

兩難抉擇的時代

環球股市在10月份升至歷史新高，主要受惠於美國人工智能業的強勁升勢、聯儲局的減息預期，以及德國財政擴張所帶來的利好氣氛。然而，中美貿易摩擦再次升溫、美國信貸事件的憂慮，以及美國政府持續停擺，均令風險資產反覆波動。儘管美國和中國同意延長貿易休戰協議，但仍需觀察這能否長期有效維持。

這項不明朗因素早前增加債券作為避險資產的吸引力，導致美國、歐洲和英國的債券收益率下跌。然而，市場仍然關注政府開支對赤字、債務和法定貨幣（貶值）的長期影響。在這個環境下，金價觸及歷史高位，但其後回落。日本收益率亦明顯反映當地出現財政風險，並導致日圓急劇下跌。

以下是未來數月可能出現的主要經濟主題：

- 美國的人工智能資本開支將會刺激當地經濟增長，但無法完全抵銷消費的跌幅，因為消費仍是美國經濟的重要支柱。消費數據一直穩健，加上資本開支可能帶來的提振作用，促使我們上調美國2025年（1.9%）和2026年（1.9%）的增長預測。不過，勞工市場依然疲弱，故我們作出「整體疲弱趨勢並無改變」的結論。科技業的投資尚未創造大量新職位，亦難以在短期內刺激就業市場。因此，我們預期收入動態將會放緩，消費則會趨於溫和。



VINCENT MORTIER

集團首席投資官



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

選擇真正的避險工具：黃金在下半年大幅變化後有所回落



大部分已發展市場
將維持財政擴張
政策，中國則
反其道而行，致力
減少過剩產能，
轉為由國內消費
主導的增長模式。

- 歐元區今年的經濟增長可能放緩，然後於2026年中開始回升，但仍會低於長期趨勢。我們評估發現，由於德國可能延遲推出及調整財政刺激措施，加上出口受壓，短期及明年初經濟存在下行風險，但西班牙及意大利的經濟活動將持續穩健。從美國對俄羅斯實施的最新制裁可見，美國更有可能在安全問題上與歐盟保持一致立場。雖然事態發展很大程度取決能否有效執行制裁措施，但只要烏克蘭戰爭出現停火跡象（目前尚有變數），都會對歐洲經濟和資產帶來正面影響。
- 財政手段日趨重要。美國可能秉持財政擴張方針（市場尚未反映這項風險），但會略作整固；日本的政治格局分裂，加上新任政府的施政意向反映民粹主義政策將會成為主流，因此財政擴張將會延續。德國亦會朝著這個方向前進，但重要的是當地擁有不可或缺的財政空間。
- 中國的2026年經濟增長預測已獲上調，因為增長可望接近政府目標，而我們預期當局不會推行大型財政刺激措施。雖然如此，政府會否決定提供財政或貨幣刺激，亦要取決於美國對華貿易政策如何演變。整體而言，反內捲政策、國內消費疲弱及房地產行業投資萎縮，均預示短期經濟活動低迷。

東方匯理資產管理投資研究院：聯儲局將會減息；政治壓力亦成為焦點

我們對聯儲局減息的預測維持不變*。一如我們所料，聯儲局已於10月下調利率，並可能在今年再減息一次，並於明年減息兩次。我們是根據對經濟的基本評估作出上述預測，但不能排除聯儲局可能由於政治壓力而進一步減息。儘管如此，聯儲局的行動亦會受以下因素影響：(1)企業把美國加徵關稅轉嫁消費者的程度；(2) 核心服務通脹放緩的速度。歐元區方面，歐洲央行今年可能再減息一次，並在2026年上半年減息一次。至於英倫銀行，我們現在認為該行將在今年12月下調政策利率。

中國早前舉行的四中全會確定未來五年的優先政策方向，重申政府銳意發展現代化產業體系、建立關鍵技術的自立自強能力、實現科技戰略自主，以及建構強大和獨立的供應鏈。這些優先事項將塑造未來數年的經濟政策。貨幣政策方面，如果美國貿易政策令貿易環境過於反覆波動，中國人民銀行或會加推寬鬆措施。

正當經濟放緩但尚未陷入衰退之時，聯儲局等環球央行剛好處於減息階段。
通脹預期、關稅及政治壓力將令聯儲局的任務更為複雜。

MONICA DEFEND

東方匯理資產管理投資研究院主管

美國科技資本開支周期、全球財政刺激措施，以及央行在經濟仍然增長的情況下放寬政策，均為風險資產提供利好因素。

另一方面，美國通脹可能仍高於目標，歐洲或會出現內需壓力，貿易戰亦尚未結束。此外，儘管市場流動性充裕，但可能迅速耗盡。受這些因素影響，我們對風險資產持略為正面的觀點。

