

2025年4月

全球秩序不明朗，各国再度运用财政杠杆

美国关税和相关实施情况未明，引发企业和消费者忧虑，可能会在中长期内影响经济增长，同时对通胀带来短暂影响。除了这项不确定性，美股估值偏高和美国以外国家公布的财务措施，均导致美国、欧洲和中国大陆的股市表现出现差距。欧洲改变立场导致收益率被重新定价。展望未来，我们认为财政扩张和贸易不确定性的发展将会如下：

- **欧洲恢复战略自主。** 特朗普的举动为欧洲敲响警钟，如果德国的财政刺激措施和欧盟的国防措施目标恰当明确，将能改变欧洲地区的经济增长形势，但相关措施尚需时日才能发挥作用，而关税风险依然存在。这些措施对增长的影响将会在2025年后显现。目前，我们的预测维持不变。
- **美国经济不会衰退，但下行风险持续上升。** 在经济已放缓的情况下，关税对美国经济的影响使市场更加忧虑。美联储最近下调了今年的经济增长预测范围即是例证。我们正在密切留意潜在的增长减慢会如何影响企业盈利，而上半年将会是关键。
- **中国大陆政府的财政刺激措施虽然未能即时复苏经济，但成功保持乐观的市场情绪。** 在强劲的财政乘数支持下，我们把2025年的国内生产总值增长预测从4.1%上调至4.4%，而2026年的增长预测则从3.6%上调至3.9%。



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

德国财政扩张可能促进长期经济增长



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博、欧盟统计局，德国经济增长和财政收支平衡的最新数据，截至2025年3月20日。财政收支平衡大于0代表政府收入高于支出，负值则代表收入少于支出。

当特朗普愿意牺牲美国的短期经济增长时，欧洲却表示将会扩充财政。这并非意味着投资者需要减持风险，而是要在美国大盘股以外的领域进一步轮换配置，并再度优先考虑估值和盈利抗跌能力较理想的股票和信贷领域。我们对资产类别的观点概述如下：

- **固定收益方面，对久期保持灵活，并在全球寻找机会。**美联储控制通胀的任务和关税造成的经济增长不确定性，引发了市场对久期的争论。我们认为如果美联储必须作出选择，可能会倾向支持经济增长。我们对美国国债保持灵活取态，并偏好美国收益率曲线的中段。我们看好欧洲和英国，并认为两地央行将会继续降息。企业信贷反映对优质利差收益的合理需求。我们认为欧洲投资级别债券比高收益债券可取，而金融类信贷也比非金融类信贷具有吸引力。在美国，我们偏好利差较宽和能补偿流动性风险的领域。我们也看好杠杆贷款多于高收益债券。
- **轮换股票配置和分散投资。**特朗普政策的效应以及大盘股与市场其他板块之间的盈利差距逐渐收窄，均促使投资者离开估值高昂的美国板块。我们留意优质股票、价值股票和防御性股票。在工业板块，我们认为估值并不具有较大吸引力，而可能受益于欧洲（德国）经济刺激措施的领域可能存在投资机会。盈利抗跌能力将会成为欧洲维持领先表现的关键。总体而言，我们优先考虑定价能力和财务实力。
- **美国例外主义减弱和新兴市场的强劲增长使我们保持乐观。**在硬货币债券和企业板块，我们看好基本面有望改善的特殊性主题，而在股票方面，我们上调对新兴欧洲的立场。
- **跨资产方面，应该把握亚洲的投资机会。**我们看好优质的风险固定收益和股票，并通过中国大陆和印度上调对新兴市场股票的立场。中国大陆经济应该能受益于刺激政策，而印度当前估值较为理想，并维持国内消费的长期主题。我们也略为下调了对美国久期的观点。最后，我们认为黄金和股票避险对抵御市场波动性非常重要。

我们保持分散投资的立场，并看好欧洲久期。我们也温和看好风险，认为在流动性事件或潜在信贷风险方面尚未出现任何危险迹象。

总体承险意欲

避险

承险

在预期美国不会出现经济衰退的情况下，我们仍然略为看好风险。经济下行风险会如何影响企业盈利成为重要的因素。

与上月比较变动

- **跨资产：**更加看好新兴市场股票，并重新调整对美国久期的立场。
- **股票：**仍然略为看好股票，并更加看好新兴市场，但看好发达市场的程度则略微下降。

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于2025年3月20日发表的每月观点。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

