

2025年2月

市场情绪：对通胀忧虑与乐观之间的拉锯

特朗普2.0时代已至，市场对通胀数据极度敏感，该趋势或将持续数月。对通胀的敏感度上升也使股票 / 债券的相关性转为正面。市场目前受到两种对立力量影响：特朗普经济学的前景巩固美国例外主义的观点，而征收关税则为全球供应链和通胀趋势带来不确定性。由于二者对立因素之间的拉锯将会令波动性居高不下，投资者应该留意：

- **面对美国财政政策、关税和人工智能等因素，企业的盈利走势。**虽然财政宽松和放松管制可能会暂时提高本地生产总值，但关税和减少移民配额的不利影响可能会使今年末段的经济表现承压。关税也会影响企业盈利，可能使下半年出现修订，而短期的焦点将会是中國大陸最近发布的低成本人工智能模型DeepSeek(深度求索)对全球参与者的影响。
- **央行行动不同步。**美联储暂停降息，如果通胀数据持续下行，可能会在2025年稍后才降息。在欧洲，预计欧洲央行和英国央行也会提前降息，而日本央行则会继续上调利率。
- **美元波动、油价上升和中国经济刺激措施成为新兴市场的重要主题。**在地缘政治风险高企和特朗普实施关税的预期下，不确定性仍然甚高。

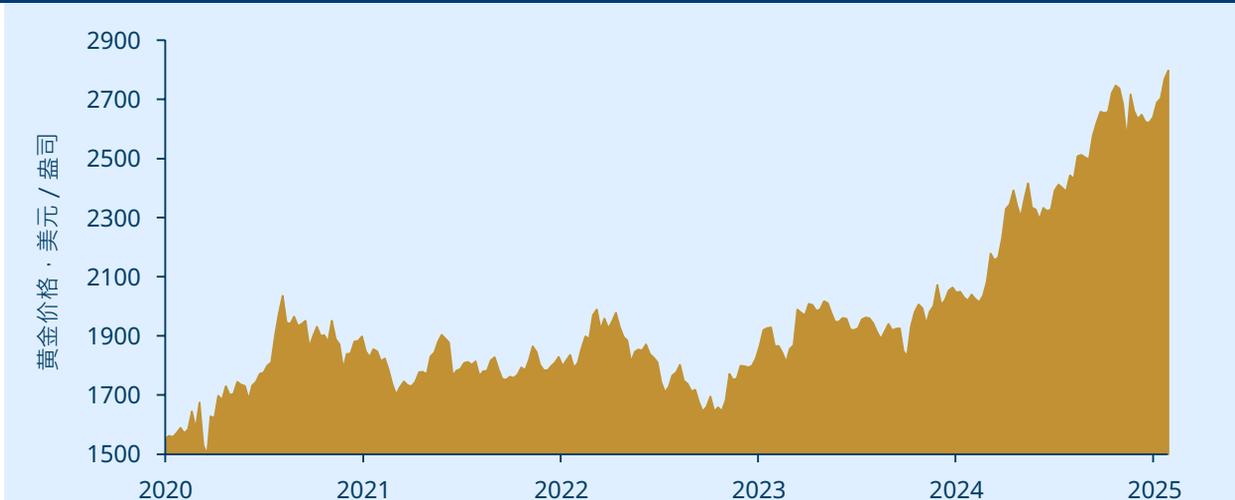


VINCENT MORTIER
集团首席投资总监



MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院主管

全球不确定性推动黄金价格创新高



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年1月31日。

从投资角度而言，此环境仍然略为支持风险资产，因为经济增长前景稳定、央行的政策宽松及流动性充裕。

- **固定收益方面**，由于收益率持续波动，应该对久期采取主动和战略性的观点。目前全球的收益率水平具有吸引力，因此我们略为提高对久期的立场，特别是欧洲。在美国，虽然利率具有吸引力，但我们预计利率会大幅波动，因此就风险回报而言，我们偏好收益率曲线的中段部分。我们仍看好全球投资级别债券，并持续在一级市场寻找投资机会。总体而言，我们持续看好投资级别债券多于高收益债券，也看好金融股多于工业股。此外，我们看好杠杆贷款等高收益另类投资，其估值更具吸引力。

- **在股票方面**，我们总体看好，并重点于全球分散投资，以把握涨势扩大带来的机会。在美国，我们偏好等权重指数多于被高估的市值加权指数。我们看好金融和材料股，并关注可能受益于特朗普政策但其股价尚未反映此因素的公司，以及估值合理的防御性股票。欧洲方面，鉴于预期降息和通胀缓和，我们认为价格领先的防御性必需消费品和健康护理股，以及资产负债表强劲、对利率变化敏感度较低的优质银行也具有投资潜力。

