

MONTHLY HOUSE VIEW

2025年10月

穩定幣：大膽的賭注...



01	編輯寄語 攀爬憂慮之牆	P3
02	宏觀經濟與投資策略 韌性	P4
03	焦點 穩定幣：大膽的賭注...	P8
04	市場觀點 債券：仍提供有吸引力的收益率	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



Alexandre
DRABOWICZ
Global Chief
Investment Officer

親愛的讀者：

夏季的幾個月對金融市場來說相對平靜，儘管歷史上季節性的不利，股市仍在九月達到新高。然而，投資者面臨一個兩難局面：全球增長正在放緩但未崩潰，美聯儲（Fed）正在降息，而許多領域的估值仍然很高或要求甚高。這使得許多人對追逐這波漲勢感到猶豫。

就業還是通脹風險？

在傑克遜霍爾研討會（Jackson Hole Symposium）上，美聯儲主席鮑威爾（Jerome Powell）明確表示，他的重點放在勞動力市場。儘管通脹風險依然“清晰可見”，但被認為主要是一次性衝擊。美國勞動力市場的放緩正在幫助抵消這些風險。隨著移民減少，我們現在估計美國的就業增長將穩定在每月約7萬人，僅為之前增速的一半。

勞動力市場確實是當前的核心問題。一個更急劇的放緩可能會影響美國消費者行為，然而，前瞻性指標仍然具有韌性。

美聯儲在九月進行的0.25%的降息是普遍預期的。我們仍然預計在2025年和2026年間會有三次額外的降息，我們原本預測是一次降息後再有兩次，而美聯儲則是兩次降息後再一次。不過，市場對2026年三到四次降息的預期似乎過於樂觀——或者對經濟過於悲觀。

來自亞洲的觀點

最近前往亞洲的行程中，令人印象深刻的是當地情緒的改善。夏季期間，中國股市再次受到提振，因投資者希望在人工智能（AI）帶動的美國“七大科技股”以外尋求機會，亞洲作為替代選項逐漸浮現。據估算，約有160萬億人民幣（20萬億美元）的國內儲蓄閒置在銀行賬戶中——其中60萬億是自COVID-19以來累積的——這為市場驅動的增長提供了巨大潛力。

根據我們的亞洲首席策略師Francis Tan的分析，中國股市估值仍具吸引力，利潤作為市值百分比仍低於以往水平。市場改革鼓勵國內保險公司和養老基金的投資，可能進一步支持增長。

另一個關鍵觀察是對美元多樣化的興趣日益增長。多年來首次，亞洲客戶開始關注歐洲等替代選項。雖然歐洲的銀行和國防等行業吸引了注意力，但仍面臨如盈利增長有限以及缺乏科技/AI投資選擇的挑戰。需要澄清的是，這不是拋售美元的趨勢，而是尋求對沖美元風險的趨勢。客戶越來越希望通過移除匯率風險來獲得“純粹”的當地回報，即使這意味著要承擔對沖成本。

保持投資

我們在各資產類別中保持適度的冒險立場。在股票方面，我們持建設性觀點。在固定收益方面，我們繼續青睞美國和歐洲的高品質信貸（詳見第10頁的文章債券：仍提供有吸引力的收益率），同時專注於歐洲的高收益債券。我們也重申我們對當地貨幣計價的新興市場債務的積極立場，這一領域在全球範圍內仍未被充分投資。

希望您喜歡本月的刊物，本期重點探討了穩定幣的日益重要角色。與波動性較大的加密貨幣不同，穩定幣提供價格穩定性，越來越多地用於美國的支付，並且可能成為長期的國債買家。



