

美联储的保就业任务成为市场焦点

美国债券收益率在过去数月下跌，黄金价格则触及历史高位。全球和美国股市也升至新高，主要源于投资者憧憬美国经济持续强劲、货币宽松周期、企业盈利韧性，以及人工智能主导的动力。我们认为当中存在固有的矛盾，但同意货币宽松的观点。矛盾之处在于：若美联储主要因应经济放缓而降息，那么疲弱的劳动力市场、消费，以及最终的企业盈利应已反映经济放缓的影响。

上述各项议题（包括经济增长、通胀和货币宽松）可能出现以下发展：

- **美国的滞胀环境将会加剧**（经济增长趋缓，预计通胀将在短期维持高企）。随着劳动力市场持续疲软，加上工资增长仍备受关注，消费减速将成为影响今年下半年经济增长的关键变数。另一方面，我们预期居民消费价格指数将在短期内维持高于美联储的2%目标，并在未来数月上升。因此，实质收入增长和可动用收入将会承压。
- **尽管通胀居高不下，但在增长压力升温下，美联储和英伦银行可能被迫调降政策利率**。我们仍然预期美联储今年将再降息两次，每次25个基点，并在2026年进一步降息两次，令终端利率在明年上半年底降至约3.25%。



VINCENT MORTIER
集团首席投资官



MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
副集团首席投资官

美国盈利预期和劳动力市场出现分歧（消费减弱）



资料来源：美国劳动统计局、东方汇理资产管理投资研究院、彭博。截至2025年9月17日。职位空缺率 = 职位空缺总数除以就业人数和职位空缺（即是全部已填补和未填补职位）总和

我们认为货币政策
面临一个风险：
欧洲央行可能
(过于)审慎，
政策利率的
下调幅度低于
实际所需，以坚守
其稳定物价的任务。

- 相比之下，预计欧洲央行的降息幅度将低于美联储。我们认为欧洲央行在采取任何利率行动之前，仍会视乎经济数据，预计今年及明年将分别降息一次。我们对终端利率的预测维持在1.50%不变，并预计将于第一季度达到这个水平。虽然欧洲央行上调今年的增长预测，但值得注意的是央行也同时调低了明年的预测。
- 欧元区、美国和英国将继续受到财政政策压力的影响。德国是唯一例外的欧洲国家，因其拥有财政空间，应可支持增长，但德国对欧洲经济的提振程度仍有待观察。美国方面，随着年终将至，有关避免政府停摆的谈判可能会令市场波动。
- 中国经济增长正在趋缓，但这个减速情况未必会促使政府推出大规模财政/货币刺激措施，因为预计增长仍然接近政府目标，而且外围不明朗因素正在减退。然而，中国内地与台湾的关系依然存在不明朗因素。至于印度，欧盟与该国的谈判进展顺利，因此欧盟对印度额外征收二级关税的概率不大。即使是美国，我们也预计两国关系将逐渐改善。

尽管我们注意到货币政策有所分歧，但各国支持经济的意愿确实存在。在这个环境下，当风险资产估值偏高时，波动的市况有望带来机会，让投资者在较稳定和优质的市场领域增加风险水平。

东方汇理资产管理投资研究院：欧洲央行和美联储政策分歧，以及美国通胀对欧洲的影响

美国和欧盟之间的分歧，将令欧洲央行进退两难。美联储继续以比欧洲央行更积极的步伐降息，加上欧元兑美元汇率升值，以及美国关税政策，将严重拖累欧盟出口，最终影响经济增长。届时，欧洲央行必须决定应对措施。其次，美国通胀升温及期限溢价提高，可能为美国长债收益率带来上行压力。这亦可能影响欧洲长债收益率，并为受到沉重债务和财政赤字困扰的政府带来挑战。

服务业在美国整体居民消费价格指数的占比重大，因此我们正密切监察大宗商品价格变化（由于关税）会否影响服务业。此外，企业能否把大宗商品成本的涨幅转嫁消费者，取决于多个微观因素，例如企业定价能力、消费者预期的替代程度和需求弹性。我们认为最有可能出现的情况是，企业同时加价并吸纳部分成本涨幅。

