

2025年3月

市場徘徊在喜悅與憂慮之間

2月的市場洋溢樂觀氣氛，儘管美國政府公布的新關稅政策、通脹風險及DeepSeek(深度求索)引發市場動盪，但市場情緒仍然正面。在歐洲，股市創下歷史新高。美國亦有證據顯示股市上升的範圍正在擴大，預料七大科技股的主導地位可能開始減退。然而，不確定性仍然處於極端水平，1月消費物價指數(CPI)高於預期，錄得一年半以來最快的增速，加上美國經濟數據略為偏軟，令市場再度感到憂慮。為了評估目前的樂觀市場情緒環境能否持續，我們著眼於以下主題：

- **首先，通脹是主要憂慮**，因為市場對通脹仍然極度敏感，可能為特朗普帶來重大挑戰。近期的消費調查數據顯示不確定性持續上升，消費者的長期通脹預期大升至3.3%，為2008年以來最高，分散程度亦為1980年代以來最大。
- **第二，隨著通脹逐漸回落，全球經濟增長將會趨於穩定，但特朗普推行政策的不確定性令風險增加。**
- **第三，歐元區受到歐洲央行更明確的政策路徑支持。**德國大選後的財政支持，以及潛在的國防開支增加，也是需要留意的重要主題。
- **最後，中國仍然致力避免引發混亂的貿易戰**，從其對特朗普關稅措施的審慎回應便可見一斑。

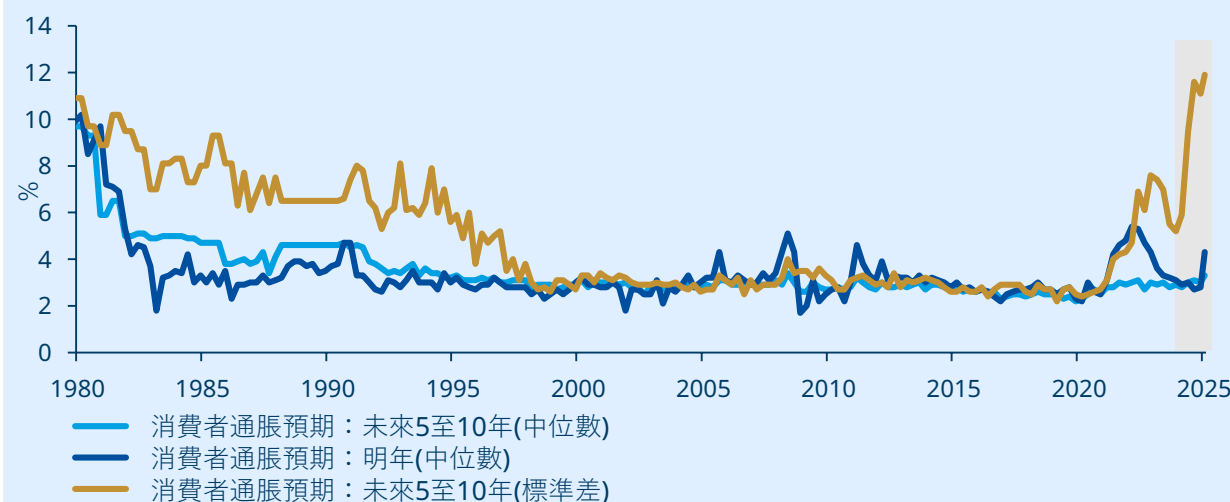


VINCENT MORTIER
集團首席投資總監



MONICA
DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管

消費者通脹預期持續上升及更加分散



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，數據來自密西根大學消費者調查。數據截至2025年2月20日。

