

无论能否达成协议， 准备迎接市况波动的夏季

随着贸易协议有望达成，加上美国关税威胁减退，以及市场憧憬“大而美”法案（One Big Beautiful Bill Act）将可在短期刺激美国经济增长，全球股市在7月份升创新高。尽管美国关税实际上高于特朗普就任总统前的水平，但大市依然畅旺，反映高风险资产领域略见松懈。另一方面，美国、英国、欧洲和日本的债券收益率反映市场担忧债务的可持续性。

在政策充满不确定性的环境下，我们认为任何有关经济和关税决策的利好消息（例如美日达成协议）都会受到市场欢迎。然而，即使与贸易伙伴达成协议，特朗普仍会维持着重交易的方针。这项政策不确定性对美元走势的影响最为明显。

我们将在下文概述今年夏季可能引发市场波动的因素：

- **“大而美”法案 — 短期得益、长期代价和社会后果。**理论上，该法案通过提前减税，可望在短期内刺激消费、投资和国内生产总值增长。不过，美国未来十年的债务将因此增加超过3万亿美元，而且当削减社会支出措施在2026年10月生效时，最弱势家庭的收入将首当其冲。其次，削减联邦医疗补助计划意味公众需要预留额外应急资金，继而影响其消费模式。最后，该法案不仅会增加财赤，也可能为长期利率带来进一步上升压力。



VINCENT MORTIER
集团首席投资总监

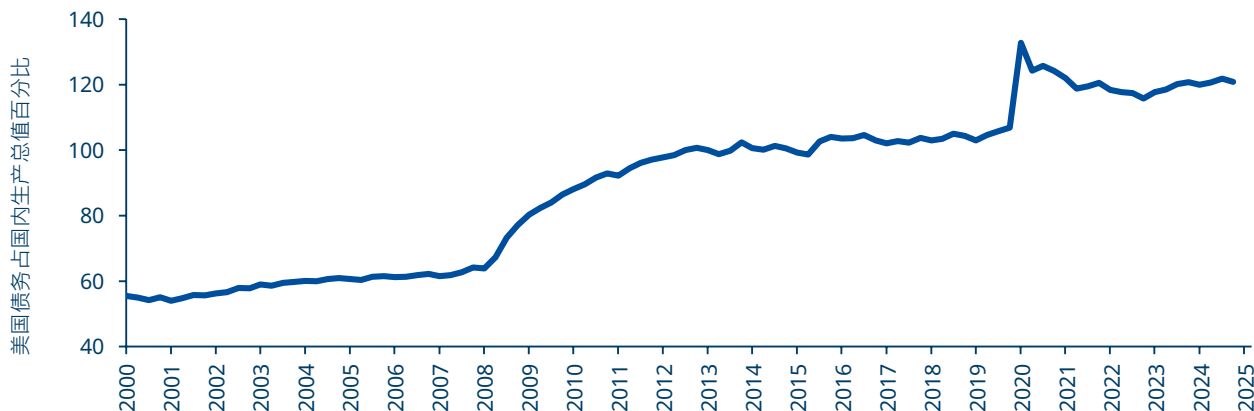


MONICA DEFEND
东方汇理资产管理投资
研究院主管



**PHILIPPE
D'ORGEVAL**
副集团首席投资总监

美国债务占国内生产总值比率上升，近期通过的“大而美”法案只会增加政府负担



资料来源：圣路易斯联邦储备银行、东方汇理资产管理投资研究院。上图显示为季度数据。最新为2025年第一季度的可用数据，截至2025年6月26日。

市场定价反映乐观的情境，忽略了特朗普落实其关税威胁所引发的波动，而美国经济增长可能因而承压。

- **加征关税的成本，最终须由美国企业或消费者承担。**如果企业把成本转嫁予消费者，将会影响消费者的可动用收入。然而，企业和进口商至今承受最大冲击。企业在本财报季发表的前瞻性指引，应会就关税对盈利能力的影响，以及公司会否暂缓资本支出计划提供更多详情。欧洲方面，市场聚焦于欧元兑美元汇率转强，如何影响以区内货币计算的企业盈利。消费层面，个人消费支出乏力、实际可动用收入增长放缓，加上劳动力市场正在降温（但不至于显着恶化），将令消费者在非必需消费支出方面更趋审慎。
- **最终的关税和反制措施（如有）将影响经济增长预测。**由于局势尚在发展，我们在估算增长预测时，将全面评估美国、欧盟和其他国家的最终关税措施。美国和欧元区的第二季度国内生产总值数据，以及欧美贸易谈判的进展，尤其是关税和反制行动，都会影响我们的增长预测。进口关税一旦大幅上调，美国经济增长的下行风险将随之升温。