Grégory STEINER, CFA
Global Head of
Asset Allocation



Bénédicte KUKLA
Chief Strategist

美國增長保持強勁，歐洲適應新關稅。歐洲央行（ECB）暗示其寬鬆政策進程將結束，而美聯儲的鴿派轉向則為已經疲軟的美元帶來更多壓力，這對新興市場形成利好。我們保持大規模的股票配置，對美國股票持積極展望，同時強調新興市場的重要性。在夏季期間減少對歐洲的敞口之後，我們加強了對新興市場的關注。

宏觀經濟情景

美國就業市場成為焦點

我們最近對美國GDP增長的上調修正，突顯了美國家庭消費的驚人韌性以及信用卡支出等高頻指標的強勁表現，這表明儘管面臨通脹阻力，消費者仍願意花錢。然而，通脹仍將是一個未來的挑戰。在缺乏有意義的政策變化的情況下，美國對外國商品的平均關稅預計將升至約18%，推高消費價格，並使通脹率維持在3%以上直到2026年底。儘管消費目前表現出韌性（8月零售銷售按年同比增長5%），但隨著家庭面臨更高價格和工資增長減緩的背景下實際收入增長放緩的挑戰，預計消費將經歷一定程度的疲軟。

消費雖然目前表現出一定的韌性（8月份零售銷售同比增長5%），但隨著家庭面臨實際收入增長放緩的挑戰，在高物價和薪資增長放緩的背景下，仍可能顯現出疲態。另一方面，美國聯邦儲備局（Fed）則採取謹慎的態度。我們認為，聯準會今年可能會再次降息一次，並在2026年進一步降息兩次。然而，市場的預期更為寬鬆，這在一定程度上反映了投資者對美國就業市場的擔憂，但我們認為這種情況應該被更為客觀看待。

儘管美國的就業市場明顯在降溫並吸引了大量關注，但其基本面並未崩潰。非農就業人數有所減少，向下修正顯示出一個較弱的實際就業增長趨勢。然而，這種降溫尚未引發更高的失業率，部分原因是移民流入減少，降低了維持勞動市場所需的就業平衡水平。此外，永久性裁員仍處於低位，表明經歷多年緊張勞動市場的雇主不願大幅裁員。

企業信心持續逐步改善，根據NFIB調查，已達到自1月以來的最高水平。這一進展得益於更有利的財務條件，尤其是股市和共同基金的良好表現。此外，美聯儲最近的決策預計將進一步強化這一積極趨勢。《美麗大的法案》（One Big Beautiful Bill Act）將通過投資激勵和減稅政策，在2026年提供適度的財政支持，而更加穩定的貿易政策前景可能減少不確定性並促進招聘。此外，人工智能（AI）技術的採用可能會重塑就業模式：雖然它們可能限制傳統招聘，但也能支持生產力，使產出在勞動投入不大的情況下得以增長。儘管勞動市場受到了震盪，但仍然保持足夠的穩定性，足以防止深度衰退。



中國 的服務業對抗 關稅 的影響

歐洲：未全力運轉

歐洲的經濟前景不太樂觀。2025年歐元區GDP增長預測為1.2%，與此前預測持平，但2026年的增長預測被下調至1.1%。這一下調反映了更加嚴峻的外部環境：歐洲對美國出口的關稅目前約為15%，比2025年年中高出五個百分點。雖然影響可能會逐步顯現，但歐洲以出口為導向的經濟模式正面臨壓力，尤其是在德國以及汽車和機械等行業。

國內的經濟動態不平衡。德國正推進財政支出，並輔以“德國製造”私人投資倡議，這應能為經濟增長提供一定緩衝。西班牙以及程度較小的意大利，繼續受益於歐盟復甦基金，支持了穩健的建築和基礎設施支出。大多數主要歐元區經濟體的信心調查和PMI指數均回到50以上，顯示出一個復甦階段，但法國在這環節是薄弱。財政不確定性和政治緊張局勢促使法國家庭保持較高的儲蓄率（根據INSEE數據為18.5%），限制了消費。幾乎具有諷刺意味的是，這些負面影響至少部分將因減少的財政整頓（更不受約束的公共支出）而得到抵消，這是最近政治發展的結果。

