



2025年投資展望 經濟著陸之後





Kristina Hooper
環球首席市場策略師



我們預期短期內經濟成長將持續放緩，於2025年再度加速，這應有利全球風險資產。

內容概要

通膨大致受到控制，全球許多央行目前正放寬貨幣政策，藉此刺激經濟成長。2025年，我們預期全球降息週期的影響會抵銷經濟放緩的情況。換言之，我們認為經濟將實現軟著陸。我們預期短期內經濟成長將持續放緩，於2025年再度加速，有利全球風險資產。

美國方面，我們認為經濟將先放緩至潛在成長率的水準，之後在勞動力市場穩健及金融環境放寬的支持下再度加速。歐元區和英國去年經濟成長乏力，但我們預期，在央行降息和溫和的實質薪資成長的幫助下，2025年該地區的成長將逐漸加速。與此同時，日本近期工資成長及政策調整使其成為潛在亮點，不過日圓可能會走強並影響日本的出口密集型市場。中國方面，我們預期近期的政策轉向將支持國內成長並為市場情緒提供支撐。然而，我們認為通貨再膨脹對該地區其他地區的影響可能有限。

新興市場有望受惠於已開發市場的降息週期、美元在一定程度的走弱及全球成長回升。特定主題（如印度的成長前景）有望領先，而中國的政策刺激措施可能會增強成長前景。

整體而言，我們預期風險資產的環境良好，特別是在美國以外的已開發市場、小型股和美國價值類股，其中有利的評價及週期性產業，歐洲資產的表現可能會優於美國。

作者

James Anania
Investment Strategist

Jeffrey Bennett, CFA®
Senior Portfolio Manager
Head of Manager Selection

David Chao
Global Market Strategist

Arnab Das
Global Macro Strategist

Mo Haghbin CFA®, CAIA®
Head of Solutions
Invesco Investment Solutions

Kristina Hooper, CAIA®
Chief Global Market Strategist

Paul Jackson
Global Head of Asset Allocation Research

Benjamin Jones, CFA®
Director, Macro Research

Tomo Kinoshita
Global Market Strategist

Turgut Kisimbay
Chief US Economist
Invesco Fixed Income

Brian Levitt
Global Market Strategist

Alessio de Longis, CFA®
Senior Portfolio Manager
Head of Investments
Invesco Investment Solutions

Ashley Oerth, CFA®
Associate Global Market Strategist

Michael Sobolik, CFA®
Real Estate Investment Strategist, North America

Drew Thornton, CFA®
Head of Thought Leadership, Solutions

András Vig
Senior Multi-Asset Strategist

Rob Waldner, CFA®
Chief Strategist
Head of Macro Research
Invesco Fixed Income

亞洲區作者

Mike Shiao
Chief Investment Officer
Asia ex.Japan

Raymond Ma
Chief Investment Officer
Mainland China and Hong Kong

Norbert Ling
Portfolio Manager
Sustainable and Impact Investments
Invesco Fixed Income

Chris Lau
Senior Portfolio Manager
Invesco Fixed Income

Yifei Ding
Senior Portfolio Manager
Invesco Fixed Income

宏觀觀點

1

平穩著陸：成長穩定，通膨接近目標

- 大多數開發中市場的通膨已大幅降溫，目前接近目標水準。
- 市場焦點已轉向成長及潛在下檔風險。
- 我們的基本假設情境是2025年不會有任何主要經濟體出現顯著的成長下滑。



2

央行正放寬政策

- 主要經濟體的利率普遍偏高，但正在放寬。
- 聯準會可能於2025年底前達到中性政策，但成長前景好轉可能會讓降息延後。
- 與美國相比，歐洲央行正在實施寬鬆政策，經濟成長基礎相對較弱。



3

著陸之後：目前成長放緩，但 2025 年仍將維持趨勢

- 美國經濟放緩至潛在成長率的水準，然後在2025年再度加速成長。
- 歐洲經濟成長將改善，略優於市場普遍預測。



市場觀點

固定收益

降息期間存續期表現良好推動殖利率曲線牛市走峭。目前殖利率具有吸引力，但考慮到目前的評價，利差不太可能進一步縮小。

股票

我們認為全球維持風險偏好環境，小型股及價值股可能與非美國已開發市場一起表現良好。之前沒有出現衰退的寬鬆週期表示風險資產應該表現良好。

美元／各國貨幣

美元匯率走高已有一段時間，不過美國與其他主要經濟體之間的成長差異仍有利於美元，這可能限制美元的下跌幅度。利率差異可能影響進一步走勢。

另類投資

與私募股權相比，我們更青睞私人債務和避險策略，因為我們目前更喜歡不依賴槓桿產生報酬的資產。

新興市場

在大多數已開發市場的降息週期和全球經濟成長回升的推動下，新興市場資產應會於2025年表現良好。中國的上檔風險集中於市場對近期政策刺激的信心。

風險

市場前景可能因不同的假設而轉變。我們考慮下列部分假設：

上漲情境：

各地區經濟成長「恰到好處」

- 成長擴大及經濟重新加速可能會增加風險承擔意願。

下跌情境：

政策錯誤：成長未達目標

- 經濟成長可能因緊縮政策的延遲影響而下滑

其他潛在的不確定因素...

- 川普當選後，貿易及地緣政治狀況可能發生變化
- 中國政策刺激有望重振經濟成長
- 通膨回升可能會改變央行對未來的看法
- 財政壓力或改變政府支出趨勢

附註：無法保證市場觀點將會實現。

1 平穩著陸：成長穩定，通膨接近目標 儘管政策環境緊縮，但成長穩健

在大幅調升利率至偏高的水準以控制物價急升後，各國央行幾乎全部宣佈成功打擊通膨。但是，許多全球主要經濟體的經濟成長目前呈現放緩跡象。我們預期於2024年末至2025年初，全球成長將放緩至潛在成長率的水準。

- 銀行貸款調查顯示信貸條件有所放寬，有利信貸需求，這跟衰退開始時的金融狀況往往截然不同。美國及歐洲的銀行貸款成長亦開始回升。與此同時，信貸利差保持溫和。
- 在服務業活動支持下，全球採購經理指數 (PMI) 顯示成長環境穩定。美國服務業活動加速上升。歐洲 PMI 則顯示成長持平。
- 歐洲及美國的家庭財政穩健，為央行放寬政策推動消費持續成長奠定堅實基礎。

貨幣成長正常化反映未來通膨更趨緩和

全球貨幣供應與通膨



雖然貨幣政策緊縮，但全球成長理想

摩根大通全球綜合 PMI



資料來源：景順及Macrobond，截至2024年9月30日。

資料來源：Datastream及景順，截至2024年10月31日，使用每月數據。全球平均貨幣供應成長及平均通膨率包括美國、中國、歐元區、日本及英國的數字。貨幣供應及消費者物價指數均顯示自1997年1月以來所包含各國的平均年成長率（延遲18個月）。

2

央行正放寬政策

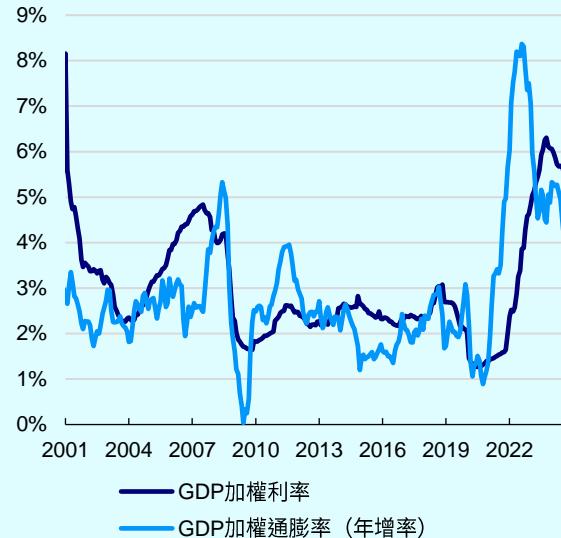
利率普遍偏高 – 放寬政策應有助促進經濟活動

2025年預料將在累積升息導致經濟活動放緩與降息週期帶來的正面影響之間的拉扯中度過。由於各國央行將焦點轉向成長風險，加上通膨受到控制，我們認為有相當的放寬空間。

- 鑑於通膨極為接近目標水準，我們預期聯準會將於2025年持續其降息週期，並於年底前達到中性政策利率。
- 面對成長放緩，歐洲央行放寬政策的幅度相對更大。另一方面，英國的經濟成長及通膨更高，因此英國央行放寬幅度可能相對較小。
- 相對於其他主要已開發市場央行，日本仍略為緊縮政策，以應付通膨上升。
- 除中國外的新興市場應會受惠於全球寬鬆環境，有利於放寬政策。

