

市场展望 | 2026

投资纪律将成为致胜关键



展望 2026 年，纪律可能是投资者面对日益复杂和动荡的市场格局的决定性原则。2026年全球经济或呈现先强后弱的增长特征：受到财政刺激和人工智能驱动的资金投资的推动，2026年上半年或维持强劲增长势头，随后随着财政刺激效果的消退和劳动力市场的挑战变得更加突出，经济或过渡至偏弱的情景。这样的转变强化了有纪律的风险管理和深思熟虑的投资组合构建的重要性，因为整体环境从增加风险资产转向进一步强调风险管理。

2026年前几个月，投资者可能会受益于稳定的企业盈利、具韧性的消费者需求以及对技术和人工智能的持续投资。然而随着时间的推进，可能放缓的经济增长，持续的政策不确定性，以及处于高位的市场估值，可能需要重新调整风险配置。将投资组合从风险资产转向更均衡的配置，更好发挥生息型资产和多元化组合的作用，对于获得投资回报和管理波动性至关重要。

投资纪律或将成为区分不同投资者表现的关键——不仅在资产选择方面，也在于与财政可持续性、科技投资和信用风险敞口管理相关的资产方面。能够保持严谨的多元化、谨慎挑选投资管理人、并获取稳定生息的投资者或能更好地应对市场波动，并及时把握可能出现的市场机会。在未来的环境中，正面和负面的意外事件都可能发生，相较于那些在市场动荡中缺乏保护机制的投资人，坚持有纪律的投资组合构建和风险管理的投资者或能获得更具稳健的投资回报。

1. 中国经济增长能否实现企稳回升？

摘要

- 中国经济面临消费和投资需求增长放缓的风险，而出口可能保持韧性。
- “反内卷”政策推出后，通缩压力有所缓解，但仍需进一步的政策应对。
- 财政政策或继续发挥主导作用，强调对民生保障和先进产业的结构性支持。
- 货币和金融政策方面，降准降息和结构性政策或同步推进，股市也可能继续获得支持。

2025年下半年，中国经济出现增长逐渐放缓的趋势，消费和投资面临的下行风险开始显现（图1）。进入2026年，需求侧和供给侧可能继续承压。“以旧换新”补贴的政策效应边际下降，可能导致消费增长继续放缓，而反内卷政策和地方政府的财政压力或影响供给侧的扩张。出口增长存在一定的上行机会，尤其今年10月中美达成阶段性贸易协议可能有助于对美出口。在2025年5月后，中国的货币政策和财政政策措施较为稳健，为在2026年实施进一步的稳增长措施提供了空间。我们预计中国政府仍有可能维持5%左右的GDP增长目标，同时将CPI通胀目标保持在2%，并加强结构性政策的支持力度，为“十五五”规划首年开局奠定基础。

主要挑战：消费和投资需求可能重新放缓

2024年下半年至2025年上半年，受益于“两新”政策，国内消费和投资一度展现韧性，但增长势头在近期出现明显停滞。国家统计局数据显示，2025年10月，社会消费品零售总额同比增长2.9%，制造业固定资产投资累计增速同比2.7%，均远低于上半年的水平，反映出财政补贴政策的效果出现明显消退。在这一挑战的背后，可能包括三方面的原因：首先，国家统计局发布的国内消费者信心数据显示，居民对就业机会和收入增长仍然缺乏信心，这导致家庭部门仍倾向于增加“预防性”储蓄而非提高消费；其次，受到补贴的耐用消费品和制造业设备均有较长的使用年限，在一次购买和更新后，短期内出现重复需求的可能性较低。同时，虽然政策效果明显，但也造成高基数效应，使今年4季度和明年上半年的增长率承压；最后，房地产市场仍然低迷，除了直接拉低整体投资增速，也通过外溢效应和财富效应扩散至居民消费领域。

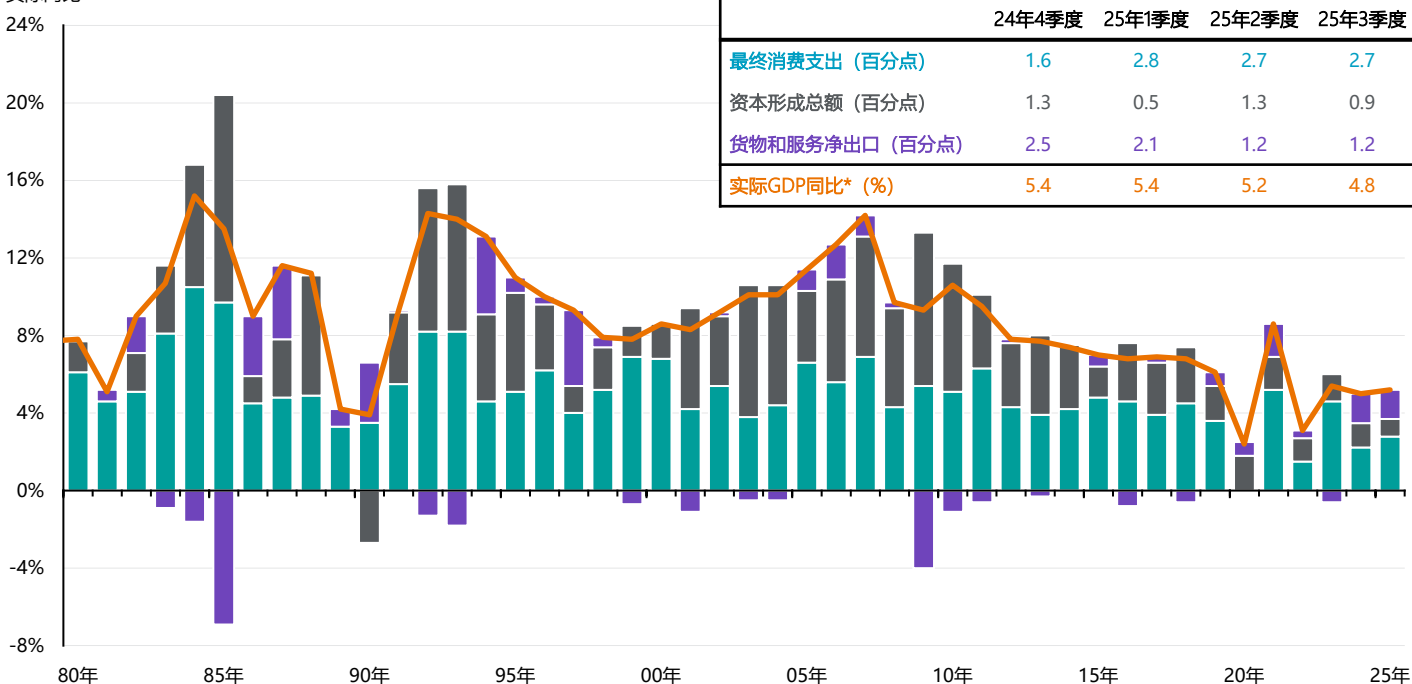
通缩压力有所缓解，但仍需高度关注

“反内卷”政策的启动对供给侧的产能扩张有所抑制，为上游工业产品价格提供了支持。根据国家统计局的数据，从8月开始，PPI指数中的生产资料价格环比回升，工业企业利润同比也大幅回升。另一方面，需求侧的疲弱则对终端产品价格继续构成压制，CPI指数在8月和9月分别同比下降0.4%和0.3%。10月的CPI同比回升至0.2%，其中核心CPI同比达到1.2%，但扣除黄金价格上涨的影响后，仍处于通缩区间。需求侧通缩具有粘性，可能导致供给侧上游涨价向下游的传导受阻，使得企业利润的回升难具持续性，进而继续对整体经济增长构成压力。从2024年起，中国人民银行在其货币政策执行报告中，多次强调把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平，显示了对通缩风险的持续关注。随着通缩压力持续，新一年的货币政策中应会给予进一步的重视。

中国经济增长在2025年3季度放缓，需求侧压力开始显现。

图 1: 中国经济：GDP增速构成

三大需求对GDP增长的拉动
实际同比



资料来源：CEIC，中国国家统计局，摩根资产管理。

*因为四舍五入的原因，实际GDP同比增速可能与需求分项的加总有小幅偏差。
《环球市场纵览 - 中国版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

实现多重政策目标之间的平衡

2026年是“十五五”规划的开局之年，中国的经济政策需要在稳定短期的周期性增长和促进长期的结构性升级之间取得平衡。一方面，在2035年实现“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”，可能意味着以美元计价的年均名义GDP增长率需要达到6%左右，我们预计其中的4个百分点可能来自实际GDP增长，而2个百分点来自于通胀和汇率升值。要实现这一目标，仍需通过逆周期调控政策以稳定增长，防止经济陷入长期的通缩循环。另一方面，实现经济高质量发展、科技自立自强，以及扩大内需等长期目标，可能意味着在供给侧和需求侧持续推进结构性政策和改革。具体而言，我们预计2026年的政策措施可能包括：

- 财政政策或继续发挥主导作用，强调结构性支持。根据2025年国家财政预算，财政赤字率已经从3%上调至4%，或形成1.5万亿元的财政脉冲。在社会融资和信贷脉冲数据（图2）中，政府债券发行增量对冲银行贷款走弱的效应，对总体融资增长起到显著的支撑作用。进入2026年，财政赤字率可能不会进一步提升，广义财政支出温和扩张，而财政政策的结构性或得到进一步的重视。重点可能包括：推动民生保障，提高医疗、教育、社保等公共服务领域支出，并进一步推动相关改革，以支持消费信心；以旧换新、生育补贴等政策有望延续，服务消费可能成为新的方向；继续债务置换，支持化解地方政府债务和杠杆风险；支持算力网络、电力基础设施等相关的新基建投资，推动科技和先进制造业的增长。
- 货币和金融政策方面，降准降息和结构性政策同步推进。五月初实施的降准降息和一揽子金融政策对改善预期、支持内需和提振股市起到明显作用，此后消费和出口增长稳定，缓解了逆周期调控的迫切性，央行主要通过数量型工具保持稳定的市场流动性。随着需求侧增长放缓，同时通缩压力造成实际利率水平居高不下，货币政策或需在2026年进一步放松，以支持企业和居民部门的贷款需求回暖。在2025年底或者2026年初降准的概率较高，有助于为财政刺激和政府债券发行提供进一步的资金支持。在重启公开市场国债买卖后，预计央行也将利用这一渠道实现资产负债表的稳健扩张，以支持市场流动性。另一方面，中国人民银行数据显示，银行净息差已经回落至1.4%左右，且继续下调存款利率可能影响居民收入，降息时点可能推后，且幅度远小于过去几年。

货币和金融政策在推动股票市场回暖、支持长期结构升级方面也开始发挥作用，信贷脉冲结构显示近几个月企业直接融资开始提升（图2），主要集中在科创板、创业板的新股发行。央行可能继续通过证券基金保险公司互换便利、股票回购增持专项再贷款等定向工具继续支持长期资金入市，为后续新质生产力板块融资创造条件。

- 产业政策方面，反内卷和房地产政策并举，以推动供给侧出清，稳定价格预期。“反内卷”政策推出以来，部分产能过剩行业的恶性竞争有所缓解，随着供给侧开始出清，产品价格止跌企稳，企业利润也开始回升。在2026年，这一政策路径可能继续强化，并与统一大市场建设结合，进一步发挥新兴行业的规模经济效应。同时，可能通过提高质量标准，引导市场竞争从价格战转向产品质量和生产效率的竞争，也创造新的市场需求，对通缩起到抑制作用。

