

聯儲局的保就業任務成為市場焦點

美國債券收益率在過去數月下跌，黃金價格則觸及歷史高位。環球及美國股市亦升至新高，主要源於投資者憧憬美國經濟持續強勁、貨幣寬鬆周期、企業盈利韌性，以及人工智能主導的動力。我們認為當中存在固有的矛盾，但同意貨幣寬鬆的觀點。矛盾之處在於：若聯儲局主要因應經濟放緩而減息，那麼疲弱的勞工市場、消費，以及最終的企業盈利應已反映經濟放緩的影響。

上述各項議題（包括經濟增長、通脹和貨幣寬鬆）可能出現以下發展：

- 美國的滯脹環境將會加劇（經濟增長放緩，預計通脹將在短期內維持高企）。隨著勞工市場持續疲軟，加上工資增長仍備受關注，消費減速將成為影響今年下半年經濟增長的關鍵變數。另一方面，我們預期消費物價指數將在短期內維持高於聯儲局的2%目標，並在未來數月上升。因此，實質收入增長和可動用收入將會受壓。
- 儘管通脹居高不下，但在增長壓力升溫下，聯儲局和英倫銀行可能被迫下調政策利率。我們仍然預期聯儲局今年將再減息兩次，每次25個基點，並在2026年進一步減息兩次，令終端利率在明年上半年底降至約3.25%。



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

美國盈利預期和勞工市場出現分歧（消費減弱）



資料來源：美國勞工統計局、東方匯理資產管理投資研究院、彭博。截至2025年9月17日。職位空缺率 = 職位空缺總數除以就業人數和職位空缺（即是全部已填補和未填補職位）總和

我們認為貨幣政策
面臨風險：
歐洲央行可能
(過於)審慎，
政策利率的
下調幅度低於
實際所需，以堅守
其穩定物價的任務。

- 相比之下，預計歐洲央行的減息幅度將低於聯儲局。我們認為歐洲央行在採取任何利率行動之前，仍會視乎經濟數據，預計今年及明年將分別減息一次。我們對終端利率的預測維持在1.50%不變，並預計將於第一季達到這個水平。雖然歐洲央行上調今年的增長預測，但值得注意的是央行亦同時下調對明年的預測。
- 歐元區、美國和英國將繼續受到財政政策壓力的影響。德國是唯一例外的歐洲國家，因其擁有財政空間，應可支持增長，但德國對歐洲經濟的提振程度仍有待觀察。美國方面，隨著年終將至，有關避免政府停擺的談判可能會令市場波動。
- 中國經濟增長正在放緩，但這個減速情況未必會促使政府推出大規模財政 / 貨幣刺激措施，因為預計增長仍接近政府目標，而且外圍不明朗因素正在減退。然而，中國大陸與台灣的關係依然存在不明朗因素。至於印度，歐盟與該國的談判進展順利，因此歐盟對印度額外徵收二級關稅的機會不大。即使是美國，我們亦預期兩國關係將逐步改善。

儘管我們注意到貨幣政策有所分歧，但各國支持經濟的意願確實存在。在這個環境下，當風險資產估值偏高時，波動的市況可望帶來機會，讓投資者在較穩定和優質的市場領域增加風險水平。

東方匯理資產管理投資研究院：歐洲央行和聯儲局政策分歧，以及美國通脹對歐洲的影響

美國和歐盟之間的分歧，將令歐洲央行進退兩難。聯儲局繼續以較歐洲央行更積極的步伐減息，加上歐元兌美元匯率升值，以及美國關稅政策，將嚴重拖累歐盟出口，最終影響經濟增長。屆時，歐洲央行必須決定應對措施。其次，美國通脹升溫及期限溢價提高，可能為美國長債收益率帶來上行壓力。這亦可能影響歐洲長債收益率，並為受到沉重債務和財政赤字困擾的政府帶來挑戰。

服務業在美國整體消費物價指數的佔比重大，因此我們正密切監察商品價格變化（由於關稅）會否影響服務業。此外，企業能否把商品成本的升幅轉嫁消費者，取決於多個微觀因素，例如企業定價能力、消費者預期的替代程度及需求彈性。我們認為最有機會出現的情況是，企業同時加價並吸納部分成本漲幅。

