

市場樂見經濟環境「不溫不火」

年初事件頻出，美國利用其軍事實力及經濟影響力，以實現美國總統特朗普的外交政策目標。聯儲局接獲司法部傳票及美國在委內瑞拉的軍事行動，並無影響油價及風險資產。然而，特朗普對北約盟友主權的威脅觸發大市短暫波動，其後從恐慌中逐漸回升，而美國表現落後於其他地區。日本財政過度擴張及通脹憂慮推高債券收益率。

我們認為經濟增長不溫不火，不會觸發經濟衰退，加上市場參與者過份鬆懈，或可解釋風險資產持續上升的原因。在此情境下，國內生產總值溫和擴張及通脹放緩，使各國央行得以審慎行事，以維持市場流動性。

前路仍充斥風險，包括聯儲局獨立性、特朗普的國內政策，以及其表明重整傳統聯盟的意圖。聯儲局面對的任何挑戰，均可能導致通脹預期脫錨（並非我們的基本預測，但風險正在上升）。**上述所有因素均支持我們的觀點：分散投資於美國以外資產，以及促進歐洲尋求戰略自主。**目前，我們觀察到美國經濟動力強勁，並上調對歐元區的增長預測：

- 歐元區增長略勝我們早前的預期，但低於歐洲央行的預測（實質國內生產總值增長為1.2%對比1.0%）。我們目前預計經濟增長1.0%，主要源於法國及西班牙表現強勁。我們的預測受以下因素支持：實質可動用收入、央行已減息有助刺激投資，以及「下一代歐盟基金」對周邊國家的資金投放。然而，我們正注視區內消費動態及勞工市場狀況。



VINCENT MORTIER
集團首席投資總監

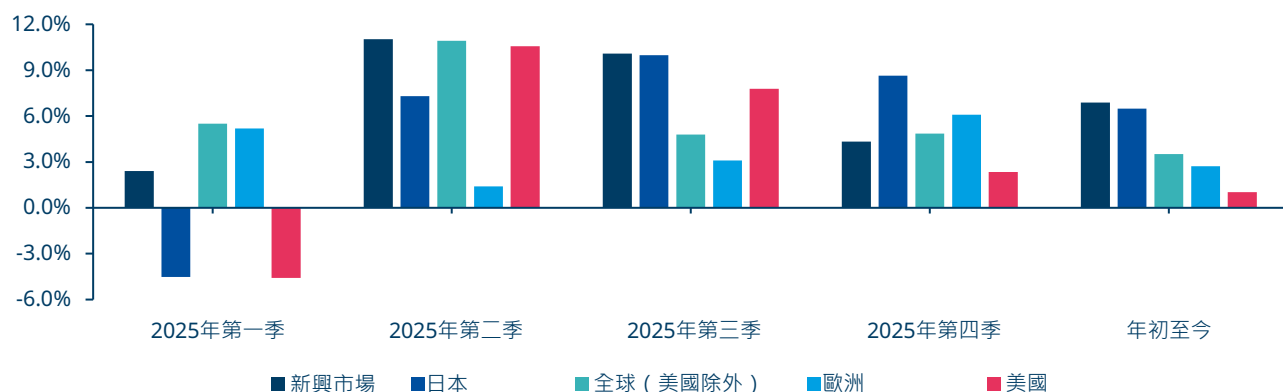


MONICA DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
副集團首席投資總監

股票保持動力：日本及新興市場領漲，美國至今表現落後



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2026年1月23日。新興市場及全球（美國除外）以MSCI指數代表；美國以標準普爾500指數代表；歐洲以歐洲Stoxx 600指數代表；日本以日本TOPIX指數代表。所有指數均以當地貨幣計算。

考慮到財政扶持措施，我們預期今年美國國內生產總值將擴張2%，低於潛在水平。

- 年內，美國消費物價指數由**3.0%**向下修訂至**2.8%**。然而，我們預計通脹將在一段較長時間維持高於聯儲局的2%目標，尤其是考慮到財政刺激措施及即將舉行的中期選舉。我們預期住房通脹（佔消費物價指數約三分之一）將會放緩，可望拉低整體通脹。其次，上調關稅對消費者的影響有限，企業亦正在吸收上漲的成本。我們將繼續監察有關情況。增長方面，上半年的消費將主要受惠於退稅，而我們維持實質國內生產總值增長2%的預測。
- 鑑於本土經濟活動疲軟（房地產市場及消費出現調整），加上外部需求轉弱，**今年中國國內生產總值看來將由2025年的水平減慢至4.4%**。我們認為政府將推出溫和的定向刺激措施，以免經濟硬著陸，但不大可能推行大規模刺激經濟政策。最近於12月底作出的公布與這個觀點相符。
- **金價獲結構性因素支持**。地緣政治局勢緊張（包括特朗普的非常規政策）、結構性趨勢（赤字／債務上升）及央行需求將帶動黃金走高。儘管美國近期在委內瑞拉採取的行動並無影響油價，但如果美國與伊朗局勢升級，將屬觸發油價上升的更相關因素，因為可能會出現供應中斷（通過霍爾木茲海峽）而非供應增加的風險。然而，目前石油市場供過於求，我們預計油價將在第一季面對下行壓力。隨著過剩的供應在下半年減少，布蘭特原油價格可能於每桶60至70美元之間靠穩。