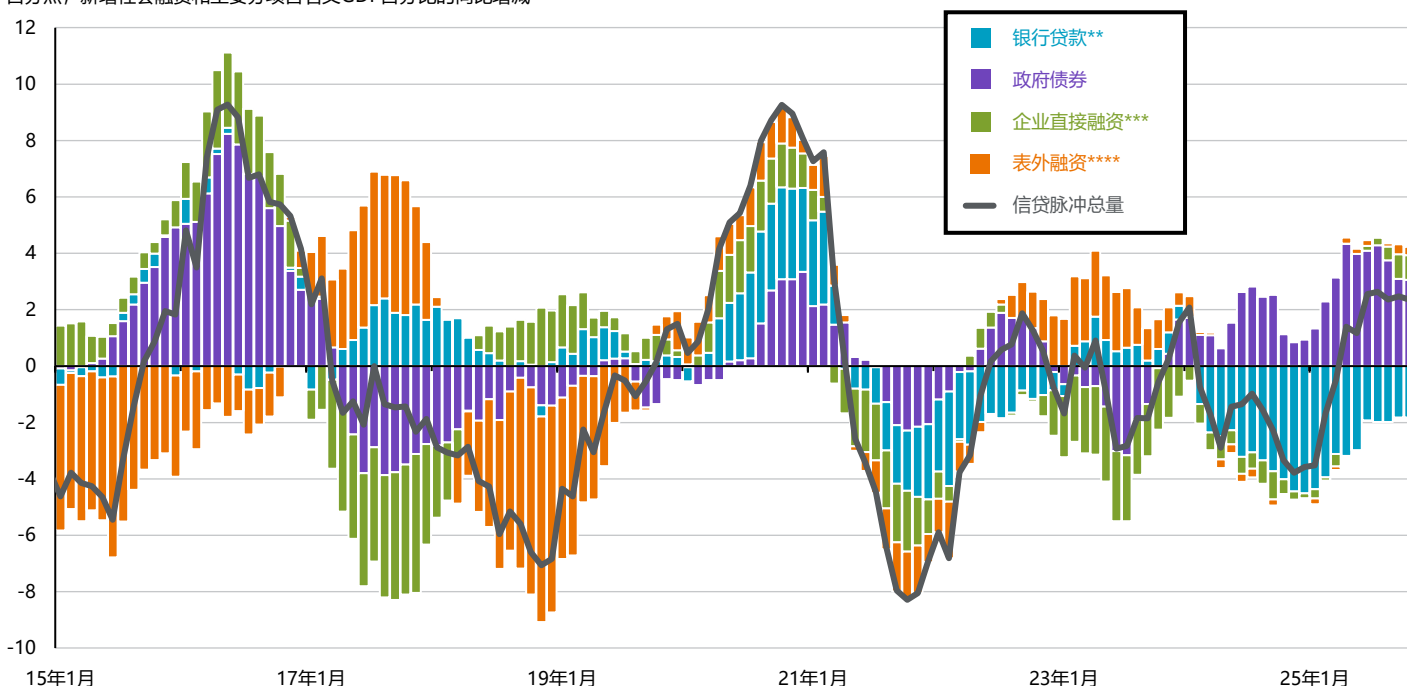
虽然宏观经济的支柱正在从房地产转向新兴产业，但这一过程可能仍需较长时间才能够充分完成。在短期来看，房地产市场继续调整，构成宏观经济下行风险，尤其是住房价值下跌造成的家庭和银行资产贬值压力。进入2026年，一线城市的限购限贷措施可能进一步放松，以提振市场需求、稳定房价预期。在供给侧，可能继续通过财政收购的方式推动市场出清，但考虑到地方政府财政紧张的状况，或需中央财政提供更多帮助。

社会融资增长主要由政府债券发行支持，而居民和企业部门的融资需求疲弱。

图 2: 中国：信贷供应

信贷脉冲*

百分点，新增社会融资和主要分项占名义GDP百分比的同比增减



资料来源：CEIC，中国人民银行；（右图）中国国家统计局；摩根资产管理。

*信贷脉冲衡量信贷资金（社会融资规模）增量占名义GDP百分比的同比增长，使用滚动12个月的名义GDP和社会融资总额数据进行计算。**包括人民币贷款、外币贷款和贷款核销。***包括企业债券、非金融企业境内股票融资和资产支持证券。****包括委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票。

《环球市场纵览 - 中国版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

2. 美国经济能否维持软着陆？

摘要

- 在个人所得税退税和人工智能相关资本支出的推动下，美国经济可能会在2026年一季度出现强势增长，但随后可能逐步放缓。
- 这意味着在美联储在权衡财政刺激对劳动力市场和通货膨胀的影响下，短期利率可能会以较慢的速度下降。
- 除非出现重大冲击，美国经济明年可望避免出现衰退，但经济放缓意味着盈利增长也或放缓。
- 美国基线前景中的风险主要来自于劳动力市场弱化和持续的政策不确定性。

2026 年美国经济增长：上下半年，不同叙事

2026年美国经济增长上下半年可能出现明显对比：上半年，经济增长预计将保持强劲，GDP 增幅或超疫情后的平均水平。在集中于年初的个人所得税退税加持下，消费者需求或能受到助推，但也可能重新点燃通胀压力。然而，随着财政支持逐渐消退和就业增长放缓，预计美国下半年GDP增长或放缓至1%-1.5%。

2026 年美国增长锚点：企业和消费者

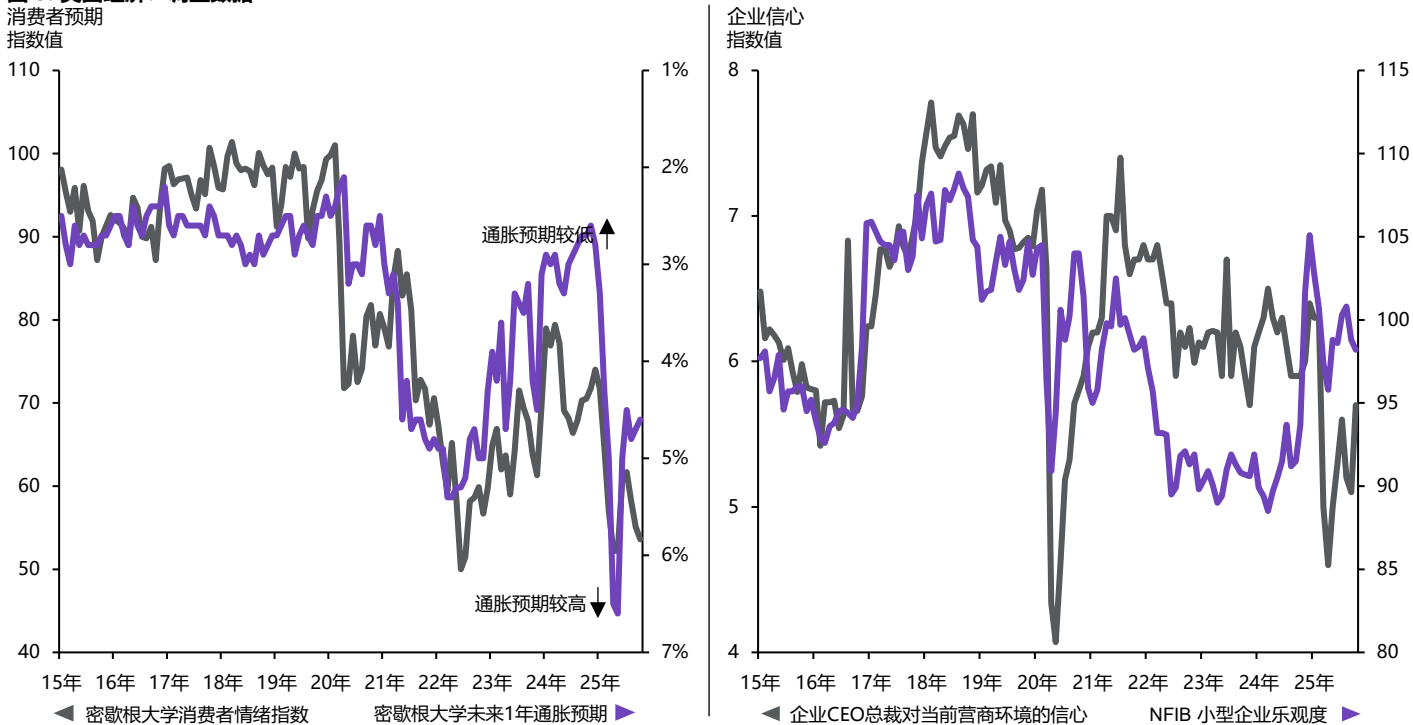
尽管预计经济放缓，但预期企业固定投资仍将是增长的关键驱动因素，成为经济动能放缓时期的独特动力。对人工智能相关科技的持续需求正在推动进口和资本支出的增加，特别是在核心人工智能企业中。这种结构性趋势，加上投资税收激励措施，可能会将势头延伸到2026年，这与主要科技公司的前景指引一致。个人所得税退税的影响虽然是暂时的，但可能有助于维持经济增长，并促使通胀在2026年年中之后保持高于趋势的水平。关税可能致使家庭面临更高的物价，但退税的激增可能会提升消费者情绪，但整体或仍低于2023年（图1）。这反映了劳动力市场的持续疲软，最近几个月的非农就业数据令人失望。

通胀压力上升

到目前为止，美国消费者相对未受到关税的影响，因为企业相对微调了其应对方式。这部分是由于特朗普政府关税的生效是渐近式的，以及企业从高关税国家向关税较低的国家进口。然而，由于利润率压缩，这种调整可能会抑制劳动力需求，从而加剧消费者情绪疲软。2025年上半年因关税抑制需求，这些成本并未完全转嫁，但随着时间的推移，预计企业会将更多的关税成本转嫁给消费者，导致物价上涨。假设 2026 年下半年没有额外的财政刺激、能源冲击或供应链中断，预计2026年年中整体 CPI 通胀率将同比增长 3.5%，到年底降至 2%。关税应视为一次性的税，导致一般价格水平发生一次性变化。美联储的主要担忧是这是否会导致通胀预期上升。虽然随着转嫁加剧，整体通胀可能进一步偏离美联储的目标，但我们认为，就业下行风险上升或将是进一步降息的主要催化剂。

美国消费者情绪水平已经触底，但仍然疲软。

图 3：美国经济：调查数据



资料来源：FactSet，摩根资产管理；（左图）密歇根大学；（右图）Chief Executive Group；全美独立企业联盟。密歇根大学消费者情绪调查包含50个核心问题，主要聚焦消费者对自身财务状况、短期经济及长期经济的展望。行政总裁信心调查着眼于美国企业现任行政总裁对当前营商环境的看法。全美独立企业联盟小型企业乐观指数衡量小型企业东主对经济环境、销售预期、招聘计划及资本开支的整体乐观度及展望。NFIB指的是全美独立企业联盟。《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

劳动力市场和美联储政策

劳动力市场在需求和供应方面都面临着挑战。需求正在走软，招聘放缓和薪资疲软证明了这一点。与此同时，由于参与率下降和移民政策收紧，预计劳动力供应将下降，这些因素掩盖了潜在的弱点，即便失业率没有飙升。

在货币政策方面，美联储的双重任务——就业最大化和物价稳定仍然处于紧张状态，政策决议将取决于数据，尤其是劳动力市场状况。我们认为，除非本季度就业出现意外反弹，否则美联储可能会在12月进行25个基点的降息，到2026年中期再降息两次，使联邦基金利率达到3.00-3.25%的区间。如果数据证实美国经济更具韧性，美联储3.00%的“中性”利率可能比市场目前预期更慢达成（图2）。相反地，即使委员会仍然存在分歧，美联储的新领导层也可能传达更加鸽派的立场。

关注双向（上行和下行）风险

虽然预计增长将放缓，但仍然有些建设性，但投资者应该注意几个风险。

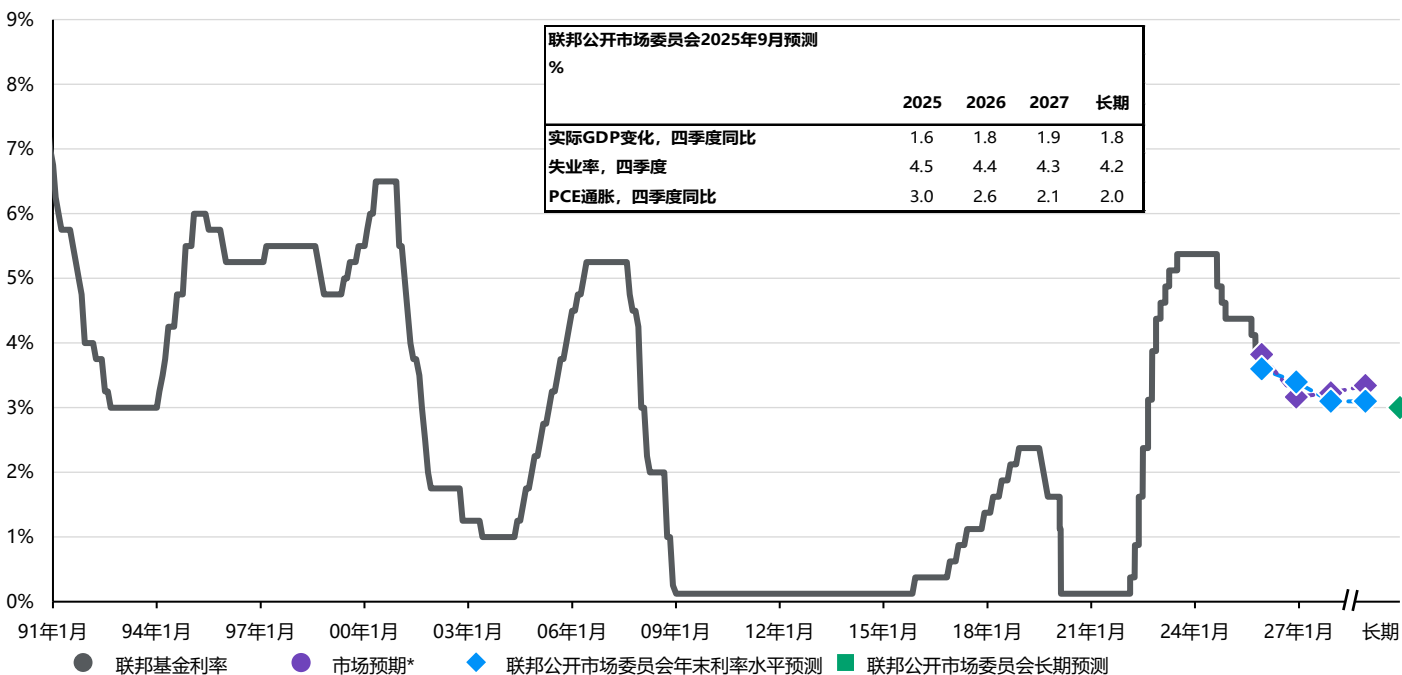
- 如果出现盈利未达预期或供应链中断，对人工智能驱动的增长的更高预期可能会令人失望，从而导致资本支出回落。
- 美国消费者的财政退款存在因市场情绪低迷，而意外被节存的风险，这或将制约可能的增长助力。
- 与关税相关的政策风险仍然存在。最高法院即将对特朗普政府对它国征收对等关税的合法性做出裁决的结果可能会产生重大影响。如果法院认为总统无权施行，关税可能会转移至基于特定行业的基础上体现，从而可能加大不确定性。
- 如果经济势头自2026年夏季转弱，国会可能在中期选举之前再推出新一轮财政刺激，以支持下半年的增长。虽然目前增长风险似乎平衡，但近年来显示不确定性一直持续存在。

