

Amundi
Investment Solutions

憑藉實力 贏得信任

投資研究院

駕馭
政策雜訊
及變化

跨資產投資策略特刊 | 年中展望

2025年6月

主要觀點

2025年下半年展望 — 核心觀點

Per Breiehagen @Gettyimages

1 關稅及財政政策對美國經濟的影響

我們預期美國實質國內生產總值增長將由2023年至2024年接近3%放緩至2025年的1.6%，主要源於私人需求轉弱。加徵關稅將會推高物價，削弱消費信心及開支，而這個不明朗因素將令投資受壓。儘管財政措施及放寬監管可能稍微紓緩壓力，但影響可能有限，而平均約15%的關稅（根據我們的基本預測）將造成經濟損失並導致通脹短暫回升。隨著經濟增長放緩，預期聯儲局將在下半年減息三次。

2 地緣政治風險上升，需要進一步分散投資

目前，地緣政治環境變得更具爭議性，而美國政府實施關稅及減少對歐洲安全的承諾，亦導致緊張局勢升溫。這或會促使歐洲更團結一致，各國領袖在尋求透過新貿易協議分散貿易夥伴之際，亦意識到集體談判的優勢。中美關係將進一步惡化，但兩國均致力避免局勢升級。在這個環境下，投資者將繼續分散投資於美國以外資產，對歐洲資產尤其有利。

3 資產配置：溫和承險立場，並透過對沖通脹作出調整

儘管增長前景欠佳，但企業表現強韌，我們預期不會出現盈利衰退。另外，聯儲局減息預期亦支持我們採取略為積極的資產配置及抗通脹策略。我們看好環球股票，並專注於估值和定價能力，同時亦看好商品、黃金，以及為應對地緣政治不明朗因素造成的增長和通脹風險而作出的對沖工具配置。基建投資可提供穩定的現金流。隨著美元、股票與債券之間的相關性改變，貨幣的多元化配置將相當重要。

4 債券的關鍵時刻將有利歐洲信貸及新興市場債券

面對貿易政策不明朗、公共債務增加及龐大的債券供應，投資者將對美國國庫券要求更高的溢價。已發展市場方面，長債收益率將繼續受壓。央行減息將繼續支持短債，推動收益率曲線走斜。投資者將尋求分散投資於不同市場，利好歐洲及新興市場債券。我們繼續投資於優質信貸，偏好歐元投資級別信貸（金融及後償信貸）。

5

股票方面，關稅影響將成為行業選擇的關鍵考量因素

股票在下半年可能錄得低單位數回報，但輪換趨勢將會持續。歐洲市場的吸引力有望成為結構性主題，利好估值仍非常吸引的中小型股。綜觀全球，行業選擇將成為關鍵。我們青睞內需主導的行業及服務業，以降低關稅風險，並聚焦於美國放寬監管、歐洲國防和基建，以及東京證券交易所持續改革等主題，後者正營造更有利投資者的環境。

6

印度及新興市場受惠於貿易繞道趨勢

在宏觀動力回升及通脹靠穩的推動下，新興市場股票將在2025年下半年受到追捧。隨著美國特殊主義消退，印度及東協逐漸成為環球供應鏈繞道的主要受惠者。「印度製造」計劃正吸引跨國企業進駐，尤其是國防及資訊科技領域。這些聚焦於內需主導行業的市場不僅是製造業樞紐，更是充滿活力的增長引擎，有望把握結構性轉變及日益擴大的消費者基礎所帶來的機遇。

7

繼續分散投資於實物及另類資產

考慮到投資於這些領域的資本急增，因此更加需要審慎挑選。整體而言，地緣經濟環境充滿挑戰，將促使投資者透過私募資產分散投資，有利穩健的本土主題。預料私募債權及基建仍是最吸引的領域。私募債權可望受惠於強勁的直接貸款及集資，而基建將吸引尋求抗通脹保障的投資者。