東方匯理資產管理投資研究院：歐元區及美國貨幣政策愈趨不明朗

歐洲央行延遲減息計劃，但今年仍有可能減息兩次。*考慮到歐洲央行對歐元區經濟增長的評估，我們認為央行對目前的政策利率感到安心。雖然我們上調增長預測，但認為歐元區通脹放緩的進程維持不變。因此，我們目前預計歐洲央行在3月公布對該區的預測後，將於今年第二季首次減息（而非第一季）。第二次減息料將於第三季實行，存款利率或會由現時的2.0%降至1.5%，而歐洲央行的決策仍將取決於經濟數據。

聯儲局面對前所未有的壓力。*我們確認對聯儲局今年減息兩次，每次25個基點的預測，但與聯儲局獨立性相關的政治風險偏高。主席鮑威爾就看似出於政治動機的舉措作出反擊，顯示他有意純粹依賴聯儲局的獨立經濟評估來制定貨幣政策。無論如何，這意味後市將會出現波動。存續期方面，我們認為目前並無空間作出絕對的觀點，而是偏好5年期至30年期債券收益率曲線走斜的部署，並對平衡通脹率保持樂觀。

我們預期歐洲央行將於今年下調政策利率兩次，前提是消費維持溫和，通脹放緩及工資增長減慢。我們正密切注視歐洲央行如何修訂其通脹評估，從而進一步釐清其行動方向。

MONICA DEFEND

東方匯理資產管理投資研究院主管

隨著歐洲通脹放緩，美國推出財政扶持措施和出現「政治雜音」，加上中國經濟增長速度趨於穩定並有所放緩，我們維持承險立場，對各項資產類別的觀點如下：

- **固定收益方面**，我們對整體存續期持中性立場，但對美國略為審慎，並對歐洲（包括周邊國家）及英國持正面觀點。企業信貸提供良好息差收益，尤其是歐盟投資級別BBB級和BB級債券。風險圍繞居高不下的通脹，但這並非我們的基本預測。在環球經濟環境令人鼓舞的情況下，我們透過嚴選投資，在新興市場債券領域尋求息差收益。
- **股票方面**，我們看好日本企業管治改革、德國財政刺激措施等結構性主題，並發掘人工智能熱潮以外的公司。鑑於經濟活動強勁及聯儲局放寬政策，新興市場是另一個我們看好的領域。
- **多元資產方面**，我們上調對黃金的觀點，以受惠於其表現穩定的特點，並下調對石油的觀點。至於新興市場，我們審慎上調對拉丁美洲股票的立場。整體而言，我們偏好維持均衡及承險立場。

特朗普對格陵蘭／
北約組織的行動、
美國中期選舉、
關稅及歐洲的
應對措施，將推動
短期市場動力。

整體承險意欲

避險

承險

極端估值抵銷部分強勁動力，促使我們維持現有的風險立場。

與上月比較變動

- **多元資產**：較看好黃金，對石油保持審慎；對新興市場股票變得更為樂觀，但略為調低對歐美的正面看法。
- **外匯**：對美元的觀點上調至中性，對短期歐元轉持略為審慎的觀點。

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

AMAURY
D'ORSAY

固定收益部主管

通脹：歐洲央行政策拼圖的關鍵

市場對歐洲央行減息的定價不對稱，反映投資者預期不會減息。然而，我們認為歐元區的通脹放緩趨勢將會持續，物價壓力低於歐洲央行的2%目標。因此，我們判斷減息的可能性遠高於加息。我們亦正密切關注，歐洲央行內部偏向溫和的聲音能否逐步佔上風，進而令央行更傾向於減息。

美國方面，聯儲局的獨立性、領導層交接，以及已呈現放緩跡象的勞工市場，將繼續成為市場焦點。我們仍聚焦於環球收益率曲線，並透過審慎選擇企業信貸及新興市場債券，以尋求息差收益。

存續期及收益率曲線

- 我們繼續看好英國及歐元區存續期，並對周邊國家持正面立場。我們預期收益率曲線將在中期走斜，但承認此觀點為市場共識，而且已取得顯著進展。因此，雖然我們整體上支持收益率曲線走斜，但正策略性降低對10年期至30年期債券的相關觀點。
- 我們對日本持中性立場，對美國（2年期及30年期債券）存續期略為審慎，但看好通脹掛鉤債券。