儘管與美國達成貿易協議有助減少關稅的不明朗因素，但我們認為當加徵關稅的影響開始拖累歐盟經濟增長，歐洲央行將被迫下調政策利率——今年和明年第一季分別減息一次。

MONICA DEFEND

東方匯理資產管理投資研究院主管

我們採取略為正面的風險立場，對不同資產類別的概述如下：

- **固定收益方面**，各地央行在經濟並無衰退的環境下處於減息模式（儘管步伐不一），應有利企業信貸。至於收益率曲線，我們維持曲線走斜的觀點。
- **環球股市**一直受到多項因素帶動，其中以對科技股和科技資本開支的樂觀情緒為主導。我們選擇保持務實態度，恪守基本因素原則，對美國價值股，以及英國和歐洲中小型股持樂觀立場。我們的目標是致力把握特殊因素帶來的機會，並進行細緻深入的分析。
- **多極世界有助提升分散投資於新興市場的吸引力**。美國與中國和印度等新興市場的貿易關係緊張，以及聯儲局政策和本土央行政策，均是決定新興市場回報的重要因素。我們仍整體看好這個資產類別。
- **多元資產方面**，我們正評估英國等國家的短期通脹前景和財政壓力。我們在策略上對存續期轉持中性配置，但整體上仍然看好存續期投資，並透過看好股票、信貸和新興市場，達致良好的平衡。此外，我們認為股票需要獲得足夠的保障，而黃金可發揮穩定投資組合表現的作用。

在對風險維持正面觀點的同時，我們正觀望人工智能技術如何提高生產力及刺激企業利潤率。我們傾向以基本因素作為投資理據。

整體承險意欲

避險

承險



我們仍然認為，在環球經濟不斷演變的環境下，現時不宜大幅增加風險水平，而是根據基本因素漸進調整。

與上月比較變動

- **股票**：受環球因素影響，轉為輕微看好小型股。
- **固定收益**：上調歐洲投資級別信貸。
- **多元資產**：下調對英國存續期至中性。
- **外匯**：再次對美元取態審慎。

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。

固定收益

作者

受惠於信貸收益潛力

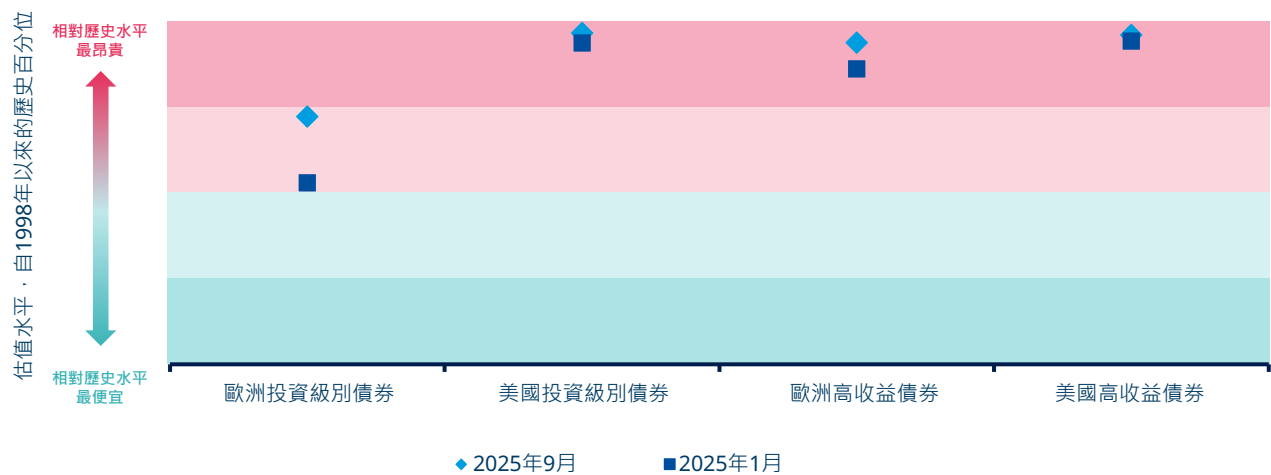
AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

