

2025年10月

團隊觀點

2025年第四季

主動出擊，沉著應對

本文件反映安聯投資投資團隊的2025年第四季觀點。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的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。

環球市場觀點

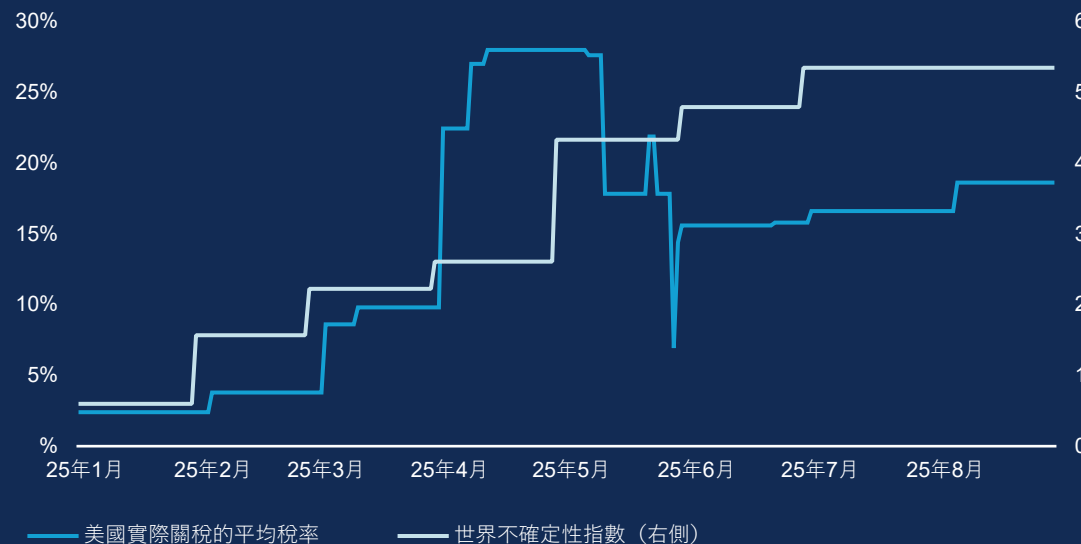
充斥變數的新世界

- **我們認為，2025年可分為兩個截然不同的時段。**特朗普總統年初公布關稅「解放日」，經歷初期的震盪後，市場意識到新現實狀況的來臨，不論是政治還是經濟環境，能見度有所下降。在這個不斷演變的宏觀環境雖需保持審慎，但亦為主動部署的投資者打開一扇機會之門。
- **環球經濟增長正逐步放緩並低於趨勢水平，各個地區均面臨廣泛有序的經濟發展減速。**隨着以美國持續對外貿易失衡為基礎的舊有全球模式逐漸式微，嶄新的地緣政治和經濟框架正逐步成形。歐洲國家重視主權（將國防開支擴展至其他策略性工業）等主題可能為這個新世界格局帶來投資機遇。
- **多元化投資將至關重要，包括把資金投向更廣泛的資產類別。**隨著各國採取貨幣和財政政策日益分化，環球投資形勢亦變得更加分裂。世界各地的債券收益率呈現不同的變動幅度，突顯多元化債券投資組合的重要性。
- **美國方面，通脹可能再次加速，部分由關稅政策引發。**至於全球其他地區，經濟增長減弱有望遏止通脹。隨著聯儲局最終恢復減息，若市場人士認為比起通脹數據的起伏，政治因素凌駕通脹走勢，將可能引發市場警號。
- **2025年餘下時間仍會出現挑戰，但情況不太可能進一步惡化。**除非市場出現重大利淡消息，否則市場不會決斷地採取避險行動。但隨著環球經濟邁進一個更為脆弱的階段，投資者應維持靈活應變的投資組合部署，並考慮加入波動性指數配置，以維持主動出擊，沉着應對的投資策略。

