



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2025年第一季度市場展望

特朗普2.0時代：對市場及經濟 韌性的考驗

invested 投資觀點

eastspring.com

2024年第四季：季度市場回顧

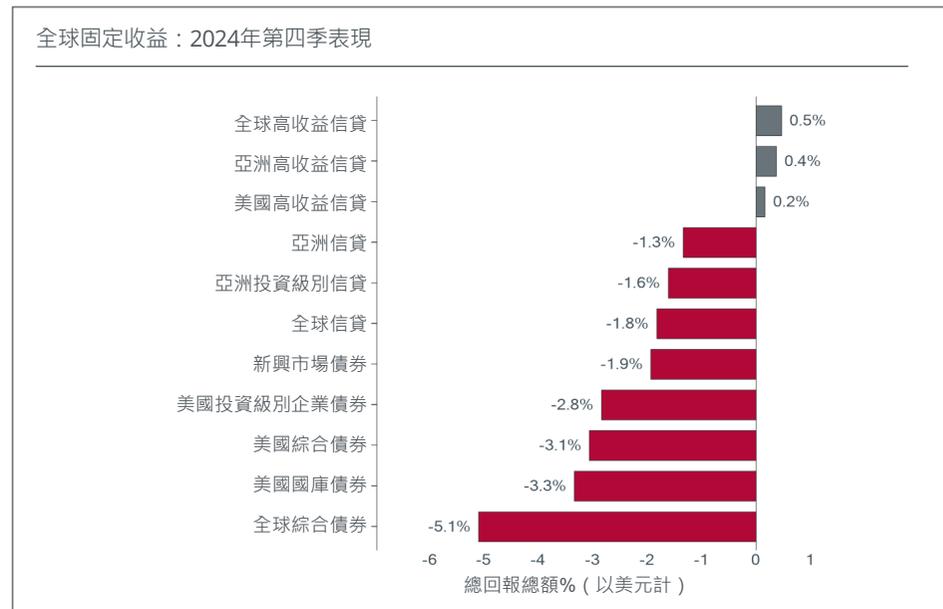
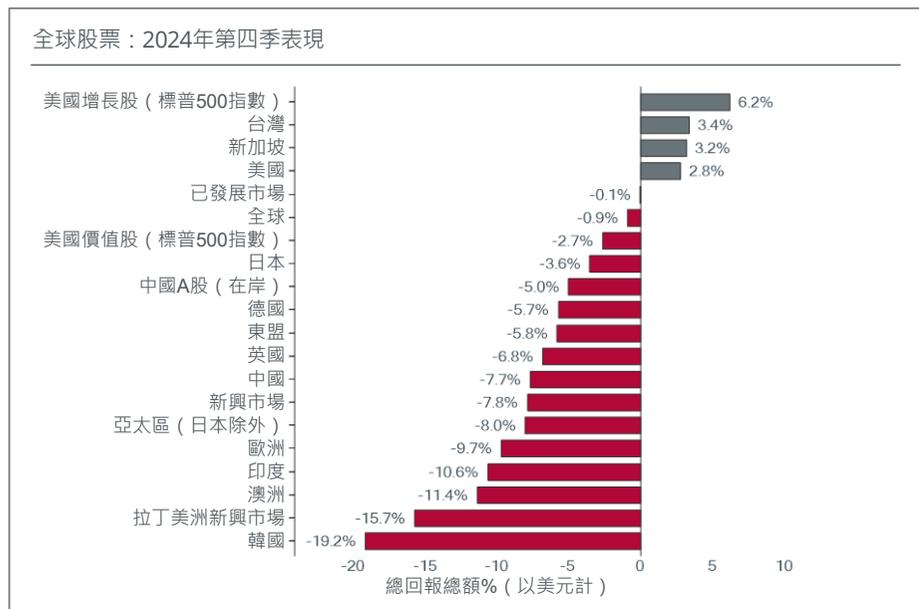
市場因特朗普當選、通貨膨脹及地緣政治緊張局勢而出現波動

