

2024年12月

特朗普當選後，通脹成為焦點

在過去數月，穩定的美國經濟、對特朗普勝選的預期和實際結果、近期任命的官員和通脹風險一直左右名義及實際收益率，但由於市場認為特朗普的政策將利好美國經濟，然而全球其他地區（即歐洲及部分亞洲國家）將會受影響，美國股市及美元上揚。儘管我們認同美國的政策將會波及歐洲資產及新興市場，但實際影響將會取決於具體的措施及對策。我們認為以下因素將會成為推動市場的主要動力：

- **美國政策**（例如減稅及放寬規管）對消費的財政影響未明。有跡象顯示，此因素會在短期（2025年）內利好經濟增長，但會在2026年對經濟增長造成壓力。然而，對財政赤字高企及債務的憂慮可能使債券收益率進一步受壓。
- **聯儲局試圖解決最後階段的通脹，但正面對艱難局面。**有關移民控制（和隨之而來的薪酬壓力）及進口關稅的政策可能帶來通脹上行的風險，因此聯儲局將會更加依賴數據驅動政策，放寬政策的幅度可能低於目前的預期，從而影響歐洲央行及其他央行的舉措。
- **歐盟既要平衡財政管治規則，同時增加投資以提高生產力、提升競爭力及改善國防，面對多重挑戰。**因此，德國大選後實行「債務剎車」（Schuldenbremse）、法國及意大利等國家的財政政策變得更加重要。
- **中國意識到與特朗普談判的挑戰性。**中國將會對美國作出相應的回應，可能採取的對策包括財政刺激措施、管制關鍵礦產的出口及貶值人民幣。

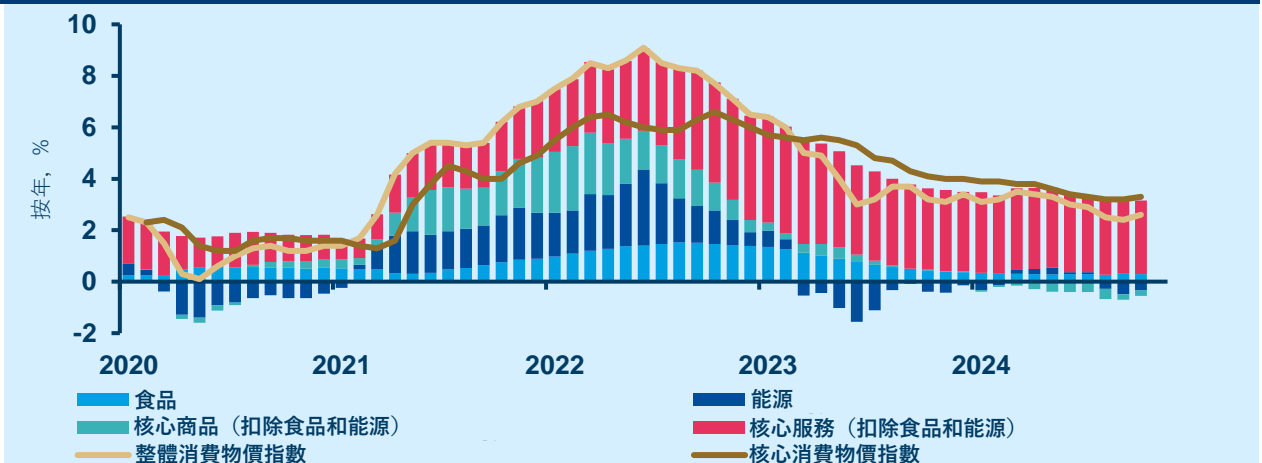


VINCENT
MORTIER
集團首席投資總監



MONICA
DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管

美國的通脹應會持續放緩，但關稅及移民政策帶來上行風險



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博。最新可用數據截至2024年10月底。

由於通脹率或會上升，加上各國央行放寬政策的幅度低於預期，債券收益率可能上升，從而對目前估值已偏高的高風險資產造成阻力。此情況會支持市場繼續輪換至價格更吸引人的範疇。因此，我們致力謹慎地平衡市場基礎因素、估值與對政策的預期。

