

23 January
2025

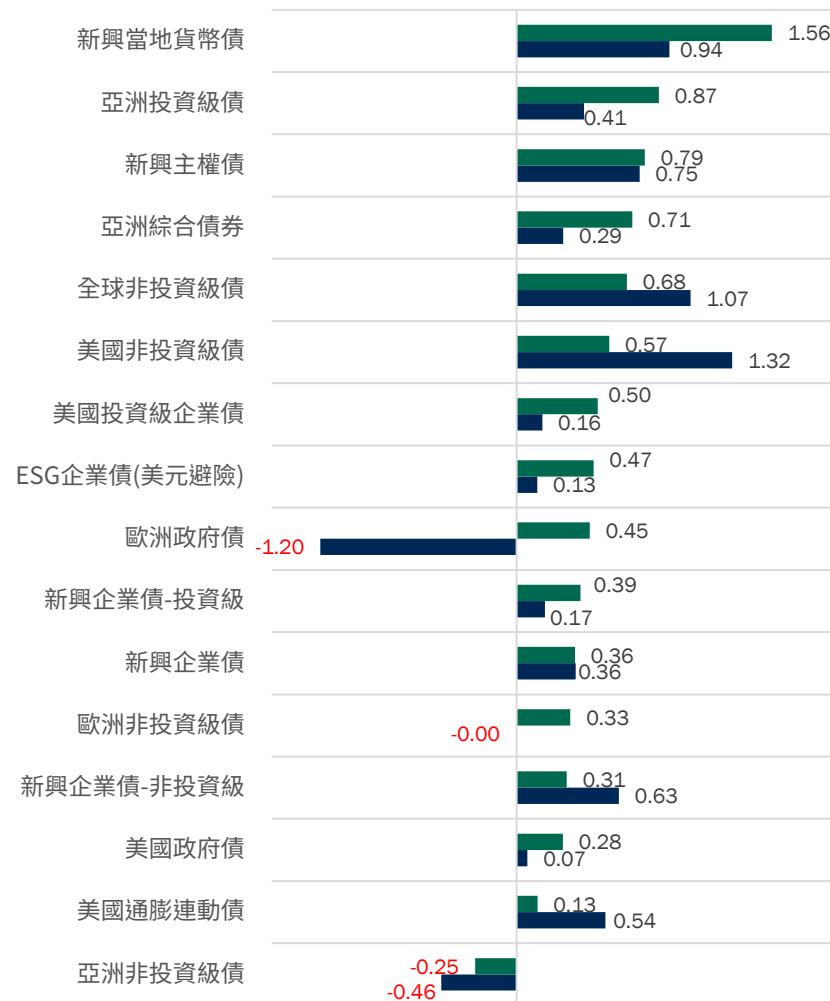
全球金融市場評論

一週行情回顧

公債殖利率連續下行，整體債市保持正向

債市總覽

■ 一週變動% ■ 一個月變動%



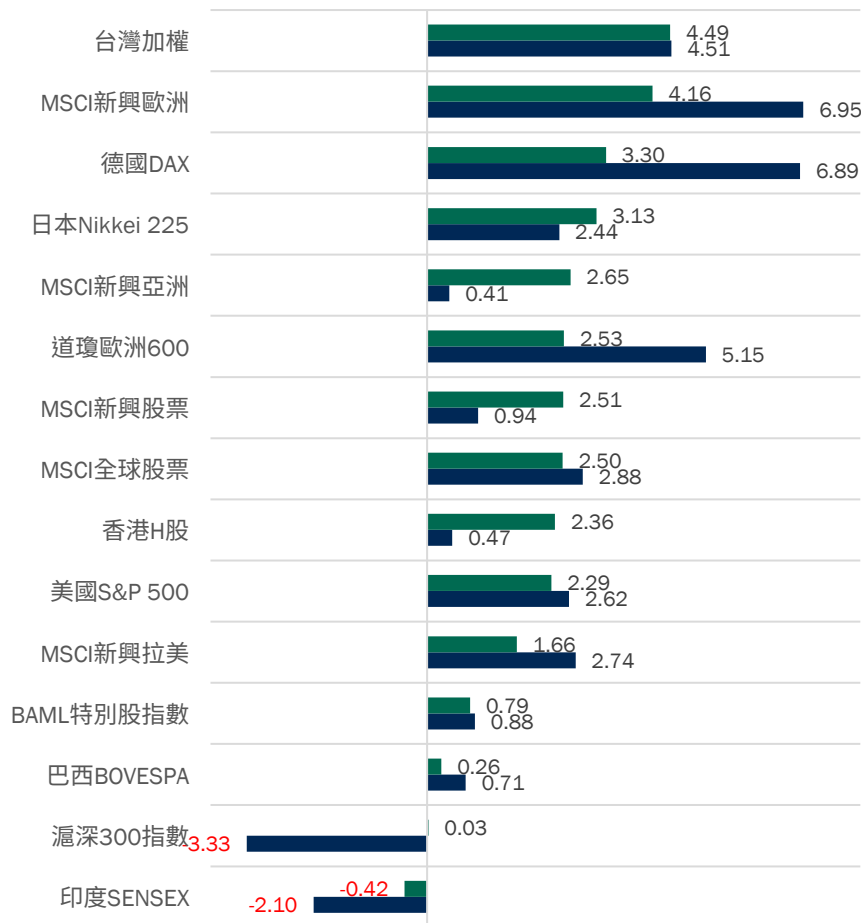
- 美德公債殖利率下行：**美國總統川普原本聲稱「上任第一天」就要全面加關稅，但就職當天並未簽署相關行政命令，市場擔憂暫歇。10年期公債殖利率下行至今年以來相對低點，收至4.6109%。德國十年期公債亦同步下行至2.5300%。
- 投等債表現延續：**雖然前期美債利率上下震盪，但受惠基本面依然良好，過去一年升評超過降評量，再加上投等債目前殖利率超過5%，重新吸引市場目光，疊加本週公債殖利率下行，推動美國投等債上漲0.50%；另外，ESG企業債表現同向，上漲0.47%。
- 非投債大部分表現正向：**雖然市場擔憂美國經濟持續保持韌性與川普新政均有可能推升通膨預期，但非投債受惠存續期較短的特性而受利率波動影響較低，加上目前美國與全球非投債殖利率均位於7.4%左右高位，備受市場青睞，分別上漲0.68%與0.57%；僅亞非投受限萬科負面消息發酵，本週下跌0.25%。
- 新興市場當地貨幣債反彈：**相較成熟市場，許多新興國家堅守財政紀律，債務負擔輕，過去一年許多新興國家的債信評等因此獲得上調，尤其本週在美元趨弱與美債殖利率下行的背景下，之前承壓較大的新興市場當地貨幣債與新興主權債受惠存續期間較長而分別反彈1.56%與0.79%。