股票

2024年第四季，全球市場普遍波動，特朗普勝出總統大選成為焦點。MSCI所有國家世界指數下跌0.9%。已發展市場跑贏新興市場，主要原因是美國股市造好。美國大選後市場情緒強勁、美國勞動市場仍然穩健，加上美國整體經濟數據保持堅韌，帶動MSCI美國指數上升2.8%。除台灣（以美元計增長3.4%）及新加坡（以美元計增長3.2%）外，其他地區市場普遍面對挑戰，主要原因是市場對貿易關稅的影響以及全球貿易感到憂慮。受經濟政策及政治事件的變數以及對貿易的憂慮影響，MSCI歐洲指數（美元）下跌9.7%。由於特朗普2.0時代增加了貿易緊張局勢出現的可能性，MSCI新興市場指數下跌7.8%（以美元計），MSCI中國指數下跌7.7%（以美元計）。受戒嚴危機引發的政治變數拖累，韓國股市表現遜色。

固定收益

季內，儘管聯邦基金利率兩度下調25個基點至4.25%至4.50%的目標區間，全球政府債券仍普遍下跌，同時美國國庫債券收益率則顯著上升。2年期美國國庫票據收益率上升59個基點至約4.25%，10年期美國國庫票據收益率上漲77個基點至約4.58%。在此環境下，彭博全球綜合債券指數下跌5.1%，而洲際交易所美國銀行美國國庫債券指數下跌3.3%。信貸市場方面，受對特朗普2.0時代推出利商政策的預期帶動，高收益債券跑贏對利率更敏感的投資級別債券，尤其是對美國高收益債券的需求導致息差收窄至歷史低位。代表美元計價新興市場債券的摩根大通新興市場債券指數環球多元化指數下跌1.9%。

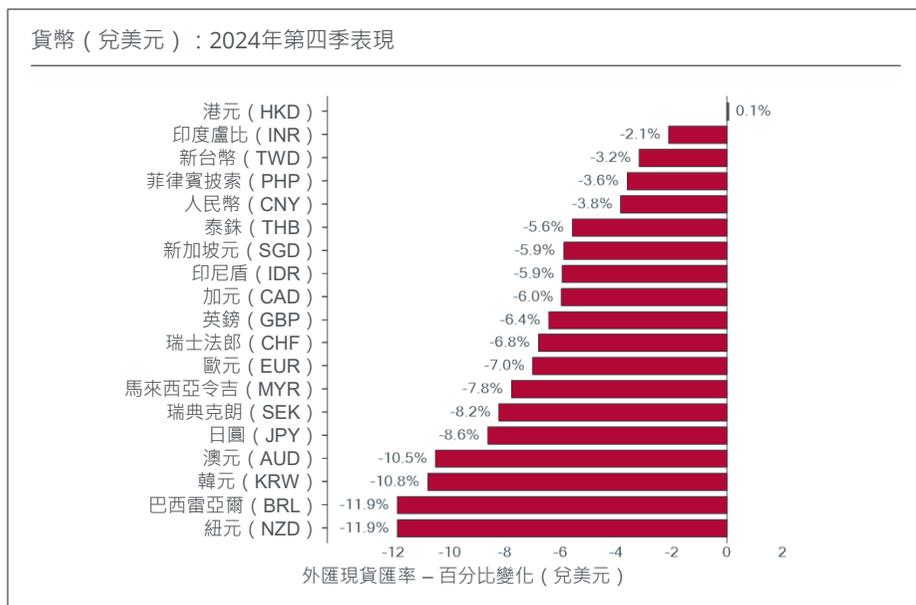


數據來源：瀚亞投資；MSCI；LSEG Datastream。所載表現數據截至2024年12月31日。*股票回報以各自MSCI市場指數的美元（總回報總額）指數作參照。例外的是「美國增長股（標普500指數）」及「美國價值股（標普500指數）」，兩者分別由標普500成長（總回報）指數及標普500價值（總回報）指數代表。「已發展市場股票」由MSCI世界指數代表。固定收益市場由以下指數代表：「亞洲高收益信貸」：摩根大通亞洲信貸非投資級別指數，「全球高收益信貸」：洲際交易所美國銀行全球高收益債券指數，「亞洲信貸」：摩根大通亞洲信貸指數，「美國高收益信貸」：洲際交易所美國銀行高收益債券限制指數，「亞洲投資級別信貸」：摩根大通亞洲信貸投資級別指數，「新興市場債券」：摩根大通新興市場債券環球多元化指數，「美國國庫債券」：洲際交易所美國銀行美國國庫債券指數，「美國投資級別企業債券」：洲際交易所美國銀行美國企業債券指數，「美國綜合債券」：彭博美國綜合債券指數，「全球信貸」：洲際交易所美國銀行全球信貸指數，以及「全球綜合債券」：彭博全球綜合債券指數。