- **跨資產：**我們透過看好美國中型股，調高對美國股票的展望。美國股票應會受惠於增長動力、潛在的放寬規管及有利的稅收政策所帶動的樂觀情緒。我們亦繼續略為看好英國及日本。在固定收益方面，我們仍然看好美國及歐洲存續期，並調高對收益率曲線走斜的預期。我們認為黃金仍有望提高投資組合的穩定性。此外，若美國通脹率意外地上升，投資者應考慮維持對股票及存續期的防禦性配置。
- **需特別關注存續期的細分機會，並考慮收益率的波動性。**我們對美國存續期的立場接近中性，並認為收益率曲線的中段具有投資價值。然而，我們將核心歐洲存續期的觀點策略性地調至中性，認為政治不確定性會在短期內持續。我們繼續偏好美國的優質信貸，而在證券化信貸方面，則偏好商業房地產的優質AAA級債券。於歐盟信貸方面，我們的立場維持不變。
- **儘管實際收益率上升，但美國股市仍然上升，反映市場的預期較高。投資者應留意估值過高的股票以外的選擇。**對經濟增長的實際影響將會取決於特朗普實施政策的程度。與其透過價格高昂的大型股把握源自市場樂觀情緒的機會，我們更傾向選擇估值較佳的範疇，例如標普等權重指數、價值股及優質股。在歐洲，由於本地需求疲弱及國際貿易的不確定性，選股將更顯重要。
- **新興市場出現許多欠關聯性的自下而上主題，但美國利率構成風險。**因此，我們繼續保持警惕及審慎選債，並偏好土耳其及南非等國家的本地貨幣債券。我們看好硬貨幣債券及企業信貸。在股票方面，我們略為降低看好巴西的程度，但仍然看好印尼及印度。

美國經濟穩定及聯儲局減息對高風險資產略為有利，我們更傾向投資於盈利走勢良好及估值較為理想的範疇。

整體承險意欲

避險

承險

我們繼續看好高風險資產，同時亦密切留意美國的實際決策（而非言論）會如何影響全球市場。

與上月比較變動

- **多元資產：**為了把握市場樂觀情緒帶來的機會，我們現在看好美國中型股，亦上調對收益率曲線走斜的觀點，並認為歐洲的收益率曲線比美國可取。
- **固定收益：**策略性調低核心歐洲的存續期至中性。

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，反映全球投資委員會於**2024年11月20日**發表的每月觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場和經濟環境的變化。

三大熱門問題

1 特朗普宣佈的政策可能會對美國經濟及聯儲局的政策路向帶來甚麼影響？

預期減稅、放寬規管及財政赤字擴大可能令2025年美國經濟保持穩定增長及通脹率上升。關稅可能會令通脹率上升0.5個百分點，但完全抵銷減稅影響的機會較微。實施關稅的次序及時間將會是評估其經濟影響的關鍵。控制移民的政策亦可能刺激通脹，並可能阻礙聯儲局實現通脹目標。高於預期的通脹率可能令聯儲局的態度轉趨強硬，而關稅或會阻礙2026年的經濟增長。總括而言，聯儲局可能需要重新評估其減息路徑。我們預計在2025年第二季，10年期美國國庫債券收益率將達4.30%。

投資影響

- 尋求能對抗通脹的保護措施及支持美國收益率曲線走斜的策略

2 預期中國會如何應對美國的關稅政策？

我們預計可能會出現三種情況：i) 預計在2025年3月增加財政刺激措施，可能相當於國內生產總值的2%，以抵銷美國徵收關稅對中國經濟的影響；ii) 對與電子行業有重要關聯的稀有礦產實施出口管制；iii) 人民幣一次性貶值，特別是在美國關稅極為嚴苛的情況下。不過，這並非中國作出報復的首選方案，而是應會先採取財政及針對性的報復行動。若特朗普在第二個任期內分階段提高關稅，中國可能會謹慎地應對，並透過調整出口路線權衡與其他發展中國家的關係。

