

## 表面平静的夏季，暗流涌动

美国股市在8月份触及新高，欧洲市场则接近3月份的水平，企业信贷利差在夏季期间收窄。市场情绪受到人工智能资本支出预期、美国强劲财报季，以及美联储在杰克逊霍尔（Jackson Hole）会议上相对温和立场的推动。市场似乎忽略了经济活动（例如劳动力市场）、美联储面临的压力、财政赤字和企业利润率的风险。

我们认为以下主题或将主导当前大盘走势：

- **关税对美国经济增长的影响将大于对通胀的影响。**通胀压力可能只是暂时，但未必会即时全部显现（即服务与商品之间存在差异）。由于劳动力市场降温和工资增长放缓（尽管趋势尚未明显），今年和2026年经济增长将持续疲软。短期通胀上升也会在今年余下时间内抑制消费。另外，欧元区将受到关税影响，但欧洲央行将持续提供支持。下半年增长将弱于上半年。尽管如此，在实际工资增长支撑下，内需保持强韧，但出口风险偏高。
- **美联储的关注重点正从通胀转向增长，同时当局面临的压力正在上升。**总体而言，我们维持美联储今年降息三次的预测（首次在9月），这是因为经济走弱，而美联储也转向关注就业。欧洲央行可能在未来数月仍将依赖数据做出决策，并对降息持开放态度。



VINCENT MORTIER  
集团首席投资官

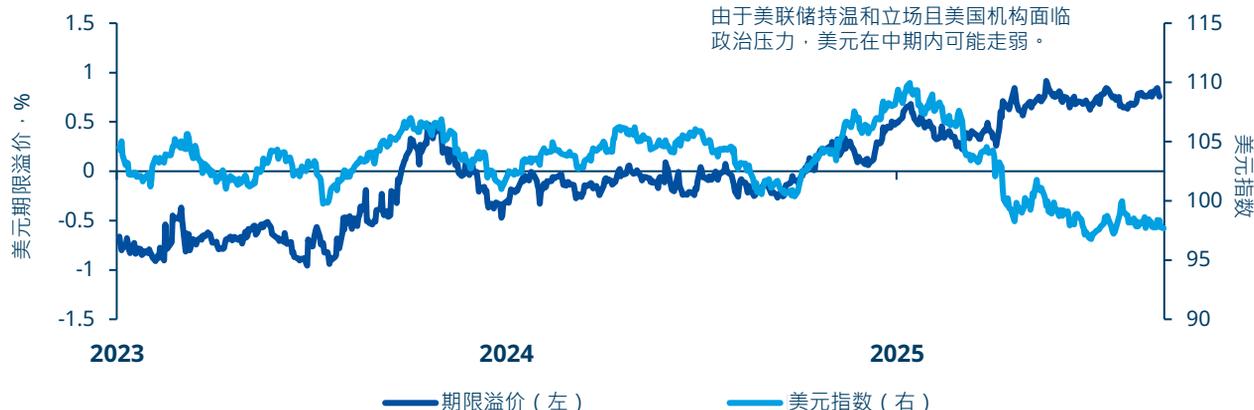


MONICA DEFEND  
东方汇理资产管理  
投资研究院主管



PHILIPPE  
D'ORGEVAL  
副集团首席投资官

### 美联储温和立场与美国资产风险溢价上升将持续压制美元



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8日。Adrian Crump & Moench 10年期国债期限溢价。

考虑到美国资产（美元、国债）在资产配置中的传统角色，其风险溢价上升将对投资组合构建产生影响。

- 我们对今年新兴市场增长的预测为**4.2%**，较7月略有上调。中国面对的外部压力有所缓解，因此我们将今年增长预测上调至**4.8%**左右。虽然这更接近政府目标，但我们预计由于内需持续疲软，增长仍将持续放缓。**特朗普以交易为导向的做法（包括关税）可能加速推动多边主义和多极化世界（如金砖国家）的发展**，这与其声称的目标相反。另外，印度增长更依赖国内消费而非出口。我们认为美国关税对增长的负面影响正通过财政措施（包括商品服务税的合理化和改革）得到缓解，这将促进国内消费。
- **发达国家债务上升带来财政挥霍的风险，而关税则对美国企业利润率构成压力**。现阶段，我们认为对企业盈利最重要的是关税对企业利润率的影响，特别是企业能否继续将成本转嫁以避免利润率下降。因此，我们正密切监察美国生产者价格和消费者价格之间的动态。

