

2025年年中投資展望

全球 經濟重整



我們認為，投資者可藉此機會將投資組合分散部署至不同地區及資產類別，並降低集中度。這有助於應對市場波動，同時讓投資者能夠受惠於潛在的上行驚喜。

內容概要

環球經濟及政治格局正在迅速變化，其特徵是全球範圍內的貿易關係和政治形勢重新洗牌，因此全球市場的不明朗因素於2025年上半年飆升。如今我們面臨諸多未知之數，因此我們對於關稅稅率的確切水平、利率變動的確切時間以及通脹和增長的詳細預測保持謹慎態度。相關數據的預測很大程度上取決於市場對美國政策走向的一致預期。儘管如此，我們對部分關鍵趨勢、宏觀因素及市場的最終走向更有把握，並預計關稅將高於過去數十年，而美國的移民數量將有所減少。儘管關稅紛爭的解決方案或會好於預期，而監管環境有望放寬帶來的正面影響可能繼續推動美國市場上升，但美國2025年經濟增長和通脹下降速度仍可能低於年初預期。

儘管2025年上半年美國政壇佔據了新聞頭條，但值得注意的是，世界其他地區亦有發展，而這些發展若放在一般時期足以被稱作「年度大事」。

3月份，德國總理弗里德里希·梅爾茨 (Friedrich Merz) 承諾，將「盡一切努力」確保歐洲防務，放寬「債務剎車」機制限制並釋放更多基建和國防開支。這一進取舉措應可為歐洲經濟未來十年的增長帶來積極的推動力。

此外，中國亦在擴大財政開支，房地產及消費者行業均在向好。

這些復甦跡象都進一步表明，即使美國關稅仍會拖累全球增長，但其他因素正在成為美國以外地區增長的推動力。

美國聯儲局進退兩難。儘管大部分常規硬數據反映利率應保持不變，但軟數據顯示經濟可能放緩，進而說明聯儲局或應減息。美國利率可能於較長時期內保持不變，然後在經濟活動出現顯著放緩的情況下大幅下調。

其他央行面臨的任務則相對容易，因為美國加徵關稅和美元走弱或為美國以外的地區帶來通脹放緩，從而刺激相關地區較年初預期更快、更多次地減息。歐洲央行的減息已令歐洲消費者收益，使其更願意減少儲蓄，增加支出。

日本央行顯然是唯一一間仍然採取緊縮政策的主要央行，而下一次加息可能推遲至2025年底或2026年初。但我們認為，日本央行仍會繼續加息，正如其他央行將會繼續放寬政策。我們推斷這將會支撐日圓。

所以，儘管政策及經濟不明朗因素較多，以及有許多事情我們尚無法確定，但我們仍對基本情境保持信心，即非美國市場的資產吸引力日益增加，而且有望持續跑贏。我們認為，投資者可藉此機會將投資組合分散部署至不同地區及資產類別，同時降低集中度。這有助於應對市場波動，同時讓投資者能夠受惠於潛在的上行驚喜。

考慮到宏觀環境變動的幅度及數量，我們投資團隊與其他同事目前正就許多方面開展討論，我們於本展望中概述部分討論和問題的關鍵要素。

2025年年初，隨著投資者重新評估並調整對全球秩序的預期及信心，市場如過山車般起伏不定。我們預計未來道路將更加曲折。我們保持鎮定，並放眼未來。

我們的展望

宏觀觀點

(第4頁)

不明朗因素意味著企業及家庭信心下滑

政策正在迅速和劇烈地變化，這為企業規劃帶來挑戰。

美國經濟放緩但避免衰退

關稅挑戰變得更加可控，美國經濟面臨放緩而非衰退。政策可能仍然不穩定，但美國的焦點現在可能轉向放寬管制。

中國及歐洲支持本地經濟

貿易紛爭為有貿易順差的國家帶來嚴峻挑戰，但財政刺激及較寬鬆的貨幣政策應可抵銷潛在最壞的影響。

市場前景

(第5頁)

貿易紛爭將何去何從？

對於最終的關稅稅率會是多少，沒有人可以給出確切的答案，但幾乎可以肯定的是，其將高於過去數十年。基於貿易紛爭的演變，我們就市場前景設定三種情境。

投資主題

(第 6-10 頁)



針對不明朗因素做好部署

考慮到當前市場及經濟的不明朗因素以及市場波動可能加劇，我們繼續傾向於防守性持倉。



美元繼續走弱

美國利率及增長前景表明美元將持續走弱。



美股異常出色的表現可能即將結束

美國的估值溢價受到質疑，相對於歐洲及中國的盈利增長差距正在縮小。



中國和美國在人工智能領域同據主導位置

投資尖端科技，美國已非唯一的選擇。



對全球債券持建設性態度，對美國國債持中性看法

孳息率可能隨著全球增長放緩而下降；美國國債孳息率可能因對財政的憂慮而上升。

我們在討論甚麼

(第 11-16 頁)

美國市場能否保持長期出色表現？

美國以外的外國投資者正在思考是否要持大規模美國資產持倉。

「特朗普看跌期權（Trump put）」的行使價是多少？

甚麼因素可能讓特朗普政府重新思考其重大的政策轉變？

美國國債市場將對赤字擴大作出什麼反應？

自疫情以來，美國經濟一直受惠於財政刺激，但目前可能需要調整。

歐洲能否免受貿易紛爭對經濟增長的打擊？

擴張性的財政政策及不斷改善的消費者情緒起到強大的抵銷作用。

中國的刺激政策是否足以抵銷關稅帶來的不利因素？

中國國內強有力的政策支持應有助實現經濟增長目標。

如今甚麼是具吸引力的避險資產*？

黃金仍是備受歡迎的避險資產，瑞士法郎、日圓及德國、日本及瑞士政府債券亦屬避險資產。

* 所謂的避風港資產並不意味著無風險投資。所示觀點來自環球市場策略辦公室。本評論不構成買／賣建議。

宏觀 觀點



我們尚不清楚貿易紛爭可能帶來的全部影響

由於政策不斷迅速地轉變，企業面臨艱難的招聘及投資決策，而消費者情緒亦備受打擊。我們預期，這些政策及相關不明朗因素將導致美國經濟增長放緩及物價上漲，但具體幅度仍是未知之數。此外，即使貿易紛爭能較快解決，但由於供應鏈衝擊及其他干擾，可能仍會造成重大影響。



美國企業和消費者為經濟放緩做好準備

政策不明朗因素令消費者情緒受壓，預示美國經濟前景充滿挑戰，而聯儲局繼續放緩其減息週期。我們預期未來數季美國經濟增長將會減速。然而，強勁的整體家庭資產負債表應有助抵銷其影響。



中國和歐洲國家轉向國內政策

美國在全球舞台上的撤出為貿易順差國家帶來挑戰，但加大刺激力度應可抵銷潛在最壞的影響。整體而言，我們預期貿易紛爭對美國以外經濟體的增長衝擊將小於美國。

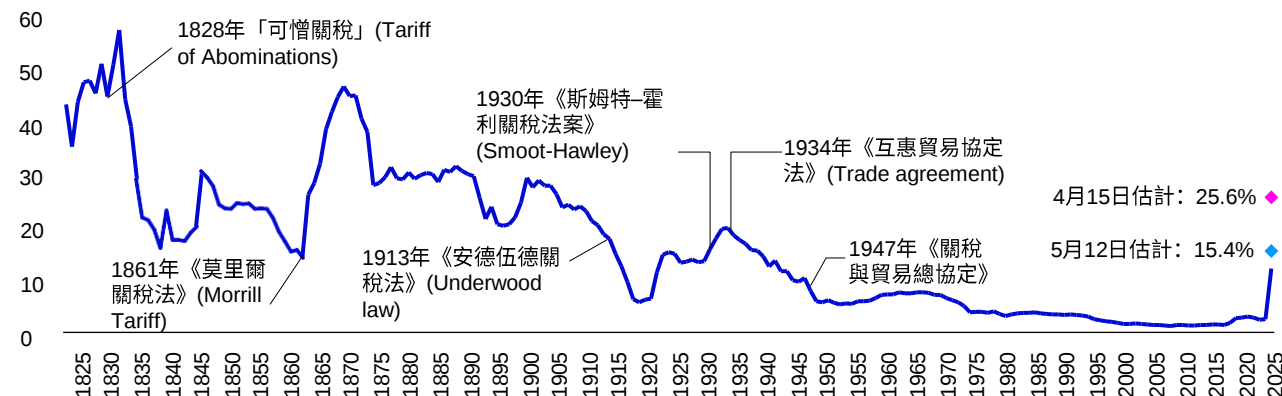
歐洲：減息及加大財政支持，包括德國的基建支出激增，應可保障經濟增長免受美國關稅及貿易關係洗牌的最壞影響。歐洲可能因貿易紛爭及美元偏軟而面臨價格與產出的下行壓力。

