

2025年1月

特朗普就职前，市场表面呈现“恰到好处”的经济增长

在2024年，经济、企业盈利和政治环境方面的任何利好消息都会让市场欢呼，但偶尔也会令市场感到意外。展望未来，市场将会受到盈余惯性、美国经济增长放缓、劳动力市场重整但不会急剧转差等因素驱动。另一方面，美联储态度小幅转强硬，特朗普的贸易主张和国际社会的反应或将引发市场波动。美国以外，欧洲的经济增长和决策，以及中国大陆应对国内问题的措施将会左右市场。

具体而言，我们认为全球经济将会主要受以下因素驱动：

- **美国经济增长平稳，但持续下滑，受到特朗普政策的不确定性影响。**近期数据反映经济基本面改善，但总体增长趋势不变。
- **欧洲难以维持经济增长。**政府（法国和德国）试图整顿财政，为增长前景蒙上阴霾。德国或将放宽“债务刹车”规定，将按部就班地推行相关措施，有关的经济影响或将在2026年出现。
- **美联储政策前景具有不确定性，预计欧洲央行会因通胀加快回落而采取更温和的立场。**我们已经把欧洲央行于2025年7月的终端利率预测下调50个基点至1.75%。美联储当前已强硬降息，意味着央行正密切留意通胀情况。
- **中国大陆公布的政策展现高度决心。**尽管政策重点围绕着提高财政赤字和提振内需，但我们希望政府公布实现目标的具体细节。



VINCENT
MORTIER

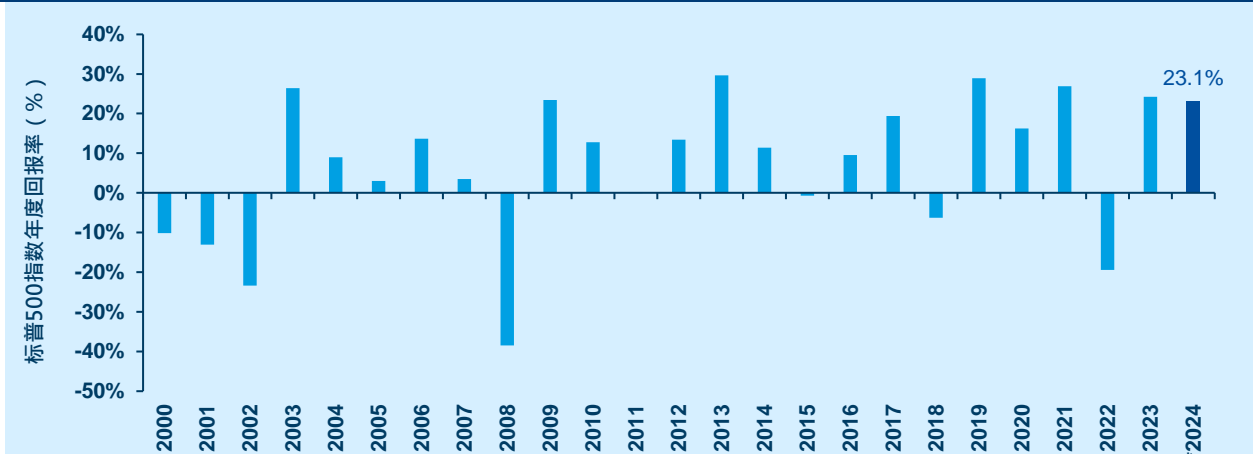
集团首席投资总监



MONICA
DEFEND

东方汇理资产管理
投资研究院主管

美股：2024年表现强劲，2025年表现取决于政策组合和其对增长的影响



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博。*2024年数据为年初至2024年12月18日的数据。