季度圖表

關稅引起的動盪過後，不確定性籠罩市場

年初以來，美國關稅新政成為市場的一大不確定性源頭。儘管美國與貿易夥伴磋商的最終關稅稅率已從高峰回落，但世界不確定性指數（World Uncertainty Index）*目前仍處於近期高位，意味著美國關稅遺留下來的影響是環球經濟走向變得難以預測。雖然這個局面可能對環球貿易帶來一定的挑戰，但經濟環境能見度降低反而可為主動型投資經理創造充沛的機遇。

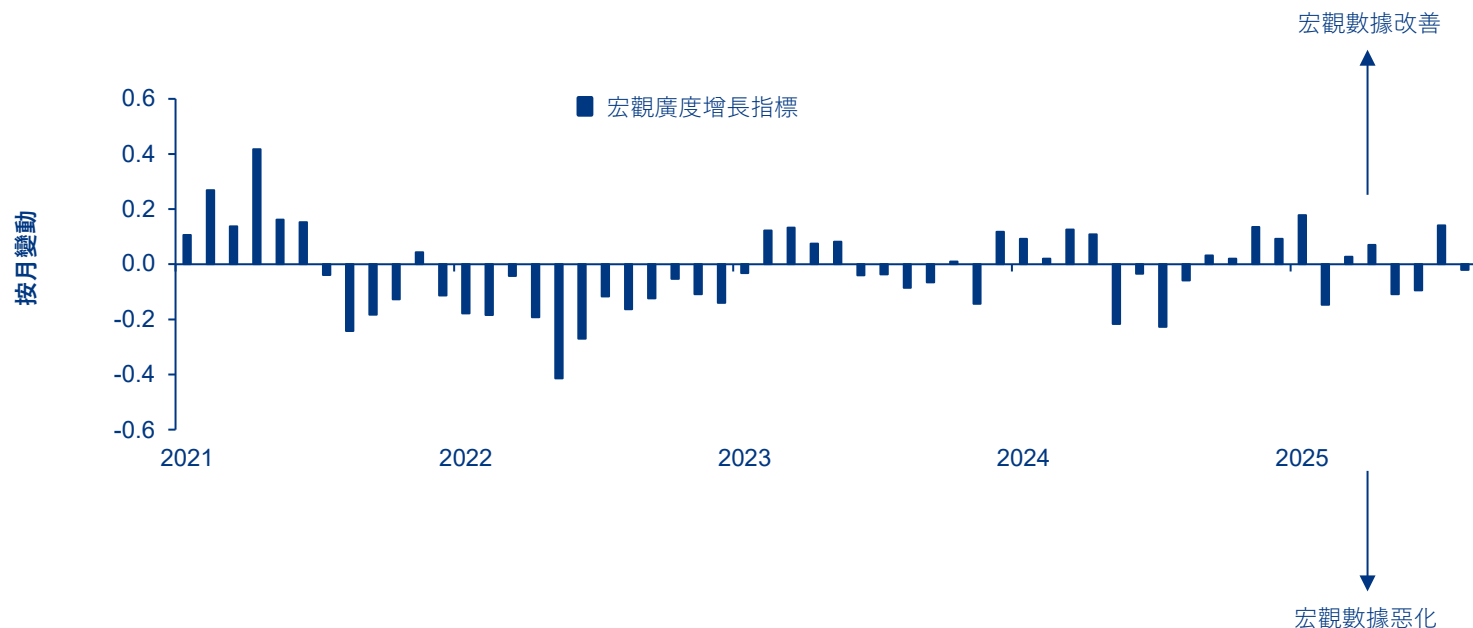


* 世界不確定性指數 (worlduncertaintyindex.com) 是根據經濟學人智庫 (Economist Intelligence Unit) 國家報告中出現「不確定」(uncertain) 字眼 (以及其變體用語) 的頻率而計算出來。較高的數值意味著較大的不確定性，反之亦然。
資料來源：安聯投資環球經濟及策略、Ahir, Bloom and Furceri編製的世界不確定性指數、國際貨幣基金組織、耶魯大學預算實驗室 (關稅稅率)，數據截至2025年8月7日。

