



惠理基金  
始於 1993

2025年12月

# 2026 投資市場展望 持盈保泰 穩中求勝



# 目錄

<b>宏觀概覽</b>	4
<b>資產配置</b>	6
股票、債券、黃金及商品	
<b>股票市場展望</b>	7
中國	
股票市場展望	10
香港	
股票市場展望	11
南韓	
股票市場展望	12
台灣	
股票市場展望	13
日本	
股票市場展望	14
印度	
股票市場展望	15
東南亞市場 (ASEAN)	
<b>債券市場展望</b>	16
<b>黃金市場展望</b>	17

## 宏觀概覽

過去一年，全球投資市場雖然受到特朗普的關稅政策及言論影響，但整體而言仍然朝著正面的方向發展，其中亞洲股市更是表現最好的地區股市之一。儘管美國宣佈關稅初期一度推升市場的波動性，但在美元弱勢、人工智能 (AI) 投資熱潮，以及市場對美聯儲減息預期的幫助下，亞洲區內包括中國、香港、南韓及台灣等地股市今年以來整體表現仍然強勁。

展望2026年，我們相信以美國為首的AI及科技股仍會是市場的焦點所在。一方面，愈來愈多投資者關注相關股票估值水平及龐大資本開支 (CapEx) 的可持續性，因此相關企業的未來盈利表現將會繼續備受關注；另一方面，AI技術能否在人類日常生活上取得進一步的突破，亦會是相關股票板塊未來走勢的關鍵，同時亦會左右整體投資市場的氣氛。

相比之下，中國的科技及AI產業鏈相關股票來年的投資機遇或許更具清晰度，主因隨著中國「十五五」規劃框架獲批，經濟政策的前景亦變得更具透明度，而中央政府強調「科技自立自強」的發展願景，正好表明中國未來將以科技自主作為長線經濟增長的結構性驅動因素，同時為中國AI及相關技術進一步追上美國同儕的趨勢奠下良好政策基礎。

除了AI及科技創新以外，一些傳統的宏觀因素亦有機會影響到明年的投資市場氣氛及表現。事實上，今年市場對美聯儲減息預期的高低，正正是主導投資氣氛的一個重要因素。撰寫此報告時，市場普遍預期明年美聯儲或會迎來鴿派的新主席，有望讓市場流動性保持寬鬆。當然，美國政府重啟並再次公佈宏觀數據，亦有助市場評估經濟及減息的可能性。

隨著美國今年與個別貿易夥伴達成協議及保持對話，加上國家主席習近平及美國總統特朗普今年在南韓釜山的峰會中同意暫緩部分限制性貿易措施一年，令市場對於美國關稅政策及中美關係的憂慮已大為降溫。與此同時，美國將於明年11月舉行中期選舉，預料會鼓勵特朗普政府於上半年推出有利經濟的政策，並有機會為資產市場的投資情緒帶來支持。

整體而言，我們對於風險資產於2026年的表現仍然感到樂觀，但預計市場波動性將有所增加，除了因為整體風險資產估值有所上升，近年市場上推出愈來愈的衍生工具亦可能會增加投資市場的波動性，因此我們在努力發掘更多優質投資機遇的同時，亦會繼續嚴格遵循我們一直在風險管理上的紀律，務求令我們的投資組合能夠「持盈保泰、穩中求勝」。



# 資產配置

## 股票、債券、黃金及商品

在預期市場風險胃納保持偏強的前提下，我們明年(至少在上半年)的資產配置策略仍會以股票持倉為主，預計亞洲股票(特別是北亞地區)有望繼續提供到不俗的投資潛力；同時東盟地區亦存在超額收益機會；我們亦會配置一定程度的債券持倉，以作為投資組合的主要收益來源。此外，我們亦會適量地持有黃金並選擇性配置貴金屬及工業金屬來對沖地緣政治風險，並希望能捕捉到「去美元化」趨勢中的潛在機遇。

**股票 (60%)：**我們於2026年繼續偏好亞洲股票(特別是北亞地區)，主因仍然看好亞洲區內整體及中國經濟的結構性機遇；但由於現時估值有所上升，我們的投資策略將會變得更具選擇性，務求能從中挑選出最具潛力的投資機會。此外，我們預計東南亞(ASEAN)股市的升值潛力亦不容忽視，雖然東南亞股市今年走勢落後於亞洲同儕，但其估值卻因而繼續保持在較低水平，在全球股市之中是一個較為罕見的情況。

**債券 (30%)：**我們預期美聯儲明年將會繼續減息，儘管其減息步伐或會變得較為溫和，但相信仍足以支持市場對於包括亞洲債券在內等收益資產的投資需求。然而，在整體信貸息差已經收窄至一個相當低的水平下，我們會在債券部署上將會變得更加具選擇性。

**黃金 (5%)：**儘管黃金價格今年以來已經累積不少升幅，但在風險管理的角度下，黃金仍然有望幫助我們分散組合內投資的風險。展望後市，金價在急升後或會先行進入整固週期，但在各國央行的持續增持下，預料可以為金價提供一定程度的底部支持。

**商品 (5%)：**在孳息曲線預計將維持陡峭的前提下，商品在對沖通脹風險的角色有機會進一步被強化；同時，「美元貶值交易」(USD debasement trade) 有望延續至2026年，同樣支持在多元化投資組合中策略性持有部份工業金屬及其他貴金屬等實體資產的做法。

圖1 - 2026年資產配置一覽

評分	股票	債券	另類投資
5 (較看好)	東南亞(東盟)	-	黃金 商品(其他貴金屬及工業類金屬)
4	中國 / 香港 / 南韓	中國投資級債 / 中國高收益債	-
3 (中性)	台灣 / 日本 / 印度	亞洲投資級債 / 亞洲高收益債 新興市場債	房地產 / 原油
2	新加坡	-	現金 / 流動性管理工具
1 (較看淡)	-	-	-

