

关税与财政政策的揭晓时刻

对美国巨额财政赤字的担忧日益加剧，加上消费者的通胀预期和中东冲突升级，开始影响市场走势。总统特朗普的“大而美”法案、欧洲再度有意实施财政扩张计划（包括德国借贷计划）和日本债券拍卖，也进一步加剧对于财政可持续性的忧虑。长久期债券收益率随之上升，但股市展示出抗跌力。

展望未来，市场可能出现一些疲弱的迹象。除非以色列与伊朗的冲突升温，否则市场现在将会注视财政风险和关税。最大的疑问是财政问题是否会削弱美国资产的吸引力、美国政府政策对现状带来的挑战，以及有关挑战会如何影响美国资产。

这些旧有模式很可能在未来改变，但这是长期趋势，不会在短期内成真。目前，市场对美国机构和其信誉的信心不变，但这种信心可能会在不同阶段受到质疑。从经济角度而言，目前出现以下重要主题：

- **美国经济活动正在减慢，今年的增长预测维持在1.6%。**由于净贸易和消费疲弱，经济活动将会出现波动。在欧元区，我们留意到信贷增长和制造板块持续改善，国防和基建方面的项目可能从2026年起为经济增长带来正面影响。主要问题在于如何为这些项目提供资金。



VINCENT MORTIER
集团首席投资总监

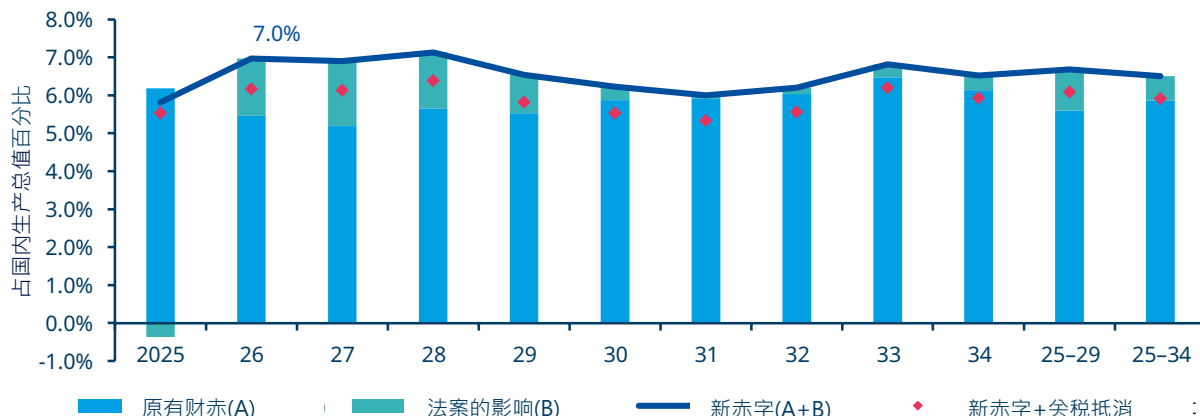


MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
副集团首席投资总监

众议院和解法案可能使明年的财政赤字推高至占国内生产总值的7%



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、美国国会预算办公室，截至2025年6月。原有赤字=美国国会预算办公室于2025年1月估计法案对赤字的影响，关税抵消=估计来自外部来源的关税收入。众议院和解法案已于5月通过。

在赤字和债务不断上升的时代，美元作为传统安全资产的地位将会面临考验。

- **美国关税将会逐步影响基本通胀。**关税对美国通胀的影响至今有限，消费者价格暂时没有明显上升。不过，我们正密切留意企业是否把成本转嫁予消费者，以及一旦企业无法转嫁成本，对企业利润率带来的影响。欧元区的通胀情况略有不同，通胀似乎正在逐步减慢。
- **国际贸易谈判将会愈加困难。**最近在伦敦举行的中美谈判显示中国大陆的态度仍然强硬。反复无常的贸易政策或将成为影响美国资产的吸引力。虽然“大而美”法案的第899条（我们一直认为是一种谈判策略）已被废除，但这类条款往往会增加市场不确定性和波动性。
- **我们上调部分新兴市场的增长预测，例如巴西（2025年）、墨西哥（2025年）和印度（2025和2026年）。**中国大陆方面，近期部分数据温和，例如零售销售，然而，我们希望看到更持续的趋势来说服我们上调增长预期。政府补贴对耐用品消费的刺激应属有利，但一旦效果消退，将会对经济增长造成压力。我们维持今年经济增长预测4.3%。

