



宏觀經濟：韜晦待時



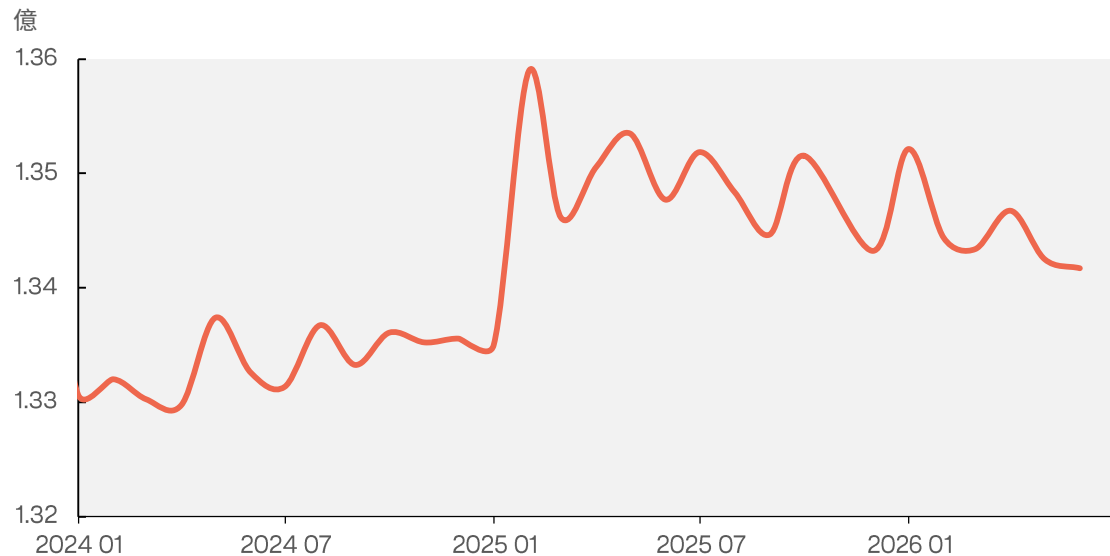
東亞銀行經濟研究部



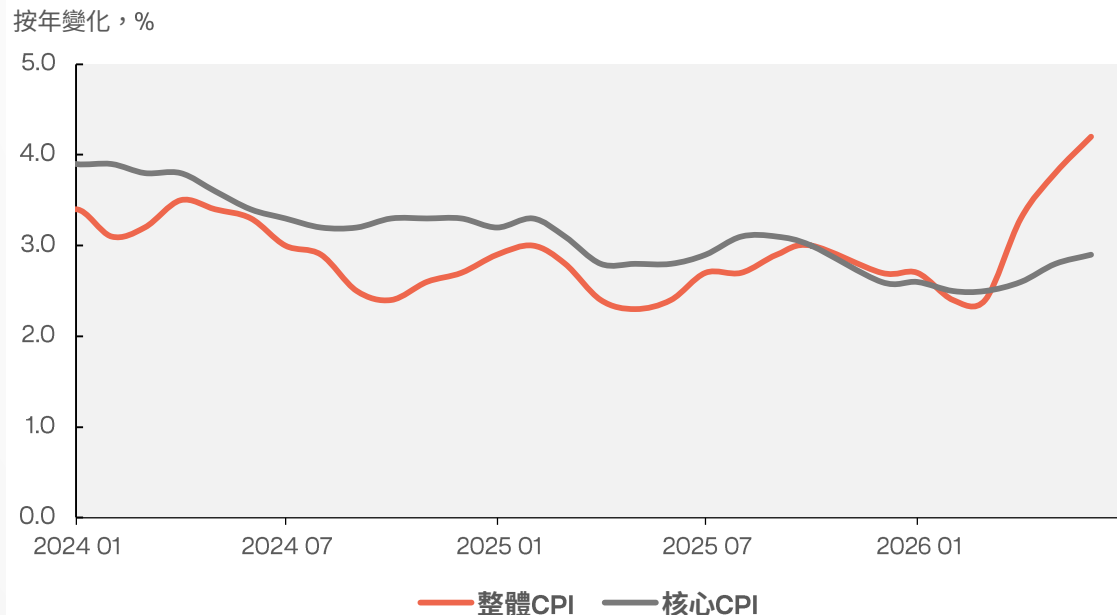
美國經濟：美聯儲料於下半年加息一次而非重啟緊縮週期

- ❑ 儘管新增職位回升，增長卻局限於個別行業，且全職就業人數整體呈下降趨勢。市場統計亦顯示裁員情況增加，反映勞工市場改善並不全面。通脹方面，中東衝突引發的能源價格一度急升。不過，近期原油價格已從今年3月高位反覆回落，通脹壓力料將在下半年有序回落。
- ❑ 目前美聯儲多個決策官員取態偏向鷹派，預計美聯儲於下半年僅加息一次，但這並不意味著重啟緊縮周期。
- ❑ 展望未來，人工智能將有助提升生產力，但其對宏觀經濟的提振作用需時，預料全年美國經濟增長保持大致平穩。

美國全職工人數目



美國CPI通脹走勢

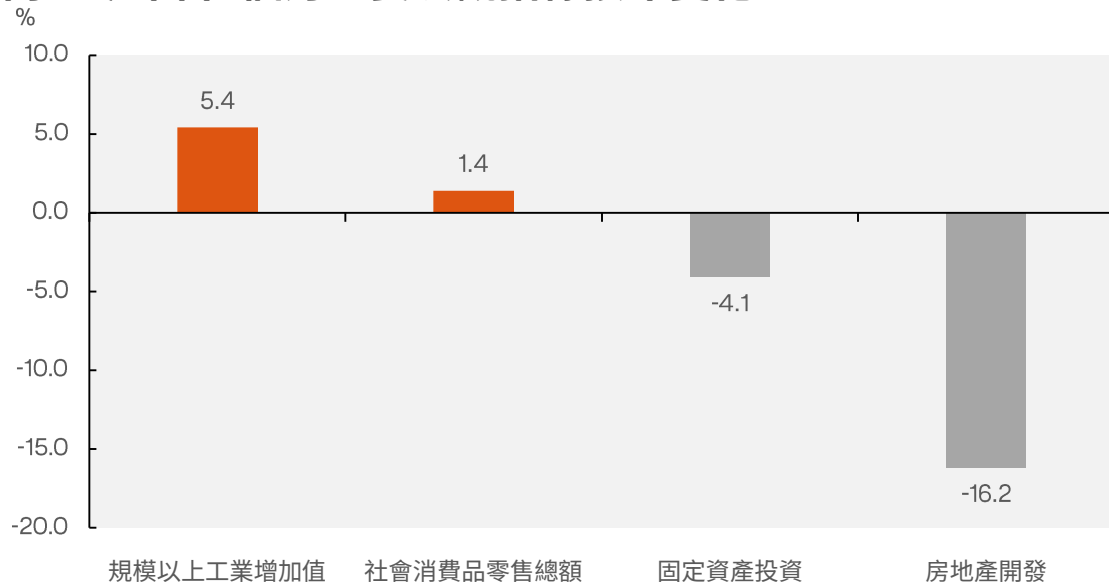




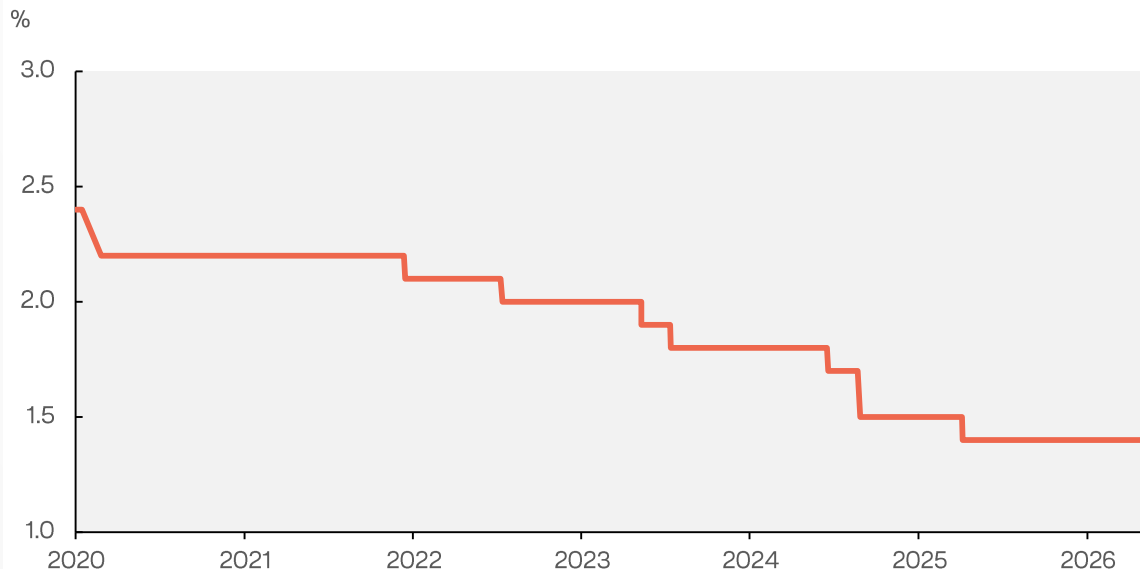
中國內地經濟：增長動能放緩，宏觀政策有望加碼

- 上半年內地經濟呈先高後低走勢。隨著消費品「以舊換新」政策效應減退，零售銷售轉弱；首5個月固定資產投資錄得收縮。
- 然而，受惠於全球人工智能強勁需求，加上內地高技術製造業優勢突出，出口繼續成為經濟增長的主要動力，並支持工業生產穩健增長。
- 展望未來，內地政府有望加大宏觀政策支持以提振內需，例如：優化結構性貨幣政策和擴大財政支出，精準支持人工智能、算力基建、服務消費、中小微企等重點領域，以穩定下半年經濟動能。

內地今年首5個月主要宏觀指標按年變化



人民銀行:7天逆回購利率

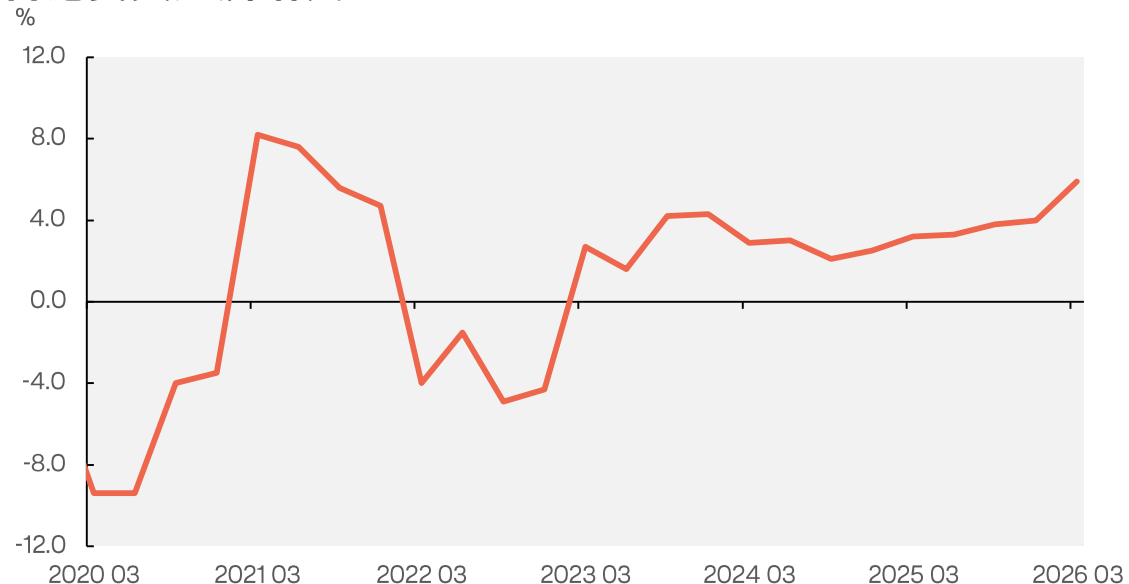




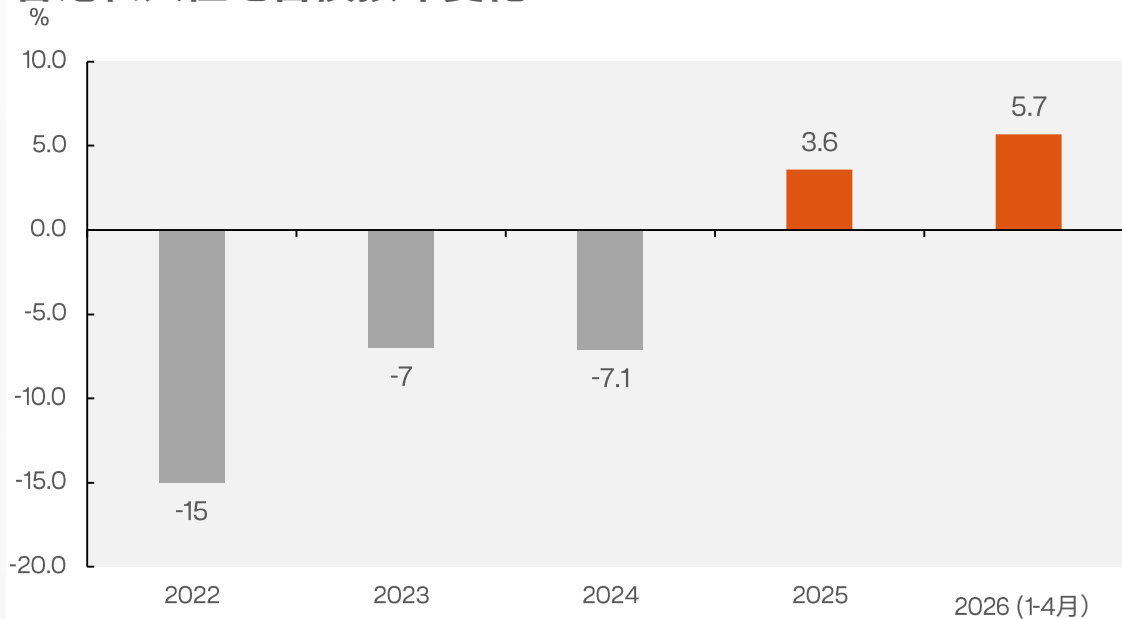
香港經濟：全年經濟有望延續強勁勢頭

- 在外部需求、投資及私人消費的多重引擎驅動下，第一季經濟增長創下五年來的最大升幅。
- 展望下半年，若中東地緣政治局勢緩和，加上AI熱潮不減，料可繼續支持外貿表現。此外，受惠於北都建設，公共投資預計保持高企。儘管下半年的擴張步伐或較首季略為放緩，但基於第一季已打下扎實根基，預測全年經濟增長可達3.8%。
- 由於預期美聯儲僅加息一次而非重啟緊縮週期，因此對樓價影響相對可控。經濟持續復甦和市場樂觀情緒亦可繼續帶動樓價平穩上升。

