



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2025年第三季市場展望 關稅、緊張局勢以及限期將至

invested 投資觀點

eastspring.com

2025年第二季：季度市場回顧

市場在關稅於4月初引發拋售潮後迅速反彈

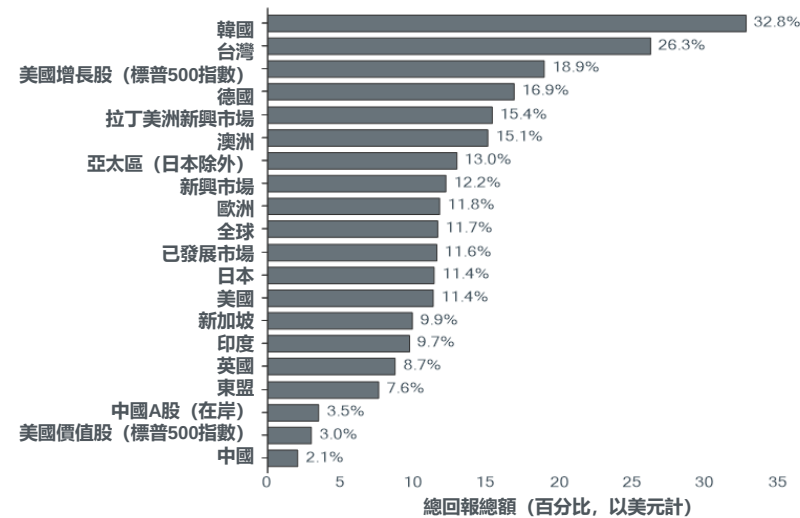
股票

儘管2025年第二季的波幅加劇，MSCI所有國家世界指數仍上升11.7%，部分歸因於特朗普政府決定暫緩關稅帶來的積極貿易動向，以及美國促成以色列與伊朗停火，大大紓緩地緣政治緊張局勢。在這環境下，美國股票上升11.4%，並由科技、工業及通訊服務行業的強勁升勢帶動。歐洲股票上升11.8%，主要原因是特朗普延後對歐盟進口產品徵收50%關稅、能源成本下降以及勞動市場強勁。新興市場上升12.2%，表現領先已發展市場，這得益於貿易戰的發展向好以及韓國、台灣及印度表現強勁。韓國股市急升32.8%，半導體晶片製造商及汽車製造商領升。經濟信心改善、人工智能需求強勁以及中美貿易緊張局勢緩和，帶動台灣上升26.3%。面對貿易格局與政策信號反覆轉變引發的波動，中國股票表現相對落後，季內僅上升2.1%。

固定收益

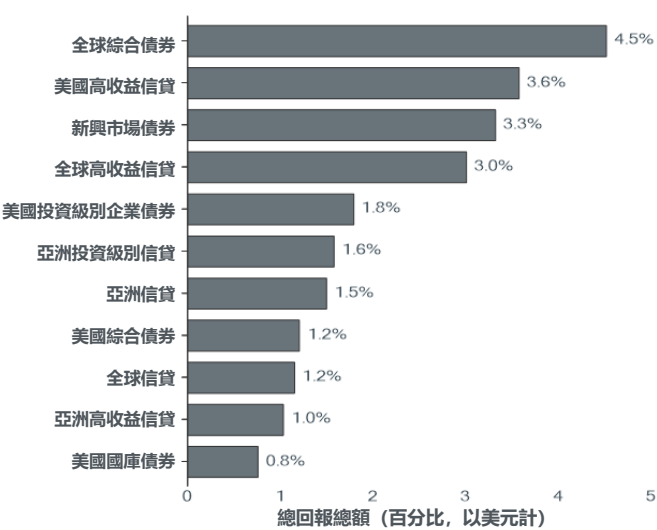
由於地緣政治緊張局勢升級導致波幅加劇，全球債券市場在2025年第二季大幅上升，彭博全球綜合指數上升4.5%。聯儲局正審慎評估特朗普總統政策對經濟的影響，在季內維持利率不變。歐洲、英國、中國、韓國及印度央行均採取減息措施以促進經濟增長，並無主要經濟體在季內加息。美國10年期國庫債券收益率維持相對穩定，報4.24%，而美國20年期國庫債券收益率及美國30年期國庫債券收益率則分別上升17個基點及19個基點。繼4月初的關稅憂慮後，信貸市場在季內剩餘時間內整體強勁復甦，尤其是美國高收益債券（+3.6%）及全球高收益債券（+3.0%），兩者的息差顯著回升，表現領先投資級別債券。受惠於美元走弱，代表美元計價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錄得3.3%回報。

