



# 2026 年展望”

我們未來一年的十大主題



# 2026 年 展望



我們未來一年的十大主題

歡迎閱讀 EFG 的《2026 年展望》。在本報告中，我們提出了未來一年的十大主題，並回顧我們對 2025 年預測的實際表現。

在我們制定 2026 年展望的同時，可以明顯看到，除了近年來持續塑造全球格局的長期主題外，還出現了數個全新且快速演變中的挑戰。

**首先是地緣政治。**地緣政治發展依舊高度動盪，並可能在短時間內出現重大變化。我們預期 2026 年地緣政治新聞仍將持續波動——部分事件可能帶來正面反應，另一些則可能引發失望。不可預測性仍將是決定性的特徵。與此同時，世界正廣泛邁向多極化，這一趨勢以主要勢力間日益激烈的競爭為特徵，已持續數年，並預料將延續下去。

**第二，美國優越主義。**美國在經濟增長方面有別於其他經濟體的觀點，預期在 2026 年仍將持續受到關注與檢視。預期政策制定者與市場將持續高度依賴數據。然而，美國一直是已開發經濟體中的領頭羊，我們認為這股強勁的增長趨勢將持續延續至來年。

**第三，技術進展。**新技術（尤其是人工智能）的影響，以及開發未來資料基礎設施所需的大量投資，將成為核心議題。主要問題包括：這些投資將如何籌措資金？資金能否有效運用？長期效益為何？

除了這些主題之外，2026 年也將面臨一些具有週期性、經常浮現的挑戰。有兩個問題仍然非常相關：新興經濟體通常具有較高的增長潛力，是否能夠為投資者帶來具吸引力的回報？債券市場將在多大程度上對財政政策不可持續的國家施加壓力，促使其調整政策方向？

Moz Afzal，投資總監



造訪我們的  
《2026 展望》  
專題網站

# 目錄

## 我們未來一年的十大主題



### 全球經濟與政策趨勢

第 4-17 頁

- 1 美國有望引領經濟增長
- 2 先進經濟體利率觸底；新興市場蘊藏投資機會
- 3 債券市場：慎防危機四伏的市場
- 4 地緣政治：新聯盟、國家資本主義與分歧加劇的選民結構

### 創新與變革

第 18-25 頁

- 5 特朗普的「3D 策略」：政府效率部、放寬監管與藥物
- 6 AI 競賽中機會無限

### 市場機會

第 26-39

- 7 歐盟的復甦：重組與改革
- 8 新興市場正乘勢而上
- 9 私募市場：釋放流動性與多元化投資機會
- 10 IPO 與併購活動：多個產業將受惠

2025 年表現回顧

第 40-41 頁

刊物

第 42 頁



## 全球 經濟與政策趨勢

2026 年，增長領導力將成為關注焦點，尤其是美國優越主義是否能夠持續。隨著通膨大致受到控制，預期利率將穩定在較正常、中性的水準。固定收益市場將繼續在評估財政可持續性方面發揮決定性作用。與此同時，地緣政治發展可能仍難以預測，導致市場持續波動，也讓許多選民對自身的選擇感到失望。

- 1 美國有望引領經濟增長
- 2 先進經濟體利率觸底；新興市場蘊藏投資機會
- 3 債券市場：慎防危機四伏的市場
- 4 地緣政治：新聯盟、國家資本主義與分歧加劇的選民結構

# 美國有望引領經濟增長

主題



關鍵要點

- 我們預期在三個結構性因素和三個週期性因素的支持下，美國將是增長最快的先進經濟體。
- 儘管面臨結構性阻力，中國仍將是最具主導地位的新興經濟體。
- 其他新興經濟體可能會因美國關稅與地緣政治的影響而面臨發展阻礙。



# 1 美國有望引領經濟增長

.....一項明確的經濟增長計劃「3-3-3」。

2026 年，政策制定者將持續以支持經濟增長為優先，而非積極抗通膨。我們認為美國將是 2026 年增長表現最佳的先進經濟體。然而，儘管我們的核心觀點是美國經濟增長將優於預期，但仍需留意一些潛在風險。

## 美國領導地位

我們之所以相信美國將在 2026 年成為增長最快的先進經濟體，是基於三個結構性因素與三個週期性因素。

這三個結構性因素是：

**1. 經濟韌性：**自疫情爆發以來，美國經濟展現出高度的韌性，表現優於其他先進經濟體。儘管部分衰退指標引發了對美國經濟可能惡化的擔憂，但這些憂慮至今尚未被證實。這可能與疫情期間實施的大規模刺激措施，以及美國企業界高度靈活、具適應力與創新精神的特質有關。

**2. 明確的增長計劃：**美國財政部長 Scott Bessent 提出一項明確的經濟增長計劃「3-3-3」<sup>1</sup>——3% 的實質經濟增長、3% 的預算赤字（佔 GDP 比例），以及每日增加 300 萬桶的石油產量。達成這三個目標的關鍵分別是：放寬監管與有利企業的改革；削減支出與增加收入；以及簡化許可程序，以提升石油供應並降低成本（詳見主題 5）。單憑這些措施是否足以達成目標尚待觀察，但至少美國擁有一項明確的計劃，這與其他許多國家形成鮮明對比。

**3. 資訊科技領導力：**美國在資訊科技（IT）創新與發展方面仍居全球領先地位，主要來自長期的大規模研發投資。2025 年上半年，民間部門對資訊科技設備的投資貢獻了近一半的 GDP 增長。<sup>2</sup> 多家大型資訊科技公司已公佈的計劃顯示出強烈跡象，這一大規模投資至少將持續至 2030 年。其中最引人注目的將是對數據中心與能源供應的投資，這些領域預計將持續成為全球爭奪資訊科技主導地位的核心戰場（詳見主題 6）。

<sup>1</sup> Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/features/2025-08-11/treasury-secretary-bessent-on-tariffs-deficits-trump-s-economic-plan?sref=dNFL42AE>

<sup>2</sup> 來源：美國經濟分析局；LSEG；EFGAM 計算。資料截至 2025 年 10 月 8 日。資訊科技投資對 GDP 增長的貢獻為 46%，消費支出為 68%，而其他項目則對 GDP 增長產生拖累。在 2022 至 2024 年的三年間，資訊科技投資對經濟增長的貢獻僅為 2%，而消費支出則高達 79%。

.....《大而美法案 (One Big Beautiful Bill Act)》包含多項對經濟增長有利的措施。

這三個週期性因素：

**1. 低利率環境：**我們預期在 2026 年上半年將會達到利率的谷底（詳見主題 2）。鑑於貨幣政策與活動之間的滯後關係，隨著今年的進展，低利率將隨時間逐步推動經濟增長，尤其是支持消費者支出。

**2. 降低能源價格：**2025 年關於關稅會導致經濟增長放緩和通貨膨脹上升的討論甚囂塵上。然而，這並未發生。其中一個原因是能源價格下跌，這與關稅的作用正好相反，可以支撐經濟增長並降低通貨膨脹。此外，預期較低的能源價格至少在 2026 年上半年會持續有利於美國經濟，若能源價格持續低迷，則有可能持續到下半年。

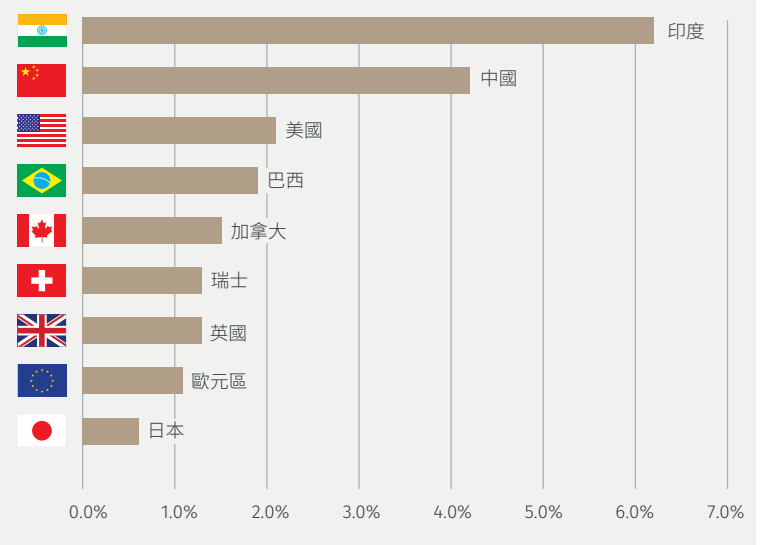
**3. 財政刺激：**特朗普總統大肆推動的「大而美法案」(One Big Beautiful Bill Act) 包含多項對經濟增長有利的措施。值得注意的是，由於加速折舊、企業可在發生年度一次性列支研發費用，以及個人稅務扣除額的增加，明年的增長將獲得良好的支持。據稅收基金會 (Tax Foundation) 估計，相較於其他情況，這將使美國 2026 年的 GDP 增加約 1%。<sup>3</sup>

當然，進入 2026 年後，美國的前景仍存在潛在風險。舉例來說，關稅的影響可能只是滯後反應，而且有一些初步的跡象顯示房市正在趨於平穩。我們也觀察到最近學生貸款拖欠率增加、一些備受注目的破產案例，而信用卡拖欠率也達到 10 多年來最高點 - 目前仍不需恐慌，但這些問題有可能在 2026 年變得更加嚴重。

另一個不常被談論的風險與人工智能 (AI) 有關。儘管 AI 帶來許多好處，但其廣泛應用也可能帶來風險，導致美國勞動市場嚴重失調，取代現有工作並引發失業率上升。然而，總體而言，我們仍相信美國將成為 2026 年最強的先進經濟體，實際上，最新的 IMF (國際貨幣基金組織) 預測也反映了這一觀點 (圖 1)。

圖 1：2026 年 GDP 增長展望

在七大工業國 (G7) 中，美國在增長前景方面明顯領先，但仍落後於中國與印度。



來源：IMF WEO 2025 年 10 月。資料截至 2025 年 10 月 14 日。

<sup>3</sup> <https://taxfoundation.org/research/all/federal/big-beautiful-bill-senate-gop-tax-plan/>

### 投資者行動：

- 在發達市場中，應持續聚焦於美國的增長前景。
- 儘管面臨結構性阻力，中國仍將是主要的新興經濟體。
- 具備強勁內需的新興市場，在增長前景方面應更受青睞。
- 歐洲奢侈品可受惠於中國需求復甦及全球經濟改善。

### 其他地區：中國將落後於美國，但領導新興市場增長。 歐洲的前景好壞參半。

誠然，中國經濟增長的結構性障礙——高債務、房地產市場低迷以及長期的人口結構挑戰——依然存在。但是，中國工業的活力和龐大規模以及新技術的快速應用（尤其是在綠色能源、人工智能和電氣化領域）仍然是重要的優勢。印度目前在製造業的關鍵領域與中國競爭的能力較強，同時也擁有強大的國內市場，因此較不易受到國際貿易緊張局勢的影響。2025 年，消費者支出佔印度 GDP 的 61%，但在中國僅佔 40%<sup>4</sup>

歐洲的增長前景好壞參半。歐洲央行降低利率的滯後影響將為 2026 年的區域經濟增長提供支持，而歐洲最大的經濟體德國，預計將因今年同意增加財政支出，尤其是國防支出，而獲得顯著的推動力。此外，中國是歐洲出口的主要市場，隨著中國市場好轉，歐洲前景也有望改善。與此相對的是，我們必須平衡日益惡化的財政前景，以及歐洲部分地區持續的政治不確定性，法國政府所面臨的挑戰就是一例。

當然，經濟增長只是判斷資產配置時要考慮的因素之一。在股票市場中，新興經濟體的估值通常比先進經濟體更具吸引力，這將在主題 8 中進一步討論。

<sup>4</sup> 來源：Oxford Economics 估計，透過 LSEG

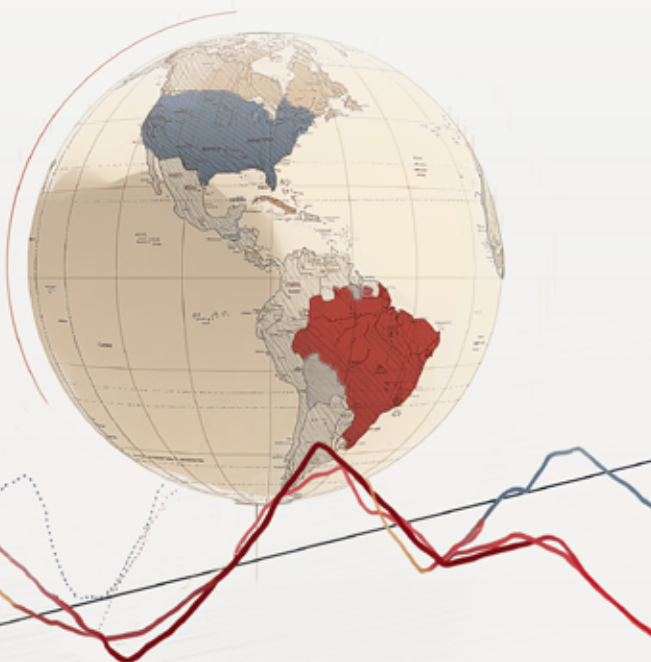
# 先進經濟體利率 觸底；新興市場蘊 藏投資機會

主題

# 2

關鍵要點

- 先進經濟體降息空間有限。
- 部分新興與發展中經濟體的實質利率與債券殖利率仍處於高位，帶來潛在投資機會。



## 2 先進經濟體利率觸底；新興市場蘊藏投資機會

.....利率很可能在 2026 年上半年達到最低點(「谷底」)，之後不太可能再進一步調降。

2026 年，主要先進經濟體的政策利率不太可能再大幅下降，預計上半年利率將跌至谷底。多個新興經濟體的高利率將帶來投資機會。

### 什麼是利率低谷？

在經濟學中，「低谷」是經濟或商業週期中繼衰退之後、復甦之前的最低點。當央行將利率降至最低點時，就會出現利率谷底，通常是為了因應經濟下滑或衰退。其目的通常是刺激借貸、投資和消費，以幫助經濟復甦。

