

2025年12月

凭借实力 赢得信任

市场表现畅旺后趋稳

年终将至，大部分风险资产都实现正回报，全球股票和金属价格屡创新高。即使美国政府经历有史以来的最长停摆，也没有抑制市场的炽热情绪。我们认为，市场能够不着眼于短期疲软，是因为投资者普遍认为货币和财政政策工具将提供支持，人工智能投资几乎必然能够获利，而且企业盈利将持续高于预期，因美国企业业绩表现强劲，欧洲则稍显逊色。关税对消费的影响也大致被忽视。

然而，近期市场担忧人工智能引发的美国市场狂热，印证我们的立场。我们仍然认为人工智能资本支出正在刺激美国经济，但并未带动创造就业。此外，虽然货币和财政支持措施或许可以稳定经济，但财政主导和金融抑制的风险仍然存在。尤其是：

- 美国增长前景好淡纷呈。人工智能投资向好发展，但消费和劳动力市场正在转弱。尽管高收入群体今年一直带动消费，但中低收入消费者面临困境，整体消费将会受到影响。举例而言，医疗补贴在年底到期，将导致这类家庭的医疗支出上升。此外，美国劳动力市场将持续疲软，工资增长将会放缓。最后，美联储的独立性仍然存在风险。如果美联储屈服于压力，降息可能会超出纯粹基于经济考虑所需的幅度，届时可能使通胀预期失控。



VINCENT MORTIER
集团首席投资总监

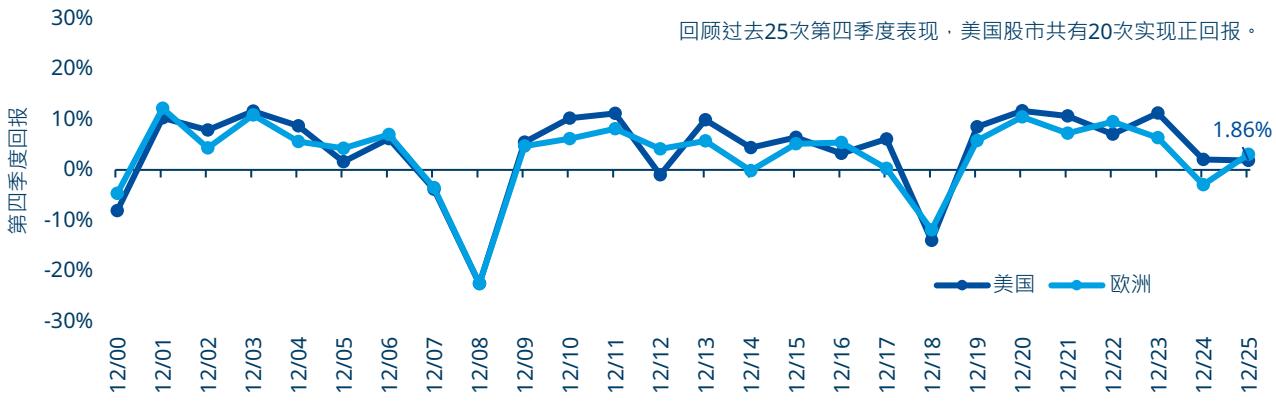


MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院院长



PHILIPPE
D'ORGEVAL
副集团首席投资总监

美联储政策和人工智能市场气氛将决定历史表现正面的第四季度趋势能否延续



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1日。标普500指数和欧洲STOXX 600指数截至12月底三个月的回报。2025年第四季度数据截至12月1日。

在估值偏高和市场密切注视人工智能投资的环境下，我们尤其关注生产力和盈利提升。

- 欧元区**2025年经济增长预测由1.1%升至1.3%**（与欧洲委员会的秋季预测相符），但内需疲弱使我们维持定性评估不变。这次上调主要源于第三季度数据优于预期（法国和西班牙），但我们将欧元区整体经济的评估没有改变。我们观察到需求改善的速度甚为缓慢，与储蓄率高企一致。其次，除德国外，欧洲各国财政立场皆属中性。再者，美国出口的外部环境存在不确定性。即使美国最高法院禁止特朗普动用紧急权力实施关税，但他仍可选择对特定板块加征关税。
- 欧元区和美国通胀预测维持不变。**短期而言，美国通胀将继续高于美联储目标。欧元区方面，通胀持续放缓，2026年整体居民消费价格指数预测接近1.7%，其后在2027年微升。重要的是，欧洲央行估计2027年通胀为1.9%，但这取决于ETS2（排放交易体系2）能否实施。倘若ETS2延迟至2027年后实施，欧洲央行也许会下调该年的通胀预测。就美国通胀而言，我们确认前景将取决于核心服务通胀放缓的速度，以及关税转嫁核心货品价格的速度和强度。

