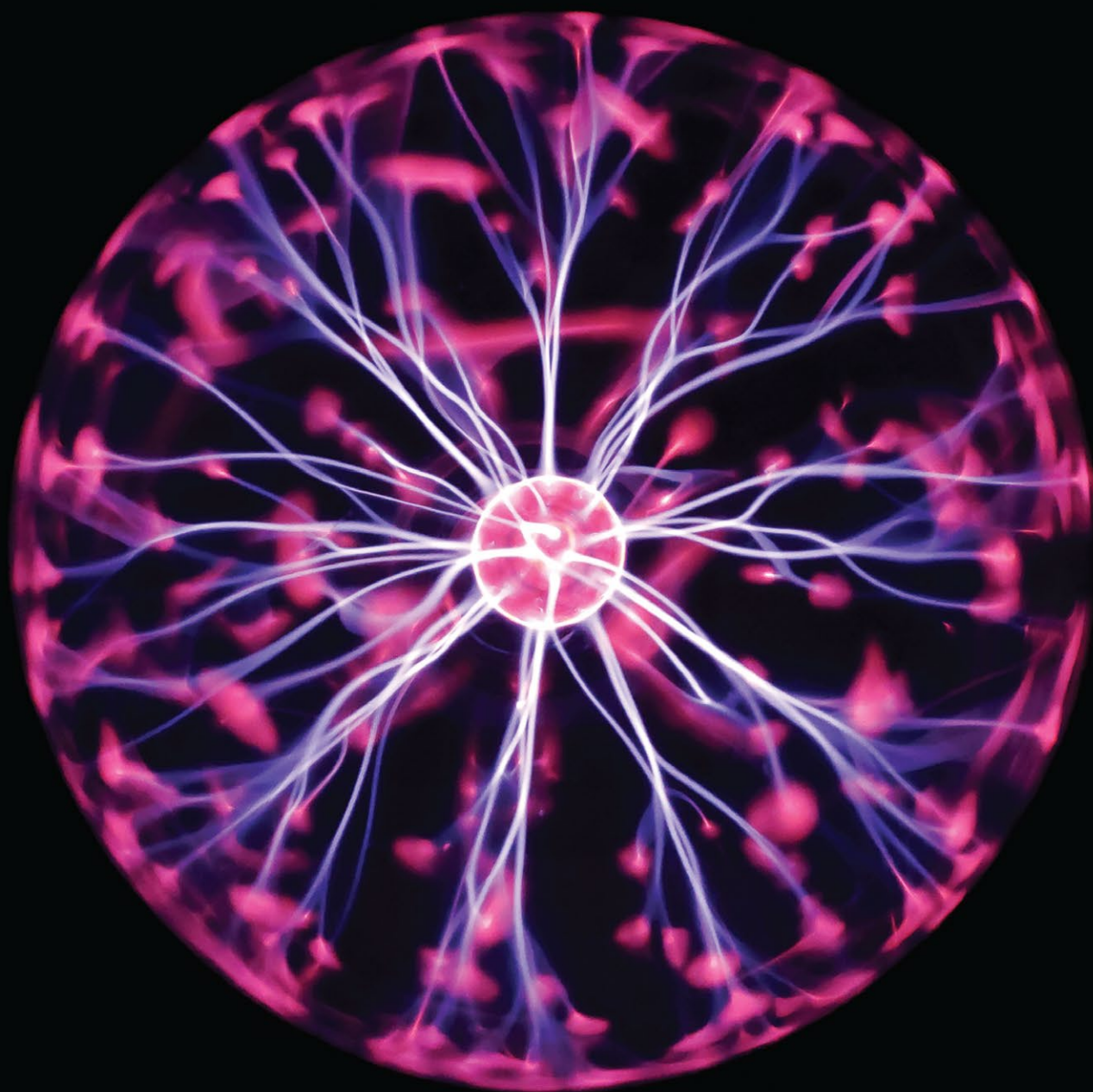


東亞睿智

2025年第二季投資展望

多極



目錄

2	序言
3	宏觀策略
16	宏觀經濟
23	股票
39	外匯
48	債券
60	免責聲明



今天美國總統特朗普囂張跋扈、倒行逆施，其看似「瘋狂」的行徑廣為人知，實則可追溯至前總統尼克遜在越戰期間提出的「瘋子理論」。這種戰略思維與中國江南第一才子唐伯虎名句：「世人笑我太瘋癲，我笑他人看不穿。」有著異曲同工之妙。特朗普的「美國優先」政策，更讓人聯想起《三國演義》中曹操那句「寧我負人，毋人負我」的權謀手段。

聯合國人權事務高級專員圖爾克強調¹，歷史上凡是不受制衡的權力，最終都可能導致壓迫、奴役，甚至是暴政，這是獨裁者常用的套路。當今科技寡頭掌握著全球龐大的數據資源，由人們的日常起居到基因圖譜，從生理的健康狀況到心理的欲望與恐懼。若無監管，最終可能導致全球社會淪入遭操控的深淵。

由兩位諾貝爾經濟學得主阿傑姆奧盧和詹姆斯羅賓遜共著的《國家為什麼會失敗》指出，導致國家陷入貧窮之境並非地理因素或傳統文化因素，也非執政者的愚昧無能，而是少數特權菁英的利益瓜葛，斷送整體社會的福祉。當經濟利益與政治權力由少數人把持，即使短期出現經濟增長，終將難以維持。特權階級為了鞏固自身利益，往往會利用權力排擠競爭，阻礙創新與進步，最終導致國家走向衰敗，甚至滅亡。

老子《道德經》中有云：「自是者不彰；自伐者無功；自矜者不長。」意謂自以為是者無法彰明，自誇者無法建立功

績，自尊自大者無法成眾人領袖。各界普遍認為今天共和黨的「紅色浪潮」於兩年後的中期大選中備受挑戰。民意如流水，轉向之快可於彈指之間。倘若共和黨敗選，特朗普福禍難料。已故英國首相邱吉爾曾言：「真正能夠傷害你的敵人在內不在外。」已故前蘇聯領導人列寧亦指出：「堡壘最容易在內部被攻陷。」《孫子兵法》中提及「不可勝在己，可勝在敵。」三句說話相互呼應，醍醐灌頂，為今天多極的國際局勢提出了警醒與啟示。

「破壞」與「建設」本是一體兩面，猶如「生」與「滅」都只是在時間線上主觀概念的差別。印度教的三大主神—「梵天」、「毗濕奴」與「濕婆」，分別掌管創造、維護與毀滅。濕婆的信念亦在藏傳佛教中以「大黑天」形態出現。中國古籍《搜神記》記載，盤古自混沌世界中開天闢地，頓時地動山搖，最終捨身撐開天地，化身萬物，創造人界。「創造」與「毀滅」並存的觀念，彷彿早在數千年前便已植根於東方文化。深信天理循環，心理上從黑暗中找到光明，藉以推動人類文明的無間繁衍。

《易經》中「不易」代表萬物隨時間改變，其核心在於「永恆」實乃一種主觀的時間感知。居安思危，永遠是人生的重大哲理。

共勉之。

本季重點：

宏觀策略：全球不確定性攀升時，從資產、地區及時間的維度來分散投資更顯得舉足輕重

宏觀經濟：環球經濟分化加劇，潛在風險進一步浮現

歐美股市：各地指數表現的差異及美股行業分類指數分析皆未能總結出美股走弱的說法

亞洲股市：基本面改善較為看好中國股票，日圓強勢下對日股維持中性觀點

外匯市場：美國關稅政策反覆或拖累美國本土經濟，料影響美元走勢及各大央行貨幣政策

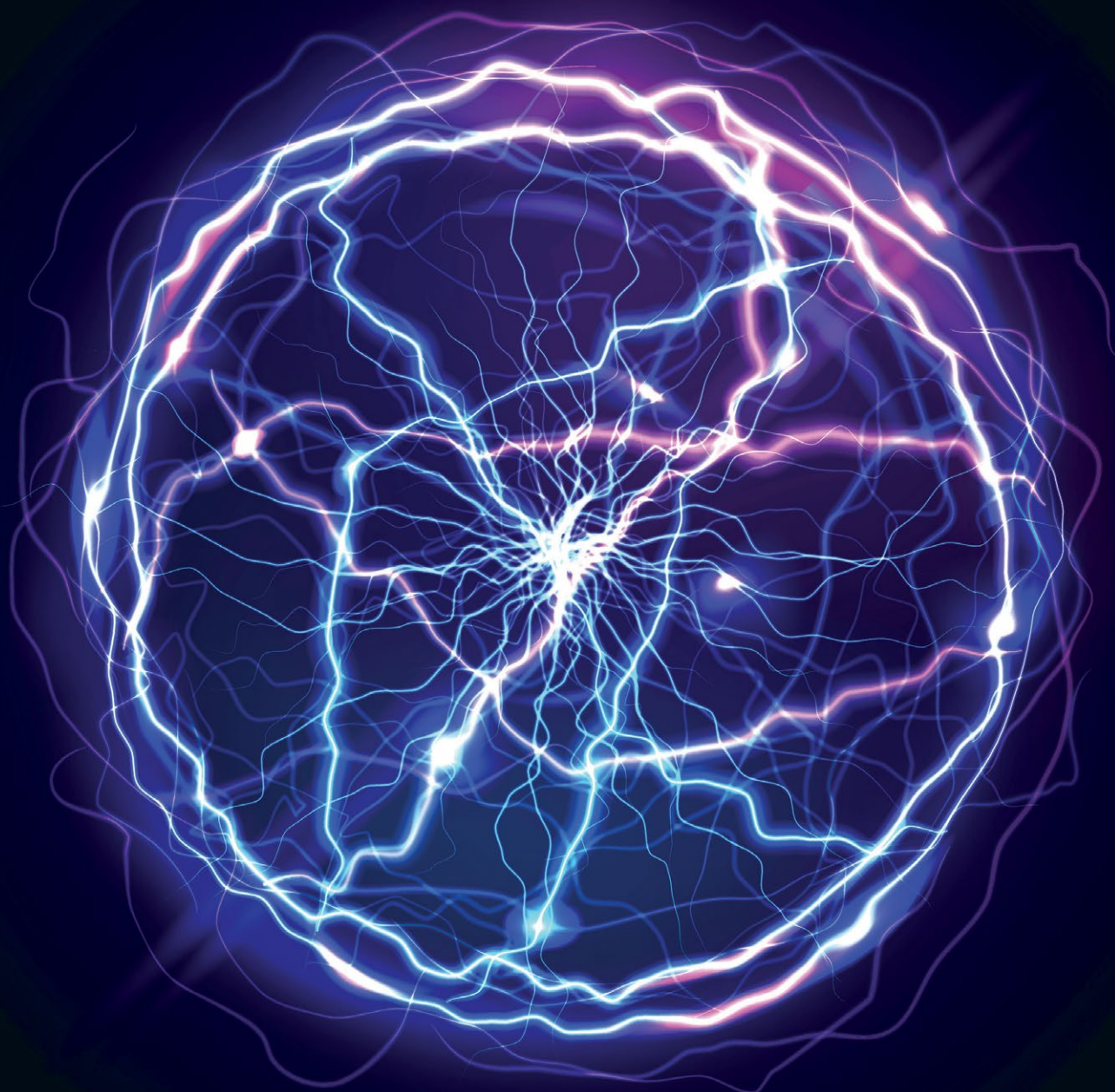
全球債市：憧憬各大央行減息及環球避險情緒高漲，將利好各地債市

亞洲債市：全球經濟放緩和地緣不確定性影響下，看好亞洲投資級別美元債

¹ 見德國之聲新聞網站，<https://www.dw.com/en/un-rights-chief-voices-concern-at-new-us-political-direction/a-71811637>

多極

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪



宏觀策略

多極

本章摘要：

- 沒有任何大國願意且能夠維護國際秩序，將增加發生事故、誤判和衝突的可能性
- 特朗普「執政百日」中各資產表現受其政策導向，共同特徵是波動率偏高
- 貿易政策及國際事務上，歐洲與美國的關係出現明顯根本性嬗變
- 美國內部撕裂惡化時，再好的政策亦料難以順利通過，經濟前景堪虞
- 不論滯脹或「類滯脹」出現時，具避險特性的債券在投資組合中不可或缺
- 全球不確定性增加時，從資產、地區及時間的維度來分散投資更顯得重要

上季標題是《重塑世界》。當時預測美國總統特朗普若重返執政，將打破內政及外交的固有格局，加速全球趨向多極化並推升滯脹風險。特朗普的「美國優先」理念將透過稅制改革、移民管制等政策滲透在經濟各個領域；外交上採取利己主義及以鄰為壑的態度，勢必削弱與傳統盟友的關係，其他陣營的對手亦會嗤之以鼻，特別是在貿易及金融領域的爭端擴大，將促使各國在「軟實力」上較勁，並影響全球資金流向。特朗普提出「讓美國再次偉大」的目標雖然遠大，但政策若執行失當恐加劇美國乃至全球的滯脹風險，料成熟市場所面臨的壓力較新興市場為大。投資策略方面，預期特朗普就任初期，沒有一項資產的表現會較突出，但波動性卻會同步增加。除了要分散投資，投資者亦不應沉迷信息繭房，破舊立新將更顯重要。目前來看，上季的預測大致與現況相若。



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 **李振豪**

本季標題是《多極》。顧名思義，預計全球將進一步朝向以意識形態主導的多極化狀態。特朗普上任後，將現有政策推倒重來的做法將顛覆全球經濟格局。在此背景下，各國對領導全球的地位皆敬而遠之，彼此猜疑加深，潛在的國際衝突或將拖累全球經濟增長。

在國內支持者的推動下，特朗普或會變得更加強勢，有機會進一步令投資市場机陞不安。「執政百日」期間，各類資產的共同特徵是波動率上升。特朗普的政策最終落實與否並非重點，僅憑他的語言造詣，便有機會令全球資金劇烈流動。

歐美關係或將出現根本性變化，而美國內部撕裂或令政策難以順利推行，使經濟前景堪憂。一旦滯脹或「類滯脹」出現，債券及黃金的避險特性有望有效對沖股市的劇烈波動。在全球不確定性增加的情況下，採取多層次的分散投資策略將顯得尤為重要。

全球正步向多極的「GO時代」

上季預測特朗普的回歸將開啟「金德伯格陷阱」的潘多拉盒子：當國際體制中，沒有任何國家既願意又有能力承擔領導全球的責任。隨著當今霸主退卻與新興勢力崛起，國際權力轉移過程中出現領導真空，或將導致全球政經失衡的混亂困境。

美國政治風險諮詢公司歐亞集團（Eurasia Group）於1月6日發表《2025年全球十大風險》報告，將「GO時代的主治」列為首要風險，這與本章節的預測不謀而合。這風險是指沒有任何大國或國際集團願意且能夠推動全球議程並維護國際秩序，導致地緣政治變得不穩定，削弱全球安全和經濟組織的運作能力。核心問題是聯合國、國際貨幣基金組織（簡稱「IMF」）、世界銀行等國際機構已無法有效制衡各方權力，而領導真空期進一步延長，將增加發生事故、誤判和衝突的可能性，甚至爆發全面戰爭的風險亦大幅上升。

世界經濟論壇於1月15日公布的「2025環球風險報告」亦指出，全球分歧日益加深，令國際關係被重塑，使人質疑現有的制度是否仍具備應對共同挑戰的能力。未來，全球合作程度預計將跌至歷史新低，全球政治格局將朝向多極化或碎片化發展。中等至大國之間爾虞我詐，爭奪區域性規則的制定權和執行權。雖然西方料仍將保持全球權力中心的地位，但主導權將持續旁落。與此同時，由中國、印度和海灣國家等主要新興大國代表的新權力中心將乘時崛起。各報告對全球風險預測表列如下：

排名	歐亞集團的預測	世界經濟論壇的預測
1	GO時代的主治	國家級武裝衝突
2	特朗普式統治	極端天氣事件
3	中美關係決裂	地緣經濟對抗
4	特朗普經濟學	錯誤及虛假訊息
5	俄羅斯流氓政權持續	社會兩極化
6	陷入困境的伊朗	經濟衰退
7	中美磨擦室礙經濟擴張	地球系統的重大變化
8	人工智能的失控	缺乏經濟機會或失業
9	無視制度的地緣領域	人權和/或公民自由受到侵蝕
10	美國與墨西哥的對立	不平等待遇

資料來源：歐亞集團¹及世界經濟論壇²，數據擷取於2025年3月3日

聯合國秘書長古特雷斯在第79屆聯合國大會一般性辯論開幕式中指出³，「愈來愈多政府或個人違反《聯合國憲章》，「無視制度」但「有罪不罰」，「我們正處於世界分裂的煉獄之中」。

近年來，地緣戰事頻發，而特朗普就任後的言行不時在全球引起爭議，惟未必每次均有國際組織能夠出手制止或調停。特朗普未必每每皆須對言行負責，過份寬容或會助長其氣焰。世界秩序似乎正從「國際共識」轉向「叢林法則」主治，情況令人憂慮。

本季以「特朗普執政百日」、「世界多極化」及「續談滯脹風險」為主題，分析環球政經局勢變化如何影響投資市場及其相應部署。延續上季的預測，特朗普上任初期先推翻既有制度，再以「美國優先」為核心重新制定規則。在這一過渡期內，資金只好隨波逐流，未見個別資產有突出表現，唯有波動率同步上升。投資者應透過資產、地區及時間的維度來作多元投資，風險管控是特朗普執政初期的投資策略主軸。

特朗普執政百日：天使魔鬼混合體

《2025年全球十大風險》報告中，「特朗普式統治」被列作第2大風險。報告指出，特朗普掌權有可能削弱權力制衡和法律監督機制，令美國政治體制更依賴於個人的強勢領導。

特朗普組建了美國史上最富有的內閣⁴，至少有13位內閣成員個人擁有或控制至少10億美元的資產，其中大多是國際企業前高層或主管。雖然根據美國聯邦道德法，所有官員必須公開財務狀況，但這無法消除外界對利益衝突的質疑。歷史上當「金錢」與「權力」合璧並掌控國家機器時，出現寡頭政治的風險將大增^{5,6}。

然而，根據Real Clear Politics於2月7日至27日期間的綜合民調顯示⁷，對特朗普工作的支持率為48.8%，不支持率為47.6%，支持度略高1.2個百分點。此外，哈佛大學哈里斯民意調查和美國政治研究中心（Center for American Political Studies, CAPS）聯合製作的「哈佛—CAPS—哈里斯」民調顯示⁸，受訪的已登記美國選民中，認同「美國處於正確的軌道上」達48%，不認同的有42%；認同「美國經濟處於正確的軌道上」有51%，不認同的達38%；「同意特朗普工作」的有52%，不認同的有43%。這些民調結果更被特朗普用來證明其工作獲得廣泛民眾的認同⁹，特朗普或會變得更加強勢，短期內全球政經及投資市場的風險勢將趨升。

¹ 見歐亞集團網站，<https://www.eurasiagroup.net/issues/top-risks-2025>

² 見世界經濟論壇網站，https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2025/?gad_source=1&gclid=EAlaQobChMIJTHmLHriwMVTxF7Bx0HIgCAEAAYAAAEgLGafD_BwE

³ 見聯合國網站，<https://gadebate.un.org/zh/79/secretary-general-united-nations>

⁴ 見美國廣播公司網站，<https://abcnews.go.com/US/trump-tapped-unprecedented-13-billionaires-top-administration-roles/story?id=116872968>

⁵ 見英國衛報網站，<https://www.theguardian.com/commentisfree/2025/feb/20/trump-musk-oligarchy-russia-far-right>

⁶ 見華盛頓郵報網站，<https://www.washingtonpost.com/world/2025/01/31/trump-oligarchy-elon-musk-davos/>

⁷ 見Real Clear Politics網站，<https://www.realclearpolling.com/polls/approval/donald-trump/approval-rating>

⁸ 見哈佛—CAPS—哈里斯網站，https://harvardharrispoll.com/wp-content/uploads/2025/02/HHP_Feb2025_vFinal.pdf

⁹ 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/articles/2025/02/new-poll-shows-massive-support-for-president-trump-and-his-agenda/>

宏觀策略

食髓知味的「瘋子理論」

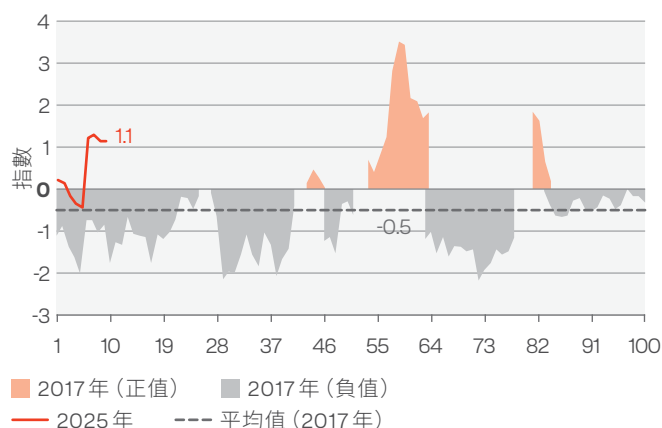
2017年特朗普以「政治素人」的身份首次當選總統，期間頻繁發表嘩眾取寵的言論，被外界認為其難以預測及情緒化¹⁰。然而，這種風格卻吸引了厭倦「政治正確」的美國選民，藉投票予特朗普來宣洩他們對現況的不滿。不過，反對者則認為特朗普的政策朝令夕改，他亦並未準備好執掌這個全球最具影響力的國家¹¹。

特朗普看似「瘋狂」的行徑可與美國前總統尼克遜在越戰時提出的「瘋子理論 (Madman theory)」¹²相提並論。「瘋子理論」意指在對手面前表現出不可預測、不理性，乃至不計後果的形象，以此施壓，更易能迫使對手讓步。

根據特朗普上一任期的首兩年，所謂「紅色浪潮」（即共和黨在總統選舉及參眾兩選取得勝利及控制權）期間的數據顯示，美國經濟表現優於其他主要經濟體，顯示其飄忽不定的執政方式，某種程度上有助推進上一任期「美國優先」的執政目標（詳情可參閱上季本章節內容）。

經歷過政治圈的淬鍊，又曾面臨身陷囹圄的危機，今天的特朗普似已涅槃重生，並在去年大選時展示更加成熟且有備而來的姿態。他深諳「瘋子理論」的運作邏輯，並將其發揮得淋漓盡致。在就職前，他利用社交平台和傳統媒體發表經過精心策劃的言論，成功使全球焦點集中在美國，甚至他個人身上。在就職後，他迅速簽署多項行政命令，推動顛覆傳統及挑戰三觀的內政和外交目標。例如，在內政上，他成立了政府效率部，外交上則除了高舉關稅大棒，亦宣布要退出世衛組織、《巴黎協定》、聯合國人權理事會¹³。他又公開表示不排除利用經濟或軍事手段來奪取巴拿馬運河和格陵蘭的控制權，甚至調侃加拿大應為美國第51個州¹⁴。他的政策宣言最終完成與否並不重要，重要的是，藉囂張跋扈的姿態向別國施壓，以達至本屆任期「讓美國再次偉大」的執政目標。

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的西太平洋銀行全球避險指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月16日及2025年1月20日至31日

投資者對於上屆（2017年至2021年）及本屆特朗普宛若「瘋狂」的執政態度，反應截然不同。西太平洋避險指數追蹤全球主要避險工具，包括外匯、債市及股市在衍生市場的波動，綜合反映投資者對後市的避險情緒。當指數為正值時，代表避險情緒高漲，反之亦然。

在2017年特朗普就職後的首100天，該指數的負值比例達約80%，平均值為負0.5，顯示投資者普遍抱持審慎且樂觀的態度。期間即使避險情緒偶有升溫，但都只屬短暫性。

本屆的數據暫只涵蓋特朗普就職後1月20日至31日的走勢，數據偏少可能影響分析的參考性，但投資者可自行考量，正值比例急升至七成反映避險情緒急升背後的含義。特朗普的雷厲風行使投資者較上屆更加偏向避險和保守。這種心理變化亦掀動著風險資產的表現，尤其是股市（詳情可參閱《股票》章節）。

「瘋子理論」指透過看似荒謬的提案成功牽動國際輿論，藉由話語權與心理戰影響對手，其影響力不遜於實質行動。此策略雖可維護美國在國際博弈中領導地位，但亦存在一定風險。通過「非理性」來達成「理性」的目標，容易加劇國際不確定性，甚至導致誤判，損害全球對美國長期建立的良好信任。當未來美國有意回復「理性」形象，其代價可能遠超預期。

¹⁰ 見布魯金斯學會網站，<https://www.brookings.edu/articles/fb-live-uncertainty-and-unpredictability-about-trumps-presidency/>

¹¹ 見華盛頓郵報網站，<https://www.washingtonpost.com/news/politics/wp/2017/04/28/trump-now-agrees-with-the-majority-of-americans-he-wasnt-ready-to-be-president/>

¹² 見外交政策網站，<https://foreignpolicy.com/2025/01/07/madman-theory-international-relations-unpredictability/>

¹³ 見聯邦公報網站，<https://www.federalregister.gov/presidential-documents/executive-orders/donald-trump/2025>

¹⁴ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2025/01/08/politics/trump-greenland-canada-panama-analysis/index.html>

「執政百日」對投資市場的啟示

傳統上，市場會檢視新任領導人執政首100天的成績單，以評論其初始政績。以下將回顧特朗普上一屆執政時首100個交易日各資產走勢的變化，藉以部署本屆的投資策略。

以2017年1月20日的總統就職典禮作為起點，首100個交易日為當年的6月8日，並以各項綜合指數來代表不同資產。結果顯示，大部分資產表現皆徘徊在約負5%至正5%，當中股票的表現較突出，而能源則明顯下挫。詳細數據表列如下：

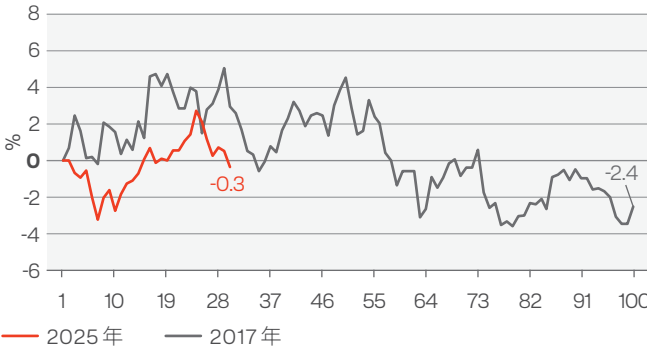
綜合指數	代表資產	期內表現 (%)
MSCI 世界指數	全球股票	9.0
彭博全球累計債券指數	全球債券	4.4
美元指數	美元	-3.8
標普高盛工業金屬指數	綜合工業金屬	-2.4
標普高盛貴金屬指數	綜合貴金屬	5.2
標普高盛能源指數	綜合能源	-16.6
標普全球房託指數	全球房託	3.5

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月3日

除了定點數據分析，資產走勢的變化亦同樣重要。以2025年1月20日特朗普就職典禮作為本屆的起點並直至其就職後第30天（進行此分析時僅得首30天的數據），再對比2017年的情況，為本屆各資產走勢作分析。

