

2025 年 12 月

激昂市況後的喘息修整

今年即將進入尾聲，風險資產多半處於正值區間，全球股市和金屬價格也屢創新高。即使經歷了美國史上最長的政府停擺期，也未能抑制市場熱潮。我們認為，市場並未因經濟疲軟的現狀所動搖，因投資人深信貨幣和財政政策工具可提供支撐、AI 投資獲利能力近乎確定，且繼美國財報季表現亮眼（歐洲雖略遜一籌，但仍具韌性），企業獲利料將持續優於預期。此外，市場也大致忽略了關稅對消費活動的影響。

然而，近期美國對 AI 的過度樂觀引發市場擔憂，卻也印證了我們的看法。我們維持一貫觀點：AI 領域的資本支出雖提振了美國經濟成長，卻未因此創造就業機會。此外，雖然貨幣和財政支援可能穩定經濟，但財政支配 (fiscal dominance) 與金融抑制 (financial repression) 等形式的風險依然存在。具體而言：

- **美國經濟成長情況好壞參半。AI 投資表現正向，但消費與就業市場走弱。**儘管今年係由最高收入群體帶動消費，但由於中低收入消費者面臨困境，整體消費亦將受到波及。例如，年底醫療保健補貼到期，將導致此階層家庭的醫療成本上升。此外，美國就業市場持續疲軟，薪資成長也有所放緩。最後，聯準會的獨立性仍然存在風險。一旦聯準會屈服於壓力，其降息幅度可能超過純粹出於經濟考量所需幅度，結果可能導致通膨預期值脫鉤。



VINCENT MORTIER
集團投資長

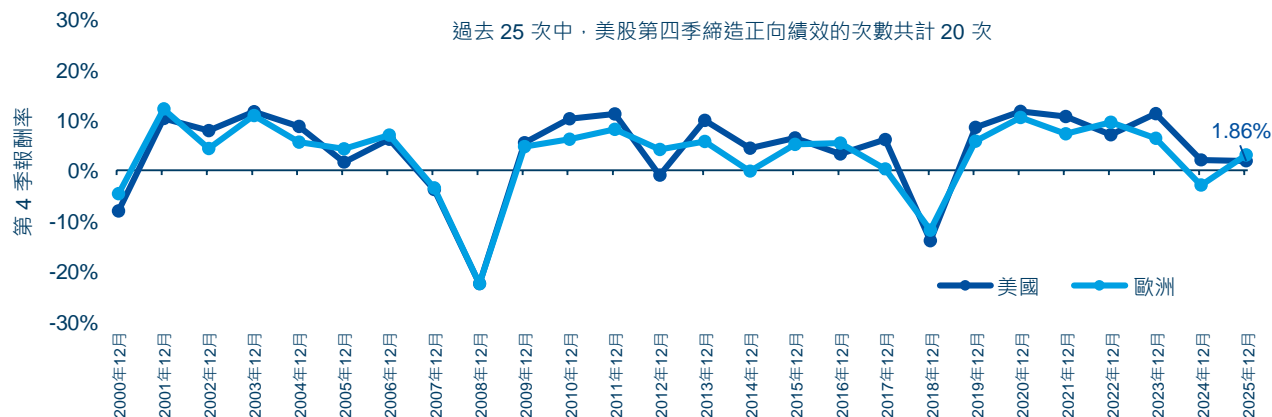


MONICA DEFEND
東方匯理
投資研究所主管



PHILIPPE
D'ORGEVAL
集團副投資長

聯準會政策及 AI 題材的市場情緒：決定第四季正向走勢能否延續的關鍵



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 12 月 1 日。S&P 500 指數和 SXXP 指數截至 12 月的三個月報酬率。截至 12 月 1 日的 2025 年第四季資料。

