

給投資人的一封信

2026 年，法國巴黎資產管理將開啟嶄新篇章。

透過整合安盛投資管理（AXA Investment Managers）及法國巴黎不動產投資管理（BNP Paribas Real Estate Investment Management）的專業優勢，我們將打造出躋身歐洲領先地位的資產管理機構。本機構將秉持多元布局、專業實力及雄心壯志，為橫跨所有資產類別、身處不同投資旅程階段的客戶提供服務。

截至 2025 年 9 月 30 日，我們的總資產管理規模（assets-under-management，AuM）達 1.6 兆歐元，其中長期儲蓄領域的資產管理規模達 8,500 億歐元，穩居歐洲領先地位。此外，亦是歐洲首屈一指的另類資產管理機構，資產管理規模達 3,000 億歐元。

此次整合，使我們具備關鍵且強大的差異化優勢，背後還有極度專業且享譽業界的團隊支持，成長潛力備受期待。

藉由合併，兩者互補優勢相結合——深厚投資實力、流動型及另類策略上的卓越績效，以及持續創造永續價值的共同承諾——使我們的影響力擴大、洞察力更精準，並能夠以更靈活的應變能力、更深厚的專業知識與更精準的洞察力，滿足客戶需求。

新的挑戰，新的契機

我們在瞬息萬變的環境下展開新篇章。長期關注的經濟成長、通貨膨脹與貨幣政策仍是核心議題，但其他驅使變革的因素也影響著投資格局。

未來十年極具深遠影響潛力的四大主題為：地緣政治、人口結構、科技與永續發展。策略性競爭及產業政策正在重塑全球貿易與供應鏈環境。

已開發國家及中國出生率下滑日益顯著，突顯出退休制度的資金缺口。此外，人工智能(artificial intelligence, AI)的快速普及，亦正改變生產力、投資模式與能源使用方式。

長期永續發展議題——氣候變遷、生物多樣性喪失及不平等加劇——將不斷重新定義資本市場的風險內容，使長期投資韌性持續面臨考驗。

不論是乾淨能源轉型、還是自然資源與社會資本管理，我們始終堅守應對社會與永續發展挑戰的承諾。而這些挑戰將持續形塑經濟成長模式，並影響投資人尋找契機的方向。

展望未來

對投資人而言，這些變化既帶來衝擊，也蘊藏潛能；須具備深度分析能力、主動判斷能力與跳脫共識、前瞻思考的勇氣，才能夠判斷趨勢將長久持續，或逐漸消逝。

我們的投資團隊始終專注此項使命，在整合過程中，持續發揮所長：將千變萬化的全球趨勢轉化成具信念的觀點，為客戶創造永續、長期的投資績效。

《2026 投資展望》以此觀點為核心，深入剖析全球趨勢因素如何重塑市場環境，新興價值與風險又從何而起。我們不僅矢志解讀變化，更致力於協助投資人以清晰思維、靈活心態與堅定目標應對變局。

我們以更宏大的規模、更廣博的專業實力及共同的抱負展望新的一年——目標將獨到見解化為永續投資成果，以回報所有信任我們的客戶。

法國巴黎資產管理暨安盛投資管理首席執行長 Sandro Perri

執行概要

全球經濟展現韌性

全球經濟以出乎意料的韌性邁入 2026 年。儘管貿易摩擦仍在持續，但在經濟活動復甦的鼓舞下，國際貨幣基金組織（International Monetary Fund）已將 2025 年經濟成長預測上修至 3.2%。

各區域前景呈現分化趨勢。歐洲重拾動能；德國政策回穩並進行重大財政調整，加上基礎建設及國防支出增加，預期將加速成長。

美國則面臨政策多重牽制帶來的挑戰——關稅及較寬鬆財政立場等新的政策方向導致總體經濟環境越趨複雜，可能會推升通膨壓力，而聯準會（Federal Reserve）目前更專注於勞動市場風險，未必會採取應對措施。

在亞洲，中國當局重點政策方向為定向刺激措施及先進製造業（advanced manufacturing）投資，而非以提振消費為主，預期經濟成長將進一步放緩。

市場展望：轉型期的契機與風險

貨幣政策、財政動態及市場結構演變將交互影響 2026 年的資產配置。

中央銀行(央行)採取持續寬鬆政策，美國與歐洲利率預期將會下降，固定收益市場有望受惠。

雖然主權債務（sovereign debt）殖利率可能因財政疑慮面臨上行壓力，尤其是在先進經濟體中，但信貸市場仍因其優異殖利率與穩健企業基本面，而獲整體環境支持。

隨著 AI 推動資本支出與生產力提升，美國科技企業獲利預期將強勁增長，股票市場將持續由科技業主導。

歐洲股票市場則因該地區追求更高戰略自主性而展現投資價值，為具前瞻性的投資人提供更多潛在機會。

在新興市場中，擁有強大科技產業的國家將受惠於美國殖利率下降及美元走弱，而出口導向型經濟體則可能面臨逆風。

投資主題：靈活性、永續性與結構性變革

在固定收益策略中保持靈活性，以因應經濟成長挑戰及通膨前景不穩定性，是 2026 年的關鍵投資主題。我們認為，防禦型產業、房地產及非投資等級債券仍存在投資機會，但須採取靈活、主動的策略。

私募資產，尤其是另類信貸與實體資產，受惠於基本面穩健及政策順風，持續吸引資金流入，而嚴謹篩選標的與信用分析亦愈趨重要。

永續發展仍是核心焦點——即便部分地區面臨政治阻力，隨著監管架構演進，歐洲及亞洲投資人在綠色債券、減碳行動與氣候解決方案仍居領先地位。

AI 具變革性潛力，其強勁基本面支撐估值，而創新為各產業創造新契機。同時，歐洲對戰略自主性的堅持，顯示長期趨勢朝更加韌性及多元化發展。

展望 2026 年，整體市場將因應全球經濟日益分化而持續變動，投資人應以靈活應變與嚴謹篩選為核心策略。

總體經濟與市場

總體經濟展望：韌性超出預期

法國巴黎資產管理總經研究及投資策略負責人 **Richard Barwell** 撰文

全球經濟在 2025 年展現出人意表的韌性。在解放日（Liberation Day）後不久，國際貨幣基金組織預測 2025 年全球經濟增長率為 2.8%，而在今年又上修至 3.2%¹。

市場普遍以採購經理人指數（Purchasing Managers' Indices，PMI）作為衡量經濟週期狀態的風向指標，多項指數顯示經濟活動自初夏開始復甦，且持續時間超過企業因應關稅而提前生產及貿易所引發的短暫反彈。因此，在邁入 2026 年之際，市場對於經濟成長前景的看法，明顯較 4 月初時樂觀。

歐元區經濟可望於 2026 年加速成長，貿易政策不確定性導致經濟成長受阻亦有望消退。春季時，多數企業暫緩資本支出，而隨著未來貿易安排日益明朗，預期投資活動將回升。同時，財政政策可望帶來新一波順風動能，促進經濟成長。