資料來源：惠理，2025年12月。

# 股票市場展望 中國

我們對中國股票市場於2026年的表現持審慎樂觀態度。首先，外圍環境正逐步改善：中美元首會談後，雙邊經貿關係趨於穩定；同時，美國通脹持續回落、失業率上升，顯示美聯儲仍處於減息周期，全球流動性環境有望進一步趨於寬鬆。其次，基本面表現穩健且具韌性。儘管2025年中國經濟面對重大的外部不確定性，整體仍能保持平穩運行，主要受惠於「924」以來政策取向的積極調整；展望未來，總量政策料將延續現有基調，並具備較強的連續性及有效性。最後，結構性改革持續推進。隨着「十五五」規劃逐步落實，更多聚焦於經濟結構優化的政策措施有望陸續出台。綜合而言，內外部風險逐步緩釋，加上經濟溫和復甦，將為2026年股票市場提供有力支持。

然而，需求端政策推進節奏相對審慎，導致供需再平衡的改善速度相對緩慢，低通脹環境仍是當前宏觀格局的主要特徵。在高質量發展的主線下，沿着產業升級及科技自主可控的發展路徑，我們重點看好以下方向：一) 以人工智能 (AI) 為核心驅動的科技板塊；二) 醫療保健相關行業；三) 在低通脹環境下，具備穩定派息能力的高股息板塊之配置價值；四) 「反內卷」政策逐步落地，有望推動企業盈利能力及股本回報率 (ROE) 出現實質性改善；五) 與「走出去」2.0 戰略相關的投資主題，亦值得重點關注。

**AI科技：**我們相信，今年由AI科技相關投資主題推動的中港股市有望於明年延續，尤其是愈來愈多的資料顯示中國在AI科技的相關技術領域正在加速發展，並且不斷收窄與歐美巨企或南韓等地的科技差距；在估值有所上升的情況下，我們預計明年企業本身的盈利表現及前景將是其中一個投資者最重要的考慮因素。

**醫療保健：**中國醫療保健產業正處於全球結構性增長力量最強勁的交匯點之上：人口結構轉型、業界加速創新、研發 (R&D) 上的成本優勢，以及日益正面的政策支持，都推動該產業成為中國經濟發展的戰略支柱。事實上，該產業是實現「健康中國2030」願景的核心部份，除了提升國民壽命及推動創新之外，更希望幫助中國在高增值的行業內做到真正的自給自足，同時符合國家「十五五規劃」的結構性發展方向。

**高息板塊：**我們預期中國高息股主題將繼續有不俗表現，主要基於三大因素：1) 低通脹環境持續、2) 政策支持，以及3) 資金流入增加。考慮到宏觀政策取向的一致性及穩定性，我們預計內地政策基調大致維持不變。因此，需求復甦仍將較為緩慢，特別是在內房市場仍處於尋底的階段下；此外，供需平衡亦要更多時間才有望出現實質改善，預計有助延續通脹低企，並提升高息股的吸引力。

事實上，自從新的《國九條》推出以來，內地上市公司的派息總額持續上升；數據顯示，截至2024年6月30日，A股累計派息金額已達1.44萬億元，相當於2024年全年派息總額的61.5%。此外，內地最新的保監規定將下調保險公司投資高息股票的風險因子，進一步提升保險資金對紅利資產的配置需求。隨着更多資金持續流入，中國高息股票的市場表現有望獲得更強支持。

**「反內卷」受惠行業：**自2024年7月以來，「防止內卷」相關政策持續加強。在中央層面，中央財經委員會第六次會議明確提出「依法治理低價無序競爭，推動落後產能有序退出」。在行業層面，光伏、水泥、鋼鐵、汽車等多個行業的龍頭企業及行業協會亦已積極響應，部分企業更公布具體減產計劃。

我們預計後市仍會有更多配套政策出台，而相關行業的供需狀況將逐步改善，企業盈利能力及股東權益回報率（ROE）亦有望因此獲得提升，同時令估值水平得到修復的機會。

**「走出去」戰略2.0：**外圍環境改善、加上內地企業製造能力及國際化管理水平的提升，將有望推動中國在全球經貿格局中的份額持續擴大，並為相關企業帶來更多價值增長及投資機遇。自中美元首今年會晤以來，雙邊貿易關係有所緩和，鑑於雙方在多個領域互相制衡，我們預期中美關係未來一段時間內將大致維持相對穩定。同時，隨着美聯儲展開減息週期並帶動其他主要央行跟隨，外部需求亦有望逐步改善。

中國製造能力增強及國際化管理水平提升主要體現在三大方面：1) 高增值產品的出口佔比持續提升、2) 出口市場更趨多元化，以及3) 全球供應鏈佈局日益完善，以應對愈來愈趨向多極化的國際格局。根據中國海關統計，2025年上半年內地與「新經濟生產力」相關的高端裝備出口按年增長逾20%；代表綠色低碳轉型的「新三樣」產品（電動汽車、鋰電池、光伏產品）出口增長12.7%，兩者都顯著高於同期整體出口5.9%的增速。

