

2026年第一季展望

風險資產短期展望維持樂觀

2025年第四季：季度市場回顧

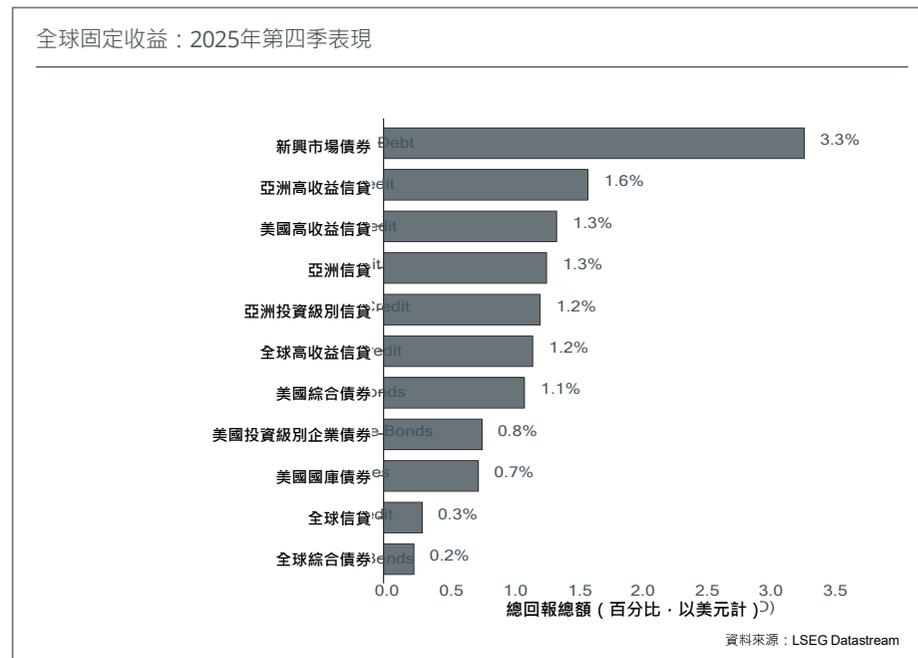
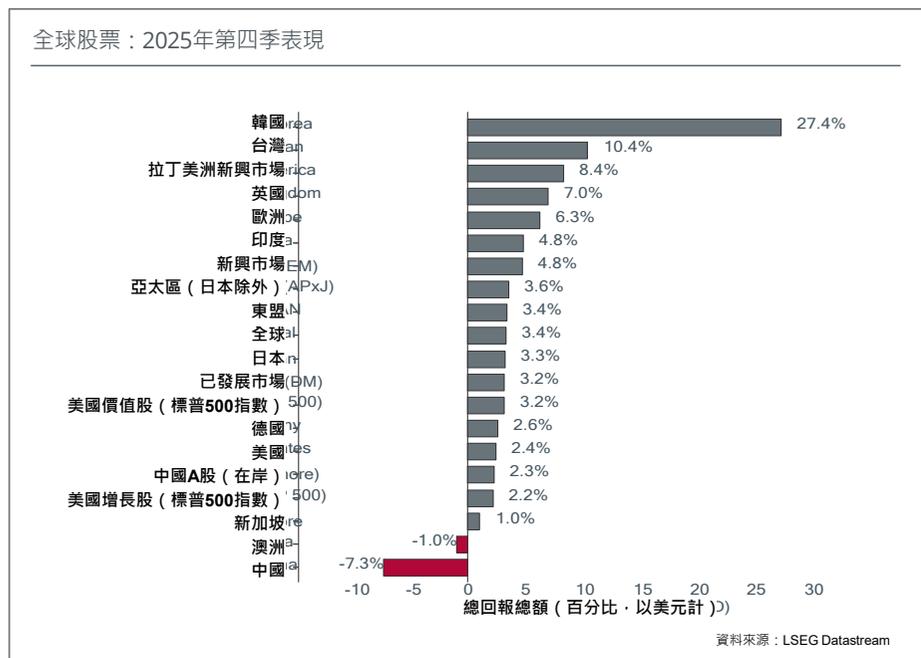
儘管人工智能估值引起關注及美國政府停擺，全球市場仍然上升

