

經濟仍具韌性，央行持續寬鬆

過去的一年，某些方面堪稱特殊，全球 股市持續創下新高，其中新興市場股票也直逼 2021 年的水準。與此同時，美國政府推行若干非常規政策，尤其針對貿易面，導致避險資產黃金的表現極其亮眼。

風險領域兩端的資產都取得強勁報酬，這一點格外突出。近期，歐洲與日本的債券殖利率雙雙勁揚。值得注意的是，儘管聯準會進入降息循環，但美國公債殖利率卻仍走高。雖然殖利率曲線的長天期端受貨幣政策的影響較小 (相較於短天期端)，但兩者走勢截然相反，此情況並不常見。

展望未來，財政政策可能肩負重任，尤其是在美國、德國和日本，預料貨幣政策也將提供支持。因此，消費、勞動市場和通膨環境將是推動政策決策的主要因素，而 AI 相關投資將更受市場關注。與此同時，美國優越主義將遭遇挑戰：

- 所得稅退稅額上升，2026 年上半年美國經濟成長前景有望略見起色，不過對此後的展望並無助益。我們將 2026 年的成長預測從 1.9% 微幅上調至 2.0%，但仍然認為成長將低於潛勢。美國消費放緩反映的是勞動市場疲軟，但不至於崩潰。此外，著眼於期中選舉，川普政府在政策方面可能有超乎預期的表現。我們預估通膨將在期中選舉年度產生重大影響，可能導致川普軟化對關稅的立場。



VINCENT MORTIER
集團投資長

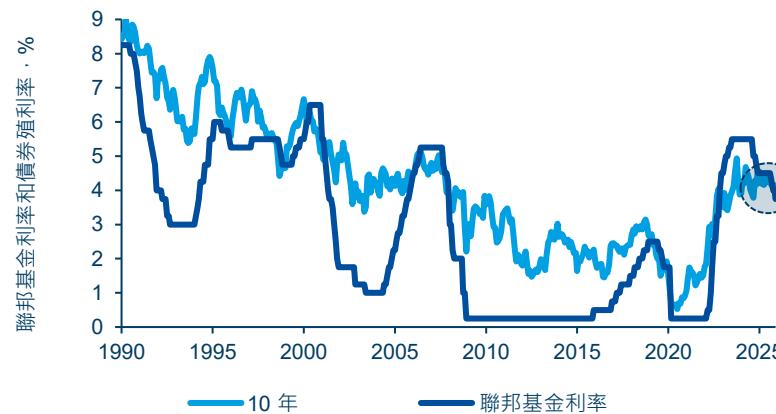


MONICA DEFEND
東方匯理
投資研究所主管

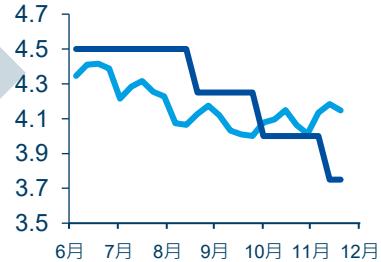


PHILIPPE
D'ORGEVAL
集團副投資長

聯準會降息，但美國 10 年期公債殖利率近期仍有所上升



在這一輪寬鬆週期中，由於經濟韌性的跡象顯現，加上擔憂赤字/債務，促使 10 年期公債殖利率攀升。



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 12 月 19 日。聯邦基金利率 (上限)。

川普政府的非傳統政策以及聯準會面臨的壓力，意味著美國的實質利率可能受限，如此一來將削弱美元的避險吸引力。

- 包括聯準會、歐洲央行和英國央行在內，全球各國央行大多可能採取降息；我們預期英國央行將在 2026 年調降政策利率，重演去年 12 月的情況，重點是，財政赤字在 GDP 的佔比下滑，讓英國央行得以降低政策利率。總而言之，這為英國公債創造了有利的環境。
- 日本央行在去年 12 月份升息，符合我們的預期，而且日本央行今年仍會是個例外，將於 2026 年再次升息。國內殖利率持續走揚，有望增加國內債券對本地投資人的吸引力，最終有機會促成大規模資本回流。然而，要實現名目殖利率和實質殖利率持續成長，日本央行需要發出更強烈的訊號，展現推動利率正常化的決心，但就現階段而言似乎不太可能。
- AI 帶來了機遇，但市場會質疑資本支出的報酬潛力，因此能夠說明相關投資變現情況和獲利能力的公司將會受益。此外，AI 的投資週期可望從超大規模雲端服務供應商擴展到公用事業公司（即電力供應商）以及製造終端用途實體產品（如自動化機器人和自動駕駛車輛/設備）的工業公司，這些公司的高資本需求將反映在信用市場供應的增加。
- 從地緣政治角度來看，美、中兩國在 AI 領域的競爭可能還會持續，為滿足自身國家利益，兩國將繼續努力建構 AI 生態系統，尤其是中國正積極尋求擺脫美國，實現「半導體獨立」。

