

MONTHLY HOUSE VIEW

2025年11月

無君王



01	編輯寄語 無君王	P3
02	宏觀經濟與投資策略 穿越噪音	P4
03	焦點 美國勞動力市場：處於十字路口	P8
04	市場觀點 美聯儲維持樂觀情緒	P10
05	市場監測 精選市場走勢	P12
06	認識我們的團隊	P13
07	附錄	P14
08	免責聲明	P15



Delphine
DI PIZIO TIGER
Deputy Global Head of
Investment Management

親愛的讀者：

當作為法國君主制輝煌象徵的珍貴皇冠珠寶在羅浮宮發生的一場驚天大劫案中消失——這場事件已被譽為「世紀盜竊案」——法國正面臨著一個前所未有的局面：法蘭西共和國史上首次有前總統被判入獄。同時，在大西洋彼岸，隨著民粹主義的風潮繼續席捲全球，美國正見證一場前所未有的動員浪潮。10月底，近七百萬美國人走上街頭，參加名為「無君王」（No Kings）的抗議活動，譴責唐納德·川普的威權傾向。儘管遭到強烈反對，總統仍然態度強硬，單方面決定拆除白宮東翼，並將其改建為一個舞廳。

君主一直與黃金這種權力與財富的永恆象徵密切相關。事實上，白宮現任住戶最近將橢圓形辦公室鍍上金色的行為，已經引起了不少人的關注。然而，在2025年，真正主宰市場的是黃金本身。今年10月，黃金價格創下歷史新高，每盎司突破4,300美元，自年初以來大幅上漲了50%，穩居2025年金融市場表現榜首。

那麼，究竟是什麼推動了黃金價格如此驚人的上漲？首先，隨著政府債務不斷增加以及美國持續的預算僵局（目前已是美國歷史上第二長的僵局），黃金作為避險資產的地位得到了進一步鞏固。更根本的是，由於明年美聯儲（Fed）領導層預計將發生變動，市場對於美聯儲獨立性——以及由此延伸的可信度——可能喪失的擔憂日益加劇，黃金成為對沖這些風險的工具。傳統上被視為抗通脹屏障的黃金，還受益於交易所交易基金（ETFs）的興起，這使得更多的投資者能夠輕鬆接觸到這種資產。最後，新興經濟體的中央銀行正在不斷增持黃金儲備，以減少對美元的依賴，這在當前持續緊張的地緣政治氣候中尤其重要。

然而，根本問題是，各國政府究竟能在超支的情況下撐多久？在新冠疫情和「不惜一切代價」政策的時代之後，現實情況是，發達經濟體的公共債務現在平均已達到國內生產總值（GDP）的110%，這是自拿破崙戰爭以來從未見過的高水平。

那麼，我們如何能夠治癒因過度債務而癱瘓的全球經濟呢？解藥似乎很明確，需要三個關鍵要素。首先，一劑通脹。其次，一些金融抑制措施或其他機制，將金融市場參與者引導至政府債券，從而幫助將利率維持在人為的低水平。在這裡，穩定幣的案例值得一提。作為主要美元掛鉤的穩定幣，Tether去年成為美國國債的第七大買家，甚至超過加拿大。目前，它持有接近1,300億美元的美國國債！

最後，也是最重要的處方成分是經濟增長。好消息是，我們正在上調2025年和2026年的全球經濟增長預測，如本期內容所述。美國國內市場的韌性一直是關鍵的推動力之一。正如經濟學家羅伯特·席勒（Robert Shiller）在其有關「敘事經濟學」的研究中所展示的那樣，如果消費者仍然相信「美國夢」——這一概念雖然並不總是完全理性——他們將繼續消費。此外，人工智慧（AI）的創紀錄投資也正在推動經濟增長。

在本期內容中，我們也將深入探討美國勞動市場的動態變化，並一如既往地分享我們對資產配置的觀點。

祝您閱讀愉快！



Grégory STEINER, CFA
Global Head of
Asset Allocation

10月的經濟數據受到噪音的干擾，真正的基礎趨勢並不明顯。在美國，由於政府關閉引發的短暫干擾，掩蓋了原本強勁的消費趨勢。在德國，工業生產的疲軟更多是由8月份的假期所致，而非需求放緩。在中國，有關貿易戰的新聞頭條更多是戲劇性的渲染，而非經濟現實的反映。在這種增長韌性仍存的環境下，我們對風險資產，特別是美國和新興市場的股票，持建設性展望。



Bénédicte KUKLA
Chief Strategist

宏觀經濟情景

美國：溫和的滯脹衝擊

上個月強調的短期上行風險現在正在實現。2025年第二季度的GDP增長率已從3.3%上調至3.8%，主要受益於更強勁的消費支出（從1.7%上升至2.5%）以及動態的投資增長，特別是在人工智慧（AI）領域。第三季度的經濟活動仍然穩健，亞特蘭大聯邦儲備銀行的GDPNow指標預測增長率為3.8%，遠高於市場普遍預期的1.5%。

消費保持穩健，儘管勞動力市場正在放緩且實際收入受到壓力（詳見《焦點》，第8頁）消費受益於財富效應的影響，這得益於2025年第二季度家庭金融資產增加了4.6萬億美元。然而，我們預計隨著高頻指標和消費者信心的下降，消費將逐漸回歸正常化，而通脹將持續侵蝕實際收入，尤其是對低收入家庭的影響更加明顯。核心通脹率預計將保持在3%以上，直到2026年下半年，因為服務價格反映出需求壓力。我們對聯邦基金利率的預測為2025年底為4%，2026年底為3.5%。

歐元區：關稅與分歧

過去的一個月對歐洲金融一體化而言十分艱難，法國的政治危機導致主權債券利差擴大。財政政策應在2026年變得稍微擴張，南歐地區受到強勁的正面推動，而德國對借貸的依賴正在增加，預計到2026年將增至三倍，同時公共投資將增加65%，國防支出將達到GDP的2.8%。

儘管如此，在經歷了年初的強勁開局後，歐元區的增長預計將在關稅壓力和法國消費下降的影響下放緩。受美國關稅和夏季假期的影響，德國工業生產同比下降3.9%。由於美國關稅和歐元走強，義大利銀行已將其2026年的經濟增長預測下調至0.7%。儘管存在政治不確定性，但由於其社會安全網和高儲蓄，法國預計在2026年將避免經濟衰退，經濟增長率將維持在略低於1%的水平。