- **新兴市场仍需审慎选股**。由于特朗普政策的不确定性，我们对全球新兴市场股票保持中立。债券方面，新兴市场高收益债券的前景理想。总体而言，我们看好个别国家的当地利率，这些国家的名义和实际收益率高，且受美国新政府政策影响较少。我们寻找高收益债券的个别投资机会，由于市场大致消化新发行债券，预计利差不会明显扩大。

- **就资产配置而言**，风险资产的理想环境促使我们对全球股票维持略为看好的风险立场。我们也更加看好欧元投资级别信贷，而对新兴市场债券的立场则转为中性。我们认为由于估值偏高，投资者应该继续留意于美国市场设立股票避险安排，并利用黄金分散投资，以更好地应对地缘政治和通胀风险引发的潜在波动。

从特朗普的关税政策以至DeepSeek对人工智能的影响，不确定性的阴霾使我们留意全球股票的投资机会，通过黄金分散风险和久期维持战略性的观点。

总体承险意欲

避险

承险

总体风险立场仍然略为看好。我们认为投资者应该偏好投资级别信贷和股票，并通过股票避险和黄金维持平衡。

与上月比较变动

- 固定收益：我们更看好久期，特别是欧洲。
- 跨资产：我们更看好欧元投资级别信贷，对新兴市场本地债券的观点从看好转为中性，并更加留意股票避险和黄金。

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

你对2025年美国经济的展望如何？

我们预测2025年美国本地生产总值增长约为2%*，谨慎起见，应考虑特朗普的部分政策意图，例如从2025年上半年开始征收关税，对所有进口商品征收10%的关税，并把中国大陆的关税上调至60%，预计将会影响2025年下半年至2026年上半年的经济增长。我们也预料收益率会上升，将会影响实体经济，包括消费、房屋和投资。虽然银行和能源板块放松管制及增加人工智能的投资可能会略为减轻投资压力，但特朗普对《降低通胀法案》的立场仍然存在变数。总体而言，上述因素的净效应很可能会不利经济增长。移民政策对劳动力供应至关重要，将会影响工资增长和通胀，预计2025年的通胀率约为2.5%。

投资影响

- 偏好对美国股票持中性立场。
- 短期看好美元，中期美元走弱。

你对发达市场央行有何看法？

美联储面对不确定的前景，预期财政赤字高企，而劳动力供应可能受到冲击，将会使通胀前景承压。我们预计央行今年将会降息三次（年末的联邦基金利率目标上限为3.75%）。随着美国即将实施关税政策，为经济前景增加阴霾，欧洲央行面对的不确定性较少。因此，政策利率应该会稳定下降。我们预计2025年将会降息五次，每次25个基点，2025年中的政策利率将为1.75%。英国的通胀放缓速度缓慢，加上政府面对严谨的财政限制，意味着经济增长可能比预期疲弱。因此，英国央行应该会最少降息四次，预料年底前的银行利率为3.75%。日本央行在1月把利率上调25个基点至0.5%，预计今年将会再次上调25个基点。

投资影响

- 美国收益率曲线斜度增加，5至30年期部分更加陡峭。
- 战略性久期管理，增持总体久期。

美国收益率上升对违约率有何影响？

由于特朗普的政策可能会导致赤字增加和通胀预期上升，假如经济增长进一步减弱，美国国债收益率可能会触及5%至5.25%的范围。虽然较高的利息成本未必会对违约率造成重大影响，但经济增长减慢和现金流疲弱可能会导致违约率上升，特别是CCC评级的发行人，即使增长趋势相对温和，但这些发行人未计利息、税项、折旧及摊销前的利润(EBITDA)在过去几年持续下降。

投资影响

- 看好投资级别信贷
- 对高收益债券持中性态度

美联储面对不确定的前景，预期财政赤字高企，劳工供应可能遭受冲击，对通胀前景构成压力。

**MONICA
DEFEND**

东方汇理资产管理投资研究院主管



* 2%是对美国政策转变的初步假设结果，在撰文时尚未知悉具体的政策变动。

多元资产

承接风险，但善用避险和黄金

我们仍预料总体经济前景理想，发达国家的经济发展步伐各异，而中国大陆也会刺激经济，务求减轻结构性下行趋势和关税的风险。在美国，经济增长逐渐正常化，但特朗普政策在多方面带来不确定性，包括限制性移民政策导致劳动力供应短缺的风险、关税和财政政策。在欧元区，预期会出现温和但不平均的复苏，以及与关税有关的下行风险。总括而言，经济前景温和但充满变数，使我们持续看好风险资产。同时，我们也认为投资者应该增加股票的避险，并看好黄金，以进一步分散投资。

