



—  
Investing for a  
world of change

# 更接近多年週期的 起點

2026投資觀點：

新興市場展望

2026年1月



**蘇達輝 (Philip Saunders)**  
Investment Institute  
投資智庫總監



**Sahil Mahtani**  
Investment Institute  
投資智庫總監

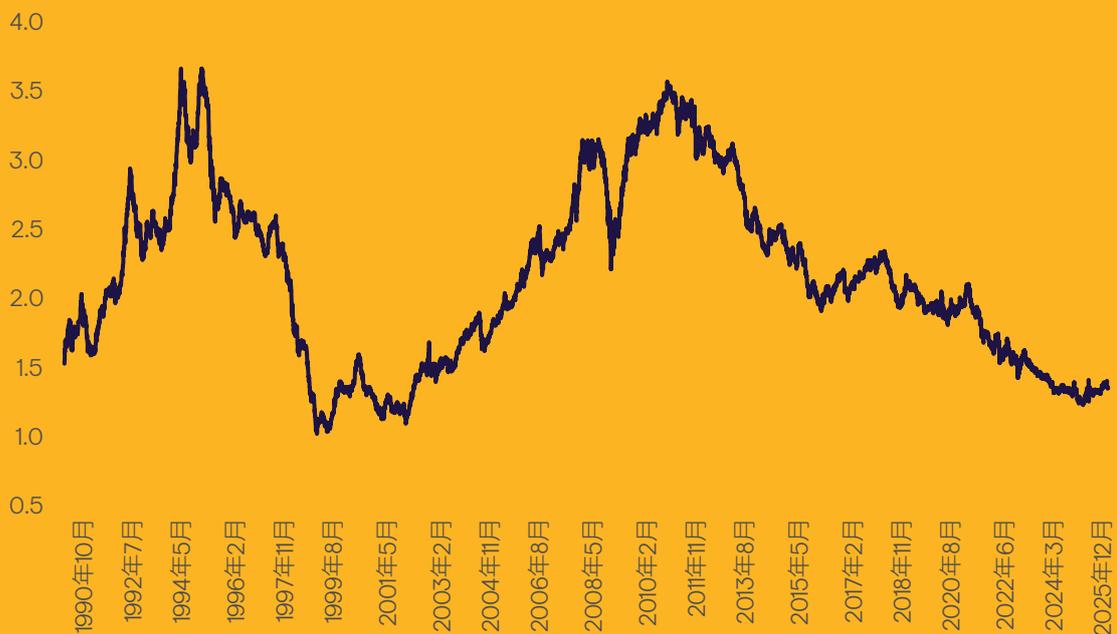
## 概覽

- 各項跡象顯示，新興市場正更接近一段跑贏其他市場表現的時期之起點。
- 新興市場的資產負債表狀況良好，商品上行週期或正逐步醞釀，而支撐美元強勢的多項結構性因素亦正在轉向。
- 綜合而言，整體形勢對新興市場屬正面，並支持其在未來一段時間內維持相對強勢。

眾所周知，新興市場 (EM) 的超額表現往往以多年週期的形式出現 (見圖表1)。2026年的關鍵問題在於：我們目前更接近這新興市場週期的尾聲，還是起點？我們認為是後者。