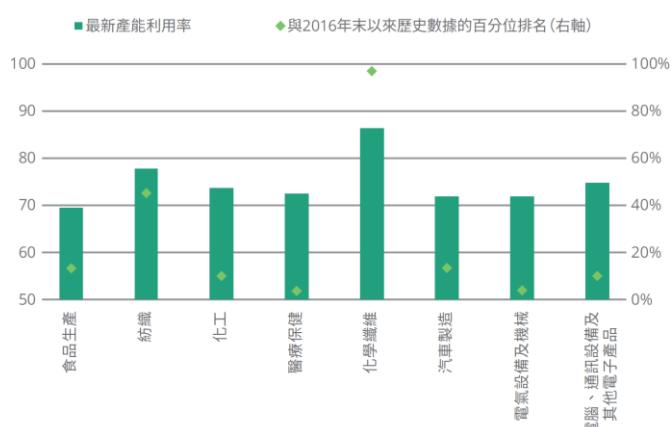
在出口多元化方面，中國與全球逾190個國家及地區的貿易往來均錄得增長，貿易規模超過500億美元的貿易伙伴增至61個，按年增加5個；對非洲及中亞地區的進出口量亦分別按年上升14.4%及13.8%。此外，自2023年以來，中國的對外直接投資增速一直快於出口增速，於2024年1至10月錄得按年增長7.0%，反映中國企業正從「中國製造」邁向「全球製造」，並藉以更有效地去應對當前多極化世界格局下的貿易壁壘挑戰。

圖2 - 「十五五」核心政策及部份潛在受惠板塊

政策方向	市場意義	部份潛在受惠板塊
現代化產業體系建構	中國將加速產業升級及新產業落地，對製造業、設備、資本財等需求增加	機械/重工/高端製造、高端設備、機器人、自動化裝備、特殊新材料
高水平科技自立自強	從出口導向轉向「自主創新+國產化+供應鏈安全」，帶來結構性投資機會	半導體/晶片、電子零件、工業軟體/系統整合、資料基礎設施、雲端算力/AI基建、國產軟體與作業系統
新興與未來產業	對於具備技術儲備與先發優勢的企業，可能迎來快速成長與估值重估機會	新能源(氫能/融合能源/新材料)、量子技術/量子通訊、航太/航太、高階醫藥/生技、6G/通訊設備
深化「科技、產業、教育 / 人才」連結	政府將持續投入研發經費與人才培育，推進從基礎研發到商業化的轉換能力	研發密集型科技企業、大學/研究機構合作、高端技術人才密集公司、創新科技企業
擴大開放與國際合作	對具國際視野及潛力企業，可望透過技術合作、資金引進及市場開拓加速成長	生技/醫療器材、通訊設備、科技服務、國際化科技企業

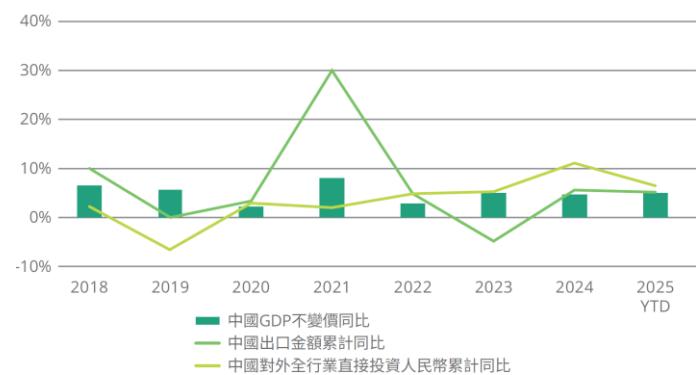
資料來源：國務院、惠理分析，2025年12月

圖3 - 中國各個行業產能利用率一覽



資料來源：惠理分析，2025年12月

圖4 - 中國GDP、出口，及對外直接投資趨勢圖



資料來源：惠理分析，2025年12月

# 股票市場展望

## 香港

我們認為，香港自 2024 年以來的復甦已日益明顯，包括金融市場更趨穩健、樓市趨向平穩，以及資金與人才持續流入等，同時本地股票估值相對歷史及亞洲同儕仍然較便宜。即使 MSCI 香港指數於 2025 年首 11 個月已錄得 33% 升幅，執筆時該指數估值仍低於其過去 10 年約 16 倍市盈率的平均水平。

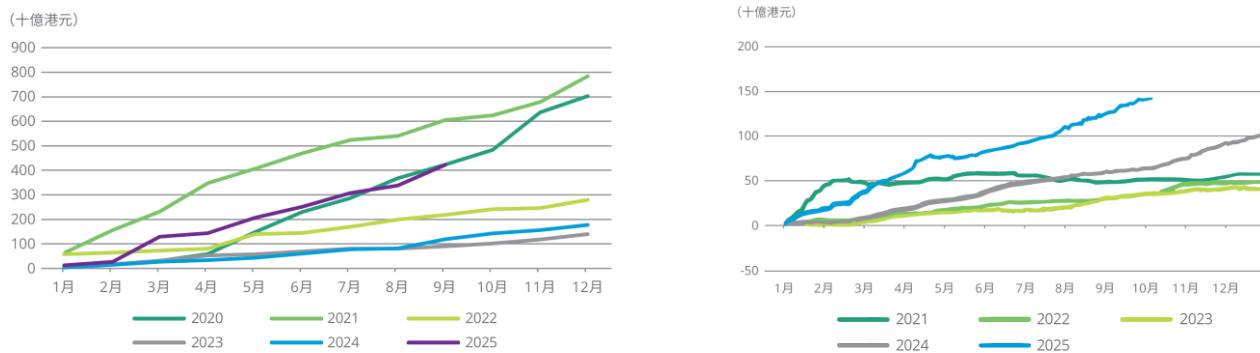
我們亦相信推動香港股市於 2025 年回暖的外圍因素，包括美聯儲減息及中美貿易緊張降溫等，都有望於 2026 年得以延續。本地層面方面，我們亦觀察到一個宏觀復甦趨勢：香港 GDP 已連續 11 個季度增長，並於 2025 年第三季加速至 3.8%，為近一年半來最強表現。零售銷售自 2025 年 6 月恢復增長，最近更進一步加快，當中以奢侈品及可選消費品尤其明顯，主要受惠於消費者信心改善及財富效應。此外，採購經理指數（PMI）及出口亦已重返擴張區間。