### 發達市場利率

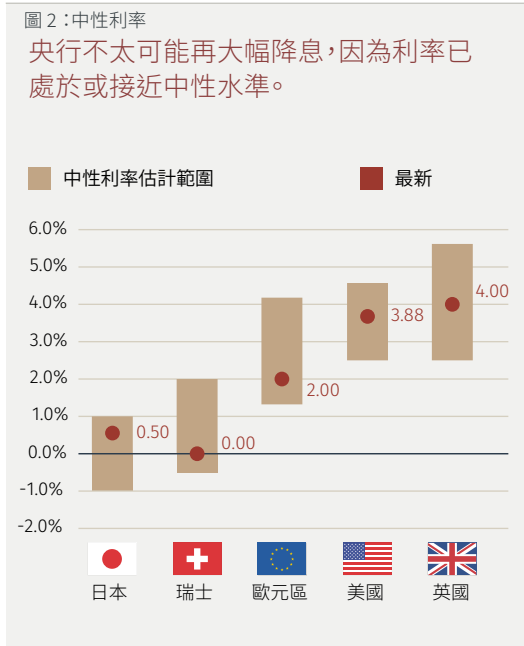
在所有主要先進經濟體中，2026 年降息的空間有限。政策利率已接近被視為「中性」的利率 - 既不會刺激也不會抑制經濟增長水準(圖 2)。因此，利率可能會在 2026 年上半年達到最低點(「谷底」)，進一步降息可能性有限。

預計日本央行將努力提高利率——至少在 2026 年年中之前。在瑞士，利率已經是零，瑞士國家銀行行長 Schlegel 表示，重新引入負利率的門檻比過去更高。在歐元區，利率已經接近中性水準。英國的降息空間將受限於頑固且高於目標的通貨膨脹，尤其是服務業的通貨膨脹。在美國，預估的中性利率範圍仍有很大的爭議，但考慮到強勁的實質經濟增長及通貨膨脹仍相當穩定，我們認美聯儲會將利率降至 3% 以下的可能性不大。

對於那些對近期利率接近或處於零的記憶猶新的人來說，這樣的預期將會令人失望。只有在出現危機(希望在 2026 年可以避免)或經濟增長和勞動市場持續疲弱(我們並不預期會出現這種情況)的情況下，極低利率才是合理的。總的來說，我們歡迎利率回到這種中性/低點水準，因為這代表金融市場正以理性的方式運作。

### 政治化的降息

當然，是否美聯儲的決策將變得更加政治化，仍是一個重要的問題——即使通膨仍高於目標水準，經濟增長與失業率表現依然穩健，仍可能面臨要求大幅降息的壓力。總的來說，我們認為這種風險很小。這並未反映在目前的市場定價中，例如通貨膨脹的收支平衡率，或現任美聯儲理事會成員的預期中。



來源：FRB Dallas、FRB New York、LSEG 及 EFGAM 計算。資料截至 2025 年 11 月 3 日。

如果真的發生這種情況，央行很可能無法達到降低家庭和企業借貸成本的政治目標。政治化的降息很可能會提高長期利率（反映較高的風險溢價和較高的長期通脹預期），因此會抵消降息的效果。

### 新興經濟體的機會

在幾個新興及發展中經濟體中，若以政策利率與最新通貨膨脹率的簡單比較來衡量，實際利率特別高（圖 3）。

在這些經濟體中，必須考慮兩個關鍵因素。首先，貨幣貶值的風險可能會抵銷利率帶給投資者的優勢。第二，通貨膨脹可能不會持續受到抑制，這可能會影響實際回報。在美元由穩定轉弱的大環境下，2026 年的第一個風險似乎已受到控制。但事實上，許多新興經濟體央行在抗通脹方面尚未完全建立，這仍是一項潛在隱憂。總的來說，我們認為巴西的這兩項風險最低，因此相較於其他新興市場，我們傾向於在該市場的貨幣及債券市場投資。

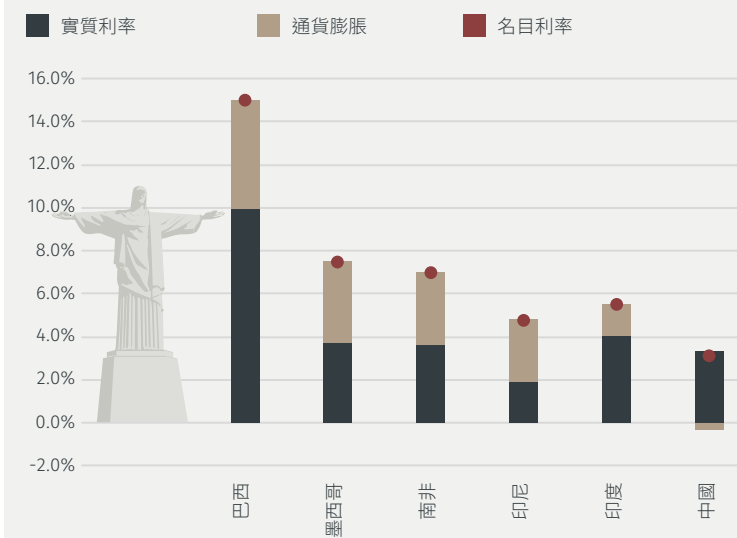
在巴西，十年期當地貨幣債券收益率高達 13.7%<sup>5</sup>，遠遠超過 2026 年可能的 4.0-4.5% 通貨膨脹率，也高於預期的長期通貨膨脹趨勢。然而，巴西可能仍會因與美國的政治緊張關係而受到壓制。

相比之下，墨西哥可能會因為美國經濟強勁而獲得更大的增長動能，這也應有助於支撐比索。此外，由於墨西哥的利率與美國的利率息息相關，因此預期墨西哥的利率會跟隨美國的降息步伐。

### 投資者行動：

- 由於預期利率將於 2026 年上半年達到中性谷底水準，中短期存續期債券仍有價值。在這樣的市場環境下，投資者可以在孳息曲線的短端借入資金，並投資於長端資產，以捕捉具吸引力的利差機會。
- 一些新興及發展中經濟體的實際利率仍然偏高，提供了機會，但投資者需提防貨幣貶值的風險。
- 在高收益的新興主權市場，因為長期收益率下降，有機會獲得資本收益。最值得注意的是，巴西在經濟環境放緩的情況下，實際收益率仍然很高。
- 墨西哥有望受惠於美國經濟的強勁復甦，這將有助於支撐墨西哥披索的表現。

圖 3：新興經濟體實際利率  
將名義利率經通脹調整後，巴西的實質利率表現最為強勁。



來源：LSEG 和 EFGAM 計算。資料截至 2025 年 11 月 3 日。

<sup>5</sup> 來源：LSEG 截至 2025 年 10 月 3 日。

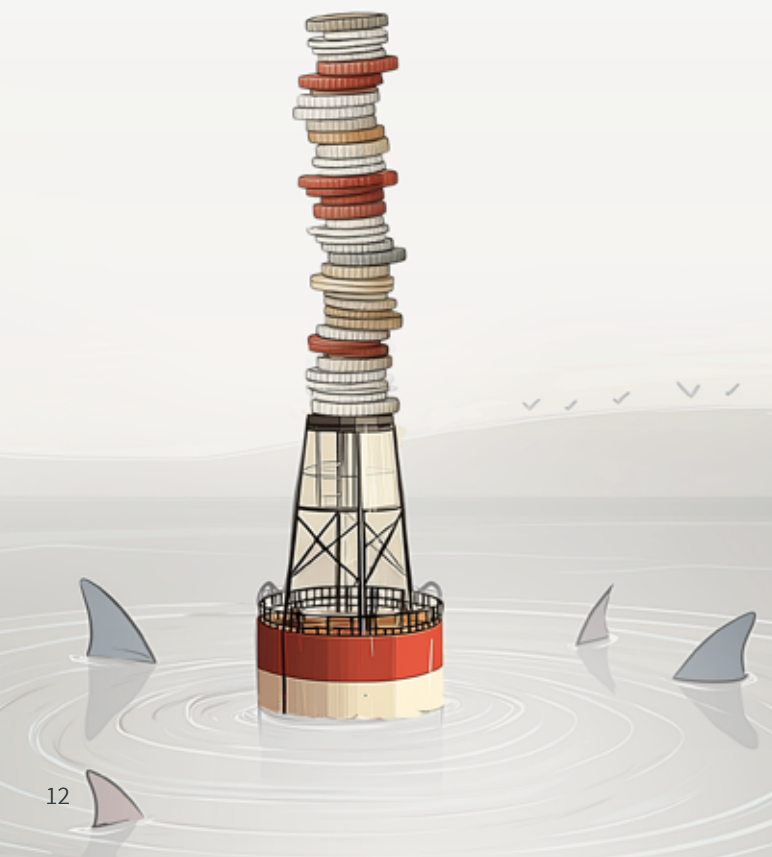
# 債券市場：慎防危 機四伏的市場

主題

# 3

關鍵要點

- 在美國，若財政部長 Bessent 能成功實現其「3-3-3」目標，債務可能實現穩定，這將有助於緩解投資者憂慮。
- 法國與英國的債務穩定化前景更為黯淡。
- 預期法國的發展不會導致歐元區危機重演。然而，「Liz Truss 事件」的陰影仍揮之不去，持續籠罩著金邊債券市場。



### 3 債券市場：慎防危機四伏的市場

... Bessent 計劃所預期的債務穩定應足以減輕對美國債務永續性的擔憂。

有幾個市場——特別是法國和英國——其財政永續性將在 2026 年受到質疑。承諾要控制政府財政的誓言或許可以安撫市場的「大鯊魚」一段時間，但一旦信心消退，債券市場將再度顯得脆弱。這可能會對世界某些地區政府穩定造成問題。

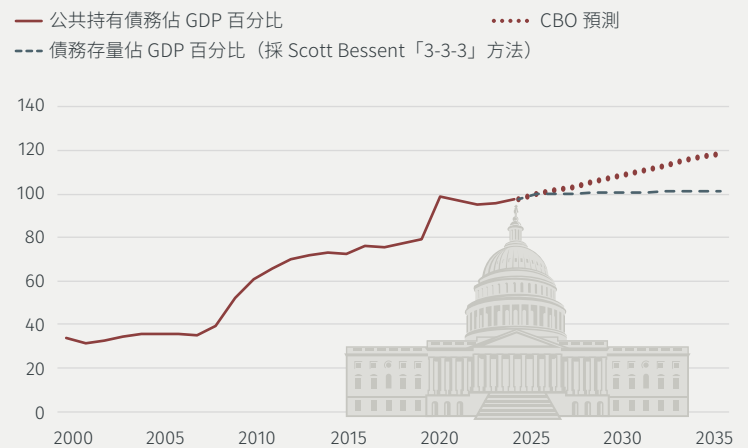
#### 美國能否改變其債務路徑？

在美國，最新的預測顯示美國國債佔 GDP 的比例將從 2025 年的 100% 上升到 2035 年的 119% (圖 4)，並在 2055 年持續攀升至 156%；儘管如此，長期的預測本就存在高度不確定性，但這反映出外界對債務永續性的擔憂。2026 年，如果關稅帶來的收入足以減輕對債務永續性的擔憂，鯊魚可能就不會再攻擊美國債券市場了。大多數人預測，這類收入每年約為 4,000 億美元。

長期而言，Scott Bessent 的「3-3-3」計劃 (主題 1) 成功的程度將是關鍵。這可能會大幅改變美國債務的走向，阻止債務持續上升。在 1990 年代末期至 2000 年代初期，美國債務水準曾因稅收強勁與生產力改善而迅速且出乎意料地下降至 GDP 的 31%。當時，甚至有人討論是否應停止發行 30 年期國債，認為這種債務已不再需要為赤字提供資金。儘管這種極端情境在理論上可能發生，但我們認為實際上機率相當低。對於 2026 年較為現實的展望是，Bessent 計劃所預期的債務水準穩定，以及因實施 AI 而提高的生產力，應該足以減輕對美國債務永續性的擔憂。

圖 4：美國國債預測

根據 Bessent 計劃，債務水準可能穩定在約 100%



來源：CBO；EFGAM 計算。資料截至 2025 年 11 月 3 日。已就上述資訊作出某些假設，僅供說明參考之用。如假設條件有所變動，可能對本評估結果產生重大影響。

歐洲央行可能會對特定債券市場提供支持。

歐洲——鯊魚正在盤旋

在歐洲，對於財政永續性的疑慮不會那麼容易被平息。有些人擔心「法國可能會成為新的希臘」，但這種比較缺乏可信度。法國與 2009-10 年的希臘不同，不依賴外國資金流入來彌補經常帳赤字；經濟增長保持正增長；歐洲央行已建立更完善的危機預防機制；而法國債券市場仍然活躍且流動性高。然而，馬克龍總統在其第二任期的三年內已歷經五任總理，但沒有一位總理能夠通過預算案，將財政政策納入永續軌道。