股票

受惠於企業盈利普遍增長以及貨幣政策轉向寬鬆，全球股市在2025年第四季上升。聯儲局期內減息50個基點，代表全球股市的MSCI世界指數上升3.2%。受穩健盈利及人工智能相關的強勁動力帶動，美國股市上升2.4%。歐洲央行維持利率不變，加上英倫銀行減息25個基點，帶動歐洲股市上升6.3%。新興市場上升4.8%，拉丁美洲（尤其是智利及哥倫比亞）及亞洲以強勁表現領漲。作為貿易指標市場，韓國及台灣受惠於出口強勢；中國股市則在市場審慎情緒下回落7.3%，因消費需求、製造業及房地產行業在選擇性政策支持下仍然低迷。

固定收益

受各國央行寬鬆利率政策及通脹放緩所推動，全球固定收益市場在2025年第四季錄得溫和升幅。聯儲局對2026年的預測顯示當局將再減息25個基點一次，意味著2025年後將採取循序漸進的寬鬆路徑。季內，2年期美國國庫債券收益率下降13個基點至3.47%，10年期美國國庫債券收益率微升2個基點至4.18%。全球綜合債券微升0.2%，而美國國庫債券則上升0.7%。高收益債券表現領先投資級別企業債券及政府債券，違約預期穩定，繼續利好風險偏好。主要經濟體央行大多採取中性或寬鬆的政策立場，支持信貸市場。受惠於吸引的綜合收益率、聯儲局放寬政策的預期以及投資者信心增強，新興市場（美元）主權債券表現最佳。



數據來源：瀚亞投資；MSCI；LSEG Datastream。所載表現數據截至2025年12月31日。股票回報以各自MSCI市場指數的美元（總回報總額）指數作參照。例外的是「美國增長股（標普500指數）」及「美國價值股（標普500指數）」，兩者分別由標普500增長（總回報）指數及標普500價值（總回報）指數代表。「已發展市場股票」由MSCI世界指數代表。固定收益市場由以下指數代表：「亞洲高收益信貸」：摩根大通亞洲信貸非投資級別指數；「全球高收益信貸」：洲際交易所美國銀行全球高收益債券指數；「亞洲信貸」：摩根大通亞洲信貸指數；「美國高收益信貸」：洲際交易所美國銀行高收益債券限制指數；「亞洲投資級別信貸」：摩根大通亞洲信貸投資級別指數；「新興市場債券」：摩根大通新興市場債券環球多元化指數；「美國國庫債券」：洲際交易所美國銀行美國國庫債券指數；「美國投資級別企業債券」：洲際交易所美國銀行美國企業債券指數；「美國綜合債券」：彭博美國綜合債券指數；「全球信貸」：洲際交易所美國銀行全球信貸指數；以及「全球綜合債券」：彭博全球綜合債券指數。過去表現未必代表未來表現。

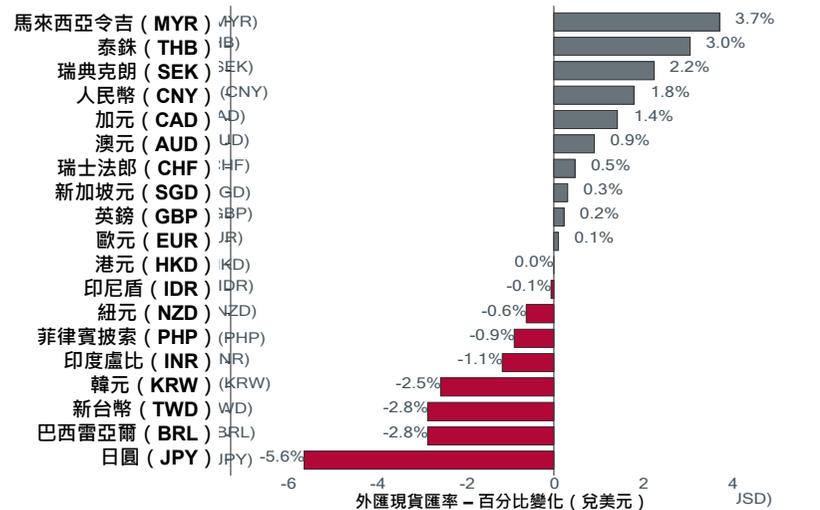
貨幣

季內，廣義美元指數兌一籃子六種主要貨幣上升0.6%。由於強勁內需提振市場情緒，馬來西亞令吉在季內表現領先。泰銖兌美元上升3.0%，部分原因是金價飆升，而泰國是東南亞最大的實物黃金交易及精煉中心之一。儘管日本銀行在12月加息，但由於市場持續憂慮日本的擴張財政政策以及支出政策，日圓兌美元匯率在季內下跌5.6%，位列季內表現最差貨幣。

