

HouseView

團隊觀點：2026年第三季 – 化解衝擊

環球市場觀點

精挑細選是關鍵所在

- **環球經濟呈現扭曲的發展形態，但仍未出現系統性崩潰。**美國關稅帶來的影響過後，中東局勢逐步穩定，但油價仍偏高，多數主要經濟體通脹仍高於目標。在美國中期選舉前，宏觀環境仍容易再度出現波動。
- **對投資者而言，重點不僅是市場走向，更在於潛在結果的分布。**各個地區、資產類別及市場看法之間的差距正在擴闊：美國仍然相對穩健，而歐洲及部分亞洲地區則對能源供應和價格變動更為敏感。各個市場的訊號出現分歧，債券市場表現反映趨向滯脹的走勢，股市則顯示為樂觀的增長環境。
- **這種分歧顯現在各種資產類別內。**通脹風險上升及維持較長時間的趨勢，正促使投資者將目光轉向價值型、收益型及高質素資產，而由AI主導的投資則支持著部分市場的增長及估值。股票與債券的相關性有所上升，使多元化投資變得較為複雜，並加強了採用更廣泛投資工具的必要性。
- **在此環境下，僅靠貝他值的投資策略恐怕不足以應對。**投資回報將取決能否審慎挑選不同國家、行業及投資工具，以及適應變化的能力。
- 任何紓困性反彈能否持續，取決於霍爾木茲海峽的能源供應是否能持續回復正常，以及是否能達成具可信度的政治解決方案。**我們的基本情境仍然是經濟具備韌性，但市場目前只是反映風險有所下降，而非完全消除。**

季度圖表

美國科技投資創新高

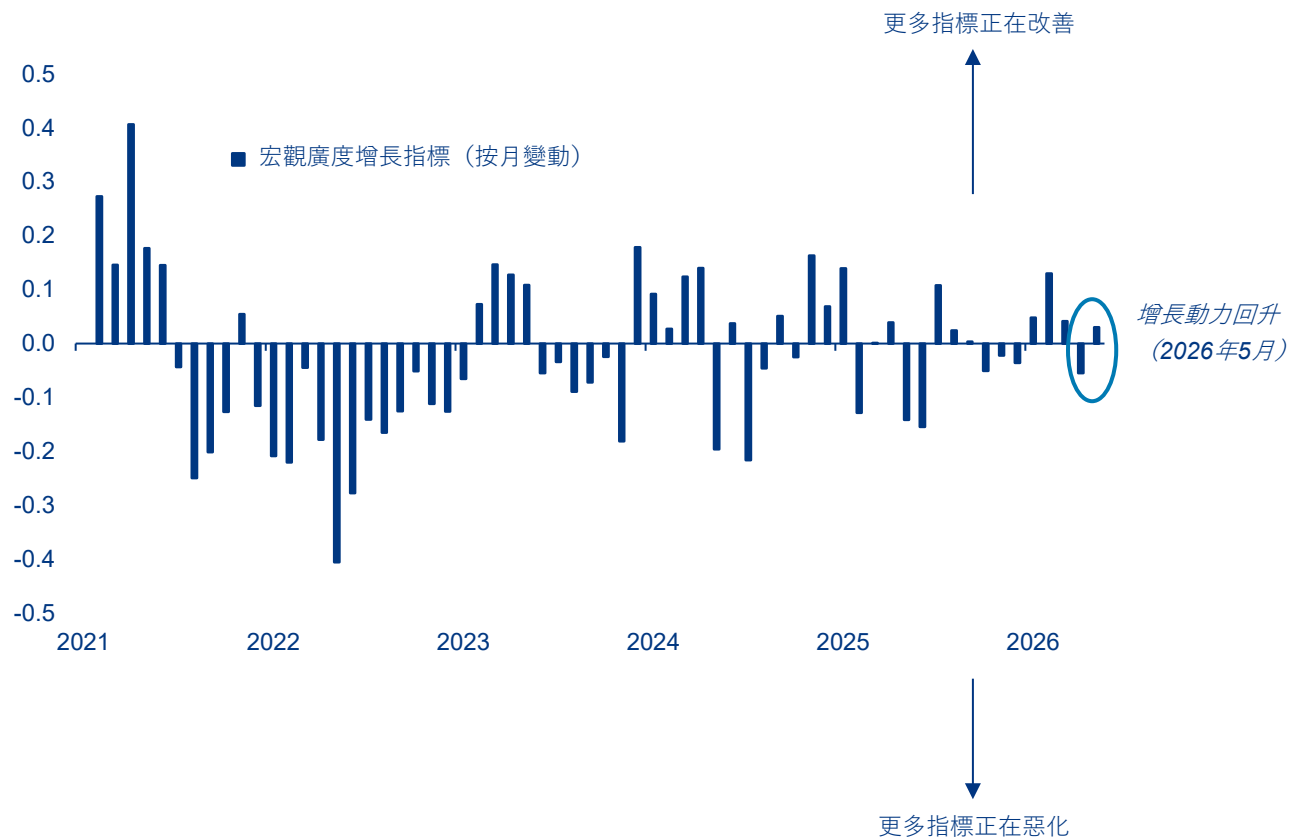
以佔國內生產總值（GDP）的比例計算，目前美國資訊科技投資已超越科網泡沫時期的高位，突顯人工智能（AI）週期不但未降溫，反而持續增強。