在目前美国经济增长放缓但未急剧下滑，股票估值偏高但仍存在投资机会的环境下，关键在于从集中领域分散投资，转投高收益资产类别。此外，美国例外主义也面对挑战，我们预期这将长期反映于美元走弱趋势。

东方汇理资产管理投资研究院：欧元区经济增长疲弱将促使欧洲央行降息

目前，我们预期欧洲央行将于明年降息，分别在第一季度和第二季度降息一次，共计降息50个基点，具体取决于经济增长和通胀的变化。^{*}此外，我们认为市场并没有考虑欧洲经济增长的下行风险，也没有反映目前至2026年6月期间的任何大幅度降息。在此观点上，我们的看法有别于市场。日本央行方面，我们已经把终端利率预测由0.75%上调至1.00%，预期在12月加息一次，明年再加息一次。该行将致力于管理任何财政扩张导致的日元贬值压力。日元走弱使进口成本上升，继而推高通胀，日本央行希望避免这种情况发生。

对美联储和英伦银行的预期维持不变。我们仍预期美联储将在12月降息，但考虑到市场担忧通胀居高不下，加上有迹象显示经济强韧，我们正密切注视美联储的内部讨论。至于英伦银行，我们没有改变预期，认为当局即将在12月降息。财政方面，英镑和收益率市场很可能持续反复波动。

尽管我们上调今年欧元区增长预期，但我们认为内需将会疲弱，加上通胀放缓，可能令欧洲央行在明年两度下调政策利率。

MONICA DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院院长

^{*}截至2025年11月20日。

我们对主要资产类别的投资观点如下：

- **固定收益方面**，我们对整体久期持中性观点，并认为不同地区的各年期债券可能表现分歧。举例说，我们转为将欧盟久期上调至正数，但对英国转为较不乐观，并对美国持接近中性 / 略为审慎的立场。此外，我们仍然看好欧盟投资级别信贷，以及新兴市场固定收益，因为这些市场在收益潜力和投资选择方面具备明显优势。
- **股票方面**，我们维持杠铃式投资策略，投资于优质周期性板块和防御性股票。核心关注点在于发掘基本面强劲且估值具有吸引力的企业。我们在欧洲、日本和新兴市场找到这类企业的组合。新兴市场方面，区内经济增长强劲和分散投资的潜力，支持股市的吸引力。
- **多元资产方面**，我们致力于在风险资产维持较均衡的立场。我们整体看好股票，但已做出若干调整，降低对美国的信心，并上调价格更具吸引力的欧洲股票评级。此外，我们在利差收窄后下调新兴市场债券的观点。我们仍然认为这个领域目前的负面刺激因素非常有限，未来可能带来投资机会。

我们认为投资者应继续分散投资，并采取适度承险立场，以把握欧洲、日本和新兴市场不同地区的价值。

整体承险意欲

避险

承险

我们认为目前是适度承险的时机，因为美国科技股以外其他领域也提供投资机会。这必须以适当的保障措施（例如通过黄金）取得平衡。

与上月比较变动

- **固定收益**：在策略上，我们对英国久期转为较不乐观，下调美国久期的观点，但上调欧盟久期的观点。
- **多元资产**：我们下调对美国股票的看法，并上调欧洲股票的立场。在利差收窄后，我们在策略上对新兴市场债券转持中性立场。

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。

固定收益

灵活久期：通胀和政策持续变化

即使我们预期欧洲通胀将会持续放缓，但消费气氛审慎，仍然影响当地经济增长。欧元区整体通胀在年底前可能低于欧洲央行的目标水平。上述两项因素应会促使欧洲央行下调政策利率。美国方面，明年举行的中期选举带来的财政刺激可能会使当地市场轻微承压。

英国政府聚焦于财政方面的问题，并致力于填补收入与支出之间的差距。任何财政政策收紧都会影响经济增长预期。我们持续对发达市场（日本除外）维持曲线走陡的观点。整体而言，我们在发达市场以及新兴市场的收益率曲线发掘投资机会，以寻求更高收益。

