

投资研究院

2025年
投资展望

异常世界中的亮点

目录

2025年主要观点	4
2025年主要观点	4
把握市场重整中的机遇	6
<i>信息图表- 异常世界中的亮点</i>	8
<i>信息图表-热门议题</i>	9
美国的特殊周期渐趋平衡	10
欧洲复苏及转型之路	12
新兴亚洲地区日渐紧密的联系	14
<i>信息图表 — 稳定的多速增长</i>	16
<i>信息图表 — 主要及其他预测情境</i>	17
迈向风险更高、更混乱和更多元化的世界	18
投资主题	20
<i>信息图表 — 投资观点</i>	20
把握高风险资产的机遇，同时平衡通胀风险	21
<i>信息图表 — 东方汇理资产类别观点</i>	22
央行推动债券收益率进一步下降	23
<i>信息图表 — 收益率的吸引力</i>	24
股票有更大的上升空间	25
提升因子绩效	27
面对现实世界影响的投资指引	28
基建前景亮丽	29
Alpha投资机会增加	30
货币及商品	31
宏观经济及金融市场预测	32



MONICA DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院主管

「在异常市况下，市场展现多个亮点。识别因政策及地缘政治转变而带来的机遇，与防范其引致的风险同样重要。」

「把握风险资产的机遇，同时平衡通胀风险，将会是2025年的投资关键。投资者应扩阔配置，以涵盖美国超大型股以外的股票，在各种流动性和非流动性资产中寻求收益，并在日趋分散的市场上进行对冲。」



VINCENT MORTIER

集团投资总监

主要观点

2025年主要投资观点

市场正处于一个特殊的经济周期阶段 — 前景向好，但同时出现市场集中及债务水平过高等异常情况。虽然环球宏观流动性为风险资产提供支持，但随着政策日趋不明朗及地缘政治紧张局势加剧，投资者需就市场的潜在波动进一步分散投资。

1

环球经济前景转趋温和

预期环球经济在2025年放缓。随着内需及劳工市场降温，美国经济增长将会减慢。通胀放缓的趋势可能持续，但通胀风险隐现，而且联储局或需适应美国政策的潜在转变。欧洲有望温和复苏，策略性投资成为焦点。新兴市场的经济增长可能继续高于已发展市场，而亚洲依然是增长的主要动力。

2

随着区内市场加强连系，新兴亚洲现强劲增长

新兴亚洲经济体凭藉其于资讯科技供应链的主导地位，加上财政及货币政策的支持，使其经济实现强劲增长。区内市场的外部需求及贸易，将加强这些经济体的韧性和市场连系。印度及印尼拥有有利条件，可望成为长期受惠者；中国方面，我们预期当局将持续调整路线及提供政策支持，以稳定当地经济，并缓减关税可能带来的负面影响。

3

地缘政治对经济的影响日增

面对地缘政治紧张局势升级、经济摩擦加剧及冲突持续，企业需要建立新的合作伙伴关系，并迁移业务营运地点，以缓减风险。全球秩序重整将带来机遇，以识别投资市场的新受惠者，并为黄金等传统避险资产提供支持。

2024 回顾

宏观观点对比我们对2024年的展望预期

金融市场观点对比我们对2024年的预期



预期之内

- 地缘政治紧张局势持续
- 欧洲复苏疲弱
- 新兴市场表现强韧
- 印度增长强劲
- 环球通胀放缓
- 中国通胀偏低

- 股票：表现强劲，波幅偏低
- 债券：收益率及信贷具吸引力
- 部份商品获地缘政治局势支持
- 均衡配置的表现回升
- 美元在上半年走强，周期性外汇则于上半年走弱



意料之外

- 美国消费转强
- 联储局、欧洲央行及英伦银行延迟减息
- 日本央行展开加息周期
- 中国政策转向
- 新兴市场央行立场转趋温和

- 债券波动率高
- 股票的集中风险加剧
- 高收益债券表现领先
- 第四季美元走强
- 黄金屡创新高
- 其他商品表现疲弱（石油、铁、钢、农业）

数据源：东方汇理资产管理投资研究院，截至2024年10月31日。经济及市场预期是指我们的[2024年投资展望](#)（仅供英文版）。

4

收益动力受到追捧

随着通胀放缓至长期平均水平，央行将继续放宽政策。货币政策逐步回复中性，加上经济衰退的机率偏低，在收益率较过往高的市况下，将能突显债券缔造收益的特性。投资级别债券、短期高收益信贷、杠杆贷款、新兴市场债券及私募债权的投资机会具吸引力。

5

放眼超大型股以外的投资：聚焦日本、欧洲价值股及行业机遇

盈利环境正面，加上宏观流动性利好，有利股票表现。然而，股市估值偏高，尤其是美国超大型股。投资者应关注美国平均加权指数、欧洲价值股，以及金融、公用事业、通讯服务和非必需消费品等行业。价值投资及中型股是有效对冲增长股和超大型股可能下跌的工具。新兴市场亦将展现投资机会，当中印度将成为焦点。

6

私募市场渐见明朗，基建成为焦点

随着经济增长放缓，加上市场预期进一步减息，私募市场展现可观的投资机会，尤其增长前景强劲的基建业。私募债权的收益吸引，企业仍受惠于其洽谈贷款合约时的强劲议价能力，而预料房地产市场的前景将于2025年有所改善。

7

目前是增加承险，并于不同领域分散投资的适当时机

现时的经济环境使风险资产成为亮点，但市场或低估有关挑战。考虑到宏观经济前景、估值偏高及地缘政治紧张局势升级，投资者应于多个领域作出更细致的分散投资。具体而言，投资者应注意地缘政治紧张局势带动通胀升温的可能性，并应采用通胀挂钩债券及黄金等工具分散风险。

于不同领域分散投资

1

分散波幅风险

准备迎来利率持续波动及盈利预期偏高导致股票波幅加剧的环境。



1

分散波幅风险：股票波幅策略、市场中性对冲基金及绝对回报策略（股票、债券、货币）

2

分散流动性风险

在估值昂贵的市场下，于不同流动性的领域物色投资机会。



2

分散流动性风险：杠杆贷款、私募债权及基建

3

分散宏观/地缘政治风险

考虑宏观及地缘政治风险，尤其是与通胀相关的风险。



3

分散宏观/地缘政治风险：货币市场、黄金、金属、通胀策略*

*通胀策略包括通胀挂钩债券及平衡通胀率。

综观市况

把握市场重整中的机遇



关键要点

货币政策制定者使用各项措施遏止高通胀，而并无触发经济衰退，使全球经济前景向好。物价压力减退有助主要央行进一步减息，但宽松周期会在政策利率远未达到疫前低位之前便结束。

地缘政治及国家政策选择使全球格局进一步分化，美国寻求地缘战略竞争，欧盟则专注战略自主。在此市场环境及估值下，深入剖析有望受惠于大趋势的行业甚为重要。

一些异常情况日渐明显，如在市况不稳期间股市波幅偏低等，然而这状况或不会持续。若这些异常情况逆转，通胀挂钩债券及黄金等资产可能进一步备受追捧。

到了这个十年期的中段，多股新动力正在重塑后疫情时代的全球经济。在过去五年，劳工市场、供应链及能源价格面对重大冲击，而其对整个金融体系造成的影响已大致显现。然而，**地缘政治及国家政策选择使全球格局进一步分化，或会带来新的意外发展。**

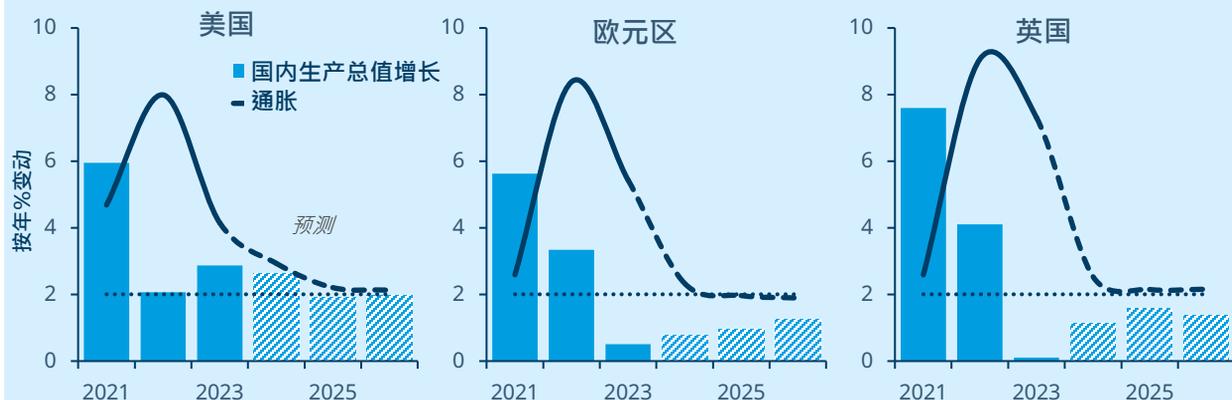
货币政策官员至今成功控制高通胀，同时并无窒碍经济增长。因此，全球经济前景向好，美国经济活动虽放缓，但步入衰退的可能性不大。与此同时，预期环球物价压力进一步减退。美国政策转变带来若干上行风险，但最终将没有人受益于通胀飙升。

这有助主要央行继续减息，金融市场亦可延续过去一年的升幅。预料企业盈利上升，令股市升势有望扩展至美国超大型股以外的领域。若美国落实放宽监管及削减企业税的竞选承诺，将进一步带动上述趋势。

然而，以下两项因素不容忽视。首先，市场已反映大量利好消息。因此，我们应剖析有望受惠于未来数年重大市场主题的行业，从中发掘最佳机遇。有关主题包括人口结构趋势、全球制造业生产及其主导国家的转变，还有气候变化带来的影响，以及能源转型或环球供应链重组的成本。

其次是，大部份已发展经济体展开的货币宽松周期将会在政策利率远未达到疫前低位之前结束。

各地央行竭力平衡增长与通胀



数据源：东方汇理资产管理投资研究院作出的经济预测，截至2024年11月6日，建基于现行政策。

市场波幅未能同步反映经济政策的不确定性



数据来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博。数据截至2024年10月31日。全球经济政策不确定性指数由Baker Blooms及Davis编制。债券波幅：美林期权波动率指数 (MOVE)。股票波幅：波幅指数 (VIX)。

这是由于主要增长动力转变所致，而这些动力有助刺激美国及印度等国家的潜在增长。此外，全球经济可能面临更多源于地缘政治、科技创新、贸易及气候变化的冲击。因此，若要维持通胀预期稳定，央行面对这些冲击时，必须采取较过去更迅速和更强而有力的应对措施。

此外，异常情况日渐明显，而且可能不会持续，例如在高度不明朗的市况下，去年的股票波幅偏低，或面对数十年来最急速的紧缩周期，美国消费仍表现强韧。若这些异常情况逆转，固定收益、通胀挂钩债券及黄金可能进一步备受追捧。

政策选择亦可能刺激黄金等避险资产的需求。2024年是全球多个地方的大选年，当选者现时必须处理长期搁置的问题，以免在未来数年面对更严峻的困境。

例如，候任美国总统特朗普面对创纪录的债务水平、庞大的结构性赤字，以及不断增加的利息支出。其竞选承诺意味着债务将不断增加。只要美国经济持续增长，投资者应会对国库券保持信心，但从财政前景来看，固定收益的波幅可能加剧。鉴于美国债券需求来源不断变化，联储局、商业银行及中国和日本投资者吸纳的整体发行量比例减少，市场波幅可能更为显著。

此外，美国政府亦可能寻求地缘战略竞争。包括美国致力在人工智能、量子运算及芯片等科技领域维持领先地位，并把某些制造业活动视为涉及国家安全。这促使美国更倾向采取内向型政策。

其涟漪效应将体现于欧美两地，促使欧洲政府官员聚焦于战略自主。此外，欧洲亦需解决导致欧美两地生产力及投资差距扩大的根本原因。欧洲央行行长德拉吉 (Mario Draghi) 的报告刻画了实现该目标路线图，但若执行有关计划则需要许下比目前更大的政治承诺。对执行某些意念来说尤其如此，例如为特定目的发行欧盟共同债券——这是实现重大变革的必要步骤。

其他地区无需受此限制。中国政策官员有空间采取更多财政刺激措施，以推动经济迈向更可持续的增长。然而，其成效将取决于有关开支的规模、时间及焦点范畴。与此同时，海湾国家将增加基建投资，此举将会使更多民众受惠——基建发展可为一系列商品带来需求。

识别这些政策选择及地缘政治转变带来的机遇与避免其相关风险的影响同样重要。在异常市况下，市场展现多个亮点。

美国可能寻求地缘战略竞争，使其转向聚焦国内政策。

亮点...



