

央行在经济仍具韧性的情况下逐步放宽政策

过去一年在一些方面表现可谓非同寻常。全球股市屡创新高，新兴市场股票也回升到接近2021年的水平。上述情况是在美国政府采取一些非常规政策（尤其是贸易方面）下出现，并带动避险资产黄金表现亮眼。

事实上，风险光谱两端的资产均取得强劲回报，令人瞩目。近期，欧洲和日本债券收益率上升。值得注意的是，尽管美联储实施降息周期，但美国收益率仍有所上升。虽然货币政策决定对长债造成的影响少于短债，但两者走向背离的情况仍属罕见。

展望未来，财政政策或可发挥重要作用，尤其是在美国、德国和日本，而货币政策预计也将提供支持。因此，消费、劳动力市场和通胀环境将驱动政策决定，而人工智能相关投资也将受到市场更严格的审查。上述发展将伴随美国例外主义的挑战：

- **提高所得税退税金额，预期有望稍微改善美国2026年上半年的增长展望，但不会改变此后的前景。**我们将2026年增长预测由1.9%轻微上调到2.0%，但整体仍然低于潜在增长水平。美国消费放缓反映劳动力市场逐步转弱而非崩溃。此外，特朗普政府关注中期选举，可能会推出一些出乎意料的政策措施。我们预计在中期选举年，通胀因素将显得尤为重要，可能会促使特朗普软化其关税立场。



VINCENT MORTIER
集团首席投资总监

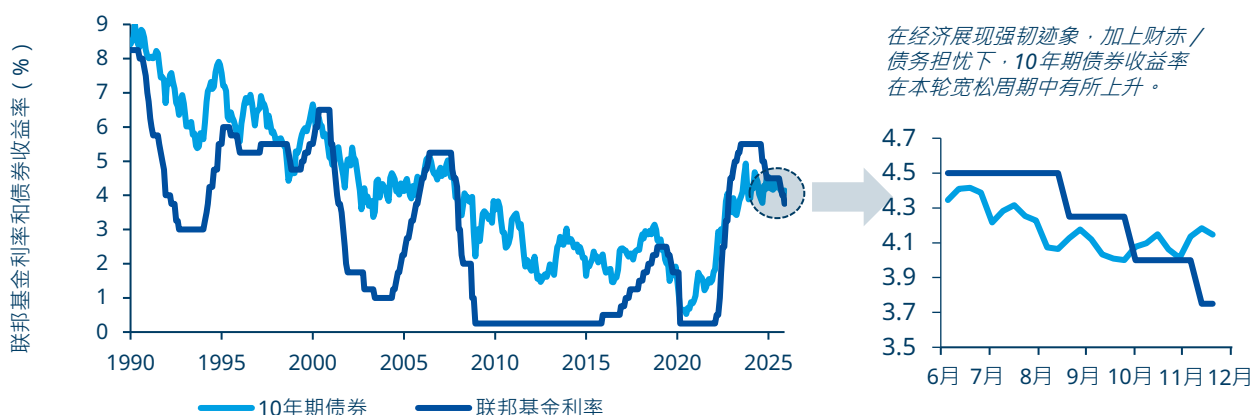


MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院院长



PHILIPPE D'ORGEVAL
副集团首席投资总监

尽管美联储降息，但美国10年期债券收益率近期仍有所上升



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年12月19日。联邦基金利率，区间上限。

特朗普政府的
非正统政策
以及美联储
所承受的压力，
意味美国的
实质收益率
或受到限制，
这将削弱美元作为
避险货币的吸引力。

- 美联储、欧洲央行和英伦银行等全球大部分央行可能会降息。我们预计英伦银行在2026年将会一如去年12月般下调政策利率。重要的是，财政赤字相对国内生产总值的比例下降，将使英伦银行能够下调政策利率。整体而言，这为金边债券创造有利的环境。
- 日本央行在去年12月加息，符合我们的预期。预料该央行将继续成为例外，并于2026年再度加息一次。国内收益率持续上升，将会增加国内债券对本地投资者的吸引力，最终可能引发大规模资本回流。然而，为使名义和实质收益率可持续上升，日本央行需要展示更明确的承诺，以推动利率正常化，但在现阶段似乎不大可能实现。
- 人工智能带来机遇，但市场将对相关资本支出的回报潜力持有疑问，并看好那些能够更清晰说明其投资变现和盈利能力的企业。此外，人工智能的投资周期可能会由超大规模公司扩展到公用事业（即电力供应商），以及生产自动化机器人和自动驾驶汽车 / 自主设备等实体终端产品的工业公司。这些公司对资本的需求较高，信贷市场的供应增加料将反映相关情况。
- 从地缘政治角度来看，中美争夺人工智能主导地位的竞赛很可能会持续。两国将致力建设符合国家利益的人工智能生态系统，尤其中国锐意摆脱对美国的依赖，力求实现“半导体自主”。

