

投资研究院

2025年
投资展望

异常世界中的亮点

2024年11月 | 跨资产投资策略特刊



MONICA DEFEND

东方汇理资产管投资研究院院长

「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

关键见解

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。印度及印度尼西亚拥有有利条件，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年回顾

宏观观点相对于我们的2024年前景预期

金融市场观点相对于我们的2024年预期



预期

- 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



惊喜

- 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：东方汇理投资研究所，截至2024年10月31日。DM：发达市场。EM：新兴市场。CB：各国央行。Fed：联储局。ECB：欧洲央行。BoE：英国央行。BoJ：日本央行。经济和市场预期，请参考我们的[2024年投资展望](#)。

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

准备迎接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

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。**

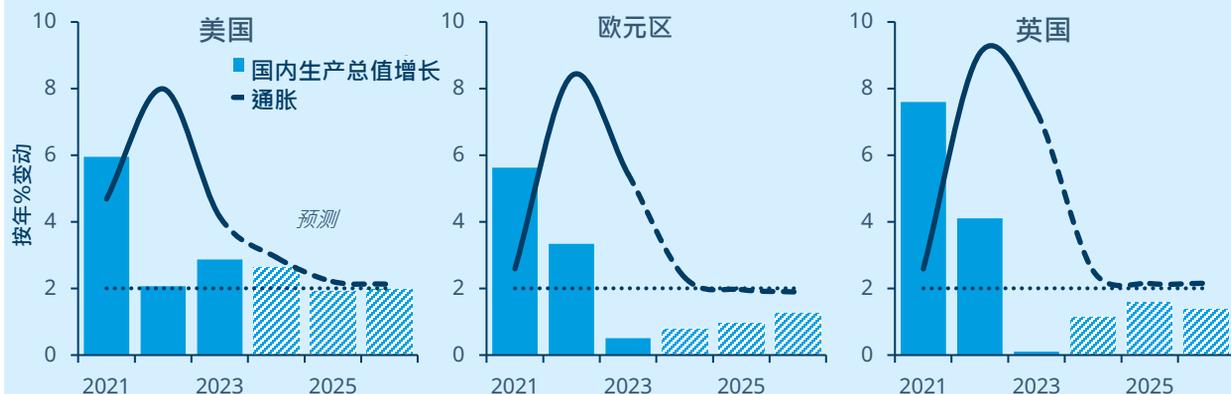
货币政策官员至今成功控制高通胀，同时并无窒碍经济增长。因此，全球经济前景向好，美国经济活动虽放缓，但步入衰退的可能性不大。与此同时，预期全球物价压力进一步减退。美国政策转变带来若干上行风险，但最终将没有人受益于通胀飙升。

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，以及能源转型或全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



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，环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

印度和印度尼西亚是长远赢家。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

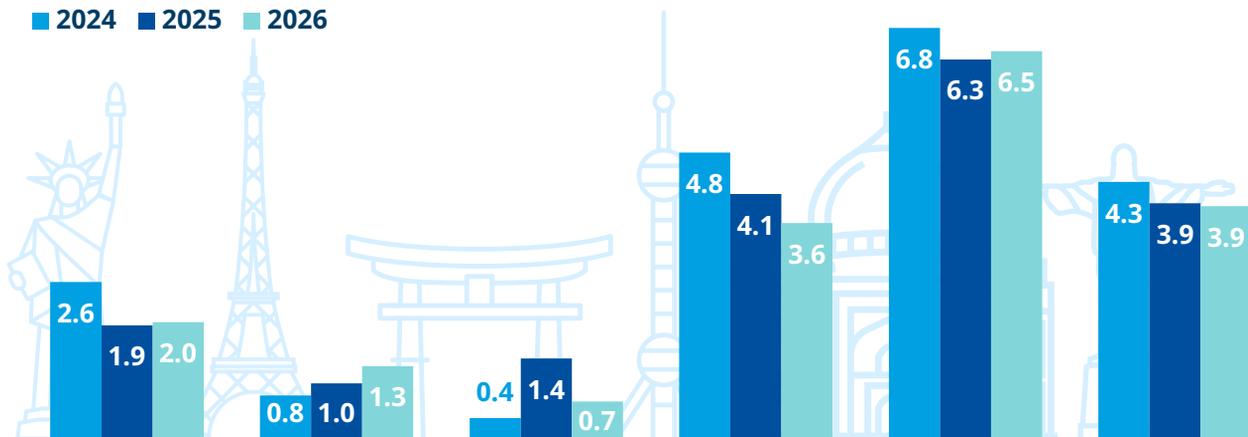
股票波幅为**-21%**
2024年对比过去10年平均
债券波幅为**+34%**⁵

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）。

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。

EMERGING
MARKETS

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



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

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。

不利债券、股票、已发展市场外汇及新兴市场资产。

市场影响

数据源：东方汇理资产管理投资研究院，截至2024年11月7日。

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 |

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。

-- 看淡 - 中性 = 看好 + ++

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 AINOUC

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

Amundi

东方汇理 资产管理

凭借实力 赢得信任

定义缩写

货币缩写: USD – 美元, BRL – 巴西雷亚尔, JPY – 日圆, GBP – 英镑, EUR – 欧元, CAD – 加元, SEK – 瑞典克朗, NOK – 挪威克朗, CHF – 瑞士法郎, NZD – 新西兰元, AUD – 澳元, CNY – 人民币, CLP – 智利比索, MXN – 墨西哥比索, IDR – 印度尼西亚盾, RUB – 俄罗斯卢布, ZAR – 南非兰特, TRY – 土耳其里拉, KRW – 南韩圆, THB – 泰铢, 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。

本文只能分发给获准接受之人仕，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」。