

2025 年 10 月

團隊觀點

2025 年第四季

主動出擊 沉著以對

我們的全球市場觀點

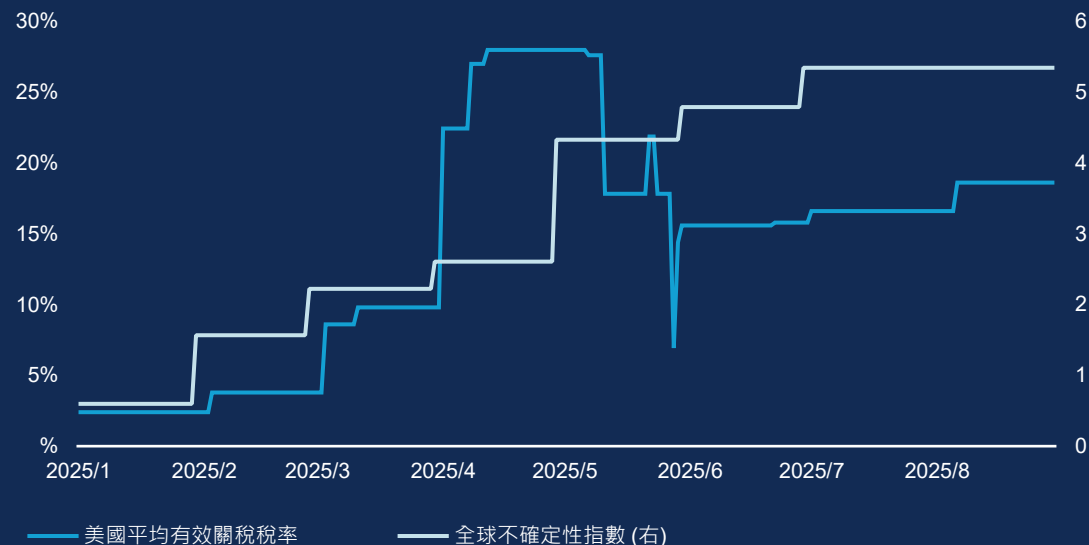
新全球格局變動

- 我們認為 **2025 年** 呈現兩個截然不同的階段。在歷經「解放日」的初期衝擊後，市場正逐步適應政治與經濟能見度下降的新局面。這樣的變局雖需審慎應對，但同時也為主動布局的投資人帶來機會。
- 經濟成長趨緩至長期趨勢以下，各區域普遍呈現有序放緩。過去依賴美國長期對外失衡的全球模式已走到盡頭，而新的地緣政治與經濟框架正逐漸形成。歐洲主權等投資主題正從國防延伸至其它戰略產業，在此新格局下，可望帶來投資機會。
- 分散投資至關重要，包括更廣泛的資產類別。隨著各國貨幣與財政政策日益分化，全球投資格局愈趨分散。各國殖利率走勢步調不一，凸顯債券投資組合分散配置的必要性。
- 美國通膨可能部分受關稅推升影響，再度升溫。其它地區的經濟成長放緩則應該會抑制通膨。隨著美國聯準會重啟降息，若市場認為政治動機凌駕於通膨走勢之上，則可能成為市場的警訊。
- 儘管今年剩餘時間可能仍具挑戰，但情勢不太可能進一步惡化。除非出現重大利空，否則市場不易明顯轉向避險情緒。但隨著全球經濟步入更脆弱階段，投資人應維持靈活的配置，並考慮布局波動率指數，以保持主動與沉著。

季表現圖表

關稅風波後，市場的不確定性加劇

美國的關稅政策已成為今年市場不確定性的主要因素。然而，即使關稅水準已自高點回落，全球不確定性指數*仍處於短期高檔，顯示關稅的持續影響使全球經濟更難以預測。雖然這對全球貿易可能構成挑戰，但在經濟前景不明朗之際，主動管理更能彰顯其價值。