在异常市况下灵活配置资产

在异常的周期下，投资者应经常就经济环境作重新评估，并灵活调整资产配置，在上半年聚焦于风险资产（股票及投资级别信贷）。

全面发掘收益机会

随着收益率接近历史高位，央行放宽政策，加上经济未见衰退迹象，政府债券、信贷、杠杆贷款及新兴市场债券均展现可观的收益机会。



扩阔股票投资机会，在各行业物色机遇

尽管美国超大型股估值过高的趋势持续，但我们认为在日本、欧洲及美国市场，超大型股以外的领域存在亮点。

把握亚洲及新兴市场复苏的动力

印度和印尼是长远赢家。短期而言，中国可能受惠于政府加推刺激经济措施。预期新兴市场表现将领先已发展市场。



探索创新及颠覆性的长期主题

平衡人工智能、洁净能源、制造业再内包、基建、健康护理及人口老化的增长前景与估值。

在不同领域分散投资

利用不同的分散投资工具，以分散波幅风险（对冲基金和绝对回报策略）、流动性风险（私募市场）及宏观/地缘政治风险（黄金）。



... 在异常的市况下

市场充斥异常情况，包括美国股票估值过高，环球股市集中，以及股票波幅偏低与债券波幅偏高之间形成鲜明对比。

宏观异常情况



美国债务成本高昂

2024年的利息支出**超过1.1**万亿美元，创历史新高¹



家庭财政强劲

净财富占美国可动用收入的比率为**7.9倍**，处于过去两年的最高水平²



流动性稳健

经济环境强韧，与市场预料宏观经济不稳的状况形成强烈对比

市场异常情况



股票高度集中

标准普尔500指数七大成份股的比重为**30%**³



估值高昂

自1881年以来，标准普尔500指数估值较目前昂贵的时间**<3%**⁴



波幅趋势分歧

股票波幅为**-21%**
2024年对比过去10年平均
债券波幅为**+34%**⁵

数据源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博。1 美国国库券数据对利息支付总额的预测。2. Fed FOF，截至2024年6月30日。家庭及非牟利机构；资产净值占可动个人收入百分比。3. Datastream，截至2024年10月。4. Shillerdata.com，Robert J. Shiller，指Shiller经周期调整市盈率。5. 分析2024年平均波幅水平对比2013年至2023年平均的百分比变动。债券波幅是指美林期权波动率指数（MOVE）水平（国库券市场的引伸波幅指标），股票波幅是指波幅指数（VIX）（标准普尔500指数的引伸波幅指标）。

重点 议题

东方汇理投资研讨会已于2024年9月举行，我们一众的投资专家进行了一连串的回答，以助我们制定对2025年的经济和地缘政治预测。

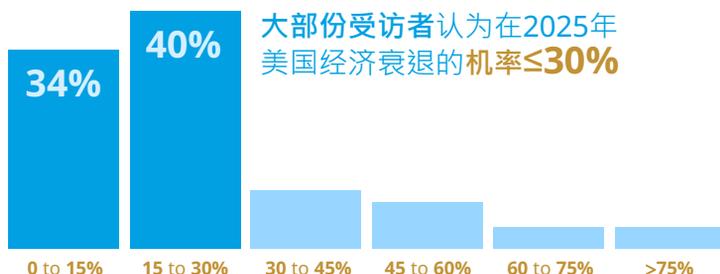
美国成为市场焦点

2025年美国市场最重要的动力



美国经济表现

由 62% 专家投票选出

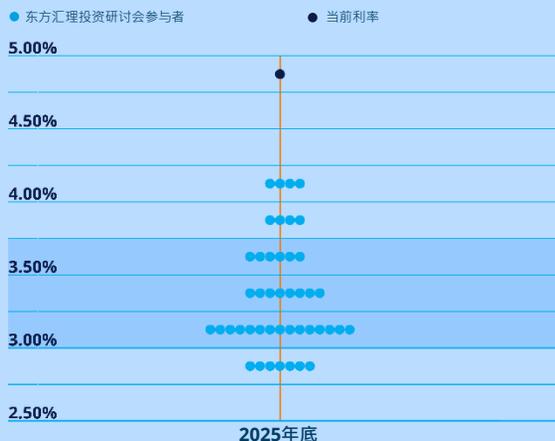


展望2025年，哪个国家的经济增长可能带来最大的增长惊喜？



聚焦利率

在2025年底，联邦基金目标利率将处于哪个水平？

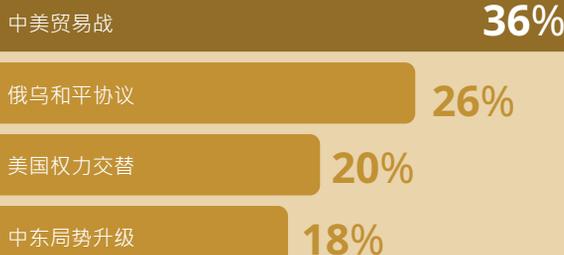


最大风险是通胀升温

由65%专家投票选出

聚焦地缘政治

在2025年，哪一项地缘政治事件对市场的影响最大？



中美地缘政治竞争引致的最大风险



贸易壁垒及
增加关税

由42%专家投票选出



军事冲突
威胁

由36%专家投票选出

美国周期

美国的特殊周期渐趋平衡

关键要点

美国经济迈向增长放缓阶段，随着失衡情况缓和及通胀下降，预期经济将软着陆。非住宅投资将持续上升，尤其是在科技及人工智能领域；而消费应会放缓。

随着劳工市场趋于稳定，工资增长渐转温和，有助通胀放缓。美国大选结果将影响经济动力，使联储局可能调整政策方向。

受新冠疫情影响，美国经济经历了一个**不寻常的周期**。政府推出大规模的货币和财政措施，致力刺激经济活动及收紧劳工市场，使美国出现独特的经济复苏。其后，受供应链中断、欧洲战事及大规模的国内刺激政策（特别是《降通胀法案》）影响，通胀在2021年至2022年突然急升。通胀可能变得根深蒂固，促使联储局大幅加息，使利率升至70年代末伏尔克时代以来未见的水平。

鉴于当局大幅收紧政策，去年温和的经济衰退似乎无可避免，尤其是在银行业动荡的情况下。本周期出现的异常情况，例如家庭财富偏高、财政刺激措施及联储局迅速应对地区银行业问题，有助限制这次危机造成的影响。在定向政策支持下，金融状况改善，经济重拾增长。此外，通胀放缓的趋势持续，通胀率大幅下降，通胀预期亦保持稳定。

增长

我们的基本情境预测显示**经济软着陆**。国民账户、储蓄和收入动态的最新修订显示，经济环境不再受失衡和分歧主导，突然及急剧调整对经济的影响亦减少。事实上，展望未来18至24个月，我们仍预期**美国经济将迈向增长放缓的时期，源于内需放缓，可能有数个季度的经济增长低于标准。**

劳动力市场状况逐渐疲软和积极的通胀发展支持逐步降息，使联储局能够将政策利率降至更接近中性水平。

宜关注可能影响美国周期的主要触发因素



劳工市场：劳工流动率、工资增长、裁员及移民政策影响劳动力供应。劳工市场逐渐降温，并无突然裁员，为我们的基本情境预测提供支持。



通胀：核心服务（住房）及商品通胀对联储局未来3至6个月的政策甚为关键。关税可能提高商品通胀，抵销目前的通缩，而相关影响取决于实施关税的时间和范围。



财政政策：财政刺激政策可能改变增长/通胀前景，但若有关政策被视为过于进取，使债务无以为继，或会令金融状况收紧。

数据源：东方汇理资产管理投资研究院。



美国周期

投资方面，随着制造业活动回升，知识产权产品的资本开支趋势（科技和人工智能相关）及设备投资有望带动非住宅投资持续增长。消费方面，近日的数据显示消费行为与可支配收入增长走势更趋一致，而我们预期随着劳工市场降温，可支配收入增长将逐步放缓。至今，劳工市场已达到较佳的平衡，即劳工需求放缓，但裁员人数并无显著上升。随着劳工流动率持续下降，预期工资增长亦将放缓。受惠于生产力的动态改善，工资增长将会与通胀放缓的进程保持一致，甚至在略高于过往的水平靠稳。

通胀

目前的基本核心通胀放缓主要源于核心商品价格通缩，与供应链正常化及需求降温相关。这趋势亦扩展至核心服务业，而若干迹象显示住房通胀亦有所降温。于能源价格或供应链不受冲击的前提下，我们预期通胀放缓的趋势将会随着内需放缓持续。

货币政策

就业市场逐渐转弱，加上通胀持续改善，支持联储局逐步减息的预期，有助其把利率降至接近中性水平。我们预期联储局将于2025年夏季之前，下调联邦基金利率至3.5%。然而，大选后的政策方向变化可能使明年的利率走势较难预测，尤其是当市场需要吸纳更多债务时。

情境及投资启示

2025	增长显著放缓， 通胀重返目标水平	增长放缓， 通胀居高不下	东方汇理预计的 软着陆情境	经济没有着陆， 通胀居高不下
国内生产总值	≈ 0.5 - 1%	≈ 1% - 1.5%	2%	3%
核心个人消费开支	2%	≈ 3%	1.8%	3%
失业率	> 6%	5 - 6%	4.6%	4.1%
联邦政策利率	2 - 2.5%	4%	3.5%	4.5%
政府债券 存续期 收益率曲线	⇒ 看好 ⇒ 走斜	⇒ 审慎 ⇒ 走平	⇒ 中性 ⇒ 走斜	⇒ 审慎 ⇒ 中性
信贷 投资级别信贷 高收益信贷	⇒ 看淡 ⇒ 看淡	⇒ 中性 ⇒ 看淡	⇒ 看好 ⇒ 中性	⇒ 看好 ⇒ 中性
新兴市场债券 硬货币债券 本币债券	⇒ 看好 ⇒ 看好	⇒ 中性 ⇒ 中性	⇒ 看好 ⇒ 看好	⇒ 看淡 ⇒ 看淡

数据源：东方汇理资产管理投资研究院作出的经济预测，截至2024年11月6日，基于于现行政策。国内生产总值 = 2025年国内生产总值按年增长；2025年核心个人消费开支按年增长；2025年底失业率；联储局政策利率 = 2025年底联邦基金利率上限。

欧洲

欧洲的复苏及转型之路

关键点

由于欧洲的财政支持受欧盟规则限制，欧洲明年的增长将会取决于持续通胀放缓及较宽松的货币政策。预料欧洲央行减息及实际收入上升，将会令消费及本地需求回升。

受落实延期项目、绿色转型工作及科技进步带动，投资亦有望回升。然而，要恢复长远的竞争力，需进行大量的投资及策略性行业政策。美国大选结果公布后，对外贸易的风险亦增加。