面對利淡因素仍保持增長

我們的宏觀廣度增長指標顯示，環球經濟表現出乎意料的仍具韌性——但僅止於目前

- 儘管地緣政治利淡風險持續，**我們的環球增長指標在5月有所回升**。持續的AI投資、金融環境仍具支持，加上消費者和企業具韌性，使環球經濟按預期發展。
- **地區方面，在能源衝擊下，AI投資正成為經濟表現的關鍵決定因素**，而美國的表現優於歐洲和日本。隨著年初刺激措施的效應逐漸消退，中國的經濟動力已有所減弱。
- 就行業而言，在中東戰爭期間，**服務業的弱勢已被製造業的強勁表現所抵銷**，後者受惠於與AI相關的投資，以及出於預防考量而出現的「提前備貨」效應。
- 綜上所述，這些複雜訊號顯示，面對居高不下的風險，環球經濟**局面正在扭曲，但並未破裂**。



我們獨有的宏觀廣度增長指標每個月追蹤354項環球、地區及國家的宏觀經濟數據走向。指標的按月變化範圍為-1至1，1（-1）的數值代表所有相關指標上升（下跌）。由於這些指數著重於變化的方向而非幅度，因此能夠評估相關宏觀趨勢的廣泛性，而且相關數據的歷史修正對其影響較少。資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博、Refinitiv（數據截至2026年5月31日）。

各地區受影響程度不一

美國

- 科技及與AI相關的投資持續推動經濟增長，其中資訊處理設備和軟件投資的貢獻度，已超越2000年底科網泡沫時期的高位。鑑於經濟增長仍具韌性，我們預期新任聯儲局主席沃什（Kevin Warsh）不會立即推動減息。若能源價格持續回落，或會重新打開減息空間，但現時通脹水平仍偏高，令聯儲局維持審慎立場。

歐洲

- 由於地理位置接近衝突地區，加上對能源進口依賴較高，因此歐洲特別容易受到近期衝擊影響。然而，財政刺激措施——尤其是德國——應可發揮一定穩定作用，而一旦局勢降溫，歐洲亦有望從中受惠更多。各大央行仍密切關注通脹走勢：若油價未見回落，歐洲央行在6月加息後，可能於9月再度加息；而英倫銀行則預期維持利率於3.75%不變。

亞洲

- 我們預期，中國在2026年初受到提前實施的財政措施的刺激後，經濟增長將會放緩。至於其他地區，台灣和南韓受惠於與美國AI投資週期相關的強勁需求。日本持續受惠於財政刺激措施，預料日本央行將維持循序漸進的政策正常化路徑，並於2026年加息50點子。

經濟增長：歐美兩地展望疲弱

實質GDP，按年變動%

地點	2025彭博市場預測	2026彭博市場預測	2026安聯投資預測
全球	3.2	3.0	↓
美國	2.2	2.2	↓
歐元區	1.5	0.8	↓
德國	0.3	0.7	↓
英國	1.4	0.8	↓
日本	1.2	0.7	↓
中國	5.0	4.6	=

