

建亚私人银行财富管理策略



2025年11月

千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金

本期我们的题目是「千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金」，对股票市场而言，不如历史数据所指向，今年的11月并非一个良好的月份，环球股市整体均相当波动，即使11月末有所反弹，惟11月中旬，不少个股的波动幅度亦相当大，然而，经历了一轮波动，「千淘万漉」后，会否迎来一个较佳的12月，即「吹尽狂沙始到金」？我们在本期月报对此会有所分享；

就着专题，我们本期的专题分别为「风波乍起莫惊惶：简析历史上的大崩盘」，指出崩盘在历史上是较罕见的事件，同时，另一专题则为「市场风格转换与红利策略分析」，对中港市场今年以来的风格切换及红利资产进行了分析；

而在股票及债券部份，我们会给予我们相对应的观点，包括为何对美股展望仍然正面，「吹尽狂沙始到金」，同时，在债券方面，我们亦对利率走向，及我们的投资观点进行了分享；此外，我们亦对不同商品及外汇对的前景进行了分享和讨论；

 **中国建设银行(亞洲)**
China Construction Bank (Asia)

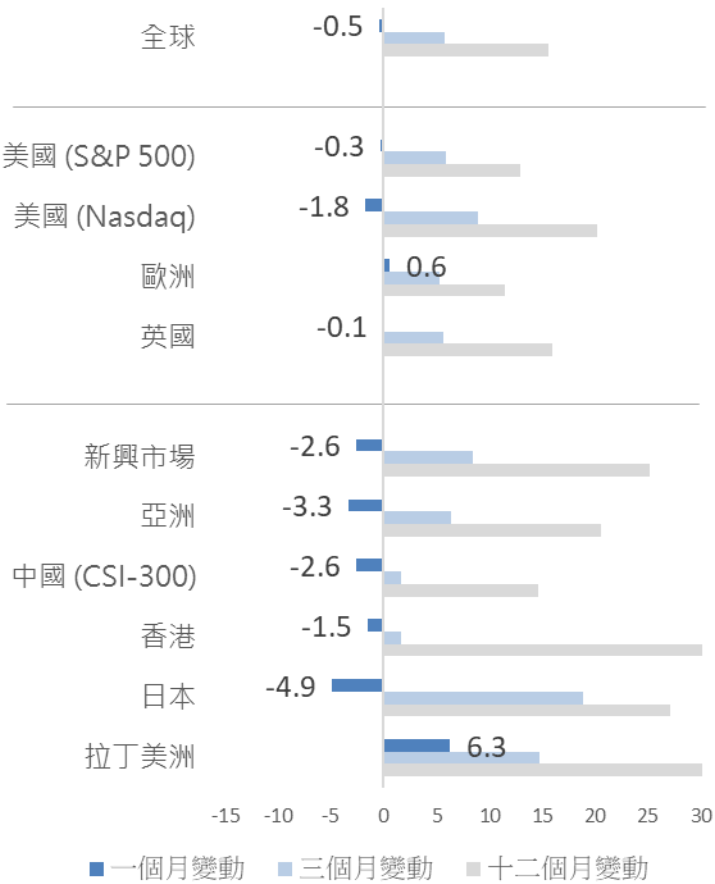
PRIVATE BANKING 私人銀行

目录

01	市场表现回顾	p. 3
02	资产配置策略	p.4
03	本月市场焦点 风波乍起莫惊惶：简析历史上的大崩盘 市场风格转换与红利策略分析	p.5 p.7
04	宏观经济展望	p.9
05	资产市场展望 股票 债券 外汇及商品	p.12 p.14 p.15

资产市场表现

股票



債券



外币及商品市场

FX	Latest	1m	3m	1y
DXY Index	99.4	-0.8	1.0	-6.9
EUR/USD	1.16	1.2	0.0	10.9
GBP/USD	1.32	1.1	-1.2	4.9
USD/JPY	155.88	-0.9	-4.8	-3.8
AUD/USD	0.66	0.8	0.7	1.6
NZD/USD	0.57	0.7	-2.3	-2.3
USD/CAD	1.40	0.8	-1.1	0.9
USD/CHF	0.80	0.9	0.4	10.6
USD/CNY	7.07	0.8	1.1	3.1
Commodity				
Crude Oil	58.6	-2.6	-7.1	-15.0
Spot Gold (\$/oz)	4205.9	4.9	18.0	58.8

利率变动

	Latest	1m Δ	3m Δ	1y Δ
US Treasuries				
2Yrs Bonds	3.51	-0.10	-0.12	-0.68
10Yrs Bonds	4.09	-0.03	-0.13	-0.14
German				
2Yrs Bills	2.05	0.06	0.09	0.12
10Yrs Bonds	2.75	0.09	0.01	0.70
UK				
2Yrs Bills	3.74	-0.05	-0.21	-0.48
10Yrs Bonds	4.47	0.03	-0.28	0.23
China				
CNH HIBOR 3M	3.51	0.12	0.09	-1.20
CNH HIBOR 1Y	3.42	0.04	0.03	-0.90
Hong Kong				
HIBOR 3M	4.44	-0.53	0.00	-1.36
HIBOR 1Y	5.18	-0.22	0.03	-0.98

简评:

经济数据方面，美国9月零售销售增速由前值的0.6%放缓至0.2%，低于预期，反映消费动能有所减弱，同时，经济咨商局消费者信心指数下跌6.8点至88.7的低位，显示消费者信心亦有所转弱。就业市场方面，虽然9月非农新增职位达11.9万份，高于预期，但失业率升至4.4%的四年高位，亦显示劳动市场由以往的过热向正常化方向迈进。通胀方面，由于政府关门的关系，美国10月的CPI报告被取消，下次CPI或需待12月18日才有数据了，惟参考民间数据如Truflation的通胀数据，通胀仍处于约2.4%的可控水平。

第四季资产配置策略

	低配	--	-	中性	+	++	超配
股票							多国指数处于牛市，对股市整体看法积极乐观，惟估值已反映不少关于减息重启的乐观情绪；避免过度集中于美国资产，把握风险资产回调机会，但仍需控制风险，合理配置以对冲下行风险，多资产有利平衡组合风险
美国							- Q3多次创新高，大方向是继续向好，如果联储局在标指离历史高位不多于2%的情况下减息，市场之后三个月上升的概率约70%以上，美股长线仍看好，利用回调进行买入 - 美国经济很大机会呈现软着陆，伴随减息重启正面提供资金流动性，料对美股有正向作用 - 美国的减税政策对企业盈利正面，资金也有回流迹象，凭借AI技术引领的科技股牛市继续领跑 - 第四季具季节性强势，较利好美股，上涨机会率较高 - 存短期过热、估值对比全球市场仍高，标普500指数的市盈率达24倍，风险溢价上扬，同时警示经济增长放缓及劳动力市场疲软迹象
欧元区							- 德国加大财政刺激政策，预计未来2年拉动GDP，对德股影响展开 - 正面因素包括估值仍较低、货币政策的宽松、国防开支增加、潜在的财政宽松以及俄乌战争的缓和支撑股市 - 财报显示欧洲主要公司的表现不及美国巨头，欧股整体表现落后于美股
英国							- 英国成首个与美国达成贸易协议的国家，美国对英国长期保持贸易顺差，有助英国股市稳定 - 估值具吸引力，行业结构结合了高收益的防守性及对经济敏感的周期性板块 - 惟仍面对滞胀及盈利前景不明朗，企业税的增加或损害企业利润
亚洲 (日本除外)							- 美国减息或致美元弱势，资本可能从美国流向其他市场，推高亚洲股市需求 - 韩国、台湾的科技技术实力持续提升受惠于AI产业的扩展，进一步推动创新与技术效率，为企业带来成本效益及减低成本 - 亚洲股票相对估值及与自身历史平均比呈显著折让，美元走弱的充裕流动性提供具吸引力的进场机会
日本							- 巴菲特依旧增持日股，长期投资看好日本五大商社；企业治理改革也起积极作用；日股市市盈率仍低于美国，资金推动日股创新高 - 日本央行拟出售其持有的巨额交易所交易基金ETF，释放了积极信号，对市场的影响有限 - 日本利率仍低，企业盈利增速，经济增长仍处于正面，但须注意日本的加息或导致股票波动加大 - 美日达成贸易协议，汽车制造商等出口型企业，大幅受惠与AI算力强劲需求的半导体板块强力推动，带动日股走高 - 日圆过去半年显著升值未对日圆有影响，央行加息时间延迟并扩大财政刺激力度，有助支持日股
中国内地							- 科技技术的跃进、企业盈利的增长、制度改革的推进及政策转向更友善推动下，内地经济还有进一步上涨潜力 - 尚有更多刺激政策出台及若出现更稳定迹象，如中美关系改善，将增强A股的投票逻辑及市场信心 - 资金逐步转向资本市场，股市成为资金新聚集地
香港							- 过去三季累升30%，由DeepSeek引领的AI热潮、贸易战进一步缓和、新消费、企业出海等趋势带动。南向资金持续流入成支撑港股的主要助力 - 燃料，后市能否更上一层楼的关键在于北水流入能否持续畅旺 - 资金流向仍带来正面利好信号，中期表现续有支持，估值仍具吸引力，处于牛市的港股中长期前景仍相对乐观 - 联储局减息后，美国资金有外溢预期，港股作为离岸市场，对流动性尤其敏感，对美国减息有正相关性 - 近期港股的核心明显从创新药转移到科技类，人工智能基建的火热
新兴市场 (拉美)							- 联储局的举措继续支撑美元走弱及未来利率下行的前景，有利新兴市场股票，成为全球资金再平衡的主要受惠者 - 美国减息可能导致美元贬值，资金流向新兴市场，对股市有利