由于财政政策不同，以及过往冲击导致的不同影响，令大型欧盟国家的经济增速将有差异。预料德国表现将会落后，法国及意大利将会录得温和增长，而西班牙的表现将会领先。

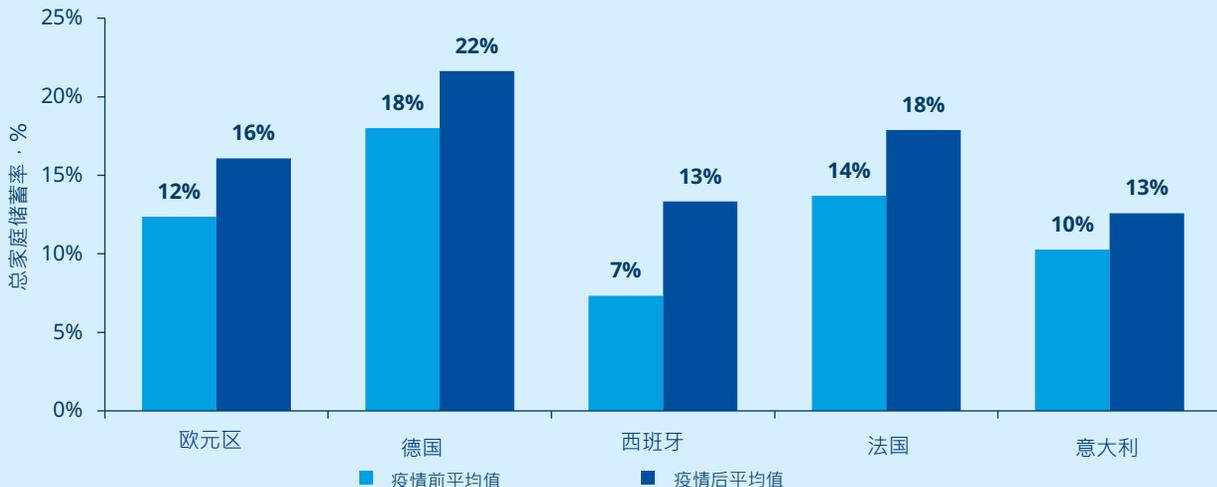
欧洲经济增长取决于持续通胀放缓，较宽松的货币政策，及消费和内需逐渐复苏。

欧洲明年的增长前景将会极为依赖持续的通胀放缓及较宽松的货币政策。财政支持将会受到欧盟财政规则限制，而在保护主义抬头的情况下，对外贸易(今年的重要经济支柱)的贡献应会减少。

随着预期欧洲央行将大幅放松政策，以及实际收入逐渐增加，我们预计消费及本地需求将会从异常疲弱的水平回升，并应会开始重振企业债增长。

因此，我们预计于2025年底，经济将会逐步回升至 1% 的潜在增长率，而2026年仅会轻微上升。通胀将会持续下滑，并于2025年中达至欧洲央行目标。

欧洲高储蓄率应会支持2025年的消费



数据源：东方汇理资产管理投资研究院。Eurostat截至2024年10月9日数据。疫情前平均从2015年第一季度计算至2019年第四季(包括该季)。疫情后平均从2020年计算至2024年第一季度(包括该季)。欧元区包括截至2023年的20个国家。

欧洲

短期之外，欧洲面对重大挑战。正如德拉吉最近的报告所指，生产力疲弱及投资严重不足导致丧失竞争力，此情况可能会逐渐恶化，特别是考虑到数字经济及人工智能的发展、保护主义抬头及其他国家的干预性行业政策。欧洲需要重大投资，才能收窄与美国的差距、减少分散化和减轻监管，并推动策略性行业政策。

短期方面，欧元区经济增长持续复苏。**明年货币宽松的影响将会更加明显**，我们对于信贷需求及信贷增长出现一些早期但微弱的复苏迹象而感到欣慰。

私人消费至今一直疲弱乏力，因为储蓄率仍然异常地高（比疫情前的走势高近4%），而信心水平亦相对疲弱。展望未来，由于名义收入水平的稳健增长将继续推动实际收入增长、通胀缓和及随着欧洲央行减息而储蓄倾向降低，**预计消费开支将会逐步复苏**。此前景面对的风险主要集中于劳工市场。若近期创造实业放缓的迹象进一步转差，并超出我们对明年就业增长相对疲软的预期，便可能带来重大考验。

欧洲需要重大投资，才能收窄与美国的差距、减少分散化和减轻监管，并推动策略性行业政策。

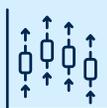
在承受今年紧缩货币政策环境的严重影响后，**预计投资亦会从2025年起复苏**。可推动复苏的其他因素包括推行与「下一代欧盟」计划相杂但经常延迟的项目、推动绿色转型、工业4.0（甚至5.0）项目扩张，以及随着科技的迅速发展（例如人工智能）而解决更高折旧率的需要。

在较大的国家当中，较低的利率环境应会支持更高的增长，但鉴于2020年以来不同国家及行业因多重冲击而承受不同程度的创伤，其所受的影响也会各异。我们的预测继续显示欧元区G4国家的表现将会不一，**德国表现将会落后，法国和意大利将会温和增长，而西班牙于2025年将会继续表现领先**。财政政策应会成为明年的重要区分因素：德国的财政限制（受其本身的财政规则规管）及法国和意大利持续进行的整合将会令经济增长受压，而其他五个国家根据新规则减少赤字和债务而进行的整合，亦会影响经济增长。

主要投资影响



随着欧洲央行坚守减息方向，而10年期债券收益率一般会跟随主要利率(及融资成本)下降而回落，故**2025年的前景利好欧洲政府债券**，周边国家的债券仍受支持。



鉴于收益率下降，**固定收益投资者将会于未来季度继续享有资本收益及息差收益**，但预料债市的波动性将会与2024年大致相同。



股票估值反映疲弱的经济环境。正面的推动因素应会来自落实「下一代欧盟」计划的项目及中国经济复苏。随着欧洲央行放宽政策及经济增长稳定，**中小型股**应会受惠。

亚洲

新兴亚洲地区日渐紧密的连系

关键要点

亚洲经济体受到行业动力和政策刺激的影响，出现强劲增长，而温和的通胀水平亦容许当局放宽货币政策。

预计2025年亚洲各国的货币政策将会更为宽松，特别是印尼和菲律宾。各国政府正从疫情危机管理转至策略性经济目标，例如可持续发展及数码转型。

外部需求和出口仍然是亚洲经济体的主要增长动力，而《区域全面经济伙伴关系协议》等综合区域贸易网络亦提供支持，增强各国及各行业的抗跌能力。

亚洲经济体受到行业和产业趋势（价值链参与）及政策刺激影响，继续录得**强劲增长**，但步伐各异。

此外，亚洲在**信息及通讯科技(ICT)供应链中的主导地位亦已提升**。在2017年，亚洲占价值2兆美元ICT商品市场的75%，至2021年，比例已增至占价值3兆美元出货量的近80%。仅仅是东亚先进经济体每年的贸易量已占全球ICT商品的60%，而越南和马来西亚等新兴市场在领域所占的比重亦正在迅速增加。

刺激方案和利率调整等财政及货币政策在支持经济复苏上担当重要角色。由于整个**亚洲地区的通胀趋势相对温和**，故货币政策的立场从未像其他新兴市场地区一样具有限制性。因此，较温和的通胀水平加上较宽松的货币政策，实际上已支持经济增长复苏。

在中美贸易战后，
亚洲地区的连系
进一步增强。

《区域全面经济伙伴关系协议》为亚太国家订立的
自由贸易协议。

贸易趋势反映新兴亚洲国家之间的连系更加紧密



亚洲

在2025年，货币政策将会变得更加宽松。刚开始的宽松周期应会以较缓慢的步伐持续。预计印尼央行和菲律宾央行放宽政策的空间最大。在财政方面，多国政府的焦点已从危机管理（如派发现金）转向更广泛且更具策略性的经济目标（如长期可持续发展、数码转型、提升劳工技能及健康护理），并推出更具针对性的支持方案或税务优惠。尽管财政措施仍是支持经济增长的重要动力，但要重回更长久的财政路径却充满挑战。即使在印度和印尼等增长异常强劲或有效管理支出控制措施的国家，政府债务比率亦只是轻微下降。

外部需求和出口仍是带动区内增长的主要因素，但在新的激进反贸易措施下，可能成为风险来源。中国不但不会进一步限制贸易，在中央层面仍有空间应对美国新关税。多年来，一体化的地区贸易网络（区域全面经济伙伴关系是全球最大的贸易集团之一）已令多国在多个行业的区域抗跌能力提升：不仅是电子和半导体，还有农业、汽车及纺织行业。

同时，贸易整合亦使各国互相依赖，一旦区内一个或多个国家采取激进的反自由贸易措施，可能会触发导致负面影响的连锁反应。然而，尽管中美贸易紧张局势带来挑战，亚洲整体上已建立更紧密的连系，并维持出口实力。具体而言，新兴亚洲的区内贸易占出口总额的比例，已从2018年的21%及本世纪初的10%，上升至2024年上半年的23%。

主要投资影响

区内股票前景理想：正面的增长和盈利（尽管略为减慢至高位数），通胀亦正在回落。估值及增长稳定性成为关键。

我们对2025年商品价格的展望稳定，支持亚洲国家（大部分为商品进口国）。

在中国，我们看好较少受到关税影响的国内市场。

印度及印尼成为区内的最佳选择。

印度的经济增长之路：促进发展，同时保持财政平衡

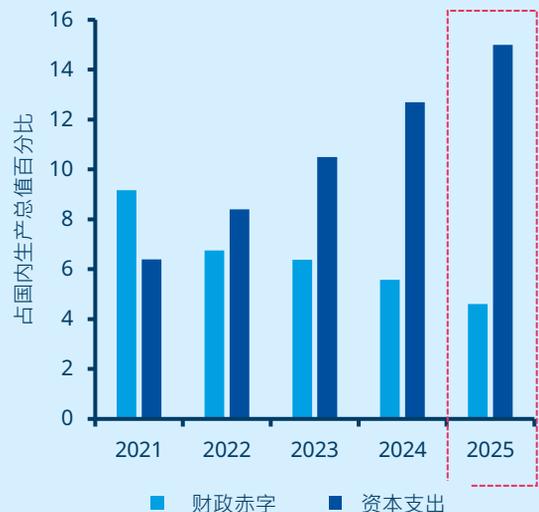
随着2025年即将来临，印度的经济动力正在自然地放缓。资本、基建和建造生产表现疲弱，显示在最近几季录得可观增长后，经济增长正在放缓。国内生产总值增长率预计将维持于6%至7%，这项强劲的数据突显印度在带动全球经济增长的关键角色。

经常帐赤字虽然有所恶化，但由于石油支出减少，加上印度积极增加出口，并更深入地融入全球价值链，预计赤字仍处于可控范围之内。然而，持续的投资周期和基建需求可能会令经常帐持续录得赤字，相关赤字估计占国内生产总值约1%。

预计在2025年，通胀（特别是波动较大的食品部分）将会维持于印度央行的目标范围内，但生活成本可能会上升至目标范围的上限。为维持适当的正面中性利率，印度央行放宽货币政策的空间似乎有限，大约在50至75个基点之间。

