

Viewpoint

駿利亨德森平衡基金(本基金某些股份類別之 配息來源可能為本金)

《3 分鐘洞悉操作團隊觀點》

2025 年 04 月 01 日

年初以來，受到高度動態的白宮貿易政策不確定性影響，美國資產面臨部分投資人的拋售壓力，面對此一不確定性，我們分享駿利亨德森平衡式策略團隊的前瞻觀點，茲分別就美國總體經濟、股市觀點、債市觀點及投資人常見 QA，做重點式陳述：

【1】美國總體經濟

我們對美國經濟保持樂觀前景，並未改變軟著陸的預期，投資團隊認為美國民眾具有韌性及彈性的消費力將支持經濟保持溫和成長。實質薪資成長仍然良好，消費者受益於更高的現金利息收入及健康的資產負債表，償債能力高於歷史正常水平，且信用拖欠趨勢沒有重大危險訊號。

勞動生產力趨勢持續超過正常水平，支持薪資成長和美國企業獲利能力。我們也看到人工智慧（AI）整合正在推動美國各行各業的營運效率，例如軟體開發領域的例子更顯著，AI 輔助編碼提高了開發人員的生產力並提高了利潤。雖然先前供應鏈改善帶來的一些利潤推動力已經成熟，但接下來的庫存水準正常化，以及生產力持續成長，應該會支持美國今明兩年的成長動能。

至於各界關注的美國貿易政策議題，引發通膨上行風險及經濟下行風險的擔憂。美國總統川普承諾在 4 月 2 日這一天公佈其全球關稅的全部規模和細節，白宮強調將以更公平的貿易關係為目標，以對等互惠為實施關稅的指導原則。但除此之外，人們在 4 月 2 日之前對這項政策的範圍、規模以及將帶來什麼效應等細節所知甚少，究竟是否所有產品和國家可能會受這種對等關稅政策影響？白宮在決定關稅時是否確定考慮了外國消費稅（VAT）和非關稅壁壘？由於存在諸多變數，可能的發展路徑眾多，這導致了極大的不確定性，也引來多數信念不足的投資人選擇退場觀望。從近期美股的賣壓來看，我們認為市場的反應已隱含了關稅差異、加值稅及非關稅壁壘等因素在內，如果 4 月 2 日公布版本的起始門檻很高，我們將留意美國

經濟的下行風險，但從跌深的股價角度來看，關稅細節的公布即便無法完全釐清我們想要的所有資訊，也足以讓我們取得足夠的可用資訊，讓後市不再那麼充滿迷霧。

【2】美國股市

在股票市場，我們團隊的基本面選股機制正在多個跌深的成長主題中尋找機會。有鑑於超大規模企業（提供大量可擴展運算資源的大型資料中心）的支援性資本支出，以及企業和主權客戶日益增長的興趣和採用，我們繼續偏好對 AI 基礎設施的投資。此外，我們認為 AI 軟體供應商也很有吸引力，因為這些公司在實施類似 AI 代理的功能並透過其貨幣化的能力方面，將會愈來愈受到關注。

在金融服務領域，大型投行可能會受益於資本市場活動的預期反彈，特別是在併購和股票發行方面，我們看到支付和保險市場的正面趨勢。今年製造業和商品相關行業也顯示出令人鼓舞的跡象，特別是在技術硬體領域，正常的新舊機種更換週期與 AI 驅動的升級相結合仍在順利進行，這可能會激發對智慧型手機、個人電腦和工業設備的需求增加。此外，我們認為，美國民眾就業和薪資成長條件相當健康，研判消費者服務（尤其是旅行）支出將表現出彈性。

從評價面角度來看，近期的下跌導致市場本益比得以脫離偏貴的區間，加上我們認為今年美國大型品質成長企業擁有較高的獲利成長潛力，足以證明當前的評價水準是合理的。然而從審慎的面向出發，我們也體認到，如果關稅議題引發短期通膨壓力或是預期放鬆監管等關鍵驅動因素未令市場滿意，則美股仍可能出現本益比壓縮，這點投資人無需過度擔心，因為我們正在密切監控關稅影響和企業稅收政策的潛在變化等風險，做為調整股票投組的依據之一。

另一方面，我們也注意到，隨著美國股市的領先地位已經擴大到超大型股票之外。近年來，美國股市一直由少數巨型股主導，七騎士（Mag 7）是主要推手，然而，今年市場輪動和潛在獲利基本面變化的跡象表明，處於市場領導地位的角色範圍可能會擴大。因應此一發展，我們強調透過本基金的主動管理來確定未來贏家的重要性，主動管理提供了一條發現未來贏家的途徑，同時也能管理被動投資的集中風險。

