

## 2025年第2季 投資展望

- 川普政策不確定性影響美國景氣成長預估，但目前就業市場穩健、通膨未受關稅太多影響；聯準會仍有充分降息空間支撐景氣，美國景氣陷入衰退可能性仍偏低
- 近期信用債價差略為拓寬，不過當前各債市殖利率仍在相對偏高的水準，有助支撐債市表現
- 景氣與企業獲利基本面仍有支撐，美股及台股評價也已修正到合理區間，但川普關稅不確定性仍將為市場帶來波動。建議多元化投資組合、類股分散因應

本文提及之經濟走勢預測不必然代表未來實際情形及基金績效，基金投資風險詳閱公開說明書。  
投資建議僅供參考，投資人仍需考量個人投資目標及風險承受度。債券殖利率不代表實際投資報酬率。

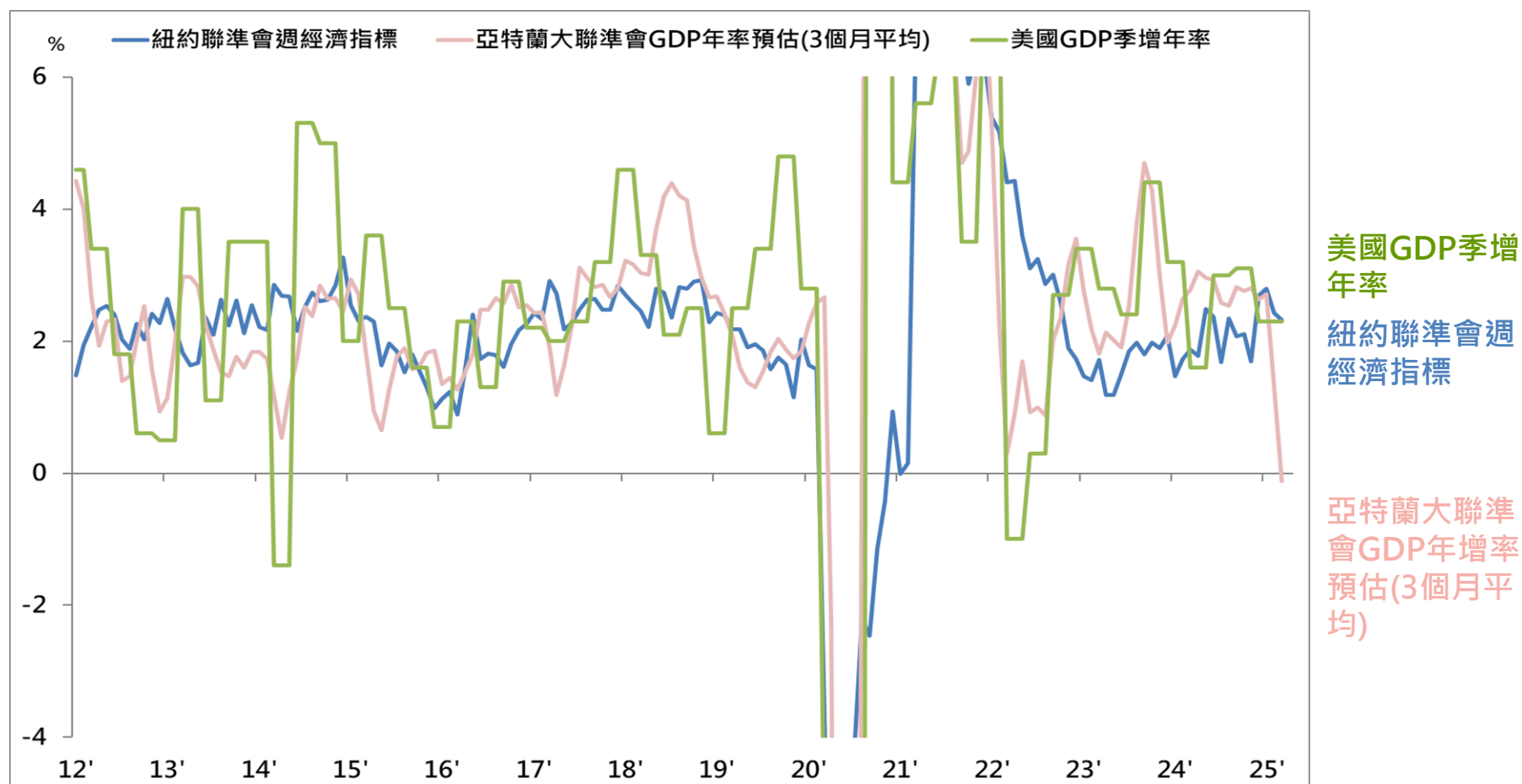
