

市场乐见经济环境“不温不火”

年初事件频出，美国利用其军事实力和经济影响力，以实现美国总统特朗普的外交政策目标。美联储接获司法部传票和美国在委内瑞拉的军事行动，并未影响油价和风险资产。然而，特朗普对北约盟友主权的威胁触发大市短暂波动，其后从恐慌中逐渐回升，而美国表现落后于其他地区。日本财政过度扩张和通胀担忧推高债券收益率。

我们认为经济增长不温不火，不会触发经济衰退，加上市场参与者过份松懈，或可解释风险资产持续上升的原因。在此情境下，国内生产总值温和扩张和通胀放缓，使各国央行得以审慎行事，以维持市场流动性。

前路仍充斥风险，包括美联储独立性、特朗普的国内政策，以及其表明重整传统联盟的意图。美联储面临的任何挑战，都可能导致通胀预期脱锚（并不是我们的基本预测，但风险正在上升）。**上述所有因素都支持我们的观点：分散投资于美国以外资产，以及促进欧洲寻求战略自主。**目前，我们观察到美国经济动力强劲，并上调对欧元区的增长预测：

- 欧元区增长略胜我们早前的预期，但低于欧洲央行的预测（实质国内生产总值增长为1.2%对比1.0%）。我们目前预计经济增长1.0%，主要源于法国和西班牙表现强劲。我们的预测受以下因素支持：实质可动用收入、央行已降息有助于刺激投资，以及“下一代欧盟基金”对周边国家的资金投放。然而，我们正注视区内消费动态和劳动力市场状况。



VINCENT MORTIER
集团首席投资总监

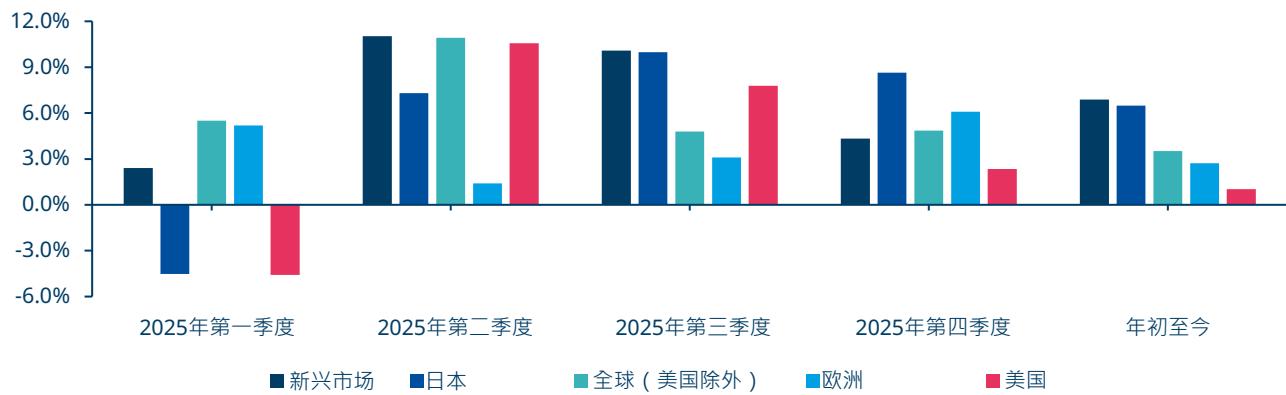


MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院院长



**PHILIPPE
D'ORGEVAL**
副集团首席投资总监

股票保持动力：日本和新兴市场领涨，美国至今表现落后



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2026年1月23日。新兴市场及全球（美国除外）以MSCI指数代表；美国以标准普尔500指数代表；欧洲以欧洲Stoxx 600指数代表；日本以日本TOPIX指数代表。所有指数均以当地货币计算。