日本：日本的實質工資增長回升應有助刺激消費，但其貿易風險對經濟增長構成挑戰。我們預期日本央行將在今年暫緩進一步加息。

中國：政府加大支持力度，說明儘管貿易紛爭持續，中國經濟增長仍可避免下滑。

美國關稅現處於90年來的高位

美國進口商品平均關稅稅率，%



資料來源：景順、Macrobond、稅務基金會及耶魯預算實驗室(Yale Budget Lab)，截至 2025 年 5 月 16 日，<https://budgetlab.yale.edu/research/state-us-tariffs-may-12-2025>。美國平均關稅稅率按已徵收關稅總額佔進口的比例計算。4月15日及5月12日的估計來自耶魯預算實驗室，為計入模型替代效應後，對關稅收入佔商品進口百分比的估算。

關稅紛爭將何去何從？



下行情境 地緣政治關係破裂

美國的貿易政策引發其他國家實施對等關稅，且達成的協議數量有限。地緣政治緊張局勢進一步升級，美國進口大幅減少。這可能導致國際秩序進一步動搖及/或一些國家關係的顯著緊張。美國陷入經濟衰退，全球經濟增長顯著放緩，而其他地區的關稅會推高美國以外地區的物價。

看好的資產.....

- 股票
 - 非美國低波幅及防禦股，尤其是公用事業及電訊股
- 固定收益
 - 主權債務，尤其是非美國地區
- 另類投資
 - 不良債務及特殊情境造就可能具吸引力的入場時機
 - 對沖策略
 - 黃金及貴金屬
- 貨幣
 - 日圓、瑞士法郎

基本情境 不明朗因素持續

2025年餘下時間裡，美國國內政策可能持續波動且未明朗。美國的關稅仍維持在數十年來的高位，但遠低於「解放日」當天宣佈的水平，且中美貿易關係逐漸改善。這些因素的共同作用可能導致美國經濟溫和放緩，但減稅政策的擴展和放寬監管有望帶來利好。歐洲及中國的通脹放緩應可有利相關政府及央行刺激國內經濟。

看好的資產.....

- 股票
 - 歐洲股票
 - 英國股票
 - 亞洲股票
- 固定收益
 - 全球（美國除外）債券（企業及主權）
 - 新興市場當地貨幣債券
- 另類投資
 - 私募信貸（包括房地產）
 - 對沖策略
 - 工業金屬
- 貨幣
 - 歐元、英鎊



上行情境 政策與貿易戰緩解

美國政府轉變政策，放寬關稅與移民政策，同時專注於更多促增長的政策（或許是由於國會限制行政權力的貿易決策權）。隨著貿易政策部分正常化，市場在一定程度上恢復至2025年以前的狀態。美國以外地區的增長前景顯著改善，抵銷美國的溫和放緩。中美關係改善。

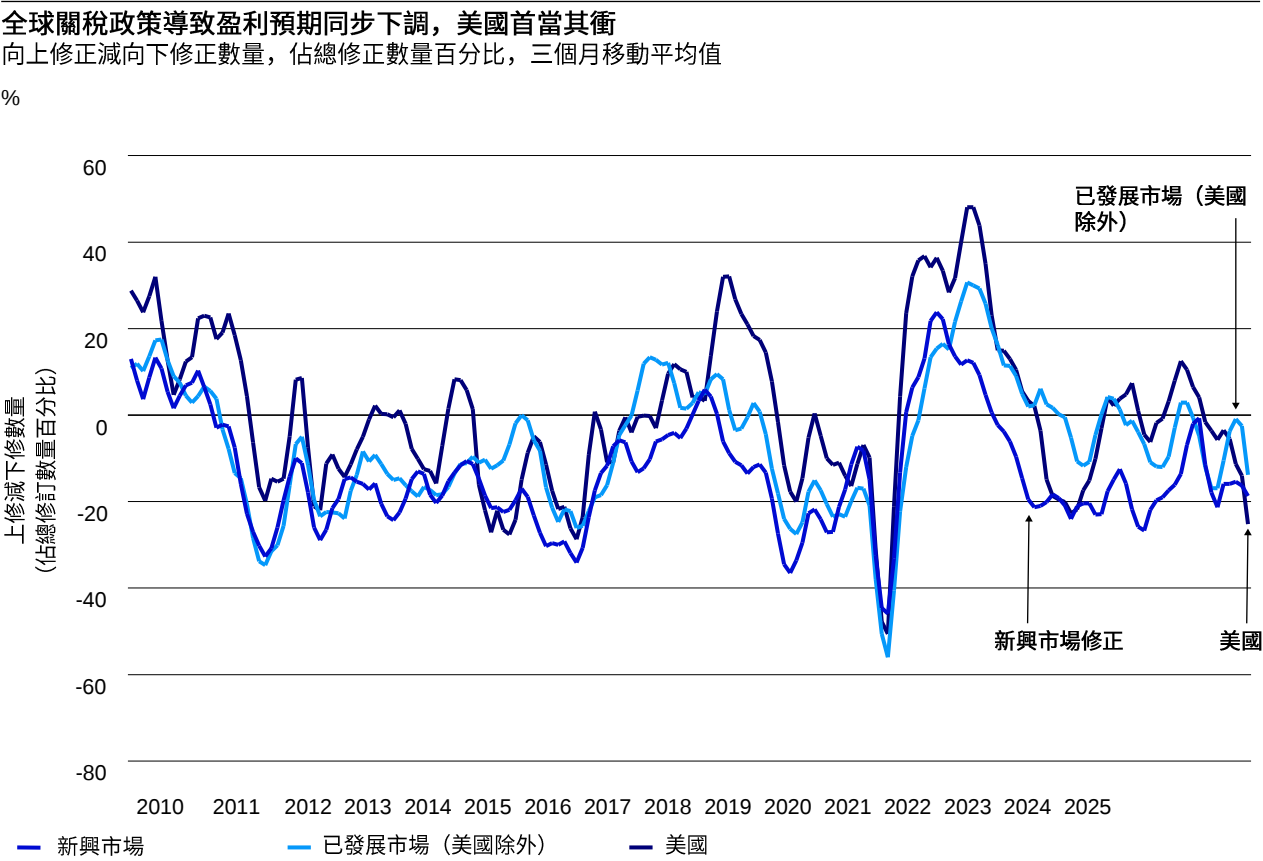
看好的資產.....

- 股票
 - 價值股、小型股及中型股
- 固定收益
 - 美國投資級別
 - 美國高收益
- 另類投資
 - 私募股權及房地產股票
 - 貸款抵押證券(CLO) 股票
 - 工業品
- 貨幣
 - 美元
 - 商品貨幣（澳元、加拿大元）

針對不明朗因素做好部署

「解放日」宣佈的對等關稅及其後暫緩實施，令市場經歷了一段極為波動的時期，但目前似乎已基本恢復穩定。儘管如此，鑑於不明朗因素持續存在，且有可能出現更多意外，我們傾向於廣泛分散部署至不同地區及資產類別。

- 政策大幅波動導致企業信心和消費者情緒下滑，尤其是在美國。我們察見全球經濟增長放緩，但市場自「解放日」初期的反應後已靠穩。考慮到目前的定價，加上潛在的增長阻力，我們傾向於轉向市場中的高質素資產。事實上，已發展市場和新興市場的盈利預測均有下調，其中美國企業首當其衝。雖然美國以外的已發展市場表現相對較佳，但盈利預測的下調似乎是全球同步的。
- 經歷此前的不俗表現，美國股票估值偏高，故受此影響尤為嚴重。我們看好美國股票的低波幅、質素及高股息因子，同時限制超大型股持倉。我們預期今年內，非美國股票將在歐洲及亞洲股票的帶動下表現優異。
- 固定收益方面，鑑於前景不甚明朗及估值下跌，我們認為應審慎承擔風險。鑑於美國政策波動較大且財政前景不明，我們偏好美國以外的全球債券。我們傾向於輕微減持大部分信貸板塊，並對投資組合的風險承擔整體持審慎態度。
- 由於增長下行風險高企、股票估值偏高及資本市場活動溫和，我們對另類資產風險保持中性態度。整體而言，我們於此領域保持偏重防守，相比私募股權更看好私人債務及對沖策略。*
- 商品方面，我們看好工業金屬，因其與其他資產的相關性低，而且可受惠於經濟重新加速。同樣地，在貨幣方面，我們偏好歐元及英鎊等主要已發展國家貨幣。



