

2025年年中展望



Vis Nayar
投資總監
瀚亞投資



Ray Farris
首席經濟學家
瀚亞投資

2025年5月

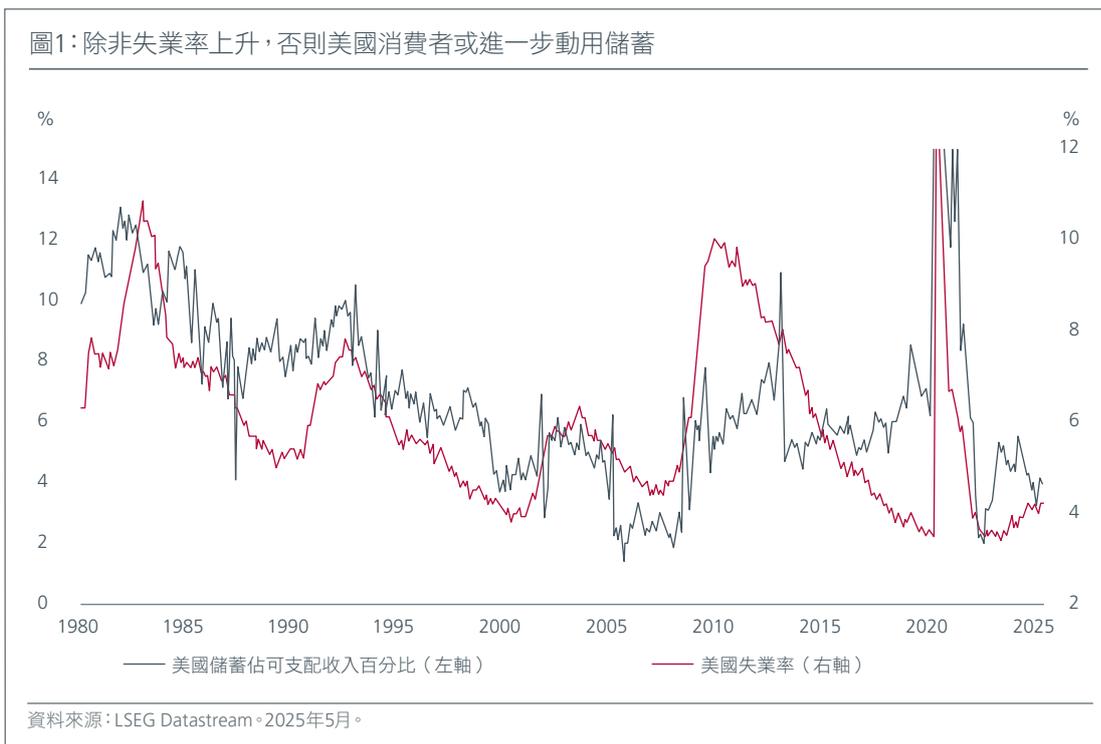
預計關稅及美國政策的重大不確定性將抑制全球經濟增長。貿易談判後，亞洲及新興市場將出現不同結果。能夠實施擴張性政策並下調利率以推動經濟增長的國家將有更強能力抵禦外圍衝擊。投資策略應優先考慮靈活投資、投資組合多樣性及防守型行業，以有效應對市場波動。主動選股在當前環境下舉足輕重。

宏觀觀點

考慮到美國政策目前的不確定性，你對2025年下半年的美國經濟增長前景有何看法？

我們可以先從美國的潛在利好情況著手。即使物價上升，美國消費者仍可能維持消費水平。美國職位增長仍然強勁，新增職位達17.7萬個，失業率維持在4.2%的低位，實際工資收入增長稍高於3%¹。勞動市場的強勢可能令家庭更有信心進一步動用儲蓄以維持生活方式。儘管美國儲蓄率目前處於3.9%的低位，但過去曾一度低至1.8%。近期油價下跌有助實現以上情景，因為按現價計算，油價可抵銷相當於國內生產總值約0.3%至0.5%的關稅成本。若消費者的消費水平維持不變，企業便較不可能由招聘轉向裁員。

¹截至2025年4月。



假如特朗普政府迅速大幅下調對中國關稅，並宣佈與美國主要進口來源地（日本、歐洲、韓國及越南）達成降低關稅的貿易協議，上述情景出現的機會便更大。這對美國而言屬最佳情景。