总括而言，我们仍然略为看好风险资产，并更加严守估值纪律。增长与通胀组合的阻力减弱，我们预料企业盈利不会出现衰退。不过，财政方向和关税不确定性及地缘冲突对经济的潜在影响，意味着市场将会十分波动。

东方汇理资产管理投资研究院：各国央行与美元

美联储一如所料采取观望态度。我们仍然预测美联储今年将会降息三次，经济增长很可能低于潜在增长，而市场信贷和流动性情况亦理想。不过，美国进口关税导致的价格上升，以及中东地缘政治局势紧张使油价持续上升（并非我们的基本预测情景），可能会加剧通胀压力。欧洲央行和英国央行方面，我们仍然预测两者会各自降息两次。日本央行方面，通胀和收益率波动是主要问题，尽管如此，日本的实际收益率仍然偏低，因此我们预计日本央行会在今年10月上调利率一次，其后的终端利率应会达到0.75%。*

由于市场质疑美国增长的优势，以及美国政府的庞大债务（和赤字），美元承压。由于美元和美股之间的相关性不断改变，美元作为分散投资工具的作用不如以往。尽管如此，美元短期内可能出现整固，例如受全球冲突的压力所影响。因此，市场减持美元将会是持续多年的趋势。我们预计欧元兑美元的汇率会在明年第二季达到1.20。

美国、欧洲和日本普遍出现债务增加和赤字上升的情况，将会对收益率曲线的长年期部分产生影响，有关部分可能承压。

MONICA DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院主管

根据早前讨论的经济环境，以下是我们的主要投资观点：

- **债务和财政忧虑加剧，但固定收益市场仍然有收益率曲线走陡的机会。** 我们维持总体的灵活立场，对欧盟的观点转为中性。企业信贷的息差收益具有吸引力，但我们留意到高低评级和大小型企业之间存在差异。我们仍然看好投资级别债券，特别是欧洲银行相关债券。
- **美国股市表现平稳，未受负面预测情景影响。** 估值已升至高水平，欧洲和日本股票的估值则接近平均值。进入下半年，必须留意哪些企业能把成本转嫁予消费者，并维持利润率。因此，估值和质量都很重要。
- **新兴市场处于强劲增长和美元走弱的时期。** 投资者可以通过发掘本地投资机会，应对国际贸易的波动。中国大陆的情况略有不同，近期的本地数据强劲，但我们对股票持中性观点，等待情况持续改善。目前我们着眼于亚洲其他地区、拉丁美洲和欧洲新兴市场的股票和信贷。
- **多元资产方面，我们预期美国不会出现经济衰退，** 欧洲、日本和新兴市场也有合理增长，但估值过高、通胀回升、财政赤字和地缘政治等风险依然存在。我们略为调整对久期的立场，仍然看好风险，但同时采取更多保护措施。

资产类别之间的相关性正在改变，是时候反思过往的投资法则，特别是目前的股票估值偏高。

总体承险意欲

避险

承险

总体的经济预测情景为经济增长良好，但市场似乎已经预测增长、通胀和关税会符合完美的预测。我们暂时无意增加风险。

与上月比较变动

■ 固定收益：仍然看好总体久期，但对欧盟久期的观点轻微下调至中性。

■ 多元资产：调低看好信贷的程度，并认为股市需要更多保护措施。固定收益方面，更加看好美国久期。

■ 外汇：对美元持谨慎态度，目前看好欧元。

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。我们的观点或会调整，以反映市场和经济环境的变化。

3

固定收益

作者

未来宜把握曲线走陡带来的机会

发达市场的通胀正在缓和，但关税影响尚未完全显现。同时，庞大的政府债务和支出法案可能推高收益率。例如“大而美”法案使市场担心债券卫士，特别是收益率曲线的极长年期部分。

