

03/2025

市場概覽

股市概覽

美國

在關稅相關的不確定性及地緣政治緊張局勢的背景下，美國股市在 3 月份出現急劇拋售，並創下 2022 年以來最差的季度表現。投資者情緒急挫，納斯達克綜合指數在本月收於六個月低位，標準普爾 500 指數從 1 月初的高位下跌 10%，一度陷入調整區域。美國總統特朗普拒絕排除經濟衰退的可能性，強調美國可能會進入「一段過渡期」，導致市場情緒進一步受挫。隨著特朗普稱為「解放日」的 4 月 2 日臨近，當日起將全面提高關稅稅率，市場情緒在月末持續不安。整體而言，由於投資者轉換至防守型股票，價值股在月內表現優於增長股。

對經濟衰退的擔憂加劇。亞特蘭大聯儲銀行 GDPNow 估計數據顯示，2025 年第一季國內生產總值將收縮 2.8%，而較早前則曾經預測錄得增長。由於加徵關稅及聯邦政府裁員對市場情緒構成壓力，消費者信心大幅下滑。密歇根大學 3 月份消費者信心指數跌至 57，為 2022 年 11 月以來最低水平，而一年期和五年期通脹預期亦飆升。好消息是，標普全球發表的 3 月份美國綜合採購經理指數初值從 51.6 升至 53.5，為今年最高水平，主要受服務業持續強勁的帶動。然而，製造業活動指數急挫至 49.8，重返收縮區域（高於 50 顯示擴張）。

美國整體通脹從 1 月份的 3.0%放緩至 2 月份的 2.8%，略低於預期，而核心通脹則升至 3.1%，低於預期的 3.2%。至於其他發表的數據，2 月份零售額輕微上升 0.2%，扭轉 1 月份經修訂的 1.2%跌幅；2 月份非農職位數目增加 151,000 個，低於預期。聯儲局在 3 月份會議上維持利率不變：其最新預測顯示，官員預計今年美國國內生產總值增長將放緩至 1.7%，而通脹預期將處於高於早前預測的 2.7%。

歐洲

歐洲股市在 3 月份下跌，但表現優於美國股市。美國總統特朗普撤回對烏克蘭的軍事援助，以及暗示美國將會減少對北約和歐洲安全的支援，令市場情緒在起初受壓，但股市在德國國會同意放寬「債務煞車」後回升。這項具有里程碑意義的債務改革法案將為國防和基礎設施支出釋放數千億歐元的撥款。然而，歐洲市場在月底進一步下挫，因為特朗普稱為「解放日」的 4 月 2 日臨近，當日起將全面提高關稅稅率，導致不明朗因素增加。行業方面，非主要消費及資訊科技股跌幅最大，僅有公用事業及能源業錄得升幅。

漢堡商業銀行發表的 3 月份歐元區綜合採購經理指數初值從 2 月份的 50.2 微升至 50.4。服務業活動略為放緩，但仍處於擴張區域，而製造業採購經理指數則由 2 月份的 47.6 升至 3 月份的 48.7，創 26 個月新高。歐元區的通脹從 1 月份的 2.5%放緩至 2 月份的 2.3%。鑑於貿易關稅環境及經濟不明朗因

素令人擔憂，歐洲央行一如預期下調主要利率 25 點子至 2.5%，並將 2025 年國內生產總值增長展望下調 0.2%至 0.9%。

亞洲

亞洲（日本除外）股市在 3 月份表現疲弱，市場繼續消化反覆無常的關稅政策消息及全球貿易戰可能爆發。儘管特朗普政府的關稅政策導致貿易緊張局勢持續，且中國再度陷入通縮，但中國內地股市仍然在 3 月份錄得溫和的升幅。在中國住房市場持續受困之際，投資者憧憬北京政府推行刺激消費的新措施，於月中為市場帶來支持。中國人工智能初創公司 DeepSeek 在人工智能領域取得的成就，引發市場對該行業的興趣漸增，使科技股持續向好，並在上半月表現領先，但月底收市時轉弱。其他地區方面，受晶片製造商轉弱拖累，台灣股市急挫。科技股及汽車股在 3 月份的大部分時間為南韓市場帶來支持。然而，特朗普向所有進口到美國的汽車徵收 25%的關稅，導致股市低收。在貿易戰緊張局勢導致的波動環境中，東盟市場表現有好有壞。馬來西亞及泰國股市下跌。由於鄰國緬甸發生地震，迫使泰國官員在 3 月份最後一周宣佈曼谷進入緊急狀態，導致泰國證券交易所暫停交易。相反，新加坡股市在月內微升，而印尼及菲律賓股市則穩步上升。

