



东亚睿智2026年第三季

变局启新



序言

2026年第二季，环球市场历经美伊冲突洗礼后逐步消化地缘震荡，惟通胀压力与政策路径博弈为下半年增添变量。本期以「变局启新」为题，从宏观策略、经济、股、债、汇、商品六大范畴，剖析全球经济在波涛中稳健前行的新格局，并提供前瞻性资产配置观点。

全球经济在过去数年虽经疫情、地缘冲突与贸易壁垒多重考验，惟始终未偏离增长轨道。美伊引发的原油危机边际影响钝化，霍尔木兹海峡受阻一度推升油价，惟和谈进展下地缘溢价消退。人工智能革命正从算法模型延伸至算力基建与硬件制造，催生新一轮景气周期，大国博弈聚焦科技制高点。美国AI投资火热但消费低迷，呈K型分化；欧元区滞胀升温，率先加息以遏通胀；日本受惠半导体出口与「工资-物价」螺旋，加息压力浮现；中国通胀转正，出口结构优化，惟内需疲弱，政策以「六张网」支撑长远。新技术短期加剧通胀黏性，各国央行政策取态分歧，加息与观望并存。

资产配置方面，美股盈利增长强劲，标指目标上调至7,870点，续看好AI上游及云服务，并适度分散至金融、工业板块。港股恒指目标下调至27,100点，惟下半年有望反弹，关注AI算力基建、人形机械人、高端设备、油轮，以及券商与保险板块，估值偏低提供下行缓冲。债券采「稳收益、控存续期」策略，短至中期为主，精选优质信用债，环球投资级别收益率约5%，新兴市场美元债约6%仍具配置价值。外汇方面，美元受加息预期支持料走势偏强，非美货币中则相对较为看好离岸人民币、澳元及纽元，较看淡欧元、英镑和加元。商品油价的地缘溢价回落，布兰特原油中枢料每桶75美元附近波动；黄金短期受强美元及实际利率上升压制，惟中长期受去美元化及央行购金支撑，年内目标下调至每盎司4,600美元。

总括而言，全球正处于新技术革命与地缘阴影交织的变局，投资者宜灵活多元，紧盯央行政策与AI产业进展，于波动中把握结构性机遇。愿本报告助阁下洞察先机，稳步前行。



目录

- 1 宏观策略
- 2 宏观经济
- 3 股票
- 4 债券
- 5 外汇
- 6 商品
- 7 季度资产配置





宏观策略：波涌新章



彭伟伟

东亚银行财富管理处首席投资策略师



宏观策略 – 波涌新章

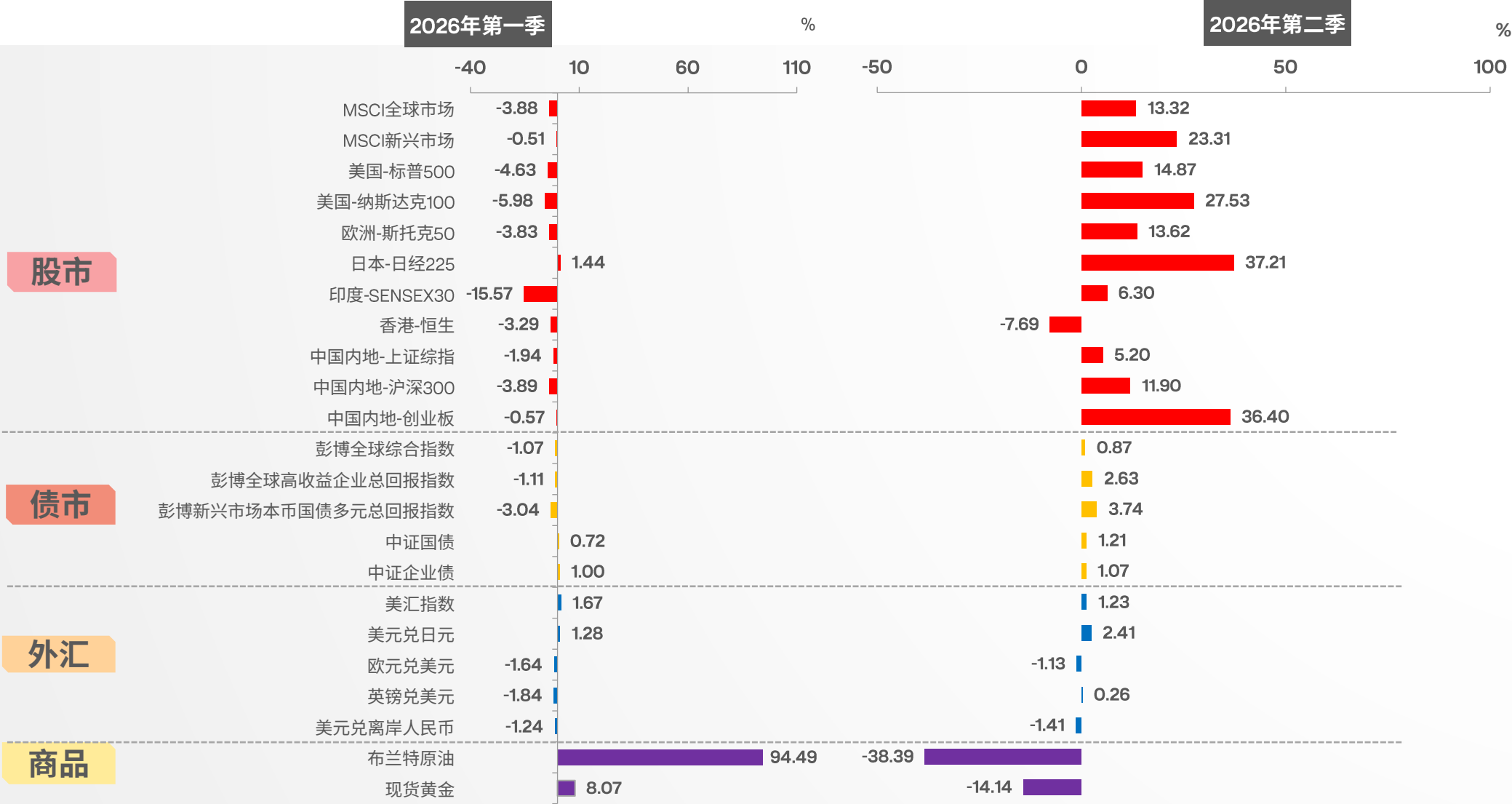
全球经济在波涛中稳健前行，虽经疫情余震、地缘烽火与贸易壁垒的考验，却始终未偏离增长航道。然而平静之下，第六次技术革命的暗流正以空前力量涌动。人工智能重塑软件与算法疆界，更催生算力基建与硬件制造的新景气周期。当量子科技与生物技术蓄势待发，大国博弈已从资源争夺升维至未来技术制高点的竞速。通胀高企与利率居高的现实重压，同新质生产力带来的希望交织，全球资产定价正站在风暴边缘重新校准。

美伊冲突引发的原油危机一度风声鹤唳，但市场对冲突边际反应趋钝，核心矛盾正褪为尾部风险。AI盛宴中分化成为最醒目的脚注：美国经济在K型轨迹上渐行渐远，AI投资热火朝天，消费信心却如履薄冰，联储在通胀与增长间进退维谷；欧元区滞胀泥潭中率先加息，宁可牺牲增长以安抚顽固通胀；日本意外受益AI红利，出口高增与工资螺旋交织，加息压力悄然浮现。

中国正走出通缩隧道，出口在高新技术与新能源车驱动下焕然一新，但内需齿轮仍转动缓慢，居民收入预期修复尚需时日。政府棋局从短期刺激延展至长远布局，「六张网」为下一轮增长筑底。下半年，AI革命赋予经济向上弹性，利率与地缘阴影则如影随形。时与势的辩证，就藏在每一次技术突破与政策抉择之中。



2026年第二季资产表现：地缘政治风险逐渐消退，恒指独自落后



数据源：彭博，数据截至2026年6月30日

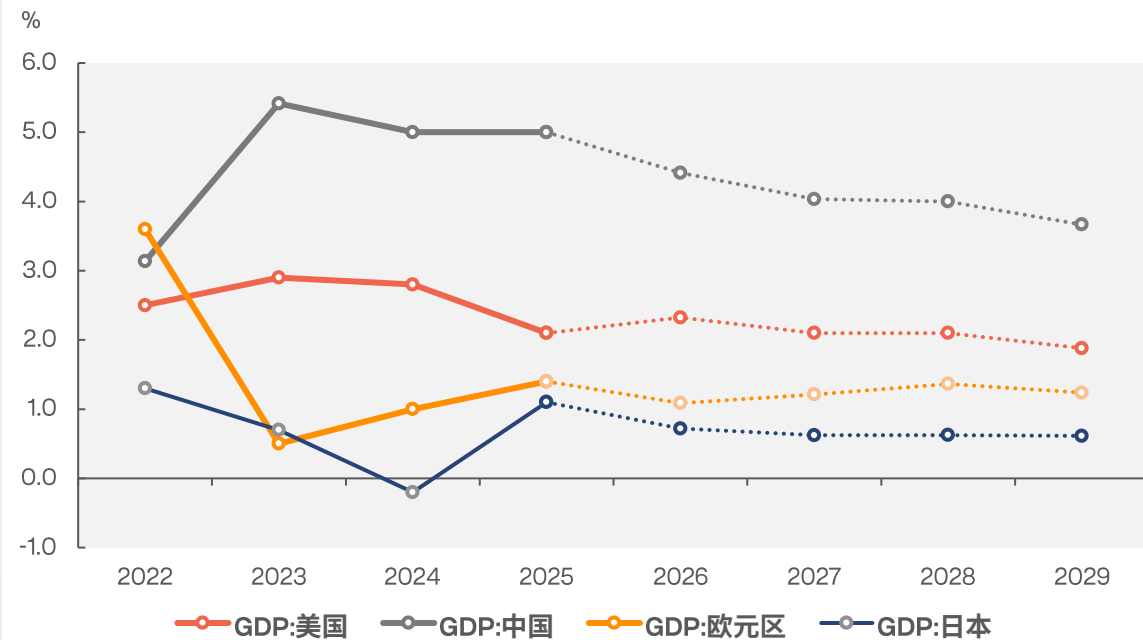
过往表现不代表将来表现



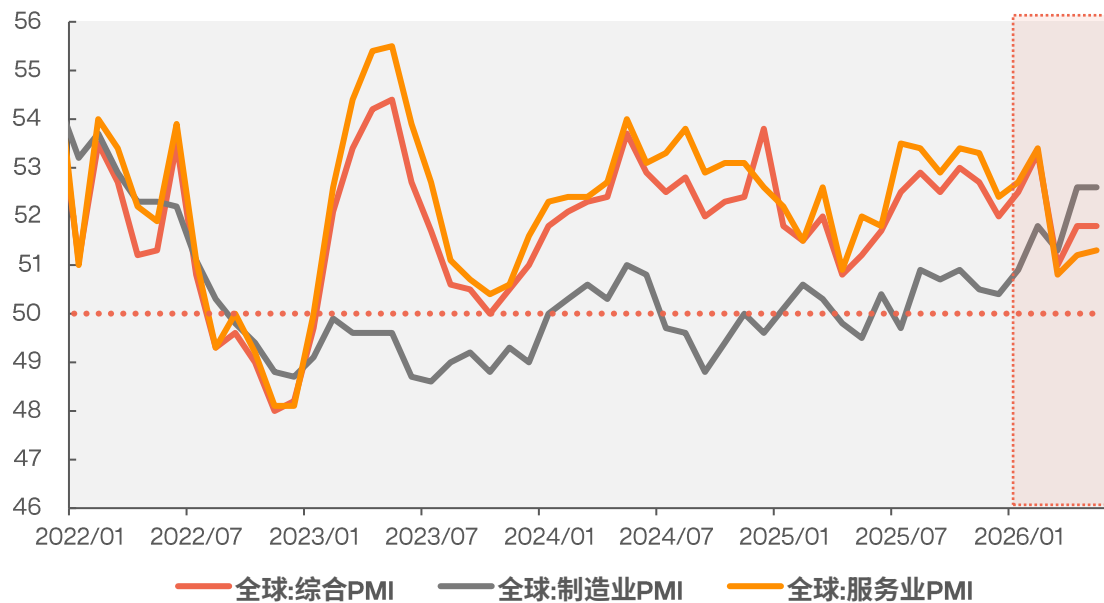
环球：波涛中稳健增长，平稳中蕴含科技变革

- 过去数年，新冠疫情后虽伴随俄乌战争、对等关税、美伊冲突等事件，全球经济仍展现出极强韧性，持续增长。展望未来数年，IMF等国际机构普遍给出相对稳健的增长预测。
- 经济平稳背后暗藏巨大变革，人工智能革命先带动算法模型开发与AI软件服务业蓬勃发展；惟随算力趋紧，AI相关设备生产亦迅速跟进。

预期全球主要经济体仍将保持经济平稳增长



2026年制造业较服务业更为强劲

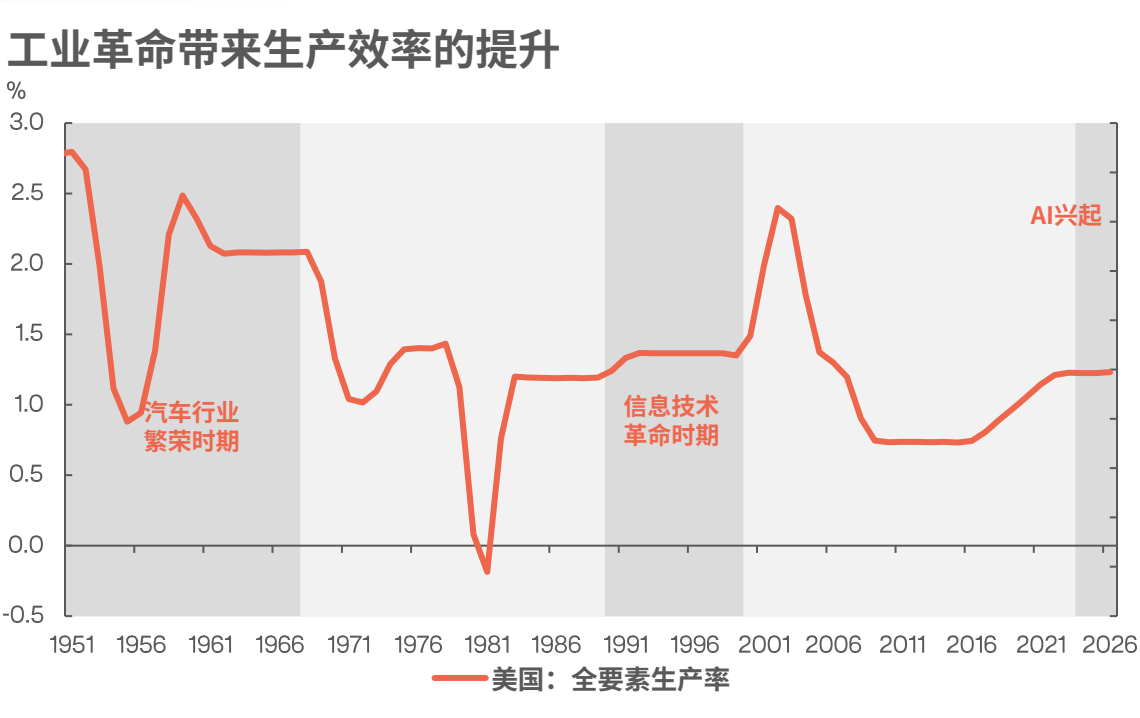




环球：第六次技术革命前夕，大国竞争与科技博弈加剧

- 当前技术创新进入前所未有的密集活跃期，人工智能、量子科技、生物技术等基础技术催生下，第六次技术革命呼之欲出。
- 参考过往两次技术革命，新一轮技术革命往往为经济注入新活力，提升生产效率。突破来临前，前沿技术领域相对明朗，世界主要国家对战略必争领域的竞争趋同；同时大国博弈及国际关系日趋紧张，后疫情时代全球供应链持续重构。

世界经济史上的五轮康波				
康波周期	繁荣	衰退	萧条	回升
纺织和蒸汽机技术 (63年)	1782-1802(20年)	1815-1825(10年)	1825-1836(11年)	1836-1845(9年)
钢铁和铁路 (47年)	1845-1966(21年)	1866-1873(7年)	1873-1883(10年)	1883-1992(9年)
电气和重化工业 (56年)	1892-1913(21年)	1920-1929(9年)	1929-1937(8年)	1937-1948(11年)
汽车和电子计算器 (43年)	1948-1966(18年)	1966-1973(7年)	1973-1982(9年)	1982-1991(9年)
信息技术	1991-2004(13年)	2004-2015(11年)	2015-2022(7年)	?



数据源：左图：雅各布布·范杜因、周金涛；右图：万得，数据截至2026年6月15日

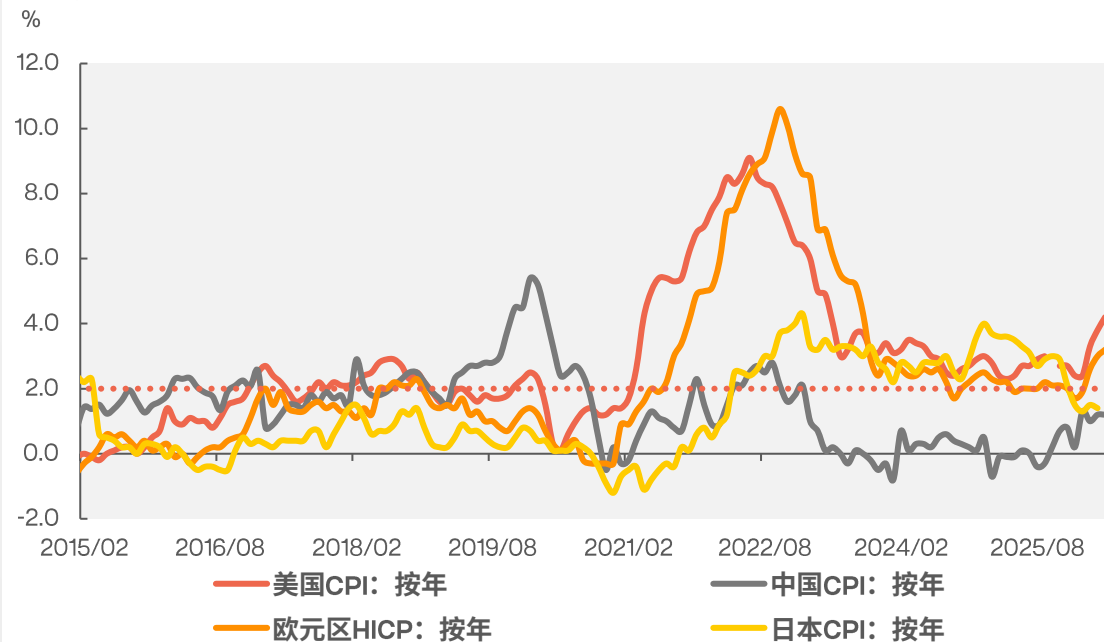
过往表现不代表将来表现



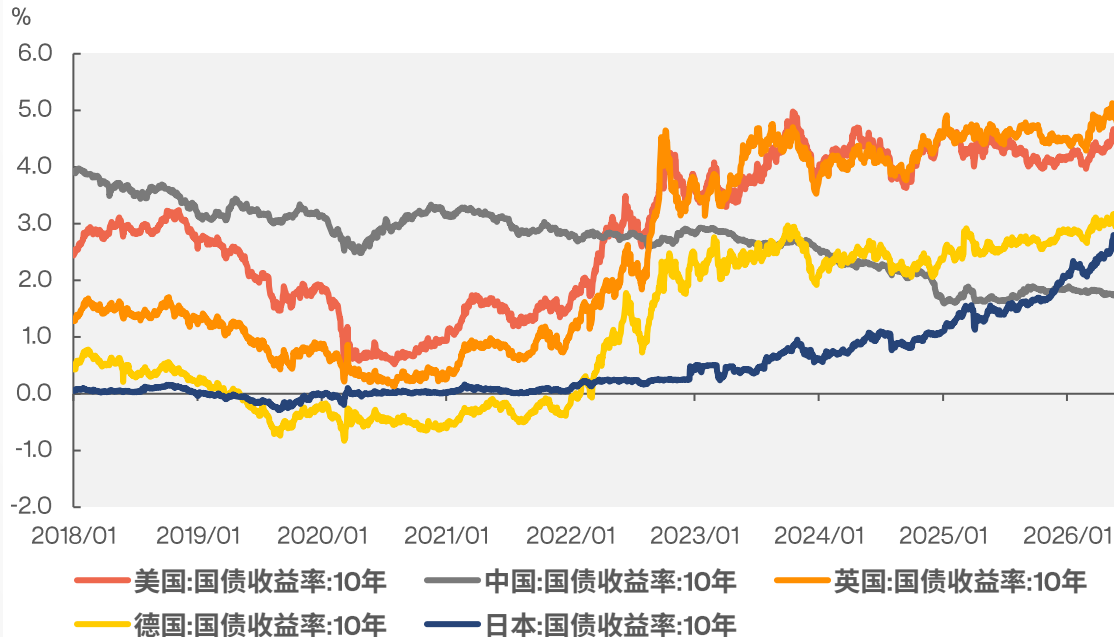
环球：高波动的较高通胀，对应较高利率水平

- 2021年以来，全球主要经济体通胀走高，明显高于疫情前水平。虽然推升因素包括货币与财政政策双重刺激、俄乌冲突、对等关税、美伊冲突等，但新一轮技术革命带来的经济韧性同样助推通胀，而大国博弈频发则放大其波动。
- 在经济韧性、通胀偏高及新技术革命带动资本开支加速下，各国利率水平居高不下，主要经济体十年期国债收益率普遍处于历史高位。

美欧通胀处于高位且高波动



全球多数国家国债收益率处于历史高位

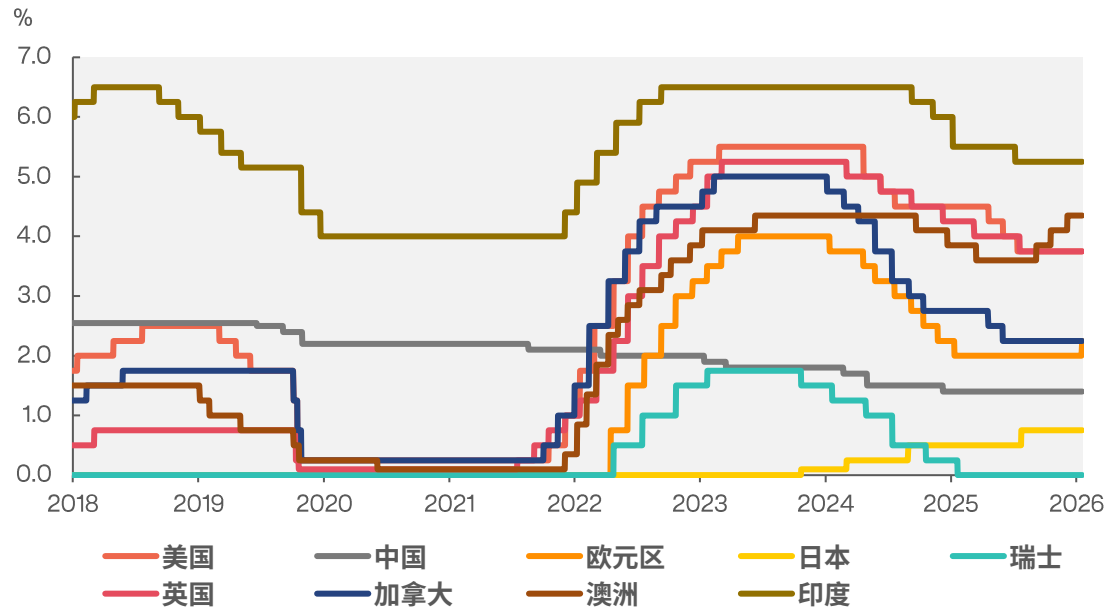




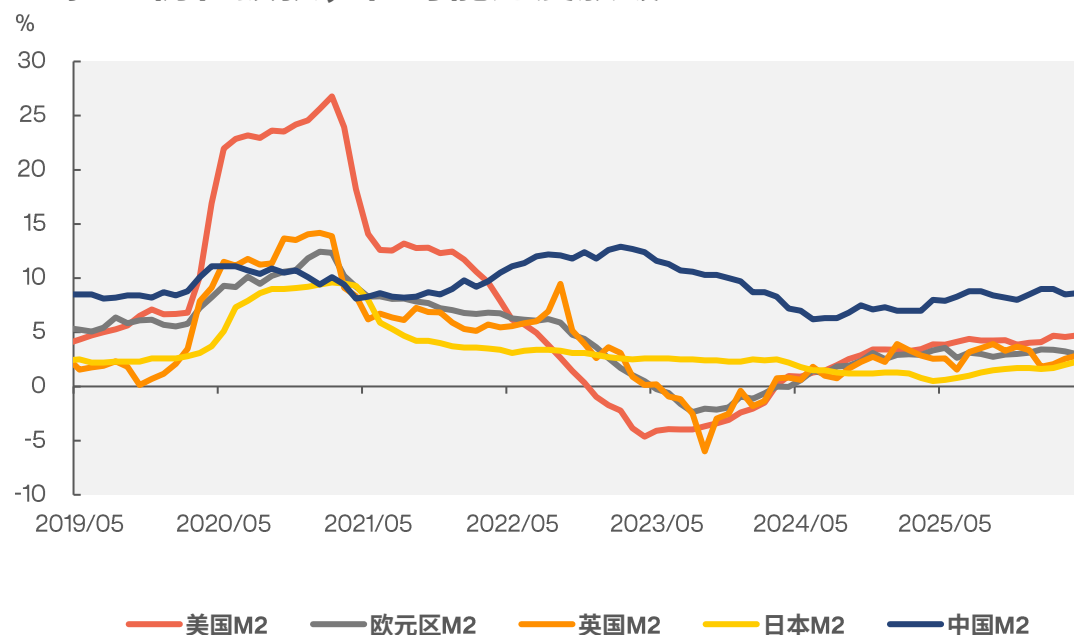
展望下半年，全球呈现宽松环境下的利率向上格局

- ❑ 美伊冲突引发全球原油价格暴涨，令原已偏高的通胀再度升温，或迫使部分经济体加息以平抑物价。全球主要经济体由减息转向加息环境，大类资产亦将面临价格重估压力。
- ❑ 尽管利率趋向上行，技术革命带来的投资热潮仍将延续，融资活动续增，市场或仍不乏流动性宽松环境。全球主要经济体M2增长势头持续，惟增速或有所放缓。

全球主要货币政策逐渐由减息转向加息



全球M2仍在擴張，但可能速度放緩

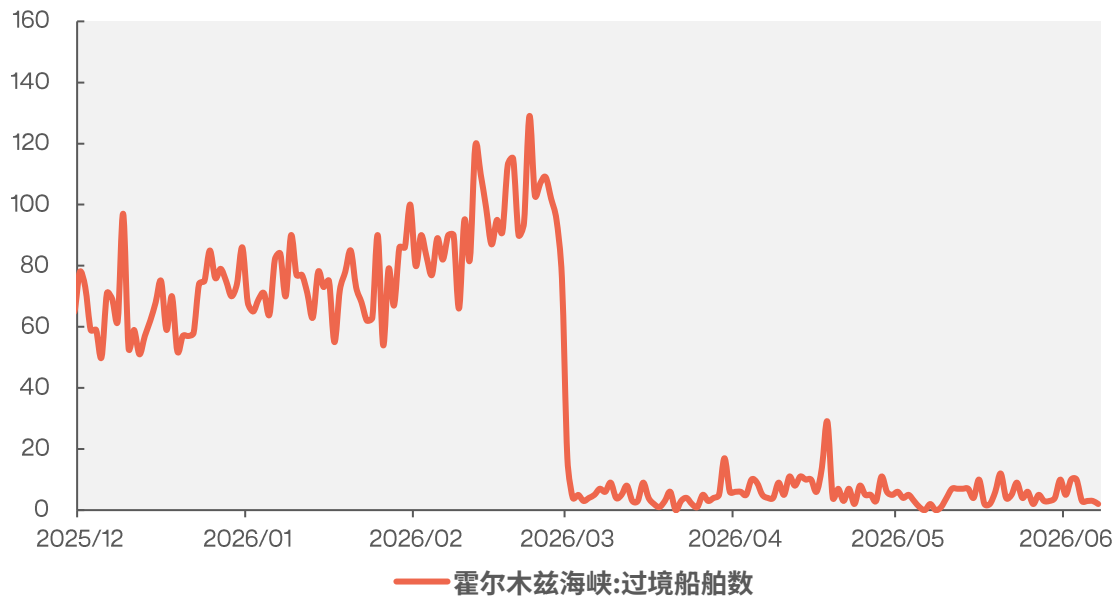




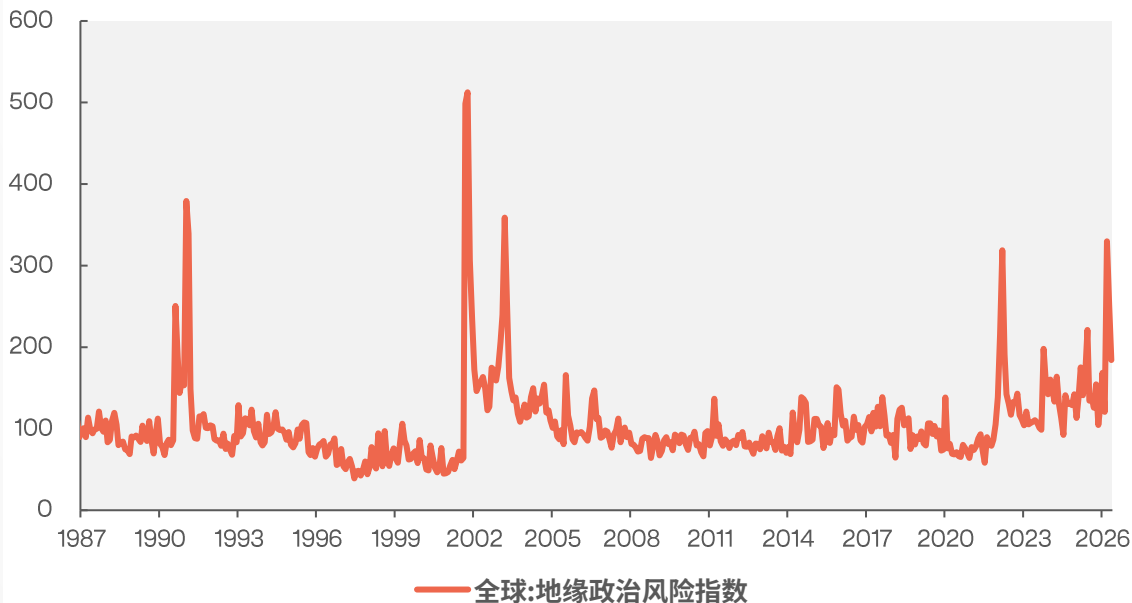
美伊冲突：由核心矛盾降为需警惕的尾部风险

- 美伊冲突自2月底爆发至今，最核心影响为霍尔木兹海峡几乎停航，引发原油供给危机，带动全球通胀走高及加息压力骤升。
- 惟随AI产业蓬勃发展，全球经济展现足够韧性，AI相关股市亦大幅上扬，市场对美伊冲突呈现脱敏迹象。随谈判逐渐落地及地缘政治风险常态化，其影响已逐步下降。

霍尔木兹海峡通航仍是油价走向关键因素



过去数年全球地缘政治风险频发

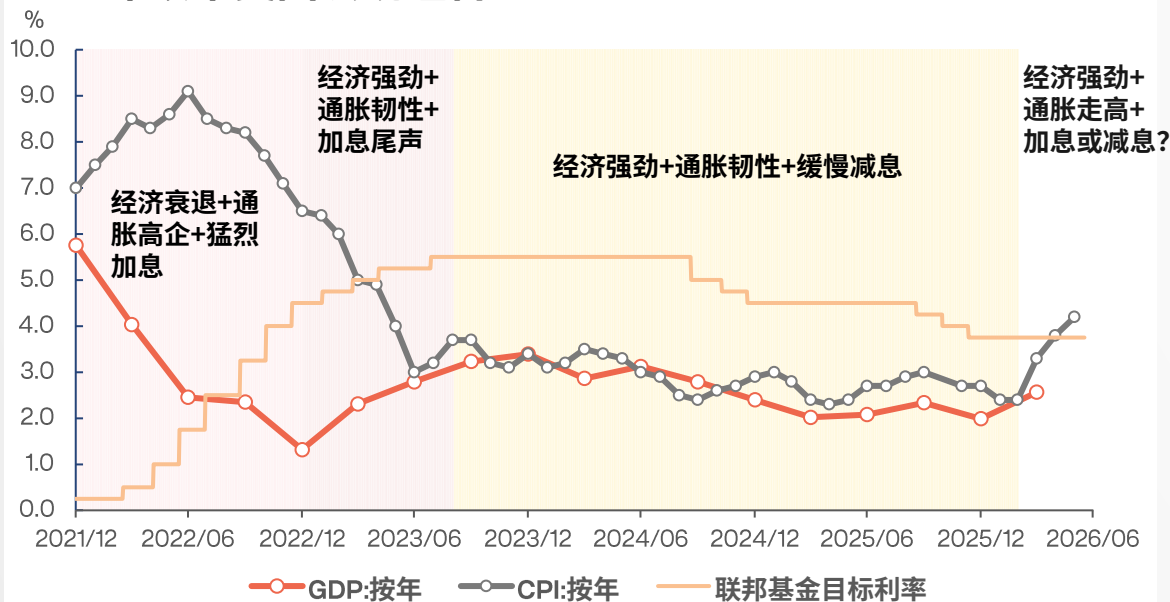




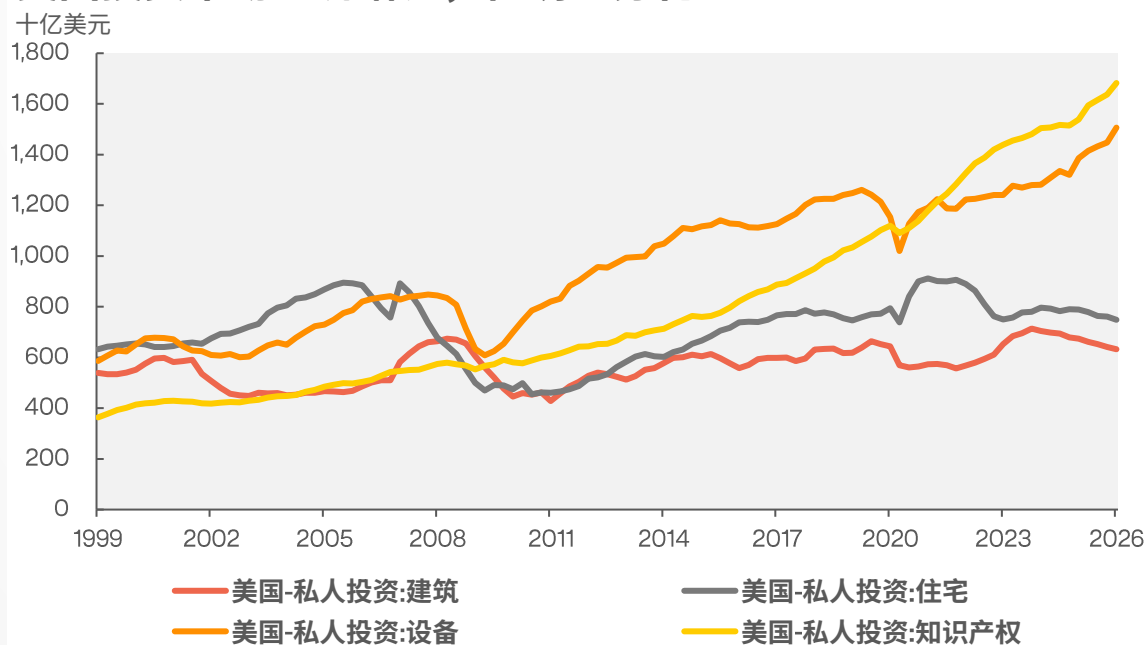
美国：宏观组合仍处较佳状态，惟关注「K型」分化加剧

- 当前美国通胀走高及加息预期升温引发市场忧虑，但对大类资产配置而言，整体宏观组合更为关键。
- 对比2021年以来历次组合，仅「经济衰退+高通胀+猛烈加息」对各类资产不利；「经济强劲+通胀韧性+缓慢减息」则有利股、债、商品。当前「经济强劲+通胀走高+加息或减息？」或呈对股票有利、对债券及商品承压之格局。
- 另需注意，今年AI投资带动经济明显上行，惟分化巨大。

2021年以来美国宏观组合



美国投资带动经济增长，但明显分化



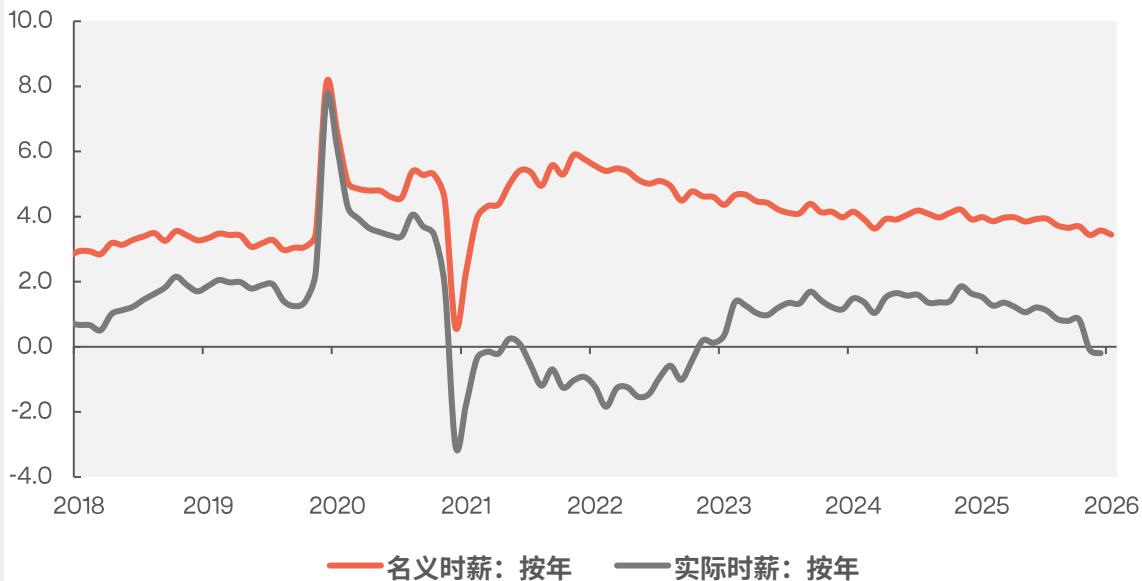


美国：AI投资火爆，惟消费低迷值得警惕

- 美国经济呈双重分化。一为AI与非AI的巨大分野，AI领域投资明显拉动增长，但资金拥挤及融资成本上升，非AI领域投资明显下行。
- 另一方面，AI会否加剧失业仍存学术争议；惟通胀升温及AI火爆或加剧贫富差距，居民实际时薪在2026年3月及4月转为负增长，消费者信心低迷，投资与消费呈明显「K型」分化。

实际时薪转负或影响居民消费动力

按年增长，%



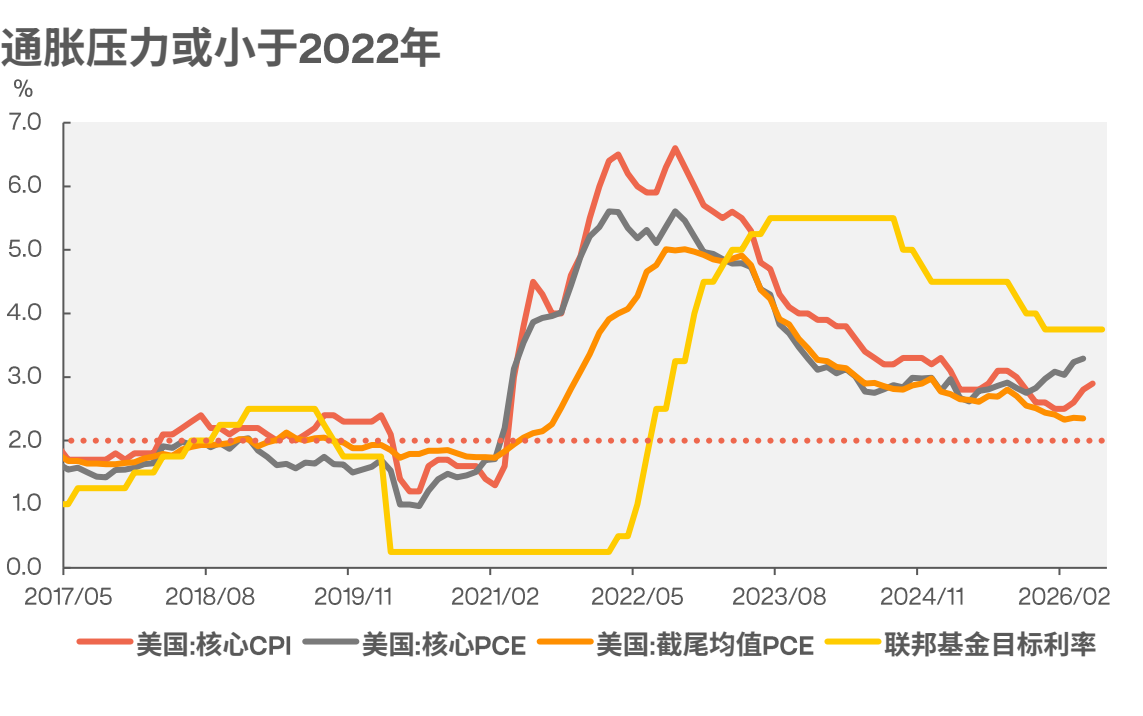
消费者信心持续低迷或带来消费下行压力





美国：美联储是否加息仍为下半年重要变量

- ❑ 美伊冲突后通胀走高，市场对美联储由年初减息预期转为加息预期，惟主席换届令货币政策变化有所延后。另外，新任主席更强调「截尾均值 PCE」，货币政策走向仍为下半年资本市场关键变量。
- ❑ 尽管加息预期受关注，但加息时长、幅度及会否引发衰退，对资本市场影响更为显著。随美伊冲突逐步缓解，加息冲击或低于市场预期。