對個別債券市場的支援可能來自歐洲央行，該銀行過去曾修改其作業程序，允許採取此類行動。<sup>6</sup>

同樣地，英國在履行其自我設定的債務限制方面的努力可信度很低，在 2026 年可能面臨考驗。人們經常將其與 2022 年的「Liz Truss 事件」相提並論。該事件——當時，宣布了一項未經獨立財政責任辦公室 (Office for Budget Responsibility) 評估的無資金稅收減免措施，導致英鎊和金邊債券市場急劇下跌。雖然目前的英國政府面臨諸多挑戰，可能會對英鎊和金邊債券造成壓力，但就目前而言，我們預測不會再發生類似急劇且突然的市場動盪。

投資者行動：

- 若債券收益率已反映最壞情境，投資者可考慮把握美國、法國與英國的高收益機會。此舉可能是一項高風險策略，尤其是對存續期間較長的債券而言，因其對財政政策與利率趨勢預期變化的敏感度較高。
- 短期美國收益率的絕對水準仍然偏高，為在市場波動中感到不安的投資者提供了一處相對安全的避風港，尤其在「市場鯊魚環伺」之際。
- 投資焦點應放在財政健全、有能力償還債務的國家。外國資產淨值 (NFA) 可作為長期債務永續性的指標。

<sup>6</sup> 過去，歐洲央行曾實施各種計劃來支持他們所稱的「市場失序動態」。2022 年的傳輸保護工具 (TPI)、2015 年的資產購買計劃 (APP) 以及 2020 年的疫情緊急購買計劃 (PEPP) 便是如此。

# 地緣政治：新聯盟、國家資本主義與分歧加劇的選民結構

主題

4

關鍵要點

- 中美競爭將持續，但最可能的結果是雙方維持一種務實的交易型關係。
- 美國也逐漸採納部分中國式國家資本主義的作法。其他國家可能也會效仿。
- 對與俄羅斯結盟國家的次級制裁，可能會在全球部分地區引發問題。
- 各國對政治領導的信任依然薄弱。2026年11月舉行的美國期中選舉將是一項關鍵的考驗。



## 4 地緣政治：新聯盟、國家資本主義與分歧加劇的選民結構

這場戰略性的脫鉤將重塑並分裂全球經濟，各國在經濟立場上將傾向於中國或美國陣營。

中美之間的持續競爭、新聯盟的建立、國家資本主義的增長、選民的不滿和分化是我們認為 2026 年的主要地緣政治議題。

### 美中競爭

2026 年，中美之間的競爭仍將是一個核心議題。華盛頓持續推動「降低對中國供應鏈風險」，尤其是在半導體和稀土金屬方面。然而，實際情況是美國、中國和亞洲其他經濟體之間存在著深度依存關係。全球供應鏈非常複雜，有許多經濟體參與生產推動 AI 發展所需的硬體。

具有諷刺意味的是，美國在追求更高自主性的同時，也採取了類似中國式的國家干預，在以資訊科技和稀土金屬為重點的關鍵產業中，美國擁有戰略性的股份。有些人模仿中國當局常用的一句話，稱之為「具美國特色的資本主義」。2025 年，美國政府收購了包括 Intel (晶片製造) 和 MP Materials (稀土開採) 等公司的大量持股，並要求 Nvidia 和 AMD 將其對中國晶片銷售收入的 15% 上繳，以換取出口許可證。當然，美國當局也已介入，迫使 TikTok 將美國業務的所有權轉移至美國公司。

與此同時，北京將持續透過與被視為友好國家的更緊密貿易連結及基礎設施項目，繼續發展自己的影響範圍。這一點在中國 2025 年的勝利日大遊行中顯而易見，包括俄羅斯、伊朗、北韓、印尼、白俄羅斯和緬甸等國家的領導人都出席了大遊行，而西方國家的代表則明顯缺席。

這場戰略性的脫鉤將重塑並分裂全球經濟，各國在經濟立場上將傾向於中國或美國陣營。儘管如此，對於如此緊密連結的兩個國家而言，要完全或快速脫離關係將是一大挑戰。這表明世界上兩個超級大國之間會產生一種務實、交易性的安排。

### 新聯盟

新的聯盟將得到鞏固。如同去年展望報告中所強調，金磚國家 (BRICS) 擴張或許是最明顯的例證。最初的四個創始成員國 (巴西、俄羅斯、印度和中國) 分別於 2010 年迎來南非加入，2024 年新增埃及、衣索比亞、伊朗及阿聯酋，並於 2025 年再加入印尼。成員間的貿易連結可望加強，但這肯定不是一個同質的集團。

### 歐洲安全與俄烏戰爭

俄羅斯在與烏克蘭的戰爭中面臨經濟、人力和財政緊張。這些因素可能會推動談判或升級。歐洲本身正在進行數十年來最大規模的軍備重整，但網路攻擊以及俄羅斯的無人機、飛機和船隻入侵歐洲北約成員國領土仍可能構成嚴峻威脅。英國汽車製造商典型 Jaguar Land Rover 受到的網路攻擊就是一個典型案例。該汽車製造商有超過一個月的時間無法生產汽車，並需要政府貸款擔保以支援其供應鏈。不過，有令人鼓舞的跡象顯示，在特朗普總統的催化影響下，歐洲領導人正在團結一致。

### 制裁

制裁將持續、加劇並改變其性質。美國打算對與俄羅斯進行貿易的國家 (尤其是那些進口廉價俄羅斯石油的國家，對印度增加關稅就是證明) 徵收更高的關稅或實施制裁，並鼓勵或施壓其他國家採取同樣行動。制裁的對象也可能針對個別公司及其領導人，而非國家本身。儘管其有效性可能會受到質疑，但毫無疑問會對相關個人造成傷害，就像被制裁的俄羅斯人一樣。

圖 5：對政府的信任

新興經濟體對政府的信任度最高，但大多數其他國家存在不信任現象。



來源：2025 年愛德曼信任指數報告 (Edelman Trust Barometer)。

### 區域熱點與體制緊張

多個區域緊張局勢依然存在。近年來的經驗顯示，這些衝突可能在毫無預警下迅速升溫。美國的介入成功化解了許多危機，在全球機構（如聯合國、世界貿易組織和國際貨幣基金組織）努力執行規範和應對全球挑戰時，美國的角色變得更加重要。

### 信任與領導

我們認為，2026 年選民對其政治領導層的信任度將持續下降（圖 5）。在許多國家，日益極端的左翼和極右翼政治選擇之間的兩極分化非常明顯，「中間立場」往往掙扎。例如，這種緊張關係在法國就很明顯，結果造成實際上無法治理的局面。選民往往覺得自己只是選擇「最不壞」的選項，而非真正支持的政黨或候選人。太多領導者只專注於對危機做出反應，而沒有提供一致的長期方向。

同樣重要的是全球意識。那些退回到民族主義政策和觀點的政治家，忽略了在貿易、科技和氣候等領域深度相互依存的現實。美國中期選舉將是一個關鍵的觀察點，這將是對特朗普的一個考驗，考驗他在關稅和移民等關鍵政策措施上的賭注是否獲得選民支持。近期的政治失利令特朗普政府感到擔憂，他可能需要轉向國內議程。

### 投資者行動：

- 2026 年的地緣政治格局將受到中美競爭、新型安全威脅（特別是在歐洲）、科技競爭，以及各國以國家資本主義作為回應等因素所主導。這不會有簡單或快速的解決方案。
- 反映極左或極右立場的民粹政策將引發外界對這些政府永續性的擔憂。
- 維持在地理區域間適度分散的投資組合，仍然十分重要。

# 創新 與 變革

AI 的採用與發展，因其具備過往大國競爭的諸多特徵，將成為未來關注的重點。在美國期中選舉前夕，特朗普將更加著重於其放寬監管的政策議程，作為推動經濟增長的一環。

- 5 特朗普的「3D 策略」：政府效率部、放寬監管與藥物
- 6 AI 競賽中機會無限

# 特朗普的「3D 策略」： 政府效率部、放寬監管 與藥物

主題

# 5

關鍵要點

- 政府效率部——節省成本的持續努力。
- 放寬監管——特朗普擬全面鬆綁監管規則，涵蓋住宅、金融與科技等領域。
- 藥品定價——特朗普將推動全球藥價與美國水準保持一致。



## 5 特朗普的「3D 策略」：政府效率部、放寬監管與藥物

若全美都會區均採德州式最低土地使用管制，美國 GDP 將可提升約 3%。

我們不預期特朗普總統的改革議程會在其第二年放緩。我們在特朗普總統的計劃中看到「三個 D」：政府效率部、放寬監管與藥物定價。預計其他國家將密切關注，並可能在適當時候在各自國家採取類似做法。

### 政府效率部

特朗普設立了「政府效率部」(Department of Government Efficiency, DOGE)，以削減浪費性的政府支出，馬斯克起初設定的節省目標為 2 兆美元。其後縮減至 1 兆美元，4 月底再縮減至 1,500 億美元。儘管馬斯克在五月底離職，讓 DOGE 少了一些喧囂，但它的工作仍在持續進行。截至 2025 年 10 月中旬，DOGE 預計可節省 2,140 億美元<sup>7</sup>。這些節省來自資產出售、合約和租約取消及重新談判、刪除欺詐和不當付款，以及裁員等措施。廣泛放寬監管仍是特朗普政府的重要主題，並被視為實現 3% 實質經濟增長目標的核心。

### 放寬監管

特朗普政府政策的一個重要方面是放寬監管(圖 6)。特別著重於住房以及土地的重新分區與解除分區限制。解除分區的重點在於完全取消規劃限制，而重新分區的重點則在於變更現有的分區規定。分區限制通常會拖累住房和商業空間的供應。

放寬這一領域的管制可能涉及到放寬住宅密度限制，允許建造更多公寓/住宅，緩解短缺問題並降低房價。對於企業而言，放寬分區法規可以讓關鍵區域的新企業更快地發展。有一項研究發現，如果全美各大都會區都採用德州那樣最低程度的土地使用管制，將可使美國的 GDP 每年增加約 3%，也就是每年約 1 兆美元<sup>8</sup>。

另一項重要的金融市場立法是《Genius 法案》(指導並建立美國穩定幣國家創新法案，Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act)，該法案於 2025 年 7 月正式成為美國法律。這項法律允許發行以美國國債為主要支持資產的穩定幣。此舉將大幅增加交易量，進而降低跨境匯款的成本，並提升消費者在交易安全性與監管環境方面的保障。預計穩定幣將能夠對跨境支付系統造成顛覆性影響，尤其是在美國，消費者支付大量的跨境轉帳費用，而且往往有很大的時間延遲。我們認為，隨著技術的進一步提升，股票、非流動資產的代幣化程度將不斷提高，最終可實現投資資產的全天候交易。

### 藥物定價

長期以來，藥物定價不僅在美國，在全球都是一個具爭議性的議題。美國的藥物價格普遍高於世界其他地區，尤其是相對較新的品牌藥物。特朗普總統的看法是，全球其他市場的藥品價格過低，尤其是歐洲市場，徵收關稅(尤其是對瑞士)旨在抵銷這種差異。特朗普政府認為美國藥品價格必須維持在高水平，才能激勵更多的研發投資。其他經濟體，尤其是英國，也普遍支持這個論點。然而，無論是最終消費者、醫療保健提供者或政府本身，普遍都不願看到實際購藥價格上漲。在美國，TrumpRX 計劃旨在讓消費者直接向製藥公司購買藥物，但成效如何仍有待觀察。

<sup>7</sup> <https://doge.gov/savings>

<sup>8</sup> <https://www.hoover.org/research/reforming-us-commercial-land-use-regulations-could-increase-gdp-1-trillion-year>

圖 6：特朗普政府頒佈的放寬監管命令

放寬監管重點涵蓋在於醫療保健、金融、住屋、能源和 AI

領域	行政命令或規則制定名稱	狀態
醫療保健	《平價醫療法案》(Affordable Care Act) 市場規則	部分生效
	有關高風險生物研究的行政命令	已生效
	設立「讓美國再次健康」委員會 (Make America Healthy Again Commission) 的行政命令	已生效
金融	設立美國數位資產儲備 (US Digital Asset Stockpile) 與《Genius 法案》(Genius Act), 促成受監管穩定幣的誕生	已生效
	成立美國主權財富基金, 投資於晶片和稀土公司	已生效
	《美國投資法案》(Invest America Act): 為每位美國新生兒設立一個享有稅務優惠的帳戶, 並由聯邦政府存入 1,000 美元的初始資金	已生效
住房	廢止所有平權住房行銷法規 (Affirmative Fair Housing Marketing regulations)	規則制定中
環境/ 能源	終止溫室氣體報告計劃	規則制定中
	廢止溫室氣體危害認定與車輛排放標準	規則制定中
	廢止《瀕危物種法》(Endangered Species Act) 中對「危害」的定義	規則制定中
	「釋放美國能源」(Unleashing American Energy)	已生效
	退出《巴黎協定》(Paris Agreement)	已生效
科技/AI	有關數據中心許可的行政命令	已生效
	延後實施 TikTok 禁令	已生效
	推進教育中的 AI 行政命令	已生效
	建立戰略性比特幣儲備與美國數位資產儲備庫	已生效
	消除美國 AI 領導地位的障礙	已生效

來源：白宮、布魯金斯學會與 EFGAM。資料截至 2025 年 10 月 17 日。

此外，專利到期（美國的仿製藥價格低於品牌藥價格）以及新藥核准管道疲弱，都對藥廠利潤造成壓力，並可能進一步扼殺新藥投資。與藥效相關的問題（免疫接種和廣泛使用的仿製藥，例如乙醯胺酚）意味著在 2026 年，要掌握醫療保健產業的發展趨勢絕非易事。我們偏好投資於規模較小、具創新能力、能帶領新藥開發的公司，而非規模較大、成熟的醫療保健公司。

