

不論能否達成協議， 準備迎接市況波動的夏季

隨著貿易協議有望達成，加上美國關稅威脅減退，以及市場憧憬「大而美」法案（One Big Beautiful Bill Act）將可在短期刺激美國經濟增長，環球股市在7月份升創新高。儘管美國關稅實際上高於特朗普就任總統前的水平，但大市依然暢旺，反映高風險資產領域略見鬆懈。另一方面，美國、英國、歐洲及日本的債券收益率反映市場憂慮債務的可持續性。

在政策充滿不明朗因素的環境下，我們認為任何有關經濟及關稅決策的利好消息（例如美日達成協議）均會受到市場歡迎。然而，即使與貿易夥伴達成協議，特朗普仍會維持著重交易的方針。這項政策不明朗因素對美元走勢的影響最為明顯。

我們將在下文概述今年夏季可能引發市場波動的因素：

- 「大而美」法案 — 短期得益、長期代價及社會後果。理論上，該法案透過提前減稅，可望在短期內刺激消費、投資和國內生產總值增長。不過，美國未來十年的債務將因此增加超過3萬億美元，而且當削減社會開支措施於2026年10月生效時，最弱勢家庭的收入將首當其衝。其次，削減聯邦醫療補助計劃意味公眾需要預留額外應急資金，繼而影響其消費模式。最後，該法案不但會增加財赤，亦可能為長期利率帶來進一步上升的壓力。