事實上，我們亦相信香港的宏觀復甦將會持續，尤其是住宅樓市似乎已出現關鍵轉捩點；美國利率下行及本地消費能力改善，將進一步支持本地發展商及收租股的前景。

全球財富及機構資金持續流入，香港作為國際金融中心的地位亦得到鞏固。香港股市的日均成交額已回升至接近 2024 年水平的兩倍，市場情緒亦自 2021–2024 年熊市後顯著好轉。2025 年首九個月，南向資金創下 1.17 萬億港元新高，較 2024 年同期增加約 2.2 倍。

最後，香港今年亦重奪全球新股上市 (IPO) 融資額的榜首位置。截至 2025 年 10 月，港交所 IPO 融資額已達 2,160 億港元，超過過去三年以來的總和。我們認為香港將持續擔當中國企業籌集海外資金及「走出去」的重要橋樑。我們對香港 IPO 市場及其對金融市場的正面作用保持積極看法，主因具備高質素的新股儲備強勁，加上港交所在政策及靈活度上亦較美國及內地交易所更便利企業融資。

圖5 – 香港股票融資額度持續上升(左)；每年南下港股資金累計金額(右)



資料來源：惠理分析，2025年12月

# 股票市場展望

## 南韓

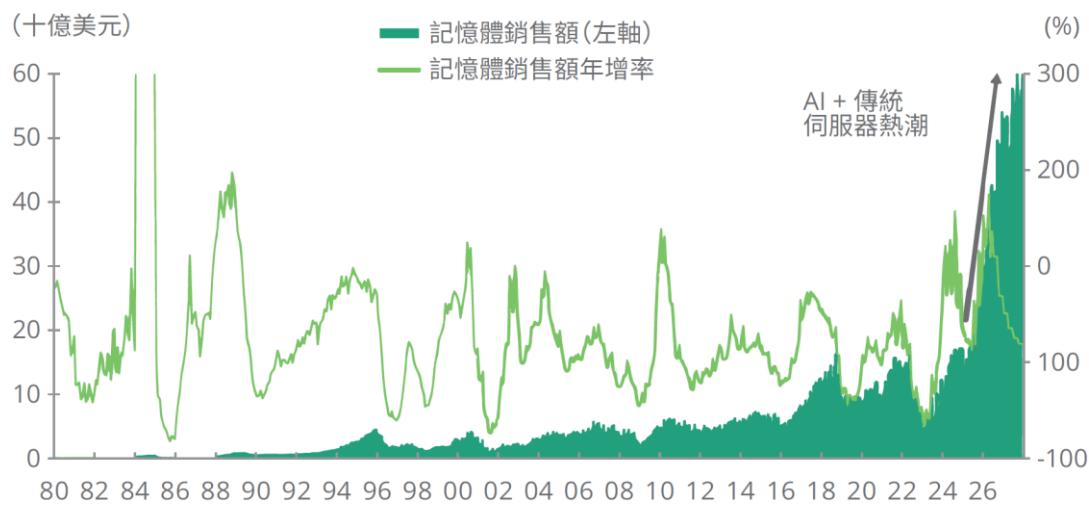
我們認為2026年南韓股市整體仍具吸引力，來自半導體產業的超級商業週期、並在資本市場改革的持續推進下，有望帶動南韓股市出現中長期的估值重估。

大市而言，KOSPI指數下一階段的上升動力預計將由DRAM、NAND及HBM三大記憶體產品同步進入前所未見的「三重超級週期」所驅動。市場預期，全球記憶體銷售額於2026年或將再次錄得接近倍增的增長，為南韓主要記憶體龍頭企業帶來強勁的盈利增長動能。供應方面，記憶體企業在產能擴張方面仍維持高度的紀律性，加上由於主要記憶體供應商的廠房潔淨室空間受限，DRAM與NAND的有效供應增長預計至少要到2027年中左右才會得到明顯改善，意味當前記憶體價格及盈利的上行週期有望至少延續至2026年、甚至是更長時間。有關情況不僅支持純記憶體製造商的表現，亦可望在產業鏈效應下讓原材料、組件及設備供應商一同受惠。

另一方面，南韓的「Value-Up」資本市場改革計劃，某程度上呼應日本近年的成功經驗，並希望透過修訂當地「商法」來提升市場估值水平，其中包括：加強少數股東保障、推動電子股東大會、對大型上市公司引入累積投票制、提升獨立董事制度，以及市場普遍預期將強制註銷庫藏股(treasury share)等措施，並預計有助降低企業管治折讓程度，特別是對提升控股公司及優先股的估值具有正面作用。此外，配合針對提高派息或派息比率上升企業的股息稅減免等稅務誘因，以及「資本市場法」在併購要約等方面的改革，整體股東回報有望進一步提升。

資金面方面，潛在的國民年金(NPS)提高當地股票配置比例，以及規模達150萬億韓圜的「國家成長基金」等政策性資金支持，或可為南韓股市提供穩定的本地買盤；配合企業股東權益回報率(ROE)改善及盈利能見度提升，我們認為南韓股市具備在中長期內實現估值重估的有利條件。