圖表1: 新興市場相對已發展市場的表現趨勢歷來持續時間較長

MSCI新興市場指數/MSCI所有國家世界指數



資料來源：彭博，2025年12月。曲線上升代表新興市場指數跑贏。

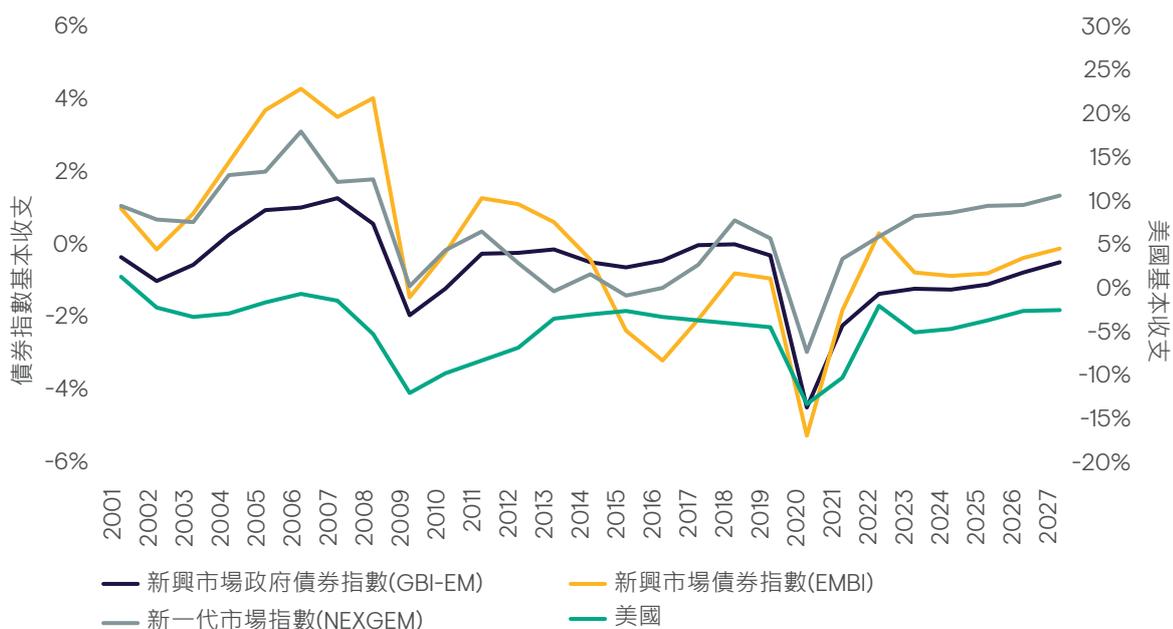
為判斷新興市場經濟目前所處的位置，我們認為投資者需要圍繞三個變化緩慢的因素作出定位：資產負債表週期、商品週期，以及美元週期。這些因素共同反映，新興市場距離過往曾多次出現、並對投資造成重大影響的危機式重置究竟有多近或多遠。宏觀層面的判斷，仍需配合對未來12至18個月的週期性評估，以及對相關證券和行業的由下而上分析；然而，這些宏觀驅動因素仍然是最關鍵的起點。

## 新興市場的資產負債表週期

此處所指的資產負債表，包括財政資產負債表及對外資產負債表。新興市場股票上一次顯著跑贏的高峰期（2001-2010年），並非僅由中國加入世界貿易組織（於2001年完成）、隨後出現的商品超級週期（2001-2011年）、或美元轉弱、歐元及日圓走強（在一定程度上支持新興市場貨幣）所推動。更重要的是，該輪表現很大程度上源於1990年代末亞洲金融危機後的資產負債表清理及隨之而來的穩定化進程。透過去槓桿、縮減規模、貨幣貶值，以及在印尼、南韓、泰國及馬來西亞等國出現的違約與重組，相關經濟體的資產負債表得以重新調整，並為再度加槓桿及更快的經濟增長奠定基礎。

新興市場的財政資產負債表週期可被形容為處於中段。其韌性不及2000年代初期，當時強勁的經濟增長及基本盈餘正推動債務佔國內生產總值比例下降。另一方面，自2020年以來債務急升，主要由2020年短暫衰退這一次事件，以及實質利率大幅上升所推動；隨着通脹回落，實質利率料將呈下降趨勢。事實上，對於構成摩根大通新興市場政府債券指數（GBI-EM）的中等收入大型國家（亦在MSCI新興市場指數中佔有重要比重），基本收支預期將上升至足以在2020年代後期穩定債務水平的程度（見圖表2）。利息支出佔政府收入的比例雖呈上升趨勢，但仍大致與2000年代初期的水平相若。

