

东亚睿智
春和景明

2026年第一季投资展望





东亚银行 | 东亚睿智 | 2026年第一季



目录

- 2 序言
- 3 宏观策略
- 14 宏观经济
- 18 股票
- 33 外汇
- 42 债券
- 51 季度资产配置
- 56 免责声明



冷冬渐远，春光初现。万象更新，大地复甦。经历了起伏不定的一年，全球市场正如河道归稳的江流，波澜渐息，原本难以捉摸的水流归于从容。

回望2025年，可谓“动荡与重塑”的一年。在美国挥动关税大棒后，环球主要经济体的经济衰退风险增加、通胀回升阴霾、政策转折多变与地缘政治紧张等多重不确定性下艰难前行，但投资者的情绪未见磨蚀，反而在重重挑战下变得更具韧力。进入2026年首季之际，预期宏观环境暖意续增，为市场注入“春和景明”的气息。

投资者在2025年曾历经关税战重临、通胀回升、经济放缓、供应链重塑、全球政经格局碎片化、中美关系紧张等多项考验。然而，时间的力量终将显现，环球通胀压力逐步缓解，关税政策已大致明朗，全球经济未陷入衰退，市场悲观情绪往往在短时间内消散。环球主要经济体的政策延续宽松取态，部分地区的经济动能开始修复。

展望2026年首季，中国“十五五”开局之年料将带来政策红利，协助市场信心进一步提升。美元走弱和美国与多国

已达成贸易协议，料全球经济韧性将可持续。美国中期选举年初期，政策环境料会相对稳定，让资本市场迎来选前蜜月期。虽未能尽除阴霾，却可见春日阳光正逐渐驱散寒气，市场氛围料在本季维持向好，风险偏好悄然回升。

春光再现，并不代表前路无波。当前的宏观环境仍充满变数，例如美国最高法院针对关税政策的裁决结果，或再为全球贸易添上不确定的注脚；若关税压力传导推升通胀，市场对减息步伐的预期或需重新调整，资产估值难免受到考验。同时，主要经济体之间的货币政策节奏开始出现分歧，汇价波动及资金流向变化仍待观察。投资市场从来没有一帆风顺，投资者在迎接暖风的同时，亦须防范“倒春寒”，故应审慎分散布局，以兼顾成长与防守之策面对新一季度。唯有在变动中保持稳定，于热潮前维持谦卑，方能在市场的轮转中站稳脚步。

春，是希望的季节，亦是蓄势的序章。当冬的阴翳渐行渐远，市场的春天正愈走愈近。纵使仍有风险暗涌、仍有迷雾未散，但整体格局正豁然开朗。唯有坚守纪律，灵活应对，以稳健步伐迎接新章，方能在寒尽花开前，抢得春光。

本季重点：

宏观策略：环球主要经济体的偏宽松政策取态料大体不变、AI投资泡沫爆破的担忧料会渐息、中国“十五五”开局年和美国中期选举年或带来更多支持政策，料市场会有有序提升逐险情绪

宏观经济：贸易紧张局势缓和，政策刺激支撑经济增长，料全球经济今年有望保持平稳增长

欧美股市：美国经济增长料稳健，配合有序减息及财政刺激政策加码，整体利好美股；德国推动大规模财政刺激计划，预计将带动欧元区经济复甦及股市表现

亚洲股市：美国利率下行和美元料持续弱势降低融资成本及汇率风险，“去美元化”趋势刺激资金流入亚洲市场，加上亚洲股市估值不高，预期亚洲主要股市会持续向好

外汇市场：预期美联储将继续减息，步伐亦快于其他央行，美元料会继续走弱，利好非美货币

全球债市：与已发展市场相比，更看好亚洲及新兴市场的债券，主因其相对较高的票息收益率、持续改善的信用基本面，以及稳定的经济增长潜力和美元可能进一步走弱

亚洲债市：美国利率下行、“去美元化”持续、企业信贷基调改善、债券供应有限以及整体收益率吸引，今年亚洲债市有望延续良好趋势

宏观策略

春和景明

东亚银行财富管理处投资策略师 | 吴永强
东亚银行财富管理处投资策略师 | 汤嘉颖



宏观策略

春和景明

本章摘要：

- 2026年首季宏观气氛料为风险资产提供顺风，“READ”策略主轴—宽松(R)、AI理性(E)、积极逐险(A)、多元化(D)，可有序提升风险胃纳，适度增加股票配置，并逢低吸纳黄金
- 全球经济展现韧性、通胀持续回落，叠加货币及财政政策偏宽松格局延续，即使减息周期进入尾声，料对股、债等市场仍会带来支持。惟个别央行渐现转鹰信号，宜关注宽松政策边际变化
- AI股估值偏高，泡沫迹象显现，但AI需求呈爆炸式增长，可望支撑AI热潮。加上AI企业的财务状况仍然稳健以及市场投资逻辑转趋理性，AI泡沫未届爆破之时
- 在结构性支撑因素未变下，金价仍具上行潜力。尽管周期性动力或放缓，就算短期高位整固仍不改长线强势，宜采“逢低吸纳”策略

“祸兮福之所倚，福兮祸之所伏。”祸福相依无疑是2025年全球资本市场写照。这一年，市场风险频仍，尤幸大多能化危为机。年内，美国特朗普政府重启关税战，环球经济陷入衰退危机之“祸”，但反而倒逼各国开展宽松周期，以筑起抵御关税冲击之“福”。中国政府以此为契机，果断推出超预期的财政刺激。这场由地缘压力转化而来的政策红利，为投资市场添注额外动力。同样的逻辑亦见于美国，当地的就业数据在年中明显转弱，但这“祸”却解除了美联储的鹰派枷锁，促使其重启减息。

上季我们以《拨云见日》为题，当时预期笼罩投资市场的云雾将逐渐消散，但仍要小心阳光渐明之际，云雾偶以重临。甫踏入2025年第4季，特朗普政府突然威胁对中国商品加征100%关税，此“极限施压”曾为投资市场带来阵痛。其后，美国政府出现历史上最长停摆，除对经济造成一定程度的冲击外，也导致多项经济数据延后发布或最终无法发布，令美联储对利率判断失去部分数据依据，为投资市场带来波动。面对云雾再临，投资情绪韧性仍存，随后在美联储确认减息进程未变，以及中美关系再度缓和等利好消息出现，投资情绪迅速回升，投资市场再次“拨云见日”。

东亚银行财富管理处投资策略师 吴永强
东亚银行财富管理处投资策略师 汤嘉颖

2025年投资市场回顾

回顾2025下半年，美联储自9月再减息，成为左右资产市场的关键。虽然市场在去年第4季对AI股展开去芜存菁的筛选，但在货币宽松的背景下，资金未有流出股市，只进行板块轮动。部分资金由AI股换马至受惠利率下行的公用事业及小型股，大抵抵销了AI股调整的冲击，延续美股牛市行情。流动性盛宴推动标普500指数上升，下半年累升10.3%。

欧洲市场则演绎鲜明的“强弱分化”。随着法国政治不确定性消退，配合奢侈品业绩回暖，带动资金回流；反观德国，受累整体经济数据未见走强，在去年下半年表现明显跑输泛欧大市。

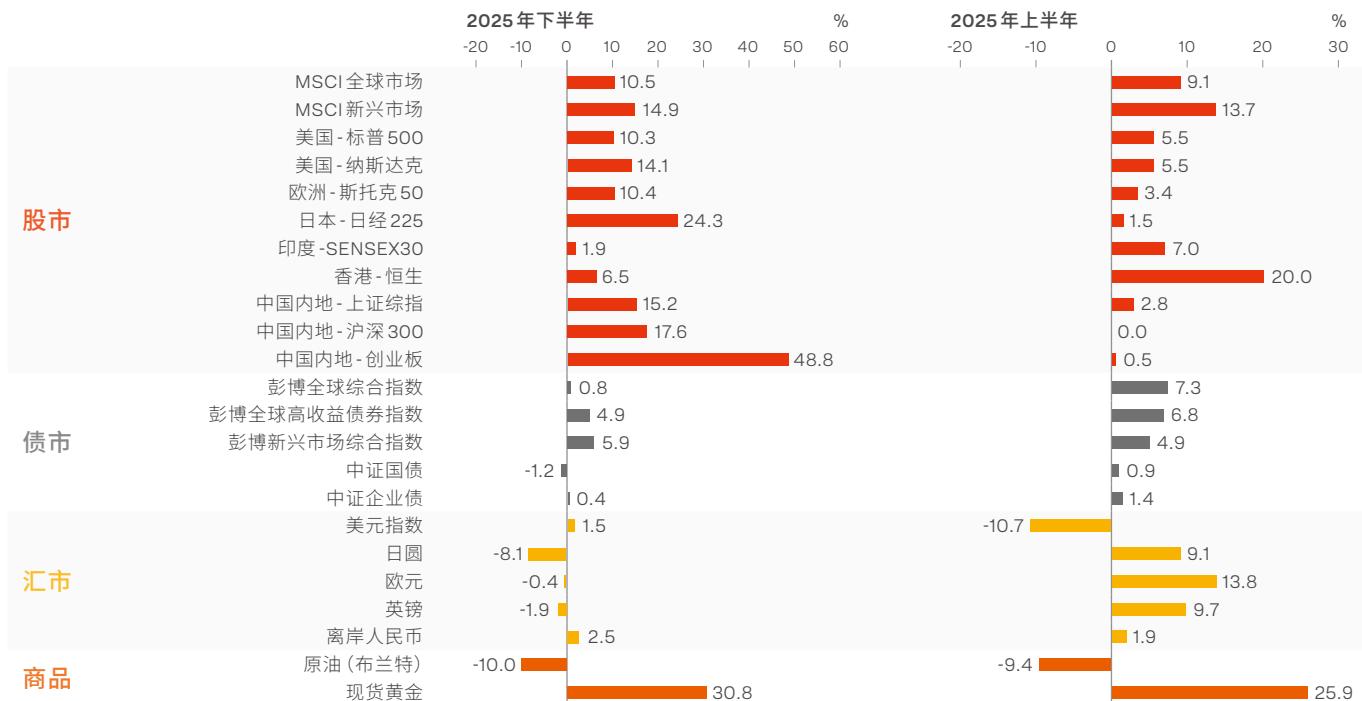
亚洲方面，日本受惠AI概念叠加新政府强化财政刺激预期，推动日股下半年大升24.3%；韩国亦在AI硬件出口带动下，录得逾37%的亮丽升幅。至于A股及港股，受惠“反内卷”政策的落实及中美关系缓和，第3季升幅显著，惟第4季因经济数据转弱，限制指数进一步突破。恒指和沪深300指数在第4季转跌4.6%和0.2%，但下半年总计分别仍累升6.5%和17.6%。

债市方面，美联储减息明显推低短端债息，2年期美国债息在下半年跌约24.6点子，惟市场对美国财政状况忧虑和通胀续升，令30年长债债息录得轻微上升，导致孳息曲线进一步陡峭化。然而，美国经济软着陆，加上关税政策逐步明朗，有效支撑了市场追求息差的风险胃纳，促使下半年呈现“企业债优于国债”的格局。

股债在2025年整体表现理想，在大类资产当中，属于商品的黄金无疑是年度主要赢家之一。受特朗普针对中国的突发性激进关税言论催化和美联储维持减息路径等因素刺激，金价表现凌厉，曾高见每盎司4,549美元的历史峰值，下半年累升30.8%。



2025年各主要资产表现



资料来源:彭博、Wind, 数据撷取于2026年1月1日

2026年首季投资策略：“READ”

美国通胀高居不下、全球经济陷入衰退和中美关系进一步转差等在2025年困扰市场的担忧，一部分已得以消除，一部分则阶段性获得缓解。在经济增长韧性仍存、货币与财政政策偏宽松的背景下，我们认为2026年首季的投资市场环境仍值得期待。本季标题是《春和景明》。“春和景明”语出北宋政治家兼文学家范仲淹的《岳阳楼记》，喻意春气和煦，景物明丽，正好总结了我们对冬去春来，2026年首季投资市场的宏观环境料续吹暖风的看法。

在2026年第1季，我们以“READ”总结出对投资市场的宏观看法，冀能助投资者“读”懂市场趋势，赚取超额回报。我们预期，环球主要经济体将维持甚或加大宽松的货币政策或财政政策(R, Relaxed Policy Setting)、AI主题延续，由担忧泡沫爆破转趋理性投资(E, Evolving AI Rationality)，连同“十五五”开局料带来更多利好政策和美国中期选举选战白热化前的稳定期，相信市场会维持并有序提升逐险(Risk On)情绪(A, Active Risk-taking)。

虽然宏观背景料继续利好风险资产，但投资者在首季仍须关注三大风险：1) 最高法院对特朗普政府《国际紧急经济权力法》征收关税的合法性裁决结果，或为关税政策增添变数；2) 关税对通胀传导加剧或令市场对美联储减息预期降温，流动性预期受干扰使风险资产有“杀估值”的可能性；

3) 各国货币政策进一步分化或会带来更大波动性。因此，我们维持建议跨行业、跨地域、跨资产类别的多元配置(D, Diversification)。

总体而言，我们建议投资者可适度增加投资组合内股票的比例，并减少债券的比例，包括黄金在内的另类资产则应维持一定比例，以分散和对冲风险。至于各大类资产的细分市场和类别的配置建议，可参考本季的《季度资产配置》。

宽松周期料为风险资产继续带来顺风

全球经济在2025年成功软着陆，2026年料经济韧性依旧。根据国际货币基金组织(IMF)预测，2026年全球经济增长预期达3.1%，与2025年增长预测3.2%相若。其中，美国经济增长料录得2.1%，较2025年的2%轻微加快。美联储的估计更加进取，料今年经济增长达2.3%，较其在去年9月的预测大幅调高0.5个百分点。除美国外，IMF预期在七大工业国组织(G7)当中，另有5个国家的经济将进一步提速，仅日本或会放缓。至于中国经济增长在2026年增速料有4.5%，较IMF之前预测的4.2%，上调了0.3个百分点。

经济保持韧性的同时，通胀亦料持续回落。环球通胀率料从去年的4.2%，回落至今年的3.7%。最受市场关注的美国，通胀预期会进一步降至2.4%，与美联储2%的通胀目标又近一步。

宏观策略

国际货币基金对环球主要经济体的经济增长预测

国家或地区	GDP 增长		
	2024 年	2025 年预测	2026 年预测
全球	3.3%	3.2%	3.1%
发达经济体	1.8%	1.6%	1.6%
美国	2.8%	2.0%	2.1%
英国	1.1%	1.3%	1.3%
德国	-0.5%	0.2%	0.9%
法国	1.1%	0.7%	0.9%
意大利	0.7%	0.5%	0.8%
加拿大	1.6%	1.2%	1.5%
日本	0.1%	1.1%	0.6%
新兴市场及发展中经济体	4.3%	4.2%	4.0%
中国 *	5.0%	5.0%	4.5%
印度	6.5%	6.6%	6.2%
巴西	3.4%	2.4%	1.9%

* IMF 于 2025 年 12 月上调中国经济预测

注：橙字为 2026 年经济增速按年加快

资料来源：IMF，2025 年 10 月《世界经济展望报告》

国际货币基金对环球主要经济体的通胀预测

国家或地区	2024 年	2025 年预测	2026 年预测
全球	5.8%	4.2%	3.7%
发达经济体	2.6%	2.5%	2.2%
美国	3.0%	2.7%	2.4%
英国	2.5%	3.4%	2.5%
德国	2.5%	2.1%	1.8%
法国	2.3%	1.1%	1.5%
意大利	1.1%	1.7%	2.0%
加拿大	2.4%	2.0%	2.0%
日本	2.7%	3.3%	2.1%
新兴市场及发展中经济体	7.9%	5.3%	4.7%
中国	0.2%	0.0%	0.7%
印度	4.6%	2.8%	4.0%
巴西	4.4%	5.2%	4.0%

注：橙字为 2026 年通胀按年回落

资料来源：IMF，2025 年 10 月《世界经济展望报告》

经济韧，通胀降，叠加货币政策和财政政策宽松持续，为 2026 年首季的投资市场奠下理想的基调。

全球减息周期自 2024 年重新展开，对风险资产来说无疑是一道顺风。虽然欧洲、澳洲及加拿大等央行在 2025 年下半年已放慢减息步伐，但美国则因就业市场疲弱，于 2025 年 9 月时隔 9 个月重启减息，其后连续 3 次议息会议均下调息率，合共 75 点子，将联邦利率推低至 3.5% 至 3.75%。

环球减息周期延续一年多，各国减息门槛确实增加不少。然而，我们认为，环球主要经济体的货币和财政政策在 2026 年首季甚或上半年仍会以偏向宽松为主调，两大经济体美国及中国料会维持货币政策和财政政策的“双宽松”，相信环球股债市场仍可受惠于宽松政策的顺风。

美国减息方向坚定不移

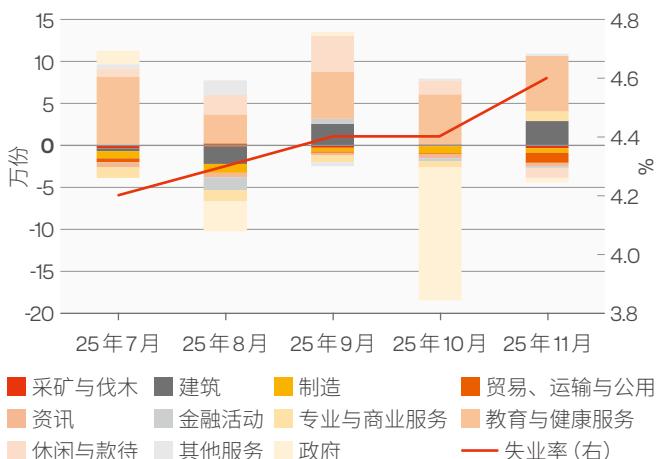
美联储在 2025 年 12 月 11 日公布 2025 年最后一次议息结果，一如预期减息 25 点子，计及该次，美联储自 9 月以来已合共减息 75 点子。在经历 4 个月连减三口利率，加上通胀有升温苗头，市场原预期美联储会作出“鹰派减息”，但美联储主席鲍威尔在会后释出“鹰中带鸽”的言论，并明确表示“目前没有人把加息作为基本情境。(I don't think a rate hike is anyone's base case)¹”，未为减息周期划上句号。在该次会议后公布的最新利率点阵图显示²，当局虽仍预期今年只减息 1 次，与 2025 年 9 月时的预测相同，但由于鲍威尔未有作出“鹰派减息”，并在美联储的双重使命 (dual mandate) 中，倾向优先处理疲弱的就业问题，故利率期货依然预期美国在今年将会减息两次共 50 点子。加上，美联储在停止缩表不久后，决定重新买债，为市场带来更多流动性，反映美联储对货币政策“口硬手软”。

我们对美联储减息的看法更加进取，在基本情景下，料美联储今年减息或达 3 次，共 75 点子 (详情可参阅《宏观经济》的章节)，最多更有机会减息达 4 次共 100 点子。我们认为，持续疲弱的就业数据是支持美联储能更大刀阔斧减息的一大因素，尤其是非农数据就算录得新增职位，但近数个月的新增职位主要集中在教育与健康服务、休闲与款待、以及建筑，而非全面性就业复甦。失业率数据更为直观，失业率在去年下半年逐步走高，11 月飙升至 4.6%，创疫后以来新高。

¹ 见金融时报网站，<https://www.ft.com/content/7c4a706d-b6c5-4bcf-8594-ab042878319a>

² 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20251210.pdf>

美国非农就业数据及失业率

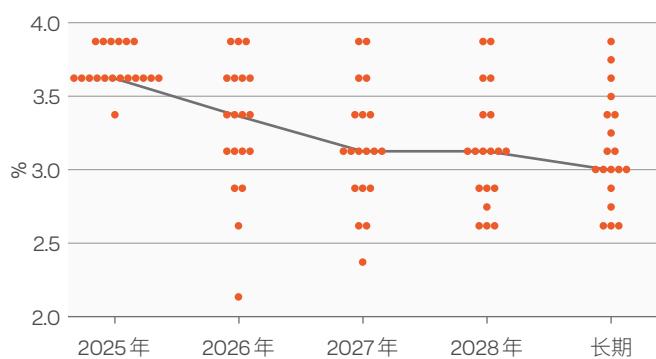


注：因美国政府停摆，未有公布2025年10月的失业率

资料来源：彭博，数据撷取于2025年12月18日

虽然点阵图、利率期货，与我们就美联储在今年的减息时间和幅度的预测不尽相同，但三者最终均有一致的指向，就是今年会继续减息，货币政策宽松的方向未有改变。

美联储在2025年12月公布的最新点阵图



资料来源：美联储，数据撷取于2025年12月17日

倒数第二次减息至下一次加息期间各资产年度化表现

倒数第2次减息	加息前最后1个交易日			期内共减息	加息前利率	MSCI全世界指数	标普500指数	欧洲Stoxx 50指数	MSCI新兴市场指数	MSCI中国指数	彭博全球综合债券		彭博全球高收益债券指数	彭博全球市场美元债券指数	彭博新兴市场美元债券指数	现货黄金			
	加息前最后1个交易日	期内共减息	加息前利率								年度化回报平均值	17.7%	22%	19.5%	26.6%	27.2%	1.4%	13.9%	16%
2020年3月3日	2022年3月15日	1.5%	0.25%	12.6%	18.8%	6.2%	-0.1%	-16%	-2.4%	0%	-4.5%	8%							
2008年10月29日	2015年12月15日	1.25%	0.25%	8.1%	11.7%	4.2%	6.2%	9.3%	3.5%	13%	12.3%	4.9%							
2002年11月6日	2004年6月29日	0.75%	1%	17.3%	13.4%	2.9%	26.7%	30.0%	9.3%	24.2%	18.5%	13.6%							
1998年10月15日	1999年6月29日	0.5%	4.75%	38.8%	43.6%	55.6%	87.9%	84.6%	-5.6%*	15%*	28%	-17.5%							
1995年12月19日	1997年3月24日	0.5%	5.25%	11.7%	22.5%	28.7%	12.2%	27.9%	2.4%*	17.5%*	25.7%	-7.8%							
				撇除最高及最低平均值	13.9%	18.2%	13%	15%	22.4%	1.2%	15.2%	18.8%	1.7%						