东方汇理资产管理投资研究院：货币政策将持续放宽

美联储领导层的不确定性依然存在，但可以肯定的是，新任领导人将更偏向温和立场。货币政策将维持宽松，我们对美联储在2026年降息两次的预测保持不变。去年12月，美联储一如预期降息，并启动“储备管理购买计划”（Reserve Management Purchases），主要购入国库券，反映美联储锐意维持流动性，纵然目前的流动性仍然充裕。此举并不是量化宽松措施，但确实意味着资产负债表的扩张。然而，若政策不确定性上升，并伴随市场波动加剧，相关流动性可能会迅速收缩。

欧洲央行在去年12月做出政策决定后，我们对央行在2026年降息两次的预测维持不变。我们认为欧元区经济增长前景疲弱，欧洲央行可能低估了美国关税对欧洲出口所带来的负面影响。此外，延迟推行ETS2（欧盟第二阶段排放交易制度）或会促使欧洲央行下调其通胀预测。欧洲央行的量化紧缩政策属被动性质，只有在金融状况显著收紧时，欧洲央行才会改变这个立场。我们目前预期不会出现这个情况。

宏观层面的流动性（资产负债表扩张、货币供应等）和市场流动性都充足，但面临政策不确定性和市场波动加剧，流动性可能会迅速收缩。这支持我们的温和风险立场。¹

MONICA DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院院长

*截至2025年12月22日。¹市场流动性源自交易活动，代表在不显著影响价格的情况下买卖证券的速度。

发达市场债务高企和财赤扩大，加上全球地缘政治因素，将持续构成风险。在此环境下，新兴市场在特殊投资机会方面展现出强劲吸引力，尤其是随着发达市场央行逐步放宽政策。下文详述我们的投资观点：

- **固定收益方面**，整体而言，我们对久期持接近中性观点，稍微看好欧盟和英国，但对美国保持审慎。我们已上调对日本久期的观点，并密切关注日本央行的政策行动、通胀和财政政策。尽管市场预计日本央行将会加息，但我们认为其政策仍然滞后，这也是12月份收益率大幅上升的原因。日本推行大规模财政刺激措施，意味着央行即使在2026年仍有可能继续加息。新兴市场债券方面，我们保持乐观，并认为在估值偏高的情况下，存在更多特殊投资机会。
- **股票方面**，我们认为现在是分散投资的时机，但需要更加谨慎做出选择，并倾向投资于在估值、盈利和经济前景方面具备稳健长期信心的领域。此外，我们认为，市场将要求企业在投资科技和人工智能领域的资本回报方面提供更清晰的说明。因此，目前正是转向欧洲等地区的合适时机。印度等新兴市场也蕴藏着与其国内增长潜力相关的投资机遇。
- **多元资产方面**，我们维持主动投资，并在策略上降低对中国股票的信心，同时继续看好新兴市场这一资产类别。至于固定收益，我们降低对日本久期的保守态度，并密切关注货币和财政政策。

市场担忧美国劳动力市场转弱和风险资产估值偏高，但财政和货币支持措施，以及充裕的流动性，有助于缓和市场担忧。在此复杂的背景下，我们略微降低风险偏好。

整体承险意欲



我们在策略上降低整体风险立场，主要是由于承险意欲和技术面出现轻微恶化。

与上月比较变动

- **多元资产**：在策略上调低对中国股票的立场至中性，并降低对日本久期的保守态度。
- **固定收益**：在整体主动策略下，上调对日本久期的观点。
- **外汇**：整体而言更看好新兴市场外汇、上调对欧元的立场至中性，并转为看空美元。

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。

至于其他词汇的定义，请参阅本文件末页。

固定收益

作者

对久期持中性立场，但地区间存在差异

尽管全球经济相当强韧，但主要地区之间仍存在部分轻微差异。举例说，欧元区工资通胀偏低，整体通胀似乎正逐步放缓。即使欧洲央行部分理事会成员近期发表强硬言论，但我们仍预期该央行将在2026年降息。日本方面，我们认为，关键在于日本债券收益率处于何等水平才具有足够吸引力，及政府有多大空间进一步放宽财政政策。

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

在这个环境下，我们倾向分散投资于不同地区，以寻求稳定表现和额外收益。就后者而言，我们发掘企业信贷和新兴市场债券投资机会（从分散投资角度来看也具有优势），从而创造优质收益。

