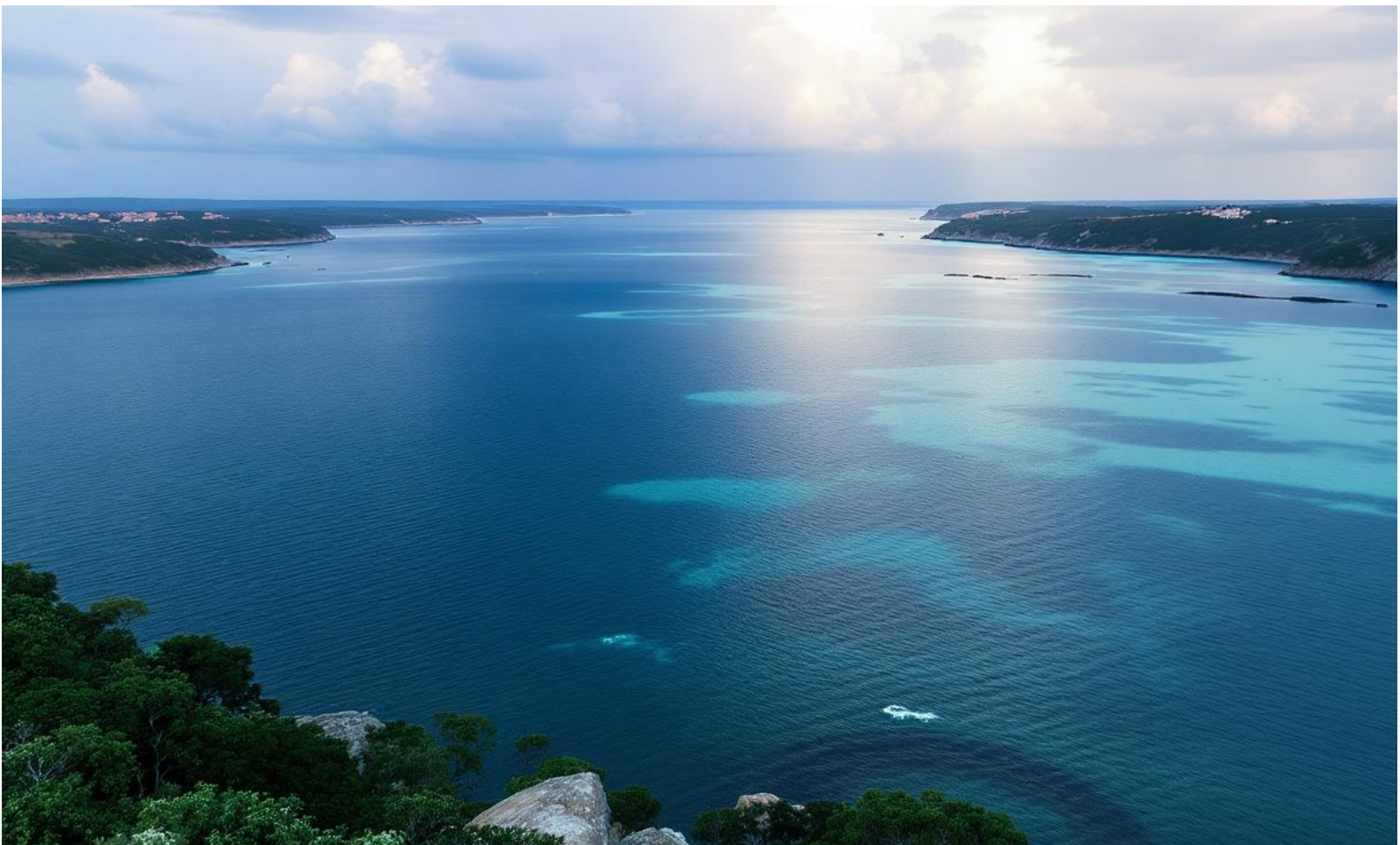


# 建亞私人銀行財富管理策略



2026 年 1 月刊

## 潮平兩岸闊，風正一帆懸 2026 年全球大類資產配置前瞻

當時間的指標邁向 2026 年，全球經濟正站在週期切換與結構變革的十字路口：寬鬆貨幣政策延續與財政政策發力形成共振，人工智慧技術從基礎設施建設向產業應用深度滲透，大國博弈下的產業鏈重構與地緣政治格局演變並行。因此，2026 年，既非簡單重複過往的復蘇路徑，也非延續單一資產的單邊行情。這一過程中，投資者需要更加注重盈利品質、政策導向和結構性機會，而非簡單地追逐市場熱點。

由於資金輪動的關係，在多個美股板塊中，11-12 月升幅最多的為美股金融板塊，因此在本期專題，我們亦打算談談金融板塊的配置方法論，再談談目前是否適合配置金融板塊的時機。我們發現不論是整體金融板塊（順週期），或是各個子行業，展望的基本面方向均是偏正面，最差的情況也只是中性。在此情況下，認為金融板塊值得配置了。惟主要問題是目前估值偏高，可考慮採取回檔吸納的方法，並聚焦於銀行板塊及券商板塊，或為一種較可考慮的做法。

在專題部份，除分享 2025 年 2026 年初環球大類資產策略展望外，我們亦討論了 AI 泡沫相關問題。在對 AI 熱潮可持續性的擔憂加劇下，近期美國科技股都經歷了一波調整。部分分析師甚至擔憂，這輪下跌可能演變稱一場至少 10% 的全面回檔。那麼，市場對美股 AI 泡沫的擔憂合理嗎，這種擔憂又會如何影響投資呢？

# 目錄

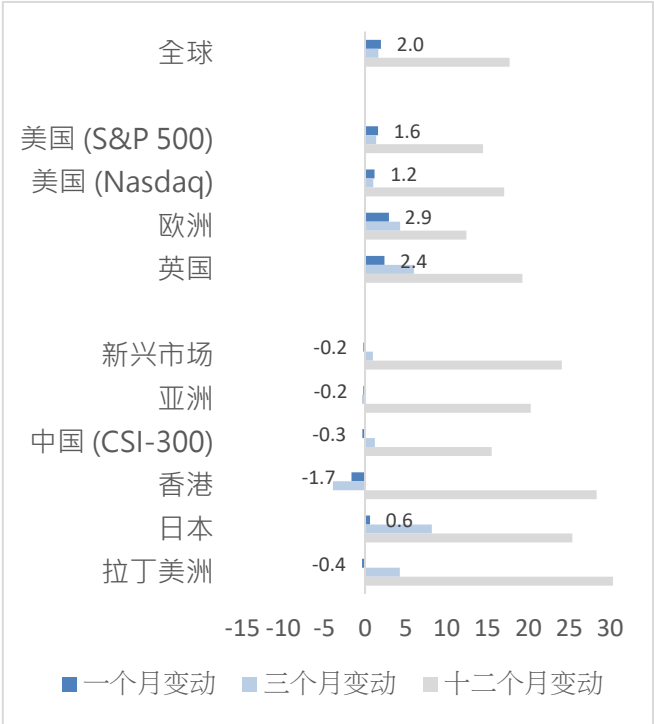
---

01	市場表現回顧	p.3
02	資產配置策略	p.4
03	本月市場焦點	
	潮平兩岸闊，風正一帆懸——2026 年全球大類資產配置前瞻	p.5
	美股金融板塊目前是配置時機嗎？	p.20
	美股 AI 泡沫擔憂對投資的影響	p.23
04	宏觀經濟展望	p.28
05	資產市場展望	
	股票	p.31
	債券	p.33
	外匯及商品	p.36

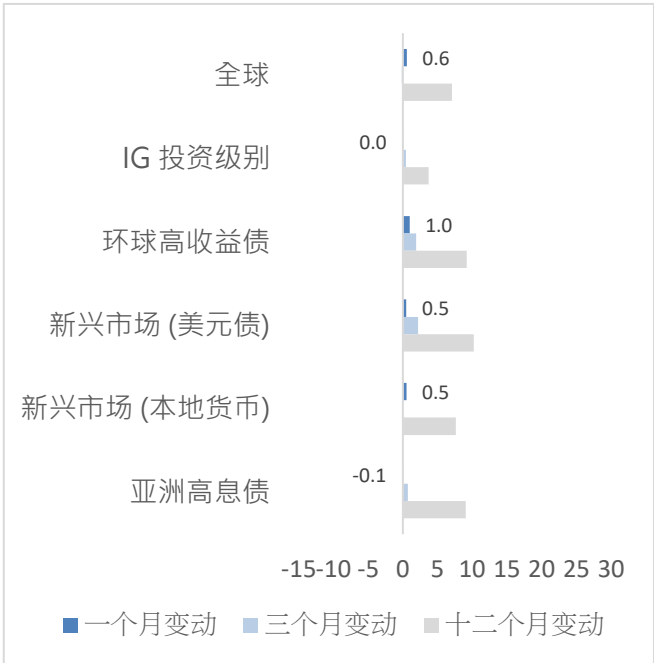


資產市場表現

股票



債券



外幣及商品市場

FX	Latest	1m	3m	1y
DXY Index	98.4	-1.1	1.2	-8.8
EUR/USD	1.17	1.2	-0.6	13.2
GBP/USD	1.34	1.5	-1.6	6.1
USD/JPY	155.69	-0.2	-5.1	-0.7
AUD/USD	0.66	1.5	-0.1	6.2
NZD/USD	0.58	1.8	-2.1	2.4
USD/CAD	1.38	1.5	0.1	4.8
USD/CHF	0.80	0.4	-0.5	13.2
USD/CNY	7.04	1.0	1.0	3.5
Commodity				
Crude Oil	55.9	-7.2	-11.4	-20.2
Spot Gold (\$/oz)	4338.3	6.3	18.6	67.2

利率變動

	Latest	1m Δ	3m Δ	1y Δ
US Treasuries				
2Yrs Bonds	3.48	-0.11	-0.10	-0.89
10Yrs Bonds	4.15	0.02	0.03	-0.38
German				
2Yrs Bills	2.14	0.11	0.12	0.10
10Yrs Bonds	2.86	0.14	0.12	0.60
UK				
2Yrs Bills	3.71	-0.11	-0.27	-0.77
10Yrs Bonds	4.48	-0.10	-0.22	-0.11
China				
CNH HIBOR 3M	3.51	0.00	0.08	-1.50
CNH HIBOR 1Y	3.42	-0.01	0.04	-0.83
Hong Kong				
HIBOR 3M	4.44	-0.31	-0.29	-1.25
HIBOR 1Y	5.18	-0.24	-0.23	-0.99

簡評:

環球股市今年進入了系統性牛市，全球大部份股市均是升的，如拆開來看，中間固然有流動性寬充裕的因素，也有環球經濟處於擴張期的因素，也有美匯走弱因素，然而，總的來說，目前還未看到牛市完結的跡象——以 MSCI 環球指數 (MSCI AC world Index) 作代表，目前離歷史高位不足 1%，同時三天前才創過歷史新高，從資金流角度看，上升趨勢未有衰竭跡象，唯一美中不足的是部份估值相對較高，同時受資金追逐的股票，近日表現有轉差跡象，反映資金承擔風險意願轉弱，惟有關現象並非完全負面，因從整體盤面看到資金並非流走，只是流往了其他板塊，即市場還有力再創新高；而從環球高收益債券角度來看，情況亦是傾向正面——目前信用利差維持在相對低位，反映全球經濟衰退風險有限，在此情況下，考慮到市場未見到有明顯缺憾因素，且環球經濟仍處於擴張週期，貨幣條件亦是仍相對寬鬆，認為對環球股市的觀點不能過份悲觀，仍然應作偏多看待了。

資產配置策略

	低配	--	-	中性	+	++	超配
股票							「去美元化」成市場趨勢，環球資金再平衡全球投資組合，避免過度集中於美國資產，因中期仍面臨流動性壓力，需警惕政策突變，風險資產波動成常態
美國							<ul style="list-style-type: none"><li>• 上半年美股表現大幅落後於歐洲、亞洲及新興市場股市。外國投資者減配美元資產，形成全球投資組合的再平衡</li><li>• 美股得益於創新和生產力驅動的內在競爭力，以及巨大消費能力，但美國與其他地區的巨大差距或縮少</li><li>• 「特朗普普著時期權」依然有效，市場紀律仍是制約特朗普政策的重要因素。支持美股表現包括減稅措施或快將出台，需關注企業盈利能否保持較預期佳、消費信心會否重拾、企業仍不願招聘致就業機會減少。經濟前景不明朗，需關注經濟數據會否顯著放緩</li><li>• 美國經濟隱憂漸現，特朗普政策不確定性或短期內對經濟增長和股市造成壓力，貿易摩擦將損害經濟活動</li><li>• 美股估值對比環球市場仍高，標普500指數的市盈率達24倍，華府政策及行動令地緣衝突風險升溫引致風險溢價上揚</li></ul>
歐元區							<ul style="list-style-type: none"><li>• 上半年多個主要地區股市大漲，美元資產的不確定性令歐洲地區明顯受惠。歐洲銀行股、軍工和工業股領漲支撐歐洲，尤其德國股市</li><li>• 正面因素包括估值仍較低、貨幣政策的寬鬆、國防開支增加、潛在的財政寬鬆以及俄烏戰爭的緩和和支持股市</li><li>• 美國及歐洲非關稅貿易協議接近達成，但貿易協議仍不確定，需關注關稅的實際細節</li></ul>
英國							<ul style="list-style-type: none"><li>• 英國成首個與美國達成貿易協議的國家，美國對英國長期保持貿易順差，有助英國股市穩定</li><li>• 本土政治穩定可改善投資情緒，估值仍較低及大規模股東減息、金融及銀行股權重較大</li><li>• 惟仍面對通脹、經濟增長乏力和盈利前景不明朗、企業稅的增加或損害企業利潤</li></ul>
亞洲 (日本除外)							<ul style="list-style-type: none"><li>• 上半年亞洲股市受貿易及全球經濟動盪影響較波動，美國保護主義帶來的不確定性，亞洲經濟增長或短期內保持低迷，但經濟狀況仍穩定</li><li>• 通脹穩定、流動性充裕、具內需支撐、積極的政府政策有助抵消經濟增長的利淡因素</li><li>• 韓國、台灣的科技技術實力持續提升能受惠於AI產業的擴展，進一步推動創新與技術效率，為企業帶來成本效益及減低支出</li><li>• 亞洲股票相對估值及與自身歷史平均比，明顯著折讓，美元走弱的充裕流動性提供具吸引力的進場機會</li></ul>
日本							<ul style="list-style-type: none"><li>• 日本經濟增長前景正面，企業改革正推動企業盈利和股東回報提高、本土向「通脹型經濟」轉型吸引國際資金</li><li>• 美日貿易上出現積極進展，汽車製造商等出口型企業、大幅受惠與AI算力強勁需求的半導體板塊強力推動，帶動日股走高</li><li>• 巴菲特長期投資的日本五大商社成日股最大的市場貢獻者，日央行將持續加息將利好金融股</li><li>• 日圓過去半年顯著升值未對日圓有影響，央行加息時間延遲並擴大財政刺激力度，有助支持日股</li></ul>
中國內地							<ul style="list-style-type: none"><li>• 科技技術的躍進、企業盈利的增長、制度改革的推進及政策轉向更友善推動下，內地經濟還有進一步上漲潛力</li><li>• 內地降息降準並擴大財赤，走勢更取決於國內流動性，如政策寬鬆節奏，而非全球市場相關性</li><li>• 中國高層官員力求避免貿易爭端進一步升級，人工智能和科技熱潮或繼續推動股市回報</li><li>• 滬深300指數上半年於700-4000點上落，市盈率較歐美及亞洲股市低。中央支持A股慢牛格局，具追落後的機會</li><li>• 整體消費仍較疲弱限制內地經濟復甦動力，降價內捲情況令本土競爭激烈</li></ul>
香港							<ul style="list-style-type: none"><li>• 上半年表現突出，累積升逾21%，跑贏環球市場，內地資金成為支撐港股的主要來源，持續淨流入，提供了重要的流動性支持</li><li>• 內地科技創新及經濟刺激計劃的樂觀情緒，加上憧憬更多股份來港上市，港股確認了上升趨勢，仍有上漲潛力，展現韌性及活力</li><li>• 中美摩擦的消息亦添港股的波幅，仍對相關消息反應敏感</li></ul>
新興市場 (拉美)							<ul style="list-style-type: none"><li>• 基本面的差異明顯致不同地區的股市表現分化，部分內需初性，政策空間或供應鏈轉移而具備優勢</li><li>• 美元轉弱有利新興市場的股市表現，估值吸引，全球資金對新興市場的股票配置比重低，相關資產有上漲空間</li><li>• 大宗商品需求及價格左右股市表現</li></ul>