經濟增長：經濟韌性的跡象－警惕滯脹風險

我們的宏觀廣度增長指標¹衡量全球各地的宏觀經濟數據，該指標扭轉其近期的反彈勢頭。

- 最近我們的環球增長指標仍輕微下滑，主要受企業及消費者信心回軟所影響，即使經濟活動數據略有改善。
- 地區方面，經濟廣泛出現增長放緩，其中以中國和巴西的幅度最大。同樣增長放緩但幅度較低的經濟體包括：美國、歐元區（五個月以來首次下跌）及英國。
- 日本、加拿大、韓國、印度和土耳其表現較為強勁。
- 服務業表現較製造業穩健，而前期因應美國關稅而提前生產所帶來的提振效應正逐步消退。



1) 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2025年8月31日）。

概覽：各地區的主要數據

美國

我們預料，隨著通脹反彈及經濟增長受壓，美國將出現滯脹風險。我們認為，隨著關稅引起的增加成本將轉嫁至消費者身上，加上削減移民會令勞工市場變得緊張，2025年及2026年的美國通脹率將較市場預測為高。美國聯儲局於9月減息25點子，啟動「預防性」減息週期，就此我們預期聯邦基金利率到2026年年中前降至3.5%。我們亦估計，到2026年上半年之前，特朗普總統的「大而美法案」都不會帶來財政刺激成效。

歐洲

我們有理由相信，歐洲經濟前景看好。通脹似乎已受控，且德國公共開支有望自2026年起擴大，對經濟增長前景帶來支持作用。法國政局不穩依然是風險所在，但若法國經濟大幅轉弱，我們預期到2025年年底前歐洲央行再減息25點子。另一方面，我們估計英倫銀行將再下調利率25點子，但減息時間或會押後。

亞洲

在多項政府補貼扶持措施的幫助下，中國經濟經歷三個季度的穩固增長，我們預期今年第三季起將會放緩。我們預計，中國政府將採取包括減息在內的額外刺激措施，但該等措施可能僅能夠限制下行風險。日本央行料將觀望更多經濟復甦跡象浮現，才會推動加息。

經濟增長：美國增長預計至2026年維持緩慢

實質國內生產總值（GDP），按年變動 %

地點	2024*	2025彭博市場預測†	2026彭博市場預測	2026安聯投資預測
全球	3.0	2.8	2.9	=
美國	2.8	1.6	1.7	↓
歐元區	0.7	1.1	1.1	↑
德國	-0.2	0.3	1.0	↑
英國	0.8	1.2	1.1	=
日本	0.1	1.0	0.8	=
中國	5.0	4.7	4.2	↑

通脹：美國以外地區的經濟轉弱，可能有助遏止通脹

通脹，按年變動%

地點	2024*	2025彭博市場預測†	2026彭博市場預測	2026安聯投資預測
全球	4.2	3.8	3.5	=
美國	3.0	2.8	2.8	↑
歐元區	2.4	2.1	1.9	↓
德國	2.5	2.1	2.0	=
英國	2.5	3.3	2.5	=
日本	2.7	3.0	1.8	=
中國	0.2	0.1	1.0	↓

