

2025年5月

貿易戰令聯儲局的工作增添變數

美國政策的極端不確定性導致市場大幅波動，動盪加劇。近期債券收益率趨勢反映市場已從選擇安全的美國資產，轉為重新評估美國國庫債券和美元作為最終安全資產的地位。我們認為現時質疑美國資產的可靠性仍然過早，但亦認為對聯儲局獨立性的任何挑戰和重大的政策不確定性，均可能削弱投資者的信心。例如，投資者認為與資本外流相關的風險及市場內調整部署的行動，導致近期美國收益率與美元之間出現分歧。展望未來，值得留意的重要主題如下：

- **貿易戰與保護主義將會影響美國經濟增長，但我們的基本預測情境並非關稅引發經濟衰退。**預料今年本地生產總值增長率約為1%，去年則為接近3%。關稅及消費壓力、勞工市場和負財富效應會成為影響經濟增長的主要因素。雖然美國關稅會令歐洲出口及經濟增長受壓，但歐元區亦有正面的因素，例如德國的財政支出、低油價和歐盟對美國關稅的溫和反應。
- **消費者的通脹預期為聯儲局帶來挑戰，但央行可能會傾向支持經濟增長。**若消費者對通脹的預期變得不穩，並開始影響薪酬談判，相關預期將會加劇實際通脹。聯儲局採取行動的時間將會至關重要。目前，我們認為聯儲局今年將會減息三次。



VINCENT MORTIER

集團首席投資總監



MONICA DEFEND

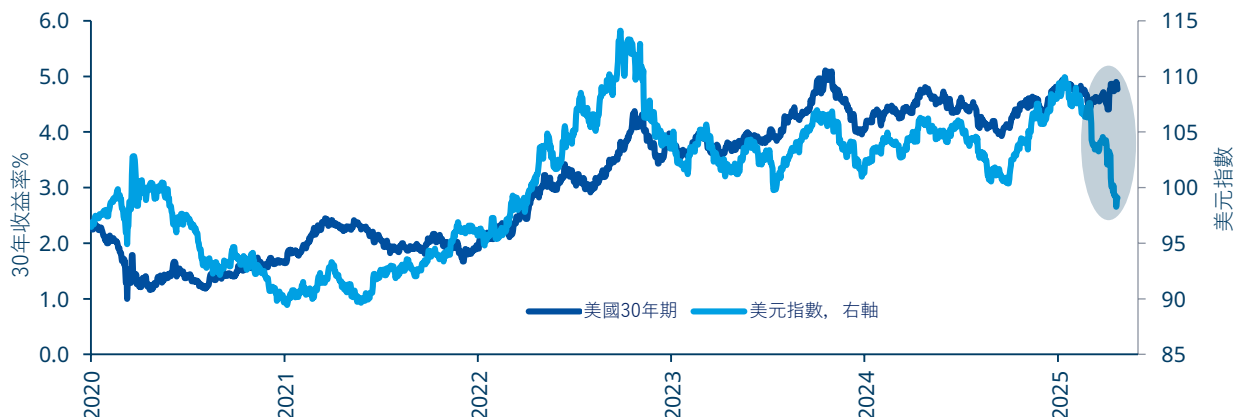
東方匯理資產管理
投資研究院主管



PHILIPPE
D'ORGEVAL

副集團首席投資總監

據歷史數據，美國收益率與美元近期的分歧十分罕見



我們認為資金將繼續從美國流出，惠及歐洲、新興市場和亞洲等其他地區，並導致投資者對美元取態審慎。

- 由於歐洲央行承認歐元區的經濟增長前景減弱，歐洲央行尚未面對重大的難題。我們已將終端利率預期從1.75%下調至1.50%，意味著央行今年還會減息三次。在英國，勞工市場減弱、英鎊走強和取消進口關稅，應會對通脹造成下行壓力，令英倫銀行今年能夠減息三次。
- 中國必須找到方法更加依賴國內消費推動經濟增長。美國對中國出口貨品徵收的關稅超出我們的預期，而中國的經濟增長當然亦會受到影響。目前，中國政府正採取報復措施，但我們認為政府也需要關注內需和消費者，並動用貨幣和財政工具。