2025年上半年：年中回顧

宏觀觀點對比我們2025年上半年的展望預期

金融市場觀點對比我們2025年上半年的預期



印度

- 地緣政治緊張局勢持續
- 美國經濟特殊主義受到挑戰。
- 美國調查數據及客觀統計數據（表現強韌，促使聯儲局按兵不動）存在分歧。
- 歐洲經濟溫和復甦。
- 中國加大政策支持。印度增長強勁。新興市場強韌。
- 通脹放緩趨勢持續，尤其是歐洲。美國通脹風險。

- 股票：正面；轉出美國超大型股（轉投小型股及其他市場）。
- 看好歐洲資產。
- 債券：收益率曲線走斜；看好優質信貸。
- 利率波動及股票波幅加劇。
- 以黃金繼續對沖地緣政治風險。
- 美元疲弱。



市場

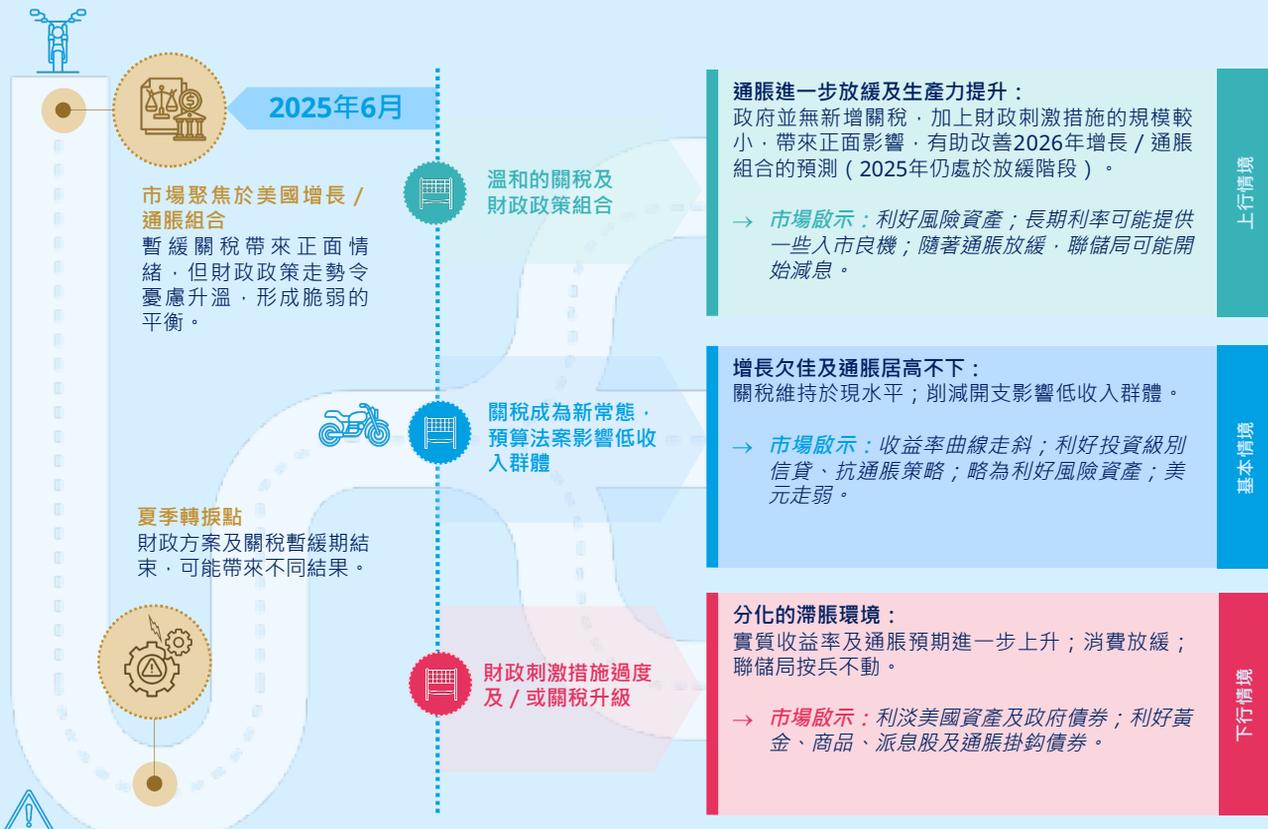
- 貿易戰令不明朗因素顯著增加。關稅政策反覆不定。
- 歐洲的新國防模式。德國加強財政刺激措施。
- 因財政風險增加，「債券自衛隊」重現（美國）。