## 總經環境

川普政策不確定性使近期美國景氣預估放緩，  
但目前就業市場穩健、通膨並未受關稅太多影響；  
且聯準會仍有充分降息空間支撐景氣，美國景氣陷入衰退可能性仍偏低

# 受關稅影響，美國景氣增長預期開始放緩

由於受關稅預期使進口與貿易赤字大增，影響美國短期景氣增長預期顯著放緩

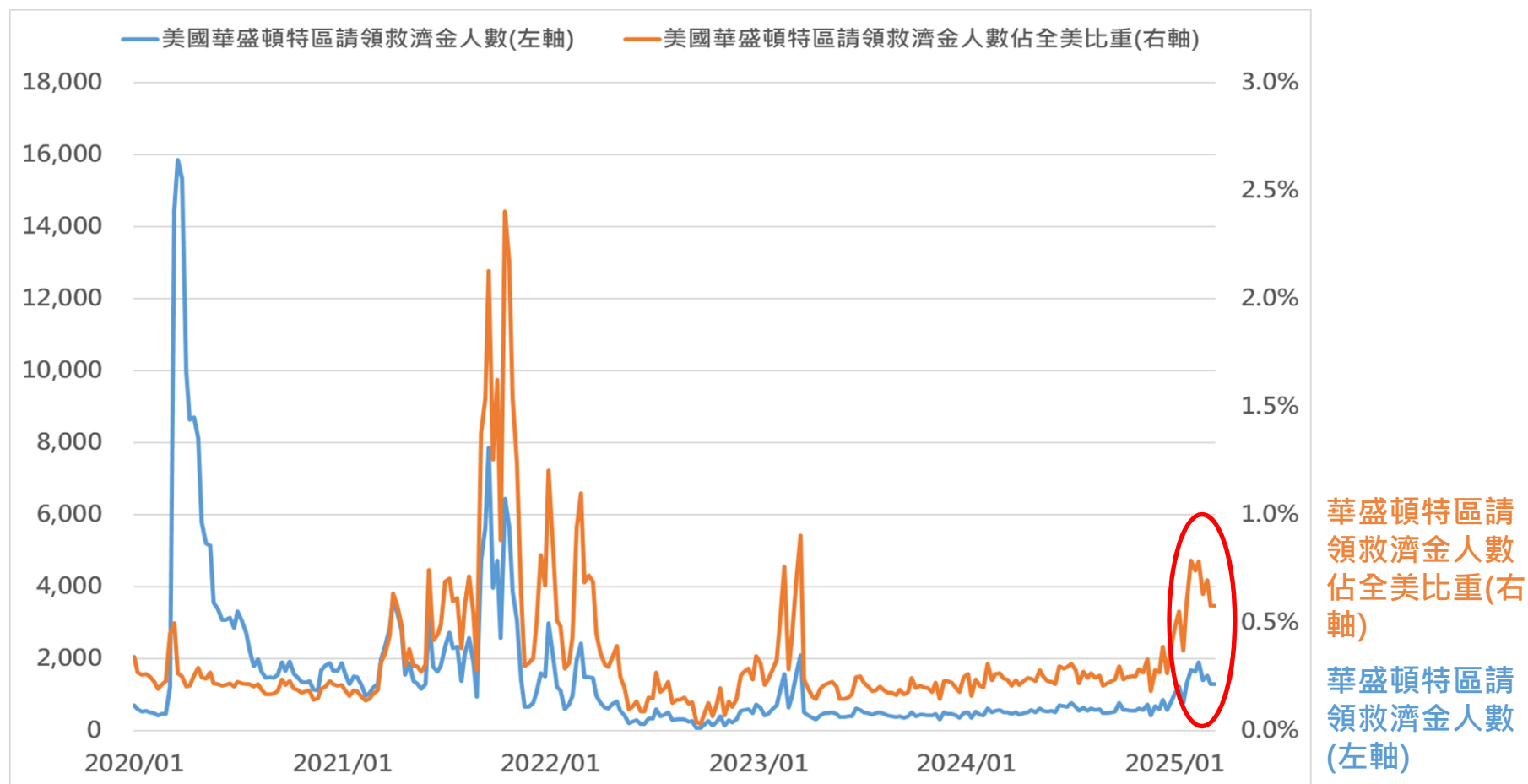
紐約聯準會週經濟指標、亞特蘭大聯準會GDP年增率預估、美國GDP季增年率



# 美國效率部裁員對就業市場影響有限

受美國效率部裁員行動影響的就業人數占美國就業人數可能低於1%

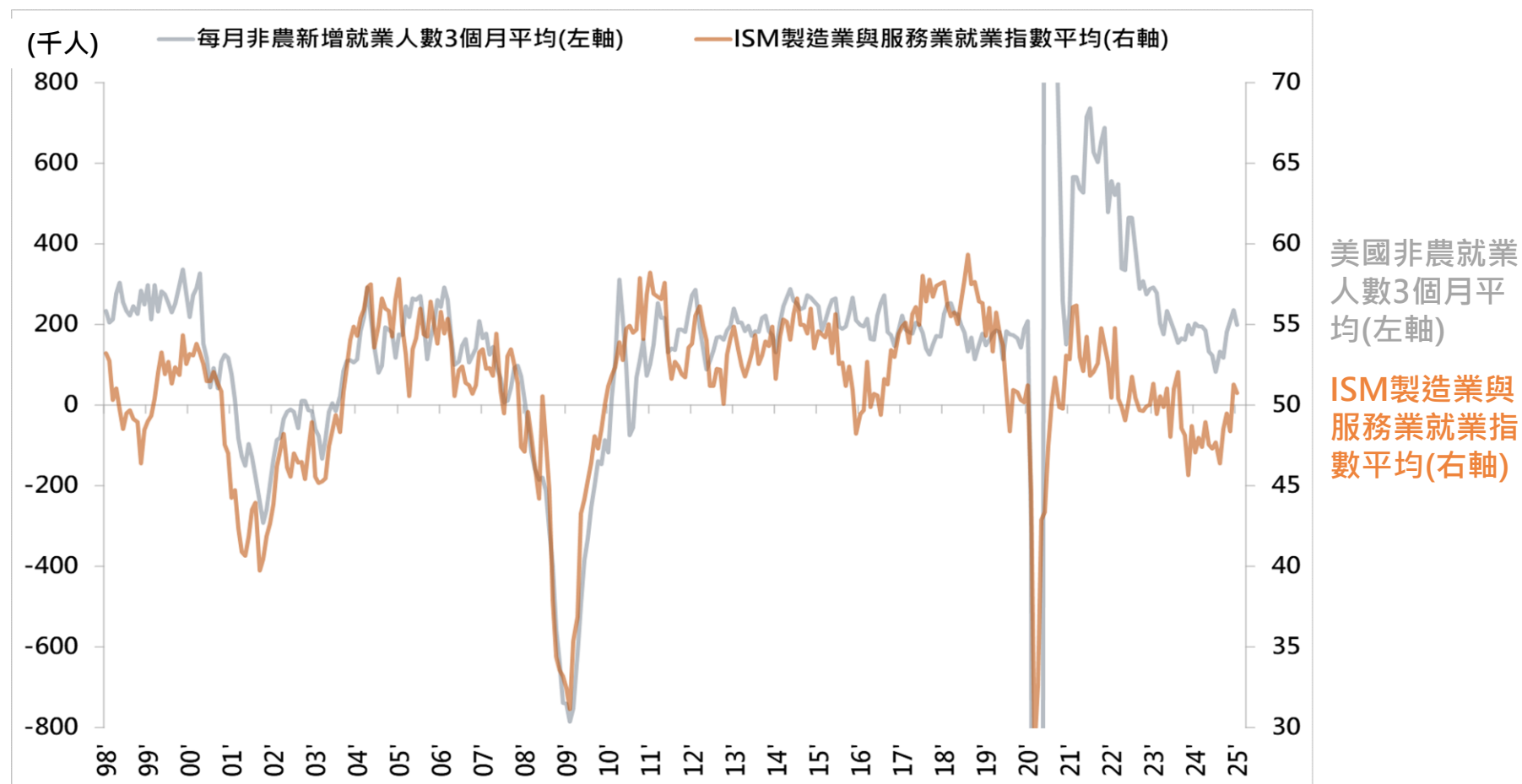
美國華盛頓特區請領救濟金人數與佔全美比重