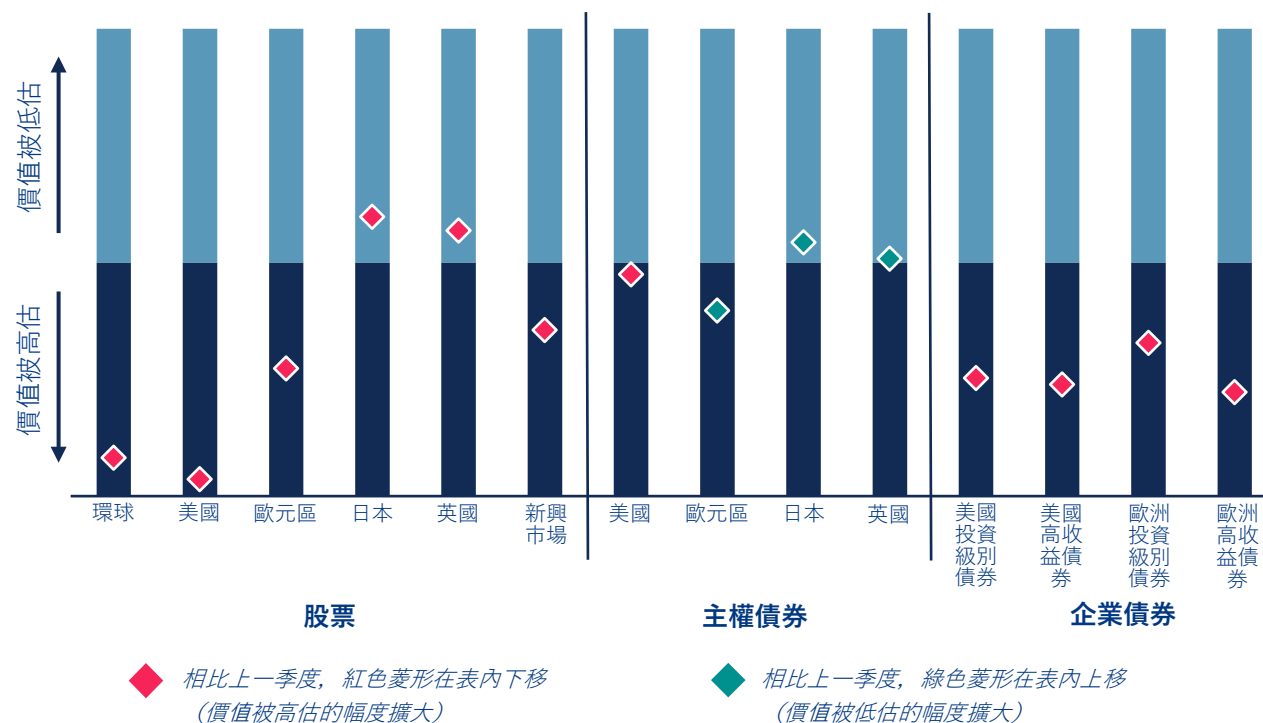
*2024年數據來自國際貨幣基金組織。數據截至2025年9月。†就2025年而言，我們所作的預測大部分與市場預測一致。

估值觀點：日本和英國資產估值偏低或有其原因？

個別主權債券的估值變得更具吸引力

- 過去三個月，大多數類別資產的價值有所上升，例外的資產包括日本、英國和歐元區主權債券，三者估值均低於本身的歷史水平。
- 在我們分析的資產中，日本股票仍屬估值最低，緊接其後是英國股票。按照我們的評估指標，日本和英國主權債券的價值看來亦有被低估跡象。
- 部分股市近期持續反彈，正好印證股票估值被低估而引發的活躍買盤。美國股票在我們分析的芸芸資產類別中估值最高，過去三個月再次攀升。上一次美國股票價值如此被高估的時間是2000年9月。
- 企業債券近月估值上升，歐洲投資級別定息收益資產在我們的篩選中屬值得吸納的選擇。

2025年8月底



我們的經濟及策略團隊的計算結果。

估值評分為相對過往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2025年8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的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