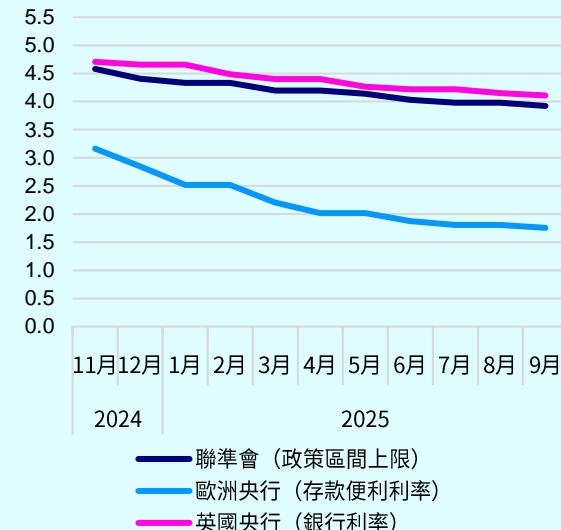
全球政策利率偏高，放寬政策以支持經濟成長的空間充裕

全球央行政策利率加權平均(%)



市場預期2025年政策將大幅放寬

市場隱含央行利率路徑(%)



基於2001年2月至2024年9月（截至2024年9月30日）的每月數據。基於每個日曆年內按照美元名目GDP（基於2024年4月國際貨幣基金組織《世界經濟展望》的數據）排名的20大經濟體。通膨率基於經季節性調整後消費者物價指數。資料來源：國際貨幣基金組織，LSEG Datastream及景順環球市場策略部。

2024年11月至2025年9月。基於彭博計算的聯邦基金期貨利率（就聯準會而言）及隔夜指數交換利率（就英國央行及歐洲央行而言）。利率按央行政策會議日期計算。對於並未舉行會議的月份，我們顯示與前一個月相同的利率。截至2024年11月11日。資料來源：彭博及景順環球市場策略部。

3

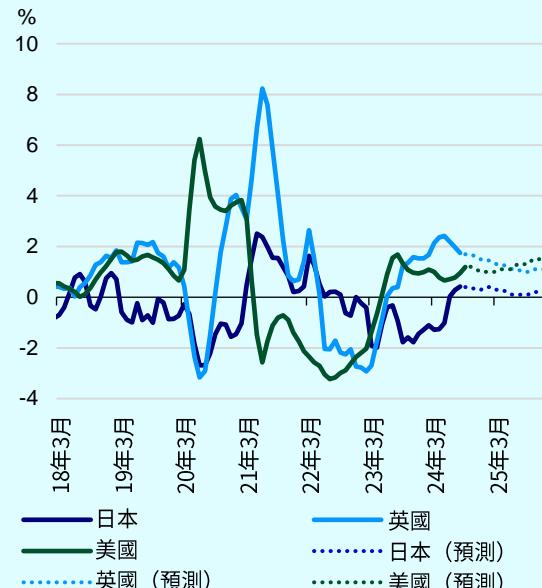
著陸之後：目前成長放緩，但2025年將再度加速 預期2025年實質工資成長、金融條件放寬及政策放寬

我們認為，通膨達到或接近目標水準應有助維持實質工資成長，而央行降息及借貸條件放寬應有助恢復成長走勢。

- 美國方面，我們認為勞動力市場暢旺及整體家庭財政穩健將促進消費及整體經濟持續成長。金融環境持續放寬及實質工資成長應會推動明年美國經濟再度加速成長。
- 歐洲方面，受實質工資溫和成長的支持，降息應有助於經濟成長上升至潛在成長率的水準。
- 較低的利率也有利於英國抵押貸款持有人，而政局穩定及與歐盟的貿易關係有望好轉則可能意味著外國投資者更加看好英國。
- 受惠於近期工資制定方式改變，日本實質工資恢復成長應會提振消費。

2025年實質工資成長應有助於維持經濟動能

年度實質工資成長



附註：圖示為美國、英國及日本自2018年3月至2025年12月的每月實質工資成長數據。英國及日本預測的起始時間為9月，美國為10月。預測來自景順，以虛線顯示。資料來源：LSEG Datastream、經濟合作暨發展組織及景順。所有數據均為截至2024年10月31日的最新可用數據。

寬鬆的金融環境通常視為未來成長良好

美國金融條件及GDP成長



附註：圖表顯示美國自2004年10月至2024年10月的每日金融狀況。資料來源：LSEG Datastream、經濟合作暨發展組織及景順。所有數據均為截至2024年10月31日的最新可用數據。

降息週期往往有利於風險資產

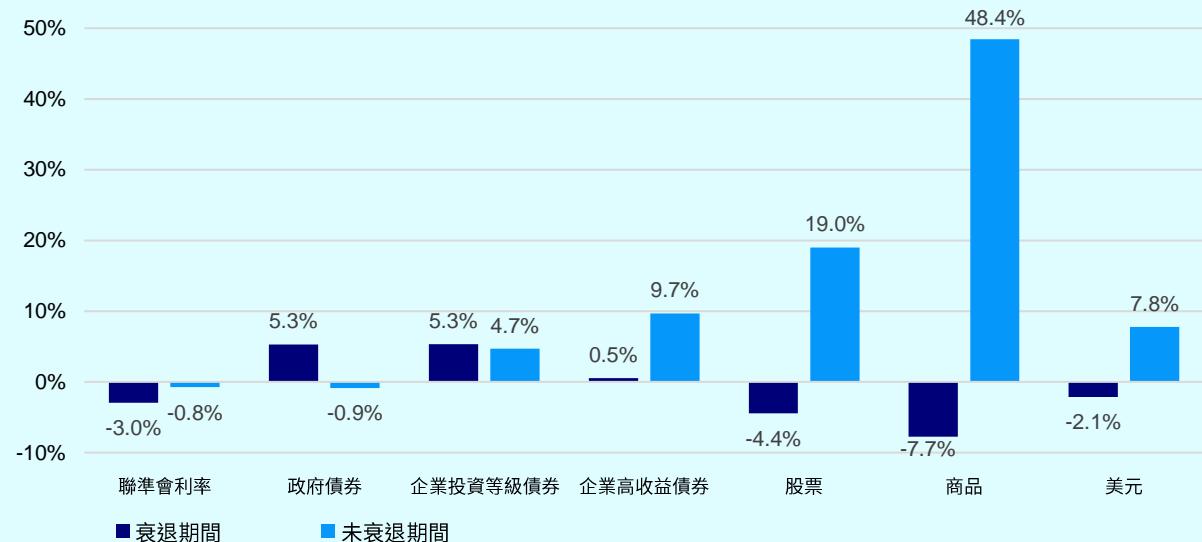
以往軟著陸一直有利於商品、股票及信貸

資產於寬鬆週期的表現取決於經濟狀況。以往，若聯準會放寬政策且經濟沒有衰退，則風險資產通常表現良好。

- 美國股市歷來在寬鬆週期啟動後均有強勁表現，前提是經濟在隨後12個月並未陷入衰退。
- 除美國外的市場也在降息週期表現強勁。全球股票、商品及信貸在美國避過硬著陸期間表現良好。
- 由於軟著陸為我們的基本情境，我們認為風險資產有望於2025年表現領先。

風險資產通常在聯準會降息及美國經濟避過衰退期間表現良好

自1989年以來聯準會首次降息後12個月全球資產的平均總報酬



附註：過往表現並非未來業績的保證。截至2024年10月31日的數據。圖示為自1989年以來聯準會在寬鬆週期中首次降息後12個月全球資產的總報酬。目前沒有所有資產於每個寬鬆週期的數據，其中全球高收益債券及投資等級債券於1989及2005年寬鬆週期的報酬由美國報酬代表。定義、計算方法及免責聲明如下。資料來源：ICE、ICE BofA、MSCI、標準普爾高盛商品指數、LSEG Datastream及景順環球市場策略部。

