

## 央行在經濟仍具韌性的情況下逐步放寬政策

過去一年在一些方面表現可謂非同尋常。環球股市屢創新高，新興市場股票亦回升至接近2021年的水平。上述情況是在美國政府採取一些非常規政策（尤其是貿易方面）下出現，並帶動避險資產黃金表現亮麗。

事實上，風險光譜兩端的資產均錄得強勁回報，令人矚目。近期，歐洲和日本債券收益率上升。值得注意的是，儘管聯儲局實施減息周期，但美國收益率仍有所上升。雖然貨幣政策決定對長債造成的影響少於短債，但兩者走向背馳的情況仍屬罕見。

展望未來，財政政策或可發揮重要作用，尤其是在美國、德國和日本，而貨幣政策預計亦將提供支持。因此，消費、勞工市場及通脹環境將驅動政策決定，而人工智能相關投資亦將受到市場更嚴格的審查。上述發展將伴隨美國例外主義的挑戰：

- **提高所得稅退稅金額，預期可望略為改善美國2026年上半年的增長展望，但不會改變此後前景。**我們將2026年增長預測由1.9%略為上調至2.0%，但整體仍然低於潛在增長水平。美國消費放緩反映勞工市場逐步轉弱而非崩潰。此外，特朗普政府關注中期選舉，或會推出一些出乎意料的政策措施。我們預期在中期選舉年，通脹因素將顯得尤為重要，或會促使特朗普放寬其關稅立場。



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

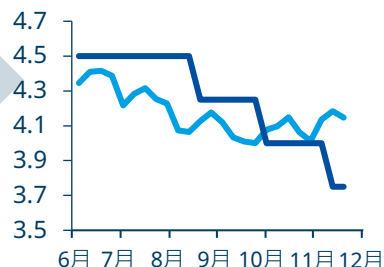


PHILIPPE  
D'ORGEVAL  
副集團首席投資總監

### 儘管聯儲局減息，但美國10年期債券收益率近期仍有所上升



在經濟展現強韌跡象，加上財赤／債務憂慮下，10年期債券收益率在本輪寬鬆周期中有所上升。



特朗普政府的  
非正統政策  
以及聯儲局  
所承受的壓力，  
意味美國的  
實質收益率  
可能受到限制，  
這將削弱美元作為  
避險貨幣的吸引力。

- 聯儲局、歐洲央行及英倫銀行等環球大部分央行可能會減息。我們預計英倫銀行在2026年將會一如去年12月般下調政策利率。重要的是，財政赤字相對國內生產總值的比例下降，將使英倫銀行能夠下調政策利率。整體而言，這為金邊債券創造有利的環境。
- 日本央行在去年12月加息，符合我們的預期。預料該央行將繼續成為例外，並於2026年再度加息一次。國內收益率持續上升，將會增加國內債券對本地投資者的吸引力，最終可能引發大規模資本回流。然而，為使名義及實質收益率可持續上升，日本央行需要展示更明確的承諾，以推動利率正常化，但在現階段似乎不大可能實現。
- 人工智能帶來機遇，但市場將對相關資本開支的回報潛力持有疑問，並看好那些能夠更清晰說明其投資變現及盈利能力的企業。此外，人工智能的投資周期或會由超大規模公司擴展至公用事業（即電力供應商），以及生產自動化機械人和自動駕駛汽車 / 自主設備等實體終端產品的工業公司。這些公司對資本的需求較高，信貸市場的供應增加料將反映相關情況。
- 從地緣政治角度來看，中美爭奪人工智能主導地位的競賽很可能會持續。兩國將致力建設符合國家利益的人工智能生態系統，尤其中國銳意擺脫對美國的依賴，力求實現「半導體自主」。

## 東方匯理資產管理投資研究院：貨幣政策將持續放寬

聯儲局領導層的不確定性依然存在，但可以肯定的是，新任領導人將更偏向溫和立場。貨幣政策將維持寬鬆，我們對聯儲局在2026年減息兩次的預測保持不變。去年12月，聯儲局一如預期減息，並啟動「儲備管理購買計劃」（Reserve Management Purchases），主要購入國庫券，反映聯儲局銳意維持流動性，縱然目前的流動性仍然充裕。此舉並非量化寬鬆措施，但確實意味著資產負債表的擴張。然而，若政策不確定性上升，並伴隨市場波動加劇，相關流動性或會迅速收縮。