貨幣

季內，廣泛美元指數 (DXY) 兌由六種主要貨幣組成的一籃子貨幣上升7.7%，創下自2015年第一季以來的最大季度升幅。特朗普當選加劇了對其經濟計劃引發通脹的憂慮，並可能限制了聯儲局採取更寬鬆貨幣政策立場的能力。因此，美國國庫債券收益率在季內上升，導致美元普遍走強。

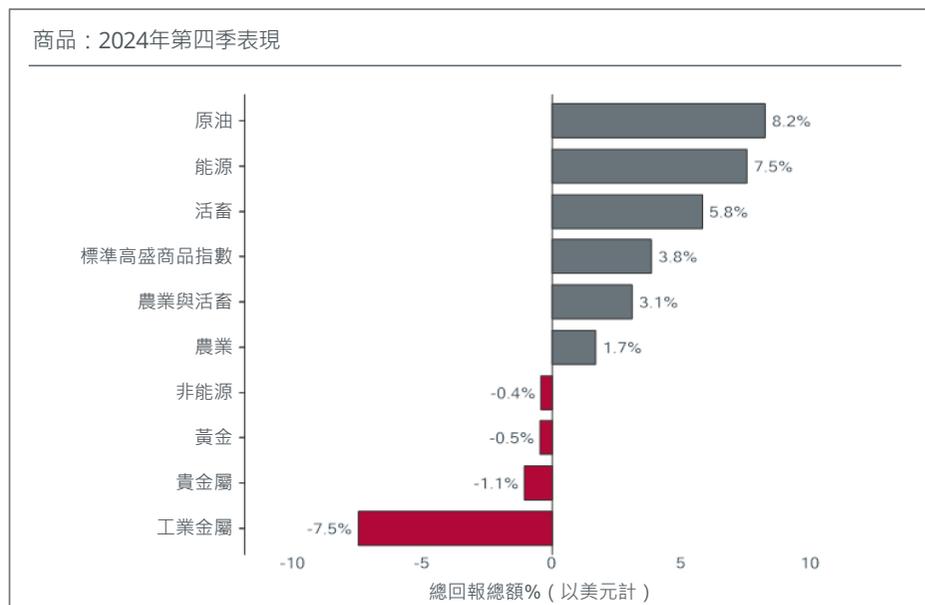
除港元外，受特朗普關稅威脅及貿易影響等因素拖累，主要貨幣兌美元普遍下跌。亞洲方面，經濟前景轉弱及政治變數拖累韓元下跌10.8%。人民幣因中美之間的息差擴大以及預期的限制性貿易政策而貶值3.8%。中國承諾「適度放寬」貨幣政策，以改善投資者情緒。不交收遠期外匯合約及貨幣期貨到期增加了美元需求，並引發進口商的恐慌性購買，拖累印度盧比走弱。



商品

季內，商品市場投資基準指數標普高盛商品指數上升3.8%。能源及活畜子行業表現尤其出色，而貴金屬及工業金屬子行業同期下跌，後者下跌7.5%。

工業金屬行業下跌主要由鎳及銅兩個子部分帶動。鎳價下跌的原因是持續供應過剩，尤其是印尼生產量仍然高企。銅價則因市場憂慮中國經濟復甦力度而受壓。



資料來源：LSEG Datastream；標普全球。所載表現數據截至2024年12月31日。「貨幣 (兌美元)」圖表中各貨幣的貨幣表現基於Refinitiv計算的收市現貨匯率 (兌美元)。對於「商品」圖表，請注意以下資料。原油：標普高盛原油指數、能源：標普高盛能源指數、活畜：標普高盛活畜指數、黃金：標普高盛黃金指數、貴金屬：標普高盛貴金屬指數、農業與活畜：標普高盛農業與活畜指數、非能源：標普高盛非能源指數、農業：標普高盛農業指數、工業金屬：標普高盛工業金屬指數。

