

表面平靜的夏季，卻暗藏湧動

美國股市在8月份創新高，歐洲市場則接近3月份的水平，企業信貸息差在夏季期間收窄。市場情緒受到人工智能資本開支預期、美國業績期表現強勁，以及聯儲局在傑克森霍爾（Jackson Hole）會議上相對溫和的立場所影響。市場似乎忽略了經濟活動（例如勞工市場）、聯儲局面臨的政治壓力、財政赤字和企業利潤率的風險。

我們認為以下主題可能主導當前大市走勢：

- **關稅對美國經濟增長的影響將大於對通脹的影響。**通脹壓力可能只是暫時，但不一定會即時全部顯現（即服務與商品之間存在差異）。由於勞工市場降溫和工資增長放緩（儘管趨勢尚未明顯），今年和2026年經濟增長將持續疲軟。短期通脹上升也會在今年剩餘時間內抑制消費。另外，歐元區將受到關稅影響，但歐洲央行將繼續提供支持。下半年的經濟增長將不及上半年。儘管如此，在實際工資增長支持下，內需保持強韌，但出口風險偏高。
- **聯儲局的關注重點正從通脹轉向增長，同時當局面臨的政治壓力正在上升。**整體而言，我們維持聯儲局今年減息三次的預測（首次在9月），因為經濟走弱，而聯儲局也轉向關注就業。歐洲央行可能在未來數月仍將依賴數據作出決策，並對減息持開放態度。



VINCENT MORTIER
集團首席投資總監

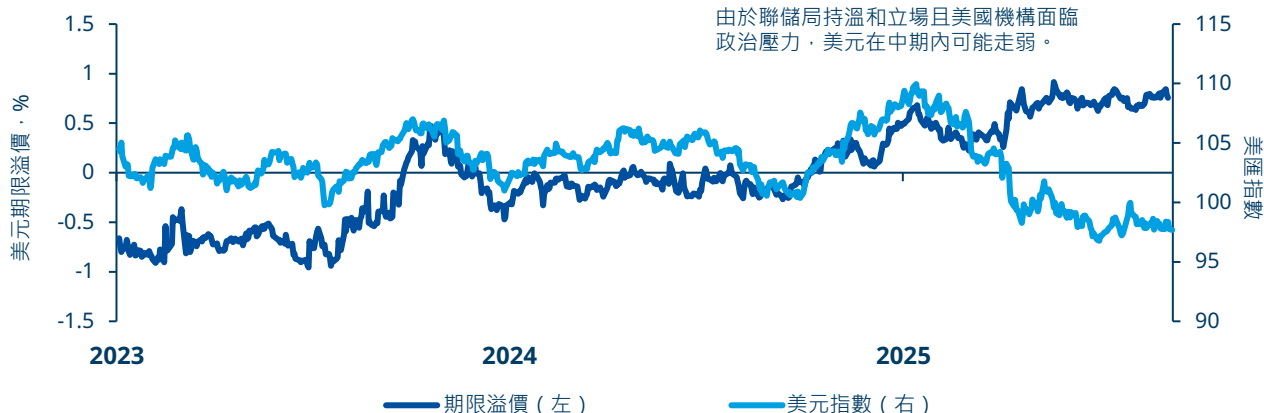


MONICA DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
副集團首席投資總監

聯儲局溫和立場和美國資產風險溢價上升將繼續壓制美元



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年9月8日。Adrian Crump & Moench 10年期國庫券期限溢價。

