

東亞睿智2026年第四季

驚濤穩航



序言

2026年第四季，環球市場步入「更高更久」的利率新常態：聯儲局重啟加息、油價重上百美元、地緣衝突與美國中期選舉交錯。本期以「驚濤穩航」為題，從宏觀、經濟、股、債、匯、商品六大範疇，剖析驚濤之下如何穩住航向，並提供前瞻性資產配置建議。

環球經濟方面，聯儲局9月鷹派加息25點子，「更高更久」由預期走向現實。市場正重估人工智能生產率下的中性利率，美國10年期國債息升穿5%，創2007年以來新高。中東局勢反覆令霍爾木茲海峽航運接近停擺，油價企穩每桶100美元上方，通脹黏性揮之不去。中美貿易休戰僅延至明年1月、美國中期選舉臨近，風險溢價隨事件反覆重定價。亮點仍在人工智能，全球數據中心資本開支五年料翻逾四倍，惟「有AI與沒有AI」的K型分化愈見明顯。中國出口與高技術製造業保持韌性，內需及房地產持續承壓，逆周期調節有望加碼，力守全年4.5%至5%增長目標下限；香港經濟面對高基數效應，勢頭仍穩健。

資產配置方面，美股盈利強勁，標普500指數今年目標由7,870點上調至7,980點；續看好AI主線，並適度分散至能源、發電及電力設備、通訊服務及礦業板塊。香港及中國內地股市以「謀定後動」為綱，恒生指數今年目標由27,100點下調至26,500點，若回調至23,500點可伺機吸納；續聚焦AI半導體、核能及電力設備等硬科技，並適度配置高股息國企及香港本地防守板塊。債券「禦風防險、穩中求息」，優先佈局短端美債、避開長端，伺機增持中期債；信用債看好短存續期投資級別債，新興市場美元債仍具配置價值。外匯方面，美匯指數季內料走勢仍會穩健（3個月目標100）；繼續看好離岸人民幣（3個月目標6.65）及澳元（3個月目標0.71），對英鎊、瑞郎及加元則較審慎。商品方面，布蘭特油價中期選舉前料企穩每桶100美元附近，選後或回落至80至90美元；黃金短線受加息及實際利率上升壓制，惟央行購金與去美元化支撐中長期中樞，目標4,600美元。

總括而言，第四季全球處於利率重估、地緣風險與科技革命交織的驚濤之中，波動率中樞上移，股債相關性失穩。投資者宜以盈利兌現為錨、常態化對沖為帆，保持AI定力之餘靈活再平衡，於波動中穩守航向。願本報告助閣下看清風浪，驚濤穩航。



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：息高勢變



彭偉偉

東亞銀行財富管理處首席投資策略師



宏觀策略：息高勢變

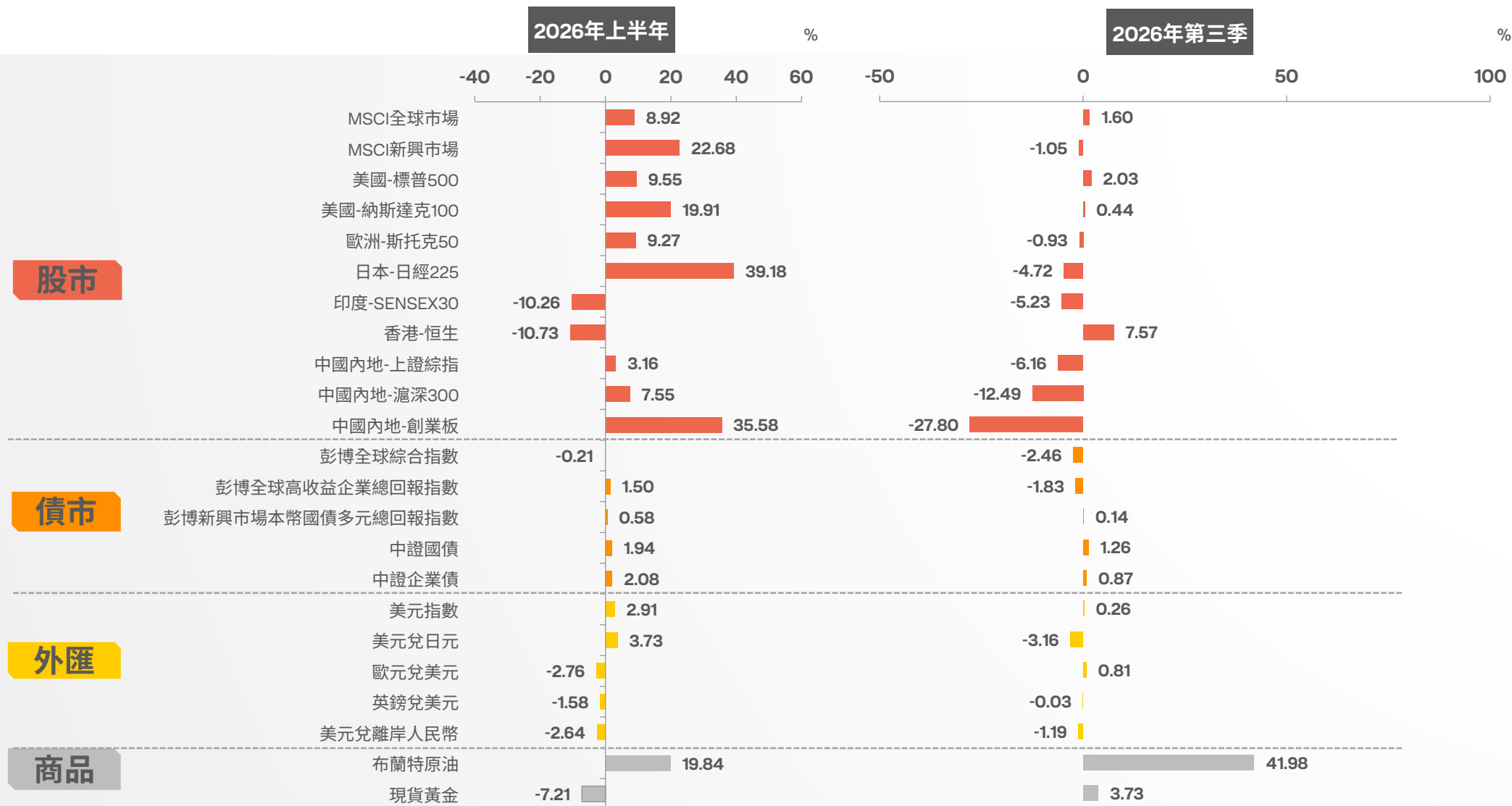
第四季，全球資產定價的主軸，是AI生產率敘事下的中性利率重估。"Higher-for-longer by design, not by accident"，道出了「更高更久」背後的結構性根源。當市場重新評估長期增長潛力與資金成本，實際利率及期限溢價上升，估值擴張的空間隨之收窄。分母已然重新定價，分子仍待盈利驗證：AI資本開支與製造業回暖繼續提供支撐，但雲廠投資指引與回報轉化，才是增長敘事能否延續的關鍵。

盈利與利率的角力之間，風險溢價呈現高頻脈衝。地緣衝突牽動油價，貿易休戰面臨到期，美國中期選舉與加息預期交錯，均可能改寫市場對增長及政策的判斷。利率高企如緊繃的發條，預期的微小變化，也可能放大為跨資產波動。股債相關性失穩，更令傳統分散配置的效果難以盡信。對沖須成為常態安排，黃金的配置角色亦隨之提升。

再平衡的核心，是在高息約束下保持AI定力，並將投資視野擴闊至整條產業鏈。區域上維持美國>日本>歐洲：美國盈利動能較強，惟通脹黏性限制政策轉向；日本受惠外需與半導體鏈，但人手短缺制約投資；歐洲的追趕式復甦，則提供適度分散的機會。中國出口與AI仍具韌性，內需卻持續承壓，財政執行能否加速是破局關鍵，基準預期仍是守住增長目標下限。第四季的配置取舍，將更重盈利兌現，也更考驗應對波動的餘裕。



2026年第三季資產表現：油價升逾40%添通脹憂慮，港股追落後

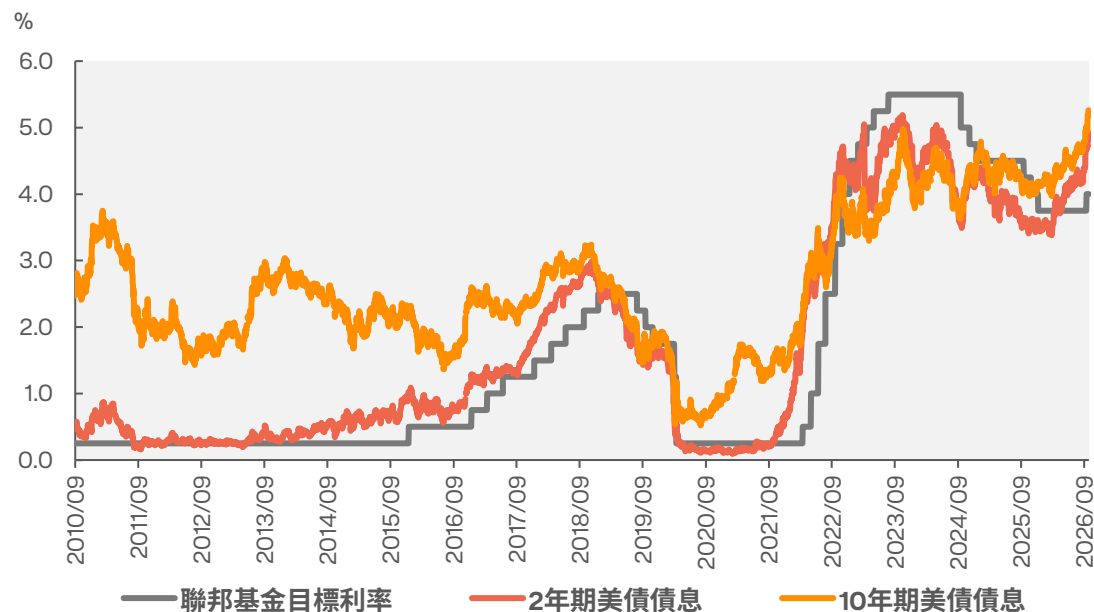




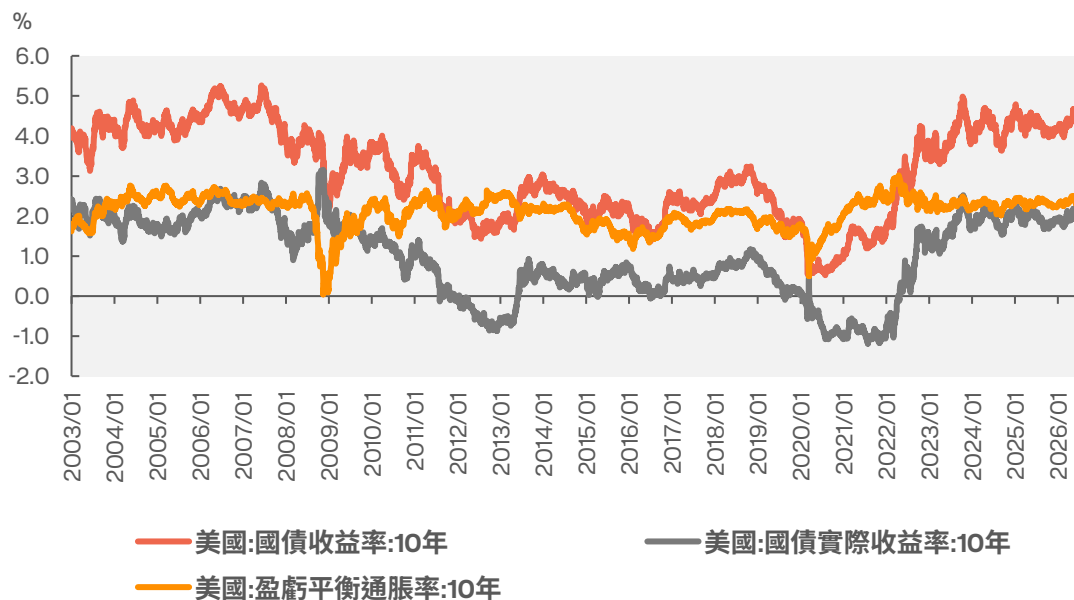
「更高更久」非偶然：中性利率的結構性重估

- 今年以來利率整體抬升，短端受政策鎖定，2年期美債息率屢次向上重估，10年期更曾穿5%關口。我們認為，這並非單純的政策滯後，而是市場對中性利率的持續上修——「更高更久」已由尾部風險變成基準情景。
- 關鍵在於，本輪長債息攀升由實際利率而非通脹驅動——盈虧平衡通脹率穩守2.5%附近，實際收益率卻持續走高，印證市場正重估AI生產率下的中性利率，利率中樞難以回到過去十年的低水平。利率高企如緊繃發條，即使基準利率未達歷史高位，任何政策預期轉變均會被放大，觸發跨資產的劇烈波動，這正是Q4必須正視的分母風險。

今年以來利率整體抬高



長期利率的攀升主要源於實際利率而非通脹





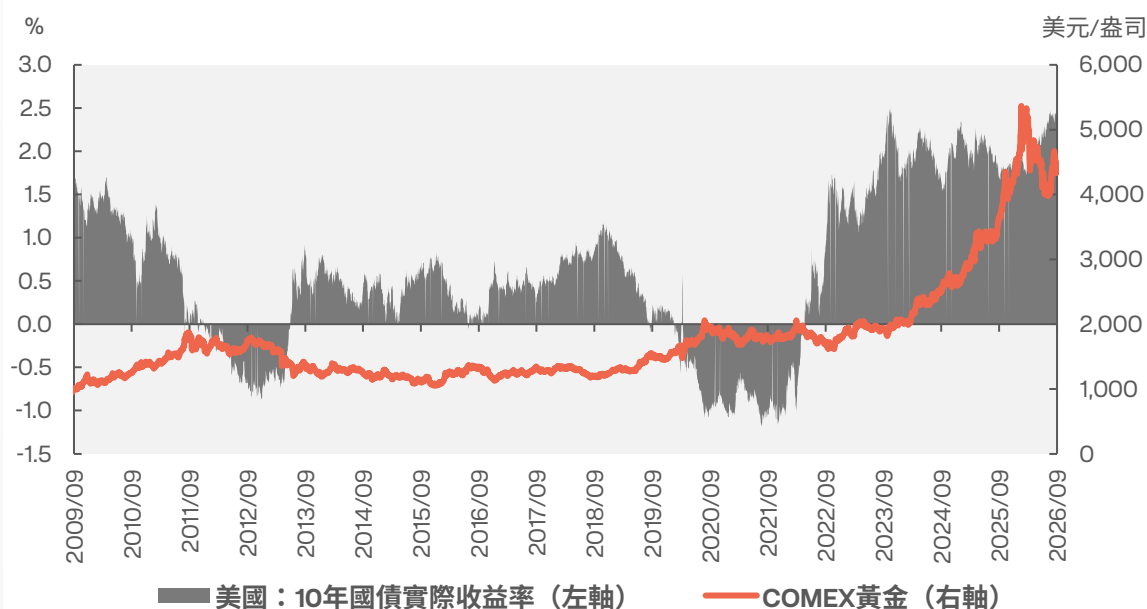
分母重定價的資產啟示：風險溢價見底、黃金脫鉤

- 利率高企已令股票風險溢價極速收斂——標普500風險溢價跌至負值的歷史極低位，與節節上升的美債收益率背道而馳，安全邊際幾近消失。分母重新定價之下估值難以再擴張，Q4股市回報將更依賴盈利兌現而非估值故事。
- 傳統上金價與實際利率負相關，但2022年以來兩者走勢趨同——實際利率高企，金價卻屢創新高，舊框架已然失效。高利率環境重新定義了黃金定價邏輯，央行購金、避險及去美元化需求取代利率成本成為主導因素。黃金常態化納入對沖配置亦成為眾多投資機構的必然選擇。

風險溢價已至極低位，估值難以明顯擴張



2022年以來高利率環境重新定義黃金框架

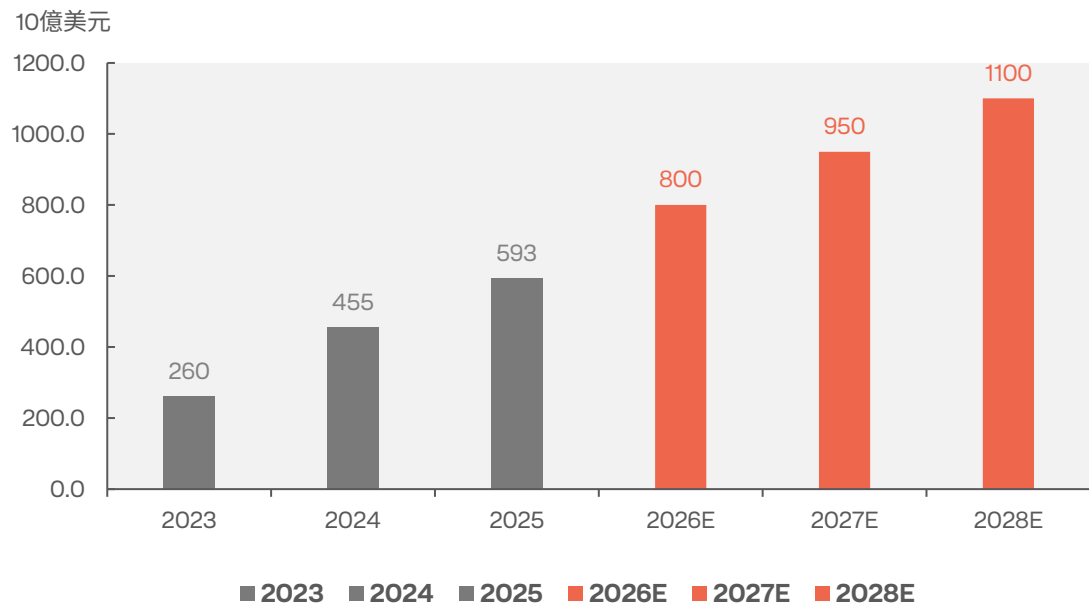




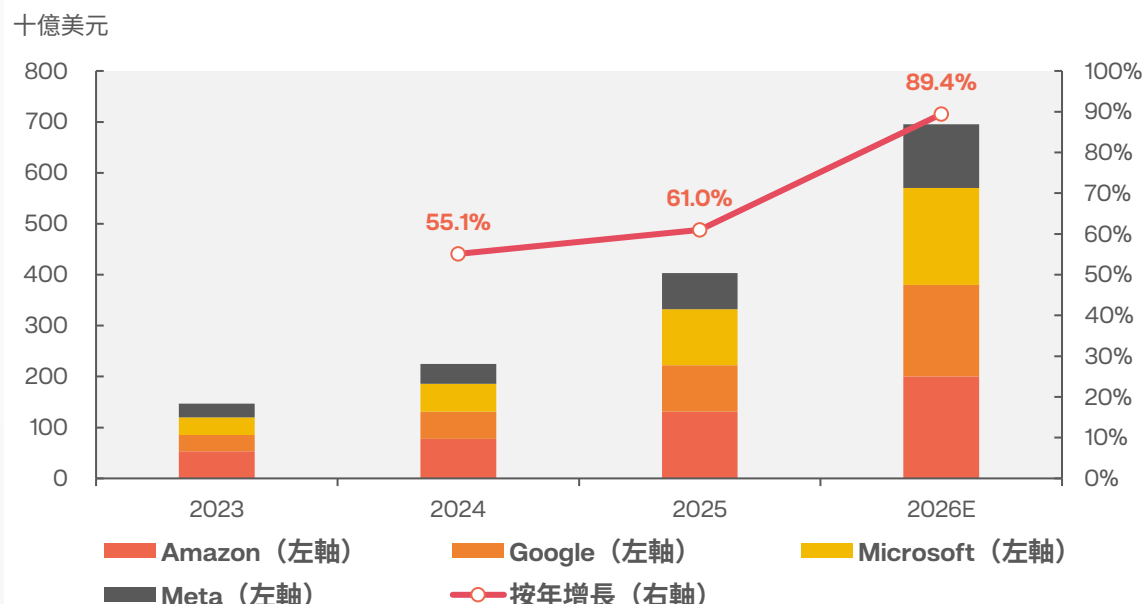
分子引擎：AI資本開支支撐全球盈利

- 分子端的核心引擎是AI資本開支。全球數據中心資本開支料由2023年的2,600億美元升至2026年的8,000億美元，2028年更突破1.1萬億美元，五年翻逾四倍。我們認為，這是全球盈利上修的單一引擎，也是「美國例外論」尚能成立的唯一理由——只要AI投資周期未完，分子端就仍具支撐。
- 結構上，美國四大雲廠是本輪周期的火車頭，2026年資本開支按年增長料達89.4%，投放力度前所未見。Q4進入兌現期，我們關注的不是金額，而是資本開支指引的修正方向與投資回報率轉化，才是決定分子端能否延續的關鍵。一旦雲廠下修指引或回報遜於預期，支撐全球盈利的單一引擎便會失速，這是Q4分子端最大的跟蹤變量。

全球數據中心資本開支



美國四大雲廠商資本開支





製造業景氣驗證分子端：惟K型分化加劇

- 全球製造業PMI於8月報52.3，連續多月企穩50榮枯線之上，為AI分子端提供景氣驗證。日本54.9表現最強，美國Markit報53.9保持韌性，歐元區更由年初收縮區回升至52.7，德國大幅反彈2.1個百分點至54.3——發達市場製造業周期明顯回暖，支撐全球盈利上修邏輯。
- 惟分化同樣清晰：中國PMI僅報49.8，仍處收縮邊緣；印度與東盟雖維持52以上但動能放緩，俄羅斯、巴西更雙雙跌穿48。K型格局持續——有AI與沒有AI的經濟體、AI與非AI產業之間的景氣落差不斷擴大。我們維持美國>日本>歐洲的排序，韓國與中國台灣亦相對看好，非美配置須精選結構而非押注整體貝塔。

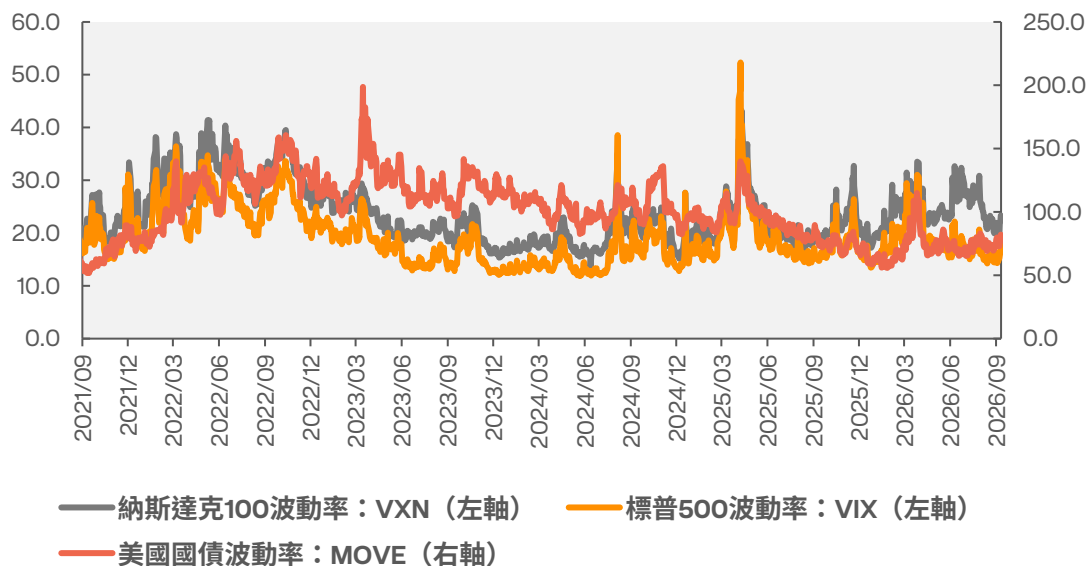
製造業PMI	較前值	8/2026	7/2026	6/2026	5/2026	4/2026	3/2026	2/2026	1/2026	12/2025	11/2025	10/2025	9/2025
全球	↑ 0.2	52.3	52.1	52.2	52.7	52.6	51.3	51.8	50.9	50.4	50.5	50.9	50.7
美國Markit	→ 0.0	53.9	53.9	53.9	55.1	54.5	52.3	51.6	52.4	51.8	52.2	52.5	52.0
歐元區	↑ 0.8	52.7	51.9	51.4	51.6	52.2	51.6	50.8	49.5	48.8	49.6	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



錨與引擎的張力，波動率中樞上移、相關性失穩

- 分母緊、分子強的張力，直接體現在波動率上。2026年以來VIXN、VIX與MOVE中樞同步抬升，股債兩市波動率均處近年高位，脈衝式抽升愈趨頻密。我們認為這並非短期噪音，而是中性利率重估下的宏觀常態——利率高企如緊繃發條，政策、盈利或地緣的任何微調，都會被放大為跨市場的波動脈衝。
- 更深層的變化在於資產相關性失穩。2026年股債相關性波動率達8.69%，歷史排名第二，僅次於2007年次貸危機前夜，排名前十的年份幾乎全對應重大危機或政策轉折。這意味宏觀定價邏輯本身在快速切換——通脹、利率與增長的主導權反覆易手，股債走勢時而同向時而背離。

2026年納指及國債波動率上升



股債相關性波動率歷史排名

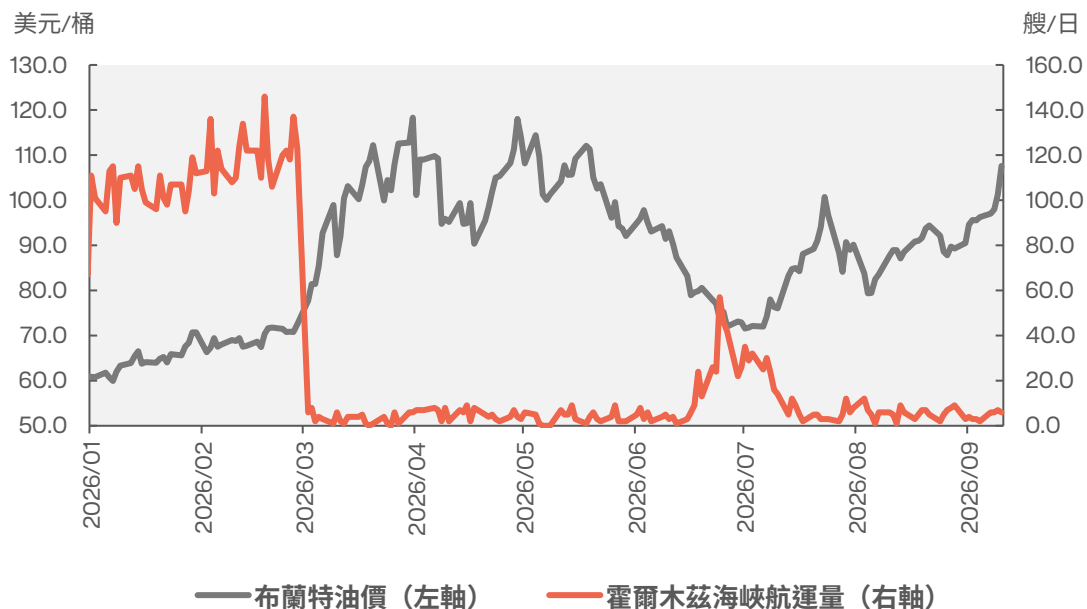
排名	年份	股債相關性波動率	關聯事件
1	2007	9.72%	次貸危機前夜
2	2026	8.69%	當前
3	2023	8.07%	加息尾聲
4	2016	7.99%	英國退歐+特朗普當選
5	2025	7.86%	—
6	2021	7.81%	通脹交易啟動
7	2015	7.68%	油價崩盤+人民幣811
8	2005	7.24%	—
9	2001	7.13%	互聯網泡沫破裂
10	2004	7.03%	—



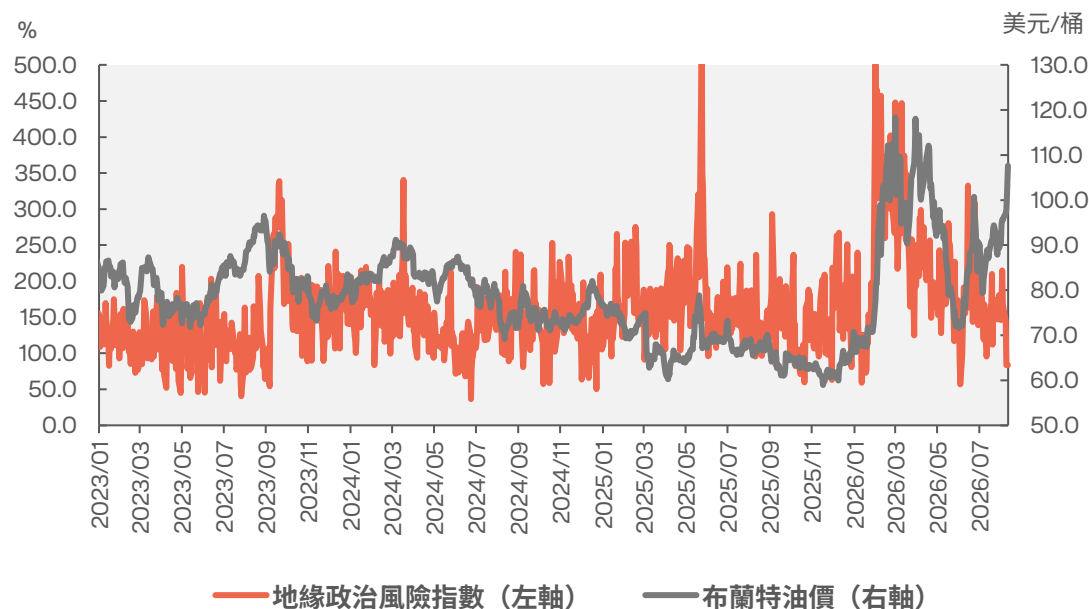
溢價源之一：地緣—油價的非線性風險

- 談完錨與引擎，Q4的另一半故事是風險溢價從何而來。我們的框架很簡單：地緣、貿易、選舉與加息都是事件，不是趨勢——不預測結果，只預算對沖。先看地緣：3月以來霍爾木茲海峽航運量由每日逾120艘驟降至接近停擺，布蘭特油價則由60美元水平反覆推升至100美元上方，兩線呈完美鏡像，供給衝擊的油價傳導一目了然。
- 地緣政治風險指數今年以來明顯升溫，與油價共振上行，印證風險溢價正以高頻脈衝方式注入市場。往後看，油價高企之際航運量仍未恢復，若Q4航運量回升而油價拒不回落，說明地緣溢價已然固化，油價企穩100美元上方將是年內首個非線性風險。

霍爾木茲海峽再度長時間停運推升油價



地緣政治風險今年以來明顯升溫





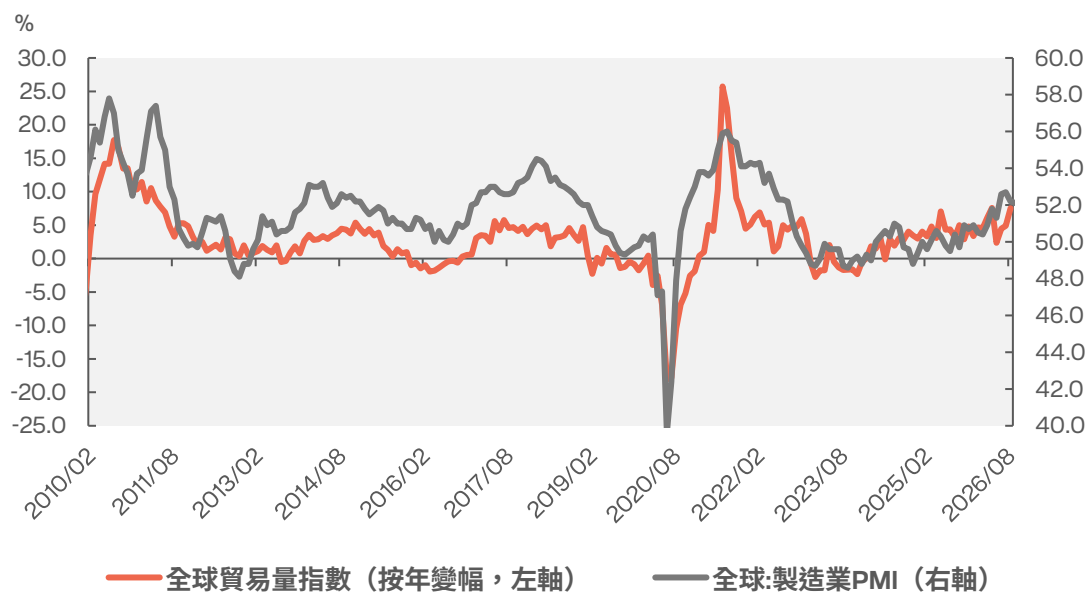
溢價源之二：貿易—休戰到期前的不確定性

- ❑ 溢價的第二個來源是貿易。2025年美國對主要貿易夥伴關稅稅率一度急升至10%以上，進口金額按年隨之大幅波動；今年關稅雖回落至6%附近，仍遠高於過去十年不足3%的常態。我們關注的不是稅率本身，而是傳導——若Q4關稅再升級而進口量不降，說明需求剛性；若進口量驟降，貿易摩擦對全球供應鏈的衝擊正在顯現。
- ❑ 截至目前，貿易對分子的作用偏正面——今年以來全球貿易量增速與製造業PMI同步上行，貿易復甦顯著帶動製造業回暖。但變數在11月10日中美貿易戰休戰到期：若談判破裂、關稅再升級，貿易增速掉頭而PMI跟跌，將直接壓制分子端盈利。

貿易衝突仍是潛在風險



今年以來貿易顯著帶動全球製造業復蘇

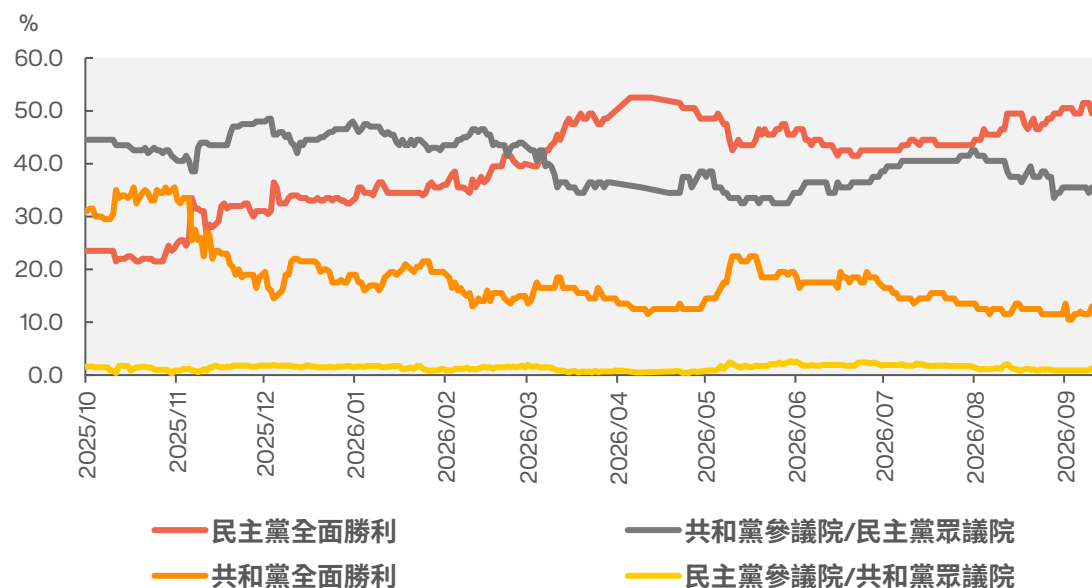




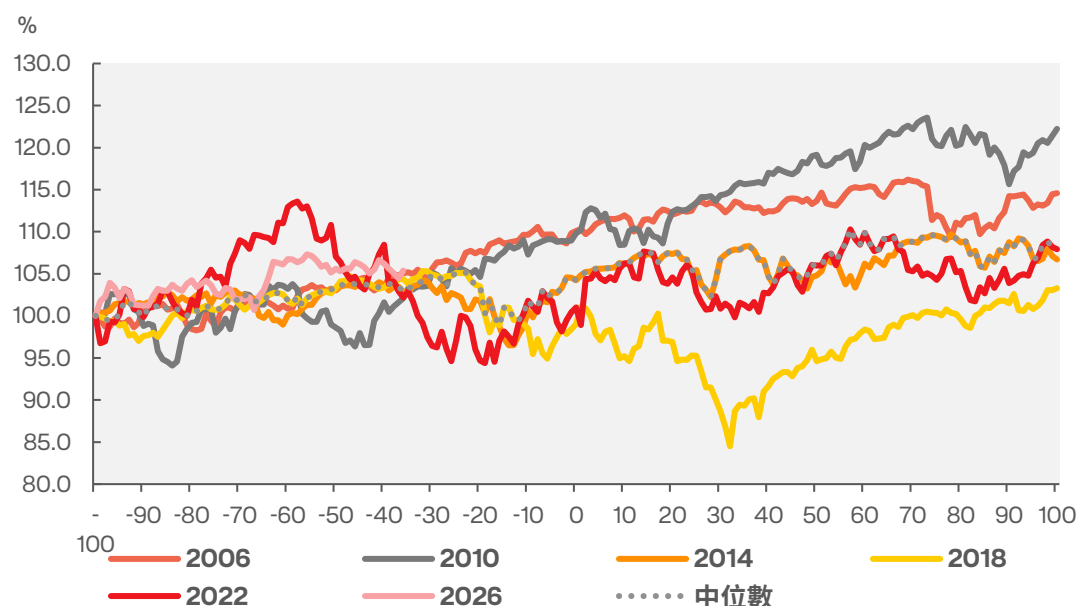
溢價源之三：中期選舉—政策預期的再定價

- 預測市場顯示，民主黨全面勝利的概率已由年初約三成升至五成以上，共和黨全面勝利僅餘一成多，市場正為政黨輪替的可能性重新定價。若Q4臨近選舉概率再度逆轉，減稅、關稅與財政政策預期將隨之改寫，直接影響分母與分子的定價基礎，這是選前最容易被低估的變量。
- 歷史規律清晰：中期選舉年標普500選前承壓、選後反彈，選後100個交易日中位數升幅達9.1%，不確定性落地本身就是利好。2026年走勢目前貼近歷史中位數運行，意味市場仍以慣性視之；隨選舉臨近，政策不確定性或先壓抑風險偏好，而選後確定性回歸，歷來是年底前風險溢價回落的重要催化，值得耐心等待。

預測市場對美國2026年中期選舉結果估算



標普500指數在中期選舉先後的走勢



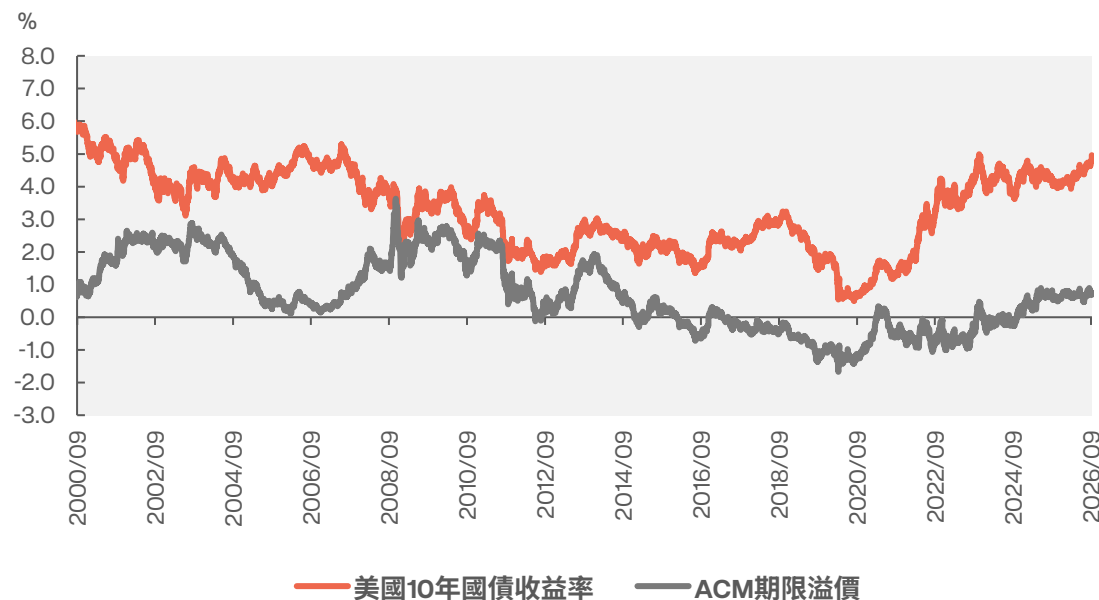


溢價源之四：加息—由預期走向現實

- ❑ CME期貨定價顯示，市場已完全摒棄減息幻想：10月會議加息至400-425基點的概率達10.3%，12月再加至425-450基點的概率亦近六成。若Q4概率曲線進一步上移，「更高更久」將由預期變為現實——這是分母重定價最直接、也最難對沖的證據。
- ❑ 長債的定價結構同樣值得警惕。ACM期限溢價已由疫情後的深度負值回升至0.8%以上的近十年高位，疊加前文實際利率的持續走高，說明本輪收益率上行是「中性利率重估+財政供給壓力」雙輪驅動。兩者皆非央行短期所能安撫，長端利率的緊箍咒將貫穿Q4，期限溢價的任何抽升都會直接傳導至風險資產。