总结来看，2026年或将是美国经济转型的一年。随着财政支持的减弱和劳动力市场的挑战持续存在，上半年的强劲增长将逐步趋缓。企业投资，尤其是人工智能领域的投资，或将成为亮点，但关税、政策转变和潜在供应中断的风险值得密切关注。美联储预计将通过进一步降息来应对不断变化的前景，但速度和幅度将取决于未来数据和更广泛的经济形势。投资者宜对正面和负面的大跨度双向风险保持警惕。

美联储的货币政策路径将继续受到未来的数据所指引。

图 4: 美国：货币政策

联邦基金利率及市场预期



资料来源：彭博，FactSet，美联储，摩根资产管理。

*市场预期基于隔夜指数掉期（OIS）远期利率。所示美联储预测为联邦公开市场委员会（FOMC）成员的中位数估计。《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

3.对明年全球经济如何展望？

摘要

- 我们预测 2026 年全球增长放缓，但看到美国以外市场背后的推动力。
- 亚洲增长受到关税和不确定的贸易政策的挑战，但人工智能相关的投资和出口需求提供了一定缓解。
- 欧洲的财政支持可能会在 2026 年维持区域内增长，但我们仍然关注执行面的风险。
- 财政和货币政策一直是重要的支持，但未来或出现失衡。对某些经济体财政可持续性的担忧可能意味着支出支持有限。

鉴于前面强调的风险，美国的政策仍具不确定性。我们预计在其他地区的结构和政策推动下，全球增长将趋同。

亚洲：适应全球 AI 周期

亚洲地区的主要担忧仍然主要聚焦在关键增长点的贸易议题和出口表现上。在今年强劲的前置性出口之后，进入 2026 年，出口业绩的可持续性受到质疑，美国需求与亚洲出口之间的紧密联系凸显了这一点。贸易政策上，关税征收和持续的不确定性给亚洲的前景蒙上了阴影。贸易谈判持续在进行中，协议仍然可能出现变化。虽然我们判断这方面的不确定性已见顶，但由于缺乏解决方案可能会拖累经济活动并削弱需求，导致企业和消费者采取更加谨慎的立场。

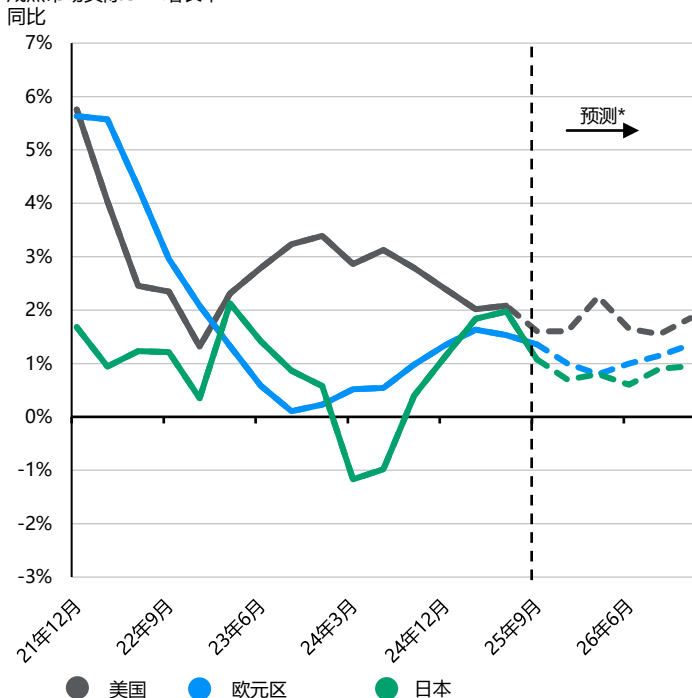
不过，人工智能相关的资本支出需求强劲或可抵消关税带来的拖累。虽然人工智能通常被认为是以美国为中心，但亚洲越来越多地成为 AI 生态系统的一部分，高性能半导体，内存芯片和人工智能相关产品的生产为东北亚的亚洲科技制造商提供增长助力。

东盟作为新兴数据中心的角色也意味着，只要人工智能趋势保持不变，可能成为在产业政策的逆风下持续增长的重要途径。然而，该地区的适应能力将至关重要，有迹象表明，当前的混乱正在促使经济体转换供应链并建立新的贸易伙伴关系。欧盟和亚洲，以及东盟和中国之间的区域内协议，可能提供一些支持。尽管如此，总体前景仍然谨慎，长期的不确定性可能让经济活动承压。

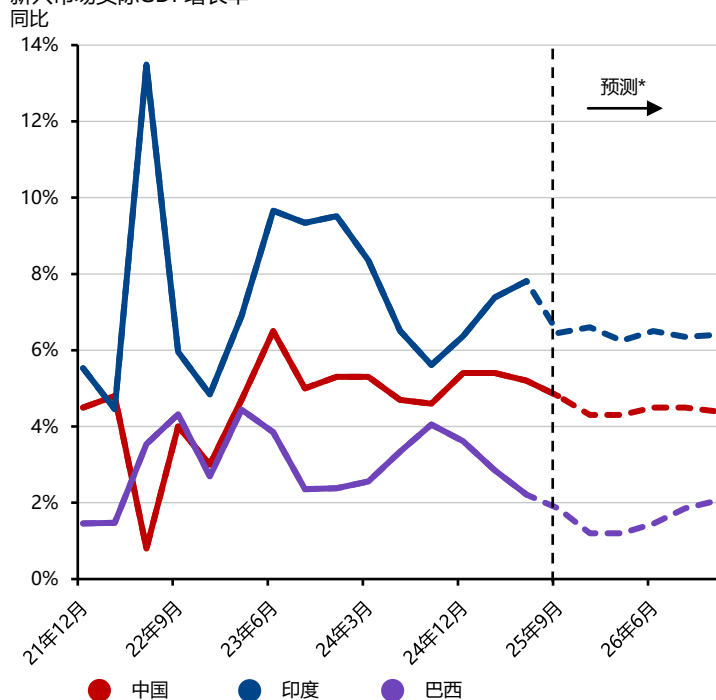
预测全球增长温和放缓，风险趋于下行

图 5: 全球经济预测

成熟市场实际GDP增长率



新兴市场实际GDP增长率



资料来源: FactSet, 摩根资产管理; (左图) 美国经济分析局, 日本内閣府, 欧盟统计局; (右图) 中国国家统计局, 印度统计局, 巴西国家地理与统计局。

*实际GDP增长率预测基于FactSet的一致性预期。

《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

欧洲：选民与债券投资者

更积极的国内政策正在提升欧洲的增长势头。自疫情和能源危机以来建立的财政缓冲或可为企业和家庭提供支持。与美国不同，德国正在使用其可观的财政空间，这可能对其经济增长造成上行风险。消费情景的改善，加上实际工资的上升，以及货币政策上一系列降息对实体经济的持续传导，可能会引领明年欧洲的增长势头达到高于潜在增速的水平。

可能的风险在于关税逆风可能会影响情绪水平，这意味着增长的财政乘数可能有限。虽然德国公布的财政方案是实质性的，但关键问题是其资金将如何进行部署。除德国外，其他欧洲政府或将发现很难在选民对高赤字的偏好与债券投资者对财政纪律的要求之间取得平衡。

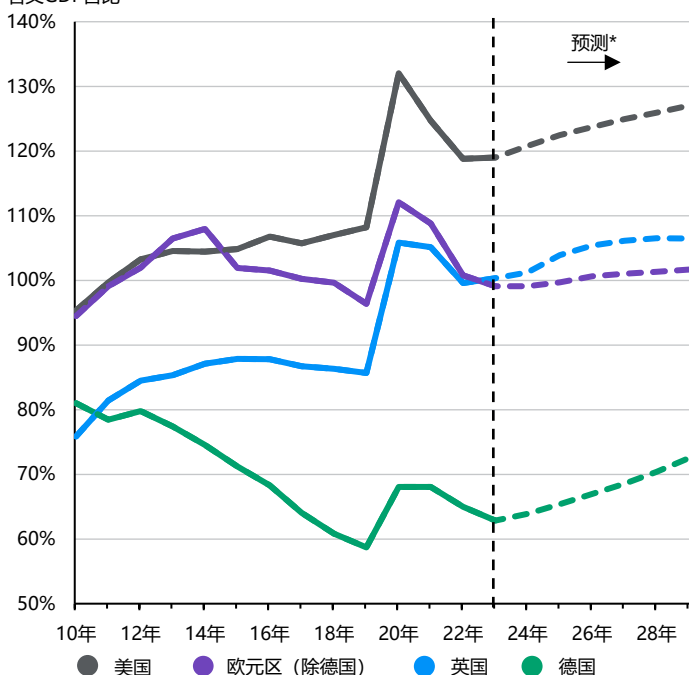
总而言之，我们预计2026年全球经济增长将呈现更多的地域性分散。货币和财政政策在促进增长方面都做了很多繁重的工作，但额外的支持可能很难再复制，除美国外，发达市场和新兴市场的中央银行似乎都即将结束降息周期。

与中国类似，财政支出被视为许多经济体增长的关键支持，以支撑疲软的信心和国内需求，但在这些国家可能比预想中更困难，特别是财政纪律备受争议的英国、法国和日本。高额的政府债务负担和不讨选民欢迎的财政削减正在加剧市场焦虑。投资者日益要求可靠的政府支出计划，以确保债务和赤字水平得到控制。如果政府财政支出不受控制，信誉和信心将下降，因此投资者对政府限制风险溢价和避免更高的利率带来更大的拖累寄予厚望。在某些情况下，这可能迫使各国提高税收或削减支出计划，从而进一步限制增长。政策制定者面临的挑战是更有效地支出，同时增强市场对其财政状态的信心。如果不这样做，借贷成本可能升高，并抑制增长预期。

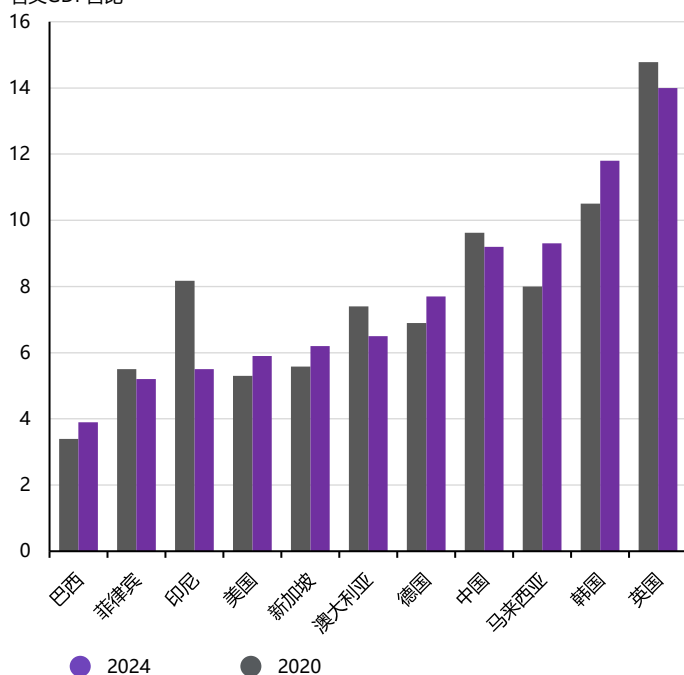
财政支持将不均衡，政府支出计划可能会因债务水平上升出现信誉担忧而减少。

图 6: 财政可持续性

政府债务*
名义GDP占比



各国债务平均剩余期限
名义GDP占比



资料来源: FactSet, 摩根资产管理; (左图) 国际货币基金组织 (IMF); (右图) 国际清算银行. *债务指面值的总债务。虚线预测基于截至2025年4月的国际货币基金组织世界经济展望。《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