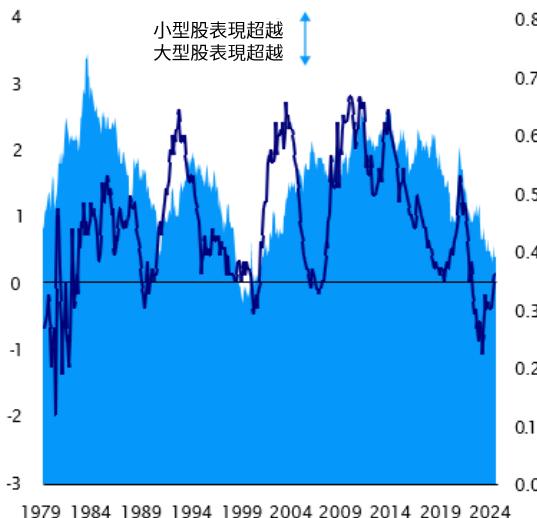
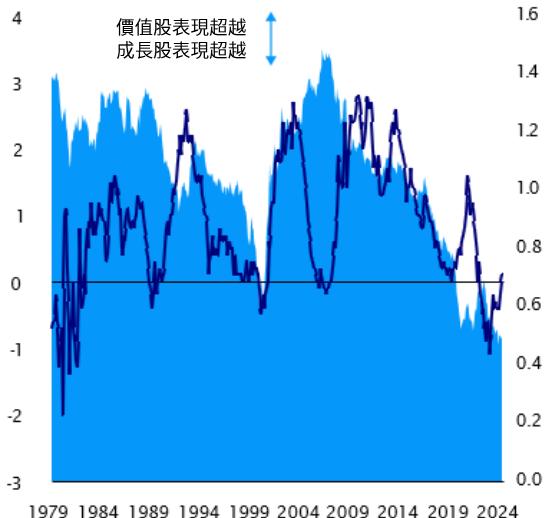
Global assets in Fed easing cycles analysis. We use the following benchmarks for each asset class (with date of first easing cycle for which data is available): equities = MSCI World (June 1989), government bonds = ICE BofA Global Government Index (June 1989), corporate investment grade = ICE BofA Global Corporate Index (January 2001 and replaced by the ICE BofA US Corporate Index for the June 1989 and July 1995 easing cycles), corporate high yield = ICE BofA Global High Yield Index (January 2001 and replaced by the ICE BofA US High Yield Index for the June 1989 and July 1995 easing cycles), USD index = DXY US Dollar Index (June 1989), commodities = S&P GSCI Commodity Total Return Index (June 1989).

股票

利率下降將帶動美國股市龍頭更迭

降息應會導致殖利率曲線變陡，進而提振價值股及小型股

美國國庫券殖利率曲線（10年期減2年期）與價值股／成長股及小型股／大型股



附註：羅素1000價值股指數衡量價值型股票的表現。羅素1000成長股指數衡量成長型股票的表現。羅素2000指數衡量小型市值股票的表現。標準普爾500指數是一個市值加權指數，涵蓋美國國內市值最高的500檔股票。1979年1月至2024年9月的每月數據。資料來源：彭博及景順，截至2024年10月31日。不得直接投資於指數。過去之績效亦不代表未來績效之保證。

殖利率曲線變陡有利於市場廣度擴大

- 導致殖利率曲線變陡的經濟環境（降息、持續成長及通膨穩定）也可能有利價值型及小型股。
- 利率下降應會降低主要通過浮動利率債務融資或擁有近期再融資需求的公司所面臨的利息負擔。
- 美國經濟成長良好，有望創造更高的收入成長，尤其是對於近年銷售表現平平的小型公司而言。
- 收入改善加上利率與支出下降，應該會在2025年為價值型和小型公司帶來更大的獲利成長。

固定收益 存續期及信貸



全球存續期

- 有關美國，我們的基本預測仍然是軟著陸、彈性成長和通膨持續放緩。歐洲方面，近期數據顯示下半年成長為向下趨勢，且通膨指標令人失望。
- 因此，我們認為歐洲央行將審慎加快其政策調整。目前，我們預期歐洲央行將於每次會議降息25個基本點，直到達到「中性」立場。
- 聯準會目標是降低利率以達到經濟軟著陸。即將公佈的勞動力市場及通膨數據預料將促使聯準會調整降息次數。若大選後美國成長前景改善，聯準會可能會降低降息預期。
- 新興市場方面，由於外部因素寬鬆及通膨進一步放緩，我們預期此輪全球降息週期將擴大，特別是在亞洲新興市場。



信貸觀點

- 隨著聯準會及全球其他央行降息，金融環境應會放寬並有利於全球經濟及市場。金融環境更為寬鬆及基本面強勁令我們更加看好風險資產。
- 隨著聯準會現在採取更積極的行動，我們更為看好投資等級信貸，並認為聯準會的介入已降低最壞情況的風險。技術面強勁，投資者似乎正在增加存續期以鎖定收益率。
- 我們對高收益持適度樂觀態度。儘管利差縮小，但基本面良好。市場流動性亦佳，且債券需求強勁。我們會趁相關資產被拋售時加碼。
- 我們對新興市場信貸資產持中性看法。我們認為相關資產評價合理，且大部分殖利率來自特殊的不良資產。我們將看好相關資產的回升潛力。

景順固定收益團隊的觀點



Rob Waldner, CFA®
首席策略師



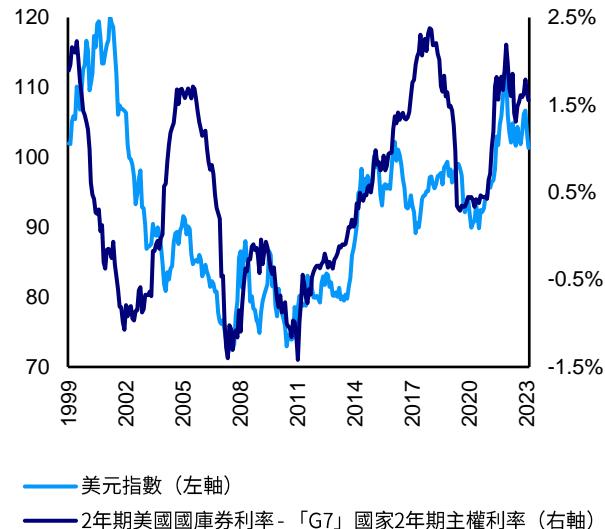
央行結束具偏緊政策立場的措施有利於市場前景。投資者面臨的困難在於評價緊縮。我們認為，就以往水準而言，大多數信貸利差偏緊，壓抑了報酬上升潛力。即使評價限了制上升潛力，目前良好的宏觀環境應仍會對這些資產類別的投資產生報酬，但我們對殖利率大幅上升持審慎態度。我們看好略為偏重風險，同時保留空間以便於市場調整時伺機增加部位。

美元

利率變動速度及幅度指向美元不同面向的表現

利差左右近期美元走勢

美元與「G7」國家的利率差異

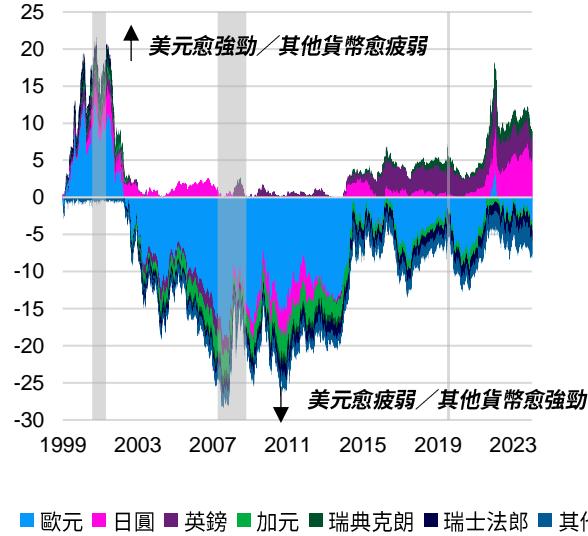


附註：美元指數衡量美元與全球主要貨幣的平均匯率。七國集團或「G7」是由每年舉行會議以協調全球經濟政策及解決其他跨國問題的先進民主國家組成的非正式團體。資料來源：彭博及景順，截至2024年10月31日。不得直接投資於指數。過去之績效亦不代表未來績效之保證。



美元：從一致走向到分化

自1999年以來的指數變動，每種貨幣的貢獻



附註：灰色陰影區域表示美國全國經濟研究所的美國衰退日期。圖表顯示過去25年每種成份貨幣對DXY變動的貢獻，DXY是一個名義美元指數，經指數權重調整，於1999年9月27日基數重設為100。愈高（愈低）代表美元愈強勁（愈疲弱），DXY成份貨幣則呈相反走勢。GFC：全球金融危機。資料來源：Macrobond及景順，截至2024年10月28日的每日數據。