在 AI 投資估值偏高
且備受檢視的環境
中，我們更專注於
產能和獲利提升。

- **2025 年歐元區 (EZ) 經濟成長預期從 1.1% 上調至 1.3% (大致符合歐盟執委會的秋季預測)**，但內需疲軟致使我們未曾改變質化評估觀點。此次修正主因在於第三季數據優於預期 (法國和西班牙)，但我們不會改變對歐元區經濟的評估。我們觀察到需求改善速度極為緩慢，此現象與儲蓄率居高不下的趨勢相符。其次，德國以外其他歐洲國家均採中立的財政立場。第三，對美出口的外部環境尚不明朗。即使美國最高法院禁止動用緊急權力實施關稅，川普仍可選擇徵收產業關稅。
- **歐元區與美國的通膨預測維持不變。**短期內，美國通膨率料將持續高於聯準會的目標水準。歐元區方面，反通膨趨勢延續，2026 年整體 CPI 預測接近 1.7%，其後於 2027 年微幅上調。重點在於，歐洲央行預估 2027 年通膨率為 1.9%，但取決於是否實施 ETS2 (排放交易體系 2)。若 ETS2 延至 2027 年以後，可能導致歐洲央行下調該年度的通膨預測。至於美國通膨，我們確認其前景取決於核心服務通膨放緩的速度，以及關稅影響核心商品價格的速度和強度。

目前美國經濟成長放緩，但未明顯衰退，股票估值雖然偏高，但投資機會依然存在；此環境下的重點策略在於分散配置，減持過度集中的部位，轉向更高收益的資產類別。同時，美國優越主義也面臨挑戰，預計將反映為美元長期貶值的走勢。

東方匯理投資研究所：歐元區經濟成長疲軟，料將促使歐洲央行降息

我們目前預期歐洲央行將於明年下調政策利率，分別在第一季和第二季各一次，總計下調 50 個基點，主要取決於經濟成長與通膨走勢。* 我們也認為，市場並未考慮歐洲經濟成長的下檔風險，亦未反映出現在到 2026 年 6 月之間可能出現大幅降息的情況。在這一點上，我們的看法與市場有所不同。就日本央行而言，我們將終點利率預測從 0.75% 上調至 1.00%，預計 12 月升息一次，明年再升息一次。日本央行致力控管財政擴張所導致的日圓貶值。因為日圓貶值將促使進口商品價格上漲，進而推高通膨率，此乃日本央行極力避免的情況。

本團隊並未改變對聯準會和英國央行的預期。我們仍然預期聯準會於 12 月降息，但鑑於黏滯性通膨和景氣抗跌韌性跡象的疑慮，目前則密切關注聯準會內部的討論。關於英國央行，我們並未改變預期，而是認為 12 月降息似乎迫在眉睫。財政方面，英鎊匯率和殖利率的市場波動可能仍將居高不下。

本團隊雖然上調今年歐元區的成長預期，但亦研判當地內需疲軟，再加上反通膨現象，可能導致明年歐洲央行下調政策利率兩次。

MONICA DEFEND
東方匯理投資研究所主管

以下概述各資產類別的主要投資信念：

- **固定收益方面**，我們對整體存續期持中立態度，並認為殖利率曲線存在區域分歧的空間。例如，我們將歐元區存續期上調至正向，但轉而調降對英國的樂觀看法，並接近中立/微幅審慎看待美國。同時，我們仍看好歐洲投資級信用債，並對新興市場的固定收益領域持樂觀態度，因為該等領域的收益和可供選擇的範圍相當大。
- **股票方面**，我們維持採用槓鈴策略，配置優質景氣循環產業及抗跌型個股，著重於尋找基本面強勁且估值具吸引力的企業，在歐洲、日本和新興市場皆發掘出此類企業組合。就新興市場而言，股票的吸引力源自於該地區的經濟成長強勁及其多元佈局潛力。
- **多元資產方面**，我們努力維持更平衡的風險資產立場。雖然我們對全球股市整體仍維持正向看法，但仍進行配置調整，降低對美國股市的信心程度，同時上調歐洲股市評級，因後者定價更具吸引力。此外，新興市場債券由於利差收窄，因此評級也有所降低。我們仍然認為，目前該領域的利空因素有限，未來可能出現投資機會。