久期和收益率曲线	信贷和新兴市场债券	外汇
<div><ul style="list-style-type: none">▪ 我们的整体久期立场接近中性 — 稍微看好欧元区和英国，但对美国（2年期债券）保持审慎。我们仍预计发达市场（日本除外）收益率曲线走陡。▪ 日本方面，债券收益率上升后，我们转持中性立场。然而，收益率水平仍不足以吸引大量资金回流。另一方面，日本央行将需要控制通胀，突显加息的重要性。</div>	<div><ul style="list-style-type: none">▪ 企业信贷正推动市场追求收益和优质债券。欧盟投资级别债券方面，金融板块具吸引力，其资本缓冲和盈利能力可观。至于高收益债券，我们保持中性，个别电信和金融板块公司提供良好价值。▪ 我们看好新兴市场债券，但认为部分范畴的估值昂贵。我们看好巴西、墨西哥、匈牙利和印度本币债券，其收益率具吸引力，而且这些国家的通胀持续放缓。</div>	<div><ul style="list-style-type: none">▪ 外汇方面，鉴于年底前后出现负面的季节性因素，加上美国例外主义消退，因此我们对美元降至审慎的观点。美联储没有重启加息，关税仍是不确定性来源。▪ 新兴市场外汇方面，我们持轻微看好的观点。我们偏好巴西雷亚尔和土耳其里拉等高收益货币。若俄乌协议取得进展，任何正面情绪可能会在波兰兹罗提等部分东欧货币中反映。</div>

财政宽松和货币紧缩环境最近使日本债券收益率上升



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年12月22日。

股票

作者

投资于欧洲中小盘股以分散风险

全球经济表现相当良好，从市场表现及充裕的流动性可反映出来。市场尚未反映出政策不确定性、消费放缓迹象和高估值风险。在这个环境下，我们仍聚焦于基本面，并继续偏好风险回报充分平衡的企业。我们进一步在美国以外地区物色这类企业。

举例而言，欧洲正积极致力提高公共支出，并把策略性供应链迁回本土。此外，新兴市场今年表现优于发达市场，巩固我们的正面观点。整体来看，我们维持杠铃式投资策略，看好优质工业和防御性板块。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

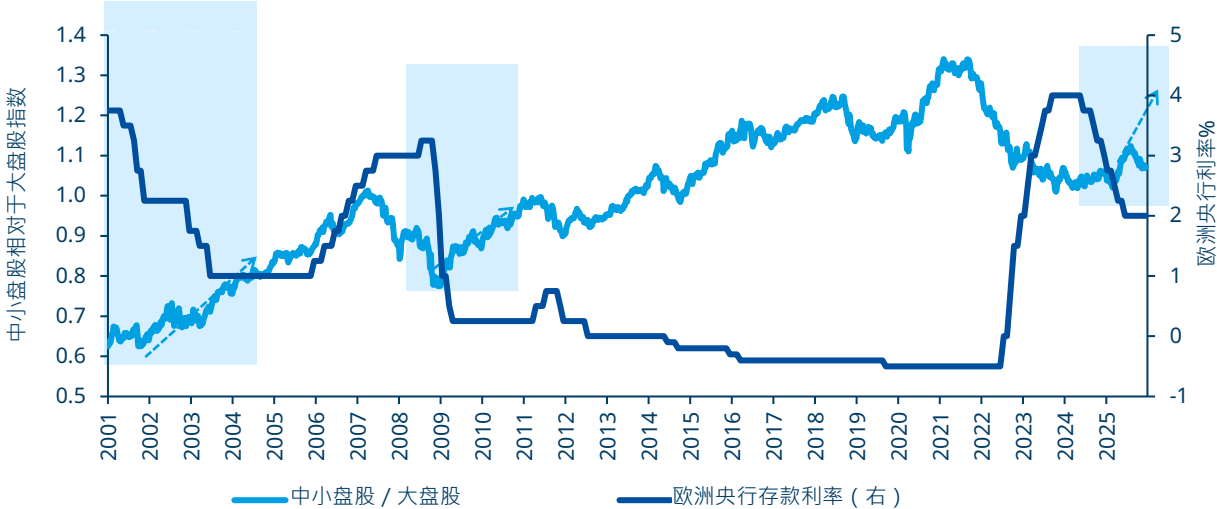
发达市场

- 欧洲方面，国防和基础设施支出计划是长期关键变数，能源价格下跌也应可为该区带来支持。**我们看好欧洲较偏向内需的中小盘股。**人工智能主题方面，我们物色因设备和电力需求增加而受益的企业（为数据中心等提供电力基础设施的公司）。我们也降低以往对欧洲金融板块的保守态度。
- 英国财政预算案获市场广泛接受，估值和股息水平也反映前景具吸引力。
- 相比之下，我们认为美国市场估值昂贵，并严加挑选，而日本估值具吸引力。

