

2025年4月

全球秩序不明朗，各國再度運用財政槓桿

美國關稅及相關實施情況未明，引發企業及消費者憂慮，可能會在中長期內影響經濟增長，同時對通脹帶來短暫影響。除了這項不確定性，美股估值偏高和美國以外國家公佈的財務措施，均導致美國、歐洲和中國的股市表現出現差距。歐洲改變立場導致收益率被重新定價。展望未來，我們認為財政擴張和貿易不確定性的發展將會如下：

- **歐洲恢復策略自主。** 特朗普的舉動為歐洲帶來當頭棒喝，如果德國的財政刺激措施及歐盟的國防措施目標恰當明確，將能改變歐洲地區的經濟增長形勢，但相關措施尚需時日才能發揮作用，而關稅風險依然存在。這些措施對增長的影響將會在2025年後顯現。目前，我們的預測維持不變。
- **美國經濟不會衰退，但下行風險持續上升。** 在經濟已經放緩的情況下，關稅對美國經濟增長的影響令市場更加憂慮。聯儲局最近調低今年的經濟增長預測範圍即是例證。我們正在密切留意潛在的增長放緩會如何影響企業盈利，而上半年將會是關鍵。
- **中國政府的財政刺激措施雖然未能即時復甦經濟，但成功保持樂觀的市場情緒。** 在強勁的財政乘數支持下，我們將2025年的國內生產總值增長預測從4.1%上調至4.4%，而2026年的增長預測則從3.6%上調至3.9%。

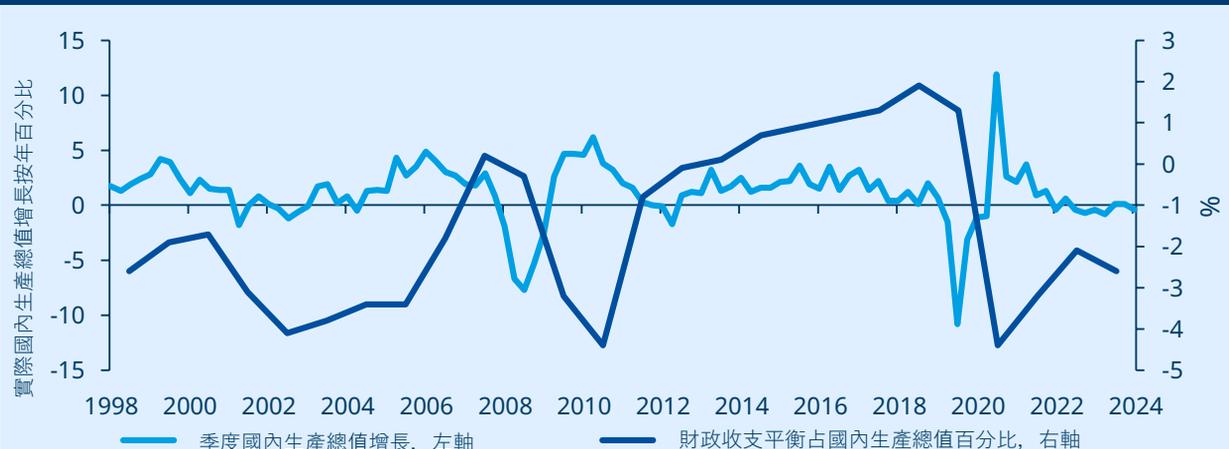


VINCENT MORTIER
集團首席投資總監



MONICA DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管

德國財政擴張可能促進長期經濟增長



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博、歐盟統計局，德國經濟增長及財政收支平衡的最新數據，截至2025年3月20日。財政收支平衡大於0代表政府收入高於支出，負值則代表收入少於支出。

當特朗普願意犧牲美國的短期經濟增長時，歐洲卻表示將會擴充財政。這並非意味著投資者需要減持風險，而是要**在美國大型股以外的範疇進一步輪換配置**，並再度優先考慮估值及盈利抗跌能力較理想的股票及信貸範疇。我們對各資產類別的觀點概述如下：

