



2026年年度投資展望

韌性與再平衡

2026年投資展望

重點

我們看到全球增長正在重新加速

美國下調政策利率，加上歐洲、日本及中國擴大財政支出應可於明年推動全球經濟增長加速，繼而帶動全球股市上行。

聯儲局減息

許多主要央行保持利率不變，聯儲局減息或會導致美元下跌。美元持倉對沖成本下降可能會促使投資者增加對沖比率，由此對美元造成下行壓力。

美元下跌且美國以外地區增長有望改善

我們預期，美元下跌且美國以外地區增長改善將利好非美國資產表現，尤其是新興市場股票及新興市場債務。

鑑於估值昂貴，我們傾向於再平衡

我們減持市場估值偏高的範疇，尤其是與人工智能相關的美國大型股，並尋求其他投資機會。我們認為，另類資產仍具吸引力，估值機會相對更優，隨著利率下降，其基本因素會有所改善。

內容概要

2025年充滿不明朗因素，但風險資產仍錄得強勁回報，¹最終形成堪稱「幾乎全面」的牛市。展望2026年，我們相信當前各項條件可延續市場升勢。

我們的展望「韌性與再平衡」反映出兩個關鍵主題：



韌性

在我們看來，私營部門展現出非凡的能力抵禦經濟衝擊，據我們的分析顯示，這是受穩健的企業及家庭資產負債表（負債有限且現金充裕）支撐。我們認為，美國政策放寬以及歐洲、日本及中國的財政支持將進一步增強經濟韌性。上述刺激措施應可幫助提振全球經濟，繼而擺脫所謂的「經濟週期中期」放緩。



再平衡

儘管美國股市（尤其是受AI推動的科技行業）估值高企，但我們察見其他領域仍有具吸引力的投資機會。美國以外市場、美國市場內部小型股及週期性行業的估值更加吸引。全球經濟活動重拾升勢或可釋放上述領域的價值，從而帶動市場主導力量更加均衡發展。

我們懷抱樂觀心情邁向2026年，對私營行業的持續增長充滿信心，傾向於順應全球政策大勢，並謹記在市場趨勢變化中分散風險的重要性。

附註：多元化不保證會實現溢利或排除損失風險。

展望概覽

宏觀觀點

(4-5頁)

韌性十足的經濟與市場為2026年增長鋪路：穩健的企業及家庭資產負債表以及較以往週期為低的負債為全球經濟的潛在增長奠定堅實的基礎。

隨著政策支持的落實，增長有望向好：聯儲局已重啟寬鬆週期，全球財政開支持續擴大，政治及地緣政治不明朗因素亦有所緩和。這應可推動2026年的經濟活動及增長加速。

儘管面對外部壓力，但在政策支持下，中國增長有望保持增長：在向高質素增長轉型過程中，中國或會繼續透過有針對性的政府行動促進經濟發展。

歐洲復甦：地區政策轉向正面：德國的財政擴張政策應於2026年初開始實施，從而幫助刺激經濟增長。當地消費亦有望提升。

財政支持和通脹回升或可推升日本名義增長：隨著工資水平的預期變化，日本通脹有所反彈，應可推升名義增長。

面對地緣政治挑戰，印度前景向好
鑑於美印關係改善、當地改革取得進展加上央行減息，我們對印度2026年的經濟增長持審慎樂觀態度。

投資主題

(6-10頁)



更高的增長，更廣泛的市場參與

經濟從週期中期的放緩中重新加速為更廣泛的市場參與及以週期為導向的行業奠定基礎。



美元下跌

央行政策分歧推動美元下跌並支持新興市場資產。



減少AI集中風險

AI主題內部的大型企業估值雖然偏高，但尚未出現明顯的市場盤整訊號。我們傾向於調整部署，從而管理集中風險。



新興市場實力強勁

全球增長加速、新興市場通脹壓力小加上美元偏軟都將利好2026年新興市場的資產表現。



私募信貸提供多元化

我們預期，隨著風險環境更加溫和、增長加速、通脹企穩和美國貨幣政策放寬，私募信貸有望造好。

我們的資產觀點

(11頁)

股票

美國

工業
金屬

已發展市
場（美國
除外）

貴金屬

新興市場

貨幣

政府債券

已發展市場貨幣
兌美元

已發展市場

新興市場貨幣兌
美元

新興市場（當
地債務）

另類投資

企業信貸

私募
信貸

投資級別

加密貨幣

高收益



韌性十足的經濟與市場為2026年增長鋪路

整體增長數據表明美國經濟穩健，但勞動力市場疲弱，小型企業資本開支數據疲軟。近期，高收入消費者助力消費增長，AI相關投資利好美國國內生產總值及企業盈利。

就大多數主要經濟體而言，企業及家庭均未承擔過高負債，仍留有現金緩衝，進而幫助其度過2025年政策不明朗因素引發的劇烈波動。在我們看來，穩健的資產負債表可利好2026年的經濟增長。



隨著政策支持的落實，增長範疇將擴大

對於2026年，尤其是上半年而言，我們的核心主題是全球增長將較2025年有所加速。

美國方面，我們預期增長將受惠於聯儲局放寬政策、強勁的外國直接投資以及美元下跌。就美國以外地區而言，我們預計財政行動及全球通脹前景普遍向好應可幫助提振全球增長。

美國政治及全球地緣政治不明朗因素逐漸消退亦會鼓勵美國及其他經濟體的私營經濟範疇加快資本開支與投資。



儘管面對外部壓力，但在政策支持下，中國將持續增長

2025年全球貿易表現意外堅韌。儘管美國加徵進口關稅，但中國出口額依然錄得增長。

全球貿易雖未受嚴重影響，但貿易格局發生改變，這為部分新興市場及行業帶來機遇。

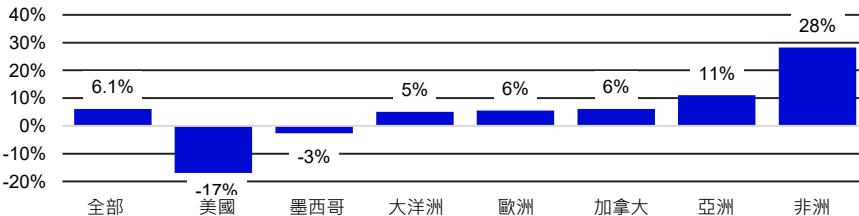
我們預計外部環境不會有明顯改善，但鑑於寬鬆的貨幣政策及財政刺激有望拉動基建投資並擴大內需，2026年中國經濟增長仍有望逼近5%。