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

如此多变的环境下，我们总体持续看好久期，并采取灵活管理的方针，也认为美国和欧洲出现收益率曲线走陡带来的机会。不过，鉴于地区和策略上的差别，投资者应该在整个领域内保持灵活。企业信贷的基本面强劲，但一旦增长强差人意，低品质信贷可能会转差。我们看好资本缓冲充足、受经济周期变化影响较轻微的企业。

久期和收益率曲线	企业信贷	外汇
▪ 我们继续看好久期，并留意不同地区的收益率曲线。我们对欧盟的观点转至中性，但看好欧盟周边国家。鉴于劳动力市场疲弱，我们看好英国国债。 ▪ 我们认为欧盟收益率曲线5年至30年期的部分会更陡峭，英国收益率曲线2年至10年期部分亦然。 ▪ 日本的通胀趋势有别于其他国家，我们对日本国债保持谨慎。	▪ 从全球而言，我们偏好欧盟投资级别债券，对英国和美国的观点为中性。美国投资级别债券收益率不错，但估值偏高。总体而言，必须留意质量和流动性，在面对极端压力的情况下，流动性可能会消失。 ▪ 在欧盟投资级别债券方面，我们看好银行板块，因为其相对不受关税的不确定性影响。我们也看好中期债券，但对工业和资本财货板块态度审慎。	▪ 我们下调对美元的观点。美国的财政和税务政策存在众多不确定性，可能会影响美元的吸引力。尽管全球投资者仍然持有美元，但长期风险表明美元存在下行风险。 ▪ 我们略为上调对欧元的观点，因为欧元应会受益于投资者分散投资至美元以外的资产和可能把资产配置至欧洲。

美国和欧洲的收益率曲线将会持续走陡



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院，彭博，截至2025年6月27日。收益率曲线陡峭= 长期债券收益率 > 短期债券收益率。

股票

作者

优先考虑估值与质量

由于关税政策的全面影响尚未显现，年初至今的股市表现稳定，欧洲表现领先美国。企业的远期指引反映关税的影响尚未明朗，一旦关税的影响浮现，具有定价能力的企业能够提高价格，其他公司则不然，此差异将会决定对利润率的影响。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

此外，我们认为欧洲市场迄今为止的表现并不平均。展望未来，此情况可能会改变，涨势可能会更广泛，但将会取决于远期盈利指引、经济发展和与关税相关的消息。我们的重点仍然是通过自下而上的分析寻找能够抵御这些问题的企业。