4.因应激增的 AI 需求的纪律管理

摘要

- AI 应用的快速增长正在推动软件、硬件和云资源的大量支出，这为技术提供商提供了机会，同时也引发了对基础设施瓶颈和成本上升的担忧。
- 人工智能或将颠覆传统商业模式，重塑行业。美国和中国采取不同的开发和盈利模式，实体人工智能（如自动驾驶汽车和机器人）的出现进一步扩大了此项科技的影响力。
- 并非所有的人工智能模型和超大规模云服务商都会脱颖而出，投资者可以开始辨别可能更具发展前景者，来进行主动式的管理。

目前对美国人工智能（AI）的发展存在合理的质疑。投资者提出诸如“是否有足够强的使用场景？”、“AI 超大规模云服务商在数据中心和基础设施是否过度投资？”“目前的估值是否已经反映出该行业的大部分中期增长？”等问题。与此同时，亚洲出口受到半导体和内存芯片需求的大力支持而加速发展。尽管美国对训练和运营人工智能模型的高算力GPU的出口设置障碍，中国也在推进其人工智能的发展。

需求增长或仍有足够空间

我们对人工智能在导入和应用方面的潜在需求感到满意。当前的使用数据和业务调查都表明，导入率正在上升。随着新的应用程序和功能上线，这种势头预计将可持续，尽管未来的路径不会完全顺利。随着组织应对部署和变革管理的复杂性，AI 的业务整合可能以重复启停为特征。

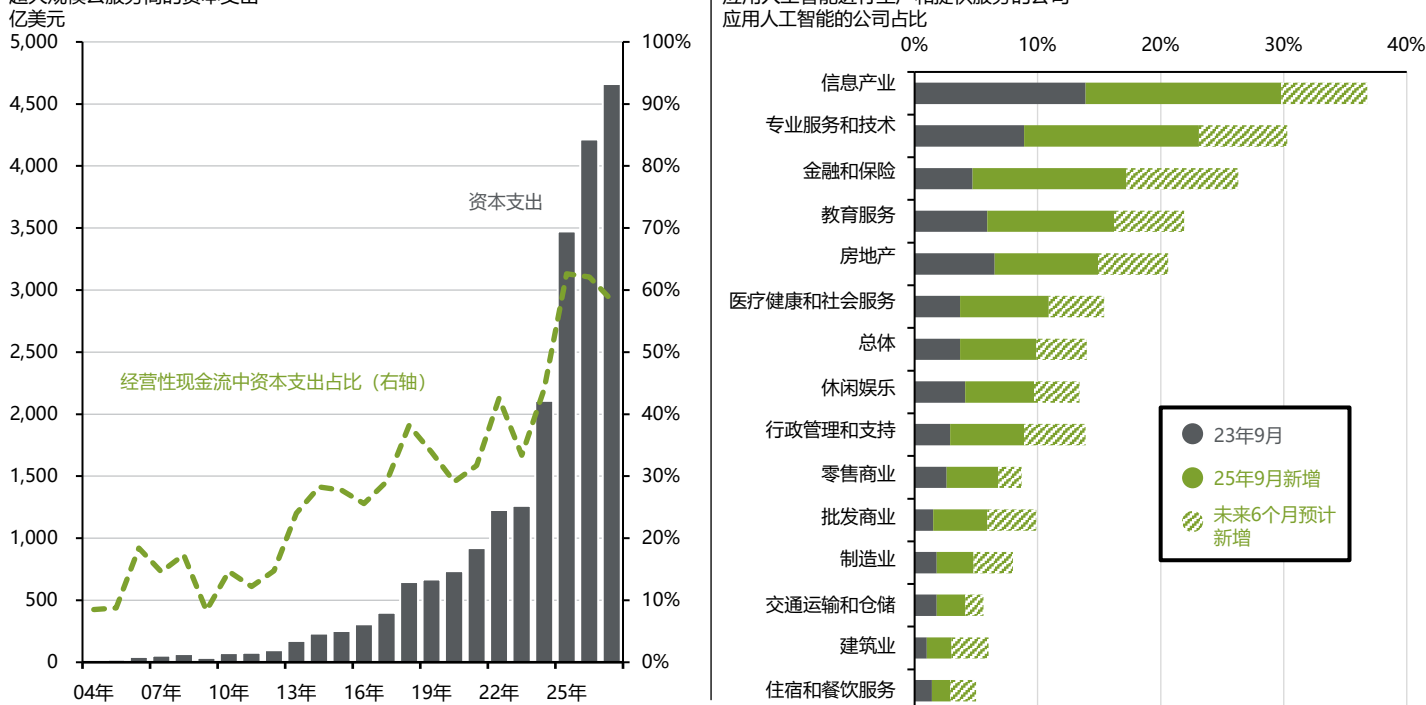
这种导入浪潮下的财务影响是重大的。如今，大型企业每年在软件和软件即服务(SaaS) 解决方案上为每位员工花费约 3500 美元¹。以先进AI服务每月200美元的定价，可以合理地预期企业将愿意支付一套AI驱动的工具，推动整个行业的强劲盈利增长。然而，随着人工智能模型的任务越来越复杂，现实世界的问题，计算需求正在急剧上升。例如，推理模型可能需要比前几年的单次学习模型多 100 倍的计算能力。

对计算资源的需求激增为硬件和云服务商提供了机会，也对潜在的基础设施瓶颈和成本上升方面造成风险，这或有利于美国和亚太地区的硬件和半导体制造商。

业务导入率的增长应有助于证明美国 AI 超大规模云服务商的强劲资本支出是合理的

图 7: 美国: AI 资本支出及应用

超大规模云服务商的资本支出*



资料来源：摩根资产管理；（左图）彭博；（右图）美国商务部人口普查局。

*数据覆盖谷歌（Alphabet），亚马逊（Amazon），脸书（Meta）和微软（Microsoft）。资本支出为各企业支出的总额，但亚马逊的资本支出仅包括云服务（AWS）部门的支出。2004至2012年数据为摩根资产管理的估算，2013至目前的数据为实际资本支出，2025至2027年数据为彭博一致性预期。上述个股仅为举例说明，无特定推荐之意。

《环球市场纵览 - 中国版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

开始从产品和应用程序上获利

从盈利的角度来看，AI原生公司正在展示经济上的灵活性。人工智能模型开发人员已经产出了数十亿美元的收入²。虽然这只是超大规模云服务商投入数千亿美元资本支出的一小部分，但总体预期是，这种收入流将在未来3-5年内快速增长，特别是如果竞争致使竞争产品减少。这也需要更深入地渗透到企业市场，扩大订阅用户基础，以及开发新的变现渠道，如广告，商业服务和应用内购买。这种演变可能会扰乱现有的商业模式，迫使现有的技术平台导入AI或面临过时的风险。

除此之外，自动驾驶汽车和人形机器人等实体人工智能的出现进一步说明了这项科技的变革潜力。这些机器利用生成式 AI 实时处理传感器和视频数据，实现端到端智能和自主决策。然而，这种复杂系统代价高昂，需要比传统电动汽车更多的电力和基础设施 - 这一趋势可能会扩展到人工智能驱动的机器人和其他实体应用。

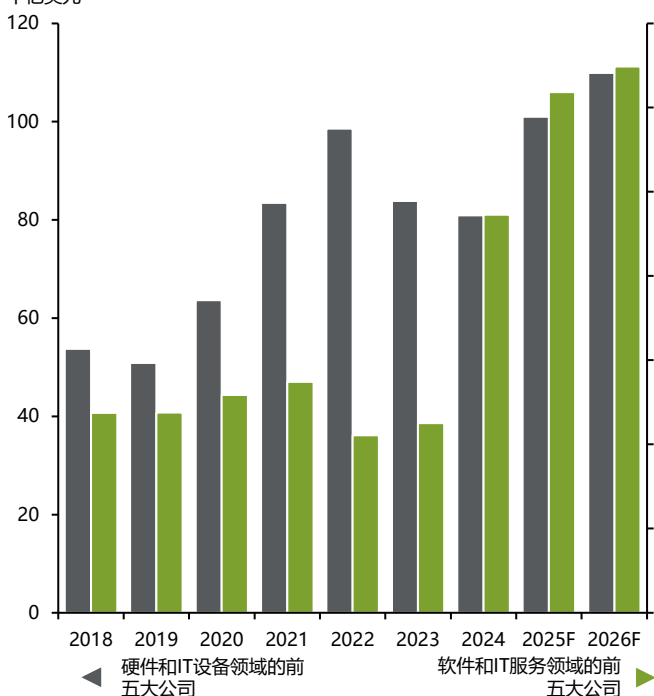
尽管存在令人信服的机会，投资者仍应关注风险。业务导入的不均衡步伐、潜在的基础设施瓶颈、利润压缩以及现有业务中断的威胁都构成了挑战。尽管如此，在美国，企业和消费者购买先进人工智能工具付的意愿正在上升，能够扩展基础设施，捕获需求并导入不断发展的生态系统的公司已经做好了实现巨大回报的准备。

中国的 AI 发展可能与美国有所不同。其硬件限制可能迫使 AI 模型开发人员专注于更多特定解决方案的模型开发。基于订阅的模式不太普遍也将迫使本地超大规模云服务商和科技集团专注于将人工智能嵌入到现有服务中，例如金融服务，电子商务和其他生活服务。达成更多特定领域如医疗保健、专业服务和制造业的AI发展。与美国类似，如何将AI集成到自动驾驶汽车和人形机器人中，将是中国AI发展的下一个扩展领域，并可能成为新的出口来源。

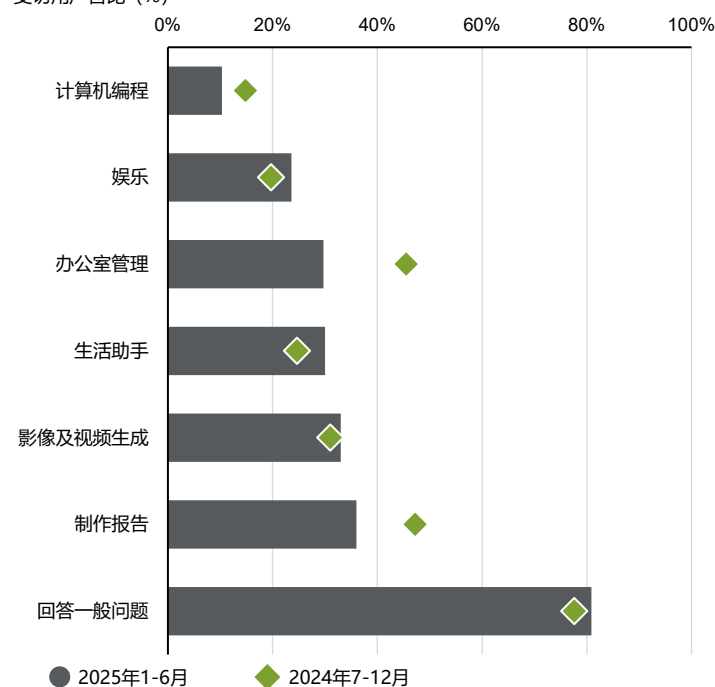
预计中国科技巨头将加大人工智能投资力度，但盈利模式的路径需要更多的创造力。

图 8: 亚太（除日本）股票: 科技板块

亚洲科技公司的资本支出
十亿美元



中国用户使用生成式人工智能的目的
受访用户占比 (%)



资料来源: 摩根资产管理; (左图) FactSet, MSCI; (右图) 中国互联网信息中心。硬件和信息技术IT设备包括电子设备、仪器与组件、通信设备、半导体和半导体设备以及技术硬件存储和外设。软件和IT服务包括IT服务、软件、互动媒体与服务以及广泛的零售。基于MSCI亚洲（除日本）指数和GICS分类。过往表现并不代表当前或未来的结果。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

5. 目前高企的全球股票估值是否合理？

摘要

- 全球主要股票市场的估值仍然较高，标普500指数和亚太地区除日本以外的交易价格远高于历史平均水平，促使投资者对2026年在策略上保持谨慎。
- 强劲的盈利增长，尤其是人工智能应用的推动下，继续支持高估值，美国科技巨头引领的盈利扩张和全球人工智能需求扩大，使亚洲企业受益，推动进一步的盈利升级。
- 2026年，投资者应专注于多元化和轮动，减少已高估行业的集中度，并考虑防御性、收息性和价值导向型领域，以协助管理在贸易政策风险持续下，增长势头放缓带来的波动和不确定性。