在不断变化的环境中，印度希望利用自身优势，提升在全球价值链中的地位，同时改善基建。

印度：处于经济增长
与宏观金融稳定之间

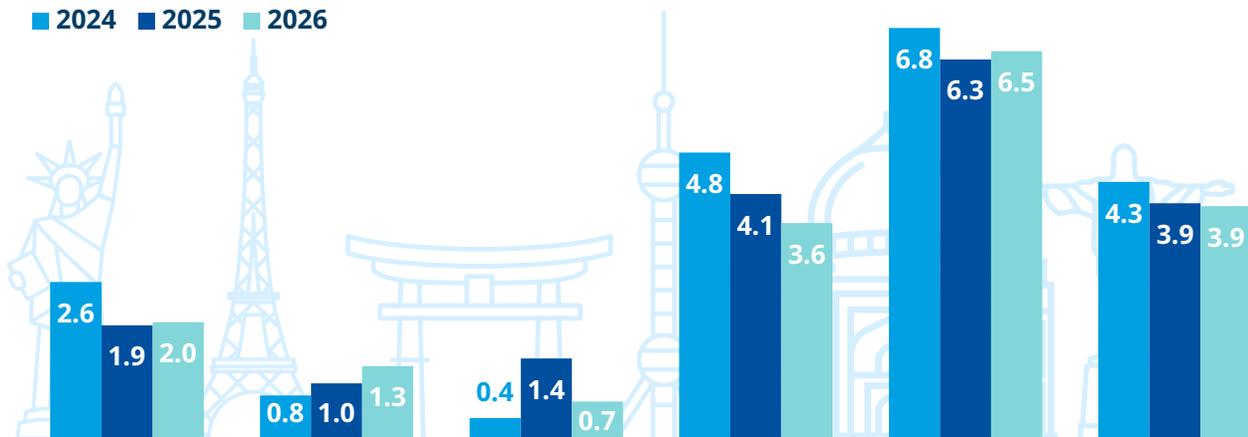


数据源：东方汇理资产管理投资研究院，内部阐述。数据截至2024年10月17日。年份指印度的财政年度。

稳定的多速增长

东方汇理资产管理投资研究院预测

■ 2024 ■ 2025 ■ 2026



美国

欧洲

日本

中国

印度

新兴市场



美国

预计经济会软着陆

在失衡减少及通胀下降的情况下，美国经济正转至较缓慢的增长。



特朗普2.0政策和通胀走势。



欧洲

欧洲的复苏之路

温和增长，通胀重返目标水平。针对可持续发展的财政规则，同时促进对绿色转型与策略自主的投资。



急切需要采取政策行动，透过生产力提升潜在增长。



日本

逆流而上

国内基础因素改善。日本央行确定通胀预期，并导致全球溢出效应。



政治发展和对经济政策的影响。



中国

中国新常态

以更多政策支持扭转经济结构性放缓，促进结构性转型。



货币政策方向正确；财政支持将取决于其分配。



印度

在国内需求和投资带动下，按计划稳定的经济增长将会持续，并回复至正常的潜在增长水平（2026年为6.5%）。



劳工/财政改革以提升基建和教育。



新兴市场

强劲且基础广泛的增长，加上可观的溢价，仍然有利新兴市场。亚洲将继续成为增长的主要动力。



关税发展、货币政策、财政政策。

数据源：东方汇理资产管理投资研究院基于目前政策及截至2024年11月6日的经济预测。

主要及其他预测情境

	机率 70%	机率 20%	机率 10%
主要预测情境 稳定多速增长		预测下行情境 滞胀压力再现	预测上行情境 通胀进一步放缓，生产力上升
地缘政治	<ul style="list-style-type: none"> 紧张局势加剧及持续的地缘经济分裂，包括保护主义及制裁。 因应关税而采取的颠覆性贸易政策，以及全球供应链转向。 俄乌冲突：战争持续，但停火的机会增加。 中东：应会进行谈判，亦可能出现冲突。 中美：关系转差。 欧美关系受压。 	<ul style="list-style-type: none"> 独裁的全新联盟挑战优越的民主经济体：出现全新和更激烈的冲突。 各国被迫选择与美国或中国结盟，全球贸易开始转弱。 	<ul style="list-style-type: none"> 随着冲突完结，地缘政治风险减退。 权力分布改变，重塑全球贸易局面，促进平衡增长及繁荣。
通胀及政策选择	<ul style="list-style-type: none"> 通胀放缓趋势持续，但上行的通胀风险仍然存在。 已发展市场央行于2025年达至中性利率。 大部分新兴市场央行处于最高利率。 不同财政政策：随着特朗普再度当选，应会密切审查美国的政策，欧盟会整合政策，而中国则推行扩张性财政政策。 	<ul style="list-style-type: none"> 更持续的通胀性地缘政治趋势，令货币政策走势逆转。 财政债务急增，推高债务成本。 	<ul style="list-style-type: none"> 通胀率于各央行目标水平左右靠稳(即使略高于目标亦不成问题，因为通胀预期仍然稳定)。
增长路径	<ul style="list-style-type: none"> 重返潜在增长。 稳定多速增长：欧洲温和复苏，美国轻微减速，但潜在增长较高。 增长差距仍然利好新兴市场。 印度的增长潜力被向上修订。 	<ul style="list-style-type: none"> 产出量减少，已发展国家大幅削减移民名额，令劳动力供应减少，继而拖累供应增长。 经济失衡持续，令中国、欧洲等国家潜在增长进一步下滑。 	<ul style="list-style-type: none"> 刺激增长的改革提高潜在增长。 行业 / 贸易政策刺激投资及活动。
气候变化	<ul style="list-style-type: none"> 气候变化阻碍增长，并加剧滞胀趋势。 中国在加工及供应关键矿物方面占据主要地位；美国尝试追上。 	<ul style="list-style-type: none"> 再度延迟推行政策，意味着更多不利的气候事件，阻碍经济活力。 	<ul style="list-style-type: none"> 在净零排放转型过程中冒起的全新焦点：地球工程学及全球统一的政策。

主要预测情境的风险



低 ← 机率 → 高

10%	15%	15%	20%
央行推行量化紧缩，加上美国国债买家出现结构性转变	地缘政治危机蔓延全球	市场波动性急增，反映更高的地缘经济不明朗性	贸易 / 地缘政治紧张局势，令已发展市场通胀再度加快

市场影响	利好现金及黄金。	利好已发展市场政府债券、现金、黄金、美元、波动率、防御性资产及石油。	利好抗通胀国库债券、黄金、商品外汇及实质资产。
	不利政府债券及估值高昂的股票。	不利企业债、股票及新兴市场。	不利高风险资产。

数据源：东方汇理资产管理投资研究院，截至2024年11月7日。

地缘政治

迈向风险更高、更混乱和更多元化的世界



关键要点

预料地缘政治紧张局势将于2025年持续升温。经济摩擦应会加剧，而现时激烈的冲突将会持续。全球大国将会致力提升影响力，而其他国家则积极提升军事及核能实力。

随着地缘政治进一步主导经济环境，企业及政治领袖亦调整方针，减少依赖性，并建立更多元化的关系网络。投资者必须考虑短期发展及长期趋势对投资组合的影响。

我们的分析显示，未来数年的地缘政治风险将会上升，使我们得出此结论的趋势亦应在2025年显现。根据我们的[地缘政治情绪分析](#)，目前越来越多国家的双边关系欠佳，例如俄罗斯与伊朗、北韓和中国的关系则更深入。中美之间的「大国竞争」将会持续，保护主义、制裁、出口管制和关税将会引致更多经济摩擦。尽管目前全球贸易尚未放缓，但一旦美国总统特朗普实施大量关税，情况便可能改变。各国将会采取更多多元化措施，而出口将会透过不同路线到达终端市场。全新的多货币支付系统正在建立，以减少对美元主导系统的依赖。同样，各国正在努力加入西方以外的联盟，例如金砖国家¹。企业及政治领袖必须适应这种全新的经营环境。中国和欧洲等企业现正透过增强能力和改变策略来应对政治风险，而美国的电动车公司正在建立新的合作关系，以回避政治压力，同时确保能获得物料和技术，以及进入相关市场。部分企业正在迁移总部或专注于政治问题较少的市场。

随着紧张局势升温，企业的分散风险(或调适)策略将会变得更加明显。

全球贸易限制数量持续上升



数据来源：东方汇理资产管理投资研究院，Global Trade Alert截至2024年10月24日数据。

¹ 巴西、俄罗斯、印度、中国、南非、伊朗、埃及、埃塞俄比亚和阿联酋。

地缘政治

大部分政治领袖会继续尽量避免选择加入任何阵营，以便最大程度地提高自己的议价能力。例如，印度现时据称已成为向俄罗斯第二大受限制关键技术的供应。然而，若特朗普政府强迫各国表态以换取关税减免或安全保护，此策略将变得更难实现。尽管如此，受惠于地缘政治局势变化的国家将于2025年变得更加明显，例如位于新转运路线的国家出口量将会急增。除了这些趋势外，现今的地缘政治热点仍然会备受注视。美国的外交政策将会聚焦于中东，可能因为目前的冲突持续及不断扩大，又或因为相关各方愿意进行谈判，包括与伊朗启动核谈判、尝试令以色列与巴勒斯坦同意两国共存方案，以及致力使以色列与部分阿拉伯国家之间的关系正常化。而最有可能出现的情况是敌对行动和谈判同时进行。

俄罗斯和乌克兰明年停火的机率较高，但冲突仍能透过许多方式持续。但在特朗普执政的情况下，俄乌可能会停火，虽然此局面有利欧洲，因为当地企业将能受惠于乌克兰的重建工作，但有关停火协议能否持续及俄罗斯的要求方面仍令人忧虑。美国尝试「遏制」中国经济的行动将会令两国之间的紧张关系加剧。尽管贸易问题应会成为主要焦点，但东海和南海的紧张局势将会加剧。

欧盟将要应付多项相反的趋势：增加国防和绿色转型开支的需求将会有违审慎管理财政的计划；进一步政治整合的要求会与民族主义的倾向冲突；以及全球欧盟领导力的需求面临政治领袖力被削弱的现实。此外，欧盟亦面对疏远中国的政治压力，同时需要应对可能与美国爆发的贸易战。欧盟亦要面对美国是否愿意提供军事保护的忧虑；特朗普对欧盟的态度和欧盟的响应，因而可能削弱大西洋两岸的关系。不过，特朗普可能会缓和部分地缘政治风险，例如以乌克兰停火的条件为例，美国与俄罗斯重新建立关系，可能会削弱俄罗斯与伊朗和北韩的关系。

主要投资影响

地缘政治局势的发展正逐渐塑造市场环境，让各国领袖相应作出影响市场的决策，同时亦左右影响各个资产类别的趋势背后的因素。

经济学家的预测必须反映地缘政治局势，而投资者亦应考虑参考相关的经济学家意见和预测，并考虑调整持仓和对冲选择。

地缘政治亦是黄金等避险资产表现强劲的原因。

地缘政治局势导致石油波动性增加应该不会抵销较疲弱的基础因素

由于以色列和伊朗已习惯直接对抗，伊朗石油基建有可能因遭受袭击而导致停产。这种风险将会反复出现，意味着溢价约为5美元，远低于反映地区石油基建受到威胁、备用产能供应减少，以及最后封锁荷姆兹海峡的「广泛蔓延」溢价。

在特朗普当选后，伊朗原油出口受压，以及能源转型延迟立法，可能会抵销国内产量增加对油价的不利影响。

我们认为2025年石油市场将会更频繁地出现急剧波动的情况，但供应应会继续成为推动力。沙特阿拉伯愿意接受较低的价格以恢复石油输出国组织(OPEC)的信誉及重新建立市场份额，加上非OPEC国家的产量增加，均表明均衡价格较弱，处于我们预测布兰特原油每桶75至80美元目标价格的低位。

自60年代以来，**20**
次石油冲击中只有**16**
次对供应产生短暂影响，
70年代末和80年代初的情况例外。

数据源：东方汇理资产管理投资研究院。分析20次石油冲击。短暂影响的定义为在一年内克服供应减少5%以下的冲击。

投资观点

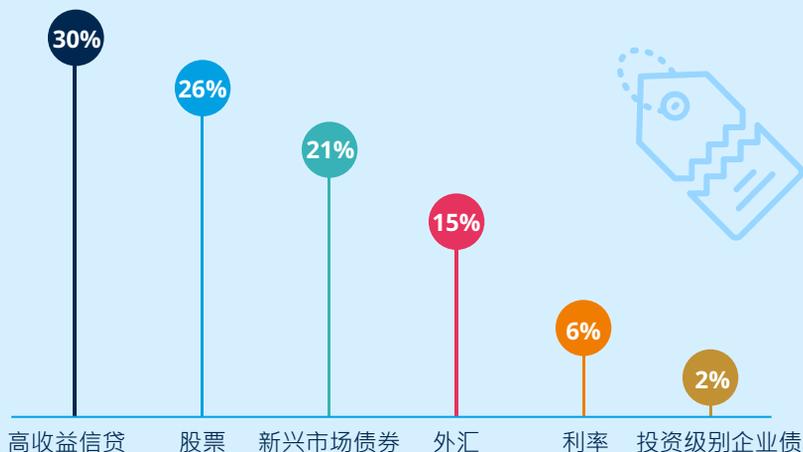
在2024年9月举行的东方汇理投资研讨会上，我们向投资专家提出以下问题，以便我们厘定2025年投资展望的预测。

在2025年，投资者可从何处获得理想的回报？

我们的投资专家表示.....