在各商品及房託指數中，不論方向及幅度變化，都與2017年相似。這可能與特朗普在兩屆的施政目標和方針相關，例如銳意放寬化石能源監管¹⁵、工業和製造業復興政策¹⁶、調整房地產政策等¹⁷。以此推算，短期內，工業金屬或呈有序下跌；能源市場將經歷大幅波動，並明顯走弱；貴金屬波動偏高，但預計表現向好；房地產市場料在大幅震盪中向好。總括而言，商品市場及房地產市場普遍波動率偏高，走勢則受政策主導影響，出現分歧。

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：標普高盛工業金屬指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至2月28日

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：標普高盛貴金屬指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至2月28日

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：標普高盛能源指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至2月28日

¹⁵ 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/02/fact-sheet-president-donald-j-trump-establishes-the-national-energy-dominance-council/>
¹⁶ 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/articles/2025/02/industry-lawmakers-applaud-president-trumps-section-232-tariffs/>
¹⁷ 見巴倫周刊網站，<https://www.barrons.com/articles/trump-house-prices-tariffs-deportations-fe89d86d>

宏觀策略

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
標普全球房託指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至2月28日

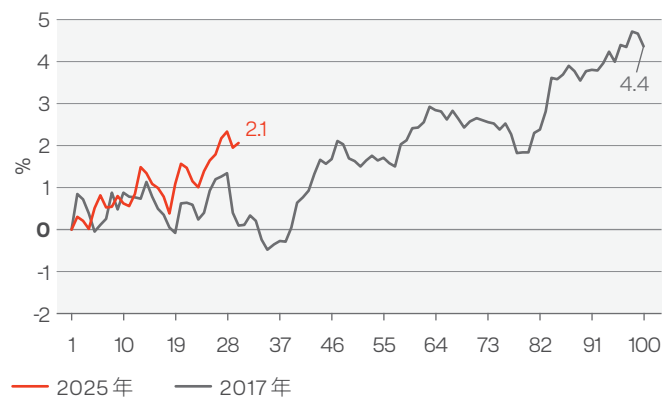
債券走勢與上屆相似，在波動中持續向好。反觀股票及美元走勢，則與上屆截然不同。上屆股票持續向好，但本屆升勢維持到2月底後明顯回落，主因與美國高科技及人工智能巨頭的股價急挫有關，進而拖累全球股市（詳情可參閱《股票》章節）。美元當前處於減息周期，而2017年卻是加息周期，故本屆和上屆走勢背馳實屬基础性差異（詳情可參閱《外匯》章節）。

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
MSCI世界指數



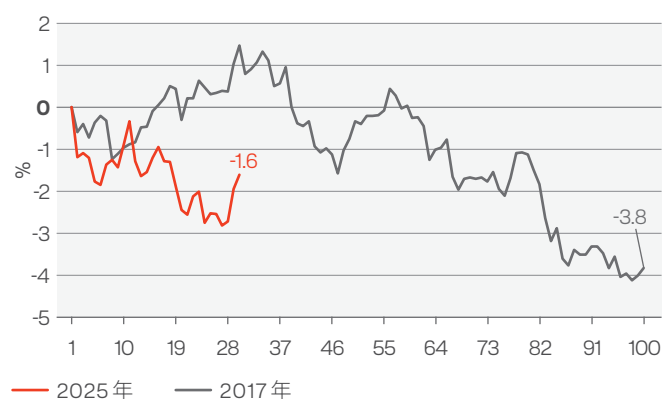
資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至2月28日

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
彭博全球累計債券指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至2月28日

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
美元指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至2月28日

綜合而言，各資產在本屆的走勢不論是重複上屆還是與上屆不同，「執政百日」中，表現均受特朗普政策所影響，其共同特徵是波動率偏高，與特朗普推倒既有政策並重建新規則的時間和程度有關。投資者應注意的是，特朗普的政策最終落實與否並非重點，單憑其言論便有機會引發全球資金流動。未來在高度不確定性的環境下，多層次組合式的分散投資以對沖風險，將變得更加重要。

國際與美國本土邁向多極化

美國國務卿魯比奧在其提名聽證會中表示¹⁸，二戰後的全球秩序不僅過時，更已成為被用來對付美國的武器。他強調，美國須從混亂中創造一個自由世界，重新將國家核心利益放在首位。他亦明確指出中國已成為美國歷史上最強大且最具危險性的對手。

上文提及的《2025 年全球十大風險》報告中，第3位是「中美關係決裂」。報告指出，特朗普回歸白宮將使全球最重要的地緣政治關係陷入不受控制的脫鉤境況。世界兩大經濟體的磨擦一旦進一步加劇，各國將難以置身事外，或須被迫選邊站隊。

未來，意識形態將成為國際關係的主導因素。傳統的國際組織中可能出現各式各樣的新型結盟，各國將採用多邊參與不同陣營的「去中心化」策略作自保。「物以類聚，人以群分」，最終邁向多極化世界。



「特式關稅」：影響不盡相同

特朗普宣布，將根據各國的關稅水平，對全球出口至美國的貨品徵收對等關稅。他特別點名指出印度、韓國、歐盟與中國等國家過去對美國商品徵收高額關稅，因此此舉旨在平衡貿易關係和保護美國產業¹⁹。此外，特朗普與澳洲總理阿爾巴尼斯通電話後，基於美國對澳洲存在貿易順差，或可考慮免除向澳洲徵收關稅²⁰。

以此邏輯推演，貿易額較大或對美國存在貿易順差的國家，被加徵關稅的風險偏高。由於2024年數據尚未更新，根據IMF的2023年美國對外貿易數據顯示，同時符合上述兩項條件的國家只有4個，包括中國、墨西哥、加拿大及德國。日本及越南則符合其中一項條件。這解釋了為何加拿大、墨西哥及中國被列在首輪關稅名單之中。整體數據如下：

2023 年與美國之貿易額數據 (十億美元)					
國家	貿易額	國家	順差額	國家/地區	逆差額
墨西哥	746.4	中國	259.9	荷蘭	43.6
加拿大	713.4	墨西哥	204.8	香港	22.1
中國	594.6	加拿大	128.8	阿聯酋	20.3
德國	237.6	越南	100.6	澳洲	17.1
日本	231.0	德國	81.8	比利時	15.4

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月3日

進一步將對美貿易順差國的首5個國家及其2024年國民生產總值(GDP)全年增長率作矩陣分析，結果顯示，中國對美國貿易順差高達近2,600億美元，勢將成為美國主要針對的對象。然而，中國的經濟增長高見5%，且有可能推出對等反制措施，若雙方進行「硬碰硬」的貿易戰，對美國而言實屬不智。因此，當前特朗普偃旗息鼓亦算上策²¹。越南的情況與中國相似，而越南亦能代替中國向美國提供較低端及民生用品，若對越南徵收太高關稅，對美國自身反而不利²²。

¹⁸ 見美國國務院網站，<https://www.state.gov/opening-remarks-by-secretary-of-state-designate-marco-rubio-before-the-senate-foreign-relations-committee/>

¹⁹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/trade-wars-erupt-trump-hits-canada-mexico-china-with-steep-tariffs-2025-03-04/>

²⁰ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/commodities/trump-consider-exemption-australia-steel-tariffs-pm-says-2025-02-10/>

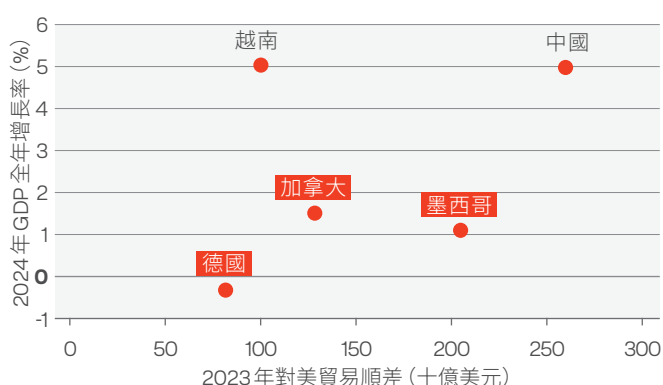
²¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/commodities/china-suspends-soybean-imports-three-us-firms-halts-log-imports-2025-03-04/>

²² 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/economy/global-economy/article/3294789/good-night-vietnam-chinese-economist-says-trump-tariffs-could-close-us-back-door>

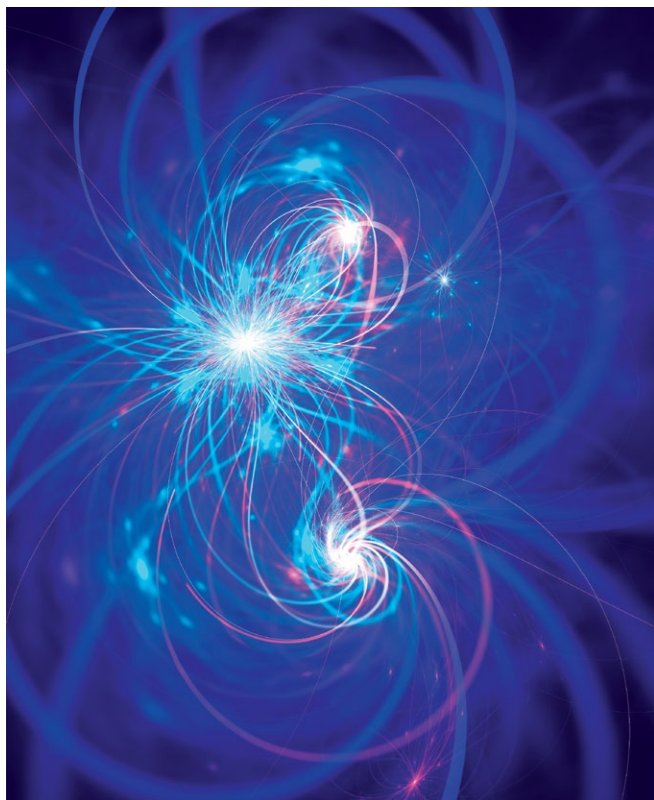
宏觀策略

相比之下，加拿大、墨西哥及德國的處境危如累卵。加拿大及墨西哥的領導人雖曾警告將作出反制²³，但鑑於國力的差異和在短時間內開拓新貿易市場的可能性較低，料作出過激回應將是螳臂擋車。德國更是黔驢技窮，去年經濟增長緊縮，加上與中國的隔閡，預期面對美國關稅大棒唯有尋求共識，甚或要逆來順受²⁴。

各國對美貿易順差及GDP增長率



資料來源：國際貨幣基金組織，數據擷取於2025年3月5日

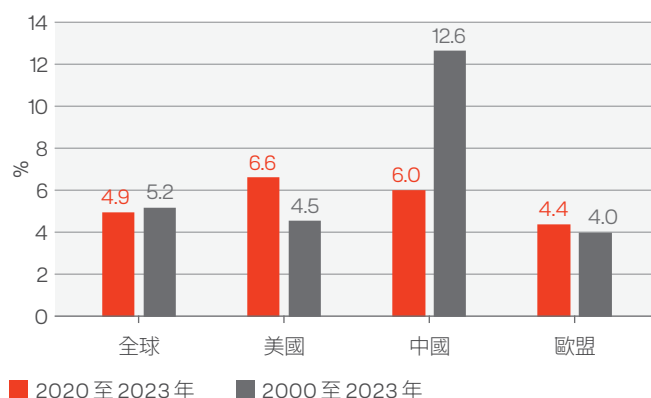


歷史輪迴的「七成魔咒」

已故中國領導人毛澤東曾說：「世上決沒有無緣無故的愛，也沒有無緣無故的恨。」當前特朗普不顧國際秩序和與盟國的長久關係，以「美國優先」方針收割全球經濟資源，實與美國過去一貫的做法有關。

比較來自世界銀行自2000年至2023年及2020年至2023年全球疫情大流行（簡稱COVID）期間的數據，並分析經濟按年平均增長率的變化。結果顯示，全球經濟近23年的平均增長率為5.2%，在COVID後則微降至4.9%。當中世界3大經濟體的同期數據，美國分別是升4.5%及6.6%，反映COVID逆襲下美國經濟卻穩步上升。歐洲差異只有0.4%，但中國卻明顯由增長12.6%下降至6.0%。當中雖然有低基數成分，但增長幅度下跌超過一半便不能否定由美國前任總統拜登牽頭的「去全球化」及「七國集團」（簡稱G7）的各項制裁，對中國經濟的衝擊相當奏效。

各國以美元計算的GDP按年平均增長率



資料來源：世界銀行，數據由2000年12月31日至2023年12月31日

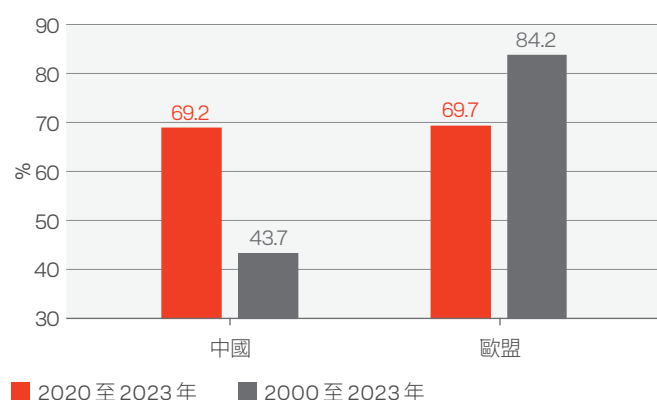
²³ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2025/03/04/economy/trade-mexico-canada-china-tariffs-trump-hnk-intl/index.html>

²⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/europe/germany-particular-risk-us-tariffs-bundesbank-warns-2025-02-17/>

利用相同的數據再找出以美元計算的中國及歐元區 GDP 體量與美國 GDP 相比，結果顯示，中國 GDP 相當於美國 GDP 的體量自 2000 年起平均約 43.7% 急升至近 4 年平均約 69.2%。佐證了自美國前總統奧巴馬提出「重返亞洲」後，為何往後各任總統都以打壓中國經濟為己任。

歐元區 GDP 相當於美國 GDP 的體量則由 84.2% 下降至只約 69.7%。近年歐元區國家以美國馬首是瞻，尤其在對華政策上緊跟美國。以上結果不禁令人反問，此舉對歐洲經濟是利是弊？是否應驗了已故美國前國務卿基辛格的名言²⁵：「成為美國朋友是致命的」？

各國以美元計算的 GDP 相當於美國 GDP 的比例



資料來源：世界銀行，數據由 2000 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 31 日

中歐經濟體量相當於美國的七成。前世界銀行首席經濟學家林毅夫指出²⁶，歷史上當某國家的 GDP 總量達到美國約七成時，美國便會採取行動遏制該國經濟發展，以維持自身世界經濟龍頭地位。例如上世紀 70 年代末，日本經濟騰飛至該門檻後，結果換來一紙《廣場協定》，讓日本經濟往後迷失數十年。上世紀 70 年代初，前蘇聯的 GDP「達標」後，全球冷戰導致前蘇聯以解體告終。

目前歐元區及中國皆接近七成的臨界點，特朗普大刀闊斧推行內外兼備的經濟改革，正好體現世界經濟歷史的輪迴。

歐美關係：主動與被動的選擇

根據 IMF 有關美國與歐元區的債務佔 GDP 比例（簡稱「比例」）的數據，2008 年前美國的比例低於歐元區，反映其低債務及高增長的優勢。不過，在金融海嘯後出現拐點，美國推出多次量化寬鬆後，該比例持續攀升。歐元區憑藉謹慎的財政紀律，比例維持在近 80% 至 90% 水平。其後美國持續「印鈔」，但邊際效益卻大不如前。美聯儲雖曾推出「縮表」政策（即縮減美聯儲資產負債表的規模），該比例短暫下降後又再次反彈，反映債務升幅較經濟增長大，增長背後其實是寅吃卯糧。美國及歐元區的比例在去年底分別是約 121% 及 88%，預測 2029 年將升至 132% 及 89%，暗示特朗普的任期內，歐美比例的差距將持續拉開。

各國債務佔 GDP 比例及其預測



資料來源：國際貨幣基金組織，數據由 2000 年 12 月 31 日至 2029 年 12 月 31 日

此外，美國上任總統拜登高舉「去風險化」的旗幟，歐洲則積極迎合。在此期間，美國經濟穩健前行，歐洲卻步履蹣跚。各種口號式的經濟改革宛如「殺熟」的技倆。今天特朗普執意對歐盟加徵關稅，更不遑言指歐盟正佔美國便宜，甚至認為歐盟的成立就是為了搞砸美國²⁷。以鄰為壑之意已展露無漏，歐洲兩大經濟體德國和法國的內政正值兵荒馬亂之時，歐洲經濟的窘困猶如啞巴吃黃連，有苦自知。

²⁵ 見 Goodreads 網站，<https://www.goodreads.com/quotes/11331139-it-may-be-dangerous-to-be-america-s-enemy-but-to>

²⁶ 見北京大學新結構經濟學研究院網站，<https://www.nse.pku.edu.cn/sylm/xwsd/537303.htm>

²⁷ 見歐洲新聞台網站，<https://www.euronews.com/2025/02/27/donald-trump-holds-first-cabinet-meeting-with-elon-musk-in-attendance>

宏觀策略

歐元區去年GDP增長平均約0.7%，當中德國的表現尤其遜色，是區內唯一平均值出現負值的國家。加上，當地政府再次易帥，籌組聯合政府面臨挑戰，未來經濟的不穩定性偏高²⁸。法國平均增長只有1.1%，雖然政治風暴暫見平息，但預期經濟增長受制於懸而未決的財金政策²⁹。英國執政工黨曾表示上屆保守黨政府虧空超過200億英鎊³⁰。除伯明翰外，未來或有更多地方政府提出破產預警，包括米德斯堡、薩默塞特、布拉福等³¹。反觀過去被揶揄為「歐豬五國」的國家們，去年經濟增長更勝傳統西歐大國，尤其是歐債危機時最令人憂心的西班牙及希臘，今天經濟方興未艾，證明疏遠紛亂的國際事務、嚴守財金紀律的話，總有出頭天。歐洲各國經濟數據如下：

2024年按年GDP增長(%)					
國家	第1季	第2季	第3季	第4季	平均
歐元區	0.4	0.5	0.9	0.9	0.7
德國	-0.8	0.1	0.1	-0.4	-0.3
法國	1.4	0.9	1.3	0.6	1.1
荷蘭	-0.6	0.8	1.7	1.8	0.9
英國	0.3	0.7	1.0	1.4	0.9
意大利	0.3	0.7	0.5	0.5	0.5
西班牙	2.7	3.3	3.5	3.5	3.3
葡萄牙	1.4	1.5	1.9	2.8	1.9
希臘	1.6	2.6	2.5	N/A	2.2
愛爾蘭	-4.8	-3.2	2.9	6.3	0.3

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月3日

隨著俄烏戰爭進入第3年，歐美在地緣戰事上的立場出現根本性嬗變。在第78屆聯合國大會中，為回應烏克蘭提出名為「推進實現烏克蘭全面、公正和持久和平」的決議草案進行表決，結果歐洲普遍支持，但美國、俄羅斯和白俄羅斯投下反對票。這是戰事爆發以來，美、俄首次站在同一陣線，共同反對烏克蘭的決議³²。此外，當天聯合國安理會亦對美國提出關於烏克蘭問題的決議草案進行表決，結果中、美、俄三國投下支持票，是俄羅斯首次就戰事對美國的議案投下贊成票。最後，安理會就歐洲國家提出的動議進行表決，中國投下贊成票，俄羅斯棄權，但美國卻投下反對票³³。在同一日內的多場表決中，歐美立場出現多次對立，情況實屬罕見，充分顯示特朗普對美國外交政策有著深遠影響。

近年，歐盟跟隨美國步伐，在地緣戰事中飽受折騰，令西歐大國的經濟遍體鱗傷。如今，歐美在國際事務上翻臉，特朗普更打算對歐盟加徵關稅，烏盡弓藏會否令歐洲如夢初醒？

美國本土：料撕裂將窒礙經濟

今天特朗普執掌的美國，氣焰之盛近代罕見。已故前蘇聯領導人列寧的名句：「堡壘最容易在內部被攻陷。」「特朗普主義」並非問題的根源，而是美國內部長期政治、文化與社會撕裂的結果。撕裂之嚴重，可從特朗普在國會發表任內首份國情咨文時，民主黨人戟指怒目，共和黨人得逞竊笑中而見³⁴。未敢在美國政治領域上置喙，但壁壘分明的畫面令人擔憂美國的施政前路，最有可能的「引爆點」料與新設立的政府效率部（DOGE）有關³⁵。

特朗普新設立的DOGE旨在精簡聯邦政府，但成立以來爭議不斷，例如被指未經美國國會批准³⁶，令其合法性存疑；以及透明度不足，雖未獲得財政部支付系統等存取權限³⁷，卻能接觸到大量敏感數據等。

²⁸ 見德國之聲網站，<https://www.dw.com/en/german-election-cdu-spd-speak-common-ground/live-71807568>

²⁹ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2025/01/02/macron-admits-he-made-a-mistake-by-calling-snap-elections.html>

³⁰ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/uk/britain-is-broke-broken-new-government-declares-2024-07-27/>

³¹ 見英國衛報網站，<https://www.theguardian.com/commentisfree/2024/jan/14/englands-councils-bankrupt-westminster>

³² 見法國世界報網站，https://www.lemonde.fr/en/international/article/2025/02/24/us-joins-russia-to-vote-against-un-resolution-condemning-russia-for-ukraine-war_6738520_4.html

³³ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/articles/c7435pnle0go>

³⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/trump-address-congress-after-upending-us-foreign-domestic-policies-2025-03-04/>

³⁵ 見政府效率部網站，<https://www.cbsnews.com/minnesota/news/state-attorneys-general-challenge-musk-doge/>

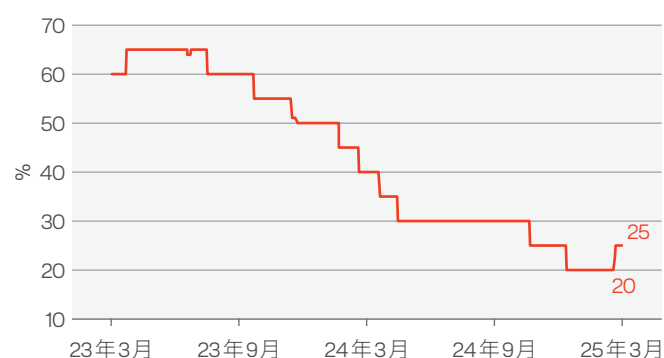
³⁶ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/articles/c23vkd57471o>

³⁷ 見聯合通訊社網站，<https://apnews.com/article/treasury-systems-trump-bessent-doge-musk-08eb241fc60807b5e1c7b35fcdadee245>

DOGE 迅速關閉美國國際開發署 (USAID) 後，教育部 (ED) 及中央情報局 (CIA) 等部門亦將被審查。這場「獵巫行動」引發多宗針對 DOGE 的法律訴訟³⁸。判決結果尚待觀察，但當「精簡政府」的名義凌駕一切時，社會撕裂勢將進一步加劇，多項總統行政命令亦將受到法律挑戰。當意識形態對立蓋過理性辯論，當議會淪為政治角力場，即便再好的政策，也難以順利通過，美國經濟前景堪虞。部分市場分析認為，美國正掀起一場「混亂掩蓋下的政變」³⁹，而諾貝爾獎得主魯格曼更警告，特朗普發起了一場「21世紀政變」，其對美國和全球的影響遠比貿易戰深遠⁴⁰。

亞特蘭大聯儲銀行 GDPNow 模型下調對美國今年首季的 GDP 預測⁴¹，由年初預測增長超過 2% 降至截至 3 月 26 日時的負 1.8%。至於彭博預測未來 1 年美國出現經濟衰退的機會率亦由 20% 上升至 25%，是過去兩年來首次上調。在內政風波不斷的情況下，投資者不容忽視其對全球經濟的衝擊。

美國未來 1 年經濟衰退的機會率



資料來源：彭博，數據截至 2025 年 3 月 5 日

續談滯脹風險：分散投資顯得舉足輕重

早在上一季度，本章節已提出對滯脹的憂慮。假設在極端情景下，美國經濟有機會受特朗普倒行逆施及令內外關係撕裂的做法所拖累。極限施壓的老策略對別國的影響力已大不如前，尤其當近年趨炎附勢者今天卻被反唇相譏，過往佞倖者繼而作出反噬，形成國際上戮力圍剿美國的格局。當前各大傳媒爭相報導此議題^{42,43,44}，證明本章節的洞察並非杞人憂天。

在物價上漲同時經濟放緩的雙重威脅下，部分精明的投資者早已聞風先遁，上季末紛紛拋售股票，轉而加倉債券和黃金。

以史為鑒：滯脹時債券表現突出

參考自 1970 年起的美國數據，滯脹曾經在 1970 年、1974 年至 1975 年、1980 年、1982 年、1991 年、2008 年及 2020 年出現，出現機率僅 9%，反映滯脹情況罕見，而自 2000 年以後，出現的機率更低。

為分析滯脹對投資市場的影響，選取 MSCI 世界指數為全球股市的代表，美國 10 年期國債收益率代表全球債市，以及黃金現價的按季變化作分析。結果顯示，股市與黃金的平均變化只在 4% 以內，但標準差 (即波動率) 卻高達近 13%。相比之下，債券的變動輕微，表現相對平穩。

滯脹持續時間最長的案例在 1974 至 75 年，共維持了 5 個季度。當時股市非常波動，曾先急挫近 24%，隨後又反彈近 25%；黃金則先輕微下跌，後再急升近 21%，之後又再度走弱，但整體走勢向好；至於債券收益率的變化相當輕微。

滯脹持續時間最短的案例在 1970 年和 2008 年，只維持了 1 個季度。集中觀察近代的 2008 年案例，當時黃金只輕微上升 1.3%，但股市急挫近 22%，同時債券收益率下跌了 1.6%，反映當時避險情緒遽然高漲。

³⁸ 見 CBC 網站，<https://www.cbsnews.com/minnesota/news/state-attorneys-general-challenge-musk-doge/>

³⁹ 見英國衛報網站，<https://www.theguardian.com/commentisfree/2025/feb/03/the-guardian-view-on-donald-trumps-power-grab-a-coup-veiled-by-chaos>

⁴⁰ 見 Substack 網站，<https://paulkrugman.substack.com/p/trump-is-doing-exactly-what-he-said>

⁴¹ 見亞特蘭大聯儲銀行網站，<https://www.atlantafed.org/-/media/documents/cqer/researchcq/gdpnow/realgdptrackingslides.pdf>

⁴² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/stagflation-fears-haunt-us-markets-despite-trumps-pro-growth-agenda-2025-02-20/>

⁴³ 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2025/03/04/stagflation-fears-swirl-as-trump-tariffs-take-effect-and-economy-slows.html>

⁴⁴ 見巴倫周刊網站，<https://www.barrons.com/articles/inflation-economic-growth-investments-stocks-gold-297ccee8>

