

關稅政策及市場急轉彎

政策制定的藝術主要在於設定期望，並以此作為衡量未來所有決策的標準。當特朗普在「解放日」宣布推行極端的關稅政策時，市場顯然感到憂慮。其後，美國勞工市場保持穩定、盈利勝預期及貿易戰緩和均提振市場情緒。高風險資產回升，債券收益率亦上升。

高風險資產能否持續上行，取決於經濟表現及貿易政策是否明朗。債券方面，由於財政問題／高債務水平，特別是美國（尤其鑑於特朗普的稅務法案）及日本，收益率曲線的長年期部分將會持續受壓。目前，我們調高對美國、歐元區及中國的經濟增長預測，並調低對美國的通脹預測。具體而言：

- **調高美國及歐元區的經濟增長預測。**降低關稅促使我們將今年及2026年美國的經濟增長預測（實際國內生產總值，按年）從1.3%略為上調至1.6%。與去年相比，美國經濟仍處於減速狀態，我們認為增長的速度仍會低於潛在水平，而消費將會疲弱。我們已將歐元區今年的經濟增長預測上調至0.8%，而西班牙、意大利、法國及德國的增長預測則出現重大差異。
- **聯儲局及歐洲央行對經濟疲弱的反應對市場至為關鍵。**正如近期的決策所反映，聯儲局只會被動應對。儘管市場對聯儲局及歐洲央行減息的預期下降，但我們對聯儲局及歐洲央行今年減息次數的預測維持不變。



VINCENT MORTIER

集團首席投資總監



MONICA DEFEND

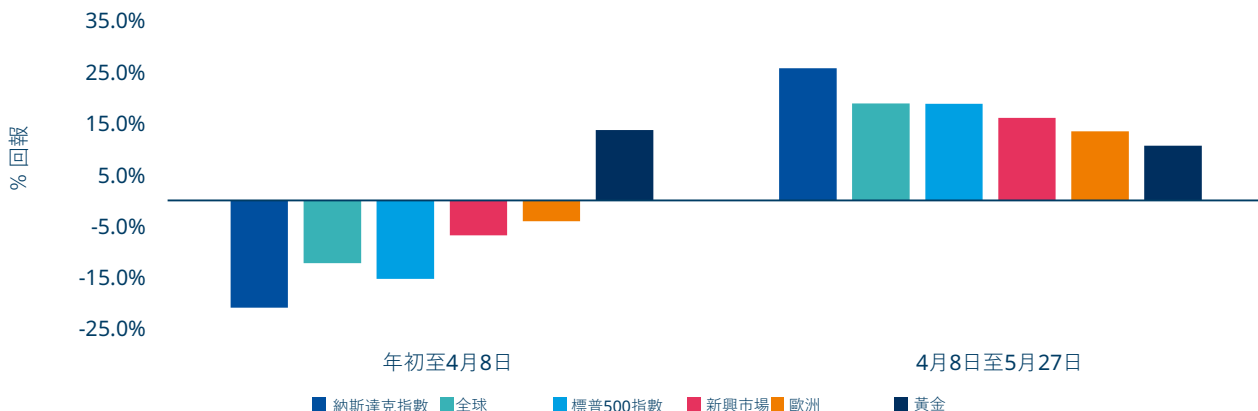
東方匯理資產管理
投資研究院主管



PHILIPPE
D'ORGEVAL

副集團首席投資總監

趨勢逆轉或受動力帶動而回升？



高風險資產的升勢會否持續，取決於經濟活動、消費者情緒、企業信心及貿易政策的抗跌力。

- **消費者情緒及通脹預期對美國消費至關重要。**由於關稅帶來的衝擊比預期溫和，我們將美國今年的消費物價指數預測下調至約3%。然而，消費仍可能受到貿易關稅增加、美國政府潛在的削減開支及通脹預期影響，而這些因素亦可能影響開支模式。
- **我們認為儘管中美兩國都會努力「控制」雙方關係及經濟聯繫的下降趨勢，但長期而言中美脫鉤仍會持續。**在經濟增長方面，我們將2025年的國內生產總值預測從3.9%上調至4.3%，雖然經濟前景似乎已經幾乎完全恢復，但我們要強調的是，有些損害無法逆轉。貿易政策的不確定性仍然高企，將會影響私人市場的信心。