資料來源：彭博、摩根大通、Invesco Solutions 研究及計算，2010年1月至2025年4月。12 個月遠期盈利修正按向上修正數量減去向下修正數量，再除以總修正數量計算。
過往表現並非未來業績的保證。

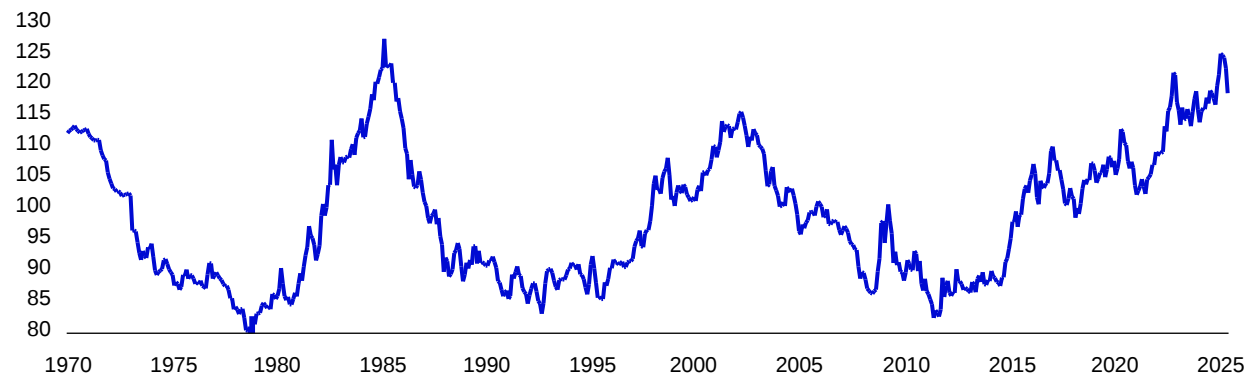
* 請參閱我們的季刊《另類機會》(Alternatives Opportunities)，了解我們對另類資產觀點的更詳細地討論。

美元繼續走弱

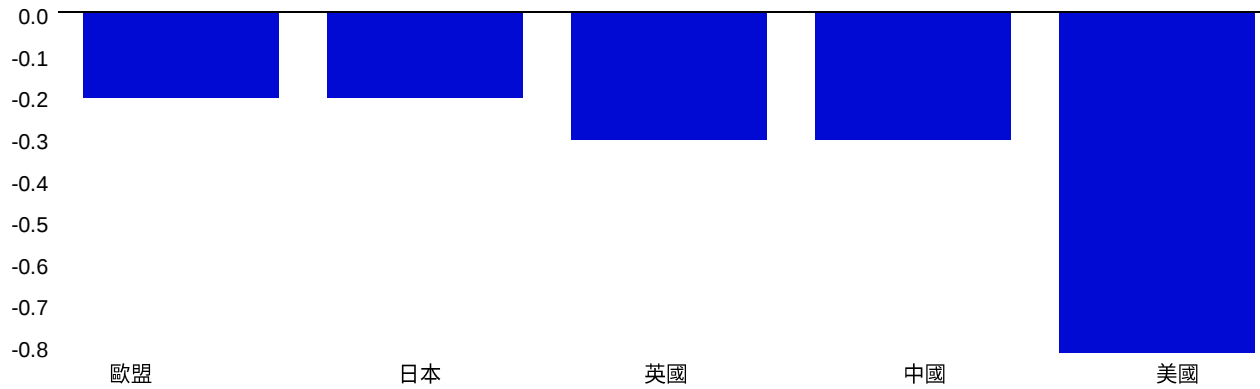
十多年來，外國投資者一直將投資盈餘回流至美元資產。這種趨勢可能開始有所轉變。2025 年美國經濟增長預測放緩的幅度比全球其他地區更大，我們預期下半年美元將進一步走軟。

- 過去 15 年來，美元一直表現強勁，按實質貿易加權基準計算，似乎亦較為堅挺。自全球金融危機以來，美元資產一直備受青睞，因為美國的經濟增長較大部分其他主要經濟體更為強勁。
- 外國投資者大幅配置美國資產（請參閱第 11 頁），而且普遍受惠於持有這些未對沖資產。美元升值增加了外國投資者的回報，並在市場低迷期保障投資者。然而，隨著美國市場不明朗因素增加，更多對沖活動可能會對美元造成下行壓力。
- 如今全球多地都在重新考慮他們對美元的風險持倉。自 2022 年以來，各國央行大量買入黃金，表明儲備管理者正在尋求分散對美元的投資。如果這種趨勢持續下去，美元可能會在較長時間內走弱，而美國政府對此並不反對。
- 較近期的因素，例如增長前景，也表明美元將會走軟。目前美國經濟增長預期較年初為低。對非美國經濟體的增長預測亦有所下調，但幅度要小得多。與美國的相對增長差異收窄，預示美元在 2025 年下半年將會走弱。
- 美國聯儲局仍處於「觀望」模式，因為勞動力市場及通脹數據顯示利率需於一段時期內維持在當前水平。倘若數據開始反映出經濟衰退，聯儲局可能會迅速減息。除日本央行外，其他「G10」國家央行正受惠於通脹放緩，我們預期這將促成更多及更快的減息。通常，這意味著孳息率差異會利好美元，但我們認為如今這種關係已被打破，因為美國經濟增長走弱的直接原因被認為是美國的政策失誤。

美元今年有所下跌，但依然強勁
實質美元貿易加權指數（每月數據，自 1970 年 1 月至 2025 年 4 月）



美國增長預期下調幅度大於其他主要經濟體
1月份以來2025年GDP一致預期的變動



資料來源：景順及彭博，截至2025年5月2日。實質美元貿易加權指數基於高盛實質貿易加權美元指數。2025年1月31日至2025年5月16日彭博一致增長預期的變動，按百分點計。2025年 GDP 一致預期來自彭博對一組經濟學家的持續調查。收集到的結果匯總為預測中值，即我們於此呈列的數據。過往表現並非未來業績的保證。

美股異常出色的表現可能即將結束

近數十年來，美股的盈利及市盈率均高於同儕。然而，如今估值溢價受到質疑，相對於歐洲及中國的盈利增長差異亦在收窄。

- 與美元一樣，自全球金融危機以來，美股表現優於其他大多數股市。儘管美股市盈率已經擴大，但就推動整個美國市場走高的股票而言，其盈利增長遠超同業。
- 儘管美國最大的科技股仍保持強勁的盈利增長，但這些公司與其他公司之間的增長差異已開始收窄，而來自中國可與之媲美但更便宜的人工智能模型的出現，亦讓投資者質疑美國大型科技股是否值得近期的高市盈率。
- 如果美國經濟狀況惡化，美國股票估值，尤其是市值加權策略（例如標準普爾 500 指數），可能要進一步調整。美國以外的市場市盈率普遍較低，我們認為其與美國的差距將逐步收窄。
- 美國以外地區的宏觀環境似乎在好轉。歐洲市場應可受惠於財政支出增加、消費環境好轉，以及歐洲央行進一步減息。英國股票為投資者帶來極具吸引力的估值，以及可靠的高股息率。英國市場金融股佔比較高，而隨著按揭貸款改善及利率曲線變陡，金融業應有良好表現。與此同時，日本經濟正在好轉，通脹回升。國內投資者持有的現金遠多於其股票持有量，但目前正從現金轉向股票。
- 中國方面，除了要支持經濟增長外，政策制定者亦表示希望推動中國股市上升。我們會對此順勢而為。

美國例外論的終結？
MSCI 美國指數與 MSCI 世界（美國除外）指數之比較（1970年1月= 100，按當地貨幣計，1970年1月至2025年4月的每月數據）



