

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配置至不同地區及資產類別，同時降低集中度。這有助於抵禦市場波動，同時允許投資者從潛在的意外上漲中獲利。

內容概要

全球貿易關係和政治聯盟的重新洗牌，顯示全球經濟及政治格局正在迅速變動。受此影響，2025年上半年全球市場的不確定性指數飆升。我們承認，目前有很多事情我們尚不清楚。我們仍然對關稅稅率的最終確定、利率調整的確切時間以及通膨和成長的詳細預測保持謹慎。這些預測在很大程度上取決於有關美國政策走向的看法是否更加一致。儘管如此，我們對一些關鍵趨勢、宏觀因素以及市場的最終走向更有信心。我們預計關稅將高於前幾十年，而美國移民數量將有所減少。這可能導致2025年美國經濟成長速度低於年初預期，通膨率上升，儘管關稅爭端的解決結果優於預期，以及預期放鬆管制的正面影響，可能會繼續推動美國市場反彈。

儘管美國政壇消息佔據2025年上半年市場焦點，但要注意的是，若放在一般時期，世界其他地區的部分發展足以被稱作「年度故事」。

今年3月，德國總理弗里德里希·默茨承諾將「竭盡全力」確保歐洲的國防，解除德國的債務煞車，使德國得以加大基礎建設和國防支出。此一大膽措施應該會為未來十年歐洲經濟成長帶來積極的推動力。

此外，中國也在擴大財政支出，房地產和消費領域也出現了改善的跡象。

這些復甦跡象進一步顯示，儘管美國關稅仍將拖累全球經濟成長，但其他因素正逐漸成為美國以外地區經濟成長的支撐。

美國聯準會進退兩難。雖然大多數常規硬數據(結構性資料)都顯示維持利率不變，但軟數據(非結構性資料)顯示經濟即將放緩，這或許是降息的合理理由。美國利率可能會維持一段時間，但如果經濟活動大幅放緩，則可能會大幅調降。

其他央行的任務則相對輕鬆一些，因為美國關稅和美元貶值可能會加劇美國以外地區的通貨緊縮壓力，並促使其降息速度更快、幅度更大，甚至超過年初的預期。歐洲央行的降息措施已經幫助歐洲消費者，他們現在更有信心減少儲蓄，增加支出。

當然，日本央行是唯一似乎仍在緊縮政策的主要央行。下一次升息可能延遲至2025年底或2026年初。但我們認為，隨著其他央行放鬆政策，日本央行亦將加快步伐。我們預期這將繼續為日圓提供支撐。

因此，儘管政策和經濟不確定性很高，且有許多事情我們尚無法確定，但我們對基本情境預測充滿信心，即非美國資產的吸引力日益增強，並有望持續表現出色。我們認為，投資者可藉此機會將投資組合分散配置至不同地區及資產類別，同時降低集中度。這有助於抵禦市場波動，同時允許投資者從潛在的意外上漲中獲利。

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進行辯論，我們在本展望中概述了其中一些辯論和問題的關鍵要素。

2025年年初，隨著投資者重新評估和調整對全球秩序的預期和信心，市場如雲霄飛車般起伏不定。我們預計未來道路將更加曲折。握緊扶手，旅程還遠未結束。

我們的展望

宏觀觀點

(第4頁)

不確定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，這讓企業規劃充滿挑戰。

美國經濟放緩但避免衰退

關稅威脅變得更加可控，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鬆管制。

中國及歐洲提供國內支持

貿易衝突為貿易盈餘國家帶來嚴峻挑戰，但財政刺激及較寬鬆的貨幣政策應可抵銷最壞的影響。

市場前景

(第5頁)

貿易戰將何去何從？

對於最終的關稅稅率會是多少，沒有人可以給出確定的答案，但幾乎可以肯定的是，其將高於過去十年。基於貿易戰的演變，我們就市場前景提供了三種情境。

投資主題

(第6-10頁)



針對不確定性做好配置

考慮到當前市場及經濟的不確定性以及市場波動可能加劇，我們繼續傾向於防禦性配置。



美元持續走弱

美國利率與成長前景顯示美元將持續走弱。



美股異常出色的表現可能即將結束

美國的評價溢價受到質疑，相對於歐洲和中國的獲利成長差異正在縮小。



中國加入美國人工智慧的霸主行列

美國不再是獲得尖端技術的唯一選擇。



對全球債券持建設性看法，對美國國庫券持中性看法

殖利率可能隨著全球成長放緩而下降；美國殖利率可能因財政憂慮而上升。

我們在辯論甚麼

(第11-16頁)

美國能否保持長期出色表現？

外國投資者正在思考是否要維持大規模美國資產部位。

「川普看跌期權」(Trump put) 的執行價格是多少？

什麼可能讓川普政府重新思考其重大的政策轉變？

面對赤字擴大，美國國庫券市場將作何反應？

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。

歐洲能否免受貿易戰對經濟成長的打擊？

擴張性財政政策和消費狀況改善提供了強有力的抵銷作用。

中國的刺激政策是否足以抵銷關稅不利因素？

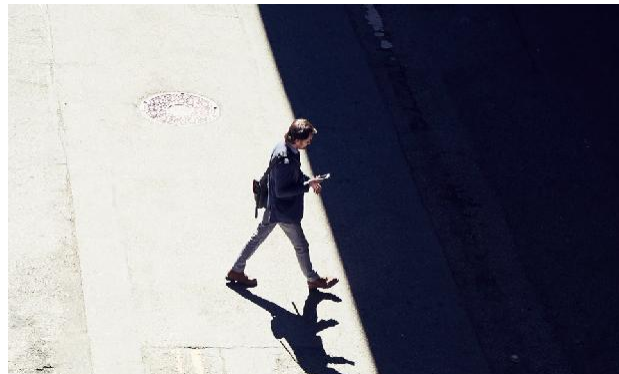
國內強有力的政策支持應有助經濟達到成長目標。

目前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是如此。

* 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。

宏觀 觀點



我們尚不清楚貿易戰的全部影響

由於政策持續快速變化，企業面臨艱難的招募和投資決策，而消費者信心也持續低迷。

我們預計，這些政策及其相關的不確定性將導致美國經濟成長放緩、物價上漲，但具體幅度仍未可知。

此外，即使貿易戰得到相對較快的解決，供應鏈衝擊和其他干擾因素仍可能造成重大影響。



美國企業和消費者為經濟放緩做好準備

政策不確定性正在拖累消費者信心，顯示在聯準會繼續放緩降息週期之際，美國經濟前景面臨挑戰。我們預計未來幾季美國經濟成長將放緩。然而，強勁的家庭資產負債表整體狀況應有助於限制其影響。