考慮到美國資產
(美元、國庫券)
在資產配置中的
傳統角色，其風險
溢價上升將對投資
組合構建造成影響。

- 我們對今年新興市場增長的預測為**4.2%**，較7月略有上調。中國面對的外部壓力有所緩解，因此我們將今年增長預測上調至**4.8%**左右。雖然這更接近政府目標，但我們預計由於內需持續疲軟，增長仍將繼續放緩。特朗普以交易為導向的做法（包括關稅）可能加速推動多邊主義和多極化世界（如金磚國家）的發展，這與其聲稱的目標相反。另外，印度增長更依賴國內消費而非出口。我們認為美國關稅對增長的負面影響正透過財政措施（包括商品服務稅的合理化和改革）得到緩解，將促進國內消費。
- 已發展國家債務上升帶來財政揮霍的風險，而關稅則對美國企業利潤率構成壓力。在現階段，我們認為對企業盈利最重要的是關稅對企業利潤率的影響，特別是企業能否繼續將成本轉嫁以避免利潤率受損。因此，我們正密切監察美國生產物價和消費物價之間的動態。

總括而言，已發展國家的高債務水平、美國機構面臨的政治壓力，以及歐洲需要加推政策行動，將持續吸引市場關注；而在新興國家，增長主題正局部好轉。我們也注意到美國市場的自滿情緒，忽視了我們所關注的風險。該背景下，我們保持適度的承險立場。

東方匯理資產管理投資研究院：收益率曲線走斜與企業盈利成為焦點

通脹預期上升、財政赤字擴大和期限溢價提高，將對長債收益率構成上行壓力，而貨幣寬鬆政策則會壓低短期收益率。我們預計美國、日本和英國等大部分主要已發展市場的收益率曲線走斜趨勢將會持續。在歐洲，德國的財政開支計劃和退休金制度改革（尤其是荷蘭），可能會對長債構成壓力。

在通訊服務和資訊科技行業推動下，美國企業第二季盈利遠較預期強勁。*這進一步推升大市表現。展望未來，我們認為在短期內，市場前景將由宏觀經濟因素（勞工市場、消費和美國任何潛在的短期通脹推升）和貨幣政策驅動。

我們認為，財政赤字憂慮、通脹預期和貨幣寬鬆政策將繼續推動已發展市場（尤其是美國）的收益率曲線走斜。

信貸環境保持穩定，市場勢頭強勁，但如果企業盈利令人失望，情況可能會發生變化。我們對風險資產保持平衡且略微看好的觀點：

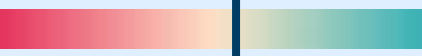
- **固定收益方面**，財政開支憂慮、通脹和央行寬鬆政策將成為市場關注焦點。我們對存續期整體保持中性，但認為收益率曲線有可能趨於陡斜。企業信貸方面，雖然我們對歐洲高評級債券的正面觀點有所降溫，但其估值仍然頗具吸引力。
- **美國股票的集中風險偏高**，經濟層面的任何疲軟都可能加劇市況波動。因此，我們傾向保持多元化的環球配置策略，偏好歐洲、英國和日本市場。我們也在監察這些地區的波動是否會為優質選股策略創造機會。
- **新興市場的盈利增長預期向好**，加上美元走弱，讓我們即使在關注貿易動態發展的同時，仍能對新興市場的結構性主題保持樂觀。我們也確認，特殊因素仍是我們觀點的主要支持。我們繼續看好拉丁美洲和亞洲新興市場。固定收益方面，聯儲局採取寬鬆政策和新興市場通脹普遍受控，讓我們保持樂觀。
- **多元資產方面**，我們認為面對當前全球經濟的微妙形勢，要保持良好的均衡配置，略微偏向新興市場股票等風險資產。另一方面，我們對政府債券和黃金等商品維持積極看法。

基於估值水平、今年剩餘時間關稅可能對企業利潤率構成壓力，以及美國經濟增長低於潛在水平，我們暫不考慮上調對風險資產的立場。

整體承險意欲

避險

承險



在經濟增長放緩但並未大幅惡化的階段，我們略微看好全球風險資產，這是基於基本因素而非市場狂熱情緒。

對比上月的變動

- **固定收益**：我們對歐盟投資級別債券的看法轉趨審慎，但仍持積極立場。
- **多元資產**：股票方面，我們更加看好新興市場，對歐洲在策略上保持中性。
- **外匯**：對美元在策略上保持中性；歐元近期走強，短期內持謹慎態度。儘管預計美元在中期走弱，但我們認為現在有一定整固空間。