全球股票：2025年第二季表現



資料來源：LSEG Datastream

全球固定收益：2025年第二季表現



資料來源：LSEG Datastream

數據來源：瀚亞投資；MSCI；LSEG Datastream。所載表現數據截至2025年6月30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，廣義美元指數兌一籃子六種主要貨幣平均下跌7.0%，年初至今下跌10.7%。由於特朗普的貿易政策不明朗、《大而美法案》引發財政赤字憂慮、加上美元作為世界儲備貨幣的主導地位逐漸減弱的可能性增加，美元持續受壓。

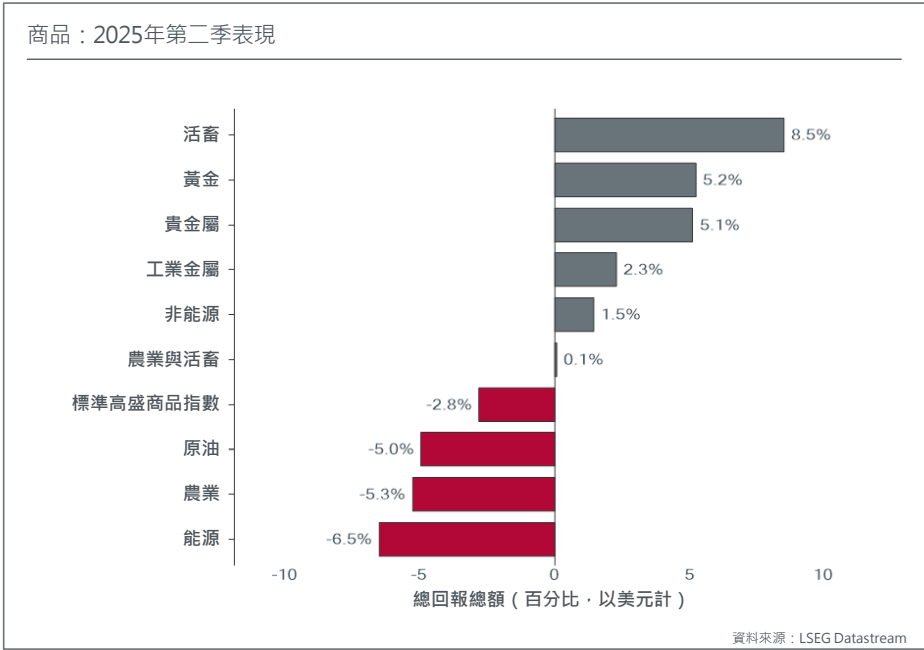
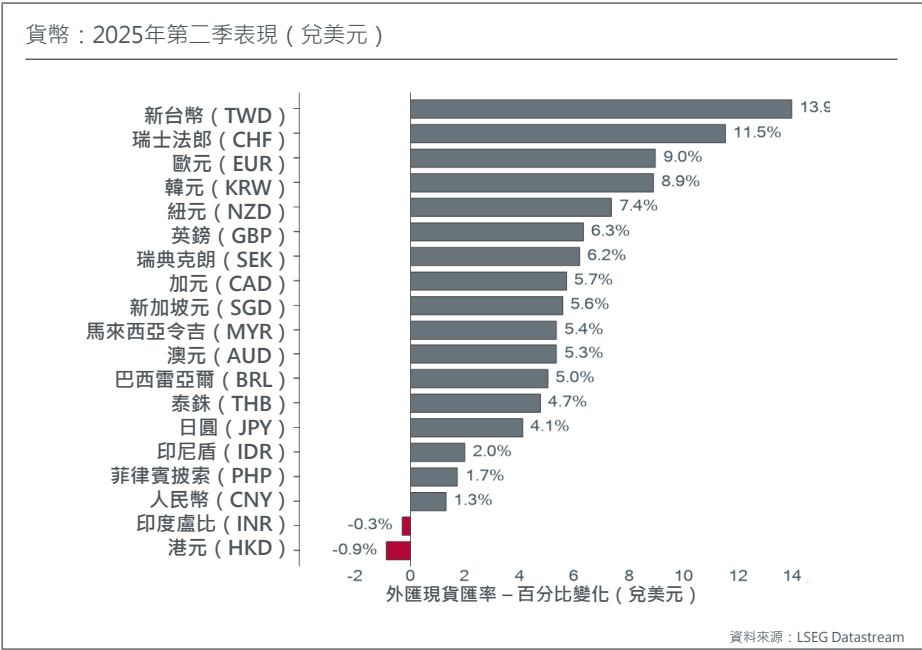
新台幣大幅升值13.9%，主要受惠於大量外資流入台灣本地市場。投資者正努力應對貿易及地緣政治緊張局勢升級以及美國政策不明朗引起的憂慮，在這波動環境下，瑞士法郎及歐元亦分別大幅上升11.5%及9.0%。

