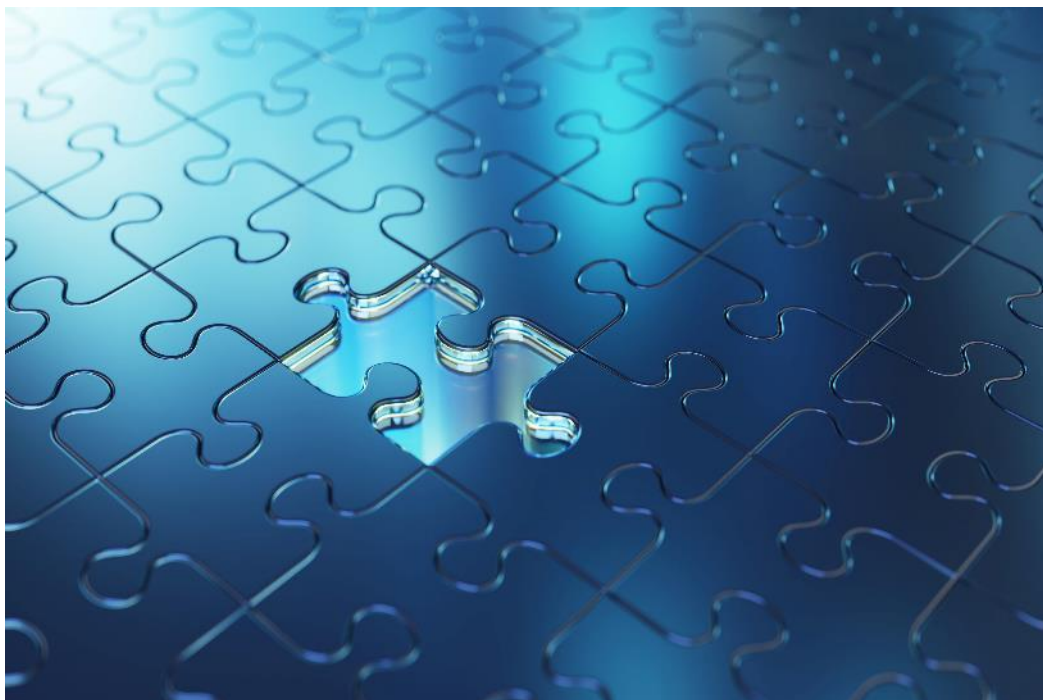




美國股市：耐人尋味



陳偉聰

東亞銀行財富管理處高級投資策略師

鄭瑩

東亞銀行財富管理處投資策略師



美股第四季展望及策略 – 耐人尋味

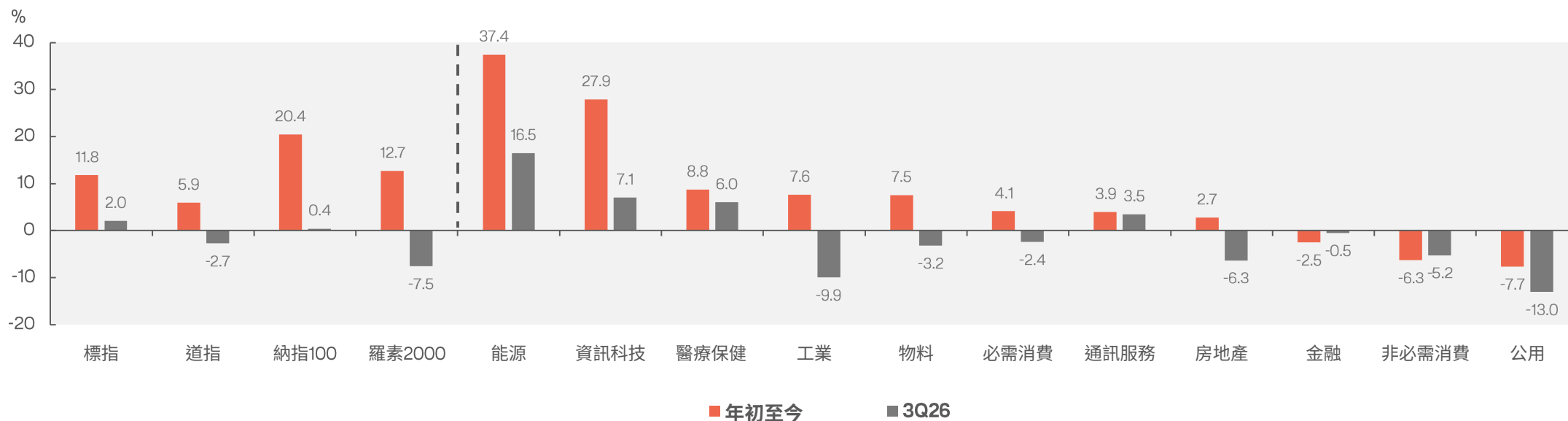
- ❑ 回顧第三季，美股在企業盈利強勁支撐下創新高，惟能源價格及通脹反彈、長端國債息上升，及聯儲局重啟加息的疑慮等宏觀逆風之下，整體升幅在季末有所收窄。
- ❑ 展望第四季，預期美國經濟仍保持韌性，美股企業盈利增長保持強勁，其中能源、科技和物料板塊預期盈利增速較強；惟下半年盈利超標幅度或收斂，加上市場面對地緣局勢反覆、通脹仍具黏性，聯儲局會否持續加息的疑慮，以及中期大選臨近的行業政策不確性等，整體大市在高位震盪或加劇，呈現利空因素間歇性發酵的耐人尋味格局。
- ❑ 受惠於美股Q2亮麗盈利表現及正面前瞻指引，我們將FY26標普500指數每股盈利預測從342美元上調至371美元（按年升38%），並新增NTM（未來12個月）盈利預測為408美元。基於聯儲局上調利率步伐可能超預期、AI行業短線不確定性增加，故將NTM預測市盈率目標從23.0倍下調至20.8倍，給予FY26市盈率目標21.5倍。因此，我們將FY26標普500指數目標由7,870點上調至7,980點，另給予未來12個月指數目標8,490點。
- ❑ 須留意加息重啟或造成股市短期震盪，而美國長端債息如再度飆升或將利淡美股表現，過往中期選舉前後美股普遍向好，但今年或承受較大波動風險，預期在負面情景下標普500指數的回撤幅度可達8%，下方較大支持料於7,100至7,200點。
- ❑ 人工智能前沿模型持續升級、變現能力多維度提升，加上關鍵半導體和基礎設施短缺格局未變，我們維持對AI主題中長線樂觀的看法，但部份利空因素，如AI雲服務商自由現金流惡化、AI安全性問題等或間歇性發酵，從而導致股價波動性增加。
- ❑ 第四季建議多元化投資，較看好大市值、強勁資產負債表、增長型的選股風格；組合持倉適度分散至AI硬件以外的板塊，如能源、發電及電力設備、通訊服務、礦業等。



美股第三季震盪市況中創新高，板塊輪動行情更明顯

- 美股在經歷了上半年的強勢上漲後，第3季受到中東局勢惡化、聯儲局重啟加息、AI板塊獲利回吐，出現間歇性的震盪及板塊輪動。標普500指數在Q3期間一度升至歷史高位7,816點，惟至期末升幅僅2%，而上半年顯著跑贏的納指100及羅素2000指數分別僅升0.4%及下跌7.5%。
- 能源板塊在Q3錄得超過16%的驚人升幅，遙遙領先其他行業，主要驅動力來自美伊戰局重燃刺激油價反彈。資訊科技行業經過7月份急速回調後，在強勁業績帶動下收復失地，期內升7.1%。醫療保健及通訊服務板塊在Q3成功錄得正回報，顯示波動市況中資金更傾向配置具備防禦屬性或盈利相對穩定的行業。