資料來源：Bloomberg，2025/1/22。本數據僅為歷史統計資料，不保證基金一定持有，投資仍須注意相關風險及己身風險承受度而為之。本圖僅為市場概況，本文所提及之有價證券，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。投資人需注意非投資等級債風險。

徵收全面性關稅機率降低，全球大部分股市保持上漲

股市總覽

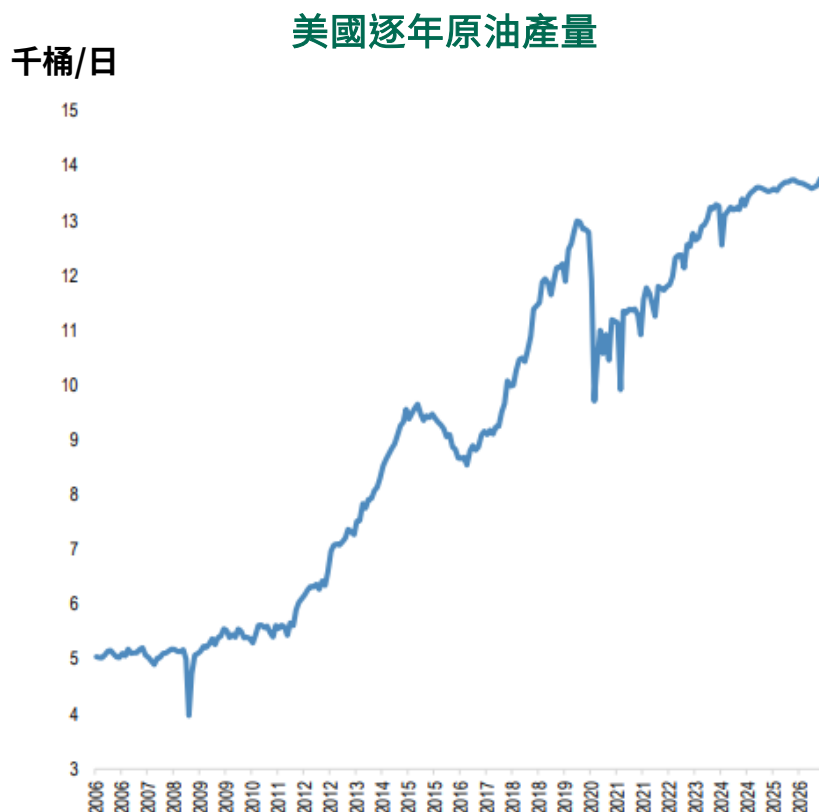
■ 一週變動% ■ 一個月變動%



- 美國12月份核心CPI增幅趨緩、聯準會理事官員也樂觀認為通膨數據有望持續下行，減緩市場對聯準會降息步調受阻的擔憂，加上近期美國六大銀行財報與財測展望正向，引領全球股市大部分上漲。
- 美國S&P500指數近一週上漲2.29%，投資人對關稅和全球貿易戰推高通膨的可能性仍保持警惕，不過有研究機構已將對今年徵收全面性關稅的機率從12月預測的約40%下調至25%。本週美股仍由資訊科技、通訊服務與工業類股領漲。
- 歐洲道瓊600指數近一週上漲2.53%，歐洲經濟數據令人鼓舞，證實通膨有望重回央行目標，下週再次降息幾乎沒有障礙。本週歐股主要由消費、工業產品及服務與旅遊及休閒類股領漲。
- 日本日經225指數近一週反彈3.13%，美國新任總統川普與中國國家主席習近平積極對話，平撫外界對於川普第2任期的疑慮，提振市場情緒並支撐日股本週表現。
- 中國滬深300指數本週微幅上漲0.03%，大陸官方搶救A股再出手，即將由大陸證監會舉行記者會說明相關政策。目前市場預估中長期資金將引入約有人民幣1兆元。
- 近一週美國10年期公債殖利率下行，特別股指數近一週上漲0.79%。