中期而言，我們認為經濟前景轉弱，投資者更需要作出審慎配置。不過，此情況尚未發生，目前我們仍然溫和看好風險。

- 在固定收益方面，我們主要透過歐盟及英國看好存續期，但對日本態度謹慎。我們對美國的取態中性，雖然通脹正在回落，但消費者對通脹的預期偏高。企業信貸估值已反映經濟增長轉差的情況，但基礎因素仍然穩健。因此，鑑於其估值，我們看好歐盟投資級別市場，並認為金融行業具有理想的投資價值。然而，我們對美國高收益債券持審慎態度。
- 股票方面，美國市場的拋售再次確認投資者轉至歐洲、英國和日本等地區。隨著估值倍數收縮，主要風險集中於盈利。

東方匯理資產管理投資研究院：美國關稅極大可能影響經濟增長及盈利

國際貨幣基金組織於4月發表的最新《世界經濟展望》中下調全球和美國的增長預測。我們對今年全球經濟增長的預測與國際貨幣基金組織一致，但對美國的預測更加保守。我們預料美國暫未步入經濟衰退，但提高關稅將會影響消費者的可支配收入，最終波及經濟增長，令聯儲局在平衡通脹預期和經濟增長時更加困難。

我們認為美國企業的盈利將會面對關稅的壓力，許多大企業已表明對經濟衰退的憂慮。由於美國例外主義受到威脅，我們已將今年標普500指數的每股盈利預測下調至大約5%。就此，企業的遠期指引將會成為關鍵。

我們認為聯儲局今年將會降低政策利率三次，若失業率轉差，則可能進一步減息。另外，美國經濟增長的壓力將會影響歐洲，但對股價的影響將會首先取決於估值倍數的水準。

MONICA DEFEND

東方匯理資產管理投資研究院主管

- 我們整體上對美國保持謹慎，但在價值股、優質股及等權重指數中發現個別的投資機會，不僅估值合理，也相對不受特朗普政策影響。在歐洲，我們看好具有強大定價能力和業務模式未受影響的防禦性必需消費品及健康護理股。在週期股當中，我們亦看好擁有本地市場的優質歐洲銀行及中小型企业。
- **新興市場資產獲多項因素支持，包括美元偏軟、預期聯儲局減息、本地收益率吸引和至今的穩定增長走勢。**不過，特朗普政策的不確定性可能會令此資產類別受壓。我們尤其看好收益率吸引的硬貨幣及企業債券。本地貨幣方面，我們在拉丁美洲和前沿市場發現個別投資機會。在新興市場股票，中國容易受關稅及限制所影響，但拉丁美洲及中東和北非地區似乎相對不受美國關稅影響，因此我們繼續看好拉丁美洲和印度，亦對新興歐洲的展望樂觀。
 - **在多元資產方面，雖然前景轉差，但由於宏觀、信貸和流動性環境仍然具有合理的支持性，因此我們維持溫和承險的立場。**我們正在策略性調整立場，看好已發展市場股票的程度下降，並更看好新興市場債券。此外，由於美國例外主義消退，聯儲局減息可能會減少流入美國資產的資金，並增加流向歐洲和亞洲的資本，我們如今看好歐元兌美元匯價。鑑於黃金能作為抵禦地緣政治緊張局勢和通脹風險的對沖工具，我們繼續看好黃金。