美股主要指數及標普各行業年初至今及Q3表現

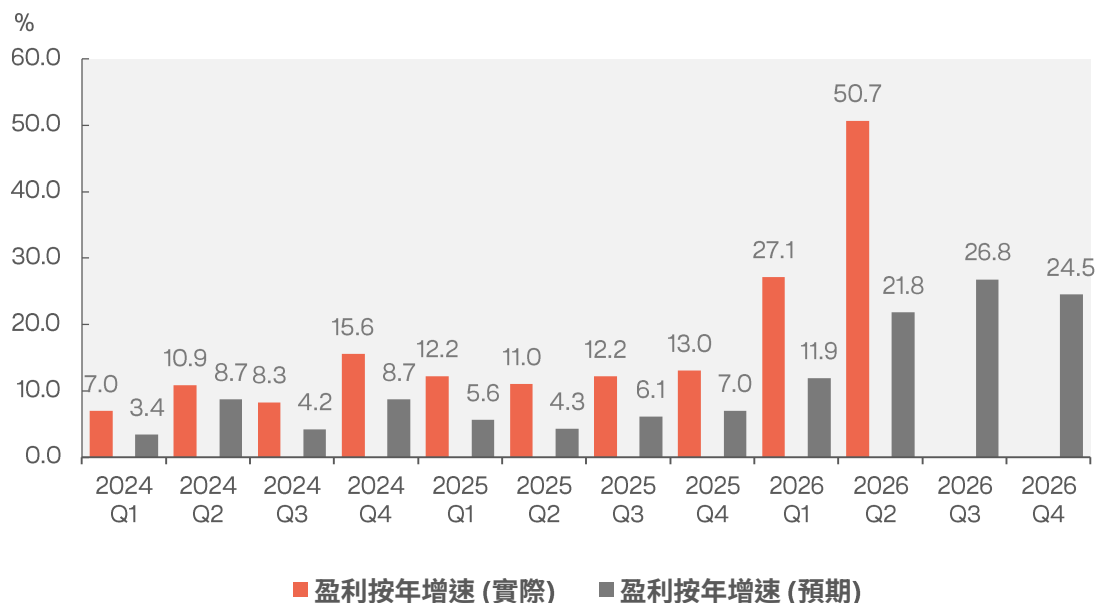




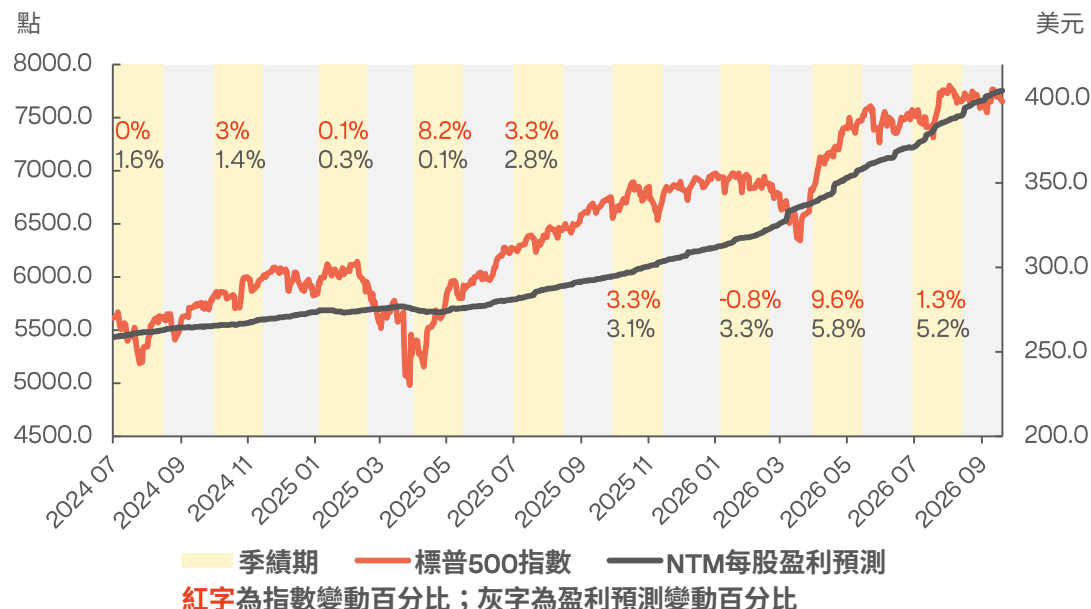
美企盈利表現仍屬大市重要支撐，惟下半年超標幅度或收斂

- 今年首兩季標普500指數盈利增長顯著加速，Q2盈利按年增速高達51%，剔除股權投資收益後的增速亦達31%，遠勝期初市場預測的22%。
- 目前市場預測標普500指數今年Q3/Q4的盈利增長介乎24%至27%，受惠於美國經濟保持韌性、AI上游行業交付價量齊升，Q3盈利超標完成難度料不大，惟超預期幅度或較Q1及Q2收窄，主要挑戰為油價高居不下、世盃後消費情緒走弱、AI雲廠商折舊開支大增、投資收益減退。
- 過去兩年美股季績期內，標普500指數錄得正回報的機率為89%，主要驅動力為盈利預測持續上調。今年以來標普500指數NTM盈利預測累計上調約28%，其中Q1/Q2業績期內盈測分別上調5.8%/5.2%，惟指數升幅按季大幅收斂（9.6%/1.3%），反映超預期業績對股市的推動力正在減弱。

標普500指數季度盈利預期與實際增速



美股季績期內標普500表現及每股盈利預測變動

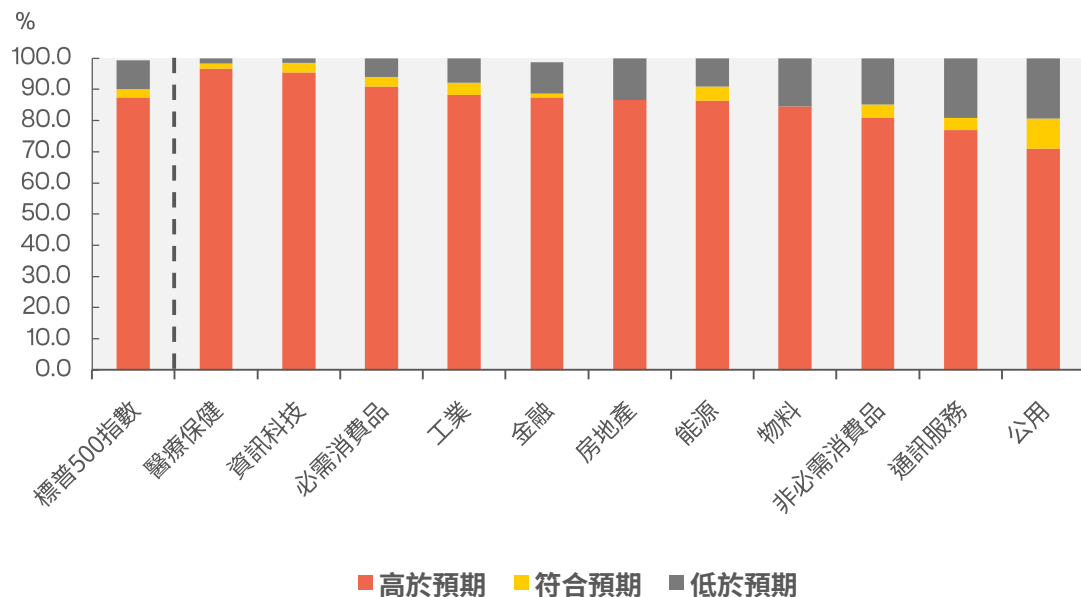




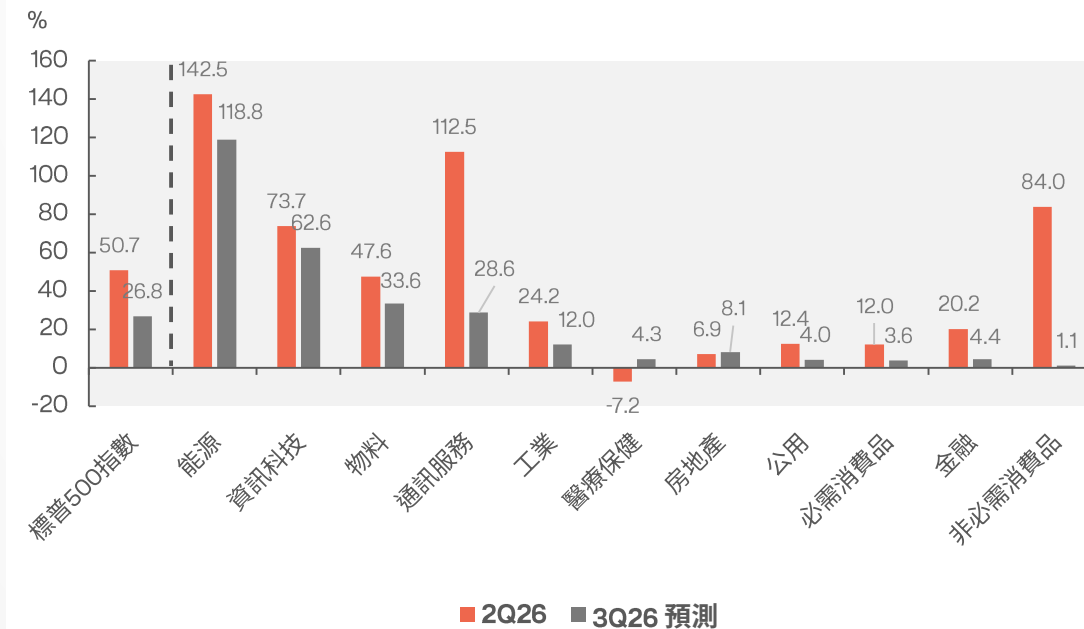
標普500分類行業盈利表現分化，資訊科技盈利驚喜度及增速均處前列

- 標普500指數今年Q2盈利勝預期的股票數目高達87%，屬過去10年的第3高季度，且遠高於10年平均水平的77%。
- 按行業分類，Q2盈利超預期股票數目佔比首3大的行業分別為醫療保健(97%)、資訊科技(96%)、必需消費(91%)；此外，期內盈利增速最高的三大行業分別為能源(+142%)、通訊服務(+113%)、非必需消費(+84%)，惟部份貢獻來自帳面投資收益。
- 市場預期Q3盈利增速最高的三大行業為能源(+119%)、資訊科技(+63%)、物料(+34%)。主要受惠於：1)國際油氣價格和金屬價格上漲；2)AI基建行業（包括半導體、記憶體、伺服器、晶圓代工及封測設備、網路設備、電力設備等）出貨量及平均售價顯著增長。

標普500指數及各行業2Q26盈利分析



標普500指數及各行業盈利按年增長





加息重啟或造成股市短期震盪，能源、公用、必需消費等板塊料較抗跌

- ❑ 聯儲局9月份重啟加息後，我們預期Q4或再加息25點子，明年利率則料保持平穩。儘管美國經濟和企業盈利仍具韌性，但美股的股權風險溢價正處於多年低點，重啟加息料將造成短期震盪。觀乎過去5次加息週期數據，首次加息後1個月及3個月，標普500指數普遍錄得負回報，惟平均跌幅相對溫和(-3.2%及-6.2%)。
- ❑ 美股各行業在加息初期表現分化，金融、非必需消費、醫療保健平均跌幅較大，且跑輸標普500指數約150至300點子。反之，公用、電信、物料、必需消費板塊的抗跌力較佳，能源板塊更逆市錄得約3%漲幅，可作為本季股票組合的避險之選。

加息周期年份	首次加息日期	基準利率變動	加息後1個月標普500表現	加息後3個月標普500表現
1994	1994年2月4日	3.00% → 3.25%	-0.6%	-3.9%
1999	1999年6月30日	4.75% → 5.00%	-3.1%	-6.6%
2004	2004年6月30日	1.00% → 1.25%	-3.2%	-2.3%
2015	2015年12月16日	0.25% → 0.50%	-9.7%	-2.2%
2022	2022年3月16日	0.25% → 0.50%	+0.5%	-15.9%
平均表現			-3.2%	-6.2%