美元強勢週期通常在聯準會政策放寬時結束

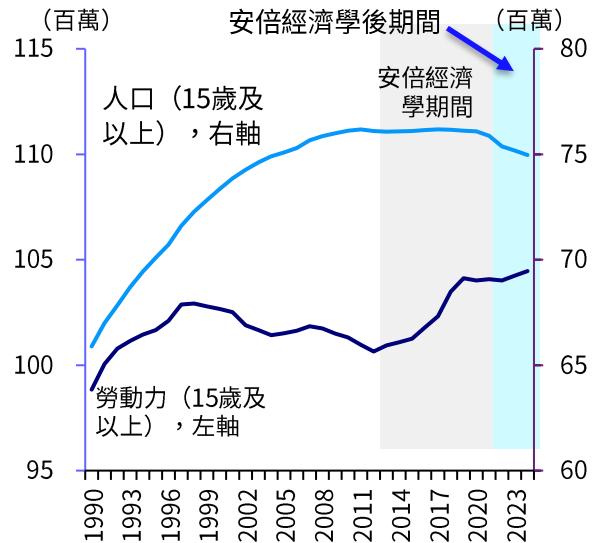
- 在過去十年，相對於一籃子貿易加權貨幣，美元表現相對強勁。
- 美元強勢週期往往在美國與其他國家的利差緊縮時結束。
- 目前，美國的利率較其他「G7」國家更具吸引力。隨著聯準會調降利率，利差可能緊縮。然而，每種貨幣的走勢可能取決於其他央行政策。
- 尤其是英鎊和日元，相對於其他貨幣兌美元實際上可能會出現更有利的利差。有關差異反映特殊的美元環境，即個別貨幣前景可能基於其各自經濟成長及通膨差異而有不同的走勢。

日本

勞動力市場趨緊帶動工資上漲及內需持續增加，企業獲利持續成長

在安倍經濟學的後期，日本的勞動力成長停滯，導致勞動力市場結構性趨緊

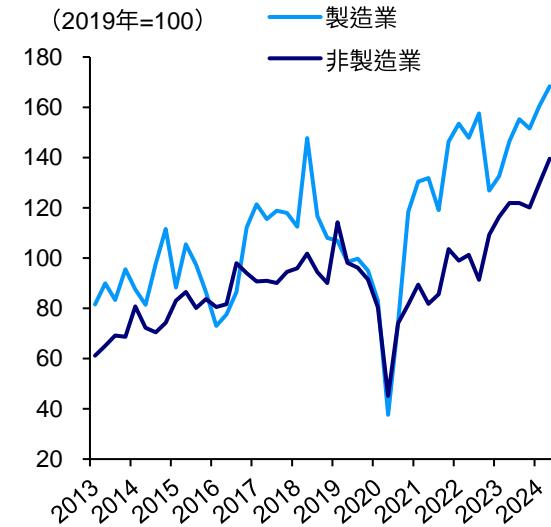
日本的人口與勞動力



資料來源：日本厚生勞動省。數據截至2024年10月25日。
2024年的數據代表2024年1月至8月的平均數據。

日本企業的利潤持續強勁成長，且獲得更大定價能力

日本企業的稅前利潤



資料來源：CEIC。數據代表日本財務省編製的宏觀層面公司利潤。截至2024年10月25日的季度數據。

日本正在經歷結構轉型

- 在2012-2020年安倍經濟學期間，由於女性及65歲以上人口的勞動力參與率提高，日本的勞動力意外增加340萬人次。
- 這抑制了日本大幅加薪的幅度。然而，在安倍經濟學後期，勞動力成長陷入停滯，目前導致勞動力市場大為吃緊及更大幅加薪。這讓企業獲得更大的定價能力，以實現更高獲利。
- 工資預期持續上升應該會促使日本經濟轉型，內需將以更加可持續的方式成長。這可能推動日本央行持續將貨幣政策正常化。

新興市場

全球寬鬆週期通常有利於新興市場資產

政策寬鬆週期能進一步改善新興市場的情緒

彭博新興市場資金流代理指數



附註：過去之績效亦不代表未來績效之保證。基於2005年1月7日至2024年10月31日的每日數據（截至2024年10月31日）。
彭博新興市場資金流代理指數是包含四個資產類別的綜合指數，旨在模擬新興市場資產（MSCI新興市場股票指數、彭博新興市場債券指數債券利差、彭博新興市場外匯套利交易指數及高盛商品指數）的資金流入及流出情況。資料來源：彭博及景順環球市場策略部。

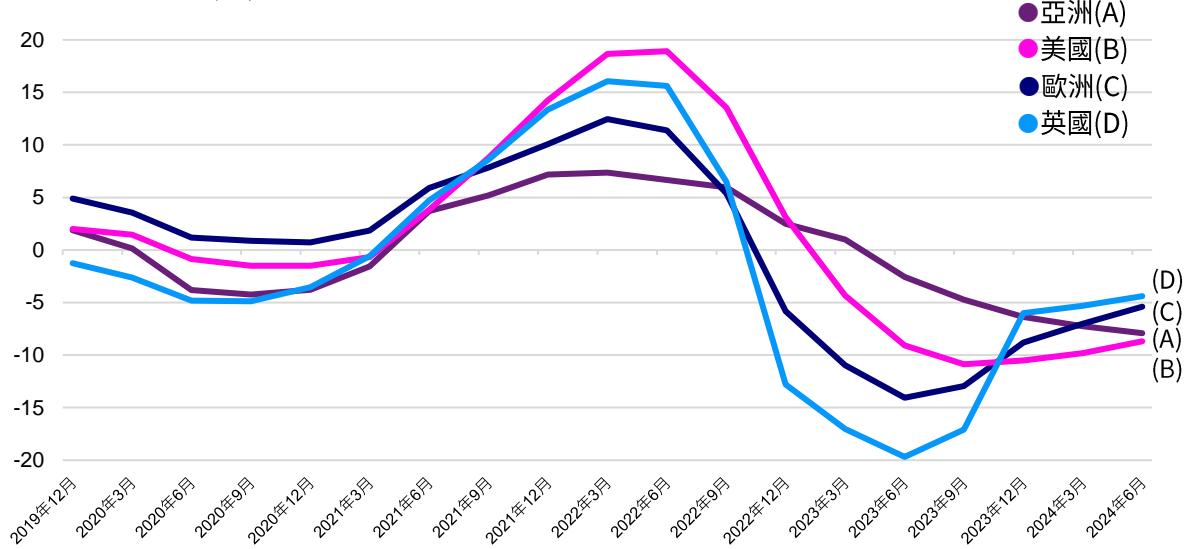
新興市場應該會得到寬鬆週期支持

- 近年來，新興市場資產受到兩次衝擊。首先是疫情期間市場所恐懼的經濟衰退（及對商品價格的連鎖反應）重創市場。接著是聯準會在2022年大幅緊縮政策引發又一波回檔。
- 這創造了逢低買進新興市場資產的機會，但前提是需要相信聯準會即將推出的寬鬆政策會釋放其成長潛力。2024年對於新興市場債券及新興市場股票而言是不錯的一年，但根據彭博的新興市場資金流代理指數 (EM Capital Flow Proxy Index)，市場情緒在2023年已明顯好轉。
- 我們認為強勁表現可能持續。首先，聯準會才剛開始寬鬆，我們認為過程將持續到2025年。其次，中國最近的政策行動展現其促進成長的決心，這可能嘉惠整個亞洲地區。最後，彭博新興市場資金流代理指數衡量指標持續改善，但並未過熱，所以我們沒有理由相信新興市場資產的領先表現已經過熱。

房地產

央行轉向顯示房地產的轉捩點

每季資本價值變動(%)，年率化



圖例：

- MSCI全球PFI亞太基金季度房地產指數
- MSCI全球PFI北美基金季度房地產指數
- MSCI全球PFI歐洲大陸基金季度房地產指數
- MSCI全球PFI英國基金季度房地產指數

