

# GLOBAL OUTLOOK 2026

大調整



01	編輯寄語 大調整	P4
02	關鍵訊息 五大關鍵投資策略信息	P6
03	宏觀經濟情況 2026：全新開始的一年	P10
04	資產配置 馴服烈火之馬	P14
05	焦點 悖論：川普的美國仍然不可或缺 企業資本支出：差距與轉變 自主型人工智慧：自動化智能時代 亞洲：再平衡、再調整、再轉型 再調整：政治格局變遷中的綠色投資 2026年的私募市場：交易活動將迎來反彈？	P20 P21 P25 P28 P31 P34 P37
06	2026年的十大驚喜	P40
07	認識我們的團隊	P44
08	附錄	P46
09	免責聲明	P47

# 大調整

GLOBAL OUTLOOK 2026

“

全球經濟和金融市場正在經歷一個以政治主導為特徵的時期。這種動態不僅限於美國，還滲透到主要的全球和區域大國，並重新塑造政策格局。貨幣政策和財政政策不再相互平衡，反而彼此增強——加劇波動性並擴大結果的分布。在這種環境下，核心挑戰變成了如何在資產類別和行業之間正確調整投資。全球多元化的投資方法成為構建一個具有韌性和平衡的投資組合的基石。在東方匯理投資管理部門，我們的使命是提供能夠實現價值的穩健投資解決方案。我們在《2026全球展望》中提供的分析是一個全面的框架，旨在解讀複雜性，引導資產配置決策，並在政治主導的時代中助力實現具有韌性的投資策略。

”



Peter DE COENSEL  
Global Head of Investment Management

# 01 | 編輯寄語

## 大調整



Alexandre  
DRABOWICZ, CAIA  
Global Chief  
Investment Officer

親愛的讀者：

當我們將2025年的全球展望報告命名為《變遷中的世界》時，我們已經意識到變革正在進行，但我們無法預見到自那以來所見證的變革速度。現在，展望2026年，有一點是明確的：需要全方位的重新校準——各國央行必須重新思考貨幣政策，政府必須解決赤字問題，公司需要完善其投資策略，能源系統必須適應人工智能（AI）和可持續性的需求，而我們作為財富管理者，必須在這個不斷變化的格局中調整資產配置。

## 去全球化 VS. 沒有美國的全球化

過去幾年，全球貿易達到了平台期，這是由多種因素共同推動的：供應鏈中斷、地緣政治的不確定性，以及美國關稅政策。然而，世界貿易組織（WTO）預測2025年全球貿易將增長2.4%——儘管低於2024年的2.8%——在2026年將因“前所未有的”貿易政策不確定性急劇放緩至僅0.5%。考慮到目前關於去全球化的主流說法，這些數據似乎與預期相悖。

然而，事實並非是去全球化，而更像是重新校準。全球貿易並未萎縮，而是在進化。AI投資正在提供顯著的推動力，亞洲領先於此，而美國則因出口限制而掙扎。韓國、台灣和中國在這場以AI為驅動的重新校準中扮演著越來越重要的角色。

同時，美國專注於重新本土化，試圖通過將製造業和投資帶回國內來減少貿易赤字。隨著美國的退縮，一波新的全球化浪潮正在沒有美國的情況下興起。中國正在加強努力，通過在非洲、拉丁美洲和亞洲簽署貿易協議和投資合作關係，來與美國的影響力競爭。這些地區總人口佔全球人口的85%——這是一個令人驚嘆的數字，突顯了這場重新校準的規模。

## 去美元化 VS. 新的貨幣秩序

亨利·基辛格 (Henry Kissinger) 曾說過一句經典名言：「掌控貨幣者掌控世界。」數十年來，國際投資者向美國資產投入了數萬億美元，往往不考慮貨幣風險。但2025年標誌著一個關鍵的轉折點。雖然美國政府並未明確主張弱美元政策，但它呼籲重新調整貨幣動態，指責操縱行為阻礙公平競爭。諷刺的是，那些為美國赤字提供資金的國家現在意識到自己持有過多的美元。

美元在全球貿易、儲備和外匯市場中的巨大角色正受到越來越多的挑戰。三大新興主題正在重塑貨幣動態，並可能定義下一個十年：

- 首先，央行正在加倍推進其多元化策略。2025年是央行連續第四年不間斷購買黃金，這顯示了它們降低對美元依賴的明確意圖。
- 其次，中國正試圖將人民幣定位為國際貿易和儲備的可行替代品。雙邊貿易協議和金融合作關係不斷增加，例如肯尼亞最近提議發行人民幣債務，將其借貸成本減半。其他發展中國家可能會效仿。
- 第三，投資者正在調整其投資組合以對沖美元走弱的風險。貨幣對沖的顯著增加反映了對美元敞口的更廣泛重新評估。雖然美國資產仍具吸引力，但投資者正在重新調整其策略，以降低貨幣風險。隨著全球投資組合的進一步調整，預計這一趨勢將在2026年加速。

## 赤字 VS. 投資

西方政府不斷膨脹的赤字仍然是一個核心關注點。美國國會預算辦公室估計，到2035年，美國的總債務將飆升至53萬億美元。關稅可能提供短期解決方案，耶魯大學預算實驗室預測未來十年關稅收入將達到2.4萬億美元，但這種方法充滿不確定性，遠非可持續的解決方案。

與此同時，德國正在採取大膽策略，承諾在未來十年內投資1萬億歐元。與其專注於赤字，它正在重新校準財政政策，優先考慮基礎設施、技術和歐洲的戰略自主性。這種前瞻性方法不僅值得稱道，而且是必要的，因為它為長期增長和戰略自主鋪平了道路。

資本市場也正在經歷類似的轉變。首次，“洋基債”（非美國公司發行的美元債務）的發行放緩，而“反向洋基債”（美國公司發行的歐元債務）正在增加。這為歐洲在全球資本市場中發揮更強作用提供了重大機遇。政府對長期項目的戰略性支出將吸引私人投資，創造增長和重新校準的良性循環。

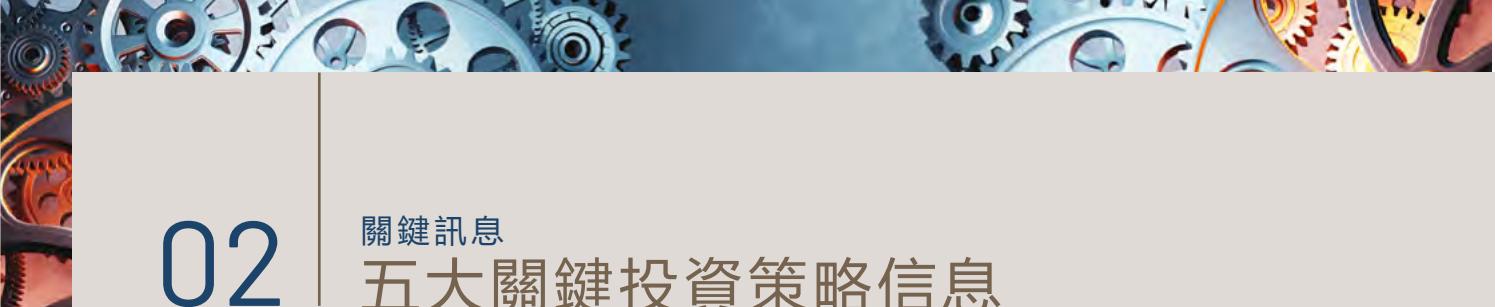
## 展望未來

我邀請您深入了解我們首席市場策略師 Jérôme van der Bruggen在下一部分中闡述的2026年關鍵信息。別忘了瀏覽我們的“2026年的十大驚喜”，我們的國際投資負責人將分享他們對潛在衝擊（無論是正面還是負面）的看法，以及對投資組合策略的影響。希望本期《全球展望》能成為您的一個寶貴資源，幫助您重新校準觀點，並在這個不斷變化的投資格局中塑造您的投資組合。讓我們攜手應對這個充滿挑戰與機遇的迷人世界的複雜性。

希望您喜歡閱讀這一期的《全球展望》。

02

關鍵訊息



02

關鍵訊息

## 五大關鍵投資策略信息



Jérôme  
VAN DER BRUGGEN  
Chief Market Strategist

以清晰明確的戰略願景開始新的一年，對任何投資者而言都是一項決定性的優勢。首先，它提供了必要的視角，幫助應對市場波動，並區分持久趨勢與短期變動。其次，清晰的戰略促進了投資決策中的紀律性，有助於避免對短期事件做出情緒化反應。同時，它也為資源配置提供了一個與核心理念一致的框架。最後，它透過圍繞目標和風險創造一種共同語言，促進了管理者、客戶、分析師等利益相關者之間的對話。

在我們的2025全球展望報告以「轉型中的世界」為題，我們強調了預期將在2025年塑造金融市場的結構性轉變。我們的願景建立在五個關鍵戰略信息之上：(1) 儘管降息有所延遲，但貨幣寬鬆週期的延續；(2) 美國的卓越韌性，其創新能力和市場深度作為支柱；(3) 人工智能（AI）和電力設施在推動未來增長中的關鍵作用；(4) 在中國改革議程推動下，東盟（ASEAN）的崛起；以及(5) 多元資產組合在結合表現與韌性中的相關性。這些信息成為我們在2025年貫穿始終的指南針。

這些預先提出的五個戰略信息使我們得以預測主要的市場動態：美國股市的強勁表現；對中期債券的重新青睞；人工智能和電力基礎設施投資的興起；以及亞洲經濟體日益增長的影響力。通過將這些信念融入多元化的投資組合中，投資者能夠抓住機遇，同時有效管理風險。這些成功突顯了每個投資週期都應以清晰願景作為起點的重要性，而這些願景則建立在對宏觀經濟和地緣政治挑戰的深入分析之上。

我們現在將再次開展這項工作，為2026年做準備——正如本期標題所暗示的那樣，這將是一個需要「重新校準」的一年。儘管這項工作看似充滿挑戰，但它在指引我們的投資選擇中依然至關重要。

### 有利於高風險資產的一年

Bénédicte Kukla指出，全球宏觀經濟環境仍然具有支撐性。預計美國聯邦儲備局（Fed）將繼續其降息週期，從而推動整體寬鬆的貨幣政策。同時，全球增長保持韌性，得益於穩健的消費和日益增長的投資。美聯儲的寬鬆立場——以及預期的降息——對美元施加了下行壓力，進一步提升了高風險資產的吸引力。在此背景下，我們對股票市場持積極展望，預計其將受益於有利的金融環境和穩健的經濟動能。



## 公司重新投入投資

Hans Bevers強調了一個基本趨勢：在經歷了2008年金融危機後長期的投資不足時期後，企業正重新開展雄心勃勃的項目。正如Delphine Di Pizio Tiger和Humberto Nardiello所闡述的那樣，人工智能（AI）特別是在其代理型或自主形式的加速發展，正在推動各行業的支出。此外，現代化基礎設施的迫切需求也在增長，尤其是在能源、交通和國防領域。這些深刻的變革支持了我們對中小企業的定位，因為它們往往更加靈活且具有創新能力。此外，正如Nicolas Renaud、Remy Pomathios和Matthieu Roumagnac所提出的，我們也看好實體資產和基礎設施的投資。我們還青睞那些促進AI採用或直接受益於國防投資的企業。這兩個主題強調了電氣化的重要性，從國家安全和能源獨立的角度來看，電氣化將成為2026年及未來的核心戰略支柱，正如Ophélie Mortier和Fabrice de Sousa所強調的那樣。

## 新興市場的有利環境

Francis Tan 則探討了新興市場，特別是亞洲地區所帶來的投資機遇。該地區正在進行的經濟再平衡為投資者創造了肥沃的土壤。此外，較弱的美元發揮了關鍵作用：它改善了持有美元計價債務的當地借款人的償付能力，促進了信貸的獲取，並刺激了國際貿易。同時，外國投資者的本地貨幣資產隨之升值，改善了資產負債表並鼓勵資本流入這些經濟體。在這樣的背景下，我們對新興市場持積極態度，因為這些市場提供了增長潛力與改善金融條件的有吸引力結合。



## 為正面驚喜做好準備

我們的十位投資領袖分享了他們對2026年的預期，大多數都圍繞一個核心觀點：這一年可能帶來令人愉快的驚喜。無論是某些行業的意外反彈、技術突破，還是地緣政治的解決方案，都有許多積極的信號。對於這些未知的開放態度，促使我們在資產配置上保持靈活性，同時具備快速應對新興機會的敏捷性。最近的歷史已經證實，儘管地緣政治背景複雜——正如Anna Rosenberg所展示的那樣——市場仍可能帶來正面的驚喜，正如2025年所展現的那樣。

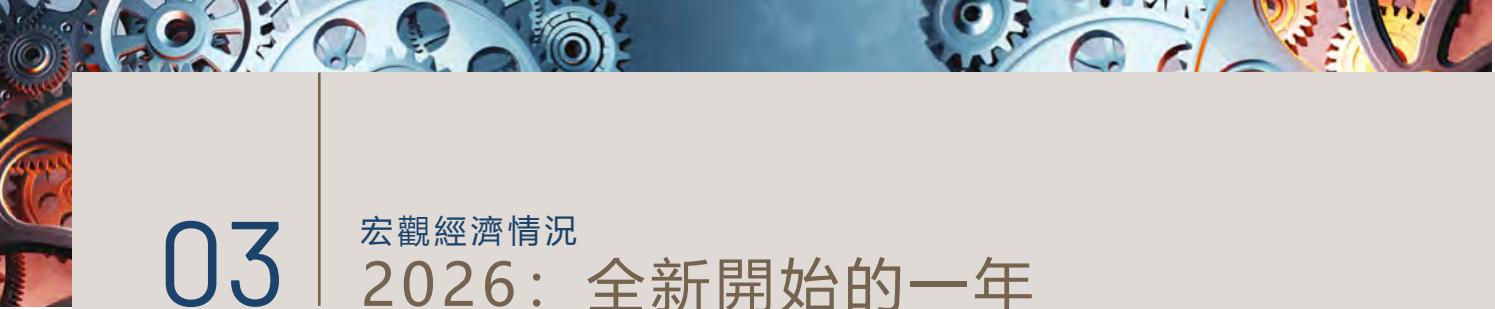
## 尋求投資組合的平衡

最後，Grégory Steiner、Jean-Marc Turin、Alexandre Gauthy和Adrien Roure強調了在投資組合中尋求平衡的重要性。在風險資產連續三年強勁增長之後，謹慎的投資方法至關重要。這包括智慧的多元化，專注於高品質的公司債務、作為避險資產的黃金，以及降低對美元的敞口。這種平衡的追求使投資者能夠將績效與韌性相結合，適應經濟週期和地緣政治的不確定性，同時滿足投資者的期望，正如Lucas Meric所解釋的那樣。

## 結論：戰略願景作為績效推動力

2025年凸顯了採用結構良好的戰略方法的重要性。我們確定的五大關鍵信息在很大程度上得以實現，為投資者在複雜的環境中提供了堅實的指導。在2026年，這種方法比以往任何時候都更加必要。它使我們能夠結構化投資決策，預測主要趨勢，並在面對市場驚喜時保持靈活性。在一個正在重新校準的世界中，清晰的戰略願景不是奢侈品，而是將不確定性轉化為機遇的必要條件。

# 03 | 宏觀經濟情況



# 03

## 宏觀經濟情況

# 2026：全新開始的一年



Bénédicte KUKLA  
Chief Strategist

隨著我們翻過2025年的篇章，全球經濟正進入適應新常態的調整期。通脹壓力正在緩解，財政和貨幣政策正在重新校準，技術投資也在加速推進。從美國的關稅政策與人工智能驅動的增長，到日本的刺激實驗以及歐洲的財政復甦，2026年預示著從危機管理到協商與重建的脆弱轉變。

## 2025：經濟學家將銘記的一年

《紐約時報》於2025年7月初發表的一篇文章指出，在特朗普總統的全面關稅政策生效後——將稅率提高至1933年的水平——「天並沒有瞬間塌下來」；相反，其實際影響尚未完全顯現，可能更像是一種緩慢的流血效應。全球經濟展現出了韌性，得益於庫存轉移、加速的出貨量以及人工智能（AI）驅動的投資（根據世界貿易組織的數據，AI相關商品推動了2025年初近一半的貿易增長）。

## 美國：舊與新之間

展望2026年，美國正處於一個十字路口，徘徊於「舊」——傳統保護主義政策——的拉力與「新」——人工智能（AI）變革潛力——的吸引力之間。消費佔美國國內生產總值（GDP）的70%，表面上仍然保持強勁，這主要得益於高收入家庭的財富顯著增長，僅在2025年第二季度，股票和共同基金資產就增加了4.6萬億美元。然而，隨著持續的通脹侵蝕實際購買力，尤其是對低收入群體的影響，消費可能會在未來趨於正常化。核心消費者物價指數（CPI）（不包括食品和能源價格）預計將保持在3%以上，直到2026年年中，這主要受到關稅對商品價格的影響以及服務行業需求壓力的推動。

儘管如此，價格的加速上漲預計將暫時持續，因為企業利潤率雖仍然處於高位，但由於關稅尚未完全生效而導致的材料成本上升，企業面臨一定的阻力。勞動力市場顯示出一些壓力跡象，裁員情況較少，但招聘有限，這應能防止工資的第二輪通脹效應。AI可能也在扮演著抑制通脹的角色，因為青年失業率上升部分與AI驅動的轉變有關，這些轉變消除了許多低技術含量的工作。這在一定程度上緩解了移民政策收緊所帶來的影響，減少了勞動力的流入，從而降低了建築、農業和酒店等關鍵行業中工資上升的壓力，但也加劇了服務行業的通脹。

