

贸易战平添美联储决策变数

美国政策的极端不确定性导致市场大幅波动，动荡加剧。近期债券收益率趋势反映市场已从选择安全的美国资产，转为重新评估美国国债和美元作为最终安全资产的地位。我们认为当前质疑美国资产的可靠性仍然过早，但我们也认为对美联储独立性的任何挑战和重大的政策不确定性，都可能削弱投资者信心。例如，投资者认为资本外流预期风险和市场调整部署，已导致近期美国收益率与美元之间走势分化。展望未来，值得留意的重要议题如下：

- **贸易战与保护主义将影响美国经济增长，但我们的基本预测情境并非关税引发经济衰退。**预计今年本地生产总值增长率约为1%，去年则为接近3%。关税和消费压力、劳工市场和负财富效应是将会影响经济增长的主要因素。虽然美国关税会使欧洲出口和经济增长承压，但欧元区也有正面的因素，例如德国的财政支出、低油价和欧盟对美国关税的温和反应。
- **消费者的通胀预期为美联储带来挑战，但央行可能会倾向支持经济增长。**如果消费者对通胀的预期变得不稳，并开始影响工资谈判，相关预期将会加剧实际通胀。美联储采取行动的时间将会至关重要。目前，我们认为美联储今年将会降息三次。



VINCENT MORTIER
集团首席投资总监

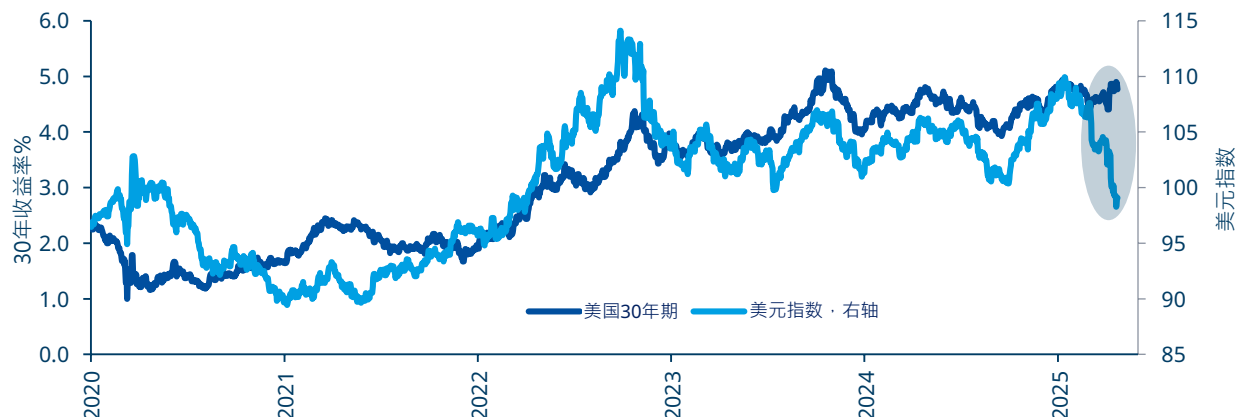


MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
副集团首席投资总监

根据历史数据，美国收益率与美元近期的走势分化十分罕见



我们认为资金会持续从美国流出，惠及欧洲、新兴市场和亚洲等其他地区，并导致投资者对美元持谨慎态度。

- 由于欧洲央行承认欧元区经济增长前景趋弱，因此欧洲央行尚未面对重大难题。我们已把终端利率预期从1.75%下调至1.50%，意味着央行今年还会降息三次。在英国，劳动力市场降温、英镑走强及取消进口关税，将会对通胀造成下行压力，使英格兰银行年内能够降息三次。
- 中国大陆必须寻求更多依靠内需拉动增长的方式。美国对中国大陆出口货品征收的关税超出我们的预期，而中国大陆的经济增长势必会受到影响。目前，中国大陆政府正采取反制措施，但我们认为政府也需要关注提振内需和消费者，并运用货币和财政工具。

中期而言，我们认为经济前景趋于疲弱，投资者更加需要作出审慎配置。不过，目前我们仍保持适度风险偏好。

- 在固定收益方面，我们主要通过欧盟和英国看好久期，但对日本持谨慎态度，对美国持中性观点，虽然通胀正在回落，但消费者对通胀预期仍偏高。企业信贷估值已反映经济增长放缓，但基本面仍然稳健。因此，鉴于其估值，我们看好欧盟投资级别市场，并认为金融板块具有理想的投资价值。然而，我们对美国高收益债券持审慎态度。
- 股票方面，美国市场的抛售再次确认投资者转向欧洲、英国和日本等地区。随着估值倍数收缩，主要风险集中于盈利。