VINCENT MORTIER

集團首席投資總監



MONICA DEFEND

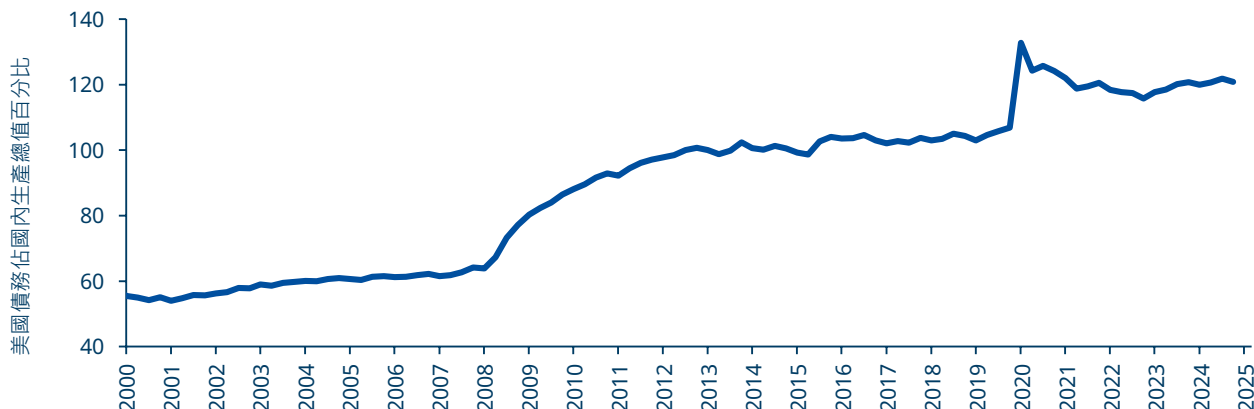
東方匯理資產管理
投資研究院主管



PHILIPPE
D'ORGEVAL

副集團首席投資總監

美國債務佔國內生產總值比率上升，最近通過的「大而美」法案只會增加政府負擔



資料來源：聖路易聯邦儲備銀行、東方匯理資產管理投資研究院。上圖顯示為季度數據。最新為2025年第一季的可用數據，截至2025年6月26日。

市場定價反映樂觀的情境，忽略了特朗普落實其關稅威脅所引發的波動，而美國經濟增長可能因而受壓。

- **加徵關稅的成本，最終須由美國企業或消費者承擔。**如果企業把成本轉嫁予消費者，將會影響消費者的可動用收入。然而，企業和進口商至今承受最大衝擊。企業在本業績期發表的前瞻性指引，應會就關稅對盈利能力的影響，以及公司會否暫緩資本開支計劃提供更多詳情。歐洲方面，市場聚焦於歐元兌美元匯率轉強，如何影響以區內貨幣計算的企業盈利。消費層面，個人消費開支乏力、實質可動用收入增長放緩，加上勞工市場正在降溫（但不至於顯著惡化），將令消費者在非必需消費開支方面更趨審慎。
- **最終的關稅及反制措施（如有）將影響經濟增長預測。**由於局勢尚在發展，我們於估算增長預測時，將全面評估美國、歐盟及其他國家的最終關稅措施。美國和歐元區的第二季國內生產總值數據，以及歐美貿易談判的進展，尤其是關稅和反制行動，均會影響我們的增長預測。進口關稅一旦大幅上調，美國經濟增長的下行風險將隨之升溫。

與4月份相比，市場已下調對美國今年的盈利預測，現時較接近我們預估的水平。此外，貿易談判和地緣政治風險可能加劇市況波動。雖然現時市場流動性充足，但如果上述風險浮現，情況可能有所改變。有見及此，我們認為投資者不宜在價格昂貴的領域承擔定向風險，反而應採取更細緻的風險策略，並作好充分的防守準備。

東方匯理資產管理投資研究院：聯儲局的獨立性、貿易談判及歐元強勢

聯儲局獨立性的風險再次升溫。聯儲局希望在作出任何決定之前，先釐清關稅措施及其對通脹的影響，我們認為此舉相當合理，但來自政府要求採取政策行動的壓力，可能令市場質疑聯儲局的決策。我們目前維持聯儲局今年將減息三次的觀點不變。如果通脹持續高於聯儲局可容忍的水平，我們認為經濟增長亦會受關稅影響而放緩。在這個情況下，聯儲局或會選擇暫緩處理通脹，專注履行應對增長問題的職責。

歐洲央行似乎對通脹感到安心，但可能對關稅問題保持警惕。另外，歐洲央行將注視歐元的強勢（以及升值速度），因為歐元走強及輸美出口貨品的關稅或會削弱歐洲的競爭力。我們目前維持歐洲央行今年將減息兩次的預測，但如果歐美最終就加徵關稅達成協議，我們或要重新進行評估。至於英國，我們正密切留意英倫銀行如何應對經濟增長放緩，因其可能被迫加大寬鬆力度，減息次數或會多於我們目前預期的兩次。

歐盟與美國的貿易談判，以及任何相關的反制行動，均是可能影響該區增長及通脹預期的主要因素，從而左右歐洲央行的政策決定。

MONICA DEFEND

東方匯理資產管理投資研究院主管

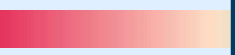
雖然盈利預測仍然反覆及估值偏高，但我們認為無需從結構上降低風險，而是以增加對沖為重點，從而駕馭可能在夏季出現的波動市況。

- **固定收益方面，息差收益吸引、預期經濟不會陷入衰退，** 以及多國央行採取寬鬆政策，使我們看好企業信貸。儘管現時市場流動性充裕，但一旦加徵關稅帶來壓力，情況或會有所改變。因此，在信貸領域方面，我們聚焦於息差收益和質素。我們現時在策略上對整體存續期持接近中性立場。
- **美國及歐洲股市已從4月份的低位反彈，但期間政策不明朗因素升溫。**不過，兩地市場的廣度均見狹窄。我們致力識別業務模式穩健、受關稅影響較輕微的企業，並根據財務實力來專注於優質企業。具體而言，我們偏好歐洲多於美國，並看好日本和英國。
- **新興市場表現穩健，經濟增長強勁。**關稅及貿易談判或會導致市況反覆，促使我們更審慎挑選持倉。我們看好實質收益率吸引的新興市場債券；股市方面，我們偏好能夠把握內需機遇的企業，並尋求分散投資於不同地區，例如新興歐洲、阿聯酋、拉丁美洲及印度。
- **多元資產方面，我們仍然略為看好股票和高風險資產，**同時透過加強及維持動態防守部署，應對市場急劇波動的走勢。外匯方面，我們對美元保持審慎，但承認短期或有整固空間。另一方面，我們看好美國和歐盟存續期，以及黃金等商品的表現。