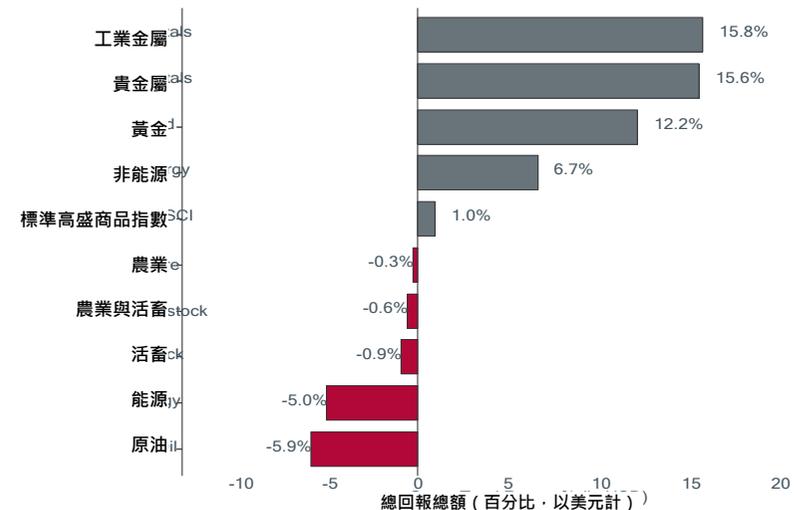
商品

作為廣泛商品表現的衡量指標，標普高盛商品總回報指數在季內上升1.0%。銅價因供應短缺而升至歷史新高，帶動工業金屬價格大幅上升（15.8%）。貴金屬亦表現強勁，上升15.6%，黃金及白銀繼續因全球央行提高儲備的多元化程度以及地緣政治不確定性加劇而受惠。相較之下，原油及能源價格表現落後，分別下跌5.9%及5.0%，主要原因是供應過剩及需求減弱。

貨幣：2025年第四季表現（兌美元）



商品：2025年第四季表現



資料來源：LSEG Datastream；標普全球。所載表現數據截至2025年12月31日。就「貨幣（兌美元）」圖表而言，各貨幣的貨幣表現基於Refinitiv計算的收市現貨匯率（兌美元）。對於「商品」圖表，請注意以下資料。原油：標普高盛原油指數、能源：標普高盛能源指數、活畜：標普高盛活畜指數、黃金：標普高盛黃金指數、貴金屬：標普高盛貴金屬指數、農業與活畜：標普高盛農業與活畜指數、非能源：標普高盛非能源指數、農業：標普高盛農業指數、工業金屬：標普高盛工業金屬指數。過去表現未必代表未來表現。

宏觀展望

刺激措施及人工智能相關支出將支撐經濟增長

增長

美國人工智能基建支出持續迅速增長，帶動美國經濟在去年下半年顯著增長，超出市場預期。市場普遍預期人工智能支出在今年至少增長30%，加上2026年上半年《大而美法案》的減稅措施產生的龐大財政刺激效應，以及聯儲局減息的滯後影響，預計2026年美國國內生產總值增長將達到2%或略高。美國職位創造步伐放緩是美國正面增長前景面臨的主要風險，但持續的經濟增長料將推動美國就業回升。

亞洲方面，受美國人工智能熱潮影響，晶片出口有望帶動韓國及台灣國內生產總值分別增長2.0%及3.4%。人工智能主題亦利好馬來西亞出口及建築業，受惠於數據中心建設活動，後者增幅達雙位數，預計該國的國內生產總值增長4.5%。

相較美國，由於消費及投資動力轉弱，中國國內生產總值增長由2025年上半年的超過5%放緩至第四季的4.5%。然而，我們預測，在政府刺激措施推動下，2026年國內生產總值將增長4.8%。首輪刺激措施已於1月15日推出：中國人民銀行（人行）上調再貸款額度，並下調定向貸款利率。預計人行將在第二季下調政策利率及存款準備金率，以進一步放寬貨幣政策。最重要的是，預計政府將在3月公佈新的財政刺激措施，主要針對基建支出及關鍵「新經濟」行業的投資。

日本經濟方面，企業資本開支增長指標在去年底上升，並預計出口將在本季反彈。若首相高市早苗在即將舉行的日本國會提前選舉中取得更多席位，料將能夠擴大財政刺激政策規模。與中國類似，刺激措施或將著重戰略性行業及軍事支出。我們預計今年日本實際國內生產總值增長將接近1.0%。