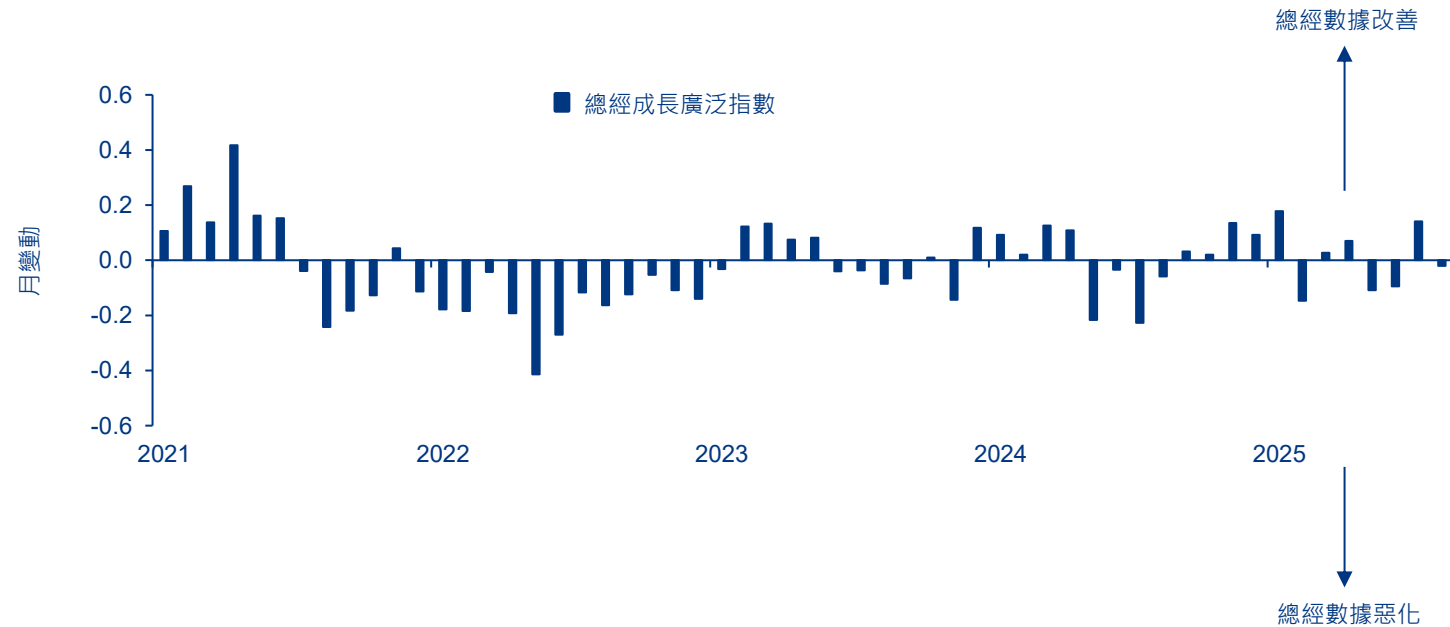


註: 根據 worlduncertaintyindex.com，全球不確定性指數由《經濟學人智庫》(Economist Intelligence Unit, EIU) 統計各國報告中『不確定』(及相關字詞) 的出現頻率編製。數字越大，不確定性越高，反之亦然。
資料來源：安聯環球投資全球經濟與策略研究團隊、Ahir/Bloom/Furceri (全球不確定性指數)、國際貨幣基金組織 (IMF)、耶魯預算實驗室 (關稅稅率)，數據截至 2025 年 8 月 7 日。

經濟成長：市場展現韌性，須留意停滯性通膨風險

我們用來衡量全球總體經濟數據的總經成長廣泛指數¹，已扭轉先前反彈

- 我們的全球成長指標指數在最新數據中小幅下滑，主因是企業與消費者信心走弱，儘管活動數據略有改善。
- 各區域普遍出現受挫現象，其中以中國與巴西最為顯著。美國、歐元區 (五個月來首度下滑) 及英國也同樣出現回落，只是程度相對較輕。
- 日本、加拿大、韓國、印度和土耳其的表現更為強勁。
- 服務業表現優於製造業，前期因關稅而提前拉貨的生產動能，正出現明顯消退跡象。



¹ 我們獨有的總經成長廣泛指數每個月追蹤 354 項全球、區域及各國的總經數據走向。指標的月度變動範圍為 -1 至 1，其中 1 的數值代表各項指標全面上升，而 -1 代表下跌。這些指數著重於變動方向而非幅度，可用來評估總體經濟趨勢的廣泛性，且較不易受到歷史數據修正的影響。資料來源：安聯環球投資全球經濟與策略研究團隊、彭博社、路孚特 (數據截至 2025 年 8 月 31 日)。