地緣政治及 / 或
貿易談判的不明朗
因素，加上企業盈利
可能遜於預期，或會
觸發估值較高的
領域出現調整。

整體承險意欲

避險



承險

我們認為投資者應略為看好估值和潛在盈利均具吸引力的高風險資產，同時充分持有表現穩定的資產，以平衡整體投資組合的風險。

與上月比較變動

- **固定收益：**對整體存續期持中性立場。
- **多元資產：**我們認為更有需要加強對沖美國股票的配置。另外，我們微調對外匯的觀點，但仍對美元保持審慎。新興市場方面，我們下調澳元兌新台幣的評級。
- **外匯：**對英鎊略為審慎，對人民幣的看淡程度有所緩減。

整體承險意欲是不同投資平台和全球投資委員會共同對高風險資產（信貸、股票、商品）持有的定性觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場和經濟環境的變化。

平衡兼顧信貸領域的息差和質素

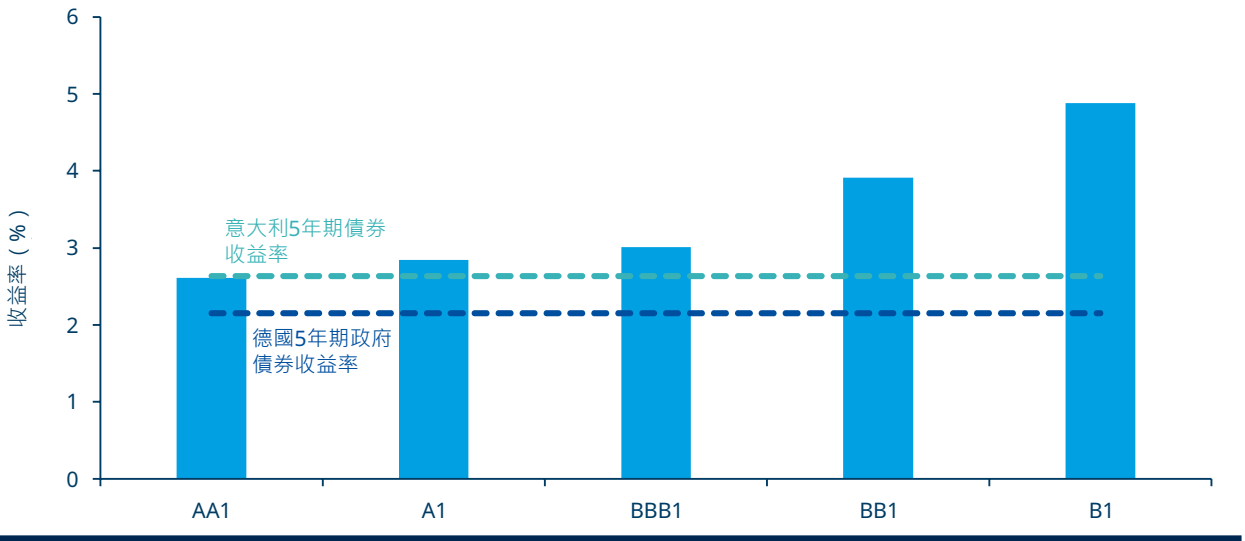
美國宏觀經濟數據向好；由於通脹回落，歐洲央行和英倫銀行等央行維持寬鬆措施，甚至聯儲局最終亦會重啟寬鬆政策。與此同時，我們的基本預測情境是美國及歐洲不會陷入經濟衰退。然而，在國際貿易不明朗因素加劇下，經濟增長或會放緩。面對這個環境，財政手段更形重要，例如德國致力增加開支及實現國防安全目標。