我們認為，投資人應維持多元分散佈局，採取適度承擔風險的立場，從而在歐洲、日本和新興市場等不同地區創造價值。

整體風險氛圍

風險規避



風險承擔



我們研判，此時應適度承擔風險，因為除了美國科技股榮景之外，其他領域也可能浮現良機。但此策略必須配合適當的保障措施，例如配置黃金等資產。

相較於前個月份的變動

- **固定收益**：戰術操作層面，我們下調對英國存續期的看好程度，同時調降美國存續期評級，但歐盟存續期評級則有所提升。
- **多元資產**：我們調降美股評級，同時調升歐股評級。從策略角度來看，利差收窄後，我們轉而對新興市場債券採取中立態度。

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。

其他詞彙定義，敬請參閱本文件最末頁。

固定收益

作者群

AMAURY
D'ORSAY
固定收益
主管

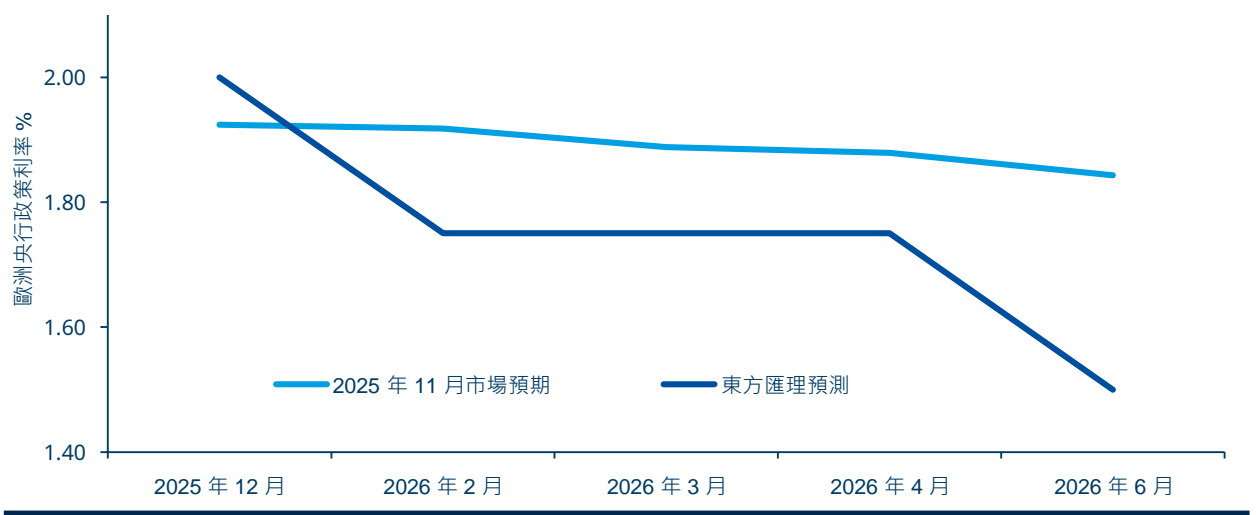
靈活存續期策略：因應通膨及政策變局

即使我們預期反通膨現象延續，但歐洲的經濟成長仍受到消費者的謹慎態度影響，且年底前歐元區的整體通膨率可能低於歐洲央行的目標值，這兩種情況可望促使歐洲央行調降政策利率。美國方面，明年期中選舉期間的財政激勵措施可能對美國市場造成些許壓力。

英國政府也關注財政措施，試圖彌補收入和支出之間的缺口。任何財政緊縮措施均可能影響經濟成長預期。除日本以外，我們對已開發市場維持曲線趨陡的偏好立場。整體而言，我們尋求已開發市場和新興市場的殖利率曲線契機，以追求更高的收益。