	低配	--	-	中性	+	++	超配
債券							聯儲局政策周期屬關鍵變量，需關注長債收益率仍陡峭上升，趁收益率處於高位時買入，注重債券收息及避險功能，宜分散配置、存續期中短年期
美國國債							<ul style="list-style-type: none"><li>• 特朗普的關稅政策或令經濟放緩及美國評級遭下調，曾令美債遭拋售，惟流動性高及地位難被其他國債取代</li><li>• 聯儲局緊縮政策預期引發長債利率飆升，美國通脹預期反覆加劇市場對減息的敏感度</li><li>• 美國減稅及支出法案引發聯邦赤字及債務可持續性疑慮，美債價格表現波動</li><li>• 短期美債受青睞，因利率仍然相對較高，但預期大幅下降的空間有限，減息預期下適度拉長存續期捕捉價格上升</li><li>• 美國財長希思望重新激勵美國商業銀行持有美國國債，財政部也加大了回購國債的力度，應限制債券收益率升幅，緩和投資者的主要憂慮。</li><li>• 預期10年期國債收益率區間為4-5%，通脹難顯著回落將限制減息空間，債券收益率下行空間有限</li><li>• 中長線資金提前布局的誘因加大，以較低風險參與市場目前較高的收益率水平</li></ul>
歐元區債券							<ul style="list-style-type: none"><li>• 歐洲通脹趨緩，央行減息行動放緩，將維持寬鬆周期，限制利率下跌空間，惟信貸息差比美國更具吸引力但</li><li>• 計畫擴大支出，加大國防和基礎建設支出收益率還有進一步上漲的空間，有利債價平穩</li><li>• 企業基本面穩健、違約風險低，歐洲企業債估值較美國企業債便宜</li></ul>
環球投資級別 企業債 (IG)							<ul style="list-style-type: none"><li>• 環球企業債券表現優於國債，低信貸風險加上收益仍吸引，短年期債券可更好地補償利率風險，視為防守性之選</li><li>• 企業財務狀況相對健康令近年債市違約率處於偏低水平，預期未來違約率仍可保持於較低水平</li><li>• 成熟市場投資級別債券的息差已處於歷史較低水平，能提供的收益受限</li><li>• 質素高且收益率維持較高的優勢，表現取決於聯儲局的減息步伐及企業的基本面</li></ul>
環球高收益 債券 (HY)							<ul style="list-style-type: none"><li>• 違約率維持較低水平，收益率吸引，但信貸狀況未見明顯改善，需關注環球經濟會否被弱致違約率上升</li><li>• 聯儲局短期維持息率居高不下，高收益債券的發行成本高及不利估值</li><li>• 跟股市及經濟走勢的敏感度較高，對美國經濟及關稅政策不確定的擔憂令高收益債價急跌</li><li>• 高收益債券的違約率可能對於利率風險相對較低且總收益率較高的行業來說，息差應該仍然較小</li><li>• 全球減息步伐仍有序進行，為高收益債券帶來利息收益</li></ul>
亞洲債券							<ul style="list-style-type: none"><li>• 內地10年期債息維持超低水平，有利資金進入亞洲債券以獲取較高的收益</li><li>• 美元弱勢，有利資金分流到亞洲市場</li><li>• 亞洲經濟較受貿易周期影響，短存續期的成熟市場債券的收益率更具吸引力</li><li>• 亞洲債券具備較高收益率、信用狀況保持良好、違約率極低、撇除內房的亞洲債市的價值浮現</li></ul>
新興市場(拉美)							<ul style="list-style-type: none"><li>• 擁有較高收益率，平均利率已高於過去10年水平，通脹受控，違約率低，仍具長期投資潛力</li><li>• 受惠弱美元仍有望維持不俗表現</li><li>• 新興市場債券對貿易不確定性和全球金融情緒尤其敏感</li></ul>

	低配	--	-	中性	+	++	超配
環球行業/板塊							關注政策及美國的刺激經濟措施對某些板塊產生直接影響，特朗普政策的不確定性令資金從不同板塊轉換，預期板塊輪動成常態，應擴大投資視野
金融							<ul style="list-style-type: none"><li>• 第二季表現仍突出，金融板塊作收益型投資，較能分配穩定股息</li><li>• 華府的「去監管」政策，隨著放寬資本規則，超逾2千億美元的資本通過私營部門貸款；股票回購；銀行業整合創造更有利的經營環境</li><li>• 若華府推動經濟增長政策，特定利率環境下業務的盈利能力，銀行股也成主要受害者</li><li>• 須關注央行利率政策與經濟變化，行業較依賴經濟擴張，一旦經濟急速轉差或引致壞帳風險</li></ul>
健康護理 (AI+醫療科技)							<ul style="list-style-type: none"><li>• 整體跑輸，尤其傳統藥企及疫苗企業，因擔憂藥品關稅及更嚴格的監管政策，須留意華府針對健康護理的政策</li><li>• 慎選優質企業，尤其受惠於人工智能在醫療科技等領域的應用，盈利增長潛力不容忽視</li><li>• 估值較吸引、處於長期增長潛力，市況波動/經濟下行時為投資組合提供一些防禦性和價值屬性</li></ul>
必需消費品							<ul style="list-style-type: none"><li>• 上半年受資金追捧，尤其食品、飲品及連鎖超市等股價見新高</li><li>• 傳統的防禦性板塊，在市場波動加劇時具穩定的需求，經濟波動中黏性較強，但業績增長較緩慢</li><li>• 抗通脹及抗周期之選，但競爭較大</li></ul>
資訊科技							<ul style="list-style-type: none"><li>• 盈利強勁，每股收益增長保持雙位數升幅，遠超其他板塊，M7預測市盈率約26倍，相對估值處於過去10年低</li><li>• 人工智能AI的長期增長趨勢未受貿易戰影響而改變，需求強勁帶動高科技股走高</li><li>• 企業對AI投資將持續，應用需求快速上升，整體景氣將呈溫和的上行格局，具長線穩健的基本面</li><li>• 大型科企現金流狀況強勁，業績仍強勁增長，久違的股價調整或引致資金趁低吸納</li><li>• 華府暫免半導體等科技產品關稅以避免推高科技行業成本</li></ul>
非必需消費品							<ul style="list-style-type: none"><li>• 表現較不佳，反映市場對消費者支持前景的擔憂，資金減少對高風險敞口的股票</li><li>• 零售股龍頭如Walmart、Target等業績轉差及指引遜預期引發對消費需求的擔憂</li></ul>
公用事業							<ul style="list-style-type: none"><li>• 經濟下行時表現一般較穩定，相較於其他類型的股票，其波動性較少，在經濟不穩定的情況下，公用股可能是一個較為安全的投資選擇</li><li>• 受關稅影響低、低估值，資金在較高利率環境下更青睞現金流穩定及估值合理的公司</li></ul>





從增長動力來看，發達經濟體與新興經濟體的分化態勢將進一步凸顯。據 IMF 於 10 發達經濟體整體增速預計從 2025 年的 2.1%降至 1.8%，美國憑藉 AI 產業驅動與政策刺激保持相對強勢，歐元區受能源轉型壓力與財政約束增長乏力，日本則在貨幣政策正常化與內需疲軟中緩慢復蘇。新興市場與發展中經濟體增速將維持在 4.5%左右，南亞地區以 7.6%的增速領跑全球，東亞太平洋地區增速放緩至 4.0%，中國經濟則以 4.7%左右的中高速增長成為全球經濟的穩定器。

圖表 2：主流機構 2026 年 GDP 增速預測

區域/國家	增速預測	關鍵假設與備註
全球	2.5 – 3.3	基於 IMF 口徑加權，新興市場貢獻超 60%增量；地緣風險溢價已部分定價
發達市場	1.6 – 1.7	歐美日英加澳六國加權平均；通脹回落斜率趨緩，服務價格粘性
美國	1.9 – 2.5	終端利率錨定核心 PCE 2.6%
歐元區	0.9 – 1.4	德法意分化加劇；能源轉型成本推升結構性通脹，壓制加息空間
德國	1.0 – 1.69	製造業 PMI 連續 14 個月收縮，出口依賴型復蘇乏力
法國	0.94 – 1.0	公共投資提速抵消私人部門疲軟，財赤擴大至 5.2%GDP
義大利	0.66 – 0.7	高債務 (137%GDP) 制約財政空間，銀行不良率回升至 5.1%
英國	1.0 – 1.4	財政規則收緊+移民政策轉向壓制潛在產出；2026Q2 降息拐點
加拿大	1.3 – 1.4	2025 年 Q4 已降息 50bp，2026 年預計再降 50bp；住房缺口支撐內需
日本	0.5 – 1.1	YCC 退出，但工資-物價螺旋未形成；26 年僅兩次 25bp 加息
新興市場	4.0 – 4.4	亞洲新興市場主導增長(中、

區域/國家	增速預測	關鍵假設與備註
		印、韓)，拉美新興(巴、俄)受大宗商品與財政整頓拖累
中國	4.3 – 4.8	地產銷售同比轉正(+3.2%)、城中村改造加速；通縮壓力仍存，PPI 連續 19 個月負增長
印度	6.4 – 6.8	FY26 財年 (2025.4–2026.3) GDP 目標 6.5%，基建投資占 GDP 比重達 3.8%
韓國	2.0 – 2.3	半導體出口復蘇 (+18% YoY)，但家庭債務/GDP 達 104%，限制消費彈性
巴西	1.7 – 2.0	財政新規（支出上限凍結）+農產品出口激增；通脹預期錨定在 4.2%±0.3%
俄羅斯	0.8 – 1.2	稅改+油價中樞下移至\$72/桶；外匯儲備中人民幣占比升至 32%，削弱美元利率傳導

來源：主流機構（包括高盛、摩根士丹利、摩根大通、花旗、美銀美林、德意志銀行、野村、瑞銀、滙豐、巴克萊等）研究報告、IMF《世界經濟展望》（10 月刊）以及 OECD《Economic Outlook Volume 2025 Issue 2》。

## 1.2 主要經濟體經濟展望與政策取向

### 1.2.1 美國：軟著陸兌現與降息週期開啟

美國經濟有望在 2026 年實現軟著陸，全年 GDP 增速預計從 2025 年的 2%以下提升至 2.5%附近。支撐增長的核心因素包括三個方面：一是 AI 技術產業化帶來的全要素生產率提升，數據中心等相關資本支出預計在 2025-2027 年達到 1.4 萬億美元；二是貨幣環境的實質性轉變、減稅政策的持續紅利釋放以及大規模資本支出激勵；三是消費及房地產市場保持穩健，就業市場緊張態勢緩解但薪資增長仍具韌性，支撐居民消費能力，房地產再融資活動也持續回暖。

圖表 3：2026 年美國經濟三大支撐因素分析

支撐因素	具體表現	數據/案例	作用機制
貨幣環境的實質性轉變	美聯儲政策利率回歸中性利率	5 年期美債真實利率回歸中性利率	為經濟活動提供基礎性貨幣支撐
房地產市場的"自動穩定器"	30 年期房貸利率從 7% 回落至 6.2%	房地產再融資活動較二季度翻倍	居民可置換高息貸款、提取已還房貸用於消費
企業投資支撐效應	AI 驅動的資本支出週期	資訊設備投資對 GDP 貢獻持續提升	企業風險偏好上升，投資意願增強

來源：CCBA PB Research。

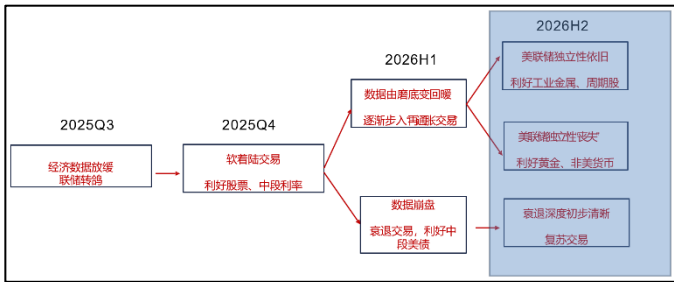
通脹方面，美國短期通脹壓力可控，但中長期仍面臨關稅傳導與財政擴張帶來的粘性風險。2025 年底核心 PCE 通脹率預計回落至 2.5-2.8%，2026 年有望進一步降至 2.5% 下方，接近美聯儲 2% 的政策目標。在此背景下，市場普遍預期 2026 年降息幅度在 50-75 個基點之間（多於 FOMC 點陣圖的降息預測），2026 年末政策利率將回歸中性立場。需注意的是，若關稅上調引發通脹超預期反彈，可能打亂美聯儲的寬鬆節奏，這是 2026 年美國經濟最大的不確定性因素。

財政政策方面，美國債務占 GDP 比重已達 100%，利息支出高企帶來“財政主導”風險，即政府高額債務可能迫使央行維持低利率，從而推升長期通脹中樞。儘管如此，美國政府仍將繼續通過產業補貼、基建投資等方式支援經濟增長，尤其是在 AI、半導體、新能源等戰略領域的投入將持續增加。

最後，關於衰退，美國經濟在 2026 年的衰退概率是比較低的，主觀預估衰退概率為 15%（即任何自然年無

條件的衰退概率）。在不衰退的前提下，經濟的節奏就顯得尤為重要。按歷史規律外推，美國經濟增長可能在明年 Q3 見底回升。在降息落地後的兩至三個季度內，PMI 往往處於“磨底”階段——指數通常會在 48 左右的收縮區間反復震盪，9 個月後則逐步溫和反彈並升至 52-53 附近。類似的，失業率同樣在軟著陸降息開始後的 9 個月後重啟下行趨勢。

圖表 4：關注 2026 年海外市場變盤點



來源：CCBA PB Research。

### 1.2.2 中國：基建“深蹲”與 GDP 目標博弈

2026 年是“十五五”規劃開局之年，中國經濟將保持 4.7% 左右的中高速增長。消費將繼續發揮基礎性支撐作用，社會消費品零售總額增速預計維持在 6.5% 左右，政策驅動與消費升級是核心動力。中央與地方政府聯動投入三千億元專項資金支持汽車、家電、家居等耐用消費品以舊換新，預計直接拉動消費萬億；文旅消費、健康消費、智慧消費等升級類消費增速將達到兩位元數，服務消費占比有望提升至 54% 以上。

但投資方面，基礎設施投資成為中國近期投資下滑中最薄弱的環節。7-10 月基建固定資產投資（FAI）同比收縮 7.4%，這是自疫情停擺期以來的最大降幅。主要原因是地方政府面臨流動性緊縮，財政資金缺口估

計超過 1.5 萬億元人民幣。好消息是，“新質生產力”相關領域將成為核心增長點。全年計畫新增風電、太陽能發電裝機 2 億千瓦以上，新能源裝機占比將突破 50%；特高壓、新型儲能、數據中心等新型基礎設施投資增速預計達 15%；製造業投資將聚焦高端製造、半導體、人工智慧等領域，技改投資占比持續提升。

出口方面，受全球貿易增速放緩影響，增速可能回落至 3%，但“龍頭出海”與貿易多元化將對沖部分壓力，新能源汽車、光伏產品、高端裝備等優勢產業的出口競爭力將進一步增強。

政策層面，宏觀流動性將保持合理充裕，央行可能通過降准、降息等方式釋放流動性，支援實體經濟發展。政策重心將聚焦產業轉型升級與“發展與安全”的平衡，科技自立、產業鏈安全、能源轉型成為長期主線。財政政策將更加積極有為，專項債規模有望進一步擴大，資金投向將向新型基建、民生保障等領域傾斜。

1.2.3 歐元區：財政擴張與結構困境的博弈

歐元區 2026 年經濟增速預計在 2026 年進一步放緩至 1%左右，增長動力依然疲軟。支撐經濟的主要因素是財政擴張政策的持續發力，歐盟各國紛紛增加國防開支（北約成員國承諾將國防開支提升至 GDP 的 5%），基建投資與綠色轉型投入也在增加，這將帶動相關產業鏈的復蘇。但制約增長的結構性問題依然突出：能源轉型成本高企，工業企業競爭力下降；勞動力市場僵化，生產率增長緩慢；核心國家與邊緣國家經濟差距擴大，政策協調難度加大。