数据源：东方汇理资产管理投资研究院

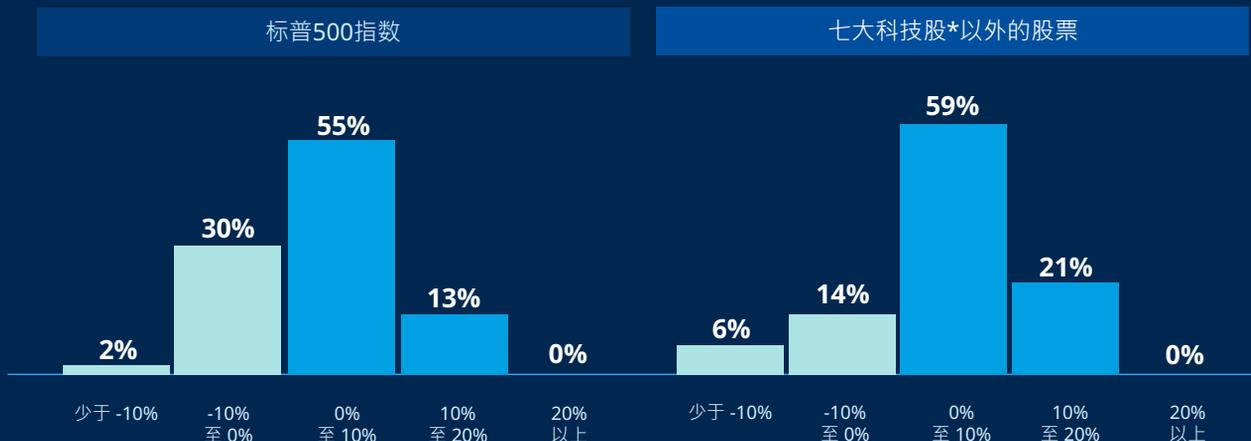


相对于基础因素，哪个资产类别的错误定价最为严重？

投资专家认为高收益信贷为错误定价最严重的资产类别。

数据源：东方汇理资产管理投资研究院

预期2025年标普500指数的表现如何？



*Alphabet、亚马逊(Amazon)、苹果公司(Apple)、Meta Platforms、微软(Microsoft)、辉达(Nvidia)及Tesla

数据源：东方汇理资产管理投资研究院

灵活资产配置

把握高风险资产的机遇， 同时平衡通胀风险

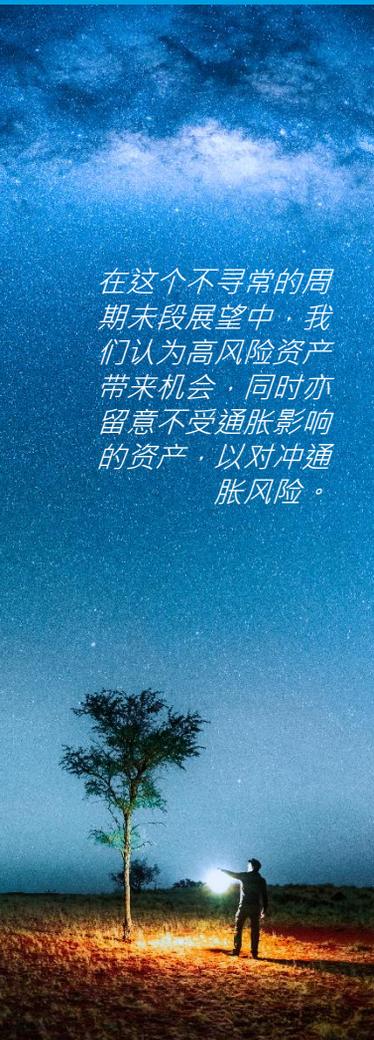
在这个不寻常的周期末段展望中，我们认为高风险资产带来机会，同时亦留意不受通胀影响的资产，以对冲通胀风险。

根据我们的灵活资产配置模型显示，2025年很可能（约60%，如下图所示）处于长期的「周期末段」，而几乎有80%的机会能成功控制通胀。

从资产配置的角度而言，此环境仍然支持高风险资产，因为长期的周期末段会同时出现宽松的央行政策和充足的流动性（在现阶段仍然稳定的经济环境中属于异常现象），支持承险意愿。因此，我们倾向于2025年略为看好风险，偏好投资级别信贷及个别股票的投资机会。由于美国大型股的估值过高，投资者应采取全球分散投资的策略。此外，随着通胀放缓，政府债券作为分散投资的工具变得更有吸引力，进一步利好2025年的跨资产投资。

投资者留意这些机遇时，亦应审慎评估风险，其中在地缘政治局势出现重大变化的时代，通胀风险最为相关。在这方面，我们对「过往地缘政治局势比较」的分析显示，随着我们踏入2025年，持续处于周期末段的可能性会显著降低，使遏抑通胀的工作面临更大风险。

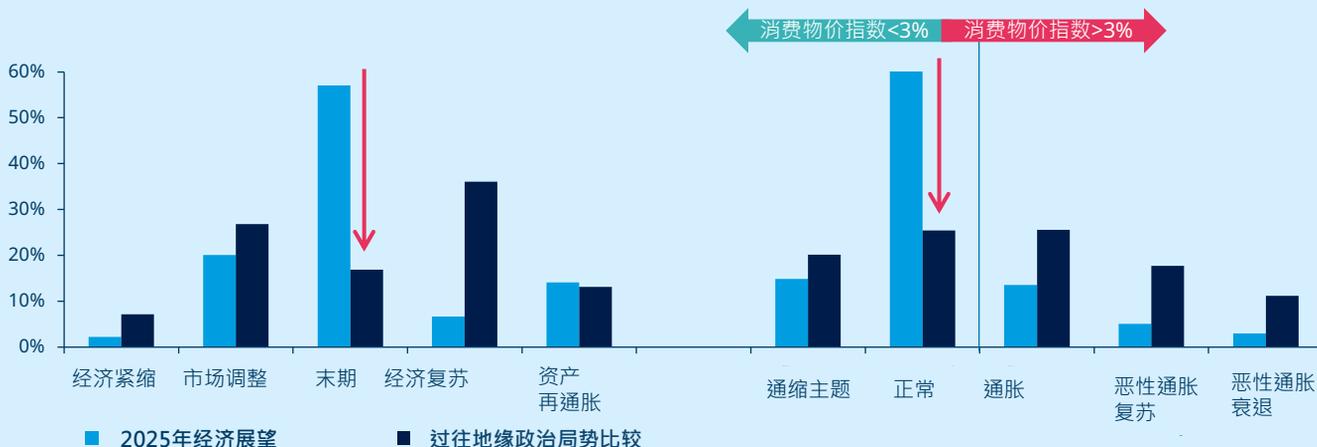
鉴于目前的市场环境可能对通胀过于乐观，我们正在平衡不受通胀影响的资产与对2025年温和风险的立场，例如周期性基本金属及基建，这些资产亦能受惠于长期趋势及与通胀挂钩的策略。杠杆贷款也因其浮息的特质而具有吸引力。在股票方面，股息范畴值得留意，能平衡周期性较高的观点，因为高息股往往不太受通胀影响。



从地缘政治角度审视潜在周期演变

我们分析过往地缘政治局势比较，以了解周期如何演变。虽然以往的周期与预测的2025年趋势有相似之处，但周期的背景各异。此外，2025年的世界应会面对新的挑战 and 机遇，尤其是在人工智能、气候变化和全球影响力趋势变化方面。

2025年的主题机率



经济/金融主题

通胀主题

过往地缘政治局势比较：1. 1940年代末/1950年代初：美苏关系紧张（与现在的美中关系相似）、科技竞赛、新国际联盟形成。2. 1970年代：石油危机、超级大国竞争、环境问题更受关注。3. 1980年代末/1990年代初：主要的地缘政治转变（冷战结束）、科技迅速发展、新全球参与者的出现。4. 2000年代初：关注非国家安全威胁（恐怖主义）、全球化影响的争论、全球经济力量转移。5. 2010-2015年：特定地区的紧张局势加剧、日益关网络与数码影响力、气候变化成为主要的地缘政治因素。

数据源：东方汇理资产管理投资研究院。机率源自东方汇理的专属模型Advanced Investment Phazer高级投资分析工具和Inflation Phazer通胀分析工具。正常通胀率为美国消费物价指数介乎2%至3%之间。通胀主题的美国消费物价指数>3%。

东方汇理资产类别观点

	资产类别	截至2024年11月6日的立场	2025年上半年的观点方向	
			立场	观点方向
股票	美国	=	=	稳定
	美国等权重股票	=/+	+	改善
	欧洲	=/+	=	转差
	日本	=/+	+	改善
	中国	=	=	稳定
	新兴市场（中国除外）	+	=/+	转差
	印度	+	+	稳定
固定收益	美国国库债券	=	=	稳定
	美国投资级别企业债券	=	=/+	改善
	美国高收益企业债券	-	=	改善
	欧洲政府债券（核心国家）	=/+	=/+	稳定
	欧洲政府债券（周边国家）	=	=	稳定
	欧元投资级别企业债券	+	+	稳定
	欧元高收益企业债券	=	=	稳定
	中国政府债券	=	=	稳定
	新兴市场硬货币债券	=/+	+	改善
新兴市场本地货币债券	=	+	改善	
其他	黄金	=/+	=/+	稳定
	石油	=	=	稳定
	货币（美元兑G10国家货币）	=/+	=	转差

-- 看淡 - 中性 = 中性 + 看好 ++ 看好

数据源：东方汇理资产管理投资研究院，截至2024年11月6日。
在2024年10月16日举行的最近一次全球投资委员会会议上发表的意见摘要。

固定收益

央行推动债券收益率进一步下降

关键点

通胀正在减慢，回到1990年代中期至2019年期间的平均水平，因此央行没有理由维持限制性立场。虽然资本收益很可能有限，但逐步回归中性的货币政策应可支持息差交易。

由于市场预期联储局及欧洲央行将于2025年中前将政策利率一直调低至长期中性水平，美国国库债券的表现可望在政府债券中领先，而投资级别信贷也将受惠。

经济衰退的可能性不大，加上财政政策不具限制性（至少在美国），意味着债券将会是投资组合分散投资的关键，以相对较高的收益率发挥收息功能。

过去两年，货币市场受惠于央行加息及随后息率不变。然而，市场气氛已经转变：央行减息开始有利于转向固定收益模式，并将于2025年持续。我们认为未来债券投资者将迎来三大重点：

- 1. 收益率曲线走势：**我们预期欧洲及美国持续减息将推低2年期收益率，2年期至10年期收益率曲线将会走斜。
- 2. 预期收入将会是推动表现的主要动力。**投资级别信贷的表现可望胜过政府债券，由于息差与收益率呈负相关，波动可能维持在低位。高收益债券可能受惠于企业现金流转强，但可能受利率持续波动的影响。新兴市场债券将受惠于具吸引力的收益率及利率走低趋势。
- 3. 地区性机遇：**美国债券可望成为主要国家中表现最佳的债券，而国库债券可能录得以2023年以来最佳的收益。欧洲亦可望带来可观回报，但在普遍前景向好中，日本政府债券是唯一的例外，我们将于2025年对日本政府债券继续抱持审慎态度。