我们认为市场当前流动性充足，信贷环境稳健，利润环境合理。鉴于估值和盈利修正风险，我们没有大幅上调风险评级，而是保持略为看好的观点，详列如下：

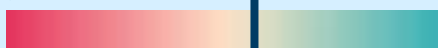
- **迈入2025年，就跨资产适度承受风险，并采取避险措施。**美国和欧洲经济合理增长，通胀逐步减缓，为风险资产提供有利环境。我们着重看好美国股票，同时转为看好欧洲股票，保持略为看好英国和日本。另外，我们持续在新兴市场债券市场寻找投资机会，特别是捷克共和国、南非和印度尼西亚。为了平衡整体承险配置，我们继续倾向看好久期，作为增长前景可能转差的避险措施。我们也为股票增设避险措施，并继续以黄金分散风险。
- **固定收益资产类别将会更受财政和货币政策的不确定性影响**，因此我们对美国和欧洲久期采取战略性观点，并持续在收益率曲线预期走陡的情况下发掘投资机会。我们看好英国，但正密切留意近期的强劲通胀和工资增长数据，并对日本债券保持审慎。在信贷市场，我们仍看好投资级别债券，特别是估值更具吸引力的欧洲，但对美国高收益债券持谨慎态度。
- **股票方面，集中风险仍是首要关注点，投资者必需分散投资。**在美国，我们对超大盘股保持谨慎，并在市值较低的企业中寻找投资机会，物色有望受益于工业需求和经济增长回暖、但估值相对偏低的企业。我们也认为随着经济活动回升，美国价值股和周期性股票的涨势将扩大。在欧洲，较更易受降息影响的银行，我们更看好利率敏感度较低、资本缓冲能力较强的银行。
- **美元走强和地缘政治风险上升将会引发新兴市场波动，但其增长潜力可观，各国央行也持谨慎立场。**我们致力于在债券和股票市场自下而上寻找受国内消费主题驱动、表现平稳的企业。

考虑到盈利修正、增长疲弱、通胀强于预期与地缘政治等可能影响市场情绪的风险，投资者必需在看好股票的同时，配置充足的避险资产以对冲风险。

总体承险意欲

避险

承险



在总体温和的增长环境下，我们略为更加看好风险，但仍然偏好优质资产，并通过股票避险措施平衡风险立场。

与上月比较变动

- 多元资产：上调对发达市场股票的评级。
- 多元资产：增加对美国股票的保护措施。

总体承险意欲是不同投资平台和全球投资委员会共同对风险资产（信贷、股票、大宗商品）持有的质化观点，反映全球投资委员会于2024年12月18日发表的每月观点。我们的观点或会调整，以反映市场和经济环境的变化。

三大热门问题

1

你是否有调整对欧洲央行的预期？具体原因是？

我们把对欧洲央行于2025年7月的终端利率预测下调50个基点至1.75%，原因为：i) 通胀减慢的速度比欧洲央行的预期更快（目前总体消费物价指数按年增长2.2%，而欧洲央行预期按年增长2.6%；目前核心消费物价指数为2.7%，而预期为2.9%）；ii) 采购经理人指数远逊预期，服务板块增长减慢；以及 iii) 2025年财政政策加推刺激措施的可能性不大。我们预计主要风险来自特朗普全面落实关税政策。根据我们的估计，10%至20%的关税应该会使全年增长至少下跌0.2%，对通胀的短期影响则十分轻微。在此情况下，欧洲央行可能把利率下调至中性水平以下。

投资影响

- 我们把2025年第二季欧元兑美元的预测汇价从1.13下调至1.08，而2025年第四季的预测则从1.16下调至1.11。

2

你对美联储12月降息有何看法？

在12月的议息会议上，美联储一如预期降息25个基点，但总体语调仍然强硬。美联储目前预计通胀要到2026年才能达标，并表示目前的政策利率比早前预期更加接近中性水平。尽管美联储没有明确考虑新政府可能带来的政策变动，但风险评估显示央行已计及更不确定的前景。高利率应该会维持更长时间，2025年联邦基金利率的预测中位数已从9月的3.4%上调至3.9%。

投资影响

- 由于新政府的政策和其影响仍是未知数，必须灵活管理不同久期的美国国债投资。

3

你认为美国若征收关税会对不同国家带来什么影响？

一旦美国实施关税，各国将受到不同类型的冲击。欧元区高度倚赖出口，各国情况各异，但平均占国内生产总值约50%。中国大陆或受重创，为抵销美国关税可能造成的影响，中国大陆在近期举行的经济会议上奠定了2025年促经济增长、刺激消费的基调，并可能增加财政支出，主要用于振兴国内消费。有关详情将于3月的全国人民代表大会上公布。

投资影响

- 我们对中国股票持接近中性的观点，但鉴于局势多变，观点或会改变。在信贷方面，我们看好投资级别债券多于高收益债券。

中国大陆的领导层应该以务实的态度应对美国可能实施的关税，重点增加财政支出以振兴个人消费，并解决房地产板块的问题。

多元资产

作者

持续看好，但需采取适当的保护措施

FRANCESCO SANDRINI

多元资产策略部主管

JOHN O'TOOLE

多元资产投资方案部主管

在美国经济温和增长和欧洲经济复苏的背景下，2025年全球前景或将保持良好。通胀缓和或将支持区内消费，但货币、财政和国际贸易政策可能会为前景蒙上阴霾。例如，美联储目前对降息持谨慎态度，对通胀保持警惕。特朗普的贸易政策和欧洲的对策也需要更加明确。在此以前，我们认为投资者应该考虑维持保护措施和其他稳定来源，同时寻求把握市场情绪、估值具吸引力的领域和稳定的美国经济带来的机会。