考虑到财政扶持措施，我们预计今年美国国内生产总值将扩张2%，低于潜在水平。

- 年内，美国居民消费价格指数由3.0%向下修订到2.8%。然而，我们预计通胀将在一段较长时间维持高于美联储的2%目标，尤其是考虑到财政刺激措施和即将举行的中期选举。我们预计住房通胀（占居民消费价格指数约三分之一）将会放缓，有望拉低整体通胀。其次，上调关税对消费者的影响有限，企业也正在吸收上涨的成本。我们将继续监察有关情况。增长方面，上半年消费将主要得益于退税，而我们维持实质国内生产总值增长2%的预测。
- 鉴于本土经济活动疲软（房地产市场和消费出现调整），加上外部需求转弱，今年中国国内生产总值看来将由2025年的水平减慢至4.4%。我们认为政府将推出温和的定向刺激措施，以免经济硬着陆，但不大可能推行大规模刺激经济政策。最近于12月底做出的公布与这个观点相符。
- 金价获结构性因素支持。**地缘政治局势紧张（包括特朗普的非常规政策）、结构性趋势（赤字/债务上升）和央行需求将带动黄金走高。尽管美国近期在委内瑞拉采取的行动并没有影响油价，但如果美国与伊朗局势升级，将属触发油价上升的更相关因素，因为可能会出现供应中断（通过霍尔木兹海峡）而非供应增加的风险。然而，目前石油市场供过于求，我们预计油价将在第一季度面临下行压力。随着过剩的供应在下半年减少，布伦特原油价格可能于每桶60至70美元之间靠稳。

东方汇理资产管理投资研究院：欧元区和美国货币政策愈趋不确定

欧洲央行延迟降息计划，但今年仍有可能降息两次。*考虑到欧洲央行对欧元区经济增长的评估，我们认为央行对目前的政策利率感到安心。虽然我们上调增长预测，但认为欧元区通胀放缓的进程维持不变。因此，我们目前预计欧洲央行在3月公布对该区的预测后，将于今年第二季度首次降息（而非第一季度）。第二次降息料将于第三季度实行，存款利率可能会由目前的2.0%降到1.5%，而欧洲央行的决策仍将取决于经济数据。

美联储面临前所未有的压力。*我们确认对美联储今年降息两次，每次25个基点的预测，但与美联储独立性相关的政治风险偏高。主席鲍威尔就看似出于政治动机的举措做出反击，显示他有意纯粹依赖美联储的独立经济评估来制定货币政策。无论如何，这意味着后市将会有波动。久期方面，我们认为目前并没有空间做出绝对的观点，而是偏好5年期至30年期债券收益率曲线走陡的部署，并对平衡通胀率保持乐观。

我们预计欧洲央行将于今年下调政策利率两次，前提是消费维持温和，通胀放缓和工资增长减慢。我们正密切注视欧洲央行如何修订其通胀评估，从而进一步厘清其行动方向。

MONICA DEFEND
东方汇理资产管理投资研究院院长

随着欧洲通胀放缓、美国推出财政扶持措施并出现“政治杂音”，以及中国经济增长速度趋于稳定并有所放缓，我们维持承险立场，对各项资产类别的观点如下：

- 固定收益方面**，我们对整体久期持中性立场，但对美国稍微审慎，并对欧洲（包括周边国家）和英国持正面观点。企业信贷提供良好息差收益，尤其是欧盟投资级别BBB级和BB级债券。风险围绕居高不下的通胀，但这并不是我们的基本预测。在全球经济环境令人鼓舞的情况下，我们通过严选投资，在新兴市场债券领域寻求息差收益。
- 股票方面**，我们看好日本企业治理改革、德国财政刺激措施等结构性主题，并发掘人工智能热潮以外的公司。鉴于经济活动强劲和美联储放宽政策，新兴市场是另一个我们看好的领域。
- 多元资产方面**，我们上调对黄金的观点，以受益于其表现稳定的特点，并下调对石油的观点。至于新兴市场，我们审慎上调对拉丁美洲股票的立场。整体而言，我们偏好维持均衡和承险立场。

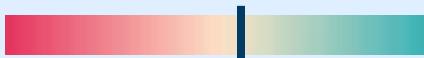
特朗普对格陵兰／
北约组织的行动、
美国中期选举、
关税和欧洲的
应对措施，将推动
短期市场动力。