* 因未有每日数据，以月数据计算期间回报

资料来源：彭博，数据撷取于2025年12月29日

债务问题倒迫美国维持货币政策宽松

除了就业市场疲弱让美联储有减息空间外，债务问题倒迫美国有维持货币政策宽松的需要。美国未偿还国债在去年11月首次突破30万亿美元，较2018年大增一倍。美国持续赤字和债务急剧上升，一方面意味美国政府仍需借贷度日，另一方面则要压低利率减低借贷负担。这也解答了为何特朗普三番四次公开对美联储施压要求大幅减息。新任美联储主席将于5月就职，市场预期新主席将由鸽派人士出任，凭他一己之力或难以左右委员会的投票结果，但美联储主席的职衔带来的的话语权已足够管理市场预期，加上委员会内的鸽派委员数目较之前增多，“Fed Put”（美联储认沽期权）料可取代“TACO”（Trump Always Chickens Out，特朗普总是临阵退缩），成为市场的稳定器。

减息周期尾声无碍股债造好

市场预期美国今年再减息至少两次后，在2027年或将会按兵不动，反映减息周期或接近尾声。我们以利率期货预期今年减息两次及明年或不减息作为锚定，并分析1995年至2022年期间共5次减息周期中，由倒数第二次减息至下一次加息期间各资产表现，股、债、黄金均录得正回报。

由于5次减息周期中，倒数第二次减息至下一次加息的时间长短不一，故以年度化回报作为比较。MSCI中国指数平均回报达27.2%、标普500指数和新兴市场指数也有超过两成的升幅，显示减息周期就算进入尾声，只要货币政策未由偏松转向至偏紧，对股市，特别是新与市场仍有利。债市则以高收益债券及新兴市场美元债的回报较为突出。

若撇除最高回报及最低回报，减低异常值影响。MSCI中国指数和标普500指数继续跑出。债市同样是高收益债券及新兴市场美元债的表现较为突出。

宏观策略

中期选举带来潜在财政宽松

除了货币政策外，我们预期受今年美国中期选举的政治因素影响，美国财政政策有望偏向宽松。美国中期选举将于11月举行，选举结果将影响共和党是否能继续全面执政。特朗普在去年12月放话称，共和党或在中期选举中失利³。参考Real Clear Politics综汇对特朗普施政满意度民调，自2025年3月起美国民众对特朗普的满意度越来越低，近数月不满程度增加。截至去年12月15日，不满比例达53.4%，满意比例只得43.8%。特朗普支持度持续下降，加上，共和党在去年11月三场重要的地方选举，包括纽约市长、新泽西州长、弗吉尼亚州长，均告失利，已为共和党在中期选举的选情敲响警号。

特朗普施政满意度民调



资料来源：Real Clear Politics，数据撷取于2025年12月17日

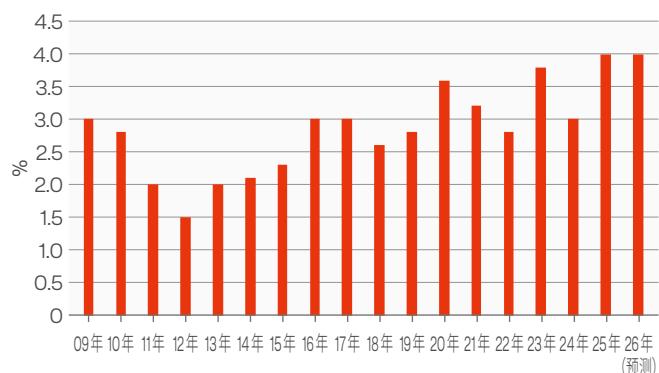
我们预期，特朗普政府或会在今年首季开始推出更多宽松财政政策，刺激经济和股市表现，以经济政绩争取更多选票。不过，值得留意的是，随着选战愈来愈近，市场的不确定性料会增加，或会对美股带来冲击，惟料相关波动或在第2季及第3季始出现。从可行性来说，美国来自关税收入增加，以及利率下降略为降低政府财政负担，加上共和党现时仍掌控参众两院，料有助特朗普政府推出宽松财政政策。此外，在去年通过的《大而美法案》，预期美国家庭在上半年会陆续收到相关政策的退税，特朗普形容为，“有史以来规模最大的退税季 (The largest tax refund season ever)”⁴。我们相信，退税变相增加家庭可支配收入，有助带动美国的消费。另一方面，美国放宽金融与能源监管政策，通过扩大信贷供给并压抑能源成本，预料将对企业信心与投资活动产生正向影响。

中国在内的环球主要经济体料维持宽松

中美在意识形态上壁垒分明，但两国于2026年的货币政策和财政政策预期料会有高度契合。去年12月举行的中央经济工作会议，为今年的经济大方向定调，包括“继续实施适度宽松的货币政策”和“继续实施更加积极的财政政策”⁵。在货币政策方面，中央明确提到要运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕。我们认为，随着美联储持续降息，美元走弱趋势未变，为人民币汇价带来支持，也同时为中国内地打开减息空间。不过，按照中国过去减息步伐，料未来减息的幅度和次数仍会偏向谨慎。

财政政策方面，内地当局表示今年将会保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量。我们预期，赤字率或会维持在4%左右，虽然调高的机会不大，但此水平仍属2009年有纪录以来的最高水平。除了经济实际需要外，今年作为“十五五”规划的开局之年，预期当局有更大的机率推出刺激性的财政政策，特别是针对“十五五”重点发展行业，包括人工智能、半导体、智能制造、绿色能源和生物医药等，相关的增量政策出台可期。同时，“十五五”提到的“投资于人”方针，预期会有更多政策支持生育、教育、社会保障、养老、文化体育等方面。

中国内地赤字率情况



资料来源：中国国统局，数据撷取自2025年12月17日

³ 见华尔街日报网站，<https://www.wsj.com/politics/elections/trump-isnt-certain-his-economic-policies-will-translate-to-midterm-wins-455e0d46>

⁴ 见霍士新闻网站，<https://www.foxbusiness.com/politics/trump-promises-largest-tax-refund-season-ever-americans-coming-2026>

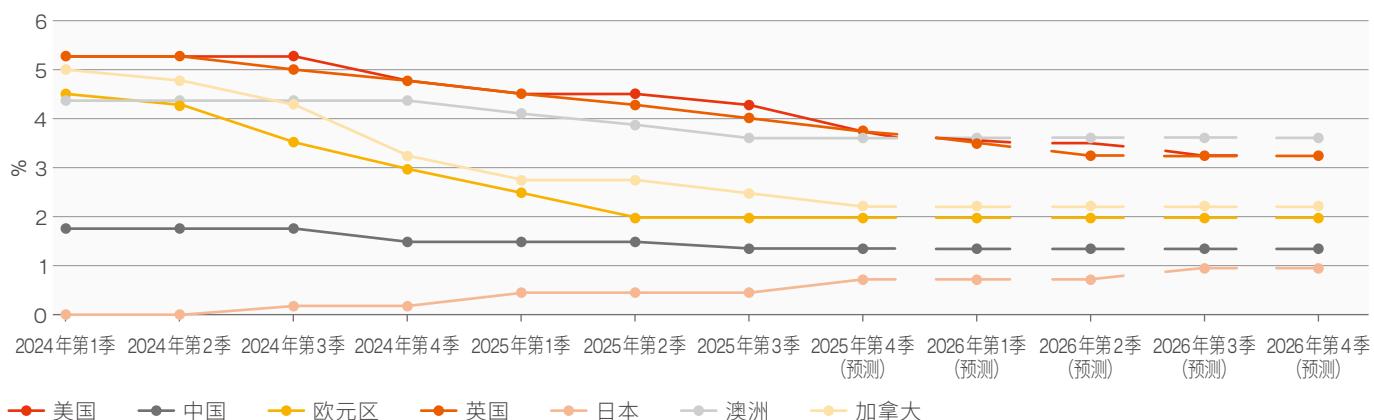
⁵ 见中国共产党员网站，<https://www.12371.cn/2025/12/11/ARTI1765446582253469.shtml>

中美两国今年首季料将维持“双宽松”格局。环球其他主要经济体或受限自身不同因素，未必能做到“双宽松”，但各国亦致力维持财政政策或货币政策其中一项的宽松取态。例如，欧元区今年进一步减息的机会不大，但区内的德国去年放宽“债务刹车”并宣布设立5,000亿欧元的基础设施基金，其今年的预算案已见明显宽松，包括的借款规模将超过1,800亿欧元，创2021年疫情后的新高。日本方面，日央行在去年12月收紧货币政策，将利率加至0.75%，创30年新高。不过，日本新任首相高市早苗为“安倍经济学”的拥护者，她在上任后的补充预算案追加预算规模达18.3万亿日圆，至于今年4月新一财年的初始预算更高达约122.3万亿日圆，创下初始预算历史新高，反映日本在财政政策正朝宽松走向迈进。

个别央行有转鹰苗头

随着全球宽松周期步入中后期，各国利率水平逐步接近或达到央行中性利率，各国降息步伐料更为不一，个别经济体甚或有加息苗头。澳洲央行行长布洛克表示，通胀有回升迹象，为加息铺路。市场预期，澳洲的货币政策最快或会在今年2月转向重新加息。加拿大央行在去年10月的议息纪录揭示，当地减息周期可能已经结束。纽西兰央行在去年11月亦作出鹰派减息。欧洲央行语调亦悄然转鹰。欧洲央行执委施纳贝尔(Isabel Schnabel)称，对市场押注下一次政策为加息感觉不错。我们预期，2026年通胀重燃风险或促使部分央行考虑从减息周期转至加息，但相信大部分央行仍会采取观望态度，短期内不会撼动环球整体宽松环境。

市场共识预测环球政策利率走势图



资料来源：彭博，数据撷取于2025年12月18日

⁶ 见 Business Insider 网站，<https://www.businessinsider.com/chatgpt-by-the-numbers-2025-11>

⁷ 见美国史丹福大学报告，https://hai.stanford.edu/assets/files/hai_ai_index_report_2025.pdf

⁸ 见中欧国际工商学院报告，https://repository.ceibs.edu/files/59116885/AI_Industry_landscape_report_2025.pdf

AI 泡沫未届爆破之时

随着美联储于去年9月起再度减息，市场流动性显著释放，为AI在内的增长股注入更多动力。彭博美国20 AI精选价格回报指数(Bloomberg US 20 AI Select Price Return Index)表现延续强势，继2024年录得44.7%的惊人涨幅后，去年初至12月26日再升26.4%，跑赢标普500指数。

正当投资者抱团AI股之际，曾在次按危机前沽空美国房地产一举成名、电影《沽注一掷》的原型人物Michael Burry多次提及“AI泡沫爆破”的论调，为投资者带来一记当头棒喝。然而，尽管AI股展现出估值高企和投资狂热等泡沫特征，但从需求和财务状况来看，我们认为泡沫距离爆破尚有一段距离，惟投资逻辑则正在转变。

AI 加速步入“业绩兑现期”，基本面受重视程度增

在强劲需求的支撑下，AI并非纯概念炒作，而是正转化成实质经济贡献。多项数据和研究显示，AI需求呈爆炸式增长，AI产业正出现“结构性短缺”，而非泡沫前夕的“库存积压”。截至2025年9月，面世短短3年的ChatGPT每周活跃用户由两年前仅1亿大幅增长到现时约8亿⁶；史丹福大学的研究报告⁷亦指出全球需求刚性强劲，2024年企业导入AI技术的比例达78%，远高于前一年的55%。这种需求正从科技行业层面全面渗透至医疗、交通及数据分析等实体经济。中欧国际工商学院报告预计，在2023年至2034年期间全球AI市场规模将维持19.1%的年均复合增长率⁸(CAGR)，推动应用与投资双双创下历史新高。

宏观策略

为应对此趋势，科技巨头展开了史无前例的“军备竞赛”。彭博数据显示，5大超大规模云服务商（Hyperscalers）在过去4个季度的AI相关资本支出（Capex）累计约3,650亿美元，市场更普遍预测于2026年进一步升至5,000亿美元。

然而，AI企业大举投资的举动，令市场产生“高投入低产出”或“巨额支出拖垮财务”的质疑。然而，财务数据已显示，AI企业具有投入转化为经济贡献的实证。根据最新财报及2025年预测数据，超大规模云服务商的AI相关业务平均营收增速预计录得20.7%，美股七雄（Magnificent 7）中有4间有将其云服务与智能数据中心收入独立列出，他们在2025年的相关收入增长料平均录得超过35%。这反映AI一方面大举烧钱，另一方面已开始有资金回笼。虽然现时的收入未能完全抵销投资额，但我们预期AI企业的投资将呈J曲线效应（J-curve Effect），回报将逐步推升，并会超越成本。

自由现金流筑起财务护城河

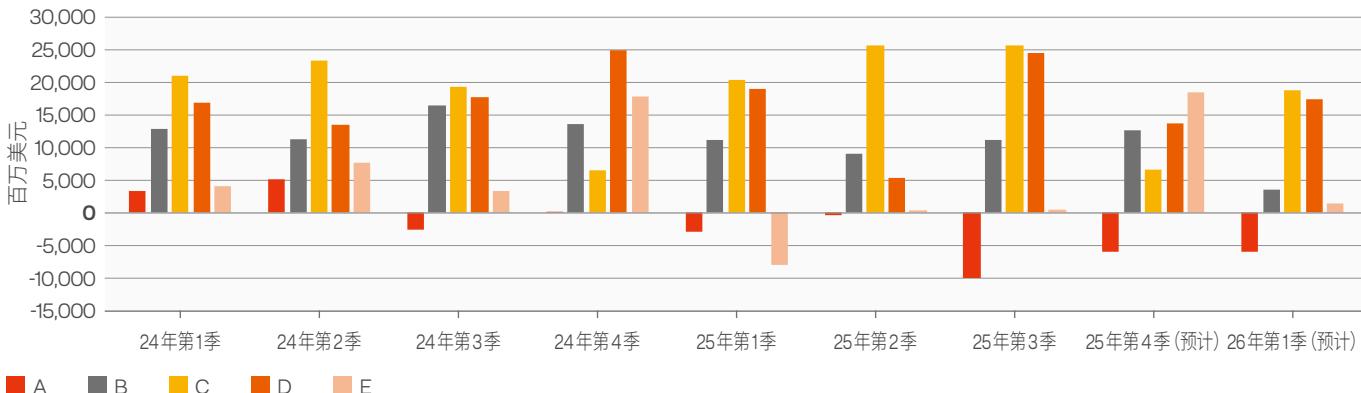
市场虽忧虑“巨额支出拖垮财务”，但在5大主要的超大规模云服务商中仅1间录得负自由现金流。这反映大部分AI科技巨头的财政护城河深厚，在不引起流动性忧虑的前提下，可继续投入更多资金发展AI业务。

虽然大部分超大规模云服务商实力雄厚，但亦存在特例。某超大规模云服务商因扩张数据中心而大举投资，导致其在截至去年11月底的2026财年第2季，自由现金流录得负99.7亿美元，整体负债更高达约1,060亿美元。不过，截至去年12月18日，其信用违约互换（CDS）升至约154基点，虽然在短短一个多月内翻倍，但仍低于其2008年金融海啸时期198基点的高位，显示市场对其违约风险并未过度恐慌。

当然，个别财政状况较弱的AI股或会出现财务危机，但毕竟并非龙头企业，故我们相信对整体市场的冲击有限。例如某新兴算力独角兽因激进杠杆导致CDS飙升至867基点的高危水平，其股价在过去半年回调逾六成，但未有导致整个AI板块出现大幅调整。

我们相信AI行业与其他新兴行业一样，会由百花齐放逐步走到去芜存菁，自然的汰弱留强料不会为投资者带来恐慌。回顾2008年金融海啸与2020年疫情，市场因担忧经济崩溃，导致高收益债信用违约互换指数（CDX High Yield）及投资级债券信用违约互换指数（CDX IG）均出现恐慌性“爆升”，分别升至约1,925及280点（2008年），以及870及147点（2020年）的高位。反观当下，截至去年12月19日，这两大指数分别报319点及50.8点，反映尽管个别AI企业违约风险增加，指数却仍处于历史偏低水平。这佐证了投资者对所谓的“AI泡沫”未出现大规模恐慌，而是开始理性地对资产组合中风险较大的AI投资进行精准淘汰。

超大规模云服务商自由现金流



资料来源：彭博，数据截至2025年12月15日

在大部分AI龙头股的资产负债表稳健的前提下，短期的现金净流出不应被轻率解读为资金链断裂的“流动性危机”，而应视作企业以资本换取未来市占率的“战略性投资”。加上，今年预期“双宽松”的宏观背景，为AI股带来有利的融资环境。

个别AI企业的信用违约掉期

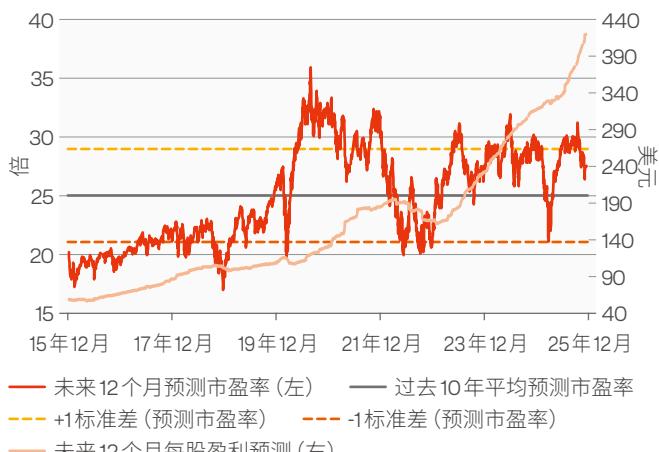


高收益及投资级别债的信用违约互换指数



巨额的资本开支未见拖垮财务，下一步则有望转化为推动业绩高增长的助燃剂。截至去年12月26日，彭博美国20 AI精选价格回报指数涨幅约26.4%。尽管双位数的升幅引发市场对“估值过热”的担忧，但数据显示，目前每股盈利不断创新高，但市盈率显著低于2020年30倍的高点，反映目前仍然处于“业绩跑赢估值”的情况，当前的升势主要是由基本面所带动，而非纯粹投机性而带来的估值高。我们预期，随着AI商业应用日趋成熟与变现能力增强，AI企业的估值有望迎来“戴维斯双击”，即在业绩增长的基础上，预计其市盈率有望从当前的27倍水平进一步上移，推动股价进一步上行。

彭博美国20 AI精选价格回报指数未来12个月预测市盈率



AI投资逻辑的理性进化

泡沫是中性，适当的泡沫对市场更为有利，只有过多泡沫至爆破时，才令人担心。事实上，“AI泡沫论”已令投资者转趋理性，亦是防止泡沫崩盘的关键防线。回顾2024年，投资者曾经偏好“资本开支愈多愈好”的投资逻辑，当时有科技巨头增加资本开支，往往被市场正面解读为订单供不应求的“需求讯号”。然而在2025年，市场风向已逐步转向注重“收入回报”的主题。AI投资亦转趋多元化，投资者除了开始青睐能将巨额投入转化为实际营收的企业，资金更向产业链纵深蔓延，挖掘估值合理且泡沫较少的领域。

展望2026年，鉴于AI热潮具备可持续性且短期内爆破的机会偏低，我们预期美国AI主题板块走势将渐趋分化，齐涨齐跌的局面不再，变现能力将与股价挂钩。面对此局面，投资者应采取更精细化的选股策略，在成长与防御间取得平衡（具体策略详见本季《股票》章节）。



宏观策略

逢低吸纳黄金的策略不变

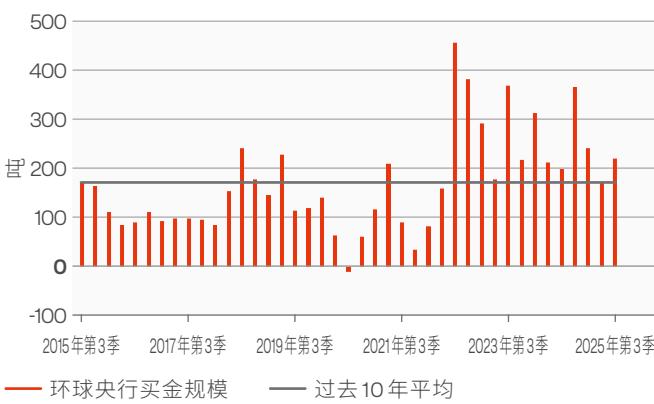
除了AI股之外，黄金同样在2025年受到投资者所追捧。国际金价于去年累升64.6%，是自1979年以来最大的年升幅，并已连续3年录得上涨，累积升幅达1.4倍。诚如我们在上季度所预测，金价呈易升难跌的走势，但季内升幅或会减慢。单计2025年第4季，金价继续走上，季内升12%，较第3季升近17%，略有放慢，惟不得不承认的是，金价表现较我们预期更强。

我们连续3季对黄金持积极看法，主因支持金价向上的结构性因素未变，当中包括1) 环球央行买金势头不变，特别是新兴市场央行继续积极增持外，个别长期未有增持黄金的央行亦加入买金之列、2) 环球政府债务问题亮起红灯增加避险需求，以及3) 地缘政治风险仍存。至于周期性因素，包括1) 美联储持续减息降低持金的机会成本、2) 投资需求稳健令黄金ETF持续录得净流入，皆支持金价走势，惟相关的周期性动力在今年首季未必能为金价带来太大助力。

三大结构性因素继续支撑金价

环球央行持续购买黄金，继续为金价带来支持。央行在2025年第2季买金的速度略有减慢后，在2025年第3季再度加快。据世界黄金协会资料显示，环球央行在2025年第3季的净买规模达220吨，按季增长28%，按年则多10%。更重要的是，新兴市场央行持续增持黄金，例如哈萨克国家银行在2025年第3季增持18吨黄金，是全球央行最多。同时，个别长期未有增持黄金的央行亦加入购金行列，当中，巴西央行自2021年7月后，在2025年9月再次购买黄金，共15吨。更值得注意的是，中国对黄金储备的需求持续稳健，连续13个月增持黄金。截至去年11月已持有7,412万盎司，占外汇储备总值约9%，仍远低于环球25.6%的水平，相信中国持续买金的趋势短期不会改变。

环球央行每季净买金规模



资料来源：世界黄金协会，数据撷取于2025年12月18日

虽然金价持续走高，但环球央行购金的规模不跌反升，更有个别长期未有增持黄金的央行重新归队买金，我们认为此情况反映环球央行对黄金需求稳健，且属长期的战略性资产配置重整。截至去年9月，环球央行所持黄金占外汇储备达25.6%，首次超越美债占比。央行属于买进持有(Buy and Hold)的投资者类型，故金价走高亦不会贸然减持，由他们持货有助减轻潜在的沽压，对金价能带来承托。然而，值得留意的是，由于金价持续走高，个别央行手持的黄金价值已高于其占外汇储备比例的目标水平，故或有需要放缓买金步伐甚或减持黄金，但相信只属少数情况。故此，我们维持金价偏向易升难跌的看法，惟有机会减慢金价上升的动能。