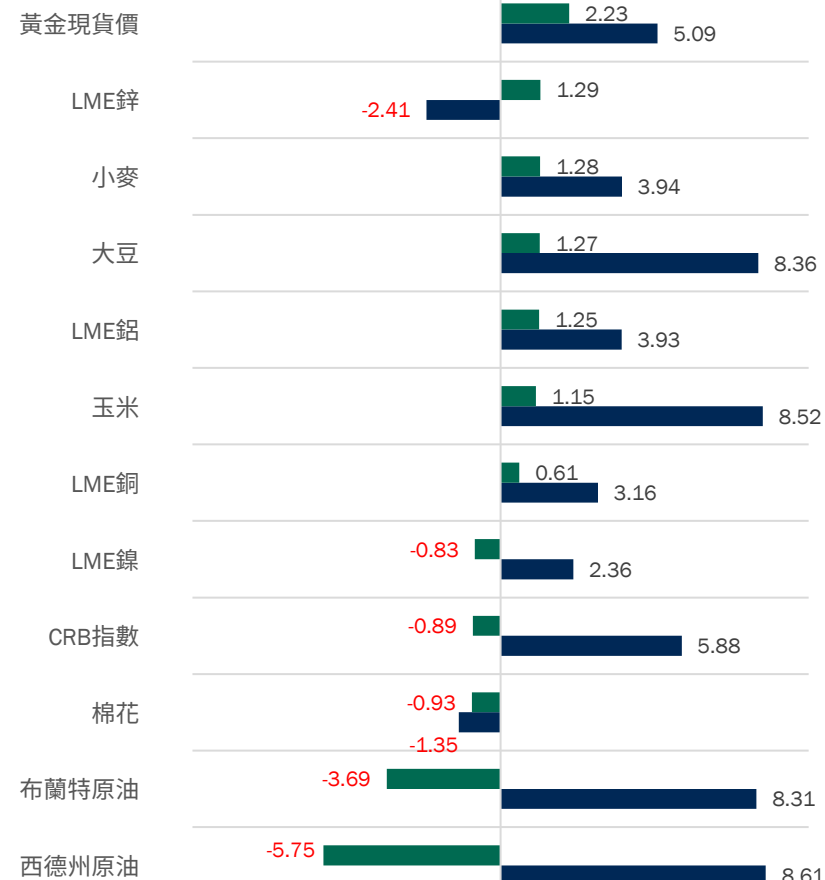
川普上任發布行政命令，國際油價下跌

- 原油期貨下跌：**近一週布蘭特原油和西德州原油分別下跌3.69%和5.75%。川普於1/20入主白宮，隨即簽署多道行政命令，其中包括宣布「國家能源緊急狀態」，可能使美國長期原油供給增加，推動該國能源獨立且成為能源淨出口國，或將對全球油價產生持久的下行壓力。綜合因素影響下，近一週國際油價下跌。



商品總覽

■ 一週變動% ■ 一個月變動%



資料來源：(左圖)JPM，2025/1；(右圖)Bloomberg，2025/1/22。本數據僅為歷史統計資料，不保證基金一定持有，投資仍須注意相關風險及己身風險承受度而為之。本圖僅為市場概況，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。投資人需注意非投資等級債風險。

重點新聞摘要

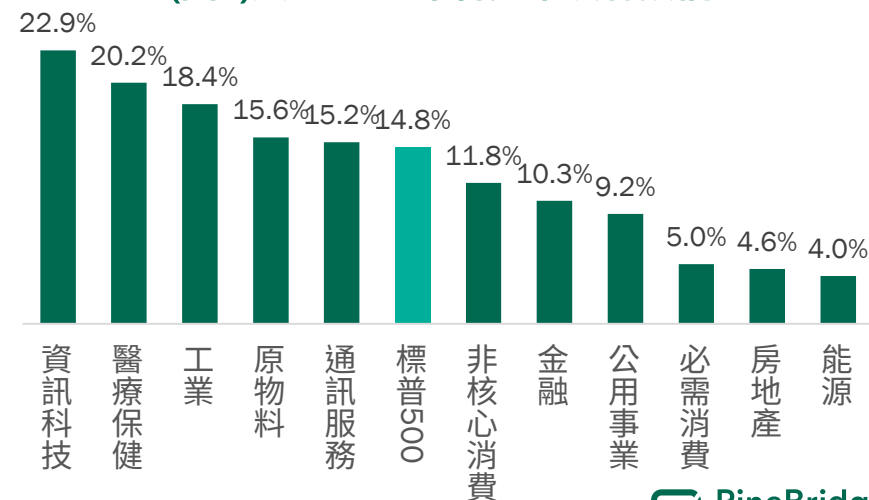
川普上任簽署大量行政命令

- 川普上任簽署大量行政命令**：川普於1月20日就職美國第47任總統，在就職演說上，川普宣告「美國即將迎接新時代」。如同川普先前所預告，一上任便簽署大量的行政命令(圖1)，其中有多項涉及國內外重大事務，包括：宣布美墨邊境進入國家緊急狀態、暫停庇護申請；暫緩TikTok禁令75天；終止美國現行的電動車稅收優惠政策，同時川普宣布進入「國家能源緊急狀態」，將會大舉放寬開採石油和天然氣。
- 美國重要財報季陸續開跑**：美國2024年第四季財報於1月中旬登場，其中美國大型銀行財報大放異彩，四大行的手續費收入年增32%，主要受投資銀行業務增長所提振。同時企業也表示，因為川普當選，市場對於川普親商的態度預期增加，因此更樂意進行企業購併與融資貸款。根據機構預估，2025年標普500指數企業獲利預計將成長14.8%(圖2)，高於2024年的9.4%。
- 聯邦醫保談判重挫製藥股價**：美國衛生部發布2025年美國聯邦醫療保險藥物談判目錄，諾和諾德減肥藥Wegovy和糖尿病藥物Ozempic等15種藥物被列入。此政策是拜登政府在「通膨削減法」中新設的政策，美國醫保管理機構會挑出一批使用量大且高價的藥物，使用行政手段施壓藥廠降價，若藥廠拒絕參與談判，將面臨高額罰款。

(圖1) 川普就職首日行政命令彙整

	政策內容
能源與環境相關	退出世衛組織、退出巴黎氣候協定
移民相關	取消非法移民子女出生公民權、非法移民犯罪嚴格執行死刑、續建邊境圍牆、取消非法移民關庇護計畫等
聯邦勞動力相關	重分類聯邦職員使其更易解雇、建立政府效率部門、結束遠程工作政策
性別與多樣性相關	僅承認男與女兩個性別、終止聯邦政府DEI計畫
其他	赦免國會暴動被告、暫緩執行Tiktok禁令

