



東亞睿智2026年第三季

變局啟新



## 序言

2026年第二季，環球市場歷經美伊衝突洗禮後逐步消化地緣震盪，惟通脹壓力與政策路徑博弈為下半年增添變數。本期以「變局啟新」為題，從宏觀策略、經濟、股、債、匯、商品六大範疇，剖析全球經濟在波濤中穩健前行的新格局，並提供前瞻性資產配置觀點。

全球經濟在過去數年雖經疫情、地緣衝突與貿易壁壘多重考驗，惟始終未偏離增長軌道。美伊引發的原油危機邊際影響鈍化，霍爾木茲海峽受阻一度推升油價，惟和談進展下地緣溢價消退。人工智能革命正從算法模型延伸至算力基建與硬件製造，催生新一輪景氣週期，大國博弈聚焦科技制高點。美國AI投資火熱但消費低迷，呈K型分化；歐元區滯脹升溫，率先加息以遏通脹；日本受惠半導體出口與「工資-物價」螺旋，加息壓力浮現；中國通脹轉正，出口結構優化，惟內需疲弱，政策以「六張網」支撐長遠。新技術短期加劇通脹黏性，各國央行政策取態分歧，加息與觀望並存。

資產配置方面，美股盈利增長強勁，標指目標上調至7,870點，續看好AI上游及雲服務，並適度分散至金融、工業板塊。港股恒指目標下調至27,100點，惟下半年有望反彈，關注AI算力基建、人形機械人、高端設備、油輪，以及券商與保險板塊，估值偏低提供下行緩衝。債券採「穩收益、控存續期」策略，短至中期為主，精選優質信用債，環球投資級別收益率約5%，新興市場美元債約6%仍具配置價值。外匯方面，美元受加息預期支持料走勢偏強，非美貨幣中則相對較為看好離岸人民幣、澳元及紐元，較看淡歐元、英鎊和加元。商品油價的地緣溢價回落，布蘭特原油中樞料每桶75美元附近波動；黃金短期受強美元及實際利率上升壓制，惟中長期受去美元化及央行購金支撐，年內目標下調至每盎司4,600美元。

總括而言，全球正處於新技術革命與地緣陰影交織的變局，投資者宜靈活多元，緊盯央行政策與AI產業進展，於波動中把握結構性機遇。願本報告助閣下洞察先機，穩步前行。



## 目錄

- 1 宏觀策略
- 2 宏觀經濟
- 3 股票
- 4 債券
- 5 外匯
- 6 商品
- 7 季度資產配置





## 宏觀策略：波涌新章



**彭偉偉**

東亞銀行財富管理處首席投資策略師



## 宏觀策略 – 波涌新章

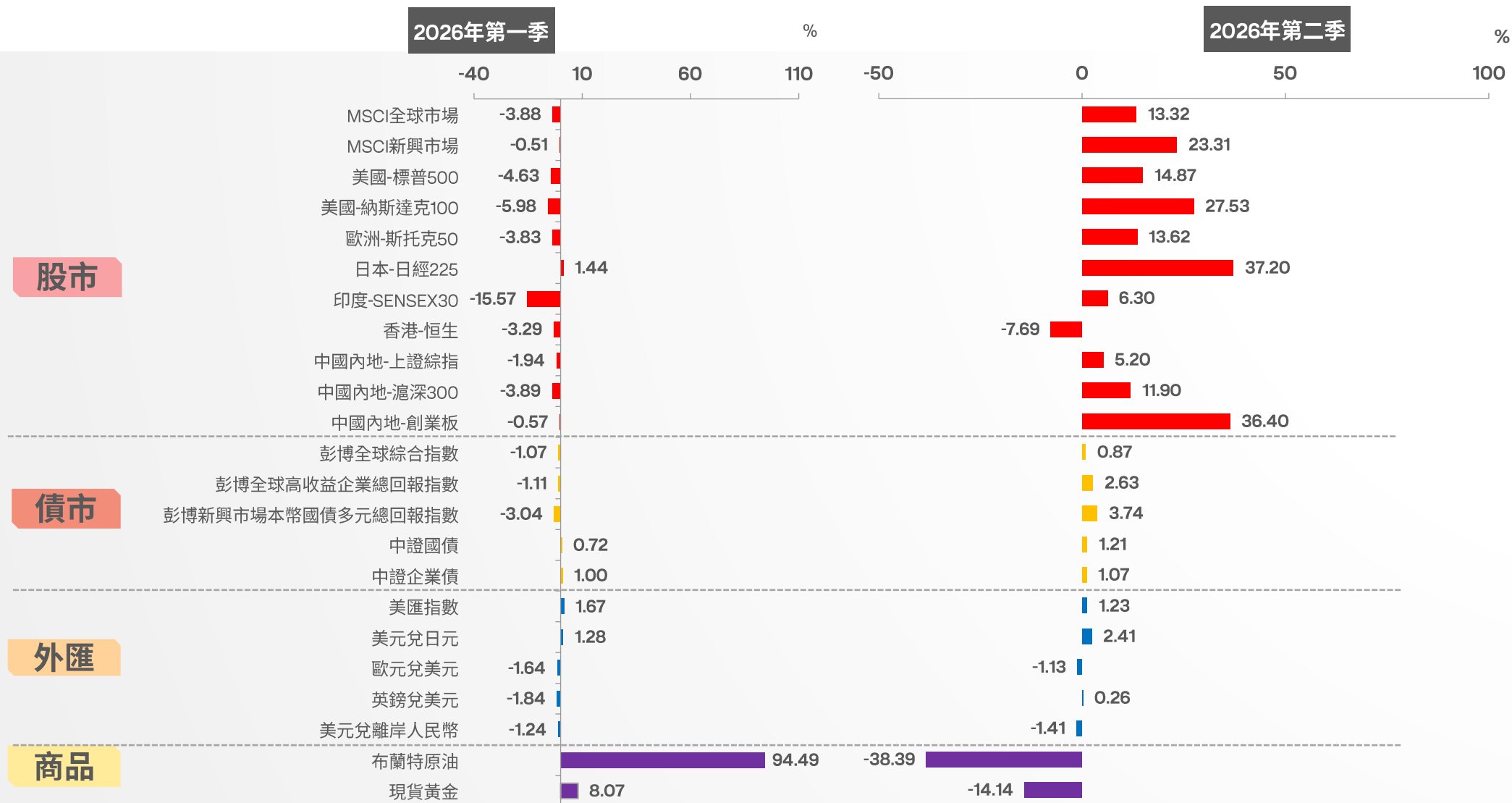
全球經濟在波濤中穩健前行，雖經疫情餘震、地緣烽火與貿易壁壘的考驗，卻始終未偏離增長航道。然而平靜之下，第六次技術革命的暗流正以空前力量湧動。人工智能重塑軟件與算法疆界，更催生算力基建與硬件製造的新景氣週期。當量子科技與生物技術蓄勢待發，大國博弈已從資源爭奪升維至未來技術制高點的競速。通脹高企與利率居高的現實重壓，同新質生產力帶來的希望交織，全球資產定價正站在風暴邊緣重新校準。

美伊衝突引發的原油危機一度風聲鶴唳，但市場對衝突邊際反應趨鈍，核心矛盾正褪為尾部風險。AI盛宴中分化成為最醒目的註腳：美國經濟在K型軌跡上漸行漸遠，AI投資熱火朝天，消費信心卻如履薄冰，聯儲在通脹與增長間進退維谷；歐元區滯脹泥潭中率先加息，寧可犧牲增長以安撫頑固通脹；日本意外受益AI紅利，出口高增與工資螺旋交織，加息壓力悄然浮現。

中國正走出通縮隧道，出口在高新技術與新能源車驅動下煥然一新，但內需齒輪仍轉動緩慢，居民收入預期修復尚需時日。政府棋局從短期刺激延展至長遠佈局，「六張網」為下一輪增長築底。下半年，AI革命賦予經濟向上彈性，利率與地緣陰影則如影隨形。時與勢的辯證，就藏在每一次技術突破與政策抉擇之中。



## 2026年第二季資產表現：地緣政治風險逐漸消退，恒指獨自落後

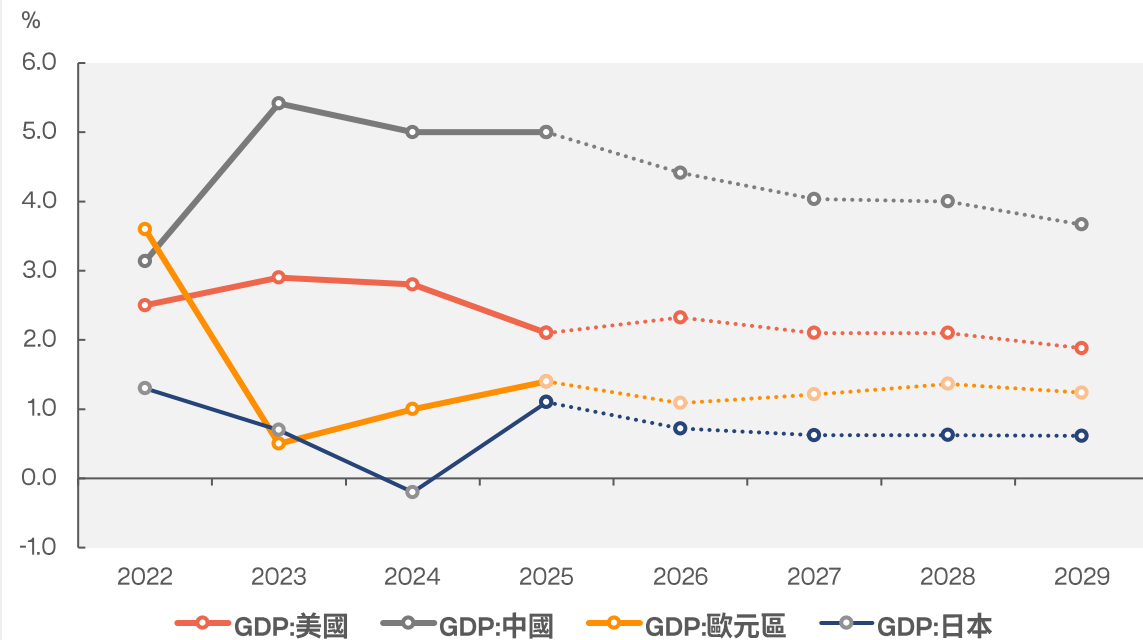




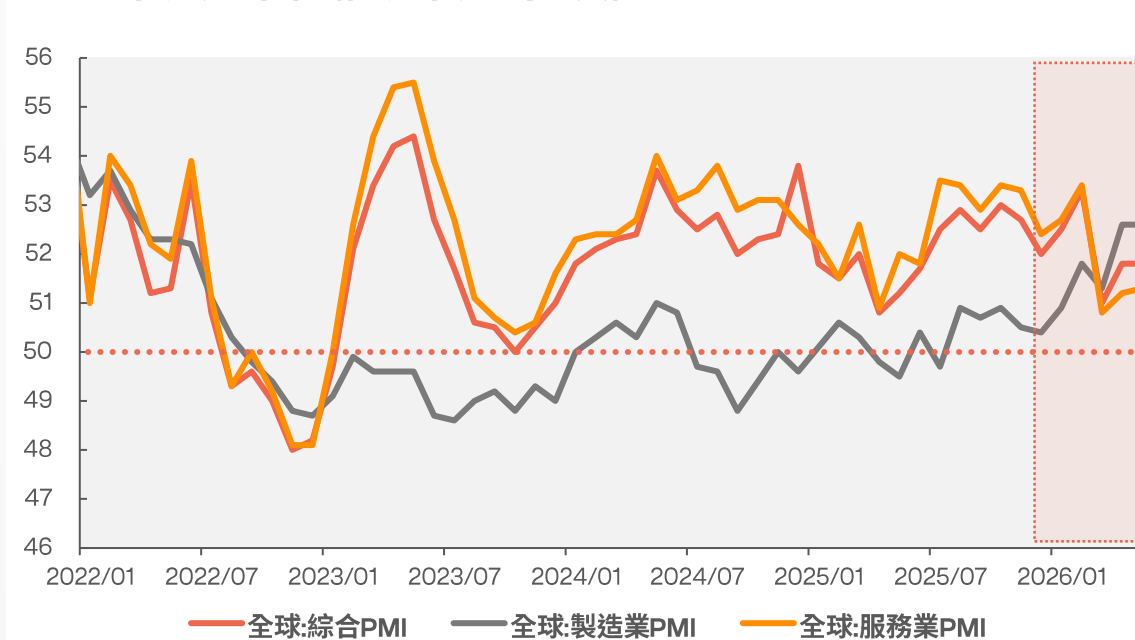
## 環球：波濤中穩健增長，平穩中蘊含科技變革

- 過去數年，新冠疫情後雖伴隨俄烏戰爭、對等關稅、美伊衝突等事件，全球經濟仍展現出極強韌性，持續增長。展望未來數年，IMF等國際機構普遍給出相對穩健的增長預測。
- 經濟平穩背後暗藏巨大變革，人工智能革命先帶動算法模型開發與AI軟件服務業蓬勃發展；惟隨算力趨緊，AI相關設備生產亦迅速跟進。

### 預期全球主要經濟體仍將保持經濟平穩增長



### 2026年製造業較服務業更為強勁





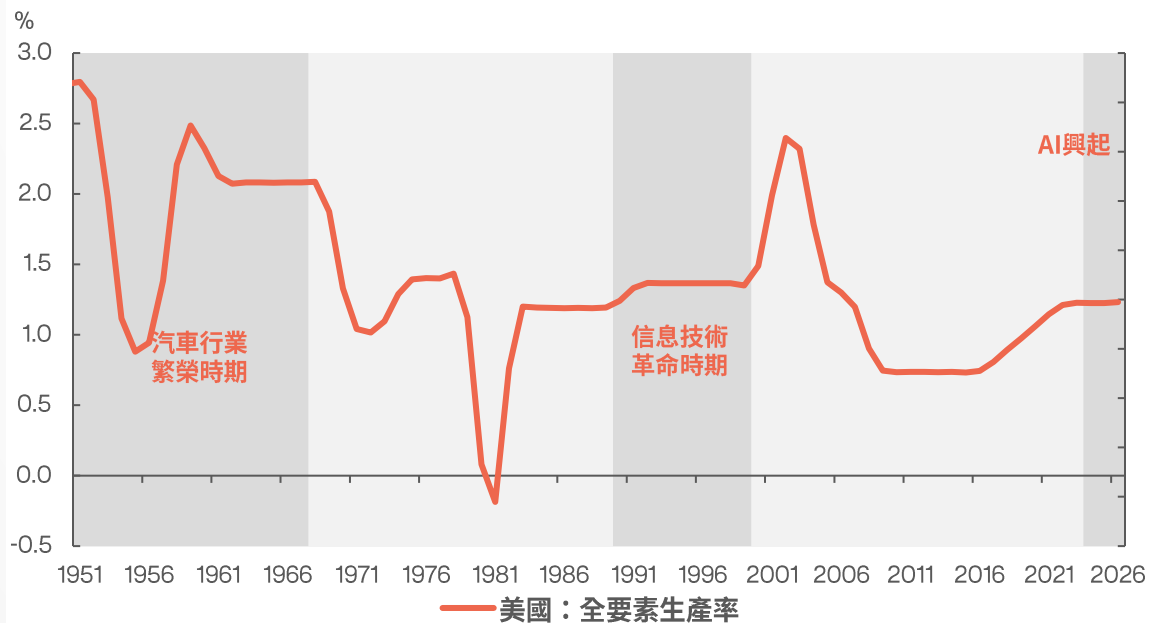
## 環球：第六次技術革命前夕，大國競爭與科技博弈加劇

- 當前技術創新進入前所未有的密集活躍期，人工智能、量子科技、生物技術等基礎技術催生下，第六次技術革命呼之欲出。
- 參考過往兩次技術革命，新一輪技術革命往往為經濟注入新活力，提升生產效率。突破來臨前，前沿技術領域相對明朗，世界主要國家對戰略必爭領域的競爭趨同；同時大國博弈及國際關係日趨緊張，後疫情時代全球供應鏈持續重構。

### 世界經濟史上的五輪康波

康波週期	繁榮	衰退	蕭條	回升
紡織和蒸汽機技術 (63年)	1782-1802(20年)	1815-1825(10年)	1825-1836(11年)	1836-1845(9年)
鋼鐵和鐵路 (47年)	1845-1966(21年)	1866-1873(7年)	1873-1883(10年)	1883-1992(9年)
電氣和重化工業 (56年)	1892-1913(21年)	1920-1929(9年)	1929-1937(8年)	1937-1948(11年)
汽車和電子計算機 (43年)	1948-1966(18年)	1966-1973(7年)	1973-1982(9年)	1982-1991(9年)
信息技術	1991-2004(13年)	2004-2015(11年)	2015-2022(7年)	?

### 工業革命帶來生產效率的提升

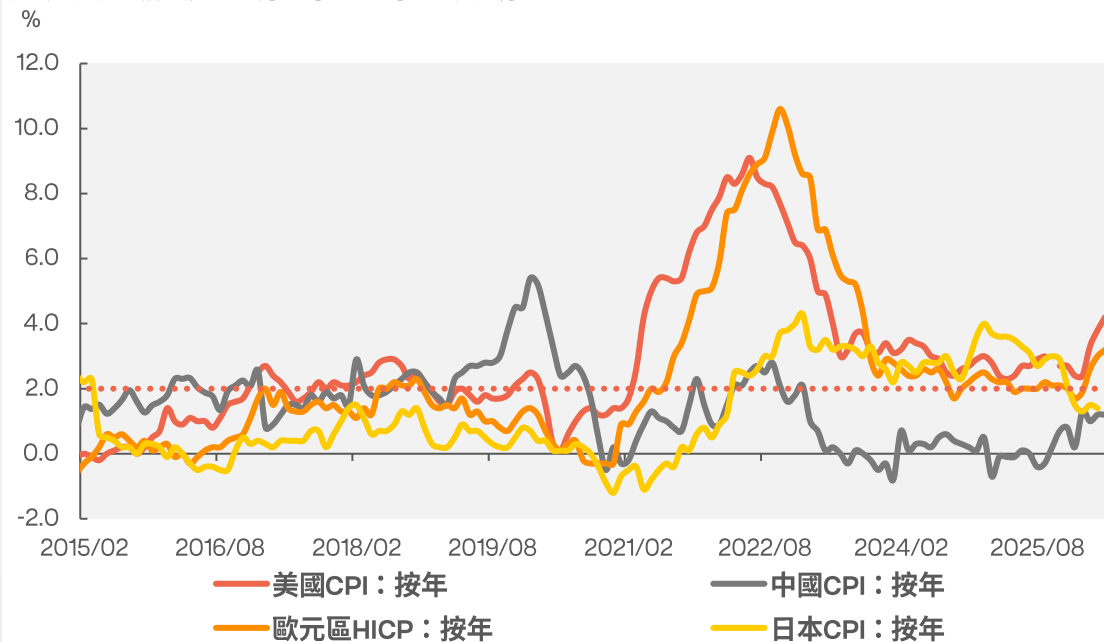




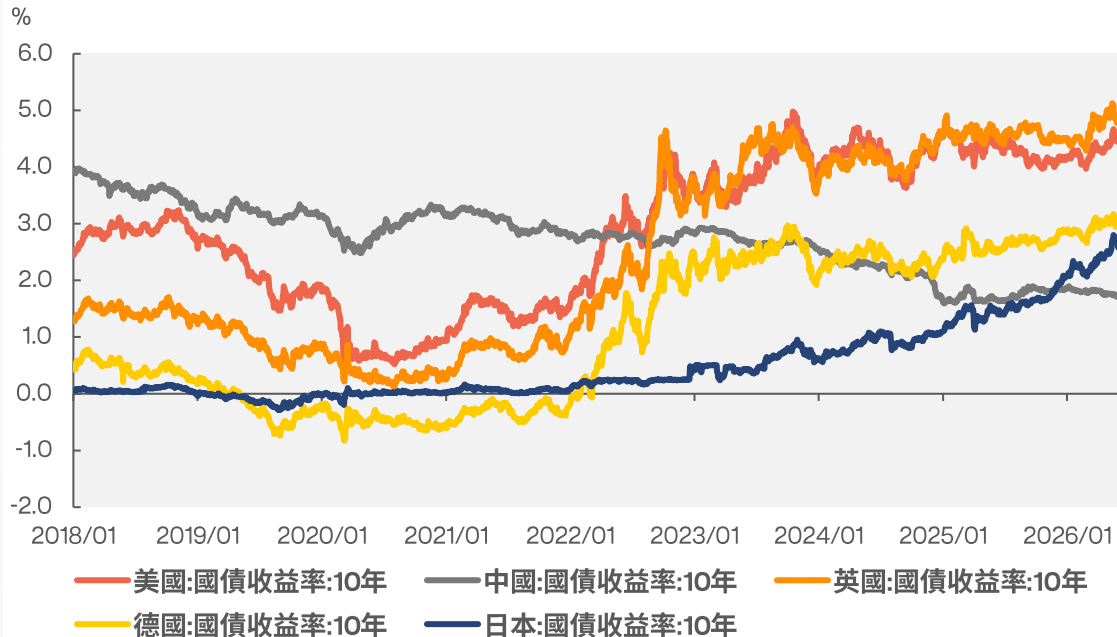
## 環球：高波動的較高通脹，對應較高利率水平

- 2021年以來，全球主要經濟體通脹走高，明顯高於疫情前水平。雖然推升因素包括貨幣與財政政策雙重刺激、俄烏衝突、對等關稅、美伊衝突等，但新一輪技術革命帶來的經濟韌性同樣助推通脹，而大國博弈頻發則放大其波動。
- 在經濟韌性、通脹偏高及新技術革命帶動資本開支加速下，各國利率水平居高不下，主要經濟體十年期國債收益率普遍處於歷史高位。

### 美歐通脹處於高位且高波動



### 全球多數國家國債收益率處於歷史高位

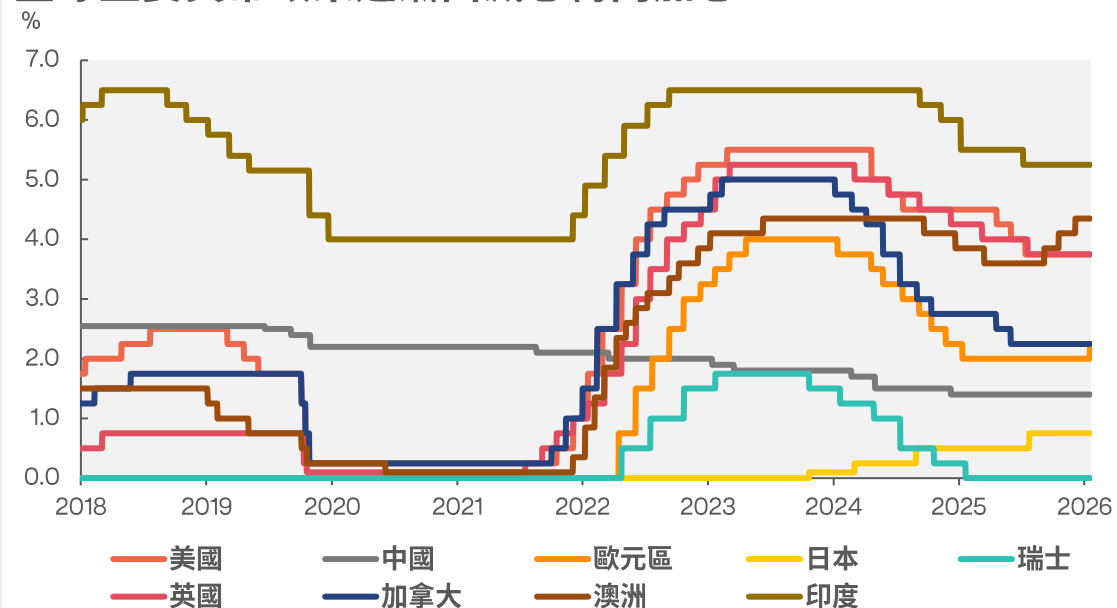




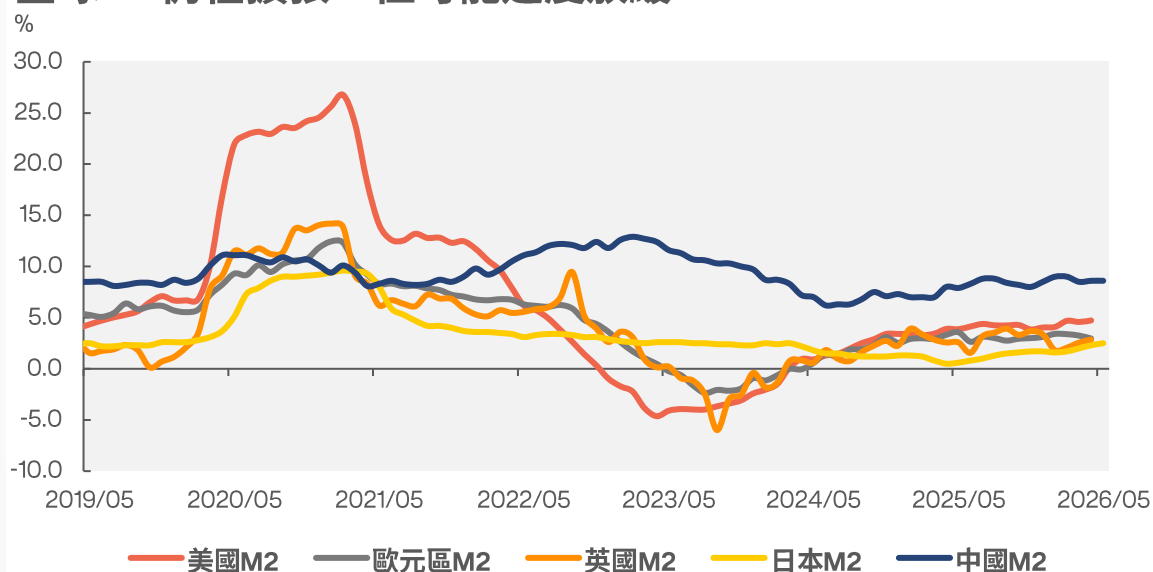
## 展望下半年，全球呈現寬鬆環境下的利率向上格局

- 美伊衝突引發全球原油價格暴漲，令原已偏高的通脹再度升溫，或迫使部分經濟體加息以平抑物價。全球主要經濟體由減息轉向加息環境，大類資產亦將面臨價格重估壓力。
- 儘管利率趨向上行，技術革命帶來的投資熱潮仍將延續，融資活動續增，市場或仍不乏流動性寬鬆環境。全球主要經濟體M2增長勢頭持續，惟增速或有所放緩。

### 全球主要貨幣政策逐漸由減息轉向加息



### 全球M2仍在擴張，但可能速度放緩

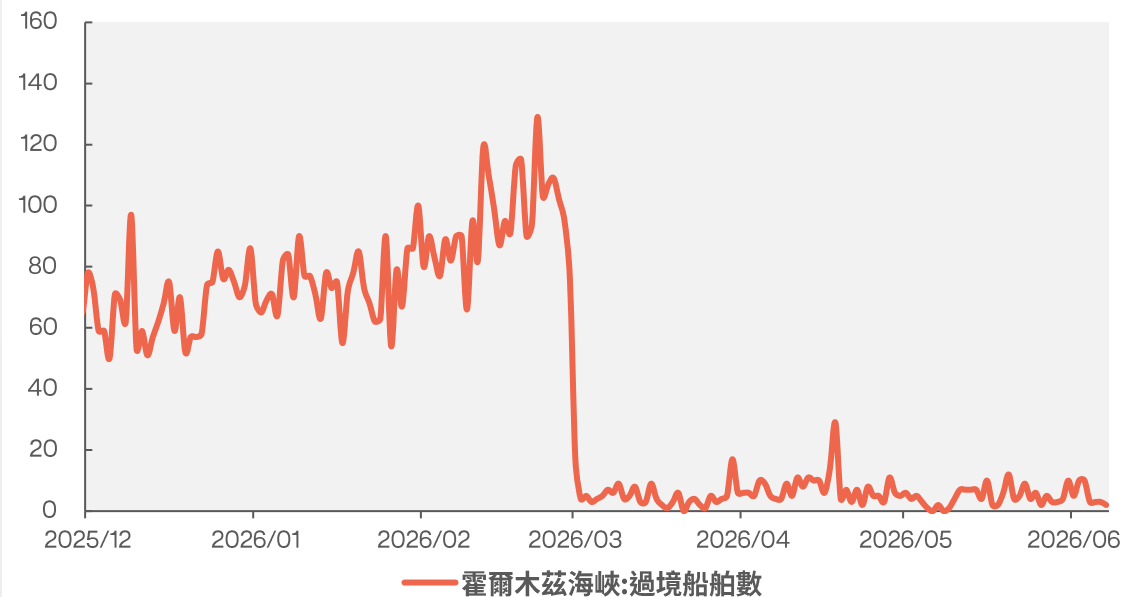




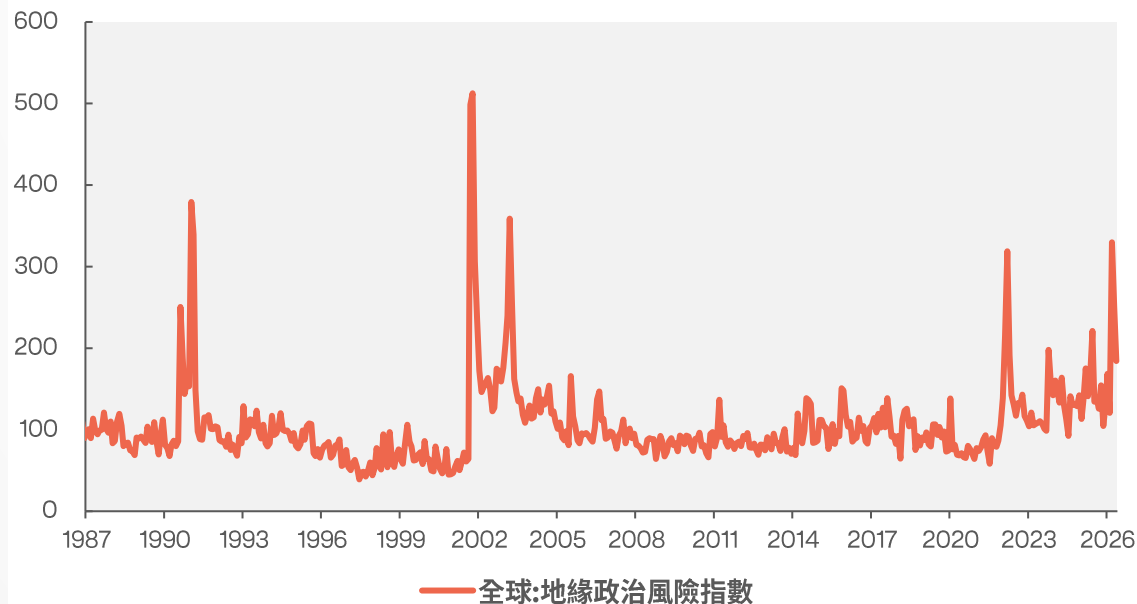
## 美伊衝突：由核心矛盾降為需警惕的尾部風險

- 美伊衝突自2月底爆發至今，最核心影響為霍爾木茲海峽幾乎停航，引發原油供給危機，帶動全球通脹走高及加息壓力驟升。
- 惟隨AI產業蓬勃發展，全球經濟展現足夠韌性，AI相關股市亦大幅上揚，市場對美伊衝突呈現脫敏跡象。隨談判逐漸落地及地緣政治風險常態化，其影響已逐步下降。

### 霍爾木茲海峽通航仍是油價走向關鍵因素



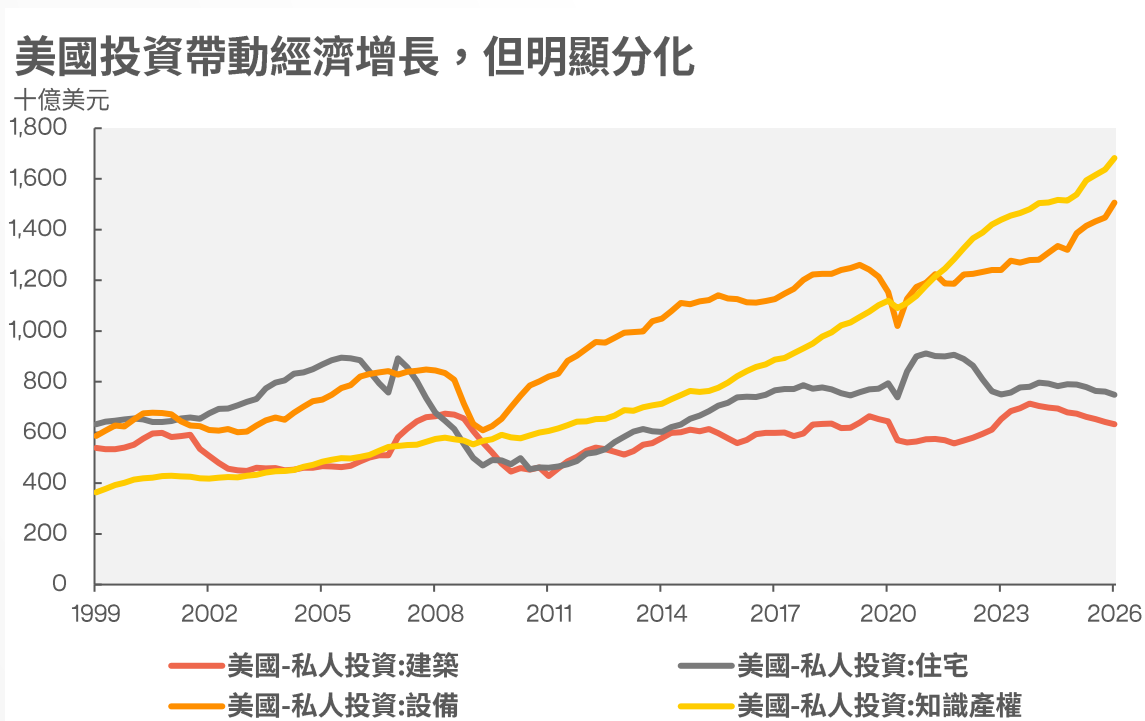
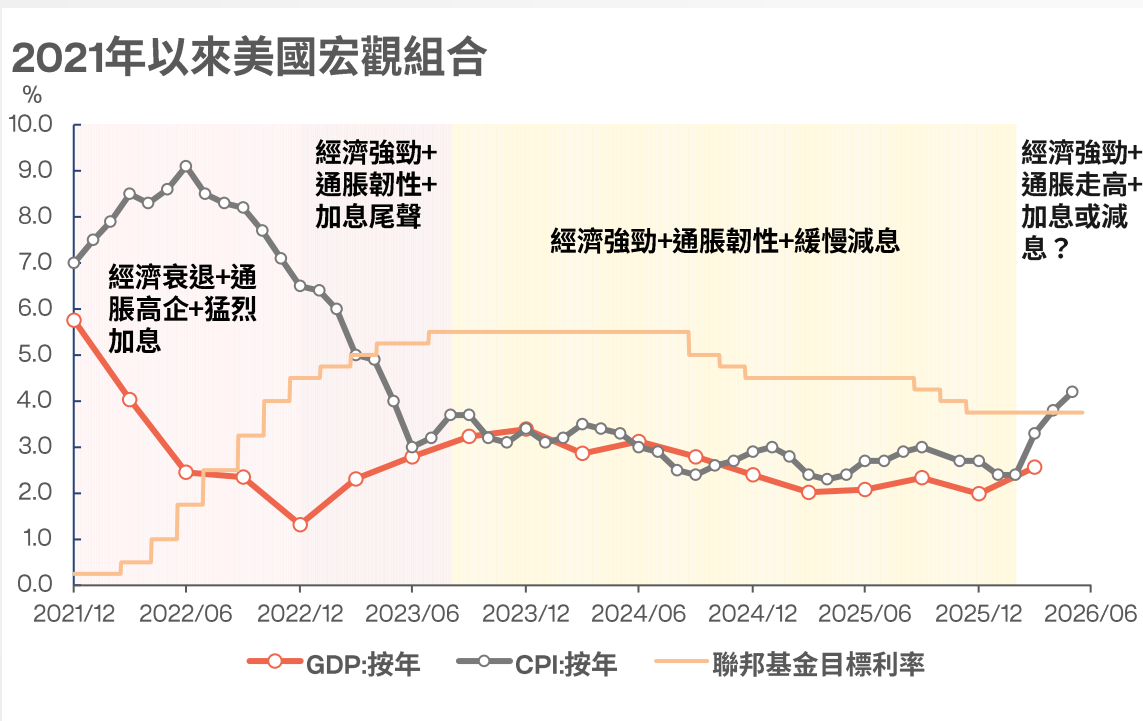
### 過去數年全球地緣政治風險頻發





## 美國：宏觀組合仍處較佳狀態，惟關注「K型」分化加劇

- 當前美國通脹走高及加息預期升溫引發市場憂慮，但對大類資產配置而言，整體宏觀組合更為關鍵。
- 對比2021年以來歷次組合，僅「經濟衰退+高通脹+猛烈加息」對各類資產不利；「經濟強勁+通脹韌性+緩慢減息」則有利股、債、商品。當前「經濟強勁+通脹走高+加息或減息？」或呈對股票有利、對債券及商品承壓之格局。
- 另需注意，今年AI投資帶動經濟明顯上行，惟分化巨大。