圖6 – 記憶體市場銷售及銷售增長預計於2026及2027年進入超級週期



資料來源：惠理，2025年12月

# 股票市場展望

## 台灣

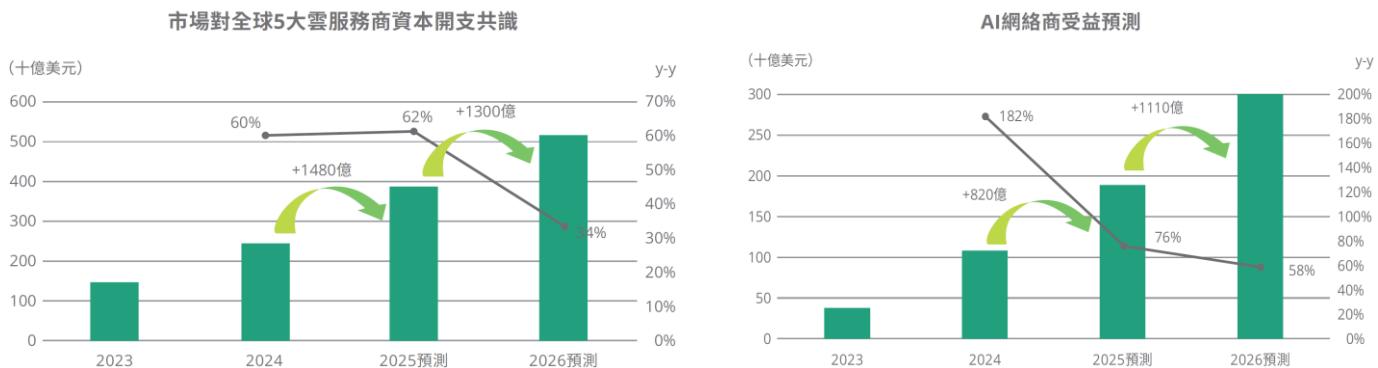
鑑於全球數據中心資本開支預計於2026年將繼續高速增長，各項AI應用亦將加速研發及推出，我們相信台灣股票市場明年將繼續由AI產業鏈帶動，並成為主要的結構性投資主題。我們尤其關注台灣在多個關鍵環節的核心地位，包括晶圓代工、先進封裝及測試、電源供應系統、印刷電路板、散熱組件，以至下游伺服器組裝等領域，均扮演不可或缺的供應商角色。

隨着晶片及系統升級，相關產品與服務的價值有望錄得倍數增長。我們將持續物色在該供應鏈中具備明顯競爭優勢及管理能力的企業，並尋找價值仍未完全反映的投資機會。同時，我們亦須留意各類風險，包括產品升級過程中可能出現的價值轉移、市場佔有率變化及競爭格局演變。我們亦會關注企業於AI的投入能否真正轉化為收入加速增長或盈利能力改善。

另一方面，我們觀察到科技板塊內的消費電子相關業務將面臨原材料成本上升及全球消費需求疲弱等壓力；我們將審慎評估該板塊能否受惠於AI或其他新科技所帶動的新產品循環及銷量增長。

整體而言，隨着增長動能由消費電子轉向雲端數據中心，台灣產業的盈利能力及價值定位正出現結構性改善。我們預期此趨勢將於2026年持續。因此，儘管台灣股市已經歷三年的上升週期，我們對明年的市場前景仍保持審慎樂觀。

圖7 - 全球大型雲服務商資本開支、AI網絡商收益預測



資料來源：彭博、野村研究部

# 股票市場展望

## 日本

我們認為日本股票在邁向2026年時有望受惠於若干的正面催化因素，包括在首相高市早苗領導的政府提出“早苗經濟學”下，日本可能會推出更為積極的財政支持措施；此外，通脹壓力逐步緩和，以及日本央行或於明年上半年暫緩加息，同樣有利當地貨幣政策保持穩定。

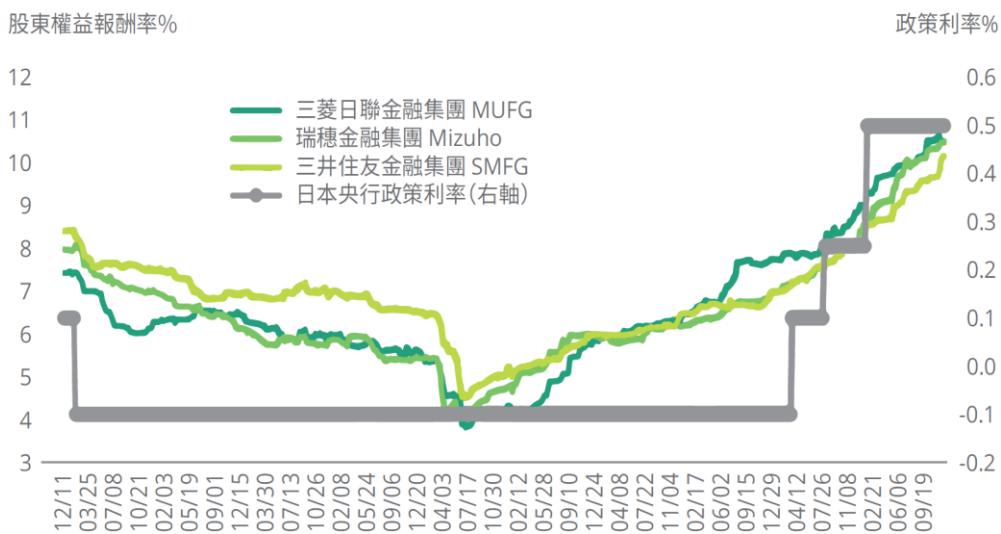
我們預期穩健的企業資本開支與消費者支出將帶動2026年的國內需求；而假若日圓持續走弱、疊加外需在適應美國關稅壓力後復甦的話，都將有利日本的出口企業。此外，我們預期當地的企業管治改革將繼續釋放股東價值，推動派息增加，以及股份回購。我們認為持續的盈利增長與企業改革足以支持市場對日本股票偏向樂觀的投資情緒。

我們預計高市早苗的財政立場可能會支持國防、核能，以及及科技等板塊，主因高市早苗已承諾在人工智能、半導體、量子運算、太空科技、先進醫療，以及網絡安全等領域加大投資力度。與此同時，日本央行加息亦將進一步提升銀行等金融板塊的盈利能力、帶動其股東回報率，並令股票估值得以提升。