東方匯理投資研究所：貨幣政策持續寬鬆

聯準會領導層的不確定性依然存在，但可以肯定的是，新任主席將採取更加鴿派的立場。貨幣政策將保持寬鬆，我們對聯準會將在 2026 年降息兩次的預測保持不變。聯準會在 12 月份降息，一如我們預期，並啟動了準備金管理購買計畫，主要買進美國國庫券，這表明聯準會積極維持流動性，而目前流動性仍然充足。此舉並非量化寬鬆 (QE)，但確實意味著資產負債表擴張，然若政策不確定性加劇，一旦市場波動性上升，流動性可能迅速耗竭。

繼歐洲央行 12 月的決策後，我們對 2026 年內兩次降息的看法仍然不變。我們認為歐元區的成長前景疲軟，歐洲央行可能低估了美國關稅對歐洲出口的負面影響。此外，ETS2 (歐盟排放交易系統 2) 延遲實施，可能促使歐洲央行下修通膨預期。歐洲央行在量化緊縮 (QT) 方面態度消極，除非金融環境顯著收緊，否則歐洲央行的立場不會輕易反轉。我們目前預期不會出現此情況。

總體流動性（資產負債表擴張、貨幣供應等）和市場流動性均充足，但在政策不確定性和高波動性的情況下可能會迅速枯竭，印證了我們的適度風險立場。¹

MONICA DEFEND
東方匯理投資研究所主管

針對已開發國家的高額負債和不斷擴大的赤字，以及全球地緣政治的相關風險將持續存在。在這種環境下，新興市場展現出特殊投資契機，在已開發國家央行放鬆政策之下，機會尤其明顯。我們的投資理念詳見如下：

- 固定收益方面**，我們對存續期部位整體幾近中立看待，對歐盟和英國略微看好，但對美國持謹慎態度。我們上修對日本存續期的看法，並密切關注日本央行的政策行動、通貨膨脹和財政政策。雖然預期會升息，但我們認為日本央行落後市場趨勢，以至於 12 月份殖利率勁揚。日本的巨額財政振興措施意味著央行即使在 2026 年也將繼續提高利率。新興市場債券方面，我們仍然看好，並認為在高評價的情況下有更多特殊題材發揮的空間。
- 股票方面**，我們認為現在是分散投資的好時機，但需要更嚴格慎選標的，並轉向在評價、獲利和經濟前景方面具有強大長期信心的券種。此外，我們認為市場將要求對企業在科技和 AI 領域的投資資本報酬率有更清晰的瞭解。因此，現在是轉進歐洲等地區的絕佳時機。印度等新興市場也因其國內成長潛力而蘊藏機會。
- 多元資產配置方面**，我們仍然看好，並戰術性地降低對中國股票的信心，同時也對新興市場這一資產類別保持樂觀態度。固定收益方面，我們調降對日本債券存續期的謹慎程度，並密切關注貨幣和財政政策。

對美國勞動力市場疲軟和高風險資產評價的疑慮，在財政與貨幣支持以及充足流動性之下有所抵消。在背景尚未明朗之下，我們稍微降低了主動承擔風險的立場。

整體風險氛圍

風險規避



風險承擔



由於風險氛圍和技術面均略有惡化，我們戰術性調降整體風險立場。

相較於前個月份的變動

- 多元資產**：我們對中國股票立場戰術性下調至中立，並降低對日本存續期的謹慎程度。
- 固定收益**：上調日本存續期，整體採取積極策略。
- 外匯**：整體上對新興市場外匯持更樂觀態度，將歐元評級上調回復中立觀點，對美元的看法則轉為負面。

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。

ECB = 歐洲中央銀行、DM = 已開發市場、EM = 新興市場、CB = 中央銀行、IG = 投資級、HY = 非投資級、HC = 強勢貨幣、LC = 當地貨幣。其他詞彙定義，敬請參閱本文件最末頁。