宏觀展望

特朗普2.0時代的政策將在2025年對「美國例外」的觀點構成挑戰（及不確定性）

增長

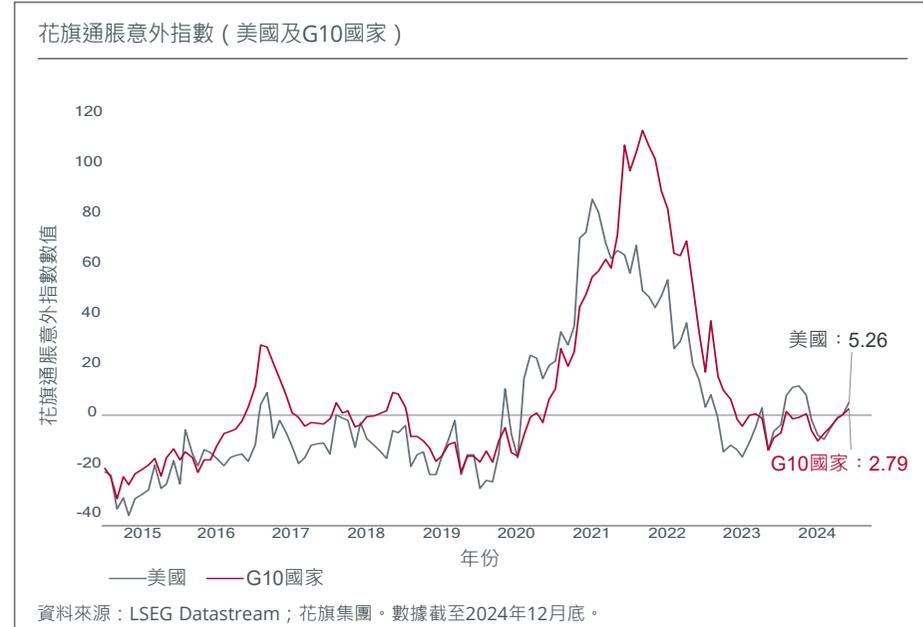
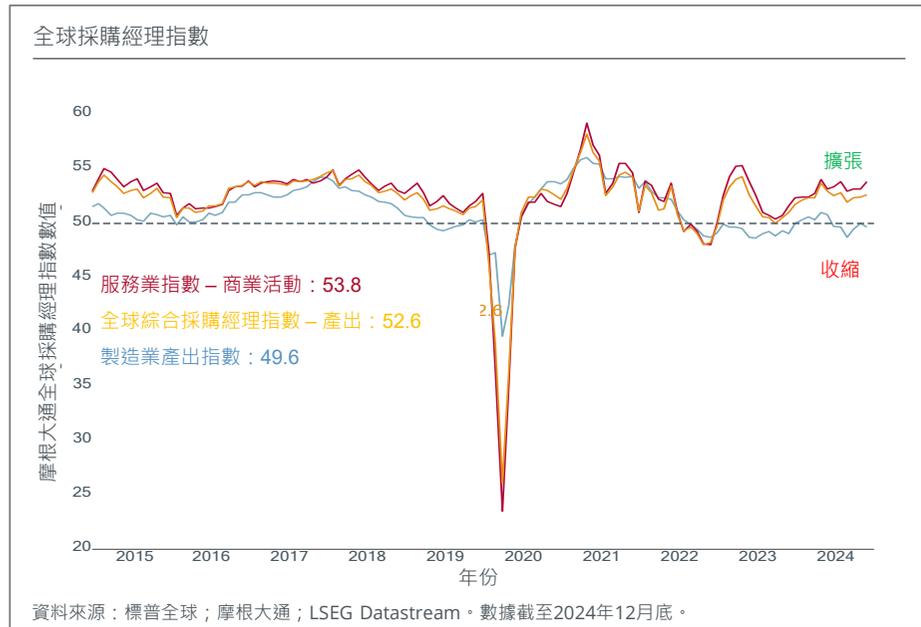
摩根大通全球綜合採購經理指數連續14個月維持在「50」的榮枯線以上，顯示全球經濟持續擴張。2024年，受強韌消費支出及商業投資帶動，加上對人工智能及資訊科技相關產品的需求不斷增長，全球經濟增長強勁並超出預期。由於特朗普政府任內的預期關稅導致製造業受壓，服務業增速超越製造業。