聯儲局目標利率預測：基於CME期貨合約價格預測的預期利率的概率								
議息會議時間	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%

美國10年期國債與期限溢價

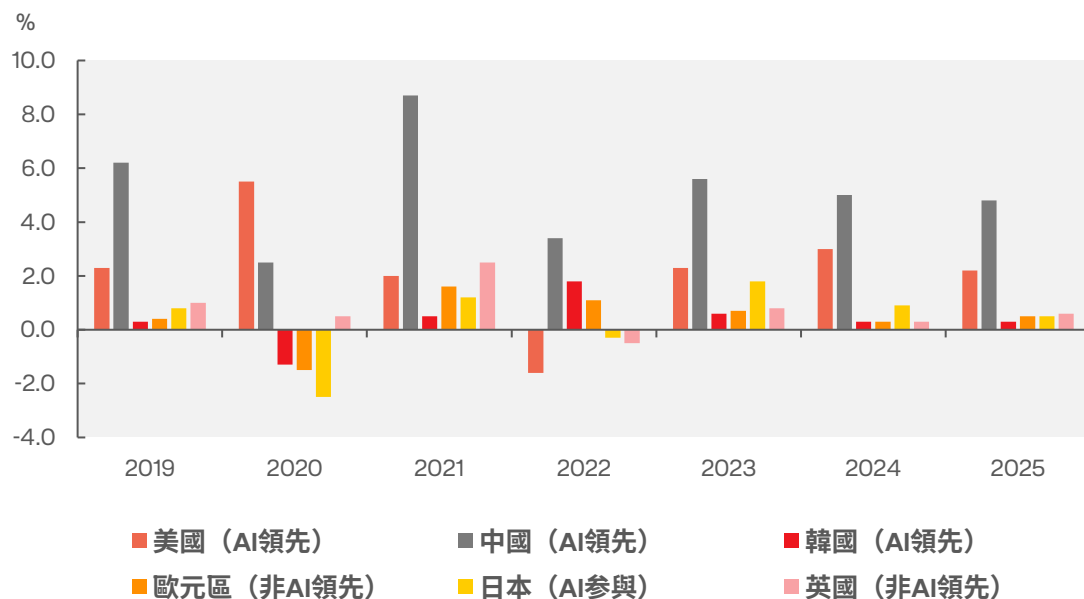




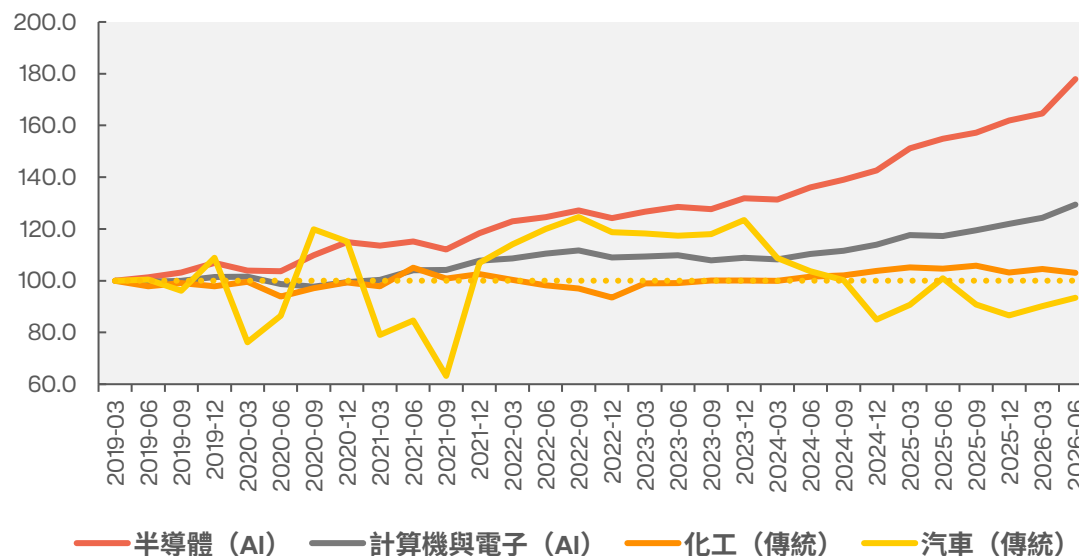
再平衡：戰略上保持AI定力—K型分化的世界

- 前面幾頁描繪的是市場的約束——分母重定價、溢價高頻脈衝；接下來是我們的應對思路：再平衡。戰略上，我們依然保持AI定力，但主張更廣泛地投資AI。理據在K型分化：2019年以來，AI領先國家的勞動參與率增速持續跑贏非AI國家，中美屢創高位，歐元區與英國長期徘徊在零附近——有AI與沒有AI的經濟體，正走向兩條不同的增長軌道。
- 同一經濟體內部亦在分化。美國工業生產指數中，半導體自2019年以來累升逾七成，計算機與電子升近三成，化工、汽車等傳統行業原地踏步甚至倒退。AI與非AI產業的景氣落差並非周期現象，而是結構性重估——這正是K型的微觀寫照，也是我們主張沿AI鏈精選的根本原因。

勞動參與率增速：AI領先國家vs非AI領先國家



美國工業生產指數（以2019年1月=100）

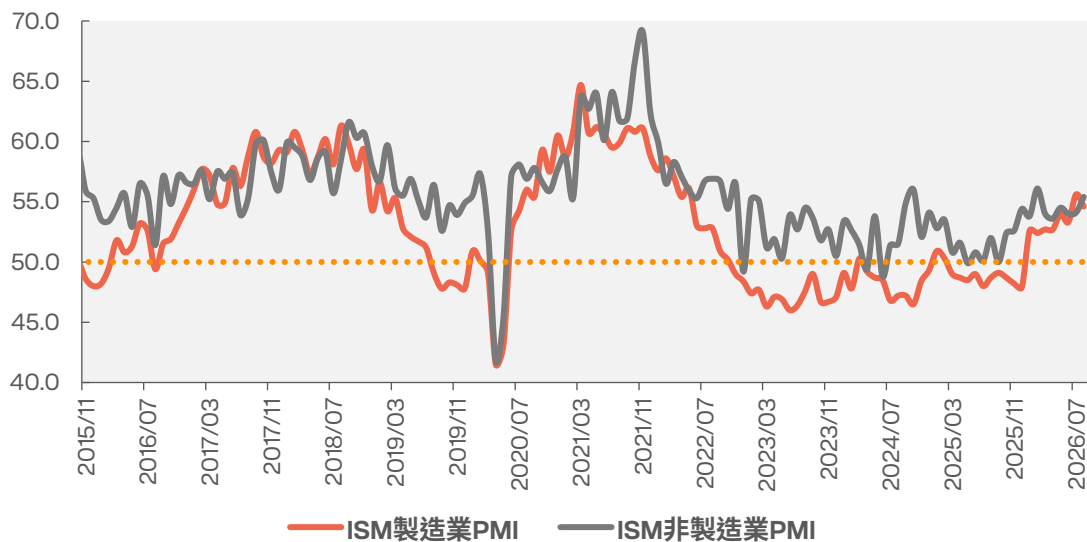




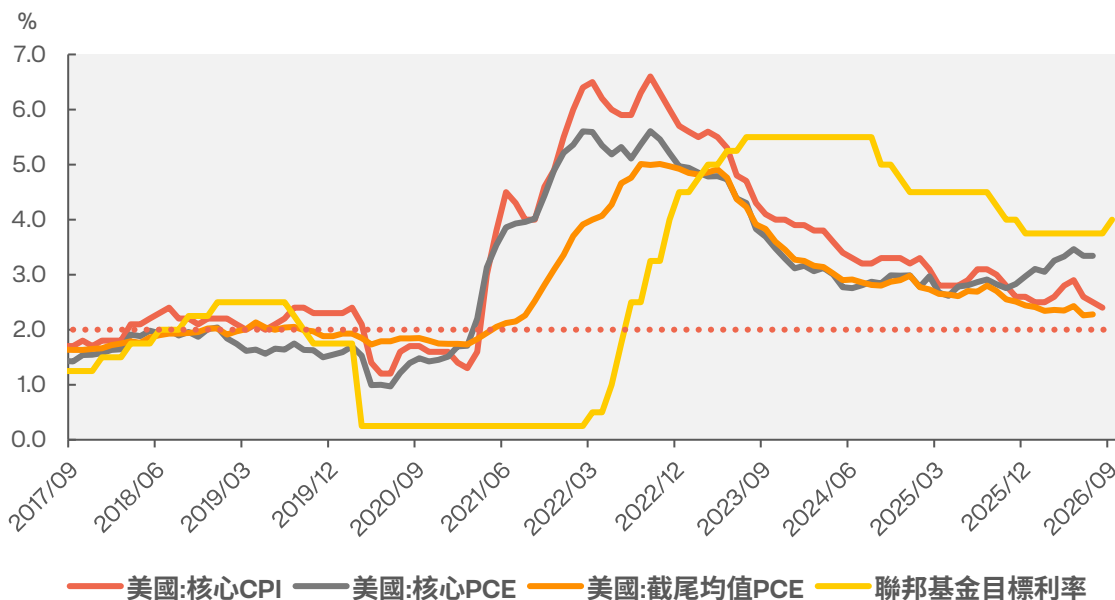
再平衡・美國：景氣回暖，惟通脹黏性未除

- 戰術上，再平衡的首站仍是美國。ISM製造業與非製造業PMI今年雙雙重回55附近，結束過去三年製造業收縮、服務業獨撐的格局——服務業與製造業的再平衡正在發生，增長的廣度明顯改善。配合AI資本開支的火車頭效應，美國經濟的分子端依然偏強，是我們維持「美國＞日本＞歐洲」排序的核心依據。
- 但約束同樣清晰——通脹壓力仍是未來的困擾。核心PCE已回升至3.2%附近，截尾均值PCE亦止跌企穩，通脹黏性疊加油價反覆與工資螺旋，令Q4通脹難以明顯回落。這解釋了為何聯儲局無法轉鴿，也意味美國的景氣改善始終要在高利率的框架下運行，分母的約束不會消失。

美國ISM製造業與非製造業PMI



通脹壓力或小於2022年

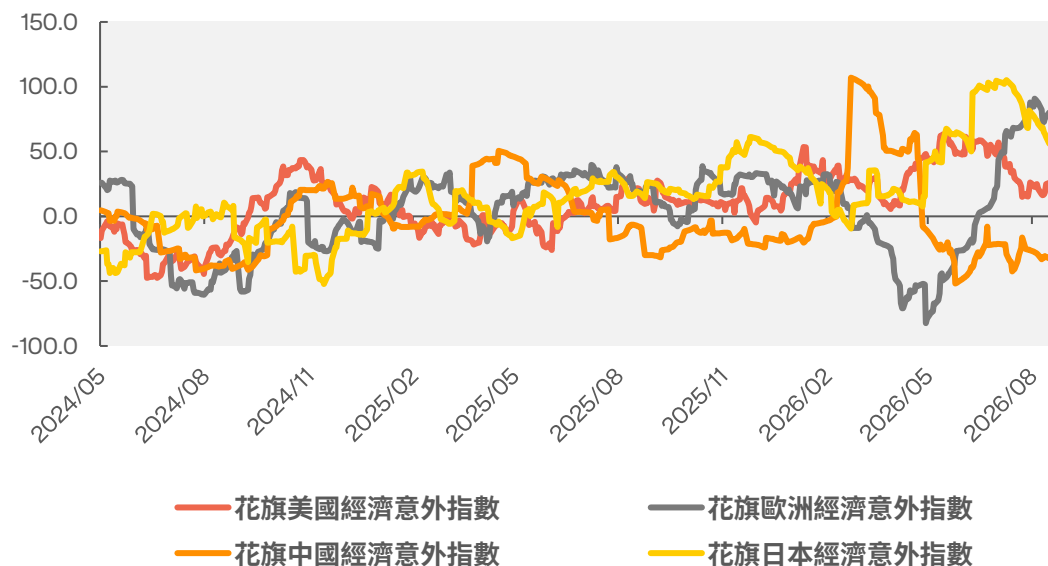




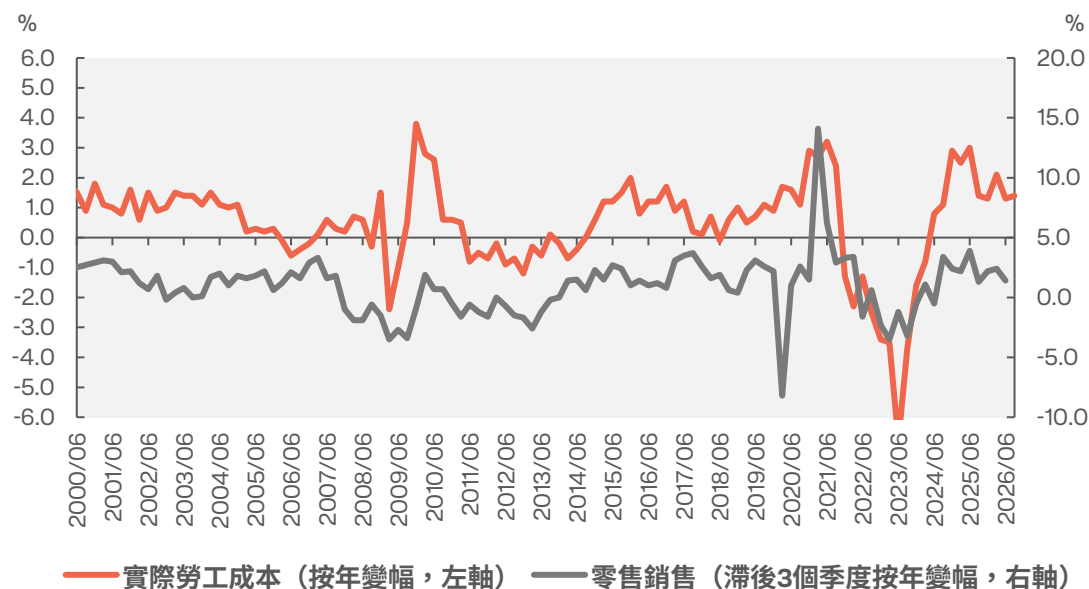
再平衡・歐元區：改善最強勁的追趕者

- 再平衡的第二站看歐元區。花旗經濟意外指數顯示，歐洲近期的改善預期最為強勁，該指數由年中的深度負值大幅反彈至80以上，同期美國高位回落、中國持續疲弱。財政擴張效應開始兌現，加上製造業PMI重返擴張區，歐洲雖在排序上仍居美、日之後，卻是「適度分散」最順理成章的方向——非美多極化的觀察窗口正在打開。
- 消費是歐洲復甦的下一塊拼圖。歐元區實際勞工成本同比已升至約8%，而歷史上零售銷售滯後實際薪資約三個季度，消費有望接棒財政，成為增長的第二引擎。我們的判斷是：歐洲的改善是真實的，但仍屬追趕式復甦，配置價值在於分散美元資產的過度集中，而非取代美國。

歐元區近期經濟改善預期最為強勁



薪資增長有望支撐歐洲消費復蘇





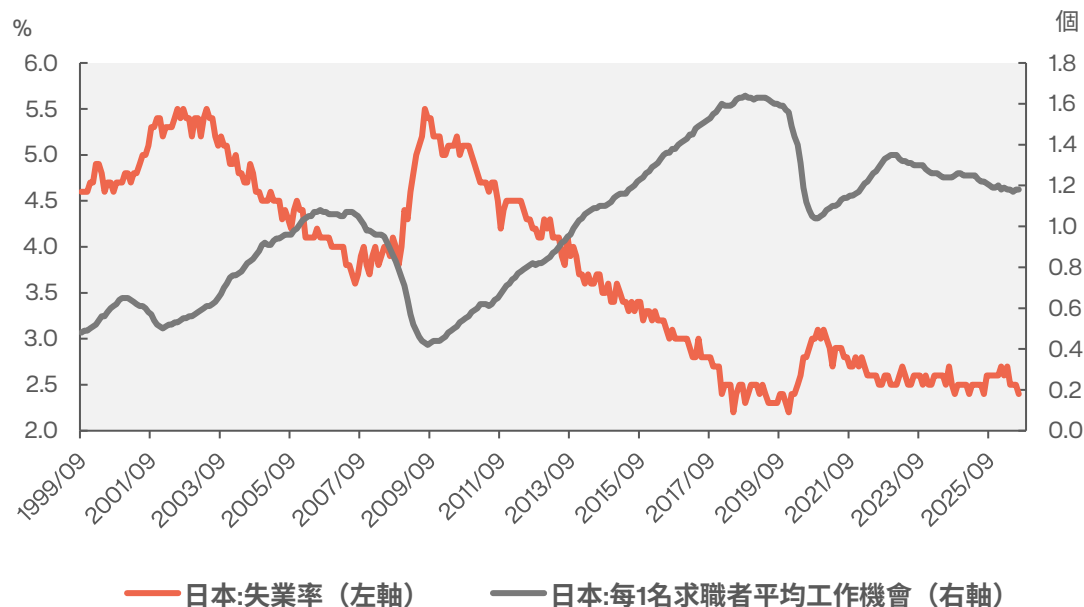
再平衡・日本：外需有支撐，投資有瓶頸

- 再平衡的第三站是日本。美國製造業PMI領先日本出口約六個月，今年美國製造業回暖，意味日本出口未來半年仍有支撐；疊加日圓偏弱與半導體供應鏈的戰略地位，日本的外部需求並不差，這是我們將日本列於歐洲之前的原因。但日本的天花板同樣清晰，而且來自內部。
- 短板在於資本開支。日本失業率處於2.5%以下的低位，有效求人倍率維持1.2倍，勞動力市場極度偏緊——企業即使有意擴大投資，也難以覓得足夠人手落地執行，資本開支因而明顯弱於美國。AI引擎需要投資兌現，這正是日本難以跑贏美國的結構性原因，也是「美國>日本」排序的關鍵分野。

美國製造業強勁有望繼續帶動日本出口



日本勞動力市場維持強勁





再平衡・中國：下行壓力巨大，分化愈見明顯

- 再平衡的最後一站是中國。8月數據呈「生產回暖、需求仍弱」：工業增加值回升至5.2%，惟消費僅增0.4%，固投跌幅擴大至負7.2%、創逾五年新低，房地產投資負19.9%連續六個月擴大；唯一亮點是出口按年增25%，內需與外需的裂口愈扯愈開。
- 我們的判斷：整體下行壓力巨大，分化更趨明顯——AI與出口鏈有韌性，地產、投資、消費持續失速。下行壓力最終要看政策如何解，這決定中國在再平衡中是分散配置的選項，還是繼續被低配。

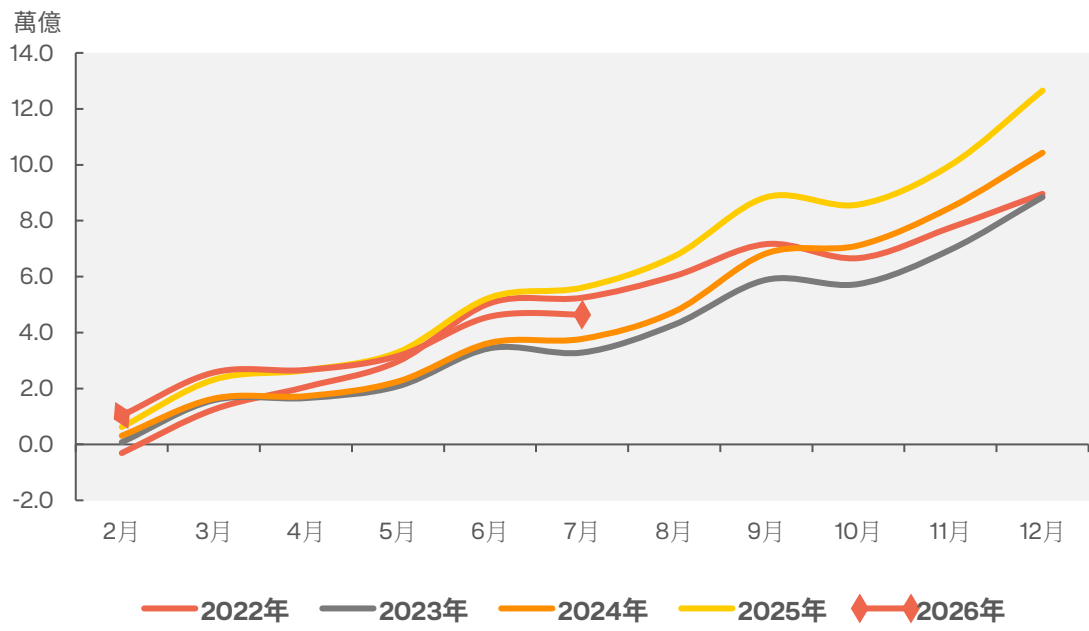
(按年，%)		較前值	2026/08	2026/07	2026/06	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09
生產	工業增加值	↑ 0.7	5.2	4.5	5.3	4.5	4.1	5.7	6.3	5.2	4.8	4.9	6.5
	服務業生產指數	↓ -0.2	4.1	4.3	4.7	4.4	4.3	5.0	5.2	5.0	4.2	4.6	5.6
需求	固定資產投資	↓ -0.5	-7.2	-6.7	-5.7	-4.1	-1.6	1.7	1.8	-3.8	-2.6	-1.7	-0.5
	製造業	↓ -0.6	-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



中國的變數：財政執行與增長目標的博弈

- 政策的第一個觀察點是財政。2026年財政支出進度明顯落後於過去兩年，截至7月累計規模低於去年同期——「財政執行加速」尚未兌現。若Q4專項債與財政支出趕進度，基建與內需有望邊際企穩；反之，財政缺位將令下行壓力延續至年底，這是中國資產Q4最重要的跟蹤變量。
- 第二個觀察點是增長目標的約束。過去十一年，除2022年外增長目標基本全部完成；2026年目標定於4.5%-5.0%，上半年實際增長4.7%，正處目標區間的下限。我們的基準判斷是：政策將力保目標下限不失，全年增速大概率貼著下限運行，但難以明顯趨勢上行——「守住下限」而非「強勁反彈」，是對中國最務實的預期。

2026年首7個月財政完成情況落後於過去兩年



	經濟增長預取目標	經濟實際增速	是否完成目標
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	未設定	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）	？

資料來源：萬得，數據截至2026年9月11日

過往表現不代表將來表現



宏觀策略總結：持衡應變

盈利支撐

AI投資延續，製造業回暖

資本開支指引與回報轉化
決定盈利增長能否兌現

利率約束

中性利率重估，期限溢價上升

「更高更久」限制估值擴張
回報更依賴盈利

事件風險

地緣、貿易、選舉、加息

油價與政策預期反覆
風險溢價隨事件重定價

高利率下的盈利兌現，伴隨波動率上移與股債相關性失穩

配置主線：保持AI定力，區域再平衡，常態化對沖

沿AI鏈精選

擴闊AI產業鏈配置
關注盈利與投資回報兌現
韓國、中國台灣相對看好

區域再平衡

美國 > 日本 > 歐洲

美國：景氣較強，通脹仍黏
日本：外需支撐，投資受限
歐洲：追趕復甦，適度分散
中國：精選AI與出口，觀察財政落地

對沖與風險管理

黃金常態化納入對沖
預留事件風險對沖預算
持續檢視股債分散效果



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：冷熱交織



東亞銀行經濟研究部



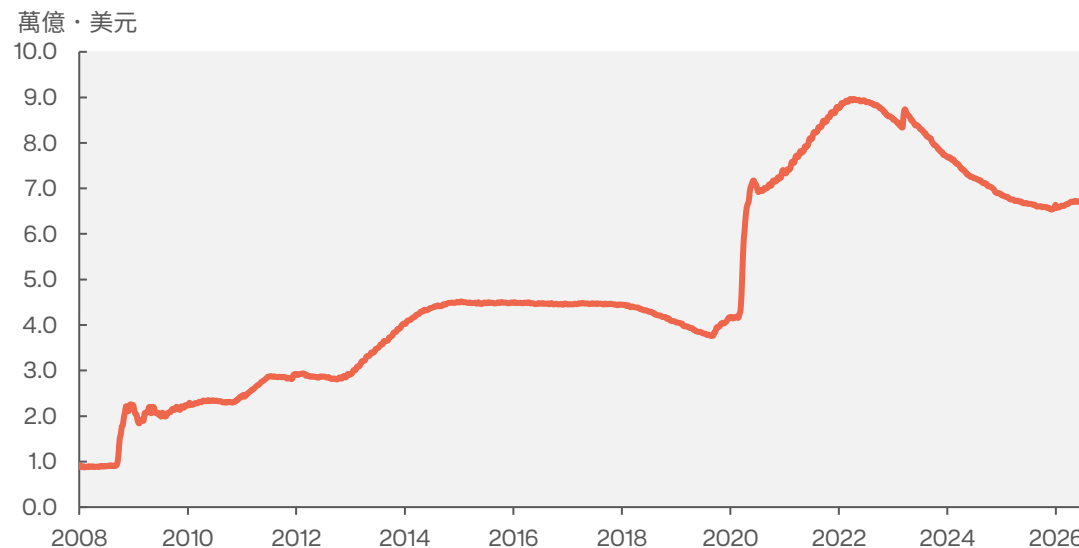
美國經濟：聯儲局9月防禦性加息，重啟緊縮週期言之尚早

- 主要經濟體財政赤字惡化，債務水平持續上升，引發市場對財政可持續性的關注，導致國債收益率大幅上升。
- 通脹方面，中東地緣政治局勢動盪，國際能源價格顯著攀升，加大美國通脹壓力。與此同時，美國經濟整體表現穩健，勞工市場大致平穩。
- 為對抗通脹，聯儲局在9月加息25個基點，並維持鷹派立場，但由於目前核心通脹仍相對平穩，是否重新進入緊縮周期言之尚早。若能源價格回落，整體通脹數據有機會放緩。

美國財政赤字規模走勢



聯儲局資產總額

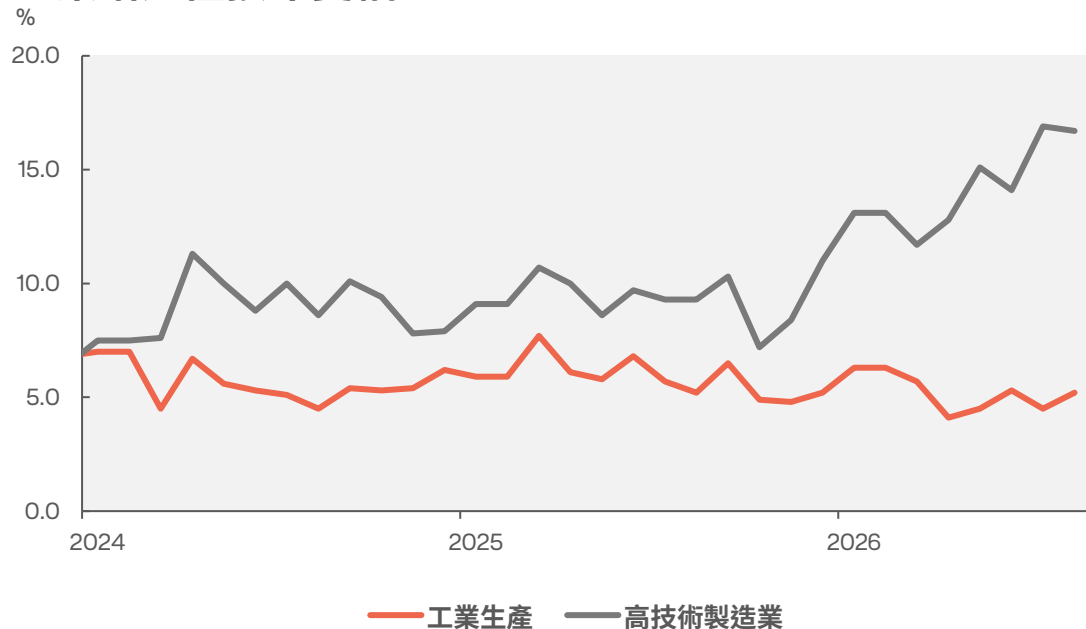




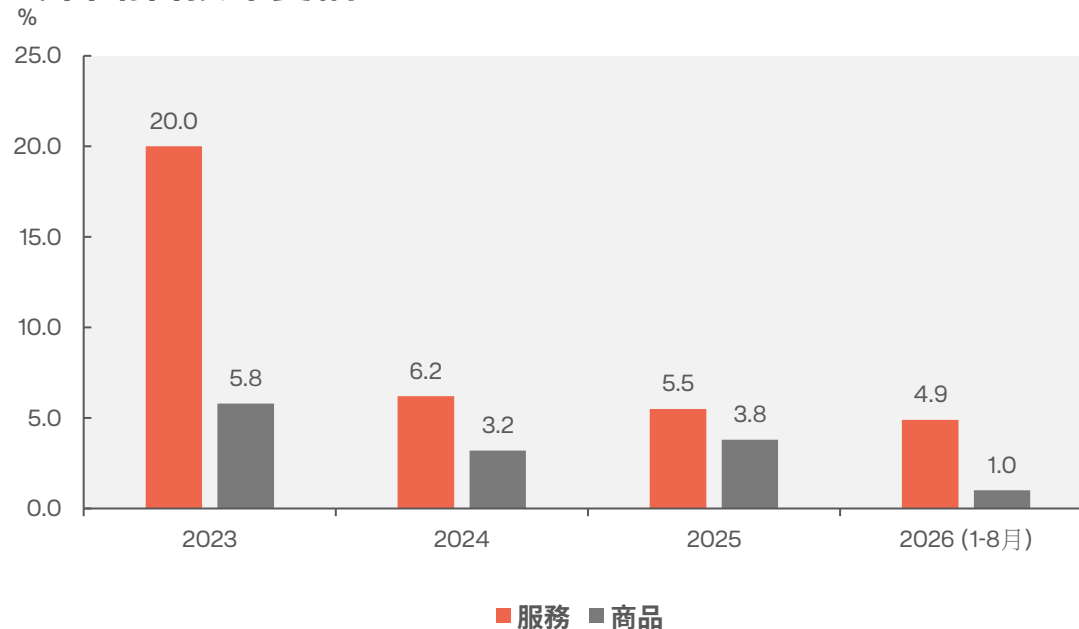
中國內地經濟：主要宏觀指標表現分化，逆週期調節力度有望加碼

- 下半年經濟活動表現分化，環球人工智能投資需求持續強勁，帶動出口和高技術製造業增速加快；服務消費保持韌性，均成為目前內地經濟的結構性亮點。然而，商品銷售進一步放緩，房地產、基建及製造業投資跌幅擴大。
- 面對下行風險，內地政府有機會加大逆週期調節力度，包括加快財政支出及債券資金使用進度，支持以「六張網」¹為主的重點投資項目，以及適時調整貨幣政策工具等，以達成2026年4.5%至5.0%的經濟增長目標。

工業增加值按年變幅



零售銷售按年變幅

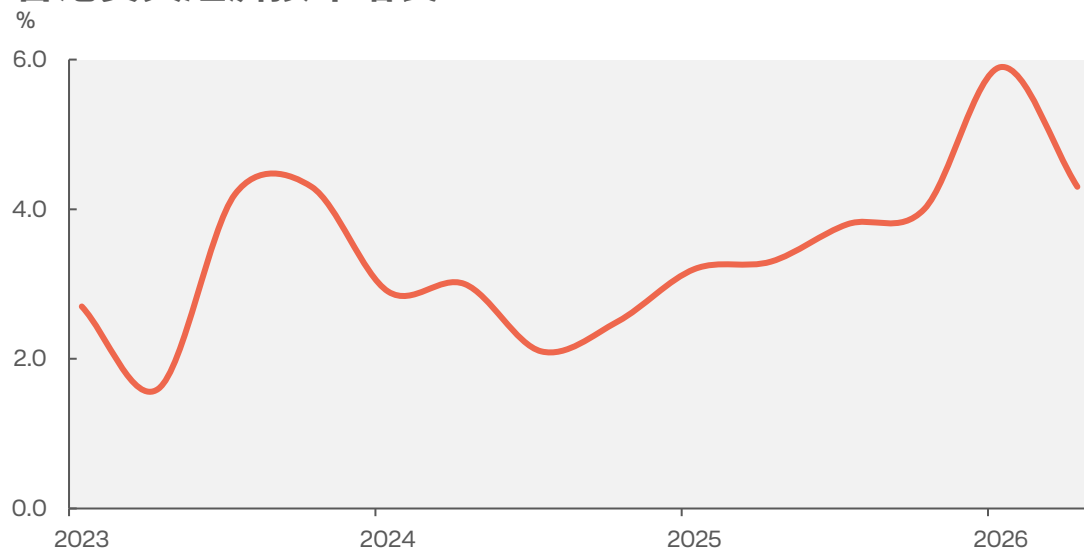




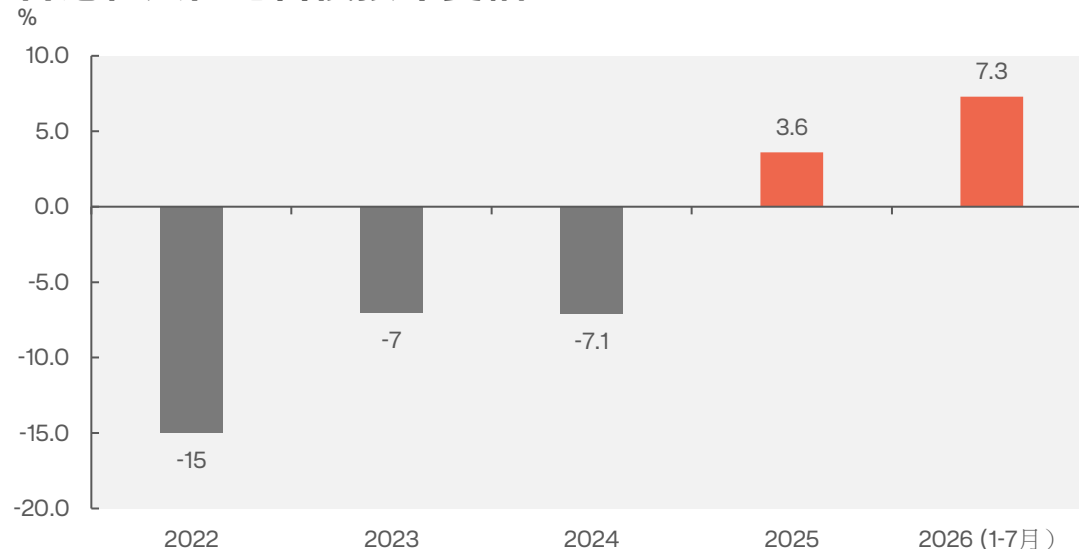
香港經濟：即使面對高基數效應，整體經濟勢頭依然穩健

- 香港第二季經濟增長從高位回落。環球人工智能熱潮持續支持出口；私人消費與固定投資則放緩，主要受電動車銷售回落及公共工程付款期等短暫因素干擾。
- 展望未來，消費動力有望改善，北都建設亦將帶動公共投資重拾升軌。儘管下半年的擴張步伐或受去年高基數影響而有所放緩，但整體經濟擴張勢頭料可延續。樓市方面，利率環境的變化或會對短期市場氣氛造成影響，上升動力難免出現放緩，但復甦方向未變。

香港實質經濟按年增長



香港私人住宅售價按年變幅



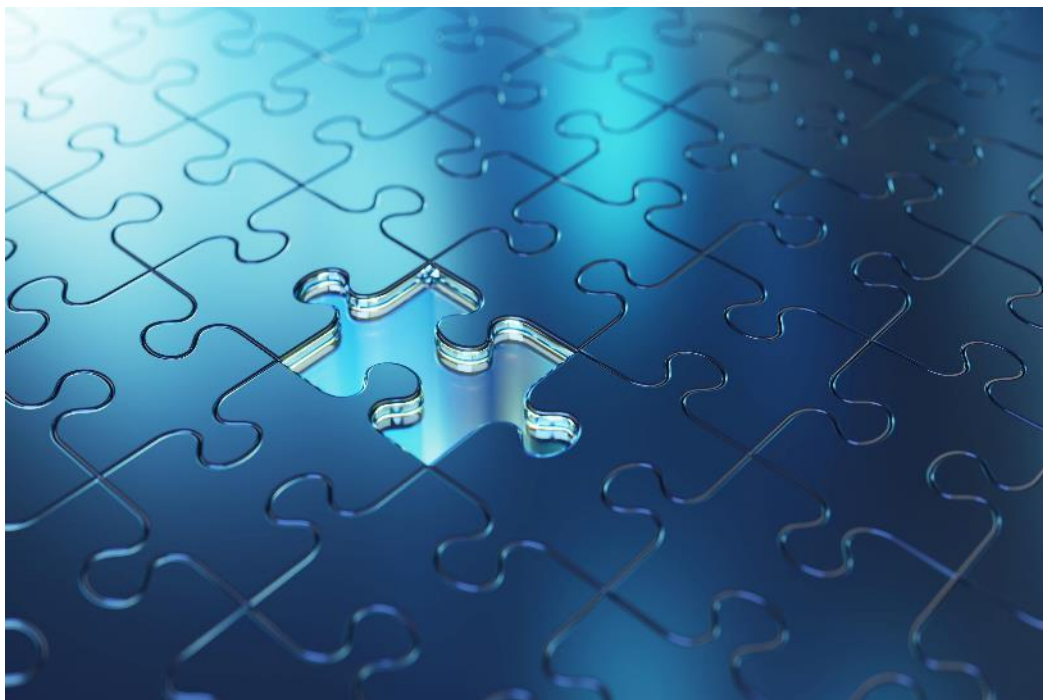


目錄

- 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：耐人尋味



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



美股第四季展望及策略 – 耐人尋味

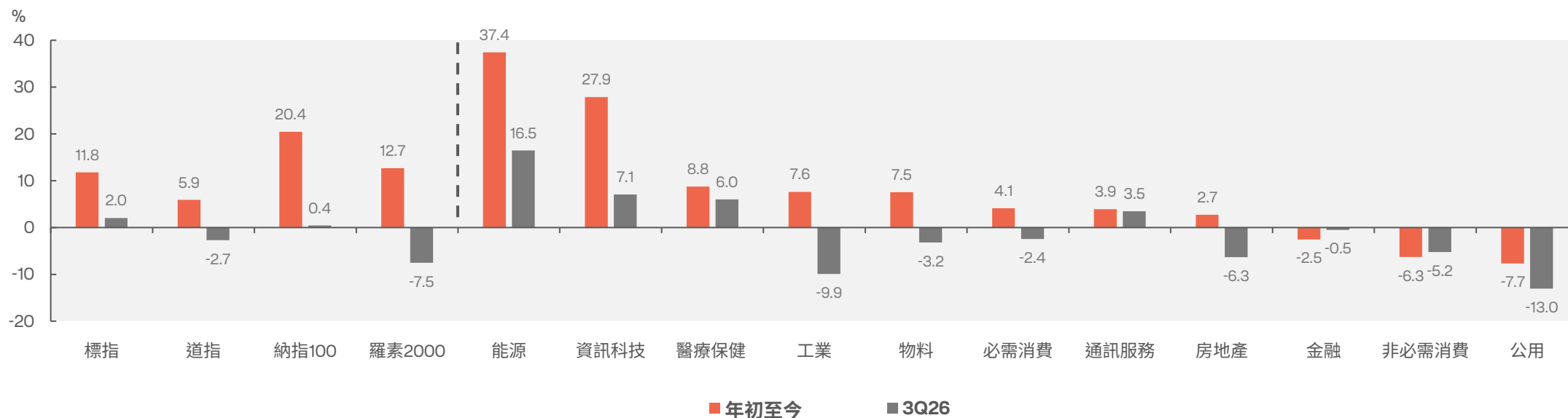
- ❑ 回顧第三季，美股在企業盈利強勁支撐下創新高，惟能源價格及通脹反彈、長端國債息上升，及聯儲局重啟加息的疑慮等宏觀逆風之下，整體升幅在季末有所收窄。
- ❑ 展望第四季，預期美國經濟仍保持韌性，美股企業盈利增長保持強勁，其中能源、科技和物料板塊預期盈利增速較強；惟下半年盈利超標幅度或收斂，加上市場面對地緣局勢反覆、通脹仍具黏性，聯儲局會否持續加息的疑慮，以及中期大選臨近的行業政策不確性等，整體大市在高位震盪或加劇，呈現利空因素間歇性發酵的耐人尋味格局。
- ❑ 受惠於美股Q2亮麗盈利表現及正面前瞻指引，我們將FY26標普500指數每股盈利預測從342美元上調至371美元（按年升38%），並新增NTM（未來12個月）盈利預測為408美元。基於聯儲局上調利率步伐可能超預期、AI行業短線不確定性增加，故將NTM預測市盈率目標從23.0倍下調至20.8倍，給予FY26市盈率目標21.5倍。因此，我們將FY26標普500指數目標由7,870點上調至7,980點，另給予未來12個月指數目標8,490點。
- ❑ 須留意加息重啟或造成股市短期震盪，而美國長端債息如再度飆升或將利淡美股表現，過往中期選舉前後美股普遍向好，但今年或承受較大波動風險，預期在負面情景下標普500指數的回撤幅度可達8%，下方較大支持料於7,100至7,200點。
- ❑ 人工智能前沿模型持續升級、變現能力多維度提升，加上關鍵半導體和基礎設施短缺格局未變，我們維持對AI主題中長線樂觀的看法，但部份利空因素，如AI雲服務商自由現金流惡化、AI安全性問題等或間歇性發酵，從而導致股價波動性增加。
- ❑ 第四季建議多元化投資，較看好大市值、強勁資產負債表、增長型的選股風格；組合持倉適度分散至AI硬件以外的板塊，如能源、發電及電力設備、通訊服務、礦業等。