以上關於消費、經濟增長及通脹的觀點表明，市場的實際情況更為複雜。例如，雖然美國的通脹壓力似乎有所減弱，但圍繞更長期貿易政策決定的細節將會主導整體通脹趨勢。

此外，近期美國及歐洲企業的盈利業績均比預期理想，可能表示高風險資產在短期內前景好轉。儘管如此，我們認為投資者無需結構性重估風險。

東方匯理資產管理投資研究院：政策立場將會出現更細微的差別

預計聯儲局及歐洲央行*今年將會減息三次，聯儲局的基準利率將於年底達到3.75%。我們調高對經濟增長的預測，但對聯儲局減息的觀點維持不變，因為2025年及2026年的經濟增長將會低於潛在增長水平，繼而促使聯儲局甚至在明年減息。歐洲央行亦可能減息三次（每次25個基點），9月的利率將會達到1.5%*。不過，日本央行似乎是唯一處於加息週期的主要央行，預計第三季利率將會升至0.75%。

中國的政策制定者希望保留部分政策工具以備日後使用。中美談判的結果降低了在第三季推行大規模財政刺激措施的可能性，但中國政府仍然傾向支持經濟增長。在貨幣政策方面，中國人民銀行減息10個基點的反應比預期更溫和，這與央行在年初明顯會全力支持經濟增長的意圖有所不同。我們仍然認為央行今年將會在7月及9月分別減息10個基點。

全球政策變得越來越微妙，聯儲局在減息前需要考慮通脹預期，歐洲央行的情況較好，而日本央行則可能加息。

MONICA DEFEND

東方匯理資產管理投資研究院主管

在此環境下，我們的主要投資觀點為：

- **財政憂慮及政府債務問題再度浮現，將會影響包括日本在內的全球固定收益市場。**我們對美國存續期的立場接近中性，並對高通脹預期、關稅不確定性及債務供應導致的收益率波動保持警惕。我們仍然看好歐盟及英國，但對日本則比以往謹慎。信貸方面，我們看好優質短存續期信貸，並看好歐盟多於美國。
- **對股票持平衡取態，傾向全球市場。**美國股市已收復早前的跌幅，隨著近期上升，目前的估值已高於長期平均水平。就地區而言，我們偏好歐洲及英國，而在美國，增長型股票似乎深受市場情緒主導。
- **貿易緊張局勢緩和對新興市場有利，但在90日暫停時限結束後，關稅情況尚未明朗。**整體而言，美國的通縮趨勢、聯儲局的寬鬆政策和美元走弱，均令新興市場資產的前景正面。
- 在多元資產方面，我們進行**策略性重新調整及加強對沖**。經濟增長前景未算理想，但仍然穩健，盈利增長雖然比以往疲弱，但維持正值，使我們透過股票看好高風險資產，並在短期內略為更看好美國股市。

中美持續競爭將會帶來波動及機會。因此，我們在市場錯配的範疇尋找價值，以提高回報，同時維持保護措施。

整體承險意欲

避險

承險



我們因應不斷變化的宏觀及市場趨勢，略為調整觀點，但整體風險立場仍然維持不變及持續看好。

與上月比較變動

- **固定收益：**對日本存續期更加謹慎，看好歐盟的程度略為下降。
- **新興市場：**現在看好亞洲新興市場股票，看好印度股票的程度則輕微下降，但長期投資理據依然充足。
- **多元資產：**策略性調高對已發展市場股票的取態，並加強對沖。
- **外匯：**分別下調英鎊及上調美元的觀點至中性，但我們認為長遠而言美元會持續疲弱。

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。我們的觀點或會調整，以反映市場及經濟環境的變化。

赤字憂慮帶動長期收益率

美國消費物價指數通脹及薪酬增長似乎受控，但債券衛士出現並關注高企的財政赤字、債務（今年有大量美國債券到期）及通脹預期。關稅下降刺激經濟增長亦推動收益率上行。在已發展市場的收益率均急升的環境下，我們維持在全球嚴格選債的原則。