因此，我们仍然**看好全球股票**，并认为必须按地区和类型分散投资。美国的增长机会较为明显，而日本和英国则提供更多以价值为主的投资。欧元区仍然面临重大挑战，但大部分风险已经反映在估值中，与美国相比，欧元区估值仍具吸引力。**我们对新兴市场股票维持接近中性的立场**，并对中国大陆保持审慎乐观，因其估值具吸引力，而且预期会推出支持政策。

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。我们仍然看好欧盟和英国利率，对日本国债则保持谨慎。我们也继续看好意大利国债多于德国国债。在信贷方面，由于需求强劲和基本面稳健，我们**更加看好欧洲投资级别信贷**。在**新兴市场债务方面**，由于通胀减慢的步伐放缓和新兴市场央行降息的能力减弱，我们的**观点转为中性**，而对硬货币债券则维持中性立场。

我们通过货币主动分散整体配置，仍然偏好美元兑瑞士法郎及日元兑瑞士法郎。由于欧元区疲弱和欧洲央行的立场温和，我们对贸易加权的欧元持谨慎态度。在新兴市场方面，我们仍然看好巴西雷亚尔，但不再看好印度卢比。

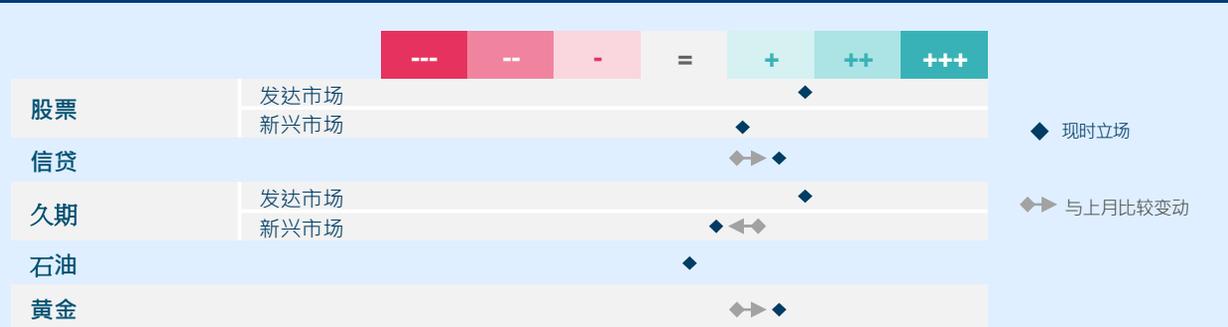
AUTHORS

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

“现在是大幅度分散投资的时机：注意地区、类型、并增持黄金，以及通过债券把握地区和收益率曲线的投资机会。”

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

特朗普再度执政，债券将会成为带动收入的主要驱动力

踏入2025年，特朗普推行的政策可能会与目前的市场预期有所不同。通胀将会是评估美联储政策方向的关键因素，除非出现重大的增长冲击，否则特朗普的政策可能会限制美联储未来放宽政策的幅度。在目前的水平，**全球固定收益市场提供具有吸引力的收益率**，能够缓冲宏观经济和货币政策的不确定性，**因而成为具有吸引力的收入来源和投资组合分散工具**。全球投资者也应该留意**欧洲**的投资机会，因为投资者能更清楚了解欧洲央行的方向，同时关注**新兴市场硬货币债券**。尽管必须审慎选择国家，但在具吸引力的绝对收益率支持下，新兴市场硬货币债券的前景仍然乐观。

全球和欧洲固定收益

- 我们提高对久期的立场，目前看好欧洲和英国，两地的央行仍然较为温和。我们略为看好美国久期，但对日元保持谨慎。
- 我们看好信贷，并根据市况和新债机会战略性调整立场。我们偏好欧元金融和次级债券，也认为投资级别债券比高收益债券可取（偏好非周期性债券，并对CCC级债券保持审慎）。
- 外汇方面，我们看好美元和日元，对英镑取态中性，对欧元态度谨慎。

美国固定收益

- 我们对久期保持战略性观点，并继续偏好曲线中段提供合理风险回报的部分。
- 在信贷方面，在估值偏高的环境下，我们偏好更优质的信贷，看好**金融信贷**多于工业信贷，并转为持有更短期的债券。
- 我们看好**高收益另类投资**（证券化/结构性信贷、保险相连证券），因其估值更具吸引力。