美股第三季震盪市況中創新高，板塊輪動行情更明顯

- 美股在經歷了上半年的強勢上漲後，第3季受到中東局勢惡化、聯儲局重啟加息、AI板塊獲利回吐，出現間歇性的震盪及板塊輪動。標普500指數在Q3期間一度升至歷史高位7,816點，惟至期末升幅僅2%，而上半年顯著跑贏的納指100及羅素2000指數分別僅升0.4%及下跌7.5%。
- 能源板塊在Q3錄得超過16%的驚人升幅，遙遙領先其他行業，主要驅動力來自美伊戰局重燃刺激油價反彈。資訊科技行業經過7月份急速回調後，在強勁業績帶動下收復失地，期內升7.1%。醫療保健及通訊服務板塊在Q3成功錄得正回報，顯示波動市況中資金更傾向配置具備防禦屬性或盈利相對穩定的行業。

美股主要指數及標普各行業年初至今及Q3表現

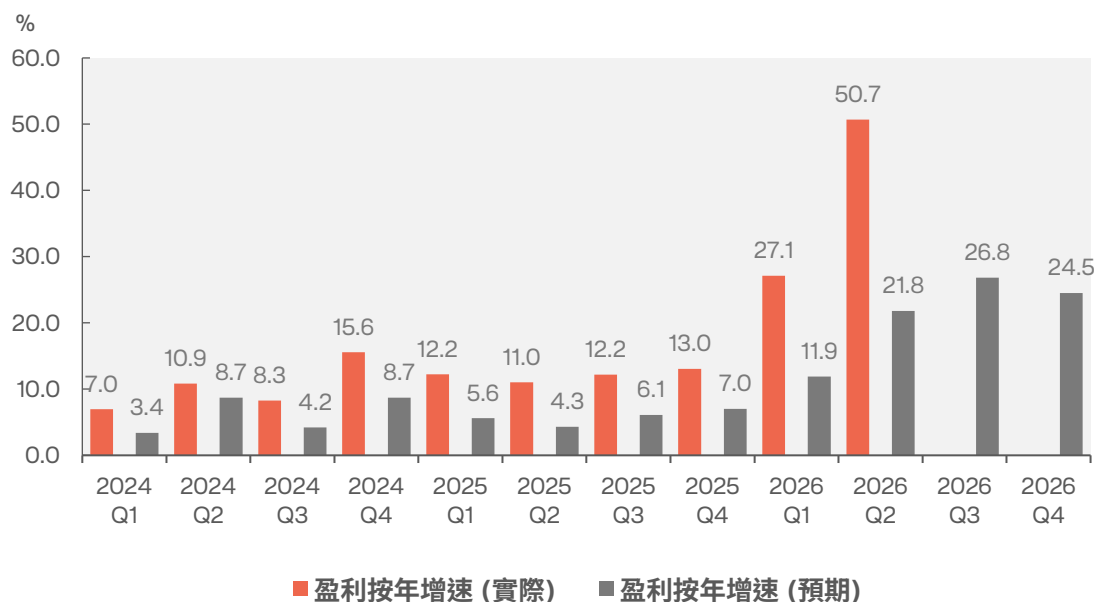




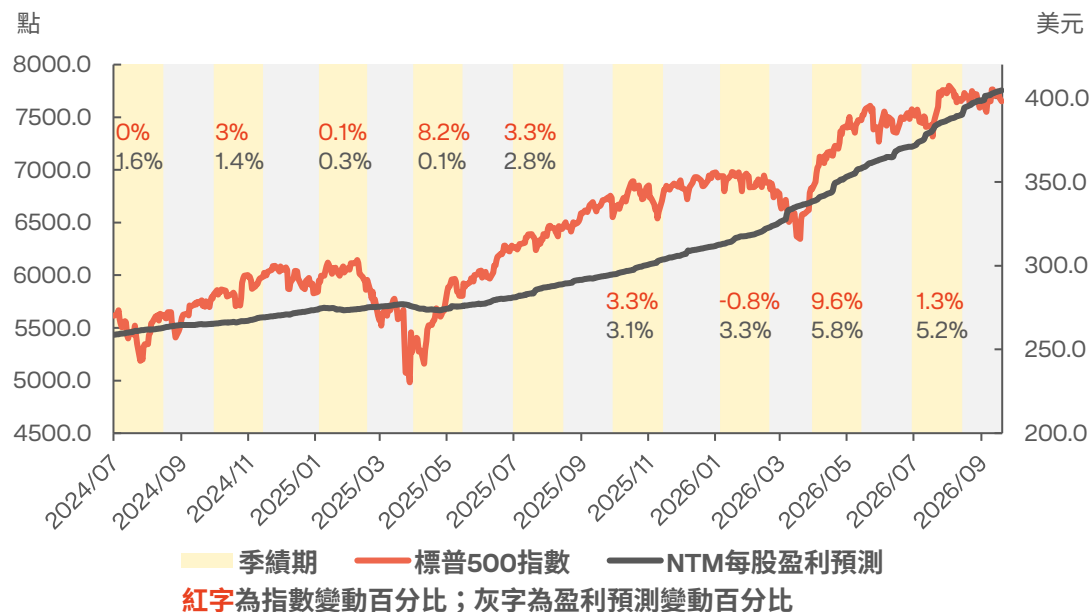
美企盈利表現仍屬大市重要支撐，惟下半年超標幅度或收斂

- 今年首兩季標普500指數盈利增長顯著加速，Q2盈利按年增速高達51%，剔除股權投資收益後的增速亦達31%，遠勝期初市場預測的22%。
- 目前市場預測標普500指數今年Q3/Q4的盈利增長介乎24%至27%，受惠於美國經濟保持韌性、AI上游行業交付價量齊升，Q3盈利超標完成難度料不大，惟超預期幅度或較Q1及Q2收窄，主要挑戰為油價高居不下、世盃後消費情緒走弱、AI雲廠商折舊開支大增、投資收益減退。
- 過去兩年美股季績期內，標普500指數錄得正回報的機率為89%，主要驅動力為盈利預測持續上調。今年以來標普500指數NTM盈利預測累計上調約28%，其中Q1/Q2業績期內盈測分別上調5.8%/5.2%，惟指數升幅按季大幅收斂（9.6%/1.3%），反映超預期業績對股市的推動力正在減弱。

標普500指數季度盈利預期與實際增速



美股季績期內標普500表現及每股盈利預測變動

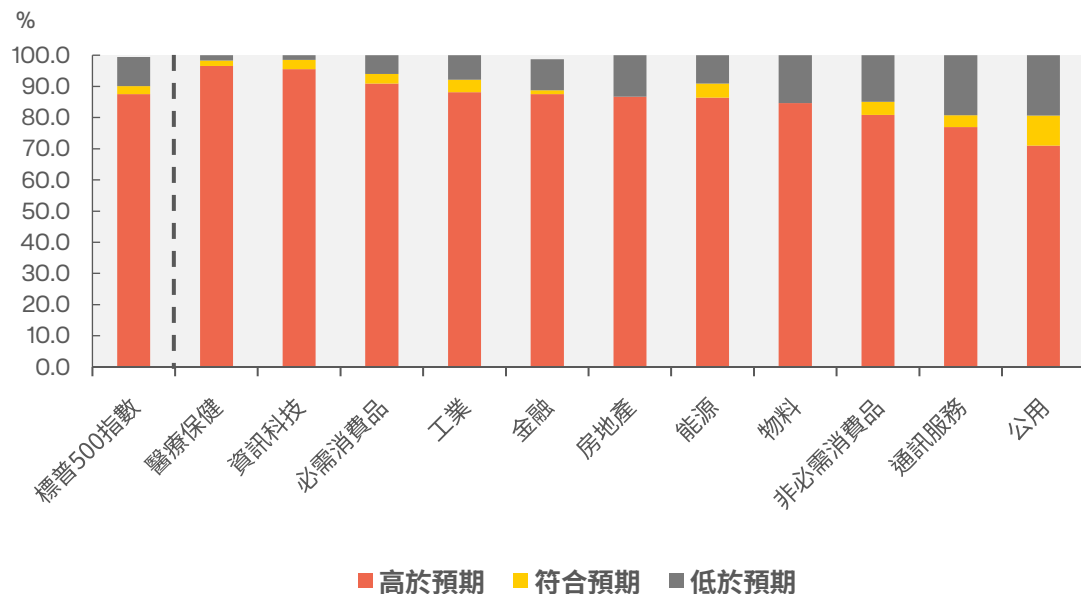




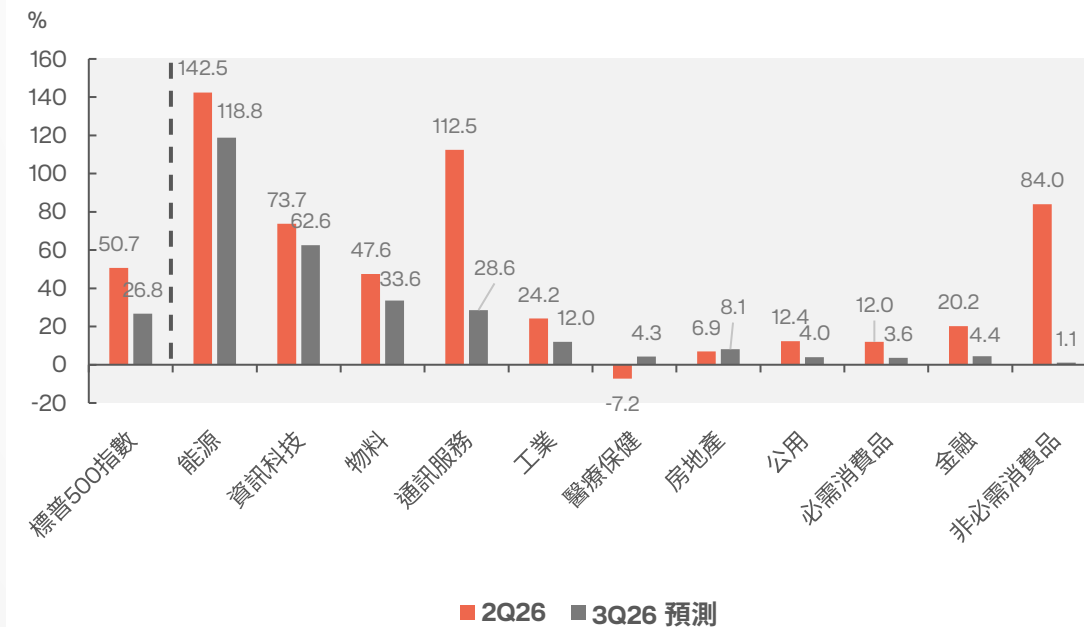
標普500分類行業盈利表現分化，資訊科技盈利驚喜度及增速均處前列

- 標普500指數今年Q2盈利勝預期的股票數目高達87%，屬過去10年的第3高季度，且遠高於10年平均水平的77%。
- 按行業分類，Q2盈利超預期股票數目佔比首3大的行業分別為醫療保健(97%)、資訊科技(96%)、必需消費(91%)；此外，期內盈利增速最高的三大行業分別為能源(+142%)、通訊服務(+113%)、非必需消費(+84%)，惟部份貢獻來自帳面投資收益。
- 市場預期Q3盈利增速最高的三大行業為能源(+119%)、資訊科技(+63%)、物料(+34%)。主要受惠於：1)國際油氣價格和金屬價格上漲；2)AI基建行業（包括半導體、記憶體、伺服器、晶圓代工及封測設備、網路設備、電力設備等）出貨量及平均售價顯著增長。

標普500指數及各行業2Q26盈利分析



標普500指數及各行業盈利按年增長





加息重啟或造成股市短期震盪，能源、公用、必需消費等板塊料較抗跌

- ❑ 聯儲局9月份重啟加息後，我們預期Q4或再加息25點子，明年利率則料保持平穩。儘管美國經濟和企業盈利仍具韌性，但美股的股權風險溢價正處於多年低點，重啟加息料將造成短期震盪。觀乎過去5次加息週期數據，首次加息後1個月及3個月，標普500指數普遍錄得負回報，惟平均跌幅相對溫和(-3.2%及-6.2%)。
- ❑ 美股各行業在加息初期表現分化，金融、非必需消費、醫療保健平均跌幅較大，且跑輸標普500指數約150至300點子。反之，公用、電信、物料、必需消費板塊的抗跌力較佳，能源板塊更逆市錄得約3%漲幅，可作為本季股票組合的避險之選。

加息周期年份	首次加息日期	基準利率變動	加息後1個月標普500表現	加息後3個月標普500表現
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%
平均表現			-3.2%	-6.2%

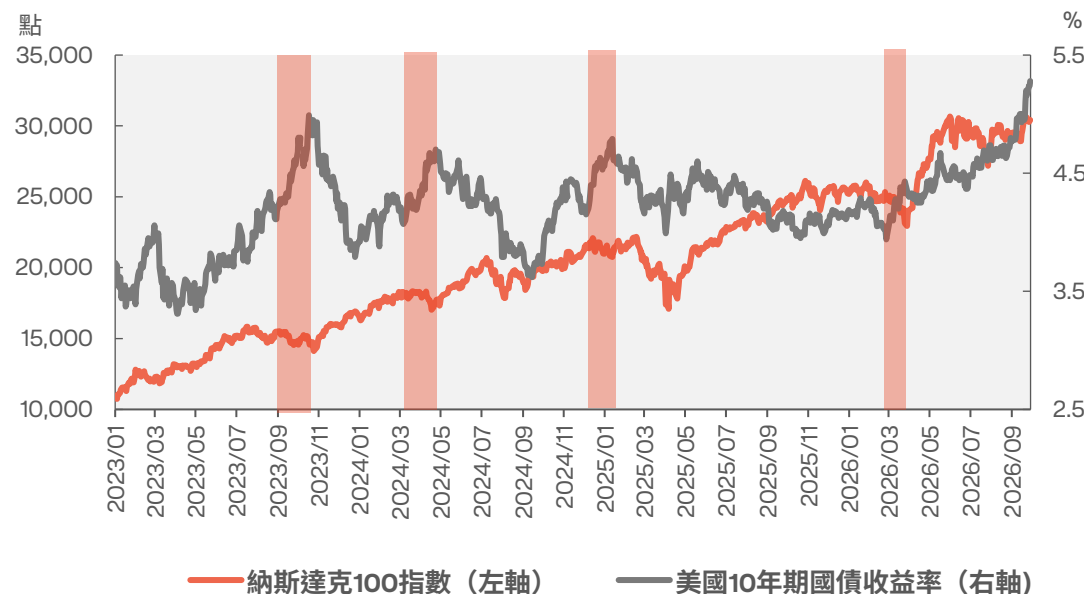
標普500各行業分類指數於加息週期首次加息後3個月表現						
行業分類指數	1994年	1999年	2004年	2015年	2022年	平均
	價格變動	價格變動	價格變動	價格變動	價格變動	
能源	-3.86%	-1.74%	10.42%	1.90%	8.88%	3.12%
公用事業	-9.15%	-5.95%	5.73%	12.58%	-8.03%	-0.96%
電信/通訊服務	-1.93%	-7.74%	5.51%	13.30%	-20.23%	-2.22%
房地產	N/A	N/A	4.57%	0.92%	-16.62%	-3.71%
物料	-5.44%	-8.64%	2.98%	1.15%	-10.73%	-4.14%
必需消費	-2.17%	-12.92%	-6.05%	2.65%	-6.74%	-5.05%
工業	-5.62%	-5.25%	-0.49%	0.90%	-15.24%	-5.14%
資訊科技	-0.73%	4.92%	-10.00%	-2.44%	-18.63%	-5.38%
標普500指數	-3.85%	-6.56%	-2.30%	-2.21%	-15.86%	-6.16%
醫療保健	-3.79%	-10.48%	-5.74%	-7.67%	-10.60%	-7.66%
非必需消費	-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%



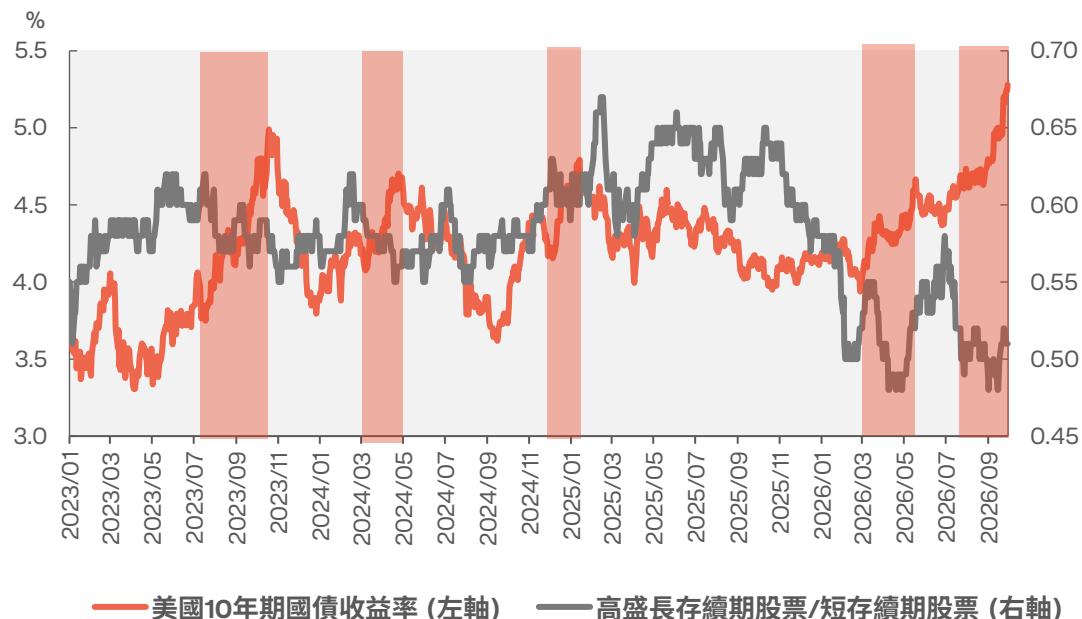
美國長端債息飆升普遍不利納指表現，另須警惕長存續期和高負債股票

- 2023年至今，當10年期國債息率在4%以上，並在1個半月內抽升超過50點子，期內納指100均錄得負回報，平均跌幅約3%。今年8月中至9月下旬期間，10年美債息率由4.6%一度抽升至5.3%（70點子），納指100卻不跌反升，顯示AI主題股票的盈利增長動能和清晰度暫時抵銷了折現率上升所形成的估值壓力。不過，若債息短期內續抽升至5.5%上方，預期科技股指回調壓力將加劇。
- 假如美國長端國債息率持續攀升，預期將對兩類股票造成較大衝擊：1)估值較高及存續期較長，例如生物科技、量子科技、光通訊、太空航天、新興雲服務商等板塊；2)負債比率較高或融資壓力較大，包括商業地產REITs、AI雲服務商、新能源電廠、醫療服務等行業。

納斯達克100指數 vs 美國10年期國債收益率



無風險利率上升對長存續期美股的影響

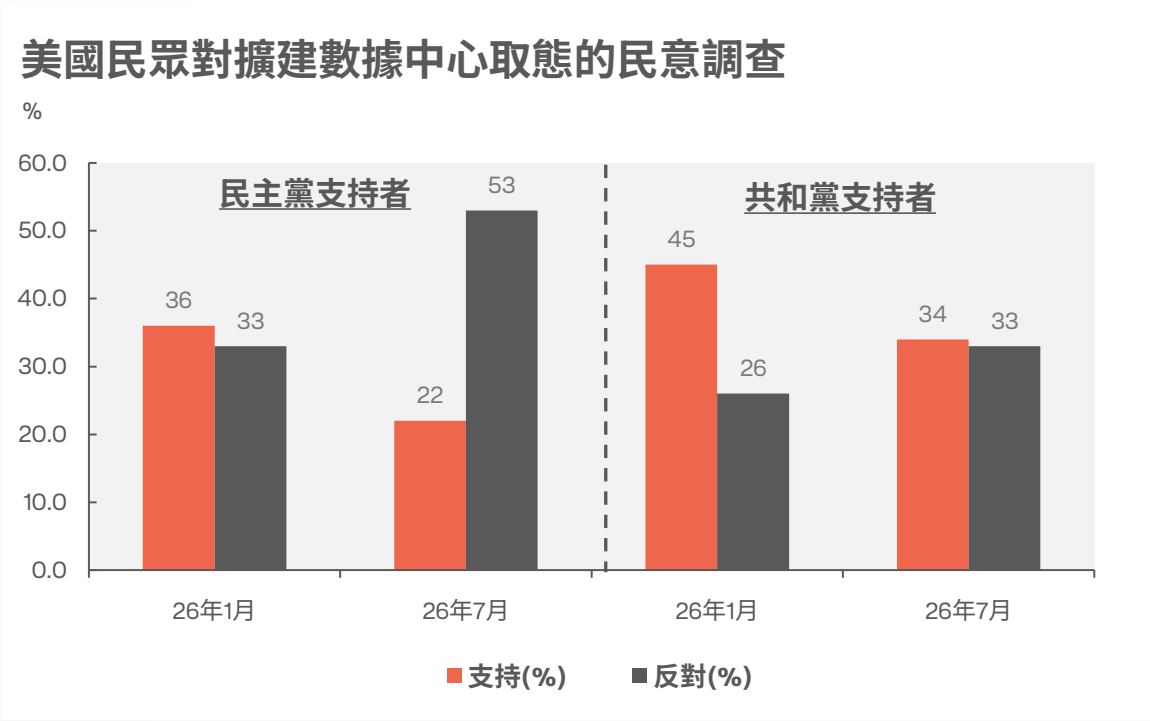




過往中期選舉前後美股普遍向好，今年或承受較大波動風險

- 自1950年以來的中期選舉年，Q4標普500指數普遍表現向好，選舉前(10月-11月初)與整個季度期間的平均漲幅分別為4.0%/6.5%。當中由非執政黨橫掃兩院的年份，股市表現平均更佳，這顯示市場較歡迎「跛腳鴨」政府，因傳統以來政治僵局更易於消除政策不確定性。
- 今年若出現民主黨以壓倒性優勢獲勝，預期美股市場波動性將加劇，主因是：1)特朗普推出親商政策（如下調企業稅、放鬆金融監管）的動能將喪失；2)部份民主黨支持者強烈反對擴建數據中心，將引發更多收緊AI產業規管、上調科企稅率、放慢審批新建數據中心的憂慮，料對半導體及AI基礎設施板塊造成短期回調壓力。

1950年至今中期選舉結果各情境與標普500指數表現			
選舉結果可能情景	選舉年份	10月至 中期大選 之平均回報	Q4期間 之平均 回報
執政黨勝出參眾兩院	1950; 1962; 1966; 1978; 2002	+2.5%	+5.0%
民主共和兩黨 各勝出其中一院	1982; 2010; 2018; 2022	+5.0%	+4.8%
非執政黨勝出兩院 (共和黨總統主政)	1954; 1958; 1970; 1974;1986; 1990; 2006	+4.5%	+7.8%
非執政黨勝出兩院 (民主黨總統主政)	1994; 1998; 2014	+3.9%	+8.6%

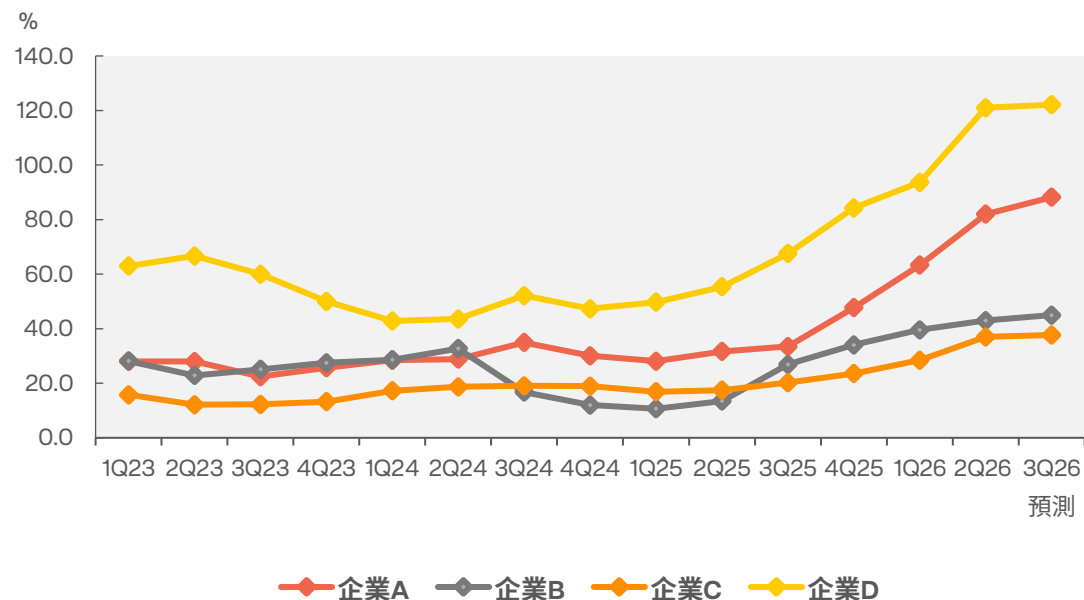




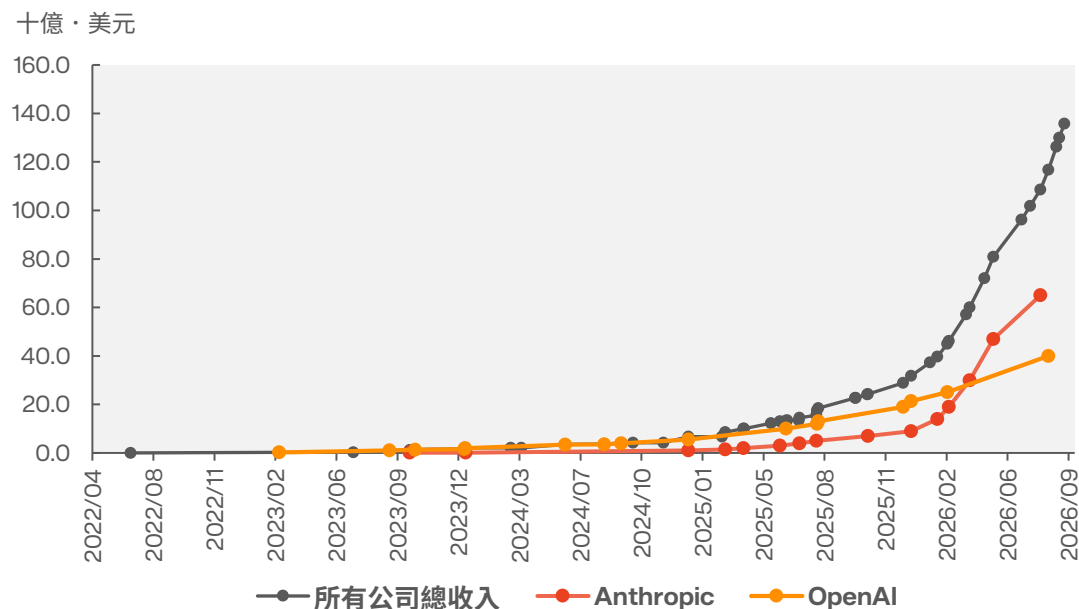
人工智能板塊 — 變現能力多維度提升，中長線看法維持樂觀

- ❑ 美國兩大AI實驗室變現能力持續增強，截至8月年化收入分別高達650億/400億美元，較今年初增長620%/87%，主要催化劑來自大模型升級後性能躍升，並可處理更多複雜任務，帶動用戶量和平均Tokens消耗量均呈現激增，加上IPO集資後，可望進一步推升算力需求。
- ❑ 美國超大型雲服務商Q2 AI雲業務收入加速增長，首三大企業未交付之算力訂單亦創新高（累計1.7萬億美元，為Q2雲收入的15.8倍），意味未來數季雲業務收入的清晰度相當高。資本開支大增可能繼續削弱經營利潤率及自由現金流，但影響料屬可控，中長線維持看好。
- ❑ 我們預期AI雲服務商資本開支擴張趨勢未變，惟增速料放緩，FY26/FY27或達至8,350億/1.2萬億美元，中長線料續利好AI基礎設施板塊，例如GPU、CPU、記憶體、晶圓代工、先進封測設備、伺服器、網路傳輸、電力設備等。

美國主要Hyperscalers核心AI雲業務收入按年增速



全球主要AI實驗室年化收入





人工智能板塊 — 利空因素或間歇性發酵

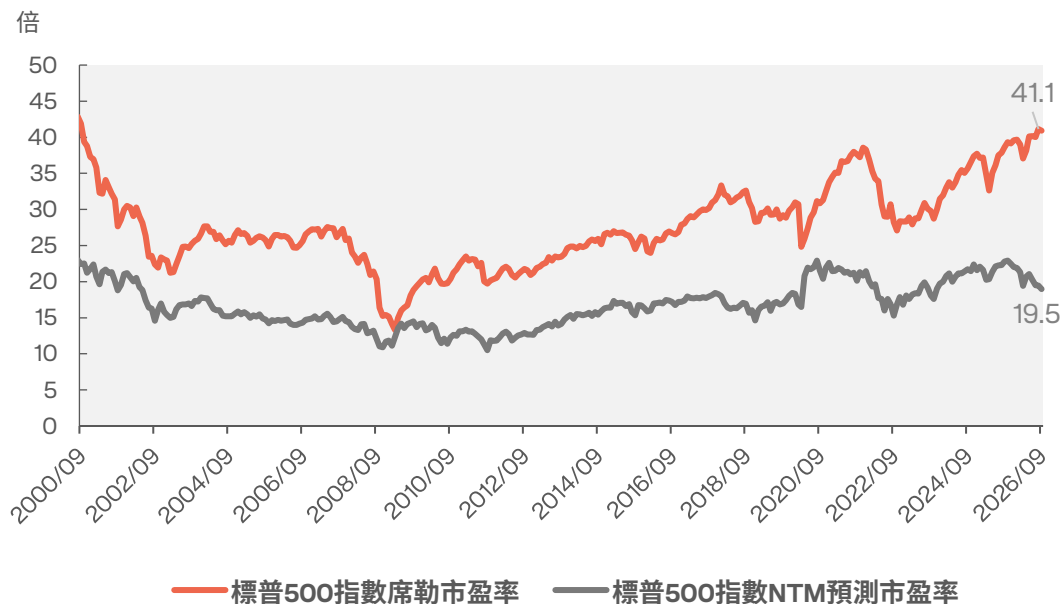
利淡事件或市場憂慮	分析及觀點	潛在衝擊程度 (5*為衝擊程度最大)
AI雲服務商自由現金流惡化， 外部融資壓力加劇	- 預期大部份Hyperscalers未來2至3季的自由現金流將錄更大額淨流出，但相信已被市場廣泛定價，算力租賃合約交付進度及雲收入增長屬更關鍵因素； - AI雲服務商債券發行量料激增，近期環球長端國債利率攀升將加劇其融資成本壓力，個別財務狀況較弱企業的信貸評級存在下調風險； - 或更依賴私募信貸或股權融資渠道集資，對每股盈利及ROE帶來負面影響。	每股盈利：*** 估值：****
AI安全性惹熱議，巨頭聯合表 態望放慢AI模型的推進節奏	- 放慢AI發展的提議尚未獲行業及政府的廣泛支持，現階段對AI板塊的訂單和收入影響料有限； - 未來須高度警惕由AI模型引發的網絡安全事故，或影響企業大規模採用的進度，後續亦可能引入較嚴格準則規管AI模型的研發和應用，對AI板塊估值存在若干壓力。	每股盈利：* 估值：***
來自中國開源AI大模型的競爭 加劇，Token價格面臨下調壓 力	- 中國AI大模型擁有較佳定價優勢，美國基礎版本大模型或須下調Token價格，惟基於網路或數據安全考慮，模型替代程度料有限； - 隨著任務複雜度提升，比起單純的「每個Token成本」，客戶將更看重「每項任務的完成成本」，因此高價的前沿模型在複雜應用中仍具競爭力。	每股盈利：** 估值：**



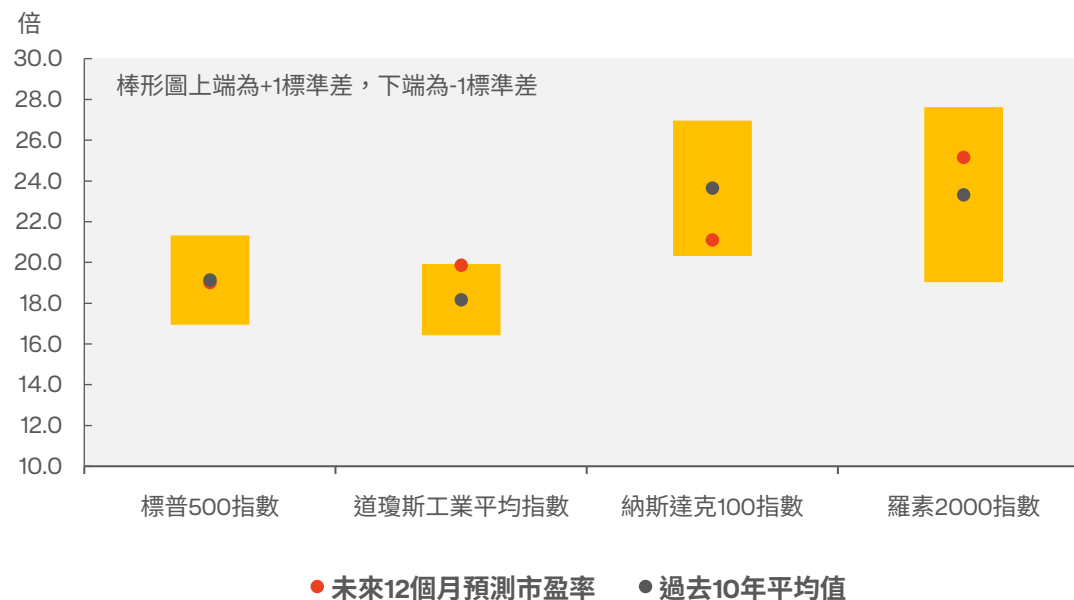
美股估值吸引惟上調空間或受限，調升標普500指數今年目標至7,980點

- 標普500指數目前NTM預測市盈率約19.5倍，接近10年平均值（19.1倍），在企業盈利處於高增長及ROE持續提升的環境下，估值具不俗吸引力。然而，經過週期性調整的席勒市盈率（即CAPE）目前卻高達41倍，接近2000年的歷史高位。今年以來兩者分歧擴大，意味一旦AI行業盈利增長爆發動能（來自Capex增加、半導體利潤率擴闊、股權投資收益）減弱，美股CAPE估值料存在較大下調壓力。
- 受惠於美股Q2亮麗盈利表現及正面前瞻指引，我們將FY26標普500指數每股盈利預測從342美元上調至371美元（按年+38%），並新增NTM盈利預測為408美元。基於聯儲局上調利率步伐可能超預期、AI行業短線不確定性增加，故將NTM預測市盈率目標從23.0倍下調至20.8倍，給予FY26市盈率目標21.5倍。因此，我們將FY26標普500指數目標由7,870點上調至7,980點，另給予未來12個月指數目標8,490點。

標普500席勒市盈率 vs 未來12個月預測市盈率



美股四大主要指數預測市盈率及過去十年均值





Q4 科技股以外的重點關注板塊

細分板塊	投資邏輯
能源股	- 供應鏈重塑與美國優勢：受惠於全球能源來源多元化及歐洲去俄羅斯化，美國能源巨頭可望增加海外銷售佔比，另中游基建（如勘探開採設備、油氣管道）亦因美國加速油氣生產而迎來長期結構性需求。 - 開拓新商機：1)委內瑞拉解禁重塑供應版圖，美國油企取得新探勘及生產權；2)美國油氣龍頭綁定AI基建，直接與科技或電力商簽長期供電協議，開創新獲利模式。
發電及電力設備股	- AI數據中心推動電力供應需求及設備升級：美國大量AI數據中心進入開發建設，平均電力容量將由目前100至300MW擴大至2027年後1000MW以上，中長線需採購大量高規格的獨立供電設備，同時亦帶動電網與配電設備升級需求，有利於天然氣渦輪發電機、燃料電池、變壓器等訂單進入超級週期。 - 核能與新能源加速部署：科技巨頭直接與核電或新能源電企簽長約鎖定基載電力，核能和儲能供應鏈可望迎來估值重估。
通訊服務股	- AI 賦能與變現能力提升：AI大模型升級持續突破，帶動雲訂閱需求；加上AI技術升級深度整合至廣告演算法，有效提升廣告主投資回報率；同時，串流媒體與互動娛樂企業的內容製作成本及訂閱動能亦可因加大AI應用而優化。 - 具備防禦性的優質增長：社交娛樂平台科技巨頭，具備充足自由現金流與較強韌的資產負債表，在長端利率高企、融資成本上升的環境下，抗逆力優於其他高估值增長股。
礦業股	- 戰略資源的結構性短缺：全球能源轉型（電氣化）與 AI 數據中心建設雙管齊下，推升對「銅」等戰略性關鍵金屬的需求，將持續支撐商品價格及礦企盈利；加上多國銅礦生產力持續受阻，短期供需緊張或進一步提升今年礦企毛利率。 - 加息週期中的抗跌韌性：回顧歷史數據，物料板塊憑藉其與實體資產與大宗商品掛鉤的特性，在過去數個加息週期初段均展現出較佳的抗跌力。