作者

**AMAURY
D'ORSAY**
固定收益部主管

久期和收益率曲线

- 尽管我们对整体久期持中性立场，但认为不同地区之间存在轻微差别。举例而言，我们现时略为看好欧盟久期。其中，我们偏好意大利政府债券。
- 我们略为降低看好美国久期的立场，但继续看好通胀挂钩债券。我们略为降低对英国债券的正面看法，并监察当地财政政策动向。
- 日本政府近期扩张财政政策，巩固我们的审慎立场。

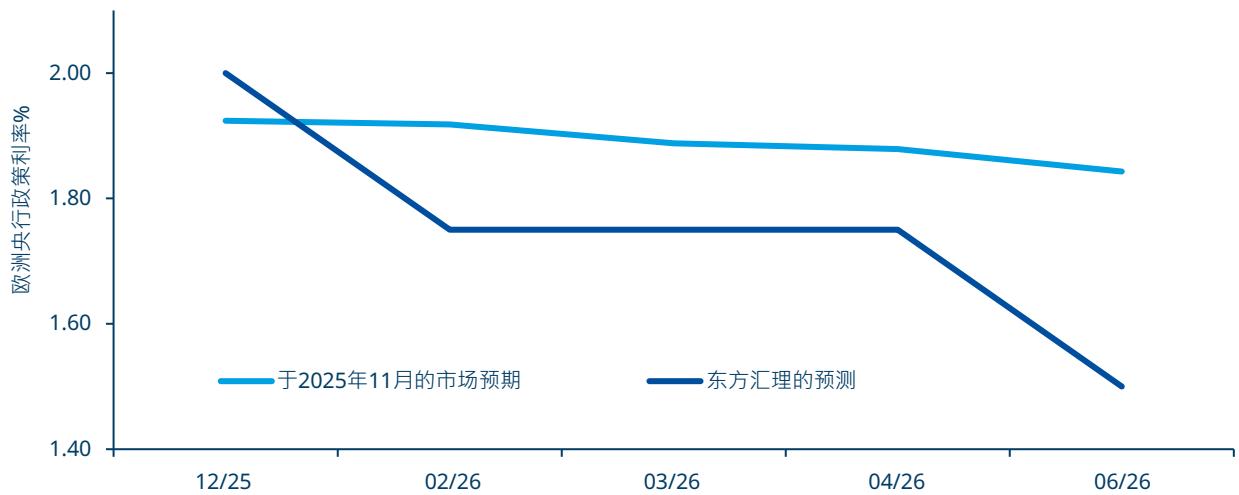
信贷和新兴市场债券

- 全球方面，我们看好欧盟信贷，并对美国和英国持中性立场。综观欧盟投资级别债券，企业基本面稳健（特别是金融板块），第三季度业绩印证此观点。我们看好短期债券、次级金融证券和企业混合证券。
- 至于新兴市场债券，我们的正面立场维持不变，且风险相当均衡。阿根廷等特殊主题存在良好机遇，我们继续看好当地硬货币债券。

外汇

- 我们对美元持中性立场。我们认为美元自2025年6月以来持续处于整固阶段，季节性因素或许在年底前后引发波动。日本的财政立场意味着日元将继续承压，但我们正密切注视财务省的任何潜在干预行动以及日本央行的加息举措。
- 新兴市场方面，我们看好巴西雷亚尔和智利比索等拉丁美洲货币。大宗商品动力减弱，可能影响部分大宗商品出口国的外汇汇率。

欧元区需求疲弱加上通胀持续放缓，将促使欧洲央行降息



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年11月20日。东方汇理预测是指欧洲央行的存款工具利率。

股票

作者

估值支持全球配置策略

尽管欧美经济活动的信号好淡纷呈，但股市年初至今实现强劲回报，主要受益于市场对人工智能的信心向好，以及企业盈利稳健。目前，我们的首要问题是利好消息在多大程度上已经被估值消化？当估值处于高位，如果收入或利润率令人失望，会增加逆转的可能性。因此，年底前或明年初出现的任何波动，可能为受益于结构性增长动力的优质企业带来机遇。