投资者对全球主要股市高估值的担忧依然存在。标普500指数、MSCI亚太(日本除外)市场和大量亚太市场股市的市盈率呈现高于长期平均的水平³，显示许多利润增长的利好消息已有所反映。

AI 推动美国以外的盈利增长

我们认为，这些市场的估值虽已被推升，但在某种程度上，其强劲的中期盈利预期或继续合理支撑股票表现。

美国股市依然表现杰出，受到健康的盈利增长、人工智能的快速导入、强劲的资本支出和有韧性的消费者支撑。美元走弱也提振海外业务收益，换算回美元。年初至今，尽管美国在市场表现方面相对落后，但美国企业盈利获得了近年来较高的回报。科技公司表现突出，科技七巨头公司预计将在2025年3季度贡献标普500指数盈利增长的42%⁴。超大规模云服务商在最近的盈利中强调了持久的人工智能需求和资本支出，增强了人工智能交易的韧性。金融和工业行业也迎来表现强劲的季度，金融业受益于强劲的资本市场活动和更陡峭的收益率曲线。利润率保持在接近历史高位13.6%。

虽然关税可能为利润带来压力，但“大美丽法案”（OBBBA）中的条款——如100%的奖金折旧和加速的研发支出——应该可减少2026年的税收负担并增加现金流，使科技和资本密集型的价值行业受益。

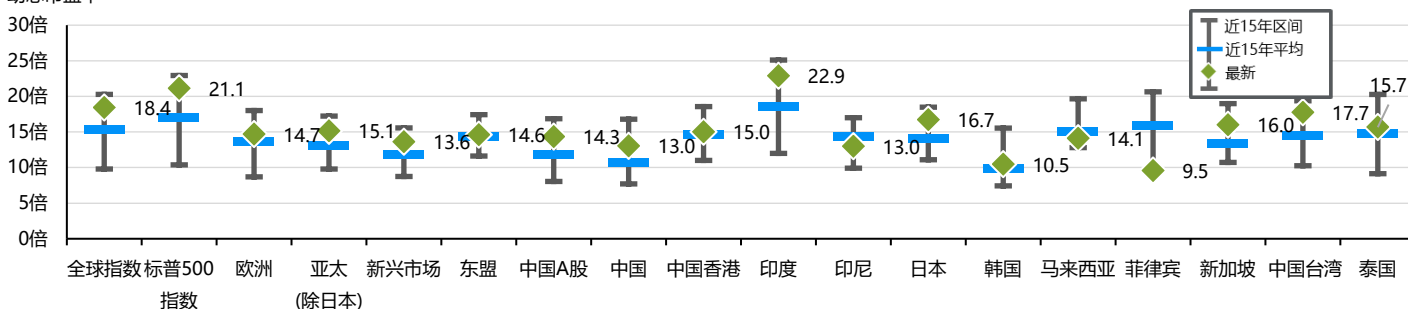
较低的利率和回购亦推动了美国股票的回报率

美国股票也出现了估值扩张，因为较低的利率使股票相对于债券更具吸引力。估值模型中的贴现率降低可增加未来现金流的现值。标普500成分股创纪录的回购公告进一步支持估值，2025年预计股份将下降0.8%，而2001-2024年股份平均增加0.2%⁵。股票数量的减少是一个积极的发展，因为较低的股票数量，加上更高的收益增长，可以带给投资者更高的每股盈利。

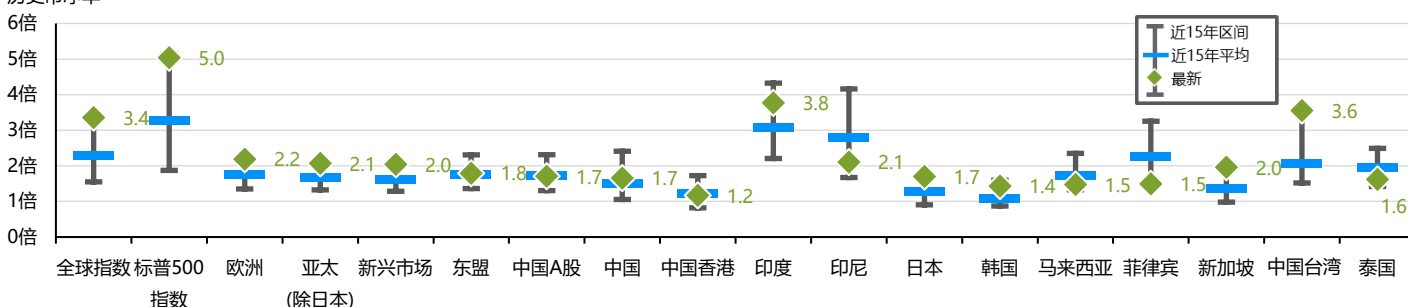
投资者对主要股票市场高估值的担忧依然存在。

图 9: 全球股票：估值

股市估值：市盈率
动态市盈率



股市估值：市净率
历史市净率



资料来源：中证指数，FactSet，MSCI，标准普尔，摩根资产管理。
所有估值是基于MSCI指数。中国A股由沪深300指数代表。对于部分指数，市盈率及市净率的15年区间为维持较合理刻度已做截断处理。
过往表现并非当前及未来业绩的可靠指标。
《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

AI 的全球扩张：亚洲角色的成长

亚洲越来越受益于全球人工智能需求。AI 主题正在扩展到美国的科技巨头之外，供应链和区域扩张促使亚洲企业受益。2026 年 AI 需求的持续增长可能会在未来 6-12 个月内推动进一步的每股盈利提升。

最近的数据显示，亚洲强劲的人工智能相关需求正在抵消美国关税不确定性给制造业带来的压力。8月中国台湾地区贸易数据显示，在AI相关服务器、GPU和电子产品的推动下，对美国的技术出口出现再次加速。美国科技盈利报告强调了强劲的人工智能活动和持续的订单，使中国台湾地区的科技行业获得进一步的利润。受到AI驱动的内存上行周期预期推动，自6月以来，韩国KOSPI指数上涨了16%⁶。东盟正在看到人工智能基础设施的重大投资和导入，特别是在马来西亚的数据中心，而新加坡对人工智能的战略聚焦应该会吸引进一步的创新。

2025年2季度的财报显示，中国 AI 的长期发展依然强劲。虽然美国在人工智能创新方面处于领先地位，但在政策、研究和强大供应链的支持下，中国正在迅速建立一个自给自足的生态系统。尽管美国征收关税，近期源于经济和出口韧性，以及中美元首会面缓和贸易紧张局势，市场情绪改善，也增强了投资者的信心。

亚洲企业的治理改革

亚洲治理改革提供了新的投资机会。除了人工智能外，亚洲主要市场的持续企业治理改革提供了长期的投资机会。日本和韩国在旨在改善治理和股东价值的改革计划方面取得了重大进展。企业更明智地利用他们的现金储备，要么将这笔现金作为股息返还给投资者，要么参与股票回购。

2026 年配置：轮动和多元化

尽管估值昂贵，但仍有支持当前水平下市场的理由。然而，投资组合的构建应侧重于避开不确定性、波动性和仓位紧张的风险。降低集中度是关键，随着增长势头放缓，2026 年轮动需求可能会增加。

特别是在亚太地区，整个地区的估值分散和股票基本面很广泛，这增强了投资者在寻求重新平衡和多样化投资组合时采取主动管理方法的可行性。

投资者已经开始质疑人工智能过度投资的风险，以及未来回报是否与当前市场预期相符。这些问题可能导致单一股票层面的业绩差异。与此同时，人们对人工智能使用、投资资本回报、产品路线图和竞争加剧可能导致规避风险情绪上升的担忧日益增加。此外，尽管最近贸易紧张趋缓，但特朗普政府可能继续在谈判中操纵关税，这可能会带来更多的市场不确定性和波动性。

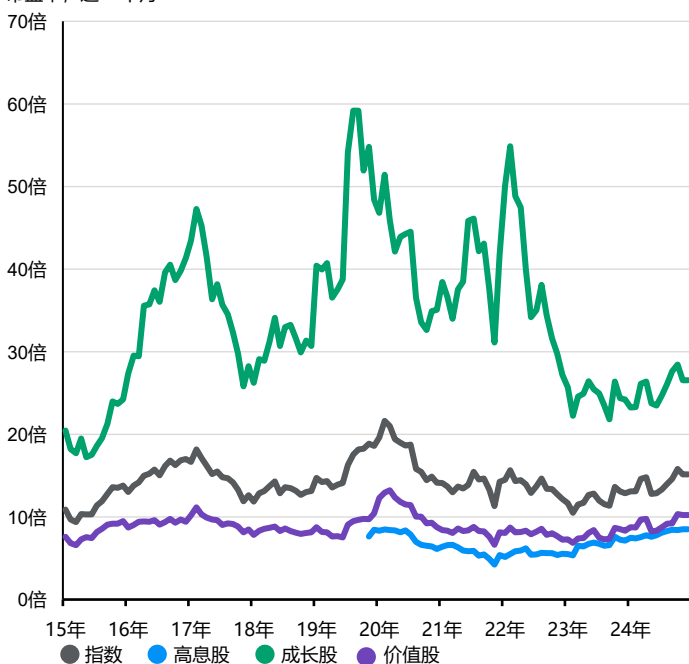
为了实现多元化，投资者应了解，某些行业/领域的风险较低。金融等价值板块更多以服务为导向，而公用事业则更多聚焦国内。在最近的波动期间，必需品和公用事业等防御性行业提供了稳定性，房地产则通过有吸引力的股息缓冲了回报。随着各国重构供应链，增强自主可控和自给自足，工业和材料等行业或从中受益。

中国股票提供丰富的高收益板块，能源和金融提供有吸引力的股息收益率以支持以股息为导向的策略。倾向于产出收息的投资组合，在波动的市场中相对表现更好，特别是考虑到高股息股票在中国的相对价值。期权备兑策略还能帮助变现波动性，提供额外收入同时保留股票敞口。

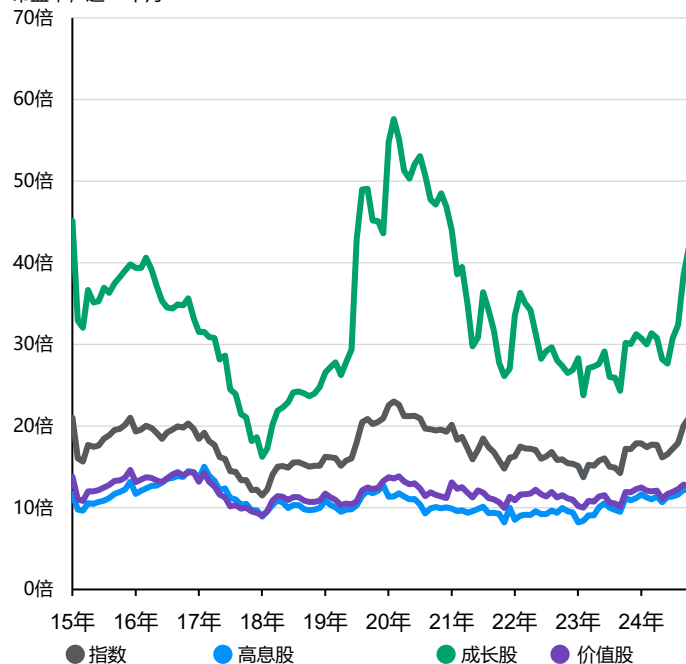
倾向于产出收息的投资组合，在波动的市场中相对表现更好，特别是考虑到高股息股票在中国的相对价值。

图10:中国股票：按风格划分的在岸和离岸估值

按风格划分的中国离岸股票估值
市盈率，近12个月



按风格划分的中国在岸股票估值
市盈率，近12个月



资料来源: FactSet, MSCI, 摩根资产管理。(左图) 基于MSCI中国指数。(右图) 基于MSCI 中国A股在岸指数。
反映截至2025年11月18日的最新数据。

6. 中国资产能否保持其吸引力？

摘要

- 在2025年支持中国权益资产的积极因素可能在2026年继续存在，但是由于总体经济数据可能偏弱，市场或以结构性行情为主。
- 分行业的盈利一致性预期指向科技、工业、通信服务、原材料等板块较快的盈利增长。
- 与科技成长相关的板块配置可关注半导体、算力链、消费电子、机器人、新能源、有色金属和创新药。
- 宏观不确定性持续存在，因此也需坚持投资纪律，利用高股息策略管理波动风险。

中国权益资产的多重利好因素仍有望延续

中国权益资产在2025年表现出色，A股、港股和离岸股票涨幅在全球主要市场中均居于前列，其背后的主要支持因素包括：1) 对中国科技企业的预期改善，人工智能、人形机器人、国产芯片等多方面的技术突破使投资者重新评估中国企业的创新能力；2) “反内卷”政策发挥作用，上游企业的产品价格和利润触底回升；3) 虽然面临美国提高关税的压力，但中国制造业在全球市场处于优势地位，商品出口保持稳定增长；4) 美国的人工智能基建扩张，提升对中国算力链产品的依赖度，而中国企业的一些细分领域已经难以替代；5) 支持股市的一揽子措施提升市场流动性和股市估值，随着市场情绪改善，赚钱效应开始吸引居民储蓄资金流入股市。

