

羅素 2025 展望

2024/12/20

羅素 2025 展望

機械怪獸-哥吉拉的時刻

成功駕馭 2025 年的市場將需要超越依賴美國表現優異和全球逆風的傳統智慧。整體而言，羅素認為美國新政府的政策組合將有助於提升企業信心，推動資本市場的復甦，並為私人資產提供正面的助力。

2025 年市場展望

2024 年令人難忘的一幕是 SpaceX 助推火箭在返回地球時被 Mechazilla 機器人手臂捕捉的場景。這一成就成為了年度的強大隱喻：不可能的事情不僅變得可能，還重新定義了人們的期望。儘管 Fed 實施自 2000 年代初以來最緊縮的貨幣政策，且公債收益率曲線出現深度倒掛，然而，美國經濟卻超出預期，實現了高於平均值的 GDP 增長、創造強勁的就業，S&P 500 指數飆升 25% 以及兩位數的企業獲利增長。

2025 年將是另一個克服挑戰和重新定義極限的一年，在高估值的美國股市、巨頭股主導地位以及川普總統政策的不確定性因素之下。羅素將著重於構建能適應各種情境的韌性投資組合。

關鍵市場主題

時序進入 2025 年，羅素預計美國經濟將實現「軟著陸」，並假設川普新政府將在關稅和移民問題上採取比預期緩和的政策，考量到這些因素，以下是羅素對 2025 年的主要經濟觀點：

- 美國經濟增長及政策權衡

預計 2025 年美國經濟將以 2.0% 的趨勢增長，主要回應 Fed 貨幣緊縮政策滯後的影響。核心個人消費支出 (PCE) 預計將更接近 Fed 的目標 (2%)，且預期央行將逐步放鬆利率，聯邦基金利率可能在 2025 年年底達到 3.25%，與中性水平一致。

羅素 2025 展望

2024/12/20

川普政府的政策是一個微妙的平衡行為，稅改和鬆綁法規可能會刺激經濟增長，特別是針對於國內和週期性行業。然而，關稅和移民限制可能會引發停滯性通膨的衝擊，並導致 Fed 在經濟疲軟時考慮加息。

羅素的基本假設是，新政府不會積極推行帶來通膨風險的政策，因為選舉結果傳遞的一個明確信息是，美國選民對拜登時期的通膨感到非常不滿。關稅和移民控制仍有可能實施，但其程度將受到通膨狀況而有所節制。總體而言，羅素認為川普政策組合有助於提升企業信心，推動資本市場的復甦，並為私人資產提供正面的助力。

全球其他國家的逆風及政策分歧

在美國以外的市場，經濟增長仍可能面臨壓力。貿易政策的不確定性和關稅將對歐洲造成沉重打擊。歐洲央行 (ECB) 可能會在年底前將存款利率降至 1.5%，以抵消關稅影響和德國經濟持續停滯性通膨的影響。

英國面臨生產力增長緩慢、勞動力限制以及新工黨政府推動更高稅收帶來的通膨影響。英格蘭銀行 (BoE) 降息能力受到限制，基準利率可能僅小幅下降至 3.75% 至 4.0%。

日本則是個例外，預期將受益於良性的工資-價格螺旋，導致通膨預期穩定在接近 2% 的水平，引導日本央行 (BoJ) 進一步正常化政策，利率可能在 2025 年年底前上升至 30 年來的高點(0.75%)。

中國則面臨房地產市場崩潰、通縮壓力和美國關稅的逆風影響。政策反應仍是被動的，而非採取積極措施來解決高儲蓄和低家庭消費等結構性問題，預期 2025 年中國 GDP 增長為 4.5%，且存在下行風險。

市場面及估值面因素

2025 年市場展望的三個關鍵特徵是：標普 500 指數的預期本益比 (P/E) 達到 22 倍、美元可能進一步走強，以及美國 10 年期國債收益率的走向。

美國企業估值提升使美國市場容易受到負面意外事件的影響，而美元進一步走強將對新興市場構成挑戰，美國國債收益率持續超過 4.5% 亦可能會對股票構成挑戰，削弱自 2002 年以來股票相對於債券所享有的利差優勢。

羅素 2025 展望

2024/12/20

2025 年投資組合策略

進入 2025 年時，由於政策環境的變化與市場條件的演變之間的相互作用，投資組合構建需要更為謹慎。基於總體經濟背景：美國經濟增長的韌性、貿易和移民政策可能帶來的干擾、人工智慧（AI）驅動的生產力和私人市場增長中的新興機會，以下三個策略性的議題將協助我們建立投資組合：