不幸的是，我們認為出現此情景的機會不大。我們預測2025年美國經濟增長將放緩至1.2%至1.5%，且風險偏向下行。即使目前最普遍預期的「終極方案」—即對所有貨品徵收約10%關稅以及對中國徵收30%關稅（並豁免部分項目）的方案迅速落實，美國實際關稅率仍較去年上升超過10%，相當於規模約為美國國內生產總值1.5%的加稅措施，創下數十年來最大單年加稅幅度，並將導致家庭可支配收入減少。

然而，達成貿易協議往往需要漫長時間。在特朗普政府上台前，美國與英國的新貿易協議已經過數年磋商。此外，該協議亦可能受惠於美國在2024年對英國錄得貨品貿易順差。協議公佈後不久，商務部長盧特尼克表示，與日本、韓國甚至印度的談判遠較複雜，需時更長。根據媒體報道，美國與歐盟的談判陷入困局。可以肯定的是，在撰文時²，歐盟已公佈了一份針對美國的潛在報復性關稅清單，相關金額達1,070億美元。

倘若美國消費者從購買高價電子產品及服裝轉為增加對服務的消費，經濟可能難以重新分配勞動力。在服務業增加招聘前，貨品、貿易服務及中小型製造企業或會裁員。失業率上升可能導致家庭削減開支，令企業面臨裁員壓力。

最壞情況將是90天的對等關稅暫緩期內未能達成任何實質貿易協議，美國關稅大幅上升，抑制美國消費及就業，所有因素均導致美國經濟在年底前陷入衰退。

²2025年5月13日

利率方面，若失業率升至4.4%至4.5%以上，且每週首次申領失業救濟人數的四週移動平均值超過35萬，預計美國聯儲局將下調聯邦基金利率。因此，9月或10月前可能減息兩次，每次減幅為25個基點。若申領失業救濟人數加速上升至40萬以上，則減幅可能達50個基點。相反，若失業率及申領失業救濟人數分別在4.4%及30萬以下靠穩，同時通脹因關稅而上升，則聯儲局可能在更長時間內維持利率不變。在這種情景下，預計聯儲局需要衡量家庭通脹預期的數據。

考慮到你對美國的基本預測情景，亞洲經濟增長將受到什麼影響？

我們的基本預測是高關稅、高不確定性及美國經濟增長放緩，這意味著亞洲經濟增長將會放緩，但利率亦會下降，貨幣則會走強。

中國方面，美國近期將關稅率由超過100%下調至10%，加權平均關稅率因此下降至35%左右（因「芬太尼」問題而徵收的20%關稅以及針對部分行業徵收的25%關稅仍然有效）³，意味著今年中國經濟增長將面對相當於國內生產總值約1%的阻力。儘管如此，我們預計今年中國國內生產總值增長將接近4.4%。中國政府已宣佈相當於國內生產總值2%的財政刺激措施，預計今年較後時間將推出相當於國內生產總值1%至1.5%刺激措施。當局亦開始減息，並為多個經濟行業提供更多專項貸款。

印度可能成為亞洲最大贏家。該國輸往美國的出口在亞洲為第二低，僅佔國內生產總值的2.2%。若印度在短期內與美國達成貿易協議，其作為企業遷出中國的替代生產基地的吸引力將會提升，並可能從中受惠。近期印度整體通脹率在4月按年回落至3.2%，低於印度儲備銀行4%的目標水平，為年底前減息50至75個基點創造了空間。預計印度今年經濟增長為6.3%，明年為6.5%。

日本的預測經濟增長率介乎0.6%至0.8%，並取決於能否與美國達成貿易協議。推動日本整體經濟增長的出口料將在今年減弱，但工資增長預計將刺激國內消費，在一定程度上抵銷出口減弱的影響。

東盟國家將面臨不同結果，由於出口疲弱，越南、馬來西亞、新加坡及泰國等依賴貿易的國家的經濟增長可能放緩0.5%至2.0%。印尼及菲律賓料將受到最小影響，預計今年菲律賓的國內生產總值增長將維持在5.6%。

美國計劃在2025年下半年實施的減稅措施能否抵銷關稅影響並提振股市？

特朗普政府宣佈與18個國家進行的貿易談判取得進展，引發市場間歇上升。截至3月，美國經濟數據仍然穩健（主要反映關稅措施實施前的數據），亦利好市場表現。然而，出口及工業生產料將自5月起減弱，相關數據將於6月公佈。對於屆時尚未公佈貿易協議取得進展的國家而言，數據轉弱可能導致股市受壓。

