

抓緊歐洲結構性經濟增長的機會

全球貿易及政治格局重新洗牌，標誌著全球經濟及政治形勢正在迅速蛻變。故此全球市場不明朗因素於2025年上半年飆升。

如今人們面臨諸多未知之數。對於關稅稅率的估計、利率變動時間的預期以及通脹及經濟增長的預測，投資者仍然審慎。這些因素很大程度上取決於有關美國政策走向。

市場的基本預測是，投資者將繼續處於一個關稅措施不斷升級和降級的環境中。

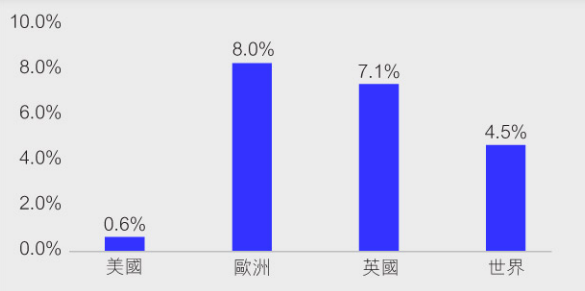
在美國以外，宏觀環境似乎正在好轉。歐洲市場可能會受益於財政支出的增加、消費環境的改善以及歐洲央行的進一步減息。

歐洲能否抵禦貿易戰對經濟增長的打擊？

歐洲對美國的直接出口約佔歐洲GDP的3%¹，顯示關稅對出口打擊有限。另外，製造汽車的產能則被重新用於國防。

市場認為，投資者似乎對歐洲和英國的經濟和盈利前景持樂觀態度——年初至今，歐洲和英國股市的表現優於美國和全球股市。

圖一：年初至今股市表現（截至2025年5月31日）



資料來源：彭博社，截至2025年5月30日。美國：MSCI美國指數；歐洲：MSCI歐洲指數；英國：MSCU英國指數；全球：MSCI AC全球指數。過往表現並非未來業績的指引。投資者不能直接投資指數。

增加國防和基建支出成經濟增長主要動力

3月3日，德國新任總理弗里德里希·梅爾茨(Friedrich Merz)宣稱德國將「不惜一切代價」確保投資歐洲國防。

不久之後，德國的「債務剎車」限制被解除，梅爾茨承諾加大國防和基建開支，近乎佔德國2024年GDP的2.5%。

歐洲企業有能力提供這些國防和基建設備，意味著未來幾年歐洲的財政政策可望為經濟增長帶來正面貢獻。

歐洲央行將進一步降息

投資者認為，隨著油價下跌以及歐元走強導致歐元區通脹放緩，歐洲央行可能較預期更迅速減息。

此外，儘管美國關稅將對美國物價帶來上行壓力，但由於中國及其他地區將過剩供應由美國轉移至歐洲，歐洲商品價格可能會面臨下行壓力。

圖二：歐元區利率



資料來源：彭博，截至2025年6月9日。

歐元區家庭貸款提升或預示歐洲消費者開始增加支出

相較於美國，歐洲市場對利率更加敏感，而且歐洲央行帶頭本輪減息週期，已降低借貸成本並幫助提高家庭貸款需求。這或預示歐洲消費者亦開始增加開支並減少儲蓄。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

圖三：歐元區家庭貸款（按年%）（2004年1月至2025年4月的每月數據）



資料來源：景順及彭博，截至2025年4月30日。

總結而言，投資者認為，歐洲經濟增長可能會受到美國關稅的打擊，但市場預期，受惠於德國增加基建和歐洲國防開支，再加上消費復甦，歐洲或有能力抵禦美國關稅的負面影響。

資料來源：

1. 歐盟委員會，截至 2025年2月14日。

聲明：以上資料由景順投資管理有限公司（「第三者」）提供。本文件所轉載的資料或表達的意見乃截至2025年6月17日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡撮，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所轉載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。

駕馭2025年的中國市場：在波動市況下展現韌力

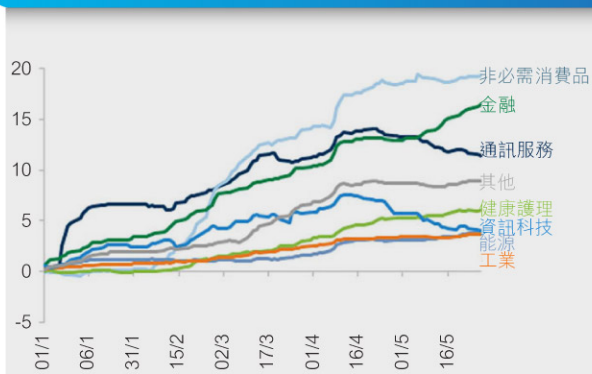
美國總統特朗普宣布加徵關稅，並對企業利潤和經濟增長帶來影響，導致金融市場持續波動。預期中國2025年的市場表現與宏觀經濟數據出現分歧。中國股市格局有別於宏觀經濟數據所反映的整體經濟面貌。儘管關稅、消費與商業信心等問題為經濟前景蒙上陰霾，但在2025年，宏觀經濟數據不再是驅動股市表現的主要因素。相反，投資者認為今年市場可能由以下多項因素主導：