### 投資者行動：

- 在「3D」中尋找投資機會：由私部門提供原本由政府服務的項目；因取消或私營部門新劃定用途而帶動的特定住宅與商業區房地產開發；醫療產業中的創新者。
- 《Genius 法案》可能對現有的跨境支付公司與銀行構成威脅，但對穩定幣領域的企業而言則是一項機會。
- 留意藥品價格變動對投資與創新的影響。
- 其他經濟體（如英國及部分新興市場）可能會仿效類似政府效率部的措施，因此可在當地尋找投資機會。

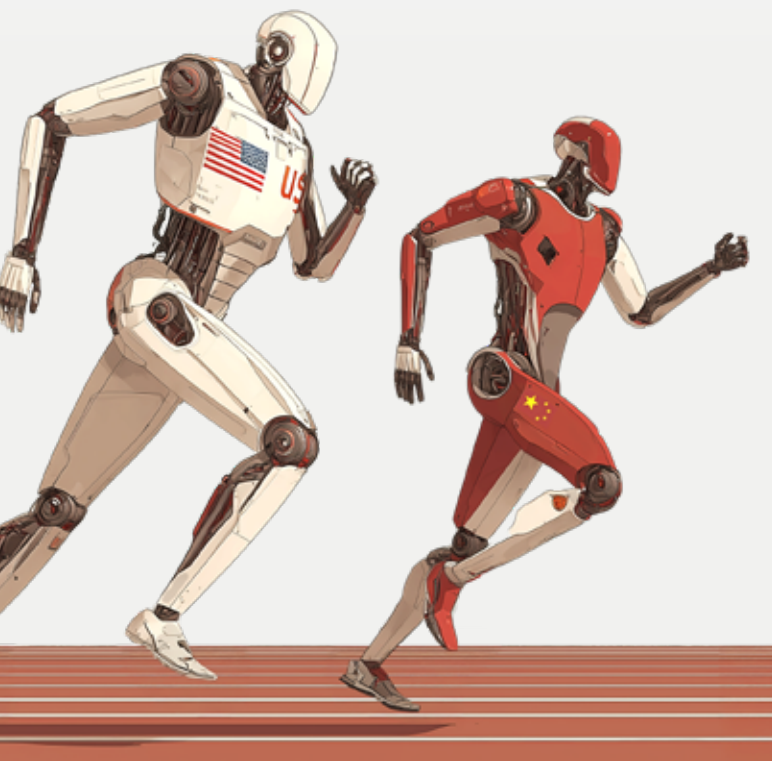
# AI 競賽中機會無限

主題

# 6

關鍵要點

- AI 基礎建設計劃將需要大量的能源投資。
- 這些投資的資金來源正不斷演變。
- 美國與中國將持續爭奪 AI 的全球領導地位。
- 人形機器人是一項前景看好的應用技術。



# 6 AI 競賽中機會無限

人工智能 (AI) 競賽將成為 2020 年代的決定性階段。我們將繼續見證中美兩國之間的激烈競爭、龐大的資本投資以及前所未有的技術創新。

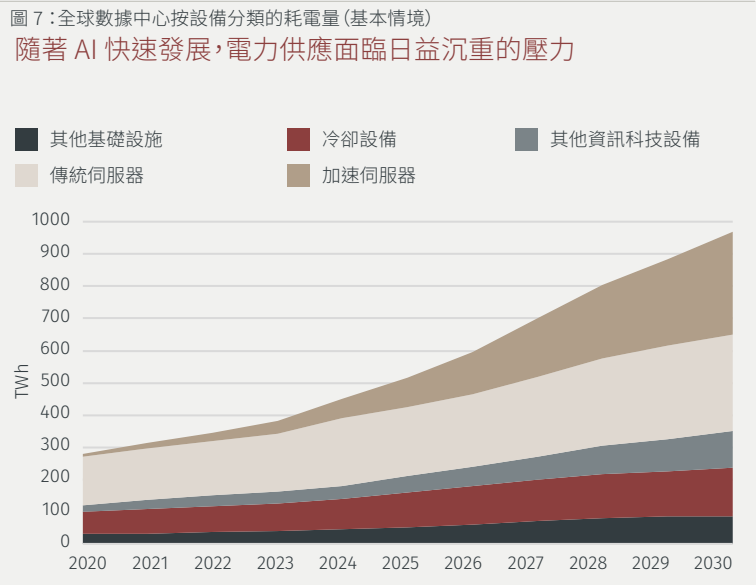
### AI 基礎設施與能源需求

自 2022 年 11 月 ChatGPT 發布以來，AI 基礎設施投資的速度和規模遠遠超出預期。到目前為止，大部分的資金都是由美國的 超大規模企業 所推動。

僅在 2025 年第三季，前四大支出企業 (Amazon、Microsoft、Google 和 Meta) 在資本支出上的總金額就高達 970 億美元，年增率高達 66%，其中大部分資金投入於 AI 相關領域<sup>9</sup>。

2025 年全球數據中心的總體投資金額可能已超過 5000 億美元，其中 AI 數據中心佔了絕大多數。儘管支出金額驚人，主要投資者仍聲稱沒有足夠的產能來滿足目前的需求。

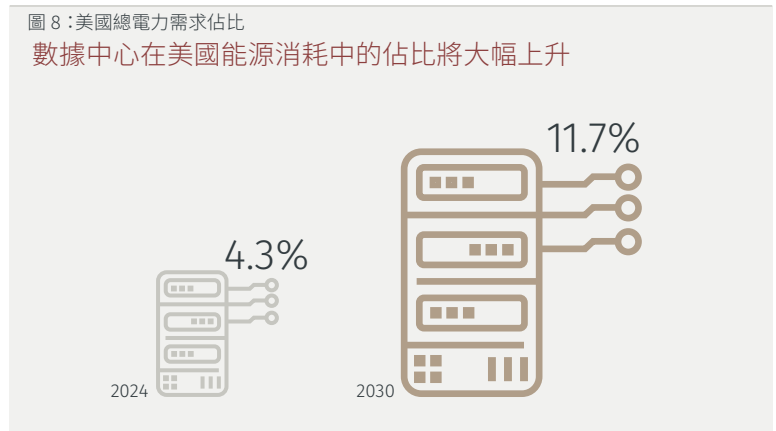
建置產能的關鍵挑戰之一，是如何確保有足夠的能源為伺服器供電 (圖 7)。AI 數據中心特別耗電，最新的 AI 伺服器耗電量約為傳統伺服器的 10 倍。目前數據中心的容量以吉瓦 (GW) 為單位計算。作為參考，1 GW 的電力足以供應約 75 萬個美國家庭。



來源: IEA, <https://www.iea.org/reports/energy-and-ai/energy-demand-from-ai>

<sup>9</sup> 來源: 公司盈利和 EFGAM 計算 (Company earnings and EFGAM calculations)。

據國際能源署 (IEA) 估計，2024 年全球數據中心所消耗的能源約佔全球能源的 1.5%。<sup>10</sup> 在美國，麥肯錫估計數據中心佔能源消耗的比例將從 2024 年的 4.3% 增加到 2030 年的 11.7% (圖 8)。<sup>11</sup>



來源：麥肯錫，<https://www.mckinsey.com/industries/technology-media-and-telecommunications/our-insights/the-cost-of-compute-a-7-trillion-dollar-race-to-scale-data-centers>

按目前進取的 AI 投資計劃推算，估計在 2025-2030 年間需要增建 80-120GW 的數據中心電力容量。

然而，在如此短的時間內進行大規模建設，可能會面臨供應無法滿足需求的風險。國際能源署 (IEA) 預測，在其基本情況下，2025-30 年間預計新增約 110GW 的數據中心容量，其中 ~20GW 可能會因為電網限制而延遲。數據中心營運商正爭分奪秒，希望盡快將可再生能源、核能與化石燃料電力投入使用，以滿足未來的巨大電力需求。

#### 這些投資將如何獲得資金？

到目前為止，大部分的資金都來自全球最具獲利能力公司的自由現金流。然而，由於這些公司的自由現金流逐漸逼近零，而投資又持續增加，因此三種替代性融資來源變得越來越普遍：

1. 債務融資——例如，Oracle 必須透過舉債，才能以與最大企業相當的規模進行投資。超大規模企業迄今尚未大幅依賴債務融資。
2. 股權融資——例如，OpenAI 的募資輪可能用於自行建置產能。
3. 供應商融資——特別是 Nvidia 已同意向 OpenAI 投資高達 1,000 億美元，以支持其發展願景。

向債務和供應商融資的轉變顯示我們已進入此週期的新階段。不過，距離最終的調整還有多久，最終仍取決於以下兩個因素：

- 市場對 AI 技術持續進步與投資回報的集體信念是否仍然堅定
- 是否還有足夠的資本可投入。目前尚有資本可用，但這種情況可能不會持久。

#### 美中競爭

中美兩國均將 AI 視為戰略技術，對經濟增長與國家安全皆具深遠影響。儘管中國科技巨頭已增加對 AI 的投資，但規模仍不及美國對手。阿里巴巴是迄今為止投入最多、表態最積極的公司。他們於 2025 年 9 月宣佈，計劃在三年內向 AI 領域投資超過人民幣 3,800 億元 (約 530 億美元)。隨著中國運用其在銷售及核能領域的優勢，中國很可能擁有能源優勢。除美國之外，中國很可能是第二大 AI 基礎建設投資國。

<sup>10</sup> <https://www.iea.org/reports/energy-and-ai/energy-demand-from-ai>

<sup>11</sup> <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/how-data-centers-and-the-energy-sector-can-sate-ais-hunger-for-power>

儘管中國科技巨頭已增加對 AI 的投資，但規模仍不及美國對手。

從工廠製造現場到醫院走廊，人形機器人正作為新時代勞動力踏入實地試驗階段。

美國的目標是透過半導體出口限制以及次要的關稅來延緩中國 AI 的進展。而中國則以美國對稀土的產業依賴來反制。

正如美國商務部長 Howard Lutnick 直言：「我們不賣最好的東西給他們，也不賣第二好的，甚至連第三好的都不賣。我們想讓中國繼續使用第四層級的產品。我們希望中國人持續使用美國的技术堆疊，因為他們仍然依賴它。」<sup>12</sup>

在進行貿易談判的同時，每個國家都在嘗試將戰略資源本地化：對中國而言，是晶片製造與設計；對美國而言，則是製造業轉移及取得關鍵原材料。

**人形機器人——從科幻片到工廠現場**

自主機器人是 AI 的新興應用。人形機器人曾經純粹是科幻小說中的人物，但現在已逐漸顯示出技術成熟的跡象。從工廠製造現場到醫院走廊，人形機器人正作為新時代勞動力踏入實地試驗階段。

這些預期效益相當可觀：一個不知疲倦、全天候工作的「員工」，能直接融入由人類設計的空間，開啟幾乎無窮無盡的應用場景，從工廠、物流倉儲，到醫療保健服務、零售業等領域皆然。對於面臨人口老化與人力短缺的經濟體而言，機器人技術是一項具有吸引力的方案，有助於提升生產力。

目前，這些自主機器人主要是在各行各業進行試驗，尚未大規模普及。要達到全面採用，技術能力與成本仍需進一步突破，但目前的趨勢令人期待。一些領先機型的成本已從 100,000 美元以上降至 35,000-60,000 美元，而一些中國公司表示，他們的單價將可達到低於 15,000 美元。

機器人產業可能成為美中之間的另一個競爭戰場。由於可以自動化更多人力密集的工作，因此可以獲得龐大的經濟回報，這也是將該產業本地化的強大誘因。

**投資者行動：**

- 電力需求將持續上升，擁有低成本新增電力來源的國家將具備比較優勢，尤其是在數據中心需求日益增長的地區。
- 人形機器人可能會被用於更多的行業，例如：物流和製造業、醫療保健服務和家務服務。

<sup>12</sup> <https://www.cnn.com/2025/07/15/howard-lutnick-says-china-is-only-getting-nvidias-4th-best-ai-chip.html>

## 市場 機會

2026 年的主題之一，將是過去曾被看好卻遭忽略的市場機會。其中以歐洲股票與新興市場的股票與債券最為突出。這兩類資產過去曾深受青睞，並有望重新吸引投資者的目光。與此同時，私募市場與併購活動中出現的新機會也為投資帶來嶄新的發展面向。

- 7 歐盟的復甦：重組與改革
- 8 新興市場正乘勢而上
- 9 私募市場：釋放流動性與多元化投資機會
- 10 IPO 與併購活動：多個產業將受惠

# 歐盟的復甦： 重組與改革

主題

7

關鍵要點

- 歐洲承諾增加國防支出，不僅是在 2026 年，而且還將持續多年。
- 歐洲在綠色能源和減碳方面處於領先地位。
- 創新是未來增長的關鍵，瑞士就是一例。



# 7 歐盟的復甦： 重組與改革

歐盟將在 2026 年進一步推動重組與改革。此舉乃因應外部威脅(尤其是來自俄羅斯)以及美國要求增加國防支出的壓力。歐洲在創新和成員國間合作方面的優勢將繼續成為此方面的關鍵因素。

