

2026 年投資展望

# 韌性與再平衡

# 本公司 2026 年展望

## 重點精華

### 我們預期全球再次加速成長

美國政策利率滑落，而且歐洲、日本和中國擴大財政支出，因此明年全球成長情勢可望好轉，帶動全球股市進一步上漲。

### 聯準會正在調降利率

許多主要央行按兵不動，聯準會降息應有助創造弱勢美元環境。美元部位避險成本滑落，應可刺激投資人提高避險比率，進一步為美元帶來走跌壓力。

### 美元目前相當疲軟，美國以外地區有望加速成長

我們預期美元走弱，提振美國以外的成長情勢，嘉惠非美國資產的表現，尤其是新興市場股票和債券。

### 由於評價偏高，我們傾向進行再平衡

我們降低市場上價格昂貴的部位比重，尤其是人工智能(AI)相關的美國大型股，並尋找其他機會。我們認為另類資產仍誘人，評價機會較出色，而利率下降可改善基本面。

## 精華摘要

2025 年充斥不確定性，但風險資產報酬優異<sup>1</sup>，成為「幾乎全面上漲」的牛市。隨著 2026 年即將到來，我們認為市場依然具備繼續走高的條件。

本展望「韌性與再平衡」涵蓋兩大主題：



### 韌性

本公司分析顯示，這段時間企業和家庭資產負債表穩健，槓桿有限且擁有超額現金，因此私部門在承受經濟衝擊時，展現堅強的韌性。我們預期經濟體可望變得更強韌，受惠於美國的政策寬鬆，以及歐洲、日本和中國的財政支撐措施。這些刺激措施應可協助全球經濟走出目前的週期中期減速階段。



### 再平衡

美股目前評價偏高(尤其是 AI 相關的科技股)，但我們認為其他領域機會誘人。美國以外市場、美國小型股和週期性類股中，評價更具吸引力。全球經濟活動加速可望釋放這些領域的價值，讓市場主導格局更為平衡。

我們樂觀看待即將到來的 2026 年，對私部門的耐受力抱持信心，也傾向不要逆勢抵抗全球政策官員，同時在市場基調的變化中注意資產多元分散的需要。

# 展望概述

## 總經觀點

(第 4-5 頁)

**具韌性的經濟體和市場奠定 2026 年的基礎：**企業和家庭資產負債表穩健，槓桿程度不如過往週期，全球成長情勢有機會在此堅實的基礎之上好轉。

**隨著政策支持發酵，成長動能可望擴散：**聯準會已展開寬鬆週期，全球財政支出已增加，政治和地緣政治不確定性也消退，可望進一步刺激 2026 年的經濟活動與成長力道。

**中國的政策支撐措施預期將使經濟維持成長趨勢，不受外部壓力的影響：**中國政府針對特定領域採取行動，同時將焦點轉向高品質成長，因此經濟可望持續獲得支撐。

**歐洲正在好轉：當地政策變得有利：**德國擴大財政支出的措施預計將於 2026 年初生效，可望帶動經濟成長，另也預期國內消費好轉。

**財政支撐措施和通膨回升可望提振日本的名目成長率：**日本通膨重返，薪資議價預期也有所改變，可望帶動名目成長率走高。

**印度前景在地緣政治挑戰中好轉**

我們審慎樂觀看待印度 2026 年成長情勢，受惠於美印關係好轉、國內改革的進展和降息。

## 投資主題

(第 6-10 頁)



### 成長加速，並擴散到更多領域

經濟重新加速成長，擺脫週期中期減速階段，整體市場和週期性產業的經濟活動可望進一步升溫。



### 美元走弱

央行政策分歧導致美元走弱，有利於新興市場資產。



### 降低 AI 集中度風險

AI 主題的主要標的價格已變得昂貴，但促使價格調整的催化劑仍未浮現。我們傾向採取再平衡以管理集中度風險。



### 新興市場優勢

成長優於全球、通膨壓力低且美元走弱，因此新興市場資產 2026 年可望創造良好表現。



### 私募債提供多元分散效益

我們預期私募債表現良好，因為風險環境改善、成長轉強、通膨穩定且美國放寬貨幣政策。

## 資產觀點

(第 11 頁)

### 股票

美國



已開發市場  
(美國除外)



### 新興市場



### 政府債券

已開發市場



新興市場當地貨幣債券



### 公司債

投資級



### 高收益



### 大宗商品

工業金屬



貴金屬



### 貨幣

已開發市場貨幣  
vs. 美元



新興市場貨幣  
vs. 美元



### 另類資產

私募債



加密貨幣



# 總經觀點

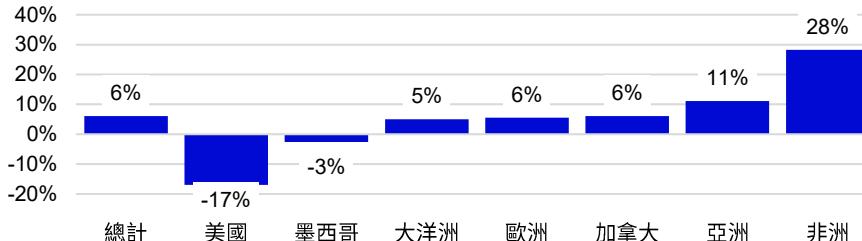


## 具韌性的經濟體和市場奠定 2026 年的基礎

美國整體成長數據顯示經濟穩健，但勞動市場已放緩，小型企業的資本支出也滑落。近期消費動力來自高收入消費者，AI 相關投資也支撐美國國內生產毛額 (GDP) 和企業獲利。