作為亞洲另一大型經濟體，印度國內生產總值今年料將增長6.6%。去年的減息似乎刺激信貸增長，從而帶動城市汽車銷售復甦。預計未來數季，耐用消費品，甚至房地產市場將出現更廣泛復甦。我們亦繼續預計印度與美國達成貿易協議，從而降低關稅並促進出口進一步回升。

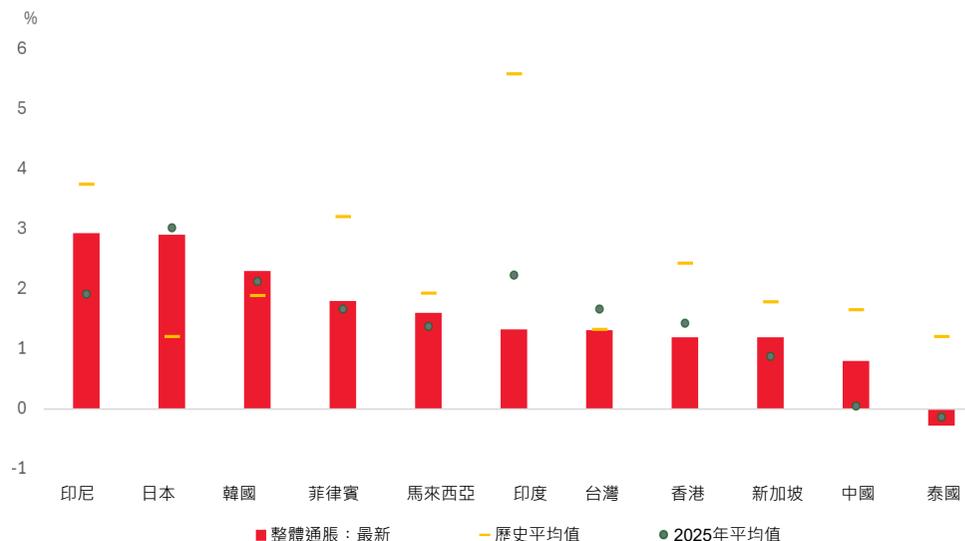
通脹

預計美國核心通脹今年將維持在2.7%左右。關稅逐步傳導至貨品通脹，但美國房地產市場的通脹放緩抵銷了相關影響。短期風險稍為偏向住屋發揮主導作用，或將核心通脹壓低至2.5%或略低。然而，我們認為，經濟增長持續穩健，加上聯儲局減息，意味著即使到2027年，通脹亦難以回落至聯儲局2%的目標水平。

美國以外市場方面，隨著經濟增長靠穩及商品價格觸底，全球通脹週期或已見底。歐洲的通脹放緩趨勢已經結束，而日本的通脹則居高不下。亞洲（日本除外）市場中，幾乎所有經濟體的通脹均已見底。預計絕大部分經濟體的通脹均會溫和上升至歷史平均值。中國是主要例外市場——雖然今年上半年通脹或保持在1%或稍高，但預計下半年通脹將會回落。

由於食品價格上升及城市消費復甦，印度料將成為通脹增幅最高的經濟體，由去年10月接近零的水平升至今年的3.6%。正如下文指出，雖然印度當前通脹水平本身不會造成問題，但其可能導致印度儲備銀行改變貨幣政策立場，不再偏好減息及貨幣貶值。

