

东亚睿智2026年第四季

惊涛稳航



序言

2026年第四季，环球市场步入「更高更久」的利率新常态：联储局重启加息、油价重上百美元、地缘冲突与美国中期选举交错。本期以「惊涛稳航」为题，从宏观、经济、股、债、汇、商品六大范畴，剖析惊涛之下如何稳住航向，并提供前瞻性资产配置建议。

环球经济方面，联储局9月鹰派加息25点子，「更高更久」由预期走向现实。市场正重估人工智能生产率下的中性利率，美国10年期国债息升穿5%，创2007年以来新高。中东局势反复令霍尔木兹海峡航运接近停摆，油价企稳每桶100美元上方，通胀黏性挥之不去。中美贸易休战仅延至明年1月、美国中期选举临近，风险溢价随事件反复重定价。亮点仍在人工智能，全球数据中心资本开支五年料翻逾四倍，惟「有AI与没有AI」的K型分化愈见明显。中国出口与高技术制造业保持韧性，内需及房地产持续承压，逆周期调节有望加码，力守全年4.5%至5%增长目标下限；香港经济面对高基数效应，势头仍稳健。

资产配置方面，美股盈利强劲，标普500指数今年目标由7,870点上调至7,980点；续看好AI主线，并适度分散至能源、发电及电力设备、通讯服务及矿业板块。香港及中国内地股市以「谋定后动」为纲，恒生指数今年目标由27,100点下调至26,500点，若回调至23,500点可伺机吸纳；续聚焦AI半导体、核能及电力设备等硬科技，并适度配置高股息国企及香港本地防守板块。债券「御风防险、稳中求息」，优先布局短端美债、避开长端，伺机增持中期债；信用债看好短存续期投资级别债，新兴市场美元债仍具配置价值。外汇方面，美汇指数季内料走势仍会稳健（3个月目标100）；继续看好离岸人民币（3个月目标6.65）及澳元（3个月目标0.71），对英镑、瑞郎及加元则较审慎。商品方面，布兰特油价中期选举前料企稳每桶100美元附近，选后或回落至80至90美元；黄金短线受加息及实际利率上升压制，惟央行购金与去美元化支撑中长期中枢，目标4,600美元。

总括而言，第四季全球处于利率重估、地缘风险与科技革命交织的惊涛之中，波动率中枢上移，股债相关性失稳。投资者宜以盈利兑现为锚、常态化对冲为帆，保持AI定力之余灵活再平衡，于波动中稳守航向。愿本报告助阁下看清风浪，惊涛稳航。



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：息高势变



彭伟伟

东亚银行财富管理处首席投资策略师



宏观策略：息高势变

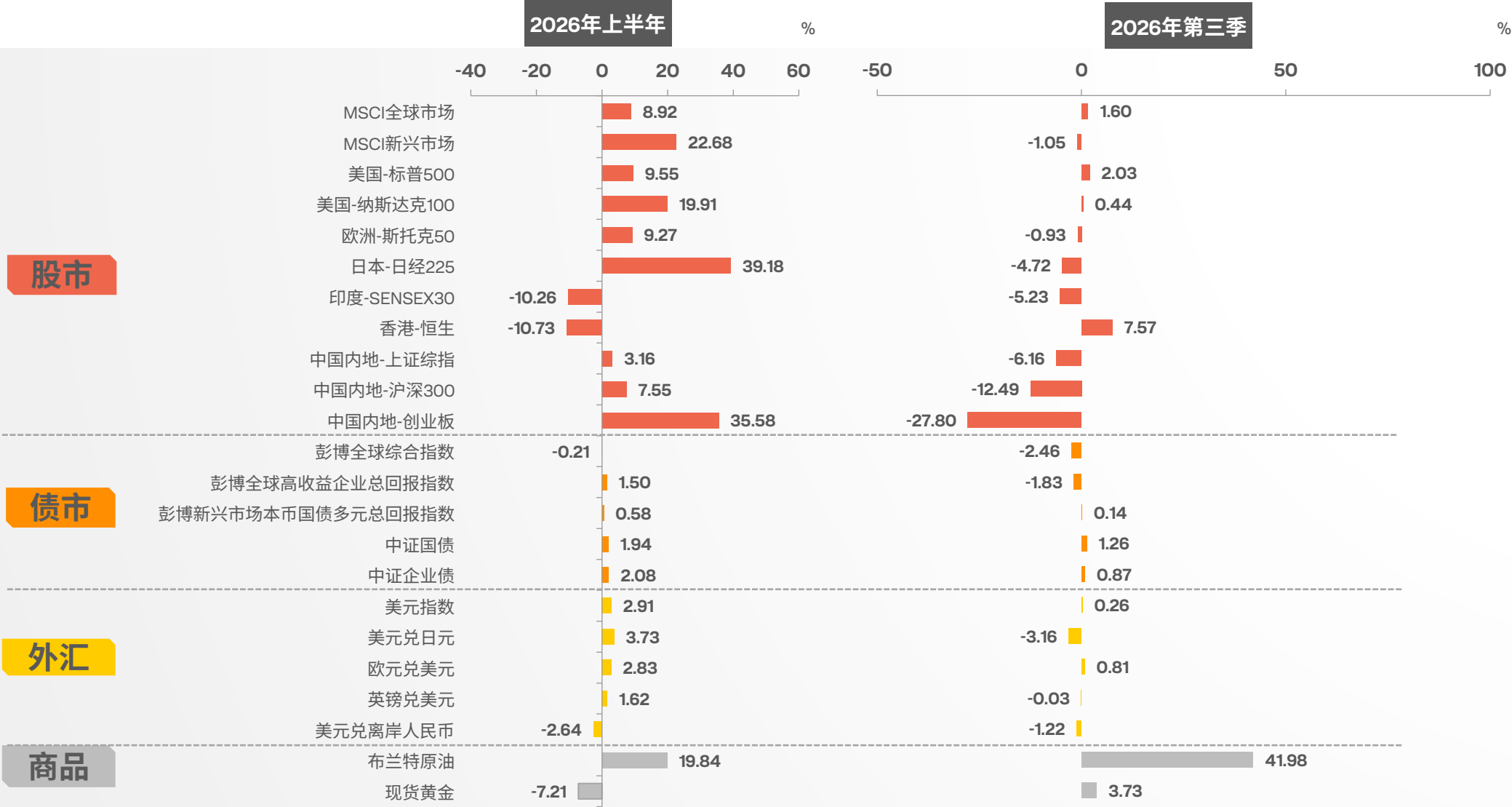
第四季，全球资产定价的主轴，是AI生产率叙事下的中性利率重估。"Higher-for-longer by design, not by accident"，道出了「更高更久」背后的结构性根源。当市场重新评估长期增长潜力与资金成本，实际利率及期限溢价上升，估值扩张的空间随之收窄。分母已然重新定价，分子仍待盈利验证：AI资本开支与制造业回暖继续提供支撑，但云厂投资指引与回报转化，才是增长叙事能否延续的关键。

盈利与利率的角力之间，风险溢价呈现高频脉冲。地缘冲突牵动油价，贸易休战面临到期，美国中期选举与加息预期交错，均可能改写市场对增长及政策的判断。利率高企如紧绷的发条，预期的微小变化，也可能放大为跨资产波动。股债相关性失稳，更令传统分散配置的效果难以尽信。对冲须成为常态安排，黄金的配置角色亦随之提升。

再平衡的核心，是在高息约束下保持AI定力，并将投资视野扩阔至整条产业链。区域上维持美国>日本>欧洲：美国盈利动能较强，惟通胀黏性限制政策转向；日本受惠外需与半导体链，但人手短缺制约投资；欧洲的追赶式复苏，则提供适度分散的机会。中国出口与AI仍具韧性，内需却持续承压，财政执行能否加速是破局关键，基准预期仍是守住增长目标下限。第四季的配置取舍，将更重盈利兑现，也更考验应对波动的余裕。



2026年第三季资产表现：油价升逾40%添通胀忧虑，港股追落后



数据源：彭博，数据截至2026年9月30日

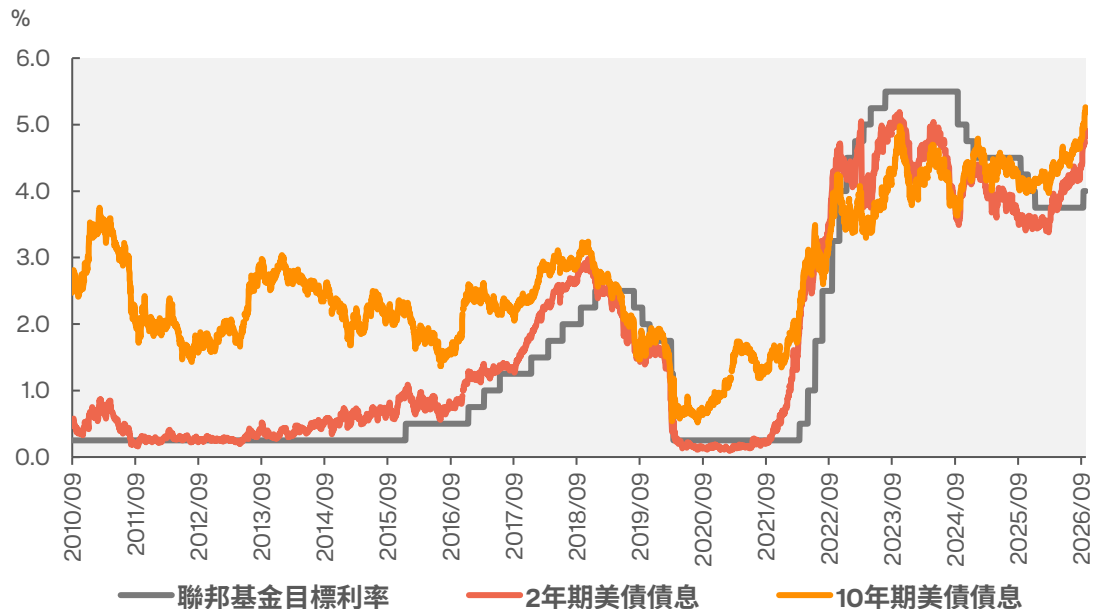
过往表现不代表将来表现



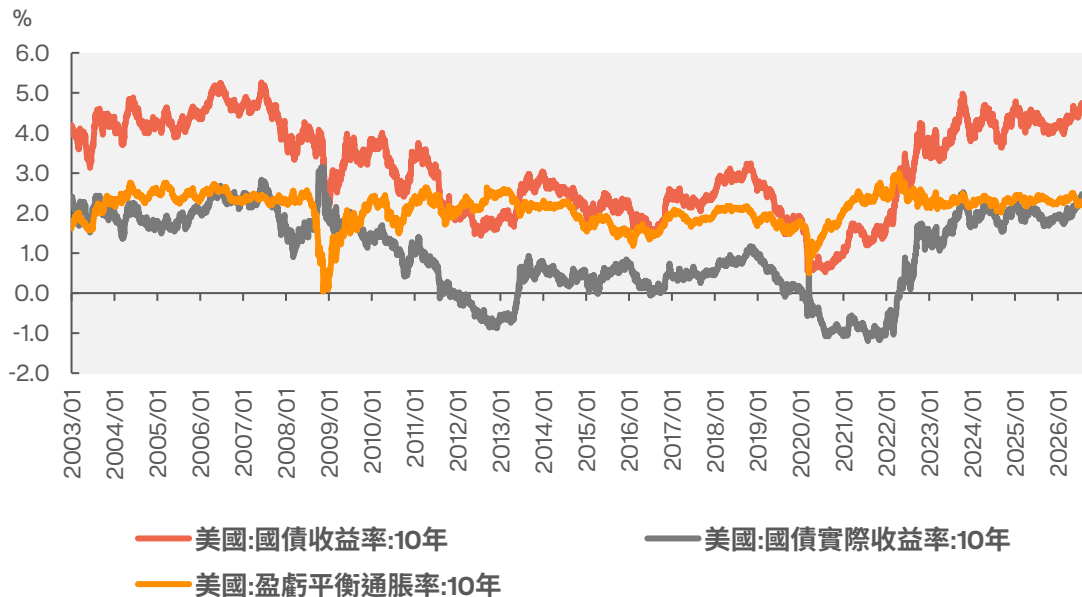
「更高更久」非偶然：中性利率的结构性重估

- 今年以来利率整体抬升，短端受政策锁定，2年期美债息率屡次向上重估，10年期更曾穿5%关口。我们认为，这并非单纯的政策滞后，而是市场对中性利率的持续上修——「更高更久」已由尾部风险变成基准情景。
- 关键在于，本轮长债息攀升由实际利率而非通胀驱动——盈亏平衡通胀率稳守2.5%附近，实际收益率却持续走高，印证市场正重估AI生产率下的中性利率，利率中枢难以回到过去十年的低水平。利率高企如紧绷发条，即使基准利率未达历史高位，任何政策预期转变均会被放大，触发跨资产的剧烈波动，这正是Q4必须正视的分母风险。

今年以来利率整体抬高



长期利率的攀升主要源于实际利率而非通胀





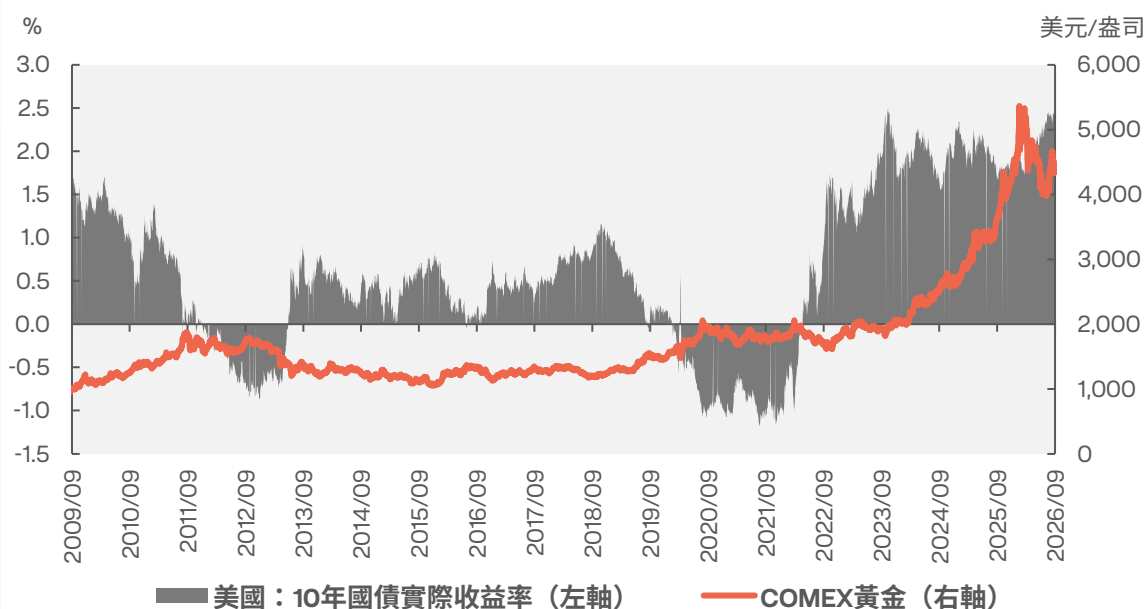
分母重定价的资产启示：风险溢价见底、黄金脱钩

- ❑ 利率高企已令股票风险溢价极速收敛——标普500风险溢价跌至负值的历史极低位，与节节上升的美债收益率背道而驰，安全边际几近消失。分母重新定价之下估值难以再扩张，Q4股市回报将更依赖盈利兑现而非估值故事。
- ❑ 传统上金价与实际利率负相关，但2022年以来两者走势趋同——实际利率高企，金价却屡创新高，旧框架已然失效。高利率环境重新定义了黄金定价逻辑，央行购金、避险及去美元化需求取代利率成本成为主导因素。黄金常态化纳入对冲配置亦成为众多投资机构的必然选择。

风险溢价已至极低位，估值难以明显扩张



2022年以来高利率环境重新定义黄金框架

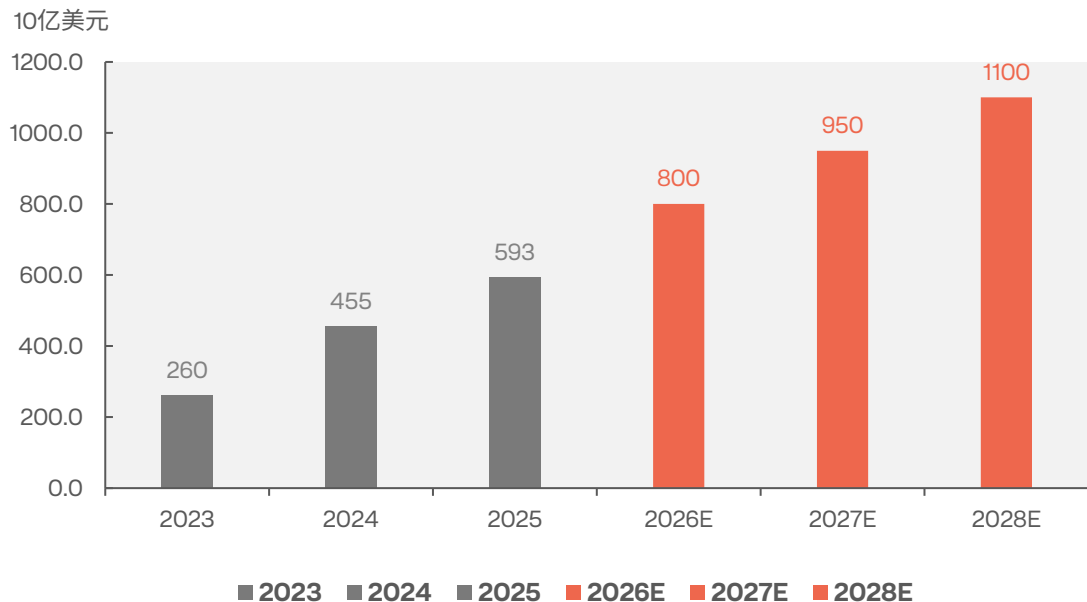




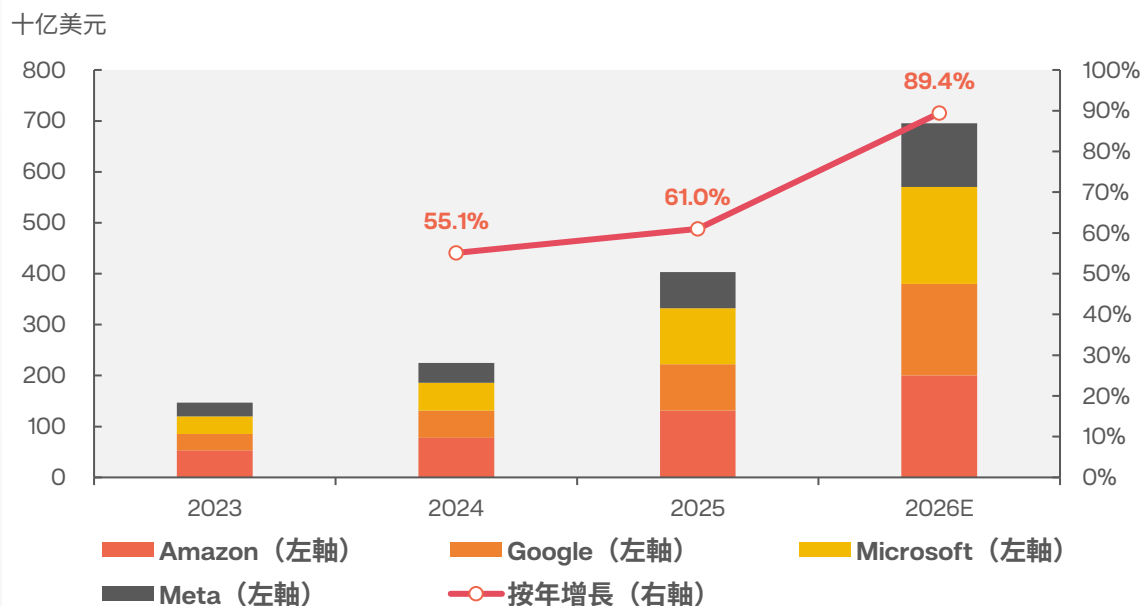
分子引擎：AI资本开支支撑全球盈利

- 分子端的核心引擎是AI资本开支。全球数据中心资本开支料由2023年的2,600亿美元升至2026年的8,000亿美元，2028年更突破1.1万亿美元，五年翻逾四倍。我们认为，这是全球盈利上修的单一引擎，也是「美国例外论」尚能成立的唯一理由——只要AI投资周期未完，分子端就仍具支撑。
- 结构上，美国四大云厂是本轮周期的火车头，2026年资本开支按年增长料达89.4%，投放力度前所未见。Q4进入兑现期，我们关注的不是金额，而是资本开支指引的修正方向与投资回报率转化，才是决定分子端能否延续的关键。一旦云厂下修指引或回报逊于预期，支撑全球盈利的单一引擎便会失速，这是Q4分子端最大的跟踪变量。

全球数据中心资本开支



美国四大云厂商资本开支





制造业景气验证分子端：惟K型分化加剧

- 全球制造业PMI于8月报52.3，连续多月企稳50荣枯线之上，为AI分子端提供景气验证。日本54.9表现最强，美国Markit报53.9保持韧性，欧元区更由年初收缩区回升至52.7，德国大幅反弹2.1个百分点至54.3——发达市场制造业周期明显回暖，支撑全球盈利上修逻辑。
- 惟分化同样清晰：中国PMI仅报49.8，仍处收缩边缘；印度与东盟虽维持52以上但动能放缓，俄罗斯、巴西更双双跌穿48。K型格局持续——有AI与没有AI的经济体、AI与非AI产业之间的景气落差不断扩大。我们维持美国>日本>欧洲的排序，韩国与中国台湾亦相对看好，非美配置须精选结构而非押注整体贝塔。

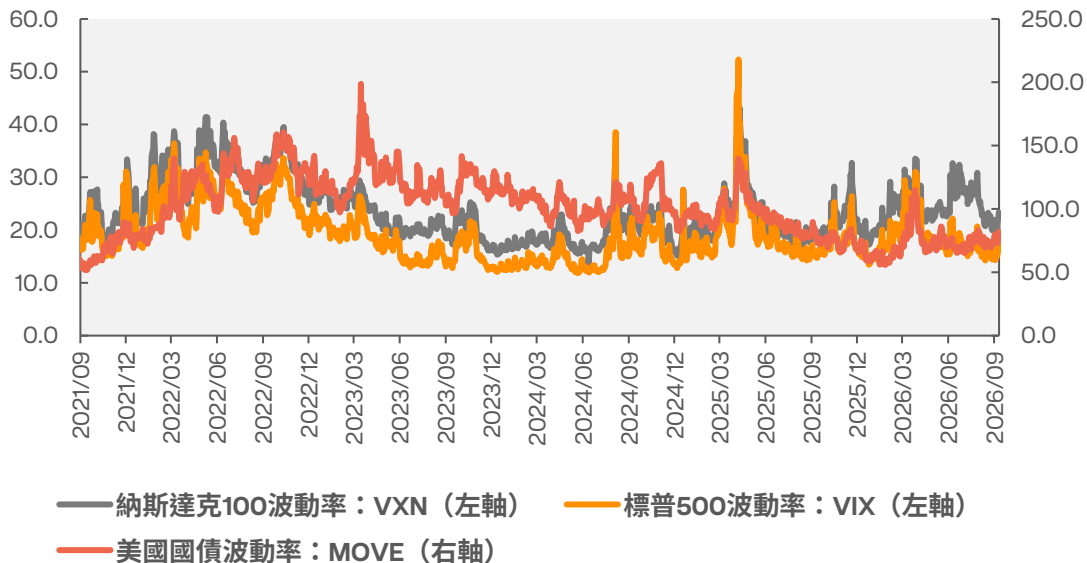
製造業PMI	較前值	8/2026	7/2026	6/2026	5/2026	4/2026	3/2026	2/2026	1/2026	12/2025	11/2025	10/2025	9/2025
全球	↑ 0.2	52.3	52.1	52.2	52.7	52.6	51.3	51.8	50.9	50.4	50.5	50.9	50.7
美國Markit	→ 0.0	53.9	53.9	53.9	55.1	54.5	52.3	51.6	52.4	51.8	52.2	52.5	52.0
歐元區	↑ 0.8	52.7	51.9	51.4	51.6	52.2	51.6	50.8	49.5	48.8	49.6	50.0	49.8
德國	↑ 2.1	54.3	52.2	50.3	50.1	51.4	52.2	50.9	49.1	47.0	48.2	49.6	49.5
法國	↑ 1.3	51.1	49.8	51.2	49.7	52.8	50.0	50.1	51.2	50.7	47.8	48.8	48.2
意大利	↓ -1.7	49.6	51.3	52.2	52.9	52.1	51.3	50.6	48.1	47.9	50.6	49.9	49.0
日本	↑ 0.4	54.9	54.5	54.8	54.5	55.1	51.6	53.0	51.5	50.0	48.7	48.2	48.5
英國	↓ -0.2	51.7	51.9	52.5	53.9	53.7	51.0	51.7	51.8	50.6	50.2	49.7	46.2
中國	↑ 0.6	49.8	49.2	50.3	50.0	50.3	50.4	49.0	49.3	50.1	49.2	49.0	49.8
印度	↓ -0.7	52.8	53.5	54.2	55.0	54.7	53.9	56.9	55.4	55.0	56.6	59.2	57.7
俄羅斯	↓ -1.9	48.8	50.7	50.3	48.8	48.1	48.3	49.5	49.4	48.1	48.3	48.0	48.2
巴西	↓ -1.2	46.3	47.5	50.8	49.1	50.0	49.0	47.3	47.0	47.6	48.8	48.2	46.5
南非	↑ 1.4	46.4	45.0	43.9	49.2	47.4	50.8	48.5	45.1	39.6	48.7	53.1	52.1
東盟	↓ -0.5	52.3	52.8	50.5	51.5	50.7	51.8	53.8	52.8	52.7	53.0	52.7	51.6



锚与引擎的张力，波动率中枢上移、相关性失稳

- 分母紧、分子强的张力，直接体现在波动率上。2026年以来VIXN、VIX与MOVE中枢同步抬升，股债两市波动率均处近年高位，脉冲式抽升愈趋频密。我们认为这并非短期噪音，而是中性利率重估下的宏观常态——利率高企如紧绷发条，政策、盈利或地缘的任何微调，都会被放大为跨市场的波动脉冲。
- 更深层的变化在于资产相关性失稳。2026年股债相关性波动率达8.69%，历史排名第二，仅次于2007年次贷危机前夜，排名前十的年份几乎全对应重大危机或政策转折。这意味宏观定价逻辑本身在快速切换——通胀、利率与增长的主导权反复易手，股债走势时而同向时而背离。

2026年纳指及国债波动率上升



股债相关性波动率历史排名

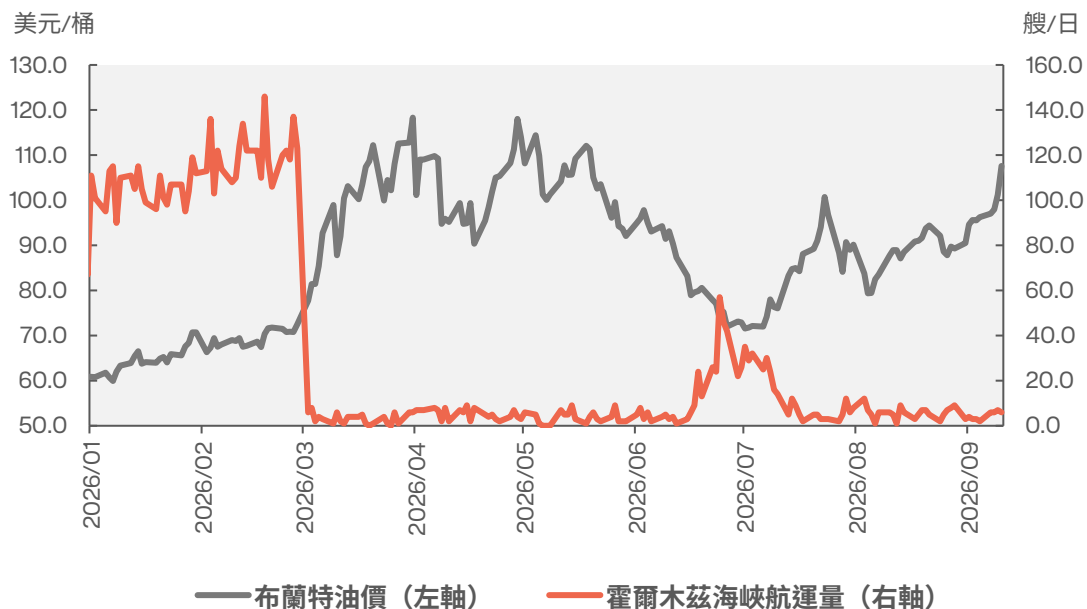
排名	年份	股债相关性波动率	关联事件
1	2007	9.72%	次贷危机前夜
2	2026	8.69%	当前
3	2023	8.07%	加息尾声
4	2016	7.99%	英国脱欧+特朗普当选
5	2025	7.86%	—
6	2021	7.81%	通胀交易启动
7	2015	7.68%	油价崩盘+人民币811
8	2005	7.24%	—
9	2001	7.13%	互联网泡沫破裂
10	2004	7.03%	—



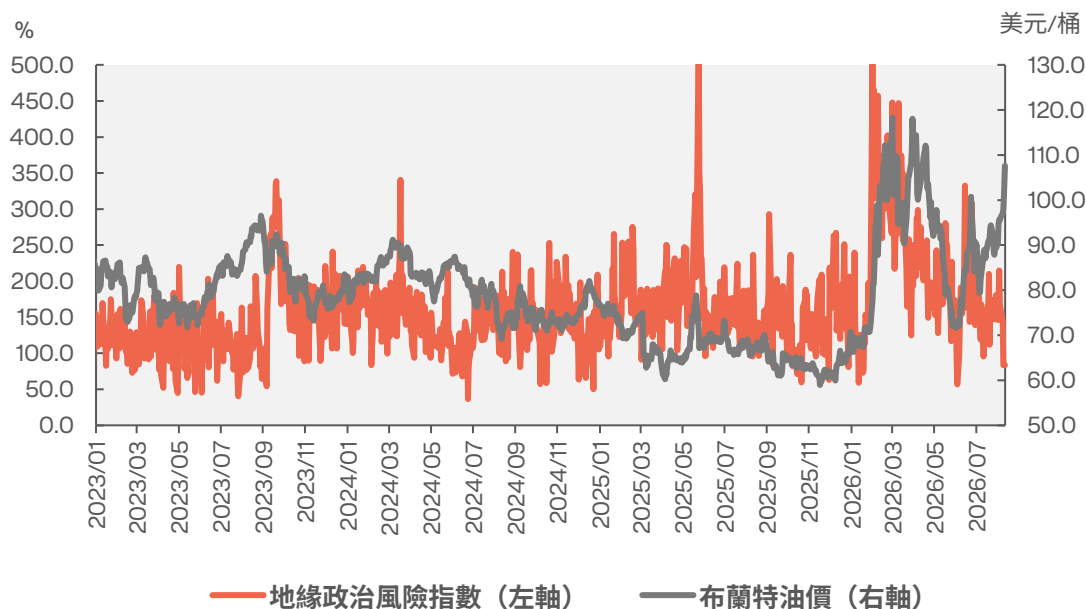
溢价源之一：地缘—油价的非线性风险

- 谈完锚与引擎，Q4的另一半故事是风险溢价从何而来。我们的框架很简单：地缘、贸易、选举与加息都是事件，不是趋势——不预测结果，只预算对冲。先看地缘：3月以来霍尔木兹海峡航运量由每日逾120艘骤降至接近停摆，布兰特油价则由60美元水平反复推升至100美元上方，两线呈完美镜像，供给冲击的油价传导一目了然。
- 地缘政治风险指数今年以来明显升温，与油价共振上行，印证风险溢价正以高频脉冲方式注入市场。往后看，油价高企之际航运量仍未恢复，若Q4航运量回升而油价拒不回落，说明地缘溢价已然固化，油价企稳100美元上方将是年内首个非线性风险。

霍尔木兹海峡再度长时间停运推升油价



地缘政治风险今年以来明显升温





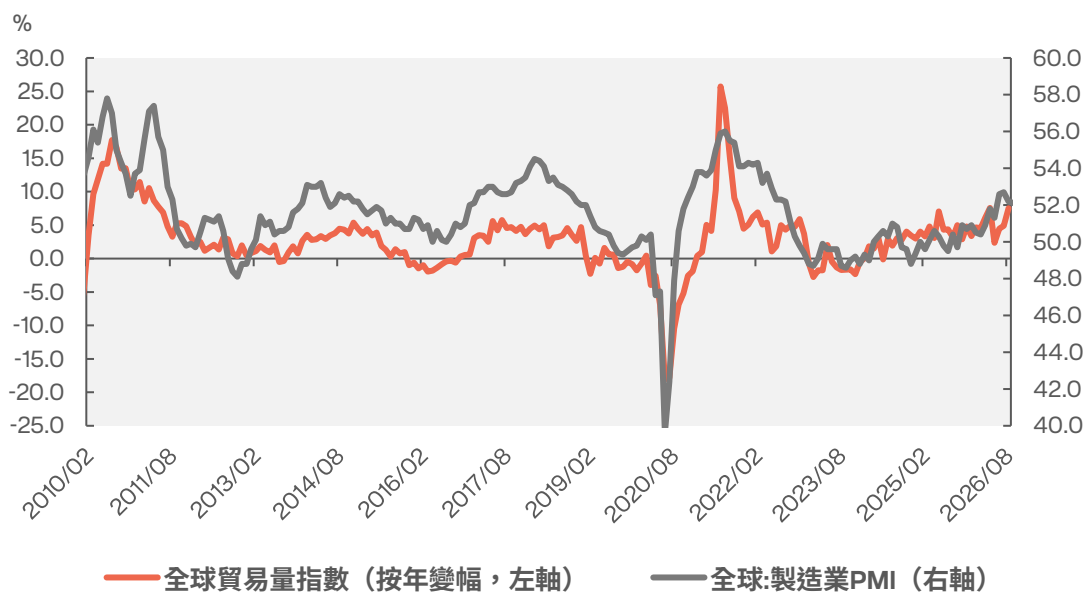
溢价源之二：贸易—休战到期前的不确定性

- ▣ 溢价的第二个来源是贸易。2025年美国对主要贸易伙伴关税税率一度急升至10%以上，进口金额按年随之大幅波动；今年关税虽回落至6%附近，仍远高于过去十年不足3%的常态。我们关注的不是税率本身，而是传导——若Q4关税再升级而进口量不降，说明需求刚性；若进口量骤降，贸易摩擦对全球供应链的冲击正在显现。
- ▣ 截至目前，贸易对分子的作用偏正面——今年以来全球贸易量增速与制造业PMI同步上行，贸易复苏显著带动制造业回暖。但变数在11月10日中美贸易战休战到期：若谈判破裂、关税再升级，贸易增速掉头而PMI跟跌，将直接压制分子端盈利。

贸易冲突仍是潜在风险



今年以来贸易显著带动全球制造业复苏

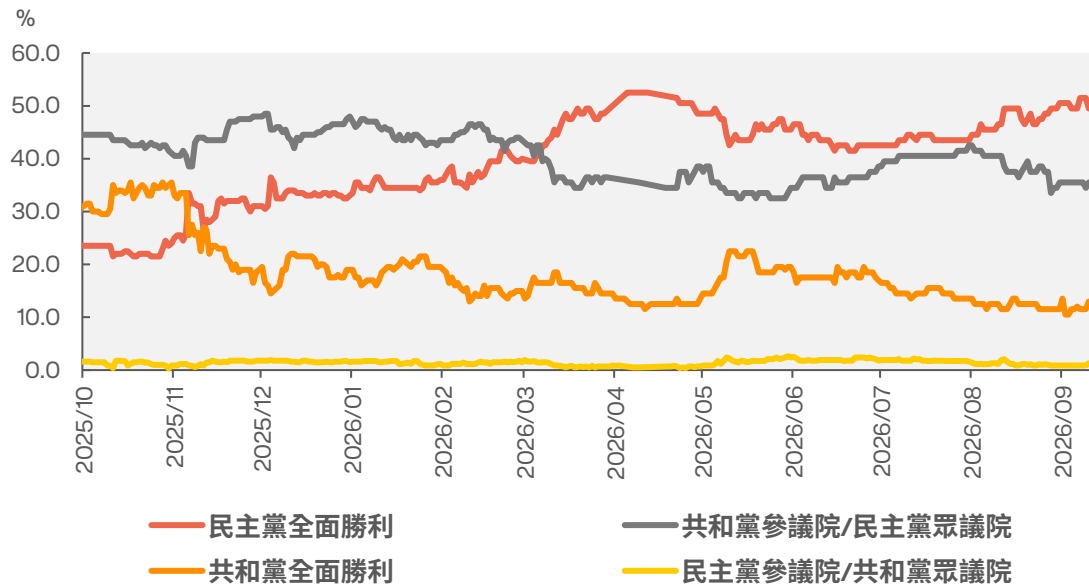




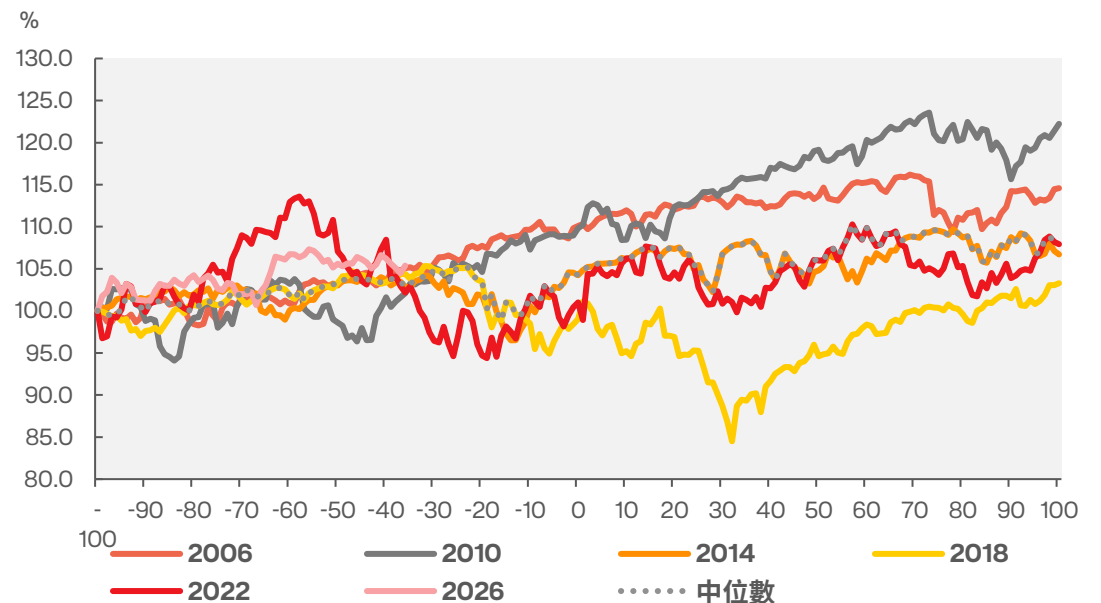
溢价源之三：中期选举—政策预期的再定价

- 预测市场显示，民主党全面胜利的概率已由年初约三成升至五成以上，共和党全面胜利仅余一成多，市场正为政党轮替的可能性重新定价。若Q4临近选举概率再度逆转，减税、关税与财政政策预期将随之改写，直接影响分母与分子的定价基础，这是选前最容易被低估的变量。
- 历史规律清晰：中期选举年标普500选前承压、选后反弹，选后100个交易日中位数升幅达9.1%，不确定性落地本身就是利好。2026年走势目前贴近历史中位数运行，意味市场仍以惯性视之；随选举临近，政策不确定性或先压抑风险偏好，而选后确定性回归，历来是年底前风险溢价回落的重要催化，值得耐心等待。