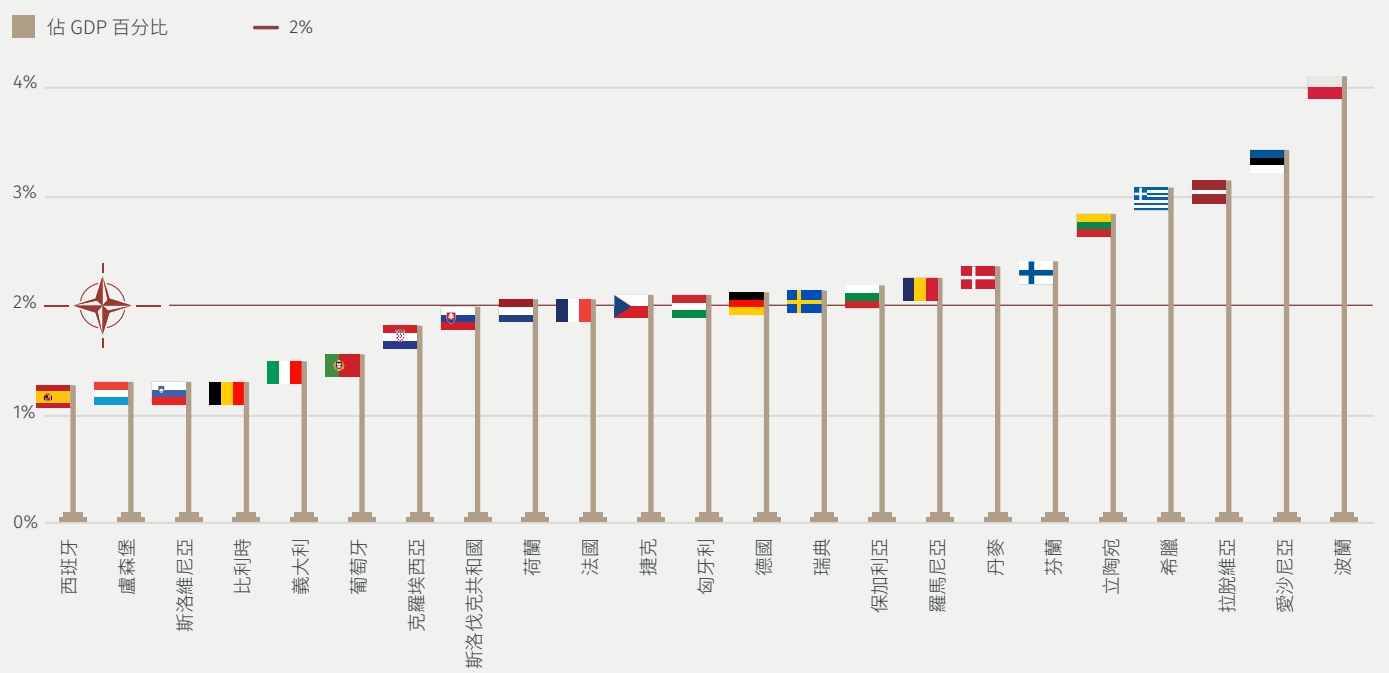
我們認為，歐洲和瑞士股市很可能會重新受到激勵。此樂觀觀點是由一系列潛在催化因素所推動，包括：(1) 德國刺激經濟的實質影響；(2) 國防支出增加；(3) 重新興起對綠色能源與減碳投資的興趣；以及 (4) 創新水準。此外，歐元區的信貸衝力正在改善，利率也在降低。

### 德國財政支出是改善經濟活動的潛在催化劑

這項 5,000 億歐元的基礎建設方案，以及未來十年間約 1 兆歐元的國防支出，從歷史標準來看規模相當龐大。雖然德國歷來有支出不足的傾向，但我們認為有三個原因導致這次情況可能有所不同：(1) Merz 的政治意願是無庸置疑的；(2) 可識別的投資專案不匱乏，且已經有明確的支出規劃，從鐵路、橋樑到國防產業的合約皆已列入；(3) 大筆資金將透過聯邦各州投入，而各州都有相當大的地方投資需求。5,000 億歐元的基礎建設基金中，有五分之一將由各邦 (Länder) 負責支出，這些州政府也將在結構性新增舉債方面擁有更大的彈性。

圖 9：歐盟北約成員國的國防支出

儘管有七個歐盟成員國在 2024 年末達北約設定的國防支出目標，但預計所有成員國將於 2025 年達標



來源：北約與歐洲議會對 2024 年的預測 (NATO and European Parliament estimates for 2024)

圖 10 : WIPO 全球創新指數

由於創新是未來增長的關鍵，歐洲處於有利地位

國家	世界排名
瑞士	1
瑞典	2
美國	3
新加坡	4
英國	5
韓國	6
芬蘭	7
荷蘭	8
德國	9
丹麥	10
中國	11
法國	12
日本	13
加拿大	14
以色列	15
愛沙尼亞	16
奧地利	17
中國香港	18
愛爾蘭	19
盧森堡	20
挪威	21
冰島	22
澳洲	23
比利時	24
紐西蘭	25

來源：WIPO 全球創新指數 (WIPO Global Innovation Index) , 2025 年。

### 投資者行動：

- 經濟與工業活動的潛在上行，可能特別有利於瑞士及歐元區的中小型企業。
- 綠色轉型正為工業、公用事業，以及與電氣化與能源效率相關的企業帶來機會。
- 尋找國防與工業領域的投資機會。

### 國防安全

全球地緣政治緊張局勢令歐洲的戰略自主程度問題再度浮現。其中一個方面可能是建立真正統一的軍事和防禦能力，但這在政治上仍然很敏感，可能需要數十年才能實現。不過，歐洲國家在增加國防支出方面有明顯的進展。27 個歐盟成員國中有 23 個加入了北約，其中 16 個在 2024 年的國防支出超過 GDP 的 2% (圖 9)。根據向 NATO 所做的承諾，預計所有成員將在 2025 年達到或超過 2% 的目標，所有成員的目標是在 2035 年達到 5% 的水準。即使政府支出面臨其他壓力，這些額外支出仍被納入預算之中。

### 綠色轉型

歐洲股市再度樂觀的另一個重要催化因素是綠色能源與減碳支出的復甦。政策動力仍然是支持性的：歐盟於 2025 年初推出的「潔淨工業協議」(Clean Industrial Deal) 及其「可負擔能源行動計劃」(Affordable Energy Action Plan) 旨在降低能源成本、刺激與轉型相關的投資，並支持對低碳產品的需求，將重點從法規轉移到產業競爭力。根據歐洲委員會的估計，加速電氣化與提升能源效率，到了 2030 年每年可望為歐盟減少約 1,300 億歐元的化石燃料進口支出，到了 2040 年則可能達到 2,600 億歐元，這將有助於提升能源韌性並降低長期能源依賴。

目前已取得明顯進展，可再生能源在 2024 年將提供接近一半的歐盟電力，而將於 2026 年全面實施的碳邊境調整機制 (CBAM) 則加強了對清潔生產的獎勵。我們認為，這些發展為歐洲提供了建設性的中期背景，因為歐洲正深化其綠色轉型，為工業、公用事業及與電氣化及能源效率相關的公司創造機會。

### 創新

在我們所處的知識型經濟中，智慧財產等無形資產，加上發明、專利和技術知識，已成為國家和公司層面創造價值的核心來源。其中一個例子是 Klarna，它是第一家歐洲公司，也是全球第一家推出 ChatGPT 外掛程式的金融科技公司。Klarna 的 AI 助理已處理超過 230 萬次對話，佔其客戶服務對話總量的三分之二，相當於 700 名全職客服人員的工作量，並能更快速且更準確地解決客戶問題。<sup>13</sup>

當然，在人工智能日益普及的時代，許多形式的知識型工作都有可能被自動化或取代，因此人類獨特能力的價值——才華、創造力和適應性思考便成為創新的更重要元素。根據全球創新指數 (Global Innovation Index)，在 25 個排名前列的創新經濟體中，有 16 個位於歐洲。瑞士就是這種趨勢的典範 (圖 10)。正如近期歐洲工商管理學院 (INSEAD) 的研究所指出，該國在人才競爭力與創新能力方面持續領先，並已連續 15 年在全球排名第一。瑞士擁有技術最精湛的勞動力，這也是瑞士在金融、醫療技術、製藥和精密製造等重要產業領域處於領先地位的基礎。在這個以創新為未來增長關鍵的世界中，歐洲可說佔據有利位置。

# 新興市場 正乘風而起

主題

8

關鍵要點

- 新興市場可望受惠於穩定或走弱的美元環境、良好的財政紀律、穩健的人口結構、扎實的基本增長動能以及已開發國家的低利率水準。
- 許多新興市場經濟體的內需依然穩健，且新興市場股票的估值普遍低於已開發市場。



# 8 新興市場正乘風而起

主要商品(礦產、金屬、能源)在全球需求強勁或供應受限的情況下,可能有助於提升出口收入與改善財政平衡。

投資者對新興市場的態度長期以來起伏不定。這些國家對長期增長前景的熱情,往往因反覆出現的危機而蕩然無存。低廉的估值已被揭露為價值陷阱。而結構性改革也常常無疾而終。我們認為,2026 年將會出現更有利的評估。

### 估值強勁

新興市場股票目前的定價相對於已開發市場有折讓(圖 11)。雖然折價本就是常態,但現在的折讓幅度比歷史平均值更大,我們預期這將會吸引資金流入,尤其是在全球低利率的環境下。

### 美元疲弱

在通貨膨脹放緩以及利率處於低谷的環境下,我們預期美元在未來一年將大致穩定至走弱。歷史上,新興市場股票在美元走弱/穩定的趨勢下表現良好,因為美元走弱/穩定會減少以美元計價的債務,並使當地資產相對更具吸引力。

### 財政紀律

新興市場經濟體經常被錯誤地假設為比先進經濟體面臨更高的債務負擔。事實上,這些經濟體中有許多在過去數十年來已經變得很有財政紀律,從過去的債務危機中汲取教訓,例如 1994 年的龍舌蘭危機。現在,墨西哥、巴西和印度等國家的國債總額佔 GDP 的百分比反而比美國、英國、法國和日本等先進經濟體還要低。

### 新興市場內需具彈性

在新興市場,國內需求的復甦力和強勁的消費支出仍是經濟增長的重要支柱。印度的情況最為明顯,而在中國,由於債務過剩、房地產市場疲弱以及消費者信心低迷,消費需求仍然受到抑制。

即使如此,中國仍然是整體新興市場發展的關鍵。它將生產外包給較小的經濟體(例如越南),並透過其「一帶一路」計劃在全球各地協助建設基礎設施,儘管該計劃現在的雄心有所收斂。

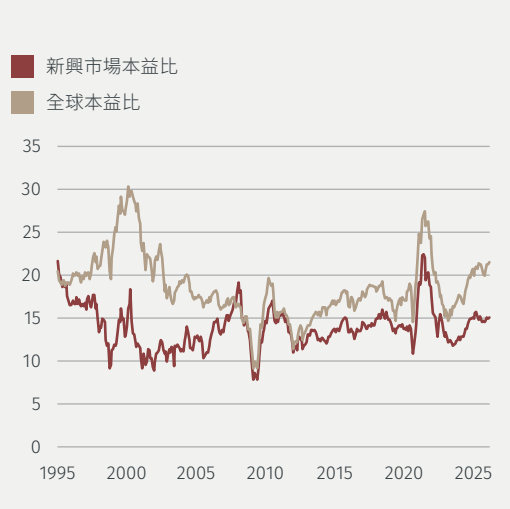
### 大宗商品

除了國內需求的力量外,幾個新興市場也是大宗商品出口國。主要商品(礦產、金屬、能源)在全球需求強勁或供應受限的情況下,可能有助於提升出口收入與改善財政平衡。

一個鮮明的例子就是中國在稀土方面的主導地位。這個世界第二大經濟體幾乎佔全球儲量的一半、全球產量的三分之二以及全球精煉的 90% 以上(圖 12)。數十年來,中國一直在戰略性地建立這些能力。前領導人鄧小平在 1992 年的一句名言強調了這一點:「中東有石油,中國有稀土」。

稀土用途廣泛,從喇叭、X 光機到導彈系統皆需使用。它們也用於生產 AI 所依賴的高科技硬體,並將從 AI 競賽中獲益。此外,向清潔能源的轉型可能會提高對關鍵礦物(鋰、鈷等)的需求,使擁有這些資源的新興經濟體受益。

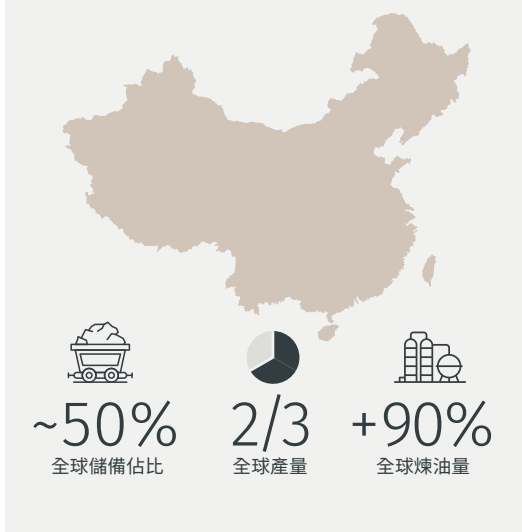
圖 11:新興市場相對於全球市場存在折價空間  
新興市場的本益比通常低於已開發市場



來源:Datastream 總市場指數, LSEG。  
(Datastream Total market indices, LSEG)  
資料截至 2025 年 11 月 3 日。  
過往表現不代表未來結果