	低配	--	-	中性	+	++	超配
债券							联储局目前取向偏鸽派，提前定价联储局的减息预期，操作可趁收益率处于高位时买入，宜分散配置债券类别，采取灵活的策略以管控风险并积极投资全球固定收益市场内的优质资产，把握更佳收益机会。长端利率坚挺反映市场仍担忧长期资金成本
美国国债							- 目前仍有较高的票息收益，在减息周期内中长期性价比较高，但须关注汇率风险 - 联储局第三个任务是要控制长端利率，预期接下来利率政策会渗入更多政治因素 - 以美国目前的债务水平（偿还利息费用已多于国防开支）及过高的利率加重财政负担，华府迫切地希望减息 10年期收益率已下行至4%附近，短期交易的投资者要谨慎减息落地后市场视为利好落地，给美债带来波动 - 联储局的独立性受质疑，美债收益率曲线陡峭化，即长期与短期收益率之间的息差扩大，对货币政策较敏感的短期收益率下行幅度较大，但通胀前景仍有较多不确定性，长端利率下行空间有限
欧元区债券							- 债务市场高度国际化，高度的外部依赖性令主权债券结构在危机时期尤其脆弱 - 法国、德国和意大利等欧洲经济体面对债务压力，主权国的长期债券遭抛售，引发市场动荡 - 欧洲央行加息周期已届尾声及货币政策将趋于稳定，债价上升的诱因减少
环球投资级别企业债 (IG)							- 环球企业债券表现优于国债，低信贷风险加上收益仍吸引，短年期债券可更好地补偿利率风险，视为防守性之选 - 企业财务状况相对健康令近年债市违约率处于偏低水平，预期违约率仍可保持于较低水平 - 信贷息差趋紧，成熟市场投资级别债券的息差已处于历史较低水平，能提供的收益受限 - 质素高且收益率维持较高的优势，表现取决于联储局的减息步伐及企业的基本面
环球高收益债券 (HY)							- 债券整体，包括高收益债券仍在持续创新高，全球经济衰退风险目前非主要担心风险 - 违约率维持较低水平、收益率吸引，跟股市及经济走势的敏感度较高，对美国及关税政策不确定的担忧令高收益债价急跌 - 高收益债券的违约率可能对于利率风险相对较低且总收益率较高的行业来说，息差应该仍然较少
亚洲债券							- 亚洲的基本因素利好，周期性推动因素及结构性转变亦重燃亚洲债券的形势 - 内地10年期债息维持超低位，有利资金流入亚洲债券以获取较高的收益 - 美元弱势，有利资金分流到亚洲市场 - 亚洲经济较受贸易周期影响，短存续期的成熟市场债券的收益率更具吸引力 - 亚洲债券具备较高收益率、信用状况保持良好、违约率极低，投资价值浮现
新兴市场 债券(拉美)							- 减息预期攀升，新兴市场债券表现强劲，见至少2017年以来的最佳年度表现，央行持续减息以支持经济增长 - 联储局再度减息及美元走弱推动下，进一步鼓励资金往其他市场寻求更高收益，美国宽松政策持续压制美元，也降低全球融资成本，从而推高以升值货币计价的债券收益 - 基本因素改善，提供高收益回报，收益率比美国国债更高，主权债的波动性主要来自本币对美元汇率的波动 - 可视为战术性交易，但各国的稳健程度不一，需精选细选

	低配	--	-	中性	+	++	超配
大宗商品							弱美元及地缘风险的组合下呈现结构性机会，长期逻辑依旧稳固。需关注宏观经济数据、央行政策及地缘政治局势
黄金							- 金价持续突破历史高位，站上3800美元，今年首三季累升逾40%，已开始反映美国减息的利好因素，中长期表现则视乎美元的信用、长期债务问题，后续方向将会继续向上，回调即为买入时机 - 是对冲美元贬值的良好工具，受美元走弱、央行储备、美国债务负担及避险需求推动，金价仍具配置价值，可趁回调分批布局 - 长期而言，实际利率下行及地缘政治风险仍支撑金价
能源							- 油价短期迎来修复性反弹，OPEC继续释放增产信号，但内部各国实际执行情况不一，短线为油价提供底部支撑 - 石油输出国组织及盟友OPEC+计画于11月进一步增产，拖累国际油价减跌。按照新的配额增加产量，或令今年9月至明年出现产能过剩 - 今年4月以来，OPEC+已扭转局面，将石油配额提高约每日250万桶，当中包括阿联酋的额外产量以缓解美国的压力并重新夺回产量 - 全球经济放缓导致石油需求增长乏力下，油价难以明显反弹，若地缘冲突加剧或需求上升，油价的波幅才有望加大



引言

11月20日的美股市场再度上演“过山车”行情：纳指高开低走日内大跌4.7%，创下2025年4月以来最大单日跌幅，VIX 恐慌指数飙升至26.4的7个月高点，科技板块领跌，英伟达等巨头由涨转跌，日内波幅达7%。社交媒体上“崩盘预警”再度刷屏，有人因短期账户缩水匆忙清仓，也有投资者将这场无明确宏观驱动的波动等同于危机前兆。但回溯百年金融史，真正的大崩盘出现的概率堪比“百年一遇大洪水”，而当前市场的短期震荡，本质仍是资金流动与情绪波动引发的调整，二者有着本质区别。

一、先辨真伪：波动是日常，崩盘是极端

波动与崩盘的核心差异，在于是否引发系统性风险。前者是价格围绕价值的正常波动，后者则是足以导致金融体系休克的颠覆性危机，需满足“单日或数日累计跌幅超20%、伴随恐慌性抛售、流动性枯竭”的核心标准。

截至2025年11月21日，标普500指数单月已有12个交易日涨跌超1%，纳斯达克成分股单日市值波动超千亿美元的情况达119次，较去年同期增35次。而11月20日的波动更具典型性：纳指日内振幅超7%，但下跌过程丝滑无断崖，无明显恐慌性抛售特征，符合流动性调整的叙事。宏观层面缺乏强驱动因素，联储理事Cook的相关表态属常规风险提示，美债与汇率波动也未同步

放大，更多源于CTA基金平仓传闻、期权行权日资金调整等短期流动因素，与崩盘所需的“多重危机共振”相去甚远。常规波动多因短期政策调整、资金进出等因素引发，持续时间短且无系统性影响；而崩盘往往是多重危机共振的结果，对金融体系的冲击具有颠覆性。

美股百年历史上，符合崩盘标准的仅5次，平均二十年一次：1929年大萧条道指暴跌89%，经过25年才恢复原水平；1987年“黑色星期一”道指单日跌22.6%；2000年互联网泡沫破裂纳指跌78%；2008年金融危机标普500跌57%；2020年新冠冲击10天4次熔断。

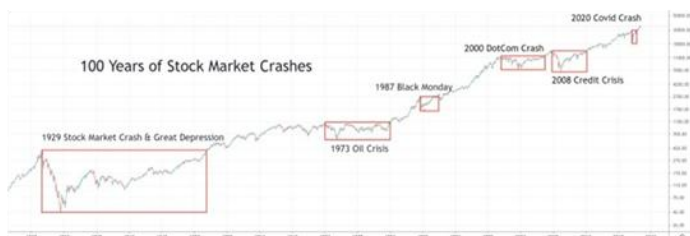
5次崩盘均是“杠杆过高+监管缺失+经济恶化+突发事件”的多重暴击凑齐才发生的。1929年是全民加杠杆炒股、银行没有存款保险、贸易保护主义抬头三重暴击；2008年是次贷泡沫、金融衍生品滥用、监管缺失共同引爆危机。这些都是“系统性溃败”，而不是单一因素引发短期震荡。

反观近期美股的波动，多数源于估值分歧与短期资金流动，无任何系统性风险信号。近期的具体因素而言，包括了美联储政策摇摆、美国政府停摆导致的流动性紧张、以及对AI板块估值的分歧。这些问题就像家里的水管漏水，修修就能解决，犯不上担心整栋楼倒塌。从估值数据看，当前标普500 PE为22.8倍，虽高于历史中枢，但远低于互联网泡沫时期58.1倍的峰值，且科技巨头ROE

与利润率均显著优于当年，估值溢价有基本面支撑。这种“有盈利支撑的短期波动”，与崩盘前“无基本面支撑的泡沫破裂”有着本质区别。

对于债券市场，作为全球资产“定价之锚”的10年期美债收益率，在美元贬值期间表现并不稳定。1971-1973年下跌4.4%，而1985-1987年上涨20.2%。这意味着，在弱美元环境下，美债的避险属性可能减弱，投资者需更关注通胀预期和财政可持续性。