中國內地與香港股市：謀定後動



陳偉聰

東亞銀行財富管理處高級投資策略師



中港股市第四季展望及策略 – 謀定後動

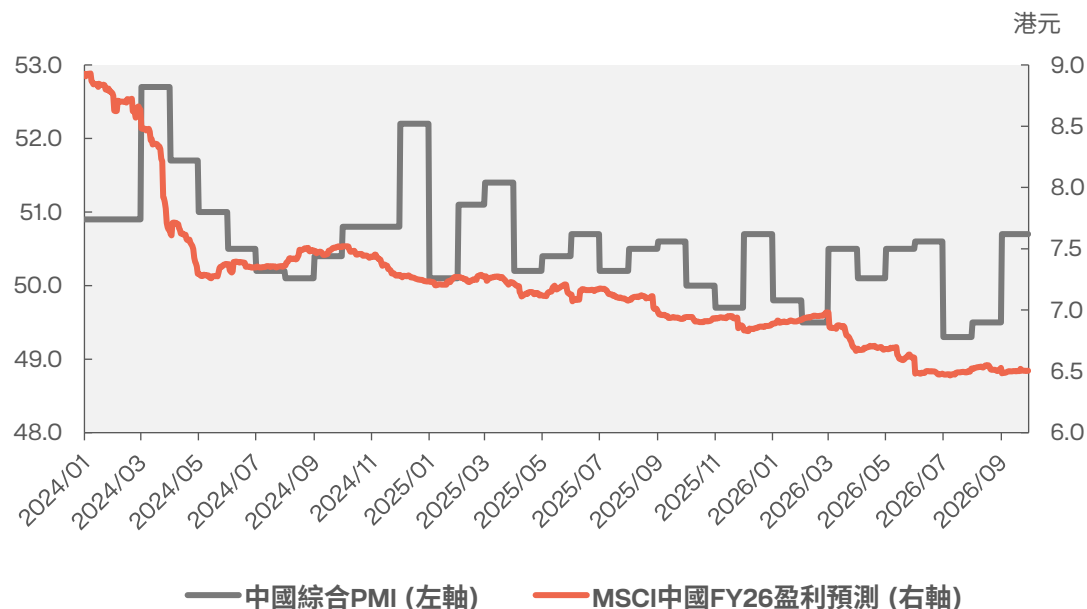
- ❑ 回顧第三季，恒生指數出現階段性反彈行情，在季初約23,000點水平起步反彈至約26,000點水平，其後於高位震盪回調，期內累計升幅為7.6%。展望新一季，大市料面臨聯儲局加息預期升溫、中資內需型股票盈利增長乏力等挑戰，不排除觸發新一輪調整行情；不過，若經濟增速或股市之下行壓力加劇，中央政府或加碼推出寬鬆政策，並加大國家隊資金護盤力度，同時內地AI半導體製程與大模型應用或陸續出現技術突破，預期此等潛在催化劑可在市況情緒低迷時提供強大緩衝。投資者可謀定而後動，待大市經歷間歇性拋售時進行候低吸納。
- ❑ 盈利方面，中資股盈利預測下調趨勢未見扭轉，非必需消費行業壓力較嚴峻，能源、物料和科技硬件則維持較強增長動能。AI互聯網股目前估值合理，惟要觸發大幅上修，須配合特定條件，如AI半導體技術突破、前沿大模型性能躍升及Token價格戰收斂等因素。
- ❑ 美國加息對中資H股及香港本地股的衝擊料大於A股，過去美國加息週期，恒生指數在首次加息後普遍走弱；疊加美國長端債息持續上升，離岸H股市場的外資參與程度較高，部份行業較依賴美元債務融資，故較受美國無風險利率影響；預期加息對中資H股的負面影響大於A股市場。
- ❑ 我們認為互聯網股和非必需消費股下半年的盈利縱使出現環比改善，惟幅度料續遜預期，故將FY26恒生指數每股盈利預測下調至2,210港元(YoY+2.5%)。美國長端國債收益率攀升、內地對跨境投資收益徵稅趨嚴、內地AI產業發展不確定性增加，均將限制估值上調空間，但我們預期本季中央政府有更大概率推出較具規模的寬鬆政策或產業提振措施，故我們維持恒指FY26預測市盈率於12.0倍。我們將FY26恒指目標從27,100點下調至26,500點，若指數回調至23,500點可伺機吸納，聚焦個股Alpha多於大市Beta。
- ❑ 第四季投資策略著重精準選股，看好受惠國策的板塊，如AI半導體及網絡基建設備、內地核能及電力設備；建議同時適度配置波動較低的板塊，如內地國企銀行，以及盈利和派息穩定的香港本地金融、交通運輸及收租股等。



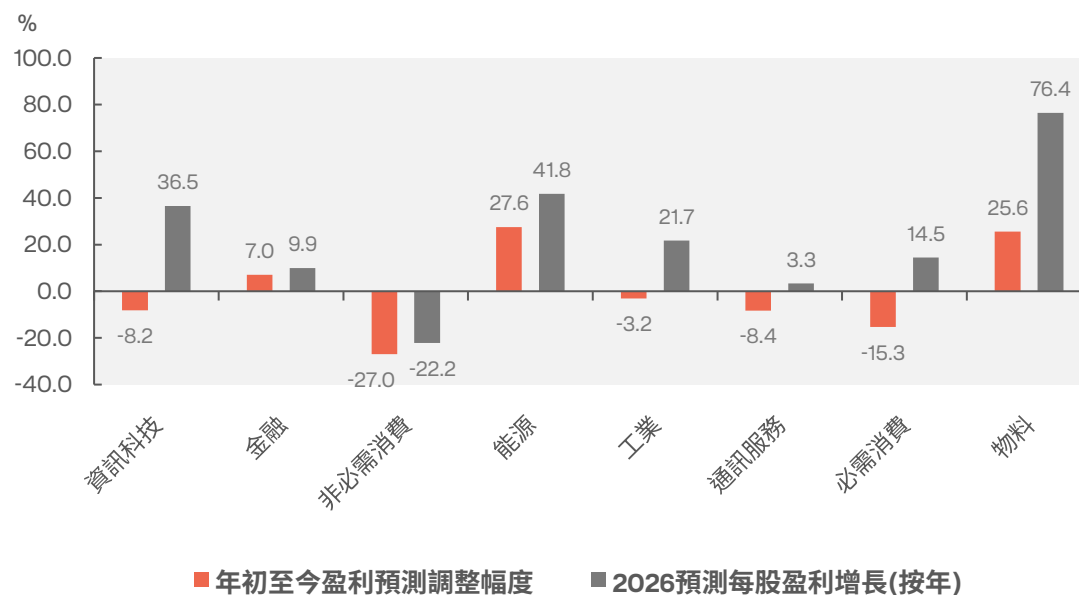
中資股盈利預測下調趨勢未變，能源、物料和硬科技盈利增長較佳

- 中國內地7、8月經濟數據（如PMI、零售銷售、社會固投、房地產投資等）表現疲軟，加上中資股Q2業績失望，導致MSCI中國指數FY26盈利預測持續面臨下調壓力，年初至今累計下調約6%，屬中資股期內跑輸外圍市況的主因。
- 分類行業中，物料和能源Q3期間的盈利預測延續上調趨勢，FY26盈利增速分別料高達77%和42%，主要受惠於油價大幅反彈及LME銅價創歷史新高，惟Q4升勢或降溫。資訊科技行業Q3期間的盈利預測顯著改善（1H26：-20% vs YTD：-8%），隨著國產AI芯片自主化進度加速、算力投資持續加碼，同時海外科企對中國AI供應鏈需求擴大，GPU、記憶體、晶圓代工、光通訊設備等板塊的盈利前景可續看好。非必需消費的盈利預測遭進一步削減，在缺乏重大政策支持下，整體盈利下行趨勢料暫難扭轉。

中國綜合PMI vs MSCI中國指數盈利預測



MSCI中國主要行業FY26盈利增長預測及調整幅度



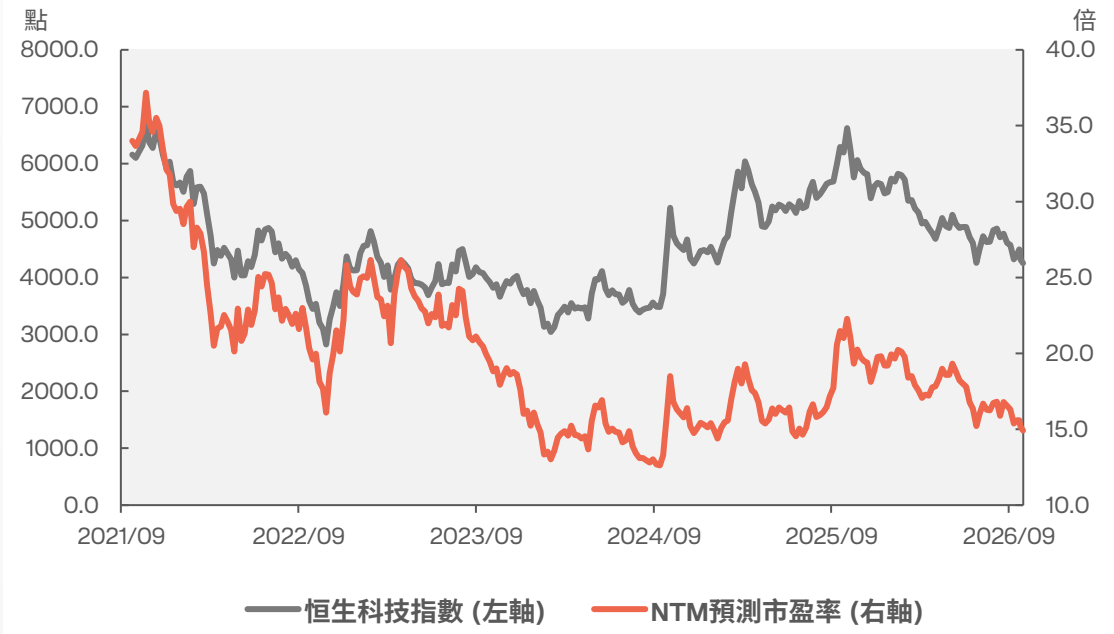


AI互聯網板塊Q2盈利惡化，四大條件可觸發估值上修

- ❑ 多家權重互聯網股票上半年業績表現欠佳，聚焦AI業務的企業Q2盈利能力和自由現金流進一步被壓縮，因受累於：1) 大型雲服務商資本開支激增；2) AI大模型與Agent產品的研發和營銷成本上升，惟競爭加劇下token定價能力未見改善。
- ❑ 我們認為中國AI互聯網板塊目前估值屬合理水平，可候低部署，但要觸發大幅度上修須配合以下條件：1) AI芯片研發與半導體製程出現新一輪技術突破，例如華為昇騰系列、DUV光刻機等；2) 國產前沿大模型性能躍升，Token價格戰收斂；3) Kimi和DeepSeek等母企成功以較高估值再融資或啟動上市；4) 互聯網企業成功將高價值業務（如芯片、大模型、雲平台）分拆上市。
- ❑ 主要經營電商、外賣配送等企業Q2淨利潤表現大幅改善，或反映最壞時間已過，但基於內地消費情緒疲軟、行業同質化競爭壓力未減、新業務持續投入等因素，相關股票估值上調空間似乎有限，股價縱有反彈亦料難以長期跑贏大市。

中國互聯網平台企業2026年Q1及Q2的收入與利潤					
	主要業務	Q1收入YoY	Q2收入YoY	Q1核心淨利潤YoY	Q2核心淨利潤YoY
企業A	AI雲、電商、外賣及社區配送	+2.9%	+8.6%	-95.0%	-41.7%
企業B	線上遊戲、廣告營銷、AI雲	+9.1%	+11.0%	+10.7%	+8.5%
企業C	廣告營銷、智能駕駛、AI雲及應用	+2.0%	-4.2%	-33.0%	-46.3%
企業D	外賣及社區配送、酒店旅遊訂票	+5.2%	+14.4%	虧損	+69.1%
企業E	電商、外賣及社區配送	+4.9%	-2.9%	-42.2%	+20.8%
企業F	直播及短視頻、廣告營銷、AI視頻模型	+3.4%	+1.4%	-26.4%	-30.5%

恒生科技指數走勢及預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至 2026年9月30日

過往表現不代表將來表現

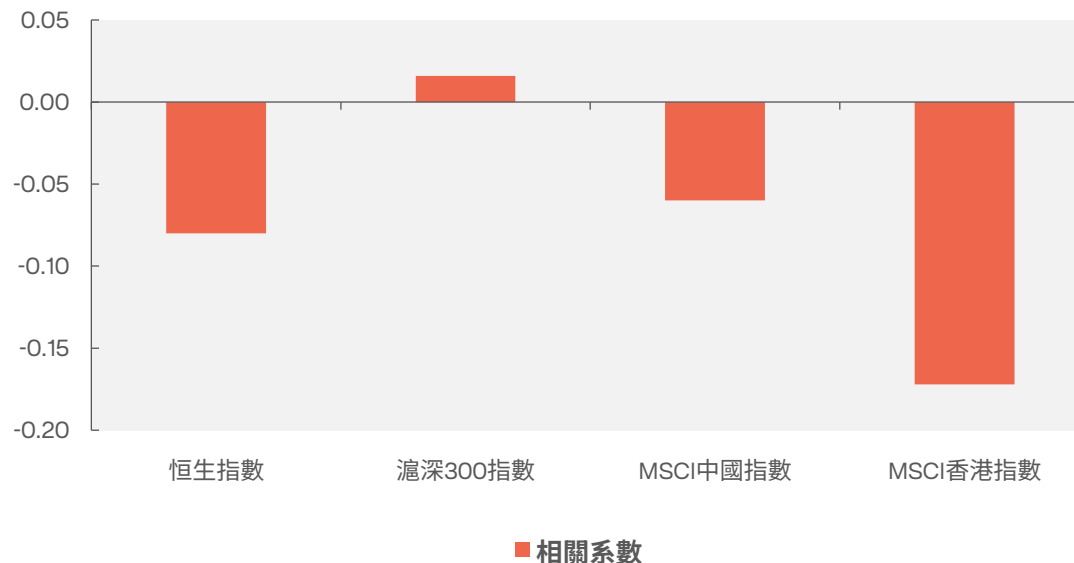


美國加息對中資H股及香港本地股的衝擊料大於A股

- 過去5次當美國啟動加息週期，恒生指數在首次加息後1個月/3個月普遍走弱，平均回報為-4.9%/-6.7%。若撇除1994年的極端例子，最近4次的平均跌幅尚算溫和。
- 過去3年，美國長端債息上升對中資H股的負面影響大於A股市場，主因是：1) 離岸H股市場的外資參與程度較高，故較容易受美國無風險利率影響；2) 互聯網、數據中心、生物醫藥、新能源車等板塊在H股市場權重佔比較大，這些行業普遍較依賴美元債務融資。
- 美國持續加息及長端債息上升對香港本地股票（尤其房地產、公用板塊、綜合企業）料造成較大衝擊，暫不宜進取配置。

加息周期年份	首次加息日期	基準利率變動	加息後1個月恒生指數表現	加息後3個月恒生指數表現
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%
平均表現			-4.9%	-6.7%

過去3年美國10年國債息與中港股指的相關系數

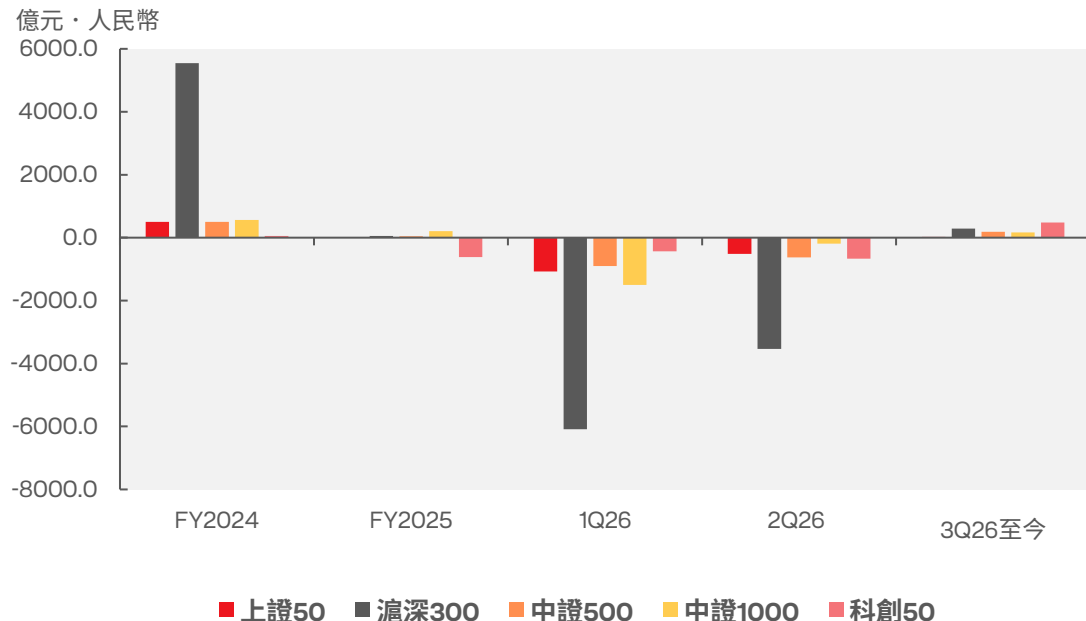




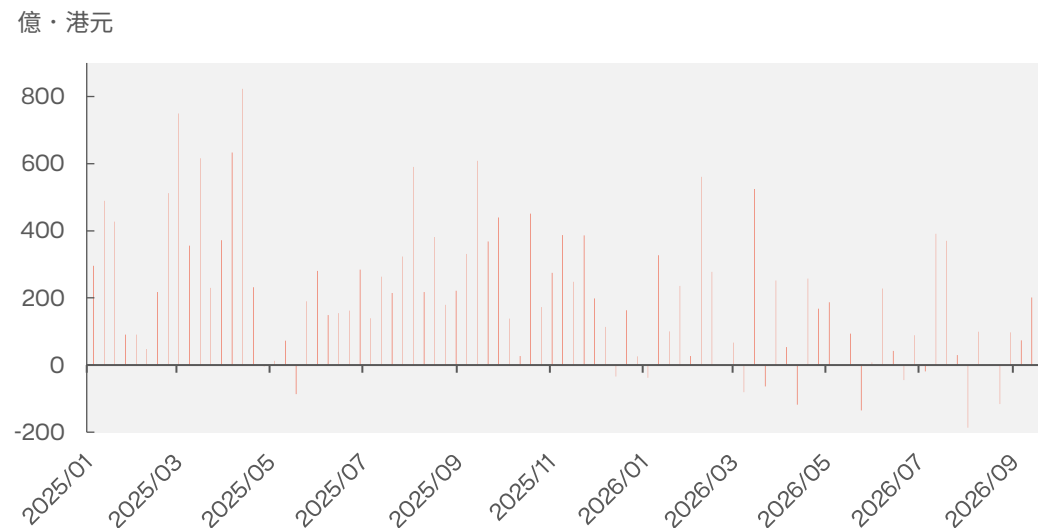
國家隊減持及北水走資暫壓制股市，惟資金流下半年可望好轉

- A股主要指數ETF經過上半年的大額贖回潮後，Q3至今相關資金流全部由負轉正，顯示國家隊資金已再度集結入場，尤其在7月中旬市況跌勢加劇時密集增持約800億人民幣，反映低位護盤決心。此外，Q3期內科創50指數ETF淨流入規模約500億人民幣，罕有成為全市場吸金量最大的寬基指數，意味國家隊資金正向半導體、高端製造、生物科技等領域積極加倉，故維持看好AI「硬科技」板塊。
- Q3至今港股通南向資金流相當反覆，7月及9月錄得較大額淨流入，8月淨流出日數較頻繁，整體呈現「隨市況高沽低買」格局。期內南向資金淨買入較多的板塊為AI大模型、互聯網；淨沽出較多的板塊大多為前期獲利豐厚的保險、內銀等。由於近期港股通資金偏向進行區間波動操作，對Q4市況和板塊走向的啟示有限。

中國內地主要股指ETF申贖資金流



南向港股通每周淨資金流

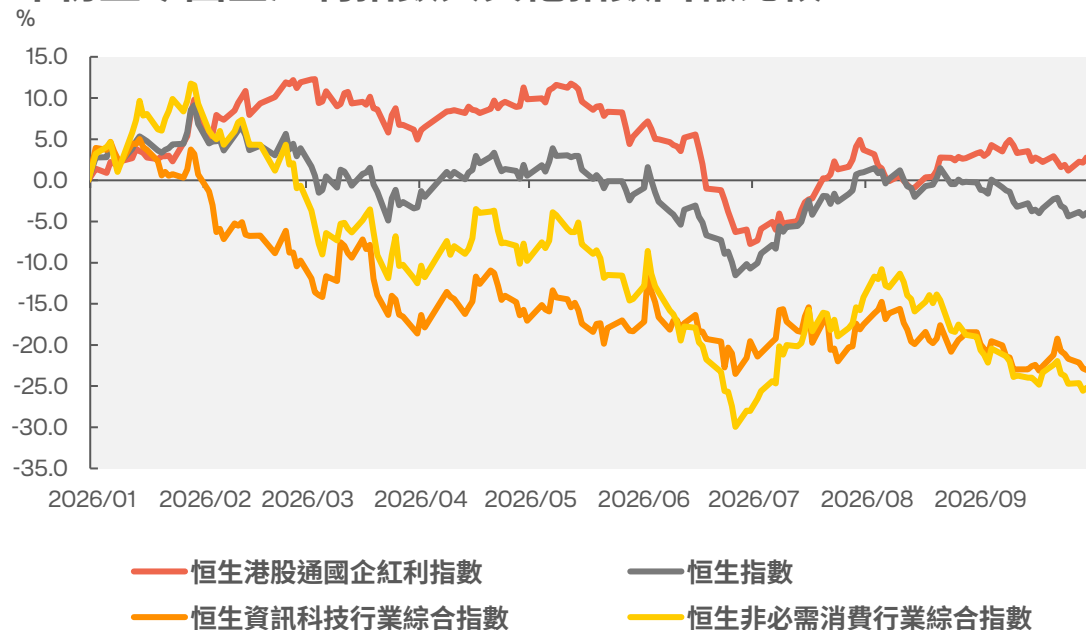




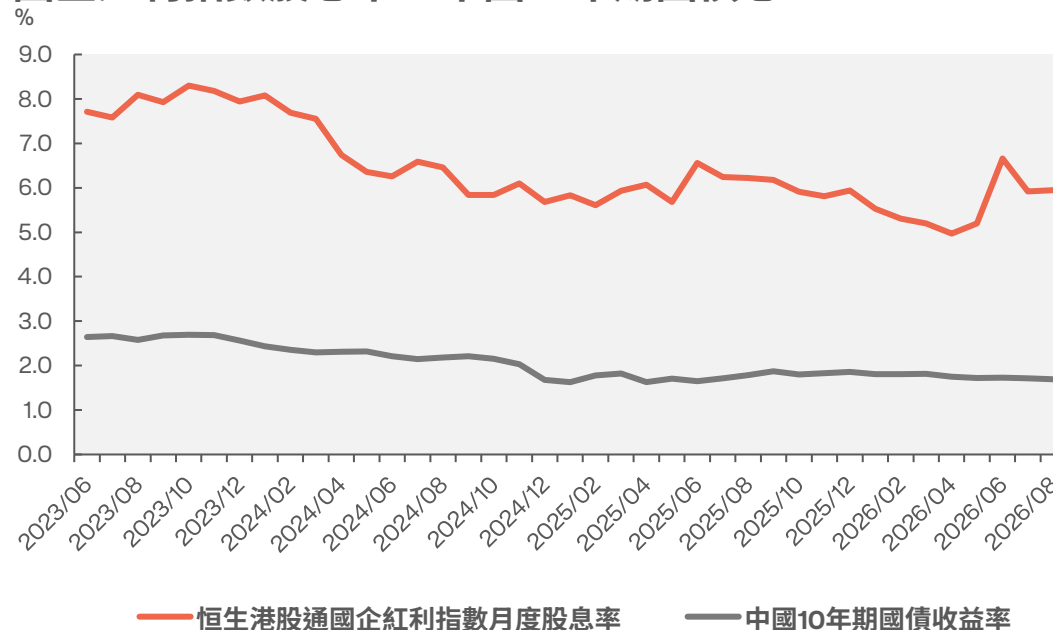
國內債息低企，高股息國企板塊在反覆市況中料屬較穩健之選

- 年初至今，恒生國企高股息指數顯著跑贏恒生指數約7%，更大幅領先資訊科技和非必需消費的行業分類指數，這分歧在8月中旬至9月下旬期間更為明顯，主因是：1) 普遍國企主導行業上半年盈利表現未有出現顯著落差，個別板塊（例如銀行、保險）的派息比率更有上調驚喜；2) 財政部9月宣佈向8家國有銀行及保險企業注資逾3600億人民幣，助其強化資本充足水平。
- 受惠於中國長端國債收益率持續走低（目前約1.7%），多個國企板塊之NTM預測股息率仍具備300至500點子的息差優勢，預期內地中長期資金仍存在「減持定息資產，增配高息股票」的需求，料可在反覆市況中，為銀行、保險、能源、電訊、電力、有色金屬、油輪航運等國企股提供不俗抗跌力。

年初至今國企紅利指數與其他指數回報比較



國企紅利指數股息率vs中國10年期國債息

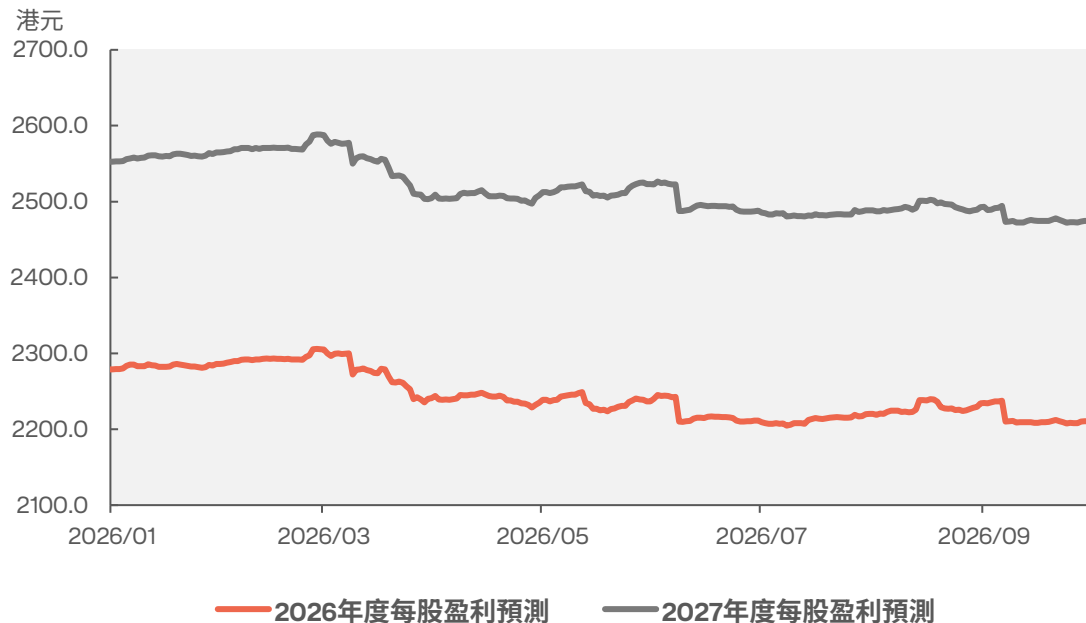




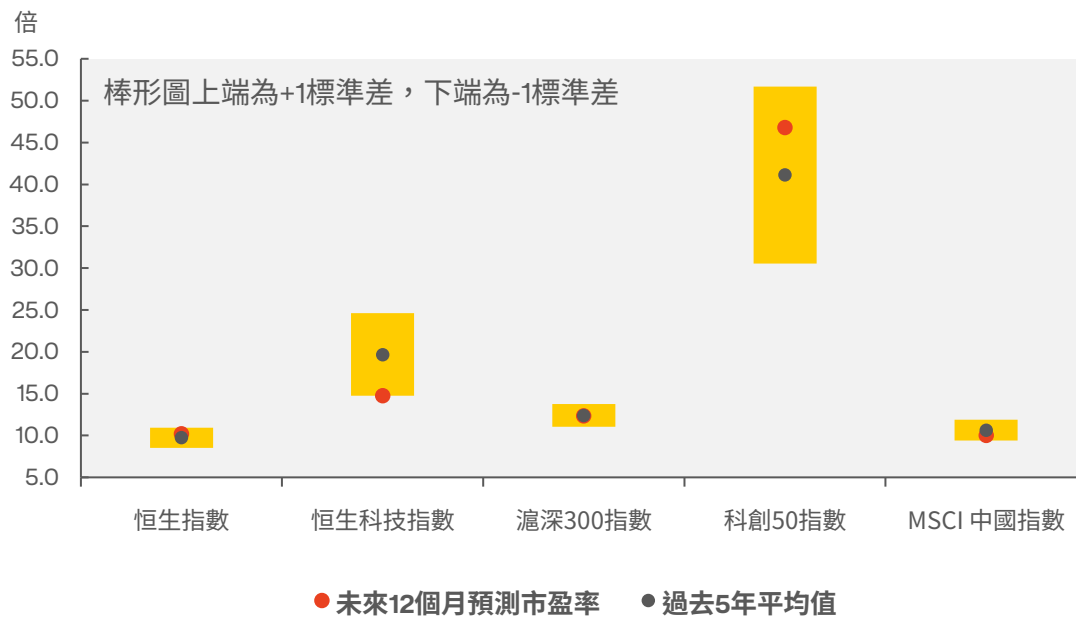
下調恒指FY26目標至26,500點，重點挑選個股Alpha機會

- 基於中國Q3內需增長動能較預期疲弱、AI相關開支猛增、金屬和能源等生產成本上升等因素，我們認為互聯網股和非必需消費股下半年的盈利縱使出現環比改善，惟幅度料續遜預期，故將FY26恒指盈利預測從2,260港元(YoY+5%)下調至2,210港元(YoY+2.5%)。
- 目前恒指即年/NTM預測市盈率為11.5倍/10.5倍，略高於過去5年平均值（10.5倍/9.8倍），估值處於合理水平。美國長端國債收益率攀升、內地對跨境投資收益徵稅趨嚴、內地AI產業發展不確定性增加，均將規限估值上調空間，但本季國內政府有更大概率推出較具規模的寬鬆政策或特定產業提振措施（如六張網、六大未來產業、房地產、AI+、反內卷等），故我們維持恒指FY26預測市盈率於12.0倍。
- 我們將FY26恒指目標從27,100點下調至26,500點，若指數回調至23,500點可伺機吸納，短線以區間交易策略為主，聚焦個股Alpha多於大市Beta。

年初至今恒生指數FY26及FY27盈利預測變化



中港股市各主要指數的估值情況





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	- 中國料持續提升AI芯片自主供應率，預期龍頭晶圓代工廠可持續受惠於國策重點支持以加速工藝突破；中央政府未來5年擬投資超過2萬億人民幣修建數據中心，其AI算力晶片至少80%需要使用國產供應商； - 美國AI算力基礎設施供不應求，且規格持續升級，其中內地企業在伺服器、PCB、玻璃纖維布等產品均收穫豐厚海外訂單，盈利清晰度相對較高。	*****
內地互聯網 (AI雲、線上遊戲)	- 國產AI前沿大模型性能躍升，且Agent產品的應用場景愈趨多元化，料強化大型AI雲服務商的定價能力和收入增速。 2027上半年內地將發佈多款重磅線上遊戲；加強AI應用亦有助延長傳統發行商常青遊戲的生命週期，並提升新遊戲的研發效率。 - 目前估值已回落至近10年的底部水平，相信已大致消化了資本開支大增、自由現金流惡化、融資壓力加劇等利空因素。	***
內地核能及 電力設備	- 內地政府有意加速核能發展，今年7月國務院核准了8台新核電機組共10GW，預期今年底或有第二批核電項目審批落地，且未來數年的核電投資規模料進一步攀升，以實現2030年110GW的裝機容量目標。 - 全球AI數據中心的用電需求激增，多國正積極升級電網或建設新能源電力，甚至採購更多獨立發電裝置(如燃氣發電機、儲能系統、燃料電池等)，有利中國電力與儲能設備企業擴大海外業務份額。	****



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)
中國內地銀行	1. 大型銀行Q2收入年增長平均加速至10%，淨息差普遍按季改善，撥備前經營利潤(PPOP)年增速達13%，業績全面優於預期； 2. 大型銀行持有的債券組合存續期較長，較受惠利率下行週期，預期Q3將持續錄得因賣出債券所獲的可觀投資收益； 3. 中央財政部上季度向大型銀行進行第二輪注資，一方面增強了信貸增長潛力，同時提升核心資本充足率，有助逐步提升派息比率（Q2平均增至31%）； 4. 目前NTM預測股息率平均約5%，高於國債收益率達320點子，對內地中長期國家隊資金仍具吸引力。	****
澳門博彩	1. 世界盃後澳門博彩收入已逐步改善，在人民幣強勢且長途出國遊需求減弱下，預期國慶假期內地訪澳旅客可錄可觀增長，10月行業博彩收入有機會高於市場預期； 2. 今年Q4澳門將舉行多場大型演唱會（例如ENHYPEN、LE SSERAFIM、Air Supply、張靚穎、張天賦等），預期可推動博彩與非博彩收益持續復甦。 3. 目前行業平均FY26 EV/EBITDA約為7.4倍，估值已跌至接近5年低點，加上多數企業財政狀況穩健且維持較高派息比率，目前NTM預測股息率高達6-9%。	***
香港金融、 交通運輸、收租	1. 受益於人民幣強勢、內地居民長途出遊意慾減少，加上香港Q4將舉辦多項大型盛事（如香港美酒佳餚巡禮、粵港澳大灣區文化藝術節、香港繽紛冬日巡禮等），可望帶動訪港旅客數持續增長。 2. 香港「一五規劃」及最新施政報告提出多項推動資本市場和人民幣業務的發展措施，包括擴大互聯互通、優化新股上市要求等，並強調加速北都項目發展，中長線料有利本地銀行、交易所、航空鐵路運輸、地產收租等行業。 3. 多數本地企業擁有強勁資產負債表，盈利和派息相對穩定，屬反覆市況中較佳避險之選。	****



股票：亞洲市場



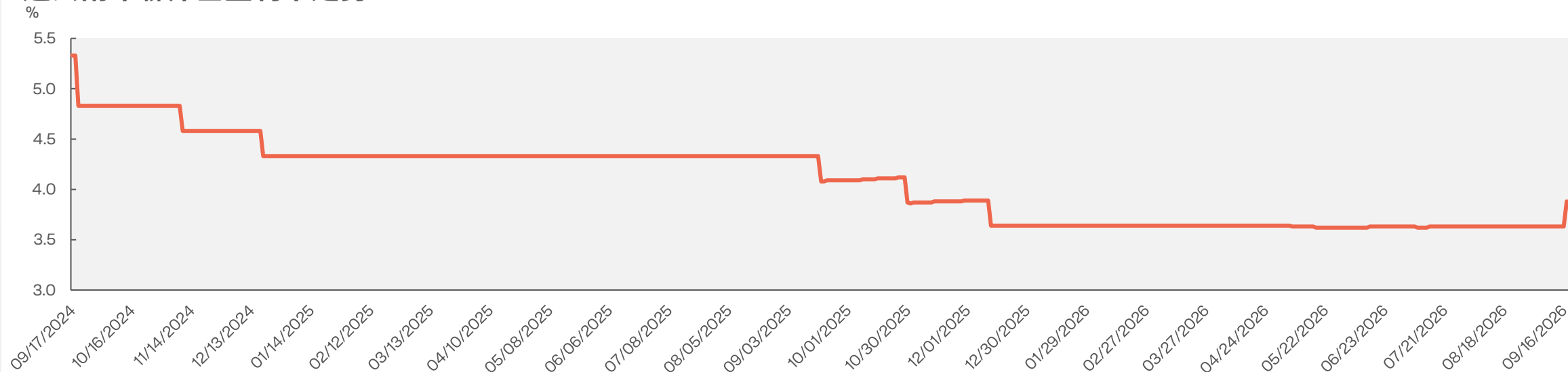
東亞聯豐投資團隊



股票：利率與政經迷霧籠罩，展現韌性中見波動

- ❑ 聯儲局9月如期加息25點子，受美伊局勢高油價與美債10年期收益率觸及5.0%影響，環球貨幣政策不確定性與市場波動顯著加劇。
- ❑ 中國財政部注資3,000億人民幣鞏固金融體系資本，充沛流動性推動資金流入銅及黃金等材料板塊。
- ❑ 台灣科技業強勁指引有助證實人工智能結構性需求未變，資金從核心板塊擴散至半導體封裝測試及印刷電路板等供應鏈周邊。
- ❑ 南韓槓桿平倉潮影響大致過去且下半年重工業訂單可期；日本央行9月加息至1.25%維持鷹派，需密切關注日圓走強引發的套利平倉風險。
- ❑ 印度與新加坡GDP增長強勁（按年分別升7.8%及5.7%），吸引資金流入盈利穩定且派息吸引的醫療、金屬及銀行股。

過去兩年聯邦基金利率走勢





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：禦風防險



鄭瑩

東亞銀行財富管理處投資策略師



環球債市第四季展望及策略 – 禦風防險

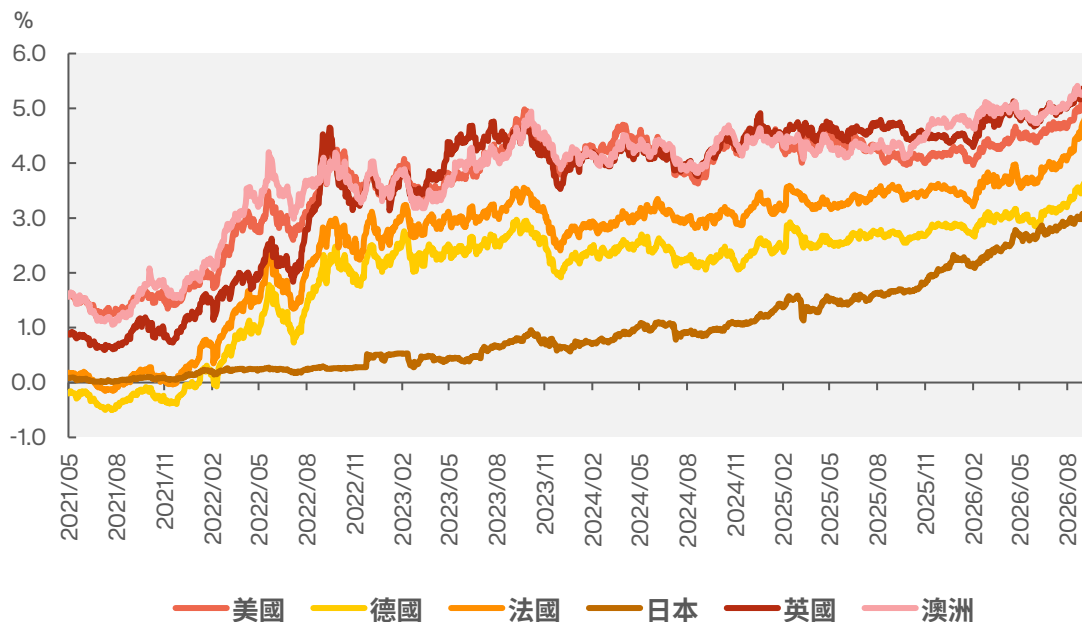
- ❑ 回顧上一季，美伊衝突反覆，能源價格高企，環球通脹預期升溫，各國長端國債息持續向上突破，部份國家央行重啟加息以應對通脹。展望新一季度，面對環球宏觀經濟及地緣不明朗，預期環球債市波動性將加大。
- ❑ 整體債券配置：建議採取「禦風防險，穩中求息」的思維。面對通脹預期反撲及利率波動加劇的宏觀背景，今季策略應以防禦為首要考量，藉獲取穩定票息(Carry)作為組合主軸，將整體存續期嚴格控制在短至中水平，以規避長端重新定價風險。
- ❑ 美國國債：優先佈局短至中期美債，短端(Front-end)受惠加息預期，現水平收益率具吸引力，提供充足票息保護，存續期風險較長債低；中期美債(3Y-5Y)兼具防禦力與不對稱回報，隨著美國國債息不斷推升，中期債已經獲得充足的收益緩衝(Carry Cushion)，即使收益率持續上行，總回報依然能維持正數，中期債的風險回報比率(Risk-Reward Ratio)正重現吸引力；維持看淡長端，結構性因素短期內難消除，如通脹頑固性、財政赤字難改善，以及AI資本開支拉動的擠出效應(Crowding-out)或持續，導致實質利率上行等，料長債息較難回落，建議暫避開長債風險敞口。
- ❑ 環球信用債：在宏觀不確定性下，需提防信用利差(Credit spread)擴闊的風險。行業配置上，建議從AI主題適度分散至金融、公用、基建及醫療保健等；繼續看好防禦力較強的短存續期投資級別債(IG)；高收益債(HY)則需精選資產負債表強韌、財務穩健的發行人。
- ❑ 新興市場債：整體絕對收益率吸引，且區內加息壓力較已發展市場小、央行政策具較大彈性；在聯儲局重啟加息預期（支撐美元）的背景下，較看好新興市場美元債；本幣債後續表現較大程度受美元強弱牽動，若美元升勢趨緩，本幣債或具匯兌收益潛力。