歐元區的失業率為6.3%，2026年初的工資增長率降至1.7%，而2025年為4.3%。通脹風險似乎有限；歐洲中央銀行（ECB）預計將在2026年初實施最後一次降息，隨後進入穩定期。



中國 重新聚焦於 創新

中國：實力的展現

中美緊張局勢在10月份進一步加劇，因北京對其稀土材料的供應設置了條件——這些材料對美國的科技和國防工業至關重要。隨後的談判輪次主要是為了測試雙方的底線，並未出現重大升級，這讓人們對原定於11月中旬到期的關稅休戰協議可能延長抱有希望。

隨著第十五個五年計劃的結束（詳見我們2025年10月17日的《CIO Perspectives》：[「China's vision 2030: Priorities of the 15th five-year plan」](#)），中國正重新聚焦於由創新驅動的增長、服務業的擴張以及國內消費的增強。

這一國內消費預計將在今年秋季受益於「黃金週」的延長，服務支出同比增長7.6%，商品銷售增長3.9%。財政政策依然保持寬鬆，2025年的公共財政赤字接近GDP的4%，達到三年來的最高水平。

儘管通脹處於低位，但自7月以來已重返正值，而中國人民銀行（PBoC）預計將保持利率不變。總體來看，關稅可能會對2026年的增長造成壓力，但影響程度將小於預期，因為中國經濟展現出了非凡的韌性。

表1：2024–2026年宏觀經濟預測,%

● 自上期以來向下修訂

● 自上期以來已向上修訂

	GDP			通貨膨脹		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
美國	2.8%	2.1%	2.0%	2.9%	2.9%	2.8%
歐元區	0.8%	1.3%	1.1%	2.4%	2.0%	1.8%
中國	5.0%	4.7%	4.5%	0.2%	0.2%	0.6%
全球	3.2%	2.9%	2.9%	-	-	-

來源：東方匯理私人銀行。



Adrien ROURE
Multi-Asset Portfolio Manager



疲弱的美元

與寬鬆的金融環境
支撐新興市場資產

資產配置信念

股票

在仍然以韌性增長為特徵的宏觀經濟環境下，加上美國重啟降息以及更寬鬆的貨幣政策，我們重申對股票市場的樂觀態度，特別看好美國企業。

在大西洋彼岸，「不冷不熱」的經濟情景似乎正在形成，受益於貿易不確定性的緩解。同時，美國企業的基本面依然穩健，這從第三季度財報季的初步指標中可見一斑。此外，隨著年底的到來，季節性因素再次成為利好因素，而股票回購計劃的重啟則為市場提供了進一步支持。在這樣的背景下，我們對美國股票的潛力保持信心。

雖然我們對科技股持積極看法——這些股票持續展現出強勁的盈利增長——但我們同樣保持對有利潤的小型 and 中型企業的敞口。美國今夏通過的最新稅收改革，再加上美聯儲重啟的降息週期，為市場這一細分領域提供了顯著的增長動力。

我們對新興市場股票保持高度信心。美國美元走弱，加上全球利率下降的環境，成為推動該資產類別持續上漲勢頭的催化劑。美中之間重啟的貿易談判可能會為中國股市帶來一定的波動。然而，對於希望分散投資於人工智慧（AI）主題的投資者來說，這一情景可能創造出吸引人的入場機會，而亞洲主要科技公司在該領域中佔據著關鍵地位。同時，促進國內消費的刺激措施似乎已經在當地產生了積極的效果。這些令人鼓舞的跡象進一步鞏固了我們對專注於國內市場的企業的樂觀前景。

與此同時，由於持續的政治不確定性以及股市估值現在已與歷史平均水平一致，我們對歐洲股票持更加謹慎的態度。然而，某些機會仍然特別具有吸引力。小型和中型企業仍然在很大程度上被低估，具有顯著的增長潛力。這些企業可能會受益於經濟刺激計劃的積極影響（這些影響尚未完全顯現），以及歐洲中央銀行（ECB）最近的降息措施。

利率與信貸市場

在固定收益的配置中，我們保持對主權債券的中等持倉。我們仍然偏好收益率曲線的短端，因為它對於已開發經濟體財政軌跡的不確定性更不敏感。在美國，服務業通脹可能比預期更為持久，這將對期限溢價造成上行壓力。隨著10年期美國國債收益率降至一年來的最低水平（低於4%），當前環境下的風險回報表現遠不如以往有吸引力。

相比之下，我們更偏好持有高品質的企業債，尤其是在歐元區。企業財務健康狀況依然穩健，受益於強大的資產負債表，政府支出計劃也提供了額外的助力。在貨幣市場工具回報下降的環境中，這一資產類別有望繼續吸引尋求更具吸引力收益的投資者穩定流入。

最後，我們仍然將當地貨幣計價的新興市場債券視為固定收益投資組合中一個有吸引力的多元化槓桿。該市場板塊受益於有利的宏觀環境，這包括美元走弱、亞洲的通縮趨勢為進一步降息鋪平道路，以及實際收益率顯著高於已開發市場的事實。

貨幣與黃金

在外匯市場方面，儘管利率預期更有利於歐元，但美元兌歐元略有升值。美元的這一短暫上漲似乎主要歸因於法國的政治不穩定。然而，我們認為這種升值是短暫的，從中期來看，我們預計美元將繼續呈現貶值趨勢。

外匯儲備多元化的趨勢依然穩固，同時，隨著2026年美聯儲（Fed）主席預定更換的到來，有關美聯儲獨立性的討論可能再次浮現，這可能對美元構成潛在阻力。此外，美聯儲當前更加重視就業保護的政策取向，可能限制美元的長期上行潛力。在此背景下，我們對EUR/USD匯率的目標保持在1.20，並認為在2026年底之前有可能突破這一水平。

最後，關於黃金，雖然長期動能仍然支撐黃金價格（寬鬆的貨幣政策、持續的地緣政治緊張局勢以及高公共債務），但一些過熱的跡象正在浮現。這些跡象體現在近期黃金交易所交易基金（ETFs）的大量資金流入，表明散戶投資者的參與度增加，而某些技術指標則顯示出超買的情況。這種情況可能預示著短期內出現整固階段。然而，任何價格大幅回調至長期平均水平的情况，都將提供有吸引力的入場或加倉機會。