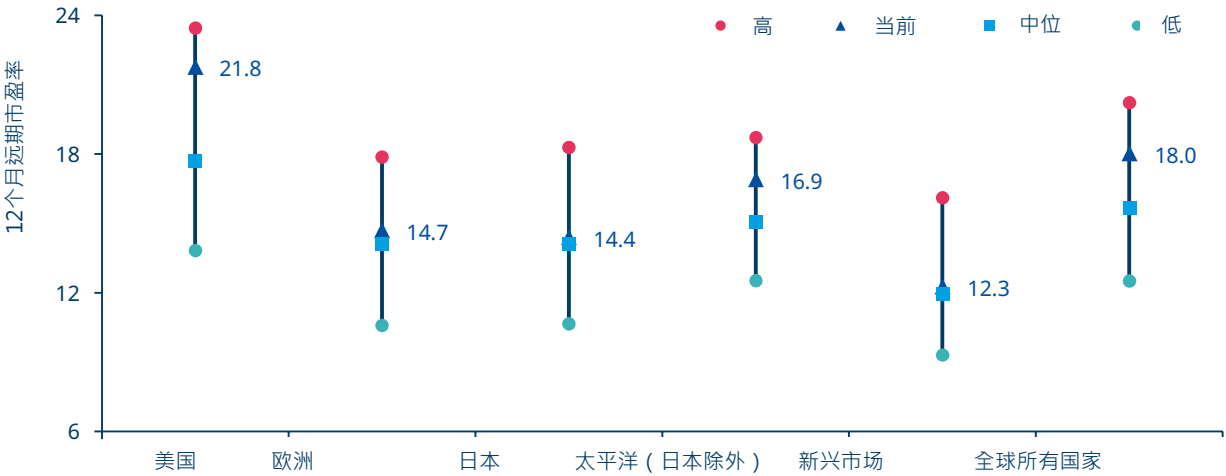
对环球股票的观点

- 我们通过平衡的方针，物色能够提供估值保障和相对不受国际贸易紧张局势影响的领域。这些机会主要出现在欧洲和日本的中小盘股及英国。
- 在美国，我们总体上保持谨慎，但在防御性和优质工业板块发现些许机会。不过，我们倾向避开出现高集中度风险的领域，务求尽量把握选股和特殊投资机会。
- 虽然日本股市受日元升值影响，但其估值仍然具有吸引力。我们偏好通过银行和保险板块把握利率正常化带来的机会。

对板块和风格的观点

- 在欧洲方面，我们看好防御性必需消费品、健康护理和优质工业板块，也看好资产负债表稳健的核心欧洲银行，但对技术板块则较为审慎。
- 在工业和金融板块创下强劲表现后，我们认为仍有机会从这些走势中受益。
- 全球股市波动加剧，特别是美国。因此，我们短期内看好低波动性的投资风格，也看好有望提升股东总回报的高股利板块。

在市场波动加剧时，估值保障至关重要



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、DataStream、伦敦证券交易所集团，截至2025年5月30日。基于过去12年的数据分析。

新兴市场

作者

全球市场波动，但本地市场保持稳定

YERLAN
SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

由于投资者长期（但非线性）转离美元，加上新兴市场与发达市场的增长差距明显，利好新兴市场资产。不过，目前有关特朗普的未来政策决定及其对贸易谈判和外交政策的影响，不论是与中东地区的冲突或与中国大陆和印度等国家的贸易关系相关的政策，仍然充满变数。

中国大陆近期数据理想，并似乎与美国进行贸易谈判时已经使用筹码（限制稀土出口）。不过，房地产板块疲弱，加上缺乏结构性改革，为前景蒙上阴霾。总体而言，我们正在物色与全球周期无关的本地投资机会，并坚持严格挑选证券。

新兴市场债券

- **我们看好本币和硬货币债券及企业信贷。**具体而言，央行持续放宽政策应会支持本币债券，我们也看好墨西哥、秘鲁和哥伦比亚。此外，我们上调了对匈牙利和南非的观点，因为两地的实际收益率较高。
- **硬货币主权债券的新债发行量与发达市场信贷相比仍然偏低，为前者提供技术性支持。**在此环境下，尽管宏观波动性和有关贸易 / 关税的消息持续，我们预期主权信贷利差将会保持稳定。

新兴市场股票

- **对中国大陆持中性观点。**产能过剩和房屋市场疲弱等问题持续，但关税问题有所缓和，估值也具有吸引力。我们预计下半年的出口和消费增长将会趋于正常化，可能会使市场的焦点转至中国大陆本地经济的薄弱环节，亦即通缩压力和房屋市场。
- **我们看好印度，**并密切留意印度与美国达成贸易协议的进展。
- **板块方面，**我们看好必需消费品、通讯服务和房地产。

对亚洲的主要观点

地缘政治不确定性上升，考验市场的抗跌能力。在中美进行贸易谈判前后，亚洲市场持续表现理想。迄今关税对宏观经济的影响有限，加上各国央行放宽政策，均支持投资者情绪。不过，近期中东地区冲突升级，考验市场的抗跌能力。我们正密切留意可能使亚洲面对潜在溢出效应的各个渠道，包括油价上涨、地缘政治不确定性和供应链可能受阻。

审慎选择亚洲债券。美元疲弱和通胀放缓仍然支持亚洲各国央行进一步放宽政策。若油价因为以色列与伊朗冲突而长期居高不下，可能会使部分国家面对更复杂的情况，但不会影响整个地区。我们仍然看好亚洲利率和久期。在企业信贷方面，我们继续看好优质投资级别信贷，视之为稳定的收益来源。

