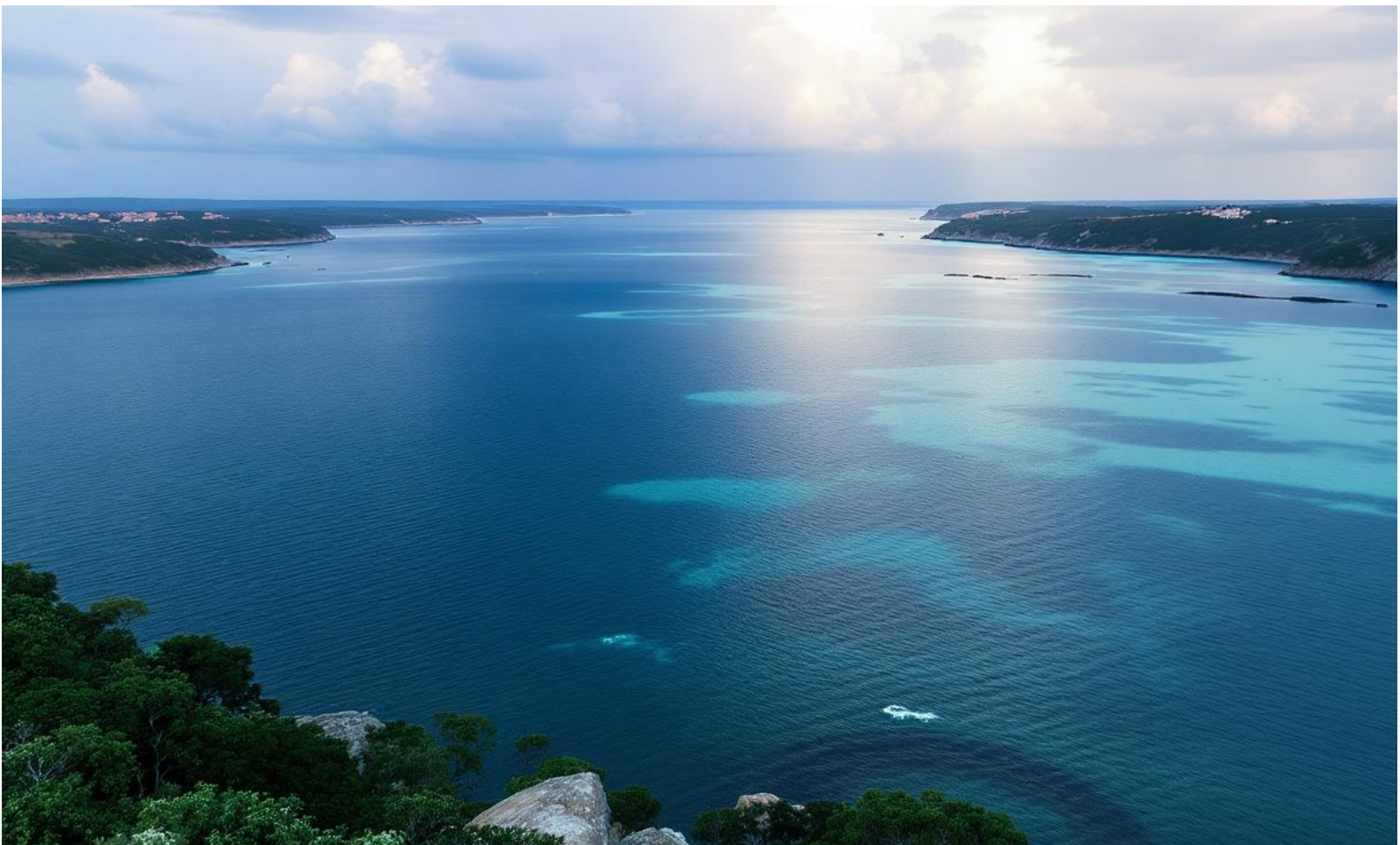


# 建亚私人银行财富管理策略



2026 年 1 月刊

## 潮平两岸阔，风正一帆悬 2026 年全球大类资产配置前瞻

当时间的指针迈向 2026 年，全球经济正站在周期切换与结构变革的十字路口：宽松货币政策延续与财政政策发力形成共振，人工智能技术从基础设施建设向产业应用深度渗透，大国博弈下的产业链重构与地缘政治格局演变并行。因此，2026 年，既非简单重复过往的复苏路径，也非延续单一资产的单边行情。这一过程中，投资者需要更加注重盈利质量、政策导向和结构性机会，而非简单地追逐市场热点。