債券

環球債券價格在 3 月份反覆波動，10 年期美國國庫券收益率一度升至 4.35%，隨後收報 4.21%，與 2 月份相比幾乎不變。服務業數據較預期強勁，但被加徵關稅而引發的增長和通脹憂慮所抵銷。美國服務業採購經理指數升至 54.3，高於預期的 51。與此同時，密歇根消費者信心指數進一步下跌 6.8至 57.9，而一年及五年期通脹預期則急升。另一方面，歐洲債券急挫。在德國放寬「債務煞車」以大幅增加國防開支後，10 年期德國政府債券收益率上升 33 個點子至 2.7%，這是自柏林圍牆倒塌以來最大的單日拋售潮。在美國總統特朗普表示計劃減少參與在歐洲的防務後，歐盟委員會亦制訂 1,500 億歐元的撥款計劃，強化歐洲防務。日本方面，受投資者看好日本央行日後加息的帶動，10 年期日本政府債券收益率再上升 11 點子至 1.5%。中國方面，中國人民銀行發表相關言論後，市場對短期內減息的預期降低，10 年期中國政府債券收益率微升 4 點子至 1.8%。2 月份，中國在一年多以來首次重陷通縮，消費物價指數按年下跌 0.7%。

展望

美國於 2025 年 4 月宣佈全面加徵關稅，令環球貿易緊張局勢顯著升級，為環球增長及投資情緒帶來重大阻力。如此大規模的關稅將對供應鏈構成壓力，導致成本上漲，並可能令市場繼續大幅波動。雖然經濟衰退的風險無疑已經上升，尤其是如果廣泛國家採取報復措施，但歷史反映，擁有結構性優勢的企業通常能夠適應這種情況。

我們以前也曾面臨類似的挑戰，但嚴峻程度相對較低：在 2018 年至 2019 年的中美貿易戰期間，環球市場大幅調整，但到 2019 年中已全面復甦。資產負債表、定價能力和適應力強的公司交出理想表現，許多公司將生產工序分散在各地。一些公司甚至從製造業回流和供應鏈投資中受惠。雖然消費氣氛和企業利潤率可能在短期內受壓，特別是在美國，但過往經驗顯示，具備結構性增長動力的優質企業往往較有能力應對這種環境。

重要的是，美國政府最近表示，提供「優越」協議的國家可能獲撤回關稅，「關稅賦予我們龐大的談判能力」，言論反映談判的空間仍然存在。如果局勢不再惡化，已宣佈的關稅就代表最終的影響，但供應鏈仍然會出現重大調整。然而，非關稅措施將使談判複雜化，並導致不確定性持續，這並非市場樂見。同盟國家之間加強國際合作，以及製造業加速回流，可能會逐漸創造新的需求動力，但不太可能抵消關稅的嚴重影響。

在此環境中，我們的優質結構性增長策略本身傾向基本因素穩健的持倉，隨著關稅局勢演變及可能解除，盈利持續增長是推動股價的關鍵。我們持有的不少企業都是基本行業的領導者，具備定價能力、採用輕資產模式或擁有本地業務，從而有助於緩衝外部衝擊。一些企業亦符合長期趨勢，如製造業回流、能源轉型和自動化，隨著全球供應鏈的區域化，這些趨勢可能會增強。

經歷三年的估值回調後，我們大多數歐洲企業的估值已下降至或跌破 10 年歷史平均水平，這意味著價格已反映當前的大部分不確定性。我們所持環球股票的熱度亦減退。

在對下行風險保持警惕的同時，我們亦聚焦於選擇性增持一些出現短期市場錯位、但可創造長期機會的優質企業。我們相信，我們嚴謹的策略及對優質業務的重點關注，能令我們安然度過這段不確定性增加的時期。

資料來源：安聯投資，截至 2025 年 03 月 31 日。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。但閣下若選擇不尋求專業諮詢，即應考慮本產品是否適合您投資。投資涉及風險，包括可能損失本金，以及投資於新興及發展中市場所伴隨之風險。基金經理及基金的過往表現、或任何估計、估算或預測並非未來表現的指引。本文件並未經任何監管當局審閱。

發行人:

香港 – 安聯環球投資亞太有限公司