色，因為青年失業率上升部分與AI驅動的轉變有關，這些轉變消除了許多低技術含量的工作。這在一定程度上緩解了移民政策收緊所帶來的影響，減少了勞動力的流入，從而降低了建築、農業和酒店等關鍵行業中工資上升的壓力，但也加劇了服務行業的通脹。

2025年，傑羅姆·鮑威爾（Jerome Powell）面臨許多相互矛盾的力量，尤其是他任期將於2026年5月結束。我們預計美聯儲（Fed）將逐步將利率降至3.5%，時間可能在2026年底，這低於一些市場分析師的預期。美聯儲目前確實專注於勞動力市場的疲弱，但我們預計隨著調查顯示招聘計劃有所改善，勞動力市場將在2026年有所好轉。在經歷了一年的政策不確定性加劇後，2026年《一個偉大美麗法案》（One Big Beautiful Bill Act）提供的財政刺激應會推動商業投資。人工智能和知識產權投資預計也將保持強勁，進一步支持經濟增長（2025年上半年非住宅投資對GDP增長的貢獻超過兩個百分點）。

總的來說，在美國私營部門的創新力量幫助緩解保護主義影響的同時，國內需求的韌性加上仍然寬鬆的政策，我們預計未來幾年GDP增長至少可達到2%。通脹水平將比特朗普上任前我們預期的更高，關稅對通脹有一個暫時性的影響；這一影響應會在2026年下半年消退，使通脹率逐漸降至2027年的2.5%。在政治方面，2026年11月的中期選舉可能會減緩政策推進的勢頭。根據布魯金斯學會（Brookings Institution）的研究，自1938年以來，總統所在政黨在22次中期選舉中失利了20次。



過去  
22次中期  
選舉中，  
美國總統有  
20次失去支持

如果2026年共和黨失去國會的任何一院，將會瓦解目前的共和黨三位一體局面，阻礙唐納德·特朗普 (Donald Trump) 的立法議程，並標誌著其總統任期的一次挫折<sup>1</sup>。

### 歐元區：我們已經觸底了嗎？

2025 年，在美國在防務和貿易上的退縮刺激下，歐洲一體化成為焦點，推動了對投資和協調的重新關注。長期以來因投資不足而受到批評的德國，如今被預期將引領這一浪潮。隨著其憲法債務剎車機制的暫停，德國計劃在12年內注入 9,000 億歐元（基礎建設 5,000 億歐元、防務 4,000 億歐元），每年約佔 GDP 的 1%。儘管財政瓶頸延遲了 2025 年的預算，但 2026 年看起來更具希望，聯邦借款將增加三倍，達到 1,800 億歐元（德國歷史上第二高的借款水平）。

在法國，公共支出的削減可能對家庭和投資形成壓力，將 2026 年的經濟增長限制在 1% 以下。然而，歐洲央行 (ECB) 降息帶來的強勁貸款增長、蓬勃發展的航空業、高儲蓄率以及穩定的社會保障網，有望幫助法國避免經濟衰退。在南歐，歐盟復甦基金 (NextGenerationEU) 的執行將在 2026 年加速，然後在 2027 年逐步退出，展現財政刺激的強大效應（為 2026 年西班牙 GDP 增長貢獻超過一個百分點）。

總體來看，在連續幾年的財政緊縮之後，2026 年的財政政策預計將略微轉向擴張性政策。對於歐元區而言，2026 年可能是一個分歧之年，預計 GDP 將增長 1.1%（表 1），由德國和南歐領跑，而法國增長相對滯後。在價格方面，德國的勞動力市場可能在進入 2027 年時引發通脹擔憂，但在 2026 年，通脹仍保持相對穩定，歐洲央行對於在復甦勢頭增強的情況下維持中性政策感到“放心”。

### 日本：謹慎用藥

2025 年對日本來說是一個關鍵的轉折點，他們經歷了領導層的更替以及期待已久的擺脫通縮習慣（通脹接近 2%，工資正在上升）。在 2026 年，新當選的高市早苗將嘗試透過對小型企業的稅收激勵、對綠色和數位基礎設施的投資以及選擇性放寬管制來優先推動工資增長。日本央行面臨困境，儘管傳統觀點認為在通縮時代結束後應提高利率，但它也需要將其貨幣政策與當前政府的財政刺激政策相協調。因此，日本央行可能在 2026 年僅小幅提高利率。

### 新興市場：戰略性再平衡

正如國際貨幣基金組織 (IMF) 所指出，新興市場在近年來面對金融衝擊時展現了強大的韌性，這主要得益於有利的全球經濟環境以及更完善的經濟政策，包括中央銀行的公信力提升以及對貨幣干預的依賴減少。

表1：2025–2027年宏觀經濟預測, %

	GDP			通貨膨脹		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
美國	2.1%	2.4%	2.0%	2.9%	2.8%	2.5%
歐元區	1.3%	1.1%	1.8%	2.1%	1.8%	2.1%
中國	4.7%	4.5%	4.3%	0.2%	0.6%	1.3%
全球	2.9%	3.0%	-	-	-	-

資料來源：東方匯理私人銀行。

1 - 共和黨目前掌控美國白宮以及國會的眾議院和參議院。

2025 年，新興市場的公共債務佔 GDP 的比例預計將平均為 73%（而發達經濟體則為 110%），未來五年的 GDP 年增長率預計將達到 4%，是發達經濟體增長速度的兩倍以上。印度預計將於 2025 年成為全球第四大經濟體，並於 2028 年成為第三大經濟體。

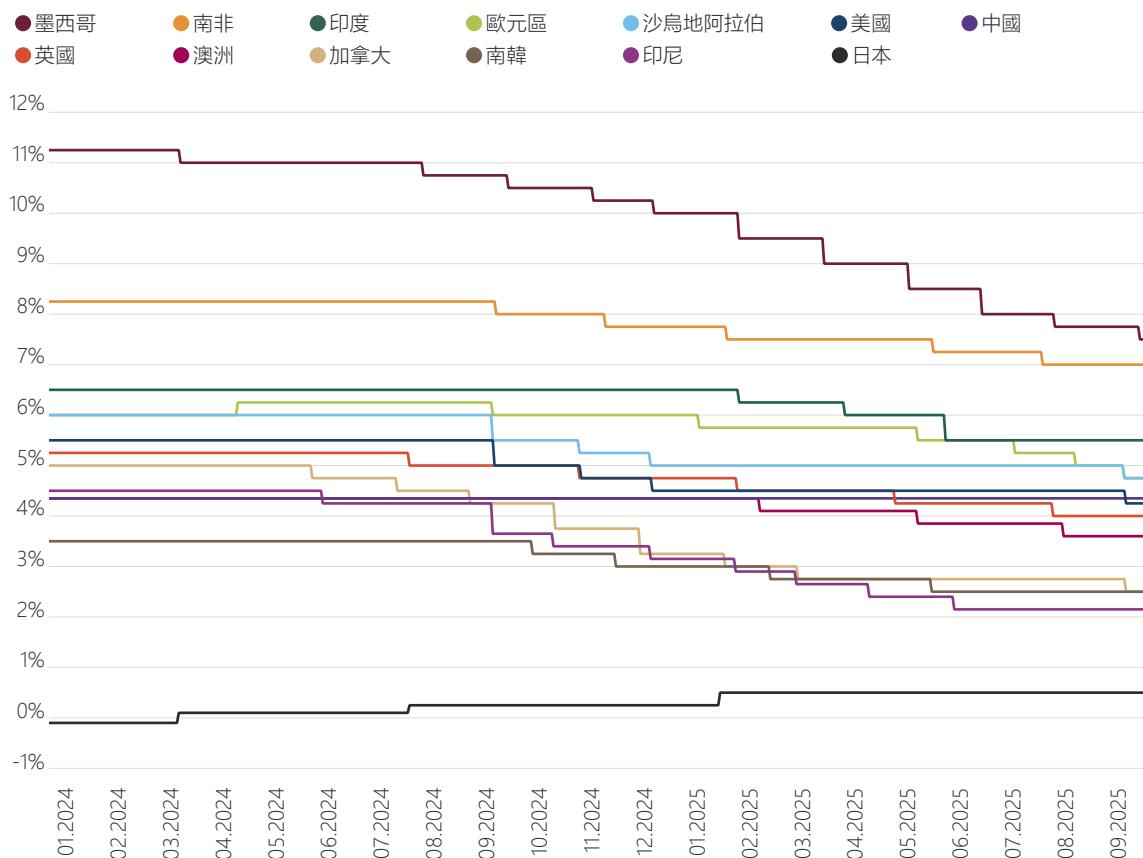
此外，隨著美聯儲 (Fed) 繼續逐步放寬政策，新興市場將獲得更多空間來降低利率並刺激經濟增長。美元走軟降低了進口成本（包括石油），從而減輕了通脹壓力。儘管全球需求疲弱，但隨著 OPEC 增加石油產量，原油價格也在下降。這一策略旨在重新奪回市場份額，並抑制對非 OPEC 石油及電池的投資，即使 OPEC 成員國（尤其是沙特阿拉伯）正面臨與經濟多元化相關的日益嚴峻的財務需求，這些需求包括發展旅遊業、房地產和高科技製造業等領域。

與此同時，中國越來越依賴服務業來推動經濟增長（詳見文章《亞洲：再平衡、再調整、再轉型》，第 31 頁），並加強與新興市場的經濟聯繫，特別是在亞洲和拉丁美洲。哥倫比亞最近加入了中國的「一帶一路」<sup>2</sup> 倡議，成為超過 20 個參與該計劃的拉丁美洲國家中最新的一員。該地區正在通過擁抱中國投資的同時，平衡多極外交，並保持與美國在貿易和安全方面的合作。在美國關稅壓力下，墨西哥於 2025 年率先進行全球降息（見圖表1），但在 2026 年，美墨加協定 (USMCA)<sup>3</sup> 的重新談判將至關重要，美國將重點關注邊境安全的進展以及墨西哥製造商品中美國成分比例的提升。

隨著各國應對新的投資需求、貿易動態和技術變革，2026 年將成為一個再校準的一年，重塑未來十年的全球增長軌跡。

由首席投資官辦公室貢獻。

圖1：2025年日本成為央行降息的異類，%



資料來源: Macrobond, 東方匯理私人銀行。

2 - 一帶一路“倡議 (BRI) 由中國於2013年發起，是一項通過建設道路、鐵路和港口等基礎設施專案來促進區域互通互聯和貿易的全球戰略。這一倡議常被稱為現代版“絲綢之路”，其覆蓋範圍包括亞洲、歐洲、非洲及其他地區。

3 - 美國-墨西哥-加拿大協定。

# 04 | 資產配置



# 04

## 資產配置 馴服烈火之馬



Grégory STEINER, CFA  
Global Head of  
Asset Allocation



Jean-Marc TURIN, CFA  
Head of Patrimonial Funds



### 識別 持續性收益 增長 的來源

2026 年是中國生肖中的「火馬年」，象徵著熱情與洞察力。市場可能會帶來機會，但在經歷三年強勁表現之後，謹慎導航是實現可持續增長的關鍵。我們對 2026 年的觀點：看好股票市場，特別是美國和新興市場股票；看好企業債券，尤其是歐洲的企業債券；以及新興市場本地債務和黃金等實物資產；同時對美元保持謹慎態度。

在我們對 2026 年的資產配置情景中，我們持續看好股票，因其受益於積極的宏觀經濟環境以及寬鬆的融資條件（圖 2 第 16 頁）。

傳統上被認為是多元資產解決方案中防禦性資產的政府債券，由於近期的財政和債務動態，以及發達經濟體中新通脹體系的出現，其地位逐漸被削弱。鑑於這些變化，我們現在更青睞債券市場的其他部分，特別是高品質的企業債券，因為它們提供了更具吸引力的調整風險後的回報。

為了在投資組合中保持適當的多元化水平，我們認為有必要增加對與股票相關性較低的資產的投資。其中，貴金屬等實物資產以及能夠在各種市場環境中產生正絕對回報的另類資產，尤為值得關注。

最後，在一個充滿不確定性的背景下的社會因素如日益加劇的保護主義、地緣政治對抗以及緊迫的環境問題可能進一步加劇市場波動，實施低成本的戰術選擇權策略可能會非常有趣<sup>4</sup>。

### 甄選股票並聚焦於 2026 年的利潤

在適度但正向增長和充裕流動性的背景下，2026 年應是股票市場的有利年份。然而，鑑於過去三年的漲幅，與估值倍數重新評價相關的表現潛力現在變得更為有限。在這種情況下，能夠識別持續性收益或股息增長的來源將成為一個差異化的關鍵因素。儘管近年來指數表現出高度集中化的特徵，我們認為，市場回歸分散化將使主動管理策略受益。因此，我們將繼續採取平衡的策略，結合設計用於複製金融指數的被動解決方案<sup>5</sup>與主動管理型基金。

4 - 被動投資是一種長期策略，旨在透過減少頻繁的買賣來最大化回報。與試圖超越市場表現的主動投資不同，被動投資是持有反映特定市場領域的多元化資產組合。  
5 - 期權策略是通過買入和賣出一個或多個期權合約的組合來實現特定投資目標，例如從市場趨勢中獲利、對沖風險或產生收入。這些策略從簡單的單一期權交易到複雜的多腿倉位不等，可以根據交易者的市場預期（看漲、看跌或中性）和風險承受能力量身定製。



## 美元走弱 有利於 新興市場 資產

在我們的股票配置中，美國公司仍然是基石。儘管從歷史標準來看，美國公司的估值仍然較高，但得益於經濟的韌性以及通過人工智慧（AI）採用所實現的生產力增長，它們能夠保持利潤率。此外，持續進行的股票回購計劃以及美國個人投資者的堅定支持，進一步支持了該地區的投資吸引力。我們的策略再次基於兩個關鍵領域的平衡佈局：一是仍顯示出強勁收益增長的科技股，二是小型和中型企業。經過數年的表現不佳後，後者或將受益於當前的放鬆管制趨勢，同時受惠於預期於 2026 年的降息政策。

在歐洲，我們認為銀行業仍然具有吸引力。歐洲銀行經過近年來的資產負債表強化，現在在融資方面擁有更多的操作空間。該行業的逐步整合，加之在信貸損失預計有限的背景下盈利能力的改善，為該領域提供了額外的增長動力。同時，歐洲的小型和中型企業有望受益於針對國防和基礎設施領域的各種刺激計劃。金融條件的放寬也進一步提升了它們的吸引力，特別是在併購（M&A）週期復甦之際，成為潛在的併購目標。

圖2：經濟增長期間的貨幣寬鬆推動風險資產增長 (基準 = 100)



注意: 標普500指數在美聯儲降息周期開始後的走勢。

資料來源: Macrobond (2025年10月), 東方匯理私人銀行。



對  
中國科技  
行業日益增長的  
樂觀情緒

## 美元走弱有利於新興市場資產

我們對新興市場股票保持正面看法，這類資產在主要全球指數中仍然處於低配狀態。多個因素支持該資產類別：美元走弱、與發達國家相比仍然較高的增長差距、對美國資產以外的多元化需求增加，以及溫和的通脹，這為各國央行提供了刺激增長的空間。此外，在美國保護主義趨勢加劇的背景下，新興市場應能受益於更強的貿易聯繫。儘管 2025 年下半年 (H2 2025) 的反彈部分受到估值倍數重新評估的支撐，但企業盈利增長的復甦是一個更穩定且更具前景的驅動因素，有望在長期內支持這些市場。

在中國，儘管房地產行業仍然脆弱，但我們看到了一些經濟復甦的積極信號，這得益於當地政府明確承諾刺激國內消費。此外，中國政府最近支持股市的承諾也提升了國內股票的吸引力。正如 Francis Tan 所強調的那樣（見文章《亞洲：再平衡、再調整、再轉型》，第 31 頁），中國家庭儲蓄的龐大資金儲備也是一個重要的資本來源，可能會投入到經濟中。最後，本土企業的崛起和技術創新的重大進展正推動人們對中國科技行業的樂觀情緒不斷增強。

## 青睞企業債務並保持多元化

我們保持對主權債務的適度配置，偏好收益率曲線的短端，因其受發達市場財政軌跡的影響較小。在當前複雜的定價環境下，考慮到對美聯儲 (Fed) 獨立性的威脅，我們認為靈活的頭寸調整將是關鍵，以便抓住可能出現的政府債券市場波動期的機會。



相反，歐洲企業債券，無論是投資級別還是高收益債券，都受益於有利的金融環境。歐元區內雄心勃勃的支出計劃以及相較於歐洲貨幣資產更具吸引力的收益率，正在提升其吸引力。

最後，我們認為本幣計價的新興市場債務具有價值。該領域受益於多個有利因素：美元走弱、許多新興地區（特別是拉丁美洲）通脹下降，以及與發達國家相比顯著更高的實際收益率。這些因素使得該資產類別成為實現債券配置多元化和收益增長的戰略性組成部分。

