

重塑投資新面貌



2026年投資展望



BNP PARIBAS
法國巴黎資產管理

洞悉萬變 可持續投資



**Investment
Managers**

安盛投資管理

PART OF
BNP PARIBAS
GROUP

目錄

致投資者函	3
摘要	5

宏觀經濟與市場

宏觀經濟展望：韌性超乎預期	7
市場展望	
固定收益：貨幣政策應為市場提供支持	9
全球股市：巨大的分歧	12

固定收益

為何靈活性將成為2026年固定收益投資者的致勝關鍵	16
---------------------------	----

私募資產

另類信貸前景：環球變局中的穩定性	21
------------------	----

可持續發展

2026年可持續投資：邁向更具韌性未來的持續之路	24
--------------------------	----

股票

美國股票	29
人工智能：尚未形成泡沫	29

**SANDRO PIERRI**

法國巴黎資產管理, 安盛投資管理, 行政總裁

致投資者函

來年對法國巴黎資產管理(BNP Paribas Asset Management)而言，將是揭開全新篇章的一年。

我們結合了安盛投資管理 (AXA Investment Managers) 與法國巴黎房地產投資管理 (BNP Paribas Real Estate Investment Management) 的專業實力，將締造為歐洲領先的資產管理公司之一。新公司將是一家兼具業務廣度、專業深度與服務雄心的機構，致力在客戶投資旅程的每個階段，為其提供涵蓋所有資產類別的服務。

截至2025年9月30日，我們的總資產管理規模 (assets-under-management) 高達1.6萬億歐元，其中長期儲蓄領域的資產管理規模達8,500億歐元，是該領域的歐洲領導者；同時，我們亦是歐洲第一的另類投資資產管理公司，相關資產管理規模達3,000億歐元。

這些優勢構建了我們重要而強大的差異化特點，在我們技能卓越、聲譽卓著的團隊支持下，帶來巨大的增長潛力。

這次合併匯集了各方的互補優勢：深厚的投資實力、在流動性及另類投資策略方面的卓越往績，以及我們對創造可持續價值的共同承諾。合併擴大了我們的業務版圖，使我們的焦點更為集中，讓我們能以更高的靈活性、更精深的專業知識和更獨到的洞察力，滿足客戶的需求。

新挑戰，新機遇

我們開啟新篇章之際，所處的宏觀環境複雜且瞬息萬變。關於增長、通脹和貨幣政策的討論依然是市場焦點，但與此同時，其他變革驅動力亦正在影響投資格局。

其中，四大主題尤為突出，並有望塑造未來十年的發展：地緣政治、人口結構、科技和可持續發展。而戰略競爭和產業政策正在重塑全球貿易和供應鏈的格局。

已發展國家的出生率下降問題日益凸顯，令退休制度的資金缺口更顯嚴峻。此外，人工智能的迅速普及正徹底改變生產力、投資和能源使用的模式。

至於長期可持續發展主題如氣候變化、生物多樣性流失、以至日益加劇的不平等，將持續重新定義資本市場的風險，使長期投資的韌性備受考驗。

我們應對社會和可持續發展挑戰的承諾堅定不移，無論是在向潔淨能源轉型，還是在自然資源和社會資本管理方面。這些議題將重新定義經濟增長的方式，以及投資者發掘機遇的領域。

展望未來

對投資者而言，這些轉變既帶來顛覆，也帶來潛力。要分辨哪些是曇花一現的潮流，哪些是持久不衰的趨勢，需要深入的分析、積極的判斷以及超越市場共識的勇氣。

我們的投資團隊始終專注於這一使命。在整個整合過程中，他們繼續發揮所長：將複雜的全球趨勢，轉化為具備高度信念的投資觀點，旨在為客戶實現可持續的長期投資表現。

我們的《2026年投資展望》正好闡述了這一觀點。報告深入探討了這些全球力量如何重塑市場，以及新的價值與風險來源可能在何處湧現。我們的目標不僅是解讀變化，更是協助投資者在駕馭變局時能目標清晰、處變不驚、堅定意志。

展望來年，我們將以更雄厚的規模、更廣泛的專業知識和始終如一的抱負，為信賴我們的客戶，將精闢洞見轉化為可持續的卓越表現。

摘要

全球經濟展現韌性

踏入2026年，全球經濟展現出令人意外的韌性。增長預測獲向上修訂。儘管貿易摩擦持續，但受惠於經濟活動反彈，國際貨幣基金組織預測2025年全球將擴張3.2%。

各地區的前景呈現分歧走勢。歐洲正在重拾增長動力；隨著政策不確定性減退，加上德國大規模的財政重置，預料將在基建和國防開支增加的支持下加快增長。

美國正在應對政策逆流，其面對的宏觀經濟環境複雜，並受新政策方向影響，包括關稅及更寬鬆的財政立場。這些因素或會加劇通脹壓力，而鑑於聯儲局現時更關注勞動市場的風險，未必會出手應對。

在亞洲，中國的增長預計將進一步放緩，當局依賴針對性的刺激措施及投資先進製造業，而非提振消費。

市場展望：轉型中的機遇與風險

2026年的資產配置將取決於貨幣政策、財政動態及不斷演變的市場結構之間的相互作用。

固定收益市場有望受惠於各國央行持續的寬鬆政策，預期美國和歐洲的利率將會下降。

儘管主權債券孳息率或會因財政問題（尤其在已發展經濟體）而面臨上行壓力，但整體環境對信貸市場仍然有利，因其孳息率具吸引力，且企業基本因素穩健。

股票市場繼續由科技股帶動，隨著人工智能（AI）推動資本開支和生產力增長，預計美國科技公司的盈利將錄得強勁增長。

歐洲股票提供具吸引力的價值，尤其在該地區尋求更大戰略自主之際，這或會為具遠見的投資者提供更廣泛的機遇。

在新興市場，擁有強大科技產業的國家可望受惠於美國孳息率下降和美元走弱，但出口導向型經濟體或會面臨阻力。

投資主題：靈活性、可持續性與結構性轉變

2026年的主要投資主題包括固定收益策略需要保持靈活性，以應對經濟增長挑戰和不確定的通脹前景。我們相信防守性行業、房地產和高收益市場均存在機遇，但採取靈活應對的方針至為重要。

私募資產方面，特別是另類信貸和實物資產，在穩健的基本因素和政策順風的支持下，繼續吸引資金流入，但審慎細選和嚴謹的信貸分析正變得日益重要。

可持續性仍然是核心焦點。隨著監管框架不斷發展，即使部分地區出現政治阻力，歐洲和亞洲的投資者仍在綠色債券、去碳化和氣候解決方案等領域引領風向。

人工智能的轉型潛力持續存在，其穩健的基本因素支持其估值，而創新則推動各行各業的新機遇。與此同時，歐洲對戰略自主的承諾，標誌著其邁向更高韌性和多元化的長遠趨勢。

總括而言，在2026年，隨著市場適應全球經濟日益加劇的碎片化格局，靈活性和審慎細選對投資者而言將至關重要。

宏觀經濟與市場



RICHARD BARWELL

法國巴黎資產管理 | 宏觀經濟研究及投資策略主管

宏觀經濟展望：韌性超乎預期

2025年，全球經濟展現了驚人的韌性。在解放日（Liberation Day）之後，國際貨幣基金組織曾預測2025年全球經濟增長為2.8%，但現已將今年的增長預測上調至3.2%。¹