• 依據政策方向來平衡美國經濟增長

2025 年美國經濟仍將展現韌性，但未來的動能將受到政策變化的而出現改變。從積極面來看，減稅和法規鬆綁將有效促進經濟增長，特別針對國內和周期性行業。由於估值較低和市場情緒的改善，羅素對美國小型股的看法比以往更加樂觀。大型股在收益和價格增長的方面的需要一個催化劑來延續，可能讓投資人轉向關注小型股。潛在的法規鬆綁和降息將有利於小型股，舉例而言，利用人工智慧技術來提高生產力的公司(特別是在工業和醫療保健領域)可能會在運營基本面上看到顯著改善。

另一方面，不斷升級的貿易緊張局勢和潛在的移民限制政策可能會擾亂勞動力市場和供應鏈，對經濟增長構成風險，並產生了更大的市場波動性，也為我們的主動管理者提供了更多機會。

羅素預計在未來 12 個月內，結合穩健的戰略資產配置，並戰術性地校準整體投資組合風險會有更多機會。例如，2024/7 因分析顯示市場過度擴張，投資者情緒過於樂觀，羅素降低股票風險部位，而當市場在 8 月初因對美國增長放緩的擔憂而回調，情緒轉變時，則創造了將風險部位重新加入投資組合的機會，這種嚴謹的方法將有助於羅素在 2025 年市場的動態操作。

圖 1: 美國政策潛在變動可能對您的投資組合的影響？

	關稅	移民政策	財政政策	法規鬆綁
美國大型股	▼	▼	▲	▲
美國小型股	—	▼	▲	▲
美國固定收益	—	—	▼	—
歐元/英國股票	▼	—	—	—
亞太股票	▼	—	—	—
新興市場	▼	—	▼	—

羅素 2025 展望

2024/12/20

房地產/基礎建設	—	—	▼	▲
私人市場	—	▼	▲	▲
美元	▲	—	▲	—

資料來源: Russell Investments · 截至 2024.11 · 永豐投顧整理

- **股市：專注於美國小型股**，因美國大選後動態、企業獲利改善和吸引人的估值可能創造出引人注目的機會，同時也觀察到成長型經理人瞄準高成長的週期性股票，如軟體公司，而價值型經理人則在金融和醫療保健領域發現併購 (M&A) 的潛力。核心經理人則在平衡週期性曝險和管理利率敏感部門的風險。此外，羅素亦預期美國外交政策行動將增加市場波動，並為主動型經理人創造機會，找到因新聞事件而暫時受影響的優質潛力企業。
- **固定收益：收益曲線變陡有助於短期債券**。因短期利率預計將比長期收益率下降得更快。信貸市場可能因利差緊縮而上漲空間有限，特別是在美國高收益和投資級債券方面。這創造了將固定收益曝險擴展到風險/報酬更具吸引力領域的機會，如新興市場美元債券和私人信貸。
- **貨幣**：由於關稅、美國經濟的強勁表現以及相較於其他央行不那麼鴿派的聯準會，美元將面臨升值的壓力。然而，美元估值仍然很高，新興市場貨幣已經面臨壓力。鑑於此，羅素在 2025 年將投資組合中的貨幣部位保持在有限範圍內，同時密切關注全年可能出現的任何機會和風險。

市場領導地位的擴展

雖然 AI 巨頭股票在近年來推動了大盤走升，但領導地位正在轉向那些使用 AI 為現實世界創造效率的企業。新的美國政府專注於法規鬆綁和關稅政策，有助於較小規模及在地企業，這些公司比擁有大量外國收入的巨型企業 (如蘋果電腦)，受到國際貿易中斷的影響較少。

羅素認為這一轉變可減少市場集中度，並在投資上獲得 alpha 開一扇機會的大門。主動型管理者可在尋找利用 AI 來提高生產力和獲得競爭優勢的潛力公司方面發揮關鍵作

羅素 2025 展望

2024/12/20

用，隨著 AI 應用的加速，並推動成本下降，預期利用這些創新技術的企業將受益於生產力的提高和競爭力的強化，而具投資潛力。此外，隨著利率穩定和估值改善，房地產和基礎設施等實體資產變得越來越有吸引力，在政策不確定性中提供增長、收入穩定性和通膨保護。

市場影響：

- **股票：**主動型股票經理人在近期高度集中的市場裡面臨挑戰。羅素的研究表明，即使由於政策變化或對巨型企業盈利增長和估值的情緒變化所導致趨勢開始退去，但仍可大大支持主動型經理的超額表現。羅素主動型管理將聚焦於採用 AI 應用加速的行業，(工業、醫療保健和消費品)，因為利用 AI 提高生產力的企業有望獲得持久性的競爭優勢並產生強勁獲利，技術嫺熟的主動型經理可尋找這些優質的投資標的，特別是尚未被發掘的潛力股。
- **實體資產：**羅素認為房地產和基礎設施中存在有吸引力的投資機會，特別是在長期利率穩定和相對於其他增長資產具有估值吸引力的領域。房地產中的 AI 應用，如數據中心和醫療設施將成為關鍵增長領域。此外，基礎設施投資正從能源公用事業和管道曝險部位中獲得貢獻，特別是在美國政府專注於擴大液化天然氣 (LNG) 生產的情況下。

