

## 關稅及財政政策的揭曉時刻

對美國巨額財赤的擔憂日益加劇，加上消費者的通脹預期及中東衝突升級，開始影響市場走勢。總統特朗普的「大而美」法案、歐洲再度有意實施財政擴張計劃（包括德國借貸計劃）及日本債券拍賣，亦進一步加劇對於財政可持續性的憂慮。長存續期債券收益率隨之上升，但股市展示抗跌力。

展望未來，市場可能出現若干疲弱跡象。除非以色列與伊朗的衝突升溫，否則市場現在將會注視財政風險和關稅。最大的疑問是財政問題會否削弱美國資產的吸引力、美國政府政策對現狀帶來的挑戰，以及有關挑戰會如何影響美國資產。

這些舊有模式很可能在未來改變，但這是長期趨勢，不會在短期成真。目前，市場對美國機構及其信譽的信心不變，但此信心可能會在不同階段受到質疑。從經濟角度而言，目前出現以下重要主題：

- 美國經濟活動正在放緩，今年的增長預測維持在1.6%。由於淨貿易和消費疲弱，經濟活動將會出現波動。在歐元區，我們留意到信貸增長及製造行業持續改善，國防及基建方面的項目可能從2026年起為經濟增長帶來正面影響。主要問題在於如何為這些項目提供資金。



VINCENT MORTIER

集團首席投資總監



MONICA DEFEND

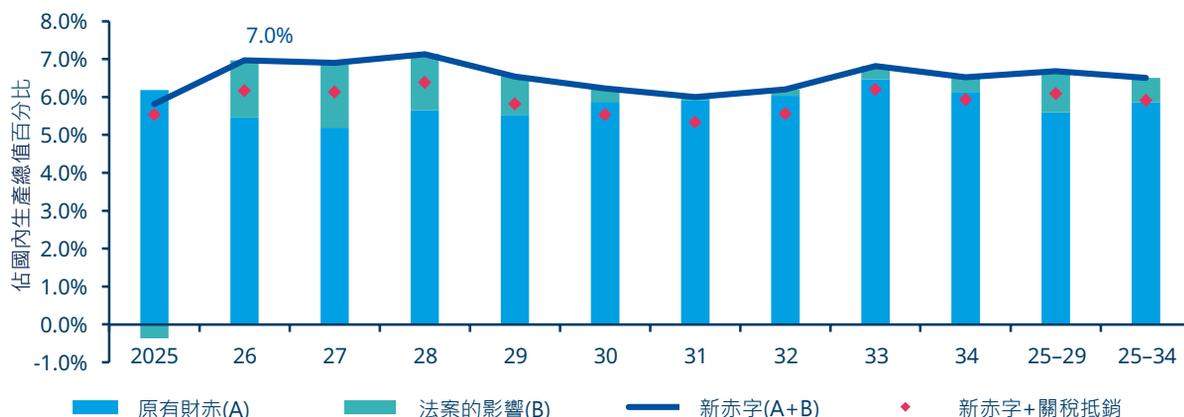
東方匯理資產管理  
投資研究院主管



PHILIPPE  
D'ORGEVAL

副集團首席投資總監

### 眾議院和解法案可能令明年的財赤推高至佔國內生產總值的7%



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、美國國會預算辦公室，截至2025年6月。原有赤字=美國國會預算辦公室於2025年1月估計法案對赤字的影响，關稅抵銷=估計來自外部來源的關稅收入。眾議院和解法案已於5月通過。

在赤字和債務不斷增加的時代，美元作為傳統安全資產的地位將會備受考驗。

- **美國關稅將會逐步影響基本通脹。**關稅對美國通脹的影響至今有限，消費者價格暫未明顯上升。然而，我們正密切留意企業會否將成本轉嫁予消費者，以及一旦企業無法轉嫁成本，對企業邊際利潤帶來的影響。歐元區的通脹情況略有不同，通脹似乎正在逐步放緩。
- **國際貿易談判將會更加困難。**最近在倫敦舉行的中美談判顯示中國的態度仍然強硬。反覆無常的貿易政策可能會影響美國資產的吸引力。雖然「大而美」法案的第899條（我們一直認為是一種談判技倆）已被廢除，但這類條款往往會增加市場的不確定性和波動性。
- **我們調高部分新興市場的增長預測，例如巴西（2025年）、墨西哥（2025年）及印度（2025和2026年）。**中國方面，近期部分數據溫和，例如零售銷售，但我們需要確定趨勢能持續下去，才會考慮上調增長預測。政府補貼對耐用品消費的刺激應屬有利，但一旦效果消退，將會對經濟增長造成壓力。我們將今年經濟增長預測維持在4.3%。

