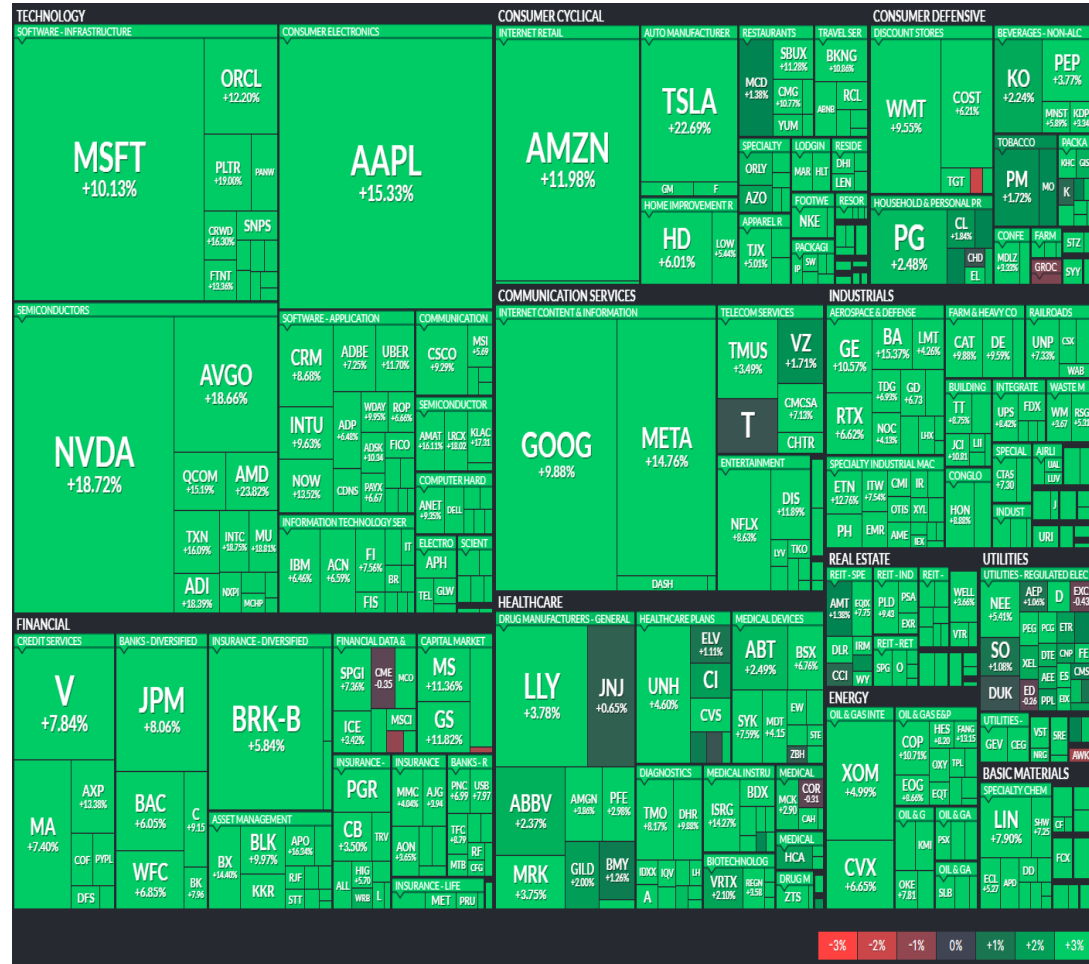


動物精神重燃 投資的下一步

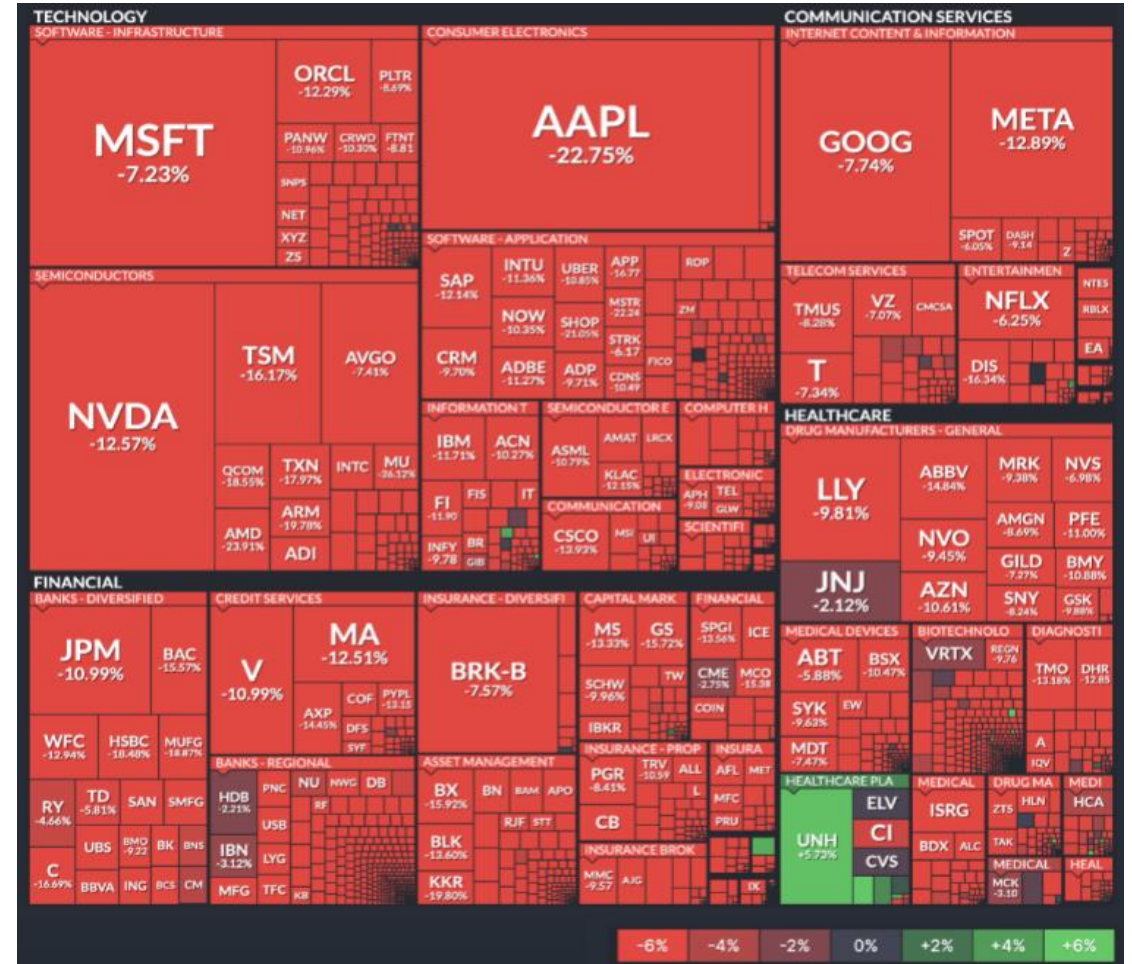


S&P500創2008以來
最大單日漲幅+9.52%

2025/4/9



2025YTD



實施、暫緩、豁免、提高、排除、調查...到底關稅開始了嗎？ 是，也不是

關稅政策 (處於一種課了又沒課的情況)

“薛丁格的貓”：將一隻貓+裝有毒氣的燒杯+放射性物質及偵測裝置，
放在一個箱子裡，在打開觀察之前，貓處於一種同時活著又死了的狀態。

(1953 奧地利物理學家薛丁格-量子物理的詭論)

如果關稅政策是無法預測的(可能一夕改變)，投資應**避免對短線消息”過度反應”**，

不論是好或是壞。

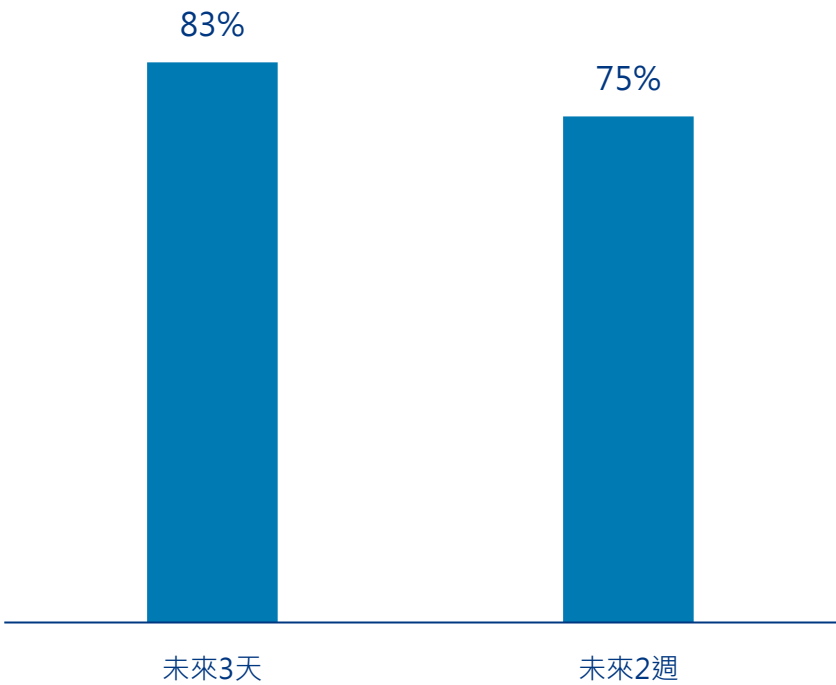
當恐慌指標驟升來到45

+3D正報酬機率83%、+2W正報酬機率75%

統計1997年以來，恐慌指數觸及45後，S&P500表現

年度	+1D	2D	+3D	+4D	+1w	+2w
1997/10/28	-0.29%	-1.97%	-0.78%	1.86%	2.05%	0.21%
1998/8/31	3.86%	3.47%	2.61%	1.74%	6.91%	8.40%
2001/9/21	3.90%	4.81%	4.27%	5.47%	7.78%	10.93%
2002/7/23	5.73%	5.14%	6.91%	12.69%	13.17%	7.76%
2008/9/29	5.42%	4.94%	0.71%	-0.65%	-4.48%	-9.32%
2010/5/20	1.50%	0.19%	0.23%	-0.34%	2.94%	-0.63%
2011/8/8	4.74%	0.12%	4.75%	5.30%	7.60%	0.39%
2011/10/3	2.25%	4.08%	5.98%	5.12%	8.70%	9.25%
2015/8/24	-1.35%	2.50%	4.99%	5.05%	4.17%	4.02%
2018/2/6	-0.50%	-4.24%	-2.80%	-1.45%	-1.19%	0.23%
2020/2/28	4.60%	1.66%	5.95%	2.36%	0.61%	-8.23%
2024/8/5	1.04%	0.25%	2.56%	3.04%	3.05%	8.14%
2025/4/4	9.52%					
平均	2.57%	1.75%	2.95%	3.35%	4.28%	2.60%
正報酬機率	75%	83%	83%	75%	83%	75%
最大跌幅	-0.18%	-0.63%	-0.63%	-0.71%	-1.03%	-3.58%
最大漲幅	9.52%	3.19%	3.90%	4.68%	5.72%	6.99%