亞洲通脹已見底，但仍低於歷史平均值



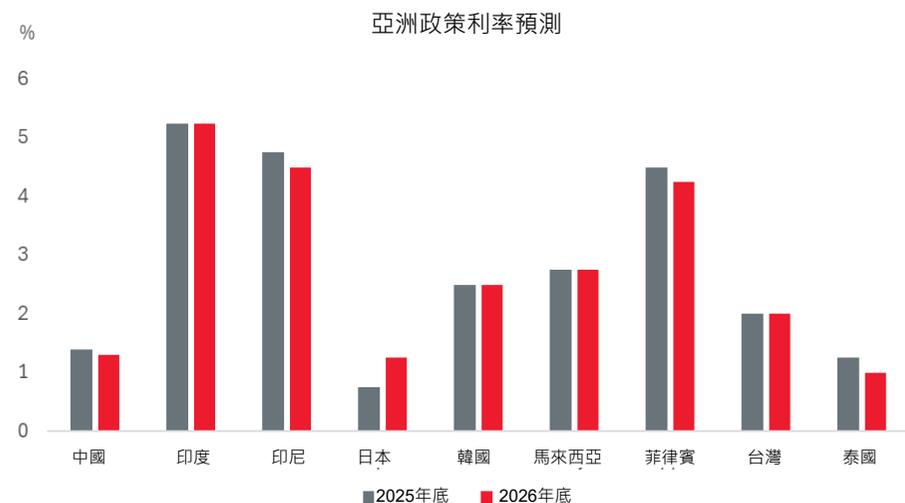
資料來源：CEIC。2026年1月

貨幣政策

全球貨幣政策週期已接近見底。市場仍預計美國聯儲局今年將下調聯邦基金利率50個基點，但對於減息幅度，尤其是減息時機的信心有所下降。短期而言，除非美國就業市場再呈弱勢及失業率上至4.5%或以上，否則當局難以減息。若美國就業市場回升及失業率維持在4.5%以下，聯儲局大概將推遲至6月新任聯儲局主席就任後才進一步減息。

相較之下，由於通脹靠穩在2%左右及經濟增長理想，預計歐洲央行今年將維持政策利率不變。與此同時，日本銀行暗示將繼續逐步加息，預計年底前將加息50個基點。若日本首相高市早苗在2月舉行的提前大選中大勝，料將擴大財政刺激措施規模，或會稍微推前日本銀行的加息時間。

亞洲（日本除外）市場方面，預計僅有印尼、菲律賓及泰國最終減息25個基點一次，中國減息10個基點一次。區內大部分經濟體的通脹似乎已經觸底，但預計不會升至令人憂慮的水平。預計區內所有經濟體的通脹均不會升至令人憂慮的水平，但由於通脹微升及經濟增長穩定，進一步下調政策利率的機會不大。



資料來源：瀚亞。2026年1月20日。上圖僅供參考，並非相關市場的未來表現或可能實現的表現的指標。

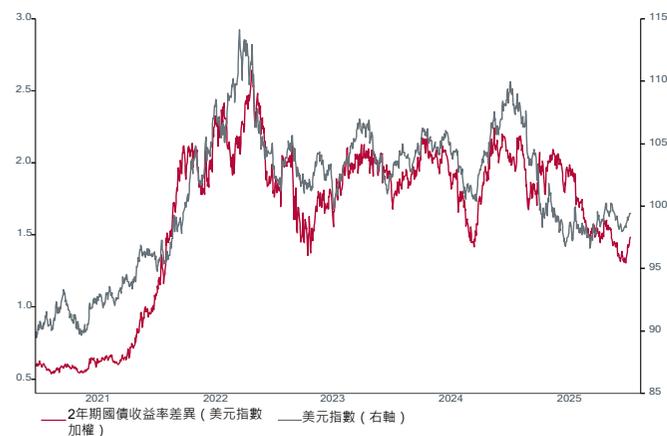
貨幣展望

美元年初並未走弱，與市場普遍預期相反。美元息差擴大一直是支持其溫和回升的主因。我們的觀點仍傾向於美元走弱，但認為其可能需要待新任聯儲局主席採取更寬鬆政策後才會實現。可以確定的是，我們認為美國經濟增長在2026年上半年轉強，有望在春季（3月至5月）繼續支撐利率，利好美元走勢。

亞洲方面，隨著通脹週期觸底，亞洲各國央行料將在年內逐步調整政策，由偏向貨幣貶值轉為偏向維持貨幣穩定或適度升值，以應對關稅挑戰。中國政府似乎有意在中國外匯交易系統人民幣（CFETS）指數的框架下，引導人民幣上升至自2022年以來區間的上半部。該指數追蹤人民幣兌一籃子主要貿易夥伴貨幣的匯率，而非僅追蹤人民幣兌美元匯率。對日本及韓國貨幣走弱的憂慮似乎加劇，預計未來數月的政策將日益傾向阻止貨幣進一步貶值。新加坡央行或會在夏季（6月至8月）調整政策，以容許新加坡元逐步走強。

印度盧比延續貶值趨勢，主要目標是抵銷美國關稅的影響。我們認為，受兩個潛在因素推動，政策目標將先轉向穩定印度盧比，再推動印度盧比在一定程度上回升。第一個因素是印度與美國達成下調關稅的貿易協議。第二個因素是印度通脹預計將在夏季開始加劇。當通脹升近印度儲備銀行的4%目標時，輸入式通脹將再次提高印度盧比貶值的成本。