环球央行外汇储备中黄金及美债占比



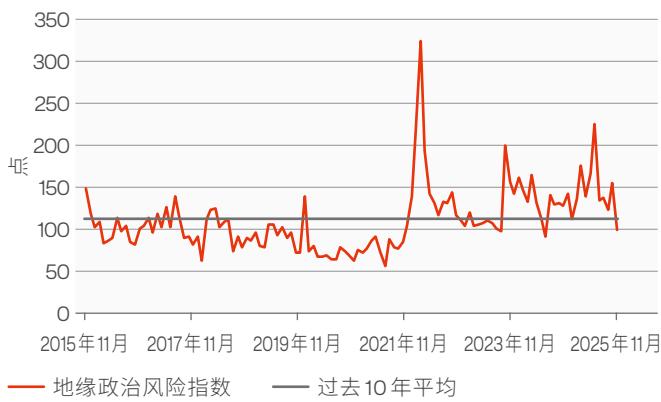
注：美债的持有人为海外官方机构，以此作为央行的代表

资料来源：美国财政部、IMF、彭博，数据撷取于2025年12月18日

环球政府总债务自疫情后维持高水平，根据国际货币基金组织资料显示，全球首10大经济体的政府债务占GDP水平在2024年高达107.3%，料在2030年会进一步增加至114.5%。至于全球政府债务占GDP水平亦会由2024年的92.4%，增至2030年102.3%。若计及私人债务，全球债务占GDP水平高达235%，虽然由2020年疫情时258%的高峰有所下滑，但仍高于疫情前2019年的230%。加上，上文提及多国继续维持进一步宽松的货币及财政政策，货币量和债务量不断扩大的情况下，黄金作为对抗货币贬值风险的避险资产，需求料会持续稳健。

2025年全球地缘政治最大风险之一是中美关系。随着国家主席习近平和美国总统特朗普在2025年10月底于南韩会面并就关税问题达成初步共识，以及两人于11月下旬通电后，中美关系已见回暖。反映地缘政治风险的地缘政治风险指数，近月亦有走低，截至去年11月的最新数据为99.9，自2024年7月后首次跌破100水平，显示地缘政治风险有所缓解。同时，特朗普透露已接受习近平邀请，在今年4月访华。因此，我们预期地缘政治的不确定性在首季将会大幅降低。不过，我们认为，中美关系仅属暂时性回暖，尤其是美国将于11月举行中期选举，相信特朗普继续视“中国牌”为其争取选票的“Trump Card”（王牌），地缘政治局势长期仍会处于不稳定的状态。

地缘政治风险指数

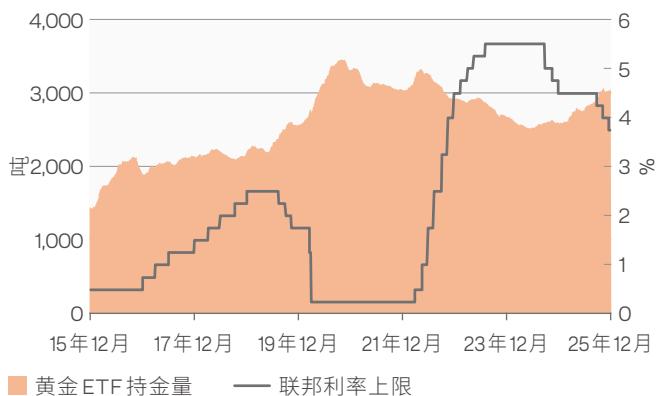


资料来源：彭博，数据撷取自2025年12月18日

周期性因素助力或减弱

作为无息资产的黄金，在减息周期下，持有黄金的机会成本降低。虽然我们对今年美国减息次数较市场及美联储更进取，但美联储在首季或只会减息1次，与去年最后4个月连减3次利率相比，频率明显较低。因此，我们认为本季减息节奏较慢，未必能大幅推高金价向上。另一方面，去年下半年金价越升越有，FOMO (Fear of Missing Out，“错失恐惧”) 亦出现在黄金市场当中，资金迅速流入黄金ETF等相关黄金投资产品，成为推升金价另一重要催化剂。然而，随着金价进一步走高，我们不排除部分零售投资者会先行获利。另一方面，投资者的投资组合现时料亦已有一定比例的黄金持仓，未必急需在短期内进行更进取的配置。故此，黄金ETF的资金流入速度在首季若出现放缓情况，也不足为奇。

黄金 ETF 持金量与联邦利率走势



资料来源：彭博，数据撷取自2025年12月18日

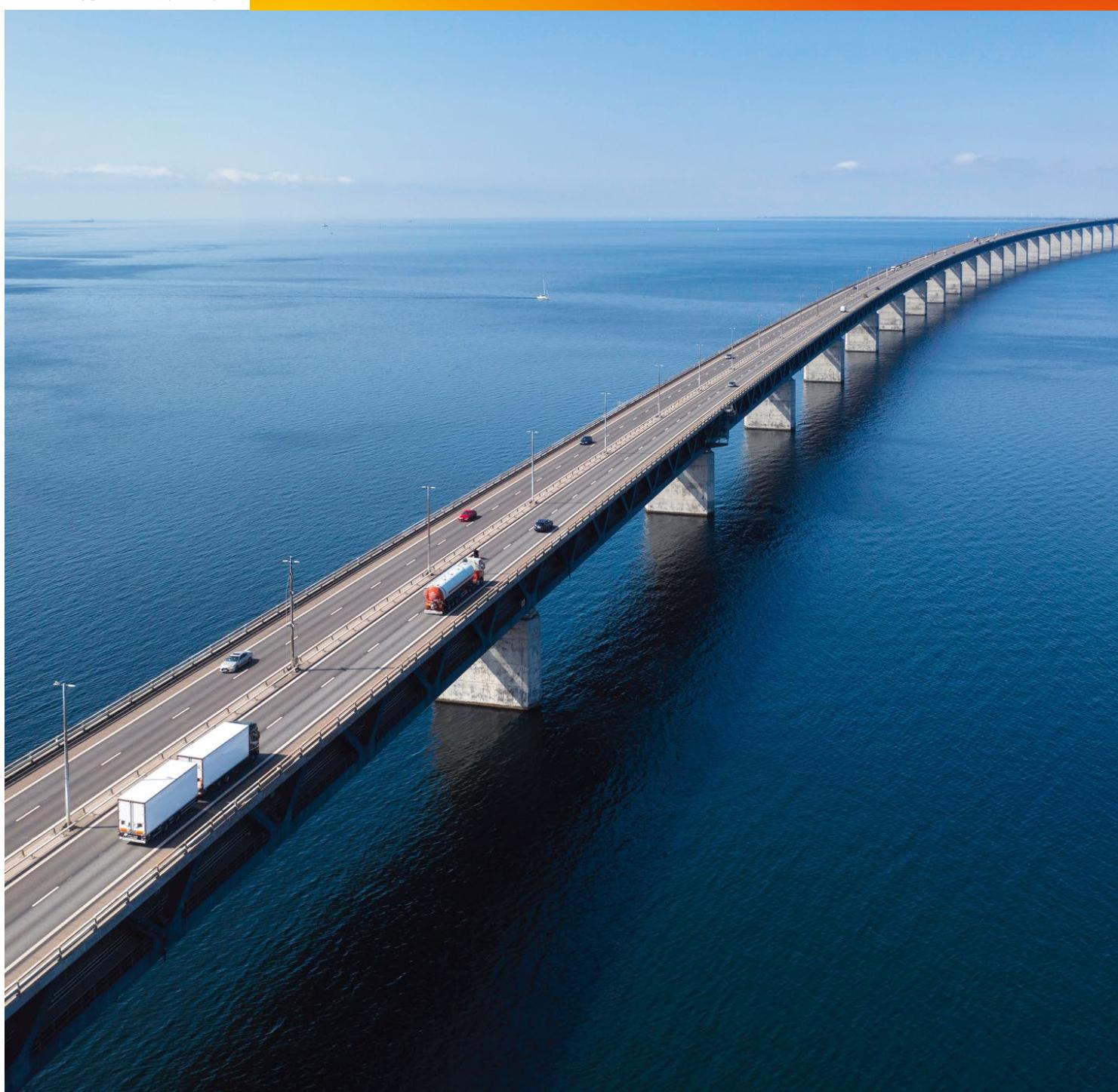
首季金价区间料介乎每盎司 4,150 至 4,550 美元

展望2026年第1季，我们继续维持看好黄金的观点，惟季内的升幅或会有所收敛，甚或出现高位盘整的走势。我们给予国际金价的波动区间介乎每盎司4,150至4,550美元，建议采取逢低吸纳的策略，每逢超跌至每盎司4,100美元或以下属吸引的增持水平。投资者也要小心波谲云诡的地缘政治变化，有机会令金价上行风险在短时间内骤增。虽然黄金与股债等资产的关联性近期有所上升，但仍处偏低水平，故黄金仍应是投资者用以避险和多元化投资组合的重要工具。



行稳致远

东亚银行经济研究部



2026年第1季经济展望

本章摘要：

- 环球：贸易紧张局势缓和，政策刺激支撑经济增长
- 美国：经济走出政府停摆，减税降息推动经济稳步扩张
- 欧洲：内需成为带动经济增长的主要引擎
- 中国内地：促消费及创科发展将成为经济发展的核心主题
- 香港：内外需求持续增强，支持香港经济全面复甦

全球经济展望

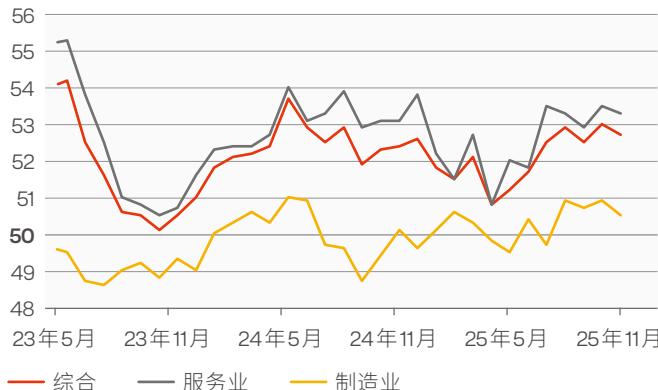
环球贸易紧张局势缓和，政策刺激支撑经济增长

综观2025年，极端关税威胁、地缘政治冲突升温、美国政府停摆等不利因素，一度令全球经济的下行风险加剧，但受惠于私人消费需求稳固、人工智能投资强劲、企业积极补充库存及主要央行相继下调政策利率的支持下，全球经济展现出超乎预期的韧力并保持平稳增长。另外，美国先后与各主要贸易伙伴达成贸易协议，亦缓和了市场对极端关税的担忧。物价方面，环球通胀大致延续回落势头，惟部分先进经济体通胀仍高于其央行政策目标，为未来货币政策前景增添不确定性。

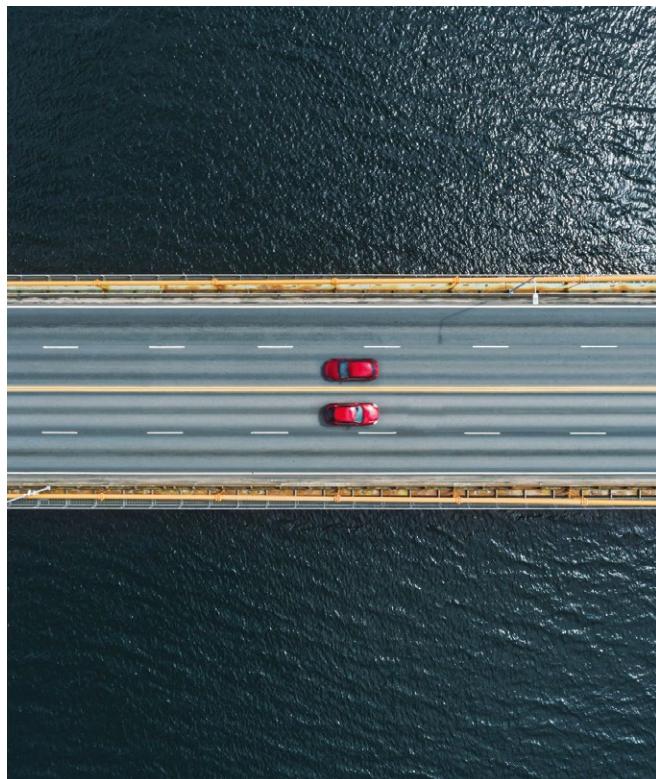
踏入2026年，全球经济有望保持平稳增长。根据国际货币基金组织于2025年10月发布的最新预测，2026年环球经济增长预计可达3.1%。我们预料各主要经济体将持续推出扩张性财政政策，配合货币政策环境进一步宽松的趋势未改，这些政策刺激可对私人消费和投资注入动力，让内需成为经济增长的重要支撑。此外，全球贸易格局碎片化将继续影响供应链重塑、企业提前出货效应或将消退，以及大规模的人工智能投资能否兑现相应的收入将是2026年值得关注的潜在风险。

全球采购经理指数

> 50 表示扩张



资料来源：彭博，数据截至2025年12月19日



宏观经济

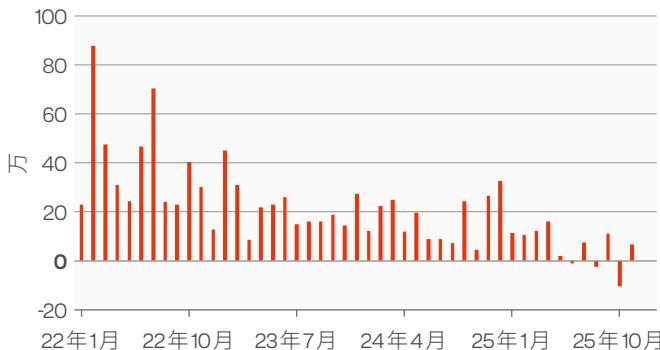
美国经济展望

美国经济走出政府停摆，减税降息推动经济稳步扩张

即使受到对等关税政策和政府停摆的短暂冲击，美国经济于2025年继续展现出强大韧性。随着政府运作恢复正常、减税和放宽监管政策陆续落实、美联储重启减息周期，私人企业信心已显著回升，预料将为美国经济增长提供有力支撑，预测2026年全年经济增速可达2%左右的稳健水平。值得一提的是，人工智能的相关投资依然庞大，但市场焦点正开始由初期的硬件基建的大规模投入，转向提高相关技术应用在各行各业的渗透度及其对生产力的影响，这有助将科技红利转化为更广泛的经济动力。另外，随着美国此前与多国达成的贸易协议效应显现，供应链压力得到缓和，并稳定了企业和消费者对商品供应和政策前景的预期。

劳工市场有序放缓，通胀料将持续回落。近期数据显示，职位增长动能有所减弱，失业率呈轻微上升势头。目前，中高收入阶层的资产负债表依然强劲，但低收入家庭的消费能力已开始受制于工资增长放缓及储蓄逐步减少。2025年底的通胀数据显示物价压力已受控，惟仍高于美联储的政策目标。考虑工资增长已形成放缓走势、房租升幅转趋温和，预料整体通胀将会进一步回落。整体上，为平衡稳定通胀与支持就业这两大政策目标，预料美联储在2026年将继续减息，全年3次，减幅75个基点，以避免经济错失软着陆而陷入停滞的风险。

美国非农新增职位数目



资料来源：CEIC，数据截至2025年12月19日

欧洲经济展望

内需成为带动欧洲经济增长的主要引擎

欧洲经济在贸易政策不确定下实现稳步复甦。尽管外贸形势出现了重大变化，2025年欧元区经济加速增长，一方面内部需求保持稳健，劳工市场持续扩张及实质工资上升巩固了个人消费开支；另一方面，公共项目落地和国防预算增加，加上欧洲央行减息带动借贷成本下降，也对欧元区内基建、建造业、工业和资本投资带来提振。英国方面，2025年整体经济增长轻微高于前一年，但其增长动力呈“先高后低”的放缓势头，这反映了年初的提前出口效应已开始消退，以及生活成本高企对个人消费的制约有所加大。另外，欧盟及英国分别与美国于2025年5月和7月达成贸易协议，避免了关税大幅上调，但双方均在数字服务税方面尚未达成共识，这或会成为未来与美国的贸易摩擦点。

货币政策方面，由于欧元区通胀已回落至2%的政策目标左右，预料欧洲央行对货币政策方向将保持中性，并在经济下行风险意外增加时才会考虑再度减息。受高通胀影响，英伦银行一直以较审慎的步伐进行减息，惟近期通胀压力渐见放缓，加上经济增长势头转弱、利率亦处于较高水平，预计未来英伦银行将进一步放宽货币政策。

展望2026年，投资有望成为欧元区经济的主要推动力，主要受惠于融资环境宽松、欧盟基金的政策支持及国防开支增加等利好因素，支持欧元区经济继续平稳扩张。至于英国，货币政策进一步放宽、交通及能源等生活成本逐步缓和等均有利个人消费，惟加税及财政整合措施将制约经济增长空间，料令整体增长温和放缓。

欧元区及英国经济增长



资料来源：彭博，数据截至2025年12月19日

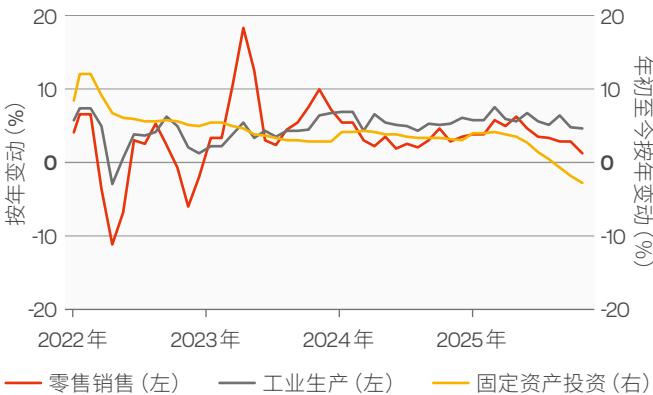
中国内地经济展望

促消费及创科发展将成为内地经济发展的核心主题

内地宏观政策将着力扩大内需及促进科技创新发展。2025年内地经济在外围环境不稳下仍能保持韧性。受惠于市场多元化战略及技术优势，内地出口及工业生产表现稳健，支持整体经济实现全年5%左右的增长目标。纵使增长动力于去年第4季有所放缓，固定资产投资亦自2020年以来首次录得收缩，惟高技术制造业及服务业等新增长点均表现良好，巩固了经济转型升级的步伐。贸易方面，中美关系曾因美国于去年4月宣布大幅加征关税而转趋紧张，但双方自5月起进行了多轮贸易谈判，并于11月同意延长关税休战期一年，撤回部分贸易保护措施，包括关税、出口管制和贸易调查等，此次协议将有助促进供应链稳定及巩固贸易政策确定性，支持双边贸易活动回暖。

展望2026年，内地将着力扩大内需，以巩固经济韧性。中央经济工作会议针对2026年提出8项重点任务，并以提振消费及推动创新发展列为两大首要工作，特别提及释放服务消费潜力、推动投资止跌回稳，以及深化“人工智能+”发展。同时，内地当局提出继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量；人民银行亦将保持适度宽松的货币政策，灵活高效运用减息降准的政策工具，以保持流动性充裕。整体而言，内地将加大逆周期调节力度，巩固经济稳定增长，为2026至2030年“第十一个五年规划”时期实现良好开局。

内地零售销售、工业生产及固定资产投资



资料来源：彭博，数据截至2025年12月19日

香港经济展望

内外需求持续增强，支持香港经济全面复甦

香港经济复甦呈现更全面的趋势。在经历了2024年相对温和的增长后，2025年香港经济复甦的基础逐渐变得更加全面。受惠于中国内地外贸表现强韧，以及全球电子产品周期的回升，香港商品出口保持强劲增长。同时，在访港旅客持续增加及消费情绪稳步回暖的推动下，零售销售和私人消费触底回升。私人投资亦见加速，反映企业对中长期经济前景信心日益增强，继而积极扩大资本投资。

展望2026年，香港经济预计将继续稳健发展。外贸方面，尽管2025年的提前出货活动导致基数效应较高，但中美达成贸易协议有助降低贸易不确定性，预计对外贸易可保持增长势头；人民币升值有望吸引更多中国内地旅客访港，进一步提振旅游业及零售销售。内需方面，美联储再度减息将进一步缓解融资压力，释放投资潜力。此外，香港积极推动经济多元化、巩固国际金融中心地位的措施，以及大力投资北部都会区等，将为内需提供有力支撑。

股市方面，市场交投保持活跃，资本市场集资活动蓬勃，支持香港重登全球首次公开招股集资额的首位，并带动相关专业服务业进一步复甦。楼市方面，住宅楼价在2025年稳步回升，成交量也保持活跃。在美联储减息、经济复甦以及人才流入带动的居住需求释放等多重利好因素下，置业需求有望进一步增强，推动住宅市场持续回暖。