2025年4季度，股市在连续上行后估值达到相对高位，而宏观经济数据则指向内需放缓的压力，叠加美股科技行情出现波动，导致主要的中国权益宽基指数进入震荡整固行情。在市场震荡的过程中，市场轮动速度较快，投资者采取相对均衡的策略控制回撤，同时等待新的基本面和政策催化剂。

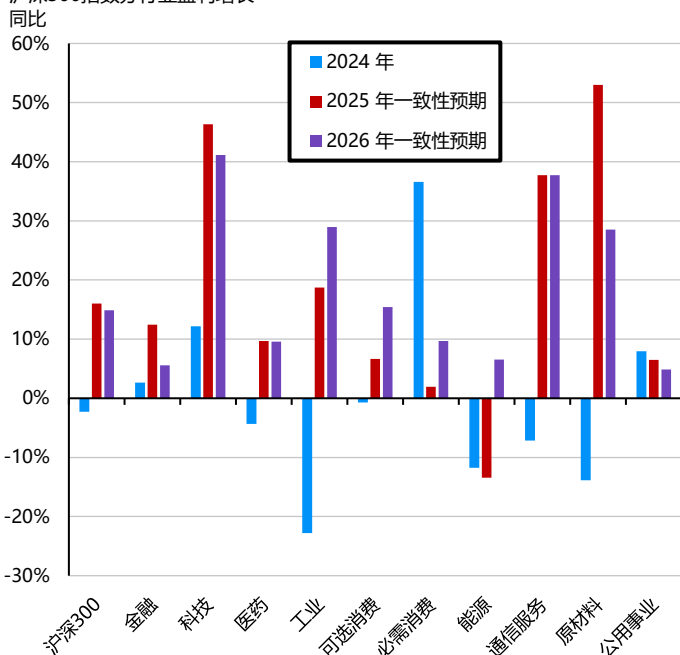
经过2025年末的整固行情后，我们预计上述积极因素在2026年仍可能存在，但是由于总体经济数据可能偏弱，市场或继续以结构性行情为主。在最近的市场调整后，股市估值已经回落至相对均衡的区间，市场可能在新的一年回归行业基本面驱动的逻辑。分行业的盈利一致性预期（图11）显示，科技、工业、通信服务、原材料等板块可能在2026年维持较快的盈利增长。成长侧的行业配置方面，建议聚焦于供给侧面临约束，同时需求侧修复和稳步上行的板块和标的。如国内货币政策发力，或进一步催化对利率敏感的成长板块。行业配置上，建议在2026年关注以下方向：

- 半导体、算力链、消费电子的景气度进一步提升，行业龙头业绩预期较强，算力链业绩增长的置信度较高；
- 机器人可能从概念期进入导入期，标的从多点开花向核心供应链聚焦，或是成长弹性最大的细分方向；
- 新能源板块，关注电池价格和产业链价格提升的前景，尤其是国内外AI数据中心对储能的增量需求；
- 有色金属的供给约束或持续，而需求侧有望继续向好，行业龙头业绩兑现力度更强，可关注铜、白银、电解铝、锡等组合配置；
- 创新药板块在前期快速上涨后回落，但产业逻辑并未发生变化，回调主要由于短期缺乏BD催化和资金分流。估值回归合理区间后，今年年底至2026年初可能BD密集期，或重新吸引资金流入。

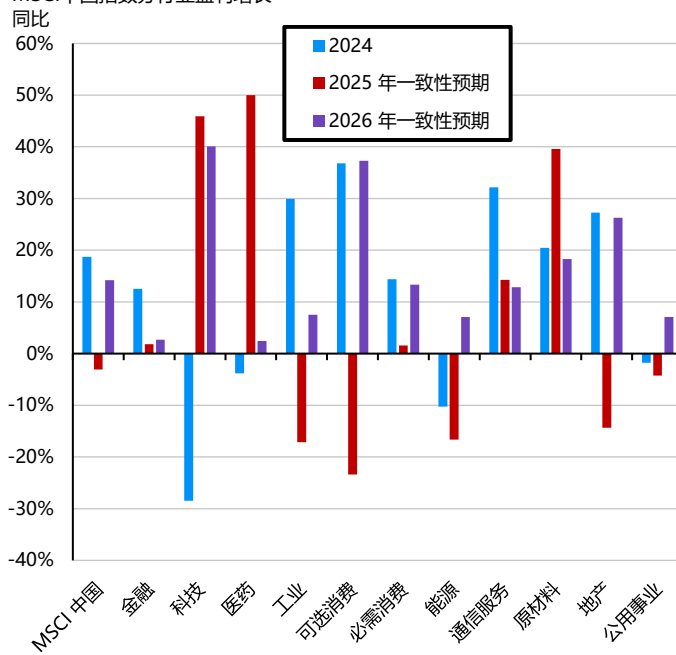
2026年中国权益资产可能维持稳健的盈利增长，尤其是MSCI中国指数中的港股和海外股票。

图11: 中国股票：盈利增长

沪深300指数分行业盈利增长



MSCI中国指数分行业盈利增长



资料来源：彭博，中证指数有限公司，明晟（MSCI），摩根资产管理。行业分类基于指数供应商的分类标准。《环球市场纵览 - 中国版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

坚持投资纪律，应对不确定性冲击

虽然中国和全球股市在2025年保持上行趋势，但经济、财政、地缘政治等领域意外事件发生的频率上升，为投资者造成严重的困扰。进入2026年，这些意外风险因素并未消失，有些甚至可能恶化。面临不确定性，缺乏严格纪律的投资者往往受到情绪影响，做出错误的投资决策，而中国权益市场高波动的特性进一步放大了这一风险。因此，相较全球投资组合，坚持纪律性对中国投资组合的管理更为重要，尽量缓冲宏观不确定性、资产波动性和市场快速轮动带来的影响。

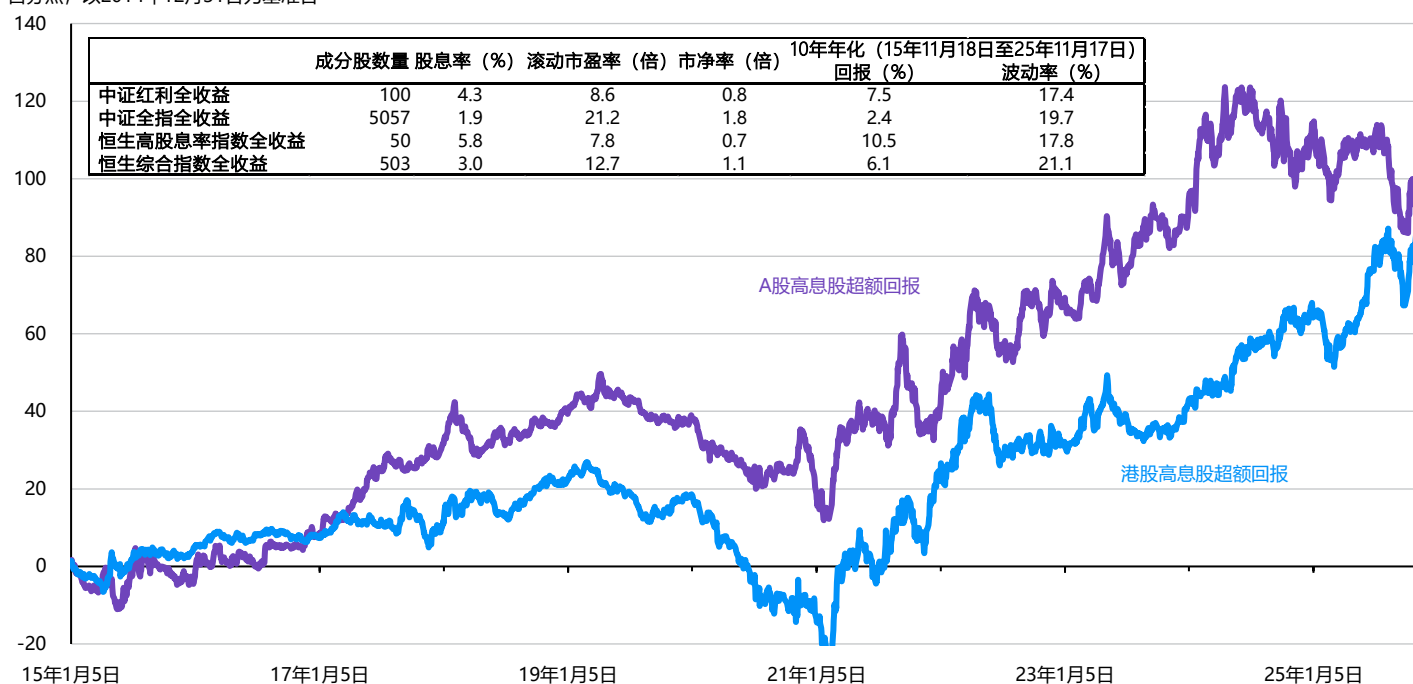
面对不确定性和市场波动，我们仍建议采取哑铃型的配置策略。一方面继续持有科技成长板块可能有助于获取超额收益，另一方面利用高股息股票和债券资产提供下行保护，控制整个组合的波动。随着无风险利率下行至历史底部区域，生息型资产正变得更具吸引力，投资者不仅获得股息回报，也有望通过价格上涨获得资本利得。在市场调整的过程中，科技成长板块往往下行压力较大，而高股息板块则可能跑赢大市。近期的市场走势也反映出机构资金在科技成长和高股息策略之间的轮动配置（图12）。

在行业板块方面，银行、能源、公用事业等高股息板块有望保持较高的股息率，对长期投资者仍具有吸引力，中期配置或可关注包括券商和保险在内的非银金融。本轮股市上行周期如果可持续性，券商和保险的业绩有可能获得持续提升，但在目前的震荡市中，投资者尚未形成一致预期，非银金融板块的资金流入仍然缓慢，因此估值也处于历史区间底部。如果市场对中长期上行的预期进一步巩固，非银金融的业绩预期和估值有望抬升。

高股息策略有望提供更为稳定和持续性的回报，且在市场轮动过程中有助于缓冲下行风险。

图12: 中国股票：高股息策略

高股息指数相对全市场指数的超额回报*
百分点，以2014年12月31日为基准日



资料来源：万得，中证指数有限公司，恒生指数有限公司，摩根资产管理。

*A股高股息以中证红利全收益指数代表，A股全市场指数以中证全指全收益代表，港股高股息以恒生高股息率指数全收益为代表，港股全市场指数以恒生综合指数全收益为代表。

过往表现并非当前及未来业绩的可靠指标。

《环球市场纵览 - 中国版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

7. 2026年财政和货币政策将如何重塑固定收益？

摘要

- 随着美联储偏鸽和财政刺激的可能性增加，美国国债收益率曲线似乎倾向于进一步陡峭。
- 预期经济增长逐渐放缓，投资组合可以相应地重新关注更高评级和更高质量的债券，以降低风险。
- 我们继续看到固定收益在多方面为投资组合提升多元化收益的优点，但主动管理仍然至关重要。

未来一年，美国政策利率路径和财政赤字担忧或将继续是美国国债收益率曲线的主要驱动因素，而优质信用利差可能仍然得到强劲企业资产负债表的良好支持。但与2025年不同的是，固定收益资产类别中更广泛的回报分化正在出现，2026年的业绩回报可能会不均衡。

财政与货币政策的“拉锯战”

在我们的基本情景下，2026年上半年美国经济活动有望保持强劲，随后随着劳动力市场需求在靠前式财政刺激的衰退效应下走弱而放缓。因此，我们预计美联储将继续货币宽松，到2026年年中将政策利率降至3.00-3.25%的“中性”区间，略高于当前市场定价。

在没有其他影响因素的情况，利率下降通常应引导国债收益率下降。然而，由于财政赤字可能持续较大，对债务可持续性的担忧可能会持续全年，长期利率可能随着美国国债收益率曲线的陡峭而上升。在美联储更为鸽派的风险下，短期利率可能面临压力，中期选举前可能增加的额外财政刺激，这可能促使市场要求更高的期限溢价，美国国债的前景似乎倾向收益率曲线进一步陡峭。