固定收益

作者群

中立看待存續期，各地情況不一

儘管全球經濟表現出合理的韌性，但主要區域之間仍存在一些細微差別，例如歐元區薪資通膨較低，整體似乎形成通貨緊縮趨勢，儘管部分歐洲央行理事會成員最近發表了鷹派言論，但我們仍然預期歐洲央行將在 2026 年降息。日本方面，我們面臨的一個關鍵問題是，日本公債殖利率達到什麼水準才有足夠的吸引力，以及政府可能還會採取到什麼程度的財政寬鬆政策。

在這種環境下，我們更傾向於跨區域投資，以尋求穩定性和額外收益。就後者而言，我們發現公司信用債與新興市場債是優質收益的來源，從多元分散角度來看也是理想的選擇。

存續期與殖利率曲線

- 整體存續期立場接近中立 – 略微看好歐元區和英國，但對美國 (2 年期) 持謹慎態度。除日本以外，我們對已開發市場曲線轉陡的預期維持不變。
- 日本殖利率上升後，我們轉為中立看法，但殖利率吸引力尚不足以帶動資本大量回流。另一方面，日本央行需要控制通膨，這突顯了升息的重要性。

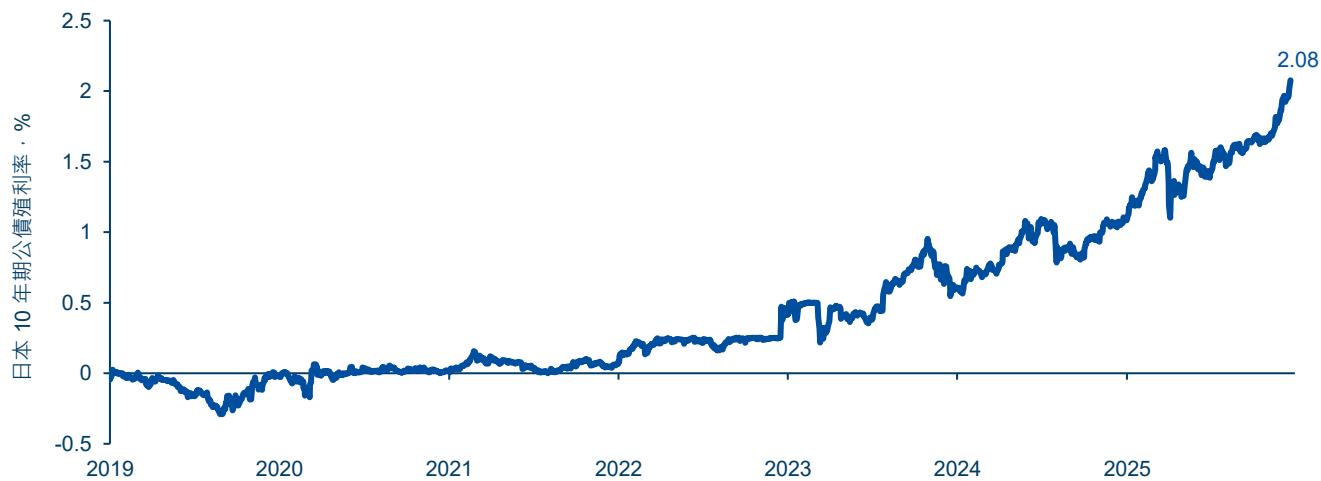
信用債與新興市場債券

- 公司信用債推動市場追求收益和優質標的。歐洲投資級券種方面，金融業因其較高的資本緩衝和獲利能力而具有吸引力。而在非投資等級債方面，我們保持中立，電信和金融領域的精選股票具有良好的投資價值。
- 我們看好新興市場債券，但也承認部分類股評價過高。我們看好巴西、墨西哥、匈牙利和印度的當地貨幣債券，殖利率誘人，而且通貨仍持續緊縮。

外匯

- 外匯市場方面，由於年底的季節性不利因素以及美國優越主義逐漸消退，我們下調對美元的看法，改為審慎看待。聯準會目前並非處於升息模式，而且關稅仍然是個不確定因素。
- 新興市場外匯方面，我們的態度略微樂觀，偏好高息的外匯，例如巴西雷亞爾和土耳其里拉。俄烏停戰協議方面的任何積極進展，都可能反映在若干東歐貨幣 (如波蘭茲羅提) 的匯率上。

近期，財政寬鬆和貨幣緊縮政策推高了日本公債殖利率



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 12 月 22 日。

投資歐洲中小型股分散風險

全球經濟表現尚稱穩健，在流動性充裕的情況下，這也反映在市場的表現。市場並未反映出政策變數、消費放緩跡象以及評價過高的風險，在這種環境下，我們仍然專注於基本面，並傾向選擇風險調整後報酬平衡良好的企業，而我們越來越常在美國以外的地區發現這類企業。

