



MONTHLY HOUSE VIEW

2025年6月

在失去AAA評級後，特朗普尋求確保BBB

概要

01 • 編輯寄語	P3
在失去AAA評級後，特朗普尋求確保BBB	
02 • 宏觀經濟	P4
通脹的複雜性	
03 • 定息債券	P6
AAA評級的代價	
04 • 股票市場	P8
脆弱基礎上的反彈	
05 • 外匯	P10
另類投資的時機	
06 • 私募市場	P12
私募信貸：鮮為人知的信貸革命	
07 • 資產分配	P14
投資設想和資產配置建議	
08 • 市場監測	P16
精選市場走勢	
09 • 附錄	P17
免責聲明	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

親愛的讀者：

美國的零售投資者對其股票市場仍保持樂觀態度，並繼續將儲蓄投入其中。但是在對特朗普承諾的財政措施期望日益增加的情況下，這種情況會持續多久？持續到什麼程度？這個問題仍然懸而未決。在等待《美麗大法案》（簡稱“BBB”）中所列的減稅措施可能實施的同時，信用卡付款拖欠率在過去20年中達到了前所未有的水平，過去三年的拖欠量增長了近60%，佔總量的20%（即五分之一的違約）。一些美國人甚至動用了退休儲蓄來支付日常開支，如房租或醫療費用。

這項預計在10年內耗資至少3萬億美元的預算討論之際，正值穆迪公司作為最後一家將美國債務評為AAA的機構下調了這一評級。這突顯了赤字的負面趨勢，根據預測，在10年內赤字預計將繼續惡化並達到9%。在這一緊張的財政環境，由美國經濟日益兩極分化所複雜化，使得該國的金融挑戰更加複雜。

的確，令人驚訝的是，民主黨州的經濟，即所謂的“藍色經濟”，與共和黨州的經濟，即“紅色經濟”有多麼不同。幾乎就像是兩個不同的國家。今天，藍色州的經濟GDP相當於中國，約佔美國經濟的三分之二。相比之下，紅色經濟約佔美國GDP的三分之一，即超過10萬億美元。然而，百萬富翁的數量在紅色經濟中增長得更快，現今幾乎佔了所有收入超過百萬美元的美國人中的一半。此外，這兩個地區之間的通脹和增長預期差異顯著。甚至消費的商品和飲食偏好也大不相同。在股票投資組合方面，共和黨人的表現明顯更好。

隨著美國經濟比以往任何時候都更加分裂，找到為BBB財政計劃融資的方法至關重要。由“DOGE”管理的公共部門削減成本和裁減員工計劃並未達到預期效果。初步目標是削減2萬億美元的支出，但到目前為止，僅節省了1,600億美元。

政府青睞的另一種融資來源是實施關稅。美國政府設定了一個雄心勃勃的目標，即在90天內簽署90份協議。迄今為止，僅確認了兩項重要協議：一項與英國，另一項與中國。考慮到這樣的努力通常需要數年時間，非常有可能在7月8日的截止日期之前，其餘88項協議都不能及時簽署，而圍繞此事的雙邊談判外交舞步將持續整個夏天。

在這種情況下，美國與歐洲之間的貿易談判對未來的通脹走向至關重要。我們已經下調了明年的全球增長預測，預計美國和歐洲的增長率將趨於一致。在美國，通脹預計將保持高位，而在歐洲應該會正常化。

在我們的財富管理策略中，我們仍然趨向高度多元化，偏好受經濟刺激措施影響的地區的股票，並在固定收益方面減少對美國中長期債券。與此同時，黃金仍然是最終的避險資產，我們對美元保持謹慎態度。非上市資產繼續具有吸引力，在本期中，我們將討論持有私募信貸的好處，特別是通過半流動基金在投資組合中的配置。

祝您閱讀愉快！



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

表面上看，美國的價格穩定在一定程度上得益於庫存，但即將到來的關稅影響將很快顯現。相比之下，歐洲由於中國的過度生產而面臨潛在的通縮風險，除非它與美國合作提高貿易壁壘。不過，如果通脹預期上升，這一策略可能適得其反——因此我們認為美國與歐洲的貿易談判很可能會拖延。



2025
年第一季度
美國進口激增
41%

美國：貿易緩解，價格不確定性

2025年第一季度，美國經濟增速放緩至0.3%的年化率，主要受前置進口（增長41.3%）的拖累，因企業和消費者趕在美國關稅截止日期之前囤積商品。隨著貿易流量正常化，預計第二季度GDP將部分反彈（年化增長1%）。美中貿易休戰（將中國商品的關稅率從145%降至30%）有助於穩定金融市場，減少貿易不確定性，並使美國經濟的金融狀況自2022年初以來達到最寬鬆的水平。

消費者價格通脹（CPI）在4月同比放緩至2.3%，為2021年2月以來的最低水平。食品和能源價格下跌是導致通脹下降的主要原因，尤以汽油為甚（下降11.8%）。具有高度象徵意義的雞蛋價格月環比下降12.7%（自1984年以來最大跌幅），但仍比2024年4月高出49%。剔除食品和能源價格的核心通脹保持在同比2.8%的水平。高庫存迄今為止減輕了對消費者價格的影響，但應該會在5月/6月的數據中顯現。根據紐約聯儲的調查，消費者的長期通脹預期對聯邦儲備局（Fed）的分析至關重要，儘管有所上升，但仍保持在約3%左右。

最大問題是關稅影響是否會被上游吸收，企業在特朗普政府的政治壓力下避免將成本轉嫁給消費者。美國美元的全球計價角色也將減輕進口通脹的影響。儘管如此，如果部分關稅蔓延到消費者價格並且促增長的財政政策——包括前置的稅收激勵——獲得牽引力，通脹重新加速和聯儲局減少降息的風險將會出現。市場目前預期在2025年下半年只會有兩次降息，低於4月底時預測的四次，儘管勞動市場穩定但停滯不前。

歐元區：通縮與延遲的增長風險

在歐元區，受能源價格放緩和政策收緊滯後的影響通脹繼續放緩。第一季度GDP環比增長0.3%，很可能是由於2024年底歐洲的強烈政治不確定性和美國進口歐盟商品激增後國內需求的復甦所推動。3月工業產出同比增長3.6%（愛爾蘭因製藥出口同比增長50.2%）。德國的情緒指標在4月比預期更好，因受到新的公共部門工資協議的提振，收入預期改善。儘管如此，持久的不確定性預計將在第三季度帶來區域活動收縮，比最初預期更晚，並可能影響2026年的GDP數據（表1第5頁）。



4月通脹率被確認為同比2.2%，略高於歐洲央行（ECB）的2%目標。能源是通脹放緩主因（貢獻-0.35個百分點），而服務業則仍是通脹的主要驅動力，主要是由於復活節效應推高了交通價格。歐洲央行已經降息七次，市場預計6月份會再降息0.25個百分點。除此之外，進一步的寬鬆取決於第三季度數據和貿易協議的走向。許多因素推動價格進一步下行壓力，推動歐洲央行進一步降息，包括能源價格、強勢歐元、較慢的工資動態以及中國商品在歐洲的過度傾銷。因歐洲似乎避免屈服於美國追求“快速勝利”的意願而與美國的貿易談判進展緩慢。我們預計平均關稅率將保持在目前的10%左右，則可能過於樂觀，但歐盟領導人已表示，即使在這一水平上，這也不足以避免往後報復性關稅的措施。後者更可能成為未來的通脹觸發因素，縱使強勢的歐元應吸收部分影響。無論如何，我們認為美國與歐洲的貿易談判很可能會拖延。