## 黃金比美元更閃耀

在外匯市場，我們預計美元兌主要國際貨幣（特別是歐元）的下行趨勢將持續。這一動態受到美國利率下調預期、美聯儲治理的不確定性以及對美國財政狀況的擔憂所支持。儘管這些因素已部分被市場消化，但在當前階段，我們仍然對非美元投資組合中的美國資產持有部分貨幣風險對沖。

黃金除了作為對抗貨幣貶值風險以及政治和地緣政治不確定性的避險資產外，還成為央行外匯儲備多元化的主要受益者。此外，近期私人投資者和機構投資者對黃金的關注日益增加，這一點從 ETF 購買流量中可見一斑，進一步提升了該資產類別的吸引力。

與此同時，瑞士法郎和日元在市場波動加劇的時期，也可能提供具有吸引力的非相關性機會。

特別鳴謝以下貢獻者：



Alexandre GAUTHY  
Senior Cross-Assets Manager /  
Market Forex Strategist



Adrien ROURE  
Multi-Asset Portfolio Manager



## 市場指標：以投資者預期為導向導航

「我們已經達到第三層次，將我們的智慧用於預測大眾意見認為的平均意見會是什麼。」1936年，著名英國經濟學家約翰·梅納德·凱恩斯將金融市場比作一場競賽，競賽中報紙讀者需要從100張人像中選出他認為不是最美的，而是所有讀者中認為最受歡迎的面孔。這一比喻強調了在制定投資策略時，除了基本面之外，市場參與者預期的重要性：我們的宏觀經濟假設固然重要，但如果不及時考慮市場假設，則無法呈現完整的圖景。

在這場猜測遊戲中，增長預期是關鍵。在我們的戰略方法中，我們通過將多個主要資產類別的宏觀指標整合為一個反映市場週期性預期變化的指標<sup>6</sup>（圖3），來聚焦於這些預期。這樣的指標有兩個重要用途：1) 當投資者的預期與我們的假設出現分歧時，能幫助我們識別這些差異，尤其是在近年來我們對多次衰退預測持謹慎態度時；2) 當市場預期達到極端水平時（無論是樂觀還是悲觀），這樣的指標可揭示未來表現的顯著不對稱性。例如，這種情況曾發生在2024年8月（美國勞動力市場）和2025年4月（特朗普的普遍關稅）壓力事件期間。

除了專注於價格動態所傳遞的信息外，市場預期還反映在投資情緒和倉位部處中。我們開發了一個模型，包含反映主觀、系統性和選擇性頭寸以及投資者情緒的指標，旨在識別當投資者過於悲觀或樂觀時，預期

圖3：S&P 500指數與市場增長預期比較



圖4：S&P 500指數與情緒及頭寸信號比較



未來表現出現不對稱的配置（圖4）。然而，適度的部處可能無法避免修正，因為它並不是驅動資產的唯一力量，正如2025年4月「解放日」期間所觀察到的那樣。

這一事件說明了在唐納德·特朗普的相關聲明後，市場對增長預期和倉位部處的極端波動概念。從兩個指標來看，當時市場對兩者均顯示出強烈的悲觀情緒，這為投資者提供了極具吸引力的進場機會。這一系列事件突顯了理解市場參與者預期的重要性，並呼應了著名投資人沃倫·巴菲特的名言：「在別人貪婪時恐懼，在別人恐懼時貪婪。」

這些模型幫助我們的全球投資委員會進行資產配置決策。儘管並非「萬無一失」，但它們對於幫助我們做出更明智的決策以及培養重新審視既定觀點的心態起到了核心作用。我們堅信這種獨特的方法能為我們的投資組合管理解決方案帶來價值。



Lucas MERIC  
Cross Asset Strategist

# 05 | 焦點



# 05

焦點

## 悖論：川普的美國仍然不可或缺



Jérôme  
VAN DER BRUGGEN  
Chief Market Strategist



美元：  
約占外匯市場交易的  
89%

在唐納·川普重返白宮的一年後，由其政府主導的美國經濟調整已經顯而易見：在貿易上採取保護主義，在產業上則推行干預政策。然而，儘管出現這些轉變，全球貿易依然強勁，而美國仍然是其核心樞紐。這一看似矛盾的現象，反映了美國經濟的結構性力量以及其在國際貿易和金融流動中的不可或缺地位。

### 更具攻擊性的經濟政策

自2025年初以來，川普政府實施了一項更具攻擊性的關稅政策。對一系列具有戰略重要性的產品（包括銅、關鍵金屬、大型車輛和藥品）提高了關稅，整體關稅預計到2026年底將提高15個百分點。這一策略不僅旨在保護國內產業，還作為一種財政槓桿：根據估算，這每年可為美國財政部帶來約3,000億美元的收入。

與此同時，聯邦政府在產業政策上採取了更加積極的介入方式。與前任政府專注於稅收激勵措施不同，川普政府選擇在一些具有戰略意義的公司（如英特爾和MP Materials）中持有少數股權。這種基於現有國家安全法規的做法，正在地緣政治競爭加劇的時代中重新定義國家與私營部門之間的關係。

### 全球貿易依然具有韌性

儘管轉向保護主義，全球貿易流動並未顯現出放緩的跡象。根據世界貿易組織（WTO）的數據，預計2025年全球商品貿易將增長2.5%，而服務貿易則有望增長4%。美國不僅未被邊緣化，反而繼續在這些貿易流動中保持穩定的份額，約占全球貿易的13%至15%。

這種韌性部分歸因於美國消費者的持久購買力，他們仍然是全球出口的首選市場。無論是製造商品、數位服務還是農產品，美國的需求依然是推動全球經濟活動的核心力量之一。

### 令人費解的主導地位

美元在國際貿易中的使用仍然具有壓倒性優勢。根據國際清算銀行（BIS）於2025年4月的三年期調查，美元參與了約89%的外匯交易，較2022年有所增加。外匯市場的日均交易量飆升了28%，達到9.6萬億美元，其中對沖工具如遠期合約（+60%）和期權（+100%）的交易量顯著增長（圖5第22頁）。

美元的主導地位由兩大關鍵因素支撐：其卓越的流動性以及美國金融市場的深度。即使在波動性加劇的時期，例如2025年的關稅宣佈期間，美元仍然是終極避險貨幣。它支撐著全球金融流動，促進交易，並作為定價的基準。

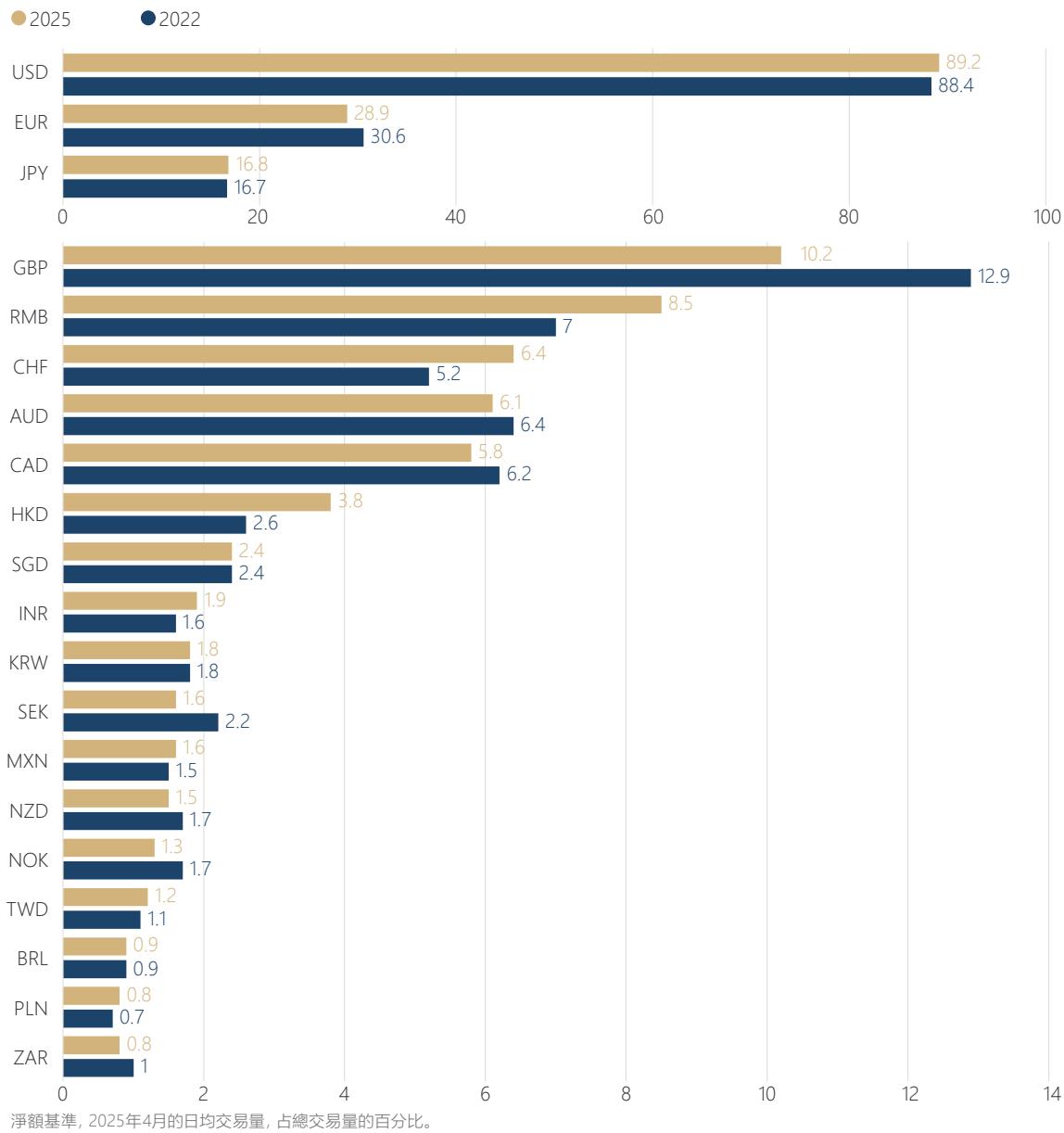
## 必須對美元保持謹慎

儘管美元在全球貿易中的主導地位無可否認，但我們仍需對美元保持謹慎。美元作為全球儲備貨幣的地位並不排除其可能走弱的可能性。這種看似矛盾的現象——一種既是全球儲備貨幣又可能走弱的貨幣——在經濟理論中被稱為「特里芬難

題」(Triffin's Paradox)。比利時經濟學家羅伯特·特里芬 (Robert Triffin) 認為，一種貨幣若要成為全球儲備貨幣，必須保持充足供應，但這不可避免地會導致外部赤字並對該貨幣的價值形成下行壓力。

因此，儘管美元在全球交易中仍處於核心地位，但在寬鬆的貨幣政策和持續的貿易赤字環境下，其價值可能會走弱。

圖5：按貨幣和貨幣對分類的外匯市場交易量, %



資料來源：國際清算銀行三年期中央銀行調查 (2025)，東方匯理私人銀行。

## 消費者的角色

值得強調的是，美國在全球經濟中的核心地位並不僅僅依賴於美元的主導地位。它還依賴於美國企業的創新能力、龐大的國內市場規模、金融機構的實力以及經濟體系的靈活性。

尤其是美國消費者的活力，仍然是關鍵因素：他們吸收了全球大量的出口商品，支持跨國企業的增長，並對全球消費趨勢產生深遠影響。

此外，美國繼續吸引著國際資本，這不僅是因為其市場的高流動性，還因為其具備創造有吸引力回報的能力。外國直接投資、資本市場的流入以及主權債券的購買，都反映了國際社會對美國經濟的持續信心。

## 中心地位依然難以取代

不可否認，替代貨幣正在逐漸崛起。根據SWIFT的數據，截至2025年9月，人民幣在全球貿易融資中的市場份額達到7.6%。中國銀行的外部人民幣持有量在過去五年中增長了四倍。然而，這些發展在全球範圍內仍然相對邊緣化。歐元、日圓、瑞士法郎，甚至是加密貨幣，尚未能對美元作為全球主要交易貨幣的地位構成挑戰。

儘管去美元化的嘗試持續進行，美元的使用韌性依然顯著，這凸顯了美國金融體系的強大。同時，這也說明了美國在全球經濟中的核心地位並非僅僅依賴其貿易或產業政策，而是基於一系列結構性因素，使其在全球經濟秩序中擁有獨特的地位。

## 結論：持久的結構性力量

全球的投資組合——包括我們自己的投資組合——仍然對美國資產進行了大量配置。自2025年以來，越來越多的投資組合開始更積極地管理由其投資引起的匯率風險，並對部分美元敞口進行對沖。我們預計這一趨勢將持續到2026年，這可能進一步促使美元走弱。

然而，儘管美國變得更加保護主義和干預主義，過去一年再次證明，美國仍然是全球經濟的神經中樞。無論是在全球貿易中的角色、吸引資本的能力、貨幣在交易中的使用韌性，還是其國內需求的強勁表現，都使美國成為不可或缺的全球經濟參與者。美國經濟一方面日益封閉，另一方面卻仍然是全球核心，這一悖論充分說明了全球經濟體系的複雜性。



人民幣  
占全球貿易融資的  
7.6%

### 3 個問題給ANNA ROSENBERG

安娜·羅森伯格 (Anna Rosenberg) 是Amundi投資解決方案的地緣政治部門負責人。在她參加於華盛頓舉行的世界銀行和國際貨幣基金組織年度會議後，我們向她提出了三個問題，了解她對自美國新政府上任以來首次訪問的觀點與收穫。

Alexandre Drabowicz: 您認為2026年最值得關注的地緣政治議題是什麼？

安娜·羅森伯格 (Anna Rosenberg)：隨著多極化轉變、美中大國競爭，以及不斷升級的技術與軍備競賽等大趨勢的持續，地緣政治風險將依然處於高位。持續的衝突（如烏克蘭與中東局勢）以及西方政治的不穩定進一步加劇了這一風險。

然而，人工智能的興起、美國政治不確定性，以及各國政府努力多元化其貿易和安全夥伴的舉措，也將塑造2026年的格局。隨著民主倒退和高負債水平的問題日益顯現，關於美國例外主義的疑問將會增加，即便人工智能的投入和去管制措施可能促進生產力提升。

對我來說，最需要關注的議題是，在一個競爭更加激烈的多極世界中，這些因素和地緣熱點將如何演變，因為發生意外和衝突升級的可能性增加。

然而，地緣政治同時也將創造投資機會，因為地緣政治的發展會影響趨勢，就像我們從科技和國防投資中所看到的那樣。

AD: 人工智能可以成為美國與中國之間的中立橋樑嗎？

AR: 不會，因為美國和中國在人工智能 (AI) 模式上的追求截然不同。美國希望將AI的基礎設施和控制權維持在其商業生態系統內，僅與少數盟友合作；而中國則希望使AI變得更加廉價且廣泛可及。美國試圖對AI基礎設施進行嚴格控制，而中國則試圖擺脫對美國芯片的依賴。

大國競爭將繼續推動AI競賽的投資——這是一場類似於冷戰期間技術和太空競賽的現代版。無論是美國還是中國，都將對人工智能、量子計算<sup>7</sup>和高端芯片的掌控視為鞏固超級大國地位的關鍵。因此，對AI的投資不僅僅關乎技術發展，更關乎權力與生存。

此外，AI競賽可能會重新定義和強化地緣政治聯盟，因為能源的獲取將變得至關重要。

AD: 歐洲在其中處於什麼地位？您如何看待歐洲在2026年的發展？

AR: 儘管歐洲面臨著許多風險，例如國內政治分裂、烏克蘭戰爭以及與美國之間的緊張關係，但歐洲領導人迄今為止仍能保持團結，並設法使唐納德·川普在大體上符合歐洲的安全利益。歐盟 (EU) 在多元化其與其他國家的貿易關係方面也取得了重大進展，例如與南方共同市場 (Mercosur<sup>8</sup>)、印尼和印度的合作。此外，歐洲在國防領域也有重要發展。

儘管面臨困難的局勢，但這些挑戰正開始為改革鋪平道路，而這些改革可能使歐盟更具競爭力。就在最近，德國總理呼籲建立一個歐洲證券交易所，這表明德國對統一歐盟資本市場計劃的支持。此前，德國一直是實現更廣泛資本市場一體化的主要障礙之一。儘管推行重大改革仍然困難，並需要時間和努力，但目前的政治動。



Alexandre DRABOWICZ, CAIA  
Global Chief Investment Officer



Anna ROSENBERG  
Head of Geopolitics  
Amundi Investment Solutions

7 - 量子運算是一項革命性的技術，利用量子力學來比傳統電腦更快速地解決複雜問題。

8 - 南方共同市場 (Mercosur) 的成員國包括阿根廷、玻利維亞、巴西、巴拉圭和烏拉圭。



# 05

焦點

## 企業資本支出：差距與轉變



Hans BEVERS  
Chief Economist  
Degroef Petercam



經合組織  
(OECD)  
投資約比全球金融  
危機 (GFC) 前的  
趨勢低  
20%

經歷了近二十年的企業投資低迷後，資本支出仍未回到危機前的增長軌道。然而，全球投資格局正經歷著一場深刻的變革。本文將重點探討過去的投資表現不佳如何與當前正蓬勃展開的投資重新調整相關聯。