通脹方面，歐元區通脹預計在 2026 年回落至 2.2%左右，接近歐洲央行的目標水準，但能源價格波動、勞動力成本上升仍可能帶來通脹粘性風險。貨幣政策方面，歐洲央行可能在 2026 年開啟降息週期，存款利率有望從 2%降至 1.5%左右，但寬鬆幅度將受到通脹粘性與匯率壓力的制約。

1.2.4 新興市場：增長紅利與風險並存

新興市場將成為 2026 年全球經濟增長的主要引擎，整體增速預計達到 4.5%，顯著高於發達經濟體。南亞地區表現最為突出，印度 2026 財年經濟增長預期上調至 7.6%，強勁的國內需求與對美國關稅的抗衡能力是核心支撐。東南亞地區受益於產業鏈轉移與內需擴張，增速預計維持在 5.2%左右；拉美地區經濟將逐步復蘇，增速預計從 2025 年的 1.3%提升至 2.1%。

新興市場政策環境整體友好，多數央行已開啟降息週期，貨幣政策寬鬆將支撐經濟增長。但新興市場仍面臨多重風險：美聯儲降息節奏不及預期可能引發資本外流；地緣政治衝突可能影響能源與糧食價格，加劇通脹壓力；部分國家債務水準高企，再融資風險上升。

圖表 5：2026 年新興市場 GDP 增速預測

地區	預測增速	主要驅動因素	風險點
印度	6.8%	人口紅利、製造業崛起	貿易摩擦
東盟	4.5%	產業鏈重構、中國消費外溢	地緣政治
拉美	2.8%	資源出口、區域一體化	財政赤字



地區	預測增速	主要驅動因素	風險點
中東	3.2%	能源出口、多元化	地緣衝突

來源：CCBA PB Research。

## 二、怎麼看 2026 年海外市場的政策前景

### 2.1 貨幣政策前景：失業率成為關鍵指標，美聯儲獨立性成焦點

通脹大概率不是明年美聯儲關注焦點。美國商品通脹環比中樞已回歸至 0.3%附近，其中受關稅政策影響顯著的家用電器、傢俱及玩具等高關稅品類，價格回升幅度更為明顯。與此同時，衡量內生通脹壓力的關鍵指標——職位空缺與失業人數之比（V/U）及工資增速——均呈現出震盪回落的態勢，表明內生性通脹壓力進一步冷卻。在此背景下，在沒有看到就業市場走強或新的外生供給側不利衝擊下，通脹將不是美聯儲的短期關切，這也符合鮑威爾在 JacksonHole 會議以來的表態。

在通脹壓力暫時不足以引發美聯儲擔憂，且就業市場持續疲軟的背景下，預計未來 12 個月美聯儲大的貨幣政策基調將是鴿派的。值得強調的是，這種鴿派不是說多降息一次還是 2 次，而是說在美聯儲看來，未來 12 個月就業的下行風險仍將比通脹的上行風險更加重要——如果就業市場加速惡化，美聯儲必然會加速降息，而不會像 2022 年那樣受限於通脹壓力而維持鷹派。換言之，這種鴿派的含義是美聯儲下行保護（FedPut）而非簡單的美聯儲降息（Cut）。我們的基準情景是，明年美聯儲上半年將不再降息，下半年可能降息 1 次或者不降息。理由是歷史上軟著陸降息的中位元元元

降息幅度就是 75bps，進一步大幅增加降息次數需要看到就業數據超預期的顯著惡化。而我們的預期是，失業率將在 4.4-4.5%的水準震盪走平，至明年三季度再度掉頭回落。這意味著，貨幣政策缺乏進一步大幅寬鬆的必要性。

失業率將是 2026 年最重要的就業市場指標。一般認為，FOMC 點陣圖預測（SEP）中不變的“預測值”往往是美聯儲貨幣政策的“隱含”目標。9 月點陣圖中 FOMC 上調了 2026 年通脹預測，但利率預測反而下降；12 月下調通脹預測，利率預測不變。而 GDP 持續上修。相反，失業率是 3 份 SEP 中最穩的變數，隱含政策利率路徑調整以失業率（4.4-4.5%）為目標。

圖表 6：美聯儲在 2025 年 9、12 月的預測

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2025

Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.8	1.7-2.5
June projection	1.4	1.6	1.8	1.8	1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.1-2.1	1.6-2.5	1.6-2.5	1.5-2.5	1.5-2.5
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
June projection	4.5	4.5	4.4	4.2	4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6	4.0-4.3	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7	4.0-4.7	3.5-4.5
PCE inflation	3.0	2.6	2.3	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0	2.0
June projection	3.0	2.4	2.1	2.0	2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.1	2.6	2.3	2.0	2.0	3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	2.0
June projection	3.1	2.4	2.1	2.0	2.0	2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	2.0-2.9	2.0
Means: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
June projection	3.9	3.6	3.4	3.4	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.8-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9	2.6-3.9	2.5-3.9

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2025

Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6-1.8	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	1.5-2.0	2.0-2.6	1.8-2.6	1.7-2.6	1.7-2.5
September projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.6	1.7-2.5
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.5-4.6	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3	4.0-4.3	4.4-4.6	4.2-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
September projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE inflation	1.9	2.4	2.1	2.0	2.0	2.8-2.9	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-2.9	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0	2.0
September projection	1.0	1.6	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	1.0	2.5	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.1	2.2-2.7	2.0-2.5	2.0	2.0
September projection	1.1	2.6	2.1	2.0	2.0	3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	2.0
Means: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-3.9	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	3.4-3.9	2.1-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
September projection	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9

來源：美聯儲網站。

我們不認為新聯儲主席會顯著改寫明年政策利率前景。無論是 Kevin Hassett 還是 Kevin Warsh 還是其他主流候選人上任，都不太可能像 Stephen Miran 宣導的那樣連續大幅降息上百基點。一方面，目前主流人選都屬於“建制派”，均具有嚴肅學術背景和長期政策研究經歷，不太可能做出完全背離經濟基本面的激進寬鬆舉動。另一方面，FOMC 客觀上存在制衡機制。雖然美聯儲主席通常擁有極高話語權，但歷史經驗表明若主席威望不足或專業性受疑，極易遭到 FOMC 其他票委的挑戰與架空，淪為“跛腳鴨”。一個案例是 1978-1979 年的 G. William Miller，他接替 Arthur Burns 擔任聯儲主席，但僅 17 個月後就因為不懂貨幣政策且完全是總統傀儡而遭遇大量票委反對，最終被明升暗降，成為美聯儲歷史上最短命的主席。

當然，短期不大幅降息不意味著中長期獨立性無憂。從 1970 年代 Arthur Burns 的經歷看，真正考驗聯儲獨立性的時刻往往是在通脹大幅反彈但失業率明顯上升的“對立環境”下，例如 1974 年的石油危機。因此，新美聯儲的獨立性問題恐怕需要更長時間才能得到驗證。

## 2.2 中期選舉前景：共和黨丟掉眾議院是大概率事件

目前共和黨主打“總量牌”，希望強調供給側改革和做大經濟蛋糕。其將當前的“可負擔性危機”（Affordability Crisis）歸咎於過度監管導致的供給約束，因此主張通過順週期的減稅政策，以及在能源、住房、金融及醫療領域的深度“去監管”來釋放生產力。其理論預期是：監管鬆綁將帶動供給曲線右移，從而在壓低物價的同時提升資產回報率，實現高增長與低通脹的良性迴圈。

民主黨則主打“分化牌”，向選民強調分配正義與結構性矛盾。民主黨試圖將特朗普的經濟議程描繪為加劇貧富懸

殊的推手，並將關稅定義為實質上的“特朗普稅”（Trump Tax）——一種具有累退性質的通脹助推器。基於此，民主黨的政策工具箱更側重於需求側的定向補貼，特別是針對低收入群體的醫療與住房支持，試圖通過緩解社會不平等來鞏固選票基礎。

中期選舉共和黨丟掉眾議院是大概率事件。“總統懲罰”現象（Midterm Loss Phenomenon）是二戰以來最穩固的政治規律之一。總統所在政黨在中期選舉中幾乎不可避免地會遭遇席位流失（Campbell, 1960），只有極少數例外。考慮到當前眾議院共和黨的多數優勢極其微弱（Razor-thin margin），失去眾議院是大概率的基準情景。特朗普目前支持率的持續下降也指示中選不樂觀。根據 Abramowitz 的預測模型，總統支援率與國會席位變動呈高度正相關。一個經驗法則是，總統支持率每降 10 個百分點，執政黨平均可能多損失 15 至 20 個眾議院席位。目前特朗普支持率已經降至 40-42% 的上任來最低點。

但如果特朗普能夠在新財年推動新一輪減稅和增支，並確保股市和居民可支配收入的穩健增長，則也有小概率能夠保持橫掃狀態。相較於股市表現或 GDP 總量，選舉年上半年的真實收入增速是預測執政黨得票率的最有效單一經濟變數（Tufte, 1975）。如果特朗普能夠推動新一輪財政減稅增支法案的落地——如企業稅減稅和關稅紅利（tax dividend），則保住兩院的概率可能會上升。不過目前其挑戰也不小，主要源于高物價和財政赤字壓力已經讓共和黨黨內對進一步擴張性的財政政策更加保守。

在這種背景下，需要警惕特朗普重打貿易戰牌的風險。儘管從理性選戰角度看，特朗普應聚焦經濟維穩，但市場必須警惕其在面臨法律與政治困境時的非理性“突圍”，特別是在貿易政策領域可能出現的極端變數。當前的風險之

一是最高法院對《國際緊急經濟權力法》（IEEPA）關稅合憲性的裁決。若明年初法院裁定特朗普依據 IEEPA 徵收關稅違法，這將迫使行政當局面臨雙重困境：一是可能需要退還高達千億美元級別的已征關稅；二是不得不尋求《1930 年關稅法》第 338 條或《1974 年貿易法》第 122 條（國際收支條款）作為替代，但這些條款在靈活性與烈度上均不及 IEEPA。在此情境下，不排除特朗普採取“以禁代征”的極限施壓策略。若司法解釋禁止利用 IEEPA “加征關稅”，特朗普可能反其道而行，利用該法案明確授權的“禁止貿易”條款進行反擊，比如向交易夥伴發出極短視窗期（如一個月）的最後通牒，威脅若不達成滿意協議將直接切斷貿易往來。這種策略符合其製造危機再通過談判解決的“交易藝術”風格。雖然為了保全中期選舉前的經濟大局，全面貿易禁令大概率會通過談判避免，但這種“懸崖邊緣”的博弈過程本身，足以打破當前市場對貿易風險的忽視（Complacency），引發資產價格的劇烈重估。

三、大類資產配置邏輯：盈利驅動與結構機遇

3.1 權益市場：從估值擴張轉向盈利驅動

經歷 2025 年的估值修復後，在“軟著陸降息”這一交易邏輯支撐之下，2026 年全球權益市場將步入“盈利驅動為主、估值擴張為輔”的新階段。全球流動性寬鬆依然支撐風險偏好，但多數市場估值已處於合理區間，進一步擴張空間有限，企業盈利的實質性改善將成為股價上漲的核心驅動力。

圖表 7：2026 年全球股票市場預期回報率

區域	預期回報	主要驅動因素	風險點
美國	6-8%	企業盈利增長、AI 投資	通脹反彈

歐洲	5-7%	經濟企穩、政策寬鬆	貿易摩擦
中國	4-6%	"十五五"規劃、消費復蘇	基建投資
新興市場	8-10%	增長潛力、估值優勢	地緣政治

來源：高盛、美銀美林、摩根士丹利的研究報告。

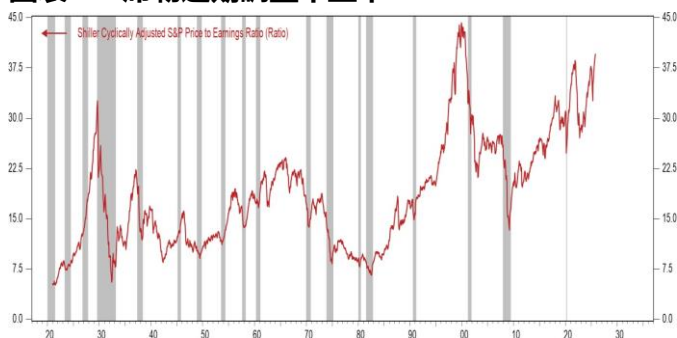
3.1.1 海外權益：高波動下結構分化+AI 龍頭機會

美股 2026 年將呈現高波動特徵，標普 500 指數目標區間為 5200-6000 點，全年漲幅預計在 8%-12%之間。支撐市場的核心因素是 AI 產業的持續深化與美聯儲降息週期開啟，但制約因素也不容忽視：美股估值處於歷史高位（標普 500 市盈率約為 28 倍），市場集中度風險加劇（前五大 AI 概念股占指數權重達 28%），中期選舉與美聯儲主席換屆帶來的政治擾動，以及關稅對通脹的滯後傳導風險。

從歷史對標來看，當前標普 500 的週期調整市盈率（Shiller P/E Ratio 或 CAPE）已經來到 39.5 倍，接近 2000 年初峰值的 44 倍，這大約平齊了 1998 年末至 1999 年初的水準。科技行業的分紅率在三季度已經降至 0.51%，這是過去 20 年以來的最低水準，大約相當於 1997 年的程度。分紅比率不僅反映了科技公司的昂貴程度，也揭示了其內部再投資需求。通常，高增長、面臨巨大再投資壓力的科技公司會壓低分紅比率，因此該指標是判斷科技行業估值合理性及資本配置策略的重要參照。



圖表 8：席勒週期調整市盈率



來源：CCBA PB Research。

歐股 2026 年表現預計弱於美股，斯托克 50 指數全年漲幅預計在 5%-8% 之間。投資機會主要集中在內需導向的週期與價值板塊，以及綠色轉型相關領域。需要警惕的風險是能源價格波動與財政政策收緊。

### 3.1.2 港股：內外流動性寬鬆下估值修復+地產機遇

港股 2026 年將受益於內外流動性雙寬鬆與地產行業復蘇，恒生指數目標區間 27000-29000 點，估值修復與行業紅利形成共振。當前港股市盈率（TTM）約為 12 倍，較 A 股折價率達 20%，較美股折價率達 58%，處於歷史極端低估水準，具備較高的安全邊際。

資金面來看，南向資金持續淨流入與外資回流形成共振。隨著中國經濟企穩向好、人民幣匯率升值，外資對港股的風險偏好將提升；南向資金作為港股市場的長期配置力量，將繼續增持高股息、高性價比的優質標的。

此外，香港房地產市場上行週期啟動，供需格局徹底改變。一是在供給端持續收縮，2025/26 年度潛在土地供應降至 1.37 萬套（2023/24 年度為 2.06 萬套），

2026/27 年度進一步降至 1.26 萬套；另一方面，則是需求端剛需釋放（人口回升至 753 萬），疊加租金上漲（2025 年 YTD 漲 3.6%，2026 年續漲），2025 年一手房成交量預計 2 萬套（同比+18%）；此外，HIBOR 將隨 2026 年降息週期回落，利好地產開發商現金流。建議聚焦優質開發商，回避基本面有隱憂的標的。

### 3.1.3 內地 A 股：盈利改善與政策紅利共振

**預計 A 股 2026 年整體呈現先抑後揚，全年漲幅預計在 10%，主要發生在下半年。**核心邏輯包括：一是企業盈利顯著改善，2026 年全部 A 股淨利潤增速預計達到 11%，其中製造業、科技板塊盈利增速有望超過 15%；二是宏觀流動性寬鬆，央行降准降息預期與外資持續流入形成資金支撐；三是政策紅利持續釋放，產業政策向科技自立、新能源、消費升級等領域傾斜，帶來結構性機會。

從估值來看，當前 A 股整體市盈率（TTM）約為 13.5 倍，處於歷史中樞水準，低於美股、印度等市場的估值水準，具備一定的估值優勢。分板塊來看，金融、公用事業等價值板塊估值處於歷史低位元，高股息特徵凸顯；科技、新能源等成長板塊估值雖高於歷史中樞，但考慮到盈利高增長預期，估值溢價仍具合理性。