通脹在歐元區似乎已得到控制，2025年和2026年的預測均為2%。由於工資增長溫和、歐元走強以及中國生產者價格疲弱帶來的進口成本下降，整體價格風險偏向下行。隨著歐洲央行利率為2.0%，最後一次降息至1.75%現預計將在2026年初到來——已從2025年推遲——這標誌著其寬鬆周期可能結束。

中國的增長故事重新煥發了一些光彩。我們將2025年的GDP增長預測上調至4.7%，而2026年仍保持在4.5%。PMI數據顯示服務業實現了穩健的15個月高點擴張（8月為53），主要受旅遊業支撐。製造業也從7月的低迷中反彈。8月出口同比增長4.4%，雖然低於市場預期的5%，但中國出口正超越傳統製造業進行多元化發展，包括電動車、可再生能源技術（佔全球光伏生產的80%和風力渦輪機的三分之二）以及高附加值電子產品的增長。工業利潤仍然受到強勁價格競爭的壓力影響。或許最令人鼓舞的是，長期陷入困境的房地產行業顯現出初步觸底的跡象，緩解了對家庭信心和地方政府收入的重大拖累。

儘管如此，我們已下調了對中國價格增長的預測，反映了持續的通縮壓力。通過“反內卷”措施，政府試圖抑制過度競爭和價格戰，特別是在技術和消費領域，旨在減少過度生產所引發的破壞性循環，這些循環促進了通縮。結合持續的財政和貨幣支持，這些政策為未來價格增長的復甦提供了一些基礎。

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%	1.8%	1.8%	2.9%	2.9%	2.8%
歐元區	0.8%	1.2%	1.1%	2.4%	2.0%	2.0%
中國	5.0%	4.7%	4.5%	0.2%	0.2%	0.6%
全球	-	2.9%	2.9%	-	-	-

來源：東方匯理私人銀行。



Adrien ROURE
Multi-Asset Portfolio Manager

資產配置信念

股票

在夏季期間，股市受益於幾個有利的發展：傑克遜霍爾研討會（Jackson Hole Symposium）表明大西洋彼岸的貨幣政策正轉向更為鴿派的立場，關稅緊張局勢緩解，以及強勁的美國財報季突顯了經濟韌性和增長領導力，特別是在科技領域。這些因素共同創造了一個更有建設性的股票市場環境，儘管仍然存在不確定性。

美國股票仍然是我們資產配置的基石。穩健的經濟增長、美聯儲的溫和立場、《美麗大的法案》（One Big Beautiful Bill Act）倡議、穩健的盈利表現以及人工智能（AI）的持續推動支持了這一定位。我們加強了對美國股票的持倉，同時對美元/歐元匯率風險進行了對沖。如我們先前所提到的，美國政府採取的政策可能會進一步導致美元走弱。在投資風格方面，我們採用杠鈴策略：將對具備強大基本面和增長的AI領導者的投資與那些將受益於減稅和降息的小型 and 中型企業相結合。

與此同時，我們已將歐洲股票的立場從積極轉為中性。儘管財政刺激和降息在中期內提供了一定支持，特別是對價值板塊和小型至中型企業，但多重阻力因素對前景的可見性構成挑戰。2025年的盈利增長預測從+8%下調至-1%，部分原因是美元疲弱帶來的影響。因此，今年迄今的表現很大程度上來自於估值重估，而非盈利增長。法國、荷蘭和英國等主要地區的政治風險上升進一步拖累了前景。

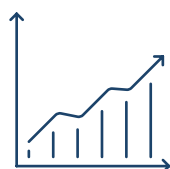
新興市場仍然是我們投資組合中的關鍵信念。美元走弱、降息以及具有吸引力的相對估值提供了支持性背景。在這一領域中，我們特別看好亞洲，尤其是中國，那裡的機會涵蓋了科技股和國內行業。後者預計將受益於持續的反內卷措施和額外的財政刺激，使該地區成為一個具有吸引力的多元化投資選擇。