序号	开始时间	结束时间	周期长度 (月)	加息幅度 (点子)	引发衰退时长 (月)
1	1905/5	1960/8	24	150	10
2	1965/12	1967/1	14	150	无衰退
3	1967/11	1970/3	29	300	11
4	1972/4	1973/1	19	525	16
5	1977/5	1980/4	36	1375	6
6	1980/8	1980/12	5	1050	16
7	1983/8	1984/9	14	250	无衰退
8	1988/5	1989/6	14	394	8
9	1994/3	1995/7	17	300	无衰退
10	1999/7	2000/12	17	175	8
11	2004/7	2007/9	39	425	18
12	2015/12	2019/7	44	225	2
13	2022/3	2023/7	17	525	无衰退

数据源：万得，数据截至2026年6月15日

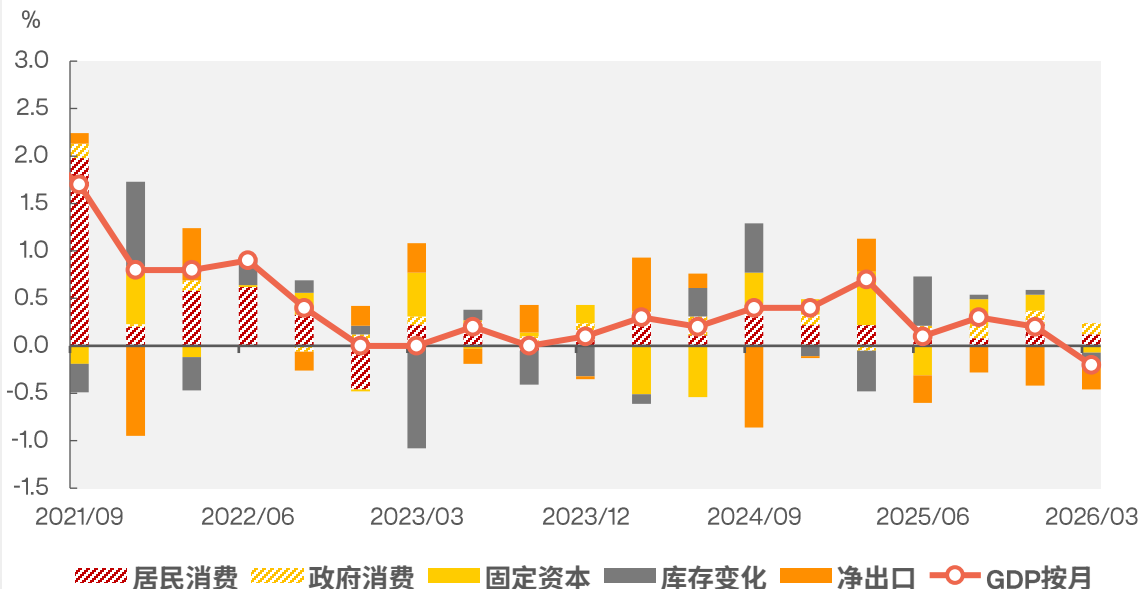
过往表现不代表将来表现



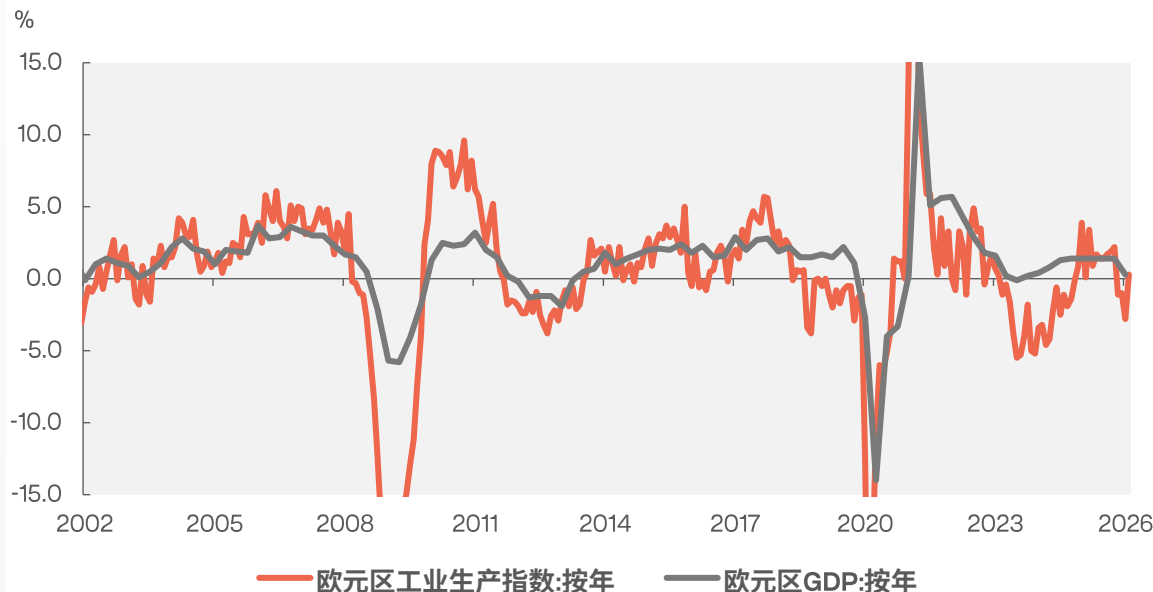
欧元区：滞胀压力加剧，加息压顶

- ❑ 2026年第2季《东亚睿智》曾提及，美伊冲突对欧元区冲击显著大于美国及中国，其经济衰退概率上升。第一季度虽由于政府消费加大缓解下行压力，惟消费及出口均受明显冲击，欧元区经济增速转负。
- ❑ 另外，原油高企及供应紧张几乎贯穿整个第二季度，对工业生产构成巨大下行压力。第二季度欧元区经济仍面临衰退风险。

欧元区GDP按月各分项拉动



工业生产走弱或预示GDP进一步走弱

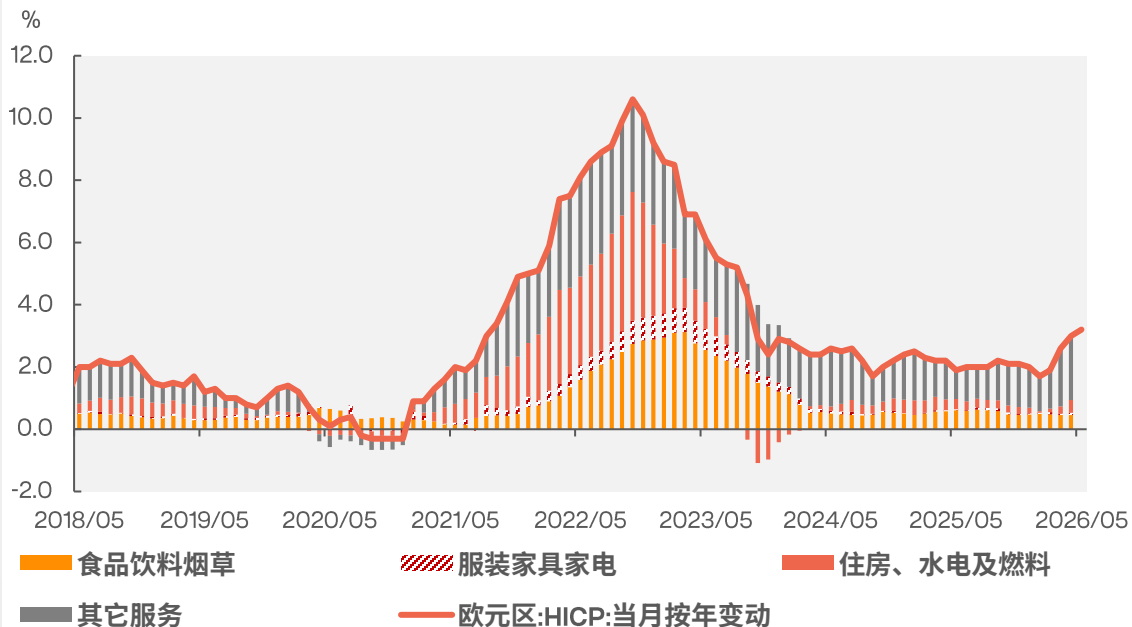




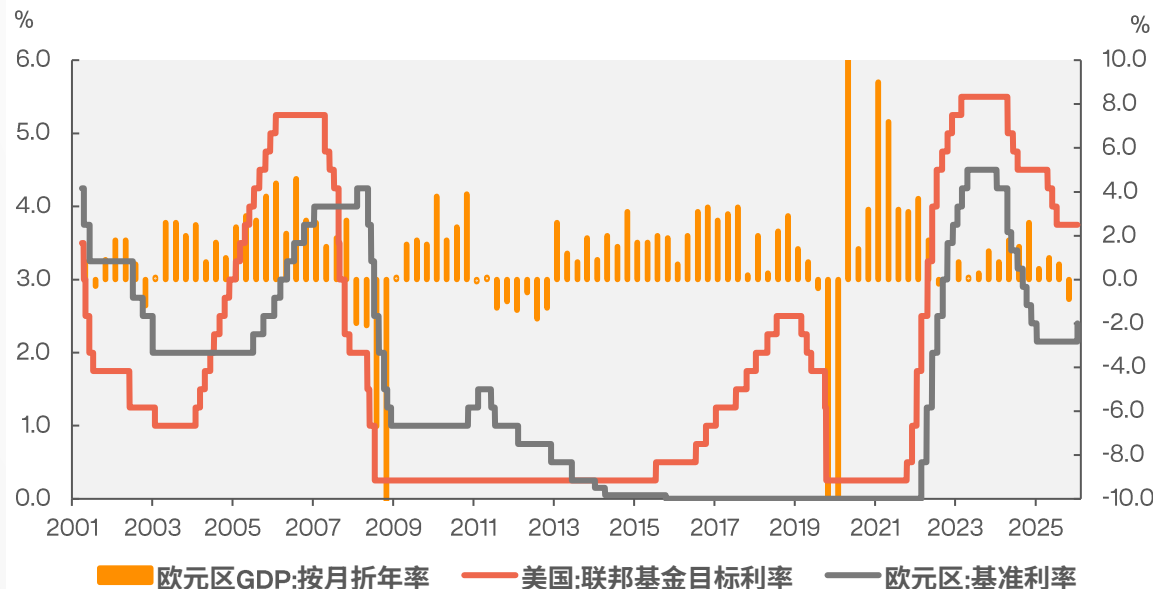
欧元区：通胀扩散，率先加息

- 2026年5月欧元区调和消费者物价指数(HICP)按年升至3.2%，连续四个月上行，能源飙升10.9%为主因，核心及服务通胀亦分别达2.5%及3.5%，压力全面扩散。同时，首季GDP环比录得负增长，经济陷入收缩区间。
- 面对滞胀风险，欧央行于6月11日加息25点子，存款利率升至2.25%，为近三年首次加息，亦先于联储局行动。市场解读为央行宁可牺牲增长以遏制通胀，年内或再加息一次。

欧元区通胀压力加大



欧元区在经济转差环境下率先加息

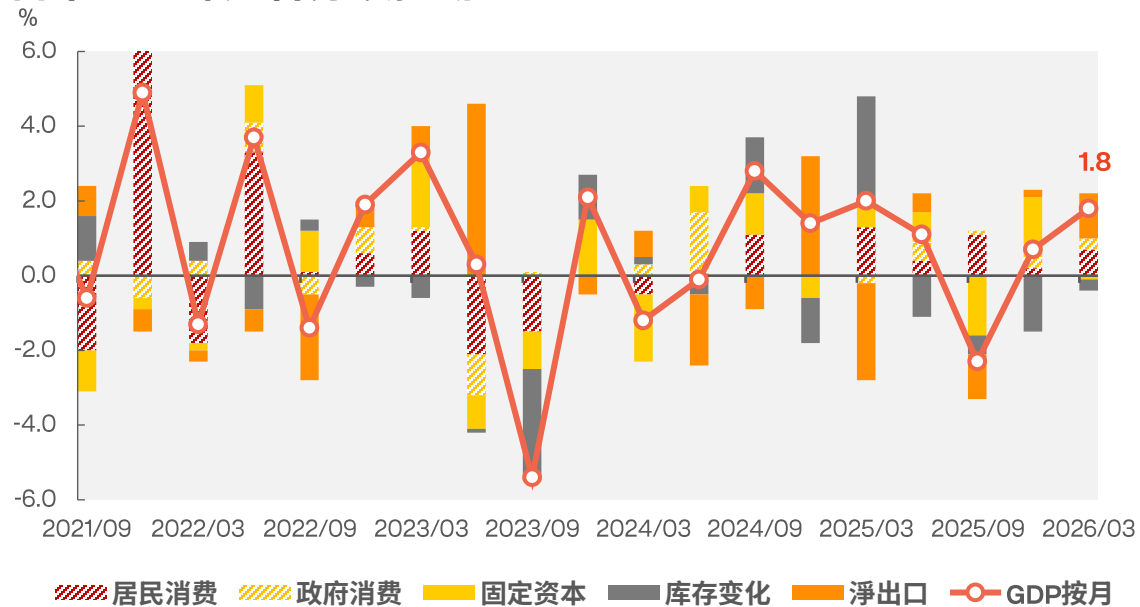




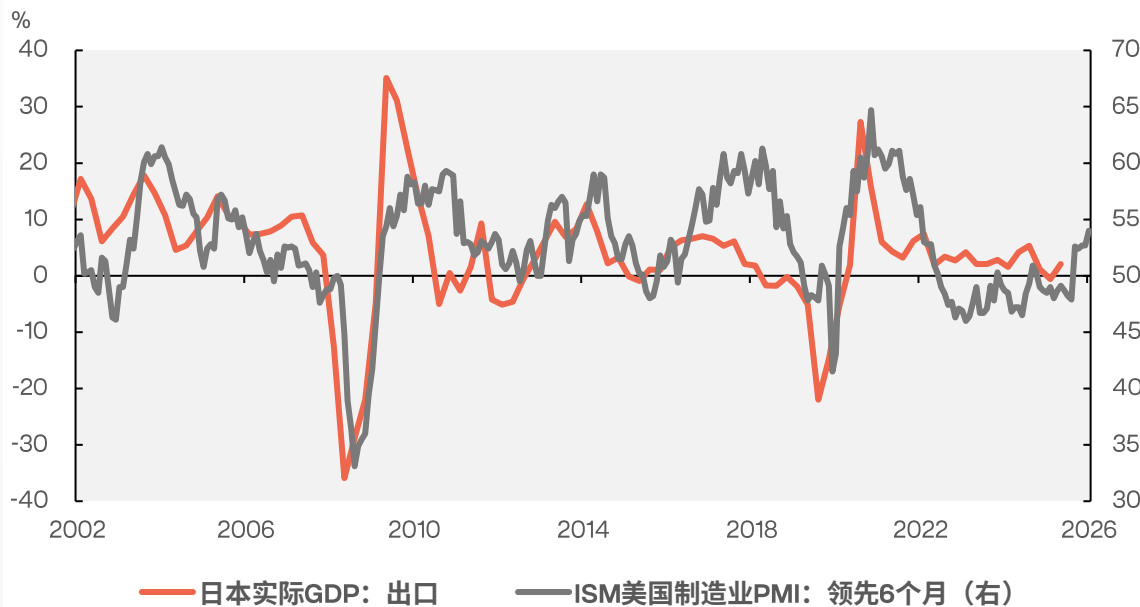
日本：经济受惠人工智能带动，下半年或有望延续

- 日本一季度至今经济表现较强，虽美伊冲突引发油价上升亦构成影响，但受惠出口强劲及消费坚挺，GDP增速创一年新高。背后原因为美国AI资本开支明显加快，日本在半导体上游占核心地位，同样受益。
- 上半年出口高增长能否延续，为判断下半年经济的关键。由于出口订单往往早于实际货物出口，观察美国制造业PMI可预判未来半年日本出口情况。从美国持续走高的制造业PMI来看，日本出口强势仍有望延续。

日本GDP环比各分项拉动



全球制造业强劲有望继续带动日本出口

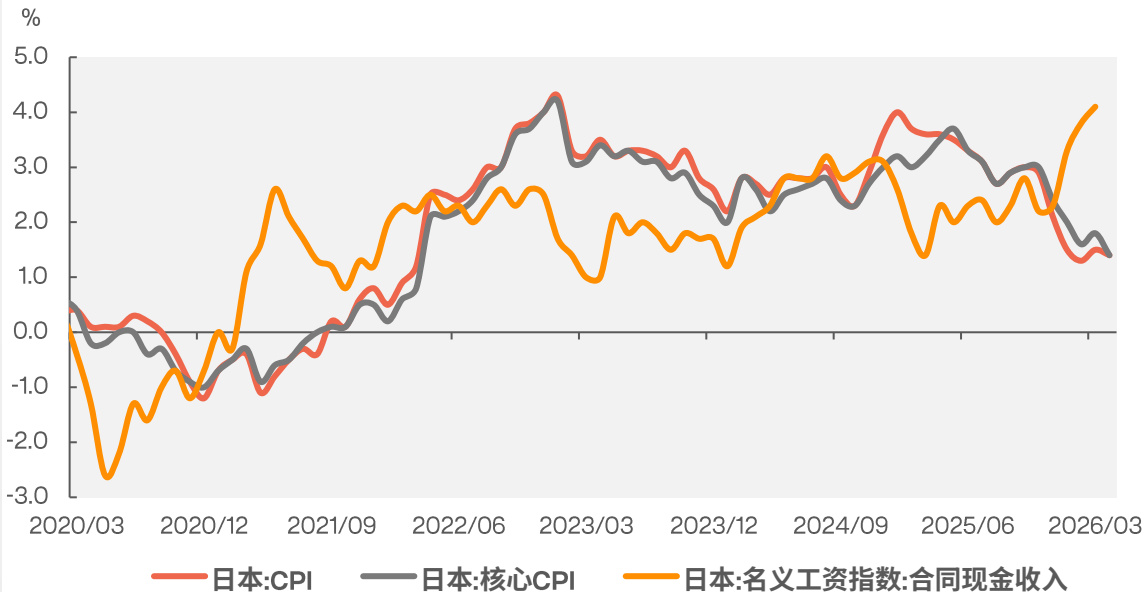




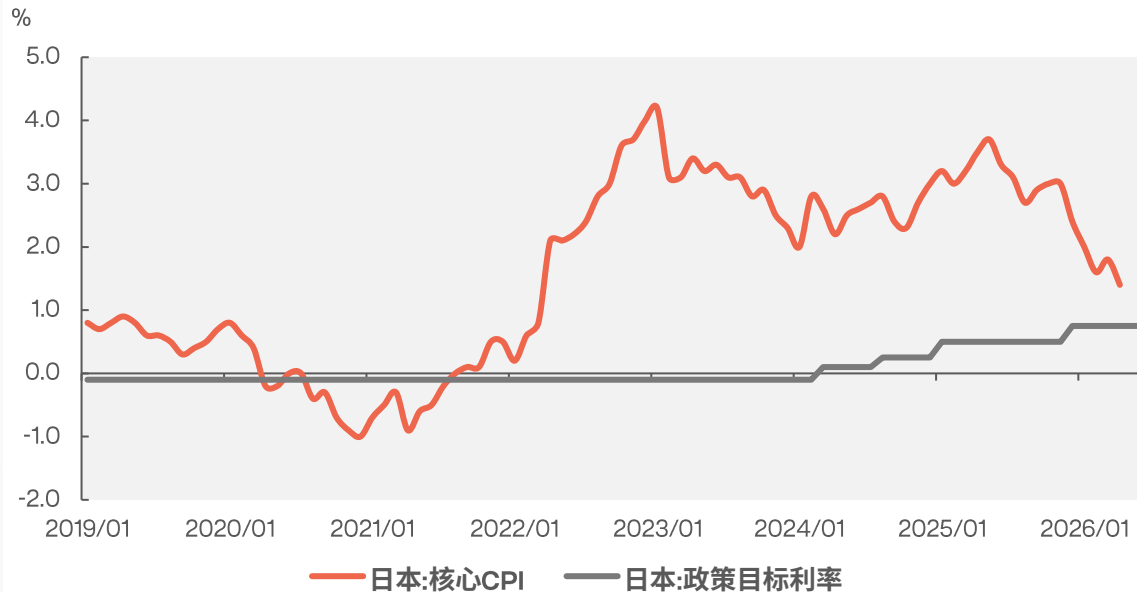
日本：「工资-价格螺旋」构成潜在通胀压力，仍有加息压力

- 虽当前日本CPI及核心CPI均已回落至2%以下，原油价格暴涨对其通胀冲击较低；惟因每年工会春斗习俗，预计2026年日本工资仍有望较高增长，而「工资-价格螺旋」往往令通胀易上难下。
- 尽管日本未如欧元区般呈现通胀扩散迹象，但潜在通胀压力或仍令日本面临明显加息压力。

「工资-价格螺旋」构成未来通胀压力



潜在通胀压力或令日本央行继续加息

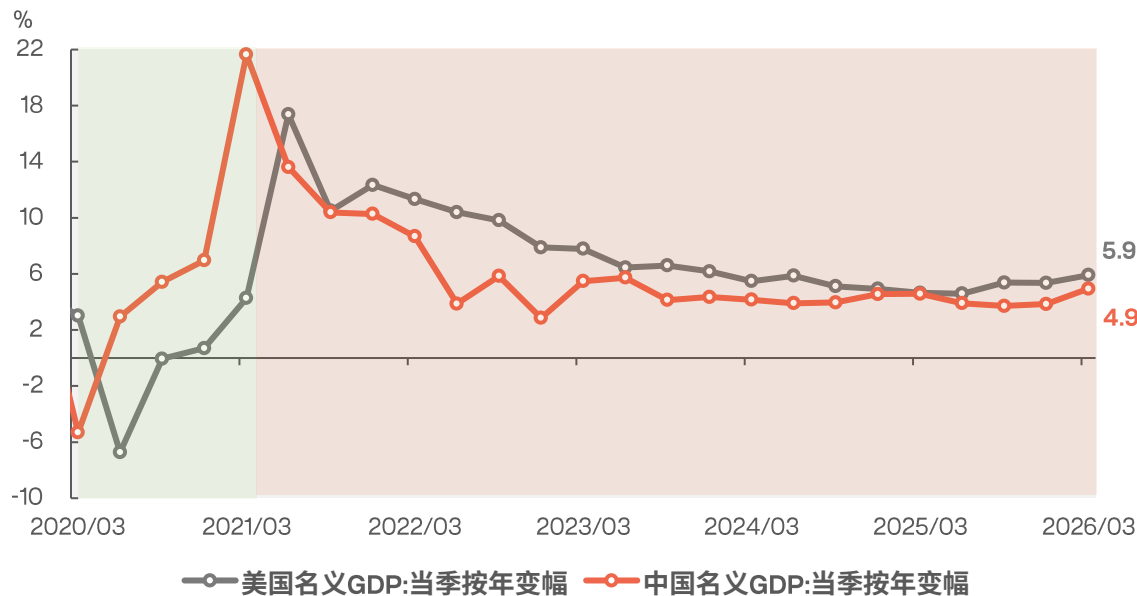




中国：物价成为大类资产的关键变量

- 自2021年以来，中国经济增长及通胀持续面临下行压力，名义增长长期低于美国，此差异或为两地股市表现明显分化的重要底层原因之一——美国受惠AI热潮带动名义与实质增长，中国则受制于房地产调整及内需疲弱，估值修复进程反复。
- 物价走低甚至陷入通缩，对经济构成多重下行压力。企业层面，出厂价格持续受压，利润空间被侵蚀；居民层面，通缩预期推迟消费。过去两年「反内卷」政策适时推出。今年首季，名义增长终见回升迹象，物价仍是主导大类资产配置的核心变量。

2021年以来中国名义GDP持续低于美国



2020年以来名义GDP持续低于实际GDP

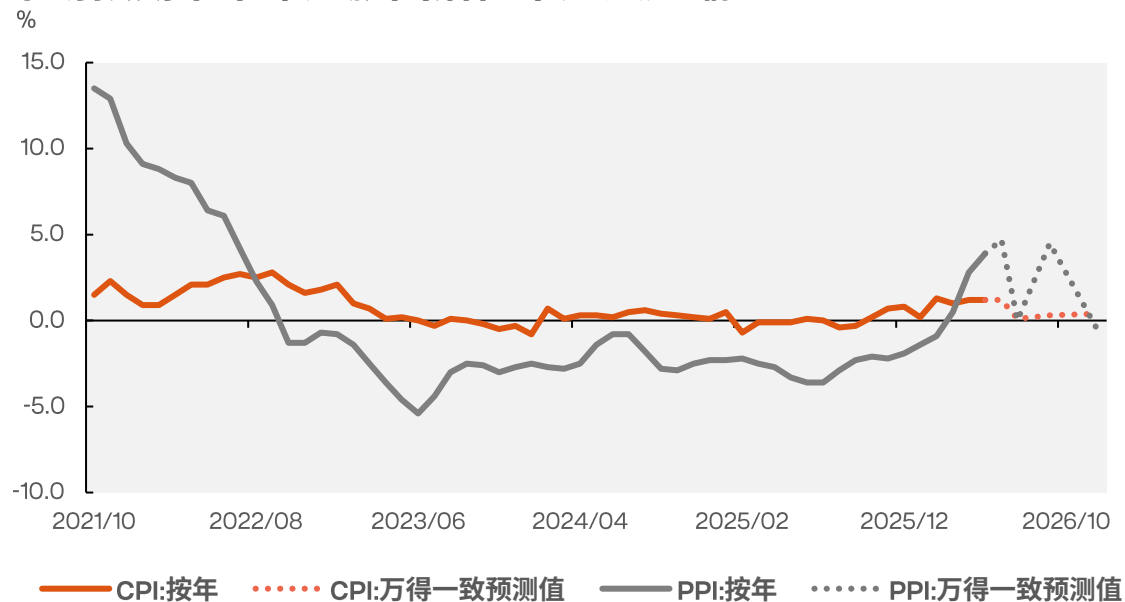




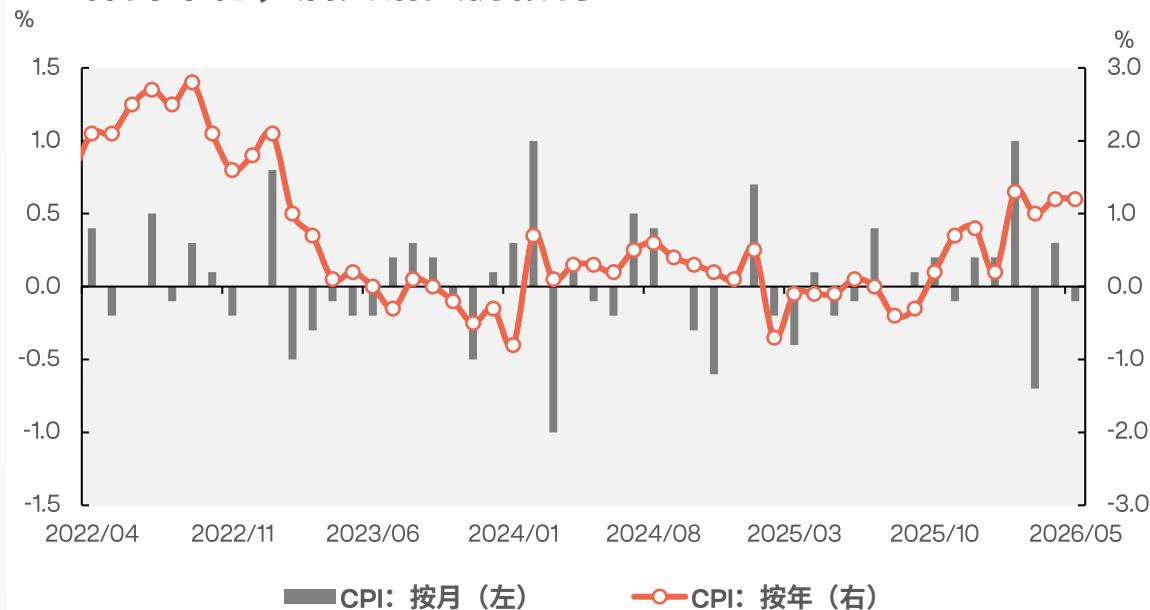
中国：下半年通胀无虞，惟分化难免

- ❑ 美伊冲突引发的油价上升，推动「反内卷」更快见效。自4月以来，PPI及CPI相继转正，GDP平减指数亦因此扭转连续数年负数的困局。尽管随油价回落，通胀有下行压力，但今年下半年重新陷入通缩的概率仍较低。
- ❑ 惟值得警惕的是，通胀分化亦反映经济分化。工业生产强劲、出口强劲，但通胀低迷。与欧美等国不同，中国CPI在冲突后未见明显上升，根源或在于消费疲弱。

市场预期下半年通胀回落但未进入通缩



CPI保持平稳，居民消费仍偏弱

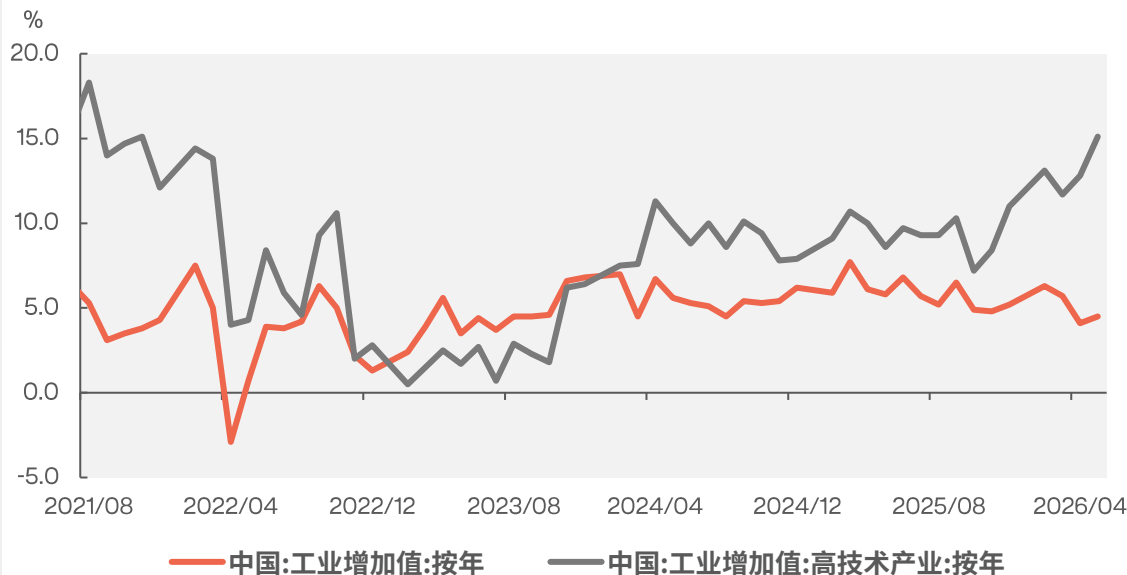




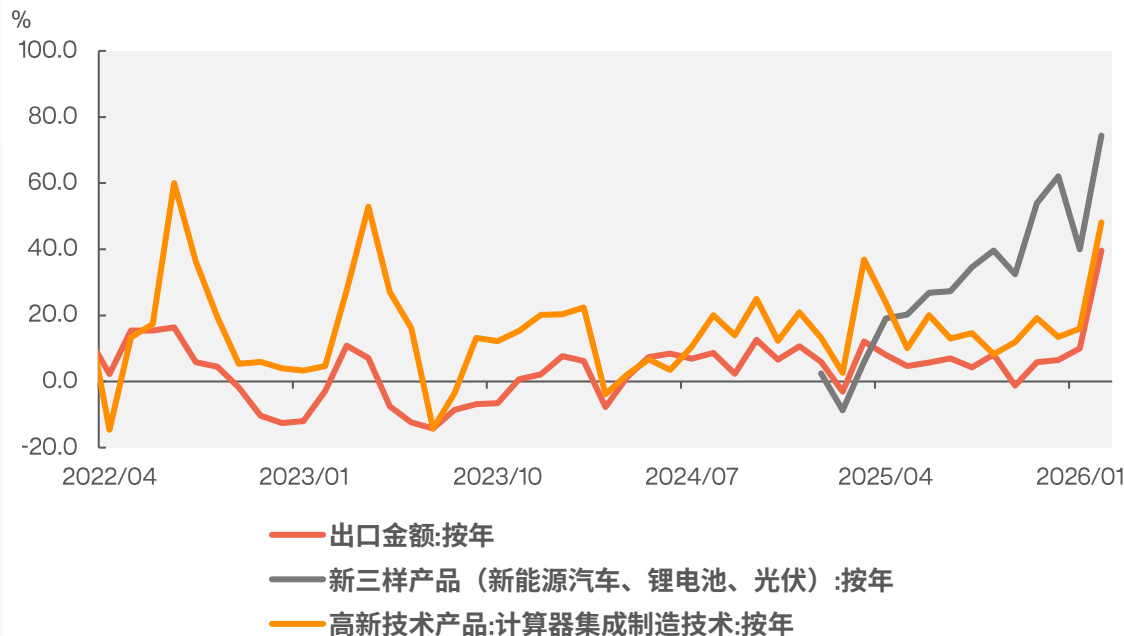
中国：出口及科技仍为关键支撑力量

- 2026年5月，中国以美元计出口同比增长19.4%，较4月的14.1%显著加快，高于市场预期15.0%。高新技术产品出口同比增长50.9%，较前值39.2%提速11.7个百分点。其中，集成电路受全球AI资本开支带动保持高增长。
- 新三样方面，5月新能源汽车出口44.6万辆，同比增长1.1倍（110%）；光伏组件出口量大幅增长95%，锂离子电池出口延续高增。出口结构加速向高附加值产业倾斜，劳动密集型产品（服装-4.1%、鞋靴-10.4%）持续收缩，反映产业升级成效。

中国工业呈现新旧动能转换



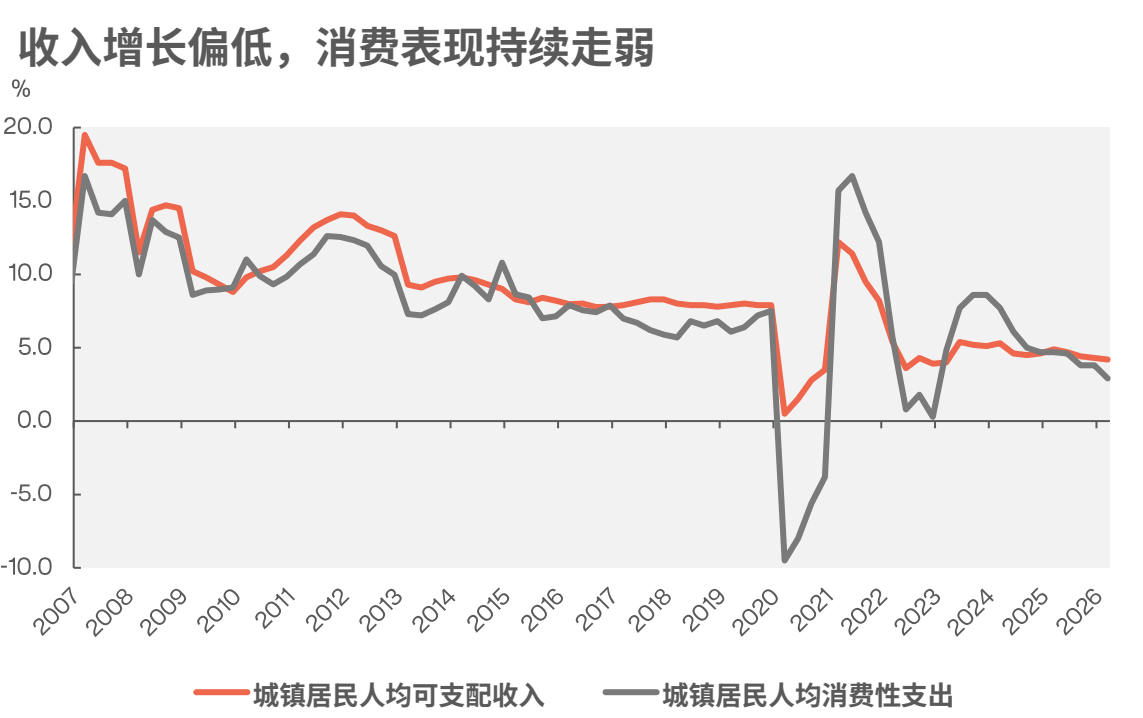
新三样及集成电路出口持续高增长





中国：内需乏力，关注政策支持「六张网」

- 中国内需乏力，核心根源在于居民收入预期仍未转向乐观。由于居民可支配收入增速放缓，同时伴随房价走低，居民消费支出增速亦呈持续放缓迹象。
- 扭转内需，一方面依赖消费补贴等政策，防止消费支出进一步下行；另一方面，基建投资仍将侧重长期发展，尤其科技领域基建。4月28日，中央政治局会议首次明确提出加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设。



投资领域	「十五五」预计投资规模 (人民币)	主要功能定位
算力网	约5.6万亿元	构建多层次算力设施体系和全国一体化算力网，支撑数字经济和AI发展（「东数西算」工程）
新型电网	超过5万亿元	建设更加安全可靠、绿色低碳、坚强韧性、智能灵活的新型电力系统，包括跨区域电力信道、特高压网络等
新一代通信网	约1.3万亿元	完善5G、5G-A、6G、万兆光网、卫星互联网等信息通信网路，实现「无处不在、万物互联」
水网	约6.5万亿元	国家水网主骨架、骨干输配水通道，增强洪涝灾害防御、水资源统筹调配、城乡供水保障能力
城市地下管网	约5万亿元	城市「里子工程」，包括燃气、供排水、供热等管网，推进老旧管网改造和城市生命线安全工程
物流网	约3.2万亿元	国家物流枢纽网络、骨干冷链基地，建立物流数据资源开放互联机制，降低全社会物流成本
合计	约26.9万亿元	-



