

2025年2月

市場情緒：對通脹憂慮與樂觀之間的拉鋸

特朗普2.0時代已經來到，市場對通脹數據變得極為敏感，此趨勢可能會在未來數月持續。對通脹的敏感度上升亦令股票／債券的相關性轉為正面。市場目前受到兩項對立的因素影響：特朗普經濟學的前景將鞏固美國例外主義的觀點，但另一方面徵收關稅則為全球供應鏈和通脹趨勢帶來不確定性。由於這兩種推動力之間的拉鋸將會令波動性居高不下，投資者應留意：

- **面對美國財政政策、關稅和人工智能等因素，企業的盈利走勢。**雖然財政寬鬆和放寬規管可能會暫時提高本地生產總值，但關稅及減少移民配額的不利影響可能會令今年底的經濟表現受壓。關稅亦會影響企業盈利，可能令下半年出現修訂，而短期的焦點將會是中國最近發佈的低成本人工智能模型 DeepSeek（深度求索）對全球參與者的影響。
- **央行行動不同步。**聯儲局暫停減息，若通脹數據持續下行，可能會在2025年稍後才減息。在歐洲，預計歐洲央行和英國央行均會提前減息，而日本央行則會繼續加息。
- **美元波動、油價上升及中國的經濟刺激措施成為新興市場的重要主題。**在地緣政治風險高企和特朗普實施關稅的預期下，不確定性仍然甚高。