市場慣常倚賴的經濟活動「風向標」——採購經理人指數（PMI）——顯示，經濟復甦自初夏已然展開，而且勢頭持續，其持久性已不能單純歸因於企業為規避關稅而提前進行生產及貿易所帶來的短暫爆發。因此，我們邁向2026年之際，市場對增長前景的心態比四月初時樂觀得多。

歐元區經濟在2026年有望加快增長。貿易政策不確定性所帶來的增長逆風應會減弱。企業在春季時可能暫緩了資本開支，但隨著未來貿易安排的明朗化，投資活動應會復甦。與此同時，財政政策將成為新的順風，為經濟增長注入動力。

德國財政立場的結構性轉變，是今年歐洲最重要的宏觀經濟消息。德國增加在基建及國防方面的開支，其效應將在明年逐步轉化為更活躍的經濟活動，從而提振德國本土經濟，並在一定程度上惠及歐元區其他國家。這次的財政重置亦包括其他措施，例如永久性調低餐廳賬單的增值稅率，以及提供能源賬單補貼，這些措施或能對消費開支產生更即時的影響。

1. 國際貨幣基金組織 - [Global Economic Outlook Shows Modest Change Amid Policy Shifts and Complex Forces](#)

然而，在物價方面，我們預見未來幾年仍有通脹放緩（disinflation）的空間，而日益加劇的全球貿易摩擦可能在其中扮演重要角色。貿易摩擦對歐洲市場可能構成一股新的通縮壓力，我們懷疑這點在很大程度上被市場共識所忽略。我們預期，通脹率將在2027年跌至目標水平以下，這將促使歐洲央行在2026年底前，再減息數次，減息幅度將超過市場目前的定價預期。

「預計聯準會未來幾年降息幅度將超過市場目前的預期。」

美國總統特朗普的政策議程主導了美國的宏觀經濟前景。儘管其每項政策的量化影響尚有爭論空間，但我們相信其大方向是明確的。增加關稅、更寬鬆的財政姿態，以及收緊移民政策，都可能加劇經濟的通脹壓力，即使其對整體經濟活動的淨影響尚不明朗。美國聯儲局目前稱之為物價水平的一次性上升（即過去所說的「短暫性通脹」），但我們認為，未來幾年通脹率很可能持續高於目標水平。

更重要的是，我們相信聯儲局的「反應函數」（reaction function）正在演變。展望未來，我們預期聯儲局將更重視勞工市場的表現，而相應地減輕對通脹數據的關注。我們認為，這一轉變將導致聯儲局在未來幾年，於金融狀況按歷史標準已屬寬鬆的背景下，仍會進行比市場預期幅度更大的減息。

我們預期中國的經濟增長步伐將在未來數年放緩，即使有額外的政策刺激，到2027年底增長率仍可能降至4%以下。我們不預期當局會推出「火箭炮」式的大規模刺激方案，但預計會提前下達債券發行額度、進一步減息（由2025年第四季至2026年第二季，每季度減息10個基點），並為戰略性行業提供額外的針對性支持。

現實是，中國已不能再依賴淨出口和房地產投資來維持增長，以達到習近平主席提出在2020至2035年間實現人均GDP翻倍的目標。我們不像大多數中國觀察家那樣，對消費能夠「接力」填補增長缺口抱有信心。相反，我們認為官方將繼續倚重投資的增長策略，並聚焦於「新質生產力」，即先進製造業和高新科技。

總括而言，2026年各地的經濟故事不盡相同。在歐洲，經濟在捱過風暴後，有望重拾動力。在美國，聯儲局在新領導層下如何應對複雜的經濟逆流和政治環境，存在著實質的不確定性。而在中國，市場焦點將繼續放在其中期增長前景，以及其經濟模式從投資驅動轉型的程度上。

「預計歐洲將重拾成長勢頭，美國將面臨不確定性，而中國將專注於中期增長。」

市場展望



CHRIS IGGO

安盛投資管理 | 核心投資首席投資總監

固定收益： 貨幣政策應為市場提供支持

- 債券市場在2026年應可獲得央行的穩固支持
- 主權債券市場將繼續面臨投資者對財政狀況日益增加的憂慮風險
- 從總回報角度看，高收益債券及新興市場債券依然具吸引力

固定收益市場應可受惠於各國央行在2026年持續的寬鬆政策。我們預期，美國決策者將因應勞工市場趨勢轉弱而減息，而歐洲則會因通脹進一步回落而下調利率。具韌性的全球經濟及相關政策措施，應能抑制市場對財政狀況的憂慮，從而讓孳息曲線的收益率能反映增長及通脹前景。儘管信貸息差收窄及槓桿水平有上升跡象，但我們的基本情境預測對信貸市場仍然是正面的。

一如以往，央行政策依然是2026年債券市場前景的關鍵。為應對增長風險及通脹預期回落，預計主要央行將把短期利率下調至或低於預計的中性水平。國際貨幣基金組織最近的增長預測雖優於2025年初的預測，但仍顯示已發展經濟體在未來數年將難以達到長期的平均增長率。

這意味著只要通脹維持在目標附近，央行將採取更具支持性的立場。對明年而言，這意味著美國利率將大幅下調至3%以下。這可能導致美國國債的孳息曲線進一步趨向陡峭。然而，市場對收益率的需求依然強勁，尤其是來自美國保險業的需求，該行業已成為一個重要的結構性需求來源。長期收益率不大可能大幅偏離2025年所建立的交投區間。

歐洲的潛力

歐洲央行已於2025年6月將其存款利率下調至2.0%。¹若通脹低於官方目標，則有可能進一步減息。這限制了歐洲政府債券收益率的上升潛力。然而，一旦德國雄心勃勃的開支計劃展開，歐元區這個最大的債券市場將有更多債務供應，這或會不時為市場帶來壓力。歐元區的利率曲線很可能變得更加陡峭。

在歐元區以外，英國方面，由於市場僅預期英倫銀行會溫和放寬政策，因此提供了具吸引力的回報潛力。較低的通脹及更緊縮的財政政策，應會推動英國國債收益率在2026年走低。

儘管利率前景溫和，主權債券市場將繼續面臨投資者對財政狀況日益增加的憂慮風險。過去一年，政府債券收益率相對於同期利率掉期（swap）利率有所上升，這是風險溢價增加的跡象。即使央行減息，長期收益率也已高於2024年底的水平。

已發展經濟體的政府債務水平長期趨勢並不樂觀，為風險溢價帶來進一步上升的空間。然而，名義增長的溫和前景，加上政府試圖採取政策措施以安撫債券市場投資者，應能限制任何「財政恐慌」的出現。孳息曲線趨向陡峭，至少能讓投資者在較長存續期的策略中，獲得比以往更高的由息差驅動（carry-driven）的回報。

信貸市場反彈

信貸市場活動在2025年保持活躍，儘管發行量高企，信貸息差在年內仍然收窄。超額回報為正數，而企業基本面依然穩健。展望未來，信貸市場的表現將取決於投資者是否繼續認為，分散投資於企業風險的價值，高於投資在資產負債表面臨挑戰的主權債務。若然如此，信貸市場目前的收益率水平便具吸引力，應能帶來吸引人的、由利息收入驅動的總回報。

