量國內需求疲軟。
- **聯準會傾向於進一步降息，故而可望提高歐洲央行和英國央行調降政策利率的餘裕。**聯準會降息幅度擴大，意味著終端利率降低，從而針對歐洲央行和英國央行產生漣漪效應。
- **美國 (目前) 似乎不怎麼擔心財政赤字問題。**賀錦麗與川普的政治傾向固然有所不同，但似乎都不擔心赤字偏高的問題。歐洲的情況恰恰相反，多年來形成了自身與美國之間的投資及生產力差距。
- **中國政府的貨幣振興方案，無疑提振了市場信心。**貨幣寬鬆和住宅政策變動，顯示了該國將再度設法支援經濟發展，不過我們仍在等待財政振興方案公告更明確細則。

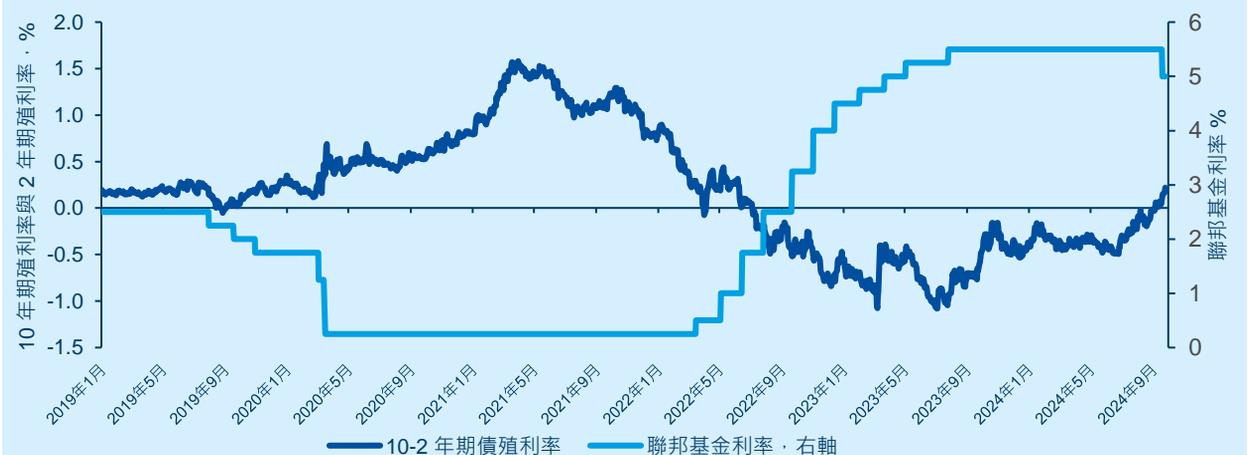


VINCENT MORTIER
集團投資長



MONICA DEFEND
鋒裕匯理
投資研究所主管

聯準會降息再加上高額財政赤字，支撐美國曲線轉趨陡峭



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024年9月25日資料。10-2年券種殖利率高於0意味著殖利率曲線陡峭。

展望未來，我們採取溫和正向的風險立場，畢竟景氣不太可能陷入衰退，況且通膨持續降溫，帶動各國央行的寬鬆週期進度持續向前。然而，光是憑藉貨幣寬鬆，無法持續提振市場。降息過後也需要時間，相關助力才逐漸傳導致更廣泛的經濟領域。我們必須透過經濟成長利多、強勁的企業獲利和投資，提高生產力，從而實現較長期的市場表現。具體而言，我們看好下列領域的投資契機：