总的来说，发达国家的高债务水平、美国机构面临的**政治压力**，以及欧洲需要加推政策行动，将持续吸引市场关注；而在新兴国家，增长主题正局部好转。我们也注意到美国市场的自满情绪，忽视了我们所关注的风险。在这一背景下，我们保持适度的承险立场。

## 东方汇理资产管理投资研究院：收益率曲线陡化与企业盈利成为焦点

通胀预期上升、财政赤字扩大和期限溢价提高，将对长债收益率构成上行压力，而货币宽松政策则会压低短期收益率。我们预计美国、日本和英国等大部分主要发达市场的收益率曲线陡化趋势将会持续。在欧洲，德国的财政支出计划和养老金制度改革（尤其是荷兰），可能会对长债构成压力。

在通信服务和信息科技板块推动下，美国企业第二季度盈利远较预期强劲。**\*这进一步推升大盘表现**。展望未来，我们认为短期内，市场前景将由宏观经济因素（劳动力市场、消费和美国任何潜在的短期通胀推升）和货币政策驱动。

*我们认为，财政赤字担忧、通胀预期和货币宽松政策将持续推动发达市场（尤其是美国）的收益率曲线陡化。*

**MONICA DEFEND**

东方汇理资产管理投资研究院主管

信贷环境保持稳定，市场势头强劲，但如果企业盈利令人失望，情况可能会发生变化。我们对风险资产保持平衡且略微看好的观点：

- **固定收益方面，财政支出担忧、通胀和央行宽松政策将成为市场关注焦点。**我们对久期整体保持中性，但认为收益率曲线有可能陡化。企业信贷方面，虽然我们对欧洲高评级债券的正面观点有所降温，但其估值仍然颇具吸引力。
- **美国股票的集中风险偏高，经济层面的任何疲软都可能加剧波动性。**因此，我们倾向于保持多元化的全球配置策略，偏好欧洲、英国和日本市场。我们也在监察这些地区的波动是否会为优质选股策略创造机会。
- **新兴市场的盈利增长预期向好，加上美元走弱，**让我们即使在关注贸易动态发展的同时，仍能对新兴市场的结构性主题保持乐观。我们也确认，特殊因素仍是我们观点的主要支撑。我们持续看好拉丁美洲和亚洲新兴市场。固定收益方面，美联储宽松政策和新兴市场通胀普遍受控让我们保持乐观。
- **多元资产方面，我们认为面对当前全球经济的微妙形势，**要保持良好的均衡配置，略微偏向新兴市场股票等风险资产。另一方面，我们对政府债券和黄金等大宗商品维持积极看法。

*基于估值水平、今年余下时间关税可能对企业利润率构成压力，以及美国经济增长低于潜在水平，我们暂不考虑上调对风险资产的立场。*

### 整体承险意欲

避险

承险



在经济增长放缓但并未大幅恶化的阶段，我们略微看好全球风险资产，这是基于基本面而非市场狂热情绪。

#### 对比上月的变动

- **固定收益：**我们对欧盟投资级别债券的看法转趋审慎，但仍持积极立场。
- **多元资产：**股票方面，我们更加看好新兴市场，对欧洲在策略上保持中性。
- **外汇：**对美元在策略上保持中性；欧元近期走强，短期内持谨慎态度。尽管预计美元在中期走弱，但我们认为现在有一定整固空间。