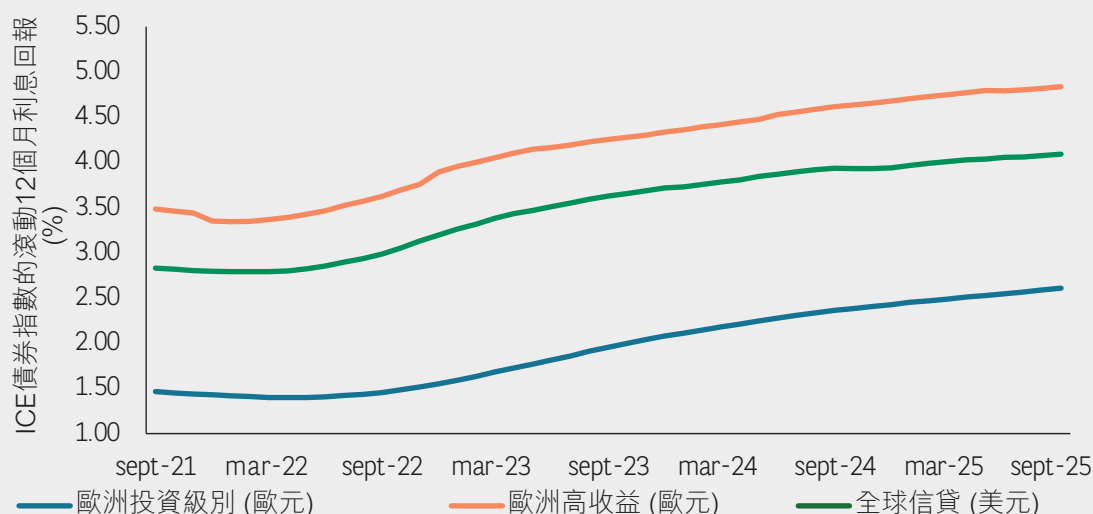
然而，從信貸息差的角度看，目前的估值偏緊，主要風險是信貸市場將經歷跑輸政府債券的時期。觸發因素包括：經濟數據轉弱、股市波動，或私人/ 公開市場信貸壓力加劇的跡象。

1. 歐洲中央銀行，主要央行利率，2025年11月

地域上，一旦偏離溫和的基本情境，美國市場的風險最高。關稅及移民管制對勞動力供應的影響，兩者結合可能使通脹在更長時間內維持高位。這不僅使聯儲局的決策變得複雜，也降低了美國固定收益資產的預期實質回報，亦可能對美元構成負面影響。任何貨幣政策日益政治化（即財政主導，fiscal dominance）的跡象，都傾向於推高通脹預期，令美國孳息曲線進一步陡峭，並支持通脹打和點（inflation break-even）的水平。假如增長同時轉弱，投資者或會轉而關注美國的財政前景，再次擴大美國利率及信貸市場的息差。

在沒有增長或信貸衝擊的情況下，「套息」（carry）將是債券投資者的主要題材，並貢獻大部分的總回報。因此，從總回報角度看，高收益債券及新興市場債券依然具吸引力。同樣地，在經歷了2025年的強勁表現後，投資者需留意估值，但高收益債券信貸質素的改善，以及新興市場宏觀經濟表現的向好，均是這些市場的利好因素。固定收益市場的顯著下跌（drawdowns）通常只會在出現增長或信貸衝擊時發生。這兩者都不在我們2026年的基本情境預測中，這意味著投資者應能從穩健的債券利息回報中獲益。

圖表一：部分固定收益指數的債券利息回報



數據截至2025年9月30日。資料來源：ICE債券指數；彭博。

市場展望



DANIEL MORRIS

法國巴黎資產管理 | 首席市場策略師

全球股市：巨大的分歧

- 我們相信，隨著人工智能（AI）驅動持續的資本開支，科技公司的盈利在2026年可望繼續增長。
- 在美國主導的國際秩序受到衝擊後，歐洲正變得更具自主性，同時其股票市場亦提供了投資價值。
- 由於中國國內經濟持續面臨挑戰，其最大的盈利增長潛力集中在科技板塊。

美國股市的回報可能會繼續沿著科技股與市場其他部分之間的界線分化：納斯達克100指數自「解放日」後的低位至10月底，錄得了50%的回報，而羅素1000價值指數的升幅不足其一半。這種跑贏大市的表現延續了一項長期趨勢（見圖表一）。

我們相信，隨著人工智能（AI）革命持續推動龐大的資本開支，並最終帶動所有行業的利潤，科技公司的盈利明年可以繼續以穩健但較慢的速度增長。

AI的最大影響最終將體現在經濟的其他領域，因為各公司會實施這項技術來推動盈利增長。這將部分來自於降低勞工成本；而美國勞動市場的靈活性意味著，AI在美國的整合將比其他地方更全面、更迅速。

納斯達克指數在2025年的強勁升幅與盈利增長大致相符，這意味著其估值雖然偏高，但並未顯著增加。相比之下，羅素指數的升幅已超越其盈利增長，導致其市盈率（P/E）達到異常高的水平（見圖表二）。

如果AI確實是一個即將爆破的泡沫，估值將會迅速下跌，但利率應不會像2022年那樣引發經濟下滑，因為聯儲局正尋求明年降低政策利率，而非加息。

指數估值回歸均值的一個溫和方式，是指數價格的升幅小於盈利的增長。在預測納斯達克指數2026年盈利增長15%的情況下，即使估值收縮，仍有潛力獲得良好的投資回報。

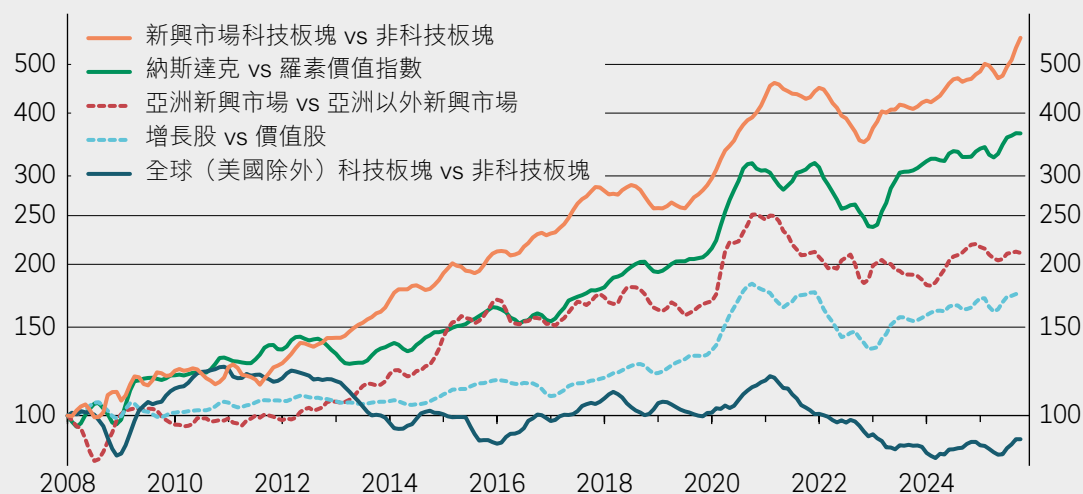
這種價格升速慢於盈利增長的動態，也將降低美國小型股指數的高估值。羅素2000指數的預測市盈率相當高，但其盈利增長同樣非常強勁，預計明年將增長超過40%。

