

市場表現暢旺後趨穩

年終將至，大部分風險資產均錄得正回報，環球股票和金屬價格屢創新高。即使美國政府經歷有史以來最長的停擺，也未有抑制市場的熾熱情緒。我們認為，市場能夠不著眼於短期疲軟，是因為投資者普遍認為貨幣和財政政策工具將提供支持，人工智能投資幾乎必然能夠獲利，而且企業盈利將持續高於預期，因美國企業業績表現強勁，歐洲則略見遜色。關稅對消費的影響亦大致被忽視。

然而，近期市場憂慮人工智能引發的美國市場狂熱，印證我們的立場。我們仍然認為人工智能資本開支正在刺激美國經濟，但並未帶動創造就業。此外，雖然貨幣和財政支持措施或可穩定經濟，但財政主導和金融抑制的風險仍然存在。特別是：

- **美國增長前景好淡紛呈。人工智能投資向好發展，但消費和勞工市場正在轉弱。**儘管高收入群體今年一直帶動消費，但中低收入消費者面臨困境，整體消費將會受到影響。舉例來說，醫療補貼在年底到期，將導致這類家庭的醫療支出上升。此外，美國勞工市場將持續疲軟，工資增長將會放緩。最後，聯儲局的獨立性仍然存在風險。若聯儲局屈服於壓力，減息或會超出純粹基於經濟考慮所需的幅度，屆時可能令通脹預期失控。



VINCENT MORTIER
集團首席投資總監



MONICA DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
副集團首席投資總監

聯儲局政策和人工智能市場氣氛將決定歷史表現正面的第四季趨勢能否延續



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年12月1日。標普500指數及歐洲STOXX 600指數截至12月底三個月的回報。2025年第四季數據截至12月1日。

在估值偏高和市場密切注視人工智能投資的環境下，我們尤其關注生產力和盈利提升。

- **歐元區2025年經濟增長預測由1.1%升至1.3%**（與歐洲委員會的秋季預測相符），但內需疲弱使我們維持質性評估不變。這次上調主要源於第三季數據優於預期（法國及西班牙），但我們對歐元區整體經濟的評估並未改變。我們觀察到需求改善的速度甚為緩慢，與儲蓄率高企一致。其次，除德國外，歐洲各國財政立場均屬中性。再者，輸美出口的外部環境存在變數。即使美國最高法院禁止特朗普動用緊急權力實施關稅，但他仍可選擇對特定行業加徵關稅。
- **歐元區和美國通脹預測維持不變**。短期而言，美國通脹將繼續高於聯儲局目標。歐元區方面，通脹持續放緩，2026年整體消費物價指數預測接近1.7%，其後在2027年微升。重要的是，歐洲央行估計2027年通脹為1.9%，但這取決於ETS2（排放交易體系2）能否實施。若ETS2延遲至2027年後實施，歐洲央行或會下調該年的通脹預測。就美國通脹而言，我們確認前景將取決於核心服務通脹放緩的速度，以及關稅轉嫁核心貨品價格的速度和強度。

在目前美國經濟增長放緩但並非急跌，股票估值偏高但仍存在投資機會的環境下，關鍵在於從集中領域分散投資，轉投高收益資產類別。此外，美國例外主義亦面對挑戰，我們預期這將長期反映於美元走弱趨勢。

東方匯理資產管理投資研究院：歐元區經濟增長疲弱將促使歐洲央行減息

目前，我們預期歐洲央行將於明年減息，分別在第一季和第二季減息一次，合共減息50個基點，具體取決於經濟增長和通脹的變化。*此外，我們認為市場並無考慮歐洲經濟增長的下行風險，亦無反映目前至2026年6月期間的任何大幅度減息。在此觀點上，我們的看法有別於市場。日本央行方面，我們已把終端利率預測由0.75%上調至1.00%，預期在12月加息一次，明年再加息一次。該行將致力管理任何財政擴張導致的日圓貶值壓力。日圓走弱使進口成本上升，繼而推高通脹，日本央行希望迴避這種情況發生。

對聯儲局和英倫銀行的預期維持不變。我們仍預期聯儲局將在12月減息，但考慮到市場憂慮通脹居高不下，加上有跡象顯示經濟強韌，我們正密切注視聯儲局的內部討論。至於英倫銀行，我們並無改變預期，認為當局即將在12月減息。財政方面，英鎊和收益率市場很可能持續反覆波動。