MSCI全球每季房地產指數(PFI)。

資料來源：MSCI數據，最新數據截至2024年6月30日。



各地區投資時機有所不同，但我們認為價值正迎來轉捩點

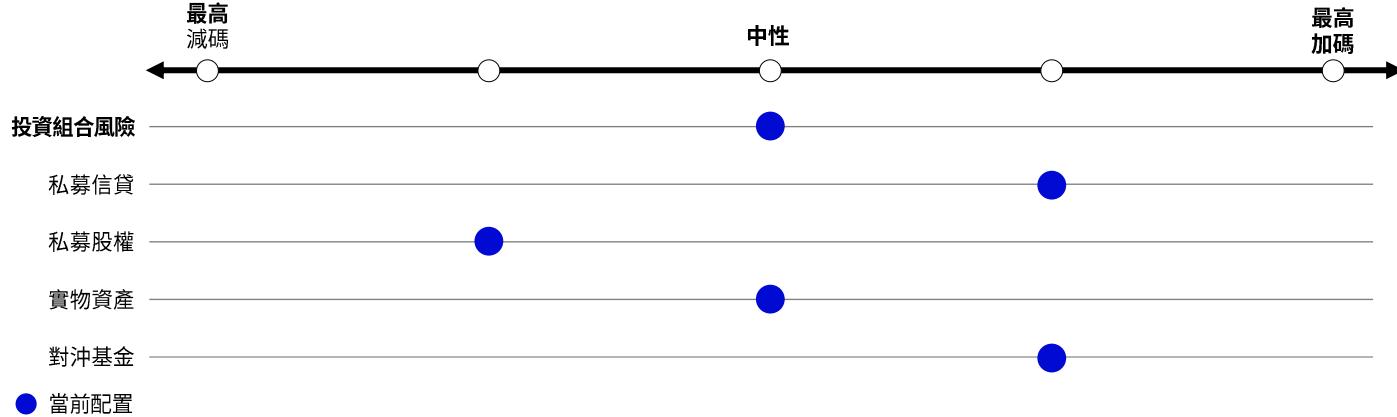
- 聯準會9月降息50基本點標誌著私人房地產投資者情緒好轉。雖然降息在意料之中，但對房地產的影響重大。
- 從資本市場的角度來看，政策利率下降為降低房地產債務成本以及恢復上限利率和債務成本之間的正利差提供了空間。正利差的恢復應該會擴大正槓桿的可用性，進而重振交易活動並帶動房產價格回升。
- 從基本面而言，政策利率降低會降低商業及住宅房地產租戶的資金成本。一旦利率降低的影響逐漸擴散到更廣泛經濟中，我們預期租戶需求將增加。

另類投資

偏好私人債務及對沖策略多於私募股權



Jeff Bennett，特許金融分析師®
經理選擇總監
景順解決方案團隊



投資組合風險

由於成長下滑風險較高、股
票評價仍高及資本市場活動
放緩，我們對另類投資組合
的風險配置保持中性態度。
整體而言，我們更偏向防守，
看好私人債務及對沖策略多
過私募股權。

私募信貸

直接貸款利差及初次發行折價
(OID)可能縮小，但我們仍然
認為綜合收益率將維持相對於
流動信貸策略的吸引力。
實物資產及另類信貸收益率相
對於長期平均水準持續偏高。

私募股權

由於公共市場評價仍高及
「私有化」交易處於紀錄低
點，未動用資金仍然閒置。
利率降低及利差縮小有望改
善槓桿收購前景，因為市場
解凍對於私募股權經理及投
資者而言將是有利的轉變。

實物資產

商業房地產中，評價處於低
點及資本化率穩定在較低水
準，吸引投資者對新交易週
期即將展開的信心。雖然基
礎建設範疇評價偏高以及其
現金儲備創紀錄，但寬鬆政
策仍會為投資者創造配置資
金的機會。

對沖基金

雖然私募股權保持觀望，資
本市場的併購活動有限，但
事件驅動策略的利差保持在
高點。
在以往利率自高水準回跌的
期間，趨勢追蹤策略有利於
投資者。

資料來源：景順解決方案團隊，截至2024年10月31日的觀點。

環球市場策略部

於未來看好的資產

下跌

政策失誤：成長未達預期

近期數據的疲弱可能顯示主要經濟體（包括美國）的成長持續放緩。隨著經濟活動放緩，央行可能會針對成長放緩進行更多次降息，據此，上半年成長將位於趨勢以下，下半年將向趨勢水準回升。

看好的資產.....

- 股票：
 - 美國
- 固定收益：
 - 偏重存續期
- 商品：
 - 黃金
- 貨幣：
 - 美元、日圓

資料來源：景順，截至2024年10月31日。

基本情境

保持趨勢成長後再次加速，聯準會轉向中性，
其他央行繼續降息

2025年，在大部分主要已開發市場經濟體的寬鬆政策及實質工資成長支持下，全球成長率接近潛在水準。聯準會在2025年年底前轉向中性。美國成長降低至趨勢水準，但其後再次加快並超過大多數已開發市場，而歐洲及英國從目前較為低迷的狀態中好轉。中國經濟成長仍低於趨勢水準，但最近的刺激措施有望為2025年帶來驚喜。

看好的資產.....

- 股票：
 - 已開發市場（美國除外），尤其是英國及日本當地股票
 - 小型股及中型股、週期性產業、價值股，包括美國
- 固定收益：
 - 適度偏重存續期
 - 高收益、銀行貸款
- 商品：基礎金屬
- 貨幣：日圓、英鎊

上漲

成長到位

通膨降低及降息有助大部分經濟體實現理想環境，因此，地區表現超出我們的基本情境預期，推動大部分主要經濟體在一段時期內發揮潛力並持續成長，同時使得通膨維持接近目標水準。中國也可能上漲，帶來驚喜，進而提振整體新興市場。

看好的資產.....

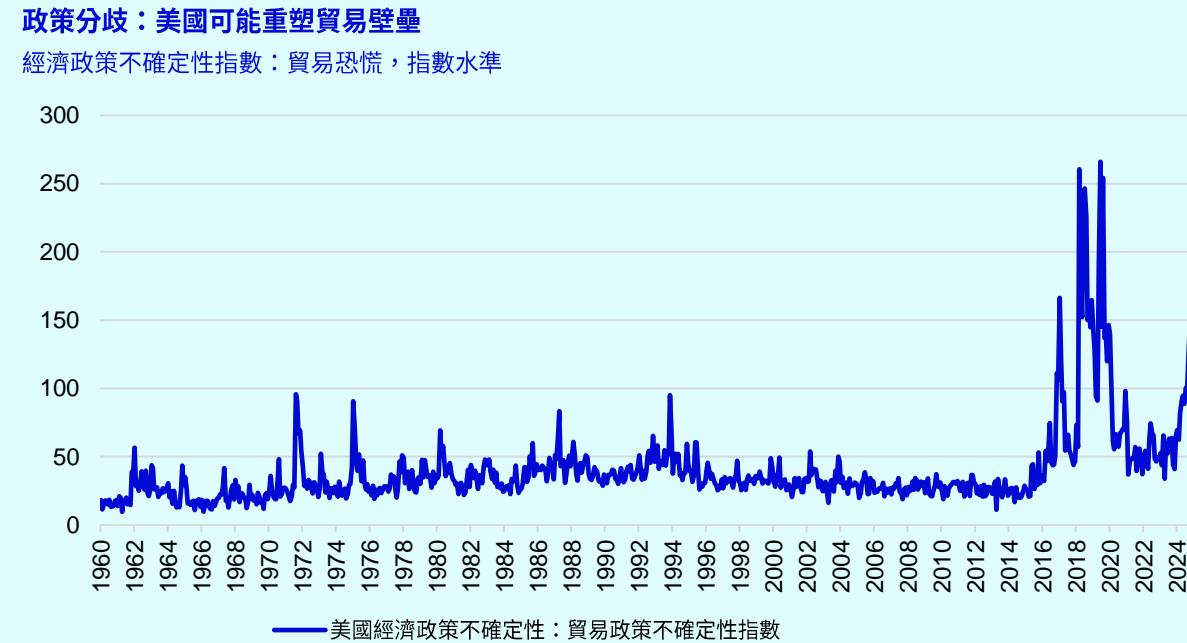
- 股票：
 - 新興市場及中國
- 固定收益：
 - 高收益
 - 新興市場當地貨幣政府債券
 - 私募信貸，包括銀行貸款
- 商品：
 - 工業商品、能源
- 貨幣：
 - 商品貨幣

不確定因素1：川普當選美國總統可能有礙全球貿易

川普可能以關稅重塑美國貿易

有鑑於川普將在2025年年初就任美國總統，貿易及移民的政策將更為不確定。即使尚未就職，川普仍可透過設定期望影響市場及政局。這是因為美國總統在對外政策上擁有更大權限，反而對內政策則需要國會批准。

- 川普承諾採取大規模而快速的關稅行動、嚴格限制移民及將移民大量驅逐出境，這些政策本身可能造成停滯性通貨膨脹，並可能不利全球成長。
- 川普還承諾解除管制及減稅，這些承諾有較大可能以洗牌的方式實現，亦可能進一步促進美國的投資、就業、工資及生產力。有關政策可能導致通貨再膨脹乃至通貨膨脹。
- 這些政策轉變可能壓抑聯準會、推高美元匯率及進一步反映「美國優先」(America First) 的全球市場表現。