鑑於美國積極的宏觀經濟背景，包括放鬆管制、更多併購活動、商業投資上升、工資增長、政策利率下降以及低能源價格，我們樂觀地認為這些盈利預期大部分能夠被實現。

然而，由於科技板塊的權重及其長期的卓越表現，美國小型股不太可能持續跑贏標準普爾500指數。但小型股提供了另一種在不增加科技板塊風險敞口的情況下，參與美國經濟增長的方式。

圖表一：科技是推動美國和新興市場跑贏大市的因素

科技板塊*相對於市場其他部分的表現；對數座標



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

歐洲的自主性

面對美國的關稅、歐元走強以及中國進口增加，歐洲企業一直處於困境。新一屆美國政府對國際政治和經濟秩序造成的衝擊，促使歐洲嘗試減少對美國的依賴，例如通過一項名為「戰略自主」（Strategic Autonomy）的倡議來提升其國防能力。

許多投資者期望，針對基礎設施和國防的財政刺激，能提振企業利潤。事實上，MSCI歐洲航空航天與國防指數的盈利，預計明年將增長超過20%。我們相信這項倡議將幫助該地區抵銷美國關稅帶來的拖累，並協助其轉型至一個較少依賴出口的經濟模式。

為了在投資組合中平衡增長型風險持倉，投資者可以在美國羅素1000價值指數、MSCI歐洲指數或MSCI日本指數之間作選擇，它們的板塊構成都十分相似。對於2026年的盈利增長預期也相近，分別為8.0%、12.4%和12.5%。

雖然增長率差異不大，但圖表二顯示它們的估值存在顯著差距。美國價值股和日本股市的市盈率均遠高於平均水平，而歐洲似乎提供了最佳的價值。

新興市場的潛力

較低的美國國債收益率和走弱的美元，通常是利好新興市場股市的因素。然而，出口導向型國家可能會面臨困境，相比之下，那些能夠依賴龐大且不斷增長的國內市場來創造利潤的國家更具優勢。

然而，與美國情況相似，在新興市場中主要也是科技板塊在創造卓越的回報。如圖表一所示，該板塊跑贏市場其餘部分的幅度，甚至超過了納斯達克指數跑贏羅素價值指數的程度。

圖表二：預測市盈率Z分數

市場	美國	日本*	羅素價值指數	已發展市場	美國小型股	納斯達克	新興市場綜合科技†	新興市場（不含綜合科技）	歐洲
P/E	1.6	1.5	1.5	1.4	1.2	0.5	0.5	0.3	0.2

數據截至 2025 年 11 月 11 日。*自 2010 年起計算；其他指數自成立以來計算。

†科技、綜合零售、互動媒體與服務。資料來源：IBES、Bloomberg、法國巴黎資產管理

在擁有最大科技板塊的三個地方，韓國、台灣和中國之中，後者比以半導體為主的台灣和韓國市場提供了更大的多元性。我們認為，中國的科技板塊還具有一個額外優勢，即在一定程度上受到當前中美貿易緊張局勢的保護。科技公司更大比例的收入來自服務而非商品，因此受關稅影響較小。鑑於中國國內市場的規模、其高水平的工程人才（例如DeepSeek的開發者），以及發展自主技術生態系統的願望，我們相信，儘管國內經濟面臨挑戰，科技公司仍能創造可觀的未來利潤增長。

「新興市場的科技業一直帶來優異的回報。」

固定收益



JAMES MCALEVEY

法國巴黎資產管理 |
環球綜合及絕對回報主管



BOUTAINA DEIXONNE

安盛投資管理 |
歐洲投資級別及高收益信貸主管



MICHAEL GRAHAM

安盛投資管理 |
美國高收益主管



JACK STEPHENSON

安盛投資管理 |
美國固定收益投資專家

為何靈活性將成為2026年固定收益投資者的致勝關鍵

- 固定收益在2025年大致錄得正回報，但該資產類別在來年或面臨潛在逆風。
- 貨幣政策、通脹及增長前景充滿不確定性。因此，採取靈活的債券投資策略將至關重要。
- 我們繼續在各行各業中發掘潛在的投資機遇。

儘管挑戰與障礙重重，但在2025年，各類固定收益資產普遍錄得正回報，當中收益水平是主要功臣。

然而，踏入來年，市場或面臨經濟增長放緩，同時貿易政策的不確定性成為市場焦點，引發對貨幣政策和通脹走向的疑問。

可以肯定的是，投資者未來需要採取更靈活的投資策略。靈活性將是駕馭市場變幻莫測的關鍵。

四位固定收益專家將分享他們對2026年市場前景的看法。

法國巴黎資產管理 | 環球綜合及絕對回報主管 James McAlevey

過去數年，投資者必須應對林林總總的挑戰，從地緣政治不確定性、央行政策重置，到近期美國連串的貿易關稅措施。

然而，現時的环境與2022至2024年的利率重整期截然不同，而且市場環境仍在急速演變。許多央行現正減息，這對傳統債券策略是好消息，但不確定性依然存在。

未來減息的深度和速度仍然是未知之數。在許多經濟體中，通脹比預期中更為頑固，而美國的關稅政策可能在2026年推高物價。我們可能正進入一個結構性高通脹的新時代，這意味著在本輪週期中，利率的跌幅可能不如許多人所期望。加上經濟增長前景轉弱，這令各國央行陷入兩難。

雖然固定收益的收益率已從五年前的超低水平回升，吸引力大增，但前景絕非一帆風順。不過，踏入2026年，我們可以更肯定的是，一個靈活、多元化和動態的債券投資策略將是關鍵所在。

市場難免動盪，但波動性同時帶來機遇。目前我們在全球債券市場中看到投資潛力。例如，美元走弱的趨勢，對部分新興市場本地貨幣債券的發行人尤其有利，其相對較高的收益率，為相關風險提供了足夠的補償。在已發展市場，現時附有票息的美國機構按揭抵押證券，其收益率較美國投資級別企業債券為高，但信貸風險卻較低。

展望未來，考慮到跨境貿易的複雜情況、高企的政府債務，以及持續的地緣政治緊張局勢，投資者為持有較長年期的政府債券而要求額外補償，似乎是合乎邏輯的。這意味著收益率曲線將變得更為陡峭。我們絕對回報策略的不受約束性質，使我們能夠調整投資組合，從更陡峭的收益率曲線中獲利，這再次證明了能夠同時增持和減持固定收益資產的優勢。

這種經濟不確定性繼續為固定收益市場前景蒙上陰影。我們相信，對於奉行傳統、欠缺靈活性的固定收益策略的投資者而言，風險依然顯著。更高的波動性擴大了固定收益領域中表現最佳與最差板塊之間的回報差距。在當今多變且不確定的經濟格局下（這種情況無疑將延續至2026年），採取環球、靈活的投資策略將一如以往地至關重要。