1. 本地和環球資金流有助加強市場穩定性
2. 採取有利增長的政策，應對關稅阻力並刺激內需
3. 在環球挑戰下釋放中國企業的潛力

本地和環球資金流有助加強市場穩定性

- 從技術角度來看，本地資金（包括「國家隊」和南向買家）是今年中國市場的主要買盤動力，預期這類資金將持續流入。與此同時，政策官員承諾繼續整頓瓶頸問題，引導更多長線資金進入股市。自美國公佈關稅政策以來，中國政府致力穩定國內金融市場並應對衝擊。在中國人民銀行的支持下，俗稱「國家隊」的中國平準基金對當地股市作出重大干預。國家金融監督管理總局亦發佈新指令，要求保險公司增加對股市的配置。此外，多家上市國有企業已宣佈回購股份，意味當局將採取明確協調的穩定股市行動。市場認為，本地投資者的強勁資金流入，長遠或可提供緩衝。

圖一：年初至今累計南向資金流（10億美元）



資料來源：Wind、高盛全球投資研究部。數據截至2025年5月30日。

- 此外，環球投資者正尋求從美股和美元轉向其他資產。「美國例外論」主題可能見頂，加上美國政府的貿易政策搖擺不定，促使不少環球投資者尋求避風港。中國憑藉其日益加強的戰略吸引力，可望成為受害者之一。

採取有利增長的政策，應對關稅阻力並刺激內需

- 自2024年9月以來，中國政府的政策立場更加明確和堅定：「促增長」顯然已成為當前的首要目標。具體而言，刺激本地消費已成為重點政策任務。關稅阻力加劇了中國今、明兩年經濟增長面臨的下行風險，令政府承受更大壓力，需要加推刺激政策以提振內需，並抵銷外部環境對增長的拖累。展望未來，加推貨幣與財政政策支持，配合結構性改革（即「三記重拳」），將會是塑造「下一個中國主題」的關鍵。
- 關稅方面，投資者認為環球貿易戰不會出現贏家，因為環球供應鏈將極難脫鉤，並需要付出高昂的代價。1930年代的經濟大蕭條正是前車之鑒，當時美國政府推出《斯姆特-霍利關稅法》以保護本地經濟，結果引發經濟大蕭條。中國政府應對關稅的策略並非要贏得貿易戰，而是著眼於大局，捍衛中國在環球體系的地位。因此，無論人民幣大幅貶值，還是向世界各地傾銷商品，皆非中國贏得最終賽局的重要手段。中國需要向世界證明其有能力擴大內需，以抵銷美國需求減少的部份影響。為此，政府需要重振民營企業的「動物精神」，這類企業是中國經濟增長的動力，同時加強社會安全網，進一步穩定房地產市場。

在環球挑戰下釋放中國企業的潛力

在關稅和宏觀經濟阻力下，環球投資者於過去數年一直忽視或低估了中國企業的潛力。深度求索（DeepSeek）和宇樹科技（Unitree）取得成功，證明即使科技基建受阻，中國一眾民營企業仍別具潛力，可在下游人工智能應用、機械人和自動化發展領域取得突破。中美兩國在人工智能競賽中的差距，可能小於市場最初的預期：儘管美國實施限制，但中國在硬件資源遠遠落後的情況下，仍能具備開發卓越人工智能的實力，顛覆了過往對運算能力需求的傳統認知。與流動互聯網時代的情況相若，雖然中國在開發智能電話或4G互聯網硬件的起步遲，但一旦取得突破，即可在應用和技術普及層面迅速發展（舉例說，中國大型電子商貿和互聯網服務企業