尽管与美国达成贸易协议有助减少关税的不明朗因素，但我们认为当加征关税的影响开始拖累欧盟经济增长，欧洲央行将被迫下调政策利率——今年和明年第一季度分别降息一次。

MONICA DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院主管

我们采取略为正面的风险立场，对不同资产类别的概述如下：

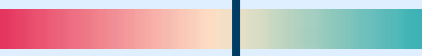
- **固定收益方面**，各地央行在经济并无衰退的环境下处于降息模式（尽管步伐不一），应有利企业信贷。至于收益率曲线，我们维持曲线走斜的观点。
- **全球股市**一直受到多项因素驱动，其中以对科技股和科技资本支出的乐观情绪为主导。我们选择保持务实态度，恪守基本面原则，对美国价值股，以及英国和欧洲中小型股持乐观立场。我们的目标是致力把握特殊因素带来的机会，并进行细致深入的分析。
- **多极世界帮助提升分散投资于新兴市场的吸引力**。美国与中国和印度等新兴市场的贸易关系紧张，以及美联储政策和本土央行政策，都是决定新兴市场回报的重要因素。我们仍整体看好这个资产类别。
- **多元资产方面**，我们正评估英国等国家的短期通胀前景和财政压力。我们在策略上对久期转持中性配置，但整体上仍然看好久期投资，并通过看好股票、信贷和新兴市场，达致良好平衡。此外，我们认为股票需要获得足够的保障，而黄金可发挥稳定投资组合表现的作用。

在对风险维持正面观点的同时，我们正观望人工智能科技如何提高生产力和刺激企业利润率。我们倾向以基本面作为投资理据。

整体承险意欲

避险

承险



我们仍然认为，在全球经济不断演变的环境下，现时不宜大幅增加风险水平，而是根据基本面渐进调整。

与上月比较变动

- **股票**：受全球因素影响，转为轻微看好小盘股。
- **固定收益**：上调欧洲投资级别信贷。
- **多元资产**：下调对英国久期至中性。
- **外汇**：再次对美元取态审慎。

总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

固定收益

作者

受益于信贷收益潜力

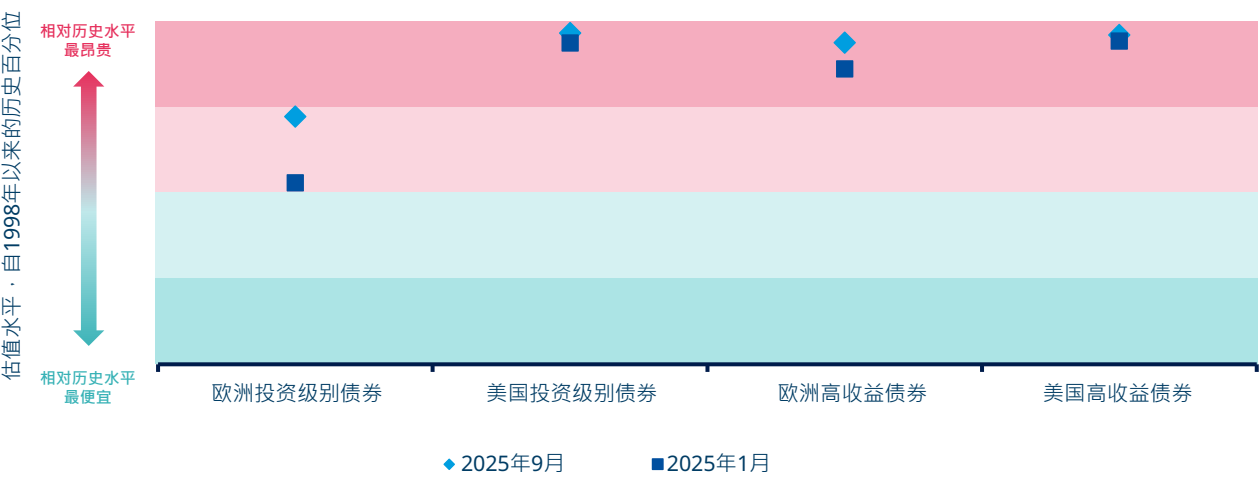
AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