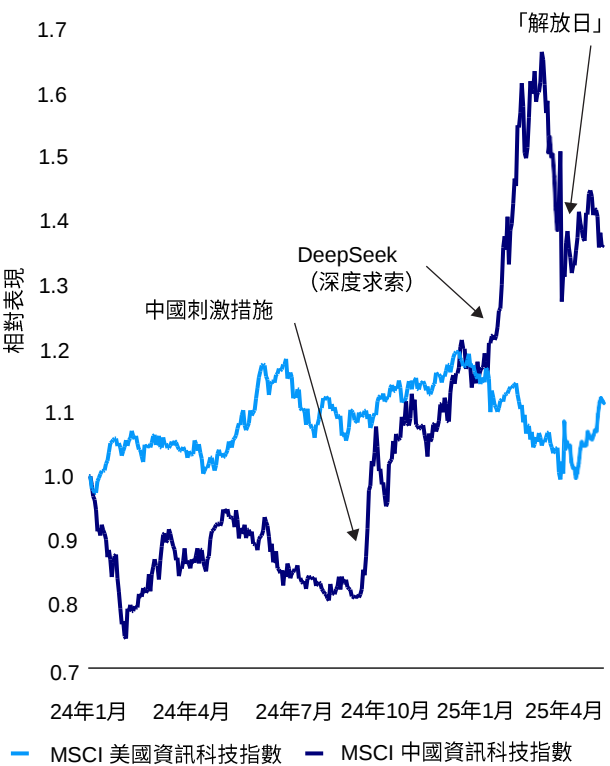
資料來源：景順及彭博，截至2025年5月2日。過往表現並非未來業績的保證。

中國和美國在人工智能領域同據主導位置

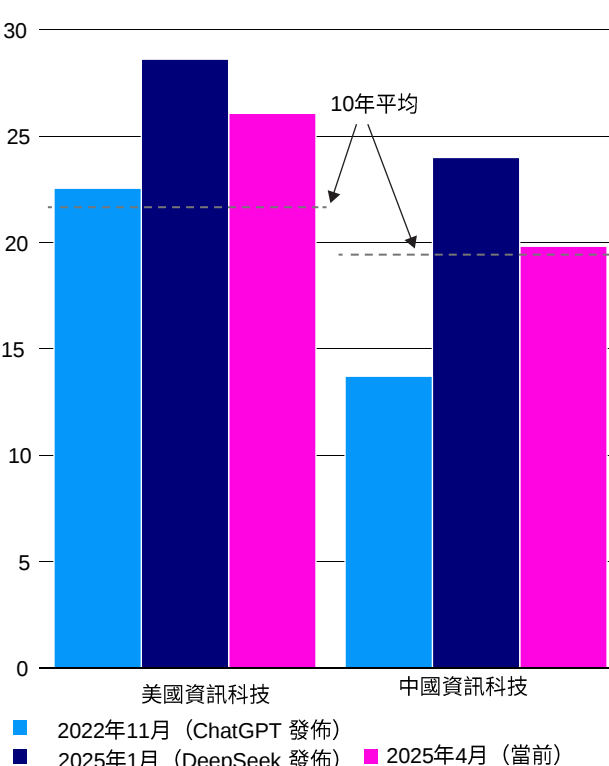
受惠於 DeepSeek（深度求索）的 R1 等技術突破、國內利好的政策，以及美國科技股熱潮退卻，中國科技股具吸引力。

- 自 2022 年底 ChatGPT 發佈以來，人工智能一直由美國主導，大部分的人工智能發展均來自美國最大的科技公司或受其推動。然而在2025年1月，隨著 DeepSeek（深度求索）的加入，人工智能的格局出現戲劇性變化。這家中國初創公司顛覆投資者對投資需求、價值捕捉來源以及人工智能發展領先公司的設想。事實上，自 DeepSeek（深度求索）發佈以來，許多中國科技巨頭都已經推出具有競爭力的人工智能模型。
- 投資者對中國科技領域的熱情正在不斷升溫，首先是中國國內政策支持力度加大，其次是受1月份 DeepSeek（深度求索）消息的推動。除了人工智能之外，中國亦於電動汽車及機械人等科技領域蓬勃發展。
- 儘管市場情緒迅速升溫，但估值仍然溫和。與 10 年期平均遠期市盈率相比，美國科技股依然偏貴，而中國科技股則接近於 10 年平均水平。政策支持的轉變與持續創新反映中國科技股可延續近期的優異表現，尤其是在美國經濟增長放緩的情況下。
- 相比之下，美國市場面臨挑戰。超大型科技股投資熱情減退，投資者普遍認為其估值偏高。雖然資本支出仍遠高於平均水平，但近期消息顯示數據中心租賃及支出出現回落。
- 與此同時，歐洲於人工智能發展方面依然落後，創新數量少、經濟活力不足，而且相較於美國，雲計算資源相對缺乏。歐洲的高科技製造業規模亦小於美國或中國，說明該地區於人工智能主題方面仍將表現遜色。不過我們注意到，即將到來的國防支出激增，以及歐洲軍工綜合體的預期擴大及深化，可能會促使歐洲在科技競爭力方面取得新的進展。

中國科技股備受青睞
與 MSCI 所有國家世界指數的相對表現（每日數據，2024 年1月2日至2025年5月16日）



中國估值依然合理
12 個月遠期市盈率

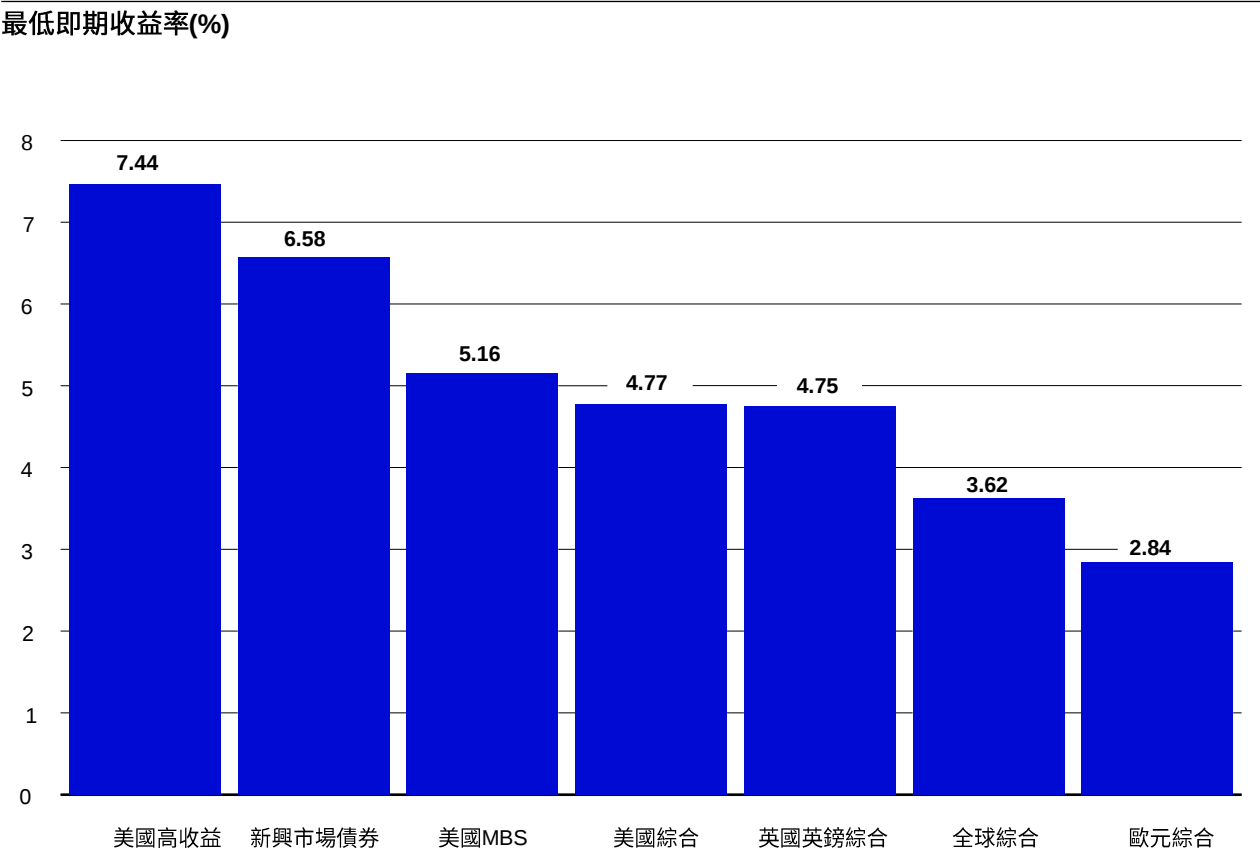


附註：ChatGPT 發佈是指 OpenAI 於 2022 年 11 月 30 日首次發佈 ChatGPT。「DeepSeek 發佈」是指 DeepSeek（深度求索）的 R1 模型於金融媒體上引起熱議，該模型展現了不俗的實力，兼具更低的訓練和推理成本。R1 於 2025 年 1 月 20 日發佈，並於 1 月 27 日成為金融市場的焦點。資訊科技指數基於 MSCI 美國和 MSCI 中國指數。資料來源：彭博及景順，截至 2025 年 4 月 23 日。不得直接投資於指數。過往表現並非未來業績的保證。

