

2025年3月

市场徘徊在喜悦与忧虑之间

2月的市场洋溢乐观的气氛，尽管政府公布新关税政策、通胀风险和DeepSeek(深度求索)引发市场震荡，但积极的市场情绪仍然持续。在欧洲，股市创下历史新高，而在美国也有证据显示股市上升的范围正在扩大，预料七大科技股的主导地位可能开始减退。不过，不确定性仍处于极端水平，1月消费者物价指数(CPI)高于预期，录得一年半以来最快的增速，加上美国经济数据略为疲弱，使市场再度感到忧虑。为了评估目前的正面市场情绪环境能否持续，我们聚焦于以下主题：

- **首先，通胀是主要忧虑**，因为市场对通胀仍然高度敏感，可能为特朗普带来重大挑战。近期的消费调查数据显示不确定性持续上升，消费者的长期通胀预期大升至3.3%，为2008年以来最高，分散程度也是1980年代以来最大。
- **第二，随着通胀逐渐下降，全球经济增长将会趋于稳定，但特朗普推行政策的不确定性使风险增加。**
- **第三，欧元区受到欧洲央行更明确的政策路径支持。**德国大选后的财政支持，以及政府或将增加的国防开支，都是需要留意的重要主题。
- **最后，中国大陆仍专注于避免引发混乱的贸易战，**从其对特朗普关税措施的审慎回应便可见一斑。

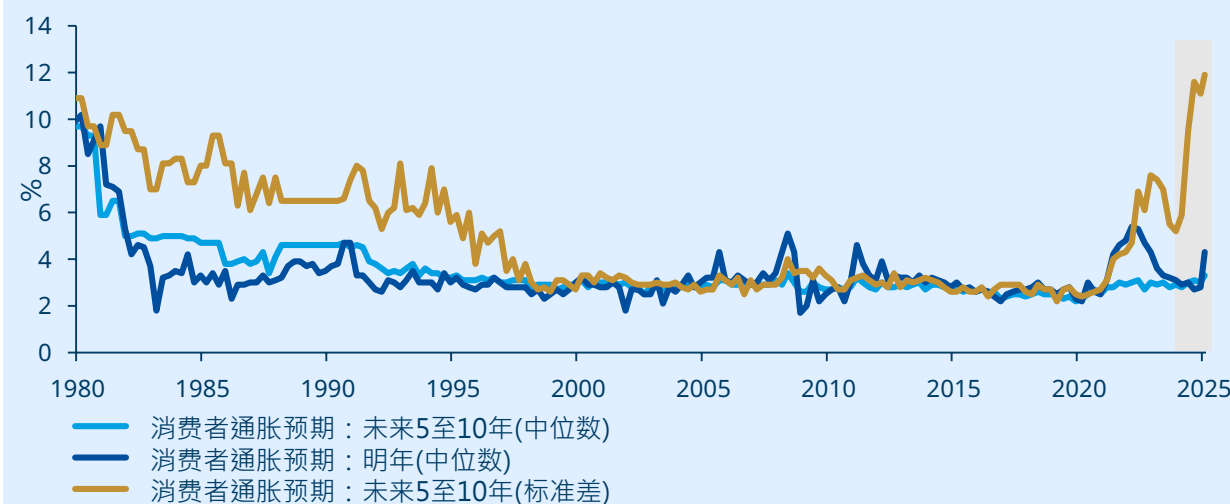


VINCENT MORTIER
集团首席投资总监



MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院主管

消费者通胀预期持续上升且更加分散



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，数据来自密西根大学消费者调查。数据截至2025年2月20日。