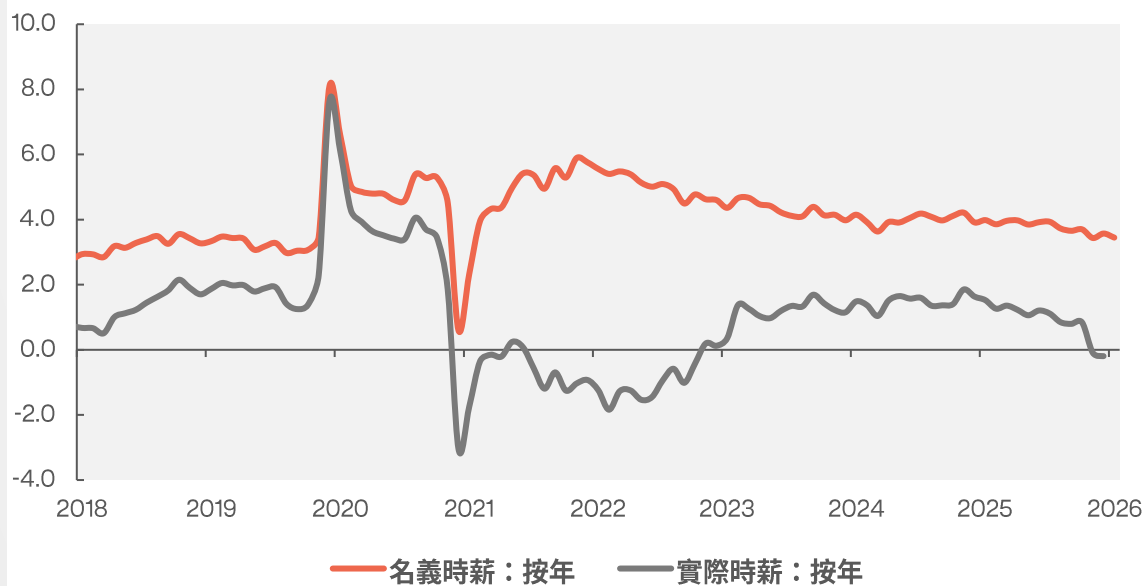


## 美國：AI投資火爆，惟消費低迷值得警惕

- 美國經濟呈雙重分化。一為AI與非AI的巨大分野，AI領域投資明顯拉動增長，但資金擁擠及融資成本上升，非AI領域投資明顯下行。
- 另一方面，AI會否加劇失業仍存學術爭議；惟通脹升溫及AI火爆或加劇貧富差距，居民實際時薪在2026年3月及4月轉為負增長，消費者信心低迷，投資與消費呈明顯「K型」分化。

### 實際時薪轉負或影響居民消費動力

按年增長，%



### 消費者信心持續低迷或帶來消費下行壓力

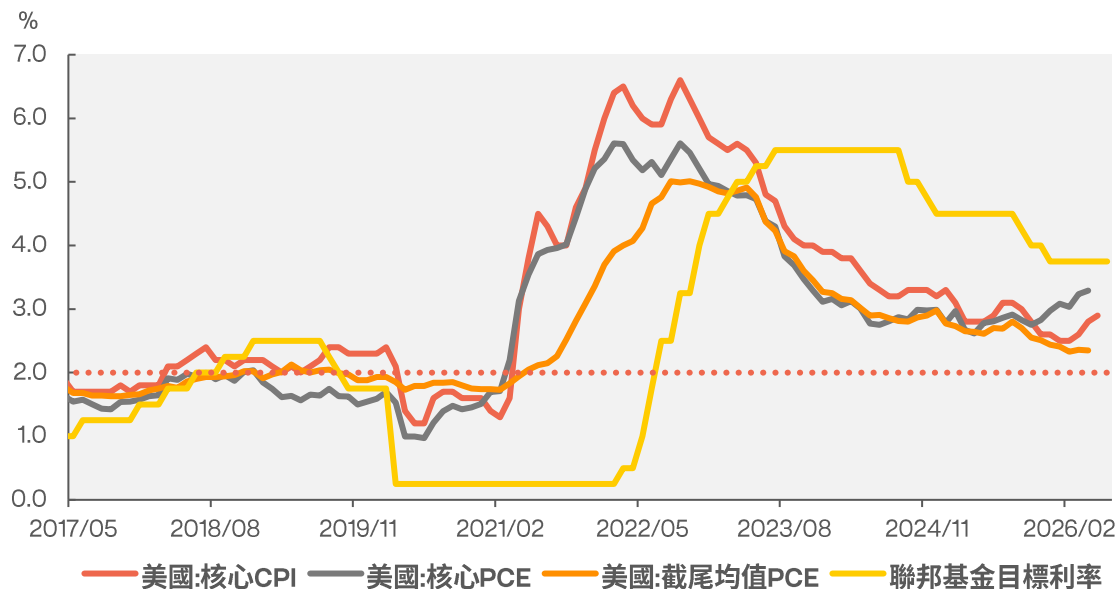




## 美國：美聯儲是否加息仍為下半年重要變數

- 美伊衝突後通脹走高，市場對美聯儲由年初減息預期轉為加息預期，惟主席換屆令貨幣政策變化有所延後。另外，新任主席更強調「截尾均值 PCE」，貨幣政策走向仍為下半年資本市場關鍵變數。
- 儘管加息預期受關注，但加息時長、幅度及會否引發衰退，對資本市場影響更為顯著。隨美伊衝突逐步緩解，加息衝擊或低於市場預期。

### 通脹壓力或小於2022年



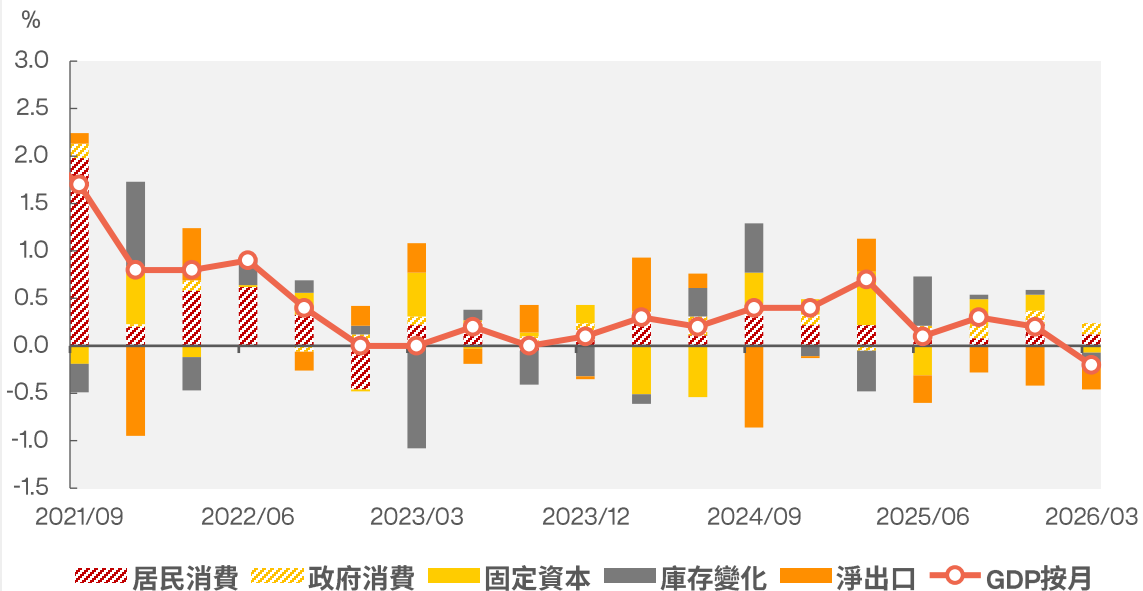
序號	開始時間	結束時間	週期長度 (月)	加息幅度 (點子)	引發衰退時長 (月)
1	11/05/1905	13/05/1905	24	150	10
2	18/05/1905	20/05/1905	14	150	無衰退
3	20/05/1905	23/05/1905	29	300	11
4	25/05/1905	26/05/1905	19	525	16
5	30/05/1905	02/06/1905	36	1375	6
6	02/06/1905	02/06/1905	5	1050	16
7	05/06/1905	06/06/1905	14	250	無衰退
8	10/06/1905	11/06/1905	14	394	8
9	16/06/1905	17/06/1905	17	300	無衰退
10	21/06/1905	22/06/1905	17	175	8
11	26/06/1905	29/06/1905	39	425	18
12	07/07/1905	11/07/1905	44	225	2
13	17/03/2022	27/07/2023	17	525	無衰退



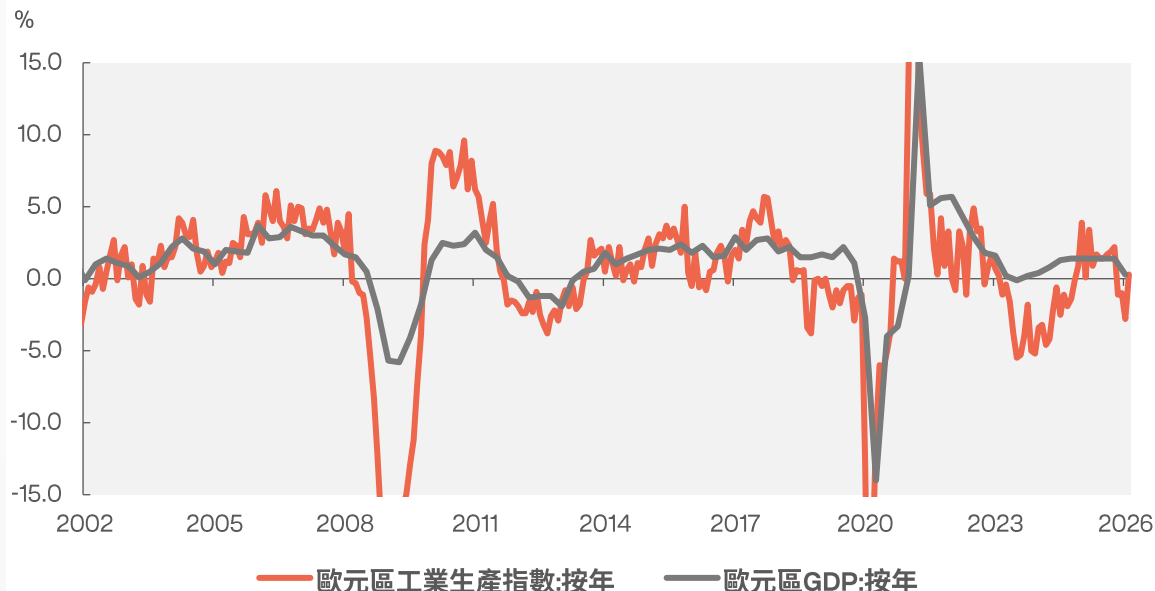
## 歐元區：滯脹壓力加劇，加息壓頂

- 2026年第2季《東亞睿智》曾提及，美伊衝突對歐元區衝擊顯著大於美國及中國，其經濟衰退概率上升。第一季度雖由於政府消費加大緩解下行壓力，惟消費及出口均受明顯衝擊，歐元區經濟增速轉負。
- 另外，原油高企及供應緊張幾乎貫穿整個第二季度，對工業生產構成巨大下行壓力。第二季度歐元區經濟仍面臨衰退風險。

### 歐元區GDP按月各分項拉動



### 工業生產走弱或預示GDP進一步走弱

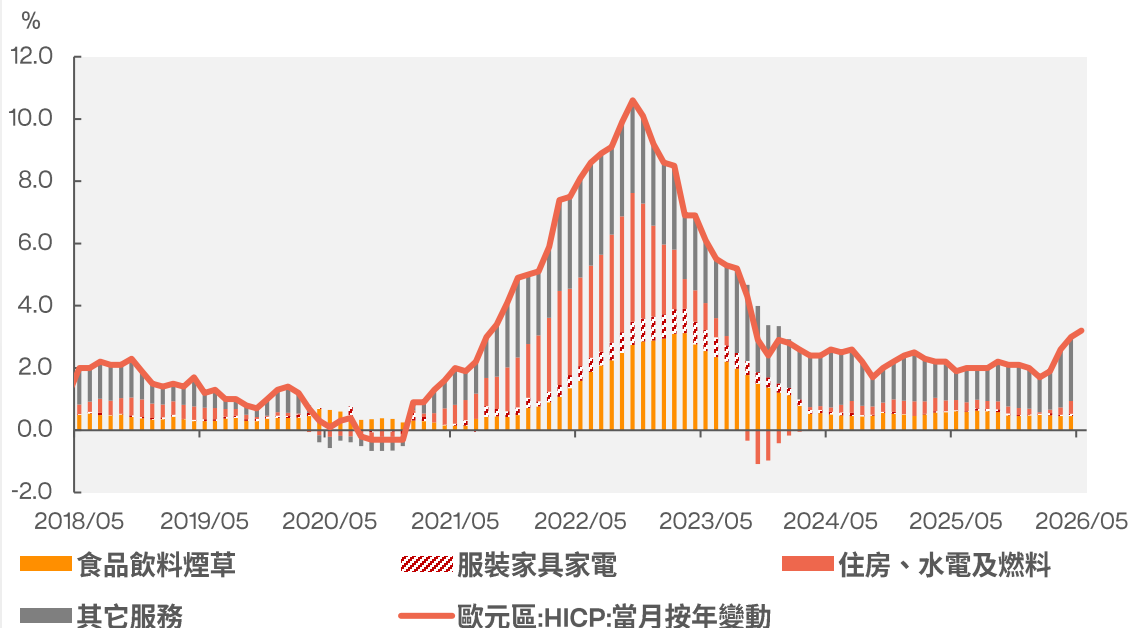




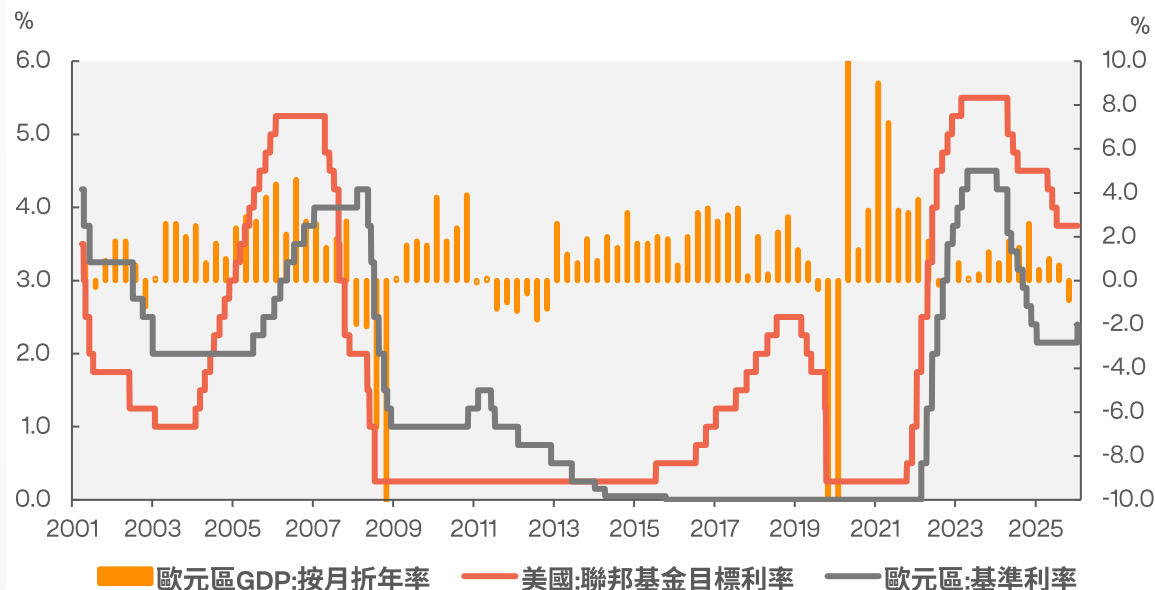
## 歐元區：通脹擴散，率先加息

- 2026年5月歐元區調和消費者物價指數(HICP)按年升至3.2%，連續四個月上行，能源飆升10.9%為主因，核心及服務通脹亦分別達2.5%及3.5%，壓力全面擴散。同時，首季GDP環比錄得負增長，經濟陷入收縮區間。
- 面對滯脹風險，歐央行於6月11日加息25點子，存款利率升至2.25%，為近三年首次加息，亦先於聯儲局行動。市場解讀為央行寧可犧牲增長以遏制通脹，年內或再加息一次。

### 歐元區通脹壓力加大



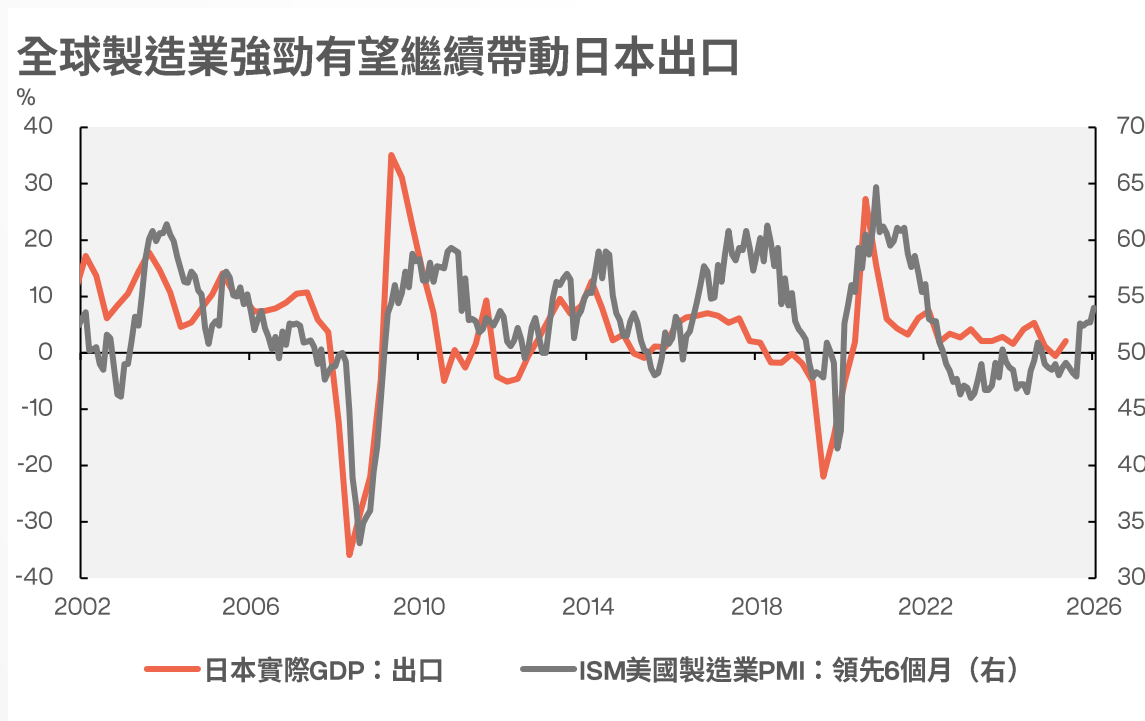
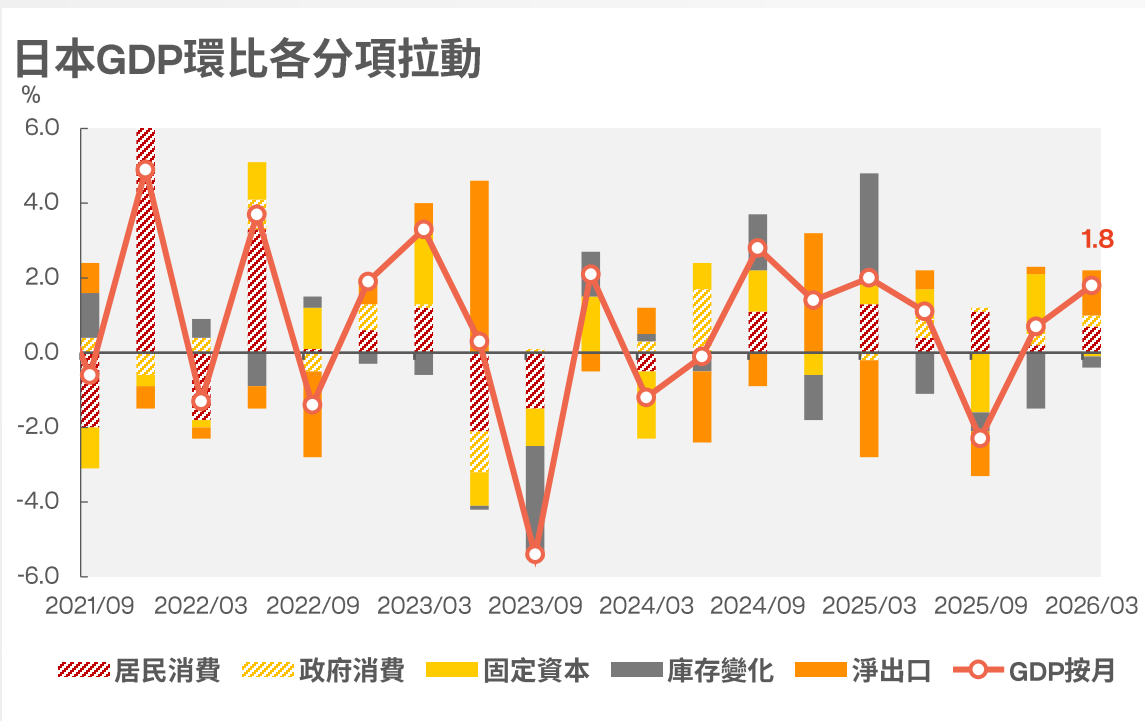
### 歐元區在經濟轉差環境下率先加息





## 日本：經濟受惠人工智能帶動，下半年或有望延續

- 日本一季至今經濟表現較強，雖美伊衝突引發油價上升亦構成影響，但受惠出口強勁及消費堅挺，GDP增速創一年新高。背後原因為美國AI資本開支明顯加快，日本在半導體上游佔核心地位，同樣受益。
- 上半年出口高增長能否延續，為判斷下半年經濟的關鍵。由於出口訂單往往早於實際貨物出口，觀察美國製造業PMI可預判未來半年日本出口情況。從美國持續走高的製造業PMI來看，日本出口強勢仍有望延續。

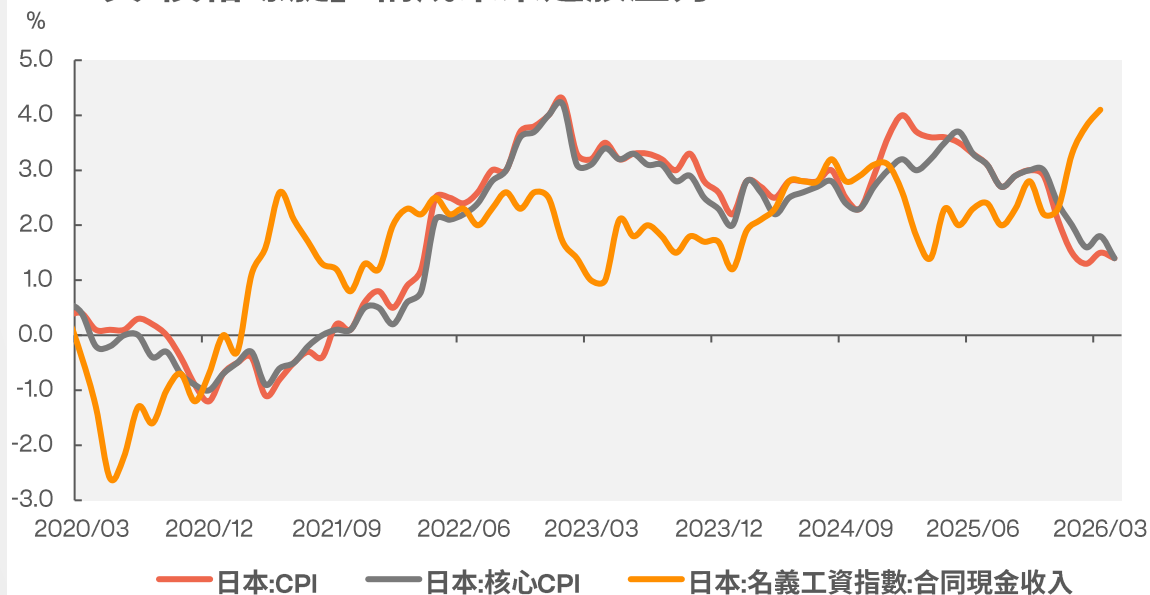




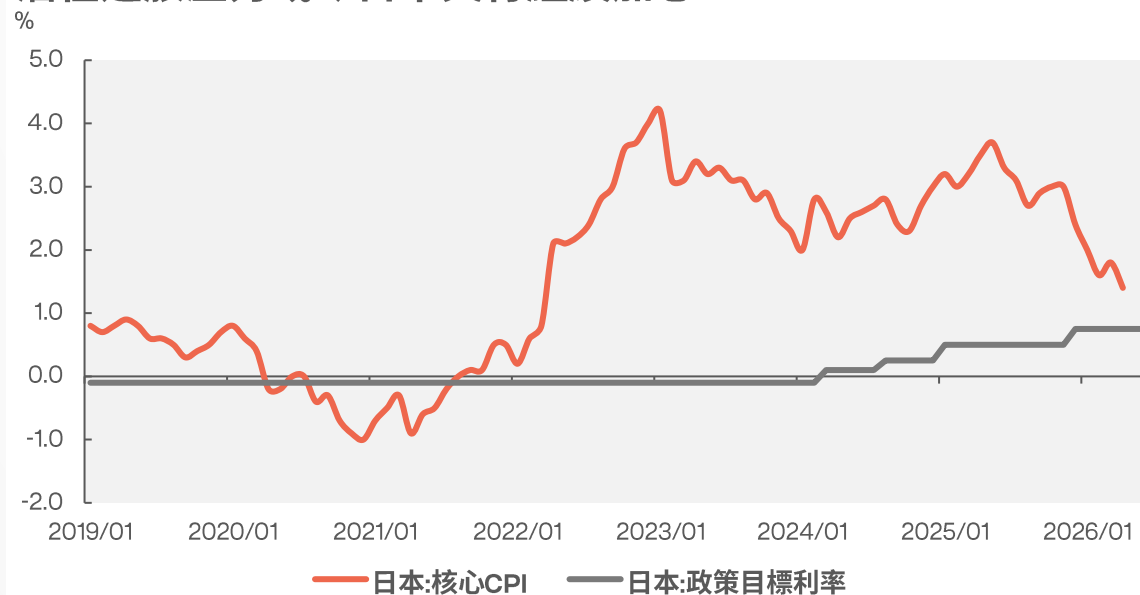
## 日本：「工資-價格螺旋」構成潛在通脹壓力，仍有加息壓力

- 雖當前日本CPI及核心CPI均已回落至2%以下，原油價格暴漲對其通脹衝擊較低；惟因每年工會春鬥習俗，預計2026年日本工資仍有望較高增長，而「工資-價格螺旋」往往令通脹易上難下。
- 儘管日本未如歐元區般呈現通脹擴散跡象，但潛在通脹壓力或仍令日本面臨明顯加息壓力。

### 「工資-價格螺旋」構成未來通脹壓力



### 潛在通脹壓力或令日本央行繼續加息

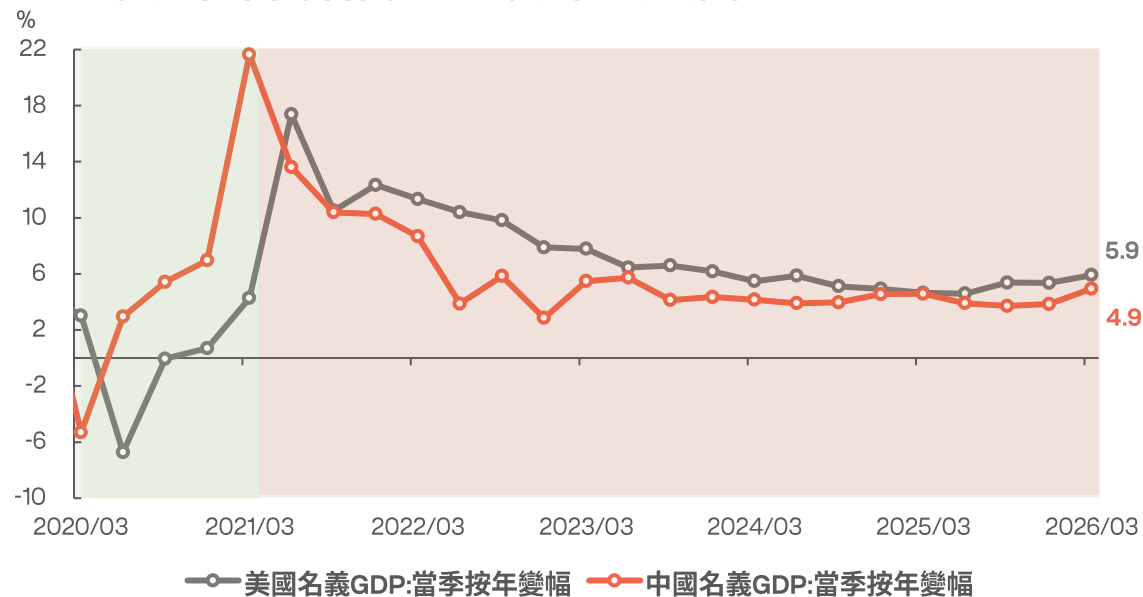




## 中國：物價成為大類資產的關鍵變數

- 自2021年以來，中國經濟增長及通脹持續面臨下行壓力，名義增長長期低於美國，此差異或為兩地股市表現明顯分化的重要底層原因之一——美國受惠AI熱潮帶動名義與實質增長，中國則受制於房地產調整及內需疲弱，估值修復進程反覆。
- 物價走低甚至陷入通縮，對經濟構成多重下行壓力。企業層面，出廠價格持續受壓，利潤空間被侵蝕；居民層面，通縮預期延緩消費。過去兩年「反內卷」政策適時推出。今年首季，名義增長終見回升跡象，物價仍是主導大類資產配置的核心變數。

### 2021年以來中國名義GDP持續低於美國



### 2020年以來名義GDP持續低於實際GDP

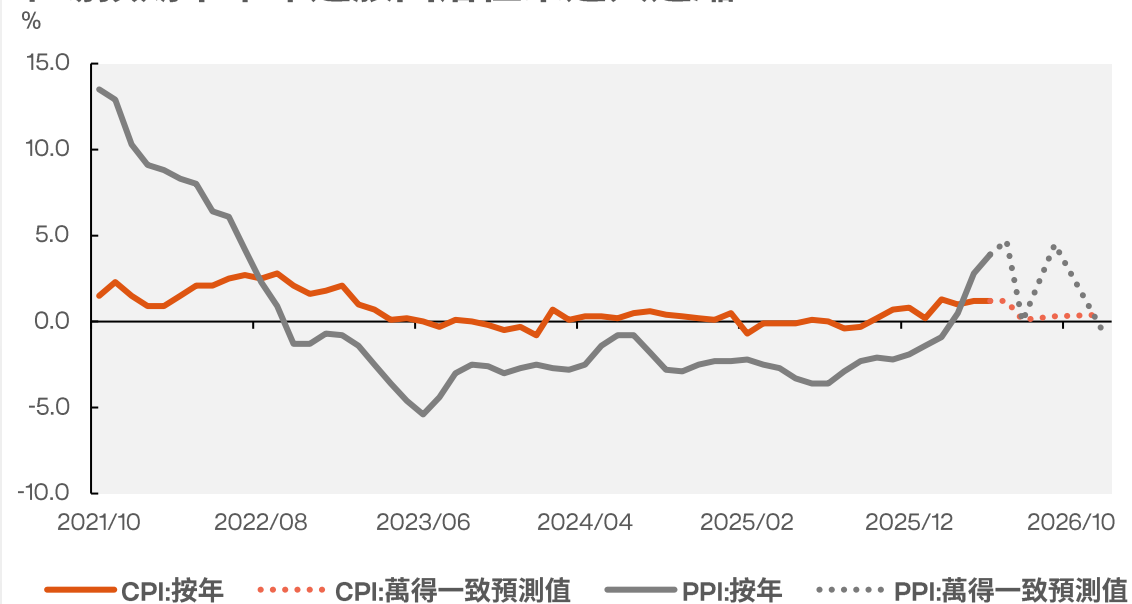




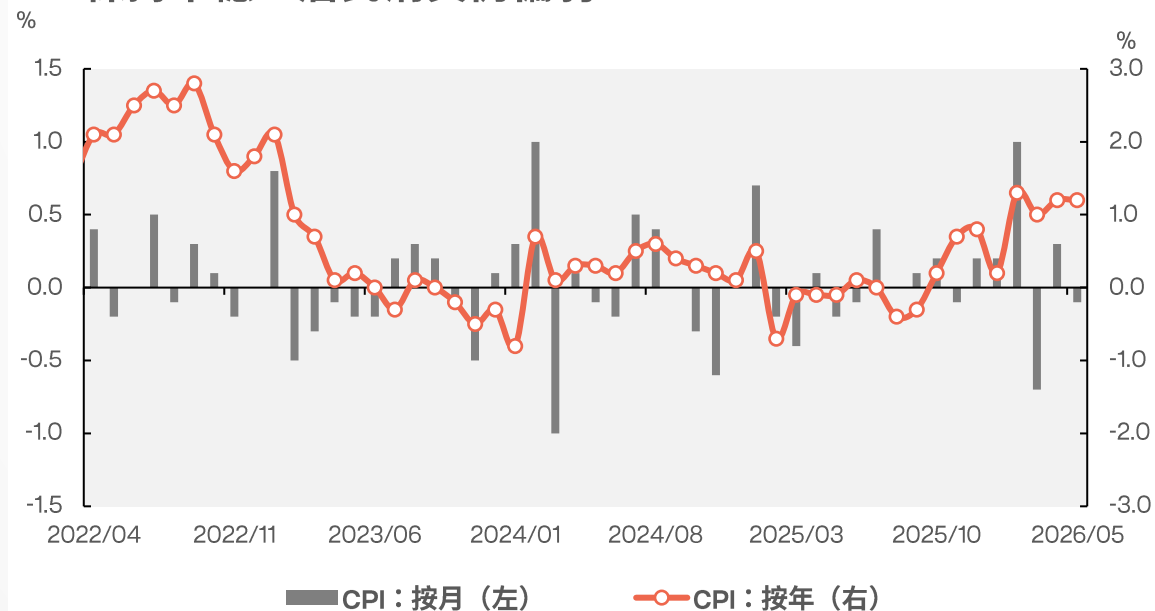
## 中國：下半年通脹無虞，惟分化難免

- 美伊衝突引發的油價上升，推動「反內卷」更快見效。自4月以來，PPI及CPI相繼轉正，GDP平減指數亦因此扭轉連續數年負數的困局。儘管隨油價回落，通脹有下行壓力，但今年下半年重新陷入通縮的概率仍較低。
- 惟值得警惕的是，通脹分化亦反映經濟分化。工業生產強勁、出口強勁，但通脹低迷。與歐美等國不同，中國CPI在衝突後未見明顯上升，根源或在於消費疲弱。

### 市場預期下半年通脹回落但未進入通縮



### CPI保持平穩，居民消費仍偏弱

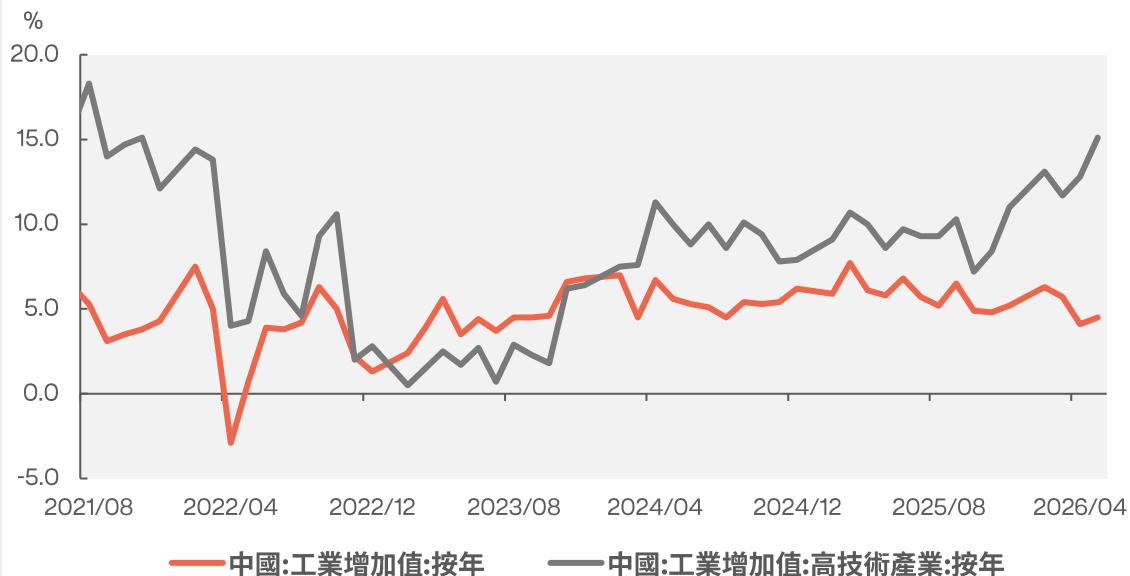




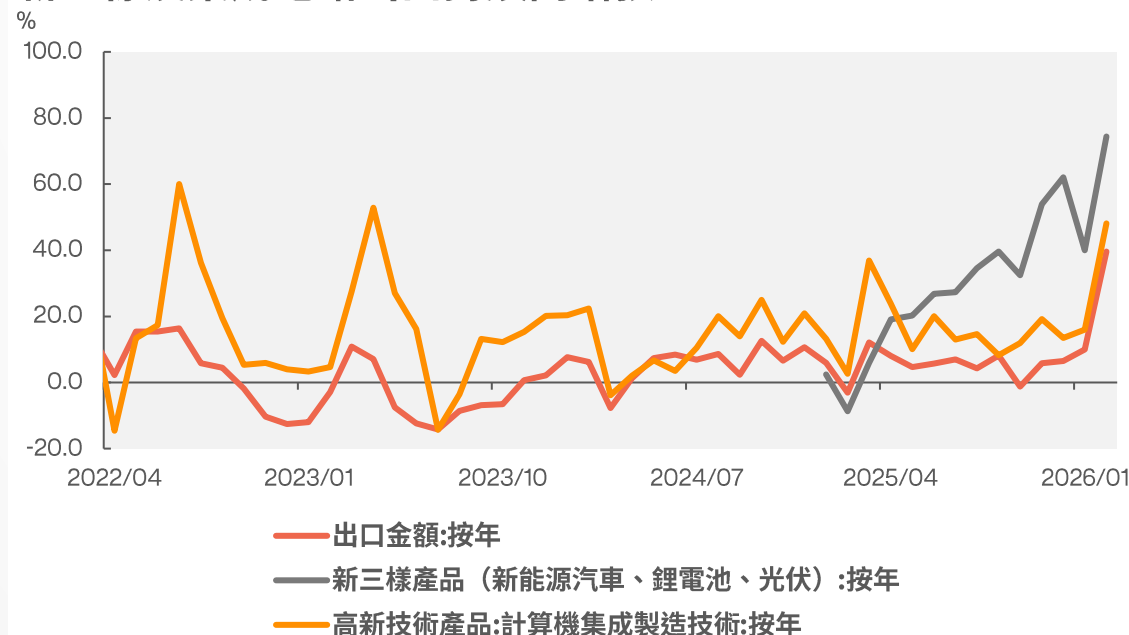
## 中國：出口及科技仍為關鍵支撐力量

- 2026年5月，中國以美元計出口同比增長19.4%，較4月的14.1%顯著加快，高於市場預期15.0%。高新技術產品出口同比增長50.9%，較前值39.2%提速11.7個百分點。其中，集成電路受全球AI資本開支帶動保持高增長。
- 新三樣方面，5月新能源汽車出口44.6萬輛，同比增長1.1倍（110%）；光伏組件出口量大幅增長95%，鋰離子電池出口延續高增。出口結構加速向高附加值產業傾斜，勞動密集型產品（服裝-4.1%、鞋靴-10.4%）持續收縮，反映產業升級成效。