³美國及中國在2025年5月12日宣佈暫緩關稅措施90天。

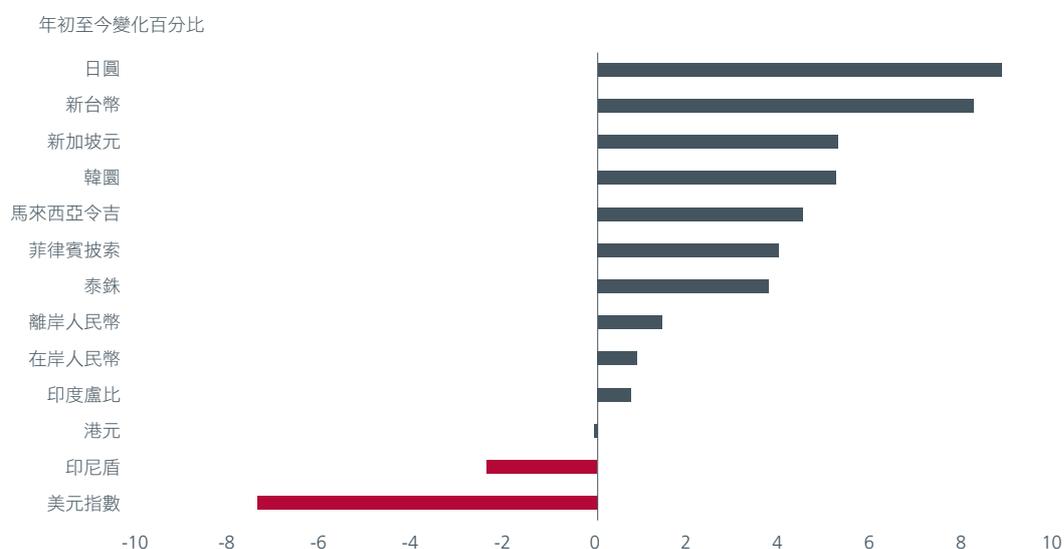
美國2026年預算中的大部分「減稅」措施只是避免了原定在《2017年減稅與就業法案》到期後於明年落實的加稅安排。國會目前正在討論透過豁免加班收入及小費收入的稅項來減稅，但這些措施料將在收入水平及總價值方面設下嚴格的資格限制。此外，國會將削減當前開支，以作為延長《2017年減稅與就業法案》稅率安排至今年以後的部分資金來源。關鍵的是，關稅屬加稅措施，但並未納入預算計劃之中。

因此，我們對新的預算能否為股市帶來顯著影響抱懷疑態度。相反，其可能會對美國國庫債券產生長期負面影響。目前的預算磋商反映未來十年美國聯邦債務將增加約4萬億美元。市場對此的憂慮似乎已推動期限溢價上升，導致長期美國國庫債券收益率面臨上行壓力。如果美國經濟增長放緩至1%或以下，這不會改變美國國庫債券收益率在今年較後市場下跌的趨勢。然而，其可能限制收益率的跌幅，並導致收益率在2026年底隨著經濟開始復甦而迅速回升。

美元作為全球儲備貨幣的長遠前景如何？美元貶值對資金流產生什麼影響？

美國仍是全球最大經濟體，加上非美國政府債券市場規模較小且流動性較低，鑑於這些現實條件，美元的儲備貨幣地位在可見未來將維持不變。然而，美國經濟增長放緩、聯儲局減息、美國債務不斷上升以及持續的地緣政治壓力料將在未來一年內導致資金進一步從美元回流。我們預計，這將導致目前仍然偏強的美元整體貶值至少4%，明年貶值幅度可能高達10%。