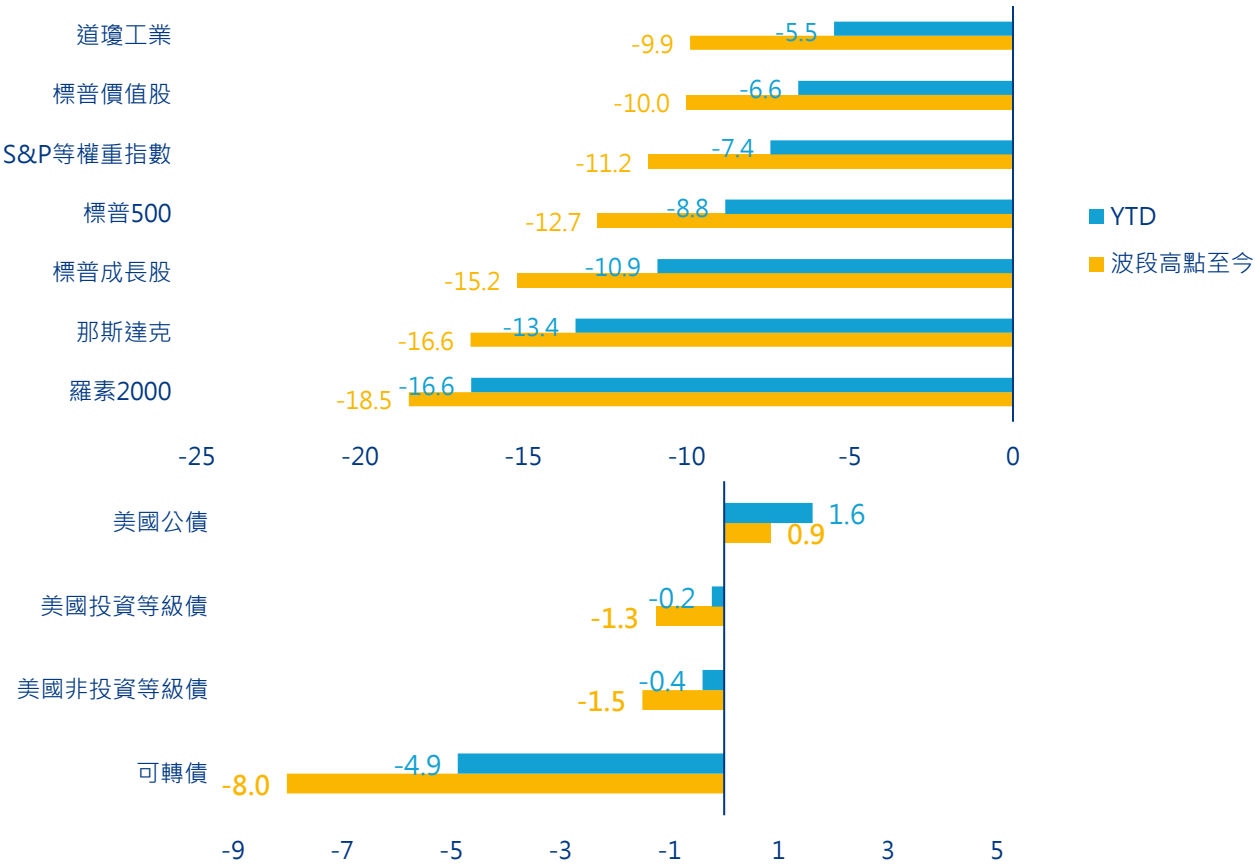
在VIX觸及45後，未來3天、2週S&P500正報酬機率(%)



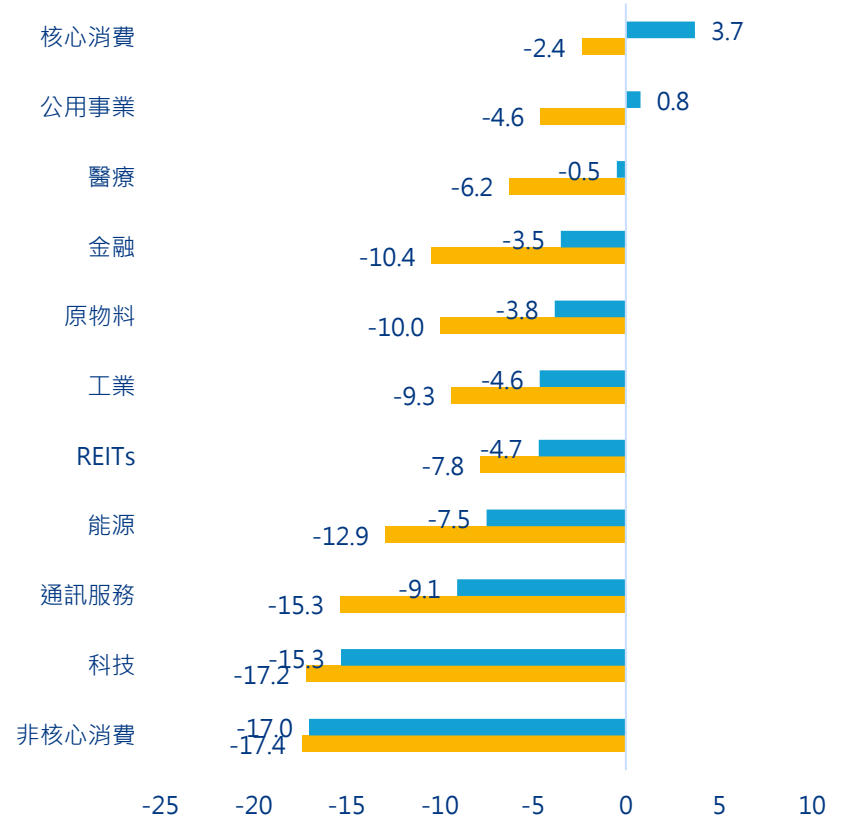
資料來源：Bloomberg，1997-2025。

成長價值風格均承壓 公債一枝獨秀

主要指數表現(%)



類股表現(%)

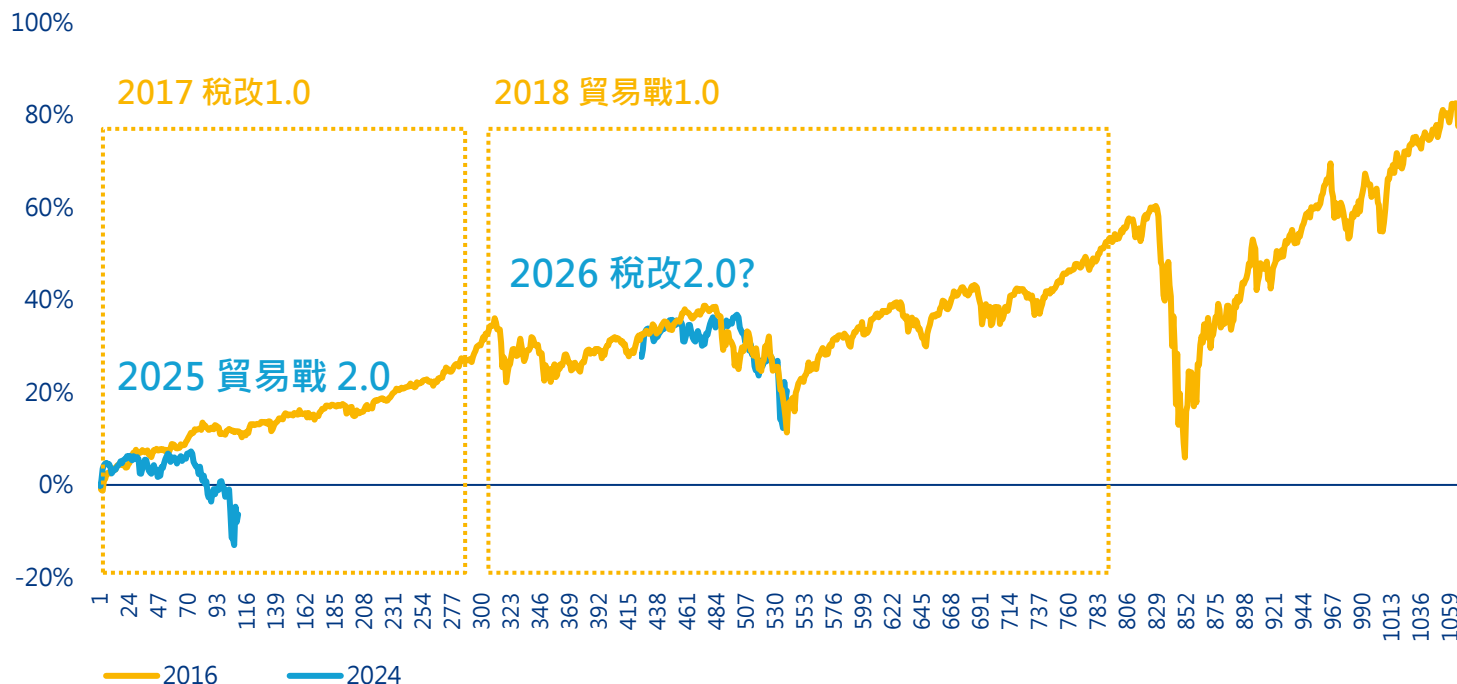


資料來源：Bloomberg · 2025/4/11 · 類股為S&P系列指數 · 債券皆為美銀對應之債券指數。

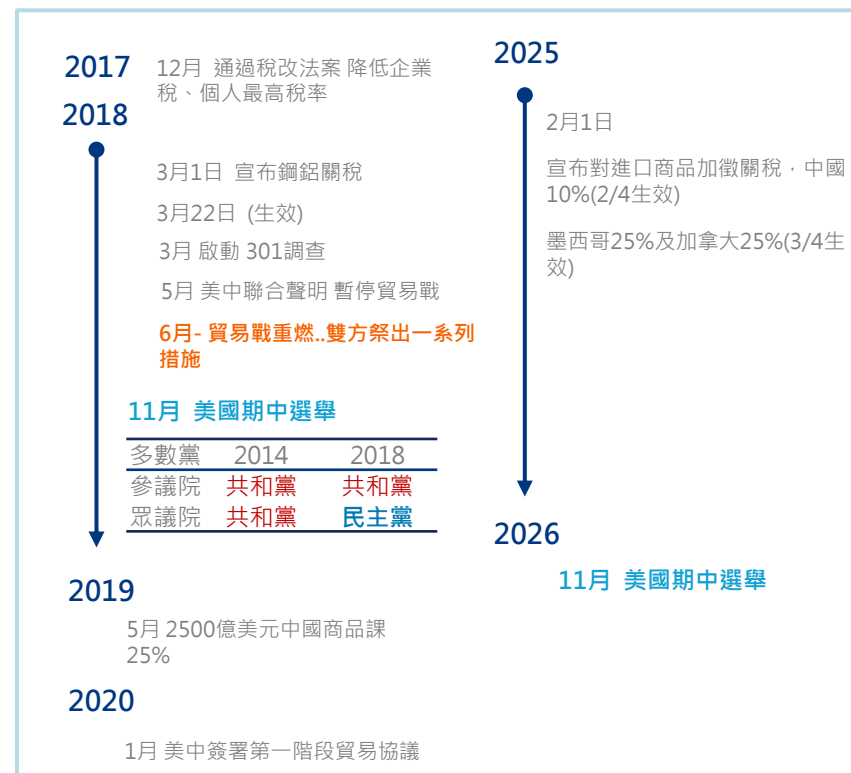
熟悉的旋律 但不相同的節奏 考量選情 有機會先苦後甘

“別讓貿易戰的苦，沖淡了稅改的甜”

標普500指數累積報酬(2016大選年11/1至任期結束、2024/11/1至今)