德國財政立場的結構性轉變，是今年歐洲最重大的總體經濟消息。基礎建設與國防支出增加，預期將逐步促使明年經濟活動升溫，提振德國經濟，並在一定程度上帶動整個歐元區經濟活動。此外，財政重整措施還包括永久下調餐廳消費增值稅（VAT）、以及能源費用補貼，皆可能對消費支出產生更即時的影響。

至於物價方面，未來幾年仍存在通膨放緩的空間，而全球貿易摩擦升溫可能會在其中發揮重要作用。我們認為，中國廉價產品重新流入歐洲市場，可能成為通膨放緩的新契機，而目前尚未被普遍市場共識充分反映。我們預期，2027 年通膨率將降至目標以下，促使歐洲央行在 2026 年底前進行數次降息，幅度可能超過目前市場價格反映的預期。

美國總統川普的政策議程主導了美國總體經濟展望。雖然各項政策措施帶來的量化影響仍待討論，但我們認為整體方向相當明確。關稅提高、財政立場趨於寬鬆、移民政策愈加收緊，即便對整體經濟最終影響尚不明朗，均可能增加通膨壓力。聯準會目前僅討論一次性物價上升（過去亦稱之為暫時性通膨），但我們認為，未來幾年通膨仍可能持續高於目標區間。

更重要的是，聯準會的反應機制正逐步演變。展望未來，預期聯準會將更加重視勞動市場結果，對通膨數據的關注相對降低。我們認為，這項轉變將導致聯準會未來幾年進一步降息，且幅度高於目前市場預期，即便就歷史經驗而言，現在的金融環境已屬寬鬆。

¹ 國際貨幣基金組織－全球經濟展望展現在政策轉變與複雜因素下的溫和變化（[Global Economic Outlook Shows Modest Change Amid Policy Shifts and Complex Forces](#)）

我們預期，中國經濟成長將在未來幾年放緩，並可能於 2027 年底低於 4%，即使相關政策刺激帶來助益。當局可能不會推出重磅方案（bazooka package），但預期會提前安排債券發行額度、進一步降息——從 2025 年第 4 季到 2026 年第 2 季，每季約 10 個基點（basis points，bp）——並對戰略性產業提供額外定向支持。

事實上，若中國僅依靠淨出口及房地產投資，經濟成長速度將難以達成習近平主席所設定的目標，在 2020 至 2035 年間達到人均國內生產毛額（per capita GDP）翻倍。多數中國觀察者認為消費能彌補此缺口，但我們不認同此看法。相反的，我們認為當局仍將採取以投資為主的經濟成長策略，聚焦於「新質生產力」，也就是先進製造業與科技領域。

總而言之，2026 年的經濟情勢因地而異。歐洲在經歷風暴後，有望重拾經濟動能；美國則面臨實質不確定性，聯準會在新領導層下將如何應對經濟交叉影響與政策環境為眾所關注。中國依舊聚焦於中期經濟成長前景，並尋求從以投資為主的策略中實現更多元平衡的經濟成長模式。

市場展望

固定收益：貨幣政策應有助於提振市場

- 債券市場有望在 2026 年持續獲得央行的的大力支持。
- 主權債市場仍可能因財政狀況引發投資人疑慮而面臨風險。
- 非投資等級債與新興市場債券在總體報酬率觀點下，仍具吸引力。

安盛投資管理核心投資部首席投資長 Chris Iggo 撰文

2026 年央行持續執行寬鬆政策，固定收益市場可望受惠。我們預期，美國方面為回應勞動市場走弱，將採取降息；而歐洲則可能因通膨進一步回落而調降利率。全球經濟韌性及相關措施應能控制財政疑慮，使整體殖利率曲線更能反映經濟成長及通膨前景。整體而言，儘管信用利差（credit spreads）收窄、企業槓桿上升跡象浮現，我們對信貸市場能持正面看法。

一如既往，央行政策仍是 2026 年債券市場前景的關鍵。市場預期主要央行將因應經濟成長風險與通膨下滑，調降短期利率至接近或低於估計的中性水準。國際貨幣基金組織最新的經濟成長預測雖優於 2025 年初，但仍指出先進經濟體在未來幾年恐難重回長期平均成長水準。

這顯示，只要通膨維持接近目標水準，央行便會採取更為支持的立場。展望明年，美國利率有望大幅下調至 3% 以下，並可能帶動美國公債市場（Treasury market）殖利率曲線進一步趨陡。然而，收益需求仍然強勁，尤其來自已成為結構性需求重要來源的美國保險產業。預期長期殖利率不會顯著偏離 2025 年所形成的交易區間。

歐洲潛能

歐洲央行（European Central Bank）於 2025 年 6 月將存款利率下調至 2.0%²。若通膨低於官方目標，未來仍可能進一步降息，而此舉將限制歐洲政府債券殖利率上升空間。然而，一旦德國啟動雄心勃勃的支出計畫，歐元區最大債券市場的債券供給將會增加，屆時可能對市場造成壓力。歐元區殖利率曲線有望趨陡。

非歐盟成員國之一的英國，則因市場僅預期英格蘭銀行（Bank of England）將進行有限度的寬鬆，而具吸引人的投資潛力。2026 年，預期英國公債殖利率將隨著通膨下降及財政政策收緊而走低。

儘管利率前景溫和，主權債券市場仍可能因財政因素，而面臨投資人疑慮加劇的風險。過去一年，政府公債殖利率相較於同期限的利率交換率（interest rate swap

² 歐洲央行，歐洲央行關鍵利率（[Key ECB interest rates](#)），2025 年 11 月。

rates)，有所上升——這反映風險溢酬（risk premiums）增加。即使降息，長期殖利率仍高於 2024 年底水準。

在先進經濟體中，政府債務水準的長期趨勢並不樂觀，可能進一步推升風險溢酬。然而，名目經濟成長（nominal growth）前景溫和，且各國政府試圖採取安撫債券市場投資人的政策措施，應可避免「財政恐慌（fiscal panic）」的狀況。收益率曲線趨陡，至少有潛力為投資人創造較先前回報較高、以利差收益為主的長期投資策略。