中國和歐洲轉向國內政策

美國在全球舞台上的撤退為順差國家帶來了挑戰，但刺激措施的增加應該可以抵消最壞的影響。整體而言，我們預期貿易戰對非美國經濟體的成長衝擊將小於美國。

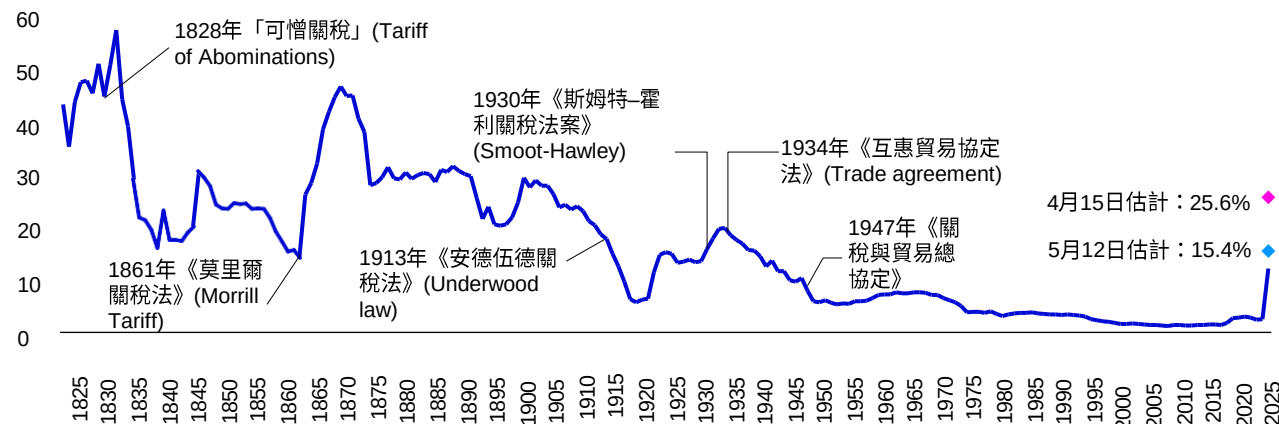
歐洲：降息和財政支持的增加，包括德國基礎設施支出的激增，應該能夠保護經濟成長免受美國關稅和貿易關係重組的最壞影響。貿易戰和美元貶值可能會給歐洲帶來價格和產出的下行壓力。

日本：日本的實質工資成長回升應該有助於刺激消費，但其貿易風險對經濟成長構成挑戰。我們預計日本央行將在今年剩餘時間內暫緩升息。

中國：政府加大支持力度，說明儘管貿易戰持續，中國經濟成長仍可避免大幅下滑。

美國關稅目前處於90年高點

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。

情境 關稅戰將何去何從？



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瓦解及／或中美關係嚴重破裂。美國陷入經濟衰退，全球經濟成長顯著放緩，而其他地區的關稅會推高美國以外的物價。

看好的資產.....

- 股票
 - 非美國低波動及防禦股，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
 - 對沖策略
 - 黃金及貴金屬
- 貨幣
 - 日圓、瑞士法郎

基本情境 不確定性持續

美國國內政策的波動性和不確定性很可能在2025年剩餘時間內持續存在。美國的關稅仍維持在數十年來的高點，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。這些綜合影響可能會導致美國經濟溫和放緩，但延長減稅政策和放鬆監管有望帶來利多影響。歐洲和中國的通貨緊縮壓力應該會讓各國政府和央行刺激國內經濟。

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

美國政府轉變政策方向，放寬關稅與移民政策，同時著重於偏重促進成長的政策。（這可能是由於國會限制了行政貿易權）。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。美國以外地區的成長前景顯著改善，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、小型股及中型股票
- 固定收益
 - 美國投資等級
 - 美國高收益
- 另類投資
 - 私募股權及房地產股票
 - 擔保貸款憑證(CLO)股票
 - 工業品
- 貨幣
 - 美元
 - 商品貨幣（澳幣、加幣）

投資主題

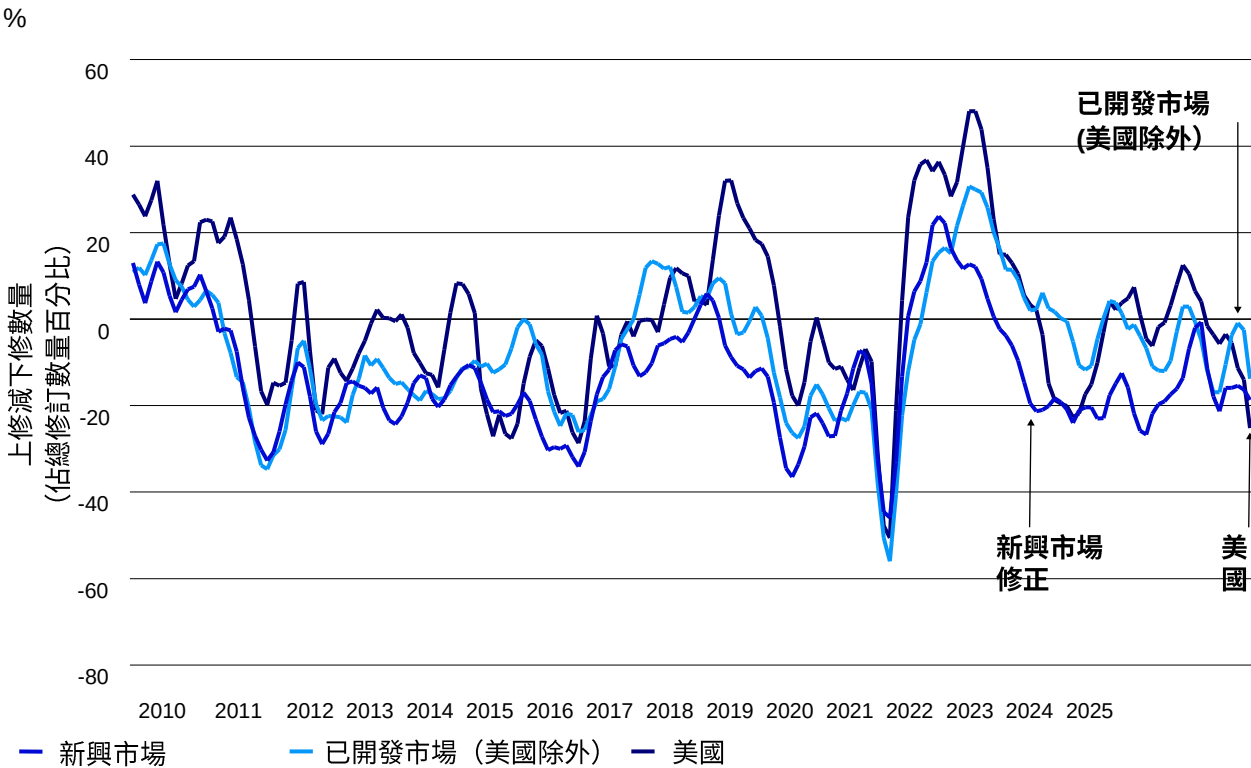
針對不確定性做好配置

在「解放日」宣佈對等關稅，隨後又宣佈暫緩實施後，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，鑑於不確定性持續存在，且有可能出現更多意外，我們傾向於廣泛分散配置至不同的地區和資產類別。

- 大幅的政策波動導致企業信心和消費者情緒下滑，尤其是在美國。我們看到全球經濟成長放緩，但市場自解放日初期的反應後已恢復穩定。考慮到目前的定價，加上潛在的成長阻力，我們傾向於轉向市場中的高品質資產。事實上，已開發市場和新興市場的獲利預測均有下調，其中美國首當其衝。雖然美國以外的已開發市場表現相對優異，但獲利預測的下調似乎是全球性和同步的。
- 在經歷了一段大幅上漲後，美國股票評價偏高，故受此影響尤為嚴重。我們看好低波動、品質佳及高股息的美國股票，同時控制超大型股的部位。我們預期今年剩餘時間，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，鑑於前景的不確定性及評價面偏貴，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。我們傾向於微幅減碼大部分債券類別，並對投資組合的風險承擔普遍持審慎態度。
- 由於成長下行風險高、股票評價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，我們於此類資產維持防禦配置，相對於私募股權更看好私募債務及對沖策略。*
- 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，我們偏好歐元和英鎊等主要已開發國家貨幣。

* 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。

全球關稅政策導致獲利預期同步下調，美國首當其衝
上修減下修數量，佔總修正數量百分比，三個月移動平均值



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個月前瞻性收益修正計算為上調次數減下調次數除以修正總數。
過去績效不代表未來績效之保證。