主要建議 – 戰術觀點

● 2025年16月10日

	-	-/=	=	+/=	+
股票市場					
歐洲			●		
美國				●	
日本		●			
新興市場				●	
歐洲小型股				●	
美國小型股				●	
歐洲價值股				●	
美國價值股			●		
歐洲增長股			●		
美國增長股			●		
債券		●			
政府債券 (歐元)		●			
公司投資級債券 (歐元)				●	
美元高收益 (歐元)				●	
政府債券 (美元)		●			
公司投資級債券 (美元)			●		
美元高收益 (美元)		●			
新興市場債券 (當地貨幣)				●	
美元兌歐元		●			
黃金				●	

來源：東方匯理私人銀行。



Lucas MERIC
Cross Asset Strategist

儘管美國經濟活動保持韌性，就業增長已顯著放緩，過去三個月僅新增22,000個就業崗位，失業率則上升至4.3%。這一放緩促使美聯儲（Fed）於9月重啟降息週期，儘管經濟增長穩健且核心通脹率高於3%，但基於對勞動力市場的擔憂，美聯儲考量了「風險管理」的因素後做出了此決定。此次減速反映出周期性、結構性以及政治因素的綜合影響。

美國貿易政策：不確定性的代價

美國政府推行的貿易政策在今年上半年導致經濟不確定性顯著增加，同時也加大了企業的成本壓力。在這種混亂的環境中，由於政策頻繁反覆無常，企業的預期大幅下降，導致招聘意向減少——這是私營部門就業增長的一項關鍵先行指標。好消息是，自那以來達成的一系列貿易協議有助於減少與關稅相關的經濟不確定性，從而帶動企業招聘預期的回升。

移民大幅下降

淨移民數量顯著下降，從2023/2024年的每年250萬人減少到2025年的僅50萬人。這一下降在兩個方面對就業增長造成壓力：一是使得依賴移民勞動力的企業更難招聘，二是由於外籍勞工離開美國，整體勞動力供應減少。在受影響最嚴重的行業中，建築業在最近幾個月的就業增長顯著放緩（從2024年每月平均16,000個新增就業崗位下降到9月的-7,000個）。

勞動力供應的減少也意味著，穩定失業率所需的就業崗位數量已經下降：根據達拉斯聯儲的最新估計，目前每月只需新增34,000個就業崗位，而2024年的月平均值為175,000個（圖1，第9頁）。本質上，即使就業增長保持在溫和水平，失業率也不一定因此上升。

人工智慧 的影響

人工智慧的採用（根據美國人口普查局，目前的滲透率為10%）也可能對招聘造成下行壓力。聖路易斯聯儲的一項最新研究指出，自2022年以來，特定行業的失業率上升與這些行業對AI的依賴程度之間存在正相關性。這一動態特別影響了應屆畢業生的就業前景，因為在技術、金融、項目管理和行銷等領域中，生成式AI表現出與初級職位相當的技能，導致對入門級職位的需求減少。

儘管目前美國經濟因AI採用而產生的整體生產力增益仍然相對有限，但從中期來看，其使用的增加可能會抵消因移民減少所帶來的潛在增長拖累。

公共部門就業下降

公共部門就業的增長也大幅放緩，從2024年每月近40,000個新增就業崗位下降到9月的-16,000個。此外，2025年初公共部門的自願離職（接近150,000人）預計將開始反映在官方就業數據中。在此背景下，政府停擺除了推遲官方勞動力市場數據的發布外，還可能暫時推高失業率數據。被迫休假的員工可能會被計入失業人口；然而，如果唐納德·川普在與民主黨就結束政府關閉進行談判期間，落實其威脅解僱部分休假員工的計劃，則這一增加可能會成為永久性現象。