另一方面，印度盧比在季內下跌0.3%，成為亞洲新興市場表現最差的貨幣，原因是印度儲備銀行尋求透過多元化配置及保留外匯儲備以對沖地緣政治風險。

商品

標準高盛商品指數在季內下跌2.8%。活畜、黃金、貴金屬及工業金屬表現出色。活畜的子行業受到活牛市場支持，由於需求增加及受季節性因素影響，活牛市場在6月創歷史新高。市場普遍從美元分散投資至其他資產，加上全球貿易緊張局勢持續，繼續推高對貴金屬（如黃金、白銀）的需求。

能源、農業及原油行業在季內均表現遜色。地緣政治緊張局勢升級及產能過剩的憂慮導致能源行業受壓。



資料來源：LSEG Datastream；標普全球。所載表現數據截至2025年6月30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。標普高盛商品指數是衡量商品市場表現的綜合商品指數。該指數通常被用作商品投資的基準。

宏觀展望

關稅相關壓力料將在下半年顯現，加劇全球經濟增長風險

增長

關稅延後實施及臨時豁免措施帶動美國上半年經濟增長勝預期。然而，我們預計美國國內生產總值的按年增長到年底將放緩至約1.6%，並在2026年維持在低於趨勢的水平。關稅徵收額的年化推估收益在6月上升至佔國內生產總值的1.1%，未來數季料將進一步攀升。美國總統特朗普最初在7月7日宣佈在8月1日實施新的對等關稅措施，稅率介乎25%（例如日本、韓國、馬來西亞）至最高40%（例如緬甸），而倘若未來達成貿易協議，預計關稅稅率將會下調。美國與越南達成徵收20%關稅的協議，意味著未來貿易協議的關稅稅率料將遠高於目前的10%基準稅率。預計根據《1962年貿易擴展法》第232條徵收的25%至50%行業關稅將在第四季公佈，並在2026年第一季度生效。隨著貿易協議確定關稅稅率，預計企業可能加緊將相關關稅轉嫁給消費者，從而可能對美國消費者（美國經濟增長的主要動力）造成壓力。因此，美國消費放緩將對全球出口商產生負面影響，拖累全球整體經濟增長。儘管如此，雖然全球經濟增長整體上仍存在下行風險，但我們預計多國最終將達成貿易協議，或至少訂下某種貿易框架。雖然下半年經濟增長動力料將減弱，但我們認為，由於貿易緊張局勢呈緩和跡象，出現極端左尾增長風險情境的可能性較低。

美國的前置進口在今年1月至5月激增，推動亞洲出口在上半年增長，但進口升勢料將在下半年減弱，對亞洲經濟增長造成下行壓力。我們相信中國與印度最有能力應對這一形勢。

由於出口及零售銷售放緩，中國的第三季經濟增長料將從上半年的逾5%回落，但新的財政及貨幣刺激措施可能在第四季推動經濟增長回升至5%。考慮到房地產市場料將持續收縮，出口預計面臨更高關稅，2026年的國內生產總值增長仍將高度依賴政府的財政刺激措施。我們預計刺激措施將日益側重於促進國內消費及改善社會服務。

印度經濟增長率應會由當前第二季6.3%至6.5%的疲弱區間逐步上升至2026年上半年6.6%至6.7%的區間。繼去年12月減息100個基點後，預計印度儲備銀行今年將再次下調主要政策利率50個基點。5月通脹按年下跌至2.8%，遠低於印度儲備銀行4%的目標；印度盧比的強勢應有助維持低通脹。我們預計，這輪政策放寬將在今年第四季開始拉動經濟。