### 解釋增長放緩的原因

自全球金融危機 (GFC) 以來，經濟合作與發展組織 (OECD) 經濟體的投資增長持續疲軟。截至2024年底，發達經濟體的總投資規模約比GFC前的趨勢低20%，並比COVID-19疫情前的水平低7%。新興市場同樣出現投資不足，但情況相對不那麼嚴重。這一下降主要歸因於企業投資的急劇下滑，而企業投資平均約占總投資的60%。總體而言，截至2024年初，OECD國家的實際企業投資比GFC前的趨勢低了23%。

根據經合組織 (OECD) 的研究，有兩個周期性因素可以解釋大部分投資疲軟的原因。首先，總需求疲軟減少了企業擴大產能的動力，這一因素約占投資不足的三分之一。其次，由於地緣政治緊張局勢、貿易爭端以及政策環境的不穩定性，導致不確定性上升，企業因此推遲或取消了投資計劃。自2016年以來，經濟政策的不確定性穩步上升，80%的企業將其列為投資的主要障礙。

這兩個因素共同解釋了自2008年以來企業投資下降約一半的原因。有趣的是，傳統的推動因素，如資本使用成本、盈利能力與市場估值，並無法解釋這種疲軟現象。儘管借貸成本低廉且企業盈利能力強勁，許多公司仍選擇囤積現金或將資本返還給股東，而不是投資於生產性資產。在美國和歐洲，企業更傾向於收購現有資產，而非進行內部投資。

同時，我們開始看到經濟向數字化和知識型經濟的更根本性轉變。企業越來越優先考慮無形資產的投資——例如軟體、數據和研發——以及支持性的有形投資，如信息通信(ICT)硬體。自全球金融危機以來，軟體投資增長了三倍，而信息通信硬體和研發分別增長了100%和45%。相比之下，機械設備的增長僅為12%，而物理建築結構投資則下降了7% (圖6第26頁)。然而，總體來看，儘管數字化和研發支出的激增 (通常是折舊更快的資產) 有所增加，但仍不足以抵消有形投資疲軟的影響 (有形資產仍占整體企業投資的60%)。

還存在其他結構性因素。主導性 (科技) 企業的崛起抑制了商業活力，並限制了投資。此外，人口結構的變化——特別是人口老齡化——以及持續的勞動力短缺也被認為是主要障礙。事實上，在歐盟 (EU) 和美國，超過一半的企業表示，難以找到熟練工人是其投資計劃的一大限制因素。

### 投資轉型加速

這些挑戰如今正與一系列更廣泛的變革力量交織在一起，重新塑造資本的配置方式和方向。事實上，可以說這些限制因素——從勞動力短缺到不確定性和老化的基礎設施——不僅是障礙，同時也是推動變革的催化劑。它們正加速向數位化、自動化和更智能資本分配的轉變，因為企業在快速變化的環境中努力適應並保持競爭力，而安全性和可持續性已經成為核心優先事項。

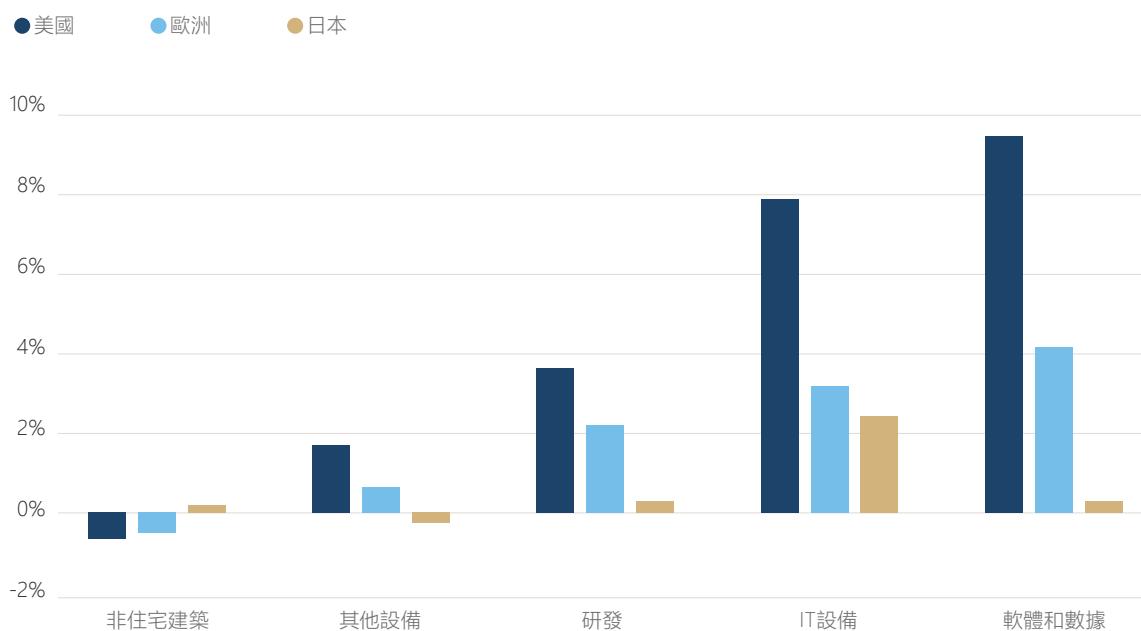
人工智能（AI）、雲端運算和數據基礎設施的快速發展正在推動跨行業的投資。根據Gartner諮詢公司的數據，2026年全球在AI硬體和軟體上的支出將達到2萬億美元，高於2025年接近1.5萬億美元的支出；而摩根士丹利認為，到2029年，該領域的全球投資將達到3萬億美元。誠然，其中不少項目（大部分源自美國）可能無法獲得預期回報。然而，可以明確的是，技術進步正在重新定義基礎設施本身，從集中化、資本密集型模式轉向模組化、科技驅動的系統，這些系統整合了人工智能（AI）、物聯網（IoT）和數據驅動的操作。計算基礎設施似乎成為未來經濟的基石，企業正加緊努力將AI整合到其業務架構的核心。

當前的人工智慧熱潮正在推動電力需求激增，與此同時也對快速老化的電網造成壓力。然而，電氣化的範疇遠不止於AI。電氣化是推動當前能源轉型的核心力量，太陽能和風能如今已在電力需求增長中占據主導地位。2025年，全球能源投資達到3.3萬億美元，其中2.2萬億美元——是化石燃料投資額的兩倍——流向了核能、電網、儲能和可再生能源。

中國的案例說明了其中的經濟利害關係。中國不僅占全球清潔能源投資的近三分之一，還是不容挑戰的綠色技術領域的主導生產國，去年生產了全球超過90%的太陽能模組和超過80%的風力渦輪機。中國的領先地位也凸顯了政策支持在能源轉型中至關重要的作用。其清潔技術的快速發展不僅降低了國內的能源成本，還增強了全球對其技術的依賴，同時推動了其AI雄心並加強了其自給自足和地緣政治影響力。

在地緣政治緊張局勢加劇的背景下，許多國家已經意識到，所謂的「和平紅利」已經結束，更高的國防開支是不可避免的。無可否認，AI正迅速改變戰爭的性質。與國防相關的投資正在超越傳統的軍事硬體，進一步涵蓋網路防禦、太空技術和安全供應鏈。儘管我們只能希望冷靜的頭腦能占上風，但北約大幅提高國防支出的推動力反映了當前的地緣政治現實，這也是企業在制定戰略決策時必須考慮的因素之一。

圖6：按資產類別劃分的企業總投資（2008-2022年平均實際年增長率），%



資料來源：OECD國民帳戶數據庫；及OECD計算(2025)，東方匯理私人銀行。



12,000  
億歐元：  
2025-2031  
年歐盟投資需求

## 馬里奧·德拉吉的持續施壓

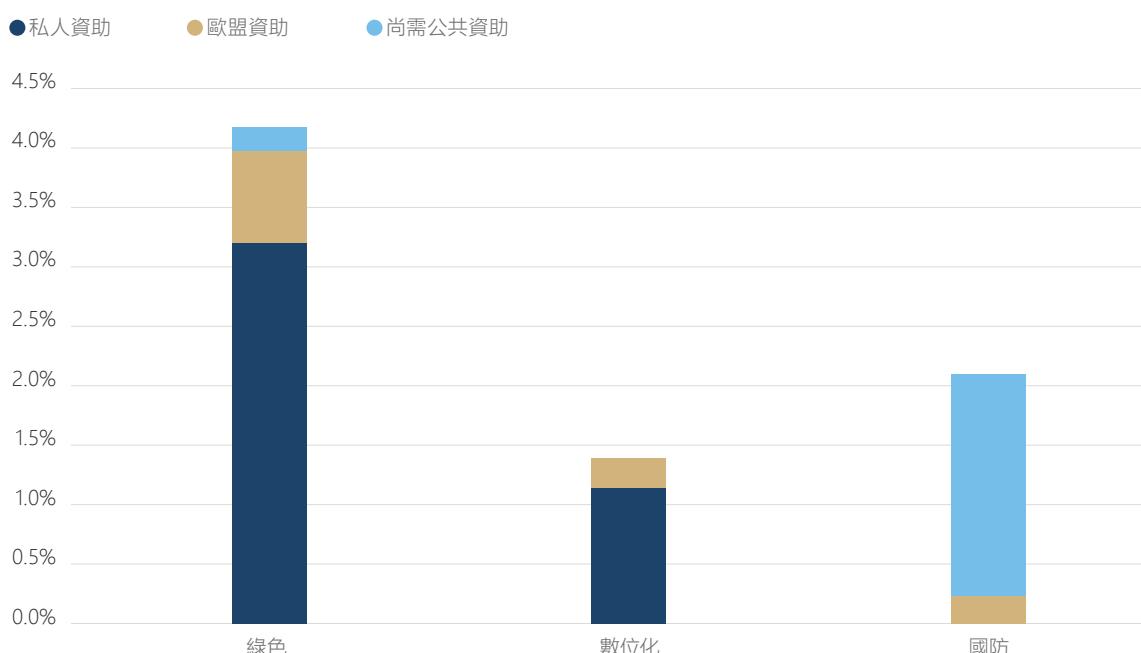
上述更廣泛的轉型趨勢，顯然也體現在歐洲的投資雄心中。一年前，普遍認為歐盟每年需要大約8,000億歐元的額外戰略投資，以支持綠色、數位化和國防的轉型。然而，根據歐盟和北約的最新數據，2025年至2031年間，這一金額的平均需求已上升至近1.2萬億歐元。儘管投資額增幅最大的是新的國防承諾——為了在2035年前實現國防支出達到GDP的5%的目標，歐盟每年需要額外確保約3,200億歐元的公共資金——但歐洲在綠色轉型上的投資需求仍然高於數位化和國防的總和（圖7）。

從歷史上看，私營部門在能源和數位化投資中發揮了至關重要的作用，分別占總投資的76%和85%。相比之下，幾乎100%的國防開支由公共資金承擔。儘管如此，軍事支出的上升也將對商業領域產生連鎖反應，預計國防、網絡安全以及基礎設施（包括交通、能源和電信）相關的公司將加大投資，以爭取更多政府合同。

自其著名報告發表一年後，前歐洲央行（ECB）行長馬里奧·德拉吉（Mario Draghi）正加大對歐盟的壓力，敦促其縮小創新和生產力的差距。雖然需要增加公共投資和聯合融資，以支持泛歐科技、國防和能源領域的項目，但與企業領域的合作以及將這些計畫付諸實施將是關鍵所在。

事實上，研究發現，歐洲在生產力和創新方面與美國的差距主要源於私營部門在研發（R&D）支出上的不足。儘管歐美兩地的公共研發投資水平相似，均約為GDP的0.75%，但美國的私營研發支出（占GDP的2.7%）卻遠高於歐洲（占GDP的1.5%）。如果不在這方面做出調整並加大努力，歐洲可能將繼續陷入生產力增長緩慢、競爭力疲弱以及無法充分自主塑造自身未來的惡性循環中。

圖7：歐盟年度戰略融資需求（2025-2031），占2024年歐盟GDP的百分比



資料來源：歐盟委員會、北約、歐洲投資銀行、歐洲央行估算(2025)，東方匯理私人銀行。



# 05

焦點

## 自主型人工智慧：自動化智能時代



Delphine  
DI PIZIO TIGER  
Deputy Global Head of  
Investment Management



Humberto NARDIELLO  
Equity Fund Manager



延展我們的  
認知能力

在這次訪談中，我們深入探討人工智慧（AI）的下一個重大飛躍——自主型AI的興起。忘掉那些僅僅作為輔助的「副駕駛」，這些自主代理將具備獨立思考、行動和執行任務的能力。我們將解析這一轉變如何能夠大幅提升生產力，重新定義工作方式，並引發一個全新時代，讓智能本身成為世界上最具可擴展性的資源。

德爾芬·迪·皮齊奧·泰格（Delphine Di Pizio Tiger）探討了人工智慧（AI）領域的下一個重大轉型——從輔助型系統向自主型系統的轉變。通過七個關鍵問題，她和洪貝托（Humberto Nardiello）深入剖析了AI向自主型AI轉型如何重新定義人類與機器智能之間的界限。

**Delphine Di Pizio Tiger: 什麼是自主型人工智慧（Agentic AI）？**

**Humberto Nardiello:** 簡單來說，自主型人工智慧是指能夠自主行動的AI系統，它們可以作為我們的代理人執行任務，而不僅僅是提供輔助功能。這類AI代理與當今的AI「副駕駛」有著根本區別。傳統的副駕駛AI更多是建議或草擬內容，供人類審閱，從而增強人類的工作能力；而自主型AI則可以獨立完成任務，取代人類的工作，同時具備軟體的經典優勢：全天候運作且無限擴展性。這一區別至關重要，因為它標誌著AI從工具向自主行為者的轉變。傳統的AI助手（例如，電子郵件中的寫作建議）需要人類的參與。然而，自主型AI則可能只需接受一個高層次的目標，便能自主從頭到尾完成整個任務，而無需持續的人工指導。

**DPT: 自主型人工智慧對人類進步有何意義？**

**HN:** 自主型AI之所以重要，是因為它改變了人類進步的基本公式。在歷史上的大部分時間裡，生產力的提升主要來自能擴展我們身體能力的工具——從犁到蒸汽機。

而通過AI代理，歷史上首次，我們得以以累積的方式擴展我們的認知能力。這一機遇可以用時間杠桿來描述。

人類的想像力或解決問題的能力並不受限，但將想法轉化為現實所需的時間卻是一個巨大的瓶頸。舉例來說，考慮人類對核聚變能源的追求：我們已經研究了超過半個世紀，可能還需要幾十年才能實現商業化。而一個自主型AI系統，能夠分析數據、進行實驗、生成假設並全天候迭代，可能會大幅縮短這一時間線。重點不在於AI擁有我們缺乏的能力，而在於它能以超越人類的速度和規模應用智能，從而消除時間的瓶頸。

**DPT: 我們真的處於另一場工業革命的邊緣嗎？**

**HN:** 蒸汽機並沒有創造出新的任務；它的意義在於使人類能夠以指數級更大的力量和效率完成現有的任務——比如運輸貨物和驅動機械。當工業家學會如何專業化時，這些效益被進一步放大：將蒸汽能應用於工廠系統，後來又應用於裝配線，使得通用能源能夠轉化為具體、可重複的產出。原本需要數千名工匠完成的工作，通過標準化、自動化和規模化的方式得以實現。生產力得以激增，生活水平也隨之提升。

自主型AI在認知領域走著與蒸汽機類似的道路。最初，像ChatGPT這樣的通用模型類似於蒸汽機——一種廣泛而靈活的「認知動力源」。但正如早期的蒸汽機

並未立即用於大規模生產一樣，通用AI模型需要進一步的專業化才能釋放其全部經濟潛力。這種專業化的需求意味著，下一波初創企業和企業將致力於將自主型AI定製化，應用於特定任務——無論是供應鏈管理、醫療記錄處理，還是市場營銷活動的執行。

這場轉變之所以如此深遠，源於時間杠桿和專業化的複利效應。一個能夠持續工作、從每次迭代中學習並可瞬間在數百萬個任務中擴展的代理，不僅僅是讓現有工作更快完成，而是徹底重塑了工作的經濟模型。那些曾經被認為對人類來說過於昂貴、緩慢或複雜的任務，如今變得可行。整個行業也可能圍繞這些能力進行重組，就像製造業曾因機械化生產而改變一樣。

下一代自主型人工智慧將通過從被動技術向真正主動的技術演進來徹底革新各行各業。這一進步可與人類早期發現火的革命性意義相提並論。與傳統工具只能回應需求不同，主動型AI將能預測並提前行動，重新定義我們與技術的互動方式，從而開啟一個前所未有的創新未來。

**DPT:** 科技公司如何塑造AI在我們未來的角色？

**HN:** 當前人工智慧的核心爭論反映了科技領域一個古老的哲學分歧。一方面，有像Google和Meta這樣的公司，它們將電腦視為人類完成任務的工具。這種理念自然延伸到自主型人工智慧 (Agentic AI)：這些自主系統不僅僅是輔助工具，還能主動代表用戶執行任務。對於Meta來說，這與其廣告驅動的模式完美契合——更多的參與、更個性化的服務以及更多的貨幣化機會。對於Google來說，將AI直接嵌入到Search、Gmail和Docs中，也帶來了類似的前景，通過提供更精準的搜索結果來提升點擊率。