安盛投資管理 | 歐洲投資級別及高收益信貸主管 Boutaina Deixonne

歐洲市場近年未能倖免於市場多次出現的劇烈波動，但儘管環境充滿挑戰，企業一直能夠適應，甚至蓬勃發展。

但踏入2026年，有幾個問題需要考慮，其中兩個最切身相關的是國內生產總值增長或會放緩，以及其對貨幣政策的潛在影響

央行很可能繼續減息，通脹或會回落，但這段時期可能仍然更具挑戰性，特別是考慮到美國貿易關稅的潛在影響。投資者需要採取靈活、不受約束的策略，並採納有助管理信貸息差和存續期風險的投資方法。

儘管眾多逆風，無論是已出現還是潛在的，我們仍在各行各業中看到大量機遇，包括公用事業和電訊等較具防守性的行業，以及房地產行業，後者的租金增長預測可跑贏通脹。

這些行業保持穩健，資產負債表普遍強勁，而且與週期性較強的領域相比，其估值亦非常吸引。此外，銀行及金融業也極具吸引力。在嚴格的監管要求下，銀行的財務狀況已相當穩健，並擁有良好的利潤率和穩健的資本水平。事實上，資產累積所帶來的手續費收入，很可能繼續支持銀行的盈利能力。

隨著尋求收益的趨勢未見減弱，流入歐洲信貸市場的資金一直非常暢旺。歐洲投資級別債券的收益率約為3%至3.5%，高收益債券則約為5%，我們預計此趨勢將持續至2026年，因為現金工具和貨幣市場的吸引力可能會下降。

基本上，歐洲債券市場正提供可觀的收益水平，隨著投資者希望鎖定吸引的收益率，需求很可能上升。歐洲發行人的信貸質素保持良好，這應有助於緩衝潛在的經濟放緩。但鑑於圍繞增長、政府赤字、通脹和貨幣政策的宏觀經濟不確定性因素眾多，我們相信，投資者未來在駕馭當前市況時，採用靈活變通的資產選擇策略將是必不可缺的。

安盛投資管理 | 美國高收益主管 Michael Graham 及 美國固定收益投資專家 Jack Stephenson

在過去近三年間，美國經濟打破了市場對其陷入衰退的預期，並持續跑贏其他已發展市場經濟體。

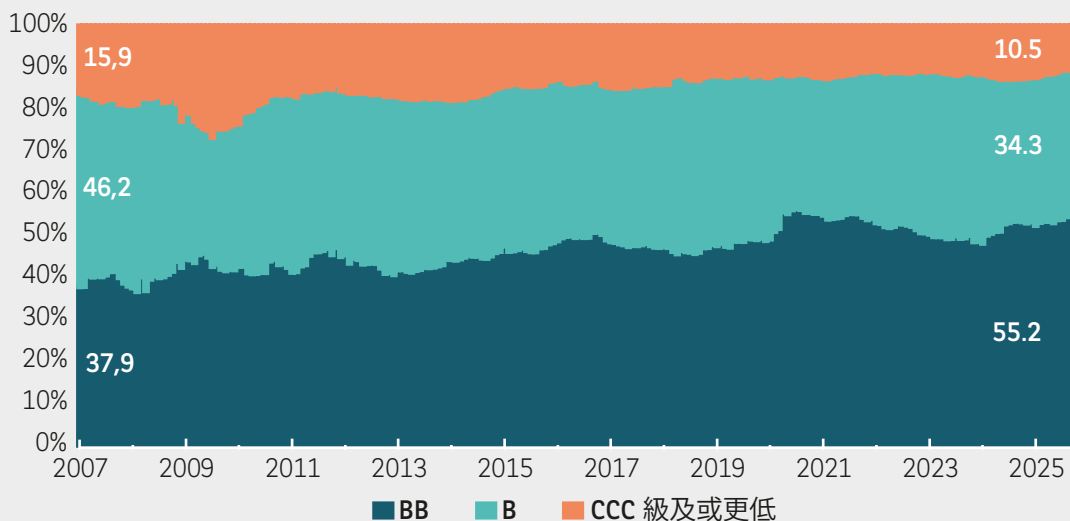
對美國高收益市場而言，儘管出現過幾輪與利率、地區銀行和關稅相關的波動，但這段時期憑藉強勁的基本面、極低的違約率，以及為發行人提供充裕資本所帶來的強勁技術面支持，錄得了豐厚的投資回報。

在這種健康的背景下，息差持續收窄，引發市場關注在2026年還有多少上升空間。值得注意的是，雖然息差從歷史角度看來偏低，但若根據現今美國高收益市場的結構進行調整，情況則不然。目前的息差水平，受到以下因素支持：BB級債券佔比接近歷史高位；CCC級債券佔比接近歷史低位；有抵押債券佔比創歷史新高（35%）；以及存續期和買賣差價創歷史新低（即流動性更佳）。¹

儘管如此，充裕的資本供應已導致全球槓桿融資市場的某些領域（特別是銀團貸款和私人債務市場中信貸的低端部分）企業槓桿率上升。近期，一些引人注目的違約事件，以及投資者對信貸市場蔓延風險的擔憂，引起了更多關注。雖然我們預計負債管理活動的主題在2026年將持續，但高收益市場的整體違約活動應會保持溫和，並可能繼續由個別信貸事件所驅動。在這種情況下，於較低信貸質素的市場中採取主動和嚴謹的投資方法是可取之舉。

¹ 美國銀行，2025年9月

圖表 1：按特定評級劃分的美國高收益債券市場結構



數據截至2025年9月30日。資料來源：美國銀行，高收益研究。

儘管宏觀經濟存在不確定性，我們預期高收益息差將維持在相對狹窄的區間，這得益於追求收益的買家在現金利率下降時，專注於市場提供的整體總回報潛力，從而帶來持續的投資需求。我們相信，短存續期證券將繼續保持吸引力，因為它們既能減輕利率和息差波動的影響，又能投資於市場流動性最高的部分。對於在美國高收益市場中尋求更高總回報的投資者來說，任何像2025年4月那樣的市場回調，都可能為在風險光譜上向較高風險的一端移動，提供具吸引力的買入機會。

為了把握所有機遇，投資者在2026年或可考慮採取一種靈活且目標為本的策略來投資高收益市場，善用其獨特的多元化效益，以輔助整體的資產配置。

「我們預計，隨著現金利率下降，
投資者需求將繼續支撐高收益債券的利差。」

私募資產



CHRISTOPHE FRITSCH

安盛投資管理 | 環球另類信貸主管

另類信貸前景：環球變局中的穩定性

- 在經濟增長和寬鬆貨幣政策支持下，信貸市場保持強勁。
- 企業基本面維持穩健，但投資者應留意新興風險。
- 採取精選策略是關鍵，同時我們預期強調下行風險保障和穩定收入的策略將表現良好。

環球變局中的韌性

儘管地緣政治局勢持續緊張，貿易格局不斷演變，但環球市場展現出非凡的韌性。自「解放日」關稅措施實施以來，在經濟增長保持韌性及貨幣環境日益寬鬆的支持下，風險資產，尤其是信貸資產，一直保持強勁。