穩定失業

率需新增
34,000
個就業崗位

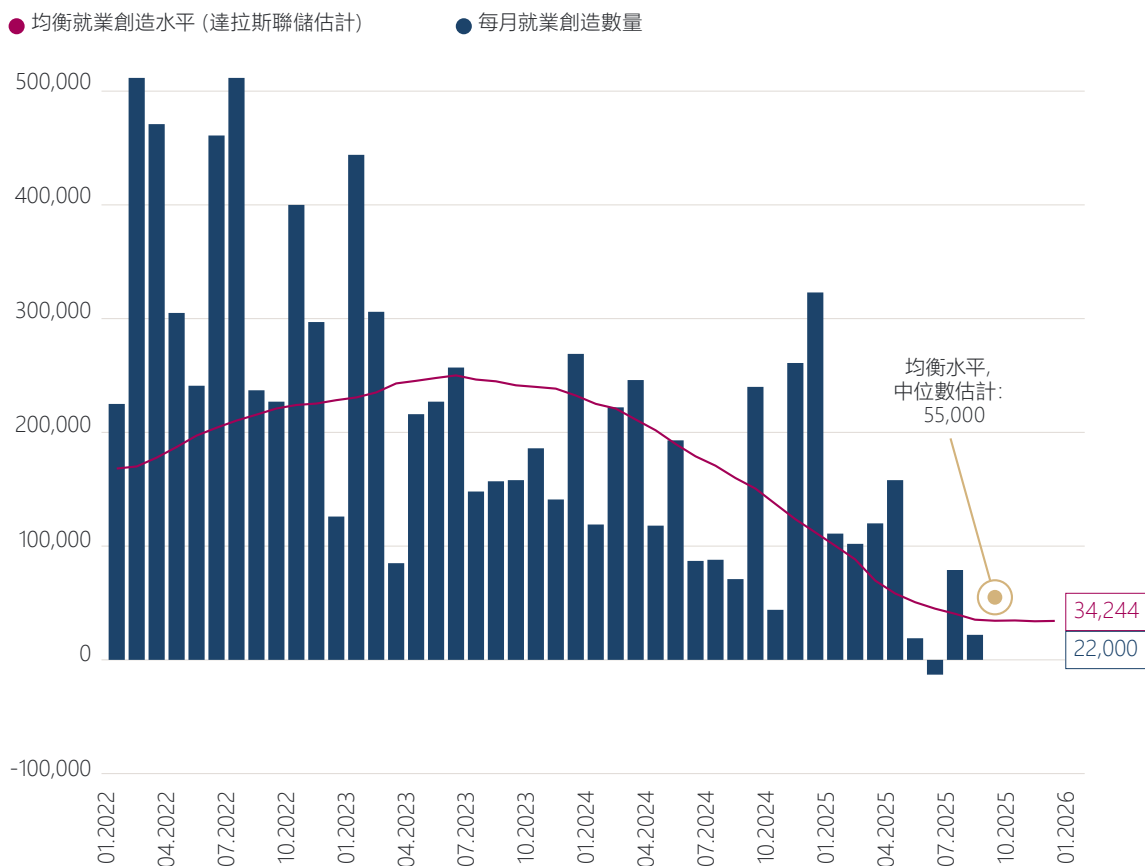
勞動力市場穩定的前景

就業增長的放緩加強了勞動力市場的「低招聘、低解僱」動態：招聘速度放緩，但由於裁員有限，失業率仍然保持在溫和水平。這種情況需要謹慎對待，因為裁員的增加可能會顯著提高經濟衰退的風險。然而，目前我們並未觀察到這種情況，因為美國企業的利潤率仍然較高，經濟活動穩健，企業幾乎沒有裁員的動機。

同時，移民減少意味著較慢的就業增長已足以抑制失業率。此外，我們認為最近招聘意向調查的改善是一個積極的信號。這支持了我們對勞動力市場應能穩定的預期，特別是在預計2026年經濟增長活躍的情況下。這種增長預計將由關稅影響的減弱、有利的財政刺激措施以及更為寬鬆的金融條件推動。

近期勞動力市場的疲弱與美聯儲的預防性降息相伴隨，市場對進一步降息的預期日益增強（預計聯邦基金利率到2026年底將降至3%）。在增長仍具韌性且核心通脹略高於3%的背景下，我們認為市場對降息的預期過於樂觀。我們相信，隨著勞動力市場的穩定，這些預測應該會有所緩和。

圖 1：隨著移民減少，均衡就業創造數量下降



資料來源：Macrobond、美國勞工統計局、美國達拉斯聯儲備銀行（2025）、東方匯理私人銀行。



Nicolas GAZIN
Global Head of
Equity Solutions



> 4,000
億美元的
AI
投資

「不冷不熱」的經濟情景現已捲土重來。這種環境的特徵是適度的經濟增長，加之全球央行重啟貨幣寬鬆週期。美聯儲（Fed）確實重新啟動了降息週期，而財政刺激措施則繼續提供支撐背景。這些因素的共同作用幫助恢復了投資者信心，並延續了由流動性推動的風險資產上漲行情。

美國

美國市場似乎對壞消息表現出免疫力。儘管與中國的貿易緊張局勢捲土重來，政府預算「停擺」延長，以及個別銀行的虧損（如 Zions Bancorp 和 Western Alliance Group），美國股市指數仍然接近歷史高點。

第三季度財報季的開啟對股市而言是一項新的考驗。標普500指數的盈利增長共識預測超過6%，相比上季度提高了兩個百分點。

以已經公佈強勁財報的銀行為例，我們認為儘管關稅的初步影響可能對某些特定行業造成衝擊，本季度的財報表現應仍將保持穩健。

再一次，市場的焦點將集中在科技股上，這些股票在第二季度創下了破紀錄的業績（圖2，第11頁）。

宣佈的人工智慧投資金額預計將超過4,000億美元，而蘋果、Alphabet和Nvidia宣佈的股票回購金額超過2,300億美元。

另一個值得關注的板塊是小型和中型企業。這些企業目前顯著被低估，它們可能受益於更為寬鬆的利率環境，從而減輕債務負擔。此外，它們也有望從唐納德·川普總統推行的稅改法案「美麗大的法案（One Big Beautiful Bill Act）」中獲益最多。

該稅改法案提高了利息支出的稅收可扣抵比例，對於這些杠桿率相對較高的企業來說尤為有利。

歐洲

在經歷了年初的強勁開局後，歐洲市場目前進入了一個持續近八個月的橫行整固階段。

歐元對美元的走強，加上與關稅相關的不確定性，對出口商造成壓力，特別是在工業和奢侈品行業。同時，政治動盪持續削弱投資者信心：法國持續的政府危機、凱爾·斯塔莫（Keir Starmer）領導下英國的內閣重組，以及歐盟與俄羅斯之間不斷升級的緊張局勢，都在加劇謹慎情緒。

儘管面臨這樣的環境，我們認為歐元區有可能迎來新的推動力，幾個潛在的催化劑支持這一觀點：

- 逐步恢復的信貸，以及德國更大規模財政刺激計劃的前景，可能會重振歐洲市場的動態，目前估值仍普遍具有吸引力。
- 歐洲央行似乎正在接近一個平衡點：在經歷了緊縮週期後，央行保持了大體寬鬆的立場，旨在穩定貨幣條件，同時避免重新引發通脹壓力。

亞洲

亞洲市場繼續受益於有利的環境，這得益於美元走弱以及對美聯儲降息的預期。這兩個因素在歷史上對該資產類別具有積極影響。這種寬鬆的貨幣環境與由大型科技股復甦推動的結構性動能相輔相成，尤其是在中國、台灣和韓國，這從恒生科技指數的強勁表現中可見一斑，該指數自年初以來以美元計價已上漲32.5%。

人工智慧（AI）和半導體相關股票的飆升為亞洲市場提供了強有力的支撐。在中國，當局重申了促進國內消費、推動以提高生產力和創新為核心的高品質增長模式的承諾。同時，台灣的科技行業仍然是市場表現的主要推動力之一。