预测市场对美国2026年中期选举结果估算



标普500指数在中期选举先后的走势



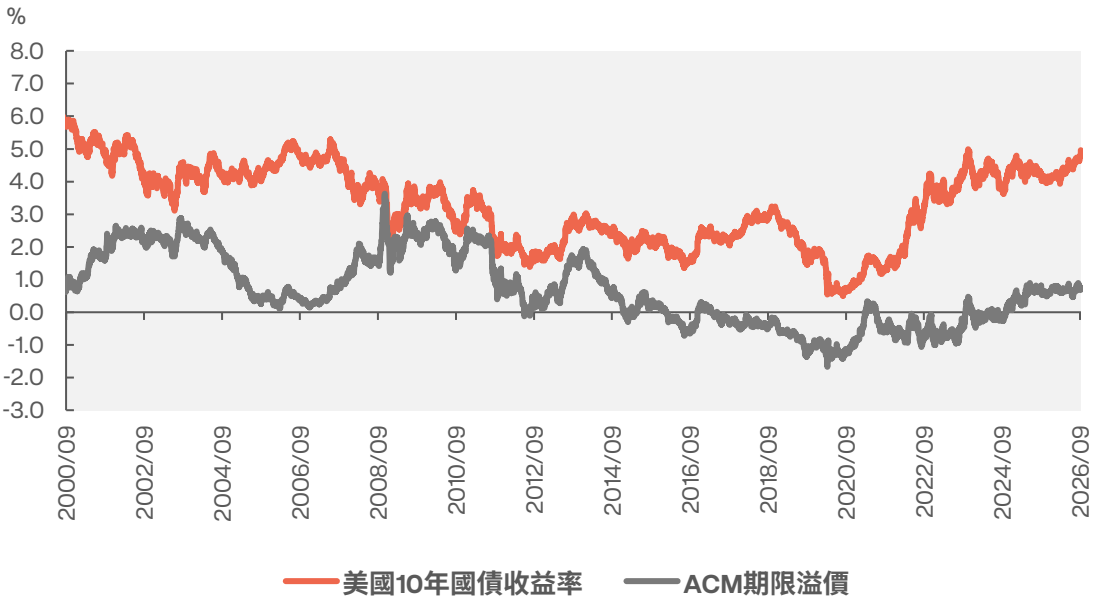


溢价源之四：加息一由预期走向现实

- ❑ CME期货定价显示，市场已完全摒弃减息幻想：10月会议加息至400-425基点的概率达10.3%，12月再加至425-450基点的概率亦近六成。若Q4概率曲线进一步上移，「更高更久」将由预期变为现实——这是分母重定价最直接、也最难对冲的证据。
- ❑ 长债的定价结构同样值得警惕。ACM期限溢价已由疫情后的深度负值回升至0.8%以上的近十年高位，迭加前文实际利率的持续走高，说明本轮收益率上行是「中性利率重估+财政供给压力」双轮驱动。两者皆非央行短期所能安抚，长端利率的紧箍咒将贯穿Q4，期限溢价的任何抽升都会直接传导至风险资产。

联储局目标利率预测：基于CME期货合约价格预测的预期利率的概率								
议息会议时间	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	500-575
28/10/2026	29.7%	70.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	--	--
09/12/2026	5.6%	37.3%	57.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
27/01/2027	2.6%	20.6%	46.7%	30.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
17/03/2027	0.8%	8.1%	28.5%	41.6%	20.9%	0.0%	0.0%	0.0%
28/04/2027	0.5%	5.3%	20.7%	36.6%	28.9%	8.1%	0.0%	0.0%
09/06/2027	0.3%	3.4%	14.7%	30.4%	31.9%	16.1%	3.1%	0.0%
28/07/2027	0.3%	3.0%	13.2%	28.3%	31.7%	18.2%	4.9%	0.4%
15/09/2027	0.2%	2.7%	12.1%	26.7%	31.3%	19.7%	6.3%	0.9%
27/10/2027	0.2%	2.7%	12.0%	26.5%	31.3%	19.8%	6.5%	1.0%
08/12/2027	0.5%	3.8%	13.8%	27.1%	29.9%	18.2%	5.8%	0.8%

美国10年期国债与期限溢价

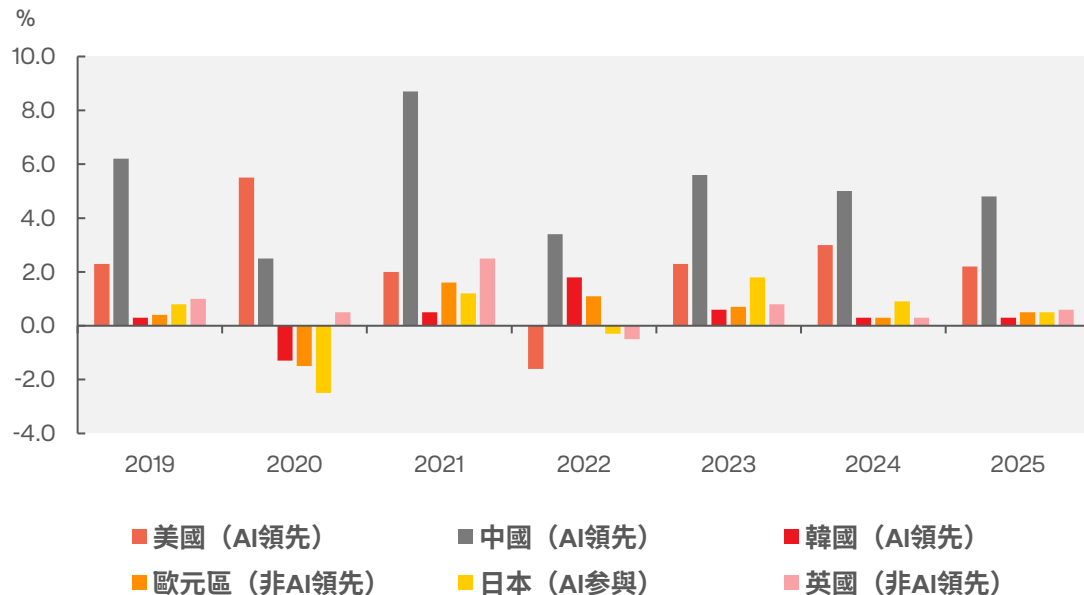




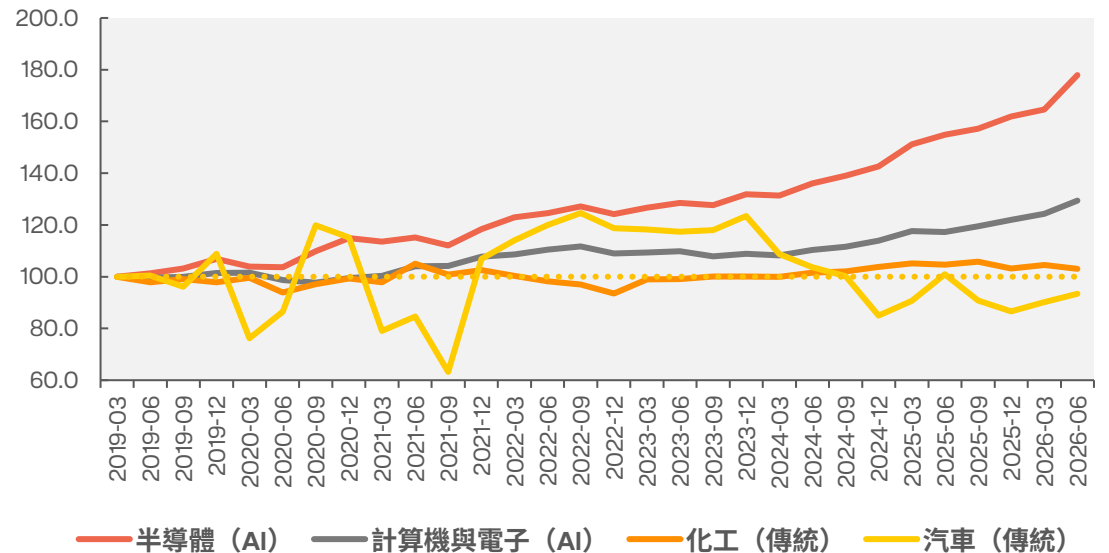
再平衡：战略上保持AI定力—K型分化的世界

- 前面几页描绘的是市场的约束——分母重定价、溢价高频脉冲；接下来是我们的应对思路：再平衡。战略上，我们依然保持AI定力，但主张更广泛地投资AI。理据在K型分化：2019年以来，AI领先国家的劳动参与率增速持续跑赢非AI国家，中美屡创高位，欧元区与英国长期徘徊在零附近——有AI与没有AI的经济体，正走向两条不同的增长轨道。
- 同一经济体内部亦在分化。美国工业生产指数中，半导体自2019年以来累升逾七成，计算器与电子升近三成，化工、汽车等传统行业原地踏步甚至倒退。AI与非AI产业的景气落差并非周期现象，而是结构性重估——这正是K型的微观写照，也是我们主张沿AI链精选的根本原因。

劳动参与率增速：AI领先国家vs非AI领先国家



美国工业生产指数（以2019年1月=100）

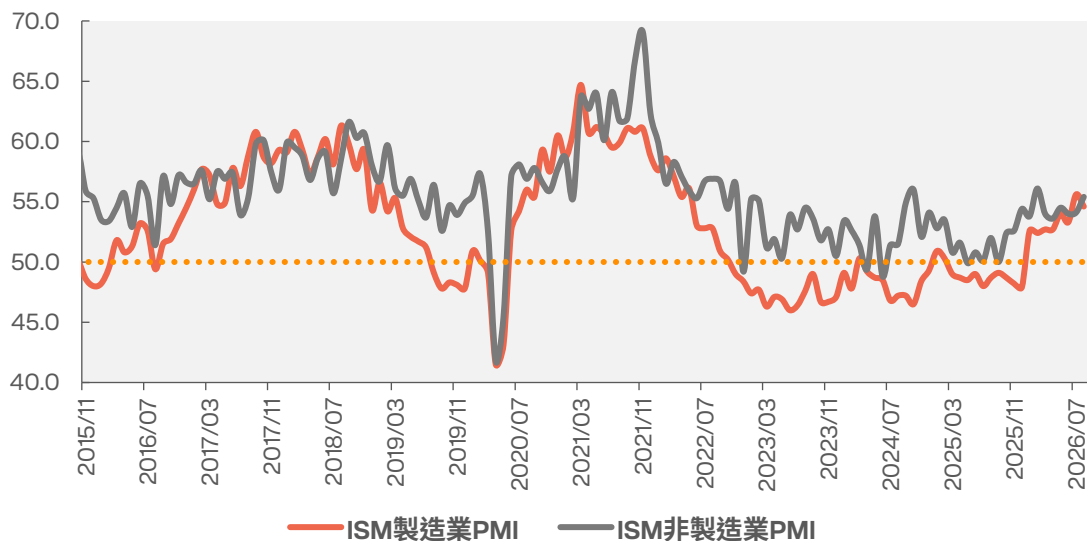




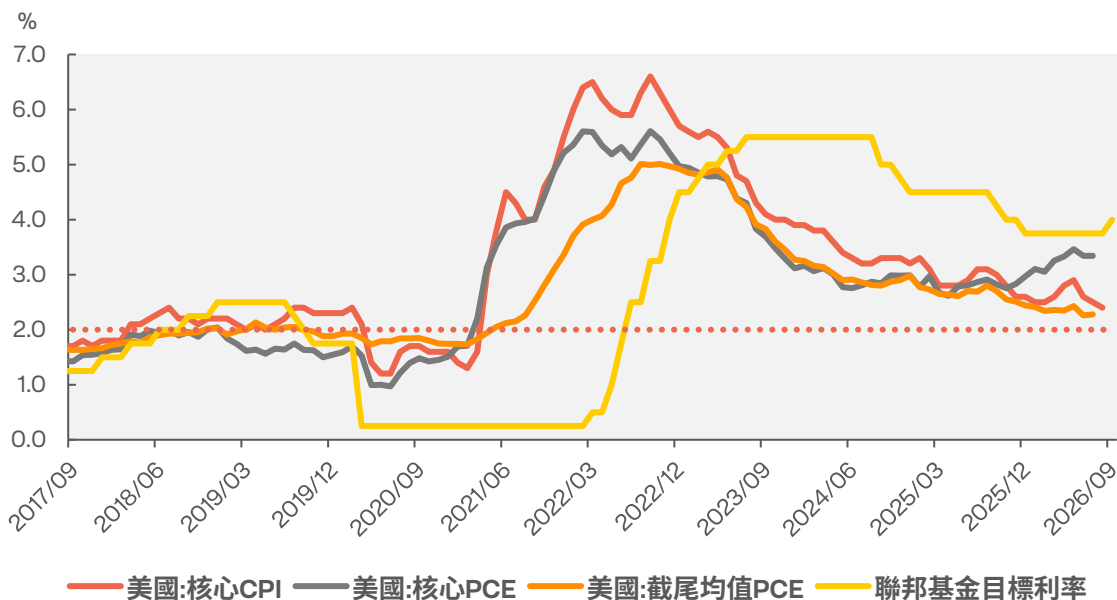
再平衡 · 美国：景气回暖，惟通胀黏性未除

- 战术上，再平衡的首站仍是美国。ISM制造业与非制造业PMI今年双双重回55附近，结束过去三年制造业收缩、服务业独撑的格局——服务业与制造业的再平衡正在发生，增长的广度明显改善。配合AI资本开支的火车头效应，美国经济的分子端依然偏强，是我们维持「美国>日本>欧洲」排序的核心依据。
- 但约束同样清晰——通胀压力仍是未来的困扰。核心PCE已回升至3.2%附近，截尾均值PCE亦止跌企稳，通胀黏性迭加油价反复与工资螺旋，令Q4通胀难以明显回落。这解释了为何联储局无法转鸽，也意味美国的景气改善始终要在高利率的框架下运行，分母的约束不会消失。

美国ISM制造业与非制造业PMI



通胀压力或小于2022年

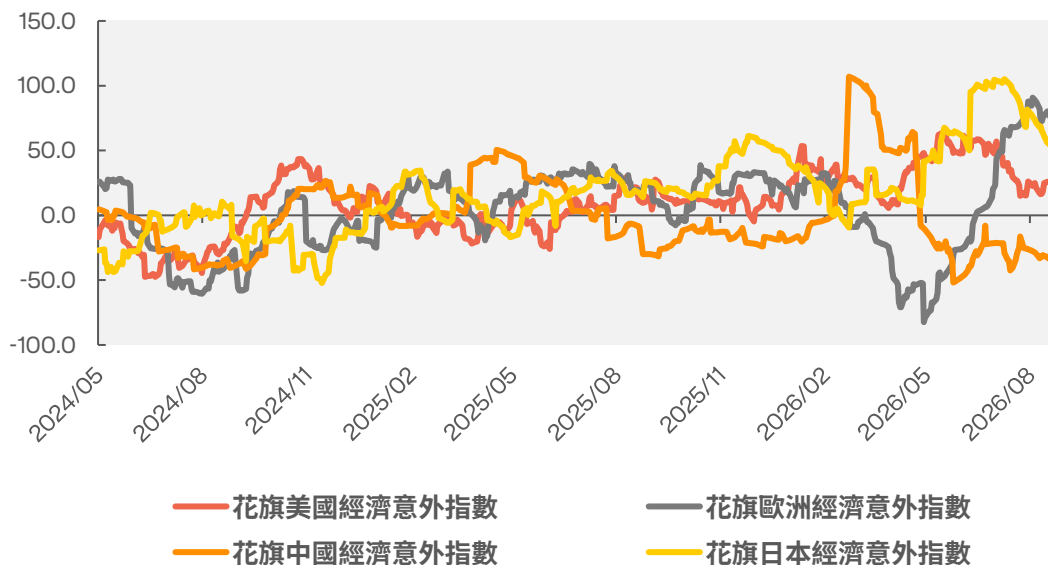




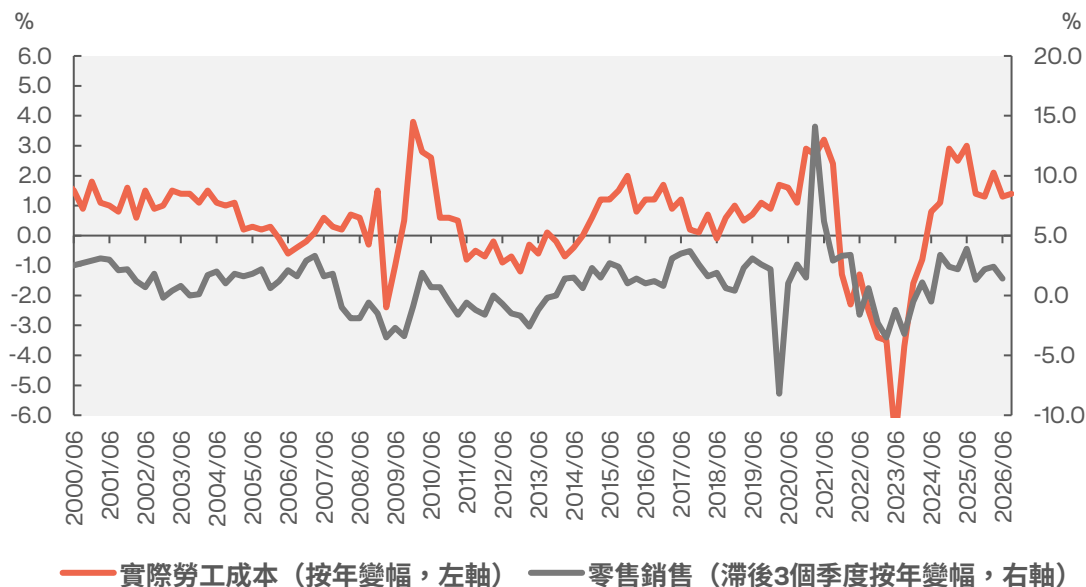
再平衡 · 欧元区：改善最强劲的追赶者

- 再平衡的第二站看欧元区。花旗经济意外指数显示，欧洲近期的改善预期最为强劲，该指数由年中的深度负值大幅反弹至80以上，同期美国高位回落、中国持续疲弱。财政扩张效应开始兑现，加上制造业PMI重返扩张区，欧洲虽在排序上仍居美、日之后，却是「适度分散」最顺理成章的方向——非美多极化的观察窗口正在打开。
- 消费是欧洲复苏的下一块拼图。欧元区实际劳工成本同比已升至约8%，而历史上零售销售滞后实际薪资约三个季度，消费有望接棒财政，成为增长的第二引擎。我们的判断是：欧洲的改善是真实的，但仍属追赶式复苏，配置价值在于分散美元资产的过度集中，而非取代美国。

欧元区近期经济改善预期最为强劲



薪资增长有望支撑欧洲消费复苏

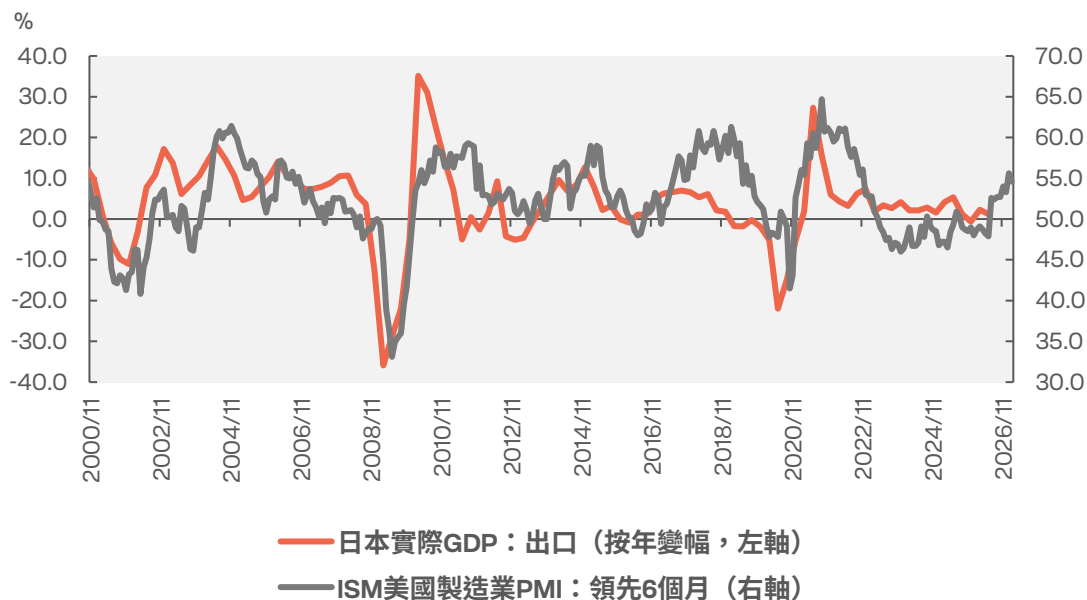




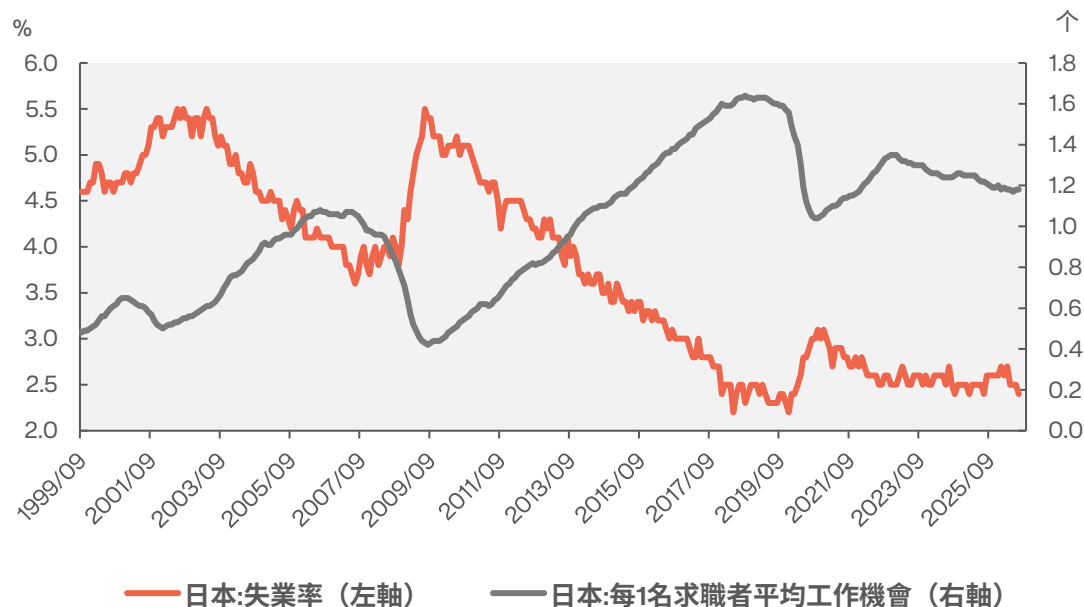
再平衡 · 日本：外需有支撑，投资有瓶颈

- 再平衡的第三站是日本。美国制造业PMI领先日本出口约六个月，今年美国制造业回暖，意味日本出口未来半年仍有支撑；迭加日元偏弱与半导体供应链的战略地位，日本的外部需求并不差，这是我们将日本列于欧洲之前的原因。但日本的天花板同样清晰，而且来自内部。
- 短板在于资本开支。日本失业率处于2.5%以下的低位，有效求人倍率维持1.2倍，劳动力市场极度偏紧——企业即使有意扩大投资，也难以觅得足够人手落地执行，资本开支因而明显弱于美国。AI引擎需要投资兑现，这正是日本难以跑赢美国的结构性原因，也是「美国>日本」排序的关键分野。

美国制造业强劲有望继续带动日本出口



日本劳动力市场维持强劲





再平衡・中国：下行压力巨大，分化愈见明显

- 再平衡的最后一站是中国。8月数据呈「生产回暖、需求仍弱」：工业增加值回升至5.2%，惟消费仅增0.4%，固投跌幅扩大至负7.2%、创逾五年新低，房地产投资负19.9%连续六个月扩大；唯一亮点是出口按年增25%，内需与外需的裂口愈扯愈开。
- 我们的判断：整体下行压力巨大，分化更趋明显——AI与出口链有韧性，地产、投资、消费持续失速。下行压力最终要看政策如何解，这决定中国在再平衡中是分散配置的选项，还是继续被低配。

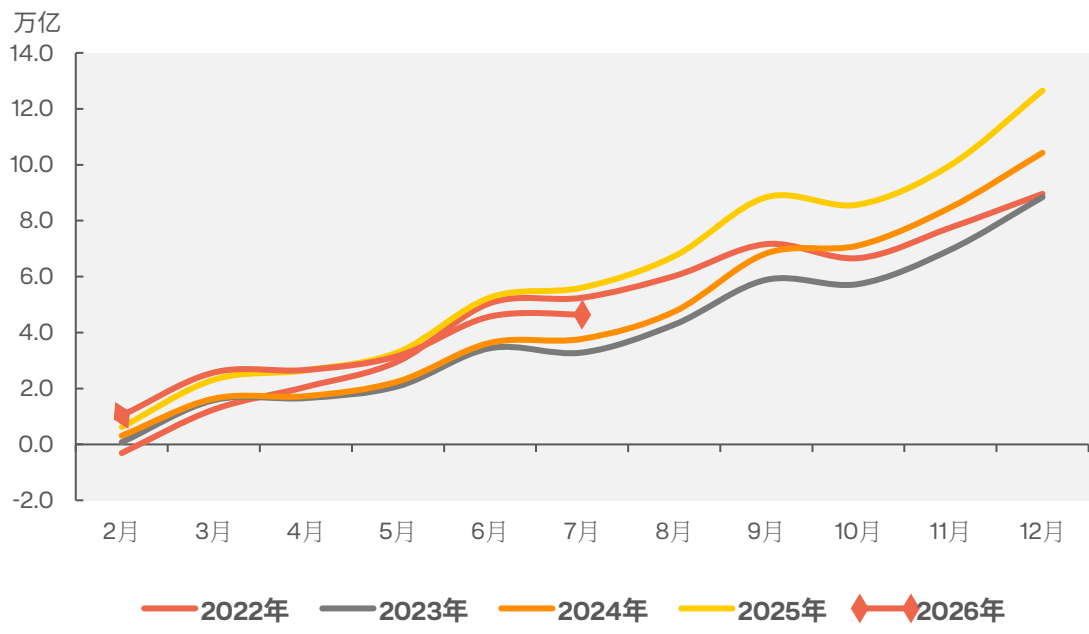
(按年，%)		較前值	2026/08	2026/07	2026/06	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09
生產	工業增加值	↑ 0.7	5.2	4.5	5.3	4.5	4.1	5.7	6.3	5.2	4.8	4.9	6.5
	服務業生產指數	↓ -0.2	4.1	4.3	4.7	4.4	4.3	5.0	5.2	5.0	4.2	4.6	5.6
需求	固定資產投資	↓ -0.5	-7.2	-6.7	-5.7	-4.1	-1.6	1.7	1.8	-3.8	-2.6	-1.7	-0.5
	製造業	↓ -0.6	-2.3	-1.7	-1.2	-0.4	1.2	4.1	3.1	0.6	1.9	2.7	4.0
	房地產	↓ -0.7	-19.9	-19.2	-18.0	-16.2	-13.7	-11.2	-11.1	-17.2	-15.9	-14.7	-13.9
	基建	↓ -1.3	-5.4	-4.1	-2.4	0.8	4.3	8.9	11.4	-1.5	0.1	1.5	3.3
	社會消費品零售	↓ -0.2	0.4	0.6	1.0	-0.6	0.2	1.7	2.8	0.9	1.3	2.9	3.0
	商品零售	↓ -0.2	0.3	0.5	0.9	-0.7	-0.1	1.5	2.5	0.7	1.0	2.8	3.3
	餐飲收入	↓ -0.3	1.1	1.4	1.2	0.6	2.2	2.9	4.8	2.2	3.2	3.8	0.9
	出口金額	↑ 1.1	25.0	23.9	27.0	19.4	14.1	2.5	21.8	6.5	5.8	-1.3	8.2
	進口金額	↑ 0.6	28.2	27.6	36.0	27.4	25.3	28.1	19.8	5.6	1.8	1.1	7.6
(當月值，%)		較前值	2026/08	2026/07	2026/06	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09
就業	調查失業率	↑ 0.1	5.3	5.2	5.0	5.1	5.2	5.4	5.3	5.1	5.1	5.1	5.2
景氣	製造業PMI	↑ 0.6	49.8	49.2	50.3	50.0	50.3	50.4	49.0	50.1	49.2	49.0	49.8
	服務業PMI	→ 0.0	49.3	49.3	50.4	50.3	49.6	50.2	49.7	49.7	49.5	50.2	50.1
通脹	CPI 按年	↑ 0.3	0.8	0.5	1.0	1.2	1.2	1.0	1.3	0.8	0.7	0.2	-0.3
	PPI 按年	↑ 0.3	3.8	3.5	4.1	3.9	2.8	0.5	-0.9	-1.9	-2.2	-2.1	-2.3
金融	社融 按年	↓ -0.2	7.2	7.4	7.4	7.7	7.8	7.9	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7



中国的变数：财政执行与增长目标的博弈

- 政策的第一个观察点是财政。2026年财政支出进度明显落后于过去两年，截至7月累计规模低于去年同期——「财政执行加速」尚未兑现。若Q4专项债与财政支出赶进度，基建与内需有望边际企稳；反之，财政缺位将令下行压力延续至年底，这是中国资产Q4最重要的跟踪变量。
- 第二个观察点是增长目标的约束。过去十一年，除2022年外增长目标基本全部完成；2026年目标定于4.5%-5.0%，上半年实际增长4.7%，正处目标区间的下限。我们的基准判断是：政策将力保目标下限不失，全年增速大概率贴着下限运行，但难以明显趋势上行——「守住下限」而非「强劲反弹」，是对中国最务实的预期。

2026年首7个月财政完成情况落后于过去两年



	经济增长预取目标	经济实际增速	是否完成目标
2015	7%左右	7.0%	√
2016	6.5%-7%	6.8%	√
2017	6.5%左右	6.9%	√
2018	6.5%左右	6.8%	√
2019	6%-6.5%	6.1%	√
2020	未设定	2.3%	-
2021	6%以上	8.6%	√
2022	5.5%左右	3.1%	X
2023	5.0%左右	5.4%	√
2024	5.0%左右	5.0%	√
2025	5.0%左右	5.0%	√
2026	4.5%-5.0%	4.7%（上半年）	？

数据源：万得，数据截至2026年9月11日

过往表现不代表将来表现



宏观策略总结：持衡应变

盈利支撑

AI投资延续，制造业回暖

资本开支指引与回报转化
决定盈利增长能否兑现

利率约束

中性利率重估，期限溢价上升

「更高更久」限制估值扩张
回报更依赖盈利

事件风险

地缘、贸易、选举、加息

油价与政策预期反复
风险溢价随事件重定价

高利率下的盈利兑现，伴随波动率上移与股债相关性失稳

配置主线：保持AI定力，区域再平衡，常态化对冲

沿AI链精选

扩阔AI产业链配置
关注盈利与投资回报兑现
韩国、中国台湾相对看好

区域再平衡

美国 > 日本 > 欧洲

美国：景气较强，通胀仍黏
日本：外需支撑，投资受限
欧洲：追赶复苏，适度分散
中国：精选AI与出口，观察财政落地

对冲与风险管理

黄金常态化纳入对冲
预留事件风险对冲预算
持续检视股债分散效果



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：冷热交织



东亚银行经济研究部



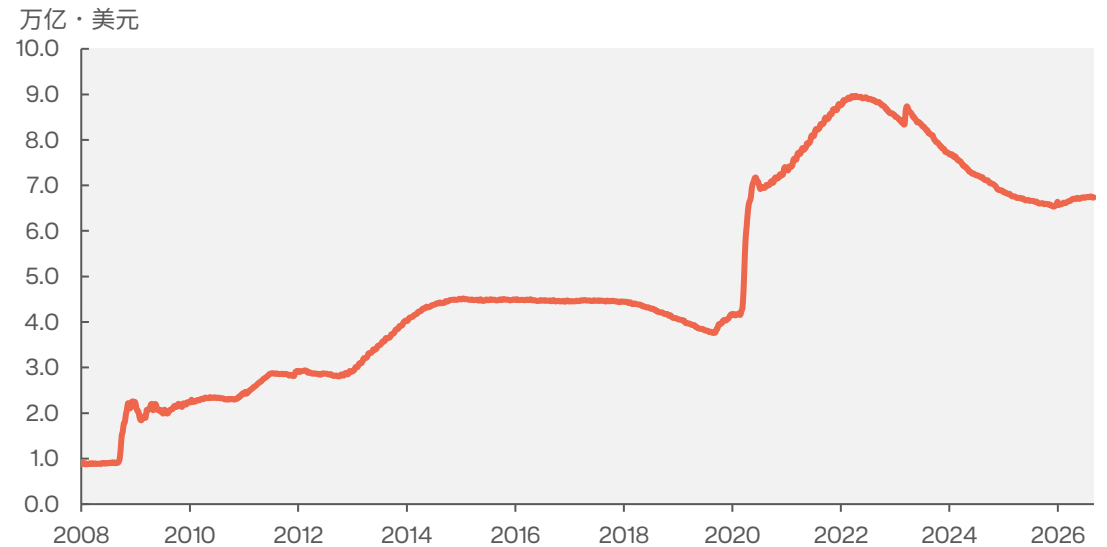
美国经济：联储局9月防御性加息，重启紧缩周期言之尚早

- 主要经济体财政赤字恶化，债务水平持续上升，引发市场对财政可持续性的关注，导致国债收益率大幅上升。
- 通胀方面，中东地缘政治局势动荡，国际能源价格显著攀升，加大美国通胀压力。与此同时，美国经济整体表现稳健，劳工市场大致平稳。
- 为对抗通胀，联储局在9月加息25个基点，并维持鹰派立场，但由于目前核心通胀仍相对平稳，是否重新进入紧缩周期言之尚早。若能源价格回落，整体通胀数据有机会放缓。

美国财政赤字规模走势



联储局资产总额

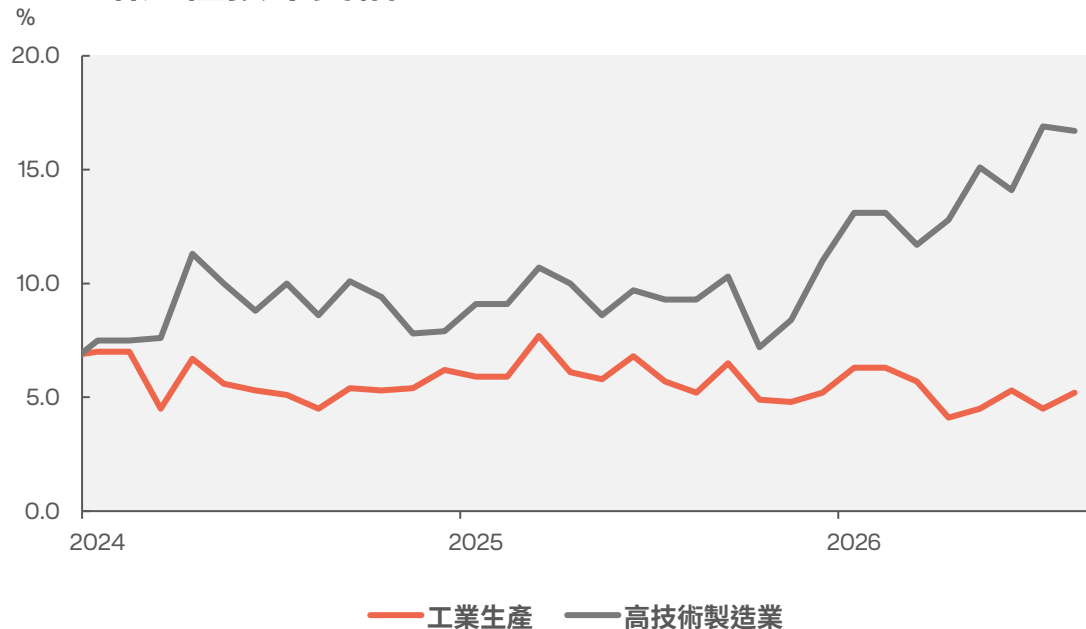




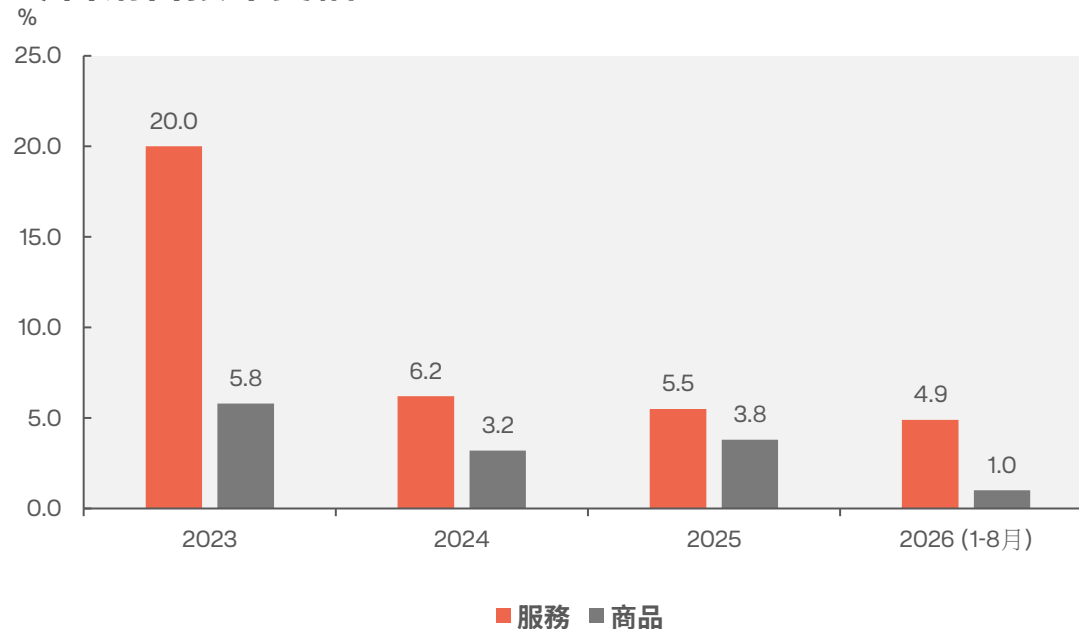
中国内地经济：主要宏观指标表现分化，逆周期调节力度有望加码

- 下半年经济活动表现分化，环球人工智能投资需求持续强劲，带动出口和高技术制造业增速加快；服务消费保持韧性，均成为目前内地经济的结构性亮点。然而，商品销售进一步放缓，房地产、基建及制造业投资跌幅扩大。
- 面对下行风险，内地政府有机会加大逆周期调节力度，包括加快财政支出及债券资金使用进度，支持以「六张网」¹为重点投资项目，以及适时调整货币政策工具等，以达成2026年4.5%至5.0%的经济增长目标。

工业增加值按年变幅



零售销售按年变幅

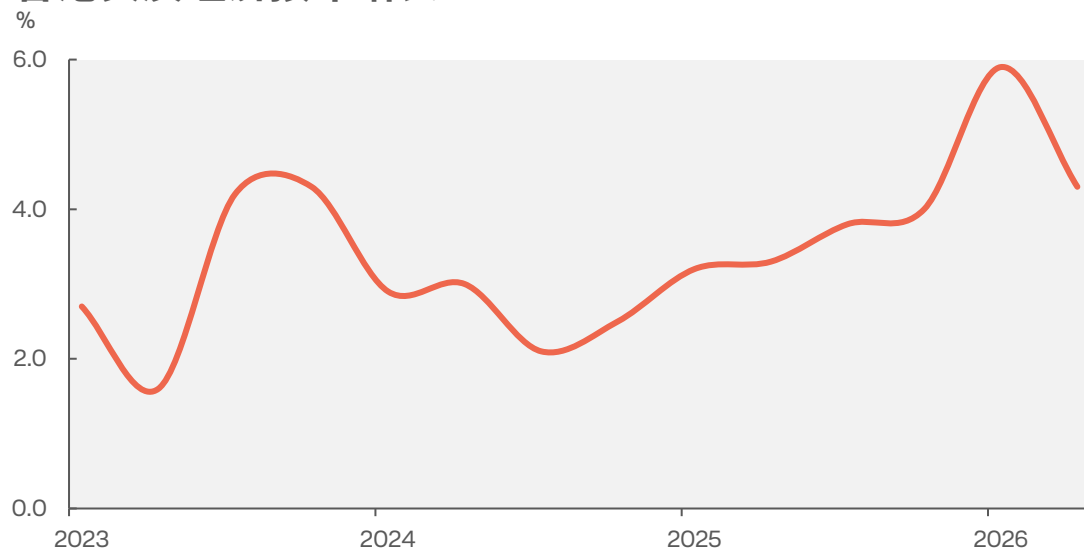




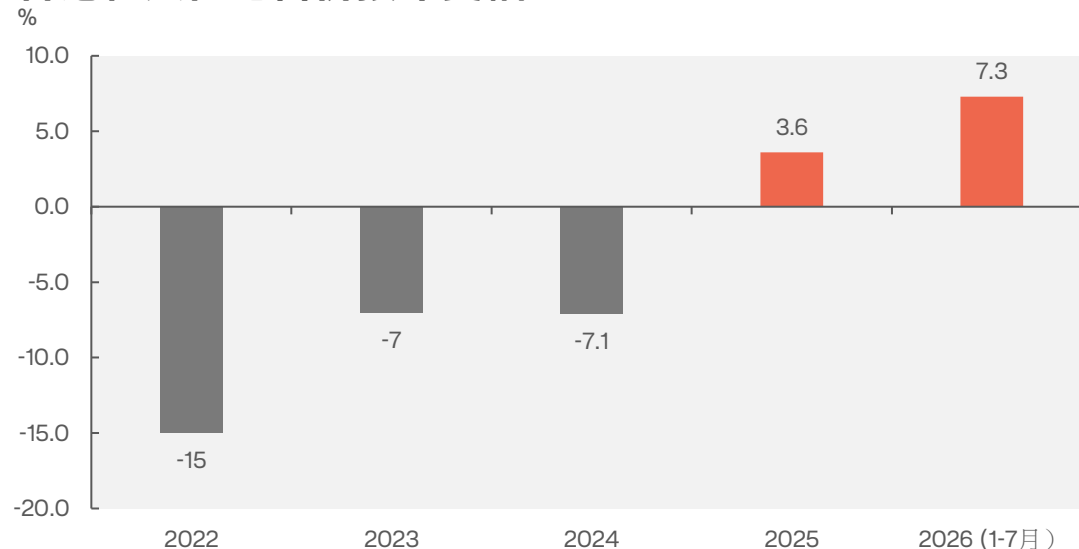
香港经济：即使面对高基数效应，整体经济势头依然稳健

- 香港第二季经济增长从高位回落。环球人工智能热潮持续支持出口；私人消费与固定投资则放缓，主要受电动车销售回落及公共工程付款期等短暂因素干扰。
- 展望未来，消费动力有望改善，北都建设亦将带动公共投资重拾升轨。尽管下半年的扩张步伐或受去年高基数影响而有所放缓，但整体经济扩张势头料可延续。楼市方面，利率环境的变化或会对短期市场气氛造成影响，上升动力难免出现放缓，但复苏方向未变。