图1：美股百年重大崩盘及恢复期（道琼斯指数为例）



数据来源：investing.com

二、回望历史：大牛市之后的大崩盘多吗？

事实上，耶鲁大学的Goetzmann在2015年的论文“Bubble Investing: Learning from History”中回顾了过去100多年的20多个国家的股市数据，发现真正意义上的“泡沫”（先大涨、再大跌）极为罕见。

他对泡沫的定义简洁明确：股价经历“大牛市”后出现“崩盘”，且通过两类量化标准分别界定大牛市与崩盘的具体情形。

对于“大牛市”（Boom），采用两类判定标准：一是单年实际回报超过100%；二是连续三年累计实际回报超过100%。

相应地，“崩盘”（Crash）的界定同样包含两种情形：一是繁荣结束后一年内股价跌幅超过50%；二是繁荣结束后五年内股价累计跌幅超过50%。

基于这一定义框架，通过对市场数据的统计分析，得出以下两项核心发现。

发现之一：“单年翻倍”后的“崩盘”，并非大概率事件。在涵盖3514个市场年度的样本中，仅出现58例“单年实际回报翻倍”的繁荣情形，占比仅1.7%，足见此类短期大幅上涨的稀缺性。从后续表现来看，这些单年翻倍的事件中，第二年既出现4例“再次翻倍”的持续上涨情况，也有4例出现“腰斩”（跌幅超50%）

的崩盘情形，两种极端结果的条件概率均为6.9%，呈现出对称性。若将观察期拉长至大牛市后的5年，“腰斩”的概率虽提升至17.1%，但“再次翻倍”的概率更高达22.4%。这一数据充分体现了高波动市场中极端结果的对称性特征，而非“大牛市之后必崩盘”的宿命论。

发现之二：若是“三年累计翻倍”的情况，则崩盘概率进一步降低。若将“大牛市”标准以“连续三年累计实际回报超过100%”为参照，则其后续崩盘的概率则更为温和。数据显示，这类“三年累计翻倍”的繁荣事件中，一年内出现崩盘的概率仅为4.6%，五年内累计崩盘的概率也仅9.8%，这一水平与未经历大幅上涨市场的无条件大跌概率基本持平，说明长期稳健上涨后的市场并未呈现更高的崩盘风险。这一统计结果清晰表明，像美国大萧条、互联网泡沫破裂这类“繁荣后崩盘”的极端案例，在历史数据中实则属于小概率事件，而非市场运行的必然结果。

将股市比作交通工具，崩盘是车毁人亡的重大事故，需“车况差+路况糟+操作错”同时发生。梳理美股历次崩盘的轨迹与恢复情况可见，市场的“自愈能力”和“防护机制”在不断进化。早期崩盘不仅跌幅深，恢复周期长达十余年；而近年来危机中，得益于干预机制完善，回血速度显著加快。

图2：人类历史上泡沫其实很罕见

This table reports the cumulated real return (or dollar-valued if real is unavailable) to markets following a three-year calendar period in which the dollar-valued index level at least doubled. Only markets that either doubled or halved over the subsequent five-year period are shown, with the exception of the USA which is provided below for comparison. The table thus shows the results for 83 out of 346 events. "1" represents the growth in excess of 1 by the index in the next calendar year. Subsequent event-years in which the index value doubled again are highlighted in green. Subsequent event-years in which the index gave back all or more of its three year gain at some point in the next five years are highlighted in pink. Values are sorted on event-year five cumulative capital appreciation returns.

Country	year	t1	t2	t3	t4	t5	Country	year	t1	t2	t3	t4	t5
Germany	1950	2.20	3.26	4.09	7.49	8.72	Belgium	1985	1.77	1.83	2.36	2.72	2.35
Russia	2001	1.38	2.41	2.77	4.68	7.67	Austria	1953	1.52	2.35	2.70	2.22	2.33
Germany	1949	0.95	2.10	3.11	3.90	7.14	Australia	1922	1.17	1.47	1.59	1.93	2.31
Mexico	1987	1.40	2.35	2.77	5.38	6.05	Ireland	1985	1.72	1.89	2.31	2.99	2.28
Mexico	1988	1.68	1.97	3.83	4.31	5.95	Australia	1923	1.26	1.36	1.65	1.97	2.26
Peru	1991	2.48	4.62	6.35	5.13	5.30	Colombia	2005	1.11	1.25	0.90	1.59	2.24
Finland	1995	1.37	1.54	2.80	6.22	5.11	Colombia	2007	0.72	1.28	1.80	1.67	2.20
Mexico	1985	2.06	1.75	2.45	4.12	4.85	Austria	1954	1.54	1.77	1.46	1.53	2.19
Chile	1986	1.24	1.98	2.73	3.02	4.71	Austria	1935	1.34	1.22	0.53	0.27	0.50
Mexico	1986	0.85	1.19	2.00	2.35	4.56	Egypt	2007	0.46	0.61	0.67	0.34	0.50
China	2001	0.99	2.18	1.99	2.22	4.31	Israel	1982	0.33	0.41	0.43	0.46	0.48
Colombia	2003	2.26	4.57	5.06	5.70	4.13	Venezuela	1991	0.45	0.45	0.37	0.35	0.47
Peru	2005	1.52	2.83	1.63	2.76	4.12	Austria	2006	1.07	0.42	0.62	0.70	0.47
Chile	1987	1.60	2.20	2.44	3.80	4.09	Mexico	1942	0.97	0.73	0.72	0.59	0.46
Germany	1955	0.91	0.98	1.57	2.77	3.71	Ireland	2005	1.42	1.15	0.38	0.50	0.46
Germany	1951	1.48	1.85	3.40	3.95	4.62	Austria	1936	0.91	0.39	0.20	0.37	0.45
Peru	2004	1.29	1.96	3.64	2.09	3.55	Portugal	1987	0.68	0.83	0.60	0.56	0.44
Spain	1985	2.48	3.27	3.71	4.09	3.42	Chile	1979	1.49	0.95	0.65	0.47	0.43
Japan	1954	1.45	1.98	1.74	2.57	3.41	Brazil	1971	0.52	0.48	0.47	0.49	0.43
Germany	1953	1.83	2.13	1.95	2.09	3.35	Hungary	1949	1.13	0.43	0.74	0.66	0.43
Netherl's	1935	0.99	1.56	1.50	1.44	3.27	Australia	1969	0.73	0.68	0.87	0.71	0.43
Colombia	2004	2.02	2.24	2.53	1.83	3.23	Argentina	2007	0.45	0.72	1.22	0.70	0.43
Germany	1954	1.16	1.06	1.14	1.83	3.22	Poland	1928	0.71	0.58	0.36	0.41	0.43
Portugal	1981	0.59	0.43	0.42	1.06	3.18	Finland	1987	1.22	1.02	0.74	0.51	0.42
Chile	1988	1.38	1.52	2.38	2.56	3.17	Denmark	1917	0.88	0.51	0.36	0.42	0.40
Chile	1989	1.11	1.73	1.86	2.30	2.97	South Africa	1980	0.72	0.85	0.83	0.54	0.40
Italy	1954	1.27	1.29	1.40	1.68	2.81	N Zealand	1986	0.61	0.52	0.56	0.33	0.39
Egypt	2004	2.54	2.92	4.53	2.09	2.77	Chile	1980	0.64	0.44	0.32	0.29	0.37
Chile	1990	1.56	1.68	2.08	2.69	2.77	Greece	2005	1.32	1.70	0.56	0.69	0.37
Czech	2003	1.77	2.53	3.28	4.98	2.74	Belgium	1941	0.99	0.88	0.67	0.64	0.36
Austria	1956	0.82	0.86	1.23	1.73	2.70	Egypt	1997	0.68	1.23	0.67	0.37	0.35
Austria	1985	1.21	1.14	1.18	2.51	2.68	Argentina	1955	0.86	0.58	0.64	0.33	0.33
Colombia	1987	0.79	0.70	0.77	2.25	2.66	Norway	1973	0.53	0.42	0.46	0.34	0.33
Japan	1956	0.88	1.30	1.73	2.81	2.66	Mexico	1979	0.80	0.36	0.14	0.21	0.20
Germany	1952	1.25	2.30	2.67	2.44	6.62	France	1941	0.52	0.88	0.59	0.90	0.20
Japan	1951	1.01	1.47	2.00	0.76	2.61	Belgium	1942	0.88	0.67	0.64	0.36	0.19
China	2005	1.94	3.13	1.47	2.47	2.60	Pakistan	1993	0.82	0.61	0.39	0.48	0.19
Peru	1992	1.86	2.56	2.07	2.14	2.51	Brazil	1985	0.64	0.21	0.39	0.44	0.13
Chile	2005	1.26	1.53	0.96	0.74	2.46	Greece	2006	1.29	0.43	0.52	0.28	0.10
India	2004	1.35	2.02	3.45	1.21	2.42	Portugal	1973	0.65	0.55	0.45	0.34	0.08
Brazil	2005	1.41	2.46	1.04	2.31	2.40	Poland	1938	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01

数据来源：Bubble Investing: Learning from History, William Goetzmann, 2015.