香港實質經濟增長



香港私人住宅售價按年變化





美國股市：乘勢而上



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



第三季美股展望及策略 – 乘勢而上

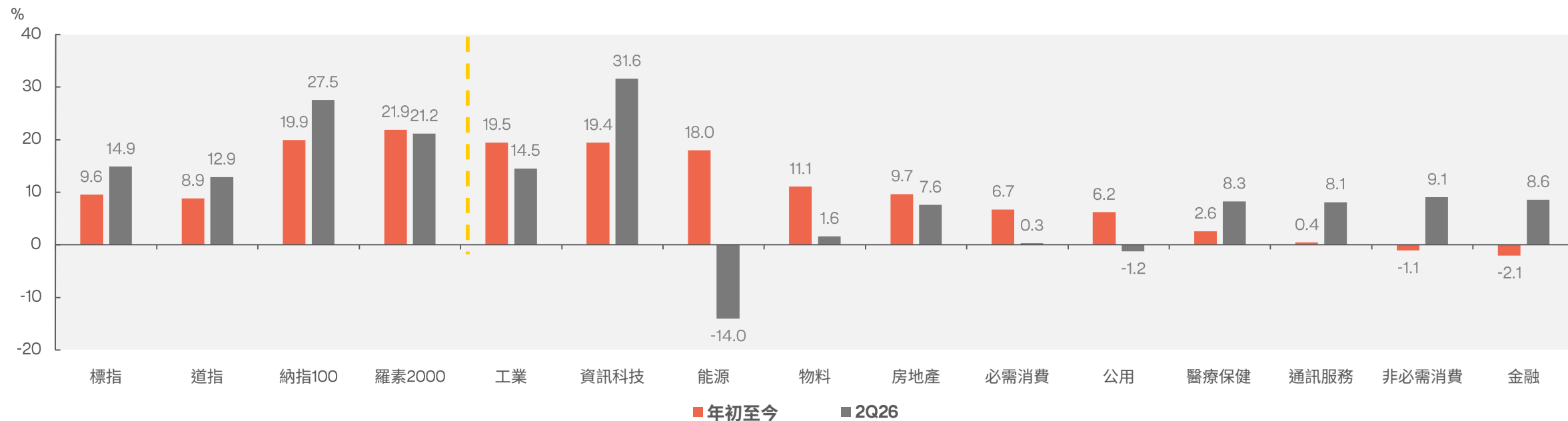
- 儘管市場面對通脹上升，加息預期升溫，但美伊和談有進展，加上我們認為第三季美股在經濟具韌性、企業盈利增長強勁的情況下，仍能維持輕微看好。
- 在基本情景預測下，美伊局勢緩和、油價及通脹回落，美聯儲下半年進行一次加息，我們上調FY26標普500指數每股盈利預測至342美元（按年+27%），上調NTM預測市盈率目標至23.0倍，2026年標普500指數目標由7,090點上調至7,870點。
- 預期企業盈利增長（尤其是AI主題股）維持強勁，惟樂觀預期下未來數季大幅超標難度增加，或引致股價波動。
- 代理式AI快速發展及Hyperscalers資本開支持續增長，繼續利好上游產業鏈，如GPU、CPU、儲存晶片、晶圓代工、伺服器、網路傳輸及電力設備等。年初至今Hyperscalers股票跑輸同業，自由現金流減弱及股權融資等負面因素料已被大致定價，同時AI雲業務可望維持高增長，故維持正面看法。
- 由於市寬過度收窄，板塊輪動或於下半年間歇性出現，建議適度分散配置AI主題股以外的其他板塊，例如金融、工業、非必需消費、必需消費品等。



美國股市：上半年美股表現突出，AI熱潮下科技股領跑

- ▣ 儘管市場面對通脹上升，加息預期升溫，但美伊和談有進展，加上我們認為第三季美股在經濟具韌性、企業盈利增長強勁的情況下，仍能維持輕微看好。
- ▣ 在基本情景預測下，美伊局勢緩和、油價及通脹回落，美聯儲下半年進行一次加息，我們上調FY26標普500指數每股盈利預測至342美元（按年+27%），上調NTM預測市盈率目標至23.0倍，2026年標普500指數目標由7,090點上調至7,870點。

美股主要指數及標普各行業上半年及2Q26表現

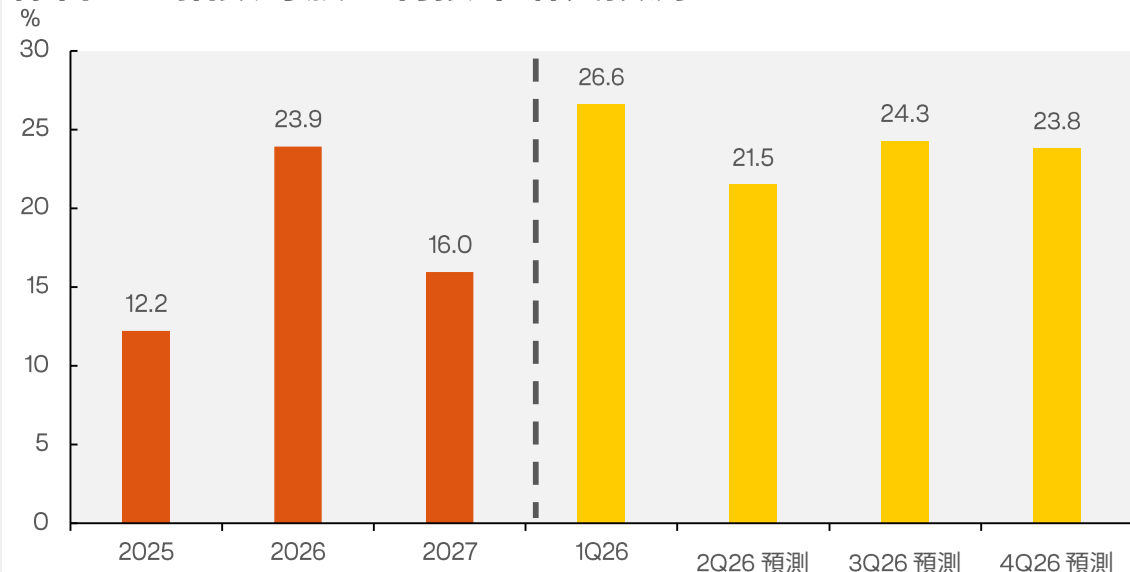




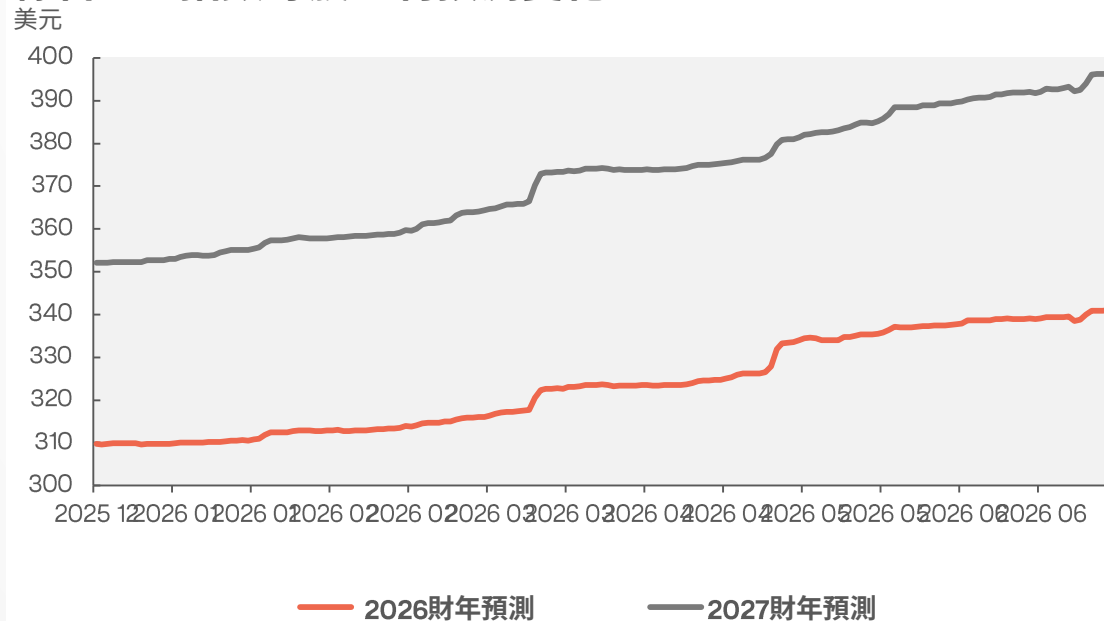
美股盈利預測維持強勁，惟未來數季盈利大幅超標難度增加

- ❑ 美股市場年初至今表現維持強勢，企業盈利增長強勁是主要催化劑。市場預測標普500指數今年Q2/Q3/Q4的盈利可維持按年高增長，增幅介乎21%-25%。
- ❑ 年初至今標普500指數FY26盈利預測累計上調約10%，目前市場預期標普500指數FY26/FY27的盈利按年增速分別達23.9%/16%。意味企業未來季績的達標門檻已顯著提升，若更多企業無法實現盈利大幅超預期表現，或給予較保守前瞻指引，可能引發市況回調風險。
- ❑ 關鍵因素：i) 能源價格回落速度；ii) 就業及消費數據表現能否維持韌性；iii) AI數據中心建設進度、相關供應鏈的供需關係變化。

標普500指數每股盈利按年增長預測



標普500指數每股盈利預測變化

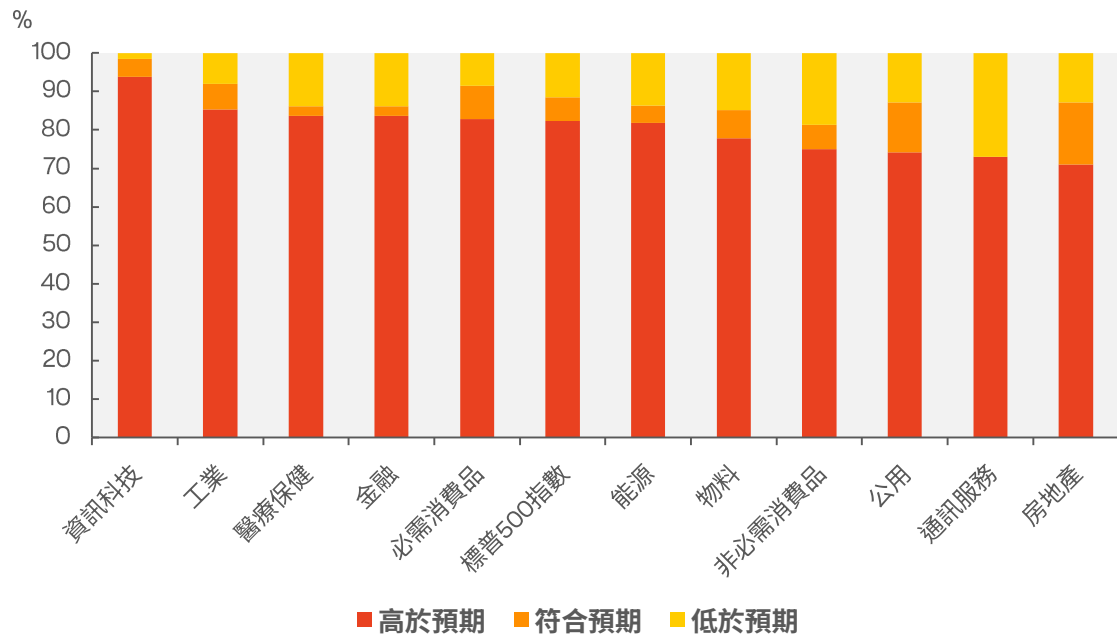




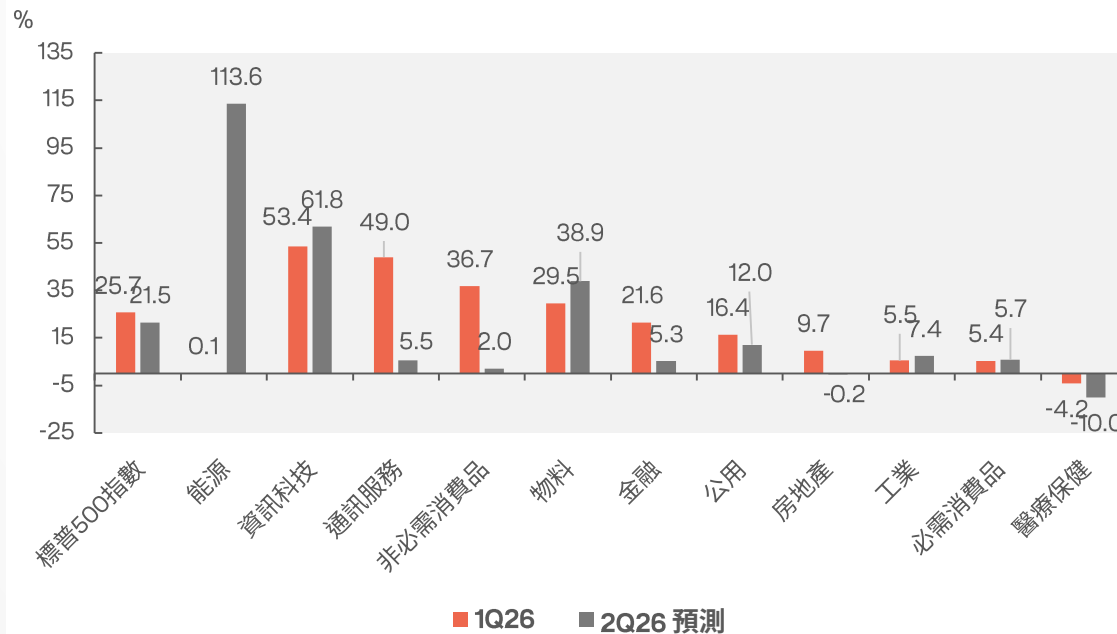
標普500分類行業盈利表現分化，資訊科技盈利驚喜度及增速均處前列

- 按行業分類，1Q26盈利超預期股票數目佔比首3大的行業分別為資訊科技（94%）、工業（85%）、醫療保健（84%）；此外，期內盈利增速最高的三大行業分別為資訊科技（+53%）、通訊服務（+49%）、非必需消費（+37%）。
- 市場預期2Q26盈利增速最高的三大行業為能源（+113%）、資訊科技（+62%）、物料（+39%）。主要受惠於：i) 國際油價、氣價和金屬價格上漲；ii) AI基建行業（包括半導體、記憶體、網路設備、電力設備等）出貨量及平均售價顯著增長。
- 市場預期2Q26通訊服務、非必需消費行業之盈利增速將顯著放緩，主要受累於能源價格飆升削弱消費信心，並增加消費品生產與運輸成本壓力。隨著6月油價大幅回調，下半年盈利增速料有回升空間。