歐洲央行在去年12月作出政策決定後，我們對央行在2026年減息兩次的預測維持不變。我們認為歐元區經濟增長前景疲弱，歐洲央行可能低估了美國關稅對歐洲出口所帶來的負面影響。此外，延遲推行ETS2（歐盟第二階段排放交易制度）或會促使歐洲央行下調其通脹預測。歐洲央行的量化緊縮政策屬被動性質，只有在金融狀況顯著收緊時，歐洲央行才會改變這個立場。我們目前預期不會出現這個情況。

宏觀層面的流動性（資產負債表擴張、貨幣供應等）及市場流動性均充足，但面對政策不確定性及市場波動加劇，流動性或會迅速收縮。這支持我們的溫和風險立場。<sup>1</sup>



已發展市場債務高企和財赤擴大，加上環球地緣政治因素，將持續構成風險。在此環境下，新興市場在特殊投資機會方面展現出強勁吸引力，尤其是隨著已發展市場央行逐步放寬政策。下文詳述我們的投資觀點：

- **固定收益方面**，整體而言，我們對存續期持接近中性觀點，略為看好歐盟和英國，但對美國保持審慎。我們已上調對日本存續期的觀點，並密切關注日本央行的政策行動、通脹和財政政策。儘管市場預期日本央行將會加息，但我們認為其政策仍然滯後，這亦是12月份收益率大幅上升的原因。日本推行大規模財政刺激措施，意味著央行即使在2026年仍有可能繼續加息。新興市場債券方面，我們保持樂觀，並認為在估值偏高的情況下，存在更多特殊投資機會。
- **股票方面**，我們認為現在是分散投資的時機，但需要更加謹慎作出選擇，並傾向投資於在估值、盈利及經濟前景方面具備穩健長期信心的領域。此外，我們認為，市場將要求企業在投資科技及人工智能領域的資本回報方面提供更清晰的說明。因此，現時正是轉向歐洲等地區的合適時機。印度等新興市場亦蘊藏著與其國內增長潛力相關的投資機遇。
- **多元資產方面**，我們維持主動投資，並在策略上降低對中國股票的信心，同時繼續看好新興市場這一資產類別。至於固定收益，我們降低對日本存續期的保守態度，並密切關注貨幣和財政政策。

市場憂慮美國勞工市場轉弱及風險資產估值偏高，但財政和貨幣支持措施，以及充裕的流動性，有助緩和市場憂慮。在此複雜的背景之下，我們略為降低風險偏好。

整體承險意欲



我們在策略上降低整體風險立場，主要是由於承險意欲及技術因素出現輕微惡化。

與上月比較變動

- **多元資產**：在策略上調低對中國股票的立場至中性，並降低對日本存續期的保守態度。
- **固定收益**：在整體主動策略下，上調對日本存續期的觀點。
- **外匯**：整體而言更看好新興市場外匯、上調對歐元的立場至中性，並轉為看淡美元。

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。

至於其他詞彙的定義，請參閱本文件末頁。

固定收益

作者

對存續期持中性立場，但地區間存在差異

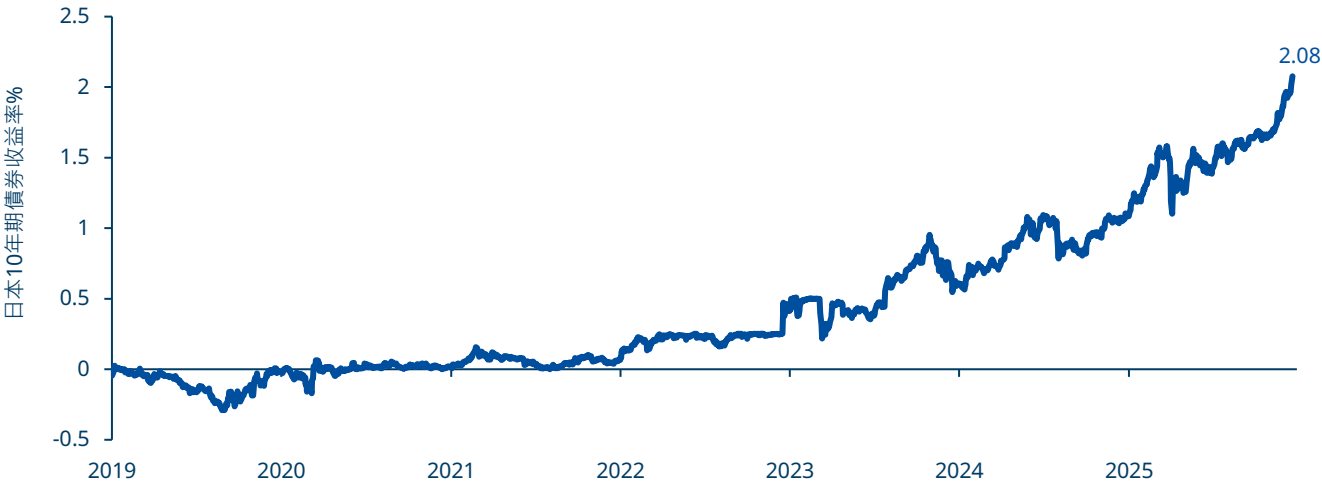
儘管環球經濟相當強韌，但主要地區之間仍存在部分輕微差異。舉例而言，歐元區工資通脹偏低，整體通脹似乎正逐步放緩。即使歐洲央行部分理事會成員近期發表強硬言論，但我們仍預期該央行將在2026年減息。日本方面，我們認為，關鍵問題在於日本債券收益率處於何等水平才具有足夠吸引力，以及政府有多大空間進一步放寬財政政策。