香港实质经济按年增长



香港私人住宅售价按年变幅



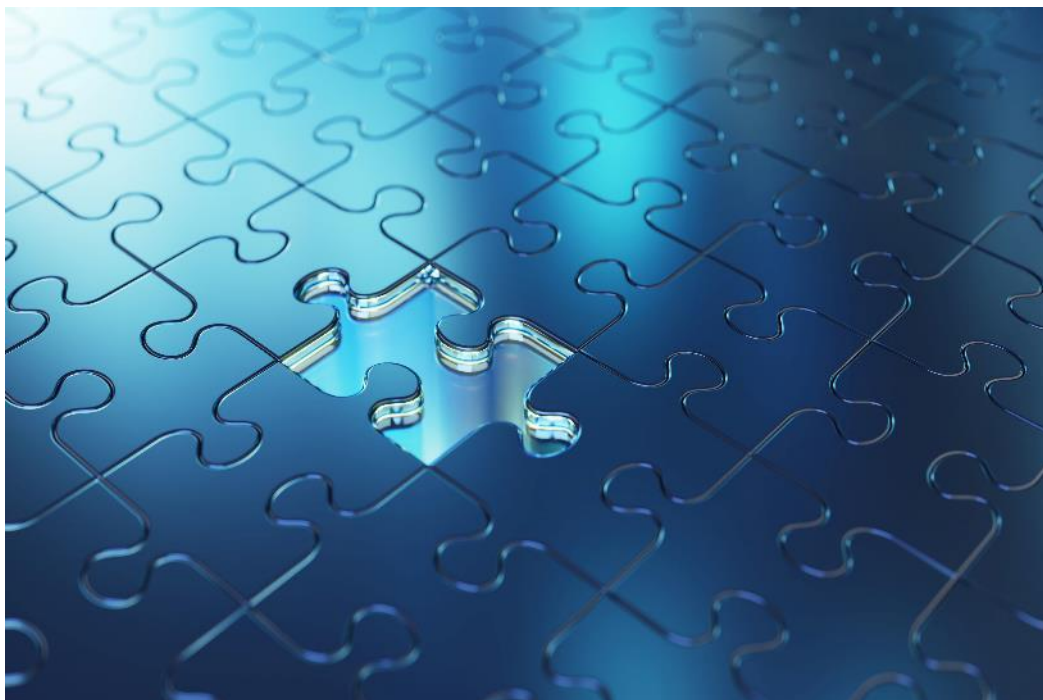


目录

- 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：耐人寻味



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



美股第四季展望及策略 – 耐人寻味

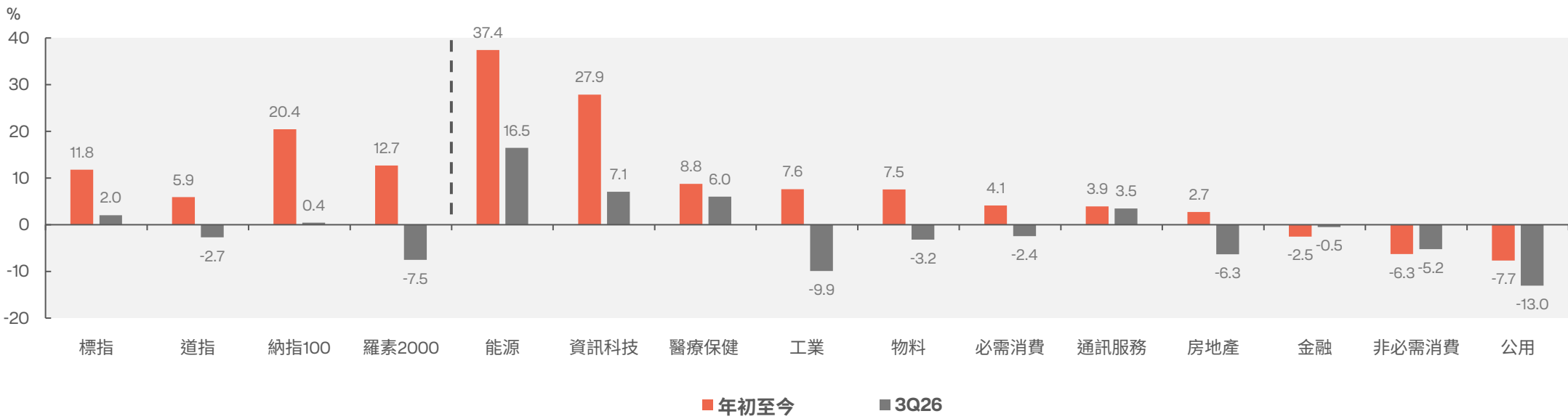
- 回顾第三季，美股在企业盈利强劲支撑下创新高，惟能源价格及通胀反弹、长端国债息上升，及联储局重启加息的疑虑等宏观逆风之下，整体升幅在季末有所收窄。
- 展望第四季，预期美国经济仍保持韧性，美股企业盈利增长保持强劲，其中能源、科技和物料板块预期盈利增速较强；惟下半年盈利超标幅度或收敛，加上市场面对地缘局势反复、通胀仍具黏性，联储局会否持续加息的疑虑，以及中期大选临近的行业政策不确定性等，整体大市在高位震荡或加剧，呈现利空因素间歇性发酵的耐人寻味格局。
- 受惠于美股Q2亮丽盈利表现及正面前瞻指引，我们将FY26标普500指数每股盈利预测从342美元上调至371美元（按年升38%），并新增NTM（未来12个月）盈利预测为408美元。基于联储局上调利率步伐可能超预期、AI行业短线不确定性增加，故将NTM预测市盈率目标从23.0倍下调至20.8倍，给予FY26市盈率目标21.5倍。因此，我们将FY26标普500指数目标由7,870点上调至7,980点，另给予未来12个月指数目标8,490点。
- 须留意加息重启或造成股市短期震荡，而美国长端债息如再度飙升或将利淡美股表现，过往中期选举前后美股普遍向好，但今年或承受较大波动风险，预期在负面情景下标普500指数的回撤幅度可达8%，下方较大支持料于7,100至7,200点。
- 人工智能前沿模型持续升级、变现能力多维度提升，加上关键半导体和基础设施短缺格局未变，我们维持对AI主题中长线乐观的看法，但部份利空因素，如AI云服务商自由现金流恶化、AI安全性问题等或间歇性发酵，从而导致股价波动性增加。
- 第四季建议多元化投资，较看好大市值、强劲资产负债表、增长型的选股风格；组合持仓适度分散至AI硬件以外的板块，如能源、发电及电力设备、通讯服务、矿业等。



美股第三季震荡市况中创新高，板块轮动行情更明显

- 美股在经历了上半年的强势上涨后，第3季受到中东局势恶化、联储局重启加息、AI板块获利回吐，出现间歇性的震荡及板块轮动。标普500指数在Q3期间一度升至历史高位7,816点，惟至期末升幅仅2%，而上半年显著跑赢的纳指100及罗素2000指数分别仅升0.4%及下跌7.5%。
- 能源板块在Q3录得超过16%的惊人升幅，遥遥领先其他行业，主要驱动力来自美伊战局重燃刺激油价反弹。信息科技行业经过7月份急速回调后，在强劲业绩带动下收复失地，期内升7.1%。医疗保健及通讯服务板块在Q3成功录得正回报，显示波动市况中资金更倾向配置具备防御属性或盈利相对稳定的行业。

美股主要指数及标普各行业年初至今及Q3表现

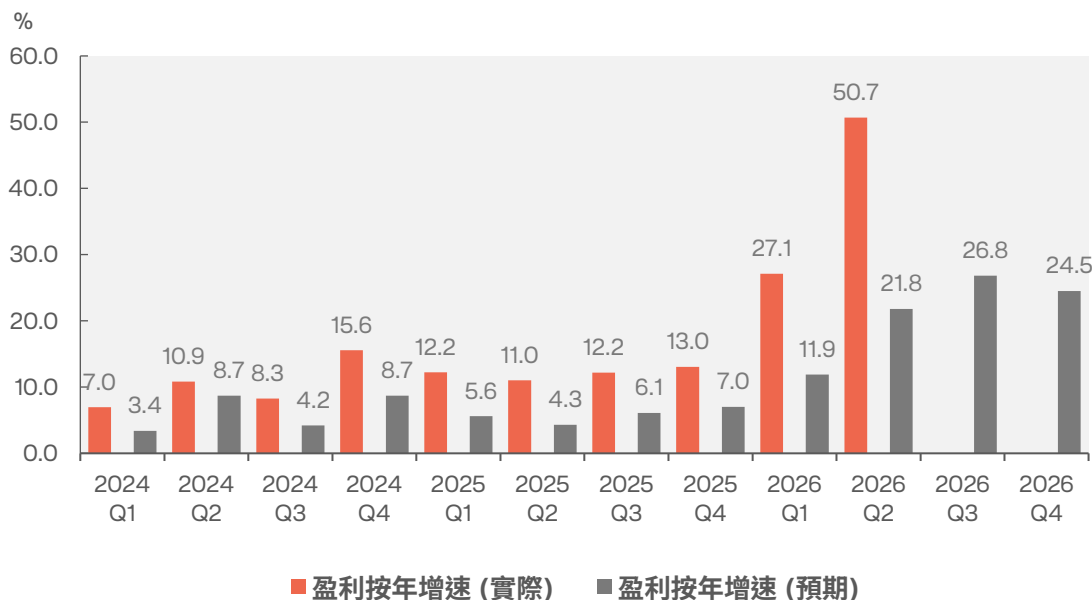




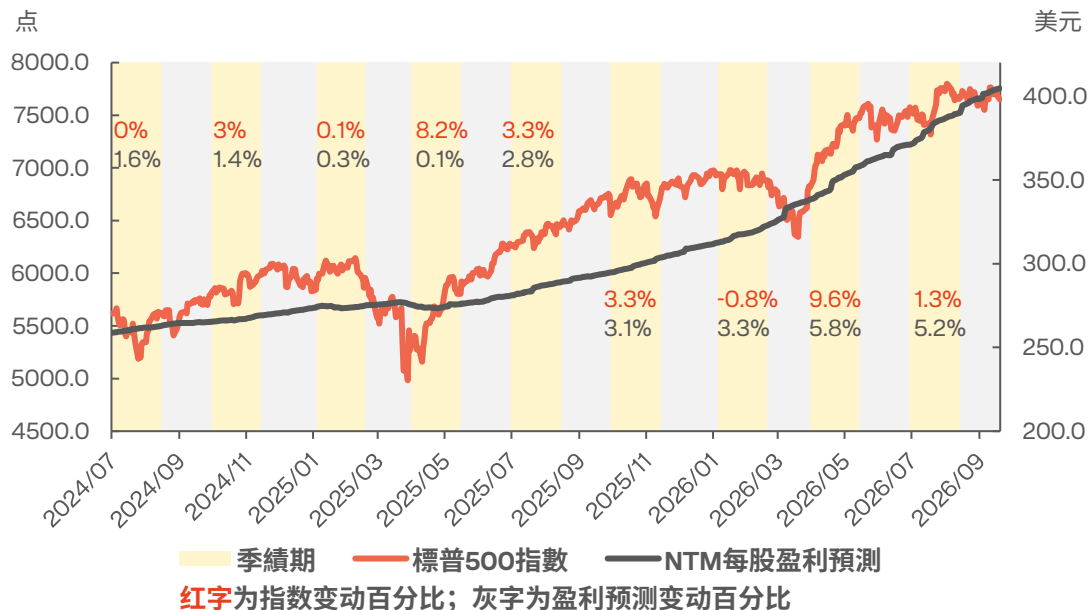
美企盈利表现仍属大市重要支撑，惟下半年超标幅度或收敛

- 今年首两季标普500指数盈利增长显著加速，Q2盈利按年增速高达51%，剔除股权投资收益后的增速亦达31%，远胜期初市场预测的22%。
- 目前市场预测标普500指数今年Q3/Q4的盈利增长介乎24%至27%，受惠于美国经济保持韧性、AI上游行业交付价量齐升，Q3盈利超标完成难度料不大，惟超预期幅度或较Q1及Q2收窄，主要挑战为油价高居不下、世界杯后消费情绪走弱、AI云厂商折旧开支大增、投资收益减退。
- 过去两年美股季绩期内，标普500指数录得正回报的机率为89%，主要驱动力为盈利预测持续上调。今年以来标普500指数NTM盈利预测累计上调约28%，其中Q1/Q2业绩期内盈测分别上调5.8%/5.2%，惟指数升幅按季大幅收敛（9.6%/1.3%），反映超预期业绩对股市的推动力正在减弱。

标普500指数季度盈利预期与实际增速



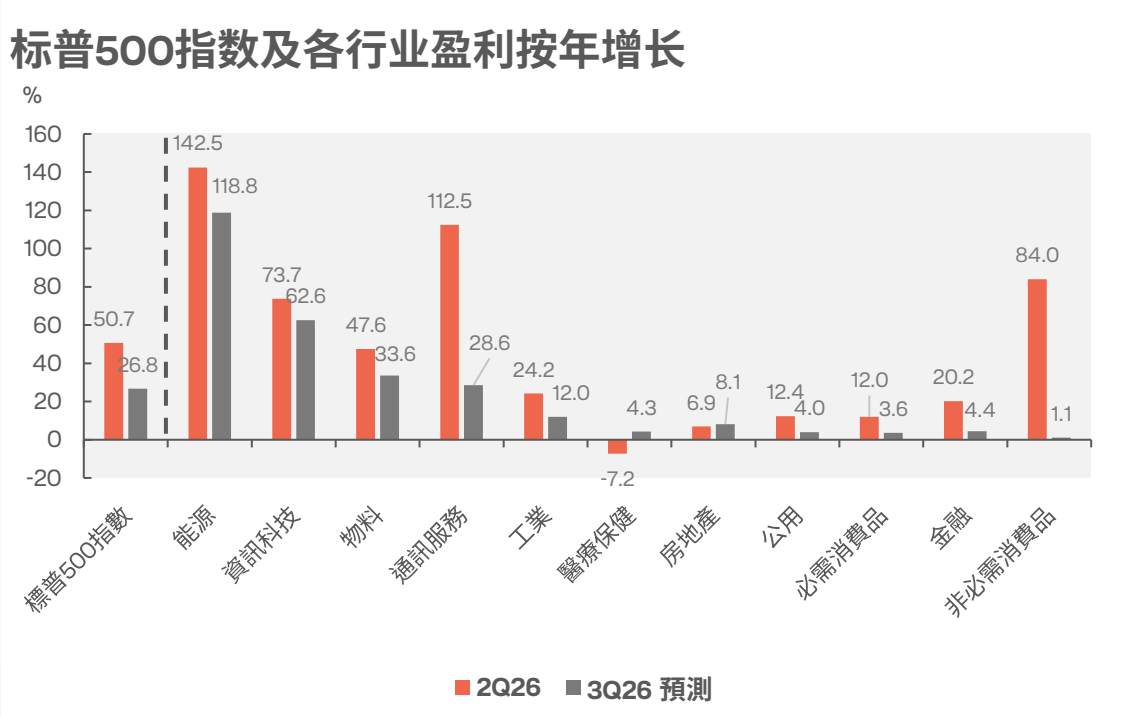
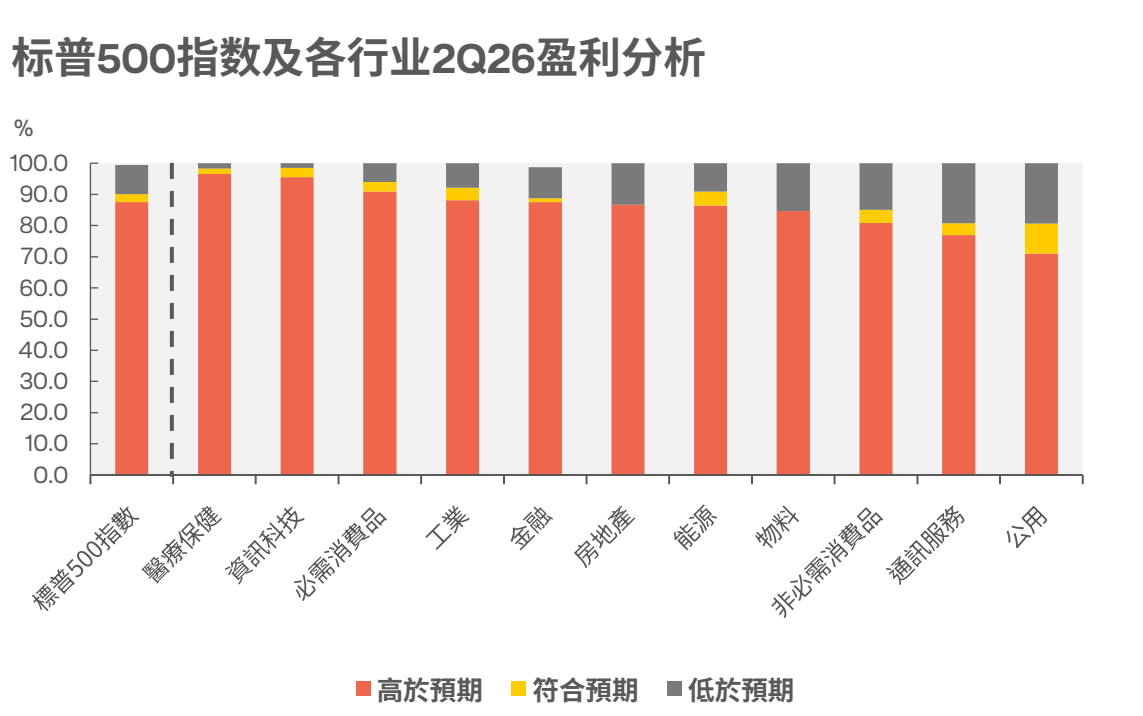
美股季绩期内标普500表现及每股盈利预测变动





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

- 标普500指数今年Q2盈利胜预期的股票数目高达87%，属过去10年的第3高季度，且远高于10年平均水平的77%。
- 按行业分类，Q2盈利超预期股票数目占比首3大的行业分别为医疗保健(97%)、信息科技(96%)、必需消费(91%)；此外，期内盈利增速最高的三大行业分别为能源(+142%)、通讯服务(+113%)、非必需消费(+84%)，惟部份贡献来自账面投资收益。
- 市场预期Q3盈利增速最高的三大行业为能源(+119%)、信息科技(+63%)、物料(+34%)。主要受惠于：1)国际油气价格和金属价格上涨；2)AI基建行业（包括半导体、内存、服务器、晶圆代工及封测设备、网络设备、电力设备等）出货量及平均售价显著增长。





加息重启或造成股市短期震荡，能源、公用、必需消费等板块料较抗跌

- ❑ 联储局9月份重启加息后，我们预期Q4或再加息25点子，明年利率则料保持平稳。尽管美国经济和企业盈利仍具韧性，但美股的股权风险溢价正处于多年低点，重启加息料将造成短期震荡。观乎过去5次加息周期数据，首次加息后1个月及3个月，标普500指数普遍录得负回报，惟平均跌幅相对温和(-3.2%及-6.2%)。
- ❑ 美股各行业在加息初期表现分化，金融、非必需消费、医疗保健平均跌幅较大，且跑输标普500指数约150至300点子。反之，公用、电信、物料、必需消费板块的抗跌力较佳，能源板块更逆市录得约3%涨幅，可作为本季股票组合的避险之选。

加息周期年份	首次加息日期	基准利率变动	加息后1个月标普500表现	加息后3个月标普500表现
1994	1994年2月4日	3.00% → 3.25%	-0.6%	-3.9%
1999	1999年6月30日	4.75% → 5.00%	-3.1%	-6.6%
2004	2004年6月30日	1.00% → 1.25%	-3.2%	-2.3%
2015	2015年12月16日	0.25% → 0.50%	-9.7%	-2.2%
2022	2022年3月16日	0.25% → 0.50%	+0.5%	-15.9%
平均表现			-3.2%	-6.2%

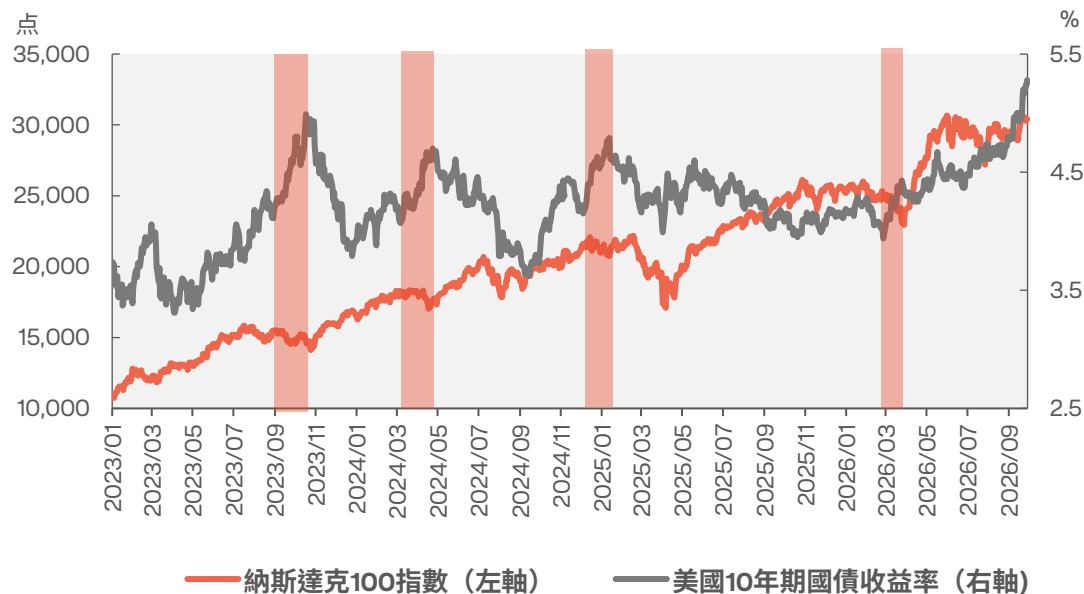
标普500各行业分类指数于加息周期首次加息后3个月表现						
行业分类指数	1994年	1999年	2004年	2015年	2022年	平均
	价格变动	价格变动	价格变动	价格变动	价格变动	
能源	-3.86%	-1.74%	10.42%	1.90%	8.88%	3.12%
公用事业	-9.15%	-5.95%	5.73%	12.58%	-8.03%	-0.96%
电信/通讯服务	-1.93%	-7.74%	5.51%	13.30%	-20.23%	-2.22%
房地产	N/A	N/A	4.57%	0.92%	-16.62%	-3.71%
物料	-5.44%	-8.64%	2.98%	1.15%	-10.73%	-4.14%
必需消费	-2.17%	-12.92%	-6.05%	2.65%	-6.74%	-5.05%
工业	-5.62%	-5.25%	-0.49%	0.90%	-15.24%	-5.14%
信息技术	-0.73%	4.92%	-10.00%	-2.44%	-18.63%	-5.38%
标普500指数	-3.85%	-6.56%	-2.30%	-2.21%	-15.86%	-6.16%
医疗保健	-3.79%	-10.48%	-5.74%	-7.67%	-10.60%	-7.66%
非必需消费	-4.98%	-8.75%	-1.39%	-2.52%	-23.80%	-8.29%
金融	-1.59%	-15.53%	-0.24%	-8.52%	-19.85%	-9.15%



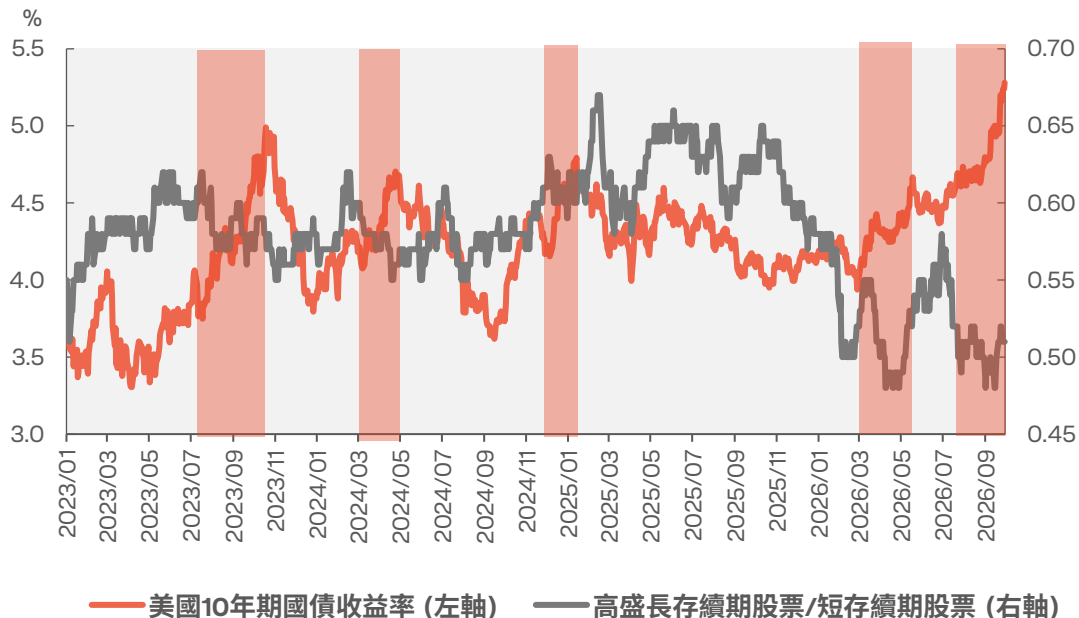
美国长端债息飙升普遍不利纳指表现，另须警惕长存续期和高负债股票

- 2023年至今，当10年期国债息率在4%以上，并在1个半月内抽升超过50点子，期内纳指100均录得负回报，平均跌幅约3%。今年8月中至9月下旬期间，10年美债息率由4.6%一度抽升至5.3%（70点子），纳指100却不跌反升，显示AI主题股票的盈利增长动能和清晰度暂时抵消了折现率上升所形成的估值压力。不过，若债息短期内续抽升至5.5%上方，预期科技股指回调压力将加剧。
- 假如美国长端国债息率持续攀升，预期将对两类股票造成较大冲击：1)估值较高及存续期较长，例如生物科技、量子科技、光通讯、太空航天、新兴云服务商等板块；2)负债比率较高或融资压力较大，包括商业地产REITs、AI云服务商、新能源电厂、医疗服务等行业。

纳斯达克100指数 vs 美国10年国债收益率



无风险利率上升对长存续期美股的影响

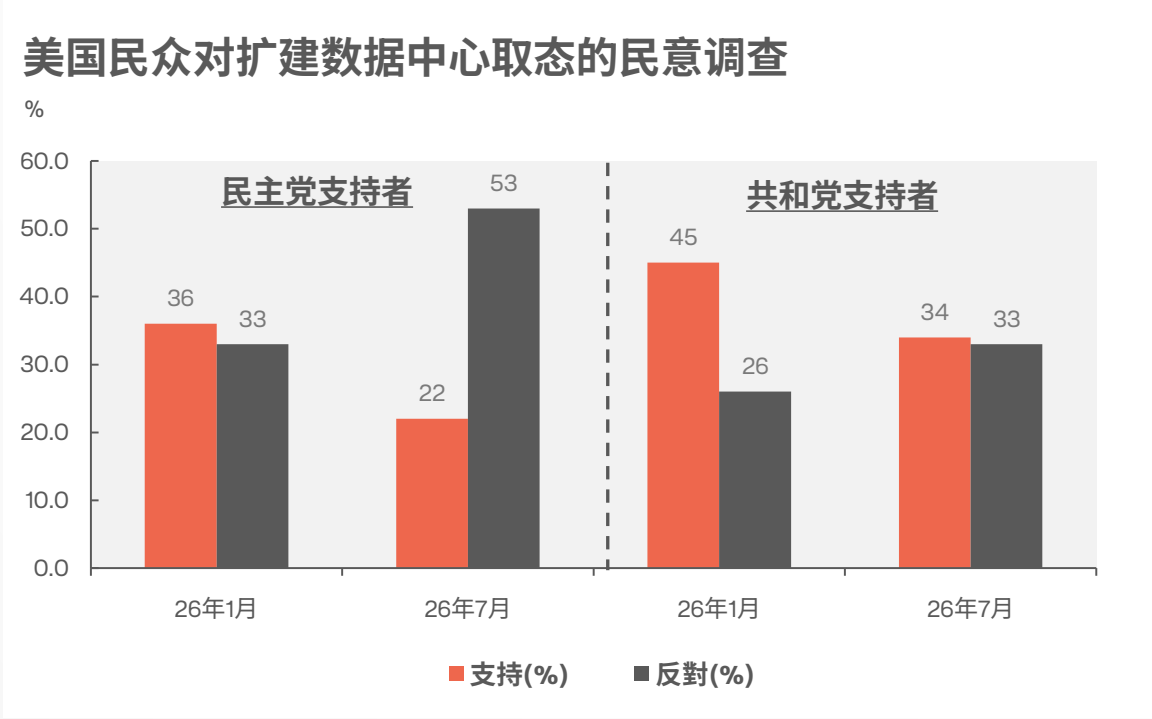




过往中期选举前后美股普遍向好，今年或承受较大波动风险

- 自1950年以来的中期选举年，Q4标普500指数普遍表现向好，选举前(10月-11月初)与整个季度期间的平均涨幅分别为4.0%/6.5%。当中由非执政党横扫两院的年份，股市表现平均更佳，这显示市场较欢迎「跛脚鸭」政府，因传统以来政治僵局更易于消除政策不确定性。
- 今年若出现民主党以压倒性优势获胜，预期美股市场波动性将加剧，主因是：1)特朗普推出亲商政策（如下调企业税、放松金融监管）的动能将丧失；2)部份民主党支持者强烈反对扩建数据中心，将引发更多收紧AI产业规管、上调科企税率、放慢审批新建数据中心的忧虑，料对半导体及AI基础设施板块造成短期回调压力。

1950年至今中期选举结果各情境与标普500指数表现			
选举结果可能情景	选举年份	10月至 中期大选 之平均回报	Q4期间 之平均 回报
执政党胜出参众两院	1950; 1962; 1966; 1978; 2002	+2.5%	+5.0%
民主共和两党 各胜出其中一院	1982; 2010; 2018; 2022	+5.0%	+4.8%
非执政党胜出两院 (共和党总统主政)	1954; 1958; 1970; 1974;1986; 1990; 2006	+4.5%	+7.8%
非执政党胜出两院 (民主党总统主政)	1994; 1998; 2014	+3.9%	+8.6%

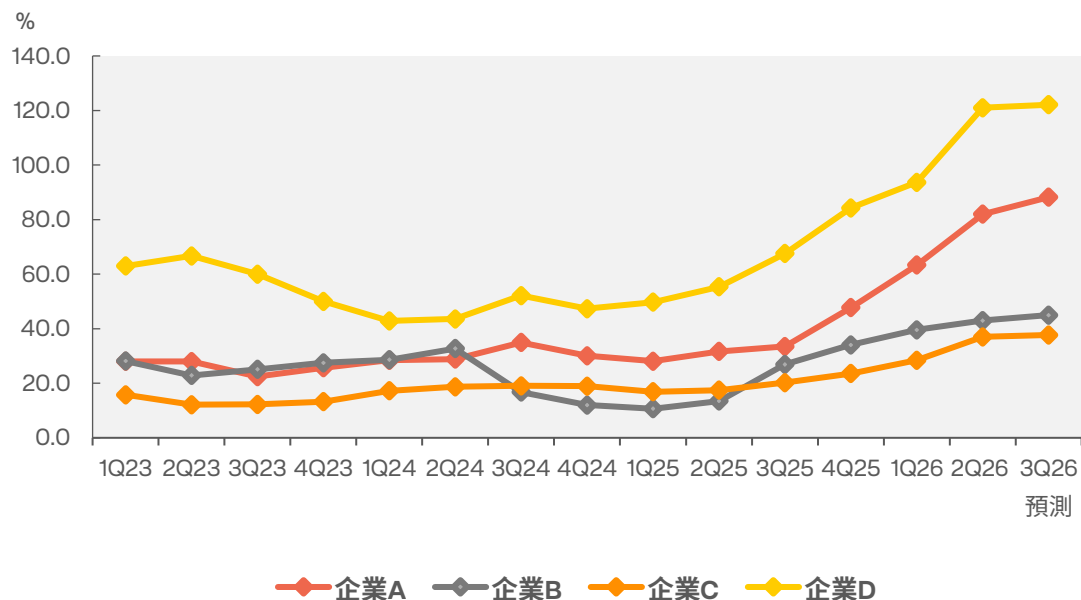




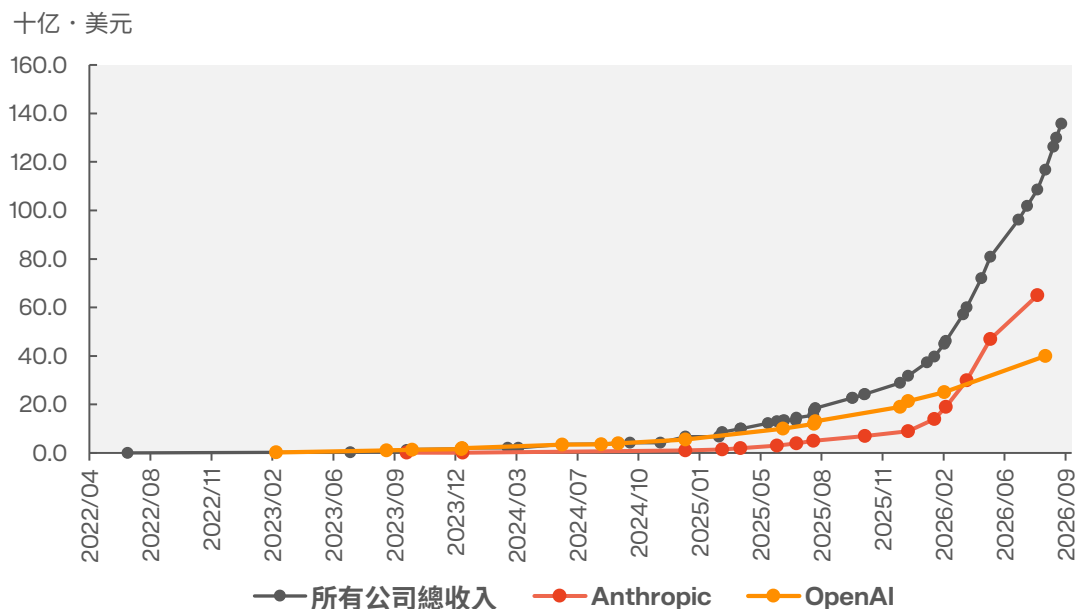
人工智能板块 — 变现能力多维度提升，中长线看法维持乐观

- 美国两大AI实验室变现能力持续增强，截至8月年化收入分别高达650亿/400亿美元，较今年初增长620%/87%，主要催化剂来自大模型升级后性能跃升，并可处理更多复杂任务，带动用户量和平均Tokens消耗量均呈现激增，加上IPO集资后，可望进一步推升算力需求。
- 美国超大型云服务商Q2 AI云业务收入加速增长，首三大企业未交付之算力订单亦创新高（累计1.7万亿美元，为Q2云收入的15.8倍），意味未来数季云业务收入的清晰度相当高。资本开支大增可能继续削弱经营利润率及自由现金流，但影响料属可控，中长线维持看好。
- 我们预期AI云服务商资本开支扩张趋势未变，惟增速料放缓，FY26/FY27或达至8,350亿/1.2万亿美元，中长线料续利好AI基础设施板块，例如GPU、CPU、记忆体、晶圆代工、先进封测设备、服务器、网络传输、电力设备等。

美国主要Hyperscalers核心AI云业务收入按年增速



全球主要AI实验室年化收入





人工智能板块 — 利空因素或间歇性发酵

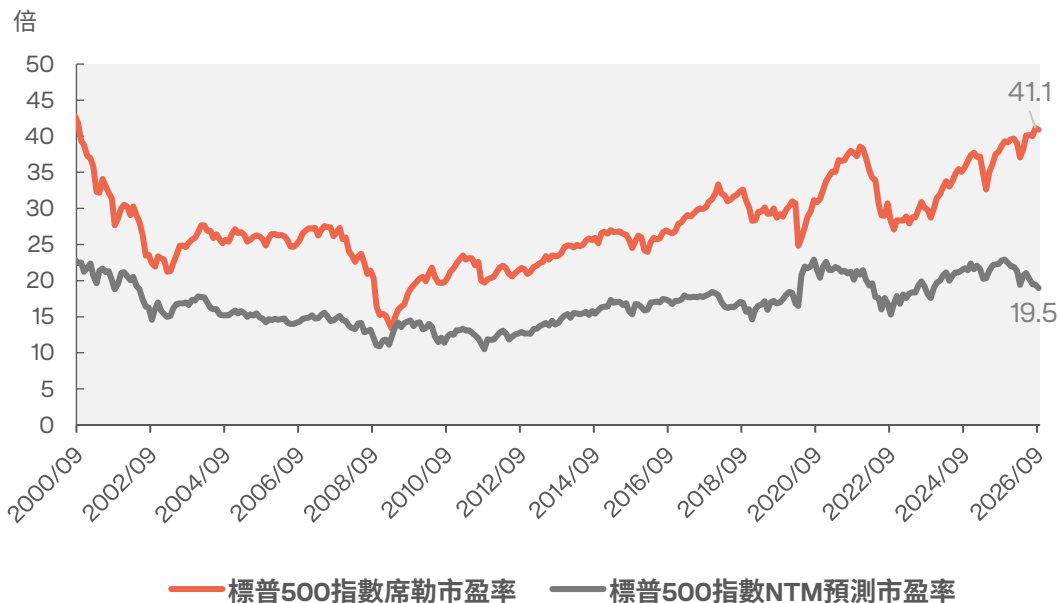
利空事件或市场忧虑	分析及观点	潜在冲击程度 (5*为冲击程度最大)
AI云服务商自由现金流恶化，外部融资压力加剧	- 预期大部份Hyperscalers未来2至3季的自由现金流将录更大额净流出，但相信已被市场广泛定价，算力租赁合约交付进度及云收入增长属更关键因素； - AI云服务商债券发行量料激增，近期环球长端国债利率攀升将加剧其融资成本压力，个别财务状况较弱企业的信贷评级存在下调风险； - 或更依赖私募信贷或股权融资渠道集资，对每股盈利及ROE带来负面影响。	每股盈利：*** 估值：****
AI安全性惹热议，巨头联合表态望放慢AI模型的推进节奏	- 放慢AI发展的提议尚未获行业及政府的广泛支持，现阶段对AI板块的订单和收入影响料有限； - 未来须高度警惕由AI模型引发的网络安全事故，或影响企业大规模采用的进度，后续亦可能引入较严格准则规管AI模型的研发和应用，对AI板块估值存在若干压力。	每股盈利：* 估值：***
来自中国开源AI大模型的竞争加剧，Token价格面临下调压力	- 中国AI大模型拥有较佳定价优势，美国基础版本大模型或须下调Token价格，惟基于网络或数据安全考虑，模型替代程度料有限； - 随着任务复杂度提升，比起单纯的「每个Token成本」，客户将更看重「每项任务的完成成本」，因此高价的前沿模型在复杂应用中仍具竞争力。	每股盈利：** 估值：**



美股估值吸引惟上调空间或受限，调升标普500指数今年目标至7,980点

- 标普500指数目前NTM预测市盈率约19.5倍，接近10年平均值（19.1倍），在企业盈利处于高增长及ROE持续提升的环境下，估值具不俗吸引力。然而，经过周期性调整的席勒市盈率（即CAPE）目前却高达41倍，接近2000年的历史高位。今年以来两者分歧扩大，意味一旦AI行业盈利增长爆发动能（来自Capex增加、半导体利润率扩阔、股权投资收益）减弱，美股CAPE估值料存在较大下调压力。
- 受惠于美股Q2亮丽盈利表现及正面前瞻指引，我们将FY26标普500指数每股盈利预测从342美元上调至371美元（按年+38%），并新增NTM盈利预测为408美元。基于联储局上调利率步伐可能超预期、AI行业短线不确定性增加，故将NTM预测市盈率目标从23.0倍下调至20.8倍，给予FY26市盈率目标21.5倍。因此，我们将FY26标普500指数目标由7,870点上调至7,980点，另给予未来12个月指数目标8,490点。