香港实质经济增长



资料来源：香港政府统计处，数据截至2025年12月19日

股票

东亚银行 | 东亚睿智 | 2026年第一季

拾级登云

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 陈伟聪
东亚联丰投资团队



东亚银行财富管理处高级投资策略师 陈伟聪

美国股市展望：拾级登云

本章摘要：

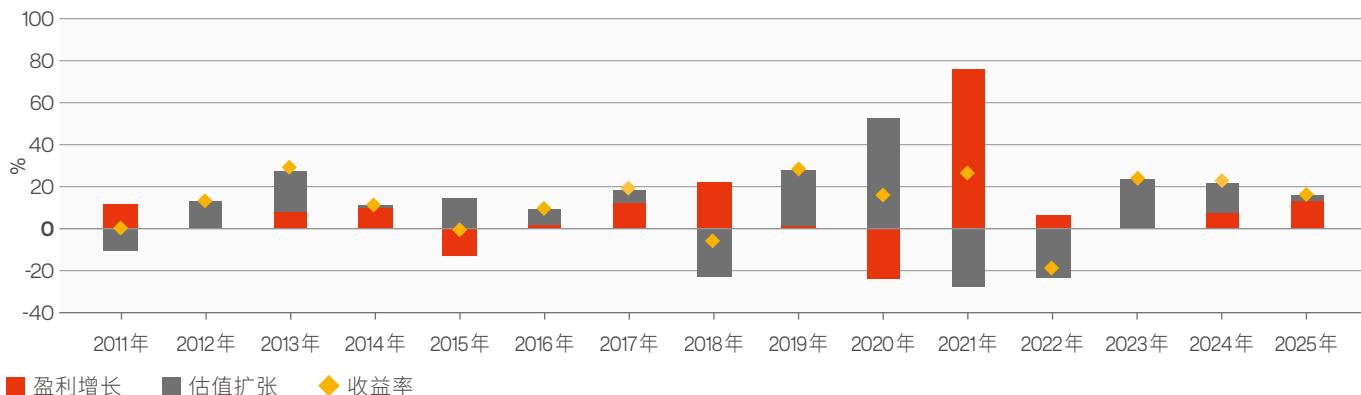
- 美股市值占GDP比重、席勒市盈率和“循环交易”现象趋普及，皆显示美国AI股票已具备部份泡沫特征。一旦AI应用场景和企业回款能力与市场预期出现落差，可能形成回调压力
- 美股宏观基调与2000年科网股泡沫爆破周期存在本质差异，不可从估值之单一角度作类比。AI属国际地缘竞争主要赛道，料政府会以各项措施支持AI科企发展，有利支撑行业估值
- 预期美国AI主题板块走势渐趋分化，较看好：i) 拥有充沛产能及较强定价能力的芯片(GPU、ASIC、存储)开发和代工企业；ii) CAPEX持续向上且具备强大AI模型升级能力之云平台企业；iii) ROI及现金流周转能力较强之AI应用企业
- 中期选举前，美国政府料释出更多经济利好政策，例如减税延期、基建加快审批、加码补贴本土制造业、放宽银行业资本要求等，加上《大而美法案》提升财政方面刺激力度，有助美股市场营造“选前蜜月”行情
- 2026年标普500指数目标为7,500点，对应2026年预测每股盈利315美元(按年+15%)，以及未来12个月预测市盈率23.8倍。须警惕任何地缘、选举或供应链之杂音均可能对估值形成压力，潜在回调幅度约5-8%
- 在聚焦成长主线的同时，通过部分周期仓位元来平衡组合，应对市场从集中走向扩散的轮动

2025年美股属于典型的“盈利主导”的行情。AI资本开支周期正进入兑现阶段：第1季Blackwell GPU量产、第2季各大科技巨头资本开支按年大增，带动半导体、伺服器、液冷及电力设备等板块每股盈利连续三季上调；第3季零售、工业龙头在自动化大幅降低成本下，毛利率意外扩张，推动标普500指数全年每股盈利增速由年初预测的7%升至11%以上。全年盈利增长贡献占指数涨幅逾七成，与2023-24年“估值主导”形成鲜明对比。期间市场并非没有波动，但每次回调幅度未达5%就被更强劲的盈利上调迅速拉回，显示“盈利底”比“流动性底”更牢靠。

估值全年基本窄幅波动。虽然10年期美债收益率从4.7%一度回落至3.9%，但美联储仅进行了3次“预防式减息”，预测市盈率始终无法突破过去3年的上轨。资金结构分化明显：美股七巨头自4月起进入“业绩-回购”双升通道，股价与自由现金流匹配度高，估值因盈利调升而自高位回落；相反，剔除这7间企业后的“标普493”仅在9月降息前后出现短暂轮动，随后又因财政赤字扩张与经济不确定性而再度受压。全年来看，估值扩张对指数的贡献不足三成，且集中在少数AI基础设施龙头，其余板块主要靠盈利大幅超预期，而获得“合理估值之内的上涨”。

总括来说，2025年美股三大指数全线上扬，道琼斯工业平均指数、标普500指数、纳斯达克100指数之升幅分别为13.0%、16.4%、20.2%，后两者更成功创下历史新高。

盈利与估值对标普500指数的贡献



资料来源：彭博，数据截至2025年11月28日

股票

本季主题为《拾级登云》，美股在AI资本开支的坚实台阶上，企业盈利已连续三季超出预期，可谓云径初开。展望前方，坡道仍指向云端，但估值隐坡陡峭，利率与政策杂音或令升势数度停步；AI投资热潮分化亦日趋明显，纯概念股掉队，资金更愿意为同时具备“订单与现金流”的企业支付溢价。投资者唯有把握确定性高、估值相对合理的“盈利台阶”，方能在阶段性调整中继续登云，而不被高空估值阵风吹倒。

AI泡沫论再审视：部分特征隐约历史再现

在2025年第4季，美股曾经出现调整，市场再度重提当前估值是否重现2000年科网泡沫的疑问。从部分指标观察，确实具备部分特征。

用资本化率衡量，2024年美股总市值占GDP比重已升至213%，比1999年153%的纪录高出整整60个百分点；若将GDP视作经济体承重梁，这条梁上的股市砝码已比互联网狂热期更重。

再看市盈率，席勒市盈率（取过去10年经通胀调整的平均净利润，平滑周期波动）1999年的峰值为44.2倍，2025年11月为39.9倍，虽较高位略低，但仍稳居历史第二高位，且距离最高位不足5个百分点。当年估值高峰对应的是大量负现金流企业，如今则对应AI产业链订单高峰，估值曲线同样陡峭。

市场忧虑AI产业“循环交易”再现。半导体硬体龙头透过预付款、股权投资等方式向AI大模型公司“输血”，使其得以持续采购自家GPU，形成“收入—投资”的循环。这一模式与2000年设备商向互联网运营商提供“供应商融资”（vendor financing）的手法如出一辙，潜在隐患也相似。当前AI应用尚未有可持续的消费级场景，终端变现能见度低；同时高负荷运转下GPU折旧周期或短于市场预期，一旦算力利用率下滑，算力中心的真实回报率可能迅速恶化。

美国国内上市公司市值占GDP比重



资料来源：Wind，数据截至2025年11月28日

标普500指数席勒市盈率



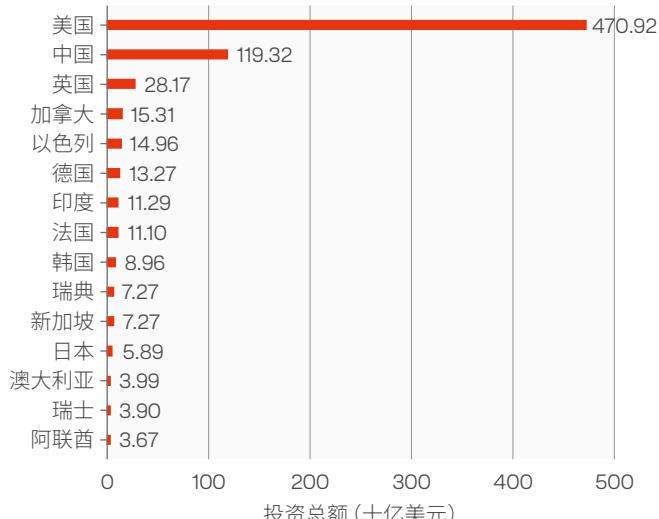
资料来源：Wind，数据截至2025年11月28日

“全球牌桌与宽松弹药” — AI 估值虽高，宏观基本面已非2000年

当前宏观环境与上世纪90年代相比，在国力博弈格局和货币政策环境上存在本质差异，不可从估值等视角简单类比。

1990年代的互联网革命几乎是一场“美国独角戏”，资本、技术与政策红利都集中于一国；当前AI已成全球化赛道。2013-2024年累计私人AI投资中，美国虽以4,710亿美元占半壁江山，中国以1,190亿美元紧随其后，英、加、以、德、印、法六国合计贡献1,100亿美元，形成“中美双引擎、多极跟随”的格局。在大国博弈视角下，AI已成地缘竞争的“硬赛道” — 华府不可能主动收紧晶片与模型投入，否则等同把算力高地让于对手；各州补贴、出口管制、关税豁免等工具反而会把资本开支锁在高位，与2000年“加息+强美元”的环境截然不同。

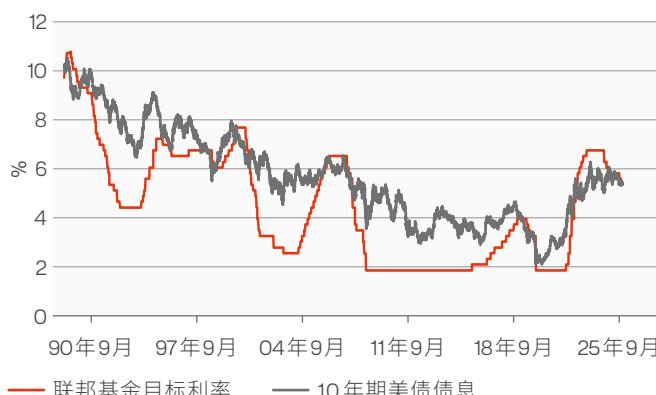
2013-2024年按地理区域分类的全球人工智能私人投资（综合）



资料来源：史丹福大学《2025年人工智能指数报告》

货币政策背景更不一样。2000年3月纳斯达克见顶前夕，美联储仍处于加息阶段，联邦基金目标利率高达6.5%，10年期美债债券息高达6.4%。当下联邦基金目标利率已降至3.75%，10年期美债债券息约4.1%，且缩表计划已暂停，实际利率曲线比当年低200个基点以上。降息兼停止缩表的组合，不仅大幅降低算力中心等人工智能企业的巨额融资成本，更让科技巨头手中累积逾7,000亿美元现金等价物，持续享有正利差优势，足以在股价回调时加码回购、并购或进一步增加资本开支(Capex)。估值高地上同样有人“端着弹药”固守阵地，此乃2000年科网泡沫破裂前未曾出现的“宽松缓冲垫”。因此，仅凭市值或席勒市盈率逼近旧峰值就断言“泡沫即将破裂”，容易忽视全球政策与流动性基本面已彻底换轨。

美联储仍处于减息通道



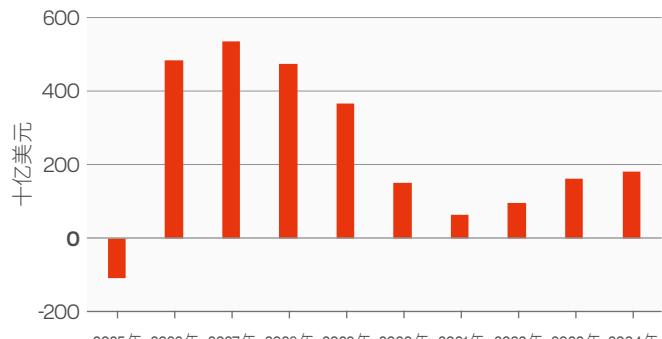
资料来源：Wind，数据截至2025年11月28日

“选票行情与财政油门”——美股有望再借政策东风

2026年11月将迎来美国中期选举，历史经验显示，总统若在国会失去多数席位，后续两年往往容易陷入“跛脚鸭”僵局。特朗普团队对此记忆深刻：2018年第4季标普500累跌逾14%，消费者信心指数骤降20点，被视为共和党丢失众议院的重要原因。为避免重蹈覆辙，白宫大概率提前释放经济友好政策，例如延续减税优惠、加快基建审批、加码对本土制造业补贴等措施，均可能在2025年底至2026年上半年集中落地，形成“选前蜜月期”。

财政方面已预留弹药。《大而美法案》2026年起进入支出高峰，预计今年新增赤字约3,000亿美元，相当于GDP的1.1%，对私人部门现金流构成“对冲式”注入。2018年资产缩水一度令居民金融资产增量转负，而2025年已重回年化约15万亿美元的高速增长轨道，若政策配合市场维持正回报，财富效应将持续支撑零售支出与企业回购。选举年与财政扩张“双轮”叠加，降低2026年美股出现深度调整的概率，指数仍有望在中高位震荡上行。

《大而美法案》增加美国财政赤字



资料来源：美国国会预算办公室，数据撷取于2025年11月28日

美国居民及非盈利机构部门金融资产与标普500指数变幅走势



资料来源：Wind，数据截至2025年11月28日



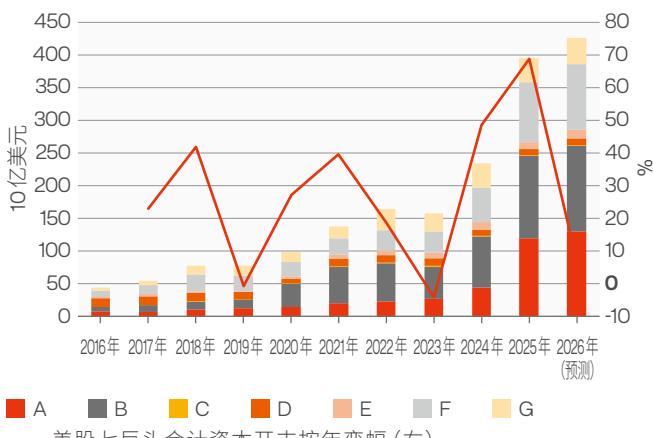
股票

“高估值栈道上的波动台阶” — 美股或呈“缓升+快调”节奏

预期2026年美股七巨头的Capex仍然居高不下，合计支出料将逼近4,500亿美元，GPU、液冷、电力设备订单已排至2027年上半年，市场对此已充分反映。然而，图表显示2026年其增速或将自峰值回落，同时高利用率下的4年折旧曲线日趋陡峭，意味若应用方面的收入未能同步放量，七巨头的自由现金流将在2026下半年面临“折旧+资本开支”双重压力。市场虽已察觉到此拐点，但情绪尚未逆转，牵动更高的波动溢价。

我们预期2026年标普500指数目标为7,500点，对应2026年预测每股盈利315美元（按年+15%），以及未来12个月市盈率23.8倍。观察股权风险溢价（ERP）目前处于极低水平，显示估值对坏消息的缓冲垫极薄。财政与货币双宽松虽封锁了利率急升、流动性骤紧的系统性风险，却也让ERP难以持续扩张。因此，任何地缘、选举或供应链杂音，都可通过“情绪—ERP—股价”的传道链迅速释放，引发5-8%的急促回调。由于宽松背景未变，此等回调多属临时定价，而非趋势反转，反而为逢低布局提供机会。2026年主线料呈“高平台、小台阶”格局：指数的均衡水平料随盈利温和上升，但波动区间放大，情绪修复后获利，将成为获取超额收益的核心战术。

美股七巨头资本开支情况



资料来源：彭博，数据截至2025年11月28日

注：A至G代表各自代表七巨头之一

标普500指数股权风险溢价目前处于极低水平



资料来源：Wind，数据截至2025年11月28日

美股AI投资三把筛：全球比价、成长优先、订单为王

估值角度方面，标普500指数、纳斯达克指数，确实高居10年90%分位，惟此并非美股“独自昂贵”。日经225指数市盈率约21倍（69%分位）、德国DAX约19倍（60%分位）、恒指虽仅12倍，却已升至自身历史78%分位，显示“AI革命”3年来，全球资金系统性抬升权益风险溢价。在缺乏更廉价替代品的背景下，美股凭藉AI产业链最完整、回购最活跃、美元流动性最充裕，仍将是全球配置型资金的“预设仓位”。对投资者而言，畏高不如择时，利用5-8%的阶段性回调加仓，比空仓而错失升势的风险更小。

风格上，宜继续押注成长型而非价值型股票。历史规律显示，加息停止并进入降息通道后12-18个月，成长风格类股份仍将继续跑赢价值风格；当前联邦基金正处于这一“暂停—降息”平台，流动性边际放松对高增长资产最有利。基于2026年成长风格占优的判断，除AI外，应重点关注两大方向：一是非必需消费品，该板块将核心受益于可能的降息周期、稳健的就业与家庭资产负债表，盈利预期已显改善迹象；二是医疗保健，随着政策不确定性降低，其在肥胖症治疗、医疗设备等领域的创新驱动增长（“长寿主题”）将重获市场关注。此外，由AI衍生的公用事业（电力需求革命）和地缘政治驱动的国防科技，是值得长期关注的主题性成长赛道。总体策略是在聚焦成长主线的同时，通过部分周期仓位来平衡组合，应对市场从集中走向扩散的轮动。

聚焦AI领域，2025年市场已用“脚”投票—纯故事型SaaS、尚未交付制造(Tape-out)的GPU初创、无使用场景的大模型公司，均遭连续下调评级。投资策略应收缩至3条主线：1)硬体“铲子”：拥有实体产能与定价权的晶圆厂、存储龙头；2)平台杠杆：云巨头Capex向上且能把折旧转嫁给客户的IDC与光模组；3)应用兑现：AI+广告、AI+医药已出现两位数投资回报率(ROI)案例，现金周转天数持续改善。用“订单—投资资本回报率(ROIC)—自由现金流”三把筛，才能在估值高位中继续分享AI红利，而非接最后火棒。

减息周期成长风格通常较价值风格略胜一筹



注：纵轴代表“标普500 成长指数/标普500 价值指数”

资料来源：Wind，数据截至2025年11月28日

全球股票市场目前估值并不便宜

指数	PE最新值	市盈率(PE)					指数涨跌幅	
		百分位(PE, 过去10年)					2025年	2024年
标普500	29.24					●	87.46%	16.45%
纳斯达克	42.03				●		71.13%	21.00%
道琼斯工业	30.49					●	90.84%	12.16%
英国富时100	20.03			●			67.46%	18.93%
德国DAX	18.64		●				59.99%	19.73%
法国CAC40	18.29		●				51.87%	10.05%
日经225	20.63			●			69.42%	25.97%
恒生指数	11.89				●		78.80%	28.91%
恒生科技	23.38	●					34.78%	25.31%
上证指数	16.27					●	91.89%	16.02%
创业板指	39.20		●				35.82%	42.54%
								13.23%

资料来源：彭博、Wind，数据截至2025年11月28日

各AI板块的季度股价变幅

AI基础设施	23年第1季	23年第2季	23年第3季	23年第4季	24年第1季	24年第2季	24年第3季	24年第4季	25年第1季	25年第2季	25年第3季
AI大模型	31.7%	26.1%	2.0%	15.5%	18.5%	8.9%	0.9%	12.9%	-14.9%	17.9%	14.5%
算力晶片	43.9%	17.1%	-1.5%	38.4%	31.1%	-26.0%	-12.9%	-2.8%	-8.8%	27.3%	37.4%
AI伺服器	3.8%	46.8%	16.8%	10.2%	80.2%	7.4%	-11.2%	-16.4%	-13.7%	26.4%	20.1%
存储晶片	20.4%	13.3%	3.5%	18.4%	27.8%	22.7%	-14.6%	11.7%	-30.5%	35.6%	64.5%
平台/资料管理	10.1%	34.0%	-7.9%	23.0%	-1.9%	-7.0%	-0.3%	17.1%	-23.1%	9.6%	4.5%
网路安全	14.6%	19.6%	8.3%	40.2%	10.1%	4.9%	-5.8%	3.0%	-17.5%	36.4%	15.6%
电力/铀	5.2%	25.1%	18.8%	17.3%	34.9%	22.1%	20.3%	24.5%	-23.6%	43.9%	13.2%
ToB解决方案	23年第1季	23年第2季	23年第3季	23年第4季	24年第1季	24年第2季	24年第3季	24年第4季	25年第1季	25年第2季	25年第3季
AI+办公	22.9%	13.8%	-4.5%	19.8%	16.2%	-4.8%	17.1%	11.8%	-18.2%	7.9%	-21.7%
AI+设计	23.3%	14.6%	5.0%	16.7%	10.9%	-1.0%	-16.6%	5.8%	-15.6%	25.3%	9.9%
AI+广告	42.5%	71.5%	53.5%	5.5%	68.0%	18.0%	66.4%	197.9%	-16.5%	35.8%	71.9%
AI+解决方案	68.4%	49.9%	-29.6%	22.4%	65.1%	-26.7%	6.4%	197.1%	-2.1%	71.3%	57.1%
AI+游戏	0.1%	28.4%	-17.1%	22.2%	-17.8%	-17.4%	20.9%	6.8%	-16.3%	15.6%	47.1%
AI+金融	13.1%	4.1%	11.3%	22.9%	4.2%	2.7%	3.1%	-3.8%	-10.9%	34.2%	-11.5%
AI+医药	-3.6%	4.6%	-17.2%	20.5%	-1.8%	-3.6%	55.2%	2.3%	12.5%	19.4%	27.2%
AI+版权	26.5%	-14.4%	-9.0%	22.1%	1.9%	-6.3%	-3.2%	-7.0%	-19.5%	4.4%	3.7%
ToC应用	23年第1季	23年第2季	23年第3季	23年第4季	24年第1季	24年第2季	24年第3季	24年第4季	25年第1季	25年第2季	25年第3季
AI+教育	27.7%	-20.1%	10.3%	37.8%	-19.5%	-35.7%	0.5%	12.7%	-38.8%	53.0%	-22.3%
AI+新闻	53.6%	-52.4%	-25.1%	-18.8%	49.7%	613.2%	22.2%	2.2%	-37.0%	3.1%	-21.3%
AI+社交	21.9%	8.5%	-22.4%	94.8%	-32.7%	48.3%	-32.4%	14.1%	-21.9%	-1.9%	-6.8%
AI+智能终端机	20.8%	-45.9%	-39.7%	-33.0%	-37.4%	58.1%	1892.8%	-2.2%	-53.6%	-43.5%	-32.8%

资料来源：Factset，数据截至2025年第3季

股票

中港股市展望 — 固本培元

本章摘要：

- 国策刺激程度料不愠不火，财政与货币政策料聚焦创新科技、新型基建与服务消费等范畴，预期“新经济”板块将领涨大市
- “反内卷”与“再通胀”的利好因素将逐步兑现，加上人工智能企业变现能力增强，料成为中资股盈利回升的催化剂
- 恒指2026年的每股盈利预测为2,350港元，预测市盈率目标为13.1倍，今年恒指目标为30,800点。沪深300指数目标则升至5,080点
- 本季较看好内地人工智能、智能驾驶和人形机器人供应链、高端工业、服务娱乐消费、中资电讯、本港地产收租及交通运输等细分板块