三、认知陷阱：为何我们总怕“天塌下来”？

11月20日波动中，VIX指数单日飙升超11%，但随后快速回落至20.14，这种“情绪波动远超指数波动”的现

象，根源在于投资者的认知偏差与信息传播的放大效应。

损失厌恶的心理放大。行为经济学中“损失厌恶”理论，使得投资者对短期亏损的感受强度远超盈利。2020年熔断、2022年加息周期的下跌记忆仍在，导致11月20日的正常波动被过度解读为危机前兆。但数据显示，近五年美股多次出现“恐慌指数飙升但市场快速修复”的情况，恐慌情绪的消退往往滞后于市场反弹。

社交媒体的恐慌共振。“崩盘预警”“紧急逃顶”等标题更易获得算法推荐，使得片面信息快速扩散形成“恐慌共振”。11月20日AI板块的调整被过度渲染为“泡沫破裂”，却忽略了英伟达等企业Blackwell芯片需求旺盛的基本面，以及机构对AI产业长期成长潜力的共识。

专业信号的误读偏差。巴菲特减持苹果股票被解读为“看空市场”，实则是正常的资产配置调整；顶级投行预警高估值风险，本质是常规风险提示，却被等同于“崩盘信号”。

四、理性应对：波动里藏机会，淡定是良策

既然崩盘是小概率事件，波动又是市场常态，普通人该怎么应对？

区分资金属性，坚守闲钱投资。投资需明确资金用途：三五年内无需动用的闲钱可配置权益资产，即便遭遇短期波动也能承受时间成本；养老钱、医疗钱等刚性支出则应规避高波动资产。1987年崩盘时，急于割肉的投资者错过了后续反弹，而长期持有优质标的者最终获得丰厚回报，这一规律在历次波动中均得到验证。

多元资产配置，分散非系统性风险。单一资产难抵御短期震荡，而跨市场、跨品类的配置能有效平滑风险。高盛数据显示，在市场波动期，股债平衡组合、包含美股、A股、债券、黄金的多元配置，表现显着优于单一美股科技股。当前环境下，可通过配置抗周期板块，以及债券、黄金等避险资产，降低单一市场波动的冲击。

聚焦核心价值，淡化短期波动。短期波动不会改变优质企业的长期价值。当前科技巨头盈利扎实，AI产业仍处于“政策预期—初步验证”的发展初期，具备长期成长潜力。投资者应聚焦企业核心技术、盈利能力与行业格局，而非纠结于单日K线波动。就像11月20日的下跌中，有核心技术支撑的企业虽同步调整，但后续修复能力远强于缺乏基本面支撑的概念股。

警惕情绪干扰，拒绝追涨杀跌。11月20日的波动显示，情绪与资金流动驱动的下跌通常较为短暂。投资者应避免在恐慌中跟风抛售，也不应在上涨时盲目追高。香港银行业“投行+财富管理”的协同模式，正是通过把握长期机会、抵御短期波动，实现资产的稳健增值，这一思路值得普通投资者借鉴。

结论：涨跌本是寻常事，淡定方能成赢家

回到开头的问题，近期美股的波动到底要不要怕？答案很明确：怕波动是人之常情，但怕崩盘就是杞人忧天了。百年金融史证明，崩盘是“极端条件下的小概率事件”，需要“经济恶化+杠杆过高+监管缺失+突发事件”多重暴击才会发生。

最后送给大家一句老话：“风波乍起莫惊慌。”市场的波动从来都是常态，崩盘才是真正的稀有品。与其在恐慌中追涨杀跌，不如淡定持股待涨，毕竟笑到最后的，往往是那些能分清“波动”和“崩盘”的人。



今年A股市场行情的最大特点之一，是有着比较强的轮动特征，几乎每个季度涨的方向或者风格都不太一致。

- 一季度DeepSeek催化下，科技风格为主；
- 二季度港股创新药和新消费领涨；
- 三季度，科技股再次异军突起。

目前全A指数震荡中心还是很平稳，没有破位的现象，市场经常出现指数没跌，个股大跌的情况，这是风格轮动的结果。

四季度，市场也迎来一定风格切换。近期市场呈现风格平衡的特征，三个比较明显的表现：

- 一是重新交易题材和杠铃策略；
- 二是交易低估值困境反转（房地产，有按揭贷款贴息、贷款抵扣个税、减免交易税费等政策支持）；
- 三是交易高频涨价线索、业绩确定性的方向。

总结来看，权益仍然处于风格再平衡的进程中，指向短期还是偏均衡配置的思路。在市场风格转换背景下，红利策略值得关注。客户可通过科技成长+红利策略的哑铃型配置策略平衡自身的仓位，进而达到控制风险、并获取稳定收益的目的。

红利资产有以下特征。

一、中长期视角来看红利资产跑赢大盘指数。

从长期收益看，以中证红利为例，自2004年12月31日基日起至2025年10月15日，其全收益达1071.21%，年化收益率12.97%，大幅跑赢沪深300（全收益576.33%，年化9.93%）。

二、红利资产具有较好的持有体验与抗风险能力。

在沪深300下跌的年份，中证红利虽可能负收益，但跌幅更小、回撤可控，持有体验更优。长期来看，无论是A股还是港股，红利策略在收益、波动率和最大回撤控制上，均优于市场整体水平以及小盘、成长风格。

一个关键指标是年度正收益占比：A股和港股的红利指数在超过70%的年份里都实现了正收益。这意味着，长期而言红利资产表现更为平稳。尤其在面对如年内关税冲击等外部风险事件时，红利资产展现出了更强的韧性，回撤幅度远小于其他成长类资产。

各指数历史表现对比

板块	指数名称	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
A股	中证红利	7.38%	17.55%	-27.08%	0.43	0.27
	沪深300	4.61%	19.03%	-41.56%	0.26	0.11
	中证1000	-2.57%	25.01%	-56.46%	-0.04	-0.04
	创业板指	2.35%	28.48%	-55.96%	0.18	0.04
港股	港股通央企红利	8.65%	20.53%	-37.73%	0.46	0.23
	恒生指数	6.01%	22.07%	-49.92%	0.32	0.12
	恒生科技	8.13%	35.13%	-74.15%	0.38	0.11

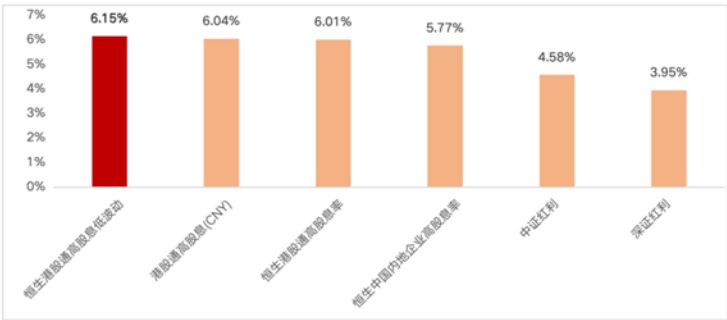
数据来源：交银基金、Wind

短期来看，港股红利资产更为吸引。

对比当前AH股部分红利类指数的股息率表现，中证红利指数、深证红利指数仅为4.58%与3.95%，而同期港股通高股息（CNY）却超过了6%，恒生港股通高股息低波动指数的股息率更是回升至6.15%，即使是将20%的红利税纳入考量，这样的股息率无论放眼A股还是港股，依然都具有较高的吸引力。

虽然从2025年7月份开始，红利类资产普遍在A股科技成长板块的资金虹吸效应下遭遇调整，不过恒生港股通高股息低波动指数得益于指数编制规则中对于“高股息+低波动”的双重选股要求，在波澜起伏的市场中彰显十足韧性。

从2024年“924”行情以来（2024/9/24-2025/10/13），恒生港股通高股息低波动全收益指数累计涨幅42.93%，不仅大幅跑赢同期A股主要红利类指数，如中证红利全收益指数（20.91%）、深证红利全收益指数（27.50%），也优于部分同期其他港股主要红利类指数，如恒生港股通高股息率全收益指数的37.97%。



数据来源：Wind

为何港股市场的红利资产更具吸引力？

这背后是情绪、资金、资产特性等多重因素的共振。

一、港股市场流动性环境持续改善

2025年，港股市场迎来了显著的流动性改善。恒生指数日均成交额跃升至2552亿元人民币（截至2025/9/17），较2023年近乎翻倍。这主要得益于互联网龙头公司资本开支超预期，重新点燃市场热情。更为关键的是，南向资金强劲的增配态势。截至2025年9月17日，年内累计净流入已突破1万亿元人民币，远超历年全年水平。这清晰地表明了内地资金对港股市场的看好和配置意愿。叠加人民币资产升值预期以及美联储降息周期重启的宏观背景，港股的流动性持续改善。