Credit bounce 信貸反彈

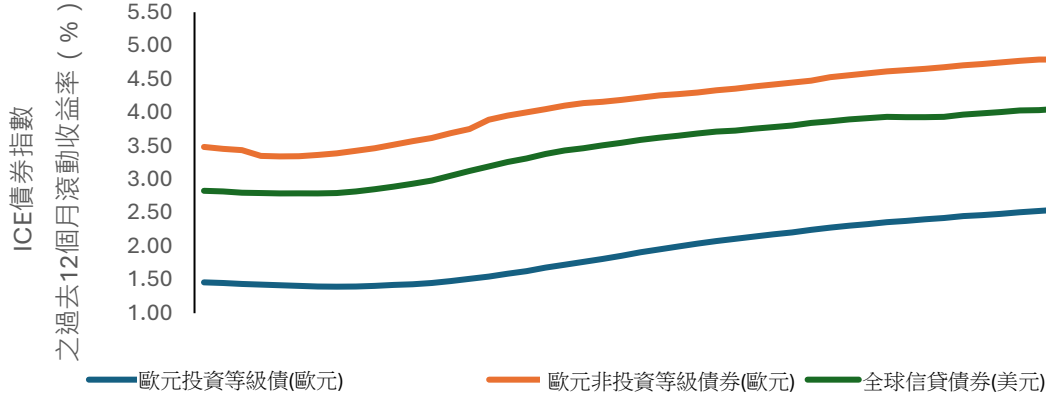
自 2025 年以來，信貸市場活動維持活躍，儘管發行量偏高，信用利差（credit spreads）在今年仍持續縮小。超額報酬（excess returns）維持正值，企業基本面依舊穩健。展望未來，信貸市場的表現取決於投資人是否持續認為具企業多元曝險性質的標的較財務狀況堪憂的主權債券更有價值。在此情形下，信貸市場殖利率極具吸引力，所帶來以收益為主的總報酬應相當可觀。

然而，以信用利差的角度來看，目前估值偏緊，主要風險在於信貸市場相對於公債市場將面臨一段表現不如預期的時期。經濟數據疲弱、股票市場波動加劇、私人或公共市場信用壓力上升，都可能導致此情形。

以地理角度分析，美國市場風險在於偏離溫和核心情境（benign core scenario）。同時面臨關稅及移民管制對勞動力供給的影響，可能導致通膨長期偏高。這不僅增加聯準會決策的不確定性，也使美國固定收益預期實質報酬變低，並可能對美元產生負面影響。若貨幣政策日益政治化（即財政主導，fiscal dominance），通常會導致通膨預期推升，進一步使美國收益曲線趨陡，並支撐通膨平衡水準（inflation break-even levels）。若經濟成長低於預期，投資人可能將注意力轉向美國財政前景，進而再次擴大美國利率與信貸市場的利差。

在沒有經濟成長或信用衝擊的情況下，債券投資人將以利差收益為主要投資主題，佔總報酬比重最大。因此，以總報酬角度而言，非投資等級債券與新興市場債券仍具吸引力。值得注意的是，儘管這兩類資產在 2025 年表現亮眼，投資人仍須注意估值水準。然而，非投資等級債券信用品質提升以及新興市場總體經濟表現進步，皆為此類市場帶來正面支撐。通常只有經濟成長受挫或信用市場動盪會造成固定收益市場出現顯著回調，而這兩種衝擊皆不在 2026 年核心情境的預期內，因此，投資人有望在穩健的債券收益中獲利。

圖表 1：特定固定收益指數之債券收益表現



*資料截至 2025 年 9 月 30 日。資料來源：ICE（洲際交易所）債券指數，彭博。

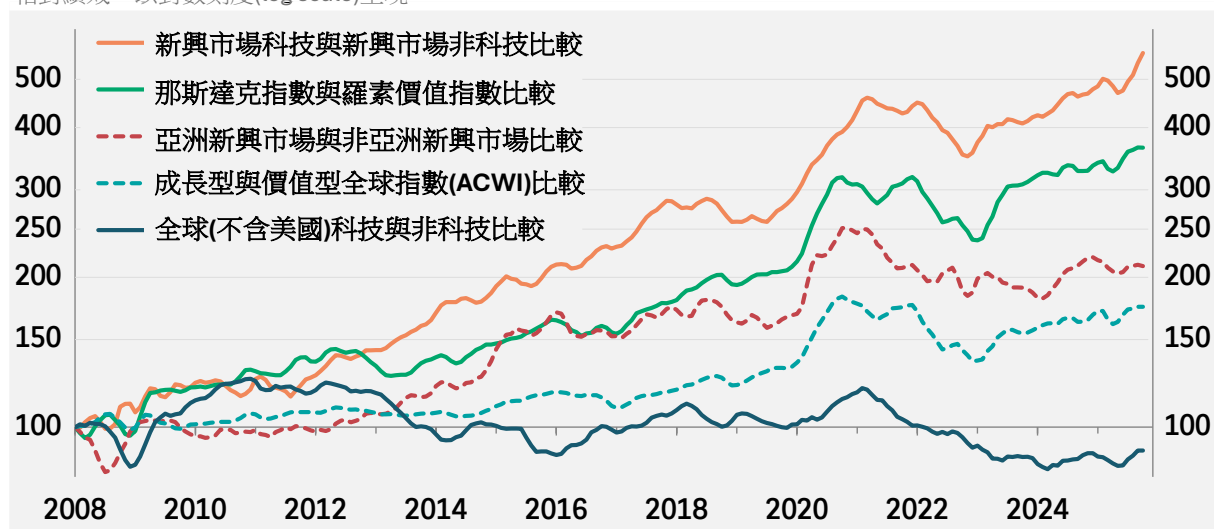
全球股市：巨大分化

法國巴黎資產管理，首席市場策略師 **Daniel Morris** 撰文

- 我們認為，由於 AI 持續帶動資本支出，2026 年科技企業獲利仍有望成長。
- 國際秩序在美國主導下不穩定性升高，促使歐洲朝向更高自主性發展，而其股票市場亦具投資價值。
- 中國國內經濟面臨挑戰，科技業為其最具獲利成長潛力的領域。

預期美國股市報酬率將呈現明顯分化，科技股報酬率將持續走揚，其餘產業則無明顯漲幅：自解放日後的低點至 10 月底，那斯達克 100 指數（Nasdaq 100 index）上漲了 50%，而羅素 1000 價值指數（Russell 1000 Value Index）則讓長期趨勢得以延續（參考圖表 1）。

圖表 1：科技因子為美國與新興市場超額表現的主要驅動力
相對績效，以對數刻度(log scale)呈現。



資料截至 2025 年 11 月 11 日。*涵蓋科技、綜合零售、互動媒體與服務領域。資料來源：FactSet、法國巴黎資產管理。

我們認為，隨著 AI 革新持續推動龐大資本支出，明年科技企業獲利可望維持強勁增長，儘管增長速度可能略微放緩——最終促使所有產業因此獲利。

AI 最深遠的影響最終將體現於各經濟領域，企業將因導入 AI 而使獲利成長，其中部分增益便來自勞動力成本降低。而美國勞動力市場的高度靈活性，AI 在美國的整合速度及程度，將較其他地區更快速、更完整。

2025 年那斯達克指數強勁漲幅與獲利增長大致相符，意指雖估值偏高，但並未明顯擴張。相較之下，羅素指數漲幅已超出獲利成長，使其本益比（price-earnings, P/E）達到非典型偏高的水準（參考圖表 2）。

圖表 2：選定股市預期本益比之 Z 分數（z-scores）數值

市場	美國	日本*	羅素1000 價值指數	已開發國 家	美國小型 股	那斯達克 指數	新興市場科 技相關產業*	新興市場非 科技相關產 業指數	歐洲
P/E	1.6	1.5	1.5	1.4	1.2	0.5	0.5	0.3	0.2

