

两难抉择的时代

全球股市在10月份涨至历史新高，主要受益于美国人工智能业的强劲升势、美联储的降息预期，以及德国财政扩张所带来的利好气氛。然而，中美贸易摩擦再度升温、美国信贷事件的担忧，以及美国政府持续停摆，都令风险资产反复波动。尽管美国和中国同意延长贸易休战协议，但仍需观察这能否长期有效维持。

这项不明朗因素此前提升了债券作为避险资产的吸引力，导致美国、欧洲和英国的债券收益率下跌。然而，市场仍然关注政府支出对赤字、债务和法定货币（贬值）的长期影响。在该环境下，金价触及历史高位，但其后回落。日本收益率也明显反映当地出现财政风险，并导致日元急剧下跌。

以下是未来数月或将出现的主要经济主题：

- 美国的人工智能资本支出将会刺激当地经济增长，但无法完全抵消消费的跌幅，因为消费仍是美国经济的重要支柱。消费数据一直稳健，加上资本支出可能带来的提振作用，促使我们上调美国2025年（1.9%）和2026年（1.9%）的增长预测。不过，劳动力市场依然疲弱，故我们作出“整体疲弱趋势并无改变”的结论。科技业的投资尚未创造大量新职位，也难以在短期内刺激就业市场。因此，我们预期收入动态将会放缓，消费则会趋于温和。



VINCENT MORTIER
集团首席投资官



MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院院长



PHILIPPE
D'ORGEVAL
副集团首席投资总监

选择真正的避险工具：黄金在下半年大幅变化后有所回落



大部分发达市场将维持财政扩张政策，中国则反其道而行，致力于减少过剩产能，转为由国内消费主导的增长模式。

- 欧元区今年的经济增长可能放缓，然后于2026年中开始回升，但仍会低于长期趋势。我们的评估发现，由于德国可能延迟推出和调整财政刺激措施，加上出口承压，短期和明年初经济存在下行风险，但西班牙和意大利的经济活动将持续稳健。从美国对俄罗斯实施的最新制裁可见，美国更有可能在安全问题上与欧盟保持一致立场。虽然事态发展很大程度取决能否有效执行制裁措施，但只要乌克兰战争出现停火迹象（目前尚有变数），都会对欧洲经济和资产带来正面影响。
- 财政手段日趋重要。美国可能秉持财政扩张方针（市场尚未反映这项风险），但会略作整固；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义政策将会成为主流，因此财政扩张将会延续。德国也会朝着这个方向前进，但重要的是当地拥有不可或缺的财政空间。
- 中国的2026年经济增长预测已获上调，因为增长有望接近政府目标，而我们预期当局不会推行大型财政刺激措施。虽然如此，政府是否会决定提供财政或货币刺激，也要取决于美国对华贸易政策如何演变。整体而言，反内卷政策、国内消费疲弱和房地产板块投资萎缩，都预示短期经济活动低迷。

东方汇理资产管理投资研究院：美联储将会降息；政治压力也成为焦点

我们对美联储降息的预测维持不变*。一如我们所料，美联储已于10月下调利率，并可能在今年再降息一次，并在明年降息两次。我们是根据对经济的基本评估作出上述预测，但不能排除美联储可能由于政治压力而进一步降息。尽管如此，美联储的行动也会受以下因素影响：(1)企业把美国加征关税转嫁消费者的程度；(2)核心服务通胀放缓的速度。欧元区方面，欧洲央行今年可能再降息一次，并在2026年上半年降息一次。至于英伦银行，我们现在认为该行将在今年12月下调政策利率。

中国早前举行的四中全会确定未来五年的优先政策方向，重申政府锐意发展现代化产业体系、建立关键技术的自立自强能力、实现科技战略自主，以及建构强大和独立的供应链。这些优先事项将塑造未来数年的经济政策。货币政策方面，如果美国贸易政策使贸易环境过于反复波动，中国人民银行可能会加推宽松措施。