圖表2：新興市場基本收支料於 2020 年代後期回復至穩定債務水平



資料來源：國際貨幣基金組織（IMF）、Ninety One，2025年7月。

至於對外收支，新興市場整體而言可被形容為處於週期初段，且狀況相對克制：對外債務存量下降、債務償付成本相對歷史屬於溫和水平，而經常帳結餘仍保持正值（見圖表3）。

因此，就資產負債表而言，新興市場整體處於令人安心的「早期至中期」階段，而非宏觀金融週期的末段。

## 商品週期

商品對新興市場的進口國及出口國同樣重要。在商品週期的早期階段，兩者皆能受惠：出口國享有貿易條件改善，而進口國則受惠於強勁的全球需求。其後，能源成本高企及過度擴張的影響開始浮現，進口國與出口國的經濟增速同步放緩。最終，高企的價格及槓桿上升會對新興市場進口國造成壓力；全球需求轉弱、商品價格下跌，新興市場出口國的資產負債表亦隨之惡化，直至一次重置清理整個體系，然後週期重新開始。

目前商品週期處於哪一階段？全球貿易尚未出現新一輪急速增長：貨物流動增長雖然為正，但幅度溫和，並非新週期初段常見的同步擴張。商品價格（尤其是能源及大宗原材料）已趨於回落，石油供應超過需求，綜合指數亦預期下跌；而工業金屬（如銅）出現的短暫反彈，似乎更多由供應中斷所推動，而非強勁的全球需求。整體而言，這更像是一個處於成熟或穩定狀態的市場，尚未形成明確趨勢。

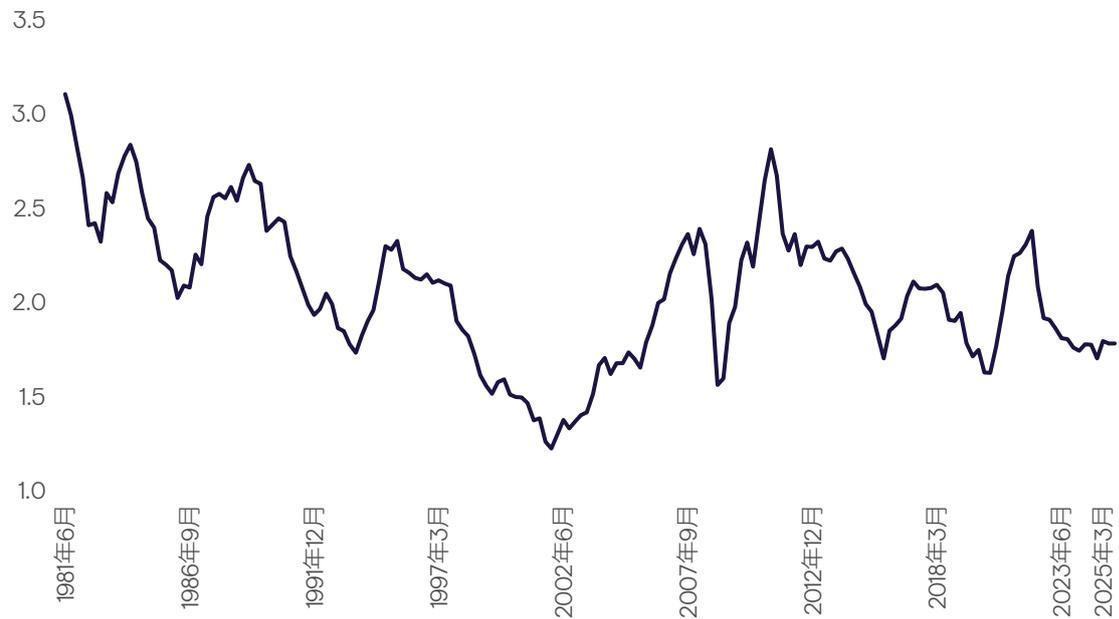
然而，若從長期角度觀察，則呈現出不同的圖景。實質商品價格於2010年見頂，其後整體呈下降趨勢（見圖表4）。2025年看來更像是下行週期的尾聲。基於目前或本十年稍後時間展開一個多年度上升週期，並非沒有理據，尤其是在全球資本開支投資週期已經啟動的背景下。

