

柏瑞集團2026年全球多重資產市場展望

「宏觀」轉向「微觀」



作者：Michael J. Kelly, CFA
全球多重資產主管



作者：Hani Redha, CAIA
投資組合經理，全球多重資產策略與研究主管



作者：Teresa Wang
副總經理，全球多重資產研究分析師

- 2026年，美國市場領導地位可能重新回歸，若屆時情況如此，許多投資人可能措手不及。後疫情時期美國市場的強勢，主要源於美國在其他政府按兵不動之際推出財政刺激；然而，未來的市場轉折將由私營部門推動。思考重點應從「宏觀」轉向「微觀」。
- 雖然在當前人工智慧熱潮中尋找與1990年代末網際網路泡沫的相似之處似乎合理，但我們認為差異遠大於相似。當年的投資浪潮範圍狹窄，且依賴燒錢、未獲利的商業模式；而目前人工智慧的發展則由高度獲利的企業推動。
- 同時，區塊鏈基礎設施、電力，以及持續的供應鏈回流也將迎來顯著成長。顛覆性技術的引入與普及需要時間，這通常會帶來長期的生產力提升、勞動力結構變革，以及少數企業的高獲利—在我們看來，這將導致經濟與市場的集中化，以及股票指數長期表現遠高於平均水平。然而，這些情況並不總是有利於為其提供融資的債券。因此，投資人應考慮「分散其分散化策略」。



圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

許多人認為，2026年經濟將持續放緩，通膨維持在約3%的水平，而人工智慧泡沫的消退將使美國市場全年落後於其它市場。這樣的推論是否過度？我們則持樂觀態度，認為美國市場在2026年有望重新取得領導地位，尤其隨著人工智慧投資持續推進。

過去一年全球市場的主要驅動因素多來自非美國市場：包括DeepSeek的隆重登場、德國取消債務剎車，以及台灣壽險業由於年初避險比率偏低，於年中美元走低時急速調整部位造成賣壓一均導致美元指數在年中下跌10%，並額外推升非美市場的回報。

美國在2025下半年出現意料之外的財政緊縮，原因包括《One Big Beautiful Bill Act》(OBBA) 執行時點問題與加徵關稅以增加收入。年底更因政府停擺導致支出受限，與季度國債發行計畫相互衝突。量化緊縮也進展至打破充裕流動性的階段，並且持續數月後才終止。綜合而言，這些事件導致流動性被抽離。儘管美國市場在2025年略顯落後，但企業獲利表現優異。我們預期進入2026年後，美國市場將重拾領導地位，包括股票與美元，但不包括長期債券市場。

人工智慧將推動新時代的增長

我們認為，在某些歷史時期，一項新技術會驅動一段長時間、超過平均、由生產力提升所支持且不伴隨通膨的成長。就業市場往往會在此期間出現失衡，因為新職業的出現通常落後於薪資的階段性上升，以及股票長期高於均值的報酬表現。期限溢價也會上升（對長天期債券而言是不利因素），原因在於投資需求沉重。儘管市場對泡沫的擔憂仍在，我們的研究顯示，我們仍處於此類時期的相對早期階段。

我們不但不認為成長正在趨緩，反而看到成長再加速——尤其在美國，因為由 AI 驅動的投資循環將延續至2026年之後，而當前的流動性擾動有望在新年初逐步正常化，有利於市場表現。美國的財政政策也應該會在早期從緊縮轉向刺激（考量OBBA政策時點的安排）。

此外，2026是期中選舉年，歷史經驗讓市場傾向預期更多刺激。我們不排除看到《平價醫療法案》(ACA) 補貼出現妥協（例如為改革措施提供一年的延長），以及在夏季透過協調程序(reconciliation) 通過法案，並認真考慮提升可負擔性的立法，例如關稅回饋支票等。

中國大陸也在嘗試重啟動能，政府加大基礎建設支出，並配套更多「反內捲」(anti-involution) 的改革（主要目標是阻止地方政府過度投資，同時也針對企業部門的過度投資）。此類改革期通常持續約兩年，且往往伴隨對沖性的流動性投放。2015–2016 年間，為了對沖「舊產業」供給側的收縮，政策性銀行向房地產部門注入資金。此次則由中國人民銀行(PBOC) 加速資產負債表擴張，並將流動性導入股市。

從美股的角度來看，當前的格局更像1990年代中期而非2000年。網路泡沫在2000年初破裂，源於一種急躁：他們「已經建好了」，但「回報並未到來」——至少沒有那麼快。真正的殺手級應用(killer apps) —社群媒體—則在更晚才出現，Facebook 於2004年、iPhone 於2007年問世。