正当经济放缓但尚未陷入衰退之时，美联储等全球央行刚好处于降息阶段。通胀预期、关税和政治压力将使美联储的任务更为复杂。

MONICA DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院院长

*截至2025年10月30日。

美国科技资本支出周期、全球财政刺激措施，以及央行在经济仍然增长的情况下放宽政策，都为风险资产提供有利因素。

另一方面，美国通胀可能仍高于目标，欧洲或会出现内需压力，贸易战也尚未结束。此外，尽管市场流动性充裕，但可能迅速耗尽。受这些因素影响，我们对风险资产持略为正面的态度。

- **全球固定收益**方面，我们对久期整体持中性观点，但看好投资级别信贷和新兴市场债券。我们偏好欧洲债券多于美国债券，并对日本保持审慎。美国加征关税的影响尚未完全反映于通胀，但未来数月的情况或有变化。
- **股票**方面，美国市场的估值偏高，投资者宜发掘欧洲、英国和新兴市场等其他地区的机会。然而，美国不同板块（包括科技业）的盈利业绩稳健，支持选股理据。在新兴市场中，我们看好巴西、墨西哥和印度。
- 至于**多元资产**，我们降低看好美国久期的立场，但整体仍然正面。此外，中美就贸易和地缘政治竞争方面的谈判进度，可能影响部分新兴市场资产的表现，而我们对此大致保持乐观。大宗商品方面，继金价在年内稍早时间上升后，我们下调对黄金的乐观看法。

我们对风险维持正面观点，并认为人工智能的变革力量有助提升不同板块的生产力。

整体承险意欲

避险



承险



我们对股票和信贷等风险资产持略为正面的观点，并在质量、盈利实力和估值之间取得平衡。

与上月比较变动

- **股票**：地区方面，我们对美国转为中性，减少对美国增长股的负面看法，看好欧洲的程度略有下降。
- **多元资产**：对美国久期和黄金的看好程度降低。对巴西雷亚尔和墨西哥比索兑人民币的评级下调至中性，并加强对其他避险工具的看法。
- **外汇**：在调整策略下，我们对美元转持中性立场，对日元的看好程度转弱。

整体承险意欲是不同投资平台和全球投资委员会共同对高风险资产（信贷、股票、大宗商品）持有的定性观点。我们的观点或会调整，以反映市场和经济环境的变化。

ECB=欧洲央行；DM=发达市场；EM=新兴市场；CBs=央行；IG=投资级别；HY=高收益；HC=硬货币；LC=本币。至于其他词汇的定义，请参阅本文件末页。

留意美国通胀预期

随着美国关税的影响逐渐浮现，美国的消费压力可能影响当地经济活动。另一方面，尽管通胀预期仍然受控，但扩张性财政政策、美联储倾向降息，以及美国关税转化为实体经济通胀，都可能改变这个情况。因此，收益率曲线将进一步走陡。欧洲的通胀似乎并未带来问题，但内需可能成为隐忧。

此外，我们认为新兴市场有望长远抵御中美地缘政治竞争的影响，但在贸易谈判期间可能出现波动。我们也相信，美联储降息和美元转弱将利好新兴市场的中期表现。企业信贷方面，我们将继续探索高利差领域，并致力于与质量取得平衡。

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

久期和收益率曲线

- 我们对美国和欧洲久期持中性立场。欧洲方面，相比德国和法国，我们看好意大利和西班牙。随着法国政局的不明朗因素减少，我们正寻找机会下调审慎立场。
- 英国久期是我们的主要确信观点，也是看好的领域。领先指标仍然反映劳动力市场疲弱。
- 日本方面，我们继续看淡久期。

信贷和新兴市场债券

- 信贷不尽相同，因此我们以质量为先。欧洲投资级别的利差已收窄，但我们认为仍有进一步收缩的空间。基本面强劲，尤其是金融板块。
- 新兴市场债券方面，我们普遍持看好态度，但避免投资于估值过高的领域。具体来说，我们看好今年表现强劲的本地货币债券。我们偏好拉丁美洲高收益债券，多于亚洲低收益债券。