投資影響

- 在中國，我們認為股票比債券可取。儘管美國大選結果已定，但市場氣氛仍然樂觀，惟投資者需要審慎選股。

3 美國大選會對美元產生甚麼影響？

我們認為有三個主要渠道可能在短期內帶動美元走強，並加劇外匯波動：i) 隨著全球貿易下降，以出口為主的經濟體所受的影響應會比以內需為主的美國更嚴重；ii) 中國的過剩產能可能會導致歐洲通脹進一步放緩，加劇市場對歐洲央行與聯儲局政策分歧的憂慮，繼而支持美元；iii) 政策組合可能導致美國通脹率上升，從而令聯儲局行動的不確定性增加。然而，提高關稅或會削弱美國經濟，導致美元在2025年下跌。

投資影響

- 短期內看好美元，預計歐元兌美元不會達到平價。

若財政政策變得過分擴張，並為聯儲局的通脹目標帶來阻力，處於寬鬆模式的聯儲局可能被迫重新評估減息的步伐和時間。

多元資產

作者

分散投資於吸引的範疇

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

特朗普在美國大選中取得壓倒性勝利，有利美國的短期經濟增長，並應會繼續帶動市場的興趣。在聯儲局減息之際，此情況應會略為利好高風險資產。不過，我們希望透過估值吸引的股票範疇從中受惠。值得注意的是，潛在提振美國資產的相同因素（增長、高赤字等），亦可能對美國收益率帶來上行壓力，並於收益率曲線走斜時創造投資機會。此外，源自美國及全球其他地區的任何保護主義傾向也可能為市場帶來阻力。因此，在不斷變化的經濟環境下，我們傾向保持分散投資的立場。

我們透過美國、日本及英國看好股票。在美國方面，我們已策略性上調觀點，轉為看好中型股，因為中型股更能受惠於新任政府較著重本地的政策。此舉亦讓我們調整現有的股票觀點並分散投資。在新興市場，由於中國的估值及預計中國政府可能會維持支持政策，我們目前保持樂觀。

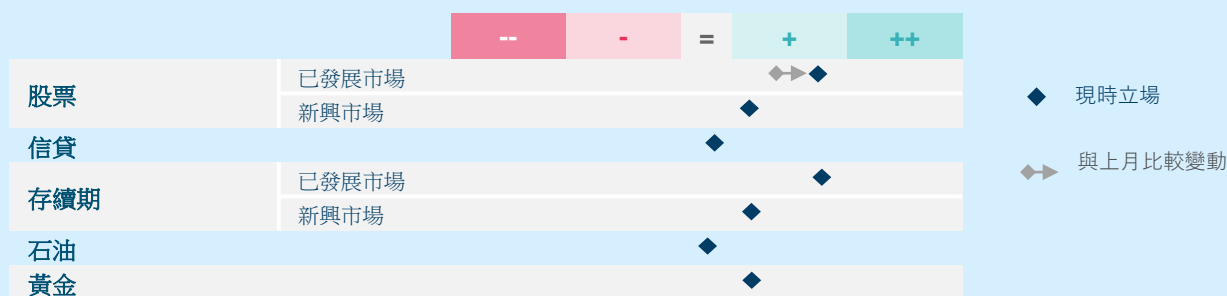
在固定收益方面，我們認為美國收益率曲線的長期部分或會隨經濟增長、赤字及通脹的憂慮而上升。因此，儘管我們整體上仍然看好美國存續期，但對美國30年期債券持謹慎態度，同時看好歐元五年期債券。在歐洲，經濟增長前景更加低迷，通脹持續下降，因此我們仍然略為看好區內的存續期。我們亦認為意大利國債比德國國債可取，並看好英國國債。在亞洲，我們認為日本的收益率可能上升，對政府債券造成下行壓力。