新兴市场

- 新兴市场的出口和本土消费主题强劲，但我们倾向严选投资。
- 我们看好拉丁美洲，因为其估值比大部分新兴市场便宜，而我们也偏好新兴欧洲。
- 亚洲方面，我们对中国保持中性，源于其估值高昂，而且宏观环境比过往逊色。我们正在发掘印度股票的投资机会，尤其是金融板块。
- 至于中东和北非地区，尽管南非受政治环境拖累，但盈利状况仍然稳健。近期信贷评级上调印证我们的立场。
- 从板块角度来看，我们对科技、材料和能源板块保持审慎，但看好非必需消费品板块。

欧洲央行降息应可支持较偏向内需的中小型企业



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年12月19日。中小盘股 = MSCI欧洲中小盘股指数。

多元资产

重新调整风险偏好，而非选择退场

美国宏观经济信号不一。就业市场持续恶化，但（恶化的）步伐趋于稳定；同时，美联储放宽政策，并着重维持流动性，而财政政策也提供支持。欧洲消费疲弱，但通胀正在回落。除了这些因素，市场流动性强劲和信贷状况良好，也稍微抵消（但并非完全消除）估值偏高带来的风险。因此，我们对风险资产的观点做出若干调整，但未改变中期立场。此外，在估值偏高的情况下，我们仍然认为投资黄金和对冲发达市场股票等保障措施非常重要。

我们对股票保持乐观，包括美国、英国和欧盟市场。美联储放宽政策和企业盈利带来支持。然而，随着企业对人工智能和整体美国科技领域投入资本支出，市场将日益审视这些投资蕴含的回报潜力。新兴市场方面，中国本地市场投资气氛转差，估值偏高，因此我们在策略上对中国转持中性立场。我们继续监察当地经济环境。我们希望通过广泛新兴市场（包括中国）持正面观点，以维持较均衡配置。

我们仍对久期持正面看法（主要是欧美地区），并在日本央行有意推动政策正常化，使债券收益率近月急升后，调低对日本的负面观点，但我们对日本保持审慎。美国方面，我们认为短债和中期债券比长债更具吸引力。至于欧洲，由于经济增长较为脆弱，我们认为央行将会降息。我们也看好意大利政府债券多于德国政府债券，并继续在欧盟投资级别债券和新兴市场债券寻找价值。

我们的外汇观点取决于美元面临的结构性挑战。此外，我们看好挪威克朗和日元兑欧元。在全球经济稳健增长的情况下，挪威经济的周期性特质将为挪威克朗提供支持。

作者

FRANCESCO SANDRINI

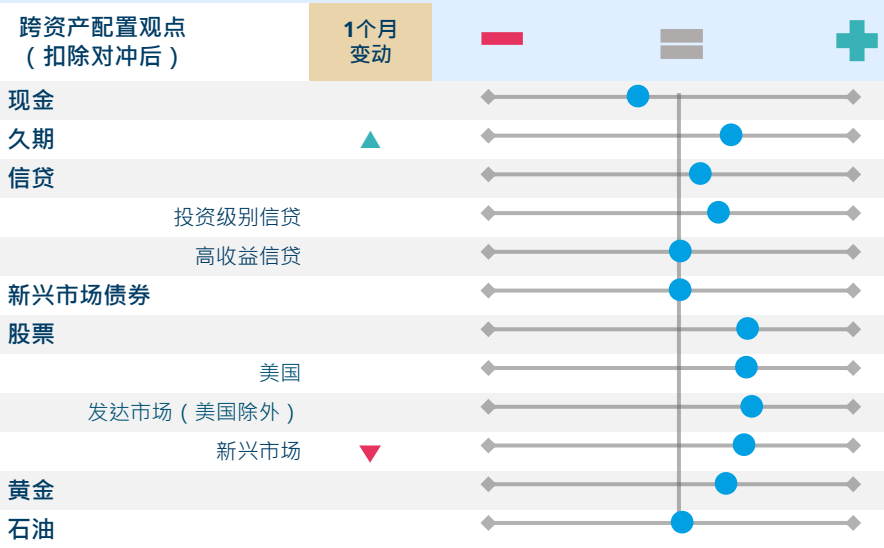
意大利投资总监及
环球多元资产部主管

JOHN O'TOOLE

环球主管 - 投资总监方案

“我们转向采取较均衡的新兴市场股票配置，反映市场显著波动；至于久期，我们在策略上重新调整对日本的观点。”

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12月23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（包含对冲）。*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	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中国政府债券						◆				
印度政府债券								◆		
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	▼				◆					
欧洲	▲					◆				
英镑					◆					
日元							◆			
新兴市场外汇*	▲							◆		

资料来源：全球投资委员会于2025年12月17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。*代表对多种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，当中包括基金股份。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。本文只能分发予获准接受之人士，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」。