我們預計2026年美元將貶值3%至5%（以美元指數衡量）



資料來源：倫交所集團。2025年10月16日。

主要風險評估

主要領域	可能性	對市場的影響程度
<p>美國的兩大風險尤其明顯。第一個風險是美國勞動市場進一步轉弱，推高失業率。職位減少及失業率上升均會迫使消費者如2025年下半年般由降低儲蓄率轉向減少消費，以重新增加儲蓄率。第二個主要風險是美國大型科技企業可能削減人工智能基建支出，推低股票價格，從而對美國家庭構成負面財富影響，扭轉去年推動消費增長勝預期的關鍵因素。此情景亦可能壓低半導體晶片價格，威脅韓國及台灣企業的盈利預期。</p>		
<p>主要上行風險包括美國職位創造回升，推動美國經濟增長超過2.5%，但代價是通脹壓力再度升溫。此情景大概會迫使市場下調對聯儲局減息的預期，繼而推高美國債券收益率。偏高的美國利率結構將利好美元，並可能減少流入新興市場的資金。</p>		
<p>地緣政治並不穩定。我們持續關注兩岸關係產生的潛在壓力。</p>		

數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。觀點截至2026年1月20日。請注意，本簡報所載資料可由瀚亞酌情更改，恕不另行通知。

資產配置觀點

看好股票表現，但正從高估值的美股分散投資至其他資產

2025年，市場走勢出乎預期，在波動環境中攀升至歷史新高。就短期戰術性投資期（即3個月）而言，我們繼續大致看好風險資產，因目前經濟數據仍然利好，而倘若2026年美國國內生產總值增長如預期般放緩，聯儲局的預期減息將有助抵銷部分影響。

值得注意的是，2025年非美國股票的表現領先美國股票。亞洲及新興市場在2026年似乎處於有利位置，並受惠於財政及貨幣刺激措施以及偏好美元貶值的政策方向。就戰術性投資期而言，我們繼續看好股票，但傾向增持估值偏低的股市，以從估值偏高的美股分散投資至其他資產。

美國信貸息差似乎狹窄，但按收益率計算，其估值似乎更為吸引。我們認為，鑑於美國固定收益的綜合收益率吸引，投資者將繼續增持美國固定收益，惟增持步伐將較近年放緩。2025年，全球固定收益中，新興市場主權債券表現最佳。我們認為，新興市場債券提供吸引的持有收益，並將持續受惠於全球利率形勢、美元貶值以及投資者對高收益硬貨幣資產的強勁需求。

資產配置觀點					
資產	3個月		12個月		理據
	●	—	●	↑	
全球股票	●	—	●	↑	考慮到宏觀經濟基本因素仍然利好，我們繼續看好全球股票前景。雖然我們看好股票作為資產類別的整體前景，但從跨區域的角度來看，目前的戰術性偏好著重配置全球股市中估值偏低的市場（例如歐洲、新興市場、亞洲），以從估值較高的美股分散投資至其他資產。 展望12個月或以上的投資期，我們對全球股票的觀點上調至整體正面。預計額外貨幣刺激措施——尤其是預計聯儲局在2026年上半年進一步減息——將利好企業盈利。我們認為，相關利好因素將抵銷與週期後段市場形勢相關的潛在風險，從而為股票持續提供上升動力。美國消費是美國經濟增長的關鍵引擎，亦繼續是投資團隊關注的主要因素。
美國政府債券	●	—	●	—	投資團隊在戰術上繼續看好美國政府債券（即美國存續期）的前景。此觀點受到以下預期支持：聯儲局有空間進一步減息，尤其是美國勞動市場疲弱、增長動力轉弱及通脹壓力緩和的跡象持續浮現。 較長期前景方面，我們對美國存續期的觀點維持中性。我們認為，利率週期將在2026年下半年達到穩定點，限制了屆時更看好後市的理據。
現金	●	—	●	—	我們對現金維持中性觀點，優先考慮靈活性及流動性，以便在新的機會或風險出現時迅速部署。

● 低配 ● 中性 ● 超配
↑↓ 觀點從上季上調 / 下調 — 不變

數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。資產類別觀點是截至2026年1月7日的觀點，不應視作建議。本簡報所載資料可由瀚亞酌情更改，恕不另行通知。

資產配置觀點 (續)