- **交叉資產**：我們積極看待存續期，並探索殖利率曲線的全球分歧走向。在繼續看好美國以及歐洲（較諸過往略為遜色）的同時，我們轉而樂觀看待英國。總體而言，已開發市場殖利率曲線將會持續走陡，但在短期內仍將呈現差異。新興市場債方面，殖利率固然散發吸引力，但美國關稅的相關雜訊可能影響到評價水準較為緊俏的券種。目前我們正尋求股市的進場點，並持續小幅看好英國以及日本。適逢地緣政治高度不確定期間，尤其是各國央行降息之際，黃金提供了抗跌韌性。
- **戰略性積極看待政府公債，正面看待信用利差**。長期來看，美國國庫券的殖利率具吸引力，因此我們保持趨近中立的態度。由於美歐各國央行實現利率正常化的速度不一，因此積極主動的投資態度，在此刻至關重要。綜觀通膨壓力逐漸消退以及成長疑慮持續存在的背景，我們上調英國存續期。美國信用債方面，我們偏好金融更勝過非金融類別；歐盟方面，我們看好金融和次順位債券，但審慎看待消費和零售類別。
- **首重股票的基本面/評價**。邁向經濟復甦的轉型歷程，理當助長市場表現。但在這之前，市場的方向性趨勢料將減弱，轉而更加取決於輪動趨勢及評價水位。我們靜待盈餘動能逐漸擴散至大型股以外的其他族群，並在美國維持均衡的立場，尋求優質的抗跌股與價值股，而非成長股。即使在歐洲，我們的目標也是透過優質景氣循環股以及抗跌防禦類股，保持平衡的立場。
- **全球政策的寬鬆化，撐起了新興市場的投資動機**。我們看好強勢貨幣債券，更建議慎選當地貨幣標的，目前正在尋求近期過度拋售的市場，故而具有吸引力。就國家而言，我們看好巴西、哥倫比亞與秘魯。股票方面，雖然亞洲提供了豐富的機會，我們仍將慎選標的。

我們希望能保持靈活彈性，畢竟一旦經濟成長意外下檔、通膨意外上檔，或是地緣政治風險惡化，可能迅速改變情況。

整體風險氛圍

風險規避



在景氣尚未衰退，各國央行處於寬鬆模式的環境中，我們依然略偏正面看待風險資產。

風險承擔

相較於上個月的變動

- 固定收益：對於日本存續期的看好程度降低，同時更加積極看待英國政府公債。
- 外匯：對於英鎊略為正面看待。

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 9 月 25 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。

三大熱議課題

1

9月聯準會大幅降息後，您的政策預期是否有所改變？

我們現在認為，聯準會今年裡將再放寬政策 50 個基點 (相較於先前預期為 75 個基點)，並在剩下的兩次會議裡，一次放寬一半的幅度。至於明年的預期，我們研判降息可能會比原先所料多出一次，終端利率預測值從 3.50% 調降至 3.0%，且可望於 2025 年 9 月以前實現。聯準會採取溫和立場，促使歐洲央行等其他央行更容易降息。至於歐洲央行，我們預期明年將進一步降息 25 個基點，終端利率料將於 4 月達到 2.25%。此外我們也將英國央行的終端利率調降 25 個基點，預期 2025 年底達到 3.50%。

投資相關的影響

- 存續期：接近中立看待美國，小幅看好核心歐洲，轉而積極看待英國。

2

您如何解釋日本央行與聯準會的分歧？

8 月日本核心 CPI 加速，目前我們預期明年核心 CPI 將持穩於 2% 左右，而不是先前所認為的溫和下降。日本央行表示，有意於經濟預測實現之後，進行升息。我們認為日本央行將監測薪資成長、後續數據以及外部市場的穩定程度，這些都是日銀行長植田和男在緊縮政策之前需要考慮的重要因素。因此，縱使我們認為日本央行將在 12 月和 2025 年 5 月分別升息 25 個基點，終端利率預測數字則未變動。

投資相關的影響

- 審慎看待日本政府公債。

3

中國的貨幣振興方案，對於經濟成長有什麼影響？

中國人民銀行實施了貨幣寬鬆以及流動性強化措施，不但下調政策利率，亦調降了銀行存準率 (銀行必須持有、作為準備金的資本)，此後民眾如欲購置第二戶住宅，也將變得更容易，這項對策似乎為市場注入了新的活力。相關措施令人樂見，並靜待財政措施進一步明朗化，或可解決中國經濟的槓桿偏高問題，還有機會鼓勵消費民眾擴大支出。為了持續提升經濟成長和市場表現，消費者信心與就業狀況的改善至關重要。

投資相關的影響

- 目前我們依然接近中立看待中國股市，並密切關注事態發展。

由於通膨獲得抑制的信心轉強，聯準會公布了利率的強勁前瞻指引，與先前保持警覺/遵照數據 (通膨) 做決策的態度，形成了鮮明對比。再加上經濟成長的相關擔憂，導致我們調降了終端利率預期。