另一方面，Apple和Microsoft則歷來傾向於採用史蒂夫·喬布斯所提出的「心靈的自行車」理念。他們的哲學更重視賦能：即用工具來放大人類的主動性，而不是取代它。Microsoft的Copilot品牌就充分體現了這一點——AI是助手，而非主導者。Apple同樣採取了謹慎的態度，更加注重設備銷售和用戶控制，而不是推廣完全自主的AI。

與此同時，OpenAI和Anthropic則處於這場分歧的中間地帶。OpenAI通過ChatGPT在消費市場占據主導地位，雖然大多數人目前仍將其視為一種助手工具，但它正在穩步向更具自主性的行為擴展。Anthropic則更為直接，專注於代理工作負載，並致力於構建能夠在企業環境中達到「替代級別」的AI框架。這種自動化與增強化之間的緊張關係，將定義未來十年的AI發展方向。

未來究竟會更像Meta的願景——AI為用戶完成一切，還是更接近喬布斯的「心靈的自行車」——這可能不僅取決於AI的原始能力，更依賴於哪些商業模式能夠長期生存並繁榮。

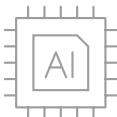
**DPT:** 我們是否仍然低估了人工智慧的指數增長？

**HN:** 事實是，人工智慧的能力仍在急速攀升，相關基準測試結果已經證明了這一點。

人們常常將模型的能力與使其在特定領域中變得實用的後期訓練混為一談。人工智慧並未達到增長瓶頸——它僅僅是尚未針對每項任務進行最佳化。例如，模型在金融分析領域的專注度不高，因為這個市場的總體規模較小，無法與軟體工程相比。然而，在AI研究人員投入更多資源的領域，比如編碼，進展顯而易見是指數級的。

專注於研究AI能力的機構METR追蹤了模型自主執行連貫性任務的持續時間。在2023年，AI模型能處理以分鐘計的任務。到了2024年，Anthropic的Claude Sonnet 3.7已經能以50%的成功率可靠地完成長達一小時的任務。僅僅幾個月後，更新的模型已經能處理長達兩小時的任務（圖8第30頁）。這條曲線顯然是指數增長的，其能力大約每七個月翻一番。

OpenAI推出的GDPval指標，通過來自資深專業人士的1,300多項任務，評估了44個職業的表現。結果更加驚人：GPT-5已經接近人類水平，而Anthropic的Opus 4.1在某些領域甚至超越了GPT-5，幾乎達到了行業專家的表現水準。這表明，AI不僅在特定任務上實現了規模化，還能在多個行業中實現通用化。



## 人工

智慧尚未達到  
增長瓶頸

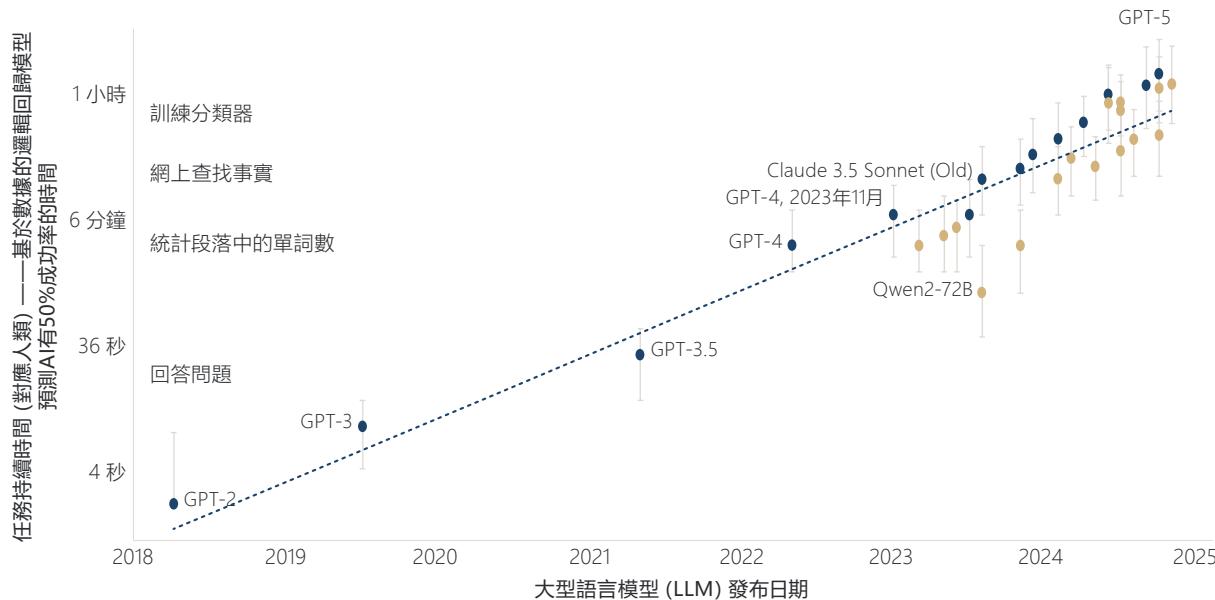
這些基準測試的前景引人深思。預計到2026年中期，AI模型將能夠自主完成完整的八小時工作日。到2027年，它們可能會在廣泛的行業中常規性地超越人類專家。如果這一趨勢持續下去，從今天的「副駕駛」到完全自主的AI代理的跨越將比大多數人預期得更快。

自主型AI為我們描繪了一個充滿希望的未來，在這個未來裡，智慧——歷史上最稀缺的資源——將變得無比豐富。一個智慧可以像其他任何形式的資本一樣被複製、專業化和規模化的未來正在展開。就像早期世代曾見證電力或互聯網悄然改變日常生活一樣，我們也即將看到AI代理成為生活中的背景存在——為我們工作，與我們合作，有時甚至取代我們完成任務。

### DPT: 給投資者的最後建議？

HN: 我們仍處於人工智慧應用的早期階段。目前，我們的重點是推動這場轉型的支柱——那些構建支持AI運行基礎設施的公司，包括高端芯片、能源生成、傳輸和儲存等領域，同時謹慎選擇對AI應用企業的投資。隨著消費者和企業對AI的使用持續加速，投資回報逐漸顯現，以及AI產品的快速改進，我們預計AI基礎設施層將持續增長並吸引大量資本，因為這仍是擴大這場技術革命規模的關鍵瓶頸所在。

圖8：人工智慧的指數增長曲線



註: 不同大型語言模型 (LLM) 能以50%成功率完成的軟體工程任務所需的时间範圍。

資料來源: METR, 東方匯理私人銀行。



# 05

## 焦點

# 亞洲：再平衡、再調整、再轉型



Francis TAN  
Chief Strategist Asia

2025年的全球貿易面臨日益加劇的保護主義挑戰，美國的關稅措施對關鍵行業和貿易夥伴產生了重大影響。儘管面臨諸多挑戰，亞洲經濟體展現了強大的韌性，並受益於美國暫停徵收關稅的短暫提振。隨著中國將生產和市場轉向東南亞，該地區仍然是應對貿易政策波動和促進長期增長的核心關注點。

## 亞洲——在日益加劇的保護主義中實現再平衡

2025年，全球貿易進入了一個以保護主義和經濟民族主義加劇為特徵的新時代。美國引領了這一轉變，推行了具有顛覆性的貿易政策，包括自1930年代以來前所未有的高關稅。近年來，美國對所有進口商品徵收10%的基礎關稅，對主要貿易順差國實施15%至50%的對等關稅，並對轉口貨物以及鋼鐵、鋁和半導體等關鍵行業加徵40%或更高的關稅。由於地緣政治緊張局勢，巴西和印度等國家在2025年中期面臨高達50%的關稅，而加拿大和墨西哥則在《美墨加協議》(USMCA)下繼續努力應對複雜的貿易協議。

美中貿易談判不會是一份「一勞永逸」的協議，而是需要經過漫長談判才能達成的多項協議。將額外的投資承諾納入這些協議中更是增加了複雜性。這種不斷演變的貿易格局突顯了一個新範式的興起，這一範式可能遠遠超越當前的美國政府，為全球市場帶來挑戰與機遇。

儘管面對這些阻力，亞洲經濟體展現了令人驚訝的韌性。2025年，美國實施了一項為期90天的關稅暫停政策，短暫推動了出口訂單和製造業活動，從而支持了發達經濟體和亞洲的GDP增長。然而，隨後在下半年恢復的高關稅措施削弱了這一增長勢頭，美國進口需求和私人消費的疲軟進一步影響了亞洲的增長前景。

隨著全球經濟在2026年進行再調整，重點將轉向平衡貿易政策的波動性與促進長期增長的戰略。對中國而言，當務之急是將其生產基地轉向亞洲其他地區，特別是擴展東南亞市場的需求（圖9第32頁）。

## 中國第十五個五年計劃——持續調整的典範

中國第十五個五年規劃（2026-2030年）勾勒出了一個雄心勃勃的戰略，旨在應對國內挑戰和全球不確定性，同時推進到2035年實現社會主義現代化的長期目標。在第十四個五年規劃的基礎上，第十五個五年規劃強調高質量增長、科技自立、綠色發展和經濟韌性，並以「雙循環」戰略為核心，優先促進國內消費，同時減少對全球市場的依賴。

政策重點在於解決消費需求疲軟、收入不平等以及城鄉差距等問題，通過提高工資、增加在醫療、教育和農村基礎設施方面的投資，進一步刺激國內需求。預計財政支出將持續增長，與2025年占GDP 4%<sup>9</sup>的創紀錄赤字水準相當。

中國家庭持有的25萬億美元存款<sup>10</sup>有望進一步推動已經超越歷史趨勢的國內消費增長。以創新驅動的增長為重點，中國正加大在人工智慧（AI）、半導體和先進製造業等領域的投資，旨在提高科技自立能力，減少對美國關稅的依賴和脆弱性。

「AI+」計劃和「新型舉國體制」等舉措將促進合作，加速核心技術突破。



中國  
家庭持有  
25萬億美元  
的存款

9 - 此前的高點: 2020年疫情期間達到3.6%。  
10 - 疫情爆發之初為12.4兆美元。



面對包括人口減少和老齡化依賴比上升等人口挑戰<sup>11</sup>，中國正致力於挖掘消費潛力，實現長期可持續發展。綠色發展依然是重中之重，中國承諾到2030年實現碳排放達峰，到2060年實現碳中和。相關政策將向碳排放控制傾斜，並通過可再生能源投資、電網現代化和擴大碳交易市場來支持，展現出中國在全球能源轉型中擔當領導角色的雄心，同時在經濟增長與環境保護之間尋求平衡。

關鍵增長領域包括以創新為驅動的行業，如人工智慧、半導體、清潔能源和醫療保健，以及電子商務和金融科技等消費相關行業。「銀髮經濟」也在老年護理和保險等領域展現了巨大機遇。然而，挑戰依然存在，包括房地產行業需求疲軟、基礎設施和建築領域的供應過剩，以及出口商面臨的地緣政治風險。中國人民銀行預計將謹慎推進降息，以避免引發投機性房地產泡沫<sup>12</sup>。

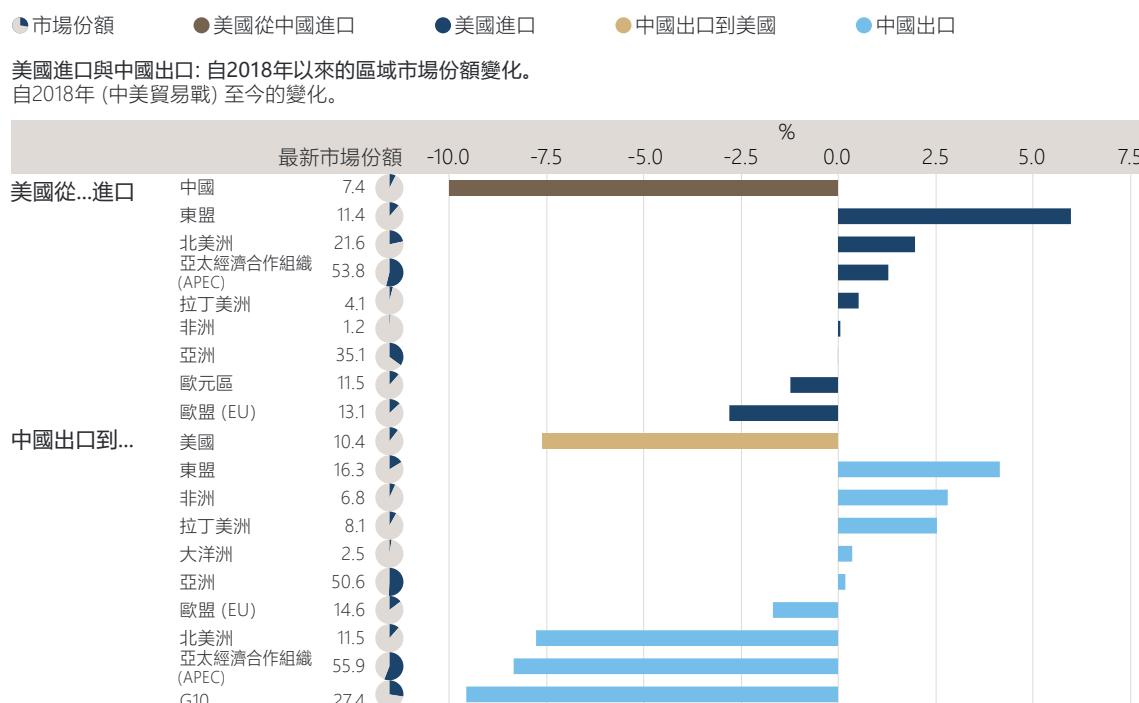
政府還通過更嚴格的監管措施<sup>13</sup>，應對電動汽車和太陽能電池板等領域的產能過剩和過度競爭問題。同時，社會政策方面，例如「雙減」教育改革，旨在減輕學生壓力，推動更可持續、更注重品質的經濟發展。總的來說，第十五個五年規劃展現了一個宏大的願景，通過韌性、創新和戰略性增長，重塑中國經濟、社會和全球影響力。

## 中國——轉型為投資機遇的亮點

中國股市為投資組合的多元化和參與全球第二大經濟體的增長提供了誘人的機遇。然而，要應對政策風險、地緣政治緊張局勢以及公司治理問題，仍需要採取平衡且深思熟慮的策略。

2026年的全球經濟和投資格局正處於大幅調整之中。中國在自力更生、綠色增長和國內韌性方面的戰略，體現了其重新定義自身在全球經濟中角色的雄心。對於企業和投資者而言，理解這些轉型趨勢將至關重要，以便在快速演變的市場中應對風險並捕捉機遇。

圖9：自2018年以來美中貿易流動的演變



資料來源: Macrobond、美國經濟分析局 (BEA)、中國海關總署 (GAC)；美國人口普查局 (2025)、東方匯理私人銀行。

11 - 三大重點領域：鼓勵提高生育率；為高齡化人口現代化公共服務；促進平衡且永續的經濟成長。

12 - 過去房地產市場的風險和低迷使其對大幅降息持謹慎態度，因為這可能推高資產價格並損害金融穩定。

13 - 政府旨在整合產業、削減過剩產能，並建立統一的全國性市場，以遏止冗餘的地方政策。

## 六個關於王茜女士的關鍵問題

中國股市在2025年憑藉股市上漲、針對性的政策調整以及不斷演變的經濟動態吸引了全球投資者的關注。我們邀請了總部位於上海的Amundi BOC Wealth Management總經理王茜女士，分享她對2026年的看法。

陳達德：是哪些因素推動了中國潛在的特定行業牛市？對於全球投資者來說，哪些行業展現出最具潛力的投資機會？

王茜：中國可能正進入一個由政策穩定、技術創新以及其股市作為經濟穩定支柱的日益增強的認知所推動的特定行業牛市。人工智慧（AI）、機器人、先進製造業以及高端消費等關鍵行業與中國的長期戰略高度一致，為全球投資者提供了戰略性機遇。

陳達德：中國的「反內卷運動」如何影響光伏和電動汽車（EV）等行業？這對於長期增長而言可能帶來哪些風險或機遇？

王茜：中國的「反內卷運動」旨在減少光伏、電動汽車（EV）和鋰電池等行業的過度競爭，通過提升產品質量和創新能力增強全球競爭力，而非單純依賴低價策略。雖然初步成效顯著，但其長期影響尚不明朗，投資者需謹慎評估這些改革能否實現可持續增長，或者是否會帶來市場波動的風險。

陳達德：「躺平」與「內卷」之間的文化轉變如何影響中國的經濟格局，並推動旅遊和娛樂等行業的增長？

王茜：中國的經濟格局反映出「躺平」（追求輕鬆生活）與「內卷」（激烈競爭）之間的世代對比。年輕一代更傾向於採取輕鬆的生活方式，而年長一代則仍然推動著經濟活動的發展。這種文化轉變促進了旅遊和娛樂等行業的增長，特別是在疫情後財富效應和支持性政策的推動下，國內旅遊業呈現出快速增長的勢頭。

陳達德：國際投資者如何克服對中國市場透明度的擔憂，並更清晰地了解投資環境？

王茜：國際投資者通常對中國市場的透明度存在擔憂，但本地投資者卻能獲取多元的信息。深入的本地專業知識和盡職調查至關重要，因為僅依賴主流媒體可能會導致對市場的誤解。與本地研究團隊和資產管理公司合作，可以為國際投資者提供更清晰的中國投資環境視角。