資產配置觀點					
全球股票	3個月		12個月		理據
美國	●	↓	●	↑	<p>考慮到美國市場估值仍高，對未來回報構成的阻力亦與日俱增，投資團隊最近將其對美國股票的戰術性觀點由正面下調至整體中性。與此同時，投資團隊整體上繼續看好股票市場，並積極在全球股市中估值偏低的領域發投資機會，將配置從美國分散至其他市場。</p> <p>如前頁圖表中「全球股票」一節的理據所述，就12個月或以上的投資期而言，我們對全球股票的觀點上調至整體正面。</p>
歐洲	●	↑	●	—	<p>為了在戰術上將配置從美股分散至其他資產，投資團隊對歐洲股票的立場最近上調至明確看好。此次戰術性上調主要源於歐洲企業盈利增長改善、人工智能 / 科技行業的集中度較低，以及股息率相關吸引等因素。</p>
新興市場	●	—	●	↑	<p>配合投資團隊目前對非美國市場的戰術性偏好，新興市場持續展現吸引的相對估值，而當美元靠穩或貶值以及其他利好因素同時出現時，該資產類別有望繼續吸引資金流入。</p>
亞太區 (日本除外)	●	—	●	↑	<p>亞洲亦正迅速崛起為全球科技及工業創新的樞紐。人工智能 / 科技出口市場與其他市場之間的走勢分歧，人工智能資本開支的走勢似乎更利好韓國及台灣這兩個全球貿易指標市場，兩者在2025年表現強勁。話雖如此，亞洲市場的當前估值仍提供吸引的入市機會。鑑於人口結構有利、多極化世界趨勢促進外商直接投資、以及金融服務滲透率隨著國內生產總值增長而提高等多項因素，亞洲內需料將維持強勢。</p>
政府債券					
政府債券	3個月		12個月		理據
美國	●	—	●	—	<p>投資團隊在戰術上繼續看好美國政府債券 (即美國存續期) 的前景。此觀點受到以下預期支持：聯儲局能夠進一步減息，尤其是美國勞動市場疲弱、增長動力轉弱及通脹壓力緩和的跡像持續浮現。</p> <p>12個月較長期前景方面，我們對美國存續期的觀點維持中性。我們認為，利率週期將在2026年下半年達到穩定點，限制了屆時更看好後市的理據。</p>
歐洲	●	—	●	—	<p>預計歐洲央行將按兵不動，以等候近期減息措施的作用傳導至經濟層面，而由於通脹放緩的壓力浮現，其通脹率接近目標水平。因此，預計歐洲政府債券收益率在短期內將繼續窄幅波動。法國政府債券收益率似乎吸引，但其政治及財政不確定性仍然存在。英國方面，隨著財政緊縮政策對經濟產生影響，英國國債收益率壓力最終將會減弱；英國勞動市場數據疲弱料將推高對英倫銀行進一步減息的預期。我們整體上看好歐洲政府債券的短期前景，主要源於我們目前看好英國國債。</p>
新加坡	●	↓	●	—	<p>由於新加坡的經濟增長及通脹指標近期均意外走強，投資團隊在戰術上將新加坡政府債券的觀點下調至中性。由於經濟數據意外走強，市場揣測新加坡金融管理局或需考慮收緊貨幣政策以作應對。</p>
<p>數據來源：瀚亞投資 (新加坡) 有限公司。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。資產類別觀點是截至2026年1月7日的觀點，不應視作建議。本簡報所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。</p>					

資產配置觀點 (續)

資產配置觀點					
信貸	3個月		12個月		理據
	●	—	●	—	
美國高收益債券	●	—	●	—	考慮到整體評級趨勢向好、不良信貸比率低及違約率低於平均水平，高收益債券市場指標仍然向好。雖然息差狹窄，但收益率卻更見吸引，最差收益率約6.5%。
美國投資級別債券	●	—	●	—	由於期權調整息差仍然較緊，美國投資級別債券估值偏高。我們認為美國投資級別債券仍提供5%以下的可觀收益，原因是美國投資級別債券的持有收益較高，其整體總回報具吸引力，有助緩衝潛在息差擴闊的影響。投資團隊將繼續關注與人工智能資本開支相關的新債發行，以及其對期權調整息差的潛在影響。
新興市場美元債券	●	—	●	—	美國以外的市場方面，由於新興市場債券的收益結構仍然吸引，我們繼續偏好新興市場主權（美元）債券。新興市場債券持續在息差收窄及市場風險偏好帶動下上升。新興市場債券往往因美元走弱而受惠，因為美元貶值降低了非美國實體償還美元計價債務的成本。新興市場當地貨幣債券有助分散美元風險，並繼續成為吸引的「套息」工具，而美國以外市場的通縮壓力亦會促使新興市場央行下調政策利率，料將利好相關債券表現。
亞洲信貸	●	—	●	—	新興市場通脹似乎已經觸底，但預計不會升至令人憂慮的水平。亞洲的減息週期已接近尾聲，預計2026年僅有少數經濟體輕微減息。