1 你认为在关税政策影响下，美国经济会有何变化？

我们认为美国实施的进口关税会对国内消费造成更大的负面影响，因为这等同于对可支配收入征税，而不是引发通胀。如果美国第一和第二季的经济增长疲弱，也可能影响市场对今年下半年经济增长的信心。我们明白市场对美国经济衰退的忧虑加剧，但我们认为美国今年不会陷入经济衰退。财政政策合理，美联储今年将会继续降息，油价也表现理想，因此我们认为不会出现经济衰退。

投资影响

- 久期：接近中性
- 股票：对增长和技术股票保持审慎，看好价值股票

2 你认为美国的贸易政策会影响美联储的决策吗？

特朗普贸易政策的不确定性已经影响了市场对美联储今年的降息预期。尽管我们仍然预料美联储将会降息三次，但认为如果政策不确定性持续偏高，并拖累经济增长，美联储将会被迫采取更宽松的政策。目前，美联储认为关税的影响只属暂时性，并倾向采取观望态度。在最近一次议息会议上也维持利率不变。在欧洲，扩张性财政政策将会推动债券收益率上升，从而收窄与美国的差距，但我们认为欧洲央行仍有持续降息的空间。欧洲央行最近下调了对欧元区经济增长的预测，成为持续放宽政策的另一个理据。

投资影响

- 美联储：降息三次（每次25个基点），预计年底前的利率上限为3.75%。
- 欧洲央行：降息三次，存款利率将会为1.75%。

3 美元和欧元的前景如何？

我们早已表示美元走强的部分原因，是美国经济增长的例外主义和美联储的利率政策。因此，经济增长忧虑和特朗普政策的不确定性（市场对此感到无所适从）导致今年美元表现疲弱也毫不意外。同时，欧洲改变财政立场也推高欧元，随着欧元区继续朝着这个方向发展，将会有利欧元。美国与其他地区的增长趋同，代表美元反映的美国例外主义将会在未来受到挑战。

投资影响

- 我们对欧元 / 美元的年底目标汇价为1.13

美股被高估，市场更加忧虑关税对经济的影响。不过，投资者能在美国市场的不同板块和股票里找到投资机会，并应该考虑分散投资于估值较低的股市。

**MONICA
DEFEND**

东方汇理资产管理投资研究院主管



多元资产

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

调整配置，为新兴市场腾出空间

美国经济数据转差，但未陷入衰退，反映特朗普愿意牺牲短期的美国经济增长，进而使美联储密切留意任何恶化的迹象。与此同时，有明确迹象显示中国大陆推出财政支持措施，而欧洲各国领导也意识到需要推行财政刺激措施才能实现经济自立，并建立国防和基建实力。这并不代表投资者需要降低风险，而是要在美国大盘股以外进一步转换配置，并再次聚焦于欧洲和亚洲。此外，我们倾向通过债券和黄金保持分散投资的立场，以更有效地应对任何市场波动性，同时保持足够的保护措施以降低波动。

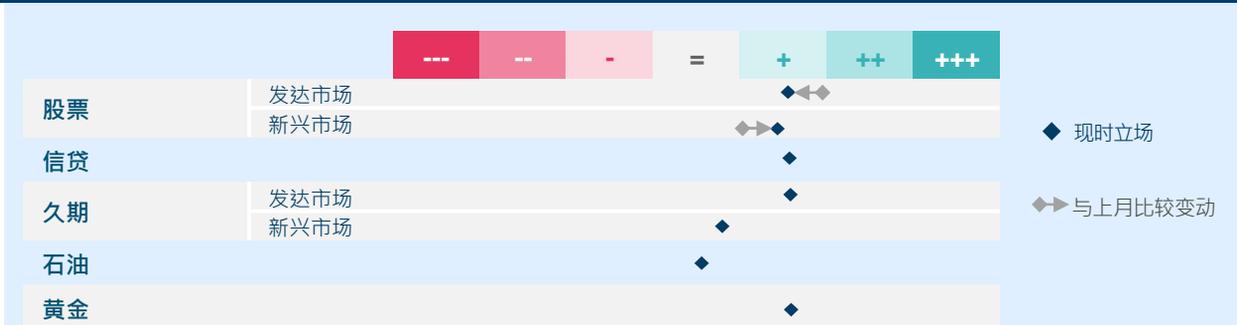
股票方面，我们采取总体主动管理投资的原则，并通过欧元区和英国继续看好股票，藉此分散投资于总体欧洲地区。虽然部分领域的估值高昂，但我们仍然看好美国，并设立保护措施以抵御短期波动性。在新兴市场，由于中国大陆政府推出更具支持性的措施，因此我们调高对中国国内市场的立场。由于印度股票的估值（比去年）具有吸引力和增长稳健，受关税忧虑的影响相对轻微，我们也略为看好印度。