這一切也表明高風險資產的環境依然利好，但亦有部分範疇的投資者滿足於現狀，我們認為投資者應轉至投資機會更吸引的範疇，並專注分散投資。

- **在固定收益方面，我們更加看好歐元區的存續期，因為當地的經濟增長落後，預計歐洲央行將會繼續減息。**在美國，聯邦利率重新定價的速度很快：我們仍然預計聯儲局會在2025年減息，並認為面對目前限制性的政策立場及相對平靜的財政環境，聯儲局加息的可能性暫時偏低。**全球信貸**的前景樂觀，並受到美國及歐元區的穩定經濟活動、趨向緩和的通脹及放寬限制性貨幣政策所支持。我們看好歐洲投資級別信貸，同時對估值過高的美國高收益債券保持謹慎。
- **把握股市升勢擴大帶來的機會。**我們更加看好歐元區，因為與美國相比其估值更吸引，而且經濟前景比英國理想。在歐洲，我們尋找資產負債表強勁及定價能力強的企業。在美國，我們放眼大型股以外的範疇，看好銀行及物料股，並尋找能夠從預期減稅和放寬監管中受惠及以本地市場為本的企業。
- **在新興市場，由於宏觀經濟及地緣政治的持續發展，我們維持中性的整體立場。**近期的拋售令印度原來過高的估值回落，加上盈利修訂亦有觸底的跡象，因此我們更加看好印度。
- **跨資產方面，我們仍然看好高風險資產，看好股票及信貸，同時進行內部輪換以把握投資機會。**其中，我們**更加看好歐洲股票**，而對**日本股票**的立場則從正面轉為中性，因為我們認為在日圓走強及潛在波動的情況下，沒有即時出現的增長推動因素。為了增強整體配置抵禦潛在不利情境的能力，我們在股票及存續期方面維持部分對沖安排，同時繼續看好黃金。

儘管不確定性偏高，但投資環境仍然利好股票。我們看好歐洲的投資機會，因為歐洲能受惠於烏克蘭停火，而且估值比美國更理想。

整體承險意欲

避險

承險



整體風險立場仍然略為看好，股票配置出現輪動，整體上看好存續期。

與上月比較變動

- 固定收益：我們在月內策略性調整對存續期的觀點。
- 跨資產：更加看好歐洲股票，對日本股票的立場則轉為中性。

整體承險意欲是不同投資平台及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，反映全球投資委員會發表的每月觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場及經濟環境的變化。

三大熱門問題

1 你對特朗普的對等關稅政策有何看法？

特朗普於2月13日宣布公平對等貿易計劃，旨在解決美國貿易關係不平衡的問題，並對抗不對等的貿易安排。然而，要執行這些措施並不容易，其中一項挑戰在於難以獲得最新、準確及一致的雙邊關稅數據。考慮到提高關稅的影響，我們最近適當下調對美國經濟增長的預期，並調高通脹預測。雖然這不會改變經濟軟著陸的方向，但確實令美國經濟更快地回歸趨勢，使其相對於其他國家的「例外性」降低。

投資影響

- 繼續分散投資全球股票
- 看好黃金

2 你如何看待美國通脹的最新發展？

近期的CPI顯示通脹仍然居高不下，整體通脹率按年上升至3.0%，核心通脹率亦按年上升至3.3%。今年第一次公布的通脹數據可能反映部分季節性影響，以及通常在年初出現的年度價格升幅。雖然面對這種季節性干擾，但我們預計上半年整體CPI將會維持於約2.6%，下半年則會上升至2.9%，由於消費需求強勁及住屋成本通脹放緩的趨勢停滯，將會出現中期的上行風險。整體而言，我們認為聯儲局可能會採取「不急於」減息的態度，在本季暫停減息，同時密切留意美國新政府政策對經濟的影響。

投資影響

- 策略性管理存續期，看好美國收益率曲線的中段

3 你對印度2025至2026年的預算有何看法？

印度的最新預算反映政府重整財政。根據2026財政年度的財政赤字預測，預算赤字佔國內生產總值的比例將會從目前的4.9%下降至4.4%。印度政府已經修訂所得稅結構，以提高中產階級的可支配收入，同時應會增加糧食補貼。加強農村計劃預計能改善農村地區的經濟狀況。政府公布預算後，印度儲備銀行將基準利率下調25個基點至6.25%，以支持經濟增長。

投資影響

- 仍然策略性看好印度股票

聯儲局面對不確定的前景，預期財政赤字高企，勞工供應可能遭受衝擊，對通脹及增長前景構成壓力。

MONICA DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管



多元資產

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

應對通脹的不確定性

儘管第四季數據顯示各個經濟體之間的走勢存在差異，但**我們預料整體經濟前景良好**。在強勁的個人消費帶動下，美國經濟增長穩健，而歐洲的增長動力則有所減弱。鑑於與貿易戰相關的不確定性，全球經濟增長面對下行風險，各國央行的行動現已不同步。聯儲局現時暫停減息，歐洲央行決意按照明確的路徑以達到中性利率，而預期日本央行將於2025年加息。整體而言，儘管宏觀經濟、信貸及流動性環境仍然合理地提供支持，但我們仍然對下半年的通脹風險及潛在盈利修訂保持警覺，因此傾向透過對沖及黃金作出溫和承險的配置。