在多數主要經濟體中，企業和家庭這段時間並未承擔過多槓桿，同時也有現金提供緩衝。這些條件協助他們度過 2025 年政策不確定性的高度波動。我們認為穩健的資產負債表奠定 2026 年經濟成長好轉的基礎。

## 隨著全球貿易重新恢復平衡，中國的出口量上升 2025 年初至 9 月年增幅 (%)



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



## 隨著政策支持發酵，成長動能擴散

關於 2026 年 (尤其是上半年)，我們的核心主題是全球成長情勢優於 2025 年。

在美國，我們預期成長支撐來自聯準會的寬鬆措施、大規模外國直接投資，以及美元疲軟。在美國以外，我們預期財政動作和通膨前景全面好轉，將提振全球成長情勢。

美國政治和全球地緣政治不確定性滑落，也可望刺激私人經濟主體擴大支出和投資，不論是美國或其他經濟體皆然。



## 中國的政策支撐措施使經濟維持成長趨勢，不受外部壓力的影響

全球貿易 2025 年意外展現韌性。即使美國增加進口關稅，但中國出口量仍攀升。

全球貿易並未瓦解，且貿易型態正在改變，為部分新興市場和產業創造機會。

我們預期外部環境不會顯著好轉，但中國 2026 年成長率可望接近 5%，受惠於寬鬆的貨幣政策和財政刺激措施，帶動基礎建設投資和國內需求。

十五五規劃 (2026 年開始) 也強調提升自主性，致力擴大國內消費者市場，並維持中國在創新領域 (尤其是 AI 和高科技製造業) 的領導地位。

美元走弱協助降低許多新興市場國家的通膨，也讓當地央行能執行寬鬆政策，這可望大幅推升資產報酬。例如，2025 年新興市場債券表現穩健<sup>2</sup>，我們預期此等表現 2026 年在中國以外的新興市場可望重現。

# 總經觀點



## 歐洲正在好轉：當地政策變得有利

歐元區多年成長情勢不佳，部分原因是德國的財政重整。然而，我們認為這點正在改變，其中德國將提高軍事和基礎建設支出一段時間。該地區其他支撐力道預期將來自許多國家調升軍事支出、實質薪資持續成長，而且近期利率滑落（我們認為歐洲央行寬鬆週期即將結束）。

相關財政支出可望刺激私部門投資，採購經理人指數已好轉，反映成長加速的跡象。趨勢成長率可能受限於人口結構和競爭壓力，而分裂的政治環境仍是風險（請參閱第12頁）。然而，我們認為外界看空歐洲的情緒相當濃厚，因此只要壞消息少一點，或許就是歐洲資產創造優異表現的助力。

市場普遍也非常不看好英國。通膨仍高於英國央行的目標，財政面的挑戰巨大，成長表現欲振乏力。英國央行降息幅度不如歐洲央行，但我們相信未來有更多寬鬆空間（請參閱第7頁）。零售業銷售額似乎正在上揚（我們認為受惠於利率走低、實質薪資成長和儲蓄率高）。2026年GDP增幅可望意外優於預期，進而支撐英國資產。



## 財政支撐措施和通膨回升提振日本的名目成長率

日本結構性通膨正在回溫，已創造消費增加和名目薪資成長的良性循環。勞動市場依然緊繩，我們的評估顯示其資本投資持續高於多數經濟體。3

我們預期日本成長情勢持續好轉，2026年將優於過往趨勢，受惠於新實施的財政刺激措施。我們預期日本央行緩慢升息，利率保持在寬鬆區間，可望支撐成長和投資力道。



## 印度前景在地緣政治挑戰中好轉

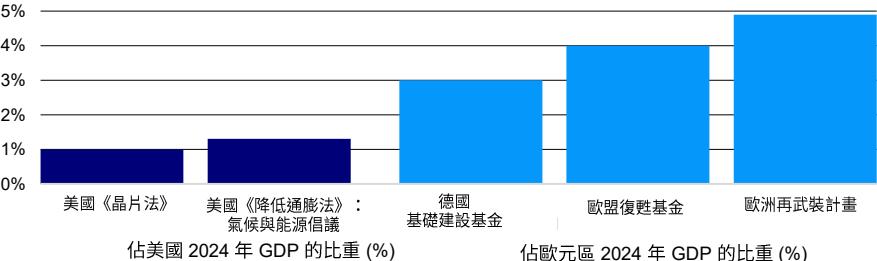
印度股市因地緣政治緊張情勢而落後，但我們審慎樂觀看待2026年的表現，因為改革持續推進，且美印關係出現回穩跡象，也有可能進一步改善。我們預期印度仍是全球成長最快速的大型經濟體，印度央行降息使經濟溫和加速成長。