这一切也表明风险资产的环境依然具有支持性，但也有部分领域的投资者满足于现状，我们认为投资者应该转至投资机会更具吸引力的领域，并专注地分散投资。

- **在固定收益方面，我们更加看好欧元区的久期，因为当地的经济增长落后，预计欧洲央行将会继续降息。**在美国，联邦利率重新定价的速度很快：我们仍然预计美联储会在2025年降息，并认为面对目前限制性的政策立场和相对平静的财政环境，美联储上调利率的可能性暂时极低。**全球信贷的前景乐观，并受到美国和欧元区的经济活动稳定、通胀缓和与放宽限制性货币政策的支持。**我们看好欧洲投资级别信贷，同时对估值过高的美国高收益债券保持谨慎。
- **把握股市升势扩大带来的机会。**我们更加看好欧元区，因为与美国相比，其估值更具吸引力，而且经济前景比英国理想。在欧洲，我们寻找资产负债表强劲和定价能力强的企业。在美国，我们着眼于大盘股以外，看好银行和材料板块，并寻找能够从预期减税、放宽监管中受益，并以本地市场为本的企业。
- **在新兴市场，由于宏观经济和地缘政治的持续发展，我们总体立场保持中性。**近期抛售使印度原来过高的估值下降，加上盈利修正也有触底的迹象，因此我们更加看好印度。
- **跨资产方面，我们对风险资产仍保持乐观，看好股票和信贷，同时进行内部轮换以把握投资机会。**其中，我们更加看好欧洲股票，而对日本股票的立场则从正面转为中性，因为我们认为在日元走强和潜在波动的情况下，尚未看到即时出现的增长推动因素。为了增强总体配置抵御潜在不利情境的能力，我们在股票和久期方面维持部分避险安排，同时继续看好黄金。

尽管不确定性偏高，但投资环境仍有利股票。我们看好欧洲的投资机会，因为欧洲能受益于乌克兰停火，同时估值比美国更理想。

总体承险意欲

避险

承险



总体风险立场仍然略为看好，略为轮换股票配置，总体上看好久期。

与上月比较变动

- 固定收益：我们在月内对久期立场进行战略性调整。
- 跨资产：更加看好欧洲股票，而对日本股票的立场则转为中性。

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 你对特朗普的对等关税政策有何看法？

特朗普于2月13日宣布公平对等贸易计划，旨在解决美国贸易关系不平衡的问题，并对抗不对等的贸易安排。然而，要执行这些措施并不容易，挑战之一是难以获得最新、准确和一致的双边关税数据。考虑到提高关税的影响，我们最近适度下调了美国经济的增长预期，并上调了通胀预测。虽然这不会改变经济软着陆的方向，但确实使美国经济更快地回归趋势，使其相对于其他国家的“例外性”降低。

投资影响

- 维持分散投资全球股票的立场
- 看好黄金

2 你如何看待美国通胀的最新发展？

近期的CPI显示通胀仍然居高不下，总体通胀率按年上升至3.0%，核心通胀率也按年上升至3.3%。今年第一次公布的通胀数据可能反映部分季节性影响，以及通常在年初出现的年度价格上涨。虽然面对这种季节性干扰，但我们预计上半年总体CPI将会保持于约2.6%，下半年则会上升至2.9%，由于消费需求强劲和住房成本通胀放缓的趋势停滞，会出现中期的上行风险。总体而言，我们认为美联储可能会采取“不急于”降息的态度，在本季暂停降息，同时密切留意美国新政府政策对经济的影响。

投资影响

- 战略性管理久期，看好美国收益率曲线的中段

3 你对印度2025至2026年的预算有何看法？

印度的最新预算反映政府财政整顿。根据2026财政年度的财政赤字预测，预算赤字占国内生产总值的比例将会从目前的4.9%下降至4.4%。印度政府已经修订所得税结构，以提高中产阶级的可支配收入，同时应该会增加粮食补贴。加强农村计划预计能改善农村地区的经济状况。政府公布预算后，印度储备银行把基准利率下调25个基点至6.25%，以支持经济增长。

投资影响

- 仍然战略性看好印度股票

美联储面对不确定的前景，预期财政赤字高企，劳动力供应可能遭受冲击，对通胀和增长前景构成压力。

MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院主管



多元资产

作者

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

应对通胀的不确定性

尽管第四季数据显示各经济体间的趋势存在差异，但我们预料总体经济前景良好。在强劲的个人消费带动下，美国经济增长稳健，而欧洲的增长势头则有所减弱。鉴于与贸易战相关的不确定性，全球经济增长面对下行风险，各国央行的行动现已不同步。美联储目前暂停降息，欧洲央行决意按照明确的路径以达到中性利率，而预期日本央行将于2025年上调利率。总体而言，尽管宏观经济、信贷和流动性环境仍然具有合理地提供支持，但我们仍然对下半年的通胀风险和潜在盈利修正保持警觉，因此倾向通过避险和黄金作出温和承险的配置。

