



T.RowePrice 普徠仕



2025年下半年市場展望

後全球化 時代的投資趨勢

INVEST WITH CONFIDENCE™

後全球化時代的投資趨勢



Eric Veiel

特許財務分析師®

環球投資主管兼首席投資總監

2025年一直是充滿變化的一年，但變化速度及程度幾乎令所有人感到意外。貿易政策轉變的影響尚未完全浮現，但環球貿易體系明顯正在重塑，對金融市場產生深遠影響。

我們正經歷去全球化的過程。這將對環球經濟造成負面影響，美國及中國等主要國家首當其衝，同時這亦是一個關鍵因素，影響我們在2025年餘下時間對股票、固定收益及資產配置投資的展望。

關稅威脅加速股市變化，有關變化早已在11月美國總統大選前開始出現。屬於「美股七大科技巨頭」的超大型科技股與其他美國股市範疇之間的盈利增長差距很可能持續收窄，令市場集中度下降及市場領先地位更加多元。我們預期投資機會亦將擴大至非美國股票。

債市方面，德國的大規模財政擴張措施及美國關稅政策，觸發環球格局改變。通脹升溫（尤其是

美國），加上增長顯著放緩的風險加劇，導致已發展市場主權債券收益率上升，削弱已發展市場主權債券的質素。然而，即使企業債券即將面對困境，但整體信貸質素遠高於過往水平。

市場環境促使我們的資產配置委員會看好抗通脹債券及房地產和商品等實質資產，以抵銷通脹風險。考慮到地緣政治局勢可能持續波動，我們重點專注於估值，並繼續偏好價值股多於增長股，同時適度看好非美國股票。

波動性加劇，政策亦多變。隨著未來數月關稅政策逐步明朗，我們已作好準備應對。最重要的是，我們須明白在全球化程度日益降低的環境下，投資機會範圍及組合將與我們所熟悉的情況不同。要成功應對這個新格局，我們須要高度警惕，願意放棄舊有假設，並能夠在必要時採取果斷行動。

引言	P. 1
評分卡	P. 2
經濟展望	P. 3
股票展望	P. 5
固定收益展望	P. 7
中國市場展望	P. 9
資產配置	P. 13

評分卡

	2025年初的預期	表現評估	經審視後
環球經濟	— 地緣政治局勢緊張及美國可能加徵新關稅，將重塑供應鏈	✓	— 美國貿易政策是上半年重塑市場的關鍵因素
	— 「美國例外論」將會延續	✗	— 美國帶來的貿易衝擊較預期更為嚴峻，德國財政刺激方案則優於預期；這兩項發展都削弱美國市場持續表現領先的論點
股票	— 盈利增長趨勢將擴大至美國科技股以外其他地區	✓	— 多個國際股市今年錄得升幅，標準普爾500指數及道瓊斯工業平均指數則表現落後
	— 小型股將捲土重來	✗	— 小型股表現未如我們預期般出色
固定收益	— 高收益債券將提供收益機會	✓	— 關稅消息引發市場波動後，高收益債券提供收益，信貸息差亦見收窄，反映市場對上述資產類別仍抱有信心
	— 新興市場企業及主權債券將受惠於有利的增長環境	—	— 新興市場債券今年表現好淡紛呈
資產配置	— 持重股票及現金，持輕債券	—	— 我們已開始降低風險，但幅度仍未足夠；我們的資產配置委員會目前持輕股票
	— 投資者對人工智能的狂熱將會減弱，焦點轉向其他市場主題	✓	— 市場擔憂科技公司對人工智能作出巨額投資後何時才能實現收益，有關公司的估值面對挑戰

「2025年初的預期」來自我們在2024年11月份刊發的2025年環球市場展望。本評分並不反映該報告所載的全部觀點及預期。「表現評估」反映我們截至撰文時的判斷準確情況。橙色橫線顯示我們的判斷部分正確。未來結果可能顯著不同，所提供的資料可予更改。

特朗普關稅短期內 將對美國經濟造成最大衝擊



Blerina Uruçi
首席美國經濟師



Tomasz Wieladek
首席歐洲經濟師



Chris Kushlis
首席新興市場宏觀策略師

特朗普政府的關稅措施及美國貿易夥伴實行的任何報復措施（如有），將為美國帶來供應衝擊，並對全球其他地區造成需求衝擊。這些衝擊的嚴重程度將取決於持續進行的貿易談判及法律挑戰結果。然而，可以肯定的是，全球兩大經濟體（中國及美國）的經濟增長將低於年初預期，其造成的影響將波及全球，不論各國是否達成任何個別貿易協議。

即使美國暫停對中國及其他貿易夥伴加徵對等關稅，但增長前景仍面臨下行風險。企業面對投入成本上漲的問題，導致利潤率受壓，迫使部分企業削減投資開支。消費品關稅或會降低實質購買力及減慢消費開支，其佔美國國內生產總值超過70%。如美元面對更大下行壓力，可能加劇通脹上行風險。

美國勞工市場至今保持強韌，但近期數據顯示2022年至2023年勞工市場非常緊絀的情況已轉為目前較平衡的水平。這意味勞工市場的緩衝空間比疫情後任何時間都要

小。如經濟活動持續受到重大衝擊，公司或會加快裁員，因而推高失業率。

美國聯儲局正處於兩難局面，因為當局須要在關稅推高通脹風險與支持疲弱經濟之間取得平衡。這個矛盾很可能延續至2025年。總統特朗普一直非常依賴聯儲局減息，但聯儲局的獨立性目前仍未受到影響。展望今年餘下時間，我們預期政府將專注放寬監管及推行減稅等財政措施，或可刺激美國增長。我們將密切注視這些發展，因其將對增長及通脹前景構成上行風險。

中國貿易戰火力集中，因而具有更多選擇

作為美國關稅的主要目標，中國在下半年同樣面對經濟阻力，即使性質有所不同，而且嚴重程度可能不及美國。雖然兩國透過談判促成部分關稅下調，但現行關稅仍將對中美貿易造成重大影響。