- **環球固定收益**方面，我們對存續期整體持中性觀點，但看好投資級別信貸及新興市場債券。我們偏好歐洲債券多於美國債券，並對日本保持審慎。美國加徵關稅的影響尚未完全反映於通脹，但未來數月的情況可能有變。
- **股票**方面，美國市場的估值偏高，投資者宜發掘歐洲、英國和新興市場等其他地區的機會。然而，美國不同行業（包括科技業）的盈利業績穩健，支持選股理據。在新興市場中，我們看好巴西、墨西哥和印度。
- 至於**多元資產**，我們降低看好美國存續期的立場，但整體仍然正面。此外，中美就貿易和地緣政治競爭方面的談判進度，可能影響部分新興市場資產的表現，而我們對此大致保持樂觀。商品方面，繼金價在年內稍早時間上升後，我們下調對黃金的樂觀看法。

我們對風險維持正面觀點，並認為人工智能的變革力量有助提升不同行業的生產力。

整體承險意欲

避險

承險

我們對股票和信貸等風險資產持略為正面的觀點，並在質素、盈利實力和估值之間取得平衡。

與上月比較變動

- **股票**：地區方面，我們對美國轉為中性，減少對美國增長股的負面看法，看好歐洲的程度略有下降。
- **多元資產**：對美國存續期和黃金的看好程度降低。對巴西雷亞爾和墨西哥披索兌人民幣的評級下調至中性，並加強對其他對沖工具的看法。
- **外匯**：在調整策略下，我們對美元轉持中性立場，對日圓的看好程度轉弱。

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

留意美國通脹預期

隨著美國關稅的影響逐漸浮現，美國的消費壓力可能影響當地經濟活動。另一方面，儘管通脹預期仍然受控，但擴張性財政政策、聯儲局傾向減息，以及美國關稅轉化為實體經濟通脹，均可能改變這個情況。因此，收益率曲線將進一步走峭。歐洲的通脹似乎並未帶來問題，但內需可能成為隱憂。

此外，我們認為新興市場可望長遠抵禦中美地緣政治競爭的影響，但在貿易談判期間可能出現波動。我們亦相信，聯儲局減息和美元轉弱將利好新興市場的中期表現。企業信貸方面，我們將繼續探索高利差領域，並致力與質素取得平衡。

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

存續期及收益率曲線

- 我們對美國及歐洲存續期持中性立場。歐洲方面，相比德國和法國，我們看好意大利及西班牙。隨著法國政局的不明朗因素減少，我們正尋找機會下調審慎立場。
- 英國存續期是我們的主要確信觀點，亦是看好的領域。領先指標仍然反映勞工市場疲弱。
- 日本方面，我們繼續看淡存續期。

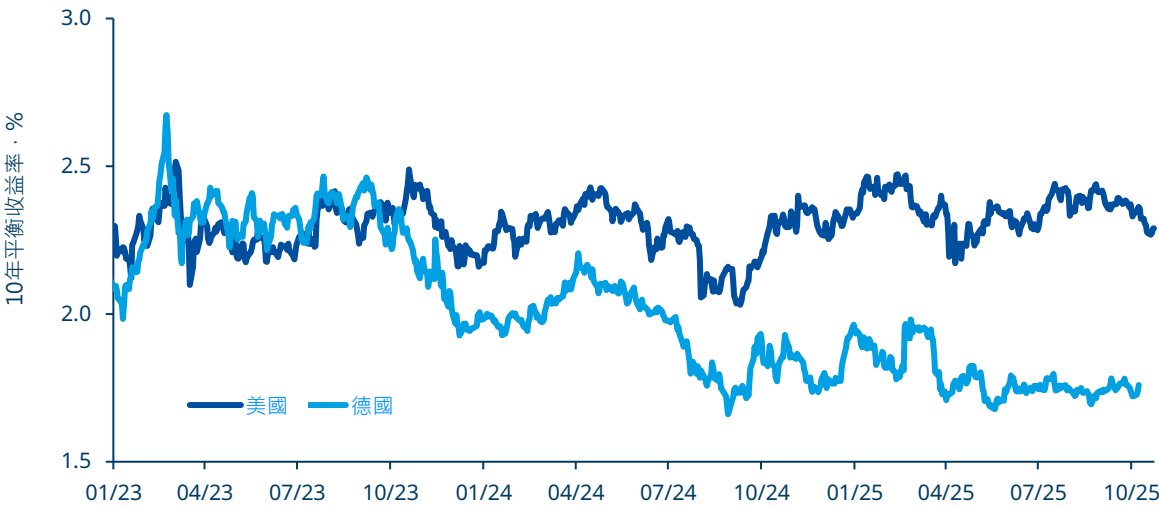
信貸及新興市場債券

- 信貸不盡相同，因此我們以質素為先。歐洲投資級別的息差已收窄，但我們認為仍有進一步收縮的空間。基本因素強勁，尤其是金融行業。
- 新興市場債券方面，我們普遍持看好態度，但避免投資於估值過高的領域。具體來說，我們看好今年表現強勁的本地貨幣債券。我們偏好拉丁美洲高收益債券，多於亞洲低收益債券。

