



2025年第二季市場展望

G Capital Gateway Investments
富盛證券投資顧問股份有限公司

Mar 2025

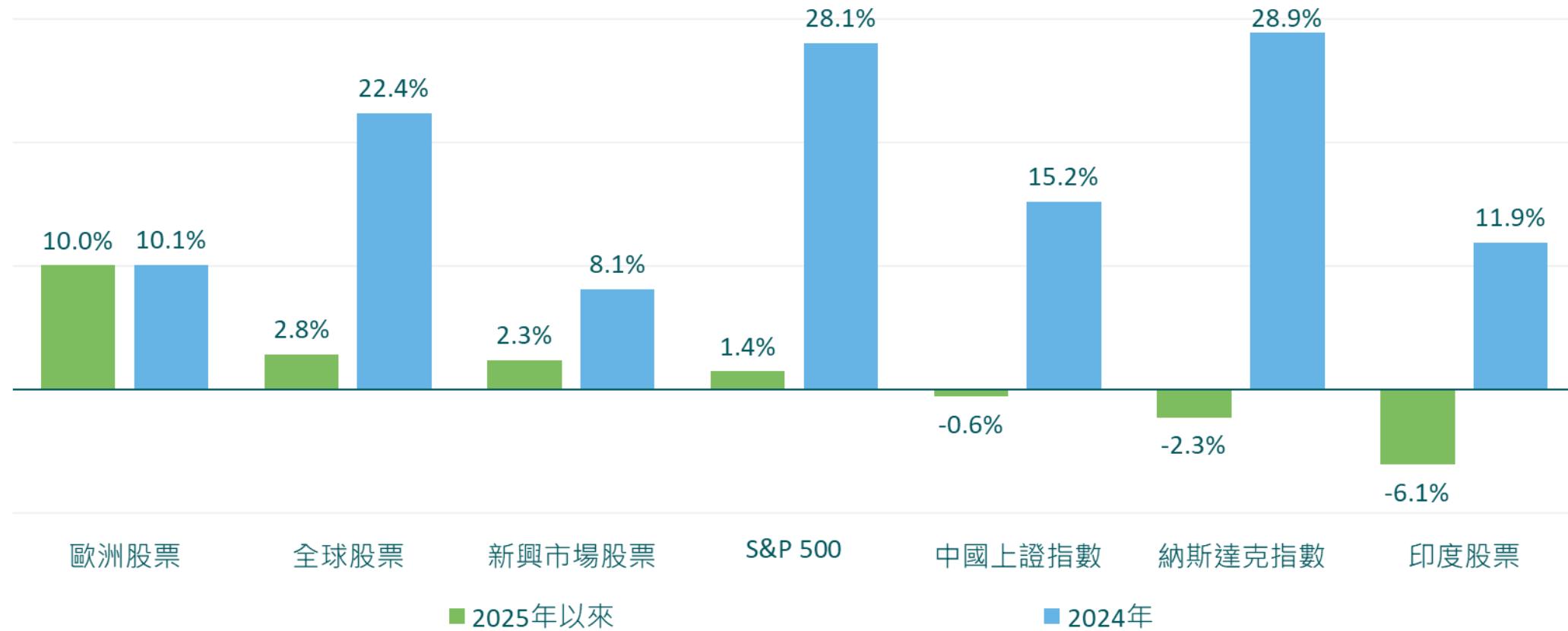
本文件已經過本公司法遵審閱

股票市場回顧

2025年表現分歧

- 2025年股市表現分歧，年初以來歐股表現優於其他市場。
- 受川普政策不確定影響，近期市場波動加大。

2025年以來與2024年股票資產表現 (%)

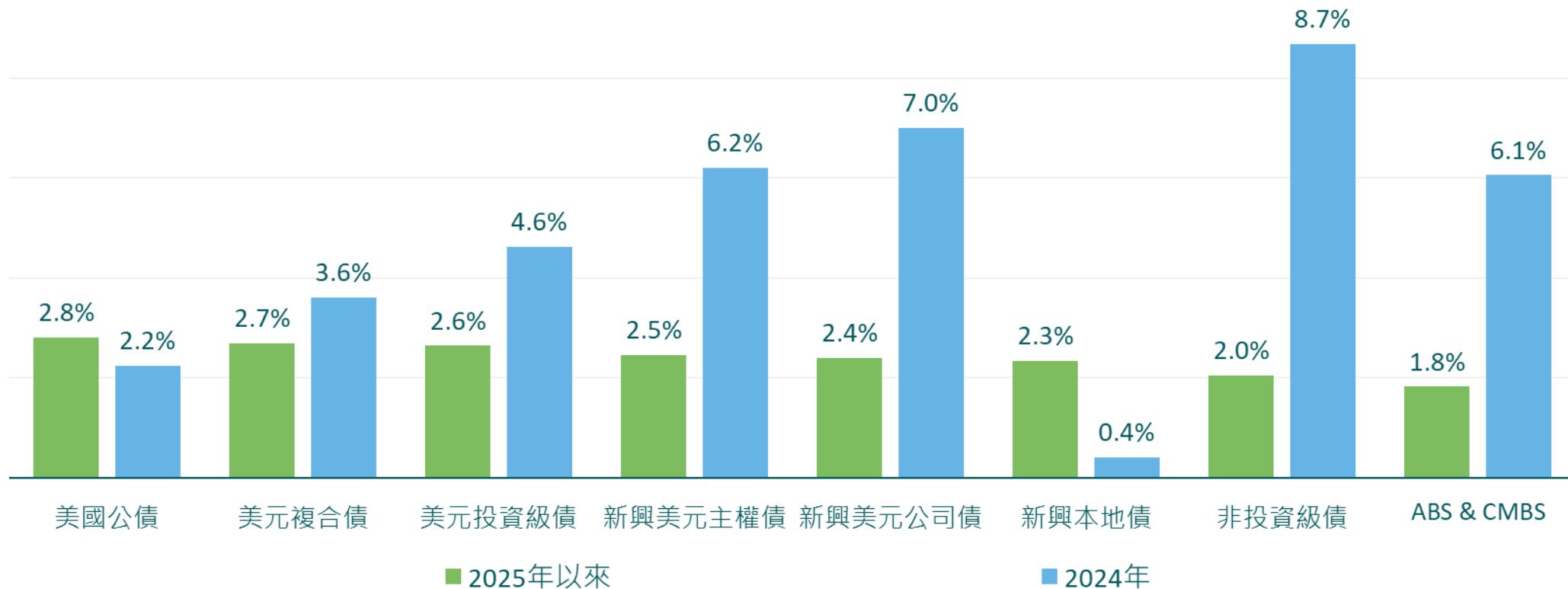


債券市場回顧

美元利率回落

- 今年以來，受美元利率下滑影響，推升債券資產表現。
- 由於市場擔心全球景氣成長放緩，推升美國公債上漲。

2025年以來與2024年債券資產表現 (%)