中國其中一項優勢是，美國幾乎與全球多國展開貿易戰，而中國只須應付美國，因此中國很可能經由其他關稅較低的國家轉運貨品。若中國大規模轉運貨品，將可緩和當地面對的增長及通脹壓力，但未必足以避免增長放緩。我們預期中央政府將同時採取貨幣及財政刺激措施，以抵銷關稅對經濟增長的影響，但將會視乎數據循序漸進，而非一次性全面推出有關措施。

強國之爭：沒有地區可以置身事外

儘管美國對華關稅已低於早前威脅的水平，但仍會在多方面影響歐元區：首先，增長轉弱將削弱中國對歐洲出口的需求；第二，中國製造商尋求將出口轉向美國以外市場，令歐洲出口商在其他市場面對更激烈的競爭；第三，中國進口急增將導致歐元區貨品通脹放緩。

歐元區本身與美國的貿易緊張關係已產生直接影響，加上中國造成的次要影響，很可能導致歐洲下半年增長放緩。通脹短期內應持續回落，而德國債務限制鬆綁改革最終有望提振歐元區經濟，但可能需時才能實現。歐元區的協定工資增長料將持續放緩，為歐洲央行提供進一步減息的空間。我們預期在通脹風險於2026年再度升溫前，當局將多次減息。

隨著中國貨品轉向區內其他國家，導致價格下跌，中國通縮壓力亦可能蔓延至其他新興市場。環球增長轉弱及商品價格下跌，或會為新興市場帶來更大的通脹放緩壓力，商品生產商亦可能繼續受壓。考慮到這個不明朗因素，大部分新興市場央行將保持審慎，並等待數據指引下一步行動——儘管美元走弱將為部分央行提供更多減息空間，而無須擔心貨幣遭拋售或通脹飆升的風險。

環球經濟受到多方衝擊

(圖1) 財政改革及放寬監管或可局部抵銷關稅影響

美國勞工市場的緩衝空間是疫情以來最小

德國債務限制鬆綁改革應可釋放歐洲投資動力

即使中美達成貿易協議，中國經濟前景仍面對挑戰



減稅及放寬監管有望刺激美國增長

政策不明朗因素繼續令投資受壓

中國通縮壓力可能蔓延至新興市場

重點

關稅將對全球兩大經濟體造成最大影響，所有其他地區亦無一倖免。

截至2025年5月31日。

僅供說明用途。未來的實際結果與前瞻性陳述可能顯著不同。

資料來源：普徠仕。

股市動力將進一步擴大



Josh Nelson
環球股票主管



Scott Berg
環球股票基金經理

特朗普當選美國總統前，股市的投資機會已逐步擴大；自他上任以來實施的貿易政策只不過加快這個過程。美國及海外股市的可投資範圍將會擴大。我們正再次踏入一個需要分散投資、有利於積極主動管理策略的環境，當中更多行業和地區都能展現吸引力。

市場領先範疇已開始擴大：今年，不少海外股市表現優於美國股市。領先範疇應會在下半年持續擴大。儘管特朗普政府的減稅及放寬監管政策將刺激美國經濟，但關稅及其對美國消費者和企業的影響仍然未明，短期內很可能抵銷上述正面效應。

與此同時，屬於「美股七大科技巨頭」的超大型科技股主導標準普爾500指數，帶動美股在全球市場中穩佔主導地位的時代，可能逐步邁向新階段，即更廣泛的股票範疇表現領先。科技股與標準普爾500指數其他成份股之間的盈利增長差距不斷收窄，我們預期這個情況將會持續（圖2）。來自中國的深度求索（DeepSeek）等初創企業

冒起，反映人工智能創新不再集中於少數規模達萬億美元的公司。

鑑於美國通脹仍長期偏高，預期價值股將再次變得更具競爭力（在通脹環境下，價值股歷來表現優於增長股）。在過往通脹期間，能源、材料及工業等價值行業一直表現優秀。

印度及阿根廷在新興市場中脫穎而出

地區分散投資機會可能主要來自新興市場國家。在這些國家中，印度似乎穩佔優勢，總理莫迪在兩個任期以來推動強健的經濟增長、改革及投資。憑藉內需主導的大型經濟，印度較多個競爭對手更能抵禦關稅造成的波動，並擁有足夠的關鍵規模（以經濟規模、基建、數碼應用及中產階層擴張計算），支持當地持續增長。雖然印度股市估值仍然偏高，但如果出現入市機會，其市場強韌力及強勁的經濟基本因素亦不容忽視。

「德國決定將長期的債務限制鬆綁，將有助增加投資...」

– Josh Nelson
環球股票主管

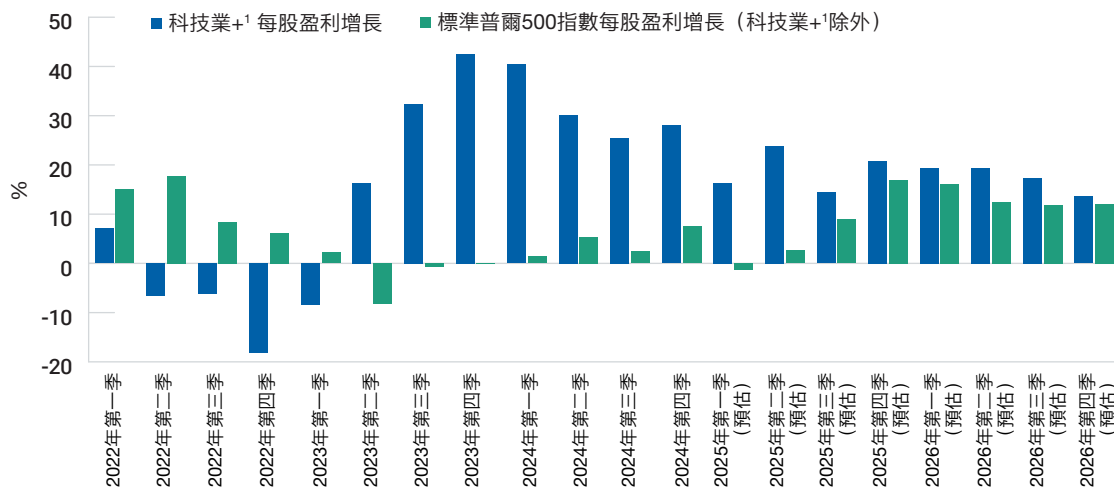
阿根廷總統米萊伊持續推行改革，繼續吸引市場關注。他致力平衡財政預算及控制通脹，有助改變阿根廷經濟前景，而且國際貨幣基金組織提供200億美元的貸款，亦進一步提振當地經濟。阿根廷股票的風險溢價意味其估值仍然吸引，與區內部分國家相比存在折讓。