与4月份相比，市场已下调对美国今年的盈利预测，现时较接近我们预估的水平。此外，贸易谈判和地缘政治风险可能加剧市况波动。虽然现时市场流动性充足，但如果上述风险浮现，情况可能有所改变。有见及此，我们认为投资者不宜在价格昂贵的领域承担定向风险，反而应采取更细致的风险策略，并作好充分的防守准备。

东方汇理资产管理投资研究院：美联储的独立性、贸易谈判和欧元强势

美联储独立性的风险再次升温。美联储希望在作出任何决定前，先厘清关税措施和其对通胀的影响，我们认为此举相当合理，但来自政府要求采取政策行动的压力，可能令市场质疑美联储的决策。我们目前维持美联储今年将降息三次的观点不变。如果通胀持续高于美联储可容忍的水平，我们认为经济增长也会受关税影响而放缓。在这个情况下，美联储或会选择暂缓处理通胀，专注履行应对增长问题的职责。

欧洲央行似乎对通胀感到安心，但可能对关税问题保持警惕。另外，欧洲央行将关注欧元的强势（以及升值速度），因为欧元走强和输美出口货品的关税或会削弱欧洲的竞争力。我们目前维持欧洲央行今年将降息两次的预测，但如果欧美最终就加征关税达成协议，我们或要重新评估。至于英国，我们正密切留意英国央行如何应对经济增长放缓，因其可能被迫加大宽松力度，降息次数或会多于我们目前预期的两次。

欧盟与美国的贸易谈判，以及任何相关的反制行动，都是可能影响该区增长和通胀预期的主要因素，从而左右欧洲央行的政策决定。

MONICA DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院主管

虽然盈利预测仍然反复和估值偏高，但我们认为无需从结构上降低风险，而是以增加避险为重点，从而驾驭夏季可能出现的波动市况。

- **固定收益方面，息差收益具有吸引力、预期经济未陷衰退，以及多国央行采取宽松政策，令我们看好企业信贷。**尽管当前市场流动性充裕，但一旦加征关税带来压力，情况或会有所改变。因此，在信贷领域方面，我们聚焦于息差收益和质量。我们现已在策略上对总体久期持接近中性立场。
- **美国和欧洲股市已从4月的低位反弹，但期间政策不确定性升温。**不过，两地市场广度都较为狭窄。我们致力识别业务模式稳健、受关税影响较轻微的企业，并根据财务实力来专注于优质企业。具体而言，我们偏好欧洲多于美国，并看好日本和英国。
- **新兴市场表现稳健，经济增长强劲。**关税和贸易谈判或会导致市况反复，促使我们更谨慎挑选持仓。我们看好实际收益率具有吸引力的新兴市场债券；股市方面，我们偏好能够把握内需机遇的企业，并寻求分散投资于不同地区，例如新兴欧洲、阿联酋、拉丁美洲和印度。
- **多元资产方面，我们仍然略为看好股票和高风险资产，**同时通过加强和维持动态防守部署，应对市场急剧波动的走势。外汇方面，我们对美元保持审慎，但承认短期或有盘整空间。另一方面，我们看好美国和欧盟久期，以及黄金等大宗商品的表现。