- 美國資產的「避險」地位受到挑戰：美元目前與股票具相關性，並與美國國庫券脫鉤。
- 已發展市場30年期政府債券收益率處於多年來高位，但中國債券收益率處於歷史低位。
- Deepseek面世及中美科技競爭加劇，帶動中國股市反彈。

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院，截至2025年6月10日。經濟及市場預期是指我們的[2025年投資展望](#)。

2025年下半年 | 留意時序

● 值得關注的主要事件



2025年下半年 | 投資主題



固定收益的關鍵時刻

美國財政風險升溫，導致美國國庫券及美元大幅波動。保持靈活及專注歐洲和新興市場債券，以尋求更好的收益及風險水平。

環球貿易重整格局下的股票機會

鑑於集中風險仍然高企，而且美國超大型股估值過高，投資者應尋求環球重整、政策轉變及供應鏈重組的新興主題。



投資於歐洲的黃金時機

歐洲對戰略自主的關注日漸增強，為股票、中型股及國防領域的投資者帶來長期機遇。



印度及新興市場受惠於貿易繞道趨勢

印度和印尼是長遠贏家。短期而言，中國可能受惠於政府加推刺激經濟措施，預期新興市場表現領先已發展市場。



全球分化下的長期主題

在分化及衝突日趨激烈的環境下，各國可能會增加國防開支、增強戰略自主、重新聚焦稀土，並加強科技競爭。



繼續分散投資於實物及另類資產

面對重大不明朗因素及通脹風險，這些資產發揮關鍵作用。考慮到投資於這些領域的資本急增，因此更加需要審慎挑選。



基本及其他情境預測

2025年情境	下行風險情境	東方匯理的基本情境	上行風險情境
	分化的滯脹環境	增長欠佳及通脹居高不下	通脹進一步放緩及生產力提升
概率	20%	70%	10%
情境	地緣政治及 / 或貿易戰升級 (回到「解放日」的局勢) ; 供應鏈嚴重中斷 ; 利潤衰退及勞工市場受到影響。 增長放緩的情況進一步惡化，導致美國財赤面對上行風險。	儘管關稅大幅上升 (美國平均關稅為15%)，但隨著供應鏈有序遷移，政策不明朗因素逐漸消退。經濟增長放緩，但並無出現嚴重衰退。 美國財赤約為6.5%。	環球貿易再次展現動力，令政策不明朗因素顯著消退；通脹放緩亦有助貨幣政策復常。(美國平均關稅低於10%)。 增長轉強令美國財赤面對下行風險。
全球國內生產總值	2.6-2.8%	2.8-3.0%	3.1-3.3%
美國國內生產總值	1.0%-1.3%	1.4%-1.8%	1.9%-2.1%
歐洲國內生產總值	0.3%-0.7%	0.8%-1.0%	1.2%-1.5%
中國國內生產總值	3.5%-4.0%	4.0%-4.5%	4.6%-5.0%
美國消費物價指數	3.2% - 3.5%	2.8% - 3.3%	2.4% - 2.7%
歐洲消費物價指數	1.5%-1.8%	1.8% - 2.2%	1.8% - 2.2%
中國居民消費價格指數	(-0.7%) - (-0.4%)	(-0.4%) - 0%	0% - 0.5%
聯邦利率	3.00%	3.75%	3.75%
歐洲央行利率	1.0%	1.5%	1.50%
投資啟示	<ul style="list-style-type: none"> 避險 通脹掛鈎債券 黃金 現金 	<ul style="list-style-type: none"> 溫和承險 利好股票及投資級別信貸；對高收益債券保持審慎 對存續期採取策略性部署 	<ul style="list-style-type: none"> 承險 利好股票、投資級別信貸及高收益債券 對存續期持中性立場