外汇

- 在主动策略下，我们把美元评级上调至中性。尽管我们认为美元长期表现欠佳，但短期仍有整固空间。至于日元，我们持看好态度，但程度不如以往。我们正观察日本央行的立场，以及新任首相有否出现财政失纪的行为。
- 新兴市场外汇的投资领域广泛，我们对此持正面和审慎挑选的态度。我们看好巴西雷亚尔、智利比索和印度卢比。整体而言，亚洲外汇估值便宜，但也有例外情况。

美国通胀预期仍然稳定，但高于欧洲水平



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年10月23日。平衡收益率用以量度通胀预期。

股票

作者

盈利韧性成为增长动力

受人工智能投资气氛等多项因素的支持，股票市场自9月初起表现强劲。我们认为重要的考量因素在于：人工智能刺激企业盈利的程度，以及这些板块的合理估值溢价。因此，尽管我们相信这类技术具备提升生产力的长期潜力，但无意支付过高估值。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

我们的目标仍然是识别在盈利、估值和产品特色方面取得卓越平衡的企业。我们在欧洲、英国、日本和新兴市场，以及美国价值股中发现更多此类企业。具体而言，基于全球贸易不明朗因素，我们正在这些地区寻找较受内需影响的公司。

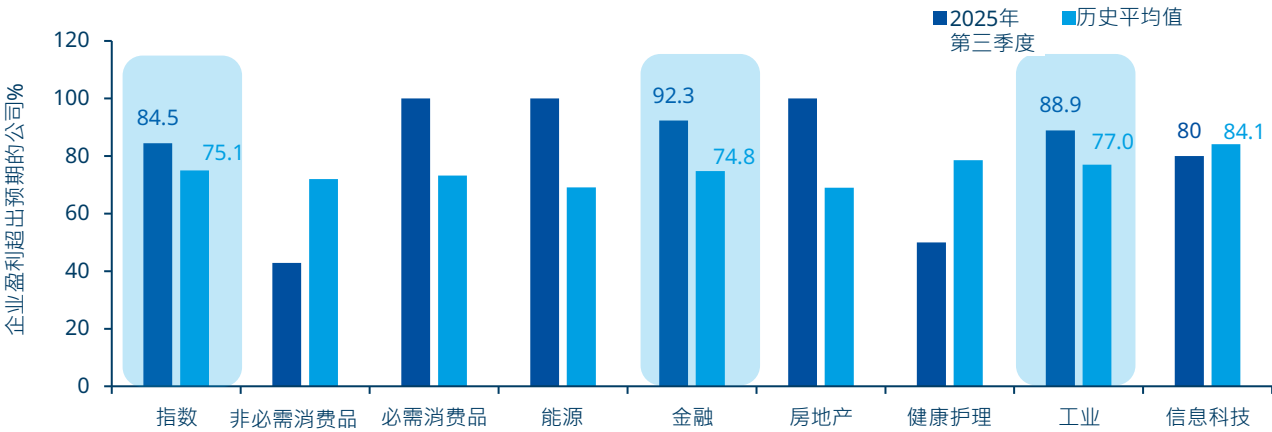
发达市场

- 美国方面，宜避免集中风险，并偏好价值股。我们看好资本财货股（受益于自动化、可持续发展和回流等主题）。鉴于信贷成本偏低、放宽监管和贷款增长，我们看好银行股。
- 至于欧洲，投资者通过数据中心等涉足人工智能科技相关主题。此外，我们看好中盘股，因其估值吸引，并面向当地市场。鉴于银行板块的财政实力强劲和盈利增长稳健，我们继续看好银行股。
- 股息率高、估值利好和市场具防御特性，令英国股票成为有效的多元化投资工具。至于日本，股份回购和股息可观，反映该国的企业治理改革有效，令我们继续看好当地市场。