### 中國工業呈現新舊動能轉換



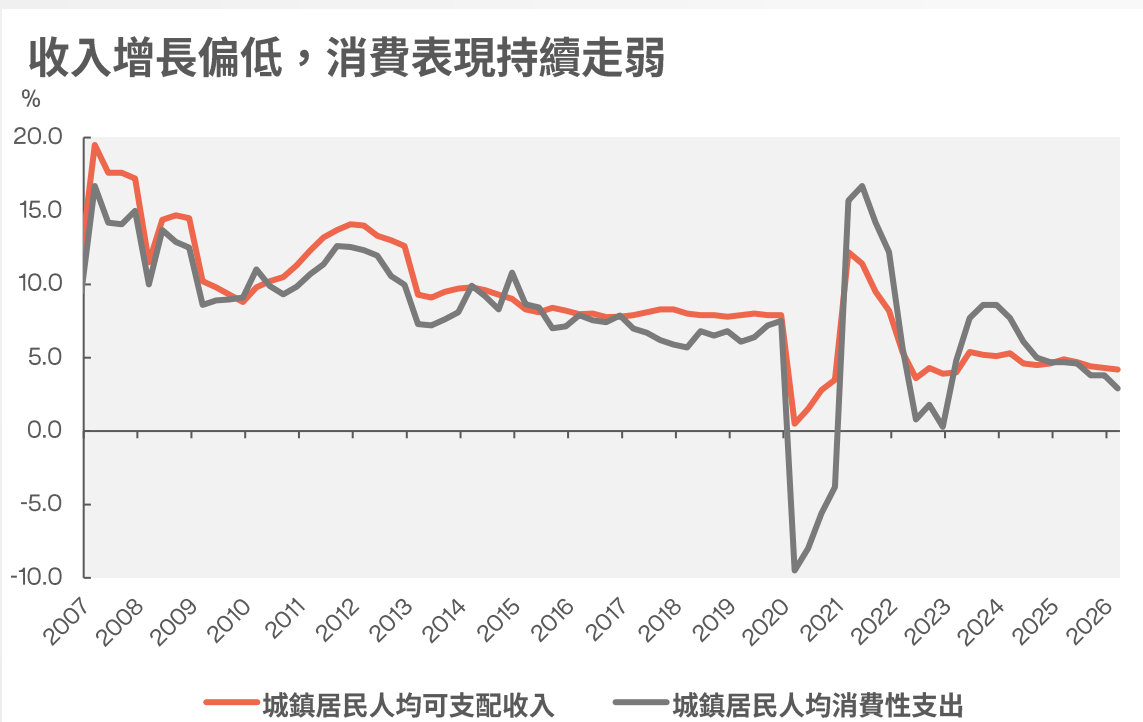
### 新三樣及集成電路出口持續高增長





## 中國：內需乏力，關注政策支持的「六張網」

- 中國內需乏力，核心根源在於居民收入預期仍未轉向樂觀。由於居民可支配收入增速放緩，同時伴隨房價走低，居民消費支出增速亦呈持續放緩跡象。
- 扭轉內需，一方面依賴消費補貼等政策，防止消費支出進一步下行；另一方面，基建投資仍將側重長期發展，尤其科技領域基建。4月28日，中央政治局會議首次明確提出加強水網、新型電網、算力網、新一代通信網、城市地下管網、物流網等規劃建設。



投資領域	「十五五」預計投資規模 (人民幣)	主要功能定位
算力網	約5.6萬億元	構建多層次算力設施體系和全國一體化算力網，支撐數字經濟和AI發展（「東數西算」工程）
新型電網	超過5萬億元	建設更加安全可靠、綠色低碳、堅強韌性、智慧靈活的新型電力系統，包括跨區域電力通道、特高壓網路等
新一代通信網	約1.3萬億元	完善5G、5G-A、6G、萬兆光網、衛星互聯網等資訊通信網路，實現「無處不在、萬物互聯」
水網	約6.5萬億元	國家水網主骨架、骨幹輸配水通道，增強洪澇災害防禦、水資源統籌調配、城鄉供水保障能力
城市地下管網	約5萬億元	城市「裡子工程」，包括燃氣、供排水、供熱等管網，推進老舊管網改造和城市生命線安全工程
物流網	約3.2萬億元	國家物流樞紐網路、骨幹冷鏈基地，建立物流資料資源開放互連線制，降低全社會物流成本
<b>合計</b>	<b>約26.9萬億元</b>	-



## 目錄

- 1 宏觀策略
- 2 宏觀經濟
- 3 股票
- 4 債券
- 5 外匯
- 6 商品
- 7 季度資產配置





# 宏觀經濟：韜晦待時



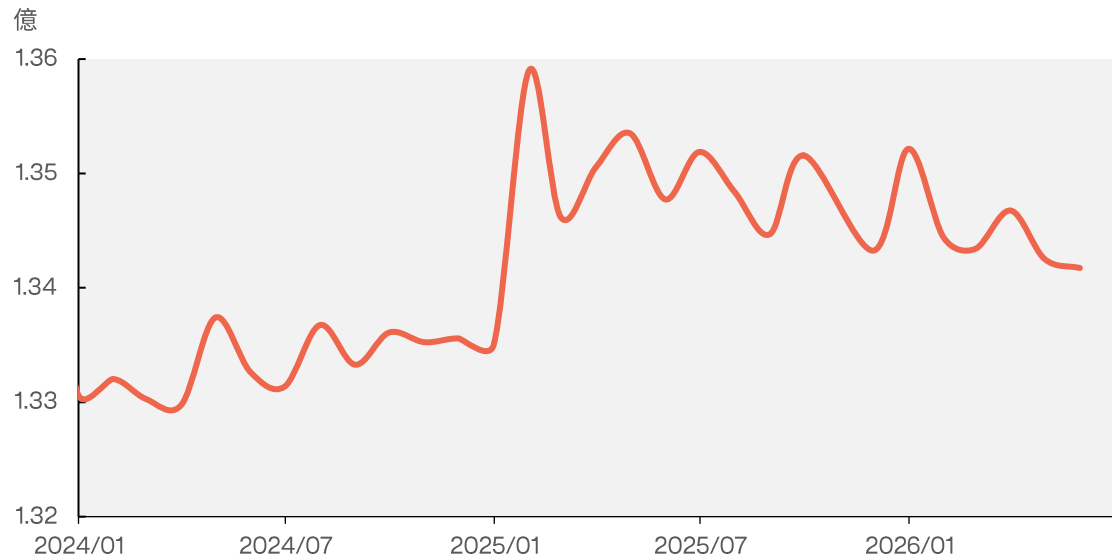
東亞銀行經濟研究部



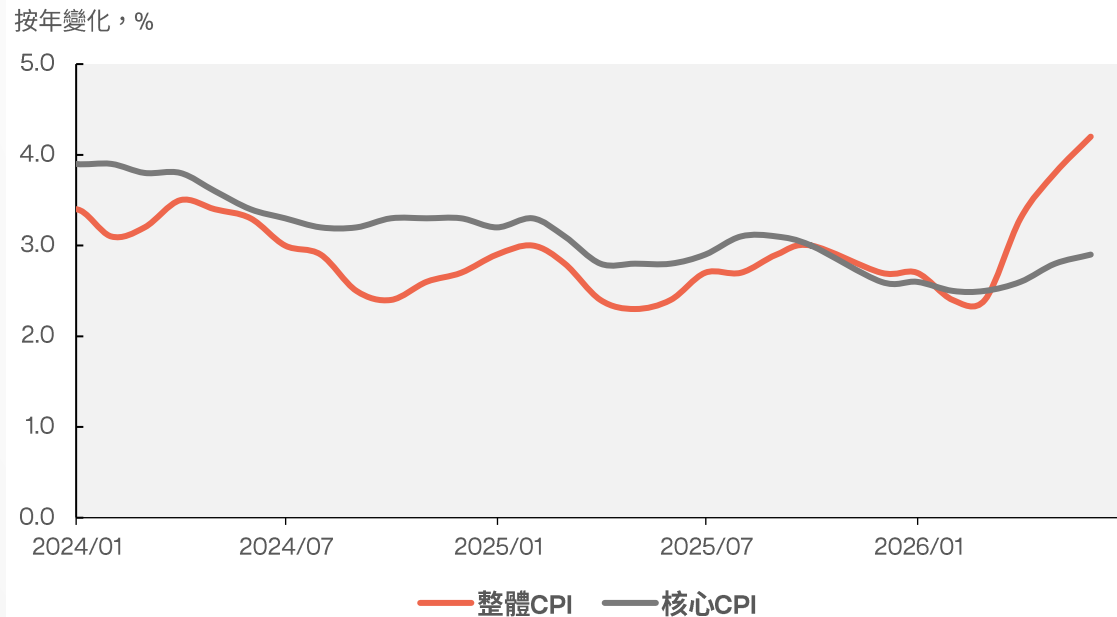
## 美國經濟：美聯儲料於下半年加息一次而非重啟緊縮週期

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

### 美國全職工人數目



### 美國CPI通脹走勢

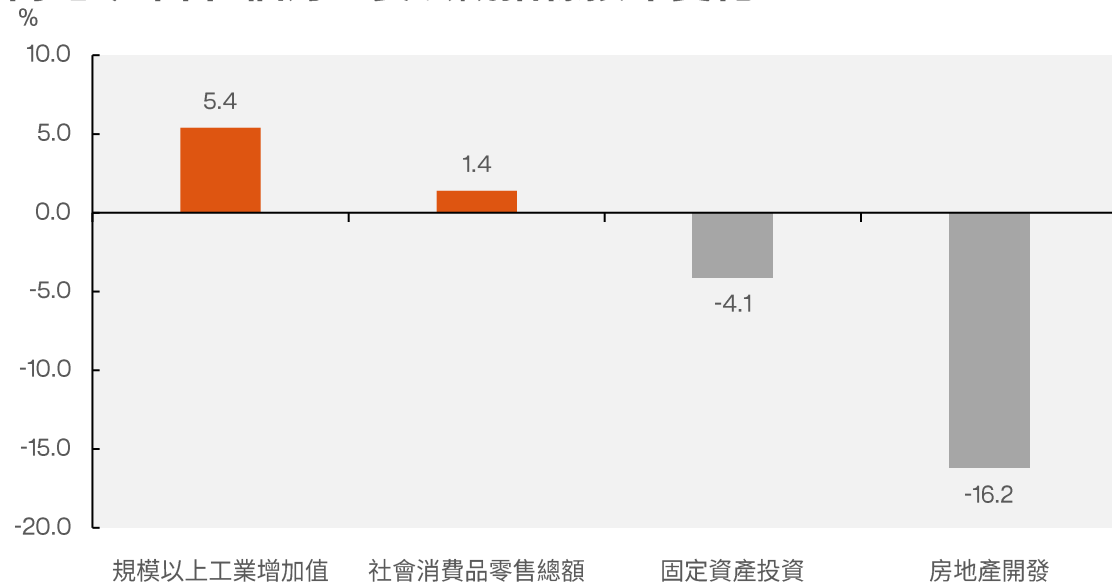




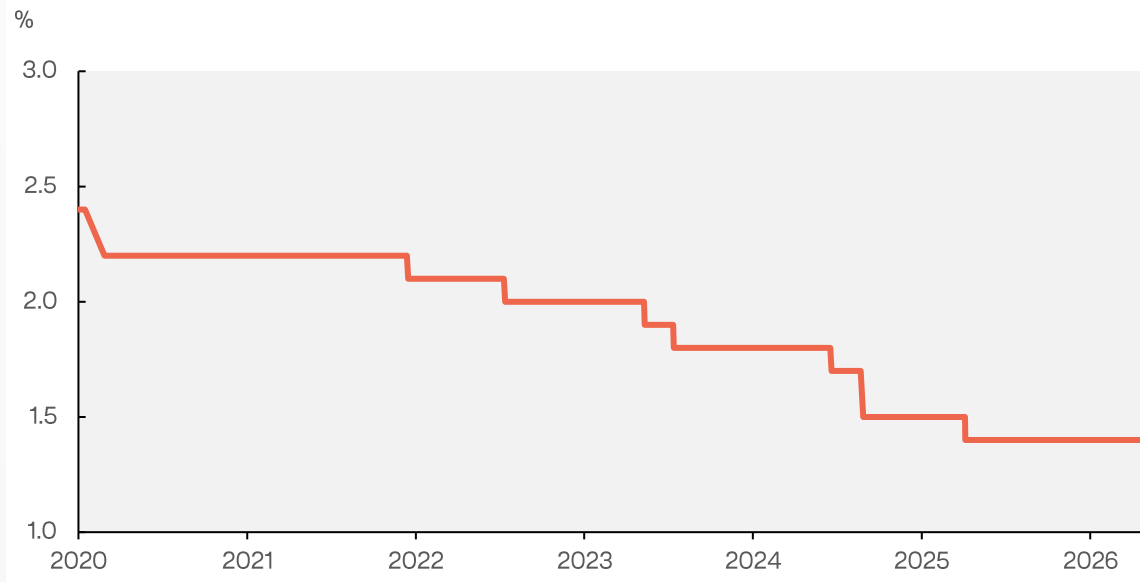
## 中國內地經濟：增長動能放緩，宏觀政策有望加碼

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

### 內地今年首5個月主要宏觀指標按年變化



### 人民銀行:7天逆回購利率

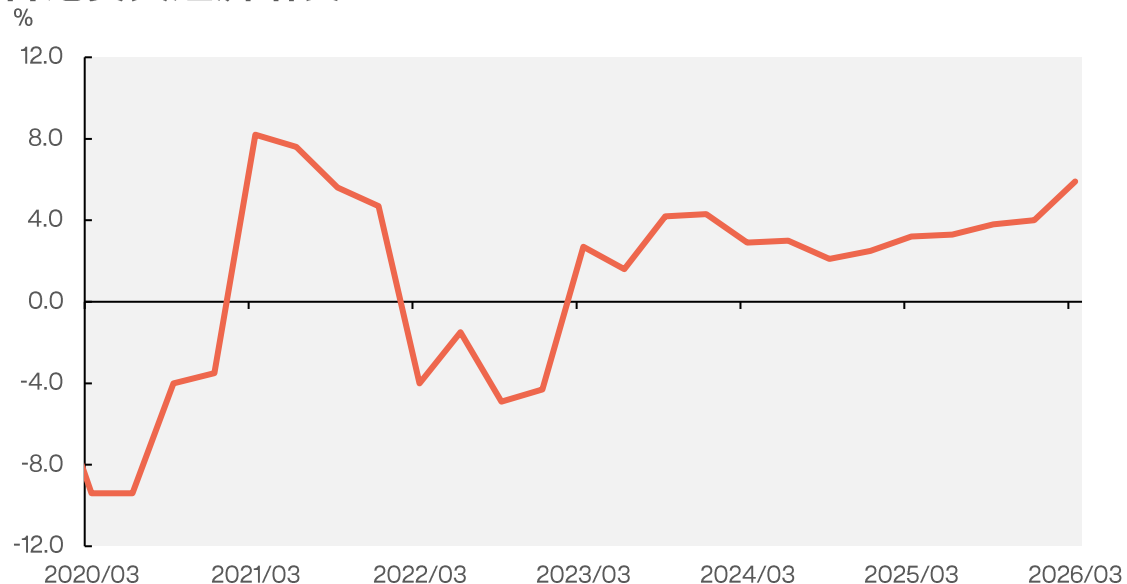




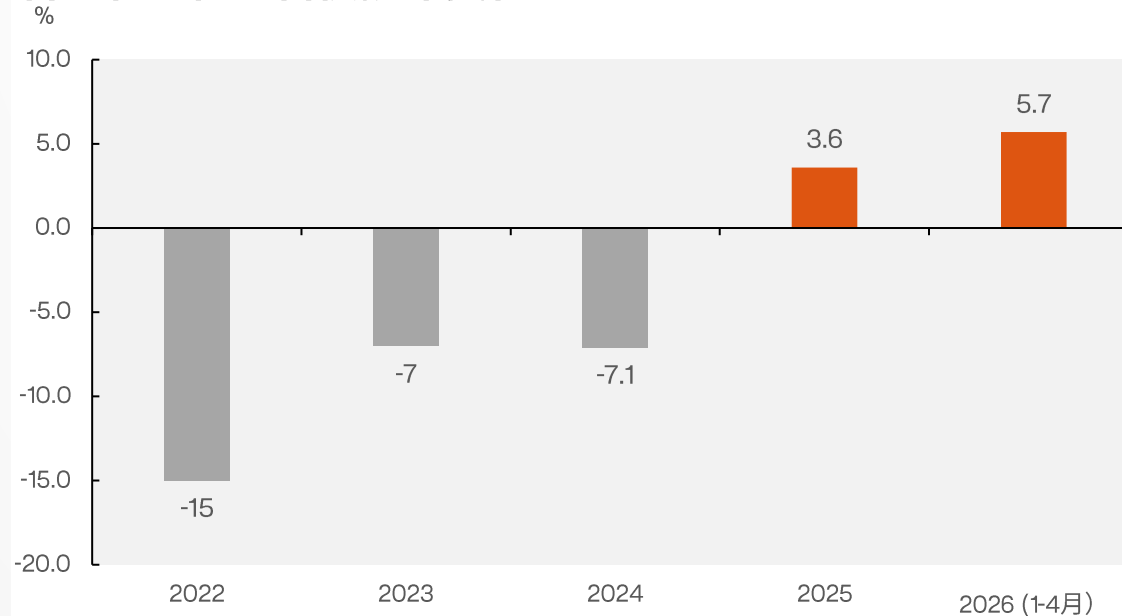
## 香港經濟：全年經濟有望延續強勁勢頭

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

### 香港實質經濟增長



### 香港私人住宅售價按年變化





## 目錄

- 1 宏觀策略
- 2 宏觀經濟
- 3 股票
- 4 債券
- 5 外匯
- 6 商品
- 7 季度資產配置





## 美國股市：乘勢而上



**陳偉聰**

東亞銀行財富管理處高級投資策略師

**鄭瑩**

東亞銀行財富管理處投資策略師



## 第三季美股展望及策略 – 乘勢而上

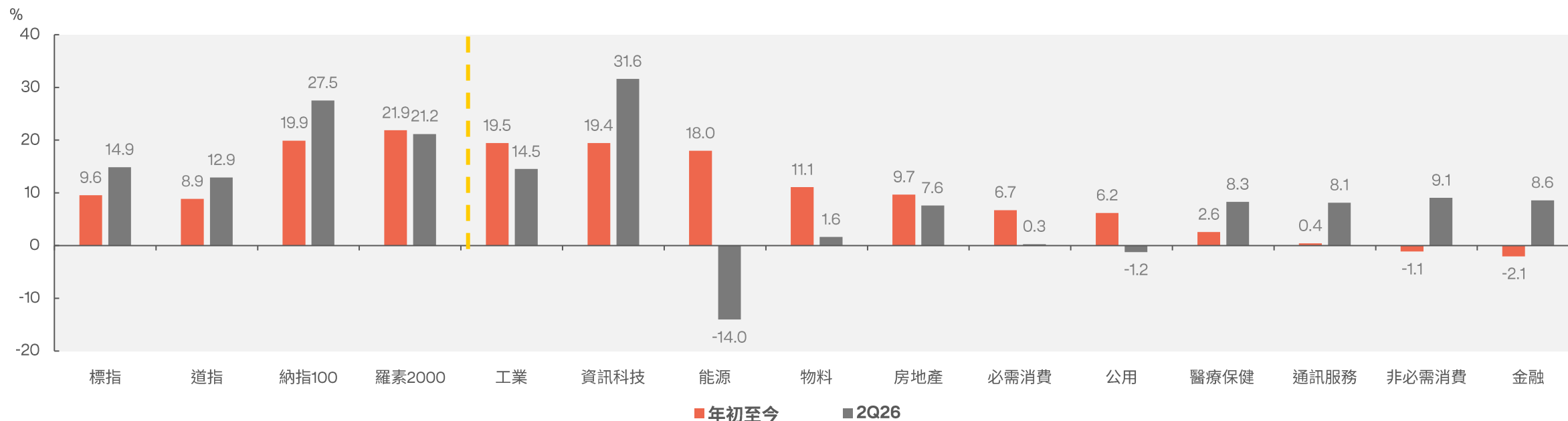
- 儘管市場面對通脹上升，加息預期升溫，但美伊和談有進展，加上我們認為第三季美股在經濟具韌性、企業盈利增長強勁的情況下，仍能維持輕微看好。
- 在基本情景預測下，美伊局勢緩和、油價及通脹回落，美聯儲下半年進行一次加息，我們上調FY26標普500指數每股盈利預測至342美元（按年+27%），上調NTM預測市盈率目標至23.0倍，2026年標普500指數目標由7,090點上調至7,870點。
- 預期企業盈利增長（尤其是AI主題股）維持強勁，惟樂觀預期下未來數季大幅超標難度增加，或引致股價波動。
- 代理式AI快速發展及Hyperscalers資本開支持續增長，繼續利好上游產業鏈，如GPU、CPU、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



## 美國股市：上半年美股表現突出，AI熱潮下科技股領跑

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

### 美股主要指數及標普各行業上半年及2Q26表現

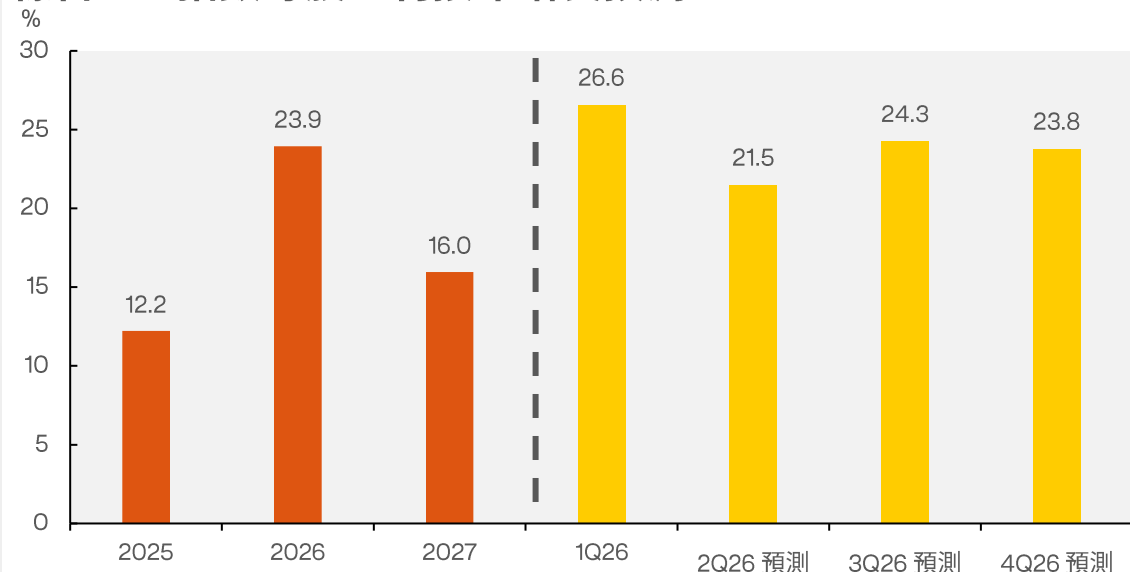




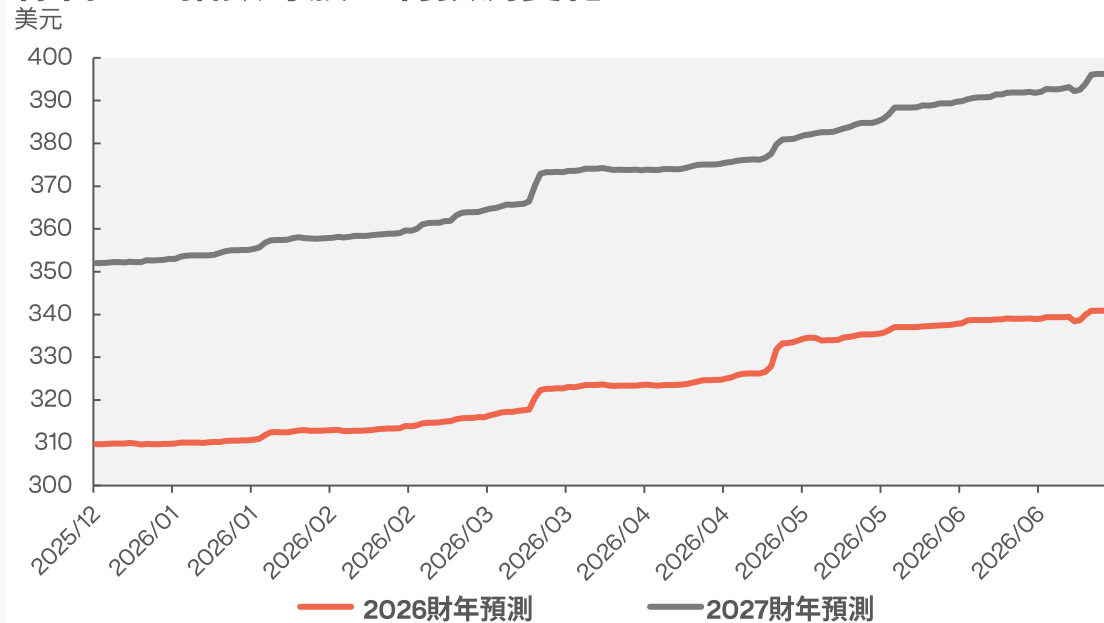
## 美股盈利預測維持強勁，惟未來數季盈利大幅超標難度增加

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

### 標普500指數每股盈利按年增長預測



### 標普500指數每股盈利預測變化

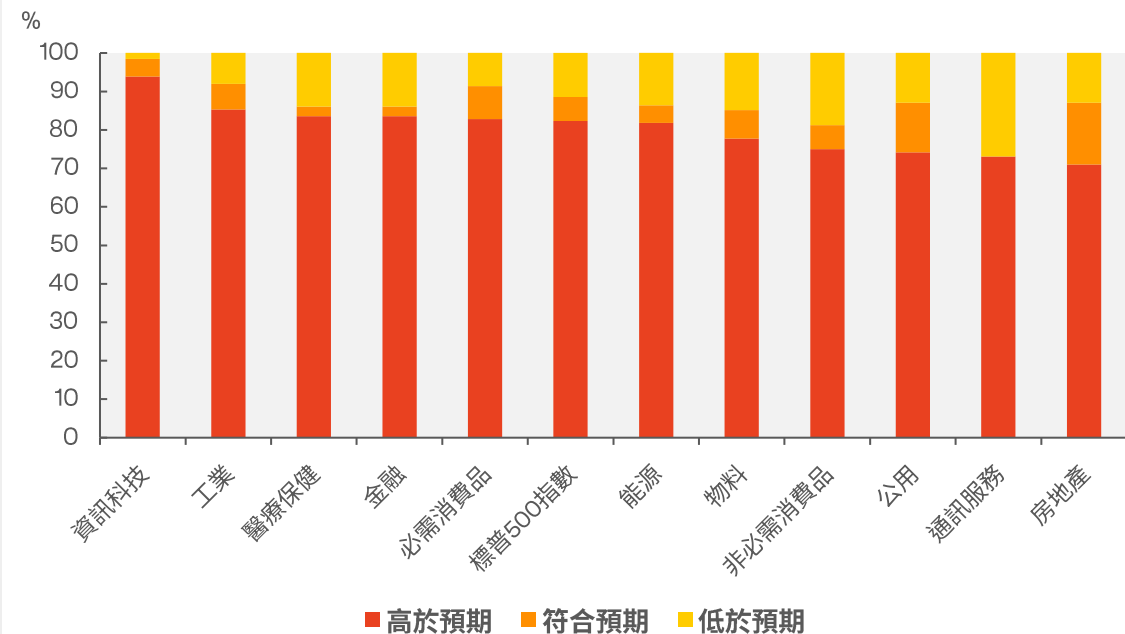




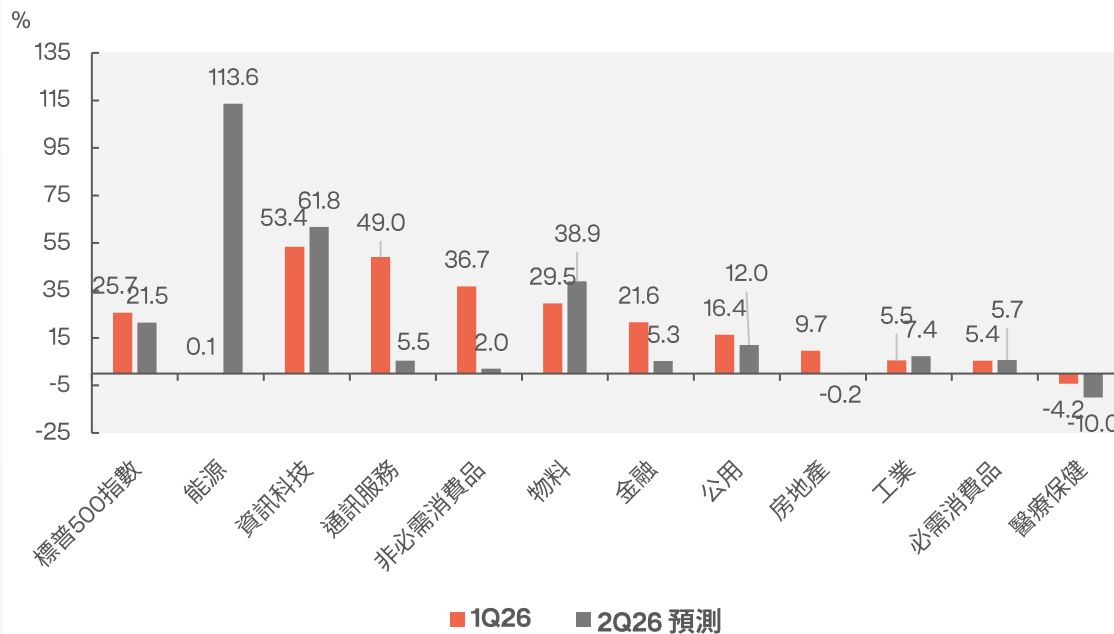
## 標普500分類行業盈利表現分化，資訊科技盈利驚喜度及增速均處前列

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

### 標普500指數及各行業1Q26盈利分析



### 標普500指數及各行業盈利增長



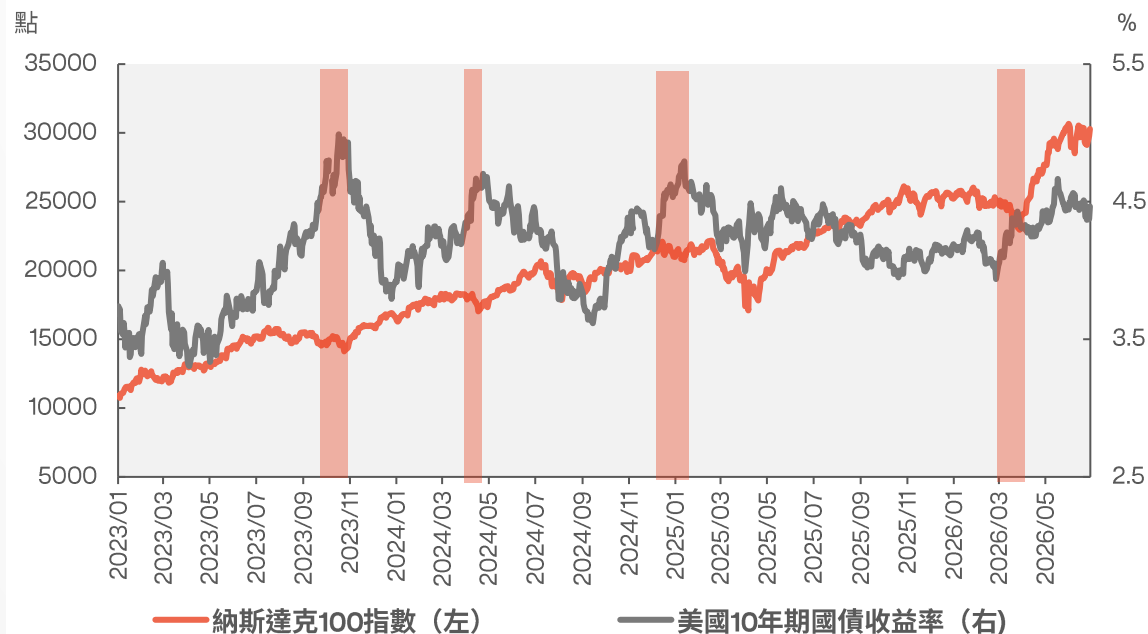


## 加息周期重啟未必利淡股市，長債利率若飆升則不利科技股

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

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

### 納斯達克100指數 vs 美國10年期國債收益率

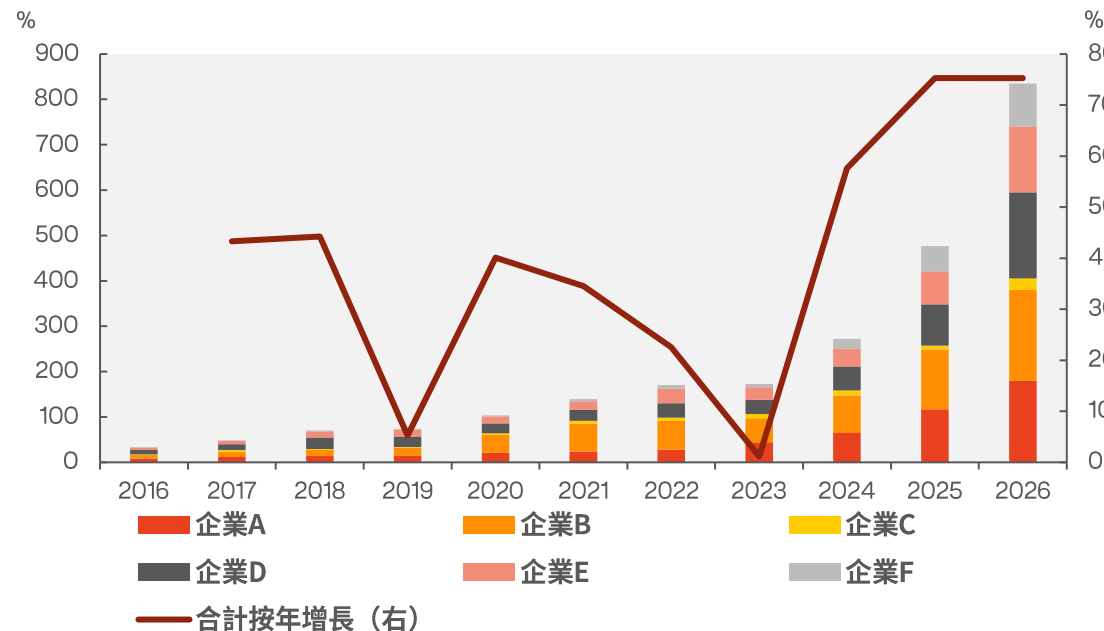




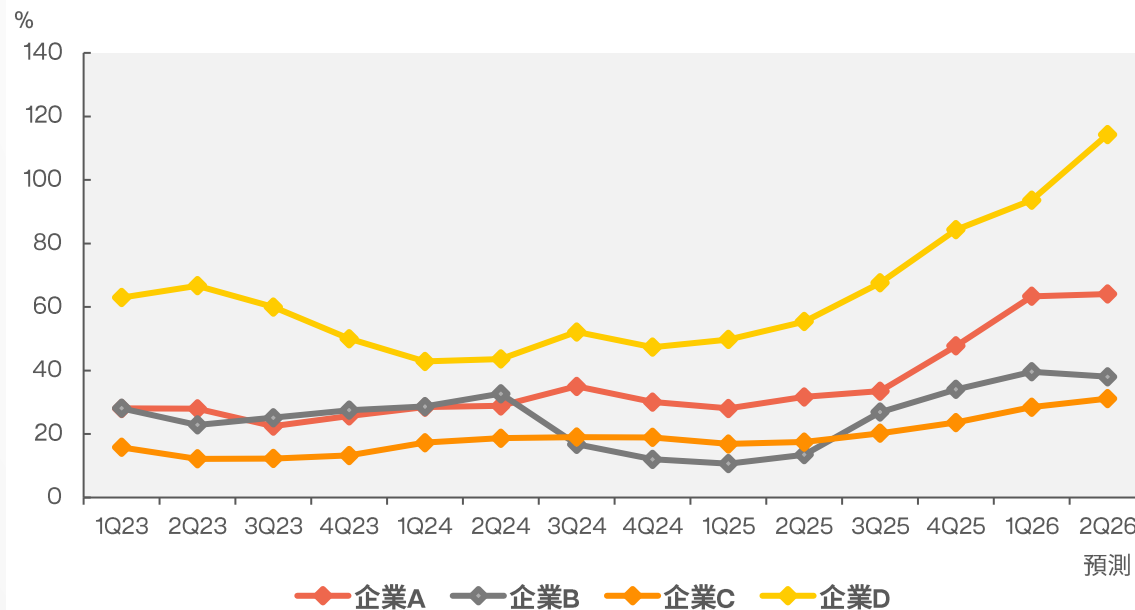
## 科技及人工智能 — 資本開支持續升，雲收入維持高增長

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

### 美國中下游科技巨頭年度資本開支



### 美國四大AI雲營運商之核心季度收入按年增速

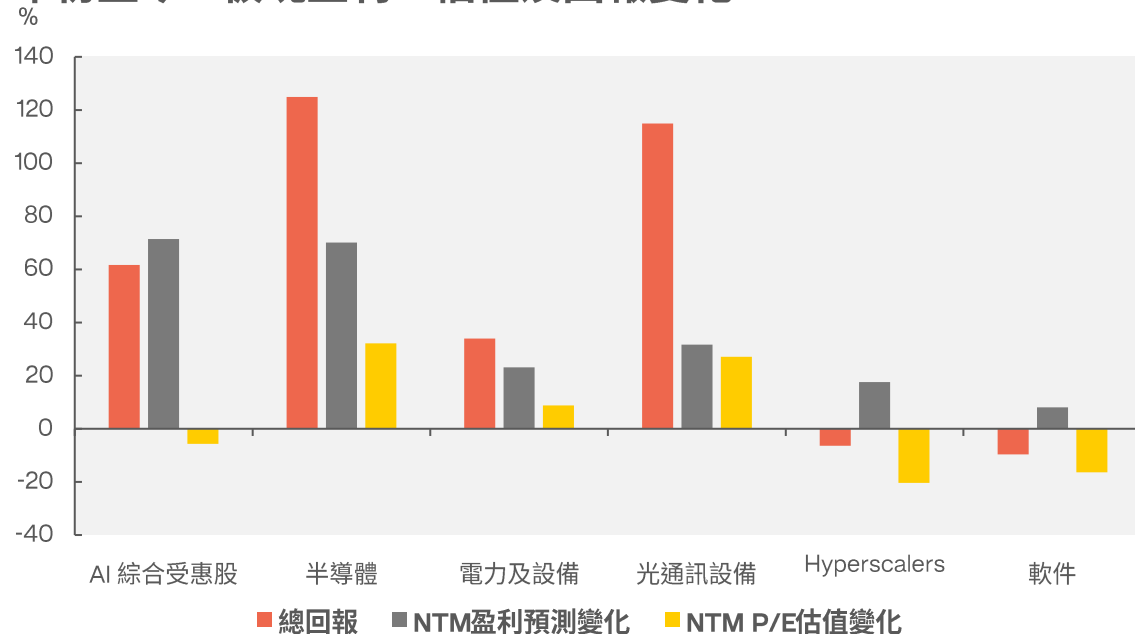




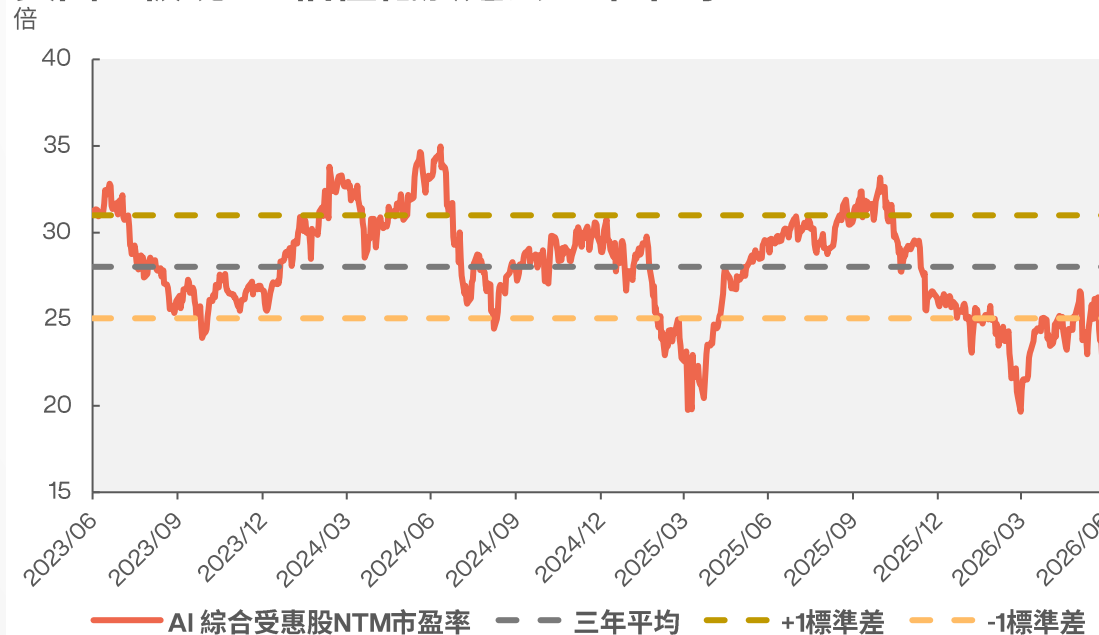
## AI板塊升勢主要由盈利驅動 較看好半導體、電力設備、Hyperscalers