「十五五」規劃（自2026年開始）亦強調，透過擴大消費者基礎及保持中國於創新領域（尤其是AI及高科技製造業）的領導力，增強自力更生的能力。

美元疲弱已推動許多新興市場通脹下降，令到有關央行現可實施更寬鬆的政策。這或會對資產回報產生顯著影響。例如，新興市場債務於2025年錄得強勁回報²。我們預期2026年新興市場（中國除外）將延續此出色表現。

隨著全球貿易調整，中國出口額持續增長

2025年9月（年初至今，按年%）



資料來源：彭博及Invesco Strategy & Insights，截至2025年9月30日。



歐洲復甦：地區政策轉向正面

過去數年，歐元區經濟增長一直未盡如人意，這部分是由德國的財政整頓 (*fiscal consolidation*) 所致。但隨著德國著手上調未來一段時期的軍事及基建開支，相關局勢正在發生改變。而且，隨著許多國家宣佈擴大軍事開支、實質工資持續增長以及多國央行於近期減息（我們認為歐洲央行的寬鬆週期已接近尾聲），整個地區的經濟增長都將獲得支持。

財政開支增加應會促進私營部門投資，採購經理指數持續改善已展現經濟復甦跡象。人口結構和競爭壓力可能會抑制趨勢增長，此外，政治摩擦依然是一個風險（請參閱第12頁）。但我們認為，由於市場對歐洲的態度頗為悲觀，因此壞消息稍有減少都可能十分有利於歐洲資產。

市場對英國的看法亦十分負面。英國通脹仍高於英倫銀行目標水平，同時面臨嚴峻的財政挑戰，而且增長乏力。英倫銀行以往的減息幅度不及歐洲央行，但我們相信其目前已有更大的放寬空間（請參閱第7頁）。零售銷售額呈上升趨勢（我們認為這是受利率下降、實質工資增長及儲蓄充裕的支持）。2026年，國內生產總值增長可能超出預期，從而支撐英國資產。



財政支持和通脹回升將推升日本名義增長

日本正在經歷通脹的結構性回升，這有助於推動消費隨名義工資的增長而上升，由此形成良性循環。我們的評估顯示，勞動力市場依然緊縮，資本投資始終高於大部分經濟體。³

我們預期，受惠於新的財政刺激，日本經濟增長將持續改善並於2026年超過趨勢水平。日本央行料會緩慢加息，充分保持利率於寬鬆區間，從而支持經濟增長與投資。

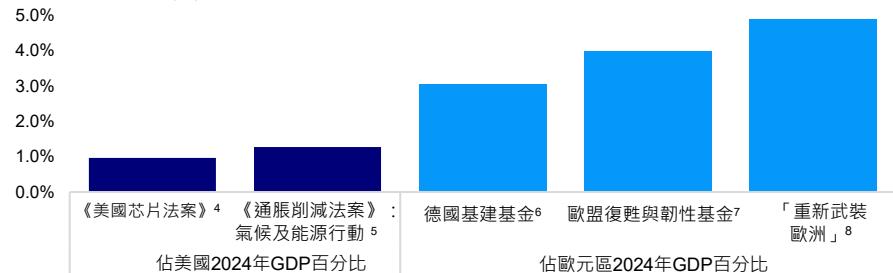


面對地緣政治挑戰，印度前景仍然向好

儘管地緣政治緊張局勢導致印度股市表現遜色，但鑑於當地改革持續以及美印關係顯現穩定跡象且仍有改善空間，我們對2026年的市場表現持審慎樂觀態度。我們認為，隨著印度儲備銀行減息推動增長溫和加速，印度仍将是世界增長最為迅速的大型經濟體。

在我們看來，當地經濟改革對提高趨勢增長及增強長期韌性而言仍至關重要。受政治約束影響，我們預期改革會循序漸進。

近期的財政預算提案說明歐洲政策顯著轉向 佔2024年GDP百分比



資料來源：彭博及Invesco Strategy & Insights，截至2025年9月30日。| 1.美國投資2,800億美元，用於促進國內半導體研究與製造。| 2.簽署《通脹削減法案》，其中3,690億美元用於氣候及能源行動。| 3.投資5,000億歐元用於支持聯邦基建及氣候項目，同時供各州政府用於投資。| 4.投資6,500億歐元用於改革與項目發展。| 5.目標是到2030年調動8,000億歐元用於擴大國家開支與安全投資。

更高的潛在增長，更廣泛的市場參與

經歷2025年低迷表現之後，我們預期全球經濟活動將於2026年重拾增長。這應可惠及週期性行業，拓闊市場，尤其是美國市場。

我們注重區分兩類經濟反彈，一種是放緩過後的重新加速，一種是重新加速至一個新的更高的持續增長水平。從目前來看，未來更接近前者。增長預期會溫和加速，但這是受政策放寬和有針對性的刺激政策，而非消費者習慣發生重大轉變推動。我們注意到，即便名義增長稍有改善，都可能對金融市場產生深遠的影響。

在投資者擔心科技行業估值過高及美國主要市值指數過於集中的情況下更為明顯。政策驅動下的經濟活動反彈為投資者帶來多元化部署機會。這包括換馬至週期性行業以及小型股和價值股。

重要的是，歷史表明，長期以來作為市場表現主要驅動因素的美國大型增長股與經濟增長和通脹的相關性一般較低。憑藉其非週期性增長特徵和市場主導地位，這些公司往往能在各種宏觀經濟環境下表現出色，包括名義增長乏力時期。因此，此等公司無需強勁的經濟增長便能帶來可觀回報。

