

各種抉擇相互矛盾的新年代

美國 AI 產業的強勁動能、預期聯準會放寬貨幣政策的心態，以及德國財政擴張的信心等因素，綜合推動了全球股市在 10 月份創下歷史新高。然而，中美貿易爭端再起，美國境內幾起信貸風波的隱憂，以及美國聯邦政府持續停擺，無不帶動了風險資產的波瀾。雖然美中兩強延長休戰，暫無衝突的狀態能否長期維持，依舊有待觀察。

這股不確定變數，曾經一度提升了債券的避險吸引力，導致美國、歐洲、英國券種的殖利率下降，然而，投資人仍然擔心，政府支出將會赤字、債務、法定貨幣帶來哪些長期影響（貨幣貶值）。因此，黃金價格一度觸及歷史高點，但隨後已有所回落。財政風險也反映在日本公債的殖利率之上，帶動了日圓大幅貶值。

以下說明未來幾個月裡有可能浮現的主要經濟主題：

■ **美國的 AI 領域資本支出可望提振美國經濟成長，但無法完全抵銷消費下滑**，畢竟消費活動仍是美國經濟的支柱。迄今的過往數據顯示，消費堅挺抗跌，資本支出亦可能帶來助力，促使我們上調了 2025 年與 2026 年的美國經濟成長預測（雙雙調升至 1.9%）。不過勞動市場還是維持乏力，因此綜上所述，我們認為，整體疲軟的趨勢並沒有改變。針對科技業的投資，尚未促成大量新的就業機會，而且短期內也不太可能提振就業市場。因此，我們預期收益動能將會放緩，消費活動也將趨於溫和。



VINCENT MORTIER
集團投資長

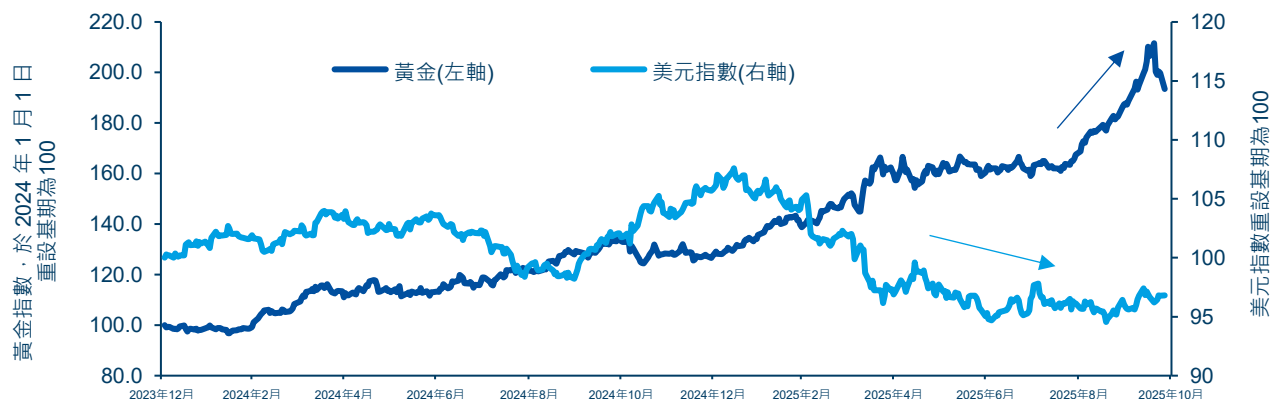


MONICA DEFEND
東方匯理
投資研究所主管



PHILIPPE
D'ORGEVAL
集團副投資長

選擇真正的避風港：黃金在經歷了下半年的過度飆升後開始回落



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 10 月 27 日。

已開發國家大多會繼續維持財政擴張，而中國則朝著相反的方向發展，即削減過剩產能，轉向國內消費導向的成長模式。

- 歐元區經濟成長在今年可能減速，並從 2026 年年中開始回升，但仍將低於長期趨勢水準。我們的評估顯示，由於德國財政振興措施可能歷經延遲與調整，同時出口貿易承壓，短期內以及明年年初的市場呈下檔走勢。至於西班牙以及義大利的經濟活動，則可望保持韌性。美國劍指俄羅斯的最新一輪制裁，顯示了在國安挑戰的層面，美國更有可能繼續與歐盟各國同步。誠然，制裁措施的實際效果才是重點，但只要有任何跡象顯示俄烏雙方可望停火（目前仍遙遙無期），都將激勵歐洲景氣與資產價格。
- 財政槓桿的重要性與日俱增。美國可能會繼續朝財政擴張推進（市場價位尚未反映這項風險），但也會實施某些財政整頓；而日本政壇的分裂格局與新內閣的態度，反映了民粹主義的施政將繼續佔上風，財政擴張的格局料將延續。德國的發展方向也相同，但重點在於德國政府終於獲得了亟需的財政餘裕。
- 中國 2026 年的經濟成長預期有所上調，由於經濟成長料將與官方目標相去不遠，我們預測財政方面不會投下猛藥。儘管如此，是否動用財政或貨幣振興手段，仍取決於美國今後將以什麼樣的貿易政策對付中國。整體而言，由於經濟活動趨於保守、國內消費疲軟以及房市投資萎縮，短期內經濟活動將較為低迷。