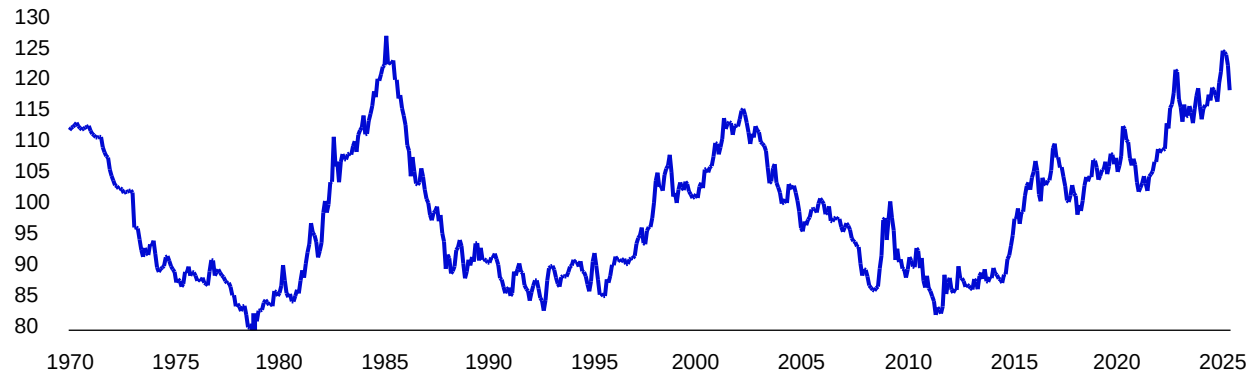
投資主題

美元持續走弱

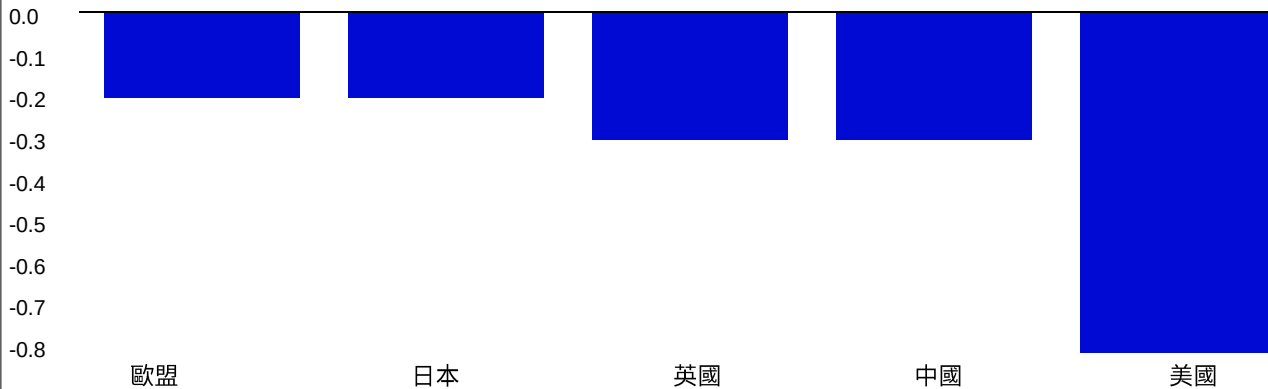
十多年來，外國投資者一直將投資盈餘轉為美元資產。這種趨勢可能開始有所轉變。2025年美國經濟成長預測放緩的幅度比全球其他地區更大，我們預期下半年美元將進一步走弱。

- 過去15年來，美元一直表現強勁，以實際貿易加權匯率計算，美元似乎表現強勁。自全球金融危機以來，美元資產一直備受青睞，因為美國的經濟成長較大部分其他主要經濟體更為強勁。
- 近期因素，例如成長前景，也顯示美元將會走弱。目前美國經濟成長預期較年初為低。非美國經濟體的成長預測亦有所調降，但幅度要小得多。與美國的相對成長差異縮小，顯示美元在2025年下半年將會走弱。
- 外國投資者大幅配置美國資產（請參閱第11頁），而且普遍受惠於這些未對沖資產。美元升值使外國投資者的回報複合成長，並在市場低迷期為投資者提供了保護。然而，隨著美國不確定性增加，更多的對沖活動可能會對美元造成貶值壓力。
- 美國聯準會仍處於「觀望」模式，因為勞動力市場和通膨數據顯示利率將在一段時間內維持在目前水準。如果數據開始反映出經濟衰退，聯準會可能會迅速降息。其他「G10」國家央行（日本央行除外）正受惠於通膨壓力減緩，我們預期這將促使他們進一步降息。通常情況下，這意味著殖利率差異會轉而有利於美元，但我們認為如今這種關係已被打破，因為美國經濟成長走弱的直接原因是美國的政策失誤。
- 無論是美國的「敵友」，如今都在重新考慮他們對美元部位。自2022年以來，各國央行大量買入黃金，顯示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，而美國政府並未對此結果加以抵制。

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）



美國成長預期調降幅度大於其他主要經濟體
1月份以來2025年GDP預測共識的變動



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日彭博成長預期共識的變動，依百分比計算。2025年GDP預期共識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。過去績效不代表未來績效之保證。