二、港股高分红优势显著，与A股形成低相关性互补

相较A股，港股通上市公司在分红方面更具优势：分红公司占比更高，平均股息率水平整体高出约1.55个百分点。

9月以来港股红利板块出现较大幅度的调整。原因有几个。一是9月17日美联储降息靴子落地后，相关板块随着情绪的变化而出现了明显的调整，港股红利波动加剧。二是海内外AI产业链动作不断，港股科技大火，对港股红利板块或造成一定的资金分流。

历史上港股红利板块回撤修复速度如何？

以港股通低波红利指数为例，参照过去三年该指数历次回撤后的价格修复和创新高的速度，最长耗时71天，最短耗时仅10天，说明港股红利指数的“回血”能力优秀。

编号	起始日	起始日指数价格	结束日	结束日指数价格	创新高耗时（工作日）
①	2024年1月22日	816.84	2024年5月20日	1049.34	71天
②	2024年9月11日	917.62	2024年9月30日	1050.42	10天
③	2025年4月7日	1052.14	2025年5月14日	1165.65	24天

数据来源：Wind，数据时间2022/9/26-2025/9/26，指数的过往表现不预示其未来表现，也不构成对基金业绩表现的保证。

目前，市场进入盘整阶段，市场风格或将面临切换，除了关注估值高企后回调的成长性板块，兼具防御性与性价比的红利策略始终是长期配置的最佳选择。

这一轮牛市前期基本上是由流动性充裕驱动的，成长性科技风格涨幅扩张明显。10月，科创50市盈率已将近190倍，处于历史高分位水平，交易拥挤度也相对较高。经过一轮的快速上涨后，当前市场上行斜率有所放缓，结构切换的动能正在累积。当前，需警惕高估值公司盘整风险。但有色金属、食品饮料、家用电器、农林牧渔、非银金融等行业的市盈率依然处于近15年50%分位以下，依然存在布局机会。

中长期视角来看，红利板块的投资价值根植于多重结构性逻辑的共振，正逐渐成为资产配置中不可或缺的核心选项。

（1）从基本面角度，红利资产展现出较强的盈利韧性和稳定的现金流，构成了“双支撑”。

尽管部分行业营收增速不高，但如煤炭、银行等板块的盈利波动性低于市场整体水平，现金流对分红形成稳定保障，构筑了类债券的安全垫，支撑其长期回报预期。

（2）在政策层面，监管机构持续强化分红机制。

已有超过1000家上市公司披露长期分红规划，并积极引导保险资金、养老金等长期资金入市，为红利资产构建了可持续的制度保障。2024年A股分红总额达2.4万亿，2025年上半年288家公司中期分红1626亿。

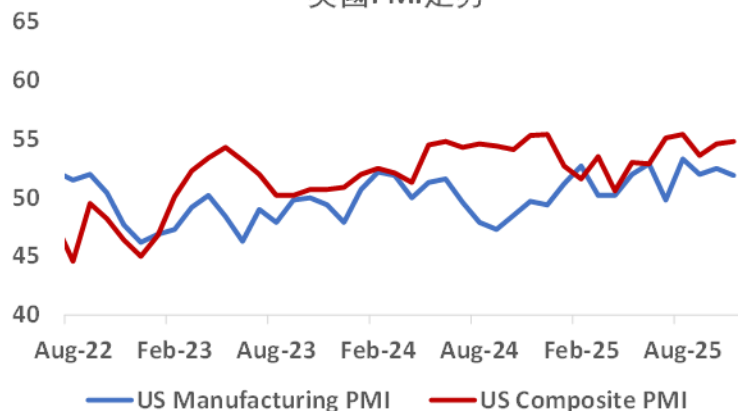
（3）从息差角度，红利资产吸引力正在上升。

随着7月以来港股红利资产的小幅调整，恒生港股通高股息低波动指数的股息率已连续三个月恢复抬升姿态，带动其与10年期国债收益率的差值同步走阔，目前来到4.31%。表明股息率已逐步进入配置价值较为突出的阶段，有望在低利率成为新常态的当下成为资金增配权益资产以追求增厚收益的一个重要方向。

美国

政府重启，就业市场是美国经济潜在风险

美国PMI走势



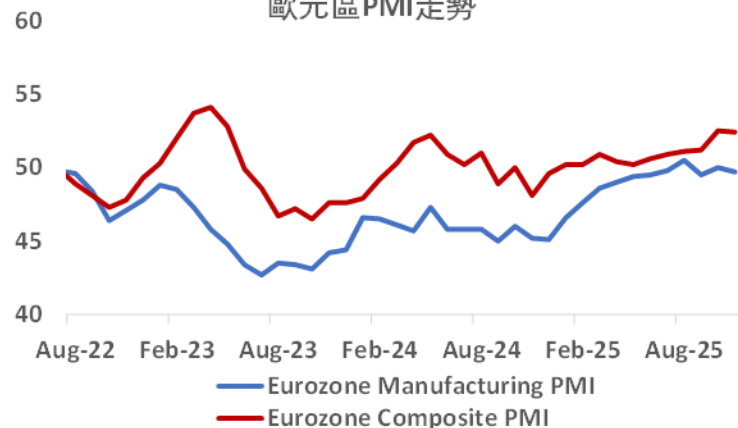
来源：Bloomberg

- 9月的非农数据是一套很中和的搭配：9月新增非农超预期，失业率也超预期上升，并且下修7、8月非农。9月非农部门新增就业11.9万人，超过预期，但失业率为4.4%。同样也是4年来最高。同时修正此前两月的就业数据：7月的非农新增就业人数由7.9万下调至7.2万；8月由新增2.2万调整为减少4000人。当数据之间发生冲突，失业率还是更值得关注一些，而非可能被下修的新增非农。这份比较纠结的报告，展示出美国经济也没有想象中那么好。
- 美国经济依然相对强劲，第四季度迄今的年化GDP增长约为2.5%。制造业和庞大的服务业经济表现均不错，11月美国商业活动扩张速度创四个月最快。美国11月制造业PMI初值51.9，低于预期52和前值52.5；服务业PMI初值55，优于预期54.6和前值54.8；综合PMI初值54.8，为连续第二个月上涨，优于预期54.6和前值54.6。

欧洲

欧元区经济数据小幅走弱，
法国财政危机缓和

欧元区PMI走势



来源：Bloomberg

- 欧元区11月PMI数据小幅偏弱。欧元区11月综合PMI初值52.4，仅略低于10月的52.5，继续稳定在荣枯分界线50以上。服务业与制造业分化，服务业PMI初值为53.1，不仅高于前值53，而且优于预期值52.8，录得一年半以来最佳月度表现。制造业表现疲软，继续对整体构成增长压力。11月制造业PMI初值录得49.7，大幅低于前值50，景气度意外重回荣枯线下方。尽管制造业正在拖累增长，但服务业在整体经济中的高权重意味着欧元区整体在第四季度的增长应该快于第三季度。
- 法国政坛在新政府通过不信任投票之后目前趋于稳定，法国总理勒科尔尼通过不信任投票，这也为近期持续的政治危机带来短暂缓和。在此背景下，法国金融市场的紧张局势有所缓解。

中国

中国经济数据欠佳



来源：Bloomberg

- 从10月数据上看，支撑GDP的“三驾马车”消费、投资和净出口压力增大，短期经济增长或面临一定的挑战，10月社零同比增长2.9%，增速连续五个月回落。1-10月固投完成额负增长（同比下跌1.7%）、基建累计同比亦下跌0.1%与房地产开发投资持续探底（同比下跌14.7%）凸显传统增长模式乏力。固投连续七个月走弱，连续两个月累计同比负增长，加速下滑，除开2020年，为1992年以来第二次出现累计同比负增长。房地产开发投资跌幅连续八个月扩大，录得1995年以来第二低值，表明传统“地产+基建”驱动模式难以为继。
- 未来半年政策利率下调与增量工具落地或成关键支撑手段。固投主项基建和房地产承压，相比于过去，未来支承性政策或更倾向于刺激消费。

股票

吹尽狂沙始到金

市场回顾

与历史数据指向上升不同，11月环球股市录得下跌，以MSCI环球指数（MSCI AC World Index）作为代表，期内表现为-0.11%，其中，成熟跑赢新兴市场，以MSCI世界指数代表成熟市场，期内回报为0.18%，跑赢以MSCI新兴市场指数作为代表的新兴市场期内-2.47%的回报。而在众多市场中，11月能跑出的均非主要市场，回报前三名是巴西市场、印尼市场及越南市场，期内回报分别为6.37%、4.22%及3.13%，而数下去的市场，包括第四及第五，则是新加坡及西班牙市场，回报分别为2.15%及2.11%。而在主要市场中，以标普500指数作为代表，美股于11月勉强收平，回报为0.13%，泛欧600指数回报为0.79%，日经225指数则为-4.12%，而就中港市场，亦不能幸免于负回报，恒生指数期内回报-0.18%，恒生科技指数期内回报-5.23%，沪深300指数期内回报-2.46%，均处于负数区间了，简而言之，11月股市相对波动，而就着后市观点，将会于后文谈及。