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

同時，我們密切留意歐洲（特別是德國及英國）的硬數據，以及歐洲央行及英國央行的反應。就目前而言，我們認為歐洲央行的工作比聯儲局輕鬆，因為聯儲局面對相對較高的通脹風險。整體而言，我們仍然溫和看好存續期，並繼續預料美國收益率曲線將會走斜。

存續期及收益率曲線	企業信貸	外匯
■ 我們看好整體存續期，但因為預期歐元區經濟將會開始受惠於歐洲央行減息，因此略為下調對歐盟核心國家的觀點。 ■ 繼續看好周邊國家及英國存續期。 ■ 在美國，我們認為收益率曲線5年至30年期的部分將會更陡峭。 ■ 我們調高對日本的審慎取態。	■ 信貸持續提供吸引的收益率，並很可能受惠於尚可的經濟增長及持續寬鬆的貨幣政策。 ■ 我們仍然看好優質債券（投資級別債券多於高收益債券）及短期債券，但對長期信貸則普遍持審慎態度。 ■ 在地區方面，我們看好歐盟多於美國，對英國信貸則取態中性。 ■ 行業方面，我們看好銀行及BBB級證券。	■ 美元方面，在高度波動的環境下，我們的立場轉至中性。美元與美國利率之間的相關性已轉為正面，因此美元作為分散投資工具的效果可能不如以往，但國際市場對美元的興趣依然濃厚，短期內或會出現輕微整固。 ■ 我們對英鎊的觀點轉為中性，但鑑於局勢未明，我們維持主動管理投資。

美國30年期收益率在5月達到5%，波動性將會持續



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、美國財政部、彭博，截至2025年5月22日。

股票

作者

關稅不確定性將會影響估值

中美兩國之間暫時的共識為市場帶來喘息空間，令市場回升。然而，企業於盈利季度的指引證實我們的觀點，即企業仍需要更明朗的前景，才能作出投資決定，並評估對未來盈利的影響。勞工市場一旦轉差及對通脹持續高企的預期，都可能影響消費模式及股票估值。

因此，市場波動應會持續，我們希望透過由基礎因素帶動的自下而上方針，比較目前估值與企業未來盈利前景，以解決此問題。我們在歐洲、英國及亞洲均發現這類優質企業。同時，我們傾向透過發掘商業模式穩健及不易受國際貿易持續不確定性影響的企業，以盡量降低波動性。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