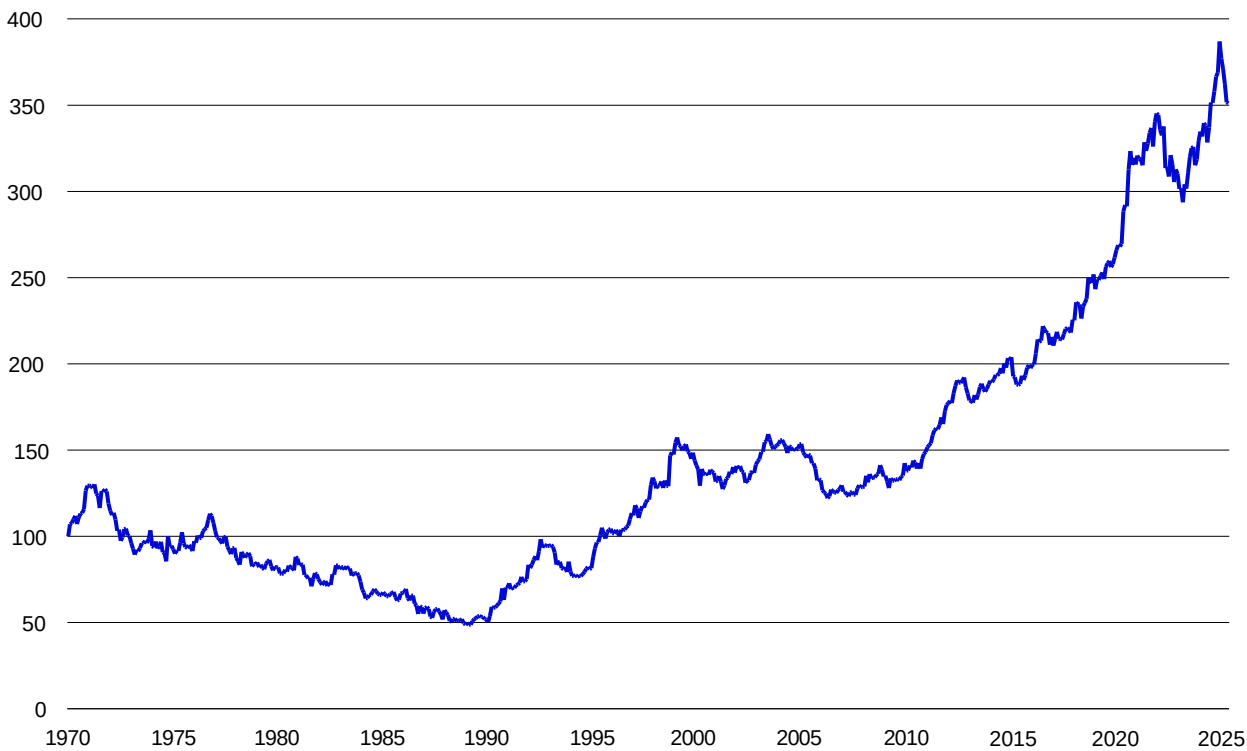
投資主題

美股異常出色的表現可能即將結束

近數十年來，美股的獲利及本益比均高於其他同類公司。然而，如今評價溢價受到質疑，相對於歐洲和中國的獲利成長差異亦在縮小。

- 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。儘管美股本益比有所上升，但推動美國股市走高的股票，其盈餘成長遠遠超過其他市場的同類股票。
- 儘管美國最大的科技股仍保持強勁的獲利成長，但這些公司與其他公司之間的成長差距已開始縮小，而中國推出了可與之媲美但價格更低的人工智慧模型，也讓投資者質疑美國大型科技股是否值得近期的高本益比。
- 如果美國經濟狀況惡化，美國股票評價，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。美國以外的市場評價普遍較低，我們認為其與美國的差距將逐步縮小。
- 美國以外地區的宏觀環境似乎在轉好。歐洲市場應可受惠於財政支出增加、消費者狀況改善，以及歐洲央行進一步降息。英國股票為投資者提供極具吸引力的評價機會，加上高且穩定的股息收益率。該市場在金融類股的比重較高，隨著房貸貸款改善與利率曲線變陡，金融股的表現預期將會不錯。同時，日本經濟正在改善，通膨也已回升。與持有股票相比，日本國內投資人手中持有大量現金，現在正從現金轉向股票投資。
- 中國方面，除了要在貿易戰中支持經濟成長外，政策制定者亦表示希望推動中國股市上漲。我們對政策支持趨勢的轉變持樂觀態度。

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。過去績效不代表未來績效之保證。

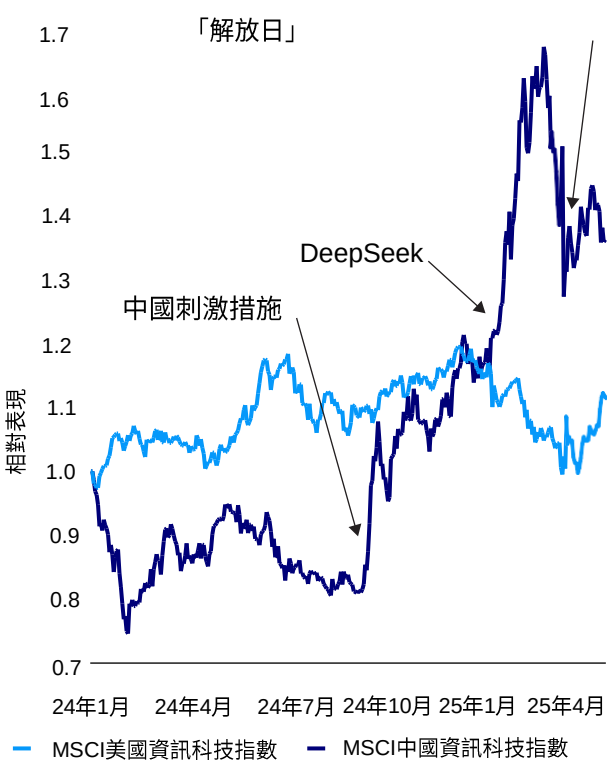
投資主題

中國加入美國人工智慧技術(AI)的霸主行列

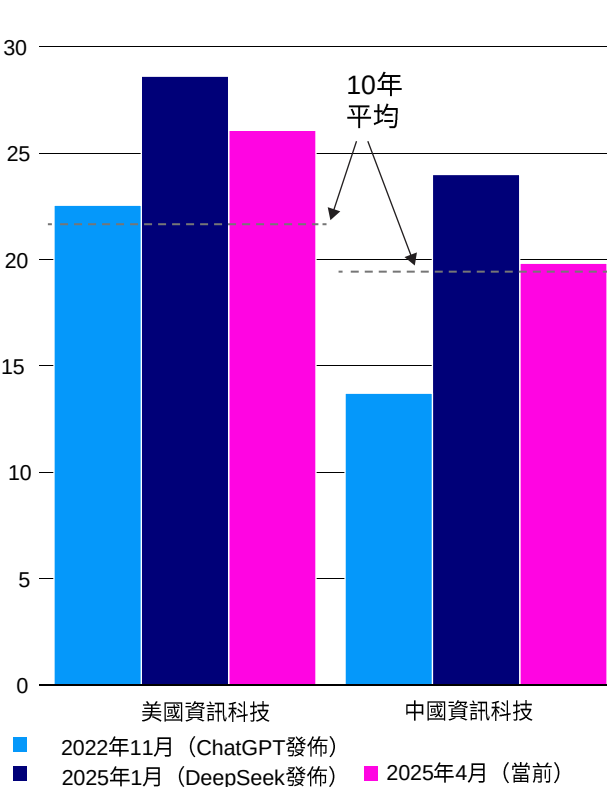
受惠於DeepSeek（深度求索）的R1等技術突破、國內政策的支持，以及美國科技股熱度減退的影響，中國科技股目前看起來頗具吸引力。

- 自2022年底ChatGPT發佈以來，AI一直由美國主導，大部分的AI發展均來自美國最大的科技公司或由其推動。然而在2025年1月，隨著DeepSeek的加入，AI的格局發生了戲劇性的變化。這家公司挑戰了投資人對於 AI 所需投入資金、價值的來源，以及哪些公司是領導者的既有認知。事實上，自DeepSeek發佈以來，許多中國科技巨頭都推出了具有競爭力的AI模型。
- 投資者對中國科技領域的熱情正在不斷升溫，最初受到國內政策支持的推動，並因 1 月 DeepSeek 的消息而進一步提振。除了AI之外，中國在電動汽車與機器人等科技領域也是蓬勃發展。
- 儘管市場情緒迅速升溫，但評價仍然溫和。與 10 年平均預估本益比相比，美國科技股仍顯得昂貴，而中國科技股則大致處於其 10 年平均水準。政策支持的轉變與持續創新顯示中國科技股可望延續近期的優異表現，尤其是在美國經濟成長放緩的情況下。
- 相較之下，美國市場面臨挑戰。超大型科技股投資熱情減退，投資者普遍認為其評價偏高。雖然資本支出仍遠高於平均水準，但近期消息顯示，數據中心的租賃與支出出現縮減跡象。
- 與此同時，歐洲在AI發展方面依然落後，創新數量少、經濟活力不足，且相較於美國，雲端運算資源也相對匱乏。歐洲的高科技製造業也少於美國或中國，說明該地區在AI主題方面可能會持續表現不佳。不過，我們也注意到，隨著國防支出的即將激增，以及歐洲軍工體系預期將擴大與深化，可能會迫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）