值得留意的是，傳統上偏好持有現金的日本投資者現時亦正逐步轉向風險資產。其中一個重要因素，是「日本個人儲蓄帳戶」（NISA）計劃的免稅投資額度有所提升，因而對年輕並具備一定財務知識的投資者展現出吸引力。我們認為，相關的投資習慣轉變、加上當地企業改革持續深化，都有機會進一步強化日本股票資產的吸引力。

圖8 - 日本央行加息有機會提升銀行ROE

### 日本三大銀行隨著日本央行加息而提升股東權益報酬率



資料來源：惠理，2025年12月

# 股票市場展望

## 印度

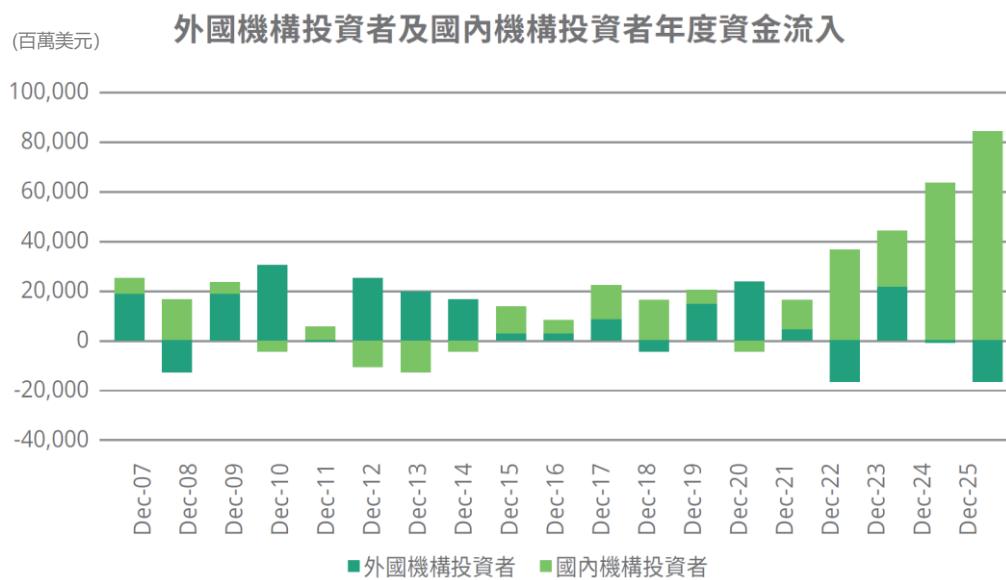
儘管投資者關注全球股票估值偏高所帶來的潛在風險，但在 2025 年顯著跑輸全球市場後，印度股市在踏入 2026 年之際的風險回報比已出現明顯改善；雖然估值仍較其他新興市場為高，但相關溢價已由高位大幅收窄。同時，2025 年多項不利因素，包括盈利預期持續下調、外國投資者資金流出創新高，以及對關稅最壞情境的憂慮等，現時已大致被反映於股價之上，又或是開始出現初步改善跡象。

政局具延續性、持續推進的結構性改革（例如簡化商品及服務稅、放寬監管，以及加快基建投資），以及印度在中期供應鏈多元化中的有利定位，均進一步利好印度股票前景。不過，從絕對水平來看，股票估值相對企業基本面而言仍屬偏高，而外資持股的比例亦跌至多年低位，加上新一輪的企業集資活動（包括 IPO 及 QIP）亦可能會限制市場短期內的上行空間。不過，盈利能見度較高、相對估值較為合理的行業可能仍然會表現領先。

隨着多項負面因素已逐步被市場消化，加上多個正面催化因素浮現，我們預期印度股票於 2026 年有望重新獲投資者青睞。事實上，相關的初步跡象已開始出現：當地互惠基金每月維持 40 億美元以上的資金流入、企業盈利修訂漸趨穩定、高頻數據顯示農村需求具韌性，而城市消費亦開始出現復甦；此外，撰寫本文時，美國與印度於 12 月展開的貿易談判亦為市場情緒帶來進一步支持。

政策方面，印度央行今年 12 月再次下調政策利率 25 個基點，將其終端利率降至 5.25%，以維持當地相對寬鬆的金融環境。配合於 2026 – 27 財政年度推出以支持消費為主的財政刺激措施（約 700 億美元）、銀行信貸按年增長約 12–13%、資產質素保持穩定，以及政府持續推進基建及國防資本開支，整體宏觀環境都有利於以內需主導的印度經濟復甦。