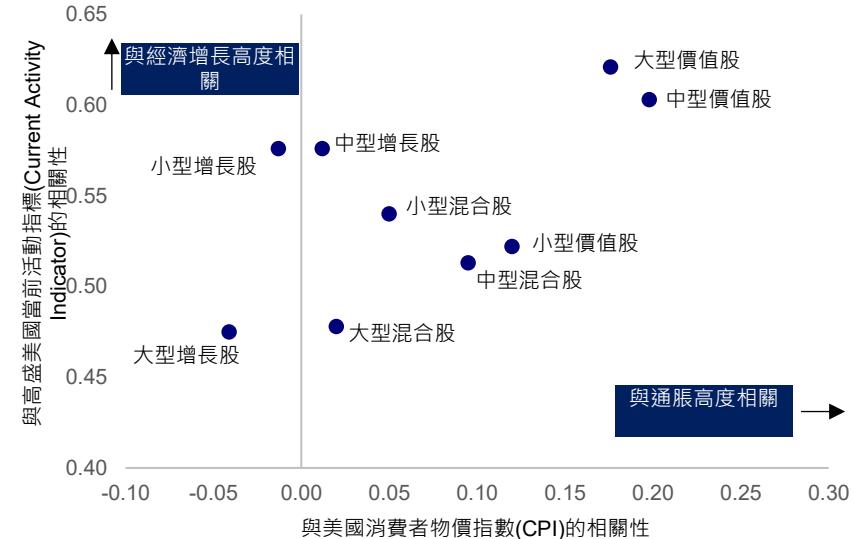
然而，我們預期名義增長將於2026年重新加

速，而且將對市場領導力量產生影響。據圖表所示，價值股和中小型股與強增長和高通脹之間的相關性通常更高。倘若預期成真，這有望提升市場參與水平。多元化的依據就取決於這一名義增長的潛在轉變。

美國股市內部與經濟增長和通脹的相關性歷來較高的範疇包括中型股和各類市值的價值股。名義增長改善允許投資者降低對美國投資組合的整體估值，同時針對週期下一階段更廣泛的市場參與做好部署。

增長重新加速有望促進更廣泛的經濟參與

與美國當前活動指標(Current Activity Indicator)及美國消費者物價指數的年度相關性



資料來源：彭博及Invesco Strategy & Insights，截至2025年10月31日。高盛當前經濟活動指標為一項綜合指數，是衡量當前經濟活動的高頻實時指標。大型混合股基於標準普爾500指數。大型價值股基於標準普爾500價值股指數。大型增長股基於標準普爾500增長股指數。中型混合股基於標準普爾400中型股指數。中型價值股基於標準普爾中型股400價值指數。中型增長股基於標準普爾中型股400增長指數。小型混合股基於標準普爾600小型股指數。小型價值股基於標準普爾小型股600價值指數。小型增長股基於標準普爾小型股600增長（總回報）指數。請參閱指數定義披露。不得直接投資於指數。過往表現並非未來業績的保證。

美元偏軟

部分央行已接近寬鬆週期尾聲。然而，兩間央行值得特別留意：美國聯儲局及日本央行，其可能對貨幣及資產價格產生影響。

大部分央行已於2023年和2024年期間放鬆政策立場，大幅下調利率。我們預計，2026年全球普遍會維持寬鬆週期，但可能出現重要分歧。

歐洲部分國家央行似乎已接近或正處於寬鬆週期尾聲。例如，瑞士國家銀行政策利率為零，歐洲央行存款機制利率為2.00%，均低於我們所認定的3.00%中性利率。⁴歐洲央行不太可能於明年繼續減息。

中國人民銀行遠先於其他央行啟動寬鬆週期，我們認為未來進一步減息的空間亦可能不大。而其他新興市場國家通脹率下降，故擁有更大的減息空間。中國以外地區，新興市場當地貨幣債務吸引。

美國聯儲局於2025年的大部分時間按兵不動，因此可能在一定程度上展開「追趕」。就業增長放緩可能帶來進一步減息的空間。倘若就業市場未有反彈，我們預期2026年會再減息三至四次左右。

相反，隨著日本央行繼續從極度寬鬆的政策走向正常化，這是我們預期會在2026年年底以前加息的主要央行（可能加息兩次）。

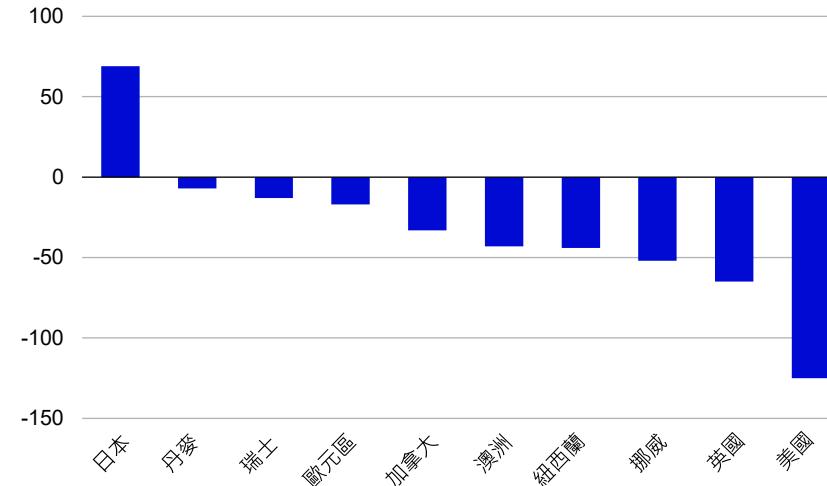
我們認為，有關政策利率路徑的分歧將繼續削弱美元，我們認為其仍處於長期實際貿易加權均衡水平之上。利率差距收窄將降低美國短期資產（包括透過利差交易活動）的相對吸引力，這意味著外國投資者的美元持倉對沖成本應會下降。2026年對沖活

動增加可能令美元受壓。我們認為歐元、日圓及新興市場貨幣蘊藏升值潛力。

美元疲弱應有利於新興市場和商品相關資產。除中國外，新興市場當地貨幣債務均具吸引力。全球經濟活動復甦亦應可為工業商品提供部分支持。此外，貴金屬有望受惠於美元下跌及政策利率下調，但地緣政治風險減退可能會令近期漲勢有所回落。

有關政策和貨幣前景可支撐美股的絕對表現，但我們認為這可能被美國長期利率上升所抵銷，因為後者會對美股市場部分估值造成壓力。

政策利率的市場隱含變動（截至2026年底，點子）



附註：基於LSEG Refinitiv的計算結果（惟紐西蘭基於彭博計算結果），央行政策利率變動按利率期貨或隔夜指數互換計。變動截至2026年最後一次央行會議，惟就紐西蘭而言截至2026年9月。截至2025年10月31日。資料來源：LSEG Refinitiv、彭博及Invesco Strategy & Insights。