宏觀策略

綜合分析，近代出現滯脹的比率偏低。一旦出現，股市及黃金的平均回報變化只有低單位數，但波動率卻明顯急升。而滯脹維持時間愈短，對股市的負面影響愈高。債券則呈現出作為避險資產的平穩且波動偏低特性，反映在滯脹出現時，債券在投資組合中不可或缺。整體數據如下：

季度	按年CPI	按年GDP	按季變化(%)		
			MSCI世界指數	美國10年期國債收益率	黃金
1970年第4季	5.6	-0.2	5.0	-0.8	3.5
1974年第2季	10.9	-0.2	-9.3	0.2	-8.5
1974年第3季	11.9	-0.6	-23.6	0.3	-1.5
1974年第4季	12.3	-1.9	5.1	-0.5	21.1
1975年第1季	10.3	-2.3	24.6	0.6	-3.1
1975年第2季	9.4	-1.8	7.2	-0.1	-6.7
1980年第2季	14.4	-0.8	16.0	-2.6	32.2
1980年第3季	12.6	-1.6	7.3	1.8	2.0
1982年第1季	6.8	-2.2	-10.8	0.2	-19.5
1982年第2季	7.1	-1.0	-3.3	0.3	-0.8
1982年第3季	5.0	-2.6	5.3	-2.7	25.0
1982年第4季	3.8	-1.4	16.6	-1.3	15.1
1991年第1季	4.9	-1.0	9.3	0.0	-7.1
1991年第2季	4.7	-0.5	-3.8	0.2	3.6
1991年第3季	3.4	-0.1	6.5	-0.8	-3.7
2008年第4季	0.1	-2.5	-22.2	-1.6	1.3
2020年第2季	0.6	-7.5	18.8	0.0	12.9
2020年第3季	1.4	-1.4	7.5	0.0	5.9
2020年第4季	1.4	-1.0	13.6	0.2	0.7
平均回報			3.7	-0.3	3.8
標準差			13.1	1.1	12.6

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月5日

「類滯脹」：債券再勝一仗

千禧年後，美國按年GDP只在2008年金融海嘯及2020年COVID期間出現負值，案例數量偏少，影響了分析對未來投資策略的參考性，故放寬部分條件，以所謂「類滯脹」作分析的參考性更高。「類滯脹」指通脹非惡性上升，同時經濟維持增長但偏低的時期，此狀態下通脹高於經濟增長將妨礙未來發展。

為更能反映眼前的經濟狀況，以「按年CPI除以GDP的比例高於1」作為「類滯脹」的判定標準，並加入「聯邦利率高於當時按年CPI」的條件進一步過濾數據。根據相同的按季數據，符合這兩項條件的案例佔比近25%，出現機率仍然偏低，但已明顯高於滯脹出現的機率(9%)。

數據上最長的案例出現在1988年至1990年，共維持了9個季度。而最短的案例只維持了1個季度，分別出現在1976年、1983年、1985年、1995年和2024年。

進一步分析「類滯脹」對投資市場的影響，結果顯示，「類滯脹」之下，股市的平均回報為低單位數。若「類滯脹」維持時間愈長，其波動率亦愈高，峰谷值更可高見約41%，反映當極端事件出現時，其波幅驚人。

黃金的平均回報差不多沒有變化，標準差都是偏向平穩，但與股市一樣其峰谷值高見約36%，相信是因為極端狀態下避險情緒忽然攀升，藉黃金來對沖股市波動的操作有關。



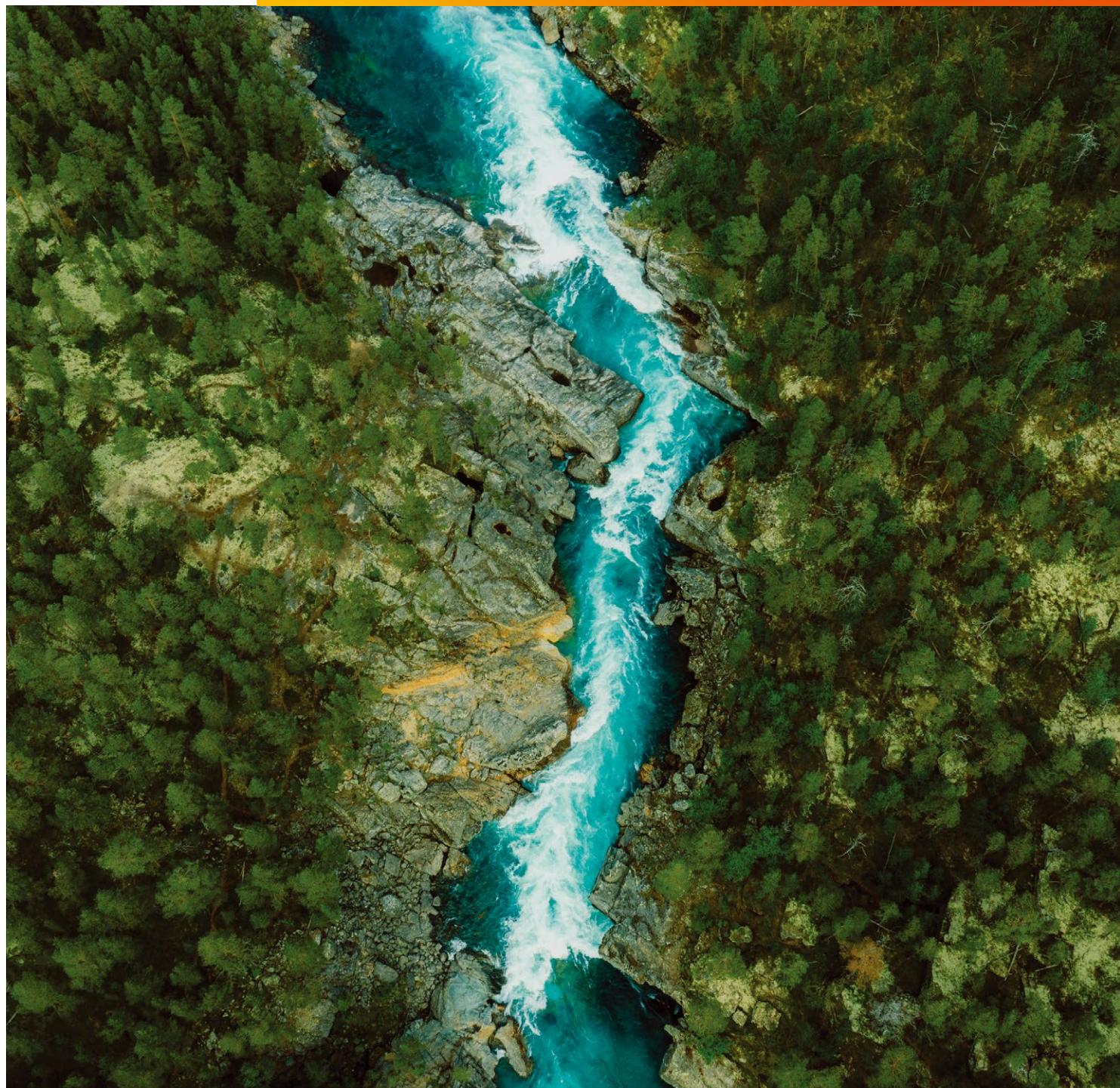
不論回報或波動率，債券表現穩定，反映「類滯脹」時以債券對沖風險的重要性。與本章節的預測一致，在特朗普執政初期，未見有個別資產表現較為突出，唯全球波動性急升，因此透過資產多元化、地區性分散和時間分散的投資策略，更顯得舉足輕重。整體數據如下：

指標	按季變化(%)		
	整體數據	最長案例	最短案例
MSCI世界指數			
平均回報	1.6	0.9	3.8
標準差	7.6	10.9	2.9
最大回報	22.0	11.2	7.1
最小回報	-18.7	-18.7	-0.4
峰谷值	40.7	29.8	7.5
美國10年期國債收益率			
平均回報	0.1	-0.1	-0.4
標準差	0.7	0.6	0.9
最大回報	2.0	0.7	0.8
最小回報	-1.9	-1.2	-1.5
峰谷值	3.8	1.9	2.3
黃金			
平均回報	2.1	-0.1	0.2
標準差	8.1	8.2	9.4
最大回報	18.6	16.0	15.9
最小回報	-17.1	-8.2	-9.2
峰谷值	35.7	24.1	25.2

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月5日

涇渭分明

東亞銀行經濟研究部



2025年第2季經濟展望

本章摘要：

- 全球經濟分化情況在本季料加劇，潛在風險進一步浮現
- 亞洲經濟具韌力，惟美國貿易政策具高度不確定性，其影響須密切關注。另外，日本與其他亞洲央行貨幣政策分歧料將持續
- 多項因素支持香港經濟平穩增長，香港特區政府預計今年經濟增長將達2%至3%之間
- 美國經濟增長動能漸見放緩，特別是「美國再度強大」政策對經濟的挑戰率先浮現，預料美聯儲於6月才會再次減息
- 歐洲經濟延續輕微擴張，歐洲多國提議大幅提高國防開支和投資，料可提振商業信心，有助抵銷美國貿易政策所帶來的衝擊
- 中國政府工作報告將今年經濟增長目標訂於5%左右，全方位擴大內需是首要工作任務，支持經濟進一步回升向好

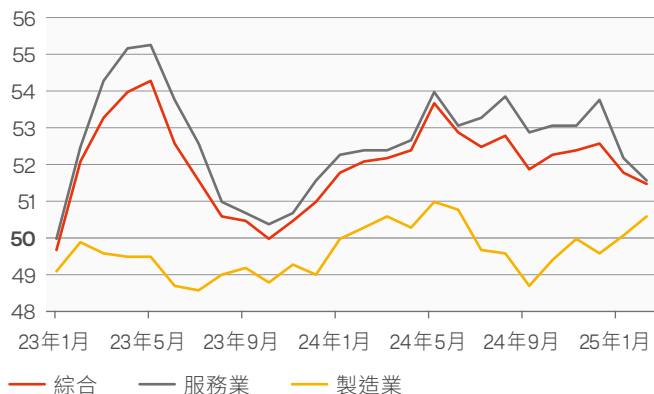
環球經濟展望

環球經濟分化加劇，潛在風險進一步浮現

踏入2025年第2季，環球經濟增長勢頭有所降溫，部分領先指標呈現輕微放緩趨勢，尤其是環球貿易政策不確定性因美國總統特朗普的美國關稅威脅影響而急劇惡化，令市場擔心美國將出現滯脹，一度引發股票、債券、外匯和商品市場大幅震盪，並削弱企業投資信心。與此同時，歐洲正提出開展大規模投資計劃，並加強國防措施，同時放寬長期以來的財政規則限制；中國內地也適度增配財政資源以鞏固其內需的增長動力。以上政策有望支持歐洲和中國內地保持穩定的經濟前景。然而，其他亞洲經濟體難免受美國貿易保護政策的困擾，甚至可能面臨較大的資金外流壓力，因此亞洲經濟體將需要加大政策力度以延續增長勢頭。



全球採購經理指數



資料來源：彭博，數據截至2025年3月20日

特朗普對環球貿易格局帶來結構性轉變。自特朗普再度上任以來，美國不斷擴大關稅措施，其力度、覆蓋範圍和執行時間均遠超預期。美國政府不僅著力堵塞關稅漏洞，還持續縮小在貿易談判上的讓步空間，即使貿易夥伴採取報復措施，美國仍然堅持實施關稅措施。這反映了特朗普政府致力於解決美國長期貿易不平衡並重振本土製造業的決心，但同時也令環球產業鏈和供應鏈的合作面臨前所未有的不確定性，為各國出口和製造業帶來嚴峻挑戰，跨國貿易和投資活動料將受到重大影響。

儘管通脹走勢持續反覆，主要央行仍有減息空間。2025年以來，環球通脹表現不一，主要經濟體的核心通脹率普遍持續高於央行目標，特別是服務價格存在黏性，貨物價格跌勢在關稅和基數效應下逐步逆轉，短期通脹勢頭可能輕微加快。儘管如此，環球利率水平仍然偏高，我們預計美聯儲、歐洲央行和英倫銀行等將在年內進一步減息；人民銀行也可能根據經濟發展情況適時降息；日本央行則有序上調政策利率；其他亞洲央行也將傾向寬鬆其貨幣政策，但具體細節將視乎美聯儲的減息步伐、資本流向、外匯及當地政經形勢等因素。

隨著各主要經濟體表現分化加劇，料環球經濟增長有序放緩。展望未來，美國經濟下行壓力增加，歐洲經濟前景在公共開支推動下有所改善，中國經濟亦延續總體平穩擴張，其他亞洲經濟體則面臨較大的不確定性。整體而言，特朗普貿易政策的實施與演變，將成為影響環球經濟走勢的關鍵因素之一。

宏觀經濟

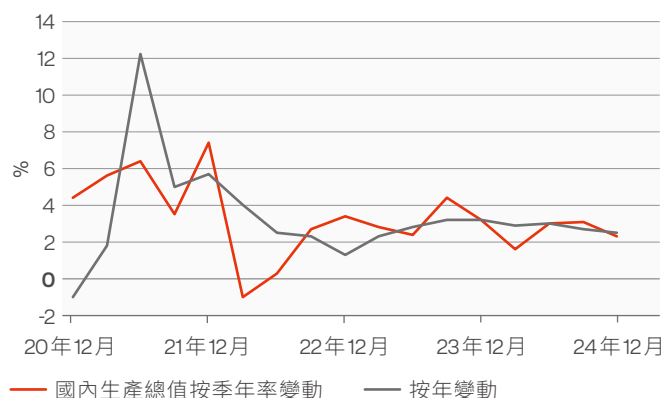
美國經濟展望

美國經濟前景漸趨不明朗

2025年初美國經濟增長動能漸見放緩。2024年第4季美國經濟增長2.4%（按季年率），全年增長則為2.8%，高於趨勢水平。不過，自2025年以來，多個經濟數據顯示美國經濟呈逐步降溫勢頭，特別是消費者信心顯著下挫和新增職位從高位回落，預期私人消費將有所轉弱。此外，美國房地產市場停滯不前，潛在需求因抵押貸款利率高企和關稅導致原材料價格上漲而受壓，令房地產銷售持續低迷。整體而言，美國經濟的下行風險正在增加。

「美國再度強大」政策對經濟的挑戰率先浮現。美國總統特朗普重返白宮後，迅速推動「美國再度強大」的政策議程，其核心包括貿易保護主義、收緊移民政策和削減政府開支，這些舉措正對經濟產生深遠影響。首先，特朗普的關稅措施將直接推高進口價格並削弱消費者購買力，加上其貿易政策不確定性，打擊金融市場和企業投資信心。同時，受影響國家可能採取對等關稅措施，削弱美國出口競爭力並增加企業成本。其次，特朗普政府新成立的「政府效率部門」正全力執行公共開支削減計劃，包括裁減公務員和凍結援助支出，以改善美國政府的財政狀況，但亦可能會對公共服務和就業市場造成負面影響。再者，收緊移民政策或會改變勞工市場結構，驅逐非法移民及限制移民流入可能導致多個行業勞動力短缺，繼而加劇工資上行壓力。上述政策的疊加效應正在增加經濟不確定性，使企業對經濟前景預期轉趨保守。

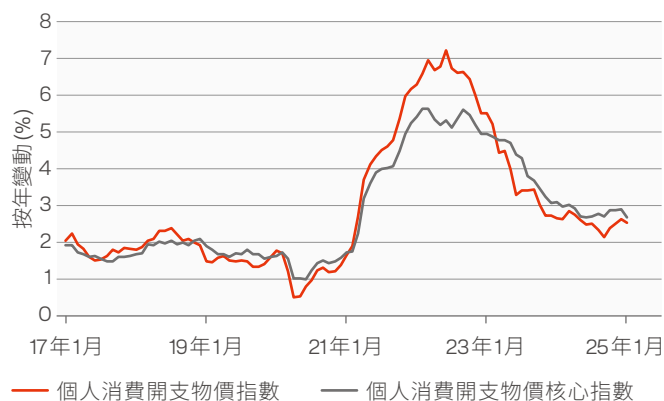
美國國內生產總值增長率



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月29日

通脹壓力未除，美聯儲調整減息步伐。2025年第1季，關稅帶來的價格壓力尚未完全顯現，整體通脹呈橫行走勢，仍高於美聯儲2%的政策目標。服務價格在租金和工資等輸入成本的推動下仍存在黏性，加上企業調查報告顯示原材料和產出價格上升，反映未來通脹風險不容忽視。另一方面，在2024年降息100個基點後，美聯儲提到下一步政策調整將會轉向謹慎，並在今年1月和3月的會議維持利率不變，將聯邦基金利率保持在4.25%至4.50%的區間，我們預計美聯儲將在6月會議才再次減息。3月公布的最新點陣圖顯示，美聯儲預期今年將減息兩次至3.75%至4.00%。同時，美聯儲決定放慢量化緊縮步伐，並指出此舉是維持適當市場流動性的技術性調整。

美國個人消費開支物價指數



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

展望第2季，美國經濟可能會面臨增長放緩與通脹壓力並存的局面，並必須關注其對不同貿易夥伴的評估結果及將會推出何種後續措施，及其對經濟前景和金融市場的影響。然而，美國宏觀經濟的基本面仍具有一定韌性，特朗普政府亦可能推出減稅和放鬆監管的措施，以提振內部的消費和投資需求，以平衡其政策所帶來的不確定性。

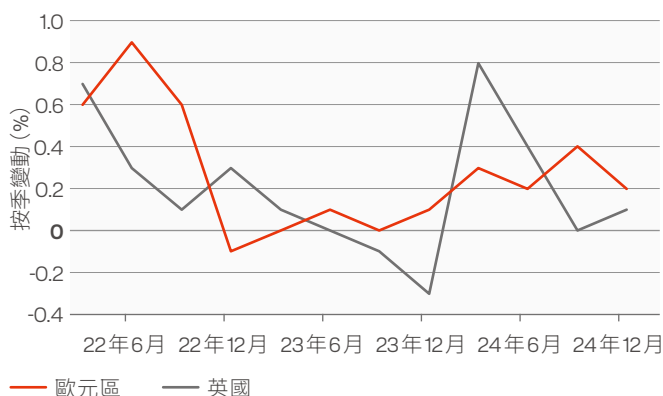


歐洲經濟展望

歐洲將加大投資，抵禦外圍不確定性

歐元區和英國經濟在2025年初輕微擴張。根據今年初的採購經理指數，歐元區經濟活動維持弱復甦態勢，主要受服務業的帶動。歐元區成員國中，西班牙表現相對較好，惟法國經濟活動持續萎縮，拖累了區內整體表現。雖然區內的貨幣政策逐步放寬，降低了企業和家庭的借貸成本，但歐元區整體信貸增長仍顯乏力。然而，工資增長可支持內需增長。英國方面，經濟活動延續溫和擴張，服務業仍是主要增長動力，製造業則維持收縮。

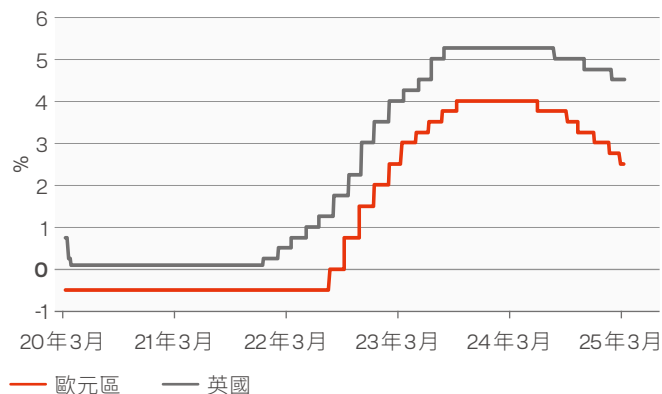
歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

經濟下行風險將促使歐洲央行和英倫銀行進一步減息。歐元區通脹呈有序放緩趨勢，顯示該區短期價格上漲的壓力保持溫和。隨著抗通脹持續取得進展，加上經濟下行風險增加，歐洲央行繼續下調利率，並於3月5日宣布此次周期的第6次減息，把政策利率下調25個基點至2.5%。雖然歐洲央行在會後聲明強調，貨幣緊縮環境已有改善，但考慮到歐元區在通脹受控、增長動力趨緩和美國關稅政策等發展，我們預計歐洲央行未來仍會進一步減息，惟其步伐將可能有所調整。對比歐元區，英國物價呈現較大黏性，近期通脹走勢更有所反覆，主要受交通和食品價格上漲，以及過往工資較快增長仍可能傳導至消費物價之上。不過，英倫銀行亦於2月進一步減息25個基點至4.5%，同時下調了經濟增長預測。在現時利率高企下，我們預計英倫銀行將繼續減息，以避免對經濟造成過大的壓力。

歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

歐洲經濟正面臨巨大的貿易政策不確定性。自3月12日起，美國對所有進口鋼鐵和鋁產品加徵25%關稅，料直接影響價值約260億歐元的歐盟出口。歐盟亦宣布分兩階段實施反制措施：於4月1日對80億歐元的美國商品加徵關稅，於4月中再對另外180億歐元的美國商品加徵關稅。此外，歐洲可能面臨更多特朗普政府的關稅措施，特別是美國一旦向所有貿易夥伴開徵對等關稅，歐洲經濟將難免受到波及。

歐洲多國領導人決定大規模提高國防開支和投資。在3月初，歐盟委員會主席馮德萊恩宣布總額達8,000億歐元的「重新武裝歐洲計劃」，包括向成員國提供1,500億歐元的國防貸款，並提出國防開支應不受歐盟公共開支規則的限制，以及為成員國提供6,500億歐元的財政空間。德國亦建議大幅改變其財政取態，提出建立基礎設施基金、豁免超額國防開支不受債務煞車機制的限制，並為各州政府提供額外財政空間。即使以上倡議一度帶動歐洲國債孳息率上升，但公共投資大幅增加是歐洲重大決策轉變，料可進一步提振市場氣氛、拉動私人投資，並有助抵銷美國貿易政策所帶來的衝擊。



宏觀經濟

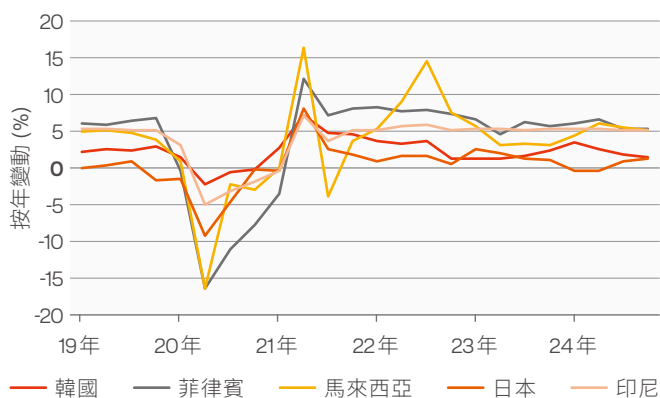
亞洲經濟展望

美國貿易政策勢將為亞洲經濟帶來明顯不確定性

2024年底亞洲經濟保持韌力。在美國新一屆政府上場前，亞洲大部分經濟體於去年底大致維持良好態勢，例如去年第4季日本經濟受惠於民眾收入上升及政府推出財政刺激政策；台灣持續受到人工智能等投資需求的強勁推動；越南增長率更達7.5%以上，新加坡、馬來西亞、印尼及菲律賓等則延續約5%的經濟增速，泰國經濟亦重回3%以上水平。而在今年初的商業調查顯示，亞洲製造業活動保持擴張，生產及新訂單指數顯示供需狀況回升，顯示亞洲製造業尚未顯著受到美國首階段關稅措施的影響。

美國貿易政策具高度不確定性。目前，美國首階段實施的關稅涉及中國、加拿大和墨西哥，貨品種類包括鋼鐵和鋁製品等，尚未對亞洲大部分出口造成直接打擊。可是，美國正對其貿易政策進行全面評估，評估結果料於第2季公布，預期將會推出更多關稅及貿易限制措施，例如對所有進口商品實施全面關稅、推行對等關稅、針對個別經濟體和產品徵收關稅，進一步對中國加徵關稅，甚至要求其他經濟體一同向中國加徵關稅等。美國對越南、台灣、日本、南韓和泰國等亞洲多個經濟體持續錄得龐大的貿易逆差，若美國直接對亞洲經濟體加徵關稅，或進一步提高對中國的關稅稅率，甚至在東盟等地加工的中國商品亦要加徵關稅的話，勢將為亞洲製造和出口企業，以至部分供應鏈及投資帶來顯著不穩定性，故有需要密切關注其未來的事態發展。

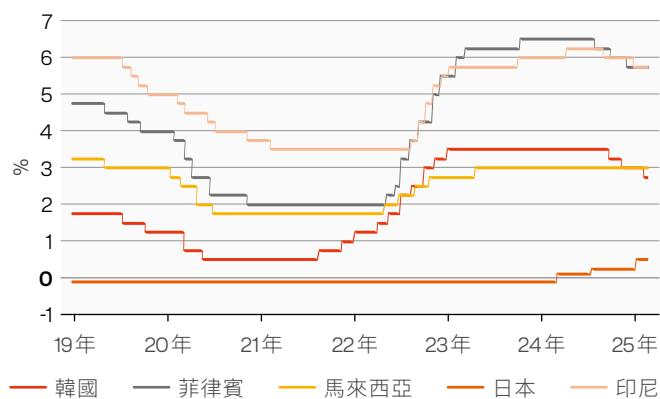
亞洲經濟體的國內生產總值



資料來源：彭博，數據截至2025年3月20日

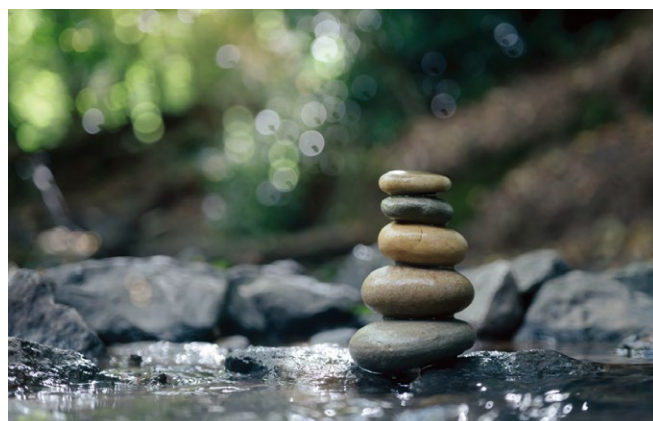
日本與其他亞洲國家的貨幣政策分歧料將持續。在實施多年負利率政策後，日本央行對實現通脹目標的信心增強。日本通脹在近月持續升溫，加上工資保持穩健增長，日本央行上調了2025財年的通脹預測至2.5%，支持該行進一步有序上調政策利率。另一方面，南韓、印尼及泰國等央行在今年首季則宣布下調政策利率，以提振經濟。面對美國貿易政策的高度不確定和環球經濟增長前景趨緩，預期大部分亞洲央行仍將傾向採取寬鬆貨幣政策，但具體的減息步伐和時間則須取決於美聯儲息率走勢、亞洲貨幣匯率表現及當地的經濟和通脹情況。