我們認為國內經濟改革仍是趨勢成長率攀升、強化長期經濟韌性的要件。

有鑑於政治上的阻力，我們預期各種進展將逐步、循序實現。

## 近期提出的財政計畫顯示歐洲出現重大轉變

佔2024年GDP的比重（%）



資料來源：彭博資訊和Invesco Strategy & Insights，截至2025年9月30日。  
| 1. 美國投入2800億美元提振國內的半導體研究和製造。  
| 2. 《降低通膨法》將3690億美元投入氣候和能源倡議。  
| 3. 5000億歐元用於聯邦基礎建設和氣候計畫及州政府。  
| 4. 6500億歐元用於改革和各種計畫。  
| 5. 8000億歐元旨在增加2030年前的國防支出和安全投資。

# 成長可望加速，並擴散到更多領域

**2025 年全球經濟活動低迷，我們預期 2026 年將升溫，可望嘉惠美國市場的週期性產業並擴大市場廣度。**

我們必須強調以下區別：經濟從放緩中回升，以及經濟重新加速至長期新高。目前的展望屬於前者。經濟預期溫和加速，力道來自政策寬鬆及針對性的刺激措施，而非消費者行為的大幅改變。我們認為即使名目經濟成長率僅小幅好轉，金融市場受到的影響可能相當顯著。

這點特別重要，因為投資人擔心主要美國市值型指數內的科技股評價偏高且高度集中。經濟活動在政策的加持下重新升溫，將為投資人帶來分散投資的機會，例如資金轉入週期性類股，以及小型股和價值股。

重點是，過往經驗顯示美國最大型成長股始終是整體市場表現的主要驅動因素，但其與經濟成長和通膨的相關性通常偏低。這類公司在各種總經環境內經常創造領先表現，即使是名目成長低迷的期間亦然，因為這些公司具備長期成長特

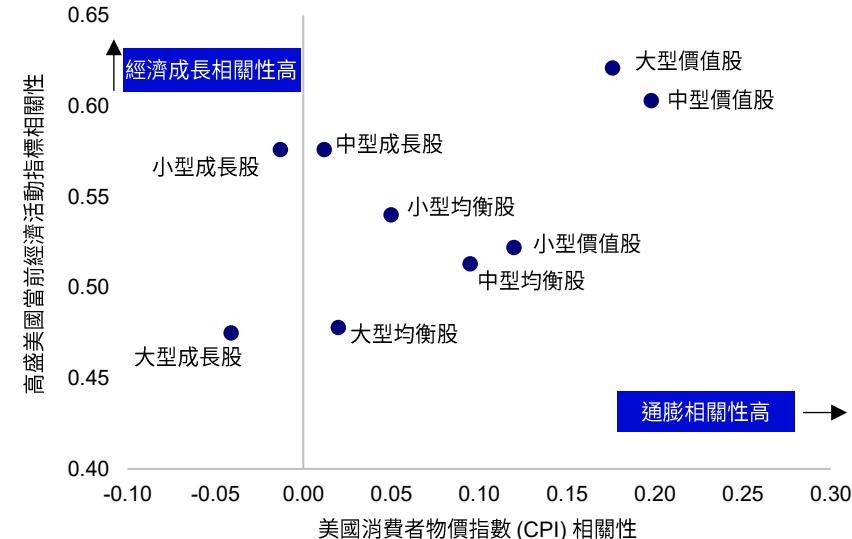
性及市場主導地位。有鑑於此，這類公司的報酬不一定需要強勁經濟環境的支撐。

然而，目前的預期是 2026 年名目成長率可望走高，這會影響市場領漲族群。此表呈現價值股和中小型股與經濟轉強、通膨上揚的相關性通常較高。若這點成真，市場上將有更多領域獲得資金青睞。多元配置這個論點是否成立的關鍵在於潛在名目成長率的變化。

過往美股與成長和通膨相關性較高的領域，包括中型股和所有市值規模的價值股。投資人在名目成長率好轉的環境中，可能會調降其美國投資組合的整體評價，同時讓資金投入更多領域，迎接下一個經濟週期的到來。

## 經濟重新加速成長，動能擴散至整體市場

高盛美國當前經濟活動指標和美國消費者物價指數的一年期相關性



資料來源：彭博資訊和Invesco Strategy & Insights，截至 2025 年 10 月 31 日。高盛當前經濟活動指標這個綜合指數是當前經濟活動的即時、高頻率數據。大型均衡股基於 S&P 500 指數。大型價值股基於 S&P 500 價值指數。大型成長股基於 S&P 500 成長指數。中型均衡股基於 S&P 中型股 400 指數。中型價值股基於 S&P 中型股 400 價值指數。中型成長股基於 S&P 中型股 400 成長指數。小型均衡股基於 S&P 小型股 600 指數。小型價值股基於 S&P 小型股 600 價值指數。小型成長股基於 S&P 小型股 600 成長總報酬指數。無法直接投資指數。**過去績效不代表未來績效之保證。**

# 美元走弱

部分央行的寬鬆週期接近尾聲。然而，兩家央行與眾不同：美國聯準會和日本央行，這可能影響貨幣和資產價格。

多數央行 2023 至 2024 年採寬鬆政策，大幅降息。我們預期全球寬鬆週期大致上將延續至 2026 年，但部分分歧值得注意。

部分歐洲央行的寬鬆週期似乎即將結束，或已經結束。例如，瑞士央行政策利率為 0%，歐洲央行存款工具利率則為 2.00%，低於我們認定的中性利率 (3.00%)。<sup>4</sup> 歐洲央行明年可能不會繼續降息。