上季中港股市走势大概符合标题所意的《休整以待》，恒生指数在去年10月上旬创下年内新高27,287点后，上升动能便无以为继。10月中旬，美国特朗普政府威胁对中国商品加征100%关税，一度拖累恒指在3日内大跌近5%。尤幸中美元首于南韩举行的亚太经合会议进行会谈尚算顺利，贸易战未有进一步升级。10月下旬中国召开“四中全会”发布“十五五规划”之发展建议，曾带动人工智能、机器人、绿色能源、“反内卷”等相关主题板块短暂上扬，亦因此推动恒指于11月中上旬重越27,000点。然而好景不常，美国政府停摆导致关键经济数据延后公布，市场对美联储减息预期有所动摇。同时，中国10月及11月的经济指标不及预期，部分科技及互联网的权重股公布的第3季盈利表现逊色，均导致恒指盈利预测遭大幅下修。以上利空因素加剧港股回调压力，恒指于12月中旬一度下试季内低位25,086点。截至去年12月29日，期内恒生指数及沪深300指数的回报分别为负4.5%及持平。

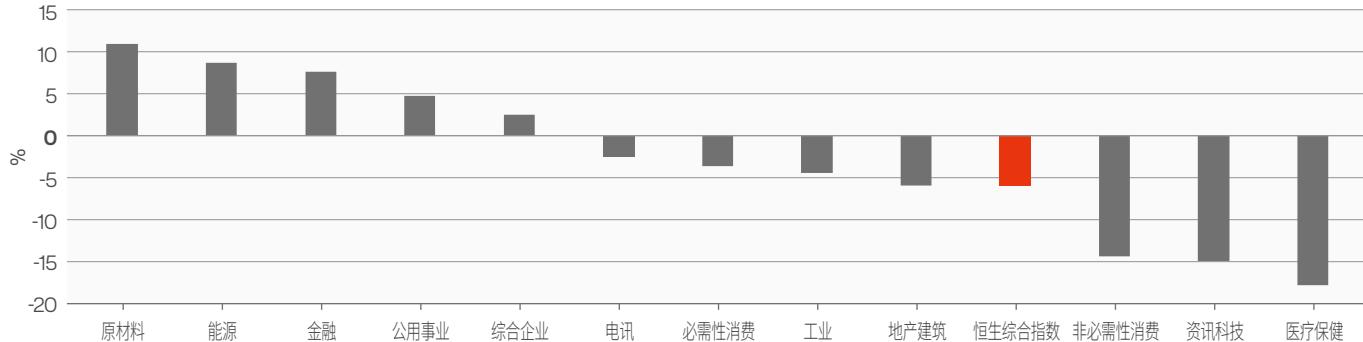
港股板块表现方面，恒生综合指数内的原材料、能源、金融、公用事业及综合企业板块于上季均录得正回报，跑赢指数8至17个百分点不等。而在去年首3季大幅领先的资讯科技及非必需消费板块则面临较大沽压，下跌约13%。至于上季建议重点关注的板块，当中被评为“看好”的中国内地人工智能概念股普遍于高位出现获利回吐；同样评为“看好”的本港公用事业板块则受惠美国减息而大范围报捷；评为“审慎乐观”的内地服务及体验式消费板块跟随大市进入稳固行情；同样评为“审慎乐观”的内地可再生能源及电力设备则个别发展，多只电力设备股份录得超额回报。

本季题为《固本培元》，象征中港股市正处于稳固根基、蓄势待发的关键阶段。今年市况能否乘胜追击，很大程度取决于中资企业内生盈利的恢复进度，而非单纯由估值膨胀所驱动。另外在“十五五”开局之年，预期宏观政策重点在于发挥现有政策成效，以及聚焦战略性新兴产业投放，惟整体增量刺激或较过去两年收敛。综观而言，大市料以“慢牛”姿态拾级而上，并将呈现“新强旧弱”格局，传统旧经济板块虽具韧性，惟上行惊喜或有限；反而受惠国策的科技、服务及新型消费、高端工业等板块，预期可稍看高一线。

受惠“反内卷”及AI变现能力增强，中资股盈利回勇在望

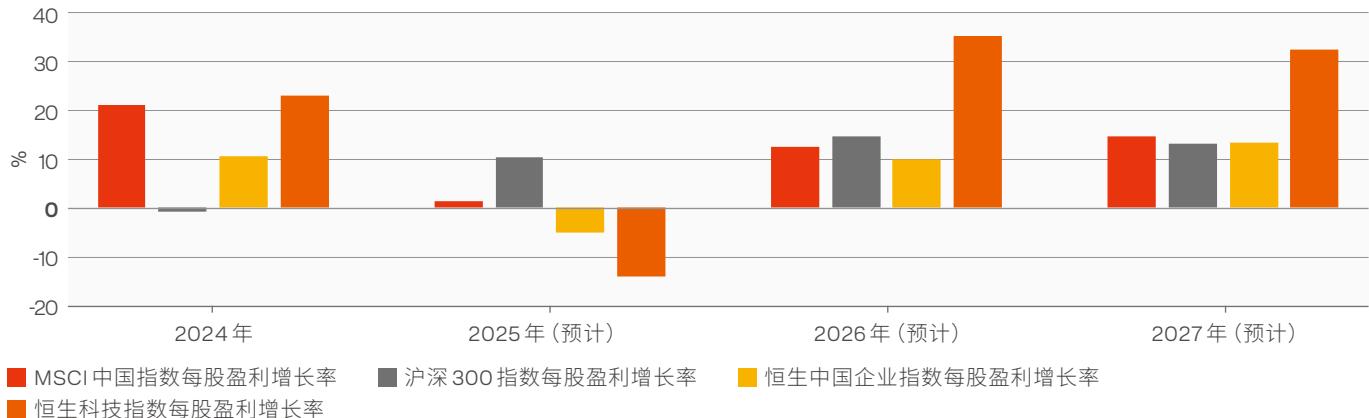
企业盈利层面上，中资股在2025年的整体表现平庸，恒生国企指数和MSCI中国指数的每股盈利按年增速预期仅录低单位数，与指数的强劲收益形成明显反差。归根究底，去年内地经济仍受困于通缩阴霾、传统工业产能过剩、银行业息差承压、房地产市场疲软、互联网消费平台价格竞争恶化等问题，一定程度抑压了企业盈利的复甦动能。踏入2026年，我们相信上述各项因素将稳步改善，中资股盈利增速有望抬升，根据彭博综合预测，一众主要中国股票指数2026年之每股盈利增长可回升至10%至35%，2027年更可加速至13%至32%。

2025年第4季恒生综合指数各行业表现



资料来源：彭博，截至2025年12月29日

主要中港股票指数于2025至2027年的每股盈利增长预测



资料来源：彭博，数据截至2025年12月22日

首先，中央料持续推进“反内卷”及重点行业产能优化之政策，尽管短期可能制约制造业固投增长，却是缓解企业间无序价格竞争、社会长期深陷通缩阴霾的必要举措，且有助传统中资企业产能利用率及盈利能力逐渐恢复。参考2009年至今的数据，每当国内生产者物价指数(PPI)在负值区间扭转跌势并重新转正的3个周期，中国规模以上工业企业利润期内均告显著回勇。事实上，自去年第3季中央推出一连串行业“反内卷”措施后，中国PPI按年跌幅已连续数月出现收窄，虽尚未成功摆脱贫增长局面，但工业企业利润已在8月开始重拾按年增长，而1至10月工业企业利润累计增幅为1.9%（上半年：负1.8%），初步展现复甦苗头。除了受惠于“反内卷”措施行业（例如钢材、光伏等）的利润好转之外，高端装备制造及高技术制造业亦继续呈现强势。我们认为，今年“反内卷”措施的重点执行范围可能更趋广泛，目前产能利用率依然偏低的化工、新能源发电设备、碳酸锂、水泥等行业可憧憬加速改革，相关商品价格和企业利润之下行趋势可望于今年内迎来转捩点。当然，传统周期板块之盈利复甦若要全面加速，还须宏观需求面配合。然而，基于国内消费和出口在去年上半年处于高基数，加上今年中央广义赤字率料不愠不火，促消费政策边际效益递减下，我们认为国内旧经济行业（如传统消费、银行、工业、能源等）在2026年之盈利虽可保持韧性，惟上行惊喜度料有限。

内地生产者物价指数及工业企业利润年内累计总额按年变动



资料来源：彭博，数据截至2025年12月22日

今年中港股市的盈利增长引擎预期将由科技板块领衔。根据彭博综合预测，恒生科技指数2026年及2027年的盈利增速预测分别达35%及32%，而MSCI中国指数及沪深300指数的预期增速仅12%至15%，反映“新经济”与“旧经济”行业之盈利表现继续分化。值得注意的是，2025年恒生科技指数每股盈利罕有在大牛市周期中出现按年倒退，但这主要归咎于电商及外卖互联网平台巨企对新业务大幅增加投入，并于第2季启动激进价格战，导致行业利润率一落千丈，个别权重平台企业在2025年的盈利预计下滑30%以上，甚至录得亏损。随着“反内卷”措施相继落地，今年电商平台企业之非理性价格战该可进一步缓和，预期2026年下半年盈利在按年低基数下可望录得强劲反扑，现水平股价再度急坠的风险似乎不大。

股票



此外，2025年股价大放异彩的AI主题板块（如云平台、大模型开发、半导体等），其盈利表现却只属好坏参半，半导体企业相对较亮眼，但AI云平台与大模型开发企业因需大举增加研发开支及基础设施的相关资本开支，2025年平均盈利增速料仅约16%，反映去年股价飙升主要来自估值扩张而非盈利驱动。展望2026年，我们认为国内AI应用渗透率将显著提升，有助强化AI产品变现能力；且AI行业迈进汰弱留强阶段，市场份额料向龙头企业进一步靠拢，尤其有利于AI模型升级步伐较快、具备产业上下游一体化（即芯片、云平台、大模型及应用）、财务状况和自由现金流较强的公司，更容易实现规模经济优势及正面经营杠杆，预期可增强收入转化至盈利的能力。根据彭博预测，恒生科指内的AI云及大模型开发之相关股票，其2026年的盈利增长料上升至52%，另外跟物理AI应用息息相关的自动驾驶主题股票之盈利增速更料高达136%，预期两者将成为今年港股市场的重点盈利催化剂。

恒生科技指数成份股细分行业之盈利和股价表现：

细分科技行业	代表股票数目	本财年平均盈利增长预测	下财年平均盈利增长预测	2025年股价升/跌比例	2025年股价平均变幅
电商及外卖平台	3	-34%	+72%	2:1	+11%
AI云及大模型开发	7	+16%	+52%	6:1	+44%
网上娱乐及旅游平台	7	+56%	+8%	7:0	+42%
半导体	2	+52%	+106%	2:0	+171%
智能家电及电子消费品	6	+27%	+15%	2:4	+1%
智能汽车及自动驾驶主题	7	+32%	+136%	6:1	+39%

宏观政策宽松程度料不愠不火，新兴及创科板块料坐享其成

2025年A股与港股市场表现势如破竹，中央多方面宽松政策的加持可谓居功至伟。踏入2026年，随着国内经济下行风险减低，资本市场亦已累积一定程度涨幅，单靠政策憧憬驱动估值上升的行情未必再大范围适用。参考2025年12月中央经济工作会议（中经会）释出的讯号，今年经济政策的基调为“发挥存量政策和增量政策集成效应”，意味重点须落实好现有政策而非大量推出新政策，相比去年“加强超常规逆周期调节，全方位扩大内需”的表述，今年的宽松立场显得较审慎。至于具体政策目标与细节如何，则可能要留待3月召开的全国“两会”正式揭盅，以下为我们的初步预测，并推敲对大市的潜在投资机遇。

财政政策方面，尽管整体立场仍维持“更加积极”，惟最新中经会仅强调稳定政府赤字和发债规模，明显有别于2024年的提升赤字率和加大财政支出强度。我们预期，今年官方财政赤字率目标维持于4%；长期特别国债发行规模从1.3万亿上调至1.4至1.6万亿人民币；地方专项债发行额度从4.4万亿上调至4.6至4.8万亿人民币。此外，“两新”（即消费品以旧换新和大规模设备更新）补贴措施有望延续，惟在“优化实施”的前提下，补贴总额度调升空间可能有限（2025年：合共5,000亿人民币）。因此，过去1年销售增长重点依赖于“国补”的汽车、家电、智能手机等消费板块或面临短期逆风，投资时宜按品牌的新产品吸引力和创新程度择优而取。反之，个别服务式与新型消费项目或有机会获纳入财政补贴范围，例如人工智能产品、旅游、养老或育儿服务等，可稍看高一线。同时，中央要推动投资止跌回稳，预期将适度增加中央预算内的固定资产投资比例，除了传统基建投资可迎来复甦外，我们更看好新型电力设备、储能设施、算力及网路设备、智能驾驶装备、机器人等新基建领域。

货币政策方面，中经会再度提及减息降准，并将“推动物价回升”作为关键评核标准，意味中国在明确走出通缩阴霾之前，尚存在利率或存准率下调空间。根据本行经济研究部团队预测，今年中国之政策利率和银行存准率料分别下调10-20点子和50点子。即便如此，我们认为减息降准等传统宽松手段仅在国内经济下行压力加剧时，能对大市提供缓冲与托底作用，却难以成为当前进一步推升中资股票的催化剂。反而我们相信央行将更灵活采用专项再贷款、再贴现、抵押补充贷款等结构性货币政策工具，支持个别内需或新兴战略产业发展，故投资角度上也可优先考虑该类板块。再者，人民银行可考虑重启购买国债，以配合财政部发行大规模特别国债时，用作平滑对长期利率的冲击，缓和政府的融资成本。过去3年，普遍价值型国企板块（如内银、保险、电讯、能源、电力等）因其股息收益率相对中国10年期国债息率存在较高息差优势，吸引国内中长期资本踊跃追逐，带动相关股价录得逾倍升幅。今年内地货币政策既仍然维持“适度宽松”方向，估算中国长期国债利率中枢上移空间有限，故投资者可继续适度持有上述之高收益板块，惟由于该等板块股息率已较去年初显著下降，今年股价要重演一飞冲天之行情不无难度。

产业政策上，今年作为“十五五”开局之年，相信3月“两会”发布之产业政策方向也将贯彻“四中全会”提出的“十五五规划建议”之主要布局。综观“十五五”规划的主要目标排序，“建设现代化产业体系”及“加快高水平科技自立自强”排行首两位，彰显升级传统产业、培育新兴产业、推动科技创新等属重中之重的环节。若跟“十四五”规划比较，“十五五”规划将“深入推进数字中国建设”独立成篇，亦确立了全面实施“人工智能+”之行动；强调采取超常规措施推动集成电路、基础软件、先进材料等重点行业取得关键技术突破，提升产业链自主可控水平；新增对培育未来产业的具体表述，例如量子科技、生物制造、氢能、核聚变、人形机械人、6G通讯等。总括而言，我们较看好内地新兴产业相关板块，包括芯片制造、AI网络设备+云平台、AI应用平台、智能驾驶、人形机器人、高端工业、特种新材料、核能及氢能设备等。

楼市政策方面，基于2025年内地房地产销售和房价表现每况愈下，大型房企违约危机死灰复燃，故中经会表明须“着力稳定房地产市场”。我们预期中央及地方政府今年将更积极推出提振楼市措施，在鼓励需求（例如：放宽一线城市限购、下调首付比例、补贴房贷利息、推行二手房“带押过户”等）及改善供应（例如：增加地方收储支持力度、约束土地供应增量）层面多管齐下，房地产市场下滑势头今年内可望逐步喘定。因此，尽管内房板块短期内仍面临全年业绩不济、月度销售欠佳等挑战，但勿低估后续利好政策出台导致“挟淡仓”抽升之可能性。对于风险承受能力较高之投资者，可考虑小注配置具备国企背景、财务状况较佳、一线城市销售占比较高的内房股。

2025年中央经济工作会议之重点政策方向：

	2025年	2024年
财政政策	保持必要的财政赤字、债务总规模及支出总量。规范税收优惠、财政补贴政策。	提增财政赤字率，加大财政支出强度，增发超长期特别国债、地方政府专项债。
货币政策	把物价回升作为货币政策的重要考量，灵活运用降准减息等多种政策工具。	适时降准减息，使社融规模、货币供应量与经济增长、物价水平预期目标相匹配。
内需环节	坚持内需主导，建设强大国内市场。推动投资止跌回稳。优化实施“两新”“两重”之国家补贴。	大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求。加力扩围实施“两新”“两重”之国家补贴。
房地产市场	着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。	稳住房地产市场风险。
资本市场	深化资本市场投融资综合改革。	稳住股市，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。

股票

恒生指数在中国五年计划的首年上半年回报率



资料来源：彭博，数据截至2025年12月22日

股市流动性料维持充沛，增长型主题板块续受青睐

2024年以来，国内流动性状况持续转强，可谓对中港股市之回升形成坚实支撑。展望2026年，各项有利增强市场流动性的利好因素，包括利率低企、宏观经济改善、国策鼓励中长线资金入市、居民存款转移等，均有望在某程度上延续。

值得关注的是，公募基金ETF已逐渐成为提供A股与港股流动性的中流砥柱，截至2025年12月26日，年内在中国境内发行的ETF总规模突破6万亿人民币，不仅创下历史新高，更按年激增超过60%。其中，股票型ETF规模达3.85万亿人民币，占比约64%。ETF规模飙升的同时，产品种类也愈趋多元化，除了追踪主要A股股票指数(如沪深300、中证500等)的核心品种外，近两年亦兴起各类行业、风格、主题、概念的ETF。按2025年资金净流入额超过100亿人民币的35只ETF中，行业及主题类别的股票ETF就占了14席，当中涵盖了互联网、科技、创新药、机器人、券商、化工等行业，而排行榜首、年内净流入额达570亿人民币的是港股通互联网ETF。ETF市场的急速冒起重塑了国内个人与机构投资者配置股权资产的方式，即以更低成本、更容易分散风险的优势，去捕捉大市或不同新兴产业的投资机遇，从而引导更多民间资金参与股票市场。

内地保险资金亦是中港股市另一大不可或缺的流动性来源。根据国家金融监督管理总局数据显示，截至2025年第3季末，国内保险资金(包括人身险和财产保险)对权益类资产(包含公司股票、证券投资基金及长期股权投资)的配置金额达8.4万亿人民币，创下历史新高，而权益类资产投资占保险资金累计可用额度之比例上升至22.5%，较2024年末时的19.8%水平显著增加，亦属2022年相关季度数据发布以来的最高比例。随着2025年初中证监主席吴清宣布大型国有保险公司每年新增保费的30%须用于投资A股，加上去年12月国家金融监管总局宣布下调保险资金投资A股的风险因子(包括持仓时间超过3年的沪深300指数成份股及中证红利低波动100指数成份股；持仓时间超过2年的科创板普通股)，预期可于今年进一步释放更多保险资金入市。

内地保险资金股票配置金额及比例



资料来源：国家金融监督管理总局，数据截至2025年12月22日

对于港股市场流动性而言，美联储延续减息周期及结束缩表，加上人民币汇价徘徊高位，该有利海外资金加速流入。同时，港元拆息(HIBOR)料尚有下调空间，将可继续支持本港房地产和消费市场复甦，本港高负债企业亦能减省利息开支，有助MSCI香港指数盈利预测的上调趋势于2026上半年一气呵成。更重要的是，港股市场在2025年日均成交额高达2,500亿港元，按年增长89%，“港股通”南向资金的增量实在功不可没。截至2025年12月23日，南向资金年内累计净流入港股达1.4万亿港元，较2024年激增近100%，净流入高峰尤其集中于去年第1季和第3季度的科技大牛市行情，反映南向资金的投资风格愈来愈趋向增长型股票，尤其偏好大市值、收入增速较高、财务状况稳健、A股未有上市或H股存在显著折让，且具有特定国策主题增长点的科技股。既然今年国策的重点提振对象离不开科技及新兴战略产业，预期可持续迎合南向资金的吸纳口味，当南向资金的定价权进一步提升时，港股市场的新经济板块便能享受较高的估值溢价，故不排除H股对A股之折让幅度今年继续收窄。

南向通净流入的走势



资料来源：彭博，数据截至2025年12月22日

MSCI香港指数及其2026每股盈利预测



资料来源：彭博，截至2025年12月23日

上调盈利预测及估值倍数，给予恒指2026年目标30,800点

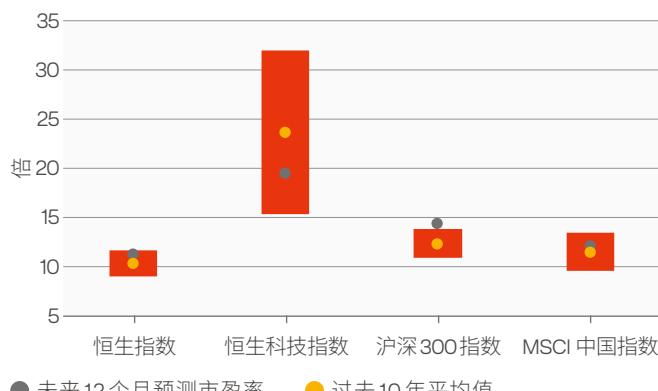
总括而言，我们认为恒生指数成份股2025年第4季盈利仍然面临挑战，惟2026年有望迎来可观复甦，故将2025年恒指每股盈利预测从上季的2,100港元下调至2,080港元，另最新预测2026年恒指每股盈利按年增长13%至2,350港元，高于彭博预测共识的2,266港元（截至12月23日数据）。另外，我们对沪深300指数的2026年每股盈利预测为328人民币，即按年增长16%。估值方面，根据彭博截至12月23日数据，目前恒指之未来12个月预测市盈率为11.4倍，高于过去10年平均值约0.9个标准差。虽然恒指目前估值较以往水平不算便宜，但在港美利率处于下行周期、中美紧张局势暂缓，而且憧憬国策续加码支持以AI为首的创科产业发展，在港上市的权重科技股料可享受较高估值溢价。因此，我们给予恒指未来12个月预测市盈率目标为13.1倍，并将今年恒指目标水平订为30,800点。我们给予沪深300指数2026年预测市盈率目标15.5倍，今年沪深300指数目标水平定于5,080点。