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

### 年初至今AI板塊盈利、估值及回報變化



### 美國AI板塊P/E估值低於過去三年平均





## 美國科技股的市場憂慮與我們的解讀分析

利淡事件 / 市場憂慮	分析及觀點	潛在衝擊程度 (5*為衝擊程度最大)
Hyperscalers折舊開支大增，以及潛在配股集資壓力	<ul style="list-style-type: none"> <li>Capex上升導致折舊開支增加已屬市場廣泛預期之內，只要維持雲業務收入強勁增長，以及AI模型市佔率提升，對股價影響有限；</li> <li>大規模配股集資對每股盈利及ROE帶來負面影響，但只屬一次性，對股價影響取決於每家企業的配股條款及財務狀況。</li> </ul>	每股盈利：*** 估值：**
巨型IPO上市凍結資金，納入主要指數將削減其餘重磅科技股權重	<ul style="list-style-type: none"> <li>凍資影響短暫且輕微，因投資者多以借貸融資方式認購，市場增量資金亦相當充裕；</li> <li>受限於流通市值，新股納入指數的權重未必太大。</li> </ul>	每股盈利：不適用 估值：*
Semi Analysis報告預測CPO光互連技術量產延期，以及800V DC數據中心部署進度較慢	<ul style="list-style-type: none"> <li>Scale-Up CPO確受限於封裝良率、成本效益等挑戰，大規模量產可能須延後至2028-2029年，料未能實現市場最樂觀的期望，惟只是對光通訊板塊估值的合理修正；</li> <li>根據Nvidia台北GTC大會表示，800V DC機櫃可於3Q26實現量產就緒，惟我們預期大規模應用仍需時推進，電力設備股估值可能需小幅下修，但長綫基本面仍堅實。</li> </ul>	每股盈利：** 估值：****
AI大模型Token價格面臨下調壓力	<ul style="list-style-type: none"> <li>由於競爭加劇及部份企業收緊預算，部份基礎大模型或須下調Token收費，短期可能削弱Hyperscales ROI表現，並制約未來Capex增速；</li> <li>Token減價後料催生更多企業採用AI的需求，另外算力架構技術突破亦有助降低Hypersclaers的運算成本。</li> </ul>	每股盈利：*** 估值：***



## 美股AI投資仍熾熱：主題細分板塊之投資邏輯

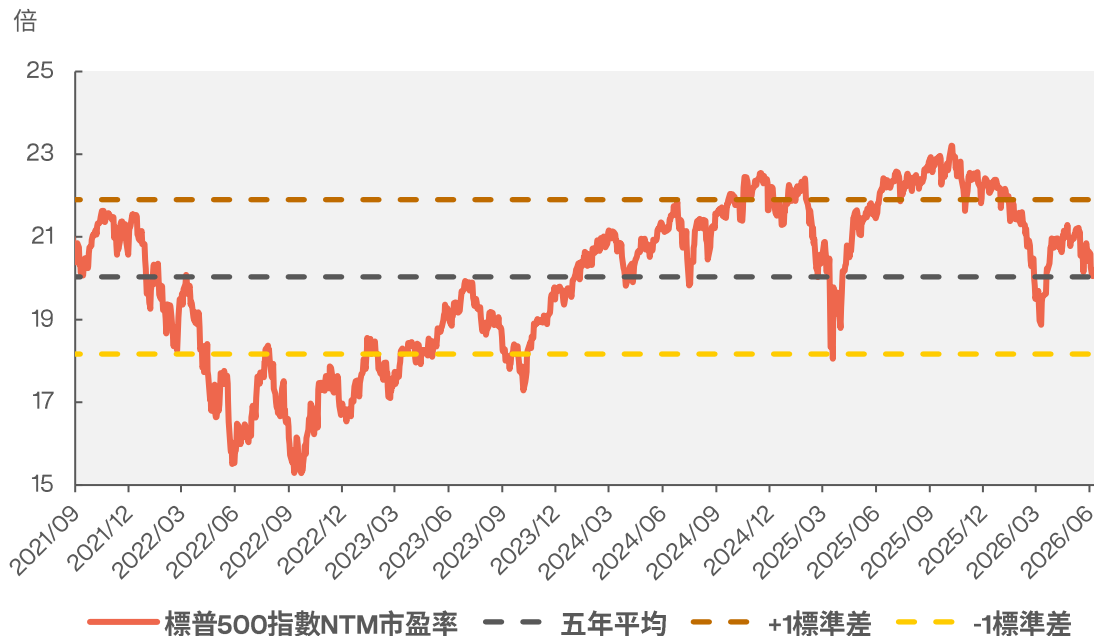
細分板塊	投資邏輯	看好程度 (*最看淡；*****最看好)
GPU、CPU、ASIC	1) AI雲服務商及模型開發企業持續上調Capex，算力芯片訂單價量齊升； 2) 龍頭GPU及ASIC開發企業陸續發佈新一代產品 (如Vera Rubin系列、8T & 8I TPU)； 3) Agentic AI應用愈趨普及增加CPU的潛在需求，未來CPU:GPU的使用比例將由目前1:8升至1:1。	*****
晶圓代工及設備	全球AI芯片的先進製程（7nm以下）和先進封裝技術（CoWoS）產能處於嚴重供不應求格局，一線晶圓代工廠訂單價量齊升。	*****
網路傳輸設備	1) AI數據中心的網絡架構正加速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



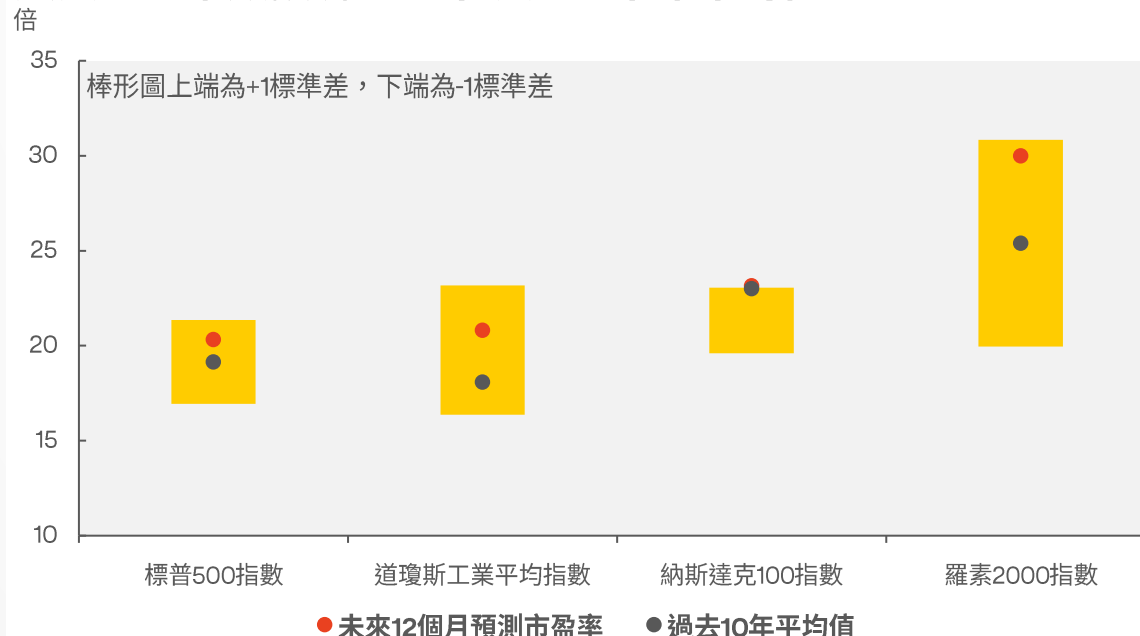
## 美股主要指數估值仍屬合理水平，標普500指數仍有上調空間

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

### 標普500指數NTM P/E 回落至五年平均



### 美股四大指數預測市盈率及過去十年平均值





## 市場資金Q3有機會向非科技股進行輪動

細分板塊	投資邏輯
金融股	<ul style="list-style-type: none"> <li>美聯儲息口預期轉鷹，減息預期消退之下，利率維持Higher for longer機會增，有助於大型銀行維持優於預期的淨利差（NIM）。</li> <li>隨著AI催化的資本開支擴張，企業進行股權及債務融資、IPO及併購（M&amp;A）活動日益活躍，將直接推動投行業務收入（Fee Income）的增長。</li> </ul>
工業股	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI敘事由半導體延伸至「電力、重型電氣設備、數據中心基建」，重型燃氣輪機、變壓器、電網升級需求殷切，部份工業巨頭訂單排期長達3-4年。</li> <li>油價回落有助企業營運成本、物流運輸成本下降，有利航空業、飛機製造及航空設備。</li> <li>製造業及供應鏈回流亦對工業構成中長線利好。</li> </ul>
必需消費品	<ul style="list-style-type: none"> <li>當市況出現波動，資金有機會由科技股切換至波動性較低及股息率較高的防守板塊。</li> <li>美國5月零售銷售按月增0.9%顯著超預期，當中雜貨零售、健康與個人護理及百貨零售類別增長較快。</li> <li>油價下跌助運輸、原材料、包裝成本下降。</li> </ul>
非必需消費品	<ul style="list-style-type: none"> <li>油價回落，有助企業緩解生產及運輸成本壓力，汽油開支下降亦有利美國家庭消費意欲回升。</li> <li>美股及房地產價格持續向上，財富效應或帶動奢侈品、高端服務消費、電商等復甦。</li> <li>美墨加共同主辦世界盃，節日消費效應帶動餐飲、旅遊及酒店，Q2盈利或顯著超預期。</li> </ul>



## 中國內地與香港股市：逆流挺進



**陳偉聰**

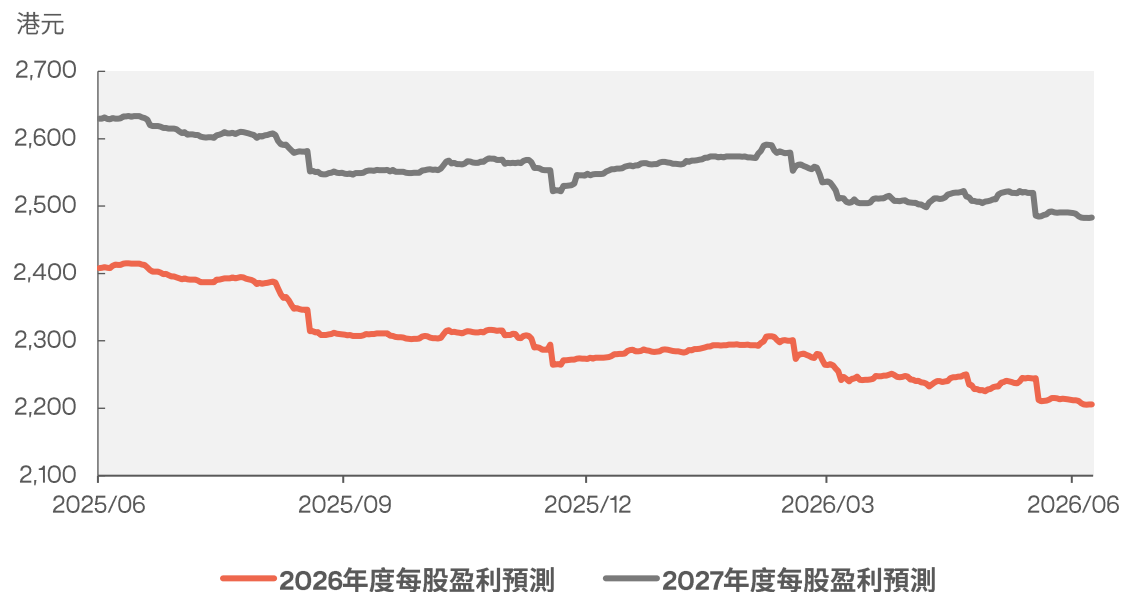
東亞銀行財富管理處高級投資策略師



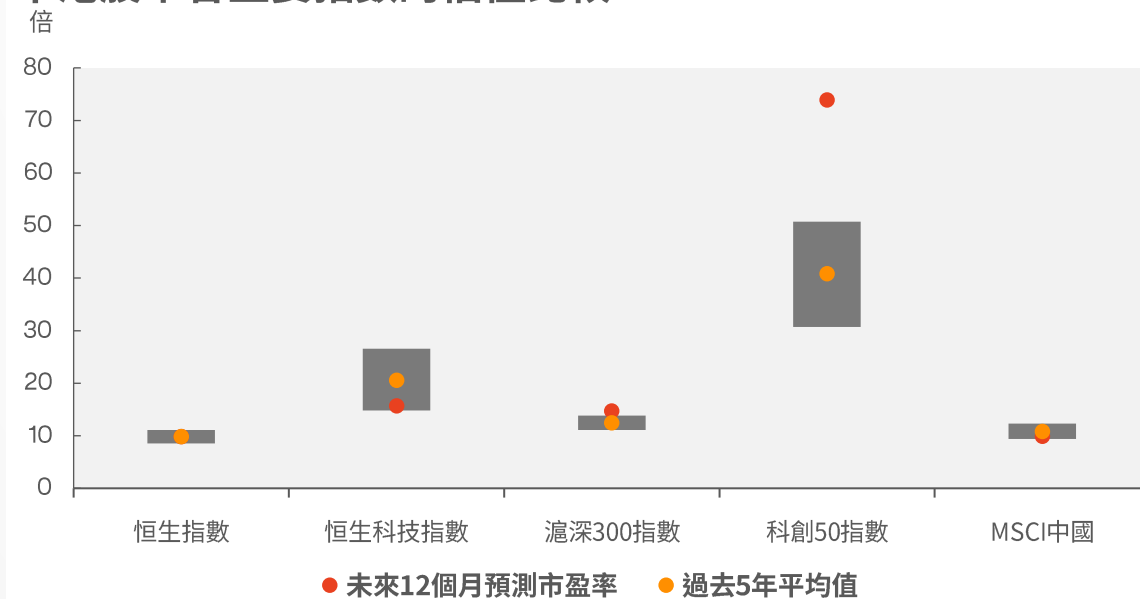
## 港股市場展望：下調恒指FY26目標至27,100點，Q3料迎來反彈行情

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

### 恒生指數FY26及FY27盈利預測變化



### 中港股市各主要指數的估值比較

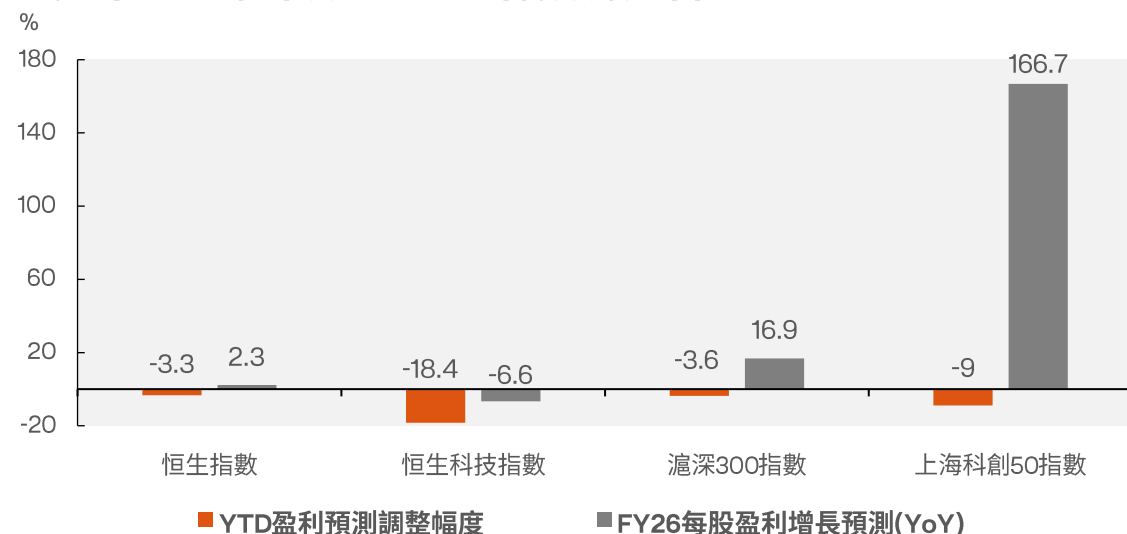




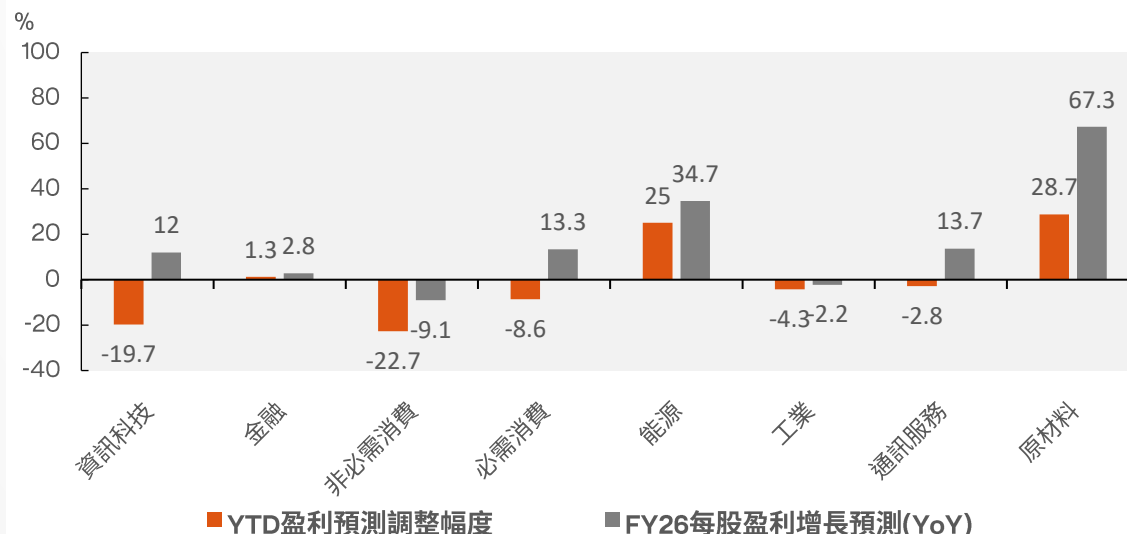
## 中國A股盈利展望優於H股，硬科技和工業板塊盈利增速料續跑贏消費

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

### 主要中港股票指數FY26盈利預測分析



### MSCI中國主要行業之FY26盈利增長預測及調整幅度



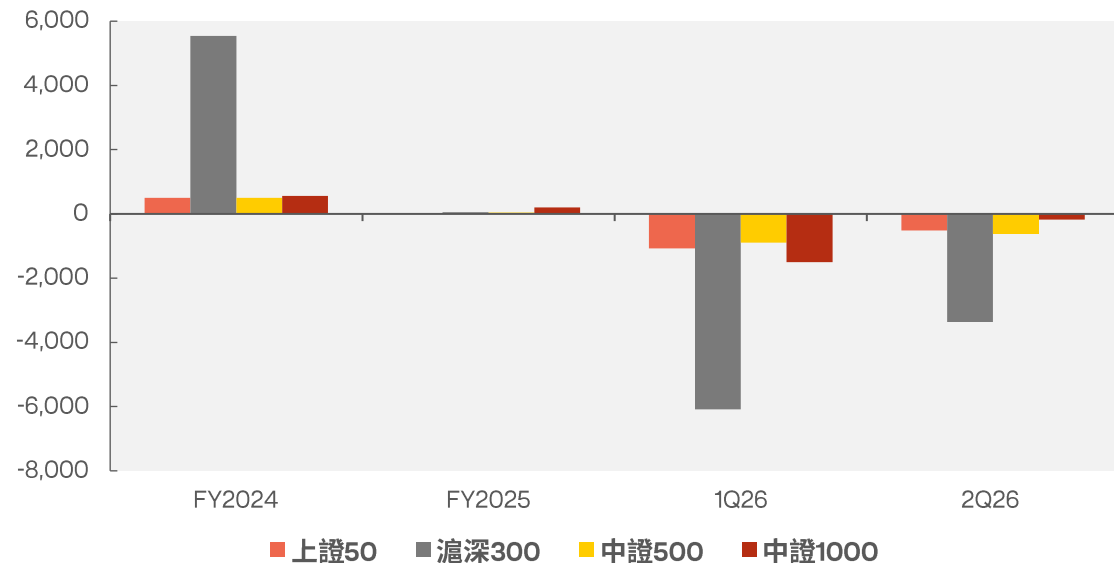


## 國家隊減持及北水走資暫壓制股市，惟資金流下半年可望好轉

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

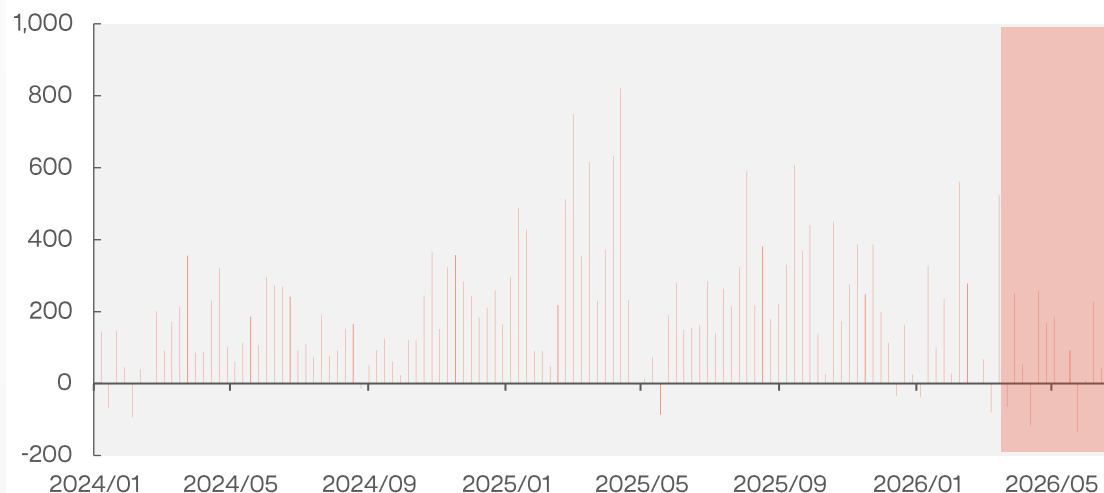
### 內地主要股指ETF申贖資金流

(億·人民幣)



### 南向港股通每周淨資金流

(億·港元)



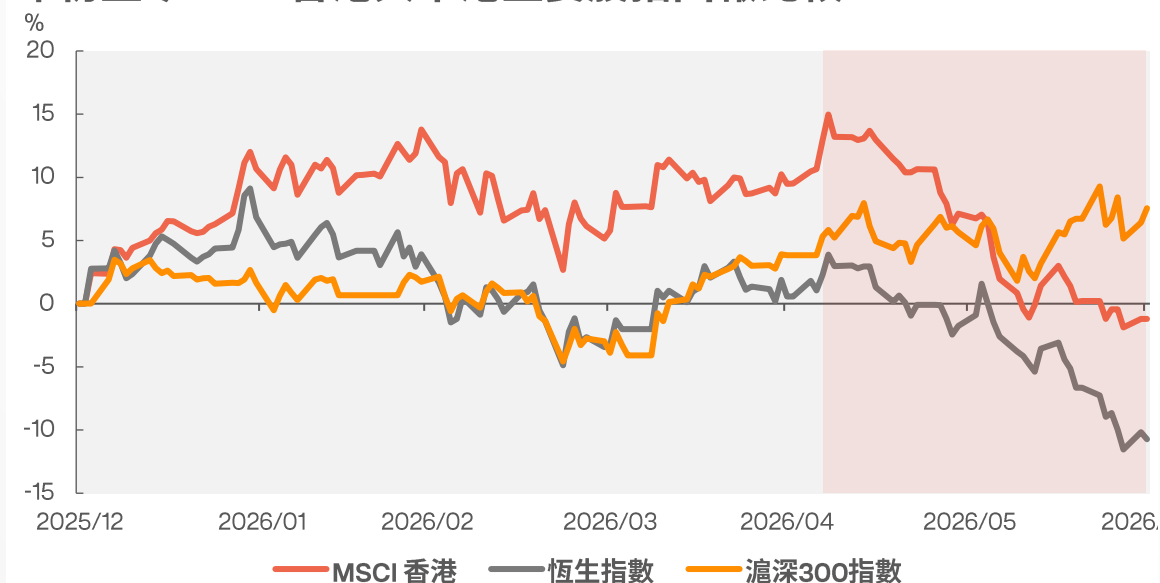


## 本地板塊短期料受累於美國加息預期及跨境投資限制收緊

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

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

### 年初至今MSCI香港與中港主要股指回報比較



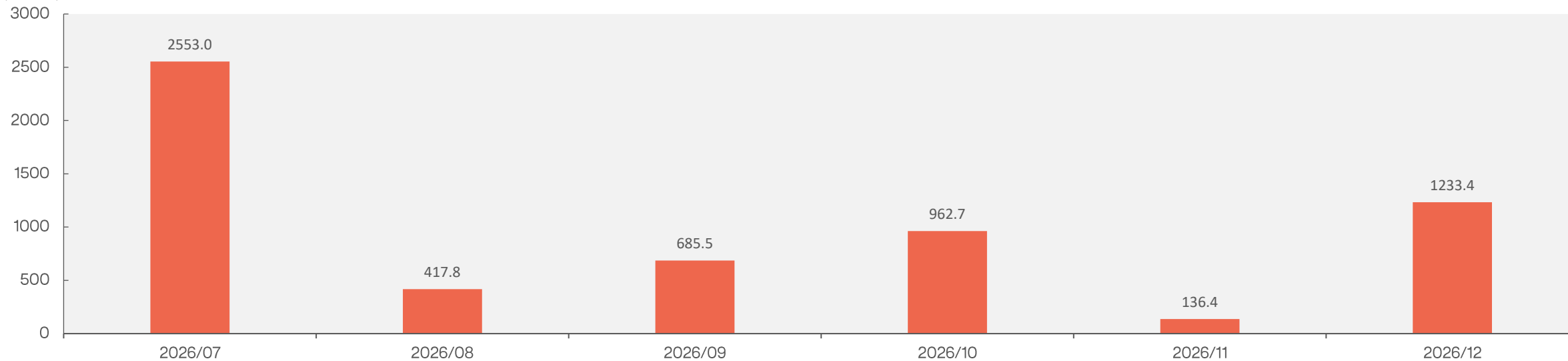


## 第3季港股IPO解禁壓力料大增，累計升幅較大之科技股宜持謹慎態度

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

### 港股市場IPO解禁規模與時間表

(億港元)





## 港股市場重點關注之投資主題及板塊

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



## 港股市場重點關注之投資主題及板塊

行業 / 主題板塊	看好原因	看好程度 (*最看淡；*****最看好)
內地券商+保險	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) 香港新股市場氣氛維持熾熱，A股市場可能加速大型IPO上市審批；</li> <li>ii) 行業Q1淨利潤增速普遍超預期，Q2業績能見度較高；</li> <li>iii) Q1壽險新業務價值增速強勁，且維持較高利潤率；</li> <li>iv) 險企近年積極提升股權資產投資佔比，有利強化投資收益表現。</li> </ul>	*****
內地電訊	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) 未來5年內地將斥資約2萬億元人民幣擴展數據算力網，三大電訊商料將負責營運，有利擴大其AI雲業務市場份額；</li> <li>ii) 企業自由現金流強勁，目前NTM股息率高達6.3%-7%，遠高於中國10年國債收益率，估值吸引。</li> </ul>	***
礦業+有色金屬	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) 受益於全球AI數據中心、電動車、國內電網升級和新能源行業的快速發展，有助支撐銅和碳酸鋰價格；</li> <li>ii) 頭部企業的礦場營運能力理想，加上多項新收購投產，預期產量穩步提升。</li> </ul>	****