**投資主線聚焦四條路徑：**一是景氣度持續向上的成長賽道，包括 AI、半導體、機器人等；二是具備全球競爭力的“龍頭出海”企業，尤其是新能源汽車、光伏、高端裝備等領域；三是在行業“反內卷”背景下供需

關係改善的領域，如化工、建材等；四是政策驅動的新質生產力領域，包括新高端製造、生物製造等。

### 3.2 海外債券：收益率前下後上，信用利差收窄

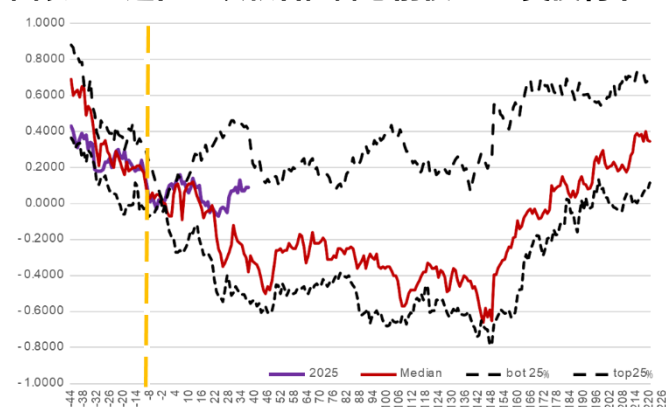
2026 年全球債券市場將呈現“收益率先下後上、信用利差系統性收窄、久期配置高度分化”的特徵。美國 10 年期收益率預計於 2026 年初冲高後回落，2026 年底目標為 4.2-4.4%，重新回到 2025 年 9 月 18 日降息開始時的利率水準。

在利率市場的具體策略上，我們看多短端美債、偏空長端美債。短端可適度參與，博取利率下行的交易性機會，而長端利率面臨週期性反彈與結構性隱憂的雙重上行壓力。回顧歷史上的“軟著陸”降息週期，長端美債收益率通常呈現“先降後升”的 V 型走勢。在降息開啟後的 40 個交易日內，10 年期美債收益率往往會出現約 40-60 個基點的下行，並在底部維持半年左右，隨著經濟企穩，收益率通常在觸底半年後顯著反彈，並回升約 100bps。我們的定價模型估算顯示，未來 1 年 10 年期美債利率的估值中樞大約應在 4.3% 左右。所以儘管短期內不排除 10y 利率重新下降到 3.7-3.8% 的位置，但從 1 年尺度上其上行風險仍然高於下行風險。目前 10y 美債利率的水準接近歷史可比週期的前 25% 分位，但並非特別意外。

特別的，本輪全球長端國債還面臨著財政赤字常態化的結構性挑戰。與歷史上“經濟復蘇期伴隨財政盈餘”的規律不同，當前發達經濟體呈現出“衰退級赤字伴隨擴張期經濟”的異常狀態，導致投資者對期限溢價的要求重估。IMF 在 10 月的全球經濟展望（WEO）預

測顯示，發達經濟體普遍無法在未來 5 年實現基礎財政盈餘，遑論包含了利息支出後的總財政盈餘。這意味著明年全球對長端利率的擔憂還有可能再次發酵，加劇利率上行風險。

圖表 9：過往 7 次軟著陸降息前後 10Y 美債利率



注：橫軸為交易日，將 T=0 點的點位標準化為 0。

來源：CCBA PB Research。

除了在久期方面的策略分化，同樣也建議在信用方面做下沉，做多高收益債券（HY）優於投資級債券（IG）。受寬鬆的財政、貨幣和監管政策以及資本支出週期（AI 驅動）推動，企業風險偏好上升。預計 2026 年美國投資級債券（IG）的總發行量將達到 2.25 萬億美元（同比增長 25%），淨發行量將激增 60%，主要由科技巨頭填補 AI 融資缺口所驅動。

### 3.3 大宗商品：銅金牛市延續，能源供應轉向“充裕”

金與銅的走勢將由宏觀敘事與週期力量共同驅動。僅從歷史週期性規律看，黃金在降息初期受益於利率下行與避險需求，但進一步上漲需依賴外部衝擊事件的驅動；而銅等工業金屬則有望在降息後半程，隨著經濟週期的回暖而表現強勢。整體而言，我們對明年黃

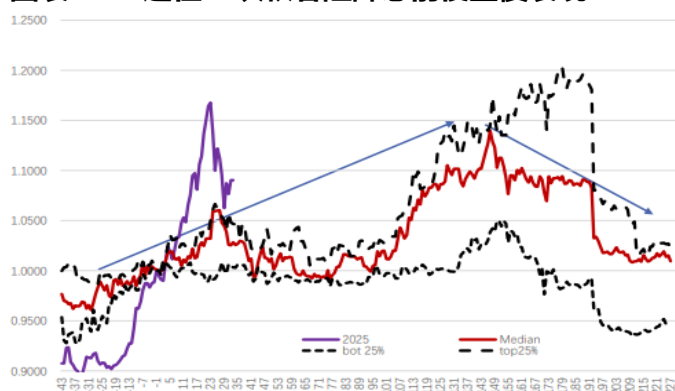
金和銅的大方向仍然看好，但四季度中選後如果國會分裂，要留意市場對分裂國會下財政緊縮風險的擔憂。

### 3.3.1 貴金屬：牛市延續，配置視窗顯現

黃金 2026 年有望延續牛市行情，倫敦金目標價格區間上調至 4800-5200 美元/盎司，全年漲幅預計在 15%-20% 之間。支撐金價上漲的核心邏輯包括四方面：一是美聯儲降息週期開啟，實際利率下行將提升黃金的吸引力；二是全球央行持續購金，中國、印度等國央行增持黃金儲備，形成長期支撐；三是美國財政赤字擴張與債務風險上升，引發市場對美元信用的擔憂（2025 年黃金領漲大類資產，反映“貶值交易”邏輯）；四是地緣政治不確定性依然存在，避險需求將階段性推升金價。

從短期來看，1Q2026 或迎來良好配置視窗。當前黃金交易擁擠度有所回落，隨著美聯儲降息預期逐步兌現，資金將重新回流黃金市場。白銀作為兼具貴金屬與工業屬性的品種，表現有望優於黃金，全年漲幅預計在 25% 左右，受益於光伏、電子等工業需求的增長。

圖表 10：過往 7 次軟著陸降息前後金價表現



注：橫軸為交易日，將  $T=0$  點的點位標準化為 0。

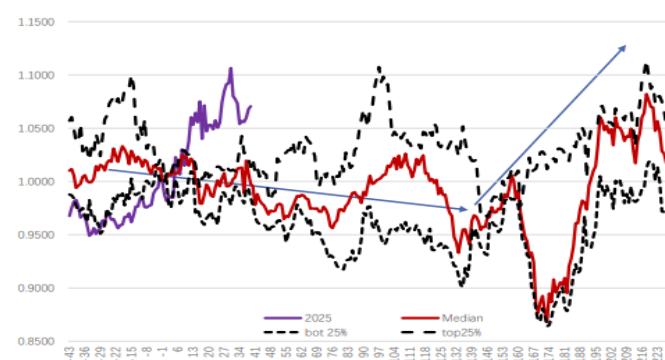
來源：CCBA PB Research。

### 3.3.2 工業金屬：需求回暖，機會凸顯

有色金屬 2026 年表現有望領先商品市場，銅、鋁、鎳等品種價格將迎來上漲。核心驅動因素是全球經濟軟著陸預期、中國“新質生產力”投資發力、歐美基建需求回升。銅作為“工業金屬之王”，需求將受益於新能源汽車、光伏、風電、特高壓等領域的投資增長，2025 年 1-11 月 COMEX 銅累計漲幅 27.08%，2026 年倫敦銅目標價格區間為 9000-11000 美元/噸，全年漲幅預計在 12%-18% 之間。

鋁、鎳等品種也將受益於新能源產業的發展，鋁的需求將受到新能源汽車輕量化、光伏組件邊框等領域的支撐，鎳則是動力電池的核心原材料，需求增速有望達到 15% 以上。需警惕的風險是全球經濟衰退超預期與供給端擴張帶來的價格壓力。

圖表 11：過往 7 次軟著陸降息前後銅價表現



注：橫軸為交易日，將  $T=0$  點的點位標準化為 0。

來源：CCBA PB Research。

### 3.3.3 能源類商品：先抑後揚，中樞上移

原油 2026 年將呈現“先抑後揚”的走勢，布倫特原油目標價格區間為 75-95 美元/桶。上半年，全球經濟增



速放緩導致原油需求疲軟，OPEC+增產預期將壓制油價，布倫特原油價格可能維持在 75-85 美元/桶區間。

下半年，隨著全球降息週期深入、中國與新興市場需求回暖，原油需求將逐步改善，同時 OPEC+可能調整減產政策，推動油價上漲至 85-95 美元/桶區間。

天然氣市場整體呈現供需寬鬆格局，歐洲天然氣價格有望維持在 25-35 歐元/兆瓦時區間。歐洲能源自主政策推進、可再生能源占比提升、天然氣庫存高位將壓制價格上漲，但地緣政治衝突可能帶來階段性波動。隨著烏克蘭局勢緩和，俄羅斯天然氣出口恢復可能進一步增加供給，但歐盟對俄羅斯能源的依賴度已顯著下降，不會對市場造成大幅衝擊。

### 3.4 外匯：美元走弱與人民幣升值共振

2026 年全球外匯市場將呈現“美元溫和走弱、新興市場貨幣走強”的格局，主要經濟體貨幣政策分化、經濟增長差異、地緣政治格局演變是核心驅動因素。

2025 年 12 月數據顯示，ICE 美元指數周漲 0.21%至 98.61 點（交投區間 97.869-98.749），離岸人民幣累計上漲 195 點至 7.033 元，印證了震盪走弱與穩步升值的趨勢。

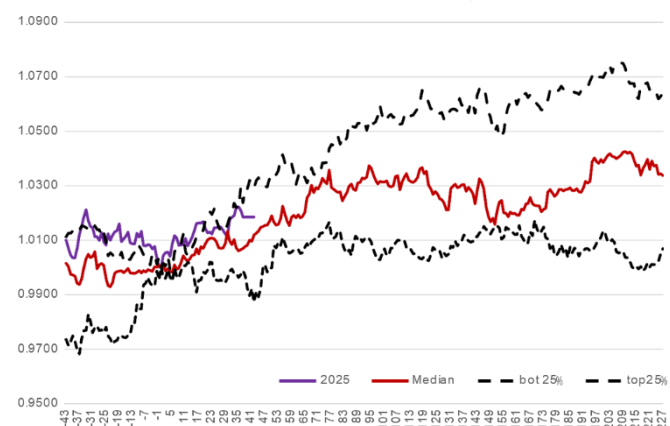
#### 3.4.1 美元指數：降息週期下的溫和回落

美元指數 2026 年將呈現溫和走弱態勢，目標區間為 95-100，較 2025 年末的 98.61 顯著下行。核心驅動因素包括：美聯儲開啟降息週期，而歐洲央行、英國央行等發達經濟體央行降息幅度相對較小，利差收縮將壓制美元；美國經濟增速相對放緩，而新興市場與部分發達經濟體經濟增長更具韌性，經濟基本面相對

優勢減弱；美國財政赤字擴張與債務風險上升，削弱美元的信用基礎。

需要警惕的是，短期地緣政治衝突加劇、全球金融市場波動可能引發避險需求，推動美元階段性走強，但這不會改變美元的長期走弱趨勢。從歷史經驗來看，美聯儲降息週期開啟後，美元指數通常會進入下行通道，軟著陸降息後美元匯率整體呈現“先強後弱、區間震盪”特徵，這一規律在 2026 年有望延續。

圖表 12：過往 7 次軟著陸降息前後美元指數表現



注：橫軸為交易日，將  $T=0$  點的點位標準化為 0。

來源：CCBA PB Research。

#### 3.4.2 人民幣：經濟企穩與政策支撐下的升值

人民幣兌美元 2026 年將延續溫和走強態勢，目標區間為 6.8-7.0。支撐人民幣升值的核心邏輯包括：中國經濟企穩向好，GDP 增速顯著高於美國，經濟基本面支撐人民幣匯率；中國貿易順差持續擴大，尤其是新能源汽車、光伏等優勢產業的出口增長，將帶來外匯流入；美聯儲降息週期開啟，美元走弱為人民幣升值創造了有利條件；中國央行採取一系列措施推進人民幣國際化，維護人民幣匯率穩定。

制約人民幣升值的因素主要是中美利差倒掛格局尚未完全改變，以及跨境資本流動的不確定性。但隨著美聯儲降息與中國央行可能的降准降息，中美利差倒掛將逐步收窄，對人民幣匯率的壓力將顯著減輕。

## 四、港美股核心主題：把握政策紅利與技術變革

### 4.1 核心主題一：AI 深化

AI 技術從基礎設施建設向產業應用深度滲透，將成為 2026 年最核心的投資主題。全球 AI 產業的資本支出持續增加，2025-2027 年數據中心資本支出預計達到 1.4 萬億美元，AI 演算法反覆運算與算力底座擴容將帶動多產業鏈紅利溢出。2025 年納斯達克指數領漲大類資產，印證了 AI 敘事的強大驅動力。

投資機會主要集中在三個層面：一是 AI 算力基礎設施的深化，包括晶片、伺服器、數據中心、雲計算等，受益於算力需求爆發式增長；二是 AI 軟體與演算法，包括大模型、作業系統、機器學習框架等，具備核心技術壁壘的企業將獲超額收益；三是 AI 行業應用，包括工業 AI、金融 AI、醫療 AI、消費 AI 等，能夠利用 AI 提高運營效率、削減成本並提升盈利能力的企業將迎來價值重估。

需警惕的風險是 AI 泡沫風險，當前美股前五大 AI 概念股在指數中的占比已達到 28%，集中度風險甚至超過 2000 年互聯網泡沫時期。建議投資者聚焦具備實際盈利支撐、商業化落地能力強的企業，規避純概念炒作的標的。

### 4.2 核心主題二：價值週期與龍頭出海

在全球經濟軟著陸預期與“反內卷”政策背景下，價值週期板塊與“龍頭出海”企業將迎來配置機遇。價值週期板塊包括金融、化工、建材、工業金屬等，這些板塊估值處於歷史低位，隨著經濟邊際改善與盈利修復，有望實現估值與盈利的雙重提升。

“龍頭出海”企業主要集中在新能源汽車、光伏、高端裝備、家電等領域，這些企業具備全球競爭力，能夠在海外市場實現份額擴張與盈利增長。中國新能源汽車出口量持續增長，2025 年海外銷量占比已達 20%，隨著全球新能源汽車滲透率提升，相關龍頭企業的出海空間將進一步擴大。

此外，烏克蘭重建帶來的基建需求也值得關注，烏克蘭重建預計需 4860 億美元，涉及住房、交通、能源等領域，中國的工程機械、水泥、鋼鐵企業有望參與其中，獲得訂單增量。

### 4.3 核心主題三：新能源與綠色轉型

2026 年是中國能源轉型從“規模擴張”邁入“量質齊升”關鍵階段，全國計畫新增風電、太陽能發電裝機 2 億千瓦以上，新能源裝機占比突破 50%，提前實現 2030 年“新能源發電裝機成為主體”的階段性目標。

投資機會主要包括：一是風電與光伏，海上風電成為新增長極，BC 電池技術加速普及推動光伏轉換效率持續突破；二是新型儲能，抽水蓄能、電化學儲能與虛擬電廠、車網互動（V2G）協同發力，裝機規模將快

速增長；三是綠氫與新能源衍生賽道，綠氫製備成本已降至 25 元/千克以下，為工業、交通等領域脫碳提供新路徑；四是能源互聯網，特高壓、智慧電網、能源數位化等領域受益於新能源消納需求提升。

此外，全球綠色轉型帶來的需求增長也將支撐相關產業的發展，中國新能源優勢產能加速出海，與“一帶一路”沿線國家共建“千萬千瓦級”新能源項目，2025 年海外簽約規模已超 2000 萬千瓦，相關企業將持續受益。

#### 4.4 核心主題四：香港地產復蘇

香港住宅市場 2026 年進入明確上行週期，供需格局的根本性轉變是核心驅動邏輯。一方面，供給端持續收縮，另一方面需求端剛需與投資需求雙旺，此外資金面支撐充足，HIBOR 隨 2026 年降息週期回落，降低購房成本。投資標的聚焦優質開發商，需回避資產處置困難、業務多元化折價較高的標的。

