

2025年1月

特朗普就職前，市場表面呈現「恰到好處」的經濟增長

在2024年，市場受有關經濟、企業盈利及政治環境的好消息帶動，但亦偶爾面對意料之外的消息。展望未來，市場將會受多種因素影響，包括盈利動力、美國經濟增長放緩、勞工市場重整但不會急劇轉差等。另一方面，聯儲局的態度變得更加強硬，而特朗普的貿易立場和國際社會的反應可能會引發市場波動。在美國以外，歐洲的經濟增長及決策，以及中國應對國內問題的方式將會左右市場。

具體而言，我們認為全球經濟將會主要由以下因素帶動：

- **美國經濟增長平穩，但路徑仍處於下跌狀態，並受到特朗普政策的不確定性影響。**近日的數據反映經濟基礎因素改善，但整體增長趨勢維持不變。
- **歐洲難以維持經濟增長。**政府（法國和德國）對整頓財政的嘗試為增長前景增添陰霾。德國可能放寬「債務剎車」規定，但會按部就班地推行有關措施，有關的經濟影響將會在2026年才顯現。
- **有關聯儲局的不確定性，預計歐洲央行的取態會就通脹加快回落而變得更加溫和。**我們已將歐洲央行於2025年7月的終端利率預測下調50個基點至1.75%。聯儲局已經強硬地減息，意味著央行正密切留意通脹情況。
- **中國公佈的政策展現極大決心。**儘管政策重點圍繞著提高財政赤字及刺激內需，但我們期望政府公佈實現目標的具體細節。