中國：自由貿易冠軍

中國仍然是全球經濟的通縮來源——生產者價格下降2.7%，是連續第31個月的下降。4月消費者價格指數（CPI）同比下降0.1%，連續第三個月出現消費者價格通縮。儘管第一季度GDP強勁——同比增長5.2%，由製造業和出口前置推動——但預計第二季度動能將因美國關稅實施和全球前置的回報而減弱。最糟糕的美國關稅情景似乎已被避免，而中國的經濟驚喜指標因此上升。

自特朗普混亂的關稅政策以來，中國確實加大了其國內和外國政策支持。在財政方面，北京擴大了家電和電動車的貿易補貼以支持消費。現在有十二個類別符合條件，包括洗碗機、電鍋和淨水器。這些措施旨在促進國內需求，同時支持製造業和能源效率目標。中國人民銀行今年已經將存款準備金率下調了50個基點，預計今年還會再下調50個基點。中國於區域參與也在上升。習主席在4月訪問越南期間簽署了49項新合作協議，包括供應鏈和基礎設施。通過這些舉措，中國正在鞏固其作為亞洲穩定力量的角色。

表1：2024–2026年宏觀經濟預測，%

● 自2025年5月以來的下行預測

● 自2025年5月以來的上行預測

	GDP			通貨膨脹		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
美國	2.8%	1.5%	1.6%	3.0%	3.4%	2.9%
歐元區	0.8%	0.8%	1.4%	2.4%	2.0%	2.0%
中國	5.0%	4.5%	4.5%	0.2%	1.4%	1.5%
全球	3.2%	2.7%	2.9%	-	-	-

來源：東方匯理財富管理。



03 • 定息債券 AAA評級的代價



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

貢獻來自定息部門

穆迪在5月16日星期五下調了美國的AAA評級。早在2011年，標普已經剝奪了該國的最高信用質量（表2）。政府更迭並未減輕聯邦政府的預算赤字。對沖基金經理雷·達里奧已經警告了數年有關美國債務相關的風險¹。

2000年代初期，市場擔心長期美國債務不足的情景如今似乎已成遙遠的記憶。1990年代末的預算盈餘大幅減少了聯邦債務存量，以至於國會預算辦公室（CBO）預測公共債務可能在十年內消失。

如今，債務佔GDP比率已達到121%，赤字為7%（資料來源：Bloomberg）。儘管在宣布後略有上升，美國收益率曲線仍然受到控制。市場預計在未來18個月內最多會有四次降息，這使得2年期收益率穩定在這些預期之下。然而，長期利率（10年及以上）預計將繼續逐步上升，反映出外國投資者的某種懷疑或風險溢價。30年期與2年期收益率之間的利差可能會進一步擴大（圖1第7頁）。

與此同時，正在進行的監管變革將使銀行擺脫自2008年危機以來建立的審慎約束，特別是它們持有聯邦政府發行債務的能力。同時，聯邦儲備局（Fed）正在審查其干預框架，以納入自2019-2020年上次審查以來的宏觀經濟變化。值得注意的是，中央銀行可能會容忍通脹略高於2%一段時間。

在歐元區，歐洲央行（ECB）繼續其貨幣寬鬆周期，每次會議的步伐為25個基點。市場預期的終端利率現在低於1.75%。由於缺乏明確的動力，長期利率預計將保持在10年期德國國債3%以下的區間內。



債務佔GDP比率為

121%,
赤字佔
7%

表2：美國債務評級機構

機構	時間	預測	評級
標普	2024年3月	穩定	AA+
惠譽	2024年8月	穩定	AA+
穆迪	2025年5月	穩定	AA1

資料來源：Fitch、Moody's、S&P、東方匯理財富管理。

1 - 橋水基金創辦人雷·達里奧警告美國債務對美國公債市場構成威脅：

<https://www.ft.com/content/d54e5886-7f9a-49c4-a915-61ca506e4514>

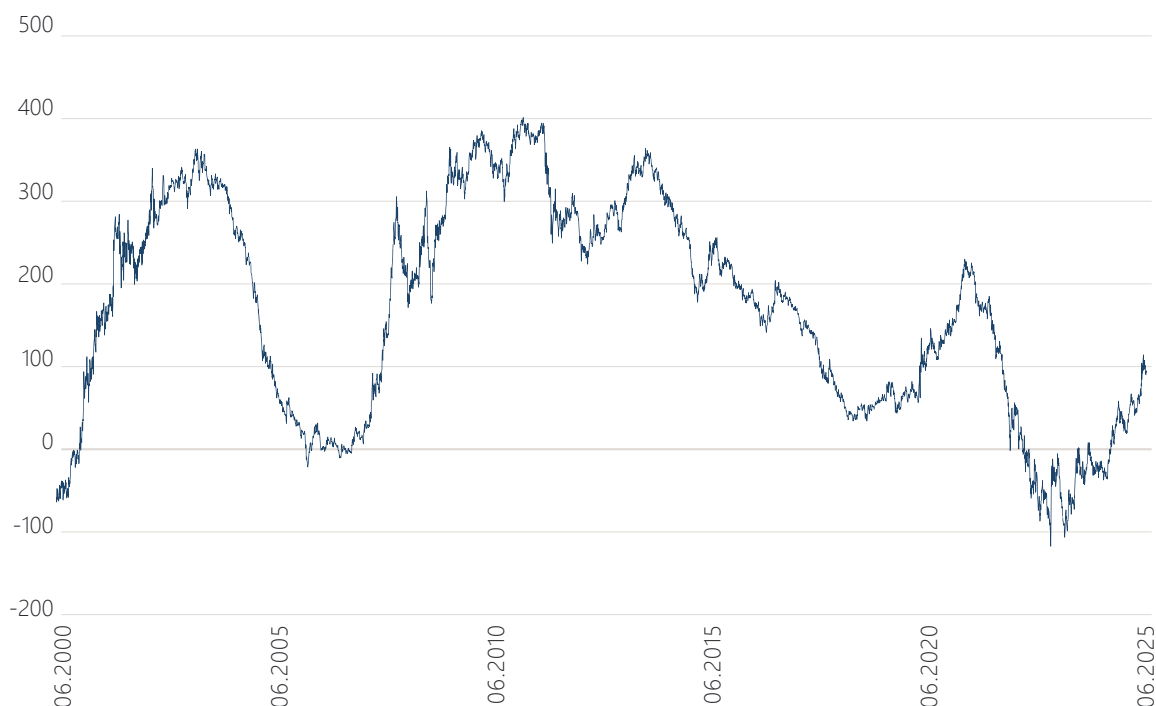


信貸市場

在沒有驚喜的盈利季節之後，發達國家信貸市場的基本面仍然強勁。4月的波動事件現在似乎已成遙遠的記憶。發行人正在利用關稅談判期間的時間來重新融資其債務。美國發行人利用歐洲更具吸引力的融資條件，以歐元籌集資金。將貨幣風險對沖回美元後，他們獲得了幾個基點的利好。相反，尋求美元融資的歐洲銀行正在不同期限內以美元發行，確保在有利條件下的中期流動性。在以歐元計價的AT1部分，西班牙銀行需要解決監管缺口。整個歐元區，大約有200億歐元需要從總額400億歐元融資（2024年為510億歐元）。目前的市場條件對發行人有利。