## 股票：亞洲市場



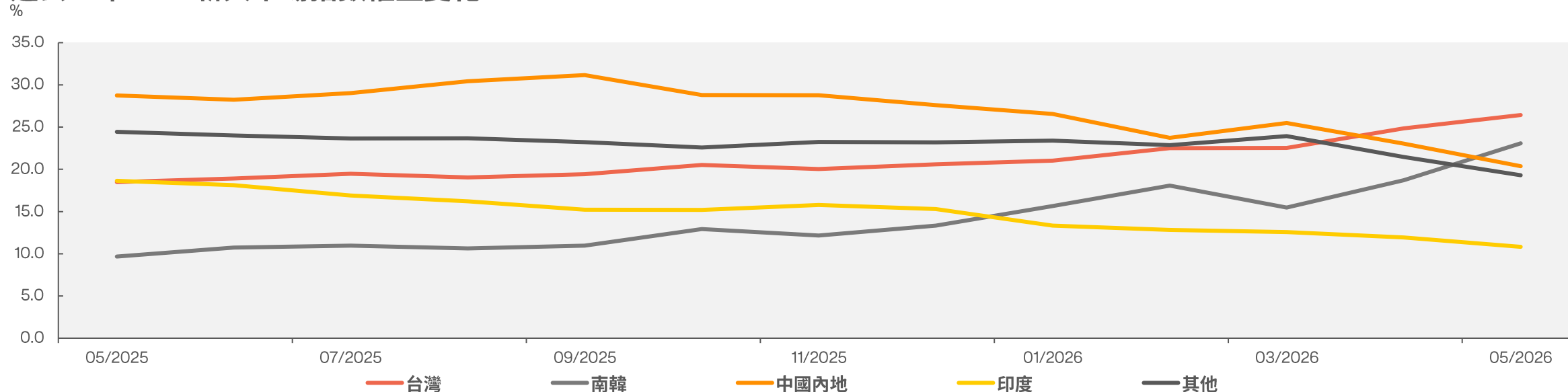
東亞聯豐投資團隊



## 股票：亞洲市場

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

### 過去一年MSCI新興市場指數權重變化





## 目錄

- 1 宏觀策略
- 2 宏觀經濟
- 3 股票
- 4 債券
- 5 外匯
- 6 商品
- 7 季度資產配置





## 環球債市：定錨乘風



**鄭瑩**

東亞銀行財富管理處投資策略師



## 環球債市第三季展望及策略 – 定錨乘風

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



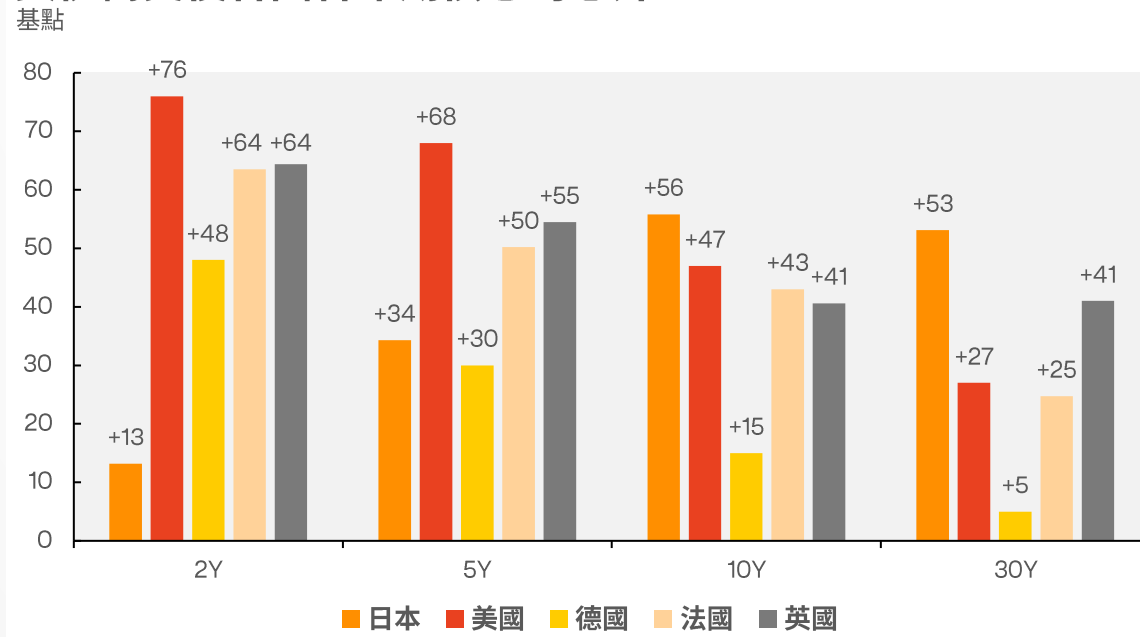
## 環球債市：環球通脹預期仍未明朗，各國債息暫高據不下

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

### 俄烏戰爭後各國10年期債息於高位維持較長時間



### 美伊衝突後各國各年期債息均急升

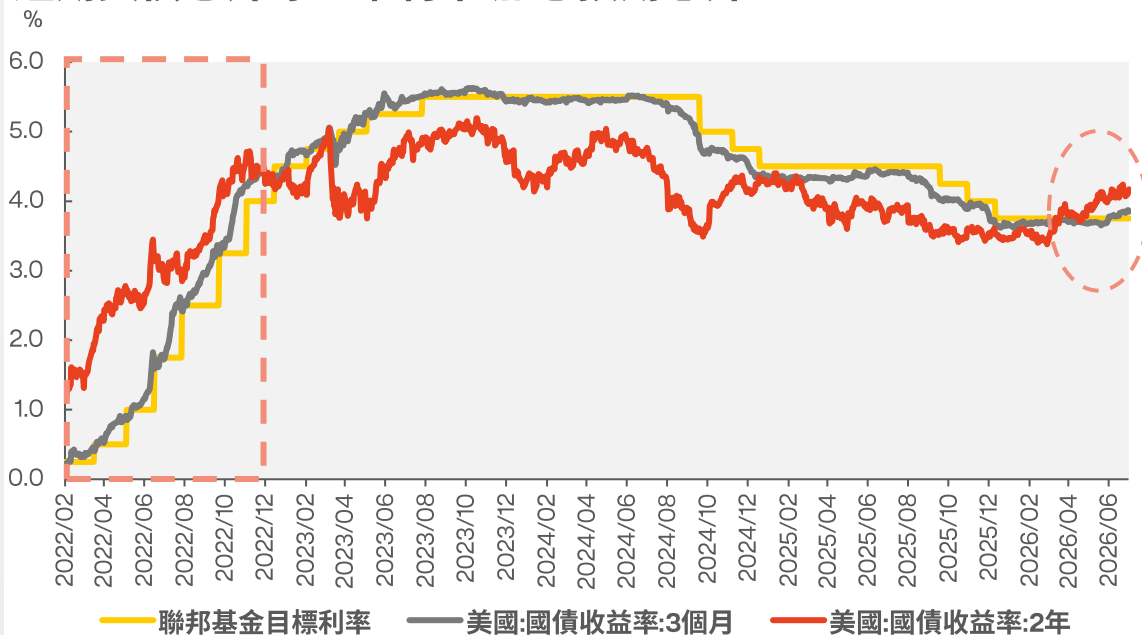




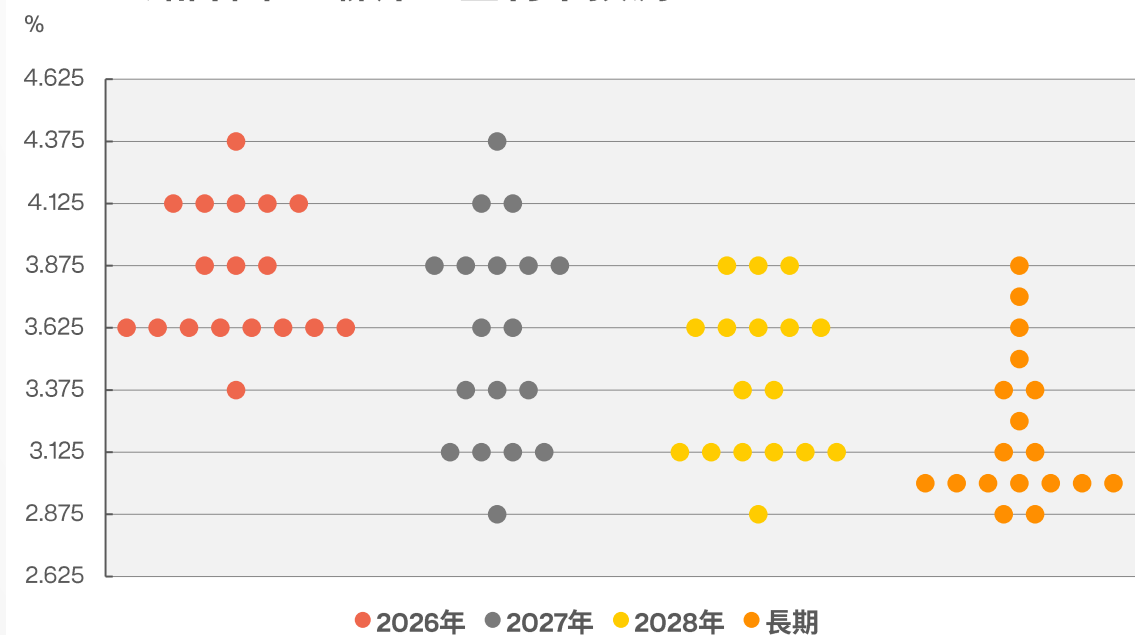
## 美國國債：短債或已定價年內加息預期，惟波動率或上升

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

### 短期美債息升穿基準利率 加息預期急升



### FOMC 點陣圖 — 聯邦基金利率預測

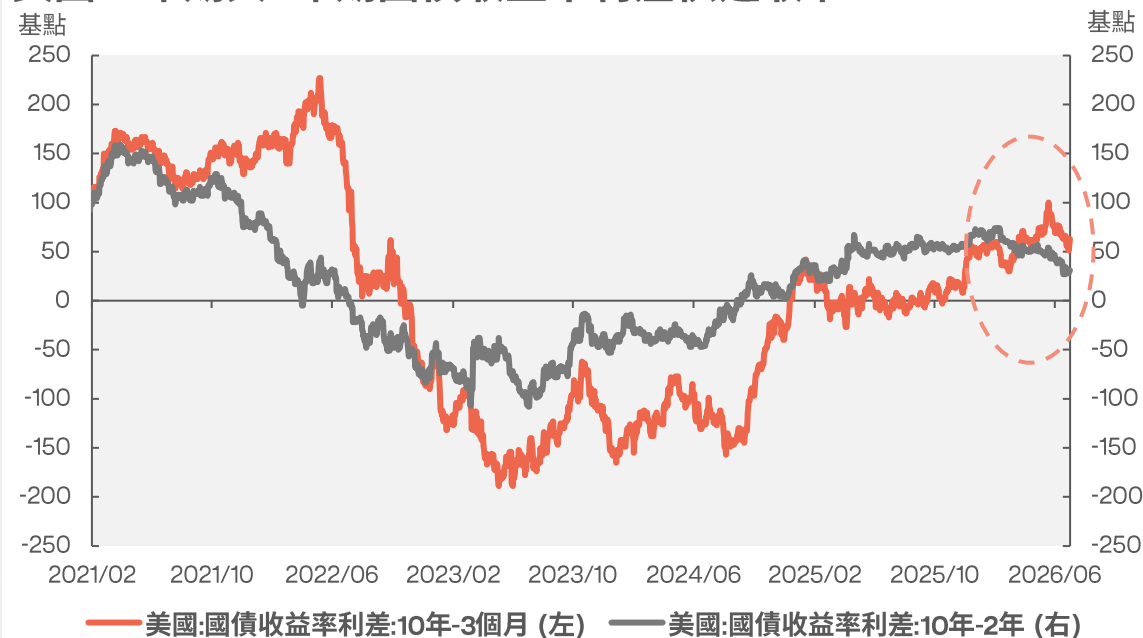




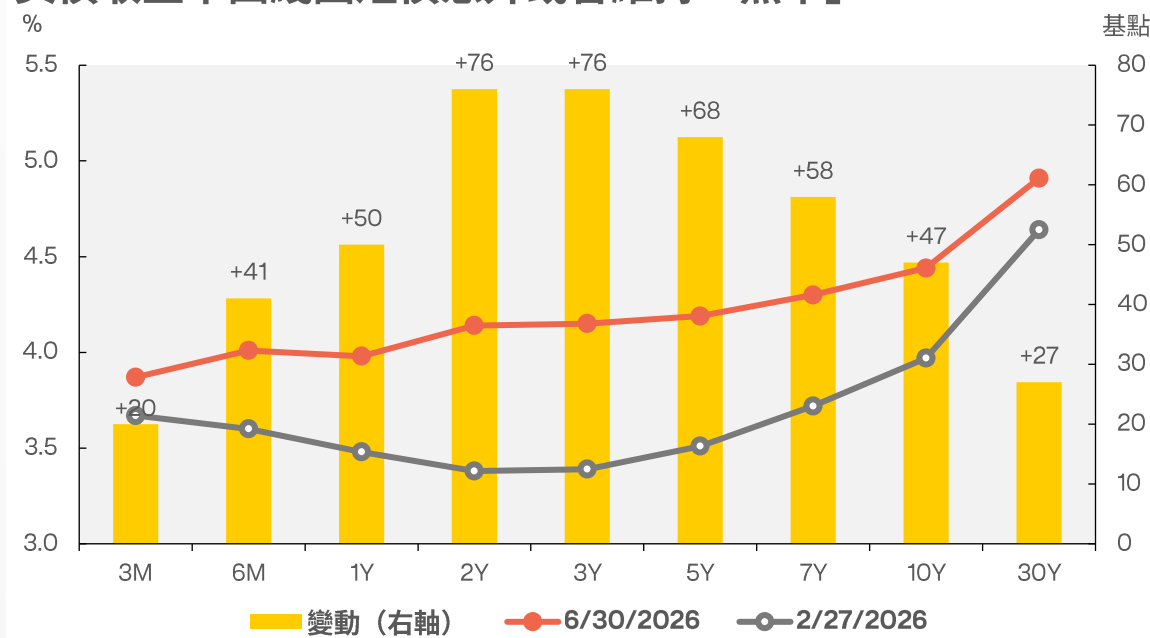
## 美國國債：收益率曲線短期維持「熊平」，核心配置曲綫中段及腹部

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

### 美國10年期與2年期國債收益率利差快速收窄



### 美債收益率曲綫因短債急升或暫維持「熊平」

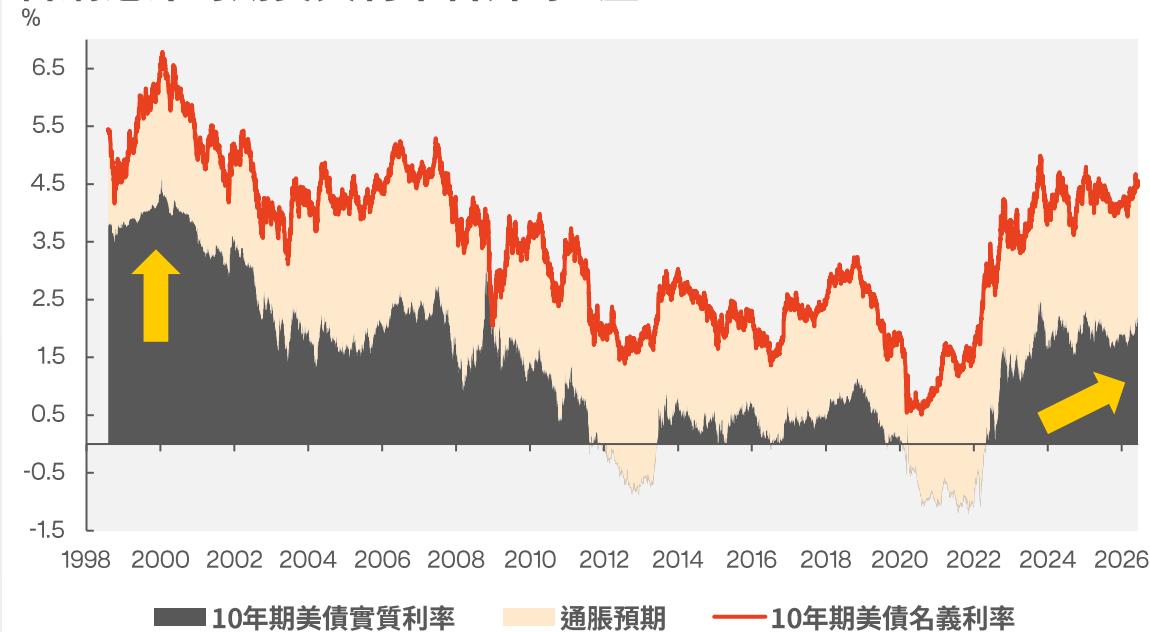




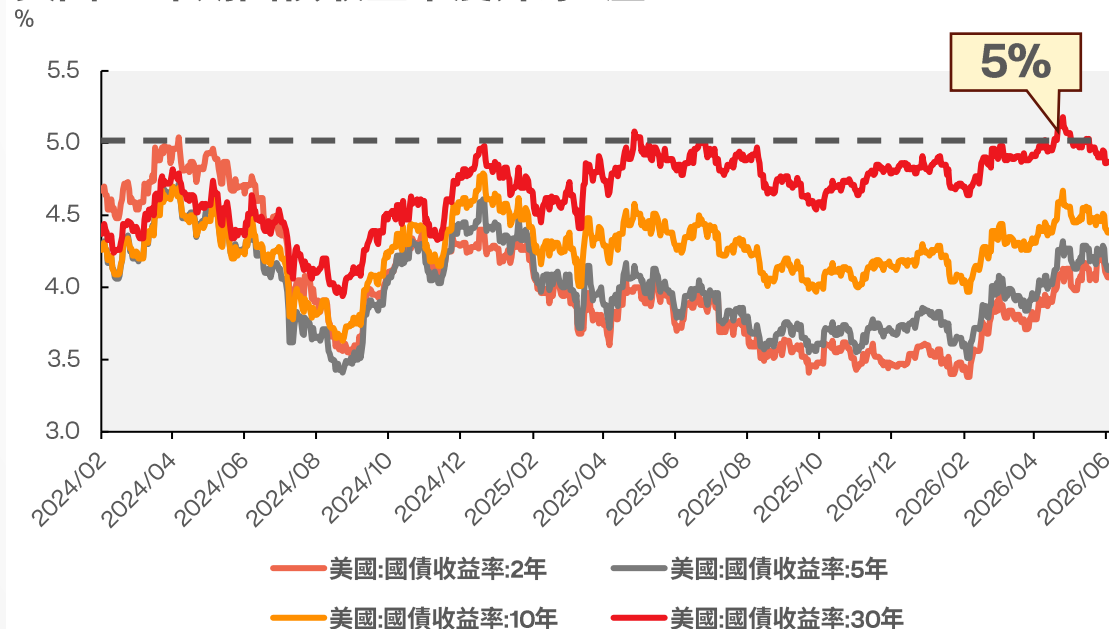
## 美國國債：AI投資熾熱拉動實質利率向上，抬升長債利率中樞

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

### 科網泡沫時期實質利率曾升穿4厘



### 美國30年期國債收益率度升穿5厘





## 環球信用債：利差處於低位，基本面維持穩健

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

環球信用債利差一度擴闊但幅度不及去年顯著



各類債券的風險與機遇

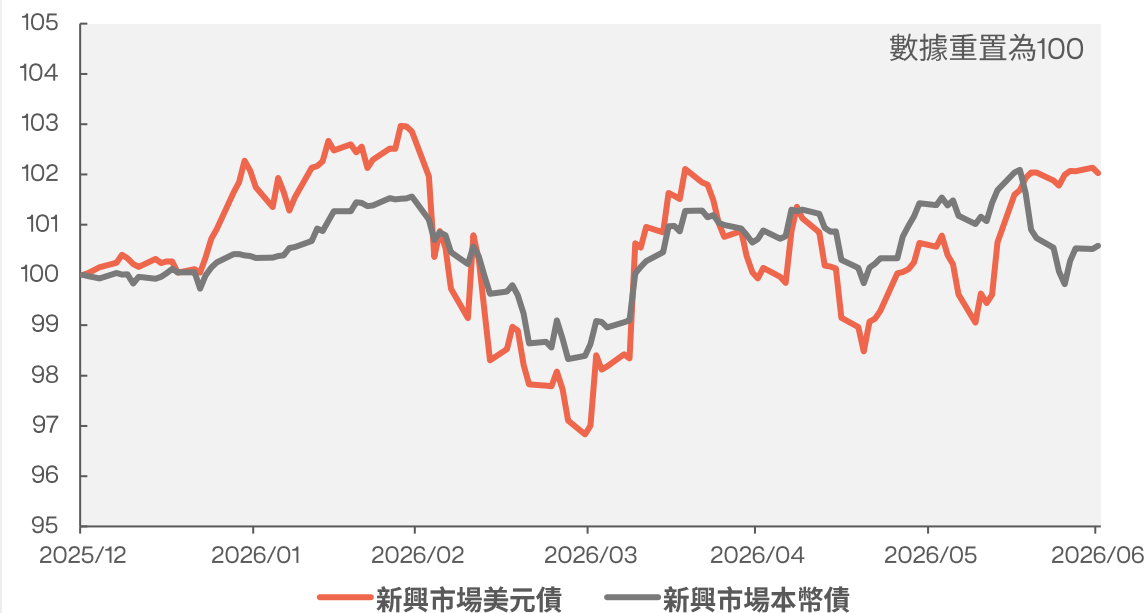
	全球高收益	全球投資級別	亞洲高收益	亞洲投資級別	新興市場美元債
收益率	6.91%	4.72%	7.34%	4.92%	6.04%
信用利差	2.80%	0.77%	3.0%	0.54%	1.62%



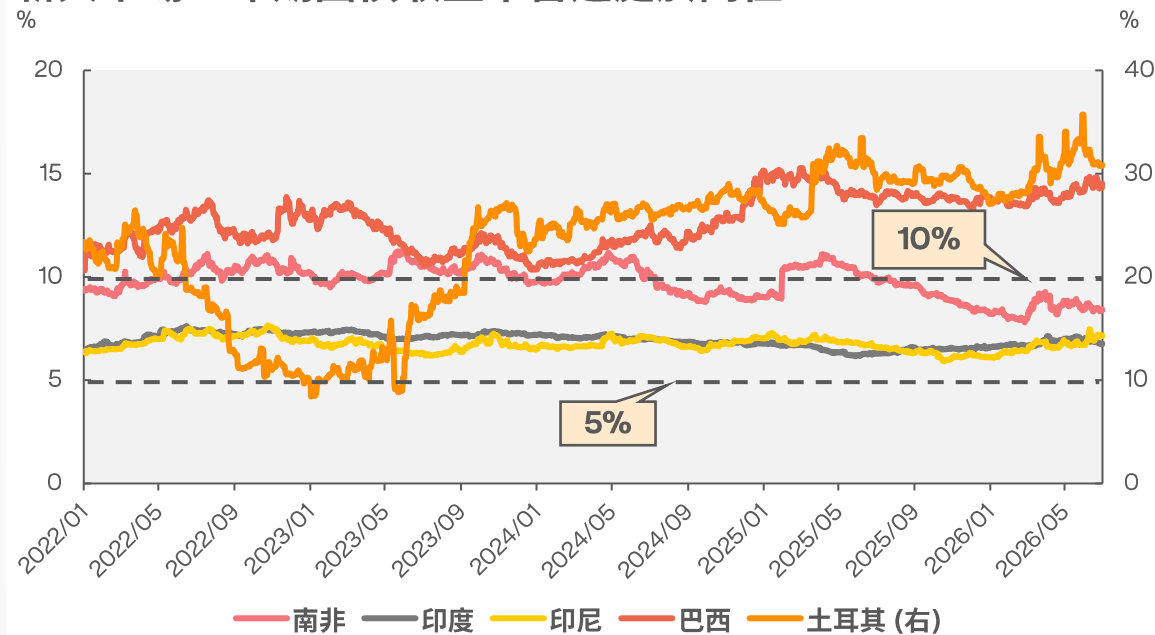
## 新興市場債：絕對收益率仍具吸引力

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

### 新興市場美元債上半年表現反超本幣債



### 新興市場10年期國債收益率普遍處於高位





## 第三季債市投資策略

債券類別	部署策略	投資邏輯
美國國債	<ul style="list-style-type: none"> <li>10年期債息中樞上移至4.2% - 4.7%</li> <li>2年期債息中樞上移至3.9% - 4.4%</li> <li>核心部署收益率曲綫中段，存續期控制於短至中期</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>短端（2年或以下）：或已「充份反映」年內加息預期，惟缺乏前瞻性指引下，對經濟數據或較敏感，短端波動性或擴大。現水平收益率吸引，流動性高，可作現金管理工具，走勢與利率政策高度錨定</li> <li>核心配置曲綫中段（3-7年）：存續期風險較長債低，持有收益吸引；尤其是「腹部」（Belly，5-7年期），當10年期債息上升時，5-7年價格跌幅相對可控，其滾動收益（Roll-down）策略有潛力提供可觀資本增值</li> <li>避開長端：AI投資熾熱拉動實質利率向上，抬升長債利率中樞，加上美國債務規模龐大且財政赤字持續惡化，未來有機會進一步加大發債規模，長端存續期風險較高，對長端美債前景維持審慎</li> </ul>
環球投資級別債	<ul style="list-style-type: none"> <li>增持投資級別</li> <li>部份亞洲國家受益於AI供應鏈，亞洲投資級別整體優於歐美投資級別</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業基本面持續強勁，違約率低，持有收益（Carry）吸引</li> <li>投資級別債平均存續期較長，對10年期債息較敏感，更偏好受利率風險影響較輕的中短期投資級債券，可參考10年期債息上下區間適時調整存續期</li> </ul>
環球高收益債	<ul style="list-style-type: none"> <li>維持高收益中性配置</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>收益回報吸引，惟預期基本面較強與較弱的發行人之間將加劇信用分化</li> <li>當前利差保護不足，對融資成本上升敏感，建議精選財務穩健的發行人</li> <li>控制倉位、避免過度下沉資質</li> </ul>
新興市場債	<ul style="list-style-type: none"> <li>看好整體新興市場債</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>絕對收益率處於高位</li> <li>利息緩衝（Carry Cushion）充足，總回報維持正面</li> <li>本幣債走勢較受美元走勢影響，若後續通脹回落、美元升勢放緩，或可獲匯兌收益與資本利得</li> </ul>



## 債券：中國及亞洲債市展望



東亞聯豐投資團隊



## 債券：中國及亞洲債市展望

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

亞洲投資級別及亞洲美元債券有效收益率較高



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

資料來源：東亞聯豐，ICE資料服務，資料截至2026年5月31日。

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

過往表現不代表將來表現



## 目錄

- 1 宏觀策略
- 2 宏觀經濟
- 3 股票
- 4 債券
- 5 外匯
- 6 商品
- 7 季度資產配置





## 外匯：返本還源



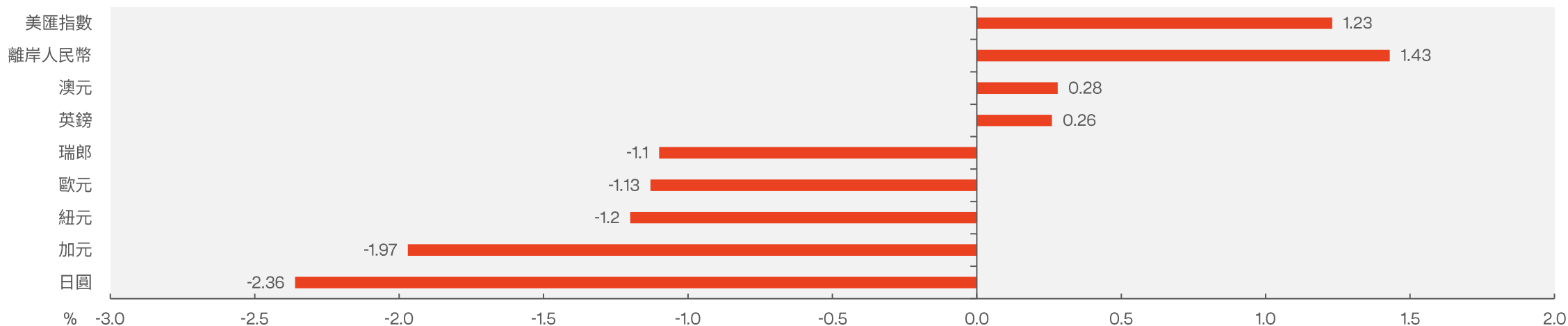
**吳永強**  
東亞銀行財富管理處投資策略師



## 外匯市場2026年第2季回顧

- 美伊衝突在第2季主導市場情緒及油價走勢，油價在第2季大部分時間走高推升通脹風險，個別非美主要央行已開始加息或轉向鷹派，加上美伊不時傳出議和消息，令非美貨幣在第2季早段有較好表現。
- 不過，美聯儲的貨幣政策成為第2季匯市的重大轉捩點。市場對美國今年減息的預期隨美伊衝突出現而逐漸減退，並一度預期美聯儲今年會由減息轉為維持利率不變。然而，美聯儲在6月的議息會議大展「鷹姿」，令年內加息的可能性大增，導致市場在短時間內重新定價，美匯指數在季末階段明顯走強，季內最終錄得1.23%的升幅。
- 非美貨幣中，我們在第2季給予「看好」評級的離岸人民幣及澳元表現最好，季內離岸人民幣及澳元（相對美元），分別升1.43%及0.28%。表現最差的是日圓及加元，分別下跌1.97%及2.36%。

### 2026年第2季主要貨幣表現





## 外匯市場2026年第3季展望

- 隨著美伊兩國在6月17日簽訂和平協議諒解備忘錄，也標誌著外匯市場的焦點由第2季集中於戰爭的地緣風險事件，重新聚焦回各國的經濟基本面及各大央行就最新經濟與通脹前景所作出的貨幣政策取態，故本季外匯章節的標題訂為「返本歸源」。
- 美國經濟具有韌性、就業市場穩健、通脹風險仍存、美伊就核問題的談判仍有破局的可能性，加上AI投資熱潮暢旺、股市屢創新高、且市場對減息預期已經消失，為美匯指數帶來支持。但須注意的是，若就業數據突轉弱、通脹明顯回落或股市大幅下跌，或令加息預期回落，將是美匯指數的潛在下行風險。
- 美聯儲在6月議息會議取態轉鷹，利率點陣圖顯示，18名有份提交點陣圖預測的委員，有一半認為今年需要加息，多達6人認為需要加息50點子或以上。
- 美國及伊朗暫時停火，但地緣政治風險仍起伏不定。美伊兩國就核計劃和解除制裁等問題設下60天的談判期限，惟伊朗的態度仍偏強硬，未來局勢發展依然會起伏不定，避險情緒不會全面退卻。美國中期選舉將於11月舉行，預期愈臨近選舉，美國總統特朗普愈會避免美伊局勢明顯惡化，故美伊最終談判破裂暫仍僅屬尾部風險（Tail Risk）。
- 霍爾木茲海峽已經重開，但由於之前封閉對通脹影響未全面浮現，加上石油供應恢復需時，油價料仍會略高於衝突前水平。我們預期G10國家中較受能源衝擊影響的央行，在第3季會維持偏鷹的態度。
- 雖然油價回落利好歐元等部分非美貨幣，但料第3季主導外匯市場的力量為美元加息預期持續及其利差優勢擴闊。不過，我們預期美聯儲今年只會加息1次且明年維持利率不變，在未有開啟新一輪加息周期的情況下，美匯指數季內或會呈先高後於相對的高位作整固走勢。若油價維持在每桶75美元或以下，通脹擔憂或會紓緩，屆時利率政策預期和風險偏好的調整，或會令美匯指數受壓，惟料在99會有較大支持。
- 非美貨幣中，我們較看好的出口韌性持續兼具貿易順差優勢的離岸人民幣、仍具息差優勢的澳元和較有加息能力的紐元；看法中性的貨幣包括瑞郎和日圓；較為看淡的是滯脹風險未除的歐元、政治風險較高的英鎊，以及經濟基本面仍較弱的加元。



## 外匯市場2026年第3季展望

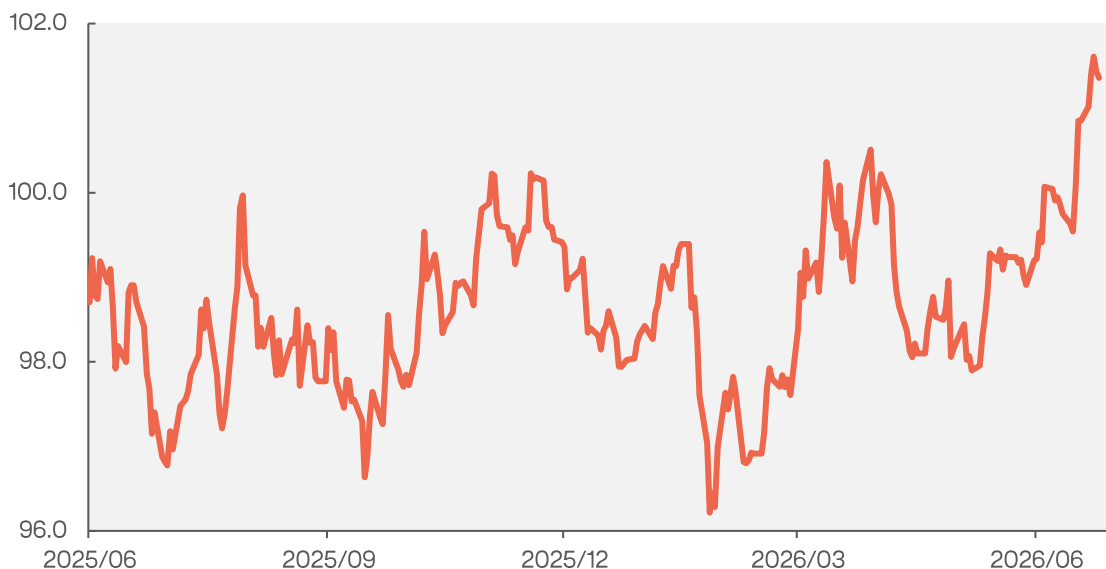
貨幣	第3季展望	3個月目標價	6個月目標價
美匯指數	輕微看好	101.00	98.00
離岸人民幣	輕微看好	6.7500	6.7300
澳元	輕微看好	0.7100	0.7200
紐元	輕微看好	0.5900	0.6000
瑞郎	中性	0.8100	0.7900
日圓	中性	159.00	158.00
英鎊	輕微看淡	1.3200	1.3400
歐元	輕微看淡	1.1400	1.1600
加元	輕微看淡	1.4200	1.4000



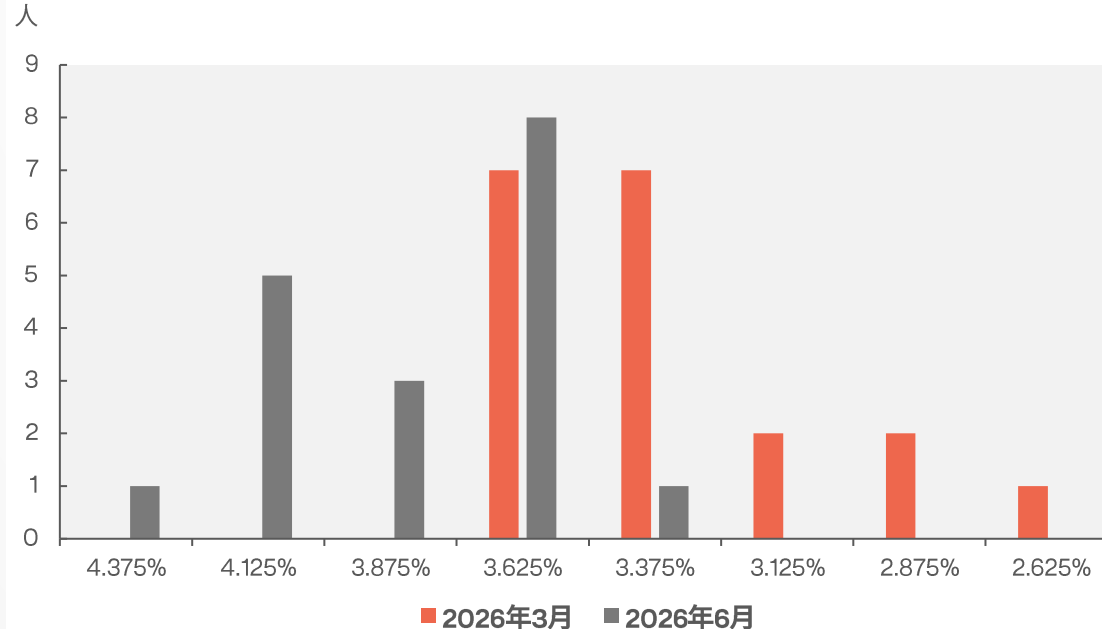
## 美匯指數 – 輕微看好

- 美聯儲取態由鴿轉鷹，在6月議息會議釋出3個鷹派訊號。1) 利率點陣圖顯示，18名美聯儲委員中，有9名支持今年加息（3名加25點子、5名加50點子、1名加75點子），3月份的利率點陣圖則未有委員支持加息；2) 利率點陣圖把2026年底中位數預測由3月的3.4%大幅上調至3.8%；3) 美聯儲主席沃什（Kevin Warsh）多番強調要實現物價穩定。
- 美聯儲主席沃什上任後設立5個工作小組重塑美聯儲架構，當中包括檢討對外溝通形式和數據依賴的決策模式，加上其決定刪除前瞻性指引，將令市場有更大空間因應經濟數據就聯邦利率預測作重新定價，增加美匯指數的波動性。

美匯指數過去1年走勢圖



美聯儲委員對利率取態已由減息轉向至加息

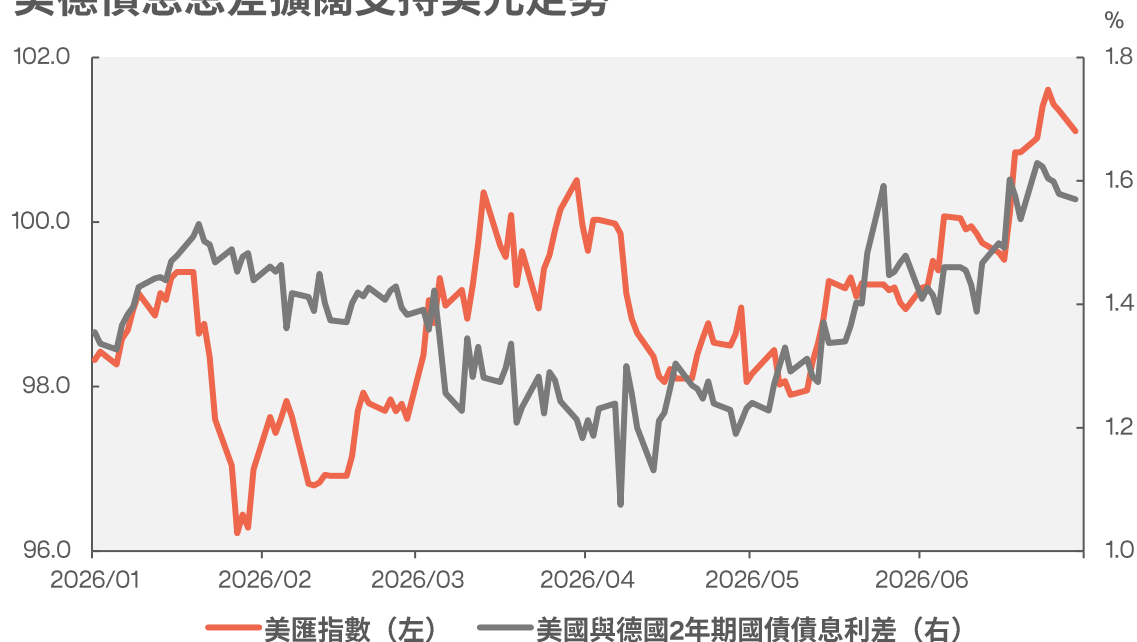




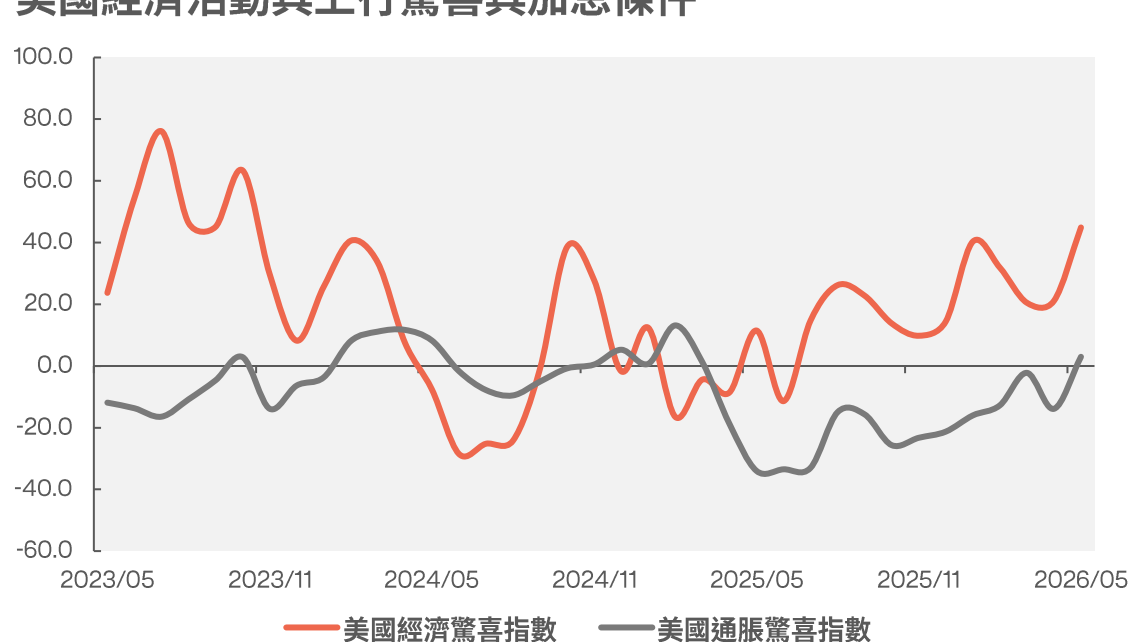
## 美匯指數 – 輕微看好

- 市場對美元加息持續定價的同時，隨著美伊兩國正式簽署諒解備忘錄，油價已由第2季最高超過每桶110美元大幅下降至每桶低於75美元的水平，通脹風險降低令其他主要貨幣的加息動力減退，利差偏向對美元有利。
- 美伊兩國進入60天談判期，談判過程料起伏不定，霍爾木茲海峽隨時有重新關閉風險，美元避險需求預期仍然偏強，對美匯指數帶來支持。
- 美國通脹上升，經濟數據表現強韌，加息具經濟面支持。我們的基本情景預期美國今年將加息1次，2027年會維持利率不變，意味不會重啟新一輪加息周期，惟足以支持美匯指數維持在較高水平。同時，息差優勢配合、具韌性經濟和股市景氣，「美國例外論」料再成交易主題。
- 我們給予美匯指數在第3季輕微看好的看法，季內或呈先高後在相對較高位作整固的走勢。3個月及6個月目標價分別為101及98。

### 美德債息息差擴闊支持美元走勢



### 美國經濟活動具上行驚喜具加息條件

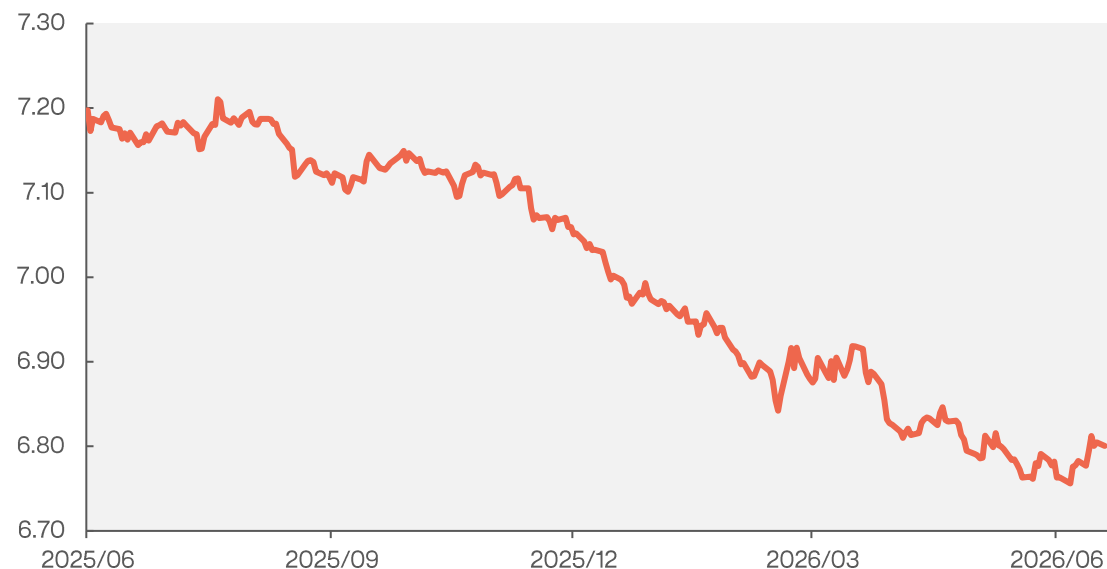




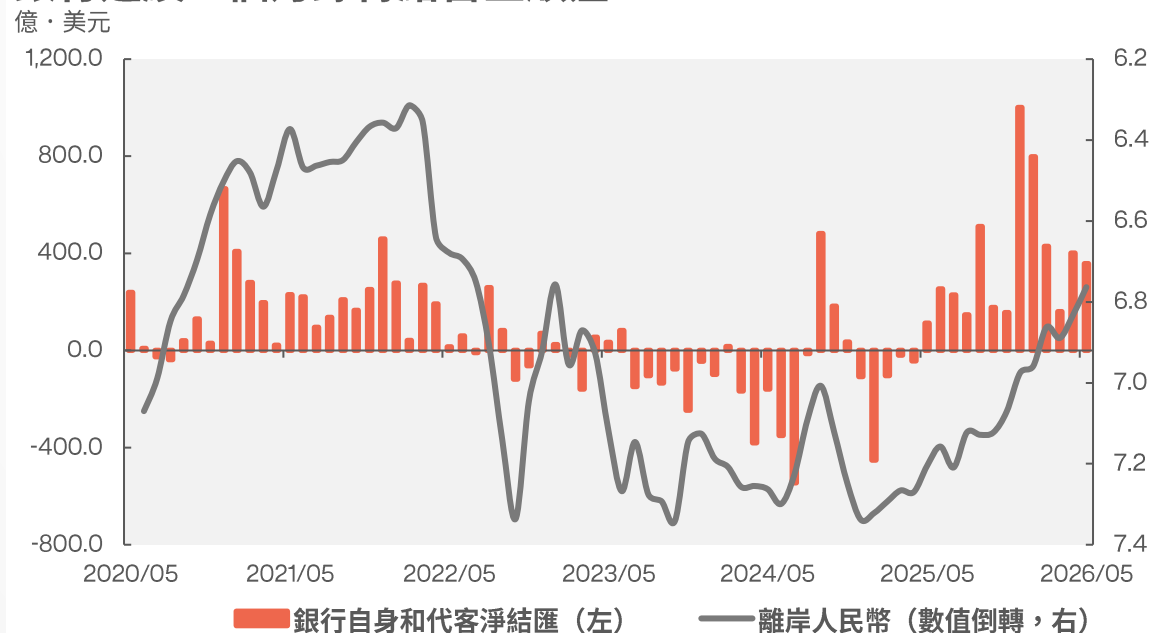
## 離岸人民幣 – 輕微看好

- 中國出口情況繼續保持強勁，今年首5個月有4個月的出口數據較市場預期優勝。中國出口結構有明顯轉變，集成電路、稀土及自動數據處理設備等出口按年增長強勁，預期環球AI投資潮持續，可繼續利好中國出口創匯。
- 首5個月的貿易順差合共達到4,517億美元，按年雖輕微回落，但為歷史上第2高，結匯需求將繼續利好人民幣的表現。
- 結匯需求持續，連續13個月錄得結售匯順差，今年首5個月結匯順差2,145億美元，去年同期則錄得逆差506億美元。結匯需求上升帶動人民幣走強，匯價走強預期又再推動結匯需求，形成良性循環。