經濟增長取決於高關稅和報復措施持續的時間；雖然存在政策不確定性，但具支持性的宏觀環境、信貸和流動性環境令我們傾向透過黃金及對沖溫和承險。

整體承險意欲

避險

承險



我們透過信貸及股票繼續略為看好高風險資產，但亦考慮到不斷變化的市場趨勢，繼續積極分散投資。

與上月比較變動

- **多元資產：**目前看好新興市場債券，看好已發展市場和新興市場股票的程度則略減。
- **新興市場：**更加看好拉丁美洲及新興歐洲、中東和非洲地區的股票，但看好新興亞洲市場股票的程度則下降。債券方面，略為更加看好本地貨幣債券。
- 對美元取態謹慎

整體承險意欲是不同投資平台和全球投資委員會共同對風險資產(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。

傾向歐洲存續期

由於進口關稅的不確定性，目前美國期限溢價及通脹預期均上升。儘管聯儲局不得不在短期內處理通脹壓力，但通脹對歐洲央行而言卻問題不大。此情況可能導致全球兩大央行的政策出現分歧，因此我們下調對歐洲央行終端利率的預期。

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

特別是，能源價格下跌、歐盟至今對關稅的反應溫和，加上歐洲薪酬適度增長，皆表明通脹風險有限。此外，任何經濟增長放緩的跡象均可能影響企業基礎因素，特別是美國。因此，我們維持在全球嚴格選擇信貸和存續期的原則，並繼續傾向選擇優質信貸。

存續期和收益率曲線	企業信貸	外匯
■ 經濟增長減弱及央行(特別是歐洲和英國)的寬鬆政策，支持我們看好整體存續期，因為我們預期特朗普的關稅政策將會對經濟帶來負面影響。 ■ 我們對美國存續期的取態中性，並認為歐盟比美國可取。 ■ 對日本存續期的謹慎態度反映我們的長期結構性觀點。	■ 信貸息差急劇擴大，反映市場預期經濟前景將會更差。美國高收益債券可能極易受影響。我們看好基礎因素穩健和估值吸引的歐洲投資級別債券。 ■ 整體而言，我們預料基礎因素將會略為轉弱，因此會嚴格選債。 ■ 在行業方面，由於緩衝資金充足及盈利能力卓越，因此我們看好金融行業。	■ 我們下調對美元的評級。近期美國收益率與美元之間的相關性中斷，情況十分罕見，可能由於市場資金重置所致。目前美國資產的風險溢價可能上升。 ■ 歐元有機會受惠於任何可能出現的「去美元化」趨勢。我們預期年底歐元兌美元的匯率為1.16(早前為1.13)，甚至有進一步升值的空間。



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、紐約聯邦儲備銀行、彭博，截至2025年4月29日。Adrian Crump & Moench 10年期美國國債期限溢價

股票

作者

在拋售潮下的輪換機會

從去年底開始的輪換配置情況持續，步伐更因為貿易戰而加快，美國股票因而首當其衝，導致估值倍數被下調。不過，美國股票的估值仍然高昂，其他地區的估值則相對更具吸引力。在歐洲，投資者需要留意財政刺激措施及基建開支能抵銷關稅影響的程度。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

輪換配置趨勢持續的時間取決於企業盈利及企業對於關稅的影響有多大信心。儘管我們預計盈利指引將會較為悲觀，但相信在歐洲、英國和日本具有穩健基礎因素和重視國內市場的企業仍帶來投資機會。

對環球股票的觀點

- 我們認為歐洲、英國和日本等美國以外地區擁有更多投資機會。儘管美國市場持續波動，但部分價值股仍具有投資機會。
- 歐洲和英國的估值具吸引力，其中英國的國內投資機會相對不受國際貿易戰影響。
- 我們仍然看好日本，認為可以透過銀行及保險股把握利率正常化帶來的機會。我們亦發現多間優質環球企業。
- 我們維持整體平衡的投資方針，物色財務穩健及業務模式未受影響的企業。