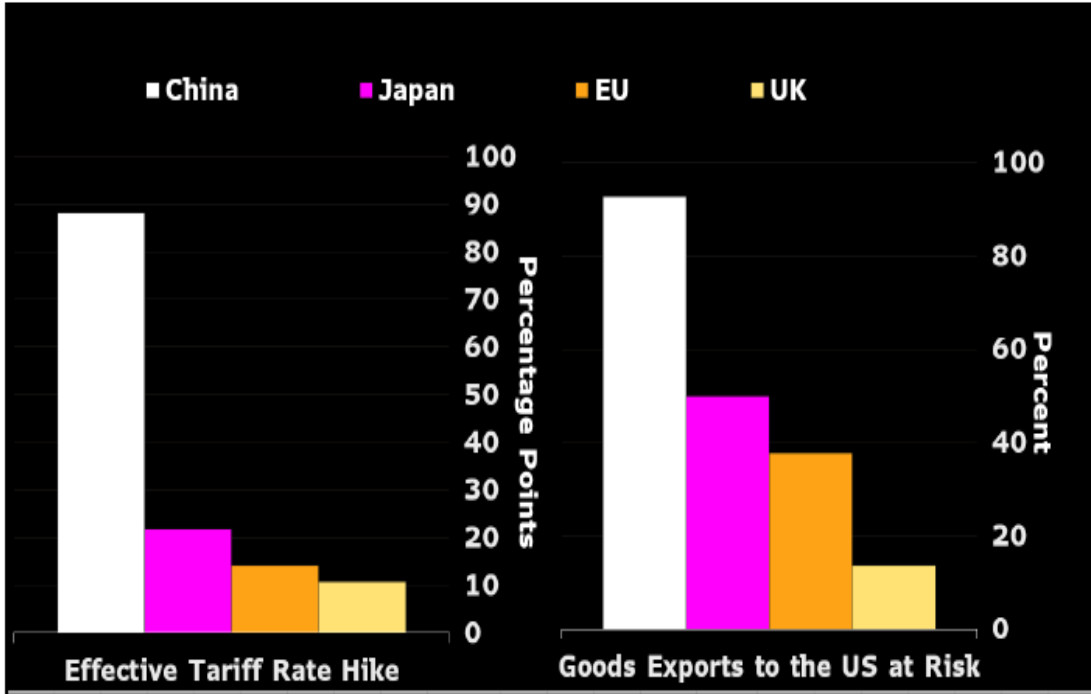
資料來源：Bloomberg · 2016/11/1-2021/1/19 · 2024/11/1-2025/4/11。