陳達德：為什麼香港被視為國際投資者進入中國市場的重要門戶？隨著全球投資者興趣的增加，香港的角色如何演變？

王茜：香港作為國際投資者進入中國市場的重要門戶，提供了更自由的交易環境和對多元化中國企業的投資機會。不斷增長的首次公開募股（IPO）活動以及美國投資者日益增加的關注，進一步凸顯了香港的重要性。儘管對沖基金在A股市場中較為活躍，但來自長期資金的興趣不斷提升，表明中國股市正逐漸獲得更廣泛的接受和認可。

陳達德：在中國不斷演變的結構性牛市中，全球投資者面臨的主要機遇和風險是什麼？他們如何才能有效應對這些挑戰？

王茜：中國的結構性牛市反映出其經濟的韌性與轉型，技術創新和消費領域的增長機遇與長期政策優先事項高度契合。機構投資者的參與為市場增添了穩定性，但高估值、地緣政治緊張局勢以及行業特定挑戰等風險需要謹慎應對。對於全球投資者而言，中國不斷演變的市場提供了重要機遇，對那些以平衡、深思熟慮和長期視角進入中國市場的投資者來說，將可能獲得豐厚回報。



Francis TAN  
Chief Strategist Asia



Violet WANG  
General Manager  
Amundi BOC Wealth Management



# 05

## 焦點

# 再調整：政治格局變遷中的綠色投資



Fabrice DE SOUSA  
Head of Impact,  
Portfolio Manager



Ophélie MORTIER  
Member of the Board & Chief  
Sustainable Investment  
Officer, DPAM



ESG中的  
「環境(E)」  
依然  
不可否認

面對政治不穩定和新的安全挑戰，綠色投資以及環境、社會與治理（ESG）投資必須展現出適應力與韌性。隨著可持續性、競爭力和創新問題重新定義了歐洲投資者的優先事項，過渡路徑的可信度正變得至關重要。

近年來，氣候問題在很大程度上影響了投資向可持續性方向的配置，促進了氣候主題基金、綠色債券以及如「淨零資產管理倡議」（Net Zero Asset Managers Initiative）等集體承諾的快速增長。在2020年至2022年間，受機構需求和《可持續金融披露條例》（SFDR）以及歐洲分類法等監管框架的推動，ESG基金占歐洲資金流向的比例超過一半，與碳中和相關的資產規模更是增加了三倍。

然而，如今投資者的預期正在演變。投資者不再僅僅滿足於「完成ESG的合規要求」，而是更加關注轉型路徑的可信性，這需要前瞻性的戰略、混合型金融安排以及可衡量的成果指標來支持。外部衝擊，尤其是烏克蘭戰爭，使得監管協調更加複雜，並將公共預算轉向再工業化和國防領域。ESG曾是可持續金融的基石，但現在正面臨質疑。

然而，將ESG置於次要地位將是一個戰略性的錯誤。風險依然存在，包括氣候衝擊、脆弱的供應鏈以及投資者日益增長的需求。可持續性必須被視為競爭力和韌性的核心組成部分，並融入風險、穩健性、聲譽和績效的概念。擁有穩健ESG數據的公司更容易吸引資本，並創造長期價值，展現出戰略智慧，並能應付當今的挑戰。

當前的政治環境愈加嚴峻：氣候問題變得更加具有爭議，討論更加謹慎，並且在某些圈子中，ESG更多地被視為一種風險，而不是領導力的杠桿。然而，氣候危機正在加速，社會和物流脆弱性依然存在。

減少依賴性代表著一種機遇：加強歐洲本地化佈局，建立韌性的供應鏈，規劃去碳化路徑，促進創新，並優化人力和自然資源的管理。

ESG中的「環境（E）」無論是指環境、排放、能源效率還是電力，都依然是不可否認的核心焦點。根據國際能源署（IEA）最新的2025年可再生能源報告，預計到2030年，可再生能源容量將增長超過兩倍，其中太陽能將占據這一增長的80%。如果當前的部署趨勢持續下去，可再生能源有望在本世紀末主導全球電力生產。

在國際層面，中國的氣候產業戰略雖然不透明，但卻行之有效，這使歐洲在清潔技術領域維護其技術主權的能力受到質疑。面對中國在去碳化方面日益增強的雄心壯志，歐洲必須加倍努力現代化其基礎設施，尤其是電力網絡，並通過混合型和創新型模式為能源轉型提供資金支持。

## 綠色金融應對新挑戰

### 電氣化面臨考驗

在2025年版的《全球展望》中，我們已經將經濟的電氣化視為投資領域的新「黃金國」。如今，通過可再生能源實現的電氣化在各種討論中變得更加重要，特別是在資本配置和能源商業模式演變方面。從國家安全和能源獨立的角度來看，電氣化甚至正在成為21世紀的戰略支柱之一。



到  
2030  
年，全球電力需求  
將達到  
700至900  
太瓦時  
(TWh)

## 電力消耗動態：人工智能是顛覆性因素嗎？

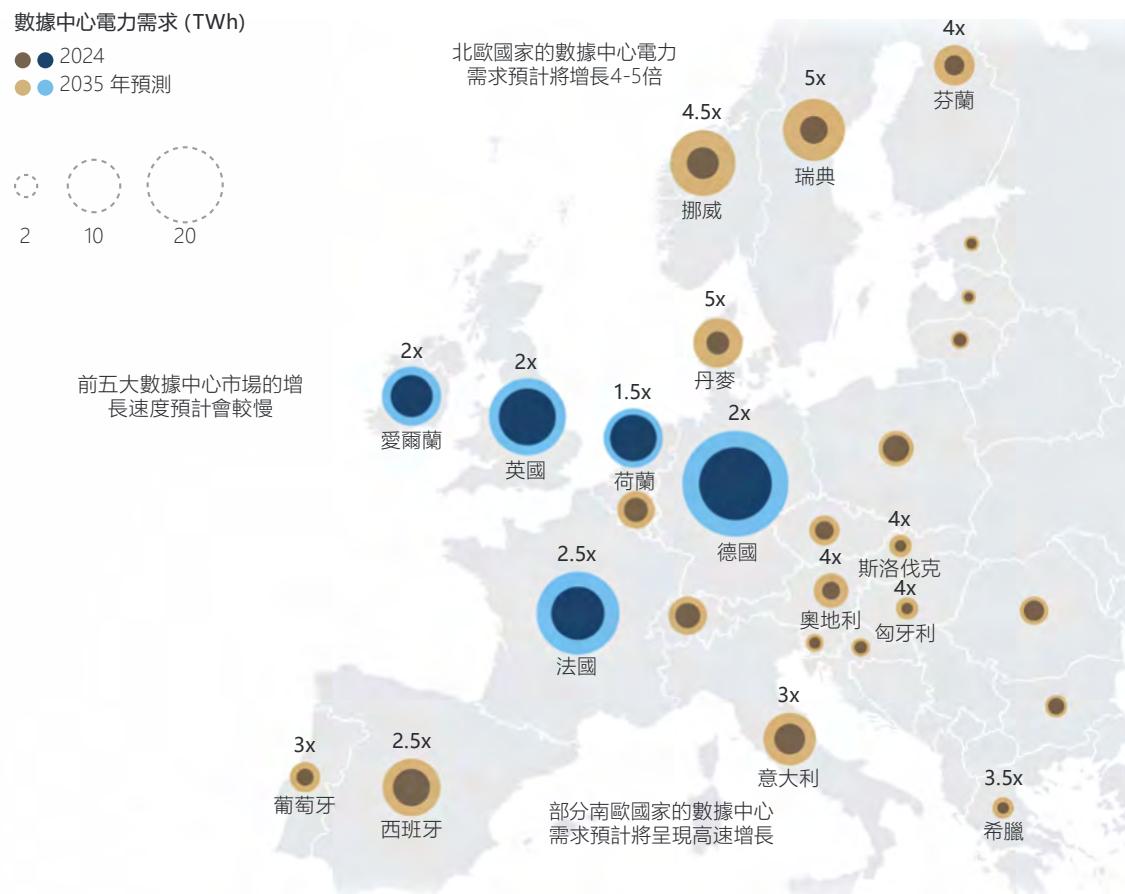
針對2024-2025年的長期預測顯示，電力需求將大幅增加，這主要受到人工智能（AI）和數據中心快速增長的推動（圖10）。隨著越來越多的公司將AI整合到其業務流程中，AI正日益成為日常生活的一部分。同時，對音頻、圖像和視頻等複雜需求的不斷增多，也加劇了能源消耗的壓力。例如，根據《麻省理工科技評論》的數據，生成視頻所需的能量約為大型文本模型的1,000倍。因此，分析師估計，到2030年，全球的總電力需求將達到700至900太瓦時（TWh）（作為對比，2025年歐盟的總電力消耗約為2,800太瓦時）。這一增長還可能因光伏設施老化、電池容量損耗和電網損耗增加（特別是在美國）而進一步加劇。

然而，這種消耗的激增可能會因近期效率提升而得到緩解：AI伺服器的單位能耗平均已提高了30倍（從約3瓦時下降至每次請求0.2-0.3瓦時），這顯著降低了預期的淨負荷增量。

## 電氣化：地緣政治挑戰與主權問題

電氣化應用的興起（如數據中心、電動汽車、智能電網等）使電力的生產和管理的重要性達到新高度：掌控電力即是掌控數位、工業和軍事經濟的重要領域。這種日益增長的依賴性使得保障電網安全和多元化電力來源（如太陽能、核能和儲能）成為政府和企業的優先事項。電網的韌性如今已成為戰略基礎設施韌性的同義詞。

圖10：到2035年，歐洲數據中心電力需求增長150%



資料來源: Ember Analysis (數據來源: ICIS, 2025), 東方匯理私人銀行。

通過太陽能、風能、核能和儲能實現去碳化電力轉型必須應對三大挑戰：電網的物理穩定性、技術主權（國內關鍵組件的製造能力）以及抵禦外部威脅（網絡攻擊、資源短缺和商業波動）的能力。此外，核能的復興，尤其是小型模組化反應堆（Small Modular Reactors<sup>14</sup>）為數據中心提供電力，也有助於保障未來的電力需求。這反映了降低對進口燃料依賴的意圖，同時最大限度地實現領土內的能源可用性，並保持碳中和。

另一方面，企業在自身減少碳排放的目標推動下，也越來越多地與可再生能源生產商簽訂長期電力購買協議，以保障和穩定其電力供應。

## 結論

當前的形勢強調，即使在政治和安全的不確定性重塑優先事項的背景下，綠色投資和ESG考量仍然至關重要。在技術進步以及人工智慧等行業能源需求不斷增長的推動下，向電氣化和可再生能源的轉型既帶來了重大機遇，也伴隨著複雜的挑戰。要保持競爭力並實現可持續發展目標，歐洲必須確保電力網的韌性、技術主權以及穩固的基礎設施。最終，要應對這些不斷變化的動態，實現可持續和碳中和的未來，可信的轉型戰略和創新型融資方式將成為關鍵。

## 電氣化價值鏈：應投資在哪裡？

電氣化價值鏈日益複雜且細分為多個環節：

- **上游：**關鍵原材料的開採和精煉（鋰、石墨、銅等）。
- **中游：**關鍵組件的製造和組裝（電池、太陽能板、轉換器）、優化軟體、主動管理系統。
- **下游：**整合至客戶解決方案（住宅太陽能裝置、連接電池、智能電網）、維護、回收以及消費管理。

**市場重點：**投資和價值創造集中於中游和下游，這得益於技術專業知識、對監管和商業變化的快速適應能力以及垂直整合的實現。

- **住宅太陽能：**預付租賃模式正在出現，旨在降低家庭的財務風險；根據稅收激勵措施的持續性，預計2026年後需求將顯著增長。

• **公用規模太陽能：**其增長受益於低成本能源、儲能與太陽能的協同效應以及軟體創新，但面臨監管不穩、定性和對亞洲面板依賴的風險。

• **小型模組化反應堆 (SMRs)：**這些通常單個容量低於300兆瓦的裂變反應堆，設計用於在工廠製造，並可運輸到需要的地點進行模組化安裝。被視為應對電力需求增長和提高電網安全性的戰略解決方案。

• **儲能：**儲能（電池、調節軟體）是電網靈活性的核心，特別是在美國各州投資為當地數據中心供電的情況下。領先的企業是那些能迅速實現垂直整合並確保系統可靠性的公司。

14 - 小型模組化反應堆 (Small Modular Reactors, 簡稱SMRs) 是每個機組輸出功率最高達300兆瓦的核裂變反應堆，設計為可在工廠預先組裝，然後以模組化方式運輸並安裝於所需地點。



# 05

## 焦點

# 2026年的私募市場：交易活動將迎來反彈？



Nicolas RENAUD  
Global Head of Private  
Markets



Remy POMATHIOS  
Head of Private Markets  
Investments



Matthieu ROUMAGNAC  
Head of Real Assets  
Investments



投資者  
在退出方面的  
壓力  
加劇

2025年伊始，私募市場呈現出復甦的樂觀氛圍，延續了2024年開始出現的回暖跡象。然而，在經歷了穩健的第一季度後，市場情緒很快發生逆轉，這主要受到「解放日」以及川普政府推行的新關稅政策的重大影響。這一新政策重新引發了市場的不確定性，再次導致交易活動的放緩。

## 動盪中的併購市場

2025年的全球併購（M&A）市場呈現出總交易額與交易數量之間的顯著分化。在今年上半年，受大型企業併購活動的強勁推動，總交易額增長了25%，達到約2萬億美元。然而，交易數量卻有所下降，同比減少了16%，總交易量超過16,000筆，這主要是由第二季度的疲軟表現所致<sup>15</sup>。這種差異部分歸因於新關稅政策的推出，許多公司在管理層評估其潛在影響期間選擇推遲交易。關稅對中型市場公司特別不利，這些規模較小、靈活性較差的企業更容易受到財務波動和政策不確定性的影響。儘管整體中型市場活動因謹慎和不確定性而保持低迷，但少數超大型交易推高了總體的交易金額。

2025年第三季度的數據顯示，交易額同比強勁反彈，這主要得益於超過100億美元的超大型交易的回暖。其中一個顯著亮點是電子藝界（Electronic Arts）的創紀錄槓桿收購（LBO），這筆私有化交易價值約550億美元，由銀湖（Silver Lake）牽頭的財團完成。

展望未來，我們認為復甦趨勢將延續至2026年，交易數量預計也將隨之反彈，這得益於融資環境的改善、關稅政策的穩定以及美國利率的放緩。隨著市場參與者逐漸適應不斷變化的環境，市場情緒顯得謹慎樂觀，並受到充裕的閒置資金和對戰略性交易重燃的興趣所提振。

## 壓力之下的并購行業

觀察并購領域，可以發現類似的模式。在經歷多年因COVID-19、供應鏈不穩定、通脹壓力、地緣政治緊張局勢以及利率上升所帶來的干擾後，基金管理人（GPs<sup>16</sup>）正在適應一個更加波動且資本受限的市場環境。

雖然交易完成的時間有所延長，但對於具有強大基本面、穩健增長前景、穩定現金流且關稅風險有限的高質量資產，投資活動仍在繼續。然而，資本部署壓力依然顯著，專注并購基金的未使用資金高達約1.2萬億美元，其中約四分之一已閒置四年以上<sup>17</sup>，隨著基金接近到期，資金部署的需求變得尤為緊迫。

同時，我們觀察到退出方面的投資者壓力正在加劇，由於流動性仍低於長期平均水平，這凸顯了在併購市場中持續保持穩健交易流量的挑戰。我們還注意到，2025年上半年退出交易的中位持有期約為六年——比歷史平均水平長約一年——這突顯了過去三年退出活動的放緩。

流動性不足已成為有限合夥人（LPs）的一大痛點，因為他們需要分配資金來調整投資組合並重新投資於更新的基金——尤其是在當前市場條件下，相對於2010年代後期的高估值，當前的入市估值顯得相對有吸引力。然而，退出的缺乏不僅限制了LP的現金流，還對普通合夥人（GPs）構成壓力，迫使他們比計劃更長時間地持有投資組合公司，特別是對於2019-2021年的基金而言，這些基金的資產是在市場高峰期收購的。

15 - Dealogic – 2025年上半年併購亮點報告 (M&A Highlights Report H1 2025).

16 - 私募股權交易中的普通合夥人/主導方。

17 - 貝恩公司 - 2025年私募股權年中報告 (Bain & Company - Private Equity Midyear Report 2025).