【3】美國債市

在固定收益市場，在強勁的基本面和技術背景下，我們傾向於增持信用利差風險，並增持存續期。聯準會（Fed）的降息週期仍未結束，而且利率市場已經消化了短期通膨可能上揚、降息步伐放緩的情況，我們認為債券投資者可能會傾向於選擇所提供的收益率，而不太擔心對抗利率上升。即使白宮的貿易政策導致通貨膨脹變得棘手了些，但我們認為時至今日，這種風險大部分已經反映在固定收益資產價格中。

我們還認為，配置到相對評價較便宜的債券板塊：例如抵押貸款債券（CLO）和資產抵押機構證券將是 2025 年的成功關鍵。川普總統在關稅、移民、放鬆管制及減稅方面的政策可能會持續存在噪音和波動，我們認為這提供了今年固定收益市場的超額報酬（Alpha）機會。

【4】投資人常見 QA

Q1：最近一個多月美股跌多漲少，是不是該出清了？

駿利亨德森：股神巴菲特曾經說過，股市是一種將財富從不耐煩的人轉移到有耐心的人的機制。美國大型品質成長型企業獲利基本面良好，待關稅政策逐漸明朗化，關稅抗性較佳（定價能力強、外匯避險能力強、供應鏈移轉能力強、庫存管理佳、供應鏈多元化）的企業股價將快速回穩，並得長線資金青睞。

Q2：美股從 2 月歷史高點跌了 10% 以上，是不是空頭來了？

駿利亨德森：美股的多頭修正並不罕見。事實上，在過去 40 年裡，有 18 年的標普 500 指數修正幅度至少 10%。儘管遭受全球金融危機和 COVID-19 大流行等嚴重經濟衰退，美國股市仍能收復失土。

Q3：如果牛市仍在，跌 10% 以上的美股是否是良好的長線進場點？

駿利亨德森：是的。自 2000 年以來，標普 500 指數在經歷 10% 回檔修正後，接下來三年的平均總報酬率為 35%。

Q4：如果美股牛市不變，直接持有美股基金是否更佳？

駿利亨德森：並不建議。今年川普政策宣布快速，動態變化遠高於以往，本基金的重要特徵之一就是其能夠顯著抑制股票部位波動性，同時，隨著時間的推移，本基金將抓住絕大部分股票回升的空間，因此持有本基金一方面能控管波動縮限股票跌幅，另一方面能保有強勢反擊機會，適合變動的 2025 年市況。

Q5：今年美國投資級綜合債券是否可能像 2022 年那樣，喪失與美股的負相關性（失去保護效果）？

駿利亨德森：過去幾週市場波動性不斷上升，美國股市因川普政策以及對關稅和貿易戰的擔憂而承受壓力。然而本基金投資組合經理 Greg Wilensky 對此表示，平衡基金相應地配置了抑制波動性的設計，並利用了股票與高品質綜合債券之間的經典負相關性，看看過去幾週發

生的事情就知道了，當股市下跌，高品質的固定收益表現非常好。由於 2025 年不致重演 2022 年 Fed 暴力式升息，美國投資級綜合債券的股票下檔保護效果仍值得我們信賴。

Q6：近期基金固定收益部位有哪些特別的操作？

駿利亨德森：近期本基金固定收益部位透過利用證券化信貸（即 AAA CLO）的策略優勢增加了更多價值，這種固收商品具有更有利的風險報酬特性。相對於公司債，本基金目前更青睞證券化信貸。舉例而言，目前亞馬遜的 AA-信用評級債券收益率為 4.5%，而 AA-信用評級數據中心證券化信貸商品的收益率為 5.8%，較前者更具吸引力。

Q7：基金股票部位會持續增持輝達及 AI 概念股嗎？

駿利亨德森：在股票方面，Greg Wilensky 指出，本策略目前仍然是增持股票，因為團隊對美國經濟的軟著陸或持續性的潛在實力及彈性皆保持樂觀。本策略仍然側重美國 AI 推動者，這些公司對 AI 主題股票的長期前景有非常深入的了解及行業競爭力。本基金近 10 年來一直增持這些標的，這是為了讓美國平衡式策略的長期主題保持在正確的方向。本基金股票部位的投資主軸一直非常注重盈餘成長性（而不是本益比或短期評價面的變化），這一切都是為了預測 'E'（Earnings）未來會是什麼樣貌。

不過如同本文上述第二部分的美股評論，2025 年市場領導地位的角色範圍可能會擴大，因此我們也不排除透過強大的主動式管理，藉本波評價面的修正來布局未來的新美股贏家。

Q8：關稅雜音及市場恐懼擴大時，是本基金的最佳進場時機嗎？

駿利亨德森：我們相信答案是肯定的，但讓我們回到本基金的長期表現之所以能夠吸引投資人，主因是他們為了獲得其所有好處，深知本基金的宗旨是「市場時間勝過市場時機 - Time in the market beats timing the market」。