整体承险意欲

避险

承险

极端估值抵消部分强劲动力，促使我们维持现有的风险立场。



与上月比较变动

- 多元资产**：较看好黄金，对石油保持审慎；对新兴市场股票变得更为乐观，但稍微调低对欧美的正面看法。
- 外汇**：对美元的观点上调至中性，对短期欧元转持稍微审慎的观点。

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。我们的观点可能会调整，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

通胀：欧洲央行政策拼图的关键

市场对欧洲央行降息的定价不对称，反映投资者预计不会降息。然而，我们认为欧元区的通胀放缓趋势将会持续，物价压力低于欧洲央行的2%目标。因此，我们判断降息的可能性远高于加息。我们也正密切关注，欧洲央行内部偏向温和的声音能否逐步占上风，进而令央行更倾向于降息。

美国方面，美联储的独立性、领导层交接，以及已呈现放缓迹象的劳动力市场，将继续成为市场焦点。我们仍聚焦于全球收益率曲线，并通过审慎选择企业信贷和新兴市场债券，以寻求息差收益。

AMAURY
D' ORSAY
固定收益部主管

久期和收益率曲线

- 我们继续看好英国和欧元区久期，并对周边国家持正面立场。我们预计收益率曲线将在中期走陡，但承认此观点为市场共识，而且已取得显著进展。因此，虽然我们整体上支持收益率曲线走陡，但正策略性降低对10年期至30年期债券的相关观点。
- 我们对日本持中性立场，对美国（2年期和30年期债券）久期稍微审慎，但看好通胀挂钩债券。

企业信贷

- 从全球角度来看，我们看好欧盟多于英国和美国。
- 企业信贷方面，偏好息差收益多于基本收益（Beta）。基于资本缓冲强劲，我们看好金融多于非金融，并偏好短期多于长期信贷。
- 此外，我们在收益率和质量之间寻求平衡。目前，我们认为处于资本结构低端的信贷（例如BBB级）提供具吸引力的息差收益。

新兴市场债券和外汇

- 全球宏观环境利好新兴市场，但地缘政治因素仍可能带来波动。我们依然看好新兴市场，并认为2026年将是以息差收益为主的一年。就本币、硬货币和企业债券而言，我们偏好高收益债券。地区方面，我们看好南撒哈拉非洲和拉丁美洲（例如阿根廷）。
- 至于外汇，我们策略性下调欧元和上调美元至中性。目前市场已反映美联储将降息两次。我们对新兴市场外汇维持看好的观点。

欧洲：通胀（包括服务通胀）和本土消费是欧洲央行降息的关键



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博、欧盟统计局。截至2025年1月22日的最新月底数值。

结构性主题更胜市场亢奋情绪

经济和地缘政治消息喜忧参半，但美国和欧洲股票于1月仍创下历史新高。目前，不同地区之间的估值差距和盈利实力，将决定哪个市场表现领先。现正展开的财报期，不仅是为每股盈利增长，更重要的是为资本支出带来考验。美国方面，我们关注集中风险、政治不确定性，以及人工智能领域的资本错配。这些风险因素令当前市场要求的估值水平显得不合理。

我们重申对分散投资的信心，应减少对美国和人工智能超大规模公司的投资，转向日本、新兴市场和欧洲等结构性主题。整体而言，我们的目标是于估值与盈利潜力取得良好平衡时，把握市场波动所带来的机会。