資料截至2025年11月11日。*分數自2010年起計算；其他指數數值自成立日起計算。
**科技、綜合零售、互動媒體與服務領域。資料來源：IBES、彭博、法國巴黎資產管理。

如果 AI 真的是即將破裂的泡沫，估值將迅速下降，但應不會發生 2022 年市場因利率而下行的情形，因為聯準會明年傾向降息，而非升息。

指數價格增幅低於獲利增幅，即能使指數本益比溫和回歸均值。鑑於 2026 年那斯達克指數預期獲利成長 15%，即使本益比有所收斂，仍有潛在可觀投資報酬。

價格增幅低於獲利增幅亦有助於美國小型股指數偏高的本益比回落。羅素 2000 指數前瞻性本益比（forward P/E）偏高，但獲利成長強勁，明年預期增長超過 40%。

鑑於美國總體經濟環境態勢積極——去管制化、併購行動增加、企業投資擴張、薪資成長、政策利率下降以及能源價格低廉——對於獲利預期是否實現，我們持樂觀態度。

儘管美國小型股因科技產業權重及長期優異表現，難以持續超過標準普爾 500 指數（標普 500 指數，S&P 500），但小型股仍提供投資人另一種參與美國經濟成長、同時避免增加科技股曝險的途徑。

歐洲自主性

歐洲企業近年面臨美國關稅、歐元走強及中國進口的壓力，因而備受挑戰。新一任美國政府引發國際政治與經濟秩序動盪，促使歐洲試圖降低對美國的依賴，例如採取強化國防能力等措施——此即「戰略自主（Strategic Autonomy）」倡議。

許多投資人期待政府針對基礎建設與國防領域推出財政刺激，以提振企業獲利成長。MSCI 歐洲航空航太與國防指數（Europe Aerospace & Defense index）預期明年企業獲利將增長逾 25%，我們認為，此舉將有助於緩解美國關稅為歐洲帶來的負面影響，並利於經濟模式轉型，降低對出口的依賴。

為平衡投資組合中的成長型資產曝險，投資人可參考美國羅素 1000 價值指數、MSCI 歐洲指數或 MSCI 日本指數，三者產業組成相似，對 2026 年獲利成長預期亦相近，分別為 8%、12% 及 13%。

雖然各地獲利成長率相近，但圖表 2 顯示估值存在明顯差距。美國與日本價值股的本益比均高於平均水準，而歐洲似乎最具投資價值。

新興市場潛能

美國公債殖利率偏低及美元走弱，通常為新興市場股票正面因素。然而，相較於國內市場龐大且持續成長、能穩定創造獲利的國家，出口導向型國家可能面臨較嚴峻的挑戰。

與美國情況類似，新興市場產生的卓越報酬主要也是來自科技產業。如圖表 1 所示，該產業相較於整體市場的超額表現，甚至超越那斯達克指數優於羅素價值指數的差距。

韓國、台灣與中國為科技產業規模最大的三個國家，而相較於以半導體為主要市場的台灣與韓國，中國展現出更高的產業多元性。我們認為，中國科技產業另具優勢，使其在當前美中貿易緊張的情勢下，所受衝擊程度相對較低。科技企業營收主要來自服務，而非商品，因此較不受關稅影響。鑑於中國國內市場規模龐大、工程人才水準優異（如 AI 模型 DeepSeek 開發者），以及具開發自有科技生態系統的雄心，我們認為，即便國內經濟面臨挑戰，中國科技企業仍有望實現可觀的未來獲利成長。

固定收益

靈活性成為 2026 年固定收益投資關鍵

- 2025 年固定收益資產報酬整體大多為正，但來年可能面臨逆風挑戰。
- 由於貨幣政策、通膨與經濟成長存在高度不確定性，因此採取靈活的債券投資策略至關重要。
- 我們仍在各類產業與領域中觀察到廣泛投資契機。

儘管面臨諸多挑戰與阻礙，2025 年各類固定收益資產類別報酬整體多為正值，其中收益水準（**income levels**）為主要推動因素。

然而，進入來年之際，市場可能面臨經濟成長放緩，並伴隨對貨幣政策與通膨走向的疑慮，而貿易政策的不確定性也成為討論焦點。

無庸置疑，投資人往後須採取更加靈活且具適應性的投資策略——欲應對市場的不穩定性，靈活性至關重要。

針對 2026 年市場前景，三位固定收益領域專家將分享其觀點及關注要點。

法國巴黎資產管理，全球綜合及絕對回報投資團隊主管 James McAlevey 撰文

近年來，投資人不得不在多重挑戰中前行——包括地緣政治不確定性、央行政策調整及近期美國接連推出的貿易關稅措施。

然而，我們所處的環境完全不同於 2022 年至 2024 年間的利率校準期（**interest rate recalibration period**），且當前情勢仍在迅速演變。許多央行開始實施降息——對於傳統債券策略而言為利多——但不確定性依然存在。

未來降息的幅度與速度仍存在變數。許多經濟體的通膨表現頑固超乎預期，而美國關稅政策可能導致物價在 2026 年進一步推升。我們可能正在邁入結構性通膨偏高的新時代，意謂著本輪利率下調幅度未必能如市場預期。與此同時，經濟成長前景轉弱，促使央行處境愈加艱難。

固定收益資產在五年前曾處於超低殖利率水準，歷經殖利率攀升後使其相對更具吸引力，然而前景仍舊不甚明朗。邁入 2026 年之際，無庸置疑，採取靈活、多元及具動態調整能力的債券投資策略將成為關鍵。

市場波動始終難以避免，但震盪之中亦蘊含契機——當前我們正觀察到全球債券市場的諸多投資潛能。例如，美元走弱趨勢對部分新興市場當地債券發行人尤其有利，因當地相對較高的殖利率足以補償相關風險。在已開發市場方面，當前美國政府機構不動產抵押貸款證券（**US agency mortgage-backed securities**）提供比美國投資等級公司債（**investment-grade corporate debt**）更高的殖利率，且信用風險也較低。

展望未來，鑑於跨境貿易的複雜性、政府高額舉債，以及地緣政治持續緊張，投資人要求對持有長期政府債券（maturity government debt）獲得額外補償是合理的，這意謂殖利率曲線可能愈發陡峭。我們的絕對報酬機會（absolute return opportunity）不受配置限制，能夠靈活調整投資組合，從陡峭的殖利率曲線中獲利，而這正是採取能同時增減固定收益資產配置的策略優勢之一。

固定收益市場前景仍受經濟不確定性籠罩。從基本面而言，我們認為投資人若採取傳統且靈活性較低的固定收益策略，仍舊會面臨顯著風險。因波動性加劇，固定收益領域中表現最佳與最差區域間的差距隨之擴大。在當前瞬息萬變且充滿不確定的經濟環境下——此情勢無疑將延續至 2026 年——採取全球化且具靈活性的投資策略像往常一樣至關重要。