美國經濟在2024年全年繼續成為全球經濟增長的關鍵動力，並展現出其「例外」屬性。儘管10年期美國國庫通脹保值證券市場顯示美國實際收益率相對較高，且通脹往往高於聯儲局的2%通脹目標，但憑藉穩健的消費者基礎，美國經濟展現出強大韌性。現階段，假設美國經濟繼續超越潛在增長水平的速度運行，出現不著陸情景（即經濟持續過熱）的可能性將會增加。

通脹

2024年12月美國核心消費物價指數數據展現積極進展，住屋通脹（核心消費物價指數籃子的重要部分）錄得自2022年1月以來的最小年度升幅。儘管此趨勢令人鼓舞，但我們意識到特朗普的各種政策（尤其是關稅政策）的潛在通脹影響在短期及長期內仍然充滿變數。我們認為，美國通脹整體上呈下行趨勢，尤其是與2024年第一季的通貨復脹時期相比。

與此同時，其他已發展市場經濟體中，英國及加拿大的通縮力量很可能保持不變，而日本方面，日本銀行正密切關注進口成本上升（因日圓疲弱）及工資上升的可能性。為了偵測通脹再次升溫的任何跡象，我們密切關注勞動市場狀況及工資增長趨勢。此外，我們繼續注意地緣政治緊張局勢升級可能引發的任何潛在供應方通脹風險。



主要風險評估 - 通脹、中國及地緣政治仍是焦點

重點範疇	可能性	負面市場影響的程度
<p>通脹再次升溫的可能性增加。由於美國經濟仍然堅韌、勞動市場持續走強，加上特朗普促進經濟增長及放寬管制的政策，通脹風險將在2025年持續存在。由於上任後隨即擁有一定的酌情權及多種途徑制訂相關措施，特朗普可能重視關稅及移民政策多於減稅政策。因此，這些經濟政策對整體增長及通脹的影響將取決於其實施的順序。關稅或會增加通脹再次升溫及/或滯脹的風險，並對經濟構成負面影響，從而有可能干擾聯儲局的寬鬆週期。因此，我們將密切關注特朗普即將推出的政策的進展及明確性（以及順序），但有可能需要一些時間才能釐清相關細節。</p>		
<p>中國經濟增長放緩（及其對全球經濟增長的拖累）可能持續更長時間。展望未來，假如美國經濟顯著放緩，全球經濟增長很可能失去全球需求關鍵動力，而中國卻未必能即時填補空缺。儘管當局最近公佈刺激措施，但由於中國內需狀況仍然疲弱，加上私營機構氣氛低迷，我們認為中國不太可能有效抵銷全球經濟增長放緩的影響。要推動經濟顯著復甦，需要規模更大及更具針對性的刺激措施，尤其是旨在促進消費、提振私營機構信心及振興房地產行業等因素的刺激措施，以及其他相關因素。中國持續的通縮趨勢構成溢出效應風險，引發市場憂慮其可能進一步拖累全球經濟增長。</p>		
<p>地緣政治緊張局勢的陰霾仍然存在，並可能嚴重影響投資者情緒，但我們普遍認為這些推動因素在本質上較為短暫，因為市場回報最終由基本因素（例如增長、通脹、盈利）主導。例如，中東緊張局勢加劇，可能會導致能源驅動型通脹加劇，並可能在供應受阻時推高全球貿易成本。與此同時，我們亦意識到，這些事件的相關波動可能創造投資機會。由於地緣政治事件往往引發市場劇烈波動，我們將繼續密切關注當前的地緣政治緊張局勢，例如俄烏危機及中東衝突，以及美國對華政策的發展等。</p>		

數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。觀點截至2024年12月31日。本簡報所載資料可由瀚亞酌情更改，恕不另行通知。

資產配置觀點

雖然「美國例外」情景可能難以忽視，但分散投資一如以往般重要

市場以樂觀氣氛邁進2025年。2024年，美國經濟擴張速度超出預期，勞動市場保持穩健，未受近年實施的緊縮貨幣政策影響。

因此，我們在戰術上看好高收益信貸及全球股票等風險資產。我們目前對美國國庫債券的看法審慎，因為美國經濟的韌性降低了美國經濟衰退的可能性，並轉向通脹型增長，或會干擾聯儲局的寬鬆週期。