若AI最終被證明是一個泡沫（這不是我們的看法），其成因更可能是應用成效不彰或落地延遲，而非今日市場所憂慮的估值相對目前指標過高，或是超大規模雲服務商（hyperscalers）的過度投資。儘管這些超大規模業者將AI的主導權視為「生存攸關」的課題，我們也看到市場對其不斷加速的資本支出所產生的焦慮，反而是一種有益的市場紀律，能促使企業更好地將投資計畫與收入轉化相匹配。與此同時，在一連串上調資本支出之後，市場仍預期這些超大規模業者在2026–2028年期間能夠交出自由現金流，超過其已宣布的資本支出或舉債規模。

微觀因素驅動，回歸美國

1990年代中後期與當下的一個共通點，是全球投資人都希望能夠接觸世界主要的成長驅動力。當年是以美國為核心的網際網路，現在則是AI，未來還會有區塊鏈。雖然預期中國大陸在進入人形機器人階段後將主導AI，但那仍需數年；目前的浪潮是AI訓練、推理與智能代理（agentics），而我們認為美國有望領先。

在網際網路建設時期，資金必須流向美國，才能參與早期的網路受惠者。我們推測AI也將呈現類似情況，資金流入將推動2026年NASDAQ及美元走強。90年代的資金流動發生在利率下降的背景下，因為生產力驅動的成長與通縮並存。

本質上，我們預期2026年將出現一個新版的「美國例外論」（US exceptionalism），但這次是由微觀因素驅動，而非宏觀政策。在2025年之前，美國特殊性主要源自宏觀層面的財政積極作為，當時美國在其他國家財政靜止之際，透過財政刺激推動消費與投資。這次的微觀版本意味著，2026年的「綠芽」將主要出現在美國，吸引全球投資人尋找投資機會，而這些機會首先需要購買美元。考量市場對基礎建設過度投資的懲罰傾向，這些機會最可能出現在AI使用者，或是能促成突破的既有軟體基礎之中。

後疫情時期，美國財政積極作為能被市場輕鬆吸收，因為當時缺乏私人部門投資；但如今全球格局截然不同。美國私人部門投資正因AI及其龐大電力需求而變得活躍。日本與歐洲政府雖積極推動投資，但其私人部門在面臨美國關稅與中國競爭壓力下，表現並不強勁。在債券市場，我們預期期限溢價的陡峭化程度將開始反映各國特定的融資需求，儘管美國財政部有意將發債結構轉向短端，以因應美元穩定幣（stablecoin）的採用。

中國則顯得突出，私人部門投資急劇下降，消費也同步下滑，僅在高端市場維持（呈現與美國類似的K型分化）。中國私人部門投資的下降，至少部分原因來自政府新的「反內捲」政策，旨在抑制過度投資（與地方政府政策同步，主要針對地方過度投資）。目前市場上唯一的投資需求似乎來自中央政府主導的基礎建設。

2026資產配置觀點

股市領漲擴散？

我們預期美國股市的領先地位將延續，尤其是在AI相關產業及其使用者領域。我們對市場共識所預期的「領漲擴散」並不完全認同。最可能的受惠者是數據密集型產業，以及積極推進AI的企業。目前，大型企業在AI的投入上更為積極。領漲擴散通常是景氣循環早期的現象，而重大變革與創新時期則會產生明顯的贏家與輸家，這並非所謂『水漲船高』的環境，也不是領漲擴散的時機。

雖然我們意識到超大規模業者及其他企業在AI基礎建設上過度投資的風險，但我們認為這些風險在2026年不會顯現，因為市場紀律正在形成。儘管如此，我們已開始更關注那些預期將率先受惠於AI資料中心與模型建設的應用（若出現過度建設，受惠程度更高）。這些將是靈活且善於抓住機會的適應者——不一定是大公司或小公司，也不侷限於任何特定地理區域。

債券市場：走向全球

隨著全球已開發市場主權政府在財政上更趨積極，正面差異化因素在於那些私人部門在發債方面活力較弱的國家。我們仍認為期限超過10年的成熟市場主權債吸引力有限，同時對企業債也持保留態度，因為未來幾年長期債券發行壓力沉重，不僅來自AI，也來自電力需求的大幅提升。

在基本面穩定的情況下，信用市場表現最佳的時機與地點，是企業經營穩定且資本投資意願低迷之時。我們看到極長端的融資壓力正在浮現，尤其在美國，這是數十年未見的現象。

在信用市場中，我們持續偏好曲線中段（belly of the curve）以及亞洲非投資等級債（不含中國房地產），同時也開始關注拉丁美洲部分當地貨幣計價的套利型債券，因為該區通膨已低於美國。我們也在部分私人市場與公開市場之間看到相對價值機會，尤其在利率上升環境下，聚焦於私人信貸中的高品質分層，包括基礎建設與資產支持融資（ABF）市場。