第二季市場展望

貨幣政策洞見 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

貨幣政策洞見

- 各國通膨趨緩
- 市場輪動契機
- 川普任期機會

利率相對高檔

- 債券收益率 > 股票
- 公司債利差較窄
- 非投等債投資價值較低

股債降息行情

- 聯準會於 2024 年 9 月開啟降息循環
- 聯準會首次降息後 1-2 年，股債有行情

新興債市展望

- 基本面持續改善
- 新興債進場價便宜
- 本地債實質收益高

第二季市場展望

貨幣政策洞見 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

貨幣政策洞見

- 各國通膨趨緩
- 市場輪動機會
- 川普任期機會

利率相對高檔

- 債券收益率 > 股票
- 公司債利差較窄
- 非投等債投資價值較低

股債降息行情

- 聯準會於 2024 年 9 月開啟降息循環
- 聯準會首次降息後 1-2 年，股債有行情

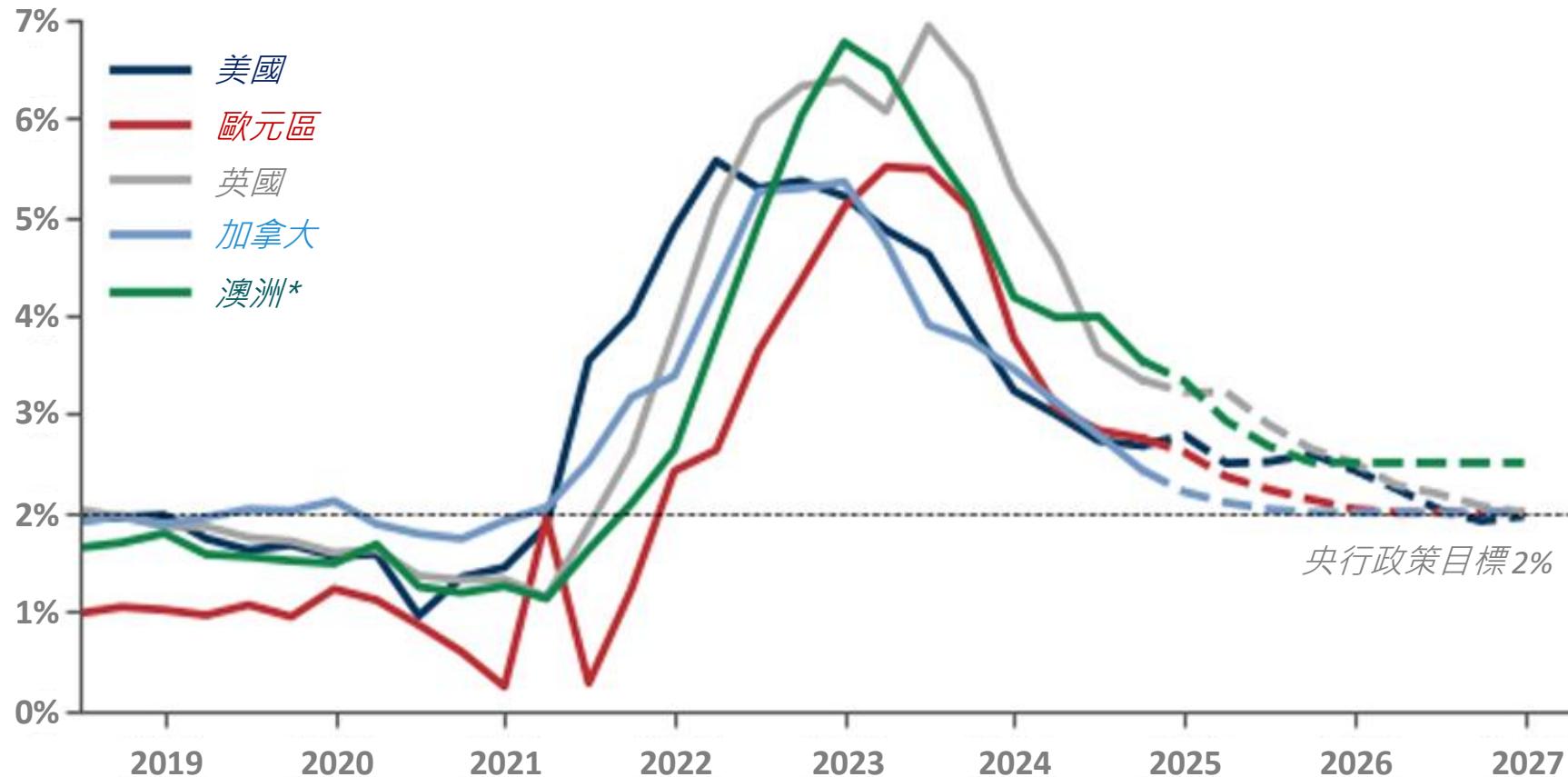
新興債市展望

- 基本面持續改善
- 新興債進場價便宜
- 本地債實質收益高

各國通膨走勢緩和 逐步接近央行政策目標

- 各國通膨歷經近兩年來快速升息因應，普遍接近央行政策目標。
- 歐元區以及加拿大可望在 2025年底達到 2%目標。
- 美國、英國以及澳洲可能在 2026年達到政策目標。

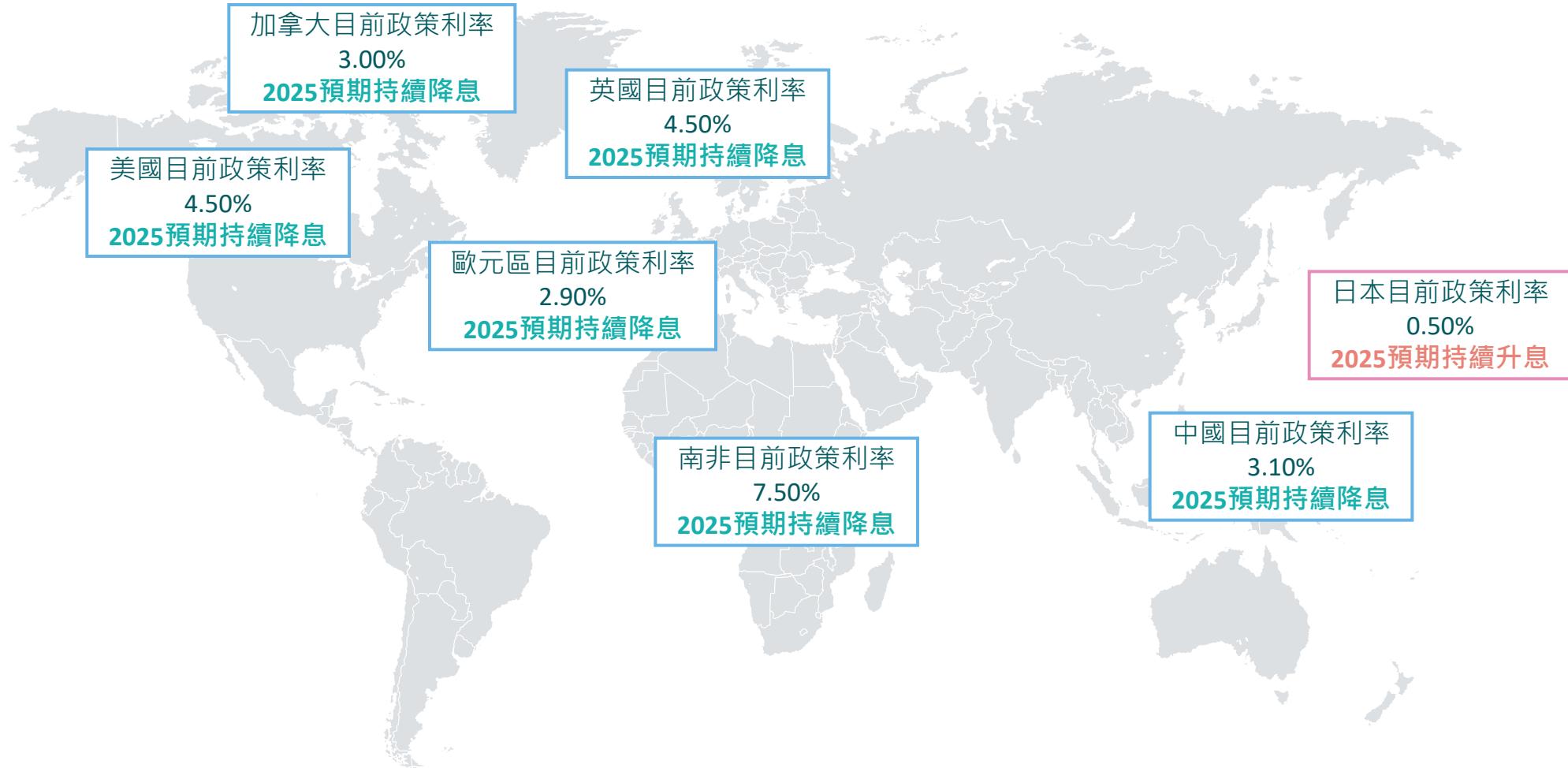
主要成熟市場核心通膨率 (包含預估值; %)



貨幣政策動向

多數國家2025年持續寬鬆

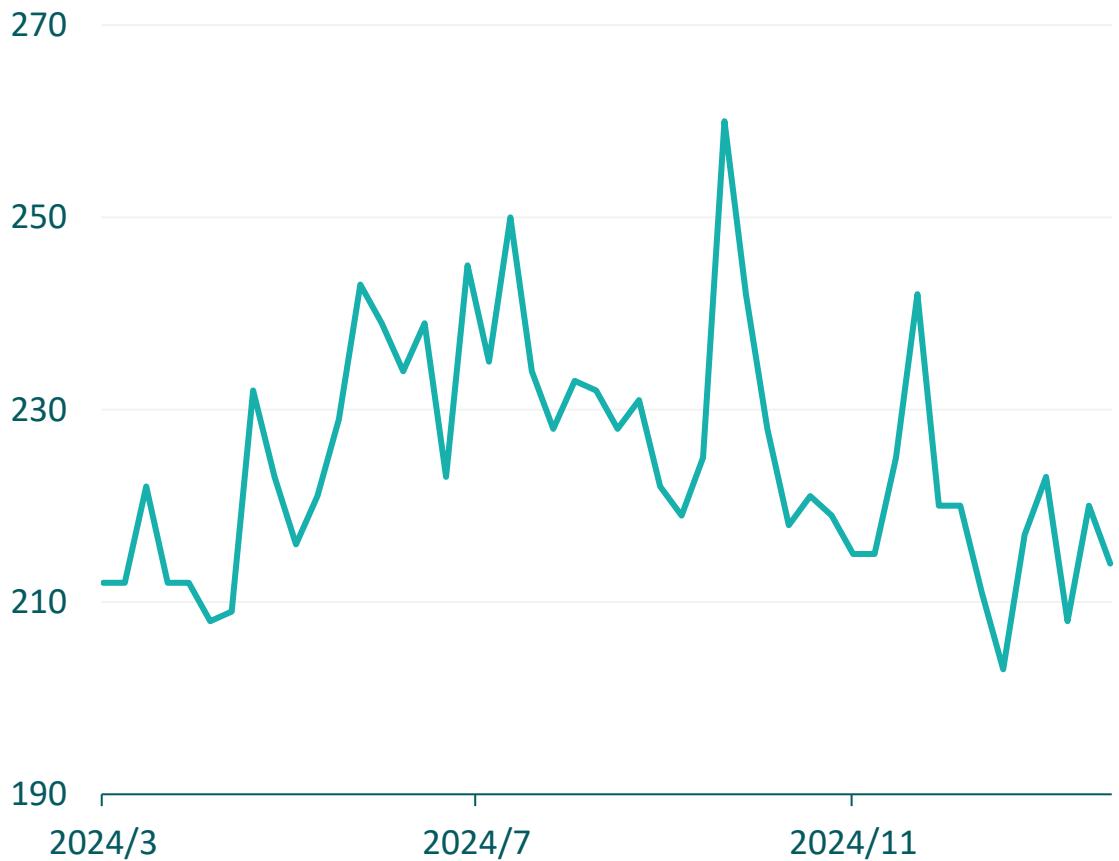
- 主要成熟市場 2025 年將持續降息政策 (日本除外)。
- 市場預期，美國 2025 年可能將降息 3-4 碼，不斷修正降息步調預期。