## 五、風險提示

### 5.1 貿易摩擦反復風險

預計本月或明年初，美國最高法院將對《國際緊急經濟權力法》（IEEPA）適用性做出裁決，市場預期最高法院推翻特朗普關稅的概率達 70%-80%。若法院最終裁定利用 IEEPA 加征關稅違憲，將引發連鎖反應。特朗普政府不僅面臨退還約 1000 億美元存量關稅的潛在壓力，還將失去 IEEPA 這一最具靈活性與威懾力的貿易工具。在此背景下，需警惕特朗普政府尋求其他“極限施壓”路徑的可能，例如利用 IEEPA 中未受挑戰的

禁止交易”條款，以“全面貿易禁令”為威脅逼迫對手簽署協定，加劇市場不確定性，衝擊全球供應鏈與風險偏好。

### 5.2 通脹超預期反彈風險

美國關稅上調可能帶來通脹中樞的中長期抬升，若關稅對通脹的滯後傳導超預期，可能打亂美聯儲寬鬆政策節奏，引發全球流動性預期波動。此外，全球財政擴張、能源價格上漲、勞動力成本上升等因素也可能導致通脹粘性超預期，對權益市場估值與債券市場形成壓力。

### 5.3 AI 泡沫破裂風險

當前 AI 領域已顯現部分泡沫特徵，美股科技七巨頭推高了標普 500 指數的市盈率，前五大 AI 概念股在指數中的占比已達到 28%，集中度風險較高。若市場對 AI 企業盈利的預期搶跑過度，可能帶來階段性估值回檔，引發科技板塊大幅波動。

### 5.4 地緣政治衝突加劇風險

大國博弈背景下，地緣政治衝突頻發可能加劇資產價格波動。中東衝突若升級，可能導致國際油價飆升，推升全球通脹；同時地區的緊張局勢可能引發市場避險情緒，導致風險資產價格下跌；俄烏衝突若出現反復，可能再次擾亂全球能源與糧食供應鏈。

### 5.5 全球債務風險

美國債務占 GDP 比重已達 100%，利息支出高企帶來“財政主導”風險；部分新興市場國家債務水準高企，



再融資風險上升；中國地方政府隱性債務問題仍需化解。若債務風險爆發，可能引發金融市場動盪，對全球經濟與資產價格造成嚴重衝擊。

## 5.6 美聯儲獨立性喪失風險

這是 2025 年回顧中凸顯的黑天鵝風險。當前美聯儲主席熱門人選多為建制派，但若最終提名非預期人選（如 Scott Bessent），可能引發市場對政策激進寬鬆的擔憂，導致股債匯三殺。歷史數據顯示，總統與美聯儲頻繁互動會壓低短債利率、推升中期通脹，但對經濟增長無明顯提振。

## 5.7 區域性信貸風險

2025 年 10 月初，兩家區域銀行 Zion (ZION) 和 Western Alliance (WAL) 各披露了一筆“小額”信貸詐騙並提起訴訟。5000 萬撥備會導致 ZION（總資產約 890 億，CET1 資本充足率 11%）的 CET1 資本充足率下降大約 7bps，1 億撥備導致 WAL（總資產約 870 億，CET1 資本充足率 11.2%）的 CET1 資本充足率下降大約 17bps。實質性影響很小，但市場自然地將此與幾個月前宣佈破產的 First Brands 以及 Tricolor 兩家汽車產業鏈公司關聯，並懷疑區域銀行信貸資產品質。這一類區域性信貸風險事件，若再次在 2026 年遇到反復，則可能產生“多米諾骨牌”效應，累及市場情緒及資本市場表現。

## 六、結論

2026 年全球大類資產配置將呈現“盈利驅動、結構分化、多元配置”的特徵。全球經濟在增長放緩中展現

韌性，寬鬆貨幣政策與財政政策發力形成共振，AI 技術深化與綠色轉型帶來結構性機遇，同時也面臨通脹粘性、地緣政治衝突、債務風險、美聯儲獨立性博弈等多重挑戰。

在這樣的市場環境下，投資者應摒棄單一資產的單邊思維。權益市場聚焦盈利改善與政策紅利，重點關注 AI（需關注內部賽道的輪動）、新能源、消費升級、港股地產優質標的等主題；債券市場把握降息週期下的配置機遇，聚焦短久期、信用下沉、票息收益與階段性交易機會；商品市場關注貴金屬、有色金屬的結構性機會；外匯市場可佈局人民幣與非美貨幣的升值機會；另類資產則能有效分散風險，提升組合的風險調整後收益。

區域配置上，中國與美國作為核心配置區域，具備盈利支撐與估值優勢；印度與東南亞作為重點關注區域，受益於高增長與產業鏈轉移紅利；歐洲與日本適度配置，把握結構性機會；部分高風險新興市場則需謹慎對待。

風險控制是 2026 年資產配置的重中之重，投資者應通過分散配置、聚焦盈利與估值匹配的標的、配置避險資產、動態調整組合等方式，應對市場波動與潛在風險。不同風險偏好的投資者應根據自身的風險承受能力與投資目標，選擇合適的配置方案，在把握機遇的同時，守住風險底線。

潮平兩岸闊，風正一帆懸。2026 年的全球資本市場雖充滿挑戰，但更蘊藏著豐富的機遇。新的經濟週期、

新的技術變革、新的政策環境將催生新的投資機會。  
投資者只要把握核心邏輯，堅持價值投資與多元配置，  
就能在 2026 年的市場環境中實現資產的穩健增值。



12 月初至執筆時，由於資金輪動的關係，在多個美股板塊中，升幅最多的為金融板塊，因此在本期專題，我們打算先談談金融板塊的配置方法論，再談談目前是否適合配置金融板塊的時機。

首先，我們想強調的是，雖然我們日常常常談金融板塊，但實際上，金融板塊並非鐵板一塊，內裡實際上包含了不同行業，例如市場今年曾熱炒的 SoFi、Robinhood 等，都是屬於金融板塊，惟比較偏向金融科技類，同時，銀行、保險、券商、資產管理等，亦是屬於金融板塊，因此，由於內在的多樣性，我們對金融板塊很難泛泛而論，必須拆開細看。

因此在接下來的篇幅，我們會拆開商業銀行、保險、券商及投資銀行，這些占整個行業市值比較重的行業，來談談對金融行業的配置的方法論。

### 商業銀行該在甚麼時候配置？

先談商業銀行，商業銀行類的話，我們認為配置重點在於經濟週期及孳息曲線走向，為甚麼呢？簡要而言，我們認為商業銀行的核心，是存貸業務，存戶將錢存放在銀行，銀行再將錢拆借出去，賺取利差，存戶的存款，對銀行而言是負債，而貸出去的貸款，由於會為銀行產生收入，因此是資產，而存貸息差，則是銀行的利潤率。

而剛才提到的兩個宏觀變數，「經濟週期」和「債息曲線」，對銀行行業的重要性在哪呢？先說「經濟週期」，對銀行而言，經濟週期的重要性在於，其決定了銀行的「資產品質」和「資產增長速度」，如上文所言，我們都知道銀行是將存戶的錢貸出去，賺取利差，然而，貸款出去會否違約？能否如期還款？貸款



需求多不多？需否更優惠的條款才能把錢貸出去？這些都取決於經濟週期，如果經濟週期處於擴張期，貸款違約機會率便低（壞賬率低、撥備金額低），資產品質則高，同時，貸款需求亦高，變成銀行資產有增長之餘，資產質素亦高，反之，如果經濟開始進入衰退期，情況則是上述的相反，因此，「經濟週期處於哪個階段」，是配置商業銀行其中一個重要變數了。

而至於「債息曲線」，則和銀行的業務本質有關——銀行貸款做的是借短拆長的業務，從存戶處獲得短線資金（正如閣下存款部份是活期存款，定期存款相信也不會超過一年，因此對銀行而言，存戶的錢是短錢，短期要還的錢），同時長線拆借出去（如做一個五年期的商業貸款），賺取中間利差，而債息曲線的形狀，反映的正是長短端利率的差距——如債息曲線陡峭化（Steepening），代表長端利率高於短端，即銀行貸出去的錢，或投資進去的資產（如較長期的債券），回報高於需向存戶支付的成本，對銀行情況是有利了；相反，如果債息曲線是倒掛（短端利率高於長端利率），則除了反映借短拆長的利差收窄外，還暗示經濟有衰退風險，對銀行而言不是好事了。

最後，如果再考慮多一個非經濟因素的話，則可以把監管週期亦加進去一併考慮，簡要而言，如果監管週期是在放寬的話，代表銀行可以用相同資本做更多生意，屬利好，反之則屬利淡了。

### 保險行業，又應在甚麼時候配置呢？

接下來，我們再談保險公司，保險公司也有不同類型，如人壽保險公司（壽險）、財產及責任險公司（財險）

等等。我們粗略地談的話，會說投資組合管理對壽險公司更重要，承保及風險定價技巧對財險公司更為重要——簡要而言，壽險公司由於人壽保險的特質，業務是先收一段長時間保費（受保人年年繳交人壽保費），然後在受保人不幸身故時，向受保人賠付保額；而在大數法則下，死亡率是一個相對穩定的數字，同時，亦可看到壽險公司承保後賠付，是發生在相對遙遠的將來（正如受保人今天買壽險保單，賠付時是受保人離世時，應是較遙遠的將來），因此，在承保到賠付這一段長時間，壽險公司如何運用投資組合去賺取利差便變得相對重要，同時，由於壽險公司賠付是較遙遠的事，其投資組合也相對可以投更遠期的東西（如長債），因此壽險公司的投資組合的久期一般也較財險公司長了。

而就財險公司，雖然都是從事承保業務，但業務性質和壽險略有不同，簡要而言，顧名思義，財險公司就是做財產及責任保險生意的，而這些都是分年/分次買的，打個比方，如果一顆世紀名貴鑽石來港展覽，但展覽方擔心被盜，則可以找財險公司投保，一旦被盜則可獲得賠償——財險公司的承保及風險定價技巧，因此便變得非常重要，因為如果錯誤承保或為風險錯誤定價，很容易賠付金額便會高於保費收入了。因此，如果考慮宏觀因數的話，如債息曲線或利率的變化，對壽險公司影響更大，相反，如果是財險公司的話，宏觀經濟因素影響相對較少，行業因素的影響，如行業資本有否過剩，導致行業參與者會降保費搶市占率，或是否發生了巨災，保險公司集體提價，令競爭減少，可以更高保費承保，這些中觀因素對財險行業的影響更大於宏觀經濟因素了。

## 券商及投資銀行行業，甚麼時候是配置時機？

再接下來，我們簡要談一談券商及投資銀行行業，高度簡化地說，有關行業的投資框架就是方向與大市類同，大市上升，有關行業股價傾向上升；大市下跌，有關行業方向傾向下跌，同時，其波動幅度也傾向大於大市，背後原因也相當簡單，券商及投資銀行業，業績和 IPO、並購活動、自營盤交易等正向相關，當大市表現好時，IPO、並購活動等自然相對活躍，同時，自營盤交易亦有機會錄得更高回報，其業績自然傾向更好，並驅動股價上升；同時，如果大市表現差，上述各項資本市場活動轉弱，有關行業表現自然較弱，會拖累股價了。

## 有了上述框架，美股金融板塊目前可配置嗎？

那有了上述分析框架，我們目前對金融板塊的觀點又是怎樣呢？先大而化之地談，從上述的框架我們可以看到，金融板塊是一個順週期板塊，表現和經濟週期相關度較高，經濟好則表現相對好，經濟差則表現相對差，因此在操作時，如果衰退風險增加，金融行業不是一個應配置的行業（這也很符合直覺和常識），相反，如果認為經濟已到了衰退期末段，並將進入擴張期，則應要配置金融板塊。

而如果按上述框架拆分來看的話，可以看到基本上金融板塊中的主要子行業，目前情況均是偏向正面的——就著商業銀行業，目前經濟週期處於擴張期，如以信用利差來看，衰退風險也基本可控，同時，債息曲線近期亦有所陡峭化（Steepening，實際上，如果看銀行行業的股價表現，可以看到其股價走向和長短債利

差是正相關的），因此，商業銀行整體方向應屬買入或持有，即方向是偏向多方。

而就保險業，就著壽險，債息曲線陡峭化對其屬於有利，主要是在於如債息曲線陡峭，其新收保費在投資上可以獲得更高回報之餘，其債券組合中已到期的債券，在再投資時亦可獲得更高回報，同時，由於壽險公司的負債久期（壽險公司簽出的保單即為其負債）通常較其投資組合為長，雖然債息曲線陡峭有可能令投資組合的帳面值下跌（假如債息曲線陡峭化是因為長端利率絕對值上行而導致），但同時，壽險公司的負債現值（present value）亦會因利率上升而帶動折現率上升而下跌，在此情況下，債息曲線陡峭化的趨勢，對壽險公司偏向利好，或最少不是利淡了。

而就財險公司，根據產業資訊，由於資本開始充裕，多了資金進入市場，保費有下行壓力，因此方向偏向中性。而就券商及投資銀行，則如上述框架所言，方向與大市高度正相關，屬於高貝他（beta）類資產，而在目前美股指數還處於高位，資本市場活躍程度高，同時展望相對正面的情況下，其方向應是買入/持有了。

因此，總體而言，綜合上文觀點，我們可以看到不論是整體金融板塊（順週期），或是各個子行業，展望的基本面方向均是偏正面，最差的情況也只是中性，在此情況下，認為金融板塊值得配置了。惟主要問題是目前以標普 500 金融行業指數作為代表，其目前預期市盈率高於 5 年平均 1.5 個標準差，預期市賬率則高於 5 年平均 2 個標準差，在這樣的情況下，採取回檔

吸納的方法，並聚焦於銀行板塊及券商板塊，或為一種較可考慮的做法了。





在對 AI 熱潮可持續性的擔憂加劇下，11 月和 12 月中，美國科技股都經歷了一波調整。部分分析師甚至擔憂，這輪下跌可能演變稱一場至少 10% 的全面回檔。

**那麼，市場對美股 AI 泡沫的擔憂合理嗎，這種擔憂又會如何影響投資呢？**

**首先，我們來看看幾個事實。**

**第一，自 ChatGPT 推出以來，美股的盈利增長全部與技術有關。**最近幾個季度，美股盈利增長主要集中在 Mag 7 和科技領域，該行業貢獻了總盈利增長的近 90%。美國股市表面繁榮，但背後隱藏著顯著的結構性分化。標普 500 指數的漲勢幾乎完全依賴“七大科技巨頭”（蘋果、英偉達、微軟、亞馬遜、特斯拉、Meta 和 Alphabet），而其餘 493 家成分股的表現遠遠落後。

**第二，美股交易集中度達到歷史極值水準。**標普 500 的前十大權重股，幾乎全是 AI 科技巨頭，市值占比超 44%，創 1990 年來新高。Jefferies 數據顯示，標普 500 等權重指數（反映普通股票平均表現的指標）相對標普 500 指數的折價已超過 25%，凸顯出市場集中度的極端化。

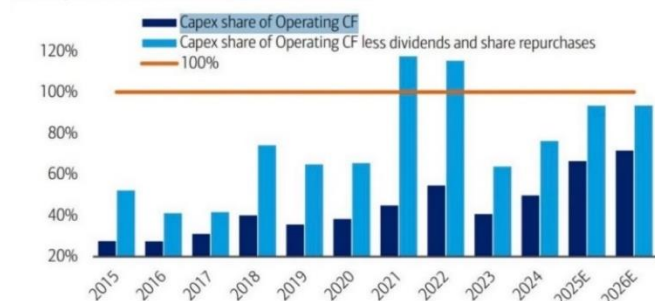
**第三，市場預測 25/26 年 AI 領域的資本開支是持續上行。**市場預計主要 AI 超大規模廠商（亞馬遜、穀歌、Meta、微軟及甲骨文等公司）的 2026 年資本支出從 2025 年初的 3140 億美元攀升至當前的 5180 億美元，同期的 2025 年支出預測也從 2810 億美元調高至 4000 億美元。2025 年上半年美國 AI 相關投資季比折年增速連續兩個季度達到 30% 以上，而其他投資則因為不確定性等因素而偏弱。

**第四，再繼續擴大 AI 投入將可能觸及“現金流極限”。**下圖深藍色柱子，是資本支出占“經營現金流”的比

例（Capex share of Operating CF）；淺藍色柱子，是資本支出占“經營現金流減去股息與回購”後的比例（Capex share of Operating CF less dividends and buybacks）。可以看到，企業的現金流的增長，幾乎趕不上投資節奏，再繼續擴大 AI 投入將可能觸及“現金流極限”，這也是為何，很多大廠，在加速發債募集資金的原因。

圖表 1：資本支出/經營現金流比例

Exhibit 15: Companies may be reaching a limit on how much capex they can fund purely from CFs. Consensus estimates show AI capex reaching 94% of operating cash flow less spending on dividends and share buybacks in 2025 and in 2026, up from 76% in 2024.