(圖2) 美股2025年各產業獲利預估



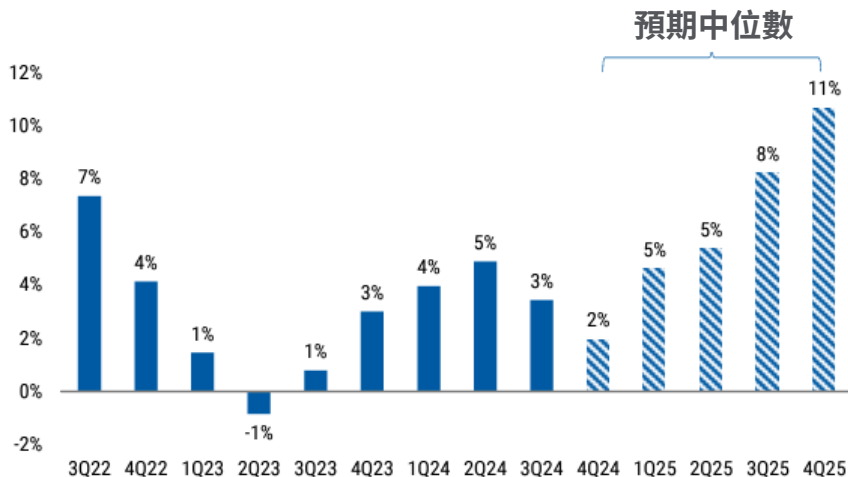
美國非投資級債上漲

- 美國非投資級債上漲：**川普於就職典禮上未表明將立即實施關稅政策，市場預期關稅政策有望採漸進式實施，美國10年公債殖利率下降至4.6109%，利差收斂12個基本點，指數近一週上漲0.57%，收於2,713.36點(圖1)。
- 初級市場概況：**隨殖利率下降及利差收斂，促使部分美國借款人進入市場，週二阿多納集團(Ardonagh Group)出售5.3億美元的票據。目前資本市場略顯降溫，月迄今份總供應量約為76.55億美元，如發行趨勢延續至未來兩週，或將創下2016年以來最低的1月供應量。
- 美國非投資級債基本面復甦：**2024年第三季美國非投資級債企業EBITDA年增率3%(圖2)，略低於第二季的5%，然預期2025年非投資級債企業EBITDA有望迎來較為顯著的復甦趨勢。產業層面，預期原物料、科技、工業與能源產業，於2025年成長率有望達雙位數成長。
- 地區銀行面臨殖利率上升困擾：**自11月底美國公債殖利率上升以來，小型銀行股已下跌約8%。機構表示長期殖利率攀升會導致銀行體系在短期內變的更為脆弱，即便在基本經濟情景下利潤較高。2025年殖利率或呈現區間震盪，地區銀行的信用風險仍須留意。

(圖1) 美國非投資級債指數



(圖2) 美國非投資級債企業EBITDA年增率



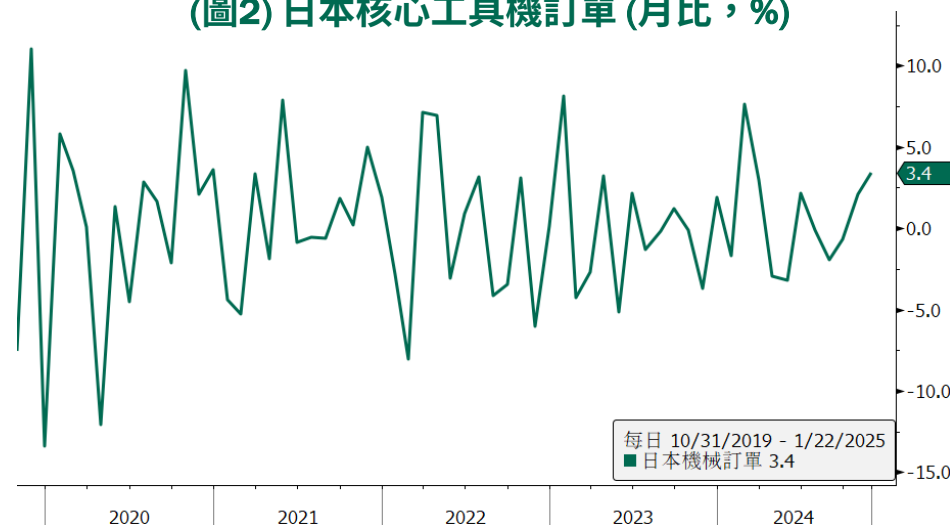
德國1月ZEW經濟信心低於預期；日本核心機械訂單意外上修

- 德國1月ZEW經濟信心低於預期：**德國1月ZEW經濟信指數降至10.3(圖1)，低於預期的15.1，ZEW總裁表示，由於私人家庭支出不足和建築業需求低迷繼續拖累德國經濟，並且如果這些趨勢在2025年持續延續，德國將進一步落後於歐元區其他國家。觀察德國央行對今年該國經濟成長率預測僅為0.2%，與歐元區其他國家更強勁的成長存在落差。
- 日本核心機械訂單意外上修：**日本11月核心機械訂單月增3.4%為連續兩個月成長(圖2)，並高於市場預期的月減0.4%，觀察細項，製造業核心機械訂單金額月增6.0%，非製造業(不含船舶、電力)核心機械訂單金額月增1.2%，推動本次整體核心機械訂單表現，由於訂單轉好故內閣府也將未來展望上修至「出現好轉動向」。
- 日本2025年薪資水準將持續增長：**日本厚生勞動省調查顯示，冬季獎金較去年成長4.93%至89.1萬日圓，不僅是連續五年維持正成長，金額更是1970年有紀錄以來最高，反映春鬥薪資談判影響。此外日本將於22日起進入春鬥薪資談判，早前由日本大企業所組成的經團連會長十倉雅和表示，2023年是加薪的起點、2024年是加速的一年、2025年則是確立目標的一年，透露資方團體有意持續提高薪資，響應日本政府之政策立場。

(圖1) 德國ZEW經濟信心



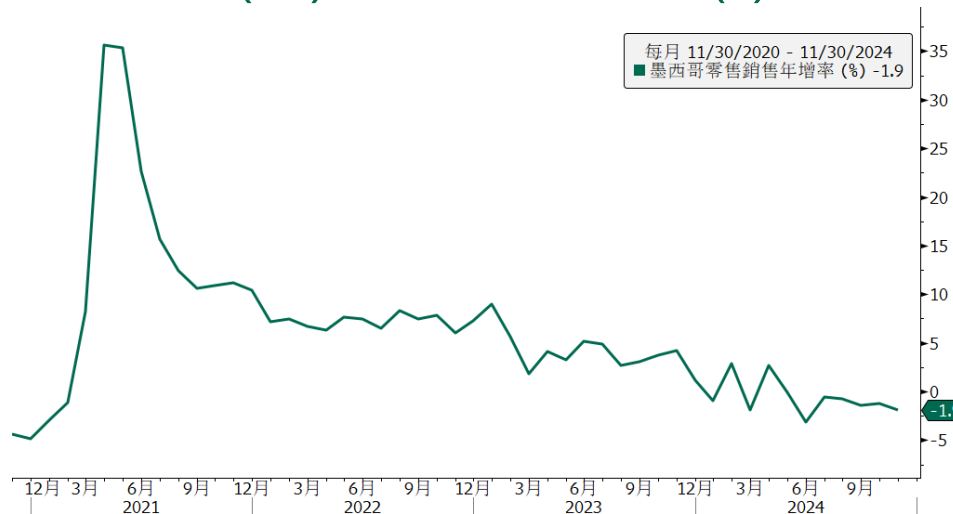
(圖2) 日本核心工具機訂單 (月比, %)