通脹：歐洲最為脆弱

通脹，按年變動%

地點	2025彭博市場預測	2026彭博市場預測	2026安聯投資預測
全球	3.4	4.0	↑
美國	2.7	3.3	↑
歐元區	2.1	2.9	↑
德國	2.2	2.8	↑
英國	3.4	3.2	↑
日本	3.2	2.1	↑
中國	0.0	1.0	=

數據截至2026年5月21日。

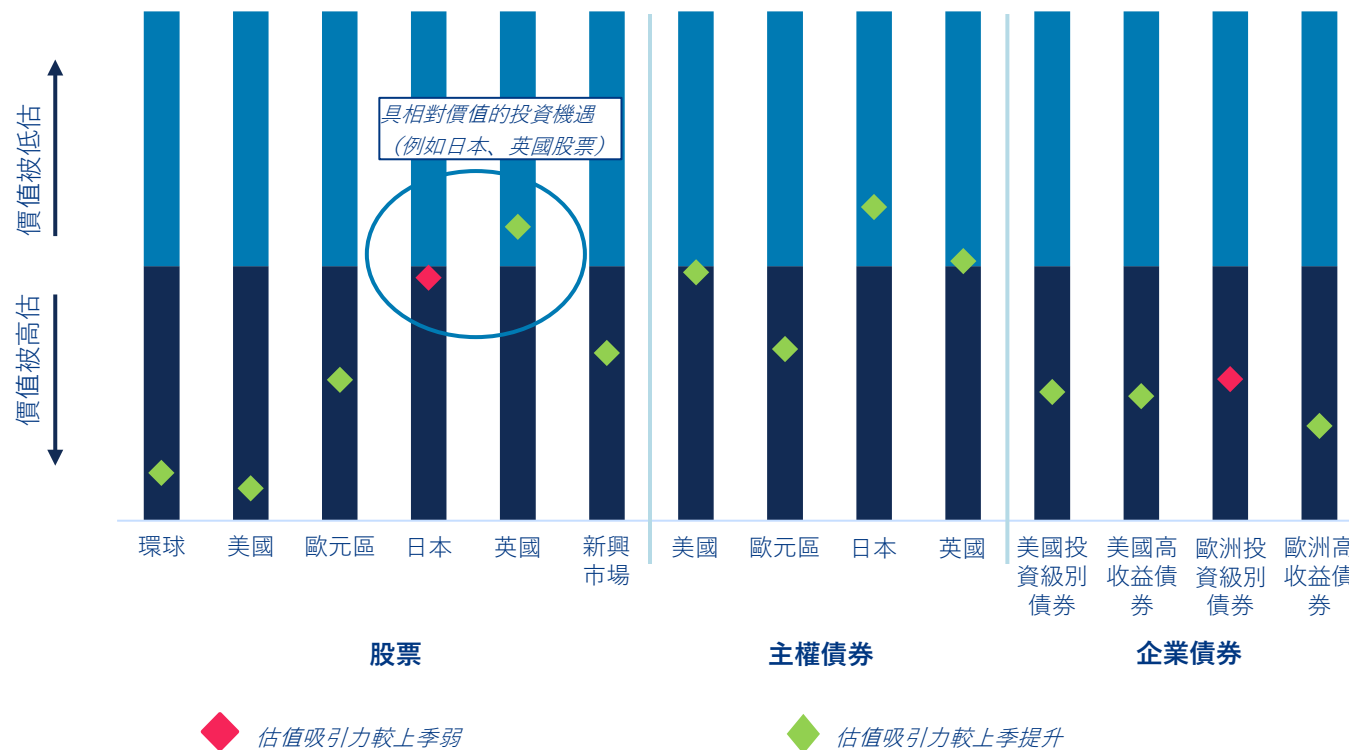
↑ = 安聯投資高於市場預測 ↓ = 安聯投資低於市場預測 = = 安聯投資與市場預測一致。