圖2：美元廣泛弱勢推動亞洲貨幣走強



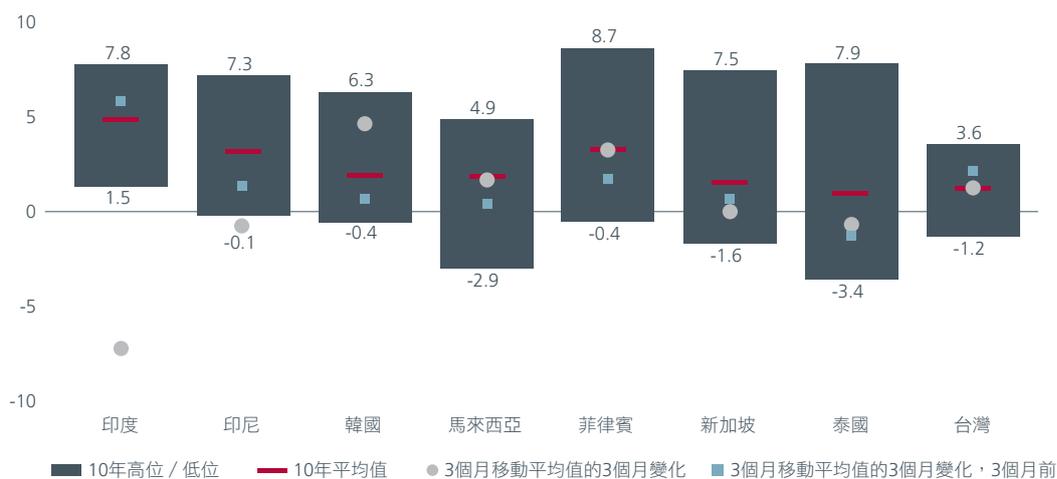
資料來源：彭博。2025年5月9日。

我們預計，隨著美元貶值，大部分亞洲貨幣均會在一定程度上走強。重要的是，亞洲各國央行料將允許貨幣以高於以往的幅度升值，以避免在當前與美國進行貿易談判期間被指控操縱貨幣匯率。

亞洲貨幣走強將帶來一個好處，就是在通脹低於目標的情況下，亞洲各國央行應有更大自由度減息。貨幣升值及利率下調的雙重作用應提高亞洲資產市場對國際資金流的吸引力。

圖3：亞洲通脹率低，因此具備減息及降低收益率的空間

亞洲消費物價指數通脹(%)



資料來源：LSEG Datastream。2025年4月11日。

投資影響

我們在2025年市場展望報告《亞洲與新興市場：在轉變浪潮中發掘機遇》中特別指出政策及經濟變化帶來的投資機會。實際情況如何發展？

踏入2025年，股票及債券市場基礎相對穩固，但各市場及資產類別的表現很快出現分歧。1月底，中國初創人工智能實驗室DeepSeek的突破觸發市場波動加劇，預示著今年市況將起伏不定。

特朗普當選總統後，美國股市最初因對潛在減稅措施及經濟加速增長的樂觀預期而上升。雖然新一屆政府的移民及關稅政策引發對通脹上升及經濟增長放緩的憂慮，導致這輪升勢中斷，但在撰文⁴時，美國股票在美國與中國暫緩關稅措施90天後有所回升。

美國資產近年大幅上升導致其估值過高，並且在許多投資者的投資組合中佔顯著比重。另一方面，亞洲及新興市場的估值更加吸引，配置比重亦更低。這種情況仍然存在，反映亞洲及新興市場的上行潛力更大。這些地區的部分市場受惠於更明確的政策制定方向及強勁國內增長動力。印度及中國擁有更大政策空間應對關稅挑戰。日本則推出了旨在提高股東回報的改革措施。拉丁美洲方面，在撰寫本文之時，美國尚未對墨西哥加徵關稅屬意外利好因素。巴西的經濟亦相對封閉，其80%至85%的國內生產總值由內需主導。此外，中歐三國經濟體（波蘭、捷克及匈牙利）僅有不足2%的收入來自美國。

圖4：新興市場估值更為吸引



資料來源：MSCI。Refinitiv Datastream。瀚亞投資。截至2025年3月。MSCI已發展市場 - MSCI新興市場 = MSCI新興市場指數相對MSCI所有國家世界指數的過去市帳率(倍) PB = 市帳率。過往表現未必是本基金未來或預期表現的指標。僅供說明。所描述的指數未經管理，不可直接投資。使用指數作為任何資產類別/行業過去表現的替代指標具有限制，不應被視為將來或可能實現的表現之指標。

⁴截至2025年5月。

美國企業更趨審慎但未有恐慌，並採取「觀望」態度。這些企業似乎不願意過早裁員，以防貿易協議最終達成。儘管資本開支仍相對穩健，但已受到一定損害。然而，項目延誤的數目仍遠低於新冠疫情時的水平。