固定收益

我們對久期風險仍持謹慎態度。政府債券不再被視為有效的投資組合分散工具，長期期限的債券越來越容易受到財政風險和發達市場公共財政惡化的影響。在歐元區，政治不穩定和持續的改革（例如荷蘭的養老金計劃改革）進一步削弱了該資產類別的前景。因此，由於該地區沒有立即的衰退擔憂，我們更傾向於佈局曲線的短端，因為短端提供了較低的波動性和更好的風險調整後回報。

我們繼續偏好信用市場，特別是歐元信用市場，因為企業基本面依然穩健。儘管息差收窄，但收益率仍具吸引力，尤其是在貨幣市場工具回報預期較低的情境下。

我們對新興市場當地債務的看法變得更加樂觀，因為該資產類別受益於一系列有利的宏觀經濟因素。美聯儲預期恢復降息，加上美元走弱，為該資產類別創造了一個有利的環境。我們已決定將該資產類別納入歐元投資組合。這一戰略舉措不僅增強了貨幣多樣化，還使我們能夠捕捉目前新興市場本地債務提供的具吸引力的收益率差。



歐元/美元：
年底目標
1.20

外匯

我們對歐元/美元保持看漲展望，目標為年底達到1.20，明年達到1.23，如果歐元區的結構性改革取得顯著進展，可能有望達到1.25。隨著市場預期美聯儲降息以及美元避險吸引力減弱，美元貶值趨勢持續。黃金繼續看漲，突破盤整後恢復上升趨勢。歐元/瑞郎（EUR/CHF）預計

將保持在窄幅區間內，瑞士國家銀行（SNB）可能在0.92進行干預，以應對通縮風險並保護出口商。我們對人民幣兌美元持略微正面的看法，這得益於中國經濟勢頭改善以及利率差縮小。日元作為投資組合對沖工具相較於瑞郎更受青睞，因其相對主要貨幣被大幅低估，且日本央行加息預期正在形成。

主要建議 – 戰術觀點

○ 2025年7月 ● 2025年9月18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。



Jérôme
VAN DER BRUGGEN
Chief Market Strategist

今年7月初，美國國會通過了《GENIUS法案》，該法案為穩定數字貨幣（通常稱為穩定幣）提供了監管明確性。通過這一舉措，美國為這一備受爭議的金融創新增添了可信度——這一行動被一些人稱為大膽之舉。然而，穩定幣發行方也已經成為美國債務市場的重要參與者，通過賦予這些工具合法地位，美國可能同時創造了一個新的、可靠的國債穩定買家基礎。



Jean-Baptiste
CHAMPION
Investment Advisor

一場進行中的金融革命

要充分理解穩定幣所代表的技術——以及潛在的社會——進步，我們必須首先介紹一些概念並回顧一些歷史。我們從金融資產“代幣化”的運動開始探索，這一運動大約十年前隨著區塊鏈技術的進步而出現。區塊鏈技術不僅是創造比特幣等加密貨幣的基礎，它還是一個高效的數字驗證平台。其“區塊”功能類似於數字公證行為，金融創新者迅速認識到其潛力¹。

穩定幣的誕生

這些先驅將區塊鏈視為一種工具，用於簡化和降低交易成本，從而催生了“代幣化”的出現。這一過程涉及將資產以數字代幣的形式表示，讓資產更容易被分割、交易或擁有。從藝術品到房地產，甚至現金等各種資產都可以被代幣化。穩定幣正是這樣誕生的：這是一種設計用來保持穩定價值的數字形式的“貨幣”，通常與傳統貨幣（例如美元或歐元）掛鉤，並在區塊鏈網絡上進行交易。與價格波動劇烈的加密貨幣不同，穩定幣旨在提供價格穩定性，使其能用於支付、跨境轉賬或作為價值儲存工具。