雖然關稅拖累了環球貿易，但經濟衰退的憂慮尚未成真。美國經濟已放緩至更可持續的步伐，在支持環球需求的同時，並未重新引發通脹壓力。在歐洲，與基建和國防投資相關的財政刺激措施，有助抵銷外圍的逆風。新的跨大西洋貿易框架亦提振了投資者對歐洲資產的信心。

信貸市場動態

環球經濟持續受惠於較低的基準利率。同時，投資者對信貸資產的持續需求，推動信貸息差在2025年全年呈現收窄趨勢。這些情況紓緩了企業的再融資壓力，並改善了它們的集資渠道。

併購活動保持活躍，2025年上半年全球交易總額達2萬億美元，按年增長15%。¹ 美國市場的特點是交易規模較大，而歐洲在寬鬆的貨幣環境和吸引的估值支持下，交易宗數則較多。

我們預計，隨著併購勢頭持續，私募信貸融資將會增加。企業基本面維持穩健。企業透過提升營運效率、加快存貨周轉及分散供應鏈，有效適應了投入成本上升的影響。在消費層面，資產負債表，尤其在歐洲，仍然健康。

私募信貸市場持續擴張，但在某些領域，投資者資金的流入速度開始超越可投資的機會。因此，基金經理的甄選和項目發掘能力變得日益重要。要有效部署資本，物色具備強大項目來源和承銷專業知識的資產管理公司是不可或缺的。此外，我們預期私募信貸領域將透過收購和策略夥伴關係，出現進一步的整合。

「在私募信貸領域，識別擁有強大的資金來源和承銷專業知識的資產管理公司至關重要。」

風險與差異

儘管表現強勁，但鑑於近期美國汽車零件公司First Brands和次級汽車貸款機構Tricolor的企業違約事件，新興風險值得關注。這些事件突顯了精挑細選和嚴謹信貸分析的重要性。信貸息差保持在低位，而在易受關稅和財政緊縮影響的行業中，壓力跡象正在浮現。貸款評級被下調的數目超越上調的數目，凸顯了不同行業和發行人之間日益擴大的表現差異。

1. PitchBook 2025年6月

投資啟示

我們對另類信貸保持樂觀看法，但強調精選策略的重要性。在當前環境下，強調下行風險保障、穩定收入和嚴謹承銷的策略，或處於最有利的位罝。

我們在商業房地產債務和特殊融資等領域看到具吸引力的潛在機會，例如「顯著風險轉移」（Significant Risk Transfer, SRT）和「資產擔保融資」（Asset-Backed Finance, ABF）。歐洲正受惠於資金重新流入和政策支持，為投資者帶來資產多元化及潛在長線價值的機會。在歐盟「長期投資基金 2.0」（ELTIF 2.0）框架下，「常青型半流動基金」（一種靈活開放式投資工具）推出，帶動散戶投資參與度持續上升。然而，私人財富在私人信貸的配置仍然不足，這意味著該領域仍有進一步的增長潛力。

「我們看到了一些極具吸引力的機會，
包括商業房地產債務和專案融資領域。」

可持續發展



JANE AMBACHTSHEER
法國巴黎資產管理 |
全球可持續發展主管



JANE WADIA
安盛投資管理 |
可持續發展、核心產品及客戶主管

2026年可持續投資：邁向更具韌性未來的持續之路

- 儘管可持續投資經歷了一段動盪時期，但在歐洲和亞洲，對可持續發展的承諾依然堅定。
- 了解塑造2026年的趨勢至關重要，這不僅是為了管理風險，更是為了發掘新的增長和機遇領域。
- 氣候變化與淨零排放仍然是投資者的首要關注點，因此我們預計2026年的主要投資焦點將集中在綠色債券、去碳化和氣候解決方案。

近年來，投資者在一個充滿衝突、通脹壓力、極端天氣事件及日益加劇的數碼顛覆的環境下營運。這些事件，加上過去十年的長期可持續發展主題，包括氣候變化、生物多樣性流失和日益加劇的不平等，我們正在重新定義資本市場的風險，長期投資的韌性亦受審視。

與此同時，與可持續發展相關的法規亦在不斷演變，例如旨在簡化《企業可持續發展報告指令》(CSRD) 的歐盟《綜合指令》(Omnibus Directive)、《企業可持續發展盡職調查指令》(CSDDD)，以及《可持續金融披露規例》(SFDR)。

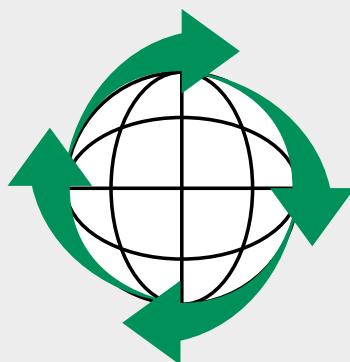
這些簡化措施，普遍是為了應對「監管疲勞」(regulatory fatigue)，並為精簡流程提供了機會。只要法規的目標和決心得以維持，我們對此表示支持。在美國，對於被視為「覺醒」(woke) 的可持續發展議程存在顯著的抵制聲音，但全球情況並非如此。

「了解影響2026年的發展趨勢對於管理風險和發現機會至關重要。」

新機遇

在這個變幻的格局中，我們作為資產管理公司的責任，是作出明智的投資決策，並審慎考慮可持續發展的風險與機遇。了解塑造2026年的趨勢至關重要，這不僅是為了管理風險，也是為了在資本配置和調整盡職管理活動 (stewardship activity) 方面，發掘新的增長和機遇領域，旨在應對投資組合和市場中的系統性風險。

於2026年，投資者將尋求以一種互相關聯的方式，應對正在影響市場和經濟的社會及可持續發展挑戰。我們的全球主題框架正正支持這一點，有助於識別相關的風險和機遇。如下文所述，當中有許多重要因素值得考慮。



人口結構

人口結構轉變、不平等、人力資本壓力、人權及公共衛生等問題，正推動市場對更具包容性和韌性的體系的需求。儘管這些問題相當複雜，但它們可以催生創新的解決方案和新的投資機會。

創新

技術進步同時帶來風險與機遇。雖然負責任地發展人工智能 (AI) 和加強網絡韌性 (cyber resilience) 非常重要，但 AI 亦可以成為推動可持續發展解決方案的強大工具，為應對環境挑戰提供可規模化的工具。它還可以幫助投資者和企業將環境、社會及管治 (ESG) 的見解融入決策過程，提高透明度並識別長期的可持續價值。

環境及地緣政治

隨著氣候變化的實質影響變得日益明顯，採取行動的迫切性將會增加。雖然向低碳經濟轉型面臨一些政治和監管方面的阻力，但支撐這一轉型的技術和社會轉變將會持續，並繼續需要投資者的關注。亞太區是推動全球能源轉型的領導者，創造了潛在的重大投資機會。

在不斷變化的地緣政治格局中，強大的企業管治和商業道德，以及在新興市場整合可持續發展方面的進展，有望釋放可持續增長潛力。

投資者（特別是機構客戶）持續堅守投資策略

對於 ESG 投資組合而言，這是一段動盪時期，在2025年初曾錄得資金淨流出。然而，第二季出現強勁反彈，全球錄得49億美元的淨流入，主要由歐洲投資者帶動。他們在上一季贖回73億美元後，本季增加了86億美元的投資。儘管第三季出現部分資金流出，但在股市升值的支持下，全球可持續基金的總資產攀升至3.7萬億美元，增長約4%。¹