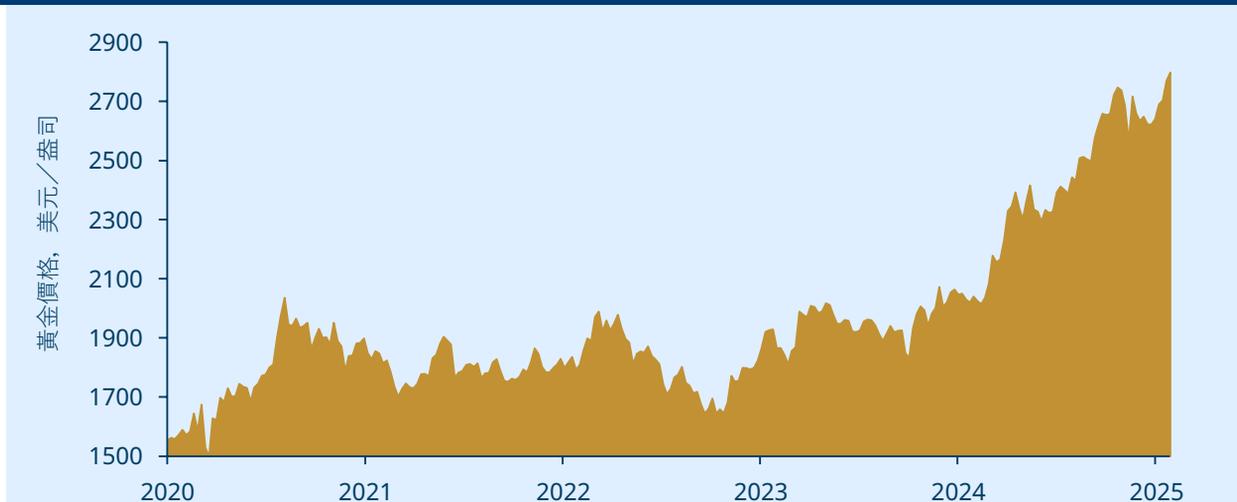


VINCENT MORTIER
集團首席投資總監



MONICA DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管

全球不確定性推動黃金價格創新高



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年1月31日。

從投資角度而言，此環境仍然略為支持高風險資產，因為經濟增長前景穩定、央行的政策寬鬆及流動性充裕。

- **在固定收益方面，由於收益率持續波動，應主動管理存續期，並採取策略性觀點。**目前全球的收益率水平歷史性地吸引，因此我們略為提高對存續期的觀點，特別是歐洲。在美國，雖然利率吸引，但我們預計利率會大幅波動，因此就風險回報而言，我們偏好收益率曲線的中段部分。我們仍然看好全球投資級別債券，並一直在主要市場尋找投資機會。整體而言，我們繼續看好投資級別債券多於高收益債券，亦看好金融股多於工業股。我們也看好估值更吸引的槓桿貸款等高收益另類投資。
- **我們整體看好股票，並致力於全球分散投資，以把握升勢擴大帶來的機會。**在美國，我們偏好等權重指數多於被高估的市值加權指數。我們看好金融及原料股，並留意可能受惠於特朗普政策但其股價尚未反映此因素的公司，以及估值合理的防禦性股票。歐洲方面，鑑於減息及通脹緩和的預期因素，我們認為價格領先的防禦性必需消費品及健康護理股，以及資產負債表強勁、對利率變化敏感度較低的優質銀行亦具有投資潛力。
- **新興市場仍需審慎選股。**由於特朗普政策的不確定性，我們對全球新興市場股票維持中性取態。債券方面，新興市場高收益債券的前景理想。整體而言，我們看好個別國家的當地利率，這些國家的名義及實際收益率高，且受美國新政府政策影響較少。我們尋找高收益債券的個別投資機會，由於市場大致已消化新發行債券，預計息差不會明顯擴大。
- **就資產配置而言，高風險資產的理想環境促使我們仍然略為看好全球股票的風險。**我們亦更加看好歐元投資級別信貸，而對新興市場債券的立場則轉為中性。我們認為由於估值偏高，投資者應繼續於美國市場設立股票對沖，並利用黃金分散投資，以更全面應對地緣政治及通脹風險引發的潛在波動。

從特朗普的關稅政策以至DeepSeek對人工智能的影響，不確定性的陰霾令我們留意全球股票的投資機會，透過黃金分散風險及對存續期維持策略性立場。

整體承險意欲

避險

承險

整體風險立場仍然略為看好。我們認為投資者應偏好投資級別信貸及股票，並透過股票對沖及黃金保持平衡。

與上月比較變動

- 固定收益：我們更看好存續期，特別是歐洲。
- 跨資產：我們更看好歐元投資級別信貸，對新興市場本地債券的觀點從看好轉為中性，並更加留意股票對沖和黃金。

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

你對2025年美國經濟的展望如何？

我們預測2025年美國本地生產總值增長約為2%*。謹慎起見，我們應考慮特朗普的部分政策意圖，例如從2025年上半年開始徵收關稅，對所有進口商品徵收10%的關稅，並將中國的關稅上調至60%，預計將會影響2025年下半年至2026年上半年的經濟增長。我們亦預料收益率會上升，將會影響實體經濟，包括消費、房屋和投資。雖然銀行和能源行業放寬規管及增加人工智能的投資可能會略為減輕投資壓力，但特朗普對《降低通脹法案》的立場仍然存在變數。整體而言，上述因素的淨效應很可能會不利經濟增長。移民政策對勞工供應至關重要，將會影響薪酬增長及通脹，預計2025年的通脹率約為2.5%。

投資影響

- 傾向對美國股票持中性立場。
- 短期看好美元，中期美元偏軟。

你對已發展市場央行有何看法？

聯儲局面對不確定的前景，預期財政赤字高企，而勞工供應可能受到衝擊，將會令通脹前景受壓。我們預計央行今年將會減息三次（年底的聯邦基金利率目標上限為3.75%）。隨著美國即將實施關稅政策，為經濟前景增添憂慮，歐洲央行面對的不確定性則較少。因此，政策利率應會穩定下降。我們預計2025年將會減息五次，每次25個基點，2025年中的政策利率將為1.75%。英國的通脹放緩速度緩慢，加上政府面對嚴謹的財政限制，意味著經濟增長可能比預期疲弱。因此，英國央行應會最少減息四次，預料年底前的銀行利率為3.75%。日本央行在1月加息25個基點至0.5%，預計今年將會再次加息25個基點。

投資影響

- 美國收益率曲線斜度增加，5至30年期部分更加陡峭。
- 策略性管理存續期，同時增持整體存續期。

美國收益率上升對違約率有何潛在影響？

由於特朗普的政策可能會導致赤字增加及通脹預期上升，若經濟增長進一步減弱，美國國庫債券收益率可能會觸及5%至5.25%的範圍。雖然較高的利息成本未必會對違約率造成重大影響，但經濟增長減慢及現金流疲弱可能會導致違約率上升，特別是CCC評級的發行人，即使增長趨勢相對溫和，但這些發行人未計利息、稅項、折舊及攤銷前的利潤(EBITDA)在過去幾年均持續下降。