標普500指數及各行業1Q26盈利分析



標普500指數及各行業盈利增長



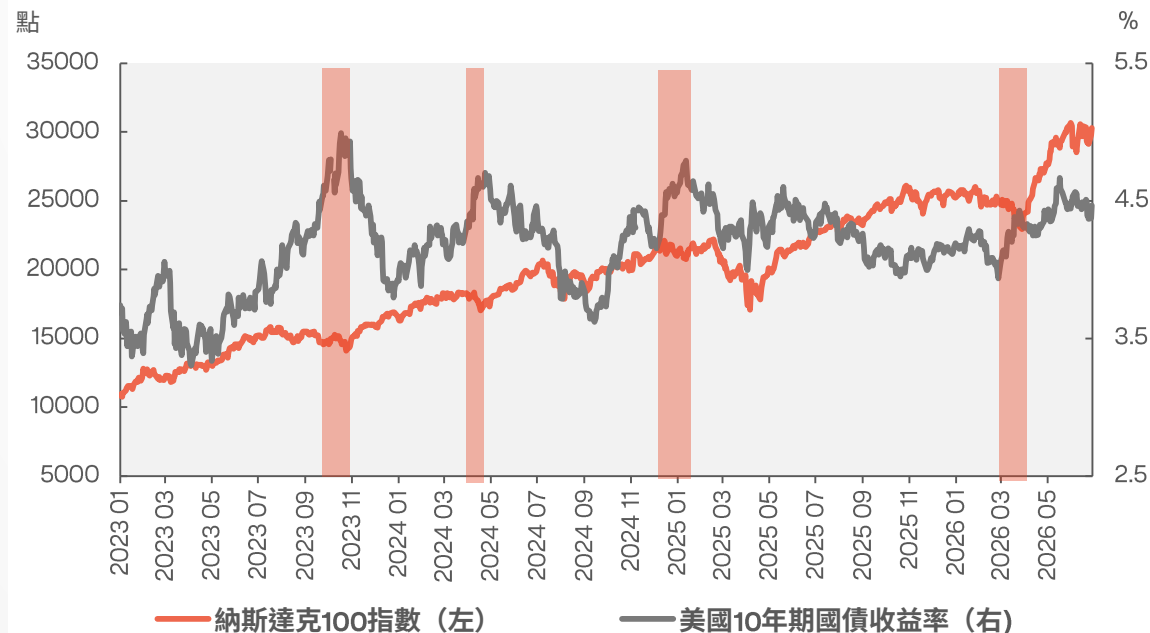


加息周期重啟未必利淡股市，長債利率若飆升則不利科技股

- 基本情景下，我們預期美聯儲下半年將加息25點子，料屬一次性行動而非加息周期重啟。現時美國經濟具有韌性，我們認為溫和加息對美股衝擊有限。觀乎歷史數據，在啟動加息週期前3個月，標普500指數普遍錄得正回報；惟踏入加息週期後首3個月，美股表現明顯轉弱。
- 2023年至今，當10年期國債息率在4%以上，並在2個月內抽升超過50點子，期內納斯達克100指數均錄得負回報。10年期美債息率由4月中旬4.22%一度抽升至4.68%，近46點子，如10年期美國債息率短期內進一步抽升至4.8%，預期將對估值較高及現金流回收周期較長的科技股帶來較大回調壓力。

加息周期年份	首次加息日期	基準利率變動	加息前3個月S&P 500表現	加息後3個月S&P 500表現
1994	1994年2月4日	3.00% → 3.25%	+3.4%	-3.26%
1999	1999年6月30日	4.75% → 5.00%	+7.04%	-6.25%
2004	2004年6月30日	1.00% → 1.25%	+1.66%	-1.87%
2015	2015年12月16日	0.25% → 0.50%	+4.46%	-1.63%
2022	2022年3月16日	0.25% → 0.50%	-6.32%	-15.52%
平均表現			+2.04%	-5.7%

納斯達克100指數 vs 美國10年期國債收益率

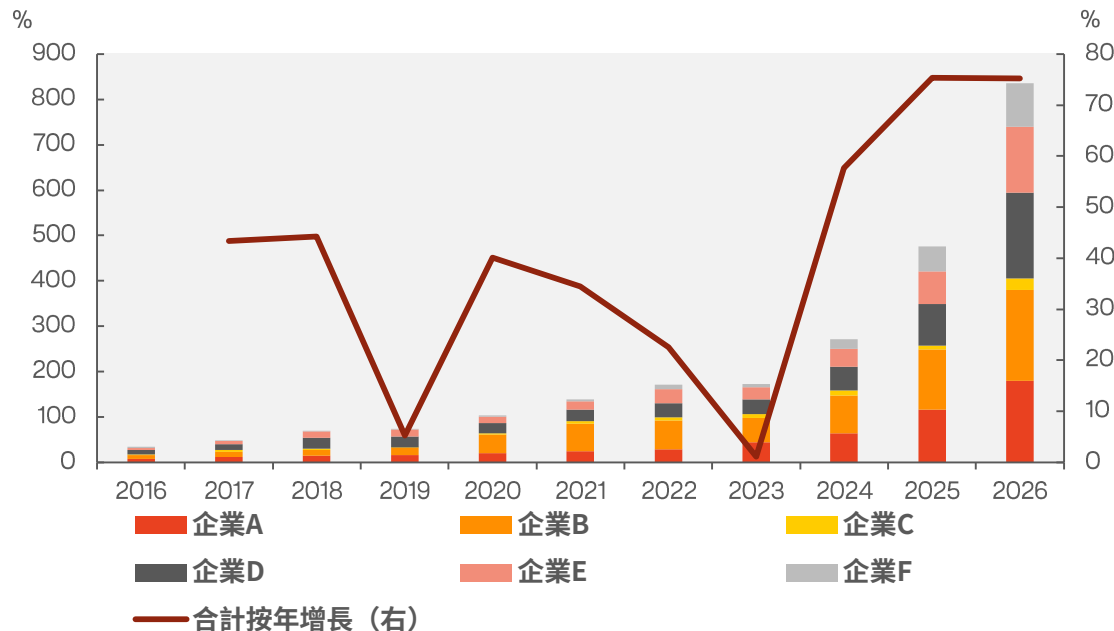




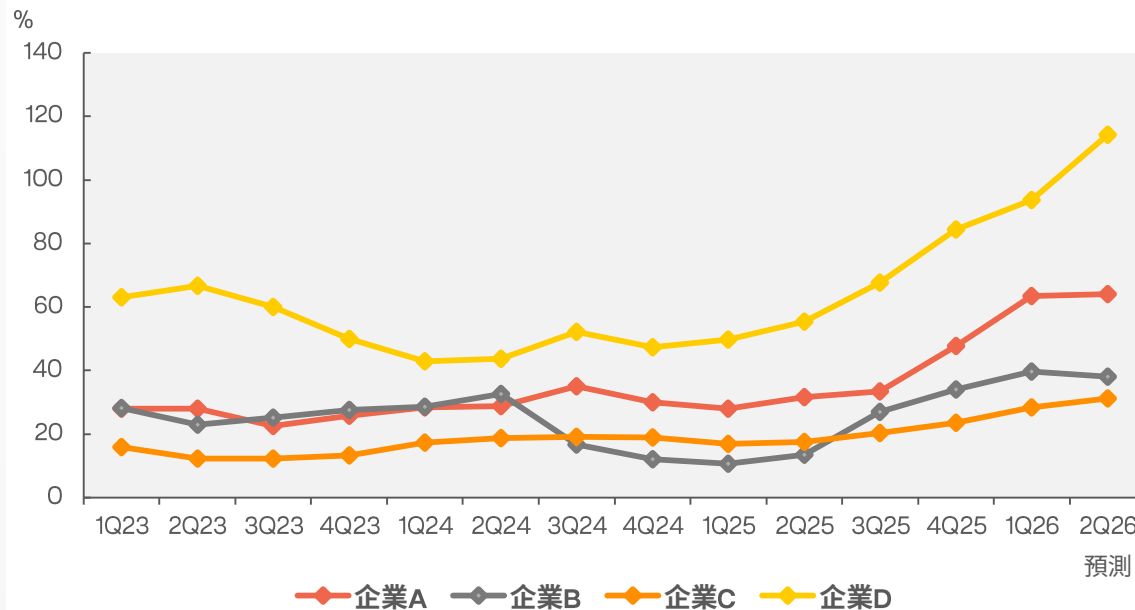
科技及人工智能 – 資本開支持續升，雲收入維持高增長

- 隨著AI模型性能持續增強、算力基建升級，美國6大中下游AI科技股FY26資本開支料提升至8,350億美元（按年增長75%），較今年初預期上調30%，以加大投入建設算力及網絡基礎設施，我們認為將繼續利好AI上游行業的訂單量和平均單價之提升，未來數季之盈利能見度較清晰，例如GPU、CPU、晶圓代工、伺服器、網路傳輸、電力設備、數據中心基建等。
- 主要大型雲服務商1Q26期內的AI雲業務收入加速增長，未交付之算力訂單亦創新高（三大雲服務商按年增加140%），顯示AI變現能力逐步強化，另外期內經營利潤率及自由現金流亦有改善跡象，維持看好。

美國中下游科技巨頭年度資本開支



美國四大AI雲營運商之核心季度收入按年增速

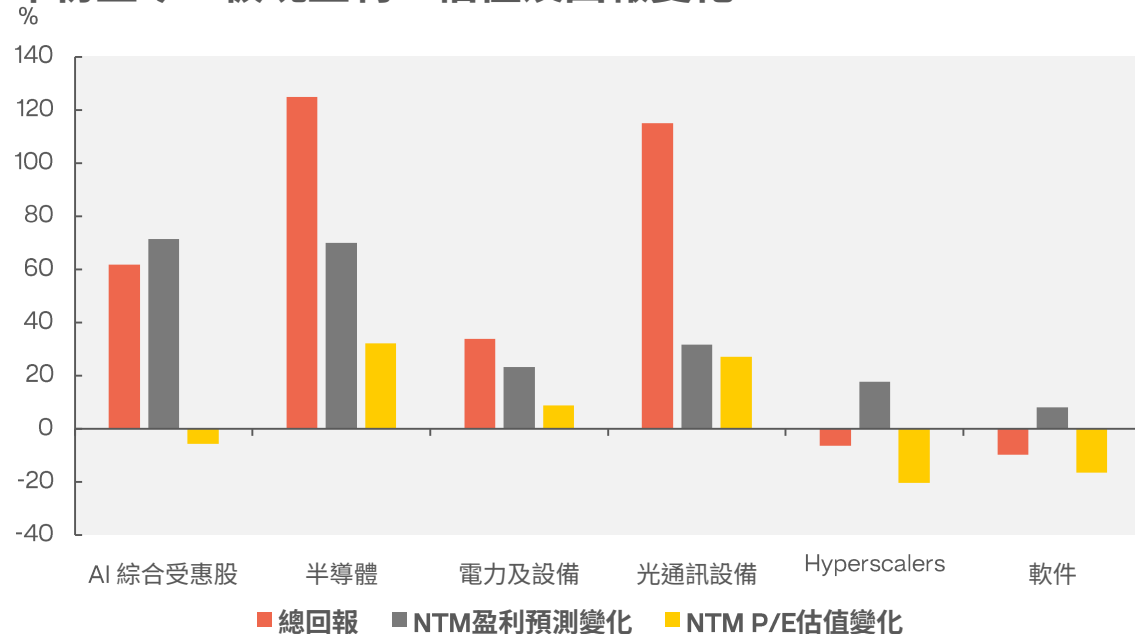




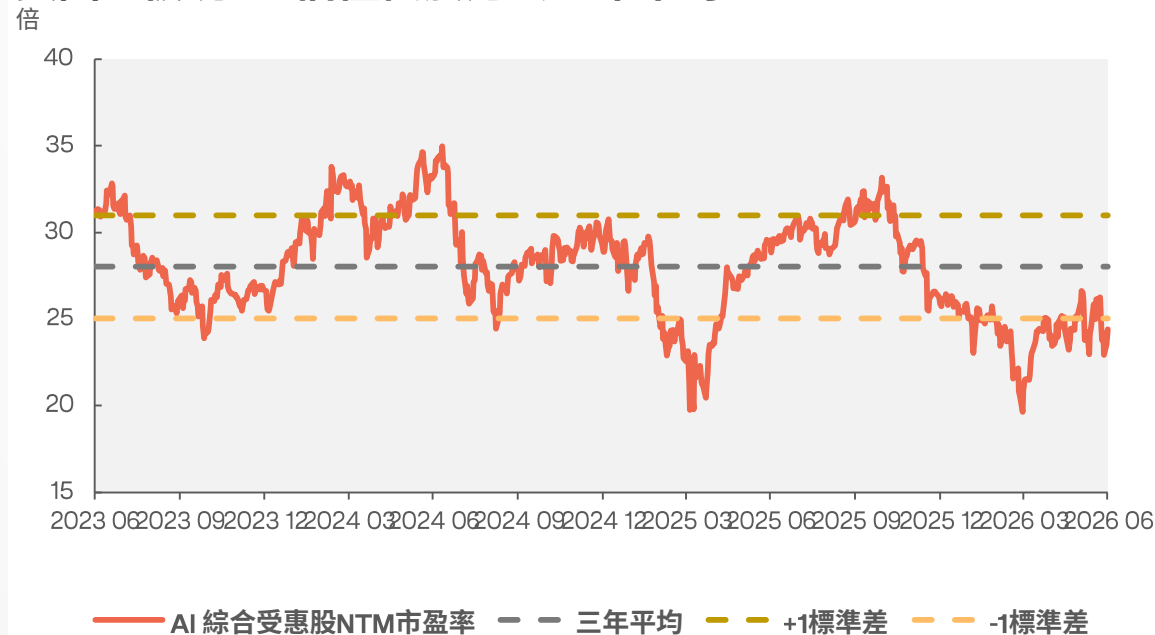
AI板塊升勢主要由盈利驅動 較看好半導體、電力設備、Hyperscalers

- 年初至今美股AI受惠股指數累升61.7%，但目前NTM市盈率僅約24倍，因升幅主要來自盈利預測上調（+71%）而非估值膨脹（-5.7%）。
- 半導體板塊盈測上調幅度最大（+70.1%），約貢獻升幅56%，主要受記憶體股強勁盈利增速驅動。電力設備的盈測上調貢獻升幅67%，穩健盈利料有助股價中線向好。光通訊板塊期內升幅偏向估值擴張帶動，主要股份估值較高，較易受債息上升或市場雜音觸發回調。
- 年初至今Hyperscalers跑輸同業，估值遭下修約20%，料初步定價CAPEX大增、利潤率和自由現金流受壓、股權融資壓力加劇等負面因素。隨AI大模型升級、企業Tokens使用量增加，或可支撐其雲業務維持高增長。AI板塊P/E 24倍，低於過去3年平均28倍約1個標準差。