由于资金轮动的关系，在多个美股板块中，11-12 月升幅最多的为美股金融板块，因此在本期专题，我们亦打算谈谈金融板块的配置方法论，再谈谈目前是否适合配置金融板块的时机。我们发现不论是整体金融板块（顺周期），或是各个子行业，展望的基本面方向均是偏正面，最差的情况也只是中性。在此情况下，认为金融板块值得配置了。惟主要问题是目前估值偏高，可考虑采取回调吸纳的方法，并聚焦于银行板块及券商板块，或为一种较可考虑的做法。

在专题部份，除分享 2025 年 2026 年初环球大类资产策略展望外，我们亦讨论了 AI 泡沫相关问题。在对 AI 热潮可持续性的担忧加剧下，近期美国科技股都经历了一波调整。部分分析师甚至担忧，这轮下跌可能演变称一场至少 10% 的全面回调。那么，市场对美股 AI 泡沫的担忧合理吗，这种担忧又会如何影响投资呢？

# 目录

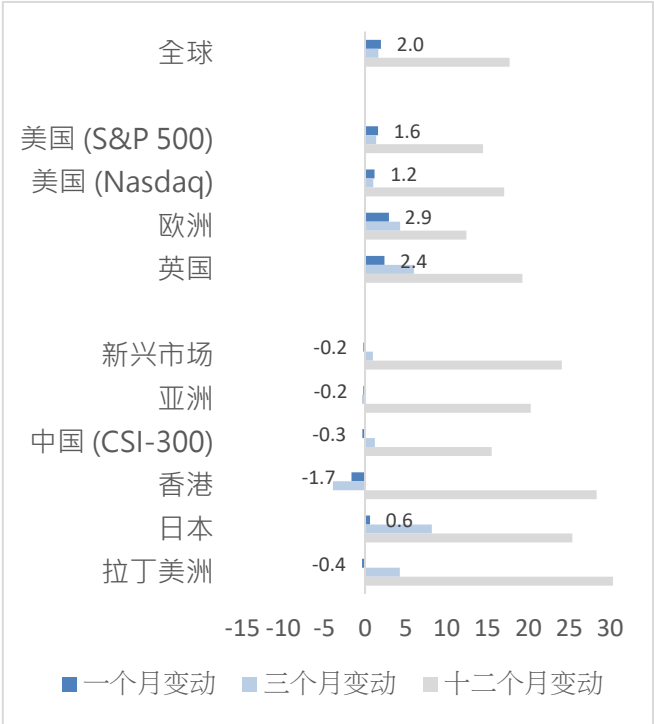
---

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	
	潮平两岸阔，风正一帆悬——2026 年全球大类资产配置前瞻	p.5
	美股金融板块目前是配置时机吗？	p.20
	美股 AI 泡沫担忧对投资的影响	p.23
04	宏观经济展望	p.28
05	资产市场展望	
	股票	p.31
	债券	p.33
	外汇及商品	p.36

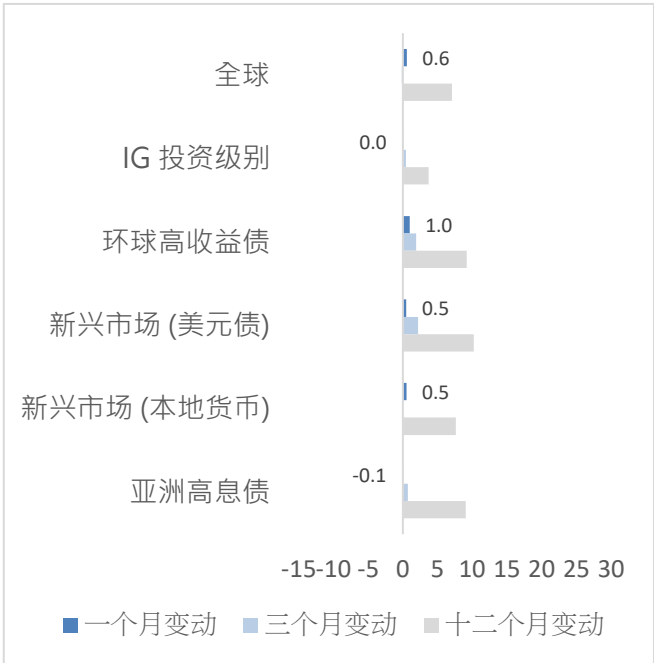


资产市场表现

股票



债券



外币及商品市场

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

利率变动

	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

简评:

环球股市今年进入了系统性牛市，全球大部份股市均是升的，如拆开来  
看，中间固然有流动性宽充裕的因素，也有环球经济处于扩张期的因  
素，也有美汇走弱的因素，然而，总的来说，目前还未看到牛市完结的  
迹象 — 以 MSCI 环球指数 (MSCI AC world Index) 作代表，目前离  
历史高位不足 1%，同时三天前才创过历史新高，从资金流角度看，上升  
趋势未有衰竭迹象，唯一美中不足的是部份估值相对较高，同时受资金  
追逐的股票，近日表现有转差迹象，反映资金承担风险意愿转弱，惟有  
有关现象并非完全负面，因从整体盘面看到资金并非流走，只是流往了其  
他板块，即市场还有力再创新高；而从环球高收益债券角度来看，情况  
亦是倾向正面 — 目前信用利差维持在相对低位，反映全球经济衰退风险  
有限，在此情况下，考虑到市场未见有明显缺憾因素，且环球经济仍  
处于扩张周期，货币条件亦是仍相对宽松，认为对环球股市的观点不能  
过份悲观，仍然应作偏多看待了。

资产配置策略

	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>• 中美摩擦的消息添加添港股的波幅，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，銀行股也成主要受惠者</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>• 價值優質企業，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>



因此，2026 年，既非简单重复过往的复苏路径，也非延续单一资产的单边行情。美国经济软着陆与降息周期开启形成支撑，中国经济在“十五五”开局之年展现韧性，欧洲财政扩张与能源转型艰难推进，新兴市场凭借增长潜力与估值优势重获资金青睐。权益市场告别普涨，盈利驱动成为核心主线；短端债券、黄金、商品等另类资产则在通胀粘性与地缘风险中凸显配置价值；AI、新能源、消费升级等主题赛道将演绎结构性机遇。这一过程中，投资者需要更加注重盈利质量、政策导向和结构性机会，而非简单地追逐市场热点。

来源: BofA 研究报告, 2025 年截至 12 月 18 日。

2026 年全球经济将呈现“总量放缓、结构分化”的特征。经历 2025 年关税冲击与政策不确定性的考验后，全球经济韧性超预期，但 2026 年增速仍将从 2025 年的 3.2% 以上回落至 3.0% 附近。这一预测得到多家机构共识，全球贸易壁垒高企、地缘政治冲突扰动、主要经济体潜在增长率下行是拖累增长的核心因素。



从增长动力来看，发达经济体与新兴经济体的分化态势将进一步凸显。据 IMF 于 10 发达经济体整体增速预计从 2025 年的 2.1%降至 1.8%，美国凭借 AI 产业驱动与政策刺激保持相对强势，欧元区受能源转型压力与财政约束增长乏力，日本则在货币政策正常化与内需疲软中缓慢复苏。新兴市场与发展中经济体增速将维持在 4.5%左右，南亚地区以 7.6%的增速领跑全球，东亚太平洋地区增速放缓至 4.0%，中国经济则以 4.7%左右的中高速增长成为全球经济的稳定器。

图表 2：主流机构 2026 年 GDP 增速预测

区域/国家	增速预测	关键假设与备注
全球	2.5 – 3.3	基于 IMF 口径加权，新兴市场贡献超 60%增量；地缘风险溢价已部分定价
发达市场	1.6 – 1.7	欧美日英加澳六国加权平均；通胀回落斜率趋缓，服务价格粘性
美国	1.9 – 2.5	终端利率锚定核心 PCE 2.6%
欧元区	0.9 – 1.4	德法意分化加剧；能源转型成本推升结构性通胀，压制加息空间
德国	1.0 – 1.69	制造业 PMI 连续 14 个月收缩，出口依赖型复苏乏力
法国	0.94 – 1.0	公共投资提速抵消私人部门疲软，财赤扩大至 5.2%GDP
意大利	0.66 – 0.7	高债务 (137%GDP) 制约财政空间，银行不良率回升至 5.1%
英国	1.0 – 1.4	财政规则收紧+移民政策转向压制潜在产出；2026Q2 降息拐点
加拿大	1.3 – 1.4	2025 年 Q4 已降息 50bp，2026 年预计再降 50bp；住房缺口支撑内需
日本	0.5 – 1.1	YCC 退出，但工资-物价螺旋未形成；26 年仅两次 25bp 加息
新兴市场	4.0 – 4.4	亚洲新兴市场主导增长(中、