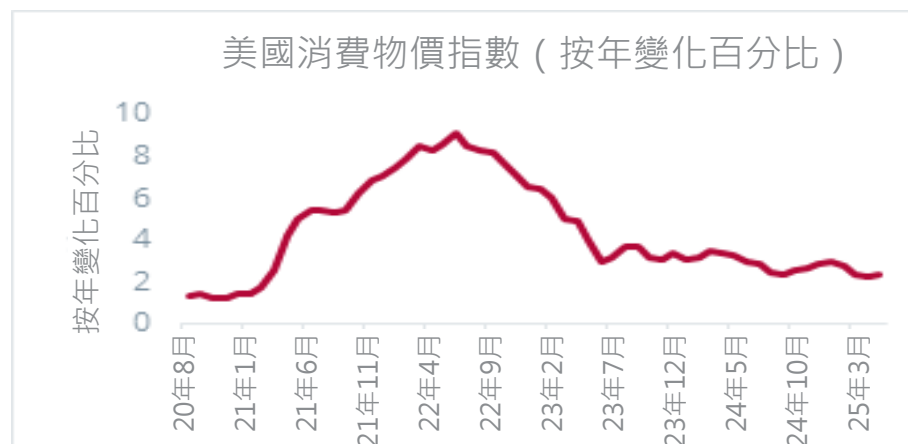
通脹

截至5月，觀察到的美國通脹放緩趨勢開始逆轉，2025年6月美國消費物價指數數據終於反映關稅對硬經濟數據產生的一些影響（惟影響較市場憂慮的低）。上半年，由於無法確定各國未來的關稅水平，企業至今普遍承擔大部分關稅成本。然而，由於關稅目前有可能導致利潤率下降至少2%，預計企業將開始逐步提高價格。我們認為，由於貿易協議導致關稅上調，加上在《1962年貿易擴展法》第232條調查結束後，關稅成本將進一步增加，其「轉嫁率」將在第四季及明年初上升。

相反，亞洲（日本除外）的通脹應在低位徘徊或進一步下降。由於預計經濟增長放緩、油價低以及目前稻米收成理想，通脹應在未來數月面臨下行壓力。然而，受亞洲持續放寬貨幣政策的滯後效應影響，預計通脹放緩的壓力到年底至2026年初開始緩和。

中國方面，近期為應對產能過剩及「內卷」問題而轉向的政策成為關鍵變數。若此輪轉向最終屬進取的政策舉措，其可能在某程度上扭轉當前批發價格通縮的趨勢，從而在某程度上推高中國及亞洲的消費通脹。然而，鑑於中國房地產市場持續收縮引發強勁通脹放緩壓力，我們認為其造成問題的機遇不高。

美國通脹仍未出現明顯的關稅影響



資料來源：彭博。2025年7月

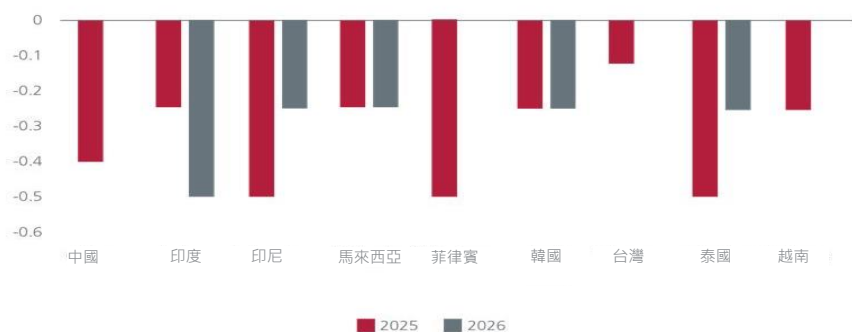
貨幣政策

美國聯儲局傾向在年底前將聯邦基金利率下調25個基點至50個基點。然而，基於對關稅推高通脹的合理預期，聯儲局需要待失業率升至4.4%至4.5%才有理據減息。我們預計，隨著持續申領失業救濟人數增加，失業率到9月將微升至4.3%，而此升勢可能促使聯儲局在10月減息25個基點。然而，不確定性仍高。若關稅效應並未即將公佈的2025年7月美國消費物價指數數據上明確顯現，即使失業率未有上升，聯儲局亦可能在9月恢復減息。相反，若美國通脹上升且失業率維持在4.4%以下，聯儲局或延後至12月才減息。

亞洲方面，預計幾乎所有主要亞洲經濟體均會在未來6個月進一步放寬貨幣政策（請見下圖）。目前，幾乎所有國家的通脹水平普遍低於央行目標，並且在近月下降。相反，實質政策利率遠高於歷史平均水平，因此仍處於緊縮區間。

韓國及台灣這兩個高度出口導向型經濟體似乎是通脹走勢的主要例外市場。儘管如此，預計下半年出口增長放緩將拖累國內生產總值增長，導致兩地央行在第四季再次減息。韓國通脹基本達到目標，但實質政策利率偏高。然而，韓國銀行憂慮家庭債務及房地產價格通脹持續上升。台灣通脹略高於目標，但實質政策利率亦略高於目標。我們認為，兩個市場的風險在於減息或推遲至2026年第一季。我們預計新加坡金融管理局將放寬貨幣政策，將新加坡元名義有效匯率政策區間下調至零升值的水平。廣義美元再度走強將是亞洲央行放寬政策的主要限制因素，但我們預計美元將在未來6個月走弱。