圖 12：中國的稀土生產和精煉

## 中國主導稀土大宗商品市場戰局



來源：美國地質調查局 (USGS) 與國際能源署 (IEA)，《2025 年全球關鍵礦產展望》。

## 投資者行動：

- 展望 2026 年，在全球環境整體良性（低但穩定的增長與通膨）以及美元穩定甚至走弱的情况下，我們預期新興市場將重新受到青睞。新興市場估值相對已開發市場仍具折價空間。
- 除了新興市場商品外，新興市場本地貨幣債券也備受青睞。
- 基礎設施供應商具備潛在增長與投資機會。

## 強勁的人口統計

過去較少受到關注的新興經濟體——尤其是海灣地區的國家——即使在全球逐步轉向非化石能源的趨勢下，仍預期將持續表現良好。特別是這些國家致力於大型基礎建設計劃，且人口結構有利於年輕化和人口增長（尤其是沙烏地阿拉伯勞動人口中的女性參與率）。

自 2022 年以來，新興市場固定收益市場的資金不斷外流（同期的股票資金流量大致持平）。我們認為上述因素將為新興市場資金回流奠定基礎，並推動其相對於已開發市場的表現改善。

## 需留意的風險

與任何主題一樣，亦有若干風險值得注意。地緣政治緊張局勢近幾年來持續升高，目前仍是如此。如果這些緊張局勢加劇，避險情緒可能會暫緩有利於新興市場的美元走弱趨勢。若美聯儲立場更為鷹派、或美國就業與通膨數據強於預期，導致市場預期的降息未能實現，也可能使美元走強。此外，對於出口商品的新興市場經濟體而言，懸而未決的美國關稅威脅是一個顯著的風險，可能會擾亂貿易流動並降低經濟增長。

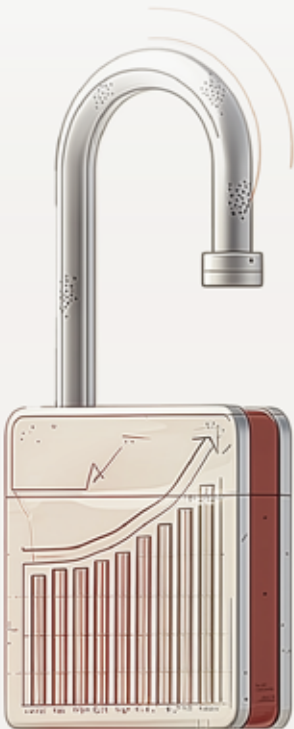
# 私募市場：釋放流動性與多元化投資機會

主題

9

關鍵要點

- 中型企業收購、二級市場與私募債務，在打造靈活且穩健的私募市場投資組合中各自扮演著關鍵角色。
- 在私募市場中取得成功，越來越仰賴於挑選績優管理人，並善用專業顧問指導。



# 9 私募市場：釋放流動性與多元化投資機會

近年來，私募股權與私募債務的管理資產規模快速增長，預計將分別達到約 11.9 兆美元和 2.6 兆美元 (圖 13)。<sup>14</sup>

然而，該產業面臨一個持續的挑戰：資本回流投資者的速度緩慢。這個問題正促使策略轉向以流動性機會、多樣化和風險管理為優先。多元化的中型私募市場投資組合、二級市場及私募債務正逐漸成為主要的解決方案，協助投資者在增長機會與彈性及復原力需求之間取得平衡。

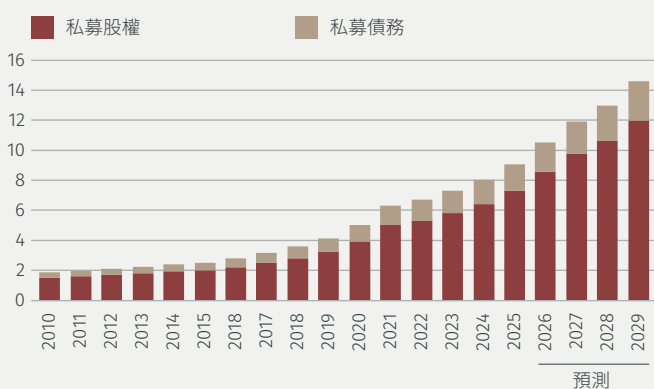
### 中型企業收購具有內建的多元化特性

2026 年，中型企業收購可能繼續表現亮眼，成為多元化、穩定性以及潛在高回報的來源。這些投資主要針對中型公司，相較於大型交易，中型公司的進場估值往往更具吸引力，也提供更多不同的退出途徑。中型企業管理者通常較依賴產業出售與二次收購，而非首次公開募股，以降低對波動性高的公開市場的依賴，並使退出時機更為平穩可控。根據 Preqin 的資料，長期而言，中型企業收購案的年化回報率較高，表現優於大型企業收購案與標準普爾 500 指數。<sup>15</sup>

圖 13：私募市場預計將大幅增長

私募市場持續擴張，並逐漸走向普及化

全球私募股權與私募債務管理資產規模 (以兆美元為單位)



		2024 年實際	2029 年預測	增長率 (CAGR)		
私募股權	收購型	\$4.3T	\$8.3T	14.1%	13.2%	
	增長型	\$1.2T	\$2.2T	12.4%		
	其他	\$0.9T	\$1.4T	9.9%		
私募債務	直接貸款	\$0.8T	\$1.3T	10.4%	10.3%	
	債務	\$0.3T	\$0.5T	9.9%		
	其他	\$0.5T	\$0.8T	10.3%		

來源：Preqin，截至 2025 年 11 月 6 日。過往表現不代表未來結果

<sup>14</sup> Preqin 2025 全球報告。2024, <https://pro.preqin.com/insights/global-reports/2025-private-equity?chapter=sample>

<sup>15</sup> Preqin 指數與基準工具。2025, <https://pro.preqin.com/benchmarks/indices/privateCapital>

投資者可能會越來越多地透過二級市場釋放沉澱資產的資本，再投資於新機會，並靈活應對市場變化。

在私募市場中，多元化仍然非常重要。透過結合私募股權、債務、基礎建設和房地產，投資者可以分散風險，獲得更穩定的回報。中型企業收購尤其提供平衡的投資方式，在提供穩定增長的同時，也降低了波動性。

#### 二級市場歷來回報豐厚

我們認為二級市場在 2026 年有望持續顯著增長，其動力來自於其能提供強勁回報，同時比傳統私募股權擁有更高流動性。二級市場可在不同的基金年份、投資策略及管理團隊之間提供多元化配置。這有助於降低集中風險，並提高投資組合的穩定性。

過去幾年來，二級市場私募基金的表現持續優於第一級私募基金，對於追求績效與降低風險的投資者來說，這可能是一個很有吸引力的選擇。當然，過去的表現並不保證未來結果。對於 2019 年至 2022 年的年份，Preqin 數據顯示，與一級市場相比，二級市場在各年份實現的內部收益率 (IRR) 中位數更高。<sup>16</sup> 此外，二級市場投資具備更高的透明度——投資者可以審閱其基礎資產——進一步提升了信心，使其有別於「盲池式」的第一級基金。

展望未來，二級市場很可能成為私募市場流動性的主要機制。投資者可能會越來越多地透過二級市場釋放沉澱資產的資本，再投資於新機會，並靈活應對市場變化。

#### 私募債務已展現持續穩定的回報

私募債務在 2026 年仍將是私募市場投資組合的基石，因其歷史上能提供穩定且持續的。此外，私募債務在過去五年的年化回報率介於 7.5% 至 10.8%，表現優於 Morningstar LSTA 美國槓桿貸款指數。<sup>17</sup> 作為一種資產類別，私募債務涵蓋從高級擔保貸款到機會性債務的各種風險和回報範圍。這種靈活性可讓投資者根據自己的風險承受能力和回報目標來調整投資風險。

私募債務的主要優勢之一是它的防禦性。浮動利率結構和抵押貸款有助於抵禦下行風險，同時維持有吸引力的收益率。私募債務也被證明是跨越市場週期最穩定的資產類別之一，使其成為彈性投資組合建構的理想選擇。具備跨市場專業知識的經理人最適合提供混合信貸解決方案，簡化投資者對整個信貸範圍的進入途徑。

<sup>16</sup> Preqin 2025 全球報告。2024

<sup>17</sup> Preqin 指數與基準工具。2025

在流動性、穩定性與增長需求的驅動下，私募市場將持續演化。中型企業收購、二級市場與私募債務將在這場轉型中扮演關鍵角色，為投資者提供掌握高潛力市場所需的工具。私募市場的成功取決於選擇性，專注於符合長期目標的策略，同時管理風險。

最重要的是，私募市場回報的差異突顯出選擇頂尖四分位數管理人的重要性。因此，運用值得信賴的顧問的專業知識來鑑別和接觸這些表現優異的管理人，對於充分發揮私募市場的潛力極為重要。若能掌握這些趨勢，並優先獲得專家的指導，投資者就能在未來的歲月中，為自己的復甦與增長做好準備。

#### 投資者行動：

- 中型企業收購、二級市場與私募債務將在這場轉型中扮演關鍵角色，為投資者提供掌握高潛力市場所需的工具。
- 成功的關鍵在於「選擇性」，需專注於挑選與長期目標一致的頂尖管理人與投資策略，同時有效控管風險。

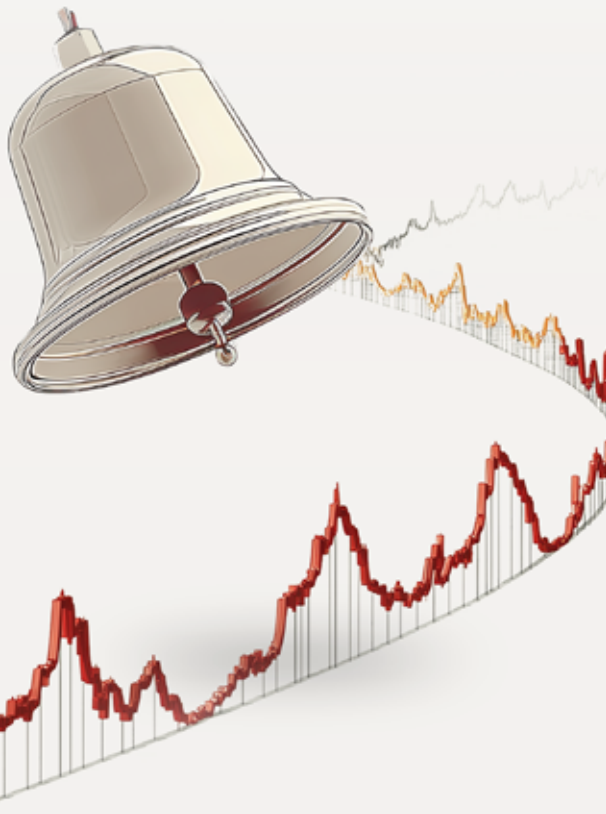
# IPO 與併購活動： 多個產業將受惠

主題

# 10

關鍵要點

- 在經歷了因利率上升與市場波動而沉寂的一段時期後，我們預期美國 IPO 市場將持續回溫。
- 特殊目的收購公司 (SPAC) 預計將在對上市速度要求極高的產業中找到利基定位，例如生技領域。
- 展望 2026 年，交易撮合者更可能優先追求品質而非數量，重視策略契合，而非僅僅把握短期機會進行擴張。

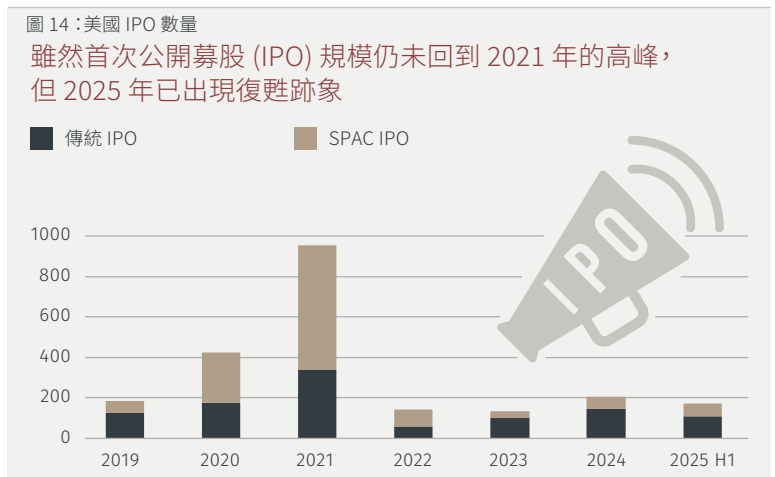


# 10 IPO 與併購活動： 多個產業將受惠

經過近年來活動低迷後，2026 年的首次公開募股 (IPO) 以及併購 (M&A) 市場預期將逐步回歸正常水準。各行各業的機會、被壓抑的需求以及策略性機會的結合，都顯示今年將是更活躍的一年。

### IPO 市場：紀律恢復

在通貨膨脹、利率上升及市場波動的情況下，美國 IPO 市場在 2022-24 年的大部分時間都處於低迷狀態。它在 2025 年開始復甦 (圖 14)，我們預期這種勢頭會持續到 2026 年。由於投資者對創新與主題投資的需求仍然強勁，高增長領域 (AI、生物科技、清潔能源與綠色基礎建設) 的公司可能成為主要發行者。私募股權 (PE) 贊助人也可能將 2026 年視為一個具吸引力的退出時間，因為利率預期會跌至谷底。<sup>18</sup>事實上，與 2024 年同期相比，2025 年前三季度 PE 支持的 IPO 上市量增加了一倍多。