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

這意味著長期債券將持續受壓，令收益率曲線有機會走峭。信貸息差收益是另一個提高收益的關鍵因素。我們偏好透過較能承受經濟及地緣政治壓力的優質領域來實現這個目標。

存續期及收益率曲線	企業信貸	外匯
- 我們在策略上對整體存續期轉持接近中性的立場，主要體現於我們對美國和歐盟持中性觀點。美國方面，市場更關注期限溢價和財政風險。 - 不過，我們看好意大利政府債券，並在英倫銀行立場溫和的環境下看好英國存續期。此外，我們正探討對英國收益率曲線採取槓鈴式策略的可能性。 - 我們對日本存續期保持審慎。	- 鑑於市場流動性普遍充足及企業基本因素不俗，我們看好信貸資產，主要是歐盟投資級別債券（其息差收益較主權債券收益率更具吸引力）和後償債券。 - 我們正在歐盟市場發掘負債偏低，並擁有BBB或BB評級的中期企業債券。 - 加徵關稅可能削弱企業基本因素，故此我們專注於資產質素。	- 鑑於英鎊表現強勁，我們已輕微下調評級。英國宏觀經濟數據及其對英倫銀行的潛在影響，均是我們需要監察的重要因素。 - 美國（至今）向中國徵收的關稅較我們預期溫和，因此我們對人民幣的看淡程度有所緩減。隨著中國應對國內問題及貿易局勢波動，我們繼續保持警惕。

綜觀歐盟區信貸，BBB和BB級債券可在收益率和質素之間取得良好平衡



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年7月22日。所示的最低收益率屬於洲際交易所美銀歐盟投資級別債券指數和歐盟高收益債券指數。*槓鈴式策略可在收益率曲線發掘投資機會，主要透過持有短期及長期債券，以獲得更高收益，並限制利率風險。

股票

作者

聚焦強韌的市場領域

大市在7月份創下新高，但今年的回報主要由美國和歐洲的少數股票所帶動。這個情況令集中風險升溫，但另一方面也反映部分市場領域表現落後。我們正物色這些領域，並認為推動這類企業表現的關鍵因素，在於其維持盈利韌性的能力。

此外，儘管歐洲的估值優於美國，但重點在於其估值能否在關稅風險下維持。如果市況持續波動，我們將採取嚴加挑選及分散投資的策略，避免涉足於美國估值偏高的範疇。我們亦會把握市場波動的機會，聚焦於具財政實力的企業，例如日本和歐洲的公司。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