# 美國就業市場仍維持穩定增長

勞動市場由過熱逐步回到均衡，有利壓制通膨，且仍無衰退風險

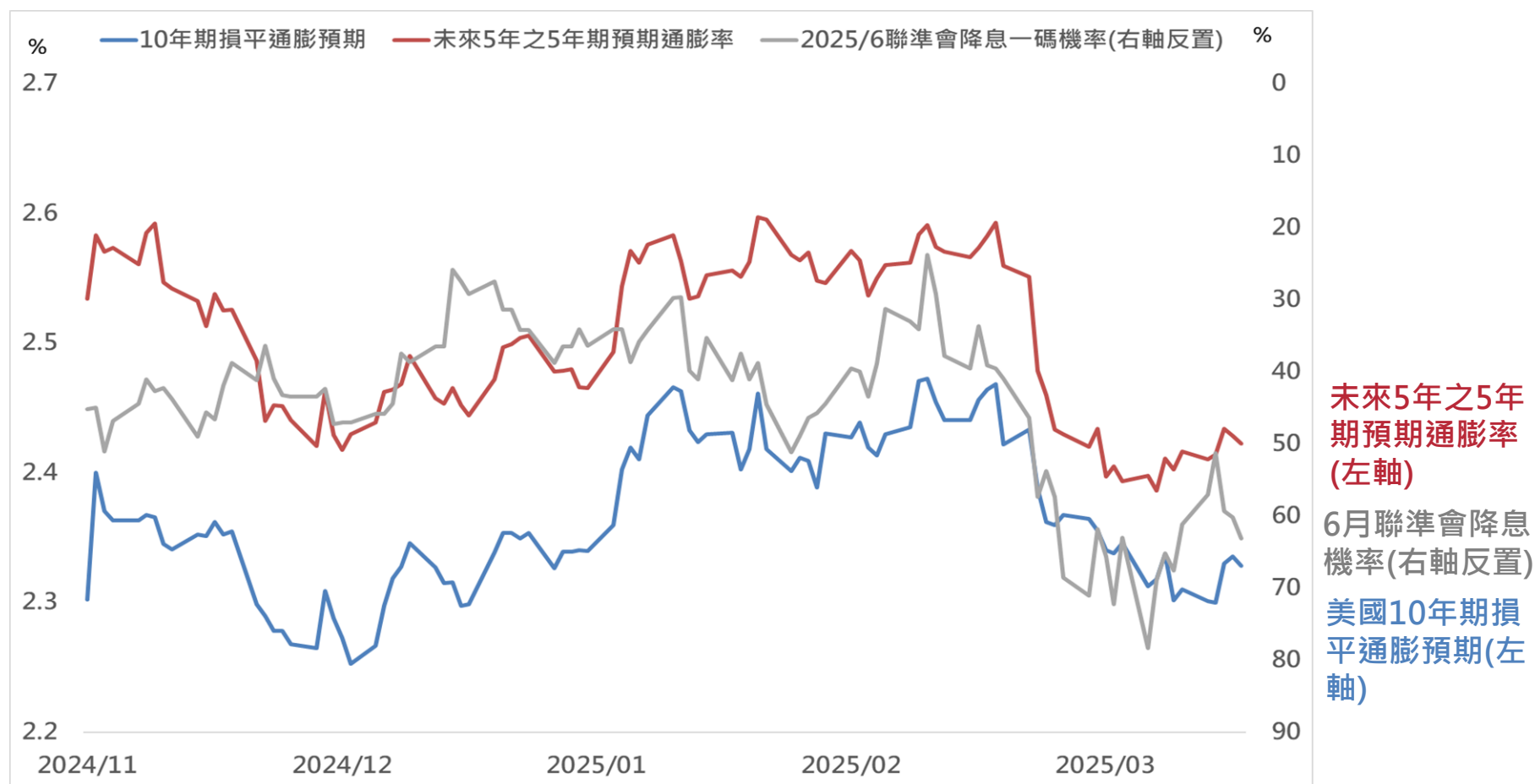
美國非農就業人數3個月平均、ISM製造業與服務業就業指數平均



# 關稅議題也並未推升通膨預期向上

川普上任後，美國中長期通膨預期維持穩定甚至向下，  
對於聯準會於6月降息的預期反而上升

美國10年期損平通膨預期、未來5年之5年期預期通膨率、6月聯準會降息機率



# 各機構預估關稅對美國GDP與通膨衝擊約1%

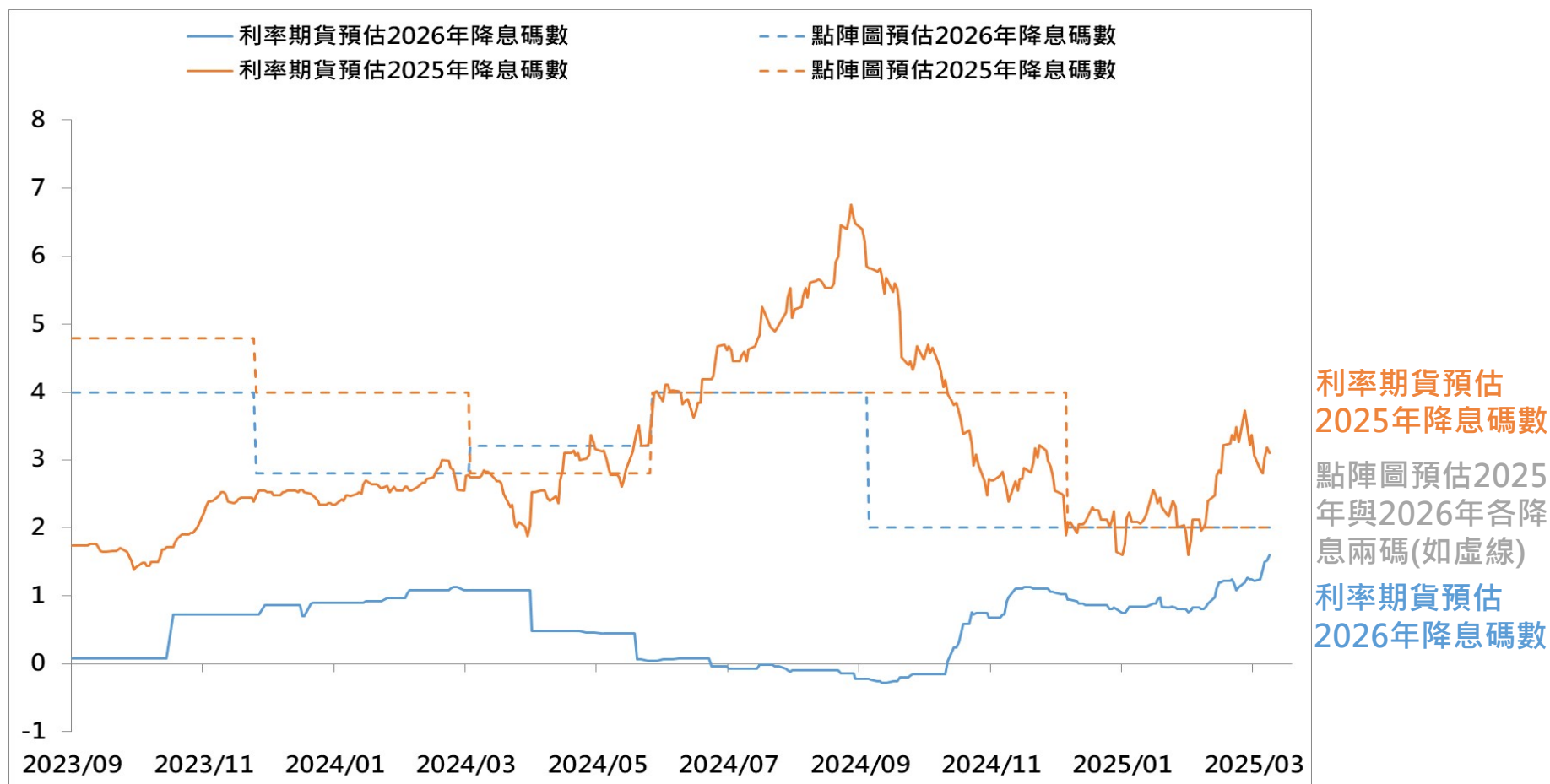
市場對關稅政策看法由先前預期僅是談判手段，  
逐步修正至可能對經濟產生部分衝擊