由於分配速度的放緩，融資活動仍然面臨挑戰，融資時長依然高於歷史常態。另一方面，在當前環境下成功完成退出的GP，與同行相比更受投資者青睞。總體而言，我們預計2025年全球私募市場的融資規模將達到約1.3萬億美元（圖11），與2024年的水準大致相當。

總而言之，儘管投資和退出活動仍在繼續，但由於宏觀經濟環境的波動，原本預期2025年私募市場的反彈已被推遲。然而，我們仍然相信，隨著未使用資金的閑置<sup>18</sup>、可用信貸的支持、估值下降以及利率下滑，該行業在未來幾個季度內將迎來更多的活動增長。

## 私募信貸仍然是一個具有吸引力的解決方案

私募信貸在2025年趨於正常化，並穩固了其作為私募市場推動力的地位，資產管理規模（AuM）已大幅超過2萬億美元。

正常化也意味著這一成熟資產類別需要面對新的挑戰。其中最重要的是競爭的加劇，包括來自傳統銀行的競爭，這導致利差逐漸收窄。此外，多數私募信貸機構都在2025年低迷的併購市場中追逐相同的高質量交易，這也加劇了競爭。



2025  
年前九個月投資  
達到  
2,000億美元

一個正常化的資產類別也不可避免地會受到市場壓力和雜音的影響，因為統計上出現問題的交易數量可能會增加。

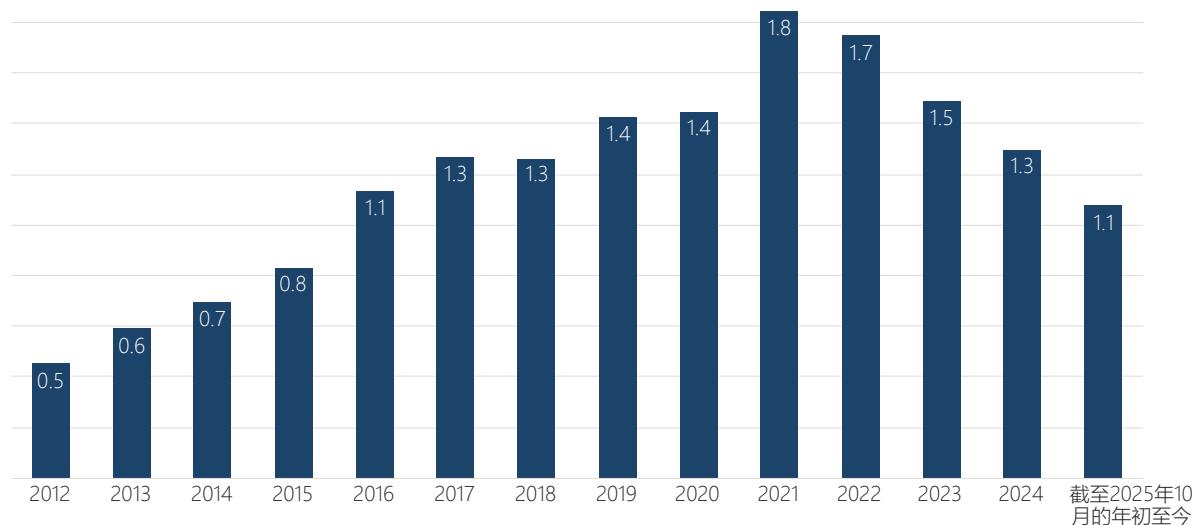
儘管如此，我們仍然認為，私募信貸的風險/回報比依然非常具有吸引力，並將繼續保持這一特點。雖然利差和基準利率有所收窄，但公開市場的利差同樣縮小，而私募信貸的流動性溢價仍然存在。違約率雖然有所增加，但仍處於可控範圍內，某種程度上，這也提醒了投資者選擇和精細化管理的重要性。

我們堅信，私募信貸仍處於發展的早期階段，並將繼續增長。這一增長得益於借款人尋求與貸款人建立穩固的合作關係，以及投資者被私募信貸穩健的收益能力所吸引。根據Preqin的數據，預計到2030年底，私募信貸的全球資產管理規模將增長至4.5萬億美元，期間年均增長率達到14%。

## 基礎設施：全天候資產類別

2025年的前九個月，基礎設施募資已達到2,000億美元，相比2024年全年的1,200億美元，該數字已經大幅超越，預示著2025年將成為基礎設施募資的創紀錄年份，遠超出2021年和2022年的卓越表現。

圖11：全球私募市場募集資金，單位：萬億美元



資料來源：Preqin數據庫，截至2025年10月26日年初至今數據，東方匯理私人銀行。

18 - 在金融領域，「未使用資金」（dry powder）是指投資者（如風險投資和私募股權公司）尚未分配的現金或流動資產，可用於未來的投資。

作為投資者信心的標誌，核心增益 (core-plus) 和價值增值 (value-add) 策略繼續增長，而核心策略的份額縮減，2025年前三季度籌集的資本中，核心策略僅占9%，相比2024年的超過20%有明顯下降。

然而，對該資產類別的長期樂觀情緒不應掩蓋需要調整的現實與該行業的挑戰。其中包括在政治變化可能放緩去碳化議程的背景下，可再生能源的估值問題，以及如何為需求旺盛的人工智慧革命和無法阻擋的交通電氣化提供足夠的電力。

在這一專業知識稀缺的變化環境中，基礎設施管理者的整合趨勢仍在持續，大型管理公司定期收購基礎設施專家，表明這一趨勢並未停止。

我們相信，基礎設施因其在經濟周期中的穩健表現，應繼續成為私募市場投資組合的重要組成部分。我們支持採取全球化的投資方法，結合中型和大型基金的配置，但我們認為當前應該適度加重對中型基金和歐洲的投資比重。

## 二級私募市場，有望再創新高的一年

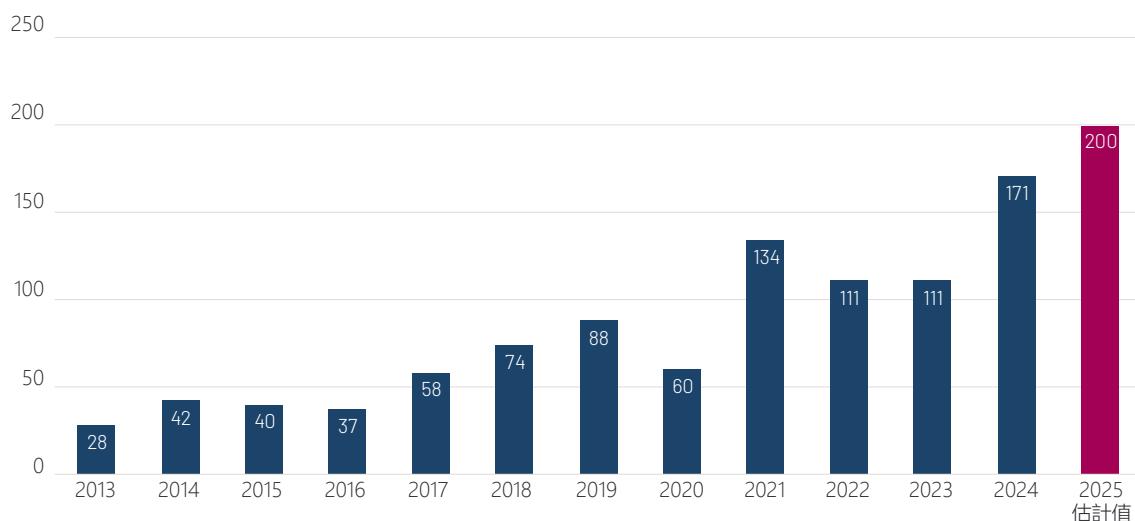
繼2024年創下總交易量約1710億美元的紀錄後，二級私募市場有望在2025年再創新高。在2025年上半年表現強勁的帶動下，預計全年交易量將接近2000億美元（圖12）。

這一強勁的動態主要由兩個因素驅動：(1) 普通合夥人 (GPs) 通過續期基金持有表現最佳的資產更長時間，同時為投資者創造流動性，以彌補低迷的併購市場；(2) 有限合夥人 (LPs) 通過在二級私募市場出售基金組合，自行實現資金流動性，以將其投資組合重新平衡至更新的基金。

「解放日」對定價的影響有限，二級市場的定價基本與2024年的水準保持一致，涵蓋了所有私募市場策略。然而，由於交易流充裕，買家主要專注於高質量資產。

鑑於當前的市場環境，我們認為二級市場策略在未來幾個季度將變得愈加具有吸引力，這一點已從該私募市場細分領域的穩健募資數據中顯現出來。

圖12：二級市場交易量，單位：十億美元



資料來源: Greenhill——2025年上半年全球二級市場回顧，東方匯理私人銀行。

06

2026年的十大驚喜



# 06 | 2026年的十大驚喜

在這個全新專欄中，我們來自全球的投資負責人將分享他們大膽且引人深思的預測，揭示可能重塑金融格局的意外發展。這些既可能帶來積極影響又可能具顛覆性的驚喜，挑戰傳統觀念並啟發全新視角，鼓勵我們和客戶在迎接未來一年挑戰的過程中，打破常規思維，探索更多可能性。

## “ 健康領域的下一個境界

在生物技術、免疫療法和數據分析融合的推動下，醫療健康領域有望在2026年實現顛覆性進展。製藥公司、初創企業和學術實驗室之間的合作正在加速治療方案的開發，而人工智能在臨床研究中的應用也使成本得以降低。這類創新不僅將改變患者的生活品質，還將對醫療系統內資源的分配產生深遠影響。就投資組合中該行業的配置而言，新興子行業的崛起以及當前的估值水平可能帶來具有吸引力的機會，對於具備快速擴展能力的新興公司和大型製藥企業而言，都將有所裨益。

”



Ricardo ALONSO  
Head of Discretionary  
Portfolio Management  
馬德里, 西班牙

## “ 從「壯麗7」到「奢華7」：奢侈品成為時尚投資選擇

曾因多年表現不佳及多次估值下調而不被投資者青睞的奢侈品行業，或許會在2026年迎來復甦。自2024年中以來，該行業的勢頭不斷增強，這得益於美國消費的韌性以及中國GDP的恢復增長。隨著消費者逐漸適應後疫情時代的『新常態』，奢侈品需求正在回升。

然而，隨著高品質的中國本土品牌挑戰歐洲奢侈品領導者，市場競爭日益激烈。儘管如此，該行業的前景依然光明。隨著消費者信心提升、主要市場經濟增長強勁以及估值吸引力增強，未來可能推動盈利增長、利潤率提升並改善市場情緒。曾一度不被看好的奢侈品行業，或將在2026年重回投資者的青睞，並有望再創新高。

”



Livio DALLE  
Head of Asset Management  
盧加諾, 瑞士

“

## 量子覺醒

隨著一次意想不到的突破，量子計算可能在2026年掀起一場熱潮，就像人工智慧的爆發在概念出現多年後才得以實現一樣。這個『量子實用性』的時刻將解鎖曾被認為不可能實現的現實應用，從而推動大量資本湧入量子科技及相關領域，如生物技術和先進材料，並引發廣泛的市場上漲。儘管量子計算的發展承諾將開啟一個生產力增長的新時代，但這一飛躍也可能使當前的網絡安全措施變得過時。如果相關生態系統未能適應，甚至可能使加密貨幣面臨更大的風險。即使這一突破未能在2026年實現，隨著技術進步的不斷加速，特別是在人工智慧領域，這樣的進展在未來幾年內似乎愈發可能成為現實。

”



Julien DESCOMBES  
Head of Discretionary  
Portfolio Management  
日內瓦，瑞士

“

## 特朗普式通脹：高利率的新時代

在2026年，美國經濟可能因唐納德·特朗普的擴張性政策而面臨持續的通脹壓力。減稅、增加公共支出以及促進國內生產的措施將推動強勁需求。雖然這種動態有助於經濟增長，但也將加劇物價壓力。美聯儲（Fed）出於對經濟過熱的擔憂，可能會通過維持穩定的高利率來收緊貨幣政策。債券市場將適應這一新環境，投資者預期長期收益率將提高。在此背景下，美國10年期國債收益率可能在2026年底接近5%，而市場普遍預測為4%。在這種情況下，股市波動性預計將增加，科技股估值將面臨下行壓力，這將利好等權重指數和防禦性板塊。

”



Sébastien FILLAUT  
CEO CFM Indosuez Gestion  
摩納哥

“

## 歐洲團結：財政聯盟的突破

歐盟目前已經通過‘下一代歐盟基金’（NextGenerationEU）等計劃發行共同債務，但這僅限於特定項目。然而，真正的財政聯盟意味著永久性的聯合借貸、集中式預算以及統一的稅收政策。在俄羅斯的持續壓力下，2026年可能成為歐洲面臨抉擇的關鍵時刻。一場始於安全危機的事件或將引發歷史性的財政聯盟：包括聯合借貸、永久性的歐盟財政部以及初步的稅收權力。這一突破可能徹底改變歐洲的身份定位——從一個市場聯盟轉變為一個由必要性、韌性和共同堅持意志所鍛造的政治聯盟。

主要挑戰包括南北政策分歧、國內政治約束以及需要進行條約改革。然而，正如馬里奧·德拉吉（Mario Draghi）所警告的那樣，‘不作為的代價將遠遠更高’，特別是在地緣政治風險日益加劇的環境下。這一轉變對歐元區來說將是積極的，有助於促進歐洲利率的進一步趨同。

”



Andrea GERMANI, CFA, CQF  
Head of Markets & Investment Solutions  
米蘭，意大利

“

## 深度求索：第二季

我們可能會見證中國在多個戰略領域進展的現實檢驗。中國在產業價值鏈上的快速提升，已使其在多個關鍵行業中處於主導地位。美國政策制定者已經意識到，包括美國軍工產業在內的整個美國工業，如今在很大程度上依賴於中國的稀土和磁性材料。中國的先進領域涵蓋電動汽車、機器人技術、人工智慧、無人機和航空技術、核能技術等。

在2026年，這些領域之一可能會出現另一個『Deepseek』時刻，這將成為中國技術進步的又一次警鐘，向世界展示其科技領先地位。這一進展可能會促使投資者進一步將資金重新配置到中國市場，並推動中國股票的（目前仍然偏低的）估值倍數上升。

”



Tanguy KAMP  
Head of Investment Management  
盧森堡



66

## 人工智慧與就業大革命

自動化和人工智慧 (AI) 具有顛覆全球就業的潛力。在美國和歐洲，服務型工作可能面臨不穩定，而在亞洲，外包可能會被自動化解決方案取代。這一轉變可能削弱消費支出並加劇社會緊張局勢，促使各國政府增加對支持計劃和勞動力培訓的投資—這可能以債務水平上升為代價。傳統行業，如銀行、保險和消費品，可能面臨越來越大的壓力，而科技公司和人工智慧領域的領導者則有望獲得巨大的優勢。為了促進這一轉型，各國央行可能也需要採取更靈活的貨幣政策。這場技術變革的連鎖反應將重塑全球經濟，並需要世界各地採取積極的應對策略。

''



Didier RIBEIRO  
Portfolio Manager  
巴黎, 法國

66

## 美元之王回歸

當前，市場對美元的前景幾乎一致持謹慎態度。雖然這是一個合理的基本預測，但外匯市場是一場相對的交易，而歐元最終可能會表現得更弱。潛在的觸發因素包括某些歐元區國家的複雜政治局勢、國防開支計劃實施的挑戰，或美國經濟的增長優勢。在人工智慧 (AI) 助力下，美國經濟再次展現了其卓越的韌性，而通脹可能仍將保持頑固。如果美聯儲能抵禦來自總統要求立即降息的壓力，它將通過這場壓力測試，並證明美國機構的強大，進一步鞏固美國的國際信譽。

''



Jean-Marc TURIN, CFA  
Head of Patrimonial Funds  
布魯塞爾, 比利時

66

## 中國貨幣解放日

2026年，中國可能通過意想不到的市場自由化措施讓世界感到驚訝，例如推動人民幣 (RMB) 的國際化，加大其在貿易和金融中的離岸使用，並擴大與主要經濟體的貨幣互換協議。此外，推廣數字人民幣 (e-CNY) 用於跨境交易，可能使其成為全球貿易中美元的競爭對手。此外，放寬對受保護行業中外資持股的限制等改革，可能吸引全球投資者，進一步促進經濟增長和創新。這些舉措將展示中國對全球化的承諾，並回應外界對經濟脫鉤的擔憂。

''



Qian SU  
Head of Investment Management Asia  
新加坡

66

## 區塊鏈的接管

隨著監管機構頒布更明確的規則，全球區塊鏈的採用速度正在加快，數字資產被正名為一種全新的全球資產類別。持續的貨幣貶值加劇了對去中心化價值存儲的需求，而從金融到物流等行業也在採用區塊鏈技術以提升透明度和效率。各國央行對中央銀行數字貨幣 (CBDC) 的探索進一步證實了這項技術的價值，成功地將傳統金融與數字金融連接起來。

隨著跨境支付、身份驗證和智能合約逐步轉向區塊鏈技術的基礎設施，區塊鏈正從一項利基創新演變為系統性基礎設施——推動可編程、無國界的市場，並在日益數字化和互聯的全球經濟中重新定義價值的創造、轉移和存儲方式。生產力的提升可能會像早期互聯網的普及一樣逐步展開，但會隨時間推進而呈現複利增長的趨勢。在短期內，成長型投資風格將受益於創新和基礎設施建設的資本支出。

''



Filip VERSTREKEN  
Head of Private Banking  
Investment Solutions  
布魯塞爾, 比利時

07

認識我們的團隊

探索東方匯理私人銀行的國際編輯團隊，致力於準確高效地傳遞我們全球專家制定的投資策略，旨在為我們的客戶提供卓越的服務體驗。

Delphine  
DI PIZIO TIGER  
Deputy Global Head of  
Investment Management

Alexandre  
DRABOWICZ, CAIA  
Global Chief  
Investment Officer

Jérôme  
VAN DER BRUGGEN  
Chief Market Strategist

Bénédicte KUKLA  
Chief Strategist

Hans BEVERS  
Chief Economist  
Degroof Petercam

Lucas MERIC  
Cross Asset Strategist

Francis TAN  
Chief Strategist Asia

Alexandre GAUTHY  
Senior Cross-Assets  
Manager / Market Forex  
Strategist

Grégory STEINER, CFA  
Global Head of  
Asset Allocation

Jean-Marc TURIN, CFA  
Head of Patrimonial Funds

Adrien ROURE  
Multi-Asset Portfolio Manager

Mafalda DOS SANTOS  
Content Marketing

**人工智能:** 技术使机器能够执行通常需要人类智能的任务，例如学习、解决问题和决策。

**ASEAN:** 东南亚国家联盟

**CBO:** 美國國會預算辦公室。

**ECB:** 歐洲中央銀行。負責歐盟及歐元區的金融及貨幣政策。

**ESG:** 环境、社会和治理：用于评估公司在三个关键领域的实践和绩效的框架：环境影响、社会责任和公司治理。环境标准评估公司如何管理其对地球的影响，社会标准考虑公司如何对待人，包括员工、客户和社区，治理标准评估其领导力和内部控制的质量和透明度。