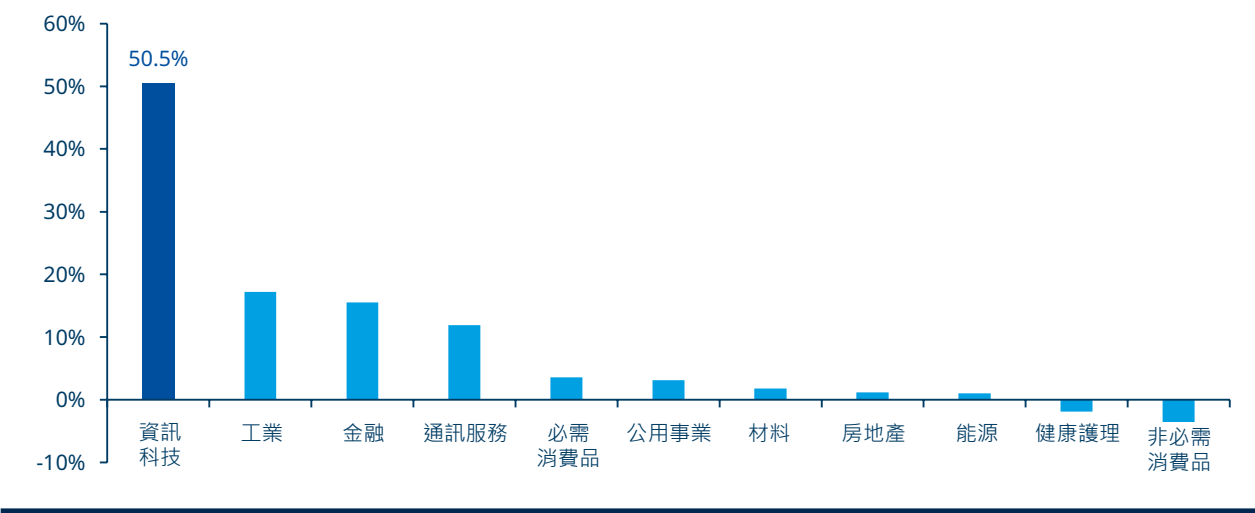
對環球股票的觀點

- 我們認為市場在過去數月充斥不少關稅雜訊，導致許多優質股票估值下調，使我們更看好這類股票，突顯選股的重要性。
- 我們維持槓鈴觀點，並看好歐洲市場，尤其是中小型股。部分歐洲企業的收入來源多元化，應可應對與美國的貿易戰。我們亦因股息偏高而看好英國股票。
- 我們看好日本股市，其估值相當吸引，加上近期與美國達成貿易協議，進一步鞏固我們的信心。此外，日本是多家優質國際企業的所在地。

對行業及風格的觀點

- 我們看好必需消費品和製藥等防禦性行業。就製藥行業而言，個人護理業務領域出現一些估值吸引的優質投資機會，因此我們轉持略為看好的觀點。另一方面，我們在工業和材料行業物色優質周期性企業。整體來說，我們傾向盡量把握特殊風險帶來的機遇。
- 美國方面，我們觀察到市場表現高度分散，且「科技七巨頭」的溢價過高。有見及此，我們對美國增長股和科技股保持審慎，認為其股價主要由市場氣氛帶動，獲基本因素支持的程度較低。

標普500指數今年的回報約有一半來自科技股*



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博。計算以行業佔標準普爾500指數的百分比為基礎，數據截至2025年7月17日。*年初至今回報截至2025年7月17日。

新興市場實力備受貿易波動考驗

環球貿易在上半年保持強勁，美國政府加徵關稅，令出口商提前把貨品輸往美國。展望未來，在通脹普遍受控的背景，新興市場增長可能繼續走強（相對已發展市場），但任何涉及美國與新興市場（例如印尼）貿易協議的關稅相關消息，以及美國政府的新公布，均可能引發市場波動。

YERLAN
SYZDYKOV
環球新興市場部主管

因此，貿易協議固然重要，但我們亦會考慮這些國家的市場流動性、國內消費環境及財政實力，以建立我們對各個新興市場的觀點。舉例說，雖然中國國內生產總值增長優於預期，顯示今年有望實現政府的增長目標，但國內消費問題仍然存在。

新興市場債券

- 整體而言，我們看好企業信貸，同時關注盈利前景可能受到宏觀不明朗因素所影響。高收益債券提供投資機會，但我們會審慎選擇所投資的國家。
- 我們亦看好硬貨幣債券，但偏好高收益債券多於投資級別債券，並對南撒哈拉非洲、新興歐洲和拉丁美洲市場維持嚴謹挑選的立場。
- 美元走弱及通脹受控的預期，為本幣債券提供有利的基礎。我們尤其看好巴西、墨西哥、秘魯和哥倫比亞等拉丁美洲國家。

新興市場股票

- 我們密切關注貿易談判帶來的波動，並以我們對本土、個別國家及特殊因素的立場為基礎。
- 舉例而言，我們對中東北非地區整體取態審慎，但看好阿聯酋，因當地企業價格合理且具吸引力。我們亦看好新興歐洲。
- 亞洲方面，我們認為印度市場和台灣科技行業表現可期，但與美國的貿易談判或會在短期內削弱表現。