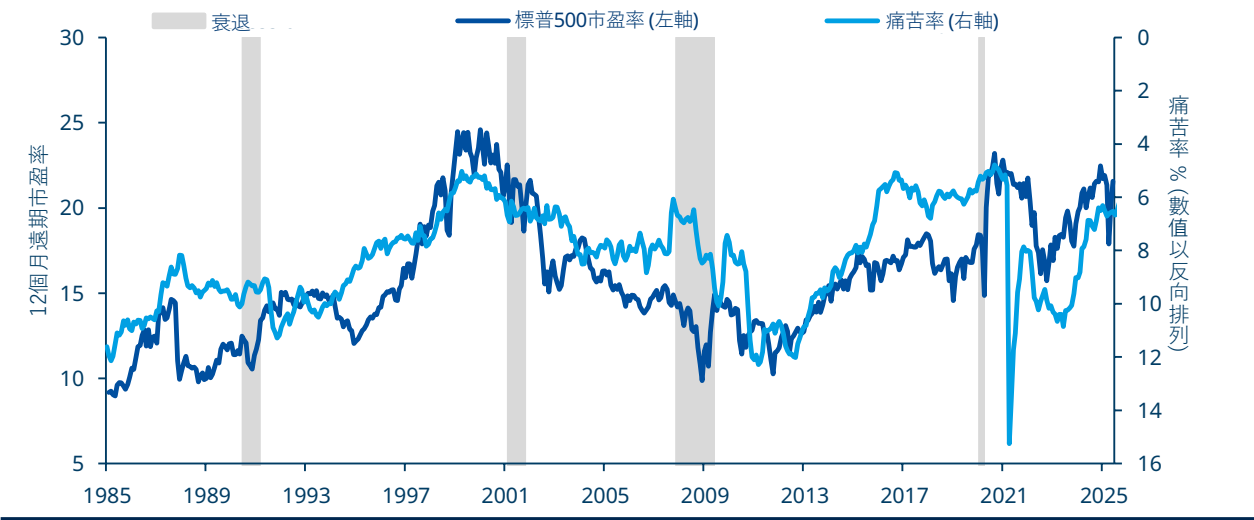
對環球股票的觀點

- 美國及歐洲企業的盈利業績比預期理想。但由於集中及估值風險，我們整體上對美國保持謹慎。儘管如此，我們維持自下而上的投資方針，並物色優質的工業範疇及價格合理的防禦性企業。
- 由於歐洲提供更好的估值保障，我們繼續看好歐洲。面對與美國的持續關稅不確定性，英國似乎已作好準備應對。
- 由於日本企業持續推行改革，並努力改善盈利能力及資本回報，我們仍然看好日本。

對行業及風格的觀點

- 我們維持槓鈴立場，並看好防禦性及週期性行業。在歐洲，我們看好必需消費品及健康護理股。另一方面，我們亦看好目前估值較佳的個別優質週期性行業。此外，我們在資產負債表穩健、股息率吸引的銀行股發現投資機會。
- 在美國，我們偏好相對不受特朗普不確定政策影響的價值股及優質股，亦看好可能受惠於收益率曲線走斜、特朗普政府可能作出溫和的監管變動及減稅的大型銀行股。

經濟增長下行風險及通脹上行風險可能令股票受壓



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、DataStream，截至2025年5月12日。痛苦率=失業率及消費物價指數通脹總計。痛苦率越高，可能代表股票估值越低。

緊張局勢緩和和支持新興市場

YERLAN
SYZDYKOV
環球新興市場部主管

由於聯儲局放寬政策及美元偏軟，新興市場前景正面。美中貿易談判的初步結果比預期理想，市場情緒益發樂觀，但目前仍存在多項憂慮。在90日關稅暫緩期限結束後的政策走向、特朗普難以預測的談判策略，以及美國近期被下調評級等問題，都可能引發市場波動。

中國市場情緒改善，我們正評估情況能否在談判期間持續。同時，由於缺乏大規模的財政刺激措施，我們未有明顯看好中國。我們維持自下而上的策略在新興市場股票和債券中尋找價值。

新興市場債券

- 我們繼續看好硬貨幣及本地貨幣債券，全球通脹持續放緩及新興市場央行減息應會利好後者。此外，目前關稅較低，新興市場應會面對較輕微的通脹壓力，進一步推動本地貨幣債券。具體而言，我們看好巴西、墨西哥及秘魯等拉丁美洲國家。
- 在國家方面，我們對中國債券的立場接近中性，並在持續通脹放緩的環境下看好印度。
- 外匯方面，若特朗普將貨幣重新估值用作談判工具，市場將會繼續波動（例如新台幣的情況）。

新興市場股票

- 貿易緊張局勢暫時緩和，我們略為更加看好亞洲新興市場，而該局面亦改善台灣地區科技行業的前景。儘管我們長遠而言看好印度，但短期而言，印度面對私人資本支出略為疲弱和高市場估值等問題。
- 在新興歐洲、中東及非洲，我們維持整體正面的觀點。由於歐洲普遍增長穩健，因此我們亦看好新興歐洲。
- 在拉丁美洲，我們看好巴西及墨西哥。我們認為區內經濟回升已進入後期階段，但拉丁美洲受美國貿易關稅波動的影響相對較小。

對亞洲的主要觀點

短期緩和。亞洲市場對中美雙方協議降低超高關稅的反應正面，但未能阻止市場改變對美國例外主義的觀點。我們認為此情況可能導致亞洲機構對設立保護措施的需求上升，以抵禦美元偏軟的影響。此外，宏觀不確定性增加可能在短期內窒礙企業的投資決定，但應不會改變亞洲企業重置供應鏈的中期意欲，以應對不斷變化的全球經濟局面。