圖 9 – 印度本地投資者資金流入量抵銷外國投資者資金流下降的影響



資料來源：花旗研究部、彭博，2025年12月

# 股票市場展望

## 東南亞市場 (ASEAN)

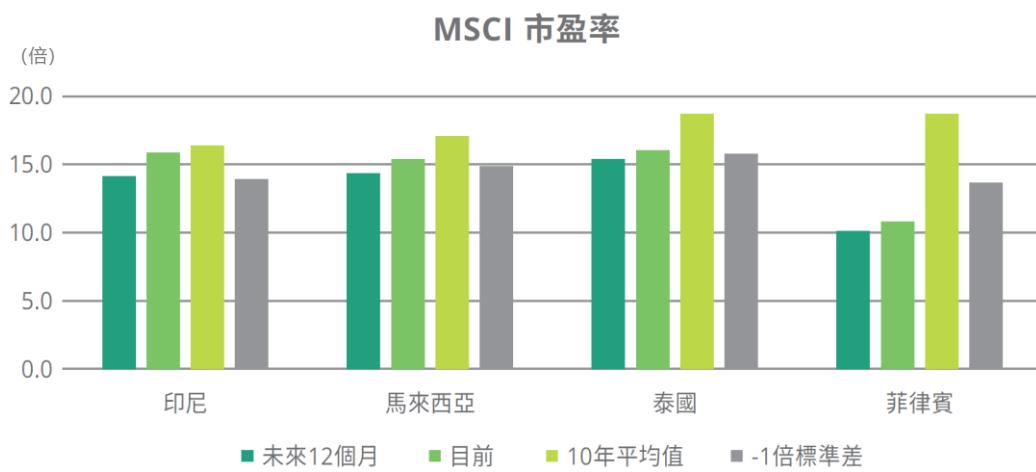
正當投資者關注全球股票及風險資產估值上升所帶來的潛在風險之際，東南亞地區 (ASEAN) 股市的整體估值卻保持在一個具吸引力的水平。誠然，東南亞地區中不同市場的個別風險因素，以及其較易受外圍經濟影響的特性，都是其估值保持偏低的主要原因。

然而，隨著不少負面因素已被反映在市場價格之上，我們預計東南亞股市明年有機會能夠再度獲得投資者的關注甚至青睞。事實上，近期有初步跡象顯示，有資金開始回流至區內包括印尼股市等的個別市場，反映投資者情緒正從極端審慎的狀態逐步回穩過來。

提及印尼股市，當地市場今年下半年獲財政部向金融體系注入額外資金，有助舒緩銀行體系流動性緊張的情況，同時降低銀行的資金成本。儘管當地社會與政治層面仍存在一定張力，但我們觀察到印尼政府的財政支持正面，我們相信投資者對於印尼股市的風險偏好有望逐步得到改善。

菲律賓方面，當地的貪腐案件所引發的政治不確定性仍是市場焦點，但在備受市場推崇的前財政部長接任要職下，預計將有助提升政策延續性以及投資者對當地市場的信心。然而，由於現時菲律賓股市於不同的市場基準指數中的權重正持續下降，或會令部分大型機構投資者選擇進一步減持甚至放棄部署，為當地股市帶來中期壓力。

圖10 - 東南亞股票估值仍然保持偏低



資料來源：MSCI、惠理，2025年12月

# 債券市場展望

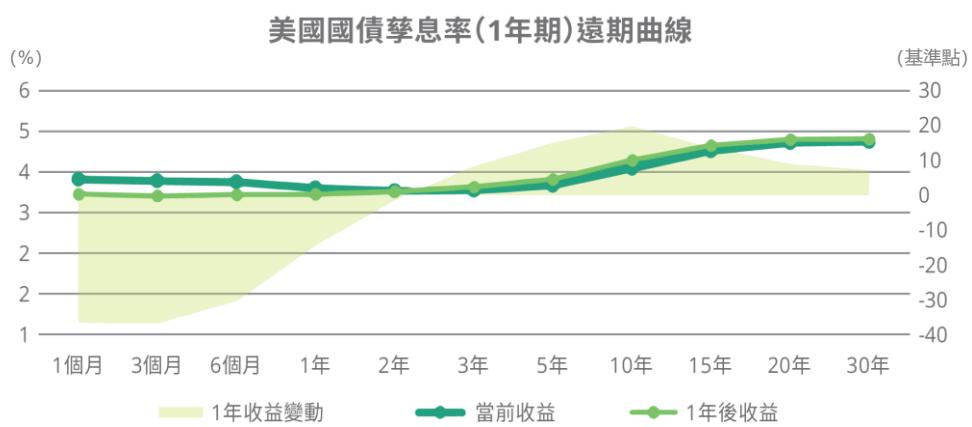
我們認為，美聯儲於明年某程度上仍具備進一步減息的空間，但整體步伐或較市場此前預期溫和，而循序漸進的寬鬆週期料將繼續支持投資者對收益資產（包括債券）的需求。

短期而言，貨幣政策走向仍將取決於通脹走勢及經濟增長；中長期角度來看，人工智能帶動的生產力提升、美國的「大而美法案 (One Big Beautiful Bill Act)」，以及具針對性的財政措施，均有望紓緩通脹壓力並促進經濟保持增長，從而為美聯儲維持相對寬鬆的政策環境提供更大空間。

除美國以外，亞洲多數央行同樣具備減息條件。在整體貨幣環境趨於寬鬆、經濟增長前景保持穩定，以及貿易緊張局勢逐步緩和的背景下，亞洲債券市場的投資環境仍然正面。展望2026年，支持信貸息差 (credit spread) 保持韌性的關鍵因素包括美國利率下行、企業基本面穩健，以及行業結構持續多元化。

資產配置方面，我們將繼續於亞洲投資級別及高收益債券中尋找具吸引力的投資機會。儘管市場預期減息，區內投資級別債券的整體收益率水平仍然具吸引力，我們偏好收益曲線的短至中段（約2至7年），以平衡短端利率下行的正面發展與財政及通脹因素可能推動長端利率陡峭化的風險。與此同時，亞洲高收益債券的估值仍受惠於行業多元化及穩健的基本面，提供具選擇性的投資機會，其收益水平亦相對優於美國高收益債市場。

圖11 - 美國國債孳息率 (1年期) 遠期曲線



資料來源：惠理，2025年12月

# 黃金市場展望

2025年黃金價格大升逾六成，除了升幅驚人之外，多重的驅動因素亦備受市場注視。地緣政治與地緣經濟不確定性升溫、美元走弱、市場對寬鬆貨幣政策的預期、金價技術動能強勁、創紀錄高位的資金流入，以及各地央行持續買入等因素，均以相對均衡的力度共同推升金價。如此多元化的支持性基礎突顯出金價走勢的韌性，我們認為黃金正以結構性強勢（而非過熱的投機性走勢）邁入2026年。