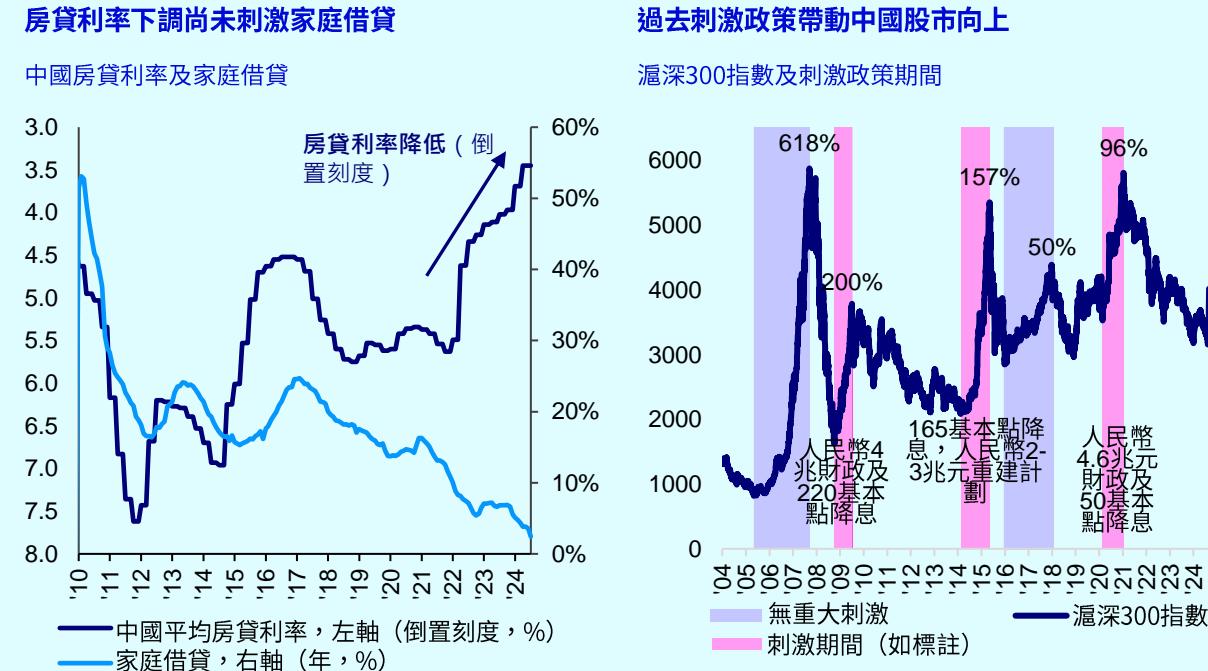
資料來源：Macrobond及景順。數據截至2024年10月31日。

不確定因素2：中國的刺激措施可能重振經濟成長

中國刺激政策提高上漲潛力

由於家庭及企業似乎不願意在中國消費及投資，中國在 2024 年的國內成長乏力。自 9 月份開始，一系列刺激措施有助重振中國金融市場並點燃成長加速的預期，有利全球經濟及股票。

- 目前，由於住宅投資仍然有限，加上住房銷售成長較預期緩慢，住宅庫存不斷累積。最近下調房貸利率目的在鼓勵家庭增加借貸及消費，但借貸目前仍然不振。
- 隨著當局落實財政刺激措施，我們認為負面投資情緒可能消散。我們注意到，過去中國的經濟表現與股市表現之間的相關度不大，政策往往更重要。我們繼續關注近期政策動向是否會引起投資人情緒的進一步轉變。



附註：家庭借貸包括授予家庭的所有信貸。2010年3月至2024年9月的每月數據。資料來源：彭博及景順，截至2024年10月4日。

附註：重大刺激政策推出期間在本圖中定義為滬深300指數價格低點到高點上升超過50%。2004年2月至2024年9月的每日數據。資料來源：彭博及景順，截至2024年10月31日。

不確定因素3：通膨可能反彈

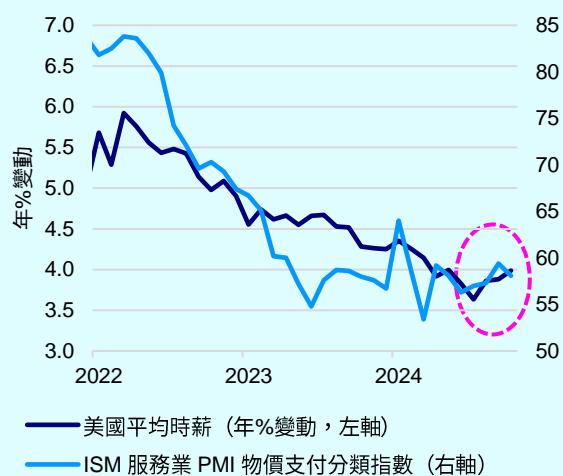
通膨正在下跌，但回升並非不可能

許多地區的市場和政策制定者已經將焦點轉移到成長及下檔風險。雖然並非我們的基本情境，我們認為通膨反彈可能會扭轉當前展望，有關放寬政策及提振經濟的預期亦將因應調整。

- 最近美國工資及 ISM 服務業物價上升備受關注。雖然目前還不成問題，但突顯通膨可能反彈成為影響市場因素的風險。
- 運費等供應鏈因素可能影響通膨。舉例，最近幾個月運費上升，可能導致貨物通膨。
- 隨著全球經濟加快成長，石油價格（未顯示）可能由當前水準上升。石油供應衝擊將影響我們的基本情境，從而刺激通膨及打擊成長。
- 與美國總統當選人川普相關的因素（未顯示）亦可能因政策未明及貿易政策方向調整而影響通膨。

通膨可能反彈，猶如 2024 年第一季

美國工資及 ISM 服務業物價分類指數

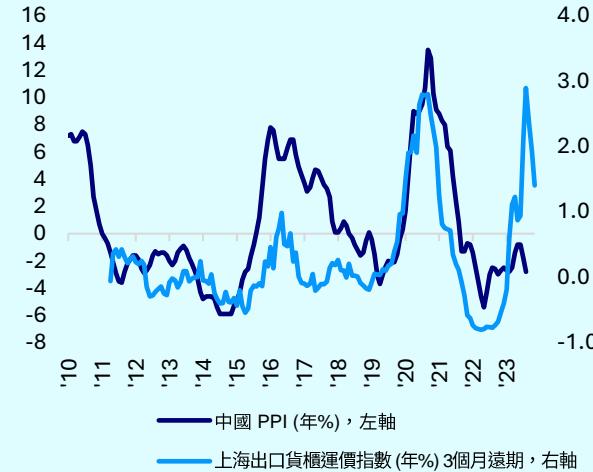


附註：2022年1月至2024年9月的每月數據（截至2024年10月31日）。

資料來源：供應管理協會(ISM)、美國勞工統計局及景順。

最近幾個月，貨運成本大幅飆升

上海出口貨櫃運價指數及中國生產物價指數 (PPI)



附註：上海出口貨櫃運價指數顯示從中國主要港口（包括上海）出發的貨櫃運輸的當前運價。該指數基於從上海出發的最常用貿易路線：歐洲、地中海、美國、波斯灣、紐西蘭、西非、南非、日本、東南亞及韓國。圖表顯示2010年11月至2024年9月的每月數據。資料來源：彭博及景順，截至2024年10月31日。

不確定因素4：財政壓力可能改變政府支出趨勢

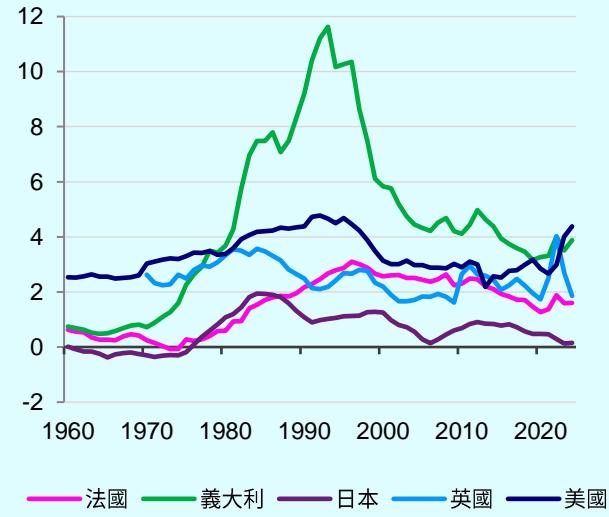
新冠疫情後政府支出及產業政策的後遺症

儘管通膨偏高及勞動力市場緊張，但各國政府自新冠疫情以來作出大量支出。現在，投資人日益擔心各國政府的財政狀況。若政府削減支出，可能會有礙經濟成長。

- 各國大規模的財政支出帶動主要經濟體於最近超出潛力的成長。現在，儘管宏觀環境恢復（相較疫情時代的經濟），但相關的財政支出並無減少。
- 若政府消減支出，以遏制深度擴張性的財政政策，則可能有礙成長，進而壓抑我們預期在2025年成長再加速的程度。
- 法國、德國及義大利以及較小的歐元區經濟體進行的財政整頓亦可能壓抑成長、投資及消費。