對行業及風格的觀點

- 估值高昂的大型股容易受到貿易關稅影響。我們對增長股保持謹慎，並看好估值理想和業務以國內市場為主的歐洲中小型股。我們亦留意流動性風險。
- 在行業方面，我們認為防禦性必需消費品及健康護理行業比估值高昂的科技股可取。同時，我們整體對工業行業取態謹慎，並在優質週期性企業及大型金融股發現個別投資機會。
- 整體而言，我們致力善用獨特的投資機會，以為股東帶來長期回報。

歐洲增加財政支出應會支持市場



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年4月29日。歐洲中小型股指數 = MSCI歐洲中小型股指數

新興市場在關稅影響中表現分歧

新興市場對全球貿易的發展、美國政府政策及地緣政治局勢發展極為敏感，但美國關稅對部分地區/國家的影響似乎更加明顯。同時，部分地區的本地經濟增長穩定，經濟週期與國際貿易的相關性亦較低，代表長遠而言具有大量分散投資和產生收入的機會。

例如，美國關稅更可能影響部分亞洲供應鏈，而拉丁美洲所受的影響可能最輕微。我們關注的重要問題是美國關稅最終會針對哪些國家、將會實施哪些報復措施，以及在美國試圖與中國脫鉤的過程中，誰會成為贏家。另一個重點是哪些國家能夠磋商雙邊協議。這些問題的答案十分複雜，但由於情況多變，我們保持謹慎態度，避免作出極端觀點。

YERLAN
SYZDYKOV
環球新興市場部主管

新興市場債券

- **我們看好硬貨幣及企業債券**，但繼續極度主動管理投資：國家及行業選擇仍然是實踐長期回報的關鍵。
- 在本地貨幣方面，我們看好名義及實際收益率高和受貿易關稅影響較小的國家。我們看好拉丁美洲(特別是巴西)和前沿市場。
- 在新興市場貨幣方面，我們對部分亞洲外匯取態審慎，並繼續看好高收益外匯(如巴西雷亞爾、墨西哥披索和土耳其里拉)。

新興市場股票

- **在亞洲**，中國經濟疲弱可能影響其緊密貿易夥伴國家的增長。我們仍然看好印度，因為印度經濟以國內市場為主，而且與美國的貿易協議談判已進入後期階段。
- **我們看好新興歐洲**，但密切留意中東及北非地區的油價和其對股票的影響。我們對容易受環球經濟增長影響的行業略為謹慎。

對亞洲的主要觀點

關稅和貿易是重要主題。我們預計最終會達成一對一的貿易協議，但仍然需要一段時間才能實踐，期間各個市場會處於緊張狀態。10%基礎關稅對經濟的影響、美國和中國經濟增長放緩及不確定性增加，將會對區內增長前景構成壓力。**倚賴貿易程度較低的經濟體**比容易受出口影響的經濟體**更能抵禦衝擊。**

亞洲利率具有理想的價值。經濟增長放緩及通脹偏低為央行提供空間進一步放寬政策。**我們看好印度債券，亦看好中國和南韓收益率曲線**，同時就貨幣設立對沖。不過，由於財政擴張導致新債發行量增加，需要對收益率曲線的長存續期部分保持謹慎。企業信貸方面，我們看好能產生收益的主題和防禦性發行人，特別是大中華區和印度。此外，亦可以考慮日本次級金融和保險企業帶來的分散投資機會。

股票方面，我們正在印度、中國A股和菲律賓的國內主題物色防禦性投資機會。在高流動性的市場環境下，必須謹慎處理風險，我們建議保持耐性，直至貿易談判變得更加明朗為止。鑑於出口風險及差異化關稅，謹慎選股成為評估貿易戰對地區市場相對影響的關鍵。

多元資產

作者

美國例外主義面臨風險：保持靈活配置

在「解放日」，美國政策明顯轉至更為混亂的交易性方針。美國經濟增長會否放緩將會取決於這些關稅的持續時間及貿易夥伴的報復行動。這些行動已經打擊投資者和消費者的信心，市場正在質疑美國例外主義，但宏觀經濟、信貸及流動性環境仍然合理。**在此環境下，我們考慮所有可用的手段，包括新興市場債券，並認為美元在外匯市場的主導地位面臨風險。**同時，我們認為投資者應維持投資組合的保護措施，例如黃金。