标普500席勒市盈率 vs 未来12个月预测市盈率



美股四大主要指数预测市盈率及过去十年均值





Q4科技股以外的重点关注板块

细分板块	投资逻辑
能源股	- 供应链重塑与美国优势：受惠于全球能源来源多元化及欧洲去俄罗斯化，美国能源巨头可望增加海外销售占比，另中游基建（如勘探开采设备、油气管道）亦因美国加速油气生产而迎来长期结构性需求。 - 开拓新商机：1)委内瑞拉解禁重塑供应版图，美国油企取得新探勘及生产权；2)美国油气龙头绑定AI基建，直接与科技或电力商签长期供电协议，开创新获利模式。
发电及电力设备股	- AI数据中心推动电力供应需求及设备升级：美国大量AI数据中心进入开发建设，平均电力容量将由目前100至300MW扩大至2027年后1000MW以上，中长线需采购大量高规格的独立供电设备，同时亦带动电网与配电设备升级需求，有利于天然气涡轮发电机、燃料电池、变压器等订单进入超级周期。 - 核能与新能源加速部署：科技巨头直接与核电或新能源电企签长约锁定基载电力，核能和储能供应链可望迎来估值重估。
通讯服务股	- AI 赋能与变现能力提升：AI大模型升级持续突破，带动云订阅需求；加上AI技术升级深度整合至广告算法，有效提升广告主投资回报率；同时，串流媒体与互动娱乐企业的内容制作成本及订阅动能亦可因加大AI应用而优化。 - 具备防御性的优质增长：社交娱乐平台科技巨头，具备充足自由现金流与较强韧的资产负债表，在长端利率高企、融资成本上升的环境下，抗逆力优于其他高估值增长股。
矿业股	- 战略资源的结构性短缺：全球能源转型（电气化）与 AI 数据中心建设双管齐下，推升对「铜」等战略性关键金属的需求，将持续支撑商品价格及矿企盈利；加上多国铜矿生产力持续受阻，短期供需紧张或进一步提升今年矿企毛利率。 - 加息周期中的抗跌韧性：回顾历史数据，物料板块凭借其与实体资产与大宗商品挂钩的特性，在过去数个加息周期初段均展现出较佳的抗跌力。



中国内地与香港股市：谋定后动



陈伟聪

东亚银行财富管理处高级投资策略师



中港股市第四季展望及策略 – 谋定后动

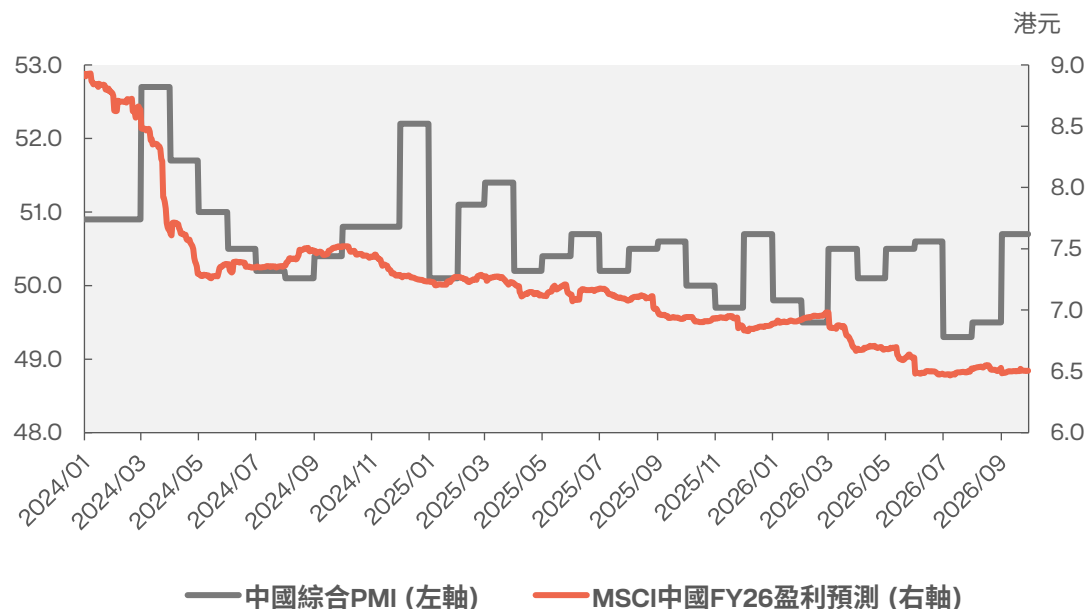
- 回顾第三季，恒生指数出现阶段性反弹行情，在季初约23,000点水平起步反弹至约26,000点水平，其后于高位震荡回调，期内累计升幅为7.6%。展望新一季，大市料面临联储局加息预期升温、中资内需型股票盈利增长乏力等挑战，不排除触发新一轮调整行情；不过，若经济增速或股市之下行压力加剧，中央政府或加码推出宽松政策，并加大国家队资金护盘力度，同时内地AI半导体制程与大模型应用或陆续出现技术突破，预期此等潜在催化剂可在市况情绪低迷时提供强大缓冲。投资者可谋定而后动，待大市经历间歇性抛售时进行候低吸纳。
- 盈利方面，中资股盈利预测下调趋势未见扭转，非必需消费行业压力较严峻，能源、物料和科技硬件则维持较强增长动能。AI互联网股目前估值合理，惟要触发大幅上修，须配合特定条件，如AI半导体技术突破、前沿大模型性能跃升及Token价格战收敛等因素。
- 美国加息对中资H股及香港本地股的冲击料大于A股，过去美国加息周期，恒生指数在首次加息后普遍走弱；迭加美国长端债息持续上升，离岸H股市场的外资参与程度较高，部份行业较依赖美元债务融资，故较受美国无风险利率影响；预期加息对中资H股的负面影响大于A股市场。
- 我们认为互联网股和非必需消费股下半年的盈利纵使出现环比改善，惟幅度料续逊预期，故将FY26恒生指数每股盈利预测下调至2,210港元(YoY+2.5%)。美国长端国债收益率攀升、内地对跨境投资收益征税趋严、内地AI产业发展不确定性增加，均将限制估值上调空间，但我们预期本季中央政府有更大概率推出较具规模的宽松政策或产业提振措施，故我们维持恒指FY26预测市盈率于12.0倍。我们将FY26恒指目标从27,100点下调至26,500点，若指数回调至23,500点可伺机吸纳，聚焦个股Alpha多于大市Beta。
- 第四季投资策略着重精准选股，看好受惠国策的板块，如AI半导体及网络基建设备、内地核能及电力设备；建议同时适度配置波动较低的板块，如内地国企银行，以及盈利和派息稳定的香港本地金融、交通运输及收租股等。



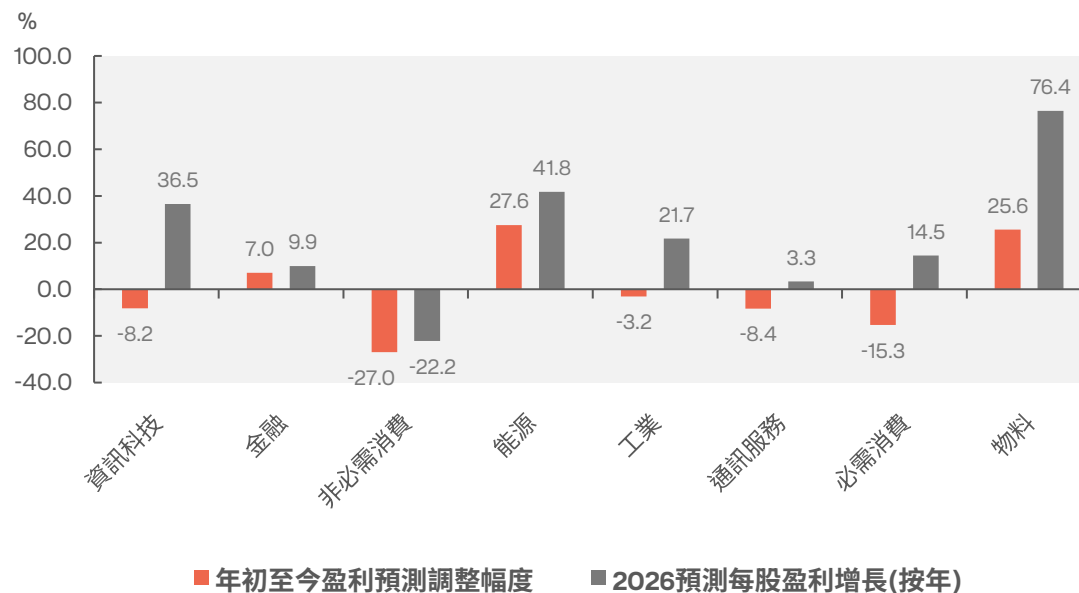
中资股盈利预测下调趋势未变，能源、物料和硬科技盈利增长较佳

- 中国内地7、8月经济数据（如PMI、零售销售、社会固投、房地产投资等）表现疲软，加上中资股Q2业绩失望，导致MSCI中国指数FY26盈利预测持续面临下调压力，年初至今累计下调约6%，属中资股期内跑输外围市况的主因。
- 分类行业中，物料和能源Q3期间的盈利预测延续上调趋势，FY26盈利增速分别料高达77%和42%，主要受惠于油价大幅反弹及LME铜价创历史新高，惟Q4升势或降温。信息科技行业Q3期间的盈利预测显著改善（1H26：-20% vs YTD：-8%），随着国产AI芯片自主化进度加速、算力投资持续加码，同时海外科企对中国AI供应链需求扩大，GPU、内存、晶圆代工、光通讯设备等板块的盈利前景可续看好。非必需消费的盈利预测遭进一步削减，在缺乏重大政策支持下，整体盈利下行趋势料暂难扭转。

中国综合PMI vs MSCI中国指数盈利预测



MSCI中国主要行业FY26盈利增长预测及调整幅度

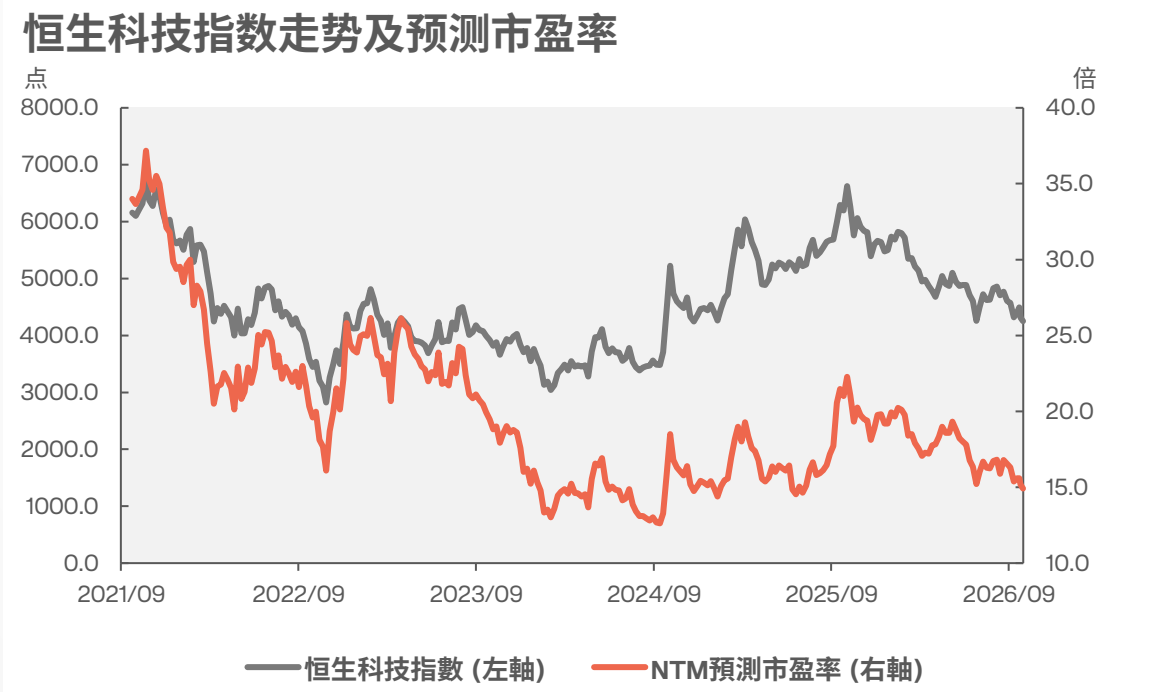




AI互联网板块Q2盈利恶化，四大条件可触发估值上修

- ❑ 多家权重互联网股票上半年业绩表现欠佳，聚焦AI业务的企业Q2盈利能力和自由现金流进一步被压缩，因受累于：1) 大型云服务商资本开支激增；2) AI大模型与Agent产品的研发和营销成本上升，惟竞争加剧下token定价能力未见改善。
- ❑ 我们认为中国AI互联网板块目前估值属合理水平，可候低部署，但要触发大幅度上修须配合以下条件：1) AI芯片研发与半导体制程出现新一轮技术突破，例如华为升腾系列、DUV光刻机等；2) 国产前沿大模型性能跃升，Token价格战收敛；3) Kimi和DeepSeek等母企成功以较高估值再融资或启动上市；4) 互联网企业成功将高价值业务（如芯片、大模型、云平台）分拆上市。
- ❑ 主要经营电商、外卖配送等企业Q2净利润表现大幅改善，或反映最坏时间已过，但基于内地消费情绪疲软、行业同质化竞争压力未减、新业务持续投入等因素，相关股票估值上调空间似乎有限，股价纵有反弹亦料难以长期跑赢大市。

中国互联网平台企业2026年Q1及Q2的收入与利润					
	主要业务	Q1收入YoY	Q2收入YoY	Q1核心净利润YoY	Q2核心净利润YoY
企业A	AI云、电商、外卖及小区配送	+2.9%	+8.6%	-95.0%	-41.7%
企业B	在线游戏、广告营销、AI云	+9.1%	+11.0%	+10.7%	+8.5%
企业C	广告营销、智能驾驶、AI云及应用	+2.0%	-4.2%	-33.0%	-46.3%
企业D	外卖及小区配送、酒店旅游订票	+5.2%	+14.4%	亏损	+69.1%
企业E	电商、外卖及小区配送	+4.9%	-2.9%	-42.2%	+20.8%
企业F	直播及短视频、广告营销、AI视频模型	+3.4%	+1.4%	-26.4%	-30.5%



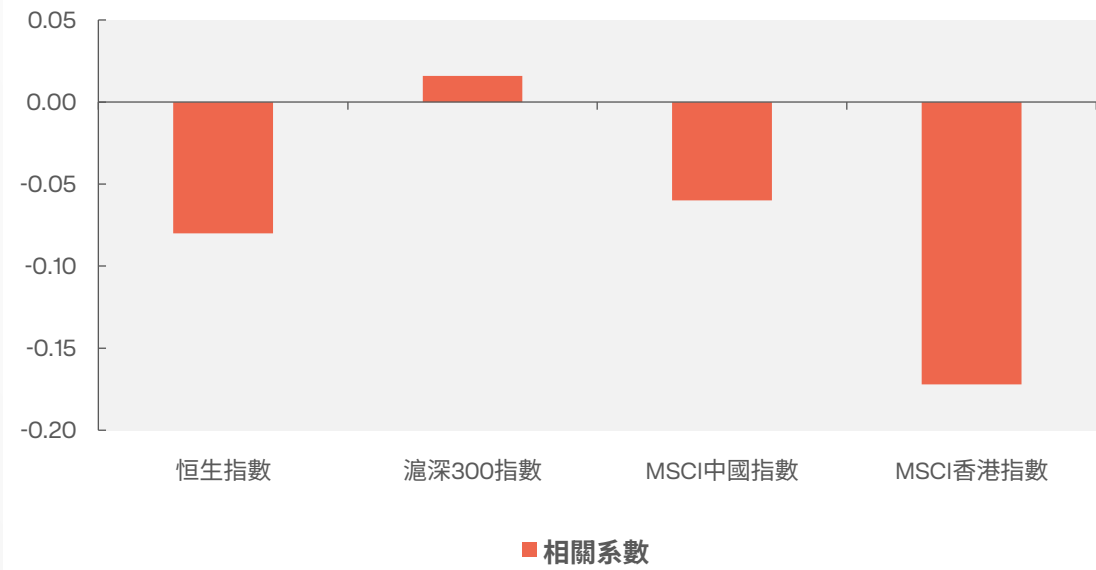


美国加息对中资H股及香港本地股的冲击料大于A股

- 过去5次当美国启动加息周期，恒生指数在首次加息后1个月/3个月普遍走弱，平均回报为-4.9%/-6.7%。若撇除1994年的极端例子，最近4次的平均跌幅尚算温和。
- 过去3年，美国长端债息上升对中资H股的负面影响大于A股市场，主因是：1) 离岸H股市场的外资参与程度较高，故较容易受美国无风险利率影响；2) 互联网、数据中心、生物医药、新能源车等板块在H股市场权重占比较大，这些行业普遍较依赖美元债务融资。
- 美国持续加息及长端债息上升对香港本地股票（尤其房地产、公用板块、综合企业）料造成较大冲击，暂不宜进取配置。

加息周期年份	首次加息日期	基准利率变动	加息后1个月恒生指数表现	加息后3个月恒生指数表现
1994	1994年2月4日	3.00% → 3.25%	-18.4%	-31.2%
1999	1999年6月30日	4.75% → 5.00%	-2.6%	-6.0%
2004	2004年6月30日	1.00% → 1.25%	-0.4%	+6.8%
2015	2015年12月16日	0.25% → 0.50%	-10.1%	-6.7%
2022	2022年3月16日	0.25% → 0.50%	+7.1%	+3.5%
平均表现			-4.9%	-6.7%

过去3年美国10年国债息与中港股指的相关系数

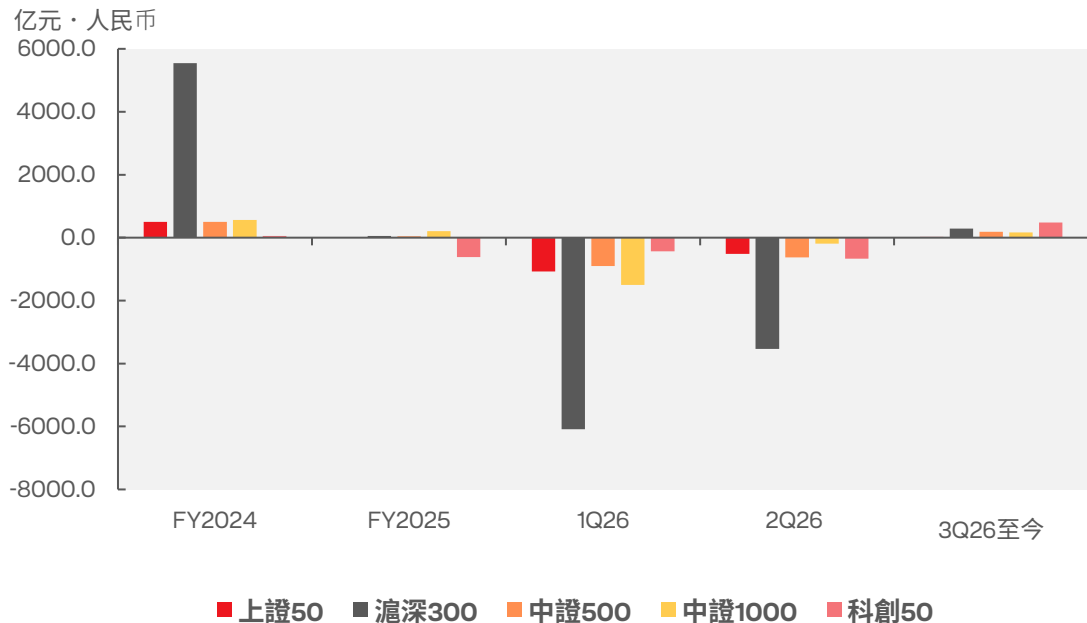




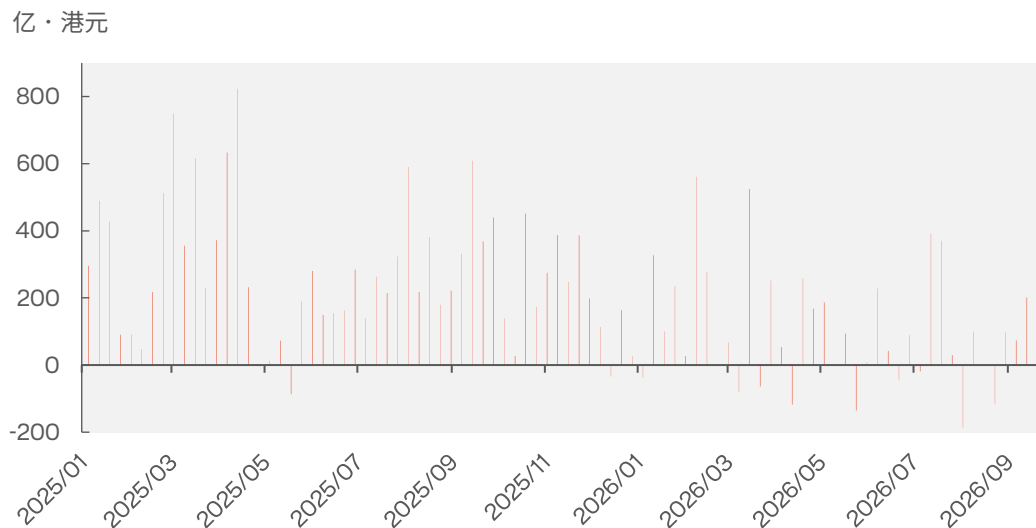
国家队减持及北水走资暂压制股市，惟资金流下半年可望好转

- A股主要指数ETF经过上半年的大额赎回潮后，Q3至今相关资金流全部由负转正，显示国家队资金已再度集结入场，尤其在7月中旬市况跌势加剧时密集增持约800亿人民币，反映低位护盘决心。此外，Q3期内科创50指数ETF净流入规模约500亿人民币，罕有成为全市场吸金量最大的宽基指数，意味国家队资金正向半导体、高端制造、生物科技等领域积极加仓，故维持看好AI「硬科技」板块。
- Q3至今港股通南向资金流相当反复，7月及9月录得较大额净流入，8月净流出日数较频繁，整体呈现「随市况高沽低买」格局。期内南向资金净买入较多的板块为AI大模型、互联网；净沽出较多的板块大多为前期获利丰厚的保险、内银等。由于近期港股通资金偏向进行区间波动操作，对Q4市况和板块走向的启示有限。

中国内地主要股指ETF申赎资金流



南向港股通每周净资金流

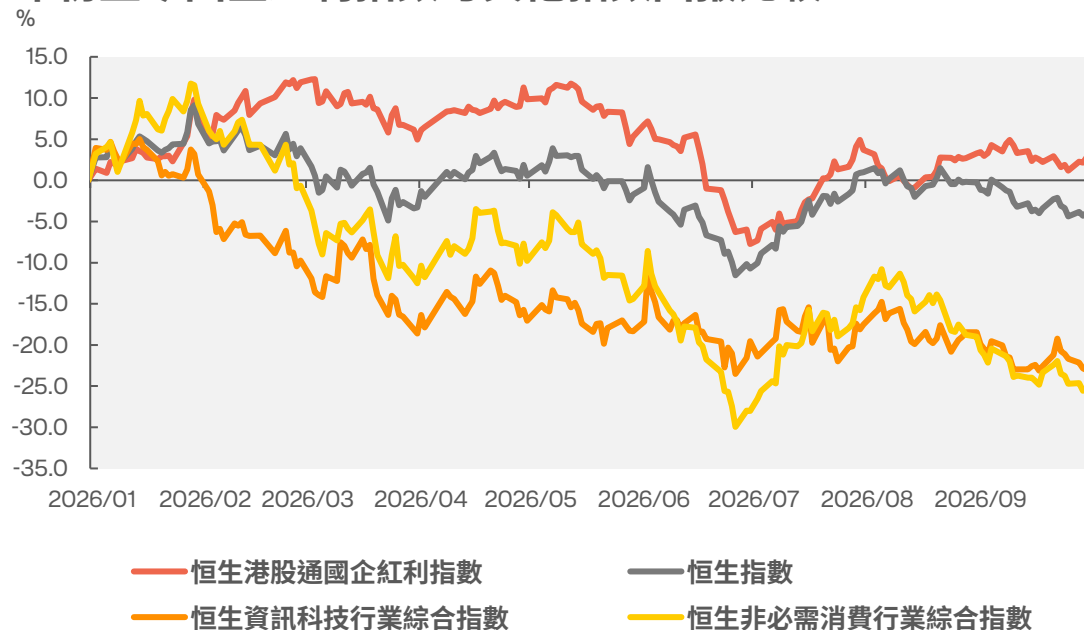




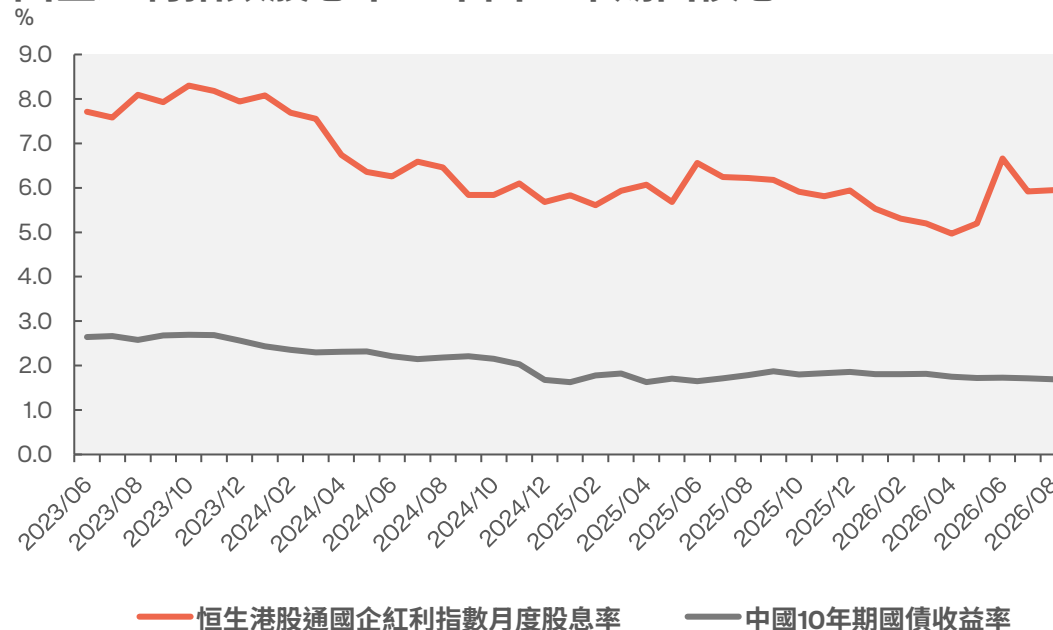
国内债息低企，高股息国企板块在反复市况中料属较稳健之选

- 年初至今，恒生国企高股息指数显著跑赢恒生指数约7%，更大幅领先信息科技和非必需消费的行业分类指数，这分歧在8月中旬至9月下旬期间更为明显，主因是：1) 普遍国企主导行业上半年盈利表现未有出现显著落差，个别板块（例如银行、保险）的派息比率更有上调惊喜；2) 财政部9月宣布向8家国有银行及保险企业注资逾3600亿人民币，助其强化资本充足水平。
- 受惠于中国长端国债收益率持续走低（目前约1.7%），多个国企板块之NTM预测股息率仍具备300至500点子的息差优势，预期内地中长期资金仍存在「减持定息资产，增配高息股票」的需求，料可在反复市况中，为银行、保险、能源、电讯、电力、有色金属、油轮航运等国企股提供不俗抗跌力。

年初至今国企红利指数与其他指数回报比较



国企红利指数股息率vs中国10年期国债息

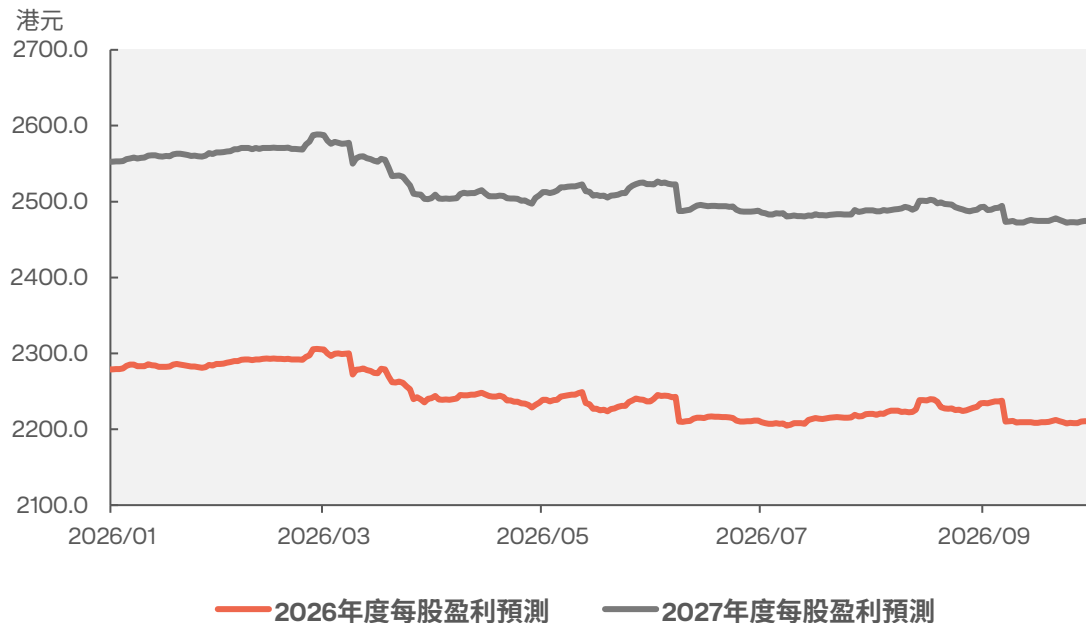




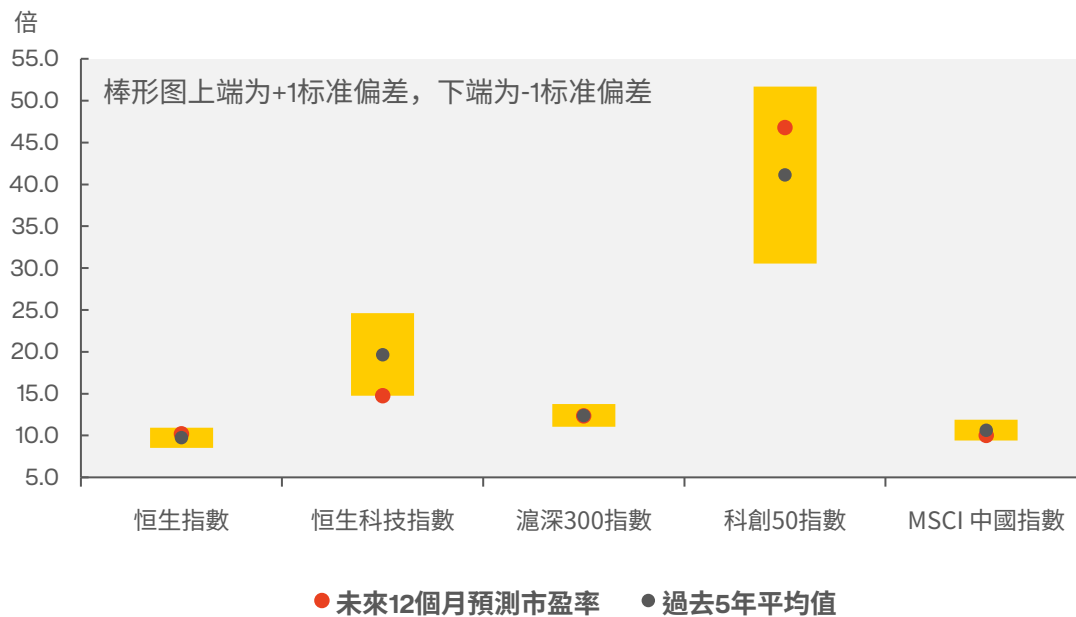
下调恒指FY26目标至26,500点，重点挑选个股Alpha机会

- 基于中国Q3内需增长动能较预期疲弱、AI相关开支猛增、金属和能源等生产成本上升等因素，我们认为互联网股和非必需消费股下半年的盈利纵使出现环比改善，惟幅度料持续逊预期，故将FY26恒指盈利预测从2,260港元(YoY+5%)下调至2,210港元(YoY+2.5%)。
- 目前恒指即年/NTM预测市盈率为11.5倍/10.5倍，略高于过去5年平均值（10.5倍/9.8倍），估值处于合理水平。美国长端国债收益率攀升、内地对跨境投资收益征税趋严、内地AI产业发展不确定性增加，均将规限估值上调空间，但本季国内政府有更大概率推出较具规模的宽松政策或特定产业提振措施（如六张网、六大未来产业、房地产、AI+、反内卷等），故我们维持恒指FY26预测市盈率为12.0倍。
- 我们将FY26恒指目标从27,100点下调至26,500点，若指数回调至23,500点可伺机吸纳，短线以区间交易策略为主，聚焦个股Alpha多于大市Beta。

年初至今恒生指数FY26及FY27盈利预测变化



中港股市各主要指数的估值情况





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	1. 中国料持续提升AI芯片自主供应率，预期龙头晶圆代工厂可持续受惠于国策重点支持以加速工艺突破；中央政府未来5年拟投资超过2万亿人民币修建数据中心，其AI算力芯片至少80%需要使用国产供货商； 2. 美国AI算力基础设施供不应求，且规格持续升级，其中内地企业在服务器、PCB、玻璃纤维布等产品均收获丰厚海外订单，盈利清晰度相对较高。	*****
内地互联网 (AI云、在线游戏)	1. 国产AI前沿大模型性能跃升，且Agent产品的应用场景愈趋多元化，料强化大型AI云服务商的定价能力和收入增速。 2. 2027上半年内地将发布多款重磅在线游戏；加强AI应用亦有助延长传统发行商常青游戏的生命周期，并提升新游戏的研发效率。 3. 目前估值已回落至近10年的底部水平，相信已大致消化了资本开支大增、自由现金流恶化、融资压力加剧等利空因素。	***
内地核能及 电力设备	1. 内地政府有意加速核能发展，今年7月国务院核准了8台新核电机组共10GW，预期今年底或有第二批核电项目审批落地，且未来数年的核电投资规模料进一步攀升，以实现2030年110GW的装机容量目标。 2. 全球AI数据中心的用电需求激增，多国正积极升级电网或建设新能源电力，甚至采购更多独立发电装置(如燃气发电机、储能系统、燃料电池等)，有利中国电力与储能设备企业扩大海外业务份额。	****



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)
中国内地银行	1. 大型银行Q2收入年增长平均加速至10%，净息差普遍按季改善，拨备前经营利润(PPOP)年增速达13%，业绩全面优于预期； 2. 大型银行持有的债券组合存续期较长，较受惠利率下行周期，预期Q3将持续录得因卖出债券所获的可观投资收益； 3. 中央财政部上季度向大型银行进行第二轮注资，一方面增强了信贷增长潜力，同时提升核心资本充足率，有助逐步提升派息比率（Q2平均增至31%）； 4. 目前NTM预测股息率平均约5%，高于国债收益率达320点子，对内地中长期国家队资金仍具吸引力。	*****
澳门博彩	1. 世界杯后澳门博彩收入已逐步改善，在人民币强势且长途出国游需求减弱下，预期国庆假期内地访澳旅客可录可观增长，10月行业博彩收入有机会高于市场预期； 2. 今年Q4澳门将举行多场大型演唱会（例如ENHYPEN、LE SSERAFIM、Air Supply、张靓颖、张天赋等），预期可推动博彩与非博彩收益持续复苏。 3. 目前行业平均FY26 EV/EBITDA约为7.4倍，估值已跌至接近5年低点，加上多数企业财政状况稳健且维持较高派息比率，目前NTM预测股息率高达6-9%。	***
香港金融、 交通运输、收租	1. 受益于人民币强势、内地居民长途出游意欲减少，加上香港Q4将举办多项大型盛事（如香港美酒佳肴巡礼、粤港澳大湾区文化艺术节、香港缤纷冬日巡礼等），可望带动访港旅客数持续增长。 2. 香港「一五规划」及最新施政报告提出多项推动资本市场和人民币业务的发展措施，包括扩大互联互通、优化新股上市要求等，并强调加速北都项目发展，中长线料有利本地银行、交易所、航空铁路运输、地产收租等行业。 3. 多数本地企业拥有强劲资产负债表，盈利和派息相对稳定，属反复市况中较佳避险之选。	*****



股票：亚洲市场



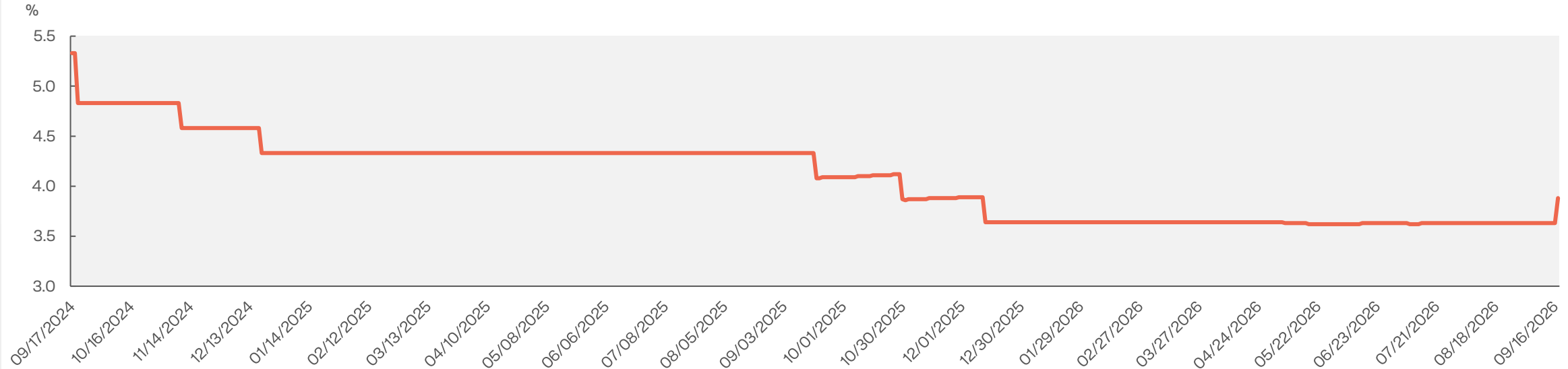
东亚联丰投资团队



股票：利率与政经迷雾笼罩，展现韧性中见波动

- ❑ 联储局9月如期加息25点子，受美伊局势高油价与美债10年期收益率触及5.0%影响，环球货币政策不确定性与市场波动显著加剧。
- ❑ 中国财政部注资3,000亿人民币巩固金融体系资本，充沛流动性推动资金流入铜及黄金等材料板块。
- ❑ 台湾科技业强劲指引有助证实人工智能结构性需求未变，资金从核心板块扩散至半导体封装测试及印刷电路板等供应链周边。
- ❑ 南韩杠杆平仓潮影响大致过去且下半年重工业订单可期；日本央行9月加息至1.25%维持鹰派，需密切关注日圆走强引发的套利平仓风险。
- ❑ 印度与新加坡GDP增长强劲（按年分别升7.8%及5.7%），吸引资金流入盈利稳定且派息吸引的医疗、金属及银行股。

过去两年联邦基金利率走势





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：御风防险



郑莹

东亚银行财富管理处投资策略师



环球债市第四季展望及策略 – 御风防险

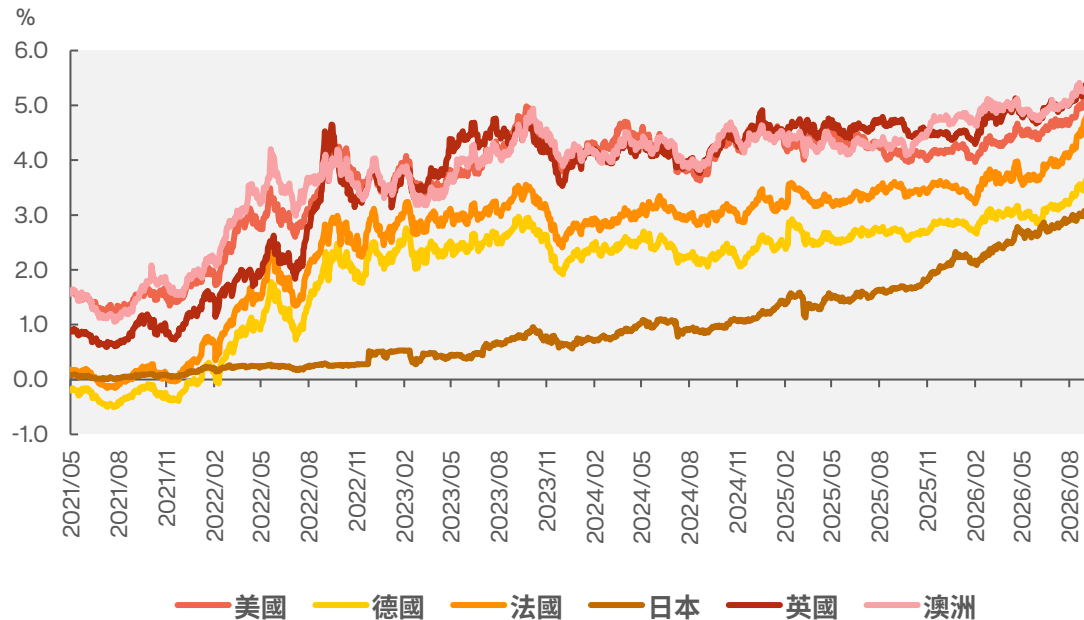
- 回顾上一季，美伊冲突反复，能源价格高企，环球通胀预期升温，各国长端国债息持续向上突破，部份国家央行重启加息以应对通胀。展望新一季度，面对环球宏观经济及地缘不明朗，预期环球债市波动性将加大。
- 整体债券配置：建议采取「御风防险，稳中求息」的思维。面对通胀预期反扑及利率波动加剧的宏观背景，今季策略应以防御为首要考虑，藉获取稳定票息(Carry)作为组合主轴，将整体存续期严格控制在短至中水平，以规避长端重新定价风险。
- 美国国债：优先布局短至中期美债，短端(Front-end)受惠加息预期，现水平收益率具吸引力，提供充足票息保护，存续期风险较长债低；中期美债(3Y-5Y)兼具防御力与不对称回报，随着美国国债息不断推升，中期债已经获得充足的收益缓冲(Carry Cushion)，即使收益率持续上行，总回报依然能维持正数，中期债的风险回报比率(Risk-Reward Ratio)正重现吸引力；维持看淡长端，结构性因素短期内难消除，如通胀顽固性、财政赤字难改善，以及AI资本开支拉动的挤出效应(Crowding-out)或持续，导致实质利率上行等，料长债息较难回落，建议暂避开长债风险敞口。
- 环球信用债：在宏观不确定性下，需提防信用利差(Credit spread)扩阔的风险。行业配置上，建议从AI主题适度分散至金融、公用、基建及医疗保健等；继续看好防御力较强的短存续期投资级别债(IG)；高收益债(HY)则需精选资产负债表强韧、财务稳健的发行人。
- 新兴市场债：整体绝对收益率吸引，且区内加息压力较已发展市场小、央行政策具较大弹性；在联储局重启加息预期（支撑美元）的背景下，较看好新兴市场美元债；本币债后续表现较大程度受美元强弱牵动，若美元升势趋缓，本币债或具汇兑收益潜力。