东方汇理资产管理投资研究院：美国关税很可能影响经济增长和盈利

国际货币基金组织在4月发表的最新《世界经济展望》里下调全球和美国的增長预测。我们对今年全球经济增长的预测与国际货币基金组织一致，但我们对美国的预测更加保守。我们预料美国不会陷入经济衰退，但提高关税将会影响消费者的可支配收入，最终波及经济增长，使美联储在平衡通胀预期和经济增长时更加困难。

我们认为美国企业的盈利将会面对关税的压力，许多大企业已经表明对经济衰退的忧虑。由于美国例外主义受到威胁，我们已把今年标普500指数的每股盈利预测下调至大约5%。就此，企业的远期指引将会成为关键。

我们认为美联储今年将会降低政策利率三次，如果失业率疲软，则可能进一步降息。另外，美国经济增长承压将会影响欧洲，但对股价的影响将会首先取决于估值倍数的水平。

MONICA DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院主管

我们总体上对美国保持谨慎，但在价值股、优质股和等权重指数里发现个别的投资机会，不仅估值合理，也相对不受特朗普的政策影响。在欧洲，我们看好具有强大定价能力和业务模式未受影响的防御性必需消费品和健康护理股。在周期股当中，我们也看好拥有本地市场的优质欧洲银行和中小型企业。

- **新兴市场资产获多重因素支持，包括美元走弱、美联储降息预期、本地收益率具有吸引力和至今的稳定增长势头。**不过，特朗普政策的不确定性可能会使此资产类别承压。我们看好绝对收益率具有吸引力的硬货币和企业债券。本币方面，我们在拉丁美洲和前沿市场发现个别投资机会。在新兴市场股票中，中国大陆容易受关税和限制所影响，但拉丁美洲和中东和北非地区似乎相对不受美国关税影响，因此我们持续看好拉丁美洲和印度，也对新兴欧洲的展望乐观。
- **在多元资产方面，尽管前景恶化，但由于宏观、信贷和流动性环境仍然具有合理的支持性，因此我们维持温和承险的立场。**我们正在战术性调整立场，看好发达市场股票的程度降低，并更看好新兴市场债券。此外，由于美国例外主义消退，美联储降息可能会减少流入美国资产的资金，并增加流向欧洲和亚洲的资本，我们如今看好欧元兑美元汇价。鉴于黄金能作为抵御地缘政治紧张局势和通胀风险的避险工具，我们持续看好黄金。

经济增长取决于高关税和反制措施持续的时间；虽然存在政策不确定性，但具支持性的宏观环境、信贷和流动性环境使我们倾向通过黄金和避险采取温和的承险立场。



总体承险意欲

避险

承险

我们通过信贷和股票继续略为看好风险资产，但也考虑到不断变化的市场趋势，继续积极分散投资。

与上月比较变动

- **多元资产：**目前看好新兴市场债券，看好发达市场和新兴市场股票的程度则略减。
- **新兴市场：**更加看好拉丁美洲和新兴欧洲、中东和非洲地区的股票，但看好新兴亚洲市场股票的程度则下降。债券方面，略为更加看好本币债券。
- **对美元持谨慎态度**

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。

固定收益

作者

倾向欧洲久期

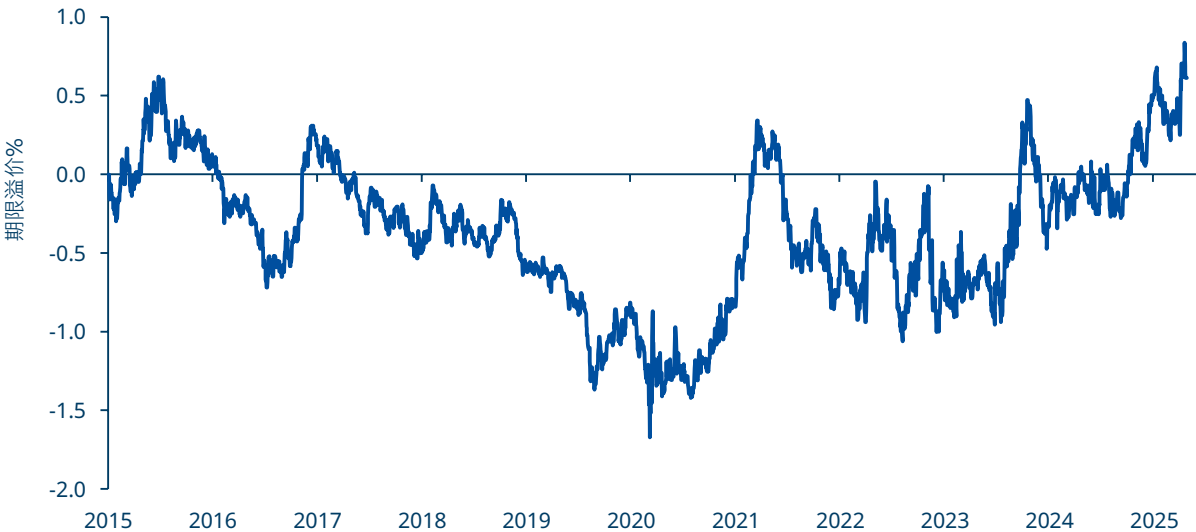
由于进口关税的不确定性，目前美国的期限溢价和通胀预期也同步上升。尽管美联储在短期内被迫处理通胀压力，但通胀对欧洲央行而言问题不大。此情况可能导致全球两大央行的政策分化，因此我们下调对欧洲央行终端利率的预期。