對全球債券持建設性態度，對美國國債持中性看法

貿易不明朗因素可能導致全球增長放緩，繼而拖累全球孳息率下行，但較長年期的美國國債孳息率可能因供應及預算赤字問題而上升。

- 稅收或大幅削減以及國債供應量增加，可能會對美國長期孳息率造成上行壓力，繼而導致美國國債市場持續陡峭化。
- 短期之內，全球通脹可能居高不下，並高於央行目標，令各國央行（特別是聯儲局）對進一步減息保持審慎。我們預期聯儲局將於今年下半年減息兩至三次，但鑑於通脹持續，目前減息的門檻會更高。如果美元走低，部分新興市場央行可能有更大的減息空間。
- 全球經濟增長可能因應關稅不利因素放緩，但仍會保持正面。歐洲及中國已採取促增長政策，應可抵銷全球整體經濟疲弱的影響。歐洲已宣佈計劃歷史性地擴大財政支出規模，應可支持未來經濟增長，而中國的刺激政策亦應有助其在面對已知債務及通縮等因素的情況下維持增長趨勢。
- 儘管貿易協議及關稅暫緩執行讓市場得以緩和，但與過往水平相比，關稅仍然偏高，而且仍可能導致美國經濟衰退。然而，美國穩固的經濟基礎，例如高家庭淨值、低家庭及企業債務，應可支撐經濟，因此任何潛在的衰退幅度都不會太大。
- 信貸方面，我們認為大部分行業的估值仍然偏緊。在充滿不確定性及估值偏高的時期，我們認為應審慎承擔風險。我們傾向於輕微減持大部分信貸板塊，並對投資組合的風險承擔大致上持審慎態度。



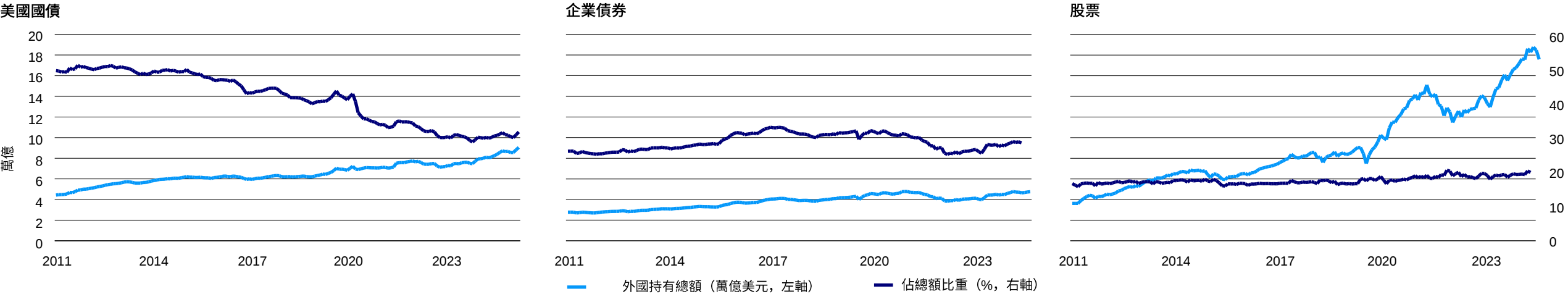
附註：美國高收益 = 彭博美國高收益債券指數；新興市場債券 = 彭博新興市場硬通貨綜合債券指數；美國MBS = 彭博美國抵押貸款支持證券(MBS)指數；英國英鎊綜合 = 彭博英鎊綜合債券指數；美國綜合 = 彭博美國綜合債券指數；全球綜合 = 彭博全球綜合債券指數；歐元綜合 = 彭博歐元綜合債券指數。
資料來源：彭博及景順，截至2025年4月29日。過往表現並非未來業績的保證。

美國市場能否保持長期出色表現？

長期以來，投資者一直視美國為擁有深厚且可靠資本市場的穩定大國，但如今部分市場人士在思考是否應該縮減對美國的配置。

- 不論在美國國內或國外、私人或官方市場參與者，歷來都認為美國是全球市場穩定的重要基石，緩解全球震盪，引領科技、金融及地緣政治發展。但現在，包括美國投資者在內的部分人士擔心，美國政府不回避製造政策衝擊、加劇金融不穩定性，並引發經濟不確定性。
- 伴隨著減稅、潛在的經濟衰退風險以及有關趨勢增長放緩的憂慮，原本已經相當高的財政赤字或將進一步擴大。如果投資者降低美國投資組合的集中度，及/或企業、企業家及熟練的工人離開美國，可能導致經濟增長出現結構性放緩。
- 美國資產的廣泛重新分配，可能導致美元走弱及國債孳息率上升，繼而增加融資成本。美國財政部表示，外國投資者在公開市場持有的美國金融資產達32.1萬億美元。相比之下，美國投資者持有的外國資產只有一半，即15.8萬億美元。如果美國的外國投資者將資金重新配置到國外，美元及美國的風險溢價很可能會面臨額外的壓力。
- 儘管如此，我們認為雖然美國政策的可信度及其作為可靠的貿易及投資夥伴的信譽明顯受到打擊，但這並不致命。受國內阻力及市場波動的影響，美國總統特朗普暫緩關稅及收回威脅聯儲局獨立性的言論，股票、債券和美元隨即反彈。以更加溫和及循序漸進的方式解決貿易摩擦和國內政治緊張局勢，加上明智地放寬管制並推出稅務改革，可能會再次提振經濟增長，並有望讓「美國例外論」重回議程。畢竟，美國仍擁有許多全球最具創新力的公司及深厚的資本市場。

外國投資者於美國資產（尤其是債務）的佔比相當高
外國持倉...



附註：本文引用的數據截至2025年3月，即截至2025年5月16日的最新可用數據。每個類別的外國持有總額按國庫券、企業股票及企業債券的國際資本(Treasury International Capital)流動報告計算。國庫券包括美國財政部發行的短期和長期債務證券，不包括機構債務。企業股票數據不包括股票掉期。美國預託證券(ADR)被視為外國股票，未包括在美國股票數據中。企業債券包括少量市政債券。外資於未償還證券總額中所佔的比例，按之前數字與美國財政部未償還有價證券總額數據、聯儲局未償還企業股票負債總額的資金流量數據，以及未償還企業債券負債的資金流量數據進行比較計算。資料來源：美國財政部、聯儲局及景順環球市場策略辦公室。2011年1月至2025年3月的每月及每季度數據。

「特朗普看跌期權」 (Trump put) 的行使價是多少？

特朗普總統的第一任期伴隨著「特朗普看跌期權」 (Trump put)，當市場反應過於負面時，政策行動就會有所調整。雖然我們看到新政府上任後出現回調，但目前還不清楚何時會確定下限以及下限在哪裡。

- 經濟衰退及金融市場危機歷來都會因適當的政策應對而得到緩和。然而，就目前而言，市場波動是由美國政府的政策所引起，因此如果情況惡化，應對措施不甚明朗。
- 在第一任期內，特朗普總統經常會因應市場對政策的負面反應而調整或扭轉政策。「特朗普看跌期權」 (Trump put) 的根本在於，特朗普總統將股市視為衡量其成功與否的標準，因此會出手干預以防止股市大跌。
- 到目前為止，美國政府似乎相對不太關心股市，但亦表示倘若市場出現重大失調及國內政治受阻，其願意調整方向。每當30年期國債利率接近5%時，政府都會採取措施安撫市場，這可能只是巧合。市場波動亦可能會左右政府決策，4月份的事件就與美國國債利率的突然變動相關。儘管如此，30年期債券孳息率達到或超過5%，都可能超過美國政府願意承受的臨界點。
- 展望未來，我們認為特朗普的確會致力推動全球貿易秩序重整，但目前來看會更加循序漸進，而且不論是就貿易緊張局勢或是其他地緣政治爭議而言，其對盟友及對手的態度都將更趨緩和。