地缘政治和 / 或
贸易谈判的不确定性，
加上企业盈利可能
逊于预期，或会触发
估值较高的领域
出现调整。

总体承险意欲

避险

承险

我们认为投资者应略为看好估值和潜在盈利都具有吸引力的高风险资产，同时充分持有表现稳定的资产，以平衡总体投资组合的风险。

与上月比较变动

■ 固定收益：对总体久期持中性立场。

■ 多元资产：我们认为更有需要加强避险美国股票的配置。另外，我们微调对外汇的观点，但仍对美元保持审慎。新兴市场方面，我们下调澳大利亚元兑新台币的评级。

■ 外汇：对英镑略为审慎，对人民币的悲观预期有所缓减。

总体承险意欲是不同投资平台和全球投资委员会共同对高风险资产（信贷、股票、大宗商品）持有的定性观点。我们的观点或会调整，以反映市场和经济环境的变化。

固定收益

作者

平衡信贷领域的息差收益和质量

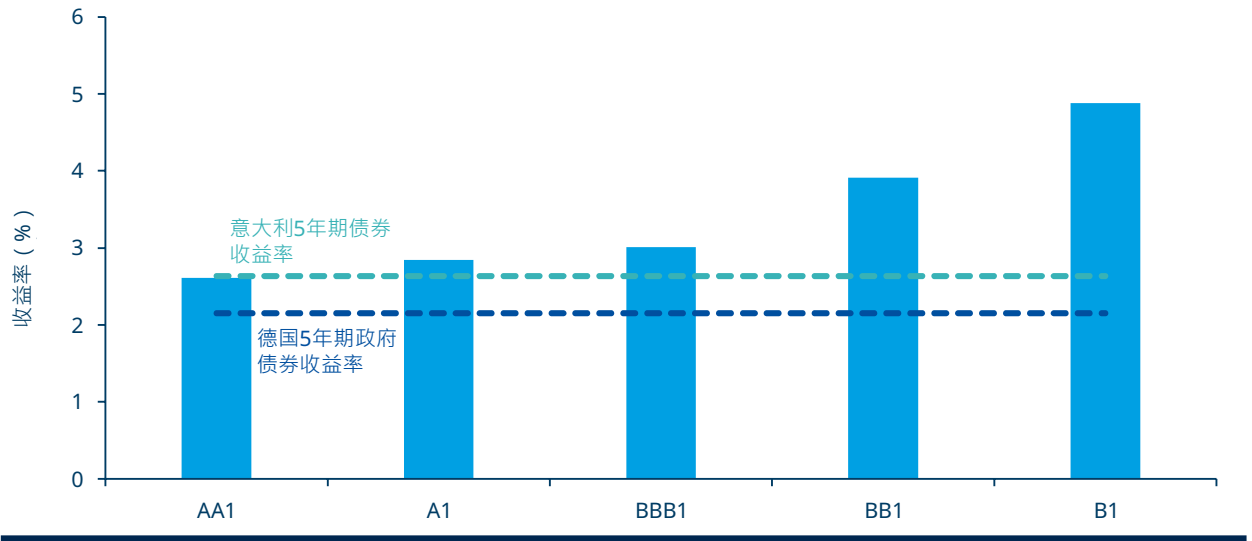
美国宏观经济数据向好；由于通胀回落，欧洲央行和英国央行等央行维持宽松措施，甚至美联储最终也会重启宽松政策。与此同时，我们的基本预测情境是美国和欧洲不会陷入经济衰退。然而，在国际贸易不确定性加剧下，经济增长或会放缓。面对这个环境，财政手段更形重要，例如德国致力增加支出和实现国防安全目标。

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

这意味着长期债券将持续承压，令收益率曲线有机会走峭。信贷息差收益是另一个提高收益的关键因素。我们偏好通过较能承受经济和地缘政治压力的优质领域来实现这个目标。

久期和收益率曲线	企业信贷	外汇
- 我们在策略上对总体久期转持接近中性的立场，主要体现于我们对美国和欧盟持中性观点。美国方面，市场更关注期限溢价和财政风险。 - 不过，我们看好意大利政府债券，并在英国央行立场温和的环境下看好英国久期。此外，我们正探讨对英国收益率曲线采取杠铃式策略的可能性。 - 我们对日本久期保持审慎。	- 鉴于市场流动性普遍充足和企业基本面不俗，我们看好信贷资产，主要是欧盟投资级别债券（其息差收益较主权债券收益率更具吸引力）和后偿债券。 - 我们正在欧盟市场发掘负债偏低，并拥有BBB或BB评级的中期企业债券。 - 加征关税可能削弱企业基本面，故此我们专注于资产质量。	- 鉴于英镑表现强劲，我们已经微下调评级。英国宏观经济数据和其对英国央行的潜在影响，都是我们需要监察的重要因素。 - 美国（至今）向中国征收的关税较我们预期温和，因此我们对人民币的悲观程度有所减缓。在中国应对国内问题和贸易带来的波动时，我们继续保持警惕。