投資影響

- 看好投資級別信貸
- 對高收益債券取態中性

聯儲局面對不確定的前景，預期財政赤字高企，勞工供應可能受衝擊，對通脹前景構成壓力。

**MONICA
DEFEND**

東方匯理資產管理
投資研究院主管



* 2%是對美國政策轉變的初步假設結果，在撰文時尚未知悉具體的政策變動。

多元資產

作者

承接風險，善用對沖及黃金

我們仍然預料整體經濟前景理想。已發展國家的經濟發展步伐各異，而中國也會刺激經濟，務求減輕結構性下行趨勢和關稅的風險。美國方面，經濟增長逐漸回復正常，但特朗普政策在多方面帶來不確定性，包括限制性移民政策導致勞工供應短缺的風險、關稅及財政政策。在歐元區，預期會出現溫和及多樣化的復甦，以及與關稅有關的下行風險。總括而言，經濟前景溫和但充滿變數，令我們繼續看好高風險資產。同時，我們也認為投資者應增加股票的對沖，並看好黃金，以進一步分散投資。

因此，我們仍然**看好全球股票**，並認為必須按地區及類型分散投資。美國的增長機會較為明顯，而日本和英國則提供更多以價值為主的投資。歐元區仍然面對重大挑戰，但大部分風險已經反映在估值中，與美國相比，歐元區估值仍然吸引。**我們對新興市場股票的取態仍然接近中性**，由於中國估值吸引，而且預期會推出支持政策，我們目前對中國保持審慎樂觀。

在固定收益方面，我們仍然**看好兩年期美國國庫債券**，並維持5至30年期美國國庫債券收益率曲線將會走斜的觀點。我們仍然看好歐盟及英國利率，對日本國債則保持謹慎。我們亦繼續看好意大利國債多於德國國債。在信貸方面，由於需求強勁及基礎因素穩健，我們**更加看好歐洲投資級別信貸**。**在新興市場債務方面**，由於通脹放緩的步伐減慢及新興市場央行減息的能力減弱，我們的**立場轉為中性**，而對硬貨幣債券則維持中性取態。

我們透過貨幣主動分散整體配置，仍然偏好美元兌瑞士法郎及日圓兌瑞士法郎。由於歐元區疲弱及歐洲央行的立場溫和，我們對貿易加權的歐元持謹慎態度。在新興市場方面，我們仍然看好巴西雷亞爾，但不再看好印度盧比。

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

「現在是大幅度分散投資的時機：注意地區、類型、並增持黃金，以及透過債券把握地區及收益率曲線的投資機會。」

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

特朗普再度執政，債券將會成為推動收入的主要引擎

踏入2025年，特朗普再度執政後推行的政策可能會與目前的市場預期有所不同。通脹將會是評估聯儲局政策方向的關鍵因素，除非出現重大的增長衝擊，否則特朗普的政策可能會限制聯儲局未來放寬政策的幅度。在目前的水平，**全球固定收益市場提供吸引的收益率**，能夠緩衝宏觀經濟及貨幣政策的不確定性，**因而成為吸引的收入來源及投資組合多樣化的工具**。全球投資者亦應留意**歐洲**的投資機會，因為投資者能更清楚了解歐洲央行的方向，同時關注**新興市場硬貨幣債券**。儘管必須審慎選擇國家，但在吸引的絕對收益率支持下，新興市場硬貨幣債券的前景仍然樂觀。

全球及歐洲固定收益

- **我們提高對存續期的立場**，目前看好歐洲和英國，兩地的央行仍然較為溫和。我們**略為看好美國存續期，但對日圓保持謹慎**。
- 我們**看好信貸**，並根據市況及新債機會策略性調整立場。我們偏好歐元金融及次級債券，亦認為投資級別債券比高收益債券可取（偏好非週期性債券，並對CCC級債券保持審慎）。
- 外匯方面，我們看好美元及日圓，對英鎊取態中性，對歐元態度謹慎。

美國固定收益

- 我們對存續期保持策略性觀點，並繼續偏好曲線中段提供合理風險回報的部分。
- 在**信貸**方面，在估值偏高的環境下，我們偏好更優質的信貸，**看好金融信貸多於工業信貸**，並轉為持有**更短期的債券**。
- 我們看好**高收益另類投資**（證券化／結構性信貸、保險相連證券），因其估值更吸引。

新興市場債券

- 我們對存續期維持中性立場，傾向在市場拋售時增持存續期。
- 我們**仍然看好新興市場硬貨幣債券的前景**，但繼續謹慎選債。
- 我們偏好個別新興市場的本地利率，有關國家提供高名義及實際收益率，且較少受特朗普新政策影響。
- 我們**仍然看好高收益信貸**，預期息差不會大幅擴大。我們留意**受潛在制裁／關稅影響輕微的行業**。