经济数据方面，美国9月零售销售增速由前值的0.6%放缓至0.2%，低于预期，反映消费动能有所减弱（有关数据原应于10月发布，惟因政府停摆延至11月才公布）；同时，经济咨商局消费者信心指数下跌6.8点至88.7的低位，显示消费者信心亦有所转弱。就业市场方面，虽然9月非农新增职位达11.9万份，高于预期，但失业率升至4.4%的四年高位，亦显示劳动市场由以往的过热向正常化方向迈进。通胀方面，由于政府关门的关系，美国10月的CPI报告被取消，下次CPI或需待12月18日才有数据了，惟参考民间数据如Truflation的通胀数据，通胀仍处于约2.4%的可控水平，而参考联储局的褐皮书，其亦指出整体经济活动变化不大，就业略有下降、物价录得温和升幅，并提到消费支出较早前进一步放缓。综合而言，美国的经济增速有所减慢但未失速，通胀压力可控，减息预期虽曾有过波动，惟在11月底，利率期货显示12月减息概率已重回约80%的水平，对风险偏好构成支持了。而就中国，其11月公布的经济数据显示动能并非太强，当月工业生产同比增长4.9%、零售销售增长2.9%，均低于市场预期，而首10个月固定资产投资亦录得1.7%负增长，低于预期。同时，工业企业盈利于10月亦由升转跌5.5%，反映第四季经济动能并非过于强劲。去通胀压力亦未见纾缓，PPI已连续第37个月处于负增长区间，10月新房与二手房价格按月亦录得负增长，未见回暖，境内房地产市场继续对经济动能构成影响。整体而言，中国经济动能仍处于切换阶段，整体经济动能未可用强劲来形容了。



展望

向前展望，就着美股，我们的观点依然是看好，10月中至11月中下旬市场是出现了波动与洗盘，然而，我们认为这不但没有动摇美股中线向上的逻辑，反而在技术面上坚实了整体上涨的能力，接下来会展开有关观点——

首先，我们可以简要回顾10月中开始洗盘的特色，就是主轴是杀估值，且杀的方向是由虚至实——如读者有印象，美股市场进入了9月后，便进入了爆发期，包括核能、无人机、量子计算、人工智能基建等板块均遍地开花，而有关热炒股的狂潮去到10月中有所收敛，当时杀的主要是市场热炒，但距离盈利时间尚比较远的一些题材股，包括核能、无人机、量子计算等板块，而部份相对没那么虚的，如新云端服务商

（Neocloud）、部份人工智能基建等，升势均能维持至11月，然而，从整个市场结构来看，到10月下旬时，已明显看到资金从中小型股流向大型股的迹象。而去到11月，市场风险情绪转差的趋势持续，结合市场当时的人工智能泡沫论（简而言之，市场重新忧虑人工智能持续有资本投入，惟能产生强大盈利能力的杀手级应用仍未看到），同时亦有部份知名投资人如Michael Burry公开做空部份AI核心股，令市场进一步下跌，包括在10月表现维持坚挺的新云端服务商（Neocloud），以至于曾强势一时的记忆体板块（SNDK, MU）等均有所下跌，同时，有关杀估值的逻辑进一步蔓延，以至于最后大盘最后亦被杀及跟随下跌，至11月21日方止。然而，经过一轮下跌后，我们认为市场已重新变得健康，而向前展望，情况亦变得更为乐观——

(i) 首先，如我们过往专题有所提及，在长线方面，根据历史数据，若联储局在美股接近历史高位（相差不足2%）时启动减息，接下来一年标普500指数的回报率100%均为正数。而有关前提已于今年9月满足（联储局今年9月减息，当时标普500指数离历史高位少于2%），因此长线（即以一年作为时间框架）而言，我们对美股持有正面看法；

(ii) 而在中短线方面，我们曾对2009年以来的牛熊周期进行统计，自2009年以来，出现了9次符合我们定义的牛市（即50天线升穿200天线），而牛市平均持续462个交易日，如以平均时间长度来计算，本轮美股牛市于2027年4月8日才会完结，即使是用最短的203个交易日计算，本轮牛市于2026年4月10日才会完结；以此推算，即使本轮牛市于最快情况下结束，也会持续到在明年4月左右，意味今年余下时间仍属牛市阶段了，逢回调买进仍是主基调了；

(iii) 而更进一步地说，如我们早前的回测结果所显示（就详细推论可看上期专题），统计不同的牛市周期，标普500指数的价格，于牛市期间，有74%以上的时间均在50天移动平均线以上，同时，即使跌破50天线，在最差的情况下，亦只会处于50天线下方6.5%左右，换言之，如标普500指数跌破50天线，应是吸纳时机了——而在11月时，有关情况正好曾被满足，因此属于买入窗口了；

(iv) 而即使从基本面角度，美股亦未见有转势风险，包括参考市场的估算，2026年自然年，相较2025年，美股仍处于盈利扩张周期，按年盈利将有约14%的增长，在此情况下，基本面对股市上行有支持；另一方面，如看宏观指标的话，最重要的非农数据整体仍维持正增长，因此我们维持对美股看多的观点了；

(v) 进一步而言，我们认为在11月里，整体而言美股的调整是健康的——我们可以看到，就着美股回调，虽然众说纷云，没有一个统一说法，惟从我们的角度看，我们认为有关回调主要是估值重估，为对早前涨多了的股票修正——在9月至10月的时间，我们看到不少题材股疯涨，而事实上大家都明白这是不健康的，持续下去的话，未来上涨的空间都会被透支，而在有了最近的修正后，不少板块（尤其是与AI有关的板块）估值明显回到相对健康的水平，这是其一；

(vi) 而就其二，我们想强调的是，我们理解并明白11月的下跌，其中一个市场流行的叙事是和人工智能泡沫/投资或无以为继有关（虽然我们对有关叙事不表认同），然而，如果看实体产业面的支出，包括几家大型的云端服务供应商、Meta等，可看到资本支出仍未有慢下来的迹象，换言之，就着所谓人工智能泡沫，目前主要是投资界的忧心，但在产业面，人工智能投资仍在持续——在产业趋势没有恶化，但资本市场杀了估值的前提下，相关市场以至板块，投资价值实际上应是更高了；

因此，对美股大市我们的观点相当明确，为继续看多，并认为如有回调的话，只要指数回调至低于50天线则可以对应吸纳了（理据及推论请见上文）。而就着板块，我们认为短期内，如投资者相对求稳的话，大型科技企业的稳健性会相对较高，亦能容纳更多的筹码，而就中小型题材股，如果市场见已见底的话，当风险偏好重新转为进取时当然会有再被炒起的可能，惟在目前情况，市况虽已回稳，但走势仍阴晴不定，对中小型股或以小注分段吸纳，并慎选相对优质的股份为宜，组合目前的主力及重心放在大型股上应会较为稳妥了。而就着港股，我们亦是维持今年以来看多的观点。如要高度简化地说，除了以往曾提及的种种利好因素，最大的重点是目目前环球整体仍处于牛市阶段，大部份市场均维持上涨方向，除非中港市场有特别的问题（如政策风险、地缘政治风险、重大经济风险等），才会令其被排除于全球系统性牛市之外，然而，目前中港市场并未见相关问题，且有所不足的地方亦已被市场充份定价，在此情况下，我们对港股观点仍然偏向多方了，然而，进入第四季后，港股相对于外围市场明显较为弱势，在此情况下，虽然我们对市场整体观点仍偏向多方，惟在操作上需注意选股及风险管控了。