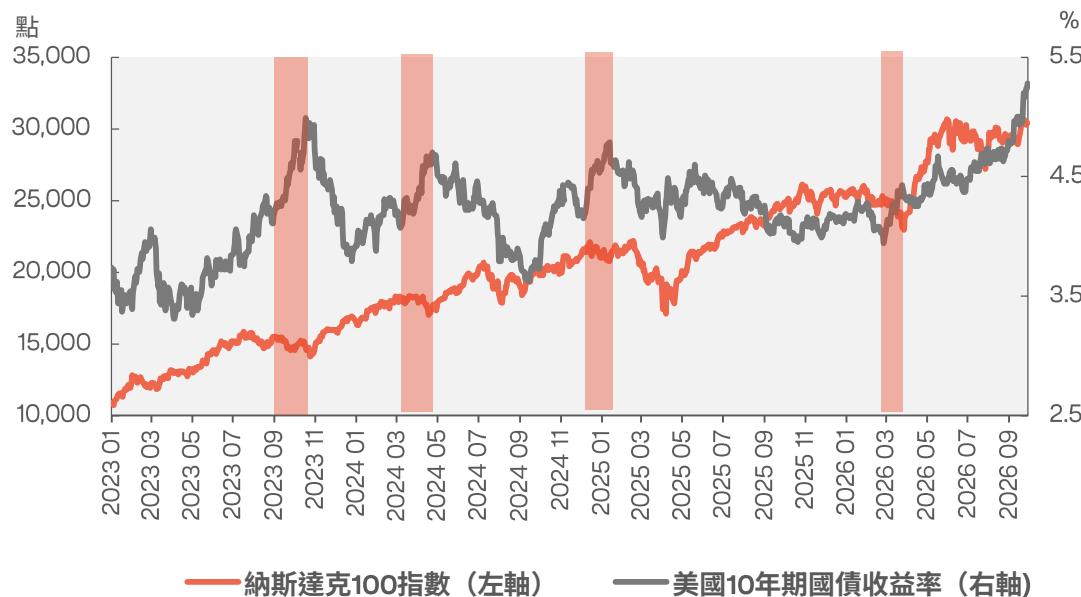
標普500各行業分類指數於加息週期首次加息後3個月表現						
行業分類指數	1994年	1999年	2004年	2015年	2022年	平均
	價格變動	價格變動	價格變動	價格變動	價格變動	
能源	-3.86%	-1.74%	10.42%	1.90%	8.88%	3.12%
公用事業	-9.15%	-5.95%	5.73%	12.58%	-8.03%	-0.96%
電信/通訊服務	-1.93%	-7.74%	5.51%	13.30%	-20.23%	-2.22%
房地產	N/A	N/A	4.57%	0.92%	-16.62%	-3.71%
物料	-5.44%	-8.64%	2.98%	1.15%	-10.73%	-4.14%
必需消費	-2.17%	-12.92%	-6.05%	2.65%	-6.74%	-5.05%
工業	-5.62%	-5.25%	-0.49%	0.90%	-15.24%	-5.14%
資訊科技	-0.73%	4.92%	-10.00%	-2.44%	-18.63%	-5.38%
標普500指數	-3.85%	-6.56%	-2.30%	-2.21%	-15.86%	-6.16%
醫療保健	-3.79%	-10.48%	-5.74%	-7.67%	-10.60%	-7.66%
非必需消費	-4.98%	-8.75%	-1.39%	-2.52%	-23.80%	-8.29%
金融	-1.59%	-15.53%	-0.24%	-8.52%	-19.85%	-9.15%



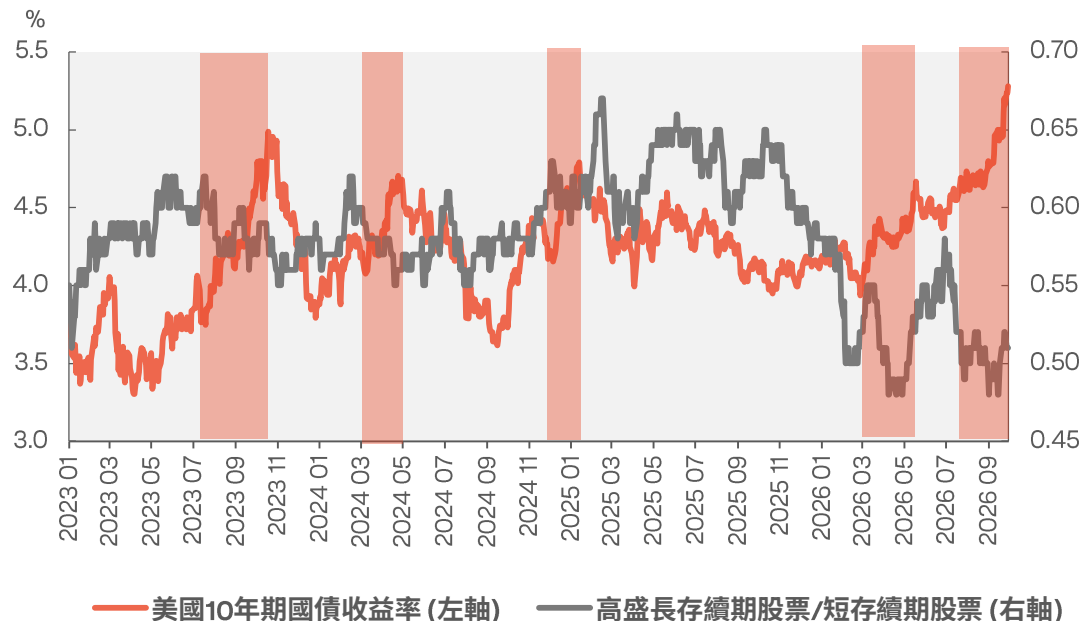
美國長端債息飆升普遍不利納指表現，另須警惕長存續期和高負債股票

- 2023年至今，當10年期國債息率在4%以上，並在1個半月內抽升超過50點子，期內納指100均錄得負回報，平均跌幅約3%。今年8月中至9月下旬期間，10年美債息率由4.6%一度抽升至5.3%（70點子），納指100卻不跌反升，顯示AI主題股票的盈利增長動能和清晰度暫時抵銷了折現率上升所形成的估值壓力。不過，若債息短期內續抽升至5.5%上方，預期科技股指回調壓力將加劇。
- 假如美國長端國債息率持續攀升，預期將對兩類股票造成較大衝擊：1)估值較高及存續期較長，例如生物科技、量子科技、光通訊、太空航天、新興雲服務商等板塊；2)負債比率較高或融資壓力較大，包括商業地產REITs、AI雲服務商、新能源電廠、醫療服務等行業。

納斯達克100指數 vs 美國10年期國債收益率



無風險利率上升對長存續期美股的影響

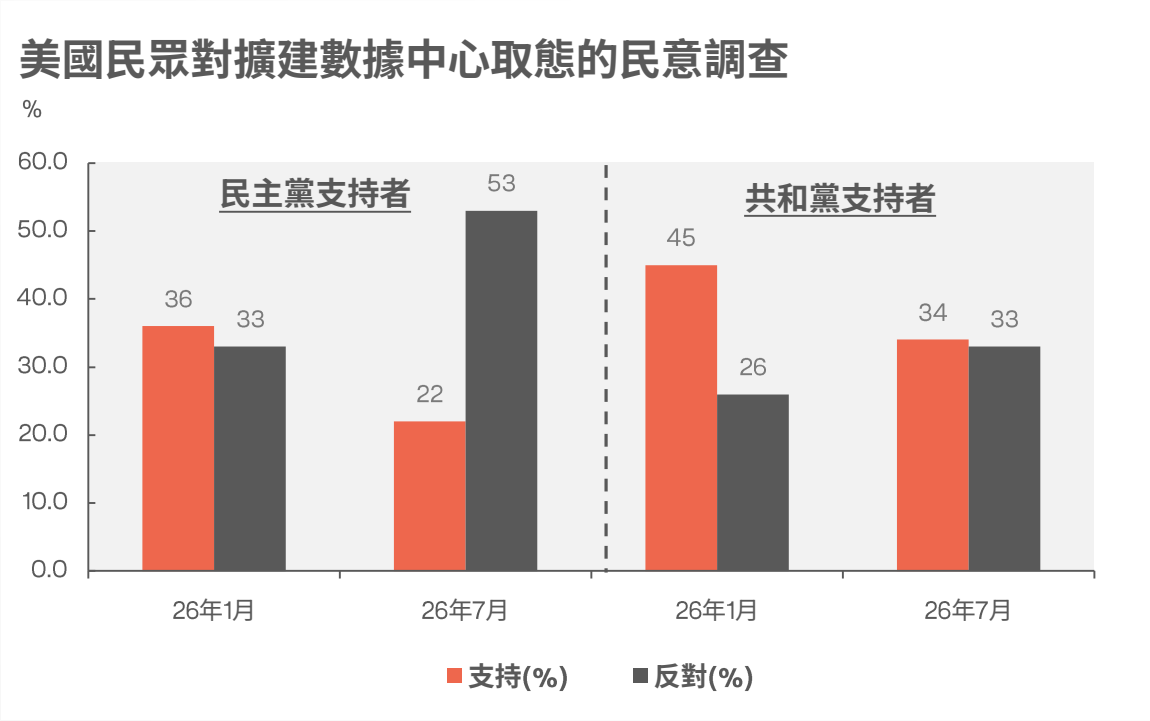




過往中期選舉前後美股普遍向好，今年或承受較大波動風險

- 自1950年以來的中期選舉年，Q4標普500指數普遍表現向好，選舉前(10月-11月初)與整個季度期間的平均漲幅分別為4.0%/6.5%。當中由非執政黨橫掃兩院的年份，股市表現平均更佳，這顯示市場較歡迎「跛腳鴨」政府，因傳統以來政治僵局更易於消除政策不確定性。
- 今年若出現民主黨以壓倒性優勢獲勝，預期美股市場波動性將加劇，主因是：1)特朗普推出親商政策（如下調企業稅、放鬆金融監管）的動能將喪失；2)部份民主黨支持者強烈反對擴建數據中心，將引發更多收緊AI產業規管、上調科企稅率、放慢審批新建數據中心的憂慮，料對半導體及AI基礎設施板塊造成短期回調壓力。

1950年至今中期選舉結果各情境與標普500指數表現			
選舉結果可能情景	選舉年份	10月至 中期大選 之平均回報	Q4期間 之平均 回報
執政黨勝出參眾兩院	1950; 1962; 1966; 1978; 2002	+2.5%	+5.0%
民主共和兩黨 各勝出其中一院	1982; 2010; 2018; 2022	+5.0%	+4.8%
非執政黨勝出兩院 (共和黨總統主政)	1954; 1958; 1970; 1974;1986; 1990; 2006	+4.5%	+7.8%
非執政黨勝出兩院 (民主黨總統主政)	1994; 1998; 2014	+3.9%	+8.6%