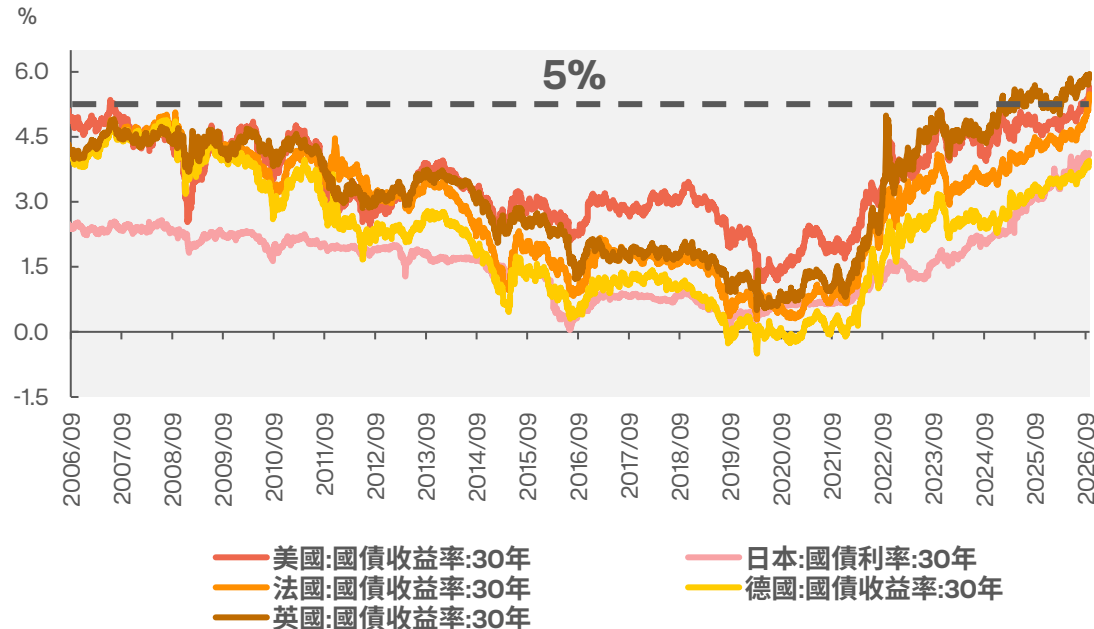
環球債市：各國長端債息持續走高 部份央行相繼重啟加息

- 多國長端國債息持續向上，美國10年期國債息曾升穿5.3%，創2007年以來最高水平；日本10年期債息曾升穿3%，創30年高位；德國、澳洲10年期國債息分別刷新15年與逾10年高；美國30年債息曾升穿5.6%，逾20年以來最高；部份央行相繼重啟加息應對通脹。
- 環球共同的驅動力包括：1) 通脹疑慮同步升溫，主要是能源價格受中東局勢持續影響；2) 各國赤字問題持續，疊加財政擴張、國債供給同步增加；3) 全球期限溢價(Term premium)結構性上升，基金、保險機構、主權基金等對債券價格較敏感的資金，需要更高的收益率來補償長期通脹及地緣不明朗；4) 環球投資級企業債發行量急增（尤其是大型科企為資本開支融資），吸收市場資金，形成「擠出效應」。

各國10年期國債息持續上升



美國、英國及法國30年債息升穿5%

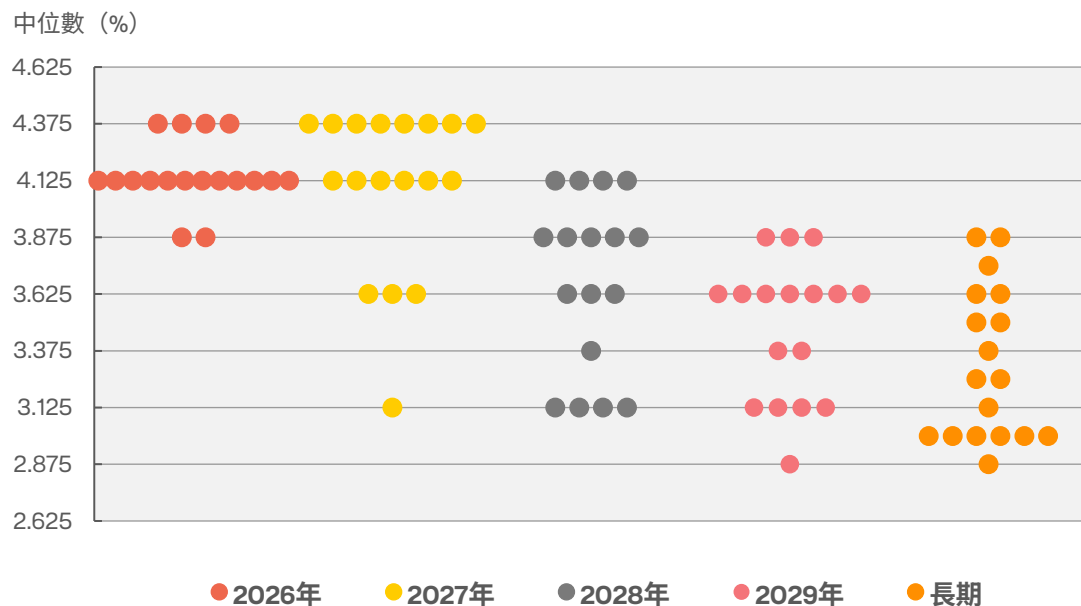




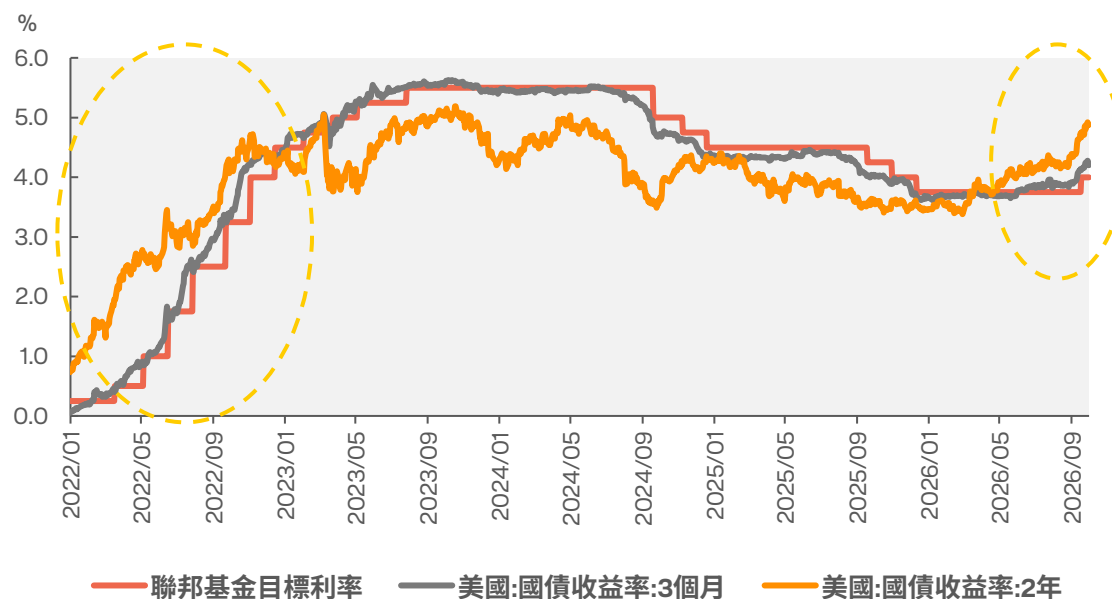
美國國債：聯儲局重啟加息 短端債券配置受惠加息預期升溫

- ❑ 聯儲局9月加息25點子，點陣圖顯示18名官員中16人預期年內或再加息一次，4.1%或以上的利率中位數料於2027年維持。基於地緣衝突持續及近期能源價格再度升溫，我們預期年內有機會再加息一次，利率期貨甚至反映市場預期年內有機會再加息2次（共50點子）。
- ❑ 上一輪加息周期聯邦基金利率升至5.5%，2年期債息最高見5.25%；現水平2年期美債息開始拋離基準利率，曾見4.95%的2年半高位，對比現時利率中位數3.875%，已反映逾4次（共100點子）以上加息機會，短端或存在過度定價，現水平收益率吸引，具鎖定票息並獲取資本增值潛力、其存續期風險低於長端；重啟加息的一季度內，亦看好3至6個月的國庫券（T-Bills）、浮息票據作為零存續期的防禦性現金替代配置。

聯儲局點陣圖預測反映利率將更長時間維持高位



加息預期升溫2年期美債息開始拋離基準利率





美國國債：中期債收益緩衝充足 風險回報重現吸引力

- 美國10年期國債息曾升穿5.3%，見2007年以來高位；30年期持續向上突破，升至5.6%，見2002年以來最高水平。隨著美國國債息不斷推升，部份年期美債已經獲得充足收益緩衝（Carry Cushion），即使收益率持續上行，債券的風險回報比率（Risk-Reward Ratio）正在重現吸引力。
- 中期美債（3Y-5Y）兼具優秀防禦力與不對稱回報：在極端情景下（收益率再升100點子），3至5年期美債憑藉逾5%的高息優勢，（總回報仍有+0.86%至+2.33%）；反之，若息率見頂回落100點子，總回報將高達近7%至10%。下行風險較低而上行空間廣闊，風險回報重現吸引力之下可作為目前資金停泊的持倉配置。7年期或以上長債在收益率上升情景下的價格跌幅已超越票息保護（總回報轉負），暫不宜過度拉長存續期。

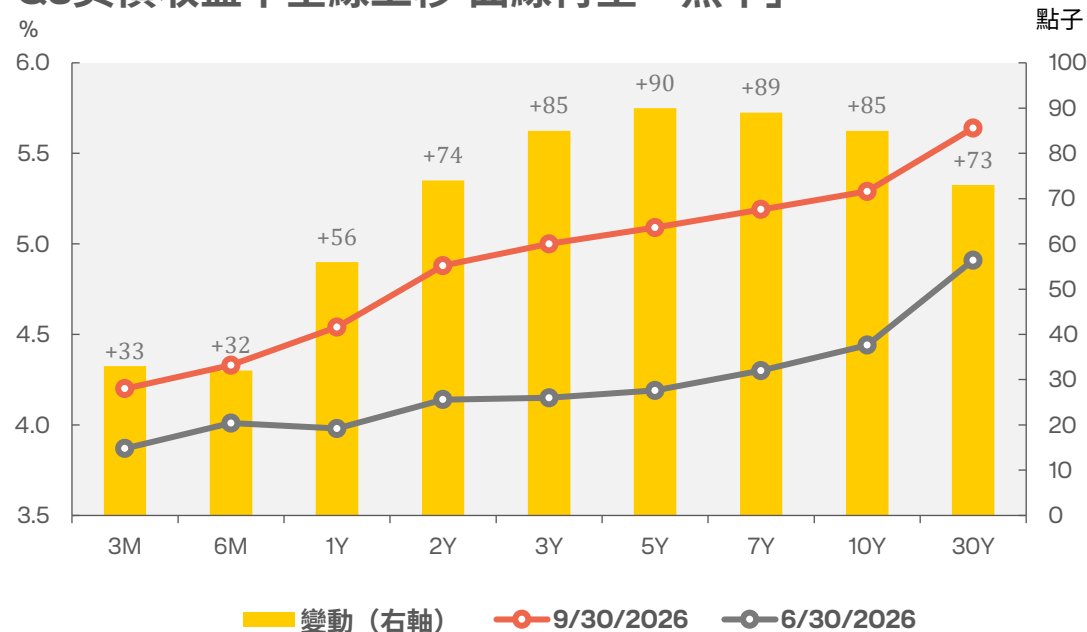
		情景一：收益率 + 100bps		情景二：如收益率 - 100bps	
美國各年期國債	收益率	價格回報	總回報	價格回報	總回報
2年期	4.91%	-1.86%	+3.05%	+1.91%	+6.82%
3年期	5.02%	-2.69%	+2.33%	+2.78%	+7.80%
5年期	5.11%	-4.26%	+0.86%	+4.49%	+9.61%
7年期	5.21%	-5.64%	-0.42%	+6.04%	+11.26%
10年期	5.31%	-7.41%	-2.10%	+8.15%	+13.47%
30年期	5.65%	-13.14%	-7.48%	+16.39%	+22.05%



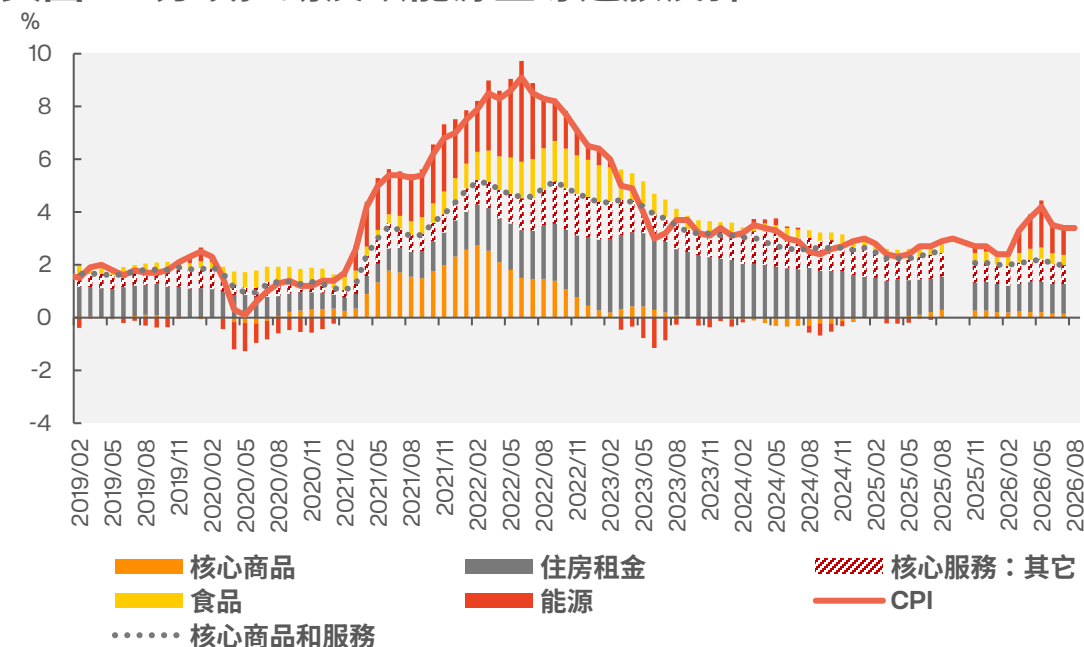
美國國債：如後續通脹回落 中期債滾動收益潛力或進一步展現

- Q3美債收益曲線全線上移，再次呈現「熊平」（Bear Flattening），曲線中段（3Y-7Y）受近期重新定價影響，陡度較季初壓平。
- 中段美債較受中線通脹預期影響，美國CPI年增率分項拉動因素反映今年通脹反彈核心驅動因素是「能源」；而「住房租金」仍具備高度黏性，在整個通脹回落週期(2023-2026)中維持顯著權重，至今仍支撐基礎通脹；扣除食物和能源的「核心商品和服務」升勢明顯溫和於整體通脹，近期微幅向下，若剔除高波動的能源板塊，底層通脹壓力正在緩解。
- 如後續能源價格回落，通脹預期緩和，預期中段曲線有望重現陡峭化（Steepening），屆時滾動收益（Roll-down）潛力將進一步顯現，3至5年期的中期美債或有潛力獲得充足的持有收益（Carry）及收益率重現陡峭化時的額外資本收益。

Q3美債收益率全線上移 曲線再呈「熊平」



美國CPI分項拉動反映能源主導通脹反彈

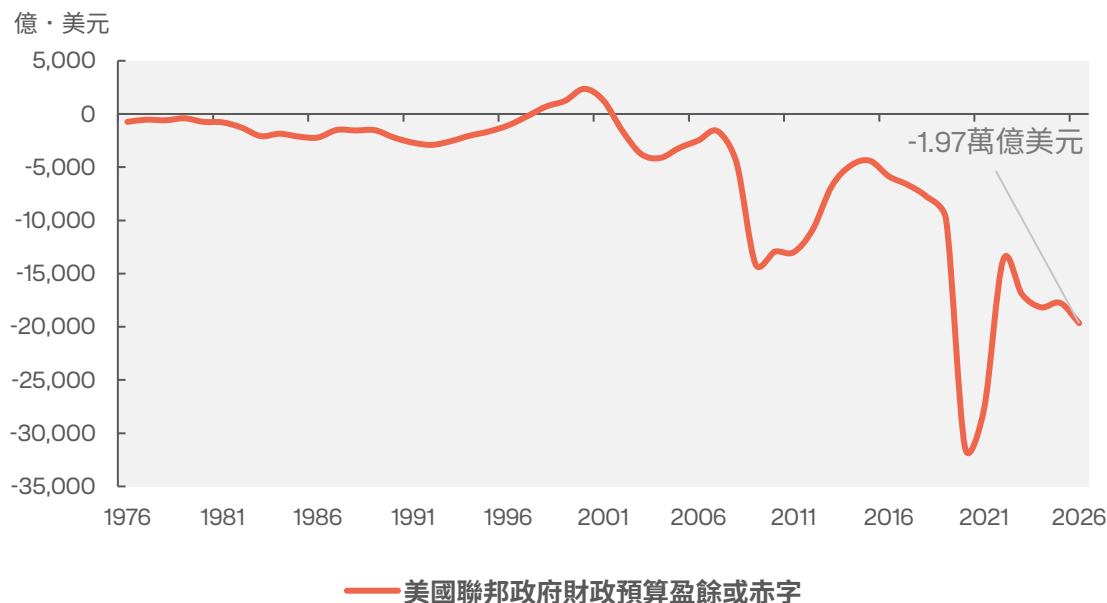




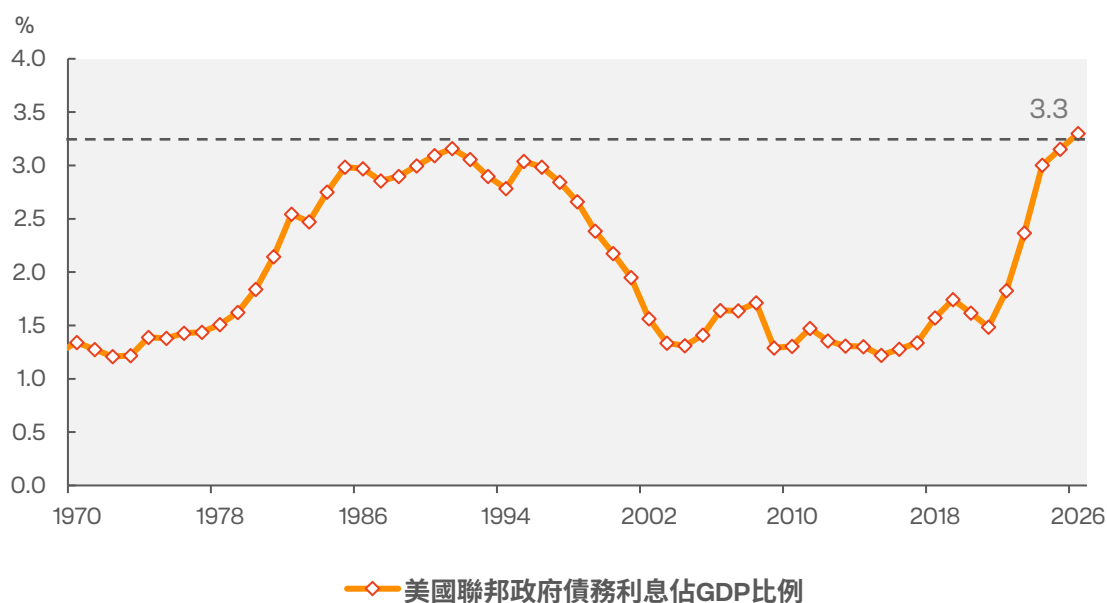
美國國債：結構性因素仍存 長債息難回落

- ❑ 我們維持看淡長端美國國債，因部份結構性因素短期內難以消除：1)通脹頑固性（美國通脹已連續約五年高於2%目標）；2)財政赤字短期內難大幅改善，美國長端國債面臨龐大的發行壓力；3)AI資本開支急增而起的發債潮拉動擠出效應(Crowding-out)或持續、致實質利率上行；4)地緣政治及能源價格持續波動。
- ❑ 我們認為美國財政部加大回購長天期債券短期對長債息或有安撫效果，但長債息整體受制於結構性因素，預期長端美債息整體維持「易升難跌」格局，30年期美債息或難回落至5%以下。

美國聯邦政府財政預算赤字擴大至1.9萬億美元



美國聯邦政府債務利息佔GDP比例預期達3.3%

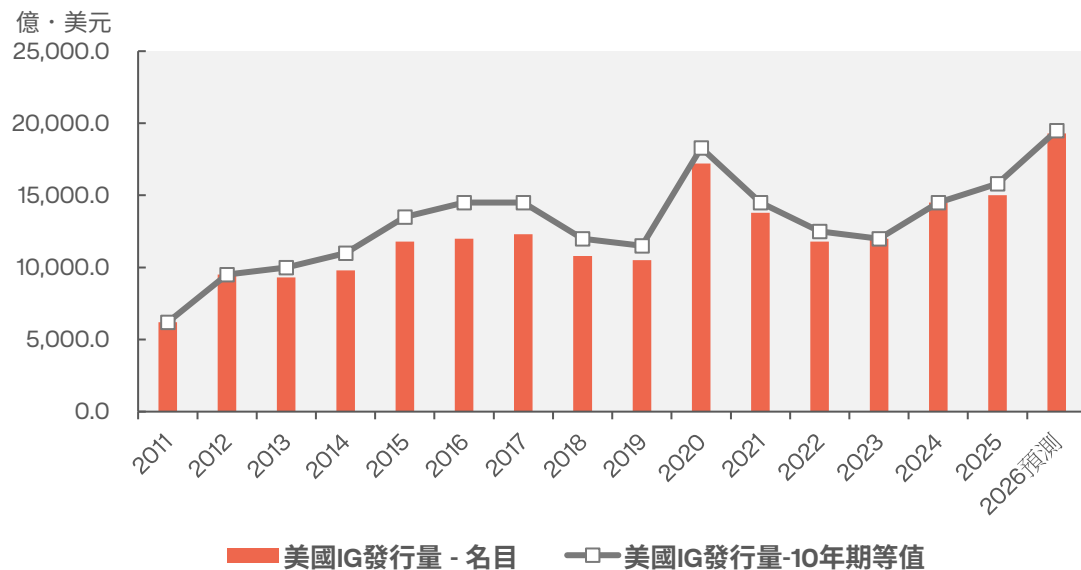




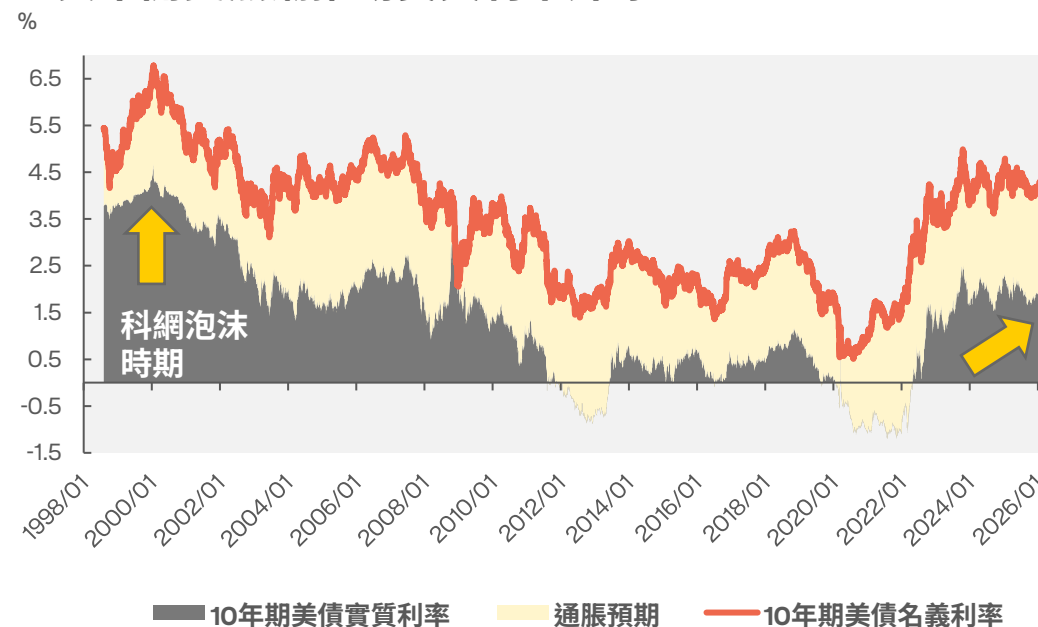
美國國債：AI資金需求加劇「擠出效應」 成把握長債息轉折之關鍵

- AI數據中心基建資金需求掀起的發債潮，推動年初至8月底美國整體企業債發行量逼近1.9萬億美元，按年大升30%。市場預測全年總發行量將達2.4至2.5萬億美元，勢創歷史新高。今年「10年期等值投資級別債(IG)」發行量與名義總發行量走勢高度吻合，反映整體IG市場平均發行年期顯著偏長。這批長年期企業債正與長端國債爭奪市場資金，形成持續的「擠出效應」(Crowding-out effect)。
- 除通脹預期升溫外，龐大的AI資本開支亦持續推高資金成本。美國10年期實質利率近期已升穿2.9%，逾20年高位；回顧2000年科網泡沫時期，實質利率更曾抽升至4.5%以上。後續長端債息何時見頂回落，很大程度上將取決於AI產業鏈資金需求放緩的步伐。

美國投資級別債發行年期偏長



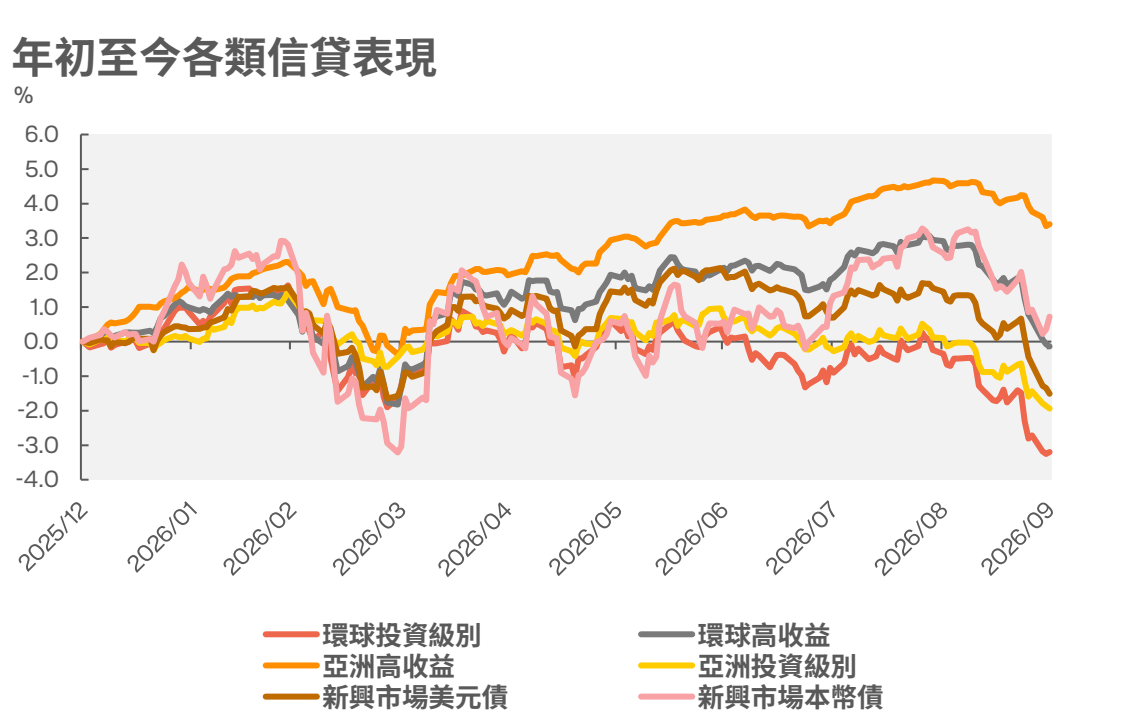
AI資本開支熱潮推動實質利率升穿2.9%





環球信貸：亞洲及新興市場展現韌力

- ▣ 亞洲及新興市場信貸年初至今表現較整體市場抗跌，其絕對收益率維持吸引，且區內加息壓力較已發展市場小、央行政策具較大彈性。聯儲局加息預期升溫下，較看好新興市場美元債；本幣債後續較受美元走勢影響，若通脹回落，美元在Q4的升勢放緩，本幣債或具匯兌收益潛力。
- ▣ 全球投資級別(IG)與高收益(HY)利差均處於歷史低位區間附近，較難補償額外的存續期風險。IG建議以短存續期為主以規避利率風險；對高收益看法維持中立，需嚴格精選資產負債表強韌、較高評級之發行人，並控制倉位，避免過度下沉資質。
- ▣ 整體信貸建議多元化部署，資金從AI主題適度分散至金融、公用、基建及醫療保健等，平衡整體持倉。



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	新興市場本幣債
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

資料來源：彭博，數據截至2026年9月30日

過往表現不代表將來表現



第四季債市投資策略

債券類別	部署策略	投資邏輯
美國國債	2年期債息中樞上移至4.5% - 5.1% 10年期債息中樞上移至4.8% - 5.4% 30年期債息中樞預期為5.1% - 5.6% - 優先佈局短至中期美債，獲取穩定票息(Carry)	- 短端（2年或以下）優先佈局：受惠加息預期升溫，現水平收益率吸引，具充足票息保護，存續期風險低於長端，預期短端價格下行風險較低；重啟加息的一季度內，亦看好3至6個月的國庫券(T-Bills)、浮息票據配置 - 中期債(3Y-5Y)：兼具防禦力與不對稱回報，隨著美債息不斷推升，中期債已具充足的收益緩衝(Carry Cushion)，即使收益率持續上行，總回報依然能維持正數，中期債的風險回報(Risk-Reward)正重現吸引力；如後續收益率曲線重現陡峭化(Steepening)，或具額外滾動收益(Roll-down)潛力 - 避開長端：結構性因素如通脹頑固性、財政赤字問題嚴重、AI資金需求拉動擠出效應(Crowding-out)等，故長債息較難回落，存續期風險較高
環球投資級別債	- 看好短存續期投資級別債 - 選債策略多元化並適度分散不同行業 - 亞洲投資級別優於歐美投資級別	- 看好防禦力較強的短存續期投資級別債 - 選債策略多元化：從AI適度分散至金融、公用、基建及醫療保健等，平衡持倉 - 亞洲投資級別存續期較短，收益率較高，整體優於歐美IG
環球高收益債	- 維持高收益中性配置 - 提防信用利差擴闊 - 精選財務穩健的發行人	- 收益回報吸引，惟預期基本面較強與較弱的發行人之間將加劇信用分化 - 當前利差保護不足，對融資成本上升敏感，建議精選財務穩健的發行人 - 控制倉位，避免過度下沉資質
新興市場債	- 整體絕對收益率吸引 - 聯儲局加息預期下，較看好新興市場美元債	- 絕對收益率處於高位，區內加息壓力較已發展市場小、央行政策具較大彈性 - 利息緩衝(Carry Cushion)充足，總回報維持正面 - 本幣債較受美元走勢影響，若後續通脹回落、美元升勢放緩，或具匯兌收益潛力



債券：中國及亞洲債市展望



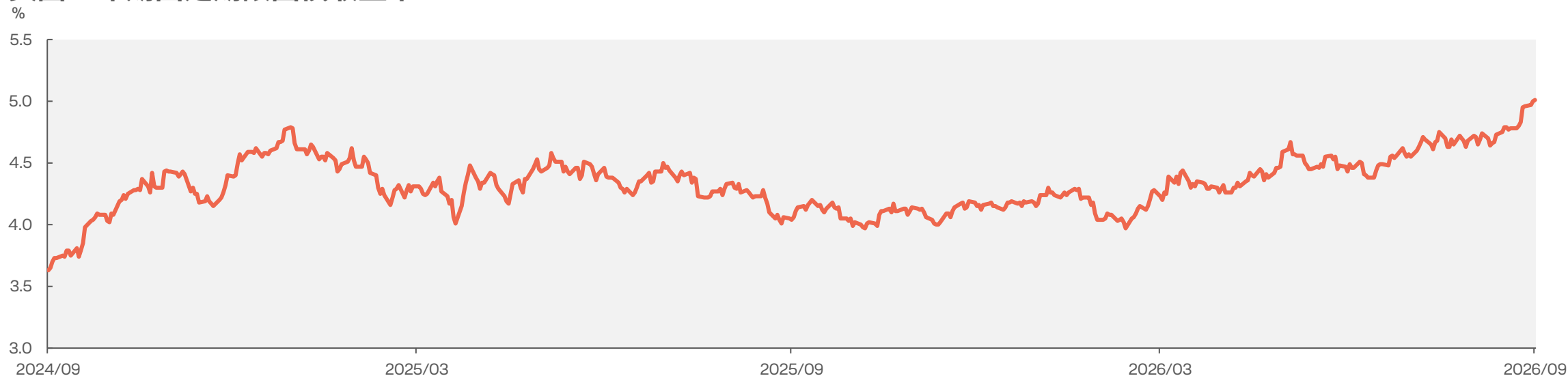
東亞聯豐投資團隊



債券：中國及亞洲債市展望

- ❑ 美債收益率飆升與聯儲局政策變數加劇市場波動，惟亞洲美元債券信貸基本面保持穩健，吸引力不減。
- ❑ 亞洲投資級別債券利差預期維持窄幅區間波動，總回報主要由票息收益及美債價格推動。
- ❑ 中國TMT債券利差因高估值及美企競爭承壓；印度銀行業美元債發行高峰已過，供應逐步回落有助穩定信用利差改善技術面。
- ❑ 印尼赤字目標明確及政策透明度提升增強市場信心；巴基斯坦尋求100億美元匯率支持，中期債券吸引力提升。
- ❑ 中國房地產預售新規對房企流動性影響各異，市場持審慎態度。斯里蘭卡展現經濟韌性並完成大部分債務重組，後續債務回購與結構改善仍有待觀察。

美國10年期固定期限國債收益率





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：鷹聲待兌



吳永強

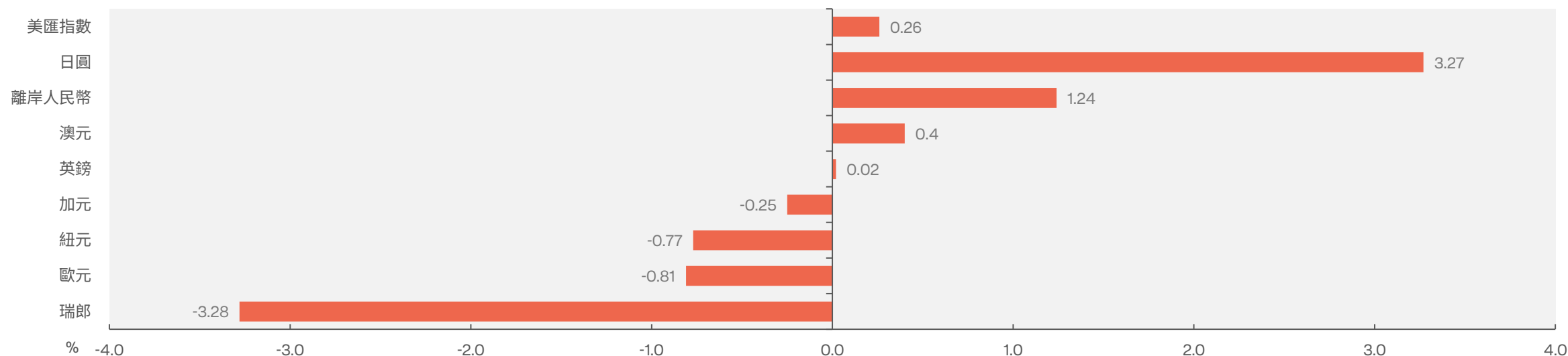
東亞銀行財富管理處投資策略師



外匯市場2026年第三季回顧

- 美伊局勢反覆令美匯指數在季初表現偏強，惟其後公布的美國6、7月非農就業、通脹數據和零售銷售數據一般，曾令市場對聯儲局年內加息預期降溫。加上，美日干預日圓和美國財政部擴大長債回購削弱美元資產吸引力，導致美匯指數在8月承壓，澳、紐及加元等非美貨幣期間表現較為突出。
- 踏入9月，受惠油價重上每桶100美元以上水平及聯儲局落實加息25點子，兼且最新點陣圖預期利率呈「Higher for longer」，美匯指數表現轉好。同時，美國經濟具韌性，令美國進一步加息預期升溫，支持美匯指數。季內美匯指數錄得0.26%升幅，收報101.45，與我們上季度給予的3個月目標價101相若。
- 非美貨幣中，季內表現最好的是受美日聯合干預兼加快了加息步伐的日圓，季內升幅達3.27%。我們上季較看好的離岸人民幣和澳元亦錄得上升。季內表現最差的是瑞郎，貶值3.28%。

2026年第三季主要貨幣表現





外匯市場2026年第四季展望

- ❑ 美伊戰事懸而未解兼偶發衝突，石油運輸繼續受限，導致油價在第三季大幅反彈，再次升穿每桶100美元水平。環球通脹風險升溫，各央行的反應函數之不同將是第四季外匯市場焦點，環球利率上行趨勢已成，外匯表現分野取決於各央行能否兌現市場的加息預期，以及經濟對加息的承受力。
- ❑ 聯儲局鷹派加息、美國經濟具韌性及能源價格走高均為美元提供支持，但市場定價已大致反映加息預期，加上在全球利率同步上行的環境下，美元未必能連續第六個季度上升。除非聯儲局有更鷹派言論或行動，否則單靠加息因素料較難領美匯指數再大幅走高，主因加息預期已大致獲得定價，再出現鷹派驚喜門檻較高，但不少支持美匯指數的因素仍在，故料季內整體走勢仍偏穩健。
- ❑ 我們今年一直看好離岸人民幣，此看法在第四季未有轉變。中國貿易順差強勁、出口結構轉向高科技產品、企業結匯需求持續，加上官方持續釋出穩匯升值訊號，連同與主要貿易夥伴間的博弈考量，預期離岸人民幣雙向波動中穩步升值的趨勢將會延續。
- ❑ 澳元仍具息差優勢，維持偏好澳元。澳洲政策利率達4.6%，位居G10貨幣之首，通脹黏性亦支持澳央行維持偏鷹立場；惟美國再加息預期若升溫或澳洲經濟有降溫跡象，將會限制澳元升幅。
- ❑ 歐元區經濟基本面改善和歐央行維持鷹派取態，將有利歐元走勢。然而，歐元仍有隱憂，包括天然氣價格走高、法國與德國國內的政治風險及歐洲與俄羅斯之間的地緣風險，加上美國進一步加息可能性增加或令美歐間息差維持一定距離。
- ❑ 紐西蘭在第三季加息合共50點子後，息差改善可為紐元提供一定承托。紐西蘭加息機會仍存，但市場對紐儲行未來加息幅度的定價可能過度進取，而經濟增長放緩、國會選舉及中國需求疲弱等因素增添紐元下行風險。
- ❑ 日圓短期下行風險降低，但持續升值條件未成熟。日本央行加快加息及官方干預為匯價托底，惟實質利率仍為負值，財政風險及日本政府續施行擴張性財政政策，限制日圓持續升值。
- ❑ 英鎊面對息差削弱與經濟基本面偏弱雙重壓力。市場對英倫銀行加息預期偏進取，但英國就業市場疲弱兼財政前景不明，而且美英息差收窄，維持審慎看法。我們對瑞郎及加元亦持審慎看法。瑞郎缺乏利率緩衝，但貿易改善可限制跌幅；加元料受美加貿易摩擦、進取加息定價及就業復甦不穩拖累。