部分主要經濟體近年償還債務的支出更多

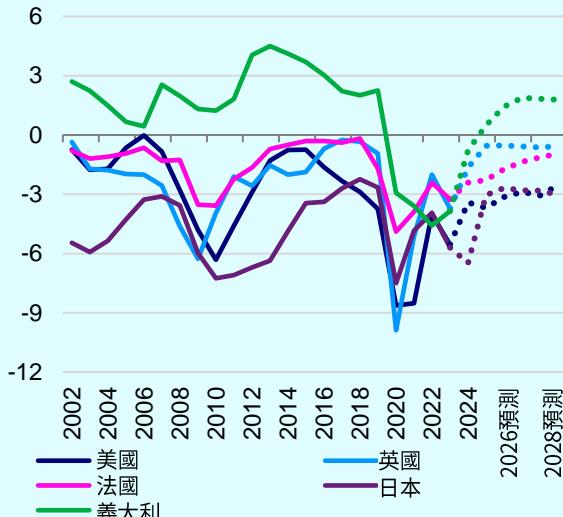
債務償還，佔國內生產毛額(GDP)%



附註：1960年至2024年的年度數據。基於國家政府數據，債務償還佔全年GDP的百分比。2024年數據基於最新可用數據估計。資料來源：經合組織、Datastream及景順，截至2024年10月31日。

儘管就業強勁，但政府支出仍上升或削減

週期調整財政結餘，佔GDP %

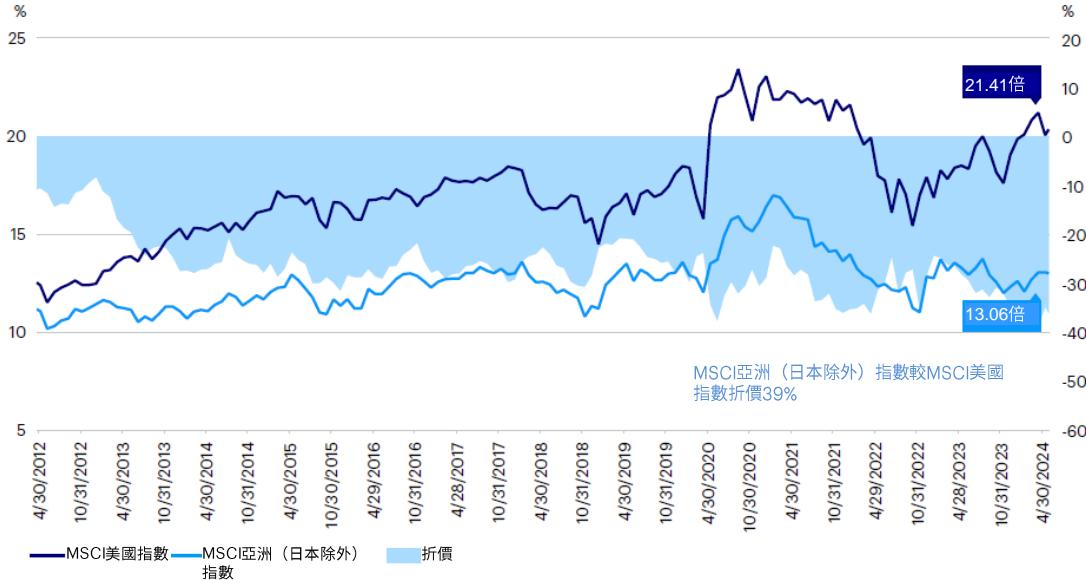


附註：週期調整財政結餘是現行政府支出比率，假設經濟達到潛在生產總量水準。換言之，排除自動穩定因子（如失業保險）的影響。資料來源：國際貨幣基金組織(IMF)、Macrobond及景順，截至2024年10月31日。2004年至2023年的年度數據，2024年至2029年的IMF預測數據。

亞洲股票

區內需求將隨著之前貨幣緊縮效應的減弱而有所走強

MSCI亞洲（日本除外）指數與MSCI美國指數遠期本益比之比較%



資料來源：Factset、景順，2024年10月。過去之績效亦不代表未來績效之保證。不能投資於指數。



Mike Shiao

首席投資總監
亞洲（日本除外）

展望2025年，我們預期區內需求將隨著之前貨幣緊縮效應的減弱而有所走強。我們預期，中國經濟復甦帶動的區內貿易往來增加將有助出口和消費成長。

- 隨著美國聯準會啟動寬鬆週期，亞洲經濟體將於2025年擁有更大的降息空間，從而減輕了潛在的貨幣壓力憂慮。
- 我們聚焦亞洲市場的內部驅動因素，將此作為地區經濟走勢的指標。我們的正面展望說明，受亞洲經濟環境改善的推動，獲利和股本報酬率有望繼續上漲。
- 從評價角度來看，亞洲市場看似具吸引力，亞洲（日本除外）股票目前12個月的遠期本益比較低，為13.1倍。

中國股票

股票評價仍較已開發市場存在折價



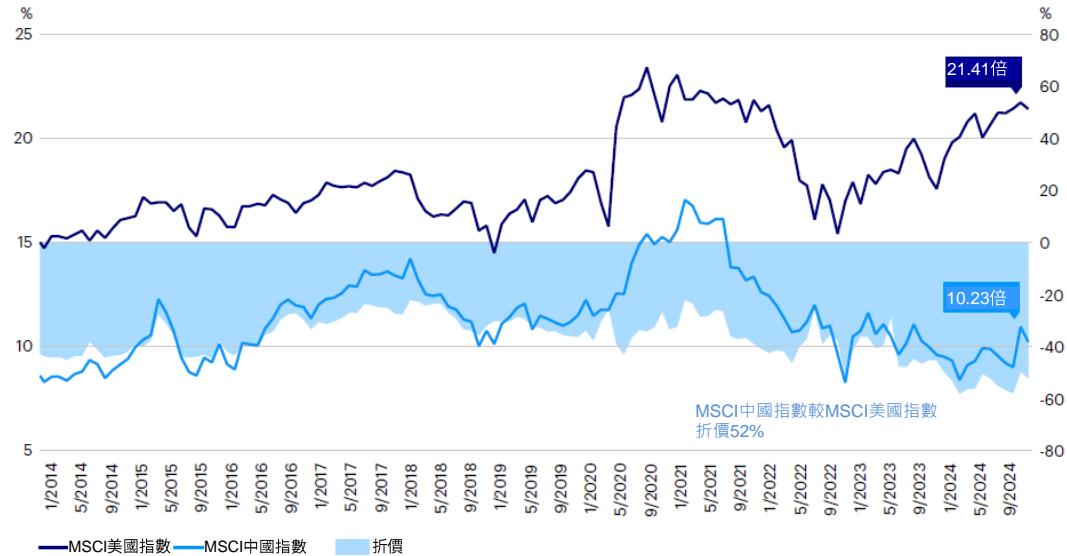
馬磊

首席投資總監
中國內地及香港

從評價角度而言，中國股票看來具有吸引力，較歷史平均水準及其他已開發市場處於相對低水準。

- 展望2025年，我們預期政府將繼續提供財政政策支持，並可以預料將實施更多針對性的財政措施。
- 9月份公佈的政策措施致力於恢復消費者信心，對提振低迷的消費支出至關重要。我們預期，2025年國內需求可望因應此等措施而出現反彈。
- 我們認為，中國企業將有越來越多機會參與新的全球供應鏈的發展。這種趨勢在電子商務、網路遊戲、大型家用電器及工業領域的公司中將尤其明顯。這些領域的公司能利用持續的當地需求，同時獲取全球市場更大市佔率，進而最終惠及股東。