与过去十年相比，
收益率上升及资本收益进一步减少，意味着固定收益于2025年将有望再创佳绩。

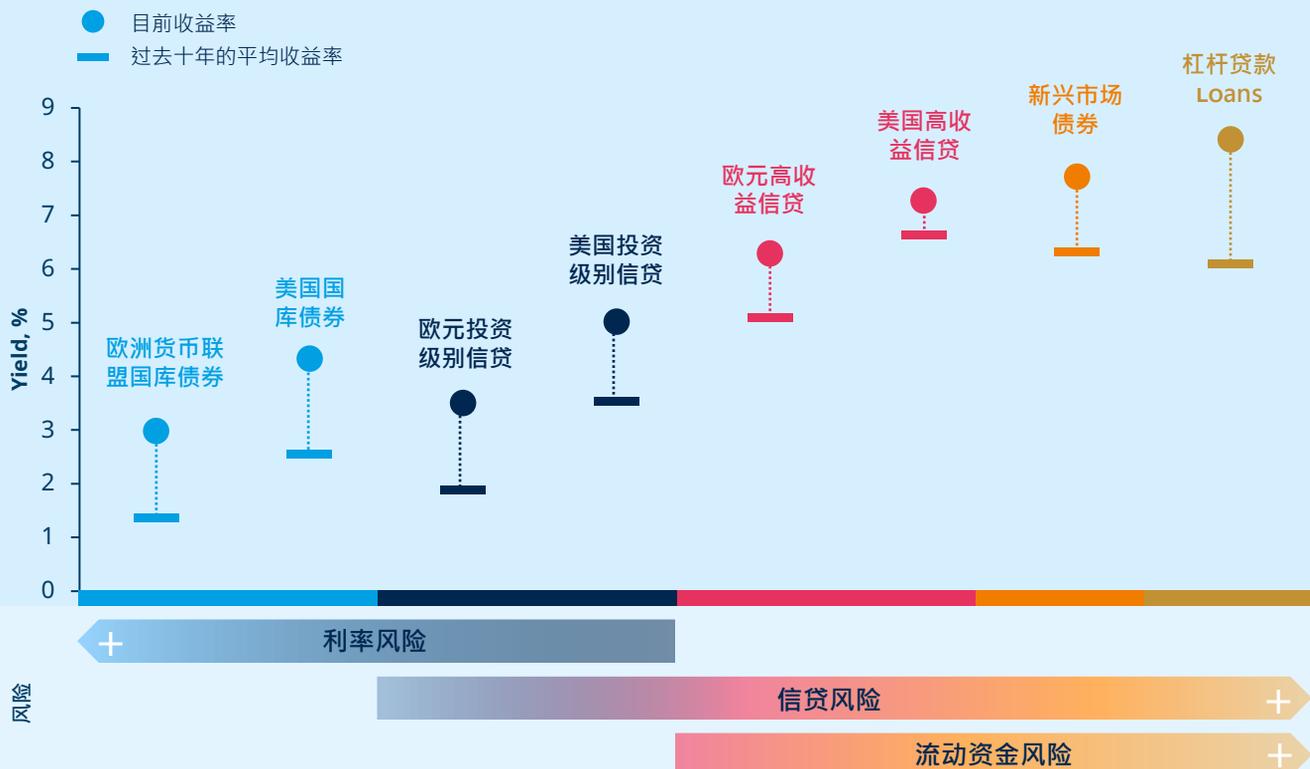
欧元通胀回复至25年的平均水平，债券收益率略升



数据源：东方汇理资产管理投资研究院。彭博数据截至2024年10月31日。

收益率的吸引力

与过去十年的平均水平相比，目前债券市场的收益率相当具吸引力。由于违约可望仍然受控，加上新兴市场债券受惠于该等地区央行的立场偏向减息，故软着陆的经济前景亦为信贷市场提供支持。



投资观点

国库债券	投资级别信贷	高收益信贷	新兴市场债券	杠杆贷款
<ul style="list-style-type: none"> 从历史角度来看，目前的收益率相当具吸引力。 由于美国政策的不确定性，加上通胀及联储局的潜在影响，市场波动可能持续至2025年。 	<ul style="list-style-type: none"> 企业基本面仍然稳健，尤其是欧洲。 联储局及欧洲央行减息可望提供支持。 	<ul style="list-style-type: none"> 加息对BB级及B级公司基本面的影响似乎受控。 CCC级发行人表现疲弱，但逐渐回稳。 我们仍会慎选持仓，看好素质较高者。 	<ul style="list-style-type: none"> 在宏观环境利好及收益率具吸引力的情况下，我们看好硬货币债券，偏好高收益多于投资级别的债券。 本币债券亦可能因新兴市场央行倾向减息的立场而受惠。我们仍专注于实质收益率具吸引力的地区。 	<ul style="list-style-type: none"> 这是一个着重信贷选择的收益说明 贷款基本面有望维持稳定，违约率接近目前水平 通胀风险重现可令此资产类别更具吸引力，因为浮动利率将在较高息率重设，息差亦会有所改善。

数据源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博、东方汇理资产管理投资研究院分析。数据截至2024年11月1日。指数来源：政府债券及新兴市场债券指数来自摩根大通；公司债券指数来自彭博；杠杆贷款指数来自晨星，指美国市场。用于代表资产类别的所有指数均以本币计算。过往表现不保证未来业绩。

股票

股票有更大的上升空间

关键点

虽然美国盈利预测及估值看似过份乐观，但软着陆过往曾带动股市大涨。我们对2025年仍然乐观，预期会出现中高个位数回报。

盈利增长趋同有助扩大美国等权重股票的反弹幅度。机遇集中在日本。

行业分配较国家分配更为重要，着重转投周期性股票，尤其是非必需消费品。人工智能、国防升级及制造业转型将继续成为主要投资主题。

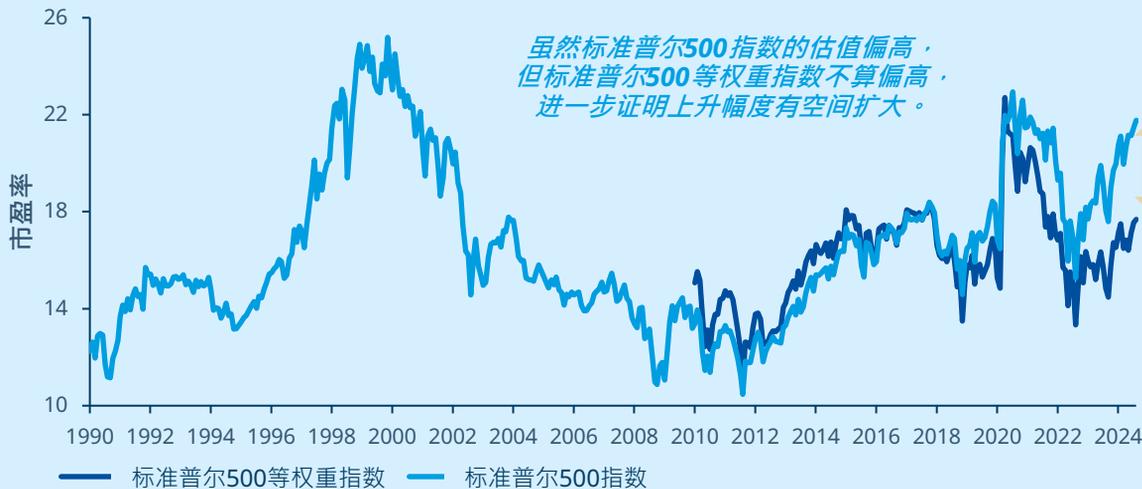
我们对美国经济的预测对应过去的两个时期：1950年代韩战结束，同时结束负面供应冲击，以及1990年代中期联储局实现经济软着陆。这两个时期的经济周期似乎要结束，但最终却得以延续。我们相信历史将会重演，2025年股市表现将再次向好。美国经济软着陆、美国及欧洲同步调低利率，以及中国的刺激经济政策，均对此情况有利，但投资者应注意过份乐观的估值及盈利预期。

诚然，即使考虑到我们相对乐观地认为美国国内生产总值增长将于2025年下半年复苏，我们对2025年的盈利预期仍然偏高。然而，在没有硬着陆的情况下，2025年的盈利有望继续增长。美国总统大选结果公布后，有关公司及资本利得税变动的讨论，以及有关关税及移民的决策，很可能使盈利趋势失色。美股在选举年度的表现创下自1980年以来的最佳记录，但明确的选举结果为较顺周期的立场铺平道路。

美国经济软着陆、美国及欧洲同步调低利率，以及中国的刺激经济政策，均对2025年的股票市场有利。牛市仍有广阔空间。



标准普尔500等权重指数与标准普尔500指数的估值比较



数据源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，数据截至2024年10月31日。彭博估计市盈率。

股票

有持续上升的空间

如果说2024年上半年是由美国科技股七巨头（「七巨头」）主导，下半年则是见证其再创佳绩。标准普尔500指数内个别股票与指数之间的相关性已由一年前的60%跌至目前约40%。此外，七巨头与标普493指数间的盈利增长趋同有望于2025年实现，等权重指数较市值权重指数更值得看好。我们预期，此扩大趋势将会持续。

欧洲危机或被高估，目前日圆走势带来的机遇更具吸引力

由于欧洲的大公司非常依赖出口，欧洲大陆面临地缘政治恶化及贸易限制带来的威胁。然而，**这些风险或被高估**。标准普尔500指数与stoxx600指数的远期市盈率之间的差距显示，**欧洲目前作为价值型投资颇具吸引力**。就此，由于市场仍未稳定，我们偏好结合价值与质素的组合，并**看好小型股**，而在这方面审慎选股尤其重要。

在欧洲，我们偏好英国以对冲中东危机。与欧元区相比，英国市场具有防守性，股息高，具有对抗能源价格上涨的能力。然而，我们计划在美国的周期延伸获确认后，撤出英国至周期性较强的市场。

尽管通胀上升促使日本央行加息，导致日圆转强并影响企业盈利，令情况变得复杂，**但与美国相比，日本市场亦具备价值**。尽管如此，**通缩结束及企业管治改革乃有利信号**，若外汇市场回稳，我们会考虑更看好日本。美国大选后美元转强属良好迹象。

最后，**亚太（日本除外）市场表现长期低迷的情况可能会被扭转**，澳元转强展现复苏迹象，复苏可能在确认中国刺激经济政策的力度后出现。

跨行业及业内机会

在全球行业中，我们**偏好**在早期周期性行业与对利率敏感的防守型行业之间取得平衡，特别是金融、通讯服务及公用事业。

金融业（尤其是银行业）正处于价格颇低廉的水平，有望继续受惠于向股东回馈资本。我们看好**通讯服务（主要是美国）**，乃由于其盈利可观且估值合理。**公用事业**也具吸引力，且处于更低位，有望受惠于各地区收益率下降。此外，**公用事业受惠于美国的人工智能主题**。

展望未来，由于盈利增长放缓与联储局减息之间的矛盾将越演越烈，**我们可能会转向周期性投资，着重投资非必需消费品**。此外，多个行业或会受惠于独立于经济周期的趋势。**人工智能仍将是长期主题**，但由于大型企业的估值偏高，因此务必慎选此领域的投资。预期过渡期间将有利**软件**。在工业领域，**国防**很可能受惠于地缘政治局势紧张，而制造业转型将提供更广泛的支持。

截至2024年11月初的主要发达市场股票观点

地区	全球股票类型									全球行业																			
	--	-/-	-	/-	=	/+	+	+/+	++	--	-/-	-	/-	=	/+	+	+/+	++											
美国										成长股										金融									
欧洲										价值股										非必需消费品									
欧洲货币联盟										小型股										信息科技									
英国										优质股										工业									
日本										低成交股										材料									
亚太（日本除外）										动能股										能源									
										高息股										必需消费品									
																				医疗保健									
																				通讯服务									
																				公用事业									
																				房地产									

数据来源：东方汇理资产管理投资研究院，数据截至2024年11月6日。全球股票类型及全球行业指对MSCI世界因子及行业指数的意见。意见分为9个等级。菱形代表表现（截至2024年11月6日），箭头表示2025年上半年的变动方向。