区域/国家	增速预测	关键假设与备注
		印、韩)，拉美新兴(巴、俄)受大宗商品与财政整顿拖累
中国	4.3 – 4.8	地产销售同比转正(+3.2%)、城中村改造加速；通缩压力仍存，PPI 连续 19 个月负增长
印度	6.4 – 6.8	FY26 财年 (2025.4–2026.3) GDP 目标 6.5%，基建投资占 GDP 比重达 3.8%
韩国	2.0 – 2.3	半导体出口复苏 (+18% YoY)，但家庭债务/GDP 达 104%，限制消费弹性
巴西	1.7 – 2.0	财政新规 (支出上限冻结) +农产品出口激增；通胀预期锚定在 4.2%±0.3%
俄罗斯	0.8 – 1.2	税改+油价中枢下移至\$72/桶；外汇储备中人民币占比升至 32%，削弱美元利率传导

来源：主流机构（包括高盛、摩根士丹利、摩根大通、花旗、美银美林、德意志银行、野村、瑞银、汇丰、巴克莱等）研究报告、IMF《世界经济展望》（10 月刊）以及 OECD《Economic Outlook Volume 2025 Issue 2》。

1.2 主要经济体经济展望与政策取向

1.2.1 美国：软着陆兑现与降息周期开启

美国经济有望在 2026 年实现软着陆，全年 GDP 增速预计从 2025 年的 2%以下提升至 2.5%附近。支撑增长的核心因素包括三个方面：一是 AI 技术产业化带来的全要素生产率提升，数据中心等相关资本支出预计在 2025-2027 年达到 1.4 万亿美元；二是货币环境的实质性转变、减税政策的持续红利释放以及大规模资本支出激励；三是消费及房地产市场保持稳健，就业市场紧张态势缓解但薪资增长仍具韧性，支撑居民消费能力，房地产再融资活动也持续回暖。

图表 3：2026 年美国三大支撑因素分析

支撑因素	具体表现	数据/案例	作用机制
货币环境的实质性转变	美联储政策利率回归中性利率	5 年期美债真实利率回归中性利率	为经济活动提供基础性货币支撑
房地产市场的"自动稳定器"	30 年期房贷利率从 7% 回落至 6.2%	房地产再融资活动较二季度翻倍	居民可置换高息贷款、提取已还房贷用于消费
企业投资支撑效应	AI 驱动的资本支出周期	信息设备投资对 GDP 贡献持续提升	企业风险偏好上升，投资意愿增强

来源：CCBA PB Research。

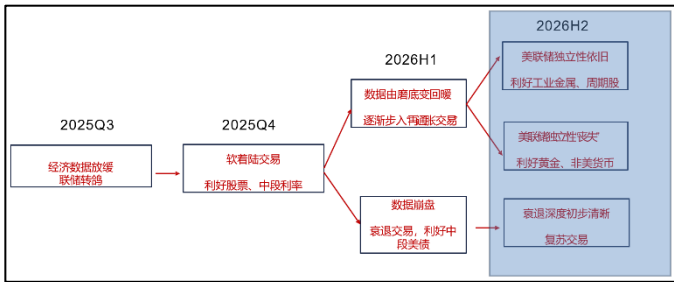
通胀方面，美国短期通胀压力可控，但中长期仍面临关税传导与财政扩张带来的粘性风险。2025 年底核心 PCE 通胀率预计回落至 2.5-2.8%，2026 年有望进一步降至 2.5% 下方，接近美联储 2% 的政策目标。在此背景下，市场普遍预期 2026 年降息幅度在 50-75 个基点之间（多于 FOMC 点阵图的降息预测），2026 年末政策利率将回归中性立场。需注意的是，若关税上调引发通胀超预期反弹，可能打乱美联储的宽松节奏，这是 2026 年美国最大的不确定性因素。

财政政策方面，美国债务占 GDP 比重已达 100%，利息支出高企带来“财政主导”风险，即政府高额债务可能迫使央行维持低利率，从而推升长期通胀中枢。尽管如此，美国政府仍将继续通过产业补贴、基建投资等方式支持经济增长，尤其是在 AI、半导体、新能源等战略领域的投入将持续增加。