外匯市場2026年第四季展望

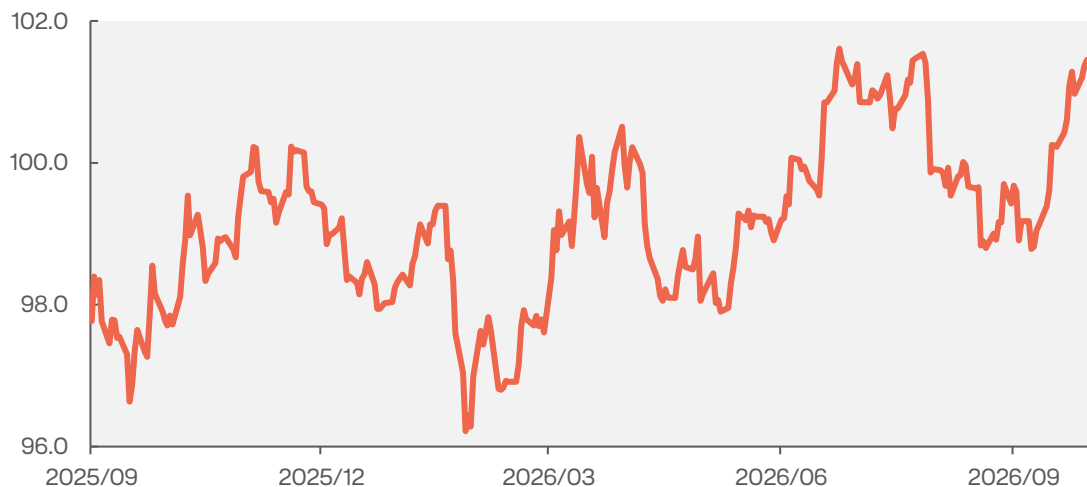
貨幣	3個月目標價	6個月目標價
美匯指數	100.00	99.00
離岸人民幣	6.6500	6.6500
澳元	0.7100	0.7200
歐元	1.1500	1.1600
日圓	155.00	153.00
紐元	0.5800	0.5800
英鎊	1.3300	1.3500
瑞郎	0.8300	0.8000
加元	1.4100	1.3800



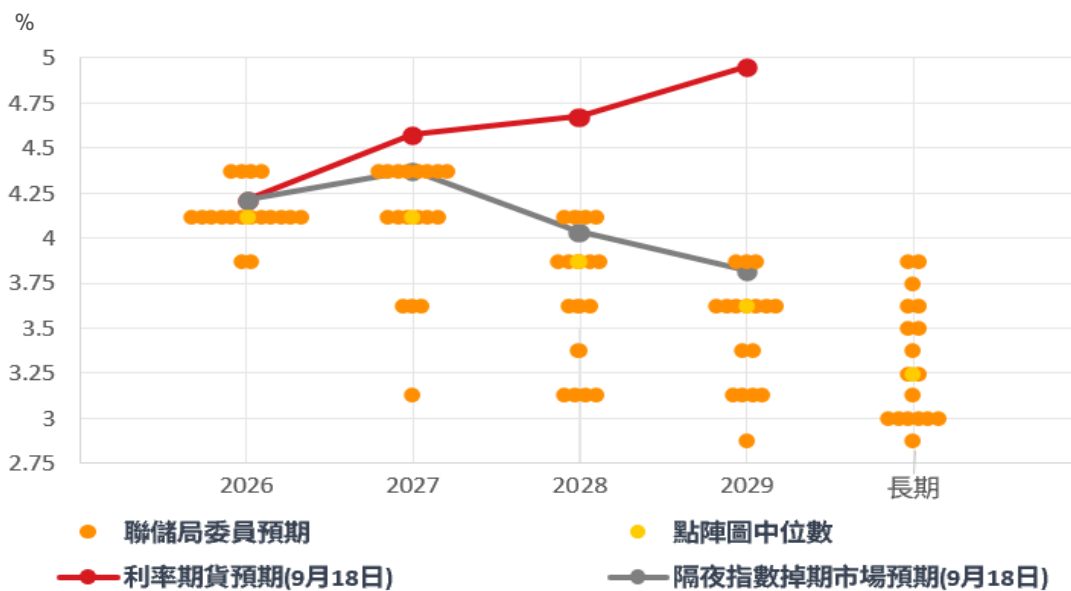
美匯指數 – 加息預期支持美元，但市場已大致充分定價

- ❑ 聯儲局於9月加息25點子，聯邦基金利率上調至3.75%至4%。該次加息屬鷹派加息，鷹派體現於：1)12-0全票通過加息；2)9月公布最新點陣圖顯示，2026年底利率中位數為4.1%(6月：3.8%)，16名委員認為應再加息一次、2027年利率中位數雖同為4.1%，但有多達8票認為利率較2026年的利率中位數應再升25點子；3)聯儲局主席沃什稱難以形容現時金融條件具備限制性。
- ❑ 聯儲局9月的經濟預測摘要上調今、明兩年GDP增長至分別2.3%及2.4%(6月：2.2%及2.3%)；今、明兩年失業率均下調至4.1%(6月：4.3%)；今年核心PCE上調至3.4%(6月：3.3%)，明年維持2.5%不變，顯示通脹風險略增的同時，美國經濟仍具韌性。
- ❑ 聯儲局已兌現我們在第三季時提出今年加息一次的基本情景預測，因應最新宏觀發展，我們預期今年第四季尚有加息一次(25點子)的機會，但仍要視乎能源價格及地緣局勢發展，並維持2027年利率不變的預測。

美匯指數過去1年走勢圖



聯儲局點陣圖顯示今年尚會加息一次

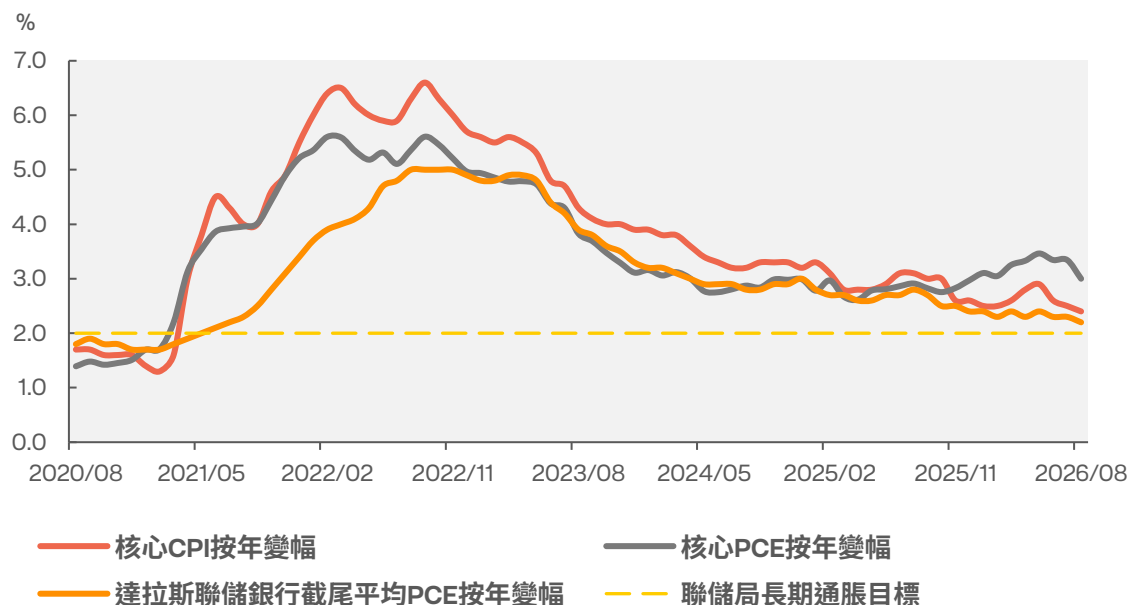




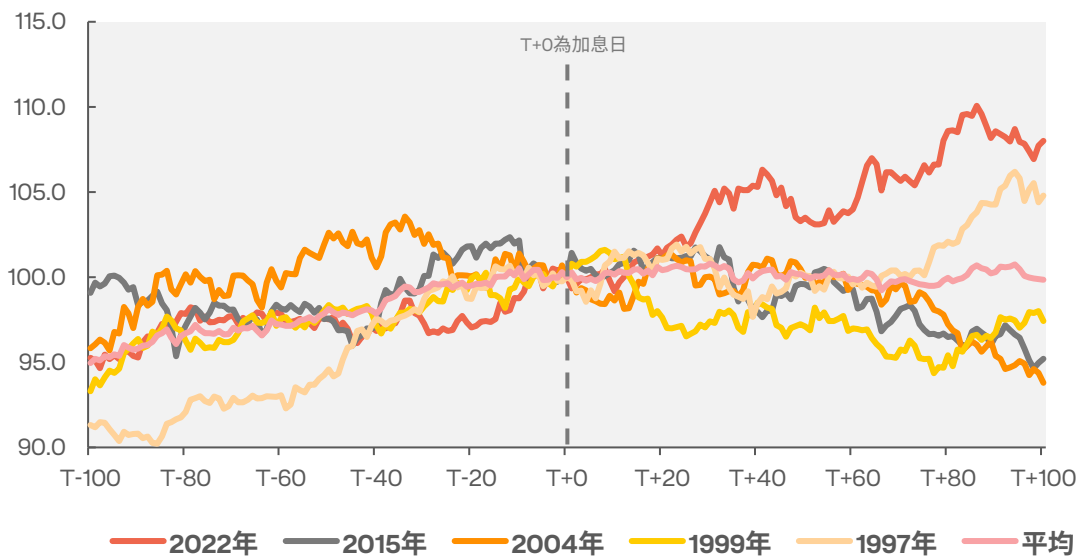
美匯指數 – 加息預期支持美元，但市場已大致充分定價

- 我們對聯儲局加息預測未及隔夜指數掉期市場及利率期貨市場的定價進取，主要由於：1)8月核心CPI年增創逾5年低；2)核心PCE按年升幅雖仍處3%以上，但美國經濟分析局修訂PCE計算方式料使今年9月以後公布的核心PCE下調0.2至0.3%；3)通脹主要由油價推升，未見通脹全面擴散。若油價回落，通脹或快速降溫，進一步緊縮必要性下降。
- 過去30年共5輪加息周期中，美匯指數在首次加息日後，呈現短期略偏強、中期升勢減弱、較長期明顯分化的走勢特徵，顯示加息後美元未必能維持較強表現。根據過去5輪加息周期的數據，美匯指數在首次加息日後約一季的表現會較加息日當日偏弱，平均跌約0.1%。

美國通脹暫仍高於聯儲局目標水平



美匯指數在過去30年共5輪首次加息後表現

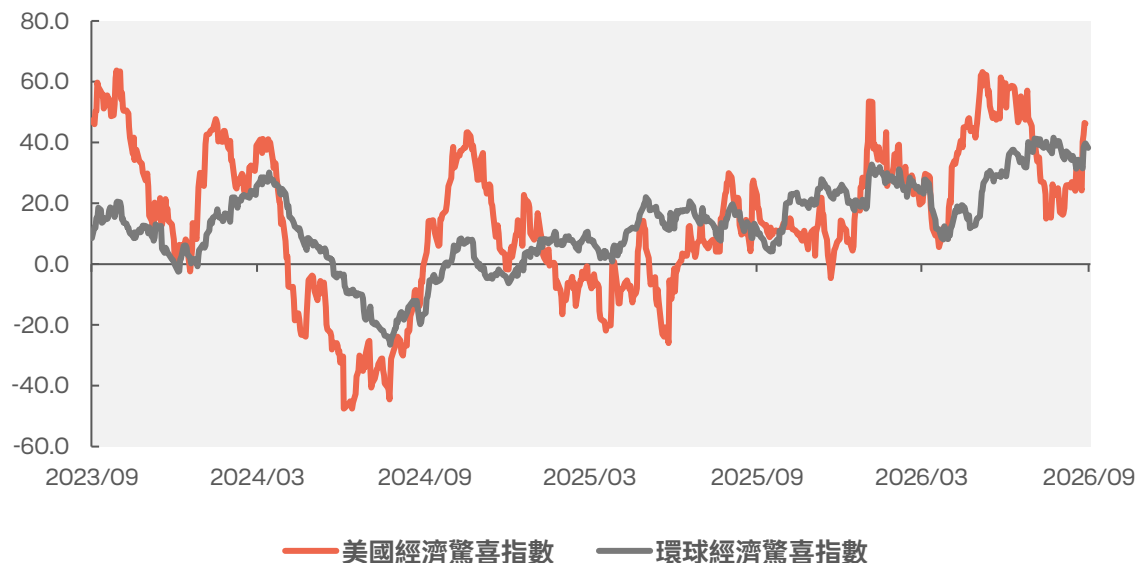




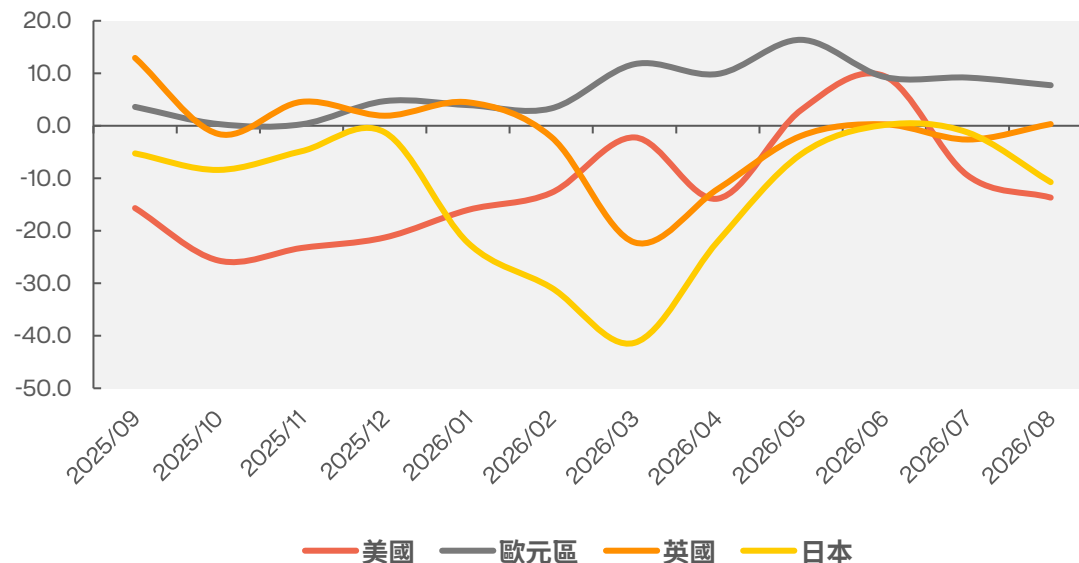
美匯指數 – 加息預期支持美元，但市場已大致充分定價

- 我們預期美匯指數在第四季表現仍具韌性，主要受到三大利好因素支持：1)聯儲局在9月鷹派加息兼點陣圖預期進一步加息機會升溫，同時聯儲局加息令市場對其獨立性重拾信心，美元「貶值交易」重臨機會較低；2)美國經濟數據表現仍較強；3)與歐元、英鎊和日圓相比，美元受高能源價格拖累影響較少。不過，我們認為相關利好因素偏向為美匯指數在下方帶來支持多於是上方突破的催化劑，主因市場對聯儲局今年加息預期已有充分定價、部分經濟數據或會出現起伏、能源價格有機會回軟或令美元避險需求受限、以及美國財政部或進一步加大回購長債規模，均有機會影響美元表現。
- 若聯儲局10月加息預期升溫，不排除美匯指數藉短線動能或挑戰101.8的年內高位，惟整體而言，我們認為與第三季收盤價相比，美匯指數在第四季的上行風險較低，特別是加息預期已充分獲得定價，再出現鷹派驚喜門檻較高，但由於不少支持美匯指數的因素仍在，故預期季內整體走勢料仍偏穩健。3個月及6個月目標價分別為100及99。

美國經濟數據總體仍優於市場預期



通脹驚喜指數反映美國近月通脹未及市場預期

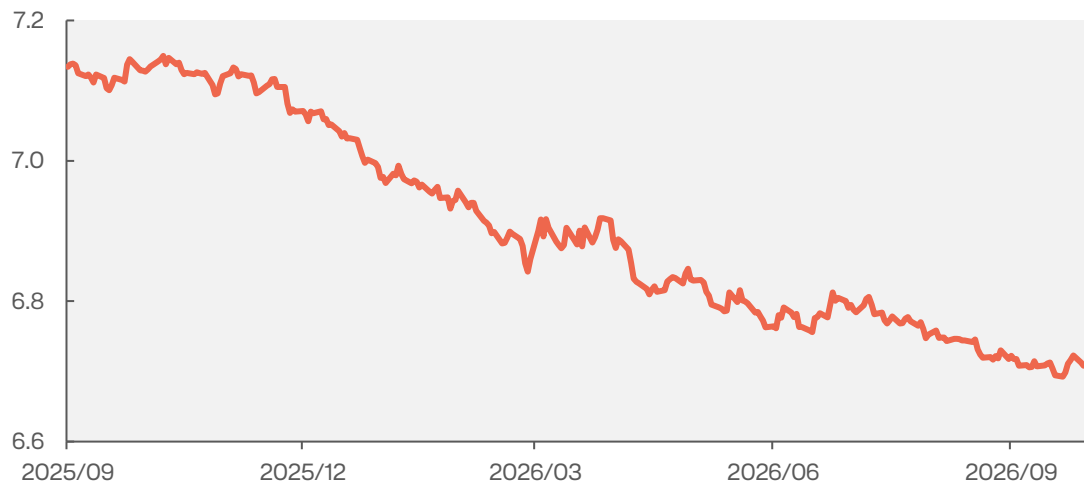




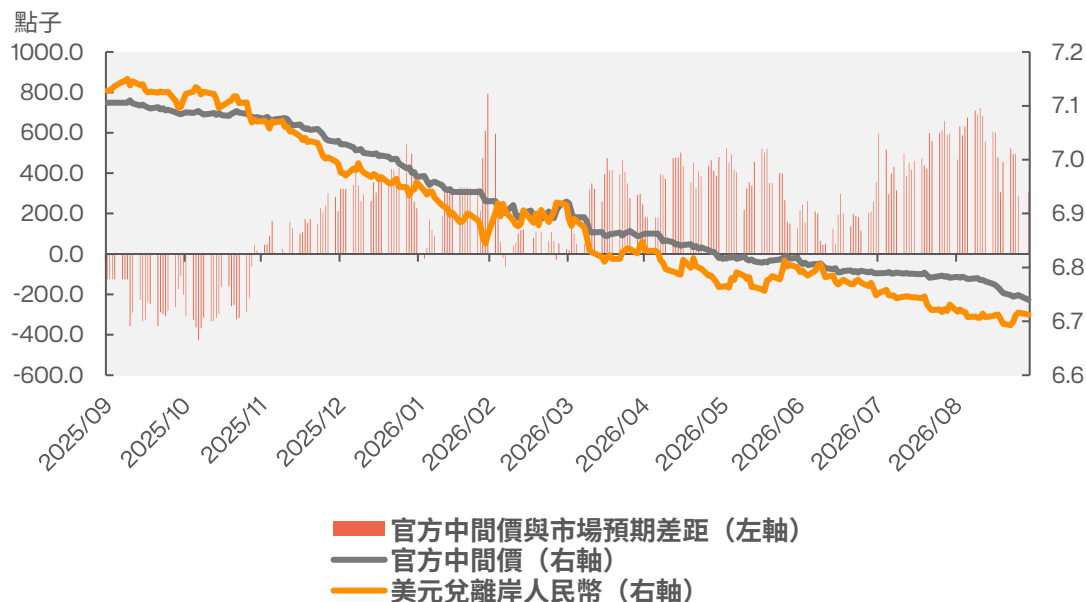
離岸人民幣 - 出口結構轉變及貿易順差強勁續支持人民幣表現

- ❑ 歐盟委員會負責貿易事務委員計劃在10月8至9日到訪北京，磋商解決中歐貿易摩擦。我們預期人民幣或會持續偏強，以便中國與主要貿易夥伴維持相對穩定的貿易關係。中長期而言，與主要經貿夥伴維持穩定關係及推進人民幣國際化，屬利好人民幣走勢的主要因素之一。
- ❑ 截至9月30日，離岸人民幣相對美元在年內已升值4.2%，中國官方近期開出較強中間價持續支持人民幣升值。美國於9月11日公布CPI數據令美國加息預期升溫，但下一交易日中國官方開出的中間價仍創超過3年新高，而在聯儲局9月16日落實加息後，人民幣中間價依然繼續走高。在美元走強及利差優勢擴闊下，官方釋出讓人民幣持續升值的訊號，有助增強投資者對人民幣的信心。

美元兌人民幣過去1年走勢圖



人民幣中間價年內持續走強

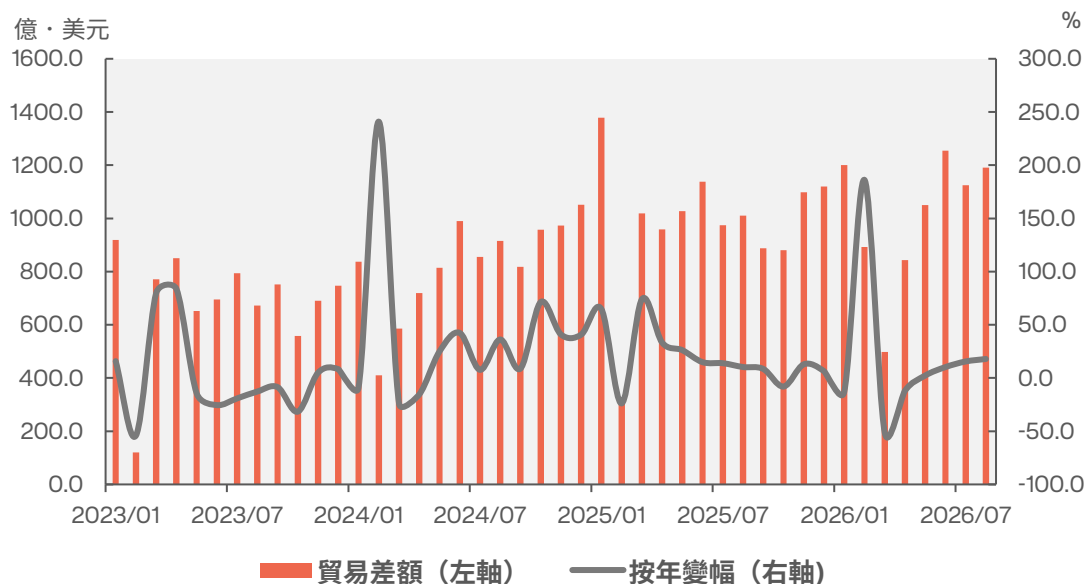




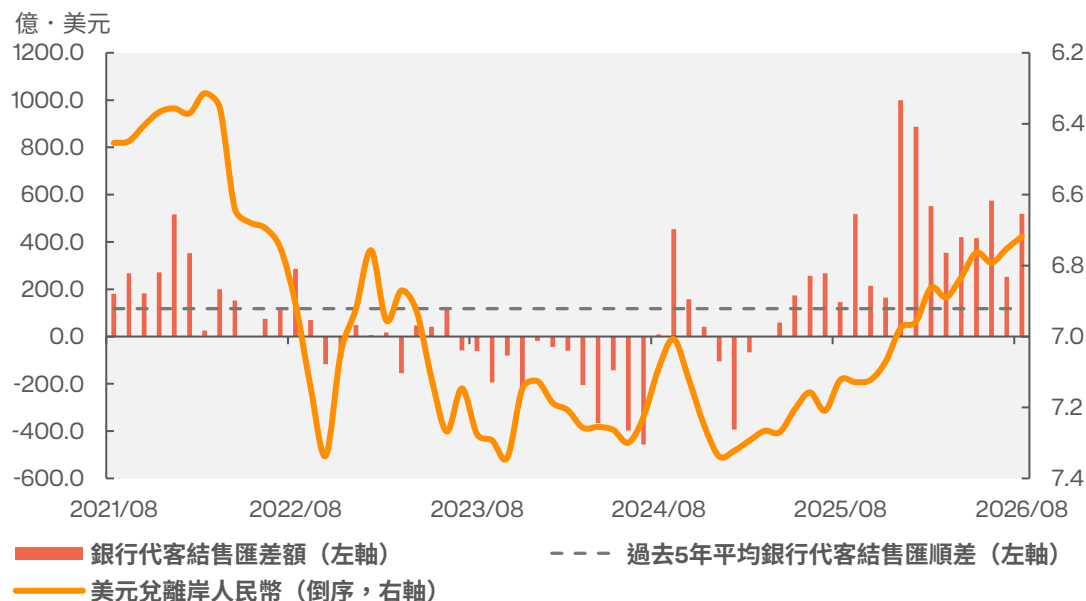
離岸人民幣 - 出口結構轉變及貿易順差強勁續支持人民幣表現

- 中國出口表現強勁帶動下，中國近月貿易順差有所擴大。自今年5月起，連續4個月貿易順差錄得1,000億美元以上水平。今年首8個月的貿易順差累計達8,055億美元，創歷史新高，有利於經常帳改善，結構性利好人民幣表現，並同時帶動結匯需求。
- 據中國海關數據，今年首8個月出口額達2.9萬億美元，按年增長19%。出口佔比當中，高新技術產品佔總出口額約29%，較對上三年介乎24%至25%有明顯增加，與AI相關的集成電路出口更有逾1倍的按年增長。由於出口結構更傾向於具議價能力及需求高的產品，過去通過人民幣貶值催谷出口的敘事邏輯已經轉變，令人民幣貶值誘因減少。
- 我們預期離岸人民幣在雙向波動中穩步升值的趨勢未變。3個月及6個月目標價均為6.65。

中國首8個月貿易順差創同期新高



今年企業結匯需求持續強勁

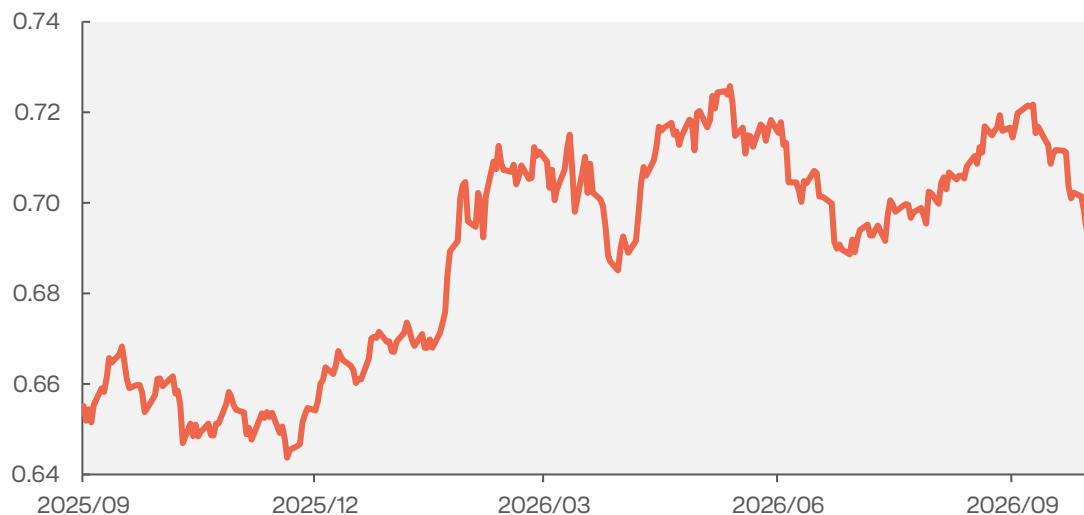




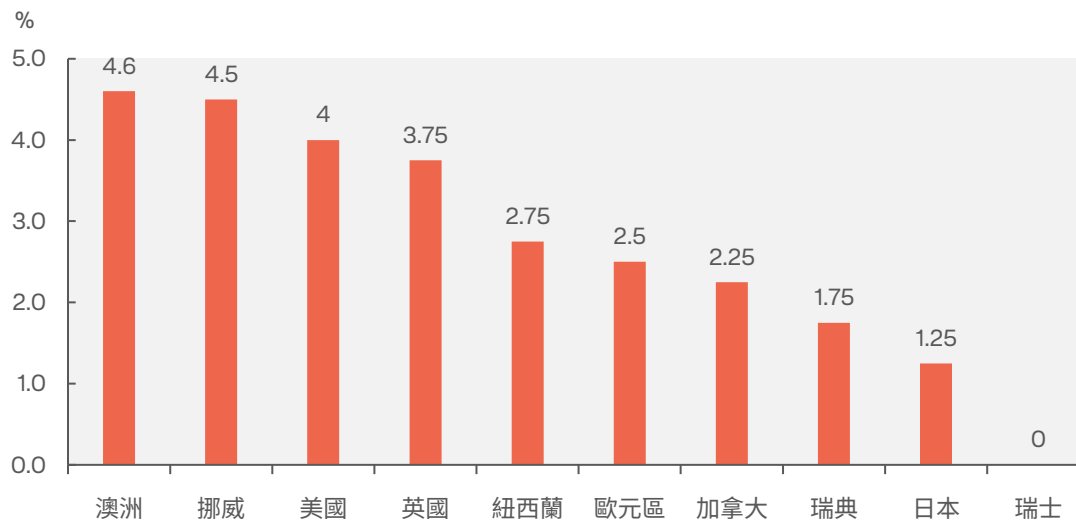
澳元 – 息差優勢仍存，須慎防優勢收窄

- ❑ 澳央行在9月議息會議加息25點子，為年內第4次加息。澳央行的議息聲明維持偏鷹立場，提及若通脹仍有上行風險，將願意再次加息。不過，澳央行因樓市下行風險和美伊衝突有機會令全球經濟增長放緩，於議息會議曾討論按兵不動。
- ❑ 由於澳央行提及曾討論按兵不動，令市場對澳洲在第四季加息作重新定價。在9月議息會議預期年內隱含利率將增18.8點子，在會議後降至約14.3點子。我們認為市場早前對澳洲加息的定價過高，議息會議後重新定價看來回到相對合理的水平。
- ❑ 澳央行今年前後已加息4次共100點子，政策利率達4.6%。雖然其他主要央行正相繼加息，但澳洲利率暫時是G10貨幣中最高，息差仍具有一定優勢。

澳元兌美元過去1年走勢圖



澳洲政策利率領先其他G10貨幣

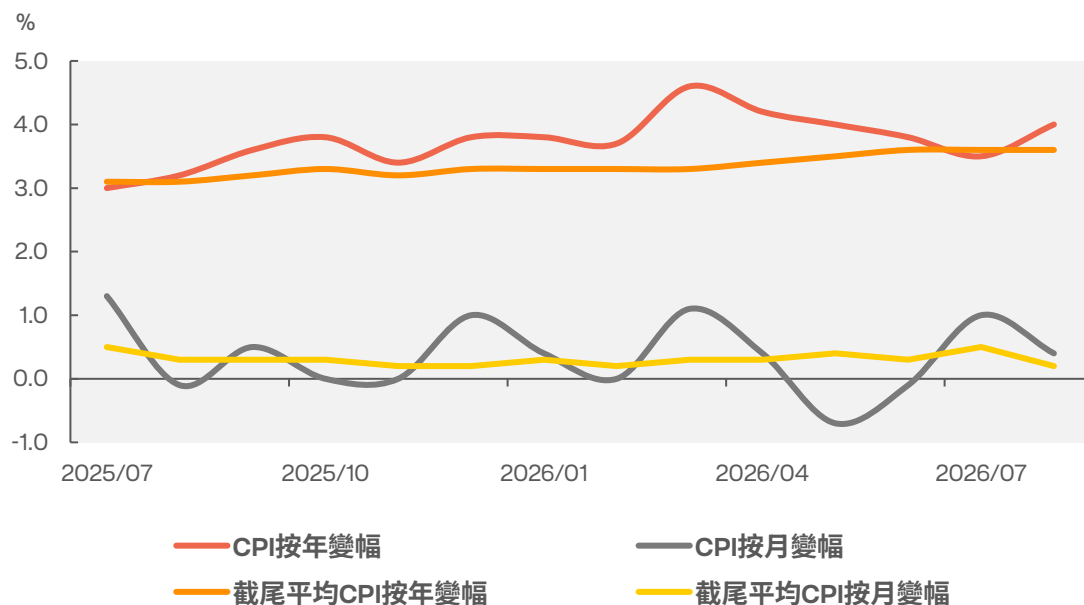




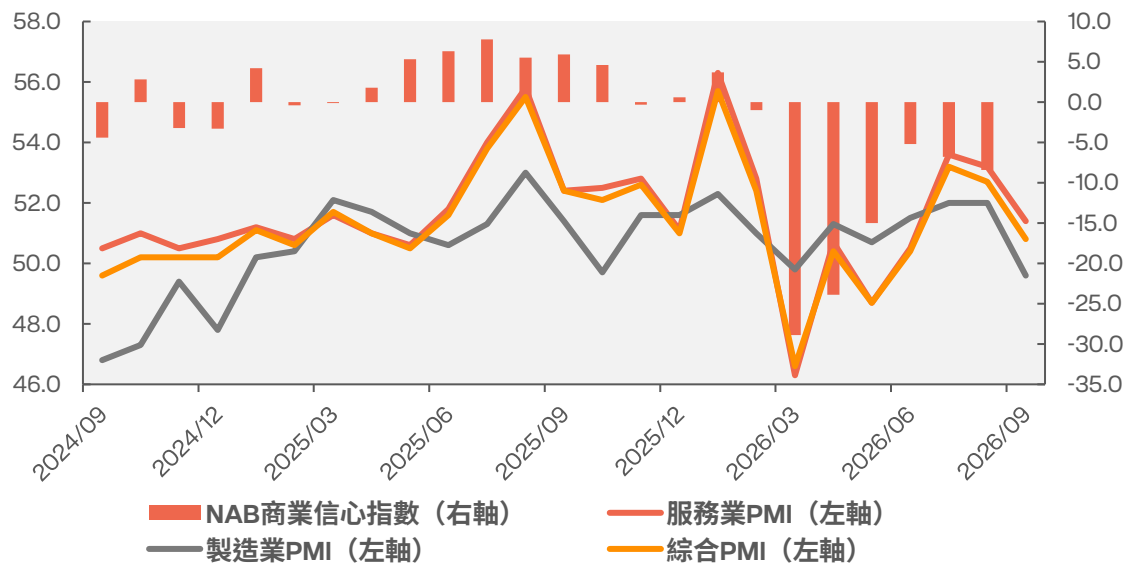
澳元 – 息差優勢仍存，須慎防優勢收窄

- ❑ 澳洲通脹下降速度較慢。8月CPI及截尾平均CPI分別按年升4%及3.6%，連續第14個月處於澳央行通脹目標區間上限3%或之上。通脹較具黏性預期會令澳央行繼續採取偏鷹取態，並維持偏緊貨幣政策一段時間。
- ❑ 澳洲綜合PMI自6月起重返50盛衰分界線之上，並連續4個月高於50，顯示加息對澳洲經濟衝擊有限，但商業信心指數仍處負值，反映企業對經濟前景相對保守，信心有待改善。
- ❑ 我們維持偏好澳元，主因美國有機會在第四季再加息，收窄與澳元間的息差，以及澳洲的高利率環境或令經濟有所降溫，有機會限制澳元漲幅。不過，澳元在G10貨幣中利率水平領先，繼續是支撐澳元匯價的主要優勢。3個月及6個月目標價分別為0.71及0.72。

澳洲通脹仍較具黏性



澳洲PMI穩健惟企業信心待改善





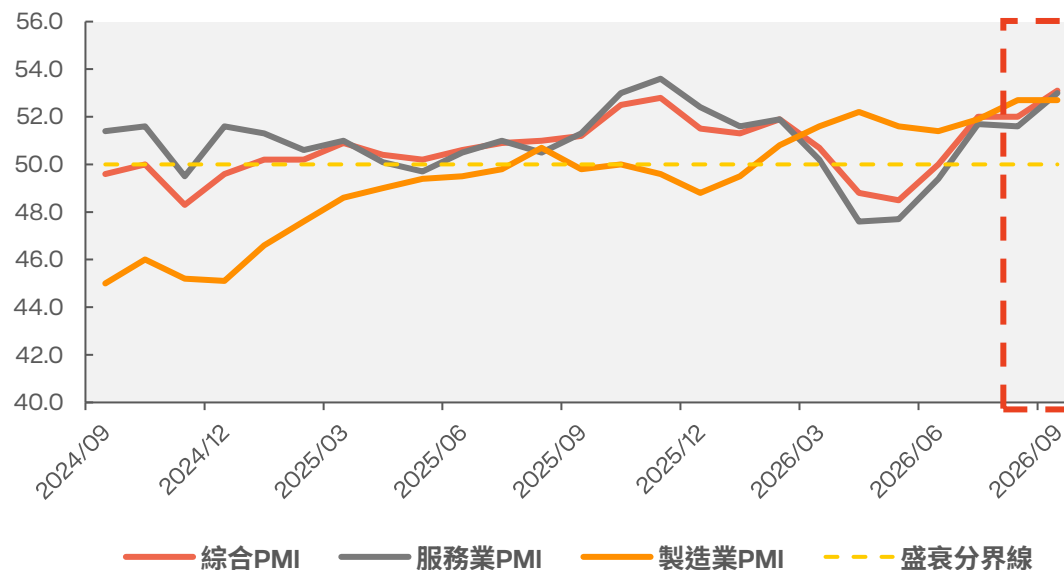
歐元 – 經濟表現明顯改善，惟潛在隱憂仍在

- ❑ 歐洲央行在9月議息會議加息25點子至2.5%，並預期通脹在第4季將升至3.6%始見頂回落。該行上調2027年及2028年的通脹預期至分別2.5%（6月：2.3%）及2.1%（6月：2%），反映通脹問題會較長時間維持，亦預視緊縮周期尚未完結。面對通脹風險，歐央行在今年先後加息兩次後，仍繼續維持鷹派態度，預期對匯價帶來一定支撐。
- ❑ 儘管經歷能源價格上漲、夏季熱浪和重新進入貨幣收緊周期，但歐元區經濟仍能在第3季出現意外改善。7、8、9月份的服務業PMI、製造業PMI及綜合PMI均處擴張區，經濟重現韌性為歐元帶來下行保護。