亞洲預測政策利率變化（百分比）



資料來源：瀚亞，2025年7月24日。

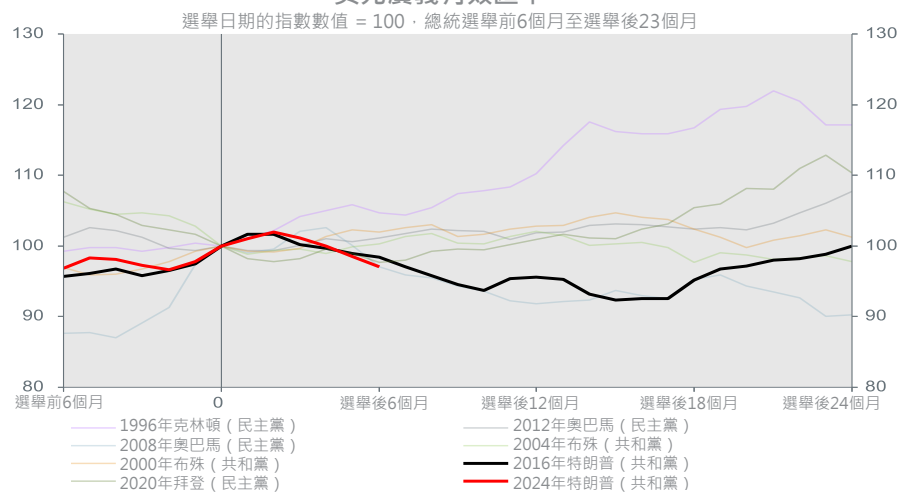
貨幣展望

美元正重現美國總統特朗普首個任期第一年弱勢。我們預計此趨勢將會持續，未來6至9個月內美元兌主要貨幣或進一步下跌3%至5%。我們觀點的關鍵在於，根據歷史經驗，當美國經濟增長相對於全球經濟增長顯著放緩時，美元往往走弱，而我們預計美國與全球經濟的增長差距將在未來數季擴大。值得注意的是，美元此時正處於美國相對於全球經濟增長差距收窄的環境，因此在大部分估值模型中的估值仍高，而預計聯儲局將會減息。儘管美國通脹上升，但美國減息的預期已在2025年上半年反映出來，美元的實際利率支撐將會下降。

過往數據顯示，當美元兌一籃子其他主要貿易夥伴的貨幣走弱時，其兌亞洲貨幣亦會走弱。亞洲外匯普遍上升便印證了此模式在年初至今一直重演：亞洲貨幣截至2025年6月30日的升幅介乎1.9%（人民幣）至12.4%（新台幣），同期僅有港幣、印尼盾及印度盧比貶值，但幅度均不足1%。亞洲貨幣升值亦可能是部分亞洲國家與美國達成貿易協議的交換條件。特朗普政府認為，多間亞洲央行為了促進出口增長而將本幣貶值，損害了美國利益。例如，日圓、人民幣、韓元、印尼盾及印度盧比的估值指標在不同程度上反映其估值過低，因此相關貨幣面臨因美國政治壓力而被迫升值的風險。

我們普遍預計，大部分（甚至全部）亞洲貨幣將兌美元升值，但受到亞洲央行減息所限，預計進一步升幅將有限且溫和，目標區間為1%至3%。

美元廣義有效匯率



資料來源：LSEG Datastream，25年7月。

資料來源：倫交所集團，2025年7月9日。

主要風險評估

主要領域	可能性	對市場的影響程度
我們認為，受通脹高於預期等因素影響， 美國經濟在未來數季放緩的幅度將超出預期 ，構成重大下行風險。其中一種潛在情況是特朗普政府未能達成貿易協議，導致4月2日上調對等關稅的措施以各種形式全面實施。另一種潛在情況是，根據目前《1962年貿易擴展法》第232條的調查結果，特朗普在2025年第四季及2026年第一季突然宣佈對個別行業（例如木材、基礎材料、建材、製藥及半導體）徵收較預期激進的關稅。尤其是，倘若無法與日本達成貿易協議，隨之而來的高額對等關稅或導致日圓貶值，從而對其他亞洲貨幣造成貶值壓力。另一方面，倘若聯儲局因特朗普政府施壓而在通脹上升時大幅減息，則可能導致美元無序貶值。具體而言，亞洲的風險之一是亞洲各國與美國簽訂的貿易協議可能規定對中國徵收關稅或設置其他貿易障礙，從而導致各國與中國的關係緊張。	中	高
我們正在積極關注的 主要上行風險 包括但不限於：a) 美國經濟抵禦關稅的韌性高於早前預期；b) 聯儲局較預期更早下調聯邦基金利率。我們認為，假如特朗普政府能夠與美國主要貿易夥伴簽署貿易協議，將關稅稅率下調至10%的基準稅率以下，並就至今已徵收的行業關稅提供更廣泛豁免（或延期），則關稅的影響可能低於預期。聯儲局方面，上行風險之一是特朗普任命新的聯儲局主席接替鮑威爾，並擔當「影子」主席的角色，承諾在上任後立即減息。這或會嚴重扭曲美國利率曲線結構，導致遠期貼現率較當前定價更快下降。	中	中
地緣政治不穩定性加劇 。雖然貿易緊張局勢是整個2025年的新聞焦點，並成為市場波動的主因，但地緣政治緊張局勢仍構成潛在威脅，並可能對投資者情緒造成重大影響。近期以色列與伊朗緊張局勢升溫正反映了這一因素。供應方通脹衝擊可能在短期內出現，例如能源價格上升或其他可能推高通脹預期的事件。雖然我們認為投資者應為未來波幅加劇作好準備，但根據歷史經驗，市場往往不會過度關注此類事件（即此類事件通常不會對風險資產造成長期影響）。	中	中
假如中國政府針對貿易戰的刺激措施持續不夠迅速及有力， 中國經濟增長放緩（及其對全球整體經濟增長的影響） 可能持續。國內經濟缺乏足夠與及時的支持可能導致中國國內生產總值增長降至4%以下，從而引發亞洲出口增長放緩、商品價格下降。我們希望政府推出更具針對性，並以實現廣泛經濟復甦（而非僅僅穩定經濟增長）為目標的扶持措施。此外，假如中國政府因憂慮財政赤字而轉向推行財政整合，中國經濟增長可能會較預期更早放緩。	中	中