综观欧盟区信贷，BBB和BB级债券可在收益率和质量之间取得良好平衡



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年7月22日。所示的最低收益率属于洲际交易所美银欧盟投资级别债券指数和欧盟高收益债券指数。*杠铃式策略可在收益率曲线发掘投资机会，主要通过持有短期和长期债券，以获得更高收益，并限制利率风险。

股票

作者

聚焦强韧的市场领域

大市在7月份创下新高，但今年的回报主要由美国和欧洲少数股票驱动。该情况令集中风险升温，但另一方面也反映部分市场领域表现落后。我们正物色这些领域，并认为推动这类企业表现的关键因素，在于其维持盈利韧性的能力。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

此外，尽管欧洲的估值优于美国，但重点在于其估值能否在关税风险下维持。如果市况持续波动，我们将采取严加挑选和分散投资的策略，避免涉足于美国估值偏高的范畴。我们也会把握市场波动的机会，聚焦于具财政实力的企业，例如日本和欧洲的公司。

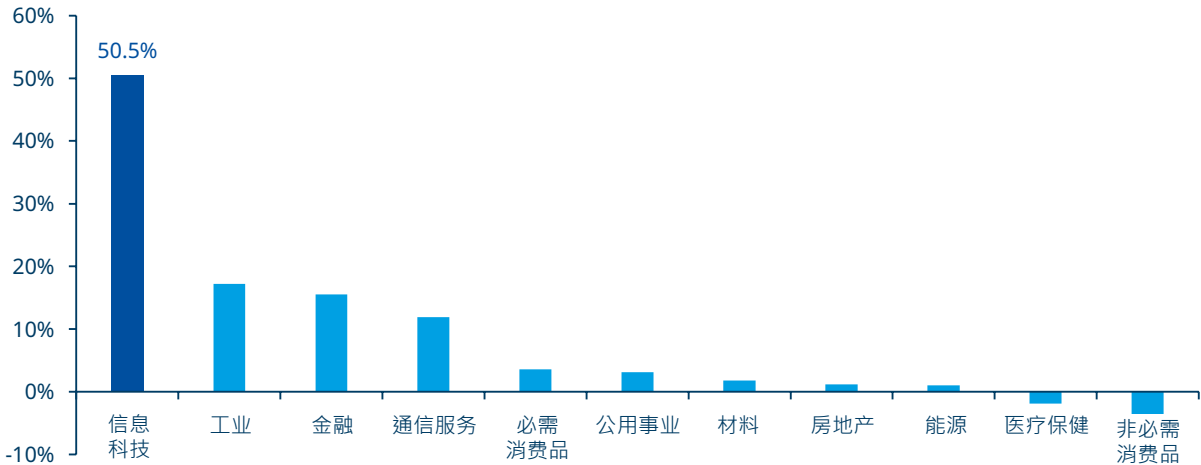
对全球股票的观点

- 我们认为市场在过去数月充斥许多关税争议，导致许多优质股票的估值下调，令我们更看好这类股票，突出选股的重要性。
- 我们维持杠铃观点，并看好欧洲市场，尤其是中小盘股。部分欧洲企业的收入来源多元化，应可应对与美国的贸易战。我们也因股息偏高而看好英国股票。
- 我们看好日本股市，其估值相当具有吸引力，加上近期与美国达成贸易协议，进一步巩固我们的信心。此外，日本是多家优质国际企业的所在地。

对板块和风格的观点

- 我们看好必需消费品和制药等防御性板块。就制药板块而言，个人护理业务领域出现一些估值具有吸引力的优质投资机会，因此我们转持略为看好的观点。另一方面，我们在工业和材料板块物色优质周期性企业。总体来说，我们倾向尽量把握特殊风险带来的机遇。
- 美国方面，我们观察到市场表现高度分散，且“科技七巨头”的溢价过高。因此，我们对美国增长股和科技股保持审慎，认为其股价主要由市场气氛带动，获基本面支持的程度较低。

标普500指数今年的回报约有一半来自科技股*



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博。计算以板块占标准普尔500指数的百分比为基础，数据截至2025年7月17日。*年初至今回报截至2025年7月17日。