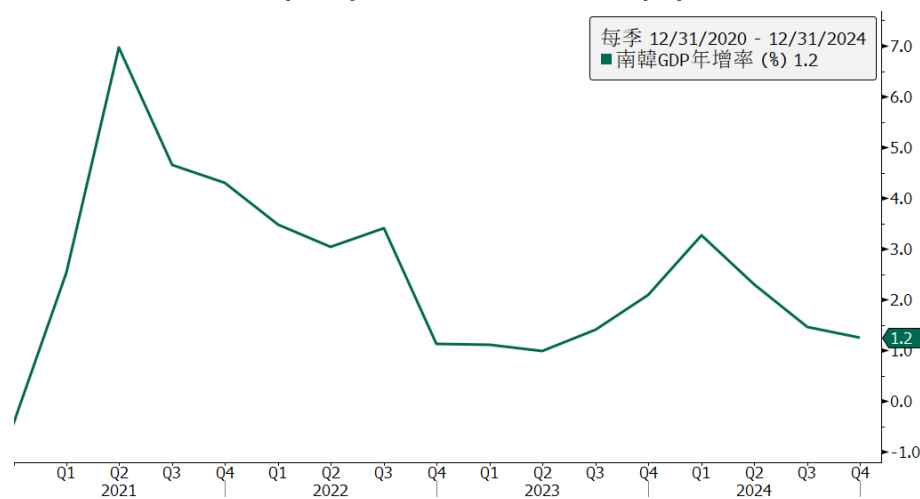
墨西哥零售銷售持續低迷；南韓GDP遜於預期

- 墨西哥零售銷售持續低迷：**墨西哥2024年11月零售銷售年減1.9%，低於市場預期的年減1.4%，且較前值的年減1.2%大幅下滑，顯示墨西哥消費動能持續低迷。觀察指數細項，雖食品及飲料相關銷售有所成長，然農作物以及林木業原料銷售大幅下滑，是為拖累整體數據主因。川普上任後可能對墨西哥實施關稅，對於消費不振的經濟恐雪上加霜。
- 馬來西亞央行維持利率不變：**馬來西亞國家銀行決議再次將其主要政策利率維持在3.0%，符合市場預期。相較其他國家央行可能在未來幾個月陸續降息，馬來西亞第四季GDP年增4.8%展現強勁的經濟成長，且通膨壓力尚不穩定的情況下，預估央行將維持利率不變的立場。
- 南韓GDP低於市場預期：**南韓第四季GDP年增率報1.2%，自前值的1.5%下修，也低於市場預期的1.4%，為2023年第二季以來最低增速；南韓全年經濟成長2.0%，亦低於央行預測的2.2%，觀察指數細項，雖政府消費、設施投資、出口均上升，然私人消費、建築業投資增速均下降，是為拖累數據主因。由於持續的政治危機和建築業前景不明，預期南韓短期內仍受內需疲軟影響，經濟活動可能持續不振。

(圖1) 墨西哥零售銷售年增率 (%)



(圖2) 南韓GDP年增率 (%)



觀察指標

一週關注重點

日期	國家/區域	數據/事件	觀察期間	預估值	前期值
1/27	中國	製造業 PMI	1月	50.1	50.1
1/27	德國	IFO 企業景氣指數	1月	-	84.7
1/28	美國	經濟諮詢委員會消費者信心	1月	106.0	104.7
1/28	美國	耐久財訂單	12月	0.5%	-1.2%
1/29	墨西哥	失業率 (未經季調)	12月	-	2.64%
1/30	墨西哥	GDP 未經季調 (年比)	1Q	-	1.6%
1/30	巴西	FGC 通膨 IPGM (月比)	1月	-	0.94%
1/30	巴西	Selic 利率	1/29	13.25%	12.25%
1/30	歐元區	GDP 經季調 (季比)	4Q	-	0.4%
1/30	歐元區	ECB 主要再融資利率	1/30	-	3.15%
1/30	美國	GDP 年化 (季比)	4Q	2.6%	3.1%
1/30	美國	FOMC 利率決策 (上限)	1/29	4.50%	4.50%
1/30	美國	首次申請失業救濟金人數	1/25	-	-
1/31	德國	CPI (年比)	1月	-	2.6%
1/31	日本	東京消費者物價指數 (生鮮除外) 年比	1月	-	2.4%
1/31	日本	失業率	12月	-	2.5%
1/31	日本	工業生產 (月比)	12月	-	-2.2%

資料來源：Bloomberg，2025/1/22。

投資級債／特別股

美國投資級企業債殖利率(%)



美國投資級企業債利差(bp)



特別股殖利率(%)



特別股利差(bp)*



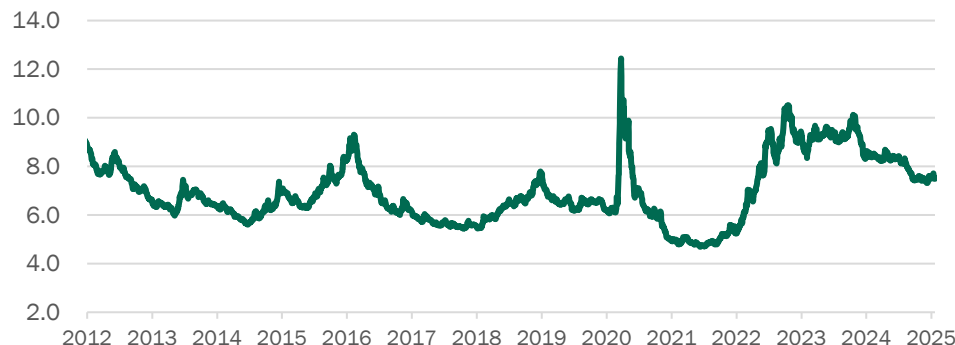
資料來源：Bloomberg。參考指數：美國投資級債：彭博美國投資級公司債指數。特別股：ICE美銀固定利率特別股指數。殖利率採用到期殖利率(Yield to Maturity)，利差採用Option Adjusted Spread或是Z-Spread to Worst。*特別股利差為ICE美銀固定利率特別股指數殖利率減彭博美國公債指數殖利率。