東方匯理資產管理投資研究院、國際貨幣基金組織、彭博。圖表顯示參考預測，以截至2025年6月10日的可用資料為基礎。截至2025年6月10日的關稅假設，以面值計，統一關稅率為10%，對中國商品為30% (芬太尼產品20%，對等關稅10%)；根據貿易擴展法第232條，對特定行業 (汽車和汽車零部件) 徵收25%關稅，對鋁徵收50%關稅 (自6月4日起)。對加拿大及墨西哥的特定行業關稅僅適用於非美墨加協定合規進口商品。

需要監察的因素



政策滯後效應造成信貸壓力，繼而導致違約



隨著市場越趨複雜、監管放寬及銀行和非銀行機構的聯繫增強，私募債權面對流動性風險



商業銀行及消費者承受房地產壓力



估值調整及 / 或套息交易逆轉，導致波幅急劇擴大



MONICA DEFEND

東方匯理資產管理
投資研究院主管

大幅重整的投資機會

儘管政策難以預測、企業表現強韌及環球貿易和金融體系重組，但預期央行減息將為環球股票帶來機遇。我們聚焦於歐洲國防開支、美國放寬監管、日本企業管治改革及「印度製造」倡議等主題。

駕馭債券的政策雜訊

政府債券市場受債務上升威脅及通脹憂慮升溫所衝擊，導致波動加劇。投資者可能要求長債提供更高的補償，令收益率顯得吸引。未來的關鍵策略是從美國市場分散至歐洲及新興市場債券。



VINCENT MORTIER

集團首席投資總監



PHILIPPE D' ORGEVAL

集團副首席投資總監

投資於歐洲的黃金時機

即將推行的改革及投資計劃以實現戰略自主為目標，在歐元轉強的支持下，這些改革及計劃使歐洲逐漸成為越來越吸引投資者的市場。股票估值相對吸引，尤其是小型股；政府債券可望受惠於有利的增長及通脹組合；信貸供求似乎平衡，預期金融業將表現領先。

2025年下半年值得關注的三大宏觀主題

1 | 大而美法案 (OBBA) 對債務及低收入群體的影響

預算協調程序不大可能於夏末前完成，但大而美法案的提案引起兩大憂慮。首先，預料債務將於未來十年增加3萬億美元至5萬億美元，視乎個別減稅措施的時效而定。其次，削減開支將主要影響聯邦醫療補助計劃及SNAP*等低收入群體。

兩大影響：首先，無論通過哪一份財政預算案，都會影響開支及稅項。其次，削減開支影響低收入群體，而減稅則惠及高收入群體，這將進一步遏抑整體消費。債務上升將繼續為長期收益率帶來風險，如減息未能紓緩金融狀況，可能令聯儲局的工作更加棘手。

增加3萬億美元 至5萬億美元

通過大而美法案後未來十年的債務增長

2 | 疲弱需求下聯儲局陷入兩難



私人需求將成為今明兩年美國經濟增長的主要動力。我們預期關稅及政策不明朗因素將導致消費信心低迷，使消費開支長期疲弱，可能只有過去兩年全年增長3%的一半，對我們的增長預測構成下行風險。

關稅不明朗因素亦會加劇投資開支的風險，令早前市場對放寬監管將鼓勵更多投資的預期落空。短期通脹風險偏向上行，但幅度低於當前消費者預期。鑑於關稅對經濟增長的負面影響可能大於通脹，金融市場的預期似乎更加合理。這意味偏高的名義收益率反映實質利率上升，同樣加深對經濟增長的憂慮。