尤其是能源价格下跌、欧盟至今对关税的反应温和，加上欧洲工资适度增长，皆表明通胀风险有限。此外，任何经济增长减慢的迹象都可能影响企业基本面，特别是美国。因此，我们维持在全球严格选择信贷和久期的原则，并保持倾向选择优质信贷。

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

久期和收益率曲线	企业信贷	外汇
■ 经济增长减弱和央行(特别是欧洲和英国)的宽松政策，支持我们看好总体久期，我们预期特朗普的关税政策将会对经济带来负面影响。 ■ 我们对美国久期持中性观点，并认为欧盟比美国可取。 ■ 对日本久期的谨慎态度反映我们的长期结构性观点。	■ 信贷利差急剧扩大，反映市场预期经济前景将会更差。美国高收益债券可能极易受影响。我们看好基本面稳健和估值具有吸引力的欧洲投资级别债券。 ■ 总体而言，我们预计基本面将会略为转弱，因此会严格选债。 ■ 在板块方面，由于缓冲资金充足和盈利能力卓越，因此我们看好金融板块。	■ 我们下调对美元的评级。近期美国收益率与美元之间的相关性中断，情况十分罕见，可能由于市场资金重置所致。目前美国资产的风险溢价可能上升。 ■ 欧元可能会受益于任何可能出现的“去美元化”趋势。我们预期年底欧元兑美元的汇率为1.16(早前为1.13)，甚至有进一步升值的空间。

通胀预期上升，美国期限溢价在4月升至10年新高



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、纽约联邦储备银行、彭博，截至2025年4月29日。Adrian Crump & Moench 10年期美国国债期限溢价

股票

作者

抛售潮下的轮换机会

从去年底起的市场轮换持续，步伐更因为贸易战而加快。受此影响，美国股票首当其冲，估值倍数遭遇下调。尽管如此，美国股票估值仍然高昂，其他地区的估值则相对更具吸引力。在欧洲，投资者需要留意财政刺激措施和基建开支能抵消关税影响的程度。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

轮换配置趋势持续的时间取决于企业盈利和企业对关税影响的评估信心。尽管我们预期盈利指引将会较为悲观，但相信在欧洲、英国和日本具有稳健基本面和重视国内市场的企业仍带来投资机会。