總括而言，我們仍然略為看好高風險資產，並更加嚴守估值紀律。增長與通脹組合的阻力減弱，我們預料企業盈利不會出現衰退。不過，財政方向及關稅不確定性與地緣衝突對經濟的潛在影響，意味著市場將會十分波動。

## 東方匯理資產管理投資研究院：各國央行與美元

**聯儲局一如所料採取觀望態度。**我們仍然預測聯儲局今年將會減息三次，經濟增長很可能低於潛在增長，而市場信貸及流動性情況亦理想。然而，美國進口關稅導致的價格上升，以及中東地緣政治局勢緊張令油價持續上升（並非我們的基本預測情景），可能會加劇通脹壓力。歐洲央行及英國央行方面，我們仍然預測兩者會各自減息兩次。日本央行方面，通脹和收益率波動是主要問題，儘管如此，日本的實際收益率仍然偏低，因此我們預計日本央行會在今年10月加息一次，其後的終端利率應會達到0.75%。<sup>\*</sup>

由於市場質疑美國增長的優勢，以及美國政府的龐大債務（和赤字），美元受壓。由於美元與美股之間的相關性不斷改變，美元作為分散投資工具的作用不及從前。不過，美元短期內可能出現整固，例如受到全球衝突的壓力所影響。因此，市場減持美元將會是持續多年的趨勢。我們預計歐元兌美元的匯價會在明年第二季達到1.20。

美國、歐洲及日本普遍出現債務增加和赤字上升的情況，將會影響收益率曲線的長年期部分，可能令其受壓。

根據我們早前討論的經濟環境，以下是我們的主要投資觀點：

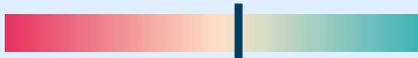
- **債務及財政憂慮加劇，但固定收益市場仍有收益率曲線走斜的機會。** 我們維持整體的靈活取態，對歐盟的觀點轉為中性。企業信貸的息差收益吸引，但我們留意到高低評級和大小型企業之間存在差異。我們仍然看好投資級別債券，特別是歐洲銀行相關債券。
- **美國股市表現平穩，未受負面預測情景影響。** 估值已升至高位，歐洲及日本股票的估值則接近平均值。進入下半年，必須留意哪些企業能將成本轉嫁予消費者，並維持邊際利潤。因此，估值及質素均極為重要。
- **新興市場處於強勁增長和美元偏軟的時期。** 投資者可以透過發掘本地投資機會，應對國際貿易的波動。中國的情況略有不同，近期本地數據強勁，但我們對股票取態中性，靜候情況持續改善。目前我們著眼於亞洲其他地區、拉丁美洲及歐洲新興市場的股票和信貸。
- **多元資產方面，我們預期美國不會出現經濟衰退，** 歐洲、日本及新興市場亦有合理增長，但估值過高、通脹回升、財政赤字及地緣政治等風險依然存在。我們略為調整對存續期的立場，仍然看好風險，但同時採取更多保護措施。

資產類別之間的相關性正在改變，是時候反思過往的投資法則，特別是目前的股票估值偏高。

## 整體承險意欲

避險

承險



整體的經濟預測情景為經濟增長良好，但市場似乎已經預測增長、通脹和關稅會符合完美的預測。我們暫時無意增加風險。

### 與上月比較變動

- 固定收益：仍然看好整體存續期，但對歐盟存續期的觀點輕微下調至中性。
- 多元資產：看好信貸的程度下降，並認為股市需要更多保護措施。固定收益方面，更加看好美國存續期。
- 外匯：對美元取態謹慎，目前看好歐元。

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。

固定收益

作者

## 未來宜把握曲線走斜帶來的機會

已發展市場的通脹正在緩和，但關稅影響尚未完全浮現。同時，龐大的政府債務及支出法案可能推高收益率。例如「大而美」法案便令市場擔心債券衛士，特別是收益率曲線的極長年期部分。