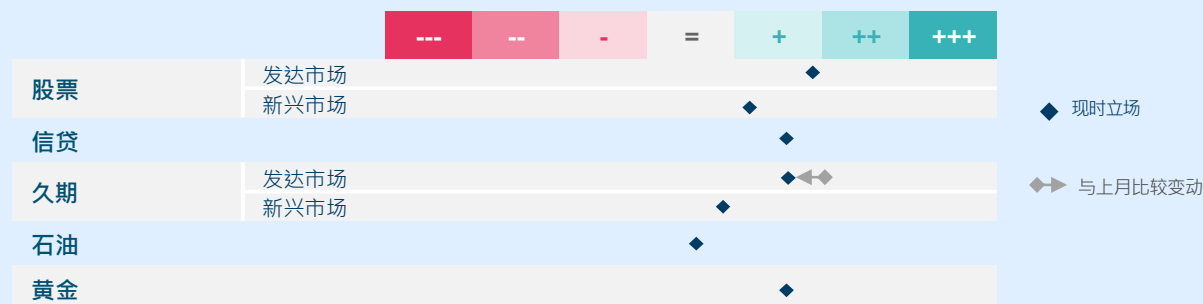
我们仍然看好股票前景，因为经济环境仍然支持风险资产，但会略为调整。在股票方面，由于欧洲央行态度温和，估值相对具有吸引力，我们更加看好欧元区，而由于预期日元走强，我们对日本股票的观点下调至中性。增长溢价仍然有利新兴市场，特别是中国大陆，因为预料该国促进经济增长和加推刺激措施的政策能减轻关税的影响。

在固定收益方面，我们仍然看好两年期美国国债，并维持5至30年期美国国债收益率曲线会走陡的观点。我们也继续看好欧盟利率，但看好英国利率的程度下降，因为现在估值被低估的程度有所减轻。我们对日本国债保持谨慎，但也持续看好意大利国债多于德国国债。我们仍然认为欧洲投资级别信贷是信贷市场内最乐观的领域，而我们对新兴市场硬货币债券和本地债券则维持中性立场。

为了抵御地缘政治风险和受通胀带动的波动性，我们认为投资者应该考虑就估值似乎偏高的美国股票设立避险安排，并考虑以久期避险安排管理通胀风险，同时维持黄金的配置。

我们仍然看好欧洲的投资机会，同时主动采取避险措施，以应对通胀风险和地缘政治不确定性。

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

利率预期急速变化

在2025年，特朗普政策对通胀和经济增长的影响是评估美联储政策方向的主要考量因素。市场本来担心通胀会上升，然而市场价格现已开始反映增长率可能令人失望的风险，导致市场显著和迅速地重新评估对美联储走势的预期。重大的市场变动代表投资者应该继续**主动管理久期，并在所有领域寻找机会**。总体而言，我们仍然看好久期和信贷，并偏好优质和年期较短的信贷。在新兴市场，我们维持总体中性的观点，看好硬货币债券多于本币债券。

全球和欧洲固定收益

- 我们总体看好久期，略为调高看好欧元区和英国久期的观点，因为相信利率还有下调空间。由于日本央行已暗示将进一步上调利率，我们对日元久期保持谨慎。
- 我们看好信贷，并继续看好欧洲金融类债券，认为投资级别债券比高收益债券可取。
- 在外汇方面，我们看好日元和美元，对英镑的观点则转为正面。我们对欧元和人民币保持谨慎。