因子投资焦点

提升因子绩效

市场异常调整有利因子轮动

2024年骤然涌现的因子轮动清楚呈现了多种小风险源头相互交织下的市场波动。在此期间，股票市场的集中度达到自1987年以来的历史高位，十大高市值美股占标准普尔500指数的30%以上。股票集中度飙升在一定程度上导致不稳定的市场环境。

最近，七巨头的领导地位终于开始动摇，且美国市场的分散度大幅上升。市场正进行风险重新定价。

我们留意到利好因子正在扩大，且部分因子的利好表现出现逆转。与过往相反，价值、低波动及低动能因子已成为提高分散度的最主要推手，而高beta及大型股因子的表现则最为负面。分散度扩大通常会为因子投资者创造更多机会，而因子投资者亦会受惠于因子间的分散度提高。

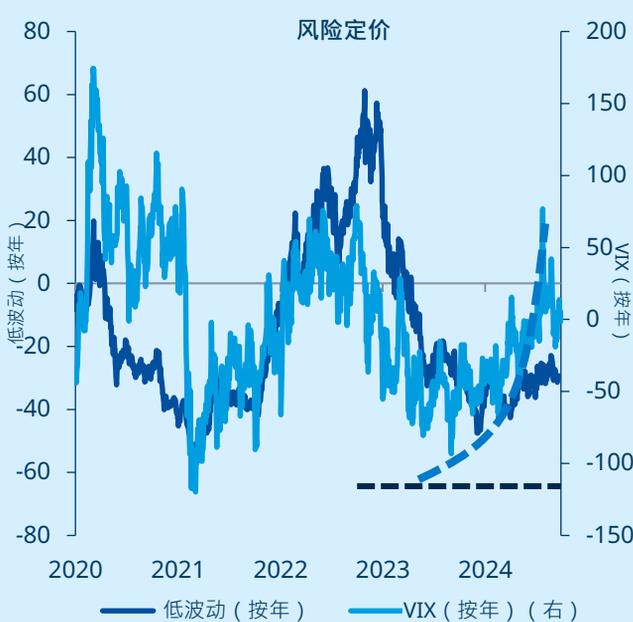
2025年的因子预期

2024年1年期及5年期的「低波动」溢价一直罕见地低。现时已到达过去触发均值回归的水平。此外，2025较大的波动会支持低波动因子，而低波动因子于2024年的动荡时期表现良好。

至于成长与价值相比的因子前景，实际利率变化在过去四年一直推动成长/价值轮动：实际利率上升时，成长因子的表现胜过价值因子，反之亦然。

我们预期，2025年实际利率会稳定下来及/或下降，将会打击价值因子。此外，如果成长及大型股因子的泡沫爆破，价值及中型股因子可能提供良好对冲。虽然低质素公司可能会出现短期低位反弹，结合价值及高素质股票的投资应可取得更稳健的表现。

价值及低波动为2025年焦点



数据来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，数据截至2024年11月6日。

责任投资主题

面对现实世界影响的投资指引

2024是现实世界取得进步的一年。能源业正在加速进步。太阳能电池板的销售量已超过需求，电动车的销售渗透率则一直上升。同时，企业不断进步，为实现气候目标已作出2,000项新承诺（较2023年增加30%）。¹ 监管不断加快并推动变革，但投资亦因此变得越来越复杂。针对现实世界的影响的投资解决方案的需求不断上升，进步可见一斑。在这方面，过渡性融资、生物多样性解决方案及参与活动受到关注。2025年有不少负责任投资主题，例如：

一、**可再生能源的增长正在加快**。国际能源署预期，可再生能源于2030年将占全球近半发电量。² 投资者可通过投资可再生能源营运商及风能、太阳能或水能市场的设备供货商来把握上述增长。我们看好在监管环境下经营的公用事业公司，监管环境支持煤电厂退役并向清洁能源转型的成本回收。此外，设备供货商正受惠于强劲的结构性的需求增长，预计这种增长将持续下去，尤其是考虑到人工智能技术的进步。该等技术消耗巨大能源，将增加数据中心设备的需求。

二、**2035年的预期铜需求会增加一倍**。³ 铜既是将家庭 / 企业与可再生能源连接的电力网络的首选矿物，亦是制造太阳能电池板、风力发电机及电动车电池的关键材料。同时，由于新矿场开采周期长、现有矿场品位下降，以及供应冲击事件（如矿场关闭），铜供应缺乏弹性。预计中期铜价将大升，矿业公司将受惠。

三、**电动车的销售增长推动电动车电池的稳健需求**。虽然不同地区的增长有别，9月的全球销售量按年上升30.5%。欧洲及美国的渗透率分别达到14%及9%，中国仍然是最主要的市场推动者（+50%渗透率），因此2025年的渗透率很可能加快上升。⁴

总体而言，迈向「净零」之路继续提供投资机会。过渡框架正在有效地将资本引导至可降低风险并提高绩效的解决方案。虽然解决方案无法保证可取得上述平衡，但投资者可以注意配合任务运作的解决方案。过渡与实际气候风险之间的关系十分复杂；气温上升会增加实际风险，而过渡政策延迟出台则会降低过渡风险。值得注意的是，气温上升对经济的影响可能超过碳定价或政策变化的影响。世界不断进步，投资者必须因时制宜，以应对不断变化的气候融资环境。

主要投资影响



可再生能源供货商及经营商投资包括涡轮制造商、于2027年前逐步淘汰煤炭的公用事业及向数据中心供应电气设备的机器及生产设备公司。



净零正推动铜需求，在净零排放的情况下，铜价可升至历史高位。我们正探索新兴市场的机会，例如投资智利采矿商的机会。



新兴市场电动车电池需求稳健，带来具吸引力的机会。我们特别看好一间实现规模经济并受惠于强劲内需的高质素中国制造商。

¹ 科学碳目标倡议。 ² 国际能源署，2024年10月。 ³ 国际能源论坛，[“How copper shortages threaten the energy transition”](#)，2024年1月。 ⁴ 路透社及EV Market Monitor – Cox Automotive Inc. (2024年9月)。

私募市场

基建前景亮丽

私募市场：由于能源转型，基建值得看好。私募股权正在复苏。私募债权正受惠于强大的讨价还价能力。房地产市场已稳定下来。

在经济增长轻微减速、内需疲弱、市场预期减息的背景下，私募市场及房地产资产类别可以提供相对具有吸引力的投资机会，并可分散风险及回报。

由于基建增长前景强劲，现金流量稳定，我们看好基建投资。虽然基建数量较数年前为少，市场仍然活跃。减息预期支持基建活动，能源转型将继续推动未来数年的增长。政府支持私募资本，政府支持私人资本，因为私人资本在建设可再生能源基建、实现交通电气化目标、活动数码化及供应链方面，可补充公帑资助。

私募股权方面，减息刺激交易量逐步上升，同时定价已稳定下来。交易主要集中在高质素非周期性行业（例如商业服务、医疗保健及软件领域）。该等行业正受惠于结构性增长强劲、定价能力强大及现金流量稳定。同时，上市市场的高估值倍数确保私募市场的相对估值水平较一年前更具吸引力。

至于私募债权，由于银行融资仍然受到限制（尽管限制在过去六个月略为放宽），公司仍然受惠于磋商借贷合约时的强大讨价还价能力。

房地产方面，2025的前景较2024年具有吸引力。虽然欧洲商业房地产的投资交易仍然偏低，但2024年上半年已较去年同期有所增加，有赖于重新定价。具体而言，优质房地产收益率已出现稳定下来的迹象，我们预期该行业年初时实现的投资额按年增长将在2025年持续下去。然而，我们预计不会达到2021年的水平，市场应该仍然非常分散。在租赁领域，由于最受欢迎的资产供应相对不足，租金应可受惠。相反，非优质写字楼的租金前景疲弱。最后，ESG事宜是关键所在，投资者进行现金流量预测时会考虑该等因素。

2025年上半年的私募市场观点

	基建	私募股权	私募债权	房地产
2025年展望	++	=	+	+/=
抗通胀能力	++	=	++	+
分散投资优势	+++	+	+	++

数据源：东方汇理资产管理投资研究院，数据截至2024年11月6日。

对冲基金

Alpha投资机会增加

对冲基金业年初至今的回报为7% (HFRI FoHF, 截至2024年9月), 产生健康的alpha值。对冲基金仍然是具有吸引力的分散投资选择。

当前的周期阶段为确定未来alpha值来源的要素, 将影响各种对冲基金策略的偏好。有利因素 (例如强劲的宏观流动性及较低的经济衰退风险) 的极端组合与反常现象及尾部风险 (包括估值偏高、财政困难及地缘政治紧张局势) 并存。这种情况表明, 周期阶段的特点是同时有一连串冲击, 导致短暂的经济阶段及早期周期的某些特征。

在股市宽度扩大, 股票相关值低, 市场更加关注公司基本面的情况下, 股票长短仓的alpha值可能仍然较高, 不过, 低分散度可能会限制alpha值的潜力。我们相信, 投资者应该继续增加方向性, 以较大的长短仓分散投资偏差重新平衡长短仓中性。

合并套戥策略在特朗普登场执政时期可能会发挥较大潜力。放松监管、加税及实施有利营商的企业政策使企业活动增加, 将会提供推动力。欧洲价格较低的合并对象亦可能受到更多垂青。

在股票估值偏高、流动性健康及信贷状况良好的情况下, 信贷领域的息差仍然具有吸引力。信贷长短仓对冲基金继续以可承受的风险提供具有吸引力的机会。我们放弃侧重新兴市场的基金经理, 改为看好侧重新兴市场的基金经理, 侧重新兴市场的基金经理的估值及投资分散程度目前提供的alpha值的机会较为有限。

最近几个月来, 多重周期转折及频繁的投资者情景重估一直影响全球宏观策略。随着当局开始实施放松银根的政策、宏观不确定性略为减少及市场较着重传统的成长驱动因素, 各种背景因素正变得对全球宏观有利。全球宏观的评级已上调, 而CTA则保持中性

Alpha动力在周期的下个阶段应该会逐渐发动。我们会对股票长短仓及新兴市场信贷长短仓多加考虑, 全球宏观亦会再次出现。

2025年上半年的对冲基金观点

		--	-	=	+	++
股票长短仓	方向性				→	
	市场中性				→	
事件导向	合并套戥			→		
	特别情况			→		
固定收益套戥	信贷长短仓			→		
	固定收益新兴市场套戥				→	
	固定收益宏观套戥				→	
全球宏观	全球宏观		→			
CTA	CTA			→		

数据源: 东方汇理资产管理投资研究院, 数据截至2024年11月6日。

2024年11月立场 改变方向 → 2025年上半年立场

货币

已发展市场

特朗普在美国大选获胜后，三大传输途径短期内可能导致美元转强，外汇波动加剧：

1. 以征收关税等敌对方式进行对外贸易可能导致世界贸易减少，出口导向型经济体的损失较美国更大，美国则更注意国内事务；
2. 如果美国选择对中国进口商品广泛征收关税，中国的过剩产能可能会导致欧洲进一步通货紧缩，从而可能引发对联储局政策分歧的忧虑，进而支撑美元。
3. 美国新政府的政策可能导致美国通胀加剧，从而增加联储局政策去向的不确定性。美元汇价下跌使美国收益率曲线牛市走峭不得不出现。

虽然上述各种情况均的确可支持美元汇价，但我们认为，只有在美国通胀重现及利率波动加剧的情况下，美元才必定从现水平大幅上扬。无论如何，我们认为这种趋势难以持续，并预期美元在2025年最终会转弱。关税上升对经济增长的不利影响可能最终会拖累美国经济，而鉴于公共财政状况和相关利息支出已经令人担忧，减息的必要性较以往任何时候都更加明显。我们认为，市场对减息的信心大增会触发美元下跌。

新兴市场

我们仍然挑选新兴市场货币。新兴市场货币的去向可能崎岖不平，波动剧烈而美元会获得短暂支持，但在征收关税潮等外部冲击事件出现时，新兴市场货币会成为最终的减震器。此外，我们不应该低估新兴市场政府为了保护出口而实施更具竞争力的中期贬值的可能性。