现时出现一个结合两种情况的异常现象：美国经济增长放缓，但部分风险资产却创历史新高。欧元区方面，美国关税和德国财政刺激措施对经济增长的影响仍有待观察。在这环境下，虽然没有任何衰退迹象，但美联储已启动降息周期。即使是我们预期将继续依赖数据行事的欧洲央行，也可能会在临近年底时下调政策利率。

我们认为全球央行降息可望提升信贷市场作为潜在收益来源的吸引力，但投资者应注意估值和质量。因此，现在是一个理想时机，以物色利差具吸引力，且基本面相当稳健的领域。

久期和收益率曲线	企业信贷	外汇
- 我们对久期持中性观点，包括美国和欧洲。美国方面，我们在策略上对目前估值偏高的短期（2年期）债券取态审慎，但看好通胀挂钩债券。 - 相对而言，我们略为偏好欧洲多于美国，也看好欧洲周边国家债券。 - 我们认为美国（5年至30年期）和欧洲（5年至30年期）的收益率曲线应会继续陡化。 - 此外，我们仍看好英国久期，对日本则保持审慎。	- 由于企业基本面持续稳健，加上与美国的贸易协议有助提振市场气氛，我们上调对欧洲投资级别债券的评级，尤其偏好BBB级和BB级信贷领域的中期（3年至7年）债券。 - 我们也看好短期次级金融债券和企业混合证券。 - 板块方面，我们看好银行、保险和房地产。	- 美元目前并无展现强烈的发展方向。随着市场就美联储的降息预期重新定价，我们再次转为审慎。鉴于美联储面对政治压力，美元仍然是我们的关注重点。 - 日本的工资通胀压力可能促使日本央行上调政策利率。我们继续看好日元，但对欧元和英镑保持审慎。

当前估值与1998年以来的历史水平比较



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年9月25日。2025年1月是指2025年1月8日。欧洲投资级别债券、美国投资级别债券、欧洲高收益债券及美国高收益债券为洲际交易所美银企业债券指数。分析基于债券指数的利差。最便宜是指首四分位，最贵是指第四个四分位。

股票

作者

对人工智能的狂热持怀疑态度

美国市场以及某程度上的环球股市一直受到人工智能主题相关的利好消息带动，但我们认为市场对这个主题的大规模资本支出计划过于乐观。关键问题在于：如果出现更廉价（例如“深度求索（DeepSeek）时刻”）且更快速的科技，投资回报将有何影响？此外，财政扩张和央行降息也使乐观情绪升温。不过，我们认为这构成最大的脆弱因素。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

因此，风险管理日趋重要。与此同时，我们正物色一些更细致的主题，例如日本企业改革、英国缔造收益，以及欧洲财政刺激（有利中小盘股）。总体而言，我们仍然聚焦于优质业务模式和估值。