Q9：我已持有本基金，但我缺乏耐心，修正期的等待對我而言是痛苦的，該怎麼辦？

駿利亨德森：本基金投資組合經理 Greg Wilensky 表示：「在所有特別或突出的時期，在高波動中退出市場從來都不是一個好主意，儘管本基金的下檔緩衝機制讓你不那麼痛苦。隨著市場反彈，保持投資會產生更好的結果。」最後本基金經理團隊以傳奇投資大師喬治·索羅斯在 2016 年的名言結尾：「如果投資很有趣、如果你很開心，那麼你可能賺不到錢。因為好的投資是無聊的。」

上半年播種，是為了收割用耐心換來的豐收成果。

【5】總結

一如既往，**駿利亨德森平衡基金(本基金某些股份類別之配息來源可能為本金)**將致力於在分析美國市場風險和機會的同時，動態調整個股和固定收益的持有數量，以及投資組合中股票和固定收益的整體組合比例，以長期處於優勢地位的美國股債平衡主動式管理策略，替投資追求並獲取長線資本增值契機，永不間斷。

上述基金均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；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，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(或投資人須知)。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書或投資人須知中，本公司及銷售機構均備有基金公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，投資人亦可至基金資訊觀測站或本公司網站(<https://www.nomurafunds.com.tw>)中查詢。
基金買賣係以投資人自己之判斷為之，投資人應瞭解並承擔交易可能產生之損益，且最大可能損失達原始投資金額。基金不受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。如因基金交易所生紛爭，台端應先向本公司申訴，如不接受前開申訴處理結果或本公司未在三十日內處理時，得在六十日內向金融消費評議中心申請評議。台端亦得向投信投顧公會申訴、向證券投資人及期貨交易人保護中心申請調處或向法院起訴。

基金投資風險包括但不限於類股過度集中之風險、產業景氣循環之風險、流動性風險、外匯管制及匯率變動風險、投資地區政治、社會或經濟變動之風險、商品交易對手之信用風險、與其他投資風險等，請詳見基金公開說明書(投資人須知)。基金可能投資承銷股票，其可能風險為曝露於時間落差之風險，即繳款之後到股票掛牌上市上櫃之前的風險。債券投資風險尚包括債券發行人違約之信用風險、利率變動之風險等風險。投資人以其他非本基金計價幣別之貨幣換匯後投資本基金，須自行承擔匯率變動之風險，若干外幣(例如南非幣)匯率波動較大，其匯率風險即相對較高。若取得收益分配或買回價金時轉換回原持有貨幣之匯率相較於原始投資日之匯率升值，投資人將承受匯兌損失。基金配息不代表基金實際報酬，且過去配息不代表未來配息；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。本基金由本金支付配息之相關資料，投資人可至本公司網站(www.nomurafunds.com.tw)查詢。本基金配息前未先扣除應負擔之相關費用。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，故非投資等級債券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，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。基金可能因投資債券可能產生債券發行機構如於投資期間違約或被調降信用評等，致影響債券價格而產生損失之信用風險，以及因市場利率變化或對於未來利率走勢之預期，致影響債券價格之利率風險。部份基金或所投資之債券子基金，可能投資符合美國 Rule144A 規定之私募性質債券，較可能發生流動性不足，財務訊息揭露不完整或因價格不透明導致波動性較大之風險，投資人須留意相關風險。部份基金或所投資之債券子基金，可能投資於金融機構發行具損失吸收能力之債券(包括應急可轉換債券及具總損失吸收能力債券，下稱 CoCo Bond 及 TLAC 債券)，當金融機構出現資本適足率低於一定水平、重大營運或破產危機時，得以契約形式或透過法定機制將債券減記面額或轉換股權，可能導致客戶部分或全部債權減記、利息取消、債權轉換股權、修改債券條件如到期日、票息、付息日、或暫停配息等變動。部分基金或投資之子基金可投資於可轉換公司債，由於可轉換公司債同時兼具債券與股票之特性，因此除利率風險、流動性風險及信用風險、發行人違約

及可提前贖回/清償風險外，還可能因標的股票價格波動而造成該可轉換公司債之價格波動，此外，非投資等級或未經信用評等之可轉換公司債所承受之信用風險相對較高。基金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。依金管會規定，投信基金直接投資大陸地區有價證券僅限掛牌上市有價證券，境外基金投資大陸地區有價證券則不得超過該基金資產淨值之 20%，投資人須留意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。

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基金公開說明書。定時定額投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本資料係整理分析各方面資訊之結果，純屬參考性質，本公司不作任何保證或承諾，請勿將本內容視為對個別投資人做基金買賣或其他任何投資之建議或要約。本公司已力求其中資訊之正確與完整，惟不保證本報告絕對正確無誤。未經授權不得複製、修改或散發引用。

野村投信為高盛、晉達、野村基金(愛爾蘭系列)及駿利亨德森系列基金在台灣之總代理。【野村投信獨立經營管理】

野村證券投資信託股份有限公司 公司地址：110615 台北市信義路五段 7 號 30 樓 || 客服專線：(02)8758-1568 ||

www.nomurafunds.com.tw

AMK01-250400007