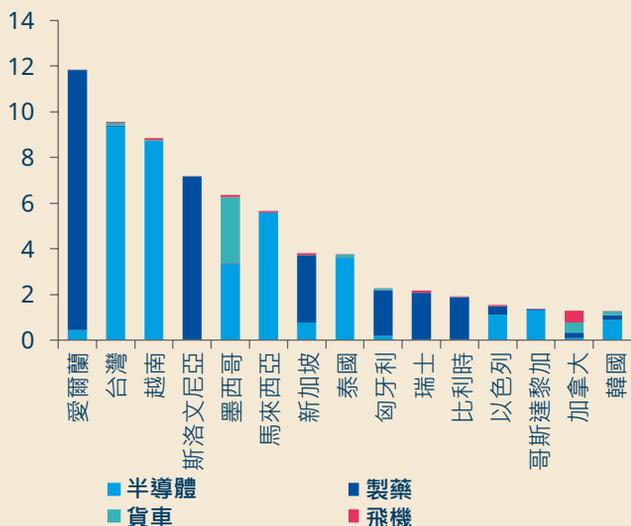
聯儲局的兩難局面更為複雜，但隨著經濟增長逐漸放緩，只要通脹預期維持穩定，聯儲局應可忽略短暫的高通脹，並於今年大幅減息。

3 | 不同行業及國家 / 地區面對的關稅

鑑於貿易談判複雜，預期關稅水平將持續不明朗。大部分國家面對的對等關稅已由「解放日」的水平降至10%的統一基準。儘管法院裁決質疑援引《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)徵收關稅的做法，但特朗普仍可改用第122條的行政權力來徵收關稅。

對具有戰略重要性的行業徵收的特定行業關稅正根據貿易擴展法第232條接受調查。雖然銅、木材及關鍵礦物等基本資源可獲永久豁免，但半導體、製藥、貨車及商用飛機等主要製造業可能面臨較高的25%關稅。考慮到這些複雜因素，關稅問題可能持續不明朗。根據我們的基本預測，我們假設關稅平均為15%。

特定行業的關稅水平尚待釐清
對美國的出口，佔國內生產總值%



聯合國商品貿易統計數據庫 (UN Comtrade)、國際貨幣基金組織。使用2024年的數據。數據截至2025年6月10日。

*SNAP：補充營養援助計劃。

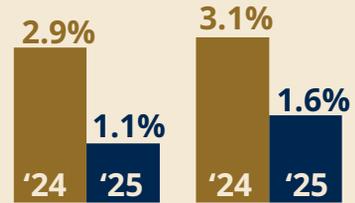
宏觀經濟展望 | 已發展市場



關稅加上債務形成不利因素

受私人需求轉弱的影響，預期經濟增長將由2023年至2024年接近3%大幅降至潛在水平以下。這主要源於**1.關稅對消費的直接影響** — 當消費信心本已疲弱時，價格上升將削弱消費，導致開支放緩；及**2.不明朗因素對投資造成不利影響**。美國的財政刺激措施及潛在的放寬監管行動或會提振投資，但整體淨影響應較為微弱。

即使美國平均關稅稅率最終低於市場所憂慮的水平，但仍將遠高於過去數十年，意味價格及成本將蒙受重大經濟損失，而且通脹將再次偏離目標（即使只屬短暫情況）。在這個環境下，我們預期聯儲局將於下半年減息三次。



2025年平均實質國內生產總值及實質個人消費開支低於2023年至2024年的平均水平。

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、Refinitiv Eikon Datastream

2%

2024年
第四季

10%

2025年
第一季

歐元區多家銀行表示，消費信貸及其他家庭貸款的需求錄得溫和淨增長。

資料來源：歐洲央行。



歐洲需求回升

貿易不明朗因素加劇，令目前內需逐步復甦的趨勢面對挑戰。然而，**預期貨幣政策逐步放寬，將為經濟增長帶來支持**。即使利率不足一年便已從高位累計下跌175個基點，但截至2025年第一季，信貸資金流及需求仍相對偏低。不過，目前已出現樂觀跡象，**因為私募債權增長顯現上升趨勢，預期此趨勢將會持續**。