- **固定收益方面，對存續期保持靈活，並在全球尋找機會。** 聯儲局控制通脹的任務及關稅造成的經濟增長不確定性，引發了市場對存續期的爭論。我們認為若聯儲局必須作出選擇，可能會傾向支持經濟增長。我們對美國國庫債券保持靈活取態，並偏好美國收益率曲線的中段。我們看好歐洲及英國，並認為兩地央行將會繼續減息。企業信貸反映對優質息差收益的合理需求。我們認為歐洲投資級別債券比高收益債券可取，而金融類信貸亦比非金融類信貸吸引。在美國，我們偏好息差較闊和能補償流動性風險的範疇。我們亦看好槓桿貸款多於高收益債券。
- **輪換股票配置及分散投資。** 特朗普政策的效應以及大型股與市場其他行業之間的盈息差距逐漸收窄，均促使投資者離開估值高昂的美國行業。我們繼續留意優質股、價值股和防禦性股。在工業方面，我們認為估值的吸引力不大，而可能受惠於歐洲（德國）經濟刺激措施的範疇可能帶來投資機會。盈利抗跌能力將會成為歐洲維持領先表現的關鍵。整體而言，我們優先考慮定價能力及財務實力。
- **美國例外主義減弱及新興市場的強勁增長令我們保持樂觀。** 在硬貨幣債券及企業範疇，我們看好基礎因素有望改善的特殊性主題，而在股票方面，我們調高對新興歐洲的取態。
- **跨資產方面，應該把握亞洲的投資機會。** 我們看好優質的風險固定收益及股票，並透過中國和印度調高對新興市場股票的觀點。中國經濟應能受惠於刺激政策，而印度目前的估值較為理想，並維持國內消費的長期主題。我們亦略為調低對美國存續期的取態。最後，我們認為黃金及股票對沖對抵禦市場波動性非常重要。

我們繼續主張分散投資，並看好歐洲存續期。我們亦略為看好風險，認為在流動性事件或潛在信貸風險方面尚未出現任何危險跡象。

整體承險意欲

避險

承險

在預期美國不會出現經濟衰退的情況下，我們仍然略為看好風險。經濟下行風險會如何影響企業盈利成為重要的因素。

與上月比較變動

- 跨資產：更看好新興市場股票，並重新調整對美國存續期的立場。
- 股票：仍然略為看好股票，並更加看好新興市場，但看好已發展市場的程度則輕微下降。

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，反映全球投資委員會於2025年3月20日發表的每月觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場和經濟環境的變化。

三大熱門問題

1 你認為在關稅政策影響下，美國經濟會有何變化？

我們認為美國實施的進口關稅會對國內消費造成更大的負面影響，因為這等同於對可支配收入徵稅，而並非引發通脹。如果美國第一及第二季的經濟增長疲弱，亦可能會影響市場對今年下半年經濟增長的信心。我們明白市場對美國經濟衰退的憂慮加劇，但我們認為美國今年不會陷入經濟衰退。財政政策合理，聯儲局今年將會繼續減息，油價亦表現理想，因此我們認為不會出現經濟衰退。

投資影響

- 存續期：接近中性
- 股票：對增長及科技股保持審慎，看好價值股

2 你認為美國的貿易政策會影響聯儲局的決策嗎？

特朗普貿易政策的不確定性已經影響市場對聯儲局今年減息的預期。儘管我們仍然預料聯儲局將會減息三次，但認為如果政策不確定性仍然偏高，並拖累經濟增長，聯儲局將會被迫採取更寬鬆的政策。目前，聯儲局認為關稅的影響只屬暫時性，並傾向採取觀望態度，在最近一次議息會議上亦維持利率不變。在歐洲，擴張性財政政策將會推動債券收益率上升，從而收窄與美國的差距，但我們認為歐洲央行仍有繼續減息的空間。歐洲央行最近調低對歐元區經濟增長的預測，成為繼續放寬政策的另一個理據。

投資影響

- 聯儲局：減息三次（每次25個基點），預計年底前的利率上限為3.75%。
- 歐洲央行：減息三次，存款利率將為1.75%。

3 美元及歐元的前景如何？

我們早已表示美元走強的部分原因，是美國經濟增長的例外主義及聯儲局的利率政策。因此，經濟增長憂慮及特朗普政策的不確定性（市場對此感到無所適從）導致今年美元表現疲弱亦毫不意外。同時，歐洲改變財政立場也推高歐元，隨著歐元區繼續朝著此方向發展，將會有利歐元。美國與其他地區的增長趨同，代表美元反映的美國例外主義將會在未來受到考驗。