**AMAURY  
D'ORSAY**  
固定收益部主管

在如此多變的環境下，我們整體上繼續看好存續期，並採取靈活管理的方針，亦認為美國及歐洲出現收益率曲線走斜帶來的機會。不過，鑑於地區和策略上的差別，投資者應在整個範疇內保持靈活。企業信貸的基礎因素強勁，但一旦增長強差人意，低質素信貸可能會轉差。我們看好資本緩衝充足、受經濟週期變化影響較輕微的企業。

### 存續期及收益率曲線

- 我們繼續看好存續期，並留意不同地區的收益率曲線。我們對歐盟的觀點轉至中性，但看好歐盟周邊國家。鑑於勞工市場疲弱，我們看好英國國債。
- 我們認為歐盟收益率曲線5年至30年期的部分會更陡峭，英國收益率曲線2年至10年期部分亦然。
- 日本的通脹趨勢有別於其他國家，我們對日本國債保持謹慎。

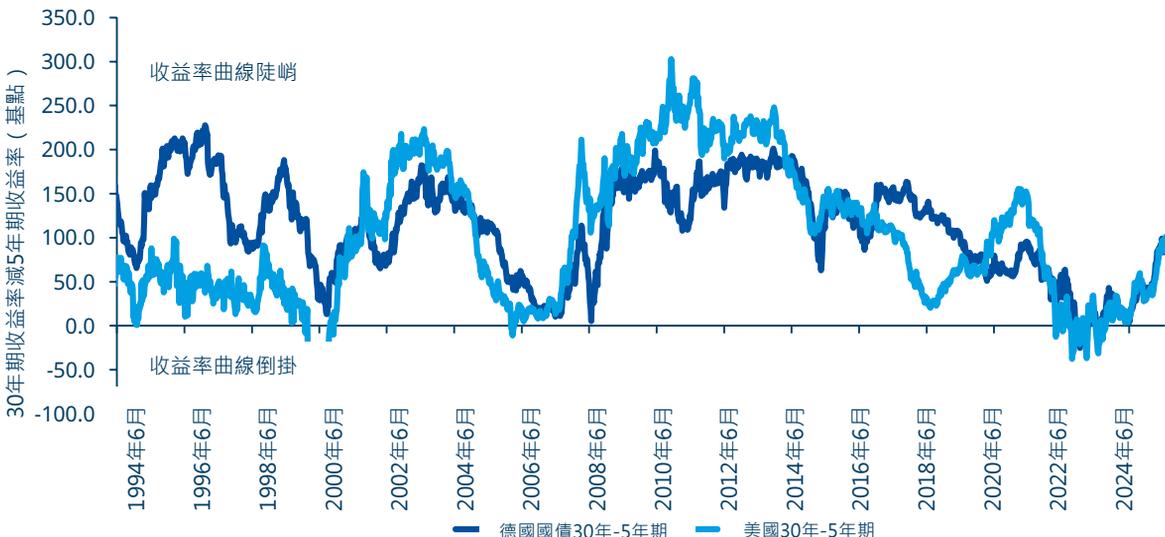
### 企業信貸

- 就全球而言，我們偏好歐盟投資級別債券，對英國及美國的觀點為中性。美國投資級別債券收益率不俗，但估值偏高。整體而言，必須留意質素及流動性，在面對極端壓力的情況下，流動性可能會消失。
- 在歐盟投資級別債券方面，我們看好相對不受關稅不確定性影響的銀行業，同時亦看好中期債券，但對工業及資本財貨行業態度審慎。

### 外匯

- 我們調低對美元的立場。美國的財政及稅務政策存在眾多不確定性，或會影響美元的吸引力。儘管全球投資者仍然持有美元，但長期風險表明美元存在下行風險。
- 我們略為調高對歐元的觀點，因為歐元應會受惠於投資者分散投資至美元以外的資產及可能將資產分配至歐洲。

### 美國及歐洲的收益率曲線將會持續走斜



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院，彭博，截至2025年6月27日。收益率曲線陡峭= 長期債券收益率 > 短期債券收益率。

股票

作者

## 優先考慮估值及質素

由於關稅政策的全面影響尚未顯現，年初至今的股市表現穩定，歐洲表現領先美國。企業的遠期指引反映關稅的影響尚未明朗，一旦關稅的影響浮現，擁有定價能力的企業能夠提高價格，其他公司則不然，此差異將會決定對邊際利潤的影響。