東方匯理投資研究所：聯準會將降息；政治壓力也受關注

對於聯準會的後續降息步調，我們的預測* 沒有改變。一如先前預測，聯準會在 10 月降息，今年可能還會再降息一次，明年可能會降息兩次。我們對經濟的基本面評估，證明了上述的預測有理有據，不過也不排除其他的政治壓力有可能促使聯準會進一步降息。縱使如此，聯準會的行動仍將受到下列因素的影響：(1) 企業將美國關稅漲幅轉嫁予消費者的幅度；(2) 核心服務業通膨放緩的速度。歐元區方面，歐洲央行今年可能會再降息一次，並在 2026 年上半年再降息一次。現階段我們評估，英國央行將在今年 12 月調降政策利率。

中國甫閉幕的第四次全體會議中提出了未來五年的重點規劃，重申政府發展現代化產業體系、在關鍵技術領域建立自主能力、實現科技戰略自主，以及建立強大獨立供應鏈的決心。上述的重點規劃，將會影響未來數年的經濟政策。在貨幣政策方面，美國的外貿新對策一旦造成了貿易層面的過度波動，中國人民銀行就有可能決定祭出額外的寬鬆政策。

經濟成長雖見放緩，但尚未陷入衰退，聯準會等各國央行處於降息模式。通膨預期、關稅影響、政治壓力交錯，聯準會的任務更形複雜。

美國科技資本支出週期、全球財政振興措施，以及各國央行在經濟持續成長的情況下放鬆貨幣政策等，皆是風險資產的利多因素。

另一方面，美國通膨率可能持續高於目標水準，歐洲可能浮現內需壓力，貿易戰也尚未結束。此外，雖然目前的市場流動性充裕，但還是有可能迅速枯竭。基於上述因素，我們對於風險保持著略為樂觀的態度。

- **全球固定收益方面**，我們對存續期整體持中立態度，但積極看待投資級信用券種以及新興市場債券，看好歐洲債券更勝於美國債券，面對日本債券則保持謹慎態度。美國方面，關稅調漲尚未充分反映在物價增幅之上，不過未來幾個月可能有所變化。
- **股票方面**，我們認為美國股票的評價水準過高，因此有必要探索歐洲、英國、新興市場等區域。然而，包括科技業在內，美國各種產業展現盈餘韌性，慎選標的尤其關鍵。新興市場方面，我們看好巴西、墨西哥、印度。
- **多元資產方面**，我們調降了美國存續期的相關立場，但整體仍然看好。此外，中美之間關於貿易和地緣政治競爭的談判進展，可能連帶波及部分的新興市場資產，但我們對於此類資產仍大致保持樂觀。大宗商品方面，考量到近期的上漲行情，我們下調了對於黃金的樂觀看法。

持續樂觀看待風險
之際，我們也意識
到 AI 提高各種產業
生產力的變革力量。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔

我們固然看好風險資產，包括股票與信用債在內，但這樣的判斷仍需要在品質、獲利能力、評價之間求取平衡。

相較於前個月份的變動

- **股票**：綜觀各區域，對美國轉趨中立，對於美國成長型類股的負面觀感有所縮減，對於歐洲的樂觀程度則略有保留。
- **多元資產**：針對美國存續期部位與黃金資產，調降正向觀感。將巴西雷亞爾、墨西哥披索兌離岸人民幣匯價的評等降至中立，並且更積極看待其他避險工具。
- **外匯**：出於策略考量，我們對於美元匯價轉趨中立，調降對於日圓匯價的正面看法。

整體的風險氛圍，乃是透過不同的投資平台，針對各種風險資產（信用債、股票、大宗商品）表達質化觀點，並於全球投資委員會裡交流分享。我們的立場仍將視情況調整，俾以反映市場與經濟環境的任何變動。