歐洲投資者對可持續發展的承諾依然堅定，而氣候問題仍然是他們的頭等大事。機構投資者，例如退休基金、保險公司、主權財富基金，不僅維持其氣候承諾，更在擴大其規模。最近一項調查顯示，58%的英國和歐洲資產管理公司計劃在未來一年增加影響力投資配置 (impact allocations)，並且沒有一家公司打算減少。²

1. 資料來源：晨星《2025年第2季全球可持續基金資金流回顧》/《2025年第3季全球可持續基金資金流回顧》| 晨星

2. Pensions For Purpose 新聞稿：Nearly all (93%) of UK and European institutional investors "concerned" about sustainability under a Trump presidency

在亞太區，我們看到多個可持續發展優先事項持續取得進展，例如，該地區在2025年的可持續債務發行量有望創下歷史新高。此外，區內80%的資產擁有人預計，未來兩年可持續基金的資產管理規模將會增長。³

對我們而言，有三種與氣候相關的投資策略在2025年脫穎而出，我們預計它們在2026年將繼續成為焦點。

「除了氣候和自然解決方案外，綠色債券和去碳化在2026年仍將是重點。」

1. 綠色債券

綠色債券為可再生能源、綠色建築和低碳交通等項目提供融資，其風險狀況與傳統債券相似，但額外提供了更高的透明度和影響力報告。該市場規模已從十年前的300億歐元增長到今天的1.9萬億歐元，發展成為一個全球性的市場，在行業和發行人類型方面都具備廣度和深度。儘管2025年的發行量可能略低於2024年約4,200億歐元的紀錄，但創新仍在繼續，特別是歐洲的綠色債券越來越受歡迎。更廣泛的綠色、社會和可持續發展 (GSS) 債券市場規模現已達到3萬億歐元⁴，可與歐元投資級別信貸市場匹敵，而綠色債券正是其基石。鑑於綠色債券早已在主流市場根深蒂固，並通常提供與傳統債券相若的收益率，如今的市場狀況實不足為奇。

2. 去碳化

資產擁有人正從承諾轉向行動，採納如「淨零投資框架」(Net Zero Investment Framework) 和「氣候相關財務披露工作組」(Task Force on Climate-related Financial Disclosures) 等框架。脫碳策略專注於尋找與低碳經濟轉型相關的機遇，並減少對碳排放的風險敞口 (exposure)，這些策略在股票和固定收益領域都越來越受歡迎。市場對「氣候」及「巴黎協定基準」(Paris-Aligned Benchmark) 的交易所買賣基金 (ETF) 的興趣亦在增加。

3. 摩根士丹利，2025年7月

4. 所有綠色債券/ GSS (綠色、社會與可持續發展債券) 數據來源：彭博，截至2025年10月6日

3. 氣候解決方案

投資者正將資本配置於應對氣候和生物多樣性挑戰的解決方案上。這些方案包括清潔能源、可持續農業、具韌性的基礎設施和水資源管理。其目標是投資於財務穩健且可規模化的公司，這些公司能帶來可衡量的環境成果，例如避免的碳排放量、或恢復生態系統。氣候變化和生物多樣性流失是一個系統性問題，應對這些問題需要規模相當的解決方案。這些環保策略不僅有助於管理實質的氣候風險，還能在服務不足 (underserved) 的市場中開拓新的投資機會。

展望未來

儘管美國的政策出現轉變，歐洲在可持續投資領域繼續保持領先地位，提供大量具吸引力的風險回報比的機遇。而歐洲的政府、企業和投資者都正堅定不移。對歐洲投資者而言，可持續發展不是一股潮流，而是一項具戰略性的當務之急。隨著亞洲在推動能源轉型中扮演日益重要的角色，我們看到有兩個明確的地區正在引領這一焦點。

美國股票



PAMELA HEGARTY
法巴資產管理 |
資深投資組合經理兼ESG倡導者



DEREK GLYNN
法巴資產管理 |
投資組合經理

人工智能：尚未形成泡沫

自互聯網發展以來，人工智能(AI)是影響最深遠的數碼轉型主題。ChatGPT於2022年11月向公眾發布，催生了一股投資與創新的浪潮，其勢頭至今仍在不斷增強。隨著市場對這項新技術的潛力期望日高，投資者和行業參與者開始質疑我們是否正進入一個泡沫。我們目前的結論是：人工智能尚未形成泡沫。我們正審慎監察相關風險，並留意其與科網時代（即互聯網及電訊泡沫時期）的相似之處。

風險與相似之處包括：

- 渴望率先推出領先的AI模型，引發了一場「軍備競賽」，由於並非所有參與者都能成功，這可能導致基礎設施過度建設。
- 訓練和運行AI模型需要巨額的前期投資，但收入和盈利預計在未來某個時間點才能實現。這為許多AI項目的投入資本回報率帶來了不確定性。
- 債務融資的出現，包括使用私募信貸和資產負債表外架構（如合資企業和特殊目的公司），以及據報在某些情況下使用圖像處理器（GPU，一種快速折舊的資產）作為抵押品，都帶來了重大風險。
- 供應商與客戶之間存在的循環關係是一個警號。我們對這種相互關連的財務依賴關係所帶來的系統性風險感到擔憂。

從正面來看，有幾個緩解因素使我們相信，市場尚未進入泡沫領域。

- 領先的雲端服務供應商均為大型、理性的企業，擁有穩健的資產負債表和正數的自由現金流。至今，他們主要透過自身的營運現金流，為其人工智能相關的資本開支提供資金。在1990年代末的科網泡沫時期，承擔大部分基建投資的公司主要依賴債務融資，並且缺乏穩定的現金流業務來支撐它們渡過整個週期。
- 目前仍處於AI普及應用的極早期階段，其潛在應用場景正不斷擴大。最近一項調查發現，雖然有78%的企業至少在一個部門中使用AI，但只有16%的企業將其部署到五個或以上的部門。代理式人工智能（Agentic AI）有望開創新的應用場景，由AI驅動的自主代理將能夠在資訊科技系統和數據之間進行推理、規劃和行動，從而自動化許多任務。隨著AI與機器人技術及其他消費設備融合，實體人工智能（Physical AI）亦即將出現。在技術普及週期中，於廣泛實現商業變現之前出現巨額投資，並非罕見現象。¹
- 現今的基礎設施（如高速互聯網、智能手機及其他聯網設備）已準備就緒，可立即將基於AI的應用程式交付給終端用戶。這在科網泡沫時期是無法做到的，當時光纖網絡的建設遠遠早於提供寬頻接入的「最後一哩」網絡的出現，更遠早於智能手機的普及。這使得創新者能夠更快地實現收入和回報。例如，截至2025年10月，ChatGPT在不到3年的時間內已達到8億的每週活躍用戶，相比之下，互聯網達到同等普及程度則花了13年。

1. 資料來源: McKinsey & Company, 2025年3月. The state of AI: How organizations are rewiring to capture