目前最知名的兩種穩定幣——USDC²（由Circle發行）和USDT³（Tether）——在一定程度上實現了其穩定性的承諾。

它們的成功有目共睹：這兩者的總市值佔所有穩定幣的85%，已增長至接近2,000億美元，在短短五年間實現了十倍的增長（圖1，第9頁）。這一增長主要與加密貨幣交易量的增加有關，因為穩定幣常被用作進入加密市場的中介工具。

穩定幣的發行方——主要是私人公司⁴——如何確保其穩定性或與美元的掛鉤？方法是持有相當於其代幣流通總量的儲備。這正是《GENIUS法案》（Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins）的作用所在。該法案規定，所有美國發行的穩定幣必須以100%的流動性儲備（例如美元或短期國債）作為支持，以確保其穩定性和可兌換性。此外，當市值超過500億美元時，發行方必須每月公布儲備報告並接受年度審計。該法案還禁止發行方聲稱穩定幣受到美國政府擔保或聯邦存款保險公司（FDIC）保險的誤導性陳述，從而提升透明度並增強消費者信任。

1 - 這些區塊的三個特徵使得將其與公證行為進行比較具有相關性：(1) 它們可以實現防篡改的時間戳記（相當於數字時間印章）；

(2) 它們的鏈（即“區塊鏈”）構成了一個去中心化的存檔系統；(3) 它們原則上提供完整性證明，因為任何修改都能被立即檢測到。

2 - USDC，即USD Coin，是由Circle發行的一種加密貨幣穩定幣。

3 - USDT，即Tether，是一種旨在保持穩定價值的穩定幣，其目標是始終等於一美元。

4 - 在歐洲，穩定數字貨幣項目由中央銀行推動（作為中央銀行數字貨幣的一部分，即CBDC），而在美國，這類項目則由私人機構主導。