5.00%可能是30年期債券孳息率新的下限

30年期美國國庫券孳息率，%（每日數據，自2024年1月2日至2025年5月16日）



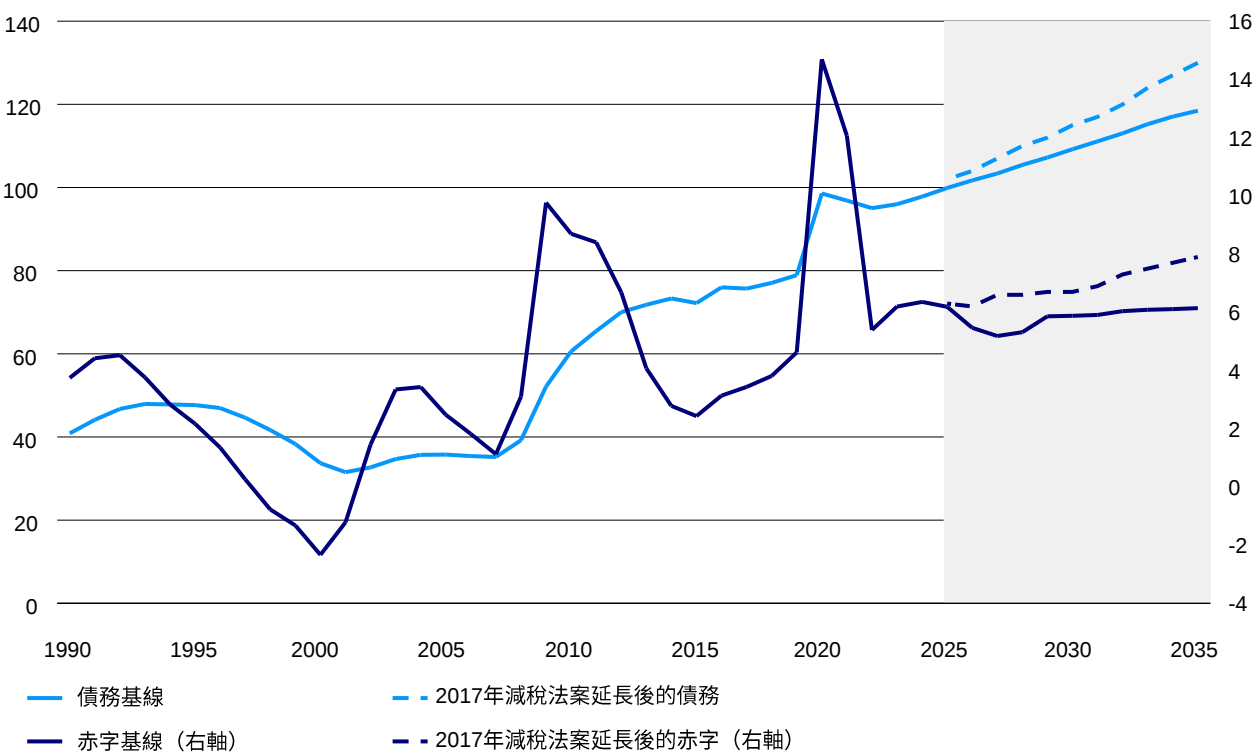
資料來源：彭博及景順，截至2025年5月5日。過往表現並非未來業績的保證。

美國財政政策及政府債務的可持續性

自疫情以來，美國經濟一直受益於財政刺激，但可能需要調整。

- 與其他國家一樣，美國政府於疫情期間為家庭及企業提供現金流支持。然而，美國政府不僅在此期間比其他大多數國家更慷慨（因此美國積累了更多的超額儲蓄），而且在此之後，美國政府繼續透過《降低通脹法案》(Inflation Reduction Act)和《晶片法案》(CHIPS Act) 等措施支持經濟。
- 不利之處在於政府積累債務，根據國會預算辦公室的估算，截至2024年底，政府債務淨額佔GDP比重達98%（債務總額佔GDP 比重達122%）。
- 美國政府正在討論延長《減稅和就業法案》(TCJA)（特朗普於2017 年頒佈的減稅法案）並進一步減稅，這可能會對原本已經偏高美國的財政赤字帶來進一步上升的壓力。
- 我們認為，有關美國違約的言論過於誇張，但再融資風險迫在眉睫，約8萬億美元的票息證券將於2027年底到期，而政府的財政框架恐怕導致赤字將進一步擴大，繼而引發有關債務可持續性的憂慮。這可能會令美國國債孳息率有上升壓力。
- 此外，我們對美國債務上限的提高充滿信心，但聯邦政府的現金和非常規措施很可能會在8月份耗盡。於此期間的緊張局勢亦可能對美國國債構成壓力。舉例來說，市場已開始消化美國債務風險定價，從信貸違約互換 (CDS) 拓闊中便可看出。

國會預算辦公室對美國聯邦赤字及債務的估計（1990-2035年，佔GDP百分比）



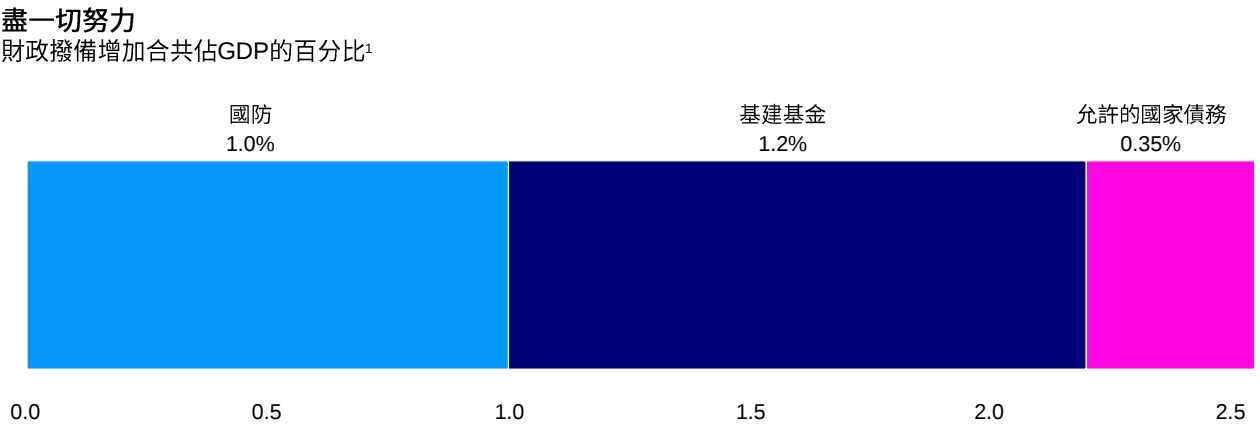
附註：1990年至2025年的年度數據，基於國會預算辦公室2025年1月的估算和2025年3月提交至國會的補充估算。基線估算假設2017年減稅法案將於2025年撤回（如原先計劃）。「減稅法案延長」變數假設這些減稅政策不會被撤回。「赤字」是指赤字總額，「債務」是指公眾持有的債務淨額。

資料來源：美國國會預算辦公室及景順環球市場策略辦公室。

歐洲能否免受貿易紛爭對經濟增長的打擊？

歐洲對美國的直接出口約佔歐洲GDP的3%，這表明關稅對出口打擊有限但影響深遠。然而，製造汽車的能力則被重新用於國防。

- 3月3日，德國新任總理弗里德里希·梅爾茨 (Friedrich Merz) 表達與德拉吉 (Mario Draghi) 同樣的立場，宣稱德國將「盡一切努力」確保歐洲防務。不久之後，德國的「債務剎車」機制限制被解除，梅爾茨承諾加大國防和基建開支，近乎佔德國2024年GDP的2.5%。
- 在過去兩年，德國已增加國防開支，這些資金更多地流向歐洲國防製造商而非美國。近年來，戰爭方式出現變化，相較於傳統武器，無人機及更低廉的武器發揮更大作用。歐洲及烏克蘭的公司更有能力提供此種設備，這意味著未來幾年歐洲的財政乘數應該為正。
- 歐洲消費者亦開始增加開支並減少儲蓄。相較於美國，歐洲市場對利率更加敏感，而且歐洲央行帶頭本輪減息週期，已降低借貸成本並幫助提高家庭貸款需求。
- 隨著油價下跌以及歐元走強令歐元區通脹放緩，歐洲央行可能較預期更迅速減息。此外，儘管美國關稅將對美國物價帶來上行壓力，但由於中國及其他地區將供應由美國轉移至歐洲，歐洲商品價格可能會面臨下行壓力。
- 歐洲經濟增長可能會受到美國關稅的打擊，但我們認為，受惠於德國增加基建和歐洲國防開支，再加上消費復甦，歐洲有能力抵禦這場風暴。