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**新兴市场硬货币债券**的前景，但继续谨慎选债。
- 我们偏好个别新兴市场的本地利率，有关国家提供高名义和实际收益率，且较少受特朗普新政策影响。
- 我们仍然看好**高收益信贷**，预期利差不会大幅扩大。我们留意受潜在制裁/关税影响轻微的板块。

债券市场收益率普遍具吸引力



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1月31日。综合指数来自彭博，新兴市场债券指数为摩根大通新兴市场债券指数全球多元混合收益率。收益率指最差收益率。

股票

市场轮换有利欧洲和美国(超大盘股除外)

利率的不确定性和最近推出的DeepSeek导致的近期波动，继续支持涨势持续扩大，特别是欧洲股票和科技以外的板块。高估值使股票表现让人失望的空间有限，但预期政府下调企业税率和放宽监管，应该有利美国国内股票和在美国拥有重要业务的全球企业。目前各界也聚焦于财报季，企业盈利业绩可能进一步支持近期的轮换趋势。在此背景下，我们继续在欧洲、美国大盘股（超大盘股除外）和金融股发现投资机会，并暂时对新兴市场较为审慎。

欧洲股票

- 市场升势扩大惠及欧洲股票。目前市场将会留意盈利走势及特朗普政策的潜在影响。
- 板块方面，我们看好必需消费品和健康护理板块。我们沽售部分防御性股票获利，并在奢侈品板块寻找机会。我们对科技和工业板块持审慎态度。在金融板块方面，我们看好优质欧洲银行股。

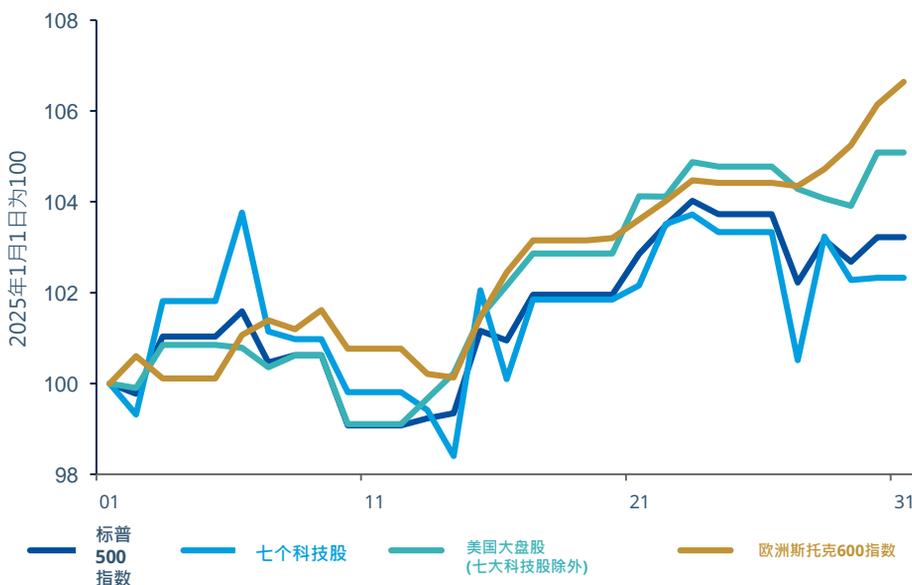
美国和环球股票

- 由于超大盘股的估值甚高，面对承险意欲可能逆转的风险，如DeepSeek推出时的情况一样，因此仍然需要退出超大盘股。
- 我们留意受惠于特朗普政策的企业，并寻找估值合理的防御性股票。
- 我们看好材料和金融股，特别是结构性表现领先和能够受益于更高的收益率曲线和较低税率的银行。我们对科技和消费品股持审慎态度。

新兴市场股票

- 在特朗普上任前，由于地缘政治风险高企，我们对新兴市场股票更加审慎。不过，我们认同估值具有吸引力，未来可能带来买进时机。
- 地区方面，我们看好阿联酋、印度尼西亚、马来西亚和希腊，并对台湾地区和沙特阿拉伯保持谨慎。
- 板块方面，我们看好房地产、必需消费品和通讯服务板块，并对材料板块持谨慎态度。

一月市场轮换趋势更强劲



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年1月31日。

作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

MARCO PIRONDINI
美国投资管理部
首席投资总监

观点

东方汇理对各资产类别的观点

本月重点

- **新兴市场股票** 在特朗普上任前，我们对环球新兴市场股票变得更加谨慎。我们持续留意特朗普再度执政后的事态发展，并预计宏观和地缘政治因素将会使第一季出现高度的不确定性。我们保留现金，以把握未来更理想的投资机会。印度仍然是我们看好的长期主题。

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					◆	
美国	▼				◆								

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	▲					◆	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					◆	
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1月24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」。