固定收益

作者群

AMAURY
D'ORSAY固定收益
主管

美國通膨預期應予密切關注

隨著美國關稅的影響逐漸顯現，美國消費活動的承壓狀況，可能影響到經濟活動。另一方面，雖然通膨預期仍在控制之中，但擴張性財政政策、聯準會傾向於降息，以及美國關稅影響實體經濟的通膨傳導效應，有可能導致情況生變。因此，曲線會將進一步趨於陡峭。歐洲方面，通膨似乎不會構成問題，但國內需求可能形成某種挑戰。

此外，我們認為新興市場理當順利耐受中美地緣政治競爭的長期影響，只是貿易談判期間可能會出現某些波動。我們也認為，中期內的新興市場可望受惠於聯準會降息以及美元走貶。公司債方面，我們持續探索較高利差領域，並且力求同時兼顧品質考量。

存續期與殖利率曲線

- 對於美國以及歐洲的存續期資產，我們保持中立看法，而在歐洲，我們看好義大利和西班牙，更甚於德國和法國。隨著法國政壇的變數逐漸趨於穩定，我們正在尋找機會，調降較為審慎的立場。
- 英國存續期是我們積極看好的主要信念。領先指標持續反映著當地就業市場的疲軟。
- 日本方面，我們對於存續期部位仍持負面看法。

信用債與新興市場債

- 信用債表現優劣不一，因此優先考慮品質。歐洲投資級券種方面，利差已經收窄，但仍有進一步緊縮的空間。基本面堅挺，尤其是在金融領域。
- 新興市場債券方面，我們大致看好，但避開了評價水準偏高的區域。我們尤其看好當地幣別券種，今年裡的表現十分強勁。我們偏好拉丁美洲非投資級債券，更甚於亞洲國家的較低收益債券。

外匯

- 同時也採取積極主動的策略，上調美元券種的評級至中立。我們固然認為美元的長期表現遜於大盤，但短期內相關資產仍有可能浮現整理契機。對於日圓，我們持積極態度，只是程度略低於以往，我們正在密切關注日本央行的立場，以及新任首相在財政紀律方面是否還會鬆綁。
- 新興市場外匯方面，投資範圍廣泛，我們積極看待並慎選標的，偏好巴西雷亞爾、智利披索、印度盧比等幣別。整體而言，亞洲外匯交易價格低廉，但其中也不乏例外。

美國通膨預期固然保持穩定，但仍高於歐洲的通膨預期



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 10 月 23 日。平衡通膨率是預期通膨水準的評估指標。

股票

作者群

獲利的抗跌韌性乃是成長引擎

受到人工智慧的市場信心等多種因素影響，股市自 9 月初以來表現強勁，其中一個考量關鍵在於，AI 科技究竟能在多大程度上提升企業獲利，以及這類企業的合理評價究竟是多高。因此，我們也認為這項科技具備了提高生產力的長期潛力，但並不願意為此承擔過高的評價。

BARRY GLAVIN
股票平台
主管

我們的目標，仍然是尋找出能在獲利、評價、產品差異化優勢三個方面，均衡兼顧的潛力企業。在歐洲、英國、日本與新興市場，以及美國價值股類別，我們都發現了這樣的企業。尤有甚者，考量全球貿易仍有變數，我們積極在這些地區當中物色更側重於內需榮景的焦點企業。