總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。

固定收益

作者

赤字憂慮下收益率曲綫趨於陡斜

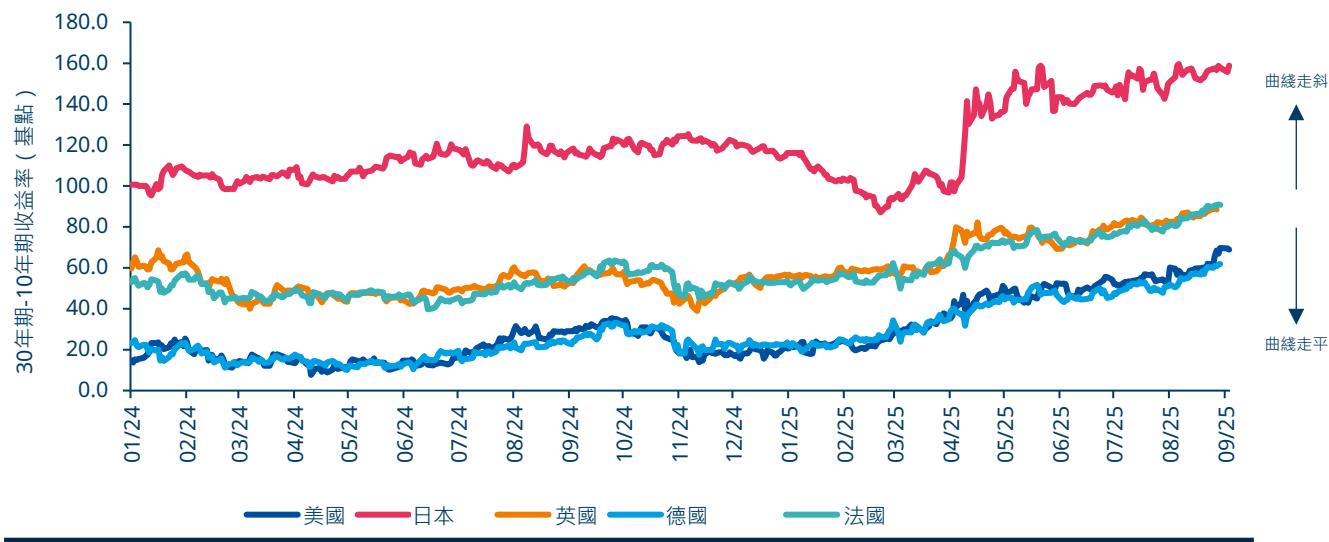
AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

我們將在中期關注的重要主題包括：短期內美國通脹預期升溫、美國和歐盟的財政開支計劃（即增加債券供應），以及持續寬鬆的貨幣政策。在這些因素的共同影響下，美國、歐洲、英國和日本的收益率上升，長債尤為明顯。此外，歐洲部分國家的退休金制度改革，將進一步推高長期收益率。

在英國，我們關注通脹情況和政府預算（11月公布），以及政府能否讓市場相信其融資能力不會構成問題。另一方面，企業債券息差偏窄，但我們認為歐洲優質債券等領域出現個別具價值的機會和有吸引力的利差。