在新興市場，當地貨幣受益於美元的下跌（約2%至2.5%）。收益率接近9%，這一資產類別特別具有吸引力。本地貨幣利差（585個基點）補償了投資者的貨幣波動性。拉丁美洲受益於與美國的貿易逆差，墨西哥是顯著的例外。因此，這個次大陸相對不受關稅增加的影響。在中歐，波蘭和匈牙利預計將在年下半年恢復降息周期。在海灣國家，持續的油價低於每桶70美元開始產生融資需求。最後，亞洲對美國產生最大的貿易順差。中國的人民幣相對於美元或一籃子國際貨幣（日元、歐元）仍處於低水平。

圖1：美國30年期與2年期收益率利差，基點



資料來源: Bloomberg、東方匯理財富管理。



04 • 股票市場 脆弱基礎上的反彈



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

全球股市在過去一個月中均顯示出異常的反彈，以DAX為例，自4月初的低點以來已飆升了23%。唐納德·特朗普的關稅政策轉變，加上與中國的緊張局勢緩和，使市場得到了安撫。股市指數的這一顯著上升還歸因於極端壓力階段後情緒的正常化、散戶投資者的回歸以及空頭回補。然而，由於關稅休戰的“臨時”性質和宏觀經濟數據的放緩，基本趨勢依然脆弱。

歐洲

由於歷史上低估值和仍然疲弱的投資者定位，該地區保持相對吸引力。中美關稅緩和暫時將資金流向美國，但如果貿易緊張局勢更加持久地緩解，可能會為歐洲提供一個機會窗口。此外，歐洲央行（ECB）和聯邦儲備局（Fed）之間的貨幣政策差異，加上德國和整個歐盟（EU）的財政刺激措施，創造了一個更有利的長期環境。與地緣政治緩和（伊朗/美國或烏克蘭/俄羅斯）相關的能源價格可能持續下降，也可能間接支持消費和通脹前景。然而，經濟增長和預期收益前景仍然相對疲弱（圖2第9頁）。2025年第一季度的盈利季節相當混合，每股收益（EPS）同比縮減了2%。總之，雖然經濟動能仍然疲弱，但相對動態在改善，歐洲央行仍然支持。

美國

美國市場的反彈非常戲劇性，自4月8日的低點以來，標普500指數已上漲近23%。華爾街的旗艦指數甚至回到了所謂“解放日”之前的水平，這一天標誌著一系列關稅公告。然而，政治和宏觀經濟的不確定性仍然很高，尤其是關於“特朗普經濟學”（貿易、稅收、移民）的後果。此外，聯儲局在應對持續通脹和受貿易緊張局勢威脅的經濟增長方面處於困境。

從微觀經濟角度來看，盈利季節相當混合。儘管利潤增長同比達到12%（是預期率的兩倍），管理團隊在展望中仍保持謹慎，引用了與當前環境相關的不確定性。儘管如此，許多大公司繼續展示出強勁的資產負債表，這從創紀錄的股票回購計劃中可見一斑。在最近的激增之後，估值水平已回到年初的高點。



美國企業第一季度
盈利增長
12%



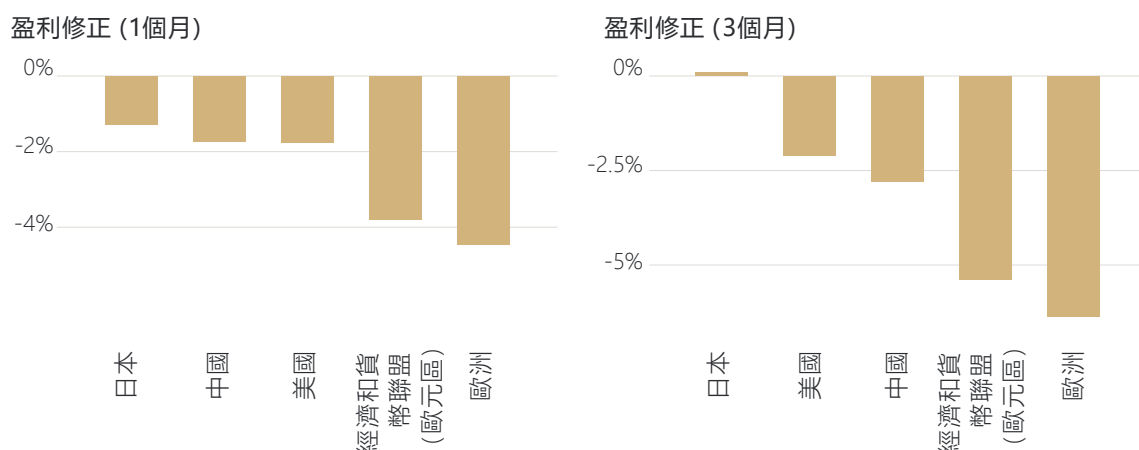
亞洲

美元的下跌為新興市場提供了部分支持，儘管謹慎情緒仍然存在。在中國，儘管最近宏觀經濟數據有所改善，盈利預測再次被下調。與美國的貿易緩和可能會減少系統性風險，但情緒仍然脆弱，目前休戰僅設置為90天。然而，中國今天似乎更準備好應對與美國的長期貿易戰。向美國市場出口的大幅減少，同時在亞洲地區內多樣化其貿易夥伴，使該國能夠承受來自特朗普的壓力。此外，這些新的貿易緊張局勢可能會加速中國向更多內部驅動因素（內部消費、本地高科技製造、創新）的轉變。在中國以外，前景更加多樣化。日本仍受出口水平和貨幣走強影響，這是日本央行語氣轉變後的結果。

投資風格

過去一個月，美國科技股特別是增長股顯著回歸，受到一系列強勁的盈利報告和大量股票回購計劃的支持。然而，歐洲周期性行業繼續復甦，與預期的貨幣正常化和潛在的財政刺激相一致。表現差異仍然顯著，風格（增長與價值）之間的估值差距也如此。在美國，高質量的防禦性股票在一般波動性較高的環境中持續的不確定性下似乎是一個不錯的替代選擇。在歐洲，價值風格仍然是首選，因為該部分的相對估值仍然非常具有吸引力。