儘管我們上調今年歐元區增長預期，但我們認為內需將會疲弱，加上通脹放緩，可能令歐洲央行在明年兩度下調政策利率。

MONICA DEFEND
東方匯理資產管理投資研究院主管

我們對主要資產類別的投資觀點為：

- **固定收益方面**，我們對整體存續期持中性觀點，並認為不同地區的各年期債券可能表現分歧。舉例說，我們轉為將歐盟存續期上調至正數，但對英國轉為較不樂觀，並對美國持接近中性 / 略為審慎的立場。此外，我們仍然看好歐盟投資級別信貸，以及新興市場固定收益，因為這些市場在收益潛力和投資選擇方面具備明顯優勢。
- **股票方面**，我們維持槓鈴式投資策略，投資於優質周期性行業和防禦性股票。核心關注點在於物色基本面強勁及估值吸引的企業。我們在歐洲、日本和新興市場找到這類企業的組合。新興市場方面，區內經濟增長強勁及分散投資的潛力，支持股市的吸引力。
- **多元資產方面**，我們致力在風險資產維持較均衡的立場。我們整體看好股票，但已作出若干調整，降低對美國的投資信心，並看好價格較吸引的歐洲股票。此外，我們在息差收窄後略為調低新興市場債券的取態。我們仍然認為這個領域目前的負面刺激因素非常有限，未來可能帶來投資機會。

*我們認為投資者
應繼續分散投資，
並採取適度承險立場，
以把握歐洲、
日本和新興市場
不同地區的價值。*

整體承險意欲

避險

承險



我們認為目前是適度承險的時機，因為美國科技股以外其他領域也提供投資機會。這必須以適當的保障措施（例如透過黃金）取得平衡。

與上月比較變動

- **固定收益**：在策略上，我們對英國存續期轉為較不樂觀，下調美國存續期的觀點，但上調歐盟存續期的觀點。
- **多元資產**：我們下調對美國股票的看法，並上調歐洲股票的立場。在息差收窄後，我們在策略上對新興市場債券轉持中性立場。

整體承險意欲是不同投資平台和全球投資委員會共同對高風險資產（信貸、股票、商品）持有的定性觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場和經濟環境的變化。

ECB=歐洲央行；DM=已發展市場；EM=新興市場；CBs=央行；IG=投資級別；HY=高收益；HC=硬貨幣；LC=本幣。至於其他詞彙的定義，請參閱本文件末頁。

固定收益

作者

**AMAURY
D'ORSAY**
固定收益部主管

靈活存續期：通脹及政策持續變化

即使我們預期歐洲通脹將會持續放緩，但消費氣氛審慎，仍影響當地經濟增長。歐元區整體通脹可能在年底前達到低於歐洲央行的目標水平。上述兩項因素應會促使歐洲央行下調政策利率。美國方面，明年舉行的中期選舉帶來的財政刺激或會令當地市場略為受壓。

英國政府聚焦於財政方面的問題，並致力填補收入與開支之間的差距。任何財政政策收緊均會影響經濟增長預期。我們繼續對已發展市場（日本除外）維持曲線走斜的觀點。整體而言，我們在已發展市場以及新興市場的收益率曲線發掘投資機會，以尋求更高收益。

存續期及收益率曲線

- 儘管我們對整體存續期持中性立場，但認為不同地區之間存在輕微差別。例如，我們現時略為看好歐盟存續期。當中，我們偏好意大利政府債券。
- 我們略為降低看好美國存續期的立場，但繼續看好通脹掛鈎債券。我們略為降低對英國債券的正面看法，並監察當地財政政策動向。
- 日本政府近期擴張財政政策，鞏固我們的審慎立場。