數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。觀點截至2025年7月8日。請注意，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

關稅的不確定性持續存在，但貿易緊張局勢降溫，為戰術性風險配置創造空間

自特朗普在4月2日「解放日」宣佈政策後，股市最初一度急挫，信貸息差顯著擴闊，但其後在各種因素帶動下，市場風險偏好及交易情緒得以恢復。這些因素包括但不限於為期90天的關稅「休戰期」，以及貿易緊張局勢自「解放日」後整體緩和。

瀚亞多元資產投資組合解決方案 (MAPS) 團隊目前認為，關稅對美國經濟的潛在影響較早前 (自「解放日」以來) 評估的輕微。因此，投資團隊普遍減持多元資產組合的現金，並對風險資產採取更正面的戰術性立場，尤其是股票及信貸。具體而言，投資團隊積極關注的宏觀經濟基本因素及領先風險指標 (例如全球採購經理指數數據及企業盈利預測修訂) 顯示，市場環境至少在短期戰術性層面上仍然利好風險資產。隨著特朗普最近將最後期限延長至8月1日，貿易政策的變數將持續存在，投資團隊尋求透過股票期權策略來執行槓鈴策略，以維持對股票的上行參與，同時力求限制整體下行風險。

3個月戰術性投資期方面，雖然美國股市或仍有一定的上升空間，但投資團隊的股票配置更偏好新興市場及亞洲，因相關市場的估值及宏觀經濟狀況均較美國市場吸引。信貸方面，投資團隊偏好美國高收益債券及新興市場債券，因為前者高達7%的整體 (all-in) 收益率仍然吸引，而後者則有望因美元貶值而受惠。鑑於目前美國國庫債券收益率具吸引力，且就3個月以上的投資期而言，其在美國經濟放緩時有望發揮對沖作用，投資團隊看好美國國庫債券。

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	●	↑	●	-	雖然「解放日」後的市場波動最初導致我們採取更偏向防禦性的立場，但我們認為，隨後宣佈為期90天的貿易「休戰期」、貿易緊張局勢緩和以及整體市場風險偏好改善，均顯著利好市場環境，因此，我們在短期內對仍較為看好全球股票等風險資產。此外，隨著近期全球多間央行放寬政策取態，貨幣市場流動性狀況似乎仍然充裕，為市場營造利好環境；只要石油或關稅並未帶來新衝擊，股市在短期內仍有機會再創新高。 我們對未來12個月的較長線部署則更為審慎，因為美國經濟的週期後段動向最終將對企業盈利前景構成挑戰，並壓低股票估值，尤其是佔投資範圍約64%的美國市場。
政府債券	●	-	●	-	美國國庫債券購買量減少、美國財政挑戰以及對特朗普議程法案的持續憂慮，均推高美國債券的期限溢價，導致較長期美國國庫債券收益率維持在吸引水平。雖然我們仍然意識到與關稅相關的短期通脹憂慮，但任何美國經濟數據 (例如消費支出) ——尤其是勞動市場數據——呈顯著放緩跡象，均可能迫使聯儲局迅速減息，從而對美國收益率施加更大下行壓力。 就未來12個月的較長線投資期而言，儘管年初至今美國經濟增長的韌性勝預期，但美國政策持續不明朗，加上全球經濟增長放緩的可能性增加，支持我們採取偏好政府債券 / 現金多於高風險資產 (例如股票及信貸) 的部署。
現金	●	↓	●	↑	我們對現金維持偏向中性的短期立場，因為如上文所述，市場情緒及風險偏好在90天關稅休戰期後有所改善，在短期內提供吸引的戰術性投資機會。 就未來12個月的較長線投資期而言，由於不確定性加劇，增持現金將利好表現，並能提供靈活性，以便及時把握投資機會。