減少AI集中風險

近來數年，全球股市回報一直由人工智能主導。我們認為，隨著市場集中度達致數十年來高位⁵，股票表現遜色帶來的風險與日俱增。我們傾向於調整組合部署，盡力捕捉其他機會。

人工智能對近期投資環境的影響怎樣強調都不為過。僅少數幾間AI公司的回報就佔到2025年標準普爾500指數回報的一半以上，並且接近全球股票總回報的三分之一（截至10月底）。與此同時，2025年上半年與數據中心相關的投資為美國GDP增長貢獻1.1個百分點⁶，儘管該數據這並未包括可能產生部分抵銷作用的進口部分。

如今，投資者開始質疑AI投資浪潮是否過熱，「我們是否正處於泡沫之中？」截至目前，數據中心的擴建資金主要來自現金儲備和經營現金流。但今年我們看到警訊開始出現，例如使用債務及複雜的股本投資及賣方融資交易。

有關AI泡沫最明顯的一個憂慮或許就是數據中心擴建及相關AI基建資本支出與AI建設者收入之間存在矛盾。目前，資本支出速度大約為經常性收入的六倍。這說明收入要大幅增長才能證明這一支出速度的合理性。

誠然，AI正在帶來大量的收入和收入增長。一些具備現有數據中心資源及技術訊息與資料的大型公司，即我們所指的「超大規模運營商」(hyperscalers)，已透過雲計算業務取得顯著現金流增長，主要AI建設者亦透過擴大產品範圍和提升用戶數量，錄得三位數增長率⁷。

於此階段，我們認為AI投資主題可以持續，但回報應更多受盈利增長而非不斷攀升的估值推動。此外，

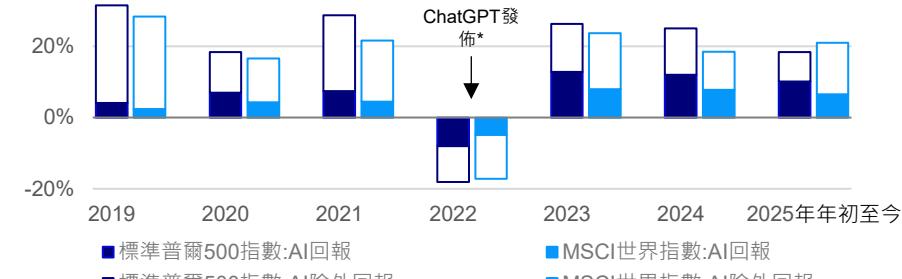
我們傾向於重新調整投資組合，以便充分應對日益加劇的集中和估值風險，我們亦重點部署其他估值更具吸引力的AI機會，尤其是中國科技股。

我們注意到，AI主題亦可延伸至其他領域。AI採納者可能會察見成本效益或推出新產品，投資者可從中精選具體企業的投資機會。淡化市值權重的策略是一種審慎的風險管理方式。

倘若2026年AI主題繼續主宰市場，我們得承認我們的再平衡立場將需要修正。

AI於近來數年貢獻超高比重回報

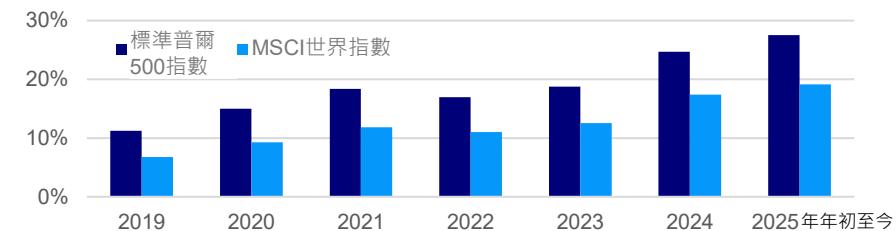
標準普爾500指數與MSCI世界指數的年度回報



* ChatGPT於2022年11月正式面向公眾發佈。

少數幾間AI相關公司佔指數的比重不斷增長

大型AI公司於標準普爾500指數及MSCI世界指數中的平均權重



附註：標準普爾500指數：AI回報衡量公司對標準普爾500指數總回報的貢獻，尤其是NVDA、MSFT、AMZN、META、AVGO、GOOGL、ORCL及AMD。標準普爾500指數：除AI外回報衡量「標普500指數：AI」前列公司以外的全部股票對標準普爾500指數總回報的貢獻。資料來源：彭博及Invesco Strategy & Insights，截至2025年10月28日。過往表現不保證會實現溢利或排除損失風險。不得直接投資於指數。

新興市場實力強勁

有利的宏觀背景、具吸引力的估值加上潛在的長期增長趨勢，都意味著於當前環境下新興市場股票的吸引力日益增強。

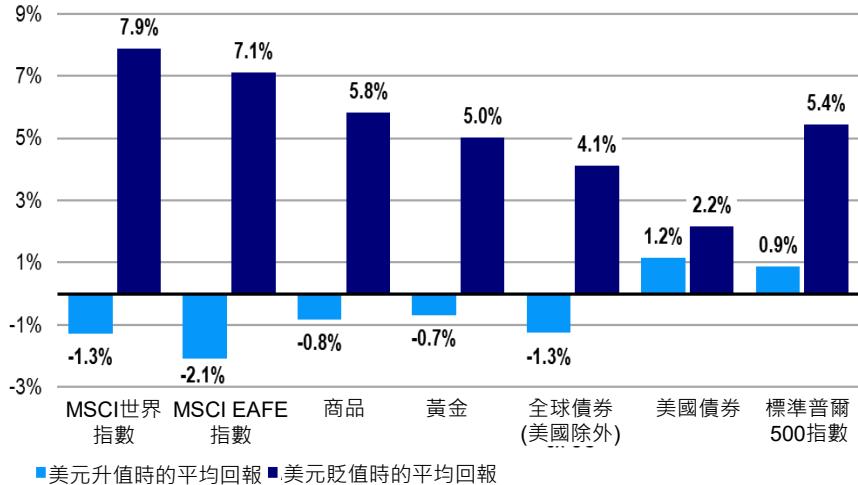
曾在很長一段時期內表現遜於美元計價資產的新興市場股票於2025年錄得強勁回報，⁸或會由此迎來轉折。在我們看來，這一反彈可能會激發投資者興趣，尤其是考慮到新興市場股票估值依然吸引，仍較已發展市場（尤其是美國股票）存在顯著折讓。