债券方面，我们调整对美国久期和收益率曲线走陡的观点，仍然看好五年期部分，但不再对30年期债券取态谨慎。美联储放慢量化紧缩的步伐，加上控制财政支出的迹象和增长减弱，也对收益率造成下行压力。我们看好核心欧洲和英国久期，并认为意大利国债比德国国债具有相对价值。在亚洲，我们对日本债券保持审慎。信贷仍然具有吸引力，我们尤其看好欧盟投资级别信贷，但对新兴市场债券则保持中性立场。

我们的外汇观点为看好美元兑瑞士法郎和日元兑瑞士法郎，但鉴于估值忧虑，我们对贸易加权欧元兑日元和挪威克朗保持谨慎。我们也认为投资者应该以黄金维持足够的避险措施（地缘政治和潜在通胀风险），并对美股设立避险安排。

鉴于美国以外的市场涨势持续扩大，我们上调对新兴市场股票的立场，并保持总体分散投资的立场。

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

收益率急剧调整，宜灵活管理久期

在特朗普当选时，美国债券收益率反映市场对经济增长的乐观情绪，但如今投资者却因为对其关税政策的不确定性，而对增长感到恐慌。然而，德国的支持性财政措施和欧盟意识到应该增加投资，却带动主要欧洲经济体的收益率上升。目前的主要问题仍然是这项计划的好处需要多久才能惠及实体经济，以及其他欧洲国家能否承受更高的收益率。长远而言，欧洲增长很可能受支出增加所推动，但财政支出的短期实施风险仍然存在。因此，我们维持对久期的灵活立场，并探索优质的企业信贷领域。

全球和欧洲固定收益

- 长远而言，欧盟和德国的财政计划将会改变经济形势，带动欧洲经济上行。欧盟久期具有吸引力，我们保持灵活取态。英国久期也具有吸引力。由于日本通胀高企，可能影响日本央行的政策，因此我们对日本保持审慎。
- 企业基本面稳健，我们继续看好企业信贷，特别是欧洲投资级别债券，并认为金融类比非金融类债券更可取。
- 我们对欧洲高收益债券持中性立场，并偏好次级债券。

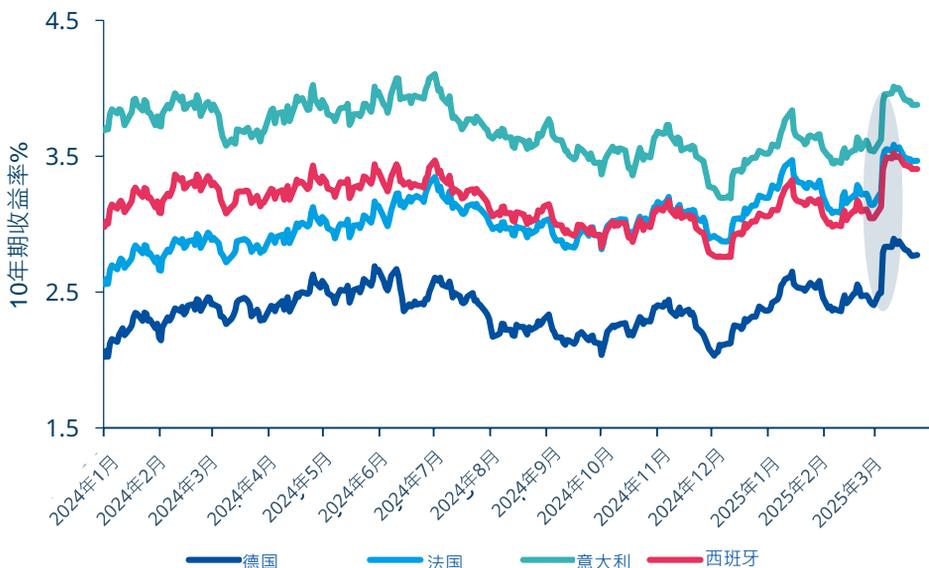
美国固定收益

- 我们正密切留意美联储的行动，并认为美联储忧虑经济增长多于通胀。美国国债具有良好的分散风险能力。我们继续主动管理久期，并看好中期债券（5至10年期）。
- 我们更加偏好优质企业信贷，也继续看好投资级别债券多于高收益债券，并认为金融类比工业债券更可取。
- 证券化信贷具有良好投资价值，特别是机构抵押贷款证券，但由于目前市场波动，因此我们主动管理投资。