關稅政策強度超預期 影響廣泛 但並非最壞情境

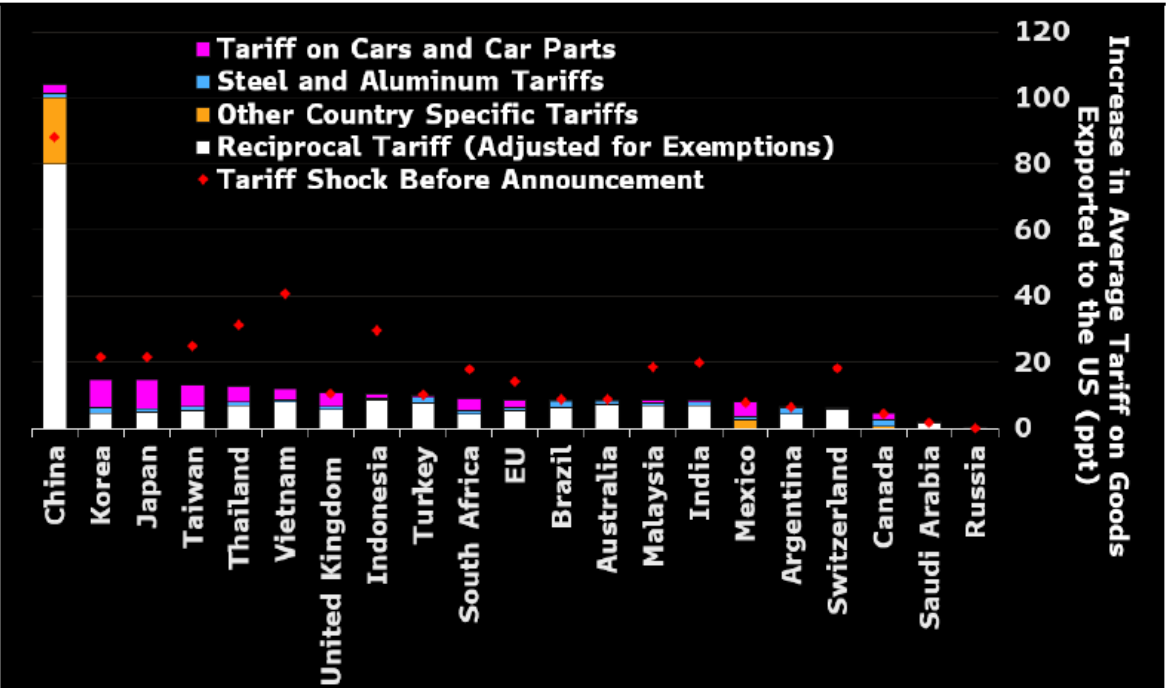
關稅對全球貿易帶來衝擊

主要貿易地區平均稅率攀升，涵蓋廣泛商品



預期關稅稅率、各項措施加總後平均稅率

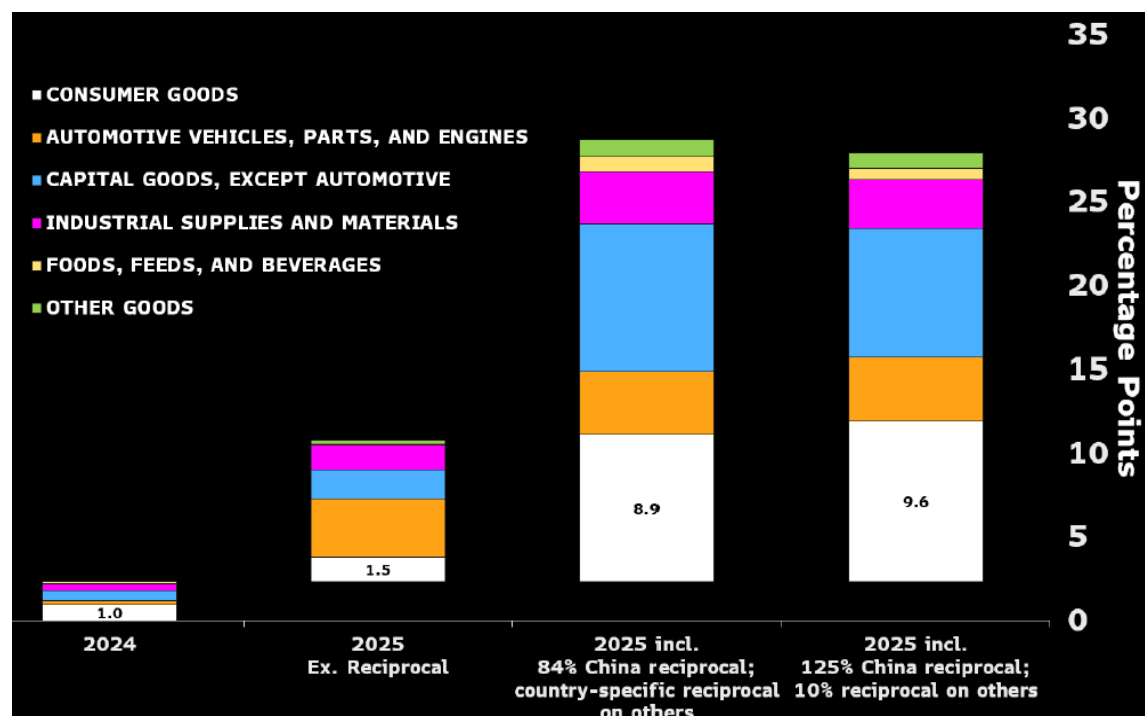
除中國之外，多數區域/國家平均稅率低於預期



中對立關係從未改變 隨戰線擴大 消費品受害更深

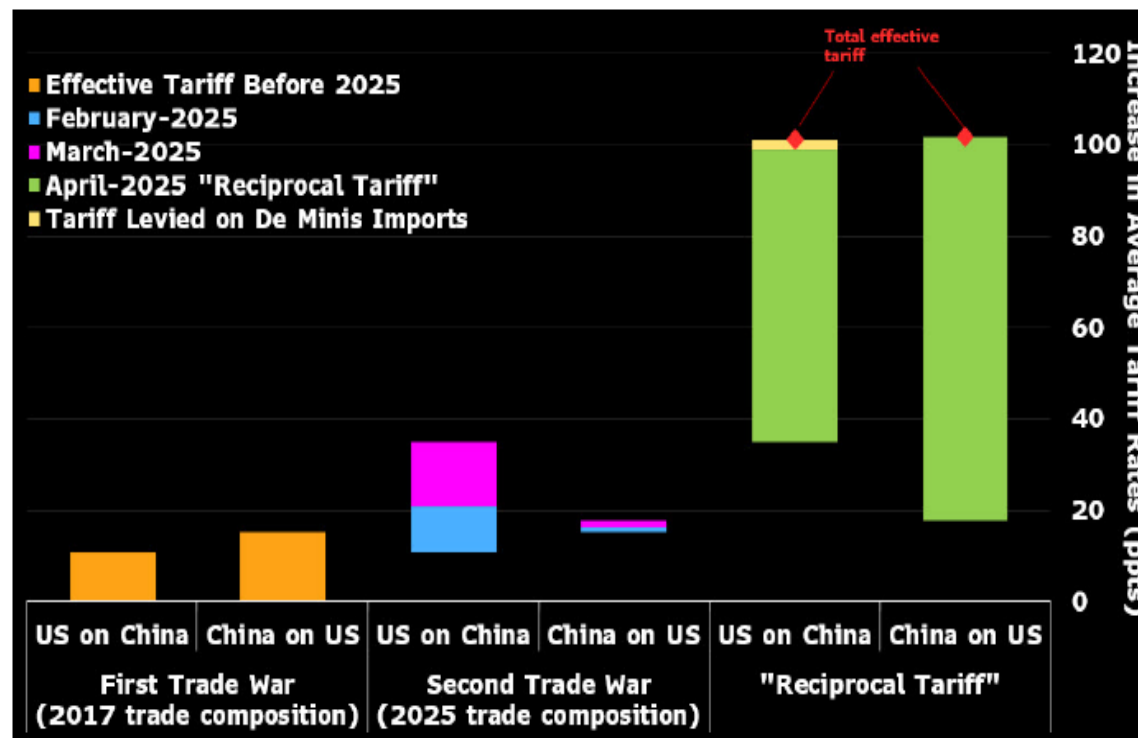
各項關稅對美國經濟的潛在影響

經濟可能陷入負增長並推升通膨壓力



關稅：美國vs中國

相較第一次、本輪初期，雙方課稅力道快速擴大



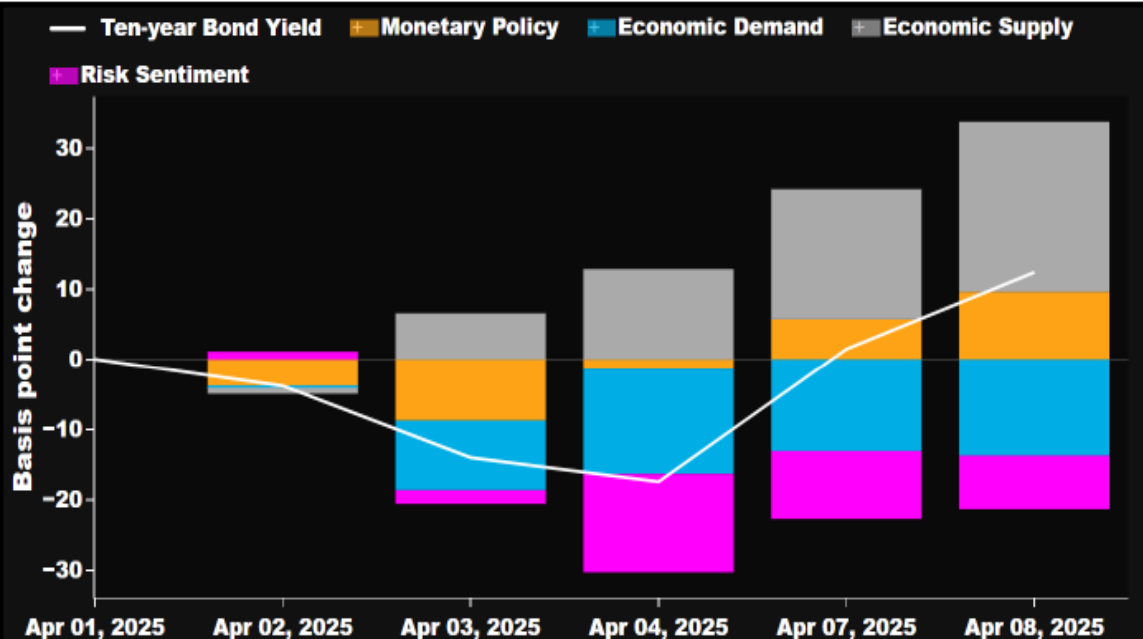
傷害經濟外 還可能助苗物價壓力和新政府降通膨目標相左

各項關稅對美國經濟的潛在影響
經濟可能陷入負增長並推升通膨壓力

時間	區域/國家	商品	平均稅率影響	對美國GDP影響	對PCE影響
04-Feb	中國	所有	1.4%	-0.2%	0.1%
04-Mar	中國	所有	1.4%	-0.2%	0.1%
04-Mar	加、墨	USMCA之外所有	0.5%	-0.1%	0.0%
04-Mar	加、墨	USMCA之外所有	0.0%	0.0%	0.0%
12-Mar	所有	鋼鐵、鋁	1.1%	-0.2%	0.1%
03-Apr	所有	汽車	3.2%	-0.5%	0.3%
05-Apr/ 09-Apr	所有	對等關稅	17%	-2.5%	1.5%
total			24.5%	-3.5%	2.1%
TBD	所有	藥品	2.0%	-0.2%	0.1%
TBD	所有	半導體	0.3%	0.0%	0.0%

資料來源：Bloomberg Economics · 2025/4/2 ·

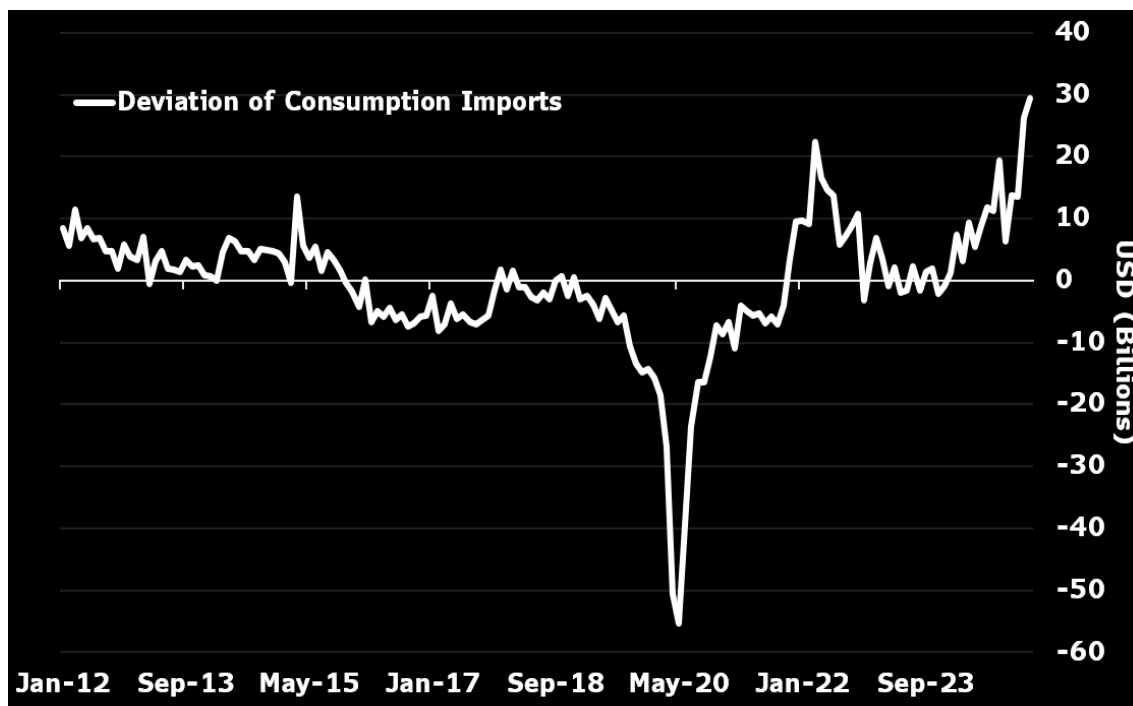
對聯儲會的預期和通膨預期推動美債殖利率反彈
模型指向滯脹情境，公債殖利率將不易走低



企業早已提前備貨 關稅帶動的通膨 下半年才將逐漸浮現

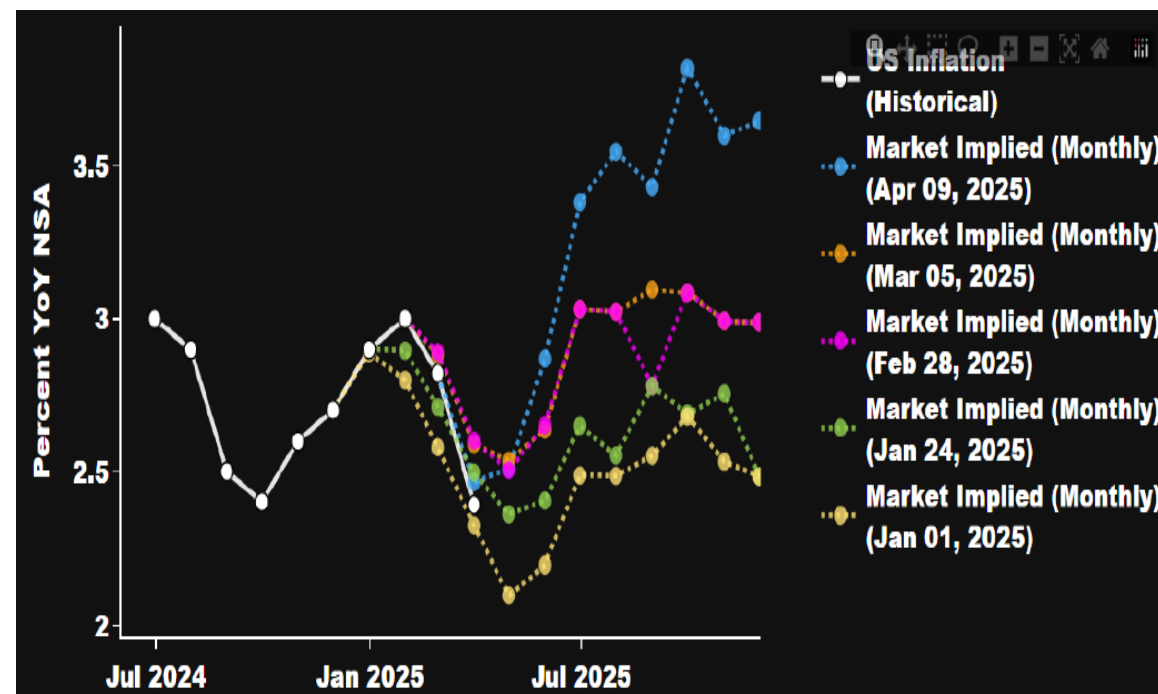
去年8月以來，進口商品(尤其是消費品)激增20%

對川普勝選和關稅政策預期提前發酵



關稅帶動的通膨尚未反映在數據之中

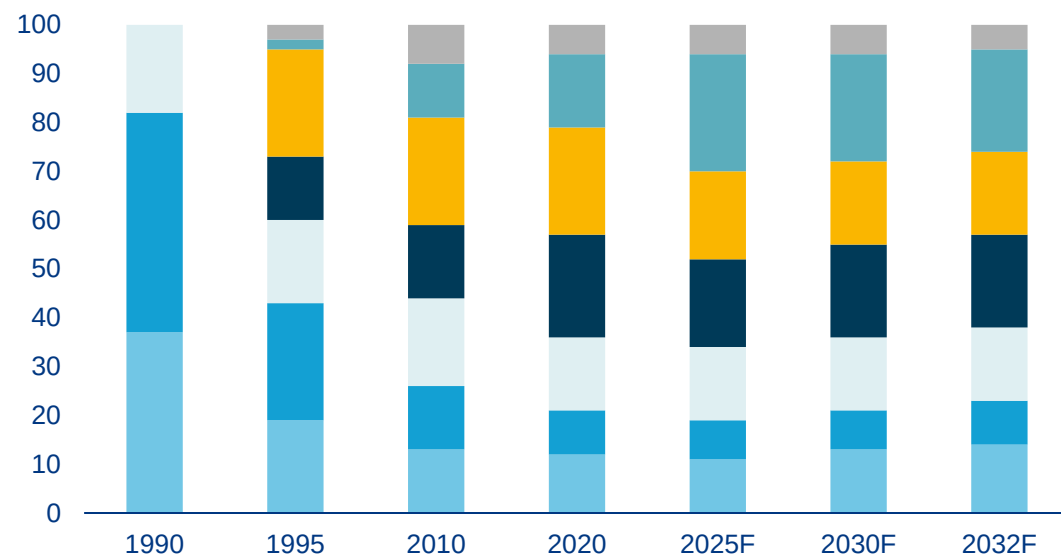
緩衝期後，下半年將逐漸浮現



美國AI基礎設施需求龐大 半導體關稅 其實對自身企業造成衝擊

美國晶片製造佔有率持續下滑

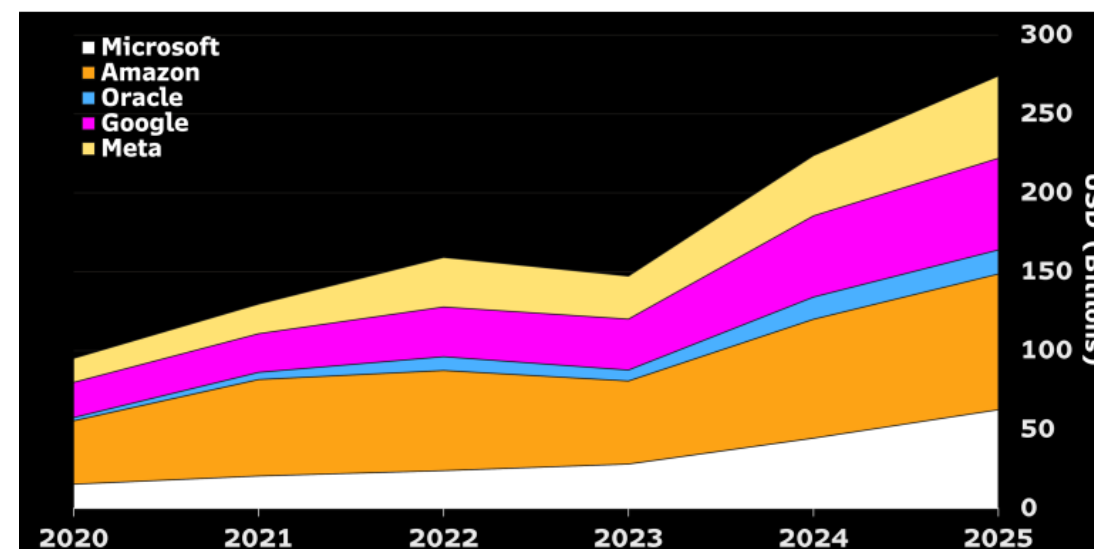
全球各區晶片製造佔有率(%)