新兴市场

作者

新兴市场实力备受贸易波动考验

全球贸易在上半年保持强劲，美国政府加征关税，使出口商提前把货品输往美国。展望未来，在通胀普遍受控的背景下，新兴市场增长或将持续走强（相对发达市场），但任何涉及美国与新兴市场（例如印度尼西亚）贸易协议的关税相关消息，以及美国政府的新公布，都可能引发市场波动。

YERLAN
SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

因此，贸易协议固然重要，但我们也会考虑这些国家的市场流动性、国内消费环境和财政实力，以建立我们对各个新兴市场的观点。举例说，虽然中国国内生产总值增长优于预期，显示今年有望实现政府的增长目标，但国内消费问题仍然存在。

新兴市场债券

- 总体而言，我们看好企业信贷，同时关注盈利前景可能受到宏观不确定性所影响。高收益债券提供投资机会，但我们会审慎选择所投资的国家。
- 我们也看好硬货币债券，但偏好高收益债券多于投资级别债券，并对南撒哈拉非洲、新兴欧洲和拉丁美洲市场维持严谨挑选的立场。
- 美元走弱和通胀受控的预期，为本币债券提供有利的基础。我们尤其看好巴西、墨西哥、秘鲁和哥伦比亚等拉丁美洲国家。

新兴市场股票

- 我们密切关注贸易谈判带来的波动，并以我们对本土、个别国家和特殊因素的立场为基础。
- 举例而言，我们对中东北非地区总体取态审慎，但看好阿联酋，因当地企业价格合理且具有吸引力。我们也看好新兴欧洲。
- 亚洲方面，我们认为印度市场和台湾科技板块表现可期，但与美国的贸易谈判或会在短期内削弱表现。

对亚洲的主要观点

亚洲市场至今已成功抵御中东冲突、美国财政不确定性和关税恐慌重燃的冲击。本土和国际因素都为市场提供稳固基础。本土方面，亚洲经济体表现强韧，关税威胁减退令出口增长靠稳，而内需则受益于政府逐步放宽政策。国际方面，全球承险意欲高涨和美元贬值，令金融状况保持宽松，支持亚洲资产估值重估。

虽然表现强韧，但我们认为亚洲经济体在下半年面对若干风险。贸易前景不确定，加上中美终端需求放缓，或会令亚洲央行官员维持宽松措施。总体来说，我们对亚洲利率保持乐观，并认为价格波动可带来机会。亚洲信贷继续提供个别投资机会，其中香港、印度和澳大利亚的金融公司因估值而尤其具有吸引力。

亚洲股市近日跟随全球市场强势回升。然而，估值被大幅重新评估后已重返偏高水平，因此我们更审慎挑选持仓。韩国的情况尤其如此。印度的基本面仍然稳健，但估值水平同样构成障碍。我们继续在中国审慎选择投资机会，但维持总体中性立场。

多元资产

正面看待风险，但注意特朗普因素

即使美国经济活动正在放缓，但贸易、消费和特朗普的关税政策仍会带来波动。另一方面，近日通过的“大而美”法案和美国经济数据展现的任何韧性，或可为高风险资产提供短期支持。在欧元区，经济增长将表现各异，德国财政刺激措施带来助力。因此，我们对高风险资产维持略为看好的立场，但承认需要灵活保障，并已略微调整我们对外汇的观点。

美联储立场温和，加上欧元区制造业回暖，都带来利好因素，令股市展现强劲动力，支持我们看好这类资产，并继续分散投资。我们看好美国、欧洲和英国股市，但美股财报季可能引发波动，因此我们认为需要在美国市场加强保障措施。在广泛欧洲地区内，英国市场提供良好的分散投资优势，而且估值具有吸引力，并具备防御性。新兴市场方面，我们继续看好中国，当地提供科技相关和优质的投资机会。

至于固定收益，由于通胀持续放缓，我们对美国5年期债券和欧洲久期保持乐观。鉴于英国经济增长疲弱，加上英国央行提供支持，我们对英国国债维持轻微看好的立场，但看跌日本债券。欧元区投资级别债券的企业基本面强健，反映这类资产前景向好，而新兴市场利差在现阶段提供不俗的息差收益。