恒生指数盈利预测趋势变化



资料来源：彭博，数据截至2025年12月22日

中港股市各主要指数的估值情况



资料来源：彭博，截至2025年12月23日

注：棒形图上端为+1标准差，下端为-1标准差

股票

本季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度 #
内地人工智能	<p>1. “十五五”规划建议重点支持AI发展，要求强化算力、算法、数据等高效供给，并全面实施“人工智能+”行动，有助提升AI在各个传统产业及智能终端的应用普及率，支持更强大和多元化的变现能力。</p> <p>2. 国内AI巨企或可重启采购美国H200高级芯片，有利持续升级基础大模型和发布新款多模态模型(包括图片、影片、VLA等)，以及推出更多元化的AI应用app和AI智能硬件产品(例如AI手机、AI眼镜、人形机器人等)，强化科技企业AI商业化空间。</p> <p>3. 中央政府料持续采取非常规措施推动半导体产业实现关键技术突破，提升产业链自主可控水平，有利先进芯片开发、芯片代工、国产光刻机供应链板块估值扩张。</p> <p>4. 细分板块首选AI云平台、AI模型开发、AI应用软件与平台、芯片代工、人形机器人。</p>	*****
汽车及智能驾驶供应链	<p>1. 中央财政部表示2026年将延续消费品以旧换新补贴措施，预期补贴范围更倾斜于节能技术较佳的龙头车企。另外，发改委明言整顿新能源车行业的内卷式竞争，推动落后产能退出，有利龙头车企提升市场份额及利润率水平。</p> <p>2. 国内新能源车企近年积极开拓海外市场，预期今年海外销售可维持高双位数增长，尤其在欧洲、中东、南美洲等市场渗透率迅速提升，有助抵销国内销售放缓及利润率下行的压力。</p> <p>3. 中国工信部正式公布首批L3级自动驾驶车型准入许可，部份合资格车型可在北京、重庆指定区域开展上路试点，预期今年将在更多城市陆续开放。另外，受惠于不断优化的软硬体技术，全球robotaxi车队规模料于未来数年显著增加。预期可提升智驾技术较强之车企和相关供应链企业之估值水平。</p>	***
中资电讯	<p>1. 近年积极发展针对企业用户的产业数码化业务，包括“算力+模型+数据+工具+应用”一体化的智能云服务，预期行业之AI数据中心业务及AI应用服务收入可维持较高增速。</p> <p>2. 5G相关电讯网络资本开支持续减少，有利提升企业自由现金流，用作派息或股份回购，甚或用作投资潜在回报率更高的智算业务。</p> <p>3. 受惠于内部AI及自动化科技应用愈趋普及，电讯企业成本控制能力显著改善，可望扭转EBITDA利润率过去数年持续下滑之趋势。</p> <p>4. 主要龙头企业在过去3年逐步提升派息比率，股价经过去年第4季之回调后，目前2025年预测股息率达5.7%至6.7%，仍远高于10年中国国债收益率，估值重现吸引力。</p>	***
本港地产收租及交通运输	<p>1. 我们预期美联储今年尚有约75点子的减息空间，意味港元拆息HIBOR和按揭利率将趋向下行，有利带动本港新盘物业销售及楼价延续复甦，同时可减省企业港元债务的融资成本。</p> <p>2. 受惠利率下调、财富效应升温、盛事表演项目增加、人民币升值等因素，香港零售销售增速和访港旅客人数自2025下半年起持续回升，可稍看好本地零售收租和交通运输企业的全年业绩表现及管理层对2026年经营前景指引。</p> <p>3. 宜优先选择资产负债表稳健、派息往绩理想之公司，全年削减派息的风险有限。美国长期国债收益率料有下移空间，目前主要本地地产收租股之股息率普遍高达4%至6.5%，息差吸引力将重新显现。</p>	****

* 标注：看好程度以*数目作为评分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分别代表非常看好/看好/审慎乐观/持平/看淡

东亚联丰投资团队

全球股市前景乐观：受惠宏观经济稳健、科技基本面强劲及美国利率下行

本章摘要：

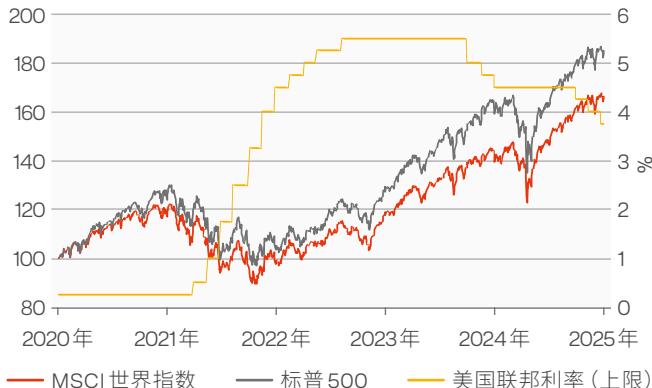
- 经济增长稳健、货币政策宽松以及扩张性财政措施将支撑环球股市
- 看好欧洲、美国和日本股市；中国内地、南韩和台湾科技股值得留意
- 科技股增长、盈利和现金流强劲将继续支持估值

2026年宏观经济预计维持向好，推动环球股市延续升势。美国消费和投资增长将推动美国经济。劳动市场放缓预期促使美联储继续减息，加上“去美元化”趋势持续及美元弱势，将利好风险资产。

虽然市场忧虑人工智能潜在泡沫，但东亚联丰团队认为科技板块结构性增长犹存，估值受业务扩张和盈利增长等利好因素支持。科技股升势料扩展至其他估值较低的价值型周期性板块，如金融、能源、工业和材料。受德国财政刺激措施推动，欧洲股市2026年表现相信向好。日本追加预算案达18.3万亿日元（占GDP约3%），有助带动股市表现。亚洲方面，受惠于人工智能供应链主导地位及企业改革，南韩可多加关注。中国内地与台湾个别科技股具吸引力；印度虽然结构性增长稳健，但人工智能相关企业比重较低，吸引力因此稍逊。

总体而言，投资团队对股票持建设性态度，但由于不明朗因素和地缘政治压力始终萦绕环球股市，建议投资者维持分散配置，以有效管理组合风险。

主要股市表现与美国联邦利率之比较



资料来源：彭博，截至2025年12月22日。指数以2020年=100为基数重置

经济韧性和减息预期利好美股；财政措施带动欧洲及日本

美国经济增长稳健，劳工市场疲弱支持美联储减息预期，将进一步带动美股。市场忧虑科技板块估值偏高，但与2000年的科网泡沫相比仍有一段距离。截至2025年11月，美股7巨头的未来24个月市盈率为26.8倍，远低于2000年时7大企业的52倍。留意的是，科技企业人工智能资本开支维持高位，受需求强劲、持续供应樽颈及良好的融资环境等利好因素支持。相较2000年，当前科技公司多录得盈利、业务增长强劲并拥有充裕现金，应用涵盖通讯、医疗、金融和工业等范畴。与此同时，供应链包括半导体、数据库、伺服器和散热器等亦更趋完善，支撑长期结构性增长。

欧洲方面，东亚联丰团队维持建设性态度。德国推动大规模财政刺激计划，其国防和基础设施的投资，预计将带动区内经济复甦及股市表现。另外，日本通过占GDP总值3%、总额达18.3万亿日元的追加预算案，料利好当地经济。团队因此对日本股票持乐观态度，视其为已发展市场周期性配置机会。

亚洲股市人工智能动力不遑多让，估值相对吸引

2026年亚洲主要股市预计持续向好。美国利率下行和美元持续弱势降低融资成本及汇率风险，“去美元化”趋势刺激资金流入亚洲市场。亚洲股市估值也相对合理，中国内地、南韩和台湾等地在人工智能发展方面绝不逊色于美国，但估值却较低。印度虽受结构性增长带动，但由于人工智能企业比例较低，吸引力相对不及其他地区。整体而言，亚洲科技供应链主导地位将持续受益全球人工智能需求扩张。

股票

对中国持中性态度；聚焦科技、工业、材料和非必需消费品等板块

中国内地的经济数据好坏参半。贸易顺差于2025年11月突破1万亿美元，但零售销售和工业生产则低于市场预期。一家大型发展商延长债券展期，影响投资者信心。刚结束的中央经济工作会议中，当局承诺延续目前货币和财政政策，并把扩大内需列为2026首要任务，包括推动消费及投资。团队对中国股票持中性态度，建议于不同板块寻找机遇。中国的人工智能发展聚焦于高度扩展的应用，例如电子商务和云端运算等。随着政府推动电动车、自动化生产、绿色科技和对金属的需求，工业和材料股预计会因此受惠。

科技股将继续带动台湾、南韩；南韩企业改革增添动力

目前人工智能硬件供应链主要由亚洲主导；人工智能半导体、伺服器以至记忆体，不少在台湾和南韩等地生产。台湾供应全球约90%人工智能伺服器，更拥有全球最大半导体制造商，支撑其强劲出口及企业盈利。

南韩在人工智能供应链的重要性亦不遑多让。去年11月，南韩半导体出口按年增加38.6%，达172.6亿美元，创单月纪录。此外，南韩所生产的随机存取记忆体(DRAM)和高频宽记忆体(HBM)分别占全球市场大约70%和80%。目前，大部分记忆体供应主要来自两家大型南韩生产商，由于供不应求促使生产商需要扩大产能以应付需求。人工智能发展同时惠及周边行业，供应链相关订单增加增加了对南韩航运和物流业的需求。

企业改革是推动南韩股市的另一动力。为改善南韩企业长期被低估的情况，当局推出“企业价值提升”计划，鼓励公司透过增加派息和股份回购等行动释放企业价值，吸引国内外投资者。此外，南韩的周期性股份也备受团队关注。

总结

今年风险资产预计将延续2025年升势。美国经济持续强韧、欧洲受德国财政刺激政策带动，而日本追加预算案也将推动经济增长。人工智能动力持续支持科技股估值，美联储减息预期和美元弱势将继续支撑环球股市。地缘政治局势始终存在变数，投资者宜保持弹性，在不同板块和市场分散风险。



易帆调向

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 黄燕娥



外汇 美汇指数

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

美就业状况每况愈下，料美联储倾向减息

美汇指数第1季预计波幅范围

96.00 至 101.00

美汇指数1年走势图



资料来源：路透社，数据截至 2025 年 12 月

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第3季	4.3 (按年)
失业率	2025年11月	4.6
零售销售	2025年10月	3.5 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年11月	2.7 (按年)

资料来源：路透社，数据截至 2025 年 12 月

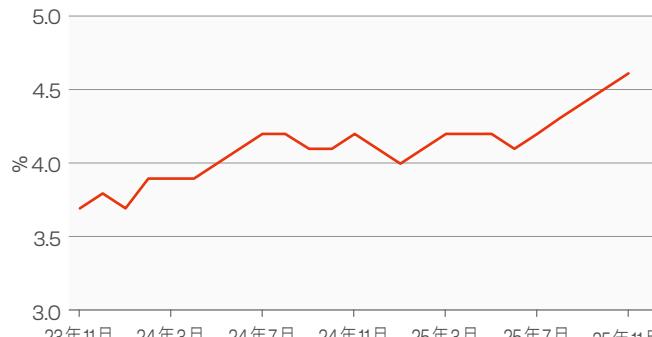
美联储主席态度偏鹰，新主席人选将成较大变数

美联储于 2025 年 12 月的议息会议中决议减息 25 点子，联邦基金利率减至 3.5 厘至 3.75 厘。议息会议后公布的点阵图显示，未来减息步伐有所放缓，预测今年只减息 1 次，少于市场预期的两次。美联储主席鲍威尔亦强调将进一步提高降息的门槛和利率已处于中性水平。他偏鹰的政策基调，令市场预期美联储或放慢减息。另外，美联储亦提前启动扩表，首轮规模每月购买 400 亿美元短债，改善市场的流动性。预期鲍威尔短期将继续观察最新经济状况，谨慎部署货币政策。而即将于今年接任的美联储主席人选料将为未来货币政策带来较大变数，若其政策立场更为宽松，料将增加今年减息次数。

美国经济增长向好，但就业市场仍存不确定性

受惠医保和人工智能相关支出的提振，美国去年第 3 季 GDP 按年率计增长 4.3%，远超预期的 3.3% 及第 2 季的 3.8%。而同期核心个人消费支出 (PCE) 物价指数年化季比为 2.9%，较前值 2.6% 为高。通胀方面，当地去年 11 月 CPI 按年升 2.7%，低于市场预期的 3.1%，期内核心 CPI 按年升 2.6%，同样低于预期的 3%。就业方面，11 月失业率升至 4.6%，创下 4 年高位。10 月非农就业人口为减少 10.5 万人，较预期减少 2.5 万人为多。从以上数据可见，美国经济持续温和增长，通胀未受关税影响而走高，但就业情况却每况愈下，确实令人有点担心。在经济仍存不稳定因素下，预期美联储仍须为进一步降息作好准备。

美国失业率走势



资料来源：路透社，数据截至 2025 年 12 月



外汇 欧元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

欧央行减息周期达尾声，料短期维持较低利率

欧元兑美元第1季预计波幅范围

1.1500 至 1.2000

欧元兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年12月

欧元区主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值(GDP)	2025年第3季	1.4(按年)
失业率	2025年10月	6.4
零售销售	2025年10月	1.5(按年)
调和后消费物价指数(HICP)	2025年11月	2.1(按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年12月

欧央行或已完成本轮降息，料货币政策仍谨慎

欧洲央行于2025年12月的议息会议中维持利率在2厘不变，主要再融资利率和边际贷款利率，分别维持在2.15厘和2.4厘不变，为该行连续4次会议按兵不动。欧央行预计当地经济及通胀将稳步向上，预测今年经济增长为1.2%；2027年和2028年的增长预期均为1.4%。通胀方面，欧元区整体通胀率今年预测上升1.9%，2027年则升1.8%，2028年通胀率预计将回升至2.0%。欧央行行长拉加德指出，国际环境持续动荡可能扰乱供应链、抑制出口、拖累消费与境内投资，而通胀前景亦存在较大的不确定性。由此可见，欧央行或已经完成本轮降息周期，但短期加息决心仍然不足，预期该行或会维持目前偏低利率水平一段较长时间。

美欧货币政策节奏分歧料有利欧元

从最近美联储及欧洲央行的货币政策行动中可见，美欧货币政策正逐步走向差异的轨道。欧央行于去年下半年的4次议息会议中，均维持利率不变。而美联储则于同期连续降息3次。美联储最新点阵图反映，美国在明两年仍有机会继续减息。相比之下，欧央行更倾向于维持中性的货币政策立场。两大央行在货币政策节奏上的分歧，料将增加欧元的吸引力，有望支持欧元汇价的走势。

欧元汇价及美汇指数走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年12月



外汇 英镑兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

英国通胀明显降温，料英伦银行继续减息

英镑兑美元第1季预计波幅范围

1.3200 至 1.3700

英镑兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年12月

英国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第3季	1.3 (按年)
失业率	2025年10月	5.1
零售销售	2025年11月	0.6 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年11月	3.2 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年12月

英伦银行或有持续减息的风险

英伦银行于2025年12月的议息会议中决定减息四分一厘，利率由4%降至3.75%。该行官员以5比4微弱票差支持减息，行长贝利转軚支持减息。议息会议的前瞻性指引措词亦见改变，未有再提及通胀放缓的进度及相应下调利率的措施，反而于会后提到将根据目前证据，可能会继续逐步下调利率，但判断进一步放宽货币政策时将更加审慎。由此可见，英伦银行正处于政策转向阶段，今年或有持续减息的风险。

通胀压力大减且就业疲弱，将加强央行减息基础

英国整体通胀压力降温，2025年11月的整体及核心CPI升幅均放慢并低于市场预期，当中食品、核心商品及服务业价格表现均低过预期。英国国家统计局(ONS)公布2025年10月为止3个月的失业率升至5.1%，创下超过4年新高，而11月就业人口亦减少3.8万至约3,030万人，为5年来最大跌幅。英国整体经济增速放慢，加上通胀预期大幅下降，且劳动市场亦持续疲弱，料将是英伦银行或于今年加快减息的理据。

英国CPI按年变幅



资料来源：路透社，数据截至2025年12月



外汇 美元兑日圆

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

受限较弱经济前景，料日本央行加息较慢

美元兑日圆第1季预计波幅范围

153.00 至 158.00

美元兑日圆1年走势图



资料来源：路透社，数据截至 2025 年 12 月

日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第3季	-2.3 (按季年率)
失业率	2025年11月	2.6
零售销售	2025年11月	1.0 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年11月	2.9 (按年)

资料来源：路透社，数据截至 2025 年 12 月

预期日央行将持续加息

日本央行于 2025 年 12 月的议息会议中一如预期加息 0.25 厘，将政策利率上调至 0.75 厘，创下 30 年高位。日央行重申货币政策仍将维持宽松取向，显示其将以循序渐进的方式推动货币政策正常化。该行在政策声明中亦指出，实质利率料将继续维持在较低水平，若然未来经济增长速度与物价走势符合预期，将考虑进一步上调政策利率。日本通胀正缓慢上升，实质利率在是次加息后，依然处于深度负值区间。因此，预期日本央行将维持加息决心，但加息速度将取决于经济数据表现。

日央行将以持续通胀及经济前景作加息的基础

日本 2025 年 11 月的全国核心消费物价指数，按年升幅为 3%，与 10 月时相同。至于整体全国消费物价指数，按年升幅则放缓至 2.9%，两者均符合市场预期。日央行于去年 12 月议息会议后指出，以永续且稳定的方式达成 2% 通胀目标为前提，灵活调整货币政策。该行并预期当地薪资与通胀有望持续温和上行，但目前经济增长动能仅属于平稳。因此，预期日央行将继续观察当地通胀及经济增长前景作为进一步加息的基础。日本经济虽正温和复甦，但部分行业及出口表现仍显疲弱，料有机会影响日央行加息的步伐。

日本 CPI 按年变幅



资料来源：路透社，数据截至 2025 年 12 月



外汇 澳元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

澳洲通胀持续上升，或令澳央行部署年内加息

澳元兑美元第1季预计波幅范围

0.6500 至 0.7000

澳元兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年12月

澳洲CPI按年变幅



资料来源：路透社，数据截至2025年12月

	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第3季	2.1 (按年)
失业率	2025年11月	4.3
零售销售	2025年6月	1.2 (按月)
消费物价指数 (CPI)	2025年第3季	3.2 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年12月

澳洲通胀升幅加快，料央行降息空间有限

澳洲央行于2025年累计降息3次，将利率从4.35%降至3.60%。基于当地通胀居高不下，已超过央行2至3%的目标水平，加上当地家庭支出强劲，市场普遍认为澳洲央行短期再减息的机会不大，意味澳洲短期较大机会维持利率在较高水平的3.60%。若然澳洲通胀继续上升，或令澳央行考虑于今年打开加息大门，届时将为澳元带来积极的利差优势。另外，如果美国经济数据走软，亦会增加美联储进一步降息的可能性，可望为澳元整体走势带来更大支持。

大宗商品价格上涨支持澳元短期表现

澳洲在2025年10月的CPI按年增长3.8%，高于市场预估的3.6%，CPI截尾均值按年也增长3.3%，两者自2025年6月以来均呈上升趋势。通胀水平超出澳央行目标水平上限，预期央行短期须保持紧缩货币政策，这将限制澳洲央行进一步降息。澳央行行长布洛克之前亦表示，正密切关注当地的通胀压力，已准备好在通胀出现回升迹象时采取行动，暗示或将考虑采取加息等紧缩货币政策。

若中国经济逐步复甦将有助澳元表现

中国与澳洲的经济关系密切，若中国经济表现向好，亦会支持澳元整体走势。中国于2025年实行适度宽松货币政策及多项经济刺激政策，以加快及稳定经济，预期经济动能将进一步加大，从而利好澳洲的经济活动及铁矿石出口，为澳元带来中长线的上升动力。



外汇 纽元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

纽央行货币政策转向将带动纽元表现

纽元兑美元第1季预计波幅范围

0.5500至0.6000

纽元兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年12月

新西兰经济前景仍具不确定性

新西兰国内生产总值在2025年第3季按季增长1.1%，按年增长1.3%，表现较上一季度大幅改善。由于当地此前已连续5个季度出现按年经济萎缩，因此市场仍对当前经济动力的持续性存疑，需要更多的经济数据加以确认。就业方面，去年第3季失业率升至5.3%，为9年来的最高水平。另外，第3季通胀按年增幅亦温和上升0.3个百分点至3%，达至纽央行通胀目标的上限，同时也高于当地基准利率。从以上角度考量，经济增长动能仍存变数，加上失业率高企及通胀升温，反映新西兰转向持续加息的条件尚不充分，预期纽元表现或未如其他较大机会加息的货币般强劲。

时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第3季 1.1(按季)
失业率	2025年第3季 5.3
零售销售	2025年第3季 4.5(按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年第3季 3.0(按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年12月

新西兰央行鸽派基调不再

新西兰储备银行于2025年10月时意外地宣布降息50点子，并维持对短期货币政策的鸽派立场。然而，该行于去年11月的议息会议上虽如预期减息25点子至2.25%，此为连续3次会议减息，但在其会议声明中明显看出其货币政策已经出现转向。该行指出当地经济活动正在回升，而通胀风险亦大致平衡，未来利率走势将取决于中期通胀及经济前景发展，其鸽派基调不再。预期纽央行短期将大幅减慢减息步伐，加上预期美元温和走低，将有利纽元整体走势。

新西兰GDP按季变幅



资料来源：路透社，数据截至2025年12月



外汇 美元兑加元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

加国经济未见持续增长动能，或限制加元升幅

美元兑加元第1季预计波幅范围

1.3500 至 1.4000

美元兑加元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至 2025 年 12 月

加拿大主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第3季	2.6 (按季年率)
失业率	2025年11月	6.5
零售销售	2025年10月	-0.2 (按月)
消费物价指数 (CPI)	2025年11月	2.2 (按年)

资料来源：路透社，数据截至 2025 年 12 月

加拿大央行政策方向料保持谨慎

加拿大央行于 2025 年 10 月将关键利率下调至 2.25%，并于同年 12 月一如市场预期，维持指标利率不变。加央行表示，尽管面对美国关税政策的影响，但经济较预期更具韧性，而目前的借贷成本水平有助减轻贸易战对经济的影响。加央行行长麦克勒姆指出，经济对关税影响的抵御能力正加强，但不确定性仍高，若经济前景稍有变化，央行已准备好应对。加拿大利率目前已达至偏低水平，但当地经济活动仍未见稳定，预期加央行后续的政策方向将保持谨慎，加息空间有限。