存續期和收益率曲綫	企業信貸	外匯
- 鑑於風險回報並不具吸引力，我們對包括美國在內的存續期整體上保持中性。然而，收益率曲綫會繼續走斜。 - 我們對歐盟也保持中性。面對財政計劃的演變，我們在策略上對核心國家存續期（德國與法國）轉趨略微審慎，但仍看好周邊國家債券（意大利與西班牙）。 - 英國收益率曲綫走斜趨勢具有吸引力，但日本的財政狀況惡化和通脹壓力讓我們維持謹慎立場。	- 鑑於近期息差收窄，我們已下調對歐盟投資級別債券的樂觀程度。鑑於該資產類別仍提供有吸引力的利差，我們維持積極立場。我們繼續看好較高貝他和銀行領域的債券，以及3年至7年期的中期工具。 - 對於歐洲高收益債券，儘管我們整體持中性立場，但其仍存在個別具價值的投資機會，尤其是金融和電訊行業的短期債券。	- 在美元經歷大幅下跌後，我們目前對其接近中性看法，但仍然認為，聯儲局減息和國際資本可能回流，將在中期內對美元構成壓力。 - 考慮到歐元兌美元迄今出現的升值，我們已在策略上對歐元轉持看淡觀點，因為核心國家增長動力疲軟和出於政治環境的考量。 - 我們對英鎊保持審慎態度。

財政揮霍加劇與債務供應增加，推動收益率曲綫繼續走斜



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年9月3日。

股票

作者

集中風險時期宜分散投資

儘管地緣政治雜音不斷，政策仍存在不明朗因素，全球股市依然繼續攀升。人工智能行業為市場提供支持，而客觀統計數據尚未顯示關稅帶來的衝擊跡象。美國企業盈利表現優於預期，但集中風險正在上升。因此，我們傾向繼續將資金從美國市場轉向歐洲和日本市場。

我們認為，歐洲透過財政及貨幣政策能夠更有效地緩解部分關稅相關衝擊。歐盟層面旨在提升競爭力的改革以及能源成本下降，也將使歐洲受益。我們預計各個市場將持續波動，並致力於把握優質股票股價疲軟帶來的獲利機會。整體而言，我們繼續偏好財務狀況穩健的企業和特殊風險。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

對全球股票的觀點

- 我們認為美國估值水平令人憂慮，因此傾向規避估值偏高的科技行業。
- 對於歐洲市場，我們保持樂觀態度，尤其看好小型 / 中型股，因其面向國內市場且估值相對大型股更具吸引力。儘管我們密切關注英國的赤字動態，我們仍維持對英國的立場，這基於其估值優勢與高股息特性的雙重考量。
- 對於日本市場，我們尋求優質跨國企業，並持續看好企業改革主題。我們同時看好小型股，因其具備穩健的盈利能力和合理的估值水平。

對行業和風格的觀點

- 我們維持「槓鈴式」配置策略，偏好防禦股中聚焦於本土市場的企業，以及工業與材料行業中的優質周期股。
- 對於美國市場，關稅政策對增長股的衝擊促使我們更偏好價值領域。我們也看好相對受到特朗普政策保護的優質公司。在金融行業中，個別大型銀行可能受益於收益率曲線走斜、溫和的監管變化和稅收負擔降低。
- 短期內市場反覆波動，可能成為年底前的一大特徵。因此，我們看好低波動因素。

歐洲小型股相對大型股的估值處於歷史具吸引力的水平



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年9月2日。市盈率 = 12個月遠期市盈率

新興市場

作者

新興市場特殊主題捲土重來

全球新興市場正重新呈現國家層面因素：中國（外部壓力已減弱但內需仍然疲弱）和印度的經濟環境有所改善，而巴西和印尼的政治局勢再度成為焦點。然而，貿易方面的波動仍然是影響整個新興市場的一大因素。在印度等國家，內部稅制改革有利於提振國內消費，而消費正是增長的主要支柱。

整體而言，鑑於聯儲局持溫和立場，全球投資者應會受益於新興市場更強的增長和正面的盈利動力，從而分散對美國市場的投資。話雖如此，我們正在密切關注地緣政治風險和貿易方面的進展。