圖2：各地區盈利修正（1個月和3個月），百分比



來源: DPAM, FactSet, 東方匯理財富管理。



Lucas MERIC
Investment Strategist

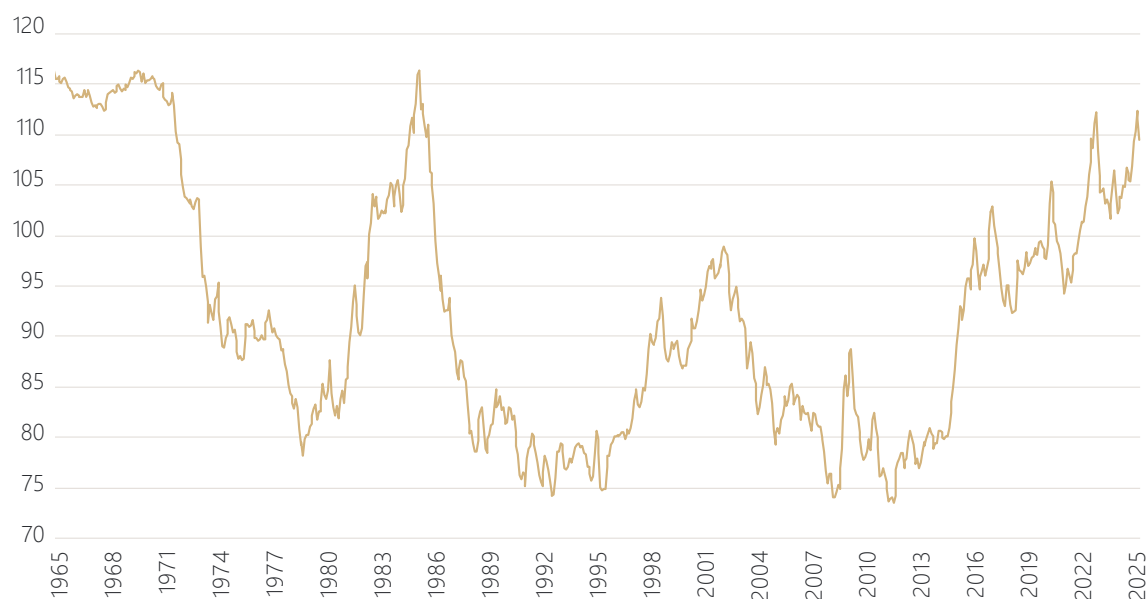
貿易緊張局勢的緩解為美元在幾周的自由落體後提供了一些喘息之機。然而，雖然短期風險看似平衡，投資者的長期焦點仍然在於美元的結構性弱點（高估值、美國政府的貶值意願、去美元化）。這使我們對美元保持負面展望，尤其是相對於歐元和黃金。

美元：喘息但信心不足

最近幾周，由於美國政府發起的激進和孤立主義的貿易戰達到了四月份的悲觀高峰，美元已經穩定下來。對聯邦儲備局（Fed）獨立性的擔憂（源於唐納德·特朗普威脅解雇杰羅姆·鮑威爾）以及所謂“馬阿拉歌”協議的浮現（美國政府將與主要貿易夥伴談判美元貶值），也起到了作用。這種爆炸性的組合導致投資者逃離美元計價市場，使美元跌至2022年初以來的最低水平。

這種穩定主要得益於5月份美國和中國之間貿易緊張局勢的緩解，這在投資者眼中證明了美國增長前景的即將改善，從而減少了市場對美國經濟政策的好戰看法。此外，這場休戰帶來了一系列對美國增長更為正面的消息，包括2026年預算提案提供更多財政刺激，以及美國和外國公司宣布在美國投資的消息。這些發展導致整體風險情緒減少，並稍微壓低了瑞士法郎和日元等避險貨幣，這些貨幣在四月份受益於貿易緊張局勢，如果美國和全球主要經濟體繼續簽署貿易協議，這些貨幣可能會繼續對美元貶值。

圖3：實際有效匯率（美國）



資料來源：FRED、東方匯理財富管理。



值得注意的是，與日本的貿易協議可能會對日元產生壓力，而瑞士法郎可能因低利率政策而持續承受壓力，使其成為資金套利交易的首選。然而，我們對美元相對於瑞士法郎和日元保持相對中立的看法，因為美元仍然歷史性地被高估(圖3第10頁)，而投資者已經開始在多元化金融參與者的美元敞口背景下採取結構性更看空的看法。

偏好歐元和黃金

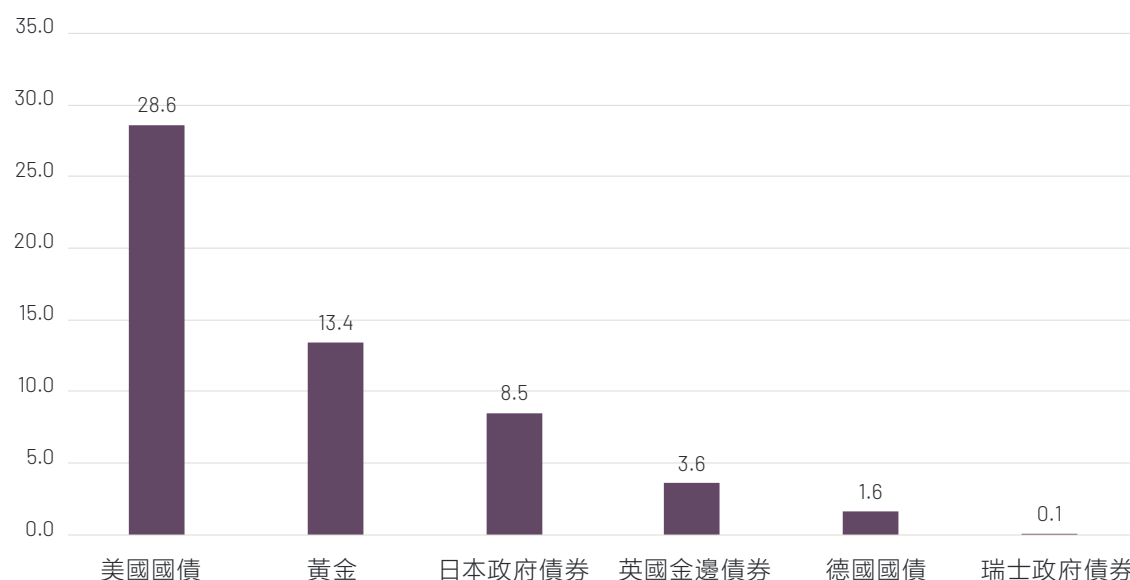
這種遠離美元的多元化運動似乎更多地是對歐元的長期支持，將其定位為美元最可信的替代品，儘管它仍然有些不完整。毫無疑問，德國政府債券發行量的增加，是3月份宣布的基礎設施和國防計劃的結果，應該會加深歐元市場。然而，該市場的規模仍然比其美國同類市場小得多(圖4)，而歐洲債券市場的分散化，尤其是缺乏共同融資，目前阻礙了歐元的國際化進程。

儘管如此，歐元作為美元最可信替代品的地位可能會繼續支持這一單一貨幣，加上由於國防和基礎設施計劃而改善的增長前景，以及投資者向以歐元計價資產轉移的運動。此外，烏克蘭的潛在停火將為這一貨幣提供進一步支持。在這種情況下，我們偏好歐元，預計其範圍為1.1至1.15，同時我們繼續看好黃金。在黃金上的倉位可能看似高企；然而，黃金的修正，例如5月份美國和中國之間緩和緊張局勢後觀察到的修正，總是被我們視為投資黃金的機會。黃金可能會繼續受到央行購買、美聯儲降息周期的延續以及多個地區潛在的地緣政治風險的支持。