展望未來，我們相信新興市場擁有持續的表現動力。其中最主要的就是美元預期將會下跌（請參閱第7頁）。新興市場股票歷來於此環境下表現出色，美元下跌期間的表現通常優於標準普爾500指數。

在我們看來，美國寬鬆周期亦為新興市場央行縮進一步減息的空間，從而刺激內需，提振股市。這一貨幣政策的靈活性加上宏觀經濟基本因素的改善都有望推動新興市場錄得更強勁的增長。受惠於有利的人口結構、消費提升及投資流入，許多新興市場經濟體的GDP增長均有望超出已發展市場。

此外，新興市場可望受惠於結構性增長主題，尤其是全球範圍內的人工智能基建擴張。中國正大力投資於AI及相關技術，這可成為拉動股市表現的有力引擎。實際上，中國股市已於2025年錄得不俗表現⁹，鑑於中國當局表示有意增強股東回報，為具競爭力的關鍵行業提供定向支持，我們預期這一表現會延續至2026年。

不同美元環境下的平均季度回報



資料來源：彭博，2025年8月8日。基於1974年第一季度至2025年第二季度美元、標準普爾500指數MSCI新興市場指數、MSCI EAFE指數、黃金美元現價及彭博商品指數（商品）的季度回報。基於1990年第二季度（最早可用數據）至2025年第二季度彭博環球綜合債券（美元除外）指數（除美國以外的全球債券）及1976年第二季度（最早可用數據）至2025年第二季度彭博美國綜合債券指數的季度回報。美元表現基於實際廣義貿易加權美元指數（Real Broad Trade Weighted US Dollar Index）。所有回報均按美元計。請參閱指數定義披露。不得直接投資於指數。
過往表現並非未來業績的保證。

私募信貸可提供多元化收益

對於尋求傳統信貸以外多元化收益來源的投資者而言，私募信貸仍是一個具吸引力的選擇。基本利率仍高於疫情前水平，相關房地產及中型市場借方現金流前景紛紛向好應可推動私募信貸於2026年錄得理想表現。

直接貸款：儘管2025年成交量放緩，但綜合收益率依然吸引，尤其是在核心中型市場。聯儲局減息應會降低借貸成本並推動交易流反彈。大量私募股權「可用資金」及退出交易積壓說明一旦經濟企穩，相關活動可能反彈。

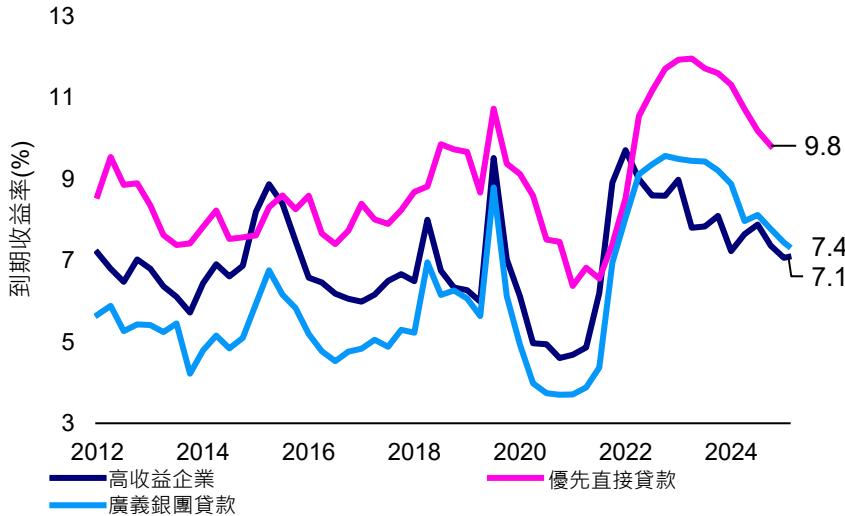
隨著利率、衰退風險及全球緊張局勢日趨明朗，受惠於浮息結構、私募股權發起人需求強勁及有利的信貸前景，直接貸款一直提供高單位數至低雙位數回報。¹⁰

廣義銀團貸款及抵押貸款證券：受利率轉低的支持，我們預期廣義銀團貸款將於明年再次錄得強勁回報。歷史表明，貸款向來可於減息週期（新冠疫情等重大衝擊期間除外）有效保全資本，這突顯出其作為核心持倉的地位。利率下降應可減少發行人利息開支、增強基本因素並限制違約數量。

即便政策利率下降，票息仍應維持在歷史平均水平以上，從而保持收益潛力。廣義銀團貸款已吸收關稅引發的波動，壓力有限，儘管個別違約事件強調信貸選擇的必要性，但這仍屬於特殊案例。

不良債務及特殊情境：在壓力與不明朗因素並存的領域，我們察見不良債務與特殊情境融資的機遇。市場對與修正及延期交易掛鈎的新資金及超級優先交易的興趣日益增長。受私募股權持有期延長及高基本利率推動，資本解決方案的數量與質素均持續提升。面值以下貸款的壓力正在浮現，而按面值計算信貸仍維持穩健的實盤。此類動態應會持續，可能為願意駕馭複雜環境的投資者綻造具吸引力的經風險調整後回報。

優先直接貸款與廣義銀團貸款及高收益企業債券的到期收益率之比較



資料來源：Morningstar、彭博、Cliffwater，截至2025年10月30日的最新可用季度數據。高收益與廣義銀團貸款最後數據點為每月數據。高收益企業債券、廣義銀團貸款與優先直接貸款分別由彭博高收益企業債券指數、Morningstar LSTA美國槓桿貸款100指數與CDLI-S（Cliffwater優先直接貸款指數）代表。截至文件發佈之日，Cliffwater僅公佈截至2025年6月30日的2025年第二季度數據（3年期貸款收益率）。過往表現並非未來業績的保證。不得直接投資於指數。

觀點概述

全球股票

美國



財政和貨幣政策動態應可支撐美股的絕對表現，但估值上升及集中風險意味著我們應當較以往數年降低對美股的配置。

已發展市場
(美國除外)