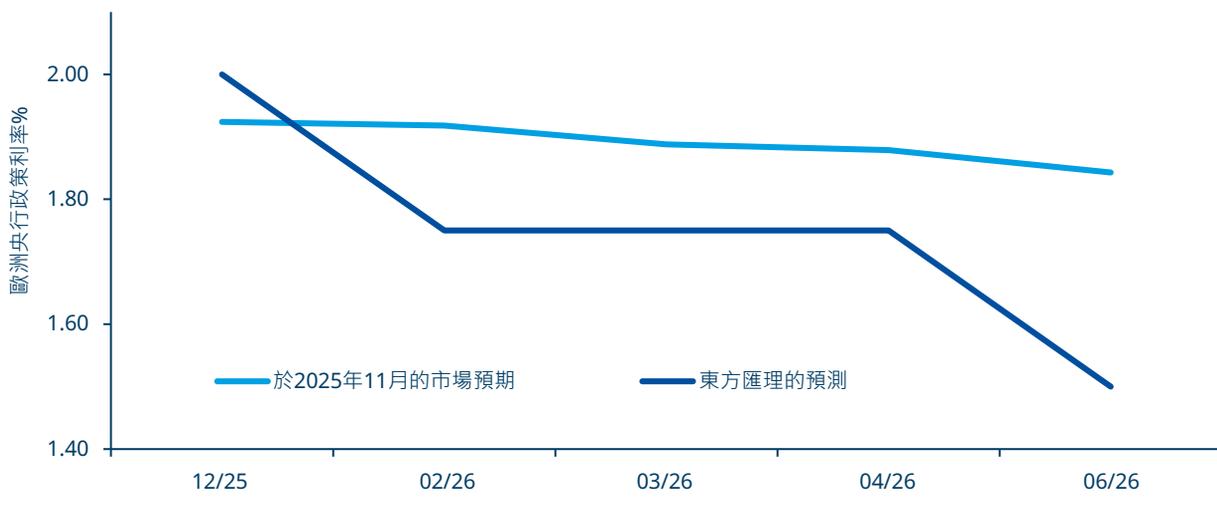
信貸及新興市場債券

- 環球方面，我們看好歐盟信貸，並對美國和英國持中性立場。綜觀歐盟投資級別債券，企業基本因素穩健（特別是金融行業），第三季業績印證此觀點。我們看好短期債券、次級金融證券和企業混合證券。
- 至於新興市場債券，我們的正面立場維持不變，且風險相當均衡。阿根廷等特殊主題存在良好機遇，我們繼續看好當地硬貨幣債券。

外匯

- 我們對美元持中性立場。我們認為美元自2025年6月以來持續處於整固階段，季節性因素或在年底前後引發波動。日本的財政立場意味著日圓將繼續受壓，但我們正密切注視財務省的任何潛在干預行動以及日本央行的加息舉措。
- 新興市場方面，我們看好巴西雷亞爾和智利披索等拉丁美洲貨幣。商品動力減弱，可能影響部分商品出口國的外匯匯率。

歐元區需求疲弱加上通脹持續放緩，將促使歐洲央行減息



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年11月20日。東方匯理預測是指歐洲央行的存款工具利率。

股票

作者

估值支持環球配置策略

儘管歐美經濟活動的訊號好淡紛呈，但股市年初至今錄得強勁回報，主要受惠於市場對人工智能的信心向好，以及企業盈利穩健。目前，我們的首要問題是有多少利好消息已反映在估值之中。當估值處於高位時，若收入或利潤率令人失望，會增加逆轉的可能性。因此，年底前或明年初出現的任何波動，可能為受惠於結構性增長動力的優質企業帶來機遇。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