預期印尼及沙特阿拉伯股市亦表現出色，因為兩地市場屬於較多元化國際股票的一部分。然而，若干其他國家（尤其是越南）應對中美緊張局勢時面對較嚴峻的挑戰。

所識別及所述的特定證券僅供參考，並不代表推薦。

科技股的主導地位逐漸減褪

(圖2) 科技業與其他行業之間的盈利增長差距持續收窄



截至2024年12月31日。

資料來源：標準普爾、Refinitiv、FactSet、瑞銀。請參閱額外披露。

¹ 科技業+是指科技業，包括互動媒體及服務、互動家居娛樂、電影及娛樂業的Netflix及亞馬遜（Amazon）。

實際結果可能與估計數字顯著不同。

歐洲股票估值吸引

除了新興市場外，歐洲股市今年表現優於美國股市，並似乎穩佔優勢，可望繼續取得佳績。歐洲股票的市盈率低於美股，並更大機會受惠於央行減息。德國決定將長期的債

務限制鬆綁，將有助增加投資及國防開支；同時與美國減少貿易的前景或會促使歐盟推出急需的改革。

我們將密切監察關稅的持續發展，例如美國在5月23日決定對歐盟貨品徵收50%關稅，但數天後又暫緩有關措施。

關稅實施的規模、範圍及速度可能令美國及歐洲股市加劇波動。

最後，雖然日本對美國的出口依賴程度較高，導致日本受特朗普關稅的衝擊較歐洲嚴重，但與歷史水平及全球同類市場相比，日本股票似乎被低估。日本的相關基本因素保持強勁，包括企業表現強健、儲蓄率高、企業管治改革持續，以及通脹再次表現正面，這些因素將繼續提供支持，尤其是如果日本與美國達成有利的貿易協議。

隨著股市領先行業更加分散，投資機會可能擴大至不同行業及國家。要成功駕馭這個環境，將須要分散投資¹，並再次專注物色優質企業。整體大市提供更多機遇，但亦帶來額外風險。

重點

股市領先範疇擴大，應有利價值股及印度和阿根廷等個別新興市場。

¹ 多元化策略概不保證獲利或在市場下跌時免受虧損。

具信貸風險的債券表現 可望優於政府債券



Paul Massaro
特許財務分析師®
環球高收益主管兼
固定收益首席投資總監



Ken Orchard
特許財務分析師®
國際固定收益主管

今年已發生兩宗打破歷史先例，並改變環球固定收益格局的事件。德國的大規模財政擴張措施及特朗普政府關稅，導致已發展市場主權債券前景轉弱，信貸及部分新興市場前景則轉強。近期，市場對美國財政狀況的憂慮升溫，令美國國庫債券遭到拋售。

最近發生的一連串事件觸發全球格局改變。其中一個最明顯的跡象是，部分已發展市場的通脹高於目標，似乎情況將會持續。美國通脹前景尤其黯淡，我們預期關稅引發的供應衝擊將導致價格大幅上升，即使油價回落在短期內可抵銷部分上行壓力。鑑於通脹目前處於2.5%至3.0%的高位，通脹難以在未來數年達到聯儲局所訂的2%目標。

全球經濟陷入衰退的可能性亦增加，美國首當其衝。即使美國總統特朗普把關稅從現水平下調，甚至完全取消，但不同程度反覆調整貿易關稅所帶來的不明朗因素，已削弱企業及消費者信心，持續造成破壞。與其說經濟陷入傳統

衰退，更有可能的是增長長期低於平均（尤其是美國），同時伴隨失業率及通脹上升。

雖然增長放緩，但通脹升溫使聯儲局按兵不動

通脹結構性上升，加上經濟增長大幅下滑的可能性增加，意味聯儲局目前基本上只能維持貨幣政策不變。美國以外地區的通脹壓力稍微緩和，其他已發展市場央行的減息空間較大。

短期而言，隨著固定收益市場逐步消化趨勢轉變所帶來的影響，我們預期市場將持續波動。長遠來看，受惠於德國積極推行財政擴張措施，歐洲增長有望加快復甦。貿易戰引發供應問題，很可能推高環球通脹。我們預計收益率將會上升，因為投資者預期通脹將蠶食已發展市場主權債券的價值。

債券市場摘要

(圖3) 六大數據



4.40%

10年期美國國庫債券截至2025年5月31日的收益率¹



5000億歐元

德國於2025年3月4日公布財政擴張措施



6.2%

美國財政赤字預測佔2025財年國內生產總值的百分比²



2.50%

10年期德國政府債券截至2025年5月31日的收益率¹



5%

美國高收益債券在4月關稅公布前的估計違約概率



7.73%

美國高收益債券市場最低收益率³

¹ Bloomberg Finance L.P.到期收益率是指在債券持有至到期的情況下預期可獲得的總回報，假設所有證券持有至到期。

² 資料來源：美國國會預算辦公室，截至2025年1月17日。

³ 截至2025年3月31日。高收益債券市場收益率以彭博美國高收益債券2%發行人上限債券指數代表。最低收益率是衡量債券可得最低收益率的指標，其合約載有允許發行人在證券到期前贖回證券的條款。資料來源：Bloomberg Finance L.P. 僅供說明用途。

改善整體質素來提振企業信貸

長遠來看，這個前景不利優質環球主權債券。然而，對附帶信貸風險的固定收益範疇而言，情況則略有不同。截至5月底，繼4月份市場波動引發拋售後，信貸息差¹已收窄至接近歷史低位，因此短期內或會進一步擴大。然而，面對這次經濟低迷時期，投資級別及高收益企業債券市場的整體信貸質素都遠高於過往水平。