區域解析

	利多	利空
美國	1. 經濟軟著陸。 2. 低裁員及企業獲利改善。 3. Fed 漸進式降息。	1. 美國新政府政策不確定性。 2. 美股估值偏貴。 3. 利率敏感度下降。
歐元區	1. 便宜的股票估值。 2. ECB 寬鬆政策。 3. 經濟刺激政策。	1. 經濟停滯。 2. 關稅威脅。
亞太區	1. 經濟持續改善。 2. 寬鬆的貨幣政策。	1. 川普 2.0 政策衝擊。 2. 地緣政治。
新興市場	1. 中國經濟振興方案。 2. 股票估值被低估。	1. 中國通縮的壓力。 2. 中國債信問題。

羅素 2025 展望

2024/12/20

3. 企業獲利改善

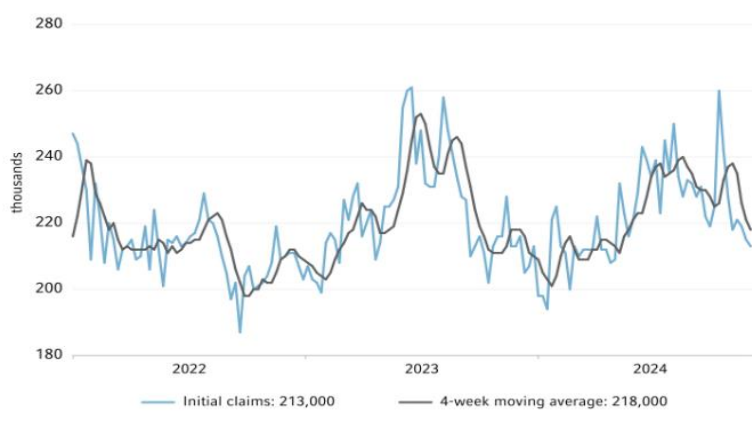
3. 美國關稅政策。

胖尾效應和替代情境

雖然說市場不確定性很高已是老生常談，但川普重返白宮為 2025 年的前景增添了額外的複雜性。除了一般的經濟景氣風險外，還有新政府政策的優先事項和順序如何展開的未知數。我們不知道川普總統上任後將如何積極地實施他在競選中提出的大規模關稅、降低移民和強制驅逐的政策，如果初期重點放在減稅和法規鬆綁上，股市投資者可能會持正面態度。反之，若首要的重大政策舉措針對關稅和移民，投資者情緒可能會惡化。

在經濟週期方面，羅素預計隨著 Fed 緊縮政策的滯後效應顯現，美國經濟可能出現放緩，並不排除有陷入輕微衰退的風險，勞動力市場疲軟可能引發消費者的疲軟，我們正在密切關注失業救濟申請數據，單週數據若持續超過 26 萬人，表明經濟調整更為艱困，但若低於這一水平的申請數據則表明儘管貨幣政策緊縮，經濟仍具有韌性。

圖 2: 重點觀察指標: 美國每週初次請領失業救濟金人數



資料來源: LSEG Datastream · Russell Investments · 截至 2024.11.22 · 永豐投顧整理

羅素 2025 展望

2024/12/20

其他重要的觀察指標：包括美國的通膨風險以及歐洲和中國的潛在正面驚喜。

美國的通膨風險可能來自於減稅和法規鬆綁所引發的經濟過熱，這可能會維持強於預期的需求，並限制聯準會寬鬆政策的空間。此外，關稅和移民控制可能會使勞動力市場緊縮並擾亂供應鏈，推高生產成本。如果這些壓力使通膨保持在高位，Fed 可能會加息而不是採取寬鬆政策，推高美國公債殖利率至 4.5% 以上，將對股市構成挑戰，因為自 2002 年以來，S&P 500 指數的收益率一直超過 10 年期公債收益率(4.5%)，若此效應持續，將逆轉過去市場的樣態，使股票估值承受壓力。

儘管市場歐洲和中國的共識偏悲觀，但這兩個地區都有潛在的正面驚喜。歐洲的股票估值具有吸引力，預期本益比較美國低 45%。歐洲央行的積極寬鬆政策可能會重振歐元區需求，有助於銀行貸款的改善。