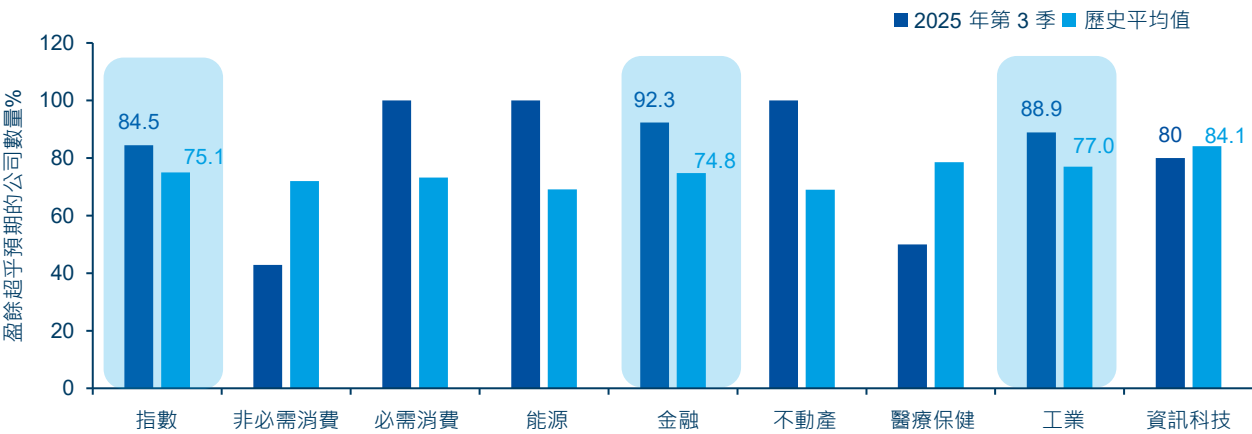
已開發市場

- 迴避美國的集中度風險，優先選擇價值類別。我們積極看待資本財（佈局良好，可望受惠於自動化、永續發展、製造業回流等主題者）。由於信用成本低、管制鬆綁、貸款增長，我們對於銀行產業懷抱樂觀態度。
- AI 科技的相關主題，正透過資料中心等形式，在歐洲吸引買單。此外，中型股的評價水位具吸引力，主要仰賴國內市場業績，因此我們亦予看好。銀行業資產負債表穩健且獲利成長強勁，我們也持續看好。
- 英國股票股利收益率偏高、評價水位有利、市場穩定抗跌，因此也是務實的多元分散投資對象。日本方面，庫藏股買回與豐厚股利數值，反映了國內的企業治理改革有成，我們對於日本保持樂觀態度。

新興市場

- 預期美元走貶、新興市場經濟成長強勁，促使我們對於該地區大致保持樂觀態度。
- 綜觀全區，精選契機顯而易見，例如拉丁美洲市場，尤其是巴西以及墨西哥。巴西的市場評價相當具備吸引力，當地通膨正在下降，美國以及國內利率也將調降，上述因素都為巴西提供了支撐。
- 亞洲方面，我們看好印度，並注意到信用成長呈現了回暖的早期跡象。另一方面，我們對台灣持謹慎態度，對中國則中立看待。
- 從產業層面來看，我們偏好必需消費、不動產以及通訊服務。反之，評價偏高的科技類股，還是需要謹慎看待。

第三季至今，美國企業的獲利表現普遍超越平均水準



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 10 月 23 日。截至目前，S&P 500 指數當中已有 141 家公司公佈了第三季財報。通訊服務、原物料、公用事業公司此處並未列出，是因為相關產業並無資訊。

多元資產

風險承擔：存續期調整、黃金

美國經濟迄今仍保持韌性，但貿易政策與關稅對於消費以及通膨的影響導致了展望愈加複雜。歐洲方面，出口承壓顯而易見，國內需求也可能展露弱點。縱使如此，整體經濟環境並未出現衰退，在這種環境下，各國央行願意降息，政府也提供財政支持。然而，國際貿易對峙、地緣政治以及評價水位等方面的阻力，仍然沒有消失，因此，我們認為有必要強化避險措施。

我們看好美國和英國股市。全球流動性狀況處於良好階段，AI 發展動能正在推動美國企業獲利成長，不過我們也承認評價水位過高的問題，並且透過中型股的佈局，落實多元分散的觀點。英國股票展現了防禦抗跌特色以及較高的股利，是我們看好的另一類別。在中國乃至更廣泛的新興市場，由於評價水位散發吸引力，新興市場的央行政策也處於寬鬆模式，我們依然樂觀以對。然而，與美方的貿易談判，有可能在部分新興市場造成資產的波動，因此，我們將巴西雷亞爾、墨西哥披索兌離岸人民幣的走勢觀點下調至中立，並且關注巴西政府的財政狀況。已開發市場外匯方面，我們仍然看好歐元/美元，以及挪威克朗、日圓兌歐元匯價。

存續期方面，我們對於美國 5 年期國庫券的信心減半。美國境內的通膨黏滯延續，雖然聯準會將會降息，但不會如同市場預期的那樣急於採取激進的降息措施。另外，我們仍然看好歐洲 10 年期公債 (通膨降溫，成長脆弱) 與義大利政府公債，但對日本公債持謹慎態度。信用債方面，市場風險氛圍良好，我們繼續看好歐洲投資等級債券以及新興市場債券。

最後，現階段我們對於黃金的樂觀看法有所下調。雖然對於美元謹慎看待，不過短期內的美元還是有可能出現盤整，因此，美元一旦升值，我們勢必需要採取某些保護措施。股票方面，仍有必要在已開發市場進行避險。