簡而言之：各區域主要數據

美國

我們預期在通膨回升且經濟成長低迷的情況下，美國將面臨停滯性通膨風險。由於關稅成本轉嫁至消費端，加上移民減少導致勞動市場趨緊，我們認為 2025 與 2026 年的通膨率將高於市場共識。隨著 9 月降息 25 個基點，美國聯準會啟動「預防性」降息循環，我們預期到 2026 年中，聯邦基金利率將降至 3.5%。我們預期川普提出的《大而美法案》所帶來的財政刺激，最快將於 2026 年上半年開始實施。

歐洲

歐洲前景仍有利多因素支撐。通膨看似受到控制，德國自 2026 年起公共支出可望擴大，進而帶動經濟成長前景。法國的政治不穩定仍是風險，但除非出現明顯的經濟疲弱，我們預期歐洲央行 (ECB) 將在 2025 年底前再降息 25 個基點。我們預期英國央行將再降息 25 個基點，但降息時點可能延後。

亞洲

我們預期在補貼等政策措施支持下，中國經濟將連續三季維持穩健成長，但自第三季起成長動能將放緩。我們預期將有包括降息在內的額外刺激措施，但這些措施恐怕僅能有限地降低下行風險。日本央行可能在看到更多經濟復甦跡象後，才推升息。

經濟成長：美國經濟成長將持續低迷至 2026 年

實質 GDP 年增率 %

地區	2024 *	2025 彭博預測共識†	2026 彭博預測共識	2026 安聯環球投資預測
全球	3.0	2.8	2.9	=
美國	2.8	1.6	1.7	↓
歐元區	0.7	1.1	1.1	↑
德國	-0.2	0.3	1.0	↑
英國	0.8	1.2	1.1	=
日本	0.1	1.0	0.8	=
中國	5.0	4.7	4.2	↑

通膨：美國以外的經濟體疲弱，可能壓抑通膨

通膨，較去年同期 %

地區	2024 *	2025 彭博預測共識†	2026 彭博預測共識	2026 安聯環球投資預測
全球	4.2	3.8	3.5	=
美國	3.0	2.8	2.8	↑
歐元區	2.4	2.1	1.9	↓
德國	2.5	2.1	2.0	=
英國	2.5	3.3	2.5	=
日本	2.7	3.0	1.8	=
中國	0.2	0.1	1.0	↓

*2024 年 IMF 數據。截至 2025 年 9 月。†我們對 2025 年的預測基本與市場共識一致。

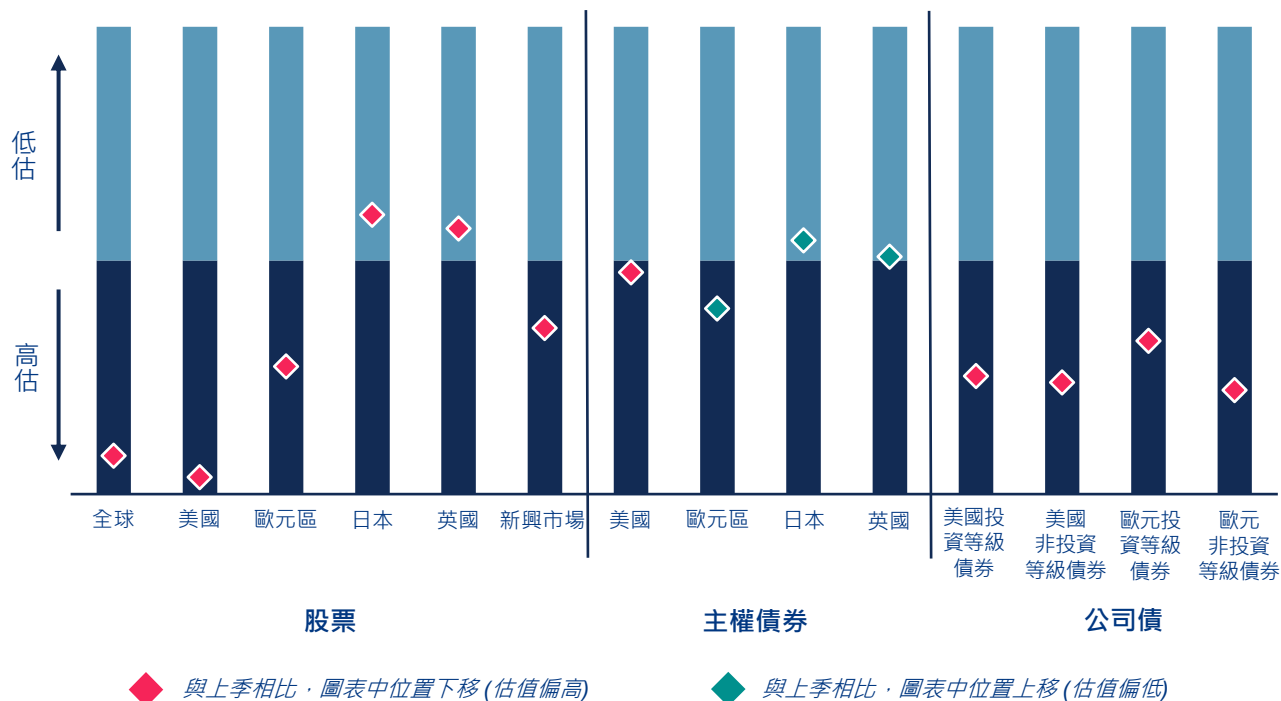
↑ = 安聯環球投資預測高於共識 ↓ = 安聯環球投資預測低於共識 = 安聯環球投資預測與共識一致。