從中期角度來看，2025年的世界變得越來越難以預測。例如，對今年美國實際國內生產總值增長的預測範圍介乎0.5%至2.9%，原因是經濟學家不確定特朗普總統優先考慮的政策以及其落實的順序。

在此關頭，我們認為，遵循嚴謹方針管理投資組合風險與聚焦投資策略同樣重要，尤其是特朗普的政策在其就職後開始影響市場。因此，主動的風險管理以及分散投資於各種資產仍至關重要。

資產配置觀點					
					● 低配 ● 中性 ● 超配
					↑↓ 觀點從上季上調 / 下調 - 不變
資產	3個月		12個月		理據
全球股票	●	↑	●	↑	市場普遍預期，在共和黨全面掌控的政府支持下，特朗普在總統任期內很可能推動美國經濟增長，並延續美國經濟表現出色的時期。由於對減稅及利好企業政策的預期升溫，而相關政策很可能會在短期內提振企業盈利，我們在戰術上更加看好風險資產，並在跨資產的角度上看好全球股票多於債券。全球股票中，我們在戰術上看好美國。未來12個月，我們保持偏向中性的較長期觀點，因為特朗普擬議政策的範圍、執行時機及順序並不明確，其潛在影響仍有顯著不確定性。
政府債券	●	-	●	↓	在第三季大幅上升後，巴克萊美國國庫債券指數上升4.7%，同期美國10年期國庫債券收益率下降55個基點，然而，10年期國庫債券收益率在第四季回升77個基點，導致巴克萊美國國庫債券指數下跌3.1%。由於通脹回升的風險增加，聯儲局在美國經濟仍然強韌之際放寬政策，加上候任總統特朗普的共和黨政綱具通脹效應，我們在戰術上對美國長期國庫債券（即美國存續期）維持中性觀點。除非出現任何重大上行（即通脹「恐慌」）或下行（即類似經濟衰退的情況）催化因素，否則美國國庫債券收益率暫時很可能繼續窄幅波動。儘管美國實際利率徘徊在2%左右，但由於美國消費者基礎強韌，美國經濟衰退的可能性減少，因此我們維持中性的12個月較長期觀點。
美國投資級別信貸	●	-	●	-	美國投資級別及高收益信貸息差目前仍處於歷史性的狹窄水平，我們預計其在短期內將繼續受到支持，原因是預期特朗普政府2.0將推出利商及促進經濟增長的政策，以及市場假設美國國庫債券收益率將繼續窄幅波動。短期而言，美國信貸市場中，我們目前偏好美國高收益債券多於美國投資級別債券。
現金	●	-	●	↓	對於現金的未來12個月觀點為中性，反映了我們需要保持彈性，並迅速回應市場變化。這種策略具備靈活性，讓我們能在投資機會出現把握優勢。

數據來源：多元資產投資組合解決方案團隊。資產類別觀點是團隊截至2025年1月最近一次每月會議的觀點，不應視作建議。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。本文所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。

資產配置觀點 (續)