非投資級別債券市場方面，三分之一屬有抵押債券²，即違約時債券持有人可獲得抵押品作為擔保。截至2025年3月31日，非能源週期性行業佔彭博美國高收益債券2%發行人上限指數的比重較十年前低約8個百分點，這是另一個跡象反映信貸質素較高，而且抵禦衰退能力較強。整體而言，非投資級別債券指數3月底的平均信貸評級高於十年前的水平。

不過，在依賴消費開支的行業中，部分表現較弱的高收益發行人或會因關稅大幅削減利潤率而違約。在4月初關稅公布前，我們的高收益信貸分析師團隊預計美國2025年的違約率約為5%³。我們目前認為違約率可能上升，但質疑會否達到2020年疫情爆發後的7%至8%水平。

高收益及個別新興市場債券提供重要的分散投資作用

在長期政府債券收益率上升的環境下，短期投資級別企業債券表現應優於長期企業債券。至於高收益債券市場，於到期日前提早再融資的短期債券亦可能具吸引力。

非投資級別債券市場方面，我們稍微看好債券多於銀行貸款，源於目前貸款價格普遍較高，因此價格上升潛力較低。此外，以浮息計算的票息會隨短期利率變動而同步調整，因此有關貸款在經濟衰退期間面對息差擴大的風險；同時如果聯儲局被迫減息，票息將會下跌。

綜觀國際市場，不太受關稅戰影響的新興市場債券（尤其是拉丁美洲及東歐）可能表現異常出色，提供吸引的收益及分散投資機會。新興市場投資的另一個優勢是，部分優質新興市場主權債券的波幅低於已發展市場政府債券，包括美國國庫債券。

「這個前景不利優質環球主權債券...」

重點

在經濟可能低迷的時期下，企業債券信貸質素處於歷史高位，因此較過往更具防守性。

¹ 信貸息差量度相對於年期相若的優質政府證券，投資者持有具信貸風險的債券所要求的額外收益率。

² 資料來源：摩根大通。

³ 違約估計包括傳統違約及低價換債。如發行人可能低價換債，該發行人在指數內的所有證券都被視為違約。實際結果可能與估計數字顯著不同。

發掘關稅休戰及其後的機遇



鄭聞立

中國新視野股票策略
基金經理

關稅休戰暫緩緊張局勢

中美兩國於2025年5月12日宣布，大幅削減相互加徵的關稅，初步為期90天。期內，美國對中國商品的關稅從145%下調至30%，而中國對美國商品的報復性關稅則從125%下調至10%。此外，美國總統特朗普修訂行政命令，將價值低於800美元的小型包裹關稅由120%下調至

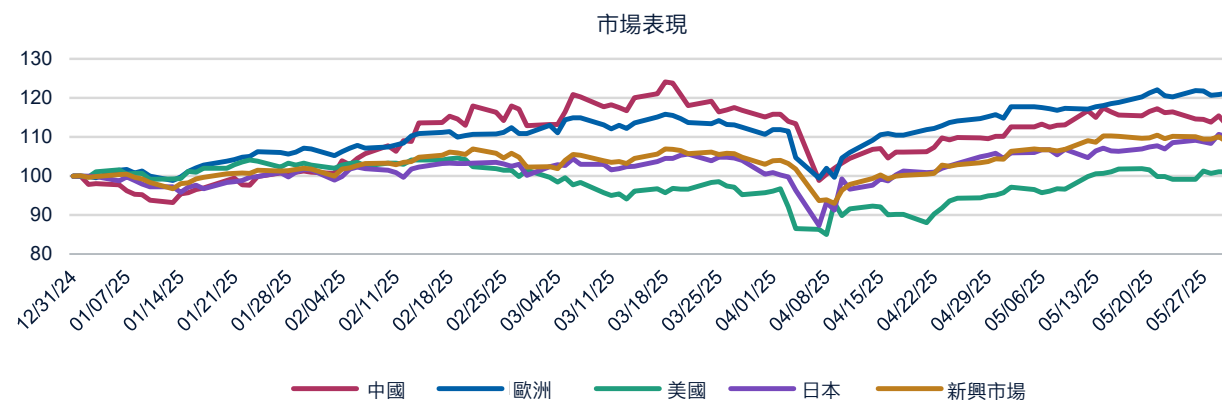
54%。儘管市場預期貿易談判將進一步取得進展，但對中美兩國貿易「休戰」的反應良好，MSCI中國指數自2025年4月7日以來攀升17%，使年初至今的回報升至15%（截至2025年4月16日）。