中國人民銀行啟動寬鬆週期遠早於其他央行，我們認為進一步寬鬆的空間有限。其他新興市場國家通膨正在滑落，可望進一步降息。中國以外的新興市場當地貨幣債券具吸引力。

美國聯準會 2025 年多數時間都按兵不動，步調明顯落後。就業成長情勢可能會疲軟一段時間，因此有機會繼續降息。若就業市場並未回暖，我們預期 2026 年降息約三至四次。

相對之下，日本央行是我們預期 2026 年唯一會升息 (可能是兩次) 的主要央行，

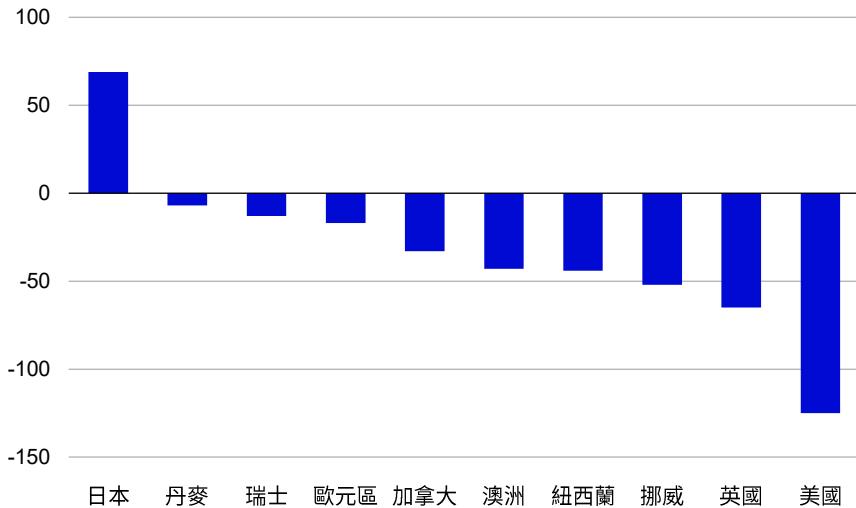
因為該國長期實施的極寬鬆政策目前正恢復正常。

我們預期如此政策利率的分歧走勢將持續削弱美元，而且美元似乎仍高於其實質貿易加權平均值。利息差距縮小，將降低美國短期資產 (含套利交易) 的相對吸引力，可望減少外國投資人美元部位避險的成本。2026 年避險活動增加，可能成為美元的下跌壓力。我們認為歐元、日圓和新興市場貨幣有空間轉強。

弱勢美元應可支撐新興市場和大宗商品相關資產。新興市場當地貨幣債券似乎具吸引力，但一大例外是中國。全球經濟活動好轉，工業大宗商品應該也能獲得些許支撐。貴金屬通常也能受惠於美元走貶、政策利率滑落，但地緣政治風險消退，近期大漲的動力可能會減弱。

上述政策和貨幣前景應可支撐美國股票的絕對表現，但我們認為美國長期利率上揚恐怕會抵銷此等漲勢，並導致美國市場某些領域的評價面臨壓力。

市場暗示的 2026 年底政策利率變化 (基本點)



註：數據來自 LSEG Refinitiv (例外是紐西蘭的數據來自彭博資訊)，透過利率期貨或隔夜指數交換來計算央行政策利率的變化。此等變化預測截至 2026 年各央行最後一場會議，例外是紐西蘭 (截至 2026 年 9 月)。截至 2025 年 10 月 31 日。資料來源：LSEG Refinitiv、彭博資訊和Invesco Strategy & Insights。

# 降低 AI 集中度風險

人工智能近年主導全球股票報酬。我們認為表現落後的風險增加，因為集中度來到數十年新高。<sup>5</sup>我們傾向採取再平衡，以妥善掌握其他機會。

人工智能對近期投資環境的影響，重要性不容低估。2025 年（截至 10 月底）少數幾家 AI 相關公司貢獻 S&P 500 超過一半的報酬，以及全球股票報酬的近三分之一。此外，美國 2025 上半年的 GDP 增幅中，資料中心投資貢獻 1.1 個百分點<sup>6</sup>（但此數據並未計入元件進口的抵銷幅度）。

投資人現在的問題是 AI 投資熱潮是否過於瘋狂，質疑：「這是泡沫嗎？」截至目前為止，多數資料中心的擴建資金來自現有現金和營運現金流。然而，今年開始浮現讓人擔心的跡象，例如債券發行、複雜的股權投資和供應商融資交易。

資料中心擴建和 AI 基礎建設相關資本支出，以及透過 AI 所創造的營收，這兩者之間的落差或許最能體現 AI 泡沫相關疑慮。目前資本支出增幅，大約是營收成長的六倍，這表示營收必須急遽上揚，如此支出速度才合理。