AMAURY  
D'ORSAY  
固定收益部主管

在此環境下，我們傾向分散投資於不同地區，以尋求穩定表現及額外收益。就後者而言，我們發掘企業信貸及新興市場債券投資機會（從分散投資角度來看亦具有優勢），從而締造優質收益。

存續期及收益率曲線	信貸及新興市場債券	外匯
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 我們的整體存續期立場接近中性 — 略為看好歐元區及英國，但對美國（2年期債券）保持審慎。我們仍預期已發展市場（日本除外）收益率曲線走斜。</li><li>■ 日本方面，債券收益率上升後，我們轉持中性立場。然而，收益率水平仍不足以吸引大量資金回流。另一方面，日本央行將需要控制通脹，突顯加息的重要性。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 企業信貸正推動市場追求收益及優質債券。歐盟投資級別債券方面，金融行業具吸引力，其資本緩衝及盈利能力可觀。至於高收益債券，我們保持中性，個別電訊及金融行業公司提供良好價值。</li><li>■ 我們看好新興市場債券，但認為部分範疇的估值昂貴。我們看好巴西、墨西哥、匈牙利及印度本幣債券，其收益率吸引，而且這些國家的通脹持續放緩。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 外匯方面，鑑於年底前後出現負面的季節性因素，加上美國例外主義消退，因此我們對美元降至審慎的觀點。聯儲局並無重啟加息，關稅仍是不確定性來源。</li><li>■ 新興市場外匯方面，我們持略為看好的觀點。我們偏好巴西雷亞爾及土耳其里拉等高收益貨幣。若俄烏協議取得進展，任何正面情緒或會在波蘭茲羅提等部分東歐貨幣中反映。</li></ul>

財政寬鬆及貨幣緊縮環境近期使日本債券收益率上升



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22日。

股票

作者

投資於歐洲中小型股以分散風險

環球經濟表現相當良好，從市場表現及充裕的流動性可反映出來。市場尚未反映政策不明朗因素、消費放緩跡象及高估值風險。在此環境下，我們仍聚焦於基本因素，並繼續偏好風險回報充分平衡的企業。我們進一步在美國以外地區物色這類企業。

舉例而言，歐洲正積極致力提高公共開支，並把策略性供應鏈遷回本土。此外，新興市場今年表現優於已發展市場，鞏固我們的正面觀點。整體來看，我們維持槓鈴式投資策略，看好優質工業及防禦性行業。

BARRY GLAVIN  
股票平台主管

已發展市場

- 歐洲方面，國防及基建開支計劃是長期轉捩點，能源價格下跌亦應可為該區提供支持。**我們看好歐洲較偏向內需的中小型股。**人工智能主題方面，我們物色因設備及電力需求增加而受惠的企業（為數據中心等提供電力基建的公司）。我們亦降低以往對歐洲金融行業的保守態度。
- 英國財政預算案獲市場廣泛接受，估值及股息水平亦反映前景吸引。
- 相比之下，我們認為美國市場估值昂貴，並嚴加挑選，但日本估值具吸引力。