在90天限期屆滿時，局勢或會進一步升級或降溫。不論貿易協議結果如何，多股趨勢正在浮現，有望重塑環球經濟格局，並重新定義投資機會。

「不論貿易協議結果如何，
多股趨勢正在浮現，有望重
塑環球經濟格局...」

中國（紅線）仍是年初至今表現最佳的股市之一

（圖4）MSCI股票指數（以美元計算，於2024年12月31日以100為基數）



過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

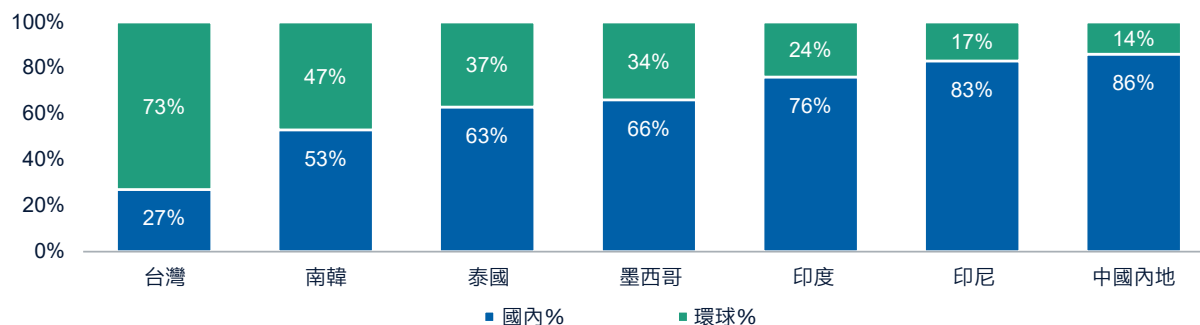
資料來源：FactSet、MSCI，回報以美元計算。

截至2025年5月30日。

企業收入比例：本土對比環球市場佔比

(圖5) 以MSCI指數為基礎，並由高盛全球投資研究部計算。

本土對比環球市場的收入比重%

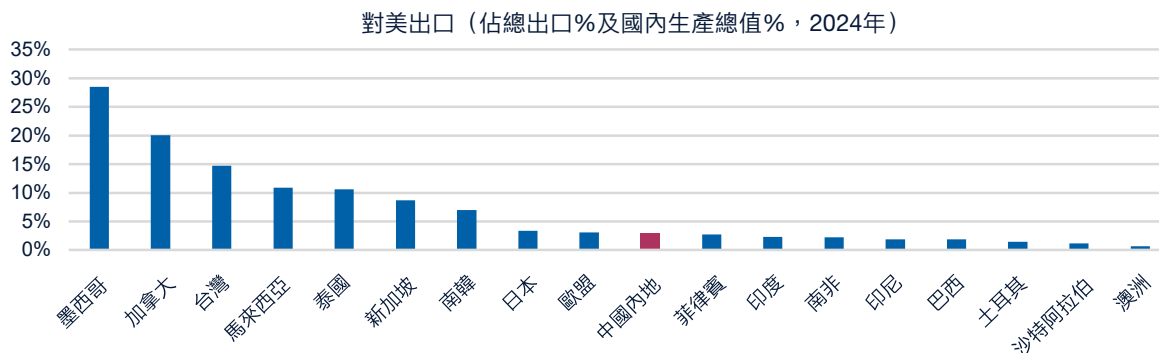


截至2025年4月30日。

資料來源：財務數據及分析供應商FactSet。© 2025年FactSet。版權所有，MSCI、高盛全球投資研究部。

中國經濟規模龐大，並非嚴重依賴對美出口

(圖6) 對美出口佔國內生產總值百分比 (2024年數據)



資料來源：財務數據及分析供應商FactSet。© 2025年FactSet。版權所有，MSCI、高盛全球投資研究部2024年的年度數據。

環球供應鏈轉型

美國正在推進再工業化議程，並以關稅政策作為基石。這項策略優先考慮多個策略性行業，包括半導體、電動車、製藥、鋼鐵及造船。因此，這些行業的環球供應鏈正經歷重大顛覆及重新調整。供應鏈從過往高度整合、全球化的模式，逐漸轉向更地區化且互連互通的框架。這個轉變為所有經濟體帶來挑戰，但本土市場強健，以及工業生態系統全面的經濟體，具備較佳條件以適應箇中變化。

中國在關稅壓力下表現強韌

關稅帶來的不明朗因素揮之不去，因此評估關稅對中國經濟的潛在影響可帶來裨益。

在過去十年，中國採取積極的措施以舒緩外部壓力。

「一帶一路」倡議擴大了中國進入環球市場的渠道，使貿易夥伴關係更趨多元化，而「雙循環」策略則加強本土經濟的韌性。此外，關鍵技術取得突破，舒緩供應側瓶頸，加上金融及房地產業去槓桿化，有助降低系統性風險，使中國具備更大條件承受潛在的衝擊。

中國減少對美國市場的依賴，緩和關稅對經濟的影響。在2024年，對美出口（包括轉口）約佔中國國內生產總值3%，低於2010年的6%，反映貿易動態出現重大轉變。

在企業層面，關稅升級對大部分中國企業的影響有限，因為對美出口僅佔上市公司平均收入的1%左右，處於環球對美出口比重最低之列。關稅升級或會加劇經濟增長放緩，但企業正透過加快全球化策略作出調整。

自2018年以來，不少企業已從出口為主的模式轉向全球化營運，這股趨勢很可能加劇。擁有先進技術且營運靈活的公司穩佔優勢，即使在反覆不定的貿易環境下仍可把握機遇，為股票市場的長期韌性提供支持。

內需是重要的經濟基石

1. 建立更均衡的經濟

促進消費符合中國的內部發展需要，在當前的外部環境下亦至關重要。加強社會安全網，改善醫療及擴大教育機會，將為上述轉型提供支持。預期投資焦點將由「硬件」（基建）轉向「軟件」（人力資本）。

2. 房地產業靠穩

房地產業展現回穩跡象，房屋動工量較2021年的高峰下跌68%，對整體經濟造成重大影響。然而，主要城市的庫存接近正常化水平。我們預期房地產市場不會強勁反彈，但負面影響料將於未來一至兩年減退。

3. 終端市場改善

經歷數年表現低迷後，個別終端市場開始出現改善，尤其是建築機械、風力發電，自動化及鐵路。

多元化機遇

1. 消費趨勢不斷演變

消費市場正經歷轉型。隨著企業採取自救措施，乳製品及啤酒等傳統領域內的個別企業正逐步改善。與此同時，連鎖酒店及購物商場正透過市場整合實現穩定增長。此外，我們見證新的消費模式興起，尤其是知識產權、新鮮飲料及零食，反映消費者偏好及行為動態出現變化。

「在企業層面，關稅升級對大部分中國企業的影響有限...」

「促進消費符合中國的內部發展需要...」

2. 科技創新

深度求索（DeepSeek）展示了中國在人工智能領域的實力，但過去數年科技一直發展迅速，並預料將進一步加快。儘管中國在運算能力上存在限制，但我們認為其在人工智能技術的應用及商業化方面穩佔優勢。舉例說，就汽車業而言，中國已在電動車領域建立強大的領導地位，並有望在自動駕駛方面取得潛在領先優勢。至於生物科技領域，中國已由生成式市場轉型為創新巨擘，在2024年約有30%至40%環球生物科技對外授權來自中國¹。