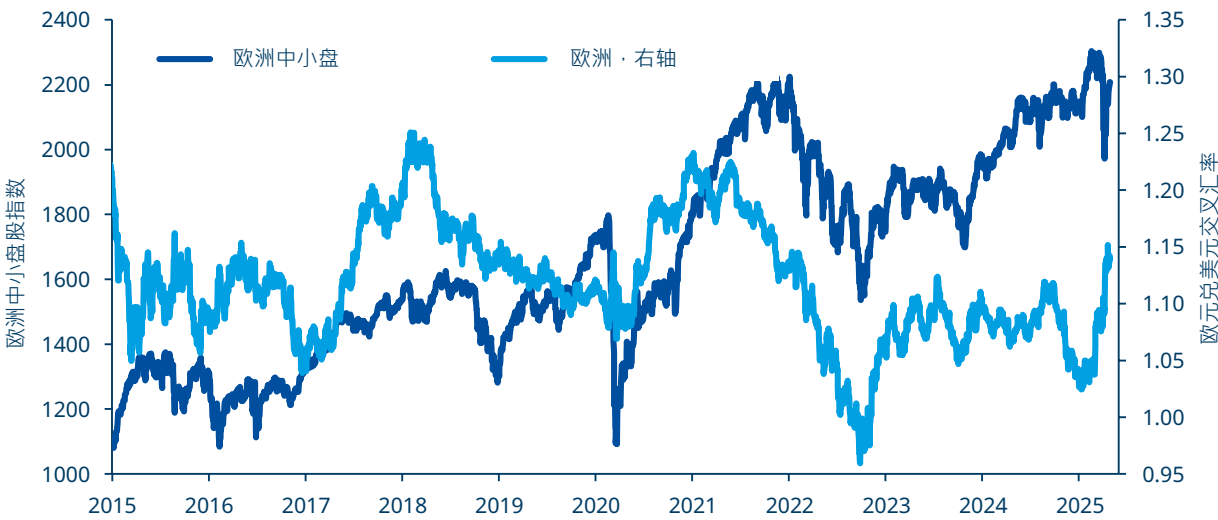
对环球股票的观点

- 我们认为欧洲、英国和日本等美国以外地区拥有更多投资机会。尽管美国市场持续波动，但部分价值股仍具有投资机会。
- 欧洲和英国的估值具有吸引力，其中英国的国内投资机会相对不受国际贸易战影响。
- 我们仍然看好日本，认为可以通过银行和保险股把握利率正常化带来的机会。我们也发现多家优质环球企业。
- 我们维持总体平衡的投资方针，物色资产负债表稳健和业务模式未受影响的企业。

对板块和风格的观点

- 估值高昂的大盘股容易受到贸易关税影响。我们对增长股保持谨慎，并看好估值理想和业务以国内市场为主的欧洲中小盘股。我们也留意流动性风险。
- 在板块层面，我们认为防御性必需消费品和健康护理板块比估值高昂的科技股可取。我们总体对工业板块持谨慎态度，并在优质周期性企业和大盘金融股发现个别投资机会。
- 总体而言，我们致力善用独特的投资机会，以为股东带来长期回报。

欧洲增加财政支出应会支持市场



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年4月29日。欧洲中小盘指数 = MSCI欧洲中小盘指数

新兴市场

作者

新兴市场在关税影响中表现分化

YERLAN
SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

新兴市场对全球贸易的发展、美国政府的政策和地缘政治局势发展极为敏感，但美国关税对部分地区 / 国家的影响似乎更加明显。同时，部分地区的本地经济增长稳定，经济周期与国际贸易的相关性也较低，代表长远而言具有大量分散投资和产生收入的机会。

例如，美国关税更可能影响部分亚洲供应链，而拉丁美洲所受的影响可能最轻微。我们关注的重要问题是美国关税最终会针对哪些国家、将会实施哪些反制措施，以及在美国试图与中国脱钩的过程中，谁会成为赢家。另一个重点是哪些国家能够磋商双边协议。但由于情况多变，我们保持谨慎态度，避免采取极端立场。

新兴市场债券

- **我们看好硬货币和企业债券**，但保持高度主动管理投资的立场：国家和板块选择仍然是实现长期回报的关键。
- 在本币方面，我们看好名义和实际收益率高及受贸易关税影响较小的国家。我们看好拉丁美洲(特别是巴西)和前沿市场。
- 在新兴市场货币方面，我们对部分亚洲外汇持谨慎态度，并继续看好高收益外汇(如巴西雷亚尔、墨西哥披索和土耳其里拉)。

新兴市场股票

- **在亚洲**，中国大陆经济疲弱可能影响其紧密贸易伙伴国家的增长。我们仍然看好印度，因为印度经济以国内市场为主，而且与美国的贸易协议谈判已进入后期阶段。
- **我们看好新兴欧洲**，但密切留意中东及北非地区的油价和其对股票的影响。我们对容易受环

对亚洲的主要观点

关税和贸易是重要主题。我们预期最终会达成双边贸易协定，但仍然需要一段时间才能实践，期间各个市场会处于紧张状态。10%基础关税对经济的影响、美国和中国大陆经济增长同步放缓及不确定性增加，将会对区内增长前景构成压力。**倚赖贸易程度较低的经济体**比容易受出口影响的经济体更能抵御冲击。

亚洲利率具有理想的价值。经济增长减慢和通胀偏低为央行提供空间进一步放宽政策。**我们看好印度债券，也看好中国和韩国收益率曲线**，同时就货币设立避险。不过，由于财政扩张导致新债发行量增加，需要对收益率曲线的长久期部分保持谨慎。企业信贷方面，我们看好能产生收益的主题和防御性发行人，特别是大中华区和印度。此外，也可以考虑日本次级金融和保险企业带来的分散投资机会。