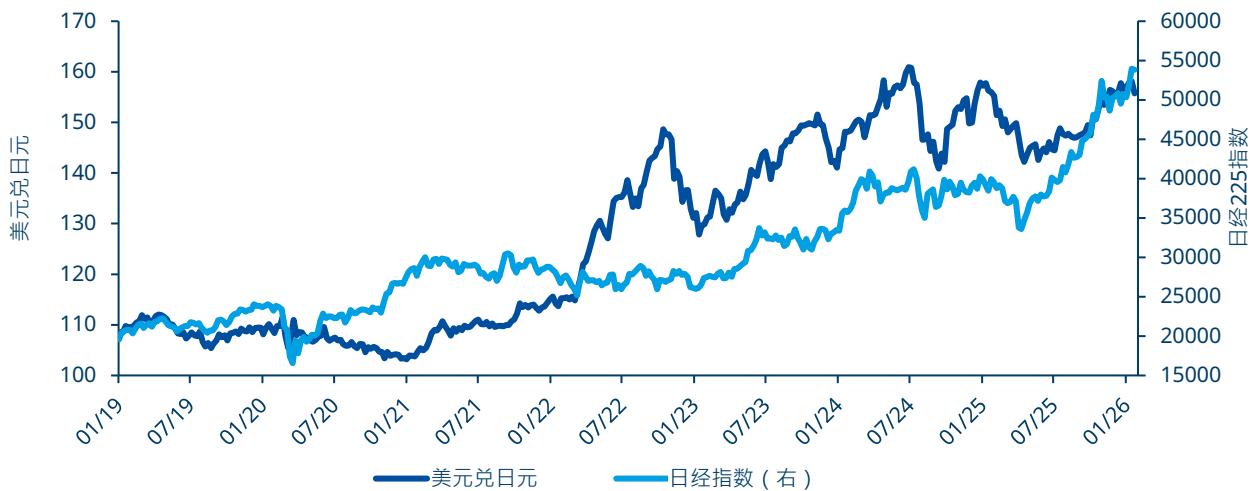
发达市场

- 欧洲去年的盈利增长加快，令人感到安心。以目前估值来看，今年需要实现高单位数的盈利增长，欧洲市场方能表现良好。板块方面，我们看好金融、工业、医疗保健和必需消费品。日本受利率正常化、日元转强和政治因素影响，市况可能会出现短期波动，但长期结构性主题仍具吸引力。
- 欧洲和日本的中小盘股具强大投资理据，因其相对于大盘股的估值折让已到达极端水平。质素（资本回报和债务比率）也逐渐改善。
- 至于人工智能，我们聚焦于电机工程、电力需求和人工智能部署的分类板块。

新兴市场

- 美联储和欧洲央行放宽货币政策，加上区内经济增长强劲（虽然存在差异）的预期，促使我们对新兴市场维持乐观的看法。
- 我们看好拉丁美洲、新兴欧洲和阿联酋。拉丁美洲估值具吸引力，我们正密切关注其政治环境。巴西方面，我们预计未来12个月的盈利增长正面。
- 至于中国，我们正评估政府的“反内卷”政策和抑制过剩产能的措施，但目前仍维持中性立场。尽管政府正推动经济增长模式转向国内消费主导，但我们认为实现目标需时。我们对台湾和沙特阿拉伯保持审慎。
- 板块方面，我们看好通信服务。

日本：长期投资理据依然充分，但日元强势可能会带来短期波动



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博、截至2026年1月23日的最新每周数据。左纵轴上行代表日元走弱，下行则显示日元走强。

加强保障，微调风险

美国和欧洲的经济环境尚算稳健，但在多个资产类别估值高企之际，美国劳动力市场已出现放缓迹象。此外，近期的地缘政治消息突显我们需要审慎行事，并持整体温和和承险的立场。我们对股票和信贷持正面的观点，支持因素包括盈利周期稳健、动力强劲，以及流动性充裕。具体而言，我们在新兴市场发掘潜藏价值的领域，并强调有需要通过黄金增强保障，以及加强美国和欧洲风险资产的对冲。

我们看好欧洲、英国和美国股票，但也审慎上调对新兴市场的立场，对拉丁美洲转持正面的观点。整体而言，对比其他新兴市场，拉丁美洲的相对估值具吸引力。作为区内最大经济体，巴西正处于货币宽松周期，加上市场预计今年盈利强劲，应对巴西股票构成正面支持。

我们对美国（5年期）和欧盟（10年期）久期感到乐观。美国劳动力市场疲弱，且关税上升对通胀的影响有限。我们仍然看好美国国库券，因为经济增长或企业盈利可能疲弱，金融环境可能会收紧，但相关观点已通过衍生工具做出对冲。此外，我们继续偏好意大利政府债券多于德国政府债券，但日本财政压力持续，因此对日本政府债券保持审慎。欧盟投资级别企业信贷料将展现强劲需求。