我們承認若 AI 主題 2026 年繼續主導市場，這種再平衡的立場就是錯的。

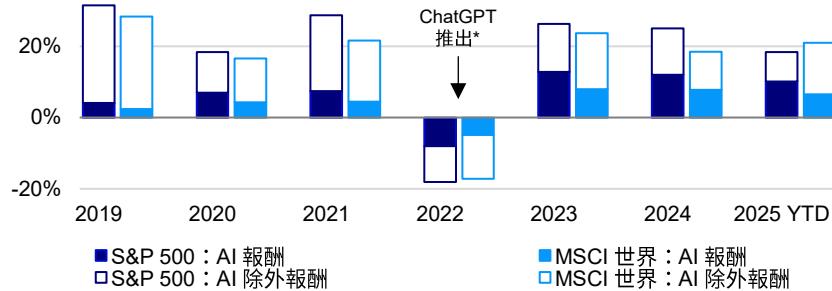
當然，AI 確實正在創造大量營收並帶

動營收增加。目前擁有資料中心資源和技術知識的大型公司（我們稱為「大型雲端服務業者」），正透過雲端運算業務快速增加現金流，而透過 AI 打造服務的主要公司，正快速擴展產品服務並吸引更多使用者，實現三位數的成長率<sup>7</sup>。

我們認為目前 AI 投資主題能夠延續，但報酬來源應逐漸轉向獲利成長，而非不斷攀升的評價。此外，我們傾向將投資組合再平衡，這是應對集中度和評價風險上升的最佳之道。我們也指出其他 AI 機會的評價更誘人，尤其是中國科技股。

我們知道 AI 主題可從其他角度切入。採用 AI 的公司可能會開始享受成本效益或擴大產品服務，因此特定公司存在機會。投資策略可採取審慎操作，即降低對市值權重的依賴，以妥善管理風險。

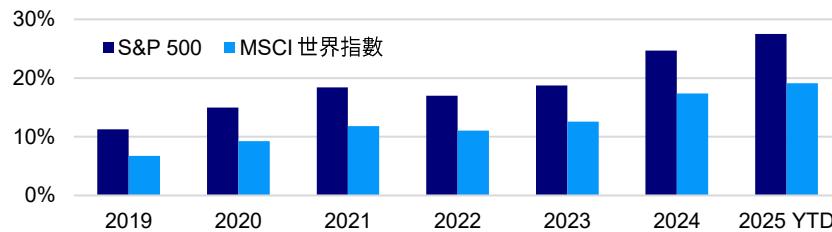
## AI 是近年一大部分的報酬來源 S&P 500 和 MSCI 世界指數年報酬率



\* ChatGPT 在 2022 年 11 月正式推出供大眾使用。

## 少數 AI 相關公司佔指數的比重越來越高

大型 AI 公司在 S&P 500 和 MSCI 世界指數內的平均權重



註：S&P 500 : AI 報酬係指 NVDA、MSFT、AMZN、META、AVGO、GOOGL、ORCL 和 AMD 等公司對 S&P 500 指數總報酬的貢獻。S&P 500 : AI 除外報酬係指未列入上述「S&P 500 : AI」的所有其他股票對 S&P 500 指數總報酬的貢獻。資料來源：彭博資訊和 Invesco Strategy & Insights，截至 2025 年 10 月 28 日。過去績效不保證帶來獲利或消除虧損風險。無法直接投資指數。

# 新興市場優勢

有利的總經條件、誘人的評價和長期成長趨勢相關領域，讓新興市場股票在目前環境中越來越誘人。

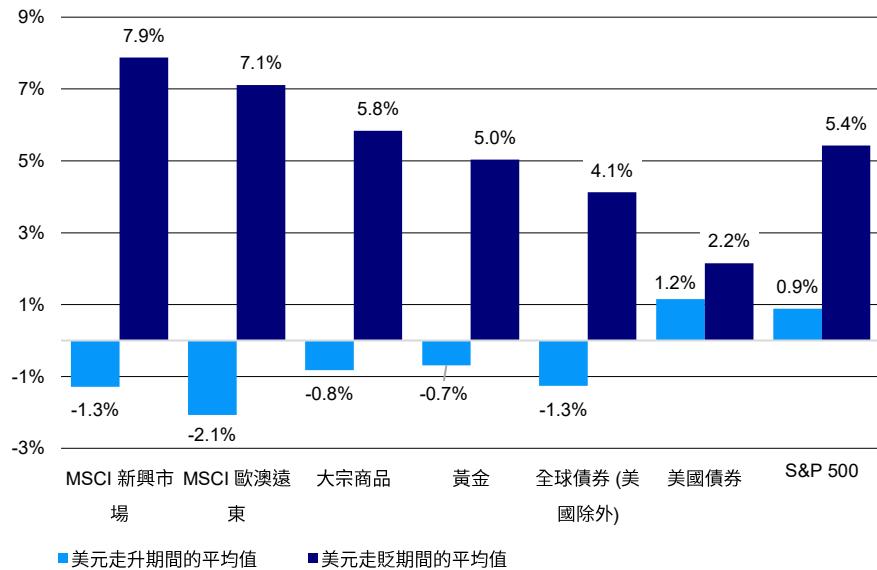
新興市場股票表現長期落後美元計價資產，但在 2025 年創造亮眼報酬<sup>8</sup>，這可能是個轉捩點。我們認為這股復甦趨勢可望吸引投資人，尤其是因為新興市場股票相對已開發市場（尤其是美股）長期大幅折價，評價依然誘人。