估值觀點：日本與英國資產低估另有原因？

部分主權債券價格已轉趨便宜

- 過去三個月，多數資產價值皆呈上漲。例外的是日本、英國和歐元區主權債券，與歷史水準相比，估值已顯得更為便宜。
- 在我們分析的資產中，日本股市仍為估值最偏低者，緊隨其後的則是英國股市。根據我們的指標，日本和英國的主權債券也顯示估值偏低。
- 近期股市的漲勢延續已反映在估值。美國股市是我們追蹤資產中估值最高的，但在過去三個月仍再度上漲。美國股市上一次出現如此高估值是在 2000 年 9 月。
- 近幾個月公司債估值偏高，從估值角度來看，歐元投資等級債是我們追蹤債券中最具吸引力的。

2025 年 8 月底



數據由安聯環球投資全球經濟與策略研究團隊提供。

估值分數 = 目前分數相對於歷史分數分佈情況的表現。股票估值根據席勒本益比 (Shiller-PE)、股價淨值比、未來 12 個月預期本益比計算。主權債券估值根據 10 年期實際利率和期限溢價計算。公司債估值根據隱含違約機率和相應主權估值計算。
 資料來源：安聯環球投資全球經濟與策略研究團隊，彭博社，Datastream (數據截至 2025 年 8 月 31 日)。過往表現不代表未來結果。本簡報所載之陳述，可能包括根據管理團隊當前觀點及假設作出的未來預期陳述及其它前瞻性陳述，涉及已知和未知的風險和不確定性，可能導致實際結果、表現或事件與此等陳述中明示或默示的結果、表現或事件出現重大差異。我們並無義務更新任何前瞻性陳述。估值是根據對經濟成長展望方面的最新假設做出。

各資產類別看法

股票

- 在歐洲，強化戰略自主性仍是關鍵。歐洲戰略產業的龍頭企業正以合理估值展現具說服力的成長；北約成員國 (NATO) 將國防支出提高至 GDP 的 5%，堪稱前所未見，並帶動航太與國防產業發展。金融體系的韌性與獨立性則是另一項重要議題。
- 中小型股可能受益於聯準會政策及美國回流設廠趨勢，同時在其它地區亦展現具吸引力的估值。在融資環境改善與風險偏好提升的情況下，利率下降應能支撐其表現。
- 中國市場受惠於 AI 人工智慧及相關領域的領先地位，以及房市改善。印度的願景型經濟似乎未受關稅疑慮影響— 對美國的淨商品出口佔 GDP 不足 2% – 在人口結構優勢帶動下，具有長期成長動能。
- 在科技領域，AI 人工智慧及領先企業的研發，推動了仿人形機器人與智慧機械的關注度。AI 人工智慧的投資理由依然充足 – 甚至可能還被低估。
- 軟體正展現反攻力道，市場對 AI 人工智慧將衝擊軟體即服務 (SaaS, Software as a Service) 的疑慮顯得誇大— 企業軟體具備高度複雜性且客製化特性，享有穩定的經常性收入及高利潤率。儘管仍有不確定性，AI 人工智慧在此領域的影響可能偏向正面，因其可自動化處理例行任務，使人力得以專注於更高附加價值的工作。