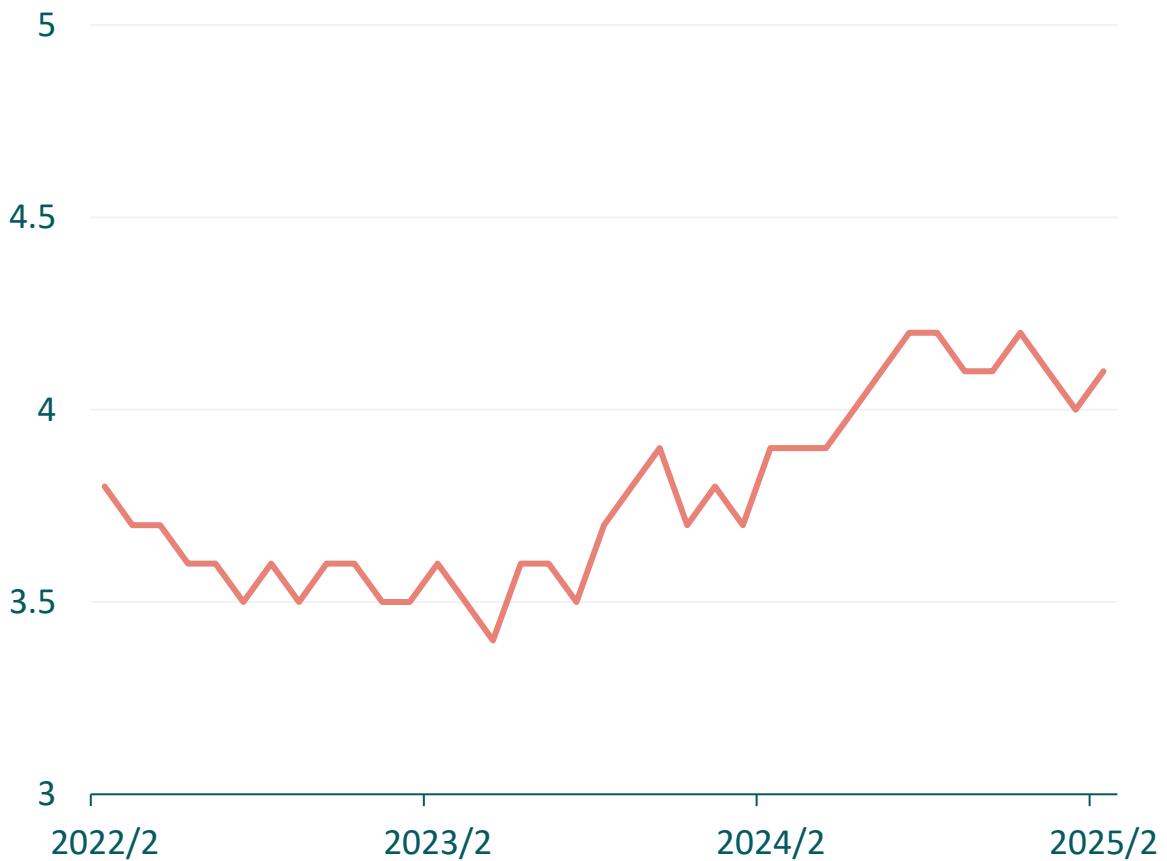
美國就業市場 持續關注後續走勢

- 美國 2 月失業率 4.1%，雖有上升，仍接近充分就業水準。
- 整體而言，市場認為美國就業市場仍具韌性。

美國初領失業救濟金人數（單位: 仟人）



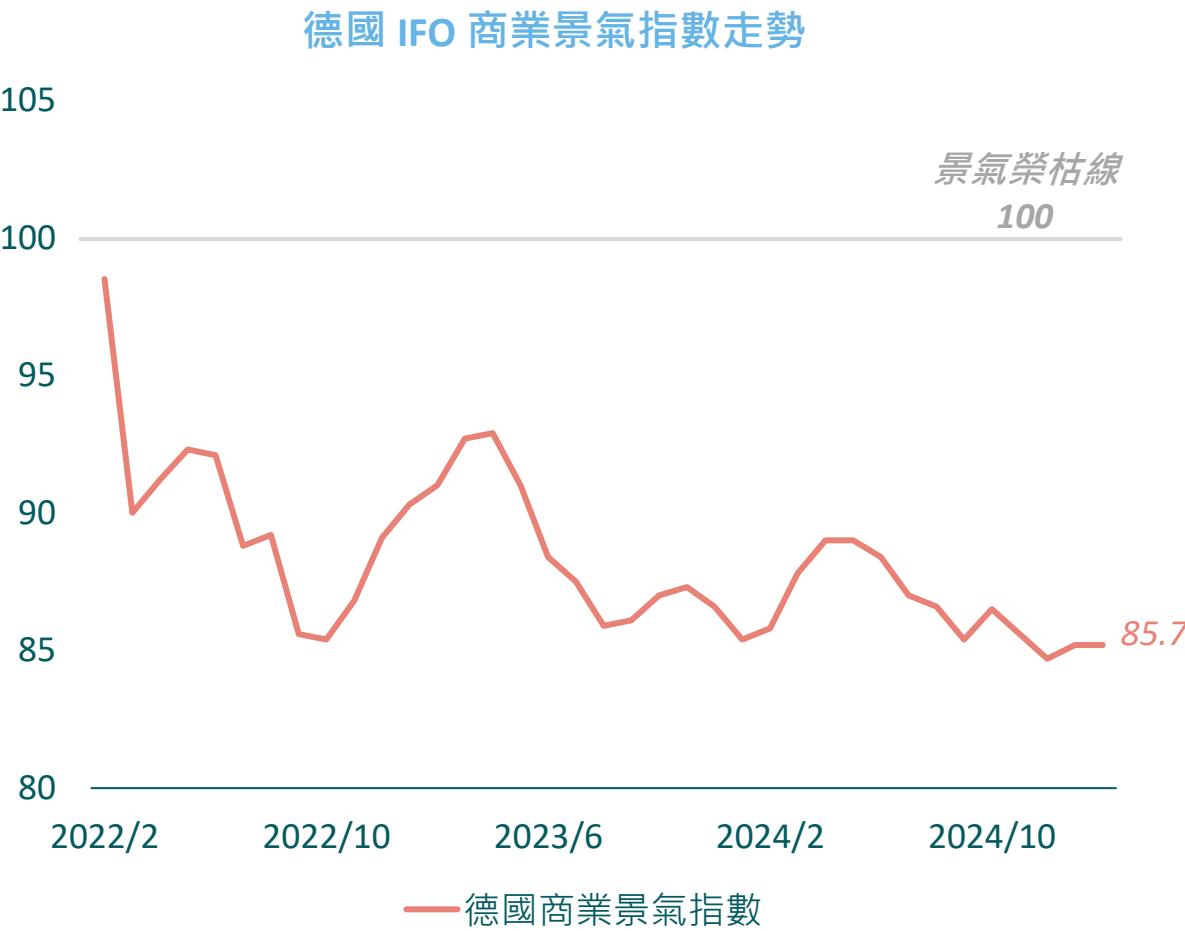
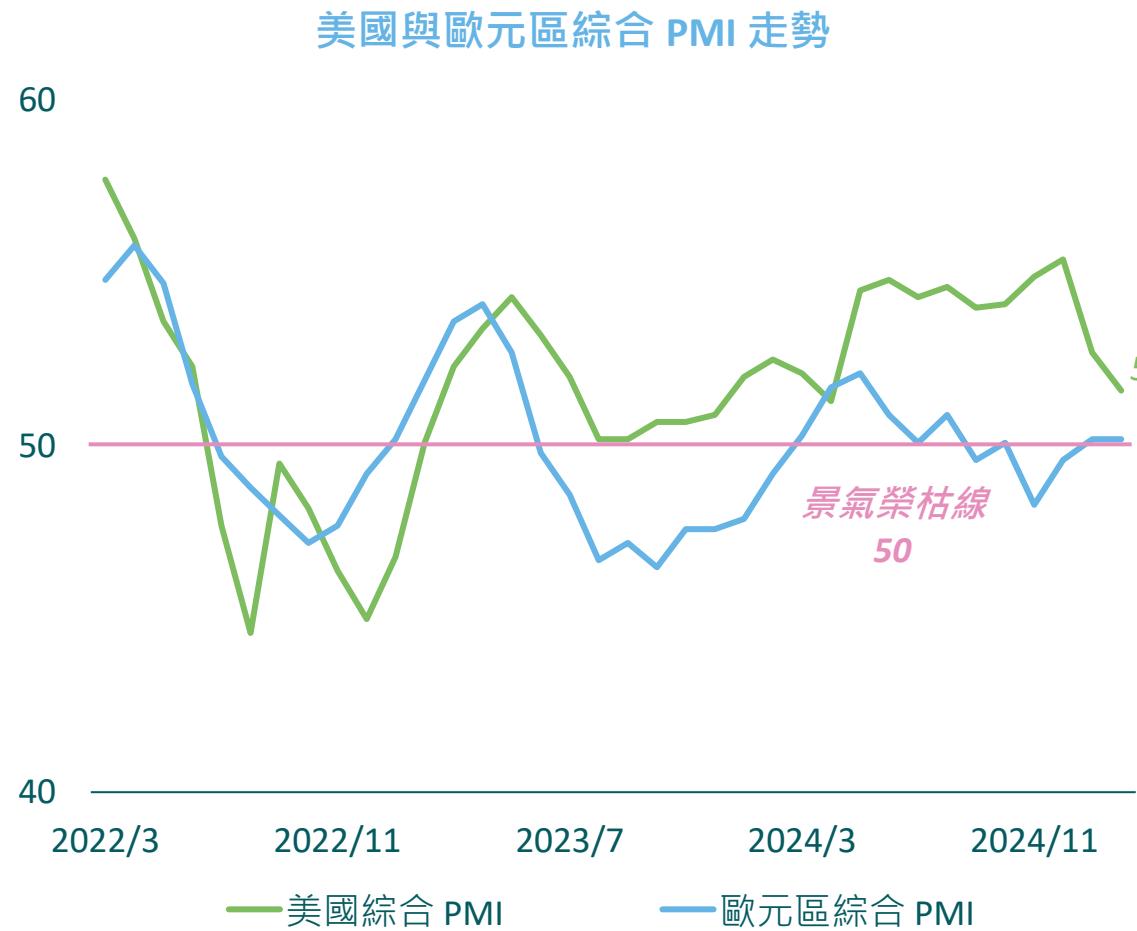
美國失業率（單位: %）



