

基金經理專欄

Fund Manager Column

2025 年 6 月

有關基金經理最新市場展望，
請掃描右方二維碼觀看影片：



市況波動下持續投資及分散部署

於 4 月 2 日，美國總統特朗普公佈對各國徵收「對等關稅」；由於出爐的稅率高於先前市場的普遍預期，投資氣氛顯著受壓，VIX 恐慌指數一度飆升，美國主要股市指數跌至技術性熊市邊緣，恒生指數 4 月 7 日亦曾下挫逾一成，以點數計，單日跌幅超過 3000 點。然而，短短數日後特朗普又宣佈暫緩對大部分國家徵收新關稅，僅上調對中國加徵的關稅至 125%，聲稱原因是中國對美進口商品採取反制措施；消息公佈後當日(4 月 9 日)，美國三大指數迅即大幅反彈。在接下來的幾個星期，儘管各種圍繞關稅的新聞仍牽動市場情緒，但投資者似乎傾向相信高關稅率難以長期持續，對雙邊貿易談判有望達成協議的憧憬，推動環球多數股市逐漸回升。總結 4 月，以指數基數貨幣計算，標準普爾 500 指數實際上跌幅不到 1%，MSCI 全球指數甚至錄得正數表現。

我們先前曾提過，「對等關稅」公佈後，金融市場起初交易的是經濟衰退情境：股票價格下跌，債券收益率下降；但隨後債券收益率走高，背後一定程度上反映出滯脹逐漸成為交易主題。在國際貨幣基金組織(IMF)最新於 4 月公佈的環球經濟展望報告中，便指出因應特朗普推行關稅措施及其牽動的不確定性，分別把中國、美國及環球經濟今年的增長預測，下調至 4%、1.8%及 2.8%。另一方面，關稅難免將增加企業的成本，從而導致消費者物價上漲。倘若央行判斷物價飆升僅屬暫時性，或許不會對政策決定帶來太大影響，惟當物價上升情況持續形成了通脹壓力，則可能會制約央行通過放寬貨幣政策來應對增長放緩的空間。

聯儲局主席鮑威爾曾提及，關稅措施為實現通脹與就業的平衡帶來挑戰。雖然美國消費者物價指數按年增長(CPI YoY)已連續三個月低於預期，加上特朗普屢次敦促儘快減息，但聯儲局於 5 月會議仍繼續按兵不動，並指出經濟前景的不確定性上升以及失業率與通脹上升的風險加劇。換言之，美國經濟出現滯脹的可能性有所增加；一旦滯脹成真，將同時不利股票和固定收益市場，對風險資產可說是最壞的情境：企業未必能加價應對高企的成本往往導致利潤率受壓甚至收窄，而未來現金流的折現率提高亦會使債券現值降低，屆時現金表現領先的情況或會出現。值得一提，投資研究團隊過去曾回顧歷史數據，歸納出儘管滯脹時期投資市場表現普遍遜色，惟美國股市的韌性優於其他地區股市。

不過，過去市場往往給予包括美股在內的美國風險資產一定溢價；而隨著特朗普推行關稅政策後「美國例外論」逐漸消退，以及 5 月中評級機構穆迪下調美國主權信貸評級，即使目前硬數據中尚未反映出關稅導致經濟顯著放緩，但貿易政策對美國通脹與經濟增長帶來的不確定影響，勢使利率走向變得更難以預測；執筆之時，芝商所 FedWatch 工具顯示聯儲局今年內減息 50 個基點或更少的機會逾六成，而不是如該局 3 月公佈的點陣圖之中位數預測般減息 75 個基點，某程度上反映市場人士預期通脹壓力加劇，或將導致聯儲局推遲減息步伐。在此背景下，美國股市高企的估值能否保持，可



中銀國際
BOC INTERNATIONAL



PRUDENTIAL
保誠集團

中銀保誠資產管理
BOCI-Prudential Asset Management



能需要打上問號。我們目前對其維持中性看法，但認為投資者在在組合內股票投資的地區分佈上，適宜保持多元化及分散，對歐洲、日本、亞太等地區亦要有所涉獵，以應對關稅政策、利率走向等不確定性。