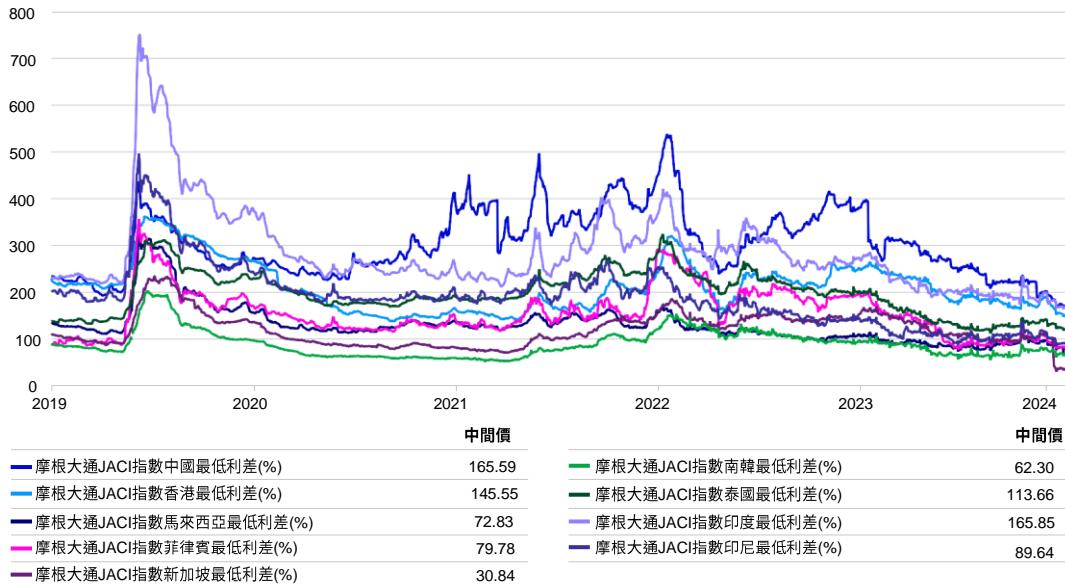
MSCI中國指數與MSCI美國指數遠期本益比之比較



亞洲固定收益：投資等級

亞洲投資等級信貸將在2025年持續提供強勁報酬

過去五年亞洲信貸利差（按國家）（2019年11月至2024年11月）



資料來源：彭博，截至2024年11月8日的數據。過去之績效亦不代表未來績效之保證。不能投資於指數。



Chris Lau

高級投資組合經理
景順固定收益

相對於歷史水準以及全球投資等級信貸，亞洲投資等級信貸利差目前處於緊縮水準。亞洲二級銀行票據及保險公司次級債務等關鍵領域具有較高的相對價值。

- 我們相信，主要受美國國庫券走勢的支撐，亞洲投資等級信貸將在2025年持續提供強勁報酬。
- 儘管美國政策及利率路徑不甚明朗，但穩定的基本面及強勁的技術面應可推動亞洲信貸利差保持在緊縮水準。
- 2025年上半年利率波動減弱應會逐漸吸引資金流入亞洲投資級別信貸市場。我們認為亞洲投資等級信貸利差不太可能由當前水準大幅縮小，但我們相信，高綜合收益率將持續有利該市場在2025年的發展。

亞洲固定收益：高收益

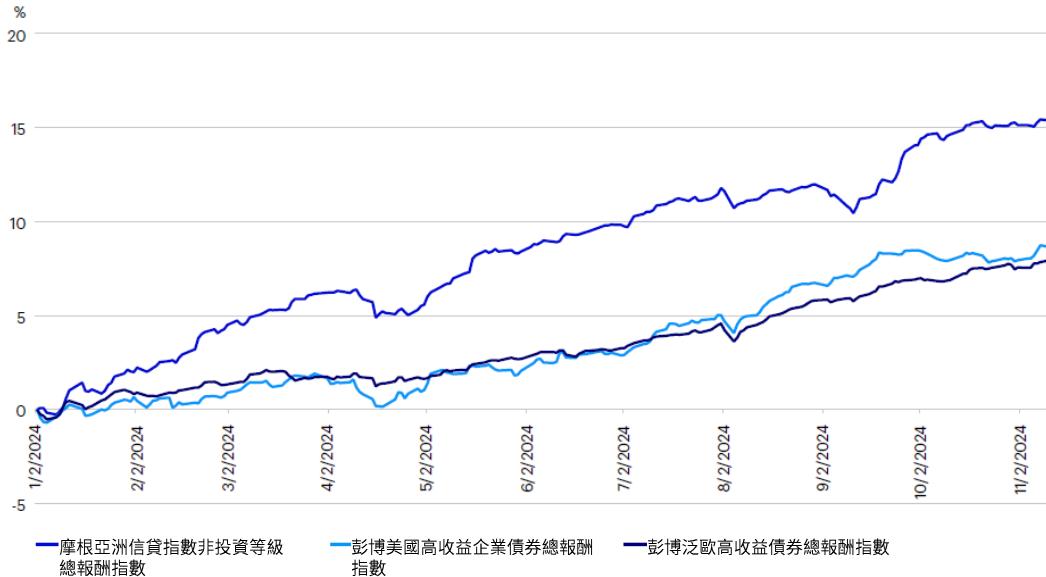
邁入2025年之際，我們持續看好亞洲高收益BB級發行人



Norbert Ling

投資組合經理
可持續及影響力投資
景順固定收益

2024年，亞洲高收益債券與美國及歐洲高收益債券的表現比較



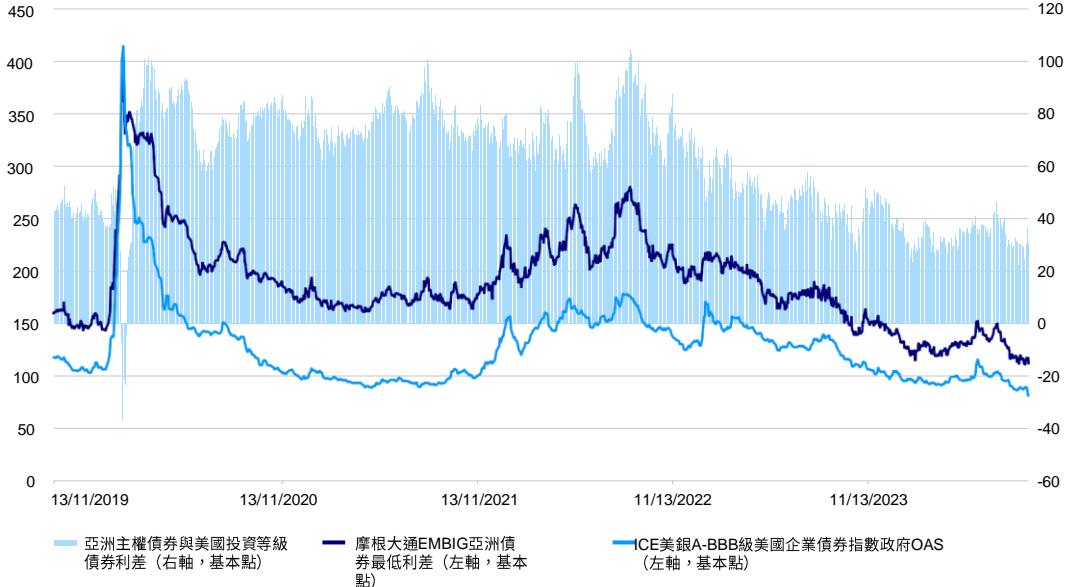
資料來源：彭博，截至2024年11月8日的數據。過去之績效亦不代表未來績效之保證。不能投資於指數。

2024年，摩根亞洲信貸非投資等級指數出現更高正面總報酬，年初至今指數上漲16.1%(截至11月8日)，表現優於美國和歐洲高收益債券指數。

- 邁入2025年之際，我們持續看好亞洲高收益BB級發行人，他們具備穩健的信貸基本面，並在整個信貸週期產生穩定現金流用以償還債務。
- 我們持續對B級領域精挑細選，並特別關注其再融資計劃，同時利用我們的信貸研究專業知識，就公司的短期經營趨勢進行討論。
- 從產業角度，我們看好澳門博彩、可再生能源、次級金融債券、基礎建設及消費類公司。這展現對亞洲快速成長經濟體之分散投資及多元配置的價值。

亞洲固定收益：新興市場 主權及類主權債券目前評價偏高

亞洲主權債券與美國投資等級債券利差



丁一飛

高級投資組合經理
景順固定收益

進入2025年，川普將第二次入主白宮，其傾向於寬鬆的貨幣政策。儘管政策細節仍有待公佈，但令我們感到欣慰的是，相較於世界其他地區，亞洲新興市場國家經濟的基本面保持穩健。

- 儘管強勁的基本面可在市場下跌情況下為亞洲新興市場主權和類主權債券提供更好的保護，但我們仍認為此等債券評價過高，尤其是投資等級債券。
- 另一方面，考慮到我們對亞洲新興市場債券價格和匯率的展望，我們對此等市場的當地貨幣債券持樂觀態度。
- 隨著全球經濟成長趨勢放緩，我們預期亞洲各國央行將透過調降本國政策利率來進一步放寬政策。這有望為投資於亞洲當地貨幣政府債券提供債券價格上漲機會。

警語

投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場(政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動)風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。Inv24-0477

景順投信 獨立經營管理
景順證券投資信託股份有限公司
台北市信義區松智路1號22樓
客服專線：0800-045-066
網址：www.invesco.com/tw