中國政策轉變或公司治理的改善可能帶來意外的上行空間。股票回購已經開始扭轉多年的稀釋，儘管經濟困難，但截至 2024/11 的年度每股盈餘 (EPS) 增長達到 11%。在預估本益比僅為 10 倍的情況下，兩位數 EPS 增長可能會為 MSCI 中國指數帶來超額報酬。

結論：克服挑戰需要投資紀律及策略

2025 年的市場將需要超越對美國表現持續優異的預期，及面對全球逆風的傳統智慧。雖然綜合逆勢情緒指標顯示投資者樂觀，但仍低於關鍵修正門檻，替紀律的投資者創造了戰略性機會。

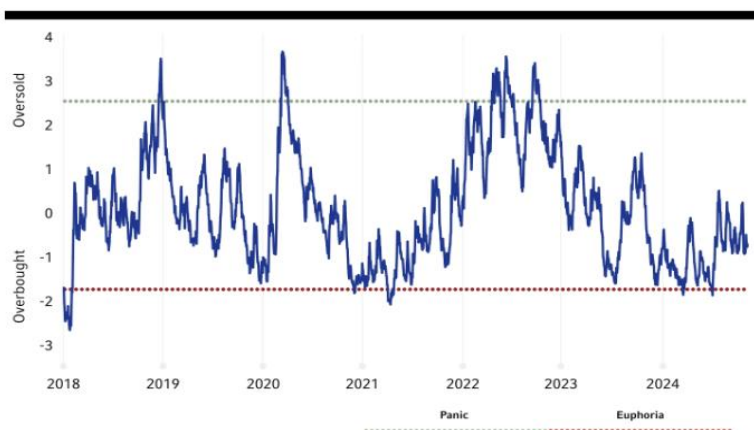
羅素認為，成功將需要建立在地靈活配置，並以嚴格的分析和堅定的投資紀律為後盾。預期美國經濟將朝向「軟著陸」，再加上在貿易和移民政策上溫和調整的預期，為布局良好的投資組合開啟了特定機會。

正如機器人筷子在 2024 年能夠捕捉太空船一樣，在 2025 年市場有可能在政策不確定性中保持韌性，對於構建整體投資組合的紀律性方法將對投資者的結果至關重要，建議投資人可考慮以多元資產基金作為核心配置，全盤掌握投資契機。

羅素 2025 展望

2024/12/20

圖 3：綜合逆勢指標



資料來源: Russell Investments · 截至 2024.11.30 · 永豐投顧整理

參閱更多資訊

聯絡永豐投顧 02-2361-0868

網站：<https://scm.sinotrade.com.tw>

羅素基金總代理 永豐證券投資顧問股份有限公司

100 台北市中正區忠孝西路一段 80 號 14 樓 02-2361-0868 營業執照字號 110 年金管投顧新字第 024 號

羅素投資集團所作任何投資意見與市場分析結果，係依據資料製作當時情況進行判斷，惟可能因市場變化而更動，投資標的之價格與收益亦將隨時變動，羅素投資集團自當盡力提供正確的資訊，不保證本文之預測將可實現，本文提供之經濟走勢預測，不必然代表本投資績效，文中之數據、預測或意見可能有遺漏、錯誤或因環境變化而有變更，永豐投顧對此不負任何法律責任。投資人如欲進行投資，應自行判斷投資標的、投資風險，承擔投資損益結果，不應將本資料引為投資之唯一依據。本內容之所有權利為永豐投顧所有，任何人未經同意，不得為任何重製、轉載、散佈、改作等侵害智慧財產權或其他權利之行為，並不得將本研究報告全部或部分內容轉載於任何形式媒體。

永豐投顧獨立經營管理 | 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，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。投資中國比重指掛牌於大陸及香港地區中國企業之投資比重，依規定投資大陸地區證券市場之有價證券以掛牌上市有價證券為限，且投資前述有價證券之總金額不得超過本基金淨資產價值之 20%，另投資香港地區紅籌股及 H 股並無限制。由於新興市場基金之主要投資風險除包含一般股票型基金之投資組合跌價與匯率風險外，與成熟市場相比須承受較高之政治與金融管理風險，而因市值及制度性因素，流動性風險也相對較高，新興市場投資組合波動性普遍高於成熟市場；

羅素 2025 展望

2024/12/20

另投資人亦須留意中國市場特定政治、經濟市場等投資風險。中國經濟發展對本基金之投資績效具重大影響，投資人投資前應審慎評估。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。有關基金應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。公開說明書備索，或至本公司之網站(<https://scm.sinotrade.com.tw>)，或至境外基金資訊觀測站(<http://www.fundclear.com.tw>)下載。