資料來源：彭博、The POLITICO Poll with Public First，數據截至2026年9月30日

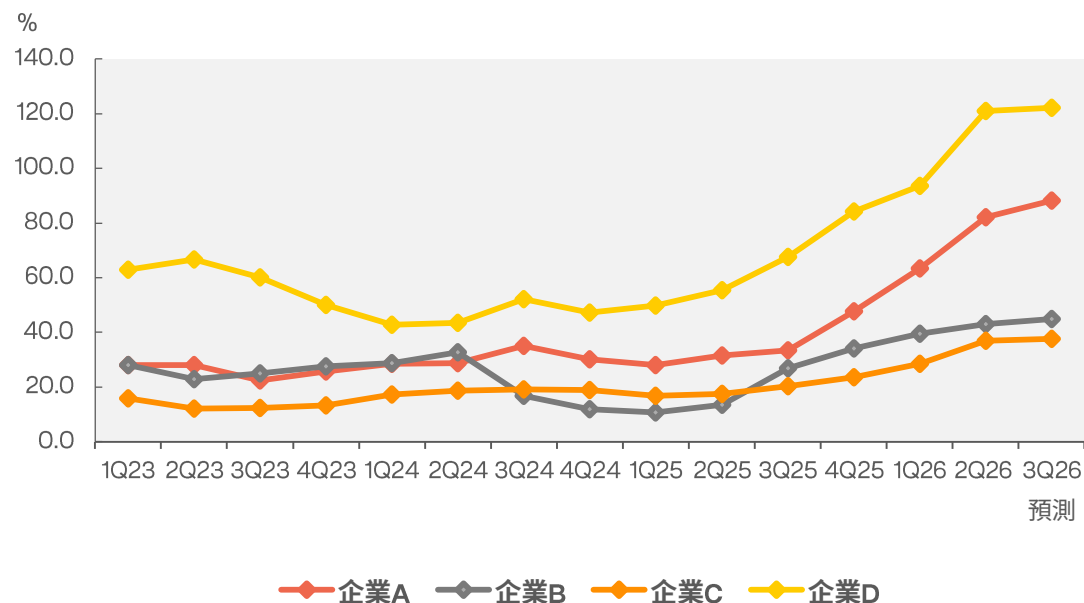
過往表現不代表將來表現



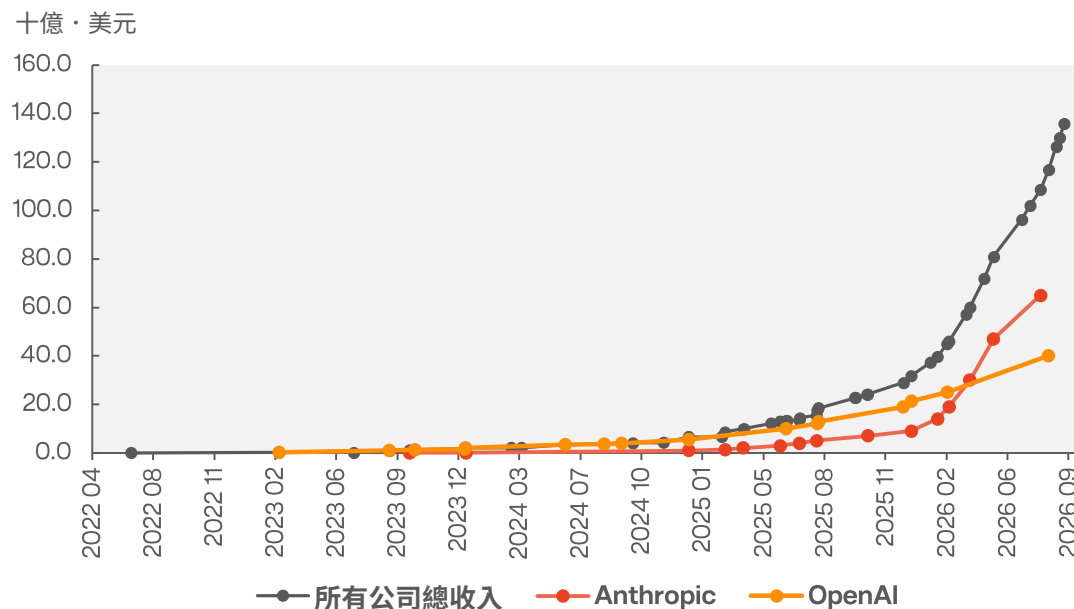
人工智能板塊 – 變現能力多維度提升，中長線看法維持樂觀

- ❑ 美國兩大AI實驗室變現能力持續增強，截至8月年化收入分別高達650億/400億美元，較今年初增長620%/87%，主要催化劑來自大模型升級後性能躍升，並可處理更多複雜任務，帶動用戶量和平均Tokens消耗量均呈現激增，加上IPO集資後，可望進一步推升算力需求。
- ❑ 美國超大型雲服務商Q2 AI雲業務收入加速增長，首三大企業未交付之算力訂單亦創新高（累計1.7萬億美元，為Q2雲收入的15.8倍），意味未來數季雲業務收入的清晰度相當高。資本開支大增可能繼續削弱經營利潤率及自由現金流，但影響料屬可控，中長線維持看好。
- ❑ 我們預期AI雲服務商資本開支擴張趨勢未變，惟增速料放緩，FY26/FY27或達至8,350億/1.2萬億美元，中長線料續利好AI基礎設施板塊，例如GPU、CPU、記憶體、晶圓代工、先進封測設備、伺服器、網路傳輸、電力設備等。

美國主要Hyperscalers核心AI雲業務收入按年增速



全球主要AI實驗室年化收入





人工智能板塊 – 利空因素或間歇性發酵

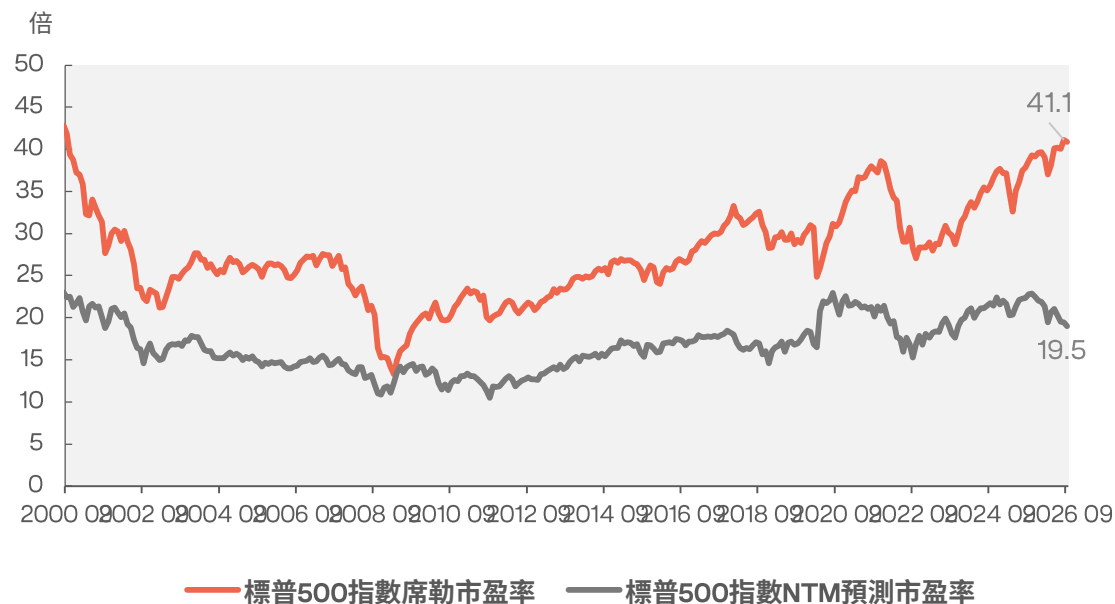
利空事件或市場憂慮	分析及觀點	潛在衝擊程度 (5*為衝擊程度最大)
AI雲服務商自由現金流惡化，外部融資壓力加劇	- 預期大部份Hyperscalers未來2至3季的自由現金流將錄更大額淨流出，但相信已被市場廣泛定價，算力租賃合約交付進度及雲收入增長屬更關鍵因素； - AI雲服務商債券發行量料激增，近期環球長端國債利率攀升將加劇其融資成本壓力，個別財務狀況較弱企業的信貸評級存在下調風險； - 或更依賴私募信貸或股權融資渠道集資，對每股盈利及ROE帶來負面影響。	每股盈利：*** 估值：****
AI安全性惹熱議，巨頭聯合表態望放慢AI模型的推進節奏	- 放慢AI發展的提議尚未獲行業及政府的廣泛支持，現階段對AI板塊的訂單和收入影響料有限； - 未來須高度警惕由AI模型引發的網絡安全事故，或影響企業大規模採用的進度，後續亦可能引入較嚴格準則規管AI模型的研發和應用，對AI板塊估值存在若干壓力。	每股盈利：* 估值：***
來自中國開源AI大模型的競爭加劇，Token價格面臨下調壓力	- 中國AI大模型擁有較佳定價優勢，美國基礎版本大模型或須下調Token價格，惟基於網路或數據安全考慮，模型替代程度料有限； - 隨著任務複雜度提升，比起單純的「每個Token成本」，客戶將更看重「每項任務的完成成本」，因此高價的前沿模型在複雜應用中仍具競爭力。	每股盈利：** 估值：**



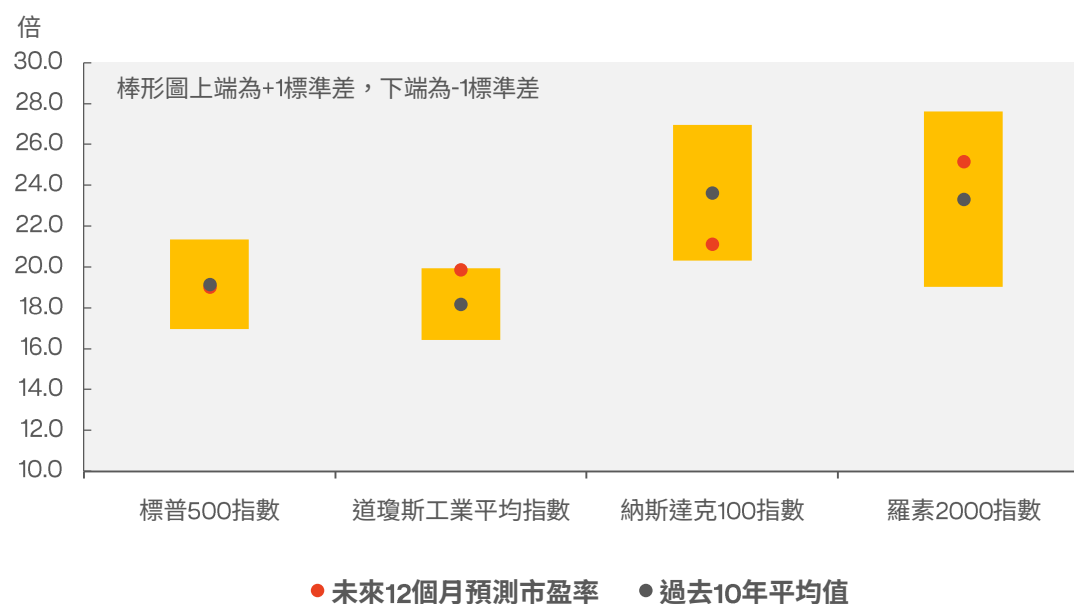
美股估值吸引惟上調空間或受限，調升標普500指數今年目標至7,980點

- 標普500指數目前NTM預測市盈率約19.5倍，接近10年平均值（19.1倍），在企業盈利處於高增長及ROE持續提升的環境下，估值具不俗吸引力。然而，經過週期性調整的席勒市盈率（即CAPE）目前卻高達41倍，接近2000年的歷史高位。今年以來兩者分歧擴大，意味一旦AI行業盈利增長爆發動能（來自Capex增加、半導體利潤率擴闊、股權投資收益）減弱，美股CAPE估值料存在較大下調壓力。
- 受惠於美股Q2亮麗盈利表現及正面前瞻指引，我們將FY26標普500指數每股盈利預測從342美元上調至371美元（按年+38%），並新增NTM盈利預測為408美元。基於聯儲局上調利率步伐可能超預期、AI行業短線不確定性增加，故將NTM預測市盈率目標從23.0倍下調至20.8倍，給予FY26市盈率目標21.5倍。因此，我們將FY26標普500指數目標由7,870點上調至7,980點，另給予未來12個月指數目標8,490點。