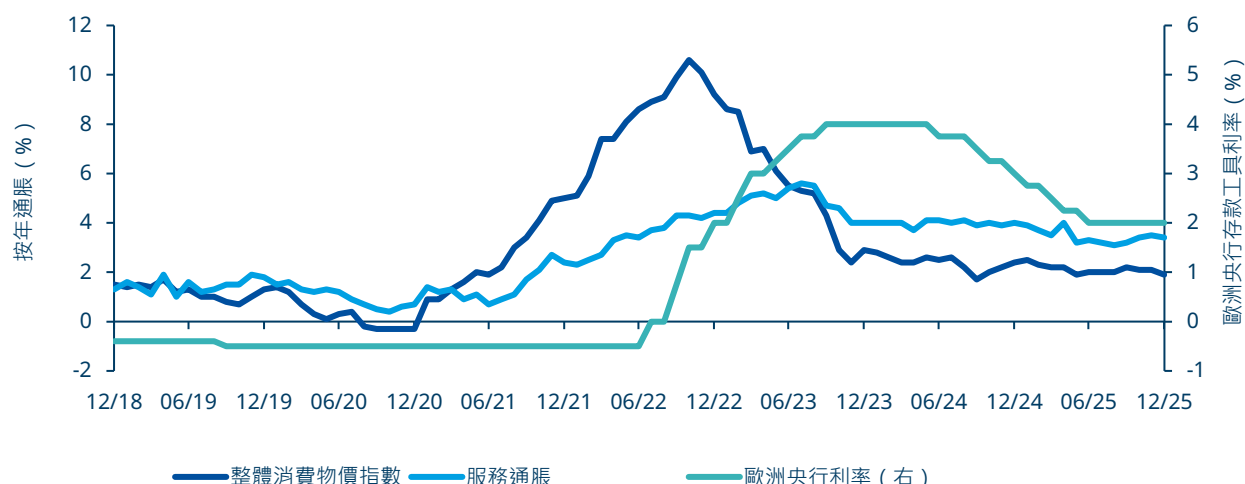
企業信貸

- 從環球角度來看，我們看好歐盟多於英國和美國。
- 企業信貸方面，偏好息差收益多於基本收益（Beta）。基於資本緩衝強勁，我們看好金融多於非金融，並偏好短期多於長期信貸。
- 此外，我們在收益率和質素之間尋求平衡。目前，我們認為處於資本結構低端的信貸（例如BBB級）提供具吸引力的息差收益。

新興市場債券及外匯

- 環球宏觀環境利好新興市場，但地緣政治因素仍可能帶來波動。我們依然看好新興市場，並認為2026年將是以息差收益為主的一年。就本幣、硬貨幣及企業債券而言，我們偏好高收益債券。地區方面，我們看好南撒哈拉非洲及拉丁美洲（例如阿根廷）。
- 至於外匯，我們策略性下調歐元及上調美元至中性。目前市場已反映聯儲局將減息兩次。我們對新興市場外匯維持看好的觀點。

歐洲：通脹（包括服務通脹）及本土消費是歐洲央行減息的關鍵



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博、歐盟統計局。截至2025年1月22日的最新月底數值。

股票

作者

結構性主題更勝市場亢奮情緒

經濟及地緣政治消息好淡紛呈，但美國及歐洲股票於1月仍創下歷史新高。目前，不同地區之間的估值差距及盈利實力，將決定哪個市場表現領先。現正展開的業績期，不僅是為每股盈利增長，更重要的是為資本開支帶來考驗。美國方面，我們關注集中風險、政治不明朗因素，以及人工智能領域的資本錯配。這些風險因素令當前市場要求的估值水平顯得不合理。

我們重申對分散投資的信心，應減少對美國和人工智能超大規模公司的投資，轉向日本、新興市場及歐洲等結構性主題。整體而言，我們的目標是於估值與盈利潛力取得良好平衡時，把握市場波動所帶來的機會。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

已發展市場

- 歐洲去年的盈利增長加快，令人感到安心。以目前估值來看，今年需要實現高單位數的盈利增長，歐洲市場方能表現良好。行業方面，我們看好金融、工業、健康護理及必需消費品。日本受利率正常化、日圓轉強及政治因素影響，市況或會出現短期波動，但長期結構性主題仍具吸引力。
- 歐洲及日本的中小型股具強大投資理據，因其相對於大型股的估值折讓已到達極端水平。質素（資本回報及債務比率）亦逐漸改善。
- 至於人工智能，我們聚焦於電機工程、電力需求及人工智能部署的分類行業。