年初至今AI板塊盈利、估值及回報變化



美國AI板塊P/E估值低於過去三年平均





美國科技股的市場憂慮與我們的解讀分析

利淡事件 / 市場憂慮	分析及觀點	潛在衝擊程度 (5*為衝擊程度最大)
Hyperscalers折舊開支大增，以及潛在配股集資壓力	- Capex上升導致折舊開支增加已屬市場廣泛預期之內，只要維持雲業務收入強勁增長，以及AI模型市佔率提升，對股價影響有限； - 大規模配股集資對每股盈利及ROE帶來負面影響，但只屬一次性，對股價影響取決於每家企業的配股條款及財務狀況。	每股盈利：*** 估值：**
巨型IPO上市凍結資金，納入主要指數將削減其餘重磅科技股權重	- 凍資影響短暫且輕微，因投資者多以借貸融資方式認購，市場增量資金亦相當充裕； - 受限於流通市值，新股納入指數的權重未必太大。	每股盈利：不適用 估值：*
Semi Analysis報告預測CPO光互連技術量產延期，以及800V DC數據中心部署進度較慢	- Scale-Up CPO確受限於封裝良率、成本效益等挑戰，大規模量產可能須延後至2028-2029年，料未能實現市場最樂觀的期望，惟只是對光通訊板塊估值的合理修正； - 根據Nvidia台北GTC大會表示，800V DC機櫃可於3Q26實現量產就緒，惟我們預期大規模應用仍需時推進，電力設備股估值可能需小幅下修，但長綫基本面仍堅實。	每股盈利：** 估值：****
AI大模型Token價格面臨下調壓力	- 由於競爭加劇及部份企業收緊預算，部份基礎大模型或須下調Token收費，短期可能削弱Hyperscales ROI表現，並制約未來Capex增速； - Token減價後料催生更多企業採用AI的需求，另外算力架構技術突破亦有助降低Hypersclaers的運算成本。	每股盈利：*** 估值：***



美股AI投資仍熾熱：主題細分板塊之投資邏輯

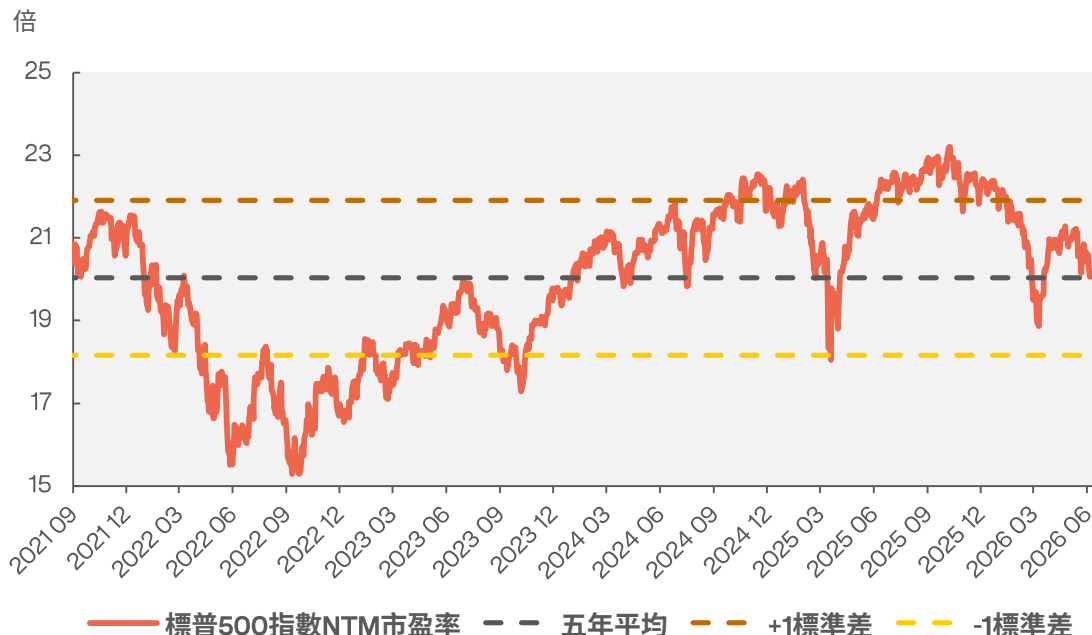
細分板塊	投資邏輯	看好程度 (*最看淡；*****最看好)
GPU、CPU、ASIC	1) AI雲服務商及模型開發企業持續上調Capex，算力芯片訂單價量齊升； 2) 龍頭GPU及ASIC開發企業陸續發佈新一代產品 (如Vera Rubin系列、8T & 8I TPU)； 3) Agentic AI應用愈趨普及增加CPU的潛在需求，未來CPU:GPU的使用比例將由目前1:8升至1:1。	****
晶圓代工及設備	全球AI芯片的先進製程（7nm以下）和先進封裝技術（CoWoS）產能處於嚴重供不應求格局，一線晶圓代工廠訂單價量齊升。	*****
網路傳輸設備	1) AI數據中心的網絡架構正加速升級（400G→800G），超大型雲服務商甚至已開始部署1.6T的交換器與光收發模組； 2) 新一代AI伺服器內部與外部需要數量龐大的光收發模組來維持高頻寬、低功耗的通訊，OCS、CPO等尖端技術加速應用。	***
電力設備	1) AI數據中心持續消耗美國大量電力，料加速當地電網升級擴容，並開發更多可再生能源； 2) AI數據中心須採購更多獨立電源，提升變壓器、燃料電池、燃氣渦輪機、儲能設備之需求。	****
雲服務商	1) AI大模型升級及商用Agent產品開發進度超預期，料帶動tokens使用量上升及雲服務提價； 2) OpenAI、Anthropic等企業料將於今年內上市，集資後有助鞏固算力合約交付。	****



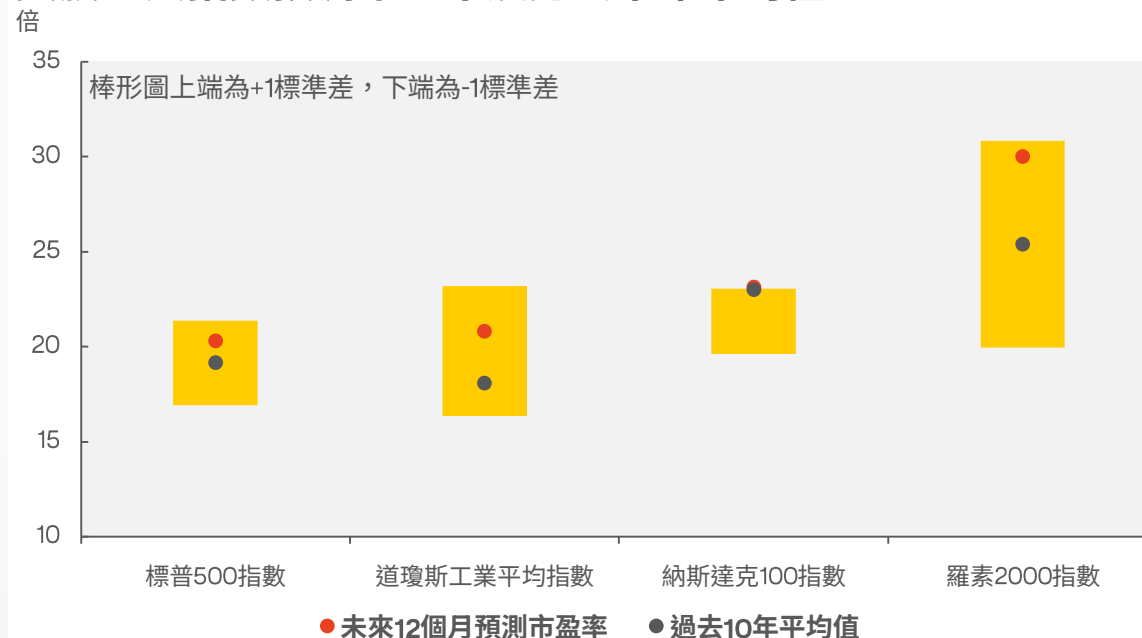
美股主要指數估值仍屬合理水平，標普500指數仍有上調空間

- 標普500指數目前NTM預測P/E約20.3倍，回落至5年平均値（20倍），遠低於4Q25期間高點（23.1倍）。在AI爆發年代，企業受惠於盈利增長加速及ROE提升下，主要指數之預測P/E高於10年平均値（0-1個標準差）屬新常態。除非金融市場出現重大尾部風險，例如美伊戰局反覆、美聯儲大幅度加息、就業和消費市場大幅惡化等，否則美股主要指數現時估值仍處於合理水平。
- 除科技股外，我們看好物料、工業、金融等板塊，盈利增長有望加速。基本情景預測下，我們上調FY26標普500指數每股盈利預測至342美元（按年+27%），上調NTM預測市盈率目標至23.0倍，2026年標普500指數目標由7,090點上調至7,870點。

標普500指數NTM P/E 回落至五年平均



美股四大指數預測市盈率及過去十年平均值





市場資金Q3有機會向非科技股進行輪動

細分板塊	投資邏輯
金融股	- 美聯儲息口預期轉鷹，減息預期消退之下，利率維持Higher for longer機會增，有助於大型銀行維持優於預期的淨利差（NIM）。 - 隨著AI催化的資本開支擴張，企業進行股權及債務融資、IPO 及併購（M&A）活動日益活躍，將直接推動投行業務收入（Fee Income）的增長。
工業股	- AI 敘事由半導體延伸至「電力、重型電氣設備、數據中心基建」，重型燃氣輪機、變壓器、電網升級需求殷切，部份工業巨頭訂單排期長達3-4年。 - 油價回落有助企業營運成本、物流運輸成本下降，有利航空業、飛機製造及航空設備。 - 製造業及供應鏈回流亦對工業構成中長線利好。
必需消費品	- 當市況出現波動，資金有機會由科技股切換至波動性較低及股息率較高的防守板塊。 - 美國5月零售銷售按月增0.9%顯著超預期，當中雜貨零售、健康與個人護理及百貨零售類別增長較快。 - 油價下跌助運輸、原材料、包裝成本下降。
非必需消費品	- 油價回落，有助企業緩解生產及運輸成本壓力，汽油開支下降亦有利美國家庭消費意欲回升。 - 美股及房地產價格持續向上，財富效應或帶動奢侈品、高端服務消費、電商等復甦。 - 美墨加共同主辦世界盃，節日消費效應帶動餐飲、旅遊及酒店，Q2盈利或顯著超預期。



中國內地與香港股市：逆流挺進



陳偉聰

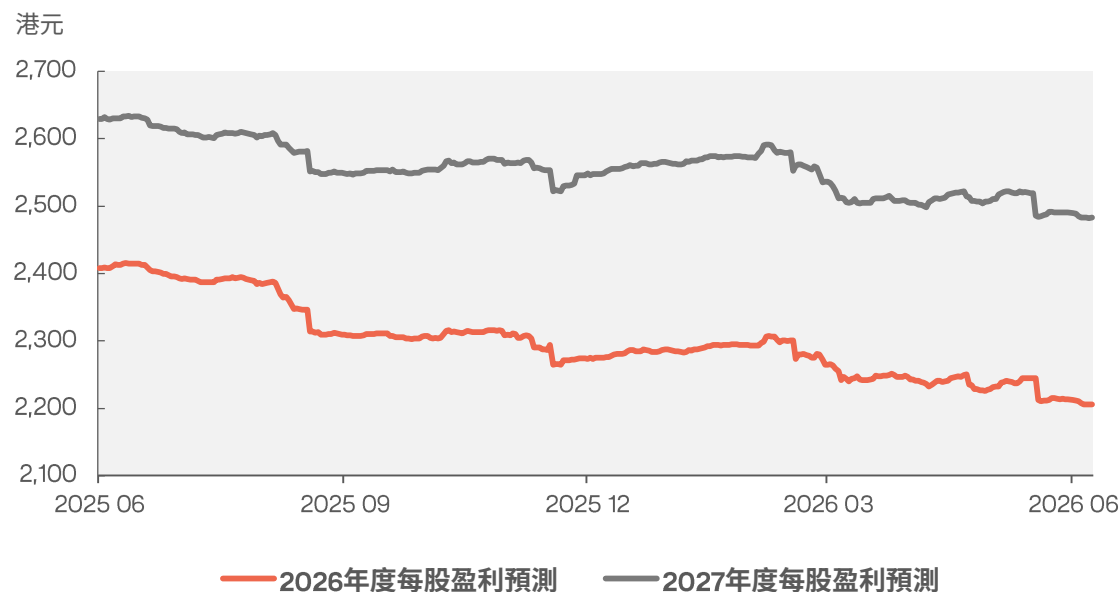
東亞銀行財富管理處高級投資策略師



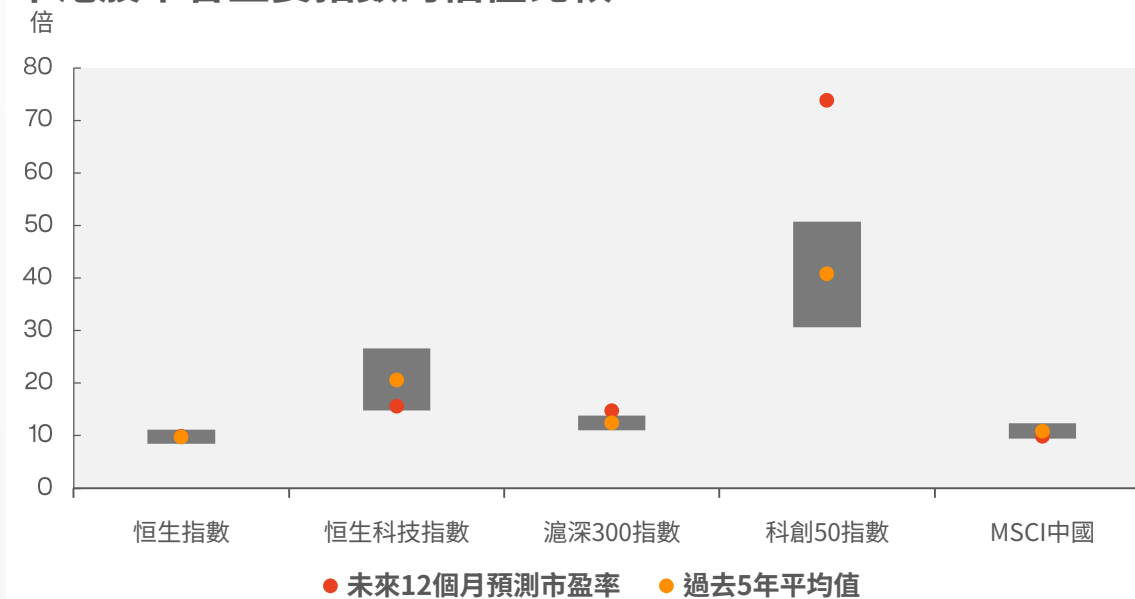
港股市場展望：下調恒指FY26目標至27,100點，Q3料迎來反彈行情

- 基於中國4-5月消費和固投數據普遍遜預期、科企加大AI投入，以及能源和記憶體等生產成本上升等因素，相信權重科網股和消費股盈利復甦進度較預期疲弱，我們將FY26恒指盈利預測從2,300港元（YoY+10%）下調至2,260港元（YoY+5%）。
- 目前恒指NTM預測市盈率僅為10倍，略低於過去10年平均值（10.5倍），估值吸引力逐步浮現。然而，基於美國加息預期升溫、內地限制跨境投資之政策不確定性增加、內地AI模型與應用產品競爭加劇等因素，我們將恒指NTM預測市盈率從12.6倍下調至12.0倍。
- 我們將FY26恒指目標從29,000點下調至27,100點，短期市況過度下跌屬吸納機會，預期2H26將出現階段性反彈行情。
- 市況潛在反彈催化劑：1)7月中央政治局會議料釋出更多穩增長政策；2)近期國際油價急挫或令美聯儲加息預期降溫；3)資金進行板塊輪動。