新興市場

- 新興市場的出口及本土消費主題強勁，但我們傾向嚴選投資。
- 我們看好拉丁美洲，因為其估值比大部分新興市場便宜，而我們亦偏好新興歐洲。
- 亞洲方面，我們對中國保持中性，源於其估值高昂，而且宏觀環境較過往遜色。我們正在發掘印度股票的投資機會，尤其是金融行業。
- 至於中東及北非地區，儘管南非受政治環境拖累，但盈利狀況仍然穩健。近期信貸評級上調印證我們的立場。
- 從行業角度來看，我們對科技、材料及能源行業保持審慎，但看好非必需消費品行業。

歐洲央行減息應可支持較偏向內需的中小型企業



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19日。中小型股 = MSCI歐洲中小型股指數。

多元資產

重新調整風險偏好，而非選擇退場

美國宏觀經濟訊號好淡紛呈。就業市場持續惡化，但（惡化的）步伐趨於穩定；同時，聯儲局放寬政策，並著重維持流動性，而財政政策亦提供支持。歐洲消費疲弱，但通脹正在回落。除了這些因素，市場流動性強勁及信貸狀況良好，亦稍微抵銷（但並非完全消除）估值偏高帶來的風險。因此，我們對風險資產的觀點作出若干調整，但並無改變中期立場。此外，在估值偏高的情況下，我們仍然認為投資黃金及對沖已發展市場股票等保障措施非常重要。

我們對股票保持樂觀，包括美國、英國及歐盟市場。聯儲局放寬政策及企業盈利帶來支持。然而，隨著企業對人工智能及整體美國科技領域投入資本開支，市場將日益審視這些投資蘊含的回報潛力。新興市場方面，中國本地市場投資氣氛轉差，估值偏高，因此我們在策略上對中國轉持中性立場。我們繼續監察當地經濟環境。我們希望透過對廣泛新興市場（包括中國）持正面觀點，以維持較均衡配置。

我們仍對存續期持正面看法（主要是歐美地區），並在日本央行有意推動政策正常化，使債券收益率近月急升後，調低對日本的負面觀點，但我們對日本保持審慎。美國方面，我們認為短債及中期債券較長債更加吸引。至於歐洲，由於經濟增長較為脆弱，我們認為央行將會減息。我們亦看好意大利政府債券多於德國政府債券，並繼續在歐盟投資級別債券及新興市場債券尋找價值。

我們的外匯觀點取決於美元面對的結構性挑戰。此外，我們看好挪威克朗及日圓兌歐元。在環球經濟穩健增長的情況下，挪威經濟的周期性特質將為挪威克朗提供支持。

作者

FRANCESCO SANDRINI

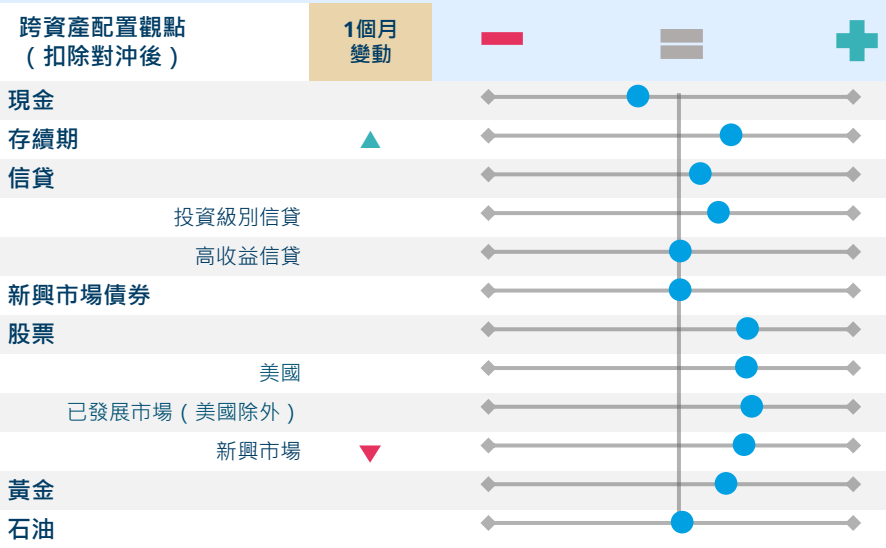
意大利投資總監及  
環球多元資產部主管

JOHN O'TOOLE

環球主管 - 投資總監方案

「我們轉向採取較均衡的新興市場股票配置，反映市場顯著波動；至於存續期，我們在策略上重新調整對日本的觀點。」

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12月23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12月17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](http://www.amundi.com.hk)