資產配置觀點					
全球股票	3個月		12個月		理據
美國	●	↑	●	↑	「全球股票」的投資理據亦適用於美國市場（約佔MSCI所有國家世界指數總市值的65%）。由於美國經濟持續走強，相對於歐洲及新興市場股票，我們目前在戰術上偏好美國股票。未來12個月，我們維持中性觀點，因為政策對經濟增長、通脹及股市的影響尚未明朗。
歐洲	●	—	●	↑	由於具有順週期性質及對中國的敞口顯著，歐洲股票普遍對全球商業週期高度敏感。未來3個月，考慮到特朗普政府預計推出利商政策，加上歐洲及中國持續面臨經濟挑戰，未來3個月，團隊偏好美國股票多於歐洲股票。未來12個月，由於美國及中國的政策不明朗，我們維持中性的較長期觀點。
新興市場	●	↓	●	—	雖然我們意識到亞洲及新興市場股票的相對估值吸引，但考慮到美國強勁的利商政策及中國經濟持續面臨挑戰，我們未來3個月相對看好美國股票。未來12個月，由於美國及中國的政策不明朗，我們對新興市場股票的較長期觀點維持中性。
亞太區（日本除外）	●	↓	●	—	雖然我們意識到亞洲及新興市場股票的相對估值吸引，但考慮到強勁的利商政策及中國經濟持續面臨挑戰，我們未來3個月相對看好美國股票。未來12個月，由於美國及中國的政策不明朗，我們對亞洲股票的較長期立場維持中性。
政府債券	3個月		12個月		理據
美國	●	—	●	↓	自美國債券收益率在第三季大幅上升以來，我們看好美國國庫債券的觀點轉趨保守，主要原因是市場定價已反映相關預期。我們日益憂慮債券市場出現根本性轉變，尤其是與潛在財政揮霍相關的美國財政融資問題。特朗普政策的通脹影響亦可能導致收益率維持高企一段時間。由於政策對通脹前景的影響尚未明朗，我們的未來12個月較長期觀點維持中性。
歐洲	●	—	●	↓	歐洲政府債券收益率可能大致跟隨美國國庫債券的走勢。參見「政府債券」部分所載的投資理據。
新加坡	●	—	●	↓	隨著新加坡通脹逐漸回落，雖然新加坡金管局的寬鬆幅度較聯儲局大，但我們預計市場在短期內將窄幅波動。我們為特朗普的經濟及貿易政策作好部署，未來12個月維持中性觀點。
<p>數據來源：多元資產投資組合解決方案團隊。資產類別觀點是團隊截至2025年1月最近一次每月會議的觀點，不應視作建議。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。本文所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。</p>					

資產配置 (續)

資產配置觀點					
信貸	3個月		12個月		理據
	●	↑	●	↑	
美國高收益債券	●	↑	●	↑	美國高收益債券方面，儘管息差處於歷史性狹窄水平，但由於美國經濟數據仍然強韌，高收益信貸週期的指標向好；2024年評級上調的債券多於評級下調的債券；不良債券比率遠低於長期平均水平，2024年結束時的違約率接近3%。美國經濟增長目前似乎穩定，繼續為該資產類別帶來支持。由於政策對經濟增長及通脹前景的影響尚未明朗，我們的未來12個月較長期觀點維持中性。
美國投資級別債券	●	—	●	—	美國投資級別信貸息差目前亦處於歷史性狹窄水平，我們預計，由於預計特朗普將推出利商及促長經濟增長的政策，加上美國國庫債券收益率窄幅波動，投資級別信貸息差短期內將繼續偏緊。短期而言，我們偏好美國高收益債券多於美國投資級別債券。由於政策對經濟增長及通脹前景的影響尚未明朗，我們的未來12個月較長期觀點維持中性。
新興市場 (美元) 債券	●	—	●	—	未來3個月，由於拉丁美洲經濟及盈利預測修訂數據的改善超過預期，我們在戰術上看好新興市場美元債券多於美國投資級別債券。
亞洲信貸	●	↑	●	—	未來3個月，我們看好亞洲美元債券多於新加坡政府債券。未來12個月，考慮到美國及全球貨幣政策的整體不確定性，我們維持中性的較長期觀點。
外匯	3個月		12個月		理據
	●	—	●	—	
美元	●	—	●	—	我們目前對歐元 / 美元貨幣對的戰術觀點維持中性。雖然美元每日交易情緒在技術層面利好美元，但我們的模型顯示，基本因素的下調在一定程度上抵銷了其利好作用。未來12個月，我們看好美元，因為聯儲局可能採取「長期高企」的貨幣政策，以及美國經濟表現持續領先歐洲及世界其他地區。
歐元	●	—	●	—	參考「美元」部分的投資理據。由於貿易戰可能爆發，預計歐元區經濟在短期內將面臨挑戰。此外，目前的經濟弱勢及與特朗普擔任總統期間相關的不確定性已經影響歐元價值。未來12個月，我們維持低配歐元（相對於美元）的較長期觀點，因為聯儲局可能採取「長期高企」的貨幣政策，以及美國經濟表現持續領先歐洲。
新加坡元	●	—	●	—	由於11月核心通脹率按年下跌1.9%，創下三年來最低水平，新加坡金管局有空間在即將舉行的會議上重新調整貨幣基準及放慢升值步伐。儘管如此，由於新加坡經濟保持強韌，加上第四季國內生產總值增長超出預期，寬鬆政策可能延遲實施。新加坡金管局很可能會等待核心通脹持續回落的明確跡象，因為旅遊成本的波動較大，而此數據通常具有黏性。
<p>數據來源：多元資產投資組合解決方案團隊。資產類別觀點是團隊截至2025年1月最近一次每月會議的觀點，不應視作建議。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。本文所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。</p>					