本圖僅為市場概況，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。殖利率不代表報酬率。

全球非投資等級債／美國非投資等級債

全球非投資等級債殖利率(%)

最新值: 7.48 (1/22)



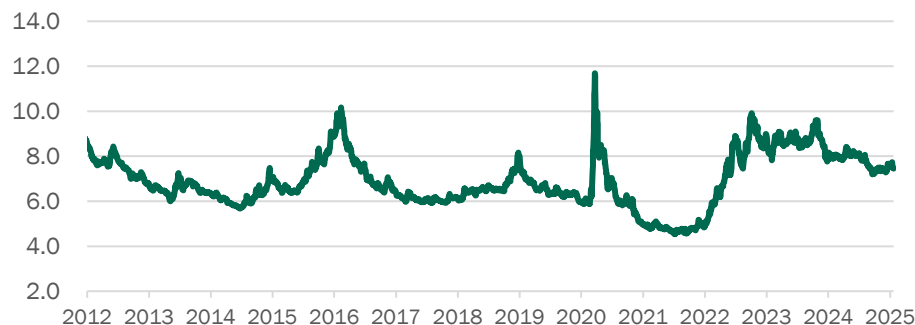
全球非投資等級債利差(bp)

最新值: 308 (1/22) 5年平均: 477



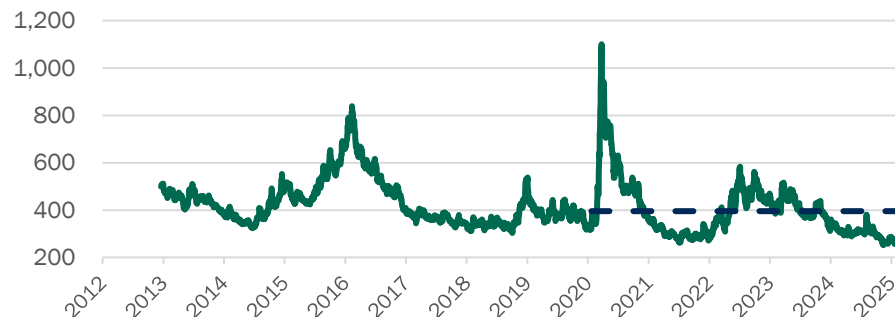
美國非投資等級債殖利率(%)

最新值: 7.45 (1/22)



美國非投資等級債利差(bp)

最新值: 256 (1/22) 5年平均: 395

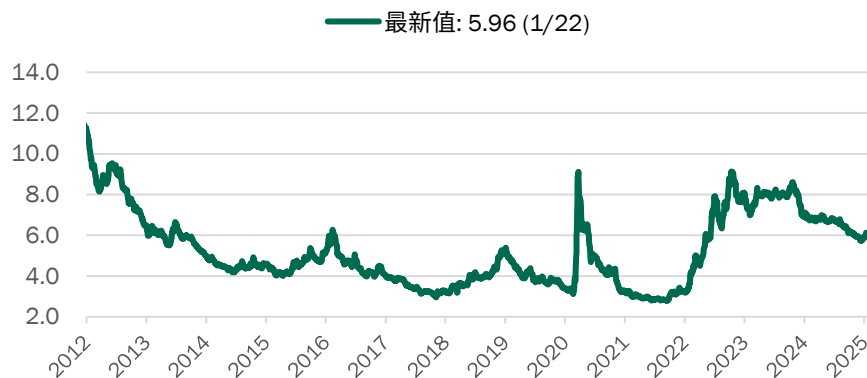


資料來源：Bloomberg。參考指數：全球非投資等級債：彭博全球非投資等級債指數。美國非投資等級債：彭博美國非投資等級債指數。殖利率採用到期殖利率(Yield to Maturity)，利差採用Option Adjusted Spread或是Z-Spread to Worst。

本圖僅為市場概況，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。投資人需注意非投資等級債風險。殖利率不代表報酬率。

歐洲非投資等級債／亞洲非投資等級債

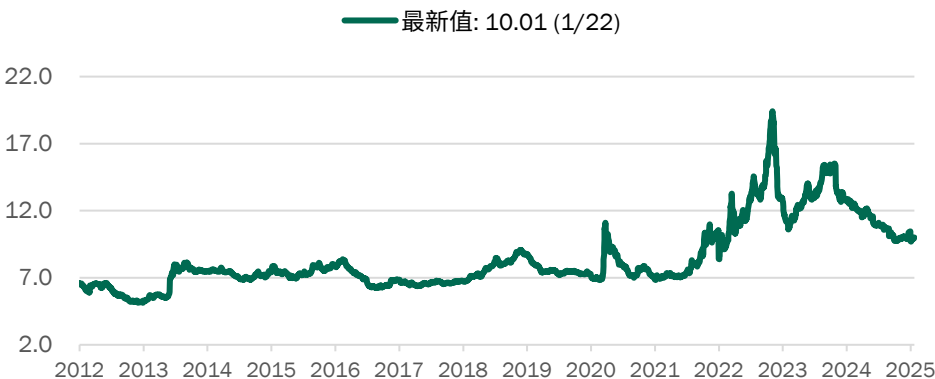
歐洲非投資等級債殖利率(%)



歐洲非投資等級債利差(bp)



亞洲非投資等級債殖利率(%)



亞洲非投資等級債利差(bp)



資料來源：Bloomberg。參考指數：歐洲非投資等級債：彭博歐洲非投資等級債指數。亞洲非投資等級債：J.P. Morgan亞洲信貸-非投資級債指數。殖利率採用到期殖利率(Yield to Maturity)，利差採用Option Adjusted Spread或是Z-Spread to Worst。

本圖僅為市場概況，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。投資人需注意非投資等級債風險。殖利率不代表報酬率。

新興市場主權債／新興市場企業債

新興市場主權債殖利率(%)



新興市場主權債利差(bp)



新興市場企業債殖利率(%)



新興市場企業債利差(bp)