現時出現一個結合兩種情況的異常現象：美國經濟增長放緩，但部份風險資產卻創歷史新高。歐元區方面，美國關稅和德國財政刺激措施對經濟增長的影響仍有待觀察。在這環境下，雖然沒有任何衰退跡象，但聯儲局已啟動減息周期。即使是我們預期將繼續依賴數據行事的歐洲央行，亦可能會在臨近年底時下調政策利率。

我們認為全球央行減息可望提升信貸市場作為潛在收益來源的吸引力，但投資者應注意估值和質素。因此，現時是一個理想時機，以物色利差吸引，且基本因素相當穩健的領域。

存續期及收益率曲線	企業信貸	外匯
- 我們對存續期持中性觀點，包括美國和歐洲。美國方面，我們在策略上對目前估值偏高的短期（2年期）債券取態審慎，但看好通脹掛鉤債券。 - 相對而言，我們略為偏好歐洲多於美國，亦看好歐洲周邊國家債券。 - 我們認為美國（5年至30年期）和歐洲（5年至30年期）的收益率曲線應會繼續走斜。 - 此外，我們仍看好英國存續期，對日本則保持審慎。	- 由於企業基本因素持續穩健，加上與美國的貿易協議有助提振市場氣氛，我們上調對歐洲投資級別債券的評級，尤其偏好BBB級和BB級信貸領域的中期（3年至7年期）債券。 - 我們亦看好次級金融證券和企業混合證券。 - 行業方面，我們看好銀行、保險和房地產。	- 美元目前並無展現強烈的發展方向。隨著市場就聯儲局的減息預期重新定價，我們再次轉為審慎。鑑於聯儲局面對政治壓力，美元仍然是我們的關注重點。 - 日本的工資通脹壓力可能促使日本央行上調政策利率。我們繼續看好日圓，但對歐元和英鎊保持審慎。

當前估值與1998年以來的歷史水平比較



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25日。2025年1月是指2025年1月8日。歐洲投資級別債券、美國投資級別債券、歐洲高收益債券及美國高收益債券為洲際交易所美銀企業債券指數。分析基於債券指數的息差。最便宜是指首四分位，最昂貴是指第四個四分位。

股票

作者

對人工智能的狂熱持懷疑態度

美國市場以及某程度上的環球股市一直受到人工智能主題相關的利好消息帶動，但我們認為市場對這個主題的大規模資本開支計劃過於樂觀。關鍵問題在於：如果出現更廉價（例如「深度求索（DeepSeek）時刻」）且更快速的技術，投資回報將有何影響？此外，財政擴張和央行減息亦令樂觀情緒升溫。不過，我們認為這構成最大的脆弱因素。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

因此，風險管理日趨重要。與此同時，我們正物色一些更細緻的主題，例如日本企業改革、英國締造收益，以及歐洲財政刺激（有利中小型股）。整體而言，我們仍聚焦於優質業務模式及估值。