標普500席勒市盈率 vs 未來12個月預測市盈率



美股四大主要指數預測市盈率及過去十年均值





Q4 科技股以外的重點關注板塊

細分板塊	投資邏輯
能源股	- 供應鏈重塑與美國優勢：受惠於全球能源來源多元化及歐洲去俄羅斯化，美國能源巨頭可望增加海外銷售佔比，另中游基建（如勘探開採設備、油氣管道）亦因美國加速油氣生產而迎來長期結構性需求。 - 開拓新商機：1)委內瑞拉解禁重塑供應版圖，美國油企取得新探勘及生產權；2)美國油氣龍頭綁定AI基建，直接與科技或電力商簽長期供電協議，開創新獲利模式。
發電及電力設備股	- AI數據中心推動電力供應需求及設備升級：美國大量AI數據中心進入開發建設，平均電力容量將由目前100至300MW擴大至2027年後1000MW以上，中長線需採購大量高規格的獨立供電設備，同時亦帶動電網與配電設備升級需求，有利於天然氣渦輪發電機、燃料電池、變壓器等訂單進入超級週期。 - 核能與新能源加速部署：科技巨頭直接與核電或新能源電企簽長約鎖定基載電力，核能和儲能供應鏈可望迎來估值重估。
通訊服務股	- AI 賦能與變現能力提升：AI大模型升級持續突破，帶動雲訂閱需求；加上AI技術升級深度整合至廣告演算法，有效提升廣告主投資回報率；同時，串流媒體與互動娛樂企業的內容製作成本及訂閱動能亦可因加大AI應用而優化。 - 具備防禦性的優質增長：社交娛樂平台科技巨頭，具備充足自由現金流與較強韌的資產負債表，在長端利率高企、融資成本上升的環境下，抗逆力優於其他高估值增長股。
礦業股	- 戰略資源的結構性短缺：全球能源轉型（電氣化）與 AI 數據中心建設雙管齊下，推升對「銅」等戰略性關鍵金屬的需求，將持續支撐商品價格及礦企盈利；加上多國銅礦生產力持續受阻，短期供需緊張或進一步提升今年礦企毛利率。 - 加息週期中的抗跌韌性：回顧歷史數據，物料板塊憑藉其與實體資產與大宗商品掛鉤的特性，在過去數個加息週期初段均展現出較佳的抗跌力。



中國內地與香港股市：謀定後動



陳偉聰

東亞銀行財富管理處高級投資策略師



中港股市第四季展望及策略 – 謀定後動

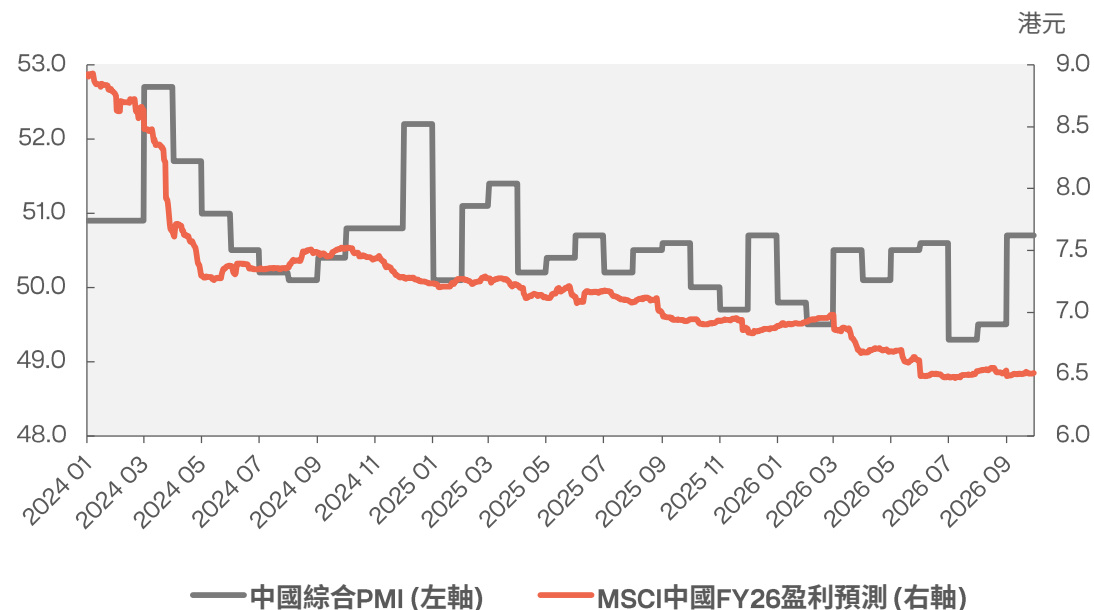
- ❑ 回顧第三季，恒生指數出現階段性反彈行情，在季初約23,000點水平起步反彈至約26,000點水平，其後於高位震盪回調，期內累計升幅為7.6%。展望新一季，大市料面臨聯儲局加息預期升溫、中資內需型股票盈利增長乏力等挑戰，不排除觸發新一輪調整行情；不過，若經濟增速或股市之下行壓力加劇，中央政府或加碼推出寬鬆政策，並加大國家隊資金護盤力度，同時內地AI半導體製程與大模型應用或陸續出現技術突破，預期此等潛在催化劑可在市況情緒低迷時提供強大緩衝。投資者可謀定而後動，待大市經歷間歇性拋售時進行候低吸納。
- ❑ 盈利方面，中資股盈利預測下調趨勢未見扭轉，非必需消費行業壓力較嚴峻，能源、物料和科技硬件則維持較強增長動能。AI互聯網股目前估值合理，惟要觸發大幅上修，須配合特定條件，如AI半導體技術突破、前沿大模型性能躍升及Token價格戰收斂等因素。
- ❑ 美國加息對中資H股及香港本地股的衝擊料大於A股，過去美國加息週期，恒生指數在首次加息後普遍走弱；疊加美國長端債息持續上升，離岸H股市場的外資參與程度較高，部份行業較依賴美元債務融資，故較受美國無風險利率影響；預期加息對中資H股的負面影響大於A股市場。
- ❑ 我們認為互聯網股和非必需消費股下半年的盈利縱使出現環比改善，惟幅度料續遜預期，故將FY26恒生指數每股盈利預測下調至2,210港元(YoY+2.5%)。美國長端國債收益率攀升、內地對跨境投資收益徵稅趨嚴、內地AI產業發展不確定性增加，均將限制估值上調空間，但我們預期本季中央政府有更大概率推出較具規模的寬鬆政策或產業提振措施，故我們維持恒指FY26預測市盈率於12.0倍。我們將FY26恒指目標從27,100點下調至26,500點，若指數回調至23,500點可伺機吸納，聚焦個股Alpha多於大市Beta。
- ❑ 第四季投資策略著重精準選股，看好受惠國策的板塊，如AI半導體及網絡基建設備、內地核能及電力設備；建議同時適度配置波動較低的板塊，如內地國企銀行，以及盈利和派息穩定的香港本地金融、交通運輸及收租股等。



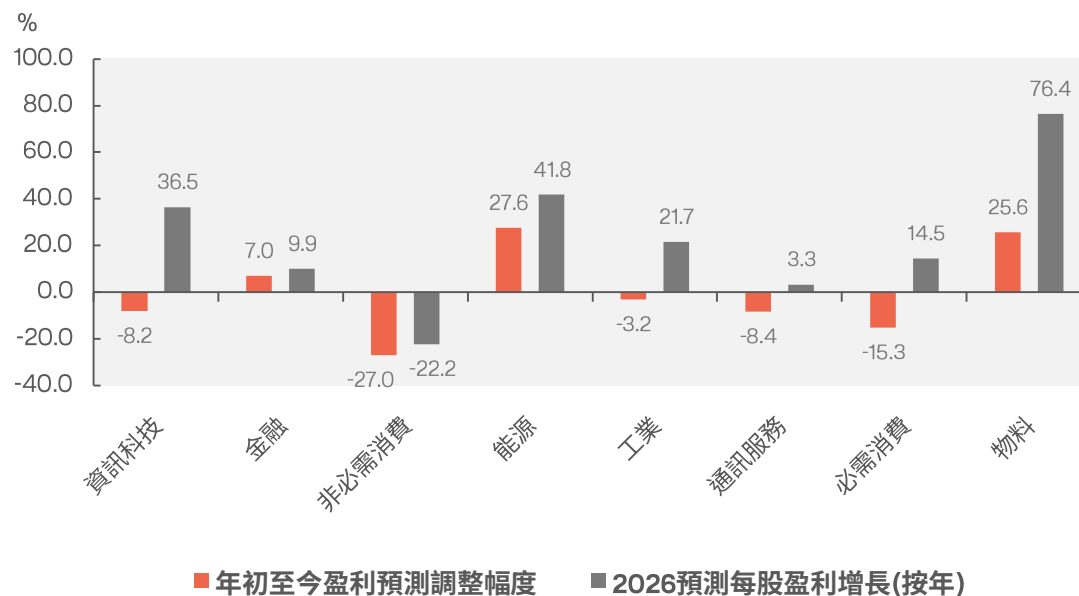
中資股盈利預測下調趨勢未變，能源、物料和硬科技盈利增長較佳

- 中國內地7、8月經濟數據（如PMI、零售銷售、社會固投、房地產投資等）表現疲軟，加上中資股Q2業績失望，導致MSCI中國指數FY26盈利預測持續面臨下調壓力，年初至今累計下調約6%，屬中資股期內跑輸外圍市況的主因。
- 分類行業中，物料和能源Q3期間的盈利預測延續上調趨勢，FY26盈利增速分別料高達77%和42%，主要受惠於油價大幅反彈及LME銅價創歷史新高，惟Q4升勢或降溫。資訊科技行業Q3期間的盈利預測顯著改善（1H26：-20% vs YTD：-8%），隨著國產AI芯片自主化進度加速、算力投資持續加碼，同時海外科企對中國AI供應鏈需求擴大，GPU、記憶體、晶圓代工、光通訊設備等板塊的盈利前景可續看好。非必需消費的盈利預測遭進一步削減，在缺乏重大政策支持下，整體盈利下行趨勢料暫難扭轉。