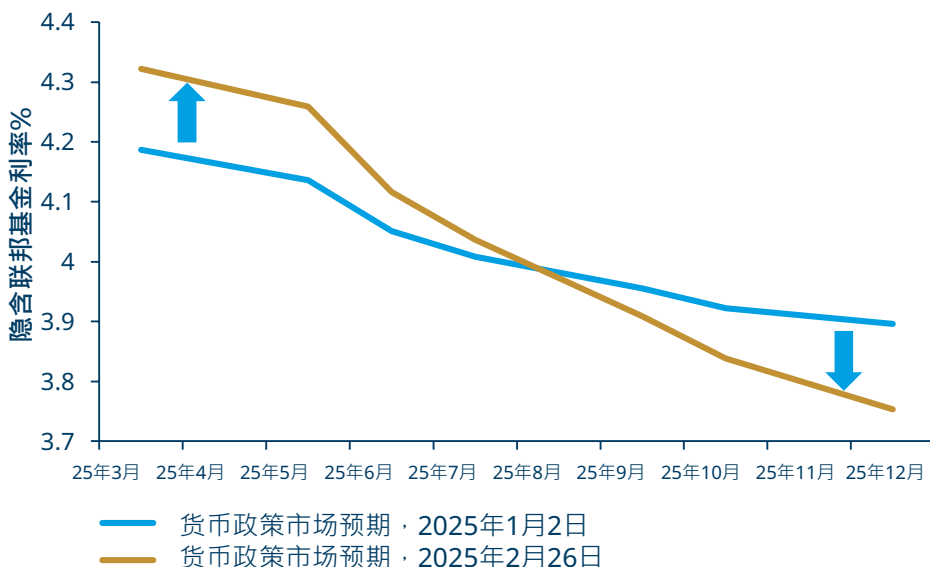
美国固定收益

- 我们对久期保持战略性观点，并继续偏好中期资产，认为风险回报合理。
- 在信贷方面，我们看好优质信贷，并正在转向年期较短的发行人。我们仍然看好金融信贷多于工业信贷，但看好的程度低于上月。
- 我们继续看好高收益另类投资，例如杠杆贷款，因为利差处于多年低水平，收益估值吸引力欠佳。

新兴市场债券

- 我们对久期维持中性立场，倾向在市场抛售时增持久期。
- 我们仍然看好硬货币债券的前景，但谨慎选债。
- 在本地利率方面，我们谨慎选债，偏好拥有更大货币政策空间的国家，并寻找战略性投资机会，例如墨西哥比索。
- 我们仍然看好信贷，特别是高收益范畴，因为预计利差不会大幅扩大。

市场大幅重新定价美联储的利率路径(针对期货市场)



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

资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年2月26日。数据显示期货反映的2025年利率预期。

股票

股市轮换持续

美国股市长期表现领先，并从2023年开始在人工智能热潮的推动下加快上扬。但踏入2025年，此趋势却暂停，各地市场(特别是欧洲)的表现领先美国，而估值过高的领域可能会被重新评估。由于与关税相关的不确定性甚高、人工智能的发展和仍然偏高的集中度风险，**分散投资仍然是重要的市场主题**。盈利修正和承险意欲上升继续支持估值相对具有吸引力的欧洲股票，而亚洲新兴市场也带来投资机会，其中印度在近期的抛售后更具吸引力。

欧洲股票

- 市场升势扩大仍然对欧洲股票大为有利。市场将会继续留意特朗普政策的潜在影响。
- 在欧洲，我们留意企业的抗跌能力、稳定的业务模式和稳健的财务实力。
- 板块方面，我们对工业和技术板块保持审慎，并对电信板块更加谨慎。我们继续看好必需消费品和健康护理板块，同时把握奢侈品板块的投资机会。

环球和美国股票

- 我们留意盈利势头稳定和投资资本回报可观的股票。由于美国股票的总体估值仍然高昂，投资者离开超大盘股的趋势继续有助缓和承险意欲逆转导致的估值波动。
- 我们继续留意能受益于特朗普政策的企业。
- 我们对技术和消费品板块持审慎观点，并看好材料和金融板块，例如能够受益于较高收益率曲线的银行股。

新兴市场股票

- 鉴于地缘政治不确定性和关税风险，我们对新兴市场股票保持中性观点。不过，我们注意到墨西哥和韩国的走势可能回升。
- 近期印度股票被抛售，而修订预测的趋势也有触底回升的迹象，因此我们更加看好印度。我们仍然看好印度尼西亚，但在增长不确定的情况下，对台湾地区持谨慎态度。
- 板块方面，我们看好盈利稳定和价格合理的房地产和必需消费品板块。

美国与其他国家年初至今的表现比较



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，截至2025年2月24日。MSCI 指数美元总回报。

观点

东方汇理对各资产类别的观点

本月重点

- **信贷对寻求收益的投资者具有吸引力**：企业基本面稳健，公司正在改善信用情况。较高收益率吸引寻求收益的投资者和净供应有限等有利的技术性条件，均刺激需求。

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					◆	
欧洲						◆	价值股						◆
日本	▼				◆		小盘股						◆
新兴市场					◆		优质股						◆
中国大陆					◆		低波幅股票						◆
新兴市场 (中国大陆除外)					◆		动力股						◆
印度	▲					◆	高息股						◆
总体						◆							

固定收益和外汇

久期	1个月变动	--	-	=	+	++	信贷	1个月变动	--	-	=	+	++
美国	▼				◆		美国投资级别债券						◆
欧盟						◆	美国高收益债券						◆
英国						◆	欧洲投资级别债券						◆
日本					◆		欧洲高收益债券						◆
总体						◆	总体						◆
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2025年2月19日发表的观点摘要，以及更新至2025年3月3日的美国久期观点。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。外汇列表呈列全球投资委员会的绝对对外汇观点。

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」。