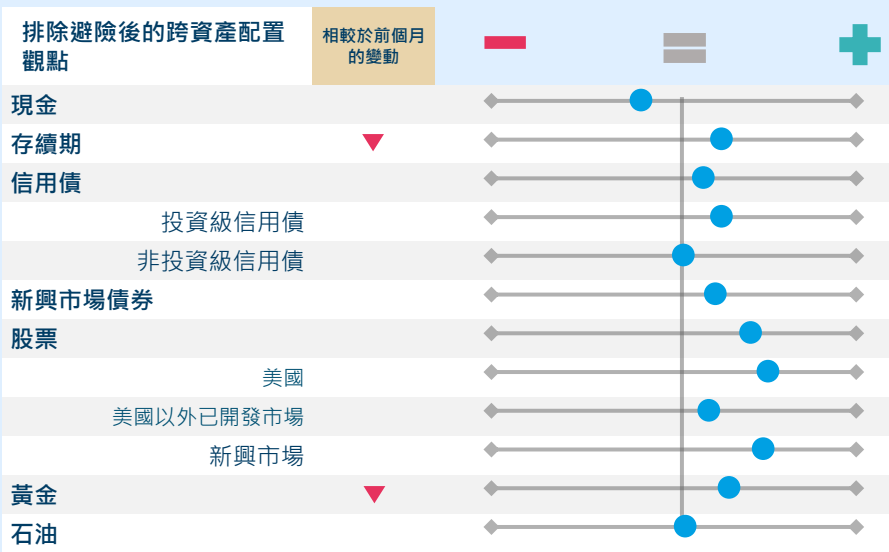
作者群

FRANCESCO SANDRINI
多重資產策略
主管

JOHN O'TOOLE
多重資產
投資解決方案主管

「我們調降了美國存續期部位的信心，理由是通膨略顯黏滯延續。未來幾個月裡，假如聯準會未能兌現市場預期，採取激進的降息措施，恐令市場大失所望。」

東方匯理多元資產投資觀點*



▼ 上個月過後遭降評
▲ 上個月過後遭升評

資料來源：東方匯理，截至 2025 年 10 月 22 日。M-1 變動包括與上個月相比結果。表格反映了多元資產平台的主要投資信念 (包括避險倉位)。* 此處觀點均為相對於參考資產配置 (基準 45% 股票、45% 債券、5% 原物料、5% 現金) 的數值，其中「=」係指中立。實際執行可能運用衍生性商品，因此 + 與 - 未必完全相抵。此係特定時機之評估結果，仍有可能隨時變動。資訊內容無意預測未來結果，亦不建議讀者將其認定為任何基金或任何特定證券的研究結論、投資建議或推薦。資訊內容僅供參考，概未反映任何目前、過去或未來之東方匯理產品之實際資產配置或投資組合成分。

不同資產類別的東方匯理觀點

股市觀點

已開發市場股票	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國	▲					◆				
美國成長股	▲			◆						
美國價值股							◆			
歐洲	▼						◆			
歐洲中小型股								◆		
日本							◆			
新興股市	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場							◆			
亞洲新興市場							◆			
中南美洲								◆		
新興歐非中東地區								◆		
中國以外其他新興市場							◆			
中國						◆				
印度							◆			

固定收益觀點

存續期	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國						◆				
歐盟						◆				
英國								◆		
日本				◆						
整體						◆				
信用債	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國投資級						◆				
美國非投資級				◆						
歐洲投資級								◆		
歐洲非投資級						◆				
整體							◆			
新興市場債券	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中國公債						◆				
印度公債								◆		
新興市場強勢貨幣								◆		
新興市場當地貨幣									◆	
新興市場公司債								◆		
整體								◆		

全球外匯觀點

外匯	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元	▲					◆				
歐元					◆					
英鎊					◆					
日圓	▼						◆			
新興市場外匯*							◆			

資料來源：2025 年 10 月 22 日所舉行最近一次全球投資委員會 (GIC) 發表的觀點摘要。表格反映了各個資產類別的絕對觀點，並以 9 個不同等級予以評估，其中 = 表示中立立場。文件反映特定時機的市場評估結果，無意精確預測未來事件或擔保未來投資成果。建議讀者避免完全仰賴相關資訊，亦不宜視為任何基金或任何特定證券的研究結論、投資建議或推薦。資訊僅供說明與教育用途，後續仍可能發生變化。資訊內容概未反映任何目前、過去或未來之東方匯理產品實質資產配置或投資組合成分。外匯圖表顯示 GIC 的絕對外匯觀點。* 圖表呈現多種新興市場貨幣的綜合看法。

▼ 上個月過後遭降評
▲ 上個月過後遭升評

東方匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路5段7號台北101大樓32樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

東方匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。東方匯理證券投資信託股份有限公司為 Amundi Group之成員【東方匯理投信獨立經營管理】