| 各國關稅情境假設                       | 影響美國GDP變化   | 影響美國通膨變化    | 估計單位  |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------|
| 中國10%+加墨25%                    | -0.4%       | --          | 稅務基金會 |
|                                | -0.3%       | +0.7%       | 摩根大通  |
| 全球10%                          | --          | +0.3%至+0.6% | 摩根大通  |
|                                | -0.6%至-1.0% | --          | IMF   |
|                                | -0.7%至-1.1% | --          | 稅務基金會 |
| 全球20%+中國60%                    | -1.3%至-1.7% | --          | 稅務基金會 |
| 基本情境<br>(關鍵材料10%+汽車25%+部分對等關稅) | -0.8%       | +0.9%       | 高盛    |
| 風險情境<br>(進一步考慮增值稅)             | -1.3%       | +1.3%       | 高盛    |
| 極端關稅戰<br>(至少60~70%平均稅率)        | -2.8%       | --          | 稅務基金會 |

# 即便未來景氣真的衰退，聯準會仍有充足降息空間

聯準會維持今年共降息4次預估，市場則上調今年降息次數至4-5次

利率期貨與聯準會點陣圖預估2025、2026年降息碼數



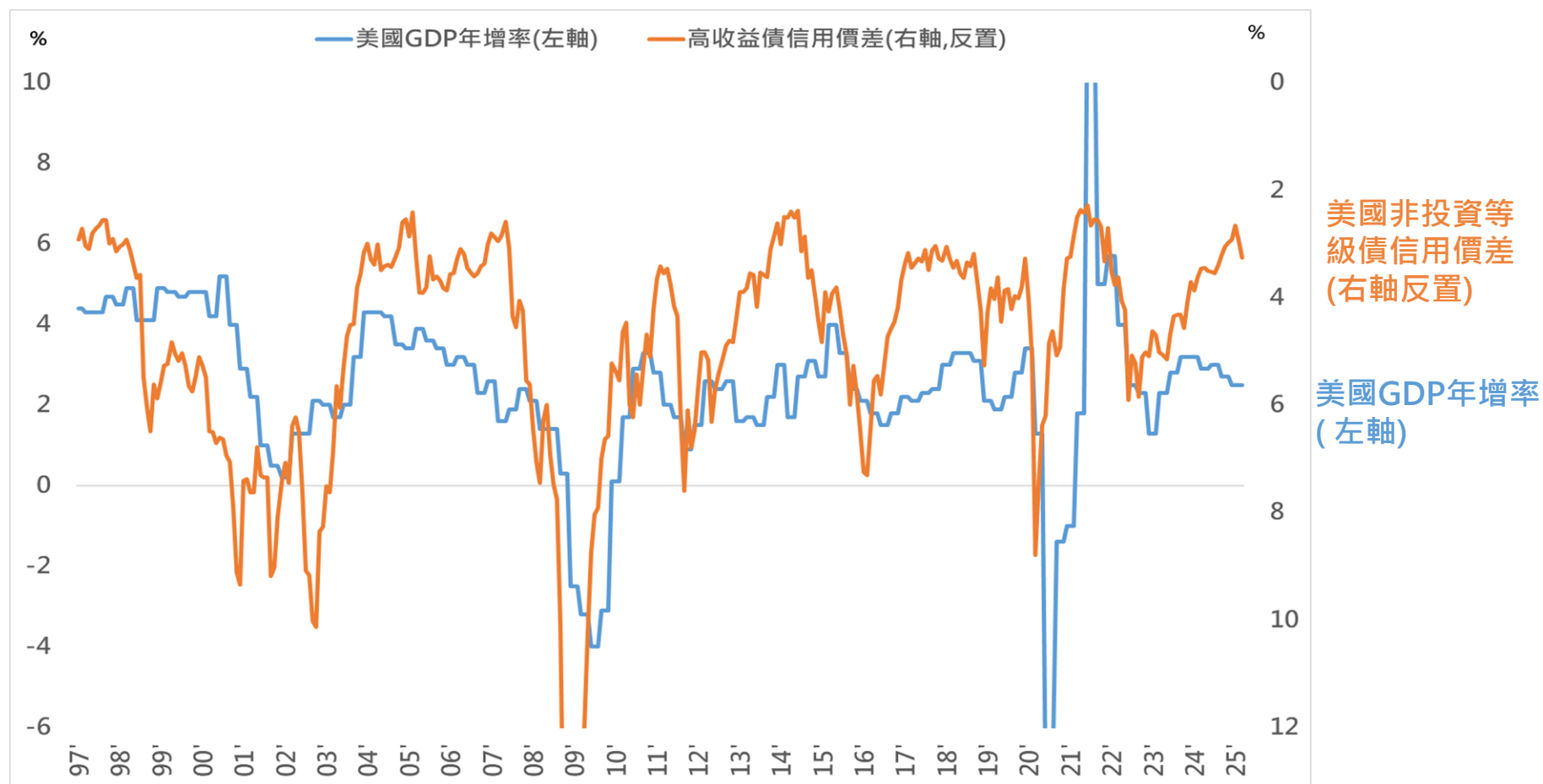
## 債券市場

關稅政策使市場下修美國景氣預估，導致近期信用債價差略為拓寬，  
不過當前各債市殖利率仍在相對偏高的水準，有助支撐債市表現

# 信用債價差開始略為放寬

隨市場下修經濟成長預期，美國信用債價差也由低點開始向上，  
後續仍需觀察價差是否再持續擴增

彭博美國非投資等級公司債價差、美國GDP年增率



# 不過從殖利率角度來看，各債市普遍仍具吸引力

目前各信用債的殖利率仍維持中間偏高水準，為債市帶來支撐

各固定收益資產殖利率(資料區間：2007/1/2~2025/2/28)