固定收益

- 因成長面臨下行風險，我們在特定市場中傾向長天期。我們預期美國等主要市場的殖利率曲線將進一步趨於陡峭。在各國央行政策路徑分歧之下，分散全球利率曝險部位格外重要。
- 我們認為歐元區邊緣經濟體利率市場 (如西班牙) 優於美國公債。我們對法國審慎看待，因其政治與財政風險正持續升高。
- 可考慮美國抗通膨債券 (TIPS)，因市場可能低估美國的通膨風險。
- 在信貸市場中，我們偏好高品質投資等級發行人而不是非投資等級債券，並聚焦於非循環性產業及銀行優先順位債。
- 新興市場債受惠於具吸引力的利差及美元走弱，尤以巴西、南非與秘魯等本地貨幣債市表現亮眼。在亞洲信貸市場，我們持續看好非投資等級債券的利差收益。
- 有鑑於美國經濟成長放緩、降息以及聯準會獨立性風險升高，我們對美元持偏空看法。我們偏好持有歐元與韓元兌美元的多頭部位。我們也看好英鎊相對於挪威克朗、澳幣及人民幣的空頭部位。

多重資產

- 在跨資產配置上，我們偏好股票，其次是債券，最後是現金。我們認為，雖然基本面走弱，但在整體風險偏好環境下，股市仍可延續近期動能。不過，雖然我們看多股票，但也積極運用選擇權策略，以從波動中獲利。
- 新興市場是我們偏好的股市，受惠於美元走弱、企業獲利改善、投資人普遍配置不足，以及股價動能強勁。
- 我們對主權債券的整體展望大致維持中性，但仍偏好殖利率曲線陡峭化策略。因通膨數據疲軟及避險資金流入，我們仍偏好歐元區多於美國，但鑑於政治動盪，我們對法國維持審慎看法。
- 在審慎的財政與貨幣政策支持下，新興市場債正逐步成為長期青睞的投資標的。
- 隨著美元全球儲備貨幣地位面臨考驗，黃金正成為最主要避險資產，我們仍將其視為最終的分散配置資產。我們對美元持長期負面看法，並預期美元在短期內將進一步下跌。

尋找 更多 觀點

最新團隊觀點

[2025年第四季團隊觀點 \(完整版\)](#)

其它近期團隊觀點

[不畏市場動靜，無可取代的收益成長專家「安聯投信」為你匯聚股票、公司債、可轉債，投資不同的收益機會](#)

[聯準會降息後，債券投資的下一步](#)

[以 AI 技術為核心，布局股債資產，橫跨多元產業，參與時代行情就是現在！](#)

安聯證券投資信託股份有限公司 | 地址：台北市104016中山北路2段42號8樓 | 客服專線：(02)8770-9828

Allianz Global Investors Taiwan Ltd. | 8F, No. 42, Sec. 2, Zhongshan N. Rd., Taipei 104016 Taiwan, R.O.C. | TEL: +886-2-8770-9828

【安聯投信 獨立經營管理】110金管投信新字第013號

投資涉及風險。投資的價值和收益可能會上升也可能下降，投資者可能無法收回全部投資本金。過往表現不代表未來表現。本文屬於行銷溝通，僅基於提供資訊為目的。本文不構成購買、出售或持有任何有價證券的投資意見或推薦，也不應被視為出售要約或招攬購買任何有價證券之要約。

本文中所表達的觀點和意見如有變更，恕不另行通知，這些觀點和意見是發行時本公司或其關係企業之觀點和意見。本文所使用之數據來自各種被認定為可靠的來源，但無法保證其正確性或完整性，本公司對於因使用這些數據而引起的任何直接或間接損失不承擔任何責任。不論形式為何，複製，發布，提取或傳輸本文內容都不被允許。

本文所述之投資機會未考慮任何特定人士的特定投資目標、財務狀況、知識、經驗或特定需求，因此無法獲保證。投資人不能以本文取代其本身之判斷，且應完全為其投資及交易決定負責。