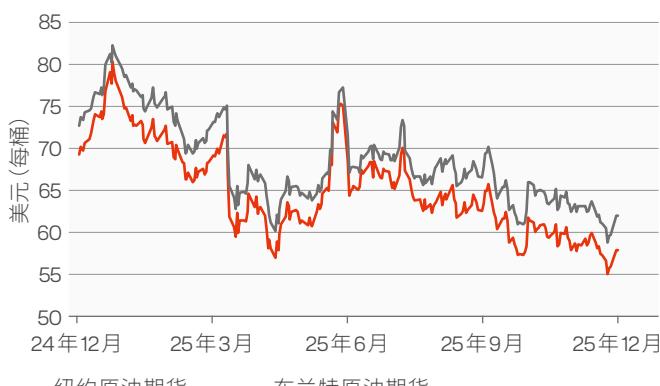
加拿大经济仍欠持续增长动能

在加拿大出口增加且进口大幅下降的情况下，当地经济在去年第3季强劲反弹，年增长率达到2.6%。另外，在政府对武器系统采购支出按季上升82%和原油出口增加，也令第3季录得超出预期的经济增长动能。而同期的商业投资并没有太大变化，家庭支出则因购买汽车人数减少而下降，但有关居住和金融服务的支出则有所增加。虽然去年第3季的GDP较第2季的负1.6%有明显进步，但从GDP的细节来看，当地的经济增长仍有高度不确定性且未见经济动力的持续性，预期当地经济前景仍然较弱，或限制加元汇价升幅。

原油中长线需求料仍弱，油价或停滞不前

全球经济受到美国关税措施影响，令整体经济动能减弱，中长线亦影响全球石油需求，料限制油价的上行空间。

过去1年国际油价表现



资料来源：路透社，数据截至 2025 年 12 月



外汇 美元兑离岸人民币

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

经济已进政策收成期，人民币走势取决于经济基本面

美元兑人民币第1季预计波幅范围

6.9600 至 7.0600

美元兑人民币1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年12月

中国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值	2025年第3季	4.8(按年)
失业率	2025年11月	5.1
零售销售	2025年11月	1.3(按年)
消费物价指数(CPI)	2025年11月	0.7(按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年12月

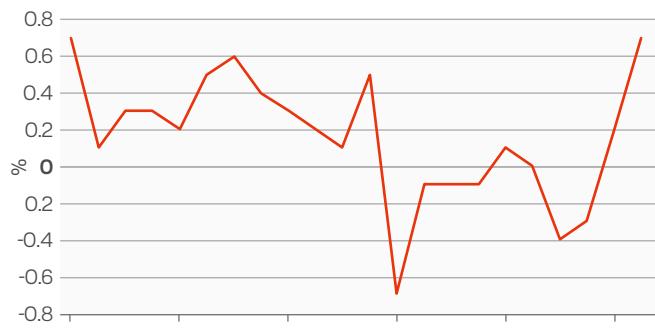
人民币后续上升动能取决于经济基本面

离岸人民币兑美元从2025年12月中起已录得强劲升幅，更于同月25日一度升破7算至6.9941，为2024年9月底以来首次。此轮升势源于三大因素：美汇指数走弱、年底企业结汇需求上升及人民币资产吸引力增强。美联储于去年12月再次减息，其点阵图预示今明两年可能继续降息，令利率较低的人民币受惠于中美利差收窄的预期，支持人民币走升。另外，受惠于中国出口企业年底结汇需求增加，而当时人民币汇率加速上升，亦进一步提升了企业结汇的意愿，形成互相推动的局面。此外，市场担心美国、英国、欧洲等国家及地区的政府债务问题，加上去年中国资本市场的良好表现吸引到外资流入，连带拉动对人民币的需求。然而，以上的利好因素已逐步被市场消化，人民币进一步上升动能须视乎中国经济基本面的支持是否足够。

经济已进入政策成效收成期

中国去年第3季GDP按年增长4.8%，较第2季及第3季的5.4%及5.2%为慢。首3季累计增长5.2%，显示当地经济增长动能有所减弱，同时亦呈现经济转型的迹象。随着经济刺激政策效应逐步减弱，加上消费者消费态度持续谨慎，部分零售销售数据增速放慢，但服务消费因假期旅游等因素拉动，表现优于预期。外需方面，虽然整体出口受关税影响而放缓，但汽车、集成电路及部分高科技产品等行业则表现出较强韧性。预期中国经济正步入政策成效收成期，进一步放宽财政及货币政策将有助提振经济表现。若未来经济数据持续向好，将支持人民币展开下一阶段的升浪。

中国CPI按年变幅



资料来源：路透社，数据截至2025年12月



稳中拓新

东亚银行财富管理处

东亚联丰投资团队



稳中拓新

本章摘要：

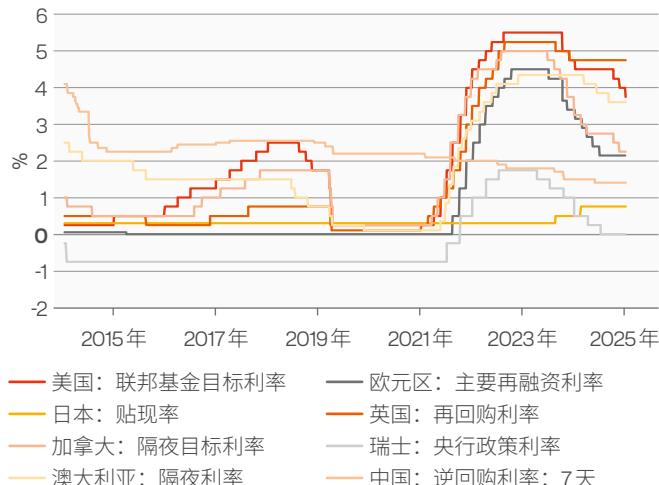
- 预期美国和英国将继续缓慢减息，但部分主要央行由于其稳健的经济表现已经将其货币政策转向中性
- 预期美国在2026年减息75至100个基点。预计美国2年期国债收益率首季将在3.2至3.6%范围内波动，10年期国债收益率则于3.7至4.2%范围内上落
- 稳健的宏观经济环境支持信贷息差维持在低位，但由于与人工智能技术投资以及杠杆收购相关的新债供应充裕，因此信贷息差可能面临扩大的压力
- 看好亚洲及新兴市场美元和当地货币的债券，原因在于其相对较高的票息收益率、持续改善的信用基本面，稳定的经济增长潜力，来自亚洲债券投资者的强劲需求以及债券净发行压力也较小

全球主要央行货币政策回顾与债市表现：利率错位下的“新洼地”格局

2025年，全球货币政策的主旋律是“减息”，但减息的节奏与力度却罕有地出现不同步。美国就业市场暂未持续大幅恶化，核心通胀黏性较强，促使美联储在减息取态上更为谨慎，全年仅温和下调75个基点，维持“慢减息”姿态。与之形成鲜明对比的是欧洲，在经济增长乏力、通胀快速下滑至2%的压力下，欧央行在第1季继续减息，并连续4次下调主要再融资利率共100基点。英国、加拿大、澳洲亦先后减息，瑞士更在第3季将政策利率降至零附近。在经历连番减息后，鉴于经济数据转好和通胀有可能回升，欧洲、澳洲、新西兰和加拿大的央行已暗示宽松周期或已在第4季结束。

这种“美慢、欧快”的错位，打破了过去20年来“美联储一马当先、其他G10央行亦步亦趋”的减息惯例，使得美元在上半年保持高息差优势，促使资本回流美国债市，令美债阶段性跑赢德、英、澳等国的债券。中国人民银行在2025年亦多次下调7天逆回购利率，政策利率曲线整体下移，意在对冲内需不足与房地产调整的负面冲击。

全球主要央行再度下调基准利率



资料来源：Wind，数据截至2025年12月11日

从各国的10年期国债收益率来看，全球利率的“地貌”在2025年被彻底重塑。美国10年期国债债息在去年底仍处4.1%水平附近，显著高于其他发达经济体。英国因财政扩张与通胀仍处高位，收益率高达约4.5%，居G7之首。德国10年期国债受惠欧央行前置式减息及其扩张性财政计划，年底处2.8%水平，与美债息利差维持至少100基点。最具标志性的是日本与中国，日本央行在3月取消孳息曲线控制并在12月再加息25基点，令10年期国债收益率冲高至1.9%以上，历史上首次高于中国同期限的国债。至于中国央行全年维持稳健的“精准滴灌”式宽松，叠加机构“资产荒”与通缩预期，10年期国债债息在1.8%附近徘徊，成为全球主要市场中的绝对洼地。这种“中<日<德<美<英”的收益率排序，不仅意味着传统利率高地与洼地的互换，也预示着2026年跨境资本再平衡与汇率估值将围绕这一新利差格局重新定价。

各国10年期国债收益率走势



资料来源：Wind，数据截至2025年12月11日

债券

减息“慢牛”下的美债表现

历史数据显示，每一轮减息周期几乎都是美债的牛市。自1990年代以来，一旦联邦基金利率从平台期掉头向下，10年期美债收益率几乎同步走低，曲线整体陡峭化。债息下行的幅度则取决于减息的性质，若如2000年科网泡沫与2008年次按危机引发的经济衰退驱动，收益率往往一泻千里，10年期债息累计可回落200基点以上。若仅为预防性减息，债息下行空间则有限。例如在2019年，美联储减息3次共75基点，10年期收益率仅下行约50基点，随后因疫情冲击才加速走低。本轮周期更接近2019年的情况，就业市场仅温和走弱，核心通胀仍高于2%，金融状况指数尚未收紧至危险区间，美联储拥有“边走边看”的本钱。因此，即便2025年重启减息，收益率的下行或呈“慢牛”特征，即幅度温和，波动收窄，难现危机式狂欢。

美债往往在减息周期前的利率平台期已开启牛市之路



资料来源：Wind，数据截至2025年12月11日



2025年12月的美联储议息会议决定再减息25个基点，联邦基金利率目标区间下调至3.5%至3.75%。对于未来的利率路径，美联储最新点阵图显示，官员们的预测中值认为2026年或只会减息1次。本次会议的另一关键举措是宣布重启买债。美联储在声明中新增表述，称将在必要时启动短期美国国债购买操作，以维持银行体系准备金充裕。

市场减息预期比美联储更“鸽”，利率期货显示美国今年减息达两次。第2次减息最终能否出现，要视乎两大因素，包括核心个人消费支出（PCE）能否在今年第2季降至2.5%以下，以及鲍威尔任期届满后的继任人选。潜在继任的两大热门人选，均被市场视为“温和鸽派”，若白宫提名确认顺利，新主席可能在第2季的央行例会中引导下调利率路径，从而兑现第2次减息。换言之，若3月减息概率飙升不仅反映经济数据走弱，也隐含投资者提前博弈货币政策框架延续甚至轻微加大宽松可能性的“换届溢价”。

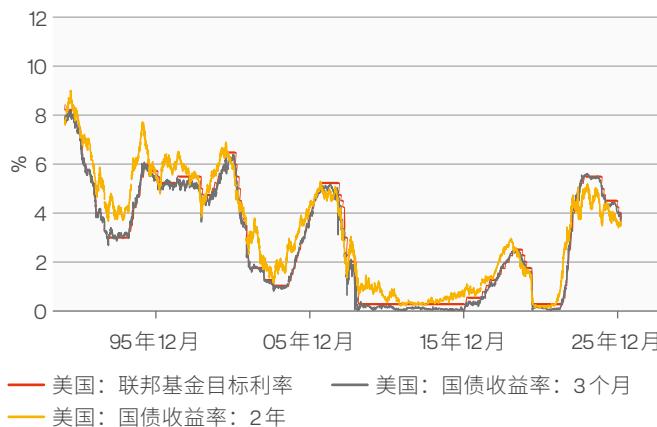
美联储目标利率预测：基于CME期货合约价格预测的预期利率的概率

会议时间	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026年1月28日							19.9%	80.1%			
2026年3月18日							6.6%	40.0%	53.4%		
2026年4月29日						1.4%	13.5%	42.7%	42.4%		
2026年6月17日					0.7%	7.7%	28.8%	42.5%	20.2%		
2026年7月29日				0.2%	2.6%	13.5%	32.8%	36.6%	14.4%		
2026年9月16日			0.1%	1.0%	6.1%	19.8%	34.1%	29.3%	9.7%		
2026年10月28日		0.2%	1.8%	8.3%	21.9%	33.1%	26.3%	8.3%			
2026年12月9日		0.4%	2.7%	10.2%	23.6%	32.3%	23.7%	7.0%			
2027年1月27日		0.4%	2.7%	10.2%	23.4%	32.0%	23.8%	7.3%	0.1%		
2027年3月17日		0.5%	2.9%	10.5%	23.7%	32.0%	23.3%	7.0%	0.1%		
2027年4月28日		0.5%	2.9%	10.3%	23.2%	31.5%	23.6%	7.6%	0.3%		
2027年6月9日		0.4%	2.4%	8.8%	20.7%	29.9%	25.2%	10.8%	1.8%	0.1%	
2027年7月28日	0.3%	1.9%	7.2%	17.7%	27.6%	26.3%	14.4%	4.0%	0.5%		
2027年9月15日		0.1%	0.9%	3.7%	10.8%	21.1%	27.1%	22.3%	10.9%	2.8%	0.3%
2027年10月27日		0.1%	0.8%	3.5%	10.2%	20.1%	26.6%	22.7%	11.9%	3.6%	0.6%
2027年12月8日		0.2%	1.2%	4.5%	11.8%	21.2%	26.0%	21.0%	10.5%	3.0%	0.5%

资料来源：CME，数据截至2025年12月11日

短期国债对此定价最为敏感。一般而言，3个月美债收益率往往紧贴联邦基金利率，而两年期美债收益率则往往隐含了市场对未来利率的走势，倾向略高或略低于联邦基金利率。我们预期美联储在第1季末或第2季初或再度减息，故料2年期美债收益率在本季将在3.2至3.6%的区间上落。

美联储货币政策与短期美债利率水平



资料来源：Wind，数据截至2025年12月11日

经济增长上调和财政刺激措施出台—本季10年期美债息难破3.7%下限

美联储在去年12月议息会议将2026年实际GDP增速预测由1.8%大幅上调至2.3%，为2020年以来最大的单次调升。同期核心PCE预测为2.5%，较之前预测低0.1个百分点，呈现“高增长+稳通胀”的背景。此背景背后由三方面结合而成：其一，特朗普为备战中期选举，已提前抛出“延长2017减税+新一轮10%企业税率下调”的草案，市场提前计入约0.3个百分点的财政脉冲；其二，2025年7月特朗普签署了两院表决通过的《大而美法案》，根据官方机构估算，法案将使未来10年联邦赤字累计增加约3.4万亿美元，扩大债务上限5万亿美元。该法案永久化了上一任期的减税与就业法(TCJA)条款，并提高国防和边境执法领域、削减和重构医保、食品补贴、新能源等领域补贴。法案的减税政策有望提升居民可支配收入与企业投资意愿，有望推动消费与投资增长，对经济形成支撑；其三，AI资本开支周期仍处爬坡阶段，4家龙头云服务供应商在今年资本支出预算合计按年再增20%，料能抵消住宅市道疲弱对经济的影响。三重合力下，经济软着陆机率增加，减低了“衰退性减息”的机会，也缩减了长债收益率大幅下行的空间。

美联储上调经济增长、下调通胀预测

指标	时间	2025年3月值	2025年6月值	2025年9月值	2025年12月值	相较上次的变动(百分点)
GDP 增速	2025年	1.7%	1.4%	1.6%	1.7%	0.1
	2026年	1.8%	1.6%	1.8%	2.3%	0.5
	2027年	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%	0.1
	长期	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	0.0
核心 PCE	2025年	2.8%	3.1%	3.1%	3.0%	-0.1
	2026年	2.2%	2.4%	2.6%	2.5%	-0.1
	2027年	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	0.0
失业率	2025年	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	0.0
	2026年	4.3%	4.5%	4.4%	4.4%	0.0
	2027年	4.3%	4.4%	4.3%	4.2%	-0.1
	长期	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	0.0
联邦基金利率	2025年	3.9%	3.9%	3.6%	3.6%	0.0
	2026年	3.4%	3.6%	3.4%	3.4%	0.0
	2027年	3.1%	3.4%	3.1%	3.1%	0.0
	长期	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.0

资料来源：美联储，数据截至2025年12月11日

债券

拆解10年期名义利率可见，2022年以来“实际利率提升+通胀预期稳定”是主导力量。2020至2021年通胀挂钩债券(TIPS)隐含的10年期实际利率一度低至负1.1%，而2023年起已重上1.2%水平，同期通胀预期仅围绕2.2至2.4%窄幅波动。展望2026年，经济回升将令实际利率保持韧性，而油价基数效应与工资黏性会导致通胀预期难以大幅回落，名义利率因此失去单边下行动力。我们判断第1季度10年期美债收益率区间3.7至4.2%，若经济数据继续超预期，上限有升穿的风险。

美国10年期国债债息(实际利率、名义利率)与通胀预期的走势



资料来源：Wind，数据截至2025年12月11日

把分析角度拉阔至潜在经济增速，可进一步锚定实际利率的中枢。次按危机前（2000至2009年）美国潜在名义GDP年均增长率为4.9%，对应TIPS实际利率均值2.1%；随后10年量化宽松带来3.5%的潜在增速，实际利率均值降至0.4%。美国国会预算办公室(CBO)最新测算显示，2025至2035年潜在名义GDP将回升至4.05%，其中全要素生产率被AI与数字基建投资上调0.3个百分点。按历史推算，实际利率有望维持1.05%附近。再加入2至2.2%的通胀预期，即使减息周期走到终点，预料10年期名义利率也难跌破3.1至3.3%，远低于市场习惯的“2字开头”的预想。对投资者而言，存续期博弈的盈亏比正在下降，曲线增陡与票息策略比单边长仓更具吸引力。

美国实际利率中枢已较疫情前明显提升

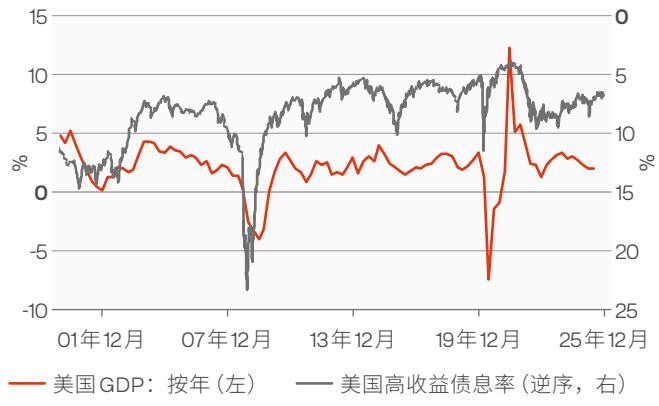


资料来源：CBO、Wind，数据截至2025年12月11日

高收益债“蜜月期”未完，AI发债潮带来暗涌

经济动能增强，为高收益债提供基本面安全垫。美国GDP按年变幅与高收益债息率长期呈显著反向走势：当经济增长加速，违约预期降温，收益率随之下行。2025年第3季GDP已回升至2.1%，美联储预测2026年将进一步升至2.3%，高于潜在增速的1.8%。历史上，只要增长高于2%且失业率未大幅向上，高收益债违约率通常被压在4%以下，对应利差中枢约350基点；目前高收益指数利差仅360基点，仍处舒适区间，经济走强有望再压缩30至50基点，反映高收益债价续有上涨空间。

美国GDP按年变幅与高收益债息率长期呈反向走势



资料来源：Wind，数据截至2025年12月11日

市场对“减息 = 高收益受挫”存在记忆偏差。回溯 2000 年以来两轮典型减息：2001 年与 2008 年因衰退式宽松，高收益利差在减息首年即飙升 600 至 900 基点，股价与现金流同步崩塌；而 2019 年预防性减息周期内，利差仅走阔 60 基点后便重新收窄，全年总回报仍达 12.5%。关键差异在于违约率。在衰退性减息周期中，违约率快速突破 10%，而预防性减息周期则维持 3 至 4%。根据点阵图预测，本轮美联储仅计划在今年再降 25 点子，且采购经理人指数 (PMI) 预期仍处扩张区间，与 2019 年的情况类似，利差飙升风险有限，预期高收益债仍可享受“经济稳 + 减息缓”带来的蜜月期。

美联储减息未必会令高收益债券受挫



资料来源：Wind，数据截至 2025 年 12 月 11 日



然而，新债供给增加正在悄悄积聚风险。2025 年全年高收益债发行额已突破 1,800 亿美元，创 2014 年页岩气热潮以来新高，其中 AI、数据中心、可再生能源等“新基建”主题比例占新债规模近三成。与此同时，传统零售、医疗保健和媒体板块也趁较低的利率窗口期大量增发，用于杠杆收购、派息和债务展期。美股七雄内有 3 间企业合共发债 680 亿美元，债务期限普遍拉长至 2050 年或之后，票面息率仅 4.9 至 5.4%。高收益阵营亦步亦趋，个别“转型 AI”企业发行了 52 亿美元 BB 级债券，票息高达 9 至 11%，且用途多为将比特币矿场改造成 GPU 数据中心，运营现金流尚未验证。若今年资本开支继续加速，预计全年 AI 相关高收益新债发行可能突破 200 亿美元，占新债规模 18% 以上。2026 年在利率低位叠加债券到期高峰（约 1,100 亿美元债券须再融资），供应压力将与经济景气赛跑；一旦经济增长略低于预期，利差可能从当前的 360 基点快速走阔至 450 基点以上。因此，即便宏观环境利好高收益债，投资者仍须保持审慎，通过缩短存续期、偏好较高评级、仓位避免集中在高杠杆行业，是今年控制风险的关键所在。

AI 发债热潮或进一步推升高收益债供应压力

企业名称	发债时间	发债规模 (亿美元)	债券类型/评级	主要用途	备注
A	2025 年 10 月	300	投资级 (A 级)	AI 数据中心建设 (如 Hyperion 项目)	创 2023 年以来最大单笔公司债发行
B	2025 年 11 月	250 (175 亿美元及 75 亿欧元)	投资级 (AA 级)	AI 与云基础设施支出	含欧洲债券部分
C	2025 年 9 月	180	投资级 (BBB 级)	AI 基础设施租赁 (如 OpenAI 数据中心)	期限最长至 2065 年
D	2025 年 9 月	150	投资级	AI 数据中心与云服务扩展	与 hyperscaler 同步扩张
E	2025 年 10 月	32	高收益债 (BB-)	比特币矿场转型为 AI 数据中心	属于“垃圾债”级别
F	2025 年 5 月	20	高收益债	AI 云服务扩展	较早的高收益 AI 债案例