美國以外市場的估值更具吸引力。我們認為，市盈率有望進一步擴張，全球增長普遍向好應可推動盈利增長加速。

新興市場



相對於其他地區而言，新興市場股票估值最具吸引力，惟市場內部分歧較大。我們預期中國股票將延續出色表現，而印度可能低迷。

政府債券

已發展市場



今年實際孳息率已有所下降。倘若如我們所預期，2026年增長反彈，實際孳息率應會上漲，主權債券前景因應轉弱。我們預期明年通脹不會有大幅回落。

新興市場
當地貨幣



過去美元下跌往往可利好新興市場當地債務，新興市場央行普遍沒有通脹壓力，因此有更大的減息空間。此外，我們對許多新興市場經濟體的財政狀況感到樂觀。

企業信貸

投資級別



由於收益率漲幅不大，我們相對已發展市場主權債券更傾向於投資級別信貸。我們預計息差不會顯著收窄。我們認為，美國綜合收益率高於歐洲令投資級別債務顯得吸引，但歐洲的主動機會更多。

高收益



鑑於私營行業基本因素穩健，違約數量預期不會顯著增加。考慮到收益率升幅有限，我們認為就股票會是更好的選擇。我們預期美國收益率將會上升，政策利率將會下降，因此相對於歐洲稍微偏重美國高收益。

商品

工業金屬



我們認為，全球增長加速及美元下跌可推動工業金屬錄得不俗表現。能源基建擴張可能意味著許多工業金屬需求強勁。

貴金屬



各國央行可能繼續增加黃金儲備。從歷史角度來看，ETF持倉不高，因此可能仍是需求來源。然而，地緣政治風險減小及通脹穩定說明比起2025年，黃金的升幅可能更加有限。

貨幣

已發展市場貨幣
兌美元



美元短期利率下降意味著美國相對於日本和歐洲的收益率差距可能縮小。外國投資者的對沖成本可能因應減少。對沖活動增加或令美元受壓。

新興市場貨幣兌
美元



新興市場貨幣提供正面利差，而且通脹和增長相對穩定。於此環境下，我們傾向於拉丁美洲貨幣。

另類投資

私募
信貸



對於尋求傳統信貸以外多元化收益來源的投資者而言，私募信貸仍是一個具吸引力的選擇。當前風險環境更加溫和、增長加速、通脹穩定，加上美國貨幣政策放寬，都利好該領域。

加密
貨幣



我們預期，加密貨幣將隨其他風險資產錄得理想表現。近期的監管變動亦推動子持續的結構性採納熱潮，更多投資者和機構加入數碼資產生態體系，尤其是許多大型加密貨幣。

如柱狀圖所示，觀點按從1至5評分法呈列。最左側值代表最不被看好，最右側值代表最被看好。所示觀點來自Invesco Strategy & Insights。本評論不構成買 / 賣推薦。

風險因素

環球經濟及政治格局瞬息萬變，其特徵是全球範圍內的貿易關係和政治形勢重新洗牌。在此之際，財政可持續性與央行獨立性問題仍是首要關注。

我們深知這些及其他因素可能帶來的種種風險，並留意在投資展望期間可能因此產生的投資偏好轉變。我們將探討其中部分突出的風險及其對我們投資觀點的影響。

	基本情境	風險	我們的預測
全球增長放緩	我們預期明年全球增長將改善。	若全球增長放緩且主要經濟體陷入衰退，將影響我們的觀點。若包括美國在內多個經濟體的企業從暫停招聘轉為裁員，通脹可能大幅回落，市場或預期出現更多減息。	<ul style="list-style-type: none">已發展市場主權債券表現可能優於股票。美國股票及美元表現或勝過預期。新興市場及週期性資產表現可能落後，但貴金屬表現或相對穩健。
通脹上升，增長停滯	我們預期2026年通脹將保持穩定，並高於目標水平。	更為極端的「全球增長放緩」風險情景是，又一次供應衝擊引發經濟增長放緩，並導致通脹顯著回升。在此情景下，央行將備受考驗。 潛在觸發因素包括中國切斷或嚴格限制稀土供應、其他貿易中斷，或石油衝擊。	<ul style="list-style-type: none">孳息曲線或趨緩，更易受到週期性影響的市場領域（如小型股、價值股，及副消費品、金融及工業等板塊）可能受壓。新興市場亦可能逆轉走勢，而美元可能走強，取決於供應衝擊的性質。
AI突破與美國領先	我們預期世界其他地區股票表現將優於美國，且美元疲弱。	若AI商業化取得突破及 / 或明年生產力顯著提升，可能推動超大型股進一步上升。若疊加美國政府政策全面放寬，我們預期市場對美國例外論的信心可能再獲強勁支撐。	<ul style="list-style-type: none">在此情景下，股市可能上升（與我們的核心觀點一致），但升幅可能由美國股票引領。若外國投資者以無對沖方式配置美國資產，美元亦可能走強。
政治因素干擾歐洲穩定	我們預期明年歐洲經濟增長將改善。	若德國及法國極端政黨進一步掌權，歐洲資產的風險溢價可能上升，而其國內信心可能回落。 法國政治局勢仍然艱難，但德國政治分裂才是更大隱憂——承諾的財政刺激恐怕會落空。	<ul style="list-style-type: none">德國及更廣泛歐洲股市可能表現落後。歐元兌美元可能下跌。
聯儲局失去獨立性	聯儲局可能減息，但我們認為其行動或不會過度受到政治影響。	各國央行面臨近年最嚴重的政治干預，到目前為止，金融市場認為相關干預對並未奏效。但若聯儲局理事遭解僱或新任主席顯露明顯的政治立場，且聯儲局政策失誤頻仍，其公信力將受到更大的質疑。	<ul style="list-style-type: none">我們看好實物資產並減持存續期。減息可能推動股市出現短暫亢奮，但債市將因長期通脹預期脫錨而受壓。美元亦可能疲弱，非美國資產可能表現出色。