目录

- 1 宏观策略
- 2 宏观经济
- 3 股票
- 4 债券
- 5 外汇
- 6 商品
- 7 季度资产配置





宏观经济：韬晦待时



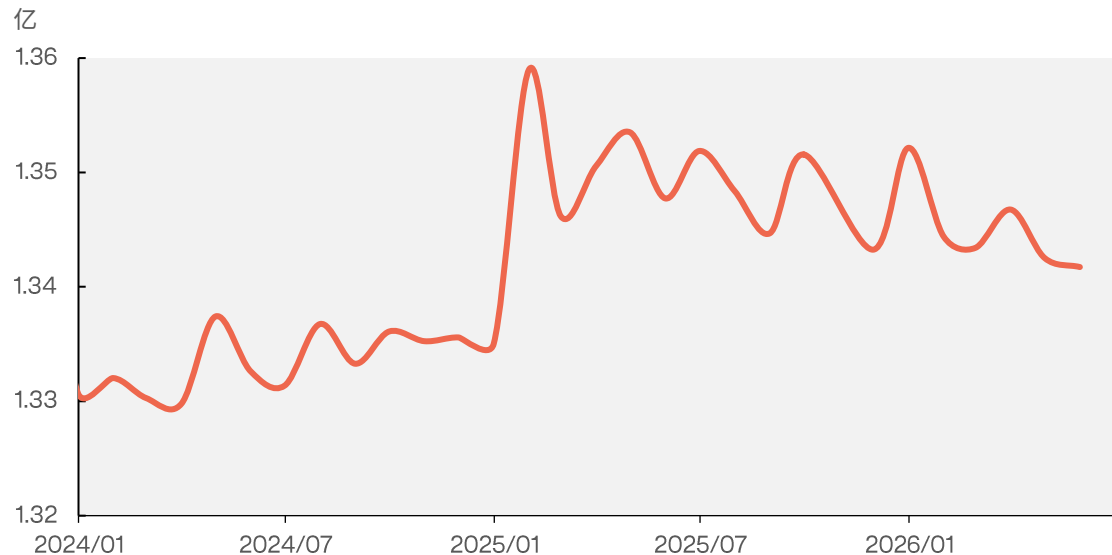
东亚银行经济研究部



美国经济：美联储料于下半年加息一次而非重启紧缩周期

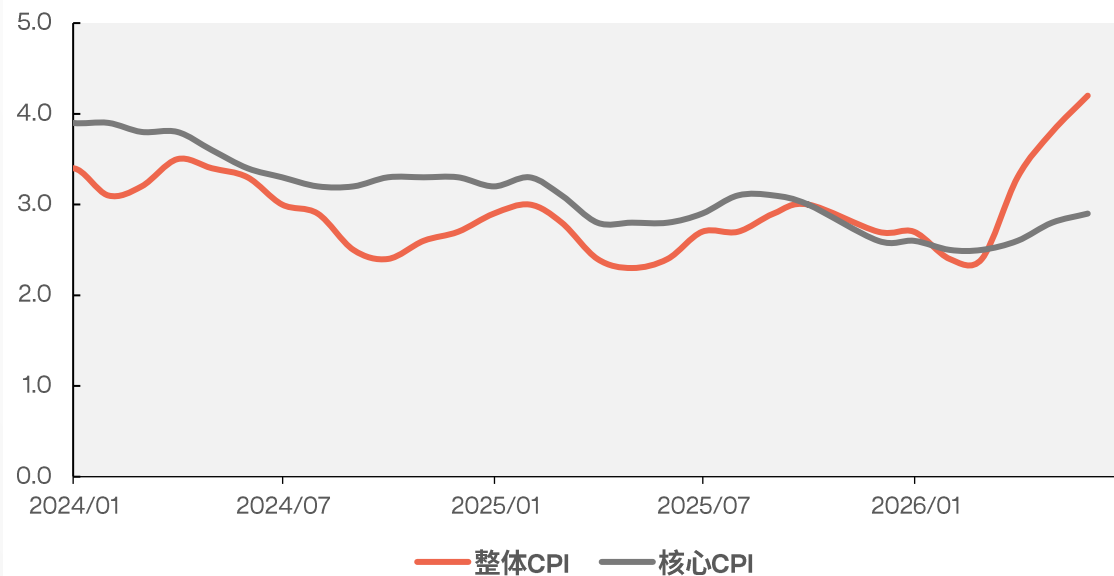
- 尽管新增职位回升，增长却局限于个别行业，且全职就业人数整体呈下降趋势。市场统计亦显示裁员情况增加，反映劳工市场改善并不全面。通胀方面，中东冲突引发的能源价格一度急升。不过，近期原油价格已从今年3月高位反复回落，通胀压力料将在下半年有序回落。
- 目前美联储多个决策官员表态偏向鹰派，预计美联储于下半年仅加息一次，但这并不意味着重启紧缩周期。
- 展望未来，人工智能将有助提升生产力，但其对宏观经济的提振作用需时，预料全年美国经济增长保持大致平稳。

美国全职工人数目



美国CPI通胀走势

按年变化，%

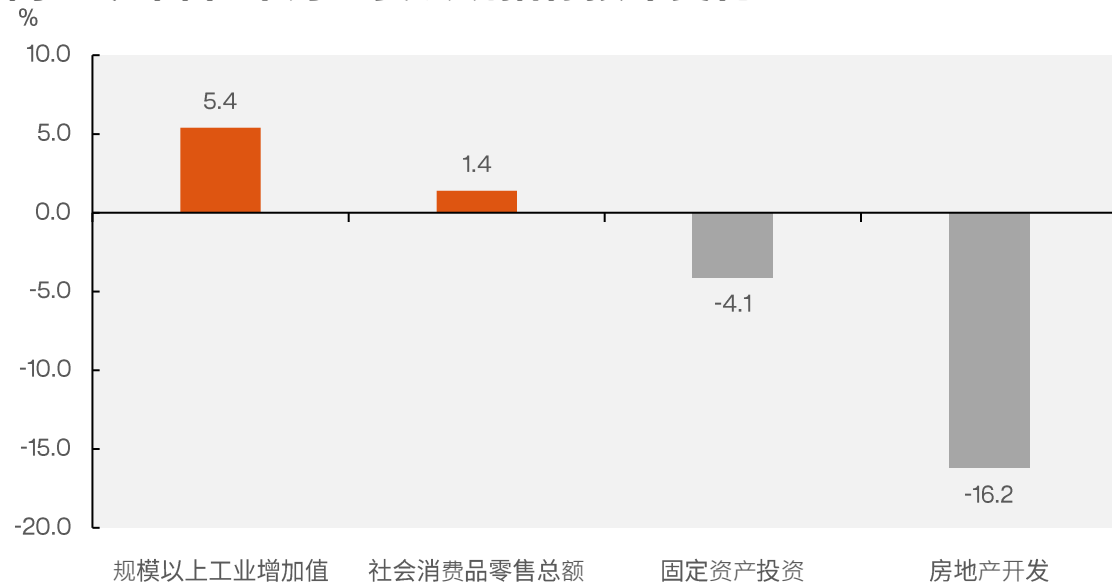




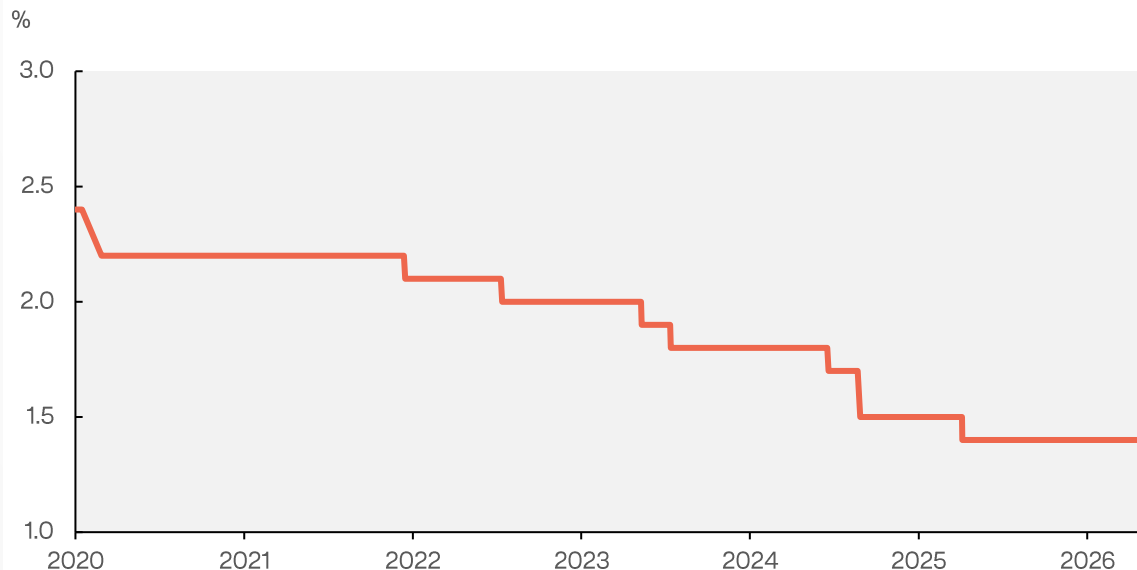
中国内地经济：增长动能放缓，宏观政策有望加码

- 上半年内地经济呈先高后低走势。随着消费品「以旧换新」政策效应减退，零售销售转弱；首5个月固定资产投资录得收缩。
- 然而，受惠于全球人工智能强劲需求，加上内地高技术制造业优势突出，出口继续成为经济增长的主要动力，并支持工业生产稳健增长。
- 展望未来，内地政府有望加大宏观政策支持以提振内需，例如：优化结构性货币政策和扩大财政支出，精准支持人工智能、算力基建、服务消费、中小微企等重点领域，以稳定下半年经济动能。

内地今年首5个月主要宏观指标按年变化



人民银行:7天逆回购利率

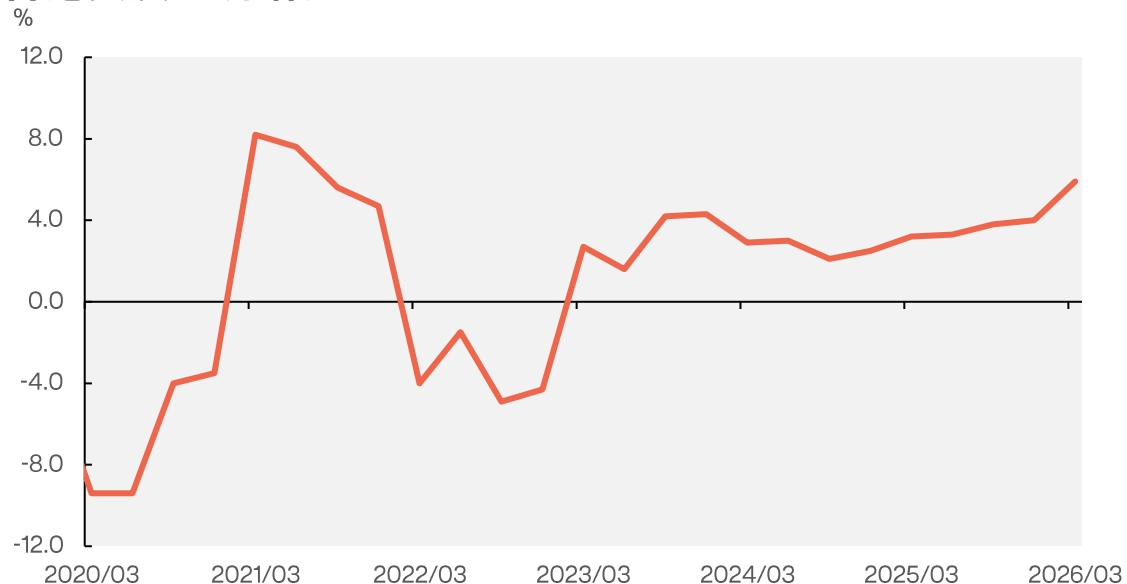




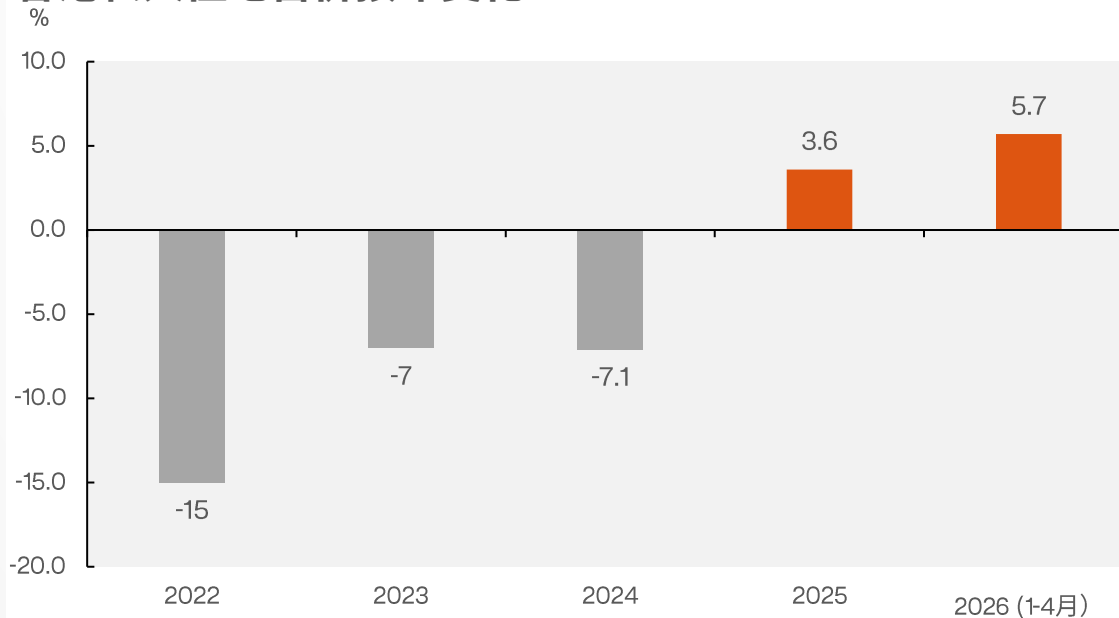
香港经济：全年经济有望延续强劲势头

- 在外部需求、投资及私人消费的多重引擎驱动下，第一季经济增长创下五年来的最大升幅。
- 展望下半年，若中东地缘政治局势缓和，加上AI热潮不减，料可继续支持外贸表现。此外，受惠于北都建设，公共投资预计保持高企。尽管下半年的扩张步伐或较首季略为放缓，但基于第一季已打下扎实根基，预测全年经济增长可达3.8%。
- 由于预期美联储仅加息一次而非重启紧缩周期，因此对楼价影响相对可控。经济持续复苏和市场乐观情绪亦可继续带动楼价平稳上升。

香港实质经济增长



香港私人住宅售价按年变化





目录

- 1 宏观策略
- 2 宏观经济
- 3 股票
- 4 债券
- 5 外汇
- 6 商品
- 7 季度资产配置





美国股市：乘势而上



陈伟聪

东亚银行财富管理处高级投资策略师

郑莹

东亚银行财富管理处投资策略师



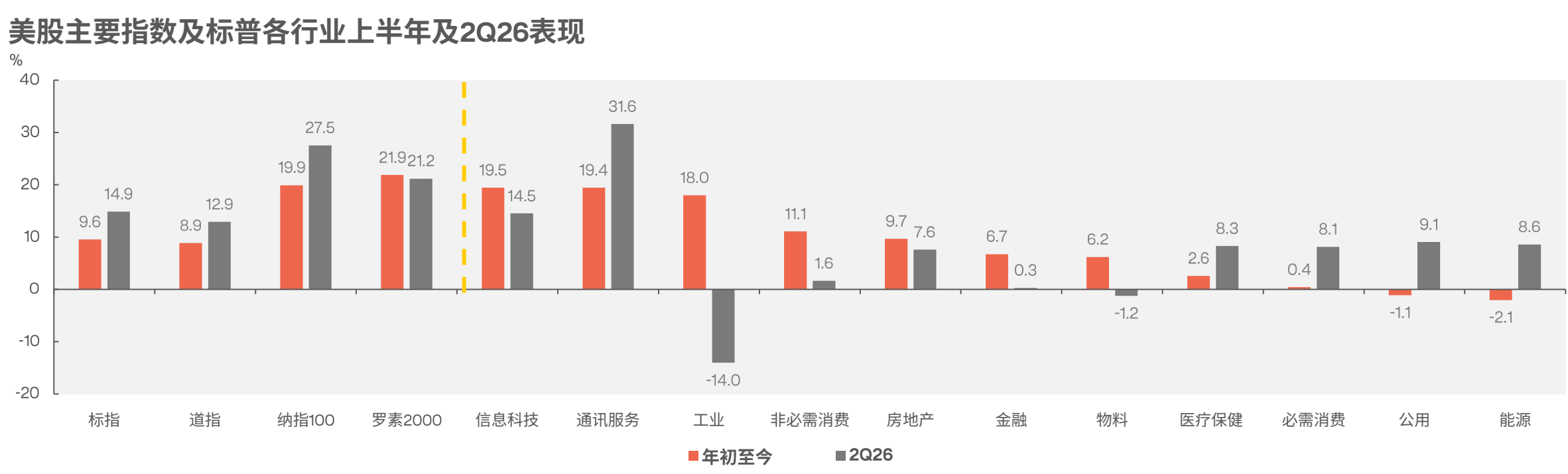
第三季美股展望及策略 – 乘势而上

- 尽管市场面对通胀上升，加息预期升温，但美伊和谈有进展，加上我们认为第三季美股在经济具韧性、企业盈利增长强劲的情况下，仍能维持轻微看好。
- 在基本情景预测下，美伊局势缓和、油价及通胀回落，美联储下半年进行一次加息，我们上调FY26标普500指数每股盈利预测至342美元（按年+27%），上调NTM预测市盈率目标至23.0倍，2026年标普500指数目标由7,090点上调至7,870点。
- 预期企业盈利增长（尤其是AI主题股）维持强劲，惟乐观预期下未来数季大幅超标难度增加，或引致股价波动。
- 代理式AI快速发展及Hyperscalers资本开支持续增长，继续利好上游产业链，如GPU、CPU、储存芯片、晶圆代工、服务器、网络传输及电力设备等。年初至今Hyperscalers股票跑输同业，自由现金流减弱及股权融资等负面因素料已被大致定价，同时AI云业务可望维持高增长，故维持正面看法。
- 由于市宽过度收窄，板块轮动或于下半年间歇性出现，建议适度分散配置AI主题股以外的其他板块，例如金融、工业、非必需消费、必需消费品等。



美国股市：上半年美股表现突出，AI热潮下科技股领跑

- 尽管市场面对通胀上升，加息预期升温，但美伊和谈有进展，加上我们认为第三季美股在经济具韧性、企业盈利增长强劲的情况下，仍能维持轻微看好。
- 在基本情景预测下，美伊局势缓和、油价及通胀回落，美联储下半年进行一次加息，我们上调FY26标普500指数每股盈利预测至342美元（按年+27%），上调NTM预测市盈率目标至23.0倍，2026年标普500指数目标由7,090点上调至7,870点。

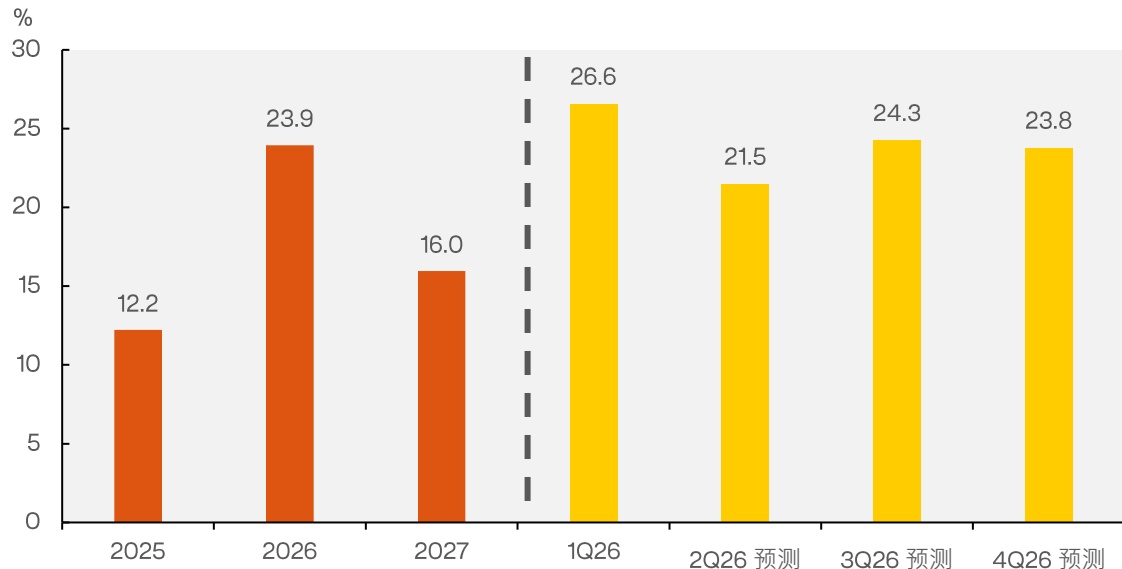




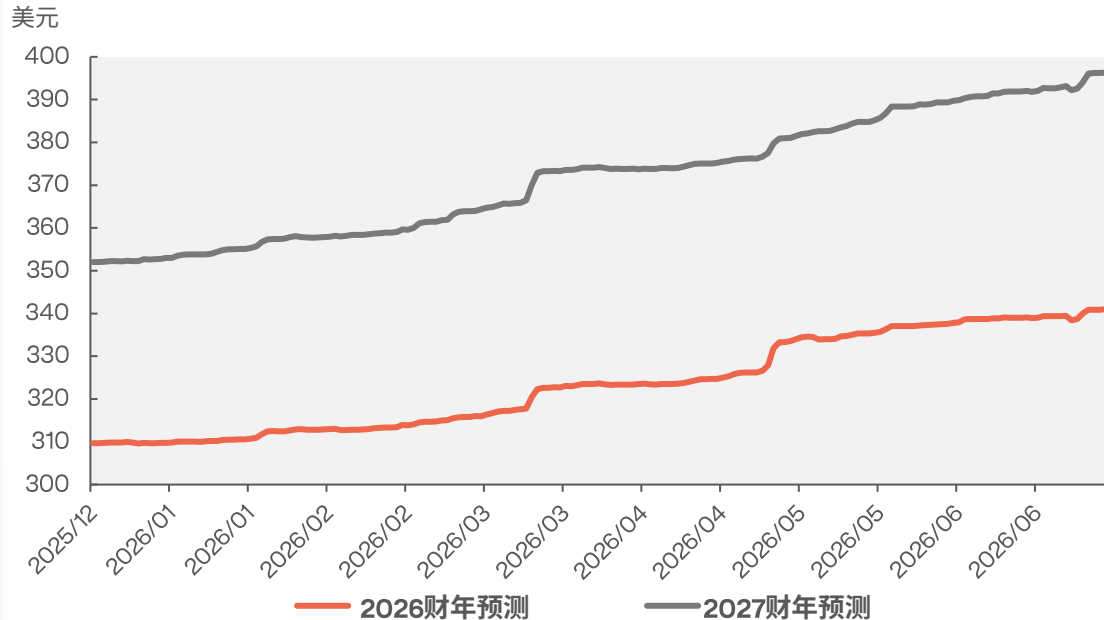
美股盈利预测维持强劲，惟未来数季盈利大幅超标难度增加

- ❑ 美股市场年初至今表现维持强势，企业盈利增长强劲是主要催化剂。市场预测标普500指数今年Q2/Q3/Q4的盈利可维持按年高增长，增幅介乎21%-25%。
- ❑ 年初至今标普500指数FY26盈利预测累计上调约10%，目前市场预期标普500指数FY26/FY27的盈利按年增速分别达23.9%/16%。意味企业未来季绩的达标门坎已显著提升，若更多企业无法实现盈利大幅超预期表现，或给予较保守前瞻指引，可能引发市况回调风险。
- ❑ 关键因素：i) 能源价格回落速度；ii) 就业及消费数据表现能否维持韧性；iii) AI数据中心建设进度、相关供应链的供需关系变化。

标普500指数每股盈利按年增长预测



标普500指数每股盈利预测变化

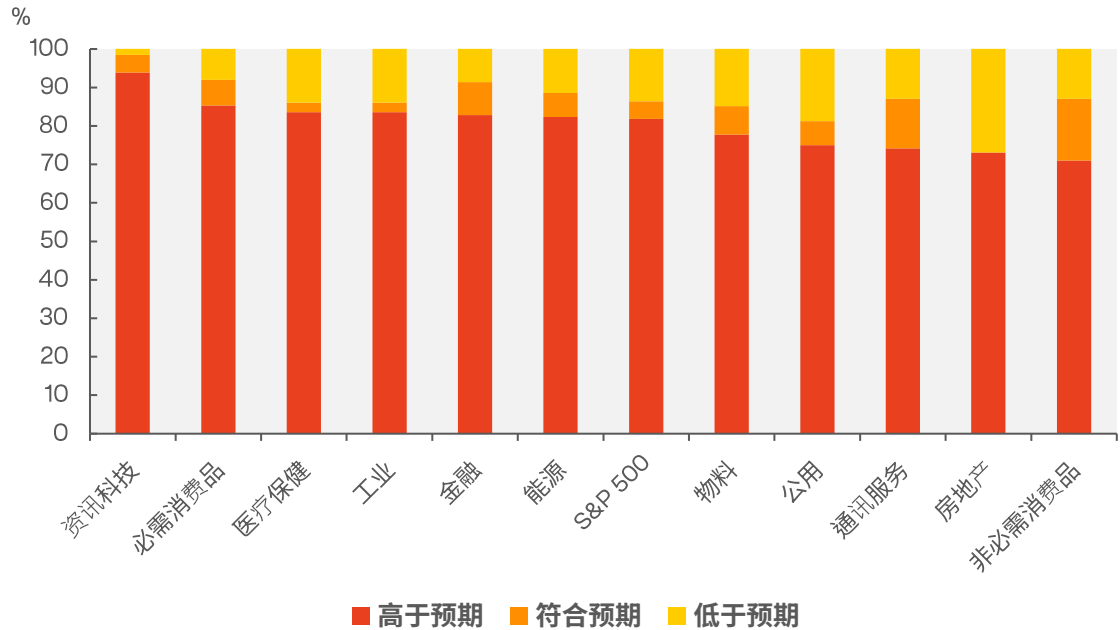




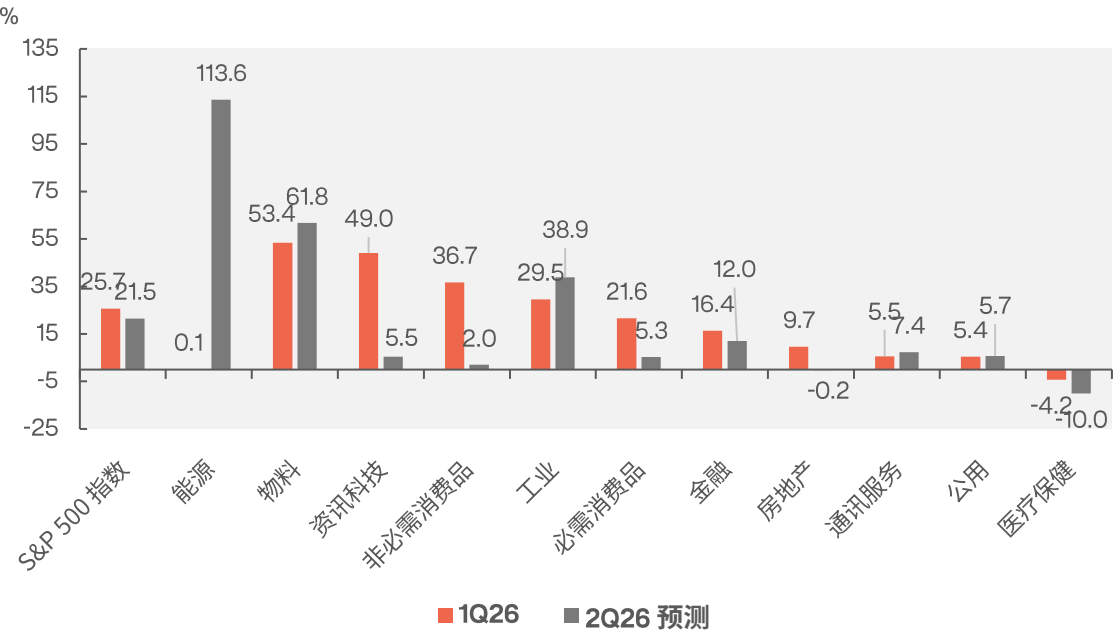
标普500分类行业盈利表现分化，信息科技盈利惊喜度及增速均处前列

- 按行业分类，1Q26盈利超预期股票数目占比首3大的行业分别为信息科技（94%）、工业（85%）、医疗保健（84%）；此外，期内盈利增速最高的三大行业分别为信息科技（+53%）、通讯服务（+49%）、非必需消费（+37%）。
- 市场预期2Q26盈利增速最高的三大行业为能源（+113%）、信息科技（+62%）、物料（+39%）。主要受惠于：i) 国际油价、气价和金属价格上涨；ii) AI基建行业（包括半导体、内存、网络设备、电力设备等）出货量及平均售价显著增长。
- 市场预期2Q26通讯服务、非必需消费行业之盈利增速将显著放缓，主要受累于能源价格飙升削弱消费信心，并增加消费品生产与运输成本压力。随着6月油价大幅回调，下半年盈利增速料有回升空间。

标普500指数及各行业1Q26盈利分析



标普500指数及各行业盈利增长



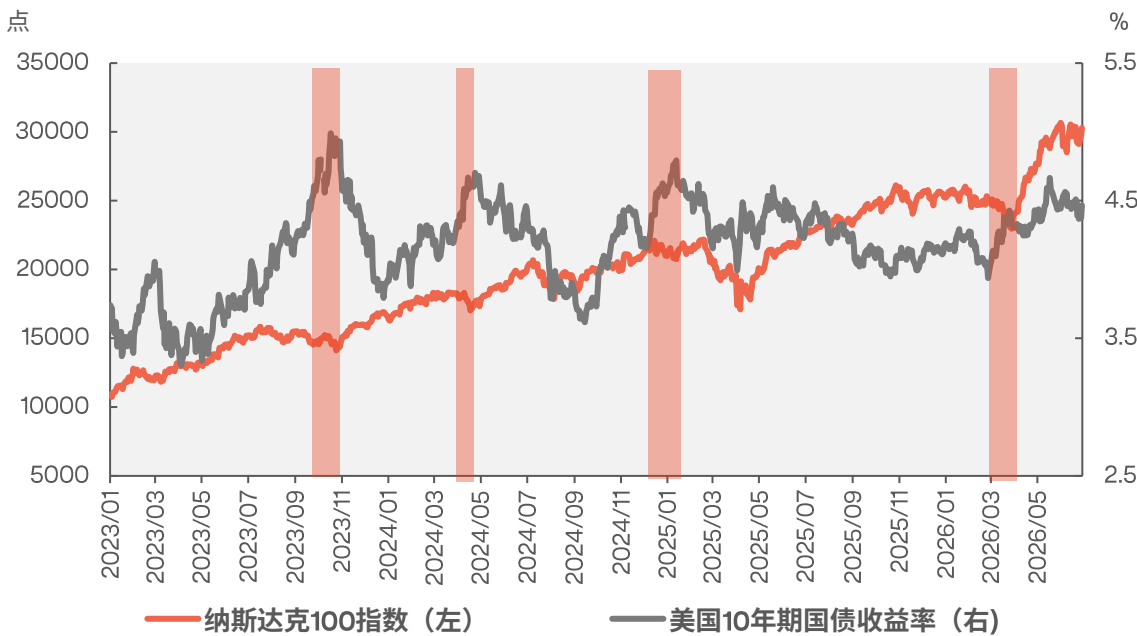


加息周期重启未必利淡股市，长债利率若飙升则不利科技股

- 基本情景下，我们预期美联储下半年将加息25点子，料属一次性行动而非加息周期重启。现时美国经济具有韧性，我们认为温和加息对美股冲击有限。观乎历史数据，在启动加息周期前3个月，标普500指数普遍录得正回报；惟踏入加息周期后首3个月，美股表现明显转弱。
- 2023年至今，当10年期国债息率在4%以上，并在2个月内抽升超过50点子，期内纳斯达克100指数均录得负回报。10年期美债息率由4月中旬4.22%一度抽升至4.68%，近46点子，如10年期美国债息率短期内进一步抽升至4.8%，预期将对估值较高及现金流回收周期较长的科技股带来较大回调压力。

加息周期年份	首次加息日期	基准利率变动	加息前3个月S&P 500表现	加息后3个月S&P 500表现
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%
平均表现			+2.04%	-5.7%

纳斯达克100指数 vs 美国10年期国债收益率

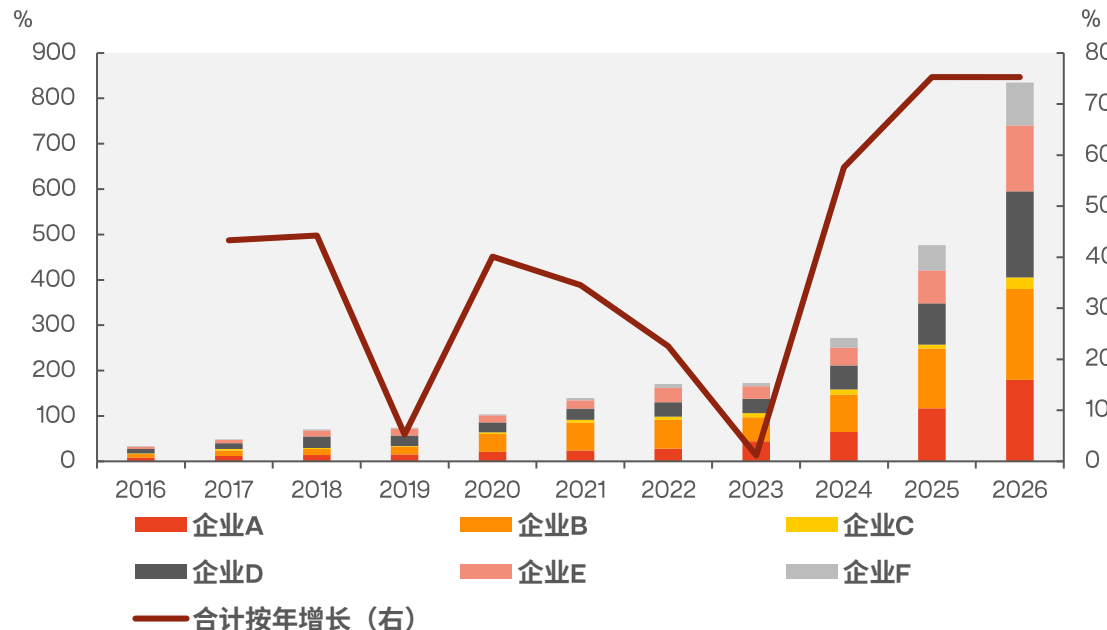




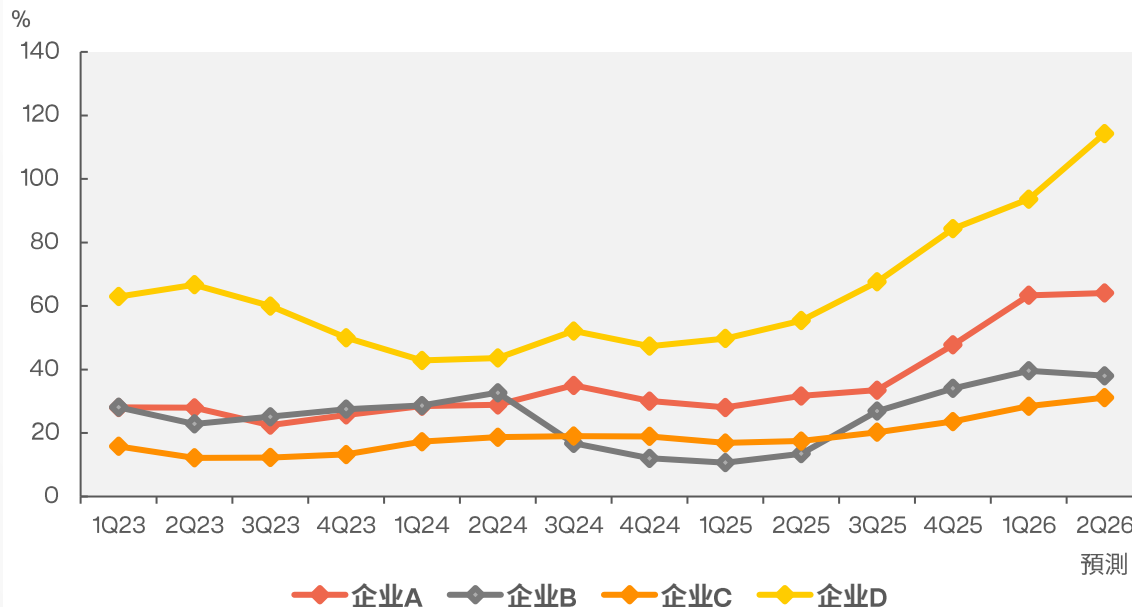
科技及人工智能 – 资本开支持续升，云收入维持高增长

- 随着AI模型性能持续增强、算力基建升级，美国6大中下游AI科技股FY26资本开支料提升至8,350亿美元（按年增长75%），较今年初预期上调30%，以加大投入建设算力及网络基础设施，我们认为将继续利好AI上游行业的订单量和平均单价之提升，未来数季之盈利能见度较清晰，例如GPU、CPU、晶圆代工、服务器、网络传输、电力设备、数据中心基建等。
- 主要大型云服务商1Q26期内的AI云业务收入加速增长，未交付之算力订单亦创新高（三大云服务商按年增加140%），显示AI变现能力逐步强化，另外期内经营利润率及自由现金流亦有改善迹象，维持看好。

美国中下游科技巨头年度资本开支



美国四大AI云营运商之核心季度收入按年增速

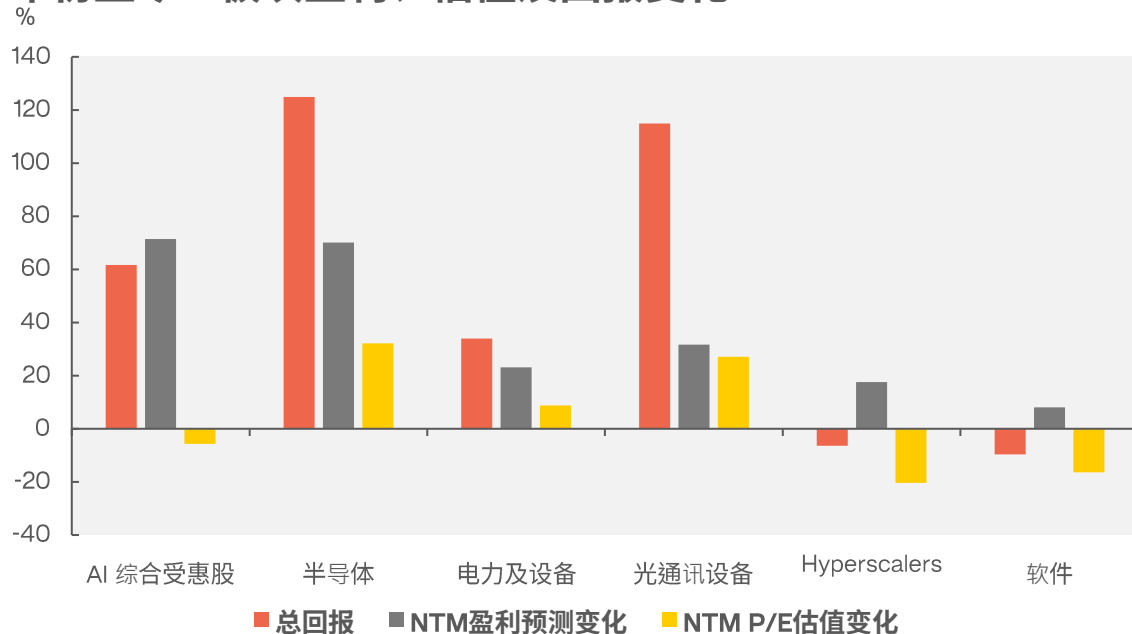




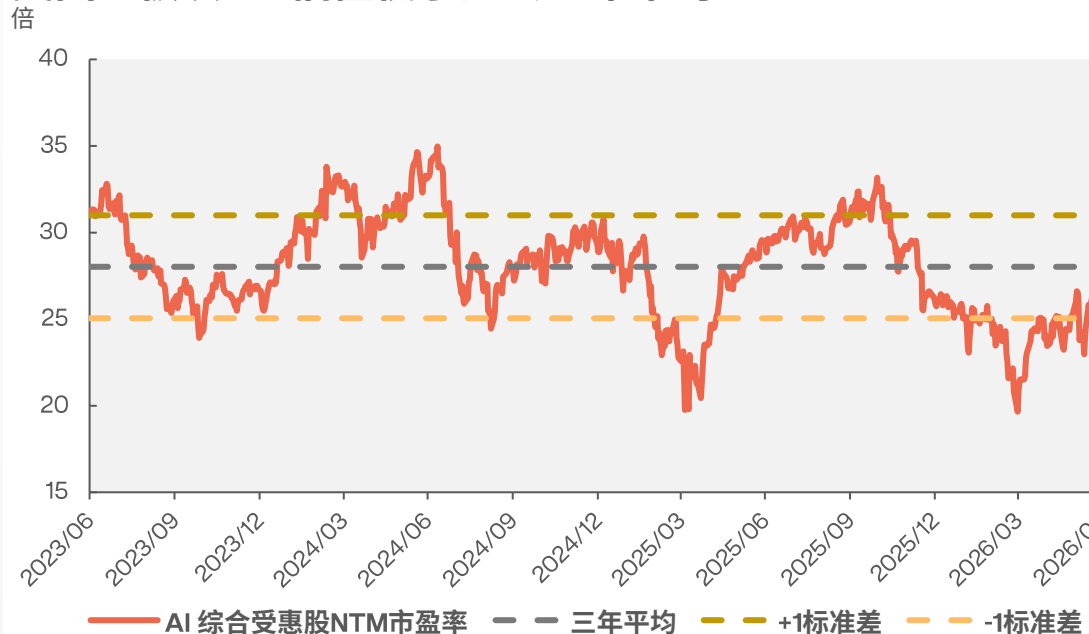
AI板块升势主要由盈利驱动 较看好半导体、电力设备、Hyperscalers

- 年初至今美股AI受惠股指数累升61.7%，但目前NTM市盈率仅约24倍，因升幅主要来自盈利预测上调（+71%）而非估值膨胀（-5.7%）。
- 半导体板块盈测上调幅度最大（+70.1%），约贡献升幅56%，主要受内存股强劲盈利增速驱动。电力设备的盈测上调贡献升幅67%，稳健盈利料有助股价中线向好。光通讯板块期内升幅偏向估值扩张带动，主要股份估值较高，较易受债息上升或市场杂音触发回调。
- 年初至今Hyperscalers跑输同业，估值遭下修约20%，料初步定价CAPEX大增、利润率和自由现金流受压、股权融资压力加剧等负面因素。随AI大模型升级、企业Tokens使用量增加，或可支撑其云业务维持高增长。AI板块P/E 24倍，低于过去3年平均28倍约1个标准偏差。