預期消費將溫和回升。鑑於資本成本高企及不明朗因素持續，投資活動一直滯後，但不利因素應會在未來數月逐漸消退；貿易不明朗因素減弱，加上利率下跌，將推動2025年下半年投資進一步回升。



日本：進入轉變時代

儘管近期面對工資增長放緩、美國關稅衝擊及第一季國內生產總值下跌的三重打擊，但我們仍認為日本的前景已出現根本性改變。**工資增長有望回升至3%**，反映2025財年春鬥談判的結果。隨著大米價格下跌，**預期整體通脹將會回落，實質工資增長將再次轉為正數，為消費帶來支持**。

私人消費回升，主要受年輕人口帶動，他們最受惠於近期工資增長。此外，加息有望提升銀行儲蓄回報，長者或可受惠於溫和加息。展望下半年，我們預計日本央行將繼續縮表。

51%

2024年底以貨幣及存款方式持有的家庭財務資產比例。家庭負債佔財務資產的1/6。

資料來源：日本央行、東方匯理資產管理投資研究院。

宏觀經濟展望 | 新興市場



中國：刺激政策力度減弱

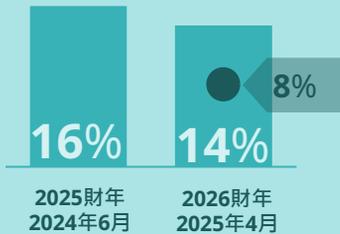
年初至今，出口及消費為中國經濟增長提供良好支持。儘管在美國對華徵收145%關稅期間，跨太平洋貿易曾短暫停滯，但在中美緊張局勢緩和後，貨運量強勁回升。部分可能源於下半年訂單的第二輪提前付運。國內方面，消費者以舊換新的補貼帶動家電、家具及消費電子產品銷售飆升。儘管如此，提前撥付的財政開支即將結束，且並無加推補充預算。此外，我們預期參考政策利率將於下半年溫和下調20個基點。出口和消費增長料將於下半年恢復常態，屆時經濟現存的薄弱環節將會浮現，即通縮壓力及房價再度疲弱。

按年 **+39%**

受惠於政府補貼消費品以舊換新，家電零售銷售進一步加速增長。

資料來源：環亞經濟數據、東方匯理資產管理投資研究院。

25%



■ 資本開支 ● 預算

資料來源：環亞經濟數據、東方匯理資產管理投資研究院。



印度的資本開支與預算目標趨於一致

儘管2025曆年第一季的宏觀動力較預期強勁，但考慮到環球政策持續不明朗，我們僅把今年的增長預期由6.3%輕微上調至6.6%。投資（尤其是建築及公共資本開支）顯著上升，而通脹環境利好，為消費帶來支持。

食品價格最為波動，拖低整體通脹，核心物價則溫和上漲。撇除預期將於明年初出現的不利基數效應，通脹仍處於可控水平，可讓印度儲備銀行考慮進一步放寬政策；然而，在6月提前減息50個基點後，目前的政策空間已大為收窄。



拉丁美洲：巴西及墨西哥表現分歧

儘管巴西的勞工市場強韌，加上農業產量非常強勁，帶動當地年初至今錄得強勁增長，但該國央行的加息周期可能已經結束，目前的基本利率為14.75%。然而，隨著高息效應逐步顯現，下半年經濟活動應繼續轉弱，預料今年的經濟增長平均為2.5%。我們預測，巴西央行將於2026年初開始逐步下調高水平利率，前提是其財政立場不再偏離預期。

與此同時，鑑於墨西哥經濟前景疲弱，當地央行正迅速放寬其仍然偏緊的政策立場。受累於美墨貿易關係高度不明朗，以及大規模財政整頓，我們預料墨西哥經濟在2025年將停滯不前（0%增長）。