來源：EY; SPAC Insider 和 Trout。資料截至 2025 年 11 月 3 日。

然而，更嚴格的關於揭露、治理和 ESG 標準的監管要求提高了公開上市的門檻。企業也傾向於更長時間維持私有狀態，傾向在進入公開市場之前達到更大規模。估值條件很重要：若經濟放緩或政策緊縮導致估值倍數縮減，發行可能會暫停。總體而言，2026 年最適合形容為 IPO 復甦的一年——比 2025 年更為活躍，但遠遠不及 2020-21 年的盛況。

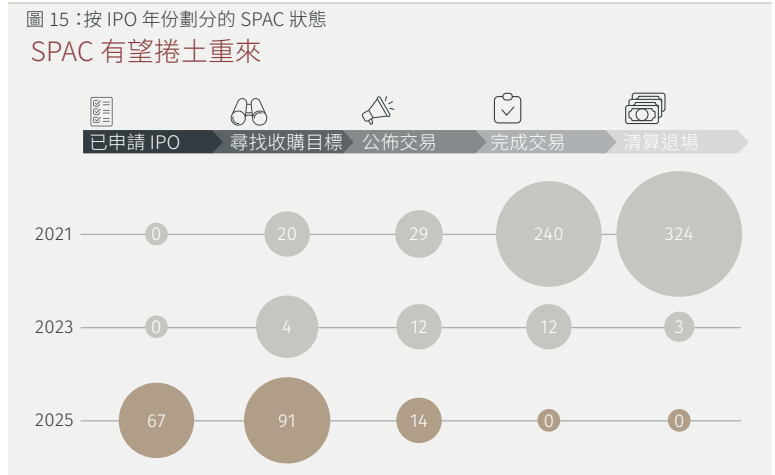
全球首次公開募股 (IPO) 的增長仍將是一個主要現象。2025 年上半年，印度與中國的首次公開募股 (IPO) 數量幾乎與美國相當。儘管這些國家的 IPO 數量與去年同期相比有所下降。然而，雖然亞洲的 IPO 量有所下降，但在晶片與半導體製造公司上市的帶動下，募資規模卻有所上升。中國的募資金額甚至高於美國，正好證明了這一點。

<sup>18</sup> EY 2025 年第三季全球 IPO 趨勢

2025 年上半年，印度與中國的首次公開募股 (IPO) 數量幾乎與美國相當。

### SPAC 再度崛起

特殊目的收購公司 (Special Purpose Acquisition Companies, SPACs) 是具有高流動資金或信貸額度的上市公司，可迅速部署以收購其他公司。它們在本十年早期大受歡迎，之後因表現不佳和監管反彈而崩潰，但現在有捲土重來的跡象。2025 年上半年，SPAC 佔美國 IPO 發行量的 40% 以上 (圖 15)。在證券交易委員會於 2024 年實施強化的資訊揭露與投資者保護規則後，有利的監管背景也為此提供了支持。



來源: SPAC 內幕 (SPAC Insider)。資料截至 2025 年 10 月 22 日。

不過，市場阻力仍然存在。在上一輪合併後的表現令人失望後，投資者仍持懷疑態度。高品質的交易流是另一項挑戰：私募股權贊助人必須取得財務穩健的可信目標，這將限制交易量，無法重現早期的繁榮景象。因此，SPAC 不大可能恢復其過去的規模，但仍將是多元化上市途徑中的一種選擇。

### 併購：策略性但受限

併購活動在 2024-25 年有所放緩，主要受高利率、市場不確定性及監管壓力影響。在 2026 年，情況看來會比較有利。企業面臨轉型商業模式、保障供應鏈，以及投資於數位與綠色轉型的戰略要務。這些壓力促使企業進行整合與附加收購。持有大量未動用的資金私募股權也準備重新進場。

跨境併購可能隨著企業為供應鏈韌性和市場准入進行重新布局而重拾動能。然而，地緣政治緊張、制裁制度和投資篩選架構將使全球交易變得複雜。監管審查，尤其是科技、醫療保健及基礎建設方面的監管審查，仍是一大阻力。融資成本雖然低於高峰期，但仍會對高槓桿交易造成限制。因此，2026 年的交易者可能會優先考慮交易品質而非數量，著重於策略調整而非機會性擴張。

#### 投資者行動：

- 在關鍵領域尋找機會，包括生物科技、資訊科技和機器人。
- 我們看好投資銀行，他們將從交易活動中獲益。

# 我們在 2025 年的表現

我們每年都會檢視前一年所做的預測。

我們對 2025 年預測的整體評分如下：

# 8/10

\* 評分截至 2025 年 10 月 31 日。

## 1

正確

### 儘管面臨阻力，全球經濟展現強韌性

我們觀察到全球經濟增長面臨三大明顯阻力：一是中國持續的問題（包括房地產市場低迷，高額私人與公共債務）；二是許多先進經濟體國債與財政赤字偏高；三是貿易中斷所帶來的衝擊。不過，主要先進經濟體的經濟增長僅略低於 2024 年（1.6% 對比 1.8%）；而新興市場的增长率則與前一年相近（4.2% 對比 4.3%）。<sup>1</sup>

## 2

正確

### BRICS 的重要性日益提升

金磚國家 (BRICS) 擴大成員組成，印尼於 2025 年 1 月正式加入成為第十個成員國。這是在 2024 年新增埃及、衣索比亞、伊朗和阿聯酋之後。這 10 個經濟體幾乎佔全球人口的一半。由於它們的增长速度普遍較快，因此在 2025 年佔全球 GDP 增長的一半以上。十個「夥伴國家」也於 2025 年加入該集團。此外，新興市場股票在 2025 年的表現明顯優於已開發市場。

## 3

正確

### 政策重心從通膨轉向就業

七個央行（澳洲、英國、美國、土耳其、加拿大、墨西哥與印尼）因就業情況出現惡化跡象而宣布降息，儘管核心通膨仍然頑固偏高。

<sup>1</sup> 來源：IMF 世界經濟展望 (IMF World Economic Outlook); 2025 年 10 月。

4 正確

### 政府赤字仍然是個問題

大多數先進經濟體，尤其是法國、英國和美國都對財政趨勢表示擔憂。然而，在美國，有些人樂觀地認為，高赤字問題可以透過加快增長和增加關稅收入來改善。國際貨幣基金組織 (IMF) 預測法國和英國的預算赤字將在未來五年持續存在，其債務存量也會隨之上升。<sup>2</sup>

5 正確

### AI 成為主流

2025 年，ChatGPT 的每週活躍使用者數量增長超過一倍，從約 3 億人 增加至 8 億人。其他 AI 助理的使用量也有所增加。對於企業而言，AI 輔助已變得更加普及。已不再侷限於大型企業。一項針對美國小型企業的調查發現，有 40% 的企業在工作場所使用 AI。<sup>3</sup> 同時，中國在使用 AI 方面也取得了巨大進展。

6 正確

### 核能復興

美國已發布四項行政命令，規劃將全國核能發電容量從 100GW 提升至 2050 年的 400GW。與此同時，中國計劃增加 100GW 的產能 (與美國目前的產能相同)，並在 2030 年超越美國的產能。小型模組化反應爐 (SMR) 的發展進展迅速，然而其實際投入運轉的時間仍存在不確定性。增加核能發電量的必要性現在已被廣泛認可。

7 正確

### 企業盈利表現穩健

在美國，2025 年前十個月的企業每股總盈利較 2024 年同期高出 11%。美國的盈利增長比世界其他地區更強：全球企業盈利比去年同期高出 6%。<sup>4</sup> 面對全球不確定性，特別是關稅影響，企業盈利展現出良好的韌性。

8 不正確

### 市場集中：相對的風險

截至 10 月 31 日的一年內，美國最大型的科技相關股票 (即「Magnificent 7」) 的總回報率為 25.4%，高於同期標準普爾 500 指數中其餘 493 檔股票的 14.5%。最終，標準普爾 500 指數的整體總回報率為 17.5%。這表示大型科技股延續了 2024 年的趨勢持續帶來較高回報，但其股價波動遠高於其餘 493 檔股票。

9 不正確

### 我們偏好非日常生活消費品板塊

截至 2025 年 10 月 31 日止一年內，非日常生活消費品板塊的總回報率為 7.8%。這使其在同期標準普爾 500 的 11 個產業類別中排名第六。其相對疲弱的主要原因包括：市場對降息步伐緩慢感到失望，以及美國關稅公告所帶來的不確定性與對消費者信心的負面影響。<sup>5</sup>

10 正確

### 收益率曲線陡化

美國收益率曲線的陡峭程度 (以 10 年期收益率與 3 個月利率之差衡量) 在全年變化不大，兩者的跌幅相若。然而，殖利率曲線的其他區段確實出現陡化，尤以 30 年與 10 年期利差，以及 10 年與 2 年期利差最為明顯。在英國、法國與日本，殖利率曲線趨於陡峭。

<sup>2</sup> 來源：IMF 世界經濟展望 (IMF World Economic Outlook)；2025 年 10 月。

<sup>3</sup> <https://www.uschamber.com/assets/documents/Impact-of-Technology-on-Small-Business-Report-2024.pdf>

<sup>4</sup> 來源：資料來源：LSEG 提供的 Datastream 總市場指數；資料為截至 10 月 31 日止年度總計，並與 2024 年同期比較。

<sup>5</sup> 來源：LSEG 截至 2025 年 10 月 31 日的年度資料。

# 投資刊物

我們編制一系列投資刊物，助您隨時了解投資機會、宏觀經濟趨勢、市場動向及全球經濟前景。

## 年度旗艦刊物



**展望**  
我們對未來一年十大主題的觀點



**Capital Market Assumptions**  
我們對未來 7 至 10 年資產類別表現的預期展望

## 核心刊物



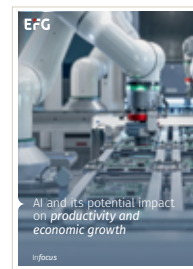
**InTime**  
每日市場評註  
總結過去 24 小時最重要的市場動態



**InVision**  
每週宏觀評註  
概述過去一週的主要宏觀經濟事件



**InView**  
環球觀點  
提供資產配置指引、宏觀概述和投資意念



**InFocus**  
宏觀評論  
分析當前市場事件



**Podcast: Beyond the Benchmark**  
EFG 投資總監 Moz Afzal 將分享他對市場及環球經濟發展的見解；並與觀點獨特的特邀嘉賓對談



欲了解更多資訊並註冊接收我們的定期

投資刊物，請瀏覽我們的「Insights」頁面：  
[www.efginternational.com/insights](http://www.efginternational.com/insights)

## 重要免責聲明

本文件由EFG Asset Management (UK) Limited製作,供EFG International (「EFG集團」或「EFG」)屬下的環球子公司及聯席機構使用。EFG Asset Management (UK) Limited獲英國金融行為監管局授權並受其監管,註冊編號為07389736。註冊地址: EFG Asset Management (UK) Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom。電話: +44 (0)20 7491 9111。

編製本文件僅供參考之用。本文件所載資訊構成營銷通訊,但不應被視為金融研究或分析、要約、公開要約、投資建議、購買、出售或認購金融工具及/或提供金融服務的建議或招攬。本文件並非任何投資、證券、其他金融工具或其他產品或服務的條款及細則之最後陳述。本文件之內容僅適用於了解並有能力承擔所有相關風險的人士。此外,本文件無意提供任何財務、法律、會計或稅務建議,不應就此方面依賴本文件。本文件的資訊並未考慮接收人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。閣下在作出任何投資之前,或倘若閣下對本文件資料存有任何疑問,應因應閣下的具體情況自行諮詢專業意見(包括稅務意見)。

本文件中所提供資訊並非EFGAM研究部門所進行金融研究的結果。因此,該等資訊並不構成歐盟類別(例如「MIFID II」或「MIFIR」)或瑞士銀行業協會刊發瑞士(金融研究獨立性指令)或任何其他同等當地規則界定的投資或獨立研究。投資的價值以及從中所獲的收入可升可跌,而閣下亦有可能無法取回最初所投資金額。過往表現並不指示未來表現。投資產品或會承受投資風險,包括但不限於兌匯及市場風險、價值波動、流動性風險以及(如適用)所投資本金有可能損失。

儘管本文件的資訊是來自公認的可靠資料來源,但EFG集團的任何成員均不論述或保證其準確性,而且此等資訊可能不完整或經簡化。本文件的任何意見如有更改,恕不另行通知。本文件可能包含個人意見,但並不代表EFG集團任何成員的立場。在法律允許的最大範圍內,EFG集團成員概不就本文件出現的任何錯誤或遺漏所引起的後果承擔責任;亦不就任何人士依賴本文件所載任何意見或聲明所引起的後果承擔責任,且EFG集團各成員明確表示概不就前述後果所導致或收件人依賴本文件進行任何行動或不行動所導致的任何責任負責,包括(但不限於)附帶或相應而生損害責任。

EFG及其員工可能會以專有或以其他方式從事證券買賣並持有有關本文件所載工具的長倉或短倉;此類交易或持仓可能與本文件所表達的觀點不一致。

在何種司法管轄區或國家提供本文件或會違反當地法律或監管規定,持有本文件的人士應自行了解並遵守任何限制。未經EFG集團授權成員的事先書面許可,不得將本文件(全部或部分)複製、披露或分發給任何其他人。

金融中介機構/獨立資產管理機構或會收到本文件,他們須確認自行作出獨立決定,亦將須確保在EFG集團允許的情況下向最終客戶/投資者提供的內容,在任何投資、法律、監管、稅務或其他考慮因素方面符合其各自客戶的情況。對於金融中介機構/獨立資產管理機構,其客戶或任何第三方使用本文件而可能產生(無論直接、間接或相應而生)的任何損害、損失或成本,EFG集團概不負責。