Bull/Bear market						52 week high/ low data		
Ticker	Chinese Name	Current price	50 MA	200 MA	Bull Market or not? (Y=1, N=0)	Short Term uptrend or not (Y=1, N=0)	Price Higher. Lower than 50D MA? (1= Higher, 0= lower)	Price Higher. Lower than 200D MA? (1= Higher, 0= lower)
CCMP Index	纳斯达克综合	23,210.00	22,942.65	20,313.66	1	0	1	1
VNIINDEX Index	越南富时100	1,701.67	1,670.22	1,469.01	1	1	1	1
DAX Index	德国DAX	23,554.07	23,956.85	23,492.39	1	0	0	1
FTSEMIB Index	意大利富时MIB	43,017.78	42,936.77	40,486.65	1	0	1	1
IBEX Index	西班牙IBEX35	16,344.80	15,833.29	14,411.25	1	1	1	1
SPX Index	标准普尔500	6,808.37	6,724.98	6,177.35	1	0	1	1
JCI Index	印尼雅加达	8,548.79	8,254.03	7,364.66	1	1	1	1
MXWO Index	墨西哥世界	4,398.44	4,330.81	4,000.56	1	0	1	1
KOSPI Index	韩国KOSPI	3,920.37	3,812.67	3,082.75	1	0	1	1
MXWD Index	墨西哥富时	1,005.14	991.90	913.41	1	0	1	1
TWSE Index	台湾加权	27,342.53	27,143.49	23,567.48	1	0	1	1
NYI Index	日经225	49,303.28	48,522.33	41,194.49	1	0	1	1
HSI Index	香港恒生指数	26,033.26	26,254.89	24,445.48	1	0	0	1
HSCEI Index	香港恒生国企	9,172.84	9,320.18	8,831.70	1	0	0	1
SOXP Index	澳洲富时100	574.16	568.59	549.19	1	0	1	1
MXEF Index	墨西哥富时	1,366.92	1,373.95	1,232.95	1	0	0	1
INDU Index	道琼斯工业平均	47,546.99	46,753.06	43,949.74	1	0	1	1
UKX Index	英国富时100	9,720.03	9,553.94	8,989.99	1	0	1	1
SZCOMP Index	深圳富时综合	2,478.93	2,483.75	2,191.29	1	0	0	1
SHCOMP Index	上海富时综合	3,914.01	3,914.56	3,571.61	1	0	0	1
CAC Index	法国CAC40	8,082.99	8,054.52	7,844.31	1	0	1	1
SHSZ300 Index	上海深圳富时300	4,576.49	4,595.46	4,143.66	1	0	0	1
HSTECH Index	香港恒生科技	5,644.76	6,005.22	5,588.46	1	0	0	1
STI Index	新加坡海峡时报	4,526.22	4,430.35	4,108.48	1	1	1	1
SENSEX Index	印度SENSEX	85,641.90	83,471.98	80,663.69	1	1	1	1
IBOV Index	巴西富时	158,504.62	148,940.00	138,172.87	1	1	1	1
PCOMP Index	菲律宾综合	5,989.29	5,961.55	6,191.15	0	1	1	0
FBNKLCI Index	富时马来西亚KLCI	1,624.57	1,618.10	1,559.81	1	0	1	1
SET Index	泰国富时SET	1,276.57	1,287.85	1,217.18	1	0	0	1
						Difference v.s. 52 week high (%)		How many days before we have 52 week high?
						-3.37		33
						-5.18		48
						-4.91		53
						-4.56		19
						-1.90		18
						-1.62		33
						-0.85		4
						-0.90		33
						-7.25		27
						-1.19		33
						-4.24		27
						-6.33		27
						-4.93		60
						-6.11		60
						-2.08		18
						-4.07		32
						-1.83		19
						-2.12		19
						-3.08		53
						-2.98		17
						-2.78		18
						-3.89		32
						-15.94		60
						-1.09		18
						-0.60		0
						-0.74		3
						-11.56		363
						-2.06		59
						-12.43		362

Source : Bloomberg, as of 1 December 2025

债券

管理好久期风险为重中之重

市场回顾

就着11月，相对股票市场，债券市场整体而言是个较好的月份，在我们有监察的11个债券板块中，有9个是录正数回报，其中表现最佳的是美国高评级债券市场，期内回报0.65%，次佳的为美国国库券指数，期内回报为0.62%，排名第三的则为美国高收益债券，期内回报为0.58%。整体而言，不论是高收益债券或是高评级债券，11月均录得正数回报，而排名第四的，则是环球高收益债券，期内回报0.56%，而代表环球投资级别债券的环球综合债券指数，期内回报为0.23%，亦录正回报，可见整体而言，不论是高收益债券或是高评级债券，期内均有不俗表现了。

经济数据方面，美国9月零售销售增速由前值的0.6%放缓至0.2%，低于预期，反映消费动能有所减弱（有关数据原应于10月发布，惟因政府停摆延至11月才公布）；同时，经济咨商局消费者信心指数下跌6.8点至88.7的低位，显示消费者信心亦有所转弱。就业市场方面，虽然9月非农新增职位达11.9万份，高于预期，但失业率升至4.4%的四年高位，亦显示劳动市场由以往的过热向正常化方向迈进。通胀方面，由于政府关门的关系，美国10月的CPI报告被取消，下次CPI或需待12月18日才有数据了，惟参考民间数据如Truflation的通胀数据，通胀仍处于约2.4%的可控水平，而参考联储局的褐皮书，其亦指出整体经济活动变化不大，就业略为下降、物价录得温和升幅，并提到消费支出较早前进一步放缓。综合而言，美国的经济增速有所减慢但未失速，通胀压力可控，减息预期虽曾有过波动，惟在11月底，利率期货显示12月减息概率已重回约80%的水平，对风险偏好构成支持了。而就中国，其11月公布的经济数据显示动能并非太强，当月工业生产同比增长4.9%、零售销售增长2.9%，均低于市场预期，而首10个月固定资产投资亦录得1.7%负增长，低于预期。同时，工业企业盈利于10月亦由升转跌5.5%，反映第四季经济动能并非过于强劲。去通胀压力亦未见纾缓，PPI已连续第37个月处于负增长区间，10月新房与二手房价格按月亦录负增长，未见回暖，境内房地产市场继续对经济动能构成影响。整体而言，中国经济动能仍处于切换阶段，整体经济动能未可用强劲来形容了。

展望

向前展望，就着债券，我们的观点还是一如既往，偏好短久期投资级别债券，同时，由于减息趋势相对明确，如投资者轻微加长久期，投资中短久期（更具体点说，以5至6年为宜）的投资级别债券，亦是可考虑之选。简要而言，以目前的市场资讯去看，减息周期将会延续属大概率事件——至执笔时，参考利率期货，12月减息机会超过80%，而根据博彩市场估算，就下任联储局主席，目前最具机会的是现任美国国家经济

委员会会长哈西特（Kevin Allen Hassett），博彩市场定价其成为下任联储局主席的机会率是86%，若最终由其出任联储局主席，明年利率下降幅度的预期或将进一步提高——因不论是真心还是假意，其表现出来的经济理念，包括对利率的看法，均与美国总统特朗普相当一致，同时，部份市场人士亦认为哈西特的决策或会相对受特朗普影响，在这样的情况下，考虑到特朗普是更进取减息步伐的支持者，如哈西特的行为与特朗普的理念高度一致（不论是出于真诚相信有关理念或其他原因），则明年联储局减息的幅度或会多于预期，这对表现受利率影响的债券，无疑是利好因素了。

然而，为何我们偏好短端或中端的债券，而非对利率敏感度更高的长久期债券呢？主要在于潜在的长端利率波动风险。这从哈西特有机会获得任命时，市场的即时反应可窥一

二——参考博彩市场赔率，哈西特获任命概率急升的时间是发生在12月1日（11月30日时概率还是56%），而当时有交易的市场的即时反应，不论是加密货币或是美股期货，均是下跌的，而同时黄金则是上涨——当然有关市场反应不能完全归因于哈西特或被任命的消息，始终市场是受多种因素影响，无法简单归因，但最少，美国总统特朗普或任命一个更为鸽派且利率政策或受其影响的联储局主席，市场并没有视为重大利好消息，反而是有所戒心（从风险资产没有优秀表现反而下跌，而作为美元实物替代的黄金反而有所上升可见），这代表甚么呢？这代表市场对联储局的独立性会否受影响，还是有所担心的——（i）如界哈西特成为联储局主席，联储局的利率政策独立性会否下降？（ii）会否即使通胀有所上升，联储局亦不会加息，甚至减息应对？如依此逻辑推想下去，即使明年真由哈西特担任联储局主席，且政策利率继续下降，长端利率亦不一定会进一步下跌，主要是相对短端利率，长端利率会因通胀预期及经济预期等影响，而如果哈西特担任联储局主席，会为美国通胀前景带来较大不确定性的话，则长端利率有可能不跌反升或最少相对波动，因此我们认为对久期风险要小心看待，不偏好承担过多久期风险了。而就高收益债券，我们的看法与过往一致，简要而言，参考历史数据，高收益债券的表现与股市方向一致，主要原因在于高收益债券表现受信用利差所影响，而当经济转弱时，股市固然会下跌，信用利差亦会扩阔，令高收益债券表现和股市往往同向了。而向前展望，如我们在股票部份所言，考虑到对股市的判断仍处于牛市，且经济基本面尚可，因此认为信用利差大幅扩阔的风险有限，在短期内，不认为高收益债券有不能配置的风险了，然而，就着高收益债券，我们认为如果具有信贷分析能力的，在目前的环境下，可以对个别高收益债券作出分析并配置一些孳息率不俗而信用风险可控的债券，则风险回报比或会更佳了。

520

500

480

460

440

420

400

Dec-24

Mar-25

Jun-25

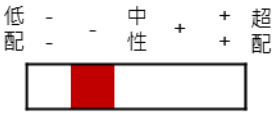
Sep-25

彭博环球综合债券指数

外汇及商品

美联储12月降息概率超过80%，加上市场预期下一任美联储主席更为鸽派，美元中长期受压；欧央行放缓降息步伐，欧元下跌空间有限；中国经济基本面仍较疲软，但人行持续调升中间价，人民币持续走强。

美元



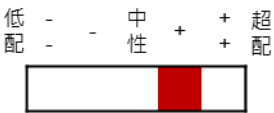
美联储降息预期摇摆，但12月降息概率仍高

- 在10月的美联储会议上，美联储主席鲍威尔拒绝为未来的降息预设路径，并否认12月降息的确定性。理由是在美国政府关门的状态下，他们的决策缺乏经济数据作为依据，只能谨慎行事。美元或很难走出幅度很大的反弹行情。
- 向前看，市场目前依旧预期2026年9月前美联储还可能有接近3次的降息预期，这大概率可能会在长期压制美元的反弹高度。