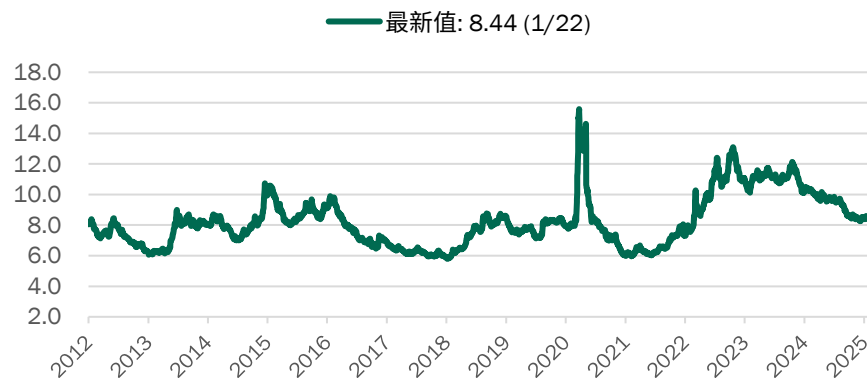


資料來源：Bloomberg。參考指數：新興市場主權債：J.P. Morgan新興市場主權債指數(EMBIG)。新興市場企業債：J.P. Morgan新興市場企業債指數(CEMBI)。殖利率採用到期殖利率(Yield to Maturity)，利差採用Option Adjusted Spread或是Z-Spread to Worst。

本圖僅為市場概況，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。殖利率不代表報酬率。

新興市場非投資等級債／亞洲綜合債

新興市場非投資等級債殖利率(%)



新興市場非投資等級債利差(bp)



亞洲綜合債殖利率(%)



亞洲綜合債利差(bp)



資料來源：Bloomberg。參考指數：新興市場非投資等級債：彭博新興市場非投資等級債指數。亞洲綜合債：J.P. Morgan亞洲信貸指數(JACI)。殖利率採用到期殖利率(Yield to Maturity)，利差採用Option Adjusted Spread或是Z-Spread to Worst。

本圖僅為市場概況，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。投資人需注意非投資等級債風險。殖利率不代表報酬率。

成熟國家股市

MSCI世界指數本益比(倍)

最新值: 19.6 (1/22) 5年平均: 18.1



標普500指數本益比(倍)

最新值: 22.2 (1/22) 5年平均: 19.9



道瓊歐洲600指數本益比(倍)

最新值: 13.9 (1/22) 5年平均: 14.5



日經225指數本益比(倍)

最新值: 19.6 (1/22) 5年平均: 19.1



資料來源：Bloomberg。本益比以未來12個月預估獲利計算。
本圖僅為市場概況，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。

新興國家股市

MSCI新興市場指數本益比(倍)



滬深300指數本益比(倍)



印度SENSEX指數本益比(倍)



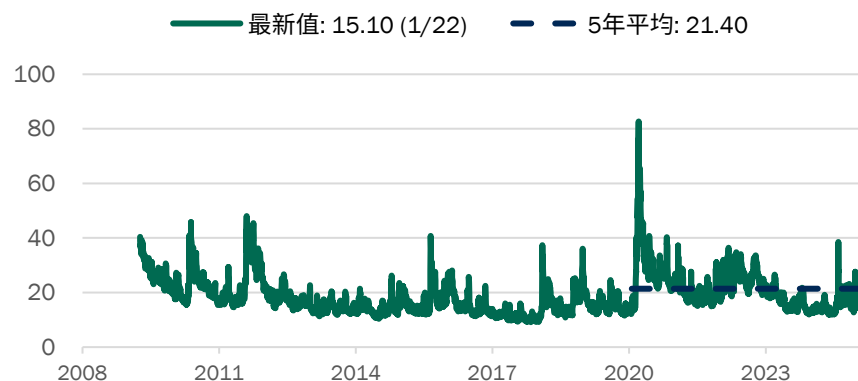
巴西BOVESPA指數本益比(倍)



資料來源：Bloomberg。本益比以未來12個月預估獲利計算。
本圖僅為市場概況，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。