事實上，隨著美匯指數年初至今整體下行，環球投資者對美國以外股市的關注度有所提升，第 1 季表現領先的歐洲股市正是其中一個受惠者；歐洲央行 2025 年迄今三度減息，股市估值上也較美國股市合理。然而，即使國防開支的潛在增加以及德國的財政刺激措施，預計將為增長疲弱的經濟帶來一定提振，但我們認為區內主要傳統行業面臨著持續的結構性挑戰，而且一旦貿易談判未能取得有利結果，美國的「對等關稅」亦可能構成負面影響，故對其看法相對審慎。亞太(日本除外)地區方面，在特朗普暫緩實施其激進的關稅政策後，股市普遍收復了失地：總結 4 月，以指數基數貨幣計算，澳洲、南韓及印尼等地股市均錄得正數表現。多間區內央行一如市場預期，進一步放寬貨幣政策。我們對亞太(日本除外)地區股市看法相對正面。至於中國內地及中國香港股市，隨著中美兩國於 5 月 12 日達成協議，雙方將在 90 日內互相降低 115% 的關稅，市場風險情緒獲得一定提振，但關稅的降低能否持續將是關鍵，而目前關稅政策仍然存在較大變數；中國內地 4 月採購經理指數及零售銷售數據，顯示了中美之間關稅激增對經濟的初步影響，我們會密切關注企業公佈的業績以及中央已陸續出台的刺激政策之成效，對股市維持中性看法。

然而，對各股市的相對部署固然重要，但實際上更不容忽視的，卻是持續投資(Stay Invested)。以近期特朗普「對等關稅」所引發的波動市況為例：倘若投資者於關稅公佈後因恐慌情緒而選擇「現金為王」，很有可能便會錯過緊接而來的反彈。事實上，環球主要股市第 2 季迄今多數向上，意味著股市目前已普遍處於較關稅公佈前為高的水平。我們明白廣大投資者都渴望擁有一個預測市場的水晶球，從而能精準捕捉市場走勢：先在最高點賣出、再在最低點買回。可惜大家都知道這種完美的擇時(Time the Market)操作並不現實；大家真正能夠做到的，透過持之而恆地投資、延長參與在市場中的時間(Time In The Market)。長綫而言，環球股票能夠帶來高於通脹率的回報，假如投資者希望在中長期實現資產增值，除了可以考慮因應個人風險胃納來建構分散涉獵於各市場的投資組合，亦可以選擇市面上股債比例各異、符合自身投資目標的資產配置型組合。

重要資訊

投資涉及風險，並可受市場波動及一切固有風險所影響。對新興市場進行投資涉及特殊的風險和考慮。投資者作出的投資可能並無回報及/或蒙受重大的虧損。過去的表現並不代表未來的表現。

本文件之資料是根據相信是可靠的來源而編制，但並未有獨立查證。中銀國際英國保誠資產管理有限公司並不就當中所載之任何資料、意見或推測，或任何此等意見或推測之基礎作出任何明示或默示的申述、保證或承諾。任何人士因信賴本文件而招致之損失，本公司概不負責。本文件所載之資料、意見及推測均反映刊發日的情況，並可能在沒有作出事前通知的情況下作出變更。

本文件所載之資料、意見及推測只提供資料性用途。以上基金經理評論只反映基金經理於本文件刊發日期時之意見、看法及詮釋。投資者不應僅依賴有關資料、意見及推測而作出投資決定。投資者作出任何投資決定前，應適當地尋求獨立的財務及專業意見。不可翻印或傳送本文件(全份或部份)予第三者作任何用途。

本文件並不構成任何分銷或任何買賣產品之建議、要約、邀請或游說。
本文件由中銀國際英國保誠資產管理有限公司刊發，並未經證監會審核。