關稅談判長期走向的不確定性可能繼續觸發市場間歇波動。我們認為，隨著投資者尋求進一步分散投資，亞洲及新興市場將有望受惠。美元在過去數年顯著走強。根據過往經驗，美元走弱利好亞洲及新興市場。面對當前不穩定的環境，積極管理及自下而上的證券篩選對於捕捉超額回報舉足輕重。

市場在今年顯著波動。投資團隊如何應對這種環境？投資者應如何部署？

靈活的投資者能把握市場波動帶來的錯置機會。作為亞洲及新興市場的自下而上投資者，我們繼續專注於發掘長期基本因素強勁且估值吸引的公司。我們的多元資產團隊亦運用不同工具，例如衍生產品（在允許的情況下），以捕捉新興機會，同時限制下行風險。相關部署改善了投資組合的風險／回報狀況。投資團隊亦更為靈活，在利潤出現時隨即鎖定利潤—此舉有助減低與市場突然下挫相關的風險，並保持投資組合的長期財務穩定性。

我們亦善用數據及風險管理工具，以保護投資組合的超額回報，並驗證我們的投資信念。即使如此，我們持續注意風險模型背後的假設。由於市場相關性不斷變化，風險指標可能受到所使用的數據期間的影響，因此我們會以不同情景及時間範圍對投資組合進行壓力測試。

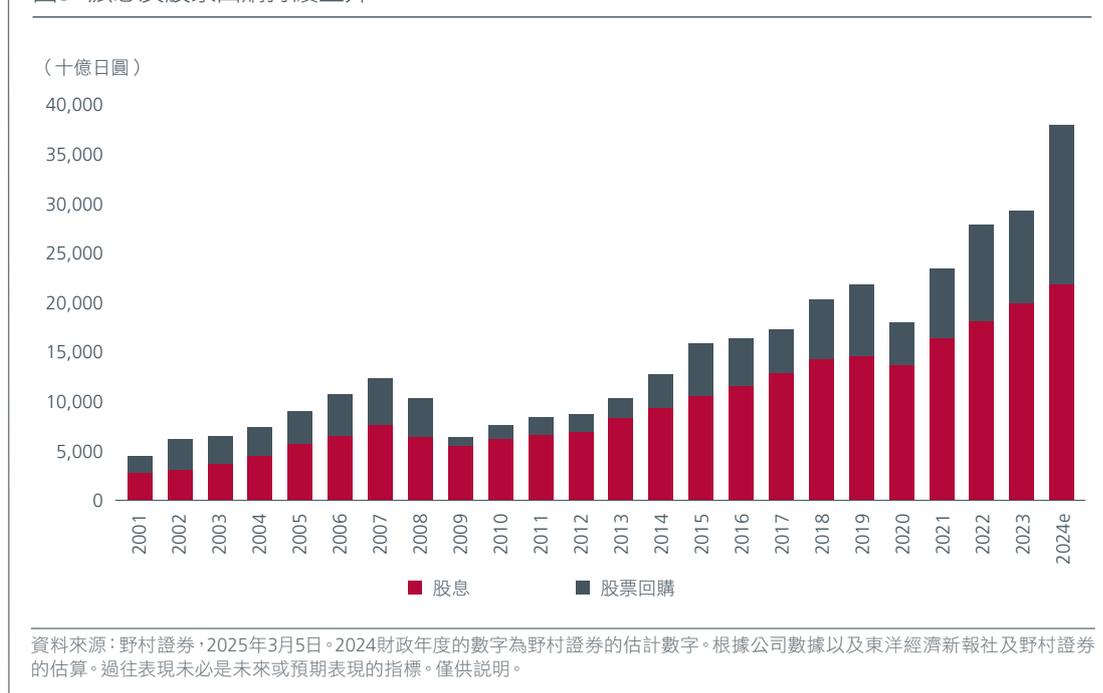
對於投資者而言，投資組合多樣性相當重要—從估值過高的市場重新平衡至估值更吸引且基本因素正在改善的市場似乎是審慎之舉。優質債券及派息股的穩定收益亦有助在盈利前景更不明朗之際減低投資組合波幅。目前為止，投資者已發現，要在回調後復甦可能相當困難。低波幅策略有助盡量減低下行風險，同時使投資者保留參與市場上行的機會。