美元敞口多元化
勢頭增強

圖4：避險資產的市場規模，單位：萬億美元



來源：金融時報、東方匯理財富管理。



Matthieu ROUMAGNAC
Private Markets - Head of Real Assets Investments

近年來，私募信貸在全球市場中穩步增長。儘管其增長勢頭令人印象深刻，它卻大多未能引起個人投資者的注意。那麼，私募信貸與傳統信貸有何不同，為什麼投資者應該開始關注這一突破性資產類別呢？



極具吸引力
的公募債券
替代品

私募信貸是指由非銀行機構（如私募基金）向公司提供的信貸。雖然它比公募債券更有回報，但對於非機構投資者來說，一般很難獲得這些專業化債券策略的資源。然而，近年來，市場顯著開放：這一資產類別持續增長，新的有吸引力的投資工具紛紛出現，私募信貸已成為各類公司重要的融資來源。

信貸的新面貌

在2008年全球金融危機之前，銀行是公司借貸的主要來源，尤其是對中小企業。他們提供了廣泛的貸款，有時信用標準相對較寬鬆。這一環境得到了允許更高槓桿和較少嚴格資本要求的監管框架的支持，幫助銀行更自由地提供信貸。

在2008年之後，銀行面臨更嚴格的規定，這顯著影響了它們的借貸能力。監管機構引入了措施，要求銀行保持更高水平的資本以防止損失。他們還施加了槓桿限制，限制銀行借貸的上限。最終，這些控制措施使得銀行機構對中小企業的信貸變得不那麼有吸引力。

隨著銀行撤回借貸，私募信貸基金填補了這一空缺。在2010年代初期，隨著私募股權公司加速擴展並以更快的速度籌集更多資金，它們需要靈活的融資來完成收購、重組公司或支持增長。由於銀行受到危機後限制的嚴重約束，私募信貸的更大靈活性顯得特別吸引人。截至2024年底，僅北美的私募股權公司就擁有超過6,300億美元的現金準備投資。假設他們遵循通常的模式並借入每筆交易價值的約55%，這可能導致超過7700億美元的新信貸。這些信貸大部分可能以優先級私募信貸形式出現。

在過去十年中，私募信貸最終演變為各類公司自然的融資選擇。結果不言而喻：自2007年以來，全球私募信貸資產平均每年增長30%，到2024年達到8,500億美元。

私募信貸與靈活性相遇

使私募信貸對個人投資者可接觸的一項重要創新是半流動基金模式。傳統的私募市場投資通常需要高額的最低承諾、複雜的投資計劃，並將資本鎖定數年。

半流動基金使投資過程顯著簡化，要求較低的初始承諾。它們涉及一次性前期資金繳納，消除了多次資本繳納的需求。此外，投資者可以定期贖回其投資，按季度或年度提供比傳統私人基金更大的靈活性和流動性。



20%

的私募市場配置到
私募信貸，即整體

投資組合的

4%至5%

私募信貸作為一個資產類別非常適合半流動結構，因為私募信貸提供相對可預測的現金流，來自定期利息支付。私募信貸的估值也往往比其他資產類別的波動性小。此外，這些信貸分散在許多公司和行業，降低風險並提供穩定回報。最後，季度利息的生成與向投資者按季度分配收入完美契合，增加了多一層保護，強化了半流動私募信貸基金作為全天候策略的地位。

配置：找到合適的平衡

多元化的投資者往往將其投資分配在公募市場（股票、債券）和私募市場（私募股權、私募信貸、私人實物資產）之間，通常75%至80%分配到公募市場，20%至25%分配到私募市場。

私募市場 私募信貸：鮮為人知的信貸革命

在私募市場投資中，通常建議將約20%配置到私募信貸，這意味著私募信貸將構成整體投資組合的約4%至5%。即使作為投資組合中相對較小的一部分，私募信貸在經濟周期中的歷史韌性也非常突出。與公開交易的債券（特別是高收益債券）相比，這些信貸通常波動性較低，高收益債券的價值可能會大幅波動。對於尋求信貸敞口的投資者來說，私募信貸總體上提供了比公募債券更具吸引力的風險回報。

私募信貸的另一個吸引人的特點是派息的可能性。私募信貸半流動基金通常提供可以派息的類別，通常是按季度支付，而非再投資利息。在半流動結構中，可派息類別為投資者提供了更容易獲得和可預測的現金流，而不必將資本鎖定多年。



07 • 資產分配

投資設想和資產配置建議



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



戰術性 減少美國股票 和 美元

- **增長：**我們維持對美國的增長預測，即2025年為1.5%，2026年為1.6%。宏觀經濟數據相對具有韌性，但貿易政策的不確定性繼續影響整體情緒並降低經濟可見性。在歐元區，我們將假設調整為2025年為0.8%，2026年為1.4%，因為第一季度的周期性復甦動態證明是穩健的。最後，我們的目標是中國增長4.5%：向國內消費的轉變正在進行中，當局的支持措施旨在提振需求。
- **通脹：**我們對美國和歐元區的通脹預估保持不變。雖然關稅引起的通脹仍然是主要關注點，但預期目前仍然穩固，最近的美國通脹數據意外低於預期。在歐洲，由於歐元升值和能源價格下降的綜合作用，通縮過程繼續。相反，持續的工資動態需要密切監控。
- **中央銀行：**由於關稅引起的通脹風險，預計聯邦儲備局（Fed）在未來幾個月將保持謹慎態度。然而，鑑於經濟活動的逐步放緩，我們仍預計年底前會有兩次降息。在歐元區，歐洲央行（ECB）也預計將在2025年再實施兩次降息，預計年底存款利率為1.75%。
- **企業盈利：**儘管盈利季節相對良好，但關稅對盈利預測影響的可見性不足，應使分析師更為謹慎。
- **風險環境：**貿易緊張局勢的緩解降低了波動性，但經濟和金融風險仍然顯著。在最靈活的方法中實施成本效益高的對沖措施似乎是謹慎之舉，尤其是傳統的避險資產，如美元和美國主權債務，已失去其短期對沖地位。

資產配置建議

股票市場

- 我們觀察到過去幾周股市迅速反彈，回到唐納德·特朗普宣布關稅前的水平。這一迅速復甦是由中美之間貿易政策降級階段推動的，在非常短期內可能會保持一些勢頭：美國企業股票回購相當可觀，美國零售投資者仍是買家，機構投資者的倉位仍然較輕。
- 然而，幾個論點支持在股票方面採取戰術性謹慎，特別是在美國市場。一些領先指標指向經濟活動放緩，而關稅對美國消費者的影響仍不確定。此外，在長期利率回到高水平的背景下，聯儲局的操作空間有限。最後，盈利修正不再為股市提供主要的短期支持。在這種情況下，我們利用反彈來減少我們對美國股票的敞口，現在相對於我們的基準略微低配。
- 儘管我們的配置包含高度的地理多元化，我們仍然偏好歐洲股票，因為它們受益於已宣布計劃的實施（國防和基礎設施）以及歐洲央行的降息，此外還具有更具吸引力的估值水平。新興市場，特別是亞洲，仍然在我們的配置中超配。隨著穩定的增長預期和政府優先考慮消費，中國的經濟前景正在改善。