安盛投資管理，歐元投資等級與非投資等級信用團隊主管 *Boutaina Deixonne* 撰文

過去數年，歐洲市場同樣無法倖免於多次波動衝擊，然而，在這充滿挑戰的環境下，企業整體展現出良好的調適能力，甚至逆勢表現強勁。

在邁入 2026 年之際，仍有數項議題需要留意——其中以 GDP 成長動能可能趨緩及貨幣政策潛在影響為最重要的兩項議題。

央行可能持續降息，通膨也可能呈現下行趨勢，但未來仍可能面臨更嚴峻的挑戰，尤其考量到美國貿易關稅的潛在衝擊。投資人須採取靈活且不受傳統框架限制的配置方式，並運用有助於管理信用利差及存續期風險（duration risk）投資策略。

儘管面臨接踵而至的逆風——無論已浮現或仍潛藏——我們仍在廣泛多元的產業中看見充足的投資契機，其中包括公用事業與電信等較具防禦性的產業，以及租金成長預期可望超越通膨的不動產領域。

這些產業態勢依然穩健，且普遍展現出穩健的資產負債表，相較於週期性產業，估值也非常具吸引力。此外，銀行與金融產業亦值得關注。為符合嚴謹的監管要求，銀行業普遍具備良好財務體質，不僅獲利率（profit margin）佳，且資本充足。事實上，銀行的獲利能力很可能持續受到資產管理費（asset-gathering fees）的支撐。

由於投資人尋求收益的需求持續強勁，資金流入歐洲信貸市場的情況非常活躍。歐洲投資等級債券收益率約為 3% 至 3.5%、非投資等級債券則約為 5%，我們預期此趨勢將持續到 2026 年，因為現金工具與貨幣市場的吸引力可能相對較低。

從基本面看，歐洲債券市場仍提供相對可觀的收益水準，隨著投資人持續鎖定具吸引力的殖利率，預期此需求將進一步增長。歐洲發行人信用品質保持良好，有助於抵禦潛在經濟放緩風險，然而，鑑於經濟成長、政府赤字、通膨及貨幣政策等總體經濟相關的諸多不確定性，我們認為，在當前環境下，投資人在資產配置上採取靈活敏捷的策略將至關重要。

永續發展

2026 年永續投資：持續邁向更具韌性的未來之路

法國巴黎資產管理永續部門全球負責人 *Jane Ambachtsheer* 與安盛投資管理永續暨核心產品與客戶部門主管 *Jane Wadia* 撰文

- 儘管永續投資歷經動盪期，歐洲及亞洲仍堅守永續發展的承諾。
- 掌握形塑 2026 年的關鍵趨勢至關重要——不僅只為風險管理，亦有助於洞察新的成長動能與機會來源。
- 氣候與淨零排放（net zero）仍是投資人首要任務，因此我們預期 2026 年投資焦點將集中於綠色債券（green bonds）、減碳策略及氣候與自然相關解決方案。

近年來，投資人所處的環境深受多重因素影響，包括衝突局勢、通膨壓力、極端氣候事件及日益加劇的顛覆性數位化轉型。這些因素以及形塑本世代的長期永續議題——如氣候變遷、生物多樣性喪失與不平等擴大——正重新定義資本市場風險版圖，並使長期投資韌性備受考驗。

同時，與永續相關的法規也在持續演進中，包括旨在精簡《企業永續報導指令》（CSRD，Corporate Sustainability Reporting Directive）的歐盟《永續簡化綜合套案》（Omnibus Directive）、《企業永續盡職調查指令》（CSDDD，Corporate Sustainability Due Diligence Directive）與《永續金融揭露規範》（SFDR，Sustainable Finance Disclosure Regulation）。

為因應法規疲勞，相關單位採取簡化措施以精簡流程。在確保堅守永續抱負的前提下，我們對此做法表示支持。在美國，對所謂「覺醒式」永續議程（‘woke’ sustainability agenda）持相當程度的抵制態度，但這種現象並未普及全球。

嶄新契機

身處瞬息萬變的環境，作為資產管理人，我們的責任是在資訊充分完備的前提下做出投資決策，並謹慎評估永續風險與投資機會。掌握形塑 2026 年的關鍵趨勢更是至關重要——不僅利於妥善管理風險，亦有助於洞察資本配置中的成長新動能與契機，乃至於執行得以應對投資組合與市場內系統性風險的盡職治理（stewardship）行動。

在 2026 年，投資人將以相互關連的方式應對形塑市場與經濟的社會及永續挑戰。為此，我們推出全球主題框架，協助識別相關風險與契機——以下為值得關注的重要面向。



資料來源：法國巴黎資產管理，2025 年 10 月。

- 人口結構

人口結構變遷、不平等現象、人才資本壓力、人權議題與公共衛生挑戰，正推升對於更具包容性與韌性系統的需求。雖然議題複雜，但也可能帶來創新解決方案及嶄新投資契機。

- 創新

科技進步同樣伴隨風險與機會。負責任開發（responsible development）AI 與強化網路韌性相當重要；同時，AI 亦是永續相關解決方案的重大助力，能夠提供可大規模應用且具擴展性的工具應對環境挑戰，亦能協助投資人與企業將環境保護、社會責任以及公司治理（Environmental, Social and Governance，ESG）洞見融入投資決策中，提升透明度並洞察長期永續價值。

- 環境與地緣政治

隨著氣候變遷實際影響愈加明顯，採取行動的迫切性也隨之增加。雖然朝向低碳經濟的轉型仍面臨政治和法規阻力，但推動此轉型的科技與社會變革仍在發展中，並將持續吸引投資人關注。亞太地區（Asia-Pacific region）在推動全球能源轉型方面居於領先地位，可能創造具潛力的投資機會。

在瞬息萬變的地緣政治中，良好的公司治理與商業道德，以及新興市場在永續整合方面的進展，將使永續成長不再受阻。

投資人，尤其是機構法人客戶，持續堅守投資策略

ESG 投資組合正歷經波動期，2025 年初曾經出現淨流出（net outflows）。然而，第二季出現強勁反彈，全球淨流入（net inflows）達 49 億美元，主因是歐洲投資人在前一季贖回 73 億美元後，又在本季增持 86 億美元，帶動此反彈。儘管第三季再度出現部分資金流出，但在股市上漲支撐下，整體永續基金資產仍上升至 3.7 兆美元，增幅約 4%。³

歐洲投資人仍堅定支持永續發展，而氣候議題依舊為首要任務。機構投資人——包括退休基金、保險公司與主權財富基金——不僅堅守其氣候承諾，更計畫進一步擴大投入規模。近期調查顯示，58%的英國與歐洲資產管理機構計劃在明年增加影響力投資（impact allocations）配置，且無機構法人打算減少投入。⁴

在亞太地區，多項永續發展重點議題持續取得進展——例如，該區預計在 2025 年創下永續債券發行量新高記錄。此外，該區 80%的資產所有人（asset owners）預期永續基金的資產管理規模將在未來兩年持續增加。⁵