最后，关于衰退，美国经济在 2026 年的衰退概率是相对较低的，主观预估衰退概率为 15%（即任何自然年无

条件的衰退概率）。在不衰退的前提下，经济的节奏就显得尤为重要。按历史规律外推，美国经济增长可能在明年 Q3 见底回升。在降息落地后的两至三个季度内，PMI 往往处于“磨底”阶段——指数通常会在 48 左右的收缩区间反复震荡，9 个月后则逐步温和反弹并升至 52-53 附近。类似的，失业率同样在软着陆降息开始后的 9 个月后重启下行趋势。

图表 4：关注 2026 年海外市场变盘点



来源：CCBA PB Research。

### 1.2.2 中国：基建“深蹲”与 GDP 目标博弈

2026 年是“十五五”规划开局之年，中国经济将保持 4.7% 左右的中高速增长。消费将继续发挥基础性支撑作用，社会消费品零售总额增速预计维持在 6.5% 左右，政策驱动与消费升级是核心动力。中央与地方政府联动投入三千亿元专项资金支持汽车、家电、家居等耐用消费品以旧换新，预计直接拉动消费万亿；文旅消费、健康消费、智能消费等升级类消费增速将达到两位数，服务消费占比有望提升至 54% 以上。

但投资方面，基础设施投资成为中国近期投资下滑中最薄弱的环节。7-10 月基建固定资产投资（FAI）同比收缩 7.4%，这是自疫情停摆期以来的最大降幅。主要原因是地方政府面临流动性紧缩，财政资金缺口估

计超过 1.5 万亿元人民币。好消息是，“新质生产力”相关领域将成为核心增长点。全年计划新增风电、太阳能发电装机 2 亿千瓦以上，新能源装机占比将突破 50%；特高压、新型储能、数据中心等新型基础设施投资增速预计达 15%；制造业投资将聚焦高端制造、半导体、人工智能等领域，技改投资占比持续提升。

出口方面，受全球贸易增速放缓影响，增速可能回落至 3%，但“龙头出海”与贸易多元化将对冲部分压力，新能源汽车、光伏产品、高端装备等优势产业的出口竞争力将进一步增强。

政策层面，宏观流动性将保持合理充裕，央行可能通过降准、降息等方式释放流动性，支持实体经济发展。政策重心将聚焦产业转型升级与“发展与安全”的平衡，科技自立、产业链安全、能源转型成为长期主线。财政政策将更加积极有为，专项债规模有望进一步扩大，资金投向将向新型基建、民生保障等领域倾斜。

1.2.3 欧元区：财政扩张与结构困境的博弈

欧元区 2026 年经济增速预计在 2026 年进一步放缓至 1%左右，增长动力依然疲软。支撑经济的主要因素是财政扩张政策的持续发力，欧盟各国纷纷增加国防开支（北约成员国承诺将国防开支提升至 GDP 的 5%），基建投资与绿色转型投入也在增加，这将带动相关产业链的复苏。但制约增长的结构性问题依然突出：能源转型成本高企，工业企业竞争力下降；劳动力市场僵化，生产率增长缓慢；核心国家与边缘国家经济差距扩大，政策协调难度加大。

通胀方面，欧元区通胀预计在 2026 年回落至 2.2%左右，接近欧洲央行的目标水平，但能源价格波动、劳动力成本上升仍可能带来通胀粘性风险。货币政策方面，欧洲央行可能在 2026 年开启降息周期，存款利率有望从 2%降至 1.5%左右，但宽松幅度将受到通胀粘性与汇率压力的制约。

1.2.4 新兴市场：增长红利与风险并存

新兴市场将成为 2026 年全球经济增长的主要引擎，整体增速预计达到 4.5%，显著高于发达经济体。南亚地区表现最为突出，印度 2026 财年经济增长预期上调至 7.6%，强劲的国内需求与对美国关税的抗冲击能力是核心支撑。东南亚地区受益于产业链转移与内需扩张，增速预计维持在 5.2%左右；拉美地区经济将逐步复苏，增速预计从 2025 年的 1.3%提升至 2.1%。

新兴市场政策环境整体友好，多数央行已开启降息周期，货币政策宽松将支撑经济增长。但新兴市场仍面临多重风险：美联储降息节奏不及预期可能引发资本外流；地缘政治冲突可能影响能源与粮食价格，加剧通胀压力；部分国家债务水平高企，再融资风险上升。