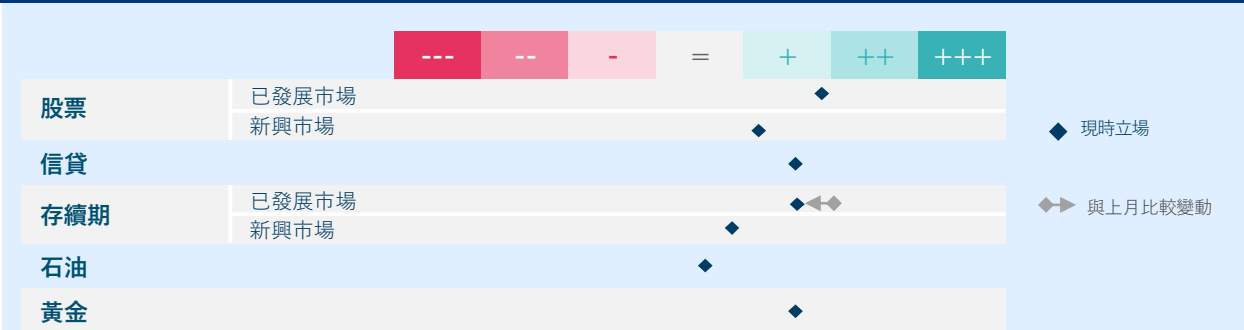
我們仍然看好股票前景，因為經濟環境仍然支持高風險資產，但會略為調整。在股票方面，由於歐洲央行態度溫和，估值相對吸引，**我們更加看好歐元區**，而由於預期日圓走強，**我們對日本股票的觀點下調至中性**。增長溢價仍然利好新興市場，特別是中國，因為預料該國促進經濟增長及加推刺激措施的政策能減輕關稅的影響。

在固定收益方面，我們仍然看好兩年期美國國庫債券，並繼續預料5至30年期美國國庫債券收益率曲線會走斜。我們也持續看好歐盟利率，**但看好英國利率的程度下降**，因為現在估值被低估的程度有所減輕。我們對日本國債保持審慎，但亦繼續看好意大利國債多於德國國債。我們仍然認為**歐洲投資級別信貸是信貸市場內最理想的範疇**，而我們對新興市場硬貨幣債券及本地債券則維持中性取態。

為了抵禦地緣政治風險及通脹引發的波動性，我們認為投資者應考慮就估值似乎偏高的美國股票設立對沖，並考慮透過存續期對沖管理通脹風險，同時維持黃金的配置。

我們仍然看好歐洲的投資機會，同時主動設立對沖，以應對通脹風險及地緣政治不確定性。

東方匯理對各資產類別的確信度



資料來源：東方匯理。上表顯示三到六個月的交叉資產評估，以全球投資委員會的最新觀點為依據。資產類別評估的展望、展望變動及意見反映預期走向(+/-)及信心強度(+++/+++). 有關評估或會更改，並包含對沖成份的影響。

固定收益

利率預期迅速變化

在2025年，特朗普政策對通脹及經濟增長的影響是評估聯儲局政策方向的主要考慮。市場本來擔心通脹會上升，然而市場價格現已開始反映增長率可能令人失望的風險，導致市場顯著及迅速地重新評估對聯儲局走勢的預期。重大的市場變動意味著投資者應繼續**主動管理存續期，並在所有範疇尋找機會**。整體而言，我們仍然看好存續期及信貸，並偏好優質及年期較短的信貸。在新興市場，我們維持整體中性的立場，看好硬貨幣債券多於本地貨幣債券。

全球及歐洲固定收益

- 我們整體看好存續期，**略為調高看好歐元區及英國存續期的程度**，因為相信利率仍有下調的空間。由於日本央行已暗示會進一步加息，我們對日圓存續期保持謹慎。
- 我們**看好信貸**，並繼續看好歐洲金融類債券，認為投資級別債券比高收益債券可取。
- 在外匯方面，我們**看好日圓及美元**，對**英鎊的觀點則轉為正面**。我們對歐元及人民幣保持謹慎。