3. 錯位機遇

市場錯位為「由下而上」的投資者帶來機遇，透過吸納被超賣的出口相關股，把握市場不分優劣進行拋售的良機。

具備前瞻性策略及靈活應對能力的企業，可望隨著市場不斷發展而擴大市佔率。保持冷靜並進行客觀的基本因素分析，有助投資者在中國市場發掘估值偏低且潛力龐大的投資機會。

重點

具備前瞻性策略及靈活應對能力的企業，可望隨著市場不斷發展而擴大市佔率。

¹ 資料來源：中國醫藥創新促進會。截至2025年4月5日。

抗通脹及分散股票投資推動資產配置



Tim Murray

特許財務分析師®

資本市場策略師

儘管我們早已預期2020年疫情引發供應鏈混亂後，將步入去全球化進程，但關稅威脅進一步令全球化受到衝擊。各國及企業爭相降低關稅風險承擔，大幅加快去全球化趨勢。此過程將對資產配置產生重大影響，因為部分先前備受青睞的資產不如以往吸引，而其他資產則展現更大潛力。

不過，可以肯定的是，聯儲局行動將繼續取決於數據，避免作出前瞻性指引，並繼續刻意迴避發出任何可能被解讀為政治手段的訊息。政策官員深明減息並非應對不明朗因素的良方，因此，我們預期當局在短期內不會以減息「托市」。我們認為除非失業率大幅上升（反映經濟衰退臨近），否則央行減息的機會甚微。

鑑於關稅可能推高通脹，聯儲局亦不願意減息。我們對此情況保持警惕，並偏好投資於房地產及商品等抗通脹債券及實質資產，作為抵銷通脹風險的工具。通脹再度升溫下，長期美國國庫債券可能表現遜色，因此我們的資產配置委員會對其持偏低比重。此外，鑑於市場對美國財政可

持續性及經濟政策不確定性感憂慮，外國投資者對美國國庫債券取態更為審慎。

增長股估值仍然偏高

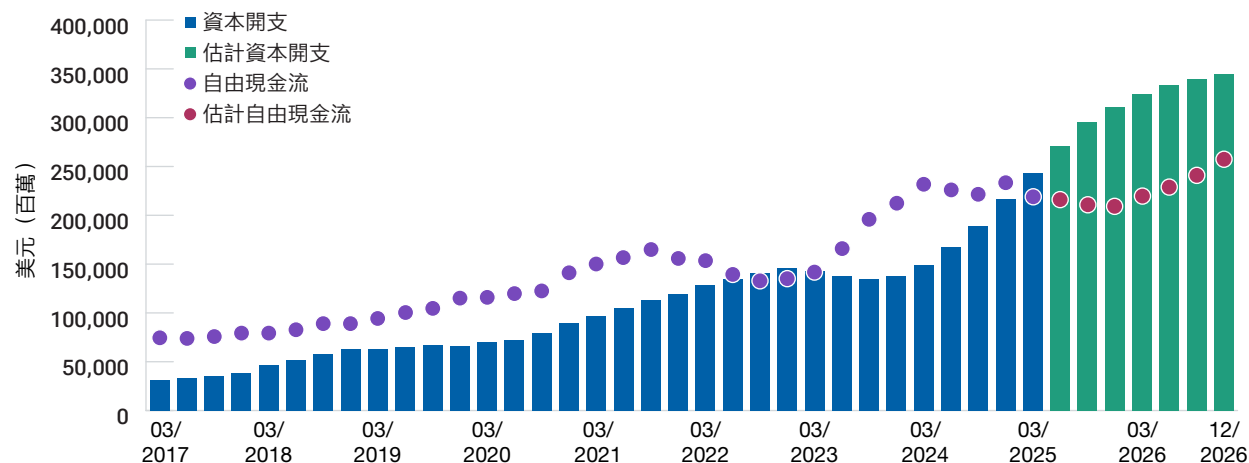
在地緣政治局勢急劇轉變的時期，我們往往較平時更重視資產類別的估值。即使增長股在2025年初集中捱沽，且價值股相對表現出色，但價值股似乎仍較增長股提供更多估值支持。

人工智能方面，如同轉型至數碼媒體、網上零售及雲端運算的過程，可藉轉變受惠的龐大優勢似乎已經趨於平緩。因此，科技巨擘大舉投資於人工智能，致力確保其於科技領域保持領先。我們認為，有關投資長遠將可獲利，但時間長短相當重要。此類創新型公司的股本回報率趨平但資本開支增加，因此估值短期內或會面臨挑戰（圖7）。

「各國及企業爭相降低關稅風險承擔，大幅加快去全球化趨勢。」

資本開支開始令超大型科技股的現金流受壓

(圖7) 微軟 (Microsoft)、Alphabet、亞馬遜 (Amazon) 及Meta合計資本開支對比自由現金流



截至2025年3月31日。2017年第一季至2025年第一季。2025年第二季至2026年第四季之資本開支及自由現金流為估計數據。所識別及所述的特定證券僅供參考，並不代表推薦。資料來源：普華永道使用FactSet Research Systems Inc.的數據進行分析。版權所有。有關進一步的法律須知及免責聲明，請參閱額外披露頁面。此等數據僅供說明用途，代表四家超大型科技公司合計數據。其並不代表所有超大型科技公司。未來的實際結果可能與估計數字顯著不同。本文並非買入或出售任何證券的建議。

貿易戰或削弱美股在經濟下行時的傳統優勢

在一般經濟增長下行或衰退時期，我們會預期美股表現優於國際股票。然而，我們認為，今年經濟低迷背後的基本動力可能有所不同，故略微看好非美國股票。

對美國股票不利的因素之一是關稅帶來的通脹壓力，其將令聯儲局按兵不動，除非經濟衰退已成定局。除美國（以及日本——當地央行逐步加息）外，各國央行擁有更大減息空間，且按揭利率對減息較為敏感，因此政策效益能更快傳導至整體經濟。

另外，德國近日作出重大決定，放寬對國防開支的債務限制，並設立規模達5,000億歐元的基建基金，標誌著德國實施緊縮措施超過十年後的重政策轉向。歐洲經濟在過去15年大部分時間均處於產能不足的狀態，上述政策轉向最終可能為區內經濟提供急需的財政刺激，從而為歐洲股市提供支持。

綜合上述因素，加上超大型科技公司於增長股指數佔重大比重，導致資產配置委員會對美國增長股持相對偏低比重。

企業管治改革繼續為日本股票提供支持

日本持續推進企業管治改革，帶來正面動力，因此在國際股市當中仍然表現突出。當地通脹及消費穩步邁向強健水平，亦應可為股市帶來支持。儘管出口是日本經濟的主要動力，使其對美國關稅尤其敏感，但日本似乎有意與特朗普政府談判下調關稅。