年初至今AI板块盈利、估值及回报变化



美国AI板块P/E估值低于过去三年平均





美国科技股的市场忧虑与我们的解读分析

利淡事件 / 市场忧虑	分析及观点	潜在冲击程度 (5*为冲击程度最大)
Hyperscalers折旧开支大增，以及潜在配股集资压力	- Capex上升导致折旧开支增加已属市场广泛预期之内，只要维持云业务收入强劲增长，以及AI模型市占率提升，对股价影响有限； - 大规模配股集资对每股盈利及ROE带来负面影响，但只属一次性，对股价影响取决于每家企业的配股条款及财务状况。	每股盈利：*** 估值：**
巨型IPO上市冻结资金，纳入主要指数将削减其余重磅科技股权重	- 冻资影响短暂且轻微，因投资者多以借贷融资方式认购，市场增量资金亦相当充裕； - 受限于流通市值，新股纳入指数的权重未必太大。	每股盈利：不适用 估值：*
Semi Analysis报告预测CPO光互连技术量产延期，以及800V DC数据中心部署进度较慢	- Scale-Up CPO确受限于封装良率、成本效益等挑战，大规模量产可能须延后至2028-2029年，料未能实现市场最乐观的期望，惟只是对光通讯板块估值的合理修正； - 根据Nvidia台北GTC大会表示，800V DC机柜可于3Q26实现量产就绪，惟我们预期大规模应用仍需时推进，电力设备股估值可能需小幅下修，但长线基本面仍坚实。	每股盈利：** 估值：****
AI大模型Token价格面临下调压力	- 由于竞争加剧及部份企业收紧预算，部份基础大模型或须下调Token收费，短期可能削弱Hyperscales ROI表现，并制约未来Capex增速； - Token减价后料催生更多企业采用AI的需求，另外算力架构技术突破亦有助降低Hypersclaers的运算成本。	每股盈利：*** 估值：***

数据源：彭博，数据截至 2026年6月30日，以上提及企业名称仅作参考用途，并不构成投资建议

过往表现不代表将来表现



美股AI投资仍炽热：主题细分板块之投资逻辑

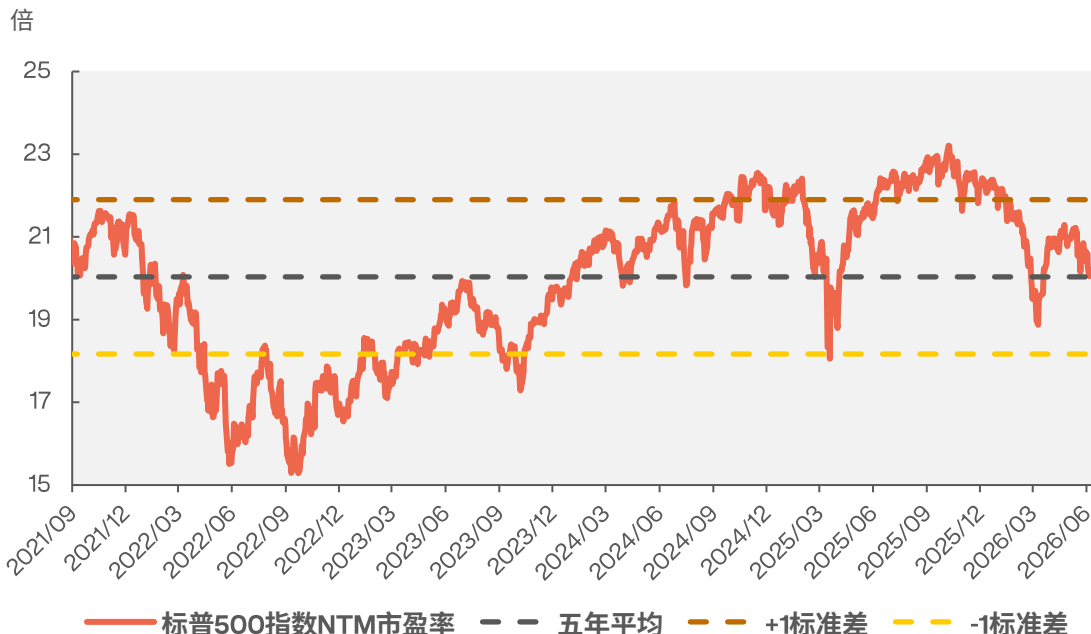
细分板块	投资逻辑	看好程度 (*最看淡；*****最看好)
GPU、CPU、ASIC	1) AI云服务商及模型开发企业持续上调Capex，算力芯片订单价量齐升； 2) 龙头GPU及ASIC开发企业陆续发布新一代产品 (如Vera Rubin系列、8T & 8I TPU)； 3) Agentic AI应用愈趋普及增加CPU的潜在需求，未来CPU:GPU的使用比例将由目前1:8升至1:1。	*****
晶圆代工及设备	全球AI芯片的先进制程（7nm以下）和先进封装技术（CoWoS）产能处于严重供不应求格局，一线晶圆代工厂订单价量齐升。	*****
网络传输设备	1) AI数据中心的网络架构正加速升级（400G→800G），超大型云服务商甚至已开始部署1.6T的交换机与光收发模块； 2) 新一代AI服务器内部与外部需要数量庞大的光收发模块来维持高带宽、低功耗的通讯，OCS、CPO等尖端技术加速应用。	***
电力设备	1) AI数据中心持续消耗美国大量电力，料加速当地电网升级扩容，并开发更多可再生能源； 2) AI数据中心须采购更多独立电源，提升变压器、燃料电池、燃气涡轮机、储能设备之需求。	*****
云服务商	1) AI大模型升级及商用Agent产品开发进度超预期，料带动tokens使用量上升及云服务提价； 2) OpenAI、Anthropic等企业料将于今年内上市，集资后有助巩固算力合约交付。	*****



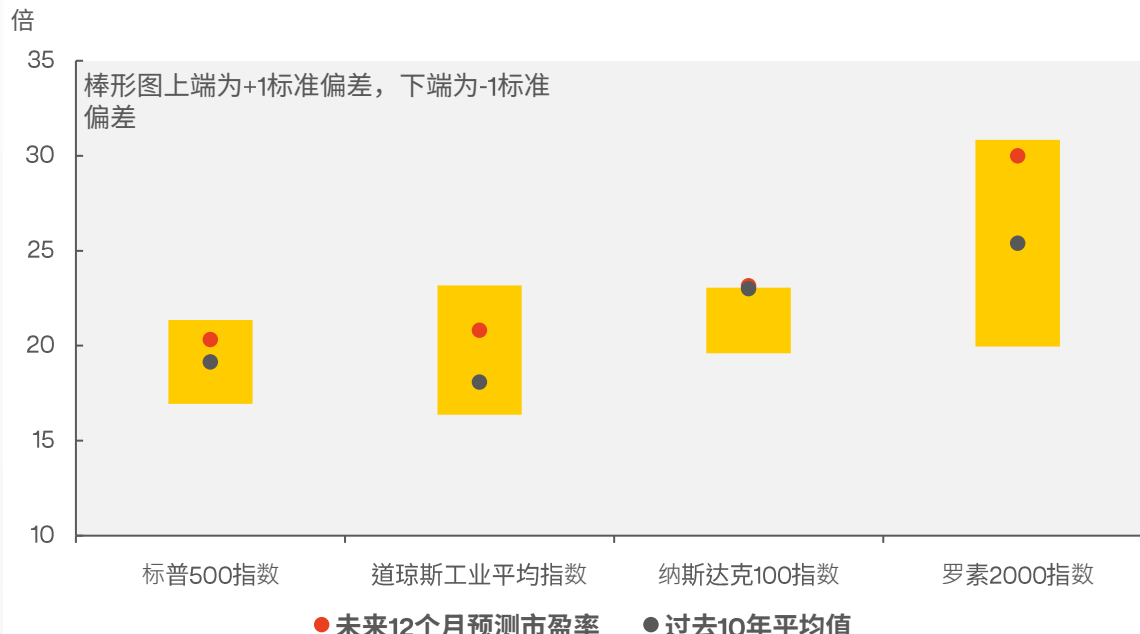
美股主要指数估值仍属合理水平，标普500指数仍有上调空间

- 标普500指数目前NTM预测P/E约20.3倍，回落至5年平均（20倍），远低于4Q25期间高点（23.1倍）。在AI爆发年代，企业受惠于盈利增长加速及ROE提升下，主要指数之预测P/E高于10年平均（0-1个标准偏差）属新常态。除非金融市场出现重大尾部风险，例如美伊战局反复、美联储大幅度加息、就业和消费市场大幅恶化等，否则美股主要指数现时估值仍处于合理水平。
- 除科技股外，我们看好物料、工业、金融等板块，盈利增长有望加速。基本情景预测下，我们上调FY26标普500指数每股盈利预测至342美元（按年+27%），上调NTM预测市盈率目标至23.0倍，2026年标普500指数目标由7,090点上调至7,870点。

标普500指数NTM P/E 回落至五年平均



美股四大指数预测市盈率及过去十年平均值





市场资金Q3有机会向非科技股进行轮动

细分板块	投资逻辑
金融股	• 美联储息口预期转鹰，减息预期消退之下，利率维持Higher for longer机会增，有助于大型银行维持优于预期的净利差（NIM）。 • 随着AI催化的资本开支扩张，企业进行股权及债务融资、IPO 及并购（M&A）活动日益活跃，将直接推动投行业务收入（Fee Income）的增长。
工业股	• AI 叙事由半导体延伸至「电力、重型电气设备、数据中心基建」，重型燃气轮机、变压器、电网升级需求殷切，部份工业巨头订单排期长达3-4年。 • 油价回落有助企业营运成本、物流运输成本下降，有利航空业、飞机制造及航空设备。 • 制造业及供应链回流亦对工业构成中长线利好。
必需消费品	• 当市况出现波动，资金有机会由科技股切换至波动性较低及股息率较高的防守板块。 • 美国5月零售销售按月增0.9%显著超预期，当中杂货零售、健康与个人护理及百货零售类别增长较快。 • 油价下跌助运输、原材料、包装成本下降。
非必需消费品	• 油价回落，有助企业缓解生产及运输成本压力，汽油开支下降亦有利美国家庭消费意欲回升。 • 美股及房地产价格持续向上，财富效应或带动奢侈品、高端服务消费、电商等复苏。 • 美墨加共同主办世界杯，节日消费效应带动餐饮、旅游及酒店，Q2盈利或显著超预期。



中国内地与香港股市：逆流挺进



陈伟聪

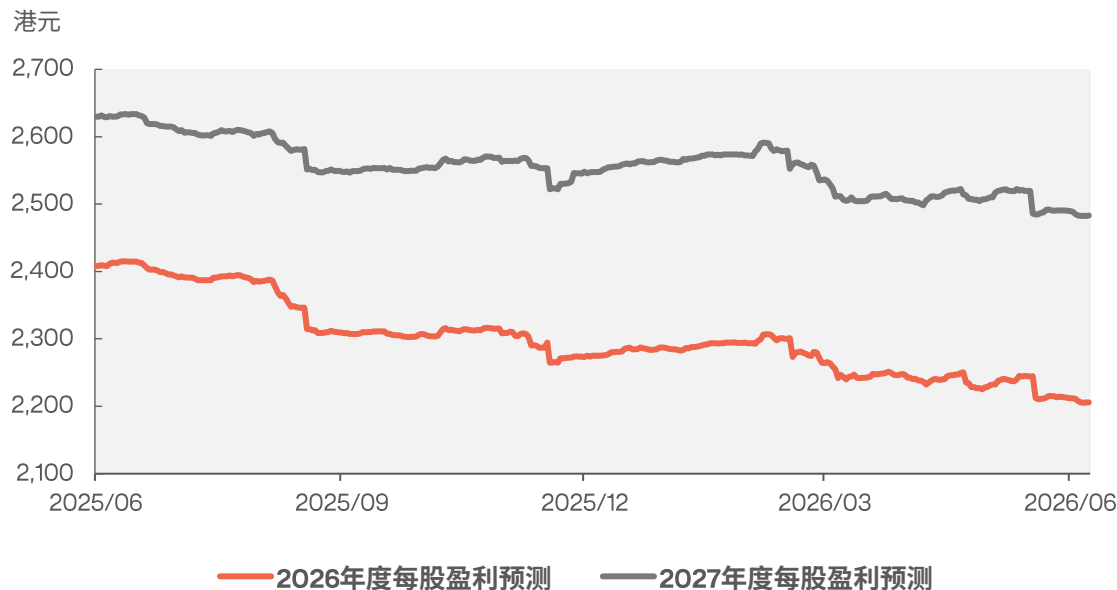
东亚银行财富管理处高级投资策略师



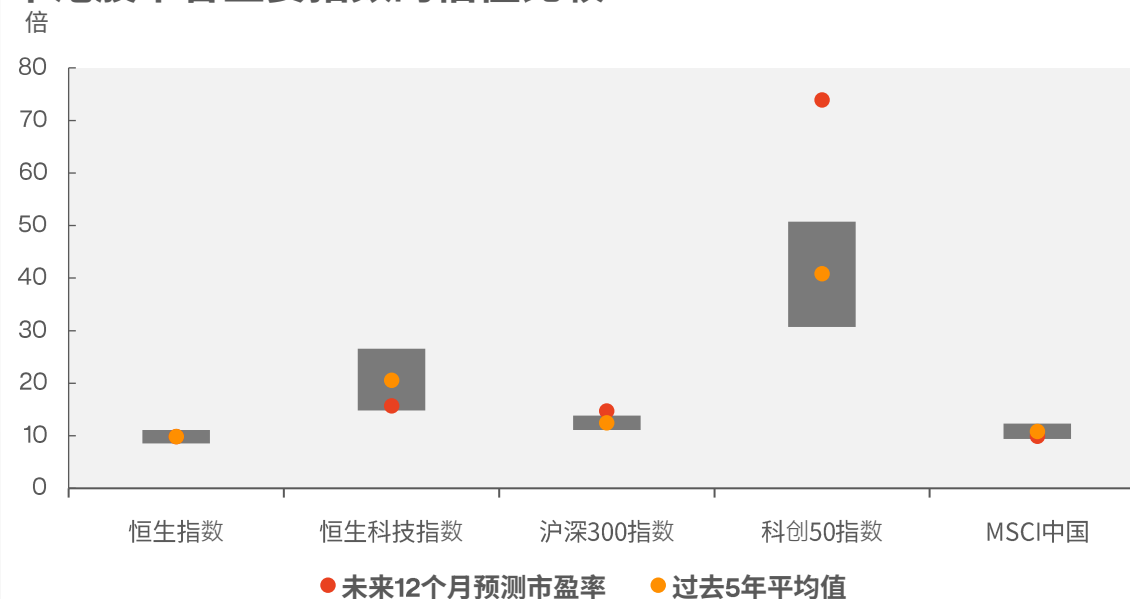
港股市场展望：下调恒指FY26目标至27,100点，Q3料迎来反弹行情

- 基于中国4-5月消费和固投数据普遍逊预期、科企加大AI投入，以及能源和内存等生产成本上升等因素，相信权重科网股和消费股盈利复苏进度较预期疲弱，我们将FY26恒指盈利预测从2,300港元（YoY+10%）下调至2,260港元（YoY+5%）。
- 目前恒指NTM预测市盈率仅为10倍，略低于过去10年平均值（10.5倍），估值吸引力逐步浮现。然而，基于美国加息预期升温、内地限制跨境投资之政策不确定性增加、内地AI模型与应用产品竞争加剧等因素，我们将恒指NTM预测市盈率从12.6倍下调至12.0倍。
- 我们将FY26恒指目标从29,000点下调至27,100点，短期市况过度下跌属吸纳机会，预期2H26将出现阶段性反弹行情。
- 市况潜在反弹催化剂：1)7月中央政治局会议料释出更多稳增长政策；2)近期国际油价急挫或令美联储加息预期降温；3)资金进行板块轮动。

恒生指数FY26及FY27盈利预测变化



中港股市各主要指数的估值比较

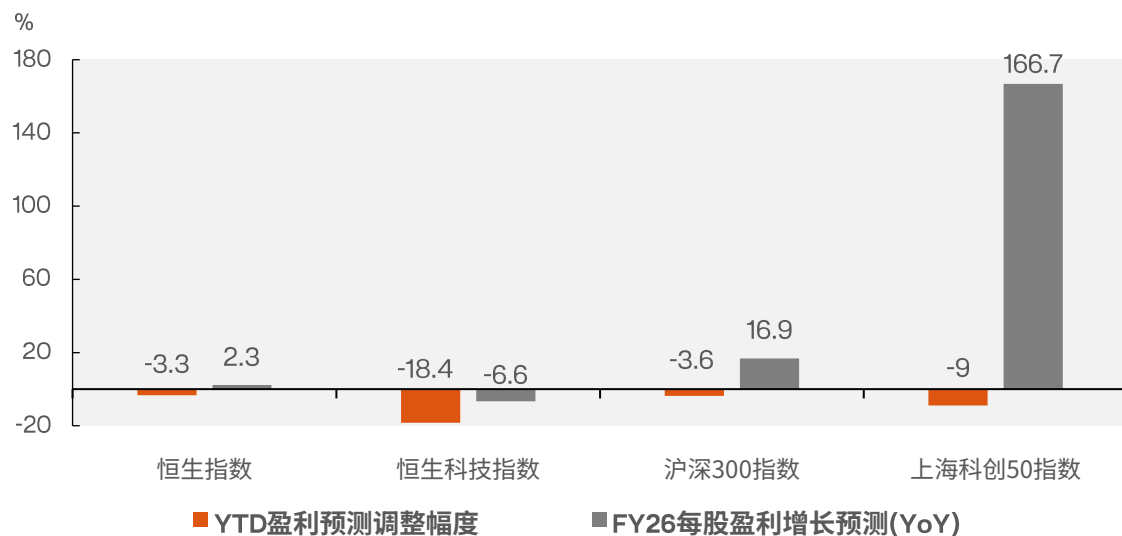




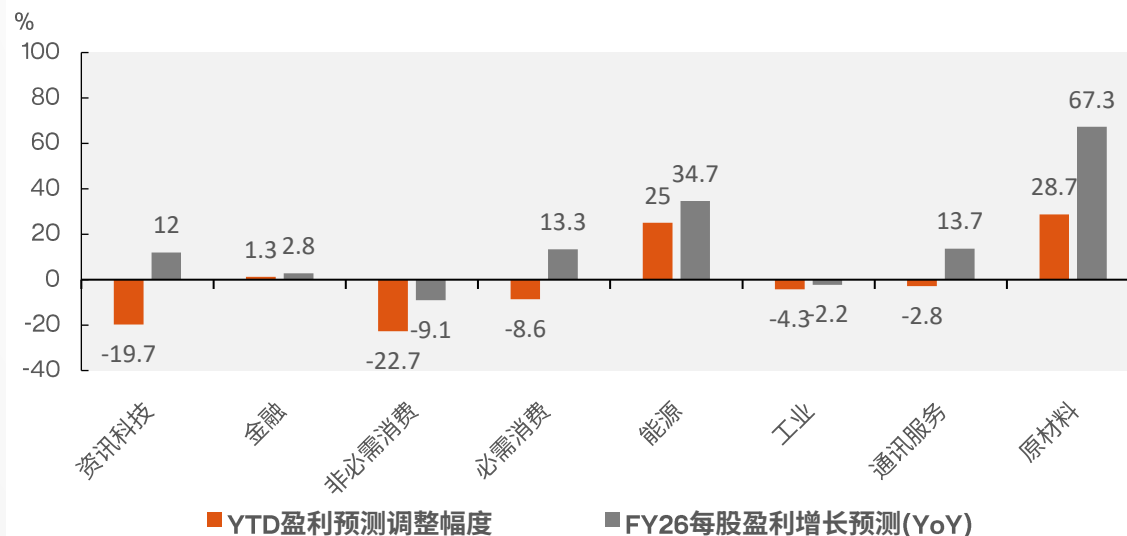
中国A股盈利展望优于H股，硬科技和工业板块盈利增速料续跑赢消费

- 中国内地4、5月经济数据普遍欠佳，中资股Q1业绩失望，A股与港股的指数盈利预测在Q2下调压力增，年初至今累计下调约3%-17%。
- 市场对A股之FY26盈利展望较H股乐观，其中内地科创50指数之盈利增长预测高达166%，远高于恒生科指的-5.2%，科创50指数的半导体及网络设备股票权重较大，故较受惠于 i) 华为最新发表的「 τ 定律」，AI芯片国产替代化进度可望加速； ii) 国内AI大模型token使用量急升，算力投资持续加码； iii) 来自海外AI企业之订单饱满，存储芯片、光互连设备、PCB、玻璃基板等价量齐升。
- 内地消费市场疲软，且受存储芯片成本急升、平台价格战持续等困扰，预期非必需消费板块FY26盈利面临较大下行压力，惟2H26可望出现环比改善。原材料和能源板块YTD盈利预测上调幅度显著领先，但随油、金和多种大宗商品价格近期急速回落，2H26盈利增速料减弱。市场对工业板块之盈利预测或过于审慎，受惠出口需求旺盛、国策支持「六张网」投资、能源成本回落等因素，存在盈利超预期惊喜。

主要中港股票指数FY26盈利预测分析



MSCI中国主要行业之FY26盈利增长预测及调整幅度



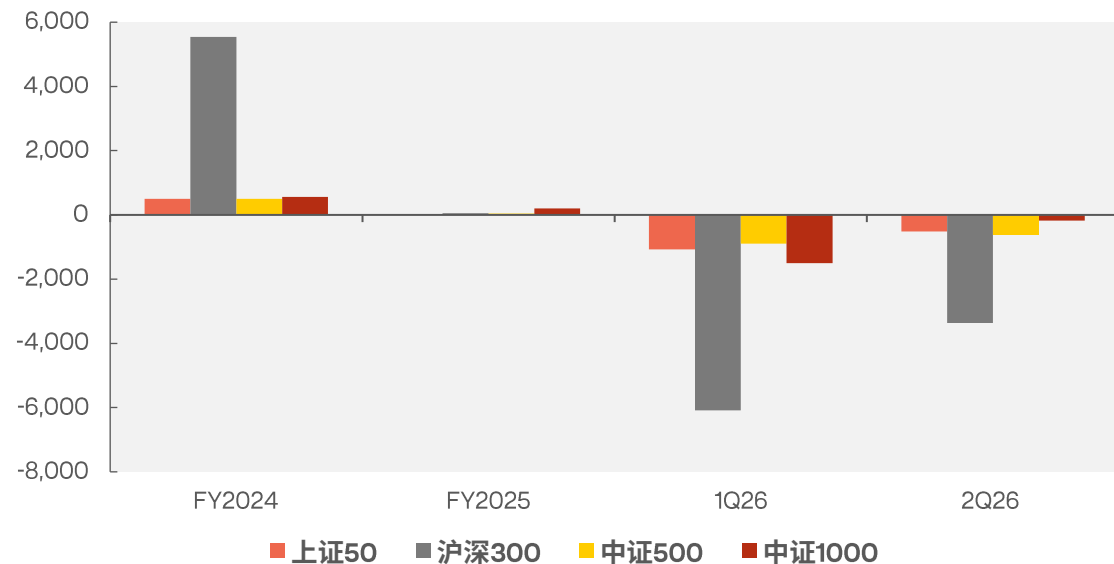


国家队减持及北水走资暂压制股市，惟资金流下半年可望好转

- 中国内地主要股票指数ETF连续两季录得大额净流出，或反映中央汇金等国家队资金正在减持A股仓位，规模约1.3万亿人民币，对短期市场情绪难免造成扰动。不过，国家队减持料只属压抑A股升势过急的手段，对整体流动性未有重大影响。此外，目前国家队资金已减持约90%之股票仓位，相信减磅行动已近尾声；若未来市况跌势加剧，预期国家队资金将再度进场吸纳，以稳定市场信心。
- Q2至今港股通南向净流入规模较Q1进一步转弱，按年亦缩减逾70%，5月份甚至录得单月净流出，属2023年6月以来首次。期内南向资金净买入较多的板块为半导体、PCB、AI大模型、内银、能源；净沽出较多的板块为互联网、非必需消费、金属资源等，且多为恒指成份股。这反映恒指重磅成份股已成近期北水主要套现对象，故暂制约指数反弹幅度，但不宜低估下半年资金风格切换的可能性。

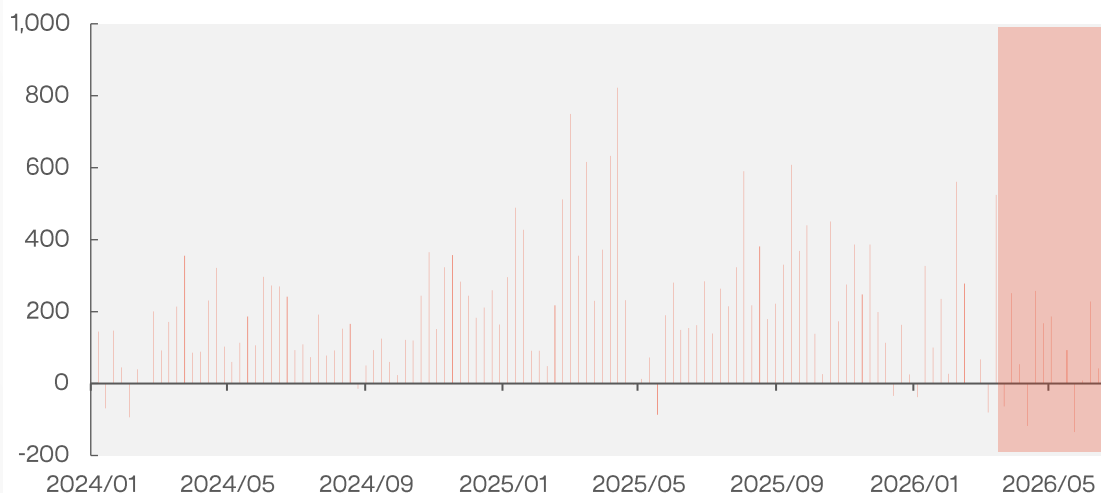
中国内地主要股指ETF申赎资金流

(亿·人民币)



南向港股通每周净资金流

(亿·港元)



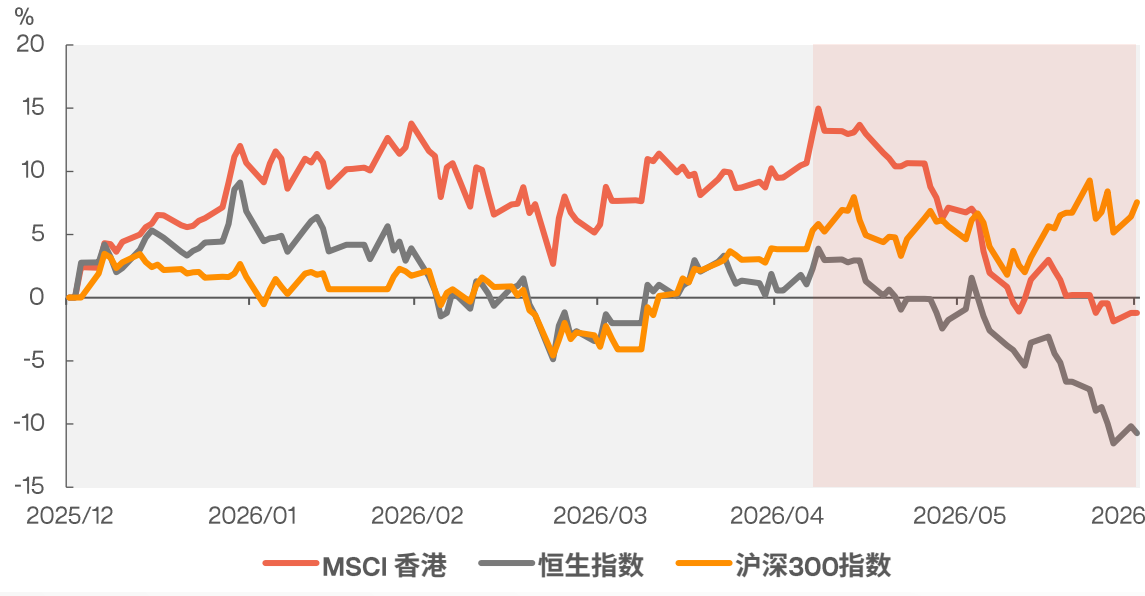


本地板块短期料受累于美国加息预期及跨境投资限制收紧

- 过去5次美国加息周期中，MSCI香港指数在加息前3个月/后3个月下跌的机率达60%/80%，即使跌幅普遍仅为单位数，也须警惕加息预期升温可能对香港本地股票（尤其房地产、公用板块）造成回调压力。
- 今年1月至5月，MSCI香港指数一直跑赢恒指与沪深300指数，但随着市场完全定价年内加息后，MSCI香港指数便由5月高位回落约14%。
- 内地政府拟加强打击境内居民非法跨境投资活动，短期或影响本港银行和保险企业的非利息收入和新业务价值增长，亦可能触发资金暂时流出港股市场，但相信未来将推出更多元化合规跨境投资渠道，可逐步淡化事件冲击。
- 下调本港板块观点至「中性」，可候低收集股价超跌之本地银行、本地保险、交易所等板块，惟未必可重现过去3季显著跑赢大市之走势。

加息周期年份	首次加息日期	基准利率变动	加息前3个月MSCI香港指数表现	加息后3个月MSCI香港指数表现
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%
平均表现			+7.0%	-6.1%

年初至今MSCI香港与中港主要股指回报比较

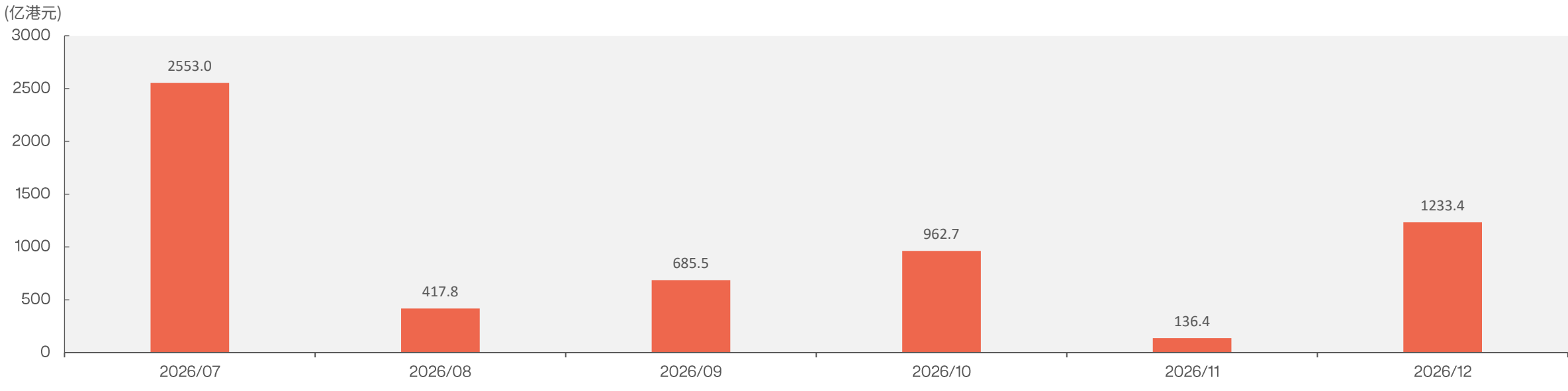




第3季港股IPO解禁压力料大增，累计升幅较大之科技股宜持谨慎态度

- 7-9月港股市场将面临规模约3,500亿港元的IPO限售股解禁压力，未来12个月解禁规模更高达2万亿港元，多集中于AI模型、科技硬件、半导体、生物科技、机器人等板块。
- 由于多只半新股上市以来已累积惊人升幅，目前估值亦偏高，其主要大股东、战略投资者及基石投资者等料有较大获利减持意欲，解禁前后可能对股价造成短期下行压力。若该股票仅为H股上市，且解禁股票占已发行股数比例较高，预期回调幅度较大。其他同行业股份亦可能受波及。

港股市场IPO解禁规模与时间表



数据源：彭博，数据截至 2026年6月30日

过往表现不代表将来表现



港股市场重点关注之投资主题及板块

行业 / 主题板块	看好原因	看好程度 (*最看淡; *****最看好)
AI半导体+ 网络基建设备	i) 受惠国策支持及半导体制程技术突破，AI芯片国产替代化进度可望加速； ii) 大型科企AI云业务收入增速持续强劲，且具价格上调空间； iii) 来自海外AI企业之订单饱满，存储芯片、光互连设备、PCB等产品价量齐升。	****
内地工业设备	i) 内地政策推动「六张网」投资，有助扩大新型电力与储能设备、通讯网络设备及重型建筑机械的需求量； ii) 出口及海外业务增长迅速，且利润率普遍高于国内市场。	*****
油轮及航空运输	i) 国际油价回落，加上霍尔木兹海峡可望逐步开放，料可加速各国补充原油库存进度，有利VLCC等油轮提升运输量及运价； ii) 航油价格下滑有助改善海外出游需求，提升国际航线RPK与运载率，且可减低航空企业之营运成本。	***



港股市场重点关注之投资主题及板块

行业 / 主题板块	看好原因	看好程度 (*最看淡; *****最看好)
内地券商+保险	i) 香港新股市场气氛维持炽热，A股市场可能加速大型IPO上市审批； ii) 行业Q1净利润增速普遍超预期，Q2业绩能见度较高； iii) Q1寿险新业务价值增速强劲，且维持较高利润率； iv) 险企近年积极提升股权资产投资占比，有利强化投资收益表现。	*****
内地电讯	i) 未来5年内地将斥资约2万亿元人民币扩展数据算力网，三大电讯商料将负责营运，有利扩大其AI云业务市场份额； ii) 企业自由现金流强劲，目前NTM股息率高达6.3%-7%，远高于中国10年国债收益率，估值吸引。	***
矿业+有色金属	i) 受益于全球AI数据中心、电动车、国内电网升级和新能源行业的快速发展，有助支撑铜和碳酸锂价格； ii) 头部企业的矿场营运能力理想，加上多项新收购投产，预期产量稳步提升。	****



股票：亚洲市场



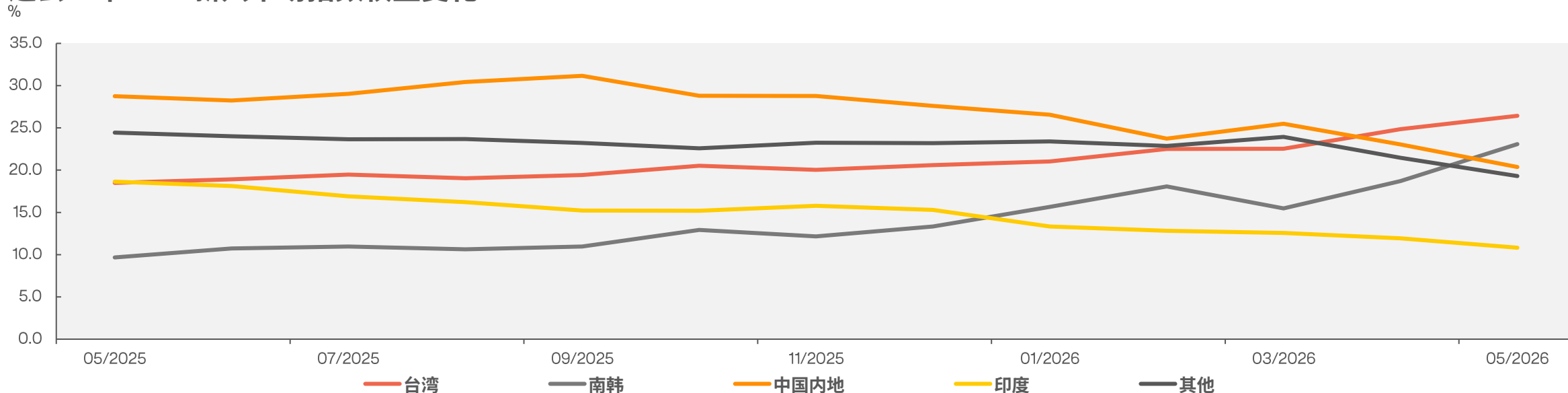
东亚联丰投资团队



股票：亚洲市场

- 全球市场对地缘政治与能源冲击的消化能力强于预期，整体宏观展望维持乐观，亚洲风险资产表现并未受战事拖累。
- 美国科技巨头预计在2026年投入6,200亿美元AI资本开支，其盈利释放将持续转化为亚洲硬件与制造供应链的实质收入。
- 台湾与南韩作为AI芯片、组装及内存的核心供应地，在新兴市场指数中的权重显著提升，且目前平均估值仍较美国折让约40%。
- 中国内地经济结构转型成效初现，科技与新能源等新经济板块的强劲动力，已足以抵销传统楼市与旧经济疲弱带来的拖累。
- 日本通胀攀升巩固了央行的加息立场，且其AI设备供应链地位稳固；新加坡则推出50亿星币发展计划，锐意激活股市流动性。
- 印度股市预期市盈率接近22倍，估值昂贵且缺乏AI概念股吸引外资，国内九成石油依赖进口，正面临高油价转嫁带来的通胀考验。

过去一年MSCI新兴市场指数权重变化



数据源：彭博，上图显示各国家或地区的权重变比，数据截至 2026年6月17日

过往表现不代表将来表现



目录

- 1 宏观策略
- 2 宏观经济
- 3 股票
- 4 债券
- 5 外汇
- 6 商品
- 7 季度资产配置





环球债市：定锚乘风



郑莹

东亚银行财富管理处投资策略师



环球债市第三季展望及策略 – 定锚乘风

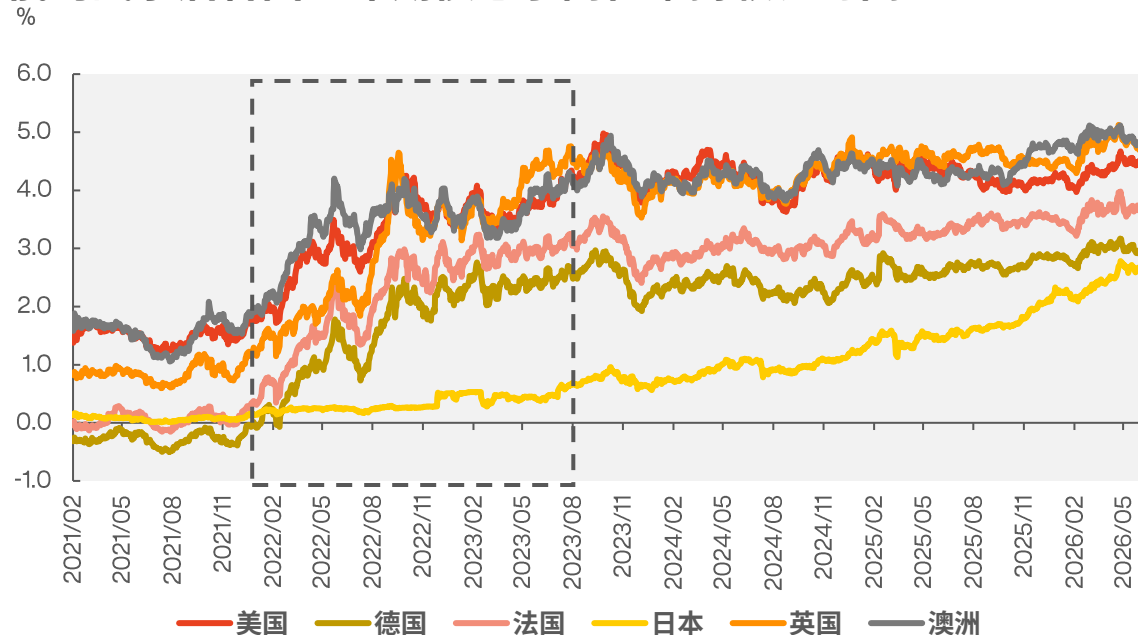
- ❑ 美伊和谈有进展，地缘尾部风险降温，但需注意通胀的潜在滞后效应，加息预期升温以及人工智能庞大资本开支形成的融资需求，预期仍将为第三季度带来不确定性。我们预期美联储下半年将加息25点子，料属一次性行动，而非加息周期重启。
- ❑ Q3 整体债券配置：建议采取「稳定收益定锚、存续期风险防御」的思维，策略上以获取票息（Carry）为首要考虑，将组合的整体存续期控制在短至中期，并精选优质信用债，静待通胀回落、政策预期实质转向或地缘风险彻底缓和后，再逐步拉长存续期，并放宽风险敞口。
- ❑ 美国国债：短端（front-end）在加息预期下急升，但现水平或已「充份反映」年内加息的预期。联储局减少前瞻性指引（Forward Guidance），或将加大短端波动性，现水平短债收益吸引，提供一定票息保护，其存续期低、价格下行风险有限；中期债（尤其是腹部区间）有潜力提供较高票息及滚动收益（Roll-down return）；实质利率走高，加上美国债务规模庞大且财政赤字持续恶化，未来或进一步加大发债，长端存续期风险较高。鉴于当前通胀及利率环境仍有不确定，建议部署短中期债为核心，优先锁定较高票息，降低组合对利率波动的敏感度。
- ❑ 环球信用债：整体利差处于低位，投资级别债基本面维持强劲，利差处于历史低位区间附近，在美债收益率仍高企的环境下，我们更偏好受利率风险影响较轻的中短期投资级别债券，重点关注现金流稳健、杠杆可控、融资渠道通畅的优质发行人。高收益债整体收益回报吸引，但预期基本面较强与较弱的发行人之间信用分化将加剧，当前利差保护不足，对融资成本上升敏感，建议精选财务稳健的发行人、控制仓位、避免过度下沉资质。
- ❑ 新兴市场债：整体经济韧性仍强，绝对收益率仍具吸引力；新兴市场本币债后续走势较受美元走势影响，若后续通胀回落，美元在Q3的升势略为放缓，本币债或具较强潜力获得汇兑收益与资本利得回报。