中國評價依然合理
12個月預估本益比



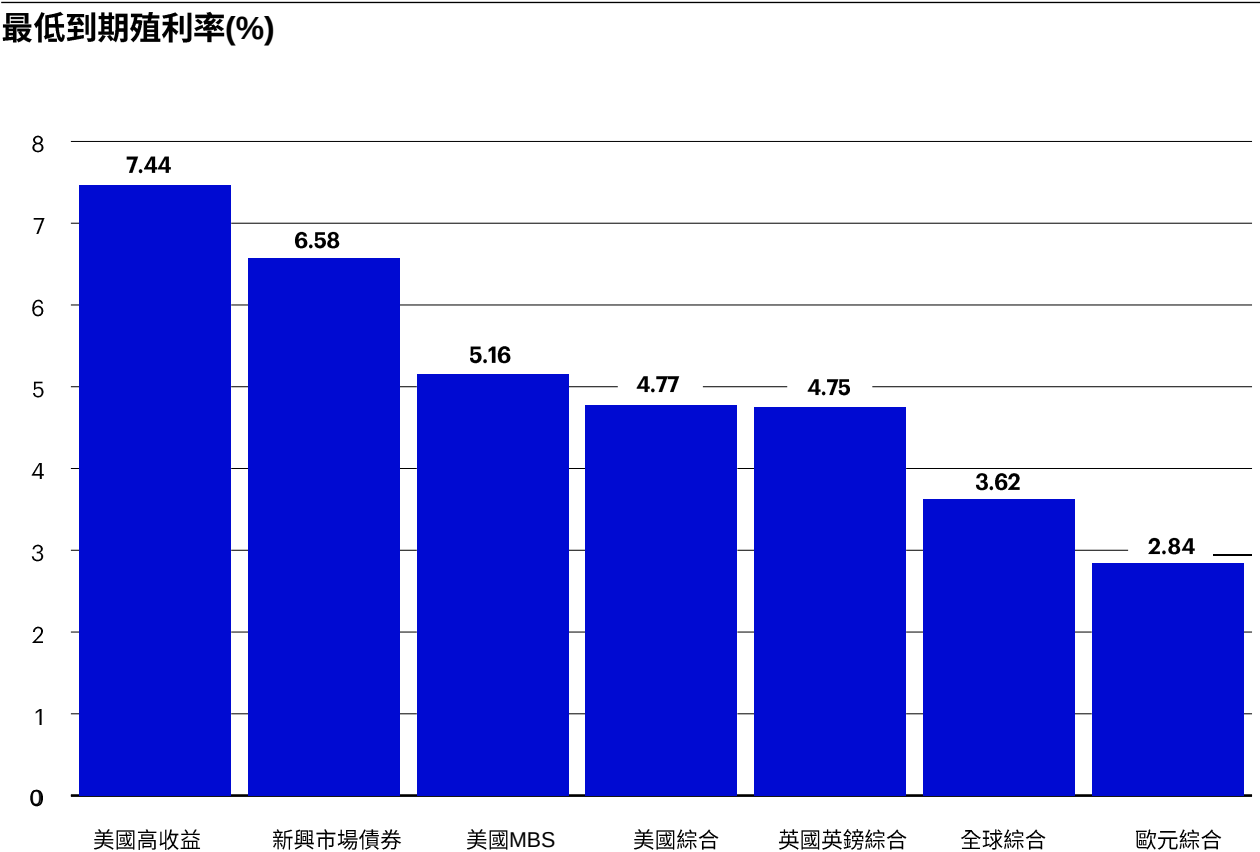
附註：ChatGPT發佈是指OpenAI 於2022年11月30日首次發佈ChatGPT。「DeepSeek發佈」是指DeepSeek（深度求索）的R1模型於金融媒體上引起熱議，該模型展現了不俗的實力，兼具更低的訓練和推理成本。R1於2025年1月20日發佈，並於1月27日成為金融市場的焦點。資訊科技指數基於MSCI美國和MSCI中國指數。資料來源：彭博及景順，截至2025年4月23日。不得直接投資於指數。過去績效不代表未來績效之保證。

投資主題

對全球債券持正面看法，對美國國庫券持中性看法

貿易不確定性可能導致全球成長放緩，進而拉低全球債券殖利率，但由於供給增加與預算赤字的擔憂，美國長天期國債的殖利率可能上升。

- 大規模減稅的潛在可能性以及美國國債供給的增加，可能會對美國長期殖利率造成上升壓力，並導致美國國債市場持續出現殖利率曲線變陡的情況。
 - 短期之內，全球通膨可能居高不下，並高於央行目標，使得央行（特別是聯準會）對進一步降息保持審慎態度。我們預期聯準會將於今年下半年降息兩至三次，但鑑於通膨的黏著性，降息的門檻已變得更高。如果美元走弱，部分新興市場央行可能有更大的降息空間。
 - 儘管面臨關稅阻力，全球經濟成長可能會放緩但仍維持正成長。歐洲與中國已採取促進成長的政策，有望抵消經濟疲弱的影響。歐洲已宣布歷史性的財政支出擴張計畫，應能支撐未來的經濟成長；而中國的刺激措施則有助於在龐大債務與通縮壓力下維持其成長趨勢。
- 儘管貿易協議及暫緩執行提供了緩衝，但關稅水準仍處於歷史高點，而且仍可能導致美國經濟衰退。然而，美國堅固的經濟基礎，例如高家庭淨值、低家庭及企業債務，應可為經濟提供支撐，因此任何潛在的衰退幅度都不會太大。
 - 債券方面，我們認為大部分行業的評價仍然偏高。在充滿不確定性及評價偏高的時期，我們認為對風險承擔應保持謹慎。我們傾向對大部份的債券類別小幅減碼，並採取整體上較為保守的投資組合風險策略。



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。過去績效不代表未來績效之保證。

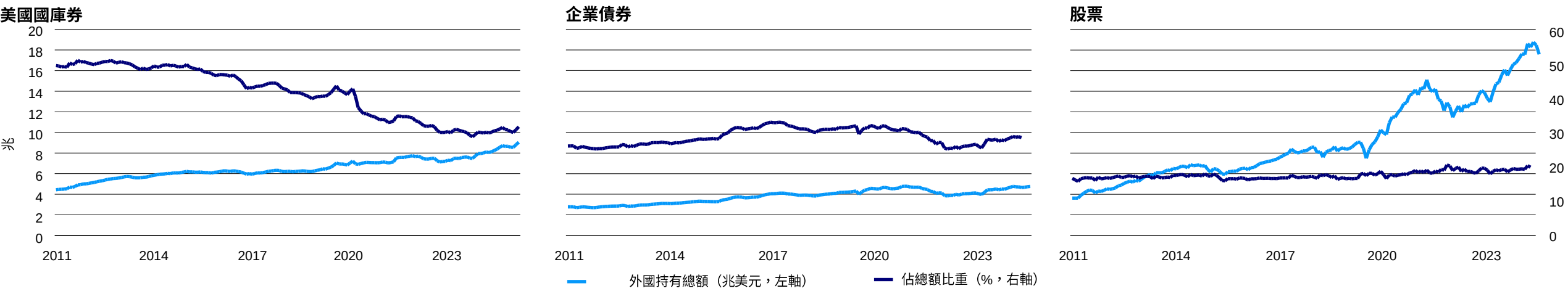
我們在辯論甚麼

美國經濟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，但如今部分人士卻在思考是否應該縮減對美國的配置。