韓國也表現出顯著的進展，得益於其領先的科技公司以及「Value Up」計劃。該計劃旨在改善公司治理、提高盈利能力和股東回報，同時減少韓國市場長期以來的估值折讓。

寬鬆的貨幣環境與強勁的科技動能相結合，為所有新興市場創造了特別有利的條件。

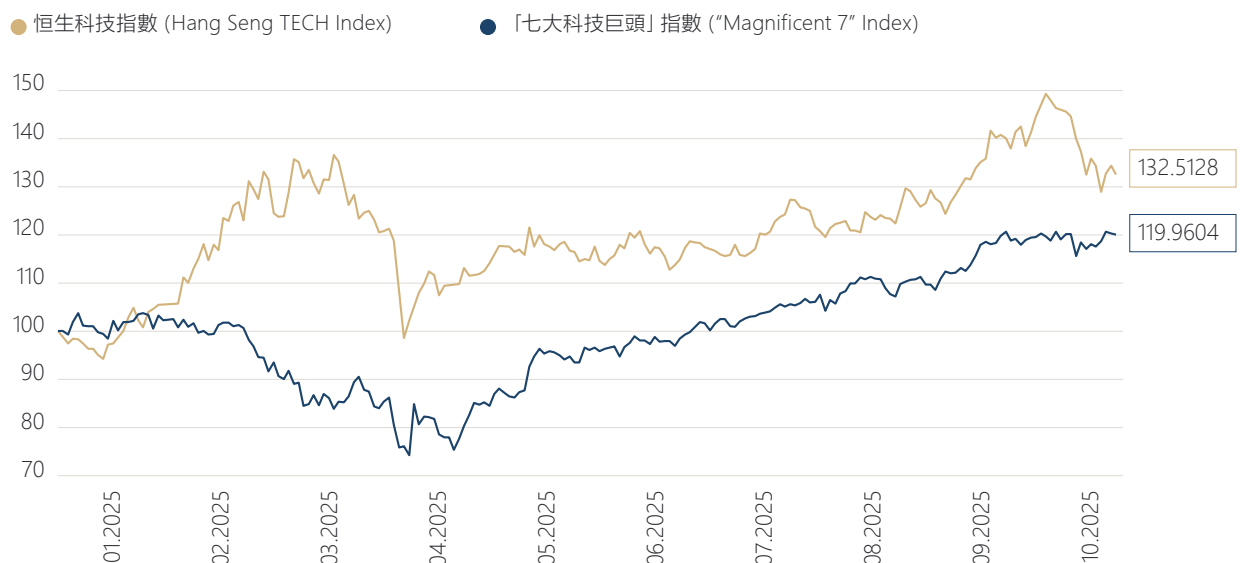
日本市場繼續保持上升勢頭，這得益於投資者信心的改善以及更為有利的政治環境。高市早苗被任命為首相，標誌著可能轉向更為擴張的財政政策以及日本央行更為寬鬆的貨幣政策。

投資風格

在歐洲，「價值型」投資風格仍然是市場表現的基石，其受到銀行業的韌性以及與國防和基礎設施相關的財政主題的支持。估值仍然具有吸引力，而小型股重新獲得了關注，得益於更少受到貿易緊張局勢影響的本地環境以及歐洲經濟週期的復甦。

在美國，投資風格之間的區別變得不那麼明顯。在經歷了平淡的上半年後，科技股和「成長型」投資風格在夏季重新成為市場領導者，這得益於人工智慧的興起以及投資者的重新佈局。然而，這一動能正開始擴展：美國小型股也受益於對科技的巨額投資，這可從羅素2000指數最近創下新高的表現中得到證明。

圖 2：中國科技股的表現 VS. 「七大科技巨頭」的表現



註：兩個指數均以美元重設基準，「七大科技巨頭」指數數據來源為彭博社 (Bloomberg)。

資料來源：彭博社 (Bloomberg) (2025)、東方匯理私人銀行。

2025年23月10日的数据

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	4.00%	-16.89	-56.81
法國10年	3.38%	-21.90	18.70
德國10年	2.58%	-19.10	21.80
西班牙10年	3.12%	-21.90	5.90
瑞士10年	0.14%	-7.90	-19.00
日本10年	1.66%	2.10	57.80

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	41.31	0.63%	14.47%
歐元政府債券	214.67	1.03%	2.61%
歐元高收益企業債券	240.03	-0.29%	3.81%
美元高收益企業債券	388.26	0.27%	7.38%
美元政府債券	334.56	0.88%	6.04%
新興市場企業債券	46.06	-0.22%	3.79%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9240	-0.95%	-1.72%
英鎊/美元	1.3326	-0.14%	6.47%
美元/瑞士法郎	0.7952	-0.56%	-12.36%
歐元/美元	1.1618	-0.41%	12.21%
美元/日元	152.57	1.85%	-2.95%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	17.30	0.56	-0.05

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	6,738.44	2.02%	14.57%
富時 100 (英國)	9,578.57	3.96%	17.20%
歐盟 600	574.43	4.40%	13.16%
東証股價指數	3,253.78	2.15%	16.84%
摩根士丹利環球	4,343.58	2.15%	17.15%
中國滬深300指數	4,606.34	0.28%	17.06%
摩根士丹利 新興市場	1,381.37	2.79%	28.44%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,519.92	-0.08%	36.02%
摩根士丹利 EMEA 欧 (欧洲中东非洲)	254.14	3.45%	24.47%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	902.12	2.65%	28.13%
法國巴黎 40 (法國)	8,225.78	5.52%	11.45%
德國 DAX (德國)	24,207.79	2.86%	21.59%
義大利 MIB (義大利)	42,381.93	0.33%	23.97%
西班牙 IBEX (西班牙)	15,792.20	4.21%	36.20%
瑞士 SMI (瑞士)	12,557.27	5.74%	8.24%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,004.00	-2.21%	-8.91%
黃金「美元/安士」	4,126.28	10.05%	57.22%
WTI原油「美元/桶」	61.79	-4.91%	-13.85%
銀「美元/安士」	48.70	8.96%	66.55%
銅「美元/公噸」	10,854.50	5.80%	23.80%
天然氣「美元/ 百萬英熱單位」	3.34	15.15%	-7.95%

來源：彭博東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。

每月投資回報指數

- 富時 100
- 東証股價指數
- 摩根士丹利環球
- 摩根士丹利 EMEA
- 摩根士丹利 新興市場
- 歐盟 600
- 標普 500
- 中國滬深300
- 摩根士丹利 拉丁美洲
- 摩根士丹利 亞洲「日本除外」

2025年7月	2025年8月	2025年9月	四星期變動	年初至今 (2025年23月10日)
4.24%	10.33%	6.96%	4.40%	36.02%
3.54%	7.53%	6.62%	3.96%	28.44%
3.16%	4.49%	6.35%	3.45%	28.13%
2.27%	2.49%	5.28%	2.79%	24.47%
2.18%	1.91%	3.53%	2.65%	17.20%
2.17%	1.22%	3.20%	2.15%	17.15%
1.67%	1.09%	3.09%	2.15%	17.06%
1.23%	0.74%	2.03%	2.02%	16.84%
0.88%	0.60%	1.78%	0.28%	14.57%
-4.60%	0.38%	1.46%	-0.08%	13.16%