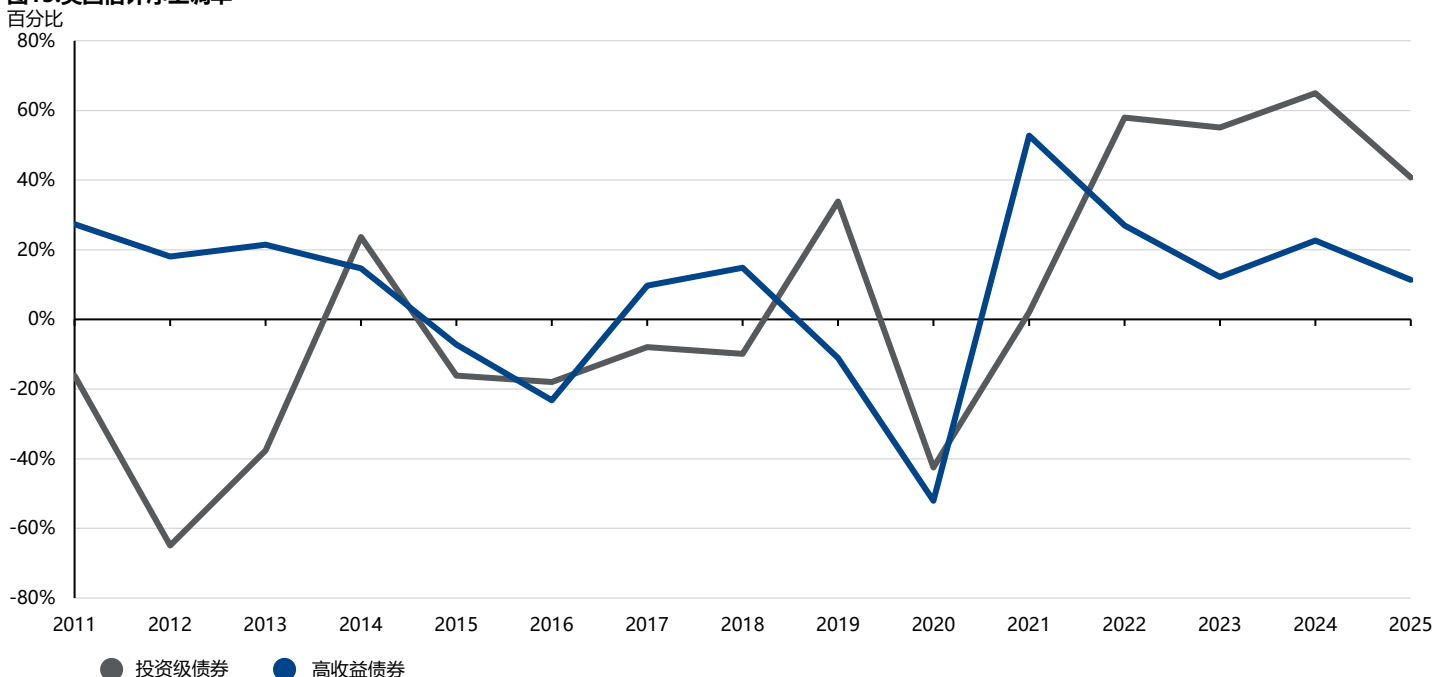
值得注意的是，曲线陡峭不是美国独有的，财政扩张一直是发达经济体反复出现的主题，例如德国增加国防和基础设施支出。然而，预计2026年全球央行政策方向分化，欧洲央行对进一步降息的空间有限，日本央行继续偏向收紧，美国长期利率在财政和货币政策拉锯下抵消而出现国债收益率牛陡的情况显得独特，这使得美国国债相对更具吸引力，可在票息之外比其他成熟市场政府债券提供额外收入。

始于底部，仍在底部

尽管初期利差水平较低，但企业信贷也是一直是2025年额外收益率的可靠来源。然而，由于企业基本面保持良好状态，违约率因盈利能力强劲而降低，投资级和高收益信贷利差进一步收窄至历史底部。尽管净上调速度比去年慢，但也表明信用质量进一步改善（图9）。

尽管净上调速度比去年慢，但仍表明信用质量进一步改善

图13:美国信评净上调率



资料来源：彭博，摩根经济研究，摩根资产管理。过往表现并非当前及未来业绩的可靠指标。反映截至2025年11月18日的最新数据。

尽管未来一年利差进一步收紧有限，但总收益率看来合理，有望在具韧性的经济增长顺风下，为投资组合增加健康的利差。短期任何因信用紧张市场噪音出现的反弹，都可能为利差压缩带来有吸引力的切入点。

然而，随着2026年下半年增长放缓的情况逐渐被市场定价，企业利润的疲软可能会让资产负债表暴露出更广泛的脆弱性，这给2025年观察到的评级上调势头的减速带来压力，投资组合宜重新关注更高级别和更高质量的债券，谨慎应对以缓解不断上升的违约风险。

对证券化资产的展望也偏正向。在住房市场稳定且空置率低的背景下，住房供应持续不足可能会继续支持按揭抵押证券(MBS)市场。消费者资产负债表的韧性也表明对资产支持证券(ABS)持正面看法，尽管近期学生贷款和汽车贷款拖欠率有所回升，但违约率仍低。此外，如果美联储降息速度快于预期，ABS的正凸性也为提前还贷风险提供了天然对冲。

亚洲美元债

将固定收益范围扩展到亚洲债券，我们认为亚洲国家央行正在放缓货币宽松政策，预计亚洲债券久期间的空间将在2026年进一步受限。虽然随着美联储持续宽松，利差收窄，一些亚洲高息货币可能会对美元升值，但随着央行优先考虑货币和金融稳定，预计升值速度将是温和的。

相反，亚洲硬通货的主权债和企业债在基本面和技术面方面似乎相对更具吸引力。违约率随着信用等级的提高而继续下调，包括9月份标普提升印度主权和企业评级，以及负净融资新发行放缓的趋势预计将继续使市场供应吃紧，支持利差保持在紧缩的水平。

总结

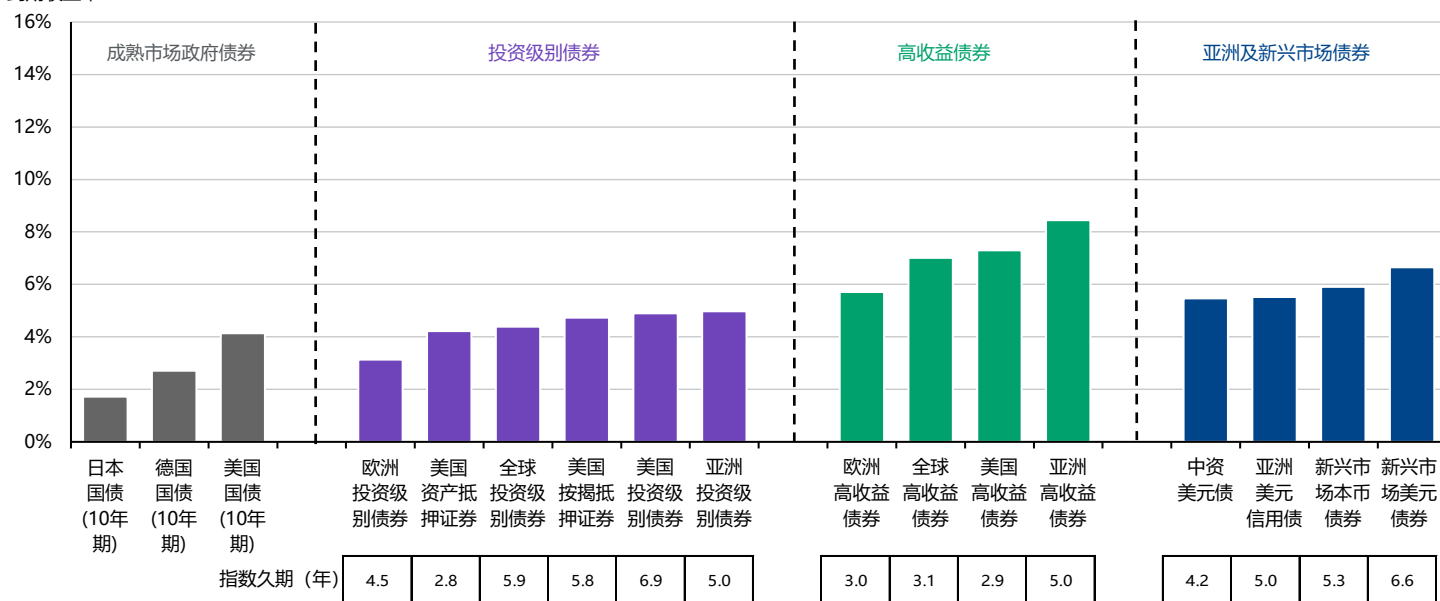
从我们的基本情景，我们继续看到固定收益在多方面为投资组合提升多元化收益的优点，但主动管理仍然至关重要。然而，区域内估值普遍受到压制，表明强劲的中期增长大多已反映在价格中，容错空间极小。如果风险情绪转向下行，固定收益，特别是美国国债和高评级债券，将仍然是较具韧性对冲市场风险的较具韧性资产类别。

我们继续看到固定收益在多方面为投资组合提升多元化收益的优点。

图14: 全球固定收益: 收益率和久期

固定收益类资产收益率

到期收益率



资料来源: 彭博, FactSet, ICE美银美林, 摩根经济研究, 摩根资产管理。图例中的“美国投资级别债券”为彭博美国综合信用债 - 投资级企业债券指数, “欧洲投资级别债券”为彭博欧元综合信用债 - 企业债券指数, “亚洲投资级别债券”为摩根亚洲投资级信用债指数, “全球投资级别债券”为彭博全球综合 - 企业债券指数, “美国高收益债券”为彭博美国综合信用债 - 高收益企业债券指数, “美国资产抵押证券”为彭博美国综合证券化债券 - 资产抵押证券指数, “美国按揭抵押证券”为彭博美国综合证券化指数, “欧洲高收益债券”为彭博欧元高收益债券指数, “亚洲高收益债券”为摩根亚洲信用债高收益债券指数, “全球高收益债券”为ICE美银美林全球高收益债券指数, “新兴市场本币债券”为摩根政府债券指数 - 新兴市场债券指数, “新兴市场美元债券”为摩根新兴市场债券指数, “亚洲美元信用债”为摩根亚洲信用债中国指数。久期是用以度量债券价格对利率变动的敏感度, 并以年为单位。显示的息差久期是针对亚洲投资级债券、亚洲高收益债券、新兴市场美元债券、亚洲美元信用债和中资美元债。利率上升令债券价格下跌, 反之亦然。收益率并无保证, 正收益率并不代表正回报。过往表现并非当前及未来业绩的可靠指标。

《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

8.纪律在资产配置中的力量

摘要

- 2026 年，在财政可持续性、科技投资和金融机构风险管理方面缺乏纪律的投资者可能面临不利结果。
- 美国靠前的增长周期将要求投资者逐步从风险偏好转向更保守的配置。
- 通过另类资产和期权备兑策略产生的收益仍然是关键。

年初偏好风险，随着增长走缓，配置或需更加平衡

预计2026年将是经济增长走缓和货币政策宽松的一年。由于美国可能避免经济硬着陆，股票和企业债券等风险资产的前景仍然正向。然而，经过三年的强劲市场回报，某些市场的估值上升，包括美国股票和非投资级企业债券，可能容易受到负面冲击。总体而言，我们预计 2026 年金融市场的波动性会更高。

当前盈利势头和 2026 年上半年美国经济增长的阶段性拔高，进入新一年应继续有利于股票资产。随着经济势头在稍晚逐渐消退，投资者可能会转向更平衡的股债配置，并尽可能寻求收息资产来替代。