亞洲經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2025年3月20日

亞洲經濟或須更多的政策支持。美國貿易政策轉向難免會對亞洲地區的製造、投資和出口構成壓力，而亞洲國家的貨幣政策彈性亦可能受制於匯率和資金流向等因素。因此，亞洲地區或須透過增強財政力度促進居民消費、加大對基建、設備及科技投資提升生產力，從而推動內部消費及投資。



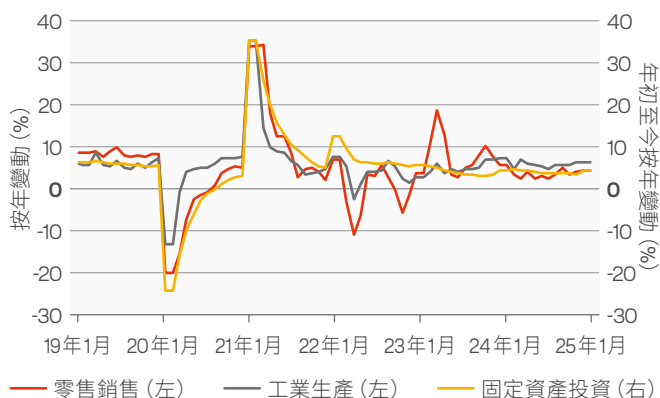
中國內地經濟展望

內地經濟實現良好開局

今年初內地經濟進一步回升向好。在宏觀政策持續發力和內部需求穩固的帶動下，內地經濟在今年首兩個月延續增長勢頭，零售銷售、工業生產和固定資產投資增長均勝預期。其中，工業生產繼續成為經濟增長的主要動力，首兩個月按年增長5.9%，特別是高科技產業取得突破，刺激設備更新和科技轉型等需求。零售銷售總額自去年11月起加快復甦，今年首兩個月按年上升4%，優於去年全年3.5%表現。另外，固定資產投資從去年全年增長3.2%加快至今年首兩個月按年增長4.1%，主要受製造業及基建投資快速增長的帶動。

房地產市場漸見回穩。商品住宅銷售額從去年高達17.6%的跌幅明顯收窄至今年首兩個月按年下跌0.4%。內地將進一步推動房地產市場止跌回穩，透過因城施策、減少限制性措施、推動城中村改造、為地方政府收購存量商品房提供更大自主權、擴闊保障性住房再貸款使用範圍等措施，以釋放住房需求潛力並為市場注入新動力。

內地零售銷售、工業生產及固定資產投資

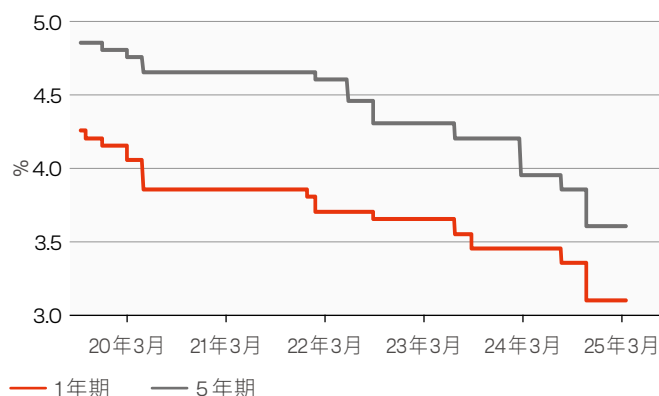


資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

外圍環境仍具高度不確定性。今年2月以來，美國新政府累計對中國進口商品加徵20%關稅，並對所有鋼鋁進口徵收25%關稅。中國亦作出反制措施，包括對美國能源和農產品加徵10%至15%關稅、對部分關鍵金屬實施出口管制措施、以及將部分美國企業納入不可靠實體清單等。美國對中國貿易關係的評估結果將於本季初公布，並不排除推出更多關稅或其他貿易限制措施。外貿政策不確定性上升，將持續困擾內地出口製造業。不過，中美擁有共同利益和合作空間，雙方可能開展貿易談判，讓中美關係從分歧中取得新的平衡。

內地當局推出更有力的政策措施提振內需。今年政府工作報告將經濟增長目標訂於5%左右，內地亦將實施更積極有為的財政政策及適度寬鬆的貨幣政策，包括將財政赤字率從3%上調至4%、增加發行地方專項債5,000億至4.4萬億人民幣、增發超長期特別國債3,000億人民幣至1.3萬億人民幣、以及適時減息降準等，以推動經濟穩步擴張。值得留意的是，全方位擴大內需是今年首要工作任務，近期推出的30條「促消費」政策，涵蓋增加城鄉居民收入、保障消費能力、推動服務消費、以至促進大宗消費更新等多個方面，其中消費品以舊換新的覆蓋範圍持續擴大，補貼規模提升1倍至3,000億人民幣。在出口放緩背景下，預料內需將轉趨穩固，並成為今年經濟增長的核心引擎。

內地貸款市場報價利率



資料來源：彭博，數據截至2025年3月20日



宏觀經濟

香港經濟展望

香港經濟保持平穩增長

繼2024年香港經濟受淨出口推動實現2.5%溫和增長後，我們預期2025年初保持平穩增長。縱使香港經濟前景受到美國新政府的貿易政策和其他限制所帶來的不確定性困擾，但多項正面因素有助抵銷外圍不確定性的部分影響。當中包括，中國內地加大政策支持，經濟有望平穩發展；新一輪內地創新科技熱潮深受投資者追捧，推動股市回升；環球息率進一步向下；香港特區政府《財政預算案》提出多方面強化經濟競爭力措施，以及香港經濟基本面穩定等，香港特區政府預計今年經濟增長將達2%至3%之間。

香港實質經濟增長



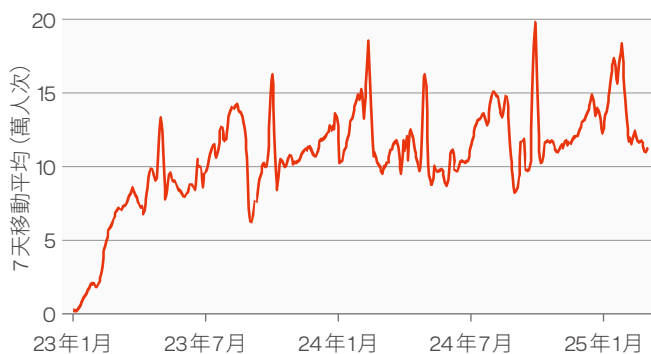
資料來源：香港政府統計處，數據截至2025年3月20日

香港特區政府的《財政預算案》對未來發展提出了全面計劃，包括開拓經濟新增長點和提升優勢產業，不單投放大量資源於北部都會區和創新科技領域的發展，亦進一步推進人民幣國際化及粵港澳大灣區建設等措施，以加強香港的長期經濟競爭力。同時，香港特區政府提出強化財政整合計劃，將嚴控開支增長和減少經常性開支，並通過擴大收入來源和增加發債來提高財政收入，有序實現財政整合。

旅遊業料將進一步復甦。香港旅遊發展局預測今年訪港旅客人次將達到4,900萬，較2024年的4,450萬增加10%。最新落成啟用的啟德體育園是香港最大的體育基礎設施，提供可容納5萬人的體育活動場地。此外，香港將陸續舉辦一系列盛事活動，有助提升香港作為首選旅遊目的地的吸引力，旅遊業料可成為推動今年香港經濟增長的一大動力。

香港旅客數字

每日入境人次



資料來源：彭博，數據截至2025年3月20日

香港股票市場轉趨暢旺。自2024年9月內地當局持續加大政策力度，強調穩經濟、促消費及促進資產市場回穩，市場逐漸看好內地經濟前景，並提振了對香港股市的信心。今年1月下旬，內地人工智能企業深度求索 (DeepSeek) 發布新一代人工智能系統，其技術突破大大提升了市場對內地經濟高質量發展的信心，進一步刺激南向資金流入和海外資金回流，令港股表現轉好。隨著金融活動轉趨活躍及財富效應出現，料將支持香港經濟表現。

樓市方面，住宅價格在低位整固，租金指數則因人才流入和就業市場穩定而持續上升。在租金穩步向上、政策支持和環球減息周期延續，有望帶動按揭利率回落，預期香港樓市可望逐步築底回穩。

住宅售價及租金指數

2010年1月為基數100



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2025年3月20日

厚積薄發

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 陳偉聰

東亞聯豐投資團隊



股票

厚積薄發

本章摘要：

- 各指數表現差異及行業分類指數分析皆未能解釋美股走勢轉弱
- 股票風險溢價、油金價格比例及滯脹風險皆顯示美股將繼續承壓
- 行業盈利預測顯示美股下半年將受惠盈利增長而出現反彈
- 標普500指數本季預測區間為5,638點至6,544點，波幅較大與不確定性偏高有關
- 特朗普執政百日分析中，反映多元分散投資較過去更顯重要

上季標題是《一騎絕塵》。美國總統特朗普在上一屆任期的首年，美股表現強勁，歐洲及亞太區股市皆明顯走高，預計今年各股市走勢將有類似趨勢。當時透過財赤、減息預測、企業盈利預測等7個不同角度作出分析，預測在共和黨掌控總統和參眾議院的「紅色浪潮」下，美股各板塊在今天的走勢。結果顯示，醫療護理、非必需品、科技、物料及工業板塊表現料將較佳。

我們亦預測標普500指數在今年首季的目標水平約6,200點，但潛在下跌空間近一成。至於歐洲市場，德、法及英國股市在特朗普執政首年料將表現不俗，惟通脹惡化及持續減息將不利股市。同時須注意歐斯托克50指數中，各行業的盈利預測分歧頗大，暗示各行業走勢料將南轅北轍。過去預測與現今結果大致若若。

本季標題是《厚積薄發》。全球資金流向反映特朗普就職後市場避險情緒升溫，投資風險的來源罕有地集中在美股。基本面分析顯示，美股各大指數表現及各行業分類指數表現出現分歧，均反映美股整體走勢未見轉弱，近期指數出現調整主要是資金在行業間快速輪動，導致權重股份承壓。年內各行業的按季盈利預測未受近期指數調整影響，下半年美股整體有可能出現反彈。

然而，股票風險溢價近10年來首次出現負值，對美股走勢不利。傳統上，原油與黃金價格比例下降，往往暗示美國經濟衰退的機率增加，同樣不利美股。若滯脹出現，美股將變得非常波動，雖然目前出現機率仍偏低，但未雨綢繆為上策。特朗普執政百日對美股影響的參考性不高，但以多元分散投資應對未來市場的不確定性，較過去更顯重要。

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

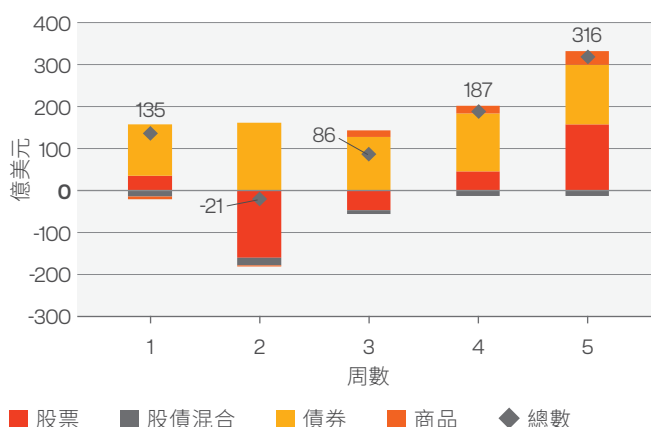
資金流向：全球投資風險源自美股

截至香港時間3月11日，標普500指數及納指100在今年暫分別錄得近5%及10%的跌幅，充分反映特朗普在內政及外交策略所造成的「衝擊波」正對美股構成壓力，甚至有蔓延至全球股市的跡象，例如日股年內下跌近9%。

《宏觀策略》中分析，短期內在美國民意支持下，特朗普的政治氣焰將會更盛，加劇全球不穩定性，令股市變得更加波動。在此重申上季分析，在特朗普執政首年，美股將在大幅波動中走高。回顧去年7月美股各指數的走勢，當時我們預測美股將有約10%的調整，而非掉頭向下的逆轉走勢，與現市況相當吻合。因此，目前是分段吸納優質股份，並持有至下半年的好時機。

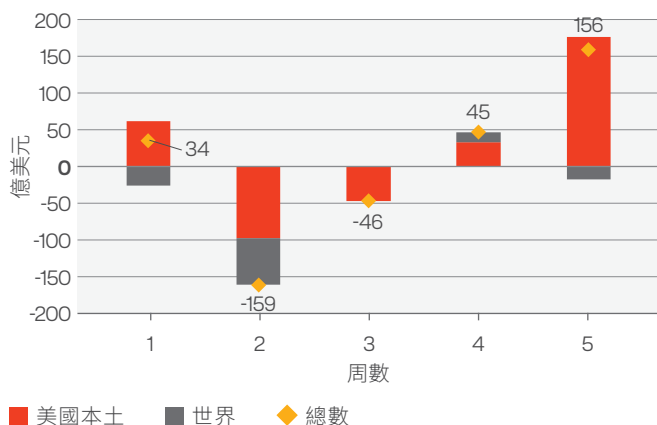
特朗普就職後的全球資金流向，揭露出投資者心態變化的端倪。根據美國投資公司協會 (ICI) 提供由今年1月29日至2月26日 (共5周) 的所有美國註冊基金資金流數據顯示，期內共有703億 (美元，下同) 流入，當中債券基金淨流入佔比高達98%，商品基金及股票基金分別錄得8%及4%的流入，股債混合基金則有10%淨流出。數據顯示，特朗普回歸令全球不確定性上升，投資者普遍採避險策略 (詳情可參閱《債券》章節內容)。

美國註冊基金每周資金流向：所有類別



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2025年1月29日至2月26日

美國註冊基金每周資金流向：股票



資料來源：美國投資公司協會，數據自2025年1月29日至2月26日

股票基金的資金流呈現「先低後高」走勢，期內首3周累計流出171億，但最後兩周卻錄得202億流入，最終淨流入約31億。從股票基金內的「美國本土」及「世界」分類數據來看，結果顯示主要波動來自美股。美股基金在首3周錄得83億流出，但隨後兩周出現急速逆轉，淨流入206億。上述數據顯示，股票的波動性在所有資產類別中最大，而美股更是波動的核心。與近年情況相比，今天美股成為全球投資市場的「震央」，實屬罕見。

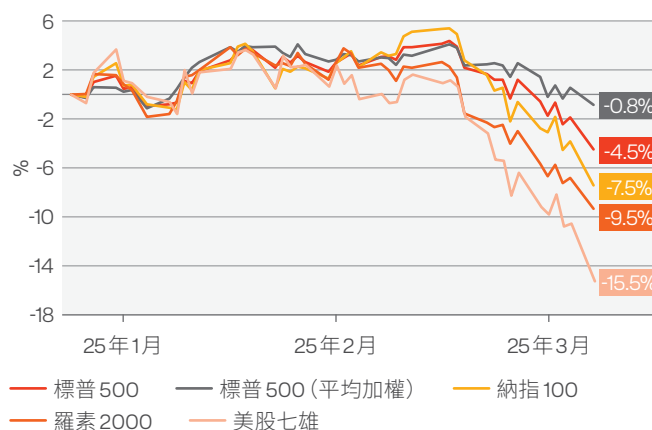


基本分析：美股下半年或出現反彈

根據上季對標普500指數的預測，指數料升至6,178點後遇阻力。而根據第1季每股盈利增長及近3年平均預測市盈率推算，上季的潛在跌幅料有近1成，回調的目標水平應為5,420點，當時曾呼籲投資者應留意風險管理。最終，市場走勢與本章節的預測非常吻合。

特朗普就職後，華爾街多位市場專家皆憂慮美股估值高處不勝寒，任何突發事件都有可能引發大規模調整^{1,2}。截至3月11日，美股各主要指數年內皆錄得跌幅，而各指數及行業表現的差異，正反映出當前弱勢的核心所在。

美股各主要股票指數年內表現



資料來源：彭博，數據截至2025年3月10日

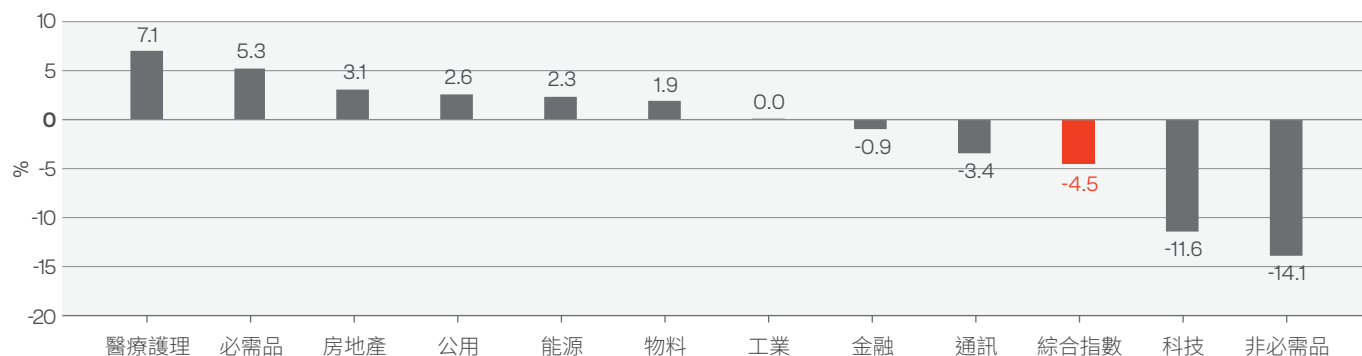
比較代表大型企業的標普500指數及代表中小企業的羅素2000指數，截至3月10日，年內表現分別報負4.5%及負9.5%，結果顯示「特朗普式風暴」下，資金偏愛大型企業。另外，標普500指數與其平均加權指數的表現分別報負4.5%及0.8%，反映科技股等權重較高的板塊對指數走勢有一定程度的影響。納指100同期跌7.5%，進一步證明科技股弱勢正拖累美股整體表現。至於追蹤科技股中最大影響力的7隻巨企的「美股七雄」指數，跌幅更高達15.5%，結果進一步解釋科技股是跌市的元兇。

¹ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2025/01/22/jamie-dimon-us-stock-market-inflated.html>

² 見財富網站，<https://fortune.com/2025/03/05/warren-buffett-stock-market-bubble-territory/>

股票

標普 500 各行業指數之年內表現

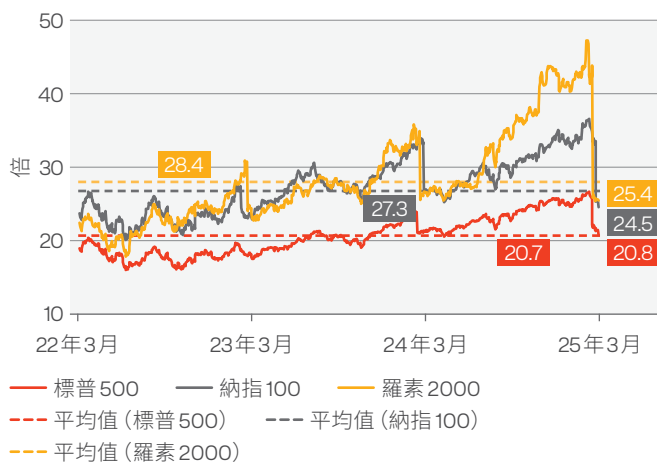


資料來源：彭博，數據截至2025年3月10日

觀察標普500行業分類指數截至3月10日的年內表現，11項行業分類指數中，只有科技及非必需品兩項的表現跑輸綜合指數，顯示今次跌勢集中在特定板塊。有6項行業分類錄得正回報，意味美股並非全面崩盤。回顧上季分析，醫療護理、物料及工業將受惠於特朗普政策，今天表現更勝其他行業已屬意料中事。這次結果顯示，美股近期的調整與行業間資金輪動有關，而不是美股整體轉勢走弱。

去年美股屢創新高，市場普遍認為近期的跌市主因是估值偏高。然而，分析過去3年標普500指數、納指100及羅素2000指數的預測市盈率變化，3項指數現分別為20.8倍、24.5倍及25.4倍，各較高位下跌約22%、33%及46%。其中，納指100及羅素2000指數較過去3年均值低10%及11%，而標普500指數則與3年均值10.8倍相若。隨著近期調整後，估值偏高已不復存在，各指數的估值已回歸至相對合理的範圍。

美股各主要股票指數之預測市盈率及其過去3年平均值



資料來源：彭博，數據截至2025年3月10日



近期的調整會否令各分析員調整對標普500指數及其行業分類指數的盈利預測？以今年第1季與去年第4季的盈利預測相比，只有非必需品行業出現輕微下調，其餘行業的盈利預測均沒有改變。結果顯示，縱使特朗普的政策如何挑戰三觀，都未有改變全球分析員對美股今年盈利的信心，尤其是下半年料盈利出現雙位數增長的行業數量明顯增加。綜合而言，本季美股料仍將承壓，但在盈利增長帶動下，下半年或出現明顯反彈。整體數據表列如下：

分析員在今年第1季對標普 500 指數各季的盈利預測 (%)						與去年第 4 季的變化比較 (%)					
指數	第 1 季	第 2 季	第 3 季	第 4 季	平均	指數	第 1 季	第 2 季	第 3 季	第 4 季	平均
綜合指數	6.50	10.19	13.52	11.86	10.52	綜合指數	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
行業	第 1 季	第 2 季	第 3 季	第 4 季	平均	行業	第 1 季	第 2 季	第 3 季	第 4 季	平均
科技	14.53	18.82	29.87	17.90	20.28	科技	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
醫療護理	35.76	9.99	13.17	16.42	18.84	醫療護理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
工業	2.38	4.82	22.27	22.32	12.95	工業	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
通訊	5.71	30.17	4.43	6.63	11.74	通訊	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融	0.01	8.48	9.93	4.53	5.74	金融	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公用	7.62	3.41	0.82	10.59	5.61	公用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
物料	-11.80	-0.85	13.04	18.39	4.70	物料	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非必需品	-0.53	2.77	6.67	6.40	3.83	非必需品	0.02	-0.07	-0.06	-0.07	-0.04
房地產	1.83	3.32	7.98	1.75	3.72	房地產	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
能源	-12.17	-7.53	10.06	19.63	2.50	能源	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
必需品	-7.32	1.80	3.28	5.75	0.88	必需品	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

資料來源：彭博，數據截至 2025 年 3 月 10 日

標普 500 指數走勢預測方面，根據未來 4 季指數的盈利增長預測，取其平均值及最高值作為標的，並以截至 3 月 18 日的每股盈利約 246.26 美元為基礎，推算未來的每股盈利，再以近 1 年及 3 年的平均預測市盈率 23.47 倍及 20.69 倍來推算，得出本季標普 500 指數的波動區間介乎 5,638 點至 6,544 點，高低波幅相差近 900 點與未來不確定性料將較高有關。

此外，套用今年第 2 季每股盈利增長預期 10.19% 及近 3 年平均預測市盈率再計算一次，其目標水平應為 5,614 點，較

3 月 18 日收市報約 5,675 點只差 61 點，料此水平是標普 500 指數的技術支持位置。因此，我們預期經過今次調整後，美股料較大機會將再現升浪，惟投資者仍應注意風險管理。

從基本分析顯示，美股調整有其必要性，但未有扭轉整體向好的勢頭。參考特朗普上屆的經驗，相信他最終都能平息內政及外交的紛爭，美國經濟走弱只屬暫時性。配合行業資金輪動及盈利預測等分析，我們預期美股在下半年將出現反彈，本季若出現調整，將是吸納優質股份作中長線投資的好機會。

股票

情境分析：美國經濟下滑勢成焦點

除了基本因素分析，以下將透過風險溢價、原油與黃金價格比例及滯脹或「類滯脹」共3個不同情境進行分析，進一步推測美股走勢。

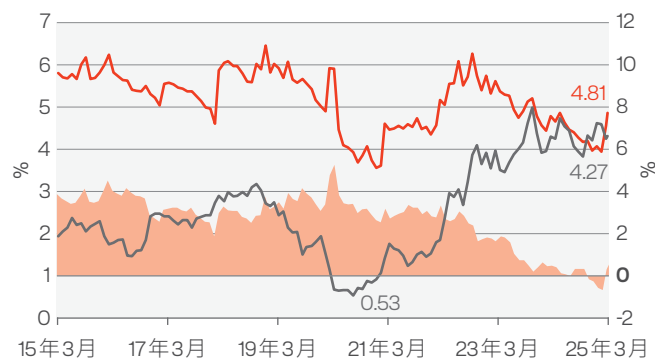
風險溢價：低溢價將不利美股

傳統上，美國國債被視為無風險的投資，投資者深信美國政府必定能贖回債券。在此假設下，美國國債收益率便是無風險的回報。至於投資股票，其實是投資該公司的盈利能力，當中的股票收益率指一間公司每股盈利與當時股價的比例，其收益率便是現價買入該股票的報酬。最後，把股票收益率減去國債收益率，差額便是投資於股票時須面對額外風險的補償性回報，簡稱股票風險溢價。

以標普500指數代表美股，美國10年國債代表無風險債券，以過去10年兩者按月的收益率差額（即「股票風險溢價」）作分析。結果顯示，美股收益率及美債收益率的平均值約5.1%及2.5%，即兩者差額平均約2.6%。此數值可視為過去投資於美股須承受的額外風險，故需要約2.6%的額外回報作補償。期內，風險溢價在2020年3月曾達最高的5.2%，當時美債收益率低見0.53%。往後，風險溢價便持續下跌，直至去年10月，風險溢價首次出現負值，即投資於無風險美債的回報較有風險的美股更高，顯示在考慮風險與回報後，投資者不宜投資美股，主因是當時指數的盈利增長率遠遠落後於屢創新高的標普500指數，令股票收益率急挫。

截至3月12日，雖然風險溢價已回升至正數，但僅得0.54%，明顯低於過去10年平均值。若未來有任何突發事件，例如特朗普政策帶來的不確定性及經濟增長放緩等，皆會引發資金撤出美股，轉為流入美債以平衡總體收益率，這亦是上季美股因經濟下滑憂慮而大幅下挫的箇中原因。根據標普500指數及其各行業分類的盈利增長預測，當指數經歷一定程度的調整後，美股的股票風險溢價將有望逐步回升至10年平均值，屆時美股走勢才會逐步轉穩。

美國股市及債市的收益率及其溢價



—— 標普500指數盈利收益率(左)
—— 美國10年期國債收益率(左) ■ 美股風險溢價(右)

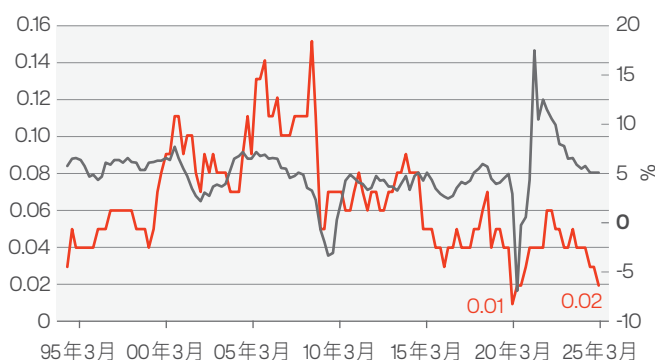
資料來源：彭博，數據截至2025年3月12日

油金價格比例：比例下滑正壓抑美股

原油與黃金價格的比例（以下簡稱「油金價格比例」）是一項傳統的分析指標。一般來說，油價下跌源於供過於求，預視經濟不景。至於黃金是沒有利息兌付，當投資者願意放棄利息而增持黃金，傳統上與避險情緒升溫有關。因此，當油金價格比例持續下滑時，通常意味投資者對未來投資前景信心下降。