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比較

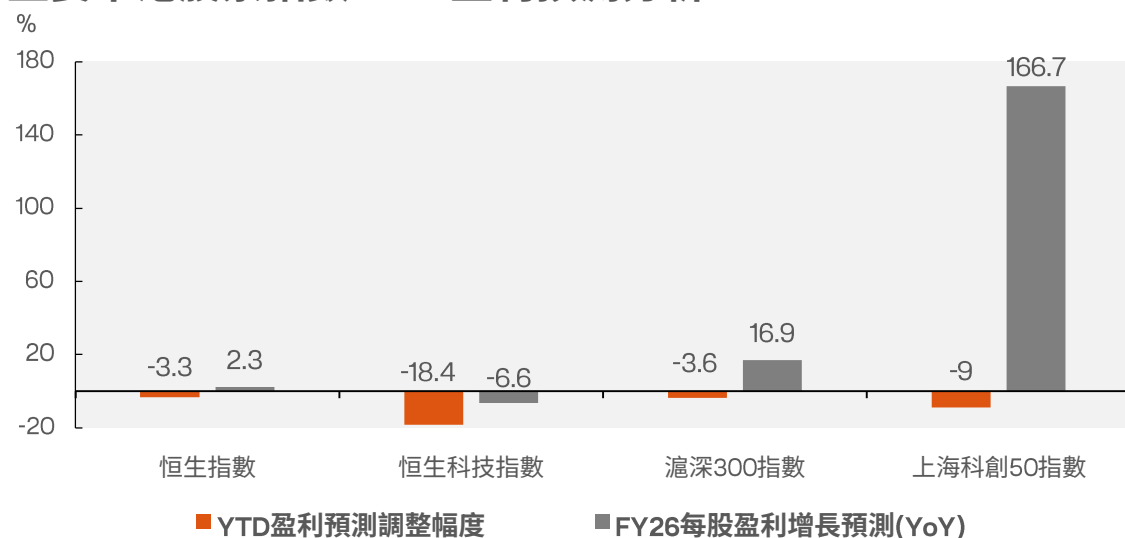




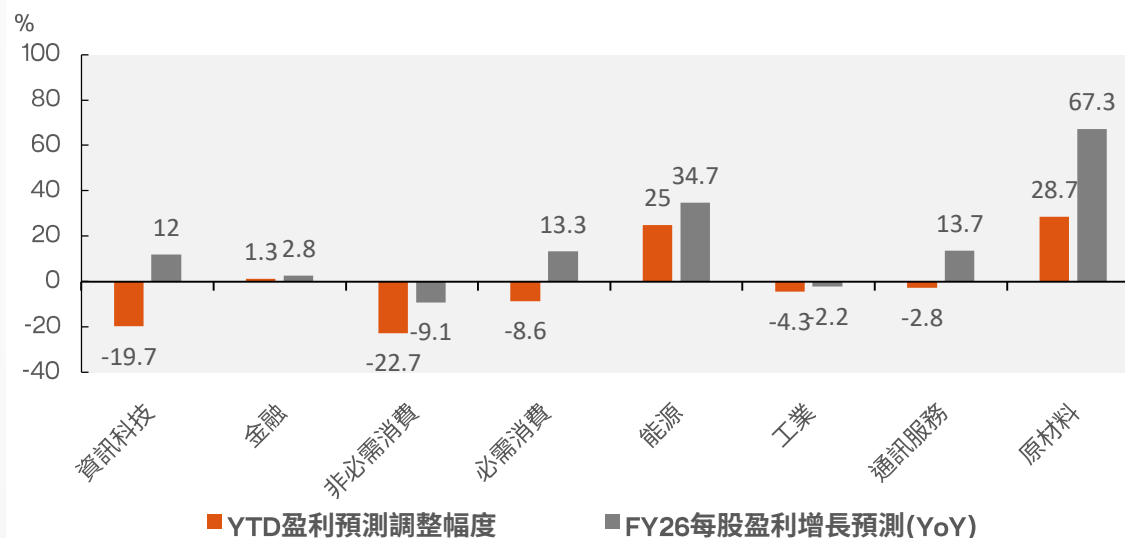
中國A股盈利展望優於H股，硬科技和工業板塊盈利增速料續跑贏消費

- 中國內地4、5月經濟數據普遍欠佳，中資股Q1業績失望，A股與港股的指數盈利預測在Q2下調壓力增，年初至今累計下調約3%-17%。
- 市場對A股之FY26盈利展望較H股樂觀，其中內地科創50指數之盈利增長預測高達166%，遠高於恒生科指的-5.2%，科創50指數的半導體及網絡設備股票權重較大，故較受惠於 i) 華為最新發表的「韜（ τ ）定律」，AI芯片國產替代化進度可望加速； ii) 國內AI大模型token使用量急升，算力投資持續加碼； iii) 來自海外AI企業之訂單飽滿，存儲芯片、光互連設備、PCB、玻璃基板等價量齊升。
- 內地消費市場疲軟，且受存儲芯片成本急升、平台價格戰持續等困擾，預期非必需消費板塊FY26盈利面臨較大下行壓力，惟2H26可望出現環比改善。原材料和能源板塊YTD盈利預測上調幅度顯著領先，但隨油、金和多種大宗商品價格近期急速回落，2H26盈利增速料減弱。市場對工業板塊之盈利預測或過於審慎，受惠出口需求旺盛、國策支持「六張網」投資、能源成本回落等因素，存在盈利超預期驚喜。

主要中港股票指數FY26盈利預測分析



MSCI中國主要行業之FY26盈利增長預測及調整幅度



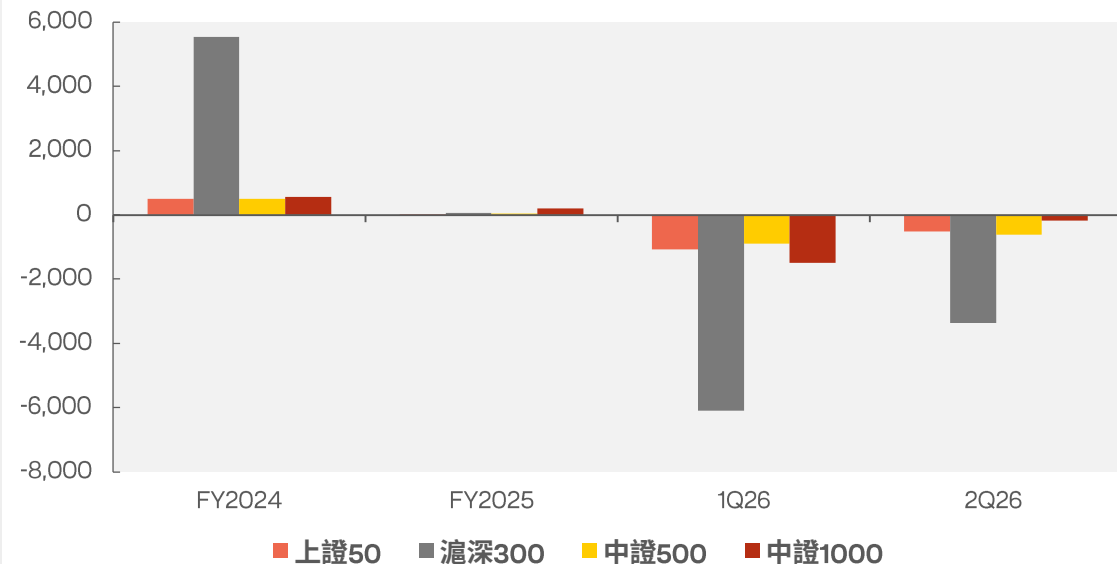


國家隊減持及北水走資暫壓制股市，惟資金流下半年可望好轉

- 中國內地主要股票指數ETF連續兩季錄得大額淨流出，或反映中央匯金等國家隊資金正在減持A股倉位，規模約1.3萬億人民幣，對短期市場情緒難免造成擾動。不過，國家隊減持料只屬壓抑A股升勢過急的手段，對整體流動性未有重大影響。此外，目前國家隊資金已減持約90%之股票倉位，相信減磅行動已近尾聲；若未來市況跌勢加劇，預期國家隊資金將再度進場吸納，以穩定市場信心。
- Q2至今港股通南向淨流入規模較Q1進一步轉弱，按年亦縮減逾70%，5月份甚至錄得單月淨流出，屬2023年6月以來首次。期內南向資金淨買入較多的板塊為半導體、PCB、AI大模型、內銀、能源；淨沽出較多的板塊為互聯網、非必需消費、金屬資源等，且多為恒指成份股。這反映恒指重磅成份股已成近期北水主要套現對象，故暫制約指數反彈幅度，但不宜低估下半年資金風格切換的可能性。

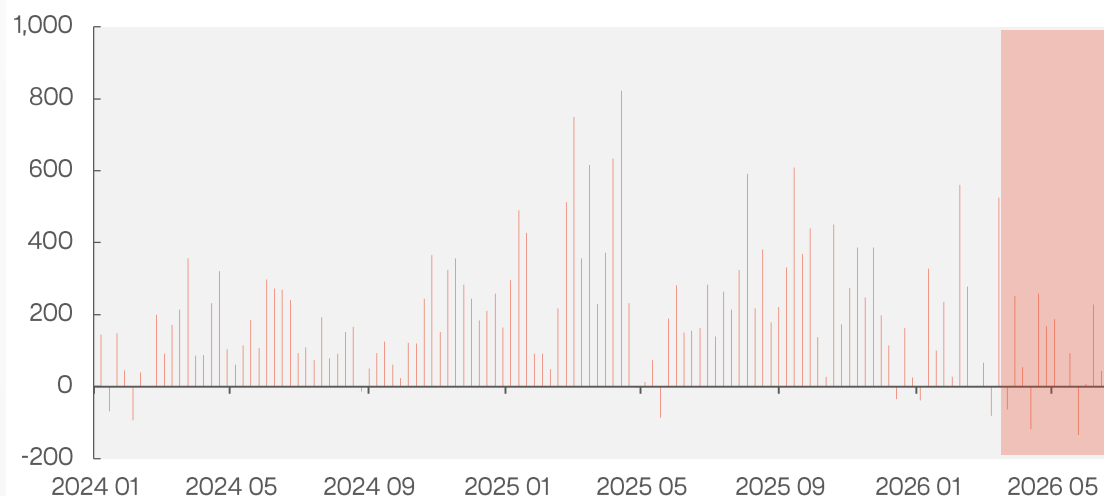
內地主要股指ETF申贖資金流

(億·人民幣)



南向港股通每周淨資金流

(億·港元)



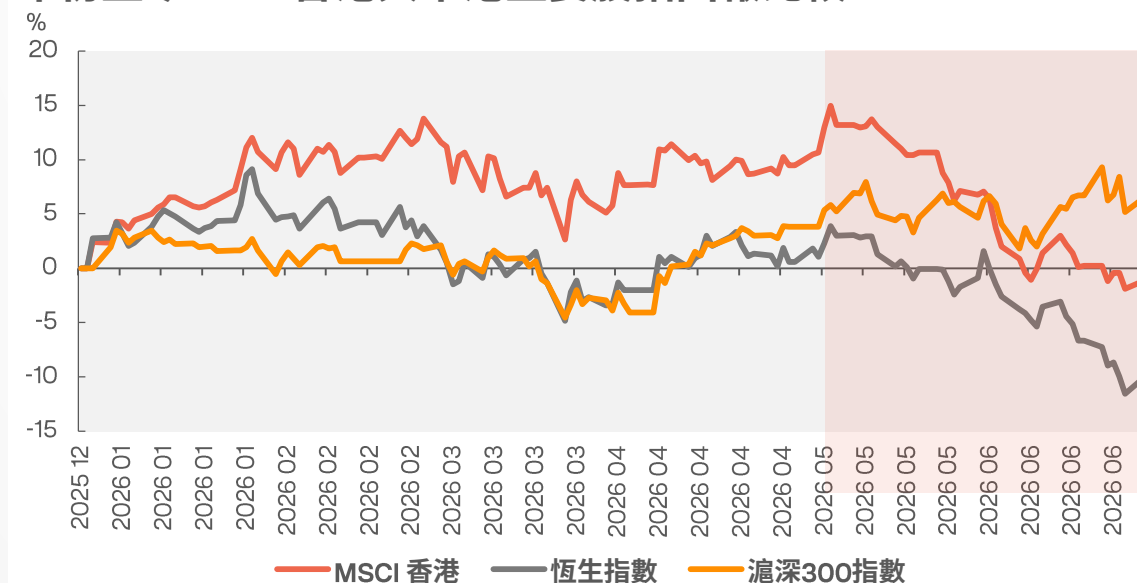


本地板塊短期料受累於美國加息預期及跨境投資限制收緊

- 過去5次美國加息週期中，MSCI香港指數在加息前3個月/後3個月下跌的機率达60%/80%，即使跌幅普遍僅為單位數，也須警惕加息預期升溫可能對香港本地股票（尤其房地產、公用板塊）造成回調壓力。
- 今年1月至5月，MSCI香港指數一直跑贏恒指與滬深300指數，但隨著市場完全定價年內加息後，MSCI香港指數便由5月高位回落約14%。
- 內地政府擬加強打擊境內居民非法跨境投資活動，短期或影響本港銀行和保險企業的非利息收入和新業務價值增長，亦可能觸發資金暫時流出港股市場，但相信未來將推出更多元化合規跨境投資渠道，可逐步淡化事件衝擊。
- 下調本港板塊觀點至「中性」，可候低收集股價超跌之本地銀行、本地保險、交易所等板塊，惟未必可重現過去3季顯著跑贏大市之走勢。