2.5%

巴西今年的經濟增長

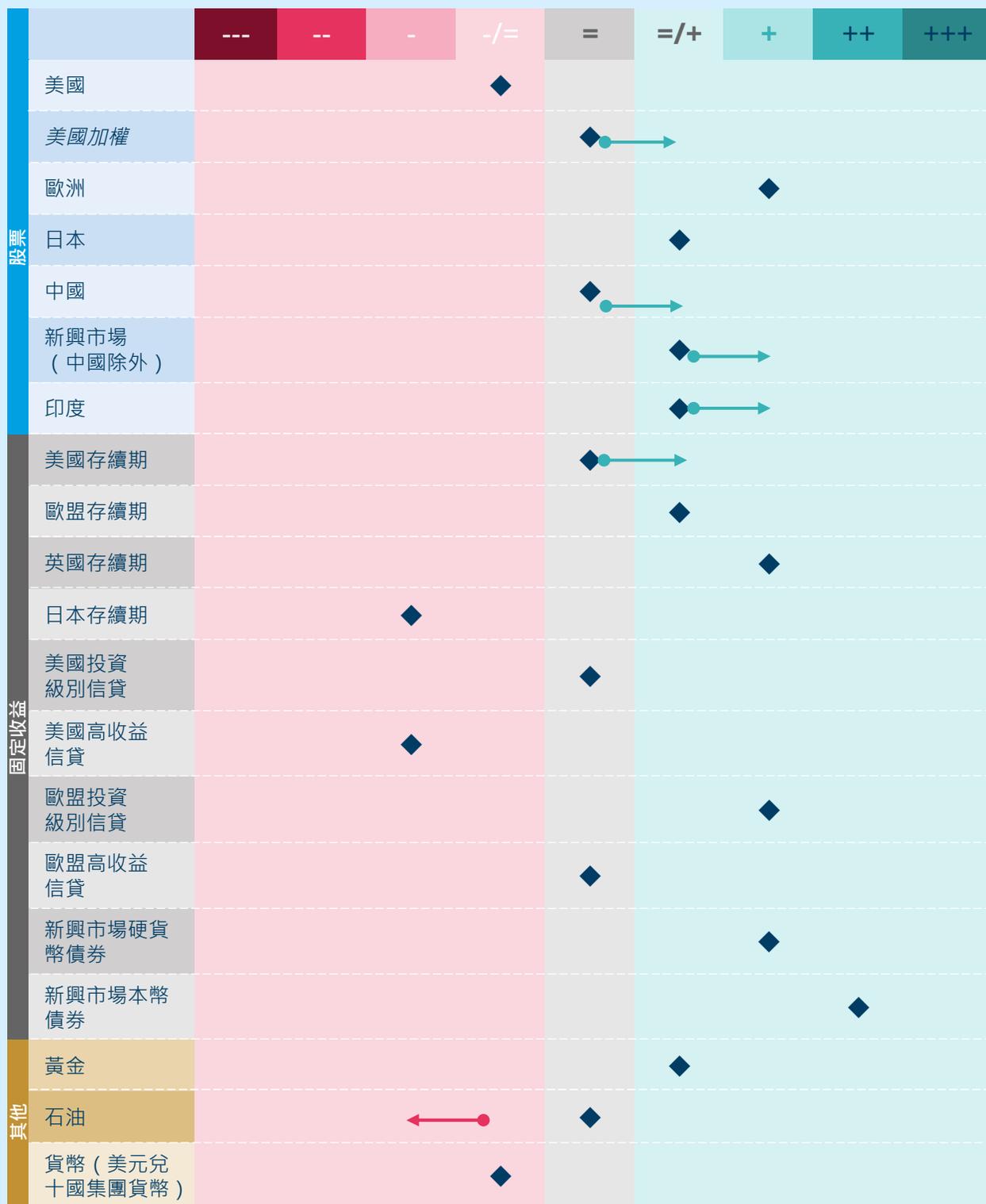
0%

墨西哥今年的經濟增長



資料來源：環亞經濟數據、東方匯理資產管理投資研究院。

東方匯理對各項資產類別的觀點



◆ 於2025年6月的立場 ● → 下半年的預期觀點走向

資料來源：最新全球投資委員會 (GIC) 發表的觀點摘要及其更新，截至2025年6月11日。上表顯示對每個資產類別的絕對觀點，以9個等級表示，其中 = 代表中性立場。本文件為於特定時間對市場的評估，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。外匯表顯示全球投資委員會的絕對外匯觀點。

撰稿人

總編輯



MONICA DEFEND
東方匯理資產管理投資
研究院主管



VINCENT MORTIER
集團首席投資總監



PHILIPPE D' ORGEVAL
集團副首席投資總監

撰稿人

VALENTINE AINOUC

環球固定收益策略部主管，東方匯理資產管理投資研究院

ALESSIA BERARDI

新興市場宏觀經濟策略部主管，東方匯理資產管理投資研究院

JEAN-BAPTISTE BERTHON

高級投資策略師，東方匯理資產管理投資研究院

DIDIER BOROWSKI

宏觀政策研究部主管，東方匯理資產管理投資研究院

FEDERICO CESARINI

已發展市場外匯策略部主管，東方匯理資產管理投資研究院

DEBORA DELBÒ

高級新興市場宏觀策略師，東方匯理資產管理投資研究院

CLAIRE HUANG

高級新興市場宏觀策略師，東方匯理資產管理投資研究院

編輯



CLAUDIA BERTINO
投資策略研究、出版
及客戶發展部主管，
東方匯理資產管理投
資研究院



LAURA FIOROT
投資策略研究及客戶
服務部主管，東方匯
理資產管理投資研究
院



SWAHA PATTANAİK
出版及數碼策略部主
管，東方匯理資產管
理投資研究院

ERIC MIJOT

環球股票策略部主管，東方匯理資產管理投資研究院