參考過去30年的按季數據，油金價格比例與美國按年GDP的相關係數高見70%，反映油金價格比例下跌時，美國經濟出現下滑的機會較高。截至3月12日，油金價格比例為0.02，較過去30年最低點0.01，僅一步之遙，暗示美國GDP短期內好大機會下跌，結果與《宏觀政策》內分析相似。將此分析套用在標普500指數，油金價格比例與標普500指數的相關係數約58%。雖然未如與GDP般明顯，但仍屬較高水平，顯示油金價格比例下跌可能為美股增添壓力。

布蘭特原油與黃金價格比例及美國按年GDP



—— 布蘭特原油與黃金價格之比例(左) —— 美國按年GDP(右)

資料來源：彭博，數據截至2025年3月12日

為進一步分析油金價格比例下跌對美股的影響，先以 GDP 首 25 百分位分數（即 3.6%）作門檻，共篩選出 7 個案例，且全部都在千禧年後出現。再分析該 7 個案例其時的標普 500 指數表現，結果顯示總平均值是 0%，但標準差與峰谷值分別高見 11.1% 及 42.6%，反映指數在大幅波動下回報持平。

進一步將分析區間細分為「維持 4 個季度或以上」及「維持 4 個季度或以下」，結果顯示兩者平均回報相若，但後者的標準差與峰谷值明顯較低，顯示油金價格比例下降維持時間愈長，市場波動率愈高。

再收窄分析範圍，以上案例再加上油金價格比例中首 25 百分位分數（即 0.04）作門檻，以便更切實反映當前狀況，符合所有條件僅有 2015 年及 2020 年。油金價格比例下滑平均維持 5 個季度，標普 500 指數平均回報約 3.2%，平均標準差及峰谷值分別約 11% 及 26.7%。與「維持 4 個季度或以上」的結果相近，反映比例水平對美股的影響力不彰。

綜合而言，油金價格比例與美國經濟走勢相若，現水平油金價格比例偏低，暗示美國經濟將趨向疲弱，料將對美股構成壓力。然而，就算油金價格比例再走低，其對美股帶來的額外下行風險料有限（同樣分析將套用在《債券》章節）。整體數據如下：

年份	指標 (%)				
整體數據	平均值	標準差	最大值	最小值	峰谷值
	0.0	11.1	20.0	-22.6	42.5
維持 4 個季度或以上之年份					
2001 年	-2.6	11.4	10.3	-15.0	25.3
2008 年	-1.7	12.8	15.2	-22.6	37.8
2015 年	1.5	4.5	6.5	-6.9	13.4
2020 年	5.0	17.4	20.0	-20.0	40.0
平均值	0.5	11.5	13.0	-16.1	29.1
維持 4 個季度以下之年份					
2011 年	-1.6	18.0	11.2	-14.3	25.5
2013 年	2.4	2.4	2.4	2.4	0.0
2014 年	1.3	1.3	1.3	1.3	0.0
平均值	0.7	7.2	4.9	-3.6	8.5

資料來源：彭博，數據擷取於 2025 年 3 月 12 日

滯脹風險：未雨綢繆為上策

本章節早在上季已就特朗普就職後滯脹的風險將會增加作分析，在此不再贅述。根據本季《宏觀策略》的分析，應用在標普 500 指數、納指 100 及羅素 2000 指數作基礎分析。滯脹案例的按季數據如下：

季度	經濟數據 (%)		按季表現 (%)		
	按年 CPI	按年 GDP	標普 500 指數	納指 100	羅素 2000 指數
1980 年第 2 季	14.4	-0.8	11.9	N/A	19.1
1980 年第 3 季	12.6	-1.6	9.8	N/A	21.7
1982 年第 1 季	6.8	-2.2	-8.6	N/A	-10.1
1982 年第 2 季	7.1	-1.0	-2.1	N/A	-2.3
1982 年第 3 季	5.0	-2.6	9.9	N/A	9.5
1982 年第 4 季	3.8	-1.4	16.8	N/A	25.5
1991 年第 1 季	4.9	-1.0	13.6	32.1	29.2
1991 年第 2 季	4.7	-0.5	-1.1	-4.0	-2.0
1991 年第 3 季	3.4	-0.1	4.5	13.1	7.7
2008 年第 4 季	0.1	-2.5	-22.6	-24.0	-26.5
2020 年第 2 季	0.6	-7.5	20.0	30.0	25.0
2020 年第 3 季	1.4	-1.4	8.5	12.4	4.6
2020 年第 4 季	1.4	-1.0	11.7	12.9	31.0
平均回報			5.6	10.3	10.2
標準差			11.6	19.4	17.2
峰谷值			42.5	56.1	57.5

資料來源：彭博，數據擷取於 2025 年 3 月 12 日

股票

由於數據所限，只能分析近 40 年數據。結果顯示，滯脹曾在 13 個季度中出現，佔總季數約 7%，反映滯脹屬罕見情況。在滯脹出現時，3 大指數出現按季負回報佔比分別為 31%、15% 及 31%，反映滯脹亦非完全不利美股。平均回報方面，標普 500 指數約 5.6%，納指 100 及羅素 2000 指數卻有近 10%。歷史數據反映，回報高，風險當然偏高，納指 100 及羅素 2000 指數的標準差分別為高雙位數，而峰谷值更差不多接近 60%，反映滯脹期間兩大指數表現非常波動。標普 500 指數情況不遑多讓，標準差及峰谷值分別約 12% 及 43%，相比只有 5% 的平均回報，顯示投資於標普 500 指數的性價比偏低。



在《宏觀策略》的章節中，曾將符合「按年CPI除以GDP的比例高於1」及「聯邦利率高於當時按年CPI」兩項條件定義為「類滯脹」。在「類滯脹」的環境下，美股各指數表現差異頗大。3大指數的平均回報相若，都只是低單位數的升跌。不過，納指100的標準差明顯高於另外兩個指數。當「類滯脹」維持的季數愈長，指數的波動普遍愈大，唯羅素2000指數的標準差在維持季數上差距不大。峰谷值的分歧最大，納指100整體上高見約71%，就算「類滯脹」最短期數的一次，峰谷值亦達20.3%，遠高於標普500指數的6.7%。整體數據如下：

指標	期內表現 (%)		
	整體數據	最長案例	最短案例
標普 500 指數			
平均值	2.2	2.5	5.6
標準差	7.0	7.6	3.4
最大值	20.5	9.8	8.8
最小值	-15.0	-14.5	2.1
峰谷值	35.4	24.3	6.7
納指 100			
平均值	2.6	2.0	5.8
標準差	13.6	12.3	8.4
最大值	35.0	13.3	20.3
最小值	-36.2	-25.7	0.0
峰谷值	71.1	39.0	20.3
羅素 2000 指數			
平均值	2.4	-0.8	7.2
標準差	9.4	10.1	7.4
最大值	23.8	7.3	16.7
最小值	-24.9	-24.9	0.0
峰谷值	48.8	32.2	16.7

資料來源：彭博，數據擷取於 2025 年 3 月 12 日

綜合而言，不論滯脹或是「類滯脹」，對美股各指數的平均回報影響不似預計般大，但標準差及峰谷值則偏高，顯示在滯脹或是「類滯脹」時，各指數的波動率高企，反映當時投資者對訊息變化非常敏感，導致資金流動迅速。特朗普的政策及全球多極化的影響下，美國經濟下滑絕非杞人憂天，加上關稅令通脹高踞不下，滯脹的陰霾不脛而走，投資者應未雨綢繆，為本季出現滯脹的風險做好準備。

「執政百日」：多層分散式投資更顯重要

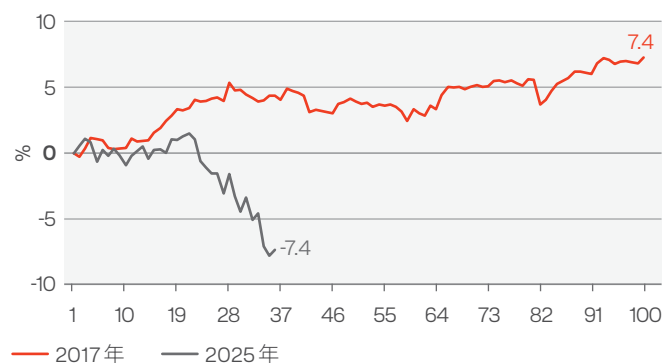
在《宏觀策略》章節中，從不同角度分析特朗普執政首100天，並與他上屆執政時的做法比對。結果顯示，各類資產在所難免出現較大波動。

以特朗普上屆執政首100天時，標普500指數、納指100及羅素200指數的走勢與今屆相比，各指數走勢與上屆大相逕庭。標普500指數和納指100指數在特朗普執政後首23天，升幅大致與上屆同步，但走勢及後急轉直下，轉捩點是中國人工智能公司深度求索 (DeepSeek) 橫空出世，提供效能強大且廉價的大型語言模型，一夕之間為科技產業投下震撼彈，引發去年美股領頭羊的「美股七雄」指數急挫，加上炒作特朗普大刀闊斧削減政府開支等政策可能觸發經濟衰退，3大指數表現急轉直下。

雖然上屆數據對本屆走勢的參考性或不高，但細心分析今天拖累美股走勢的因素，包括炒作因貿易戰導致美國經濟衰退或滯脹，惟美國經濟數據至今未見大幅走弱。至於「美股七雄」的下挫，相信與估值偏高及過於樂觀的盈利預測有關，並利用DeepSeek為藉口，趁機套現或平衡投資組合才是背後的真正目的。

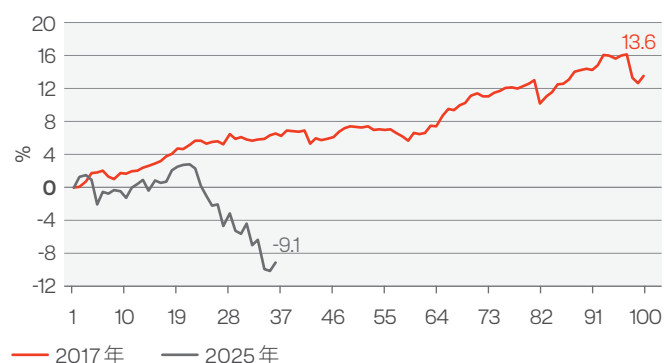
最後，若今天才頓悟全球投資風險源於特朗普以「美國優先」來重塑世界秩序的投資者，實與市場嚴重脫節。我們相信美股只屬調整而非走勢逆轉，特朗普執政初期美股出現大波動是預期之內，因此未來股票組合中多元分散配置將非常重要。

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
標普500指數



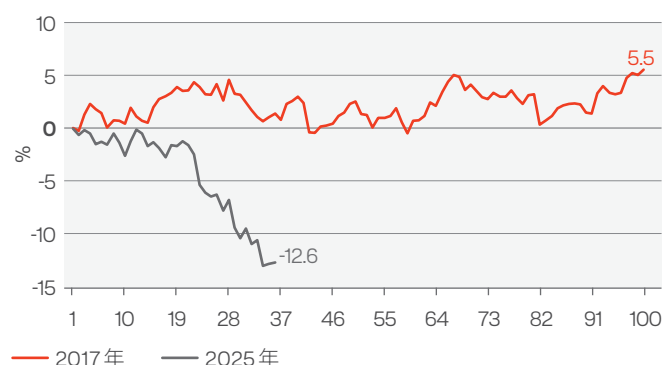
資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月11日及2025年1月20日至3月12日（因今屆尚未執政達100個交易日，故數據截至首36個交易日）

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
納指100



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月11日及2025年1月20日至3月12日（因今屆尚未執政達100個交易日，故數據截至首36個交易日）

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
羅素2000指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月11日及2025年1月20日至3月12日（因今屆尚未執政達100個交易日，故數據截至首36個交易日）

股票

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 陳偉聰

香港及內地股市展望：意猶未盡

本章摘要：

- 隨內地經濟轉好、政策寬鬆、國產AI技術突破，中港股市有望再創年內新高
- 宏觀政策和企業層面的多重利好因素下，對內地AI相關科技企業維持樂觀看法
- 去年起支撐中港股市的政策行情或告一段落，後市將更取決於企業的基本因素
- 投資者在加倉中港股票時須提防關稅仍未見頂和美國對中國高科技產業施壓
- 我們將恒指預測市盈率目標由10.8倍上調至11.3倍，並上調恒指2025年目標價至26,000點

上季的主題為《兵來將擋》，意謂中港股市即使面對美國新任總統特朗普加徵關稅的挑戰，但最終也可安然無恙，恒生指數的估值修復行情可望延續。如今回顧，結果可謂有過之而無不及，港股在過去3個月的漲勢較預期來得更強勁，年初訂下的2025年恒指目標已提前達標。

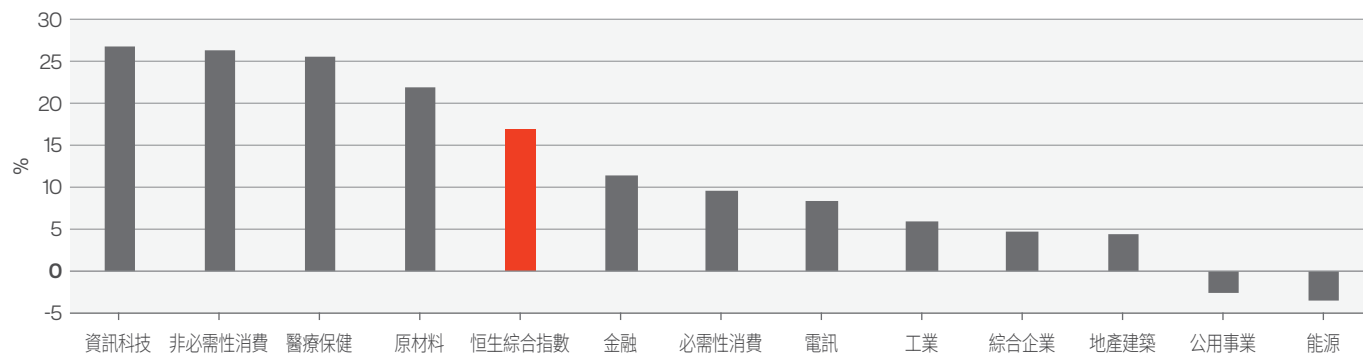
今年1月上旬，特朗普預告於就職後對中國進口商品加徵關稅，加上美國國防部將多家中國企業列入「涉軍企業」黑名單，一度對市場風險胃納造成擾動，拖累恒指下跌至季內最低的18,671點。不過，隨後國家發改委意外提前推出新一輪消費品「以舊換新」政策，中證監亦發布《關於推動中長期資金入市工作的實施方案》，在一系列政策刺激下，港股展開絕地反擊，在短短兩周內成功收復20,000點大關。

及至2月初，特朗普落實向中國貨品加徵10%關稅，惟幅度尚算溫和，未對大市造成重大衝擊。更關鍵的是，國內初創科企深度求索(DeepSeek)強勢崛起，其主打的開源、低訓練成本和高效能的人工智能(AI)大模型，霎時顛覆全球對AI的傳統認知。市場預期中國AI應用的滲透率可望迅速提升，觸發環球資金從美國科技股大舉轉投中資AI概念股。此外，中央於兩會期間不僅在財政和貨幣政策層面兌現了市場就擴內需、穩增長的期望，更高調支持創科和AI產業發展。在權重科技股帶動下，恒生指數在2月上旬至3月中旬的表現勢不可擋，最大升幅達33%，並一度觸及3年新高24,874點。由於缺乏重磅科網股領頭，中國內地A股期內表現較港股略遜一籌，截至3月27日，恒指及滬深300指數在季內的回報分別為正17.5%及負0.1%。

港股板塊表現方面，恒生綜合指數內的資訊科技、非必需消費及原材料均錄得超過兩成的升幅，跑贏指數5至10個百分點不等。而公用事業及能源則要逆市向下，分別下跌近3%至約4%。至於上季建議重點關注的板塊，當中評為「看好」的內地消費股整體表現不俗，尤其是智能手機及新能源車股；同樣評為「看好」的內地公用股雖錄得升幅，惟表現不及增長股亮眼；評為「審慎樂觀」的內地互聯網平台則屬AI熱潮下的大贏家，多隻股份均收獲超額回報；同樣評為「審慎樂觀」的本港及國際金融板塊亦成功跑贏大市。

本季題為《意猶未盡》，象徵中港股市短期可能會因為美國的關稅威脅升級而出現適度回吐。不過，隨著國內經濟表現漸入佳境，寬鬆政策方向未變。加上國產AI技術突破令外資刮目相看，故自首季開展的升浪可望持續，期待後市再創高峰。

2025年第1季恒生綜合指數各行業表現



資料來源：彭博，數據截至2025年3月27日

國策不遺餘力推動創科，AI企業加速變現可期

隨著DeepSeek大模型橫空出世，憑藉其開源、低成本、高效能的獨特優勢，引發全球投資者重新關注中國AI產業鏈的投資價值，帶動半導體、大模型開發、雲計算、數據中心、互聯網平台等相關股份出現估值重估。年初至今（截至3月27日）港股市場氣勢如虹，尤其是恒生科技指數飆升25%，AI概念股貢獻功不可沒。儘管個別股份因技術性超買出現短期調整，但從中期來看，我們對內地AI相關科技企業維持樂觀看法，主要基於宏觀政策和企業層面的多重利好。

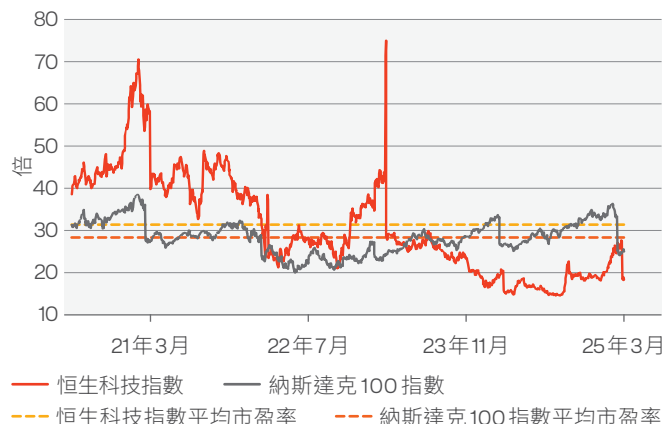
宏觀政策方面，今年中國的《政府工作報告》提出大力推動創新科技產業發展，支持AI大模型廣泛應用，加速開拓AI手機和電腦、AI機器人、智能網聯新能源車、具身智能等領域。更關鍵的是，「科技」一詞在報告中出現29次，為歷年最多，僅次於「消費」的32次，突顯高科技及AI發展的策略優先地位。兩會期間，發改委和人民銀行等部門亦公布了一連串便利創科企業的融資措施，包括設立規模達1萬億人民幣的創投引導基金、新增債券市場的科技板等，並鼓勵國內優質科企來港上市。可以預期，中央將繼續不遺餘力引導民間和海外資本進入新興高科技產業，加大對關鍵技術研發的投入，加快釋放創科企業的潛在價值。此外，2月份中央曾召開一場高規格的民營企業家座談會，多位來自半導體、通訊、AI大模型開發、新能源車、機器人等新興行業的民營巨企創辦人均獲邀出席，即使會後未有透露具體細節內容，惟無疑向市場釋放出科技龍頭民企已重新獲中央領導層高度信任的強烈訊號，顯示數年前的監管陰霾已經消散。展望未來數月，我們相信各地方政府將陸續發布關於AI產業的具體行動方案，重點聚焦於芯片研發、算力建設、AI應用落地等範疇，若相關預算補助金額或計劃進度目標設定得更加進取，將進一步推動科技板塊估值修復行情。

企業層面來說，自DeepSeek開源基礎大模型面世後，國內不少雲計算科企宣布接入，個別公司更因此大舉強化其自研大模型，在訓練和推理成本大幅降低下，AI應用範疇可望趨向普及化，有助提升相關科技企業的變現能力。在剛過去的企業全年業績發布期間，市場對科網股的關注點已由季度營收、盈利或股份回購指引等傳統指標，轉向企業未來在AI領域的資本開支、大模型更新迭代、應用層面、商業化模式等。多家科網龍頭企業在業績發布會上不僅提及加大AI相關的資本投資，也詳盡描繪出AI的潛在應用場景，例如電商、視頻直播、社交媒體、智能駕駛、手機電腦、機器人等等。雖然在龐大投資期初段，科技企業難免會面臨利潤率受壓、現金流消耗，以及派息和股份回購的增長空間受限等問題，但參考過去兩年美股市場的

經驗，投資者更傾向在早期階段押注在AI軍備競賽中願意大舉投入和能夠描繪出長遠增長軌跡的企業。在估值倍數膨脹驅動下，該類股份表現一枝獨秀，反而偏重自由現金流、股東回報等指標的股票，則相形見拙。

過去兩個月中資AI概念股已累積不少升幅，短線出現回調整固不足為奇，但按估值而論，目前恒生科技指數的未來12個月預測市盈率僅為18.6倍，仍遠低於自2020年指數推出以來的平均值31倍，若跟美股納斯達克100指數的估值比較，更有約30%折讓，幅度遠高於過去5年平均值。更重要的是，由於港股較A股有更多的龍頭科技股，刺激內地資金通過「港股通」流入港股市場，截至3月27日，年內「港股通」的日均淨流入78億港元，較去年全年日均淨流入急增1.2倍。因此，我們相信本輪AI估值重估行情有餘未盡，年內有望再創高峰。在整個產業鏈中，我們較看好大型雲企業、軟件應用、智能駕駛供應鏈、智能手機供應鏈等細分領域。

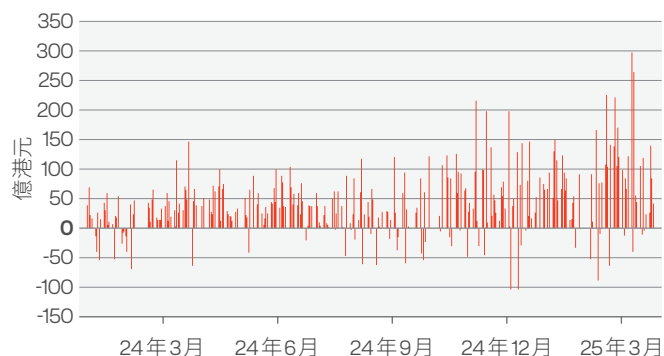
恒生科技指數和納斯達克100指數未來12個月市盈率



資料來源：彭博，數據截至2025年3月27日

註：平均市盈率自2020年7月27日至2025年3月27日

「港股通」過去1年資金淨流入情況



資料來源：彭博，數據截至2025年3月27日

股票

政策行情或告一段落，企業盈利有望接棒

備受矚目的全國兩會已於3月召開，中央政府工作報告為今年訂下「5%左右」的經濟增長目標，雖無太大驚喜，但至少給予市場一顆定心丸。此外，中央財政擴張幅度不慍不火，赤字率目標上調至4%屬預期之內，惟特別國債（1.8萬億人民幣）和地方專項債（4.4萬億人民幣）新增額度則未及預期般進取，顯示中央決策層謀定而後動的取態。由於國內今年開局的經濟狀況展現出較強韌性，加上美國對華施加的關稅力度暫未算太大，故預期短期內財政刺激措施進一步加碼的空間有限，意味著自2024年初起支撐中港股市估值修復的政策行情或告一段落。後續市況將更取決於企業的基本因素，包括銷售、盈利改善幅度及持續性，尤其是內銀、非必需消費、資訊科技等權重板塊，如能在今年首季度的業績繼續報喜，可望帶動恒指盈利預測進一步上調，為港股後續上行提供動能。

從風險角度出發，假如特朗普政府在今季進一步加徵中國商品關稅至30%以上，有機會令內地經濟重新面臨下行風險，甚至導致股市出現拋售，但屆時或能令中央政府有更大決心加碼推出寬鬆政策，不排除動用更多財政或貨幣政策去穩住內需增長，且可能引導中長期國家隊資金入市，反而為中港股市創造另一輪趁低吸納的良機。

刺激消費政策重點轉向，服務及必需消費股可看高一線

在產業政策方面，政府工作報告重點著墨有關大力提振居民消費，與去年相比，今年的實施方式略有調整。具體而言，今年消費品「以舊換新」的補助範圍擴大至電子產品，整體補貼規模亦增加至全年3,000億人民幣，高於去年的1,500億人民幣。不過，去年的政策期僅自9月至12月，故若以每月平均補助額計算，今年不升反降，顯示中央在一次性直接補貼居民消費政策方面略為收斂。反之，今年更強調多渠道提升居民收入，包括公務員加薪、提高醫保及養老金支付、增加育兒補貼等。此外，政府亦加強對服務式消費的支持與積極拓展消費場景，如健康經濟、冰雪經濟、文旅和餐飲消費等領域。

無可否認，這類措施長遠有助提振居民消費信心，並減少提早透支購買力的風險。不過，對於偏重依賴一次性直接補貼的家電和汽車等企業，則未必可獲得額外邊際效益，未來數季的銷售增長或逐步放緩。因此，我們認為上述擴大內需的措施對整體大市或中資消費股的影響僅為輕微利好。在消費板塊中可基於3個標準選股：1) 較受惠城鄉居民收入提升；2) 收入以服務型消費為主；3) 估值處於或低於歷史平均值。綜觀而言，我們較看好旅遊、乳品、飲料、啤酒、服飾等細分領域。

	2024年4月19日至 2024年5月20日	2024年8月5日至 2024年10月7日	2025年1月13日至 2025年3月19日
恒生指數變化	16,224點 → 19,636點	16,698點 → 23,099點	18,874點 → 24,771點
期內變幅	+21%	+38.3%	+31.2%
恒指2025年盈利預測變化	2,178港元 → 2,160港元	2,185港元 → 2,232港元	2,183港元 → 2,246港元
期內變幅	持平	+2.2%	+2.9%
恒指未來12個月預測市盈率變化	8.0倍 → 9.7倍	8.2倍 → 11.0倍	9.1倍 → 12.1倍
期內變幅	+21.2%	+34.1%	+33.0%

中美磨擦風險變幻莫測，加倉之餘亦須量力而為

觀乎以上多個維度分析，中港股市目前看似歌舞昇平，但礙於中美關係始終存在高度不確定性，特朗普政府對中國的貿易政策及高科技產業取態陰晴不定，投資者在加倉中港股票的同時，亦須警惕以下風險：

(1) 關稅稅率或未見頂：我們預期特朗普政府將繼續對華實施漸進式關稅，除了4月初公布的對等關稅外，不排除利用包括301調查結果和TikTok出售進度等理由，對中國商品進一步加徵關稅。雖然近年中國企業對美國出口佔比已顯著下降至15%以下，關稅對中資企業盈利直接影響料有限，但假若稅率累計上調幅度超過30%，屆時在人民幣匯率走弱及其他負面心理因素影響下，對市場風險胃納可能造成一定程度衝擊。因此，我們對以美國市場作為較大出口及銷售點的消費、科技、工業等企業維持審慎看法。