歐元兌美元過去1年走勢圖



歐元區經濟表現在第3季出現改善





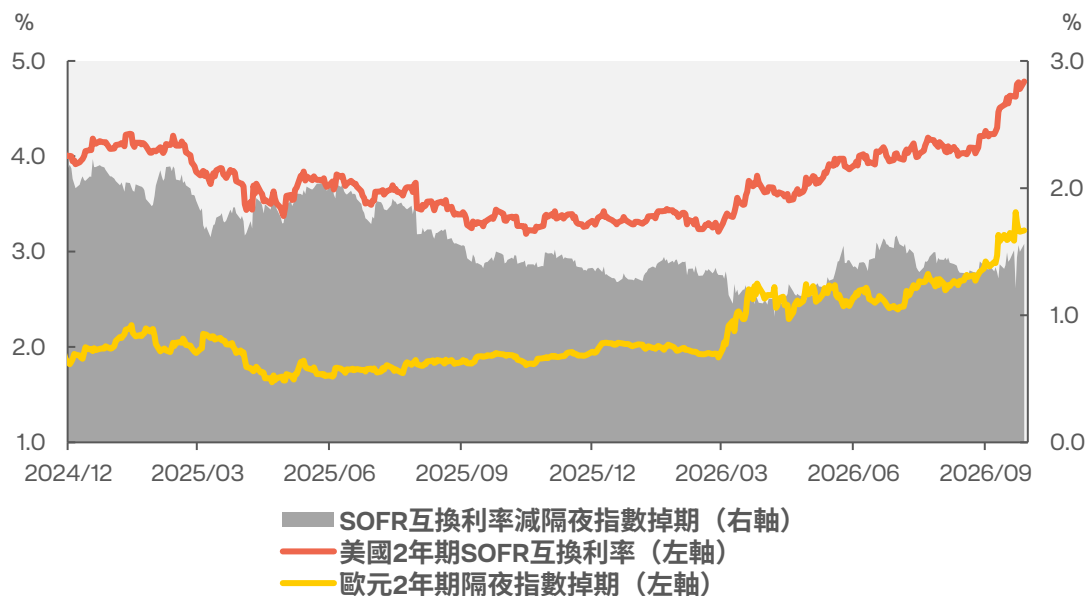
歐元 – 經濟表現明顯改善，惟潛在隱憂仍在

- 儘管加息預期持續及經濟出現改善，但我們暫未全面看好歐元，原因包括：1)歐洲天然氣價格明顯攀升，尤其踏入秋冬季儲氣季節，歐元曝露於能源價格上漲的風險增加；2)歐元區的政治及地緣風險上升，德國總理默茨領導的基民盟在9月的兩場地方選舉大敗，或影響其領導力、法國2027年財政預算案審議或引發不信任動議、俄羅斯和北約的關係近月再度緊張；3)利率市場雖然加大了歐央行升息預期，但聯儲局及其他主要央行也同時被重新定價為更偏鷹。
- 我們對歐元的看法略轉正面至中性，主因全球經濟增長具韌性，歐元區表現尤見突出，為歐元帶來一定支持。不過，聯儲局年內有機會再加息與高能源價格、以及歐元區內政治風險，則會限制歐元上行空間。3個月及6個月目標價分別為1.15和1.16，須留意俄羅斯和北約間出現衝突的尾部風險。

歐洲天然氣價格近月持續攀升



市場對歐元區及美國加息預期重新定價

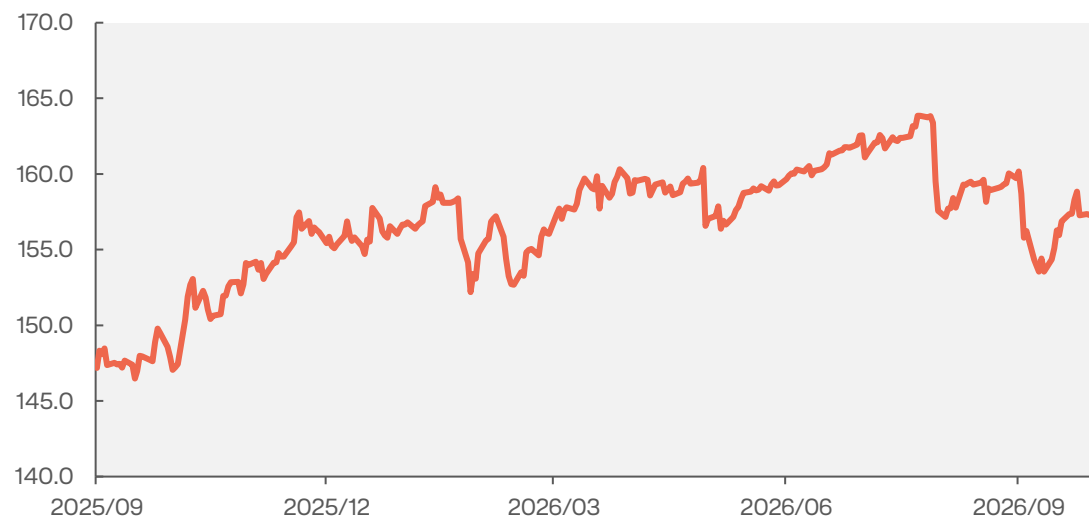




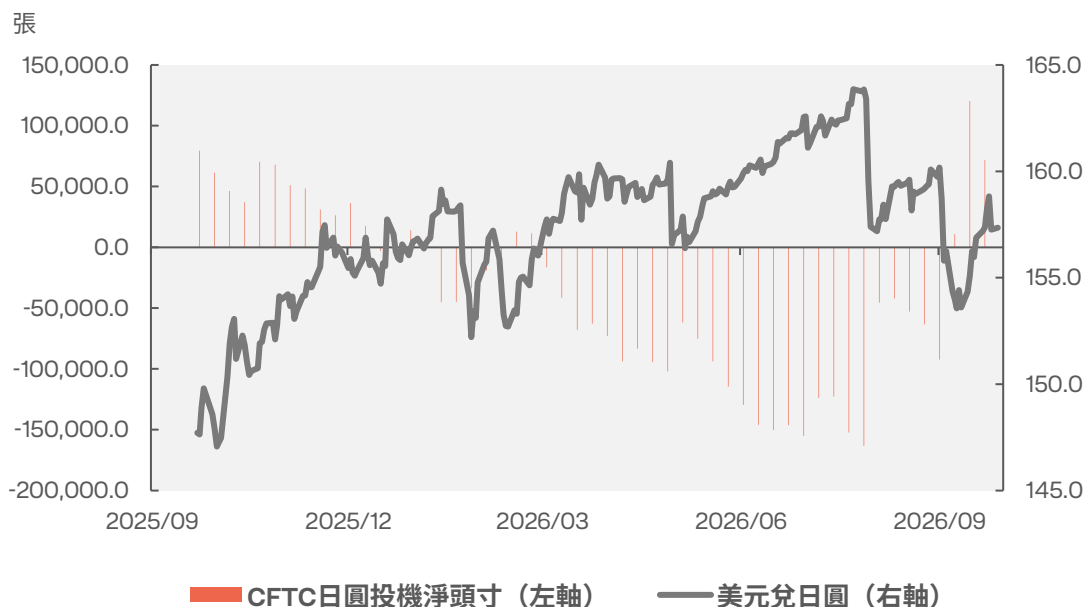
日圓 – 短期弱勢料已擺脫，長期走強的條件尚待成熟

- ❑ 日本央行9月加息25點子至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年以來最快的加息步伐。不過，今次有兩票加息反對票，均來自自由首相高市早苗委任的委員，日央行若要維持每季加息的步伐，或會受到牽制。
- ❑ 日本政府在4月底至5月初年內首度干預匯價後，在7月下旬至8月更與美國聯手進行干預，令日圓擺脫曾創下近40年低位(163.99)。我們預期干預風險在第四季仍會持續，將為日圓帶來下行保護。日圓自3月起持續累積投機性淨空倉，但在9月初開始轉為淨長倉，或反映市場更確信官方捍衛日圓匯價的決心，但仍須留意投機性淨長倉規模能否持續累積。

美元兌日圓過去1年走勢圖



日圓投機頭寸由淨短倉變為淨長倉





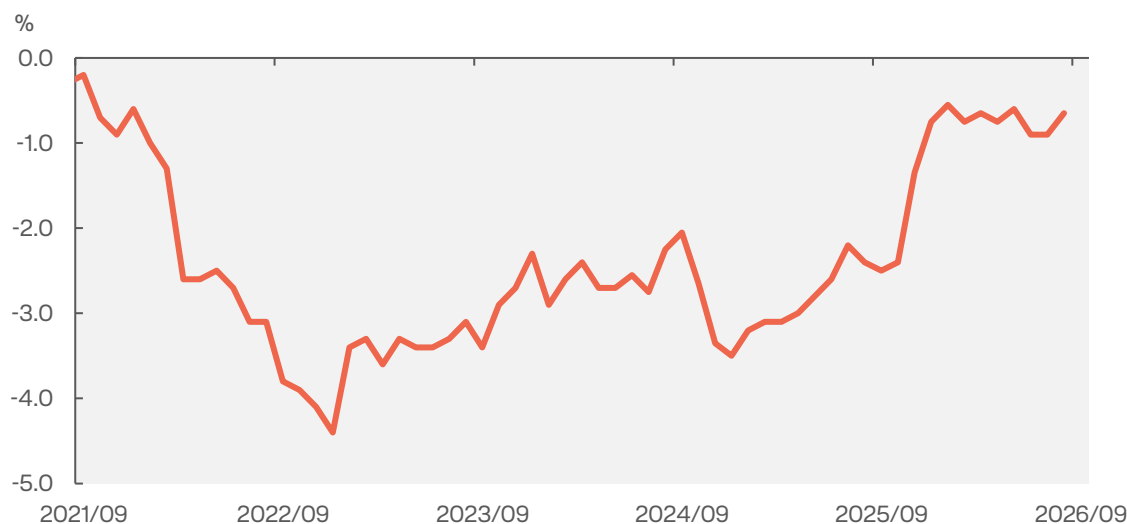
日圓 – 短期弱勢料已擺脫，長期走強的條件尚待成熟

- 日本政府早前提及希望日本政府養老投資基金(GPIF)投資更多日本國內資產，GPIF管理委員會於8月下旬據報開會討論資產配置等議題。截至今年第2季，GPIF的在管資產約320萬億日圓，若其將日本本土債券配置增至允許範圍上限，將涉及16至18萬億日圓的配置，對日圓需求增加將利好日圓，但GPIF最終會否及何時進行配置則難以預測。
- 日本財務省9月初宣佈2027年度國家一般會計預算申請總額達143萬億日圓，創歷史新高。同時，日本政府預期在第四季將推進食品飲料消費稅率下調法案及新的五年國防支出計劃，或重燃市場對日本財政可持續性的擔憂。
- 日圓其中一項結構性利淡因素（加息步伐過慢）有改善跡象，但日圓要出現持續轉勢，仍需要日本出現正實質利率、財政風險下降和日本政府更具紀律的財政政策、GPIF落實配置更多本土資產。我們給予日圓3個月及6個月目標價分別為155及153。

日本政府養老投資基金基準投資組合過去變動情況

年份	%	日本本土債券	海外債券	日本本土股票	海外股票	短期資產
2010年	目標	67	8	11	9	5
	偏差	±8	±5	±6	±5	不適用
2013年	目標	60	11	12	12	5
	偏差	±8	±5	±6	±5	不適用
2014年	目標	35	15	25	25	不適用
	偏差	±10	±4	±9	±8	不適用
2020年	目標	25	25	25	25	不適用
	偏差	±7	±6	±8	±7	不適用
2025年	目標	25	25	25	25	不適用
	偏差	±6	±5	±6	±6	不適用

日本實質利率仍處負值

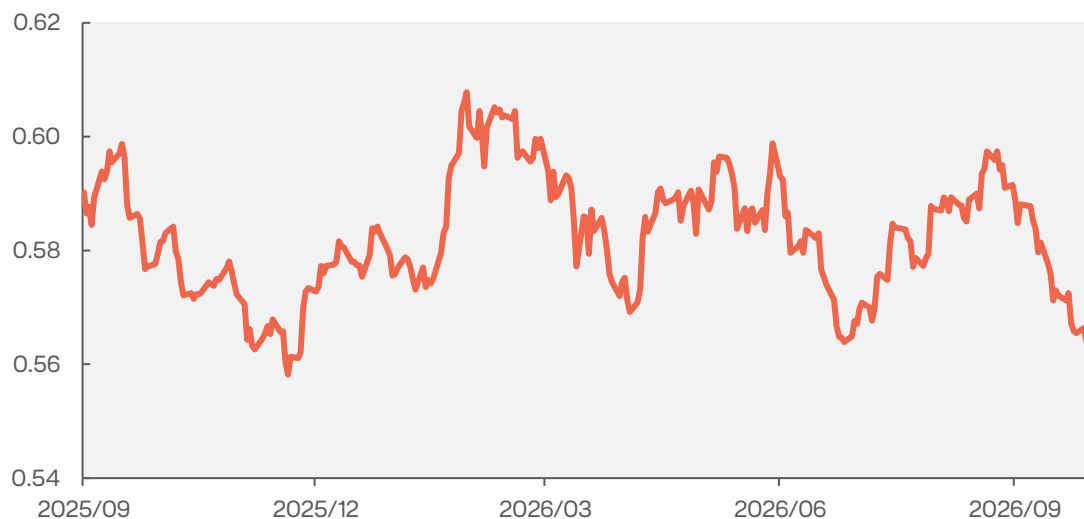




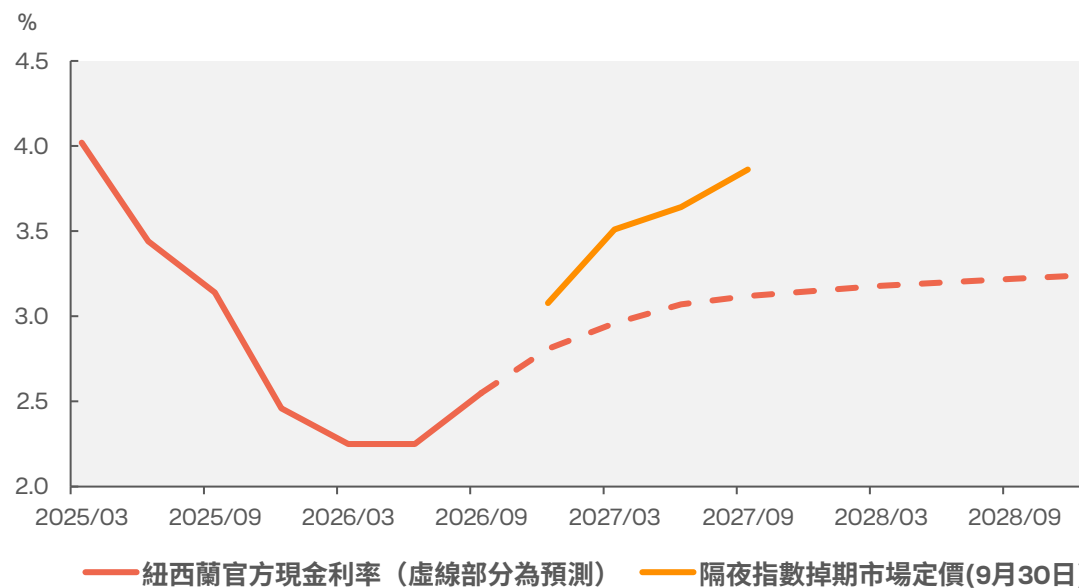
紐元 – 經濟或未能承受進取加息，國會選舉添不明朗因素

- ❑ 紐西蘭儲備銀行在第3季內共加息兩次，合共50點子，令當地政策利率升至2.75%，在G10貨幣排行第5位，息差得以改善。紐央行在9月鴿派加息，市場對其加息幅度重新定價，並拖累紐元出現調整。然而，鴿派加息並不代表紐儲行完成加息，該行預期至2027年6月的利率或達3.1%。
- ❑ 截至9月30日，隔夜指數掉期市場預期直至2027年6月，紐西蘭或會合共加息89點子至3.642%。我們認為市場對紐儲行定價仍過於進取，不排除加息預期之後會進一步回落，屆時或令紐元短暫受壓。

紐元兌美元過去1年走勢圖



隔夜指數掉期市場對紐西蘭利率預測高於官方

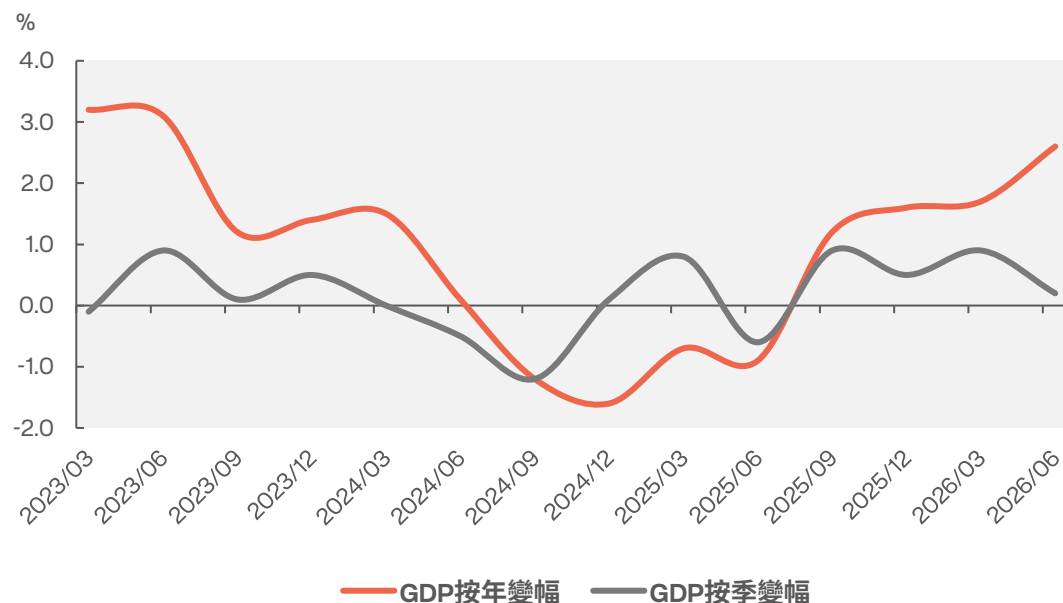




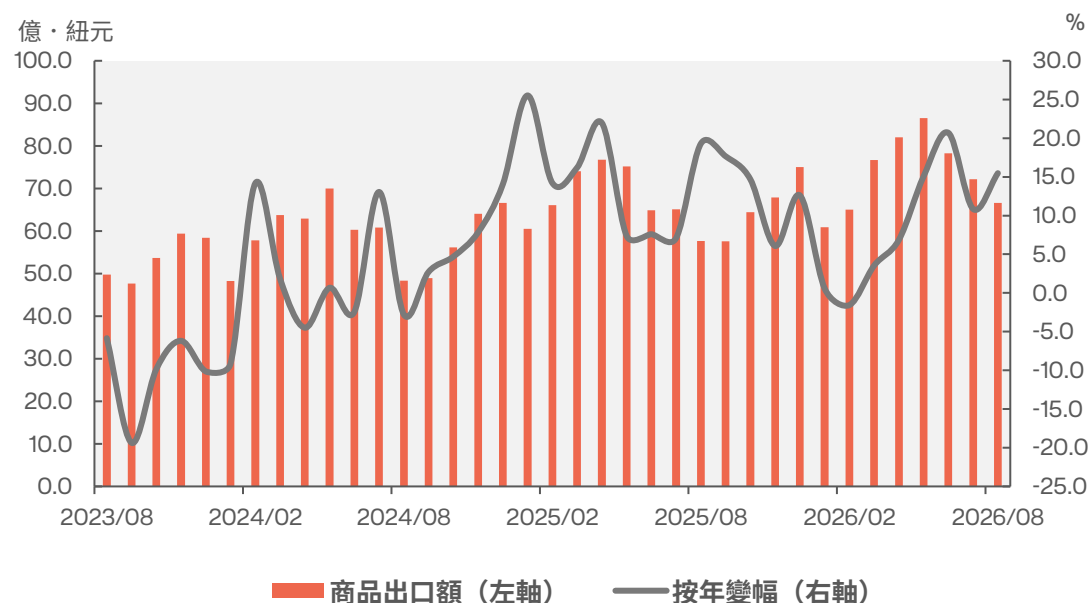
紐元 – 經濟或未能承受進取加息，國會選舉添不明朗因素

- ❑ 紐西蘭第二季GDP按年增長2.6%，高於市場預期的2.2%，但季調按季增長則由第一季的0.9%，放慢至0.2%，略較市場預期好。紐西蘭經濟未有如市場預期般弱，紓緩市場憂慮，但相關數據尚未反映7月及9月兩次加息對經濟影響，仍需時觀察。
- ❑ 紐西蘭11月舉行大選，在野工黨及總理勒克森領導的國家黨支持率相近，為日後的稅制、財政路徑及投資環境帶來不明確因素。
- ❑ 中國首8個月零售銷售按年增幅僅1.1%，為3年來最弱。中國作為紐西蘭最大的貿易夥伴，商品需求下降將衝擊紐西蘭的貿易，限制紐元表現。
- ❑ 我們對紐元的看法轉趨中性，反映現時進取加息預期或被重新定價、經濟數據有機會放緩、大選添不明朗因素，但紐儲行加息機會仍在，且紐元與高息貨幣的息差有所收窄，可為紐元帶來一定支持。3個月及6個月目標價均為0.58。

紐西蘭季度GDP走勢



紐西蘭商品出口額有放緩趨勢

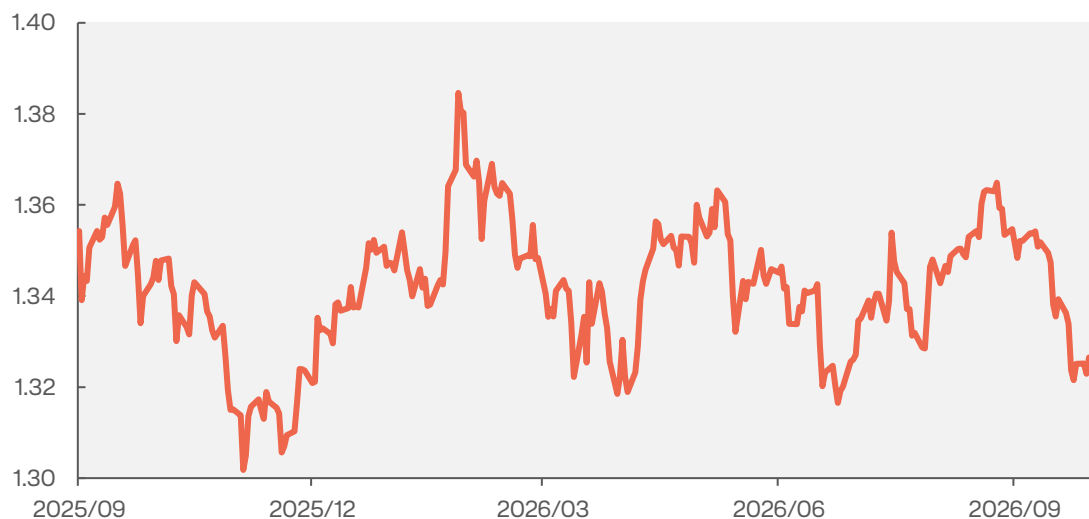




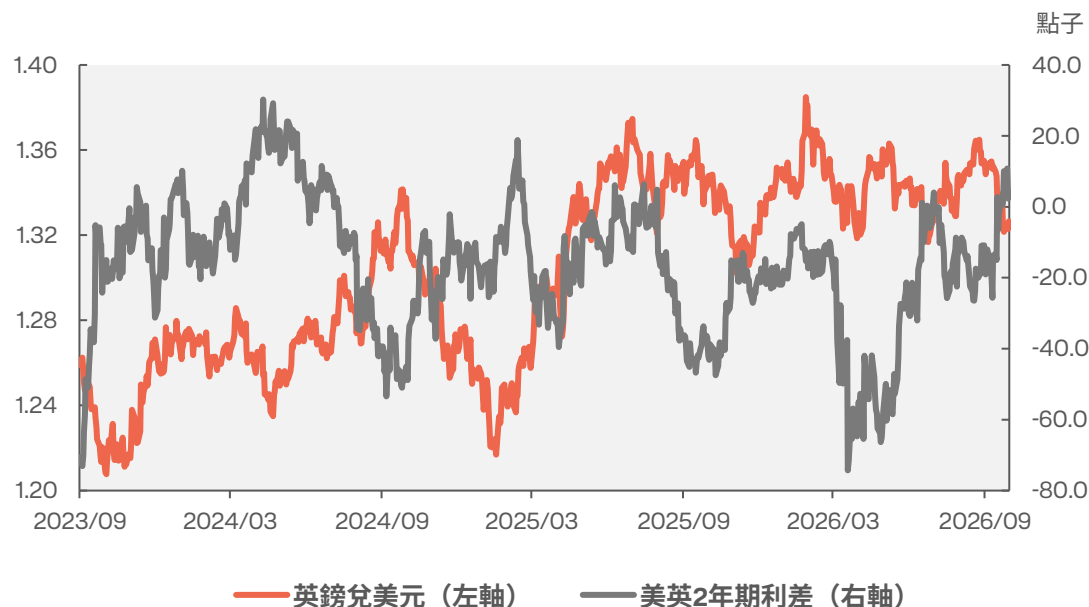
英鎊 – 相對利差優勢或收窄，升息預期定價過度進取

- 英倫銀行9月議息會議維持利率不變，連續6次會議按兵不動，但提到通脹前景面臨上行風險，並將第四季通脹預測由3.2%上修至3.75%，同時預期2027年首季通脹率輕微高於4%。雖然英國政策利率今年首三季一直維持3.75%，但此利率水平暫時在G10貨幣中排在較前列，支持英鎊匯價，但隨著美國開始加息，歐央行亦年內暫加息共50點子，英鎊的相對利差優勢已經削弱，美英2年期利差明顯收窄。
- 截至9月30日，隔夜指數掉期市場顯示，市場對英倫銀行在第四季升息已作出完全定價，並預期至2027年6月將升息共100點子。我們認為英倫銀行本季能否升息將取決於能源價格走勢，但市場目前定價在9個月內加息四次的預期過度進取，特別是英國經濟基本面未算特別穩健。

英鎊兌美元過去1年走勢圖



美英2年期利差明顯收窄

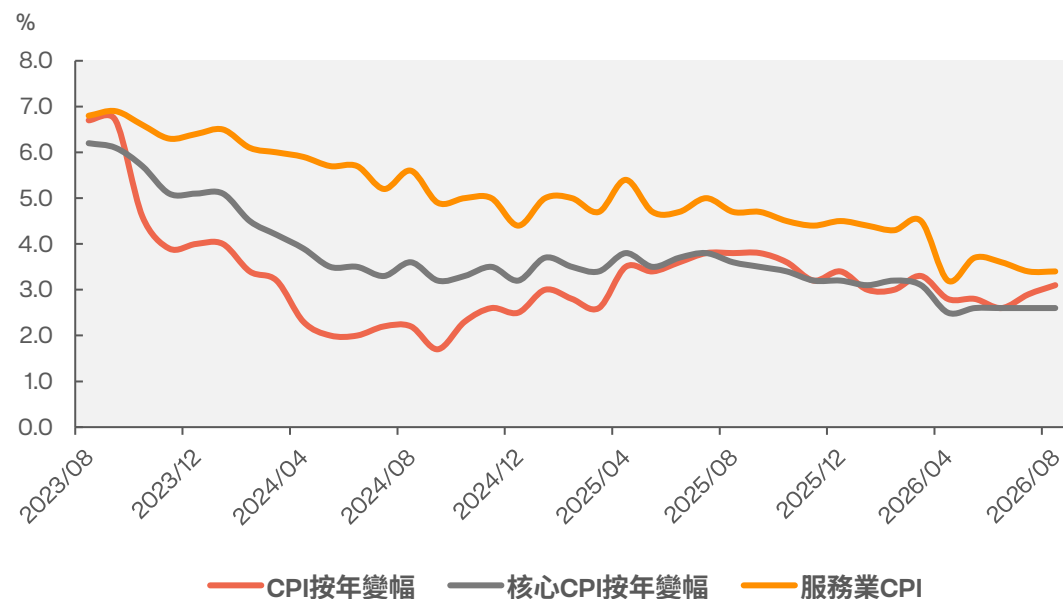




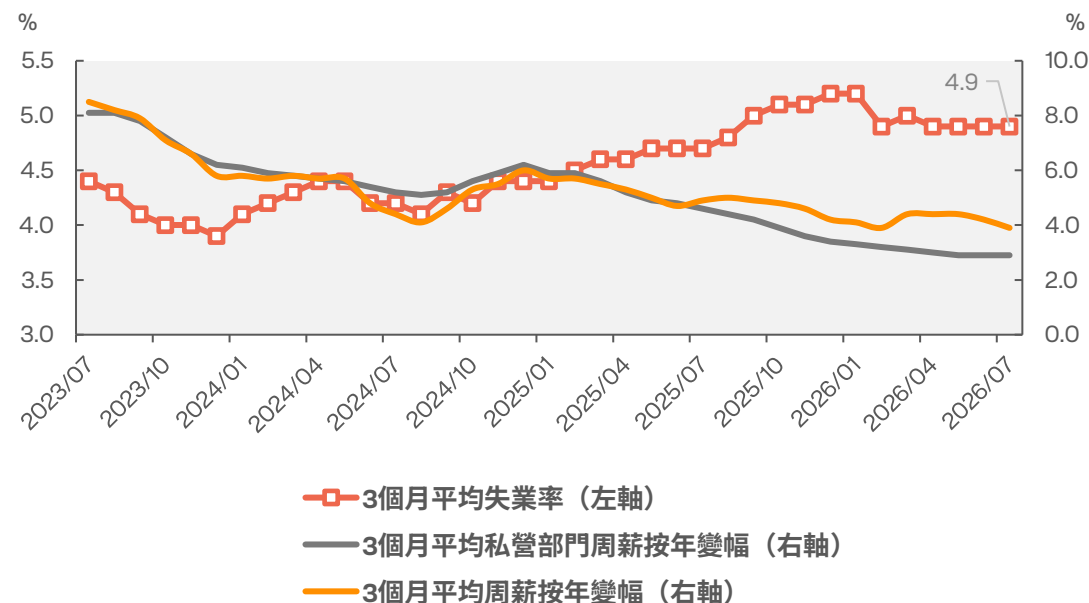
英鎊 – 相對利差優勢或收窄，升息預期定價過度進取

- 英國8月CPI按年增長3.1%，主因燃料價格上漲帶動。核心CPI及服務業CPI仍處溫和水平。雖然近期通脹數據未令英倫銀行有加息迫切性，但若能源價格持續數星期維持高位及英倫銀行通脹模型預期通脹向4%的警戒線（有較高可能出現次輪通脹），或促使英倫銀行作出加息決定。不過，英國就業市場相對疲弱，加息對英國經濟或帶來較大影響。
- 英國的財政狀況一直受投資者關注，其債務佔GDP比重超過100%。英國將在10月28日公布秋季預算案，英國財政大臣John Healey透露預算案將秉持嚴格的財政紀律，但在有更多細節及預算案正式公布前，市場對英國財政狀況不確定性擔憂的可能性或再提高。
- 我們對英鎊維持審慎。假如英國通脹朝4%方向邁進，年內兌現加息機會頗高，或為英鎊帶來支持。不過，疲弱就業市場或限制英倫銀行持續收緊貨幣政策，加上美國也可能在第4季再加息，將限制英鎊表現。我們給予英鎊3個月及6個月目標價分別為1.33及1.35。

英國整體通脹仍屬可控



英國就業市場疲弱或難抵加息衝擊

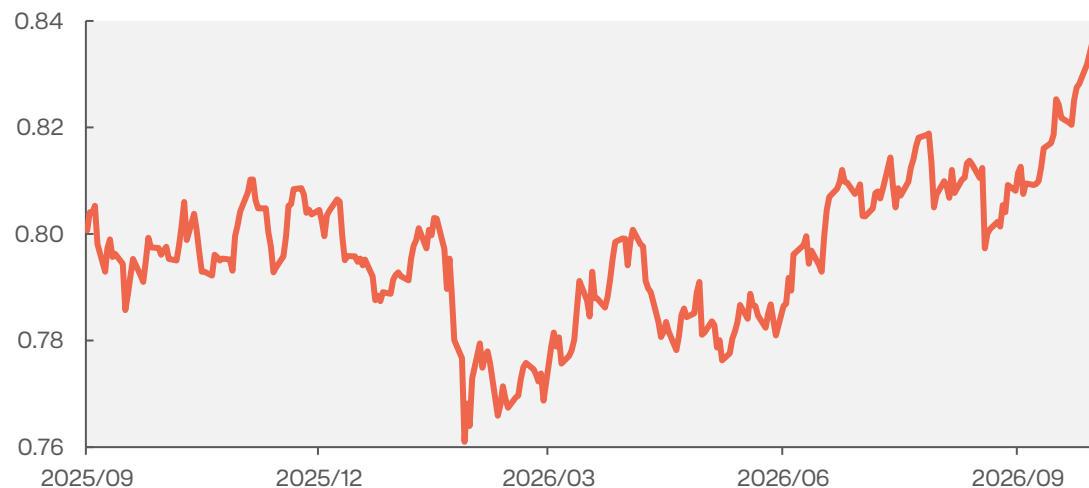




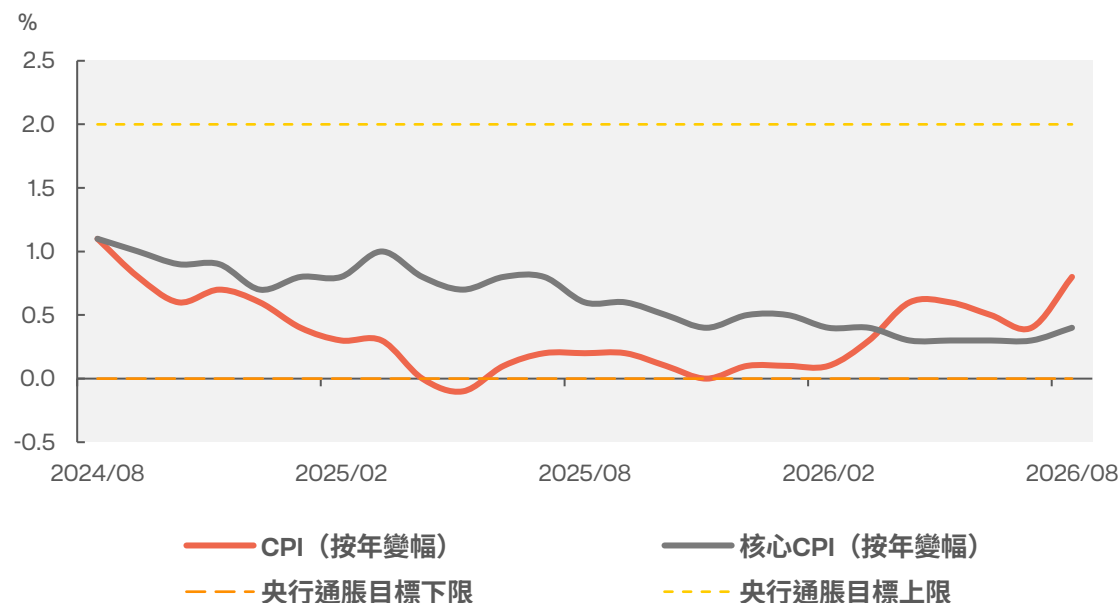
瑞郎 – 通脹壓力驟增，缺乏息差緩衝

- ❑ 瑞士8月通脹明顯升溫，但通脹上升趨勢暫仍有待確認，且年均通脹率仍低於瑞士央行今年預測的0.6%，加息風險略增，但料短期未有加息迫切性。
- ❑ 與其他G10央行的鷹派態度及行動比較，瑞士央行立場明顯較不偏鷹，在與其他主要貨幣的政策有所分歧。加上，日本或加快加息及日圓持續暴露在干預風險，有助支撐瑞郎作為融資貨幣的吸引力，限制瑞郎上行動能。

美元兌瑞郎過去1年走勢圖



瑞士通脹略增但仍整體較溫和

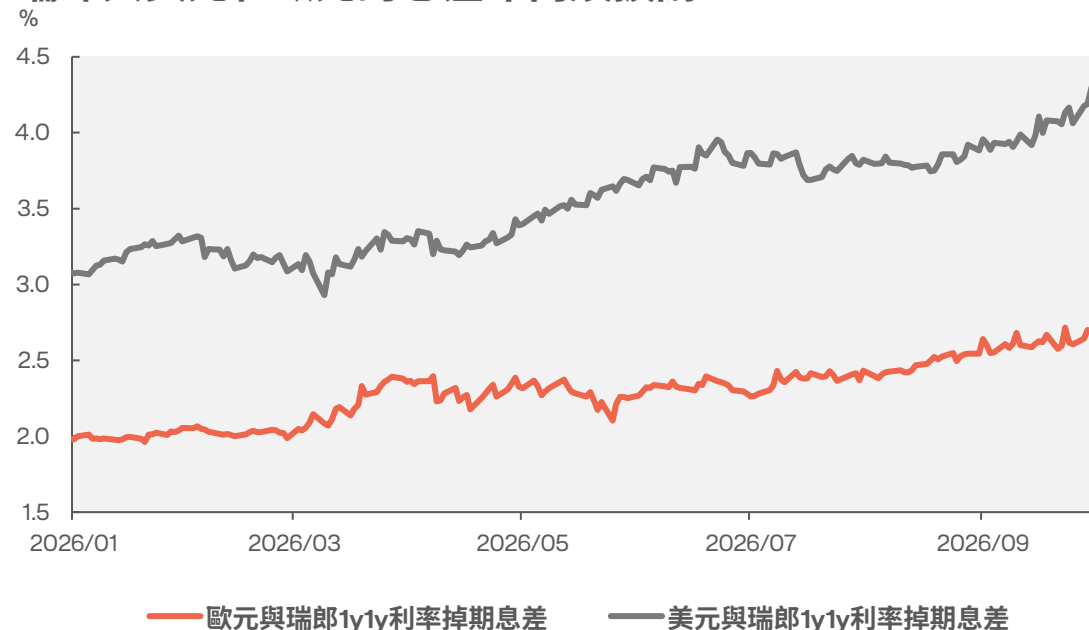




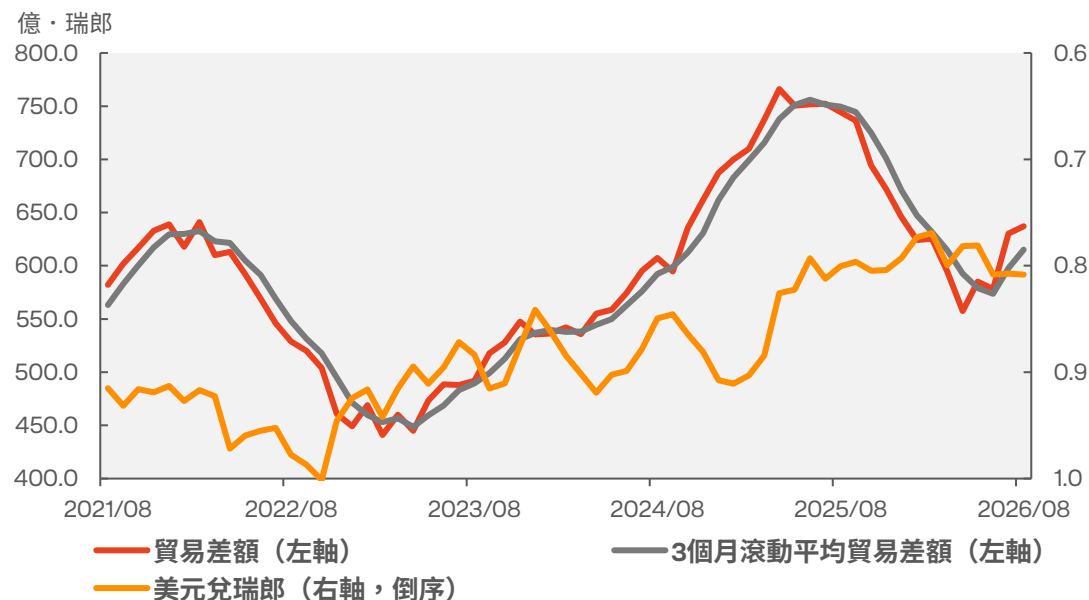
瑞郎 – 通脹壓力驟增，缺乏息差緩衝

- ❑ 瑞士貿易收支在上半年見底回升，在與美國之間的貿易衝突升溫風險不大，以及環球經濟仍見穩健，貿易收支若能持續回升，將可抵銷部分利差劣勢對瑞郎帶來的壓力。
- ❑ 我們對瑞郎的看法轉趨審慎，缺乏息差緩衝等周期性因素料繼續主導拖累瑞郎走勢，惟貿易的基本面有改善跡象，有助限制瑞郎大幅走弱。3個月及6個月目標價分別為0.83及0.80。瑞郎上行風險為美元貶值交易(Debasement Trade)再次重現、歐元區經濟明顯轉弱或出現政治或地緣風險。