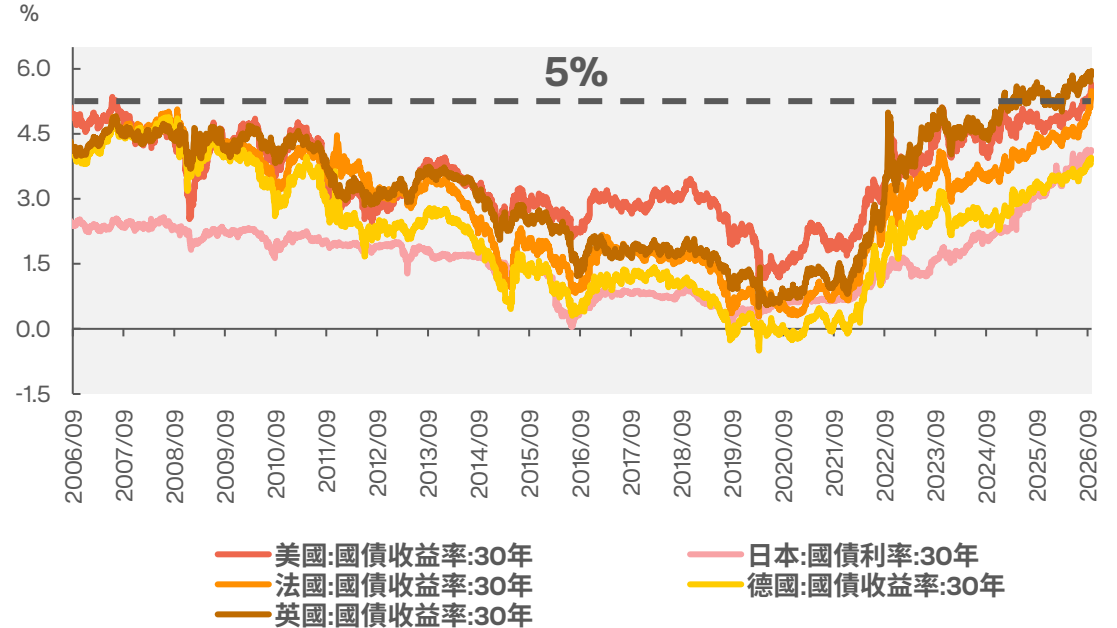
环球债市：各国长端债息持续走高 部份央行相继重启加息

- ❑ 多国长端国债息持续向上，美国10年期国债息曾升穿5.3%，创2007年以来最高水平；日本10年期债息曾升穿3%，创30年高位；德国、澳洲10年期国债息分别刷新15年与逾10年高；美国30年债息曾升穿5.6%，逾20年以来最高；部份央行相继重启加息应对通胀。
- ❑ 环球共同的驱动力包括：1) 通胀疑虑同步升温，主要是能源价格受中东局势持续影响；2) 各国赤字问题持续，迭加财政扩张、国债供给同步增加；3) 全球期限溢价(Term premium)结构性上升，基金、保险机构、主权基金等对债券价格较敏感的资金，需要更高的收益率来补偿长期通胀及地缘不明朗；4) 环球投资级企业债发行量急增（尤其是大型科企为资本开支融资），吸收市场资金，形成「挤出效应」。

各国10年期国债息持续上升



美国、英国及法国30年债息升穿5%

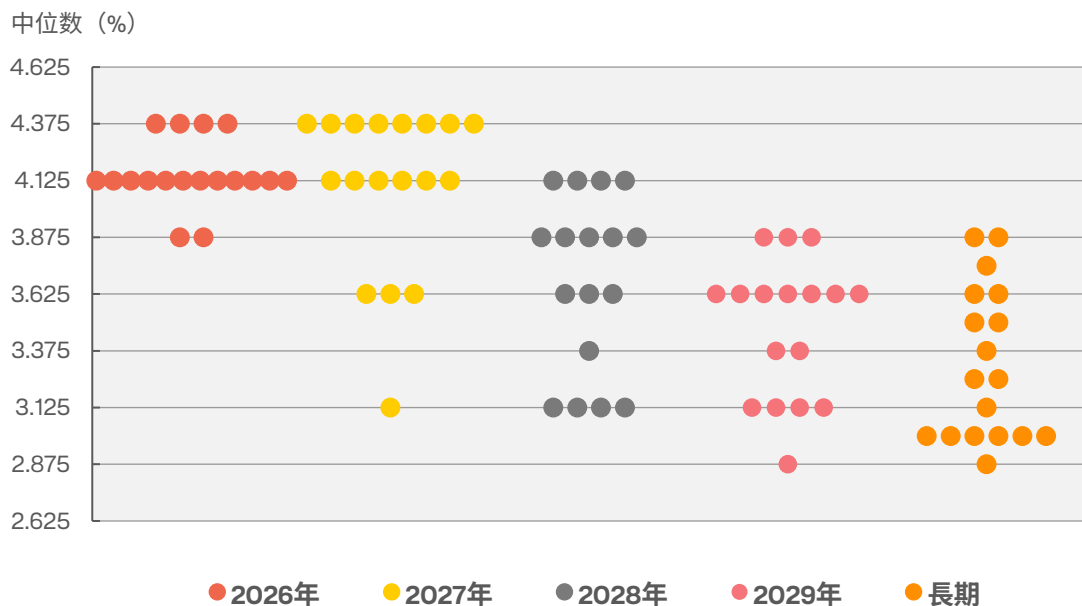




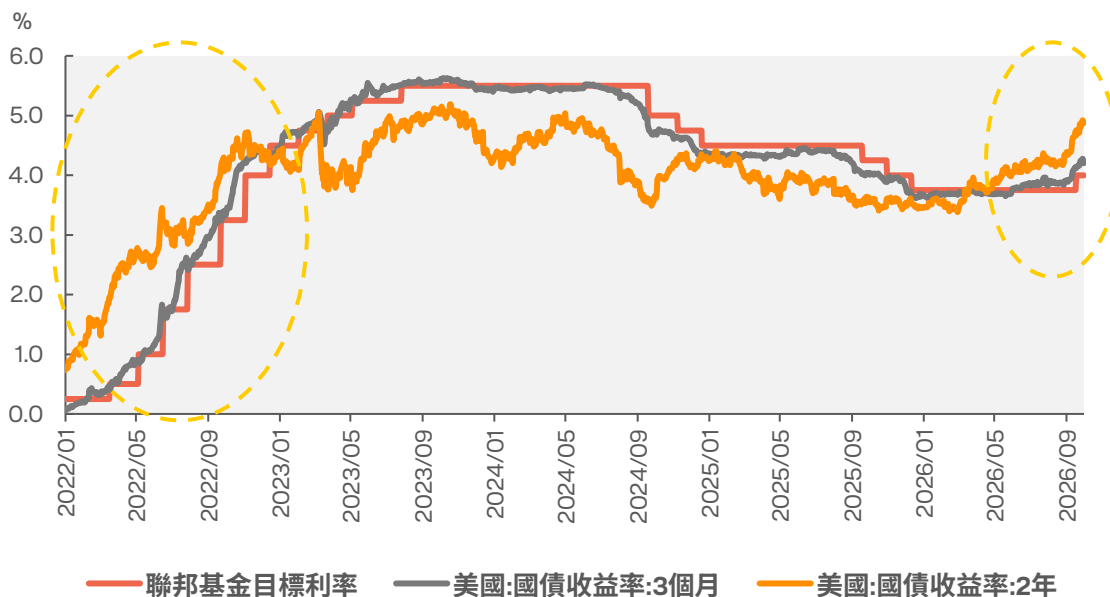
美国国债：联储局重启加息 短端债券配置受惠加息预期升温

- ❑ 联储局9月加息25点子，位图显示18名官员中16人预期年内或再加息一次，4.1%或以上的利率中位数料于2027年维持。基于地缘冲突持续及近期能源价格再度升温，我们预期年内有机会再加息一次，利率期货甚至反映市场预期年内有机会再加息2次（共50点子）。
- ❑ 上一轮加息周期联邦基金利率升至5.5%，2年期债息最高见5.25%；现水平2年期美债息开始抛离基准利率，曾见4.95%的2年半高位，对比现时利率中位数3.875%，已反映逾4次（共100点子）以上加息机会，短端或存在过度定价，现水平收益率吸引，具锁定票息并获取资本增值潜力、其存续期风险低于长端；重启加息的一季度内，亦看好3至6个月的国库券（T-Bills）、浮息票据作为零存续期的防御性现金替代配置。

联储局位图预测反映利率将更长时间维持高位



加息预期升温2年期美债息开始抛离基准利率





美国国债：中期债收益缓冲充足 风险回报重现吸引力

- 美国10年期国债息曾升穿5.3%，见2007年以来高位；30年期持续向上突破，升至5.6%，见2002年以来最高水平。随着美国国债息不断推升，部份年期美债已经获得充足收益缓冲（Carry Cushion），即使收益率持续上行，债券的风险回报比率（Risk-Reward Ratio）正在重现吸引力。
- 中期美债（3Y-5Y）兼具优秀防御力与不对称回报：在极端情景下（收益率再升100点子），3至5年期美债凭借逾5%的高息优势，（总回报仍有+0.86%至+2.33%）；反之，若息率见顶回落100点子，总回报将高达近7%至10%。下行风险较低而上行空间广阔，风险回报重现吸引力之下可作为目前资金停泊的持仓配置。7年期或以上长债在收益率上升情景下的价格跌幅已超越票息保护（总回报转负），暂不宜过度拉长存续期。

		情景一：收益率 + 100bps		情景二：如收益率 - 100bps	
美国各年期国债	收益率	价格回报	总回报	价格回报	总回报
2年期	4.91%	-1.86%	+3.05%	+1.91%	+6.82%
3年期	5.02%	-2.69%	+2.33%	+2.78%	+7.80%
5年期	5.11%	-4.26%	+0.86%	+4.49%	+9.61%
7年期	5.21%	-5.64%	-0.42%	+6.04%	+11.26%
10年期	5.31%	-7.41%	-2.10%	+8.15%	+13.47%
30年期	5.65%	-13.14%	-7.48%	+16.39%	+22.05%

数据源：彭博，数据撷取于2026年9月30日。以上价格回报根据当日债券收益率计算，并不构成保证。

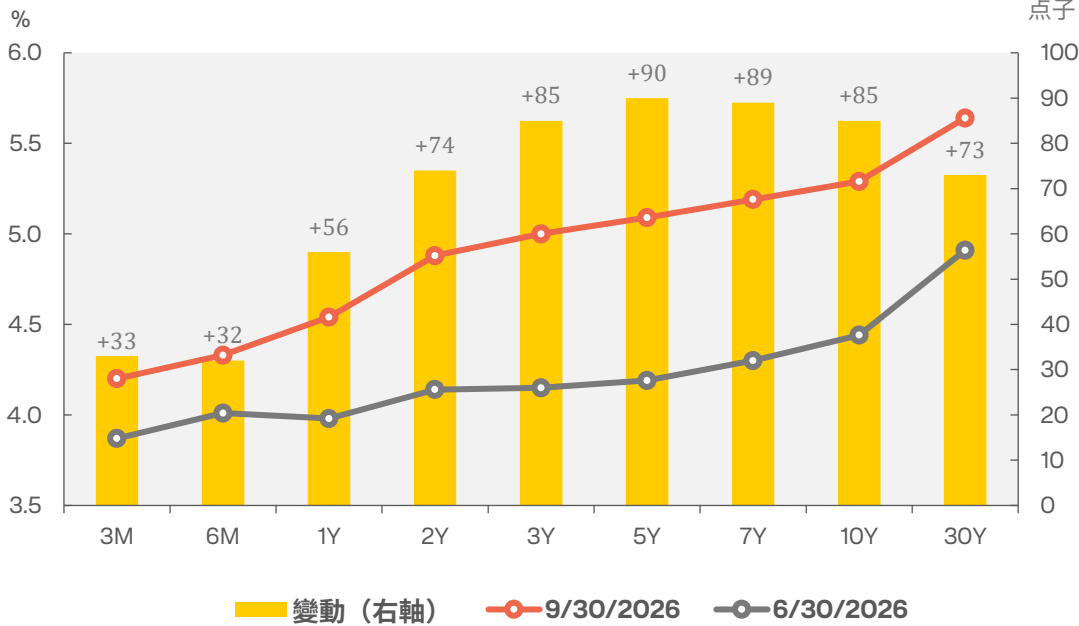
过往表现不代表将来表现



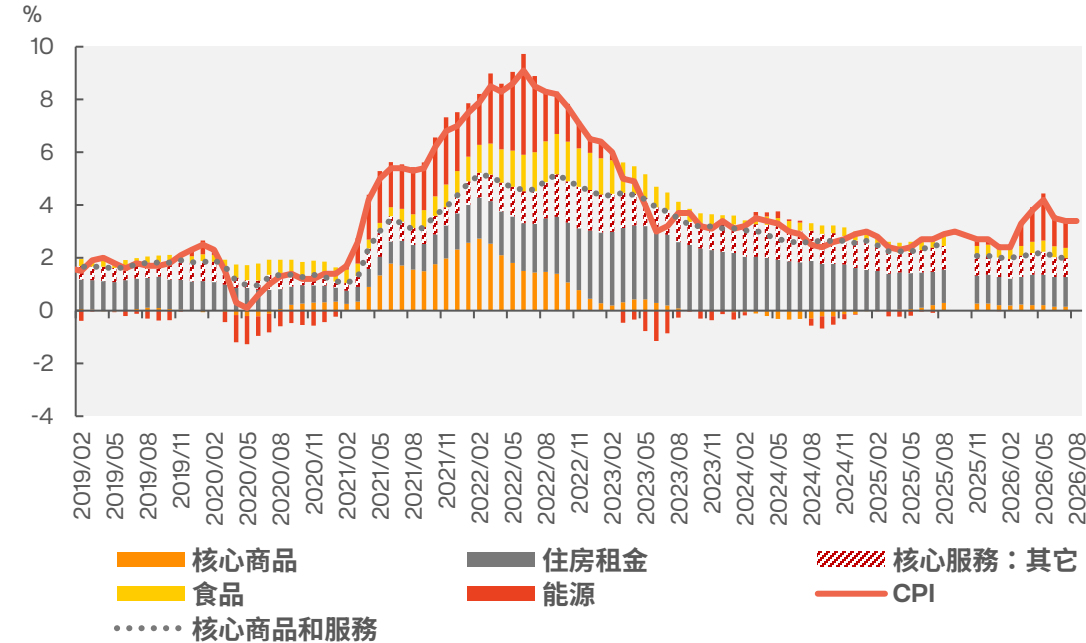
美国国债：如后续通胀回落 中期债滚动收益潜力或进一步展现

- ❑ Q3美债收益曲线全在线移，再次呈现「熊平」（Bear Flattening），曲线中段（3Y-7Y）受近期重新定价影响，陡度较季初压平。
- ❑ 中段美债较受中线通胀预期影响，美国CPI年增率分项拉动因素反映今年通胀反弹核心驱动因素是「能源」；而「住房租金」仍具备高度黏性，在整个通胀回落周期(2023-2026)中维持显著权重，至今仍支撑基础通胀；扣除食物和能源的「核心商品和服务」升势明显温和于整体通胀，近期微幅向下，若剔除高波动的能源板块，底层通胀压力正在缓解。
- ❑ 如后续能源价格回落，通胀预期缓和，预期中段曲线有望重现陡峭化（Steepening），届时滚动收益（Roll-down）潜力将进一步显现，3至5年期的中期美债或有潜力获得充足的持有收益（Carry）及收益率重现陡峭化时的额外资本收益。

Q3美债收益率全在线移 曲线再呈「熊平」



美国CPI分项拉动反映能源主导通胀反弹

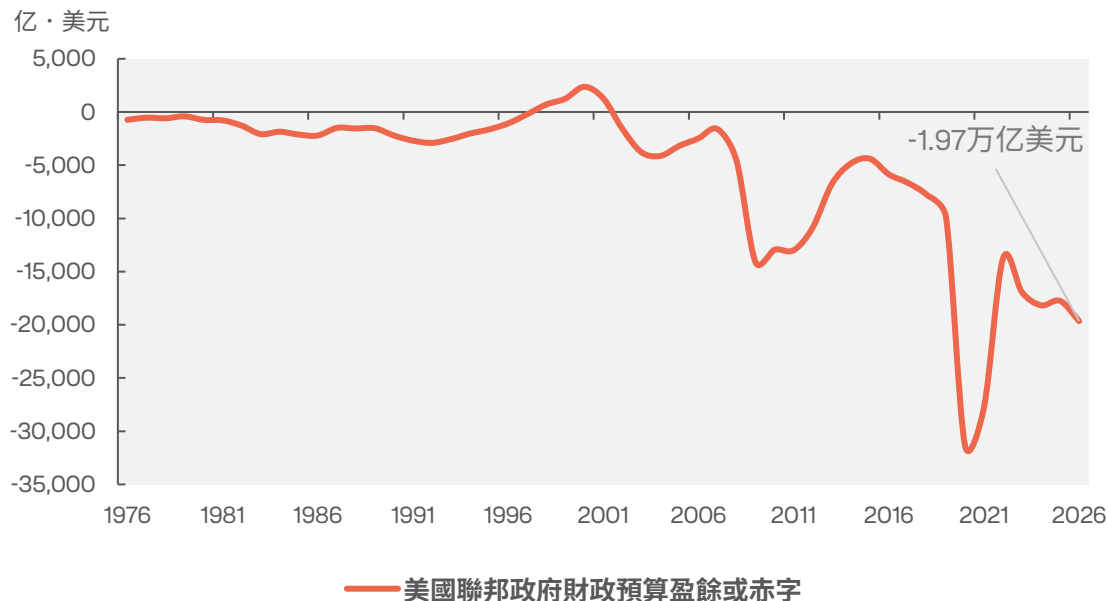




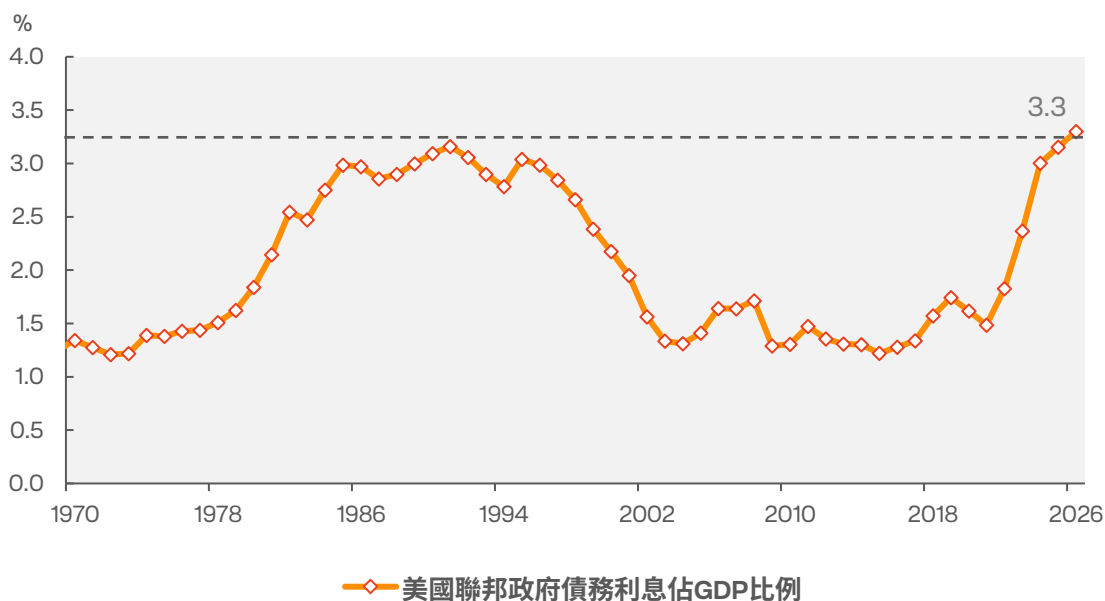
美国国债：结构性因素仍存 长债息难回落

- ❑ 我们维持看淡长端美国国债，因部份结构性因素短期内难以消除：1)通胀顽固性（美国通胀已连续约五年高于2%目标）；2)财政赤字短期内难大幅改善，美国长端国债面临庞大的发行压力；3)AI资本开支急增而起的发债潮拉动挤出效应(Crowding-out)或持续、致实质利率上行；4)地缘政治及能源价格持续波动。
- ❑ 我们认为美国财政部加大回购长天期债券短期对长债息或有安抚效果，但长债息整体受制于结构性因素，预期长端美债息整体维持「易升难跌」格局，30年期美债息或难回落至5%以下。

美国联邦政府财政预算赤字扩大至1.9万亿美元



美国联邦政府债务利息占GDP比例预期达3.3%

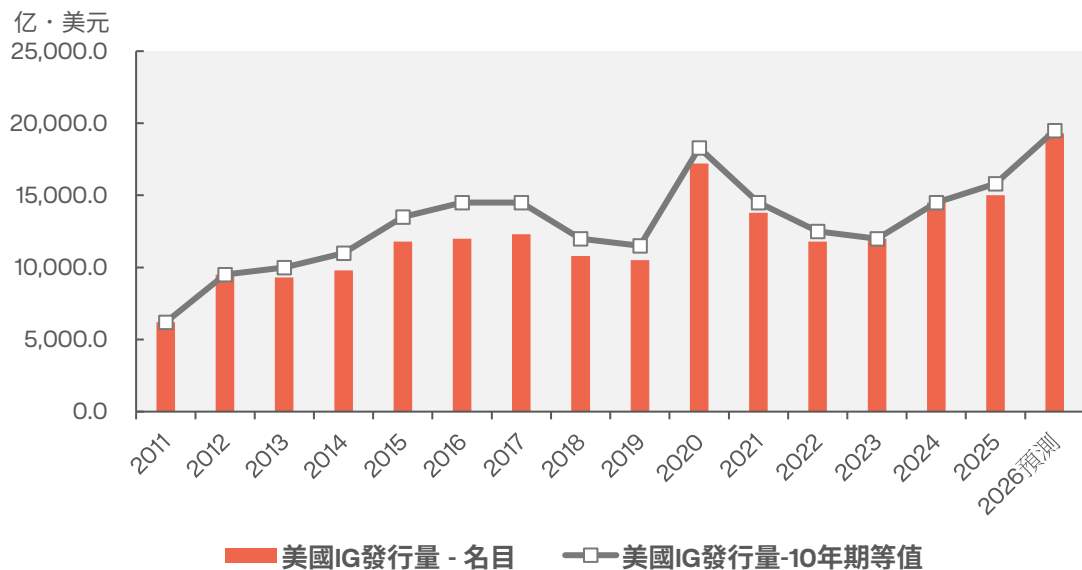




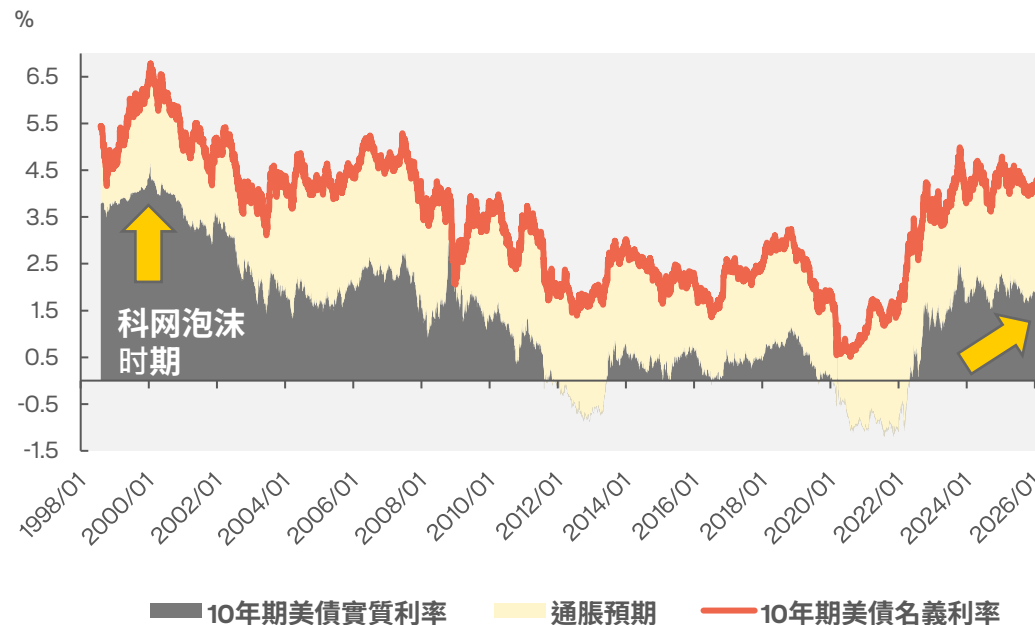
美国国债：AI资金需求加剧「挤出效应」 成把握长债息转折之关键

- AI数据中心基建资金需求掀起的发债潮，推动年初至8月底美国整体企业债发行量逼近1.9万亿美元，按年大升30%。市场预测全年总发行量将达2.4至2.5万亿美元，势创历史新高。今年「10年期等值投资级别债(IG)」发行量与名义总发行量走势高度吻合，反映整体IG市场平均发行年期显著偏长。这批长年期企业债正与长端国债争夺市场资金，形成持续的「挤出效应」(Crowding-out effect)。
- 除通胀预期升温外，庞大的AI资本开支亦持续推高资金成本。美国10年期实质利率近期已升穿2.9%，逾20年高位；回顾2000年科网泡沫时期，实质利率更曾抽升至4.5%以上。后续长端债息何时见顶回落，很大程度上将取决于AI产业链资金需求放缓的步伐。

美国投资级别债发行年期偏长



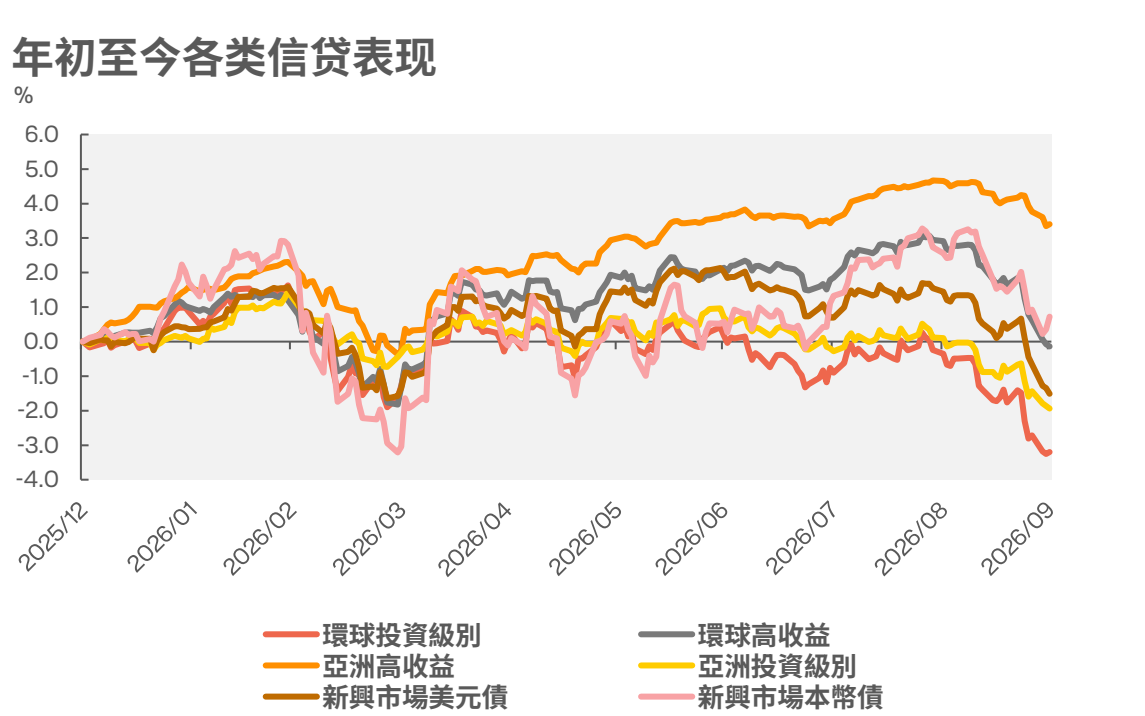
AI资本开支热潮推动实质利率升穿2.9%





环球信贷：亚洲及新兴市场展现韧性

- ▣ 亚洲及新兴市场信贷年初至今表现较整体市场抗跌，其绝对收益率维持吸引，且区内加息压力较已发展市场小、央行政策具较大弹性。联储局加息预期升温下，较看好新兴市场美元债；本币债后续较受美元走势影响，若通胀回落，美元在Q4的升势放缓，本币债或具汇兑收益潜力。
- ▣ 全球投资级别(IG)与高收益(HY)利差均处于历史低位区间附近，较难补偿额外的存续期风险。IG建议以短存续期为主以规避利率风险；对高收益看法维持中立，需严格精选资产负债表强韧、较高评级之发行人，并控制仓位，避免过度下沉资质。
- ▣ 整体信贷建议多元化部署，资金从AI主题适度分散至金融、公用、基建及医疗保健等，平衡整体持仓。



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	新兴市场本币债
收益率	8.00%	5.50%	8.18%	5.68%	6.87%	6.94%
信用利差	3.13%	0.84%	3.11%	0.56%	1.70%	N/A



第四季债市投资策略

债券类别	部署策略	投资逻辑
美国国债	2年期债息中枢上移至4.5% - 5.1% 10年期债息中枢上移至4.8% - 5.4% 30年期债息中枢预期为5.1% - 5.6% - 优先布局短至中期美债，获取稳定票息(Carry)	- 短端（2年或以下）优先布局：受惠加息预期升温，现水平收益率吸引，具充足票息保护，存续期风险低于长端，预期短端价格下行风险较低；重启加息的一季度内，亦看好3至6个月的国库券(T-Bills)、浮息票据配置 - 中期债(3Y-5Y)：兼具防御力与不对称回报，随着美债息不断推升，中期债已具充足的收益缓冲(Carry Cushion)，即使收益率持续上行，总回报依然能维持正数，中期债的风险回报(Risk-Reward)正重现吸引力；如后续收益率曲线重现陡峭化(Steepening)，或具额外滚动收益(Roll-down)潜力 - 避开长端：结构性因素如通胀顽固性、财政赤字问题严重、AI资金需求拉动挤出效应(Crowding-out)等，故长债息较难回落，存续期风险较高
环球投资级别债	- 看好短存续期投资级别债 - 选债策略多元化并适度分散不同行业 - 亚洲投资级别优于欧美投资级别	- 看好防御力较强的短存续期投资级别债 - 选债策略多元化：从AI适度分散至金融、公用、基建及医疗保健等，平衡持仓 - 亚洲投资级别存续期较短，收益率较高，整体优于欧美IG
环球高收益债	- 维持高收益中性配置 - 提防信用利差扩阔 - 精选财务稳健的发行人	- 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	- 整体绝对收益率吸引 - 联储局加息预期下，较看好新兴市场美元债	- 绝对收益率处于高位，区内加息压力较已发展市场小、央行政策具较大弹性 - 利息缓冲(Carry Cushion)充足，总回报维持正面 - 本币债较受美元走势影响，若后续通胀回落、美元升势放缓，或具汇兑收益潜力



债券：中国及亚洲债市展望



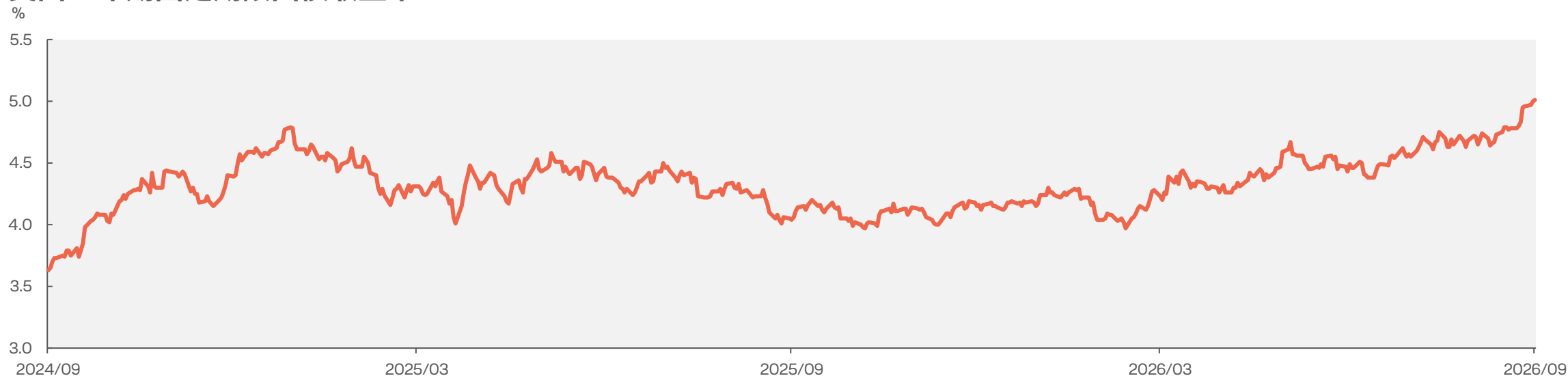
东亚联丰投资团队



债券：中国及亚洲债市展望

- ❑ 美债收益率飙升与联储局政策变量加剧市场波动，惟亚洲美元债券信贷基本面保持稳健，吸引力不减。
- ❑ 亚洲投资级别债券利差预期维持窄幅区间波动，总回报主要由票息收益及美债价格推动。
- ❑ 中国TMT债券利差因高估值及美企竞争承压；印度银行业美元债发行高峰已过，供应逐步回落有助稳定信用利差改善技术面。
- ❑ 印度尼西亚赤字目标明确及政策透明度提升增强市场信心；巴基斯坦寻求100亿美元汇率支持，中期债券吸引力提升。
- ❑ 中国房地产预售新规对房企流动性影响各异，市场持审慎态度。斯里兰卡展现经济韧性并完成大部分债务重组，后续债务回购与结构改善仍有待观察。

美国10年期固定期限国债收益率





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：鹰声待兑



吴永强

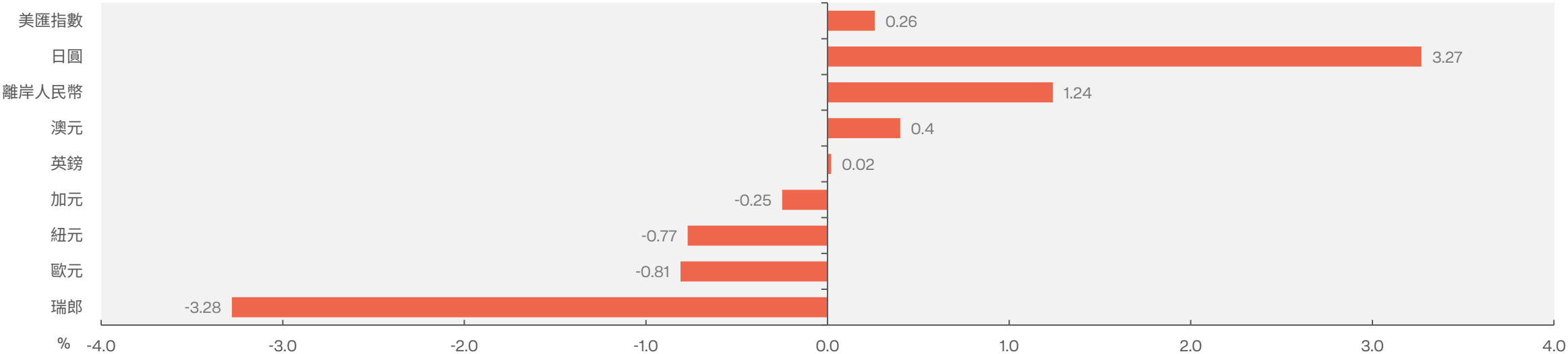
东亚银行财富管理处投资策略师



外汇市场2026年第三季回顾

- 美伊局势反复令美汇指数在季初表现偏强，惟其后公布的美国6、7月非农就业、通胀数据和零售销售数据一般，曾令市场对联储局年内加息预期降温。加上，美日干预日圆和美国财政部扩大长债回购削弱美元资产吸引力，导致美汇指数在8月承压，澳、纽及加元等非美货币期间表现较为突出。
- 踏入9月，受惠油价重上每桶100美元以上水平及联储局落实加息25点子，兼且最新位图预期利率呈「Higher for longer」，美汇指数表现转好。同时，美国经济具韧性，令美国进一步加息预期升温，支持美汇指数。季内美汇指数录得0.26%升幅，收报101.45，与我们上季度给予的3个月目标价101相若。
- 非美货币中，季内表现最好的是受美日联合干预兼加快了加息步伐的日圆，季内升幅达3.27%。我们上季较看好的离岸人民币和澳元亦录得上升。季内表现最差的是瑞郎，贬值3.28%。

2026年第三季主要货币表现



数据源：彭博，上表以美元为基础货币，数据截至2026年9月30日

过往表现不代表将来表现



外汇市场2026年第四季展望

- ❑ 美伊战事悬而未解兼偶发冲突，石油运输继续受限，导致油价在第三季大幅反弹，再次升穿每桶100美元水平。环球通胀风险升温，各央行的反应函数之不同将是第四季外汇市场焦点，环球利率上行趋势已成，外汇表现分野取决于各央行能否兑现市场的加息预期，以及经济对加息的承受力。
- ❑ 联储局鹰派加息、美国经济具韧性及能源价格走高均为美元提供支持，但市场定价已大致反映加息预期，加上在全球利率同步上行的环境下，美元未必能连续第六个季度上升。除非联储局有更鹰派言论或行动，否则单靠加息因素料较难领美汇指数再大幅走高，主因加息预期已大致获得定价，再出现鹰派惊喜门坎较高，但不少支持美汇指数的因素仍在，故料季内整体走势仍偏稳健。
- ❑ 我们今年一直看好离岸人民币，此看法在第四季未有转变。中国贸易顺差强劲、出口结构转向高科技产品、企业结汇需求持续，加上官方持续释出稳汇升值讯号，连同与主要贸易伙伴间的博弈考虑，预期离岸人民币双向波动中稳步升值的趋势将会延续。
- ❑ 澳元仍具息差优势，维持偏好澳元。澳洲政策利率达4.6%，位居G10货币之首，通胀黏性亦支持澳央行维持偏鹰立场；惟美国再加息预期若升温或澳洲经济有降温迹象，将会限制澳元升幅。
- ❑ 欧元区经济基本面改善和欧央行维持鹰派取态，将有利欧元走势。然而，欧元仍有隐忧，包括天然气价格走高、法国与德国国内的政治风险及欧洲与俄罗斯之间的地缘风险，加上美国进一步加息可能性增加或令美欧间息差维持一定距离。
- ❑ 新西兰在第三季加息合共50点子后，息差改善可为纽元提供一定承托。新西兰加息机会仍存，但市场对纽储行未来加息幅度的定价可能过度进取，而经济增长放缓、国会选举及中国需求疲弱等因素增添纽元下行风险。
- ❑ 日圆短期下行风险降低，但持续升值条件未成熟。日本央行加快加息及官方干预为汇价托底，惟实质利率仍为负值，财政风险及日本政府续施行扩张性财政政策，限制日圆持续升值。
- ❑ 英镑面对息差削弱与经济基本面偏弱双重压力。市场对英伦银行加息预期偏进取，但英国就业市场疲弱兼财政前景不明，而且美英息差收窄，维持审慎看法。我们对瑞郎及加元亦持审慎看法。瑞郎缺乏利率缓冲，但贸易改善可限制跌幅；加元料受美加贸易摩擦、进取加息定价及就业复苏不稳拖累。