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化。

固定收益

作者

**AMAURY D'ORSAY**  
固定收益部主管

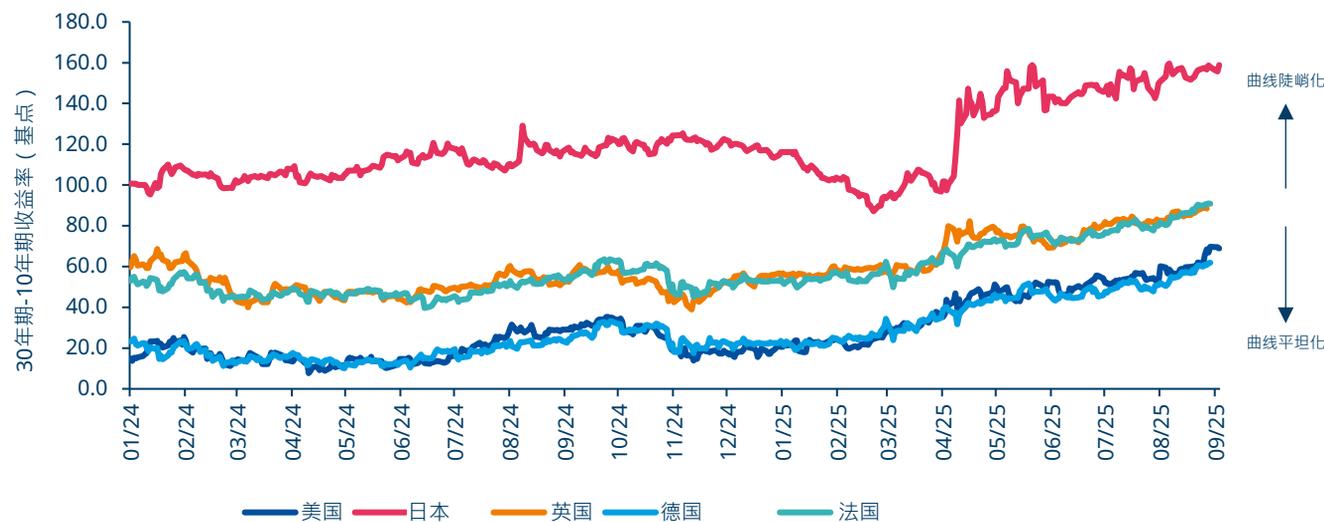
## 赤字担忧下收益率曲线陡化

我们将在中期关注的重要主题包括：短期内美国通胀预期升温、美国和欧盟的财政支出计划（即增加债券供应），以及持续宽松的货币政策。在这些因素的共同影响下，美国、欧洲、英国和日本的收益率上升，长债尤为明显。此外，欧洲部分国家的养老金制度改革将进一步推高长期收益率。

在英国，我们关注通胀情况和政府预算（11月公布），以及能否让市场相信其融资能力不会构成问题。另一方面，企业债券利差偏窄，但我们认为欧洲优质债券等领域出现个别具价值的机会和有吸引力的利差收益。

久期和收益率曲线	企业信贷	外汇
<ul style="list-style-type: none"> <li>鉴于风险回报并不具吸引力，我们对包括美国在内的久期整体上保持中性。然而，收益率曲线会继续陡化。</li> <li>我们对欧盟也保持中性。面对财政计划的演变，我们在策略上对核心国家久期（德国与法国）转趋略微审慎，但仍看好周边国家债券（意大利与西班牙）。</li> <li>英国收益率曲线陡化趋势具有吸引力，但日本的财政状况恶化和通胀压力让我们维持谨慎立场。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>鉴于近期利差收窄，我们已下调对欧盟投资级别债券的乐观程度。鉴于该资产类别仍提供有吸引力的利差收益，我们维持积极立场。我们继续看好较高贝塔和银行板块的债券，以及3年至7年期的中期工具。</li> <li>对于欧洲高收益债券，尽管我们整体持中性立场，但其仍存在个别具价值的投资机会，尤其是金融和电信板块的短期债券。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在美元经历大幅下跌后，我们目前对其接近中性看法。但我们仍然认为，美联储降息和国际资本可能回流，将在中期内对美元构成压力。</li> <li>考虑到欧元兑美元迄今出现的升值，我们已在策略上对欧元转持看跌观点，因为核心国家增长动力疲软和出于政治环境的考量。</li> <li>对英镑，我们保持谨慎态度。</li> </ul>