定息債券及信貸市場

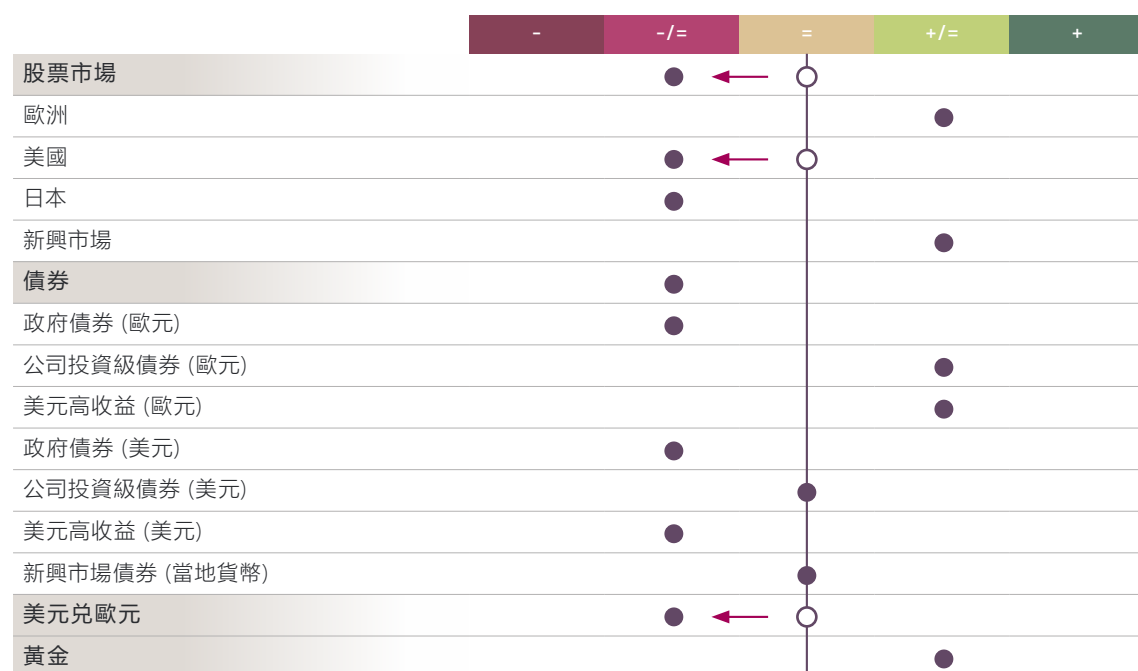
- 政府債務的利率波動仍然相對較高，尤其是長期債務。發達國家的財政軌跡引起了重大關注，尤其是在美國，財政政策和預算討論對這一資產類別構成短期風險。因此，我們認為美國債務不再構成有效的多元化和對沖資產。
- 我們偏好歐元區政府債券，對該地區的通縮軌跡更有信心，並偏好短期債券，這些債券對基準利率的降息更為敏感。
- 我們對美國信貸保持謹慎態度，但對歐元區高質量公司債務持建設性態度。這一資產類別提供了具有吸引力的風險調整收益，特別是考慮到基礎公司財務狀況的穩健。此外，由於投資者的再投資需求和可能從貨幣市場基金重新配置，這一資產類別應該會繼續受益於額外的資金流入。

外匯市場

- 在4月的悲觀情緒高峰之後，由於貿易緊張局勢緩解和美國經濟衰退風險的緩解，美元對全球貨幣已經穩定下來。由於外匯儲備多元化的全球背景、“馬阿拉歌”協議的浮現以及美元似乎失去了短期避險資產的地位，擔憂依然存在。我們對美元保持謹慎態度。
- 雖然黃金的持倉可能看似較高，但我們認為，像5月份美中緊張局勢緩解後觀察到的那種修正時期，是投資機會。

主要建議 – 戰術觀點

○ 2025年4月 ● 2025年5月



來源：東方匯理財富管理。



08 • 市場監測(當地貨幣) 精選市場走勢



2025年2月5日的数据

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	4.53%	21.38	-4.03
法國10年	3.32%	15.50	12.60
德國10年	2.64%	19.60	27.80
西班牙10年	3.26%	16.70	20.00
瑞士10年	0.40%	-3.60	7.20
日本10年	1.56%	24.80	47.90

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	38.89	1.04%	7.76%
歐元政府債券	211.57	-0.45%	1.13%
歐元高收益企業債券	235.09	1.03%	1.68%
美元高收益企業債券	370.14	1.25%	2.37%
美元政府債券	323.15	-0.36%	2.43%
新興市場企業債券	44.65	0.09%	0.61%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9352	-0.71%	-0.52%
英鎊/美元	1.3419	0.58%	7.21%
美元/瑞士法郎	0.8290	0.24%	-8.64%
歐元/美元	1.1281	-0.96%	8.95%
美元/日元	144.01	0.97%	-8.39%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	20.28	-6.19	2.93

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	5,842.01	6.51%	-0.67%
富時 100 (英國)	8,739.26	3.95%	6.93%
歐盟 600	550.27	6.10%	8.40%
東証股價指數	2,717.09	4.80%	-2.44%
摩根士丹利環球	3,818.90	6.19%	3.00%
中國滬深300指數	3,913.87	3.42%	-0.53%
摩根士丹利 新興市場	1,165.38	6.62%	8.36%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,245.20	2.66%	21.19%
摩根士丹利 EMEA 欧 (欧洲中东非洲)	223.40	1.62%	9.42%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	758.05	7.91%	7.66%
法國巴黎 40 (法國)	7,864.44	4.82%	6.55%
德國 DAX (德國)	23,999.17	8.77%	20.54%
義大利 MIB (義大利)	40,256.59	9.37%	17.76%
西班牙 IBEX (西班牙)	14,272.50	8.29%	23.09%
瑞士 SMI (瑞士)	12,269.95	2.96%	5.77%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,051.00	0.36%	-7.49%
黃金「美元/安士」	3,294.52	-1.64%	25.53%
WTI原油「美元/桶」	61.20	-2.53%	-14.67%
銀「美元/安士」	33.05	-1.36%	13.01%
銅「美元/公噸」	9,500.50	1.15%	8.35%
天然氣「美元/ 百萬英熱單位」	3.25	11.02%	-10.46%

來源: 彭博東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。

每月投資回報指數

● 富時 100 ● 東証股價指數 ● 摩根士丹利環球 ● 摩根士丹利 EMEA ● 摩根士丹利 新興市場
● 歐盟 600 ● 標普 500 ● 中國滬深300 ● 摩根士丹利 拉丁美洲 ● 摩根士丹利 亞洲「日本除外」

2025年2月	2025年3月	2025年4月	四星期變動	年初至今 (2025年2月5日)
3.27%	4.27%	6.26%	7.91%	21.19%
1.91%	2.12%	1.04%	6.62%	9.42%
1.57%	0.38%	0.86%	6.51%	8.40%
0.96%	-0.07%	0.74%	6.19%	8.36%
0.37%	-0.16%	0.53%	6.10%	7.66%
0.35%	-0.87%	0.32%	4.80%	6.93%
-0.81%	-2.58%	-0.76%	3.95%	3.00%
-1.42%	-4.18%	-1.02%	3.42%	-0.53%
-2.28%	-4.64%	-1.21%	2.66%	-0.67%
-3.82%	-5.75%	-3.00%	1.62%	-2.44%