日本股市能否重拾2024年的強勁動力？有什麼潛在催化因素？

2025年初，日圓升值及特朗普的關稅措施對過去兩年引領市場上升的大型出口商構成壓力。與此同時，小型股表現領先。

關稅方面，任何進展均可能提振投資者情緒。除了關稅外，其他長期市場推動因素亦發揮作用。雖然企業改革並非新的觀點，但增加股息、股票回購及減少交叉持股等相關動力仍然強勁。今年4月，日本一間大型汽車製造商作價420億美元將其子公司私有化，引發投資者對更廣泛企業重組的樂觀情緒。東京證券交易所推動企業管治改善的措施顯然繼續為投資者提供獨特且無相關性的超額回報來源。

圖5：派息及股票回購持續上升



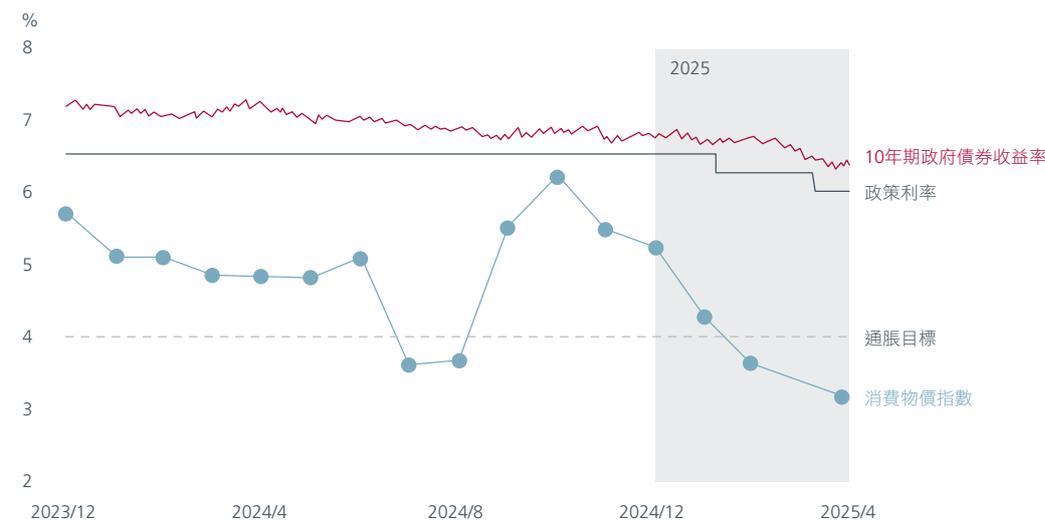
此外，在勞動力短缺、通縮放緩及政府政策的推動下，日本正錄得三十多年來最高的名義工資增長。通貨復脹正帶動實際工資回升，利好國內消費並緩衝外圍衝擊，同時促使企業由囤積現金轉為提高股本回報率。

按市賬率計算，日本仍是全球估值最低的市場之一。盈利增長及自由現金流亦相對強勁。憑藉積極的企業改革及工資加快增長的趨勢，日本股市為全球投資者提供吸引的長線投資機會。

為什麼印度股市即使在2025年初被視為「估值過高」，今初至今仍表現強韌？

印度市場的韌性部分源於印度儲備銀行採取溫和且支持經濟增長的立場。印度儲備銀行今年已兩度下調基準利率，而由於通脹仍然受控，預計當局將進一步下調利率50至75個基點。更重要的是，印度儲備銀行向銀行體系注入流動性，解決了自2024年以來限制經濟增長的關鍵因素。

圖6：消費物價指數低於目標水平，為進一步減息鋪路



資料來源：彭博。2025年5月

國內投資者資金流保持強韌，而外國機構投資者亦在4月下半月轉為淨買家。由於印度國內經濟規模龐大，其在應對美國關稅行動方面似乎佔據較佳位置。印度股市對美國出口的敞口亦似乎有限—除了不受關稅影響的資訊科技服務。此外，印度市場在2025年財政年度第四季的業績期表現穩健，盈利預測下調的情況極少。

印度儲備銀行的持續支持、油價疲弱及國內資金穩定流入，為**印度股市**創造有利環境。雖然估值在某些時候或會成為阻力，但主動型基金經理仍能發現投資機會。

我們曾提醒投資者不要對中國股市過於悲觀。我們對中國市場是否仍然「審慎樂觀」？

我們繼續審慎看好中國股市的中長期表現。H股及A股的估值仍然吸引，為自下而上的投資者帶來機會。隨著市場對4月政治局會議後推出大型**刺激措施**的預期降溫，失望的風險有所降低，為上行驚喜創造空間。