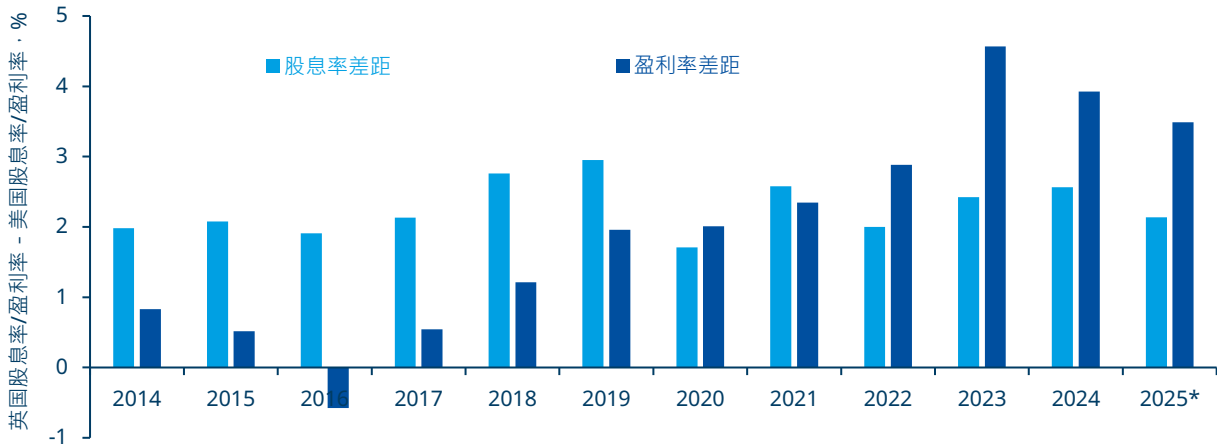
对全球股票的观点

- 考虑到估值水平和市场集中度，我们看好欧洲和日本多于美国。
- 欧洲似乎具备优势，可通过旨在提升区内竞争力的财政和货币政策改革，加上能源成本下降，减轻关税相关的影响。
- 英国股票的相对估值倍数吸引且收益率较高，因此我们维持正面观点。此外，英国市场拥有防御特质，可发挥分散投资的效益，因而具备吸引力。
- 日本方面，我们看好企业改革主题，因为提升盈利能力、资本回报和估值的推动力仍然发挥作用。此外，我们通过投资于银行和保险公司，把握利率正常化带来的机遇。

对板块和风格的观点

- 至于美国，我们偏好价值股，因为呈超买的科技股估值已接近历史高位。我们也看好美国的银行股，预计当前有利的市场环境将会延续，银行可受益于低信贷成本、放宽监管和贷款增长加速等因素。此外，我们看好资本财货股，因为该板块拥有利好条件，以受益于自动化、可持续发展和政府政策推动产业回流等长期主题。
- 至于欧洲，我们看好中型股，其估值较大型股具吸引力，并可望藉德国的财政转变和国防支出计划而受益。另外，法国等国家的市况波动，可为优质周期股带来机会。

英国市场的收益率一贯高于美国，只有极少数例外情况



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年9月18日。过去12个月的股息率及盈利率。*截至2025年9月18日的收益率。

新兴市场

作者

多极世界下的新兴市场

YERLAN
SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

尽管美国经济仍然发挥举足轻重的影响力，但能够适应并把握新科技（例如中国的人工智能）及全球供应链重塑的新兴市场国家（例如印度），将可受益于多极化转变趋势。最近，我们内部讨论的主要议题包括美元弱势，以及美联储的货币宽松政策和特朗普的政策与压力如何影响美元。

从结构性角度来说，新兴市场持续提供**筛选和分散投资的机会**，与**全球经济周期相对脱钩**。因此，我们整体上仍然对这个领域取态乐观，并密切关注美联储的动向、新兴市场国家的特有因素，以及地缘政治风险。

新兴市场债券

- 我们对新兴市场债券持乐观立场，尤其关注货币宽松政策、本土市场的通胀情况和美元疲弱等因素。
- 新兴市场持续增长，加上通胀预期温和，应可为本币债券提供支持。举例说，我们看好拉丁美洲和个别高收益前沿市场。
- 硬货币债券的利差具吸引力，并获得技术面支持。整体而言，我们偏好高收益债券多于投资级别债券，并选择性看好南撒哈拉非洲、新兴欧洲和拉丁美洲市场。

新兴市场股票

- 拉丁美洲方面，巴西和墨西哥的估值偏低，加上美国和本土利率可能下调，提供具吸引力的投资机会。
- 我们对中国股市持中性观点，正探讨科技行业能否带来投资机会。
- 虽然印度的长期前景正面，但受到美国关税的影响。我们正密切监察印度与美国和欧盟的谈判进展。如果美国总统特朗普对印度的立场软化，市场气氛可望迅速转变。

对亚洲的主要观点

关税风险消退，加上全球承险情绪升温，带动亚洲市场持续表现强劲。尽管面对关税恐慌，但区内的贸易活动依然稳健，而且通胀有限，**使亚洲区央行得以维持宽松政策倾向**。综观全球市场，美联储恢复降息，应会令美元持续走弱。美元弱势，加上投资气氛活跃，通常为亚洲市场营造有利环境。

亚洲资产在全球市况下处于有利位置。亚洲的盈利预测大多保持正面。技术面和市场气氛亦见强劲，而且股票估值仍然比发达市场具吸引力。然而，由于市场表现参差，选股策略至关重要。**经历近期市场整固和稳健的盈利增长后，我们看多印度；韩国市场估值经过大幅重估后，我们采取更谨慎的立场。**