无论是在资产选择和投资组合构建，纪律应该是投资者的指导原则。

政府和首席执行官的纪律溢价

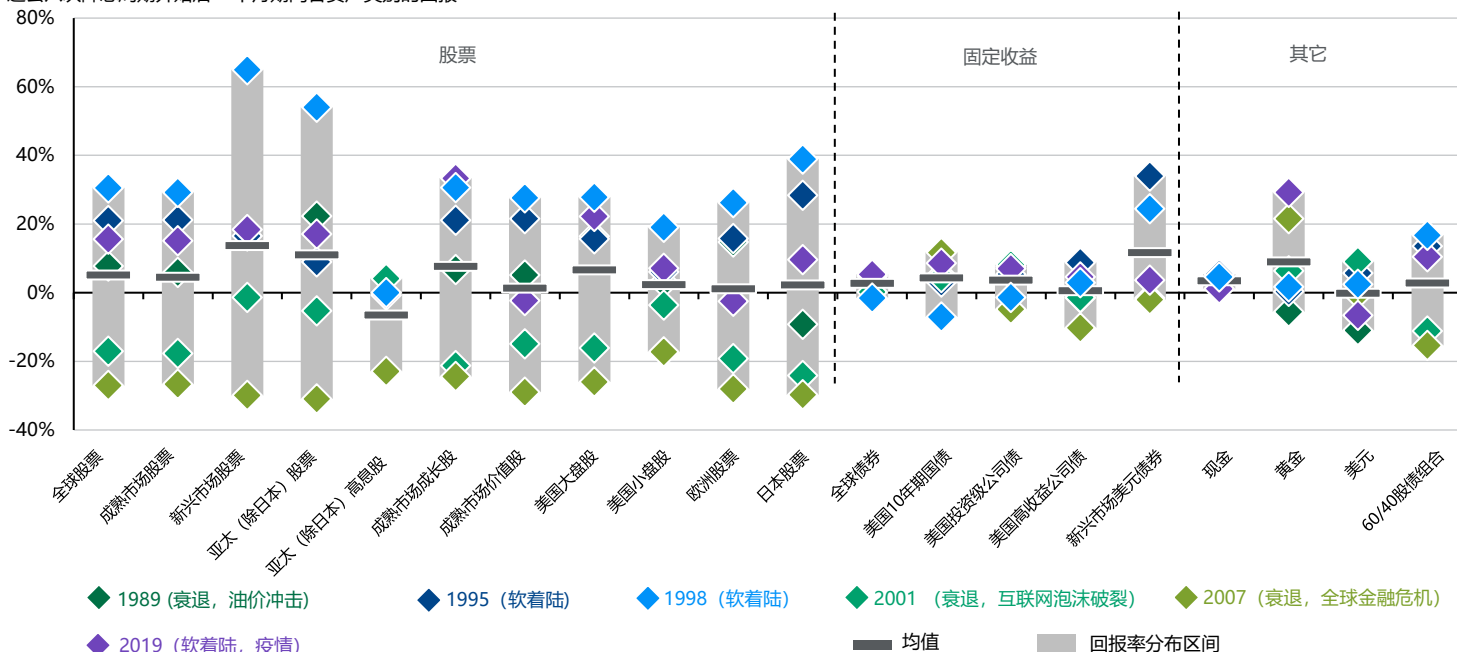
财政纪律可能变得越来越重要，特别是由于政治僵局或缺乏政策紧迫性，可能促使投资者要求长期发达市场政府债券取得更高的期限溢价。这种趋势已经在法国和日本等经济体中出现。投资者还将关注2026年美国中期选举的结果，以评估联邦政府减少赤字的能力。相较之下，财政赤字和债务水平较低的经济体可能会吸引更大的需求。

参与人工智能开展的科技公司需要在资本支出战略和融资方法中执行纪律，并与投资者保持清晰的沟通。虽然我们对人工智能模型和计算能力的中期需求保持乐观，但增长可能不会均匀地分布在主要的超大规模云服务商中，突显了谨慎选择公司的重要性。此外，克服数据中心电力供应等潜在瓶颈可以进一步差异化投资回报。

经济走缓和美联储降息为风险资产奠定了有利背景

图15: 美联储开始降息后各大类资产的表现

过去六次降息周期开始后12个月期间各资产类别的回报*



资料来源: FactSet, 明晟 (MSCI), 美联储, 摩根资产管理。

资产类别回报的计算基于MSCI世界全部国家指数（全球股票），MSCI世界指数（成熟市场股票），MSCI新兴市场指数（新兴市场股票），MSCI亚太（除日本）指数（亚太（除日本）股票），MSCI亚太（除日本）高派息股票指数（亚洲（除日本）高息股），MSCI世界成长股指数（成熟市场成长股），MSCI世界价值股指数（成熟市场价值股），标准普尔500指数（美国大盘股），罗素2000指数（美国小盘股），MSCI欧洲指数（欧洲股票），MSCI日本指数（日本股票），彭博全球综合债券指数（全球债券），彭博美国10年期国债指数（美国10年期国债），彭博美国投资级公司债指数（美国投资级公司债），彭博美国高收益公司债指数（美国高收益公司债），摩根大通全球新兴市场债券指数（新兴市场美元债券），彭博美国1至3个月国债指数（现金），黄金现货价格（黄金），美元指数（美元），60%MSCI世界全部国家指数和40%彭博全球综合债券指数（60/40股债组合）。60/40股债组合为假设投资组合，并非实际的资产配置，不作为收益保证或投资建议。过去六次降息周期开始的具体时间为1989年6月，1995年7月，1998年9月，2001年1月，2007年9月，2019年8月。*除非特别说明，回报计算基于本地货币。

《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2025年11月18日的最新数据。

金融机构需要在风险管理方面保持纪律，特别是在特朗普政府推动的金融放松管制浪潮中。增长疲软通常会导致整体信贷质量恶化，影响盈利和资本基础。全球许多金融监管机构都在对银行业进行情景压力测试。一个关键的新问题是非银金融机构的韧性，特别是在借款人数据通常不太透明的私人信贷市场。

以投资纪律应对波动性上升

投资组合构建也需要纪律。多元化和收息产出是应始终采取的基本投资原则，但它们在2026年可能尤其重要。

我们继续建议亚太地区投资者扩展对全球股票的关注，而不是只聚焦美国和其本土市场。在美国，科技仍然是一个长期的驱动因素，但其他行业的对AI的导入提供了更广泛的机会。

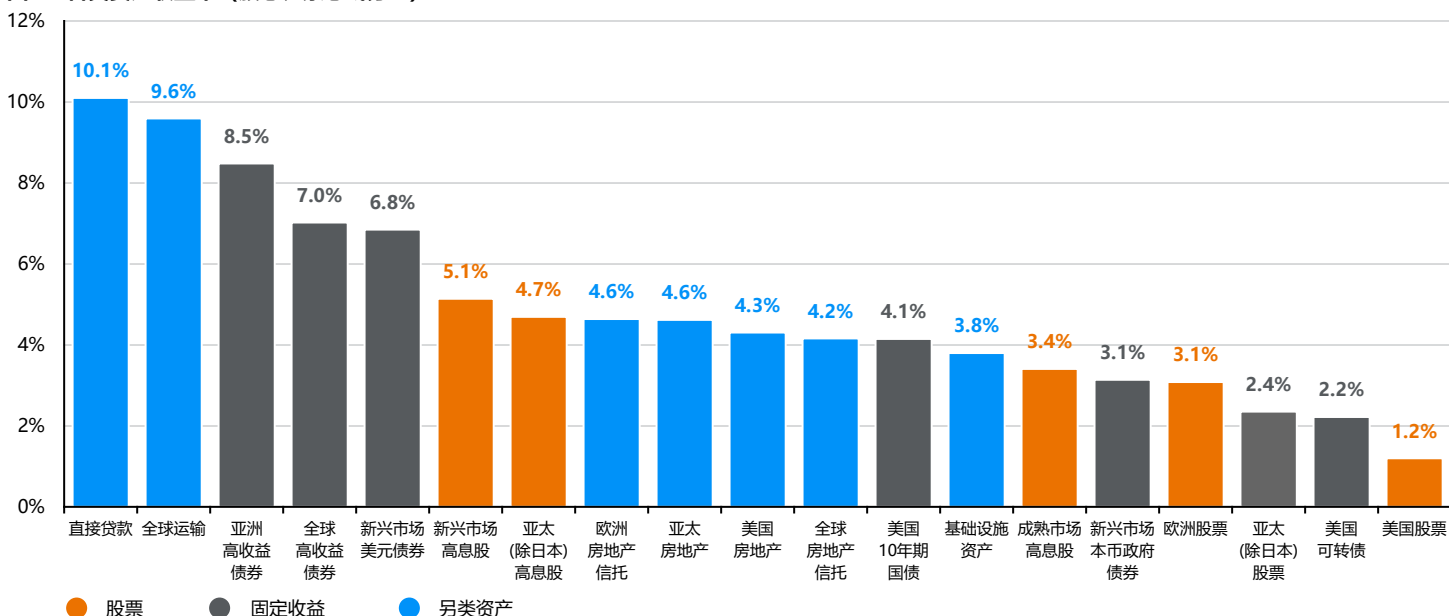
美元走弱可能会推动资金进入新兴市场和亚洲。中国台湾地区、日本和韩国等东北亚市场与全球人工智能发展密切相关，而韩国和日本更受益于企业治理的结构性改善。虽然东盟可能不会直接受益于与人工智能相关的半导体和硬件需求，但该地区的企业，特别是在电子商务和服务方面，可以通过导入人工智能找到新的机会。鉴于股票波动性可能增加，期权备兑策略可以帮助投资者从市场波动中产生收入。

固定收益方面，投资者可以对政府债券和高收益企业债券采取哑铃策略。随着经济增长势头的减弱，可以更加关注高质量的投资级企业债，它们提供了更大的韧性。

另类资产继续在投资组合构建中扮演关键角色。基础设施、交通和房地产有望提供持续的收入流。全球供应链的演变则推动对航运和相关基础设施的持续需求。数据中心和家庭电力需求的增长也带来了更多机会。低利率对私募股权形成支持，尽管最近杠杆贷款市场中个别借款人面临质疑，但我们尚未看到私人信贷的系统性风险。尽管如此，经理人的选择对于管理信用风险和提高回报仍然至关重要。

风险资产出现较大波动时，仍有许多资产可提供持续的收入

图16: 各类资产收益率 (股息、票息或分红)



资料来源: Alerian, 美国银行, 彭博社, Clarkson, Drewry Maritime Consultants, FactSet, 美联储, 富时, MSCI, 标准普尔, 摩根资产管理。
 全球运输类资产: 运输资产的杠杆收益率以租船费用(租金收入)、营运支出、债务摊销与利息支出之间的差额占净资产价值的百分比计算。通过计算各子类型船舶的收益率, 并对各子类型应用各自比重得出全球运输类资产的当前杠杆收益率。
 各资产类别基准为MSCI全球房地产基金-北美指数(美国房地产), MSCI全球房地产基金-英国指数和欧洲大陆指数的市场加权平均值(欧洲房地产), MSCI全球房地产基金-亚太指数(亚太房地产), 富时NAREIT全球房地产投资信托指数(全球房地产投资信托), MSCI全球基础设施资产指数(基础设施资产), 彭博美国可转债综合指数(美国可转债), 彭博全球高收益债券指数(全球高收益债券), 摩根政府债券-新兴市场指数(新兴市场本币政府债券), 摩根新兴市场债券指数(新兴市场美元债券), 摩根亚洲信用债-非投资等级债券指数(亚洲高收益债券), MSCI亚太(除日本)股票指数(亚太(除日本)股票), MSCI亚太(除日本)高息股指数(亚太(除日本)高息股), 新兴市场高息股指数(新兴市场高息股), MSCI世界高息股指数(成熟市场高息股), MSCI欧洲指数(欧洲股票), MSCI美国指数(美国股票), 基础设施建设资产、全球运输、美国房地产、欧洲房地产及亚太房地产的收益率截至2024年12月31日。过去的表现并非目前及未来绩效的可靠指标。股息、票息及分红等收入, 可能不足以覆盖该资产类别价格波动带来损失的风险。
 《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2025年9月30日的最新数据。

AUTHORS



Tai Hui
许长泰
香港



Chaoping Zhu, CFA
朱超平
上海



Kerry Craig, CFA
墨尔本



Ian Hui
许慧恒
香港



Marcella Chow
周奕彤
香港



Raisah Rasid
新加坡



Arthur Jiang
蒋先威
上海



Fumiaki Morioka
森冈文明
东京



Agnes Lin
林雅慧
台北



Adrian Wong
黄良谦
香港



Shogo Maekawa
前川将吾
东京

注释：

- 1.资料来源：CloudEagle。数据截至2023年9月30日。
- 2.资料来源：The Information。数据截至2025年6月30日。
- 3.资料来源：中证指数，FactSet，MSCI，标准普尔，摩根资产管理。数据截至2025年11月18日。
- 4.资料来源：FactSet, 标准普尔,摩根资产管理。 数据截至2025年10月20日。
- 5.资料来源：Compustat,FactSet, 标准普尔,摩根资产管理。数据截至2025年11月13日。
- 6.资料来源：FactSet，摩根资产管理。数据截至2025年11月13日。

“市场洞察”系列（“本系列”）在并无提及产品的情况下，提供关于环球市场的全面性数据及评论。本系列探讨当前经济数据及不断变化市场状况的启示，是帮助客户了解金融市场并为其投资决策提供支持的工具。

摩根基金管理（中国）有限公司在中国内地使用「摩根资产管理」及「J.P. Morgan Asset Management」作为对外品牌名称，与JPMorgan Chase & Co.集团及其全球联署公司旗下资产管理业务的品牌名称保持一致。摩根基金管理（中国）有限公司与股东之间实行业务隔离制度，股东不直接参与基金资产的投资运作。

风险提示：上述资料并不构成投资建议，或发售或邀请认购任何证券、投资产品或服务。所刊载资料均来自被认为可靠的信息来源，但仍请自行核实有关资料。投资涉及风险，不同资产类别有不同的风险特征。过往业绩并不代表未来业绩表现，投资前请参阅销售文件所载详情，包括风险因素。观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。

版权所有。2025 JPMorgan Chase & Co.。不得转载。