|                      | 美國公債 | 美元投資等級<br>公司債 | 美元非投資等級<br>公司債 | 新興市場美元債 |
|----------------------|------|---------------|----------------|---------|
| 目前利率水準               | 4.1% | 5.0%          | 7.1%           | 6.1%    |
| 相對歷史區間PR值<br>(越高越便宜) | 86%  | 74%           | 51%            | 67%     |
| 歷史利率區間-最大值           | 5.2% | 9.0%          | 23.0%          | 14.1%   |
| 歷史利率區間-最小值           | 0.4% | 1.5%          | 3.5%           | 3.2%    |
| 存續期間                 | 6年   | 7年            | 3年             | 6年      |
| 平均信評                 | AA   | A             | B+             | BBB-    |

\*PR值：表示位於一段區間中所處的相對位置，以0%至100%表示。

舉例來說，美國公債殖利率目前相對於歷史區間的PR值為86，表示目前殖利率高於歷史上86%的時期。

註：美國公債採彭博美國公債指數、美國投資等級公司債採彭博美國投資等級公司債指數、美國非投資等級公司債採彭博美國非投資等級公司債指數、新興美元主權債採彭博新興美元債指數

以上資料為舉例說明，不代表未來實際情形。

債券殖利率不代表實際投資報酬率；投資人仍須留意債券價格波動。資料來源: Bloomberg · 復華投信整理 · 2025/2/28

## 全球股票市場

美股及台股獲利預估仍維持成長，且評價皆已修正至長期平均水準，資金仍維持於各產業與區域間輪動，並非擔憂景氣衰退而全面性風險趨避；  
整體基本面仍有支撐，但川普關稅不確定性仍將為市場帶來波動。  
建議多元化投資組合、類股分散因應

# 2025年企業獲利仍維持雙位數成長

台美股企業獲利增速預估並無顯著下修，但股市評價已回到合理區間

主要股市企業獲利成長率(%)及本益比(倍)

|           | 2024年企業獲利<br>成長率預估(%) | 2025年企業獲利<br>成長率預估(%) | 2025年<br>預估本益比 | 過去10年<br>本益比區間 |
|-----------|-----------------------|-----------------------|----------------|----------------|
| MSCI全球指數  | +10.2                 | +10.4                 | 18.2           | 12.5~28.0      |
| 美國S&P500  | +11.3                 | +11.5                 | 21.3           | 14.0~31.4      |
| 道瓊歐洲600指數 | +3.4                  | +6.7                  | 15.0           | 10.6~26.0      |
| 中國上證指數    | +8.0                  | +11.3                 | 14.1           | 8.0~20.2       |
| 台灣股市      | +38.7                 | +16.8                 | 15.6           | 8.8~22.1       |
| MSCI新興市場  | +21.5                 | +13.3                 | 12.7           | 9.8~22.0       |