風險指標

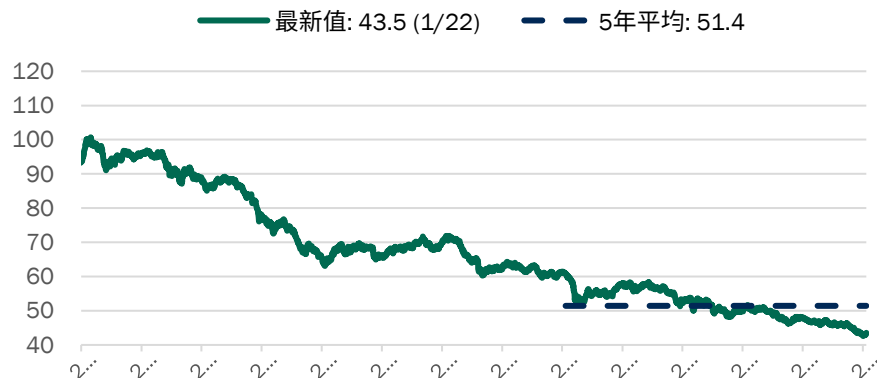
VIX股市波動度指數



MOVE債市波動度指數



新興市場匯率指數



非投資等級債CDX指數

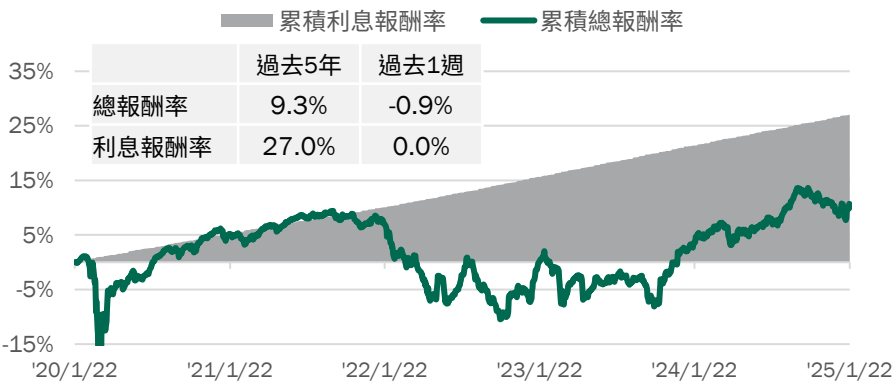


資料來源：Bloomberg。

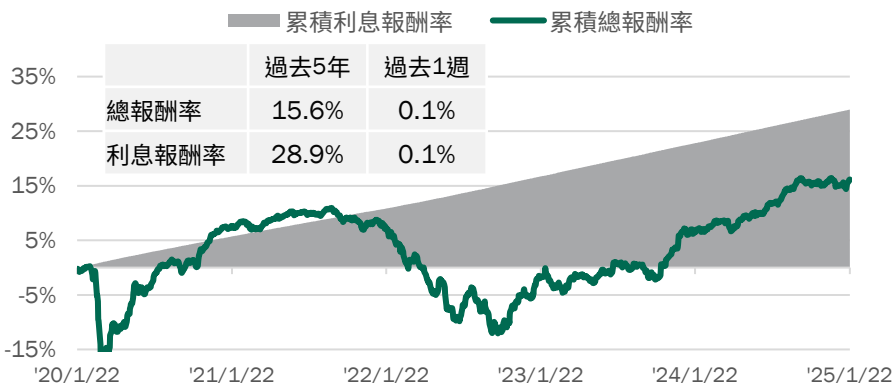
本圖僅為市場概況，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。投資人需注意非投資等級債風險。

收益資產報酬組成

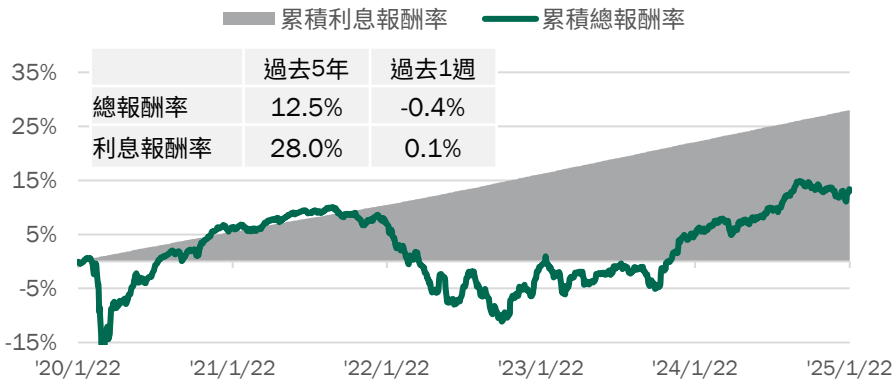
特別股過去5年報酬率(非基金報酬)



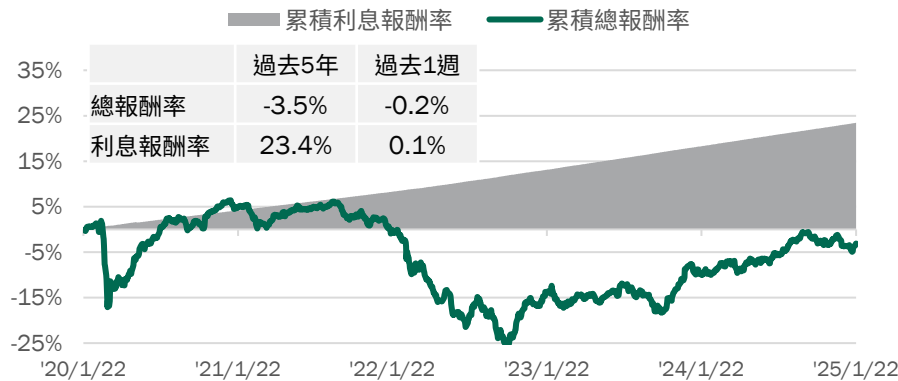
全球非投資等級債過去5年報酬率(非基金報酬)



核心特別收益* 過去5年報酬率(非基金報酬)



新興市場債過去5年報酬率(非基金報酬)



資料來源：Bloomberg，2025/1/22。上述指數皆以原幣計價。特別股：美銀美林固定利率特別股指數；全球非投資等級債：美銀美林全球非投資等級債指數；新興市場債：美銀美林全球新興市場主權債指數。*核心特別收益為50%特別股+50%全球非投資等級債。

本圖僅為市場概況，本公司無意藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。投資人需注意非投資等級債風險。

聲明

柏瑞投資由旗下多家國際公司組成，並致力為世界各地之客戶提供專業投資建議、資產管理產品及服務。柏瑞投資乃PineBridge Investments IP Holding Company Limited之註冊商標。

- **參閱者：**本文件僅供收件人使用。未獲柏瑞投資預先批准下不可轉發本文件。其內容可能屬於機密、專有和/或商業秘密信息。柏瑞投資及其附屬公司均不會為將本文件（不論全部或部份）非法分發予任何第三者負責。
- **意見：**本文件中所表達的任何觀點乃代表基金經理的意見，僅在指定日期有效，如有更改，恕不另行通知。不能保證本文件中所表達的任何意見或任何相關持倉會在本文件發佈時或之後仍會維持。本公司無意藉此招攬或建議任何行動。
- **風險警告：**所有投資均涉及風險，包括本金的潛在虧損。如適用，應參閱發售章程內的詳情，包括風險因素。投資管理服務與多項投資工具相關，其價值均會波動。不同投資工具的投資風險並不相同，例如對於涉及與投資組合不同貨幣的投資，匯率變化可能影響投資的價值，從而使投資組合的價值上升或下跌。在較高波動性投資組合的情況下，實現或取消的損失可能非常高（包括全部投資損失），因為這種投資的價值可能突然和顯著下跌。在作出投資決定時，準投資者必須自行審視涉及之優點和風險。
- **業績附註：**過往業績並不代表將來表現。不能保證任何投資目標可以實現。柏瑞投資經常使用基準來比較業績。基準僅用作說明用途，任何相關提述不應被理解為任何投資的投資回報與任何基準之間將必然存在相關性。任何參考基準並未反映與主動管理投資相關的費用和支出。柏瑞投資可能不時顯示其策略的效果或通過模型表達一般行業的觀點。此類方法僅旨在顯示預期範圍的可能投資結果，不應被視為未來表現的指引。不能保證可以實現任何回報，或有關策略將對任何投資者成功或有利可圖，或任何行業觀點將會實現。實際投資者可能會遇到不同的結果。

柏瑞證券投資信託股份有限公司

柏瑞投信獨立經營管理

台北總公司：104台北市權東路二段144號10樓 (02)2516-7883

台中分公司：407台中市西屯區市政路386號12樓之8 (04)2217-8168

高雄分公司：802高雄市四維三路6號17樓之1(A5室) (07)335-5898