來源：東方匯理私人銀行
過往經理績效不能保證未來投資收益。

最強表現



最弱表現



探索東方匯理私人銀行的國際編輯團隊，致力於準確高效地傳遞我們全球專家制定的投資策略，旨在為我們的客戶提供卓越的服務體驗。

Delphine
DI PIZIO TIGER
Deputy Global Head of
Investment Management

Alexandre
DRABOWICZ, CAIA
Global Chief
Investment Officer

Jérôme
VAN DER BRUGGEN
Chief Market Strategist

Bénédicte KUKLA
Chief Strategist

Hans BEVERS
Chief Economist
Degroof Petercam

Lucas MERIC
Cross Asset Strategist

Francis TAN
Chief Strategist Asia

Alexandre GAUTHY
Senior Cross-Assets Manager /
Market Forex Strategist

Grégory STEINER, CFA
Global Head of
Asset Allocation

Jean-Marc TURIN
Head of BDP Fund
Management

Adrien ROURE
Multi-Asset Portfolio Manager

Mafalda DOS SANTOS
Content Marketing

BLS：美國勞工部勞動統計局。

BNEF：彭博新能源財經。

EPS：每股盈利。

ESG：以環境、社會責任、以及治理作為評鑑標準的非金融企業評等系統。用於評估公司的投資對永續性和倫理的影響力。

FDIC：聯邦存款保險公司 (Federal Deposit Insurance Corporation) 是美國政府的一個獨立機構，在銀行倒閉的情況下，為銀行及其他金融機構的個人存款提供最高25萬美元的保險保障。

Fed：美國聯邦儲備理事會即美國的中央銀行。

IMF：國際貨幣基金組織。

GDP(國內生產總值)：國內生產總值衡量的是居住在本國領土內的經營者每年生產的商品和服務。基點：1個基點=0.01%。

GENIUS法案：《指導和建立美國穩定幣國家創新法案》(The Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act) 是一項於2025年7月通過的聯邦法律，為穩定幣（價值與美元等法定貨幣掛鈎的加密貨幣）建立了監管框架。

IEA：國際能源總署。

IPPC：政府間氣候變遷專門委員會。

ISM：美國供應管理協會。

OPEC：石油輸出國組織共有14個成員。

OPEC+：由OPEC國家和包括俄羅斯、墨西哥和哈薩克斯坦在內的其他10個國家組成。

PMI：採購經理人指數。

SAFE (歐洲安全行動計劃)：該計劃獲得1,500億歐元的資金支持，是一項歐洲倡議，旨在優化並加強歐盟成員國之間的聯合武器採購。作為歐洲委員會推出的一項更廣泛的重裝備戰略的核心組成部分，SAFE計劃的宏偉目標是動員高達8,000億歐元的資金。

SRI：可持續經營與社會責任型投資。

VIX：標準普爾500指數的隱含波動率指數它以指數期權為基礎衡量股市操作者對30天波動性的預期。

WTO：世界貿易組織。

停滯性通貨膨脹：是指經濟體同時經歷通貨膨脹增加和經濟產出停滯的情況。

價值性風格：是指投資對象公司的價值相對於其基本面，似乎以較低的價格進行交易。價值性股票的共同特徵包括高股息率、低市賬率、以及低市盈率。

優質性風格：是指投資對象公司具有更高、更可靠的利潤、低負債率、以及其他盈利穩定的衡量標準、同時有優秀的治理能力。優質性股票的共同特徵是具有高股本回報率、股本負債比率、和盈利變動性。

利息、稅項、折舊及攤銷前利潤 (EBITDA)：包括淨利潤加上利息、稅項、折舊及攤銷費用。它用於衡量一個公司去除非營業費用和非現金費用產生之前的盈利性。

區塊鏈 (blockchain)：一種儲存和傳輸資訊的科技。採用資料庫的形式資訊為所有用戶同時共享是其特性，並且通常不依賴任何中央機構。

增長性風格：是指預期投資對象公司的銷售額以及盈利將以高於市場平均水平的速度增長。在嚴格的意義上增長性股票的估值通常具有高於市價的特點。

存續期 (duration)：反映債券或債券基金對利率變動敏感度。該值以年為單位表示。債券久期越長價格對利率變化的敏感度就越高。

定價能力(pricing power)：指公司或品牌能夠提高價格而不影響對其產品需求的實力。

布蘭特 (Brent)：一種低硫原油，通常用作歐洲原油價格的基準。

平衡通貨膨脹率 (inflation breakeven)：當名義債券的回報率與通貨膨脹連動的債券(相同到期日和等級)的回報率相同之時所達到的通貨膨脹水準。換句話說投資者是否擁有一名義債券或者通貨膨脹連動的債券在此通貨膨脹水準均沒有區別。因此是代表對於一特定的到期日在一地理區域的通貨膨脹預期。

息差,信貸息差 (spread or credit spread)：息差是兩種資產之間的差額通常是利率之間的差額比如公司債券與政府債券的息差。

息稅前利潤 (EBIT)：指扣除利息和利潤稅之前的利潤，即營業利潤。

政策組合：一個國家根據經濟環境及其目標採取的經濟戰略主要包括貨幣政策和財政政策的結合。

景氣循環性風格：是指投資對象公司依賴於整體經濟體的演變。景氣循環性股票代表這些公司在經濟興旺之時利潤升高。

「川普看跌期權」：投資人認為特朗普總統的經濟政策和聲明可能會以限制股市下跌的方式影響股市

未來5年之5年期通貨膨脹交換利率 (5-year, 5-year inflation swap rate)：未來五年期間對五年期的通貨膨脹預期的市場衡量標準。是提供瞭解未來通貨膨脹預期可能如何變化的窗口。