新興市場

- 聯儲局及歐洲央行放寬貨幣政策，加上區內經濟增長強勁（雖然存在差異）的預期，促使我們對新興市場維持樂觀的看法。
- 我們看好拉丁美洲、新興歐洲及阿聯酋。拉丁美洲估值具吸引力，我們正密切關注其政治環境。巴西方面，我們預期未來12個月的盈利增長正面。
- 至於中國，我們正評估政府的「反內捲」政策及抑制過剩產能的措施，但目前仍維持中性立場。儘管政府正推動經濟增長模式轉向國內消費主導，但我們認為實現目標需時。我們對台灣及沙特阿拉伯保持審慎。
- 行業方面，我們看好通訊服務。

日本：長期投資理據依然充份，但日圓強勢或會帶來短期波動



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博、截至2026年1月23日的最新每周數據。左縱軸上行代表日圓走弱，下行則顯示日圓走強。

多元資產

加強保障，微調風險

美國及歐洲的經濟環境尚算穩健，但在多個資產類別估值高企之際，美國勞工市場已出現放緩跡象。此外，近期的地緣政治消息突顯我們需要審慎行事，並持整體溫和承險的立場。我們對股票及信貸持正面的觀點，支持因素包括盈利周期穩健、動力強勁，以及流動性充裕。具體而言，我們在新興市場發掘潛藏價值的領域，並強調有需要透過黃金增強保障，以及加強美國及歐洲風險資產的對沖。

我們看好歐洲、英國及美國股票，但亦審慎上調對新興市場的立場，對拉丁美洲轉持正面的觀點。整體而言，對比其他新興市場，拉丁美洲的相對估值吸引。作為區內最大經濟體，巴西正處於貨幣寬鬆周期，加上市場預期今年盈利強勁，應對巴西股票構成正面支持。

我們對美國（5年期）及歐盟（10年期）存續期感到樂觀。美國勞工市場疲弱，且關稅上升對通脹的影響有限。我們仍然看好美國國庫券，因為經濟增長或企業盈利可能疲弱，金融環境或會收緊，但相關觀點已透過衍生工具作出對沖。此外，我們繼續偏好意大利政府債券多於德國政府債券，但日本財政壓力持續，因此對日本政府債券保持審慎。歐盟投資級別企業信貸料將展現強勁需求。

綜觀商品市場，我們對黃金更為樂觀。中期刺激因素仍然存在，但目前市場更偏好實物黃金交付而非衍生工具，反映市場對潛在壓力的預期。由於石油輸出國組織對油價的支持有限，我們對石油轉趨審慎。外匯方面，我們看好挪威克朗及日圓兌歐元。日本央行推動利率正常化，或會觸發日圓升值，而挪威通脹高企，應會限制央行的減息空間。

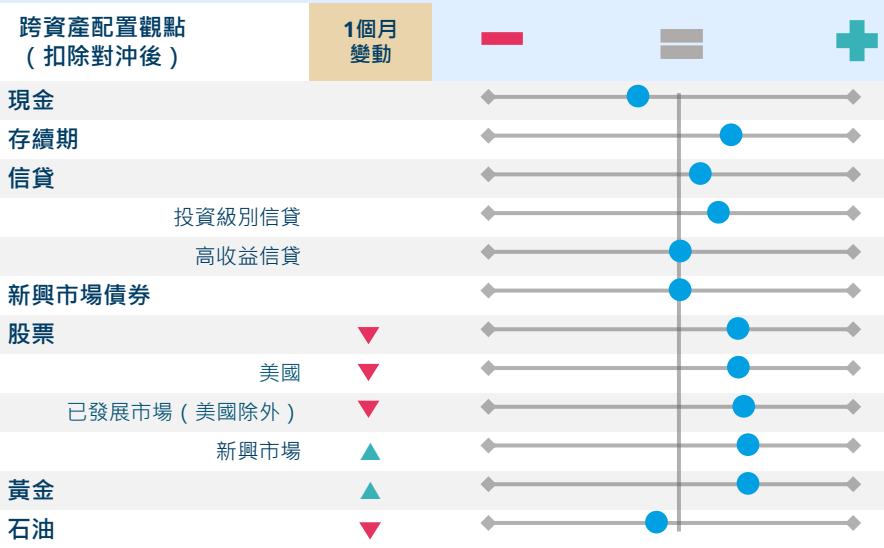
作者

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

「我們略為上調對新興市場股票的立場，並因地緣政治緊張局勢加劇而上調對黃金的觀點，以受惠於其穩定性。」

東方匯理多元資產投資觀點*



資料來源：東方匯理，截至2026年1月21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				◆						
歐盟投資級別債券								◆		
歐盟高收益債券						◆				
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								◆		
新興市場硬貨幣主權債券								◆		
新興市場本幣債券									◆	
新興市場硬貨幣企業債券								◆		
整體								◆		

環球外匯觀點

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

資料來源：最新全球投資委員會發表的觀點摘要及其後討論，截至2026年1月21日。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