### 美元兌人民幣過去1年走勢圖



### 銀行連續13個月錄得結售匯順差

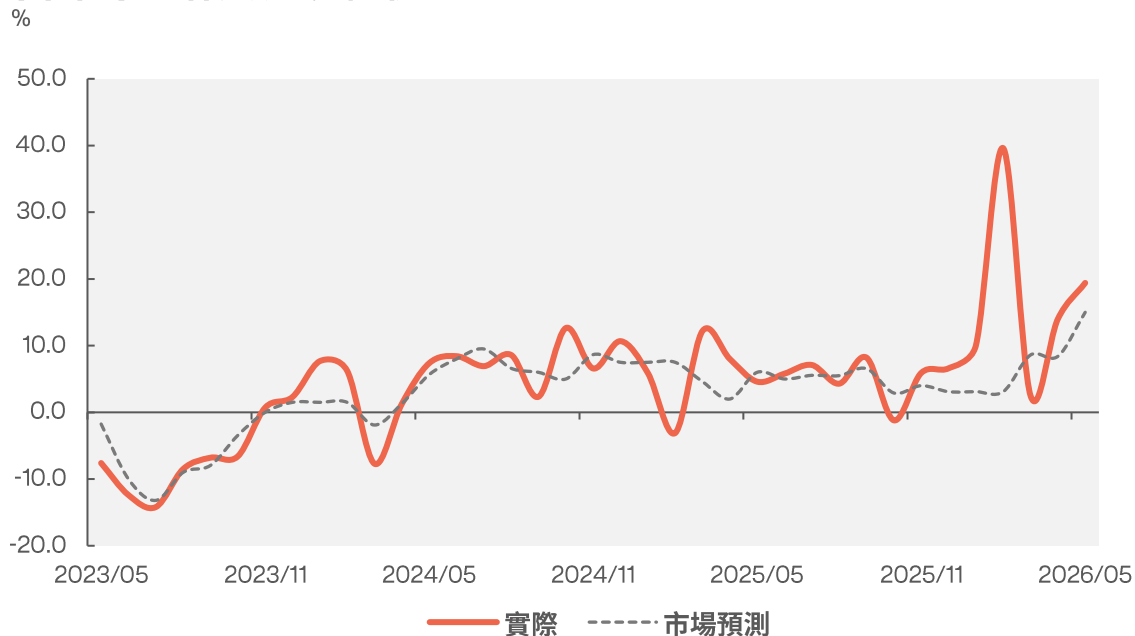




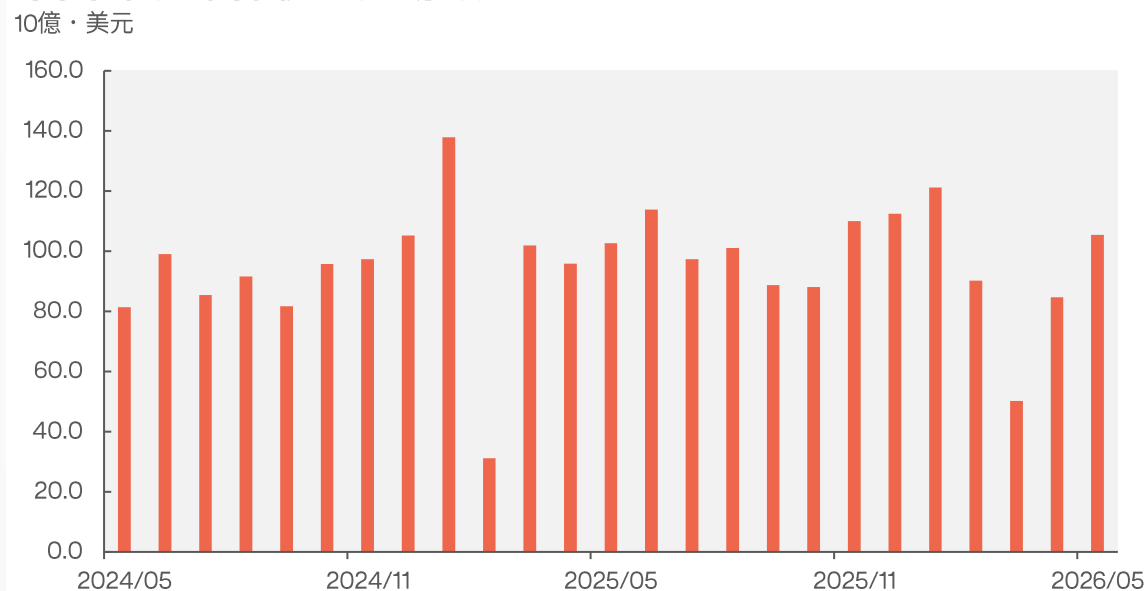
## 離岸人民幣 – 輕微看好

- 人行公布通過境外央行類機構回購工具（FIMA RMB Repo），向符合條件的境外央行類機構提供人民幣流動性，有助人民幣國際化及提升外資持有人民幣的意願。
- 中國第2季部分經濟數據遜預期，包括5月零售銷售及首5個月固定資產投資。加上，人行隔夜逆回購實際利率為1.25厘，低於主要政策利率7天期逆回購利率的1.4厘，顯示央行或有意放寬貨幣政策，或限制人民幣升值動能。
- 我們給予離岸人民幣在第3季輕微看好的看法。3個月及6個月目標價分別為6.75及6.73。

### 中國出口增長表現穩健



### 中國持續錄得龐大貿易順差

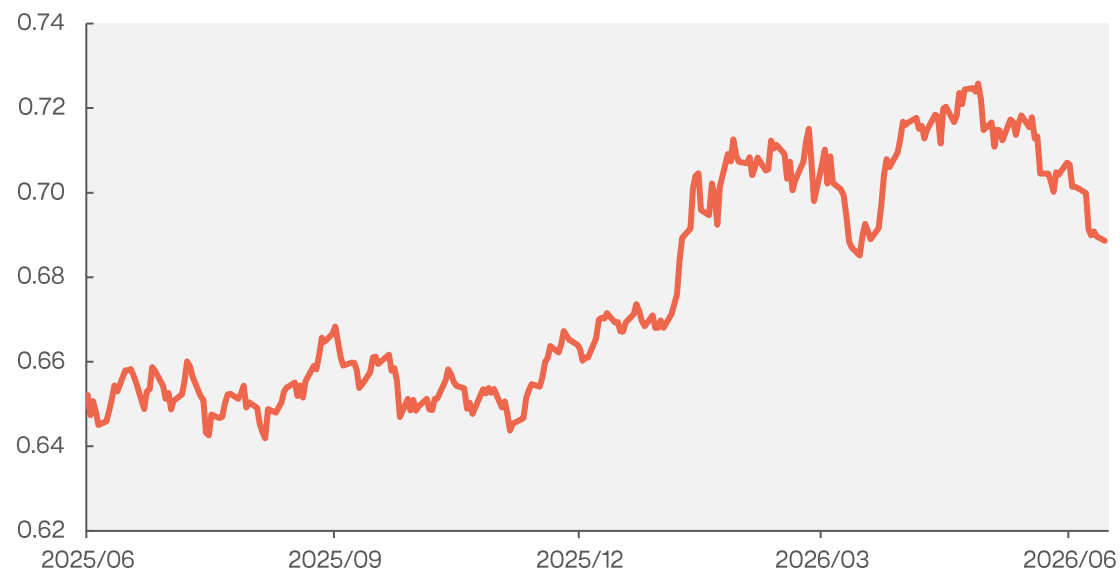




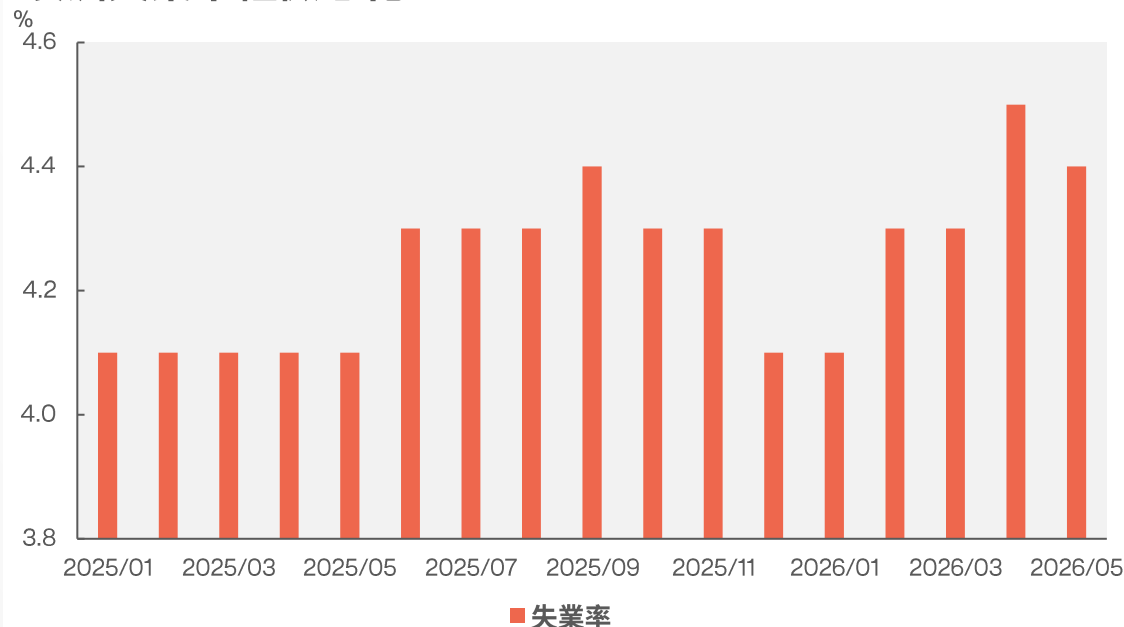
## 澳元 – 輕微看好

- 澳洲近月的經濟數據有回軟跡象，包括失業率上升和商業信心指數疲弱，惟數據只屬溫和轉弱，料此情況僅屬連續升息3次後正常的「副作用」而非經濟基本面惡化。我們預期澳洲的經濟數據短期或會輕微放緩，但整體環境相信仍較穩健。
- 美伊的和平協議令市場風險偏好向上對澳元有利，但同時能源價格下跌令作為能源出口國的澳洲受惠程度減少，兩者影響相互抵銷。
- 澳洲主要出口商品的鐵礦石價格近期由高位回落，加上澳洲最大貿易夥伴中國的內需疲軟，對澳元上行的支撐或會減少。

### 澳元兌美元過去1年走勢圖



### 澳洲失業率輕微惡化

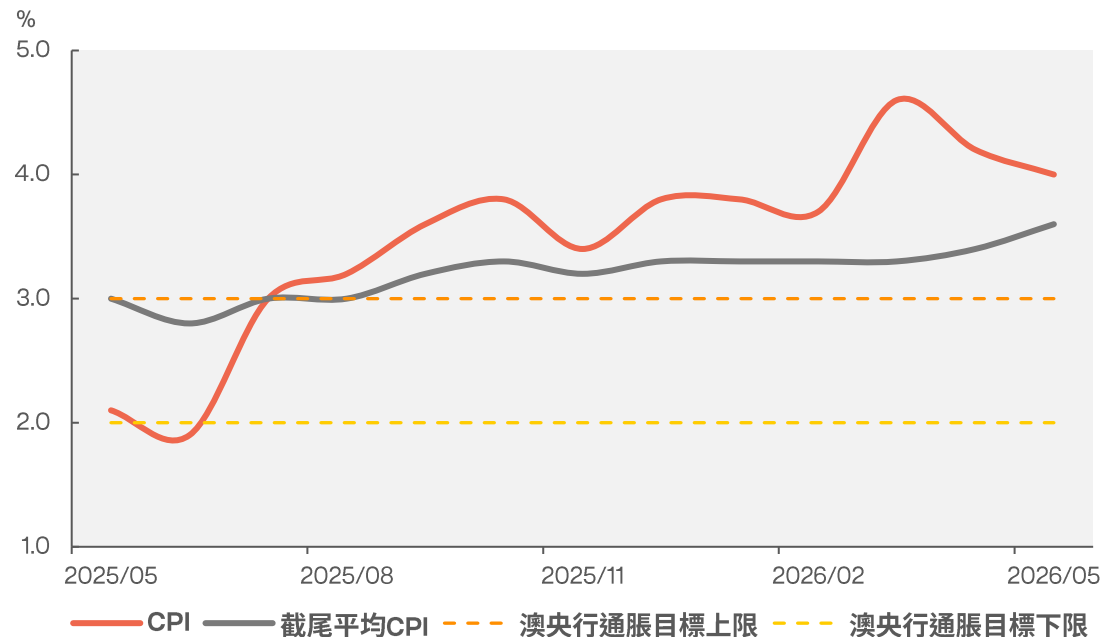




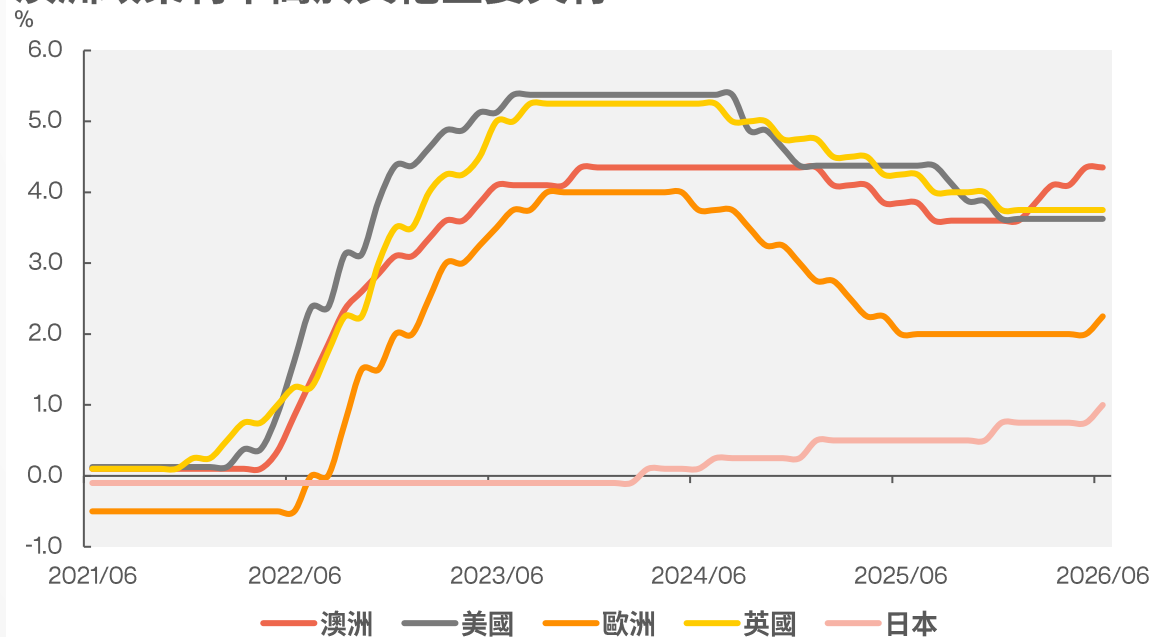
## 澳元 – 輕微看好

- 澳央行今年（2月、3月及5月）已連續加息3次共75點子，部署超前於其他主要央行，現時政策利率達4.35%，為G10貨幣中最高。
- 雖然澳洲本輪加息周期或已近尾聲，但澳洲央行在6月的議息會議未有完全抹殺加息可能性，惟我們相信隨美伊局勢緩和，澳洲短期再加息的壓力已有所緩解。然而，息差優勢仍會為澳元走勢帶來支持。
- 我們給予澳元在第3季輕微看好的看法。3個月及6個月目標價分別為0.71及0.72。

### 澳洲通脹正處過去1年的較高水平



### 澳洲政策利率高於其他主要央行





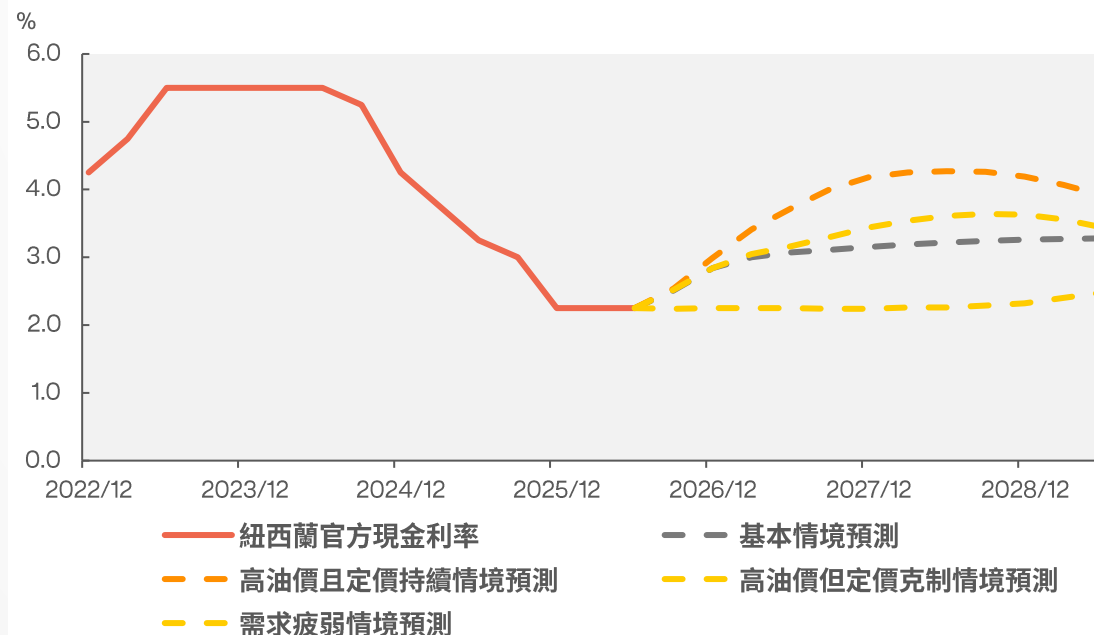
## 紐元 – 輕微看好

- ❑ 紐西蘭央行在5月的議息會議發出了強烈的鷹派信號，除了有一半的委員已表態支持加息外，其5月的貨幣政策聲明率先預告今年將會加息，料將縮小紐元與包括美元在內其他G10貨幣的利差。
- ❑ 截至6月30日，隔夜利率掉期市場顯示，紐儲行下半年有機會加息兩次，合共50點子，極有機會是G10貨幣中加息幅度最大。我們預期加息後的利率會低於紐央行估計的長期平均中性利率3%，避免為經濟帶來太大影響。加息時間方面，隔夜利率掉期市場顯示，紐央行在第3季會先加一次，另一次較大機會在第4季出現。

### 紐元兌美元過去1年走勢圖



### 紐西蘭央行對官方利率預測

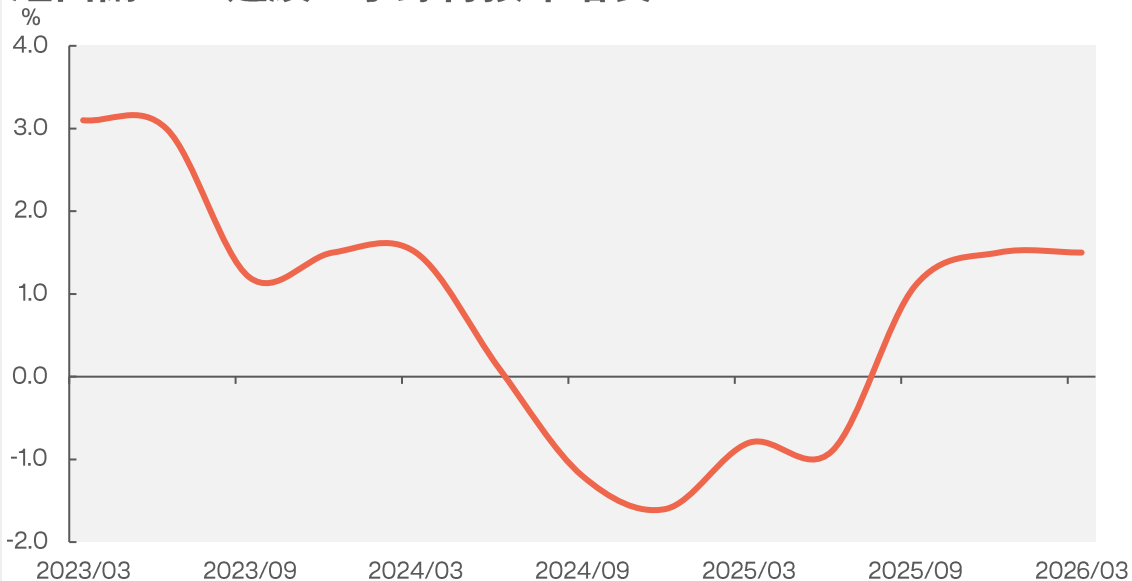




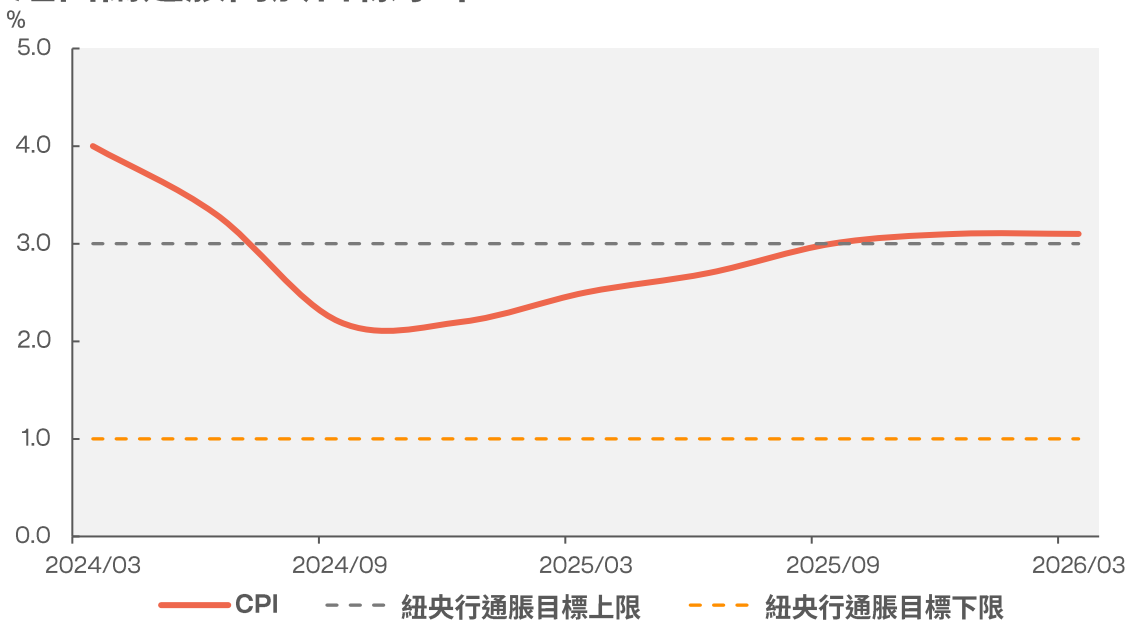
## 紐元 – 輕微看好

- 紐西蘭第1季GDP按年增長1.5%，高於市場預期的1%，季調按季增長0.8%。經濟活動擴張，為紐儲行加息行動帶來實質支持。
- 中國5月的內需進一步轉弱，中國作為紐西蘭最大的貿易夥伴，須小心或會影響紐西蘭的貿易表現，限制紐元的表現。
- 我們給予紐元在第3季輕微看好的看法。3個月及6個月目標價分別為0.59及0.60。

### 紐西蘭GDP連續三季錄得按年增長



### 紐西蘭通脹高於目標水平

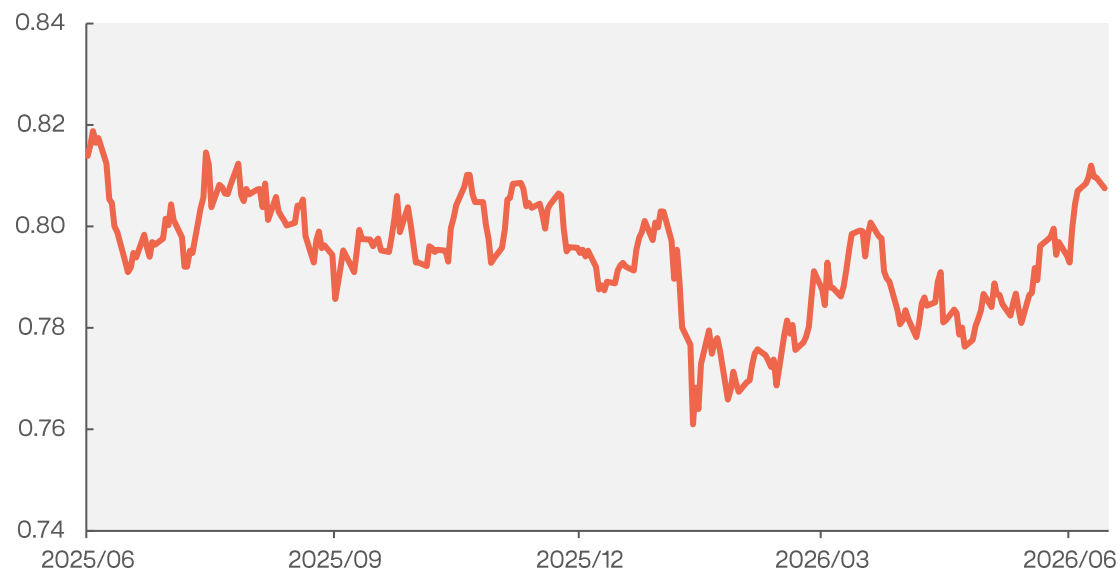




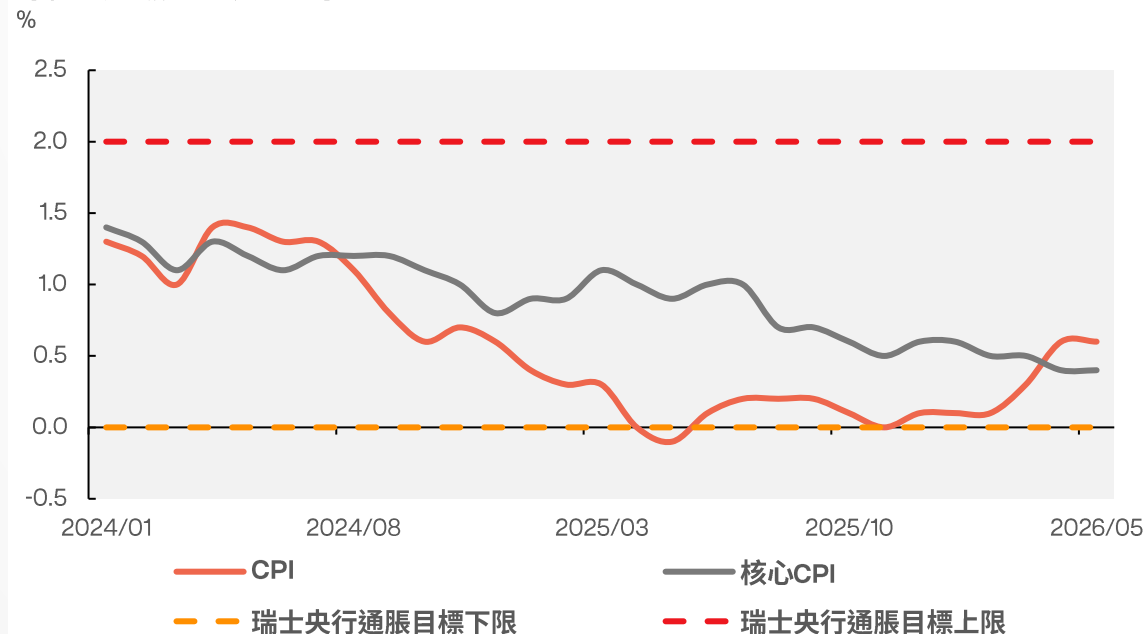
## 瑞郎 – 中性

- ❑ 瑞士通脹壓力溫和，雖然瑞士央行調升了今年第2-4季的通脹，但通脹率預期只介乎0.6%至0.8%的低水平，預期瑞士央行有條件維持息率不變。
- ❑ 美聯儲和瑞士央行在貨幣政策上的分歧擴大，但瑞士因通脹引發的實際收益率下降風險極低，料減輕瑞郎因美元強勢而走弱的壓力。
- ❑ 歐元區的經濟前景未明，瑞郎有望繼續發揮區內對沖風險的工具，有助瑞郎表現持穩。
- ❑ 我們給予瑞郎在第3季中性的看法。3個月及6個月目標價分別為0.81及0.79。

### 美元兌瑞郎過去1年走勢圖



### 瑞士通脹壓力溫和

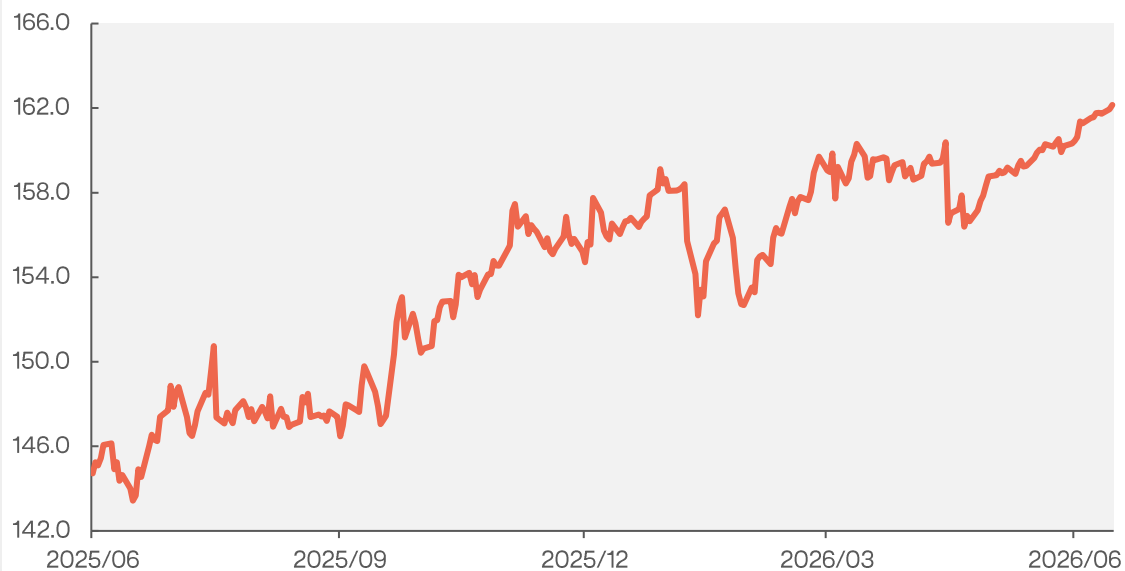




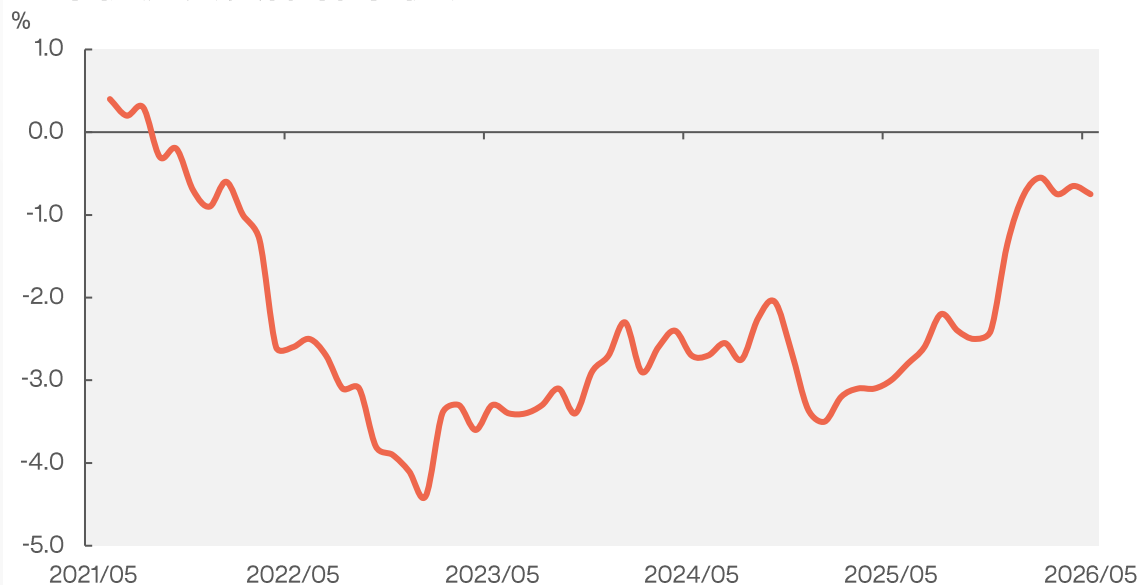
## 日圓 - 中性

- 日本央行6月加息25點子至1%，政策利率升至自1995年以來最高，但息率仍是G10貨幣第2低，息差劣勢仍然較大，特別是美國年內有機會轉向加息，美元的息差優勢有機會再擴大，為日圓增添壓力。
- 實際利率為負、通脹上行、經濟趨穩及匯率偏弱，支持日央行繼續加息，惟通脹升幅較溫和及日本政府擴張性財策，或限制日央行加息步伐。
- 日本政府計劃將食品消費稅率大幅降至1%，為期兩年。日本政府債務佔GDP的比例高達237%，市場預估相關稅率下調帶來的稅收減少遠高於對GDP的推動，進一步加深投資者對日本政府的債券憂慮，不利日圓走勢。

### 美元兌日圓過去1年走勢圖



### 日本仍處負實際利率狀況

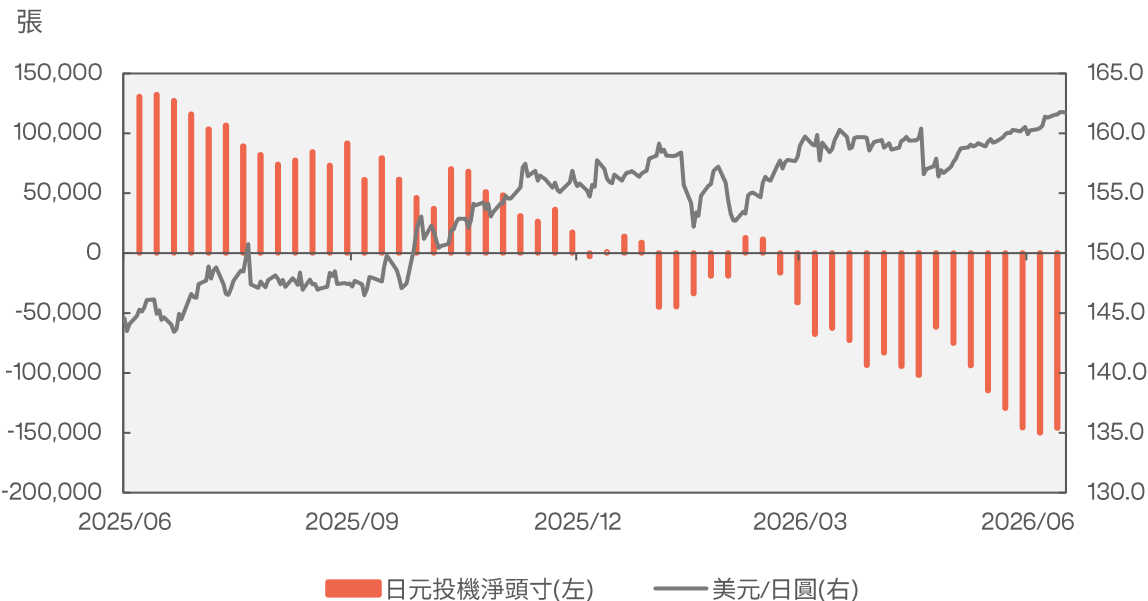




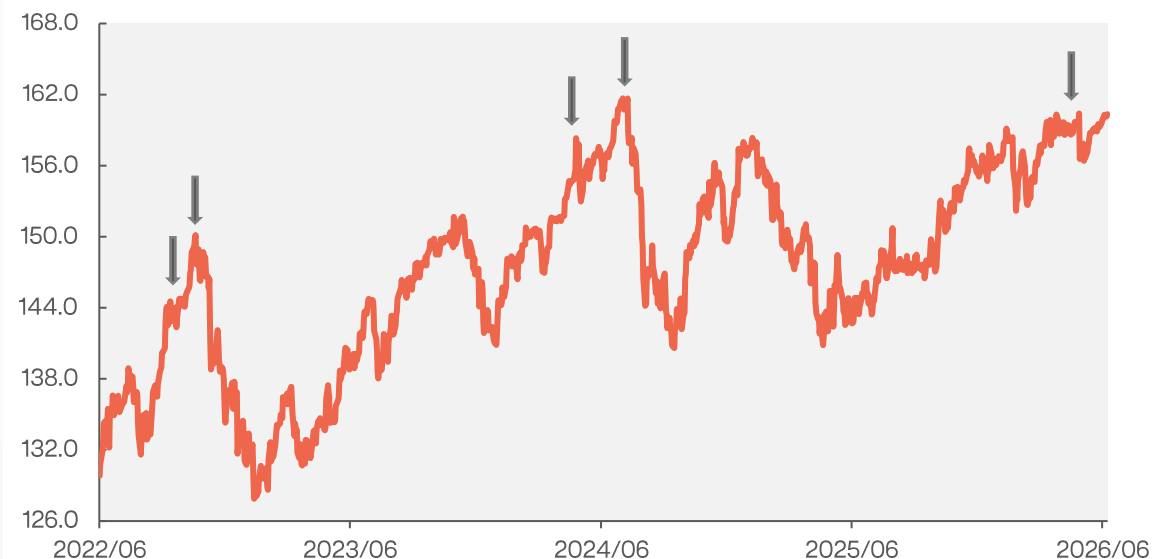
## 日圓 - 中性

- 日圓投機性淨空倉在第2季持續累積，並已達近兩年的最高水平。日本政府多次重申若市場出現投機性活動導致日圓貶值，干預風險將限制日圓下跌的幅度及速度。
- 日本政府在4月底至5月初曾出手干預匯價，但未能扭轉日圓弱勢。日本政府再次干預匯市將會是美元兌日圓最大的潛在下行風險，惟要日圓持續走強需要日央行更鷹派的言論或行動、美元轉弱及日本政府表現出更佳財政紀律等因素配合。
- 我們給予日圓在第3季中性的看法。3個月及6個月目標價分別為159及158。