投資影響

- 我們對歐元／美元的年底目標匯價為1.13

美股被高估，市場更加憂慮關稅對經濟的影響。然而，投資者能在美國市場的不同行業及股票中找到投資機會，並應考慮分散投資於估值較低的股市。

**MONICA
DEFEND**

東方匯理資產管理
投資研究院主管



多元資產

作者

調整配置，為新興市場預留投資空間

美國經濟數據轉差，但沒有陷入衰退，反映特朗普願意犧牲短期的美國經濟增長，此情況令聯儲局密切留意任何惡化的跡象。與此同時，有明確跡象顯示中國推出財政支持措施，而歐洲各國領導也意識到需要推行財政刺激措施才能實現經濟自立，並建立國防及基建實力。這並不代表投資者需要減持風險，而是要在美國大型股以外進一步轉換配置，並**再次聚焦於歐洲及亞洲**。此外，我們傾向透過債券及黃金繼續分散投資，以便更有效地應對任何市場波動，同時維持足夠的保護措施以降低波動。

股票方面，我們採取整體主動管理投資的原則，並透過歐元區及英國繼續**看好股票**，藉此分散投資於整個歐洲地區。雖然部分範疇的估值高昂，但我們仍然看好美國，並設立保護措施以抵禦短期波動。在新興市場，由於中國政府推出更具支持性的措施，因此我們調高對中國國內市場的立場。由於印度股票的估值（比去年）吸引及增長穩健，受關稅憂慮的影響相對輕微，我們也略為看好印度。

債券方面，我們調整對美國存續期及收益率曲線走斜的觀點，仍然看好五年期部分，但不再對30年期債券取態謹慎。聯儲局放慢量化緊縮的步伐，加上控制財政支出的跡象和增長減弱，均對收益率造成下行壓力。我們看好核心歐洲和英國存續期，並認為意大利國債比德國國債具有相對價值。在亞洲，我們對日本債券保持審慎。信貸仍然吸引，我們尤其看好歐盟投資級別信貸，但對新興市場債券則保持中性。

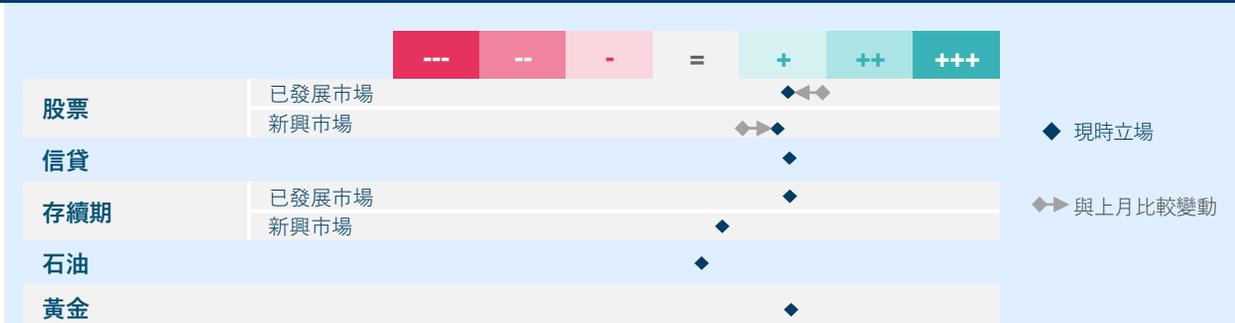
我們的外匯觀點為看好美元兌瑞士法郎和日圓兌瑞士法郎，但鑑於估值憂慮，我們對貿易加權歐元兌日圓和挪威克朗保持謹慎。我們也認為投資者應以黃金維持足夠的避險措施（地緣政治及潛在通脹風險），並對美股設立對沖。

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

鑑於美國以外的市場升勢繼續擴大，我們調高對新興市場股票的立場，並維持整體分散投資的取態。

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、展望變動和意見反映預期走向(+/-)和信心強度(+ /++ /+++ /++++)。有關評估或會更改，並包含對沖成份的影響。