圖表一：MSCI全球資訊科技指數的估值遠低於科網泡沫時期的水平



數據截至2025年9月30日。資料來源：MSCI、彭博

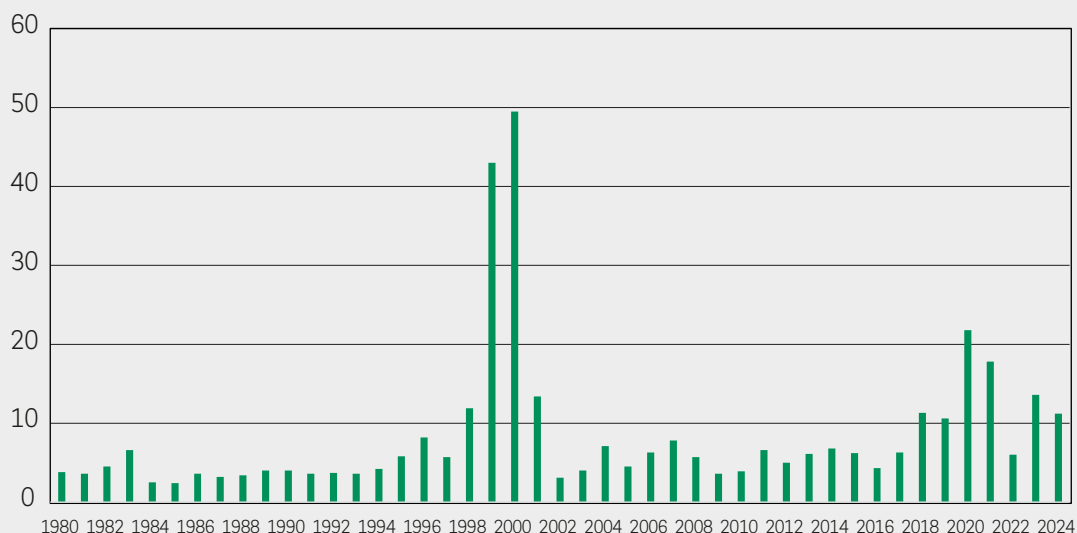
- **上市科技股的估值遠未及1990年代末期那樣過高。**儘管現在的市場期望與當時一樣高，但許多AI領導企業的估值仍然合理。在泡沫中，估值會與現實脫節，投資者願意為被高估的預測支付高昂的倍數。我們認為，現今AI領域中一些較具投機性的估值主要集中在私募市場，因為大多數AI公司維持私有化的時間更長，從而使公開股票市場免受影響。

今天，我們看到的是在高期望下的合理估值倍數。與10年前相比，現時較高的倍數反映了增長型公司更高的利潤率和股本回報率。

在科網泡沫時期，市場給予高期望的同時亦給予了高倍數估值。例如，科技行業首次公開招股（IPO）的市銷率中位數在1999年飆升至43倍，在2000年更達到49.5倍。

總括而言，我們認為AI主題尚未進入泡沫領域。市場對AI領導企業的期望甚高，但其估值仍然合理。然而，我們意識到並正持續監察未來幾個風險因素，並留意支出週期中是否出現消化期的跡象。隨著「軍備競賽」中的贏家脫穎而出，行業整合與顛覆可能會隨時間發生。我們將繼續專注於在公司層面進行由下而上的基本面研究，以找出贏家、避開輸家，並在AI普及應用過程中密切關注其發展。

圖表二：科技行業首次公開招股（IPO）的年度市銷率中位數



數據截至2024年9月29日。資料來源：Initial Public Offerings: Updated Statistics, Jay R. Ritter, University of Florida, table 4a.

免責聲明

文章可能包含專業術語，並不適合非專業投資經驗使用。本資料中的觀點和意見乃是作者於文章出版日期發表，以公開資料為基礎，並可予更改而毋須通知。個別投資組織者團隊可能持有不同的觀點，並可能為不同客戶作出不同的投資決策。

本資料並不構成投資建議。投資價值及其收益可升亦可跌，投資者可能無法取回最初的投資金額。過往表現並非未來回報的保證。投資於新興市場、專門或受限制行業，波幅可能高於平均水準，因為這類投資的集中程度較高，亦因可提供的資訊較少而帶來較高不確定性，而且流動性較低，或對市況（社會、政治及經濟狀況）變動的敏感度較高。相比國際大部份已發展市場，若干新興市場提供的保障較少。因此，代表投資於新興市場的基金提供投資組合交易、平倉及保本服務或附帶較大風險。

環境、社會及管治（ESG）投資風險：歐盟未有就納入ESG及可持續發展標準制定共同或統一的定義及標籤，可能令基金經理在訂立ESG目標時採取不同的策略。此亦意味著可能難以比較納入ESG及可持續發展標準的策略，因為用於物色投資的篩選條件及比重可能基於具有相同名稱但具有不同潛在含義的指標。根據ESG及可持續發展準則評估證券時，投資經理亦可使用外部ESG研究供應商所提供的數據來源。鑒於ESG的性質不斷發展，這些數據來源可能暫時不完整、不準確或未能提供。在投資流程應用負責任商業行為標準，可能令若干發行人的證券被排除。因此，子基金的表現可能不時優於或遜於未有應用上述標準的同類基金。

本資料由法國巴黎資產管理亞洲有限公司（本公司）擬備及刊發，並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。本資料僅作參閱用途，並不構成：1. 購買要約或出售邀請，亦並非任何合約或承諾的基準，或不應就任何合約或承諾而加以依賴，或2. 投資建議。本資料並未考慮任何人士的任何具體投資目標、財務狀況或特殊需要。在投資於基金前，投資者應就法律、會計、註冊地和稅務建議，諮詢其專業顧問的意見，若投資者選擇不向專業顧問尋求意見，則應就投資是否合適和其後果作出獨立的決定。本資料並未考慮任何人士的任何具體投資目標、財務狀況或特殊需要。在投資於基金前，投資者應就法律、會計、註冊地和稅務建議，諮詢其專業顧問的意見，若投資者選擇不向專業顧問尋求意見，則應就投資是否合適和其後果作出獨立的決定。有意認購基金的投資者應當在投資前仔細閱讀本公司最新的基金章程及發售文件（包括風險因素）。投資涉及風險。投資於新興市場可能涉及高於平均的風險。受經濟及市場風險所限，本公司無法保證投資將可達到其投資目標。回報可能受相關的投資策略或目標，以及重大的市場及經濟狀況所影響。適用於金融工具的不同策略可能對本資料所述的表現構成重大影響。策略或基金經理的過往業績並非未來表現的指引。投資的價值可升亦可跌，投資者可能無法取回原本投資的金額。投資於新興市場、小型公司和衍生工具的基金亦可能附帶較高的風險，而且一般來說對價格的變動較為敏感。本資料中的觀點和意見乃是由本公司及其聯營公司在指明時間的判斷，並可予更改而毋須通知。法國巴黎資產管理亞洲有限公司的註冊地址為香港鰂魚涌英皇道979號太古坊林肯大廈17樓1701室。

VIEWPOINT



BNP PARIBAS
法國巴黎資產管理

洞悉萬變 可持續投資



**Investment
Managers**

安盛投資管理

PART OF
BNP PARIBAS
GROUP