我們認為，2025 年有三項氣候相關投資策略表現最為突出，預期在 2026 年仍會持續受到關注。

1. 綠色債券

綠色債券用於為再生能源、綠色建築與低碳運輸等專案提供融資，其風險與傳統債券相近，但具備更高的透明度與影響力報告機制（impact reporting）。十年前，綠色債券市場規模僅約 300 億歐元，現已成長至 1.9 兆歐元，並發展成涵蓋多元產業與發行人的全球性市場。雖然 2025 年發行量可能稍微低於 2024 年約 4,200 億歐元的歷史新高，但創新行動仍持續推進中，其中歐洲綠色債券尤其受到市場關注。涵蓋綠色、社會責任以及永續發展（green, social, and sustainability，GSS）債券的整體市場以綠色債券為根基，規模已達 3 兆歐

³ 資料來源：《晨星雜誌》「全球永續基金流向：2025 年 Q2 回顧」（[Global Sustainable Fund Flows: Q2 2025 in Review](#)）、「全球永續資金流向：2025 年 Q3 回顧」 | 晨星雜誌（[Global Sustainable Fund Flows: Q3 2025 in Review | Morningstar](#)）

⁴ Pensions for Purpose（倡議機構）——「近所有（93%）的英國與歐洲機構投資人對於川普上任後的永續相關發展感到「擔憂」—新聞發佈 | Pensions for Purpose（[Pensions for Purpose / Nearly all \(93%\) of UK and European institutional investors "concerned" about sustainability under a Trump presidency – press release | Pensions For Purpose](#)）

⁵ 摩根士丹利（Morgan Stanley），2025 年 7 月。

元，與歐元投資等級信貸市場相當。⁶鑑於現今綠色債券早已進入主流市場，且殖利率通常與傳統債券相近，市場現況可謂符合預期。

2. 減碳

資產所有人正從承諾邁向實際行動，開始採用如「淨零排放投資框架」(Net Zero Investment Framework) 及「氣候相關財務揭露」(Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD) 等架構。減碳策略專注於尋找與低碳經濟轉型相關的投資機會，並致力於降低碳排曝險，在股票與固定收益市場持續受到重視，而以氣候及巴黎協定為指標之 ETF (Climate and Paris-Aligned Benchmark exchange-traded funds) 也越來越受到關注。

3. 氣候與自然相關解決方案

投資人正在將資金配置於應對氣候與生物多樣性挑戰的解決方案，包括乾淨能源 (clean energy)、永續農業、韌性基礎建設及水資源管理。其目標在於投資財務健全且具擴展能力的企業，而這些企業能夠提供可量化的環境效益，例如減少碳排、或進行生態復育。氣候變遷與生物多樣性喪失屬於系統性議題，需具備相應規模的解決方案才得以應對。環境相關策略不僅有助於管理實際上的氣候風險，亦利於在尚未充分開發的市場中開啟投資新契機。

展望未來

儘管美國政策有所調整，歐洲在永續投資領域仍居領先地位，提供投資人具良好風險報酬特性、兼具吸引力且機會充足的投資管道——歐洲政府、企業與投資人均持續堅持推動相關進程。對歐洲投資人而言，永續並非只是一時趨勢，而是關鍵性策略布局。而亞太區在推動能源轉型中扮演的角色亦越發重要，顯見全球永續投資正由這兩大區域共同推動，形成明確的發展重心。

⁶ 所有綠色債券與 GSS 債券數據來源：彭博，截至 2025 年 10 月 6 日。

股票

美國股票

人工智能（AI）：目前尚未泡沫化...

法國巴黎資產管理，資深研究分析師暨 ESG 主管 **Pamela Hegarty** 與投資組合經理 **Derek Glynn** 撰文

AI 是自網路發展以來，影響力最為深遠的數位轉型主題。2022 年 11 月，ChatGPT 正式公開上線，所引發的投資與創新浪潮至今仍持續升溫。市場對這項新技術蘊含的潛能愈發期待，同時也為投資人及該產業的參與者產生疑慮：是否我們正步入產業泡沫？我們目前的結論是，AI 尚未泡沫化.....至少目前如此。我們正謹慎審視相關風險，以及其與過去網際網路與電信泡沫（即網路泡沫，dotcom era）相似之處。

相關風險與相似情況包括：

- 各方為搶先推出領先的 AI 模型而展開裝備競賽，這可能導致基礎設施過度建設，因為並非所有參與者最終都能取得成功。
- AI 模型的訓練及運行需大規模前期資本投入，而相關收入與獲利通常在未來才能實現，這使得許多 AI 項目的投入資本報酬率（return on invested capital，ROIC）存在高度不確定性。
- 債務融資增加，包括使用私募信貸（private credit）與表外結構（off-balance sheet structures）（合資企業（joint ventures）與特殊目的實體）。此外，部分案例以圖形處理器（屬快速折舊資產，Graphics Processing Units，GPU）作為借款抵押品，均大幅提高風險。
- 供應商與客戶之間出現循環性關係，即顯示警訊出現。其中交織的財務依存關係恐成為系統性風險，我們對此心存疑慮。

從正面角度觀察，在多項緩和因素的支撐下，我們對於 AI 尚未進入泡沫化階段持有信心。

- 主要雲端服務供應商（cloud service providers，CSPs）為規模龐大且理性運作的企業，具備財務狀況健全、現金流自由充足特性。迄今為止，他們主要透過營運現金流自籌 AI 資本支出（capex）。回顧 1990 年代末的網際網路與電信泡沫時期，當時承擔基礎建設投資壓力的公司多依賴債務融資，且缺乏穩定產生現金流的業務單位，難以支撐完整的景氣循環週期。
- 現在仍處於 AI 運用的早期階段，潛在應用案例正持續增加。近期調查顯示，至少在一個部門使用 AI 的企業達 78%，僅 16% 的企業在五個以上的部門部署

AI⁷。代理式 AI (Agentic AI) 有望開創新的應用方式，在 AI 驅動之下，自主代理 (autonomous agents) 系統能夠在整個資訊科技 (Information Technology, IT) 系統與數據間進行推理、規劃及執行，進一步推動多項任務自動化。隨著 AI 機器人與其他消費性裝置功能結合，實體 AI (Physical AI) 也逐步興起。在技術採用週期 (technology adoption cycles) 中，大規模獲利前投入大量資本實屬常態。

- 目前基礎建設 (包括高速網路、智慧型手機及其他網路連接裝置) 已完備，能夠立即為終端用戶提供由 AI 驅動的應用程式。在網際網路及電信泡沫時期，準備還未如此周全，當光纖建設完成時，寬頻網路的「最後一哩路」仍在建置中，智慧型手機亦尚未普及。由於現今基礎建設完備，投身創新領域者能夠更快速獲取收益與投資回報。例如，截至 2025 年 10 月，ChatGPT 每週活躍用戶在三年內成長至 8 億，相較之下，網路普及耗時了 13 年。
- 公開交易的科技股估值尚未過度膨脹，遠低於 1990 年代末的水準。雖然目前市場預期偏高，與當時相似，但多數 AI 領先企業的估值仍屬合理範圍。在泡沫化情況下，估值往往會脫離基本面，投資人會因收益預期過高而付出高倍數溢價。我們認為，目前較具投機性的 AI 估值主要集中在私人市場，而多數 AI 企業仍在私募階段，使公開股票市場暫時不會受到衝擊。