例如，歐洲正大力提高公共支出，並將戰略供應鏈遷回境內。此外，新興市場今年以來的表現優於已開發國家，強化了我們對新興市場的樂觀看法。整體而言，我們維持槓鈴型策略，對優質工業股和抗跌類股持正面態度。

已開發市場

- 歐洲方面，國防與基礎建設支出計畫是足以扭轉局面的決定性長期因素，而能源價格降低也應能為歐洲帶來支撐力道。我們偏好受國內市場影響更大的歐洲中小型類股。AI 主題方面，我們積極探索將受益於設備和電力需求成長的公司（例如，為資料中心提供電力基礎設施的公司等）。我們對歐洲金融類股的謹慎程度也有所降低。
- 市場對英國預算案反應良好，評價和股利狀況也展現出誘人的前景。
- 相較之下，我們認為美國市場評價過高，應慎選標的，而日本的評價卻很有吸引力。

新興市場

- 新興市場兼具強勁的出口和國內消費題材，不過我們傾向慎選標的。
- 目前青睞拉丁美洲，因為相對於大多數新興市場國家而言，拉丁美洲的評價較低；另外也相當看好新興歐洲國家。
- 亞洲方面，由於評價過高且總經環境不如以往有利，我們對中國持中立態度。印度股市是我們正在探索的領域，其中以金融類股為最。
- 在中東和北非地區方面，儘管政治環境複雜，南非的盈餘狀況卻十分穩健，近期信用評級上調，印證了我們的看法。
- 從類別來看，我們對科技、材料和能源持謹慎態度，但對非必需消費樂觀看待。

歐洲央行降息理應為內需導向的中小型類股提供支撐



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2025 年 12 月 19 日。SMID = MSCI 歐洲中小型股指數。

多元資產

風險承擔：重新調整但不退縮

美國總體經濟訊號喜憂參半，就業市場持續惡化，但惡化速度漸趨穩定，聯準會持續寬鬆並注意保持流動性，財政政策也提供支撐。歐洲消費低迷，但通膨正在下降，這些因素再加上市場流動性強勁、信用環境良好，在一定程度上抵消了高評價帶來的風險，但留意風險並未完全消除。因此我們稍微調整對風險資產的看法，但中期立場不變。此外，我們認為在高評價下，以黃金和已開發市場股票避險作為保障措施至關重要。

我們樂觀看待股票市場，包括美國、英國及歐盟。聯準會寬鬆政策和企業盈餘均構成支撐，但市場料將放大審視企業在 AI 和整體美國科技領域資本支出所帶來的報酬潛力。新興市場方面，中國國內市場信心惡化，評價過高，促使我們戰術性轉為中立看待中國。我們持續關注當地的經濟情勢，期望透過積極看待整體新興市場（包括中國）來保持均衡的立場。

我們主要透過美國和歐洲維持對存續期的積極觀點，不過日本央行有意讓政策回歸正常化，帶動殖利率近幾個月來快速上升，為此，我們降低對日本的負面看法，但仍抱持謹慎態度。美國方面，我們認為殖利率曲線的短天期和中期部位比長天期部位更具吸引力。歐洲方面，由於經濟成長略顯脆弱，預期未來利率會走低。相對於德國公債，我們也看好義大利政府公債，並將繼續在歐盟投資等級債券以及新興市場債券中尋求價值。