Note: aggregate volumes for the following companies: AMZN, GOOGL, META, MSFT, ORCL.  
Source: BofA Global Research, Bloomberg, Visible Alpha.

數據來源：BofA Global Research

第五，從經濟結構來看，美國經濟早已被 AI 綁架。今年上半年 GDP 平均增長 1.6%，但其中的 92%——即 1.5%，完全是由 AI 投資貢獻的。其餘行業加起來，只有 0.1%，幾乎毫無增長。

而目前，市場對 AI 領域的擔憂主要集中在以下幾方面。

### 第一，AI 收入規模低於市值增加和資本開支，AI 投資率是否可以持續？

2025 年以來，AI 相關企業市值大幅增長，截至 10 月 31 日，累計增加 4.9 萬億美元，而未上市公司市值在過去 12 個月也增加 1 萬億美元。但直接來自 AI 的收入遠不及市值的增加。例如 OpenAI 當前的年化收入僅為 130 億美元（估值為 5000 億美元）。AI 相關企

業高估值的背後支撐因素是 AI 的潛力以及未來的商業化前景。從商業前景看，AI 能否帶來足夠收入存在較大不確定性。雖然 AI 帶來的收入增長迅速，但當前的收入規模遠低於數千億美元的相關資本支出。目前，AI 基礎設施投資的資本支出占 GDP 的比率超過了以往所有繁榮時期。

### 第二，AI 投資規模是否過大？——AI 巨額投入與微薄收入的巨大缺口如何彌補？

2025 年以來，AI 領域資本開支快速增長，2025 年上半年 AI 融資額已經超過 2024 年全年，而 OpenAI 近期與一系列機構達成的交易，涉及投資規模超過 1 萬億美元。根據貝恩諮詢的預測，為支持 AI 相關投資，2030 年 AI 行業需要產生近 2 萬億美元的年收入，而根據當前趨勢推算，屆時收入缺口將達到 8000 億美元。

圖表 2：AI 領域投資缺口測算

貝恩諮詢預測到 2030 年需 2 萬億美元收入才能支撐算力需求，存在 8000 億美元缺口



數據來源：貝恩諮詢

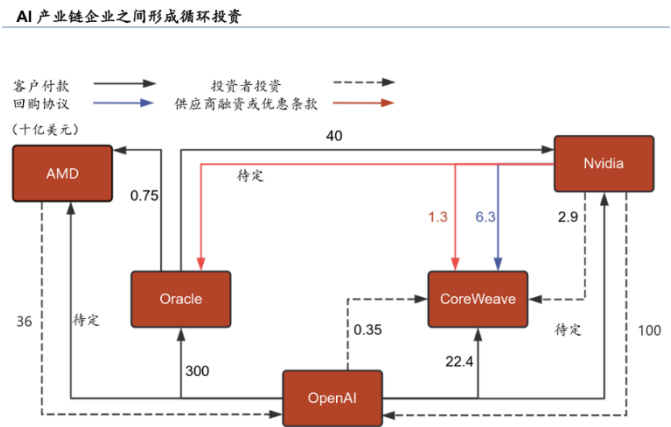
### 第三，科技巨頭信用違約的擔憂。

近期科技巨頭在密集發行巨額債券：今年，人工智慧相關公司已發行債券，規模達到創紀錄的 1410 億美元，部分債券期限甚至長達 40 年！而大型科企並非財力雄厚。大型科技公司在人工智慧領域的激烈資本開支競賽，已開始侵蝕其自由現金流，導致該指標與持續增

長的淨利潤之間出現顯著背離。甲骨文的負債權益比已高達 500%。這導致 Oracle CDS 信用違約互換（CDS）價格暴跌。

**第四，AI 企業“迴圈交易”是一個危險的金融內迴圈。**當前美股 AI 板塊的核心問題，在於形成了一個“高投入-高估值-更高投入”的自我強化“迴圈交易”閉環。2025 年 AI 產業鏈上游（晶片）、中游（模型研發）與下游（算力基礎設施）之間出現了愈發緊密的資金與需求雙重迴圈，典型案例包括英偉達（NVIDIA）、OpenAI 以及甲骨文（Oracle）之間的交叉投資與訂單綁定模式。現在美股 AI 的超高景氣，基本都綁定在 openAI 一家公司，包括不限於英偉達、甲骨文、AMD 等，所以當前整個 AI 行業股價的堅挺，需要 openAI 的發展能夠持續超預期。但是這種手牽手的互相捆綁，風險係數極高。資本自我迴圈、反復放大，若 AI 商業變現未能在短期內兌現，一旦這些節點中有一個脫節了，整個產業鏈可能出現“多米諾式”調整，導致集體崩潰。

圖表 3：AI 迴圈投資



數據來源：華泰證券

那麼，應該如何看待有關 AI 泡沫的爭議呢？

**一、不可否認 AI 企業有泡沫，但泡沫有其合理性。**

歷史上，影響廣泛全社會生產力革命、重大技術創新都伴隨著投機性繁榮（例如“咆哮的二十年代”以及互聯網泡沫），甚至出現趨於泡沫化的階段。每次技術浪潮出現後，投資者往往相信世界進入“新時代”，傳統估值規則失效，這種“新時代敘事”會放大市場繁榮，也掩蓋真實風險。從事後看，技術確實能在長期提升生產率和社會財富，但短期內，市場常被非理性情緒主導。

**二、泡沫何時破滅存在不確定性，一般發生在當宏觀金融條件或敘事發生變化時。**

歷史上看，泡沫何時破滅存在不確定性，利率上升、盈利預期落空、監管變化等都可能是觸發泡沫破滅的原因。由於破滅的時點卻存在較大不確定性，市場價格能夠在明顯脫離基本面的情況下持續上漲很長時間。

**三、參考歷史經驗，考慮到 AI 相關投資的高增長趨勢目前看還在持續，目前就算有泡沫也只是在初期。**

**第一，AI 是一種通用技術，如果能夠在經濟中普遍應用，有提高勞動生產率的潛力。**

**第二，AI 投資規模是否過大不能簡單與歷史進行類比，目前科技巨頭大多是基於真實需求上升而加碼投資，而金融市場對企業擴大開支也仍然有約束。**從主要上市公司的資本支出占 GDP 之比來看，Meta、亞馬遜、穀歌、微軟未來資本支出占比將超過互聯網泡沫時期電信服務公司。但是上述資本開支強勁增長背後是企業所面臨需求的真實上升。此外，金融市場對於企業增加資本開支也仍然有約束。雖然穀歌和臉書 2025 年第三季度的業績均超預期，且加碼資本支出，但穀歌在財報公佈後上漲 3%，而臉書則下跌 11%，背後的重要原因是臉書是美國科技巨頭中唯一一家 2026 年自由現

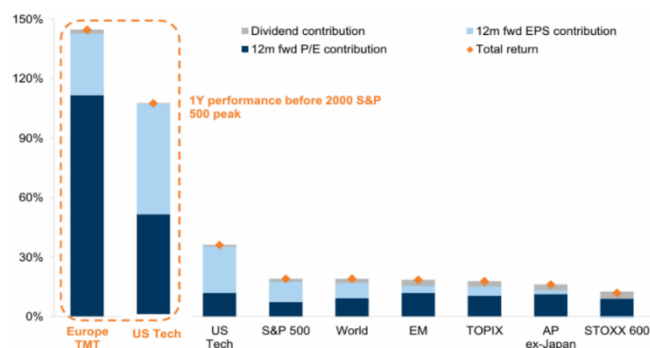


金流將轉負的企業，顯示資本市場對於科技巨頭資本支出仍然施加約束。

**第三，美國市場的估值相對於其歷史而言雖然處於高位，但科技股的估值卻還遠沒有達到互聯網泡沫的峰值。**高盛通過將過去科技股的回報分解為盈利、估值和股利貢獻後發現，2000 年互聯網泡沫峰值時，除了盈利之外，還有比今天要大得多的估值上升。尤其是對於歐洲電信股來說，估值上升甚至更陡峭，回報幾乎完全由估值而非盈利驅動。而當下“七巨頭”的 24 個月遠期市盈率中位數為 27 倍，如果排除特斯拉（其市盈率遠高於其他公司），則為 26 倍，僅是 1990 年代末最大 7 家公司等效估值的一半；PEG 比率更是遠低於 1990 年代末的水準。**因此估值曲線雖然看起來有些陡峭，但只要盈利沒有令人失望，那麼就不會產生大規模的泡沫。**

最後，還沒有觀察到 AI 投資熱潮顯著推高其他經濟部門的風險偏好。如果 AI 投資熱潮刺激經濟中其他部門風險偏好明顯抬升，可能像歷史上其他泡沫一樣，導致出現大範圍資產價格上漲以及過度的杠杆累積，從而加劇系統脆弱性。

圖表 4：AI 時代與互聯網泡沫相比科技股估值



數據來源：Goldman Sachs

**第四，資產價格的快速上漲並不直接意味著泡沫的產生。**今年國防類股票也產生了可觀的回報，而歐洲銀行股在過去幾年的表現甚至超過了美國科技股，但市場卻並沒有產生對其產生泡沫的擔憂。因此，價格上漲的速度並不是泡沫產生的充分條件。只有當股價所代表的相關公司總價值超過它們可能產生的未來潛在現金流時，泡沫才可能形成。站在當下來看，股價的快速上漲更多反映的是強勁而持續的盈利增長，而非對未來過度的投機。

事實上，與互聯網泡沫時期相比：本輪 AI 投資只持續了 2 年，占 GDP 的比重只有 0.5%；而當年網際網路的投資週期，則持續了 6 年，最高占到 GDP 的 1.5%，時間和規模相差較多。

**從傳統上泡沫破滅的觸發因素進行類比，目前也不具備傳統意義上觸發金融市場預期劇烈調整的宏觀條件。**

(1) 從利率來看，雖然美國整體利率水準較高，但是聯儲仍然處於降息週期之中，預計 2026 年前聯儲將再降息 2-3 次貨幣政策整體維持支持性環境。

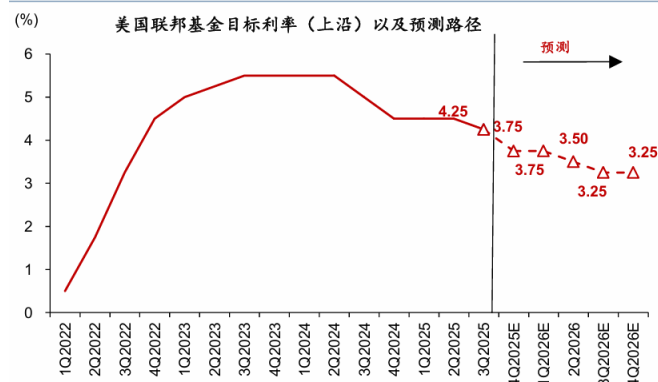
(2) 從政策來看，特朗普上臺後整體上放鬆了對 AI 的監管，不太可能出臺全域性的嚴苛監管。

(3) 從需求角度看，市場需求旺盛，AI 算力至今仍是稀缺資源，尚未觀察到明顯的產能過剩跡象。

綜合來看，在盈利持續兌現、流動性相對寬裕、供需格局緊張的背景下，即使短期市場對相關領域已經計入較為樂觀的預期，預計金融市場預期不會出現劇烈調整。

圖表 5：美聯儲降息路徑預測

我們預計聯儲未來仍有降息 2-3 次



數據來源：華泰證券

### 那麼，有關 AI 泡沫的爭議會如何影響投資呢？

往前看，未來 1-2 年 AI 投資預計維持高強度。科技巨頭 2026-2027 年仍在繼續加碼資本開支：根據美國科技巨頭（微軟、谷歌、亞馬遜、Meta）的三季度指引，2026 財年合計資本開支預計將達到 4700 億美元，增速約 28%，絕對值仍處歷史高位；2027 財年資本開支也將進一步上升至 5100 億美元；且從過去兩年的經驗看，資本支出也存在繼續加碼的可能。此外，AI 應用滲透率仍有空間：美國企業對 AI 的採納遠未飽和。

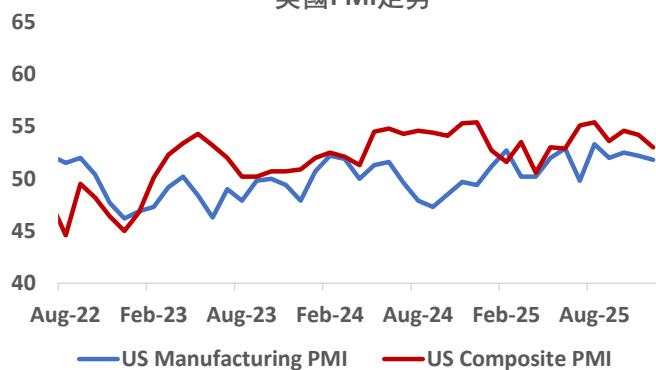
各大投行對互聯網巨頭的估值模型，能代表市場預期，所以關鍵參數是一定要關注的。對於激進的 meta，華爾街也認為它 2027 年 capex 增速從 26 年的 70% 大幅下降至 15%。所以，本身市場大資金的預期，就是這波硬體軍備還有 1 年左右的視窗期。

未來的一年，漲幅還是會有，但會動盪很多，確實需要提高警惕，但短期不用太悲觀。AI 肯定是一個長期趨勢，但是實現 AI 的商業化需要一個艱難的過程。

## 美國

### 失業率攀升反映美國就業市場疲軟

美國PMI走勢



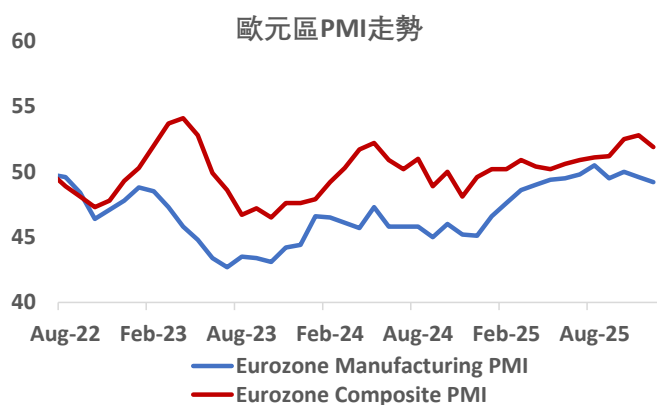
來源：Bloomberg

- 美國經濟正呈現“增長溫和修復、就業持續疲軟、通脹逐步降溫、政策路徑分化”的格局，2026 年整體將維持弱復蘇態勢，風險與機遇並存。
- **就業市場：表面回暖難掩深層疲軟。** 2025 年 11 月新增非農就業 6.4 萬人超市場預期，但核心數據暴露隱憂。10 月新增非農為 -10.5 萬人，導致 10-11 月合計負增長 4.1 萬人，且 8-9 月數據下修 3.3 萬人，前 9 月累計下修達 55 萬人。失業率從 9 月的 4.4% 跳升至 4.6%，超出預期。展望 2026 年，預計月均新增就業約 6.4 萬人，失業率將維持在 4.5% 左右，就業市場結構性疲軟態勢難改。
- **企業活動：擴張動能明顯放緩。** 2025 年 12 月美國經濟擴張節奏降溫。其中製造業 PMI 初值 51.8 降至五個月低點，服務業 PMI 初值 52.9 為六個月最低，兩大板塊均未達市場預期，反映經濟增長動能正在減弱，企業對前景謹慎情緒升溫。
- **通脹與政策：通脹降溫但政策分歧加劇。** 通脹壓力持續緩解，2025 年 11 月核心 CPI 同比上漲 2.6%，創 2021 年初以來最低，3 個月年化 CPI 接近美聯儲 2% 目標。但政府停擺導致數據獲取受擾，部分官員擔憂通脹被低估。貨幣政策方面，美聯儲 2025 年已三次降息，2026 年降息路徑分歧顯著，多數投行預測全年降息 50 基點，但也存在維持利率不變甚至加息的預期。
- **增長前景：增速上調但風險猶存。** 多數投行已將 2026 年 GDP 增速預期上調至 2%，消費與企業投資是主要支撐。但關稅政策衝擊被視為最大下行風險，可能拖累增速至少 0.25 個百分點。