存續期與殖利率曲線	信用債與新興市場債券	外匯
<ul style="list-style-type: none">我們對存續期整體立場維持中性，但對各區域的觀點仍略有分歧；例如，我們對歐元區存續期稍持正面看法，其中特別青睞義大利公債。我們小幅調降對美國的存續期立場，但正向看待連動債。我們對英國債券的積極看法稍微下修，目前正在密切監測財政政策發展。日本方面，該國政府近期的財政擴張政策，進一步印證了我們的謹慎立場。	<ul style="list-style-type: none">就全球而言，我們正向看待歐元區信用債，對美國和英國持中立態度。歐洲投資級券種方面，企業基本面穩健，尤其是金融領域，從第三季財報可以證實這一點。我們偏好短天期債券、次順位金融債和混合型公司債。新興市場債券方面，我們的正面立場不變，風險也保持良好的平衡。阿根廷等具有特殊題材的國家發展空間相當大，因此我們仍然看好其強勢貨幣債券。	<ul style="list-style-type: none">我們對美元採取中立佈局。美元自 2025 年 6 月以來持續處於盤整階段，季節性因素料將導致年底前後出現波動。日本的財政立場意味著日圓將持續承壓，但我們正在密切監測財務省的潛在干預可能性以及日本央行的升息舉措。新興市場方面，我們樂觀看待拉丁美洲外匯，例如巴西雷亞爾、智利披索等。原物料動能減弱，可能影響部分原物料出口國的外匯。

歐元區需求疲軟並出現反通膨跡象，給予歐洲央行降息的機會



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 11 月 20 日。東方匯理預測標的為歐洲央行存款工具利率。

估值水準更有利於全球化佈局

儘管美國和歐洲的經濟活動訊號優劣互見，但年初迄今股市依然締造出強勁的報酬率，主要得益於 AI 的正向氛圍以及穩健的企業盈餘。目前主要的問題在於，有多少利多消息已經反映在估值中。一旦企業營收或利潤率不佳，估值水準攀升將提高走勢逆轉的可能性。因此，年底或明年初之前若有任何波動，均可能為受惠於結構性成長動力的優質企業創造機會。

BARRY GLAVIN

股票平台
主管

例如，在歐洲、英國、日本和新興市場，我們都有發現這樣的企業。歐洲財政和貨幣政策、日本企業改革，以及聚焦於英國和小型股具吸引力的估值倍數，仍是我們的重要投資主題。

已開發市場	新興市場
<ul style="list-style-type: none">日本的估值水準尚未反映出近期穩健的財報季結果、庫藏股措施，以及初期階段結構性改革的動能。我們持續偏好精選優質跨國企業。歐洲方面，旨在提升歐盟競爭力的長期改革、財政激勵以及能源成本減少，均有助於該地區抵消美國關稅帶來的短期影響。我們偏好中小型企業，因其具備盈餘成長潛力以及內需曝險的優勢。我們也看好英國，但留意超額舉債和財政赤字。美國方面，由於估值偏高，監測投資週期(尤其 AI 相關投資週期) 及其如何轉化為盈餘至關重要。	<ul style="list-style-type: none">經濟成長、多元佈局潛力以及全球轉向多邊主義，將為新興市場股票提供支撐。儘管中美關係有所緩和，但我們認為兩國仍將延續長期的經濟對峙局勢。此外，此次貿易戰休兵顯示，中國在貿易爭端中逐漸展現更強大的實力。從經濟的角度來看，該國的出口和國內消費依然疲軟。印度方面，雖然該國與美國的關係逐步改善中，但估值仍然偏高。儘管如此，印度的長期結構性成長和穩定性，證明了我們採正向立場實屬合理。至於其他地區，我們正向看待拉丁美洲 (包括巴西和墨西哥) 以及新興歐洲。

相對於美國，日本和歐洲的相對估值持續下滑，故而具有吸引力



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 11 月 21 日。前瞻本益比。虛線表示日本估值的歷史平均值除以美國估值。