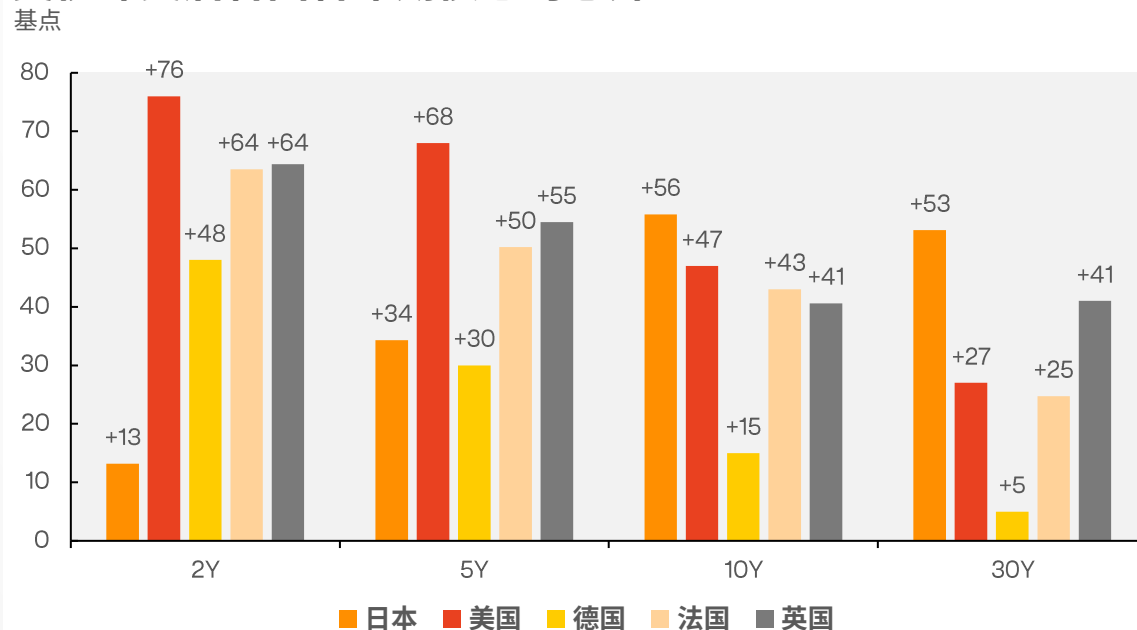
环球债市：环球通胀预期仍未明朗，各国债息暂高据不下

- 美伊冲突持续时间超过三个月，其间霍尔木兹海峡受阻，能源价格急升。各国经济数据反映通胀持续升温，并开始由能源价格传导至不同层面，欧洲央行及日本央行已进行加息行动应对通胀升温。
- 通胀风险溢价上升加上环球央行对加息预期重新定价，主要国家较高利率环境（Higher for Longer）的预期，导致各国国债收益率暂高居不下。虽然美伊和谈协议具进展，但海峡完全恢复冲突前的通行状态仍需要时间，加上通胀或具滞后效应，能源价格、环球通胀及息口路径仍不明朗。

俄乌战争后各国10年期债息于高位维持较长时间



美伊冲突后各国各年期债息均急升

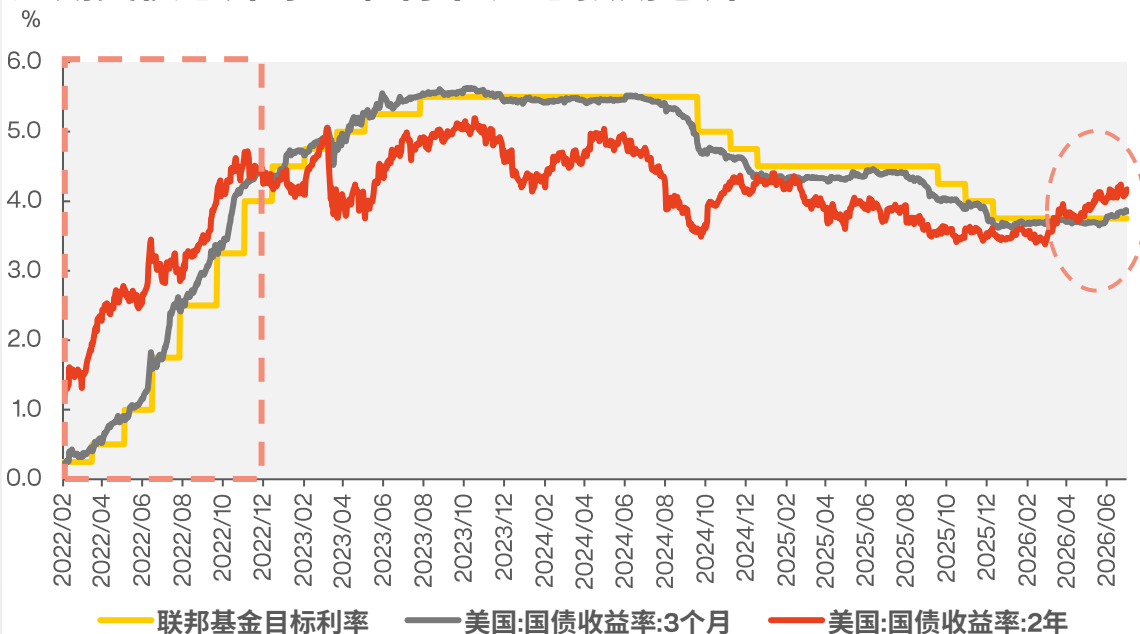




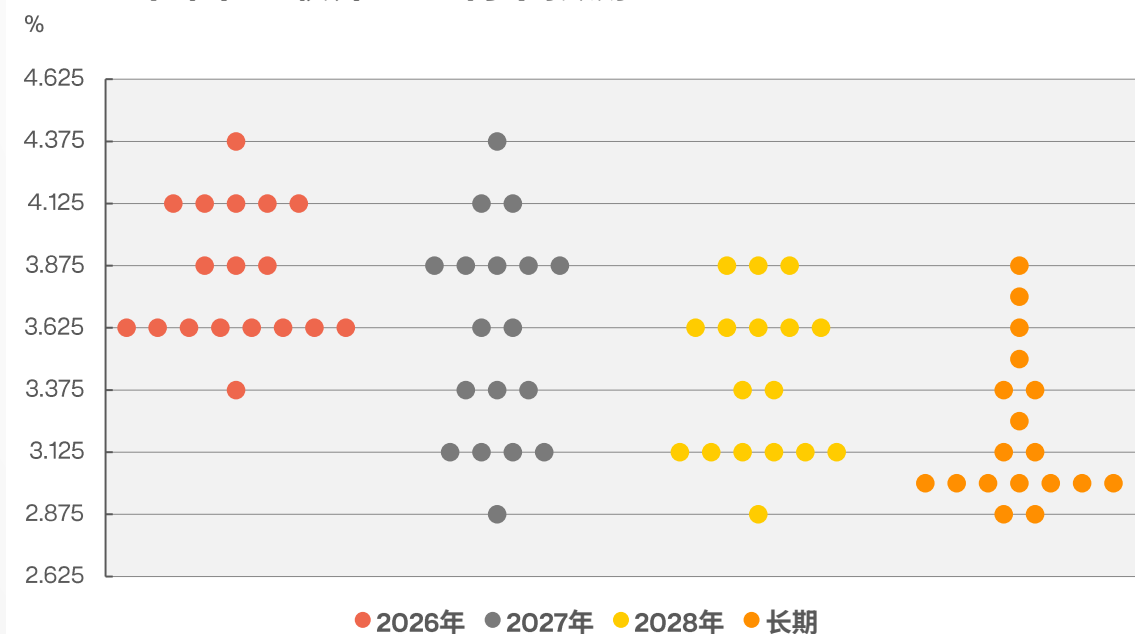
美国国债：短债或已定价年内加息预期，惟波动率或上升

- 3个月及2年期美债息升穿基准利率，22年3月加息前亦有此情况，其后随着加息开始，以及23年市场开始定价减息预期，2年期债息回落至基准利率以下。我们预期美联储下半年将加息25点子，料属一次性行动，而非加息周期重启。最新位图投票，18位官员中有9位支持年内加息，加息预期大升，但位图亦显示官员不打算将政策利率长时间维持在具限制性水平、大部份料2027息口回落。
- 现时基准利率中位数为3.625%，2年期美债息一度升穿4.23%，已反映2次（共50点子）以上加息机会，短端或存在过度定价。惟美联储不再提供前瞻性指引，市场对每次数据的反应或更剧烈、加大短端的波动性，但现水平短债收益率吸引，具票息保护、其存续期低，价格下行风险有限，但波动性与利率政策高度锚定。

短期美债息升穿基准利率 加息预期急升



FOMC 位图 — 联邦基金利率预测

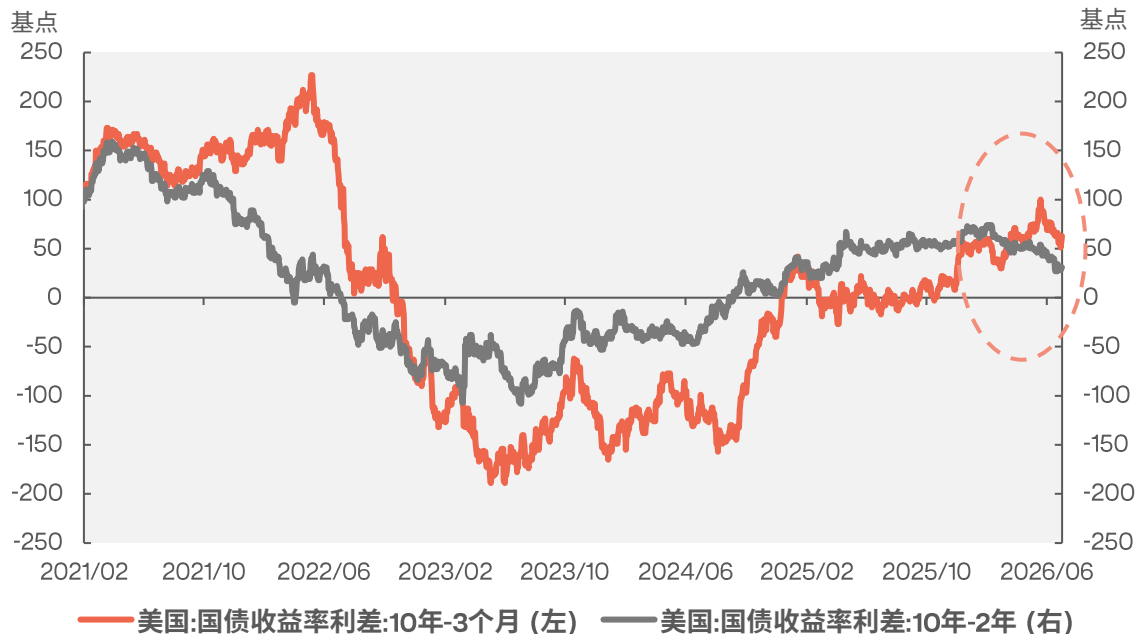




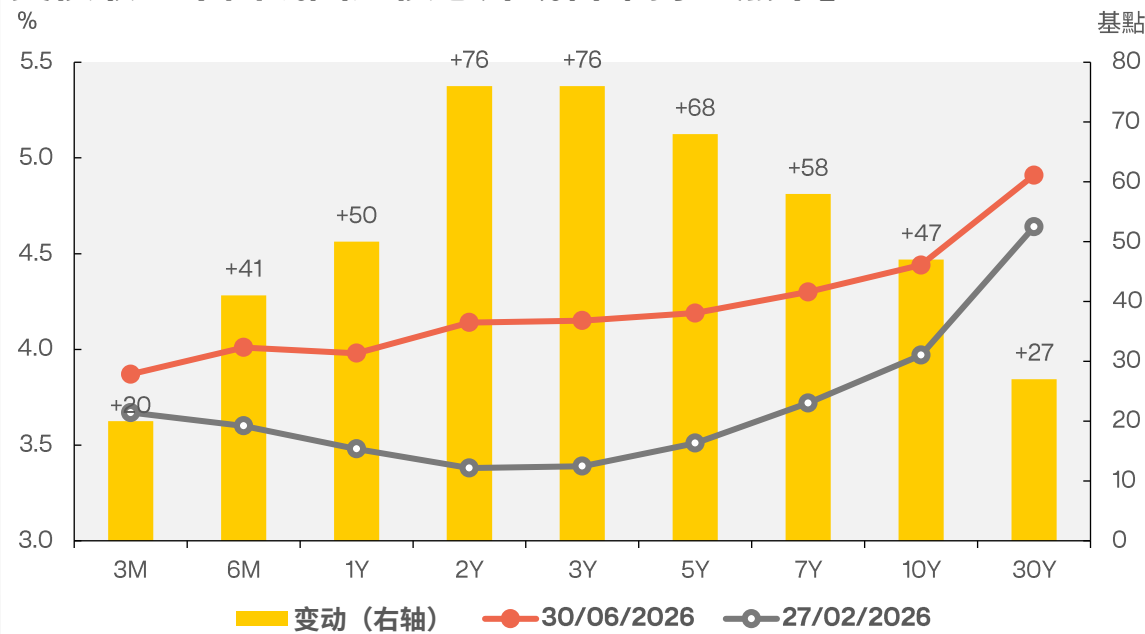
美国国债：收益率曲线短期维持「熊平」，核心配置曲线中段及腹部

- 美国10年期与2年期国债息利差于2022-2023年一度倒挂至-100点子，2025年开始从倒挂回正，目前利差约31点子，因2年期债息急升，利差快速收窄；10年期与3个月利差约57点子，10年 vs 2年利差比10年 vs 3个月利差收窄得更快，反映市场对2年期定价比3个月激进。
- 预期2年期债息急升推动收益率曲线短期内维持「熊平」 (Bear Flattening) 形态，下半年或走向「牛平」或「牛陡」；长端利率受期限溢价推升所制约，利率中枢仍将上移，当前调整幅度较大的曲线中段 (3Y-7Y) 收益率已升至约4.1%-4.3%高位。中期债持有收益吸引、存续期风险低于长端，尤其是「腹部」 (Belly, 5-7年期) 的滚动收益 (Roll-down) 有潜力提供可观的资本增值。

美国10年期与2年期国债收益率利差快速收窄



美债收益率曲线因短债急升或暂维持「熊平」

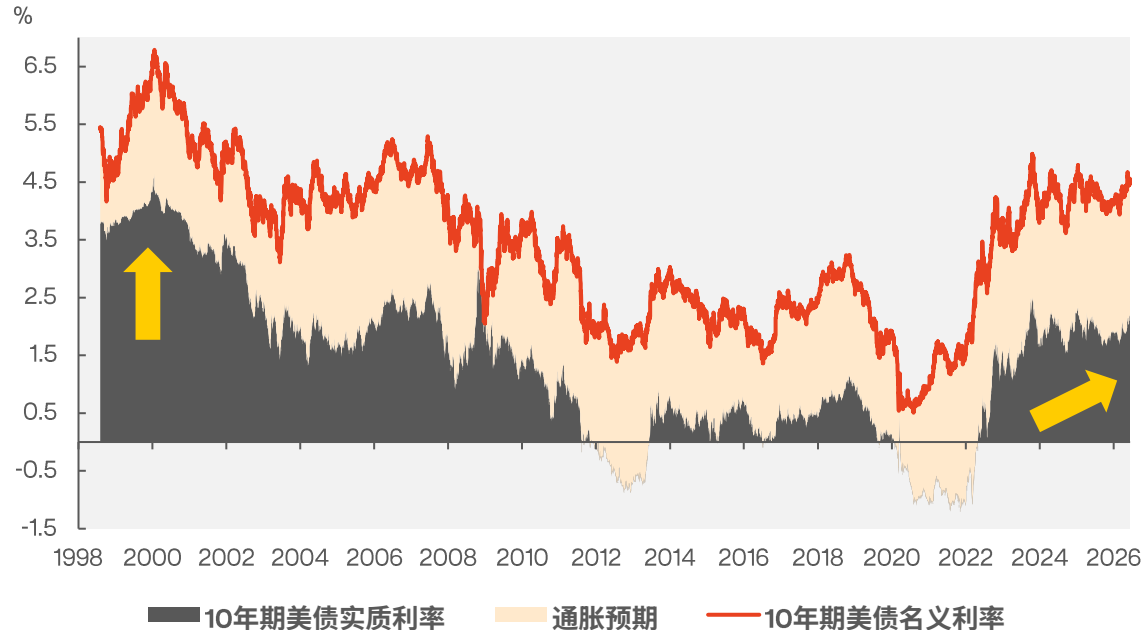




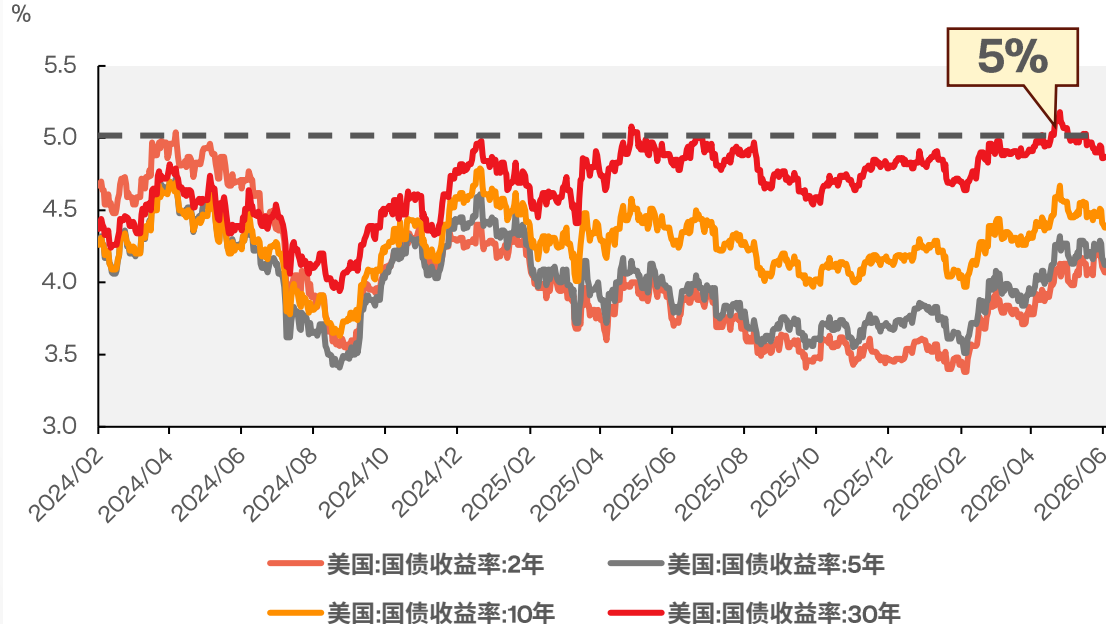
美国国债：AI投资炽热拉动实质利率向上，抬升长债利率中枢

- ❑ 美伊冲突后10年期美债息一度升穿4.68%，名义利率的攀升不只受通胀预期所驱动，实质利率由冲突前约1.68%显著攀升至2.2%以上，AI基建投资热潮带动强劲的融资需求，带动实质利率向上。1998年科网热潮期间，实质利率一度抽升至近4%。如较极端的科网泡沫化投资情况出现，10年期债息或有突破5%的风险。即使后续通胀逐步回落，实质利率的攀升料会抬升10年期美债息的中枢。
- ❑ 加上美国债务规模庞大且财政赤字持续恶化，未来有机会加大发债规模，长端存续期风险较高，对长端美债前景维持审慎。鉴于当前通胀及利率环境仍有不确定，建议部署收益率曲线中段，存续期控制于短至中，优先锁定较高票息，降低组合对利率波动的敏感度。

科网泡沫时期实质利率曾升穿4厘



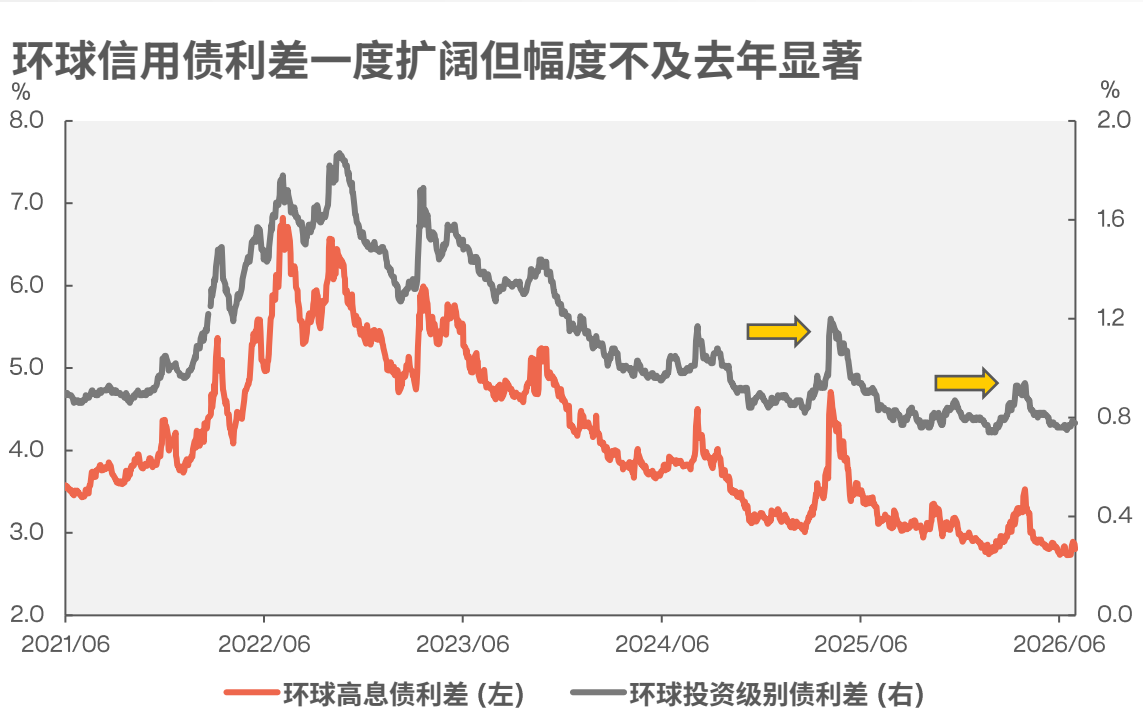
美国30年期国债收益率度升穿5厘





环球信用债：利差处于低位，基本面维持稳健

- 环球投资级别公司债（IG）：企业基本面维持强劲，利差整体处于历史低位区间附近。鉴于IG债券平均存续期较长，在美债收益率仍高企的环境下，我们更偏好受利率风险影响较轻的中短期投资级别债券，建议适度配置高等级投资级信用债，重点关注现金流稳健、杠杆可控、融资渠道通畅的优质发行人。
- 环球高收益公司债（HY）：凭借较短的存续期特点，Q2表现优于长存续期资产。整体收益回报吸引，但预期基本面较强与较弱的发行人之间将加剧信用分化，当前利差保护不足，对融资成本上升敏感，建议精选财务稳健的发行人、控制仓位、避免过度下沉资质。



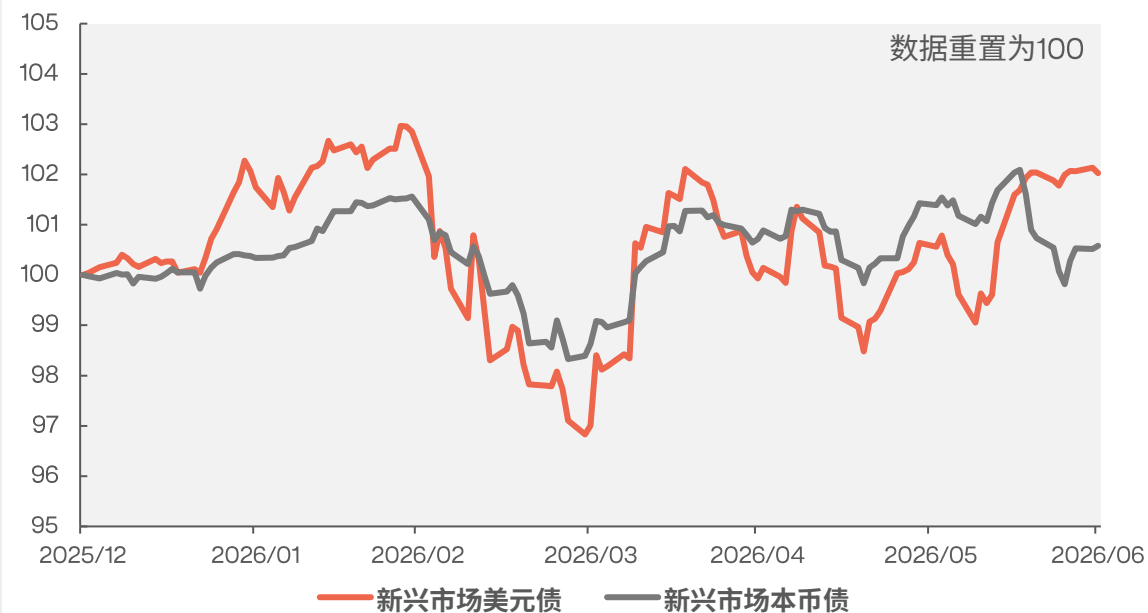
各类债券的风险与机遇					
	全球高收益	全球投资级别	亚洲高收益	亚洲投资级别	新兴市场美元债
收益率	6.91%	4.72%	7.34%	4.92%	6.04%
信用利差	2.80%	0.77%	3.0%	0.54%	1.62%



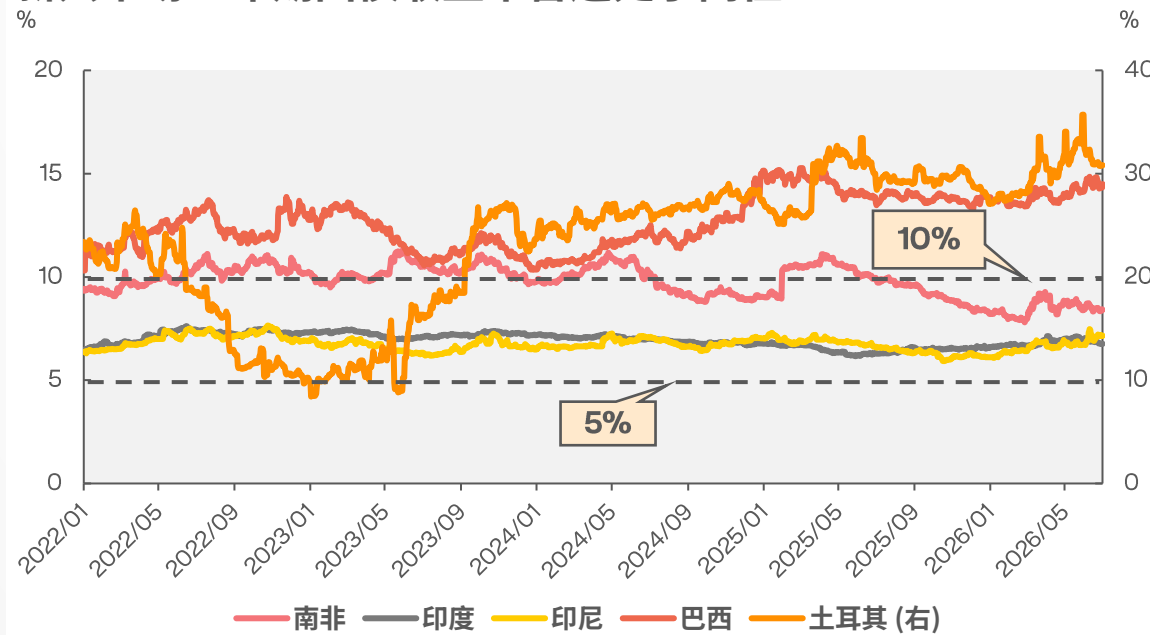
新兴市场债：绝对收益率仍具吸引力

- 新兴市场经济具韧性，今年至今新兴市场美元债及本币债均录得不俗的表现，美元债中以石油、商品出口国占比高，如中东产油国以及部分拉丁美洲商品出口国（如巴西），新兴市场美元债近6%的收益率为投资者提供充足的利息缓冲（carry cushion）。
- 我们维持看好整体新兴市场债券，因其绝对收益率维持吸引。年初至今，新兴市场美元债表现反超本币债，反映Q2美元在避险需求下走强，吸引资金流入。本币债后续走势较受美元走势影响，若后续通胀回落，美元在Q3的升势略有放缓，本币债或具较强潜力获得汇兑收益与资本利得回报。

新兴市场美元债上半年表现反超本币债



新兴市场10年期国债收益率普遍处于高位





第三季债市投资策略

债券类别	部署策略	投资逻辑
美国国债	10年期债息中枢上移至4.2% - 4.7% 2年期债息中枢上移至3.9% - 4.4% - 核心部署收益率曲线中段，存续期控制于短至中期	- 短端（2年或以下）：或已「充份反映」年内加息预期，惟缺乏前瞻性指引下，对经济数据或较敏感，短端波动性或扩大。现水平收益率吸引，流动性高，可作现金管理工具，走势与利率政策高度锚定 - 核心配置曲线中段（3-7年）：存续期风险较长债低，持有收益吸引；尤其是「腹部」（Belly, 5-7年期），当10年期债息上升时，5-7年价格跌幅相对可控，其滚动收益（Roll-down）策略有潜力提供可观资本增值 - 避开长端：AI投资炽热拉动实质利率向上，抬升长债利率中枢，加上美国债务规模庞大且财政赤字持续恶化，未来有机会进一步加大发债规模，长端存续期风险较高，对长端美债前景维持审慎
环球投资级别债	- 增持投资级别 - 部份亚洲国家受益于AI供应链，亚洲投资级别整体优于欧美投资级别	- 企业基本面持续强劲，违约率低，持有收益（Carry）吸引 - 投资级别债平均存续期较长，对10年期债息较敏感，更偏好受利率风险影响较轻的中短期投资级债券，可参考10年期债息上下区间适时调整存续期
环球高收益债	维持高收益中性配置	- 收益回报吸引，惟预期基本面较强与较弱的发行人之间将加剧信用分化 - 当前利差保护不足，对融资成本上升敏感，建议精选财务稳健的发行人 - 控制仓位、避免过度下沉资质
新兴市场债	看好整体新兴市场债	- 绝对收益率处于高位 - 利息缓冲（Carry Cushion）充足，总回报维持正面 - 本币债走势较受美元走势影响，若后续通胀回落、美元升势放缓，或可获汇兑收益与资本利得



债券：中国及亚洲债市展望

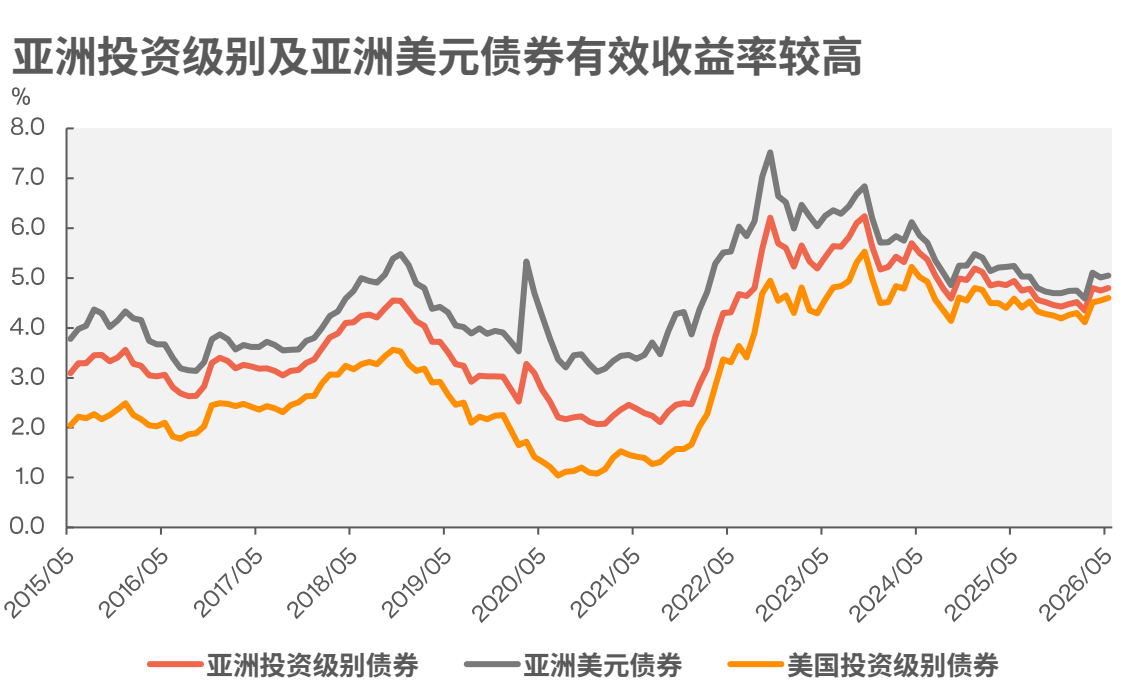


东亚联丰投资团队



债券：中国及亚洲债市展望

- ❑ 亚洲债券具备违约率低与供应量少的双重优势，整体收益率吸引。
- ❑ 亚洲投资级别债具备「收益率更高、存续期更短」的结构优势，相较于同类型美债，对利率波动更具防御性。
- ❑ 中韩核心债估值偏高，但现金流强劲的中国科技等BBB级信贷，以及港日保险债，目前估值仍具吸引力。
- ❑ 全球AI基建需求带动中韩相关供应链发展，配合印度强劲的宏观经济，将持续催生区内企业的评级调升潮。
- ❑ 内地楼市销售依然疲弱，尽管政策扶持力度持续加大，但在实质复苏前，内房债走势仍将维持反复。
- ❑ 印度尼西亚商品债券发行人现金流充裕且基本面稳健，惟当地宏观形势动荡，须密切留意「外汇保留境内」的新规发展。



截至 2026年5月31日	亚洲 投资级别债券	亚洲 美元债券	美国 投资级别债券
有效收益率 (%)	4.8%	5.1%	4.6%
经调整后久期(年)	5.3年	5.1年	6.1年

数据源：东亚联丰，ICE数据服务，数据截至2026年5月31日。
亚洲投资级别债券代表指数为ICE美银亚洲货币投资级别债券指数(ADIG)；亚洲美元债券代表指数为ICE美银美林亚洲美元债券指数(ADOL)；美国投资级别债券代表指数为ICE美银美国企业及政府债券指数(BOAO)。

过往表现不代表将来表现



目录

- 1 宏观策略
- 2 宏观经济
- 3 股票
- 4 债券
- 5 外汇
- 6 商品
- 7 季度资产配置





外汇：返本还源



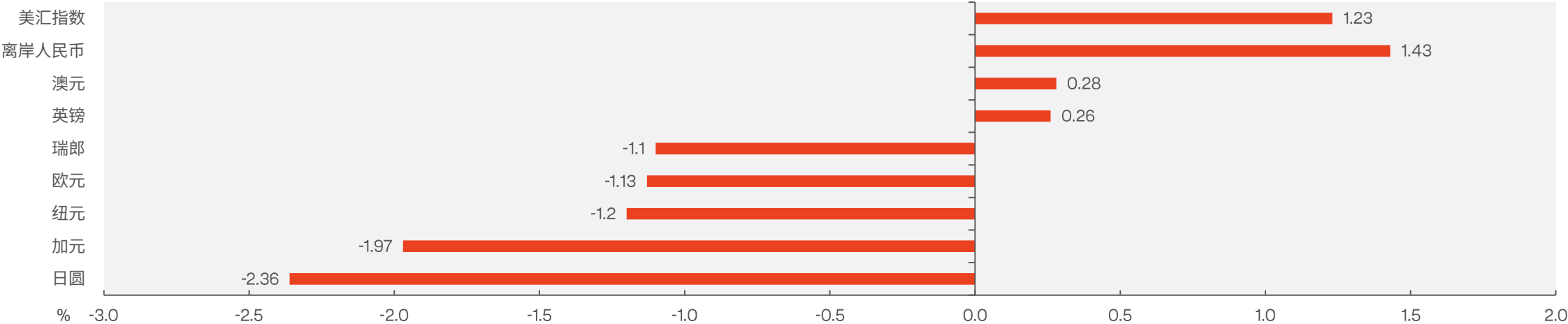
吴永强
东亚银行财富管理处投资策略师



外汇市场2026年第2季回顾

- 美伊冲突在第2季主导市场情绪及油价走势，油价在第2季大部分时间走高推升通胀风险，个别非美主要央行已开始加息或转向鹰派，加上美伊不时传出议和消息，令非美货币在第2季早段有较好表现。
- 不过，美联储的货币政策成为第2季汇市的重大转折点。市场对美国今年减息的预期随美伊冲突出现而逐渐减退，并一度预期美联储今年会由减息转为维持利率不变。然而，美联储在6月的议息会议大展「鹰姿」，令年内加息的可能性大增，导致市场在短时间内重新定价，美汇指数在季末阶段明显走强，季内最终录得1.23%的升幅。
- 非美货币中，我们在第2季给予「看好」评级的离岸人民币及澳元表现最好，季内离岸人民币及澳元（相对美元），分别升1.43%及0.28%。表现最差的是日圆及加元，分别下跌2.36%及1.97%。

2026年第2季主要货币表现



数据源：彭博，上表以美元为基础货币，数据截至2026年6月30日

过往表现不代表将来表现



外汇市场2026年第3季展望

- 随着美伊两国在6月17日签订和平协议谅解备忘录，也标志着外汇市场的焦点由第2季集中于战争的地缘风险事件，重新聚焦回各国的经济基本面及各大央行就最新经济与通胀前景所作出的货币政策取态，故本季外汇章节的标题订为「返本归源」。
- 美国经济具有韧性、就业市场稳健、通胀风险仍存、美伊就核问题的谈判仍有破局的可能性，加上AI投资热潮畅旺、股市屡创新高、且市场对减息预期已经消失，为美汇指数带来支持。但须注意的是，若就业数据突转弱、通胀明显回落或股市大幅下跌，或令加息预期回落，将是美汇指数的潜在下行风险。
- 美联储在6月议息会议取态转鹰，利率位图显示，18名有份提交位图预测的委员，有一半认为今年需要加息，多达6人认为需要加息50点子或以上。
- 美国及伊朗暂时停火，但地缘政治风险仍起伏不定。美伊两国就核计划和解除制裁等问题设下60天的谈判期限，惟伊朗的态度仍偏强硬，未来局势发展依然会起伏不定，避险情绪不会全面退却。美国中期选举将于11月举行，预期愈临近选举，美国总统特朗普愈会避免美伊局势明显恶化，故美伊最终谈判破裂暂仍仅属尾部风险（Tail Risk）。
- 霍尔木兹海峡已经重开，但由于之前封闭对通胀影响未全面浮现，加上石油供应恢复需时，油价料仍会略高于冲突前水平。我们预期G10国家中较受能源冲击影响的央行，在第3季会维持偏鹰的态度。
- 虽然油价回落利好欧元等部分非美货币，但料第3季主导外汇市场的力量为美元加息预期持续及其利差优势扩阔。不过，我们预期美联储今年只会加息1次且明年维持利率不变，在未有开启新一轮加息周期的情况下，美汇指数季内或会呈先高后于相对的高位作整固走势。若油价维持在每桶75美元或以下，通胀担忧或会纾缓，届时利率政策预期和风险偏好的调整，或会令美汇指数受压，惟料在99会有较大支持。
- 非美货币中，我们较看好的出口韧性持续兼具贸易顺差优势的离岸人民币、仍具息差优势的澳元和较有加息能力的纽元；看法中性的货币包括瑞郎和日圆；较为看淡的是滞胀风险未除的欧元、政治风险较高的英镑，以及经济基本面仍较弱的加元。