美國景氣持續擴張

歐元區景氣有回溫

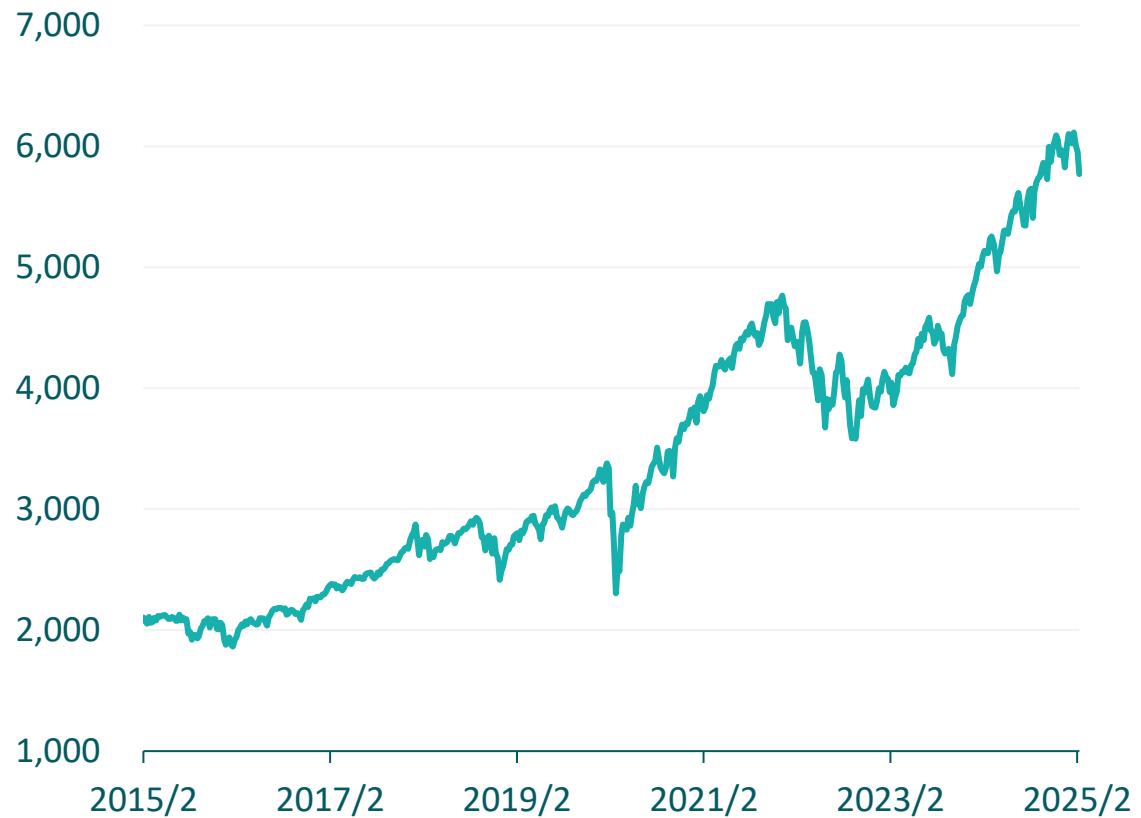
- 美國綜合 PMI 在 50 之上，顯示當前景氣仍處於擴張階段。
- 歐元區綜合 PMI 指數回溫，然而德國 IFO 商業景氣指數仍疲軟。



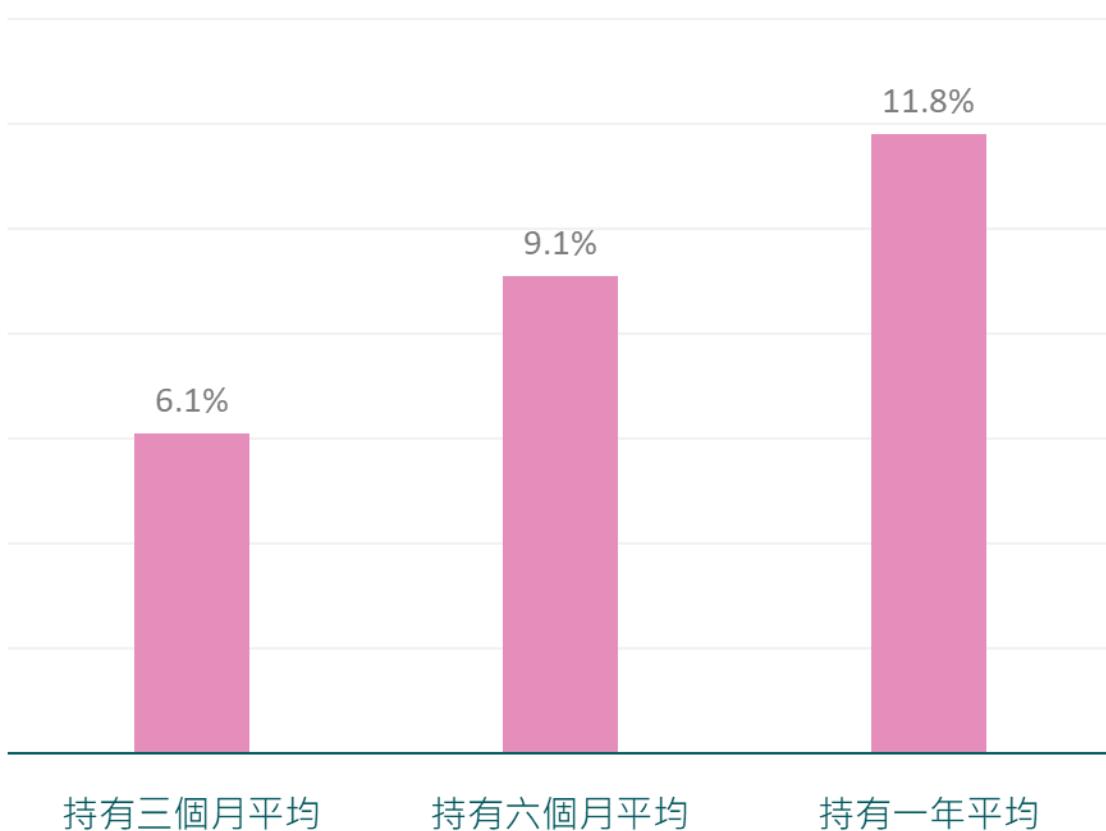
美股漲多回檔修正 可伺機逢低佈局

- 投資人對於經濟前景擔憂以及川普政策不確定性，美股回檔修正。
- 然而，美國就業市場仍具韌性，且當前處在降息循環中，聯準會有充分工具支持市場，投資人可逢低佈局。
- 根據歷史經驗，每當美股單週累積下跌達 3% 以上，此時進場持有 3 / 6 / 12 個月，潛在空間可期。

過去 10 年 S&P 500 走勢圖



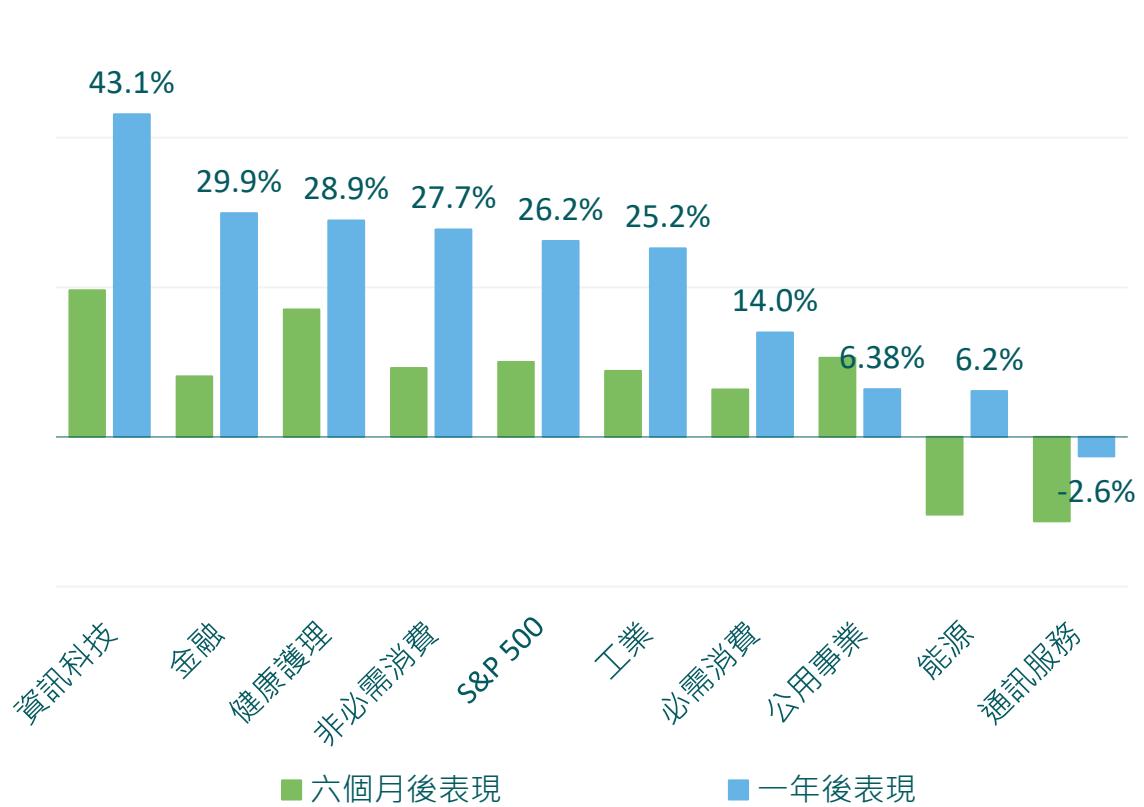
S&P 500 單週下跌超過 3% 進場



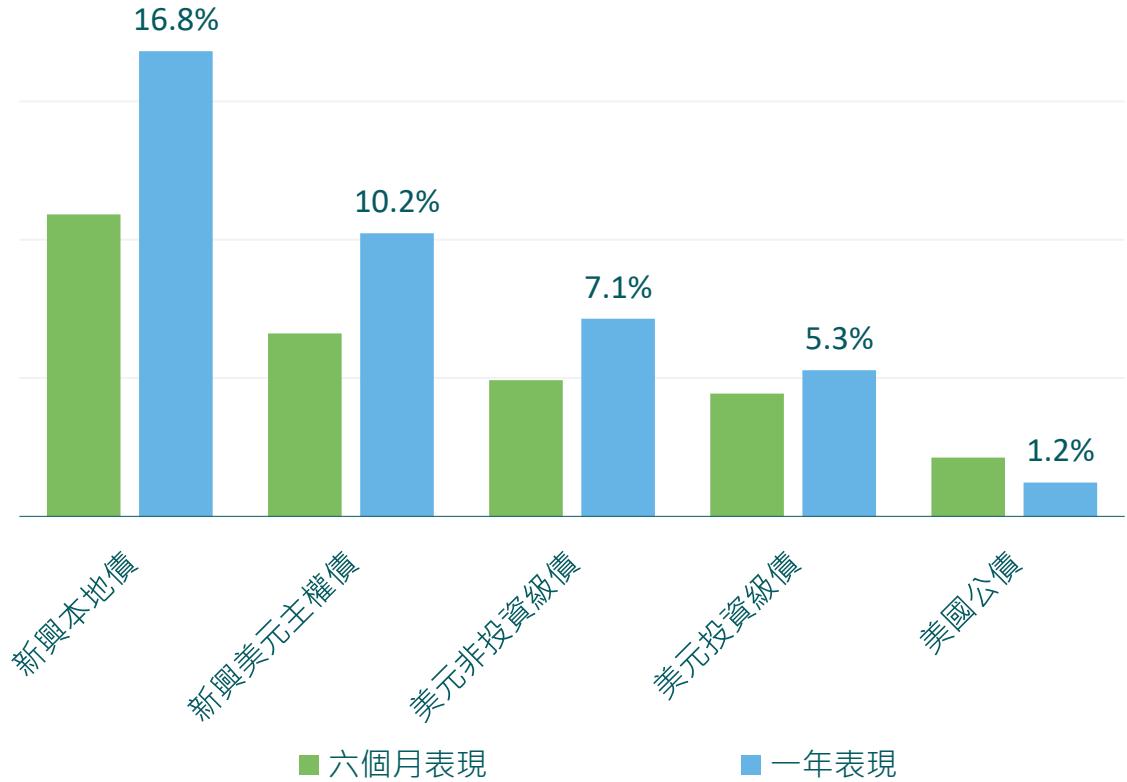
川普上一任期市場反映 依循經驗 找尋機會

- 統計上一任川普就職一年後各主要股票產業與債券資產走勢，S&P 500上漲 26.2%，債市普遍上漲。
- 各產業中，資訊科技、金融及健康護理表現最佳。各債種中，新興市場債表現最佳。