固定收益

收益率急劇調整，宜靈活管理存續期

在特朗普當選時，美國債券收益率反映市場對經濟增長的樂觀情緒，但如今投資者卻因為對其關稅政策的不確定性，而對增長感到恐慌。然而，德國的支持性財政措施及歐盟意識到應該增加投資，卻帶動主要歐洲經濟體的收益率上升。目前的主要問題仍然是這項計劃的好處需要多久才能惠及實體經濟，以及其他歐洲國家能否承受更高的收益率。長遠而言，歐洲增長很可能受支出增加所推動，但財政支出的短期實施風險仍然存在。因此，我們繼續靈活管理存續期，並探索優質的企業信貸範疇。

全球及歐洲固定收益

- 長遠而言，歐盟及德國的財政計劃將會改變經濟形勢，帶動歐洲經濟上揚。歐盟存續期吸引，我們保持靈活取態。英國存續期也吸引。由於日本通脹高企，可能影響日本央行的政策，因此我們對日本保持審慎。
- 企業基礎因素穩健，我們繼續看好企業信貸，特別是歐洲投資級別債券，並認為金融類比非金融類債券可取。
- 我們對歐洲高收益債券取態中性，並偏好次級債券。

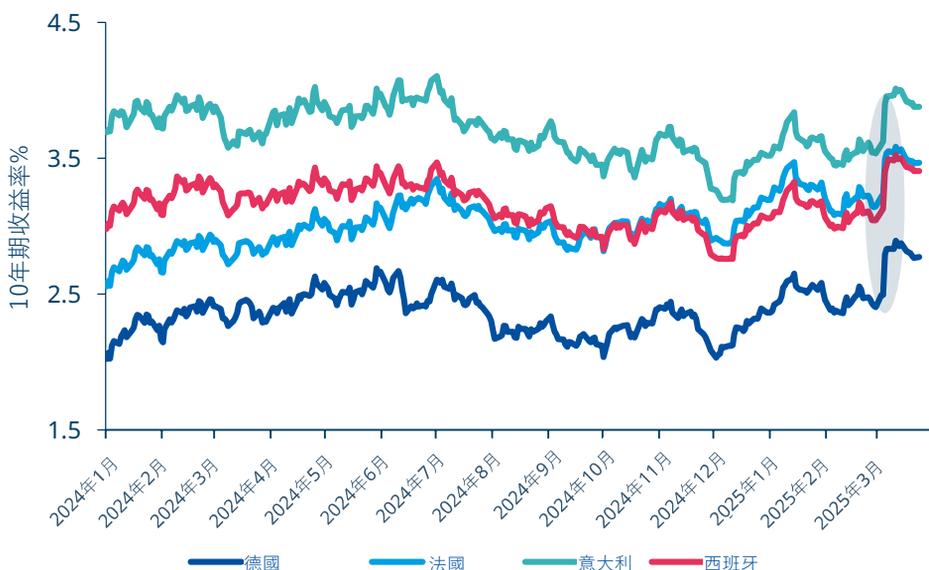
美國固定收益

- 我們正密切留意聯儲局的行動，並認為聯儲局憂慮經濟增長多於通脹。美國國庫債券具有良好的分散風險能力。我們繼續主動管理存續期，並看好中期債券（5至10年期）。
- 我們更加偏好優質企業信貸，亦繼續看好投資級別債券多於高收益債券，並認為金融類比工業債券更可取。
- 證券化信貸具有良好投資價值，特別是機構按揭抵押證券，但由於目前市場波動，因此我們主動管理投資。

新興市場債券

- 美國貿易政策及地緣政治的不確定性，以及已發展市場的收益率波動，令我們對新興市場存續期保持中性和謹慎。
- 然而，我們看好收益率吸引的硬貨幣債券，並以審慎選債為重點。
- 本地貨幣債券方面，我們看好巴西及墨西哥等拉丁美洲市場。我們正在評估土耳其的情況，並保持謹慎。
- 我們仍然看好企業信貸，但密切留意高收益範疇的估值。