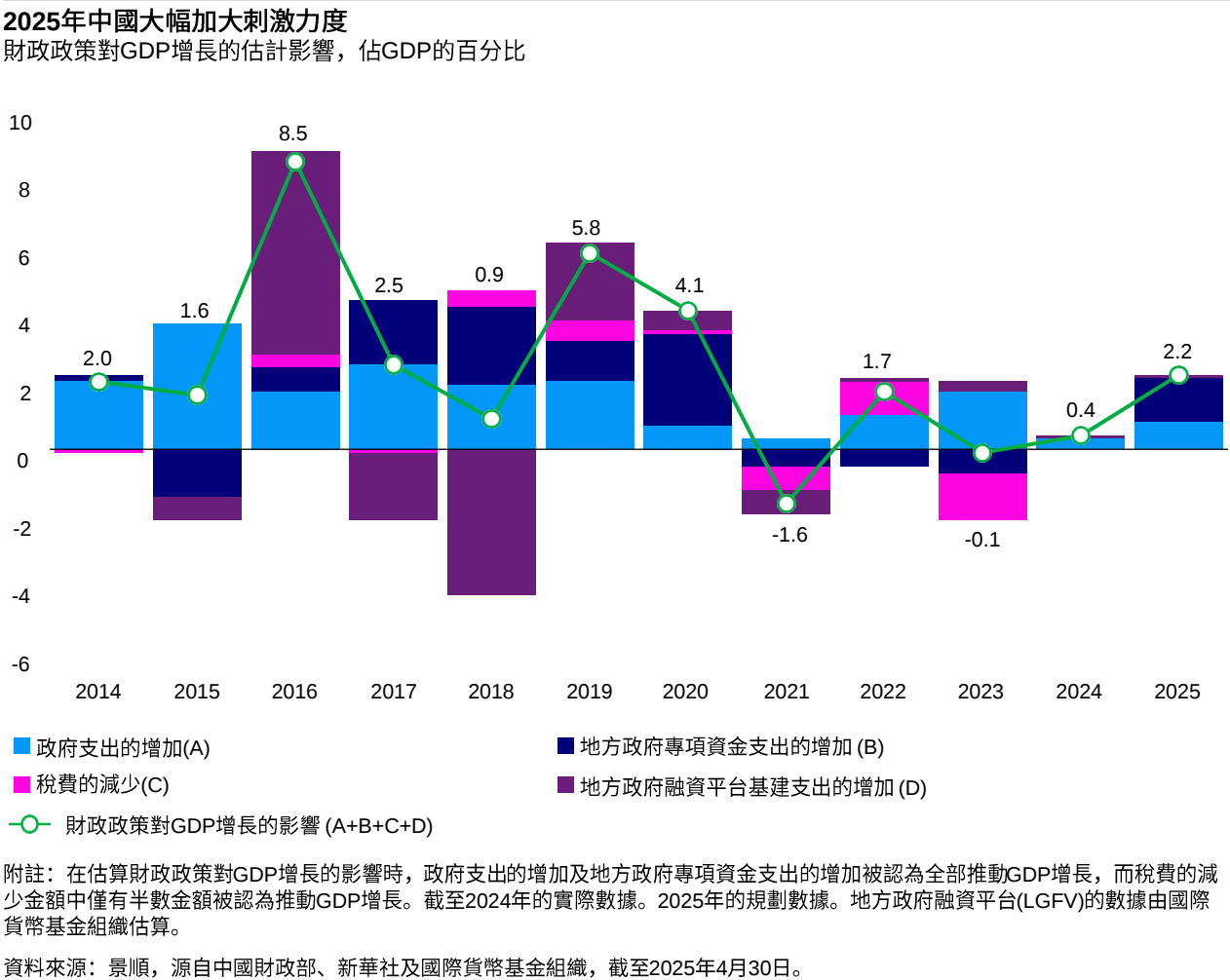
資料來源：景順及彭博，截至2025年4月30日。

1. 財政計劃包括增加開支以及增加允許用於特定類別開支的財政赤字。此處假設5,000億歐元的德國基建投資基金在10年內均勻使用；國防開支佔GDP百分比每年增加1%；德國各聯邦州的淨借款上限從GDP的0%提升至0.35%。

中國是否有應對關稅不利因素的經濟手段？

中國一直在擴大貨幣及財政措施，國內增長及消費出現回升。我們認為中國擁有足夠的刺激工具，支撐今年的經濟增長。

- 儘管美國政府撤回最初宣佈的關稅稅率，但是美國的關稅政策仍對中國市場構成一定的不利因素。值得注意的是，相較於過去數十年，中國對美國的依存程度降低。中國對美國的直接出口佔中國GDP總量的比重相對較小（歐洲的情況亦是如此）。
- 中國在2025年預算中加大政策的刺激力度。中國政策制定者已著手於促進消費，同時致力於推動高科技發展。引人注目的是，近期的家電以舊換新計劃等刺激家庭消費的措施，以及發行超長期政府債券，已取得成效。面對關稅不明朗因素，我們預期政策制定者料將於今年推出更多刺激消費的措施。
- 中國年初至今的經濟數據表現超出預期。國內汽車銷售額有所提高，抵押貸款顯現回彈跡象，而且最新的五一黃金週數據顯示消費者開支好轉。
- 我們預計，中國很可能於未來數月進一步為家庭需求及私營企業開支提供支持，以實現今年「5%左右」的增長目標。若中國實現此目標，這應會推動中國的經濟增長相對於世界其他地區表現出色，繼而可能利好增持中國股票的投資者。

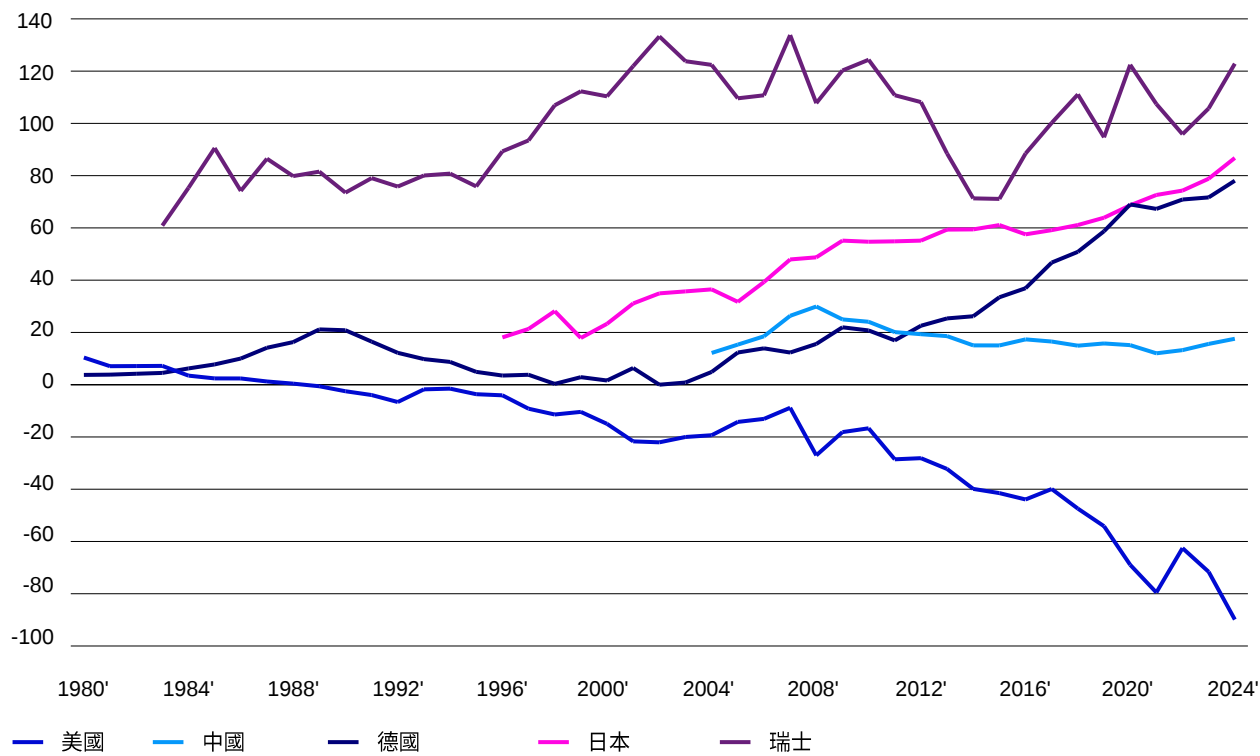


如今甚麼是具吸引力的避險資產*？

在不確定時期，投資者傾向於資金回流，這表明債權國的貨幣面臨上行壓力。

- 在經濟不明朗及市場波動時期，由於投資者尋求投資避險資產，國債孳息率通常會下降。有時，美元會走強，但並非總是如此。
- 2025年上半年部分時期，美國國債孳息率上升，而美元則走弱。在市場波動期間，資本有回流的趨勢，這就解釋為何瑞士法郎及日圓在市場動盪時往往會升值（兩國的海外資產淨額比重較大）。我們推斷該趨勢將會持續，並不利於美元。在此情況下，資金可能會流入瑞士及日本政府債券市場，從而壓低其孳息率。德國國債情況亦如此。
- 儘管黃金價格波動較大，但其通常被認為是「避風港」。自2022年俄羅斯央行儲備受到美國制裁以來，這種避險資產一直需求旺盛。其他央行也注意到這一點，近年來一直在增加黃金儲備，以減少對美元資產的依賴。我們沒有理由認為央行對黃金的需求會大幅下降。美國及中國對實物黃金的需求亦一直很強勁，最近ETF需求亦有所改善。即使近年來金價大漲，但仍為投資組合帶來多元化的好處。