(2) 針對高科技產業施壓：為了壓制中國AI產業迅速崛起，美國個別國會議員倡議進一步收緊對中國AI芯片的出口管制，包括將英偉達H20 GPU納入禁售或限售名單。假如提案獲特朗普政府採納，短線難免動搖市場對中國AI產業鏈增長前景的信心，並對上季股價大漲的科技股帶來衝擊。此外，特朗普於2月簽署了《美國優先投資政策》備忘錄，限制美國養老金、大學捐贈基金等投資中國的戰略敏感行業，如人工智能、量子計算、生物科技、先進製造業等。雖然類似的限投令在拜登政府時期已經推出，惟若特朗普進一步升級管制，並要求更廣泛的美國資金減持中國股票，也屬後市一大隱憂。

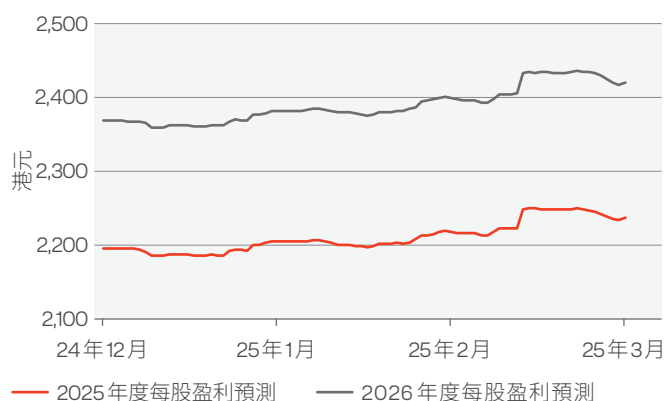
中港股市升勢料有餘未盡，上調恒指目標至26,000點

整體來說，我們對中港股市第2季的看法維持輕微正面，主要基於內地AI技術突破與應用普及化進度較預期理想，支撐以科技板塊為首的增長型股份的估值更上一層樓。此外，國內消費與房地產市場在利好政策呵護下逐步回暖，可望提振一眾內需企業上半年盈利表現，恒指及滬深300指數的盈利預測上調趨勢料可於本季延續。不過，中美兩國在貿易和科技領域磨擦升溫的風險仍然揮之不去，或增添大市的波動，並為中港股市的潛在上行空間帶來制約。

綜觀上述因素，我們維持恒生指數2025年盈利預測於2,300港元，相當於按年增長9%，並高於截至3月27日彭博預測共識的2,240港元。估值方面，雖然恒指上季錄得超過17%升幅，但由於市場同時調高其盈利預測，令恒指未來12個月預測市盈率僅輕微升至10.5倍，仍低於過去

5年平均值的10.9倍，顯示目前估值水平尚算吸引。我們將恒指預測市盈率目標由10.8倍上調至11.3倍，並上調恒指今年底目標水平至26,000點，較第1季預測的24,800點上調4.8%。

恒生指數盈利預測趨勢變化



恒生指數未來12個月預測市盈率



股票

本季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 [#]
內地人工智能概念	- 大模型開發及雲計算：龍頭企業將加碼投資於AI相關研發和基礎設施，有助擴充算力儲備、加速升級推理大模型，以及推出並優化AI專屬應用產品，邁向商業化之能見度較高。 - 智能駕駛產業鏈：車企接入DeepSeek後可大幅提升智駕所需之數據生成及算法的效率和質量，有利推升國內高階智駕(L2+或以上)方案之滲透率，相關汽車、半導體、軟件、車載鏡頭和激光雷達等企業可從中受益。 - 國企電訊：AI大模型訓練和推理需求迅速增長將支持互聯網數據中心(IDC)機房出租率回升。另外，隨著國企和地方政府擴大AI應用，料較有利具國資背景的電訊運營商搶佔政務雲市場份額。	★★★★
內地服務及必需消費	- 兩會政府工作報告表明今年將從多方面增加城鄉居民收入和優化社會保障政策，加上股市樓市逐步回穩，料有助提升居民消費信心。 - 國務院發布的《提振消費專項行動方案》強調支持服務式消費和開拓更多元化消費場景，例如餐飲和家政服務、文娛旅遊、冰雪經濟、智慧產權(IP)、遊戲等。 - 多數企業目前估值低於歷史平均值，亦處於淨現金狀態，有條件維持較高派息比率，以及提出新一輪股票回購。 - 首選乳品、運動用品、線上旅遊平台、啤酒、飲料等細分板塊。	★★★★
內地電力	- 今年首季國內動力煤現貨價格平均按年下跌逾6%，預期未來數月尚有下行空間。同時合約煤價格亦將跟隨下調，有利火電企業減省主要燃料成本，料可充份抵銷電價下跌對利潤造成的衝擊。 - 國內AI應用愈趨廣泛將帶動數據中心用電需求。根據《數據中心綠色低碳發展專項行動計畫》目標，國內未來重點新建數據中心的可再生能源發電佔比須超過80%，長遠有助提升核電、風力和光伏發電的利用率和交易電價。 - 主要龍頭企業均為大型國企，目前預測市盈率僅介乎6至7倍，股息率高達4%至8%，估值具不俗吸引力，長線料可受惠國企價值提升行情。	★★★
本港公用及電訊	- 近期美國就業及消費數據漸露疲態，或促使美聯儲今季重啟減息。我們預期2025年美國將合共減息50點子至75點子，意味美國國債收益率仍存在下行空間。目前主要本地公用及電訊股的股息率高達5%至8%，息差吸引力逐步顯現。 - 多家企業均在海外營運大量公用事業項目，如供電、供氣及水務等，普遍皆受到當地利潤管制協議保障投資回報率，業績能見度較高。另外，受惠於年初至今英鎊、澳元等貨幣逐漸回升，可獲更佳匯兌收益。 - 資產負債表狀況穩健和現金流強勁，有助維持高派息比率、增加股份回購或提供潛在海外併購機會。	★★★

[#] 標註：看好程度以*數目作為評分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分別代表非常看好/看好/審慎樂觀/持平/看淡

東亞聯豐投資團隊

經濟前景不明朗對美股維持審慎；基本面改善，對歐洲和中國股票的看法轉趨較正面

本章摘要：

- 美國政策改動頻繁影響經濟前景，把美股下調至較為中性
- 歐洲增加軍事和基建開支將帶動經濟，對歐洲股票相對看好
- 受惠宏觀經濟改善、人工智能發展和利好政策，對中國股票看法變得較為正面

自美國總統特朗普上台後，美國的政策變動頻繁，令投資者和企業均無所適從，難以制定長遠策略。不明朗因素籠罩環球市場，加上對美國經濟有可能步入衰退的擔憂，加劇市場波動。東亞聯豐團隊對市場出現大幅波動並不感到意外，早前亦已先行降低股票配置，增加現金比重，以便在市場出現調整時趁低吸納優質股份。雖然市場波動仍可能會持續，但我們對股票的短期看法保持稍為看好，惟會採用較為平衡和較具防守性的投資策略。

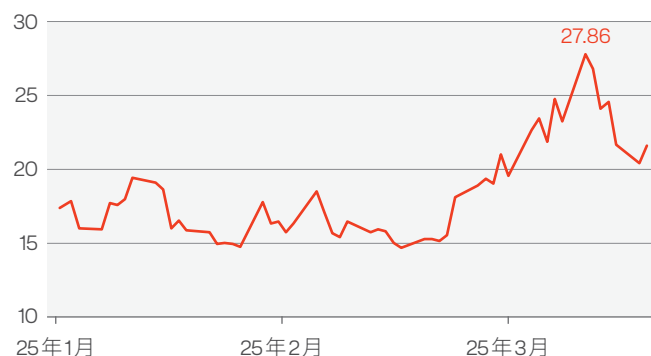
特朗普政策搖擺不定，使美國經濟前景變得不明朗，因此我們調低對美股的評級。歐洲方面，德國的財政改革，包括增加軍事和基礎設施投資，以及歐洲央行的寬鬆政策，為市場提供支撐，促使我們對歐股的看法變得更為樂觀。亞洲方面，中國受惠於利好政策及宏觀經濟基調改善，團隊對中國股票的看法轉趨樂觀，但對區內的日本股市則維持中性態度。

全球短期宏觀形勢充滿挑戰和不確定因素，特朗普反覆無常的政策迫使其他國家急於找尋應對方案，以適應新的貿易格局。地緣政治和貿易緊張局勢將加劇市場波動，而資金流向、中國救市措施、特朗普的關稅策略以及其「美國優先」理念等因素，將同時左右市場走勢。

美股走勢取決於特朗普政策及美聯儲息口走向，留意歐洲企業盈利前景

特朗普政府在加徵關稅的立場上搖擺不定，對經濟增長帶來不確定性，因此團隊將美股評級下調至「中性持有」。美股經過近期的大幅調整，估值已出現支持，但美股未來走勢將取決於如何消除目前的宏觀經濟不確定性。團隊認為，特朗普與美聯儲主席鮑威爾的政策調整，是消除市場不明朗因素的關鍵。

CBOE 波動指數 (VIX)



資料來源：彭博，數據截至2025年3月18日

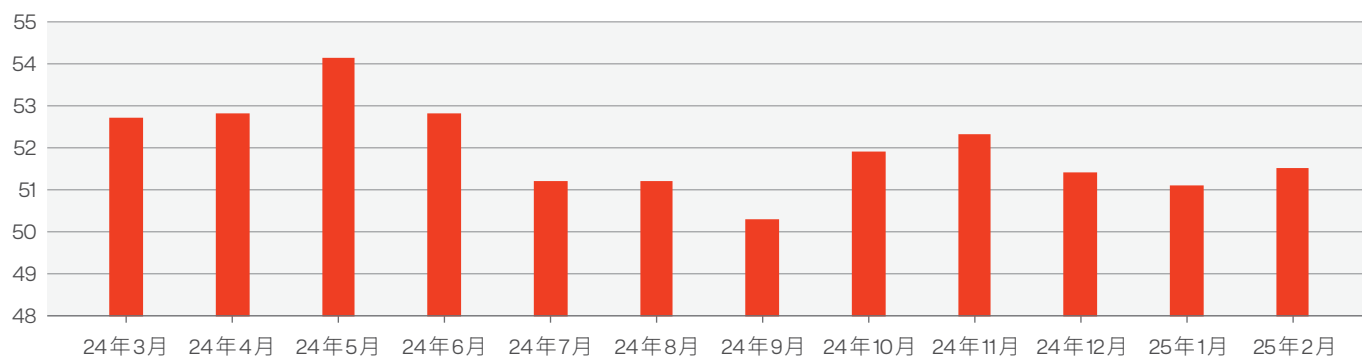
反映美股波動性的CBOE波動指數（CBOE Volatility Index）在3月曾大幅上升至27.86，年內升幅高達60%，數據反映投資者對未來市況波動的強烈憂慮。此外，美國近期的經濟數據疲弱，例如2月新增職位低於預期，令投資者憂慮美國經濟可能出現衰退。然而，我們認為美國經濟仍然相對穩健，陷入衰退的可能性不大。美國2月消費物價指數印證了我們的看法，當地通脹按年上升2.8%，核心通脹按年增加3.1%，兩者均低於市場預期。

至於經濟長期低迷的歐洲，則有望步入早期經濟擴張階段。歐洲央行於3月再度減息，加上在特朗普政策壓力下，歐洲計劃增加國防開支，當中德國更表示堅決支持烏克蘭，承諾修改憲法，使國防開支不受財政限制。這些舉措相信有助刺激當地工業，繼而帶動整體歐洲經濟增長。因此，團隊對歐洲股市的看法變得稍為正面，尤其看好周期性股份。不過，歐洲經濟仍相對疲弱，加上地緣政治不穩，若要進一步提升歐洲股票的評級，則要觀察當地企業未來的盈利表現。

股票

政策清晰度增，利好中國股票；日圓強勢對日股持中性態度

中國綜合採購經理指數 (PMI)



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月18日

隨著宏觀經濟漸趨穩定、中國人工智能行業迅速發展，以及受惠刺激消費等政策，我們對中國股票的立場變得稍為看好，預期中國經濟和企業盈利在未來6至12個月具備增長潛力。中國1至2月的消費、投資及工業增速符合甚至超越市場預期，加上近期政府公布一系列刺激國內需求和消費的政策，帶動投資市場氣氛。此外，北京當局與主要民企早前曾作會面，提高了政策能見度。繼深度求索 (DeepSeek) 後，中國一家初創企業近日推出人工智能代理 Manus，通過感應器獲取信息並進行分析繼而作出決策。同時，一家龍頭電商承諾繼續對人工智能進行投資，意味對科技的資本開支將持續增加，有助刺激經濟。這些利好因素促使我們調升中國股市的評級。隨著中國投資氣氛改善，團隊尤為看好人工智能相關產業，例如互聯網、通訊與非必需消費品，預期其基本面有望進一步改善。不過，關稅問題和地緣政治風險仍會為中國股市帶來下行風險。

日本方面，當地的宏觀經濟表現穩健，2024年第4季經修訂後的經濟增長按年上升2.2%，較第3季的1.2%高。通脹持續溫和上升，但當地消費意欲不高，加上貿易摩擦升溫，將左右日本央行的貨幣政策。由於貨幣政策立場尚未明確，暫難以評估其對經濟的影響，再加上避險情緒高漲推高日圓，故我們對日股的評級維持「中性」，並將聚焦於具防禦性和高股息的股份，同時也會物色具人工智能概念的股份。

總結

特朗普政策搖擺不定，加上地緣政局和貿易戰陰霾，預計股市會持續波動。美國政策的不確定性為當地經濟增添風險，團隊因此對美股的看法變得較為中性。歐洲和中國的經濟基本面有所改善，故我們對歐股和中資股變得較為看好，但須小心地緣政治局勢持續緊張帶來的下行風險。整體而言，環球經濟尚算平穩，我們建議投資者繼續保持投資，在全球股市尋找機遇，並採取較平衡和防禦性高的投資策略，以分散風險並對沖市場波動。



重重霧影

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥



外匯 美匯指數

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

美國關稅政策反覆或影響美國本土經濟

美匯指數第2季預計波幅範圍

101.00 至 106.00

美匯指數1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

美國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第4季	2.4 (按季年率)
失業率	2025年2月	4.1
零售銷售	2025年2月	3.1 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025年2月	2.8 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年3月

美國關稅政策持續反覆無常，或影響美元走勢

美國總統特朗普上任後為貿易戰揭開序幕，先對中國加徵關稅，又同時威脅會對加拿大和墨西哥加徵關稅，隨後又對進口鋼鋁加徵25%關稅，並計劃自4月2日起實施對等關稅等。若特朗普關稅政策持續反覆無常，可能進一步損害美國經濟前景，打擊美元走勢。

通脹壓力降溫，關稅政策對通脹影響漸減

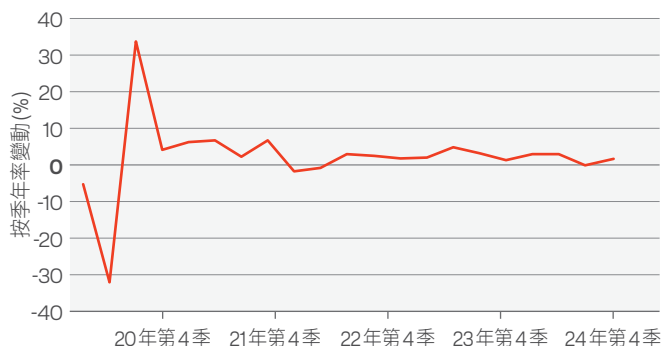
特朗普的關稅措施加劇了市場對全球爆發貿易戰的擔憂，亦有可能推高美國通脹，加大美國經濟前景的不確定性。美國2月的消費者物價指數 (CPI) 按年上升2.8%，低於前一個月的3%；而剔除食品和能源的核心CPI，則按年上漲3.1%，接近4年新低。同期的生產物價指數 (PPI) 表現亦低於預期，按月無起跌，為7個月來首次出現環比持平。特朗普關稅政策左搖右擺，但料其對通脹影響將逐漸減少。此外，美國經濟數據近期出現轉弱跡象，我們預期美聯儲不會急於降息，並將繼續觀察美國最新的經濟表現，以制定相應的貨幣政策。

美國對外關稅政策或令本土經濟放緩

隨著美國企業趕在關稅生效前加速進口，當地今年1月的貿易逆差創下1,314億美元的紀錄新高。貿易逆差惡化和消費者支出下降，增加了第1季國內生產總值 (GDP) 萎縮的風險。根據亞特蘭大聯儲銀行GDPNow模型預測，第1季GDP按季年率將下降1.8%，而去年第4季則為增長2.4%。同時，特朗普亦拒絕對美國經濟是否面臨衰退作出預測，進一步加劇市場的緊張情緒，導致美國股市承壓，美元亦受到影響。

整體而言，美國一系列的關稅不但令全球貿易戰加劇，同時亦令當地企業經營成本和消費成本上漲，供應鏈被干擾導致貿易活動降溫，最終或會拖累美國經濟增長，但目前來說，當地經濟出現衰退的機會仍不算高。

美國GDP走勢



資料來源：路透社，數據截至2025年3月



外匯 歐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

美關稅威脅短期難解，俄烏局勢緩和有利歐洲經濟

歐元兌美元第2季預計波幅範圍 1.0500 至 1.1000

歐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

歐元區 HICP 走勢



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP) 初值	2024 第 4 季	1.2 (按年)
失業率	2025 年 1 月	6.2
零售銷售	2025 年 1 月	1.5 (按年)
調和消費物價指數 (HICP)	2025 年 1 月	2.5 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年3月

歐洲央行減慢降息步伐，今年料仍會降息兩次

儘管歐盟與美國的貿易戰才剛開始，歐洲央行已於3月進行了今輪減息周期中的第6次降息，將存款利率下調至2.5%。歐洲央行預期當地通脹率今年將回落至2%的目標水平，並表示目前利率對經濟發展的制約已減，但對該區的經濟增長仍有一定影響。歐洲央行最新的言論或暗示有機會進一步降息。根據最新利率期貨價格顯示，市場預期歐洲央行年內仍會降息兩次，每次減息幅度為25個基點，與美聯儲的減幅相約。



美國關稅政策短期對歐洲經濟仍具威脅

美國總統特朗普上任後，計劃向多國推行對等關稅政策，並表示會對歐盟加徵關稅，導致歐元兌美元在2月初一度急挫至逾兩年低點，逼近1.0100水平，離平價只有一步之遙。其後，歐盟亦宣布將對美國進口商品恢復2018年及2020年的反制措施。然而，歐盟出口到美國的商品較由美國進口為多，預期美國關稅政策短期仍會對歐洲的經濟帶來威脅。

俄烏局勢若進一步緩和，將有利歐洲經濟前景

因應俄烏戰事的最新發展，歐盟宣布價值8,000億歐元「歐洲再武裝」(Rearm Europe) 計劃，以加強歐盟國家的防禦。而德國保守派和社會民主黨亦達成協議，同意設立5,000億歐元基礎設施基金，並將改革借貸規則，以增加國防支出。市場預期歐洲各國政府將通過加大發債以籌集相關資金，歐元區債券因而被拋售，令歐元區各國債券收益率快速上升，間接支持歐元匯價上漲。俄烏局勢在美國總統特朗普上任後有緩和跡象，若短期緊張關係見改善，將有利歐洲經濟前景，支撐歐元走勢。

外匯 英鎊兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

年初英國經濟見萎縮，料不改英倫銀行逐步降息計劃

英鎊兌美元2季預計波幅範圍

1.2700至1.3200

英鎊兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

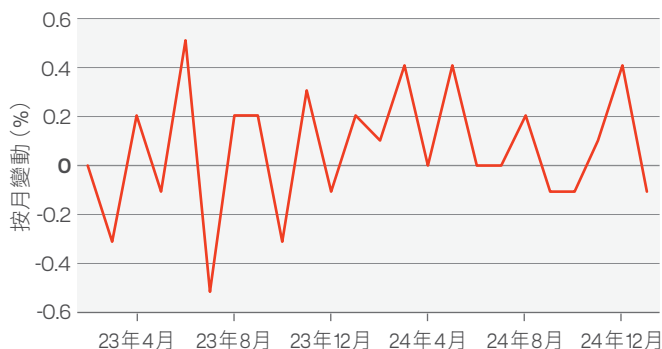
英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第4季	1.5 (按年)
失業率	2024年12月	4.4
零售銷售	2025年1月	1.0 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025年1月	3.0 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年3月

英國1月經濟按月萎縮，惟料不影響央行減息

英國經濟在2024年12月強勁增長後，於今年1月表現乏善足陳且出現收縮。英國1月的國內生產總值按月意外下滑0.1%，低於市場預期的增長0.1%，主要受製造業和建築業下滑影響。目前，英國GDP按季及按年仍維持正增長，因此尚難斷言英國經濟已陷入衰退。此外，我們預期英倫銀行不會因單一經濟數據而改變其貨幣政策立場，短期將繼續觀察最新的經濟表現，作為調整貨幣政策的依據。

英國GDP走勢



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

英國通脹緩慢上升，英倫銀行將繼續維持寬鬆政策

英倫銀行在2月把指標利率下調25個基點至4.5%，並表示未來降息時將保持謹慎，因預期通脹仍有上升壓力，而且全球經濟仍充滿不確定性。英國1月份通脹重上3%，英倫銀行認為近期通脹超過2%目標水平只屬暫時性，通脹整體趨勢仍在下行，預計今年將有進一步降息的空間。然而，若美國關稅政策最終令環球通脹升溫，料英倫銀行的降息步伐或因而放慢。利率期貨市場價格顯示，英倫銀行在年底前將進一步放寬貨幣政策，降息幅度約為50個基點。

美國貿易關稅料對英國經濟衝擊不大

在美國準備向各國徵收貿易關稅之際，因美國對英國存在貿易順差，預期英國經濟受到美國關稅政策的衝擊程度較輕。因此，相較於其他國家，英國可能受到貿易緊張局勢升級的影響較少。



Image source: Unsplash

外匯 美元兌日圓

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

通脹及薪資持續增長，日本央行緩慢加息計劃未變

美元兌日圓第2季預計波幅範圍

144.00 至 152.00

美元兌日圓1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

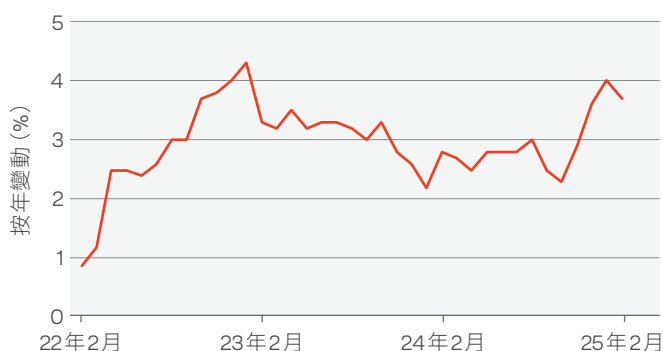
日本主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第4季	2.2 (按季年率)
失業率	2025年1月	2.5
零售銷售	2025年1月	3.9 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025年2月	3.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年3月

日本通脹及薪資持續增長，支持日本央行再加息

日本2月整體通脹率按年增長3.7%，雖略低於上月的4%，但連續41個月保持上升，反映當地物價壓力仍持續增加。2025年俗稱「春鬥」的春季薪資談判第1輪結果已出爐，日本企業的薪資平均調升幅度為5.46%。加薪幅度高於去年同期，為連續第2年高於5%，且創下34年來最大加薪幅度。當地物價持續上升，加上「春鬥」大幅加薪，均對日本通脹構成上行風險，支持日央行在經濟溫和復甦的環境下進一步加息。

日本消費物價指數



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

日本經濟復甦動力正加強，長遠成央行加息助力

受惠出口持續增長及強勁的企業資本支出，日本去年第4季GDP按季年率增長2.8%，遠勝預期的1%。至於今年1月出口按年增長7.2%，增幅遠高於去年12月的2.8%。從經濟數據來看，日本經濟基礎正逐步加強，強勁內需帶動日本經濟復甦。長遠而言，經濟環境改善將有助日央行持續加息和推進利率正常化。

美國關稅風險料不會影響日央行加息計劃

日央行於3月的議息會議中維持利率不變，強調將繼續評估美國關稅風險對當地經濟的影響。日央行總裁植田和男表示，需要更多時間來評估美國關稅上調會否為經濟帶來風險和對日本經濟復甦的影響。我們預期，美國貿易政策的不確定性，將令日央行加息的決定變得複雜，但不影響加息的大方向。



Image source: Unsplash

外匯 澳元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

澳洲央行已啟動首次降息，預期年內將持續減息

澳元兌美元第2季預計波幅範圍

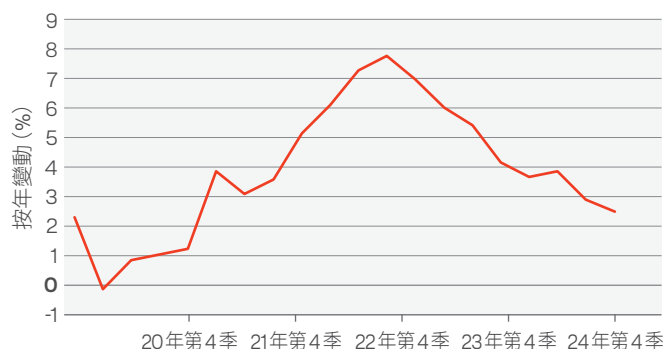
0.6000 至 0.6500

澳元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

澳洲季度通脹率



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

澳洲主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第4季	1.3 (按年)
失業率	2025年1月	4.1
零售銷售 (初值)	2025年1月	0.3 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2024年第4季	2.4 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年3月

美關稅措施或令避險情緒升溫

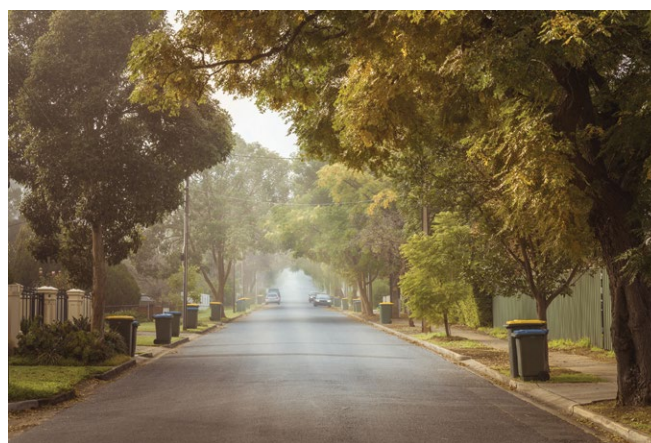
美國對澳洲為貿易順差，因此預期美國政府推行的關稅措施對澳洲的影響不大。然而，若美國對其他貿易夥伴實施進取的關稅政策，將令市場避險情緒升溫，或會導致作為風險貨幣的澳元受到沽壓。此外，若美國對中國進一步加徵關稅，料將影響中國經濟發展，亦間接拖累澳洲的經濟活動及鐵礦石出口需求，進而影響澳元匯價。