我们通过上调对美国的立场，并转为看好欧洲，从而加强对发达市场股票的观点。经济实力和新政府的政策，以及受全球需求疲弱的影响较低，或将有利美国。欧洲具有吸引的投资价值，估值已大幅折让贸易环境恶化带来的挑战。我们仍然看好英国和日本，并继续看好估值具有吸引力的中国大陆。最近的经济会议确认了政策制定者解决国内问题的立场。

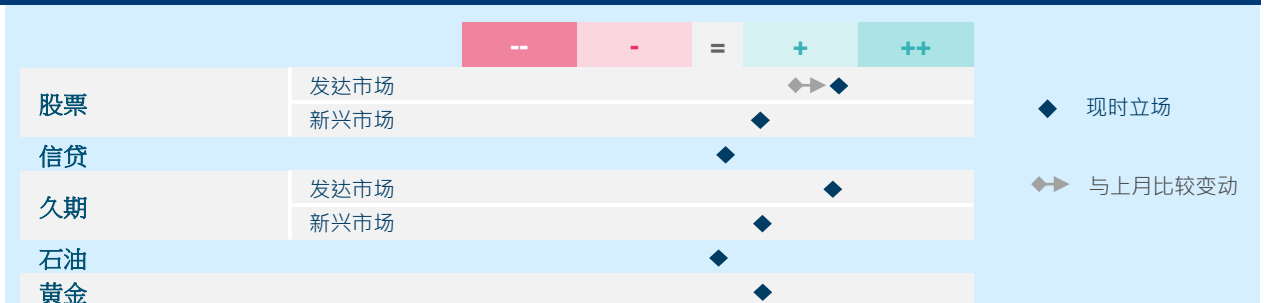
固定收益方面，我们持续看好美国，作为对经济前景可能转差的避险措施。我们也看好核心欧洲和英国久期，并认为意大利国债比德国国债可取，但对日本债券采取略为防御性的立场。新兴市场债券方面，我们持续看好一篮子特定国债，包括捷克共和国、印度尼西亚和南非，但认为应该维持适当的避险。与核心利率（美国、欧洲）相比，捷克的风险溢价具有吸引力。我们正密切留意任何来自美元的阻力。信贷方面，欧洲投资级别债券的基本面稳健。

外汇方面，我们依然看好美元兑瑞士法郎，以及日元兑瑞士法郎，因为瑞士法郎是G10国家中最昂贵的货币之一。在欧洲央行取态温和的情况下，我们对欧元兑日元和挪威克朗保持审慎。在周期性货币当中，我们看好澳元，因为其估值具有吸引力，并有望受益于中国大陆经济突然上行的情况。最后，我们持续看好印度卢比。

我们对黄金和（对美股的）避险措施的观点，成为维持平衡立场的关键。

我们仍然略为看好股票，并倾向看好优质股和维持投资组合的保护措施。

东方汇理对各资产类别的确信度



资料来源：东方汇理。上表显示三到六个月的交叉资产评估，以全球投资委员会于2024年12月18日的最新观点为依据。资产类别评估的展望、展望变动和意见反映预期走向(+/-)和信心强度(+++/+++). 有关评估或会更改，并包含避险成份的影响。

固定收益

政策环境尚未明朗，需要灵活管理久期

特朗普的财政和外贸政策将会影响市场的通胀预期和收益率波动性，特别是收益率曲线的长年期部分，使美联储对威胁其通胀目标的任何风险保持警惕。在欧洲，欧盟对美国政策采取的反制措施使区内增长分歧（例如德国与西班牙之间的分歧）变得更加复杂。因此，由于经济增长让人忧虑，我们认为欧洲央行的工作将会困难重重。不过，好消息是通胀的回落速度可能比央行预期更快，应该会支持实际收入。上述情况显示投资者需要对久期保持灵活。此外，欧洲、美国和新兴市场企业的企业信贷也会带来收益机会。

全球和欧洲固定收益

- 我们维持对久期的总体战略性立场，对核心欧洲持接近中性的观点，并看好英国。我们对日本持防御性观点，但会持续发掘具有投资价值的个别债券。
- 我们更为更加看好欧洲投资级别债券，此资产类别当中的优质信贷带来特殊的投资机会，特别是银行类债券。
- 我们对高收益债券持中性观点，并密切留意流动性风险。不过，B级债券等领域的收益率和质量平衡理想。