所述觀點來自Invesco Strategy & Insights，截至2025年10月31日。

1. MSCI世界指數年初至今回報率為17.5%・截至10月底。資料來源：彭博及Invesco Strategy & Insights，截至2025年10月31日。**過往表現並非未來業績的保證**。不得直接投資於指數。
2. 彭博，新興市場當地貨幣政府債券指數年初至今回報率為7.82%，截至2025年10月31日。資料來源：彭博及Invesco Strategy & Insights，截至2025年10月31日。**過往表現並非未來業績的保證**。不得直接投資於指數。
3. 2005年至2025年期間，日本固定資本形成總額佔GDP比重一直高於美國、德國及英國。資料來源：Macrobond及Invesco Strategy & Insights，截至2025年10月31日。
4. 資料來源：彭博及Invesco Strategy & Insights，截至2025年10月31日。
5. 基於標準普爾500指數前十大股票的權重，截至2025年10月31日處於最高水平。資料來源：彭博及Invesco Strategy & Insights。
6. 資料來源：彭博及Invesco Strategy & Insights，截至2025年10月31日。
7. 資料來源：彭博及Epoch AI，基於超大規模運營商及OpenAI的收入。截至2025年10月31日。
8. 按MSCI新興市場指數計，截至10月份新興市場股票年初至今回報率上升28.6%。資料來源：彭博。
9. 按MSCI中國指數計，截至2025年10月31日年初至今上漲32.7%。資料來源：彭博。
10. 資料來源：直接貸款回報由Cliffwater優先直接貸款指數代表。Real Capital Analytics。Invesco Strategy & Insights。截至2025年10月的數據。**過往表現並非未來業績的保證**。不得直接投資於指數。
11. NCREIF開放式多元化核心權益(ODCE)指數，截至2025年6月30日。

附錄

指數定義

- 彭博商品指數是一項廣泛的多元化商品價格指數。
- 彭博新興市場當地貨幣政府債券指數衡量固息、當地貨幣新興市場國債發行人的表現。
- 彭博全球綜合債券（美元除外）指數是一項非管理式指數，用作代表全球投資級別固息非美元債券市場。
- 彭博美國綜合債券指數是一項非管理式指數，用作代表美國投資級別固息債券市場。
- 彭博高收益企業債券指數衡量以美元計價的高收益固息企業債券市場。倘若穆迪、惠譽及標準普爾授予的中間評級為Ba1/BB+/BB+級或以下，證券歸類為高收益。基於指數的新興市場國家定義，涉及新興市場國家風險的發行人所發行的債券排除在外。
- CDLI-S指數 (Cliffwater高級直接貸款指數)** 主要(95%+)由業務發展公司持有的高級及混合貸款組成，創立用於衡量高級中間市場貸款的表現。
證券借貸涉及損失風險，原因是借款人可能無法及時或根本無法歸還證券。倘若投資組合無法收回借出的證券，可能會在市場上出售抵押品及購買替代性證券。倘若借出的證券市值增加，而抵押品的市值卻沒有相應地增加，則借貸證券導致投資組合面臨損失風險。
- 高盛現時經濟活動指標是一項綜合指數，提供對現時經濟活動的實時及高頻測量。
- 高盛美國現時經濟活動指標(CAI)是對美國經濟活動的實時測量，其使用動態宏觀經濟模型匯總24項高頻指標，包括製造業、調查及開支數據。
- Morningstar LSTA美國槓桿貸款指數**是一項市值加權指數，旨在衡量美國槓桿貸款市場的表現。
- 摩根士丹利資本國際(MSCI) EAFE指數是一項非管理式指數，旨在代表已發展市場（包括歐洲、澳大拉西亞及遠東地區國家，但不包括美國及加拿大）的大中型證券的表現。
- 摩根士丹利資本國際(MSCI)新興市場指數代表新興市場國家的大中型證券。
- 摩根士丹利資本國際(MSCI)世界指數是一項非管理式指數，用作代表已發展國家的股票。
- NCREIF ODCE** (美國房地產投資信託人士協會開放式多元化核心股票) 指數是一項市值加權、時間加權的回報指數，追蹤一組大型、開放式、多元化核心房地產投資組合的表現。
- OECD MEI**—經濟合作與發展組織（經合組織）主要經濟指標，經合組織是一間由38個成

員國組成的國際組織，致力於透過數據、分析以及政策建議，促進經濟可持續進步及繁榮發展。經合組織為成員國政府提供了一個平台，供彼此探討及分享在經濟及社會政策方面的經驗，以解決共同面對的問題及找到最佳實踐。

- 實質廣泛貿易加權美元指數**—貿易加權美元用於確定美元的購買價值以及歸納美元對外幣升值及貶值的影響。
- Real Capital Analytics**是一個行業領先的商業房地產、交易及參與者的全球資料庫，服務於資產所有者、資產管理人、經紀商及放貸機構。
- 標準普爾500®指數是一項非管理式指數，用於代表美國股票市場。
- 標準普爾500®增長股指數包含標準普爾500®指數中基於三個增長因子及四個價值因子表現出顯著增長特徵的股票。
- 標準普爾500®價值股指數包含標準普爾500®指數中基於三個衡量指標（市帳率、市盈率及市銷率）表現出顯著價值特徵的股票。
- 標準普爾 / LSTA美國槓桿貸款100指數代表槓桿貸款市場中最大規模融資工具的表現。
- 標準普爾中型股400®增長股指數衡量美國股票範圍內中型增長股板塊的表現。
- 標準普爾中型股400®指數是一項非管理式指數，用作代表中型美國公司。
- 標準普爾中型股400®價值股指數衡量標準普爾中型股400®指數中基於市帳率、市盈率及市銷率三個因素被歸類為價值股的成份股表現。
- 標準普爾小型股600®增長股總回報指數衡量600間美國小型增長公司的表現，包括股息及其他收益再投資。
- 標準普爾小型股600®指數衡量美國小型股的表現。
- 標準普爾小型股600®價值股指數衡量標準普爾小型股600®指數中基於市帳率、市盈率及市銷率三個因素被歸類為價值股的成份股表現。

投資風險

投資價值和任何收入都會波動（匯率波動或是影響因素之一），投資者可能無法收回全部投資金額。

文內所述觀點乃撰稿者根據現行市況闡述的觀點，可能發生變化，恕不另行通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的觀點不同。該等評論不應被視作推薦，而是對更廣泛主題的闡述。前瞻性陳述並不保證未來業績。當中涉及風險、不明朗因素及假設；無法保證實際結果不會嚴重偏離預期。