來源: 彭博東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。



BLS：美國勞工部勞動統計局。

BNEF：彭博新能源財經。

ECB：歐洲中央銀行。負責歐盟及歐元區的金融及貨幣政策。

EPS：每股盈利。

ESG：以環境、社會責任、以及治理作為評鑑標準的非金融企業評等系統。用於評估公司的投資對永續性和倫理的影響力。

Fed：美國聯邦儲備理事會即美國的中央銀行。

IMF：國際貨幣基金組織。

GDP(國內生產總值) 國內生產總值衡量的是居住在本國領土內的經營者每年生產的商品和服務。基點：1個基點=0.01%。

IEA：國際能源總署。

IPPC：政府間氣候變遷專門委員會。

IRENA：國際再生能源總署。

ISM：美國供應管理協會。

OPEC：石油輸出國組織共有14個成員。

OPEC+：由OPEC國家和包括俄羅斯、墨西哥和哈薩克斯坦在內的其他10個國家組成。

PMI：採購經理人指數。

SRI：可持續經營與社會責任型投資。

VIX：標準普爾500指數的隱含波動率指數它以指數期權為基礎衡量股市操作者對30天波動性的預期。

WTO：世界貿易組織。

停滯性通貨膨脹：是指經濟體同時經歷通貨膨脹增加和經濟產出停滯的情況。

價值性風格：是指投資對象公司的價值相對於其基本面似乎以較低的價格進行交易。價值性股票的共同特徵包括高股息率、低市賬率、以及低市盈率。

優質性風格：是指投資對象公司具有更高、更可靠的利潤、低負債率、以及其他盈利穩定的衡量標準、同時有優秀的治理能力。優質性股票的共同特徵是具有高股本回報率、股本負債比率、和盈利變動性。

元宇宙 (metaverse)：元宇宙(由meta和uni-verse合併形成的複合字是指一種虛構的虛擬世界。該術語經常用於描述網際網路的未來樣式可以利用3D互動來存取虛擬、持續發生、和被共用空間。

利息、稅項、折舊和攤銷前利潤 (EBITDA)：包括淨利潤加上利息、稅項、折舊及攤銷費用。它用於衡量一個公司去除非營業費用和非現金費用產生之前的盈利性。

區塊鏈 (blockchain)：一種儲存和傳輸資訊的科技。採用資料庫的形式資訊為所有用戶同時共享是其特性並且通常不依賴任何中央機構。

增長性風格：是指預期投資對象公司的銷售額以及盈利將以高於市場平均水平的速度增長。在嚴格的意義上增長性股票的估值通常具有高於市價的特點。

存續期 (duration)：反映債券或債券基金對利率變動敏感度。該值以年為單位表示。債券久期越長價格對利率變化的敏感度就越高。

定價能力(pricing power)：指公司或品牌能夠提高價格而不影響對其產品需求的實力。

布蘭特 (Brent)：一種低硫原油,通常用作歐洲原油價格的基準。

平衡通貨膨脹率 (inflation breakeven)：當名義債券的回報率與通貨膨脹連動的債券(相同到期日和等級的回報率相同之時所達到的通貨膨脹水準。換句話說投資者是否擁有名義債券或者通貨膨脹連動的債券在此通貨膨脹水準均沒有區別。因此是代表對於一特定的到期日在一地理區域的通貨膨脹預期。

息差,信貸息差 (spread or credit spread)：息差是兩種資產之間的差額通常是利率之間的差額比如公司債券與政府債券的息差。

息稅前利潤 (EBIT)：指扣除利息和利潤稅之前的利潤即營業利潤。

政策組合：一個國家根據經濟環境及其目標採取的經濟戰略主要包括貨幣政策和財政政策的結合。

景氣循環性風格：是指投資對象公司依賴於整體經濟體的演變。景氣循環性股票代表這些公司在經濟興旺之時利潤升高。

「川普看跌期權」：投資人認為特朗普總統的經濟政策和聲明可能會以限制股市下跌的方式影響股市

未來5年之5年期通貨膨脹交換利率 (5-year, 5-year inflation swap rate)：未來五年期間對五年期的通貨膨脹預期的市場衡量標準。是提供瞭解未來通貨膨脹預期可能如何變化的窗口。

「特朗普看跌期權」：投資人認為特朗普總統的經濟政策和聲明可能會以限制股市下跌的方式影響股市

消費者物價指數 (CPI)：用於評估居民家庭一般所購買的消費品和服務專案價格水準通常被作為觀察通貨膨脹水準的指標。

經合組織 (OECD)：經濟合作與發展組織。

經濟驚喜指數 (Economic Surprise Index)：衡量公開的宏觀經濟數據與預測者預期的差異程度。

聯邦公開市場委員會 (FOMC)：美國聯邦儲局的貨幣政策機構。

規模經濟 (economic scale)：公司利用增加產量的方式來降低產品的單位成本。

證券交易委員會 (SEC)：獨立聯邦機構,負責美國證券市場的有序運作。

通貨緊縮 (deflation)：通貨緊縮是通貨膨脹的反義字。與通貨膨脹相反其特點是一般價格的水準長期持續下降。

量化寬鬆 (QE)：中央銀行為向經濟體注入流動性而購買而購買債券等資產的貨幣政策工具。

長期停滯 (secular stagnation)：指經濟在相當長時期之內只有很少或沒有成長。

防禦性風格：是指投資對象公司或多或少不受經濟狀況變化的影響。

零工經濟 (gig economy)：以彈性、臨時性、或自由職業為特徵的經濟系統。

傳導保護工具 (TPI)：一項歐元體系工具套件的附加工具。如果出現無正當理由、破壞公共秩序的市場發展,而這些發展對歐元區貨幣政策的平穩傳導構成嚴重威脅,歐洲央行可以啟動歐元體系的工具套件來應對之。歐洲央行管理委員會於2022年七月21日批准了這項工具。



免責聲明

本文件題為《Monthly House View》(「冊子」),其發行僅供行銷溝通之用。

其起草所用的語言構成Indosuez Wealth Management工作語言的一部分。

本冊子所公佈資訊,未經過任何地區的市場或管理機構審核和批准。

本冊子並非為任何特定國家之人士而設計。

本冊子不適用於在其分發、發佈、上市、或使用違反該國或司法管轄區適用法律或法規的國家或司法管轄區之公民、居住者、或居民。

本文件不構成或不包含購買或出售任何金融工具和/或服務的要約或邀請。

同樣地,其亦不以任何方式構成策略、個人化或一般性的投資或撤資推薦或建議、法律或稅務建議、審計建議、或任何其他專業性質的建議。不代表任何投資或策略適合並切合個人情況,也不代表任何投資或策略構成對任何投資者的個人化投資建議。

除非另有說明,本文件中的相關日期是本免責聲明最後一頁所提到之編輯日期。本文所包含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文件中包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改,恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前,應諮詢您的投資顧問,並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問,以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定。