外汇市场2026年第3季展望

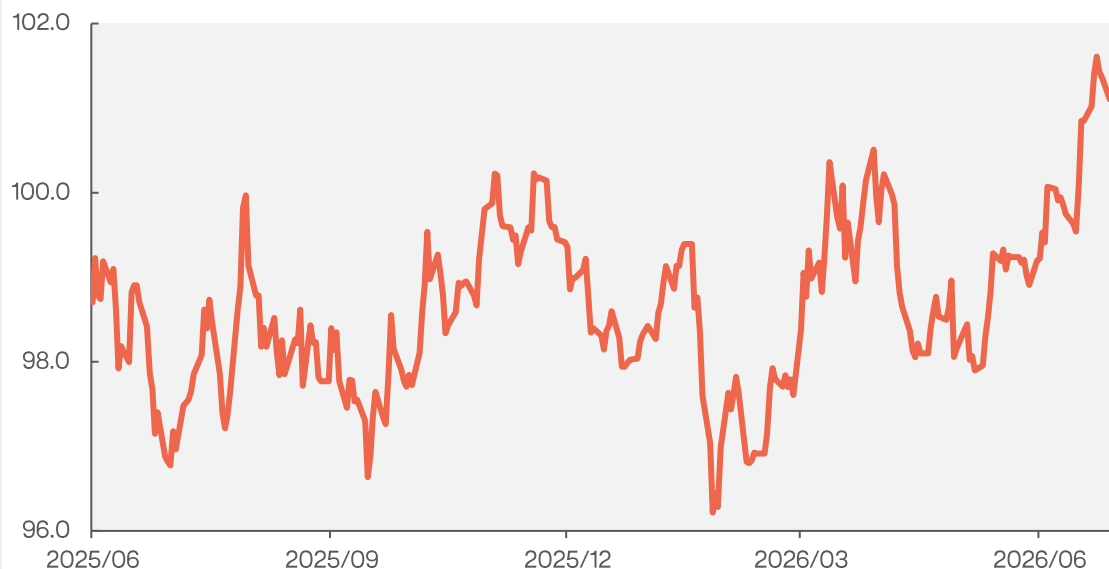
货币	第3季展望	3个月目标价	6个月目标价
美汇指数	轻微看好	101.00	98.00
离岸人民币	轻微看好	6.7500	6.7300
澳元	轻微看好	0.7100	0.7200
纽元	轻微看好	0.5900	0.6000
瑞郎	中性	0.8100	0.7900
日圆	中性	159.00	158.00
英镑	轻微看淡	1.3200	1.3400
欧元	轻微看淡	1.1400	1.1600
加元	轻微看淡	1.4200	1.4000



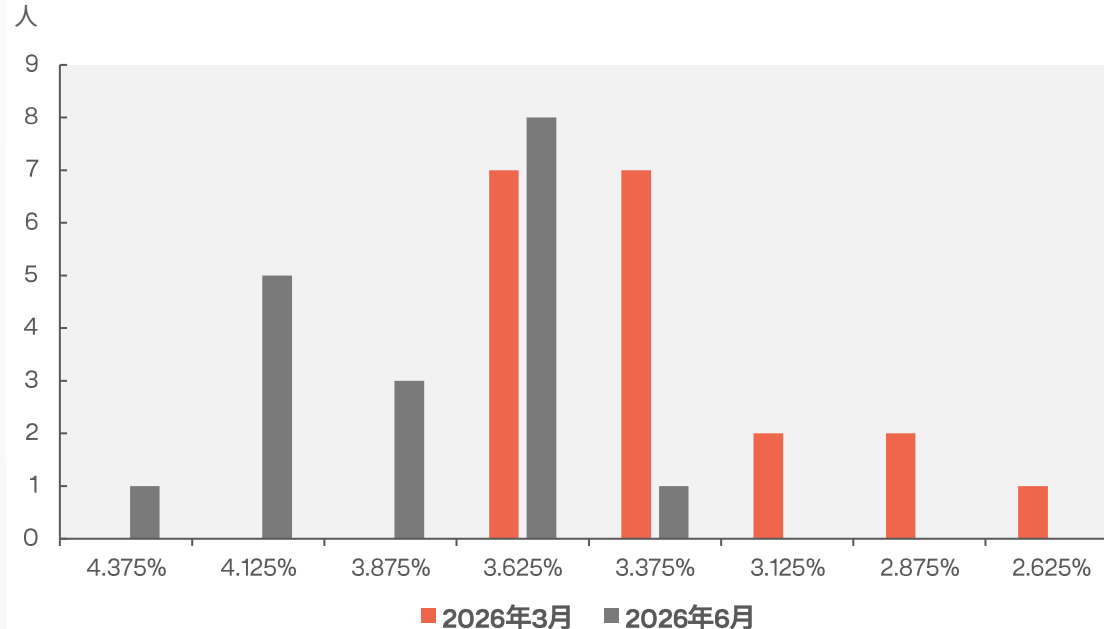
美元指数 – 轻微看好

- ❑ 美联储取态由鸽转鹰，在6月议息会议释出3个鹰派讯号。1) 利率位图显示，18名美联储委员中，有9名支持今年加息（3名加25点子、5名加50点子、1名加75点子），3月份的利率位图则未有委员支持加息；2) 利率位图把2026年底中位数预测由3月的3.4%大幅上调至3.8%；3) 美联储主席沃什（Kevin Warsh）多番强调要实现物价稳定。
- ❑ 美联储主席沃什上任后设立5个工作小组重塑美联储架构，当中包括检讨对外沟通形式和数据依赖的决策模式，加上其决定删除前瞻性指引，将令市场有更大空间因应经济数据就联邦利率预测作重新定价，增加美元指数的波动性。

美元指数过去1年走势图



美联储委员对利率取态已由减息转向至加息

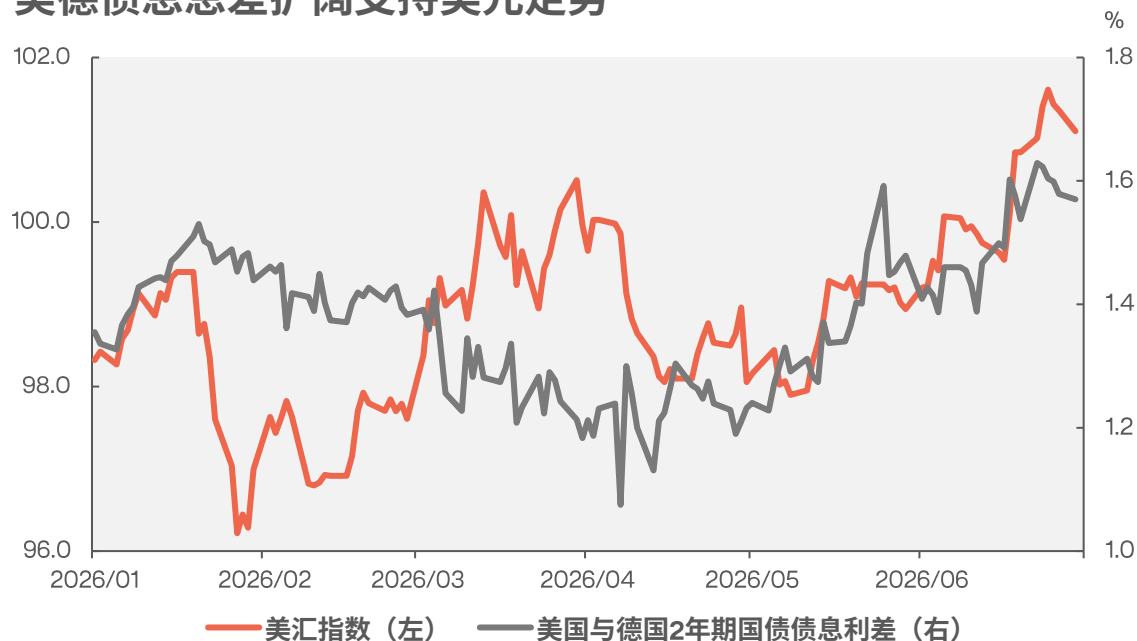




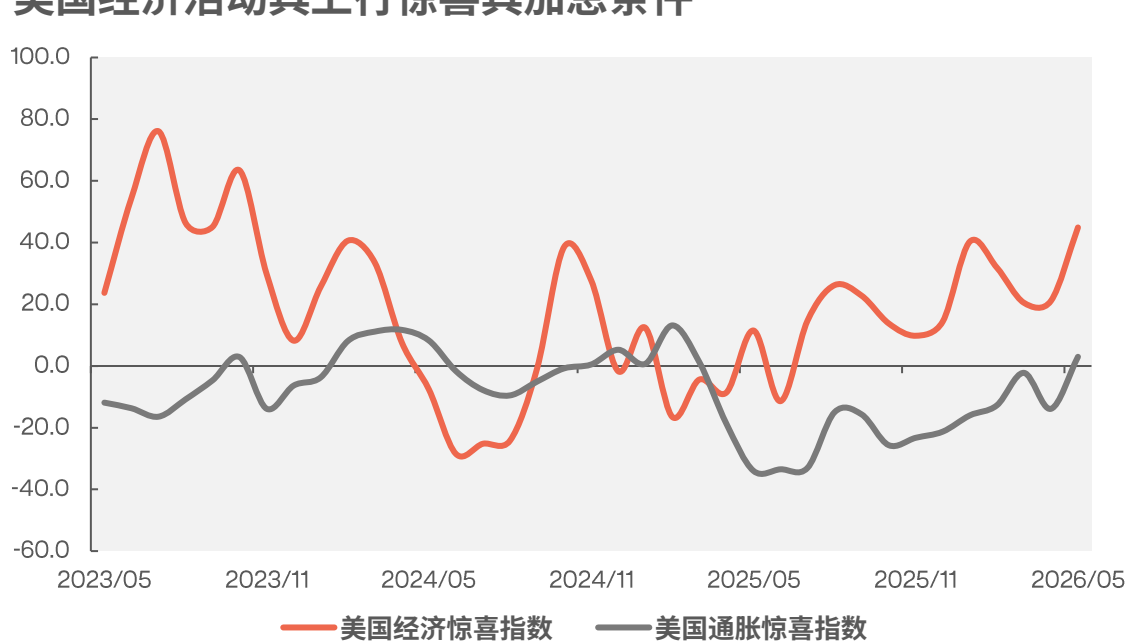
美汇指数 – 轻微看好

- 市场对美元加息持续定价的同时，随着美伊两国正式签署谅解备忘录，油价已由第2季最高超过每桶110美元大幅下降至每桶低于75美元的水平，通胀风险降低令其他主要货币的加息动力减退，利差偏向对美元有利。
- 美伊两国进入60天谈判期，谈判过程料起伏不定，霍尔木兹海峡随时有重新关闭风险，美元避险需求预期仍然偏强，对美汇指数带来支持。
- 美国通胀上升，经济数据表现强韧，加息具经济面支持。我们的基本情景预期美国今年将加息1次，2027年会维持利率不变，意味不会重启新一轮加息周期，惟足以支持美汇指数维持在较高水平。同时，息差优势配合、具韧性经济和股市景气，「美国例外论」料再成交易主题。
- 我们给予美汇指数在第3季轻微看好的看法，季内或呈先高后在相对高位作整固的走势。3个月及6个月目标价分别为101及98。

美德债息息差扩阔支持美元走势



美国经济活动具上行惊喜具加息条件

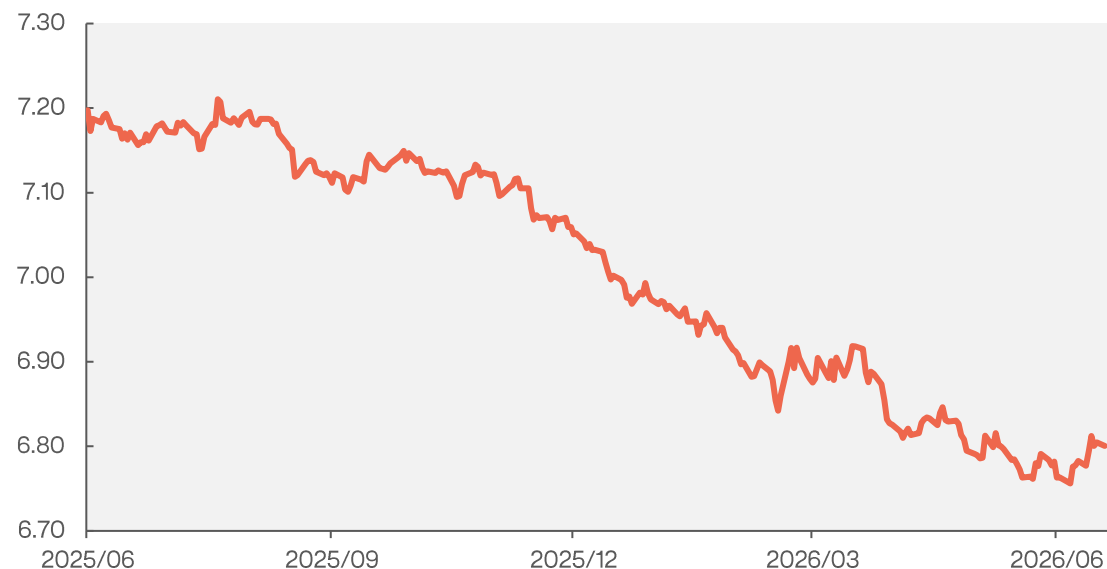




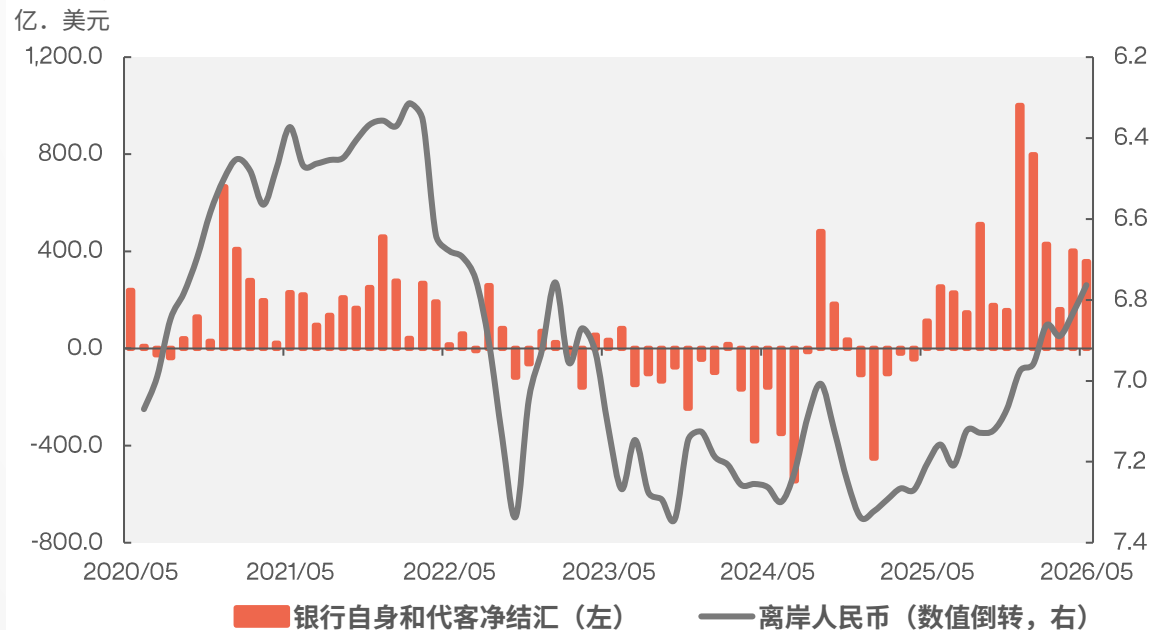
离岸人民币 – 轻微看好

- 中国出口情况继续保持强劲，今年首5个月有4个月的出口数据较市场预期优胜。中国出口结构有明显转变，集成电路、稀土及自动数据处理设备等出口按年增长强劲，预期环球AI投资潮持续，可继续利好中国出口创汇。
- 首5个月的贸易顺差合共达到4,517亿美元，按年虽轻微回落，但为历史上第2高，结汇需求将继续利好人民币的表现。
- 结汇需求持续，连续13个月录得结售汇顺差，今年首5个月结汇顺差2,145亿美元，去年同期则录得逆差506亿美元。结汇需求上升带动人民币走强，汇价走强预期又再推动结汇需求，形成良性循环。

美元兑人民币过去1年走势图



银行连续13个月录得结售汇顺差



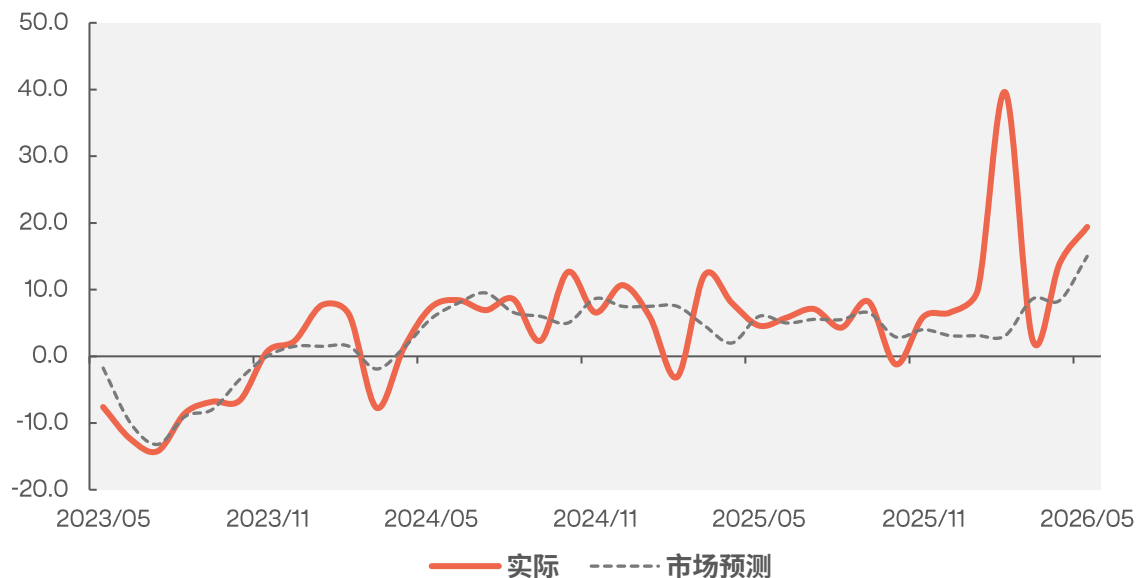


离岸人民币 – 轻微看好

- 人行公布通过境外央行类机构回购工具（FIMA RMB Repo），向符合条件的境外央行类机构提供人民币流动性，有助人民币国际化及提升外资持有人民币的意愿。
- 中国第2季部分经济数据逊预期，包括5月零售销售及首5个月固定资产投资。加上，人行隔夜逆回购实际利率为1.25厘，低于主要政策利率7天期逆回购利率的1.4厘，显示央行或有意放宽货币政策，或限制人民币升值动能。
- 我们给予离岸人民币在第3季轻微看好的看法。3个月及6个月目标价分别为6.75及6.73。

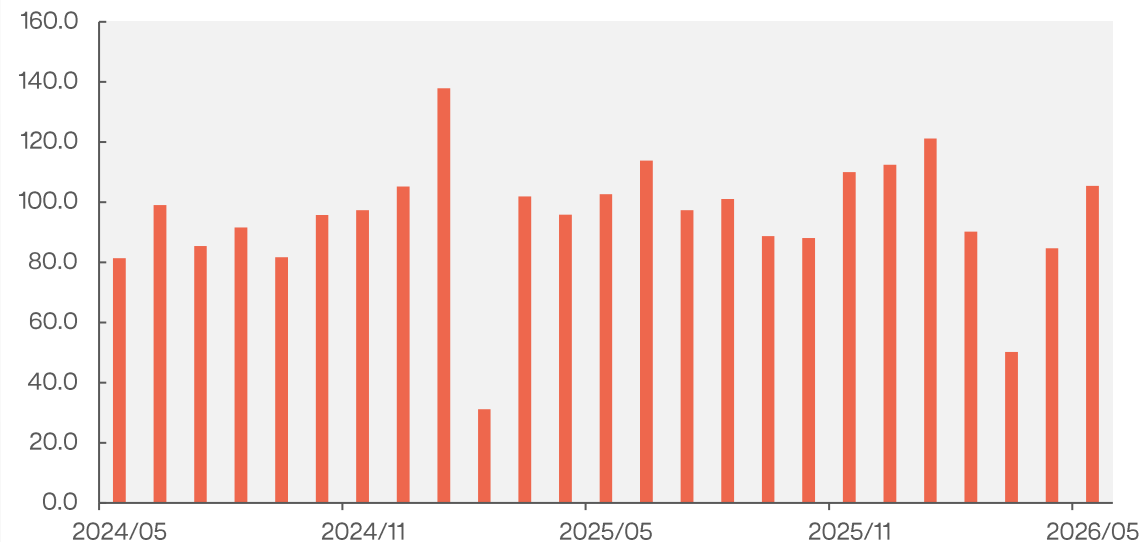
中国出口增长表现稳健

%



中国持续录得庞大贸易顺差

10亿. 美元

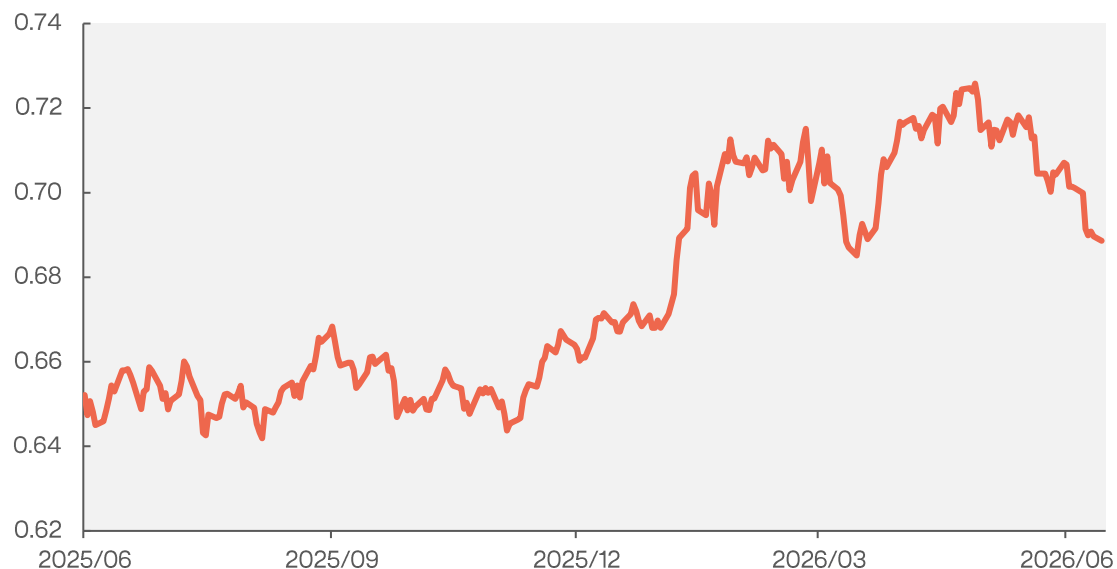




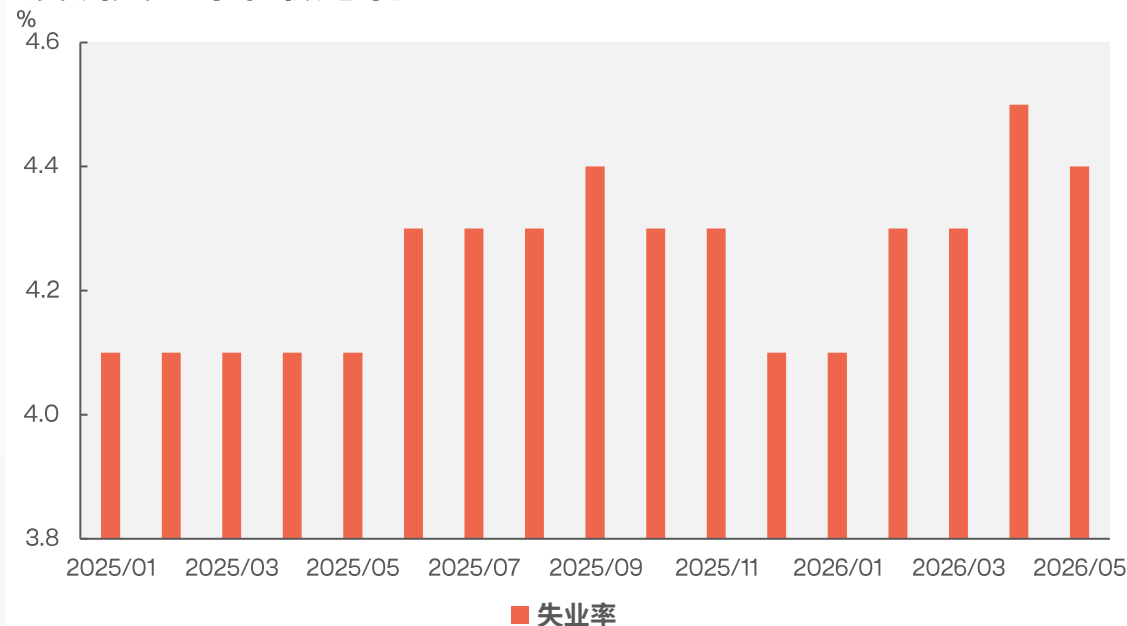
澳元 – 轻微看好

- 澳洲近月的经济数据有回软迹象，包括失业率上升和商业信心指数疲弱，惟数据只属温和转弱，料此情况仅属连续升息3次后正常的「副作用」而非经济基本面恶化。我们预期澳洲的经济数据短期或会轻微放缓，但整体环境相信仍较稳健。
- 美伊的和平协议令市场风险偏好向上对澳元有利，但同时能源价格下跌令作为能源出口国的澳洲受惠程度减少，两者影响相互抵销。
- 澳洲主要出口商品的铁矿石价格近期由高位回落，加上澳洲最大贸易伙伴中国的内需疲软，对澳元上行的支撑或会减少。

澳元兑美元过去1年走势图



澳洲失业率轻微恶化

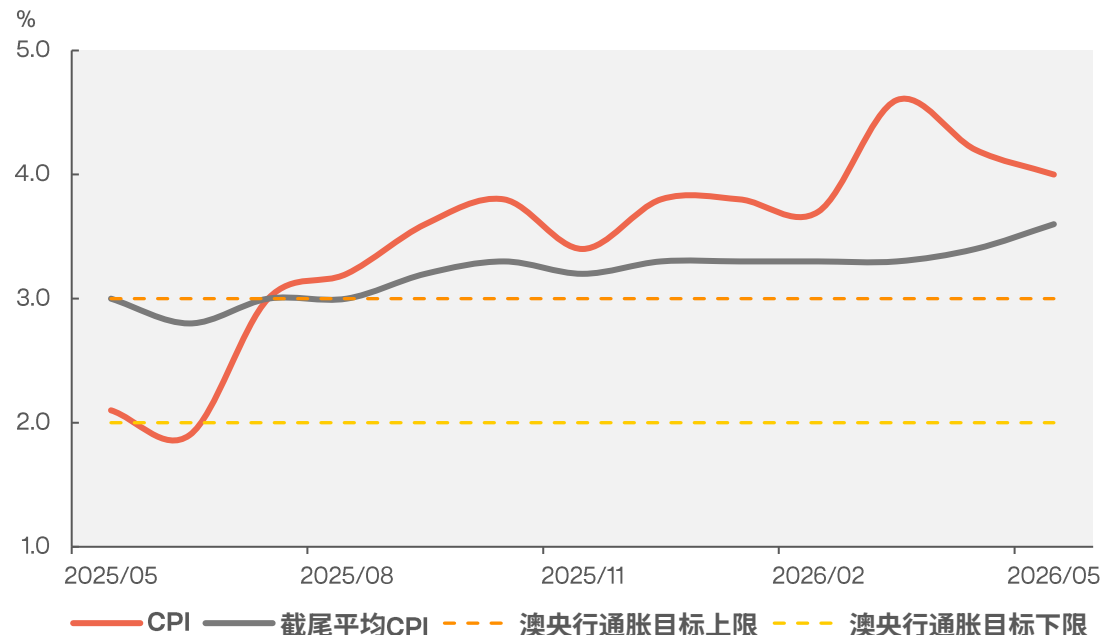




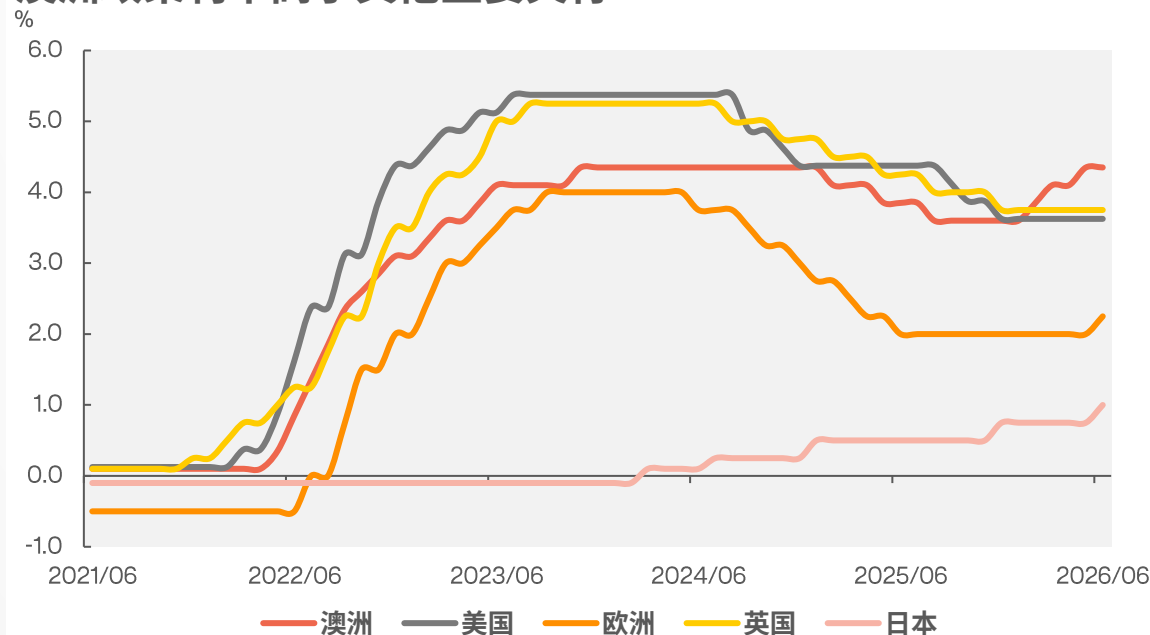
澳元 – 轻微看好

- 澳央行今年（2月、3月及5月）已连续加息3次共75点子，部署超前于其他主要央行，现时政策利率达4.35%，为G10货币中最高。
- 虽然澳洲本轮加息周期或已近尾声，但澳洲央行在6月的议息会议未有完全抹杀加息可能性，惟我们相信随美伊局势缓和，澳洲短期再加息的压力已有所缓解。然而，息差优势仍会为澳元走势带来支持。
- 我们给予澳元在第3季轻微看好的看法。3个月及6个月目标价分别为0.71及0.72。

澳洲通胀正处过去1年的较高水平



澳洲政策利率高于其他主要央行





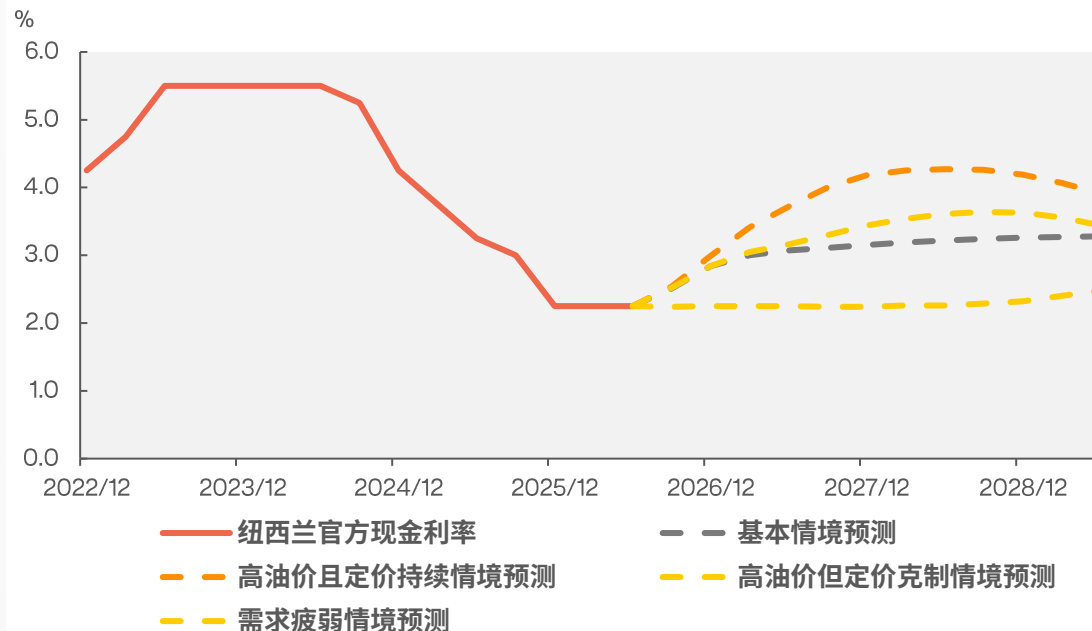
纽元 – 轻微看好

- ❑ 新西兰央行在5月的议息会议发出了强烈的鹰派信号，除了有一半的委员已表态支持加息外，其5月的货币政策声明率先预告今年将会加息，料将缩小纽元与包括美元在内其他G10货币的利差。
- ❑ 截至6月30日，隔夜利率掉期市场显示，纽储行下半年有机会加息两次，合共50点子，极有机会是G10货币中加息幅度最大。我们预期加息后的利率会低于纽央行估计的长期平均中性利率3%，避免为经济带来太大影响。加息时间方面，隔夜利率掉期市场显示，纽央行在第3季会先加一次，另一次较大机会在第4季出现。

纽元兑美元过去1年走势图



新西兰央行对官方利率预测

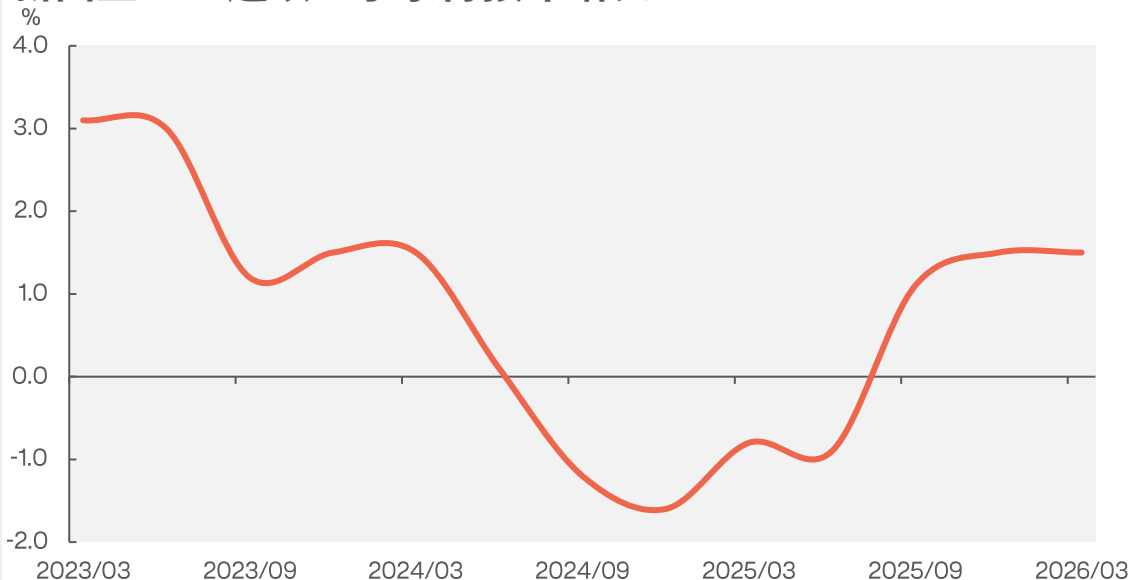




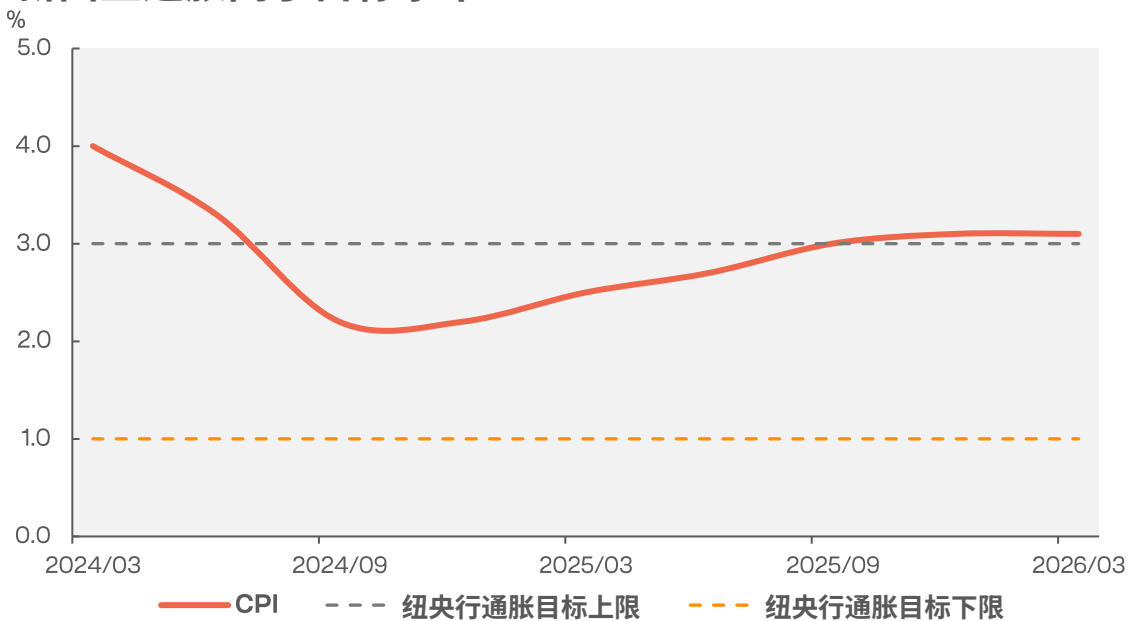
纽元 – 轻微看好

- ❑ 新西兰第1季GDP按年增长1.5%，高于市场预期的1%，季调按季增长0.8%。经济活动扩张，为纽储行加息行动带来实质支持。
- ❑ 中国5月的内需进一步转弱，中国作为新西兰最大的贸易伙伴，须小心或会影响新西兰的贸易表现，限制纽元的表现。
- ❑ 我们给予纽元在第3季轻微看好的看法。3个月及6个月目标价分别为0.59及0.60。

新西兰GDP连续三季录得按年增长



新西兰通胀高于目标水平

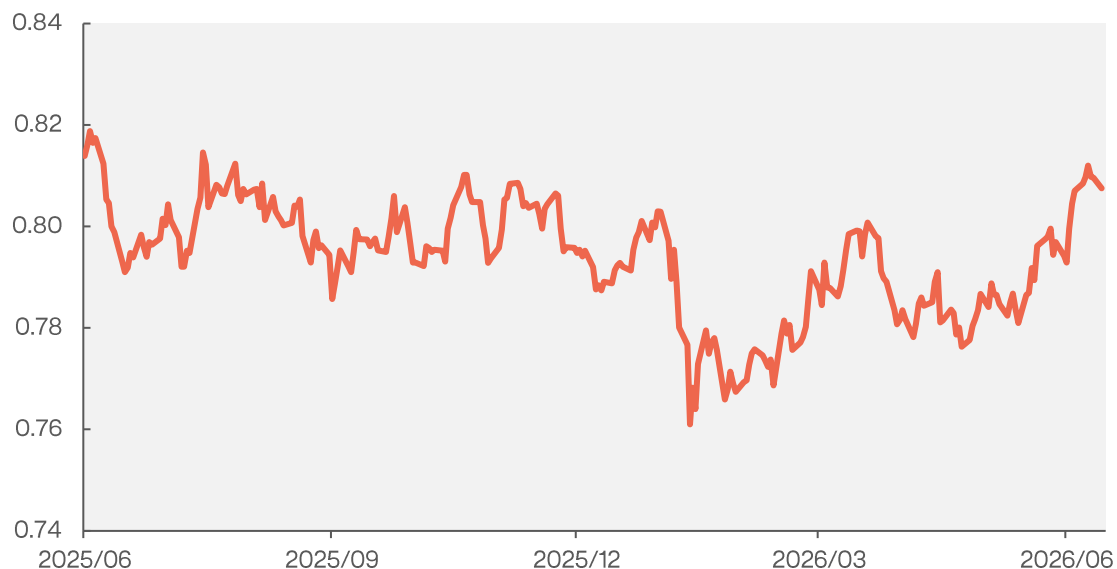




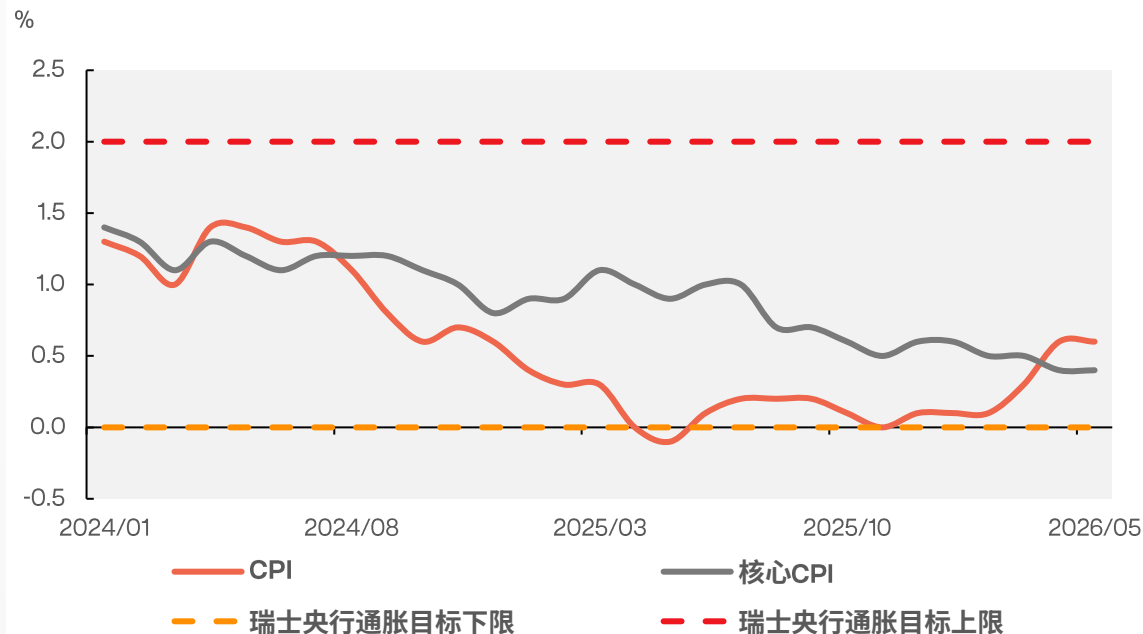
瑞郎 - 中性

- 瑞士通胀压力温和，虽然瑞士央行调升了今年第2-4季的通胀，但通胀率预期只介乎0.6%至0.8%的低水平，预期瑞士央行有条件维持息率不变。
- 美联储和瑞士央行在货币政策上的分歧扩大，但瑞士因通胀引发的实际收益率下降风险极低，料减轻瑞郎因美元强势而走弱的压力。
- 欧元区的经济前景未明，瑞郎有望继续发挥区内对冲风险的工具，有助瑞郎表现持稳。
- 我们给予瑞郎在第3季中性的看法。3个月及6个月目标价分别为0.81及0.79。