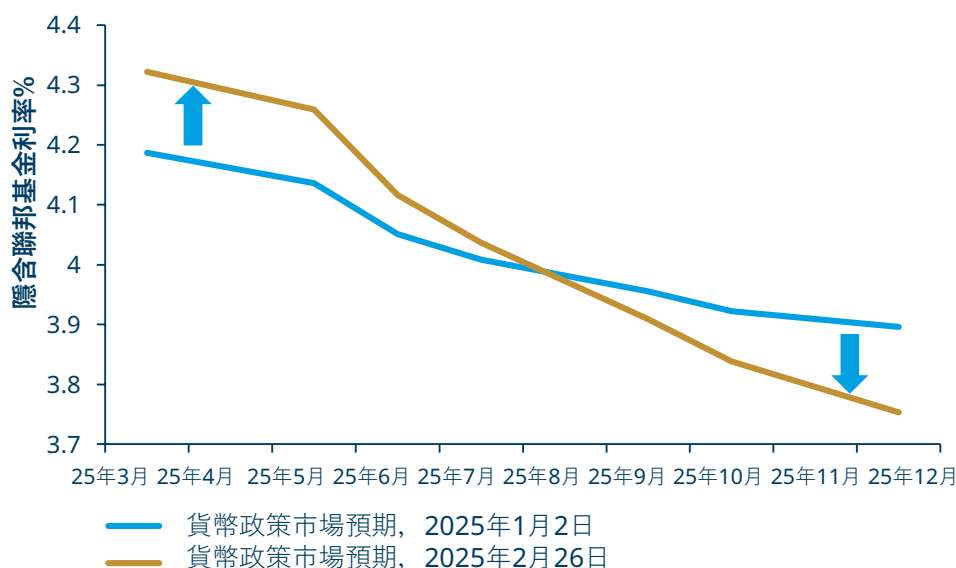
美國固定收益

- 我們對存續期保持策略性觀點，並繼續偏好中期資產，認為風險回報合理。
- 在信貸方面，我們看好優質信貸，並正在轉向年期較短的發行商。我們**仍然看好金融信貸多於工業信貸，但看好的程度低於上月**。
- 我們繼續**看好高收益另類投資**，例如槓桿貸款，因為息差處於多年低位，收益估值的吸引力不高。

新興市場債券

- 我們對存續期維持中性，傾向在市場拋售時增持存續期。
- 我們**仍然看好硬貨幣債券的前景，但審慎選債**。
- 在本地利率方面，我們審慎選債，偏好擁有更大貨幣政策空間的國家，並尋找策略性投資機會，例如墨西哥披索。
- 我們**仍然看好信貸，特別是高收益範疇**，因為預計息差不會大幅擴大。

市場大幅重新定價聯儲局的利率路徑(針對期貨市場)



作者

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

YERLAN
SYZDYKOV
環球新興市場部主管

MARCO
PIRONDINI
美國投資管理部
首席投資總監

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年2月26日。數據顯示期貨反映的2025年利率預期。

股票

股市輪動持續

美國股市長期表現領先，並從2023年開始在人工智能熱潮的推動下加快上揚。但踏入2025年，此趨勢却暫停，各地市場(特別是歐洲)的表現領先美國，而估值過高的範疇可能會被重新評估。由於與關稅相關的不確定性甚高、人工智能的發展及仍然偏高的集中度風險，**分散投資仍然是重要的市場主題**。盈利修訂及承險意欲上升繼續支持估值相對吸引的歐洲股票，而亞洲新興市場亦帶來投資機會，其中印度在近期的拋售後更吸引。

歐洲股票

- 市場升勢擴大仍然對歐洲股票大為有利。市場將會繼續留意**特朗普政策的潛在影響**。
- 在歐洲，我們留意**企業的抗跌能力、穩定的業務模式及穩健的財務實力**。
- 行業方面，我們對工業及科技行業保持審慎，並對電信行業更加謹慎。我們繼續看好必需消費品及健康護理行業，同時把握奢侈品行業的投資機會。