多元資產

對風險採取更平衡的立場

當前處於景氣循環晚期階段，儘管美中之間的全球競爭方興未艾，但我們正在見證不同地區的經濟環境存在細微差別。舉例而言，歐洲的經濟可能穩定成長，但低於均值；目前美國的消費狀況尚佳，但就業市場趨緩，支出力道將難以延續。因此，我們依據這些細微差別調整配置立場，並尋求各個資產類別的價值。為此，我們維持多元分散立場，著眼於獲利、估值及總經環境條件，布局於風險調整後報酬出色的區域；整體策略仍偏好承擔風險，進行小幅調整並採取保障措施，同時樂觀看待黃金。

我們正向看待股市，並認為繼今年幅度鮮明的市場動態之後，美國以外地區呈現多元佈局趨勢的機率更大。由於盈餘動態疲軟以及聯準會降息可能造成的波動，我們了結美國中型股的正面持倉。此外，基於估值考量以及 AI 相關標的熱潮，我們調降對 S&P 500 指數的正向觀點。反之，我們依然看好英國，並基於歐洲的估值和明年獲利預期強勁，轉而樂觀看待歐洲。我們持續偏好整體新興市場，尤其看好中國股票。

固定收益方面，我們略為正面看待整體存續期，並對義大利政府公債（相對於德國公債）保持正面立場。鑒於義大利的政局穩定及其為穩定債務軌跡所做的努力，故在此確認我們的立場。信用債方面，歐洲投資級債券展現出強健的企業基本面和技術面。本團隊戰術性下調新興市場債券評級，因其利差已大幅緊縮；我們依然認為，新興市場的利空因素有限，整體金融環境依然有利。

外匯方面，我們看好歐元/美元，以及挪威克朗、日圓兌歐元匯價。儘管結構性因素可能對美元構成壓力，但挪威克朗（處於承擔風險階段）和日圓（日本央行推行正常化）兌歐元應有出色表現。

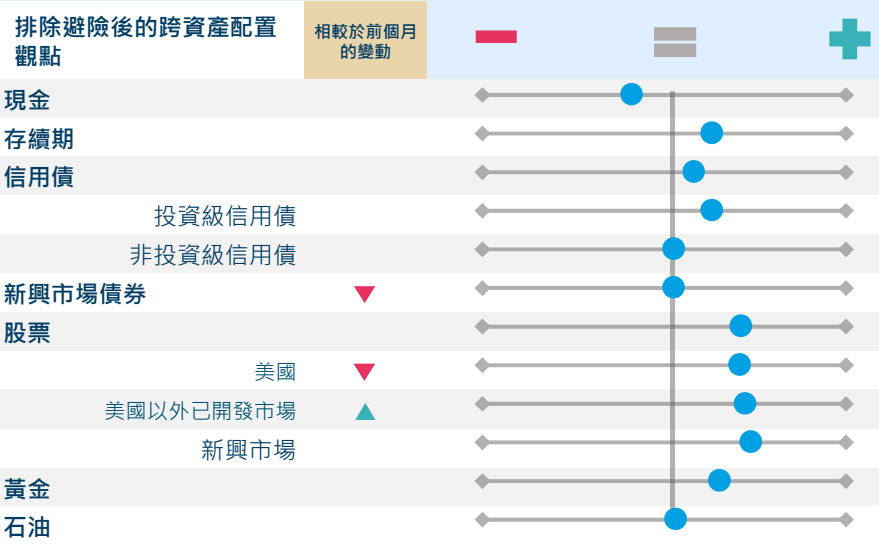
作者群

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

「鑒於美國中型股盈餘動態的變化，加上大型股的估值疑慮，我們原本看多美股的立場，已部分轉向歐洲股票。」

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 11 月 24 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							◆			
新興市場股票	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 11 月 19 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東方匯理基金及東方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】