外汇市场2026年第四季展望

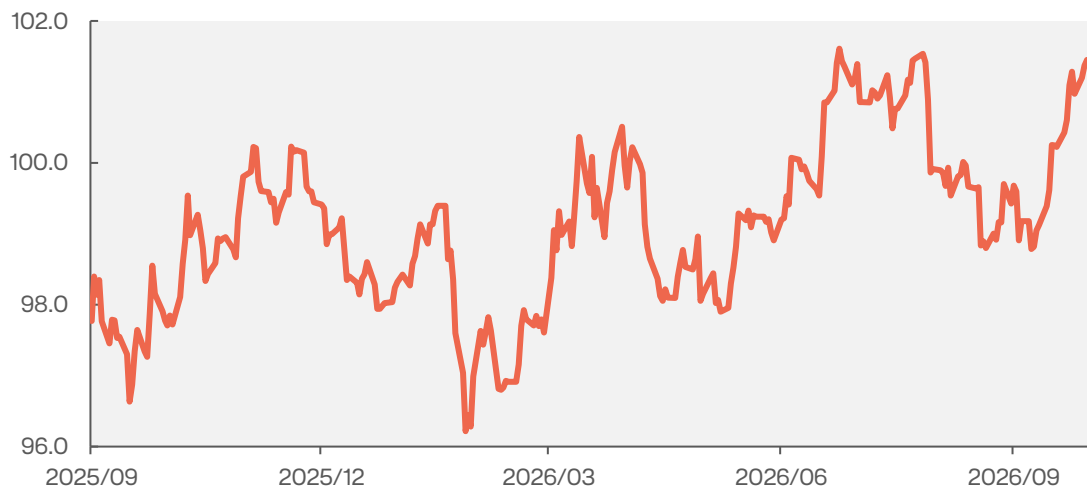
货币	3个月目标价	6个月目标价
美汇指数	100.00	99.00
离岸人民币	6.6500	6.6500
澳元	0.7100	0.7200
欧元	1.1500	1.1600
日圆	155.00	153.00
纽元	0.5800	0.5800
英镑	1.3300	1.3500
瑞郎	0.8300	0.8000
加元	1.4100	1.3800



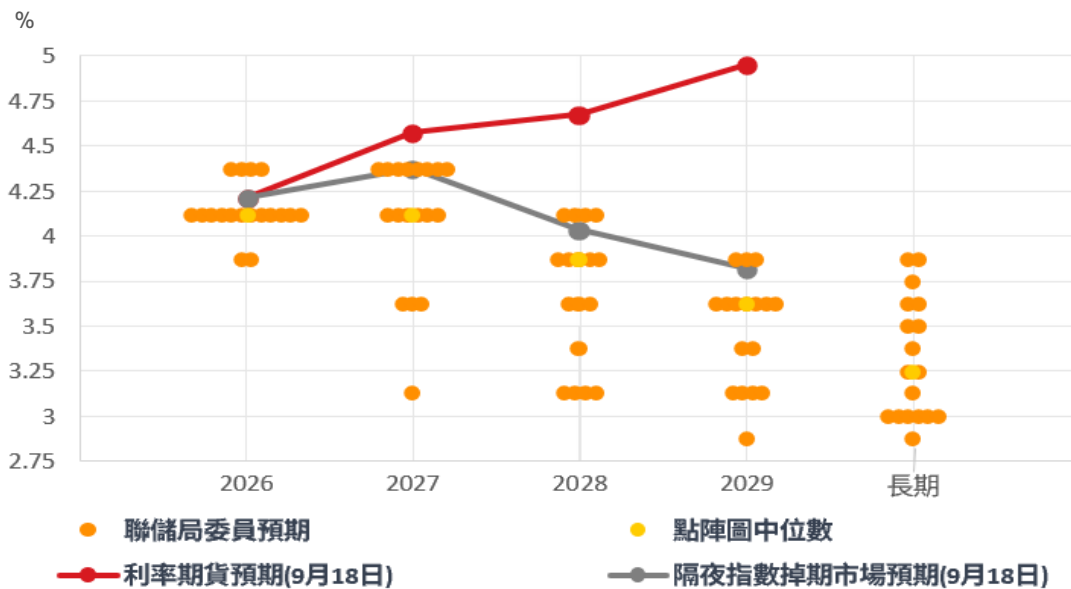
美汇指数 - 加息预期支持美元，但市场已大致充分定价

- ❑ 联储局于9月加息25点子，联邦基金利率上调至3.75%至4%。该次加息属鹰派加息，鹰派体现于：1)12-0全票通过加息；2)9月公布最新位图显示，2026年底利率中位数为4.1%(6月：3.8%)，16名委员认为应再加息一次、2027年利率中位数虽同为4.1%，但有多达8票认为利率较2026年的利率中位数应再升25点子；3)联储局主席沃什称难以形容现时金融条件具备限制性。
- ❑ 联储局9月的经济预测摘要上调今、明两年GDP增长至分别2.3%及2.4%(6月：2.2%及2.3%)；今、明两年失业率均下调至4.1%(6月：4.3%)；今年核心PCE上调至3.4%(6月：3.3%)，明年维持2.5%不变，显示通胀风险略增的同时，美国经济仍具韧性。
- ❑ 联储局已兑现我们在第三季时提出今年加息一次的基本情景预测，因应最新宏观发展，我们预期今年第四季尚有加息一次(25点子)的机会，但仍要视乎能源价格及地缘局势发展，并维持2027年利率不变的预测。

美汇指数过去1年走势图



联储局位图显示今年尚会加息一次

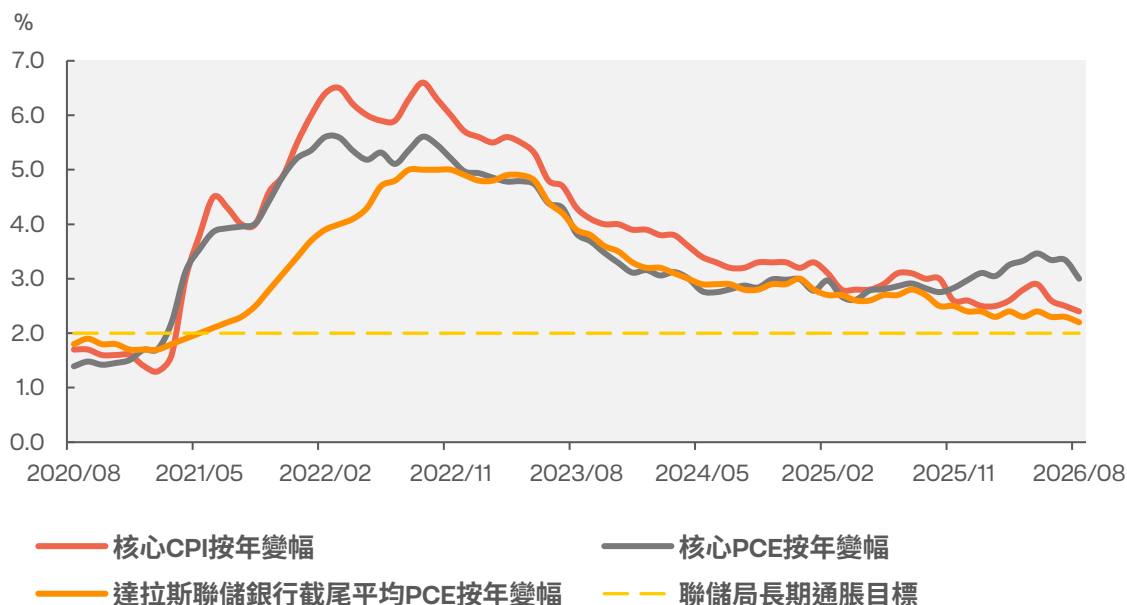




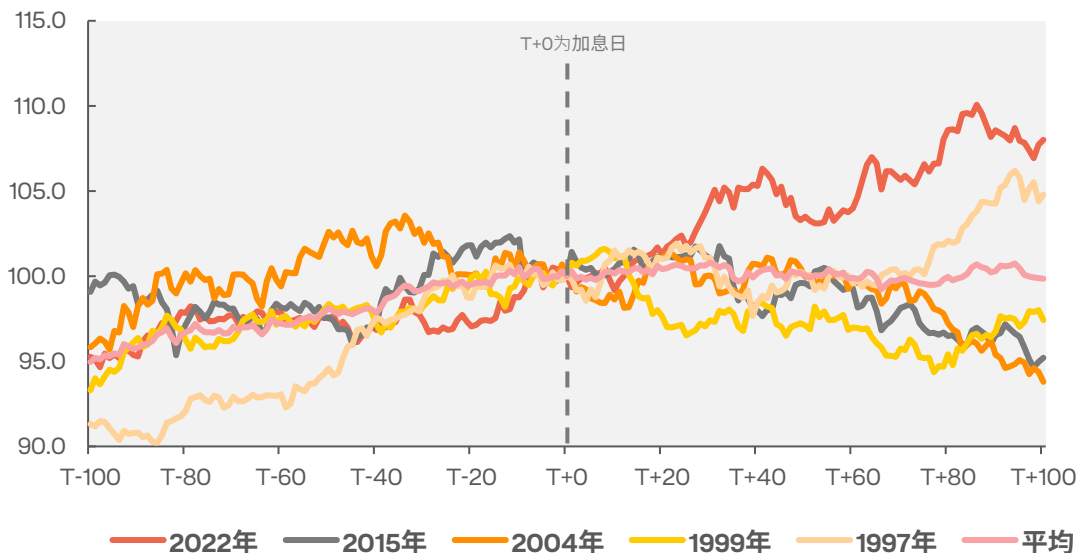
美元指数 - 加息预期支持美元，但市场已大致充分定价

- 我们对联储局加息预测未及隔夜指数掉期市场及利率期货市场的定价进取，主要由于：1)8月核心CPI年增创逾5年低；2)核心PCE按年升幅虽仍处3%以上，但美国经济分析局修订PCE计算方式料使今年9月以后公布的核心PCE下调0.2至0.3%；3)通胀主要由油价推升，未见通胀全面扩散。若油价回落，通胀或快速降温，进一步紧缩必要性下降。
- 过去30年共5轮加息周期中，美元指数在首次加息日后，呈现短期略偏强、中期升势减弱、较长期明显分化的走势特征，显示加息后美元未必能维持较强表现。根据过去5轮加息周期的数据，美元指数在首次加息日后约一季的表现会较加息日当日偏弱，平均跌约0.1%。

美国通胀暂仍高于联储局目标水平



美元指数在过去30年共5轮首次加息后表现

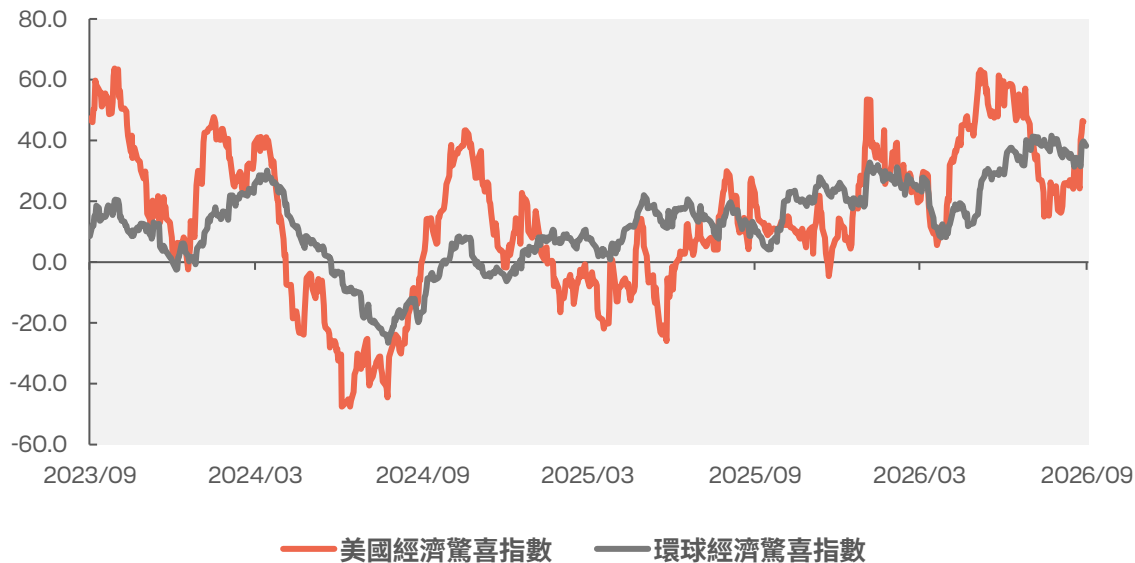




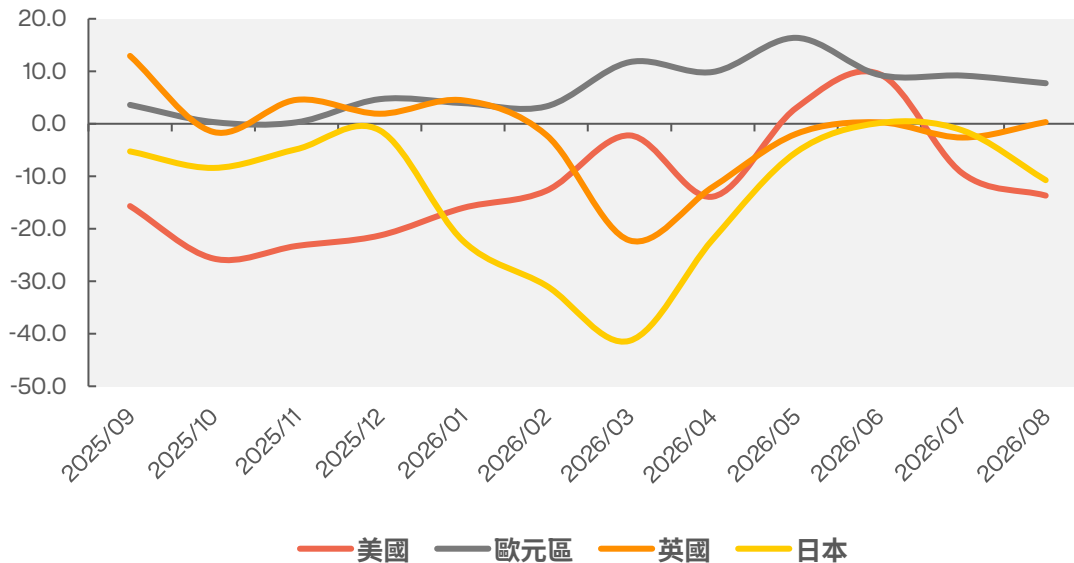
美元指数 - 加息预期支持美元，但市场已大致充分定价

- 我们预期美元指数在第四季表现仍具韧性，主要受到三大利好因素支持：1) 联储局在9月鹰派加息兼位图预期进一步加息机会升温，同时联储局加息令市场对其独立性重拾信心，美元「贬值交易」重临机会较低；2) 美国经济数据表现仍较强；3) 与欧元、英镑和日圆相比，美元受高能源价格拖累影响较少。不过，我们认为相关利好因素偏向为美元指数在下方带来支持多于是上方突破的催化剂，主因市场对联储局今年加息预期已有充分定价、部分经济数据或会出现起伏、能源价格有机会回软或令美元避险需求受限、以及美国财政部或进一步加大回购长债规模，均有机会影响美元表现。
- 若联储局10月加息预期升温，不排除美元指数藉短线动能或挑战101.8的年内高位，惟整体而言，我们认为与第三季收盘价相比，美元指数在第四季的上行风险较低，特别是加息预期已充分获得定价，再出现鹰派惊喜门坎较高，但由于不少支持美元指数的因素仍在，故预期季内整体走势料仍偏稳健。3个月及6个月目标价分别为100及99。

美国经济数据总体仍优于市场预期



通胀惊喜指数反映美国近月通胀未及市场预期

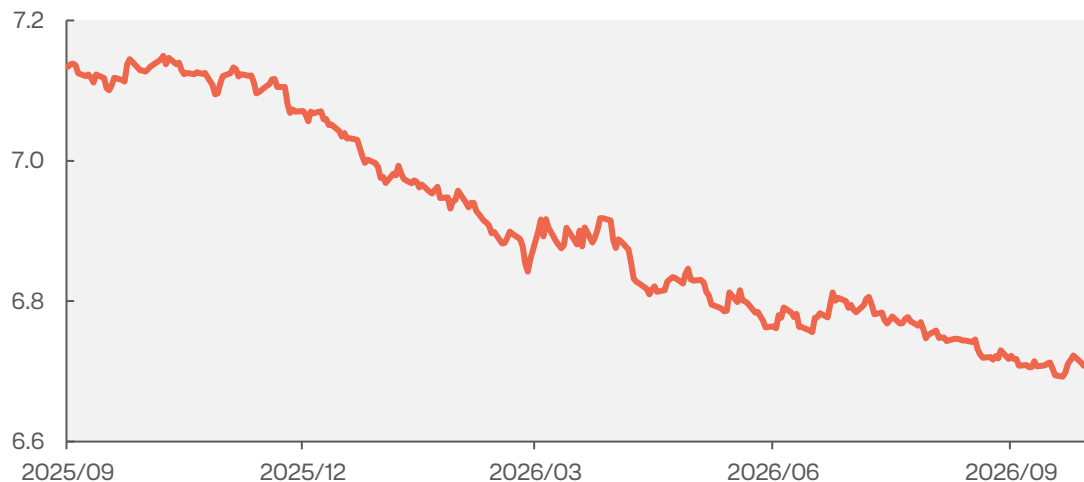




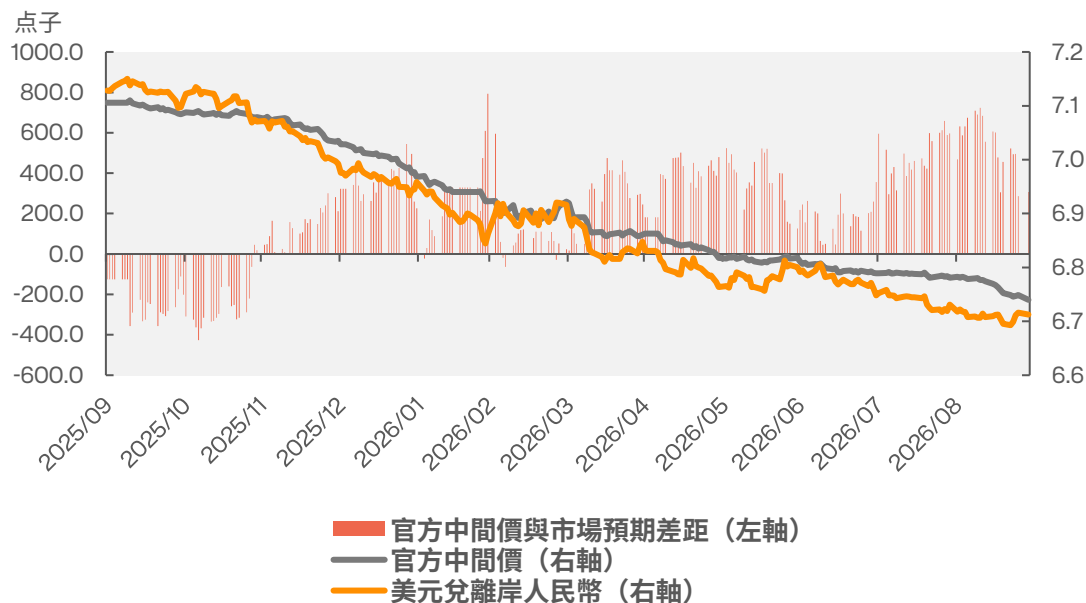
离岸人民币 - 出口结构转变及贸易顺差强劲续支持人民币表现

- ❑ 欧盟委员会负责贸易事务委员计划在10月8至9日到访北京，磋商解决中欧贸易摩擦。我们预期人民币或会持续偏强，以便中国与主要贸易伙伴维持相对稳定的贸易关系。中长期而言，与主要经贸伙伴维持稳定关系及推进人民币国际化，属利好人民币走势的主要因素之一。
- ❑ 截至9月30日，离岸人民币相对美元在年内已升值4.2%，中国官方近期开出较强中间价持续支持人民币升值。美国于9月11日公布CPI数据令美国加息预期升温，但下一交易日中国官方开出的中间价仍创超过3年新高，而在联储局9月16日落实加息后，人民币中间价依然继续走高。在美元走强及利差优势扩阔下，官方释出让人民币持续升值的讯号，有助增强投资者对人民币的信心。

美元兑人民币过去1年走势图



人民币中间价年内持续走强

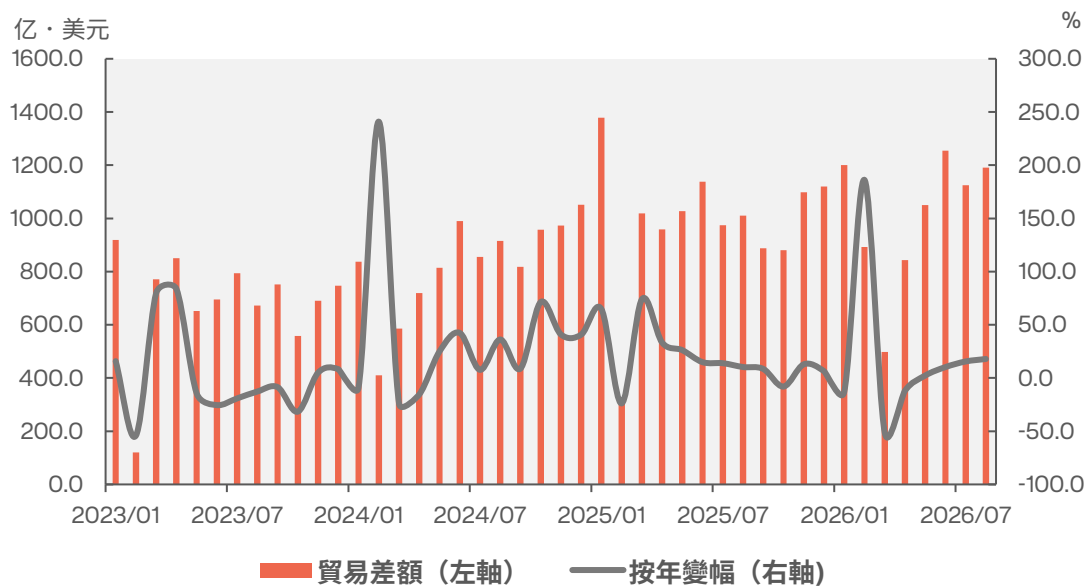




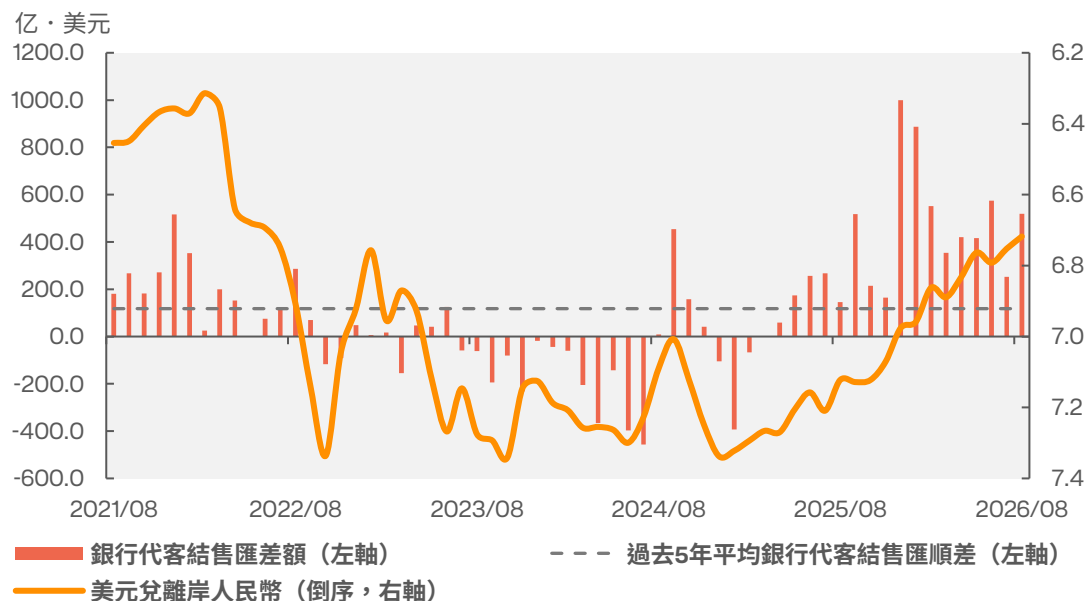
离岸人民币 - 出口结构转变及贸易顺差强劲续支持人民币表现

- 中国出口表现强劲带动下，中国近月贸易顺差有所扩大。自今年5月起，连续4个月贸易顺差录得1,000亿美元以上水平。今年首8个月的贸易顺差累计达8,055亿美元，创历史新高，有利于经常帐改善，结构性利好人民币表现，并同时带动结汇需求。
- 据中国海关数据，今年首8个月出口额达2.9万亿美元，按年增长19%。出口占比当中，高新技术产品占总出口额约29%，较对上三年介乎24%至25%有明显增加，与AI相关的集成电路出口更有逾1倍的按年增长。由于出口结构更倾向于具议价能力及需求高的产品，过去通过人民币贬值催谷出口的叙事逻辑已经转变，令人民币贬值诱因减少。
- 我们预期离岸人民币在双向波动中稳步升值的趋势未变。3个月及6个月目标价均为6.65。

中国首8个月贸易顺差创同期新高



今年企业结汇需求持续强劲

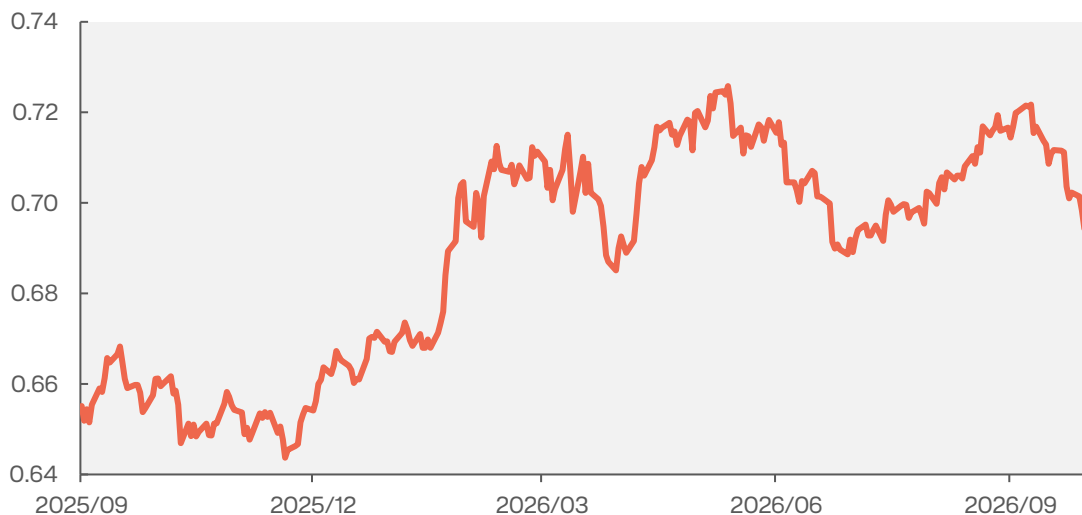




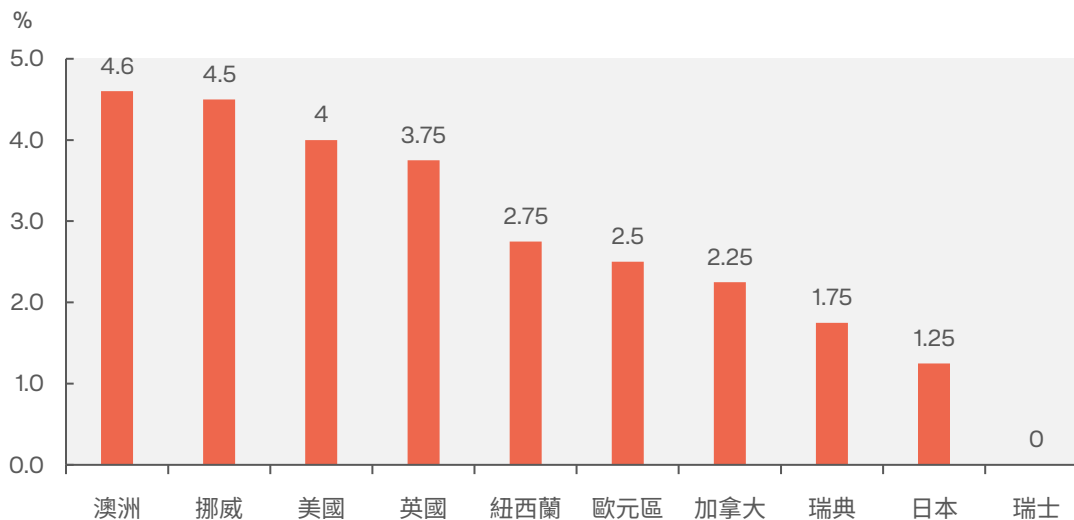
澳元 - 息差优势仍存，须慎防优势收窄

- ❑ 澳央行在9月议息会议加息25点子，为年内第4次加息。澳央行的议息声明维持偏鹰立场，提及若通胀仍有上行风险，将愿意再次加息。不过，澳央行因楼市下行风险和美伊冲突有机会令全球经济增长放缓，于议息会议曾讨论按兵不动。
- ❑ 由于澳央行提及曾讨论按兵不动，令市场对澳洲在第四季加息作重新定价。在9月议息会议预期年内隐含利率将增18.8点子，在会议后降至约14.3点子。我们认为市场早前对澳洲加息的定价过高，议息会议后重新定价看来回到相对合理的水平。
- ❑ 澳央行今年前后已加息4次共100点子，政策利率达4.6%。虽然其他主要央行正相继加息，但澳洲利率暂时是G10货币中最高，息差仍具有一定优势。

澳元兑美元过去1年走势图



澳洲政策利率领先其他G10货币

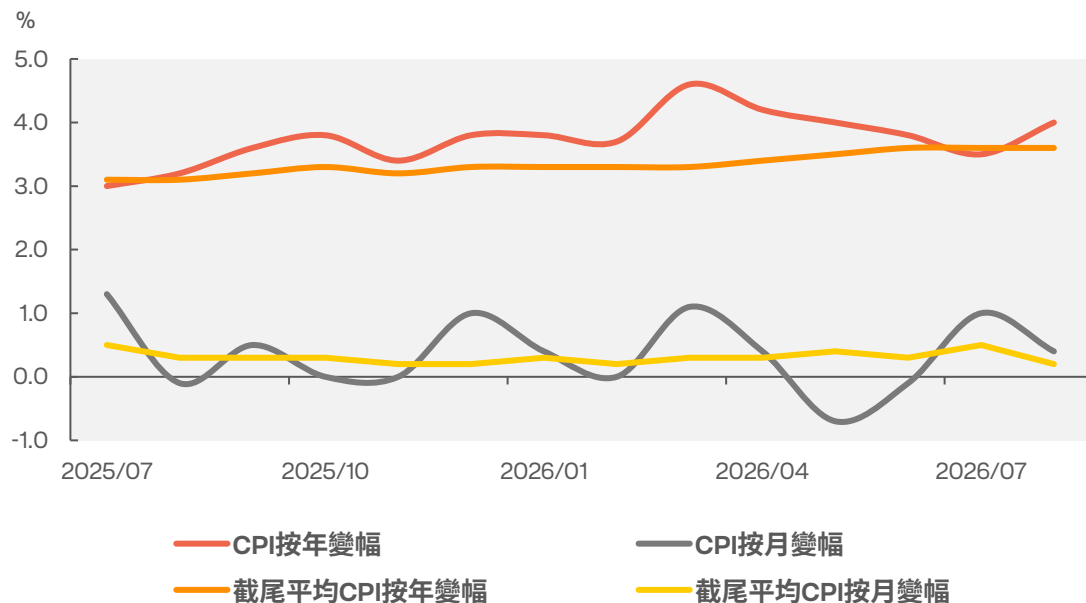




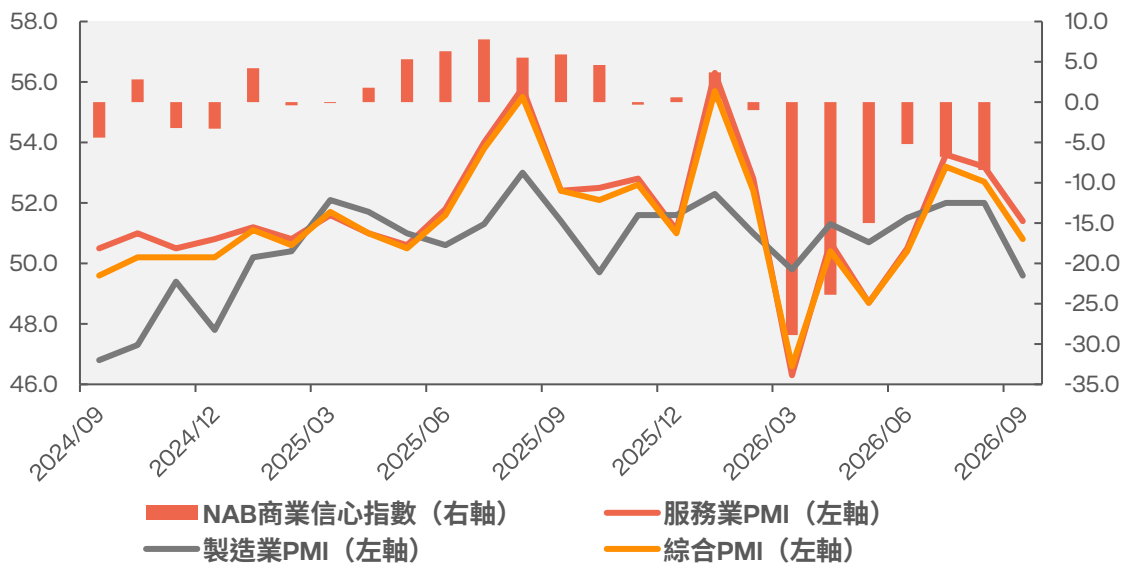
澳元 - 息差优势仍存，须慎防优势收窄

- 澳洲通胀下降速度较慢。8月CPI及截尾平均CPI分别按年升4%及3.6%，连续第14个月处于澳央行通胀目标区间上限3%或之上。通胀较具黏性预期会令澳央行继续采取偏鹰取态，并维持偏紧货币政策一段时间。
- 澳洲综合PMI自6月起重返50盛衰分界线之上，并连续4个月高于50，显示加息对澳洲经济冲击有限，但商业信心指数仍处负值，反映企业对经济前景相对保守，信心有待改善。
- 我们维持偏好澳元，主因美国有机会在第四季再加息，收窄与澳元间的息差，以及澳洲的高利率环境或令经济有所降温，有机会限制澳元涨幅。不过，澳元在G10货币中利率水平领先，继续是支撑澳元汇价的主要优势。3个月及6个月目标价分别为0.71及0.72。

澳洲通胀仍较具黏性



澳洲PMI稳健惟企业信心待改善

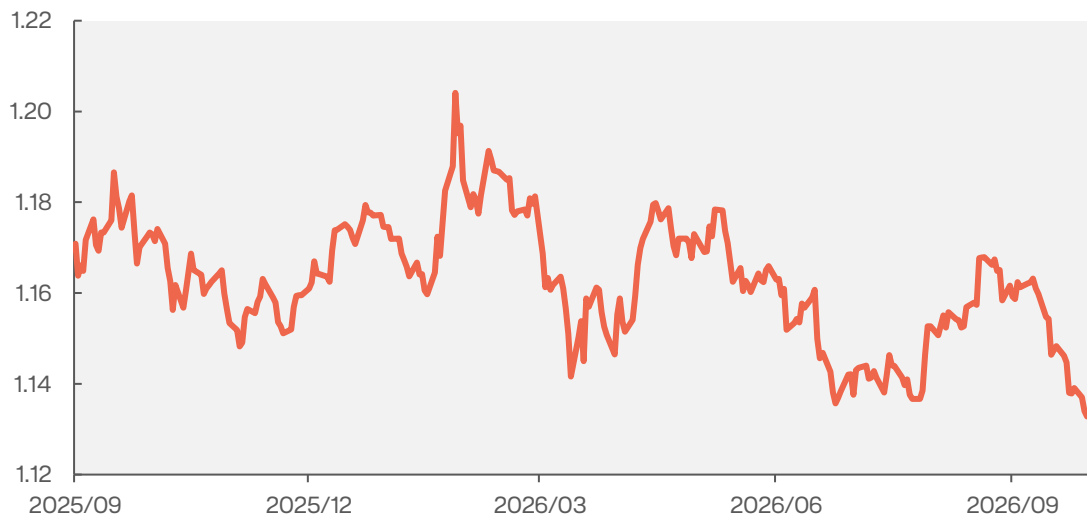




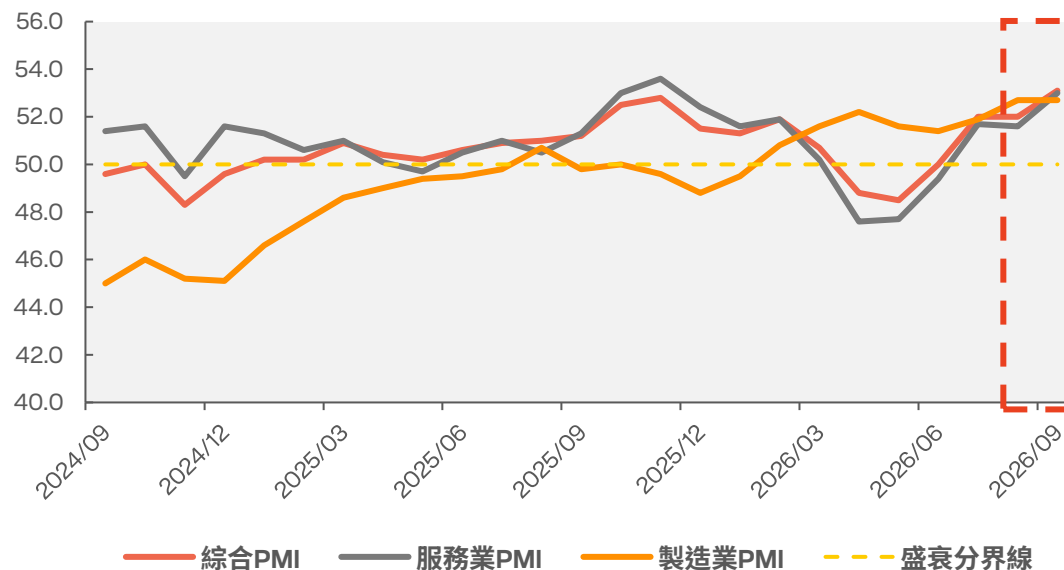
欧元 – 经济表现明显改善，惟潜在隐忧仍在

- ❑ 欧洲央行在9月议息会议加息25点子至2.5%，并预期通胀在第4季将升至3.6%始见顶回落。该行上调2027年及2028年的通胀预期至分别2.5%（6月：2.3%）及2.1%（6月：2%），反映通胀问题会较长时间维持，亦预视紧缩周期尚未完结。面对通胀风险，欧央行在今年先后加息两次后，仍继续维持鹰派态度，预期对汇价带来一定支撑。
- ❑ 尽管经历能源价格上涨、夏季热浪和重新进入货币收紧周期，但欧元区经济仍能在第3季出现意外改善。7、8、9月份的服务业PMI、制造业PMI及综合PMI均处扩张区，经济重现韧性为欧元带来下行保护。