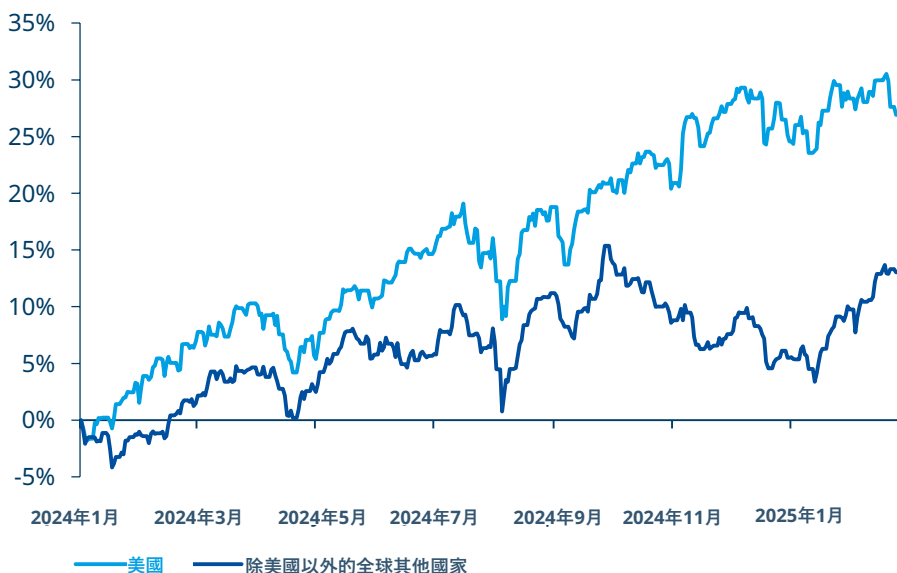
環球及美國股票

- 我們留意**盈利動力穩定及投資資本回報可觀**的股票。由於美國股票的整體估值仍然高昂，**投資者離開超大型股**的趨勢繼續有助緩和承險意欲逆轉導致的估值波動。
- 我們繼續留意能**受惠於特朗普政策**的企業。
- 我們對科技及消費品行業取態審慎，並看好物料及金融行業，例如能夠受惠於較高收益率曲線的銀行股。

新興市場股票

- 鑑於地緣政治不確定性及關稅風險，我們對**新興市場股票保持中性**。不過，我們留意到墨西哥及南韓的走勢可能回升。
- 近期印度股票被拋售，而修訂預測的趨勢也有觸底回升的跡象，因此我們更加看好印度。我們仍然看好印尼，但在增長不確定的情況下，對台灣地區持謹慎態度。
- 行業方面，我們看好盈利穩定及價格合理的房地產及必需消費品行業。

美國與其他國家年初至今的表現比較



作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
環球新興市場部主管

MARCO PIRONDINI
美國投資管理部
首席投資總監

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年2月24日。MSCI 指數美元總回報。

觀點

東方匯理對各資產類別的觀點

本月重點

- **信貸對尋求收益的投資者吸引**：企業基礎因素穩健，公司正在改善信用情況。較高的收益率吸引尋求收益的投資者及淨供應有限等有利的技術性條件，均刺激需求。

股票及全球因素

地區	1個月變動	--	-	=	+	++	全球因素	1個月變動	--	-	=	+	++
美國				◆			增長股			◆			
歐洲					◆		價值股					◆	
日本	▼				◆		小型股					◆	
新興市場				◆			優質股					◆	
中國				◆			低波幅股票					◆	
新興市場 (中國除外)				◆			動力股					◆	
印度	▲				◆		高息股					◆	
整體				◆									

固定收益及外匯

存續期	1個月變動	--	-	=	+	++	信貸	1個月變動	--	-	=	+	++
美國	▼			◆			美國投資級別債券					◆	
歐盟					◆		美國高收益債券			◆			
英國					◆		歐洲投資級別債券					◆	
日本			◆				歐洲高收益債券					◆	
整體				◆			整體					◆	
新興市場債券	1個月變動	--	-	=	+	++	外匯	1個月變動	--	-	=	+	++
中國政府債券				◆			美元					◆	
印度政府債券					◆		歐元			◆			
新興市場硬貨幣債券					◆		英鎊	▲				◆	
新興市場本地貨幣債券				◆			日圓					◆	
新興市場企業債券					◆		人民幣			◆			

資料來源：全球投資委員會於2025年2月19日發表的觀點摘要，以及更新至2025年3月3日的美國存續期觀點。觀點與以歐元為基礎的投資者相關。觀點範圍從--到++，=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。本資料僅供說明及教學用途，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。

▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

在日益複雜及不斷變化的世界裡，投資者需要全面了解環境及投資方式的演變，才能妥善規劃資產配置及構建投資組合。這種環境涵蓋經濟、金融、地緣政治、社會及環境範疇。為了配合投資者的需要，東方匯理創立東方匯理資產管理投資研究院。這個獨立研究平台結集東方匯理的研究、市場策略、投資主題及資產配置諮詢業務，同時致力編製及發佈研究和思想領導力刊物，並持續進行預測和力求創新，為投資團隊及客戶提供重要的參考。

請瀏覽：



請瀏覽 www.amundi.com

了解更多東方匯理資產管理的投資見解。

人工智能變革：行業觀點



東方匯理資產管理 投資研究院團隊

Claudia BERTINO
投資觀點及出版部主管

Laura FIOROT
投資觀點及客戶關係部主管

Pol CARULLA
投資觀點及客戶關係部專家

Ujjwal DHINGRA
投資觀點及客戶關係部專家

PAULA NIALL
投資觀點及客戶關係部專家

Francesca PANELLI
投資觀點及客戶關係部專家

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