■ 美國 ■ 歐洲 ■ 日本 ■ 南韓 ■ 台灣 ■ 中國 ■ 其他

美國企業對AI基礎設施支出持續攀升

關稅導致平均稅率變化(%)



關稅對出口製造區域影響最大 主要為中國、台灣、南韓

各國GDP受關稅影響(%)

	Trade Shock		GDP At Risk			
	Effective Tariff Shock	Impact on Country's Exports of Goods to the US (% From Baseline)	Country's Overall GDP at Risk From Drop in US Demand (%)	(Of Which, Due to Own Losses of Exports to the US)	(Of Which, Due to Partners' Losses of Exports to the US)	For Reference: GDP at Risk Under Earlier 'Reciprocal' Plans (Apr-9)
Argentina	6.6	-12.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Australia	8.7	-24.2	-0.5	-0.1	-0.3	-0.6
Brazil	8.7	-20.6	-0.5	-0.3	-0.2	-0.5
Canada	4.5	-2.5	-0.4	-0.4	-0.1	-0.3
China	119.4	-91.7	-2.2	-2.1	0.0	-2.2
EU	8.8	-17.9	-0.5	-0.4	-0.1	-0.9
India	8.6	-9.5	-0.2	-0.1	-0.1	-0.6
Indonesia	10.5	-10.0	-0.3	-0.1	-0.2	-0.9
Japan	14.6	-26.6	-0.7	-0.5	-0.2	-1.3
Korea	14.8	-21.1	-1.2	-0.9	-0.3	-2.5
Malaysia	8.6	-10.0	-0.7	-0.2	-0.5	-1.9
Mexico	7.9	2.4	0.4	0.5	-0.1	2.5
Russia	0.0	-8.8	-0.3	0.0	-0.2	-0.4
Saudi Arabia	1.8	-3.7	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3
South Africa	9.1	-37.0	-0.5	-0.3	-0.2	-0.7
Switzerland	6.2	-6.6	-0.4	-0.1	-0.3	-1.2
Taiwan	13.0	-18.2	-2.0	-1.4	-0.7	-4.8
Thailand	12.8	-10.0	-0.6	-0.3	-0.3	-2.0
Turkey	10.1	-19.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3
United Kingdom	10.6	-18.7	-0.4	-0.2	-0.1	-0.4
Vietnam	12.1	-4.6	-0.7	-0.4	-0.3	-7.4

*包括G20國家（歐盟作為一個整體）以及不在G20國家之列、但是2024年對美國貿易逆差排名前15位的經濟體。面臨風險的GDP是使用美國商品進口所涉及的GDP總額（亞洲開發銀行MRIO、經合組織TiVA）以及CGE模型對美國需求變化的估計值計算得出的。