YERLAN
SYZDYKOV
全球新興市場部主管

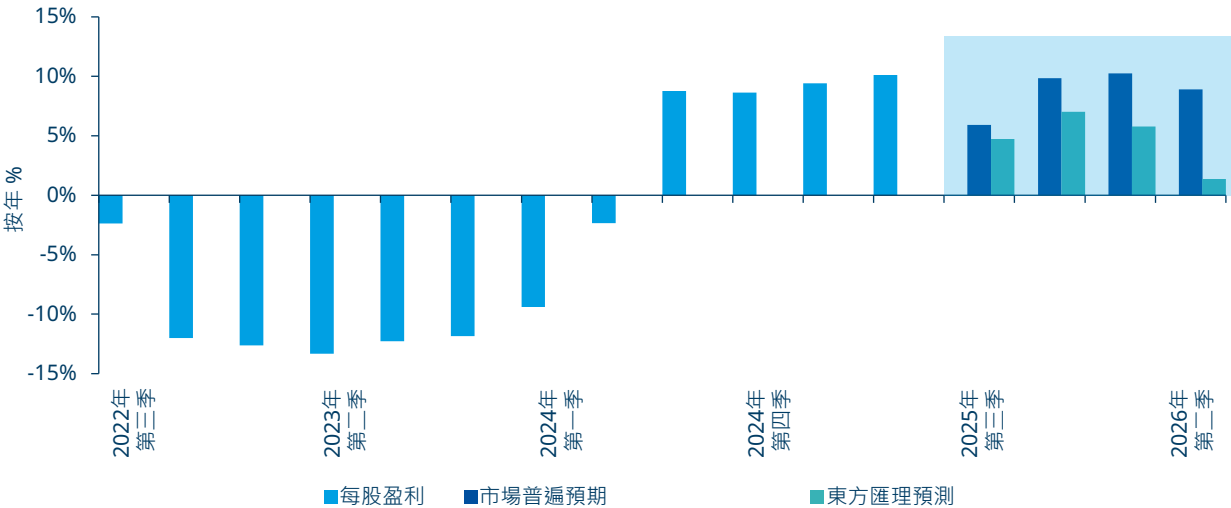
新興市場債券

- 美國利率下降和新興市場通脹受控，總體上利好新興市場債券。
- 我們尤其看好巴西、墨西哥和秘魯的本幣債券。我們也看好匈牙利和南非，其實際收益率具有吸引力且央行行動應會提供支持。
- 我們仍看好拉丁美洲和歐洲的硬貨幣債券，但必須精挑細選。雖然估值已出現壓縮，但我們認為仍存在進一步收窄空間，尤其是高收益板塊。
- 亞洲方面，我們維持對中國政府債券的中性立場，同時繼續看好印度市場。

新興市場股票

- 在中國，儘管市場情緒有所改善，但多個行業持續的產能過剩問題使我們保持中性立場。我們正密切關注政府的「反內卷」政策對企業盈利有何影響。
- 印度市場的估值現在更具吸引力，盈利增長預期也呈正面走勢。我們仍然看好其結構性主題，儘管私人資本開支和關稅方面仍存在不明朗因素。
- 地區方面，我們看好拉丁美洲和新興歐洲、中東及非洲市場。巴西市場的估值具有吸引力，但我們正密切關注其財政狀況和關稅影響。

新興市場近期盈利勢頭向好，但地區之間存在差異



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、FactSet、彭博，截至2025年9月1日。MSCI Emerging Markets Index (美元) 的季度數據。陰影部分顯示預測值，此為內部計算結果。

多元資產

偏好風險資產，同時轉向新興市場

夏季期間，歐美宏觀經濟數據均未出現極端情況，市場得以保持相對平穩。然而，我們注意到，即便美國確認加徵關稅，其勞工市場仍然惡化。這兩個因素應會壓抑消費，我們維持對美國經濟增長放緩的預期。另一方面，歐美兩地的貨幣政策均有望趨向寬鬆。因此，我們略微看好風險資產（包括新興市場），並認為需要配置黃金（應對地緣政治風險與財政惡化）和股票對沖工具以加強防護。