川普上一任期就職後（2017/1/20）主要股票產業表現

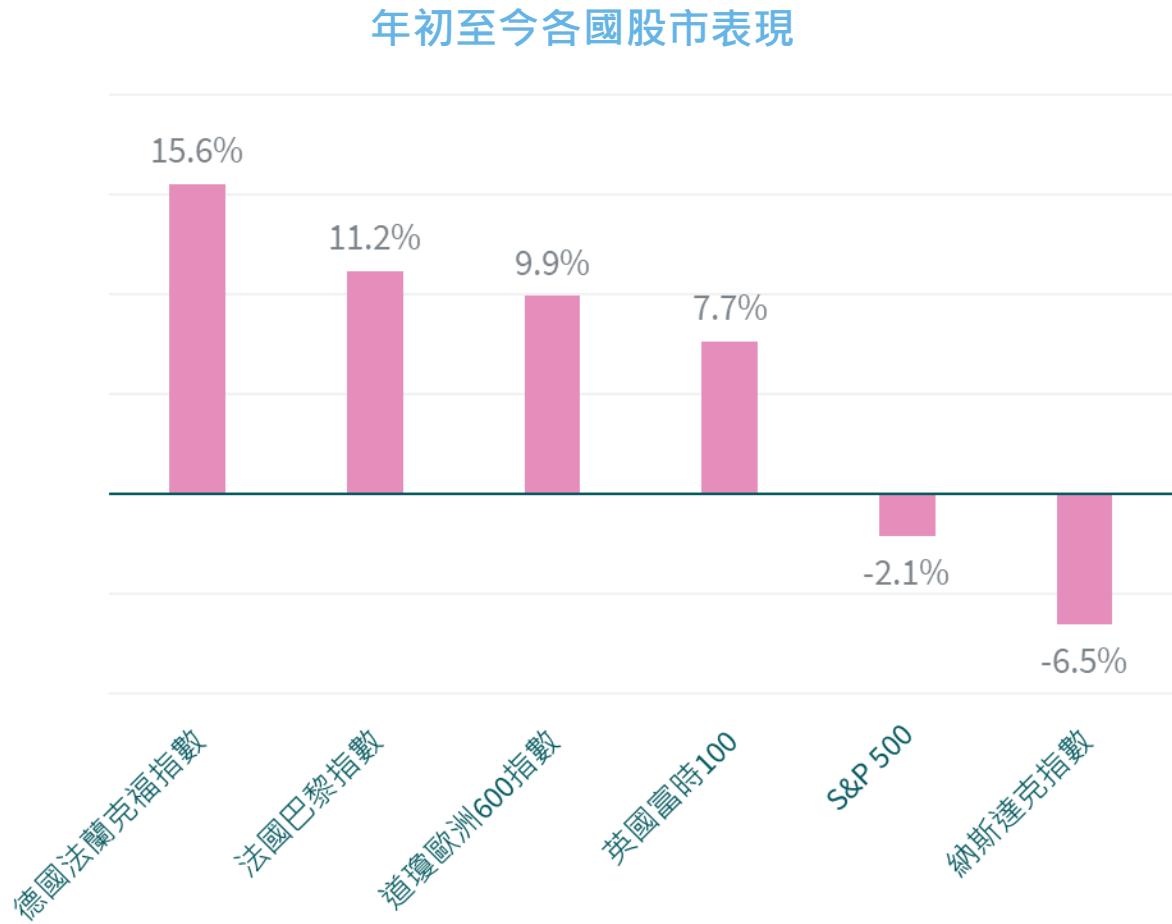
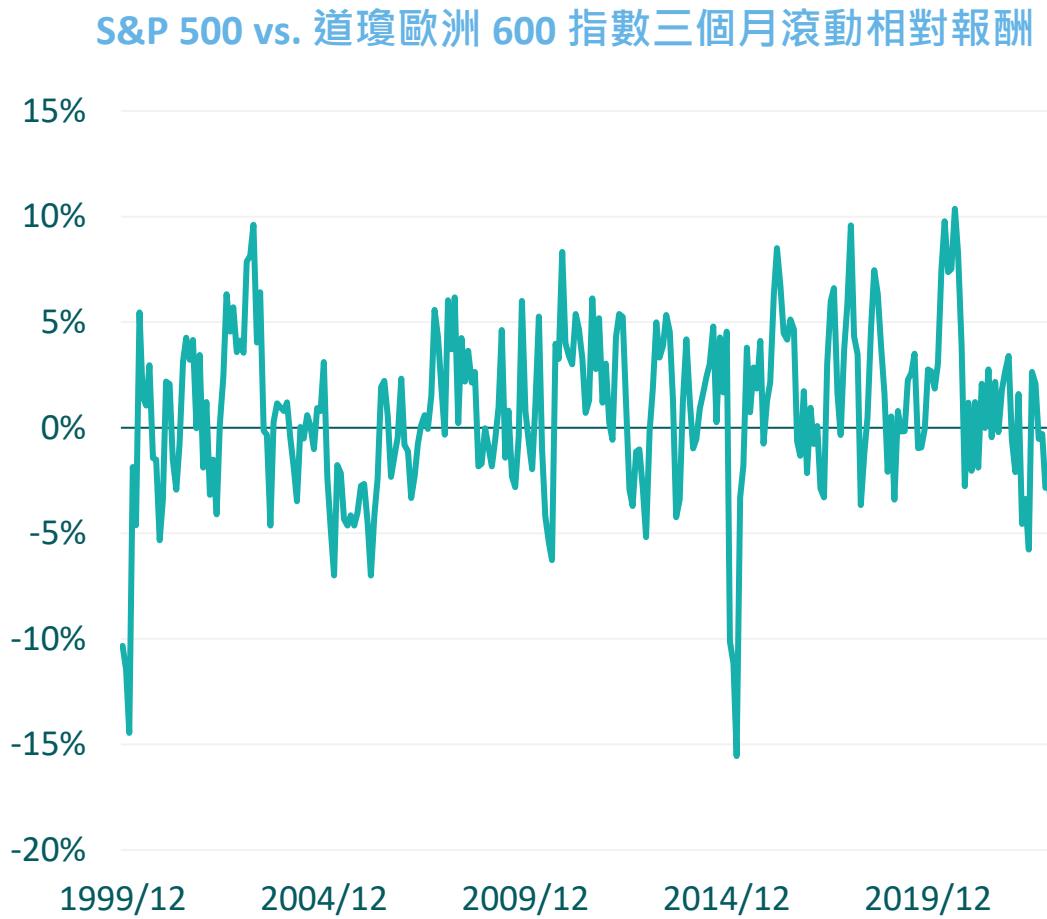