股票方面，我们正在印度、中国A股和菲律宾的国内主题物色防御性投资机会。在高度流动的市场环境下，必须谨慎处理风险，我们建议保持耐心，直至贸易谈判变得更加明朗为止。鉴于出口风险和差异化关税，谨慎选股成为评估贸易战对地区市场相对影响的关键。

多元资产

美国例外主义面临风险：保持灵活配置

“解放日”标志着美国政策明显转至更为混乱的交易性方针。美国经济增长会否减慢将会取决于关税的持续时间和贸易伙伴的报复行动。这些行动已经打击投资者和消费者的信心，市场正在挑战美国例外主义，但宏观经济、信贷和流动性环境仍然合理。在此环境下，我们考虑所有可用的手段，包括新兴市场债券，并认为美元在外汇市场的主导地位面临风险。同时，我们认为投资者应该维持投资组合的保护措施，例如黄金。

我们未对股市走势作出过度反应，只略为下调对发达市场股票的观点，但仍然通过美国、欧元区 and 英国看好总体发达市场股票。欧元区市场将会受益于较低的估值，以及德国财政刺激措施在中期内对盈利的支持。英国市场具有良好的防御特性，可以分散欧洲市场内的投资。在美国，我们已就投资观点作出良好的避险，并通过个别领域维持略为看好的立场，这些领域能受益于潜在放宽监管和支持以内需为主公司的措施。新兴市场方面，由于近期的不确定性，我们对印度的立场转为中性，以便控制风险。我们保持警惕，并认为结构性增长仍然稳定。

在固定收益方面，我们持续放眼全球，看好美国、欧盟核心国家、英国和意大利国债(最近意大利评级上调成为利好因素)的久期，同时也看好欧盟投资级别债券。在日本债券方面，由于估值过高和实际收益率为负值，我们持谨慎态度。新兴市场债券方面，在经历4月初的抛售潮后，我们现在看好此资产类别。在美元走弱的情况下，预计此领域会在短期内有所缓和。我们对本地利率持中性态度。

外汇方面，我们重新调整观点，对美元持谨慎态度，并看好欧元。我们看跌美元兑日元和挪威克朗。在新兴市场方面，我们更加看好巴西雷亚尔和墨西哥披索兑离岸人民币。

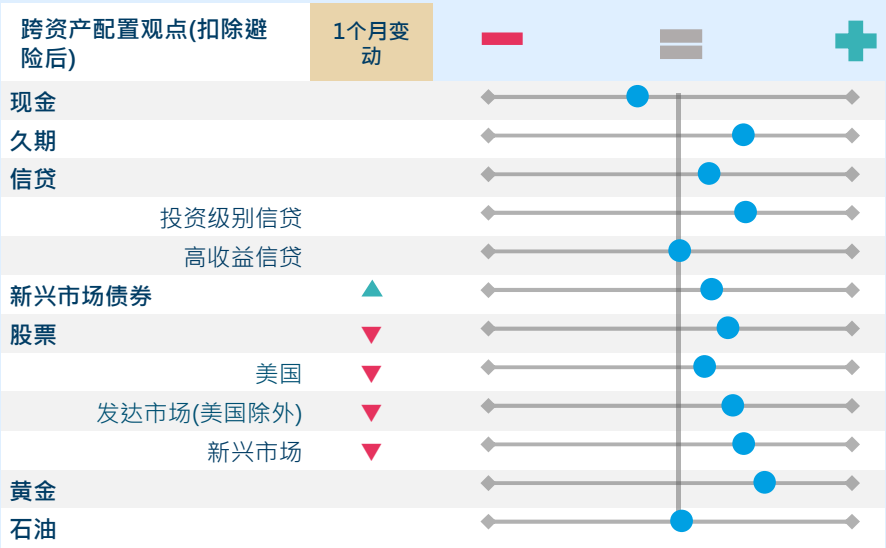
作者

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

“当市场正在重新评估传统上能保持投资组合稳定的部位时，我们维持灵活方针，以寻找具有吸引力的投资机会，同时保持充足的保障措施。”

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5月7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4月23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。*本月的“1个月变动”未必能与上个月直接比较，因为美国业务分拆至Victory Capital后，范围出现变化。

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4月23日发表的观点摘要。*本月的“1个月变动”未必能与上个月直接比较，因为美国业务分拆至Victory Capital后，范围出现变化。

▼ 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」。