欧元兑美元过去1年走势图



欧元区经济表现在第3季出现改善





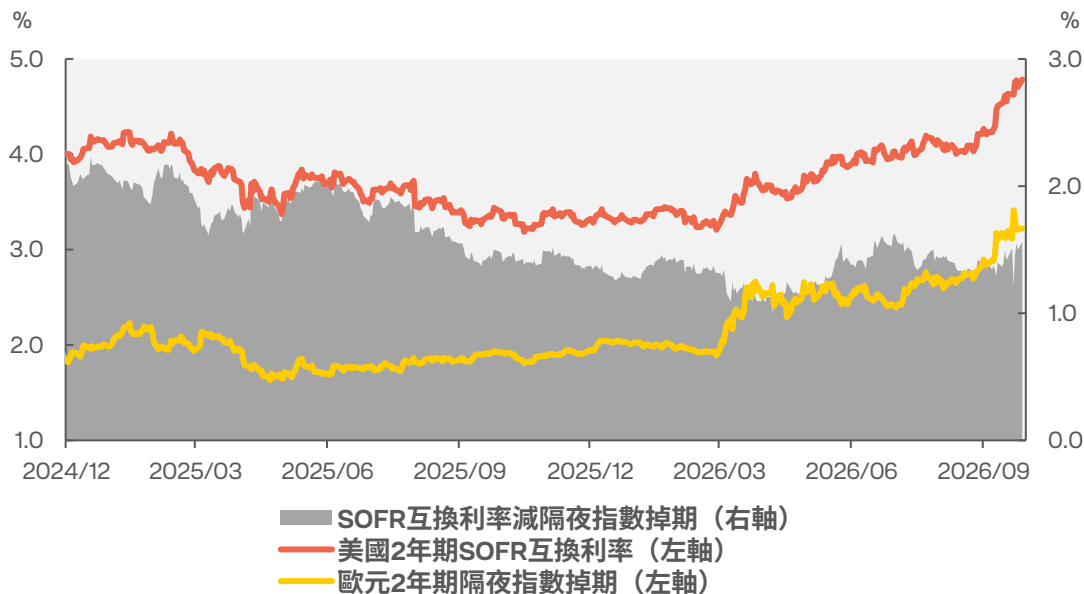
欧元 – 经济表现明显改善，惟潜在隐忧仍在

- 尽管加息预期持续及经济出现改善，但我们暂未全面看好欧元，原因包括：1)欧洲天然气价格明显攀升，尤其踏入秋冬季储气季节，欧元曝露于能源价格上涨的风险增加；2)欧元区的政治及地缘风险上升，德国总理默茨领导的基民盟在9月的两场地方选举大败，或影响其领导力、法国2027年财政预算案审议或引发不信任动议、俄罗斯和北约的关系近月再度紧张；3)利率市场虽然加大了欧央行升息预期，但联储局及其他主要央行也同时被重新定价为更偏鹰。
- 我们对欧元的看法略转正面至中性，主因全球经济增长具韧性，欧元区表现尤见突出，为欧元带来一定支持。不过，联储局年内有机会再加息与高能价格、以及欧元区内政治风险，则会限制欧元上行空间。3个月及6个月目标价分别为1.15和1.16，须留意俄罗斯和北约间出现冲突的尾部风险。

欧洲天然气价格近月持续攀升



市场对欧元区及美国加息预期重新定价

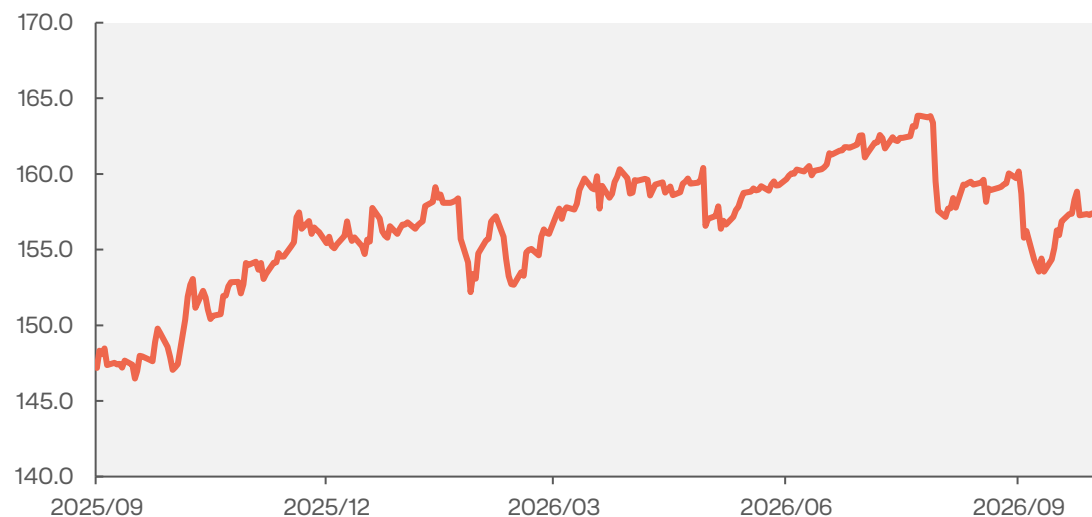




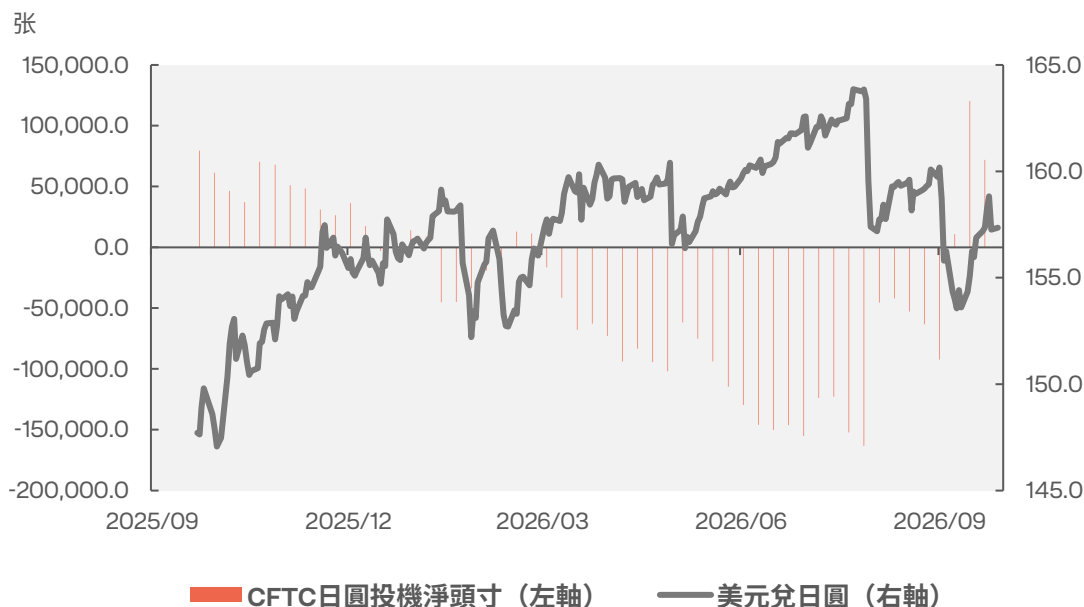
日元 – 短期弱势料已摆脱，长期走强的条件尚待成熟

- 日本央行9月加息25点子至1.25%，加息步伐在今次加息周期之中由介乎每半年至一年加息一次，加快至每季度一次，是自1990年以来最快的加息步伐。不过，今次有两票加息反对票，均来自自由首相高市早苗委任的委员，日央行若要维持每季加息的步伐，或会受到牵制。
- 日本政府在4月底至5月初年内首度干预汇价后，在7月下旬至8月更与美国联手进行干预，令日元摆脱曾创下近40年低位(163.99)。我们预期干预风险在第四季仍会持续，将为日元带来下行保护。日元自3月起持续累积投机性净空仓，但在9月初开始转为净长仓，或反映市场更确信官方捍卫日元汇价的决心，但仍须留意投机性净长仓规模能否持续累积。

美元兑日元过去1年走势图



日元投机头寸由净短仓变为净长仓





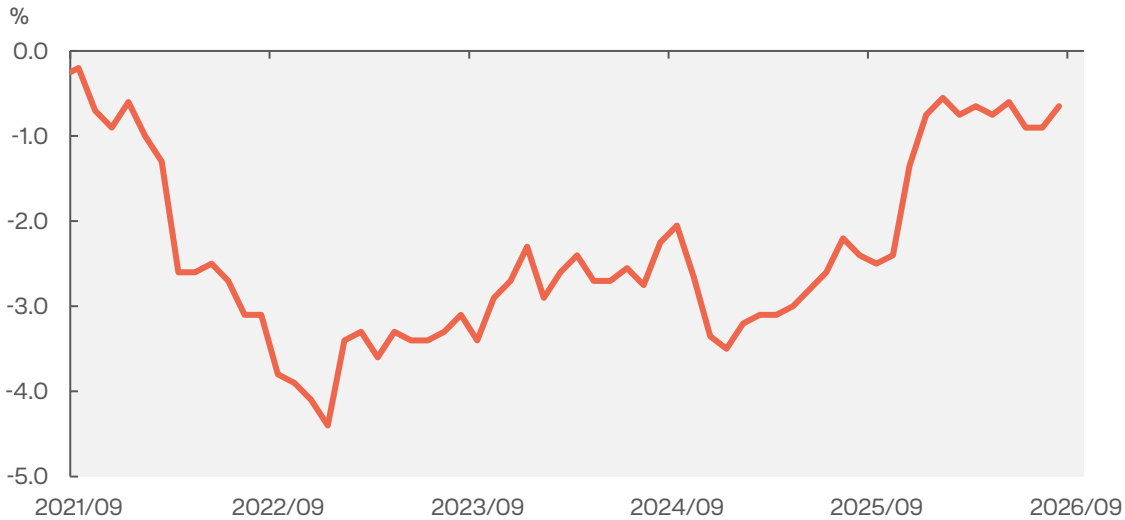
日圆 – 短期弱势料已摆脱，长期走强的条件尚待成熟

- 日本府政府早前提及希望日本政府养老投资基金(GPIF)投资更多日本国内资产，GPIF管理委员会于8月下旬据报开会讨论资产配置等议题。截至今年第2季，GPIF的在管资产约320万亿日圆，若其将日本本土债券配置增至允许范围上限，将涉及16至18万亿日圆的配置，对日圆需求增加将利好日圆，但GPIF最终会否及何时进行配置则难以预测。
- 日本财务省9月初宣布2027年度国家一般会会计预算申请总额达143万亿日圆，创历史新高。同时，日本政府预期在第四季将推进食品饮料消费税率下调法案及新的五年国防支出计划，或重燃市场对日本财政可持续性的担忧。
- 日圆其中一项结构性利淡因素（加息步伐过慢）有改善迹象，但日圆要出现持续转势，仍需要日本出现正实质利率、财政风险下降和日本政府更具纪律的财政政策、GPIF落实配置更多本土资产。我们给予日圆3个月及6个月目标价分别为155及153。

日本政府养老投资基金基准投资组合过去变动情况

年份	%	日本本土债券	海外债券	日本本土股票	海外股票	短期资产
2010年	目标	67	8	11	9	5
	偏差	±8	±5	±6	±5	不适用
2013年	目标	60	11	12	12	5
	偏差	±8	±5	±6	±5	不适用
2014年	目标	35	15	25	25	不适用
	偏差	±10	±4	±9	±8	不适用
2020年	目标	25	25	25	25	不适用
	偏差	±7	±6	±8	±7	不适用
2025年	目标	25	25	25	25	不适用
	偏差	±6	±5	±6	±6	不适用

日本实质利率仍处负值

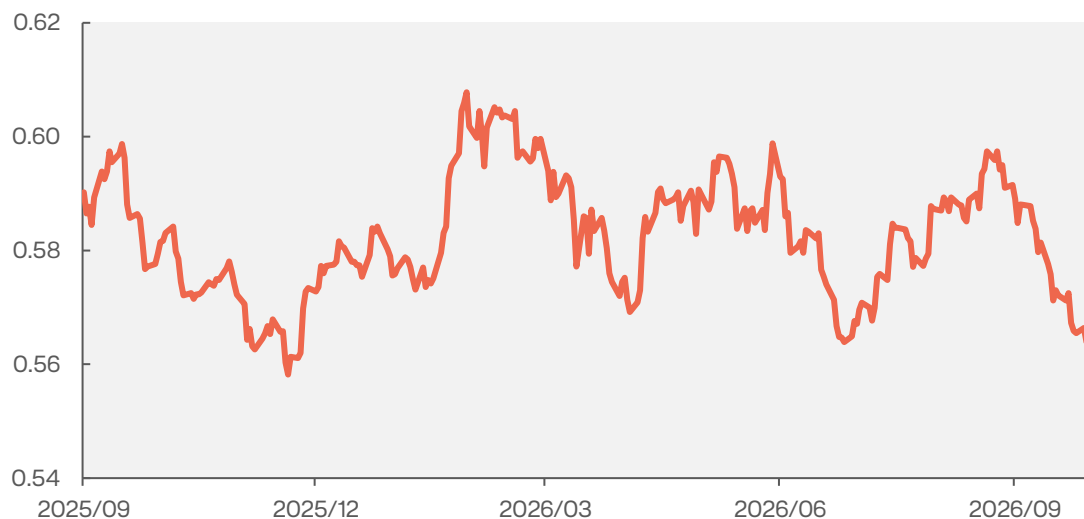




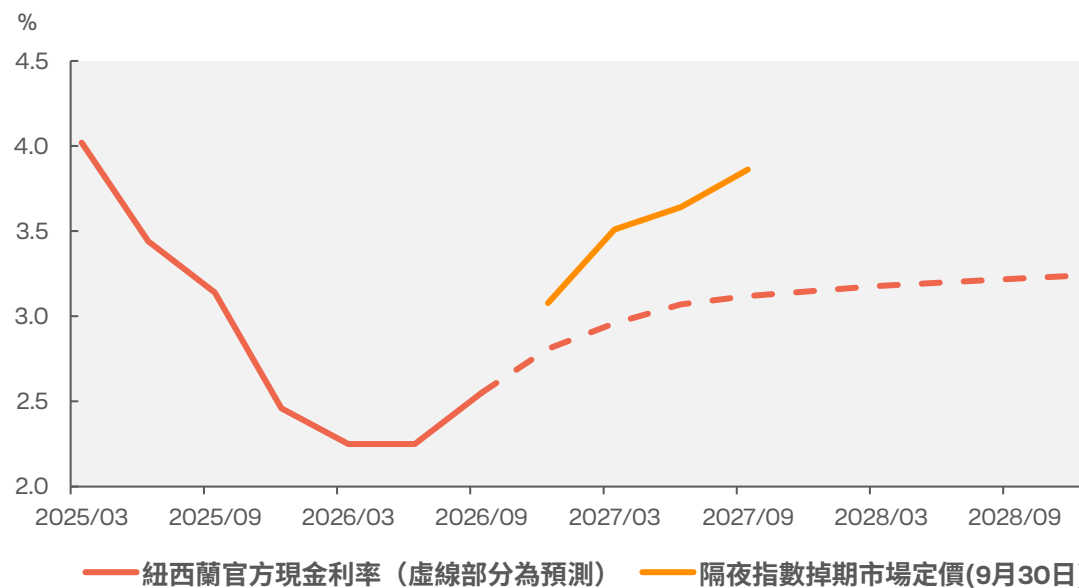
纽元 – 经济或未能承受进取加息，国会选举添不明朗因素

- ❑ 新西兰储备银行在第3季内共加息两次，合共50点子，令当地政策利率升至2.75%，在G10货币排行第5位，息差得以改善。纽央行在9月鸽派加息，市场对其加息幅度重新定价，并拖累纽元出现调整。然而，鸽派加息并不代表纽储行完成加息，该行预期至2027年6月的利率或达3.1%。
- ❑ 截至9月30日，隔夜指数掉期市场预期直至2027年6月，新西兰或会合共加息89点子至3.642%。我们认为市场对纽储行定价仍过于进取，不排除加息预期之后会进一步回落，届时或令纽元短暂受压。

纽元兑美元过去1年走势图



隔夜指数掉期市场对新西兰利率预测高于官方

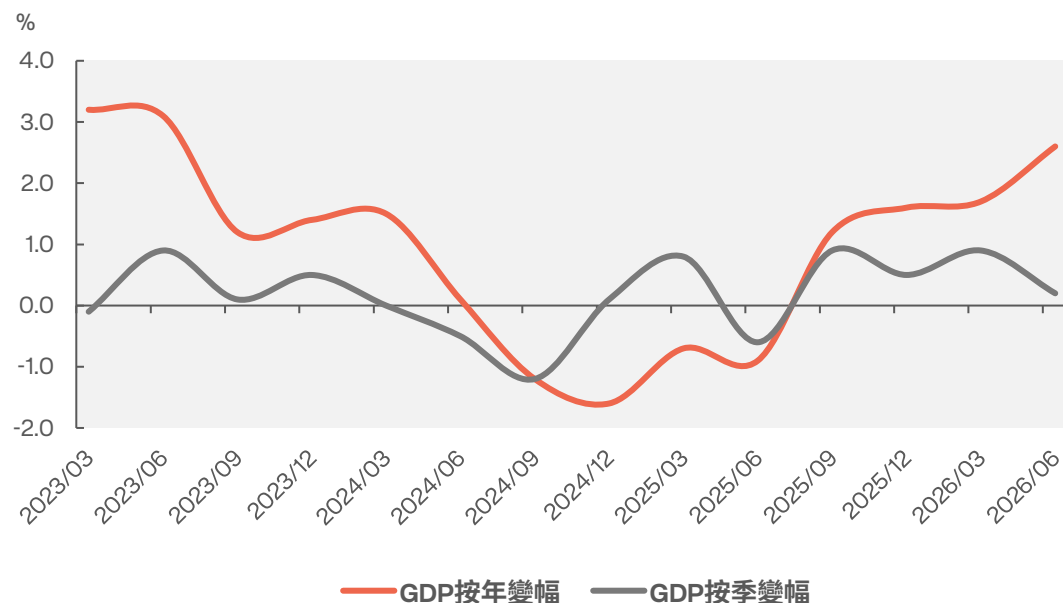




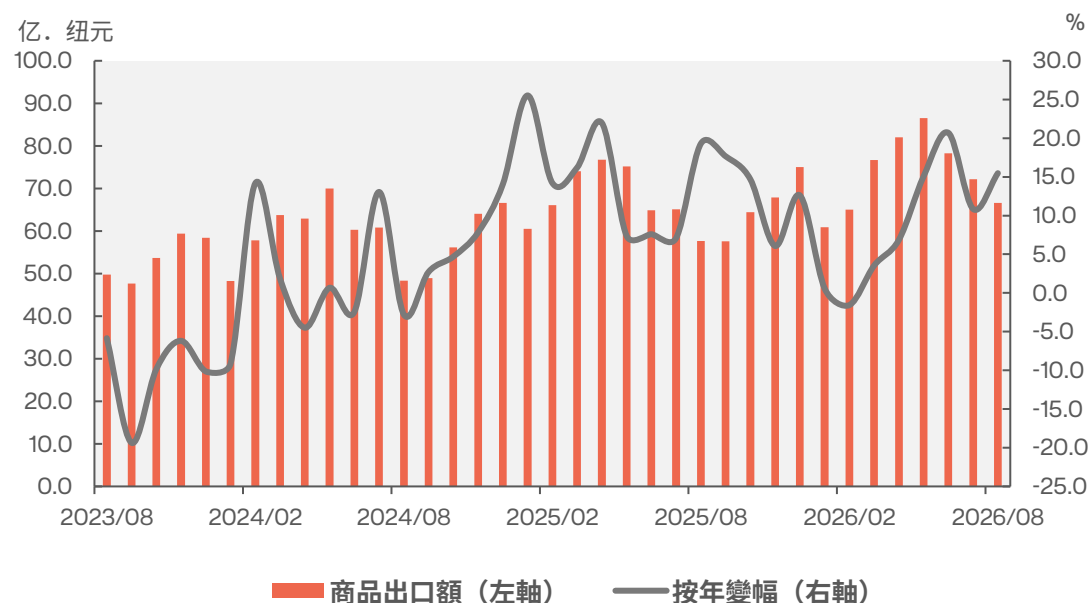
纽元 – 经济或未能承受进取加息，国会选举添不明朗因素

- ❑ 新西兰第二季GDP按年增长2.6%，高于市场预期的2.2%，但季调按季增长则由第一季的0.9%，放慢至0.2%，略较市场预期好。新西兰经济未有如市场预期般弱，纾缓市场忧虑，但相关数据尚未反映7月及9月两次加息对经济影响，仍需时观察。
- ❑ 新西兰11月举行大选，在野工党及总理拉克森领导的国家党支持率相近，为日后的税制、财政路径及投资环境带来不明确因素。
- ❑ 中国首8个月零售销售按年增幅仅1.1%，为3年来最弱。中国作为新西兰最大的贸易伙伴，商品需求下降将冲击新西兰的贸易，限制纽元表现。
- ❑ 我们对纽元的看法转趋中性，反映现时进取加息预期或被重新定价、经济数据有机会放缓、大选添不明朗因素，但纽储行加息机会仍在，且纽元与高息货币的息差有所收窄，可为纽元带来一定支持。3个月及6个月目标价均为0.58。

新西兰季度GDP走势



新西兰商品出口额有放缓趋势

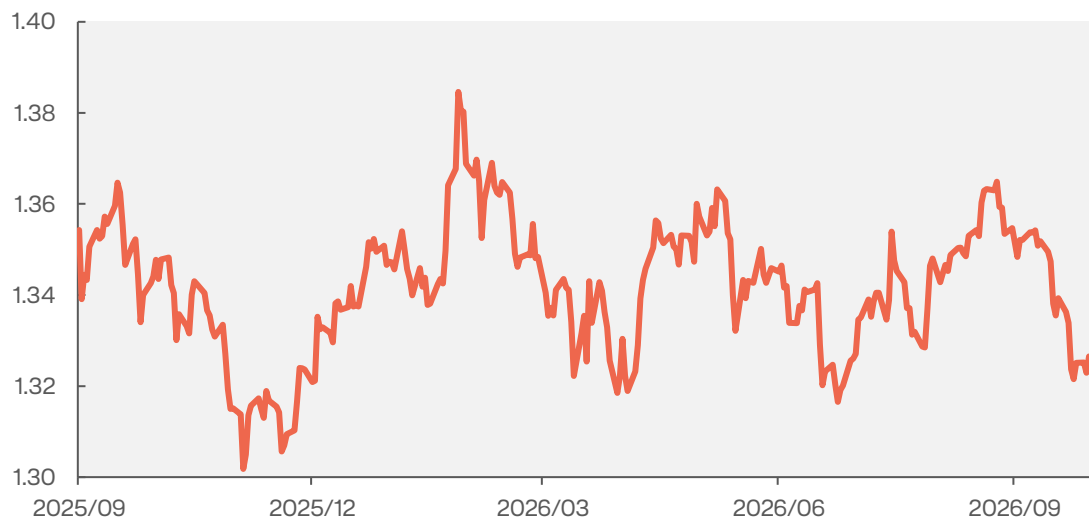




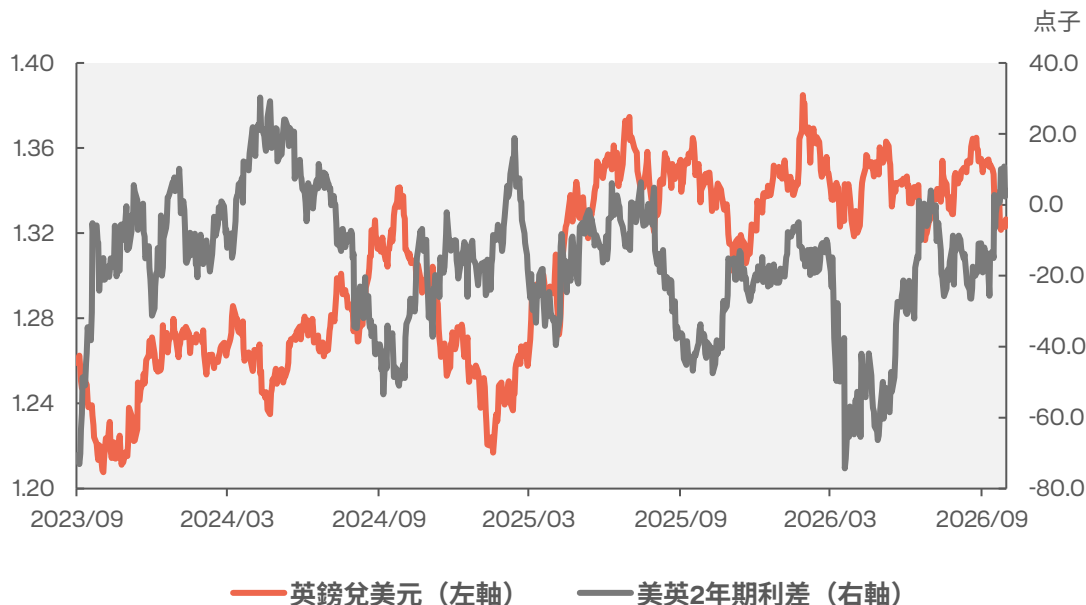
英镑 – 相对利差优势或收窄，升息预期定价过度进取

- 英伦银行9月议息会议维持利率不变，连续6次会议按兵不动，但提到通胀前景面临上行风险，并将第四季通胀预测由3.2%上修至3.75%，同时预期2027年首季通胀率轻微高于4%。虽然英国政策利率今年首三季一直维持3.75%，但此利率水平暂时在G10货币中排在较前列，支持英镑汇价，但随着美国开始加息，欧央行亦年内暂加息共50点子，英镑的相对利差优势已经削弱，美英2年期利差明显收窄。
- 截至9月30日，隔夜指数掉期市场显示，市场对英伦银行在第四季升息已作出完全定价，并预期至2027年6月将升息共100点子。我们认为英伦银行本季能否升息将取决于能源价格走势，但市场目前定价在9个月内加息四次的预期过度进取，特别是英国经济基本面未算特别稳健。

英镑兑美元过去1年走势图



美英2年期利差明显收窄

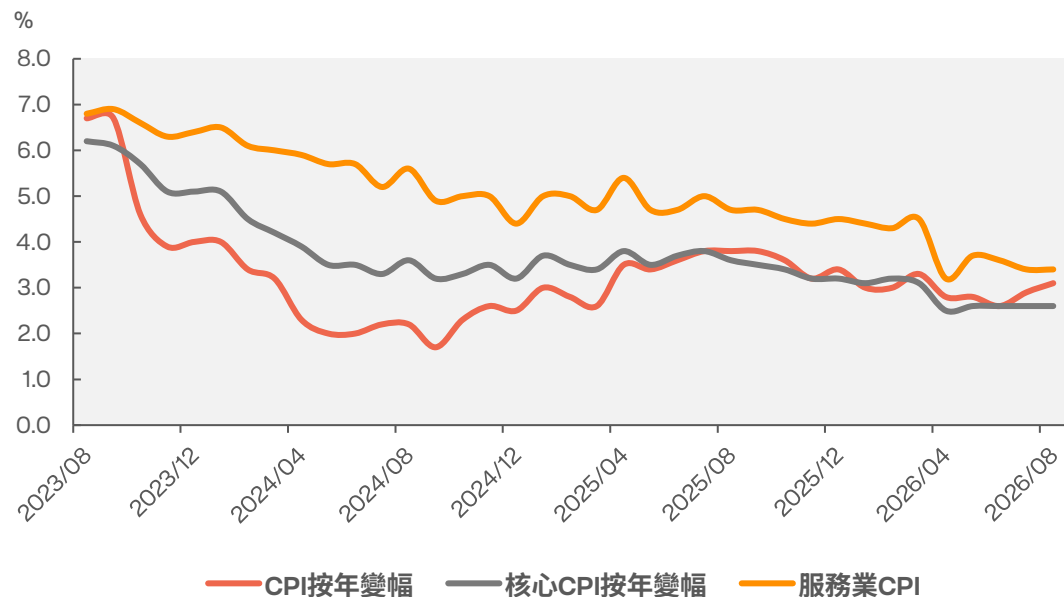




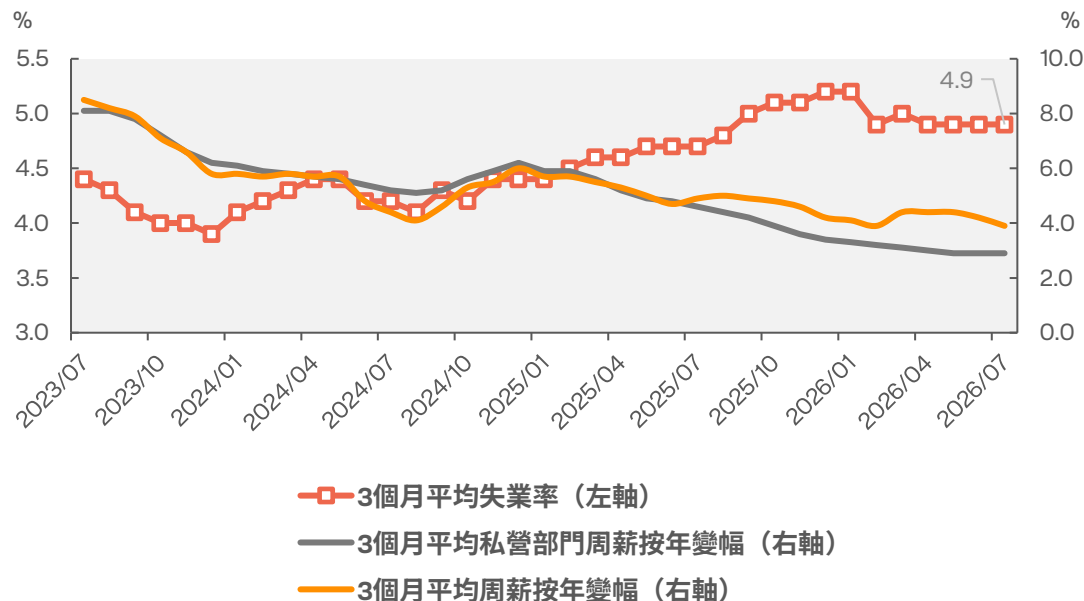
英镑 – 相对利差优势或收窄，升息预期定价过度进取

- 英国8月CPI按年增长3.1%，主因燃料价格上涨带动。核心CPI及服务业CPI仍处温和水平。虽然近期通胀数据未令英伦银行有加息迫切性，但若能源价格持续数星期维持高位及英伦银行通胀模型预期通胀向4%的警戒线（有较高可能出现次轮通胀），或促使英伦银行作出加息决定。不过，英国就业市场相对疲弱，加息对英国经济或带来较大影响。
- 英国的财政状况一直受投资者关注，其债务占GDP比重超过100%。英国将在10月28日公布秋季预算案，英国财政大臣John Healey透露预算案将秉持严格的财政纪律，但在有更多细节及预算案正式公布前，市场对英国财政状况不确定性担忧的可能性或再提高。
- 我们对英镑维持审慎。假如英国通胀朝4%方向迈进，年内兑现加息机会颇高，或为英镑带来支持。不过，疲弱就业市场或限制英伦银行持续收紧货币政策，加上美国也可能在第4季再加息，将限制英镑表现。我们给予英镑3个月及6个月目标价分别为1.33及1.35。

英国整体通胀仍属可控



英国就业市场疲弱或难抵加息冲击

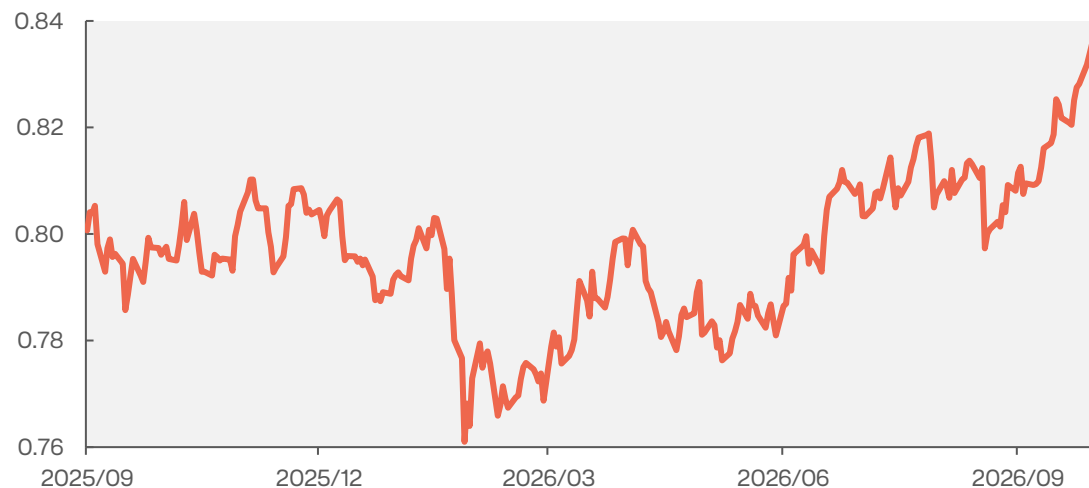




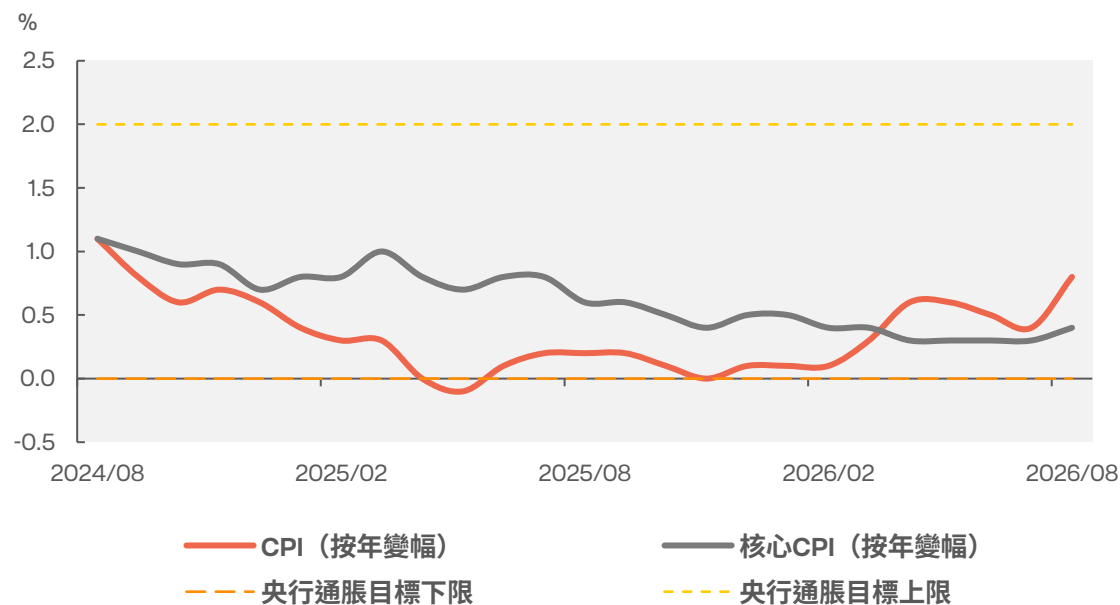
瑞郎 – 通胀压力骤增，缺乏息差缓冲

- ❑ 瑞士8月通胀明显升温，但通胀上升趋势暂仍有待确认，且年均通胀率仍低于瑞士央行今年预测的0.6%，加息风险略增，但料短期未有加息迫切性。
- ❑ 与其他G10央行的鹰派态度及行动比较，瑞士央行立场明显较不偏鹰，在与其他主要货币的政策有所分歧。加上，日本或加快加息及日圆持续暴露在干预风险，有助支撑瑞郎作为融资货币的吸引力，限制瑞郎上行动能。

美元兑瑞郎过去1年走势图



瑞士通胀略增但仍整体较温和

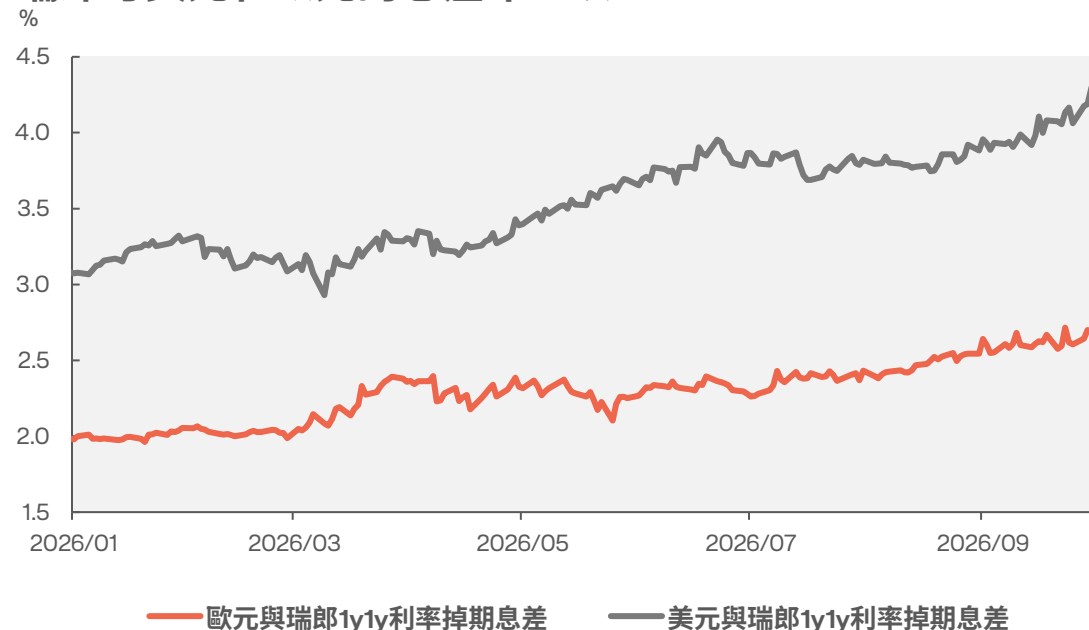




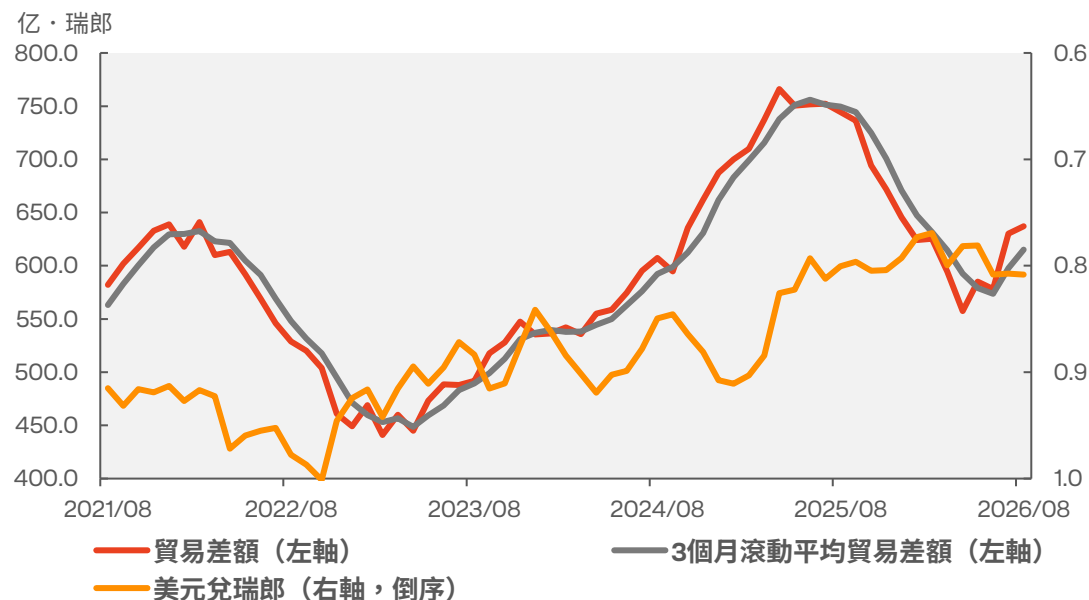
瑞郎 - 通胀压力骤增，缺乏息差缓冲

- ❑ 瑞士贸易收支在上半年见底回升，在与美国之间的贸易冲突升温风险不大，以及环球经济仍见稳健，贸易收支若能持续回升，将可抵销部分利差劣势对瑞郎带来的压力。
- ❑ 我们对瑞郎的看法转趋审慎，缺乏息差缓冲等周期性因素料继续主导拖累瑞郎走势，惟贸易的基本面有改善迹象，有助限制瑞郎大幅走弱。3个月及6个月目标价分别为0.83及0.80。瑞郎上行风险为美元贬值交易(Debasement Trade)再次重现、欧元区经济明显转弱或出现政治或地缘风险。