亞洲固定收益。隨著通脹受控，美元偏軟為亞洲央行開啟減息的大門。我們認為亞洲新興市場政府債券與美國國債之間的息差有進一步收窄的空間，以本地貨幣總回報而言，亞洲債券吸引。企業信貸方面，我們繼續看好作為穩定收益來源的優質投資級別債券，並繼續嚴格挑選高收益債券。

亞洲股票。隨著市場迅速回升，估值再次變得偏高，因此必須嚴格選股。由於預期區內經濟增長將會溫和放緩，我們繼續關注中國、印度及菲律賓的本地市場。投資者應留意被低估的範疇（如印尼的銀行）和增長範疇（如中國人工智能範疇的下游行業，包括軟件、應用程式及雲端服務等）的投資機會。

多元資產

由市場動力主導 重新調整平衡

儘管已避免出現中美出口關稅最壞的情況，但我們認為下半年的貿易政策、增長／通脹及企業盈利仍然存在極大的不確定性。財政赤字及政府債務問題再度引發憂慮。目前，美國經濟及勞工市場表現強勁。**因此，我們在現時由動力帶動的市場內策略性重新調整風險立場。我們亦認為投資者應視之為加強對沖的機會。**

在已發展市場股票方面，由於貿易衝突暫停後市場情緒正面，加上近期大型股盈利理想帶來的支持，我們略為調高對美股的觀點。由於估值吸引，我們亦略為看好美國中型股。另一方面，我們認為市場波動偏高，為選擇性加強保護措施帶來機會，例如我們繼續看好的歐元區。最後，英國成為歐洲分散投資的理想工具。我們透過中國繼續看好新興市場。對於中國科技股及可能受惠於額外流動性及財政支持措施的範疇，我們略為調整立場。

我們維持看好存續期，但更加傾向受赤字增加影響較輕微的範疇。在美國，我們略為看好5年期債券，同時亦看好歐盟核心國家、周邊國家及英國。能源成本下降應會令歐洲的通脹持續放緩，為歐洲央行提供減息空間。我們對日本態度謹慎，認為日圓升值使日本央行面對的情況更加複雜。此外，在息差收益理想的情況下，我們認為新興市場息差具有投資價值。

美元例外主義減弱繼續帶來影響，但走勢未必呈線性。我們看好歐元兌美元及日圓兌美元。整體而言，我們看好黃金，並更加認為需要對歐洲股票設立保護措施。

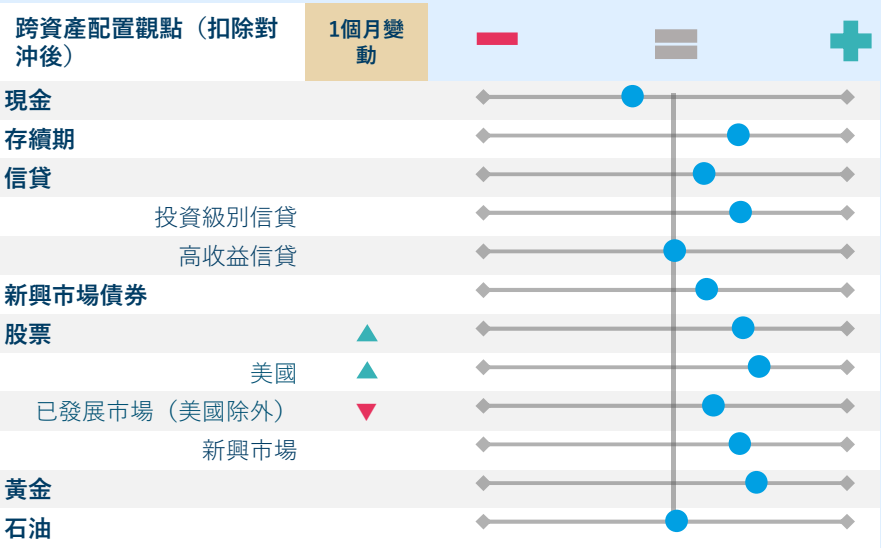
作者

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

「我們認為高風險資產近期回升，為投資者帶來機會加強保護措施，並策略性調整對市場更具抗跌力範疇的立場。」

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30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5月22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5月22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