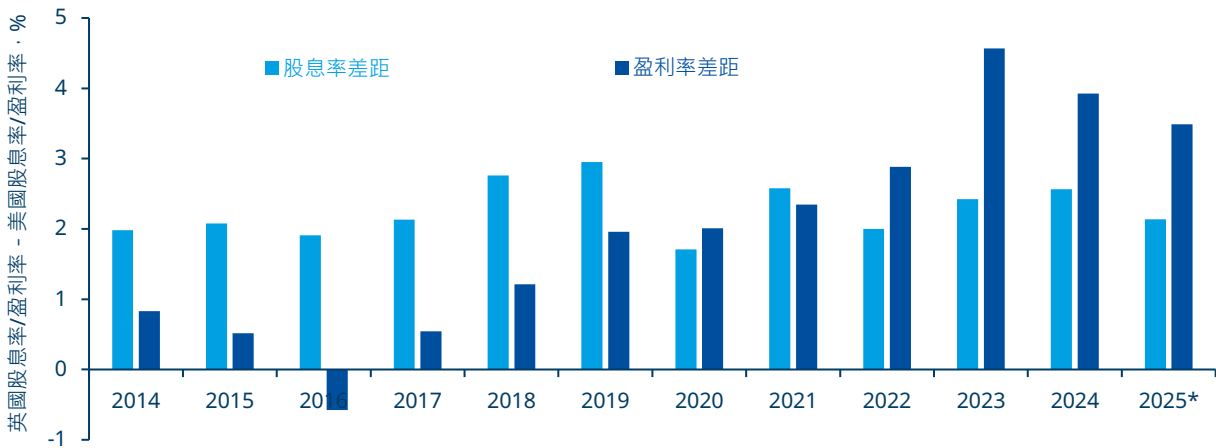
對環球股票的觀點

- 考慮到估值水平和市場集中度，我們看好歐洲和日本多於美國。
- 歐洲似乎具備優勢，可透過旨在提升區內競爭力的財政和貨幣政策改革，加上能源成本下降，減輕關稅相關的影響。
- 英國股票的相對估值倍數吸引且收益率較高，因此我們維持正面觀點。**此外，英國市場擁有防禦特質，可發揮分散投資的效益，因而具備吸引力。
- 日本方面，我們看好企業改革主題，因為提升盈利能力、資本回報和估值的推動力仍然發揮作用。此外，我們透過投資於銀行和保險公司，把握利率正常化帶來的機遇。

對行業及風格的觀點

- 至於美國，我們偏好價值股，因為呈超買的科技股估值已接近歷史高位。我們亦看好美國的銀行股，預計當前有利的市場環境將會延續，銀行可受惠於低信貸成本、放寬監管及貸款增長加速等因素。此外，我們看好資本財貨股，因為該行業擁有利好條件，以受惠於自動化、可持續發展及政府政策推動產業回流等長期主題。
- 至於歐洲，我們看好中型股，其估值較大型股吸引，並可望藉德國的財政轉變和國防開支計劃而受惠。另外，法國等國家的市況波動，可為優質周期股帶來機會。

英國市場的收益率一貫高於美國，只有極少數例外情況



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18日。過去12個月的股息率及盈利率。*截至2025年9月18日的股息率/盈利率。

多極世界下的新興市場

YERLAN
SYZDYKOV
環球新興市場部主管

儘管美國經濟仍然發揮舉足輕重的影響力，但能夠適應並把握新科技（例如中國的人工智能）及重塑全球供應鏈的新興市場國家（例如印度），將可受惠於多極化轉變趨勢。近期，我們內部討論的主要議題包括美元弱勢，以及聯儲局的貨幣寬鬆政策和特朗普的政策與壓力如何影響美元。

從結構性角度來看，新興市場持續提供**篩選和分散投資的機會，與全球經濟周期相對脫鉤**。因此，我們整體上仍對這個領域取態樂觀，並密切關注聯儲局的動向、新興市場國家的特有因素，以及地緣政治風險。

新興市場債券

- 我們對新興市場債券持樂觀立場，尤其關注貨幣寬鬆政策、本土市場的通脹情況及美元疲弱等因素。
- 新興市場持續增長，加上通脹預期溫和，應可為本幣債券提供支持。舉例說，我們看好拉丁美洲和個別高收益前沿市場。
- 硬貨幣債券的利差具吸引力，並獲得技術因素支持。整體而言，我們偏好高收益債券多於投資級別債券，並選擇性看好南撒哈拉非洲、新興歐洲和拉丁美洲市場。

新興市場股票

- 拉丁美洲方面，巴西和墨西哥的估值偏低，加上美國和本土利率可能下調，提供吸引的投資機會。
- 我們對中國股市持中性觀點，正探討科技行業能否帶來投資機會。
- 雖然印度的長期前景正面，但受到美國關稅的影響。我們正密切監察印度與美國和歐盟的談判進展。如果美國總統特朗普對印度的立場軟化，市場氣氛可望迅速轉變。

對亞洲的主要觀點

關稅風險消退，加上全球承險情緒升溫，帶動亞洲市場持續表現強勁。儘管面對關稅恐慌，但區內的貿易活動依然穩健，而且通脹有限，**使亞洲區央行得以維持寬鬆政策傾向**。綜觀環球市場，聯儲局恢復減息，應會令美元持續走弱。美元弱勢，加上投資氣氛活躍，通常為亞洲市場營造有利環境。

亞洲資產在全球市況下處於有利位置。亞洲的盈利預測大多保持正面。技術因素及市場氣氛亦見強勁，而且股票估值仍較已發展市場吸引。然而，由於市場表現參差，選股策略至關重要。**經歷近期市場整固及穩健的盈利增長後，我們看好印度；韓國市場估值經過大幅重估後，我們採取更審慎的立場。**