2,000
億美元：

佔美國國債市場的
3.5%

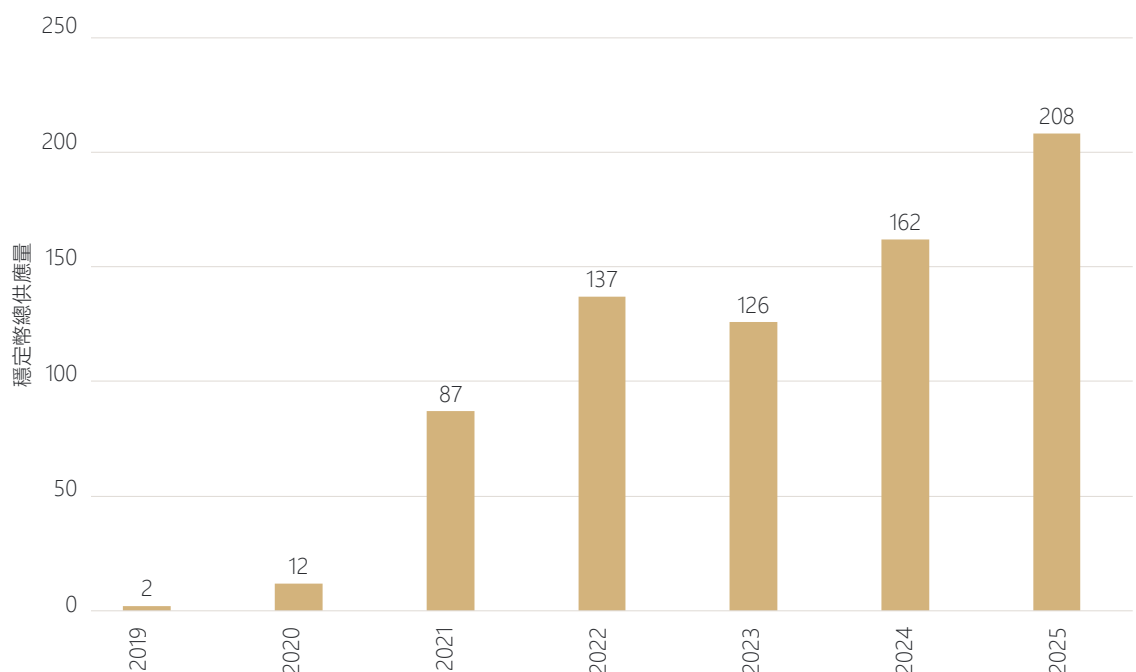
《GENIUS法案》的賭注

USDC 和 USDT 已經接近符合即將生效的新標準。如果我們假設它們的大部分儲備將投資於美國國債，那麼其合計約2,000億美元的市值將占美國國債市場總額的約2025年底3.5%——看似是一個小比例。一些人可能會將其視為滄海一粟。然而，截至最新的可用數據（2025年4月），中國央行僅持有7,500億美元的美國國債，比五年前減少了3,000億美元。這些新買家正是在最需要的時候到來。

大多數分析師一致認為，《GENIUS法案》建立的框架可能會提振對穩定幣的需求。如果這種需求來自於新買家（例如來自加密領域的參與者），這將是一個可喜的發展。在全球金融界討論“去美元化”以及對美國債務購買下降表示擔憂的時刻，似乎美國通過簽署《GENIUS法案》，可能下了一個大膽且潛在成功的賭注。



圖1：各類穩定幣的平均流通供應量（單位：十億美元）



資料來源：世界經濟論壇 (World Economic Forum)、東方匯理私人銀行。



Bernard LALIÈRE
Head of Credit, DPAM



Marc LEEMANS
Senior Fund Manager, DPAM

信用息差雖然目前較低，但仍提供3%至7%的有吸引力收益率。強勁的企業基本面和歷史上較高的回收率有助於降低風險。在高質量指數和大量投資流入的支持下，企業債券仍然是多元化投資組合的一個有吸引力的機會。