新兴市场

- 预期美元转弱和新兴市场经济强劲增长，令我们继续整体看好该区。
- 综观区内，我们明显发现个别投资良机。例如拉丁美洲，特别是巴西和墨西哥。巴西的估值非常吸引，通胀回落，美国和当地利率也会下调；这些因素都为巴西的投资理据提供支持。
- 亚洲方面，我们看好印度，并发现信贷增长出现初步改善迹象。另一方面，我们对台湾取态审慎，并对中国持中性态度。
- 至于板块层面，我们看好必需消费品、房地产和通讯服务板块。相反，由于估值过高，我们对科技股持审慎态度。

第三季度初至今，企业盈利超出预期的美国公司高于平均值



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年10月23日。截至本日期，已有141家标准普尔500指数成分公司公布了第三季度业绩。由于通信服务、材料和公用事业的业绩并未出现超预期情况，因此未于本图列示。

多元资产

承险：调整久期和黄金配置

美国经济至今仍然保持强韧，但贸易政策和关税对消费和通胀造成影响，使前景更为复杂。欧洲的出口压力显而易见，本地需求也可能略为脆弱。尽管如此，整体经济尚未陷入衰退。该环境下，各国央行愿意降息，政府也提供财政支持。不过，贸易关系紧张、地缘政治和估值等不利因素依然存在。因此，我们认为有必要加强避险。

我们看好美国和英国股市。在全球流动性充裕时期，人工智能动力正主导美国企业盈利表现。不过，我们认为需要关注估值偏高的情况，并通过中盘股来实现多元化投资策略。凭借防御性特质和高股息，我们也看好英国股票。至于中国和广泛新兴市场，由于估值吸引，加上新兴市场央行正实施宽松政策，因此我们仍感乐观。然而，与美国的贸易谈判进程，可能令部分新兴市场资产表现波动。因此，我们把巴西雷亚尔和墨西哥比索兑人民币的观点下调至中性。我们也正在观察巴西政府的财政状况。发达市场外汇方面，我们仍看好欧元/美元，以及挪威克朗和日元兑欧元。

久期方面，我们把美国5年期国债的确信度减半。美国通胀居高不下。虽然美联储将会降息，但幅度不会如市场预期般进取。另外，我们继续看好欧元区10年期国债（处于通胀放缓阶段和增长乏力）和意大利国债，但对日本国债持审慎态度。信贷方面，由于风险情绪利好，我们继续看好欧盟投资级别债券和新兴市场债券。

最后，我们降低对黄金的正面看法。虽然我们对美元取态审慎，但在短期可能出现整固。因此，如果美元升值，我们需要采取保障措施。股票方面，对发达市场进行避险的理据仍然存在。

作者

FRANCESCO SANDRINI

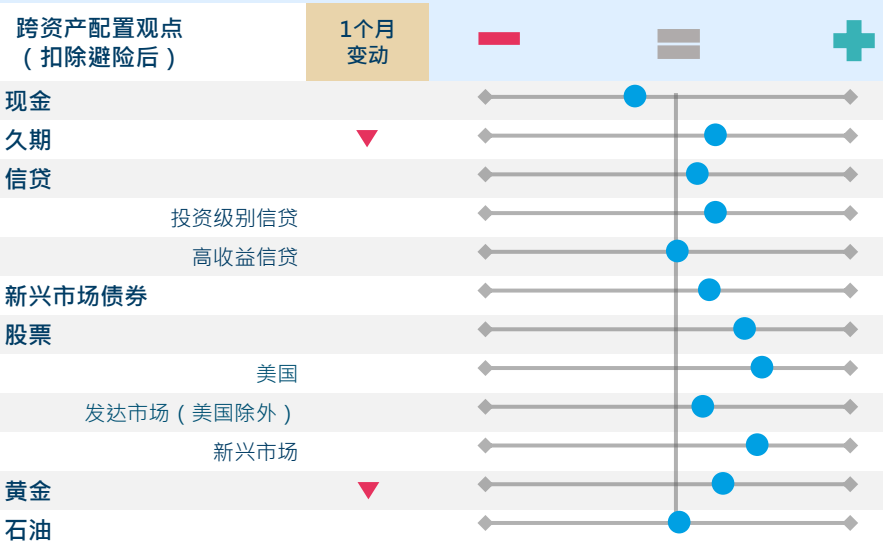
意大利投资总监和
环球多元资产部主管

JOHN O'TOOLE

环球主管 - 投资总监方案

“由于通胀居高不下，我们降低对美国久期的确信度。如果美联储未能在未来数月一如市场预期般大幅降息，市场可能感到失望。”