瑞郎与美元和欧元的息差年内续扩阔



瑞士贸易收支出现复苏迹象

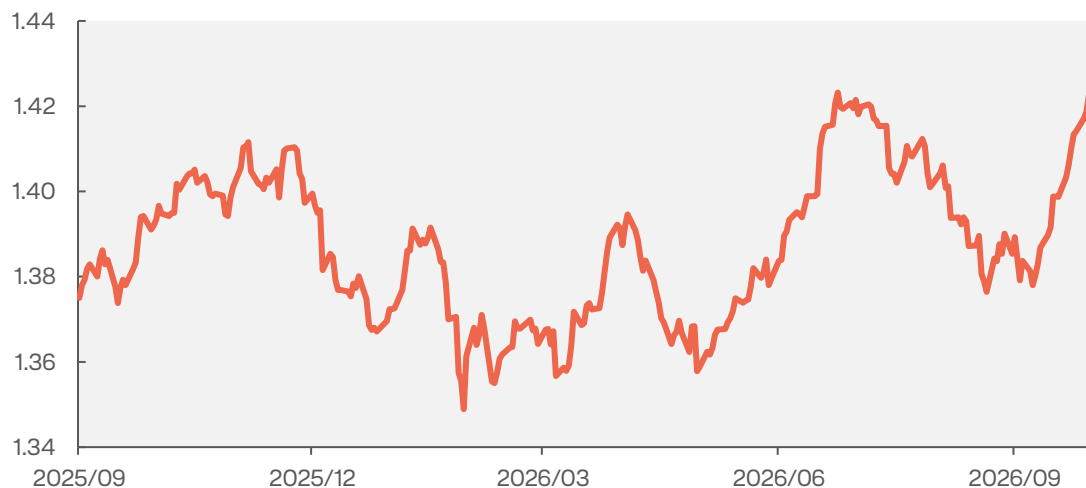




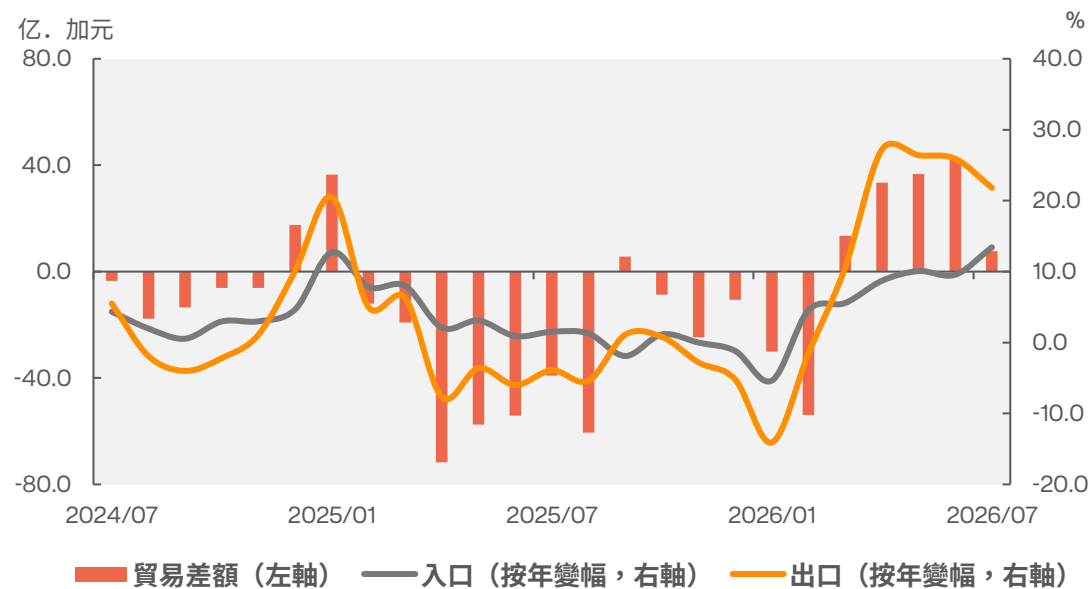
加元 - 美加贸易关系紧张限制加元表现

- 加拿大经济数据出现改善迹象、央行转鹰及油价走高令加元在8月至9月初曾有一定的支持，但我们认为看淡加元的因素未消除，当中包括美加贸易关系紧张、市场过于进取的加息定价，以及经济复苏的不确定性。
- 加拿大与美国的经贸关系持续恶化，美加双方在8、9月互征对方最高50%关税，涉及商品规模约200亿美元。美国在9月下旬再禁止部分加拿大的酒类、机车和乳制品入口及限制加国企业参与美国政府的采购合约。新增关税商品规模约占加拿大2025年出口约5%，从规模而言未对加国整体经济实时有严重影响，但或影响经济复苏进程并对当地中小企业冲击较大，影响就业市场复苏。

美元兑加元过去1年走势图



加拿大出口增速有放慢趋势

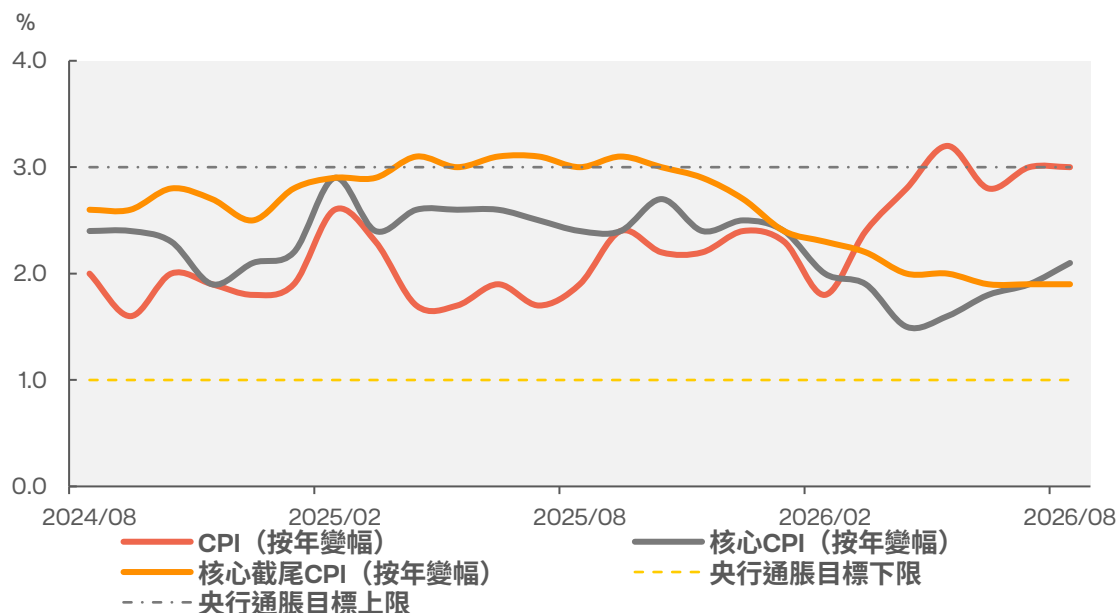




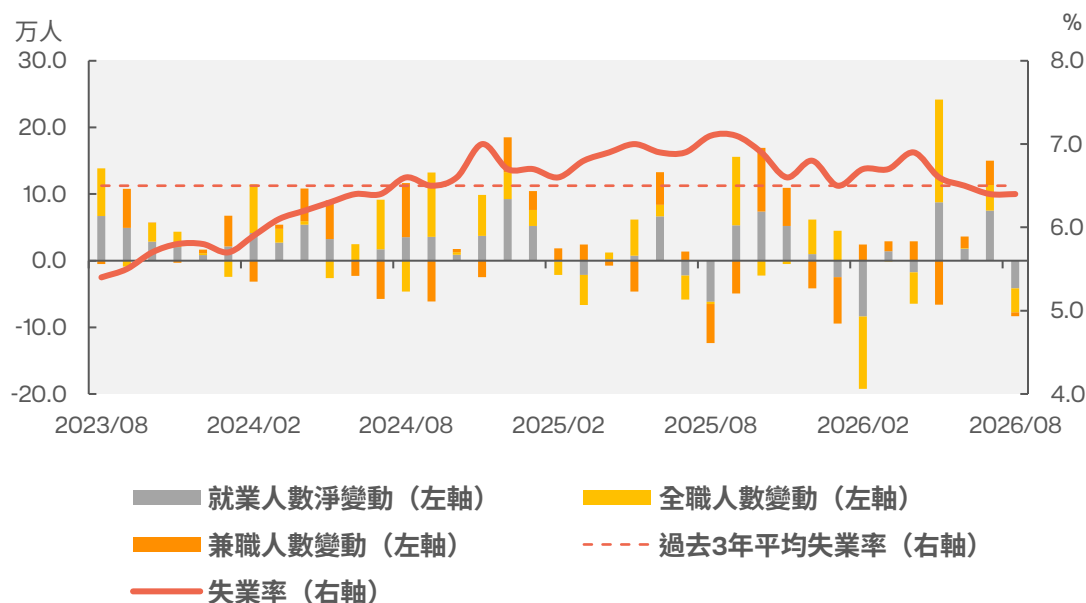
加元 - 美加贸易关系紧张限制加元表现

- 加拿大央行立场转鹰，强调通胀上行风险上升。截至9月30日，隔夜指数掉期市场显示，市场已为加央行直至2027年6月累计加息4次共100点子作完全定价。我们认为加拿大经济复苏进程仍有颠簸和加拿大核心CPI仍处按年增长2.1%(8月)水平，加息迫切性未算太大。
- 加拿大经济数据在第3季有转好迹象，包括按年率计第2季GDP增长3.3%、失业率回落至年内低位的6.4%。不过，8月的就业人数意外减少4.17万个，中止连续3个月增加的趋势，近3个月的就业增长主要由兼职拉动，显示加拿大就业复苏仍不稳固。
- 我们对加元的看法维持审慎，3个月及6个月目标价分别为1.41及1.38。加元上行风险包括：美加贸易关系改善及加央行短期加息。

加拿大核心通胀仍处央行目标中间



加拿大就业复苏仍不稳固





第四季外汇交易策略

配置策略	原因
离岸人民币及澳元 可考虑作核心持仓 维持美元仓位增强防守性， 但不追高	• 离岸人民币稳步升值的趋势将会延续、澳元仍具息差优势，均可考虑作为核心持仓，但澳元属风险货币，波动性较大。 • 联储局鹰派加息、美国经济韧性及能源价格可支持美元，但加息预期已大致反映，美汇指数的利好较偏向限制下跌，向上突破须有强劲经济数据、更进取加息行动或短端利率持续走高配合。
对欧元、纽元及日圆， 等待更佳风险回报时机	• 我们在第四季对欧元、纽元及日圆的看法相对中性，主因其挑战与机会并存，但挑战风险略高，故可等待更佳风险回报时机作战术性投资。 • 当汇价低于我们给予的3个月目标价且整体利好条件与我们所述未有太大偏差时，可伺机低吸。
息差收益 + 经济基本面方向一致	• 适度运用利差交易提升组合收益，但非单纯追逐高利率货币。澳元具备高利率，且澳洲经济相对具韧性的货币，可优先考虑。 • 英镑不建议作主要套息货币，尽管英国利率较高，但市场加息定价偏进取，就业及财政风险可能抵销利息收益，存在「赚息蚀价」风险。



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：风未歇尽



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：美国加息金价短线受压 油价料于中期选举后回落

黄金

- ❑ 联储局9月鹰派加息，并重塑政策独立性，短期支撑美元走强。油价回升令通胀黏性偏高，市场加息预期升温，实际利率上扬，持金机会成本上升，金价因而短期受压。
- ❑ 历史上金价较大回调多见于政策持续收紧阶段，目前料仅属单次偏鹰，并非新一轮加息周期。加上中期选举临近，油价持续上行空间有限，输入性通胀料难长期维持，短线利淡不宜过度解读。
- ❑ 美债息率高企，部分反映市场向美债索取财政溢价，强化黄金作为分散配置、对冲主权信用风险的需求。迭加央行持续购金、黄金ETF保持流入，以及中国官方储备中黄金占比仍低，中长期金价中枢仍获支撑。我们维持金价中长期看4,600美元。

原油

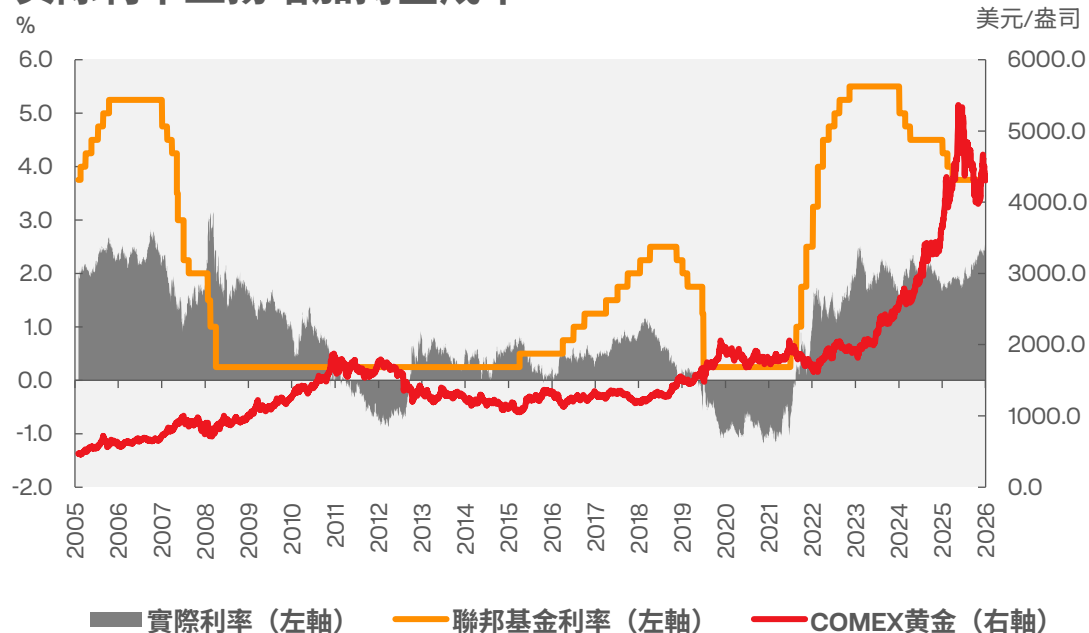
- ❑ 油价再度突破每桶100美元，柴油价格一度升至历史高位。原油叙事从供应短缺转为炼油的樽颈，中东及俄罗斯炼油设施遭到损毁，加上美国炼油厂开工率维持高水平运转，供应难大幅提升。
- ❑ 随着取暖及春耕的用油旺季来临，用油需求增加令成品油价格大幅拉升。若情况持续，将会传导工业成本及商品价格，或加大通胀压力。
- ❑ 虽然美国AI发展步伐放慢，令电力相关用油预期降温，但原油库存仍处低位，回补库存限制油价跌幅，但补库进度待观察。
- ❑ 霍尔木兹海峡及红海风险持续，区域军事冲突反复且难以预测，原油价格难大幅下移，区间震荡为主，预期美国中期选举后油价或会有明显回落。我们预期，布兰特原油价格在中期选举前将平均维持于每桶100美元水平附近。随后在中期选举后，美伊双方有望达成初步协议，油价将会逐步回落至每桶80-90美元的水平。



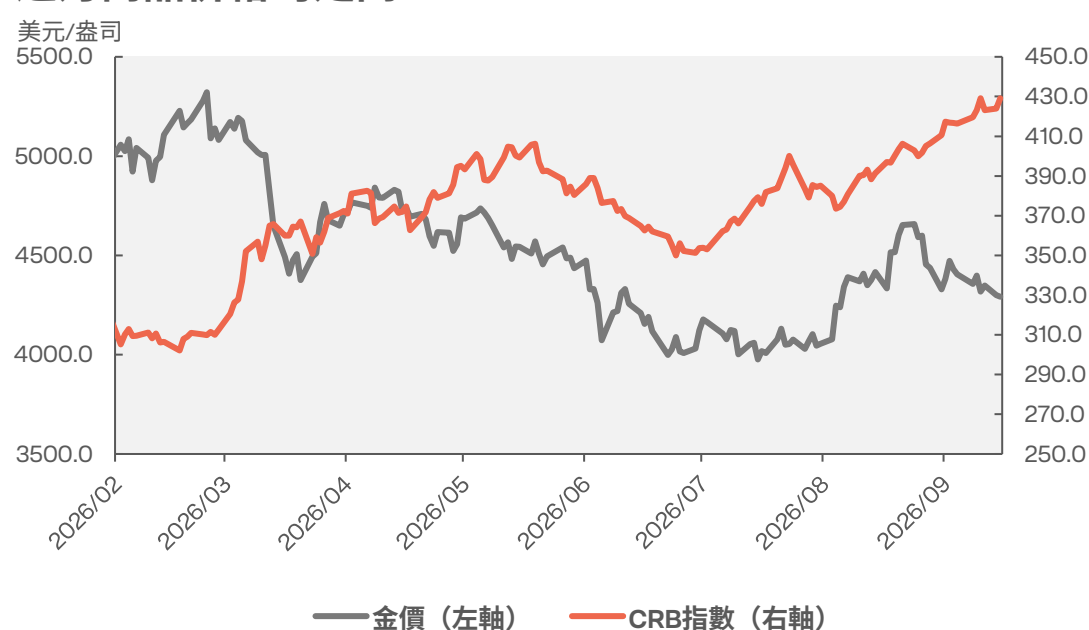
黄金：加息预期短期压制金价

- 油价回升推高通胀黏性：纽约期油重返约每桶100美元水平，料短期通胀仍偏高，市场对联储局加息预期升温。
- 实际利率上升：加息或带动实际利率上升，美元再度走强，增加持有黄金成本。金价与实际利率大部分时间呈反向，仅小部分时间同步。
- 非重启加息周期：历史上金价风险最高在政策持续收紧之时，目前并非加息周期，故短线仅轻微利淡。加上临近美国中期选举，油价持续上升空间有限，输入性通胀不会维持太久。

实际利率上扬增加持金成本



近月商品价格均走高

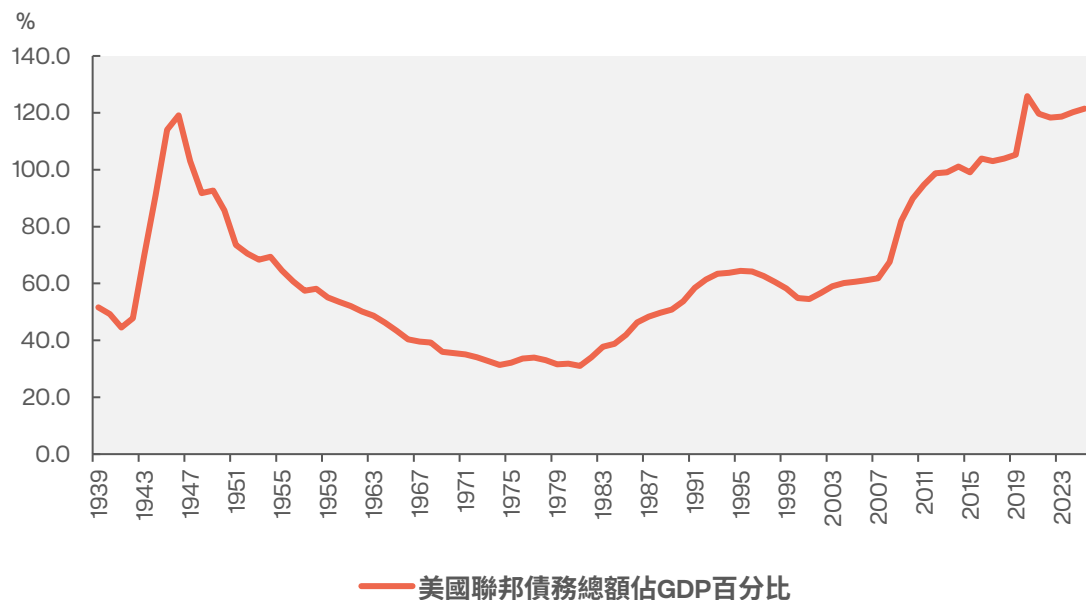




黄金：避险属性在债务问题中进一步体现

- ❑ 美国债务问题加剧：美国公共债务已突破40万亿美元，30年期债息升至约5.2厘，利息负担急速上升，市场对美国公共财政前景感到担忧。
- ❑ 长息成因主导金价：若长端利率上升来自经济增长及实际回报改善，持有黄金的机会成本上升，通常压制金价。若上升因财政赤字、债券供给及政策信用风险，期限溢价被重新定价，黄金与长端孳息便可同步走高。

美国债务负担正逼近1940年代高位



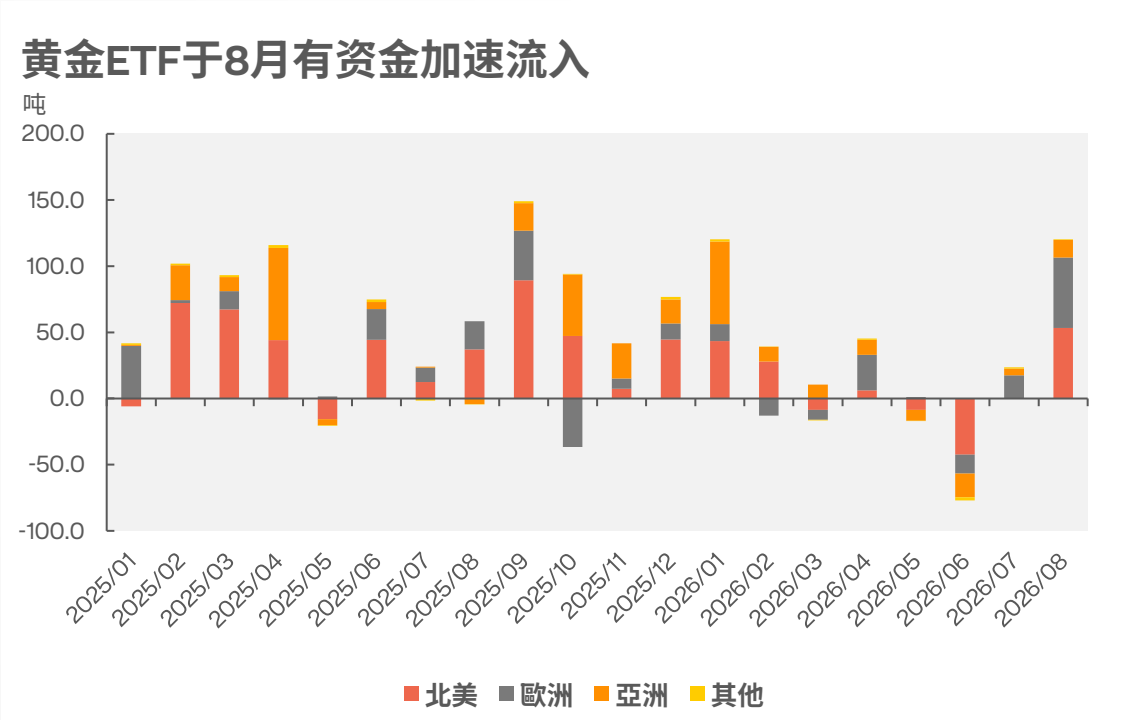
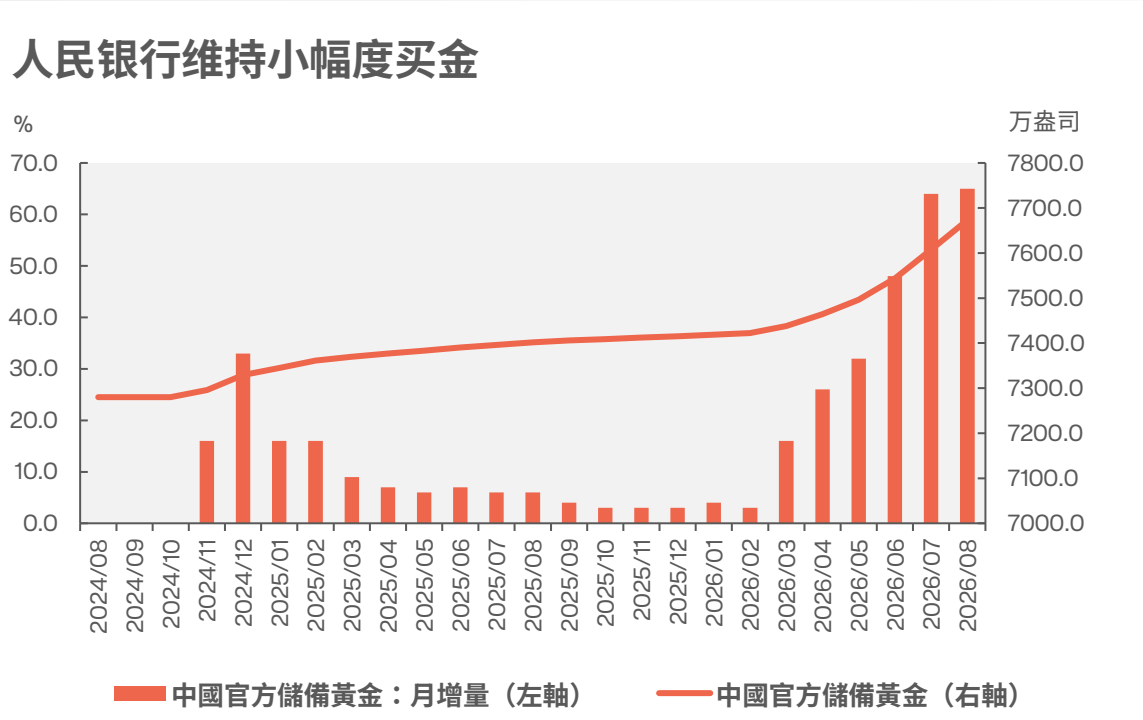
7月后债息升 金价止跌反弹





黄金：央行购金需求强劲支撑中长期金价

- 全球购金趋势进一步加速：美国财政赤字高居不下，个别央行减持美债，增加对黄金需求。央行买金及ETF需求各占约1,000吨，为金价提供中枢支持。
- 中国央行连续22个月购金：中国央行8月单月增持规模达65万盎司（创2023年10月以来单月最高纪录），储备达7,673万盎司。黄金占外汇储备比例仅9%，仍有大量的潜在提升空间。



数据源：万得、世界黄金协会，数据截至2026年9月24日

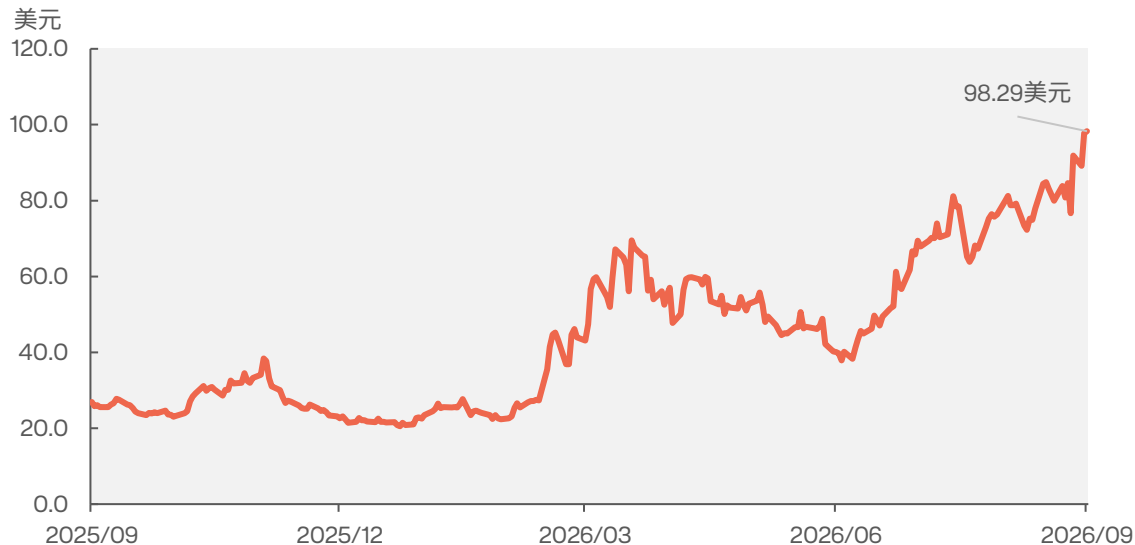
过往表现不代表将来表现



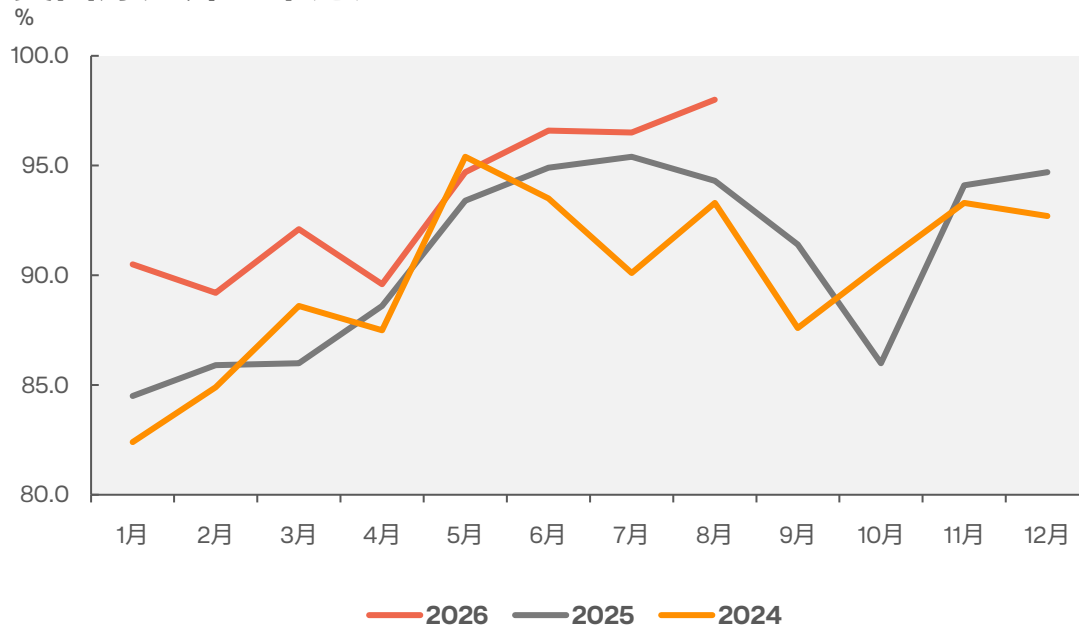
原油：当前叙事已从供应缺口转为炼油樽颈

- ❑ 美国炼油能力受限：由于炼油产能受到中东局势及地区能源设施受损所影响，加上美国开工率已达98%，成品油供应紧张，柴油价格一度升至每加仑6.45美元的历史高点。EIA预计，第四季柴油价格上调14%至每加仑5.55美元。
- ❑ 柴油价格传导至生产成本：美国8月PPI升幅之中，超过三分之一来自柴油成本上升，柴油价格飙升24.1%，加剧原材料、运输等成本压力，最终推升商品价格。能源成本飙升加剧通胀压力。
- ❑ 柴油库存：美国柴油库存预计跌破1亿桶，降至自2003年以来最低。踏入取暖季节，料库存进一步收紧。

柴油裂解价差逼近100美元



美国炼厂开工率逼近100%

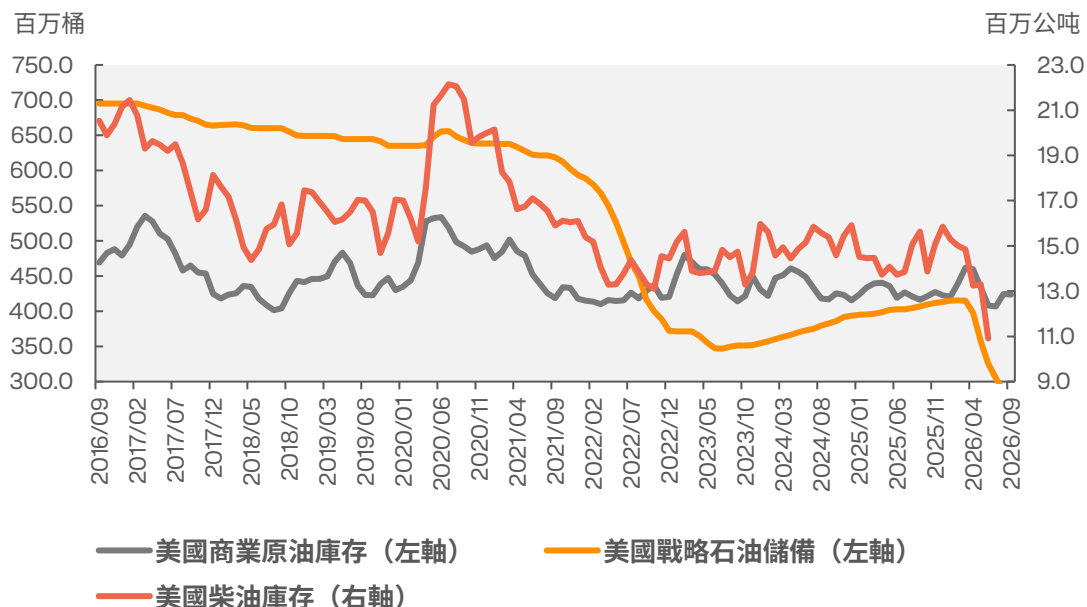




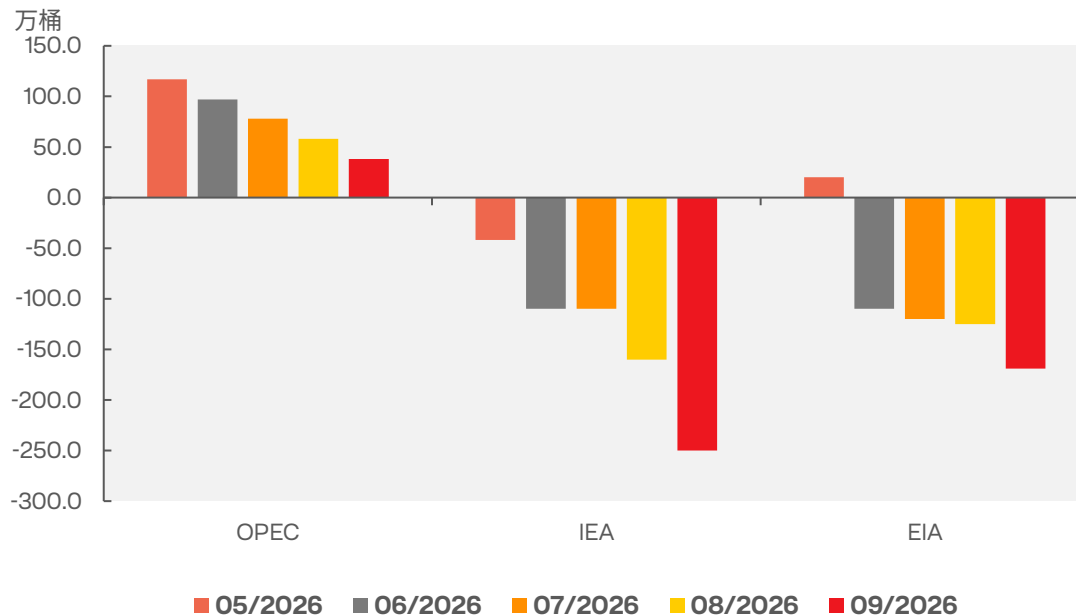
原油：需求预测连月下调，供应缺口仍支撑油价

- ❑ 机构预测下修：IEA的8月报告下调2026年全球石油需求，较7月再减51万桶／日，为2020年以来首度预测全年需求下降。OPEC连续第五个月下调需求增长预测，因高油价、燃料供应受阻及政府节用措施压抑用油。部分美国科技企业放缓AI资本开支，或令数据中心相关用油预期降温。
- ❑ 回补库存需时：战略石油储备(SPR)具逆周期属性，料难在三季度需求较旺、油价偏高时大举追入，更合理时机或在四季度传统淡季、价格回落之后；商业原油库存变动仍需观察补库进度。

回补库存支撑中长期需求



三大石油组织下调2026年需求增长预测



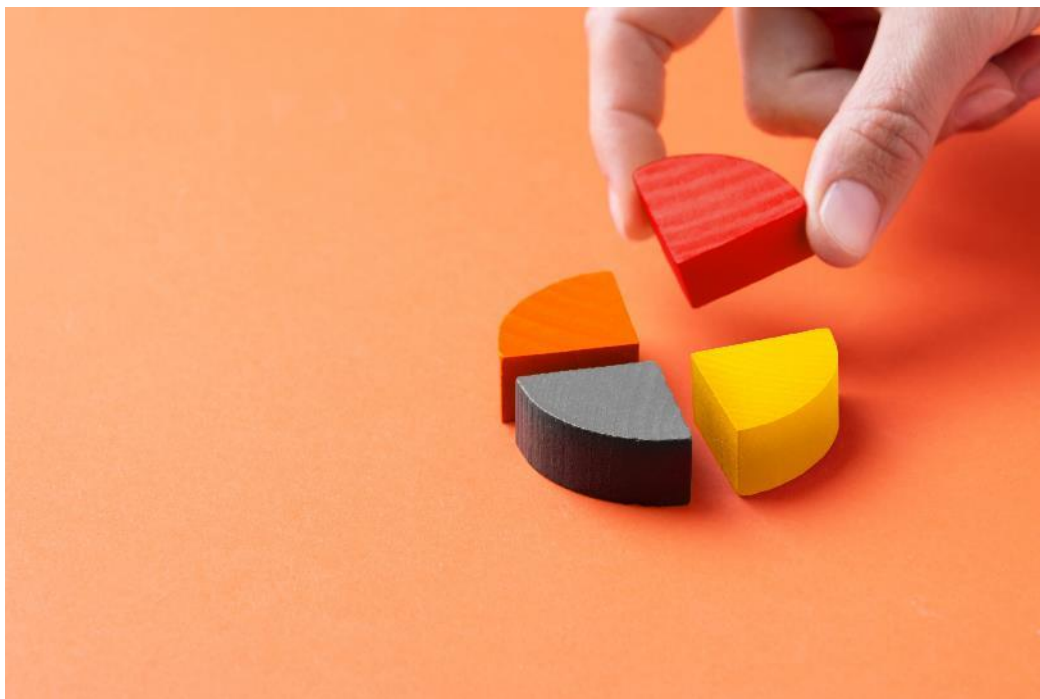


目录

- 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



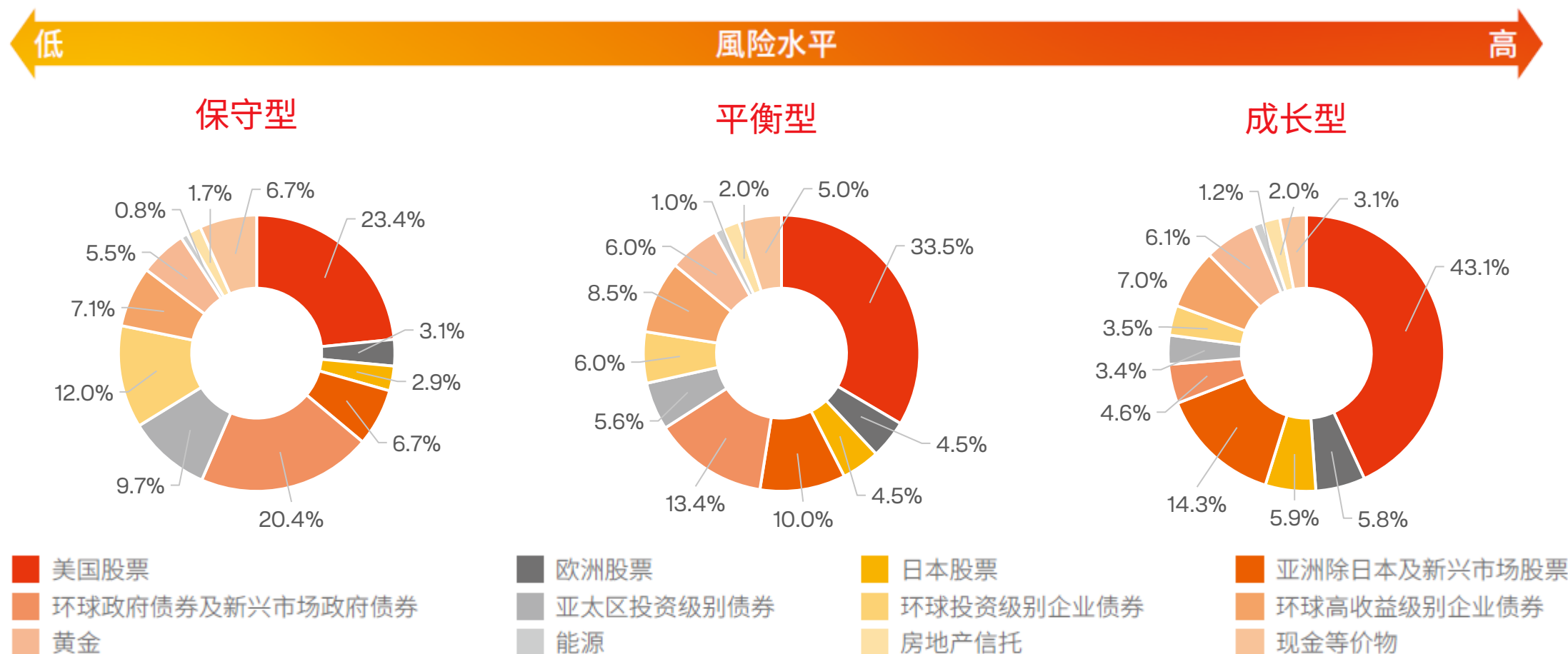
季度资产配置



东亚银行财富管理处



2026年第四季资产配置模型





2026年第四季资产配置模型

保守型

股票	36.1%
美国	23.4%
欧洲	3.1%
日本	2.9%
亚洲除日本及新兴市场	6.7%
债券	49.2%
环球政府及新兴市场政府	20.4%
亚太区投资级别	9.7%
环球投资级别企业	12.0%
环球高收益级别企业	7.1%
另类投资	8.0%
黄金	5.5%
能源	0.8%
房地产信托	1.7%
现金等价物	6.7%

平衡型

股票	52.5%
美国	33.5%
欧洲	4.5%
日本	4.5%
亚洲除日本及新兴市场	10.0%
债券	33.5%
环球政府及新兴市场政府	13.4%
亚太区投资级别	5.6%
环球投资级别企业	6.0%
环球高收益级别企业	8.5%
另类投资	9.0%
黄金	6.0%
能源	1.0%
房地产信托	2.0%
现金等价物	5.0%

成长型

股票	69.1%
美国	43.1%
欧洲	5.8%
日本	5.9%
亚洲除日本及新兴市场	14.3%
债券	18.5%
环球政府及新兴市场政府	4.6%
亚太区投资级别	3.4%
环球投资级别企业	3.5%
环球高收益级别企业	7.0%
另类投资	9.3%
黄金	6.1%
能源	1.2%
房地产信托	2.0%
现金等价物	3.1%



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 Markets 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