欧洲、英国、日本以和新兴市场都有此类企业。欧洲的财政与货币政策、日本的企业改革，加上聚焦于英国和小盘股的具吸引力估值倍数，仍然是我们的重要主题。

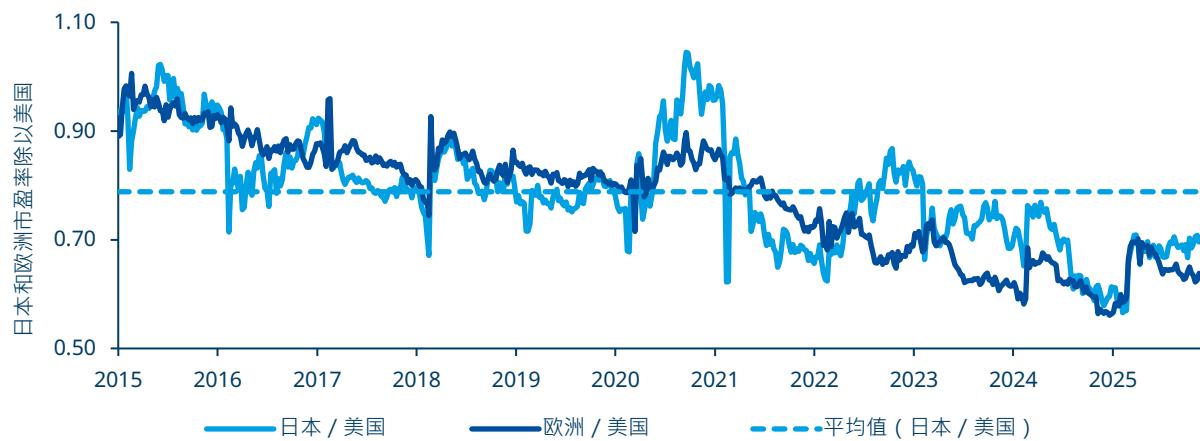
发达市场

- 日本估值水平**还没有反映近期强劲的业绩期表现、股份回购，以及结构改革初期的动力。我们继续看好当地个别优质国际企业。
- 欧洲方面**，提升欧盟竞争力的长期改革、财政刺激措施以及能源成本下降，将有助于欧洲地区抵消美国关税的短期影响。我们偏好中小型企业，因其具有盈利增长潜力，且业务集中于本土市场。我们也看好英国，但对过高债务和财政赤字保持警惕。
- 对于估值偏高的美国**，我们则密切注视投资周期，尤其是人工智能相关投资，且其如何转化为盈利相当重要。

新兴市场

- 新兴市场股票**将受益于经济增长、其分散投资潜力，以及全球转向多边主义。
- 尽管中美关系缓和，但我们认为两国的长期经济竞争将会持续。此外，贸易休战反映中国在贸易争端中比较占优。从经济角度来看，中国出口和本土消费仍然疲弱。
- 印度方面，虽然与美国的关系逐步改善，但我们认为其估值仍然偏高。不过，基于印度的长期结构性增长和稳定性，我们的正面立场仍具理据。
- 至于其他地区，我们看好拉丁美洲（包括巴西和墨西哥）以及新兴欧洲。

日本和欧洲对比美国的相对估值持续下跌，且具吸引力



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2025年11月21日。远期市盈率。虚线显示日本估值除以美国估值的历史平均值。

多元资产

对风险采取更均衡的立场

在目前的经济周期后段，即使中美之间的全球竞争持续，但不同地区的经济环境仍存在细微差异。举例来说，欧洲经济增长可能尚算理想，但低于潜在水平；美国消费目前仍然稳健，但劳动力市场转弱意味其无法持续。因此，我们正根据此类细微差异调整配置立场，并在不同资产类别发掘价值机会。在此过程中，我们对盈利、估值和宏观环境能提供良好风险回报的地区，维持多元化投资立场。总体而言，我们维持承险立场，并做出温和调整和提供风险保障，同时对黄金持正面观点。

我们看好股票，并认为在今年市场强劲上升后，分散投资至美国以外地区的潜力更大。鉴于盈利动力转弱，加上美联储降息可能引发波动，我们不再看好美国中盘股。此外，鉴于估值担忧和人工智能相关公司的投资气氛过热，我们下调对标普500指数的正面立场。相反，我们仍然看好英国，并对欧洲转趋乐观，因其估值偏高且明年盈利预期强劲。我们继续整体看好新兴市场股票，尤其是中国股票。

固定收益方面，我们略为看好整体久期，并继续对意大利政府债券（相对于德国政府债券）持正面立场。意大利政局稳定，加上当局致力于稳定债务走势，都支持我们的观点。信贷方面，欧盟投资级别债券展现强劲的企业基本面和技术面。新兴市场债券利差已显著收窄，因此我们战术性下调立场。我们重申，新兴市场的负面刺激因素有限，金融状况普遍仍然利好。