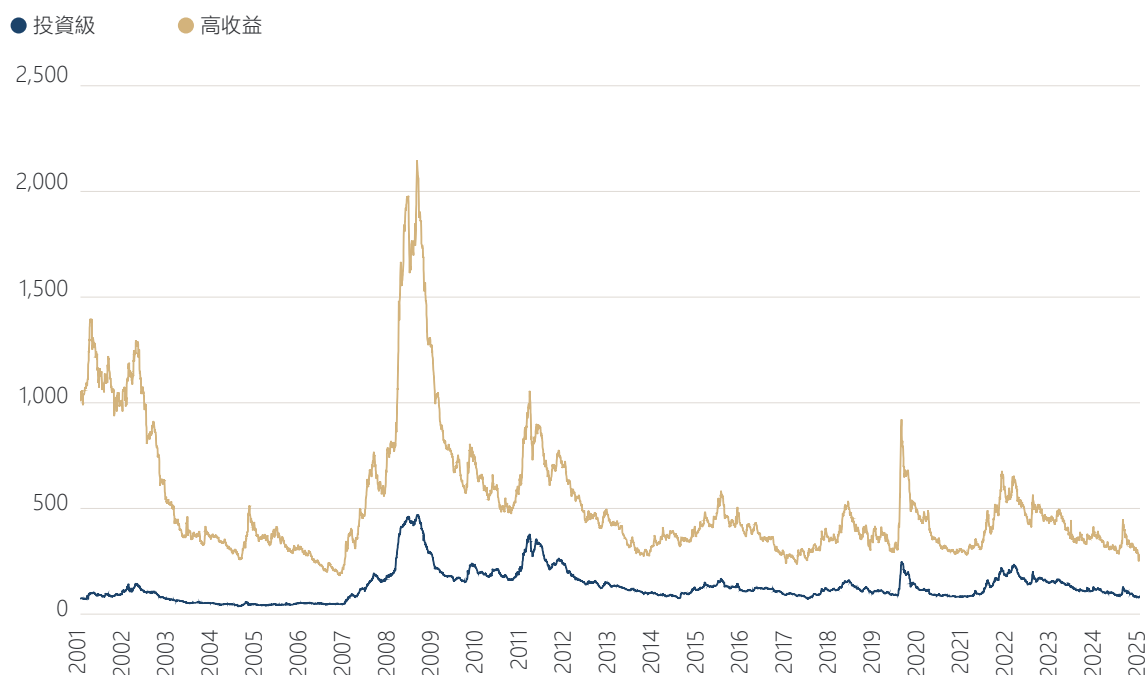
信用息差

企業債務市場中可觀察到的信用息差在美國和歐洲均顯著縮窄，達到了多年未見的水平。因此，在歐洲，高質量債券（即投資級債券）的息差低於80個基點（或0.9%），這一水平自2021年以來未曾出現。同時，高收益債券的息差為270個基點（bps），這一水平上次出現是在2017年。美國的情況與此相似，投資級債券息差約為75個基點，高收益債券息差則為270個基點（圖2）。

這是否意味著已經達到最低水平？回答這個問題可以幫助我們評估企業債券是否仍具備升值潛力，或者相反，是時候重新考慮企業債務的持倉了。

首先需要注意的是，儘管息差處於低位，但企業債務提供的整體收益率仍然具有吸引力。將信用證券加入投資組合的投資者可以獲得大約3%的收益率（歐元計價的投資級債券，包括0.8%的息差），甚至可以在歐洲高收益債券中獲得4.5%的收益率（包括2.7%的息差）。

圖2：投資級和高收益債券息差，BPS



資料來源：彭博社 (Bloomberg)、東方匯理私人銀行。



2025年：
70%

的高收益債券被

評為

BB

級

以美元計，收益率分別為5%（包括0.8%的息差）和7%（包括2.7%的息差）。因此，一個良好多元化的信用投資組合即使相比主權債券的溢價看似較小，也能幫助提高回報率。在這樣的收益率背景下，息差的某些擴大不會對實現的回報產生顯著影響。此外，央行預期的未來降息應該會降低企業債券提供的整體收益率⁵。因此，目前仍有價值可挖掘。

此外，有兩個因素使我們相信信用息差不太可能迅速擴大（儘管在這方面無法做出保證）。首先，公司的基本面仍然相當穩健，尤其是在歐洲。現金持有量有所增加，負債率則保持相對較低。企業領導者在最近幾年中學會了應對困難時期，例如2020年的COVID-19疫情、2022年的通脹期以及隨後央行快速加息的周期，並使審慎的資產負債表管理制度化。我們還認為，目前許多企業的資產負債表狀況要比許多發達市場政府的財務狀況更為健康。

融資選項

其次，我們注意到，企業有多種方式為其活動融資。它們不僅依賴債券市場，還可以利用對其廣泛開放的銀行渠道。此外，交易越來越多地通過私人信用市場融資，這一市場在過去十年中在美國經歷了強勁增長，並可能已超過美國高收益債券市場的規模。最初主要用於小型企業的這種融資方式現在已經普及，大型企業也可以進入這一市場，融資金額超過10億美元/歐元。

同樣值得回顧的是指數的組成。例如，高收益指數的質量隨著時間的推移顯著提高。在歐洲，截至2025年7月，該指數由70%的BB級債券組成，其餘部分則由評級較低的證券構成。相比之下，在2007年5月，當時歐洲高收益債券息差處於歷史最低的186個基點時，該指數中僅有40%的債券被評為BB級。