美元指数 (USD)



欧元



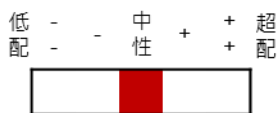
预计12月利率将保持不变，欧元下跌空间有限

- 欧央行10月会议如期按兵不动，但随后拉加德发布会上对经济增长前景较为乐观，目前市场对欧央行明年夏天之前不再有任何的降息预期；这些因素一同限制了欧元在的下行幅度。
- 尽管制造业正在拖累增长，但服务业在整体经济中的高权重意味着欧元区整体在第四季度的增长应该快于第三季度。同时，虽然服务业成本飙升，但市场并不担忧这将大幅推高通胀，同时欧央行大部分官员认为通胀已在目标水平附近，预计12月利率将保持不变。

欧元/美元 (EUR/USD)



英镑



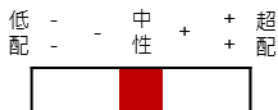
英镑脱离财政负面溢价反弹，12月大概率降息

- 近期英镑交易的主基调应还是脱离财政负面溢价后的反弹行情。英国财政大臣Reeves的财政“缓冲空间”将扩大至220亿英镑，较3月份预测的99亿英镑增加了120亿英镑，远超分析师预估中值150亿英镑。这一更大的缓冲规模为政府应对未来意外冲击提供了更多灵活性，在一定程度上安抚了投资者的担忧。
- 英国经济数据在近期的恶化抬升了市场对英国央行的降息预期。OIS市场对英国央行12月的降息预期已经上涨至90%附近。

英镑/美元 (GBP/USD)



日圆



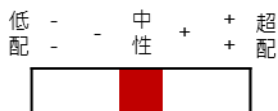
日圆持续弱势，日本政府或出口干预

- 高市早苗的宽松政策和日本政府21.3万亿日圆的大规模经济刺激方案打压日圆。
- 日圆跌破157关口，口头干预程度升级。市场对潜在外汇干预的警惕情绪升温。日本财务大臣片山皋月在口头干预中采取更强硬措辞，与她以往仅强调汇率单向波动或波动过快的表述不同，上周五直接提及干预行动本身。根据野村口头干预等级分类，该措辞严厉程度已达第四等级。如果日本财务省真的出手干预，日圆或短期反弹。

美元/日圆 (USD/JPY)



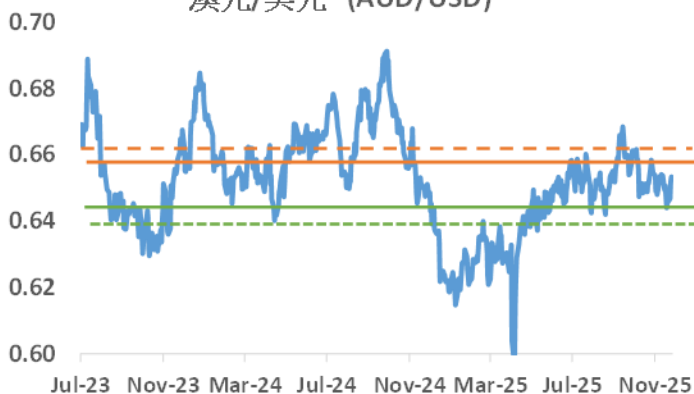
澳元



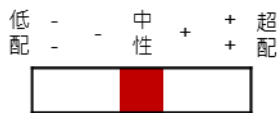
澳洲央行降息周期或已结束

- 澳洲10月就业数据表现强劲，促使市场大幅下调对澳洲央行未来降息的预期。澳洲10月份就业人数净增加42,200人，远超市场预期的20,000人，且主要由55,300个全职岗位增长推动。失业率从4.5%回落至4.3%，此前4.5%为自2021年11月以来的最高水平。劳动力市场的复苏在缓解失业压力的同时，也带来通胀上行风险。澳洲央行对进一步放宽政策持谨慎态度，主要考虑到当前通胀仍高于2-3%的目标区间。在就业市场持续紧张、消费需求稳健以及房地产复苏的背景下，澳洲央行短期内不太可能降息。

澳元/美元 (AUD/USD)



纽元



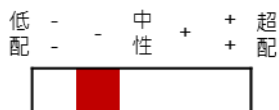
纽元 “降息底部已现”

- 11月26日，新西兰联储宣布将官方现金利率（OCR）下调25个基点至2.25%。新西兰的降息步伐仍在继续，但新西兰央行淡化鸽派前瞻指引，称经济活动疲软但正在回升，且对通胀的担忧减弱。
- 过去一段时间，全球风险情绪的反复以及市场对新西兰联储过度鸽派的预期，使得新西兰元在2025年以来相对G10货币持续跑输。如果交易员开始相信纽元“降息底部已现”，那么此前积累的悲观交易将面临回补压力。

纽元/美元 (NZD/USD)



加元



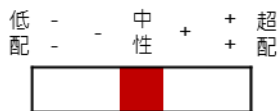
加拿大经济疲软导致加元受压

- 加拿大央行呼吁采取全经济范围内的协调措施以提振疲软的生产力。央行指出，面对美国贸易政策带来的挑战，提高生产力问题变得更加紧迫。央行副行长尼古拉斯·文森特表示，加拿大经济遭受冲击的次数越来越频繁，对这些冲击的脆弱性日益增加。他指出，生产力低下导致经济更难应对当前挑战，也难以抓住未来机遇。文森特指出，加拿大的生产力已经落后了25年，20世纪60至70年代劳动生产率年均增长约为3%，但2000年至2019年下降至1%，目前已低于0.5%。

美元/加元 (USD/CAD)



瑞郎



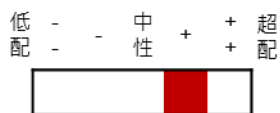
瑞郎出现多头获利了结

- 瑞郎结束了近期的持续上升，瑞士央行行长不排除负利率的评论触发了多头的部分获利了结。

美元/瑞郎 (USD/CHF)



人民币



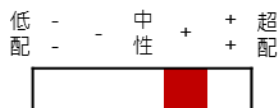
人民币中间价维持坚挺

- 近期人民币中间价维持坚挺，显示出明确的政策导向。这一走势与美元指数的相对强势形成对比，凸显了政策层通过中间价引导市场预期的决心。当前中间价的强势表现传递出三个明确信号：首先，当局有意通过偏强的中间价设定来稳定市场预期。其次，表明监管层对资本流动的管理能力充满信心。最后，后续的汇率市场化改革预留了政策空间。值得注意的是，这次中间价走强发生在美联储政策立场仍存不确定性的背景下，展现了中国货币政策“以我为主”的独立性和定力。

美元/人民币 (USD/CNH)



黄金



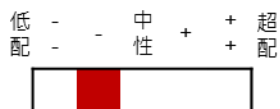
黄金避险价值长期逻辑不变，支持黄金表现

- 环球地缘政治不明朗因素较多，尤其是特朗普关税政策反复，从避险属性角度为黄金带来诸多阶段性机会。
- 近期黄金升势强劲，尽显其“进可攻、退可守”的配置属性。
- 黄金升值的长期逻辑不变，且“美国优先”的总体战略、叠加关税工具的频繁使用，均进一步加强了配置黄金的逻辑。

黄金



石油



原油面临供应过剩局面

- 机构预计，全球石油市场明年将面临每日280万桶的过剩，2027年则面临每日270万桶的过剩。在这些条件下，布伦特油价可能在2026年跌破60美元，到2026年第四季度跌至50多美元。

紐約期油





以心相交 成其久远

重要资料及免责声明

本文件经由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,文件的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本文件并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见,或要约或建议投资于本文件内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本文件所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制,惟该等资料来源未经独立核证。本文件表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资建议或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本文件的(一位或多位)分析员于本文件刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本文件并未就其中所载任何资料、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺,任何情况下,中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本文件所载任何该等资料、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本文件所载资料、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性,并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本文件所述的投资可能并不适合所有投资者,且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此,本文件并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐,亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定,并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本文件作为专业意见之用。

投资涉及风险,投资者应注意投资的价值可升亦可跌,过往的表现不一定可以预示日后的表现。本文件并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前,应细阅及了解有关该等投资的所有发售文件,以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响,包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换,并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币,人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易,它们的汇率变动可能会明显地不同。

编制本文件的研究分析员证实,在本文件表达的意见准确反映彼(彼等)研究分析员的个人意见,而彼(彼等)的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本文件所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本文件或其中任何部分,均在严禁之列。本文件无意向派发本文件即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发,亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下,不得以任何方式或以任何途径(包括电子、机械、复印、录影或其他形式)复制或传送本文件各部分或将本文件各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)有限公司及其联系公司可以其名义买卖,可能有包销或有持仓于所有或任何于本文件所提及的证券或投资产品,并可能就有关交易或服务收取佣金或费用。

本文并非独立投资研究报告。

© 中国建设银行(亚洲)有限公司。