我们密切关注美元会否进入整固阶段，但维持负面观点。我们下调对欧元兑美元的正面观点，不再看好美元兑瑞士法郎。此外，我们提高对挪威克朗兑美元的信心，因挪威央行立场温和，令挪威克朗近期大幅贬值，而且我们认为存在策略性回升空间。新兴市场方面，我们不再看好澳大利亚元兑新台币，因为息差收益偏低和波动性偏高。

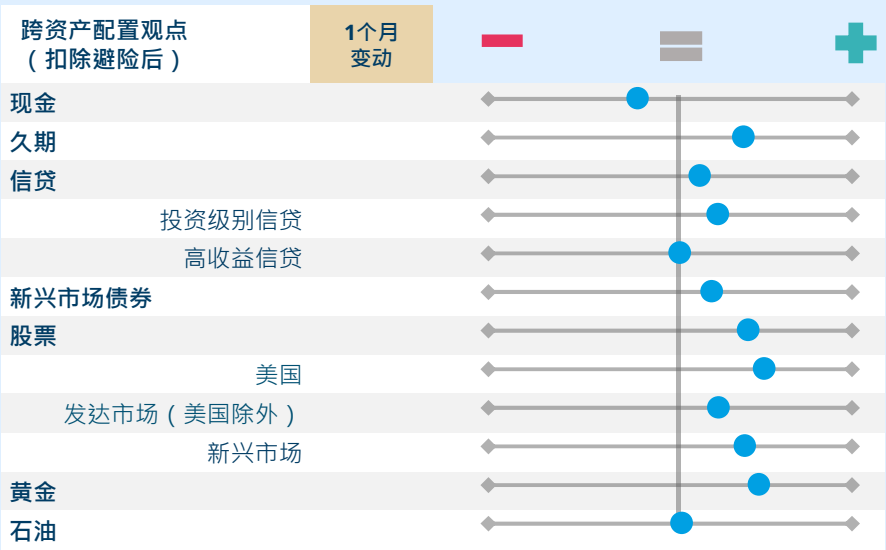
作者

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

“我们认为投资者应考虑把握低波动性的机会，加强保障措施，尤其是对美国股票。”

东方汇理多元资产投资观点*



▼ 较上月看跌
▲ 较上月看好

资料来源：东方汇理，截至2025年7月17日。包括与上月比较变动。上表列出多元资产平台的主要投资观点（包含避险）。*相对于参考资产配置（基准为45%股票、45%债券、5%大宗商品、5%现金）的观点，“=”指中性。由于投资时可能使用衍生工具，+和-的数字可能无法相加。这是于特定时间的评估，可能随时更改。本资料并不拟作为未来业绩的预测，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。本资料仅供说明用途，并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来的资产配置或投资组合。

东方汇理对各资产类别的观点

股票观点

股票	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国					◆					
美国增长			◆							
美国价值							◆			
欧洲								◆		
欧洲中小盘股								◆		
日本							◆			
新兴市场							◆			
全球因素	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
增长					◆					
价值							◆			
小盘股						◆				
优质						◆				

固定收益观点

久期	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国						◆				
欧盟						◆				
英国								◆		
日本				◆						
总体	▼					◆				
信贷	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国投资级别债券						◆				
美国高收益债券				◆						
欧洲投资级别债券								◆		
欧洲高收益债券						◆				
总体							◆			
外汇	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元					◆					
欧元							◆			
英镑	▼				◆					
日元								◆		
人民币	▲				◆					

▼ 较上月看跌
▲ 较上月看好

资料来源：全球投资委员会于2025年7月17日发表的观点摘要。上表显示对各种资产类别的绝对观点，并以9个级别范围表示，= 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外汇观点。

新兴市场观点

新兴市场债券	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中国政府债券						◆				
印度政府债券								◆		
新兴市场硬货币债券								◆		
新兴市场本币债券									◆	
新兴市场企业债券								◆		
新兴市场股票	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新兴市场							◆			
新兴市场亚洲							◆			
拉丁美洲								◆		
新兴欧洲、 中东及非洲								◆		
新兴市场 （中国除外）							◆			
中国						◆				
印度							◆			

资料来源：全球投资委员会于2025年7月17日发表的观点摘要。

▼ 较上月看跌
▲ 较上月看好

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」。