综观大宗商品市场，我们对黄金更为乐观。中期刺激因素仍然存在，但目前市场更偏好实物黄金交付而非衍生工具，反映市场对潜在压力的预期。由于石油输出国组织对油价的支持有限，我们对石油转趋审慎。外汇方面，我们看好挪威克朗和日元兑欧元。日本央行推动利率正常化，可能会触发日元升值，而挪威通胀高企，应会限制央行的降息空间。

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

“我们稍微上调对新兴市场股票的立场，并因地缘政治紧张局势加剧而上调对黄金的观点，以受益于其稳定性。”

东方汇理多元资产投资观点*



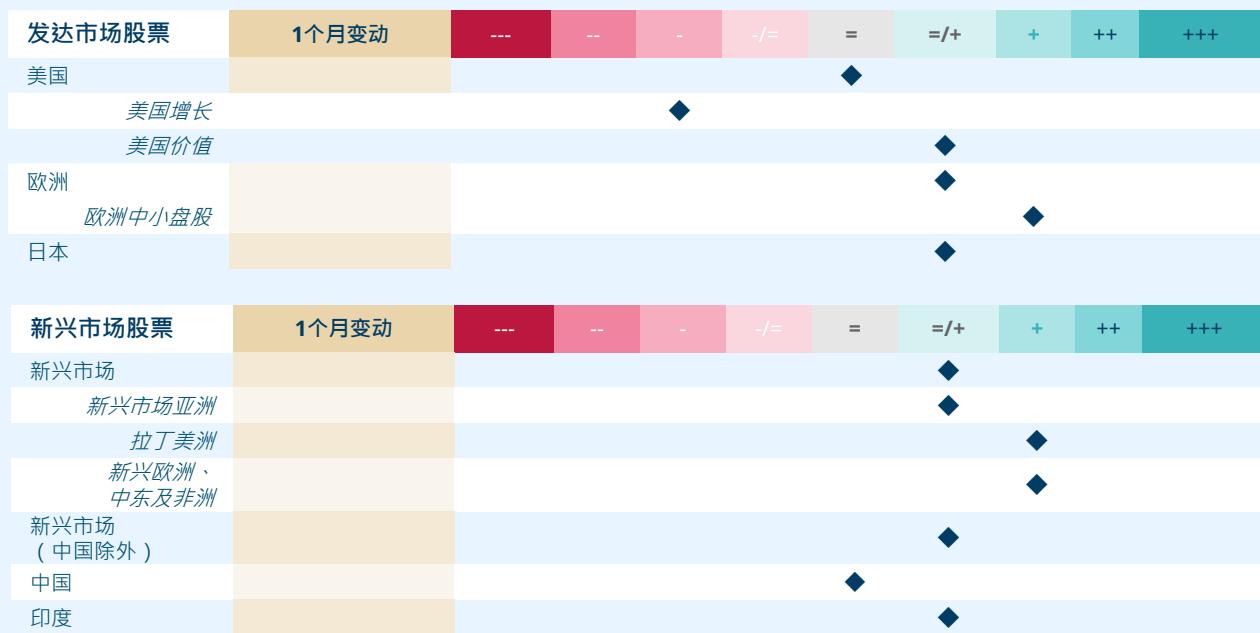
▼ 比上月看淡

▲ 比上月看好

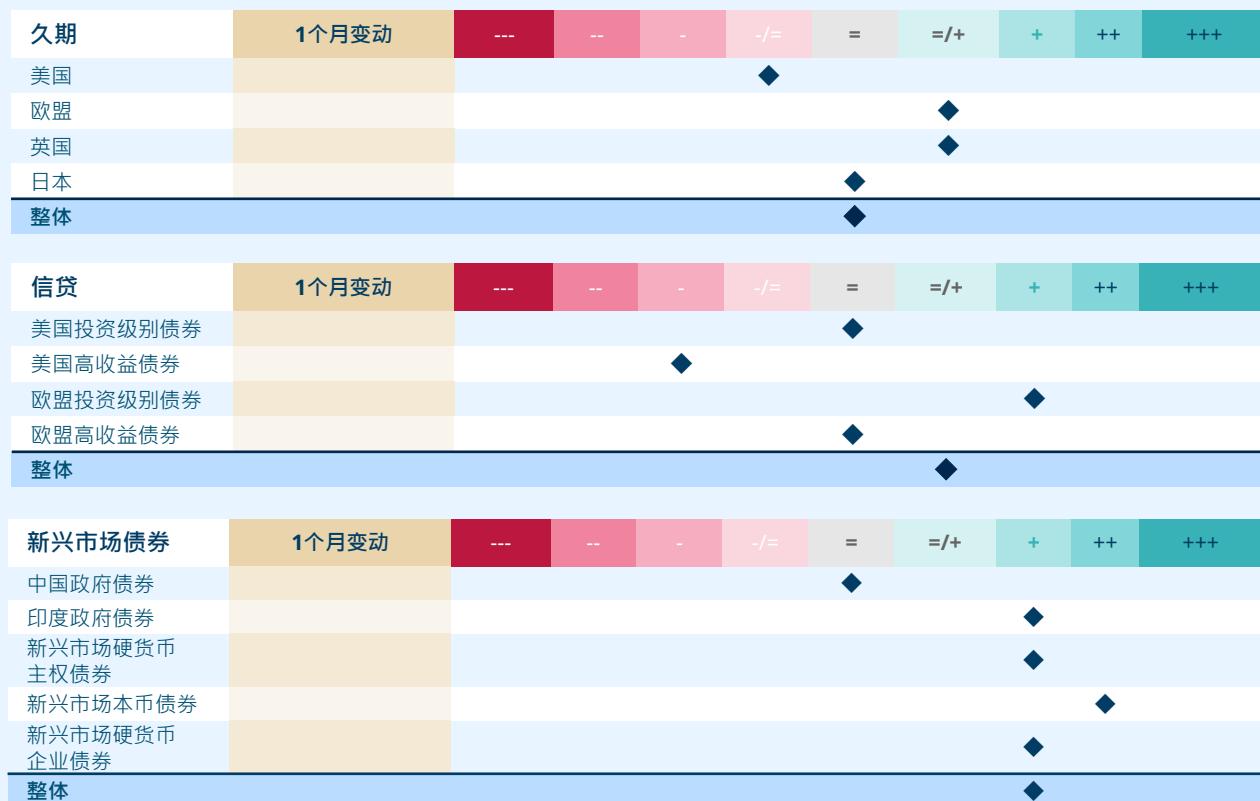
资料来源：东方汇理，截至2026年1月21日。包括与上月比较变动。上表列出多元资产平台的主要投资观点（包含对冲）。