估值重整——創造更具選擇性的投資機會

債券和股票估值下滑

- 根據我們的分析，在最新數據中，我們追蹤的所有資產估值相比三個月前幾乎全都錄得輕微下滑。
- 對中東軍事衝突及通脹再度升溫的憂慮，是這次估值重置的主要原因，導致我們調查的資產中約有三分之一價值被低估或接近公允價值。
- 在價值將成為主導因素的環境下，這波重新定價可能創造機遇，惠及能夠捕捉市場細微變化及把握AI等長期趨勢的投資者。
- 根據我們的指標，日本和英國仍是估值最低的股市，儘管日本股市近期已錄得一定升幅。這兩個國家以及美國的主權債券亦被評較高的投資價值。

根據我們的分析，目前約有三分之一的資產處於或接近合理價值



我們的經濟及策略團隊的計算結果。

估值評分=相對於其歷史評分分佈的當前評分。股票估值根據席勒市盈率 (Shiller-PE)、市賬率、12個月預期市盈率。主權債券估值根據10年期實際利率和期限溢價。企業債券估值根據隱含違約機率和主權債券各自的估值。資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博、Datastream (數據截至2026年5月31日)。過往表現並不代表對未來回報的預測。本簡報所載之陳述，可能包括基於管理層的當前觀點及假設對未來預期的陳述及其他前瞻性陳述，涉及已知和未知的風險和不確定性，可能導致實際結果、表現或事件與此等陳述中明示或暗示的結果、表現或事件出現重大差異。我們並無義務更新任何前瞻性陳述。估值根據對經濟增長展望方面的最新假設。

資產類別確信度

股票

- **AI基礎建設正從訓練（建構模型）轉向大規模部署。**這使得需求不再局限於圖形處理器（GPU），反映半導體、數據中心設備及推動AI發展的技術領域，均將出現多元化的投資機遇。
- **價值型股票前景不俗，不僅能在AI主導的市場中為投資組合分散風險，更有望受惠於截然不同的宏觀格局。**經歷了漫長的「增長股」與超大型股主導的時期後，市場波動性加劇以及利率長期維持高位的憂慮，正推動市場目光轉投基本因素。
- **策略自主的重要性持續提升，且範圍不僅限於歐洲。**這從政府在國防、能源及關鍵基礎建設方面的開支增加可見一斑，帶動各行業的企業活動。除了國防外，追求自主的趨勢在能源轉型、數碼和金融基礎建設以及製造業中亦顯而易見。
- **在亞洲，股票具備受惠於全球主題的優勢，尤其是基礎建設、國防及AI開支。**基於AI在中國經濟中快速普及，該國因而在這方面脫穎而出。一個涵蓋硬件、軟件及基礎建設的整體生態系統正逐漸成形，並獲得強大的國內供應鏈及深厚的STEM人才基礎的支持。

定息收益

- 在當前環境下，潛在情境分佈異常廣泛，**透過證券選擇帶動回報的重要性日漸超越貝他值。**
- 核心利率市場的收益率顯著走高，但信貸市場尚未調整，顯示各資產類別消化衝擊的程度有所不同。**綜觀各地區和資產類別，主動管理存續期並聚焦於高質素信貸，有助減輕股票及利率波動。**
- **新興市場雖蘊藏機會，但投資者務須採取審慎篩選的方針，**例如偏好石油出口國多於進口國。我們亦看好秘魯15年期及巴西10年期本地利率債長倉。
- **中國出現再通脹趨勢的初步跡象，可能使人民幣成為最佳的分散風險工具之一。**考慮建立人民幣兌美元的結構性長倉。
- **信貸方面，我們偏好金融及非週期性消費領域，**且傾向投資級別債券，同時對週期性消費領域則持審慎態度。
- 儘管私募信貸存在雜音，但整體信貸基本因素在各個公募信貸市場仍保持穩健，違約率處於低位。**一旦息差擴大，即可能帶來買入良機。**