美元兑瑞郎过去1年走势图



瑞士通胀压力温和

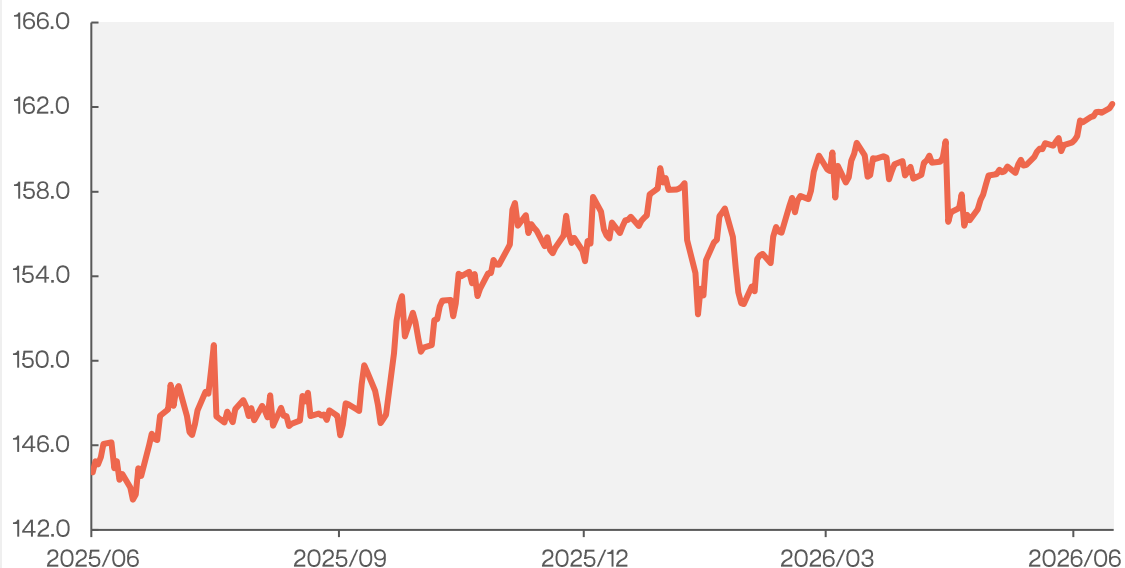




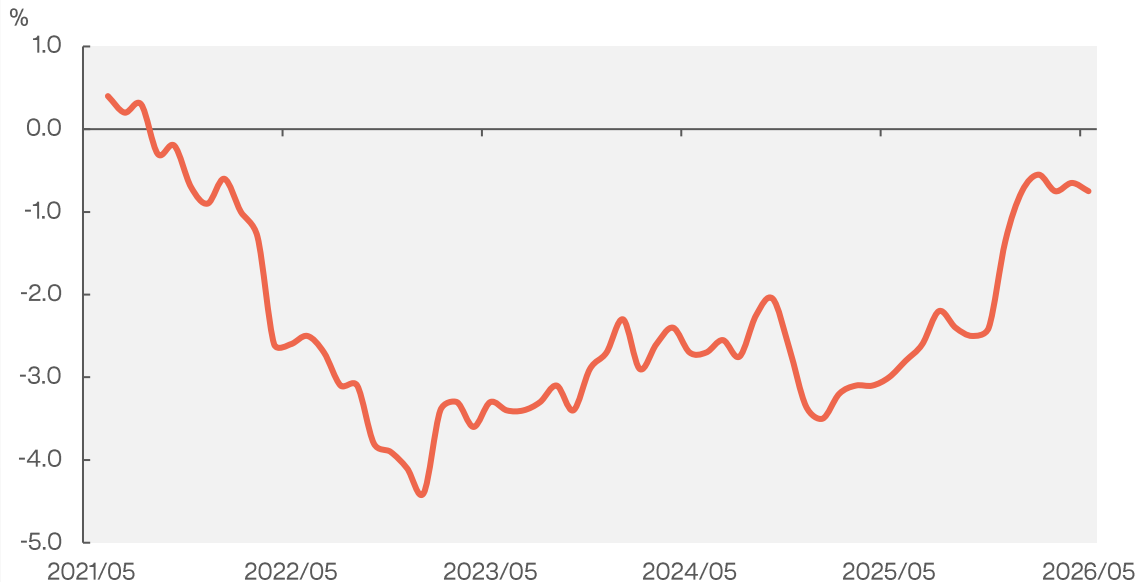
日元 - 中性

- 日本央行6月加息25点子至1%，政策利率升至自1995年以来最高，但息率仍是G10货币第2低，息差劣势仍然较大，特别是美国年内有机会转向加息，美元的息差优势有机会再扩大，为日元增添压力。
- 实际利率为负、通胀上行、经济趋稳及汇率偏弱，支持日央行继续加息，惟通胀升幅较温和及日本政府扩张性财策，或限制日央行加息步伐。
- 日本政府计划将食品消费税率大幅降至1%，为期两年。日本政府债务占GDP的比例高达237%，市场预估相关税率下调带来的税收减少远高于对GDP的推动，进一步加深投资者对日本政府的债券忧虑，不利日元走势。

美元兑日元过去1年走势图



日本仍处负实际利率状况



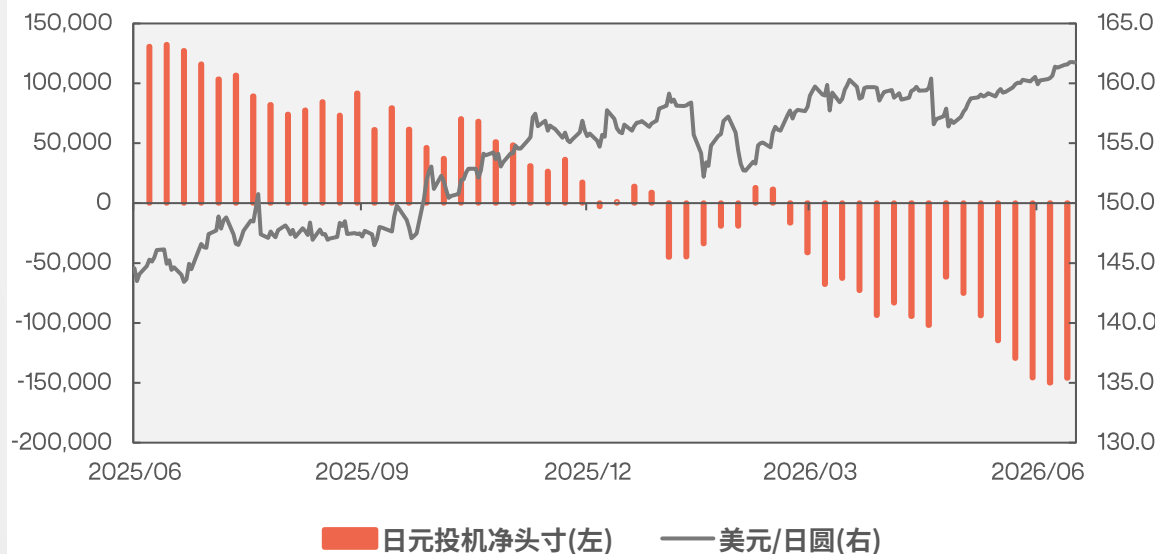


日元 - 中性

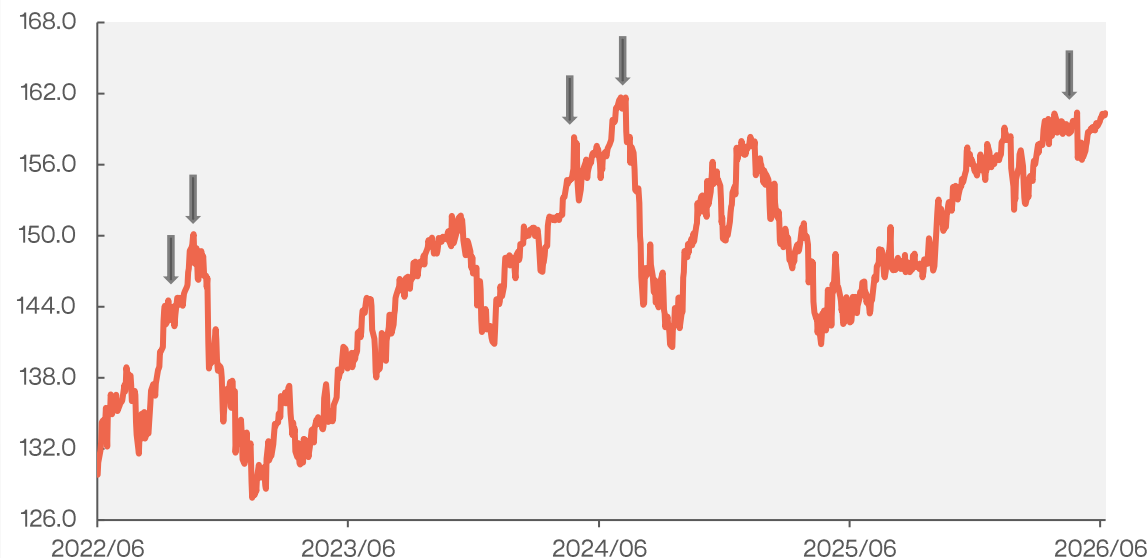
- 日元投机性净空仓在第2季持续累积，并已达近两年的最高水平。日本政府多次重申若市场出现投机性活动导致日元贬值，干预风险将限制日元下跌的幅度及速度。
- 日本政府在4月底至5月初曾出手干预汇价，但未能扭转日元弱势。日本政府再次干预汇市将会是美元兑日元最大的潜在下行风险，惟要日元持续走强需要日央行更鹰派的言论或行动、美元转弱及日本政府表现出更佳财政纪律等因素配合。
- 我们给予日元在第3季中性的看法。3个月及6个月目标价分别为159及158。

日元投机性净空仓再增至近年高位

张



日本央行过去四年干预日元非一次奏效

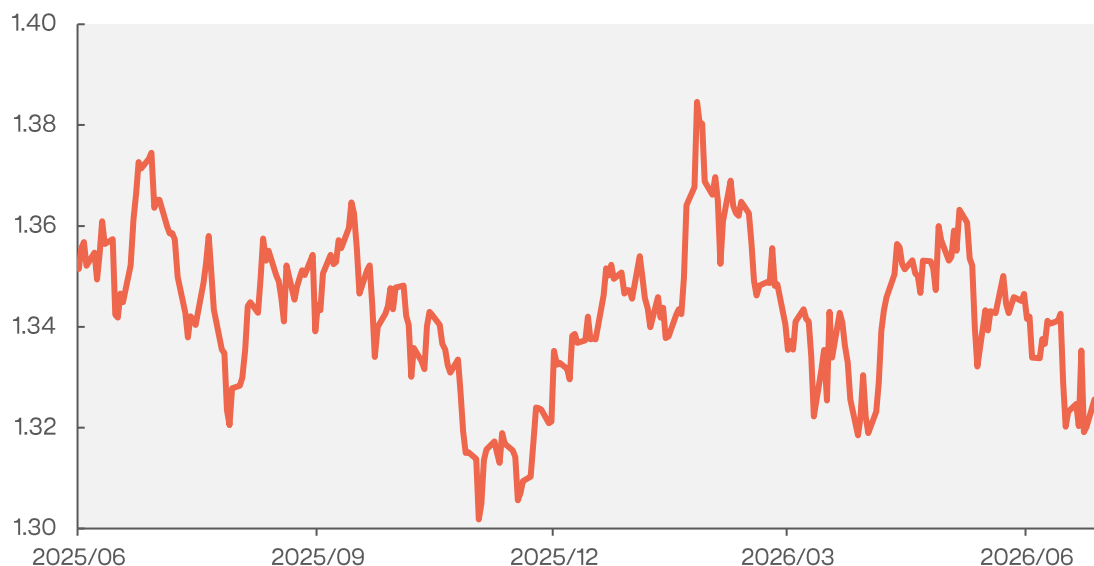




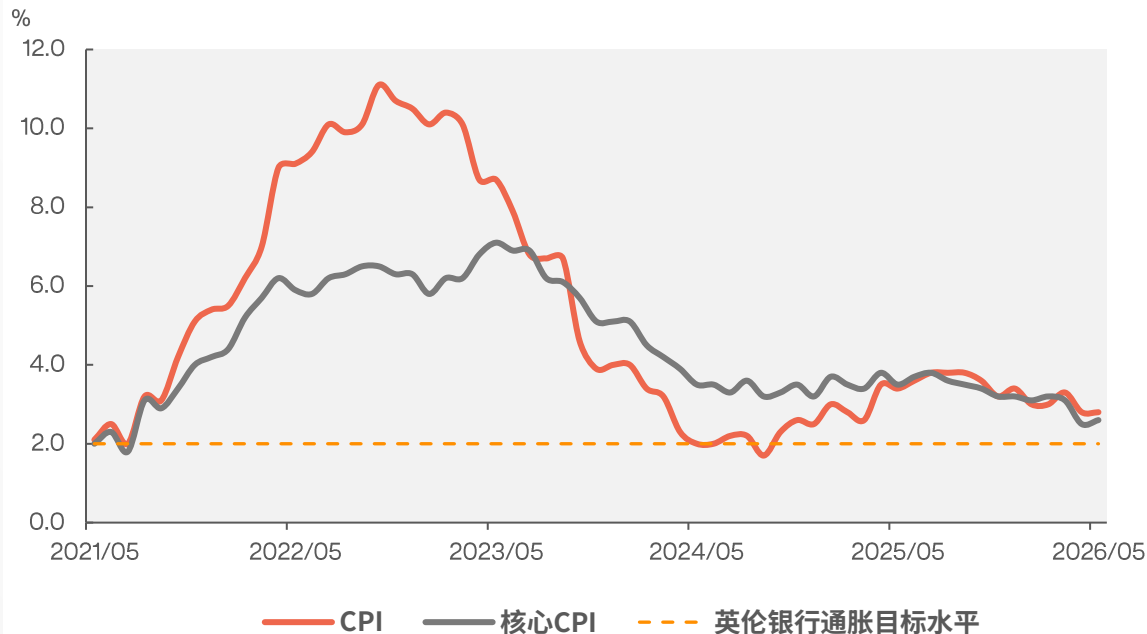
英镑 – 轻微看淡

- 英国年内通胀仍高于英伦银行目标水平，但美伊战争爆发后仅得3月的通胀抽升，4月及5月连续两个月按年增长维持2.8%，英伦银行在6月亦将今年第3及4季通胀预测下修，迭加英国近月经济数据好坏不一，英伦银行加息门坎较高。
- 受制经济环境令加息预期或持续降温，英美央行政策分歧下，掉期利差呈收窄，不利英镑走势。
- 英国基准利率达3.75%，在G10货币中属较前列，预期利差交易仍是本季外汇交易的主要交易主题，料高息有助限制英镑下行空间，但仍要观察高息率会否进一步打击当地的经济活动。

英镑兑美元过去1年走势图



英国通胀未见大幅飙升

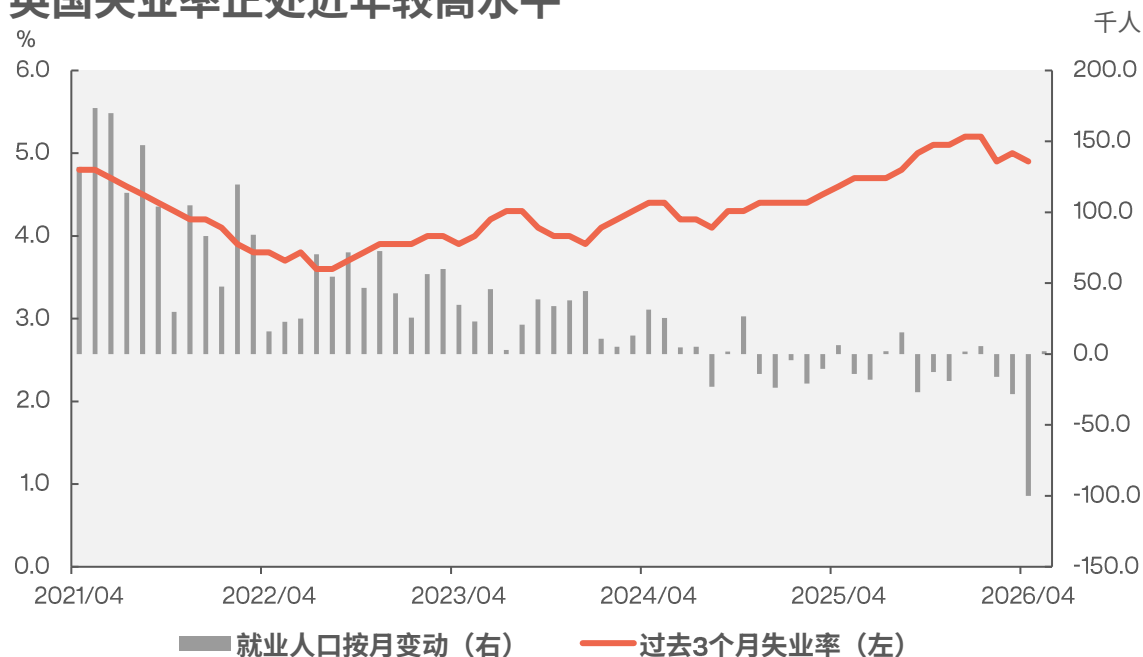




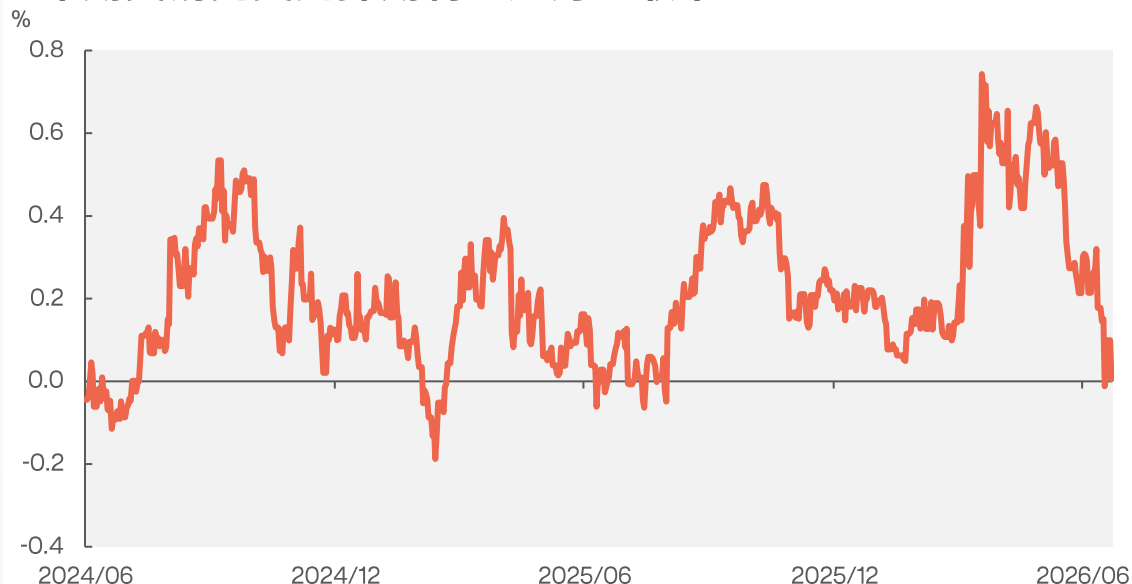
英镑 – 轻微看淡

- 英国今年首季的GDP按年增长1.1%，优于市场预期，但4月的GDP按月萎缩0.1%，是去年8月以来首次出现按月下滑，主要受到占GDP高达80%的服务业产出下降所拖累。加上，截至4月的近三个月的失业率虽有微跌，但仍处近年较高水平，显示英国经济动能有待改善。
- 英国首相施纪贤因工党于5月在地方选举中大败，并于6月下旬宣布辞职，前大曼彻斯特市长贝安德（Andy Burnham）为接任的大热人选。英国政治不确定性再燃，须特别留意贝安德一旦接任，是否会遵守其保持英国财政纪律的承诺。
- 我们给予英镑在第3季轻微看淡的看法。3个月及6个月目标价分别为1.32及1.34。

英国失业率正处近年较高水平



2年期英镑兑美元掉期利差近月呈收窄

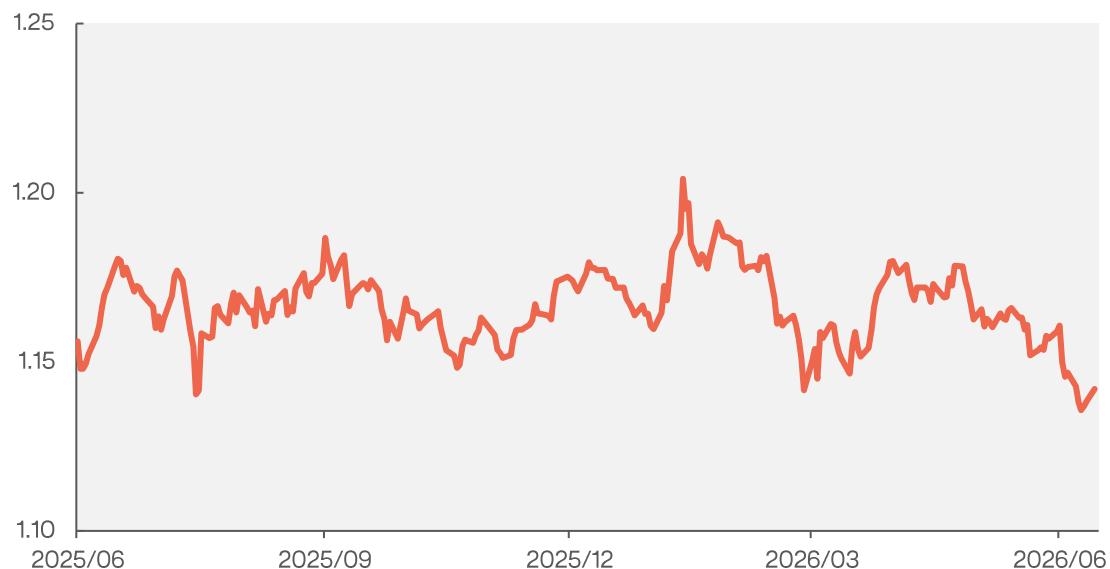




欧元 - 轻微看淡

- ❑ 欧洲央行于6月议息会议加息25点子至2.25%且欧央行维持偏鹰态度，惟市场早已对加息完全定价、经济数据偏弱、美国加息预期升温，令加息对欧元的刺激有限。
- ❑ 截至6月30日，隔夜利率掉期市场预期欧央行在2026年尚会加息多1次。不过，欧洲经济前景较暗淡，欧央行6月将在基准情景下2026年实质GDP增长预测由0.9%进一步降至0.8%，通胀预测由2.6%上调至3%。在滞胀风险限制下，欧央行料难制造出鹰派惊喜，加上，油价回落后或令欧央行更谨慎决定是否有迫切性进一步加息。欧美在经济和利率之间的差距，不利欧元走势。

欧元兑美元过去1年走势图



市场对欧央行升息幅度预期正有序下降

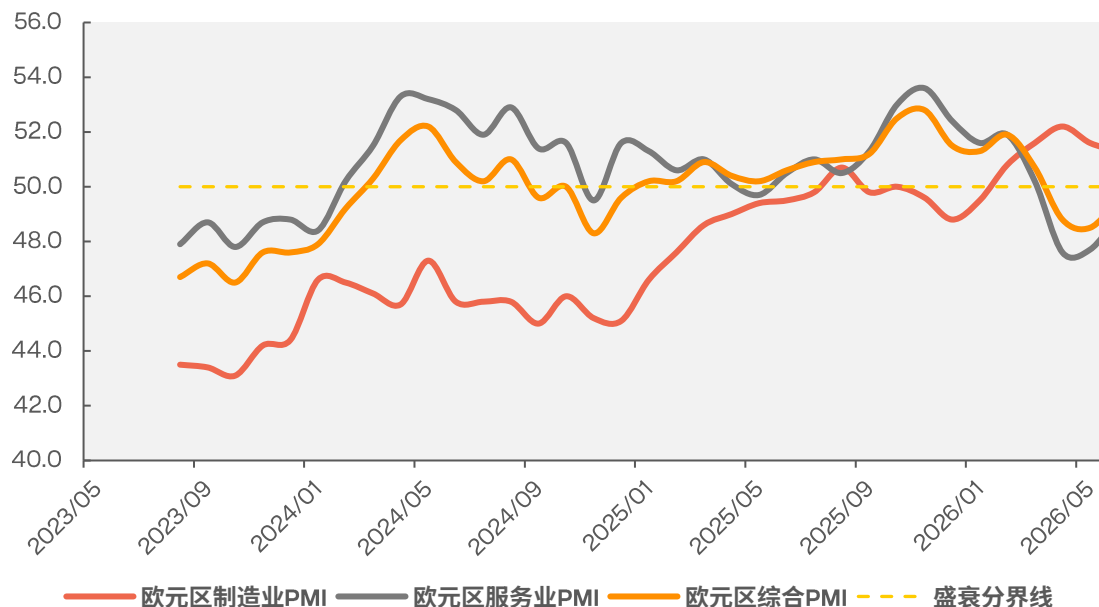




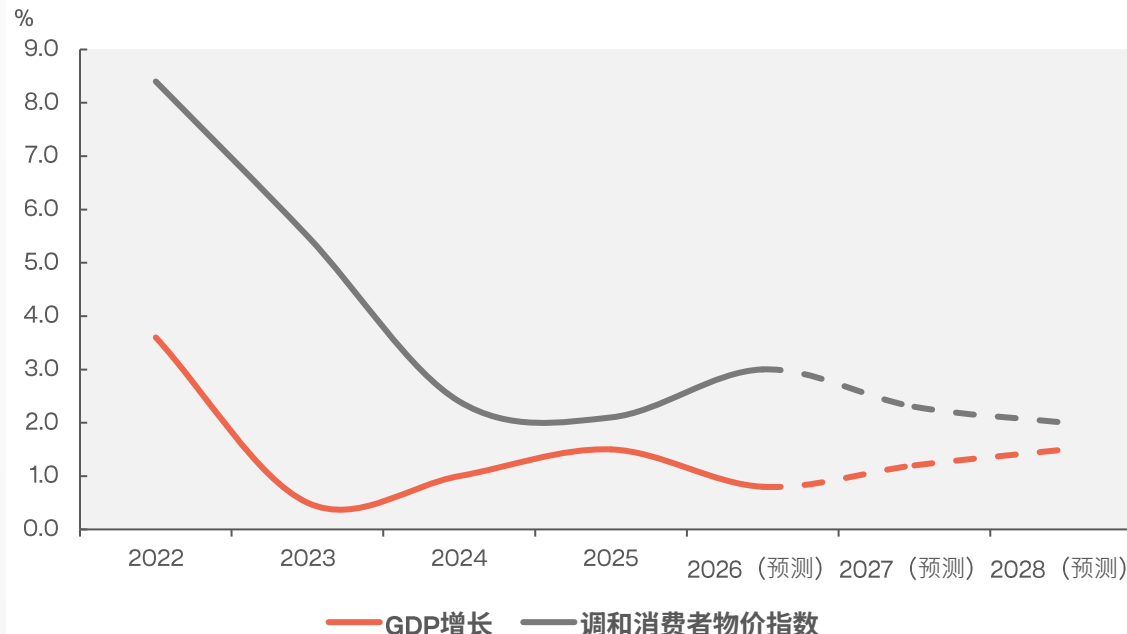
欧元 - 轻微看淡

- ❑ 欧元区经济基本面暂未见有改善苗头，其中服务业的冲击较大，服务业PMI连续3个月（4月、5月及6月）均在盛衰分界线下，拖低综合PMI亦处50以下。若中东局势维持稳定，将有助当地经济回稳，但需时体现。
- ❑ 油价已由高位大幅回落，对作为能源净进口地的欧元区有利，但与其他主要经济体相比，欧元区受能源价格冲击影响较大。由于美伊和谈进展不确定性高，故欧元随时会再曝露于能源价格上涨的风险当中。
- ❑ 我们给予欧元在第3季轻微看淡的看法。3个月及6个月目标价分别为1.14及1.16。

欧元区服务业PMI及综合PMI处50之下



欧央行下调今年当地的经济增长预测





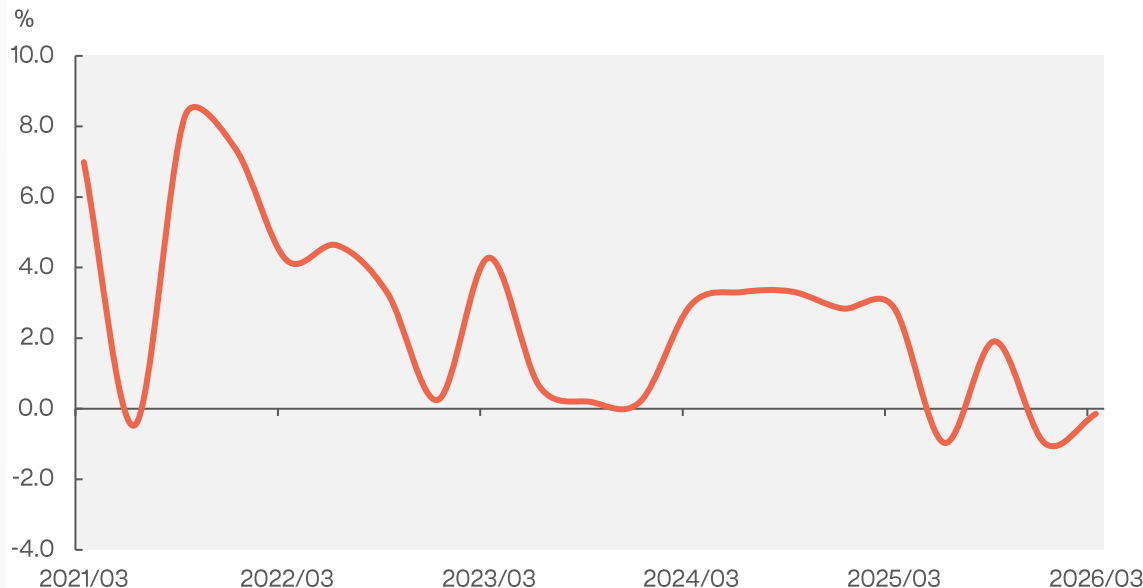
加元 – 轻微看淡

- 加拿大多项经济数据的表现仍然相对暗淡，当地第1季年化GDP倒退0.1%，去年第4季修正后的负增长幅度亦扩大至1%，陷入技术性经济衰退。
- 美伊两国达成和平协议，油价回落至每桶72美元附近，较上季的高位低约39%，对作为能源出口国的加拿大的贸易条件改善的空间收窄。
- 《美墨加协定》（USMCA）迎来6年审查期，美国决定不长期续签，转为对该协议进行年度审查，料将会增加加拿大的贸易不确定性，对加元属不明朗因素。

美元兑加元过去1年走势图



加拿大经济陷入技术性衰退

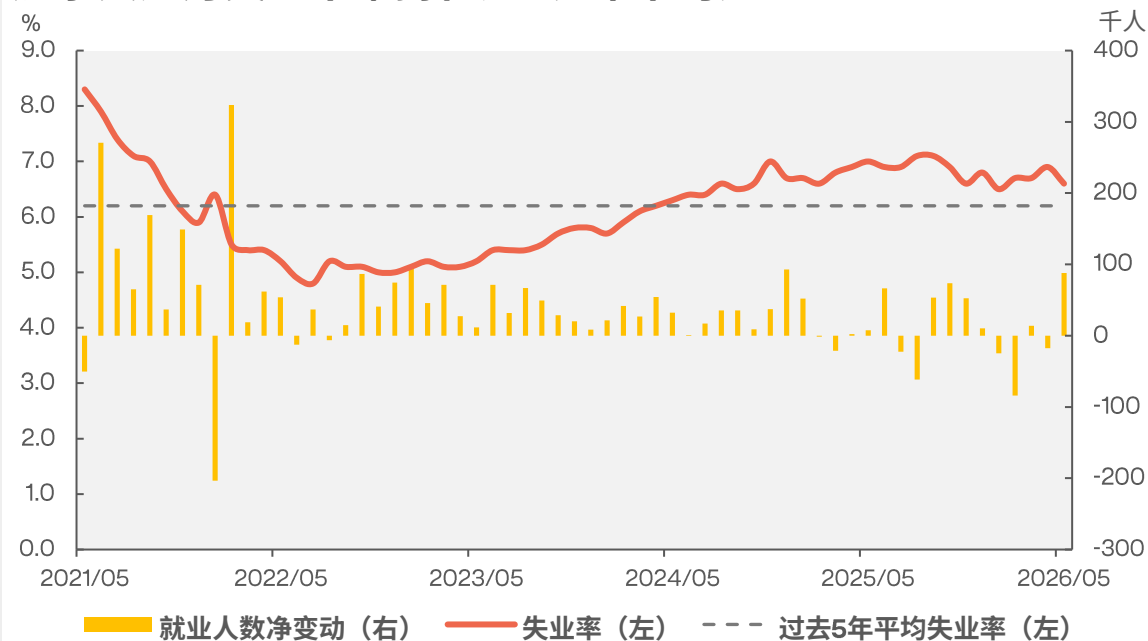




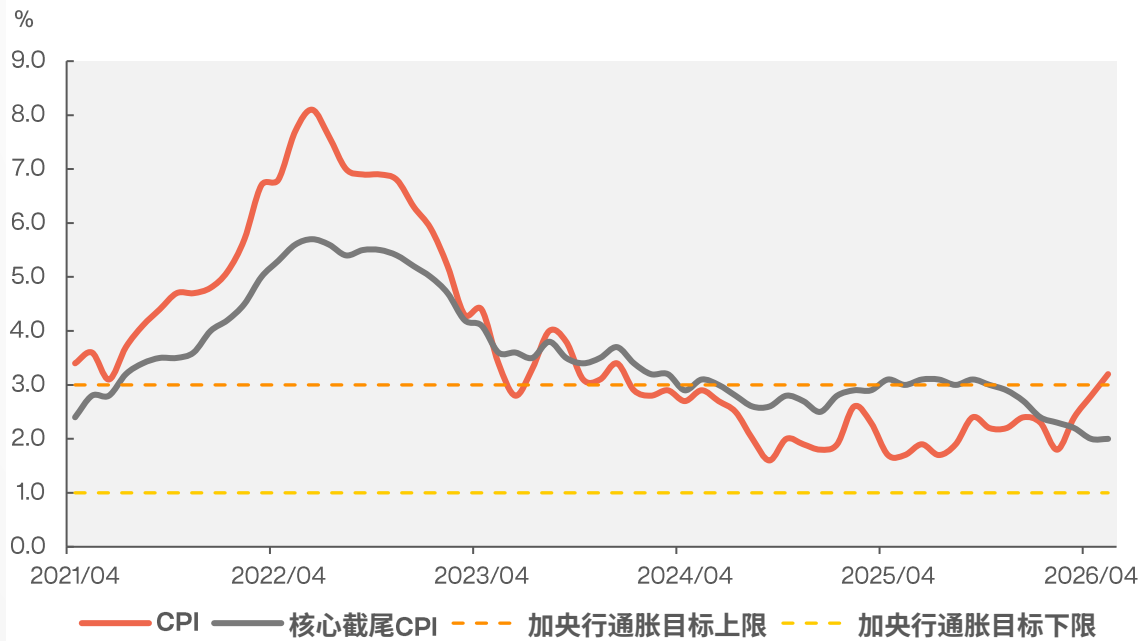
加元 - 轻微看淡

- 在经济陷入技术性衰退的同时，加拿大的就业情况亦相较疲弱，今年首5个月失业率均高于过去5年平均值，首5个月的就业人数净变动合计为负2.4万。
- 加拿大的CPI自3月向上爬升，但核心截尾CPI更连续7个月下跌，处于加央行通胀目标区间之内，反映加拿大通胀压力不大。在通胀风险较低及经济疲弱的情况下，预期加央行加息门坎仍相当高。
- 我们给予加元在第3季轻微看淡的看法。3个月及6个月目标价分别为1.42及1.40。

加拿大近月失业率维持在过去5年平均之上



加拿大通胀仍处央行目标区间之内





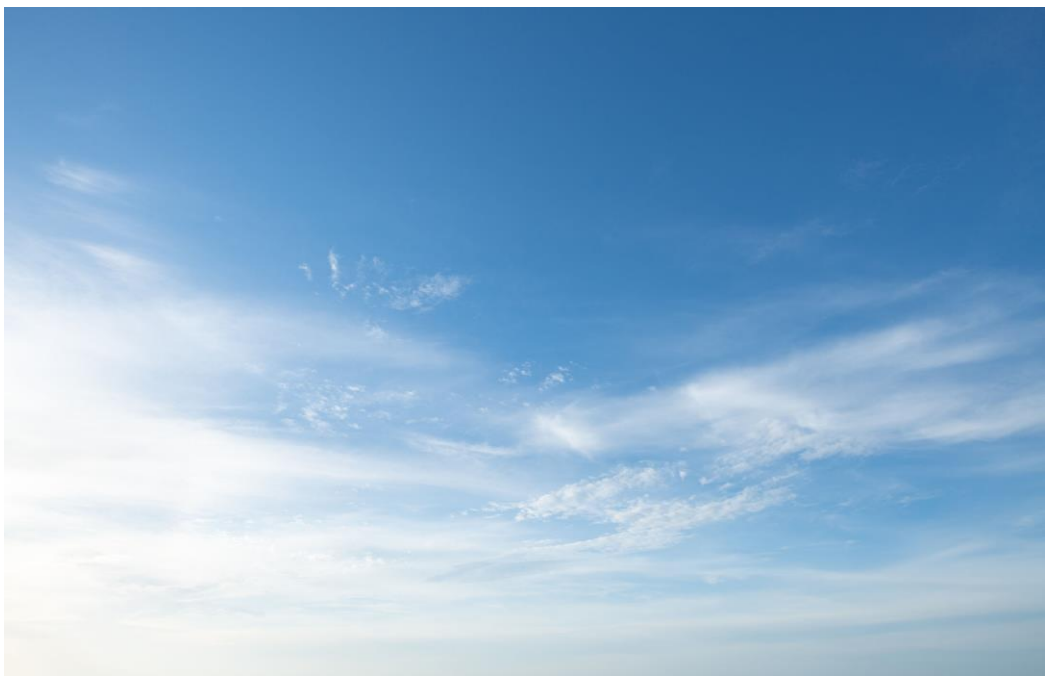
目录

- 1 宏观策略
- 2 宏观经济
- 3 股票
- 4 债券
- 5 外汇
- 6 商品
- 7 季度资产配置





商品：云淡风轻



彭伟伟

东亚银行财富管理处首席投资策略师

汤嘉颖

东亚银行财富管理处投资策略师



商品：美伊冲突紧张局势缓和 油金价格中枢下移

黄金

- ❑ 美元「贬值交易」（debasement trade）退潮：沃什（Kevin Warsh）接任美联储主席后展现鹰派作风，重塑美联储独立性，增强市场对美元信心。
- ❑ 黄金短期承压：美元偏强、联储局鹰派立场及实际利率上升，导致金价大幅回调，预期第三季金价以震荡为主，年内目标下调至4,600美元/盎司。
- ❑ 黄金中长期价值稳固：高债务、财政赤字、去美元化趋势持续，新兴市场及中国央行购金展现韧性，作为多元化避险资产的配置价值依然稳固，但上涨斜率较2025年明显放缓。