新兴市场债券

- 美国贸易政策和地缘政治的不确定性，以及发达市场的收益率波动，使我们对新兴市场久期保持中性和谨慎。
- 然而，我们看好收益率具有吸引力的硬货币债券，并以审慎选债为重点。
- 本币债券方面，我们看好巴西和墨西哥等拉丁美洲市场。我们正在评估土耳其的情况，并保持谨慎。
- 企业信贷方面，我们维持正面立场，但密切留意高收益领域的估值。

欧洲收益率在德国改变财政立场后上升



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年3月24日。

作者

AMAURY D'ORSAY
固定收益部主管

YERLAN SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

MARCO PIRODINI
美国投资管理部
首席投资总监

股票

在全球股票市场维持分散投资

在美国估值仍然高企之际，特朗普的政策变动正在打击市场情绪。这些政策带来的不确定性使企业难以作出投资决定，也为盈利前景添上阴霾。因此，投资者必须分散投资，避开美国的集中风险，并把握这次轮换的机会，以及留意企业的盈利抗跌能力。例如，在欧洲和中国大陆，虽然投资者转离美国市场的趋势至今有利，但下一阶段的表现将会取决于盈利。因此，必须优先考虑在美国、欧洲和新兴市场内更有潜力创造可观盈利的领域（定价能力、供应链实力、特色产品）。

欧洲股票

- 德国和欧盟的财政刺激措施可能在中期内支持企业利润，即使是中国大陆的财政刺激措施也可能对部分欧洲企业有利。
- 有见及此，我们保持平衡立场，并看好防御性股票和周期性工业股票。
- 板块层面，我们略为更加看好必需消费品、非必需消费品和健康护理板块。另一方面，我们对通信服务和技术股变得更加谨慎。

环球和美国股票

- 我们认为经济增长出现下行风险，并相信企业远期指引将会更清楚反映关税的影响。在大盘股与市场其他股票的盈利差距收窄的情况下，我们避免选择价格高昂的增长领域。
- 另一方面，我们看好价值股，以及银行股和材料板块企业。部分技术股的估值变得更具吸引力（人工智能相关技术股）。
- 总体而言，我们专注于优质股票和能够通过股利和回购带来回报的企业。

新兴市场股票

- 美国的增长风险、美元可能疲弱和新兴市场的强劲增长，也成为这个资产类别的正面因素。不过，美国关税的不确定性和地缘政治局势使我们无法确定宏观的国家观点。我们对中国大陆的立场接近中性，并倾向技术板块。
- 在印度方面，我们仍然看好，因为印度相对不受全球贸易不确定性影响，而且企业盈利正在好转。
- 就地区而言，我们看好新兴欧洲市场和阿联酋，总体保持谨慎选股。

尽管欧洲今年表现领先，但仍具吸引力



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年3月21日。

作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

MARCO PIRODINI
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

- **看好股票**：我们略为看好股票，并更加倾向于新兴市场。我们认为中国大陆市场情绪改善及印度股市估值改善也是有利的迹象。在发达市场，我们看好欧洲，并认为收入增加、欧洲央行降息和家庭储蓄水平强劲，将会支持经济活动。

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					◆	
欧洲	▼					◆	价值						◆
日本	▼				◆		规模						◆
新兴市场	▲					◆	动力					◆	
中国大陆	▲					◆	质素						◆
新兴市场 (中国大陆除外)	▲					◆	高息					◆	
印度	▲					◆	低波动					◆	
总体						◆							

固定收益和外汇

久期	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					◆	
总体						◆	总体						◆
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3月20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。外汇列表呈列全球投资委员会的绝对外汇观点。

凭借实力 赢得信任

在日益复杂和不断变化的世界里，投资者需要更全面地了解市场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。这个独立研究平台汇集东方汇理在研究、市场策略、投资主题和资产配置咨询方面的实力和专长，致力编制和发布研究和思想领导力刊物，并持续进行预测和力求创新，为投资团队和客户重要的参考。

了解更多



关注我们：



下一任德国总理将会面临多项挑战，而组建联合政府将会是难度最低的任务

[前往研究中心](#)

本期的编制团队成员

CLAUDIA BERTINO

东方汇理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专家

UJJWAL DHINGRA

投资观点及客户关系部高级专家

PAULA NIALL

投资观点及客户关系部专家

FRANCESCA PANELLI

投资观点及客户关系部专家

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。本文只能分发予获准接受之人士，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」。