特朗普的關稅博弈：評估影響

隨著候任總統特朗普準備就職，他提出的關稅政策引發廣泛爭論及重大憂慮。11月底，特朗普宣佈計劃對所有來自墨西哥及加拿大的進口產品徵收25%關稅，並對所有來自中國的進口產品加徵10%關稅。最近的報道亦顯示，特朗普政府正考慮動用緊急權力，將中國商品的關稅每月逐步上調2%至5%。

這些關稅可能產生巨大的潛在經濟影響。研究顯示，美國實際關稅率每上升1%，美國核心個人消費支出價格就會上升0.1%，而美國國內生產總值將會下降0.05%（假設對方採取全面報復行動）(1)。如果特朗普11月宣佈的關稅計劃落實，美國關稅率可能提高7.3%，意味著美國核心個人消費支出價格將上升0.7%，而美國國內生產總值將會下挫0.4%。

新興市場經濟體中，即將實施的關稅對中國、墨西哥、越南、韓國及台灣的潛在影響最大，因為這些經濟體對美國的貨品貿易順差最高。中國可能是特朗普政府首個及最大的目標。儘管如此，預計此關稅計劃對中國的影響較2018年至2019年期間輕微，因為中國企業部門此後已實現供應鏈多元化。然而，中國仍需增加財政刺激措施並降低利率，以實現2025年國內生產總值增長5%的目標。

關稅對中國的影響將波及其他亞洲及新興市場經濟體。2018年至2019年期間，美國對中國徵收關稅，導致中國對新興市場及墨西哥的出口大幅增加，我們預期類似的模式將會重現，有可能對相關經濟體產生短期通縮效應。

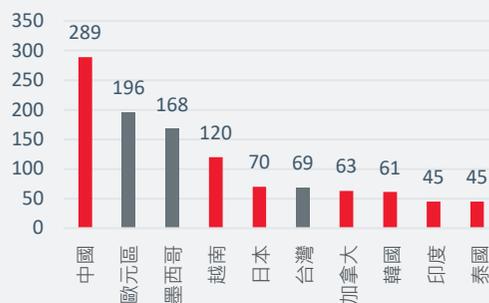
此外，如果中國未能實現其國內生產總值增長目標，關稅造成的經濟放緩亦會影響其他對與中國有大量貿易往來的經濟體，例如韓國、台灣及馬來西亞，從而對這些經濟體的資本支出、消費者信心及經濟增長構成壓力。

如果美國對所有進口商品徵收普遍關稅，情況將更趨複雜。雖然自2018年以來，中國對出口至美國的依賴程度下降，但亞洲（中國除外）的情況恰恰相反。普遍關稅將需要重組亞洲供應鏈，並有可能將供應鏈遷往美國，減慢多間企業的資本支出週期。

由於美國通脹上升及美國經濟持續表現領先（相對於世界其他地區），聯邦基金利率將長期高企，因此美元很可能繼續受到支持。個別新興市場經濟體可能會因貨幣疲弱（兌美元）而面臨更大通脹壓力。

雖然這種環境似乎不利亞洲及新興市場資產，但影響程度會因應各國運用貨幣及財政政策的方式而有所緩解。貿易重新分配亦可能帶動經濟增長，從而惠及部分新興市場經濟體。

圖表：對美國的貿易順差
(10億美元，過去12個月總額，截至2024年10月)



資料來源：摩根士丹利研究部，2025年1月。

(1) 高盛環球投資研究，2025年1月。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。

本文由瀚亞投資（香港）有限公司（「瀚亞香港」）刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc.的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc.與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc.,和在英國成立的M&G plc的附屬公司 Prudential Assurance Company,沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站（www.eastspring.com.hk）由瀚亞投資（香港）有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。