加息周期年份	首次加息日期	基準利率變動	加息前3個月MSCI香港指數表現	加息後3個月MSCI香港指數表現
1994	1994年2月4日	3.00% → 3.25%	+27.1%	-28.9%
1999	1999年6月30日	4.75% → 5.00%	+22.5%	-6.8%
2004	2004年6月30日	1.00% → 1.25%	-6.2%	+9.6%
2015	2015年12月16日	0.25% → 0.50%	-0.7%	-2.9%
2022	2022年3月16日	0.25% → 0.50%	-7.8%	-1.6%
平均表現			+7.0%	-6.1%

年初至今MSCI香港與中港主要股指回報比較

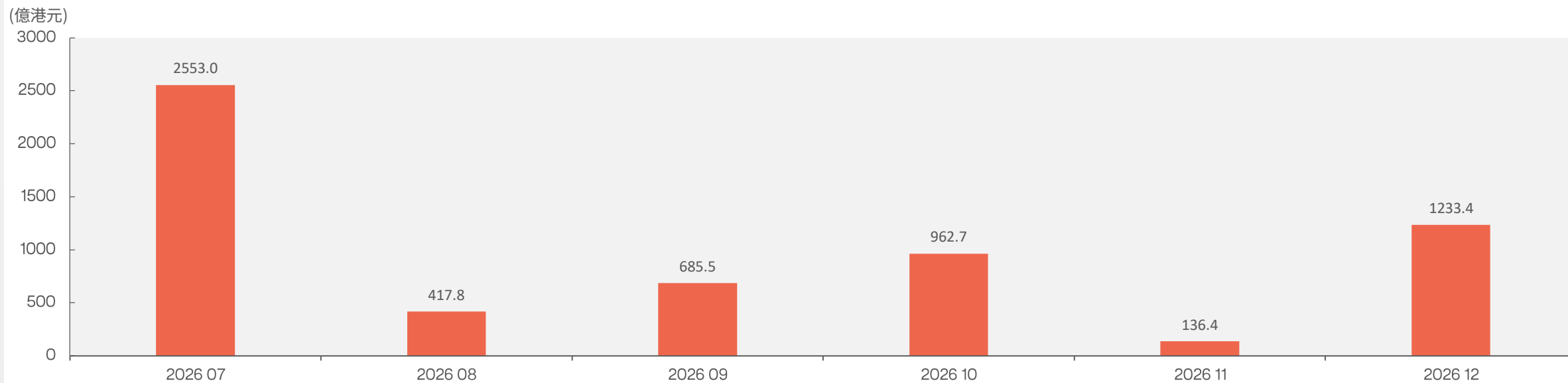




第3季港股IPO解禁壓力料大增，累計升幅較大之科技股宜持謹慎態度

- 7-9月港股市場將面臨規模約3,500億港元的IPO限售股解禁壓力，未來12個月減禁規模更高達2萬億港元，多集中於AI模型、科技硬件、半導體、生物科技、機器人等板塊。
- 由於多隻半新股上市以來已累積驚人升幅，目前估值亦偏高，其主要大股東、戰略投資者及基石投資者等料有較大獲利減持意欲，解禁前後可能對股價造成短期下行壓力。若該股票僅為H股上市，且解禁股票佔已發行股數比例較高，預期回調幅度較大。其他同行業股份亦可能受波及。

港股市場IPO解禁規模與時間表





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	i) 受惠國策支持及半導體製程技術突破，AI芯片國產替代化進度可望加速； ii) 大型科企AI雲業務收入增速持續強勁，且具價格上調空間； iii) 來自海外AI企業之訂單飽滿，存儲芯片、光互連設備、PCB等產品價量齊升。	****
內地工業設備	i) 內地政策推動「六張網」投資，有助擴大新型電力與儲能設備、通訊網路設備及重型建築機械的需求量； ii) 出口及海外業務增長迅速，且利潤率普遍高於國內市場。	*****
油輪及航空運輸	i) 國際油價回落，加上霍爾木茲海峽可望逐步開放，料可加速各國補充原油庫存進度，有利VLCC等油輪提升運輸量及運價； ii) 航油價格下滑有助改善海外出遊需求，提升國際航線RPK與運載率，且可減低航空企業之營運成本。	***



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)
內地券商+保險	i) 香港新股市場氣氛維持熾熱，A股市場可能加速大型IPO上市審批； ii) 行業Q1淨利潤增速普遍超預期，Q2業績能見度較高； iii) Q1壽險新業務價值增速強勁，且維持較高利潤率； iv) 險企近年積極提升股權資產投資佔比，有利強化投資收益表現。	*****
內地電訊	i) 未來5年內地將斥資約2萬億元人民幣擴展數據算力網，三大電訊商料將負責營運，有利擴大其AI雲業務市場份額； ii) 企業自由現金流強勁，目前NTM股息率高達6.3%-7%，遠高於中國10年國債收益率，估值吸引。	***
礦業+有色金屬	i) 受益於全球AI數據中心、電動車、國內電網升級和新能源行業的快速發展，有助支撐銅和碳酸鋰價格； ii) 頭部企業的礦場營運能力理想，加上多項新收購投產，預期產量穩步提升。	****



股票：亞洲市場



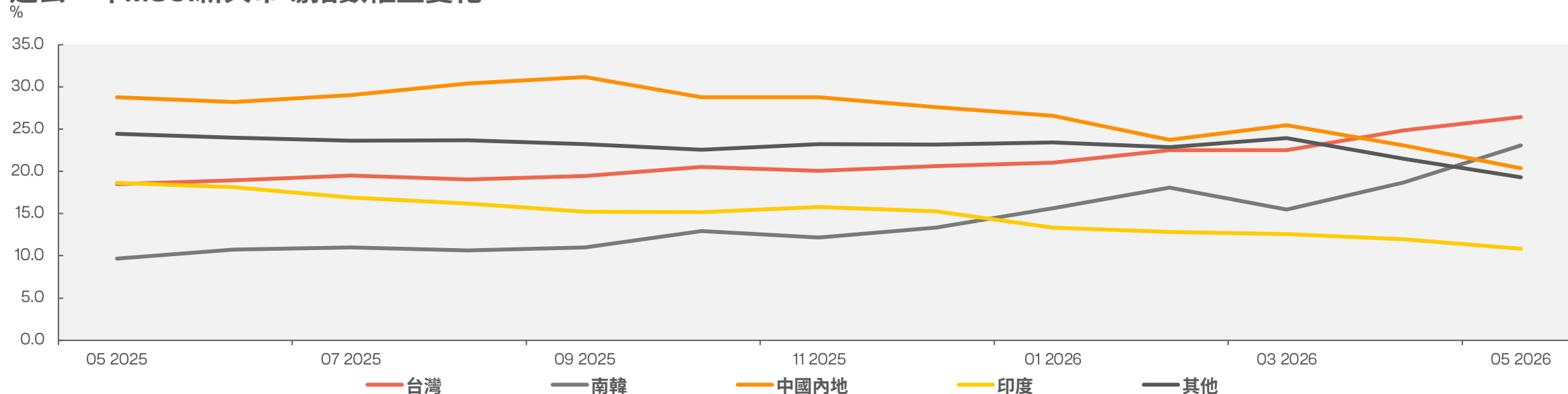
東亞聯豐投資團隊



股票：亞洲市場

- ❑ 全球市場對地緣政治與能源衝擊的消化能力強於預期，整體宏觀展望維持樂觀，亞洲風險資產表現並未受戰事拖累。
- ❑ 美國科技巨頭預計在2026年投入6,200億美元AI資本開支，其盈利釋放將持續轉化為亞洲硬件與製造供應鏈的實質收入。
- ❑ 台灣與南韓作為AI晶片、組裝及記憶體的核心供應地，在新興市場指數中的權重顯著提升，且目前平均估值仍較美國折讓約40%。
- ❑ 中國內地經濟結構轉型成效初現，科技與新能源等新經濟板塊的強勁動力，已足以抵銷傳統樓市與舊經濟疲弱帶來的拖累。
- ❑ 日本通脹攀升鞏固了央行的加息立場，且其AI設備供應鏈地位穩固；新加坡則推出50億星幣發展計畫，銳意激活股市流動性。
- ❑ 印度股市預期市盈率接近22倍，估值昂貴且缺乏AI概念股吸引外資，國內九成石油依賴進口，正面臨高油價轉嫁帶來的通脹考驗。

過去一年MSCI新興市場指數權重變化



資料來源：彭博，上圖顯示各國家或地區的權重變比，數據截至2026年6月17日

過往表現不代表將來表現



環球債市：定錨乘風



鄭瑩

東亞銀行財富管理處投資策略師



環球債市第三季展望及策略 – 定錨乘風

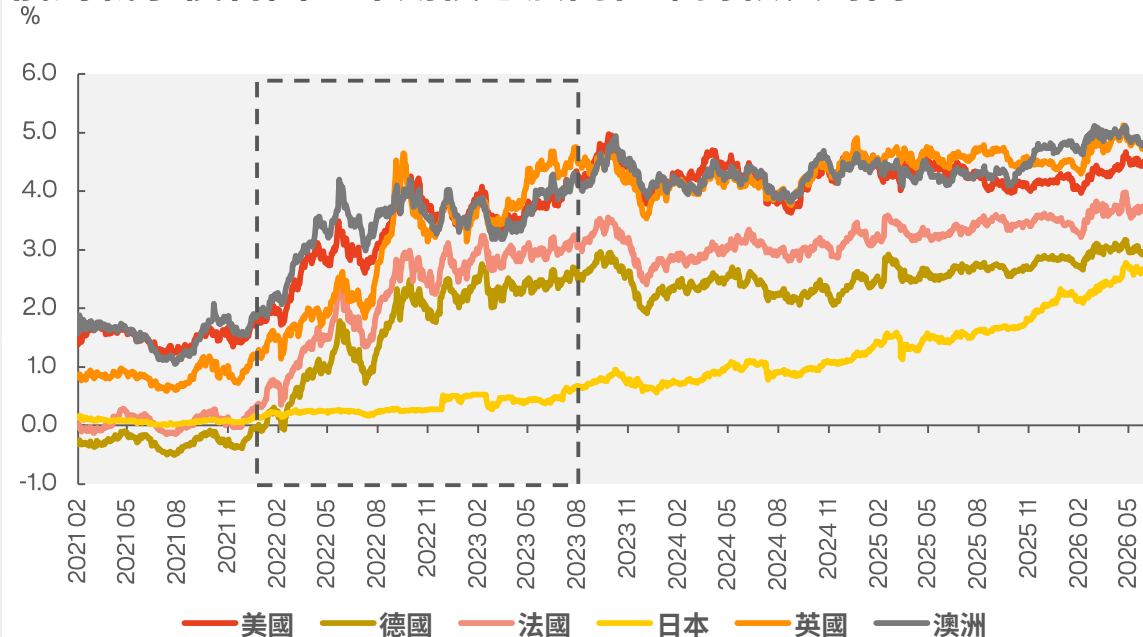
- ❑ 美伊和談有進展，地緣尾部風險降溫，但需注意通脹的潛在滯後效應，加息預期升溫以及人工智能龐大資本開支形成的融資需求，預期仍將為第三季度帶來不確定性。我們預期美聯儲下半年將加息25點子，料屬一次性行動，而非加息周期重啟。
- ❑ Q3 整體債券配置：建議採取「穩定收益定錨、存續期風險防禦」的思維，策略上以獲取票息（Carry）為首要考量，將組合的整體存續期控制在短至中期，並精選優質信用債，靜待通脹回落、政策預期實質轉向或地緣風險徹底緩和後，再逐步拉長存續期，並放寬風險敞口。
- ❑ 美國國債：短端（front-end）在加息預期下急升，但現水平或已「充份反映」年內加息的預期。聯儲局減少前瞻性指引（Forward Guidance），或將加大短端波動性，現水平短債收益吸引，提供一定票息保護，其存續期低、價格下行風險有限；中期債（尤其是腹部區間）有潛力提供較高票息及滾動收益（Roll-down return）；實質利率走高，加上美國債務規模龐大且財政赤字持續惡化，未來或進一步加大發債，長端存續期風險較高。鑑於當前通脹及利率環境仍有不確定，建議部署短中期債為核心，優先鎖定較高票息，降低組合對利率波動的敏感度。
- ❑ 環球信用債：整體利差處於低位，投資級別債基本面維持強勁，利差處於歷史低位區間附近，在美債收益率仍高企的環境下，我們更偏好受利率風險影響較輕的中短期投資級別債券，重點關注現金流穩健、槓桿可控、融資渠道通暢的優質發行人。高收益債整體收益回報吸引，但預期基本面較強與較弱的發行人之間信用分化將加劇，當前利差保護不足，對融資成本上升敏感，建議精選財務穩健的發行人、控制倉位、避免過度下沉資質。
- ❑ 新興市場債：整體經濟韌性仍強，絕對收益率仍具吸引力；新興市場本幣債後續走勢較受美元走勢影響，若後續通脹回落，美元在Q3的升勢略為放緩，本幣債或具較強潛力獲得匯兌收益與資本利得回報。



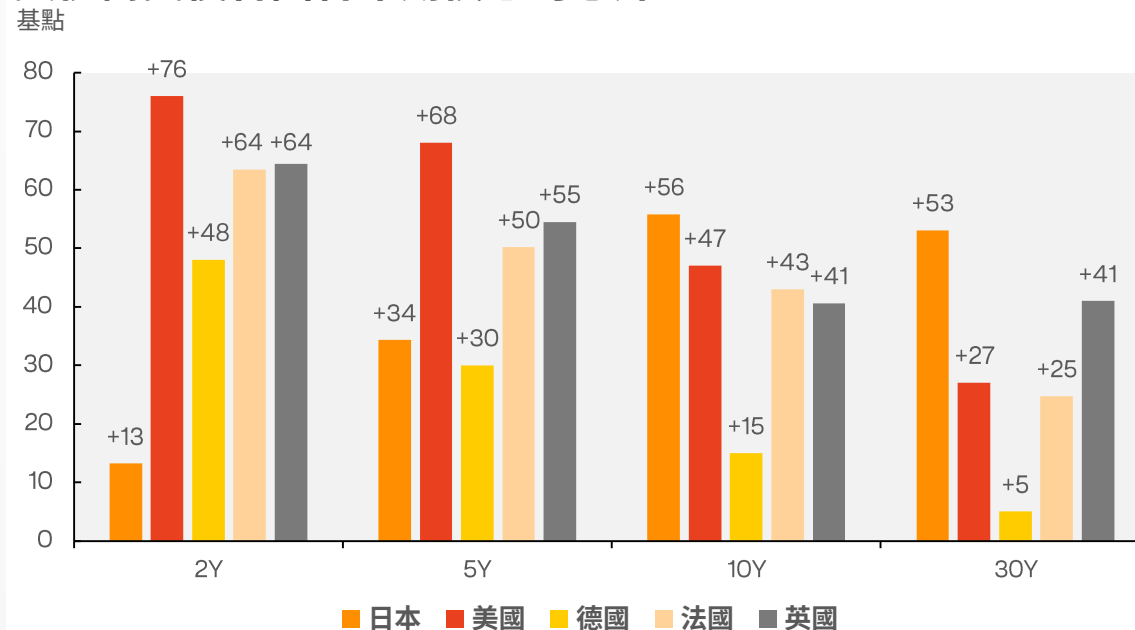
環球債市：環球通脹預期仍未明朗，各國債息暫高據不下

- ❑ 美伊衝突持續時間超過三個月，其間霍爾木茲海峽受阻，能源價格急升。各國經濟數據反映通脹持續升溫，並開始由能源價格傳導至不同層面，歐洲央行及日本央行已進行加息行動應對通脹升溫。
- ❑ 通脹風險溢價上升加上環球央行對加息預期重新定價，主要國家較高利率環境（Higher for Longer）的預期，導致各國國債收益率暫高居不下。雖然美伊和談協議具進展，但海峽完全恢復衝突前的通行狀態仍需要時間，加上通脹或具滯後效應，能源價格、環球通脹及息口路徑仍不明朗。