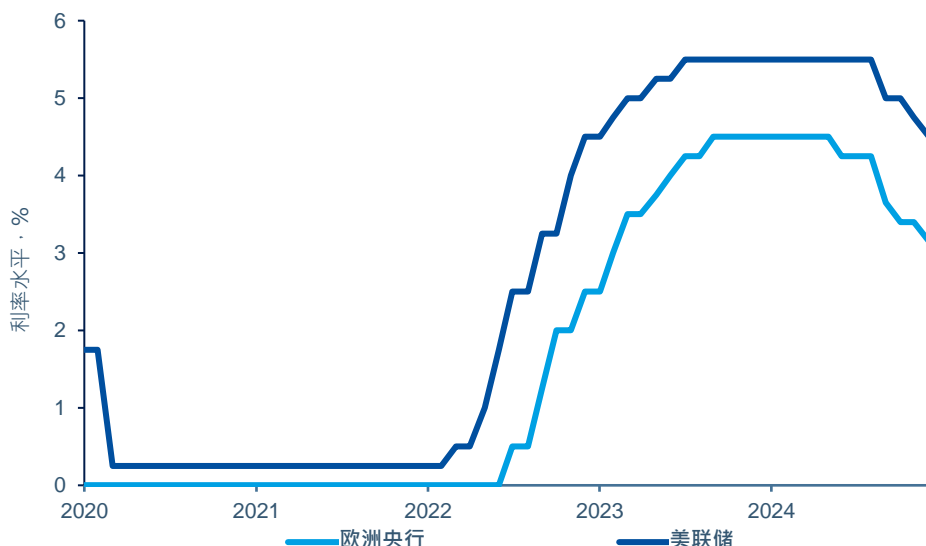
美国固定收益

- 我们维持对久期的战略性观点，并偏好收益率曲线的中段部分。美国国库抗通胀债券对长期投资者也具有吸引力。
- 在信贷方面，我们寻找信贷利差更宽或能为流动性风险提供更好补偿的领域。我们偏好优质和年期较短的债券，同时也认为杠杆贷款比高收益债券可取。
- 机构房贷抵押债券应该会受益于任何可能放宽监管规定的行动。

新兴市场债券

- 新兴市场增长仍然稳健，但美元走强和美国可能对各国征收关税造成阻力。
- 我们选择性投资于本币债券，并看好南非和拉丁美洲等国家。
- 企业信贷估值合理，高收益债券具备投资机会。
- 由于油价疲弱可能使中东的石油出口国承压，我们对油价保持警惕。若油价下跌，可能会导致评级下调的情况。

各国央行更加重视不确定的前景



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2024年12月20日。欧洲央行主要再融资操作公告利率，联邦基金目标利率 - 上限。

作者

AMAURY D'ORSAY
固定收益部主管

YERLAN SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

MARCO PIRONDINI
美国投资管理部
首席投资总监

股票

估值追逐长期利润

过去数月，美国和欧洲的顺周期涨势延续了经济不会衰退的观点。对市场而言，只要企业利润持续符合预期，这个情况便属正面。不过，此情况也可能导致部分领域出现投机和过热的情况，一旦发生，任何让人失望的盈利表现将会对估值造成严重影响。在欧洲，通胀回落会提高实际收入，最终振兴消费。此情况对欧洲股票略为有利，因为估值似乎已反映大部分坏消息。不过，我们尝试通过由基本面驱动的方针平衡这一点，优先考虑美国、欧洲、日本和新兴市场内股票的财务实力、定价能力和盈利能力。

欧洲股票

- 降息和通胀缓和支撑欧洲经济复苏，但估值反映经济疲弱的情况。
- 按照总体杠铃策略，我们看好具有定价能力的必需消费品和医疗保健股，也看好对利率变动敏感度有限的银行股。
- 我们对技术股和工业股持审慎态度，但认为与长期电气化主题相关的工业股带来投资机会。

美国和环球股票

- 在估值极端的市場里，我们专注于可能受益于工业需求和经济活动增加，且估值具有吸引力的股票。
- 我们看好价值股、优质股和防御性股票，多于传统股票。
- 在板块方面，我们看好结构性表现领先的原料和大型银行板块，这些板块能受益于有利的监管变动和较低的税率。