歐洲、英國、日本以及新興市場均有此類企業。歐洲的財政與貨幣政策、日本的企業改革，加上聚焦於英國和小型股的具吸引力估值倍數，仍然是我們的重要主題。

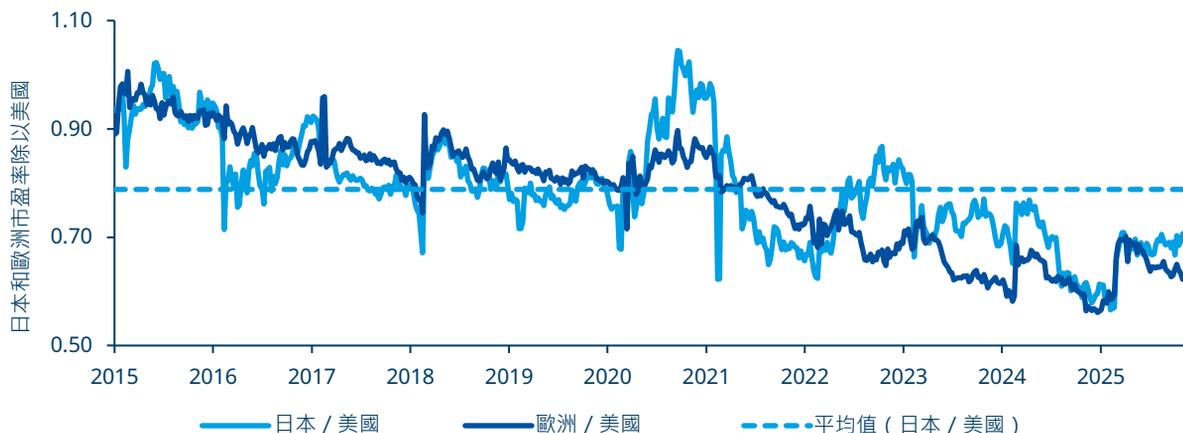
已發展市場

- 日本估值水平尚未反映近期強勁的業績期表現、股份回購，以及結構改革初期的動力。我們繼續看好當地個別優質國際企業。
- 歐洲方面，提升歐盟競爭力的長期改革、財政刺激措施以及能源成本下降，將有助歐洲地區抵銷美國關稅的短期影響。我們偏好中小型企業，因其具有盈利增長潛力，且業務集中於本土市場。我們亦看好英國，但對過高債務和財政赤字保持警惕。
- 對於估值偏高的美國，我們則密切注視投資周期，尤其是人工智能相關投資，且其如何轉化為盈利相當重要。

新興市場

- 新興市場股票將受惠於經濟增長、其分散投資潛力，以及全球轉向多邊主義。
- 儘管中美關係緩和，但我們認為兩國的長期經濟競爭將會持續。此外，貿易休戰反映中國在貿易爭端中較為佔優。從經濟角度來看，中國出口和本土消費仍然疲弱。
- 印度方面，雖然與美國的關係逐步改善，但我們認為其估值仍然偏高。不過，基於印度的長期結構性增長和穩定性，我們的正面立場仍具理據。
- 至於其他地區，我們看好拉丁美洲（包括巴西及墨西哥）以及新興歐洲。

日本和歐洲對比美國的相對估值持續下跌，且具吸引力



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年11月21日。遠期市盈率。虛線顯示日本估值除以美國估值的歷史平均值。

多元資產

對風險採取更均衡的立場

在目前的經濟周期後段，即使中美之間的環球競爭持續，但不同地區的經濟環境仍存在細微差異。舉例來說，歐洲經濟增長可能尚算理想，但低於潛在水平；美國消費現時仍然穩健，但勞動市場轉弱意味其無法持續。因此，我們因應此類細微差異調整配置立場，並在不同資產類別發掘價值。在此過程中，我們對盈利、估值及宏觀環境能提供良好風險回報的地區，維持多元化投資立場。整體而言，我們維持承險立場，並作出溫和調整及提供風險保障，同時對黃金持正面觀點。

我們看好股票，並認為在今年市場強勁上升後，分散投資至美國以外地區的潛力較大。鑑於盈利動力轉弱，加上聯儲局減息可能引發波動，我們不再看好美國中型股。此外，鑑於估值憂慮和人工智能相關公司的投資氣氛過熱，我們下調對標普500指數的正面立場。相反，我們仍然看好英國，並對歐洲轉趨樂觀，因其估值偏高且明年盈利預期強勁。我們繼續整體看好新興市場股票，尤其是中國股票。

固定收益方面，我們略為看好整體存續期，並繼續對意大利政府債券（相對於德國政府債券）持正面立場。意大利政局穩定，加上當局致力穩定債務走勢，均支持我們的觀點。信貸方面，歐盟投資級別債券展現強勁的企業基本因素和技術因素。新興市場債券息差已顯著收窄，因此我們戰術性下調立場。我們重申，新興市場的負面刺激因素有限，金融狀況普遍仍然利好。

外匯方面，我們看好歐元 / 美元，以及挪威克朗和日圓兌歐元。儘管結構性推動因素可能令美元受壓，但挪威克朗（處於承險階段）及日圓（日本央行政策正常化）兌歐元應可表現良好。