我們看好股票，包括美國（均衡配置於大型股與中型股）以及英國股票（略微看好），但策略性地將歐洲股票下調至中性（關稅可能拖累企業盈利），以上調我們對新興市場的觀點。新興市場涵蓋印度等多元市場，我們對其持更加積極的看法。新興市場有望受益於美元走弱和聯儲局可能即將減息的溫和立場。其次，雖然我們仍然看好中國，但已將部分配置從中國轉向更廣泛的新興市場。監管部門對中國市場急劇上漲感到憂慮，可能引發短期調整。

在通脹普遍回落和央行寬鬆政策的背景下，我們已連續多月看好已發展市場政府債券。鑑於財政赤字令人憂慮（如美國），我們更傾向維持布局於中期債券（5年期）。我們同樣看好歐洲和英國存續期，並偏好意大利政府債券。英國經濟增長可能低於普遍預期，英倫銀行的決策有望推動英國金邊債券與美國國庫券之間的息差收窄。不過，我們對日本政府債券保持謹慎。我們維持對歐盟投資級別債券與新興市場債券的溫和看好立場。

隨著集中風險上升，我們認為需加強對美股的保護，並維持對其他對沖工具的觀點，以應對風險資產波動。外匯方面，我們對美元持謹慎態度，但看好挪威克朗和日圓。至於新興市場，我們偏好拉丁美洲貨幣而非人民幣。

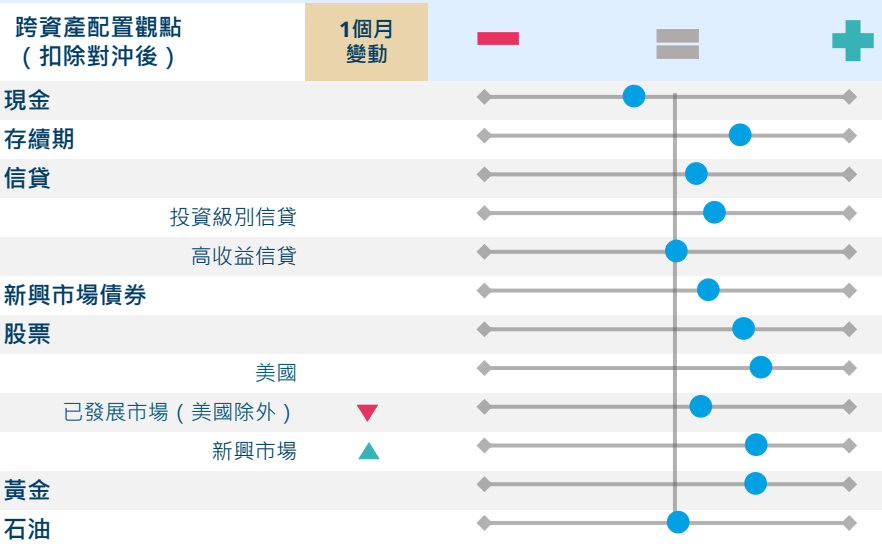
作者

FRANCESCO SANDRINI
多元資產策略主管

JOHN O'TOOLE
多元資產投資方案主管

「在維持對風險資產樂觀立場的同時，投資者應順應宏觀環境變化，發掘新興市場等輪換機遇。」

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9月3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

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							◆			
全球因素	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
增長					◆					
價值							◆			
小型股						◆				
優質						◆				
低波幅							◆			

固定收益觀點

存續期	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國						◆				
歐盟						◆				
英國								◆		
日本				◆						
總體						◆				
信貸	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國投資級別債券						◆				
美國高收益債券				◆						
歐盟投資級別債券	▼						◆			
歐盟高收益債券						◆				
總體	▼						◆			
外匯	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元	▲					◆				
歐元*	▼				◆					
英鎊					◆					
日圓								◆		
人民幣					◆					

▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

資料來源：全球投資委員會於2025年9月3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。*由=/+降至-/=

新興市場觀點

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								◆		
新興市場股票	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場							◆			
亞洲新興市場							◆			
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							◆			

資料來源：全球投資委員會於2025年9月3日發表的觀點摘要。

▼ 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