- 不論是在國內或國外、私人或官方市場參與者，歷來都認為美國可守護全球穩定，緩解全球震盪，引領科技、金融和地緣政治發展。但現在，包括美國投資者在內的部分人士擔心，美國政府會毫不猶豫地製造政策衝擊、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相關趨勢成長放緩的憂慮，原本已經很高的財政赤字可能將進一步擴大。如果投資者減少對美國資產的配置，及／或企業、企業家及技術人才離開美國，可能導致經濟成長出現結構性放緩。
- 若市場大規模重新配置資產、撤出美國資產，可能會導致美元走弱與美國國債殖利率上升，進而推高融資成本。根據美國財政部的資料，外國投資人持有的美國金融資產總額達 32.1 兆美元；相較之下，美國投資人持有的海外資產僅為一半，約 15.8 兆美元。如果外國投資人將資金轉移至其他市場，美元與美國資產的風險溢酬可能會面臨進一步壓力。
- 儘管美國在政策可信度以及作為可靠貿易與投資夥伴的聲譽受損是嚴重的問題，但我們認為這並非致命打擊。在川普總統撤回其最強硬的關稅威脅與對聯準會獨立性的挑戰後，股市、債市與美元都曾出現反彈，而這些轉變是受到國內反彈聲浪與市場波動的驅動。若能以更溫和、漸進的方式處理貿易摩擦與國內政治緊張局勢，並搭配審慎的放鬆管制與稅制改革，將有可能重振經濟成長，並讓美國例外論重新成為可能。畢竟，美國仍擁有許多全球最具創新力的公司和深厚的資本市場。

外國投資者於美國資產（尤其是債券）的佔比相當高
外國持有...



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依國庫券、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交換。美國存託憑證 (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、聯準會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、聯準會及景順環球市場策略辦公室。2011年1月至2025年3月的每月及每季數據。

我們在辯論甚麼

「川普看跌期權」(Trump put) 的執行價格是多少？

川普總統的第一任期伴隨著「川普看跌期權」(Trump put)，當市場反應過於負面時，政策行動就會有所調整。我們雖然也看到了一些政策上的退讓，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，若情勢惡化，政策應對的方向就變得不那麼明確。
- 在川普總統的第一任期內，若市場對某項政策反應負面，他經常會調整甚至撤回該政策。「川普看跌期權」(Trump put)這個詞的由來，正是基於川普總統將股市表現視為其執政成效的指標，並會介入以防止市場出現大幅下跌。
- 到目前為止，美國政府似乎不太關心股市，但當市場出現重大動盪或面臨國內政治反彈時，仍展現出調整政策方向的意願。每當30年期國庫券殖利率接近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月份的關稅調整就與國庫券殖利率的突然變動息息相關。儘管如此，30年期債券殖利率達到或超過5%，似乎已成為政府的潛在痛點。
- 展望未來，我們認為川普總統確實有意重新調整全球貿易秩序，但現在看來，他更可能採取漸進式做法，並在處理貿易緊張與其他地緣政治爭議時，對盟友與對手的強硬言論有所收斂。

30年期美國國債的5.00%殖利率水準，可能成為新的政策底線

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



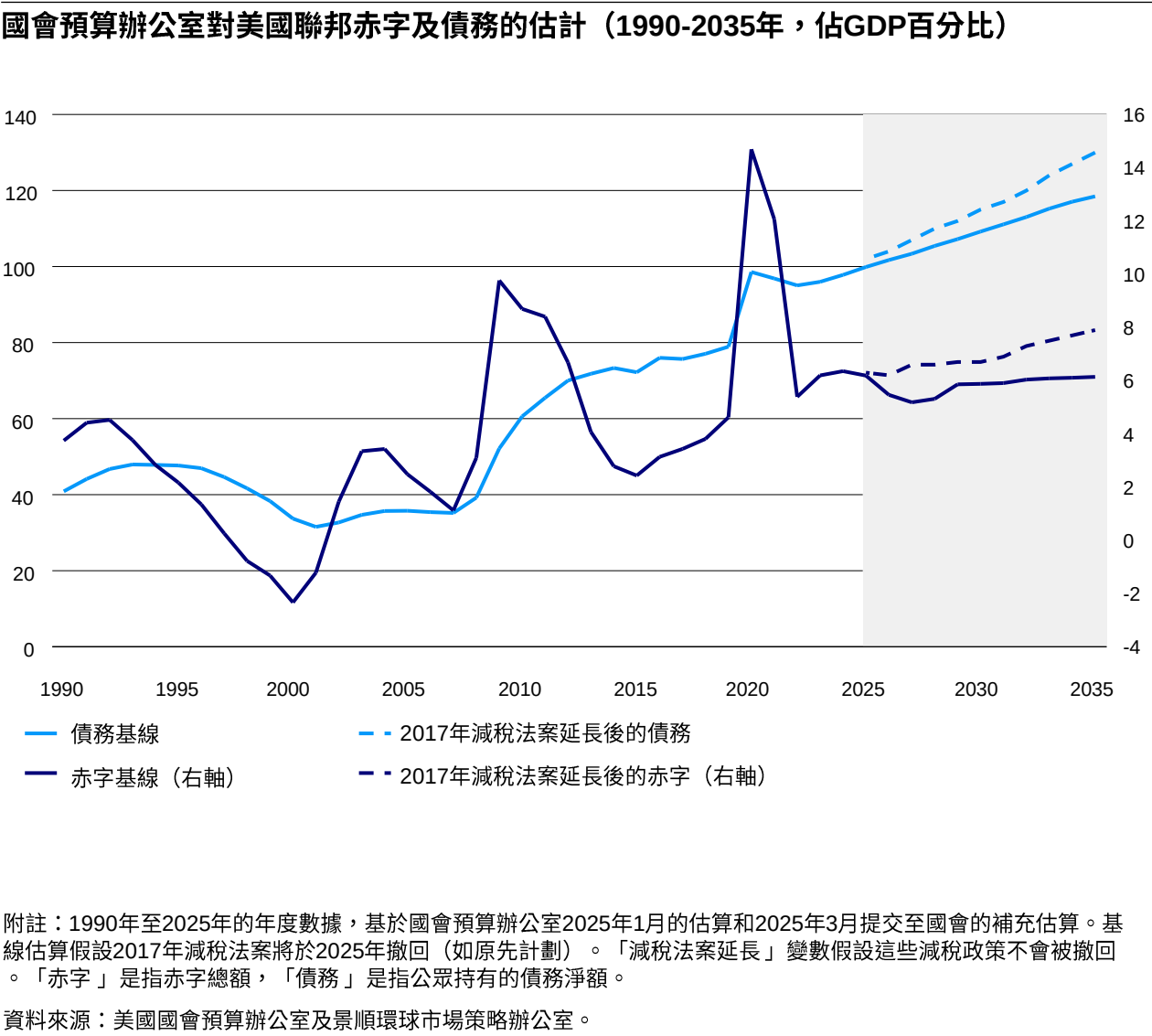
資料來源：彭博及景順，截至2025年5月5日。過去績效不代表未來績效之保證。

我們在辯論甚麼

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，但現在可能需要調整。

- 與其他國家一樣，美國政府於疫情期間為家庭和企業的現金流提供支持。然而，美國政府不僅於此期間比其他大多數國家提供更慷慨的支援（因此美國累積了更多的超額儲蓄），而且在此之後，美國政府持續透過《降低通膨法案》(Inflation Reduction Act)和《晶片法案》（CHIPS Act）等措施支持經濟。
- 其代價則是政府債務的累積，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)（川普於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增加上升壓力。
- 我們認為，關於美國違約的誇張言論應該被打折看待，但再融資風險迫在眉睫，約8兆美元的付息債券將於2027年底到期，加上外界對政府財政框架可能導致更大赤字的擔憂，也引發了對財政可持續性的疑慮。這可能會對美國國庫券殖利率造成上升壓力。
- 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庫券造成壓力。舉例來說，市場已開始對美國債務風險進行定價，從信用違約交換（CDS）利差擴大就可見一斑。