### 日圓投機性淨空倉再增至近年高位



### 日本央行過去四年干預日圓非一次奏效

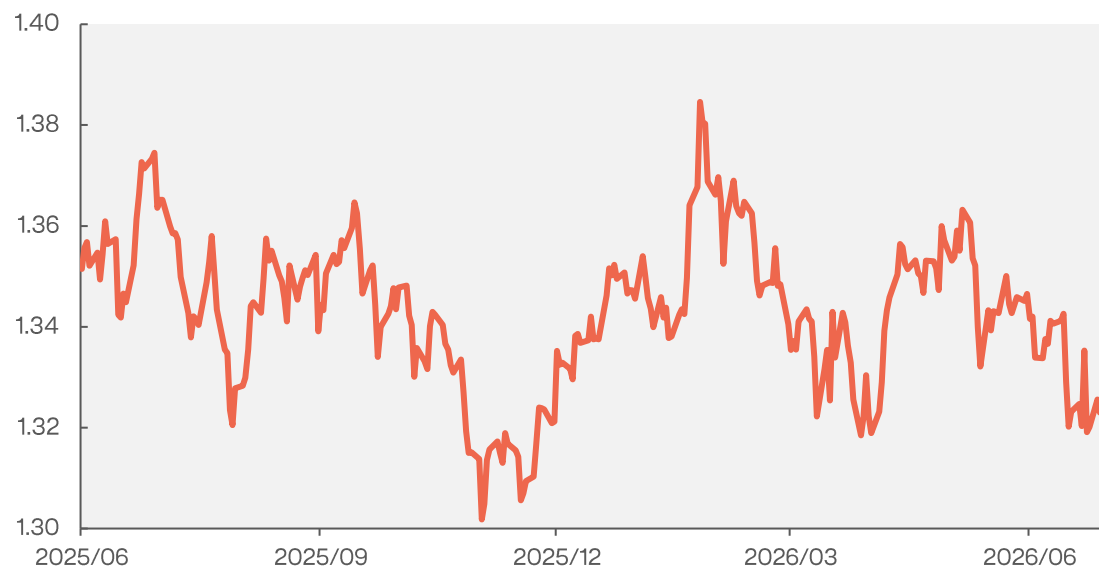




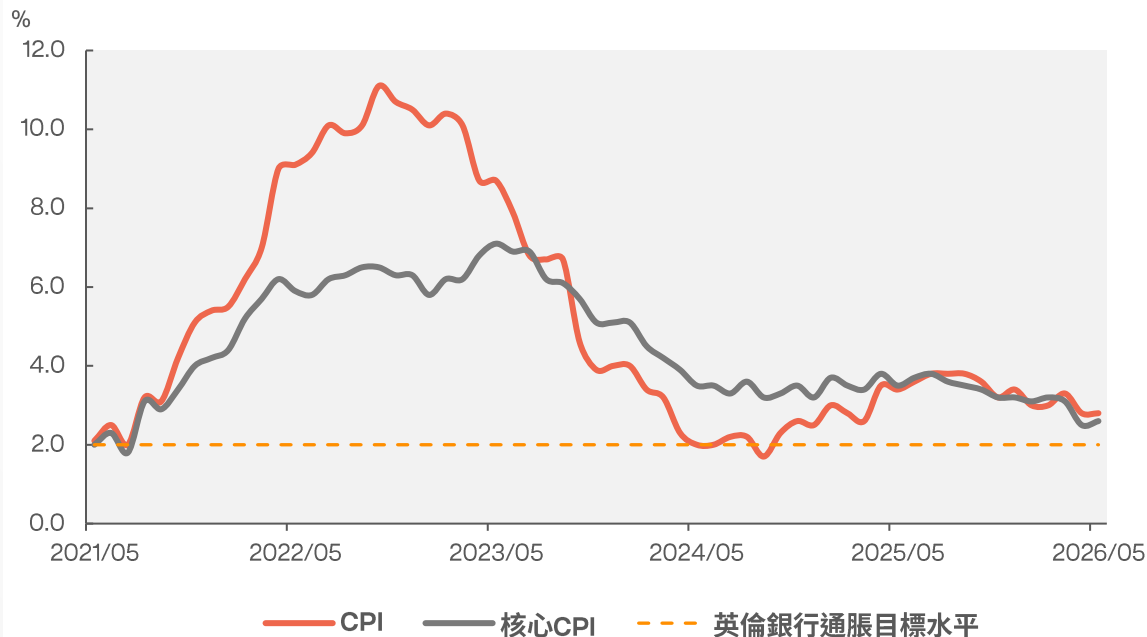
## 英鎊 – 輕微看淡

- 英國年內通脹仍高於英倫銀行目標水平，但美伊戰爭爆發後僅得3月的通脹抽升，4月及5月連續兩個月按年增長維持2.8%，英倫銀行在6月亦將今年第3及4季通脹預測下修，疊加英國近月經濟數據好壞不一，英倫銀行加息門檻較高。
- 受制經濟環境令加息預期或持續降溫，英美央行政策分歧下，掉期利差呈收窄，不利英鎊走勢。
- 英國基準利率達3.75%，在G10貨幣中屬較前列，預期利差交易仍是本季外匯交易的主要交易主題，料高息有助限制英鎊下行空間，但仍要觀察高息率會否進一步打擊當地的經濟活動。

### 英鎊兌美元過去1年走勢圖



### 英國通脹未見大幅飆升





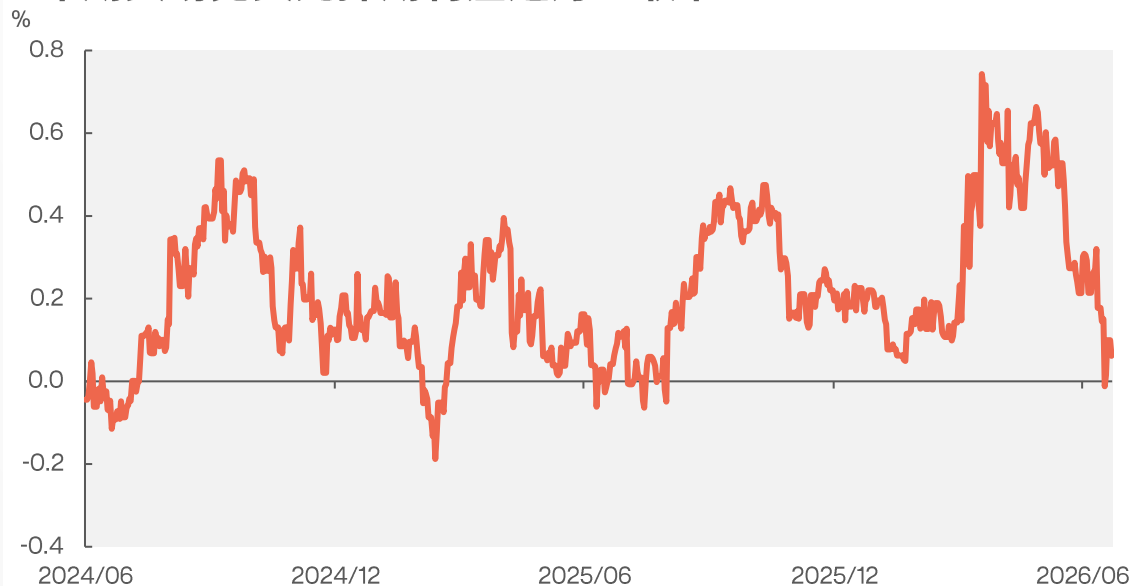
## 英鎊 – 輕微看淡

- 英國今年首季的GDP按年增長1.1%，優於市場預期，但4月的GDP按月萎縮0.1%，是去年8月以來首次出現按月下滑，主要受到佔GDP高達80%的服務業產出下降所拖累。加上，截至4月的近三個月的失業率雖有微跌，但仍處近年較高水平，顯示英國經濟動能有待改善。
- 英國首相施紀賢因工黨於5月在地方選舉中大敗，並於6月下旬宣佈辭職，前大曼徹斯特市長貝安德（Andy Burnham）為接任的大熱門選。英國政治不確定性再燃，須特別留意貝安德一旦接任，是否會遵守其保持英國財政紀律的承諾。
- 我們給予英鎊在第3季輕微看淡的看法。3個月及6個月目標價分別為1.32及1.34。

### 英國失業率正處近年較高水平



### 2年期英鎊兌美元掉期利差近月呈收窄

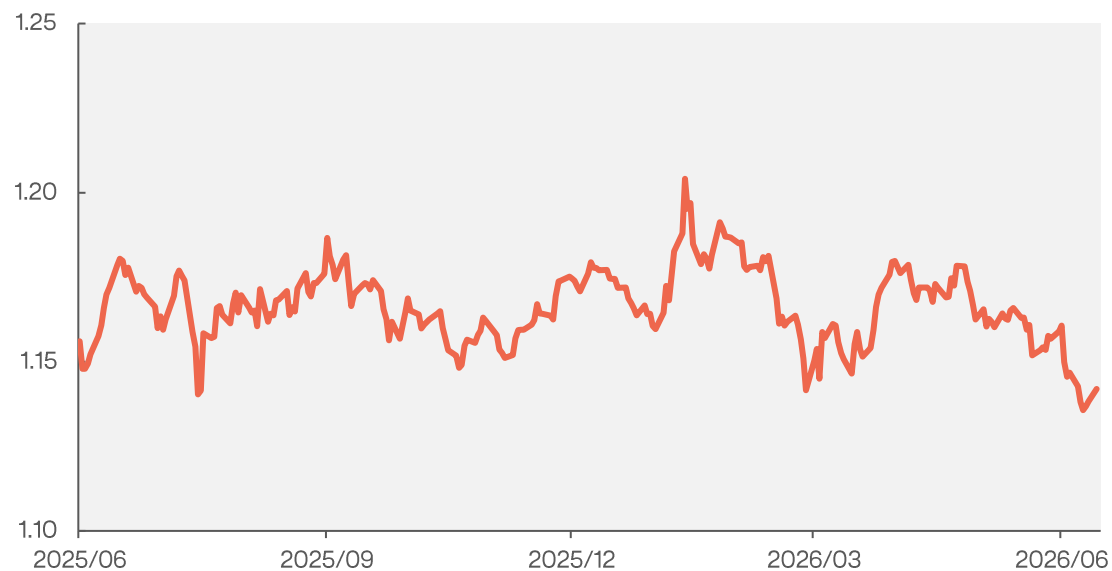




## 歐元 - 輕微看淡

- 歐洲央行於6月議息會議加息25點子至2.25%且歐央行維持偏鷹態度，惟市場早已對加息完全定價、經濟數據偏弱、美國加息預期升溫，令加息對歐元的刺激有限。
- 截至6月30日，隔夜利率掉期市場預期歐央行在2026年尚會加息多1次。不過，歐洲經濟前景較暗淡，歐央行6月將在基準情景下2026年實質GDP增長預測由0.9%進一步降至0.8%，通脹預測由2.6%上調至3%。在滯脹風險限制下，歐央行料難製造出鷹派驚喜，加上，油價回落後或令歐央行更謹慎決定是否有迫切性進一步加息。歐美在經濟和利率之間的差距，不利歐元走勢。

### 歐元兌美元過去1年走勢圖



### 市場對歐央行升息幅度預期正有序下降

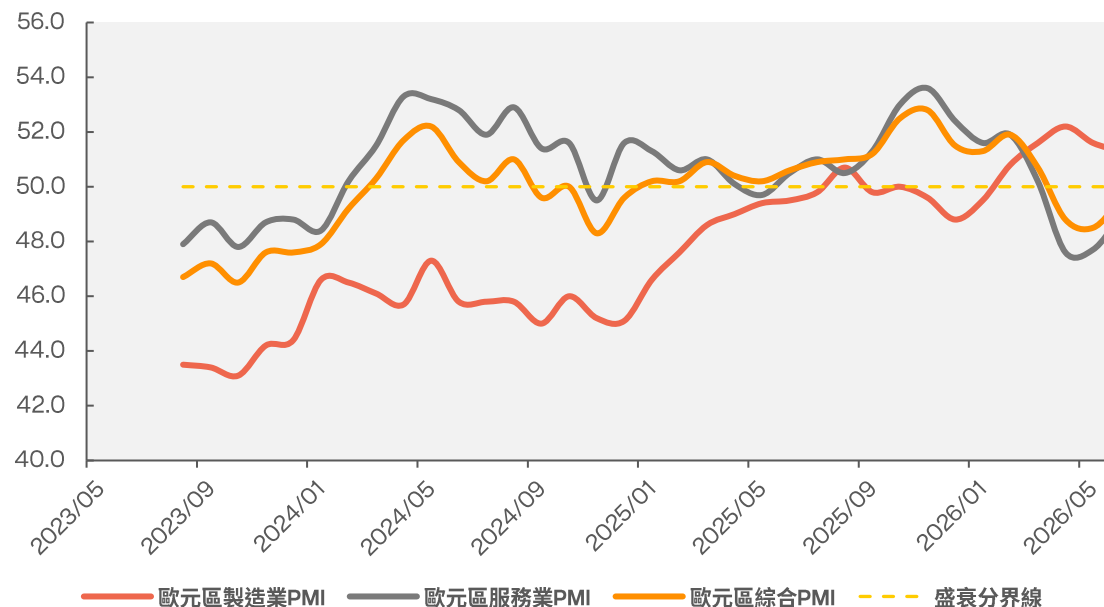




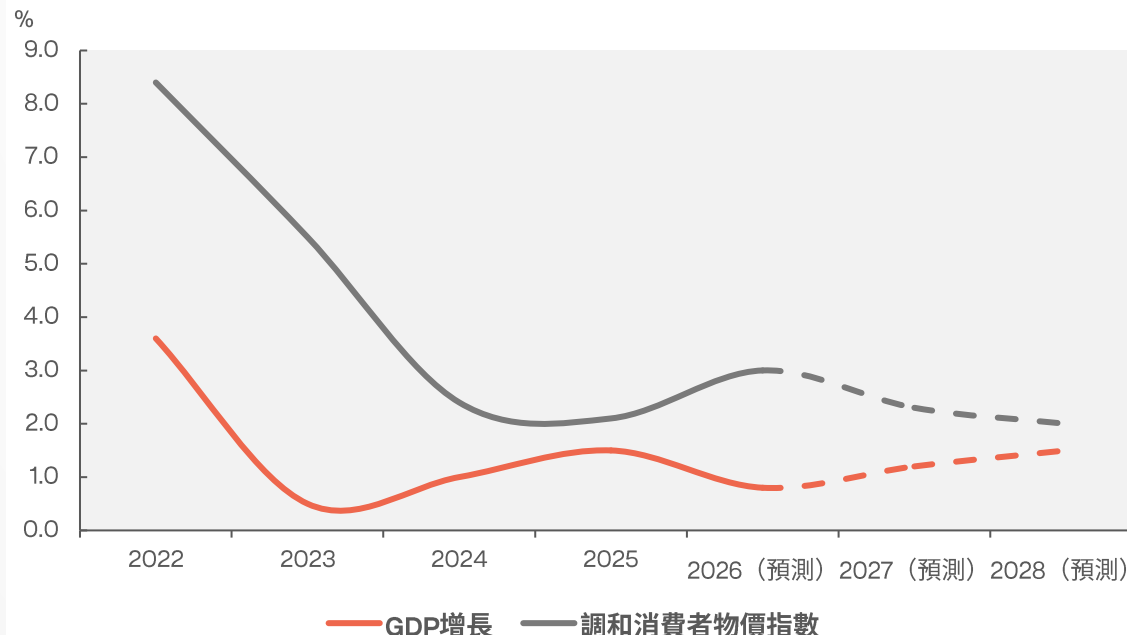
## 歐元 – 輕微看淡

- ❑ 歐元區經濟基本面暫未見有改善苗頭，其中服務業的衝擊較大，服務業PMI連續3個月（4月、5月及6月）均在盛衰分界線下，拖低綜合PMI亦處50以下。若中東局勢維持穩定，將有助當地經濟回穩，但需時體現。
- ❑ 油價已由高位大幅回落，對作為能源淨進口地的歐元區有利，但與其他主要經濟體相比，歐元區受能源價格衝擊影響較大。由於美伊和談進展不確定性高，故歐元隨時會再曝露於能源價格上漲的風險當中。
- ❑ 我們給予歐元在第3季輕微看淡的看法。3個月及6個月目標價分別為1.14及1.16。

### 歐元區服務業PMI及綜合PMI處50之下



### 歐央行下調今年當地的經濟增長預測

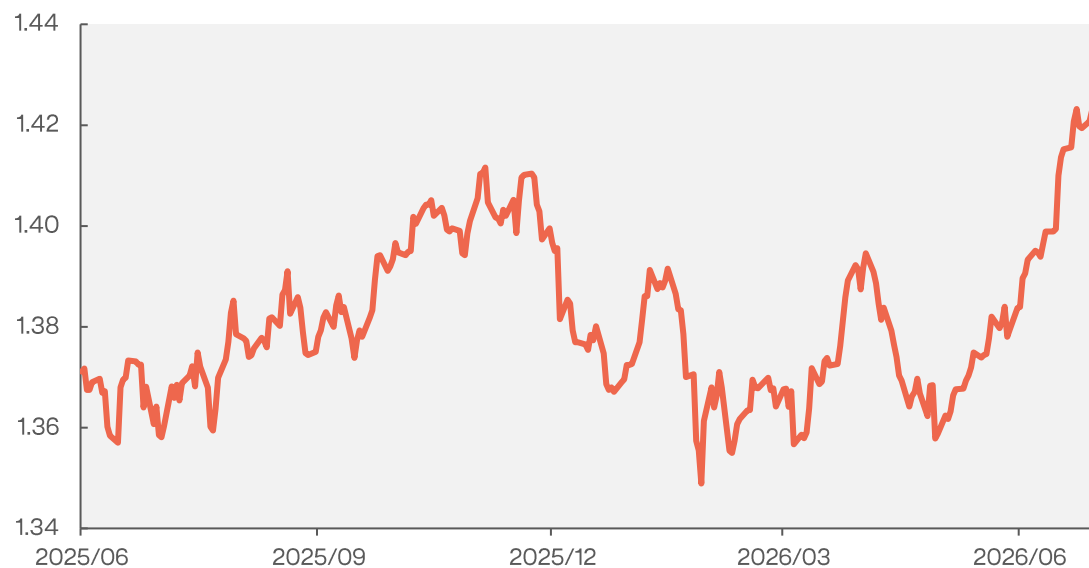




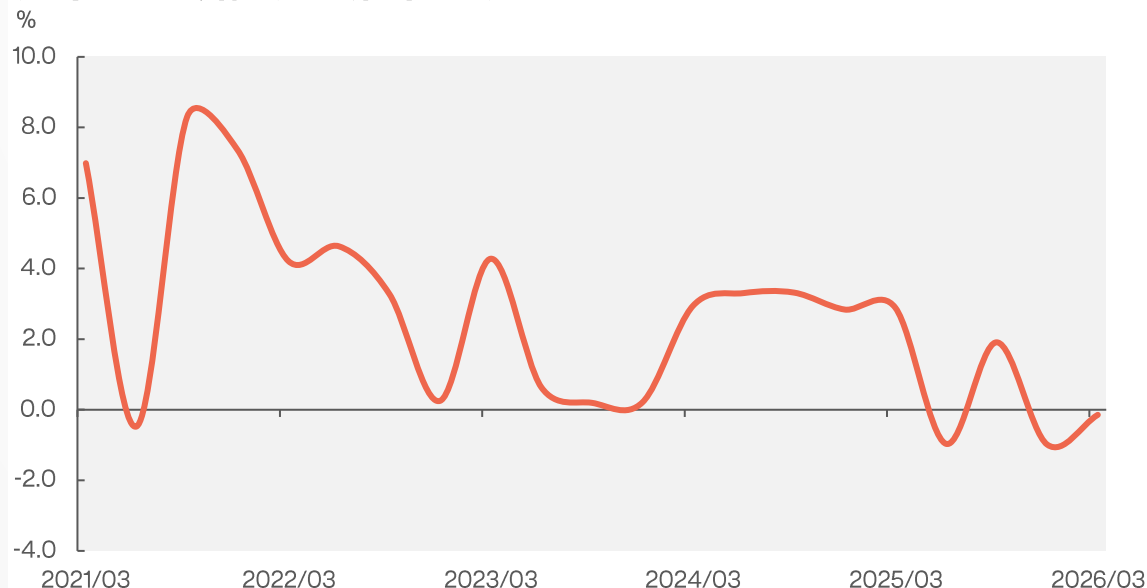
## 加元 – 輕微看淡

- 加拿大多項經濟數據的表現仍然相對暗淡，當地第1季年化GDP倒退0.1%，去年第4季修正後的負增長幅度亦擴大至1%，陷入技術性經濟衰退。
- 美伊兩國達成和平協議，油價回落至每桶72美元附近，較上季的高位低約39%，對作為能源出口國的加拿大的貿易條件改善的空間收窄。
- 《美墨加協定》（USMCA）迎來6年審查期，美國決定不長期續簽，轉為對該協定進行年度審查，料將會增加加拿大的貿易不確定性，對加元屬不明朗因素。

### 美元兌加元過去1年走勢圖



### 加拿大經濟陷入技術性衰退

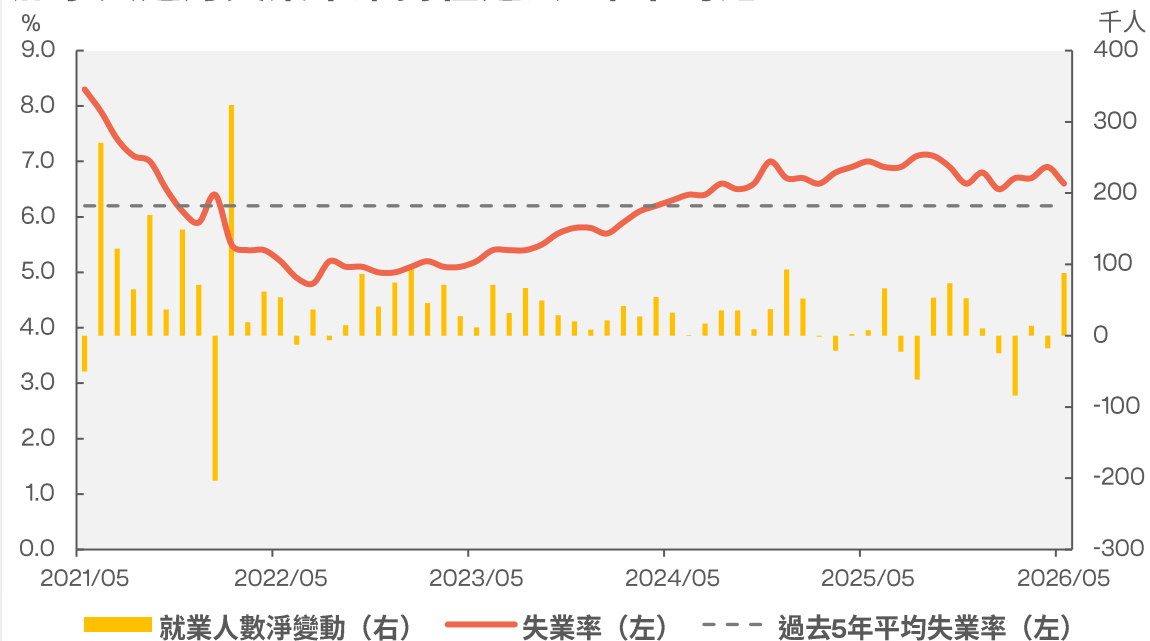




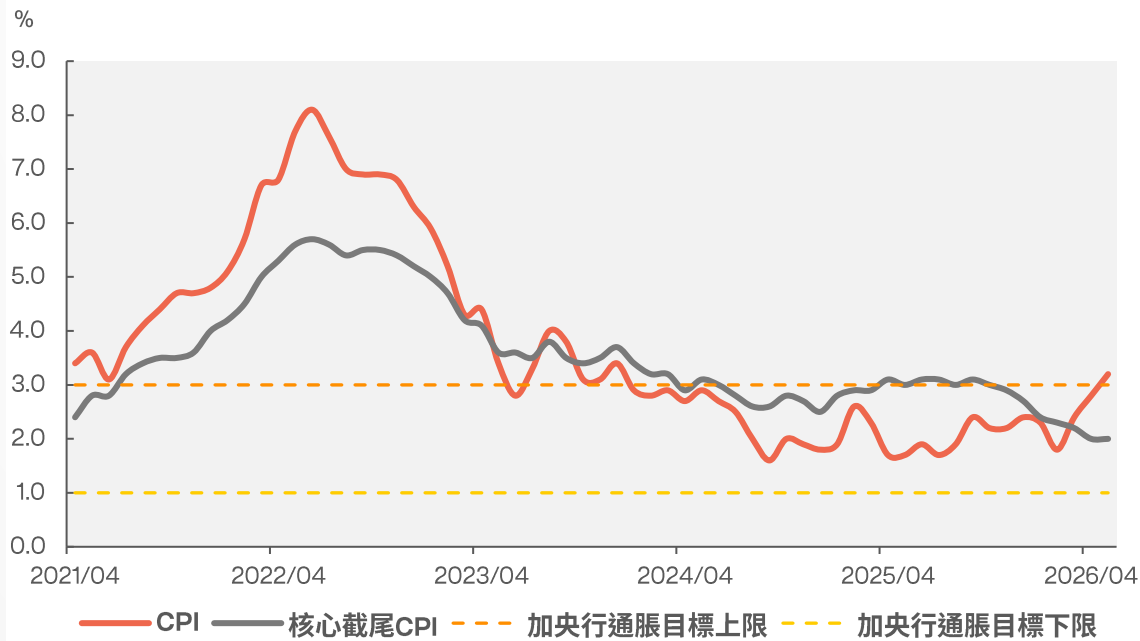
## 加元 – 輕微看淡

- 在經濟陷入技術性衰退的同時，加拿大的就業情況亦相較疲弱，今年首5個月失業率均高於過去5年平均值，首5個月的就業人數淨變動合計為負2.4萬。
- 加拿大的CPI自3月向上爬升，但核心截尾CPI更連續7個月下跌，處於加央行通脹目標區間之內，反映加拿大通脹壓力不大。在通脹風險較低及經濟疲弱的情況下，預期加央行加息門檻仍相當高。
- 我們給予加元在第3季輕微看淡的看法。3個月及6個月目標價分別為1.42及1.40。

### 加拿大近月失業率維持在過去5年平均之上



### 加拿大通脹仍處央行目標區間之內





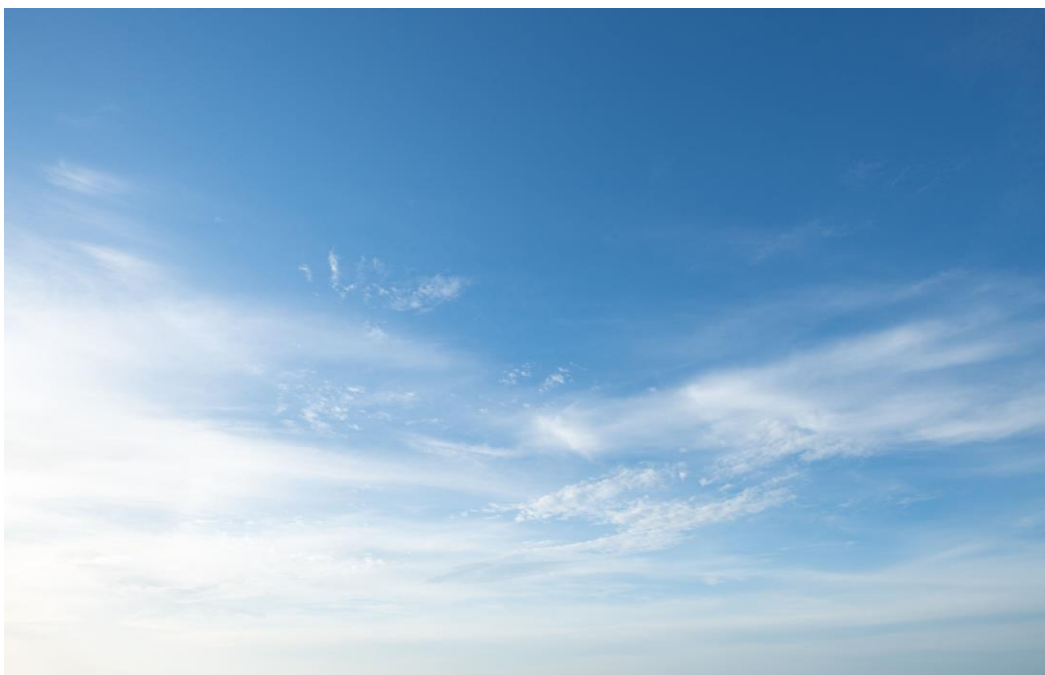
## 目錄

- 1 宏觀策略
- 2 宏觀經濟
- 3 股票
- 4 債券
- 5 外匯
- 6 商品
- 7 季度資產配置





## 商品：雲淡風輕



**彭偉偉**

東亞銀行財富管理處首席投資策略師

**湯嘉穎**

東亞銀行財富管理處投資策略師



## 商品：美伊衝突緊張局勢緩和 油金價格中樞下移

### 黃金

- ❑ 美元「貶值交易」（debasement trade）退潮：沃什（Kevin Warsh）接任美聯儲主席後展現鷹派作風，重塑美聯儲獨立性，增強市場對美元信心。
- ❑ 黃金短期承壓：美元偏強、聯儲局鷹派立場及實際利率上升，導致金價大幅回調，預期第三季金價以震盪為主，年內目標下調至4,600美元/盎司。
- ❑ 黃金中長期價值穩固：高債務、財政赤字、去美元化趨勢持續，新興市場及中國央行購金展現韌性，作為多元化避險資產的配置價值依然穩固，但上漲斜率較2025年明顯放緩。

### 原油

- ❑ 原油地緣風險回落：霍爾木茲海峽緊張局勢緩和，供應限制逐步解除，地緣政治風險溢價大幅下降。
- ❑ 原油供需格局：製造業數據偏強及AI資本開支擴張支撐中長期需求穩健增長，預期全球石油市場整體仍處供給過剩格局。
- ❑ 低庫存加劇波動：美國戰略石油儲備（SPR）逼近歷史低位，全球庫存大幅下降，市場緩衝能力減弱，小幅供需變化即可能放大價格波動，預期各國補庫存需求將進一步支撐油價。
- ❑ 原油價格展望：中樞較上季度下降，預期第三季度布蘭特原油在75美元/桶附近波動。
- ❑ 低庫存狀態以及地緣政治局勢變化或增加價格波動性。

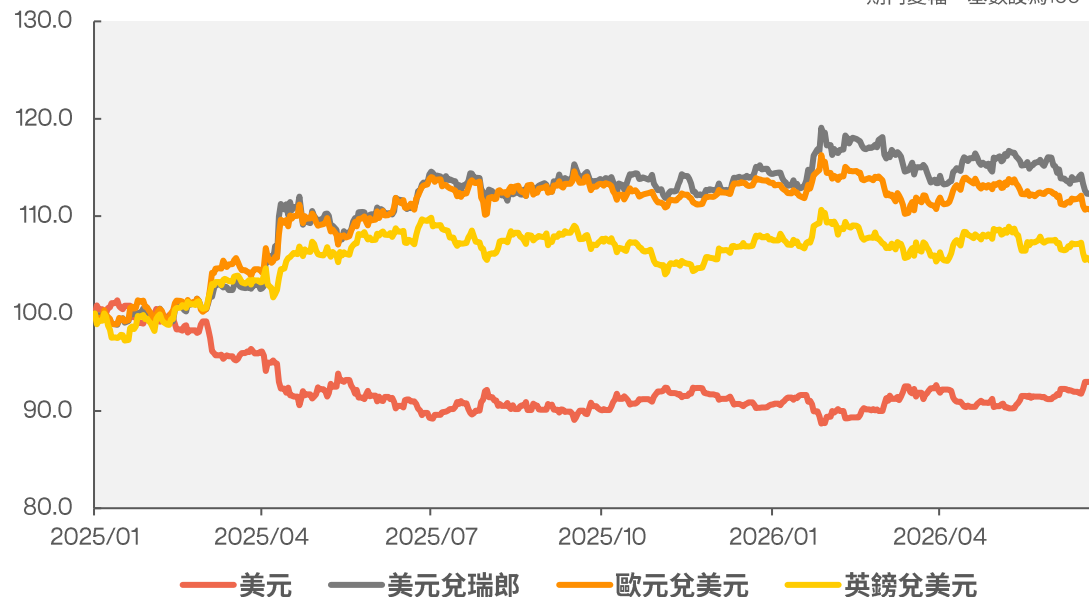


## 黃金：重塑美聯儲獨立性利好美元

- 美聯儲獨立性受質疑：特朗普政府開除庫克、威脅鮑威爾降息等事件，引發市場對貨幣政策獨立性的嚴重擔憂，加上全球債務高企、財政赤字擴大及地緣政治風險，加劇美元貶值預期，一眾非美貨幣（瑞郎、歐元、英鎊）一度強勢上漲，避險需求推升黃金、比特幣等硬資產價格。
- 美元「貶值交易」退潮：沃什接任美聯儲主席後展現鷹派作風，重塑聯儲局獨立性與可信度；比特幣與黃金自高位回落，「貶值交易」退潮。