## **宏觀經濟支持：**

整體而言，黃金未來走勢將取決於宏觀經濟的演變。若地緣政局緊張性升級、全球貿易分散的程度加劇或全球經濟同步放緩的話，黃金的避險特性將會更加明顯。因為當經濟增速放緩、勞動力市場疲軟，以及市場風險胃納減少時，美聯儲有機會採取更積極的減息措施，從而令實質收益率下降、美元走弱以及避險情緒升溫，為金價提供不俗的支持。至於對金價最悲觀的情境假設，則是經濟政策取得成功（尤其是美國），導致經濟強勁增長、通脹攀升、收益率上升，以及美元走強，令投資者將資金回流至風險資產之上，同時導致黃金在機會成本上升下進入整固階段。然而，即使在此情境下，市場上的策略性買盤、央行的結構性需求，以及黃金持續在投資組合中扮演保險工具的角色，都有望限制金價的下行風險。

## **央行需求：**

事實上，各地央行積極買入黃金是當前金價牛市的重要推動因素。儘管全球央行已連續三年購入超過一千噸的黃金，但相關的官方需求預計在2026年仍將維持高位。此外，由於新興市場央行的黃金儲備佔比仍然相對偏低，因此相信以減少美元儲備比重來分散風險的結構性趨勢將會延續。值得留意的是，即使央行對黃金的儲備配置僅輕微增加，亦可能足以轉化為對黃金數以百噸計的額外需求，為金價提供長線的支持作用。

## **投資需求：**

實際操作方面，交易所交易基金 (ETFs) 仍然會是關鍵的市場驅動力，尤其是當美聯儲減息下將降低持有黃金的機會成本，並且投資者亦會因股債相關性上升而尋求兩者以外的多元化配置。值得注意的是，目前黃金仍然只是佔全球投資者管理資產的2.8%，意味未來仍有空間逐步將對黃金的配置比例提升至4-5%。同時，亞洲市場正為黃金需求增添另一重的支持因素，包括：投資者運用ETF作部署的比率攀升、保險公司與退休基金等機構投資者的投資興趣增加，加上中國、印度及日本等地持續的零售需求，都表明即使金價已屆歷史高位，但區內的結構性需求仍然強勁。與此同時，黃金採礦商相對落後的估值，可能會吸引到尋求以槓桿形式投資黃金主題的投資者。

儘管未來金價或較難重演其2025年的異常升勢，但展望2026年黃金仍將獲得多項結構性因素所支持：美聯儲的寬鬆政策、地緣政治風險持續、全球債務高企、央行資產多元化，以及投資者參與度擴大等；即使宏觀環境未如理想，我們認為黃金在全球日益波動的市況下仍會發揮其多元化配置、對沖貨幣貶值風險，以及資產保值的策略性角色，並有望於2026年及之後延續升勢。

## 關於惠理

惠理於1993年成立，為亞洲最大的獨立資產管理公司之一。我們一直致力為環球的機構及個人客戶提供世界級的投資服務和產品。集團總部位於香港，在上海、深圳、北京及新加坡均設有辦事處。惠理於2007年於香港聯合交易所上市（股份編號：806），成為第一家於主板上市的資產管理公司。我們的投資策略覆蓋股票、固定收益、另類投資、多元資產及量化投資，服務亞太區、歐洲以至北美等地的個人及機構投資者。

請瀏覽我們的網站了解更多資訊：[www.valuepartners-group.com](http://www.valuepartners-group.com)



立即瀏覽惠理官方網站  
掌握最新基金資訊  
和市場動態！

關注我們



<sup>^</sup> 基金指獲香港證監會認可的惠理基金。證監會的認可並不等同官方的推介。

本文提供之意見純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之意見，會因市場及其他情況而改變。以上資料並不構成任何投資建議，亦不可視作倚賴之依據。所有資料是搜集自被認為是可靠的資料來源，但惠理不保證資料的準確性。本文包含之部分陳述可能被視為前瞻性陳述。此前瞻性陳述不保證任何將來表現，實際情況或發展可能與該等前瞻性陳述有重大落差。

投資涉及風險，基金單位價格可升亦可跌，基金過往業績並不表示將來的回報。投資者應參閱有關基金之解釋備忘錄，以瞭解基金詳情及風險因素，投資者應特別注意投資新興市場涉及之風險。在決定認購基金之前，您或應徵詢財務顧問之意見。如果您選擇不徵詢財務顧問之意見，則應考慮該基金產品對您是否適合。證監會認可不等如對該計劃作出推介或認許，亦不是對該計劃的商業利弊或表現作出保證，更不代表該計劃適合所有投資者，或認許該計劃適合任何個別投資者或任何類別的投資者。本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。刊發人：惠理基金管理香港有限公司。

### 香港總部：惠理集團有限公司

香港中環皇后大道中99號中環中心43樓

T +852 2143 0688

F +852 2564 8487

E [vpl@vp.com.hk](mailto:vpl@vp.com.hk)

### 上海辦事處：惠理海外投資基金管理(上海)有限公司

中國上海市浦東新區花園石橋路33號

花旗集團大廈701A室

T +86 21 3818 6888

F +86 21 6841 0030

### 新加坡辦事處：

### Value Partners Asset Management Singapore Pte. Ltd.

9 Raffles Place, #13-04 Republic Plaza, Singapore 048619

T +65 6718 0380

E [vpams@valuepartners.com.sg](mailto:vpams@valuepartners.com.sg)

### 上海辦事處：惠理投資管理(上海)有限公司

中國上海市浦東新區花園石橋路33號

花旗集團大廈702室

T +86 21 3818 6888

F +86 21 6841 0030

[www.valuepartners-group.com](http://www.valuepartners-group.com)