那麼違約情況呢？

這個問題經常被提及，尤其是對高收益投資者而言。在歐洲，過去12個月的違約率似乎相對較高（接近4%）。這主要是由於期間內一些大型企業進行的重組（尤其是SFR和Atos）。然而，這一數字預計在未來幾個月內會下降。更重要的是，回收率——即債券持有人在違約情況下所能收回的比例——歷史上一直處於較高水平。因此，整體損失率相對較低，僅為1%。

總括來說，自今年年初以來，尋求收益的投資者大量投資於信用市場，包括投資級證券和高收益證券。儘管存在關稅波動、地緣政治問題以及有關通脹的新聞，這些類別的資金流入仍然顯著。基於上述觀點，很明顯，在多元化投資組合中仍有價值可挖掘。

5 - 在其他條件不變的情況下，關鍵利率的下降往往會降低債券市場提供的收益率。

2025年22月9日的数据

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	4.15%	-12.84	-42.23
法國10年	3.56%	5.00	36.50
德國10年	2.75%	-0.90	38.30
西班牙10年	3.30%	-7.20	24.00
瑞士10年	0.21%	-14.90	-11.70
日本10年	1.65%	3.10	56.20

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	41.40	1.90%	14.72%
歐元政府債券	212.84	0.29%	1.73%
歐元高收益企業債券	240.72	0.42%	4.11%
美元高收益企業債券	388.58	1.13%	7.47%
美元政府債券	332.19	0.67%	5.29%
新興市場企業債券	46.23	0.78%	4.17%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9354	-0.12%	-0.50%
英鎊/美元	1.3514	0.44%	7.97%
美元/瑞士法郎	0.7925	-1.67%	-12.66%
歐元/美元	1.1803	1.59%	13.99%
美元/日元	147.72	-0.05%	-6.03%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	16.10	1.31	-1.25

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	6,693.75	3.95%	13.81%
富時 100 (英國)	9,226.68	-1.02%	12.89%
歐盟 600	553.40	-0.97%	9.02%
東証股價指數	3,163.17	1.86%	13.58%
摩根士丹利環球	4,309.23	3.24%	16.22%
中國滬深300指數	4,522.61	1.19%	14.94%
摩根士丹利 新興市場	1,343.73	4.53%	24.94%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,528.14	6.61%	36.47%
摩根士丹利 EMEA 欧 (欧洲中东非洲)	246.20	1.30%	20.59%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	879.54	4.39%	24.92%
法國巴黎 40 (法國)	7,830.11	-0.16%	6.09%
德國 DAX (德國)	23,527.05	-3.07%	18.17%
義大利 MIB (義大利)	42,423.18	-1.86%	24.09%
西班牙 IBEX (西班牙)	15,082.50	-1.20%	30.08%
瑞士 SMI (瑞士)	12,126.14	-0.66%	4.53%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,093.00	-0.83%	-6.22%
黃金「美元/安士」	3,746.70	11.31%	42.76%
WTI原油「美元/桶」	62.64	-3.33%	-12.66%
銀「美元/安士」	43.80	13.17%	49.78%
銅「美元/公噸」	9,972.50	1.80%	13.74%
天然氣「美元/ 百萬英熱單位」	2.81	4.08%	-22.76%

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6月	2025年7月	2025年8月	四星期變動	年初至今 (2025年22月9日)
5.69%	4.24%	10.33%	6.61%	36.47%
5.68%	3.54%	7.53%	4.53%	24.94%
5.65%	3.16%	4.49%	4.39%	24.92%
4.96%	2.27%	2.49%	3.95%	20.59%
4.22%	2.18%	1.91%	3.24%	16.22%
4.21%	2.17%	1.22%	1.86%	14.94%
2.50%	1.67%	1.09%	1.30%	13.81%
1.83%	1.23%	0.74%	1.19%	13.58%
-0.13%	0.88%	0.60%	-0.97%	12.89%
-1.33%	-4.60%	0.38%	-1.02%	9.02%

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)或者其他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22月9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

在東方理財財富管理，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