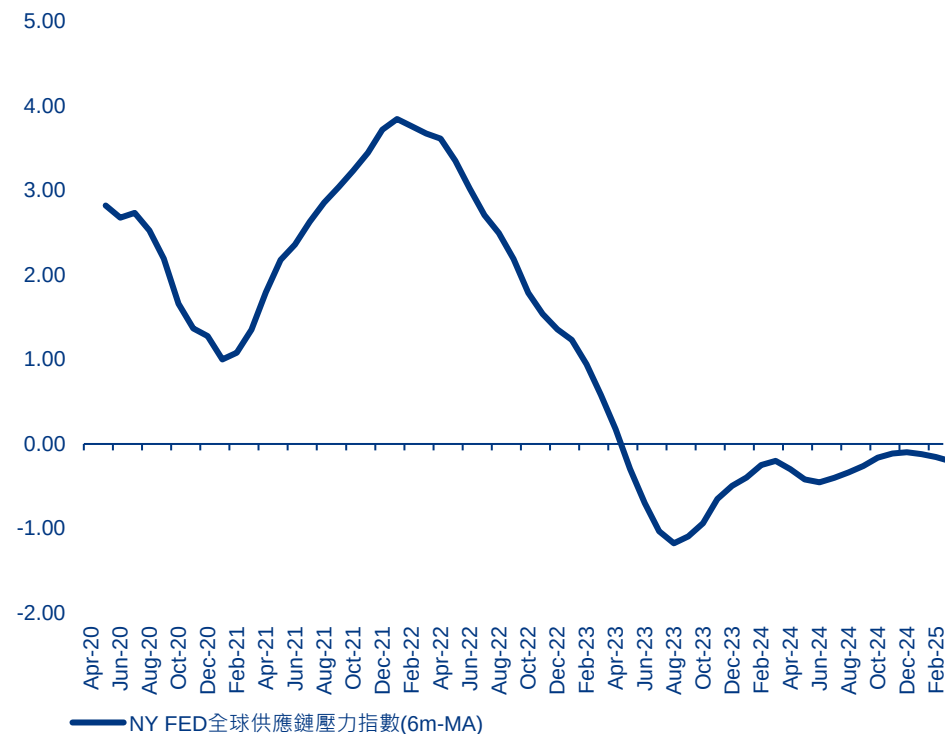
風暴之中

基本面能否承受？

全球景氣有望繼續溫和增長 供應鏈壓力顯著下降

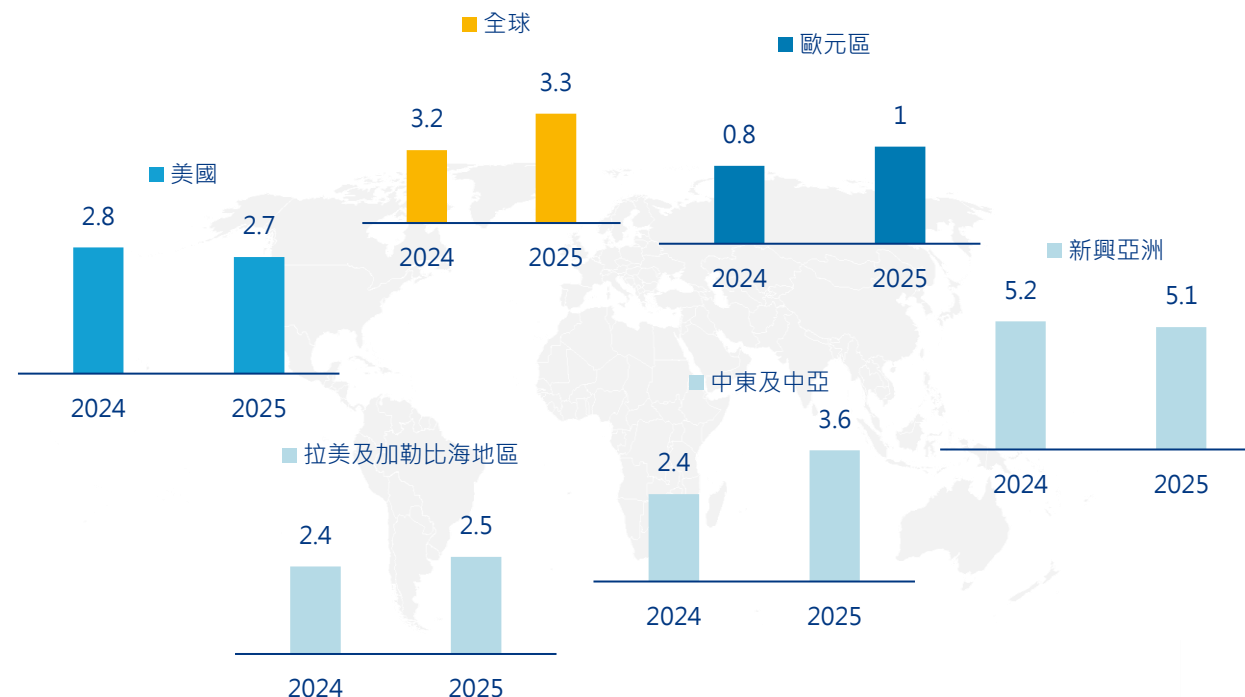
供應鏈壓力過去17個月緩步攀升

供應鏈壓力緩升但仍低於峰值



主要經濟體成長動能延續

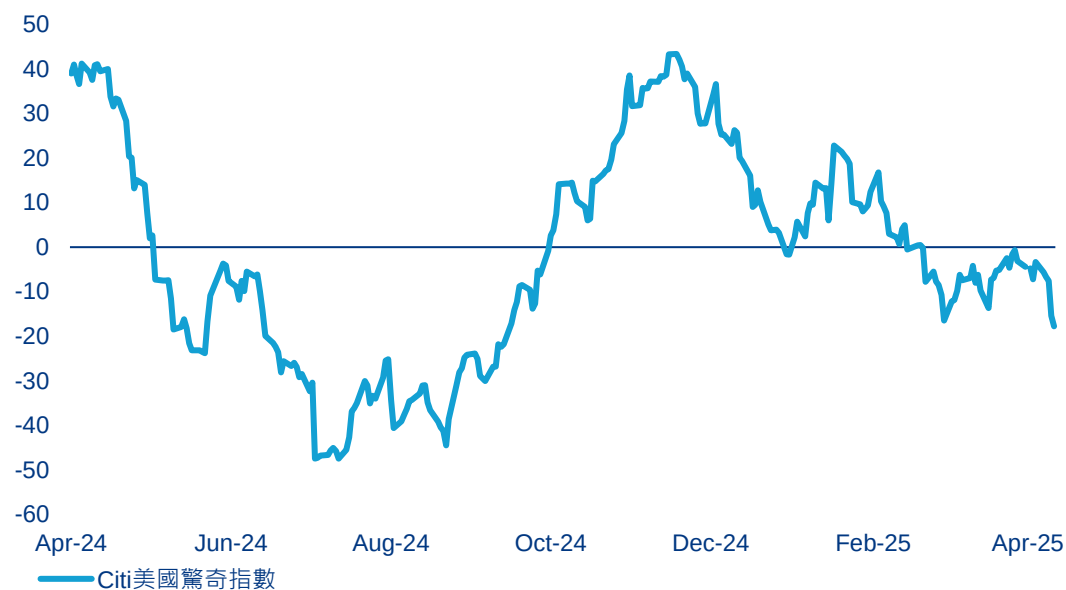
美國經濟增速上調抵消其他主要經濟體增速的下調



數據走弱增添衰退擔憂 排除干擾因子後 GDP小幅轉負

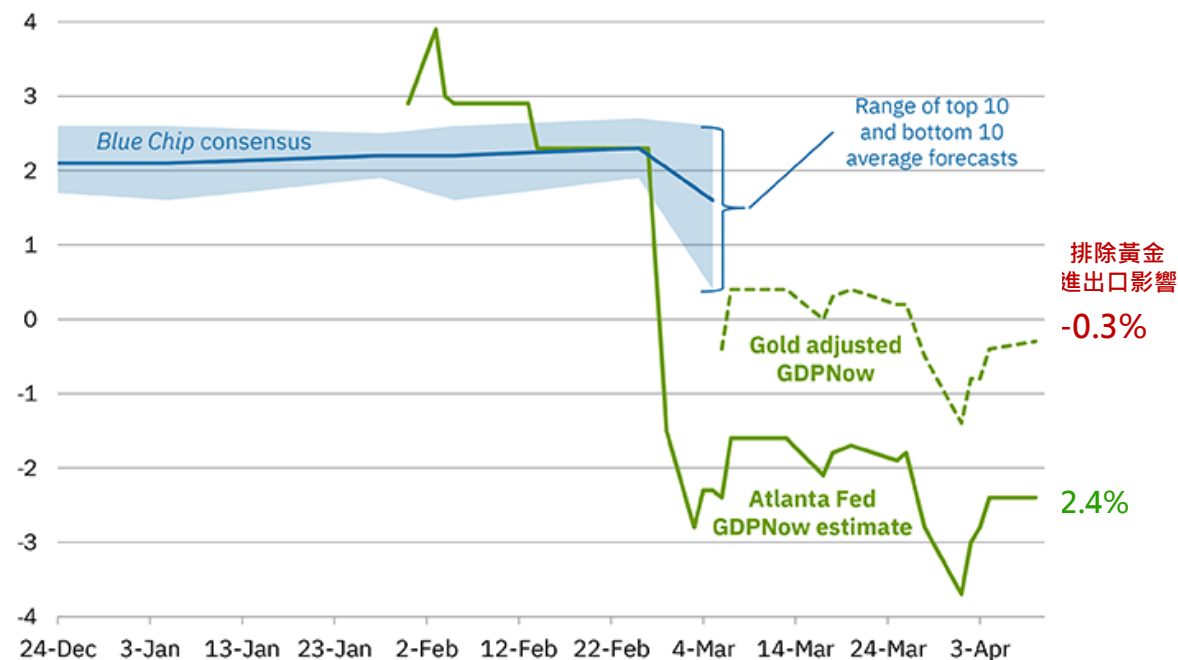
去年年底以來，經濟數據弱於預期

成長動能有所放緩



亞特蘭大聯準會美國2025第1季GDP預期

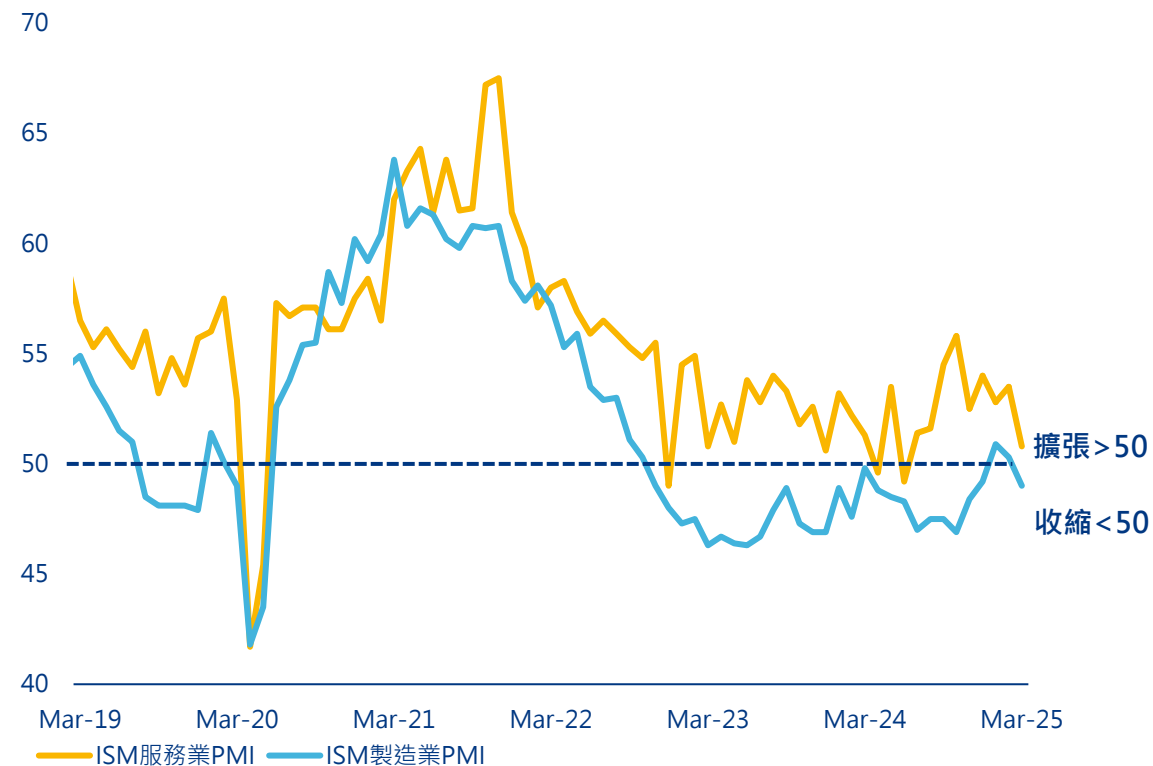
排除黃金進出口影響後，預期小幅下降



觀望氛圍壓抑製造領域 服務業則維持擴張 庫存還有回補空間 留意成本攀升

歷時2年多後，製造業重新回到擴張區間

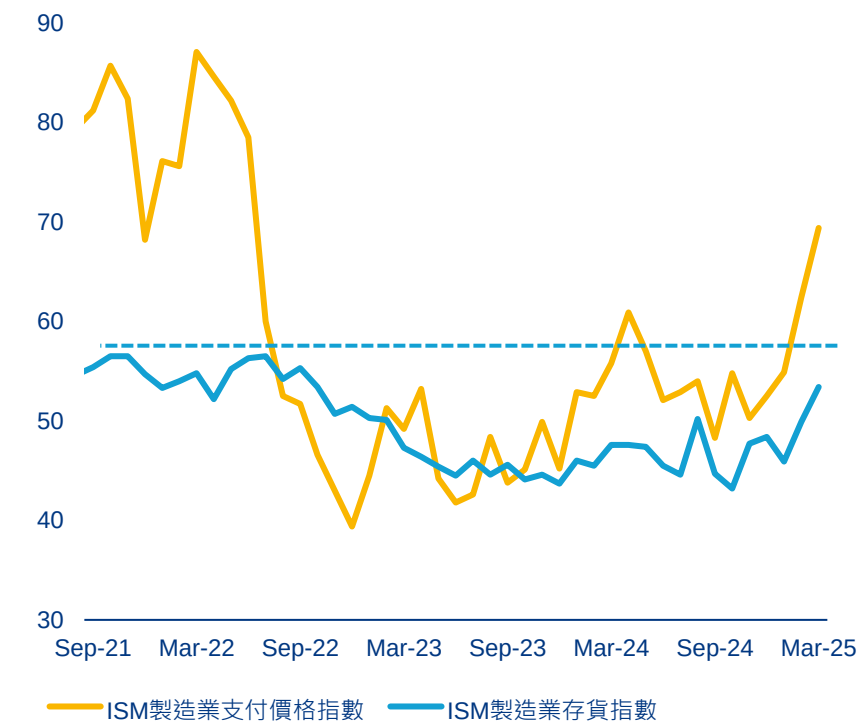
美國大選後逐漸升溫



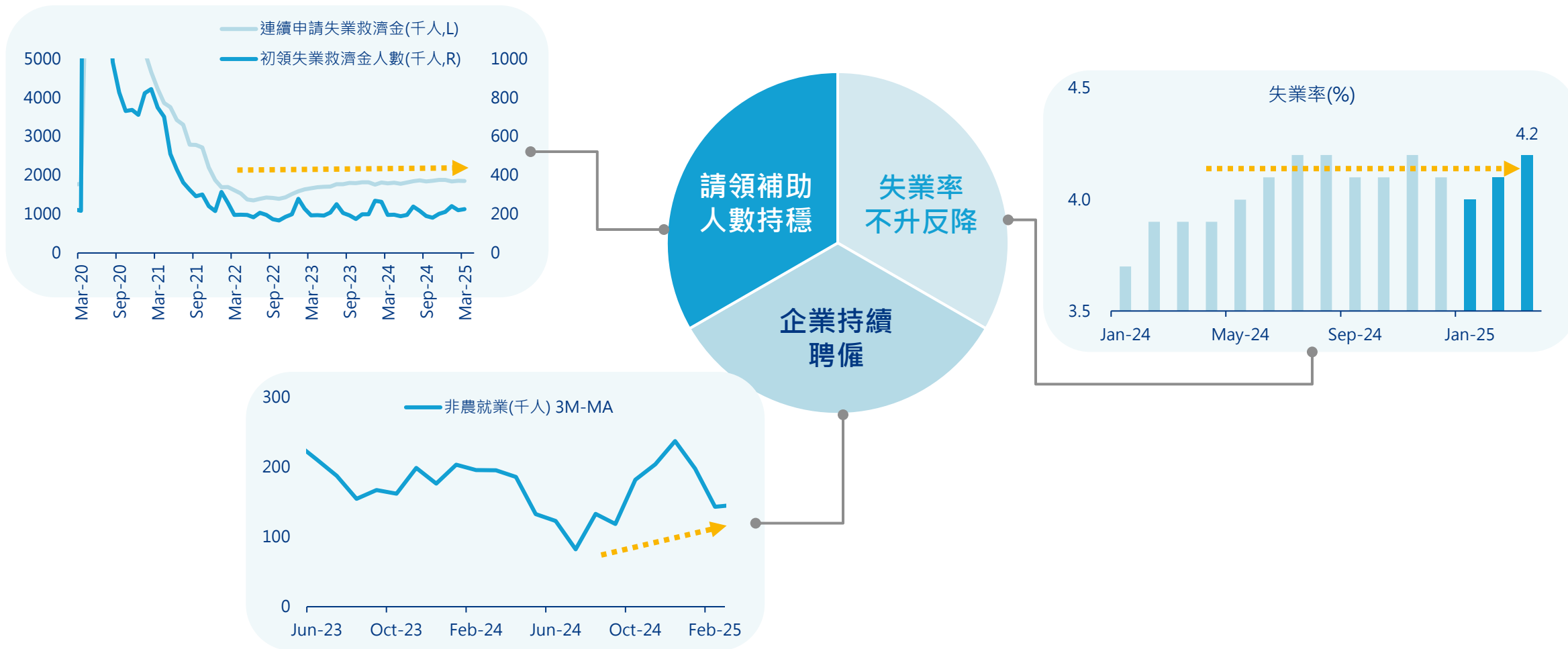
資料來源：Bloomberg · 2025/3/31。

庫存還有回補空間

留意成本壓力加速攀升



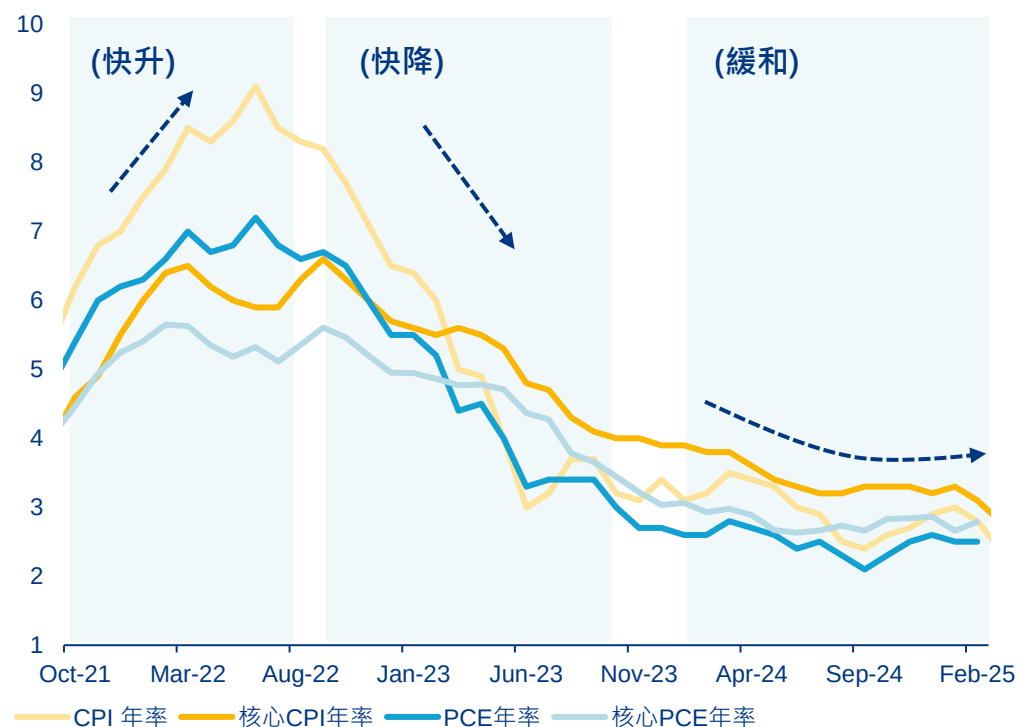
別被雜音干擾 失業率維持低位 勞動市場依然穩健



經歷快上快下 黏性更有感 立場影響通膨預期 但近期轉同步上升

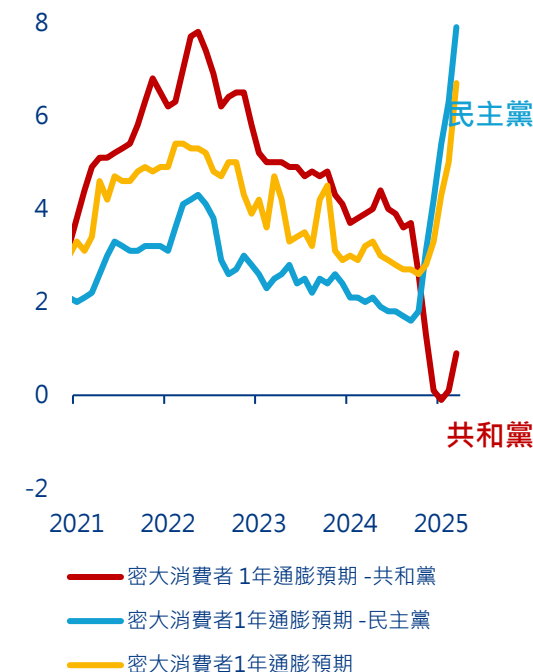
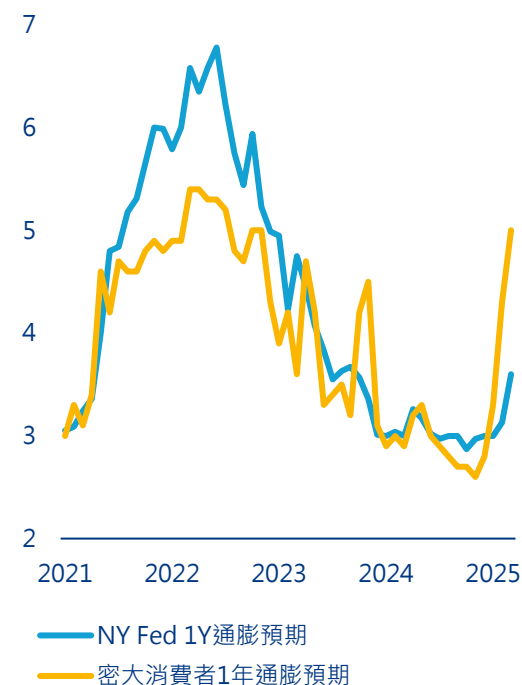
經歷快速攀升和明顯下降後，通膨黏性更有感

CPI及PCE降溫至3%水準附近



通膨預期快速上升 不同政黨近期同步回升

政黨不同，對通膨預期有相當差異



政策調整將不疾不徐

Fed較市場謹慎 預期降息1-2碼

降息：最早年中再度降息

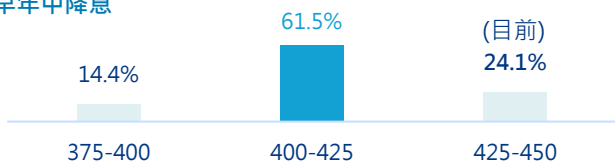
2025/05

普遍預期保持按兵不動



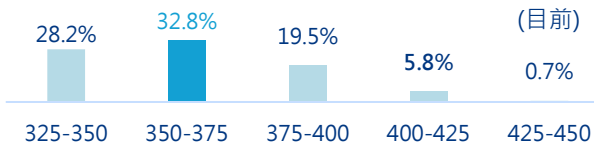
2025/06

預期最早年中降息

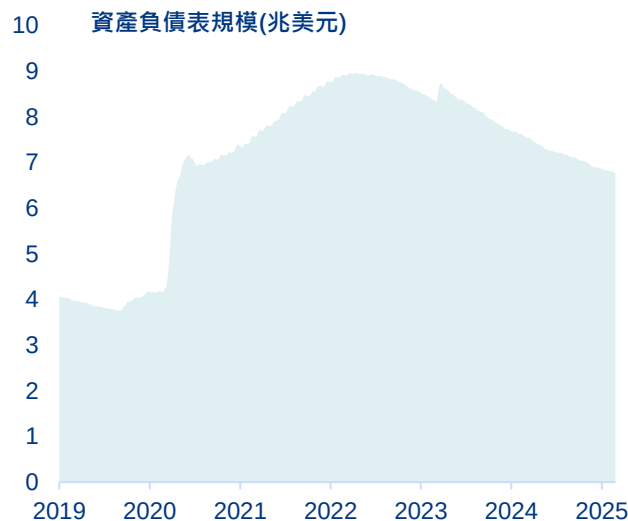


2025/12

市場預期降息空間約2-3碼



縮表：宣布4月開始放慢



- 公債贖回上限自每月250億降至50億
- 機構債券及不動產抵押證券(MBS)維持上限350億美元

票委政策取向：靠中間偏鴿

2025聯準會票委政策取向

2025聯準會票委政策取向		
偏鴿派		偏鷹派
(0)	Jerome Powell	Christopher Waller (1)
(0)	Phillip Jefferson	Susan Collins (1)
(0)	Michael Barr	Jeffrey Schmid (1)
(-1)	John Williams	Alberto Musalem (1)
(-1)	Adriana Kugler	Michelle Bowman (2)
(-2)	Lisa Cook	
(-2)	Austan Goolsbee	

*彭博基於2024/11/6-2024/12/18 FOMC會議以來聯儲會官員的Fedspeak新聞標題，按五個等級(-2~2)，對FOMC與會成員的鷹派程度進行了評分：堅定鷹派、偏鷹派、中立、偏鴿派和堅定鴿派。