從投資行為的角度來看，商品週期處於早期階段的理據更為充分。目前，天然資源企業在資本投放方面仍然審慎而有紀律，在擴大產能前要求更高的投資回報門檻。這與週期後段的行為模式形成對比；後者通常伴隨較缺乏紀律的資本開支及更頻繁的集資活動。

總體而言，從較長期角度看，商品週期很可能顯示新興市場仍處於早期階段。

圖表3：實質商品價格呈下降趨勢

CRB商品指數/消費物價指數



資料來源：彭博，2025年7月。

## 美元週期

最後，我們需要判斷美元週期目前所處的位置。就我們的觀點而言，我們正處於一個始於2011年、歷時甚長的美元上升週期的尾聲；這是自1970年以來第三次出現的美元上升週期。美元週期通常持續時間較長，一般約為7至12年。這一輪美元上升週期現已踏入第14年，其持續性來自多項因素，包括美國經濟表現跑贏、收益率較高、跨境資產流動，以及多次全球性衝擊所強化的避險需求；同時，美國在地緣政治及地緣經濟上的核心地位亦構成基礎支撐。其結果是美元在結構上偏強且估值過高，同時美國資產亦處於偏高估值水平；市場對此現象往往統稱為「美國例外論」。

然而，目前支撐美元強勢的多項結構性因素正開始轉向。在歐洲及日本經歷長期停滯及增長動力疲弱的一段時期後，利率差距正逐步回復正常。美國的雙赤字（財政赤字及經常帳赤字）再次擴大，情況與1985年及2002年美元見頂時相若；同時，關稅措施有可能拖慢經濟增長，而財政擴張亦可能削弱市場對美國政策組合的信心。

與此同時，投資者對美國資產的配置已顯著偏高，為資金在其他地區重拾競爭力時向外輪動奠定基礎。歷史經驗顯示，美元只有在地緣政治與貿易格局、利率差距、投資資金流向，以及外匯政策同時出現轉變時，才會真正反轉走勢。在我們看來，市場正等待某種外匯政策層面的轉變，其影響力或可媲美1985年的廣場協議、1971年的尼克遜黃金衝擊，或2000年代初歐元崛起。具備這種潛在影響力的情景不止一個。因此，從美元週期的角度來看，2026年對新興市場而言，明顯屬於「週期初段」。

### 令人鼓舞的背景

總結而言，就資產負債表而言，新興市場整體處於週期初段至中段，對外狀況可控，財政健康度屬於中期水平；儘管債務水平高於2000年代初期，但隨着實質利率回落，債務料將大致趨於穩定。商品週期處於早期階段，其特徵是在商品企業定價行為理性的情況下，全球貿易溫和、價格趨於回落。相對而言，美元週期似乎已進入後段；美元估值偏高，加上「美國例外論」影響力逐漸減弱，顯示下一輪轉向或將有利於新興市場貨幣及資產。

綜合以上因素，從結構性宏觀金融角度來看，新興市場的整體形勢相對正面，並支持其在未來一段時間內維持相對強勢。

# 新興市場固定收益： 着眼本地

通脹回落、高實質政策利率，以及海外投資者配置仍偏低，為當地貨幣債券帶來利好的投資環境。

在新興市場通脹持續回落、而聯儲局僅逐步減息的背景下，新興市場固定收益的投資機會整體而言更偏向當地利率債券。新興市場當地貨幣債券的投資理據，建基於相對溫和的通脹環境，以及仍然偏緊的政策立場。實質政策利率（即經通脹調整後的貨幣政策利率）仍接近20年高位，為央行在2026年期間放寬政策提供空間。儘管部分拉丁美洲及中東歐經濟體的通脹仍高於目標水平，但這些經濟體亦能在相對較高的政策利率下運作。海外投資者對新興市場當地貨幣債券的配置，仍未回復至2020年前水平；一旦市場情緒改善，這將構成強而有力的支持因素。上述組合——偏低的通脹、高實質收益率，以及海外配置偏低——即使新興市場貨幣僅呈橫行走勢，亦足以創造出利好的長期前景。

在策略層面，我們偏好貨幣政策具公信力，且事前實質政策利率較高的市場，包括巴西、墨西哥、南非及秘魯。對於中東歐部分地區，我們則較為審慎，因當地財政立場較為寬鬆，而歐盟的財政開支亦可能令經濟增長及期限溢價維持偏高。