俄烏戰爭後各國10年期債息於高位維持較長時間



美伊衝突後各國各年期債息均急升

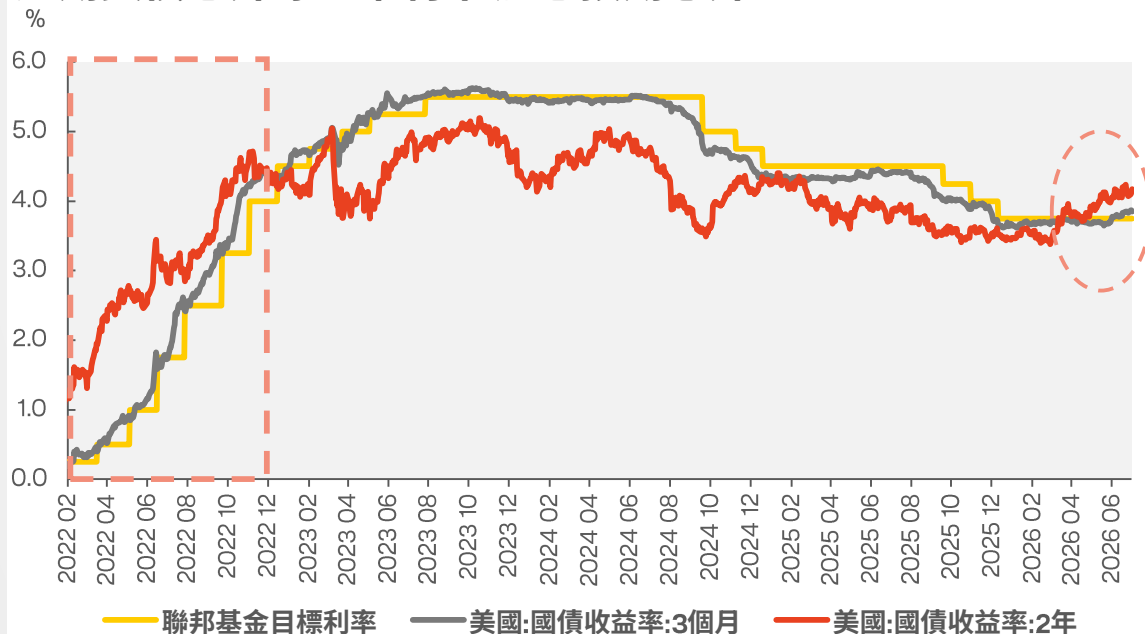




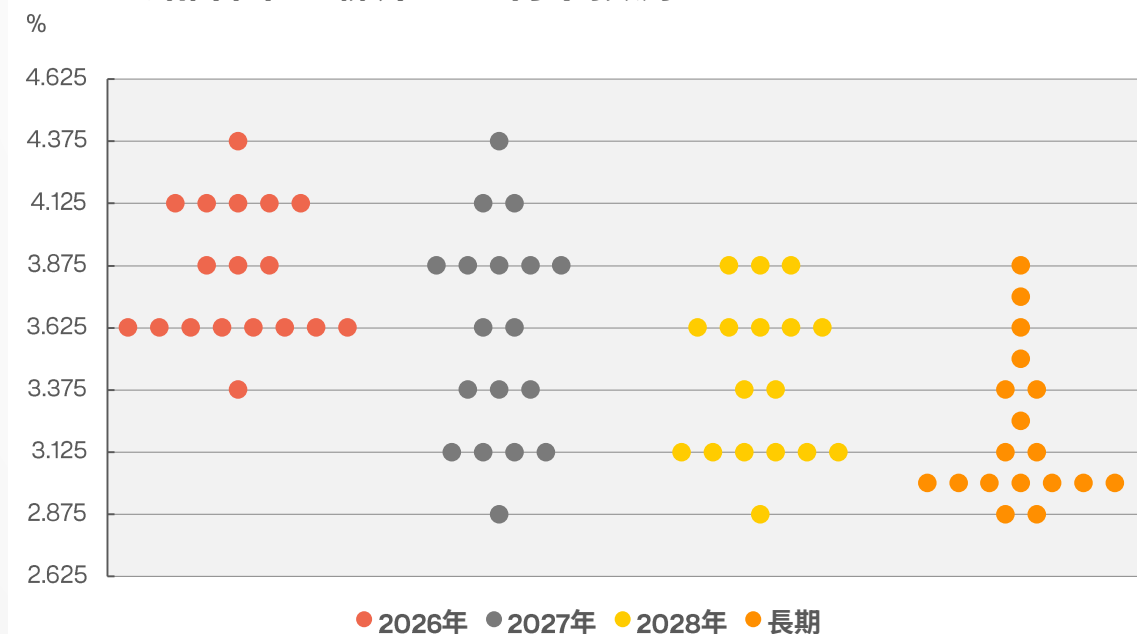
美國國債：短債或已定價年內加息預期，惟波動率或上升

- 3個月及2年期美債息升穿基準利率，22年3月加息前亦有此情況，其後隨著加息開始，以及23年市場開始定價減息預期，2年期債息回落至基準利率以下。我們預期美聯儲下半年將加息25點子，料屬一次性行動，而非加息周期重啟。最新點陣圖投票，18位官員中有9位支持年內加息，加息預期大升，但點陣圖亦顯示官員不打算將政策利率長時間維持在具限制性水平、大部份料2027息口回落。
- 現時基準利率中位數為3.625%，2年期美債息一度升穿4.23%，已反映2次（共50點子）以上加息機會，短端或存在過度定價。惟美聯儲不再提供前瞻性指引，市場對每次數據的反應或更劇烈、加大短端的波動性，但現水平短債收益率吸引，具票息保護、其存續期低，價格下行風險有限，但波動性與利率政策高度錨定。

短期美債息升穿基準利率 加息預期急升



FOMC 點陣圖 — 聯邦基金利率預測

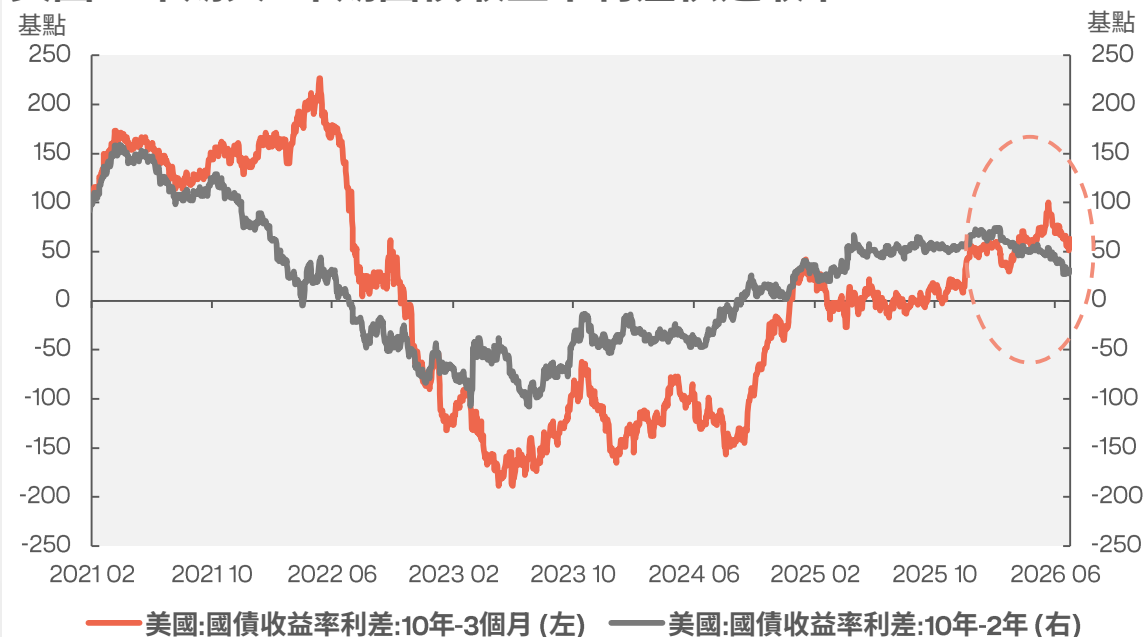




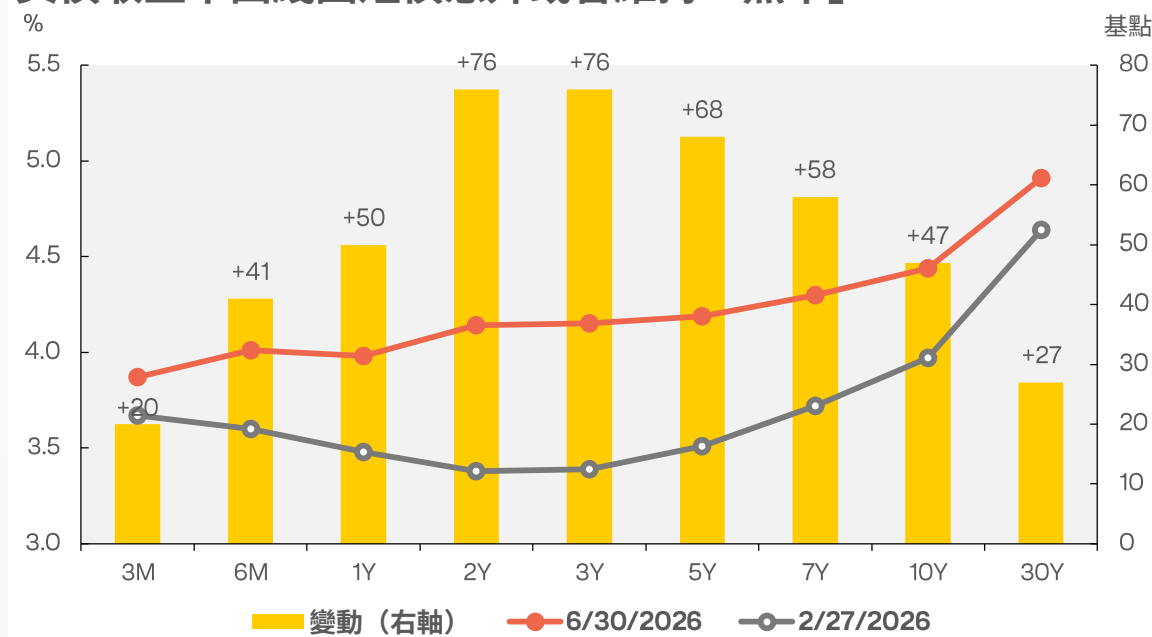
美國國債：收益率曲線短期維持「熊平」，核心配置曲線中段及腹部

- 美國10年期與2年期國債息利差於2022-2023年一度倒掛至-100點子，2025年開始從倒掛回正，目前利差約31點子，因2年期債息急升，利差快速收窄；10年期與3個月利差約57點子，10年 vs 2年利差比10年 vs 3個月利差收窄得更快，反映市場對2年期定價比3個月激進。
- 預期2年期債息急升推動收益率曲線短期內維持「熊平」（Bear Flattening）形態，下半年或走向「牛平」或「牛陡」；長端利率受期限溢價推升所制約，利率中樞仍將上移，當前調整幅度較大的曲線中段（3Y-7Y）收益率已升至約4.1%-4.3%高位。中期債持有收益吸引、存續期風險低於長端，尤其是「腹部」（Belly，5-7年期）的滾動收益（Roll-down）有潛力提供可觀的資本增值。