瑞郎與美元和歐元的息差年內續擴闊



瑞士貿易收支出現復甦跡象

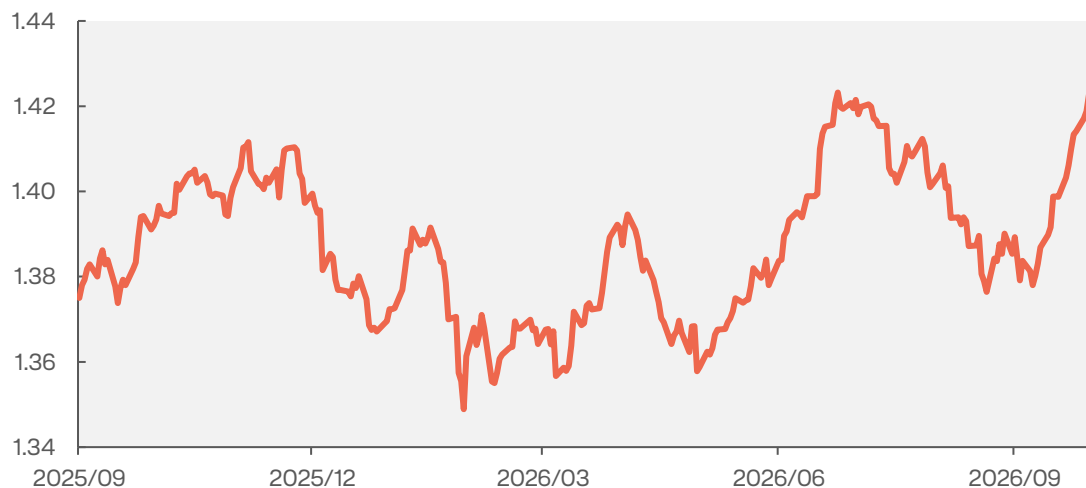




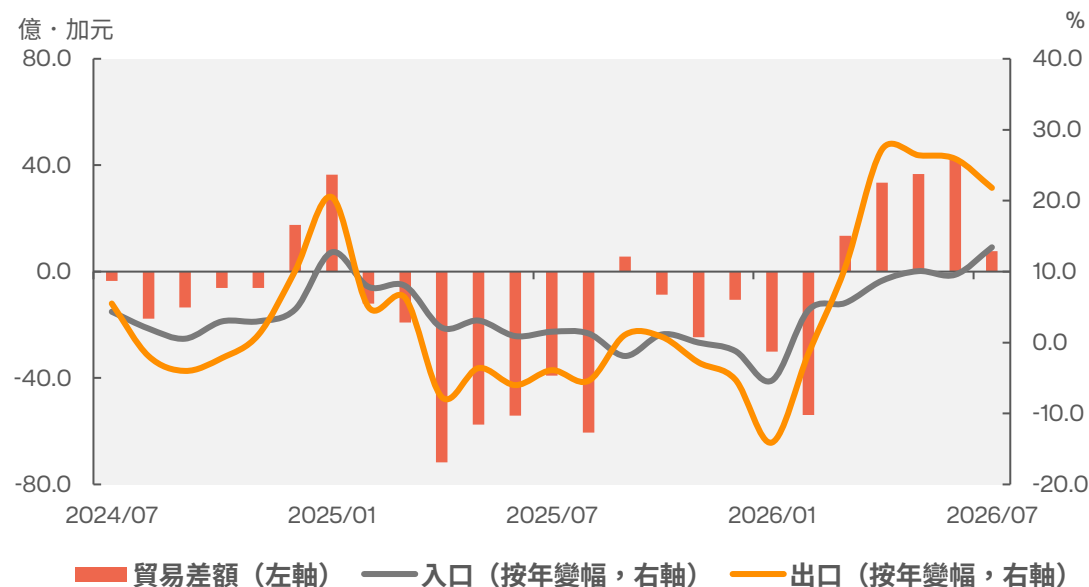
加元 – 美加貿易關係緊張限制加元表現

- 加拿大經濟數據出現改善跡象、央行轉鷹及油價走高令加元在8月至9月初曾有一定的支持，但我們認為看淡加元的因素未消除，當中包括美加貿易關係緊張、市場過於進取的加息定價，以及經濟復甦的不確定性。
- 加拿大與美國的經貿關係持續惡化，美加雙方在8、9月互徵對方最高50%關稅，涉及商品規模約200億美元。美國在9月下旬再禁止部分加拿大的酒類、機車和乳製品入口及限制加國企業參與美國政府的採購合約。新增關稅商品規模約佔加拿大2025年出口約5%，從規模而言未對加國整體經濟即時有嚴重影響，但或影響經濟復甦進程並對當地中小企業衝擊較大，影響就業市場復甦。

美元兌加元過去1年走勢圖



加拿大出口增速有放慢趨勢

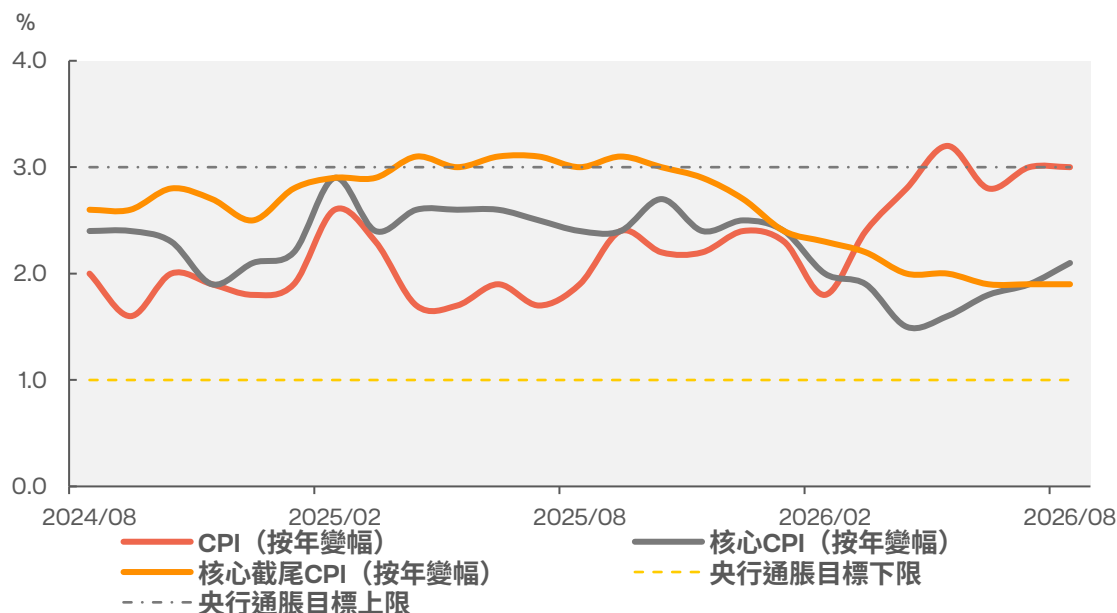




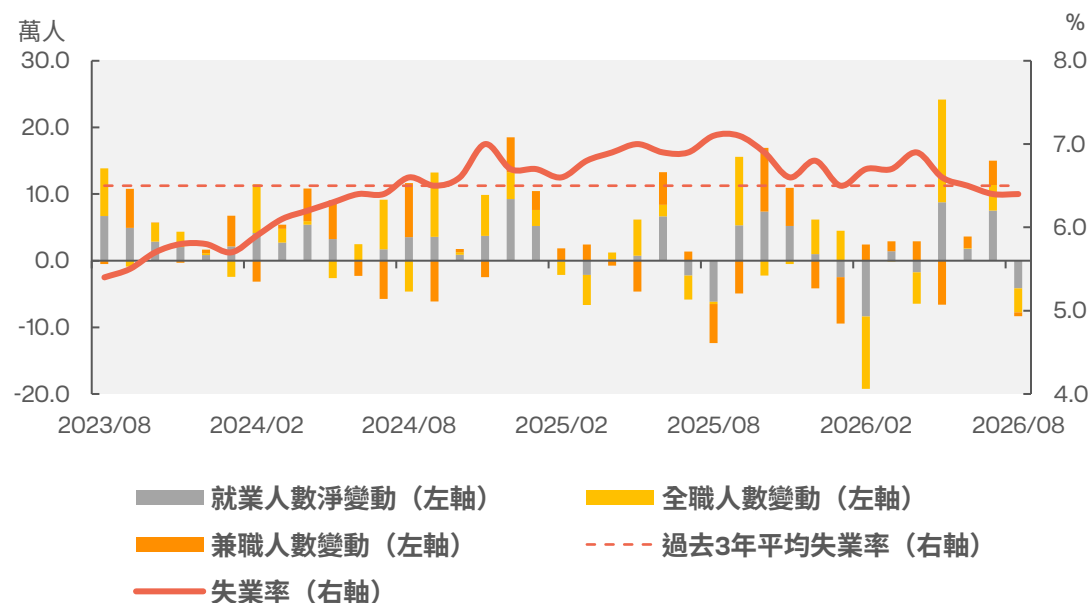
加元 – 美加貿易關係緊張限制加元表現

- 加拿大央行立場轉鷹，強調通脹上行風險上升。截至9月30日，隔夜指數掉期市場顯示，市場已為加央行直至2027年6月累計加息4次共100點子作完全定價。我們認為加拿大經濟復甦進程仍有顛簸和加拿大核心CPI仍處按年增長2.1%(8月)水平，加息迫切性未算太大。
- 加拿大經濟數據在第3季有轉好跡象，包括按年率計第2季GDP增長3.3%、失業率回落至年內低位的6.4%。不過，8月的就業人數意外減少4.17萬個，中止連續3個月增加的趨勢，近3個月的就業增長主要由兼職拉動，顯示加拿大就業復甦仍不穩固。
- 我們對加元的看法維持審慎，3個月及6個月目標價分別為1.41及1.38。加元上行風險包括：美加貿易關係改善及加央行短期加息。

加拿大核心通脹仍處央行目標中間



加拿大就業復甦仍不穩固





第四季外匯交易策略

配置策略	原因
離岸人民幣及澳元 可考慮作核心持倉 維持美元倉位增強防守性， 但不追高	- 離岸人民幣穩步升值的趨勢將會延續、澳元仍具息差優勢，均可考慮作為核心持倉，但澳元屬風險貨幣，波動性較大。 - 聯儲局鷹派加息、美國經濟韌性及能源價格可支持美元，但加息預期已大致反映，美匯指數的利好較偏向限制下跌，向上突破須有強勁經濟數據、更進取加息行動或短端利率持續走高配合。
對歐元、紐元及日圓， 等待更佳風險回報時機	- 我們在第四季對歐元、紐元及日圓的看法相對中性，主因其挑戰與機會並存，但挑戰風險略高，故可等待更佳風險回報時機作戰術性投資。 - 當匯價低於我們給予的3個月目標價且整體利好條件與我們所述未有太大偏差時，可伺機低吸。
息差收益＋ 經濟基本面方向一致	- 適度運用利差交易提升組合收益，但非單純追逐高利率貨幣。澳元具備高利率，且澳洲經濟相對具韌性的貨幣，可優先考慮。 - 英鎊不建議作主要套息貨幣，儘管英國利率較高，但市場加息定價偏進取，就業及財政風險可能抵銷利息收益，存在「賺息蝕價」風險。



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：風未歇盡



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：美國加息金價短線受壓 油價料於中期選舉後回落

黃金

- ❑ 聯儲局9月鷹派加息，並重塑政策獨立性，短期支撐美元走強。油價回升令通脹黏性偏高，市場加息預期升溫，實際利率上揚，持金機會成本上升，金價因而短期受壓。
- ❑ 歷史上金價較大回調多見於政策持續收緊階段，目前料僅屬單次偏鷹，並非新一輪加息周期。加上中期選舉臨近，油價持續上行空間有限，輸入性通脹料難長期維持，短線利淡不宜過度解讀。
- ❑ 美債息率高企，部分反映市場向美債索取財政溢價，強化黃金作為分散配置、對沖主權信用風險的需求。疊加央行持續購金、黃金ETF保持流入，以及中國官方儲備中黃金佔比仍低，中長期金價中樞仍獲支撐。我們維持金價中長期看4,600美元。

原油

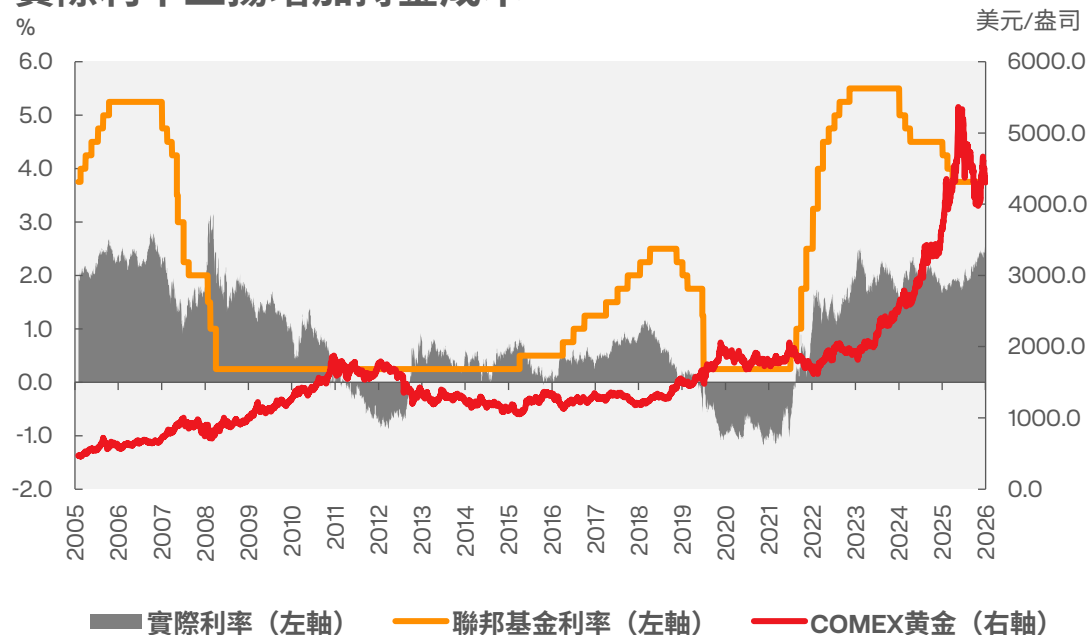
- ❑ 油價再度突破每桶100美元，柴油價格一度升至歷史高位。原油敘事從供應短缺轉為煉油的樽頸，中東及俄羅斯煉油設施遭到損毀，加上美國煉油廠開工率維持高水平運轉，供應難大幅提升。
- ❑ 隨著取暖及春耕的用油旺季來臨，用油需求增加令成品油價格大幅拉升。若情況持續，將會傳導工業成本及商品價格，或加大通脹壓力。
- ❑ 雖然美國AI發展步伐放慢，令電力相關用油預期降溫，但原油庫存仍處低位，回補庫存限制油價跌幅，但補庫進度待觀察。
- ❑ 霍爾木茲海峽及紅海風險持續，區域軍事衝突反覆且難以預測，原油價格難大幅下移，區間震盪為主，預期美國中期選舉後油價或會有明顯回落。我們預期，布蘭特原油價格在中期選舉前將平均維持於每桶100美元水平附近。隨後在中期選舉後，美伊雙方有望達成初步協議，油價將會逐步回落至每桶80-90美元的水平。



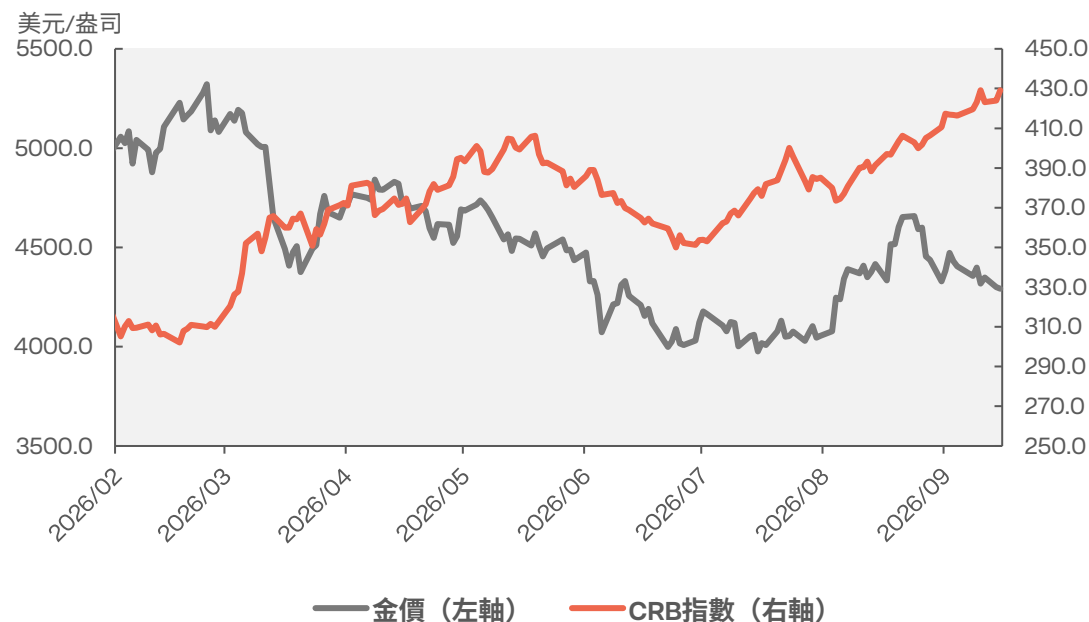
黃金：加息預期短期壓制金價

- ❑ 油價回升推高通脹黏性：紐約期油重返約每桶100美元水平，料短期通脹仍偏高，市場對聯儲局加息預期升溫。
- ❑ 實際利率上升：加息或帶動實際利率上升，美元再度走強，增加持有黃金成本。金價與實際利率大部分時間呈反向，僅小部分時間同步。
- ❑ 非重啟加息周期：歷史上金價風險最高在政策持續收緊之時，目前並非加息周期，故短線僅輕微利淡。加上臨近美國中期選舉，油價持續上升空間有限，輸入性通脹不會維持太久。

實際利率上揚增加持金成本



近月商品價格均走高

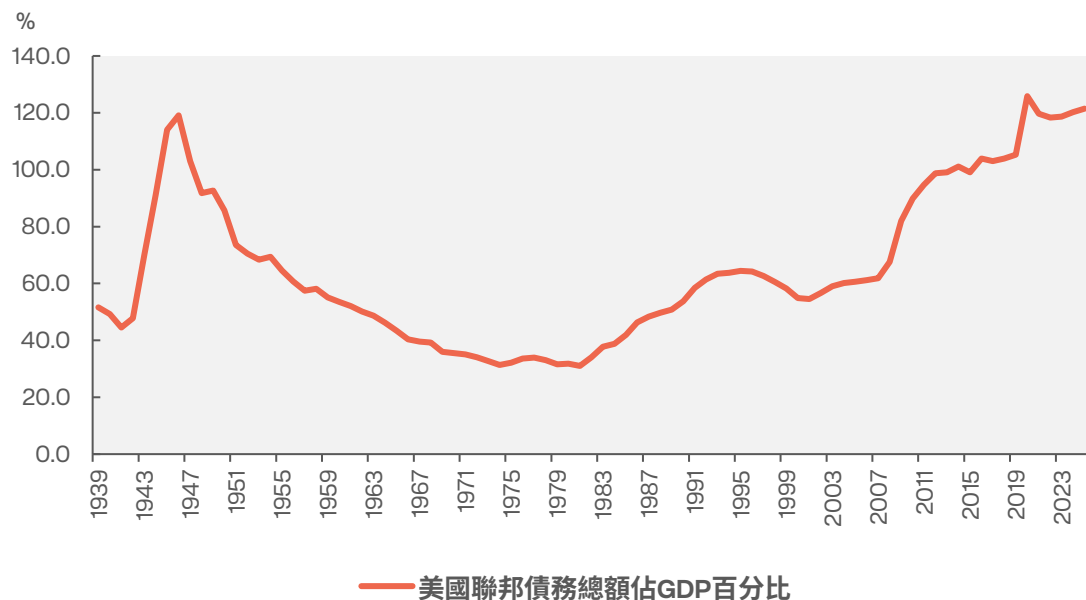




黃金：避險屬性在債務問題中進一步體現

- ❑ 美國債務問題加劇：美國公共債務已突破40萬億美元，30年期債息升至約5.2厘，利息負擔急速上升，市場對美國公共財政前景感到擔憂。
- ❑ 長息成因主導金價：若長端利率上升來自經濟增長及實際回報改善，持有黃金的機會成本上升，通常壓制金價。若上升因財政赤字、債券供給及政策信用風險，期限溢價被重新定價，黃金與長端孳息便可同步走高。

美國債務負擔正逼近1940年代高位



7月後債息升 金價止跌反彈

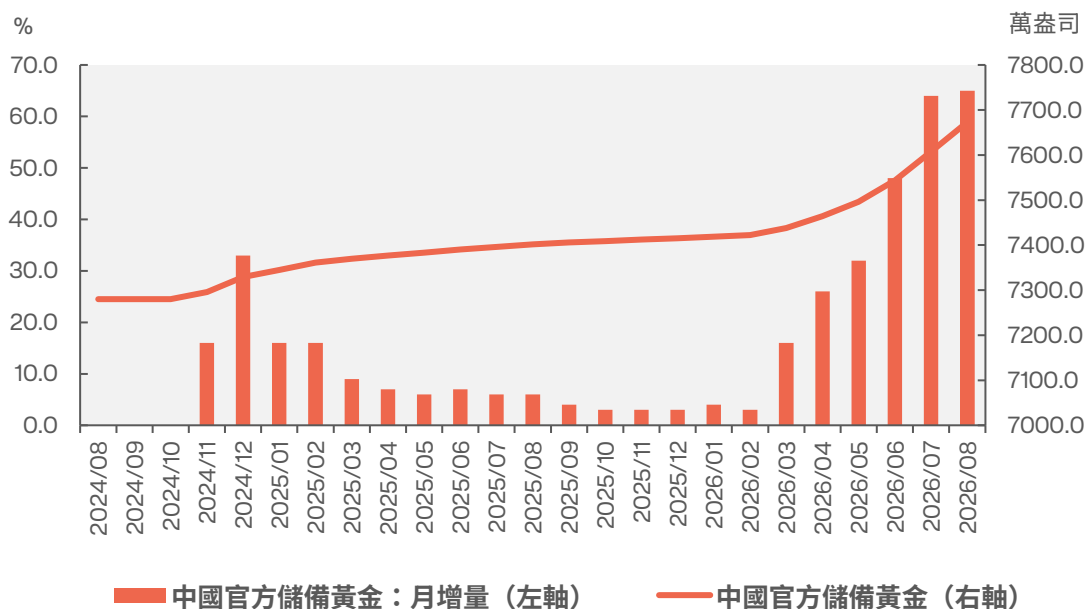




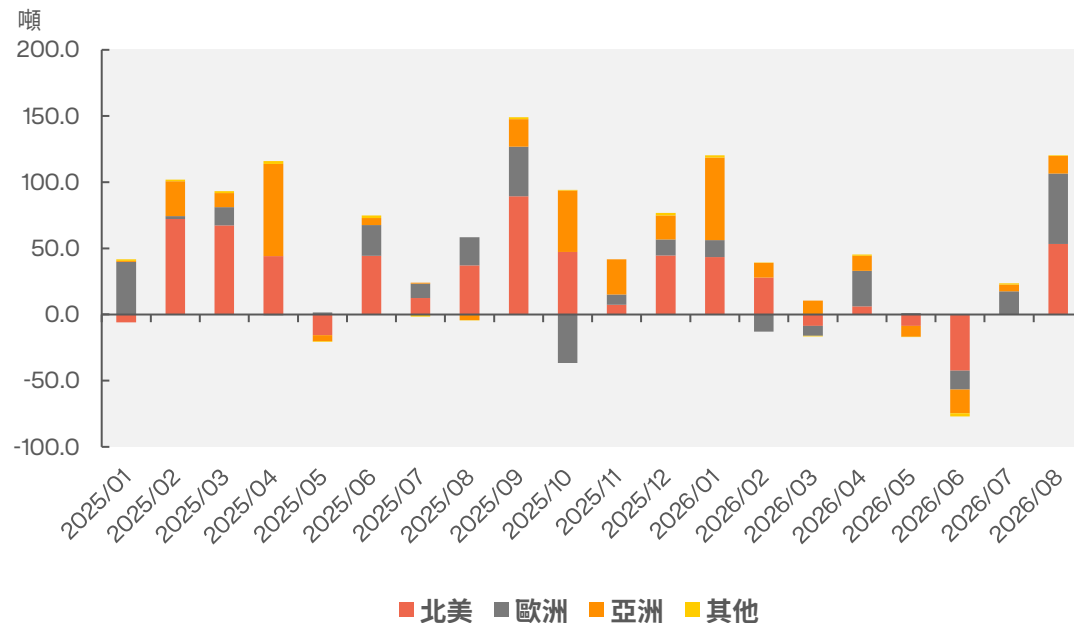
黃金：央行購金需求強勁支撐中長期金價

- 全球購金趨勢進一步加速：美國財政赤字高居不下，個別央行減持美債，增加對黃金需求。央行買金及ETF需求各佔約1,000噸，為金價提供中樞支持。
- 中國央行連續22個月購金：中國央行8月單月增持規模達65萬盎司（創2023年10月以來單月最高紀錄），儲備達7,673萬盎司。黃金佔外匯儲備比例僅9%，仍有大量的潛在提升空間。

人民銀行維持小幅度買金



黃金ETF於8月有資金加速流入

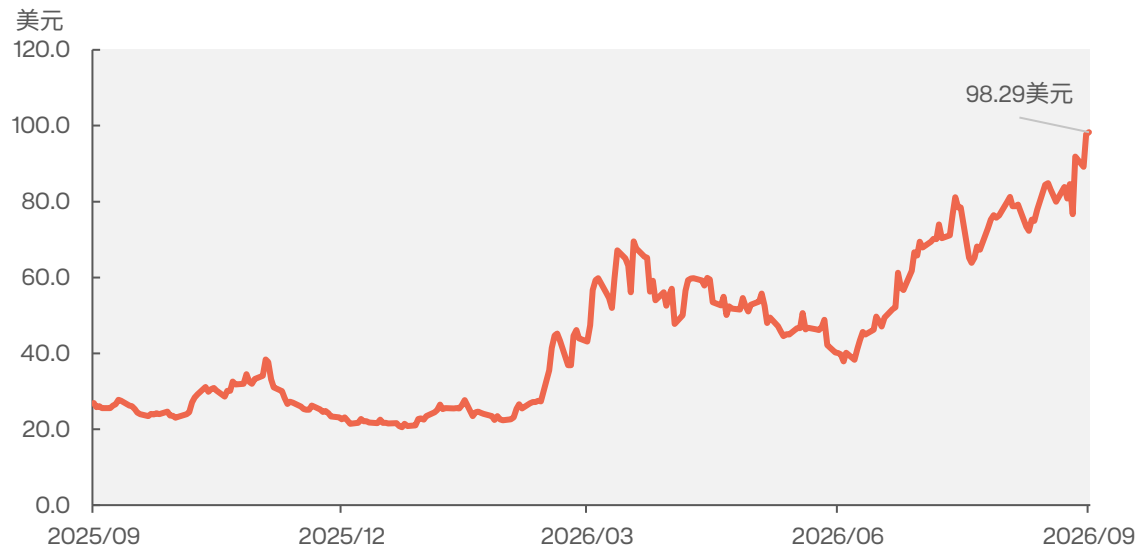




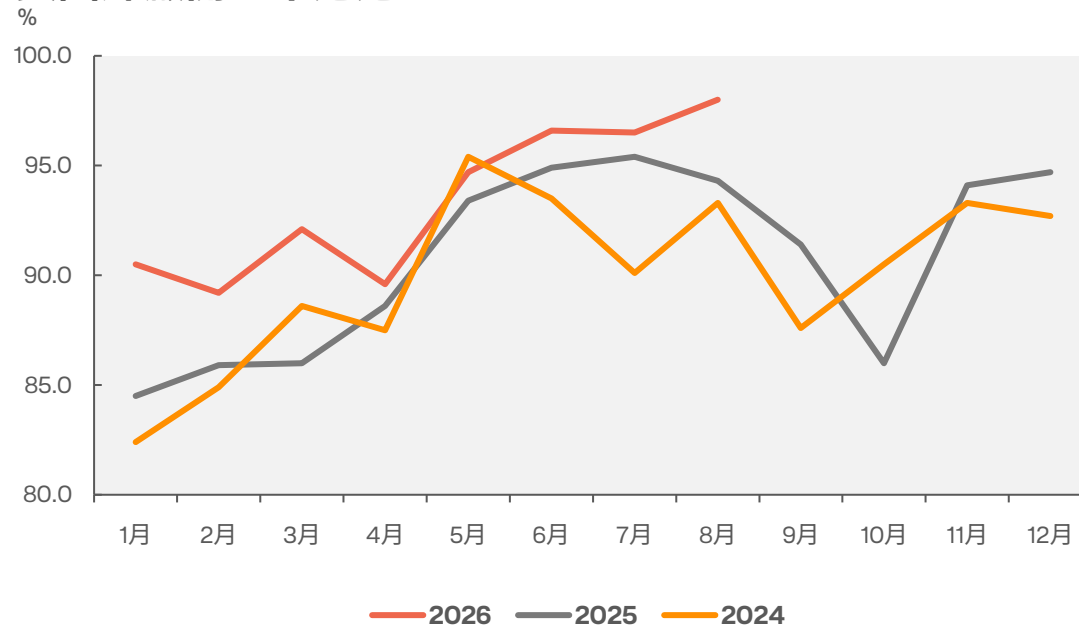
原油：當前敘事已從供應缺口轉為煉油樽頸

- ❑ 美國煉油能力受限：由於煉油產能受到中東局勢及地區能源設施受損所影響，加上美國開工率已達98%，成品油供應緊張，柴油價格一度升至每加侖6.45美元的歷史高點。EIA預計，第四季柴油價格上調14%至每加侖5.55美元。
- ❑ 柴油價格傳導至生產成本：美國8月PPI升幅之中，超過三分之一來自柴油成本上升，柴油價格飆升24.1%，加劇原材料、運輸等成本壓力，最終推升商品價格。能源成本飆升加劇通脹壓力。
- ❑ 柴油庫存：美國柴油庫存預計跌破1億桶，降至自2003年以來最低。踏入取暖季節，料庫存進一步收緊。

柴油裂解價差逼近100美元



美國煉廠開工率逼近100%

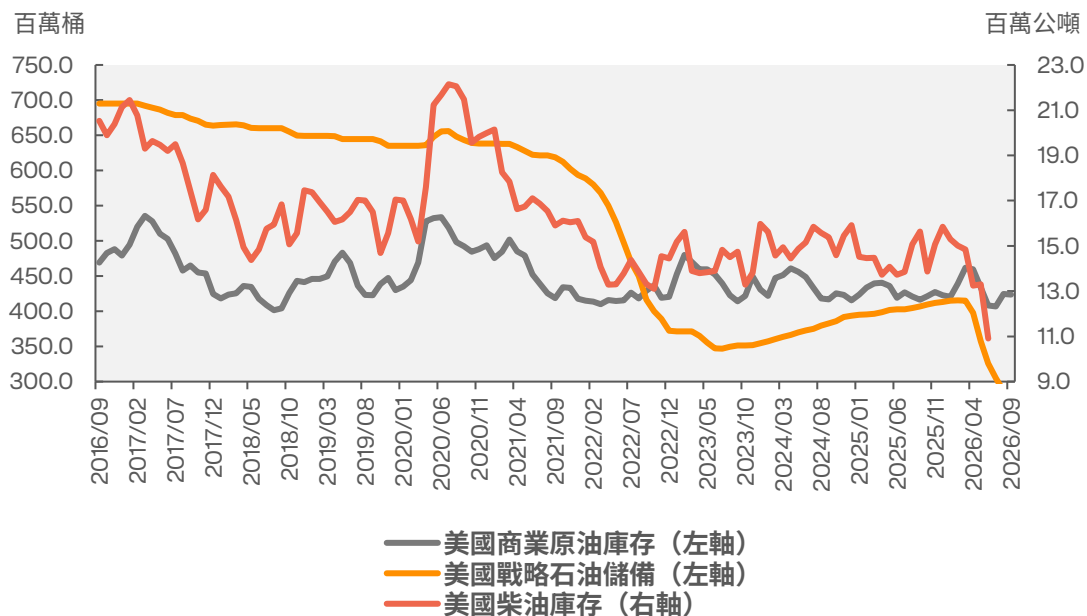




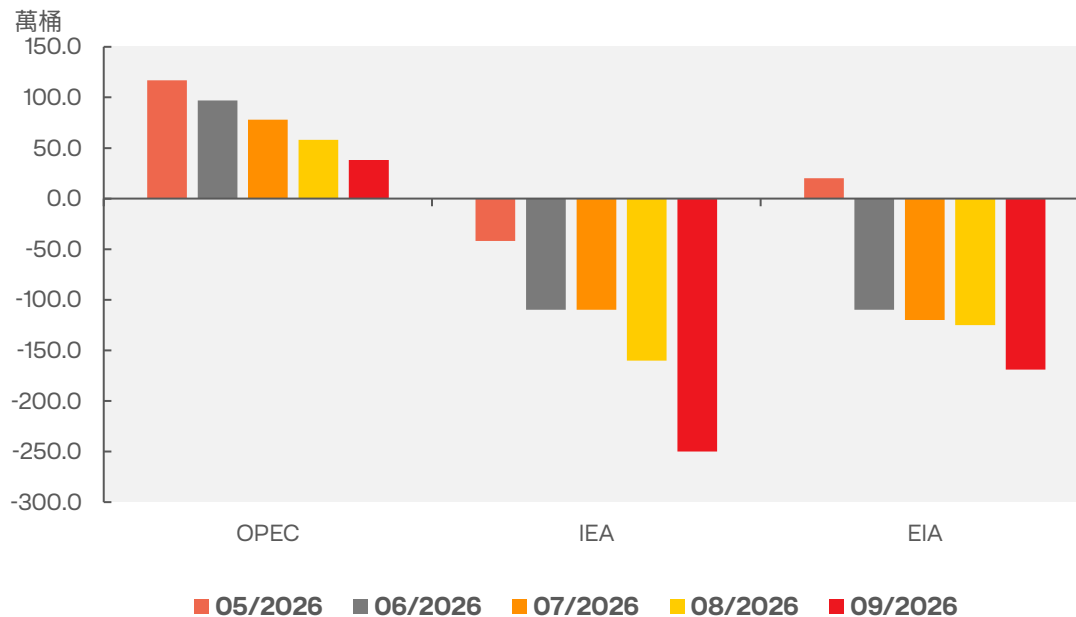
原油：需求預測連月下調，供應缺口仍支撐油價

- ❑ 機構預測下修：IEA的8月報告下調2026年全球石油需求，較7月再減51萬桶／日，為2020年以來首度預測全年需求下降。OPEC連續第五個月下調需求增長預測，因高油價、燃料供應受阻及政府節用措施壓抑用油。部分美國科技企業放緩AI資本開支，或令數據中心相關用油預期降溫。
- ❑ 回補庫存需時：戰略石油儲備(SPR)具逆周期屬性，料難在三季度需求較旺、油價偏高時大舉追入，更合理時機或在四季度傳統淡季、價格回落之後；商業原油庫存變動仍需觀察補庫進度。

回補庫存支撐中長期需求



三大石油組織下調2026年需求增長預測





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



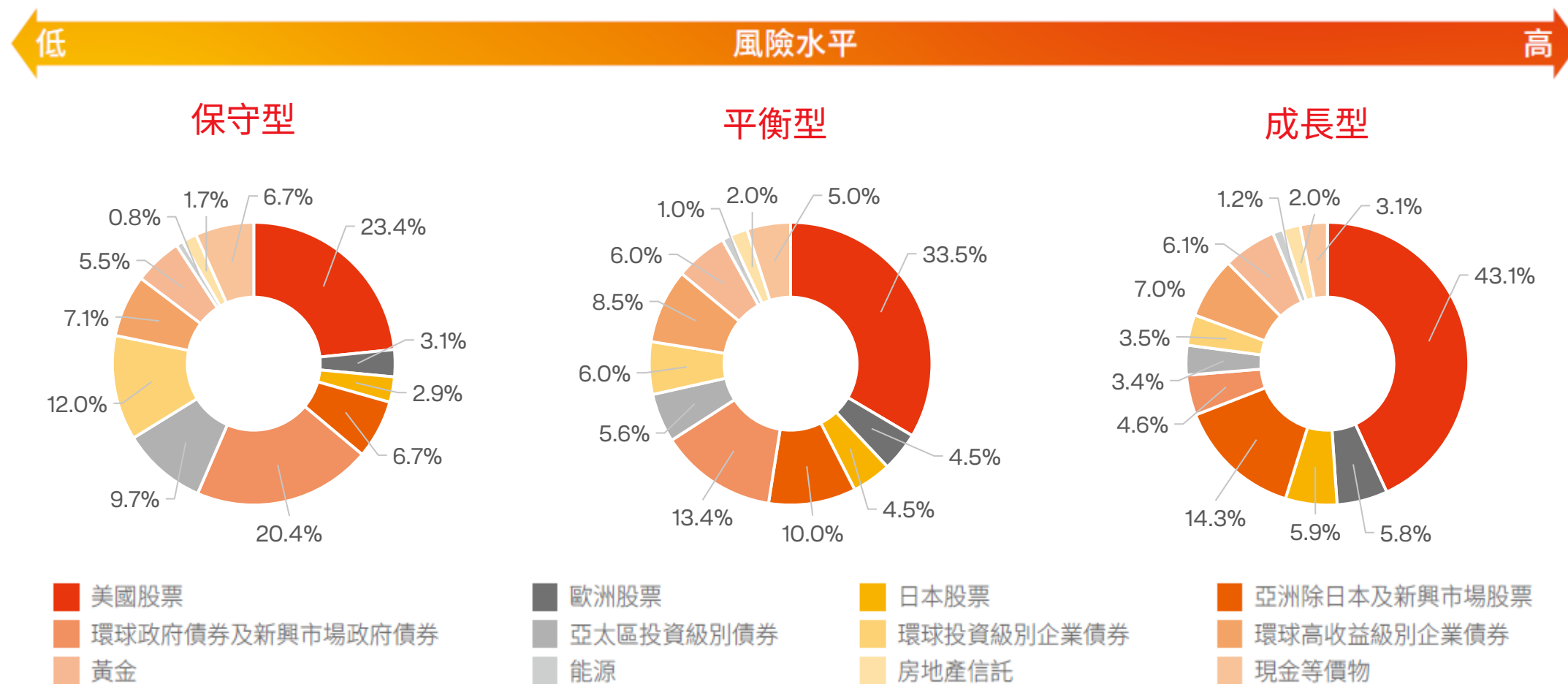
季度資產配置



東亞銀行財富管理處



2026年第四季資產配置模型





2026年第四季資產配置模型

保守型

股票	36.1%
美國	23.4%
歐洲	3.1%
日本	2.9%
亞洲除日本及新興市場	6.7%
債券	49.2%
環球政府及新興市場政府	20.4%
亞太區投資級別	9.7%
環球投資級別企業	12.0%
環球高收益級別企業	7.1%
另類投資	8.0%
黃金	5.5%
能源	0.8%
房地產信託	1.7%
現金等價物	6.7%

平衡型

股票	52.5%
美國	33.5%
歐洲	4.5%
日本	4.5%
亞洲除日本及新興市場	10.0%
債券	33.5%
環球政府及新興市場政府	13.4%
亞太區投資級別	5.6%
環球投資級別企業	6.0%
環球高收益級別企業	8.5%
另類投資	9.0%
黃金	6.0%
能源	1.0%
房地產信託	2.0%
現金等價物	5.0%

成長型

股票	69.1%
美國	43.1%
歐洲	5.8%
日本	5.9%
亞洲除日本及新興市場	14.3%
債券	18.5%
環球政府及新興市場政府	4.6%
亞太區投資級別	3.4%
環球投資級別企業	3.5%
環球高收益級別企業	7.0%
另類投資	9.3%
黃金	6.1%
能源	1.2%
房地產信託	2.0%
現金等價物	3.1%



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線投資前景的看法。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。
- 季度資產配置模型採用量化模型過去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 Markets 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，而增長型則采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。
- 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