在硬貨幣主權債及企業債方面，2024至2025年期間息差顯著收窄，信貸市場已「消化」相當部分美國經濟衰退風險。然而，與其他美元計價的息差資產相比，新興市場主權債收益率仍具競爭力。我們在2025年展望中已明確指出——即使息差進一步收窄的空間有限，新興市場硬貨幣債券仍可帶來不俗回報，原因在於其絕對收益率仍具吸引力，且疫情後的違約週期大致已告一段落——而這一邏輯在2026年仍然適用。相較美國高收益債的部分板塊，許多新興市場主權債券的相對價值仍然較佳；在宏觀因素支持下，新興市場債券指數的息差亦未至過於昂貴，使收益率仍然是總回報論述的核心。在配置規模方面，亦須考慮到風險偏好指標已處於偏高水平，這通常會抑制未來超額回報的預期。

可能破壞上述情景的因素是甚麼？其中一個直接答案，是美國經濟過度強勁，以及聯儲局轉趨偏鷹。另一個相反的情景，是經濟顯著轉弱而美國財政赤字大幅上升，這可能導致全球貿易疲弱及期限溢價上升，從而令收益率曲線趨陡，並抑制風險偏好。2025年4月的「解放日」衝擊亦屬潛在變數：政策主導的關稅升級及更廣泛的貿易限制，將在邊際上收緊美國金融環境，令新興市場出口週期更為複雜，並在機制上支持美元走強，對新興市場貨幣構成不利因素。儘管我們認為由關稅引發的升級風險正在下降，但關稅相關的不確定性仍令我們在外匯配置上保持較高紀律，並更偏向於當地存續期投資，尤其是在內部通脹回落佔主導的情況下。

## 新興市場股票： 趨勢出現正面突破

全球環境有利新興市場股票，尤其是在美元出現明顯下行趨勢的情況下；同時，淨發行所帶來的阻力亦已逐步消退。

2025年對新興市場股票而言是不尋常的一年，出現了三個同時發生的趨勢突破。首先，新興市場股票自2020年以來首次跑贏全球股票，並錄得自2009年以來最大的全年相對超額回報。其次，美元顯著下跌；最後，中國股票亦出現強勁反彈。

投資者需要思考的問題是：2025年是否標誌着新興市場股票進入一個為期多年的趨勢轉折，抑或僅僅是一個異常年份。新興市場表現跑贏的直接原因，是相對溫和的宏觀環境，儘管期初因市場預期特朗普關稅政策將帶來負面增長衝擊，估值相對偏弱。相反，新興市場受惠於美元轉弱，加上在溫和財政政策支持下，全球金融環境趨於寬鬆，並伴隨顯著的盈利增長。台灣，以及較為罕見地，南韓，成為表現突出的市場，主要受惠於人工智能硬件的上升週期，加上相對估值偏低；而就南韓而言，企業管治改革的前景亦構成額外利好。中國的政策刺激措施，以及其在人工智能領域的顯著領導地位，為中國股票的升勢提供支持。儘管印度股票受制於偏高的估值起點，但仍以低至中個位數的正回報結束2025年。幾乎所有新興市場股票指數於年底均錄得正回報。

## 溫和有利的環境

新興市場股票在2026年的表現將如何？隨着白宮關稅政策帶來的負面衝擊已成過去，加上中美關係趨於緩和、相較年初尾部風險下降，地緣經濟因素已不再是市場焦點。因此，以較傳統的宏觀經濟分析角度，將更適合作為思考2026年新興市場股票表現的起點。一般而言，當全球宏觀經濟及流動性環境溫和、新興市場增長跑贏已發展市場、新興市場本地利率偏高、新興市場貨幣估值偏低、波動性預期處於低位、情緒及資金流向改善，且已發展市場增長既未惡化亦未過熱時，新興市場股票往往表現最佳。