川普上一任期就職後（2017/1/20）主要債券資產表現



關注市場輪動機會 逢低伺機佈局歐股

- 觀察歐股在 2024 年 12 月之前，走勢明顯落後美股。
- 我們認為可掌握歐股落後補漲機會，適當分散美股集中風險。



第二季市場展望

貨幣政策洞見 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

貨幣政策洞見

- 各國通膨趨緩
- 市場輪動機會
- 川普任期機會

利率相對高檔

- 債券收益率 > 股票
- 公司債利差較窄
- 非投等債投資價值較低

股債降息行情

- 聯準會於 2024 年 9 月開啟降息循環
- 聯準會首次降息後 1-2 年，股債有行情

新興債市展望

- 基本面持續改善
- 新興債進場價便宜
- 本地債實質收益高

利率相對高檔 長期投資價值高

- 無論美國與英國公債當前殖利率皆遠高於長期平均，投資價值高。
- 近期美元利率快速下降，推升美國公債表現。

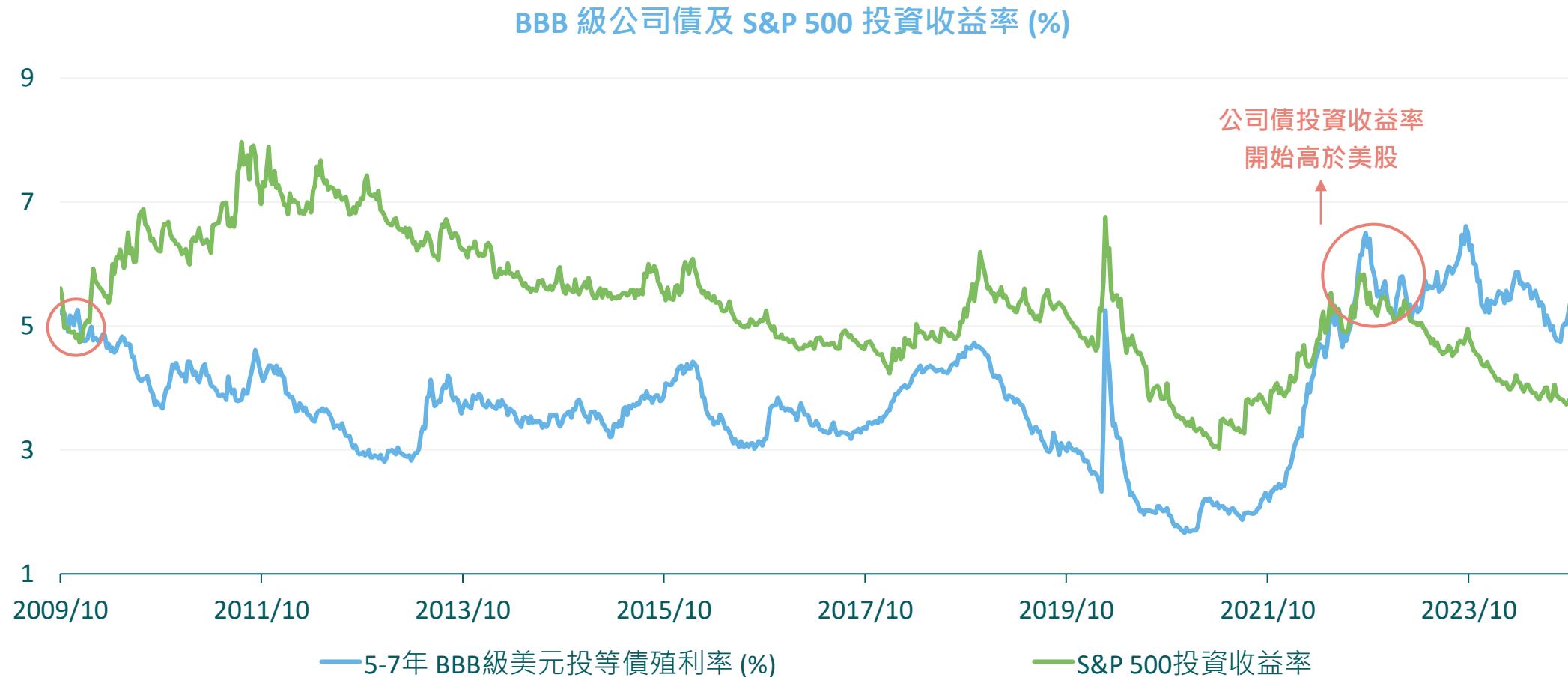
近 20 年美國及英國政府債殖利率 (%) 走勢



債券投資收益率高於股票

上一次是15年前

- 債券長期投資價值高，以 5-7 年期 BBB 級公司債為例，自 2022 年底收益率已高於股票。
- 上一次公司債收益率高於股票發生在 2009 年，亦即，當前債券價值為 15 年最佳時機。

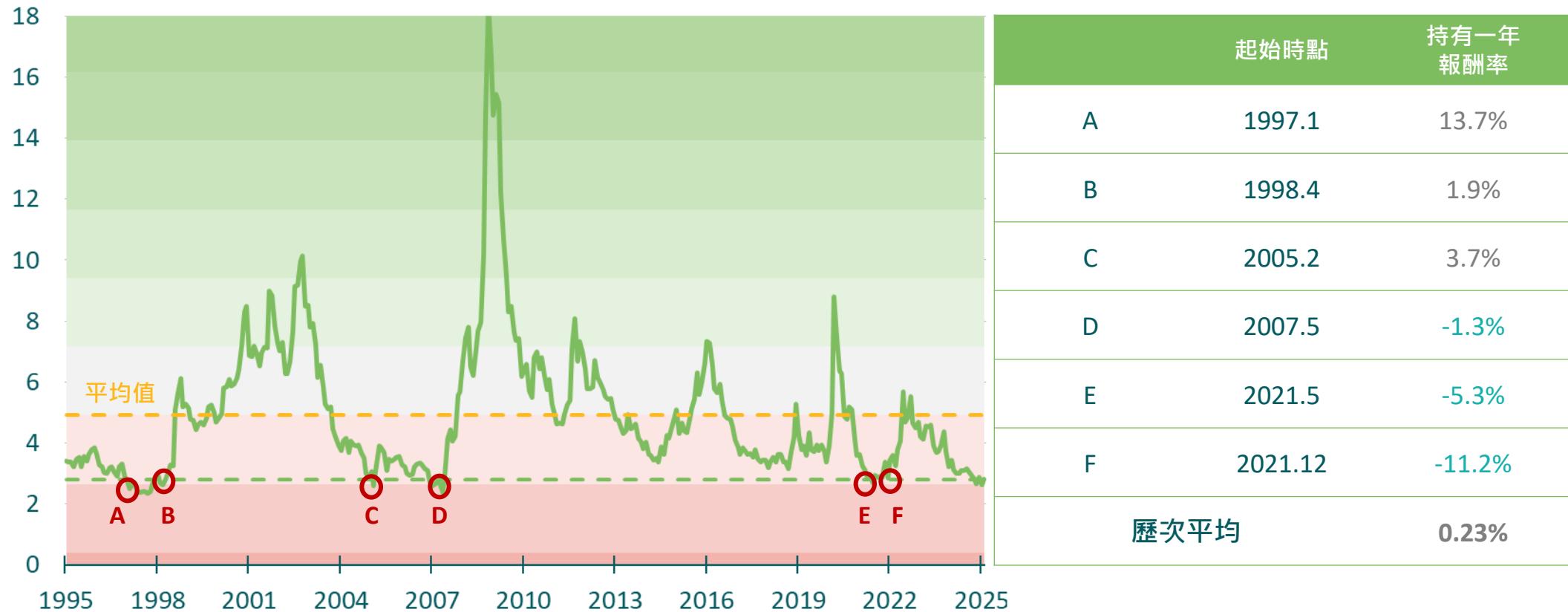


非投資級債利差

目前位於長期低檔

- 當前非投資級債信用利差位於過去 30 年低檔，評估其信用利差收斂空間相對有限。
- 統計過去幾次在當前利差水準进场持有一年表現，平均僅 0.3%，相對投資價值較低。

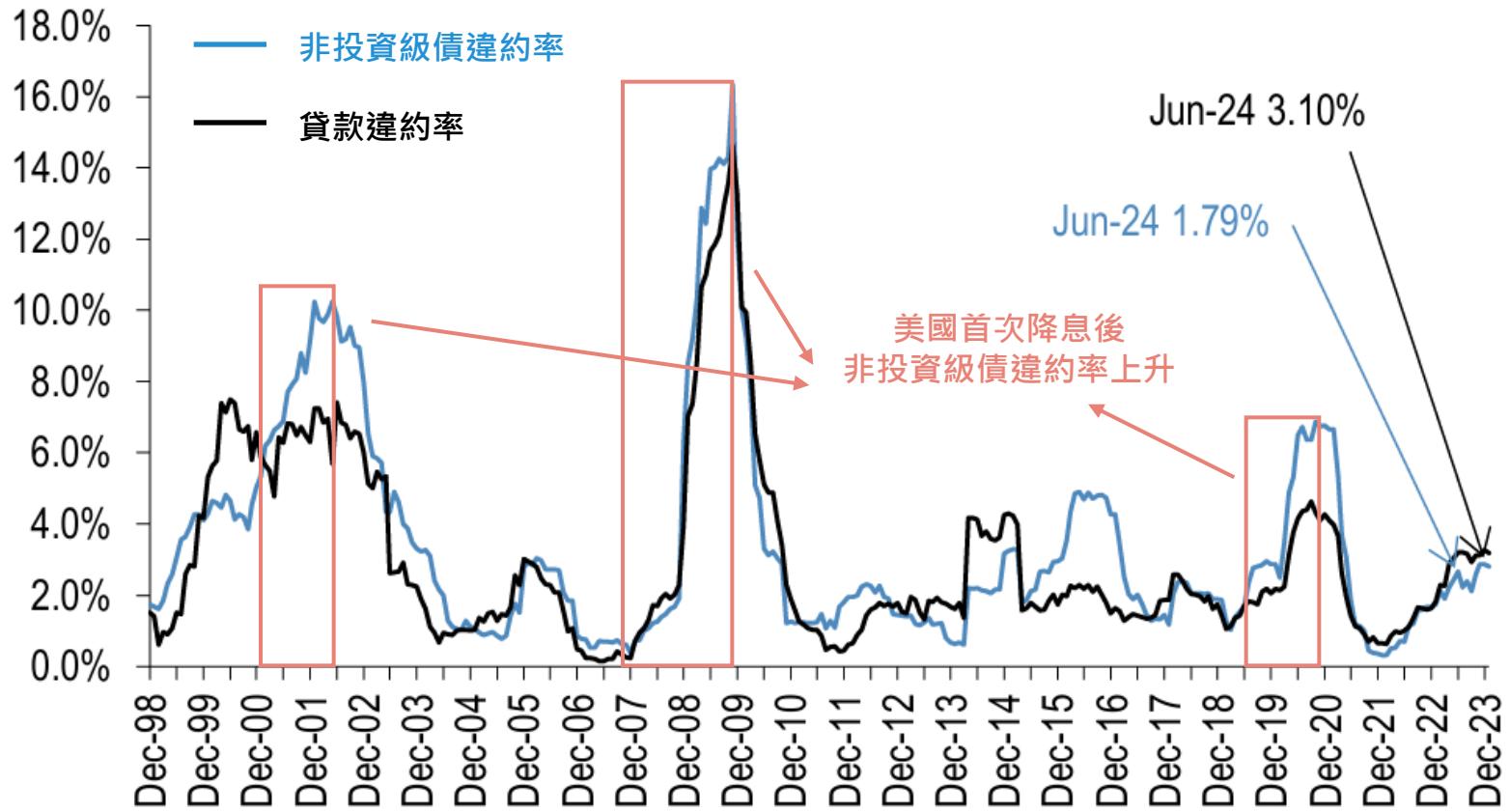
過去 30 年美元非投資級債利差走勢 (% bps)



美國首次降息後 非投資級債違約率上升

- 美國過去三次降息後，非投資級債違約率上升，包含 2001年科技泡沫、2007年金融海嘯以及 2020新冠疫情。
- 當前美國經濟仍強韌，惟需審慎評估非投等債之違約風險。