澳洲央行已進行首次的鷹派減息

澳洲央行在2月的政策會議中，一如預期將隔夜拆款利率下調25個基點至4.15%，這是自2020年新冠疫情以來首次降息。不過，該央行同時表明對進一步放寬貨幣政策持審慎態度，須觀察整體經濟數據變化再作決定。澳洲央行是次「鷹派減息」行動，令市場預期該行的減息步伐將較緩慢，利率期貨價格反映，市場預期該行在今年將減息2至3次。

經濟情況支持澳洲央行持續減息

澳洲央行多次提及已在壓抑通脹方面取得進展，當地2024年第4季的通脹年率已從第3季的2.8%降至2.4%，低於市場預期的2.5%，亦降至澳洲央行的目標範圍內。不過，澳洲在2025年3月的消費者信心指數由前值的92.2升至95.9，雖創下3年高位，但與中性水平的100仍有差距。在通脹回落但消費者信心依然較弱的情況下，將支持澳洲央行持續降息。



外匯 紐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

通脹受控但經濟持續衰退，紐央行不得不持續減息

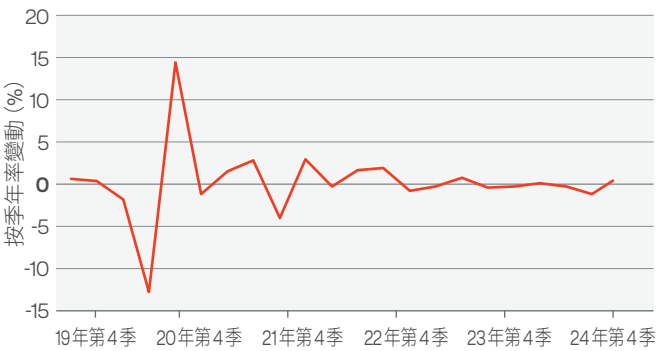
紐元兌美元第2季預計波幅範圍 0.5500 至 0.6000

紐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

紐西蘭 GDP 走勢



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024 年第 4 季	0.7 (按季)
失業率	2024 年第 4 季	5.1
零售銷售	2024 年第 4 季	0.2 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024 年第 4 季	2.2 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年3月

中國經濟回暖將有助紐西蘭經濟

中國是紐西蘭最大的貿易夥伴，故中國經濟的表現將影響紐元走勢。中國政府已推出多項刺激經濟的措施，並表明實行適度寬鬆的貨幣政策，以助刺激及穩定經濟。若有關政策奏效，將提升中國經濟動能，紐西蘭經濟料亦能因而受惠，有助為紐元帶來中長線的上升動力。

紐央行有望放慢降息步伐，有利紐元匯價前景

紐西蘭央行於2024年8月開始降息，並在同年的10月及11月，以及今年2月將官方隔夜拆款利率下調50個基點至最新的3.75%水平，降息幅度較環球其他主要央行更激進。紐西蘭央行在最新的政策聲明提到，當地經濟前景仍與通脹情況保持一致，政策委員會對繼續降息抱有信心。利率掉期反映市場預期紐央行於今年內尚會減息3次，每次幅度為25個基點，降幅較之前的每次50個基點少。若紐央行下調每次減息的幅度，將減少利差為紐元帶來的壓力，有利紐元匯價前景。

經濟衰退已成定案，紐央行須繼續降息行動

紐央行之前表示已成功壓抑通脹，兩年期通脹預期由2024年第4季度的2.12%進一步下降至今年首季度的2.06%。通脹受控雖見成果，但當地經濟卻曾出現衰退萎縮，這或促使紐央行繼續減息，以提振當地經濟。紐西蘭在2024年第3季的GDP錄得按季下跌1%，同時將去年第2季GDP由負0.2%進一步下修至負1.1%。雖然當地在2024年第4季的GDP錄得按季增長0.7%，但與其他主要成熟市場相比，紐西蘭的經濟表現較差，或將成為紐央行繼續降息的理據。



外匯 美元兌加元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

美國關稅威脅料影響加拿大經濟及貨幣政策

美元兌加元第2季預計波幅範圍

1.4100 至 1.4600

美元兌加元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

加拿大主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第4季	2.6 (按季年率)
失業率	2025年2月	6.6
零售銷售	2024年12月	2.5 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2025年1月	1.9 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年3月

加央行稱已為關稅作好準備，未來仍持謹慎態度

加拿大央行於3月再次降息25個基點至2.75%，這已是央行連續第7次放寬貨幣政策，在9個月內共降息225個基點，屬於全球較激進的降息行動。該行亦指出正為加拿大經濟做好準備，以應對美國關稅可能對經濟造成的衝擊，短期將謹慎地進行任何進一步調整利率的行動。顯然，加拿大央行將繼續觀察美國最新的關稅政策，預期加拿大央行今年的降息步伐將大致上跟美聯儲同步。

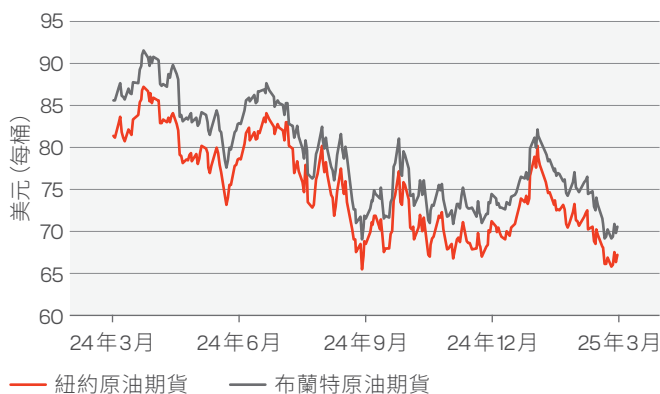
與美國相互關稅的威脅下，不利加國經濟發展

美國總統特朗普上任後宣布對從加拿大進口的商品加徵各類關稅，儘管部分關稅獲得暫緩或豁免，加拿大亦對美國的進口商品實施反制措施，令雙方貿易摩擦加劇。由於雙方貿易關係充滿不確定性，加拿大的商業投資受壓。短期來說，來自美國的潛在關稅威脅，將繼續影響加拿大的經濟前景，最終可能增加加拿大央行貨幣政策的決策難度。

市場憂慮關稅拖累環球經濟，令石油需求疲弱

特朗普的關稅威脅逐步升級，多國亦實施反制關稅措施以作回應，市場因此擔心這場貿易戰將引發通脹升溫，最終導致經濟衰退。在環球經濟有隱憂的背景下，預期石油需求將減弱，或令油價短期維持中性偏淡走勢，未能有效地支撐加元匯價表現。

過去1年國際油價表現



資料來源：路透社，數據截至2025年3月



外匯 美元兌離岸人民幣

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

中美貿易戰仍存不確定性，人民幣將維持雙向波動

美元兌人民幣第2季預計波幅範圍

7.2000 至 7.3500

美元兌人民幣1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年3月

中國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024 年第 4 季	5.4 (按年)
失業率	2025 年 2 月	5.4
零售銷售	2025 年 2 月	4.0 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025 年 2 月	-0.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年3月

中美貿易戰仍存不確定性，人民幣前景未清晰

針對美國對中國實施的關稅措施，中國的回應相對克制，相關反制措施亦較為溫和，只對部分美國進口商品加徵10%或15%關稅，同時就美國的關稅措施將在世貿組織提出訴訟。

接下來，關稅焦點將集中在美國計劃於4月份對其他國家實施對等關稅政策，以及相關反制措施的落實情況。如果美國對中國的額外關稅繼續生效，將加大人民幣的匯價壓力。在美國關稅政策的壓力下，人民幣前景仍未見清晰，預期將維持相對穩定的區間波動走勢。

人行或將繼續釋放寬鬆信號，擇機降準降息

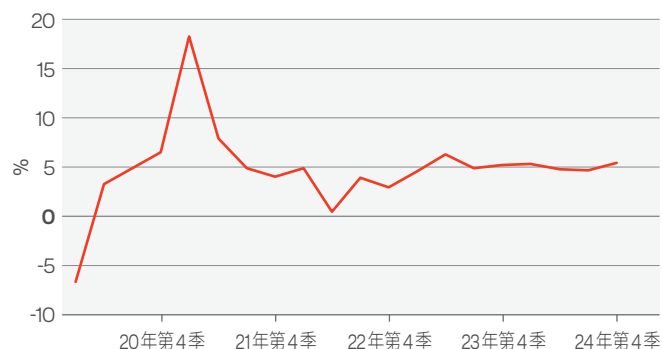
中國人民銀行在去年第4季度貨幣政策執行報告中指出，將實施適度寬鬆的貨幣政策，並綜合運用利率、存款準備金率等多種貨幣政策工具，適時調整政策力度和節奏，以保持流動性充裕。該行於今年第1季例會後表示，下一階段將加大貨幣政策調控力度，選擇合適的時機減息降準，保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定。我們預期，隨著全球貿易摩擦可能進一步升級，人民銀行將於今年繼續釋放寬鬆訊號，以推動經濟穩步回升。

預期經濟刺激政策及較寬鬆貨幣政策雙管齊下

中央經濟工作會議和兩會公布的政府工作報告中，提振消費及擴大內需為今年的首要任務。人民銀行行長潘功勝表示，政府將刺激消費放在工作首位，並推出了增加家庭收入和提供補貼等促進消費政策。相關的財政政策再加上適度寬鬆的貨幣政策，將能持續推動中國經濟增長和經濟轉型，鞏固並加強經濟回升的勢頭。

在刺激經濟政策及較寬鬆貨幣政策雙管齊下，我們預期中國經濟增長將漸趨穩定。而在經濟進一步改善之前，人民幣匯率料將維持雙向波動的格局。

中國 GDP 走勢



資料來源：路透社，數據截至2025年3月



精挑細選

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪
東亞聯豐投資團隊



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

精挑細選

本章摘要：

- 美聯儲議息的投票分布及經濟預測的修正，反映正為年內再次減息作好準備
- 「自我實現」的經濟下滑為美聯儲營造減息條件
- 美國10年期國債收益率預測區間為4.02%至4.21%，2年期則為3.22%至3.44%
- 曲線正常化進程中，各美債期限溢價仍然吸引，惟降幅將不及去年
- 憧憬各大央行減息及避險情緒高漲將利好特朗普「執政百日」期間的各地債市
- 「歐債危機2.0」的陰霾揮之不去，危機料不只影響歐洲，而是全球

上季標題是《騰籠換鳥》。我們當時預期美國總統特朗普就職後，全球經濟的不確定性將攀升。在避險情緒升溫下，各大債券指數表現普遍向好，尤以企業債券表現突出。利率走勢料呈現「先高後低」的格局，與1995年的減息周期相似，預計美元計價的企業債及非美債市表現較好。歐洲債市或受特朗普政策影響而承壓，亞洲債市則因投資者尋求分散風險而有望走高。

我們當時預測美國10年期國債收益率區間為4.25%至4.36%，2年期收益率區間則為3.67%至3.98%。投資策略上，建議以收益率曲線斜度為核心，短期債券表現將優於長期債券。投資者可關注投資級別的公用、醫療護理等行業債券。整體預測大致與今天結果相若。

本季標題是《精挑細選》。隨著特朗普推動大規模改革，資金早在上季大舉流入債市避險。美聯儲在利率預測上的措辭雖然謹慎，但實際上正為減息鋪路。「特朗普看跌期權（Trump Put）」（即指當美股下跌時，特朗普政府將推出「托市」的政策）憧憬下，投資者預期經濟和股市下滑後的政策托底或有助「紅色浪潮」的延續。我們預計美債收益率將繼續有序下降，投資策略應將由定點轉向期限溢價，儘管升幅或不及去年。

特朗普執政百日內，將有利各項債券指數，更何況今天處於減息周期。歐洲在當前國際亂局中顯得舉步維艱，「歐

債危機2.0」的風險正醞釀，在風起雲湧的局勢中覬覦甘露者，更須管控好風險。

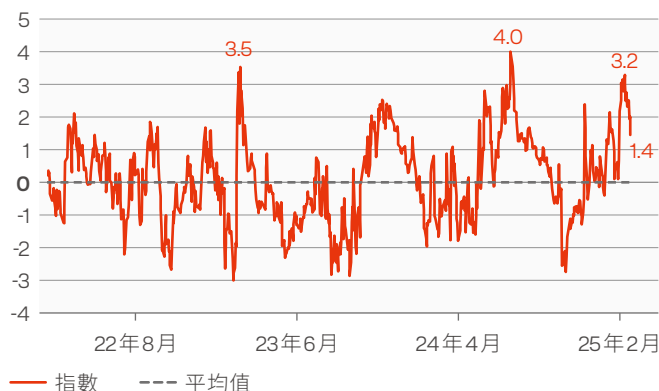
債券實是對沖風險的良好工具

特朗普在本屆任期的作風較上屆任期時更為強硬，對內雷厲風行，對外與傳統盟國翻臉，還試圖利用關稅措施來挹注國內經濟，甚至覬覦別國土地而掀起全球性爭議，令各地投資風險遽然攀升。

數據反映投資者避險情緒高漲

西太平洋銀行避險指數是綜合日圓、美股波動指數、美債10年期收益率掉期等多項避險資產的波動情況，以評估市場避險情緒的變化。該指數高於0表示避險升溫，反之亦然。該指數近3年的平均值為0，反映疫情後市場避險情緒回歸平穩。然而，該指數在2023年3月美國矽谷銀行倒閉¹及2024年8月日圓拆倉潮刺激全球避險情緒²，均出現顯著上升。及至今年特朗普就職後，該指數再次攀升，尤其是3月初特朗普曾執意對加拿大、墨西哥及中國加徵關稅³，全球避險情緒再度高漲。

西太平洋銀行避險指數



資料來源：彭博，數據截至2025年3月14日

根據資金流向監測機構EPFR截至3月3日的數據⁴，特朗普就職後第5周，所有被追蹤的債券基金流入量創下52個月新高。其中，歐洲債券基金吸引了創紀錄的資金流入，歐洲企業債基金的資金流入更是主權債券基金的兩倍。美國債券基金年初至今的總規模增長約150億美元。從年期來看，投資者更青睞中短期美國債券基金。此外，高收益債券基金的資金流入創下22周新高，而新興市場債券基金亦持續錄得資金流入。

¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/global-markets-banks-wrapup-1-2023-03-10/>

² 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/08/02/carry-trade-how-japans-yen-could-be-ripping-through-us-stocks.html>

³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/trade-wars-erupt-trump-hits-canada-mexico-china-with-steep-tariffs-2025-03-04/>

⁴ 見EPFR網站，<https://epfr.com/insights/global-navigator/back-future-fund-flows-1q25/>

債券

上述數據顯示，投資者在特朗普就職後持續增加債券持倉，以應對市場的不確定性。同時，也驗證了我們上季的預測：在不明朗環境下，債券是投資組合中不可或缺的資產，成熟市場的企業債表現將優於國債，而短期債券將優於長期債券，非美債市亦具備一定的投資機會。

展望未來，特朗普政策帶來的全球不確定性料將有增無減。《宏觀策略》章節已分析，債券及黃金將是較有效對沖風險的工具，投資者應按個人風險承受能力，適當配置債券。

利率預測：為經濟下滑鋪路

諾貝爾經濟學獎得主克魯曼表示⁵，儘管去年美聯儲開始減息，但長期利率（包括美國國債收益率及市場抵押貸款利率）卻不跌反升，反映投資者未有理會美聯儲對利率及經濟前景預測，反而是更憂慮特朗普政策可能推升通脹。這或使美聯儲不得不暫停減息，甚至在必要時重新加息。

今年初，美聯儲主席鮑威爾曾公開表示⁶，仍需觀察關稅對通脹的影響，其他重大政策改革所產生的不確定性仍然偏高，因此美聯儲不急於調整利率。然而，美國財政部長貝桑堅稱，關稅影響僅屬「一次性」，不會導致物價持續上升，並建議美聯儲更慎重看待關稅對經濟的影響。

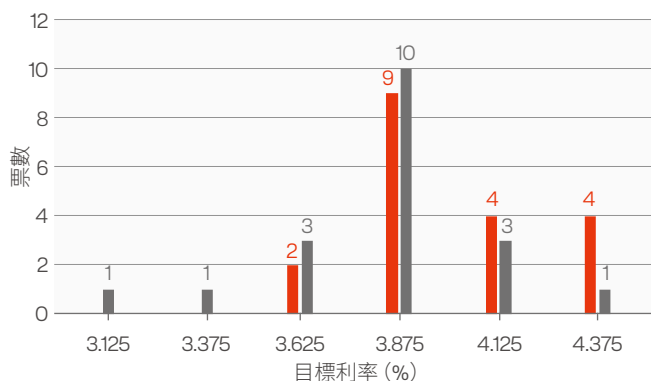
眾口難調，最終美聯儲在3月的議息會議中一錘定音。

議息結果：山雨欲來風滿樓

美聯儲在3月一如市場預期維持利率不變，並在點陣圖中維持今年利率中位數於3.875%，暗示年內減息兩次，每次0.25%。第3次減息與否，須視乎經濟狀況及特朗普政策的影響。2026年利率中位數亦維持3.375%不變，意味今明兩年共將減息4次。這顯示了美聯儲準備好在經濟失衡時，隨時出手扛住經濟。在會後，利率期貨市場顯示，市場預期年內的兩次減息最快於6月及9月進行，如有需要，第3次則可能在12月⁷。

此外，投票結果顯示聯儲局委員們對利率變化鋪排的心思。支持降息低於利率中位數的票數較上季少了3票，而投票中最大及最小目標利率之差距由1.25%收窄至0.75%。這反映出委員們對減息更有共識，預示減息的可能性增加。本行維持今年減息2至3次的預測，詳情可參考《宏觀經濟》章節內容。

美聯儲點陣圖



■ 今年3月 ■ 去年12月

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

除了減息憧憬升溫，美聯儲對經濟預測的修正反映其看法轉趨審慎。整體預測如下：

指標 (%)	去年12月	今年3月	變化
2025年實質GDP增長 (按年)	2.1	1.7	-0.4個百分點
2025年核心個人消費開支 (按年)	2.5	2.8	+0.3個百分點
2025年失業率	4.3	4.4	+0.1個百分點

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

美聯儲預期通脹上升和失業率將進一步回升，雖然幅度尚算可控，但令美聯儲兩大職責目標（實現最大就業和物價穩定）備受挑戰。此外，美聯儲下調經濟增長預測，但仍維持正增長，間接駁斥了部分極端的經濟衰退論調，並為年內減息兩次的定調背書。

美聯儲亦決定在4月1日起放慢縮減資產負債表規模（簡稱「縮表」）的步伐，整體流動性仍保持適度寬鬆，但「縮表」幅度受到市場質疑。美聯儲未有完全取消「縮表」安排，既可避免破壞近年壓抑通脹的成果，也為未來經濟走弱預留政策空間，可以不動輒減息也能調控流動性，一舉兩得。

⁵ 見晨星網站，<https://www.morningstar.com/news/marketwatch/20250109206/paul-krugman-thinks-bond-yields-may-be-rising-due-to-an-insanity-premium>

⁶ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/powell-says-fed-has-time-wait-clarity-trump-policy-shifts-2025-03-07/>

⁷ 見芝加哥商業交易所網站，<https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

美聯儲會後聲明強調經濟仍然穩健，但同時下調經濟數據預測，反映出委員們對經濟走弱的擔憂，並非如鮑威爾早前言論般樂觀。鮑威爾與特朗普曾多次在利率政策上交鋒⁸，但鮑威爾的立場「急轉彎」亦屢見不鮮，市場因此揶揄減息實為「Trump Put」的助攻⁹。換言之，市場擔憂當前的經濟環境可能將是一場自我實現的經濟衰退，投資者不得不警惕未來利率政策忽然轉向的風險。

「Trump Put」：更深層次的利益斟酌

特朗普當選後，投資市場曾高舉「特朗普交易 (Trump Trade)」的旗幟，呼籲資金投入受惠於潛在政策或改革的資產與行業。如今，則拋出「Trump Put」，類似使用認沽期權來對沖持倉的策略。

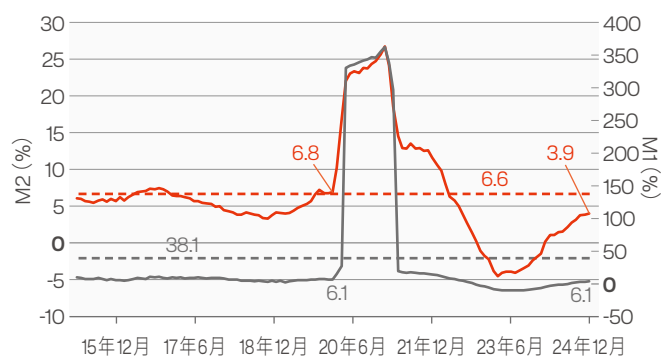
投資情緒往往需要各種主題去驅動，但無論主題如何光怪陸離都要有基本面配合。年初，華爾街大咖在特朗普就職前曾高呼美國將能延續「金髮女孩經濟」^{10,11}，刺激美元資產走高。然而，不過數周，美國財長貝桑即表示無法保證美國經濟不會陷入衰退¹²，甚至警告白宮正試圖阻止「必然」發生的金融危機¹³。特朗普受訪時亦不排除美國出現經濟衰退的可能性¹⁴。

官方如此言之鑿鑿，市場亦有心無意地忽視背後的邏輯。加上大咖們隨風擺柳，表示特朗普的專橫及對等關稅的影響下，衰退機會日益遞增¹⁵。念茲在茲的衰退陰影潛移默化地印在眾人心中，憂患意識驅使投資者對實體經濟前景看法轉趨保守，投資市場避險情緒再次高漲，資金鏈料隨之收縮，最終或引發「自我實現」的經濟衰退。

美國約翰霍普金斯大學經濟學教授史蒂夫·漢克受訪時表示¹⁶，美國貨幣供應量近年罕見收縮，經濟指標急劇下滑，預示美國經濟將「跌入懸崖」。歷史經驗表明，當美聯儲大幅收縮貨幣供應時，經濟衰退甚至蕭條往往隨之而來。除非貨幣政策出現逆轉，否則衰退將不可避免，暗示美聯儲

須盡快減息。根據美國近10年廣義 (M2) 及狹義 (M1) 貨幣供應量之按年變化，截至今年1月分別上升 3.9% 及 2.9%，明顯低過平均值 (M2 增長 6.6%，M1 增長 38.1%)，及疫情前水平 (M2 增長 6.8%，M1 增長 6.1%)。這一趨勢相信與近年美聯儲持續加息及「縮表」有關。

美國貨幣供應量：M2 及 M1 按年增長



— M2 增長 (左) - - - 平均值 (M2) (左)
— M1 增長 (右) - - - 平均值 (M1) (右)

資料來源：彭博，數據擷取於 2025 年 3 月 23 日



⁸ 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2025/03/20/trump-says-the-fed-should-cut-rates-to-ease-the-economy-s-transition-to-his-tariffs.html>

⁹ 見晨星網站，<https://www.morningstar.com/news/marketwatch/2025031054/theres-a-fed-put-and-a-trump-put-but-dont-forget-the-c-suite-put-as-well>

¹⁰ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/videos/2025-01-16/us-economy-in-goldilocks-scenario-ubs-tantia-says-video>

¹¹ 見商業內幕網站，<https://www.businessinsider.com/us-economy-inflation-goldilocks-interest-rates-fed-rate-cuts-outlook-2025-1>

¹² 見 CNN 網站，<https://edition.cnn.com/2025/03/18/economy/bessent-recession-comments/index.html>

¹³ 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2025/03/16/treasury-secretary-bessent-says-white-house-is-heading-off-financial-crisis.html>

¹⁴ 見 CNN 網站，<https://edition.cnn.com/2025/03/09/business/trump-tariffs-canada-mexico-recession/index.html>

¹⁵ 見財富網站，<https://fortune.com/2025/03/16/recession-forecasts-50-50-odds-trump-trade-war-reciprocal-tariffs-federal-layoffs-bessent/>

¹⁶ 見獨立研究所網站，<https://www.independent.org/multimedia/detail.asp?id=7591>

債券

若果經濟下滑但通脹未見失控（參考上季《宏觀策略》章節分析），美聯儲將更有底氣減息。除了對減輕當前債務利息負擔（已超過國防及醫療支出）有莫大幫助，減息其實有更深層次的利益考量。對現屆政府而言，如能在經濟低迷，民怨升溫時，以「救世主」姿態推出減稅及行業監管放寬的政策，並配合美聯儲減息，將完美演繹「Trump Put」引領實體經濟及投資市場全面反彈，勢將大大提振現屆政府的威望，藉以打破共和黨中期大選落敗的魔咒，延續「紅色浪潮」。因此，從政治角度而言，一場技術性的經濟下滑或許是必要的。

從時機推算，國際間在對等關稅上的爭端、地緣戰事的停火談判、對政府效率部（DOGE）的法律訴訟等，最佳執行時機料在下半年至明年初，以確保市場情緒「保溫」至2026年的中期選舉。

收益率預測：由定點轉向期限溢價

在今年初，特朗普政策令美國10年期國債收益率升至4.8%，市場更預測有機會升穿5%¹⁷。本章節當時力排眾議，堅持上季預測區間在4.25%至4.36%。收益率不升反跌的立論建基於特朗普的能源政策壓抑油價，考慮到美國通脹與油價高度正相關（約80%），低油價將抵消關稅對通脹的壓力。在關稅政策未正式落實前，國債收益率只會有序下跌。截至3月21日，美國10年期國債收益率報4.24%，進一步驗證了我們預測的準確性。詳情可參閱上季本章節內容。

收益率料在大波動中反覆走低

根據美聯儲3月議息會議中對經濟數據的最新預測，結合本行的內部分析模型，國債收益率預測結果如下：

年期	預測數值 (%)			基本預測 (%)		極端預測 (%)	
	平均值	標準差	峰谷值	下限	上限	下限	上限
10	4.07	0.05	0.14	4.02	4.12	3.93	4.21
2	3.28	0.06	0.16	3.22	3.35	3.13	3.44
差距	0.78	-0.01	-0.02	0.79	0.77	0.80	0.77

資料來源：彭博，數據截至2025年3月21日

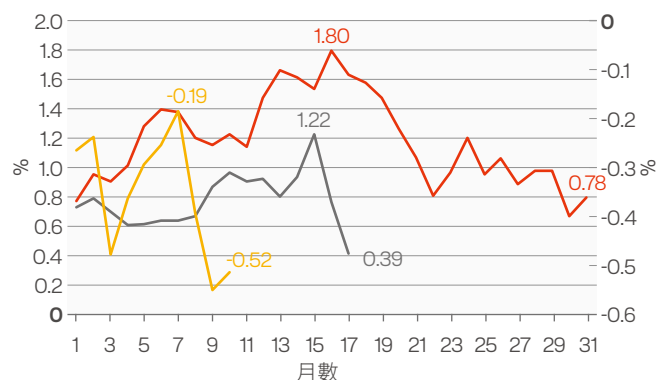
綜合情景預測的最上限及最下限，美國10年期國債收益率區間為4.02%至4.21%，2年期則為3.22%至3.44%。以平均值為基準，季內2年期及10年期分別有68基點及17基點的下跌空間。由於關稅政策及地緣政治摩擦將帶來更多不