多元資產

- 儘管地緣政治局勢脆弱，**我們仍然看好股票，此觀點偏向基於系統性因素而非基本因素，**且相較於歐洲和日本，我們更青睞美國及新興市場。
- **隨著AI亦成為新興市場表現一股重要動力，**投資者應在廣泛分散的投資組合中管理集中風險。
- **定息收益方面，**儘管市場周期仍具挑戰，**我們認為債券就基本因素而言仍具價值。我們偏好新興市場債券，而在信貸領域，我們青睞美國及歐洲的投資級別債券多於高收益債券。**
- **外匯方面，**在美元近期回落之後，**我們對美元的觀點已回復至中性。**中期而言，隨著避險需求減退，加上資產估值與利率的利淡因素再度浮現，我們認為美元仍有進一步下跌空間。
- 在各國央行的政策獨立性及美元問題可能重新成為焦點的環境下，**我們對黃金持正面看法。我們繼續以大宗商品長倉作為關鍵的分散風險工具，**在偏好黃金的同時，對天然氣、石油、銅及白銀則持較為中性的立場。鑑於不確定性仍高，我們亦會運用期權策略，以進一步提升投資組合的分散效果。

私募市場 – 年中展望

- **韌性與回報潛力：** 私募市場具備良好條件，在基準利率上升、銀行監管趨嚴及息差擴大等因素的支持下，有望帶來可觀的經風險調整回報，持續創造相對於公開市場的投資機。
- **聚焦基本因素：** 近期頭條新聞促使市場更為密切審視資產估值、贖回及週期末段風險，進一步推動市場聚焦於基本因素、更高的透明度及更保守的資本結構。
- **分散投資依然至關重要：** 透過在不同策略、投資年份、地域，以及在一級與二級市場間進行配置，有助管理不確定性、確保平穩部署資金，並避免集中風險。
- **審慎篩選的重要性日增：** 各類資產和資產管理機構的表現分化加劇，提升了市場對嚴謹審核、有力的約束條款，以及具備深厚的交易發起及執行專業能力平台的需求。
- **二級市場資產作為核心配置：** 我們認為，由有限合夥人（LP）及普通合夥人（GP）主導的二級市場資產，能讓投資者接觸到成熟的投資組合、提升流動性，並可能帶來具吸引力的入市時機。
- **基礎建設受長期趨勢帶動：** 地緣政治動盪提高了能源安全和獨立的重要性，而數碼化及減碳則推動產品需求的增長，尤其是數據中心、電網及電力存儲等範疇。
- **私募信貸依舊吸引：** 私募信貸在中型市場融資中的角色日益重要，加上對基礎建設信貸、橫跨歐亞的直接放貸以及低相關性影響力策略的需求上升，共同支撐其持續增長。
- **私募股權逐步復甦：** 退出活動的改善可能有利市場復甦，而流動性限制則持續推動對二級市場產品的需求。

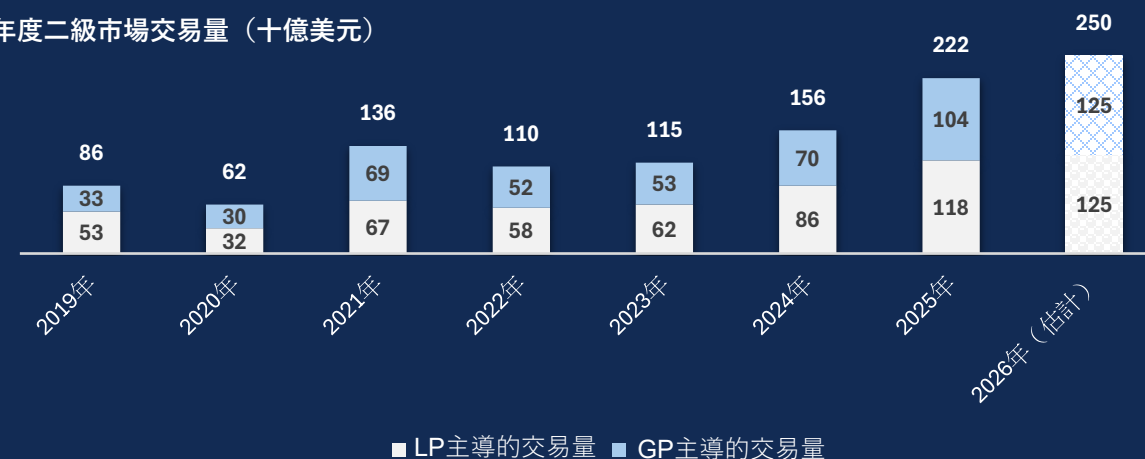
二級市場：從流動性工具到策略性配置

回顧歷史，相較於公募市場，私募市場的長期超額回報一直更為可觀，背後由非流動性溢價、營運價值創造，以及與眾不同的發掘項目能力所支持。根據Preqin的數據，截至2025年第三季的過去10年，私募股權年化回報率為13.7%，而基礎建設和私募信貸的回報率分別為9.5%和8.6%。