展望未來，我們認為新興市場領先表現的催化劑依然存在，尤其是美元走弱預期（請參閱第 7 頁）。過往新興市場股票在美元走弱這類環境中表現良好，績效經常優於 S&P 500。

我們認為美國進入寬鬆週期，也將為新興市場央行創造持續降息的空間，進而支撐國內需求和股市。此等貨幣彈性空間，加上總經基本面好轉，新興市場的成長表現可望更強勁。許多新興市場經濟體 GDP 增幅預期將超越已開發市場，因為人口結構有利、消費增加，以及投資流入。

此外，新興市場可望受惠於結構性成長主題，尤其是全球擴建人工智慧基礎建設。中國正大規模投入 AI 和相關科技，有機會成為股市表現的強大動能。事實上，中國股票在 2025 年表現良好<sup>9</sup>，我們預期這股趨勢可望延續至 2026 年，因為政策官員已表示希望提升股東報酬，並向競爭激烈的關鍵產業提供支持。

## 在不同美元環境的平均季報酬率



資料來源：彭博資訊，2025 年 8 月 8 日。美元、S&P 500 指數、MSCI 新興市場指數、MSCI 歐洲遠東指數、即期金價 (美元) 和彭博大宗商品指數 (大宗商品) 從 1974 年第一季至 2025 年第二季的季報酬。彭博全球綜合 (美元除外) 指數 (美國除外的全球債券) 從 1990 年第二季 (可取得的最早資料) 至 2025 年第二季的季報酬；彭博美國綜合指數 (美國債券) 從 1976 年第二季 (可取得的最早資料) 至 2025 年第二季的季報酬。美元表現來自實質整體貿易加權美元指數。所有報酬數據皆為美元。無法直接投資指數。過去績效不代表未來績效之保證。

# 私募債可望提供多元收益

若投資人希望實踐收益來源的多元化，降低對傳統信用債的依賴，私募債仍是誘人選項。基礎利率仍高於疫情前的水準，而中型市場借款人的標的不動產和現金流前景好轉，因此私募債的良好表現可望延續至 2026 年。

**直接貸款：**雖然 2025 年交易量低迷，但總收益仍具吸引力，尤其是核心中型市場。聯準會降息可望壓低借款成本，並重振交易量。私募股權已募得大量尚未投入的資金，加上積壓的退出交易，一旦市場回穩，相關活動可望回溫。

隨著利率、衰退風險和全球緊張情勢轉趨明朗，直接貸款持續創造高個位數至低雙位數的報酬，受惠於浮動利率結構、私募股權發行機構需求強勁，以及有利的信用前景。<sup>10</sup>

**大規模銀行聯合貸款 (BSL) 和擔保貸款憑證：**我們預期 BSL 明年可望再次創造強勁報酬，受惠於利率滑落。過往經驗顯示，貸款在降息週期 (Covid-19 疫情這類衝擊除外) 中擁有良好的資本保護能力，突顯其扮演核心持有部位的功能。利率滑落可望壓低發行機構的利息支出、強化基本面並減少違約率。

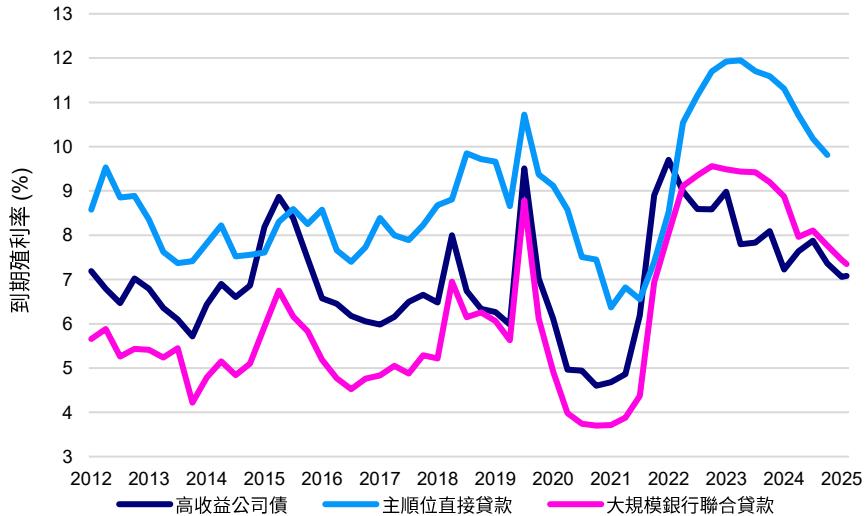
即使政策利率走低，票息仍可望高於過去平均值，進而維持收益潛能。BSL 市場已承受關稅相關波動，壓力並未過大，雖然個別違約狀況突顯信用選擇的重要性，但這些都是非系統性事件。

**不良債券和特殊情況：**市場中部分壓力和不確定性依然存在，我們認為不良債券和特殊情況擁有提供融資的機會。市場對修改和展期交易相關的新資金和超主順位交易的興趣增加。由於私募股權持有期間較長且基礎利率高，因此資本解決方案的數量和品質正在上升。低於面值的貸款壓力浮現，接近面值的信用則展現良好需求。此等趨勢可望延續下去，投資人若願意處理複雜的投資結構，則有機會獲得誘人的風險調整後報酬。