明朗因素，故收益率區間預測偏寬。隨著美國經濟有可能進一步走弱，美聯儲料將釋出更多偏「鴿派」信號。根據我們的分析，年內首次減息較大可能發生在下半年，屆時各收益率便會下行，因此預計本季收益率將低於上季。

期限溢價的影響日益上升

過去數季，我們分析了減息周期中，利率在高位橫行至首次減息期間，美債收益率曲線（以下簡稱「曲線」）由倒掛轉為正斜率的過程，即所謂「曲線正常化」。曲線斜度通常以長短期債券的收益率差距衡量，傳統上稱為「期限溢價（term premium）」，即是投資於長債面對時間風險的額外報酬。去年美聯儲啟動了是次減息周期，料曲線正常化的進程將愈加明顯，未來債市焦點料將由定點的收益率，轉向不同年期債券的期限溢價之變化。

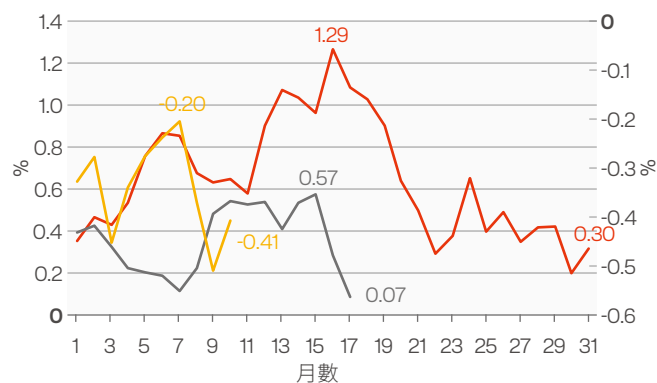
近3次減息周期的期限溢價走勢：10年期



— 2000年數據(左) — 2007年數據(左) — 2019年數據(右)

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月22日

近3次減息周期的期限溢價走勢：5年期

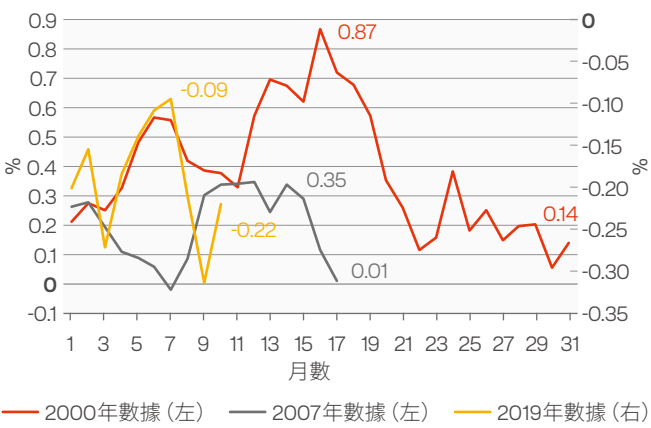


— 2000年數據(左) — 2007年數據(左) — 2019年數據(右)

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月22日

¹⁷ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/options-market-positioned-us-treasury-10-year-yield-hit-5-near-term-2025-01-10/>

近3次減息周期的期限溢價走勢：2年期



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月22日

透過2000年、2007年及2019年的減息周期數據，輔以10年期、5年期及2年期零息債券隱含的期限溢價作分析，結果顯示，各時段及各年期的溢價走勢均出現「先高後低」。抽出各時段由減息起點時至當時峰值的溢價變化，整體數據如下：

年份	期限溢價 (%)			平均
	10年期	5年期	2年期	
2000	1.04	0.94	0.66	0.88
2007	0.51	0.19	0.08	0.26
2019	0.08	0.13	0.11	0.11
平均	0.54	0.42	0.28	0.42

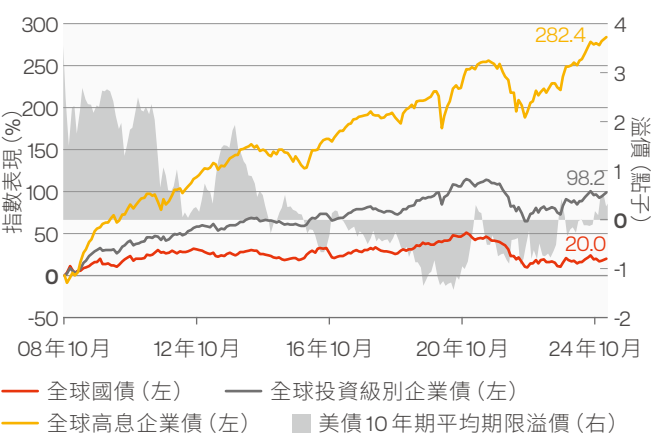
資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月22日



是次減息周期仍未結束，但走勢彷彿重複著歷史。截至3月21日，美國10年期國債期限溢價減去2年期的期限溢價約30點子。根據上述收益率預測模型，在不同情景下，溢價約介乎77點子至80點子。假設年內再減息最少2次，意即本季將有近50點子的升幅。補充一點，溢價進一步上升將取決於再次減息的時間，當中涉及大量非經濟因素，例如國際博弈等。

投資策略上，可透過期限溢價對不同類型債券的影響再作分析。參考近20年美國10年期國債平均期限溢價作基準，再以富時世界國債指數代表全球國債市場、彭博全球投資級別企業債指數和彭博全球高收益企業債指數代表全球企業債市，全期3大債券指數與平均溢價之相關系數分別是負0.42、負0.68及負0.68。負值表示未來溢價持續上升將不利3大指數走勢，幅度上企業債受影響較國債為大，企業債種類則沒有明顯分別。

美債10年期平均期限溢價及各全球債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2025年3月21日

再觀察各指數全期的走勢，2005年3月31日至今年3月20日，全球國債、投資級別企業債及高收益率企業債全期表現分別報升2.8倍、98%及20%，差距非常明顯。但抽出2020年末溢價見底反彈後的數據，當時各指數跌幅分別報27%、24%及15%，顯示高收益企業債的韌性更高，相信與信貸息差 (credit spread) 偏高以抵消期限溢價的衝擊有關。下文將再作討論。

債券

特朗普效應：避險中更要精挑細選

本季各章節皆預測特朗普政策操作將加劇市場不穩定性，導致各類資產走勢變得非常波動。以下將以「執政百日」及「歐債危機2.0」為主題，探討各類投資策略。

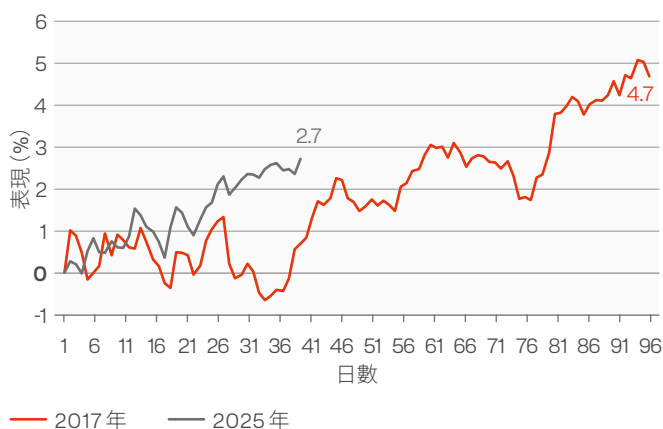
「執政百日」：料維持反覆向好的態勢

以特朗普就職首百日各資產表現作分析，《宏觀策略》章節顯示，當前各類商品走勢與上屆相似，這與特朗普繼續推動相近的能源及「再工業化」政策有關。《股票》章節則顯示，各美股指數表現遜於上屆，甚至出現截然不同的走勢。至於在債市方面，結果又將如何？

我們選取了富時世界國債指數代表全球國債市場、彭博全球投資級別企業債指數和彭博全球高收益企業債指數代表企業債市、彭博亞洲美元投資級別債券指數代表亞洲美元債市。結果顯示，4大指數走勢方向與上屆相似。特朗普「推倒重來」的政策風格令市場風險上升，資金追捧債券作避險資產實屬預期之內。

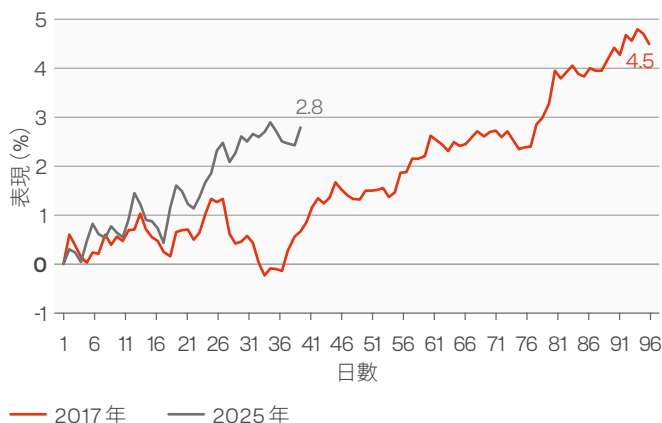
不同之處在於，上屆特朗普在執政約30日後，美聯儲宣布加息，並在接下來兩年共加息7次，共計1.75%。儘管如此，各大債券指數仍維持強勢，首百日回報介乎3.0%至4.7%。相比之下，今天正處於減息周期，各種因素均支持債市升勢。若果經濟進一步放緩，全球主要央行有可能加快減息步伐，有利全球債市。

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：富時世界國債指數



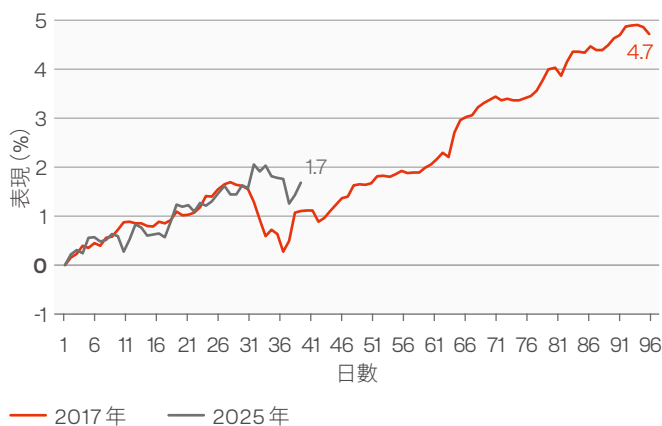
資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：彭博全球投資級別企業債指數



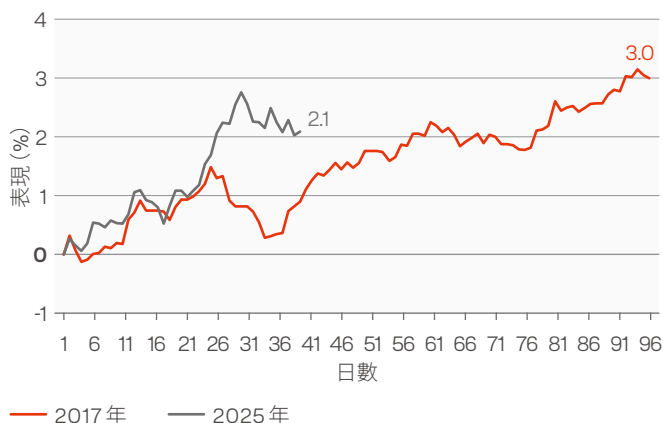
資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：彭博全球高收益企業債指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
彭博亞洲美元投資級別債券指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

進一步分析企業債市場。截至3月17日，彭博全球投資級別企業債指數和彭博全球高收益企業債指數分別報升2.8%及1.7%，反映市況波動時，風險較低的投資級別企業債較受投資者青睞。除了上文提及的期限溢價，投資企業債另有對違約風險作額外補償，市場統稱為信貸息差溢價 (credit premium)。參考反映企業債違約風險的溢價，兩者走向一致，但幅度卻有明顯差異。

美元債券信貸息差：投資級別及高收益級別



資料來源：彭博，數據截至2025年3月19日



去年下半年，美聯儲釋出減息訊號，資金大舉流入企業債尋求收益 (yield-seeking)，令信貸息差不斷收窄。投資級別企業債的信貸息差由最高145 (點子，下同) 下降至110，降幅約24%；高收益企業債則由418跌至294，降幅約30%。儘管溢價偏低，投資者仍願意入市，尤其是高收益企業債，反映多年後首次減息對債市的威力 (詳情可參閱上季本章節內容)。

然而，當特朗普就職後，市場憂慮其政策可能引發全球經濟衰退，資金撤出企業債並流入國債避險，導致信貸息差反彈。投資級別企業債的信貸息差上升了20%，而高收益企業債的信貸息差上升了27%。截至3月19日，投資級別的信貸息差報125，與去年下半年起之平均值124相若。但高收益報355，與平均值338仍有點距離，反映投資者對風險偏高的高收益企業債仍存有戒心。

綜合而言，特朗普政策導致市場避險情緒升溫，整體債券市場表現將更具吸引力。此外，若美國經濟下滑，美聯儲更有底氣加快減息時，債市將更受惠。信貸息差的反彈正反映投資者在風險與回報考量下，偏重於投資級別企業債。現時需靜待各不明朗因素逐步明朗後，債市格局才可能會重新調整。

債券

「歐債危機2.0」：不可小覷的灰犀牛

歐債危機泛指2008年全球金融危機爆發後，部分歐洲國家因經濟衰退出現財政問題，最終延遲或無法償還債務，引發全球性金融危機。希臘債務問題首先引發歐洲金融市場動盪，隨後逐漸蔓延至葡萄牙、愛爾蘭、意大利及西班牙。以各國英文名字首字母合併，被戲稱為「歐豬五國 (PIIGS)」。¹⁸歐債危機暴露了歐元區內部經濟發展不均衡、財政政策缺乏協調等結構性問題，使投資者對歐債的信心長期受壓。

今天歐債問題再度受到關注。特朗普的對等關稅未見因盟國關係而手下留情，歐央行行長拉加德預測¹⁸，若美國對歐洲實施對等關稅，首年歐元區經濟增長將下降0.3%。去年歐元區GDP按年增長1.2%及按季增長0.2%，她預測今年增長將低過1%，按季更有可能出現負增長。她同時預期關稅將推升通脹0.5%，目前歐元區CPI按年增長為2.3%，即通脹有可能重返2023年水平。上季《宏觀策略》章節強調，特朗普政策對歐洲的衝擊遠較美國本身高，尤其通脹上升同時經濟下滑醞釀的滯脹風險，如今隨時一語成讖。

此外，美歐正爭奪俄烏戰事停火協議的主導權，雙方更在聯合國大會中罕有地出現對立局面¹⁹。市場預期，美國若撤回對烏克蘭的軍事援助，將由歐盟承擔²⁰，尚未計算近5,000億美元的重建費²¹及北約軍費上調等支出²²，無疑對本已孱弱的歐洲經濟雪上加霜，引發市場對「歐債危機2.0」的憂慮。

過去3年，歐洲國債收益率不斷攀升，反映投資者對歐洲違約風險及地緣戰事的擔憂持續升溫。截至3月21日，歐洲3大經濟體，德國、法國及意大利的10年期國債收益率，分別報2.76%、3.46%及3.88%，與2009年歐債危機時相若。反觀經濟實力較弱的希臘，其10年期國債收益率報3.57%，不單低過歐債危機時水平，亦與歐洲大國相近，反映資金對希臘的債務信心與大國們相若。

近年地緣戰事的枷鎖、內部政治的亂象、財政紀律的缺失等拖垮了一眾歐洲強國，部分華爾街分析已公開警告²³，英國正墮入「債務死亡的螺旋」。去年評級機構穆迪更因財政問題而下調了法國的主權評級²⁴。落得如斯田地，試問一眾強國情何以堪？相反，洗心革面後默默耕耘的希臘，亂世中的自處更值得強國借鏡。

10年期國債收益率：德國、法國、意大利、希臘



資料來源：彭博，數據截至2025年3月22日

¹⁸ 見歐洲新聞台網站，<https://www.euronews.com/business/2025/03/20/trade-tariffs-could-push-up-eurozone-inflation-by-05-ecbs-lagarde-warns>

¹⁹ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/articles/c7435pnle0go>

²⁰ 見歐洲議會網站，<https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20250310IPR27232/the-eu-must-contribute-to-robust-security-guarantees-for-ukraine>

²¹ 見聯合國網站，<https://news.un.org/en/story/2025/02/1160466>

²² 見歐洲新聞台網站，<https://www.euronews.com/my-europe/2025/01/13/boosting-natos-defence-capabilities-means-going-beyond-3-target-says-rutte>

²³ 見晨星網站，<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/259506/ray-dalio-warns-of-uk-government-%E2%80%98-death-spiral-after-bond-yield-spike.aspx>

²⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/europe/moodys-cuts-frances-rating-aa3-waning-public-finances-2024-12-13/>

除了區內分歧，與全球主要債市比較，歐洲債市都呈現出對亂局一籌莫展的狀態。截至3月21日，全球主要國債收益率於過去3個月變化的數據如下：

地區/ 國家	收益率 (%)	近 3 個月數據		
		最低 (%)	最高 (%)	變化 (點子)
美洲				
美國	4.25	4.16	4.79	-27.60
加拿大	2.99	2.83	3.54	-28.17
歐洲				
英國	4.71	4.43	4.89	20.30
法國	3.46	3.08	3.58	38.59
德國	2.76	2.32	2.89	48.20
意大利	3.88	3.44	4.01	43.48
西班牙	3.40	2.98	3.52	43.44
葡萄牙	3.27	2.78	3.38	52.29
瑞典	2.69	2.17	2.69	42.58
荷蘭	2.98	2.54	3.11	47.93
瑞士	0.63	0.21	0.75	43.96
希臘	3.57	3.17	3.69	44.01
亞太				
日本	1.51	1.04	1.57	47.10
澳洲	4.39	4.27	4.63	-10.06
紐西蘭	4.51	4.39	4.76	-2.50
南韓	2.79	2.70	2.90	-7.01
中國	1.83	1.59	1.92	13.08

資料來源：彭博，數據截至2025年3月21日

收益率變化顯示資金正撤出歐洲各國。除了英國，其餘歐洲國家的收益率皆錄得接近或超過40點子的升幅。2009年曾有「7%魔咒」的說法²⁵：國債收益率升至此水平即視為國家違約的指標。現況及最高水平的首5位分別是英國、法國、意大利、西班牙及希臘，均正邁向或超越4%。

值得注意的是「七國集團」（上表中以紅字標示）中，只有美國和加拿大仍然「健康」，日本近月變化達47點子，收益率更回到2008年金融海嘯時水平，高通脹與加息的兩難局面實是日債的計時炸彈，篇幅所限在此不作詳談。

回顧2009年的歐債危機，歐洲央行透過購買國債和多次減息提供流動性，國際貨幣基金組織（IMF）和歐洲穩定機制（ESM）等機構亦出手為處於違約邊緣的國家解困。然而，後遺症是負利率政策削弱貨幣政策對調控實體經濟的功能，釀成貧富懸殊和資產價格扭曲等問題，亦間接積累了民怨，最終引發各地的政治震盪，至今仍猶有餘悸。

去年歐央行將利率由4.5%減至2.65%，但各國收益率仍反覆走高，反映市場對債務風險的擔憂無法通過減息完全化解，即使重回負利率政策也無濟於事。短期內特朗普政策的不確定性料持續加劇，未來地緣戰事及對歐關稅的演變或成為債務危機的觸發點，相信屆時影響的不只歐洲，更會波及全球。

「政治一日都嫌長」，何況國際局勢？投資者若要火中取栗，必先自問膽識及技巧俱備，否則只會噬臍莫及。

²⁵ 見美國經濟學會網站，<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.26.3.49>

債券

東亞聯豐投資團隊

亞洲信貸基本面強韌 有助對沖波動市況

本章摘要：

- 關稅可能拖慢美國經濟，有助支持美國國債表現
- 亞洲投資級別美元債券質素高，留意估值吸引的日韓金融債券
- 對中國內房債變得正面，同時看好中國工業債；從個別印度債券先行獲利

美國總統特朗普朝令夕改的政策導致市場大幅波動。加徵關稅究竟是貿易戰還是談判伎倆？美國對俄烏戰爭的立場如何？這些都是市場的不明朗因素。此外，有跡象顯示美國經濟可能轉弱，美國10年期國債息率一度跌至多月新低。儘管市場暗湧不絕，但東亞聯豐投資團隊認為，亞洲美元債市的信貸基調穩固，業務以出口美國為主的債券發行人比例不多，因此亞洲企業具備抵禦外圍負面因素的能力。美國國債收益率下跌將為亞洲投資級別美元債券帶來支持，尤其是日韓等地的金融債。亞洲高收益美元債券息差持續收窄，團隊相信中國以外的亞洲區債市有機會出現整固，建議先行從印度等地區獲利。中國房地產信貸環境發展正面，我們同時看好中國工業相關債券和部分蒙古債券。

美國10年期國債息率走勢



資料來源：Investing.com，數據由2024年11月1日至2025年3月12日

亞洲投資級別美元債券

投資者避險情緒高漲，為美國國債帶來支持。此外，美國經濟隱憂浮現，市場預期聯儲局今年可能減息3次¹。在美國經濟增長放緩風險上升的環境下，東亞聯豐團隊看好美國國債。亞洲投資級別美元債券的信用質素強勁，經風險調整後回報具吸引力，團隊會在估值相對便宜的市場作分散投資，包括南韓和日本的金融板塊。

人工智能發展支持中國科技債券，從估值偏高的國企債券先行獲利

中國政府去年接連出招救市，經濟和樓市均已轉穩²。加上深度求索 (DeepSeek) 面世令市場對人工智能產業發展充滿憧憬，帶動科技、媒體和通訊板塊的息差繼續收窄，其他國企債券亦表現良好。中國投資級別債市的基調穩固，但由於估值偏高，我們選擇從個別債券中先行獲利。至於香港市場方面，一家早前陷入財務危機的地產商據報成功完成再融資。然而，我們認為相關風險猶存，並擔心若問題再度浮現，可能對銀行業帶來負面的連鎖效應，因此我們選擇先行減持香港銀行債券。

日本經濟持續增長 南韓銀行信貸基調穩健

日本和南韓投資級別美元債券屬區內最具品質之一的投資選擇。雖然南韓早前政局不穩，但團隊相信情況可控，並會繼續增持當地估值吸引的金融債券。當地主要銀行信貸基調穩健，最新公布的2024年度業績顯示，資產質素維持良好。南韓央行於今年2月減息25點子，評級機構惠譽認為，減息對銀行淨息差造成壓力，但對整體盈利影響輕微，因為不少高息存款快將到期，且銀行具備強勁的資本緩衝能力³。

東亞聯豐團隊亦看好估值吸引的日本企業和金融債券。日本去年第4季經濟增長穩健，支持銀行信貸基調，並為央行提供加息條件。日本央行於今年1月加息25點子。該國已經結束負利率政策，並以較慢的步伐加息，有助減低短期過度收緊銀根對經濟的衝擊。惠譽表示，日本大型銀行信貸質素穩固，因其收入來源多元化，而且風險胃納較低，增加資產的防禦性。除日本金融債以外，團隊也看好個別消費和通訊債券的前景。

¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/fed-expected-cut-rates-june-jobs-data-raises-potential-red-flags-2025-03-07/>

² 見雅虎財經網站，<https://ca.finance.yahoo.com/news/chinas-feb-second-hand-home-062334641.html>

³ 見惠譽網站，<https://www.fitchratings.com/research/banks/major-korean-banks-resilient-amid-economic-challenges-14-02-2025>

總結

亞洲投資級別美元債券波動性較低，經風險調整後回報吸引。日韓金融債券質素高，防禦性強，能在波動市況中對沖風險。

亞洲高收益債券

中國早前爆發的房地產危機曾打擊亞洲高收益美元債市的投資氣氛。隨著樓市趨穩，加上個別內房價的基本面改善，該板塊開始回暖。亞洲發行人的信貸基調穩健，違約機會較低。不過，今年首兩個月，一些新興市場主權債及中國以外的企業債券已累積不少升幅，因此我們選擇從個別債券先行獲利，包括印度市場的債券。

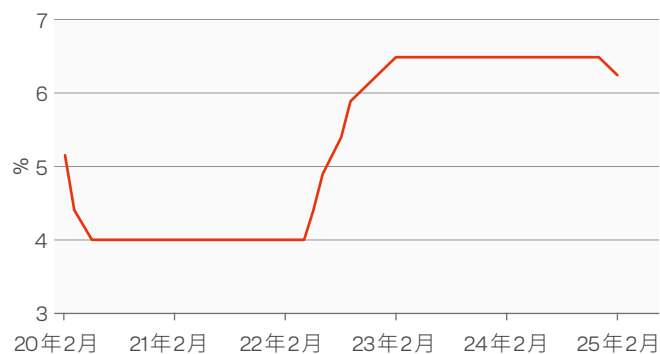
中國企業重回高收益美元債市 對內房價變得正面

近期，一家大型房地產發展商提早贖回債券，為沉寂已久的中國美元債市帶來支持。大宗商品、綜合企業甚至房地產等企業接連發債，其中一家大型鋁冶煉廠的債券更出現超額認購。此外，一家國營地產商於今年2月初發行3.5億美元債後，僅一周後再額外增發1.5億美元進行再融資，這些新債也獲得東亞聯豐團隊的關注。由於房地產市場有所改善，團隊對該板塊的看法變得正面。此外，工業債的新供應仍然有限，因此團隊對中國工業債也繼續看好。

從個別印度債券先行獲利 蒙古政府發行5億美元債券

隨著通脹放緩，印度在今年2月減息，為5年來首次。當地經濟去年第4季增長6.2%，政府預計今季增幅可能更快⁴。受惠於結構性增長，加上能源板塊被政府繼續視為重點發展策略，東亞聯豐團隊繼續看好印度新能源等收益率吸引的債券。然而，印度債券已經累積不少升幅，因此我們從個別債券先行獲利。

印度過去5年基準利率



資料來源：Investing.com，數據由2020年2月至2025年2月

至於前沿市場 (Frontier Markets)，東亞聯豐團隊對蒙古的宏觀經濟前景持正面看法，特別留意該國的政府和銀行債。自從三大信貸評級機構去年調升蒙古信貸評級後，當地政府近日發行總值5億美元的5年期債券，以償還明年到期的舊債，其發行的債券息率較信貸評級更高的烏茲別克和巴西等國家的債券還要低，相信有助支持當地企業繼續以低成本在國際市場進行融資。

總結

亞洲高收益美元債券市場回暖。隨著個別市場和企業信貸基本面改善，投資者對中國高收益美元債券開始重拾信心，有機會為整體債市帶來具持續性的動力，但要密切留意外圍環境波動對市場所帶來的挑戰和影響。



⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/india/indias-economic-growth-picks-up-rising-government-consumer-spending-2025-02-28/>

免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據在此文件刊發前可公開獲得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下自身的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是完全由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。