對亞洲的主要觀點

亞洲市場至今已成功抵禦中東衝突、美國財政不明朗因素和關稅恐慌重燃的衝擊。本土和國際因素均為市場提供穩固的基礎。本土方面，亞洲經濟體表現強韌，關稅威脅減退令出口增長靠穩，而內需則受惠於政府逐步放寬政策。國際方面，環球承險意欲高漲和美元貶值，令金融狀況保持寬鬆，支持亞洲資產估值重估。

雖然表現強韌，但我們認為亞洲經濟體在下半年面對若干風險。貿易前景不明朗，加上中美終端需求放緩，或會令亞洲央行官員維持寬鬆措施。整體來說，我們對亞洲利率保持樂觀，並認為價格波動可帶來機會。亞洲信貸繼續提供個別投資機會，其中香港、印度和澳洲的金融公司因估值而尤其吸引。

亞洲股市近日跟隨環球市場強勢回升。然而，估值被大幅重新評估後已重返偏高水平，因此我們更審慎挑選持倉。南韓的情況尤其如此。印度的基本因素仍然穩健，但估值水平同樣構成障礙。我們繼續在中國審慎選擇投資機會，但維持整體中性立場。

多元資產

正面看待風險，但注意特朗普因素

即使美國經濟活動正在放緩，但貿易、消費和特朗普的關稅政策仍會帶來波動。另一方面，近日通過的「大而美」法案及美國經濟數據展現的任何韌性，或可為高風險資產提供短期支持。在歐元區，經濟增長將表現各異，德國財政刺激措施帶來助力。有見及此，我們對高風險資產維持略為看好的立場，但承認需要靈活保障，並已輕微調整我們對外匯的觀點。

聯儲局立場溫和，加上歐元區製造業回暖，均帶來利好因素，令股市展現強勁動力，支持我們看好這類資產，並繼續分散投資。我們看好美國、歐洲及英國股市，但美股業績期可能引發波動，因此我們認為需要在美國市場加強保障措施。在廣泛歐洲地區內，英國市場提供良好的分散投資優勢，而且估值吸引，並具備防禦性。新興市場方面，我們繼續看好中國，當地提供科技相關和優質的投資機會。

至於固定收益，由於通脹持續放緩，我們對美國5年期債券和歐洲存續期保持樂觀。鑑於英國經濟增長疲弱，加上英倫銀行提供支持，我們對英國金邊債券維持輕微看好的立場，但看淡日本債券。歐元區投資級別債券的企業基本因素強健，反映這類資產前景向好，而新興市場息差在現階段提供不俗的息差收益。

我們密切關注美元會否進入整固階段，但維持負面觀點。我們下調對歐元兌美元的正面觀點，不再看好美元兌瑞士法郎。此外，我們提高對挪威克朗兌美元的信心，因挪威央行立場溫和，令挪威克朗近期大幅貶值，而且我們認為存在策略性回升空間。新興市場方面，我們不再看好澳元兌新台幣，因為息差收益偏低和波動性偏高。