新兴市场股票

- 我们看好新兴市场股票，但认为表现将会存在差异。
- 例如，中国大陆最新公告表明政府尚有空间推行财政措施，但实际采用的意愿却存疑。部分领域的估值具有吸引力，但我们保持中性立场。
- 在中国大陆以外，我们看好印度尼西亚、墨西哥和巴西，并对台湾地区和沙特阿拉伯保持谨慎。

欧洲利润具有估值回升的空间



作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

MARCO PIRONDINI
美国投资管理部
首席投资总监

资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，2024年12月16日。

观点

东方汇理对各资产类别的观点

本月重点

- **美国股票**的估值各异，部分大盘股估值高昂，而其他领域的估值则合理，并可能受益于特朗普的政策和正面的市场气氛。我们认为应该为此情况设立妥善的避险措施。
- **欧洲投资级别**信贷出现多个迹象，反映企业基本面稳健、估值合理和利差收益具有吸引力。

股票和全球因素

地区	1个月变动	--	-	=	+	++	全球因素	1个月变动	--	-	=	+	++
美国				◆			增长股				◆		
等权重					◆		价值股					◆	
欧洲	▲				◆		小盘股					◆	
日本				◆			优质股					◆	
新兴市场					◆		低波幅股票				◆		
中国大陆				◆			动力股				◆		
新兴市场 (中国大陆除外)					◆		高息股				◆		
印度					◆								

固定收益和外汇

政府债券	1个月变动	--	-	=	+	++	信贷	1个月变动	--	-	=	+	++
美国				◆			美国投资级别债券				◆		
欧盟核心				◆			美国高收益债券			◆			
欧盟周边国家				◆			欧洲投资级别债券					◆	
英国					◆		欧洲高收益债券				◆		
日本			◆										
新兴市场债券	1个月变动	--	-	=	+	++	外汇	1个月变动	--	-	=	+	++
中国政府债券				◆			美元					◆	
印度政府债券					◆		欧元			◆			
新兴市场硬货币债券					◆		英镑					◆	
新兴市场本币债券				◆			日元					◆	
新兴市场企业债券					◆		人民币			◆			

资料来源：全球投资委员会于2024年12月18日发表的观点摘要。观点与以欧元为基础的投资者相关。观点范围从--到++，=指中性立场。本文件为于特定时间对市况的评估，并不拟作为未来事件的预测或未来回报的保证。读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明和教学用途，可予更改。本资料并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来资产配置或投资组合。外汇列表列出全球投资委员会的绝对外汇观点。

在日益复杂和不断变化的世界里，投资者需要全面了解环境和投资方式的演变，才能妥善规划资产配置和构建投资组合。这种环境涵盖经济、金融、地缘政治、社会和环境领域。为了配合投资者的需要，东方汇理创立东方汇理资产管理投资研究院。这个独立研究平台结集东方汇理的研究、市场策略、投资主题和资产配置咨询业务，同时致力编制和发布研究和思想领导力刊物，并持续进行预测和创新，为投资团队和客户重要的参考。

请访问：



请访问 www.amundi.com

了解更多东方汇理资产管理的投资见解。

人工智能变革：行业观点



东方汇理资产管理
投资研究院团队

Claudia BERTINO
投资观点及出版部主管

Laura FIOROT
投资观点及客户关系部主管

Pol CARULLA
投资观点及客户关系部

Ujjwal DHINGRA
投资观点及客户关系部

Paula NIALL
投资观点及客户关系部

Francesca PANELLI
投资观点及客户关系部

重要资料

本文提及的东方汇理是指东方汇理资产管理。本文乃由东方汇理资产管理香港有限公司编制。本文不拟被视为要约或招揽购买或出售证券，当中包括基金股份。本文所载的观点及/或所提及的公司不应被视为东方汇理资产管理的建议。所有意见及估计可以随时作出更改而毋须事先通知。在适用之法律、规则、守则及指引允许的范围内，东方汇理资产管理及其相关公司对任何因使用本文所载之资料而引致的直接或间接损失概不负责。本文只能分发给获准接受之人士，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文及所提及之网站并未得到由中国证券监督管理委员会或香港证券及期货事务监察委员会（「证监会」）的审阅。本文撰写的目的只为提供资讯，并不代表已参考个别可能接收到本文人士的个别投资目标、财务情况及个别需求。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资者不可单靠本文而作出投资决定。投资涉及风险。市场、基金经理以及投资的过往表现及经济市场、股市、债市或经济趋势预测并非将来表现依据。投资回报以非港元或美元为单位可能因汇率波动而令投资总值下跌或上升。投资可跌可升。本文不拟提供予美国公民、美国居民或任何根据美国 1933 年证券法下的规则 S 所定义的「美国人士」。