# 資金由先前強勢類股轉移至其他族群

科技、可選消費與通訊類股等先前強勢族群今年以來表現弱勢，  
資金轉移至其他類股，但獲利增速多仍維持在雙位數

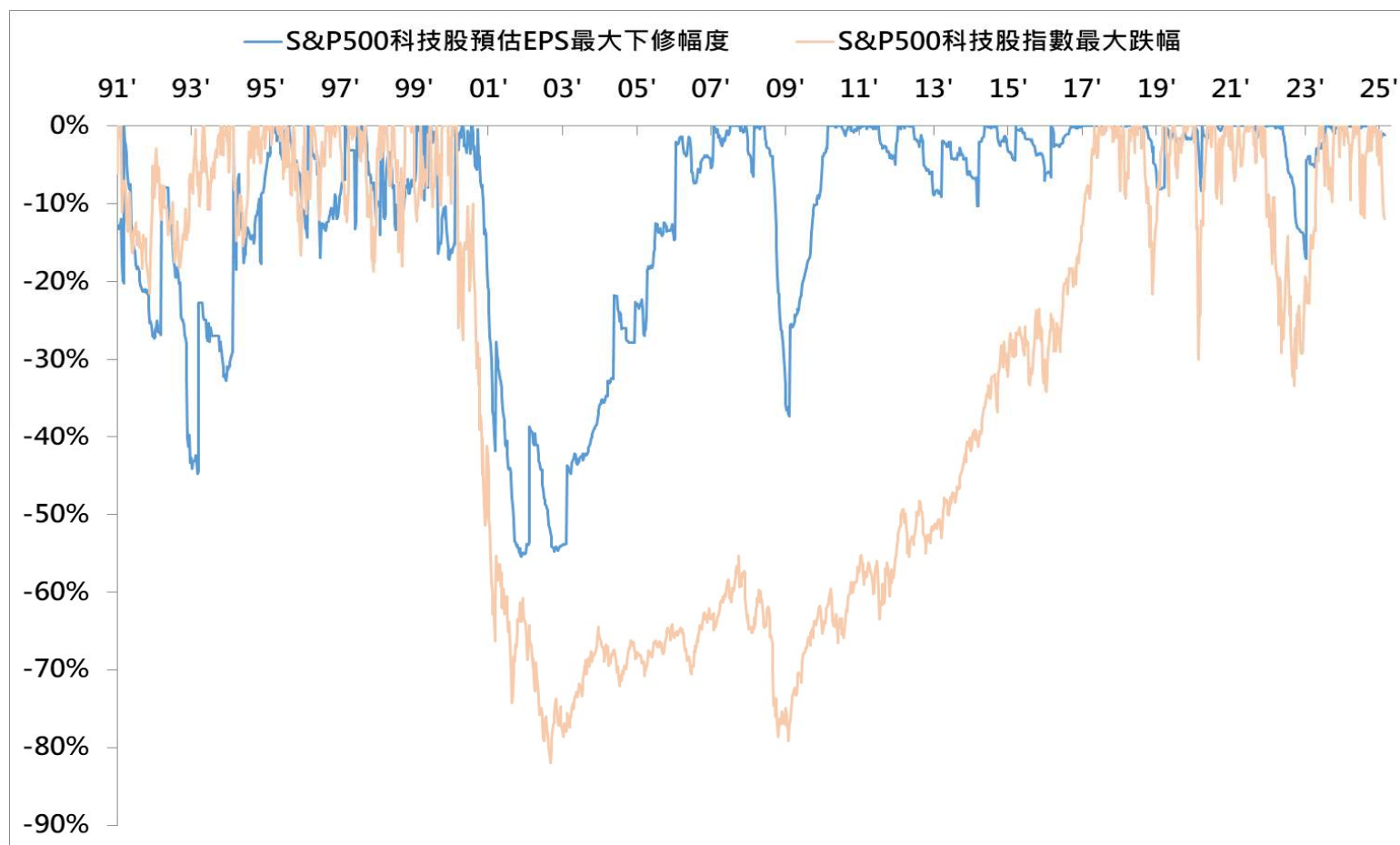
## MSCI世界指數產業類股報酬率、獲利成長率

| MSCI世界指數之<br>各產業類股指數 | 2025年以來<br>指數漲跌幅(%) | 2025年預估<br>EPS成長率(%) | 2026年預估<br>EPS成長率(%) |
|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| 能源                   | +6.8                | +4.7                 | +8.0                 |
| 原材料                  | +6.1                | +15.9                | +13.3                |
| 工業                   | +4.4                | +11.3                | +10.7                |
| 可選消費                 | -6.4                | +7.9                 | +14.8                |
| 核心消費                 | +3.4                | +4.2                 | +7.9                 |
| 醫療保健                 | +5.8                | +16.8                | +10.1                |
| 金融                   | +5.8                | +4.1                 | +9.0                 |
| 資訊科技                 | -7.8                | +20.1                | +17.1                |
| 通訊服務                 | +0.1                | +9.2                 | +12.5                |
| 公用事業                 | +4.8                | +4.3                 | +8.2                 |
| 不動產                  | +1.6                | +3.0                 | +7.8                 |