## 歐洲

### 歐元區 12 月製造業 PMI 加速萎縮



來源: Bloomberg

- 歐元區 12 月製造業 PMI 加速萎縮，德國創 10 個月最差表現，法國意外重回擴張區間。歐元區 12 月綜合 PMI 指數從 11 月的 52.8 降至 51.9，為三個月來最低水準，主要受製造業重新陷入收縮和服務業增長放緩拖累。
- 歐元區 12 月服務業 PMI 商業活動指數降至 52.6，低於前值 53.6，連續第七個月擴張但增速放緩。製造業產出指數跌至 49.7，結束九個月增長勢頭。製造業 PMI 降至 49.2，創八個月低點。
- 德國私營部門進一步失去動力，綜合 PMI 降至 51.5，為四個月最低水準。製造業產出重返收縮區間，PMI 跌至 47.7 的十個月低點，新訂單停滯不前。法國私營部門經濟在 12 月基本停滯，綜合 PMI 降至 50.1，為兩個月低點。儘管製造業 PMI 從 47.8 大幅升至 50.6，為四十個月高位，但是服務業 PMI 大幅降至 50.2，拖累整體經濟活動。

## 中國

### 中國經濟數據欠佳，擴大內需為首要任務



來源：Bloomberg

- 整體看，中國 11 月經濟表現除了出口較強，大部分指標呈現加速下滑跡象，尤其是消費和投資，其中：消費連續 6 個月下滑，社零同比 1.3%創近 3 年最低；固定資產投資累計同比連續 3 個月為負，當月同比連續 6 個月為負（10 月和 11 月連續下滑-12%）。1-11 月固定資產投資同比-2.6%，較前值回落 0.9 個點，低於市場預期的-2.2%，11 月固投當月同比-12.0%，連續 6 個月為負。地產、基建、製造業三大投資分項也明顯走弱。11 月地產投資同比-30.3%，製造業投資同比-4.5%，廣義基建投資同比-11.9%。11 月工業增加值同比 4.8%，較前值回落 0.1 個點。
- 在此背景下，中央經濟工作會議定調明年工作方向，擴大內需和刺激消費被放於首位。

## 樂觀中保持審慎

在執筆之時，正處於進入 2026 年的前夕，因此，本期的股票文章重點會在於展望，談談一些對 2026 年的投資想法，而非回顧了。

先說大市方向。就著股票這個資產類別，如果全球來看，目前的觀點仍還是偏多，主要是環球股市今年進入了系統性牛市，全球大部份股市均是升的，如拆開來看，中間固然有流動性寬充裕的因素，也有環球經濟處於擴張期的因素，也有美匯走弱的因素，然而，總的來說，目前還未看到牛市完結的跡象——以 MSCI 環球指數 (MSCI AC world Index) 作代表，目前離歷史高位不足 1%，同時三天前才創過歷史新高，從資金流角度看，上升趨勢未有衰竭跡象，唯一美中不足的是部份估值相對較高，同時受資金追逐的股票，近日表現有轉差跡象，反映資金承擔風險意願轉弱，惟有關現象並非完全負面，因從整體盤面看到資金並非流走，只是流往了其他板塊，即市場應還有力再創新高；而從環球高收益債券角度來看，情況亦是傾向正面——目前信用利差維持在相對低位，反映全球經濟衰退風險有限，在此情況下，考慮到市場未見到有明顯缺憾因素，且環球經濟仍處於擴張週期，貨幣條件亦是仍相對寬鬆，認為對環球股市的觀點不能過份悲觀，對短期回檔要有心理準備，但方向上仍然應作偏多看待了。

那進一步而言，就著不同細分市場，尤其是美股，我們的觀點是怎樣呢？同時，有甚麼策略呢？簡要而言，如展望 2026 年，我們對美股的取向目前仍然是偏多。

首先，如我們過往專題有所提及，在長線方面，根據歷史數據，若聯儲局在美股接近歷史高位（相差不足 2%）時啟動減息，接下來一年標普 500 指數的回報率 100% 均為正數。而有關前提已於今年 9 月滿足（聯儲

局今年 9 月減息，當時標普 500 指數離歷史高位少於 2%），因此長線（即以一年作為時間框架）而言，對美股持的看法偏向正面；

而在中短線方面，我們曾對 2009 年以來的牛熊週期進行統計，自 2009 年以來，出現了 9 次符合我們定義的牛市（即 50 天線升穿 200 天線），而牛市平均持續 462 個交易日，如以平均時間長度來計算，本輪美股牛市於 2027 年 4 月 8 日才會完結，即使是用最短的 203 個交易日計算，本輪牛市於 2026 年 4 月 10 日才會完結；以此推算，即使本輪牛市於最快情況下結束，也會持續到在明年 4 月左右，意味在此之前，最少短期內市場仍屬牛市階段了，逢回檔買進是主基調了；

更進一步地說，如我們早前的回測結果所顯示（就詳細推論可看 10 月月報專題），統計不同的牛市週期，標普 500 指數的價格，于牛市期間，有 74% 以上的時間均在 50 天移動平均線以上，同時，即使跌破 50 天線，在最差的情況下，亦只會處於 50 天線下 6.5% 左右，換而言之，如標普 500 指數跌破 50 天線，應是吸納時機了；而即使從基本面角度，美股亦未見有轉勢風險，包括參考市場的估算，2026 年自然年，相較 2025 年，盈利仍處於擴張週期之餘，亦有約 14% 的增長，在此情況下，基本面對股市上行有支持；另一方



面，如看宏觀指標的話，最重要的非農數據整體仍維持增長趨勢，因此我們維持對美股看多的觀點了；

而在有關前提下，對美股我們應怎樣操作呢？需要擔心美股有泡沫嗎？

我們先簡要談談對美股有沒有泡沫的擔心，然後再談談在有關背景下，認為應如何操作——就著美股泡沫論，主要的爭論點是在於人工智慧到底有沒有泡沫，當然正反論點都有，我們也不一一論述，只提供一個視角：首先，甚麼是泡沫？資產價格與其未來收入不相稱，便是泡沫，以物業為例子，一個每年租金收入一萬的住宅，賣價一千萬，租金回報率是 0.1%，那除非有特別原因，不然在目前時代背景下，價格大概率為不合理，可能有泡沫，那人工智慧行業的情況又是怎麼樣？我們認為可以分行業層面和個股層面去思考——首先，就行業層面，大家不妨做個思想實驗，我們今天站在 2025 猜想，十年後 2035 會是怎麼樣？能猜到嗎？2035 很多地方會否已變成自動駕駛城市？會否有開始普及化的機器管家？人工智慧的智力會否已超越人類，並帶領作出新的科學突破？如果答案是「不知道，但覺得有可能」甚至是「很可能」，則可以再想想，假設閣下身處 2010 年（iphone 面世後一段時間），思考十年後即 2020 年的世界，會作出社會有如此大變化的想像嗎？可能不會。這意味甚麼？這意味著人工智慧的出現，為人類社會帶來甚麼具體影響，目前是不確定性的，但會帶來巨大影響——遠大於智慧手機面世帶來的影響，則是相對確定的而單是智慧手機一個潮流，已產生了不少偉大的投資機會了（沒有智慧手機，Meta、Netflix、UBER、騰訊等的市值不會是今日的水準），因此，人工智慧作為一個產業趨

勢，影響是巨大的，但在資本市場上如何體現，哪家公司能抓住有關趨勢，成功變現，則在此刻是相對不確定，亦因此，去到投資層面，我們認為：

(i) 人工智慧這個產業趨勢是存在的，它不是一個子虛烏有的概念，而是實際會對人類社會構成影響，只是用甚麼方式體現不確定；

(ii) 部份人工智慧公司，例如人工智慧應用，例如核能，以估值去看，或對未來寄予了一定想像，但目前情況，相對 10 月時，估值已沒有那麼誇張，即想像已沒有那麼瘋狂；

(iii) 然而，如果看部份龍頭，例如超大型雲端服務供應商（Hyperscalers），目前估值是否非常不合理？目前公價是大約 30 倍預期市盈率，但如果閣下相信將來還是需要更多算力，那對於主要的數家雲端服務供應商，如有充份回檔應還是有考慮配置的價值；

(iv) 同時，如果看部份人工智慧資本支出繞不過的企業，例如 GPU 龍頭企業、ASIC 龍頭企業、半導體先進制程企業，如果算力的需求還是會發展，則有關企業應還有增長空間，尤其是個別 ASIC 龍頭企業、半導體先進制程企業；

(v) 在此情況下，如果認為個人投資能力高，能慧眼識英雄，固然可以買前景相對不確定，但前景一旦能實現，將帶來高回報的企業；然而，如果真的擔心人工智慧泡沫，那尋找相對低位買一些相對具有確定性

的人工智慧龍頭大企（如上述那些），則亦不失為一個方向；

(vi) 當然，作為一個健康的組合，行業上其實不應太集中，在此情況下，如我們專題所言，金融板塊在方向上，亦是其中一個可考慮以配置的板塊，惟亦是回檔吸納較佳了；

(vii) 再進一步而言，上述的選板塊以至選股，主要是建基於美股仍處牛市的前提，這個也是我們開篇有論述的，惟如美股有轉熊的跡象，也要管理好相關風險了，但這個只能持續觀察，目前我們對美股看法仍然是偏多；

那對港股，我們的觀點是怎樣呢？簡要而言，在全球系統性牛市下，我們認為港股隨非有特別因素，否則不應成為例外。然而，就著港股，有一些觀察可以和大家分享——以估值而言，標普 500 指數的預期市盈率約為 25.53 倍，恒指目前的市盈率則約為 12 倍，當然，這其中包含了成份股的質素、潛在市場空間等原因，不能說 12 倍就是便宜，25 倍就是貴，如果是和自身比較，標普 500 指數目前的市盈率高於 5 年平均約 1.5 個標準差，恒指則只高於 5 年平均 1 個標準差；當然，如用預期市賬率去看的話，目前恒指已處於 1.34 倍，則亦是高於歷史平均約 1.5 個標準差，在此情況下，能否說港股非常便宜呢？似乎也不盡然，換句話說，雖然港股目前跟隨全球，或仍處於系統性牛市，然而，相較於年初時，有便宜作為賣點（年初時港股預期市盈率低於 5 年平均一個標準差），有關賣點目前已不明顯了，這是其一；其二，則是從資金流角度可以看

到，自從進入了 2025 年第四季後，港股顯得特別弱勢——MSCI 環球指數期內升 1.83%、MSCI 新興市場指數升 0.49%、MSCI 新興市場（中國除外）升 5.08%，然而，恒指期內是跌 6.03%，MSCI 中國則是跌 8.93%，可以看到，自第四季以來，環球市場、新興市場，以至新興市場（中國除外），基本上都是升的，然而只有中港市場獨跌，雖然沒有明顯原因解釋，但在資金面走弱的前提下，投資者也應該小心管理風險了。更進一步而言，我們都知這港股的往績，長期而言屬於區間市場——即使今年港股表現相當優秀，但無可否認目前還是低於 2021 年 31,084 的高點，而事實上，即使是 2007 年的 31,638 高點，亦是高於目前的恒指水準，這反映不計算股息，只計算價格的話，港股長期而言屬於一個區間市場，而非一個會持續破頂的市場，在此情況下，即使持有牛市的觀點，投資者也應該審慎而為，在不同的價格水準適當地調整倉位了——如果是一個持續破頂的市場，其容錯空間是相對大的，即使在相對高位沒減倉，只要持貨等待還能創新高並賺錢；但如果是一個長期區間市場，其容錯空間則相對低——如果在相對高位還是滿倉，一旦高點出現，則可能要等待一段長時間組合才能重回正數了，而就著有關風險，我們認為有港股曝險的投資者也要注意了。而在港股市場中，如我們早前所言，比較穩當的應是高股息股，除了其業務特性（一般而言，高息股的業務會相對成熟，有較穩定但不高速的增長）加上股息率能對其下行空間構成限制外，境內資金由於低息環境，需要尋找能穩定給予高息的投資產品，而港股的高股息股正好能滿足有關需求，在此情況下，港股中的高息板塊，應是在基本面及資金面方面均較能抵抗潛在逆風的了。

# 債券

## 管理好久期風險為重中之重

向前展望 2026 年，就著債券，開門見山地說，我們仍然是偏好短存續期投資級別債券。我們先說一說我們的思考框架，再簡單談一談現狀及展望為何令我們有有關判斷。

先說框架，我們以往也曾提及，就著債券，本質其實相當簡單，投資債券就是貸款予發債人，只要對方不違約，便會還本付息予閣下，國債就是由政府發行的債券，還本付息取決於政府的財政狀況（赤字？盈餘？）及鑄幣能力（印鈔還債）；企業債就是企業發行的債券，還本付息取決於企業的現金流，相較於股票是投資於企業的盈利前景，債券是投資於發債人的償付能力，這就是債券的本質。而基於以上本質，我們可以進一步細化——就著償付能力，這部份是信用風險；同時，由於債券可以在二級市場買賣，因此利率變化會影響其價格，這部份則是利率風險，久期愈長的債券，受利率的影響便愈大，這部份是風險也是機遇——持有長久期債券，看對利率走向可以賺很多，看錯邊則可以輸很多，所謂投資債券，簡化而言，不外是管理好信用風險和利率風險而已。

而如根據信用風險和利率風險去劃分，可看到債券可分為四類——短久期投資級別債券，長久期投資級別債券，短久期非投資級別債券，長久期非投資級別債券；而在以上四者中，有一類是我們整體傾向不考慮的，其為長久期非投資級別債券，原因為何呢？簡要而言，債券由於投資物本身的特性，其最大回報不外是能還

本付息，最差情況則是違約導致本金全數虧蝕，而長久期非投資級別債券，特色除了利率風險高外（因為長久期），信用風險也高（一來是非投資級別債券，二來是還款日較遠，這麼遙遠的日期，發債人能否還款較難斷），在此情況下，結合債券「贏小賠大」的特質（決定正確最多是能成功獲取本息，錯誤則損失全部本金），長久期非投資級別債券一般不應在考慮

之列了；那餘下的三類應如何取捨呢？簡要而言，我們認為，如果認為接下來，長端利率會快速下降的（例如衰退情景），則長久期投資級別債券因為能受惠於長端利率的快速下行，是值得考慮的了；而就短久期非投資級別債券，我們認為在經濟環境尚可，想透過承擔額外信用風險，以獲取更高債息率時，我們認為可以考慮；而就短久期投資級別債券，我們則認為在短端利率處於下行趨勢，且其債息率相對可接受時，亦可以考慮。

## 短久期優於長久期，投資級優於非投資級

那根據目前市場的情況，我們的偏好是怎樣呢？我們的排序是**短久期投資級別債券（Short duration IG）**優於**短久期非投資級別債券（Short duration High Yield）**，再次則是**長久期投資級別債券（Long duration IG）**，排最後的則是**長久期非投資級別債券（Long duration High Yield）**。



為甚麼會如此排序呢？簡要而言，我們對明年市場的觀點，認為美聯儲減息週期仍會繼續，短端利率還有下行空間，因此對於短久期債券而言，不論是投資級別還是非投資級別，最少利率走向不會對其債價構成逆風。

而所以比較偏好投資級別債券，在於目前雖然是處於減息週期，但絕對利率仍然相對較高，為可接受的水準，同時在短端利率下降的前提下，除了收取利息回報外，債價亦有上行空間，在此情況下，我們認為短久期投資級別債券（Short duration IG）屬於配置的首選了。而排第二的則為短久期非投資級別債券（Short duration High Yield），選這個排第二，在於信用風險和利率風險的權衡取捨——相較於短久期投資級別債券（Short duration IG），短久期非投資級別債券（Short duration HY）及長久期投資級別債券（Long duration IG），都會有較高的收益，但前者主要是來自信用利差，後者則主要是來自期限溢價，而根據我們的判斷，我們認為明年經濟衰退的風險有限，整體環境仍是比較有利於風險資產，因此，我們相對寧願了承擔信用風險，去獲取更高回報了。