圖表 1：MSCI IT 指數估值遠低於網路泡沫時期水準

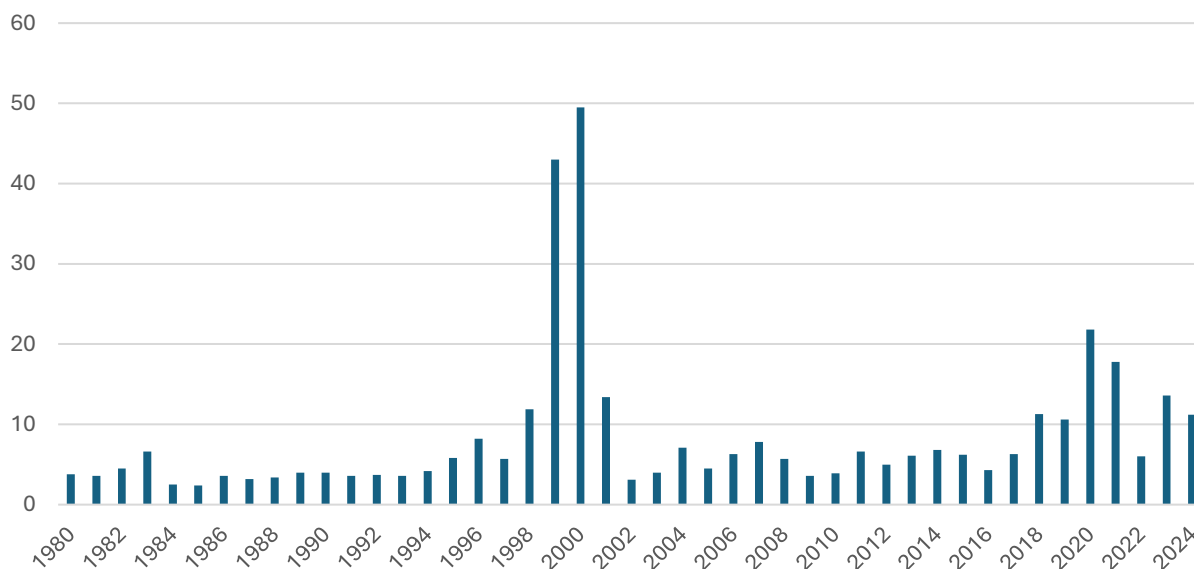


資料來源：MSCI、彭博。數據截至 2025 年 9 月 30 日。

目前市場對於高預期收益仍維持合理倍數。預期收益倍數較十年前高，反映出成長型企業擁有更高的獲利率與股東權益報酬率 (returns on equity, ROE)。在網際網路與電信泡沫期間，投資人對高預期給予極高倍數。例如，科技產業首次公開發行 (initial public offerings, IPOs) 時，股價營收比 (price to sales, P/S) 中位數在 1999 年飆升至 43 倍，在 2000 年更達 49.5 倍。

⁷資料來源：麥肯錫 (McKinsey & Company)，2025 年 3 月。「AI 現況：組織如何重構以創造價值」(The state of AI: How organizations are rewiring to capture value)

圖表 2：科技產業首次公開發行之年度股價營收比中位數



資料來源：Jay R. Ritter，《首次公開發行：統計數據更新（Initial Public Offerings: Updated Statistics）》4a 表格，佛羅里達大學。數據資料截至 2025 年 9 月 29 日。

總而言之，我們認為 AI 主題尚未進入泡沫化階段。對 AI 領先企業的市場預期雖高，但估值仍屬合理範圍。然而，我們仍保持警覺，持續監測多項風險因素，並留意投資週期可能出現的調整期跡象。隨著競爭優勢企業浮現，產業整合與變局可能逐步出現。我們將持續聚焦於公司層級自下而上的基本面研究，以識別勝出者、避開潛在失敗者，並密切追蹤普及 AI 的發展進程。

歐洲股票

歐洲戰略自主：長期投資契機

法國巴黎資產管理，股票投資組合部門主管 **Lazare Hounhouayenou**、股票與解決方案部門投資組合經理人 **Mathieu Jourde** 與投資顧問 **Sebastien Taldir** 撰文

- 歐洲投入數十億歐元於國防領域，且預期投資規模將持續擴大。
- 該產業估值具吸引力，且成長幅度遠高於其他領域。
- 產業與科技韌性仍為政策重點，且蘊藏多項長期投資契機。

歐洲正追求更深化的戰略自主，這原本僅是後疫情時期的政策口號，現已轉化為具體的財政實踐，蘊含可觀的投資潛力——現今歐洲每年在國防、產業韌性及關鍵科技領域投入數十億歐元。

過去歐洲國防並未如此受到重視，隨著俄烏衝突（Russia/Ukraine conflict）加劇及近期美國總統川普政府對北大西洋公約組織（NATO）成員國施加壓力，歐洲自 2022 年起對國防領域的投入顯著增加，現已成為首要任務。⁸

這僅只是開始。2025 年 6 月在荷蘭海牙（The Hague）的北約高峰會上，北約成員國承諾到 2035 年前，每年將投入相當於 GDP 的 3.5% 於核心國防需求，並將相當於 GDP 的 1.5% 用於國防與安全相關的支出。⁹

面對充滿雄心的目標，市場態度相對謹慎，而部分國家因公共支出壓力沈重，對大幅度增加預算的意願也較為保守。然而，發展方向已相當明確：目前已有多項計畫旨在支持相關目標，其中尤以歐盟預算達 8,000 億歐元的「歐洲再武裝計畫（ReArm Europe Plan）／備戰 2030（Readiness 2030）」最為關鍵。未來數年安全相關支出將持續上升，並可能為投資人帶來新的潛在契機。¹⁰

市場具投資潛力

歐洲防衛局（European Defence Agency）的資料顯示，預計在 2030 年前，歐洲投資人的整體潛在市場（total addressable market）每年將增長約 29%¹¹。該研究假設，到 2030 年前，歐洲國防支出將相當於 GDP 的 3%（相較於北約成員國協議的 3.5% 以及

⁸ 《北約成員國國防支出》（[Defence Expenditure of Nato Countries](#)）

⁹ 北約——主題：國防支出與北約 5% 承諾（[NATO – Topic: Defence expenditures and NATO’s 5% commitment](#)）

¹⁰ 《歐盟國防經費》 | 歐洲議會智庫 | 歐洲議會（[EU defence funding | Epthinktank | European Parliament](#)）

¹¹ 歐洲防衛局報告，《2024 年-2025 年國防資料》（[European Defence Agency Report, Defence Data 2024 – 2025](#)）。