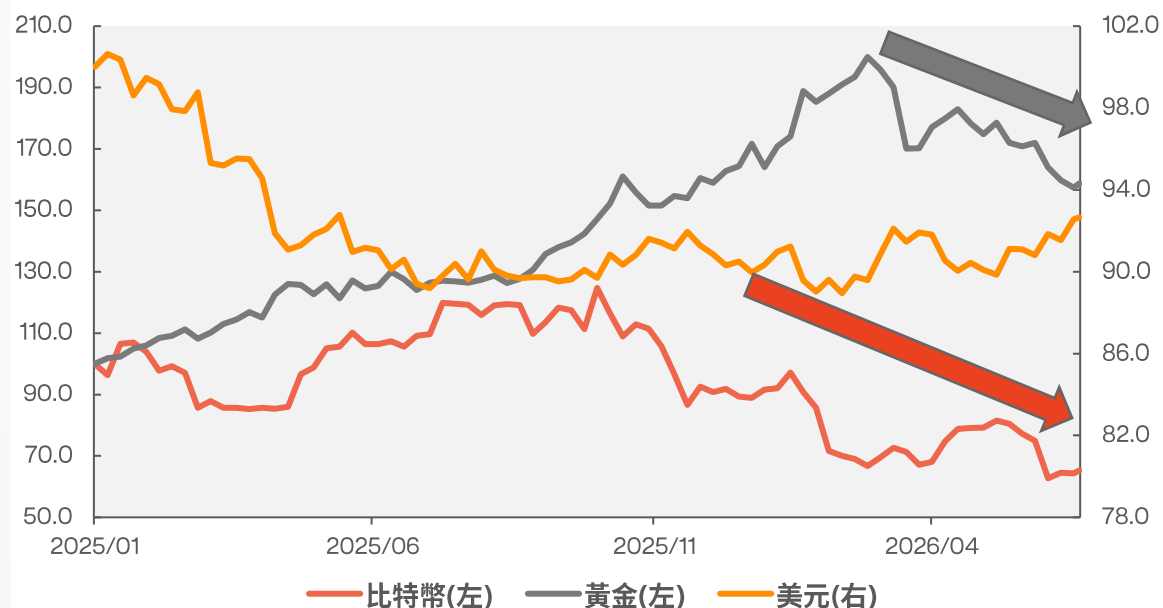
### 美聯儲獨立性成疑一度利淡美元

期內變幅，基數設為100



### 貨幣貶值交易自年初退潮

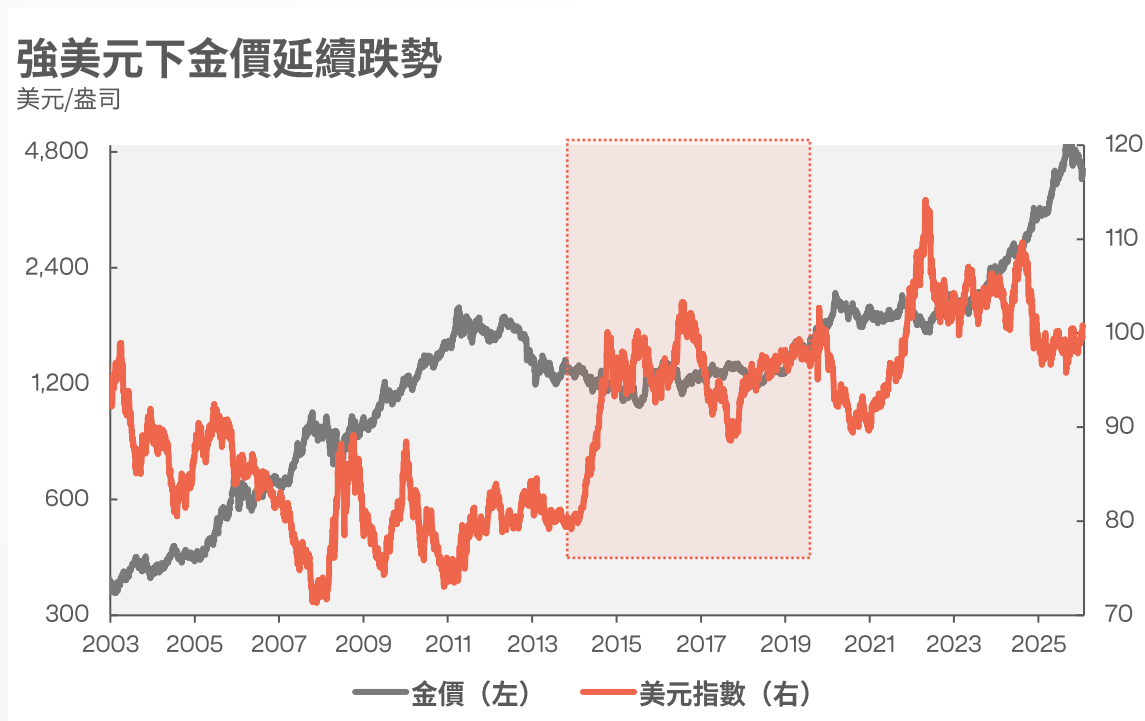
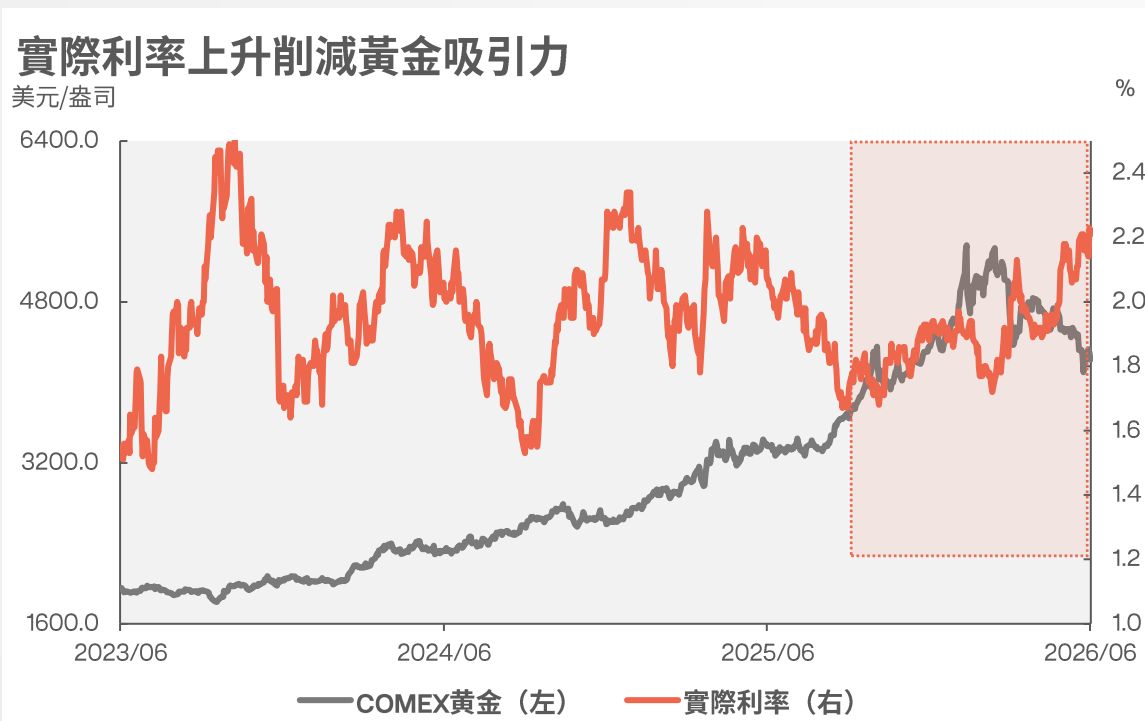
期內變幅，基數設為100





## 黃金：美國減息預期轉變 壓制金價短期走勢

- 實際利率上升：聯儲局由減息預期轉向加息預期，市場同時反映美元走強預期，共同推升持有黃金的機會成本，導致金價明顯承壓。
- 回調幅度與歷史相似：2026年黃金最大回調約25%，與2021-2022年調整期跌幅（近22%，歷時26個月）走勢高度相似。
- 美債利率上行空間有限：預期美聯儲加息一次，高利率環境持續影響息率敏感企業，美債利率上行空間有限，屆時將轉為利好黃金。
- 兩大因素已有所弱化：央行買金、地緣政治、去美元化等因素影響力上升，金價韌性增強。

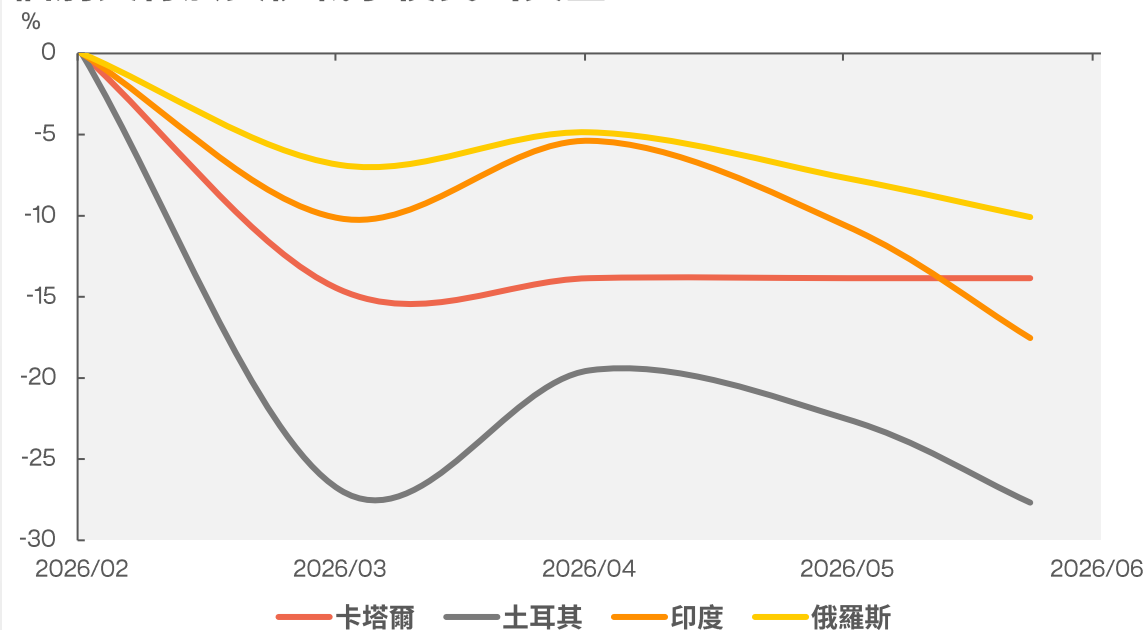




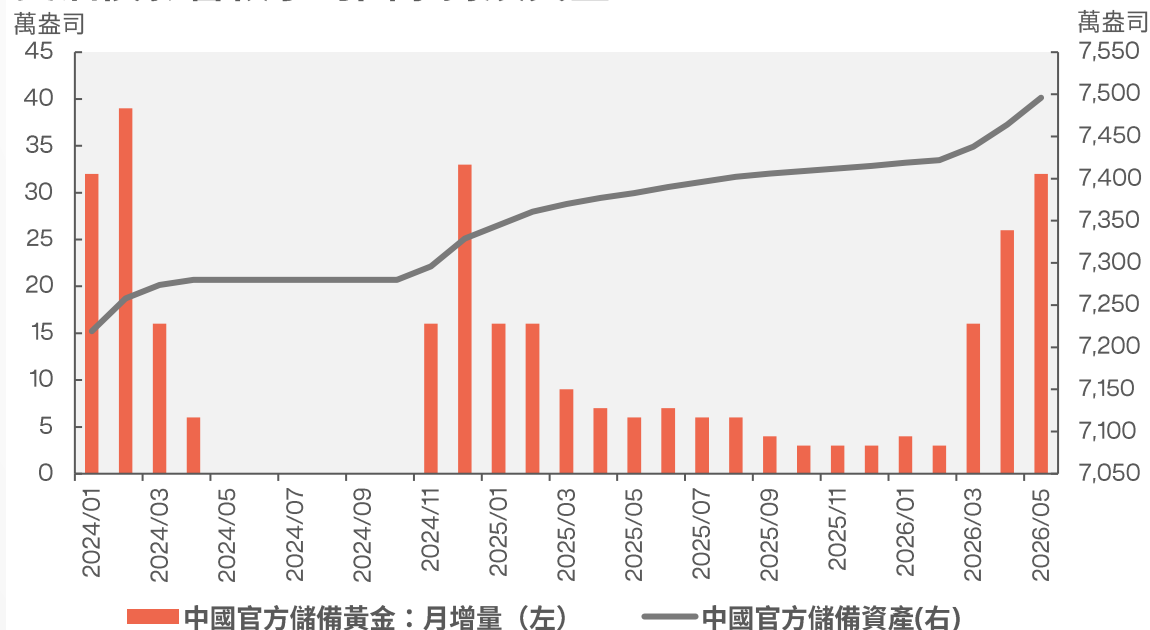
## 黃金：美伊衝突影響個別央行購金能力

- 美伊衝突對央行購金能力的影響：第一，中東產油國因霍爾木茲海峽運輸受阻，石油出口收入大幅下降，外儲增長放緩直接削弱其增持黃金的能力。第二，環球原油價格飆升令歐元區、東南亞等能源進口國面臨巨額貿易逆差，財政壓力急劇上升，被迫削減黃金配置。
- 個別央行於美伊戰爭後賣出黃金：卡塔爾-13.8%、土耳其-27.7%、印度-17.5%、俄羅斯-10.1%。
- 中國央行購金仍展現韌性：受油價影響較小的國家，例如中國央行連續第19個月增持黃金，若未來購金量持續回升，將確認需求韌性。

### 個別央行於美伊戰爭後賣出黃金



### 受油價影響較小的國家持續買金

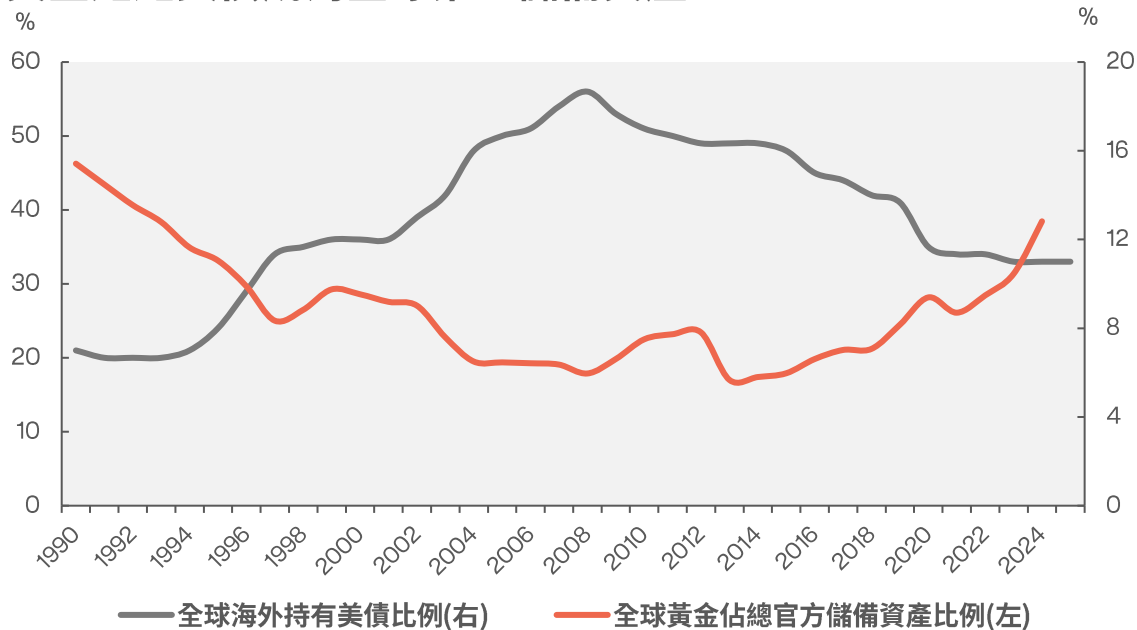




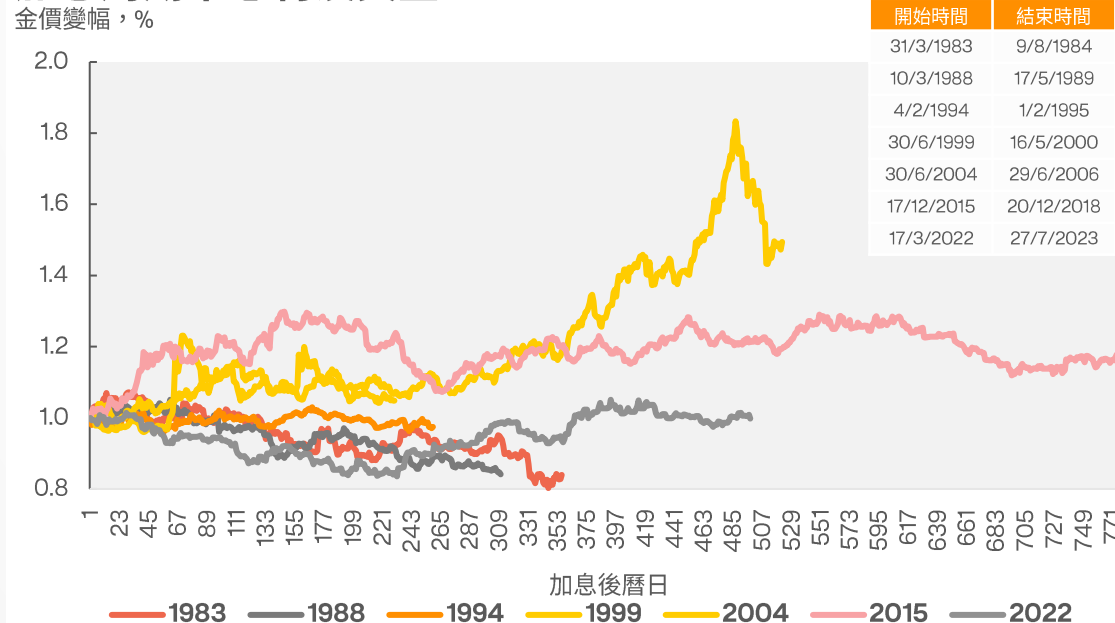
## 黃金：抹去年內升幅 年內目標下調至每盎司4,600美元

- 黃金超越美債成為全球第一儲備資產：受去美元化趨勢推動，加上央行配置價值持續提升，黃金在全球儲備中的地位進一步鞏固。
- 戰爭過後財政壓力顯現：市場預期國防開支及居民生活補貼增加，美國財政狀況擔憂回歸，長期利好黃金避險屬性。
- 加息周期未必利空黃金：以2004年為例，金價在加息周期大幅上升，最高接近1.8倍（大約在一年後）。

### 黃金超越美債成為全球第一儲備資產



### 加息周期未必利淡黃金

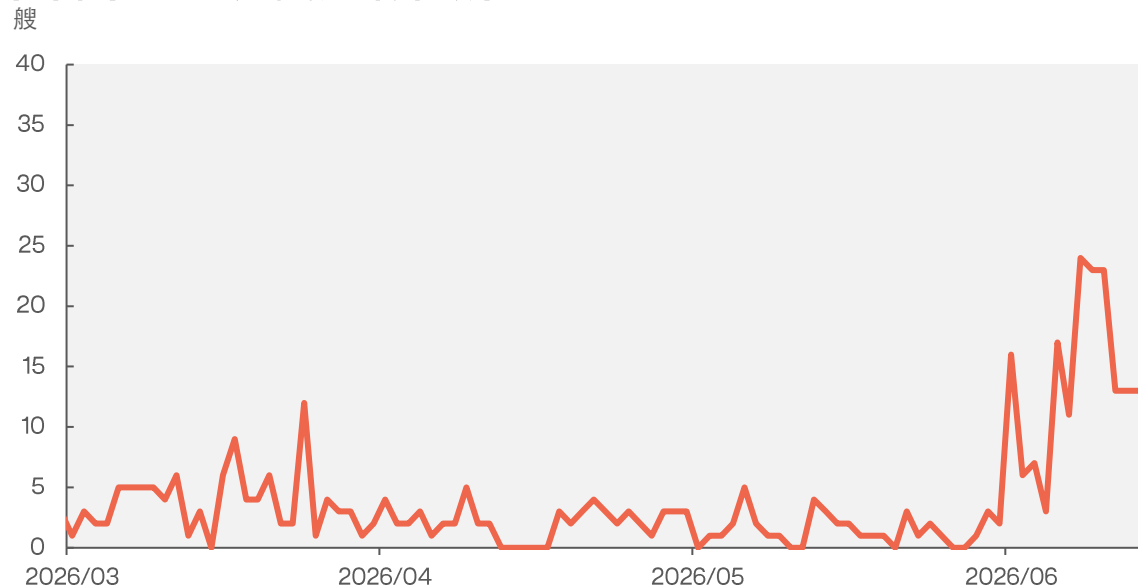




## 原油：海峽緊張局勢緩和 地緣政治風險溢價回落

- 地緣政治尾部風險降溫： 隨著美國簽訂和平協議，大規模破壞能源設施的風險已明顯降低，加上霍爾木茲海峽緊張局勢緩和，推動避險溢價大幅回落，市場開始反映常態化趨勢。
- 供應緩衝：受惠於原油高庫存緩衝、戰略石油儲備釋放，以及美國供應支持下，持續關閉霍爾木茲海峽未有令油價升太多。一旦OPEC原油產量恢復正常，油價將會有較海峽停航時有明顯回落。

### 霍爾木茲海峽緊張局勢緩和



### 美國原油高產量提供支撐





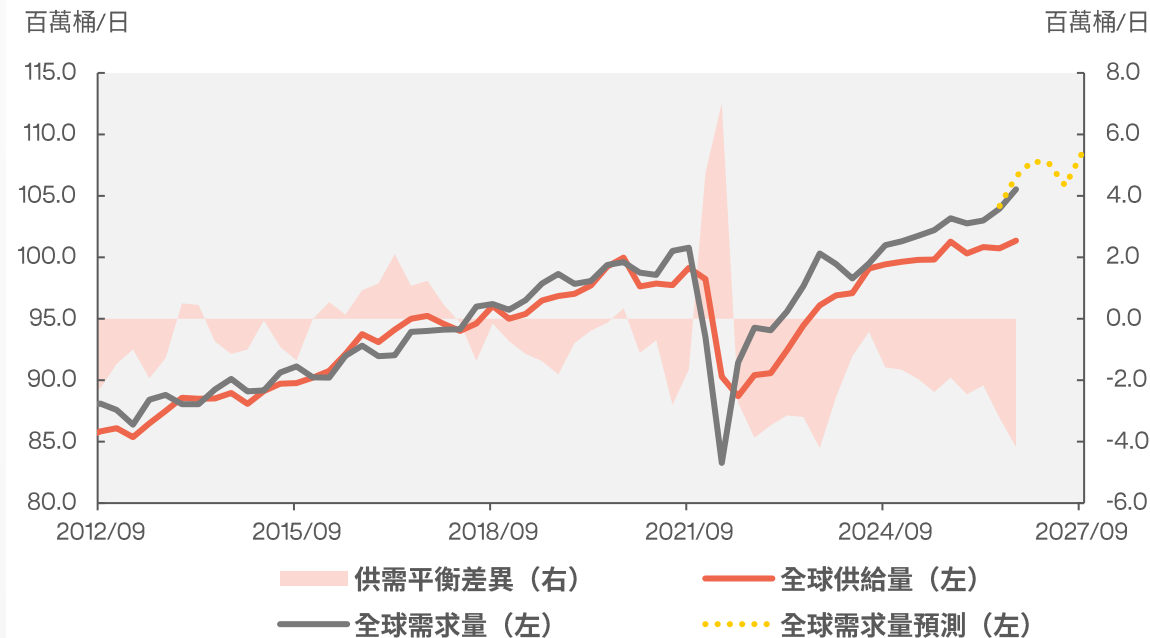
## 原油：製造業支撐原油需求中長期穩健增長

- 原油需求短期減少：高油價、燃料供應減少以及政府舉措會減少石油需求。根據IEA最新預測顯示，2026年全球每日石油消費量將會減少110萬桶，較5月下調70萬桶/日，第二季度交付量按年跌500萬桶。
- 中長期穩健增長：全球製造業數據偏強，加上AI資本開支擴張的帶動，預期數據中心、電力中心等AI相關基建製造業將持續拉動用油需求，支撐整體原油消費穩步回暖。
- 原油處求過於供格局：一旦原油價格下跌，供應量逐步恢復，預期用油需求將會反彈，全球石油市場整體仍維持供不應求的格局。

### 全球製造業強勁支持原油需求



### 全球石油市場處於供不應求

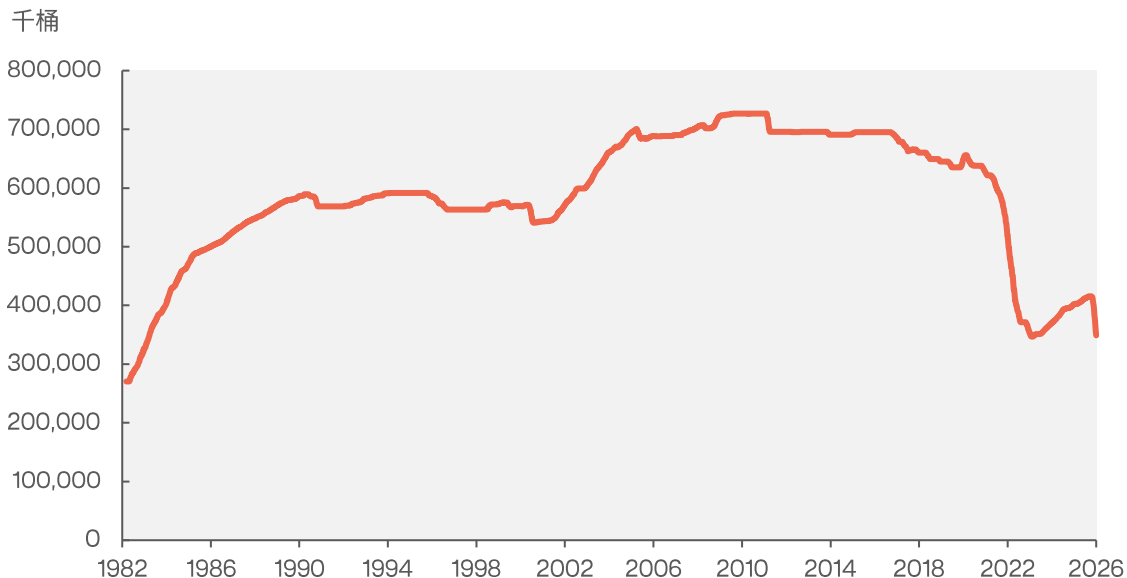




## 原油：美國戰略儲備逼近歷史低位 料油價波動性增

- 美國戰略儲備接近歷史低位：美國早前承諾釋放1.72億桶戰略石油儲備（SPR），分120天執行，當前美國SPR總量降至3.492億桶，為2023年8月以來最低。
- EIA展望：預期全球石油庫存在第2季將平均下降630萬桶/日，料OCED庫存則降至2003年以來最低水平。
- 低庫存風險：大幅降低市場緩衝能力，小幅供應或需求變化都可能被放大，導致價格波動性顯著增加。預期各國均會補回庫存缺口，進一步轉化成為回補需求。

### 美國戰略儲備逼近歷史低位



### 低庫存狀態大幅削弱市場緩衝能力





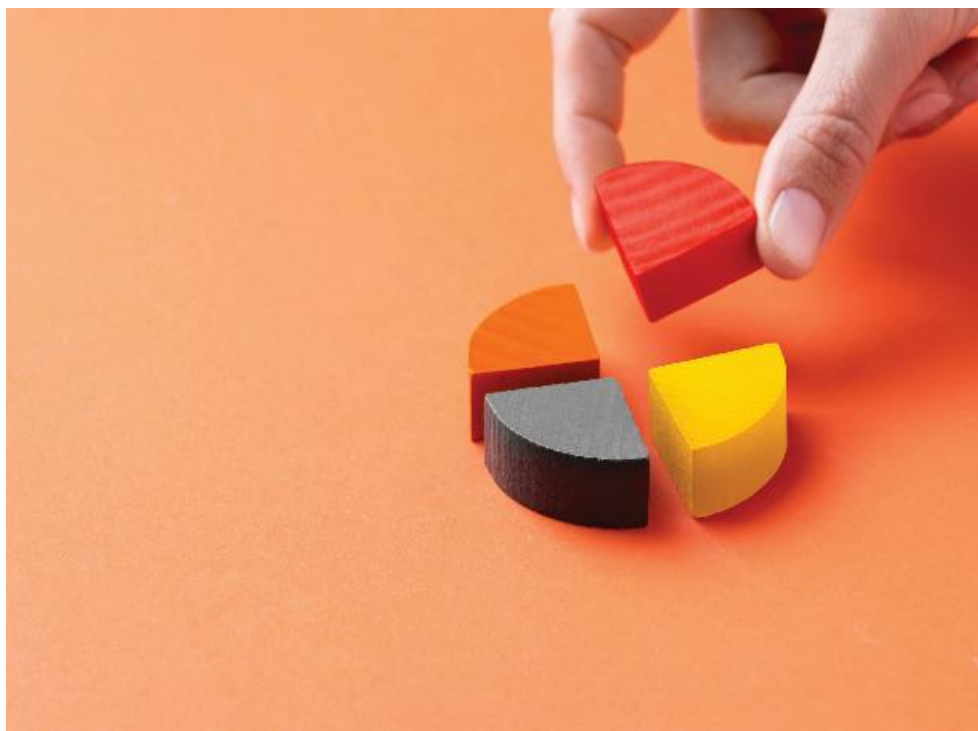
## 目錄

- 1 宏觀策略
- 2 宏觀經濟
- 3 股票
- 4 債券
- 5 外匯
- 6 商品
- 7 季度資產配置





## 季度資產配置



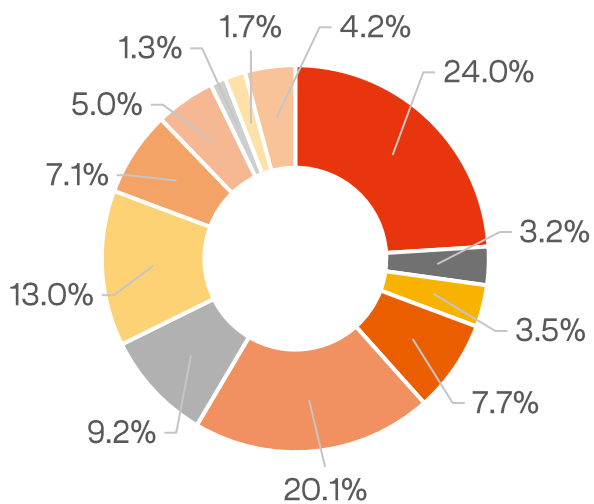
東亞銀行財富管理處



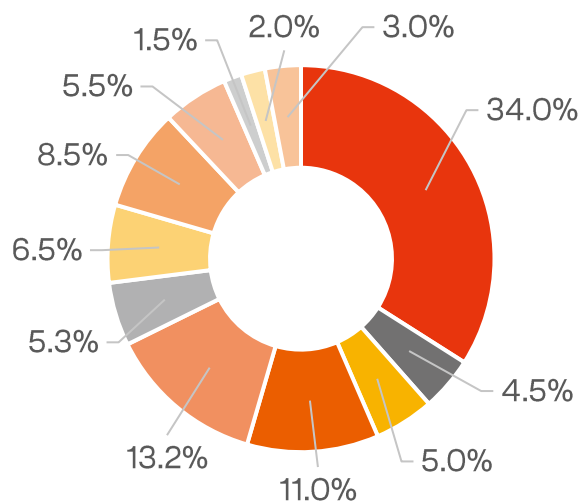
# 2026年第3季資產配置模型



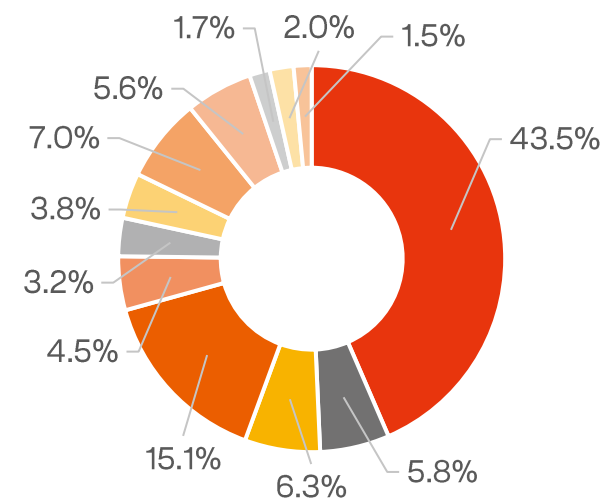
### 保守型



### 平衡型



### 成長型



- 美國股票
- 環球政府債券及新興市場政府債券
- 黃金

- 歐洲股票
- 亞太區投資級別債券
- 能源

- 日本股票
- 環球投資級別企業債券
- 房地產信託

- 亞洲除日本及新興市場股票
- 環球高收益級別企業債券
- 現金等價物



## 2026年第3季資產配置模型

### 保守型

<b>股票</b>	<b>38.4%</b>
美國	24.0%
歐洲	3.2%
日本	3.5%
亞洲除日本及新興市場	7.7%
<b>債券</b>	<b>49.4%</b>
環球政府及新興市場政府	20.1%
亞太區投資級別	9.2%
環球投資級別企業	13.0%
環球高收益級別企業	7.1%
<b>另類投資</b>	<b>8.0%</b>
黃金	5.0%
能源	1.3%
房地產信託	1.7%
<b>現金等價物</b>	<b>4.2%</b>

### 平衡型

<b>股票</b>	<b>54.5%</b>
美國	34.0%
歐洲	4.5%
日本	5.0%
亞洲除日本及新興市場	11.0%
<b>債券</b>	<b>33.5%</b>
環球政府及新興市場政府	13.2%
亞太區投資級別	5.3%
環球投資級別企業	6.5%
環球高收益級別企業	8.5%
<b>另類投資</b>	<b>9.0%</b>
黃金	5.5%
能源	1.5%
房地產信託	2.0%
<b>現金等價物</b>	<b>3.0%</b>

### 成長型

<b>股票</b>	<b>70.7%</b>
美國	43.5%
歐洲	5.8%
日本	6.3%
亞洲除日本及新興市場	15.1%
<b>債券</b>	<b>18.5%</b>
環球政府及新興市場政府	4.5%
亞太區投資級別	3.2%
環球投資級別企業	3.8%
環球高收益級別企業	7.0%
<b>另類投資</b>	<b>9.3%</b>
黃金	5.6%
能源	1.7%
房地產信託	2.0%
<b>現金等價物</b>	<b>1.5%</b>



## 季度資產配置簡介

### 簡介：

- 本文件目的是概述我們的投資框架以及闡明我們如何透過我們的量化模型以及對下一季不同資產類別的前瞻性觀點來構建季度資產配置模型（「季度資產配置模型」）。

### 本文件描述：

- 我們的投資框架及如何使用資產配置策略來建構季度資產配置模型；
- 我們如何評估季度資產配置模型相關的投資組合風險；

### 投資框架：

- 資產配置考慮不同資產類別的歷史回報率與相關性，以優化投資組合的風險調整後回報。我們的資產配置方法名為季度資產配置模型，此配置模型基於穩健量化模型並結合我們對各資產類別前瞻性分析。我們的量化模型基礎建基於現代投資組合理論（MPT）的原則，並融入更細緻且具策略性的限制條件。這些條件包括資產類別多元化、透過波動性目標進行風險管理、集中度限制以及多元化測度，以體現我們成熟的投資理念。



## 季度資產配置簡介(續上頁)

- 季度資產配置模型根據三種不同風險承受能力定制出我們認為適合長期投資的資產配置組合。我們為每個資產配置組合模型的風險訂立一個最大價格波動幅度。在有需要時，我們可能會調整價格波動幅度。
- 保守型：願意以較低風險獲取低資本增長。分配的最大投資組合風險水平為1年內10%價格波動。請參閱下文《有關季度資產配置模型的重要資料》以瞭解年化標準差的詳情及依據。
- 平衡型：願意以平衡的取向獲取適度的資本增長。分配的最大投資組合風險水平為1年內20%價格波動。請參閱下文《有關季度資產配置模型的重要資料》以瞭解年化標準差的詳情及依據。
- 成長型：願意承受較高風險達致資本增值的目標。分配的最大投資組合風險水平為1年內30%價格波動。請參閱下文《有關季度資產配置模型的重要資料》以瞭解年化標準差的詳情及依據。
- 季度資產配置模型並非直接與東亞銀行有限公司(以下簡稱「本行」)的風險評估問卷衡量投資者類型有關，也與本行提供的投資產品無關。我們將每季檢閱各項季度資產配置模型的相關資產配置百分比，以確保它們繼續反映我們對中長綫投資前景的看法。請注意，季度資產配置模型並不保證利潤或免除損失。本文件中所呈現的歷史回報及風險僅供說明用途，並不應作為未來表現的指標。



## 季度資產配置簡介(續上頁)

### 有關季度資產配置模型的重要資料：

- 季度資產配置模型是基於假設性的構建，並結合了歷史價格波動、歷史回報、分散化因素以及基於我們對每個資產類別當前投資展望和宏觀經濟的前瞻性觀點作出酌情調節。參考投資組合不考慮任何個別債券/股票/投資產品，也不考慮任何個人狀況或風險承受能力。
- 季度資產配置模型僅供一般資訊與參考之用，並不構成任何形式的要約、招攬、邀請、建議或建議，以認購或贖回任何類型的投資或資產配置。我們無法保證參考投資組合能夠達到任何特定的結果或在所有市場條件下均具有效用。
- 季度資產配置模型不應視為投資建議，也不應被視為參與任何形式或類型投資的邀約或招攬。季度資產配置模型並不代表對資產配置的指導、建議或任何表示。請勿依賴參考投資組合作為投資決策的依據。在作出任何投資決策前，您必須仔細閱讀經授權的發行文件，並僅基於該等文件的資料作出投資決策。如您對投資決策存在任何疑慮或關注，應尋求獨立的專業建議。
- 季度資產配置模型采用量化模型過去10年的歷史回報數據結合我們的前瞻性觀點進行建構。然而，過去的回報並不代表未來的表現。



## 季度資產配置簡介(續上頁)

• 季度資產配置模型的歷史回報及歷史風險根據以下指數計算。我們保留更改所選指數的權利。任何指數變更將在相應季度的季度資產配置中註明：

股票：

- 美國：MSCI North America Net Total Return USD Index；歐洲：MSCI Europe Net Total Return USD Index；日本：MSCI Japan Net Total Return USD Index；亞洲除日本及新興市場：MSCI AC Asia Pacific ex Japan Net Total Return USD Index及MSCI Emerging Net Total Return USD Index

債券：

- 環球政府債券及新興市場政府債券：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；亞太區投資級別：Bloomberg Asia USD Inv Grade Bond Index TR Index Unhedged USD；環球投資級別企業：Bloomberg Global Agg Corporate Total Return Index Value Unhedged USD；環球高收益級別企業：Bloomberg Global High Yield Corporate Total Return Index Unhedged USD

另類投資：

- 黃金：S&P GSCI Gold Official Close Index TR；其他另類資產 (1) 能源：Deutsche Bank DBIQ Optimum Yield Energy Index Total Return；及 (2) 房地產信託：S&P Global REIT US Dollar Index Net Total Return Index

現金等價物：

- CME Term SOFR 3 Month



## 季度資產配置簡介(續上頁)

- 請參考各指數供應商官方網站以瞭解各指數的成份及相關資產詳情。
- 標準差是衡量價格波動的統計指標。標準差越高，波動性越大，並假設指數表現符合標準常態分布。
- 歷史風險（或年度化標準差）代表了季度資產配置模型根據過去10年指定資產類別每月回報率所計算的資產類別間的歷史關聯性（或相關性）及波動性，從而反映的資產配置模型過往的風險水平。此資訊僅供參考。
- 季度資產配置模型將每季檢視和更新一次。
- 根據季度資產配置模型，增長型具有最高風險，其次是平衡型，保守型風險則最低。
- 季度資產配置模型的風險評估是基於過去10年的年度化月度標準差計算。在這些模型中，保守型是按照最嚴格的風險限制設計，而增長型則採用了最寬鬆的風險限制。
- 季度資產配置模型與客戶的風險承擔能力並無直接關聯，且各模型並未根據本行的專有的風險評級方法分配任何產品風險評級。



## 季度資產配置免責聲明

- 本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）編製，僅供參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。有關資料所表達的預測及意見並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發布之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。
- 有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何其他司法管轄區監管機構審核。東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。
- 投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及瞭解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。季度資產配置模型不保證資產對每一位客戶的合適性，因為參考投資組合沒有考慮個別人士的個人情況和其他合適性因素，例如投資目標。
- 投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。
- 本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知職產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散布、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。
- 文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。



## 免責聲明及重要通知

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



## 免責聲明及重要通知 (續上頁)

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



## 東亞銀行投資策略團隊簡介



**彭偉偉**

**首席投資策略師**

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



**陳偉聰**  
CFA

**高級投資策略師**

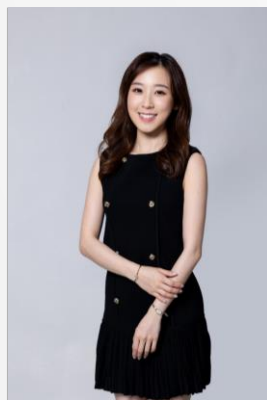
主要覆蓋大中華股票及美股市場的研究分析。擁有特許金融分析師(CFA)專業資格，投身金融業逾16年。



**吳永強**  
CFA, CESGA

**投資策略師**

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



**湯嘉穎**

**投資策略師**

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



**鄭瑩**

**投資策略師**

專注於環球債市、美國股票市場以及大中華股票的研究分析。擁有金融碩士學位。



Thank You  
謝謝