# 科技產業獲利預估仍然維持穩健

科技股波段跌幅雖大，但與過去修正時不同，企業獲利幾乎沒有被下修

## S&P500科技股預估EPS與股價最大下修幅度



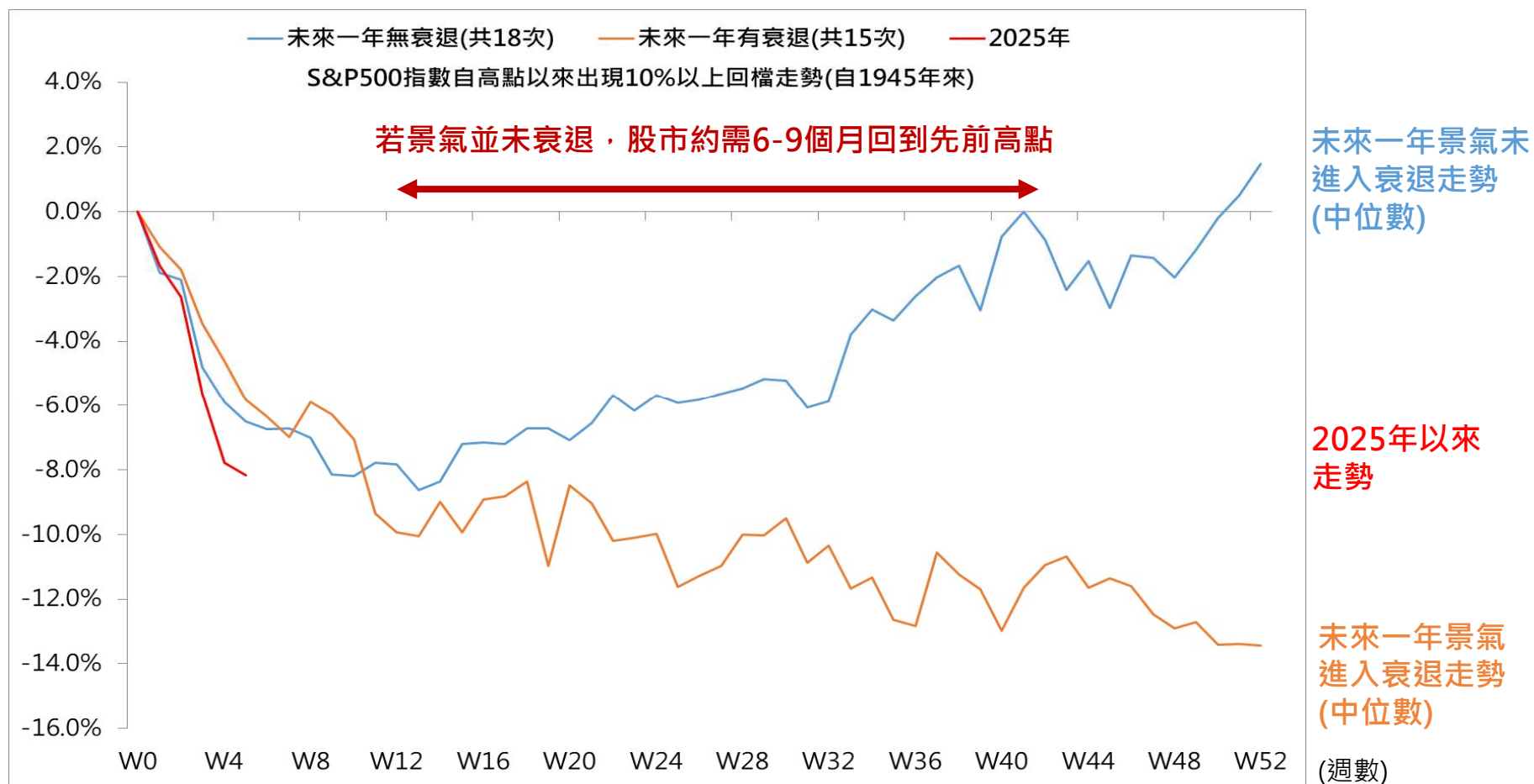
S&P500科技股  
預估EPS最大下  
修幅度

S&P500科技股  
指數最大跌幅

# 只要經濟不陷入衰退，美股終將回到先前高點

根據歷史經驗，美股自高點修正超過10%後，  
若景氣並未衰退，股市將於6~9個月後回到先前高點

S&P500指數自高點修正10%以上走勢：後續有衰退與無衰退與當前走勢比較



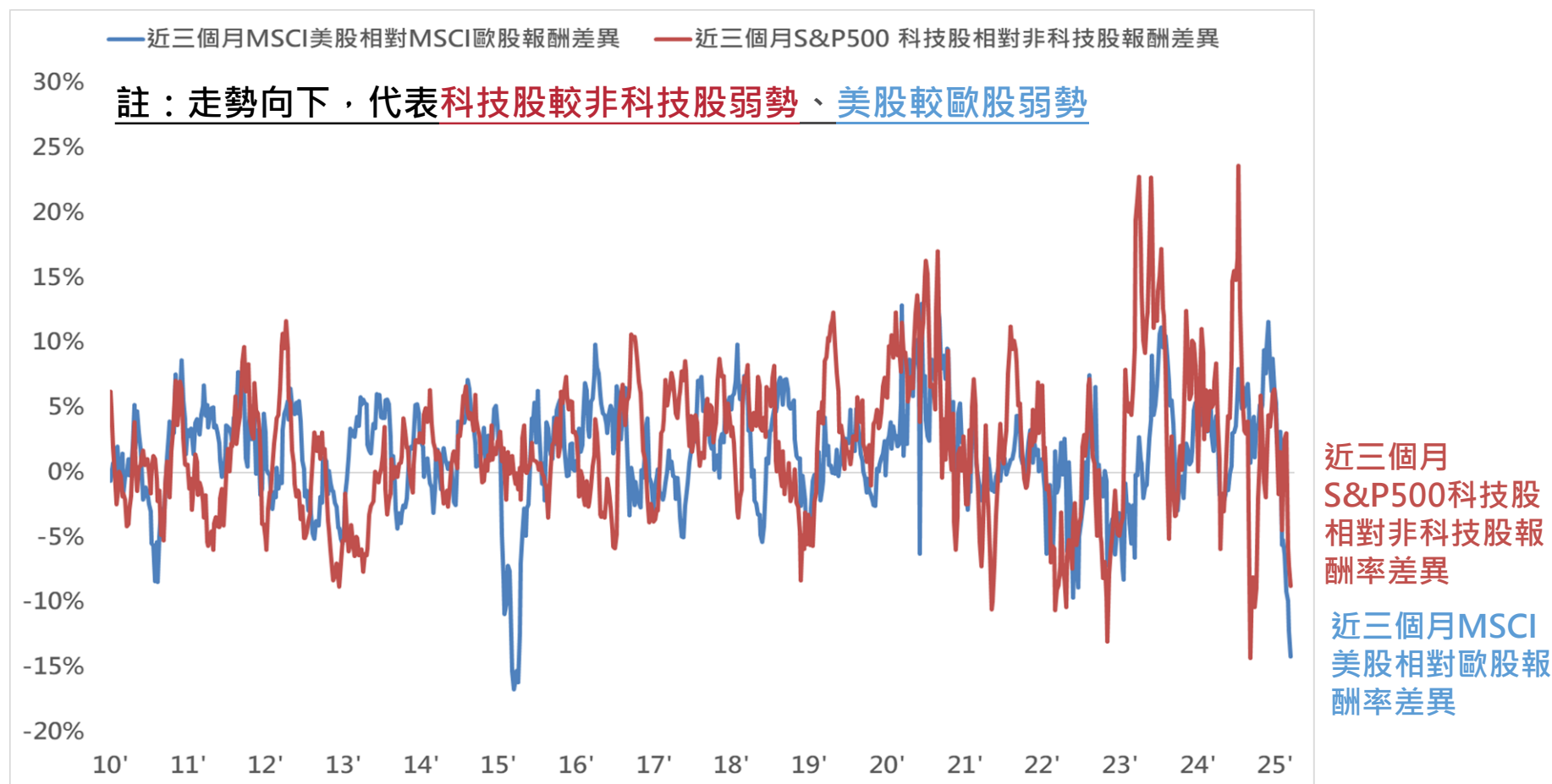
以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。本文提及之經濟走勢預測不必然代表未來實際情形。