先前的 2%)，並逐步達成 65% 的零組件由歐洲供應的目標¹²，同時將裝備支出的比重調整成略高於人事支出。

自 2022 年以來，該領域估值已顯著調整，但仍低於美國同業水準，而成長速度則遠超過歐洲其他產業：

圖表 1：選定股票指數之估值比率

FactSet 分析彙整之估值比率 數據截至 2025/10/21	PEG – NTM	P/E – NTM	FCF Yield – NTM	P/Sales – NTM
MSCI 歐洲指數	1.695	14.64	4.81%	1.66
MSCI 歐洲航空航太與國防指數	1.545	30.77	3.19%	2.67
MSCI 世界航空航太與國防指數	1.97	32.26	3.16%	2.81
MSCI 世界指數	1.934	20.39	3.71%	2.65

NTM (Next Twelve Months)：未來十二個月、PEG (Price Earnings Growth Ratio)：股價盈餘成長比率、P/E (Price-to-Earnings Ratio)：本益比、FCF (Free Cash Flow)：自由現金流、P/Sales (Price to Sales)：股價營收比。數據截至 2025 年 10 月 21 日，資料來源 FactSet。

鑑於子產業成長快速，其估值比率仍低於整體市場水準。

烏克蘭與俄羅斯停火可能性的消息仍存在不確定性，因此，投資人短期內仍需對潛在波動保持警覺。然而，近期財務報告與訂單狀況對市場具提振效果；例如，TKMS——近期自蒂森克虜伯集團 (ThyssenKrupp) 分拆出的海事業務公司——未交付訂單量龐大，交期已延至 2040 年。¹³

同時，許多跡象顯示，歐洲防衛領域正在進行重組：TKMS 完成分拆、萊茵金屬 (Rheinmetall) 收購呂爾森海軍艦艇公司 (Naval Vessels Lürssen)，以及航太業務公司空中巴士 (Airbus)、達利斯 (Thales) 與李奧納多 (Leonardo) 聯合推出「婆羅摩衛星計畫」(Bromo satellite project)——上述發展均為投資該領域提供了潛在的額外機會。

產業、IT、公用事業與基礎資源：邁向自主的漫長之路

產業、IT、公用事業與基礎資源是確保供應鏈穩定的四大基石，對於晶片、能源及綠色與數位轉型的關鍵原物料而言，尤為重要。為支持這些領域的發展，歐盟及部分成員國推動多項政策與計劃：

¹² SAFE | 歐洲安全行動——歐洲聯盟委員會 (SAFE | Security Action for Europe – European Commission)

¹³ 《價值 8 億歐元的潛艇現代化重大訂單》，出自 TKMS 集團官方網站 (Major order of € 800 million for submarine modernization – TKMS Group Website)

- 歐盟 REPowerEU 計畫，目標在 2030 年前逐步擺脫對俄羅斯能源進口的依賴¹⁴：此計劃獲得 3,000 億歐元資金支持，主要來自「復甦與韌性機制」(Recovery and Resilience Facility)。¹⁵
- 預計於 2030 年前籌措約 1,000 億歐元資金，用於支持能源密集型產業減碳轉型。¹⁶
- 德國「債務煞車」(Schuldenbremse, debt brake) 改革案於 2025 年 3 月獲國會批准，允許設立 5,000 億歐元特別基金，並將在未來數年內分批投入 (2026 年計畫投入 830 億歐元)，主要用於投資基礎設施 (運輸、能源、數位網路) 與綠色轉型。¹⁷
- 歐盟《關鍵原物料法案》(Critical Raw Materials Act) 設定 2030 年前歐盟境內開採 (10%)、加工 (40%) 及回收 (25%) 的目標。該法案無專屬預算，旨在透過簡化行政流程與縮短審批時程支持產業發展¹⁸。隨著中國政府限制稀土 (rare earth) 出口，此法案重要性日益提高。
- 歐洲層級《晶片法案》(Chips Act) 動用公司部門承諾資金達 430 億歐元，預計在 2030 年前分批投入。¹⁹

從更長遠的角度來看，歐盟委員會於 2025 年提出涵蓋 2028 年至 2034 年的「多年期財務框架」(Multiannual Financial Framework)，總預算達 2 兆歐元，旨在強化歐盟戰略自主性與韌性。此預算相當於未來七年期間歐盟 GDP 的 1.26%，相較前次提出 2021 年至 2027 年總預算 1 兆歐元，增加了一倍。²⁰該計劃設立規模約 4,090 億歐元的「歐洲競爭力基金」(European Competitiveness Fund)，將用於支持戰略性技術，包括乾淨能源、數位轉型、生物科技以及國防產業。

此外，歐盟旗艦研究計畫 Horizon Europe 獲配 1,750 億歐元，旨在支持從概念構想到規模化執行的所有創新行動。預期這項額外投入將為上述產業及更廣泛的其他領域創造新的投資機會。

¹⁴ REPowerEU

¹⁵ 「復甦與韌性機制」——歐洲聯盟委員會 ([Recovery and Resilience Facility – European Commission](#))

¹⁶ 《潔淨產業協定》——歐洲聯盟委員會 ([Clean Industrial Deal – European Commission](#))

¹⁷ 德國聯邦財政部——《未來數年的財政基礎：德國政府已通過 2025 年聯邦預算案，並制定至 2029 年的基準數據，同時啟動總額 5,000 億歐元的投資方案實施計畫。》([Federal Ministry of Finance – Fiscal foundations for the coming years: German government adopts 2025 federal budget, benchmark figures to 2029 and implementation of the €500bn investment package](#))

¹⁸ 《關鍵原物料法案》——內部市場、產業、企業與中小企業 ([Critical Raw Materials Act – Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs](#))

¹⁹ 《歐洲層級晶片法案》——歐洲聯盟委員會 ([European Chips Act – European Commission](#))

²⁰ 歐盟 2028 年至 2034 年預算規劃 ([EU budget 2028-2034](#))

長期投資趨勢

歐洲戰略自主性有望在 2030 年進一步鞏固，防衛支出將占地區 GDP 的 3.5% 之多，這還未計入北約承諾帶來的間接支出（約占 GDP 的 1.5%）。即便未完全達成北約承諾，我們認為，這仍是會長期持續的結構性趨勢。防衛支出明顯主導歐洲整體財務布局，而產業與技術韌性雖規模較小，但增長迅速。為實現歐洲的穩健發展，持續投入至關重要，不僅有助於提升歐洲企業的可見度，也為投資者創造潛在的長期投資機會。

警語

法銀巴黎證券投資顧問股份有限公司 台北市 110 信義路五段 7 號 71 樓之一 Tel: (02) 7718-8188 (113)金管投顧新字第 032 號

【法銀巴黎投顧獨立經營管理】

法銀巴黎投顧並非針對個人狀況提供建議，且已盡力提供正確之資訊，投資人應自行作投資判斷。本文提及之經濟走勢預測及個別股票績效表現不必然代表其未來績效。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。MKT-2025-1101