资料来源：彭博、Wind，数据撷取于 2025 年 12 月 11 日

债券

新兴破局 — 2026年亚洲债券攻守兼备

2025年全球债市的高息神话逐渐褪色，新兴市场却一枝独秀。截至2025年12月11日，新兴市场政府债指数全年美元计价回报12.83%，显著跑赢ICE美国高收益债(8.00%)、全球高收益债(7.48%)及欧盟政府债(仅0.50%)；其到期收益率6.64%，仍比同期美债高280点子，比价优势突出。美债虽安全，却受利率“慢降”预期掣肘，10年期收益率全年仅下行40点子，资本利得微薄。高收益债虽票息高，但利差已压至历史低位，反观新兴市场债利差仍处过去10年的45%分位，性价比更具吸引力。

各主要债券指数表现

	2025年表现	到期收益率
ICE全球高收益债券指数	7.48%	6.54%
ICE欧洲高收益债券指数	4.77%	5.14%
ICE美国高收益公司债指数	8.00%	6.69%
欧盟政府债券指数	0.50%	3.33%
摩根新兴市场政府债券指数	12.83%	6.64%

资料来源：彭博，数据截至2025年12月11日

新兴市场债优异表现的背后，是“减息+美元走弱”的双重顺风。印度、印尼、巴西等主要新兴市场经济体的10年期国债收益率在2025年平均下行120点子，并同步开启宽松周期；同期土耳其央行在通胀回落后的激进减息1,000点子，带动本币债价格飙升。高票息（印度7%、印尼6.5%）叠加收益率快速下行，为资本利得提供充足空间。汇率方面，美元指数自2024年高位回落6%，印尼盾、印度卢比、巴西雷亚尔兑美元分别升值4至8%，令未对冲的新兴市场本币债以美元计价回报额外增加3至4个百分点。美元走弱同时降低新兴市场发行人外债滚动压力，主权信用违约互换(CDS)平均收窄50基点，信用风险溢价同步收缩，形成“利率—汇率—信用”三因素的共振。

新兴市场10年期国债债息走势



展望2026年，亚洲债券仍具配置价值。政府债方面，印度、印尼财政赤字预计分别回落至占GDP的5.1%和2.3%，加上新债供应压力可控，以及两国央行仍有50至75点子的减息空间，10年期国债收益率有望再下行30至50点子，价格弹性优于拉美市场。企业债方面，亚洲投资级别美元债平均利差较同评级美债高130点子，违约率却仅1.2%，低于全球平均2.1%。中国科技、印度基建、中东能源等发行人现金流稳健，且约60%债券期限在5年以内，利率风险可控。此外，供需格局更为有利。在2020至2024年亚洲美元债年均净供应仅350亿美元，不足2017年高峰的一半，而2026年到期量达480亿美元，再融资需求大于新供应，形成“自然缩表”。在美元利率趋于回落、亚洲信用基本面稳定的背景下，以及来自亚洲债券投资者的强劲需求，美元计价的亚洲债有望享受“利差压缩+美元走弱”双重红利。投资者可在主权与准主权债券中锁定5至6%的到期收益，同时以3至5年期投资级别企业债作为利差增强工具，兼顾收益与防守。

尽管美国和英国在2026年仍有更多宽松政策的操作空间，我们预期全球货币政策的宽松进程已接近尾声。由于部分经济体的表现良好，一些主要央行的货币政策已开始转向中性，这主要得益于健康的经济增长态势。稳健的宏观经济环境也使得信贷息差保持在低水平，但投资者应关注AI相关投资可能带来的新供应压力及企业杠杆收购的进程可能带来的新债供应。与已发展市场相比，我们更加看好亚洲及新兴市场的债券，主要原因在于其相对较高的票息收益率、持续改善的信用基本面，以及稳定的经济增长潜力和美元可能进一步走弱。这些优势使亚洲及新兴市场成为投资者寻求优化收益以及进一步实现资产配置多元化之下不可忽略的领域。

东亚联丰投资团队

2026年亚洲美元企业债券前景持续向好

本章摘要：

- 企业信贷基本面改善、美国利率下行及去美元化趋势持续，料亚洲企业美元债券今年有稳健表现
- 美国国债孳息率曲线渐趋陡峭，投资级别债券回报预计以持有收益(carry)为主
- 印度企业评级具上调潜力；中国科技、媒体和通讯业债券需求强劲、香港保险业债券估值吸引
- 亚洲高收益企业美元债券整体违约率维持低位，收益率具吸引力；惟内房债须保持审慎

亚洲企业债券料受惠美国利率下行、企业信贷基本面稳健、供应有限及收益率吸引

美联储于2025年连续减息3次。由于美国的就业市场有所放缓，加上政治压力，市场预期美国利率于今年继续温和下行。不过，美国经济增长强韧，加上通胀预计维持较高水平，料收益率下跌空间料有限。在此环境下，今年亚洲投资级别企业美元债券回报预计主要来自持有收益(carry)。值得留意的范畴包括印度、中国科技、媒体和通讯行业以及香港保险行业的债券。亚洲高收益企业美元债券方面，整体违约率保持低位，加上收益率吸引，投资者可关注印度和蒙古，以及中国工业债券。

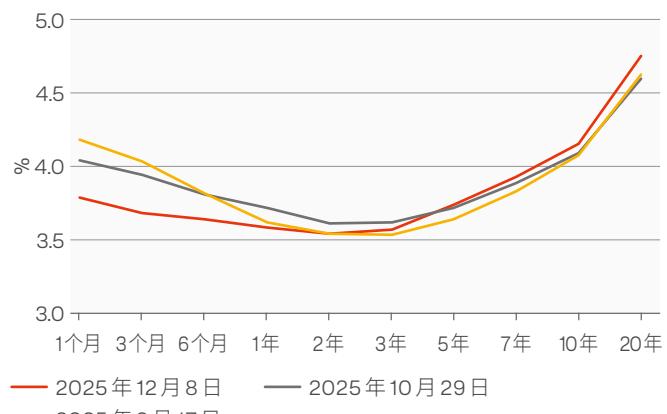
总括而言，随着美国息口下行、去美元化持续、企业信贷基调改善、供应有限以及整体收益率吸引，今年亚洲债券市场有望延续2025年良好的趋势。

投资级别债券

供应增加和债务高企或推高美国长期国债孳息；亚洲投资级别债券利差收窄空间有限

当前市场共识预计美联储今年或再减息两次。美国国债孳息率曲线的前端受利率主导，但美国面临债务规模扩大、通胀或高居不下及国债供应增加等问题，料将推高长期债券的收益率，孳息曲线料逐步陡峭。此外，持有大量美国国债的日本正迈向利率正常化，吸引资金回流国内，亦可能进一步推高美债收益率。因此，亚洲投资级别美元债券回报预计以持有收益为主。经过2025年利差大幅收窄后，短期进一步收窄的幅度相信有限。

美国国债孳息曲线呈陡峭化



资料来源：美国财政部，数据撷取于2025年12月19日

投资者对中国美元债券需求强韧；香港保险业债券估值吸引

中国内地经济保持平稳，通胀在2025年11月延续10月升势。最新公布的去年11月消费物价指数按月上升0.7%，接近两年高位，但是否真正走出通缩仍有待观察。去年12月举行的中央经济工作会议强调延续更积极的财政政策及适度宽松的货币政策，并将科技创新作为重点推进项目，北京、上海和粤港澳大湾区均会设立国际科技创新中心。投资者对中国科技、媒体和电讯业债券需求持续强劲。尽管美国早前指控中国一家科技龙头为中国军方识别美国军事目标，但由于该板块债券供应有限、信贷基本面稳固而且收益率吸引，故相关的负面消息对投资胃口未有带来太大影响。

香港去年第3季经济按年增长率为3.8%，超出市场预期，金融活动亦见复甦迹象。受香港和新加坡高净值客户带动，有保险公司首3季新业务销售额以按年化新保费计算较2024年同期上升37%。此外，有大型保险公司的信贷评级获上调，原因包括低杠杆和盈利增长稳健，利好其资本缓冲。整体而言，香港保险业债券的信贷基本面稳健，当前估值具吸引力。

印度企业评级上调潜力增加

印度在去年第3季经济按年增长8.2%，大幅超出市场预期的7.3%。国际货币基金组织认为，尽管受贸易关税影响，当地经济基本面良好，中期前景保持稳健。除了宏观经济向好，评级机构标普较早前亦上调印度主权评级，令当地企业能够以较低成本在离岸市场进行借贷，利好企业发展，亦巩固信贷基本面，市场预期未来或有更多印度的债券发行人评级获得上调。

债券

总结

2026年，随着美国利率下行、美元趋弱及去美元化等趋势支持下，亚洲投资级别美元企业债券预计能延续去年稳健趋势。另外，中国科技、媒体和通讯业债券，以及香港保险业债券受惠于信贷基本面好、供应有限和收益率吸引等多项利好因素，东亚联丰团队因此对该等板块持建设性态度。

高收益债券

受惠美国利率下行、整体违约率料维持低水平、收益率吸引，预期亚洲高收益美元企业债券在2026年前景向好。重点机会包括印度企业、中国工业以及蒙古债券。

中国工业债券维持动力；对内房债持审慎态度

个别中国工业债券预计会继续受不同的利好因素带动。有包括大型综合企业和水泥公司在内的发行人提早赎回债券并发行新债，相关新债获超额认购，也有营养奶粉供应商销售持续复甦，并透过自愿提早还款减低债务。至于内房债，一家中国内地龙头发展商出乎意料地寻求把境内债券展期延长，引发市场对违约风险的关注。投资者对内房债宜采取谨慎态度，尤其是违约风险较高的发展商。

印度高收益债券评级上调潜力显著；非银行金融机构受惠改革

标普上调印度主权评级，一些印度企业债券有望由高收益评级上调至投资级别。此外，印度监管机构最近放宽外资对当地金融业的投资，吸引到包括美国、日本、加拿大和瑞士等机构投资者或金融机构，改革尤其利好非银行金融机构的债券。有别于主要向大企业放贷的传统银行，非银行金融机构侧重针对民众的零售贷款。2024年零售贷款占非银行金融机构总贷款额近48%，而银行总体仅为34%。有美国研究顾问机构数据显示，印度非银行金融机构在今年上半财政年度信贷增长料达17%，高于传统银行的12%。

蒙古企业债券信贷基调稳健

蒙古企业展现良好债务管理及与投资者沟通能力。一家蒙古的楼宇按揭公司近期进行“非交易路演”，向投资者解说一只2027年到期债券，包括在什么情况下公司会进行再融资，同时保证即使不融资亦具备流动资金偿还利息。预计明年再融资活动将进一步巩固信贷基本面和市场信心。

总结

2026年，亚洲不少市场的高收益美元债券均出现吸引的投资机会。除了整体违约率低和收益率吸引之外，美国利率下行降低企业借贷成本将有助巩固发行人的信贷基本面。



2026年第一季

季度 资产配置



资产配置四阶段

1

2

3

4

了解个人投资目标与
风险承受能力

选择合适的投资范围
与资产配置

构建投资组合

定期检视投资组合

季度资产配置

季度资产配置简介

简介

本文件目的是概述我们的投资框架以及阐明我们如何透过我们的量化模型以及对下一季不同资产类别的前瞻性观点来构建季度资产配置模型（“季度资产配置模型”）。

本文件描述：

- 我们的投资框架及如何使用资产配置策略来建构季度资产配置模型；
- 我们如何评估季度资产配置模型相关的投资组合风险；

投资框架

资产配置考虑不同资产类别的历史回报率与相关性，以优化投资组合的风险调整后回报。我们的资产配置方法名为季度资产配置模型，此配置模型基于稳健量化模型并结合我们对各资产类别前瞻性分析。我们的量化模型基础建基于现代投资组合理论 (MPT) 的原则，并融入更细致且具策略性的限制条件。这些条件包括资产类别多元化、透过波动性目标进行风险管理、集中度限制以及多元化测度，以体现我们成熟的投资理念。

季度资产配置模型根据三种不同风险承受能力定制出我们认为适合长期投资的资产配置组合。

我们为每个资产配置组合模型的风险订立一个最大价格波动幅度。在有需要时，我们可能会调整价格波动幅度。

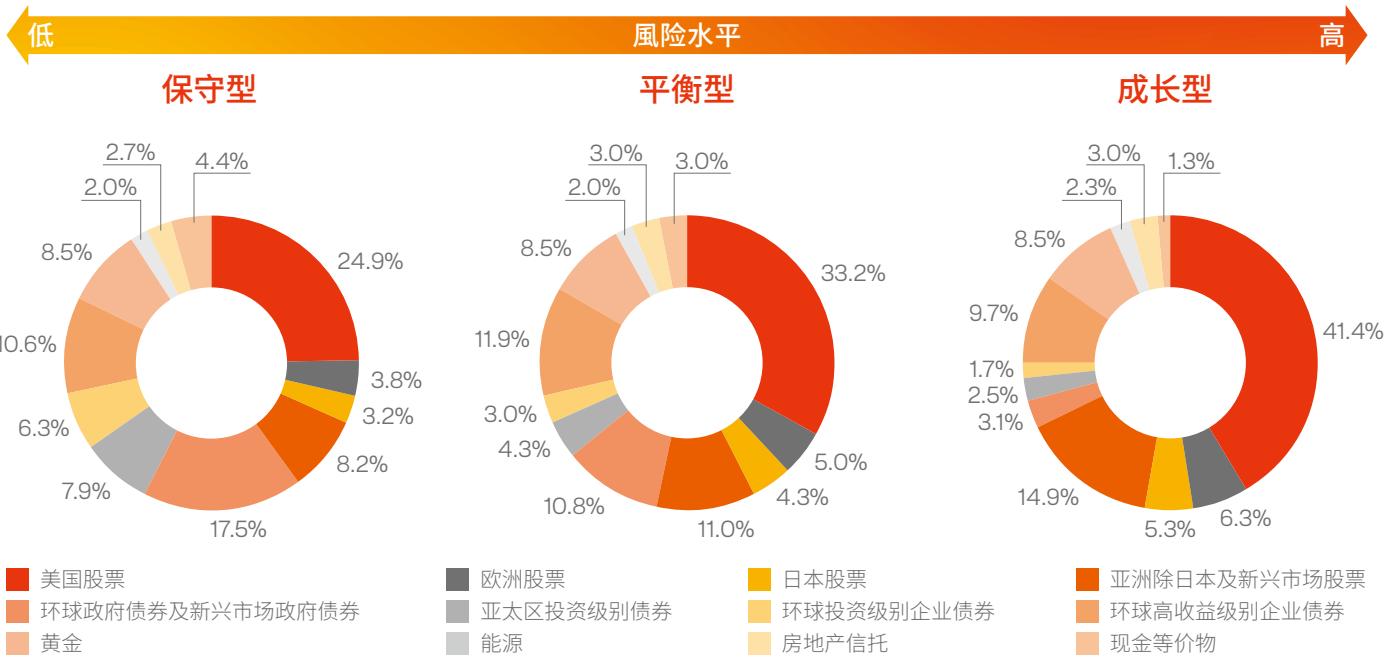
- 保守型：愿意以较低风险获取低资本增长。分配的最大投资组合风险水平为1年内10%价格波动。请参阅下文《有关季度资产配置模型的重要资料》以了解年化标准差的详情及依据。
- 平衡型：愿意以平衡的取向获取适度的资本增长。分配的最大投资组合风险水平为1年内20%价格波动。请参阅下文《有关季度资产配置模型的重要资料》以了解年化标准差的详情及依据。
- 成长型：愿意承受较高风险达致资本增值的目标。分配的最大投资组合风险水平为1年内30%价格波动。请参阅下文《有关季度资产配置模型的重要资料》以了解年化标准差的详情及依据。

季度资产配置模型并非直接与东亚银行有限公司（以下简称“本行”）的风险评估问卷衡量投资者类型有关，也与本行提供的投资产品无关。我们将每季检阅各项季度资产配置模型的相关资产配置百分比，以确保它们继续反映我们对中长线投资前景的看法。请注意，季度资产配置模型并不保证利润或免除损失。本文件中所呈现的历史回报及风险仅供说明用途，并不应作为未来表现的指标。

有关季度资产配置模型的重要资料

- 季度资产配置模型是基于假设性的构建，并结合了历史价格波动、历史回报、分散化因素以及基于我们对每个资产类别当前投资展望和宏观经济的前瞻性观点作出酌情调节。参考投资组合不考虑任何个别债券/股票/投资产品，也不考虑任何个人状况或风险承受能力。
- 季度资产配置模型仅供一般资讯与参考之用，并不构成任何形式的要约、招揽、邀请、建议或建议，以认购或赎回任何类型的投资或资产配置。我们无法保证参考投资组合能够达到任何特定的结果或在所有市场条件下均具有效用。
- 季度资产配置模型不应视为投资建议，也不应被视为参与任何形式或类型投资的邀约或招揽。季度资产配置模型并不代表对资产配置的指导、建议或任何表示。请勿依赖参考投资组合作为投资决策的依据。在作出任何投资决策前，您必须仔细阅读经授权的发行文件，并仅基于该等文件的资料作出投资决策。如您对投资决策存在任何疑虑或关注，应寻求独立的专业建议。
- 季度资产配置模型采用量化模型过去10年的历史回报数据结合我们的前瞻性观点进行建构。然而，过去的回报并不代表未来的表现。
- 季度资产配置模型的历史回报及历史风险根据以下指数计算。我们保留更改所选指数的权利。任何指数变更将在相应季度的季度资产配置中注明：
- 股票：
 - 美国: MSCI North America Net Total Return USD Index
 - 欧洲: MSCI Europe Net Total Return USD Index
 - 日本: MSCI Japan Net Total Return USD Index
 - 亚洲除日本及新兴市场: MSCI AC Asia Pacific ex Japan Net Total Return USD Index 及 MSCI Emerging Net Total Return USD Index
- 债券：
 - 环球政府债券及新兴市场政府债券: FTSE World Government Bond Index USD, Bloomberg EM Local Currency Govt Diversified TR Index Value Unhedged USD 及 Bloomberg USD EMG Govt RIC Capped Index TR Index Unhedged USD
 - 亚太区投资级别: Bloomberg Asia USD Inv Grade Bond Index TR Index Unhedged USD
 - 环球投资级别企业: Bloomberg Global Agg Corporate Total Return Index Value Unhedged USD
 - 环球高收益级别企业: Bloomberg Global High Yield Corporate Total Return Index Unhedged USD
- 另类投资：
 - 黄金: S&P GSCI Gold Official Close Index TR
 - 其他另类资产: (1) 能源- Deutsche Bank DBIQ Optimum Yield Energy Index Total Return; 及 (2) 房地产信托: S&P Global REIT US Dollar Index Net Total Return Index
- 现金等价物: CME Term SOFR 3 Month
- 请参考各指数供应商官方网站以了解各指数的成份及相关资产详情。
- 标准差是衡量价格波动的统计指标。标准差越高，波动性越大，并假设指数表现符合标准常态分布。
- 历史风险(或年度化标准差)代表了季度资产配置模型根据过去10年指定资产类别每月回报率所计算的资产类别间的历史关联性(或相关性)及波动性，从而反映的资产配置模型过往的风险水平。此资讯仅供参考。
- 季度资产配置模型将每季检视和更新一次。
- 根据季度资产配置模型，增长型具有最高风险，其次是平衡型，保守型风险则最低。
- 季度资产配置模型的风险评估是基于过去10年的年度化月度标准差计算。在这些模型中，保守型是按照最严格的风险限制设计，而增长型则采用了最宽松的风险限制。
- 季度资产配置模型与客户的风险承担能力并无直接关联，且各模型并未根据本行的专有的风险评级方法分配任何产品风险评级。

季度资产配置



2026年第1季 季度资产配置		2026年第1季 季度资产配置		2026年第1季 季度资产配置	
股票	40.1%	股票	53.5%	股票	67.9%
美国	24.9%	美国	33.2%	美国	41.4%
欧洲	3.8%	欧洲	5.0%	欧洲	6.3%
日本	3.2%	日本	4.3%	日本	5.3%
亚洲除日本及新兴市场	8.2%	亚洲除日本及新兴市场	11.0%	亚洲除日本及新兴市场	14.9%
债券	42.3%	债券	30.0%	债券	17.0%
环球政府及 新兴市场政府	17.5%	环球政府及 新兴市场政府	10.8%	环球政府及 新兴市场政府	3.1%
亚太区投资级别	7.9%	亚太区投资级别	4.3%	亚太区投资级别	2.5%
环球投资级别企业	6.3%	环球投资级别企业	3.0%	环球投资级别企业	1.7%
环球高收益级别企业	10.6%	环球高收益级别企业	11.9%	环球高收益级别企业	9.7%
另类投资	13.2%	另类投资	13.5%	另类投资	13.8%
黄金	8.5%	黄金	8.5%	黄金	8.5%
能源	2.0%	能源	2.0%	能源	2.3%
房地产信托	2.7%	房地产信托	3.0%	房地产信托	3.0%
现金等价物	4.4%	现金等价物	3.0%	现金等价物	1.3%

本文件中提供的季度资产配置仅供说明用途，不应作为将来表现的指标，并可予修改而毋须另行通知。季度资产配置中使用的量化模型，其数据截至2025年12月31日。如须更多详情，请参阅《有关季度资产配置模型的重要资料》。

免责声明

本文件由东亚银行有限公司（“东亚银行”）编制，仅供参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。

有关资料所表达的预测及意见并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何其他司法管辖区监管机构审核。

东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应详细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

季度资产配置模型不保证资产对每一位客户的合适性，因为参考投资组合没有考虑个别人士的个人情况和其他合适性因素，例如投资目标。

投资决定是由阁下自行作出的，但阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。

文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。

免责声明

免责声明及重要通知

本文件由东亚银行有限公司（“东亚银行”）和东亚联丰投资管理有限公司（“东亚联丰投资”）编制，仅供客户参考之用。其内容是根据在此文件刊发前可公开获得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。

有关资料所表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。另外，有关资料亦未经新加坡金融管理局审查。

东亚银行会按需要更新已发布之研究。除了定期发布的报告外，东亚银行亦会按需要不定期发布其他报告，不作另行通知。

东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应详细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下自身的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。阁下明白投资决定是完全由阁下自行作出的，东亚银行有限公司建议阁下应自行作出独立判断，或应向阁下的独立专业顾问寻求有关投资产品方面的资讯，法律影响及任何其他事宜的意见。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。

本文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。

东亚联丰投资为东亚银行的非全资附属公司。东亚银行（中国）有限公司（“东亚中国”）是东亚银行在内地注册成立的全资附属银行。

东亚银行新加坡分行（“东亚新加坡”）是东亚银行海外分行之一。