多元資產

已開發市場殖利率曲線的投資契機

已開發國家的經濟成長趨於溫和，但不至於崩盤，且通膨率下滑，逐漸回歸各國央行目標，意味著央行的看跌期權已經到位。因此，我們小幅正向看待風險，旨在確保充分探索所有要素，從而全面提高長期報酬以及投資組合的抗跌體質（避險與存續期）。對於後者，我們分散配置於曲線各個區段，並積極調整立場，因應各地區的細微差別，兼顧殖利率的反向壓力（通膨率下滑、經濟成長、財政赤字）。

對於英國和日本等已開發市場股票的微幅正向看法，並未變動；面對美國和歐盟，則持中立看法。英國資產均衡兼顧了國內與國際的動態，股利水準也偏高。中東緊張局勢加劇之際，相關資產的能源產業曝險，可能提供某些支撐。亞洲方面，日本可望受惠於公司治理改善，同時也是多元佈局的一環。總體而言，我們積極探索其他已開發市場和新興市場，此係考量相關資產在評價水位、波動性、潛在報酬之間更加趨近理想平衡。

我們正面看待美國存續期以及核心歐洲，但略為調降了對於後者的看法，轉而看好英國。英國可望受惠於通膨放緩與財政自律，義大利政府公債也存在進一步上漲的空間。考量過去幾個月加拿大曲線的走勢，我們認為曲線進一步陡峭的餘裕頗為受限。但從中期來看，主要已開發市場（也就是美國）的殖利率曲線料將走陡。日本方面，日本央行的政策可能導致債券承受壓力。

公司信用債方面，歐盟投資級債券具吸引力，並呈現出強勁的基本面以及偏低的槓桿規模。此外，新興市場債相對於美國，仍維持著殖利率優勢，特別是以當地貨幣計價者。我們繼續看好新興市場債，但微幅下調這樣的看法。某些地區境內，緊繃的評價水準恐怕因為川普可能再度贏得美國大選（保護主義）而承受壓力。我們小幅看好美元，但保持警覺，因其可能受到聯準會降息的影響。澳幣訂價頗具吸引力，並可能受惠於中國經濟成長的改善動態。新興市場方面，我們偏好巴西雷亞爾兌歐元以及印度盧比兌人民幣。

黃金受益於聯準會的寬鬆政策，並且針對地緣政治對峙風險，持續提供強有力的保護。但為了進一步加強投資組合保障，必須尋求債券與股票的避險。

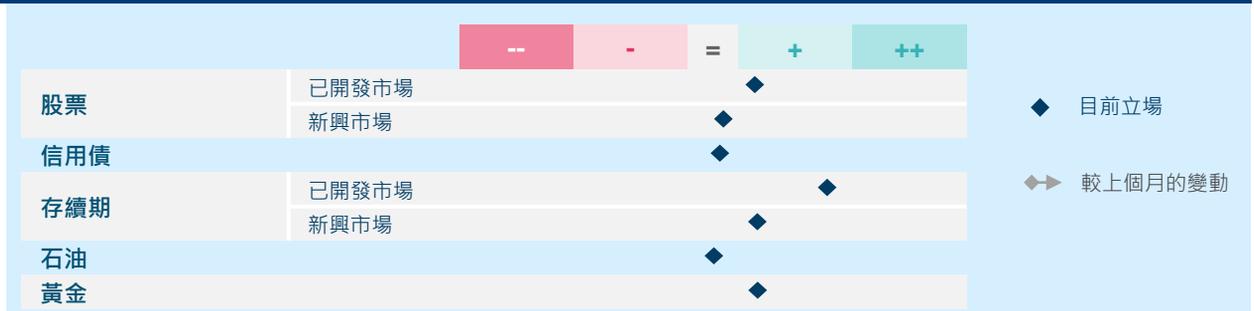
作者群

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

市場區間整理之際，
我們維持多元分散
佈局，同時尋求在
風險報酬對稱的領域
當中累積部位。

鋒裕匯理跨資產信心



資料來源：鋒裕匯理資產管理。表格根據 2024 年 9 月 25 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

利差幅度誘人，但側重優質標的

美國大選不僅在國內，亦在已開發國家的其他地區，再度引起了各界對於財政赤字以及債務的關注。因此，重點固然在於長期關注存續期部位，以及赤字如何為債券殖利率帶來上檔壓力，但投資人不應忽視近期市場動態。貨幣方面，我們發現歐洲央行、英國央行和聯準會的降息週期尚未停歇，伴隨而來的情境亦非衰退局面。這意味著信用債具備值得探索的價值，但隨著市場可能再次出現波動，差異化的理由相當充足。基本面穩健的優質企業，更能抵擋潛在的市場壓力。因此，無論是在美國、歐洲市場，還是在新興市場，努力兼顧利差需求以及品質、流動性，至關重要。