「特朗普看跌期權」：投資人認為特朗普總統的經濟政策和聲明可能會以限制股市下跌的方式影響股市

消費者物價指數 (CPI)：用於評估居民家庭一般所購買的消費品和服務專案價格水準通常被作為觀察通貨膨脹水準的指標。

經合組織 (OECD)：經濟合作與發展組織。

《一個美麗的大法案》 (One Big Beautiful Bill Act)：是美國國會通過並於2025年7月4日由特朗普總統簽署的一項綜合性預算和解法案。這部立法內容廣泛且複雜，包含許多條款，影響美國生活的各個方面，包括稅收、醫療保健、能源政策等諸多領域。

經濟驚喜指數 (Economic Surprise Index)：衡量公開的宏觀經濟數據與預測者預期的差異程度。

聯邦公開市場委員會 (FOMC)：美國聯儲局的貨幣政策機構。

規模經濟 (economic scale)：公司利用增加產量的方式來降低產品的單位成本。

證券交易委員會 (SEC)：獨立聯邦機構，負責美國證券市場的有序運作。

通貨緊縮 (deflation)：通貨緊縮是通貨膨脹的反義字。與通貨膨脹相反其特點是一般價格的水準長期持續下降。

量化寬鬆 (QE)：中央銀行為向經濟體注入流動性而購買債券等資產的貨幣政策工具。

防禦性風格：是指投資對象公司或多或少不受經濟狀況變化的影響。

傳導保護工具 (TPI)：一項歐元體系工具套件的附加工具。如果出現無正當理由、破壞公共秩序的市場發展，而這些發展對歐元區貨幣政策的平穩傳導構成嚴重威脅，歐洲央行可以啟動歐元體系的工具套件來應對之。歐洲央行管理委員會於2022年七月21日批准了這項工具。

高收益債券：高收益債券的質量低於投資級債券，但與投資級債券一樣（在大多數情況下），它們由專業機構進行評級。

評級：債券評級通常從AAA（最高質量）到C（最低質量），按降序排列：AAA - AA - A - BBB - BB - B - CCC - CC - C。

本文件題為《Monthly House View》(「冊子」),其發行僅供行銷溝通之用。

其起草所用的語言構成Indosuez Wealth Management工作語言的一部分。

本冊子所公佈資訊,未經過任何地區的市場或管理機構審核和批准。

本冊子並非為任何特定國家之人士而設計。

本冊子不適用於在其分發、發佈、上市、或使用違反該國或司法管轄區適用法律或法規的國家或司法管轄區之公民、居住者、或居民。

本文件不構成或不包含購買或出售任何金融工具和/或服務的要約或邀請。

同樣地,其亦不以任何方式構成策略、個人化或一般性的投資或撤資推薦或建議、法律或稅務建議、審計建議、或任何其他專業性質的建議。不代表任何投資或策略適合並切合個人情況,也不代表任何投資或策略構成對任何投資者的個人化投資建議。

除非另有說明,本文件中的相關日期是本免責聲明最後一頁所提到之編輯日期。本文所包含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文件中包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改,恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前,應諮詢您的投資顧問,並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問,以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定。

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時,外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez為法國公司,是Crédit Agricole集團之財富管理事業及其相關子公司或實體,即CA Indosuez (Switzerland) SA、CA Indosuez Wealth (Europe)、CFM Indosuez Wealth 及其各自的子公司、分支機構和代表處之控股公司,無論位於何處,均以 Indosuez Wealth Management (東方匯理財富管理)單一品牌之名經營。每個子公司、其各自的子公司、分支機構和代表處,以及每個其他 Indosuez Wealth Management (東方匯理財富管理)實體單獨稱為「實體」(Entity),而統稱為「實體集團」(Entities)。

實體集團或其股東、及股東、子公司,以及更廣泛地來說,Crédit Agricole SA集團(「集團」)旗下的公司,以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方,從事本冊子中所述的金融商品交易,持有與這些金融商品有關之發行人或擔保人的其他金融商品,或者得為或接受這些實體集團提供或者尋求提供證券服務、金融服務、或任何其他類型的服務。在實體和/或Indosuez Group實體,擔任本冊子所提及的某些產品和服務的顧問兼/或經理、行政人員、分銷商或承銷商,或執行實體和/或Indosuez Group擁有或可能具有直接或間接利益的其他服務情況下,閣下的實體應優先考慮投資者的利益。

考慮到您的原籍國、居住國、或與您相關的任何其他國家/地區的法律,某些投資、產品、和服務,包括託管,可能會受到法律和法規約束,或者可能無法不受限制地在全球提供。特別地,本冊子所介紹的產品或服務不適用於美利堅合眾國及加拿大居民。實體集團得依據適用法律和法規並受許可約束,以其契約條件和價格提供產品和服務。產品和服務得隨時修改或撤銷,恕不另行通知。

請與您的客戶經理聯絡以取得更多資訊。

根據適用法規,每一實體均可提供本冊子:

- 在法國: 本冊子由CA Indosuez 發行。CA Indosuez 是一家依照法國法律成立的有限責任公司(société anonyme),股本為 853,571,130 歐元,是 Indosuez 集團的母公司,也是獲得授權提供投資服務和保險經紀業務的全方位銀行機構,其註冊辦公室位於法國巴黎 75008 醫生蘭斯洛街 17 號,並在巴黎商業和公司註冊處註冊,註冊號碼為 572 171 635 (個人增值稅識別號碼: FR 075 72 17 16 35)。
- 在盧森堡: 本冊子由 CA Indosuez Wealth (Europe) 發行,該公司為依據盧森堡法律成立的股份有限公司,註冊辦公地址位於 39 Allée Scheffer, L-2520 Luxembourg。公司註冊於商業與公司註冊處,編號為 B91.986,並擁有盧森堡認可的信用機構資格,受金融業監管委員會(CSSF)的監管。