我们仍然认为基本的情况是新兴市场央行会继续减息以支持国内经济，再加上预期的稳定物价措施，实际利率应该会上升，尤其是拉丁美洲国家。全球（核心国家及新兴市场国家）通胀加剧的风险可能会使货币政策的空间收窄，具吸引力的相关息差交易亦会减少。

巴西近期的加息周期使实际利率高企，以及巴西雷亚尔的估值具吸引力，巴西雷亚尔值得看好。我们也看好印尼盾及南非兰特等高息差货币。我们因国内政策理由而略为看好人民币。政府宣布的财政政策方案会支持人民币。虽然我们不能排除人民币会因外部冲击（如关税）而疲弱或波动，但这不应该是首选的报复方式；相反，中国当局将继续寻求货币稳定，在人民币过度疲弱时进行干预。

商品

黄金

鉴于中期的驱动因素一致，包括持续的放松银根政策、财政滑坡及债务可持续性恶化、各国央行（尤其是不支持美元的国家）的购买行为、持续的中美紧张局势及地缘政治风险，以及采矿业的增长轻微，风险依然存在，黄金上升有望。然而，金价升幅很可能温和，因为金价似乎偏高：估值高，长仓是市场共识，但价格弹性对珠宝需求构成压力。由于金价屡创新高，设定目标价是一门艺术而非科学。我们将黄金于2025年的目标价维持在2,800美元/盎司。价格便宜的金矿商亦具有吸引力。



工业金属

中国持续去杠杆化及能源转型步伐仍然是影响金属的两股力量。虽然中国的刺激政策不大可能扭转长期趋势，尤其是房地产市场的趋势，但确实有助尽力降低系统性威胁及金属价格下行风险。随着世界经济增长在放松银根政策的支持下在目前的水平稳定下来，能源转型（主要来自电动车）及价格需求弹性可能推动金属需求增长。供应紧张继续对铜价构成上行风险，我们预期2025年铜的平均价为10,500美元/吨。我们认为，作为核心中期配置仍然具有吸引力。

预测

宏观经济预测

宏观经济预测						
年平均值(%)	实际GDP年增长(%)			通胀(CPI) (按年) (%)		
	2024年	2025年	2026年	2024年	2025年	2026年
已发展国家	1.6	1.6	1.6	2.7	2.2	2.0
美国	2.6	1.9	2.0	2.9	2.2	2.1
欧元区	0.8	1.0	1.3	2.3	2.0	1.9
德国	0.1	0.7	0.9	2.4	2.1	2.0
法国	1.1	0.9	0.9	2.6	2.0	2.0
意大利	0.8	0.8	0.8	1.3	1.8	2.0
西班牙	2.8	1.8	1.8	3.3	2.3	2.0
英国	1.1	1.6	1.4	2.5	2.1	2.2
日本	0.4	1.4	0.7	2.6	2.4	1.9
新兴国家	4.3	3.9	3.9	5.5	4.1	3.4
中国	4.8	4.1	3.6	0.4	0.7	0.6
印度	6.8	6.3	6.5	4.9	5.7	5.4
印尼	5.2	4.9	5.0	2.4	2.7	3.3
巴西	3.0	2.1	2.4	4.3	4.3	3.8
墨西哥	1.2	0.9	1.6	4.7	4.9	3.9
俄罗斯	3.5	1.0	2.0	8.0	8	6.2
南非	0.9	1.4	1.5	4.6	3.9	4.4
土耳其	3.7	2.8	3.3	59.9	28.8	19.1
全球	3.2	3.0	3.0	4.4	3.3	2.9

央行官方利率预测(%)					
	2024年11月8日	东方汇理资产管理	综合预测	东方汇理资产管理	综合预测
		2025年第二季	2025年第二季	2025年第四季	2025年第四季
美国*	4.75	3.50	3.70	3.50	3.30
欧元区**	3.25	2.25	2.25	2.25	2.00
英国	4.75	4.00	4.00	3.50	3.55
日本	0.25	0.75	0.50	0.75	0.70
中国***	1.50	1.00	1.35	1.00	1.30
印度	6.50	6.00	5.85	6.00	5.70
巴西	11.25	12.50	12.00	12.50	11.00
俄罗斯	21.00	19.00	17.80	16.00	14.10

数据来源：东方汇理资产管理投资研究院。预测数据截至2024年11月8日。CPI：消费物价指数。*：联邦基金目标范围上限。**：存款利率。***：中国人民银行7天期逆回购利率。2025年第二季指2025年6月底；2025年第四季指2025年12月底。当前汇率及综合预测来自彭博。

预测

金融市场预测

债券收益率

两年期债券收益率预测(%)

	2024年11月8日	东方汇理资产管理 2025年第二季	远期 +6个月	东方汇理资产管理 2025年第四季	远期 +12个月
美国	4.2	3.7	4.1	3.7	4.1
德国	2.2	2.0	2.0	2.0	1.9
英国	4.4	3.8	4.3	3.7	4.0
日本	0.5	0.9	0.6	1.0	0.6

十年期债券收益率预测(%)

	2024年11月8日	东方汇理资产管理 2025年第二季	远期 +6个月	东方汇理资产管理 2025年第四季	远期 +12个月
美国	4.3	4.3	4.4	4.3	4.4
德国	2.4	2.3	2.5	2.3	2.5
英国	4.5	4.1	4.5	4.0	4.5
日本	1.0	1.2	1.1	1.3	1.2

2025年第四季股市预测

MSCI指数水平	美国	欧洲	欧洲货币 联盟	英国	日本	除日本外的 太平洋地区	全球	全球AC
2024年11月6日	5 657	2 016	286	2 330	1 674	1 403	3 752	855
下限	5 630	2 100	280	2 390	1 580	1 390	3 770	840
上限	6 500	2 300	340	2 610	1 980	1 610	4 230	990

货币汇率

	2024年11月6日	东方汇理资产管理 2025年第二季	2025年第二季 综合预测	东方汇理资产管理 2025年第四季	2025年第四季 综合预测
欧元/美元	1.08	1.13	1.12	1.16	1.12
欧元/日圆	165	159	158	150	158
欧元/英镑	0.83	0.84	0.84	0.84	0.84
欧元/瑞士法郎	0.94	1.01	0.96	1.02	0.96
欧元/挪威克朗	11.72	11.44	11.21	11.09	11.21
欧元/瑞典克朗	11.56	11.61	10.98	11.27	10.98
美元/日圆	153	140	141	130	141
澳元/美元	0.67	0.71	0.70	0.73	0.70
新西兰元/美元	0.60	0.63	0.64	0.64	0.64
美元/人民币	7.14	6.90	7.01	6.76	7.01

数据源：东方汇理资产管理投资研究院。预测数据截至2024年11月6日。2025年第二季指2025年6月底；2025年第四季指2025年12月底。

作者

总编辑



MONICA DEFEND
东方汇理投资研究院
主管



VINCENT MORTIER
集团投资总监

编辑



CLAUDIA BERTINO
投资观点及出版部主管,
东方汇理资产管理投资研
究院



LAURA FIOROT
投资观点及客户关系部主
管, 东方汇理资产管理投
资研究院



SWAHA PATTANAİK
出版及数码策略部主管·
东方汇理资产管理投资研
究院



GIULIO LOMBARDO
出版专家, 东方汇理资产管
理投资研究院

作者

VALENTINE AINOZ

环球固定收益策略部主管· 东方汇理 资产管理投资研究院

ALESSIA BERARDI

新兴市场宏观经济策略部主管, 东方汇理 资产管理投资研究院

JEAN-BAPTISTE BERTHON

投资组合策略研究· 东方汇理 资产管理投资研究院

SERGIO BERTONCINI

高级固定收益策略师· 东方汇理 资产管理投资研究院

DIDIER BOROWSKI

宏观政策研究部主管· 东方汇理 资产管理投资研究院

DOMINIQUE CARREL-BILLIARD

有型及另类资产部主管

FEDERICO CESARINI

已发展市场外汇策略部主管· 东方汇理 资产管理投资研究院

LAUREN CROSNIER

环球外汇部主管

DEBORA DELBÒ

高级新兴市场宏观策略师· 东方汇理 资产管理投资研究院

AMAURY D'ORSAY

固定收益部主管

BARRY GLAVIN

股票部主管

CLAIRE HUANG

高级新兴市场宏观经济 策略师, 东方汇理 资产管理投资研究院

ELODIE LAUGEL

首席责任投资官

ERIC MIJOT

环球股票策略部主管· 东方汇理 资产管理投资研究院

PAULA NIALL

投资策略研究及客户服务部专家· 东方汇理 资产管理投资研究院

JOHN O'TOOLE

多元资产投资方案部主管

MARCO PIRONDINI

美国投资管理部投资总监

LORENZO PORTELLI

跨资产策略部主管· 东方汇理资产管理投资研究院

MAHMOOD PRADHAN

环球宏观经济部主管· 东方汇理资产管理投资研究院

ANNA ROSENBERG

地缘政治研究部主管· 东方汇理资产管理投资研究院

FRANCESCO SANDRINI

多元资产策略部主管

GUY STEAR

已发展市场策略部主管· 东方汇理资产管理投资研究院

YERLAN SYZDYKOV

环球新兴市场部主管

ANNALISA USARDI, CFA

高级经济师兼先进经济体模型分析部主管· 东方汇理资产管理投资研究院

设计及数据可视化

CHIARA BENETTI

东方汇理资产管理投资研究院数码艺术总监兼策略设计师· 东方汇理 资产管理投资研究院

VINCENT FLASSEUR

图像及数据可视化经理· 东方汇理 资产管理投资研究院

随时获得最新
市场数据

查看本文的电子版本,
请使用手机扫描代码或
[点击此处](#)



扫描代码

东方汇理资产管理 投资研究院



在一个日益复杂和不断变化的世界中，投资者需要加深了解环境和投资实践的演变，以便设定资产配置并帮助构建适合自己的投资组合。

这种环境横跨经济、金融、地缘政治、社会和环境各个范畴。为了迎合投资者的需求，东方汇理资产管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资产管理的研究、市场策略、投资主题和资产配置咨询活动。东方汇理资产管理投资研究院致力编制及分享研究和思想领导力刊物，并持续进行预测和创新，为投资团队和客户提供重要的参考。

紧贴以下范畴的最新动态:

Amundi Investment Talks

Trump Victory: Key implications for investors

Robert M. Anderson, Michael J. Hayes, Robert M. Anderson

最新: 2024年11月

US 10-year Treasury Yield and US Dollar

Month	US 10-year Treasury Yield (%)	US Dollar Index (DXY)
Jun-24	4.5	103
Jul-24	4.2	104
Aug-24	4.0	105
Sep-24	3.8	106
Oct-24	3.6	107
Nov-24	3.5	108

- 地缘政治
- 经济与市场
- 投资组合策略
- 环境、社会及管治分析
- 资本市场假设
- 跨资产研究

到访我们投资研究院的网站

请浏览



Amundi

东方汇理 资产管理

凭借实力 赢得信任

定義縮寫貨幣縮寫: USD – 美元, BRL – 巴西雷亞爾, JPY – 日圓, GBP – 英鎊, EUR – 歐元, CAD – 加元, SEK – 瑞典克朗, NOK – 挪威克朗, CHF – 瑞士法郎, NZD – 紐西蘭元, AUD – 澳元, CNY – 人民幣, CLP – 智利比索, MXN – 墨西哥比索, IDR – 印尼盾, RUB – 俄羅斯盧布, ZAR – 南非蘭特, TRY – 土耳其里拉, KRW – 南韓圓, THB – 泰銖, HUF – 匈牙利福林。

免责声明

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数据而引致的直接或间接损失概不负责。

本文只能分发予获准接受之人仕，及任何可能接受本文而没有违反适用法律例及条例之人士。本文并未得到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信息，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，财务状况及个别需求。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。

本文不拟提供于美国公民、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」。

图片来源: ©iStock/Getty Images Plus – Robert Shafer