此外，我們認為歐洲市場迄今為止的表現並不平均。展望未來，此情況或會改變，升勢可能會更廣泛，但將會取決於遠期盈利指引、經濟發展及與關稅相關的消息。我們的重點仍然是透過自下而上的分析尋找能夠抵禦上述問題的企業。

**BARRY GLAVIN**  
股票平台主管

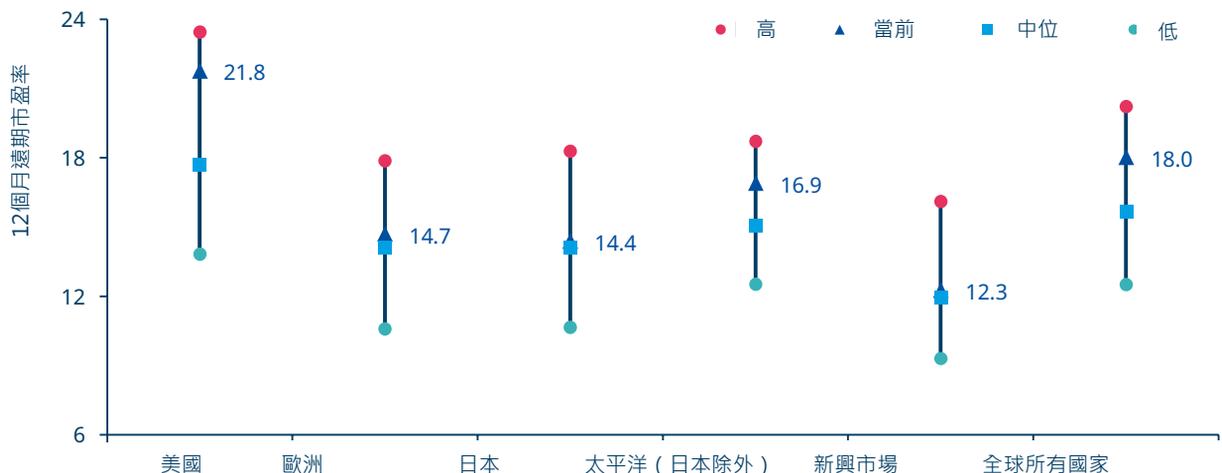
### 對環球股票的觀點

- 我們透過平衡的方針，物色能夠提供估值保障及相對不受國際貿易緊張局勢影響的範疇。這些機會主要集中於歐洲和日本中小型股及英國。
- 在美國，我們整體上保持謹慎，但在防禦性及優質工業行業發現若干機會。然而，我們傾向避開出現高集中度風險的範疇，務求儘量把握選股和特殊投資機會。
- 雖然日本股市受日圓升值影響，但其估值仍然吸引。我們傾向透過銀行及保險行業把握利率正常化帶來的機會。

### 對行業及風格的觀點

- 在歐洲方面，我們看好防禦性必需消費品、健康護理及優質工業行業，亦看好資產負債表穩健的核心歐洲銀行，但對科技行業則較為審慎。
- 在工業及金融行業創下強勁表現後，我們認為仍有機會從相關走勢中受惠。
- 全球股市波動加劇，特別是美國。因此，我們短期內看好低波動性的投資風格，亦看好有望提升股東總回報的高股息行業。

### 在市場波動加劇時，估值保障至關重要



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、DataStream、倫敦證券交易所集團，截至2025年5月30日。基於過去12年的數據分析。

## 新興市場

作者

## 全球市場波動，但本地市場保持穩定

YERLAN  
SYZDYKOV

環球新興市場部主管

由於投資者長期（但非線性）轉離美元，加上新興市場與已發展市場的增長差距明顯，利好新興市場資產。不過，目前有關特朗普的未來政策決定及其對貿易談判和外交政策的影響，無論是與中東地區的衝突或與中國和印度等國家的貿易關係相關的政策，仍然充滿變數。

中國近期的數據理想，並似乎與美國進行貿易談判時已經使用籌碼（限制稀土出口）。然而，房地產行業疲弱，加上缺乏結構性改革，為前景增添陰霾。整體而言，我們正在物色與全球週期無關的本地投資機會，並堅持嚴格挑選證券。