中國綜合PMI vs MSCI中國指數盈利預測



MSCI中國主要行業FY26盈利增長預測及調整幅度





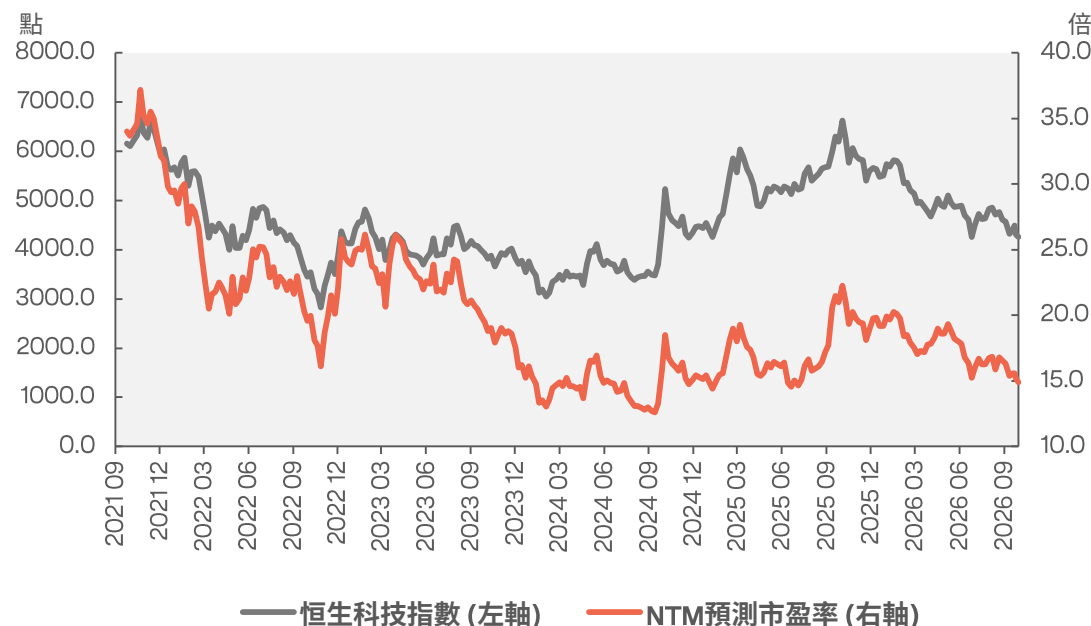
AI互聯網板塊Q2盈利惡化，四大條件可觸發估值上修

- ❑ 多家權重互聯網股票上半年業績表現欠佳，聚焦AI業務的企業Q2盈利能力和自由現金流進一步被壓縮，因受累於：1) 大型雲服務商資本開支激增；2) AI大模型與Agent產品的研發和營銷成本上升，惟競爭加劇下token定價能力未見改善。
- ❑ 我們認為中國AI互聯網板塊目前估值屬合理水平，可候低部署，但要觸發大幅度上修須配合以下條件：1) AI芯片研發與半導體製程出現新一輪技術突破，例如華為昇騰系列、DUV光刻機等；2) 國產前沿大模型性能躍升，Token價格戰收斂；3) Kimi和DeepSeek等母企成功以較高估值再融資或啟動上市；4) 互聯網企業成功將高價值業務（如芯片、大模型、雲平台）分拆上市。
- ❑ 主要經營電商、外賣配送等企業Q2淨利潤表現大幅改善，或反映最壞時間已過，但基於內地消費情緒疲軟、行業同質化競爭壓力未減、新業務持續投入等因素，相關股票估值上調空間似乎有限，股價縱有反彈亦料難以長期跑贏大市。

中國互聯網平台企業2026年Q1及Q2的收入與利潤

	主要業務	Q1收入YoY	Q2收入YoY	Q1核心淨利潤YoY	Q2核心淨利潤YoY
企業A	AI雲、電商、外賣及社區配送	+2.9%	+8.6%	-95.0%	-41.7%
企業B	線上遊戲、廣告營銷、AI雲	+9.1%	+11.0%	+10.7%	+8.5%
企業C	廣告營銷、智能駕駛、AI雲及應用	+2.0%	-4.2%	-33.0%	-46.3%
企業D	外賣及社區配送、酒店旅遊訂票	+5.2%	+14.4%	虧損	+69.1%
企業E	電商、外賣及社區配送	+4.9%	-2.9%	-42.2%	+20.8%
企業F	直播及短視頻、廣告營銷、AI視頻模型	+3.4%	+1.4%	-26.4%	-30.5%

恒生科技指數走勢及預測市盈率



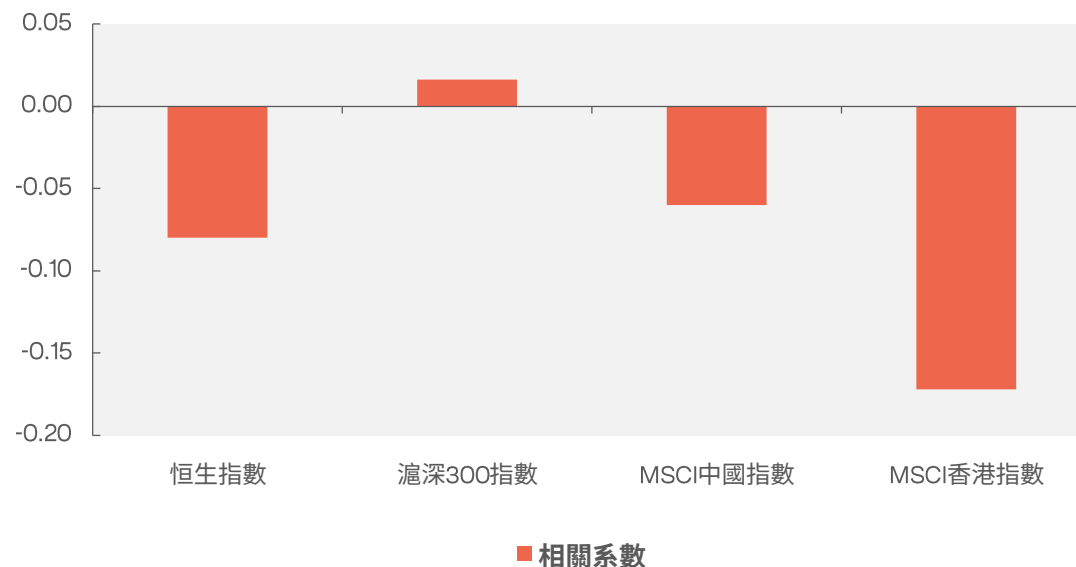


美國加息對中資H股及香港本地股的衝擊料大於A股

- 過去5次當美國啟動加息週期，恒生指數在首次加息後1個月/3個月普遍走弱，平均回報為-4.9%/-6.7%。若撇除1994年的極端例子，最近4次的平均跌幅尚算溫和。
- 過去3年，美國長端債息上升對中資H股的負面影響大於A股市場，主因是：1) 離岸H股市場的外資參與程度較高，故較容易受美國無風險利率影響；2) 互聯網、數據中心、生物醫藥、新能源車等板塊在H股市場權重佔比較大，這些行業普遍較依賴美元債務融資。
- 美國持續加息及長端債息上升對香港本地股票（尤其房地產、公用板塊、綜合企業）料造成較大衝擊，暫不宜進取配置。

加息周期年份	首次加息日期	基準利率變動	加息後1個月恒生指數表現	加息後3個月恒生指數表現
1994	1994年2月4日	3.00% → 3.25%	-18.4%	-31.2%
1999	1999年6月30日	4.75% → 5.00%	-2.6%	-6.0%
2004	2004年6月30日	1.00% → 1.25%	-0.4%	+6.8%
2015	2015年12月16日	0.25% → 0.50%	-10.1%	-6.7%
2022	2022年3月16日	0.25% → 0.50%	+7.1%	+3.5%
平均表現			-4.9%	-6.7%

過去3年美國10年國債息與中港股指的相關系數



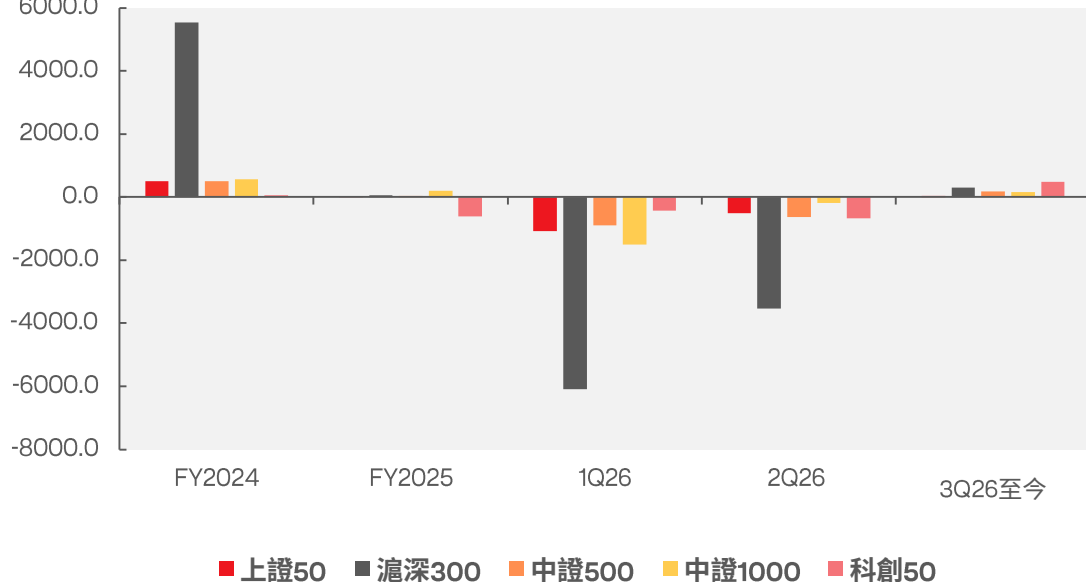


國家隊減持及北水走資暫壓制股市，惟資金流下半年可望好轉

- A股主要指數ETF經過上半年的大額贖回潮後，Q3至今相關資金流全部由負轉正，顯示國家隊資金已再度集結入場，尤其在7月中旬市況跌勢加劇時密集增持約800億人民幣，反映低位護盤決心。此外，Q3期內科創50指數ETF淨流入規模約500億人民幣，罕有成為全市場吸金量最大的寬基指數，意味國家隊資金正向半導體、高端製造、生物科技等領域積極加倉，故維持看好AI「硬科技」板塊。
- Q3至今港股通南向資金流相當反覆，7月及9月錄得較大額淨流入，8月淨流出日數較頻繁，整體呈現「隨市況高沽低買」格局。期內南向資金淨買入較多的板塊為AI大模型、互聯網；淨沽出較多的板塊大多為前期獲利豐厚的保險、內銀等。由於近期港股通資金偏向進行區間波動操作，對Q4市況和板塊走向的啟示有限。