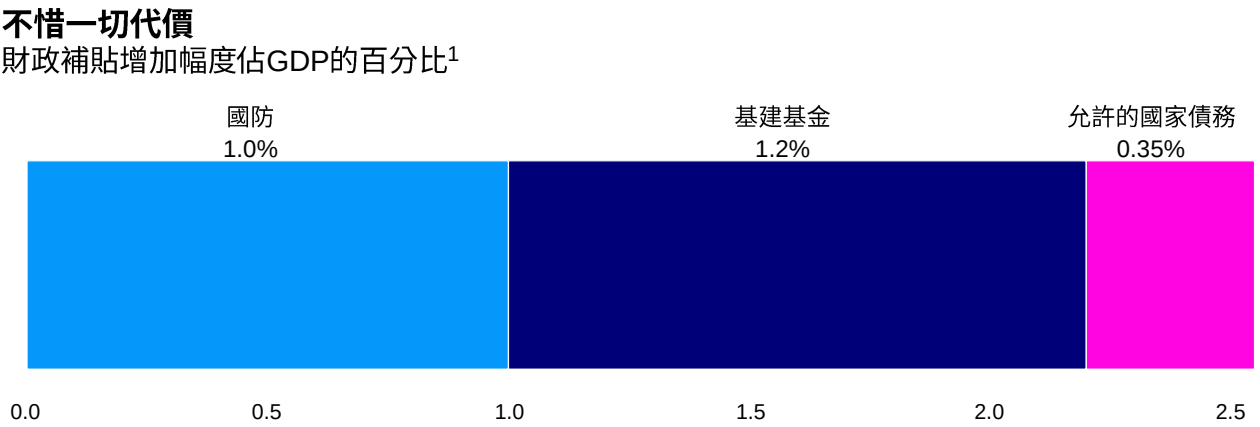
我們在辯論甚麼

歐洲能否免受貿易戰對經濟成長的打擊？

歐洲對美國的直接出口約佔歐洲GDP的3%，顯示關稅對出口構成的阻力有限但具重要性。然而，汽車製造產能正被重新配置，用於國防用途。

- 3月3日，德國新任總理弗里德里希·梅爾茨(Friedrich Merz)表達了與德拉吉(Mario Draghi)同樣的立場，宣稱德國將「不惜一切代價」確保投資歐洲國防。隨後，德國的「債務剎車」機制限制被解除，梅爾茨承諾將大幅增加國防與基礎建設支出，總額約占德國2024年GDP的2.5%。¹
- 在過去兩年，德國增加了國防支出，這些資金更多是流向歐洲國防製造商而非美國。近年來，戰爭方式出現變化，無人機與低成本武器的角色遠比傳統武器重要。歐洲與烏克蘭的企業在供應這類裝備方面更具優勢，這意味著未來幾年歐洲的財政乘數效應可能是正面的。
- 歐洲消費者也開始增加支出並減少儲蓄。歐洲市場對利率變動的敏感度高於美國，而歐洲央行(ECB)已率先展開降息循環，降低了借貸成本，進而推動家庭貸款需求上升。
- 由於油價下跌與歐元走強導致歐元區通膨壓力減弱，歐洲央行可能會比先前預期更快地降息。此外，雖然美國加徵關稅將推高美國國內物價，但由於中國及其他地區的過剩供應被轉向歐洲，歐洲商品價格可能會面臨下跌壓力。
- 美國關稅可能會對歐洲經濟成長造成衝擊，但我們認為，德國基礎建設支出的增加、歐洲整體的國防支出擴張，以及消費者信心的回升，將有助於歐洲挺過這場風暴。

1. 財政計劃包括增加支出以及增加允許用於特定類別支出的財政赤字。此處假設5,000億歐元的德國基礎投資基金在10年內平均使用；國防支出佔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%。



資料來源：景順及彭博，截至2025年4月30日。

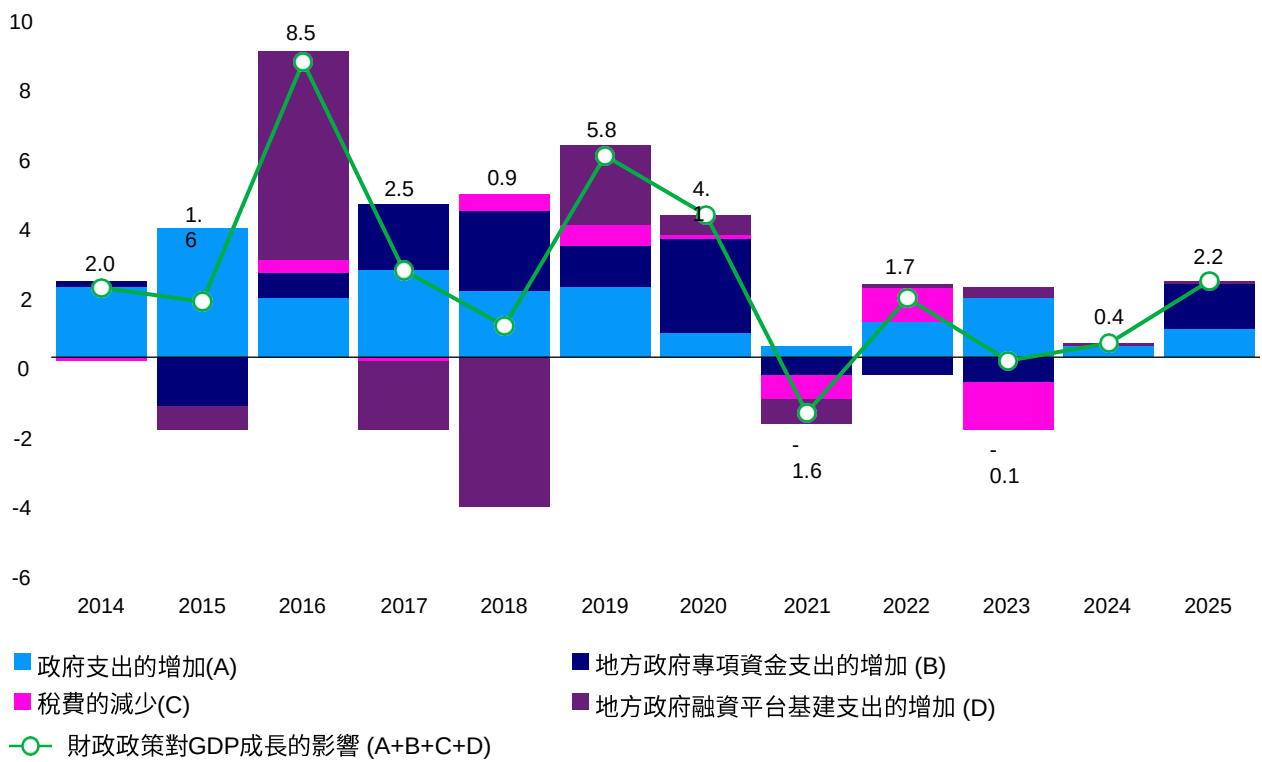
我們在辯論甚麼

中國是否有抵禦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，國內成長及消費出現初步復甦跡象。我們認為中國擁有充足的刺激工具來支撐今年的經濟成長。