重點

我們的資產配置委員會對長期美國國庫債券及美國股票持偏低比重。

2025年短期資產配置觀點

截至2025年5月31日



普徠仕多元資產部署 — 資產類別



股票

鑑於估值偏高、盈利預測樂觀，加上貿易政策走向仍未明朗，我們對股票保持審慎。在股票配置中，我們繼續看好價值型行業，源於其估值較合理、監管放寬，以及經濟活動擴大至人工智能基建相關開支以外的領域。



債券

鑑於美國利率可能面對上行壓力，意味當局或須增加供應以滿足美國財政開支，故我們對債券維持偏低比重。我們繼續對高收益債券持偏高比重，因為基本因素依然普遍利好，且即使經濟環境放緩，違約風險仍然偏低。



現金

我們繼續對現金/現金等價物持偏高比重，因其提供吸引人的收益率及流動性，可在預期波動市況下把握市場機遇。

僅供參考用途。本資料不擬作為投資意見或採取任何特定投資行動的建議。未來的實際結果與所作任何前瞻性陳述可能顯著不同。

普徠仕多元資產部署 — 地區



美國

鑑於政策不明朗、利率居高不下、估值偏高以及盈利預測過於樂觀，美國股票面臨充滿挑戰的宏觀環境。創新優勢依然是重要區別因素，但資本開支預算增加或在短期內令超大型科技股的盈利受壓。



加拿大

經濟增長雖然疲弱，但在財政及貨幣刺激措施的推動下，有望加快增長。然而，股價已反映大部分樂觀情緒。



歐洲

財政開支增加、貨幣政策寬鬆及估值合理，可望帶來上行潛力。不過，貿易環境未明為短期前景蒙上陰霾，而缺乏創新龍頭企業仍是長期挑戰。



澳洲

盈利增長仍然令人憂慮，但經濟似乎已靠穩。勞工市場數據反覆波動，可能為寬鬆週期帶來變數。



英國

估值具吸引力，長遠前景穩健。不過，經濟增長可能面臨挑戰，財政狀況仍然脆弱。



新興市場

新興市場股票及貨幣的估值吸引，受惠於資金流出美國的趨勢。關稅不確定性仍然值得關注，但部分地區（特別是拉丁美洲）所受影響可能較小。



日本

企業管治持續穩步改善，通脹溫和升溫及工資增長均為消費帶來正面影響。然而，利率上升及貿易不明朗因素或在短期內造成壓力。



中國

信貸狀況似乎觸底，房地產業逐漸回穩，預計當局將進一步提供政策支持。然而，結構性經濟挑戰仍然令人憂慮，貿易政策未明構成潛在阻力。

僅供參考用途。本資料不擬作為投資意見或採取任何特定投資行動的建議。未來的實際結果與所作任何前瞻性陳述可能顯著不同。

普徠仕多元資產部署 — 股票



美國增長股

人工智能變現能力及資本開支繼續備受市場關注，但美股七大科技巨頭的盈利大致穩定。估值仍然偏高，儘管經濟不明朗，但盈利預測依然樂觀。



美國價值股

放寬監管、盈利增長持續擴大、潛在的財政政策支持以及業務回流本土等因素，均有望帶來支持，但政策不確定性可能對經濟增長構成風險。



環球 (美國除外) 增長股

增長股的估值較為昂貴，且較受環球貿易影響。新興市場消費持續疲弱，是另一項不利因素。



環球 (美國除外) 價值股

財政開支前景展現全新局面、貨幣政策仍然溫和，以及利率環境回復正常，應有助改善表現。



美國大型股

估值偏高及集中風險仍然令人憂慮。然而，基本因素強勁及自由現金流水平穩健，為經濟減慢提供緩衝。



美國中型股

相比小型股，中型股的盈利增長質素較佳，受利率上升的影響較小。另一方面，放寬監管及廣泛經濟增長應可提供支持。



美國小型股

經濟增長的不確定性及缺乏定價能力，或會帶來挑戰。不過，監管可能放寬及併購活動轉強，亦可能提供支持。



環球 (美國除外) 大型股

貿易不確定性及地緣政治風險仍然令人憂慮；但刺激政策前景改善、中國經濟增長趨穩，以及美元走弱可望帶來支持。



環球 (美國除外) 小型股

貨幣寬鬆政策、財政開支、美元走弱及受貿易政策的影響較少，應可提供利好因素，而且估值仍然吸引。



實質資產股票

此領域可對沖居高不下的通脹。人工智能基建開支、供應鏈重新定位，以及貿易政策不明朗，可能為商品價格帶來上行壓力。此外，美國石油生產力見頂，長遠應會推高油價。

僅供參考用途。本資料不擬作為投資意見或採取任何特定投資行動的建議。未來的實際結果與所作任何前瞻性陳述可能顯著不同。所顯示的股票及固定收益資產類別已於我們的多元資產投資組合中呈列。作為我們戰術性資產配置框架的一部分，某些風格和市值的資產類別以配對形式決策表示。

普徠仕多元資產部署 — 債券



美國投資級別債券

通脹居高不下、加上赤字及政策不明朗，可能導致收益率偏高。信貸基本因素利好，息差則反映不明朗因素。



環球高收益債券

息差仍然易受市場不明朗因素影響，但此領域提供穩健收益率，且基本因素利好，違約預期仍然溫和。

已發展市場（美國除外）
投資級別債券（美元對沖）

對沖收益率較具吸引力，且長債面臨的上行壓力可能比美國國庫債券小，而各國央行的減息空間亦較大。



浮息貸款

估值愈見合理，若聯儲局的減息幅度較市場目前預期為小，此領域或可受惠。然而，在市場未明的情況下，流動性考慮因素可能令此資產類別受壓。



長期美國國庫債券

儘管經濟增長預期下降，但市場日益憂慮通脹居高不下，加上當局可能增加發債以支撐財政赤字，或會導致收益率上升。



新興市場美元主權債券

儘管收益率具吸引力，但美國利率可能上升及關稅前景未明導致金融狀況趨緊，對新興市場構成風險。



通脹掛鉤債券

受貿易政策、勞工市場緊絀及通脹預期不穩的影響，通脹可能在未來數月持續居高不下或出乎意料地升溫。



新興市場當地貨幣債券

近期美元走弱帶來支持，但美元的未來走勢及關稅帶來的財政挑戰仍未明朗。

僅供參考用途。本資料不擬作為投資意見或採取任何特定投資行動的建議。未來的實際結果與所作任何前瞻性陳述可能顯著不同。
所顯示的股票及固定收益資產類別已於我們的多元資產投資組合中呈列。作為我們戰術性資產配置框架的一部分，某些風格和市值的資產類別以配對形式決策表示。