整體而言，目前的宏觀環境正呈現出一個相對溫和有利的狀態。已發展經濟體很可能正處於通脹趨於穩定（即使緩慢上升）的階段。經濟增長仍屬穩健，而美國的政策利率雖然仍具限制性，但方向正逐步向下。同時，新興市場相對於已發展市場的增長溢價，料將穩定於約2.2%至2.5%的水平，從而合理化已發展市場投資者配置新興市場股票時所承擔的較高風險。儘管該水平不及2000年代初期約4%的高位，但已屬足夠，而且相關預測近期亦呈上升趨勢<sup>1</sup>。在這類再通脹環境下，MSCI新興市場指數過往往往能錄得正數、但屬單位數的回報。

## 淨發行阻力正在消退

新興市場股票的看淡情景，關鍵在於盈利增長能否跟上。如我們過往所指出，這取決於淨發行是否會對回報構成拖累。儘管收入增長穩健，新興市場股票在2010年代卻因大量淨發行而受壓；高成本的首次公開招股浪潮（尤其是在中國），以及指數納入事件稀釋了表現，每年幾乎抹去約六個百分點的回報。上述阻力現已消退：中國的淨發行規模下降，股份回購活動增加；同時，IPO估值更趨合理，而指數納入所帶來的壓力亦大致回復正常。在稀釋效應不再壓倒基本因素的情況下，新興市場回報將更能反映其內在的收入增長；特別是考慮到中國在指數中佔有較大比重，其公司治理改善及更有利股東的資本管理，均有助支持表現。

## 上行風險

若新興市場的增長率高於市場預期，盈利亦存在上行風險。這是因為新興市場（特別是亞洲）通脹處於歷史低位，為政府應對任何增長放緩提供政策空間。尤其是在拉丁美洲，偏高的實質利率為投資者提供進一步緩衝。新興市場實質利率之所以偏高，一方面是投資者尚未完全適應新興市場結構性低通脹的新環境；另一方面，印尼及南非等少數國家近期亦出現通脹加速。

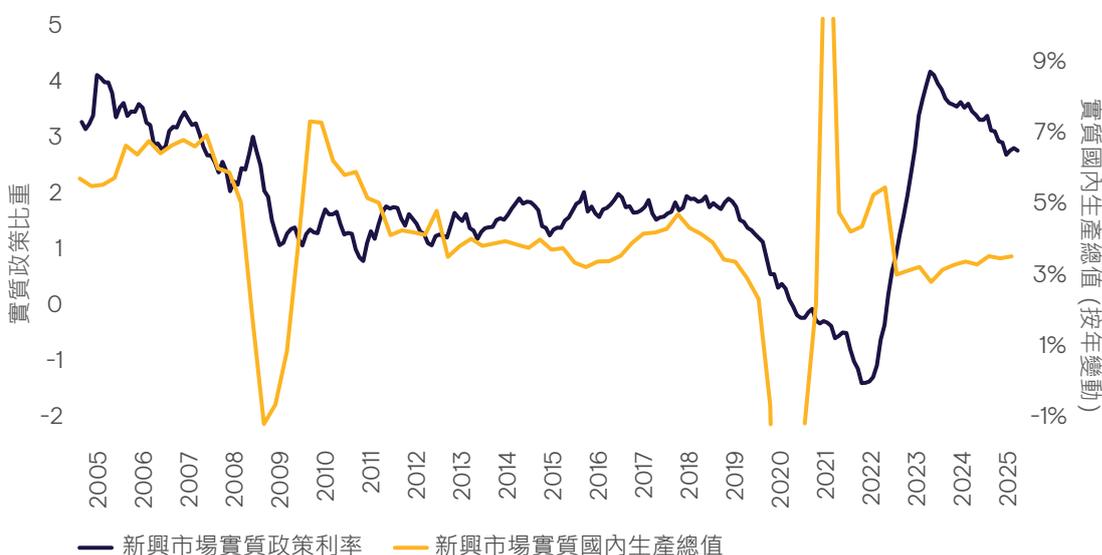
1. 新興市場/已發展市場盈利預測修訂指數—摩根大通

隨着上述因素逐步消化，實質利率存在下行空間，而這種情況或於2026年出現。若實質利率下調數百個基點（考慮到實質政策利率與實質GDP之間的歷史關係，見圖表5，這並非不可能），新興市場週期性股票的超額表現或將相當顯著。