國際投資淨額（佔GDP的百分比）



附註：1980年至2024年的年度數據。國際投資淨額等於海外淨資產減去海外淨負債。資料來源：國際貨幣基金組織、LSEG Datastream及景順環球市場策略辦公室。

* 所謂的避險資產並不意味著無風險投資。所示觀點來自環球市場策略辦公室。本評論不構成買／賣推薦。

指數定義：

- **緊縮的貨幣政策** 包括央行為抑制通脹而採取的行動。
- **寬鬆的貨幣政策** 指央行減息及／或下調存款利率。
- **孳息曲線** 繪製信貸質素相同但到期日不同的債券在特定時間點的利率，以預測未來的利率變化和經濟活動。
- **孳息曲線變陡**指長期債券與短期債券之前的息差擴大。例如，這可能按10年期債券孳息率減2年期債券孳息率計算。
- **聯邦基金利率** 指聯邦公開市場委員會設定的基準短期利率水平。
- **國內生產總值(GDP)** 是衡量一個經濟體在一年內生產的所有商品和服務的指標。
- **標準普爾500®指數**是一個市值加權指數，涵蓋美國國內市值最高的500隻股票。
- **MSCI美國價格指數**指美國國內市場大型股的市值加權指數。
- **MSCI世界（美國除外）當地貨幣價格指數**是一項非管理式指數，用作代表除美國以外的已發展國家的股票。
- **MSCI美國資訊科技指數**是一項非管理式指數，用作追蹤美國大型信息科技股表現，以美元計值。
- **MSCI中國資訊科技指數**是一項非管理式指數，用作追蹤中國大型信息科技股表現，以港元計值。
- **MSCI所有國家世界指數**是一項非管理式指數，用作代表已發展市場和新興市場的大中型股。
- **12個月遠期市盈率**是某一特定指數的當前交易價格與未來12個月的預期年盈利之比。
- **債券的最低收益率**是一項指標，旨在描述投資者可就債券取得的最低潛在回報（不包括稅收）。其致力於控制嵌入式看漲期權等債券特徵。
- **彭博美國高收益企業債券指數**是一項非管理式指數，用作代表美國美元計價的固息高收益企業債券市場。

- **彭博新興市場硬貨幣綜合債券指數** 衡量新興市場硬貨幣債務的表現，包括新興市場主權、類主權及企業發行人發行的以美元計價的固息和浮息債務。
- **彭博美國抵押貸款支持證券(MBS)指數** 是一項非管理式指數，旨在衡量定息機構抵押貸款支持證券市場的表現。
- **彭博英鎊綜合債券指數** 是一項旗艦式基準，用作衡量以英鎊計價的投資級別定息債券市場，包括國庫券、政府相關債券、企業債券及證券化債券。
- **彭博美國綜合債券指數**是一項非管理式指數，用作代表美國投資級別定息債券市場。
- **彭博全球綜合債券指數**是一項非管理式指數，用作代表全球投資級別固定收益市場。
- **彭博歐元綜合債券指數** 是一項廣泛的基準，用作衡量以歐元計價的投資級別定息債券市場，包括國庫券、政府相關債券、企業債券及證券化發行。
- **美元指數**，除非另有指明，否則由DXY美元指數代表，衡量美元相對於一籃子外幣的價值。

投資風險

投資價值和任何收入都會波動（這可能部分是匯率波動的結果），投資者可能無法收回全部投資金額。過往表現並非未來業績的保證。

貨幣和期貨通常具有波動性，並非適合所有投資者。

醫療保健產業面臨與政府監管、科學進步和技術創新導致的過時相關的風險。

與高級別債券相比，高收益債券風險更大，流動性也較差。總體經濟狀況、發行人財務狀況以及利率的變化可能對發行人及時支付利息和本金的能力產生不利影響。

美國某些州的經濟問題增加了投資市政債券的風險，例如加州、紐約州或德克薩斯州，包括潛在發行人違約的風險，增加了市政債券價格和基金資產淨值的風險。大的波動。請參閱招股說明書以了解更多資訊。

另類投資產品，包括對沖基金和私募股權，涉及高風險，經常涉及槓桿和其他可能增加投資損失風險的投機投資行為，流動性可能非常低，不需要提供定期定價或估值向投資者提供的信息，可能涉及複雜的稅務結構和分發重要稅務資訊的延遲，不受與共同基金相同的監管要求的約束，通常收取高額費用，這可能會抵消任何交易利潤，並且在許多情況下，基礎投資不透明只有投資經理知道。對沖基金和私募股權通常沒有二級市場，而且預計不會發展。轉讓此類投資的權益可能會受到限制。租金通脹是指租房成本的增加。

與大公司相比，小資本公司的股票往往更容易受到不利發展的影響，波動性可能更大，並且可能缺乏流動性或轉售受到限制。

價值投資風格面臨著估值永遠不會提高或回報落後於其他投資風格或整體股市的風險。

一般來說，股票價值會根據公司的具體活動以及一般市場、經濟和政治條件而波動，有時波動幅度很大。

科技相關產業提供的許多產品和服務很快就會過時，這可能會降低發行人的價值。

與股票和債券等傳統證券相比，大宗商品可能會讓投資者承受更大的波動性，並且可能會因天氣、政治、稅收以及其他監管和市場發展而大幅波動。

投資外國發行人（包括新興市場發行人）證券的風險可能包括外幣波動、政治和經濟不穩定以及外國稅務問題。

固定收益投資面臨發行人的信用風險以及利率變動的影響。利率風險是指債券價格普遍隨著利率上升而下跌，反之亦然。發行人可能無法支付利息和/或本金，導致其工具價值下降並降低發行人的信用評級。

房地產相關工具的投資可能會受到影響房地產價值、租金或占用的經濟、法律或環境因素的影響。房地產公司，包括房地產投資信託基金或類似結構，往往是中小型公司，其股票可能波動較大，流動性較差。

另類產品通常持有更多的非傳統投資，並採用更複雜的交易策略，包括透過衍生性商品進行對沖和槓桿、賣空和隨市場狀況變化的機會主義策略。考慮替代方案的投資者應了解其獨特的特徵以及他們使用的策略帶來的額外風險。與所有投資一樣，業績也會波動。你可能會損失金錢。

對位於大中華區或在大中華區經營的公司的投資面臨以下風險：財產國有化、徵用或沒收、難以獲得和/或執行判決、經濟改革的改變或終止、軍事衝突以及中國對其他亞洲國家經濟的依賴，其中許多是發展中國家。

重要資訊

除另有說明外，所有數據截至於2025年5月31日及以美元計價。

本文件擬僅供香港的投資者使用, 只作資料用途。本文件並非要約買賣任何金融產品，不應分發予居於未經授權分派或作出分派即屬違法的司法管轄區的零售客戶。不得向任何未獲授權人士傳閱、披露或散播本文件的所有或任何部分。

本文件的某些內容可能並非完全陳述歷史，而屬於「前瞻性陳述」。前瞻性陳述是以截至本文件日期所得資料為基礎，景順並無責任更新任何前瞻性陳述。實際情況與假設可能有所不同。概不保證前瞻性陳述（包括任何預期回報）將會實現，或者實際市況及／或業績表現將不會出現重大差距或更為遜色。

本文件呈列的所有資料均源自相信屬可靠及最新的資料來源，但概不保證其準確性。所有投資均包含相關內在風險。請在投資之前獲取並仔細審閱所有財務資料。文內所述觀點乃根據現行市況作出，將不時轉變，而不會事前通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的意見有所不同。於部分司法管轄地區分發和發行本文件可受法律限制。持有本文件作為營銷材料之人士須知悉並遵守任何相關限制。本文件並不構成於任何司法管轄地區的任何人士作出未獲授權或作出而屬違法之要約或招攬。

本文件由景順投資管理有限公司(Invesco Hong Kong Limited)刊發，地址：香港中環康樂廣場一號怡和大廈四十五樓。