作者

FRANCESCO SANDRINI

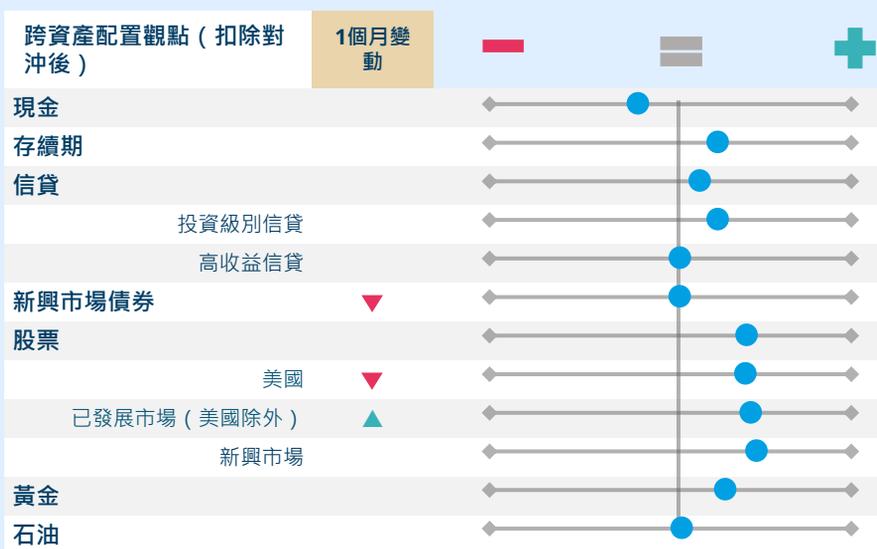
意大利投資總監及
環球多元資產部主管

JOHN O'TOOLE

環球主管 - 投資總監方案

「美國中型股的盈利動力不斷變化，加上大型股的估值憂慮，促使我們略為改變對美國的正面觀點，並轉向歐洲股票。」

東方匯理多元資產投資觀點*



▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

資料來源：東方匯理，截至2025年11月24日。包括與上月比較變動。上表列出多元資產平台的主要投資觀點（包含對沖）。*相對於參考資產配置（基準為45%股票、45%債券、5%商品、5%現金）的觀點。「=」指中性。由於投資時可能使用衍生工具，+和-的數字可能無法相加。這是於特定時間的評估，可能隨時更改。本資料並不擬作為未來業績的預測，讀者不應依賴有關資料，特別是作為任何基金或任何證券的研究、投資建議或推薦。本資料僅供說明用途，並不代表任何東方匯理產品的實際當前、過去或未來的資產配置或投資組合。

東方匯理對各資產類別的觀點

股票觀點

已發展市場股票	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國						◆				
美國增長				◆						
美國價值							◆			
歐洲							◆			
歐洲中小型股								◆		
日本							◆			
新興市場股票	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場							◆			
新興市場亞洲							◆			
拉丁美洲								◆		
新興歐洲、中東及非洲								◆		
新興市場 (中國除外)							◆			
中國						◆				
印度							◆			

固定收益觀點

存續期	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國	▼					◆				
歐盟	▲						◆			
英國	▼						◆			
日本				◆						
整體						◆				
信貸	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國投資級別債券						◆				
美國高收益債券				◆						
歐洲投資級別債券								◆		
歐洲高收益債券						◆				
整體							◆			
新興市場債券	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中國政府債券						◆				
印度政府債券								◆		
新興市場硬貨幣債券								◆		
新興市場本幣債券									◆	
新興市場企業債券								◆		
整體								◆		

環球外匯觀點

外匯	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元						◆				
歐洲					◆					
英鎊					◆					
日圓							◆			
新興市場外匯*							◆			

資料來源：全球投資委員會於2025年11月19日發表的觀點摘要。上表顯示對各種資產類別的絕對觀點，並以9個級別範圍表示，= 指中性立場。本文件為於特定時間對市況的評估，並不擬作為未來事件的預測或未來回報的保證。讀者不應依賴有關資料，特別是作為任何基金或任何證券的研究、投資建議或推薦。本資料僅供說明和教學用途，可予更改。本資料並不代表任何東方匯理產品的實際當前、過去或未來資產配置或投資組合。外匯列表呈列全球投資委員會的絕對外匯觀點。*代表對多種新興市場貨幣的綜合觀點。

▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

重要資料

本文提及的東方匯理是指東方匯理資產管理。本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人士，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到由中國證券監督管理委員會或香港證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標、財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多? 即上 www.amundi.com.hk