图表 5：2026 年新兴市场 GDP 增速预测

地区	预测增速	主要驱动因素	风险点
印度	6.8%	人口红利、制造业崛起	贸易摩擦
东盟	4.5%	产业链重构、中国消费外溢	地缘政治
拉美	2.8%	资源出口、区域一体化	财政赤字



地区	预测增速	主要驱动因素	风险点
中东	3.2%	能源出口、多元化	地缘冲突

来源：CCBA PB Research。

## 二、怎么看 2026 年海外市场的政策前景

### 2.1 货币政策前景：失业率成为关键指标，美联储独立性成焦点

通胀大概率不是明年美联储关注焦点。美国商品通胀环比中枢已回归至 0.3%附近，其中受关税政策影响显著的家用电器、家具及玩具等高关税品类，价格回升幅度更为明显。与此同时，衡量内生通胀压力的关键指标——职位空缺与失业人数之比（V/U）及工资增速——均呈现出震荡回落的态势，表明内生性通胀压力进一步冷却。在此背景下，在没有看到就业市场走强或新的外生供给侧不利冲击下，通胀将不是美联储的短期关切，这也符合鲍威尔在 JacksonHole 会议以来的表态。

在通胀压力暂时不足以引发美联储担忧，且就业市场持续疲软的背景下，预计未来 12 个月美联储大的货币政策基调将是鸽派的。值得强调的是，这种鸽派不是说多降息一次还是 2 次，而是说在美联储看来，未来 12 个月就业的下行风险仍将比通胀的上行风险更加重要——如果就业市场加速恶化，美联储必然会加速降息，而不会像 2022 年那样受限于通胀压力而维持鹰派。换言之，这种鸽派的含义是美联储下行保护（FedPut）而非简单的美联储降息（Cut）。我们的基准情景是，明年美联储上半年将不再降息，下半年可能降息 1 次或者不降息。理由是历史上软着陆降息的中位降息幅

度就是 75bps，进一步大幅增加降息次数需要看到就业数据超预期的显著恶化。而我们的预期是，失业率将在 4.4-4.5%的水平震荡走平，至明年三季度再度掉头回落。这意味着，货币政策缺乏进一步大幅宽松的必要性。

失业率将是 2026 年最重要的就业市场指标。一般认为，FOMC 点阵图预测（SEP）中不变的“预测值”往往是美联储货币政策的“隐含”目标。9 月点阵图中 FOMC 上调了 2026 年通胀预测，但利率预测反而下降；12 月下调通胀预测，利率预测不变。而 GDP 持续上修。相反，失业率是 3 份 SEP 中最稳的变量，隐含政策利率路径调整以失业率（4.4-4.5%）为目标。

图表 6：美联储在 2025 年 9、12 月的预测

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	2.0
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	1.6-2.8	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	1.9	2.4	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>	1.9	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	1.9	2.5	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

来源：美联储网站。

我们不认为新联储主席会显著改写明年政策利率前景。无论是 Kevin Hassett 还是 Kevin Warsh 还是其他主流候选人上任，都不太可能像 Stephen Miran 倡导的那样连续大幅降息上百基点。一方面，目前主流人选都属于“建制派”，均具有严肃学术背景和长期政策研究经历，不太可能做出完全背离经济基本面的激进宽松举动。另一方面，FOMC 客观上存在制衡机制。虽然美联储主席通常拥有极高话语权，但历史经验表明若主席威望不足或专业性受疑，极易遭到 FOMC 其他票委的挑战与架空，沦为“跛脚鸭”。一个案例是 1978-1979 年的 G. William Miller，他接替 Arthur Burns 担任联储主席，但仅 17 个月后就因为不懂货币政策且完全是总统傀儡而遭遇大量票委反对，最终被明升暗降，成为美联储历史上最短命的主席。

当然，短期不大幅降息并不意味着中长期独立性无忧。从 1970 年代 Arthur Burns 的经历看，真正考验联储独立性的时刻往往是在通胀大幅反弹但失业率明显上升的“对立环境”下，例如 1974 年的石油危机。因此，新美联储的独立性问题恐怕需要更长时间才能得到验证。

## 2.2 中期选举前景：共和党丢掉众议院是大概率事件

目前共和党主打“总量牌”，希望强调供给侧改革和做大经济蛋糕。其将当前的“可负担性危机”（Affordability Crisis）归咎于过度监管导致的供给约束，因此主张通过顺周期的减税政策，以及在能源、住房、金融及医疗领域的深度“去监管”来释放生产力。其理论预期是：监管松绑将带动供给曲线右移，从而在压低物价的同时提升资产回报率，实现高增长与低通胀的良性循环。