我們未對股市走勢作出過度反應，只略為下調對已發展市場股票的觀點，但仍然透過美國、歐元區和英國看好整體已發展市場股票。歐元區市場將會受惠於較低的估值，以及德國財政刺激措施在中期內對盈利的支持。英國市場具有良好的防禦特性，可以分散歐洲市場內的投資。在美國，我們已就投資觀點作出良好的對沖，並透過個別範疇維持略為看好的觀點，這些範疇能受惠於潛在放寬規管及支持以內需為主公司的措施。新興市場方面，由於近期的不確定性，我們對印度的立場轉為中性，以便控制風險。我們保持警惕，並認為結構性增長仍然穩定。

在固定收益方面，我們繼續放眼全球，看好美國、歐盟核心國家、英國和意大利國債(最近意大利評級上調成為利好因素)的存續期，同時亦看好歐盟投資級別債券。在日本債券方面，由於估值過高及實際收益率為負值，我們持謹慎態度。**新興市場債券方面**，在經歷4月初的拋售潮後，我們現在看好此資產類別。在美元偏軟的情況下，預計此範疇會在短期內有所緩和。我們對本地利率取態中性。

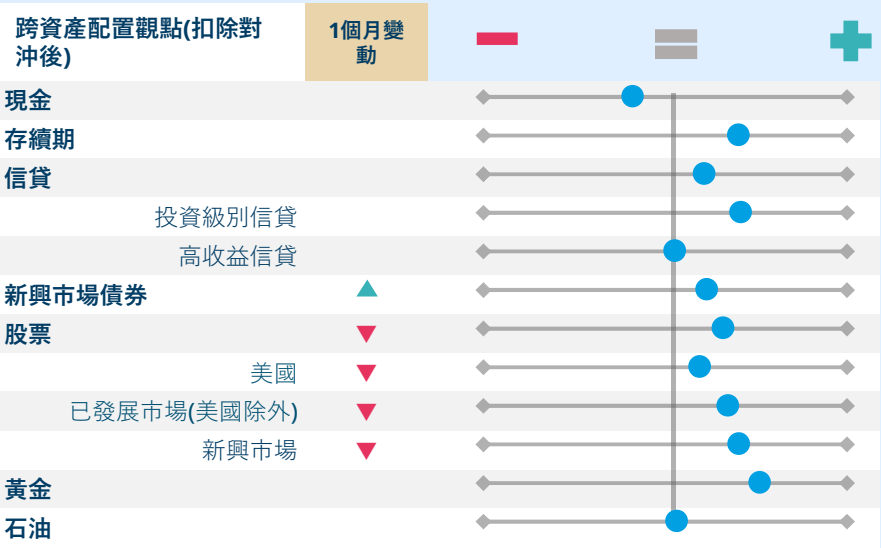
外匯方面，我們重新調整觀點，對美元的觀點變得謹慎，並看好歐元。我們看淡美元兌日圓和挪威克朗。在新興市場方面，我們更加看好巴西雷亞爾和墨西哥披索兌離岸人民幣。

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

「當市場正在重新評估傳統上能保持投資組合穩定的持倉時，我們維持靈活方針，以尋找吸引的投資機會，同時保持充足的保障措施。」

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5月7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(包括對沖)。*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4月23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。*本月的「1個月變動」未必能與上個月直接比較，因為美國業務分拆至Victory Capital後，範圍出現變化。

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								◆		
新興市場本地貨幣債券	▲								◆	
新興市場企業債券	▲							◆		
新興市場股票	1個月變動*	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場							◆			
亞洲新興市場	▼				◆					
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4月23日發表的觀點摘要。*本月的「1個月變動」未必能與上個月直接比較，因為美國業務分拆至Victory Capital後，範圍出現變化。

▼ 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