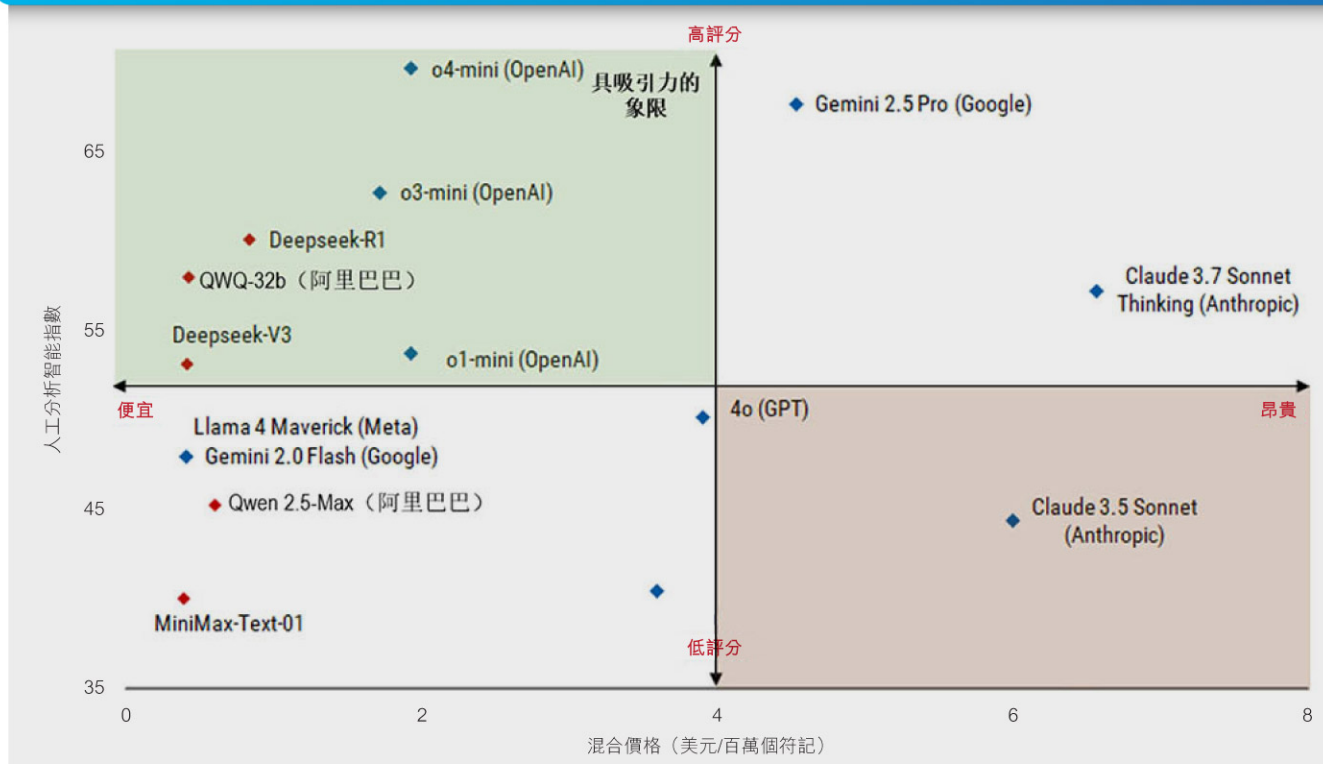
市場觀望

EYE ON THE MARKET

已顛覆市場格局，成為全球行業翹楚）。中國在科技傳播、商業化和製造方面已建立真正的優勢。憑藉龐大的人才儲備，加上民營企業在政策支持下對重振經濟展現信心，投資者認為中國市場很可能出現更多新興龍頭和創新企業。

值得注意的是，這類創新和科技突破不僅出現在人工智能大語言模型領域，更廣泛涵蓋不同產業，包括電動車（以至智能駕駛）、仿生機械人、生物科技和無人機等。大中華股票團隊正在這些領域積極物色更多投資機會。

圖二：人工智能模型的智能程度與價格對比



資料來源：Artificial Analysis、摩根士丹利。該指數是一項綜合指標，涵蓋MMLU-Pro、GPQA Diamond、Humanity's Last Exam、LiveCodeBench、SciCode、AIME及MATH-500等測試結果；價格按輸入和輸出價格混合（比例為3:1）計算，已於2025年5月更新。

把握結構性改革、刺激措施和長期增長主題的契機

- 從投資角度來看，隨著經濟更堅實地逐步轉型至以本地消費和結構性改革為導向，預期消費和房地產相關財政刺激措施將會加強，以應對日益加劇的外部挑戰。面對外圍阻力，中國需要加大刺激力度來支持就業和投資，並透過結構性改革加強社會安全網、穩定房市、減少產能過剩，以及為高增值服務業和民營企業創造更有利的政策環境。

- 目前估值不高、投資者配置偏低、基本因素穩健，以及長期結構性增長機遇，應有助中國資產抵禦短期波動。展望未來，在政府推行結構性改革的策略下，本地消費、民營企業、創新和產業升級企業將受到青睞。

最後，可望充份受惠於中國長期結構性改革的主題包括：

1. 創新；
2. 產業升級；
3. 生活方式轉變；以及
4. 行業整合。

聲明：以上資料由法國巴黎資產管理（「第三者」）提供。本文件所刊載的資料或表達的意見乃截至2025年6月20日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡化，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所刊載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。