本材料中與指數或基準的比較僅供說明用途,並存在局限性,因為指數及基準的重大特徵可能有別於EFG實施的特定投資策略及其所投資的證券。

在撰寫本文件所表達的資訊及觀點可隨時更改,恕不另行通知,我們並無義務更新或刪除過時的資訊。

獨立資產管理公司,如果本文件提供予獨立資產管理公司(IAM),則嚴禁IAM複製、披露或分發(全部或部分)本文件,亦禁止提供予其客戶及/或第三方。如IAM接收本文件,即確認其將需要對後續的行動自行作出決定/判斷,且IAM有責任確保所提供的資訊符合其客戶在任何投資、法律、監管、稅務或其他後果方面的情况。對於IAM,其客戶或任何第三方使用本文件而可能產生(無論直接、間接或相應而生)的任何損害、損失或成本,EFG概不負責。

如閣下在以下任何聯屬機構或分支機構收到此文件,請注意以下幾點:

**巴哈馬:** EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd是根據2011年《證券業法》及2012年《證券業條例》獲得巴哈馬證券委員會的認可,並獲授權在巴哈馬境內外從事證券業務,包括證券交易、安排證券交易、管理證券,及提供證券諮詢。EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd亦根據2000年《銀行及信託公司管理法》,獲巴哈馬中央銀行認可為銀行及信託公司。註冊辦事處地址: Goodman's Bay Corporate Centre West Bay Street and Sea View Drive, Nassau, The Bahamas。

**巴林:** EFG AG Bahrain為EFG Bank AG的分行。獲巴林中中央銀行(CBB)發牌的第2類投資業務公司,並獲授權進行以下活動:a)作為代理人買賣金融工具;b)安排金融工具交易;c)管理金融工具;d)就金融工具提供諮詢;及e)經營集體投資專業。註冊地址: EFG AG Bahrain branch, Manama / Front Sea / Block 346 / Road 4626 / Building 1459 / Office 1401 / P O Box 11321 Manama -- Kingdom of Bahrain。

**開曼群島:** EFG Wealth Management (Cayman) Ltd獲開曼群島金融管理局(「CIMA」)發牌並受其監管,可根據《開曼群島證券投資業務法(經修訂)》在開曼群島境內外提供證券投資業務。註冊辦事處地址: Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Cayman Islands。EFG Bank AG開曼分行為獲CIMA發牌的B類銀行,並受其監管。註冊辦事處地址: EFG Wealth Management (Cayman) Ltd., Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Cayman Islands。

**塞浦路斯:** EFG Cyprus Limited是一家在塞浦路斯成立的投☐公司,公司编号为HE408062,注册地址位于Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus。EFG Cyprus Limited由塞浦路斯证券交易委员会(CySEC)授权及监管。

**杜拜:** EFG (Middle East) Limited受杜拜金融服務管理局(DFSA)監管。本材料「僅供專業客戶使用」。註冊地址: EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 7th Floor PO Box 507245 - Dubai, UAE。

**希臘:** EFG Bank (Luxembourg) S.A.根據分行為EFG Bank (Luxembourg) S.A.的非記賬機構,根據盧森堡金融監管機構(CSSF)授予牌照,獲授權據歐盟設立自由推廣EFG Bank (Luxembourg) S.A.的產品和服務。註冊地址: 342 Kifisias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str. 154 51 N. Psychiko, General Commercial Registry no. 14305766001。

**香港:** EFG Bank AG香港分行(中央編號:AFV863) (「EFG香港」)根據《銀行業條例》(香港法例第155章)獲香港金融管理局授權為持牌銀行,並獲授權在香港進行第1類(證券交易)、第4類(就證券提供意見)及第9類(資產管理)受監管活動。註冊地址: EFG Bank AG香港分行,香港九龍柯士甸道西1號環球貿易廣場18樓。在法律以及根據《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》適用於EFG香港的規定所允許的最大範圍內,對於本文件中的任何錯誤或遺漏的後果,或本文件所載任何資訊或陳述的後果,EFG香港概不負責。EFG香港明確表示不承擔任何責任,包括(但不限於)收件人依賴本文件的任何作為或不作為而引致或導致附帶或相應而生損害的責任。

**列支敦士登:** EFG Bank von Ernst AG受列支敦士登金融市場管理局監管。註冊地址: EFG Bank von Ernst AG Egerstrasse 10 - 9490 Vaduz, Liechtenstein。

**澤西島:** EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited受澤西島金融服務委員會(Jersey Financial Services Commission)按《1998年金融服務(Jersey)法》監管。

**盧森堡:** EFG Bank (Luxembourg) S.A.獲盧森堡財政部授權,並受盧森堡金融業監管委員會(CSSF)監管。EFG Bank (Luxembourg) S.A.為盧森堡存款擔保基金(F.G.D.L.—Fonds de Garantie des Dépôts Luxembourg)的成員,亦是盧森堡投資者補償計劃(S.I.L.L.—Système d'Indemnisation des Investisseurs Luxembourg)的成員。R.C.S.盧森堡編號0113375。註冊地址: EFG Bank (Luxembourg) S.A. - 56, Grand-Rue, L-1660 Luxembourg。

**葡萄牙:** EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal分別獲葡萄牙央行(註冊編號為:280)及葡萄牙證券市場委員會CMVM(註冊編號為:393)授權並受彼等監管,可提供財務顧問服務及指令的接收和傳輸服務。EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal為EFG Bank (Luxembourg) S.A.的非記賬分行,根據盧森堡大公國法律註冊成立的公共有限責任公司,獲CSSF(盧森堡金融業監管委員會)授權並受其監管。里斯本總部: Avenida da Liberdade n.º 131 - 6.º Dto., 1250 - 140 Lisboa。波圖代理機構: Avenida da Boavista, n.º 1837 - Escritório 6.2, 4100-133 Porto。公司註冊編號: 980649439。

**摩納哥:** EFG Bank (Monaco) SAM是摩納哥的有限公司,公司註冊編號為90 S 02647 (Répertoire du Commerce et de l'Industrie de Monaco)。EFG Bank (Monaco) SAM是從事金融活動的銀行,其業務獲Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution(法國審慎監管與解決局)以及Commissariat de Contrôle de Activités Financières(摩納哥金融活動控制委員會)的授權並受其監管。註冊地址: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco);電話: +377 93 15 11 11。本文件的收件人精通英語,並放棄索取本刊物之法語版本的可能性。

**中華人民共和國(「中國」):** EFG Bank AG上海代表處獲中國銀行業監督管理委員會批准,並已根據《中華人民共和國外資銀行管理規定》及相關實施規則向上海工商行政管理局註冊。註冊編號: 310000500424509。註冊地址: 上海市浦東新區世紀大道100號上海環球金融中心65樓65110室。EFG Bank AG上海代表處的業務範圍僅限於非牟利活動,包括聯絡、市場研究及諮詢。

**新加坡:** EFG Bank AG新加坡分行(唯一實體編號: T03FC6371) 獲新加坡金融管理局根據(1970年銀行法)授權為批發銀行,《2001年財務顧問法》所界定的獲豁免財務顧問及《2001年證券及期貨法》項下的獲豁免資本市場服務實體。本廣告尚未經過新加坡金融管理局審查。註冊地址: EFG Bank AG Singapore Branch, 79 Robinson Road, #18-01, Singapore 068897。本文件並未考慮任何特定人士的特定投資目標、財務狀況或特定需要。本文件不構成投資建議或投資於本投資或當中所述任何產品的招攬或推薦建議。EFG新加坡及其相關高級職員、僱員或代理概不對本文件的準確性、可靠性或完整性作出任何明示或暗示的聲明、保證或擔保,亦不對其負責,因此不應對其加以倚賴。EFG新加坡明確表示不承擔任何責任,包括(但不限於)收件人依賴本文件的任何作為或不作為而引致或導致附帶或相應而生損害的責任。閣下應當審慎考慮本投資固有的利弊及風險,並基於自身判斷或閣下選擇諮詢的獨立顧問的意見,根據閣下的風險偏好、投資經驗、目標、財務資源及情況,評估該投資是否適合閣下,並作出閣下認為必要的其他調查,而不應以何方式倚賴EFG新加坡。

**瑞士:** EFG Bank AG蘇黎世分行(包括其日內瓦和盧加諾分行)由瑞士金融市場監管局授權並受其監管。註冊辦事處地址: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland。瑞士註冊分行: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2及EFG Bank SA, Via Magatti 2, 6900 Lugano。

**英國:** EFG Private Bank Limited 獲審慎監管局授權,並由金融行為監管局及審慎監管局監管。EFG Private Bank Limited是倫敦證券交易所的成員,註冊公司編號02321802。註冊地址: EFG Private Bank Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom。電話: +44 (0)20 7491 9111。

**美國:**

**EFG Asset Management (Americas) Corp (「EFGAM Americas」)** 是一家在美國證券交易委員會(「SEC」)註冊的投資顧問,提供投資顧問服務。向SEC或任何州證券機構註冊並不意味著具有任何水平的技能或培訓。EFGAM Americas只能在巴註冊、已提交通知或以其他方式毋須或獲豁免註冊要求的州和國際司法管轄區內進行業務或提供個人化投資建議。投資者在投資前應仔細考慮其投資目標、風險、費用和開支。有關EFGAM Americas,其商業慣例、背景、利益衝突、服務收費及其他相關資料的更多資訊,請訪問SEC的公眾投資者資訊網站https://www.investor.gov。同時,閣下亦可瀏覽: https://adviserinfo.sec.gov/firm/summary/158905。閣下可於上述兩個網站獲取EFGAM Americas最新的ADV表格第1部分、第2部分及CRS表格。EFGAM Americas註冊地址: 701 Brickell Avenue, Suite 1350 - Miami, FL 33131。

**EFG Capital International Corp. (「EFG Capital」)** 是美國證券交易委員會(「SEC」)註冊經紀交易商,以及金融業監管局(「FINRA」)和證券投資者保護公司(「SIPC」)的成員。證券產品及經紀服務由EFG Capital提供。SEC、FINRA或SIPC均未認可本文件或EFG Capital及其美國聯席機構提供的服務及產品。註冊地址: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor & Suite 1350 - Miami, FL 33131。

在EFG的共同所有權下,EFG Capital和EFGAM Americas有聯屬關係,並有相互關聯的人員。本文件描述的產品及服務未經任何監管機構授權,且不受美國以外的任何監管機構的監管。請注意,本文件內容乃由EFG Bank AG、EFG Asset Management (UK) Limited(如適用)製作及創建。本材料不應被詮釋為由EFG Capital或EFGAM Americas建立或以任何方式來自EFG Capital或EFGAM Americas。EFGAM Americas和EFG Capital均不表示其為本基金/產品或策略的相關經理或投資顧問。

EFG Asset Management (North America) Corp. (「EFGAM NA」)是一家美國證券交易委員會(SEC)註冊投資顧問,有關EFGAM NA Corp.其業務、聯屬關係、費用、違紀事件及潛在利益衝突的更多資訊,請訪問SEC投資顧問公開披露網站(https://adviserinfo.sec.gov/)及審閱其ADV表格。

### 澳洲投資者須知:

僅適用於專業、機構及批發投資者。

本文件由私人有限公司EFG Asset Management (UK) Limited編製及發行,註冊編號7389736,以及註冊地址位於Park House, Park Street, London W1K 6AP(電話號碼 +44 (0)20 7491 9111)。EFG Asset Management (UK) Limited獲金融行為監管局監管及授權,註冊編號為536771。

EFG Asset Management (UK) Limited獲豁免就其向澳洲批發客戶提供的金融服務持有澳洲金融服務牌照的要求,並根據英國法律(不同於澳洲法律)獲得英國金融行為監管局授權及監管(CA註冊編號為536771)。本文件為私密文件,僅供給予或發送對象使用,不得全部或部分向任何其他人士出示。

ASIC Class Order CO 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited謹此通知閣下,其依賴澳洲證券及投資委員會(ASIC) Class Order CO 03/1099 (Class Order)對英國金融行為監管局監管公司的豁免。經ASIC Corporations (Repeal and Transitional Instrument 2016/396)延長,獲豁免根據《2001年公司法》(Cth)(公司法)就我們向閣下提供金融服務而持有澳洲金融服務牌照(ASPL)的要求。

英國監管要求

我們向閣下提供的金融服務根據英國法律及監管要求(不同於澳洲),受英國金融行為監管局監管。因此,閣下在我們向閣下提供金融服務的過程中收到的任何要約或其他文件,將根據該等法律及監管要求編製。英國監管要求指根據立法及英國金融行為監管局頒佈的任何其他相關政策或文件而確立的法律、規則。

閣下作為批發客戶的身份

為確保我們可能向閣下提供金融服務並遵守Class Order,閣下必須為公司法第761G條所界定的「批發客戶」。因此,在我們開始向閣下提供金融服務之前或在提供服務的過程中,接受我們的任何文件代表閣下:

- 向我們保證閣下「批發客戶」的身份;
- 同意提供我們可能不時要求以確認閣下作為批發客戶身份的資料或證據;
- 同意如果閣下不再是批發客戶或不向我們提供我們信納的資料或證據證實閣下作為批發客戶的身份,我們可停止向閣下提供服務;

及同意如果就我們向您提供金融服務而言,閣下不再是「批發客戶」,則在5個營業日書面通知我們。

© 瑞士盈豐。版權所有