非投資級債與貸款違約率走勢



第二季市場展望

貨幣政策洞見 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

貨幣政策洞見

- 各國通膨趨緩
- 市場輪動機會
- 川普任期機會

利率相對高檔

- 債券收益率 > 股票
- 公司債利差較窄
- 非投等債投資價值較低

股債降息行情

- 聯準會於 2024 年 9 月開啟降息循環
- 聯準會首次降息後 1-2 年，股債有行情

新興債市展望

- 基本面持續改善
- 新興債進場價便宜
- 本地債實質收益高

美國降息後股市表現？

降息後兩年全球股市平均漲幅 14%

- 統計 1995 年以來，美國首次降息後兩年，全球股市平均上漲 **14.2%**。
- 美國 2024年9月開啟新一輪降息循環，或可持續推升股市表現。

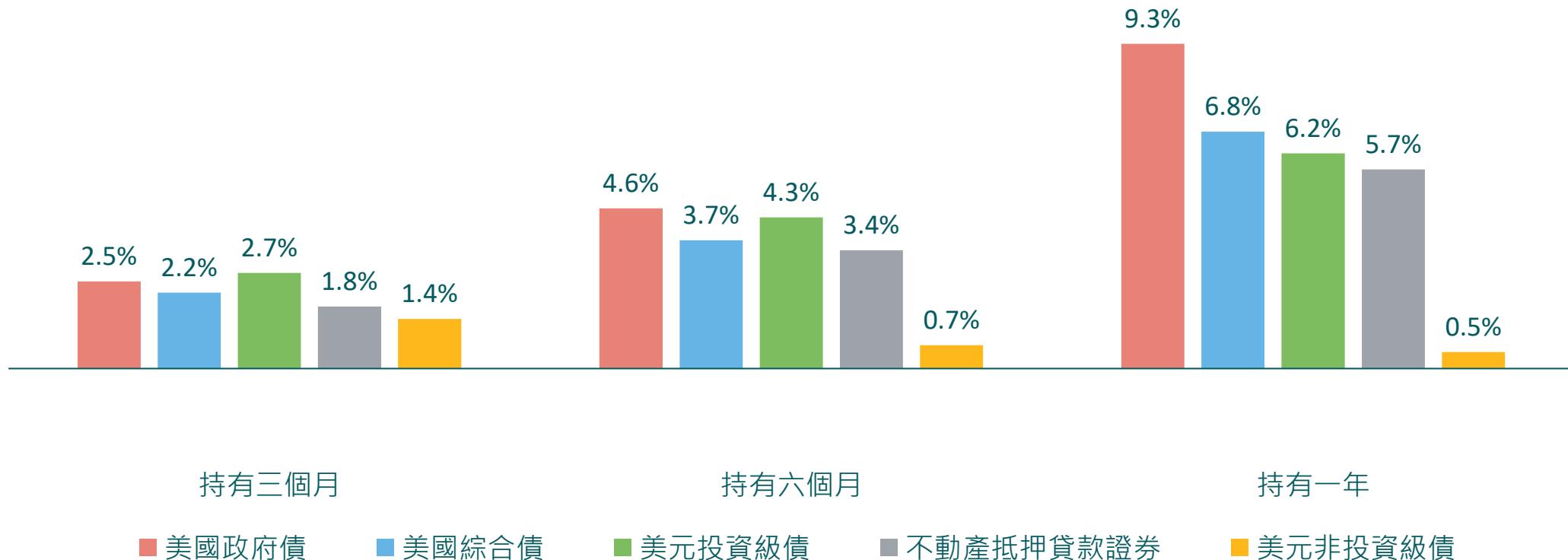
美國首次降息後兩年全球股市平均表現 (%)



聯準會首次降息時進場 美元債可望有表現

- 統計 2000 年以來，美國三次降息時佈局債券，普遍皆有良好表現。其中，又以較長天期的債種表現更佳。
- 以持有一年為例，存續期較長的美國政府債平均上漲 9.3%。

歷次美國降息*時進場各債券（指數）表現



第二季市場展望

貨幣政策洞見 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

貨幣政策洞見

- 各國通膨趨緩
- 市場輪動機會
- 川普任期機會

利率相對高檔

- 債券收益率 > 股票
- 公司債利差較窄
- 非投等債投資價值較低

股債降息行情

- 聯準會於 2024 年 9 月開啟降息循環
- 聯準會首次降息後 1-2 年，股債有行情

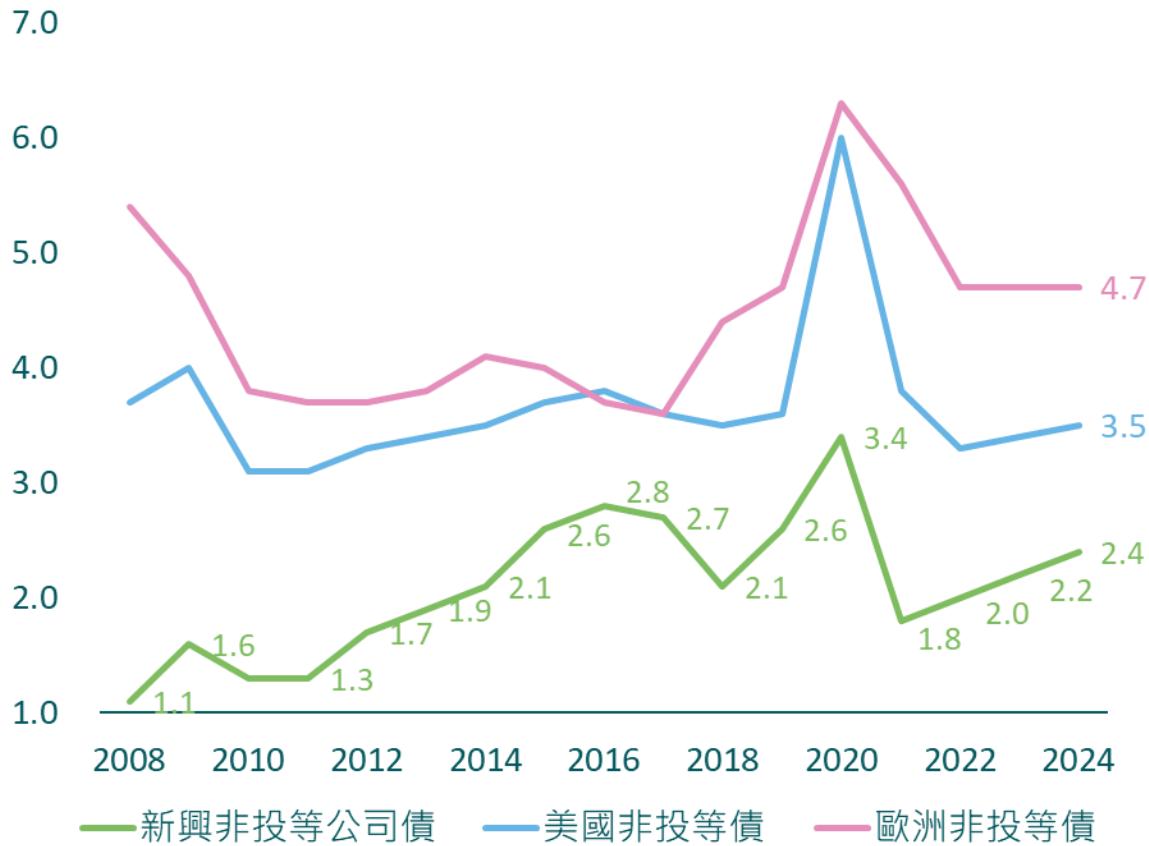
新興債市展望

- 基本面持續改善
- 新興債進場價便宜
- 本地債實質收益高

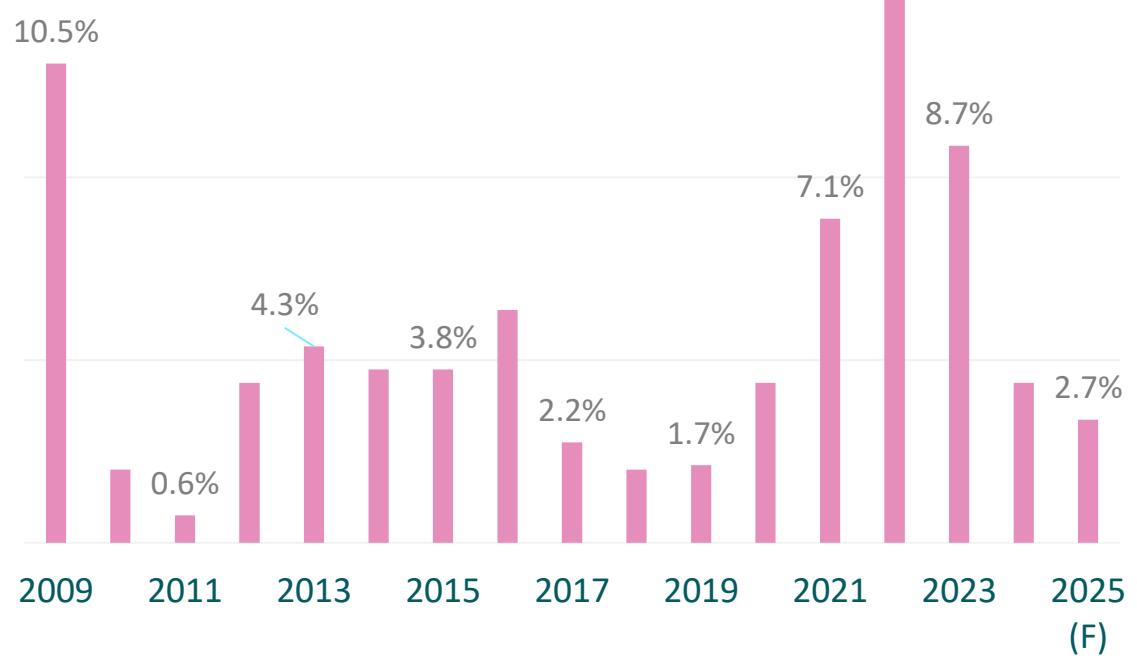
新興公司債基本面佳 債務槓桿低 違約率大幅改善

- 新興非投等公司債，槓桿比率低於歐洲及美國非投等公司債。
- 新興非投等公司債，違約率顯著改善。

新興非投等公司債槓桿倍數遠低於成熟市場



新興非投等公司債違約率持續下降



新興債收益率高 投資價值高

- 新興債收益率來到歷史相對高檔，投資價值高。
- 其中，本地債收益率達 6.7%，投資人可掌握時機佈局。

新興美元主權債, 公司債以及本地債殖利率走勢 (%)



資料來源: Bloomberg, 2015/2/27-2025/3/7

新興美元主權債: ICE BofA Emerging Markets External Debt Sovereign Index, 新興美元公司債: ICE BofA Emerging Markets Corporate Plus Index, 新興本地債: ICE BofA Local Debt Markets Plus Index