宏观环境仍然支持亚洲股票，但由于估值被大幅重新评估，严格选股变得更加重要。韩国大选顺利举行有助消除政治不确定性，并使财政支持措施的前景更为明朗，因此其前景改善。由于放宽政策和令人意外的强劲增长，印度持续受到市场关注，但部分股票的估值可能开始成为阻碍。在中国大陆，我们继续在H股（技术股）和A股（对财政刺激措施敏感的板块）里寻找个别投资机会。

多元资产

作者

维持承险，并通过避险严守投资纪律

宏观环境、流动性和经济增长均合理地支持风险资产。企业盈利前景理想，但下半年将会考验企业能否把上升的成本转嫁予消费者，加上风险资产的高估值和地缘政治的不确定性，可能会导致市场出现整固，但不会彻底和持续地出现资本重整。我们仍然看好风险资产，并认为投资者应考虑加强避险。

面对模糊的关税政策和地缘政治紧张局势，股票展现抗跌能力。我们意识到估值变得高昂，特别是在美国，但盈利增长和经济活动良好等因素使我们总体上看好股市，包括美国中盘股、欧元区和英国。我们也认为投资者需要加强对美国投资的保护措施。我们通过中国大陆看好新兴市场，特别是技术板块。

我们看好久期，但作出轻微调整。我们上调了对美国5年期债券的观点，与我们的预期保持一致，亦即美联储的降息幅度将会超过市场价格反映的水平。赤字增加会使美国收益率曲线的长年期部分承压。同时，我们不再看好欧盟5年期债券，但看好10年期债券，相信后者应能受益于投资者对全球经济增长的忧虑。我们也看好英国10年期债券和意大利国债，但对日本态度谨慎。在信贷方面，鉴于美国与欧盟贸易谈判的不确定性，我们降低了看好欧盟投资级别债券的程度，此资产类别在发达市场信贷中仍然具有最佳的投资价值。我们也看好新兴市场利差。

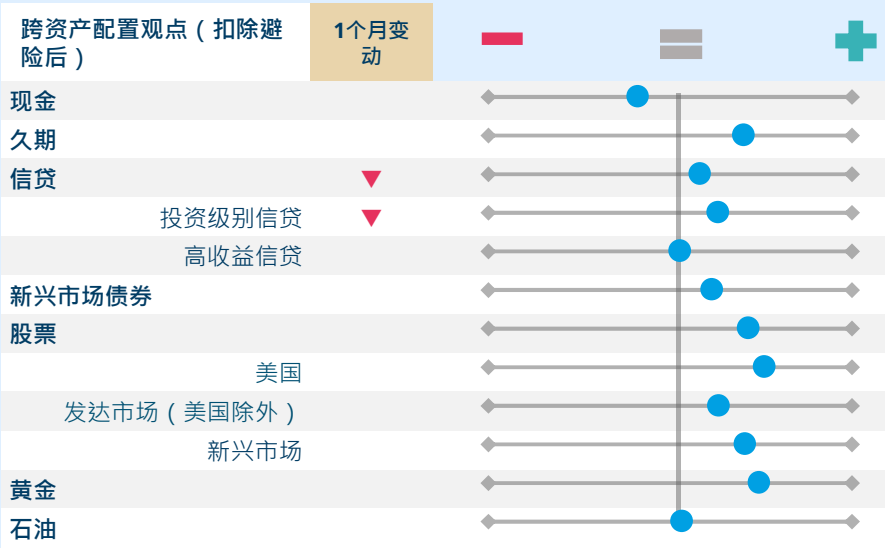
美国股市的不确定性和高估值支持我们的观点，亦即加强此领域的避险，并维持对欧洲股票的保护措施。外汇方面，我们对美元取态谨慎，但相信市场的预测也会相同，因此认为目前有需要就此进行避险。最后，黄金等贵金属为我们的总体承险立场发挥保护和相辅相成的作用。

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

“我们更加看好美国5年期债券，并认为高债务水平会为收益率曲线的长年期部分带来风险。”

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6月24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6月18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							◆			
亚洲新兴市场							◆			
拉丁美洲								◆		
新兴欧洲、中东及非洲								◆		
新兴市场（中国大陆除外）							◆			
中国大陆						◆				
印度							◆			

资料来源：全球投资委员会于2025年6月18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」。