我們對外匯市場的看法取決於美元面臨的結構性挑戰。此外，我們看好挪威克朗和日圓兌歐元匯價，在全球經濟成長良好時期，挪威克朗將受益於挪威的景氣循環曝險。

作者群

FRANCESCO SANDRINI
義大利首席投資長 &
全球多重資產主管

JOHN O'TOOLE
全球主管 - CIO 策略

「我們對新興市場股票採取了更加平衡的立場，反映其強勁的走勢；同時，在存續期方面，我們也戰術性調整對日本的看法。」

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

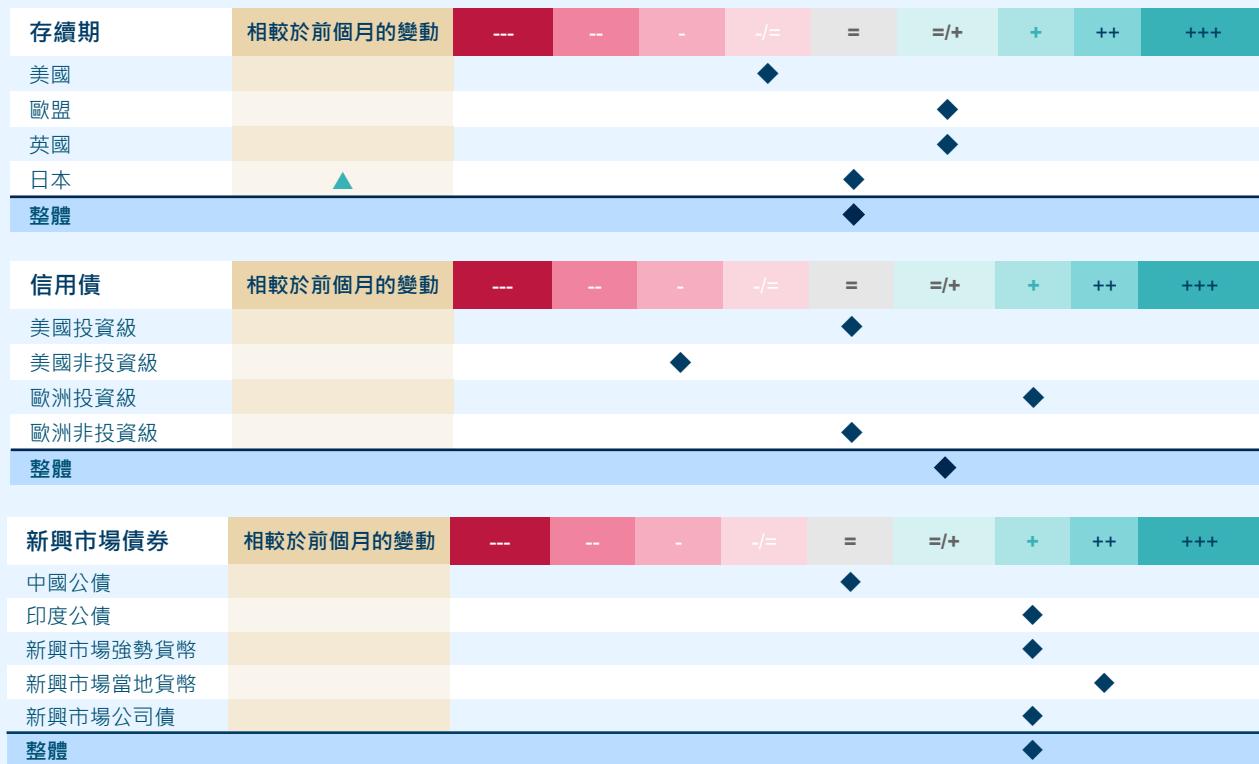
資料來源：東方匯理資產管理，截至 2025 年 12 月 23 日。M-1 變動包括與上個月相比結果。表格反映了多元資產平台的主要投資理念（包括避險倉位）.* 此處觀點均為相對於參考資產配置（基準 45% 股票、45% 債券、5% 原物料、5% 現金）的數值，其中「=」係指中立。實際執行可能運用衍生性商品，因此 + 與 - 未必完全相抵。此係特定時機之評估結果，仍有可能隨時變動。資訊內容無意預測未來結果，亦不建議讀者將其認定為任何基金或任何特定證券的研究結論、投資建議或推薦。資訊內容僅供參考，概未反映任何目前、過去或未來之東方匯理產品之實際資產配置或投資組合成分。

不同資產類別的東方匯理觀點

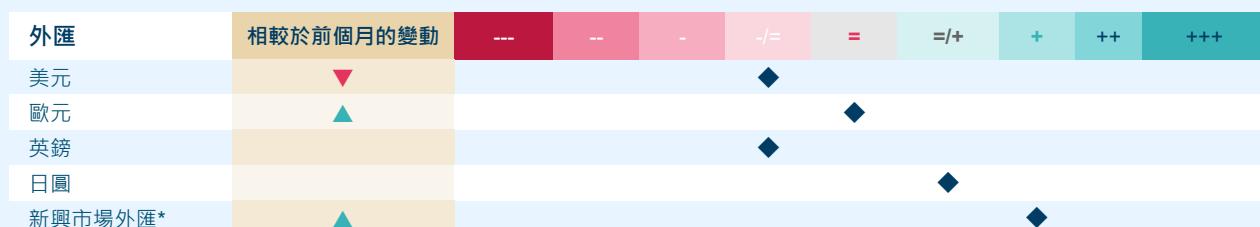
股市觀點



固定收益觀點



全球外匯觀點



資料來源：2025年12月17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】