外匯

- 在主動策略下，我們把美元評級上調至中性。儘管我們認為美元長期表現欠佳，但短期仍有整固空間。至於日圓，我們持看好態度，但程度不如以往。我們正觀察日本央行的立場，以及新任首相有否出現財政失紀的行為。
- 新興市場外匯的投資領域廣泛，我們對此持正面和審慎挑選的態度。我們看好巴西雷亞爾、智利披索和印度盧比。整體而言，亞洲外匯估值便宜，但亦有例外情況。

美國通脹預期仍然穩定，但高於歐洲水平



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年10月23日。平衡收益率用以量度通脹預期。

股票

作者

盈利韌性成為增長動力

受人工智能投資氣氛等多項因素的支持，股票市場自9月初起表現強勁。我們認為重要的考量因素在於：人工智能刺激企業盈利的程度，以及這些行業的合理估值溢價。因此，儘管我們相信這類技術具備提升生產力的長期潛力，但我們無意支付過高的估值。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

我們的目標仍然是識別在盈利、估值和產品特色方面取得卓越平衡的企業。我們在歐洲、英國、日本和新興市場，以及美國價值股中發現更多此類企業。具體來說，基於全球貿易不明朗因素，我們正在這些地區尋找較受內需影響的公司。

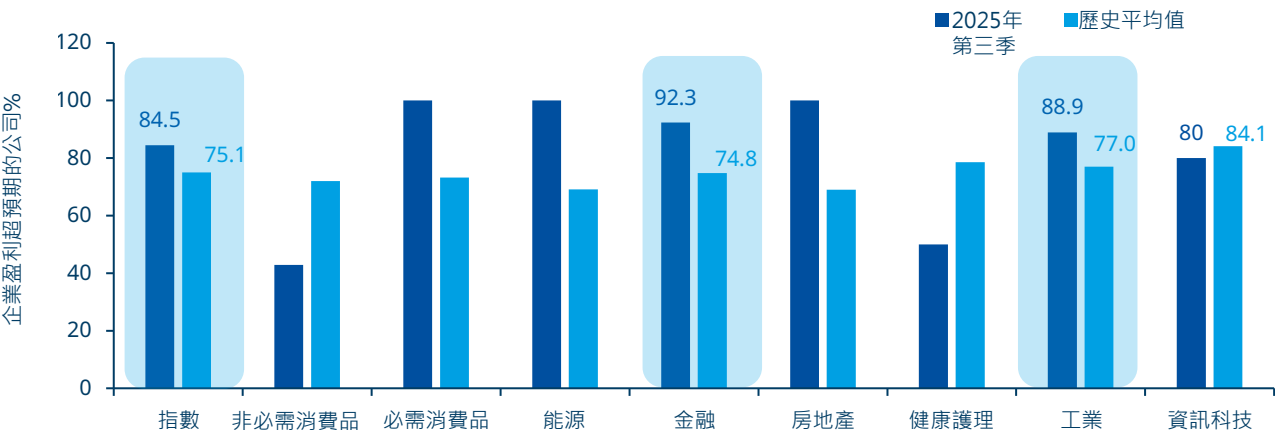
已發展市場

- 美國方面，宜避免集中風險，並偏好價值股。我們看好資本財貨股（受惠於自動化、可持續發展和回流等主題）。鑑於信貸成本偏低、放寬監管及貸款增長，我們看好銀行股。
- 至於歐洲，投資者透過數據中心等涉足人工智能科技相關主題。此外，我們看好中型股，因其估值吸引，並面向當地市場。鑑於銀行業的財政實力強勁和盈利增長穩健，我們繼續看好銀行股。
- 股息率高、估值利好及市場具防禦特性，令英國股票成為有效的多元化投資工具。至於日本，股份回購及股息可觀，反映該國的企業管治改革有效，令我們繼續看好當地市場。