美國10年期與2年期國債收益率利差快速收窄



美債收益率曲線因短債急升或暫維持「熊平」

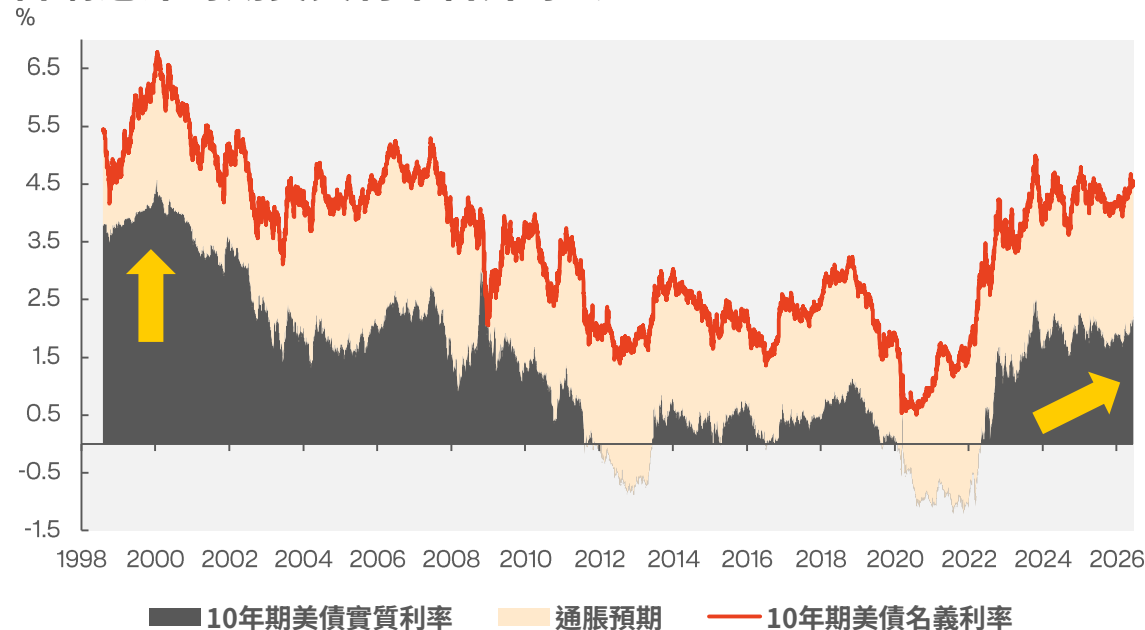




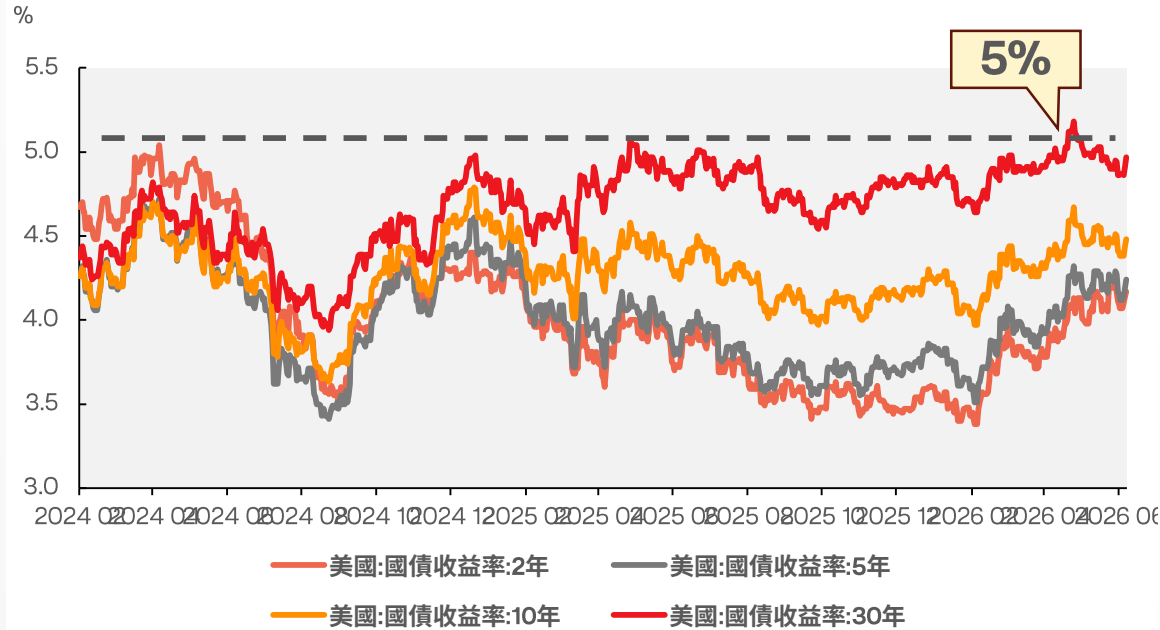
美國國債：AI投資熾熱拉動實質利率向上，抬升長債利率中樞

- 美伊衝突後10年期美債息一度升穿4.68%，名義利率的攀升不只受通脹預期所驅動，實質利率由衝突前約1.68%顯著攀升至2.2%以上，AI基建投資熱潮帶動強勁的融資需求，帶動實質利率向上。1998年科網熱潮期間，實質利率一度抽升至近4%。如較極端的科網泡沫化投資情況出現，10年期債息或有突破5%的風險。即使後續通脹逐步回落，實質利率的攀升料會抬升10年期美債息的中樞。
- 加上美國債務規模龐大且財政赤字持續惡化，未來有機會加大發債規模，長端存續期風險較高，對長端美債前景維持審慎。鑑於當前通脹及利率環境仍有不確定，建議部署收益率曲線中段，存續期控制於短至中，優先鎖定較高票息，降低組合對利率波動的敏感度。

科網泡沫時期實質利率曾升穿4厘



美國30年期國債收益率度升穿5厘





環球信用債：利差處於低位，基本面維持穩健

- 環球投資級別公司債（IG）：企業基本面維持強勁，利差整體處於歷史低位區間附近。鑑於IG債券平均存續期較長，在美債收益率仍高企的環境下，我們更偏好受利率風險影響較輕的中短期投資級別債券，建議適度配置高等級投資級信用債，重點關注現金流穩健、槓桿可控、融資渠道通暢的優質發行人。
- 環球高收益公司債（HY）：憑藉較短的存續期特點，Q2表現優於長存續期資產。整體收益回報吸引，但預期基本面較強與較弱的發行人之間將加劇信用分化，當前利差保護不足，對融資成本上升敏感，建議精選財務穩健的發行人、控制倉位、避免過度下沉資質。

環球信用債利差一度擴闊但幅度不及去年顯著



各類債券的風險與機遇

	全球 高收益	全球 投資級別	亞洲 高收益	亞洲 投資級別	新興市場 美元債
收益率	6.91%	4.72%	7.34%	4.92%	6.04%
信用利差	2.80%	0.77%	3.0%	0.54%	1.62%



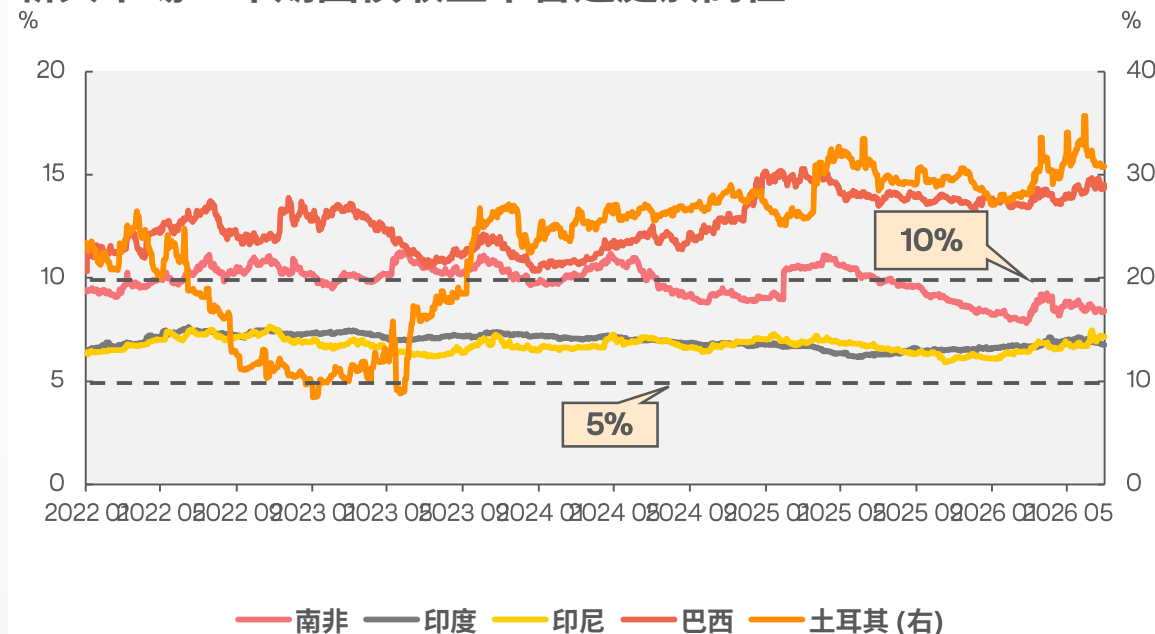
新興市場債：絕對收益率仍具吸引力

- 新興市場經濟具韌性，今年至今新興市場美元債及本幣債均錄得不俗的表現，美元債中以石油、商品出口國佔比高，如中東產油國以及部分拉丁美洲商品出口國（如巴西），新興市場美元債近6%的收益率為投資者提供充足的利息緩衝（carry cushion）。
- 我們維持看好整體新興市場債券，因其絕對收益率維持吸引。年初至今，新興市場美元債表現反超本幣債，反映Q2美元在避險需求下走強，吸引資金流入。本幣債後續走勢較受美元走勢影響，若後續通脹回落，美元在Q3的升勢略為放緩，本幣債或具較強潛力獲得匯兌收益與資本利得回報。

新興市場美元債上半年表現反超本幣債



新興市場10年期國債收益率普遍處於高位





第三季債市投資策略

債券類別	部署策略	投資邏輯
美國國債	10年期債息中樞上移至4.2% - 4.7% 2年期債息中樞上移至3.9% - 4.4% - 核心部署收益率曲綫中段，存續期控制於短至中期	- 短端（2年或以下）：或已「充份反映」年內加息預期，惟缺乏前瞻性指引下，對經濟數據或較敏感，短端波動性或擴大。現水平收益率吸引，流動性高，可作現金管理工具，走勢與利率政策高度錨定 - 核心配置曲綫中段（3-7年）：存續期風險較長債低，持有收益吸引；尤其是「腹部」（Belly，5-7年期），當10年期債息上升時，5-7年價格跌幅相對可控，其滾動收益（Roll-down）策略有潛力提供可觀資本增值 - 避開長端：AI投資熾熱拉動實質利率向上，抬升長債利率中樞，加上美國債務規模龐大且財政赤字持續惡化，未來有機會進一步加大發債規模，長端存續期風險較高，對長端美債前景維持審慎
環球投資級別債	- 增持投資級別 - 部份亞洲國家受益於AI供應鏈，亞洲投資級別整體優於歐美投資級別	- 企業基本面持續強勁，違約率低，持有收益（Carry）吸引 - 投資級別債平均存續期較長，對10年期債息較敏感，更偏好受利率風險影響較輕的中短期投資級債券，可參考10年期債息上下區間適時調整存續期
環球高收益債	維持高收益中性配置	- 收益回報吸引，惟預期基本面較強與較弱的發行人之間將加劇信用分化 - 當前利差保護不足，對融資成本上升敏感，建議精選財務穩健的發行人 - 控制倉位、避免過度下沉資質
新興市場債	看好整體新興市場債	- 絕對收益率處於高位 - 利息緩衝（Carry Cushion）充足，總回報維持正面 - 本幣債走勢較受美元走勢影響，若後續通脹回落、美元升勢放緩，或可獲匯兌收益與資本利得



債券：中國及亞洲債市展望



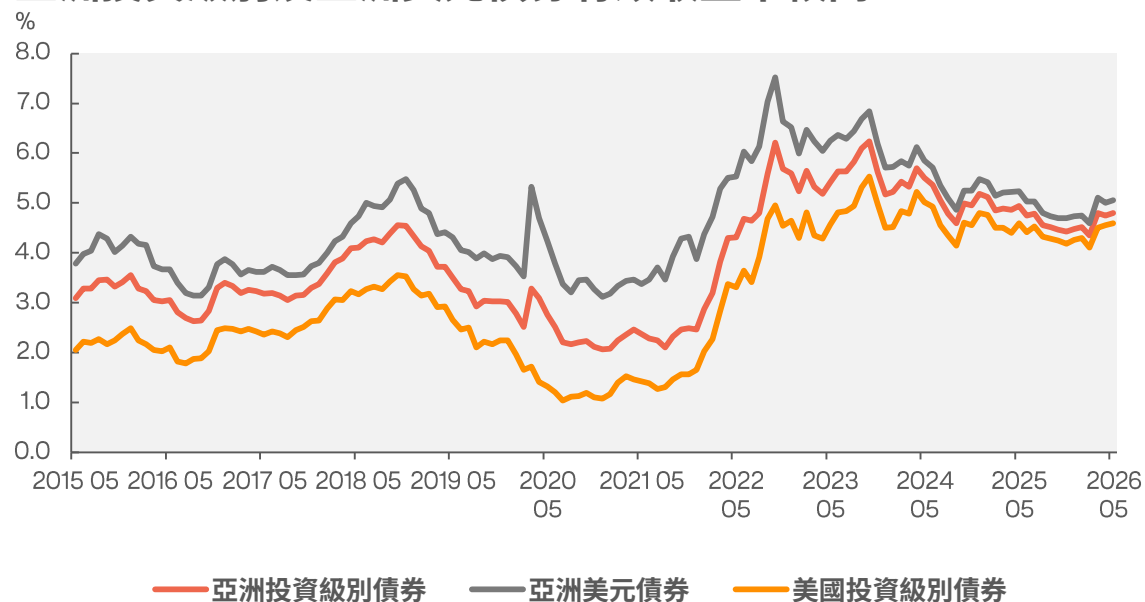
東亞聯豐投資團隊



債券：中國及亞洲債市展望

- ❑ 亞洲債券具備違約率低與供應量少的雙重優勢，整體收益率吸引。
- ❑ 亞洲投資級別債具備「收益率更高、存續期更短」的結構優勢，相較於同類型美債，對利率波動更具防禦性。
- ❑ 中韓核心債估值偏高，但現金流強勁的中國科技等BBB級信貸，以及港日保險債，目前估值仍具吸引力。
- ❑ 全球AI基建需求帶動中韓相關供應鏈發展，配合印度強勁的宏觀經濟，將持續催生區內企業的評級調升潮。
- ❑ 內地樓市銷售依然疲弱，儘管政策扶持力度持續加大，但在實質復甦前，內房債走勢仍將維持反覆。
- ❑ 印尼商品債券發行人現金流充裕且基本面穩健，惟當地宏觀形勢動盪，須密切留意「外匯保留境內」的新規發展。

亞洲投資級別及亞洲美元債券有效收益率較高



截至 2026年5月31日	亞洲 投資級別債券	亞洲 美元債券	美國 投資級別債券
有效收益率 (%)	4.8%	5.1%	4.6%
經調整後久期(年)	5.3年	5.1年	6.1年

資料來源：東亞聯豐，ICE資料服務，資料截至2026年5月31日。

亞洲投資級別債券代表指數為ICE美銀亞洲貨幣投資級別債券指數(ADIG)；亞洲美元債券代表指數為ICE美銀美林亞洲美元債券指數(ADOL)；美國投資級別債券代表指數為ICE美銀美國企業及政府債券指數(BOA0)。

過往表現不代表將來表現



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。



東亞銀行投資策略團隊簡介



彭偉偉

首席投資策略師

曾任興業銀行私人銀行部財富顧問處處長、平安銀行私行財富部首席策略分析師、招商銀行私人銀行部家族信托及全權委托高級投資經理。主要覆蓋境內外宏觀及政策分析。



陳偉聰
CFA

高級投資策略師

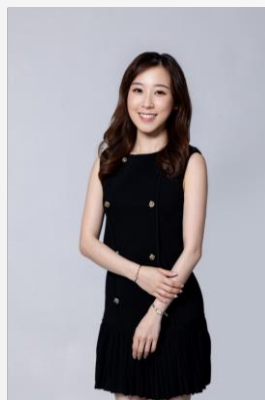
主要覆蓋大中華股票及美股市場的研究分析。擁有特許金融分析師(CFA)專業資格，投身金融業逾16年。



吳永強
CFA, CESGA

投資策略師

主要負責策劃銀行整體的外匯投資策略及相關研究，為銀行客戶提供不同的投資建議。擁有特許金融分析師(CFA)和環境、社會及管治分析師(CESGA)資格。



湯嘉穎

投資策略師

專注於宏觀策略、商品市場及大中華區股票市場的研究及負責個股分析報告撰寫工作。



鄭瑩

投資策略師

專注於環球債市、美國股票市場以及大中華股票的研究分析。擁有金融碩士學位。



Thank You
謝謝