**Fed:** 美國聯邦儲備理事會，即美國的中央銀行。

**GDP (國內生產總值):** 國內生產總值衡量的是居住在本國領土內的經營者每年生產的商品和服務。

**Greenflation/綠色通貨膨脹:** 指綠色轉型導致原物料和能源價格上漲。

**IEA:** 国际能源署。

**IMF:** 國際貨幣基金組織。

**NextGenerationEU:** 這是一項由歐洲聯盟 (EU) 創建的臨時復甦工具，用於幫助重建並加強歐盟成員國的經濟，以應對新冠疫情 (COVID-19) 的影響。其預算高達 8,000 億歐元（按當前價格計算），是歐盟有史以來推出的最具雄心的復甦計劃之一。目標是促進經濟復甦、增強韌性，並推動全歐洲的綠色與數位化轉型。

**OPEC:** 石油輸出國組織，共有14個成員。

**Recalibration:** 在金融領域，「重新校準」是指調整或更新金融模型、策略或系統的過程，以反映新的數據、市場條件的變化或更新的假設。這確保了金融工具、投資或預測能夠保持準確性、相關性，並與當前的經濟或市場環境保持一致。

**SFDR:** 可持續金融披露 (Sustainable Finance Disclosure) 是一項歐盟法規，規範了納入非財務方法的集合投資的新義務。該法規特別定義了兩類產品：推廣環境和/或社會特徵的產品（即所謂的「第8條」產品）；以可持續投資為目標的產品（即所謂的「第9條」產品）。不屬於這兩類的產品則被歸類為「第6條」產品。

**SRI:** 可持續經營與社會責任型投資。

**USCMA:** 美國-墨西哥-加拿大協定。

**一带一路:** 一带一路倡议 (BRI) 由中国于2013年发起，是一项通过建设道路、铁路和港口等基础设施项目来促进区域互联互通和贸易的全球战略。这一倡议常被称为现代版“丝绸之路”，其覆盖范围包括亚洲、欧洲、非洲及其他地区。

**乾火藥 (dry powder):** 在金融領域，「乾火藥」(dry powder) 是指投資者（如風險投資和私募股權公司）尚未分配的現金或流動資產，可用於未來的投資。

**二级市场:** 二级市场，也称为二级金融市场，是投资者买卖他们已经拥有的证券的平台。与一级市场不同，在一级市场中证券首次发行和销售（如首次公开募股，IPO），二级市场促进现有证券的交易。二级市场的例子包括纽约证券交易所 (NYSE) 和纳斯达克 (NASDAQ) 等股票交易所，股票、债券和其他金融工具在这些交易所中进行投资者之间的交易。二级市场提供的流动性至关重要，因为它允许投资者轻松买卖他们的证券，从而促进投资并有助于金融系统的整体稳定和效率。

**交易型開放式指數基金 (ETF):** 交易型開放式指數基金 (ETF) 是一種集合投資證券，運作方式與共同基金類似。其目標是複製基礎資產（指數或資產）的表現。

**區塊鏈 (blockchain):** 一種儲存和傳輸資訊的科技。採用資料庫的形式，資訊為所有用戶同時共享，是其特性，並且通常不依賴任何中央機構。

**南方共同市場 (Mercosur):** 的成員國包括阿根廷、玻利維亞、巴西、巴拉圭和烏拉圭。

**去全球化:** 去全球化是指減少國家之間在貿易、投資、技術和文化交流等領域的相互依賴和一體化的過程。它本質上是全球化的反面。去全球化可能涉及全球貿易的下降、製造業回流國內市場、更嚴格的移民政策，或是優先發展本地產業而非依賴全球供應鏈。

**基點:** 1個基點=0.01%。

**存續期 (duration):** 反映債券或債券基金對率變動敏感度。該值以年為單位表示。債券久期越長，價格對利率變化的敏感度就越高。

**小型模組化反應堆:** (Small Modular Reactors，簡稱SMRs) 是每個機組輸出功率最高達300兆瓦的核裂變反應堆，設計為可在工廠預先組裝，然後以模組化方式運輸並安裝於所需地點。

**息差,信貸息差 (spread or credit spread):** 息差是兩種資產之間的差額，通常是利率之間的差額，比如公司債券與政府債券的息差。

**普通合伙人 (General Partners, GPs):** 是負責管理私募股权、风险投资或其他类型私募投资基金的专业投资经理。

**有限合伙人 (Limited Partners, LPs):** 在合伙企业中，通常是在私募股权或风险投资基金中，出资但责任有限且参与基金管理有限的投资者。他们的财务风险仅限于其投资金额，并且通常根据基金的表现获得回报。

**滯脹:** 指的是一种经济状况，经济产出停滞的同时通货膨胀率上升。

**生成式人工智能:** 一种人工智能，专注于通过学习现有数据的模式和结构来创建新内容，例如文本、图像、音乐或其他媒体。它使用生成对抗网络 (GANs) 和变压器 (transformers) 等模型来生成模仿人类创造力和创新的原创输出。

**經合組織 (OECD):** 經濟合作與發展組織。

**美中大國競爭:** 中國的「大國競爭」是指中國與其他全球主要大國，特別是美國，在國際體系中爭奪影響力和主導地位的競爭。

**通貨緊縮 (deflation):** 通貨緊縮是通貨膨脹的反義字。與通貨膨脹相反，其特點是一般價格的水準長期持續下降。

**量化寬鬆 (QE):** 中央銀行為向經濟體注入流動性而購買而購買債券等資產的貨幣政策工具。

**量化緊縮 (QT):** 是央行為減少經濟中的流動性或貨幣供給而採用的緊縮性貨幣政策工具。

**高收益:** 一种债券类别，也称为“垃圾债券”，其评级低于“投资级”债券（即标准普尔评级中的所有低于BBB-的评级）。评级越低，收益率通常越高，因为偿还风险更高。

本文件題為《Global Outlook》(「冊子」),其發行僅供行銷溝通之用。

其起草所用的語言構成Indosuez Wealth Management工作語言的一部分。

本冊子所公佈資訊,未經過任何地區的市場或管理機構審核和批准。

本冊子並非為任何特定國家之人士而設計。

本冊子不適用於在其分發、發佈、上市、或使用違反該國或司法管轄區適用法律或法規的國家或司法管轄區之公民、居住者、或居民。

本文件不構成或不包含購買或出售任何金融工具和/或服務的要約或邀請。

同樣地,其亦不以任何方式構成策略、個人化或一般性的投資或撤資推薦或建議、法律或稅務建議、審計建議、或任何其他專業性質的建議。不代表任何投資或策略適合並切合個人情況,也不代表任何投資或策略構成對任何投資者的個人化投資建議。

除非另有說明,本文件中的相關日期是本免責聲明最後一頁所提到之編輯日期。本文所包含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文件中包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改,恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前,應諮詢您的投資顧問,並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問,以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定。

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時,外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez為法國公司,是Crédit Agricole集團之財富管理事業及其相關子公司或實體,即CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth 及其各自的子公司、分支機構和代表處之控股公司,無論位於何處,均以 Indosuez Wealth Management (東方匯理私人銀行)單一品牌之名經營。每個子公司、其各自的子公司、分支機構和代表處,以及每個其他 Indosuez Wealth Management (東方匯理私人銀行)實體單獨稱為「實體」(Entity),而統稱為「實體集團」(Entities)。

實體集團或其股東、及股東、子公司,以及更廣泛地來說,Crédit Agricole SA集團(「集團」)旗下的公司,以及其各自企業管理人員、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方,從事本冊子中所述的金融商品交易,持有與這些金融商品有關之發行人或擔保人的其他金融商品,或者得為或接受這些實體集團提供或者尋求提供證券服務、金融服務、或任何其他類型的服務。在實體和/或Indosuez Group實體,擔任本冊子所提及的某些產品和服務的顧問兼/或經理、行政人員、分銷商或承銷商,或執行實體和/或Indosuez Group擁有或可能具有直接或間接利益的其他服務情況下,閣下的實體應優先考慮投資者的利益。

考慮到您的原籍國、居住國、或與您相關的任何其他國家/地區的法律,某些投資、產品、和服務,包括託管,可能會受到法律和法規約束,或者可能無法不受限制地在全球提供。特別地,本冊子所介紹的產品或服務不適用於美利堅合眾國及加拿大居民。實體集團得依據適用法律和法規並受許可約束,以其契約條件和價格提供產品和服務。產品和服務得隨時修改或撤銷,恕不另行通知。

請與您的客戶經理聯絡以取得更多資訊。

根據適用法規,每一實體均可提供本冊子:

- 在法國: 本冊子由CA Indosuez 發行。CA Indosuez 是一家依照法國法律成立的有限責任公司 (société anonyme), 股本為 853,571,130 歐元, 是 Indosuez 集團的母公司, 也是獲得授權提供投資服務和保險經紀業務的全方位銀行機構, 其註冊辦公室位於法國巴黎 75008 醫生蘭斯洛街 17 號, 並在巴黎商業和公司註冊處註冊, 註冊號碼為 572 171 635 (個人增值稅識別號碼: FR 075 72 17 16 35)。

- 在盧森堡: 本冊子由 CA Indosuez Wealth (Europe) 發行, 該公司為依據盧森堡法律成立的股份有限公司, 註冊辦公地址位於 39 Allée Scheffer, L-2520 Luxembourg。公司註冊於商業與公司註冊處, 編號為 B91.986, 並擁有盧森堡認可的信用機構資格, 受金融業監管委員會 (CSSF) 的監管。

- 在西班牙: 本冊子由 CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana 由西班牙銀行 (Banco de España) ([www.bde.es](http://www.bde.es)) 和國家證券市場委員會 (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV) ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)) 監管, 為CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構。

地址: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (西班牙), 在西班牙銀行註冊號碼為1545。在馬德里商業和公司註冊處註冊, 註冊號碼為T 30.176, F1, S8, H M-543170, 稅務識別號碼 (CIF)。

- 在意大利: 該手冊由位於意大利米蘭 Piazza Cavour 2 的意大利分行 CA Indosuez Wealth (歐洲) 分發, 該分行在銀行註冊號 8097, 米蘭、蒙扎布里安扎和洛迪商業登記處的稅號和註冊號。97902220157。

- 葡萄牙: 本手冊由 CA Indosuez Wealth (歐洲)、Sucursal em Portugal 分發, 地址為 Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portugal, 在葡萄牙銀行註冊, 註冊號為 282, 稅碼980814227。

- 在比利時: 這份出版物由 Banque Degroof Petercam SA 發行, 位於比利時布魯塞爾 1040 工業街 44 號, 在商業註冊處註冊, 註冊號碼為 0403 212 172, 並在企業交叉銀行 (比利時公司數據庫) 中登記, 增值稅號碼為 BE 0403 212 172 (布魯塞爾 RPM)。

- 在歐盟區內: 根據Free Provision of Services, 本冊子可由獲得授權的Indosuez Wealth Management的實體集團分發。

- 在摩納哥: 本冊子由CFM Indosuez Wealth分發,地址: 11, Boulevard Albert 1er - 98000 Monaco,在Monaco Trade and Industry Register註冊,編號 56S00341, 認證: EC/2012-08。

- 在瑞士: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發,地址: Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發,地址: Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據Swiss Bankers Association(SBA)命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵,本冊子構成行銷材料,但不構成財務分析產品。因此,這些命令不適用於本冊子。

- 在香港特別行政區: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發,地址: 金鐘道88號太古廣場2918室。本冊子中所載任何資訊,均不構成投資建議。本冊子未提交至香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)或者香港的任何其他監管機構。本冊子及本冊子所提及的產品,未經過香港證券及期貨事務監察委員會核准,根據有關證券和期貨合約法令的第103、104、104A 或105條款(第571章)》(SFO)。本冊子僅可分發給專業投資者(按SFO以及《證券及期貨(專業投資者)規則(第571D章)》中所定義)。

- 在新加坡: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch分發,地址: 2 Central Boulevard, West Tower #12-02, IOI Central Boulevard Towers, 018916 Singapore。在新加坡,本冊子針對被視為高淨值資產人士,或者根據新加坡《證券暨期貨貨2001》的特許投資者、機構投資者或專家投資者。如有關於本「冊子」的任何疑問,新加坡的收件人可以聯繫CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch。

- 在DIFC-UAE: 本出版品/手冊由CA Indosuez (瑞士) SA, DIFC分行分發。地址: Al Fattan Currency House, Tower 2 – Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai – 阿拉伯聯合酋長國。公司受迪拜金融服務管理局("DFSA")監管。本出版品/手冊僅供專業客戶和/或市場交易對方使用,任何其他人均不得據此行事。本出版品所涉及之金融產品或服務將僅提供給符合DFSA所規定之專業客戶和/或市場交易對方客戶。本出版品僅供參考之用。不得將其解釋為購買或出售要約或招攬購買或出售任何金融工具或參與任何司法管轄內的任何特定交易策略的要約。

- 在阿布達比: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA,阿布達比代表處,Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O.Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates。CA Indosuez (Switzerland) SA通過其阿聯酋代表處,經營阿聯酋業務,並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規, CA Indosuez (Switzerland) SA的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約,亦不構成對於提交要約的邀請。其在非公開基礎上分發,未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准。

- 其他國家: 其他國家的法律法規也可能限製本出版物的分發。擁有本出版物的人必須了解任何法律限制並遵守它們。

未經貴銀行事先同意,本冊子不得以任何形式,全部或部分影印或複製或分發。

©2025, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源: Adobe Stock。

2025年6月11日編輯。

# 全球覆蓋

## 我們的故事

東方匯理私人銀行是法國農業信貸集團 (Crédit Agricole) 旗下的全球財富管理品牌，該集團根據《The Banker 2025》排名為全球第十大銀行。

超過150年來，東方匯理私人銀行一直陪伴重要的私人客戶、家族、企業家及專業投資者，協助管理他們的私人與企業財富。該銀行提供量身定製的服務，讓每位客戶能夠根據自身的願景保護並增長財富。其團隊提供一系列綜合服務和解決方案，包括諮詢、融資、投資解決方案、基金服務、技術與銀行解決方案等。

東方匯理私人銀行擁有超過4,300名員工，分布於全球15個地區：歐洲（德國、比利時、西班牙、法國、意大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、摩納哥及瑞士）、亞太地區（香港特別行政區、新喀裡多尼亞及新加坡）以及中東地區（阿布達比和杜拜）。

截至2024年12月底，東方匯理私人銀行的客戶資產總值達到2,150億歐元，位列歐洲財富管理領域的領導者之一。

更多資訊請訪問：<https://ca-indosuez.com/>



## 東方匯理私人銀行

在東方匯理私人銀行，我們基於長期關係、金融專業知識和我們的國際金融網絡，匯集了極為豐富的專業傳統：

## 亞太地區

### 香港

Suite 2918, Two Pacific Place  
88 Queensway  
Hong Kong  
電話: +852 3763 6868

### 努美阿

Le Commodore - Promenade Roger Laroque, Anse Vata  
98800 Nouméa - New Caledonia  
電話: +687 27 88 38

### 新加坡

2 Central Boulevard, West Tower #12-02,  
IOI Central Boulevard Towers,  
018916 Singapore  
電話: +65 64 23 03 25

## 歐洲

### 布魯塞爾

Rue de l'Industrie 44  
1040 Brussels - Belgium  
電話: +32 2 287 91 11

### 日內瓦

Quai Général-Guisan 4  
1204 Geneva - Switzerland  
電話: +41 58 321 90 00

### 里斯本

Avenida da Liberdade, n.º190, 2ºB  
1250 - 147 Lisboa - Portugal  
電話: +351 211 255 360

### 盧森堡

39, Allée Scheffer  
L-2520 Luxembourg  
電話: +352 24 67 1

### 馬德里

Paseo de la Castellana 1  
28046 Madrid - Spain  
電話: +34 91 310 99 10

### 米蘭

Piazza Cavour 2  
20121 Milan - Italy  
電話: +39 02 722 061

### 摩納哥

11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>  
98000 Monaco  
電話: +377 93 10 20 00

### 巴黎

17, Rue du Docteur Lancereaux  
75008 Paris - France  
電話: +33 1 40 75 62 62

## 中東

### 阿布達比

Zayed - The 1<sup>st</sup> Street,  
Nayel & Bin Harmal Tower,  
5<sup>th</sup> Floor office 504  
PO Box 44836 Abu Dhabi  
電話: +971 2 631 24 00

### 杜拜國際金融中心

Al Fattan Currency House, Tower 2  
Level 23 Unit 4 DIFC  
PO Box 507232 Dubai  
電話: +971 4 350 60 00