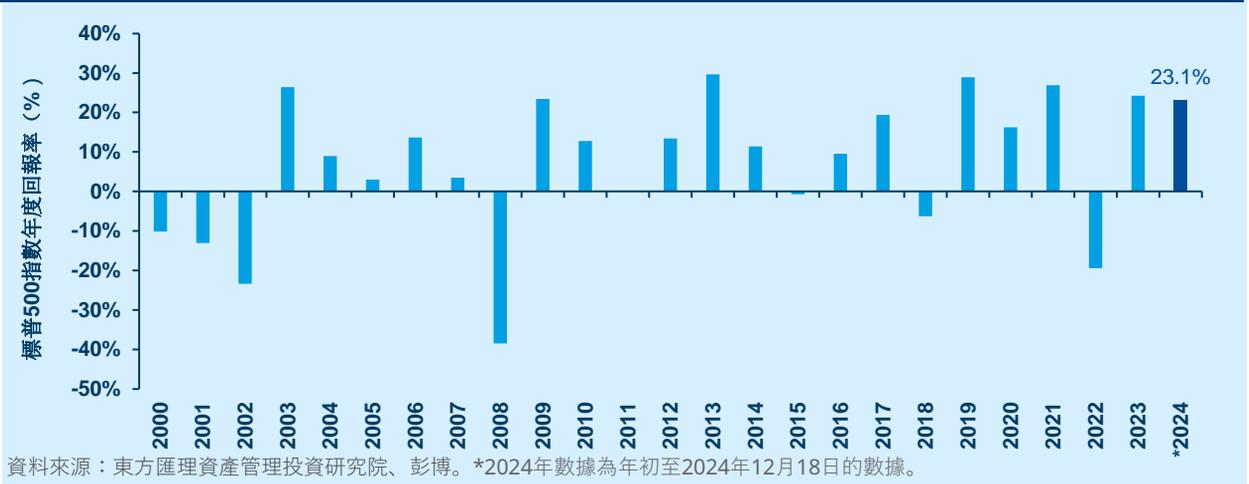


VINCENT MORTIER
集團首席投資總監



MONICA DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管

美股：2024年表現強勁，2025年表現取決於政策組合及其對增長的影響



我們認為市場的流動性充足，信貸環境穩健，利潤環境合理。不過，鑑於估值及盈利預測修訂風險，我們沒有大幅上調風險立場，並保持略為看好的觀點，詳列如下：

- **踏入2025年，就跨資產適當承險，並設立對沖安排。**美國及歐洲的經濟增長合理，通脹正在放緩，為高風險資產提供有利的環境。我們更加看好美國股票，亦轉至看好歐洲股票，並繼續略為看好英國及日本。另外，我們繼續在新興市場債券中尋找投資機會，特別是捷克共和國、南非和印尼。為了平衡整體的承險配置，我們繼續傾向看好存續期，作為增長前景可能轉差的對沖。我們亦為股票設增對沖，並繼續以黃金分散風險。
- **固定收益資產類別將會更受財政及貨幣政策的不確定性影響，**因此我們對美國及歐洲存續期採取策略性觀點，並繼續在收益率曲線預期走斜的情況下發掘投資機會。我們看好英國，但正密切留意近期強勁的通脹及薪酬增長數據，並對日本債券保持審慎。在信貸市場，我們仍然看好投資級別債券，特別是估值更吸引人的歐洲，但我們對美國高收益債券取態審慎。
- **在股票方面，集中風險仍是主要憂慮，投資者必須分散投資。**在美國，我們對超大型股保持謹慎，並在市值較低的企業中尋找投資機會，物色有望受惠於工業需求及經濟增長復甦、但估值尚未反映此因素的企業。我們亦認為隨著經濟活動回升，將會令美國價值股和週期性股票的升勢擴大。在歐洲，我們看好對利率變化敏感度較低、資本緩衝能力較強的銀行，多於更易受減息影響的銀行。
- **美元走強及地緣政治風險上升將會觸發新興市場波動，但這些市場的增长潛力可觀，其央行亦取態謹慎。**我們致力在債券及股票市場自下而上尋找受到國內消費主題帶動、表現平穩的企業。

考慮到盈利預測修訂、增長疲弱、通脹高於預期及地緣政治等可能影響市場情緒的風險，投資者必須在看好股票的同時，設立足夠的對沖。

整體承險意欲

避險

承險

在整體溫和的增長環境下，我們略為更加看好風險，但仍然偏好優質資產，並透過股票對沖平衡風險立場。

與上月比較變動

- 多元資產：上調對已發展市場股票的觀點。
- 多元資產：增加對美國股票的保護措施。

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於**2024年12月18日**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

你對歐洲央行的預期有所調整嗎？為甚麼？

我們將對歐洲央行於2025年7月的終端利率預測下調50個基點至1.75%，原因為：i) 通脹放緩的速度比歐洲央行的預期更快（目前整體消費物價指數按年增長2.2%，而歐洲央行預期該指數按年增長2.6%；目前核心消費物價指數為2.7%，而預期為2.9%）；ii) 採購經理指數遠遜預期，服務行業增長放緩；以及 iii) 2025年財政政策加推刺激措施的可能性不大。我們預計主要風險來自特朗普全面落實關稅政策。根據我們的估計，10%至20%的關稅應會導致全年增長至少下跌0.2%，對通脹的短期影響則輕微。在此情況下，歐洲央行可能將利率下調至中性水平以下。

投資影響

- 我們將2025年第二季歐元兌美元的預測匯價從1.13下調至1.08，而2025年第四季의預測則從1.16下調至1.11。

你對聯儲局於12月的減息有何看法？

在12月的議息會議上，聯儲局一如預期減息25個基點，但整體語調仍然強硬。聯儲局目前預計通脹需到2026年才能達標，並表示目前的政策利率比早前預計更加接近中性水平。儘管聯儲局沒有明確考慮新政府可能帶來的政策變動，但風險評估顯示央行已更不確定的前景納入計算。高利率應會維持更長時間，2025年聯邦基金利率的預測中位數已從9月的3.4%上調至3.9%。

投資影響

- 由於新政府的政策及其影響仍是未知之數，必須靈活管理不同存續期美國國債的投資。

你認為美國可能實施的關稅會對不同國家帶來甚麼影響？

一旦美國實施關稅，可能會對各國造成不同方面的影響。歐元區倚賴出口，平均佔國內生產總值約50%，但各國情況各異。中國應會受較大幅度打擊，而為了抵銷美國關稅可能造成的影響，中國在最近舉行的經濟會議上就2025年展示促進經濟增長及刺激經濟的立場，並可能增加財政支出，主要用於提振國內消費。有關詳情將於3月的全國人民代表大會上公布。

投資影響

- 我們對中國股票的立場接近中性，但鑑於局勢多變，此觀點或會改變。在信貸方面，我們看好投資級別債券多於高收益債券。

中國的領導層應以務實的態度應對美國可能實施的關稅，重點增加財政支出以提振私人消費，並解決房地產行業的問題。

多元資產

作者

維持看好，但需設立合適的保護措施

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

在美國經濟溫和增長及歐洲經濟復甦的環境下，2025年的全球前景有較大可能會維持理想。通脹緩和應會支持區內消費，但貨幣、財政及國際貿易政策可能會為前景蒙上陰霾。例如，聯儲局目前對減息的態度可能更加謹慎，並對通脹保持警惕。此外，特朗普的貿易政策及歐洲對此的反應亦必須更加明確。在此以前，我們認為投資者應考慮維持保護措施及其他穩定來源，同時把握市場氣氛、估值吸引的範疇及穩定的美國經濟帶來的機會。

我們透過調高對美國的觀點，並對歐洲觀點轉為看好，以加強對已發展市場股票的觀點。美國應會受經濟實力及新政府的政策所支持，同時受全球需求疲弱的影響較低，應會利好前景。歐洲具備吸引的投資價值，估值已經大幅折讓貿易環境轉差帶來的挑戰。我們仍然看好英國和日本，並繼續看好估值吸引的中國。最近的經濟會議確認了政策制定者解決國內問題的立場。