債券方面，我們預期在強勁的技術因素支持下，信貸息差將繼續收窄。投資者仍然持有大量資金，因此新發行債券輕易被市場吸納。美國國庫券收益率下跌，為亞洲債市提供良好支持。不過，我們正密切監察印尼的政治和社會事件，以及其對政府債券的影響。

多元資產

通脹尚未穩定，微調存續期配置

由於在經濟佔主導地位的消費疲弱，因此美國經濟活動可能在今年下半年放緩。此外，我們預期通脹將在短期內保持一定的韌性。即使在英國，英倫銀行亦正致力應對物價壓力升溫的情況。然而，歐洲的環境略有不同，通脹目前受控。**風險資產方面，雖然部分領域的估值偏高，但我們考慮到基本因素及盈利潛力，維持略為正面的風險立場（不作出進取的預測）。**另一方面，我們重申需要對沖股票，並配置於**黃金**等其他可為投資組合分散風險 / 帶來穩定效益的工具。

我們透過投資於美國、英國和新興市場，對股票保持樂觀的立場。美國方面，盈利動力、聯儲局立場溫和，以及科技發展均是利好基準市場的正面因素。不過，我們維持充分多元化的投資策略，並對仍落後於大市，主要聚焦於美國本土經濟，且在大型科技股領域以外的中型股取態正面。此外，我們對整體新興市場股票和中國感到樂觀。聯儲局的貨幣寬鬆政策為新興市場央行帶來空間，以刺激本土經濟增長。

我們整體上仍然看好存續期投資，包括美國（5年期）、歐盟核心國家和意大利政府債券（相對於德國政府債券）。然而，我們認為英國通脹趨升，特別是服務業，而市場正加強審視尚未公布的政府預算。因此，我們在策略上把英國存續期降至中性，並因估值及預期日本央行將會加息而對日本保持審慎。信貸方面，我們對歐盟投資級別債券和新興市場息差持樂觀立場。

中期而言，美元似乎會基於負債偏高等結構性因素而受壓，促使我們保持審慎。我們看好歐元、日圓 / 歐元；新興市場方面則繼續偏好墨西哥披索多於人民幣。

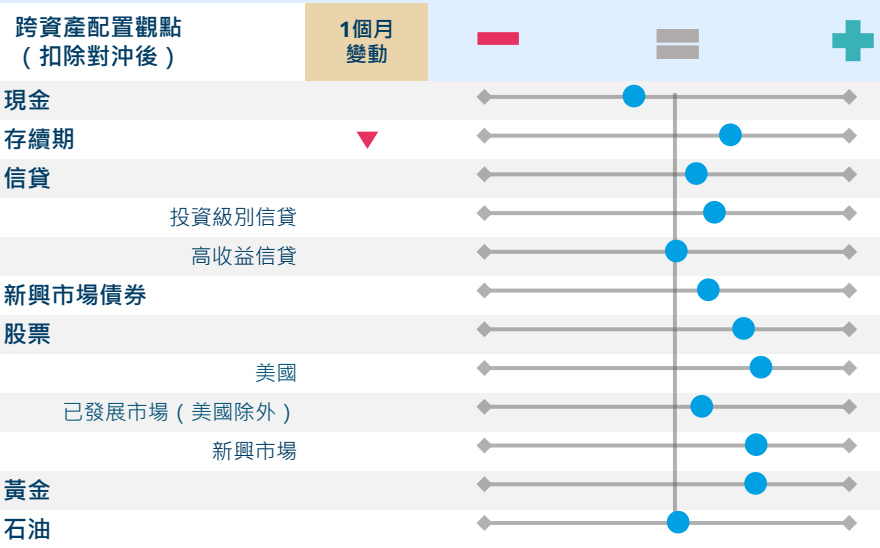
作者

FRANCESCO SANDRINI
多元資產策略部主管

JOHN O'TOOLE
多元資產投資方案部主管

「我們整體上仍然看好存續期投資，但基於英國的短期通脹壓力及財政前景，我們現時對英國金邊債券持中性觀點。」

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

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

▼ 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24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。

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							◆			
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							◆			

資料來源：全球投資委員會於2025年9月24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