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時,外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez為法國公司,是Crédit Agricole集團之財富管理事業及其相關子公司或實體,即CA Indosuez (Switzerland) SA、CA Indosuez Wealth (Europe)、CFM Indosuez Wealth 及其各自的子公司、分支機構和代表處之控股公司,無論位於何處,均以 Indosuez Wealth Management (東方匯理財富管理)單一品牌之名經營。每個子公司、其各自的子公司、分支機構和代表處,以及每個其他 Indosuez Wealth Management (東方匯理財富管理)實體單獨稱為「實體」(Entity),而統稱為「實體集團」(Entities)。

實體集團或其股東、及股東、子公司,以及更廣泛地來說,Crédit Agricole SA集團(「集團」)旗下的公司,以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方,從事本冊子中所述的金融商品交易,持有與這些金融商品有關之發行人或擔保人的其他金融商品,或者得為或接受這些實體集團提供或者尋求提供證券服務、金融服務、或任何其他類型的服務。在實體和/或Indosuez Group實體,擔任本冊子所提及的某些產品和服務的顧問兼/或經理、行政人員、分銷商或承銷商,或執行實體和/或Indosuez Group擁有或可能具有直接或間接利益的其他服務情況下,閣下的實體應優先考慮投資者的利益。

考慮到您的原籍國、居住國、或與您相關的任何其他國家/地區的法律,某些投資、產品、和服務,包括託管,可能會受到法律和法規約束,或者可能無法不受限制地在全球提供。特別地,本冊子所介紹的產品或服務不適用於美利堅合眾國及加拿大居民。實體集團得依據適用法律和法規並受許可約束,以其契約條件和價格提供產品和服務。產品和服務得隨時修改或撤銷,恕不另行通知。

請與您的客戶經理聯絡以取得更多資訊。

根據適用法規,每一實體均可提供本冊子:

- 在法國:這份出版物由CA Indosuez 發行。CA Indosuez 是一家依照法國法律成立的有限責任公司(société anonyme),股本為 853,571,130 歐元,是 Indosuez 集團的母公司,也是獲得授權提供投資服務和保險經紀業務的全方位銀行機構,其註冊辦公室位於法國巴黎 75008 醫生蘭斯街 17 號,並在巴黎商業和公司註冊處註冊,註冊號碼為 572 171 635 (個人增值稅識別號碼:FR 075 72 17 16 35)。
- 在盧森堡:本冊子由:
 - CA Indosuez Wealth (Europe) 發行,根據盧森堡法律成立的有限公司(société anonyme),股本為415,000,000歐元,註冊辦事處位於:39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg,註冊於Luxembourg Companies Register,B號:891.986,是經授權的信貸機構,成立於盧森堡並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., 總部位於12 rue Eugène Ruppert, L-2453 盧森堡,經金融業監管委員會 (CSSF) 授權並受其審慎監管,地址為283 route d'Arlon, L-2991 盧森堡,網站www.cssf.lu,電話(+352) 26251-1,並在其各自的職責範圍內受歐洲中央銀行監管。

- 在西班牙:本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana發行,受Banco de Espana (www.bde.es) 及Spanish National Securities Market Commission (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es) 監管,是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構,是一家信貸機構正式在盧森堡註冊並受盧森堡金融監管機構 Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。地址: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spain),註冊於Banco de Espana 編號: 1545。在Madrid Trade and Companies Register 註冊,編號: T 30.176,F 1,S 8, H M-543170, CIF(公司稅號): W-0182904-C。
- 在比利時:這份出版物由:
 - CA Indosuez Wealth (Europe) 比利時分行發行,位於比利時布魯塞爾 B-1000 胡爾佩大道 120 號,在布魯塞爾公司註冊處註冊,註冊號碼為 0534 752 288,並在企業銀行中心(比利時公司數據庫)中登記,增值稅號碼為 0534.752.288 (布魯塞爾 RPM),是 CA Indosuez Wealth (Europe) 的分行。
 - Banque Degroof Petercam SA 發行,位於比利時布魯塞爾 1040 工業街 44 號,在商業註冊處註冊,註冊號碼為 0403 212 172,並在企業交叉銀行(比利時公司數據庫)中登記,增值稅號碼為 BE 0403 212 172 (布魯塞爾 RPM)。
- 在意大利:該手冊由位於意大利米蘭 Piazza Cavour 2 的意大利分行 CA Indosuez Wealth(歐洲)分發,該分行在銀行註冊號 8097,米蘭、蒙扎布里安扎和洛迪商業登記處的稅號和註冊號。97902220157。
- 葡萄牙:本手冊由 CA Indosuez Wealth (歐洲)、Sucursal em Portugal 分發,地址為 Avenida da Liberdade, 190, 2º B - 1250-147 Lisboa, Portugal,在葡萄牙銀行註冊,註冊號為 282,稅碼980814227。
- 在歐盟區內:根據Free Provision of Services,本冊子可由獲得授權的 Indosuez Wealth Management 的實體集團分發。
- 在摩納哥:本冊子由CFM Indosuez Wealth分發,地址:11, Boulevard Albert 1er - 98000 Monaco,在Monaco Trade and Industry Register註冊,編號 56S00341,認證:EC/2012-08。
- 在瑞士:本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發,地址:Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發,地址:Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據 Swiss Bankers Association(SBA)命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵,本冊子構成行銷材料,但不構成財務分析產品。因此,這些命令不適用於本冊子。
- 在香港特別行政區:本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發,地址:金鐘道88號太古廣場2918室。本冊子中所載任何資訊,均不構成投資建議。本冊子未提交至香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)或者香港的任何其他監管機構。本冊子及本冊子所提及的產品,未經過香港證券及期貨事務監察委員會核准,根據有關證券和期貨合約法令的第103、104、104A 或105條款(第571章)》(SFO)。本冊子僅可分發給專業投資者(按SFO以及《證券及期貨(專業投資者)規則(第571D章)》中所定義)。
- 在新加坡:本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch分發,地址:168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912。在新加坡,本冊子針對被視為高淨值資產人士,或者根據新加坡《證券暨期貨法2001》的持許投資者、機構投資者或專家投資者。如有關於本「冊子」的任何疑問,新加坡的收件人可以聯繫CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch。
- 在DIFC-UAE:本出版品/手冊由CA Indosuez (瑞士) SA, DIFC分行分發。地址:Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - 阿拉伯聯合酋長國。公司受迪拜金融服務管理局(「DFSA」)監管。本出版品/手冊僅供專業客戶和/或市場交易對方使用,任何其他人均不得據此行事。本出版品所涉及之金融產品或服務將僅提供給符合DFSA所規定之專業客戶和/或市場交易對方客戶。本出版品仅供參考之用。不得將其解釋為購買或出售要約或招攬購買或出售任何金融工具或參與任何司法管轄區內的任何特定交易策略的要約。
- 在阿布達比:本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA,阿布達比代表處,Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor of Pce 504, P.O.Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates, CA Indosuez (Switzerland) SA通過其阿聯酋代表處,經營阿聯酋業務,並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規,CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約,亦不構成對於提交要約的邀請。其非公開基礎上分發,未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准。
- 其他國家:其他國家的法律法規也可能限制本出版物的分發。擁有本出版物的人必須了解任何法律限制並遵守它們。

未經貴銀行事先同意,本冊子不得以任何形式,全部或部分影印或複製或分發。

©2025, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源: Adobe Stock。

2025年23月5日編輯。