### 财政挥霍加剧与债务供应增加，推动收益率曲线继续陡化



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3日。

股票

作者

## 集中风险时期宜分散投资

尽管地缘政治杂音不断，政策仍存在不确定性，全球股市依然继续攀升。人工智能板块为市场提供支撑，而客观统计数据尚未显示关税带来的冲击迹象。美国企业盈利表现优于预期，但集中风险正在上升。因此，我们倾向于持续将资金从美国市场转向欧洲和日本市场。

**BARRY GLAVIN**

股票平台主管

我们认为，欧洲通过财政和货币政策能够更有效地缓解部分关税相关冲击。欧盟层面旨在提升竞争力的改革以及能源成本下降，也将使欧洲受益。我们预计各个市场将持续波动，并致力于把握优质股票股价疲软带来的获利机会。总体而言，我们继续偏好财务状况稳健的企业和特殊风险。

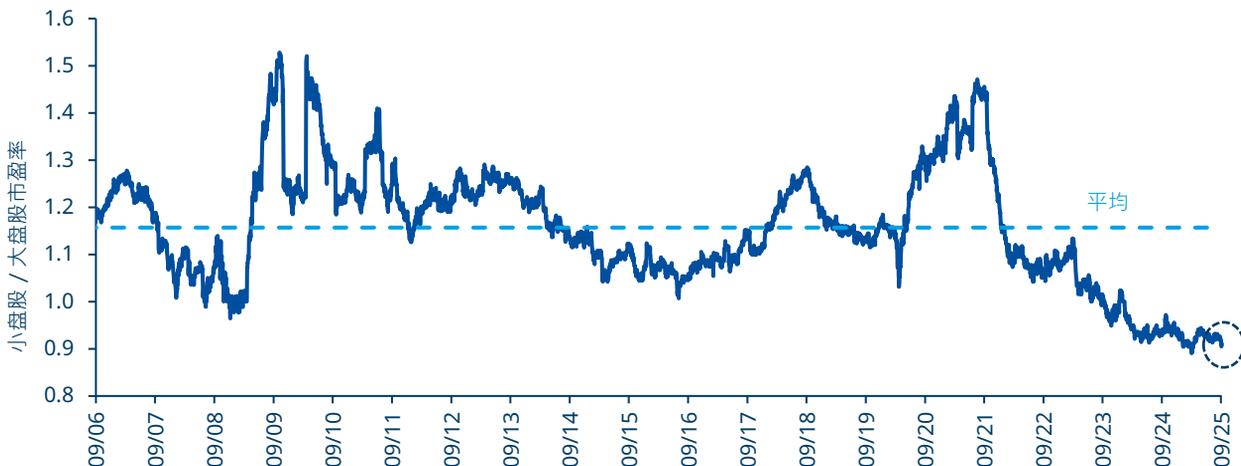
### 对全球股票的观点

- 我们认为美国估值水平令人担忧，因此倾向于规避估值偏高的科技板块。
- 对于欧洲市场，我们保持乐观态度，特别看好小盘/中盘股，因其面向国内市场且估值相对大盘股更具吸引力。尽管我们密切关注英国的赤字动态，我们仍维持对英国的立场，这基于其估值优势与高股息特性的双重考量。
- 对于日本市场，我们寻求优质跨国企业，并持续看好企业改革主题。我们同时看好小盘股，因其具备稳健的盈利能力和合理的估值水平。

### 对板块和风格的观点

- 我们维持“杠铃式”配置策略，偏好防御股中聚焦于本土市场的企业，以及工业与材料板块中的优质周期股。
- 对于美国市场，关税政策对增长股的冲击促使我们更青睐价值领域。我们也看好相对受到特朗普政策保护的优质公司。金融板块，个别大型银行可能受益于收益率曲线陡化、温和的监管变化和税收负担降低。
- 短期内市场反复波动，可能成为年底前的一大特征。因此，我们看好低波动因素。