- 另類投資** - 另類投資產品通常持有多元非傳統性投資，運用更為複雜的交易策略，包括使用衍生工具進行對沖及槓桿操作、賣空以及隨著市況變化的機會型策略。考慮另類投資的投資者應了解其獨有特徵及所用策略帶來的額外風險。與所有投資一樣，其表現將會波動。
- 加密貨幣** - 一種數碼貨幣，其中交易並非由中央權威機構驗證及維護，而是由去中心化系統使用密碼學驗證並保存交易紀錄。

相對於更為傳統的資產類別，加密貨幣歷來表現出較高的價格波動，市場對其未來升值潛力的投機行為可能是影響因素之一。

加密貨幣網絡已經形成一個快速變化的新興產業，其進一步發展及市場認可受到多種難以評估的因素影響。加密貨幣網絡的發展或市場認可出現放緩、停止或逆轉，可能對比特幣的價格產生負面影響。

現時，加密貨幣相對廣泛用作價值儲存工具，而在零售及商業市場上的使用相對有限，這加劇了價格波動，進而可能對份額投資產生負面影響。

監管變動或行動可能改變加密貨幣投資的性質，限制加密貨幣的使用，或者限制加密貨幣網絡或加密貨幣交易場所的運作。例如，在一個或多個國家購買、持有、出售或使用加密貨幣，可能變得困難或違法，從而可能對加密貨幣的價格產生負面影響。

- 貸款抵押債券(CLO)**的風險包括抵押證券的分派可能不足以支付利息或其他付款；抵押品的質素可能貶值或違約；貸款抵押債券的受償次序可能位於其他資產類別之後；價值可能波動；以及與發行人的糾紛可能產生意料之外的投資結果。
- 中國投資** - 投資於中國公司證券涉及額外的風險，包括但不限於：在經濟結構、整體發展、政府干預、財富分配、通脹率、增長率、資源分配及資本再投資等方面，中國經濟與美國經濟存在通常會造成不利影響的差異；中央政府歷來透過行政法規及／或國有化，幾乎對中國的所有經濟部門實施實質性控制；以及中國中央及地方政府當局的行動持續對中國的經濟狀況產生重大影響。
- 股票 / 普通股** - 股票及其他股本證券的價值因應公司的特定活動以及一般市場、經濟及政治狀況而波動。

- 固定收益**投資面臨發行人信貸風險及受到利率變動的影響。利率風險指隨著利率上升，債券價格通常會下跌的風險，反之亦然。發行人可能無法支付利息及／或本金付款，因此導致發行人的債券價值下降以及發行人的信貸評級下調。
- 境外及新興市場風險** - 投資於境外發行人（包括新興市場發行人）證券所面臨的風險可能包括外幣波動、政治和經濟不穩定以及境外稅務問題。
- 增長股** - 增長股往往對自身的盈利變動更為敏感，可能波動更大。
- 高收益證券**涉及的風險大於較高級別的證券，且流動性較之更低。一般經濟狀況、發行人的財務狀況以及利率的變動可能對發行人按時支付本息的能力產生負面影響。
- 資訊科技行業** - 集中度 - 專注於特定行業（例如資訊科技）的投資須承受更高的風險，而且較多元化的投資更易受市場波動的影響。

投資風險

- **大型股** - 規模更大且更加成熟公司可能無法迅速應對新的競爭性挑戰，比如：消費者口味的變化或規模較小的創新型競爭對手。大型公司的投資回報可能遜於規模較小公司的投資回報。
- **貴金屬** - 黃金及貴金屬的價格波動，可能影響黃金及貴金屬行業公司的盈利能力。黃金及貴金屬行業公司所在國家的政治或經濟狀況發生變化，可能對黃金及貴金屬的價格產生直接影響。專注於特定行業（例如黃金及貴金屬）的投資須承受更高的風險，而且較更多元化的投資更易受市場波動的影響。
- **房地產** - 對房地產相關工具的投資可能受影響物業價值、租金或房產入住率的經濟、法律或環境因素所影響。房地產公司，包括REITs或類似結構，一般為小型及中型公司，其股價可能更為波動且更缺乏流動性。
- **證券借貸**涉及損失風險，原因是借款人可能無法及時或根本無法歸還證券。倘若基金無法收回借出的證券，可能會在市場上出售抵押品及購買替代性證券。倘若借出的證券市值增加，而抵押品的市值卻沒有相應地增加，則借貸證券導致投資組合面臨損失風險。
- **中小型股投資** - 中小型公司的股票往往更易受到不利發展的影響，可能波動更大，並且可能缺乏流動性或轉售受到限制。
- **價值投資** - 價值投資風格面臨估值永遠不改善或者回報將遜於其他投資風格或整體股市的風險。

重要資訊

本文件擬僅供香港的投資者使用，只作資料用途。本文件並非要約買賣任何金融產品，不應分發予居於未經授權分派或作出分派即屬違法的司法管轄區的零售客戶。不得向任何未獲授權人士傳閱、披露或散播本文件的所有或任何部分。

除非另有指明，否則全部資料均截至2025年10月31日，以美元計值。

本文件的某些內容可能並非完全陳述歷史，而屬於「前瞻性陳述」。前瞻性陳述是以截至本文件日期所得資料為基礎，景順並無責任更新任何前瞻性陳述。實際情況與假設可能有所不同。概不保證前瞻性陳述（包括任何預期回報）將會實現，或者實際市況及／或業績表現將不會出現重大差距或更為遜色。

本文件呈列的所有資料均源自相信屬可靠及最新的資料來源，但概不保證其準確性。所有投資均包含相關內在風險。請在投資之前獲取並仔細審閱所有財務資料。文內所述觀點乃根據現行市況作出，將不時轉變，而不會事前通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的意見有所不同。於部分司法管轄地區分發和發行本文件可受法律限制。持有本文件作為營銷材料之人士須知悉並遵守任何相關限制。本文件並不構成於任何司法管轄地區的任何人士作出未獲授權或作出而屬違法之要約或招攬。

本文件由景順投資管理有限公司(Invesco Hong Kong Limited)刊發，地址：香港中環康樂廣場一號怡和大廈四十五樓及並未經證券及期貨事務監察委員會審核。