企業獲利下修 仍有高個位數 多數類股恢復正增長

S&P 500 1Q25企業獲利

下修後仍有高個位數水準

Sector	Today	1 Apr	1 Jan	1 Oct	1 Jul	1 Apr
Consumer Discretionary	2.2%	2.4%	10.9%	14.4%	15.6%	15.9%
Consumer Staples	-7.2%	-7.1%	0.2%	3.4%	4.7%	9.1%
Energy	-16.9%	-15.2%	-11.7%	-1.1%	14.9%	16.6%
Financials	3.3%	2.1%	6.0%	4.9%	4.0%	10.1%
Health Care	38.2%	38.3%	42.1%	46.4%	45.3%	18.2%
Industrials	3.6%	4.1%	12.3%	16.8%	19.1%	23.0%
Materials	-7.3%	-7.2%	10.2%	16.9%	22.3%	25.1%
Real Estate	-3.2%	-3.0%	1.8%	1.7%	2.4%	6.8%
Technology	16.1%	16.1%	17.5%	19.5%	18.9%	20.3%
Communication Services	5.9%	6.2%	9.8%	7.9%	9.3%	14.1%
Utilities	7.9%	7.5%	6.5%	4.1%	-0.3%	6.1%
S&P 500	8.0%	8.0%	12.2%	14.3%	15.3%	15.7%

S&P 500 2025企業獲利

全年持穩，下半年所有產業恢復正成長

Sector	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
Consumer Discretionary	28.5%	2.2%	2.5%	5.7%	4.7%	19.8%
Consumer Staples	1.5%	-7.2%	1.4%	3.2%	6.0%	9.5%
Energy	-29.3%	-16.9%	-10.5%	5.9%	15.4%	23.6%
Financials	35.1%	3.3%	4.0%	10.2%	4.6%	15.6%
Health Care	14.3%	38.2%	10.2%	12.9%	16.7%	12.5%
Industrials	8.0%	3.6%	6.2%	24.6%	5.2%	19.4%
Materials	2.0%	-7.3%	3.1%	24.7%	19.9%	31.9%
Real Estate	15.3%	-3.2%	2.1%	19.6%	1.0%	9.6%
Technology	19.8%	16.1%	18.6%	17.9%	16.2%	20.3%
Communication Services	31.5%	5.9%	30.7%	4.1%	6.6%	15.0%
Utilities	12.5%	7.9%	3.1%	-2.1%	9.1%	6.7%
S&P 500	17.1%	8.0%	9.2%	11.5%	10.0%	16.7%
S&P 500 Ex-Energy	20.7%	9.6%	10.4%	11.8%	9.8%	16.4%

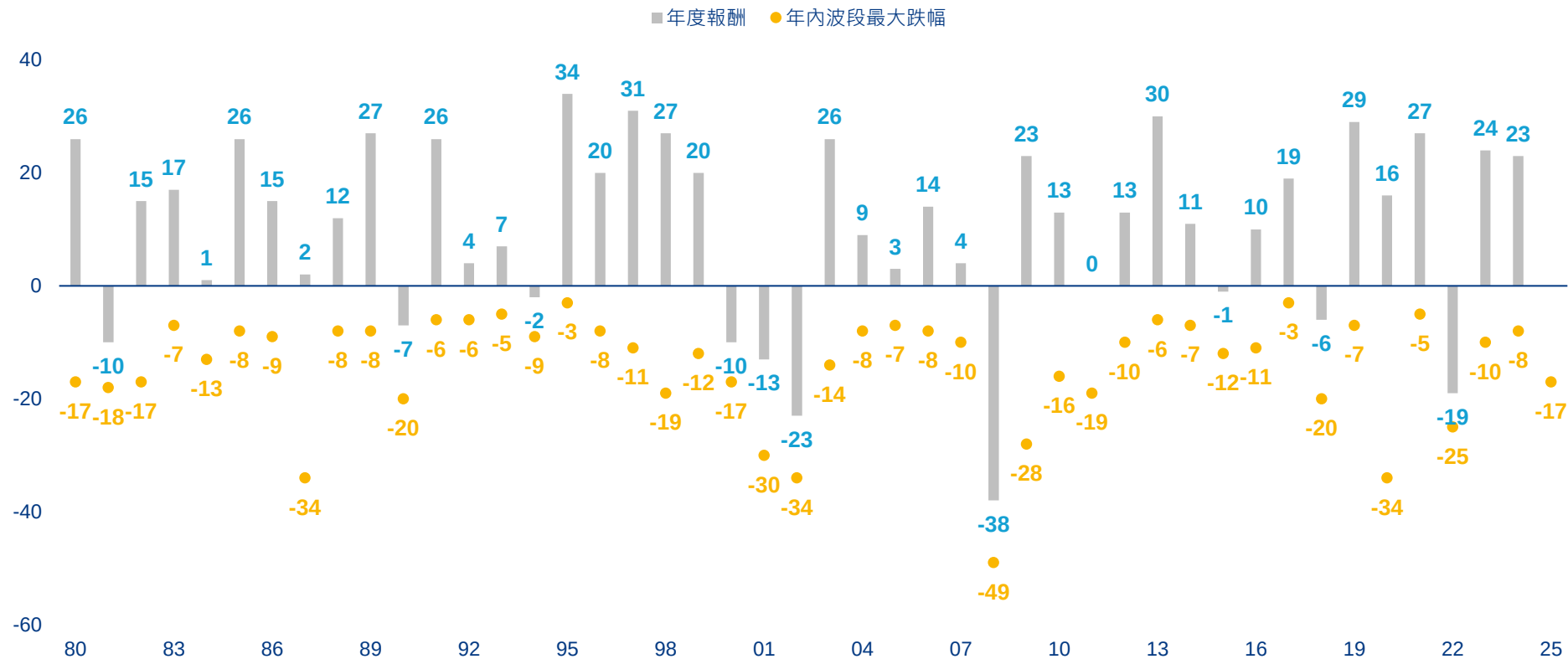
二元化市場難以預料

下跌令人恐懼的原因之一 是..害怕錯過上漲

“預測時機(timing)、猜高低(high-low)就像丟硬幣
不擇時，長期回報會好很多”