### 欧洲小盘股相对大盘股的估值处于历史具吸引力的水平



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年9月2日。市盈率 = 12个月远期市盈率

新兴市场

作者

## 新兴市场特殊主题卷土重来

**YERLAN SYZDYKOV**  
全球新兴市场部主管

全球新兴市场正重新呈现国家层面因素：中国（外部压力已减弱但内需仍然疲弱）和印度的经济环境有所改善，而巴西和印度尼西亚的政治局势再度成为焦点。然而，贸易方面的波动仍然是影响整个新兴市场的一大因素。在印度等国家，内部税制改革有利于提振国内消费，而消费正是增长的主要支柱。

总体而言，鉴于美联储持温和立场，全球投资者应会受益于新兴市场更强的增长和正面的盈利动力，从而分散对美国市场的投资。话虽如此，我们正在密切关注地缘政治风险和贸易方面的进展。

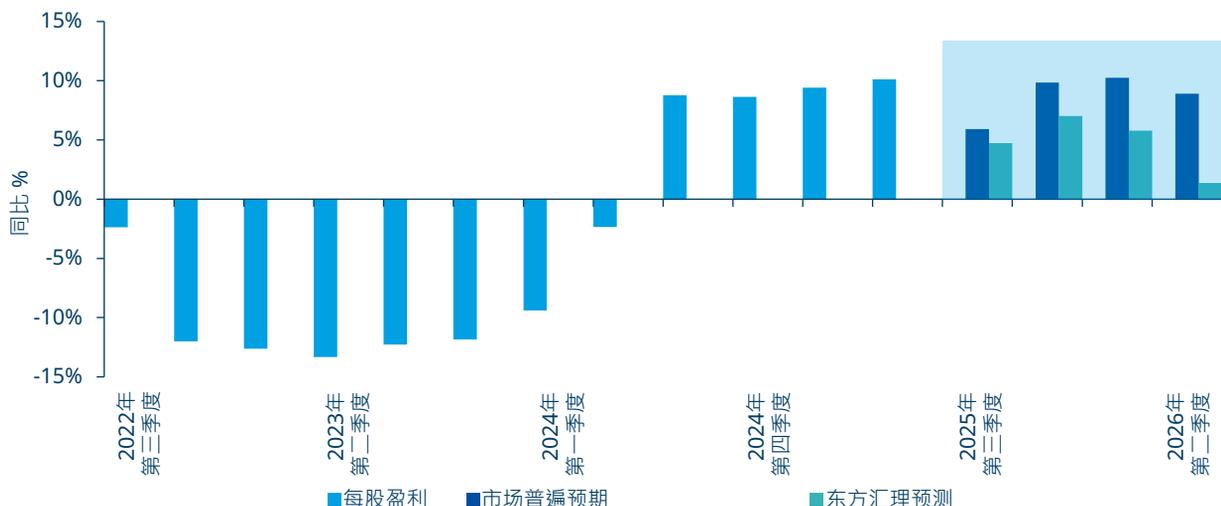
### 新兴市场债券

- 美国利率下降和新兴市场通胀受控，总体上利好新兴市场债券。
- 我们尤其看好巴西、墨西哥和秘鲁的本币债券。我们也看好匈牙利和南非，其实际收益率具有吸引力且央行行动应会提供支持。
- 我们仍看好拉丁美洲和欧洲的硬货币债券，但必须精挑细选。虽然估值已出现压缩，但我们认为仍存在进一步收窄空间，尤其是高收益领域。
- 亚洲方面，我们维持对中国政府债券的中性立场，同时继续看好印度市场。

### 新兴市场股票

- 在中国，尽管市场情绪有所改善，但多个行业持续的产能过剩问题使我们保持中性立场。我们正密切关注政府的“反内卷”政策对企业盈利有何影响。
- 印度市场的估值现在更具吸引力，盈利增长预期也呈正面走势。我们仍然看好其结构性主题，尽管私人资本支出和关税方面仍存在不确定性。
- 地区方面，我们看好拉丁美洲和新兴欧洲、中东及非洲市场。巴西市场的估值具有吸引力，但我们正密切关注其财政状况和关税影响。