另一方面，鑑於與美國的利率差異，我們認為歐盟投資級別及新興市場債券（特別是本地貨幣債券）具有投資價值。但我們對美國潛在的國際貿易政策帶來的風險保持警惕。外匯方面，我們認為美元可能在短期內繼續走強，尤其是兌匯率高企的瑞士法郎，而我們對瑞士法郎兌日圓的匯率亦持審慎態度。另外，我們看好印度盧比及巴西雷亞爾。

最後，我們以黃金作為維持投資組合穩定性的重要支柱，相信黃金很可能會在中期內保持強勁。投資者亦應維持股票及存續期對沖，以抵禦任何通脹風險。

我們了解到美國股票有限的上行潛力，但亦留意到能策略性受惠於樂觀市場情緒的範疇。

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11月20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(+/-)和信心強度(+++/+++). 有關評估或會更改，並包含對沖成份的影響。

固定收益

對存續期保持策略性觀點及留意細分部分

有關特朗普勝選的交易導致債券收益率急升，而當稅收、國際貿易及移民等範疇的政策真正落實時，應會觸發下一輪升勢。市場一直爭論這些因素推動收益率曲線的長年期部分上升的程度，但我們仍然認為曲線中段具有投資價值。最近收益率下降，反映市場對財政政策的觀點能夠迅速改變。在歐洲，個別國家的政治不確定性可能影響收益率及歐洲央行對利率的立場，而隨後引發的波動性亦提示投資者必須識別能提供既吸引又不具風險的收益率及穩定性的地區及收益率曲線部分，同時留意能夠提供長期回報的企業信貸及新興市場債券。

全球及歐洲固定收益

- 我們對存續期的取態中性，但亦考慮到不同國家及地區的趨勢，因此對收益率曲線不同存續期部分的立場也有所不同。我們對歐洲存續期的取態略為降至中性，同時看好英國，但對日本取態審慎。
- 我們仍然認為歐洲及美國的收益率曲線將會走斜（30年期至5年期）。
- 我們繼續偏好銀行及保險行業的投資級別債券，但審慎挑選高收益債券，並偏好非週期性債券。