數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。資產類別觀點是截至2026年1月7日的觀點，不應視作建議。本文所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。

把握亞洲債券的收益與分散投資優勢

2026年伊始，委內瑞拉總統遭撤換，美國司法部對聯儲局主席鮑威爾展開刑事調查。雖然市場在撰文時仍相對平靜[1]，但鑑於美股在2025年升勢凌厲，投資者或需在2026年重新審視及再平衡投資組合，並進行分散配置。亞洲債券有望為投資者帶來收益、穩定性及分散投資優勢。

在央行減息、無風險利率下降、信貸息差收窄及美元貶值的帶動下，亞洲債券在2025年表現領先已發展市場債券，這一現象或使部分投資者感意外。與此同時，對通脹居高不下、持續財赤及政府債務不斷上升的憂慮，導致多隻已發展市場債券及貨幣表現受壓。

2026年，受財政及貨幣刺激措施推動，預計亞洲經濟增長速度將超越已發展經濟體。[2]亞洲大部分國家的通脹均低於央行目標及歷史均值，而實際政策利率則高於歷史均值。這一組合為亞洲央行在2026年維持利率穩定提供空間，從而利好總回報。

另一方面，預計全球人工智能基建發展將推動亞洲經濟增長，並帶動亞洲出口半導體、發電設備、電池，以及建設數據中心。亞洲經濟在2026年強韌增長，料將推動亞洲信貸市場表現。此外，債券供應在需求穩健之際收緊，進一步鞏固亞洲債券在2026年的理想前景。

鑑於債券收益率已在2025年回落，當收益率在下一年急升時，將帶來延長債券存續期的機會。我們尋找交叉貨幣基差的投資機會（即買入非美元債券，並將計價貨幣其對沖至美元，以配合美元投資組合）。此策略能夠提高收益、增加投資組合多樣性及降低波動。

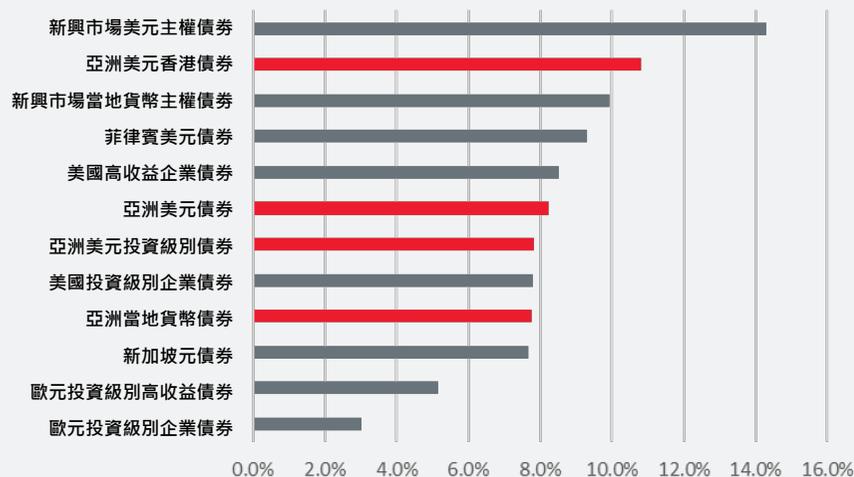
雖然預計美元將在2026年走弱，從而利好亞洲當地貨幣債券回報，但具體時機難以預料。因此，採用結合動態外匯管理的主動型債券策略對於增加超額回報更為奏效。

展望2026年，供應鏈及貿易流向的轉變可能為各經濟體及公司的應對方式帶來變數。在此環境下，主動型信貸挑選更顯關鍵。

受惠於更理想的增長前景、有利的貨幣環境，以及結構性需求動力，亞洲債券市場勢將在2026年及其後實現吸引收益，並具備資本增值潛力。

數據來源：瀚亞投資。[1]2025年1月13日。[2]世界經濟展望，2025年10月。

亞洲債券表現領先已發展市場債券



資料來源：彭博。彭博數據，以美元計值。瀚亞投資，截至2025年12月29日。請注意，使用該等指數作為各資產類別 / 行業過往表現的代表具有限制。上圖僅供參考，並非相關市場的未來表現或可能實現的表現的指標。IG：投資級別債券，HY：高收益債券，EM：新興市場債券，LCY：當地貨幣債券。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。

本文由瀚亞投資（香港）有限公司（「瀚亞香港」）刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc.的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc.與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站（www.eastspring.com.hk）由瀚亞投資（香港）有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。