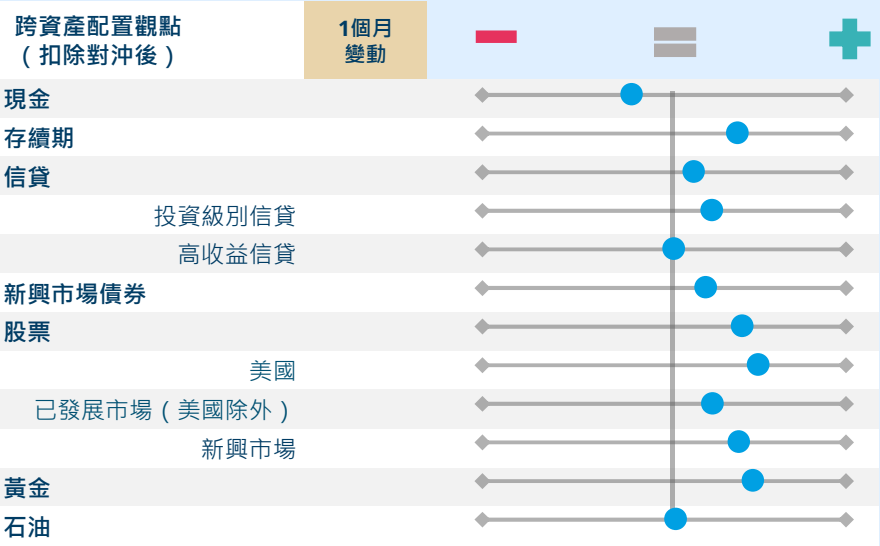
作者

FRANCESCO SANDRINI
多元資產策略部主管

JOHN O'TOOLE
多元資產投資方案部主管

「我們認為投資者應考慮把握低波動性的機會，加強保障措施，尤其是對美國股票。」

東方匯理多元資產投資觀點*



▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

資料來源：東方匯理，截至2025年7月17日。包括與上月比較變動。上表列出多元資產平台的主要投資觀點（包含對沖）。*相對於參考資產配置（基準為45%股票、45%債券、5%商品、5%現金）的觀點，「=」指中性。由於投資時可能使用衍生工具，+和-的數字可能無法相加。這是於特定時間的評估，可能隨時更改。本資料並不擬作為未來業績的預測，讀者不應依賴有關資料，特別是作為任何基金或任何證券的研究、投資建議或推薦。本資料僅供說明用途，並不代表任何東方匯理產品的實際當前、過去或未來的資產配置或投資組合。

東方匯理對各資產類別的觀點

股票觀點

股票	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國					◆					
美國增長			◆							
美國價值							◆			
歐洲								◆		
歐洲中小型股								◆		
日本							◆			
新興市場							◆			
全球因素	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
增長					◆					
價值							◆			
小型股						◆				
優質						◆				

固定收益觀點

存續期	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國						◆				
歐盟						◆				
英國								◆		
日本				◆						
整體	▼					◆				
信貸	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國投資級別債券						◆				
美國高收益債券				◆						
歐洲投資級別債券								◆		
歐洲高收益債券						◆				
整體							◆			
外匯	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元					◆					
歐元							◆			
英鎊	▼				◆					
日圓								◆		
人民幣	▲				◆					

▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

資料來源：全球投資委員會於2025年7月17日發表的觀點摘要。上表顯示對各種資產類別的絕對觀點，並以9個級別範圍表示， = 指中性立場。本文件為於特定時間對市況的評估，並不擬作為未來事件的預測或未來回報的保證。讀者不應依賴有關資料，特別是作為任何基金或任何證券的研究、投資建議或推薦。本資料僅供說明和教學用途，可予更改。本資料並不代表任何東方匯理產品的實際當前、過去或未來資產配置或投資組合。外匯列表呈列全球投資委員會的絕對外匯觀點。

新興市場觀點

新興市場債券	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中國政府債券						◆				
印度政府債券								◆		
新興市場硬貨幣債券								◆		
新興市場本幣債券									◆	
新興市場企業債券								◆		
新興市場股票	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場							◆			
新興市場亞洲							◆			
拉丁美洲								◆		
新興歐洲、 中東及非洲								◆		
新興市場 （中國除外）							◆			
中國						◆				
印度							◆			

資料來源：全球投資委員會於2025年7月17日發表的觀點摘要。

▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

重要資料

本文提及的東方匯理是指東方匯理資產管理。本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人士，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到由中國證券監督管理委員會或香港證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多? 即上www.amundi.com.hk