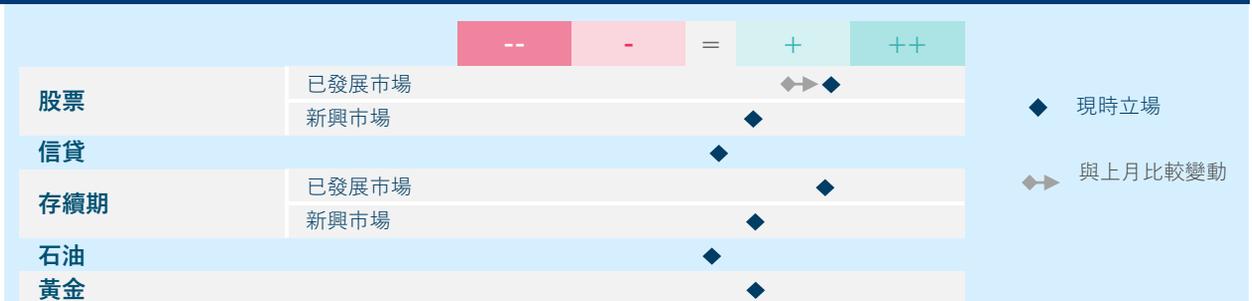
在固定收益方面，我們繼續看好美國，以對沖經濟前景可能轉差的影響。我們亦看好核心歐洲及英國存續期，並認為意大利國債比德國國債可取，但對日本債券卻採取略為防禦性的立場。在新興市場債券方面，我們繼續看好一籃子特定國債，包括捷克共和國、印尼及南非，但認為應維持適當的對沖。與核心利率（美國、歐洲）相比，捷克的風險溢價吸引。我們正密切留意任何來自美元的阻力。在信貸方面，歐洲投資級別債券的基礎因素穩健。

在外匯方面，我們仍然看好美元兌瑞士法郎，以及日圓兌瑞士法郎，因為瑞士法郎是G10國家中最昂貴的貨幣之一。在歐洲央行取態溫和的情況下，我們對歐元兌日圓及挪威克朗保持審慎。在週期性貨幣當中，我們看好估值吸引的澳元，並有望受惠於中國經濟突然上行的情況。最後，我們繼續看好印度盧比。

我們對黃金及（對美股的）對沖的觀點，成為維持平衡立場的關鍵。

我們仍然略為看好股票，並傾向看好優質股及維持投資組合的保護措施。

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，以全球投資委員會於2024年12月18日的最新觀點為依據。資產類別評估的展望、展望變動和意見反映預期走向(+/-)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

政策環境尚未明朗，投資者需靈活管理存續期

特朗普的財政及外貿政策將會影響市場的通脹預期及收益率波動性，特別是收益率曲線的長年期部分，令聯儲局對其通脹目標面臨的任何風險保持警惕。在歐洲，歐盟對美國政策採取的反制措施令區內的增長分歧（例如德國與西班牙之間的分歧）變得更加複雜。因此，由於經濟增長令人憂慮，我們認為歐洲央行的工作將會面臨多重挑戰。然而，好消息在於通脹的回落速度可能比央行的預期更快，從而應會支持實際收入。上述情況顯示投資者必須繼續靈活管理存續期。此外，歐洲、美國及新興市場企業的企業信貸亦會帶來收益機會。

全球及歐洲固定收益

- 我們維持對存續期的整體策略性觀點，對核心歐洲的取態接近中性，並看好英國。我們對日本保持防禦性，但會繼續識別具有投資價值的個別債券。
- 我們略為更加看好歐洲投資級別債券，此資產類別當中的優質信貸帶來特殊的投資機會，特別是銀行類債券。
- 我們對高收益債券取態中性，並密切留意流動性風險。不過，B級債券等範疇的收益率及質素平衡理想。