數據來源：瀚亞多元資產投資組合解決方案團隊。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。資產類別觀點是截至2025年7月8日的觀點，不應視作建議。本簡報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	●	↑	●	—	短期而言，我們認為，由於貿易緊張局勢持續緩和，加上聯儲局即將放寬貨幣政策，美國股票將持續造好。另請參見前頁「全球股票」一節的評論。 就未來12個月的較長線投資期而言，考慮到當前過高的估值並未充分反映經濟增長轉弱的預期，除非出現實質的上行催化因素（即盈利增長改善），否則股票似乎難以維持強勁表現。
歐洲	●	—	●	—	歐洲經濟動力主要因德國財政支持帶動而好轉（例如經濟意外數據仍然為正），吸引投資者重返歐洲，推動2025年的估值從早前低位回升。 展望未來，經歷年初至今的強勁升勢後（今年截至6月底，MSCI歐洲指數以美元計上升23.7%），歐洲仍然容易受到任何潛在貿易衝擊的影響，而歐元走強亦正成為企業盈利的阻力。
新興市場	●	↑	●	—	基本因素方面，雖然美國經濟面臨對增長動力減弱的憂慮，但新興市場的經濟數據意外整體向好。儘管截至6月底，MSCI新興市場指數年初至今以美元計的總回報達15.6%，但相對於美國股票，新興市場股票的估值仍有折讓。 多元資產投資組合的股票配置普遍更偏好新興市場及亞洲，因相關市場的估值及宏觀經濟狀況均較美國市場吸引。
亞太區（日本除外）	●	↑	●	—	請參見上文有關對新興市場的評論，因組成兩個市場的亞洲國家／地區（例如中國、台灣、印度、韓國）高度重疊，約佔MSCI新興市場指數的76%，其中，單是中國便佔MSCI新興市場指數的約28%。

政府債券	3個月		12個月		理據
美國	●	—	●	—	較長期美國國庫債券的期限溢價較高，使美國債券收益率維持吸引水平。任何美國經濟數據及／或美國勞動市場數據呈顯著放緩跡象，均可能迫使聯儲局迅速減息，從而對美國收益率施加更大下行壓力。就未來12個月的較長線投資期而言，由於預計全球經濟增長放緩的可能性增加，加上我們偏好較安全的政府債券／現金多於較高風險的資產（例如股票及信貸），我們計劃增加多元資產組合的整體存續期。
歐洲	●	—	●	—	歐元區通脹壓力下降及經濟增長放緩，有望為歐洲央行提供進一步減息的空間，並壓低歐洲債券收益率。
新加坡	●	—	●	—	由於新加坡通脹持續偏低，新加坡政府債券繼續具吸引力。雖然4月核心通脹按年微升0.7%，但新加坡金融管理局的通脹預測仍然偏低，尤其是美國關稅導致全球需求減弱，並帶來通脹放緩壓力。我們關注全球更新速度較快的數據，以觀察前置效應對未來需求的影響，以及需求會否顯著下降。

數據來源：瀚亞多元資產投資組合解決方案團隊。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。資產類別觀點是截至2025年7月8日的觀點，不應視作建議。本簡報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

信貸	3個月		12個月		理據
美國高收益債券	●	↑	●	↑	儘管美國高收益債券息差（期權調整息差）自4月的近期「高位」顯著回落（由2025年4月7日的461個基點回落至2025年7月3日的280個基點），但該資產類別的整體（all-in）收益率仍然吸引，約達7%，尤其是考慮到其整體質素較2000年代初顯著提升。
美國投資級別債券	●	↑	●	—	儘管美國投資級別債券的期權調整息差相對於歷史水平仍然狹窄（截至2025年7月3日為80個基點），但其仍提供逾5%的可觀收益，加上其持有收益較高，整體總回報具吸引力，有助緩衝潛在息差擴闊的影響。倘若我們預測美國經濟持續放緩的情景成為現實，該資產類別較高的「硬性」存續期特性（相對於美國高收益債券）應利好表現。
新興市場（美元）債券	●	↑	●	↑	3個月戰術性投資期方面，多元資產投資團隊在戰術上看好新興市場債券多於美國投資級別企業債券。新興市場主權（美元）債券往往因美元走弱而受惠，因為美元貶值降低了非美國實體償還美元計價債務的成本。我們最近開始將新興市場當地貨幣債券納入精選投資組合，因這類債券亦受惠於美元貶值，並且能作為吸引的「套息」工具；另一方面，美國以外市場的通縮壓力亦會促使新興市場央行進一步下調政策利率，利好相關債券表現。
亞洲信貸	●	—	●	—	就未來3個月的投資期而言，亞洲地區的宏觀經濟基礎相對穩健，加上預計2025年企業債券供應量相對於美國有所減少，料將支撐亞洲美元債券市場。亞洲投資級別債券發行人的財務狀況穩定、信貸評級趨勢向好，加上信貸狀況理想，為該資產類別提供支持。