## 新興市場債券

- **我們看好本地貨幣、硬貨幣債券及企業信貸。** 具體而言，央行持續放寬政策應會支持本地貨幣債券，我們亦看好墨西哥、秘魯和哥倫比亞。此外，我們調高對匈牙利和南非的觀點，因為兩地的實際收益率較高。
- **硬貨幣主權債券的新債發行量與已發展市場信貸相比仍然偏低，為前者提供技術性支持。** 在此環境下，儘管宏觀波動性及有關貿易 / 關稅的消息持續，我們預期主權信貸息差將會持續穩定。

## 新興市場股票

- **對中國取態中性。** 產能過剩及房屋市場疲弱等問題持續，但關稅問題有所緩和，估值亦吸引。我們預計下半年的出口及消費增長將會趨於正常化，可能會令市場的焦點轉至中國本地經濟的薄弱環節，亦即通縮壓力和房屋市場。
- **我們看好印度，** 並密切留意印度與美國達成貿易協議的進度。
- **行業方面，** 我們看好必需消費品、通訊服務及房地產。

## 對亞洲的主要觀點

**地緣政治不確定性增加，考驗市場的抗跌能力。** 在中美進行貿易談判前後，亞洲市場持續表現理想。迄今關稅對宏觀經濟的影響有限，加上各國央行放寬政策，均支持投資者情緒。不過，近期中東地區衝突升級，考驗市場的抗跌能力。我們正密切留意可能令亞洲面對潛在溢出效應的各個渠道，包括油價上漲、地緣政治不確定性及供應鏈可能受阻。

**審慎選擇亞洲債券。** 美元疲弱和通脹放緩仍然支持亞洲各國央行進一步放寬政策。若油價因為以色列與伊朗衝突而長期居高不下，可能會令部分國家面對更複雜的情況，但不會影響整個地區。我們仍然看好亞洲利率及存續期。在企業信貸方面，我們繼續看好優質投資級別信貸，視之為穩定的收益來源。

**宏觀環境仍然支持亞洲股票，** 但由於估值被大幅重新評估，嚴格選股變得更加重要。南韓大選順利舉行有助消除政治不確定性，並令財政支持措施的前景更為明朗，因此其前景改善。由於放寬政策和令人意外的強勁增長，印度繼續受到市場注視，但部分股票的估值可能開始成為障礙。在中國，我們繼續在H股（科技股）和A股（對財政刺激措施敏感的行業）中尋找個別投資機會。

多元資產

## 保持承險，並透過對沖嚴守投資紀律

宏觀環境、流動性及經濟增長均合理地支持高風險資產。企業盈利前景理想，但下半年將會考驗企業能否將上升的成本轉嫁予消費者，加上高風險資產的高估值及地緣政治的不確定性，可能會導致市場出現整固，但不會徹底和持續地出現資本重整。我們仍然看好高風險資產，並認為投資者應考慮加強對沖。

面對含糊不清的關稅政策及地緣政治緊張局勢，股票展現抗跌能力。我們留意到估值變得高昂，特別是在美國，但盈利增長及經濟活動良好等因素令我們整體上看好股市，包括美國中型股、歐元區及英國。我們亦認為投資者需要加強對美國投資的保護措施。我們透過中國看好新興市場，特別是科技行業。

我們看好存續期，但作出輕微調整。我們調高對美國5年期債券的觀點，與我們的預期保持一致，亦即聯儲局的減息幅度將會超過市場價格反映的水平。赤字增加會令美國收益率曲線的長年期部分受壓。同時，我們不再看好歐盟5年期債券，但看好10年期債券，相信後者應能受惠於投資者對全球經濟增長的憂慮。我們亦看好英國10年期債券和意大利國債，但對日本態度謹慎。在信貸方面，鑑於美國與歐盟貿易談判的不確定性，我們降低了看好歐盟投資級別債券的程度，此資產類別在已發展市場信貸中仍具有最佳的投資價值。我們亦看好新興市場息差。

美國股市的不確定性及高估值支持我們主張加強此範疇對沖的觀點，並維持對歐洲股票的保護措施。在外匯方面，我們對美元取態謹慎，但相信市場的預測也會相同，因此認為目前有需要就此進行對沖。最後，黃金等貴金屬為我們的整體承險立場發揮保護和相輔相成的作用。

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

「我們更加看好美國5年期債券，並認為高債務水平會對收益率曲線的長年期部分構成風險。」

### 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6月24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6月18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。

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6月18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](http://www.amundi.com.hk)