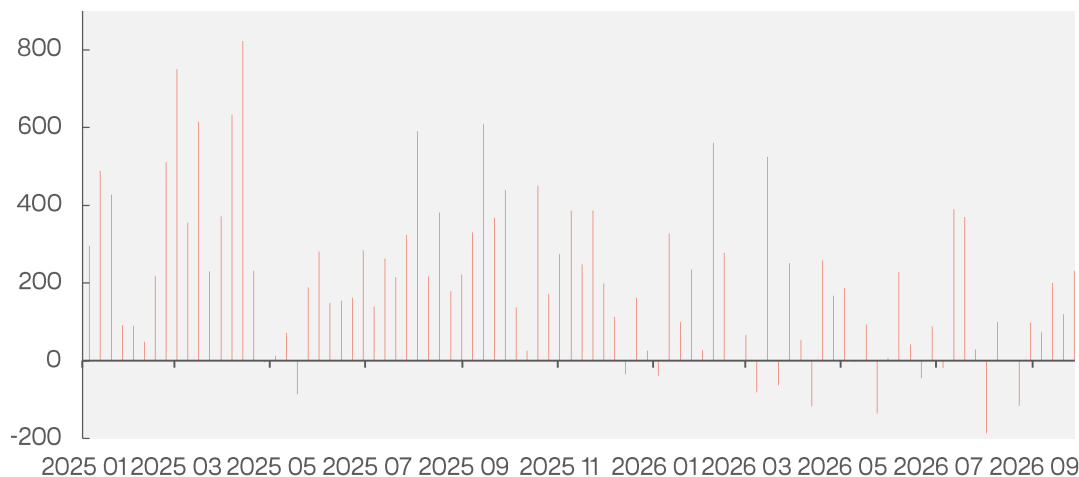
中國內地主要股指ETF申贖資金流

億元・人民幣



南向港股通每周淨資金流

億・港元

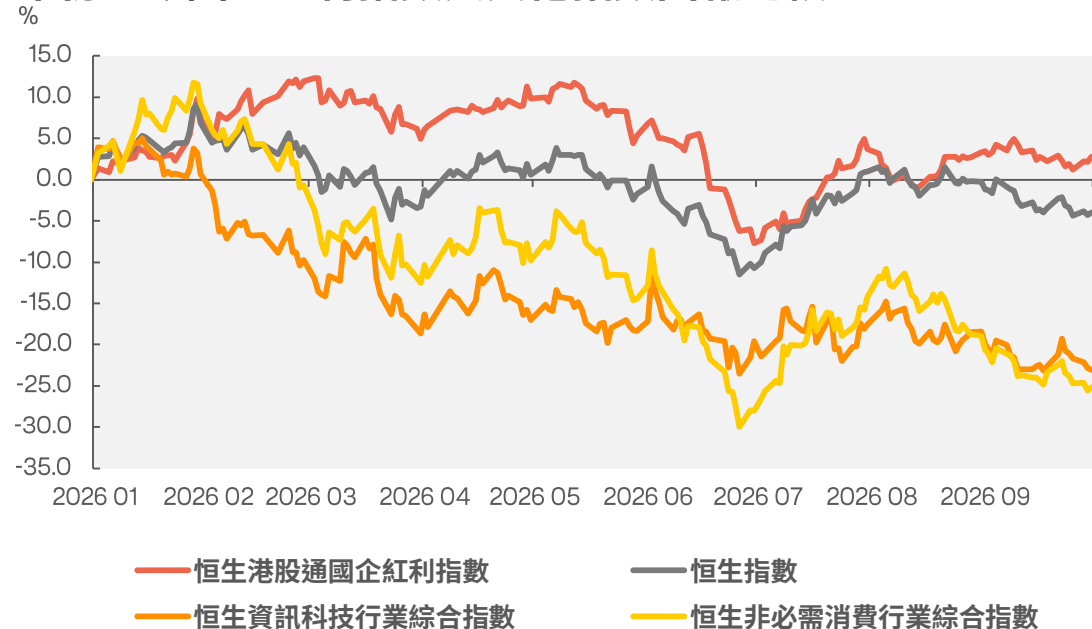




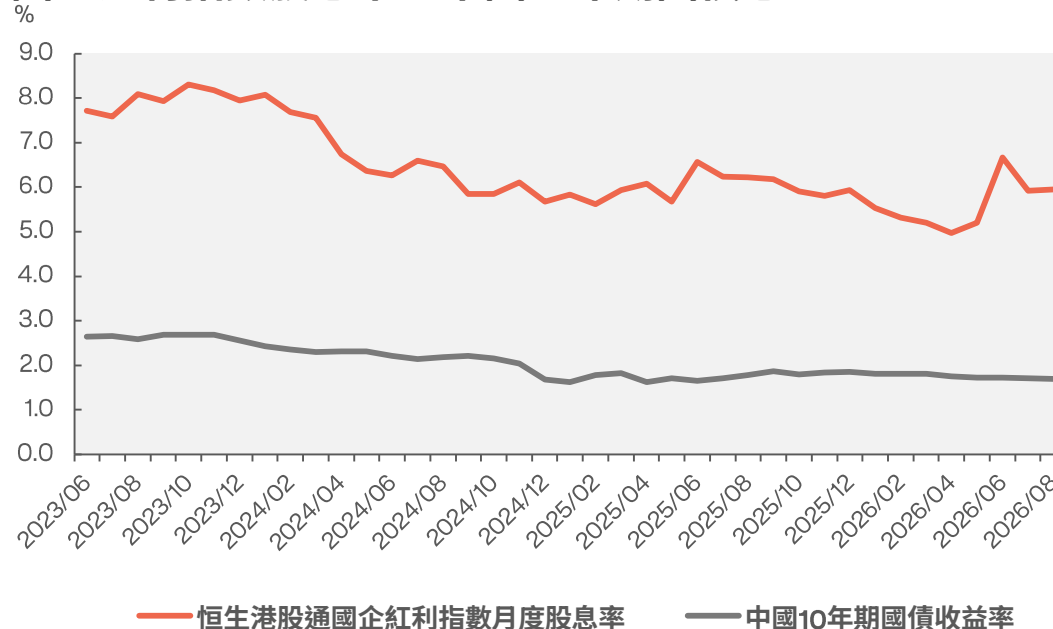
國內債息低企，高股息國企板塊在反覆市況中料屬較穩健之選

- 年初至今，恒生國企高股息指數顯著跑贏恒生指數約7%，更大幅領先資訊科技和非必需消費的行業分類指數，這分歧在8月中旬至9月下旬期間更為明顯，主因是：1) 普遍國企主導行業上半年盈利表現未有出現顯著落差，個別板塊（例如銀行、保險）的派息比率更有上調驚喜；2) 財政部9月宣佈向8家國有銀行及保險企業注資逾3600億人民幣，助其強化資本充足水平。
- 受惠於中國長端國債收益率持續走低（目前約1.7%），多個國企板塊之NTM預測股息率仍具備300至500點子的息差優勢，預期內地中長期資金仍存在「減持定息資產，增配高息股票」的需求，料可在反覆市況中，為銀行、保險、能源、電訊、電力、有色金屬、油輪航運等國企股提供不俗抗跌力。