- **歐洲方面，國家策略性自主依舊是關鍵議題。**歐洲策略性行業的翹楚錄得令人信服的業務增長，但估值處於合理水平；北約成員國協議把國防開支之比例定為GDP的5%，屬史無前例之舉，大大有利航空航天和國防企業的發展。金融體系的穩健性和獨立性將是另一個的重大議題。
- **美國小型股或許能受惠於聯邦政府的政策以及製業回流美國的趨勢，**而同時其他地區的小型股亦呈現具吸引力的估值。受惠於融資環境改善及投資者風險胃納增加，減息可望利好小型股表現。
- **中資人工智能（AI）公司及相關科企表現領先，**加上內地房地產市道呈現復甦景象，均帶動中國股市造好。**印度致力推動的「上進型經濟」（aspiration economy）**似乎未受關稅憂慮影響 – 印度出口美國的貨品佔其GDP不足2%，加上有利的人口結構特點帶動長線的經濟增長。
- **在科技領域方面，人形機械人和智能機器發展愈來愈受到重視，**這全賴人工智能技術進步及領先企業的發展。人工智能的投資主題仍具吸引力 —— 市場或仍低估其潛力。
- **軟件股再次受到青睞，似乎毋須擔憂人工智能將損害軟件即服務（SaaS）的前景 –**企業軟件具高度複雜性及客製化特性，享有穩定收入及高利潤率。儘管仍具不確定性，人工智能的影響整體偏向正面，因為此技術有助簡化一般工作，讓人類專注在更高增值的工序。



定息收益

- **我們在個別市場傾向長存續期配置的策略，**這是因為增長存在下行風險。我們預期，美國等主要市場將出現收益率曲線陡峭現象。基於各國央行的貨幣政策路徑出現分歧，持有全球化利率配置是至關重要。
- **我們認為，相比美國國庫券市場，投資歐洲週邊國家利率債資產（例如西班牙）更具吸引力。**我們對法國持審慎態度，因其政治和財政風險正在升溫。
- **宜考慮美國通脹掛鉤債券（TIPS），**原因是市場似乎低估了美國通脹風險。
- **信貸方面，我們偏好優質投資級別債券發行人多於高收益債券發行人，**並聚焦於非週期性企業及銀行優先債。
- **新興市場債券受惠於具吸引力的利差及美元弱勢，**特別是巴西、南非及秘魯等本幣債券市場。亞洲信貸方面，我們繼續看好高收益債券的利差。
- **我們看淡美元，**因為美國經濟增長放緩、減息周期展開，以及聯儲局獨立性面臨更大挑戰。外匯方面，我們看好歐元和韓國兌美元的長倉。我們亦看好英鎊兌挪威克朗、澳元及人民幣的短倉。



多元資產

- **從跨資產角度看，我們偏好股票多於債券，看好債券多於現金。**我們認為，雖然企業基本因素轉差，但在市場廣泛承險氣氛下，股票能夠維持近期升勢。儘管我們立場是偏向持有股票長倉，但同時會積極運用期權策略以捕捉市場波動性帶來的機會。
- **新興市場仍是我們偏好的股票市場，**其利好因素包括美元疲弱、企業盈利改善、許多投資者配置偏低及股價勢頭良好。
- **我們對主權定息收益產品的展望維持大致中性，但繼續看好收益率曲線趨陡交易。**我們仍然偏好歐元區多於美國，原因是前者的通脹數據溫和且出現避險資金流動，但我們基於政治動盪原因而對法國持審慎態度。
- **受惠於審慎的財政和貨幣政策，新興市場債券正逐步成為值得看好的長線之選。**
- **鑑於美元作為全球儲備貨幣的地位備受考驗，黃金正逐步崛起，成為市場的首要避險資產，**而我們會繼續視之為終極的分散投資工具。我們長線看淡美元，並已部署短期進一步下跌的情境。

發掘 我們 更多 近期 見解



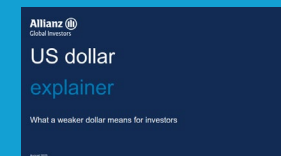
貿易戰過後 – 不妨
評估環球貿易和國
際合作的新時代
(只提供英文版本)



人工智能是否成為新一
代的「鐵路」？



破除新興市場債券的迷思
(只提供英文版本)



解構美元前景
(只提供英文版本)

免責聲明

本文件反映安聯投資投資團隊的第四季觀點。過往表現並不代表對未來回報的預測。
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。

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。

發行人: 香港—安聯環球投資亞太有限公司