**不動產債務：**我們認為不動產基本面依然穩健，多戶和工業不動產過渡性融資需求強勁。商業不動產價格已連續五季走高，代表整體不動產業前景良好帶動其評價擺脫低點。然而，生命科學和辦公室這類不動產依然面臨挑戰，尤其是辦公室表現將取決於市場和屋齡。<sup>11</sup>

我們預期持續降息可望同時嘉惠貸款人和借款人，減少信用指標壓力，並增加資本市場流動性。利率依然偏高，我們也發現另類貸款人針對利率滑落避險所採用的利率下限，應可嘉惠不動產債務。

## 主順位直接貸款、大規模銀行聯合貸款和高收益公司債到期殖利率比較



資料來源：晨星、彭博資訊、Cliffwater，可取得的最新每季資料，截至 2025 年 10 月 30 日，高收益和 BSL 最後一個資料點為每月資料。高收益公司債、大規模銀行聯合貸款和主順位直接貸款，分別以彭博高收益公司債指數、晨星 LSTA 美國槓桿貸款 100 指數和 CDLI-S (Cliffwater 主順位直接貸款) 指數為代表。簡報製作時，Cliffwater 僅公佈 2025 年第二季 (截至 2025 年 6 月 30 日) 的數據 (3 年期賣出收益率)。過去績效不代表未來績效之保證。無法直接投資指數。

# 觀點摘要

## 全球股票

美國



財政和貨幣政策情勢可望支撐美股絕對表現，但本益比和集中度風險偏高，因此我們認為美股配置應低於過去數年。

已開發市場  
(不含美國)



美國以外市場的評價吸引力較高。我們認為本益比有機會進一步上揚，而全球成長情勢全面好轉應可帶動獲利成長。

新興市場



相較其他地區，新興市場股票評價最為誘人，但新興市場內部存在巨大差異。我們預期中國股票表現持續領先，印度則可能面臨挑戰。

## 政府債券

已開發市場



實質殖利率在今年下降。若 2026 年成長如我們預期回暖，則實質殖利率可能會上揚，減損主權債的吸引力。我們認為通膨明年不會大幅滑落。

新興市場  
當地貨幣



美元走弱過往通常有利於新興市場當地貨幣債券。新興市場央行整體並未面臨通膨壓力，因此有更多降息空間。此外，我們看好許多新興市場經濟體的財政佈局。

## 公司債

投資級



投資級信用債吸引力略高於已開發市場主權債，因為殖利率小幅上揚。我們預期利差壓縮幅度不大。我們認為美國總收益高於歐洲，推升投資級債券吸引力，但歐洲具備更多主動投資的機會。

高收益



我們認為違約率不會明顯上升，因為私部門基本面穩健。由於殖利率上揚幅度有限，我們認為股票風險情勢較佳。我們預期美國殖利率走高，加上政策利率滑落，因此美國高收益吸引力略大於歐洲。

## 大宗商品

工業金屬



我們認為全球成長情勢好轉且美元走弱，將有利於工業金屬創造良好表現。能源基礎建設的擴建，可能使許多工業金屬的需求維持強勁。

貴金屬



各央行很可能會持續增加黃金儲備。相關 ETF 部位仍低於過往水準，可望成為穩定的需求來源。然而，地緣政治風險走低且通膨穩定，因此漲幅可能不如 2025 年。

## 貨幣

已開發市場貨幣  
vs. 美元



美國短期利率走低，代表日本和歐洲的相對殖利率差距可能縮小，進而降低外國投資人的避險成本。避險活動增加可能會對美元造成下跌壓力。

新興市場貨幣  
vs. 美元



新興市場貨幣具套利報酬，且通膨和成長環境相對穩定。拉丁美洲貨幣在此環境中更受青睞。

## 另類資產

私募債



若投資人希望實踐收益來源的多元化，降低對傳統信用債的依賴，私募債仍是誘人選項。我們認為支撐力道來自風險環境好轉、成長改善、通膨穩定，以及美國放寬貨幣政策。

加密貨幣



我們預期加密貨幣可望伴隨其他風險資產創造良好表現。近期監管情勢的變化，也正轉化為加密貨幣普及的長期結構性利多，因為越來越多投資人和機構進入數位資產生態系統，尤其是許多規模最大的加密貨幣。

這些觀點隨附評分 (1-5 分)，以柱狀圖呈現，左側代表最不看好，右側代表最看好。此處觀點來自 Invesco Strategy & Insights。評論並非買進/賣出建議。