- 儘管美國政府撤回了最初宣佈的關稅稅率，但是美國的關稅政策仍對中國構成挑戰。值得注意的是，相較於過去數十年，中國對美國的依賴度降低。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）。
- 今年，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，房貸放貸顯示有觸底跡象，而且最新的五一黃金週數據也顯示出消費者支出的回升。
- 我們預計，中國政府在未來幾個月內可能會進一步支持家庭需求和民間企業的資本支出，以實現今年「約5%」的經濟成長目標。如果中國能夠達成此一目標，其經濟成長將有望優於全球其他地區，這可能會使加碼配置中國股票的投資者受益。
- 在2025年預算案中，中國加大政策的刺激力道。中國當局已著手於促進消費，同時致力於推動高科技發展。值得一提的是，近期的家電以舊換新計畫以及超長期國債的發行等促進家庭消費的措施，似乎已產生了良好效果。面對關稅的不確性，我們預期決策者今年將推出更多措施以提振消費。

2025年中國大幅加大刺激政策力道
財政政策對GDP成長的估計影響，佔GDP的百分比



附註：在估算財政政策對GDP成長的影響時，政府支出的增加及地方政府專項資金支出的增加被認為全部推動GDP成長，而稅費的減少金額中僅有半數金額被認為推動GDP成長。截至2024年的實際數據。2025年的規劃數據。地方政府融資平台(LGFV)的數據由國際貨幣基金組織估算。

資料來源：景順，源自中國財政部、新華社及國際貨幣基金組織，截至2025年4月30日。

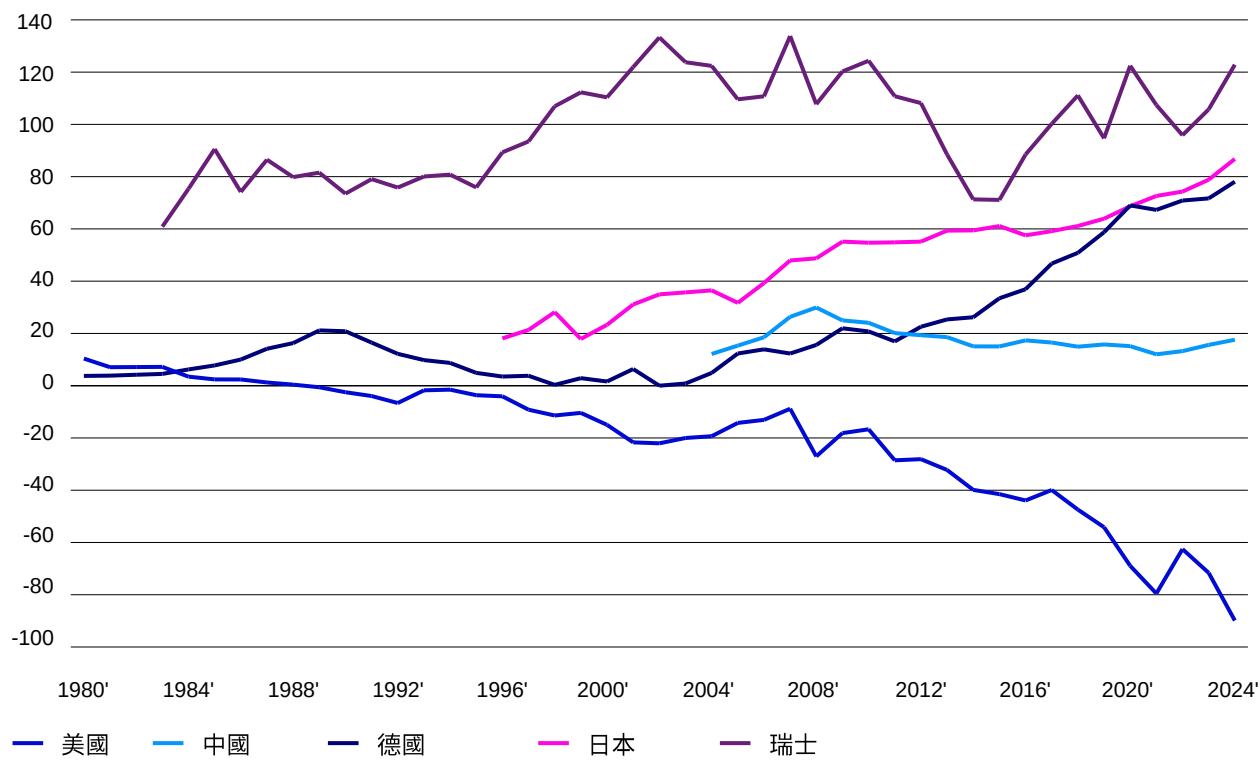
我們在辯論甚麼

目前甚麼是具吸引力的避險資產*？

在不確定性加劇的時期，投資者往往會將資金匯回本國，這通常會對債權國的貨幣產生升值壓力。

- 在經濟不確定性及市場波動加劇時期，投資者通常會尋求「避險」資產，導致美國國庫券殖利率通常下跌。有時，美元會走強，但並非總是如此。
- 在2025年上半年，有一段時間美國國庫券殖利率上升的同時，美元卻走弱。在市場波動期間，資金往往會被匯回本國，這也解釋了為什麼瑞士法郎和日圓在波動的市場中往往會升值（這兩個國家都擁有大量的淨海外資產）。我們認為這種趨勢將會持續，對美元不利。在此情況下，資金可能會流入瑞士及日本公債市場，進而壓低其殖利率。德國公債情況也是如此。
- 雖然黃金價格可能波動，但它通常被視為一種「避險資產」。自從2022年俄羅斯央行的外匯儲備遭到美國制裁以來，這種避險屬性就備受關注。其他央行也因此提高了警覺，近年來紛紛增加黃金儲備，以降低對美元資產的依賴。我們認為，央行對黃金的需求沒有明顯減弱的理由。美國和中國對實體黃金的需求也一直很強勁，近期黃金ETF的需求也有所回升。儘管黃金近年來漲幅可觀，但它仍然能為投資組合提供良好的分散風險效益。

國際投資淨額（佔GDP的百分比）



* 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。

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。

附錄

指數定義：

- **緊縮的貨幣政策** 包括央行為抑制通膨而採取的行動。
- **寬鬆的貨幣政策** 指央行降息及／或調降存款利率。
- **殖利率曲線** 繪製了信用品質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。
- **殖利率曲線變陡**指長期債券與短期債券之前的利差擴大。例如，這可能依10年期債券殖利率減2年期債券殖利率計算。
- **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。
- **國內生產毛額(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檔股票。
- **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開發國家的股票。
- **MSCI美國資訊科技指數**是一項非管理式指數，用作追蹤美國大型資訊科技股表現，以美元計算。
- **MSCI中國資訊科技指數**是一項非管理式指數，用作追蹤中國大型資訊科技股表現，以港元計價。
- **MSCI所有國家世界指數**是一項非管理式指數，用作代表已開發市場和新興市場的大中型股。
- **12個月預估本益比**是某一特定指數的當前交易價格與未來12個月的預期年獲利之比率。
- 債券的**最低到期殖利率(yield-to-worst)**是一種衡量指標，用來描述投資人可能獲得的最低報酬率（不含稅負影響）。它考慮了債券中可能存在的特殊條款，例如內含的贖回選擇權（call option），以評估在最不利情況下的潛在回報。
- **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定利率高收益企業債券市場。

- **彭博新興市場硬通貨綜合債券指數** 衡量新興市場硬通貨債務的表現，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定利率和浮動利率債務。
- **彭博美國抵押貸款支持證券(MBS)指數** 是一項非管理式指數，旨在衡量固定利率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固定利率債券市場，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固定利率債券市場。
- **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固定利率債券市場，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。

所有資料截至2025年5月31日，以美元計算，除非另有說明。

投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場(政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動)風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。Inv25-0242

景順投信 獨立經營管理
景順證券投資信託股份有限公司
台北市信義區松智路1號22樓
客服專線：0800-045-066
網址：www.invesco.com/tw