回顧過去45年 年內股市不乏波段修正 正報酬機率达76% 平均上漲10.6%

S&P500 年度報酬、年內波段最大跌幅



+10.6%

年內最大波段跌幅平均

76%

最終正報酬機率
(34年正報酬/45年)

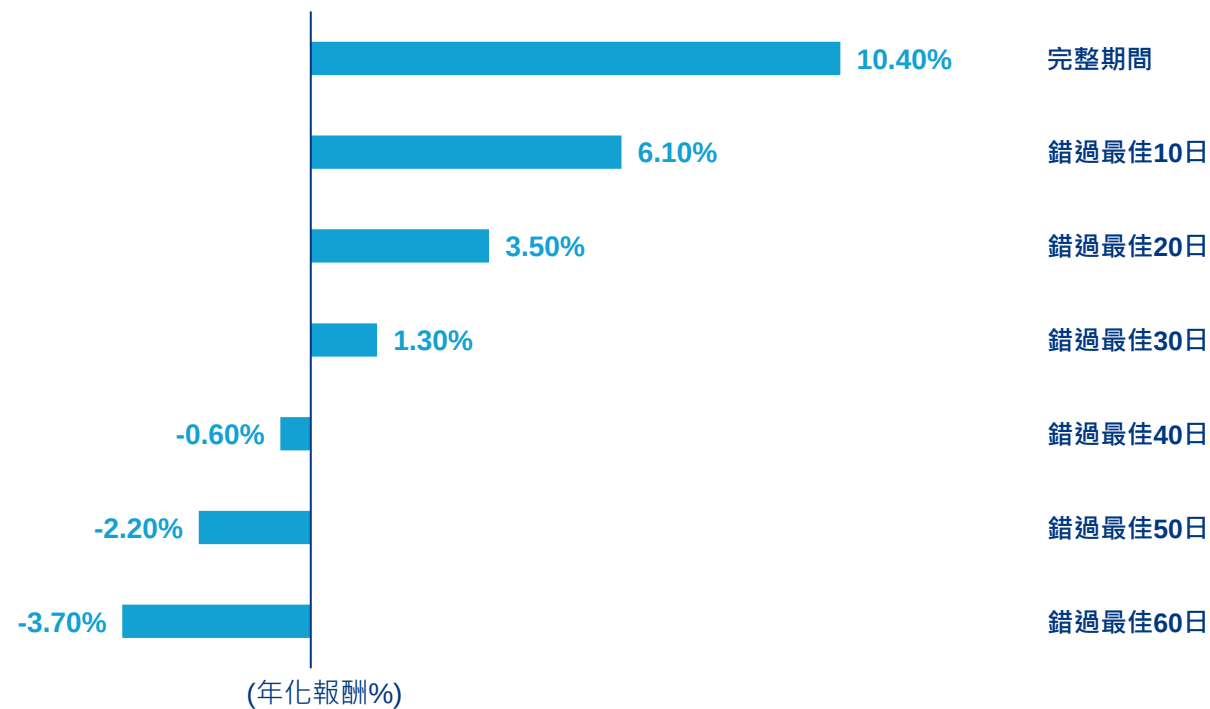
-14.1%

年內最大波段跌幅平均

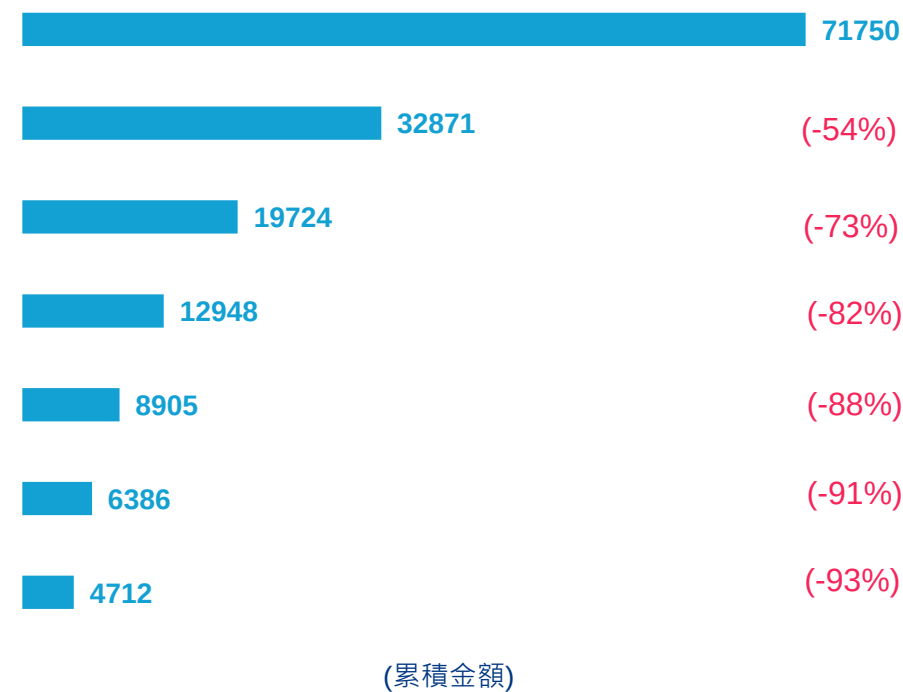
資料來源：LSEG Datastream、S&P Global、美元計價S&P500指數價格回報，年內波段最大跌幅為日曆年內高點至低點的最大跌幅，1980-2025。

過去20年持續參與 年化報酬率達10% 錯過最佳10日 回報幾乎砍半

過去20年持續參與S&P500 年化報酬表現(2005-2024)



投入10000元過去20年持續參與S&P500





Global Investors

安聯證券投資信託股份有限公司

台北總公司	台北市中山北路二段42號8樓	電話：+886 2 8770-9888
台中分公司	台中市公益路二段51號2樓B室	電話：+886 4 2217-6088
高雄分公司	高雄市四維三路6號2樓B室	電話：+886 7 337-6288
客服專線	+886 2 8770-9828	網址：tw.allianzgi.com

【安聯投信 獨立經營管理】110金管投信新字第013號

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，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。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。**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。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。非投資等級債券基金適合欲參與資產具長期增長潛力之投資人。相較於公債與投資級債券，非投資等級債券波動較高，投資人進場布局宜謹慎考量。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。**安聯投信總代理之盧森堡系列基金(AGIF)及其發行之境內基金，配息級別之配息可能由基金的收益或本金中支付(AMg2級別除外)，或配息前未先扣除應負擔之相關費用(如AMg、BMg、AMf、BMf等級別)。任何涉及由本金支出的部分，可能導致原始投資金額減損。AMf/BMf固定月配類股的配息預期包括來自該級別之資本利得及淨收益，並按每股資產淨值的某一定百分比計算配息，故每期發放的每股配息金額會有變動。因每股資產淨值每日會有變化，採用的百分比雖一致，但每次實際配息金額可能不同，且百分比並非保證不調整，固定月配類股於績效為負值之期間，配息通常仍會持續配發且此舉可能會加快投資價值下跌的速度，又因配息採一定百分比計算而非與收益或資本利得連動，故有相對高的可能性會侵蝕本金，若配息金額可能會大於此級別的已實現資本利得及其他淨收益，將導致侵蝕本金。如因配息類股規模大幅減少至一定程度時，境外基金之董事會得依其評估主動將該類股併入同基金之其它配息類股。以穩定配息為目標的配息股份會定期檢視且可能調整預定配息金額。預定配息金額如有變動將不另行通知股東。**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。**本公司於公司網站揭露各配息型基金近12個月內由本金支付配息之相關資料供查詢，投資人於申購時應謹慎考量。有關境外基金配息金額之決定，係由境外基金機構根據已取得之資本利得及股息收益狀況，並考量基金經理人對於未來市場看法，評估預定之目標配息金額。若本基金因市場因素造成資本利得及股息收益狀況不佳，將可能調降目標配息金額。基金投資地區包含中國及香港，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。在國內募集及銷售之境外基金，投資大陸地區之有價證券以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且投資前述有價證券總金額不得超過該境外基金淨資產價值之百分之二十。本基金可投資於轉換公司債，由於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外，還可能因標的股票價格波動而造成該轉換公司債之價格波動，此外，非投資等級或未經驗信用評等之轉換公司債所承受之信用風險相對較高。基金如投資於固定收益商品，其投資風險包括但不限於信用風險、利率風險、流動性風險及交易可能受限制之風險等。經濟環境及市況之改變亦可能影響前述風險程度，以致影響投資價值。一般而言，當名目利率走升時，固定收益投資工具(含空頭部位)之價值可能下降，反之可則可能上升。流動性風險則可能延後或限制交易之贖回或付款。新興市場證券之波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度通常低於已開發國家，可能影響本基金所投資地區之有價證券價格波動，而使資產價值受不同程度影響。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。若為BT累積/BT9累積/BM穩定月收/BM9穩定月收/BMg穩定月收總收益/BMg7月收總收益/BMg9月收總收益/BMf固定月配/BMf2固定月配/BMf9固定月配類股，該類股申購手續費雖可遞延收取，惟需支付最高為每年基金淨資產價值1%之分銷費，該分銷費已包含於單一行政管理費中(分銷費可能造成該級別實際負擔費用增加，此費用已反映於每日基金淨值中)。投資人應留意衍生性工具/證券相關商品等槓桿投資策略所可能產生之投資風險(詳見公開說明書或投資人須知)。本文提及個股僅為說明之用，不代表本基金之必然持股，亦不代表任何金融商品之推介。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。基金績效表現按資產淨值為基礎計算，配息滾入再投資。如投資人以非基金計價幣別之貨幣申購基金，須自行承擔匯率變動之風險。以上僅為殖利率之表現，不代表基金之實際報酬率或配息率及未來績效保證，不同時間進場投資，其結果將可能不同，且並未考量交易成本。本基金平均殖利率以債券之殖利率加權平均計算。基金納入平均殖利率計算之資產項目為債券，不包括現金、短票、受益憑證等其他資產。平均信用評級以各債券之信評加權平均計算。基金納入平均信用評級計算之資產項目為債券，不包括現金、短票、受益憑證等其他資產。債券之評級採用S&P評級，若S&P無評級則採用Moody's，若兩家信評公司皆無評等則顯示NR(未評級)。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所有特色及目標等資訊。查詢基金ESG資訊可至本公司官網(<https://tw.allianzgi.com/zh-tw/institutional>)或至基金資訊觀測站「ESG基金專區」(<https://announce.fundclear.com.tw/MOPSFundWeb/ESG.jsp>)查詢。環境、社會與治理(ESG)策略會考慮傳統財務訊息以外之因素來選擇有價證券或排除部位，因此可能導致投資績效相對偏離其他策略或整體市場指標。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。安聯證券投資信託股份有限公司 | 地址：台北市104016中山北路2段42號8樓 | 客服專線：(02)8770-9828 4410369