# 風險：「如果我們錯了呢？」

全球經濟和政治格局快速改變，整體貿易關係和政治聯盟正在重組。此外，財政可持續性和央行獨立性疑慮仍持續受到關注。

我們謹記以上情勢和其他因子帶來的各種風險，因此本公司的展望期間內，投資偏好可能會相應調整。在此進一步討論一些特別突出的風險及其對我們投資觀點的影響。

	我們的基本情境	風險	我們的預期
<b>全球成長放緩</b>	我們預期明年全球成長情勢好轉。	若全球成長減速，主要經濟體出現衰退狀況，我們的觀點將被推翻。若美國等多個經濟體內原本停止招聘的企業開始裁員，我們認為通膨可能會大幅滑落，市場將反映降息次數增加。	<ul style="list-style-type: none"><li>已開發市場主權債表現可能會優於股票。</li><li>美國股票和美元表現可能會優於我們的預期。</li><li>新興市場和週期性資產可能會受挫，但貴金屬應可維持穩健。</li></ul>
<b>通膨上揚，但成長未加速</b>	我們預期 2026 年通膨穩定、高於目標。	「全球成長放緩」風險最極端的情況是另一波供應鏈衝擊造成通膨大幅回升，進而拖累全球經濟活動。此環境將測試央行的應對能力。 可能成因包括中國切斷或大幅限制稀土供應、其他貿易動盪或石油衝擊。	<ul style="list-style-type: none"><li>殖利率曲線可望呈熊市趨平走勢，易受週期影響的產業可能會受到負面影響，包括小型股、價值股，以及非必需消費品、金融和工業類股。</li><li>依據供應鏈衝擊的實際情況，新興市場走勢也可能反轉並推升美元。</li></ul>
<b>AI 成果浮現，美國一枝獨秀</b>	我們預期全球其他地區股票表現領先美國，且美元走弱。	明年 AI 變現模式有所突破，和/或生產力顯著提升，可能會帶動超大型股進一步大漲。若美國政府放寬政策，我們預期美國外論的信念會再次擴大。	<ul style="list-style-type: none"><li>股市在此情境中可望進一步走高，雖符合我們的核心觀點，但上漲動力可能主要來自美股。</li><li>若外國投資人投資於美國資產且未避險，美元也可能轉強。</li></ul>
<b>歐洲政局動搖</b>	我們預期歐洲明年成長情勢好轉。	若更多極端政黨在德國和法國取得更大權力，則歐洲資產風險溢價要求可能會上升，而國內情緒可能會滑落。 法國政治情勢挑戰揮之不去，但德國政治環境進一步分裂可能會帶來更大風險，因為這代表其承諾的財政支出將無法實現。	<ul style="list-style-type: none"><li>德國和整體歐洲股市表現可能會落後。</li><li>歐元兌美元可能會走貶。</li></ul>
<b>聯準會喪失獨立性</b>	聯準會可能會降息，但外界不認為其行動帶有過多政治意涵。	各央行面臨的政治干預高於過去數年。目前為止，金融市場認為其獨立性並未受到這類攻擊的影響。然而，若委員會成員被解雇或新任聯準會主席過於政治化，屆時市場將認定聯準會犯下政策錯誤，則聯準會可信度可能會遭到更多質疑。	<ul style="list-style-type: none"><li>我們會偏好不動產並縮短存續期。</li><li>降息可望成為股票的「強心針」，而債券則因長期通膨預期失控而受挫。</li><li>美元也可能走弱，非美國資產表現可能領先。</li></ul>

1. MSCI 世界指數截至 2025 年 10 月底，年初至今報酬率為 17.5%。資料來源：Bloomberg L.P. 和 Invesco Strategy & Insights，截至 2025 年 10 月 31 日。**過去績效不代表未來績效之保證**。無法直接投資指數。
2. Bloomberg L.P. 新興市場本地貨幣政府債券指數，截至 2025 年 10 月 31 日，年初至今報酬率為 7.82%。資料來源：Bloomberg L.P. 和 Invesco Strategy & Insights，截至 2025 年 10 月 31 日。**過去績效不代表未來績效之保證**。無法直接投資指數。
3. 2005 至 2025 年間，日本固定資本形成占 GDP 的比例一直高於美國、德國和英國。資料來源：Macrobond 和 Invesco Strategy & Insights，截至 2025 年 10 月 31 日。
4. 資料來源：Bloomberg L.P. 和 Invesco Strategy & Insights，截至 2025 年 10 月 31 日。
5. 基於 S&P 500 前十大股票的權重，截至 2025 年 10 月 31 日達到歷史高點。資料來源：Bloomberg L.P. 和 Invesco Strategy & Insights。
6. 資料來源：Bloomberg L.P. 和 Invesco Strategy & Insights，截至 2025 年 10 月 31 日。
7. 資料來源：Bloomberg L.P. 和 Epoch AI，基於超大規模雲端服務商及 OpenAI 收入。截至 2025 年 10 月 31 日。
8. 新興市場股票截至 10 月初至今上漲 28.6%，以 MSCI 新興市場指數衡量。資料來源：Bloomberg L.P.
9. 以 MSCI 中國指數衡量，截至 2025 年 10 月 31 日年初至今上漲 32.7%。資料來源：Bloomberg L.P.
10. 直接貸款報酬率以 Cliffwater 高級直接貸款指數表示。資料來源：Real Capital Analytics、Invesco Strategy & Insights。截至 2025 年 10 月。**過去績效不代表未來績效之保證**。無法直接投資指數。
11. NCREIF ODCE 指數，截至 2025 年 6 月 30 日。

## 警語

所有資訊截至2025年10月31日，以美元計，除非另有說明。

**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。** Inv25-0532

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](http://www.invesco.com/tw)