另類投資：關鍵分散化工具

另類投資，尤其是黃金，成為重要的分散來源，因為「無風險債券與股票」之間的負相關性正在弱化，削弱了主權債券的分散效益。黃金仍是少數對股票風險分散效益未減弱的安全資產，使其在投資組合中的價值更為凸顯。對部分投資人而言，隨著已開發市場主權財政赤字占GDP比重持續上升，並逼近不可持續的水準，黃金也具備防範貨幣貶值的屬性。

我們長期對加密貨幣作為另類資產的吸引力持懷疑態度，因其應用場景未能擴展至投機之外，除了保持匿名外，缺乏實質效用。展望未來一年，我們預期領先的金融機構將開始從傳統系統遷移至區塊鏈，以提升交易效率。首次，投資人將能夠「投資」區塊鏈基礎設施上交易量的成長，而非僅僅「投機」。

聲明及警語

柏瑞投資隸屬於大都會投資管理(MetLife Investment Management, 簡稱MIM)，MIM為大都會人壽公司(MetLife, Inc.) 旗下的投資管理機構。MIM是一個由多家國際公司組成的集團，致力於向全球客戶提供專業投資建議，並銷售資產管理產品與解決方案。

- 參閱者：**本文件僅供收件人使用。未獲柏瑞投資預先批准下不可轉發本文件。其內容可能屬於機密、專有和/或商業秘密信息。柏瑞投資及其附屬公司均不會為將本文件(不論全部或部份)非法分發予任何第三者負責。
- 意見：**本文件中所表達的任何觀點乃代表基金經理的意見，僅在指定日期有效，如有更改，恕不另行通知。不能保證本文件中所表達的任何意見或任何相關持倉會在本文件發佈時或之後仍會維持。本公司無意藉此招攬或建議任何行動。
- 風險警告：**所有投資均涉及風險，包括本金的潛在虧損。如適用，應參閱發售章程內的詳情，包括風險因素。投資管理服務與多項投資工具相關，其價值均會波動。不同投資工具的投資風險並不相同，例如對於涉及與投資組合不同貨幣的投資，匯率變化可能影響投資的價值，從而使投資組合的價值上升或下跌。在較高波動性投資組合的情況下，實現或取消的損失可能非常高(包括全部投資損失)，因為這種投資的價值可能突然和顯著下跌。在作出投資決定時，準投資者必須自行審視涉及之優點和風險。
- 業績附註：**過往業績並不代表將來表現。不能保證任何投資目標可以實現。柏瑞投資經常使用基準來比較業績。基準僅用作說明用途，任何相關描述不應被理解為任何投資的投資回報與任何基準之間將必然存在相關性。任何參考基準並未反映與主動管理投資相關的費用和支出。柏瑞投資可能不時顯示其策略的效果或通過模型表達一般行業的觀點。此類方法僅旨在顯示預期範圍的可能投資結果，不應被視為未來表現的指引。不能保證可以實現任何回報，或有關策略將對任何投資者成功或有利可圖，或任何行業觀點將會實現。實際投資者可能會遇到不同的結果。

【柏瑞投信獨立經營管理】基金經管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書中，投資人可至柏瑞投資理財資訊網或公開資訊觀測站中查詢。本文提及之經濟走勢預測必然代表本基金之績效，基金投資風險請詳閱公開說明書。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。基金不受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。投資基金可能發生部分或本金之損失，最大損失為全部投資之金額。基金投資涉及新興市場部位，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。基金得投資於非投資等級債券者，由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，此類基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。此類訴求之基金不適合無法承擔相關風險之投資人，適合尋求投資在固定收益證券之潛在收益且能承受基金淨值波動風險者。當基金得投資於符合美國Rule 144A規定之債券，相關風險包括限制轉售期間之流動性風險、因缺乏公開財務資訊進而無法定期評估公司營運及償債能力之信用風險及限制轉售期間的前後之價格風險。

本公司及銷售機構備有投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢：

柏瑞投資理財網：<https://www.pinebridge.com.tw>

境外基金資訊觀測站：<https://www.fundclear.com.tw>

本文原文譯自柏瑞投資集團網站，中英文版本如有差異，以英文版為準。

柏瑞證券投資信託股份有限公司 柏瑞投信獨立經營管理

臺北總公司：104臺北市民權東路二段144號10樓

電話：(02)2516-7883

傳真：(02)2516-5383

台中分公司：407台中市西屯區市政路386號12樓之8

電話：(04)2217-8168

傳真：(04)2258-5983

高雄分公司：80250高雄市四維三路6號17樓之1(A5)室

電話：(07)335-5898

傳真：(07)335-5985