### 新兴市场近期盈利势头向好，但地区之间存在差异



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、FactSet、彭博，截至2025年9月1日。MSCI Emerging Markets Index（美元）的季度数据。阴影部分显示预测值，此为内部计算结果。

多元资产

作者

## 偏好风险资产，同时转向新兴市场

**FRANCESCO SANDRINI**  
多元资产策略主管

夏季期间，欧美宏观经济数据均未出现极端情况，市场得以保持相对平稳。然而，我们注意到，即便美国确认加征关税，其劳动力市场仍然恶化。这两个因素应会抑制消费，我们维持对美国经济增长放缓的预期。另一方面，欧美两地的货币政策均有望趋向宽松。因此，我们略微看好风险资产（包括新兴市场），并认为需要配置黄金（应对地缘政治风险与财政恶化）和股票对冲工具以加强防护。

**JOHN O'TOOLE**  
多元资产投资方案主管

我们看好股票，包括美国（均衡配置于大盘股与中盘股）以及英国股票（略微看好），但策略性地将欧洲股票下调至中性（关税可能拖累企业盈利），以上调我们对新兴市场的观点。新兴市场涵盖印度等多元市场，我们对其持更加积极的看法。新兴市场有望受益于美元走弱和美联储可能即将降息的温和立场。其次，虽然我们仍然看好中国，但已将部分配置从中国转向更广泛的新兴市场。监管部门对中国市场急剧上涨感到担忧，可能引发短期调整。

*“在维持对风险资产乐观立场的同时，投资者应顺应宏观环境变化，挖掘例如新兴市场的轮动机遇。”*

在通胀普遍回落和央行宽松政策的背景下，我们已连续多月看好发达市场政府债券。鉴于财政赤字令人担忧（如美国），我们更倾向维持布局于中期债券（5年期）。我们同样看好欧洲和英国久期，并青睐意大利国债。英国经济增长可能低于普遍预期，英伦银行的决策有望推动英国金边债券与美国国债之间的利差收窄。不过，对于日本国债，我们保持谨慎。我们维持对欧盟投资级别债券与新兴市场债券的温和看好立场。

随着集中风险上升，我们认为需加强对美股的保护，并维持对其他对冲工具的观点，以应对风险资产波动。外汇方面，我们对美元持谨慎态度，但看好挪威克朗和日元。至于新兴市场，我们偏好拉丁美洲货币而非人民币。

### 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3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

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

### 固定收益观点

<b>久期</b>	<b>1个月变动</b>	<b>---</b>	<b>--</b>	<b>-</b>	<b>-/=</b>	<b>=</b>	<b>=/+</b>	<b>+</b>	<b>++</b>	<b>+++</b>
美国						◆				
欧盟						◆				
英国								◆		
日本				◆						
<b>总体</b>						◆				
<b>信贷</b>	<b>1个月变动</b>	<b>---</b>	<b>--</b>	<b>-</b>	<b>-/=</b>	<b>=</b>	<b>=/+</b>	<b>+</b>	<b>++</b>	<b>+++</b>
美国投资级别债券						◆				
美国高收益债券				◆						
欧盟投资级别债券	▼						◆			
欧盟高收益债券						◆				
<b>总体</b>	▼						◆			
<b>外汇</b>	<b>1个月变动</b>	<b>---</b>	<b>--</b>	<b>-</b>	<b>-/=</b>	<b>=</b>	<b>=/+</b>	<b>+</b>	<b>++</b>	<b>+++</b>
美元	▲					◆				
欧元*	▼				◆					
英镑					◆					
日元								◆		
人民币					◆					

▼ 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3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。\*由=/+降至-/=

新兴市场观点

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									◆		
新兴市场股票		1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新兴市场								◆			
亚洲新兴市场								◆			
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3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內，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」。