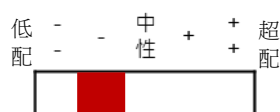
同時，就著長端利率，我們反而覺得不確定性比較高，因此將表現相對受長端利率影響的長久期投資級別債券（Long duration IG），排在第三位了。簡要而言，短端利率由於主要受聯儲局政策利率所影響，在減息週期維持下，下行空間大於上行空間，然而，長端利率主要是由市場決定，而在目前情況下，市場似乎對明年聯儲局主席換人後（換成一個親特朗普的聯儲局主席），聯儲局的獨立性會否受到影響抱有懷疑，在此前提下，我們看到近日債息曲線出現了陡峭化，長

端利率的絕對水準亦有所上升了，當然，在2026年，長端利率的具體走向如何，上行空間及下行空間分別有多少，尚需時間觀察，然而，正由於存在有關不確定性，我們不希望承擔過多利率風險，因此偏好短久期非投資級別債券（Short duration HY）多於長久期投資級別債券（Long duration IG）了。當然，如上文所言，對長久期投資級別債券（Long duration IG）而言，利率變化既是風險也是機遇，對善於擇時的朋友，操作長久期投資級別債券（Long duration IG）以獲取資本回報，實際上亦並無不可了。

# 外匯及商品

美聯儲 12 月如期降息，並且重啟擴表，預計明年仍有兩次減息機會。日本央行 12 月加息，高通脹和弱日圓背景下支持日本明年繼續加息。歐元區通脹回升，歐央行暫停減息步伐。澳洲高通脹和經濟復蘇支持明年開啟加息。黃金仍有長期配置價值。

## 美元



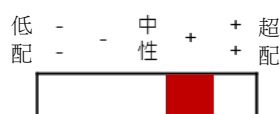
降息週期延續，100 為美元強阻力位

- 2025 年 12 月 10 日，美聯儲降息 25bp 至 3.5%—3.75% 的利率水準。整體看，本次會議的基調中性略偏鴿。發言整體未見超乎尋常的鷹派表述，反而是強調了當前絕不存在加息的可能。美聯儲對就業的表述進一步弱化，並暗示將重啟擴表；但上調經濟預測，同時點陣圖仍維持 2026 年僅降息 1 次。鮑威爾也表示可以等待更多數據再做決策，反映出美聯儲對進一步降息仍偏謹慎。預計後續美聯儲的決策依舊是數據依賴的，只要就業市場惡化情況沒有顯著緩解，降息趨勢會延續。



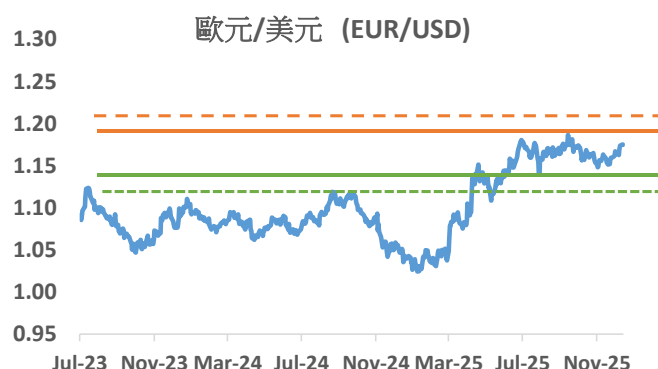
來源：Bloomberg

## 歐元



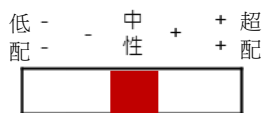
歐洲央行或結束本輪降息週期

- 歐央行連續第四次按兵不動，重申通脹將在中期回歸 2% 目標，此外上調未來兩年經濟預測，鞏固 2026 年加息預期。
- 歐洲央行行長拉加德表示，鑒於歐元區經濟在面對外部貿易壓力時展現出的韌性，歐洲央行本周公佈的新預測可能會上調經濟增長預期。拉加德強調，歐元區對美國關稅攻勢的承受力強於預期，歐盟並未對這些措施採取報復行動，歐元匯率保持穩定，且勞動力市場依然強勁。
- 歐央行鷹派票委的言論以及美元的下行都支撐了歐元的走強，在此背景下，市場進一步強化了歐央行結束本輪降息週期的預期。



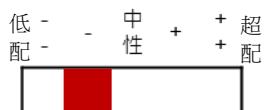
來源：Bloomberg

## 英鎊



### 英國通脹不及預期，寬鬆週期末結束

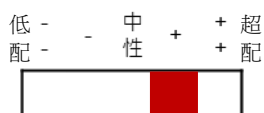
- 英國央行“鷹派”降息 25 個基點，稱進一步判斷寬鬆將更艱難。市場預計英國央行明年降息 39 個基點。英國失業率升至四年高位，私營部門工資增長近五年新低，降息預期升溫。截至 10 月的三個月內，英國失業率小幅攀升至 5.1%，為 2021 年 1 月以來的最高水平；不含獎金的私營部門工資增長則從 4.2% 放緩至 3.9%，創下 2020 年底以來的最低增速，英國就業市場明顯萎靡。同期英國經濟意外萎縮 0.1%，印證了經濟增長動能的減弱。英國 11 月通脹率降至 3.2%，為今年 3 月以來的最低水平，顯著低於 10 月的 3.6%，也低於市場預期。



## 日元

### 日圓主動升值基礎較弱，方向更看美元

- 市場日本央行或將加息的反應已經有一段時間。日本央行理事 Hideo Hayakawa 表示，行長植田和男的政策路徑可能包括到 2027 年多達四次加息，也就是在 12 月普遍預期的加息之後還會有三次行動。加息提升日元資產吸引力，可能引發套利資金回流。在弱美元環境下，日圓表現仍然偏弱，故中期來看儘管美日貨幣政策路徑分化，美日匯率與美日 10 年利率依然存在脫鉤，本周美日匯率區間或在 153-158 區間震盪。
- 日圓主動升值基礎較弱，方向更看美元。雖然政策利率仍有上行空間，但信用風險及經濟脆弱性指向日圓主動升值有難度。



## 澳元

### 明年澳洲央行可能開始加息

- 澳財政部已將截至 2026 年 6 月的本財年通脹預期從 3% 大幅上調至 3.75%，主要反映近期物價的快速上漲。這一調整同時推動名義國內生產總值預測升至 5.25%，帶來約 150 億澳元額外稅收收入。
- 面對通脹壓力，貨幣政策預計將承擔更多調控責任。澳大利亞儲備銀行今年已三次降息至 3.6%，但 10 月月度通脹率攀升至 3.8%，促使政策制定者警告明年可能加息。目前，澳大利亞國民銀行和澳大利亞聯邦銀行均預測明年 2 月將啟動加息。

英鎊/美元 (GBP/USD)



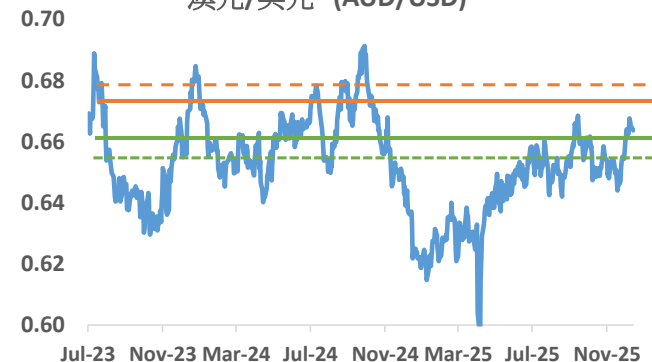
來源：Bloomberg

美元/日圓 (USD/JPY)



來源：Bloomberg

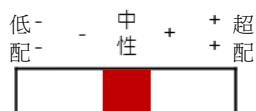
澳元/美元 (AUD/USD)



來源：Bloomberg



## 紐元



### 紐西蘭央行或結束降息週期

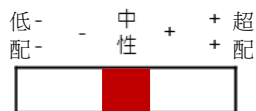
- 紐西蘭央行於 11 月底將官方現金利率 OCR 下調 25 個基點至 2.25%，並暗示寬鬆週期可能接近尾聲，其預測顯示未來一年利率將保持穩定。市場已開始預期 2026 年可能會有兩次以上的加息。佈雷曼特別提到，近期金融環境已“略有”收緊，例如批發利率上升導致部分銀行調高了長期固定抵押貸款利率。紐西蘭新任儲備銀行行長安娜·佈雷曼強調，貨幣政策沒有預設路線，將依據通脹前景的變化進行靈活調整。

紐元/美元 (NZD/USD)



來源：Bloomberg

## 加元



### 加拿大央行暗示未來可能不會再降息

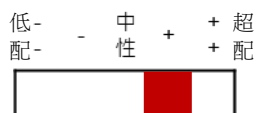
- 加拿大央行宣佈將隔夜利率目標維持在 2.25%，將銀行利率維持在 2.5%，並將存款利率維持在 2.20%。加拿大央行暗示未來可能不會再降息。
- 11 月，加拿大統計局公佈對 2022—2024 年增長數據的大幅修訂。修訂顯示，加拿大經濟在貿易衝突衝擊前比此前預期更加健康，尤其是今年年初的需求與經濟產能均高於先前估計，這也解釋了近期數據表現的部分韌性。

美元/加元 (USD/CAD)



來源：Bloomberg

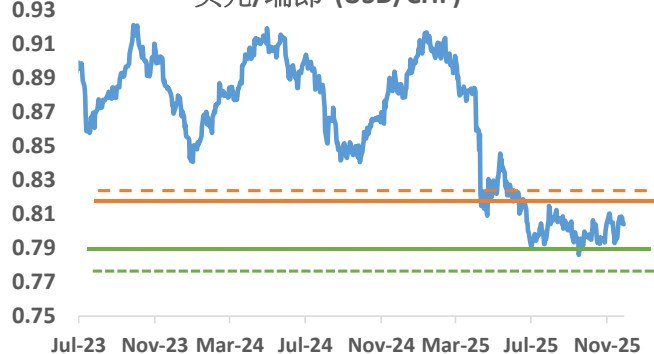
## 瑞郎



### 瑞士央行或暫停降息週期

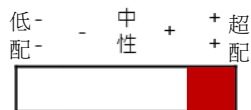
- 瑞士銀行 12 月按兵不動，避免了市場此前猜測的重啟負利率。瑞士央行在一份聲明中表示，與上一季度相比，通脹壓力幾乎沒有變化。當前的貨幣政策有助於將通貨膨脹控制在與價格穩定相一致的範圍內，並支持經濟發展。瑞士央行的官員們曾多次表示，重新引入全球唯一的負利率對金融體系造成的損害，意味著他們需要對此類舉措設置比傳統降息更高的門檻。

美元/瑞郎 (USD/CHF)



來源：Bloomberg

## 人民幣



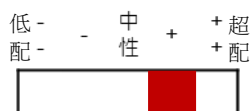
### 人民銀行釋放維持匯率穩定信號

- 人民幣繼續升值，一度升值到 7.04，離人民幣破 7 只有一步之遙。12 月以來，即期匯率亦持續強於中間價表現。上周中間價升至年內新高，顯示出在人民幣升值預期穩定的背景下，穩匯率政策對於人民幣升值速率或有所調控。中間價近期以來的升值幅度較即期匯率是偏緩的，或透露出多重信號。首先，穩匯率政策或偏向於緩解人民幣匯率的升值速率。其次，儘管中間價升值較緩，但並未走平甚至貶值，顯示出當前政策端允許匯率的適度升值。最後，人民幣升值動能較為穩固。近期儘管美元指數一度反彈，人民幣匯率整體保持穩健的升值趨勢。



來源：Bloomberg

## 黃金



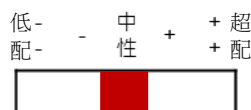
### 黃金仍可中長期配置

- 黃金的短期催化是美聯儲降息預期升溫。展望明年，最為確定的宏觀判斷，就是全球流動性環境的持續寬鬆，會持續催化金銀價格的持續上漲。
- 黃金升值的長期邏輯不變。長期邏輯是“美元信用體系崩潰”的宏大敘事，機構也基本一致看漲，給出了“明年可能漲到 5000 美元/盎司”的預期，雖然今年漲的比較多，但其實還有空間。在“美元信用體系崩潰”的宏觀敘事下，黃金成為不少人資產組合裡面必不可少的一環。



來源：Bloomberg

## 石油



### 油價走勢取決於地緣政治問題進展

- 地緣危機加劇。特朗普稱下令對所有進出委內瑞拉的受制裁油輪實施“全面徹底的封鎖”。媒體稱，他強調部署“南美史上最大規模艦隊”，並威脅封鎖規模將繼續擴大。還有報導稱特朗普政府考慮對俄羅斯施加新制裁，選項包括針對運輸俄油的所謂“影子船隊”油輪以及促成相關交易的貿易商。消息傳出後，原油盤中漲幅擴大到 2% 以上、布油一度重上 60 美元關口。



來源：Bloomberg



## 重要數據及免責聲明

本檔經由中國建設銀行(亞洲)有限公司(「中國建行投資研究部」)刊發, 檔的內容未經任何香港的金融監管機構審閱(包括香港證券及期貨事務監察委員會), 僅供參考之用。本檔并不構成、亦無意作為、也不應被詮釋為專業意見, 或要約或建議投資於本檔內所述之任何產品、服務、外匯、商品、證券或其他投資產品。

本檔所載資料乃根據中國建行投資研究部認為可靠的資料來源而編制, 惟該等資料來源未經獨立核證。本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論, 并不構成投資意見或保證回報。該等預測及意見為中國建行投資研究部或撰寫本檔的(一位或多位)分析員於本檔刊發時的意見, 可作修改而毋須另行通知。本檔并未就其中所載任何資料、預測或意見的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性, 以及任何該等預測或意見所依據的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾, 任何情況下, 中國建設銀行(亞洲)有限公司概不就使用或依賴本檔所載任何該等資料、預測或意見直接或間接引致的任何損失承擔任何責任及義務。投資者須自行評估本檔所載資料、預測及/或意見的相關性、準確性及充足性, 並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本檔所述的投資可能并不適合所有投資者, 且并未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此, 本檔并無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦, 亦不會就此承擔任何責任。投資者須基於本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定, 並應有需要的情況下諮詢獨立專業顧問。投資者不應依賴本檔作為專業意見之用。

投資涉及風險, 投資者應注意投資的價值可升亦可跌, 過往的表現不一定可以預示日後的表現。本檔并非亦無意總覽本片所述投資牽涉的任何或所有風險。投資者作出任何投資決定前, 應細閱及了解有關該等投資的所有發售檔, 以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

貨幣匯率受多種因素影響, 包括國家及國際金融及經濟條件、政治及自然事件的發生。有時正常市場力量會受中央銀行或其他體系所干擾。有時匯率及有關的價目會驟升或驟跌。某些政府可能會在很少或沒有警告的情況下加設外匯管制或其他貨幣政策。該等政策可能對某貨幣的可兌換性有重大影響。人民幣現時并不可自由兌換, 并受外匯管制和限制(可能隨時受到非提前通知的變化)。您應事先考慮并瞭解人民幣資金流動性對您造成的影響。如果您將人民幣轉換為其他貨幣, 人民幣匯率的波動可能會令您承受損失。在岸人民幣和離岸人民幣乃按照不同法規下運作, 在不同的獨立市場和流動資金池以不同的匯率進行交易, 它們的匯率變動可能會明顯地不同。

編制本檔的研究分析員證實, 在本檔表達的意見準確反映彼(彼等)研究分析員的個人意見, 而彼(彼等)的薪酬的任何部分過往不曾、現在及將來亦不會與本檔所載的特定推薦或意見直接或間接掛鉤。

透過任何途徑或以任何方式再次派發或改編本檔或其中任何部分, 均在嚴禁之列。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發, 亦無意供該等人士或實體使用。在事前未得中國建設銀行(亞洲)有限公司以書面方式表示批准的情況下, 不得以任何方式或以任何途徑(包括電子、機械、複印、錄影或其他形式)複製或傳送本檔各部分或將本檔各部分儲存於可予檢索的系統。

中國建設銀行(亞洲)有限公司及其聯繫公司可以其名義買賣, 可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔所提及的證券或投資產品, 并可能就有關交易或服務收取佣金或費用。

本文并非獨立投資研究報告。

© 中國建設銀行(亞洲)有限公司。