- 在西班牙: 本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana由西班牙銀行(Banco de España)(www.bde.es)和國家證券市場委員會(Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV)(www.cnmv.es)監管,為CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構。地址: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (西班牙),在西班牙銀行註冊號碼為1545。在馬德里商業和公司註冊處註冊,註冊號碼為T 30.176, F 1, S 8, H M-543170, 稅務識別號碼(CIF)。
- 在意大利: 該手冊由位於意大利米蘭 Piazza Cavour 2 的意大利分行 CA Indosuez Wealth(歐洲)分發,該分行在銀行註冊號 8097,米蘭、蒙扎布里安扎和洛迪商業登記處的稅號和註冊號。 97902220157。
- 葡萄牙: 本手冊由 CA Indosuez Wealth (歐洲) / Sucursal em Portugal 分發,地址為 Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portugal, 在葡萄牙銀行註冊,註冊號為 282, 稅碼980814227。
- 在比利時: 這份出版物由 Banque Degroof Petercam SA 發行,位於比利時布魯塞爾 1040 工業街 44 號,在商業註冊處註冊,註冊號碼為 0403 212 172,並在企業交叉銀行(比利時公司數據庫)中登記,增值稅號碼為 BE 0403 212 172 (布魯塞爾 RPM)。
- 在歐盟區內: 根據Free Provision of Services,本冊子可由獲得授權的 Indosuez Wealth Management 的實體集團分發。
- 在摩納哥: 本冊子由CFM Indosuez Wealth分發,地址: 11, Boulevard Albert 1er - 98000 Monaco,在Monaco Trade and Industry Register註冊,編號 56500341,認證: EC/2012-08。
- 在瑞士: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發,地址: Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發,地址: Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據 Swiss Bankers Association(SBA)命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵,本冊子構成行銷材料,但不構成財務分析產品。因此,這些命令不適用於本冊子。
- 在香港特別行政區: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發,地址: 金鐘道88號太古廣場2918室。本冊子中所載任何資訊,均不構成投資建議。本冊子未提交至香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)或者香港的任何其他監管機構。本冊子及本冊子所提及的產品,未經過香港證券及期貨事務監察委員會核准,根據有關證券和期貨合約法令的第103、104、104A 或105條款(第571章)(SFO)。本冊子僅可分發給專業投資者(按SFO以及《證券及期貨(專業投資者)規則(第571D章)》中所定義)。
- 在新加坡: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch分發,地址: 2 Central Boulevard, West Tower #12-02, IOI Central Boulevard Towers, 018916 Singapore。在新加坡,本冊子針對被視為高淨值資產人士,或者根據新加坡《證券暨期貨法2001》的許特投資者、機構投資者或專家投資者。如有關於本「冊子」的任何疑問,新加坡的收件人可以聯繫CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch。
- 在DIFC-UAE: 本出版品/手冊由CA Indosuez (瑞士) SA, DIFC分行分發。地址: Al Fattan Currency House, Tower 2 – Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai – 阿拉伯聯合酋長國。公司受迪拜金融服務管理局(「DFSA」)監管。本出版品/手冊僅供專業客戶和/或市場交易對方使用,任何其他人均不得據此行事。本出版品所涉及之金融產品或服務將僅提供給符合DFSA所規定之專業客戶和/或市場交易對方客戶。本出版品仅供參考之用。不得將其解釋為購買或出售要約或招攬購買或出售任何金融工具或參與任何司法管轄區內的任何特定交易策略的要約。
- 在阿布達比: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA,阿布達比代表處,Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor of Pce 504, P.O.Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates。CA Indosuez (Switzerland) SA通過其阿聯酋代表處,經營阿聯酋業務,並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規,CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約,亦不構成對於提交要約的邀請。其在非公開基礎上分發,未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准。
- 其他國家: 其他國家的法律法規也可能限制本出版物的分發。擁有本出版物的人必須了解任何法律限制並遵守它們。

未經貴銀行事先同意,本冊子不得以任何形式,全部或部分影印或複製或分發。

©2025, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源: Adobe Stock。

2025年24月10日編輯。

全球覆蓋

我們的故事

東方匯理私人銀行 是法國農業信貸集團 (Crédit Agricole) 旗下的全球財富管理品牌，該集團根據《The Banker 2025》排名為全球第十大銀行。

超過150年來，東方匯理私人銀行 一直陪伴重要的私人客戶、家族、企業家及專業投資者，協助管理他們的私人與企業財富。該銀行提供量身定制的服務，讓每位客戶能夠根據自身的願景保護並增長財富。其團隊提供一系列綜合服務和解決方案，包括諮詢、融資、投資解決方案、基金服務、技術與銀行解決方案等。

東方匯理私人銀行 擁有超過4,300名員工，分布於全球15個地區：歐洲（德國、比利時、西班牙、法國、意大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、摩納哥及瑞士）、亞太地區（香港特別行政區、新喀里多尼亞及新加坡）以及中東地區（阿布達比和杜拜）。

截至2024年12月底，東方匯理私人銀行 管理的客戶資產總值達到2,150億歐元，位列歐洲財富管理領域的領導者之一。

更多資訊請訪問：<https://ca-indosuez.com/>



東方匯理財富管理

在東方匯理財富管理，我們基於長期關係、金融 專業知識和我們的國際金融網絡，匯集了極為 豐富的專業傳統：

亞太地區

香港

Suite 2918, Two Pacific Place
88 Queensway
Hong Kong
電話：+852 37 63 68 68

努美阿

Le Commodore - Promenade Roger Laroque, Anse Vata
98800 Nouméa - New Caledonia
電話：+687 27 88 38

新加坡

2 Central Boulevard, West Tower #12-02,
IOI Central Boulevard Towers,
018916 Singapore
電話：+65 64 23 03 25

歐洲

布魯塞爾

Rue de l'Industrie 44
1040 Brussels - Belgium
電話：+32 2 287 91 11

日內瓦

Quai Général-Guisan 4
1204 Geneva - Switzerland
電話：+41 58 321 90 00

里斯本

Avenida da Liberdade, n.º190, 2.ºB
1250 - 147 Lisboa - Portugal
電話：+351 211 255 360

盧森堡

39, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg
電話：+352 24 67 1

馬德里

Paseo de la Castellana 1
28046 Madrid - Spain
電話：+34 91 310 99 10

米蘭

Piazza Cavour 2
20121 Milan - Italy
電話：+39 02 722 061

摩納哥

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Monaco
電話：+377 93 10 20 00

巴黎

17, Rue du Docteur Lancereaux
75008 Paris - France
電話：+33 1 40 75 62 62

中東

阿布達比

Zayed - The 1st Street,
Nayel & Bin Harmal Tower,
5th Floor office 504
PO Box 44836 Abu Dhabi
電話：+971 2 631 24 00

杜拜國際金融中心

Al Fattan Currency House, Tower 2
Level 23 Unit 4 DIFC
PO Box 507232 Dubai
電話：+971 4 350 60 00