附錄

投資風險：

主動投資的成本可能高於被動投資，而且表現可能遜於大市或具有類似目標的被動型同類投資。每個人的投資情況及環境各有不同。投資者在投資之前應考慮所有因素。

由於貨幣匯率、市場結構和流動性的差異，以及特定國家、地區和經濟發展帶來不利影響，**國際投資**的風險可能高於美國投資。投資於**新興市場及前沿市場**將增加國際投資風險。與已發展市場國家比較，一般來說，新興市場及前沿市場國家經濟結構的多元化和成熟程度較低，而且政治體系較不穩定。

商品面對的風險加劇，例如價格趨於波動、地緣政治及其他風險。商品價格可能極端波動，價格亦可能大幅波動。

在無通脹或低通脹時期，其他類型債券（例如美國國庫債券）的表現可能優於**國庫抗通脹債券**。

投資**科技股**附帶特定風險，包括表現可能出現顯著偏差，以及價格通常大幅波動。科技公司可能會受到多項因素影響，其中包括競爭激烈、政府監管、盈利令人失望、對專利保護的依賴，以及科技創新或消費者偏好改變而導致產品及服務迅速過時。

基於**天然資源公司**的週期特性，其股價及盈利增長率可能會遵循不規則的路徑。

價值投資策略存在以下風險：市場在一段長時間內無法識別證券的內在價值，或被判斷為估值偏低的股票實際上可能定價合理。**增長股**須承受普通股投資固有的波動性，而且股價可能比收益型股票更加波動。

一般而言，**小型股**的價格波動性高於大型股。

所有投資均涉及風險，包括可能損失本金的風險。**多元化策略概不保證獲利或在市場下跌時免受虧損。指數表現僅供說明用途，並不代表任何特定投資。投資者無法直接投資於指數。**

固定收益證券須承受信貸風險、流動性風險、贖回風險及利率風險。利率上升，債券價格普遍隨之下跌。與較高評級的債務證券比較，投資於**高收益債券**涉及的價格波動、流動性不足及違約風險較高。**銀行貸款**投資有時可能變得難以估值且高度欠流通；並面對信貸風險，例如無法支付本金或利息，以及破產及無力償債風險。

普徠仕指出，經濟預測及前瞻性陳述受到多項假設、風險及不確定性等影響，而會隨時改變。實際結果可能與估計及前瞻性陳述的預期顯著不同，未來結果可能與任何歷史表現顯著不同。本文所示資料只作說明用途，僅供參考，任何用作本分析基礎的歷史數據均基於普徠仕及第三方來源收集的資料，未經獨立核證。前瞻性陳述僅代表截至作出之日的情況，普徠仕概不承擔更新前瞻性陳述的責任，亦不承諾更新前瞻性陳述。

普徠仕以精闢見解及主動投資，助投資者駕馭瞬息萬變的投資世界。我們憑著敏銳的洞察力及可靠的投資夥伴關係，為客戶注入信心。

額外披露

資料取自被視為可靠的來源，但摩根大通概不保證其完整性或準確性。指數獲准許使用。未經摩根大通事先書面批准，不得複製、使用或分發指數。© 2025年摩根大通集團。版權所有。

普徠仕使用FactSet Research Systems Inc.的數據進行計算。版權所有。

財務數據及分析供應商FactSet。© 2025年FactSet。版權所有。

© 2025年路孚特版權所有。版權所有。

CFA®及Chartered Financial Analyst®是特許財務分析師協會持有的註冊商標。

重要資訊

當提及證券時，所識別及所述的特定證券僅供參考，並不代表推薦。

本資料僅為一般資料用途而提供，並不構成或承諾給予任何性質的意見，包括受信投資意見。潛在投資者於作出任何投資決定前，務須尋求獨立的法律、財務及稅務意見。普徠仕集團包括 T. Rowe Price Associates, Inc.及/或其聯屬公司均可收取有關普徠仕投資產品及服務之收益。**過往表現並非未來表現的可靠指標**。投資涉及風險。投資價值及自其產生的任何收入可升可跌。投資者取回的金額可能低於所投資的金額。

本資料並不構成于任何司法權區出售或購買任何證券，或進行任何特定投資活動的分銷、要約、邀請、個人或一般推薦或招攬。本資料並未經任何司法權區的任何監管機構審閱。

本資料所呈列的資訊及意見取自或源自被認為屬可靠及當前的資料來源；然而，我們無法保證資料來源是否準確或完備。概不保證所作出的任何預測將會發生。本資料所載的觀點乃截至本資料所標示之日期

且可予修改而毋須給予通知；此等觀點可能與其他普徠仕集團公司及/或其員工的觀點有別。倘未獲普徠仕同意，於任何情況下概不得複印或轉發本資料的全部或任何部份。

本資料不擬供禁止或限制本資料派發的司法權區的人士使用，而於若干國家，投資者於提出特定要求後方可獲提供本資料。

香港 — 由普徠仕香港有限公司（地址為香港中環干諾道中8號遮打大廈6樓）於香港刊發。普徠仕香港有限公司獲證券及期貨事務監察委員會（證監會）發牌及受其監管。本資料並未經證監會審核。

© 2025 T. Rowe Price。版權所有。T. ROWE PRICE、INVEST WITH CONFIDENCE、大角羊設計及相關指標 (www.troweprice.com/en/intellectual-property) 為T. Rowe Price Group, Inc之商標。中文漢字設計是T. Rowe Price Group, Inc.的商標。所有其他商標均為其各自擁有者的財產。