全球與歐洲固定收益

- 我們積極看待存續期，但各國之間仍存在差異，對於歐洲則維持小幅正面觀點。通膨趨緩之際，我們轉而看好英國，另一方面，由於日本央行表示升息宜早不宜遲，故而目前審慎看待日本。
- 降息的預期，以及強勁的企業基本面，讓我們得以透過歐盟金融證券，持續正向看待信用券種。
- 我們也看好精選非循環性券種。

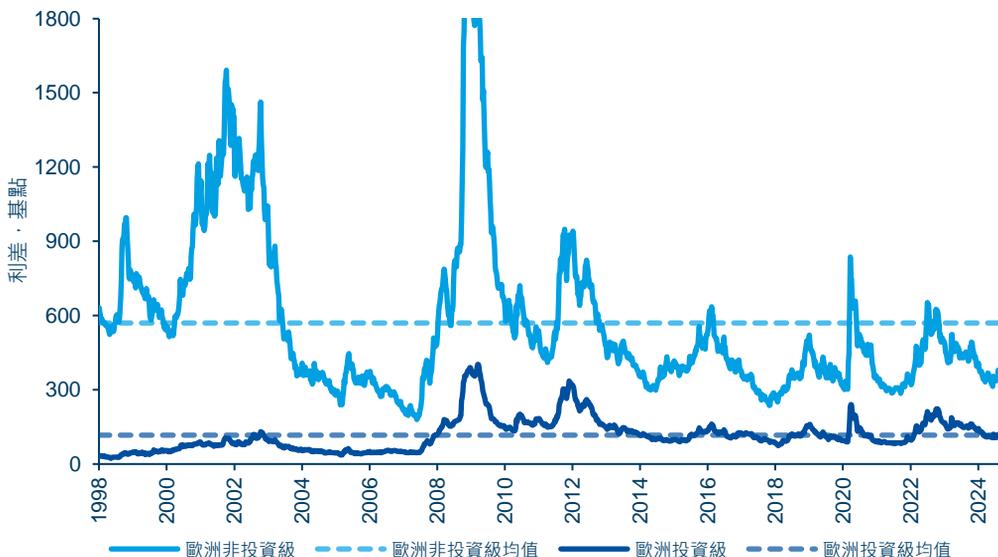
美國固定收益債

- 由於赤字支出活動延續，美國殖利率曲線的長天期部位仍然昂貴，中間區段則是頗具吸引力。
- 聯準會仍有機會為美國經濟帶來一帆風順的捷報，但我們仍須做好準備，繼續偏好優質信用債。具體而言，我們偏好金融證券更勝於非金融證券。
- 而在證券化債券領域，相較於其他優質利差型債券，機構抵押貸款擔保證券頗具吸引力。

新興市場債

- 美國通膨下滑以及聯準會降息，有利於這個資產類別，然而新興市場彼此分歧巨大、聯準會的相關波動，以及關稅恐將調升的討論，促使我們慎選標的。
- 值得注意的是，新興市場各國央行保有放寬貨幣政策的相關彈性。
- 當地貨幣方面，我們積極探索高利差債券，例如先前遭到超賣的墨西哥券種。拉丁美洲方面，我們偏好巴西與哥倫比亞。至於強勢貨幣，我們偏好非投資級債。

不同於非投資級債券，投資級債的利差仍接近長期平均值



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，截至2024年9月30日。ICE美銀美林指數。為了充分顯示現行利差，2008年金融危機期間的極端波動已予省略。

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

參與其中並優先考慮評價

美國的疲軟數據，合乎軟著陸的情境，不過市場並未反映出環境惡化的可能性。在經濟放緩的情況下，很難看到利潤率擴張，我們認為可能下調盈餘預測。另一方面，部分公司持續創造強勁的現金流，有助於回購庫藏股，繼而支撐市場，尤其是美國市場，提振了正向氛圍。然而，就中期而言，這樣的偏高評價卻無法構成永續報酬的堅實基礎。因此，我們探索盈餘假設、訂價能力、股利前景穩健的領域，同時一併建議投資人謹慎行事，避免承擔過高買價。在歐洲、日本與新興市場，我們都有發現這樣的企業。