令人鼓舞的是，中國五一假期數據顯示國內經濟表現強韌。旅客流量及旅遊收入分別按年上升6.4%及8%，餐飲／零售額增長6.3%。衡量中小企信心的澳門博彩毛收入上升12%。

南向資金成為H股的主要動力來源，年初至今淨買入額已達780億美元，佔2024年總額的75%。自2021年以來，南向資金持股比例增加了超過一倍，達到市值的11%至12%，提高了市場韌性。

話雖如此，市場波幅仍高。中美緊張局勢仍然可能升級。因此，我們偏好那些擁有穩定股東回報往績、強大競爭地位及盈利增長前景更明朗的公司。

對於有意增持投資中國股票的投資者而言，除了進行獨立配置外，我們認為結合中國與印度股票的投資組合，能夠在兩個市場相關性、增長動力各異的亞洲大國之間實現分散投資。

當聯儲局努力在通脹風險與經濟增長憂慮之間維持平衡之際，投資者應如何看待債券？

儘管關稅措施暫緩90天，其長期發展的不確定性仍將對全球經濟增長造成壓力。投資者應維持全球多元化的債券投資組合，並輪轉至受惠於關稅局勢降溫、供應鏈重組及國內支持措施的國家。

我們的固定收益團隊正密切關注**信貸質素**是否呈惡化跡象。證券篩選舉足輕重，投資團隊優先考慮政府、準政府及公用事業等防守型行業。投資者有機會以理想估值購入優質資產。

經濟增長放緩意味著各國央行可能放寬政策立場，尤其是在通脹已經回落的國家。由於實際收益率吸引，加上經濟基本因素強韌，亞洲當地貨幣債券展現吸引的投資機會。此外，這類債券與已發展市場資產的相關性低，並且逐漸納入主要債券指數，增強了其分散投資優勢。因此，一旦利率市場出現重大拋售，團隊將增加亞洲及新興市場當地貨幣債券投資組合的存續期。貨幣方面，投資團隊繼續偏向戰術性，並尋求在極端波動時增持美元，以作為投資組合的對沖工具。

對美元儲備貨幣地位的憂慮日益加劇，引發投資者質疑美國國庫債券長期外國需求。然而，短期內，在美國財政部及聯儲局提供流動性的支持下，美國國庫債券料將維持其「避險資產」地位，情況與新冠疫情危機期間相若。

投資主題

主題	理據	策略
1. 提高投資組合多樣性	<ul style="list-style-type: none"> 近年，美國資產（包括美元）大幅上升導致其估值過高，並且在許多投資者的投資組合中佔顯著比重。隨著美國經濟增長放緩，進行分散投資屬審慎之舉。 	<ul style="list-style-type: none"> 亞洲／新興市場股票、債券及貨幣
2. 識別受惠於關稅的市場	<ul style="list-style-type: none"> 由於對美國的出口比重低，印度可能成為亞洲最大贏家。潛在貿易協議可能增加其作為替代生產基地的吸引力。 目於通脹率低於目標水平，印度儲備銀行能夠進一步減息以促進經濟增長。 部分新興市場受關稅衝擊的程度可能較低。 	<ul style="list-style-type: none"> 印度股票及債券 新興市場股票及債券
3. 把握政策機遇	<ul style="list-style-type: none"> 由於對推出大型刺激措施的預期低，估值吸引的股票有望受惠於任何上行驚喜。寬鬆政策亦利好經濟增長。 企業改革動力仍然強勁，帶來獨特的超額回報來源；通貨復脹促進工資增長並刺激消費。 	<ul style="list-style-type: none"> 中國股票 日本股票
4. 應對減息環境	<ul style="list-style-type: none"> 亞洲及新興市場大部分地區的通脹受控，加上亞洲貨幣走強，各國央行因此有空間透過減息來支持經濟增長。 	<ul style="list-style-type: none"> 優質亞洲及新興市場當地貨幣債券
5. 增強投資組合抗跌力	<ul style="list-style-type: none"> 由於關稅走勢充滿變數且盈利前景不明朗，市場波幅將維持高企。 要在回調後復甦充滿挑戰。 	<ul style="list-style-type: none"> 優質收益（來自股息及債券） 低波幅策略

資料來源：瀚亞投資。

資料來源：所有經濟預測均來自瀚亞投資。

其他貢獻者：瀚亞股票、固定收益及量化投資團隊。

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。



eastspring.com