原油

- ❑ 原油地缘风险回落：霍尔木兹海峡紧张局势缓和，供应限制逐步解除，地缘政治风险溢价大幅下降。
- ❑ 原油供需格局：制造业数据偏强及AI资本开支扩张支撑中长期需求稳健增长，预期全球石油市场整体仍处供给过剩格局。
- ❑ 低库存加剧波动：美国战略石油储备（SPR）逼近历史低位，全球库存大幅下降，市场缓冲能力减弱，小幅供需变化即可能放大价格波动，预期各国补库存需求将进一步支撑油价。
- ❑ 原油价格展望：中枢较上季度下降，预期第三季度布兰特原油在75美元/桶附近波动。
- ❑ 低库存状态以及地缘政治局势变化或增加价格波动性。

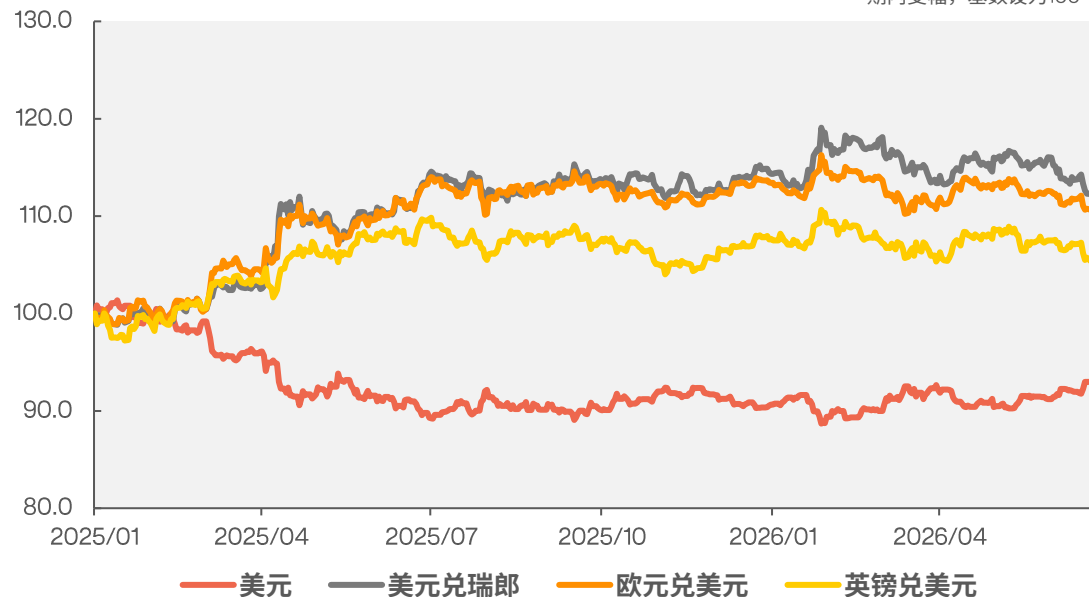


黄金：重塑美联储独立性利好美元

- ❑ 美联储独立性受质疑：特朗普政府开除库克、威胁鲍威尔降息等事件，引发市场对货币政策独立性的严重担忧，加上全球债务高企、财政赤字扩大及地缘政治风险，加剧美元贬值预期，一众非美货币（瑞郎、欧元、英镑）一度强势上涨，避险需求推升黄金、比特币等硬资产价格。
- ❑ 美元「贬值交易」退潮：沃什接任美联储主席后展现鹰派作风，重塑联储局独立性与可信度；比特币与黄金自高位回落，「贬值交易」退潮。

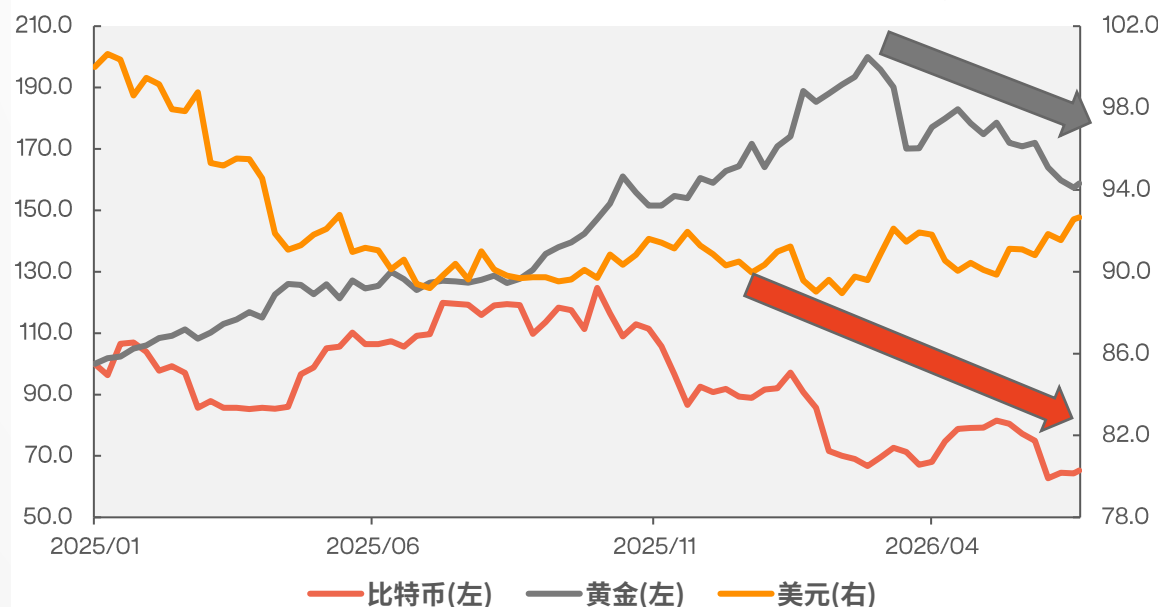
美联储独立性成疑一度利淡美元

期内变幅，基数设为100



货币贬值交易自年初退潮

期内变幅，基数设为100

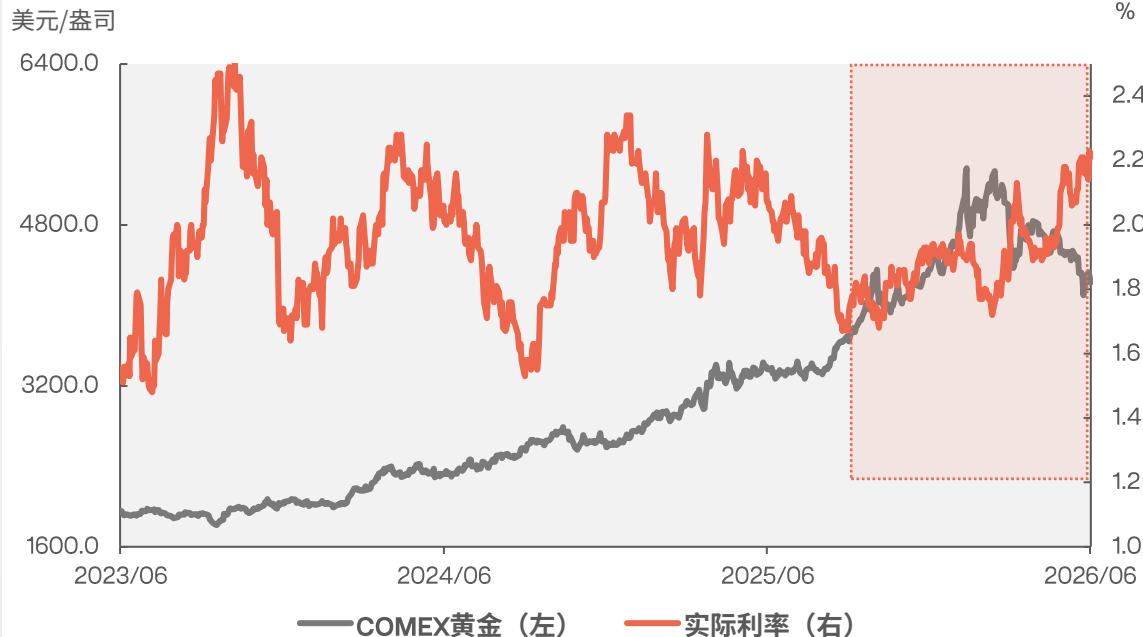




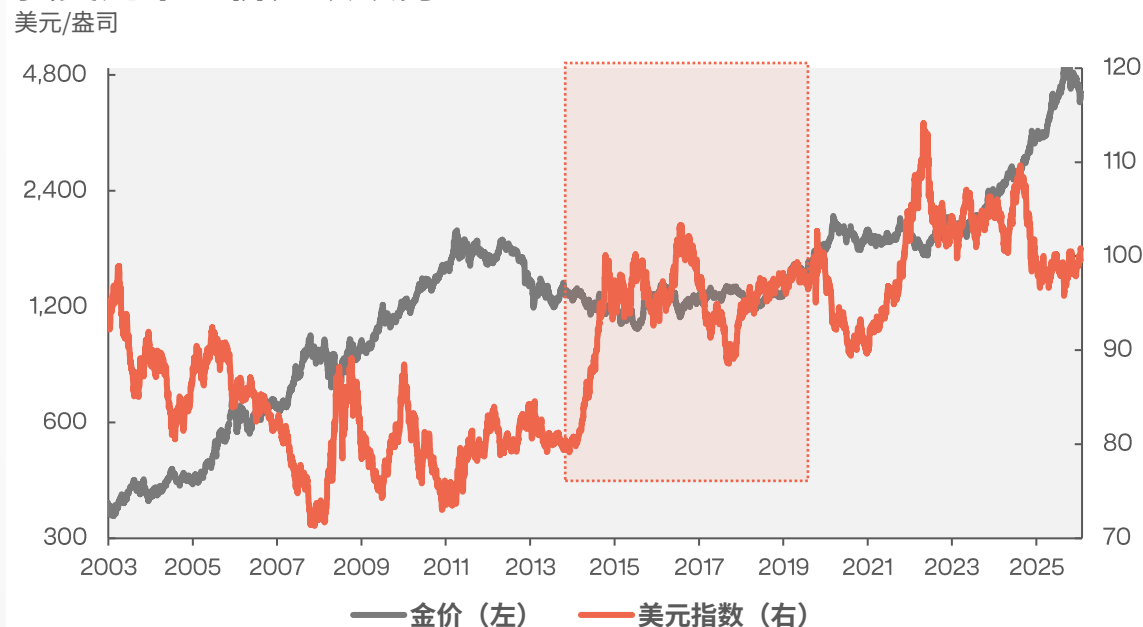
黄金：美国减息预期转变 压制金价短期走势

- 实际利率上升：联储局由减息预期转向加息预期，市场同时反映美元走强预期，共同推升持有黄金的机会成本，导致金价明显承压。
- 回调幅度与历史相似：2026年黄金最大回调约25%，与2021-2022年调整期跌幅（近22%，历时26个月）走势高度相似。
- 美债利率上行空间有限：预期美联储加息一次，高利率环境持续影响息率敏感企业，美债利率上行空间有限，届时将转为利好黄金。
- 两大因素已有所弱化：央行买金、地缘政治、去美元化等因素影响力上升，金价韧性增强。

实际利率上升削减黄金吸引力



强美元下金价延续跌势

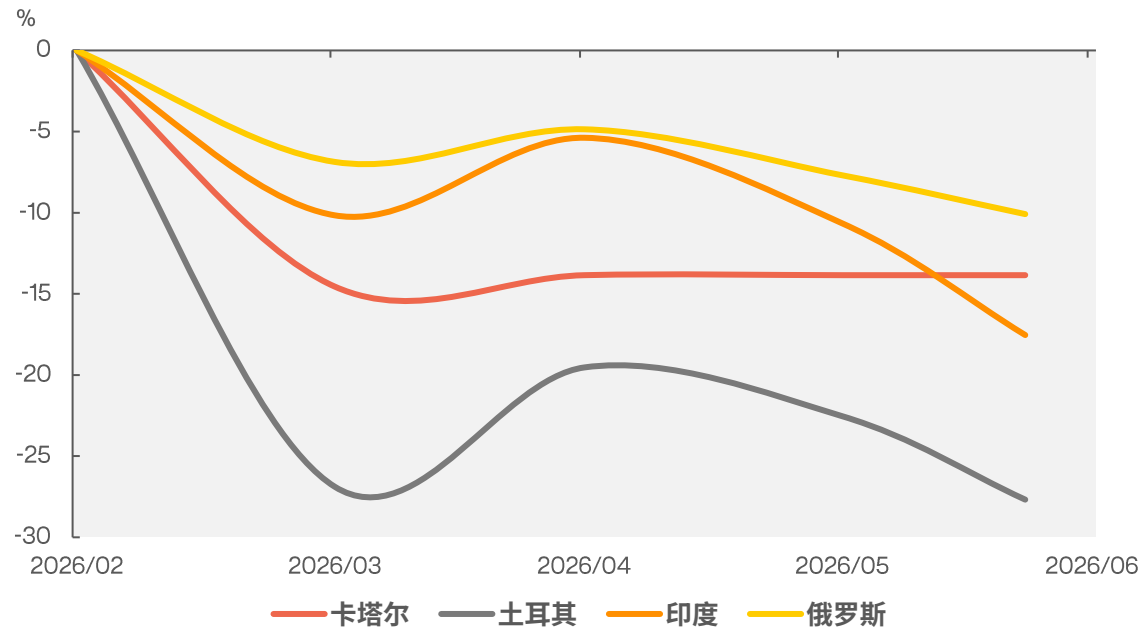




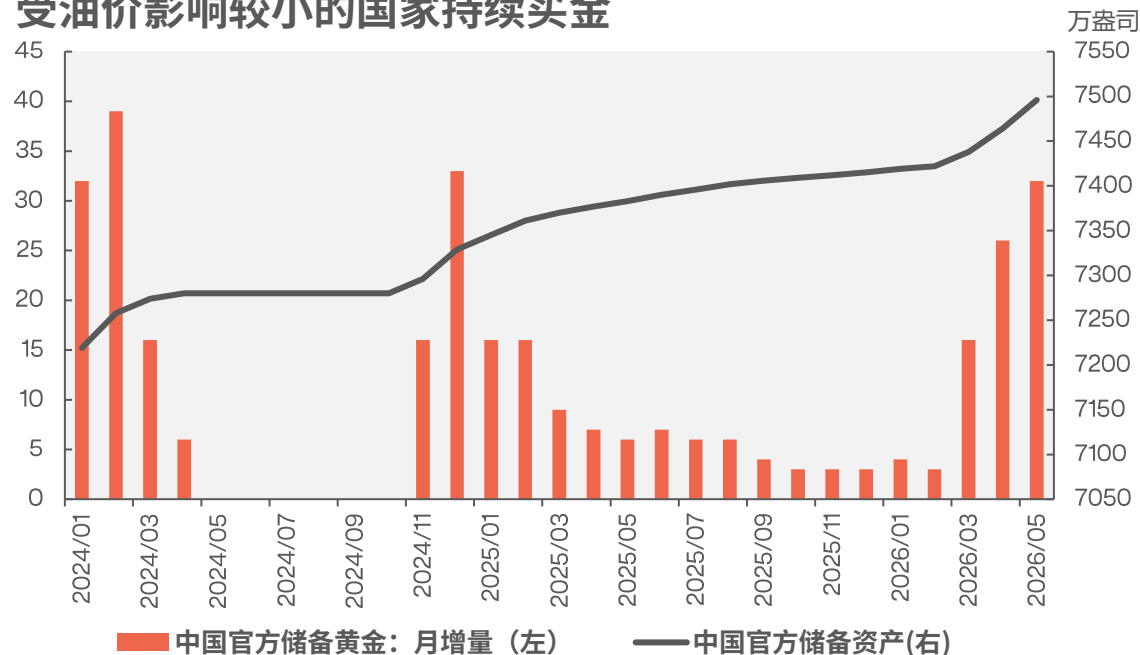
黄金：美伊冲突影响个别央行购金能力

- 美伊冲突对央行购金能力的影响：第一，中东产油国因霍尔木兹海峡运输受阻，石油出口收入大幅下降，外储增长放缓直接削弱其增持黄金的能力。第二，环球原油价格飙升令欧元区、东南亚等能源进口国面临巨额贸易逆差，财政压力急剧上升，被迫削减黄金配置。
- 个别央行于美伊战争后卖出黄金：卡塔尔-13.8%、土耳其-27.7%、印度-17.5%、俄罗斯-10.1%。
- 中国央行购金仍展现韧性：受油价影响较小的国家，例如中国央行连续第19个月增持黄金，若未来购金量持续回升，将确认需求韧性。

个别央行于美伊战争后卖出黄金



受油价影响较小的国家持续买金

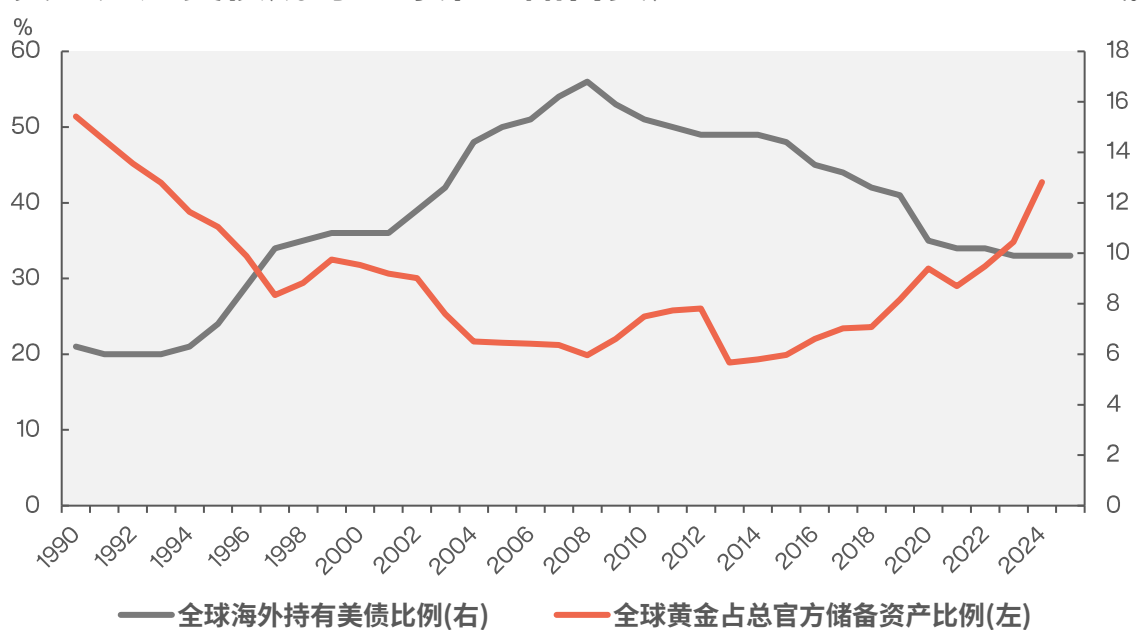




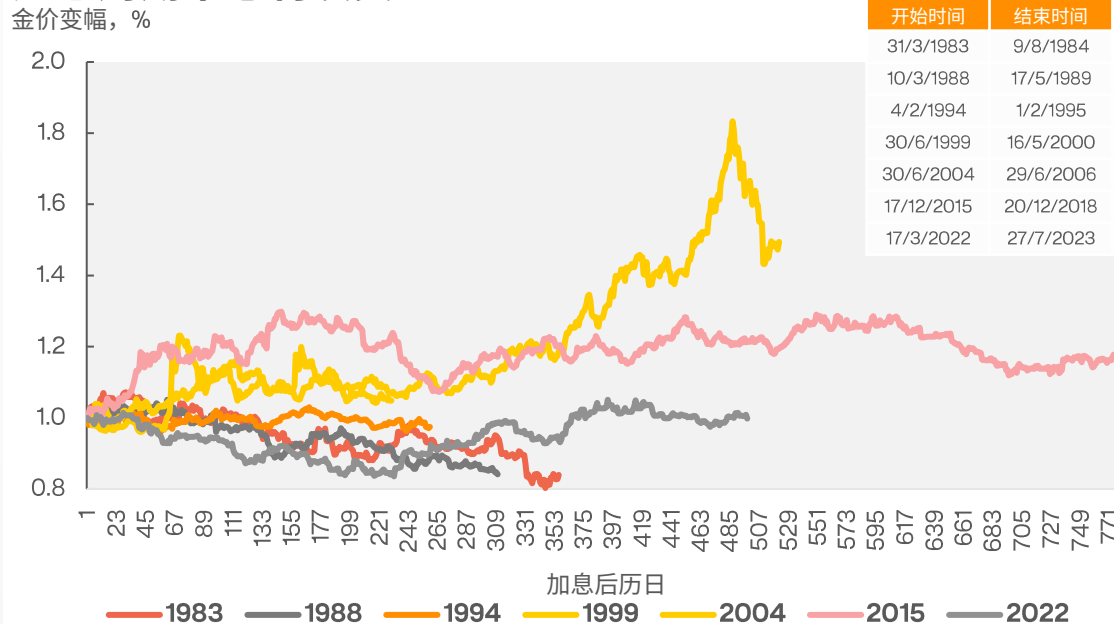
黄金：抹去年内升幅 年内目标下调至每盎司4,600美元

- 黄金超越美债成为全球第一储备资产：受去美元化趋势推动，加上央行配置价值持续提升，黄金在全球储备中的地位进一步巩固。
- 战争过后财政压力显现：市场预期国防开支及居民生活补贴增加，美国财政状况担忧回归，长期利好黄金避险属性。
- 加息周期未必利空黄金：以2004年为例，金价在加息周期大幅上升，最高接近1.8倍（大约在一年后）。

黄金超越美债成为全球第一储备资产



加息周期未必利淡黄金

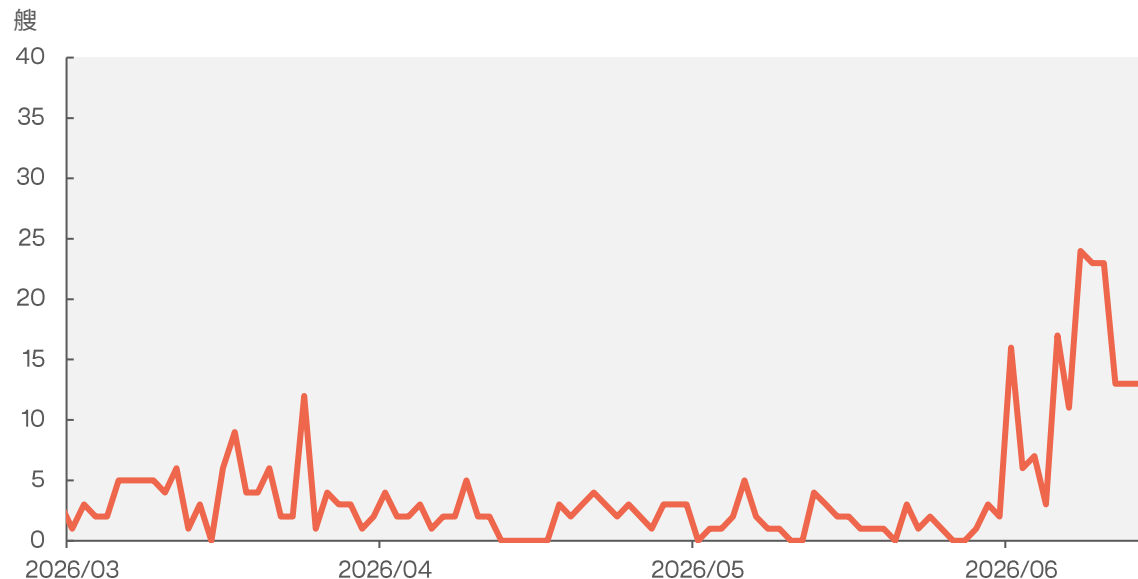




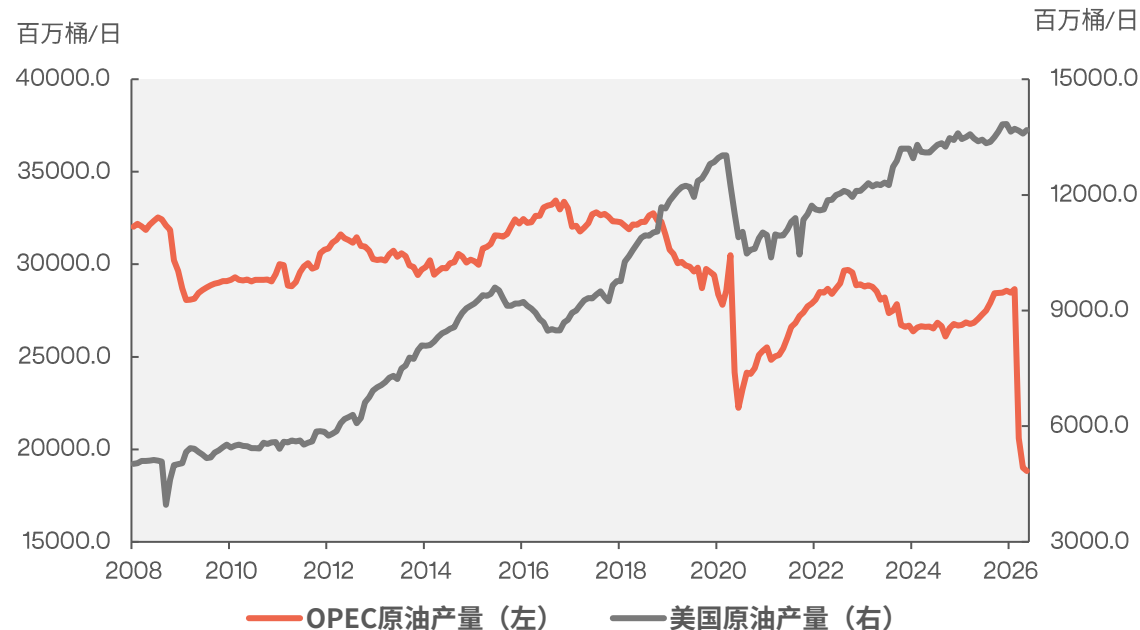
原油：海峡紧张局势缓和 地缘政治风险溢价回落

- 地缘政治尾部风险降温：随着美国签订和平协议，大规模破坏能源设施的风险已明显降低，加上霍尔木兹海峡紧张局势缓和，推动避险溢价大幅回落，市场开始反映常态化趋势。
- 供应缓冲：受惠于原油高库存缓冲、战略石油储备释放，以及美国供应支持下，持续关闭霍尔木兹海峡未有令油价升太多。一旦OPEC原油产量恢复正常，油价将会有较海峡停航时有明显回落。

霍尔木兹海峡紧张局势缓和



美国原油高产量提供支撑





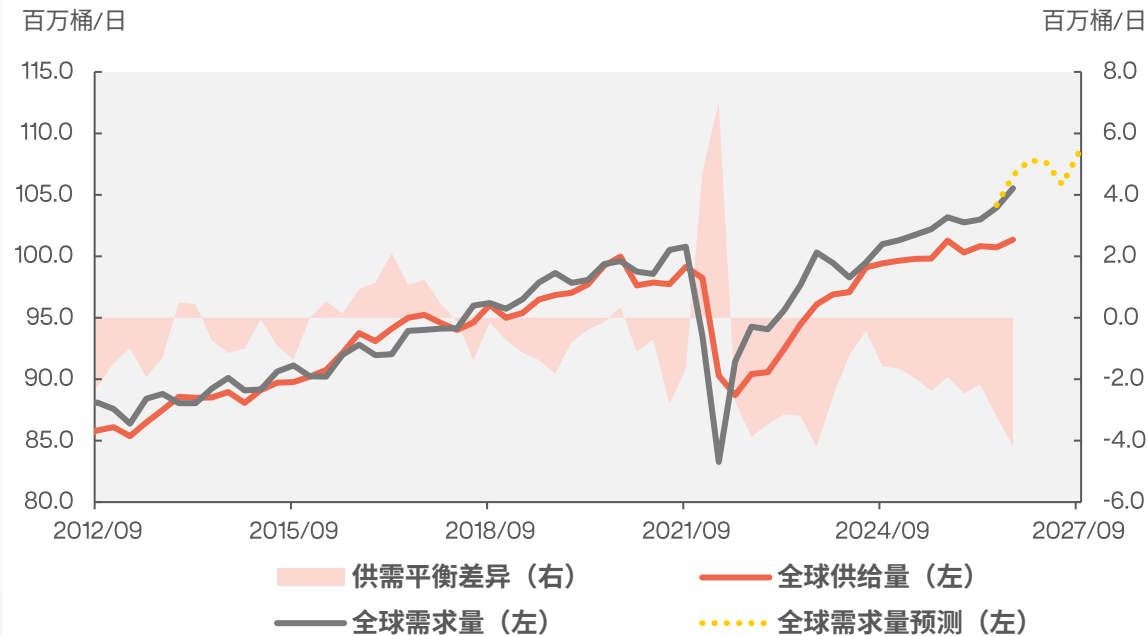
原油：制造业支撑原油需求中长期稳健增长

- 原油需求短期减少：高油价、燃料供应减少以及政府举措会减少石油需求。根据IEA最新预测显示，2026年全球每日石油消费量将会减少110万桶，较5月下调70万桶/日，第二季度交付量按年跌500万桶。
- 中长期稳健增长：全球制造业数据偏强，加上AI资本开支扩张的带动，预期数据中心、电力中心等AI相关基建制造业将持续拉动用油需求，支撑整体原油消费稳步回暖。
- 原油处求过于供格局：一旦原油价格下跌，供应量逐步恢复，预期用油需求将会反弹，全球石油市场整体仍维持供不应求的格局。

全球制造业强劲支持原油需求



全球石油市场处于供不应求



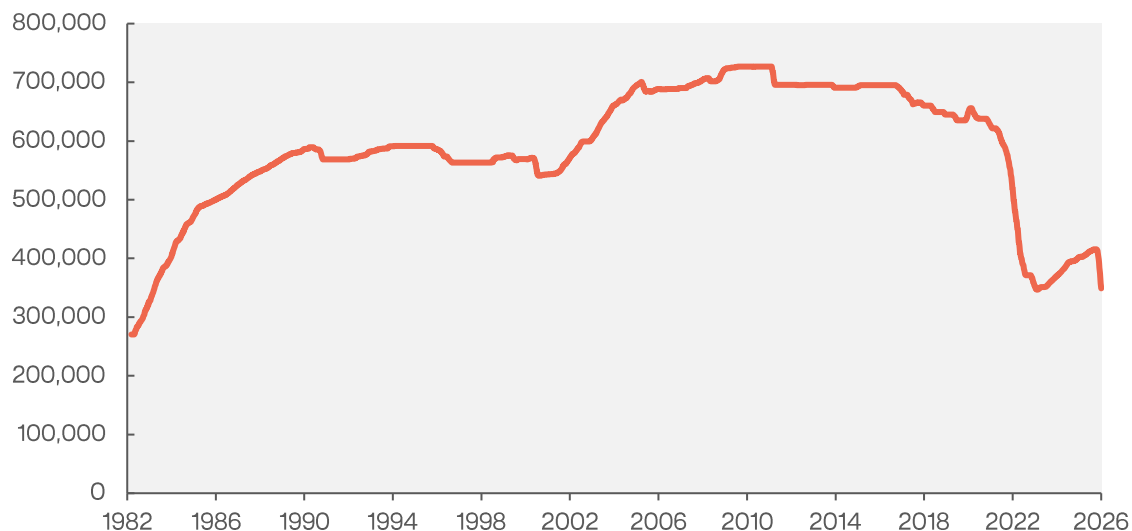


原油：美国战略储备逼近历史低位 料油价波动性增

- ❑ 美国战略储备接近历史低位：美国早前承诺释放1.72亿桶战略石油储备（SPR），分120天执行，当前美国SPR总量降至3.492亿桶，为2023年8月以来最低。
- ❑ EIA展望：预期全球石油库存在第2季将平均下降630万桶/日，料OCED库存则降至2003年以来最低水平。
- ❑ 低库存风险：大幅降低市场缓冲能力，小幅供应或需求变化都可能被放大，导致价格波动性显著增加。预期各国均会补回库存缺口，进一步转化成为回补需求。

美国战略储备逼近历史低位

千桶



低库存状态大幅削弱市场缓冲能力





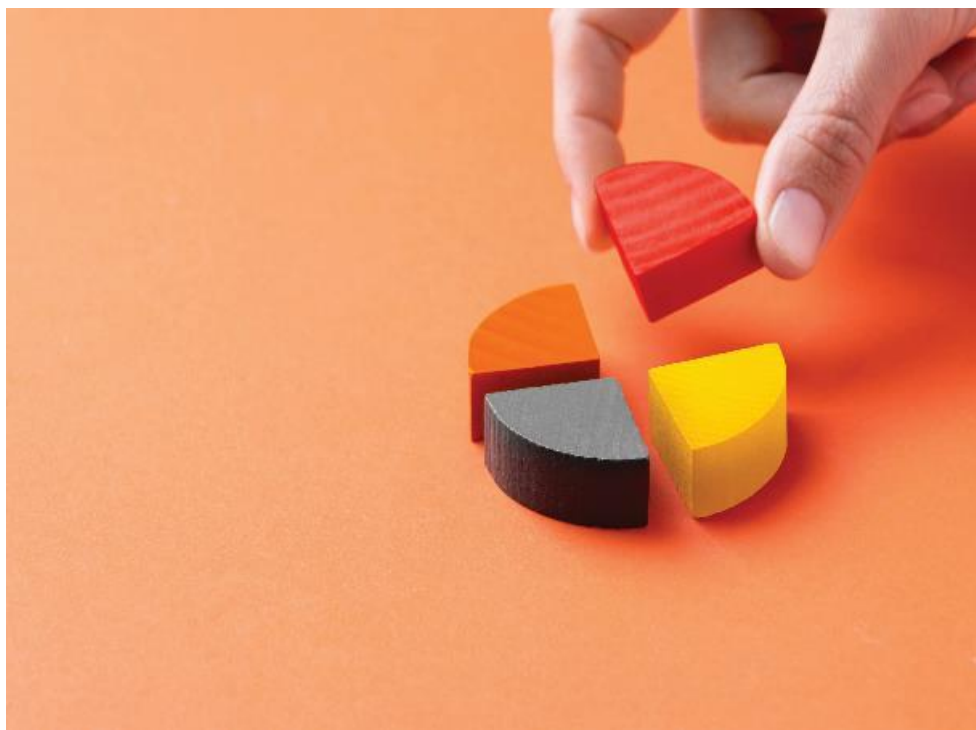
目录

- 1 宏观策略
- 2 宏观经济
- 3 股票
- 4 债券
- 5 外汇
- 6 商品
- 7 季度资产配置





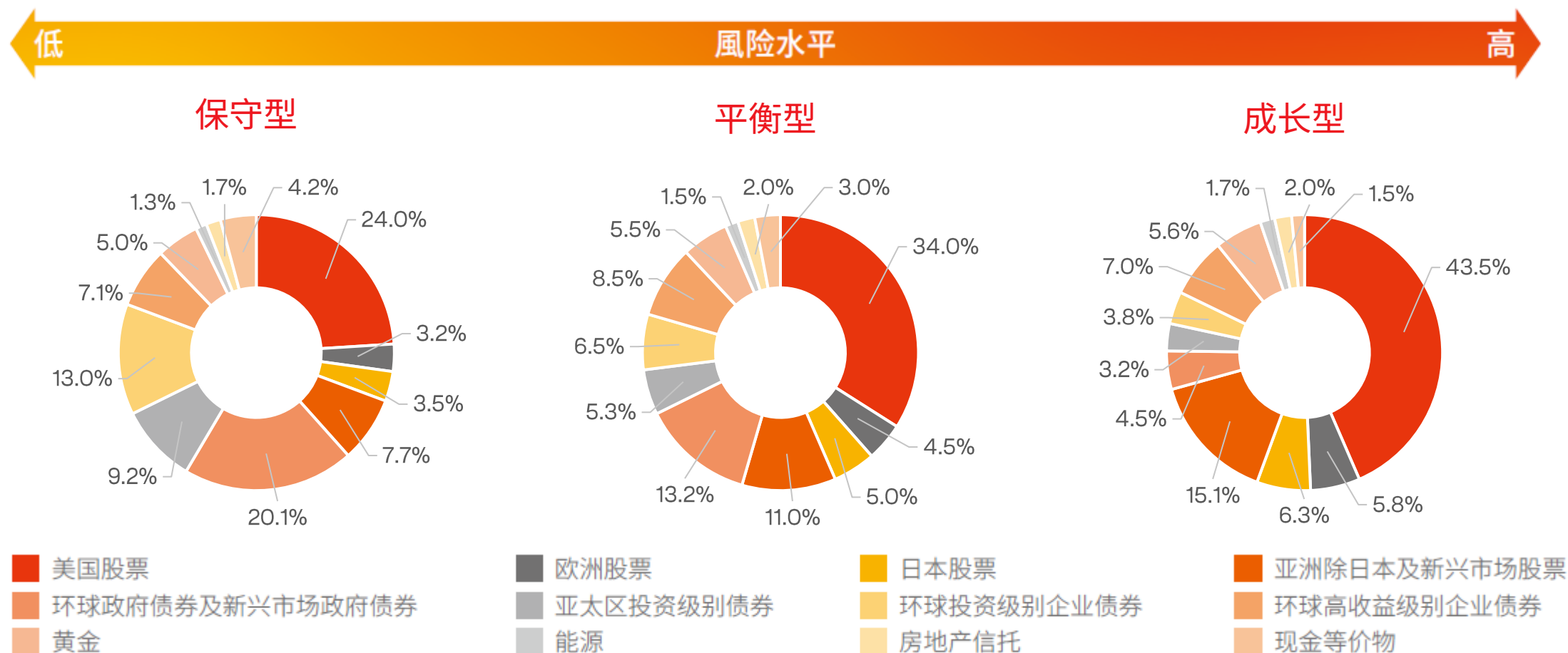
季度资产配置



东亚银行财富管理处



2026年第3季资产配置模型





2026年第3季资产配置模型

保守型

股票	38.4%
美国	24.0%
欧洲	3.2%
日本	3.5%
亚洲除日本及新兴市场	7.7%
债券	49.4%
环球政府及新兴市场政府	20.1%
亚太区投资级别	9.2%
环球投资级别企业	13.0%
环球高收益级别企业	7.1%
另类投资	8.0%
黄金	5.0%
能源	1.3%
房地产信托	1.7%
现金等价物	4.2%

平衡型

股票	54.5%
美国	34.0%
欧洲	4.5%
日本	5.0%
亚洲除日本及新兴市场	11.0%
债券	33.5%
环球政府及新兴市场政府	13.2%
亚太区投资级别	5.3%
环球投资级别企业	6.5%
环球高收益级别企业	8.5%
另类投资	9.0%
黄金	5.5%
能源	1.5%
房地产信托	2.0%
现金等价物	3.0%

成长型

股票	70.7%
美国	43.5%
欧洲	5.8%
日本	6.3%
亚洲除日本及新兴市场	15.1%
债券	18.5%
环球政府及新兴市场政府	4.5%
亚太区投资级别	3.2%
环球投资级别企业	3.8%
环球高收益级别企业	7.0%
另类投资	9.3%
黄金	5.6%
能源	1.7%
房地产信托	2.0%
现金等价物	1.5%



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。



季度资产配置简介(续上页)

- 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数据》以了解年化标准偏差的详情及依据。
- 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数据》以了解年化标准偏差的详情及依据。
- 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数据》以了解年化标准偏差的详情及依据。
- 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。



季度资产配置简介(续上页)

有关季度资产配置模型的重要数据：

- 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信息与参考之用，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数据作出投资决策。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。



季度资产配置简介(续上页)

• 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



季度资产配置简介(续上页)

- 请参考各指数供货商官方网站以了解各指数的成份及相关资产详情。
- 标准偏差是衡量价格波动的统计指针。标准偏差越高，波动性越大，并假设指数表现符合标准常态分布。
- 历史风险（或年度化标准偏差）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。此信息仅供参考。
- 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偏差计算。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，惟该等数据源未经独立核证。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。本文件所表达的信息、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。
- 有关数据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，惟该等数据源未经独立核证。
- 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。本文件所表达的信息、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。有关数据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信息，法律影响及任何其他事宜的意见。



免责声明及重要通知(续上页)

- 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，本文件内的数据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。



东亚银行投资策略团队简介



彭伟伟

首席投资策略师

曾任兴业银行私人银行部财富顾问处处长、平安银行私人财富部首席策略分析师、招商银行私人银行部家族信托及全权委托高级投资经理。主要覆盖境内外宏观及政策分析。



陈伟聪
CFA

高级投资策略师

主要覆盖大中华股票及美股市场的研究分析。拥有特许金融分析师(CFA)专业资格，投身金融业逾16年。



吴永强
CFA, CESGA

投资策略师

主要负责策划银行整体的外汇投资策略及相关研究，为银行客户提供不同的投资建议。拥有特许金融分析师(CFA)和环境、社会及管治分析师(CESGA)资格。



汤嘉颖

投资策略师

专注于宏观策略、商品市场及大中华区股票市场的研究及负责个股分析报告撰写工作。



郑莹

投资策略师

专注于环球债市、美国股票市场以及大中华股票的研究分析。拥有金融硕士学位。



Thank You
谢谢