债券方面，我们预计在强劲的技术面支持下，信贷利差将继续收窄。投资者仍然持有大量资金，因此新发行债券轻易被市场吸纳。美国国库券收益率下跌，为亚洲债市提供良好支撑。不过，我们正密切监察印度尼西亚的政治和社会事件，以及其对国债的影响。

多元资产

作者

通胀尚未稳定，微调久期配置

由于在经济占主导地位的消费疲弱，因此美国经济活动可能在今年下半年放缓。此外，我们预期通胀将在短期保持一定的韧性。即使在英国，英伦银行也正致力于应对物价压力升温的情况。然而，欧洲的环境略有不同，通胀目前受控。**风险资产方面，虽然部分领域的估值偏高，但我们考虑到基本面和盈利潜力，维持略为正面的风险立场**（不作出进取的预测）。另一方面，我们重申需要对冲股票，并配置于**黄金**等其他可为投资组合分散风险 / 带来稳定效益的工具。

我们通过投资于美国、英国和新兴市场，对股票保持乐观的立场。美国方面，盈利动力、美联储立场温和，以及技术发展都是利多基准市场的正面因素。不过，我们维持充分多元化的投资策略，并对仍落后于大盘，主要聚焦于美国本土经济，且在大盘科技股领域以外的中盘股取态正面。此外，我们对整体新兴市场股票和中国感到乐观。美联储的货币宽松政策为新兴市场央行带来空间，以刺激本土经济增长。

我们整体上仍然看好久期投资，包括美国（5年期）、欧盟核心国家和意大利国债（相对于德国国债）。然而，我们认为英国通胀趋升，特别是服务业，而市场正加强审视尚未公布的政府预算。因此，我们在策略上把英国久期降至中性，并因估值和预期日本央行将会加息而对日本保持审慎。信贷方面，我们对欧盟投资级别债券和新兴市场利差持乐观立场。

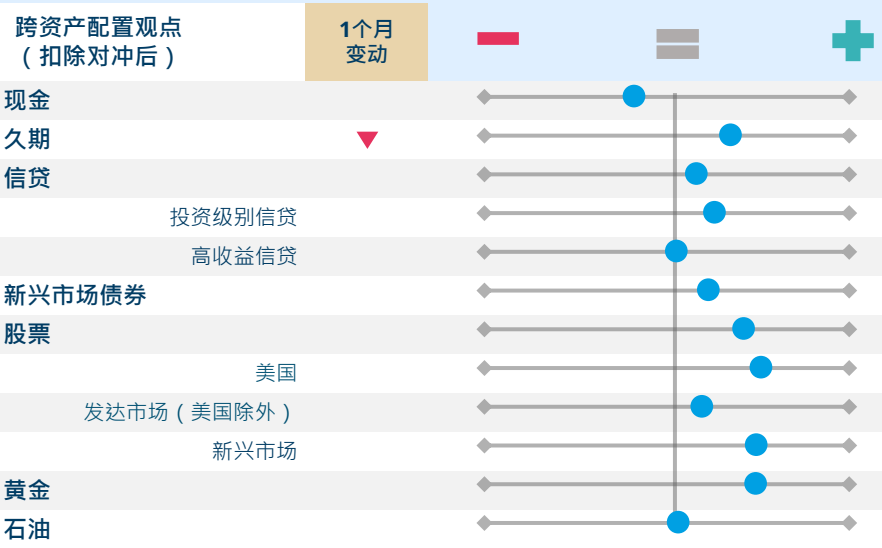
中期而言，美元似乎会基于负债偏高等结构性因素而承压，促使我们保持审慎。我们看好欧元、日元 / 欧元；新兴市场方面则继续偏好墨西哥比索多于人民币。

FRANCESCO SANDRINI
多元资产策略部主管

JOHN O'TOOLE
多元资产投资方案部主管

“我们整体上仍然看好久期投资，但基于英国的短期通胀压力和财政前景，我们现时对英国金边债券持中性观点。”

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9月24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

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							◆			
全球因素	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
增长					◆					
价值							◆			
小盘股	▲						◆			
优质						◆				
低波动性							◆			

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

▼ 较上月看淡
▲ 较上月看好

资料来源：全球投资委员会于2025年9月24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。

新兴市场观点

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								◆		
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							◆			

资料来源：全球投资委员会于2025年9月24日发表的观点摘要。

▼ 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」。