年初至今國企紅利指數與其他指數回報比較



國企紅利指數股息率vs中國10年期國債息

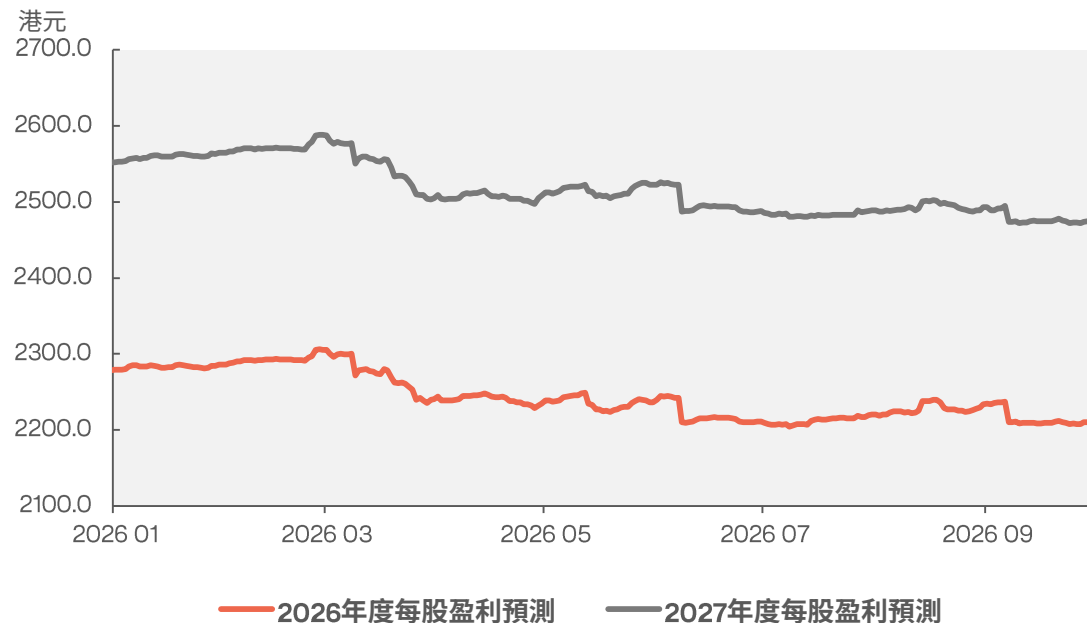




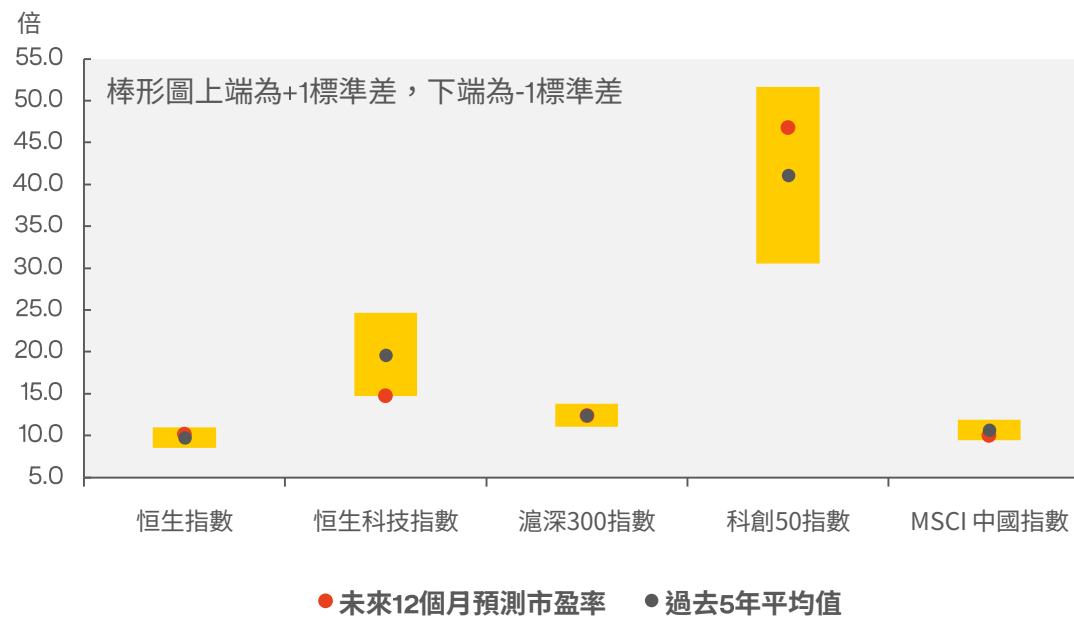
下調恒指FY26目標至26,500點，重點挑選個股Alpha機會

- 基於中國Q3內需增長動能較預期疲弱、AI相關開支猛增、金屬和能源等生產成本上升等因素，我們認為互聯網股和非必需消費股下半年的盈利縱使出現環比改善，惟幅度料續遜預期，故將FY26恒指盈利預測從2,260港元(YoY+5%)下調至2,210港元(YoY+2.5%)。
- 目前恒指即年/NTM預測市盈率為11.5倍/10.5倍，略高於過去5年平均值（10.5倍/9.8倍），估值處於合理水平。美國長端國債收益率攀升、內地對跨境投資收益徵稅趨嚴、內地AI產業發展不確定性增加，均將規限估值上調空間，但本季國內政府有更大概率推出較具規模的寬鬆政策或特定產業提振措施（如六張網、六大未來產業、房地產、AI+、反內卷等），故我們維持恒指FY26預測市盈率於12.0倍。
- 我們將FY26恒指目標從27,100點下調至26,500點，若指數回調至23,500點可伺機吸納，短線以區間交易策略為主，聚焦個股Alpha多於大市Beta。

年初至今恒生指數FY26及FY27盈利預測變化



中港股市各主要指數的估值情況





港股市場重點關注之投資主題及板塊

行業 / 主題板塊	看好原因	看好程度 (*最看淡；*****最看好)
AI半導體+ 網路基建設備	- 中國料持續提升AI芯片自主供應率，預期龍頭晶圓代工廠可持續受惠於國策重點支持以加速工藝突破；中央政府未來5年擬投資超過2萬億人民幣修建數據中心，其AI算力晶片至少80%需要使用國產供應商； - 美國AI算力基礎設施供不應求，且規格持續升級，其中內地企業在伺服器、PCB、玻璃纖維布等產品均收穫豐厚海外訂單，盈利清晰度相對較高。	*****
內地互聯網 (AI雲、線上遊戲)	- 國產AI前沿大模型性能躍升，且Agent產品的應用場景愈趨多元化，料強化大型AI雲服務商的定價能力和收入增速。 2027上半年內地將發佈多款重磅線上遊戲；加強AI應用亦有助延長傳統發行商常青遊戲的生命週期，並提升新遊戲的研發效率。 - 目前估值已回落至近10年的底部水平，相信已大致消化了資本開支大增、自由現金流惡化、融資壓力加劇等利空因素。	***
內地核能及 電力設備	- 內地政府有意加速核能發展，今年7月國務院核准了8台新核電機組共10GW，預期今年底或有第二批核電項目審批落地，且未來數年的核電投資規模料進一步攀升，以實現2030年110GW的裝機容量目標。 - 全球AI數據中心的用電需求激增，多國正積極升級電網或建設新能源電力，甚至採購更多獨立發電裝置(如燃氣發電機、儲能系統、燃料電池等)，有利中國電力與儲能設備企業擴大海外業務份額。	****



港股市場重點關注之投資主題及板塊

行業 / 主題板塊	看好原因	看好程度 (*最看淡；*****最看好)
中國內地銀行	1. 大型銀行Q2收入年增長平均加速至10%，淨息差普遍按季改善，撥備前經營利潤(PPOP)年增速達13%，業績全面優於預期； 2. 大型銀行持有的債券組合存續期較長，較受惠利率下行週期，預期Q3將持續錄得因賣出債券所獲的可觀投資收益； 3. 中央財政部上季度向大型銀行進行第二輪注資，一方面增強了信貸增長潛力，同時提升核心資本充足率，有助逐步提升派息比率（Q2平均增至31%）； 4. 目前NTM預測股息率平均約5%，高於國債收益率達320點子，對內地中長期國家隊資金仍具吸引力。	****
澳門博彩	1. 世界盃後澳門博彩收入已逐步改善，在人民幣強勢且長途出國遊需求減弱下，預期國慶假期內地訪澳旅客可錄可觀增長，10月行業博彩收入有機會高於市場預期； 2. 今年Q4澳門將舉行多場大型演唱會（例如ENHYPEN、LE SSERAFIM、Air Supply、張靚穎、張天賦等），預期可推動博彩與非博彩收益持續復甦。 3. 目前行業平均FY26 EV/EBITDA約為7.4倍，估值已跌至接近5年低點，加上多數企業財政狀況穩健且維持較高派息比率，目前NTM預測股息率高達6-9%。	***
香港金融、 交通運輸、收租	1. 受益於人民幣強勢、內地居民長途出遊意慾減少，加上香港Q4將舉辦多項大型盛事（如香港美酒佳餚巡禮、粵港澳大灣區文化藝術節、香港繽紛冬日巡禮等），可望帶動訪港旅客數持續增長。 2. 香港「一五規劃」及最新施政報告提出多項推動資本市場和人民幣業務的發展措施，包括擴大互聯互通、優化新股上市要求等，並強調加速北都項目發展，中長線料有利本地銀行、交易所、航空鐵路運輸、地產收租等行業。 3. 多數本地企業擁有強勁資產負債表，盈利和派息相對穩定，屬反覆市況中較佳避險之選。	****



股票：亞洲市場



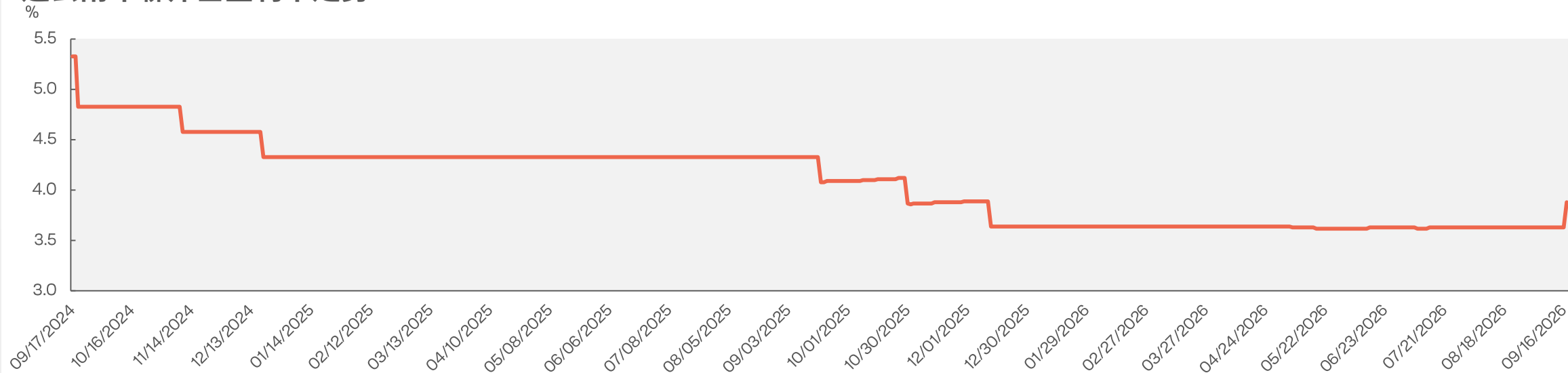
東亞聯豐投資團隊



股票：利率與政經迷霧籠罩，展現韌性中見波動

- ❑ 聯儲局9月如期加息25點子，受美伊局勢高油價與美債10年期收益率觸及5.0%影響，環球貨幣政策不確定性與市場波動顯著加劇。
- ❑ 中國財政部注資3,000億人民幣鞏固金融體系資本，充沛流動性推動資金流入銅及黃金等材料板塊。
- ❑ 台灣科技業強勁指引有助證實人工智能結構性需求未變，資金從核心板塊擴散至半導體封裝測試及印刷電路板等供應鏈周邊。
- ❑ 南韓槓桿平倉潮影響大致過去且下半年重工業訂單可期；日本央行9月加息至1.25%維持鷹派，需密切關注日圓走強引發的套利平倉風險。
- ❑ 印度與新加坡GDP增長強勁（按年分別升7.8%及5.7%），吸引資金流入盈利穩定且派息吸引的醫療、金屬及銀行股。

過去兩年聯邦基金利率走勢





免責聲明及重要通知

- 本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據在此文件刊發前可公開獲得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。
- 有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發布之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。
- 東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發布的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發布其他報告，不作另行通知。
- 東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及瞭解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。
- 閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下自身的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是完全由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。



免責聲明及重要通知(續上頁)

- 本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散布、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。
- 本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。
- 東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。
- 東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。