歐股

- 我們的目標，是在優質抗跌股以及景氣循環股之間，達到最佳平衡。抗跌族群方面，我們透過必需消費類資產，微幅下調原有觀點，但醫療保健股的回檔則突顯了對於專科藥物公司的投資構想。
- 我們也偏好部分精選的優質銀行，惟須具備強勁的特許經營權且資本緩衝充裕。
- 此外，電氣化、綠色轉型、資料中心容量擴充等主題，提供了良好契機。

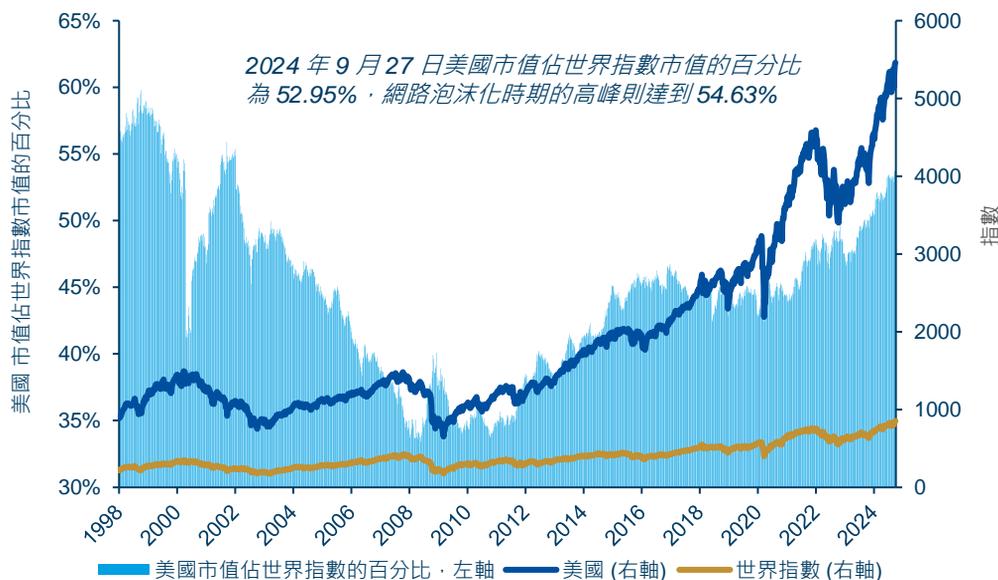
美股與全球股票

- 名目經濟成長疲軟，以及偏高的評價，對於報酬而言並非理想的組合因素。因此，在設法把握反彈行情利多之際，同時也傾向於優質股。
- 本季迄今，抗跌族群的表現優於景氣循環資產，但此種情況可能改變，支撐了我們的原則，也就是積極辨識價位合理的防禦類股。另一方面，我們看好優質原物料、工業以及銀行類股。
- 我們偏好價值股更勝於成長股，並對大型股維持審慎態度。

新興股市

- 中國釋出的消息鋪天蓋地，我們則堅持評估振興方案如何影響國內消費模式、實體經濟，以及其他的新興市場出口國，例如巴西、墨西哥等。目前，我們對於中國維持著中立觀點。
- 至於其他區域，我們正向看待印尼金融產業以及巴西資產，儘管更為擔憂後者的財政環境。
- 在產業層面，我們看好不動產以及必需消費族群。

謹慎面對評價水位，正面看待盈餘的抗跌韌性



資料來源：鋒裕匯理投資研究所、彭博，2024年9月27日。

作者群

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
全球新興市場主管

MARCO PIRONDINI
美國投資管理團隊投資長

VIEWS

鋒裕匯理資產類別觀點

本月焦點

- **英國政府公債**：英國央行降息的可能性遭到市場低估，消費者物價指數的黏滯程度也有所降低，促使我們正向肯定英國債券。對於 G10 國家整體而言，我們中立看待政府公債。

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				◆		
歐洲				◆			價值股					◆	
日本				◆			小型股					◆	
新興市場					◆		優質股					◆	
中國				◆			低波動率				◆		
中國以外新興市場					◆		動能				◆		
印度					◆		高股利				◆		

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				◆		
歐元區核心				◆			美國非投資級			◆			
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	▲				◆	
新興市場當地貨幣債				◆			日圓					◆	
新興市場公司債				◆			人民幣			◆			

資料來源：2024 年 9 月 25 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】