东方汇理多元资产投资观点*



▼ 较上月看淡
▲ 较上月看好

资料来源：东方汇理，截至2025年10月22日。包括与上月比较变动。上表列出多元资产平台的主要投资观点（包含避险）。*相对于参考资产配置（基准为45%股票、45%债券、5%大宗商品、5%现金）的观点，“=”指中性。由于投资时可能使用衍生工具，+和-的数字可能无法相加。这是于特定时间的评估，可能随时更改。本资料并不拟作为未来业绩的预测，读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明用途，并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来的资产配置或投资组合。

东方汇理对各资产类别的观点

股票观点

发达市场股票	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国	▲					◆				
美国增长	▲			◆						
美国价值							◆			
欧洲	▼						◆			
欧洲中小盘股								◆		
日本							◆			
新兴市场股票	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新兴市场							◆			
新兴市场亚洲							◆			
拉丁美洲								◆		
新兴欧洲、中东及非洲								◆		
新兴市场（中国除外）							◆			
中国						◆				
印度							◆			

固定收益观点

久期	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国						◆				
欧盟						◆				
英国								◆		
日本				◆						
整体						◆				
信贷	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国投资级别债券						◆				
美国高收益债券				◆						
欧洲投资级别债券								◆		
欧洲高收益债券						◆				
整体							◆			
新兴市场债券	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中国国债						◆				
印度国债								◆		
新兴市场硬货币债券								◆		
新兴市场本币债券									◆	
新兴市场企业债券								◆		
整体								◆		

全球外汇观点

外汇	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元	▲					◆				
欧元					◆					
英镑					◆					
日元	▼						◆			
新兴市场外汇*							◆			

资料来源：全球投资委员会于2025年10月22日发表的观点摘要。上表显示对各种资产类别的绝对观点，并以9个级别范围表示，=指中性立场。本文件为于特定时间对市况的评估，并不拟作为未来事件的预测或未来回报的保证。读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明和教学用途，可予更改。本资料并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来资产配置或投资组合。外汇列表呈列全球投资委员会的绝对外汇观点。*代表多个新兴市场货币的综合观点。

▼ 较上月看淡
▲ 较上月看好

重要资料

本文提及的东方汇理是指东方汇理资产管理。本文乃由东方汇理资产管理香港有限公司编制。本文不拟被视为要约或招揽购买或出售证券，当中包括基金份额。本文所载的观点及/或所提及的公司不应被视为东方汇理资产管理的建议。所有意见及估计可以随时作出更改而毋须事先通知。在适用之法律、规则、守则及指引允许的范围内，东方汇理资产管理及其相关公司对任何因使用本文所载之资料而引致的直接或间接损失概不负责。本文只能分发给获准接受之人士，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文及所提及之网站并未得到由中国证券监督管理委员会或香港证券及期货事务监察委员会(「证监会」)的审阅。本文撰写的目的只为提供资讯，并不代表已参考个别可能接收到本文人士的个别投资目标、财务情况及个别需求。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资者不可单靠本文而作出投资决定。投资涉及风险。市场、基金经理以及投资的过往表现及经济市场、股市、债市或经济趋势预测并非将来表现依据。投资回报以非港元或美元为单位可能因汇率波动而令投资总值下跌或上升。投资可跌可升。本文不拟提供予美国公民、美国居民或任何根据美国 1933 年证券法下的规则 S 所定义的「美国人士」。