歐洲收益率在德國改變財政立場後上升



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年3月24日。

作者

AMAURY D'ORSAY
固定收益部主管

YERLAN SYZDYKOV
環球新興市場部主管

MARCO PIRODINI
美國投資管理部
首席投資總監

股票

在全球股市繼續分散投資

在美國估值仍然高企之際，特朗普的政策變動打擊市場情緒。這些政策帶來的不確定性令企業難以作出投資決定，亦為盈利前景添上陰霾。因此，投資者必須分散投資，避開美國的集中風險，並把握這次輪換的機會，同時留意企業的盈利抗跌能力。例如，在歐洲和中國，雖然投資者轉離美國市場的趨勢至今有利，但下一階段的表現將會取決於盈利。因此，必須優先考慮在美國、歐洲及新興市場內更有潛力創造可觀盈利的範疇（定價能力、供應鏈實力、特色產品）。

歐洲股票

- 德國及歐盟的財政刺激措施可能在中期內支持企業利潤，即使是中國的財政刺激措施亦可能惠及部分歐洲企業。
- 有見及此，我們保持平衡立場，並看好防禦性股票和周期性工業股。
- 在行業層面，我們略為更加看好必需消費品、非必需消費品和健康護理行業。另一方面，我們對通訊服務及科技股變得更加謹慎。

環球及美國股票

- 我們認為經濟增長出現下行風險，並相信企業遠期指引將會更清楚反映關稅的影響。在大型股與市場其他股票的股息差距收窄的情況下，我們避免選擇價格高昂的增長範疇。
- 另一方面，我們看好價值股，以及銀行股和原料行業企業。部分科技股的估值變得更加吸引（人工智能相關科技股）。
- 整體而言，我們專注於優質股票及能透過股息和回購帶來回報的企業。

新興市場股票

- 美國的增長風險、美元可能偏軟及新興市場的強勁增長，也成為此資產類別的正面因素。不過，美國關稅的不確定性及地緣政治局勢令我們無法確定宏觀的國家觀點。我們對中國的立場接近中性，並傾向科技行業。
- 我們仍然看好印度，因為當地相對不受全球貿易不確定性影響，而且企業盈利正在好轉。
- 就地區而言，我們看好新興歐洲市場及阿聯酋，整體維持謹慎選股。

儘管歐洲今年表現領先，但仍然具有吸引力



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年3月21日。

作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
環球新興市場部主管

MARCO PIRODINI
美國投資管理部
首席投資總監

觀點

東方匯理對各資產類別的觀點

本月重點

- **看好股票**：我們略為看好股票，並更加傾向新興市場。我們認為中國市場的情緒改善及印度股市估值改善均為利好跡象。在已發展市場，我們看好歐洲，並認為收入增加、歐洲央行減息和家庭儲蓄水平強勁，將會支持經濟活動。

股票及全球因素

| 地區 | 1個月變動 | 1個月變動 | | | | | 全球因素 | 1個月變動 | 1個月變動 | | | | |
|----------------|-------|-------|---|---|---|----|------|-------|-------|---|---|---|----|
| | | -- | - | = | + | ++ | | | -- | - | = | + | ++ |
| 美國 | ▼ | | | ◆ | | | 增長 | | | | ◆ | | |
| 歐洲 | ▼ | | | | | ◆ | 價值 | | | | | ◆ | |
| 日本 | ▼ | | | | ◆ | | 規模 | | | | | | ◆ |
| 新興市場 | ▲ | | | | | ◆ | 動力 | | | | ◆ | | |
| 中國 | ▲ | | | | | ◆ | 質素 | | | | | ◆ | |
| 新興市場 (中國除外) | ▲ | | | | | ◆ | 高息 | | | | ◆ | | |
| 印度 | ▲ | | | | | | 低波動 | | | | ◆ | | |
| 整體 | | | | | | ◆ | | | | | | | |

固定收益及外匯

| 存續期 | 1個月變動 | 1個月變動 | | | | | 信貸 | 1個月變動 | 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 | 1個月變動 | | | | | 外匯 | 1個月變動 | 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3月20日發表的觀點摘要。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。

▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

憑藉實力 贏得信任

在日益複雜和不斷變化的世界裡，投資者需要更全面了解市場環境和投資方式的演變，才能妥善規劃資產配置和構建投資組合。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在研究、市場策略、投資主題和資產配置諮詢方面的實力和專長，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，為投資團隊和客戶提供重要的參考。

了解更多



關注我們：



下一任德國總理將會面臨多項挑戰，而籌組聯合政府將會是難度最低的任務

前往研究中心

本期的編製團隊成員

CLAUDIA BERTINO

東方匯理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高級專家

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