LORENZO PORTELLI

跨資產策略部主管，東方匯理資產管理投資研究院

MAHMOOD PRADHAN

環球宏觀經濟部主管，東方匯理資產管理投資研究院

ANNA ROSENBERG

地緣政治研究部主管，東方匯理資產管理投資研究院

GUY STEAR

已發展市場策略研究部主管，東方匯理資產管理投資研究院

AYUSH TAMBİ

高級股票策略師，東方匯理資產管理投資研究院

ANNALISA USARDI, CFA

高級經濟師兼先進經濟體模型分析部主管，東方匯理資產管理投資研究院

設計及數據視覺化

CHIARA BENETTI

數碼藝術總監及策略設計師，東方匯理資產管理投資研究院

VINCENT FLASSEUR

圖像及數據視覺化經理，東方匯理資產管理投資研究院

副編輯

CY CROSBY TREMMEL

投資策略研究專家，東方匯理資產管理投資研究院

領導團隊

DOMINIQUE CARREL-BILLIARD

實物及另類資產部主管

AMAURY D' ORSAY

固定收益部主管

BARRY GLAVIN

股票部主管

JOHN O' TOOLE

多元資產投資方案部主管

FRANCESCO SANDRINI

多元資產策略部主管

YERLAN SYZDYKOV

環球新興市場部主管

鳴謝

我們亦謹此感謝 **Mickael Bellaiche**、**Sergio Bertoncini**、**Pierre Brousse**、**Pol Carulla**、**Ujjwal Dhingra**、**Silvia Di Silvio**、**Patryk Drozdziak**、**Delphine Georges**、**Lauren Stagnol**。

隨時獲取 最新數據
如欲閱覽本文件的數碼版本，請使用
閣下的智能手機掃描二維碼或
[點擊此處](#)



Amundi

東方匯理 資產管理

憑藉實力 贏得信任

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