*相对于参考资产配置（基准为45%股票、45%债券、5%大宗商品、5%现金）的观点，“=”指中性。由于投资时可能使用衍生工具，+和-的数字可能无法相加。这是于特定时间的评估，可能随时更改。本资料并不拟作为未来业绩的预测，读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明用途，并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来的资产配置或投资组合。

东方汇理对各资产类别的观点

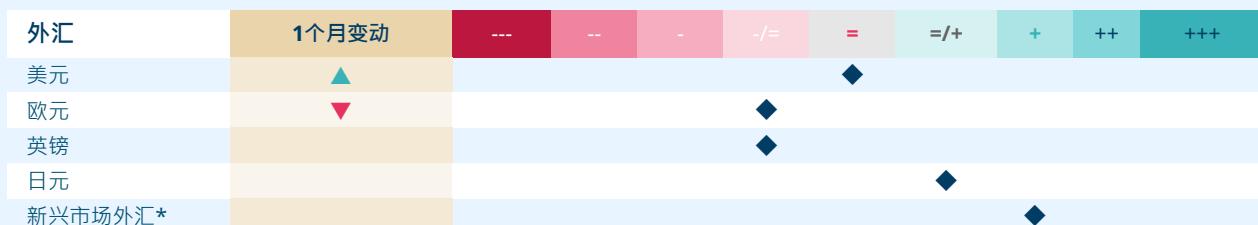
股票观点



固定收益观点



全球外汇观点



资料来源：最新全球投资委员会发表的观点摘要和其后讨论，截至2026年1月21日。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。

比上月看淡
 比上月看好

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」。