債券市場收益率普遍吸引



作者

AMAURY D'ORSAY

固定收益部主管

YERLAN SYZDYKOV

環球新興市場部主管

MARCO PIRODINI

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，截至2025年1月31日。綜合指數來自彭博，新興市場債券指數為摩根大通新興市場債券指數全球多元混合收益率。收益率指最差收益率。

股票

市場輪換有利歐洲及美國股票(超大型股除外)

利率不確定性及最近推出的DeepSeek導致近期波動，繼續支持升勢持續擴大，特別是歐洲股票及科技以外的行業。高估值減低市場對股票表現失望的可能性，但預期政府下調企業稅率和放寬監管，應會有利美國國內股票及在美國擁有重要業務的全球企業。目前各界也聚焦於盈利季度，企業盈利業績可能進一步支持近期的輪換走勢。在此環境下，我們繼續留意在歐洲、美國大型股（超大型股除外）及金融股的投資機會，並暫時對新興市場較為審慎。

歐洲股票

- 市場升勢擴大惠及歐洲股票。目前市場將會留意盈利走勢及特朗普政策的潛在影響。
- 行業方面，我們看好**必需消費品及健康護理行業**。我們透過沽售部分防禦性股票獲利，並在奢侈品行業尋找機會。我們對**科技及工業行業態度審慎**。在金融行業方面，我們看好優質歐洲銀行股。

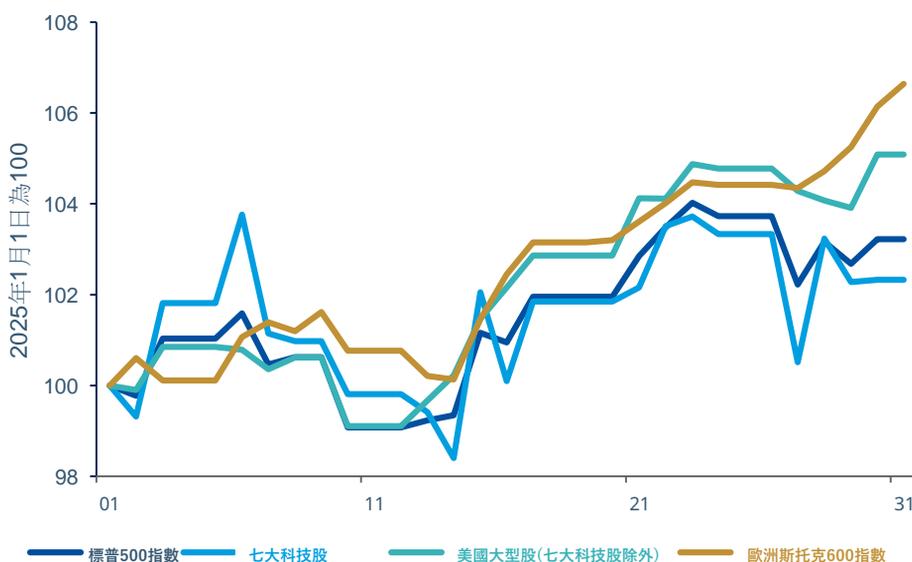
美國及環球股票

- 由於超大型股的估值甚高，面對承險意欲可能逆轉的風險，如同DeepSeek推出時的情況，因此**仍然需要轉離超大型股**。
- 我們留意**受惠於特朗普政策的企業**，並尋找估值合理的**防禦性股票**。
- 我們看好**原料及金融股**，特別是結構性表現領先及能夠受惠於更高收益率曲線和較低稅率的銀行。我們對科技及消費品股態度審慎。

新興市場股票

- 在特朗普上任前，由於地緣政治風險高企，我們對**新興市場股票更加審慎**。然而，我們認同估值吸引，未來可能帶來入市時機。
- 地區方面，我們看好**阿聯酋、印尼、馬來西亞及希臘**，並對台灣地區及沙特阿拉伯保持謹慎。
- 行業方面，我們看好**房地產、必需消費品及通訊服務行業**，並對原料行業持謹慎態度。

一月市場輪換趨勢更強勁



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年1月31日。

作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
環球新興市場部主管

MARCO PIRODINI
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

- **新興市場股票** 在特朗普上任前，我們對環球新興市場股票變得更加謹慎。我們繼續留意特朗普再度執政後的事態發展，並預計宏觀及地緣政治因素將會令第一季出現高度的不確定性。我們保留現金，以把握未來更理想的投資機會。印度仍然是我們看好的長期主題。

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	▲					◆	美國高收益債券			◆			
英國	▲					◆	歐洲投資級別債券						◆
日本			◆				歐洲高收益債券						◆
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2025年1月24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。

▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

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 NIALI
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