外汇方面，我们看好欧元/美元，以及挪威克朗和日元兑欧元。尽管结构性推动因素可能使美元承压，但挪威克朗（处于承险阶段）和日元（日本央行政策正常化）兑欧元应可表现良好。

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

“美国中盘股的盈利动力不断变化，加上大盘股的估值担忧，促使我们略为改变对美国的正面观点，并转向欧洲股票。”

东方汇理多元资产投资观点*



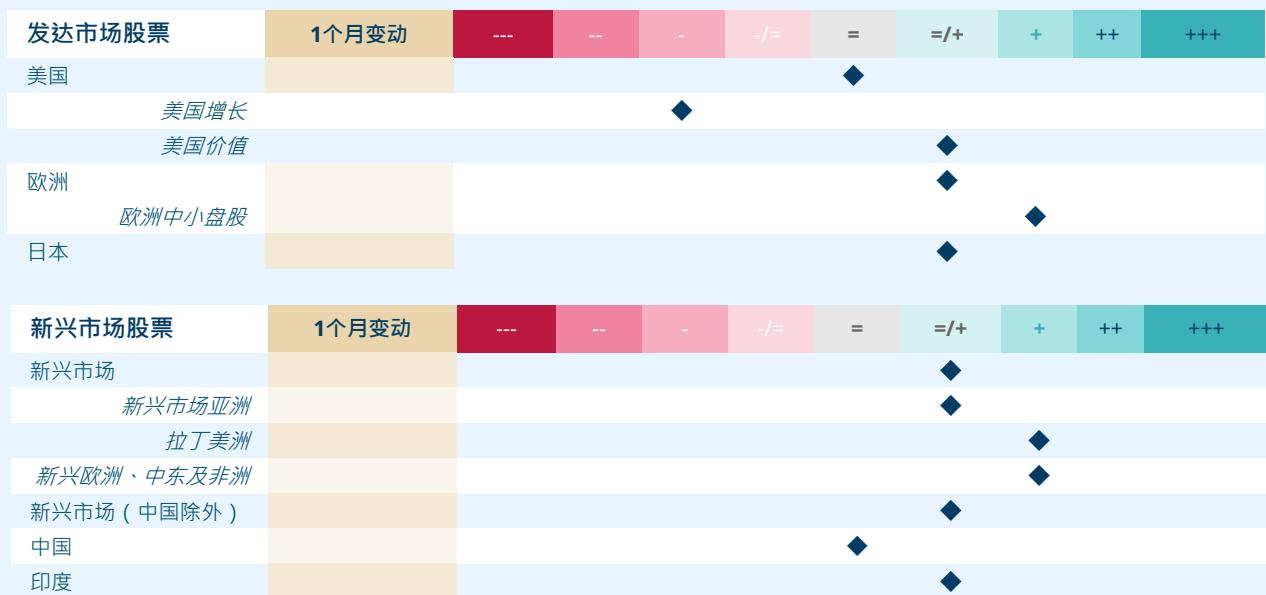
▼ 较上月看淡

▲ 较上月看好

资料来源：东方汇理，截至2025年11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

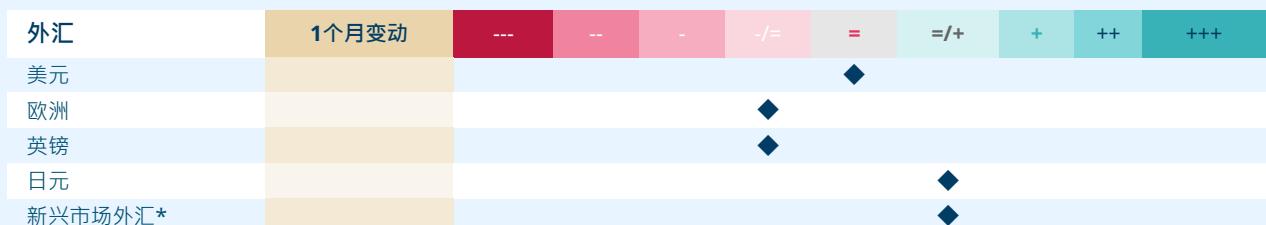
股票观点



固定收益观点



全球外汇观点



资料来源：全球投资委员会于2025年11月19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」。