資料來源: Bloomberg，資料截至 2025/03/21

# 短線科技股與美股相對弱勢的情況可能已接近尾聲

以三個月報酬率差異，美股相對歐股、科技股相對非科技股弱勢已達低檔水準

近三個月MSCI美股相對歐股、S&P500科技股相對非科技股報酬差異



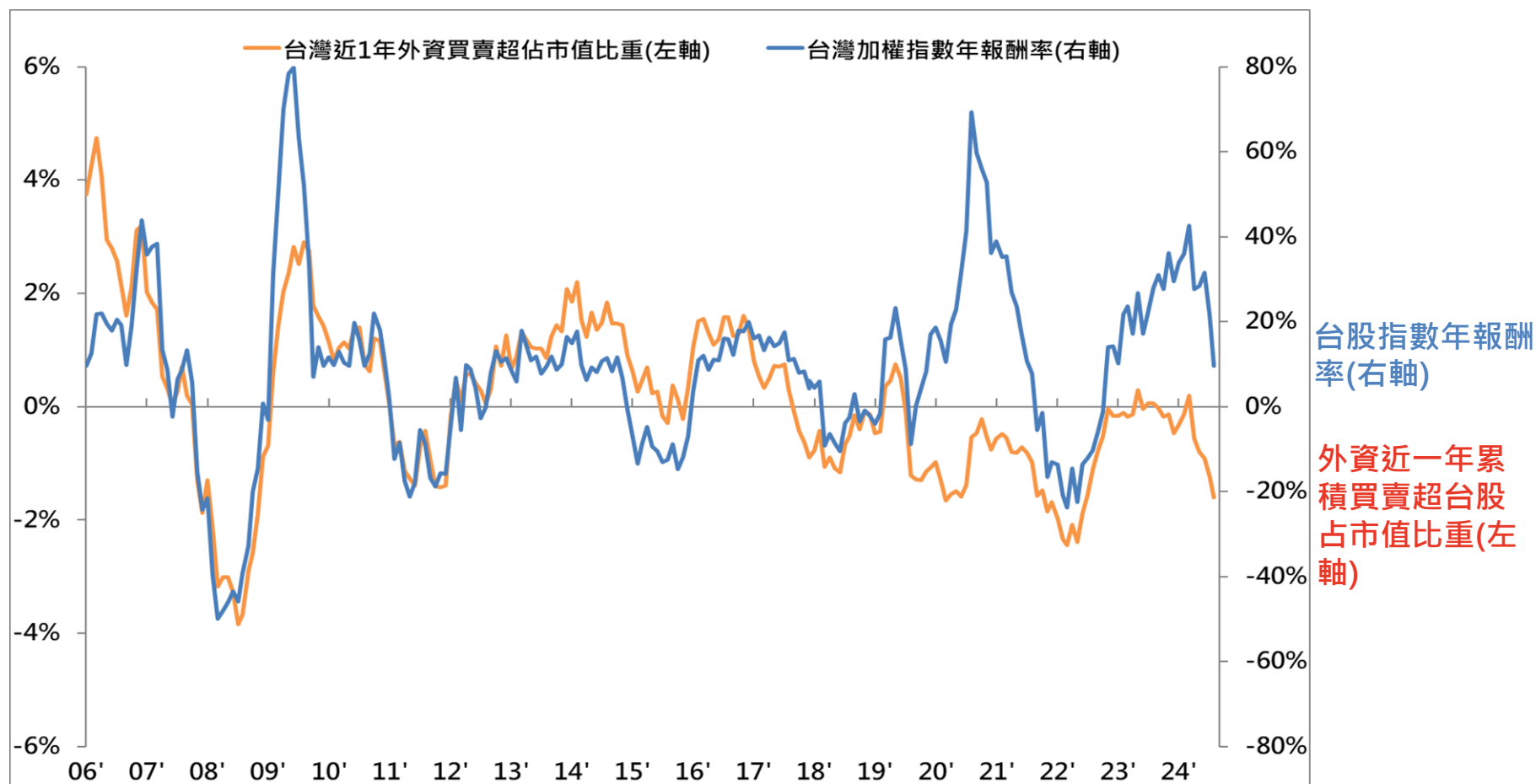
本文提及之經濟走勢預測不必然代表未來實際情形。

資料來源: Bloomberg，資料截至 2025/03/21

# 外資對台股賣超已達過往指數底部水準

近一年外資累積對台股賣超占市值比已達過往台股指數低檔水準

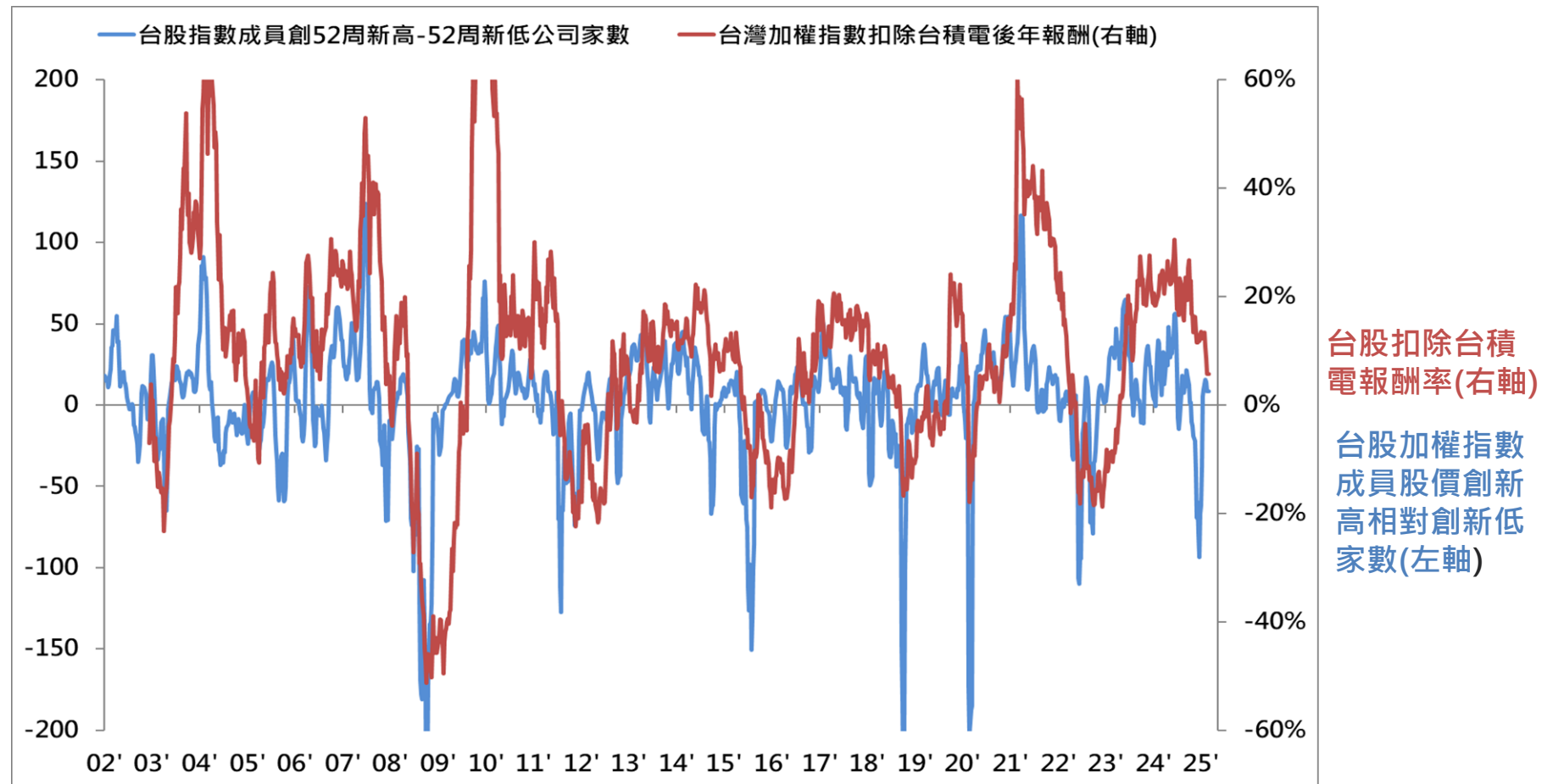
外資近一年累積買賣超台股占市值比重、台股指數年報酬率



# 台股市場寬度已由底部水準回升

台股創新高相對創新低家數已由底部開始回升，顯示整體市場寬度開始好轉

台股加權指數成員股價位於年線以上比例、台股與台股扣除台積電後年報酬率



以上資料為舉例說明，不代表未來實際績效。

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。

投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。本公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；本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。基金投資涉及新興市場部份，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。本基金得投資於大陸地區有價證券，其投資上限以基金信託契約及法令規定為準，投資人亦須留意大陸市場特定政治、經濟與市場等投資風險。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，投資人可向本公司及基金之銷售機構索取，或至公開資訊觀測站、境外基金資訊觀測站及本公司網站(<https://www.fhtrust.com.tw>)中查詢。

**以投資非投資等級債券為訴求之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。**

復華證券投資信託股份有限公司

10492台北市八德路二段308號8樓  
8F, No. 308, Sec 2, Bade Rd., Taipei, Taiwan, R.O.C

0800-005-168

台北 T 886-2-8161-6800  
桃園 T 886-3-316-8310

復華金管家



台中 T 886-4-2254-2788  
高雄 T 886-7-535-7068