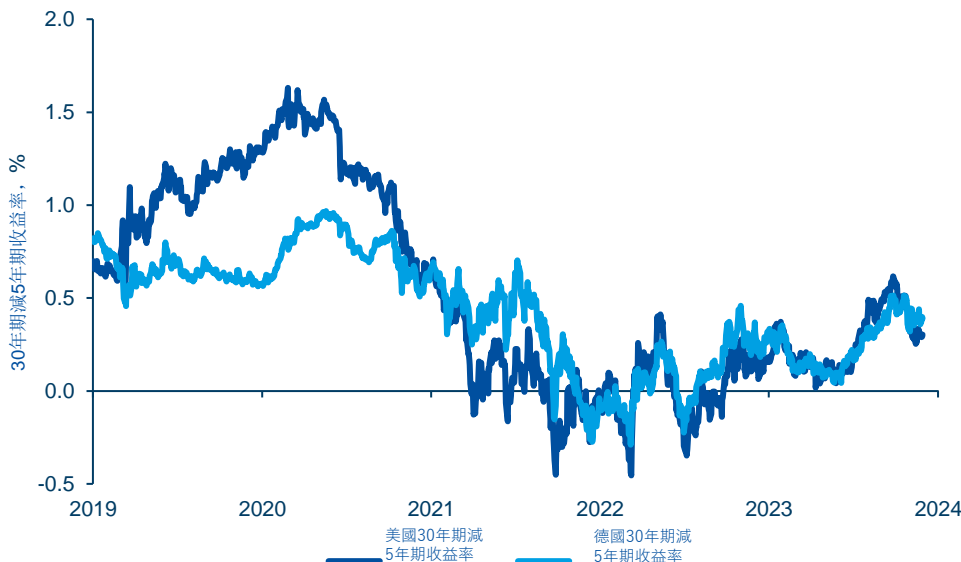
美國固定收益

- 我們對美國國庫債券保持靈活取態。我們目前保持中性，但收益率大幅上升將會增加看好存續期的理據。投資者必須識別收益率曲線中最具投資價值的部分。長年期部分或會受赤字及潛在通脹影響。
- 在高實際利率的環境下，美國國庫抗通脹債券吸引。
- 在證券化信貸方面，優質的商業房地產具備投資機會，我們亦看好機構按揭抵押債券。

新興市場債券

- 特朗普當選後，我們評估其政策及聯儲局收緊放寬政策的程度（相比之前預期）會如何影響新興市場債券。
- 我們的策略重於識別相關性較低的主題。土耳其及南非等國家的本地貨幣債券具有投資潛力。在拉丁美洲，我們加緊留意墨西哥等出現大幅拋售的地區。
- 我們看好硬貨幣債券及企業信貸，特別是估值理想及息差收益吸引的高收益債券。

面對赤字及通脹風險，收益率曲線將會繼續走斜



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2024年11月29日。數值高於0表示收益率曲線走斜，低於0表示收益率曲線倒掛。

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

挑選美國超大型股以外的股票

市場價格已迅速反映美國短期名義經濟增長的觀點，但由於是次圍繞特朗普當選而進行的交易背景與2016年不同，我們對此預期存疑。當特朗普首次當選總統時，美國股票的估值、財政赤字及公共債務亦低於目前水平。然而，這次聯儲局已展開寬鬆政策，但若通脹出現波動，聯儲局的方針可能會備受考驗。因此，我們認為股票有上行空間，但投資者進行輪換時會偏好價格較相宜及盈利穩定的範疇。在中小型股、歐洲、日本及新興市場，我們認為具備定價能力及財務實力穩健的個別企業帶來投資機會。

歐洲股票

- 儘管市場憂慮特朗普的強硬政策立場，但我們認為在企業基礎因素的推動下，仍有大量投資機會。
- 企業的定價能力成為關鍵，現在不宜就財務實力作出妥協。
- 在歐洲，我們更加看好必需消費品及健康護理行業。
- 另一方面，我們現在對科技及工業行業更加謹慎。

美國及環球股票

- 我們認同財政政策可以在短期內提振股市，但卻不同意利用此趨勢的方式，亦即選擇估值吸引及價格尚未反映營運效率的範疇。
- 重要的是，若因為通脹或赤字問題而導致國庫債券收益率顯著上升，估值將會受到影響。
- 我們避免選擇超大型股，但看好價值股及優質股。我們仍然預計市場焦點將會逐步移向市值較低的股票。

新興市場股票

- 我們維持對中國的中性取態，若特朗普全面開徵關稅，中央政府可能會推出財政措施支持出口商。
- 在全球新興市場股票方面，我們留意印度等相對不受地緣政治競爭影響的市場。由於結構性趨勢，我們看好印尼，但對南韓的取態卻下調至中性。
- 巴西及墨西哥較吸引，但我們密切留意財政風險及《美墨加協定》重新談判可能引發的波動。

超大型股以外的美國股票投資機會



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，2024年11月15日。

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

觀點

東方匯理對各資產類別的觀點

本月重點

- **投資者** 評估美國大選的整體影響。由於特朗普實施政策的速度及範圍仍然未明，我們認為波動性仍然劇烈，特別是在固定收益範疇。
- **歐洲核心存續期**：隨著我們評估區內的政治局勢，我們對歐洲核心存續期的立場調低至中性。

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

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11月20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