數據來源：瀚亞多元資產投資組合解決方案團隊。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。資產類別觀點是截至2025年7月8日的觀點，不應視作建議。本簡報所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。

關稅局勢迅速變得複雜

7月初，特朗普總統致函各國，宣佈對多國加徵關稅，但其後將加徵關稅的日期由7月9日延後至8月1日，以給予更多談判時間。特朗普補充指，倘若相關國家採取反制行動，他將會把這些國家的反制性關稅加到美國對其徵收的關稅之上。特朗普特別指出日本與韓國對美國的貿易順差威脅到美國的國家安全。這清晰顯示了日本與大部分亞洲國家均不會獲得10%的基準關稅稅率，因為特朗普似乎仍執意實現貿易平衡。

美國數據似乎保持強勁似乎增加了特朗普的信心：美國失業率維持在4.1%的低位，而關稅尚未對通脹構成重大影響。然而，值得注意的是，從2025年6月美國消費物價指數數據所見，近期已有部分關稅轉嫁至消費物價。整體通脹按月上升0.3%，符合市場預期，核心通脹則上升0.2%，略低於市場預期。因此，美國整體通脹及核心通脹分別由按年上升2.4%及2.8%增加至按年2.7%及2.9%。

深入分析顯示，通脹的相關組成部分似乎反映關稅開始影響物價，但美國企業至今透過延後加價及減低價格升幅以緩和關稅效應，因此關稅僅輕微影響通脹及消費。我們認為，關稅的影響仍然輕微，其「衝擊」不足以迫使特朗普政府在7月7日信函所公佈的關稅稅率上讓步。

我們估計，多國最終達成貿易協議，或至少訂下某種類似英國與中國下調已公佈關稅增幅的貿易框架的機會日益增加。然而，這些「協議」的關稅稅率料將高於目前10%的基準稅率。

這意味著美國經濟的「清算日」仍有可能來臨。2025年6月，關稅徵收額的年化推估收益已高達國內生產總值的1.1%，而當相關貿易協議達成後，此收益將顯著上升，主要原因如下：

- 1) 貿易協議將已實施的關稅稅率由目前的10%上調至更高水平
- 2) 隨著貿易協議增加及不確定性減少，企業更有可能將關稅成本「轉嫁」予終端消費者，從而推高短期通脹，最終抑制消費。若企業未有轉嫁成本，其利潤率可能由13%以上下降至約11%，從而威脅到假設利潤率到2027年上升至近14%的盈利預測。

根據歷史經驗，關稅不會顯著促進美國生產，尤其是勞動力目前受到限制。因此，企業更有可能提高價格（而非擴大產能），因為在長期投資實現回報前，關稅保護在政治上往往難以持續。

儘管如此，過去數月帶來一個主要投資教訓，就是關稅對經濟數據產生的任何重大影響均會滯後出現，相關影響可能到第四季度才會在硬數據中顯現。假如6月後的美國消費物價指數數據大幅超出預期，將對市場造成重大衝擊。

另外，目前針對木材、基礎材料、製藥及半導體等行業的《1962年貿易擴展法》第232條調查將於10月及12月結束。當局將根據調查結果公佈新的行業關稅，並於2026年第四季末及2026年第一季初生效。因此，我們估計，關稅的全面影響可能要待2026年第一季末或第二季初才會顯現。

預計關稅將在短期內對通脹造成上行壓力，並拖累消費（及就業）增長，相關壓力將逐步加劇，並在2026年第二季達到高峰。我們相信，屆時聯儲局將會減息，而《大而美法案》帶來的小規模刺激措施料已生效。這輪政策放寬將有助緩和關稅對經濟增長的負面影響，預計將防止美國墮入重大經濟懸崖。

因此，最終結果或會導致美元貶值，並可能在明年某個時候無序貶值，其走勢將取決於聯儲局主席鮑威爾的最終繼任人在上任前的鴿派程度。

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。