新興債百元報價

當前價格便宜，潛在資本利得空間可期

- 新興美元債利差持續收斂，新興市場投資情緒仍正面。
- 新興債目前交易價格仍低於票面 100元，資本利得空間可期，投資人可伺機逢低進場。

新興美元主權債, 公司債以及本地債價格走勢



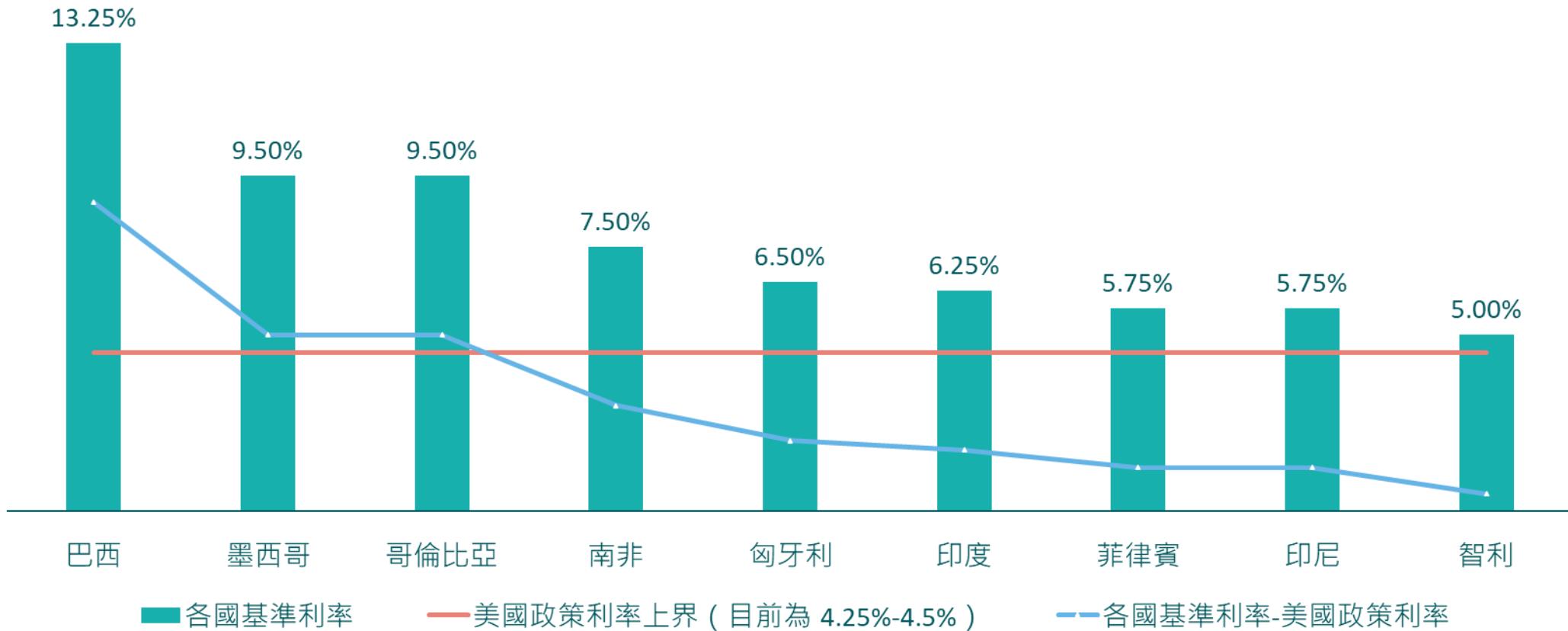
資料來源: Bloomberg, 2015/2/27-2025/3/7

新興美元主權債: ICE BofA Emerging Markets External Debt Sovereign Index, 新興美元公司債: ICE BofA Emerging Markets Corporate Plus Index, 新興本地債: ICE BofA Local Debt Markets Plus Index

本地債政策利率仍高 拉美市場普遍更具吸引力

- 新興本地債實質收益率高，適當佈局增加收益來源。
- 其中，拉美國家利率普遍更具吸引力 (例如：巴西)。

主要新興國家政策利率較（美國）高



美元指數走弱 或將有利本地債表現

- 歷史經驗顯示，美元指數與新興市場本地債指數連動性高。
- 美元指數長期平均約 98，若美元指數持續走弱，將有利於本地債表現。



第二季市場展望

貨幣政策洞見 利率相對高檔 股債降息行情 新興債市展望

	正向	相對 正向	中立	市場展望與操作建議
成熟市場股票	美股	●		<ul style="list-style-type: none"> 1. 就業市場以及PMI數據有韌性 2. 美股出現逢低伺機佈局機會
	歐股	●		<ul style="list-style-type: none"> 1. 經濟數據(如:PMI)回溫 2. 年初至今歐股表現亮眼，關注市場輪動契機
	日股		●	<ul style="list-style-type: none"> 1. 日本企業具長期結構改革利多 2. 預期日本央行將持續緊縮貨幣政策
新興市場股票	中國		●	<ul style="list-style-type: none"> 1. 具評價面優勢且與全球股市相關性較低 2. 政府或將推出經濟刺激政策降低外部衝擊
	印度		●	<ul style="list-style-type: none"> 1. 經濟成長率高、「中國+1」 2. 2024年總統大選行情
債券市場	成熟市場公債	●		<ul style="list-style-type: none"> 1. 殖利率水準高，具長期投資價值 2. 作為核心配置，有效平衡市場波動
	投資級公司債		●	<ul style="list-style-type: none"> 1. 降息行情較有利於長存續期間債種 2. 企業基本面佳，惟利差收斂空間小
	非投等公司債		●	<ul style="list-style-type: none"> 1. 關注違約率變化 2. 利差收斂空間小，相對投資價值較低
	新興市場美元債	●		<ul style="list-style-type: none"> 1. 新興市場基本面持續改善 2. 其中，非投等債主權債利差收斂空間仍大
	新興市場本地債		●	<ul style="list-style-type: none"> 1. 本地債實質收益率高 2. 若美元指數持續走弱，本地債可望有表現



G Capital Gateway Investments
富盛證券投資顧問股份有限公司

【富盛證券投顧 獨立經營管理】(102)金管投顧新字019號

台北總公司：台北市信義區松德路171號9樓 TEL : (02)2728-3222 FAX : (02)23463777

台中分公司：台中市西屯區市政北一路77號14樓之11 TEL :(04)2251-3477

台南分公司：臺南市東區林森路1段395號9樓之6 TEL : (06)236-5208

【富盛證券投顧獨立經營管理】富盛證券投資顧問股份有限公司為M&G系列基金在臺灣之總代理人

(102)金管投顧新字第019號 台北市信義區松德路171號9樓 TEL: (02)2728-3222 / 台中市市政北一路77號14樓之11 TEL: (04)2251-3477 / 台南市林森路一段395號9樓之6 TEL: (06)236-5208

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亦不必然為未來績效表現。基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，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，充分評估基金投資特性與風險，相關資料(如年化標準差、Alpha、Beta及Sharp值等)可至投信投顧公會網站 (https://www.sitca.org.tw/index_pc.aspx)查詢。匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產而使資產價值變動。基金投資無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障，投資人須自負盈虧。基金投資可能產生的最大損失為全部本金。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱公開說明書。基金因短期市場、利率或流動性等因素，波動度可能提高，投資人應選擇適合自身風險承受度之基金。基金風險報酬等級係計算過去5年基金淨值波動度，以標準差區間予以分類等級，基於一般市場狀況反映市場價格波動風險，無法涵蓋所有基金風險(如：基金計價幣別匯率風險、投資標的產業風險、信用風險、利率風險、流動性風險等)，不宜作為投資唯一依據，投資人仍應注意所投資基金個別風險基金投資涉及投資新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。依中華民國相關法令及金管會規定，基金直接投資大陸地區有價證券僅限掛牌上市有價證券，且不得超過該基金淨資產價值20%，故基金非完全投資在大陸地區有價證券，基金投資地區包含中國大陸及香港，基金淨值可能因為大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度影響，亦可能因產業循環或非經濟因素導致價格劇烈波動，以及市場機制不如已開發市場健全，產生流動性不足風險，而使資產價值承受不同程度之影響，投資前請詳閱基金公開說明書有關投資風險之說明。有關基金之ESG資訊，投資人應於申購前詳閱基金公開說明書或投資人須知所載之基金所有特色或目標等資訊，該等資訊已依規定揭露，投資人可至【[FUNDCLEAR 基金資訊觀測站之境外基金資訊公告平台-ESG基金專區](#)】或至【[富盛證券投資顧問股份有限公司官網](#)】查閱。基金到期收益率不代表基金報酬率。晨星評等係根據基金報酬、風險及費用三個面向發展而出，用以呈現同組別基金風險調整後的相對表現，評級結果由最高5顆星到最低1顆星。詳細評量標準請參考晨星網站說明(<http://tw.morningstar.com>)。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用，基金配息組成項目揭露於本公司網站(<https://www.cgsice.com/>)。基金配息率計算公式為：每單位配息金額 ÷ 除息日前一日淨值 *100% = 當期配息率。當期含息報酬率是將收益分配均假設再投資於本基金，加計收益分配後之累計報酬率。所稱營業日係指盧森堡當地之營業日。以上配息基準日和除息日為預定規則，惟實際之基準日與除息日仍以盧森堡實際公告日為準。就申購手續費屬後收型之級別，手續費雖可遞延收取，惟每年仍需支付1%的分銷費，可能造成實際負擔費用增加。分銷費用反映於每日基金淨資產價值，為每年基金淨資產價值之1%。在原始申購日屆滿三年之次一營業日，後收級別自動免費轉換為相應的前收級別。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至公開資訊觀測站或境外基金資訊觀測站中查詢或向本公司索取。投資人申購手續費屬後收型級別前，應向銷售機構確實瞭解前收與後收級別之費用差異。非投資等級債券基金適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人，投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。新興市場與非投資等級債市仍會因市場干擾而波動，投資人須依個人風險承受度衡量相關商品比重。可轉換公司債具有股債雙重特性，因此，投資人需同時考量股債雙重風險，包括市場風險、利率風險、流動性風險、股價波動風險、匯率風險、信用或違約風險等。