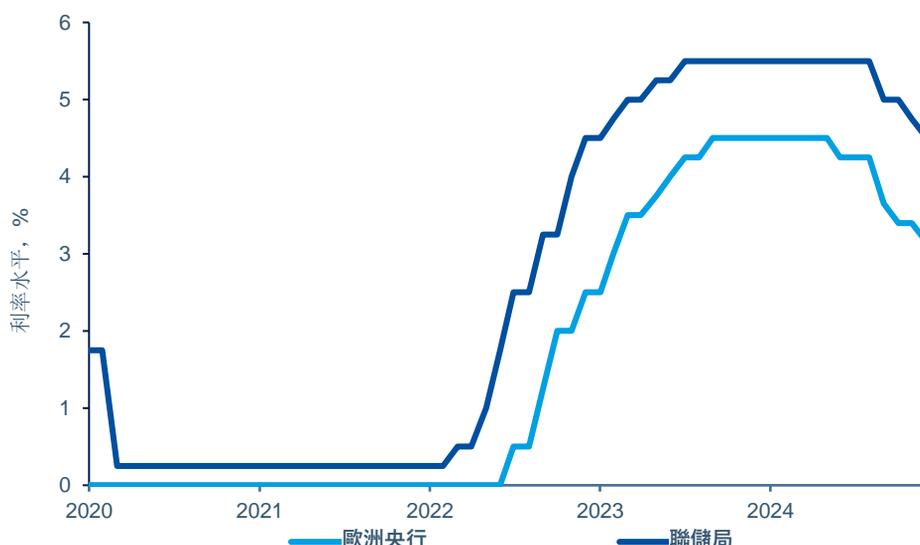
美國固定收益

- 我們維持對存續期的策略性觀點，並偏好收益率曲線的中段部分。美國國庫抗通脹債券對長期投資者亦吸引。
- 在信貸方面，我們尋找信貸息差更闊或能為流動性風險提供更理想補償的範疇。我們偏好優質及年期較短的債券，同時也認為槓桿貸款比高收益債券可取。
- 機構按揭抵押債券應會受惠於任何可能放寬監管規定的行動。

新興市場債券

- 新興市場增長仍然穩健，但美元走強及美國可能對各國徵收關稅造成阻力。
- 我們選擇性投資於本地貨幣債券，並看好南非及拉丁美洲等國家。
- 企業信貸估值合理，高收益債券具備投資機會。
- 由於油價疲弱可能令中東的石油出口國受壓，我們對油價保持警惕。若油價下跌，可能會導致下調評級的情況。

各國央行更加重視不確定的前景



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2024年12月20日。歐洲央行主要再融資操作公告利率，聯邦基金目標利率 - 上限。

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

股票

估值追逐長期利潤

過去數月，美國及歐洲的順週期升勢延續了經濟不會衰退的觀點。對市場而言，若果企業利潤繼續符合預期，此情況便屬正面。不過，此情況也可能導致部分範疇出現投機及過熱的情況，一旦發生，任何令人失望的盈利表現將會對估值造成嚴重影響。在歐洲，通脹回落會提高實際收入，從而刺激消費。此情況對歐洲股票略為有利，因為估值似乎已反映大部分壞消息。不過，我們嘗試透過由基礎因素帶動的方針平衡這一點，優先考慮美國、歐洲、日本及新興市場內股票的財務實力、定價能力及盈利能力。

歐洲股票

- 減息及通脹放緩支持歐洲經濟復甦，但估值反映經濟疲弱的情況。
- 按照整體槓鈴策略，我們看好具備定價能力的必需消費品及健康護理股，亦看好對利率變動敏感度有限的銀行股。
- 我們對科技股及工業股取態審慎，但認為與長期電氣化主題相關的工業股具備投資機會。

美國及環球股票

- 在估值極端的市場內，我們專注於可能受惠於工業需求及經濟活動增加，而且估值吸引的股票。
- 我們看好價值股、優質股及防禦性股票，多於傳統股票。
- 在行業方面，我們看好結構性表現領先的原料及大型銀行業，相關行業能受惠於有利的規管變動和較低的稅率。

新興市場股票

- 我們看好新興市場股票，但認為表現將會存在差異。
- 例如，中國最近發表的公告表明政府有空間推行財政措施，但實際行動的意願卻存疑。部分範疇的估值吸引，但我們保持中性立場。
- 在中國以外，我們看好印尼、墨西哥及巴西，並對台灣地區及沙特阿拉伯保持謹慎。

歐洲利潤具有估值回升的空間



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，2024年12月16日。

觀點

東方匯理對各資產類別的觀點

本月重點

- **美國股票**的估值各異，部分大型股估值高昂，而其他範疇的估值則合理，並可能受惠於特朗普的政策及正面的市場氣氛。我們認為應為此情況設立妥善的對沖安排。
- **歐洲投資級別**信貸出現多個跡象，反映企業基礎因素穩健、估值合理及息差收益吸引。

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				◆		
等權重						◆	價值股						◆
歐洲	▲					◆	小型股						◆
日本					◆		優質股						◆
新興市場						◆	低波幅股票						◆
中國				◆			動力股						◆
新興市場 (中國除外)						◆	高息股						◆
印度						◆							

固定收益及外匯

政府債券	1個月變動	--	-	=	+	++	信貸	1個月變動	--	-	=	+	++
美國				◆			美國投資級別債券				◆		
歐盟核心				◆			美國高收益債券			◆			
歐盟周邊國家				◆			歐洲投資級別債券						◆
英國					◆		歐洲高收益債券						◆
日本			◆										
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2024年12月18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。外匯列表列出全球投資委員會的絕對外匯觀點。

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