在此背景下，投資者正日漸轉向二級市場，以投資於成熟資產，同時提升投資組合的靈活性及加強流動性管理。二級市場於2025年首次突破2,000億美元，標誌著交易量連續兩年創下紀錄。受投資組合再平衡及流動性需求帶動，有限合夥人主導的交易達1,180億美元；而在延續工具及結構化流動性解決方案需求的支持下，普通合夥人主導的交易量則按年增加約50%，達1,040億美元。

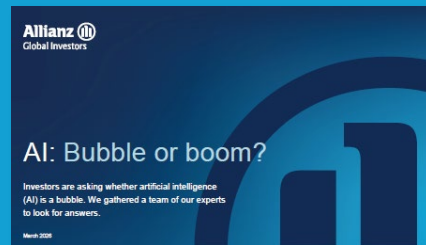
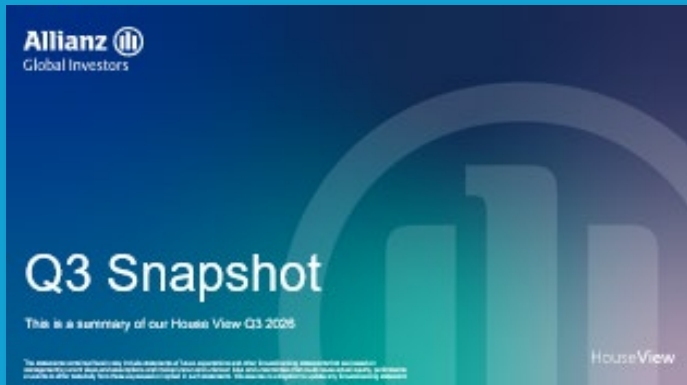
普通合夥人主導的交易現已確立為「第四種退出選項」，與發起人出售、策略性出售及首次公開發售並列，其中延續基金連續三年佔發起人支持的退出交易總額逾10%。儘管收購仍為最大的市場領域，但由普通合夥人主導的活動正日漸擴展至信貸、創投／增長型投資及基礎建設，反映其在私募市場中的採用變得更加廣泛。我們預期2026年的二級市場總交易量將突破2,500億美元。

年度二級市場交易量（十億美元）



發現更多見解

閱讀2026年第三季團隊觀點的概要



人工智能：泡沫期還是繁榮期？



頭條新聞以外：投資者如何評估企業爭議事件



AI顛覆性變革：信貸投資者的觀點



私募信貸——投資者正轉向歐洲



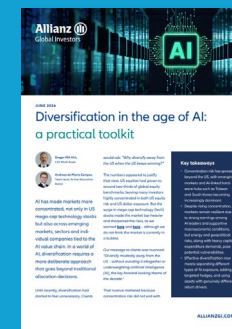
當平穩不再代表安全：駕馭全新的波動性環境



2026年中國：支撐穩健前景的五大因素



光纖、電力及數據中心：歐洲數碼自主的迫切需求



AI時代的分散投資：實用工具指南

免責聲明

本文件反映安聯投資投資團隊的第三季觀點。過往表現並不代表對未來回報的預測。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。但閣下若選擇不尋求專業諮詢，即應考慮本產品是否適合您投資。投資涉及風險，包括可能損失本金，以及投資於新興及發展中市場所伴隨之風險。基金經理及基金的過往表現、或任何估計、估算或預測並非未來表現的指引。本文件並未經任何監管當局審閱。

投資者投資於固定收益投資工具（如適用）可能須承受各種風險，包括但不局限於信用、利率、流通性及受限靈活性的風險。此風險受經濟環境和市場條件改變，因而會對投資價值構成不利影響。當票面利率上升時期，固定收益投資工具（如淡倉）的價值一般預期下降。當利率下降時期，價值也一般預期上升。流動性風險可能要推遲或阻止提款或贖回投資。

發行人: 香港-安聯環球投資亞太有限公司