新興市場

- 預期美元轉弱及新興市場經濟強勁增長，令我們繼續整體看好該區。
- 綜觀區內，我們明顯發現個別投資良機。例如拉丁美洲，特別是巴西和墨西哥。巴西的估值非常吸引，通脹回落，美國和當地利率也會下調；這些因素均為巴西的投資理據提供支持。
- 亞洲方面，我們看好印度，並發現信貸增長出現初步改善跡象。另一方面，我們對台灣取態審慎，並對中國持中性態度。
- 至於行業層面，我們看好必需消費品、房地產和通訊服務行業。相反，由於估值過高，我們對科技股持審慎態度。

第三季初至今，企業盈利帶來驚喜的美國公司高於平均值



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2025年10月23日。截至本日期，已有141家標準普爾500指數成分公司公布了第三季業績。由於通訊服務、材料和公用事業的盈利未出現超預期情況，因此未於本圖列示。

多元資產

承險：調整存續期和黃金配置

美國經濟至今仍然保持強韌，但貿易政策和關稅對消費及通脹造成影響，令前景更為複雜。歐洲的出口壓力顯而易見，本地需求亦可能略為脆弱。儘管如此，整體經濟尚未陷入衰退。在這個環境下，各國央行願意減息，政府亦提供財政支持。不過，貿易關係緊張、地緣政治和估值等不利因素依然存在。因此，我們認為有必要加強對沖。

我們看好美國和英國股市。在環球流動性充裕時期，人工智能動力正主導美國企業盈利表現。不過，我們認為需要關注估值偏高的情況，並透過中型股來實現多元化投資的觀點。憑著防禦性特質和高股息，我們亦看好英國股票。至於中國及廣泛新興市場，由於估值吸引，加上新興市場央行正實施寬鬆政策，因此我們仍感樂觀。然而，與美國的貿易談判進程，可能令部分新興市場資產表現波動。因此，我們把巴西雷亞爾和墨西哥披索兌人民幣的觀點下調至中性。我們亦正在觀察巴西政府的財政狀況。已發展市場外匯方面，我們仍看好歐元 / 美元，以及挪威克朗和日圓兌歐元。

存續期方面，我們把美國5年期國債的確信度減半。美國通脹居高不下。雖然聯儲局將會減息，但幅度不會如市場預期般進取。另外，我們繼續看好歐元區10年期國債（處於通脹放緩階段及增長乏力）和意大利政府債券，但對日本政府債券持審慎態度。信貸方面，由於風險情緒利好，我們繼續看好歐盟投資級別債券和新興市場債券。

最後，我們降低對黃金的正面看法。雖然我們對美元取態審慎，但在短期可能出現整固。因此，如果美元升值，我們需要採取保障措施。股票方面，對沖已發展市場的理據仍然存在。

作者

FRANCESCO SANDRINI

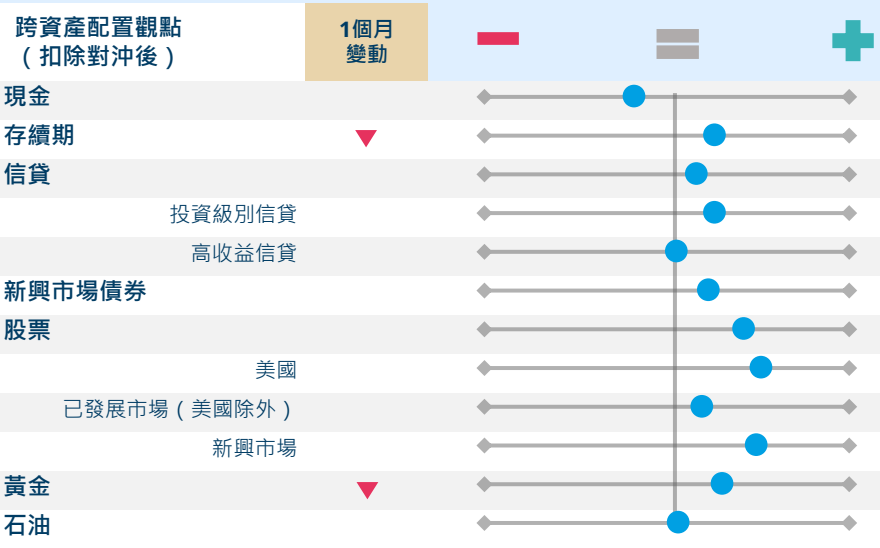
意大利投資總監及
環球多元資產部主管

JOHN O'TOOLE

環球主管 - 投資總監方案

「由於通脹居高不下，
我們降低對
美國存續期的確信度。
如果聯儲局未能在
未來數月一如市場
預期般大幅減息，
市場可能感到失望。」

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10月22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	▲					◆				
歐元					◆					
英鎊					◆					
日圓	▼						◆			
新興市場外匯*							◆			

資料來源：全球投資委員會於2025年10月22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