新興市場通脹處於歷史低位，加上上述更大的政策靈活性，亦有助提升企業的經營槓桿。MSCI新興市場指數的利潤率預計將升至8.8%，而中國以外的新興市場利潤率則有望升近10.2%；低通脹有助收入增長轉化為更高的利潤率，並於2026年帶來更強勁的每股盈利。

圖表4：新興市場多個地區的實質利率或「過高」

新興市場實質政策利率比較國內生產總值



資料來源：國際貨幣基金組織 (IMF)、Ninety One、2025 年 11 月。政策利率及國內生產總值均按政府債券指數的權重計算。

圖表5：新興市場資產將持續受惠於通脹回落



資料來源：Ninety One、2025年12月。通脹驚喜反映實際通脹結果與市場共識預期之間的差距；負值代表通脹低於預期。

2025年新興市場股票的大部分回報來自估值上升，反映股票投資者預期未來盈利表現將有所改善。從絕對水平來看，新興市場12個月預測市盈率为14倍，處於2011年以來歷史分佈的第90個百分位，這顯示市場不太可能出現廣泛的估值重估。然而，與已發展市場相比，新興市場的估值仍處於明顯折讓水平（相對MSCI世界指數的市盈率折讓達32%），這為相對表現提供緩衝，一旦盈利如預期實現，將有助支持其跑贏表現。

目前市場共識預期，隨着利潤率回升，新興市場的盈利將於2026年重新加快增長。2026年盈利增長預計接近但略低於15%；當中以科技股（每股盈利預測增長21%）及原材料股（19%）領先，其後緊隨的是醫療保健及房地產板塊。

### 分散人工智能配置

投資者應如何應對人工智能資本開支走勢一旦被重新評估，對新興市場可能帶來的風險？這一點至關重要，因為資訊科技是MSCI新興市場指數中最大的行業，且預期將成為帶動超額表現的主要動力。首先，作為一項緩衝因素，新興市場中受惠於人工智能的企業——例如台積電（TSMC）、SK海力士及三星——其估值普遍低於西方同業，庫存水平呈下降而非上升趨勢，而且目前其資本開支亦較為審慎。此外，新興市場中亦存在整個板塊（例如來自印度及東盟地區的企業），其盈利增長並非特別由人工智能相關支出所驅動。投資者可善用上述分化情況，在新興市場內於人工智能及非人工智能相關板塊之間維持均衡配置。

## 重要資訊

本通訊的內容僅供已具備金融市場知識的讀者參閱。

本通訊僅視為一般資訊。本文件中的任何內容均不應視為簽訂任何合同、投資意見、任何類型的建議、招攬客戶，或投資於任何特定策略、證券、衍生工具或投資產品的要約。本文件的資訊可能會討論一般的市場活動或行業趨勢，不擬作為預測、研究或投資建議的憑據。本文件提供的經濟及市場觀點反映晉達資產管理截至所示日期的判斷，可能會隨時更改，恕不另行通知。所表達的觀點及意見將會受利率及一般市場情況轉變，以及其他政治、社會及經濟發展的影響。概不保證所表達的觀點及意見正確無誤，可能未能反映整個晉達資產管理的觀點，按不同的投資目標可能會表達不同的觀點。儘管我們認為來自外部的任何資訊均為可靠的，但我們並未對其作出獨立審核，因此我們不能保證其準確性或完整性。晉達資產管理的內部資料可能未經審核。晉達資產管理未有提供法律或稅務建議。閣下應自行決定是否信任本文件所載之資訊。投資者在作出任何投資之前，應諮詢其法律、稅務及財務顧問。過往表現不應被視為將來表現的指標。投資涉及風險；可能產生損失。

除非另有授權，否則未經晉達資產管理事先書面同意，不得將本文件資訊顯示、複製、傳送或以其他方式提供給任何第三方。©2026年Ninety One。版權所有。由Ninety One發行，2026年1月。