民主党则主打“分化牌”，向选民强调分配正义与结构性矛盾。民主党试图将特朗普的经济议程描绘为加剧贫富悬

殊的推手，并将关税定义为实质上的“特朗普税”（Trump Tax）——一种具有累退性质的通胀助推器。基于此，民主党的政策工具箱更侧重于需求侧的定向补贴，特别是针对低收入群体的医疗与住房支持，试图通过缓解社会不平等来巩固选票基础。

中期选举共和党丢掉众议院是大概率事件。“总统惩罚”现象（Midterm Loss Phenomenon）是二战以来最稳固的政治规律之一。总统所在政党在中期选举中几乎不可避免地会遭遇席位流失（Campbell, 1960），只有极少数例外。考虑到当前众议院共和党的多数优势极其微弱（Razor-thin margin），失去众议院是大概率基准情景。特朗普目前支持率的持续下降也指示中选不乐观。根据 Abramowitz 的预测模型，总统支持率与国会席位变动呈高度正相关。一个经验法则是，总统支持率每降 10 个百分点，执政党平均可能多损失 15 至 20 个众议院席位。目前特朗普支持率已经降至 40-42% 的上任来最低点。

但如果特朗普能够在新财年推动新一轮减税和增支，并确保股市和居民可支配收入的稳健增长，则也有小概率能够保持横扫状态。相较于股市表现或 GDP 总量，选举年上半年的真实收入增速是预测执政党得票率的最有效单一经济变量（Tufte, 1975）。如果特朗普能够推动新一轮财政减税增支法案的落地——如企业税减税和关税红利（tax dividend），则保住两院的概率可能会上升。不过目前其挑战也不小，主要源于高物价和财政赤字压力已经让共和党党内对进一步扩张性的财政政策更加保守。

在这种背景下，需要警惕特朗普重打贸易战牌的风险。尽管从理性选战角度看，特朗普应聚焦经济维稳，但市场必须警惕其在面临法律与政治困境时的非理性“突围”，特别是在贸易政策领域可能出现的极端变数。当前的风险之

一是最高法院对《国际紧急经济权力法》（IEEPA）关税合宪性的裁决。若明年初法院裁定特朗普依据 IEEPA 征收关税违法，这将迫使行政当局面临双重困境：一是可能需要退还高达千亿美元级别的已征关税；二是不得不寻求《1930 年关税法》第 338 条或《1974 年贸易法》第 122 条（国际收支条款）作为替代，但这些条款在灵活性与烈度上均不及 IEEPA。在此情境下，不排除特朗普采取“以禁代征”的极限施压策略。若司法解释禁止利用 IEEPA “加征关税”，特朗普可能反其道而行，利用该法案明确授权的“禁止贸易”条款进行反击，比如向贸易伙伴发出极短窗口期（如一个月）的最后通牒，威胁若不达成满意协议将直接切断贸易往来。这种策略符合其制造危机再通过谈判解决的“交易艺术”风格。虽然为了保全中期选举前的经济大局，全面贸易禁令大概率会通过谈判避免，但这种“悬崖边缘”的博弈过程本身，足以打破当前市场对贸易风险的忽视（Complacency），引发资产价格的剧烈重估。

三、大类资产配置逻辑：盈利驱动与结构机遇

3.1 权益市场：从估值扩张转向盈利驱动

经历 2025 年的估值修复后，在“软着陆降息”这一交易逻辑支撑之下，2026 年全球权益市场将步入“盈利驱动为主、估值扩张为辅”的新阶段。全球流动性宽松依然支撑风险偏好，但多数市场估值已处于合理区间，进一步扩张空间有限，企业盈利的实质性改善将成为股价上涨的核心驱动力。

图表 7：2026 年全球股票市场预期回报率

区域	预期回报	主要驱动因素	风险点
美国	6-8%	企业盈利增长、AI 投资	通胀反弹

欧洲	5-7%	经济企稳、政策宽松	贸易摩擦
中国	4-6%	"十五五"规划、消费复苏	基建投资
新兴市场	8-10%	增长潜力、估值优势	地缘政治

来源：高盛、美银美林、摩根士丹利的研究报告。

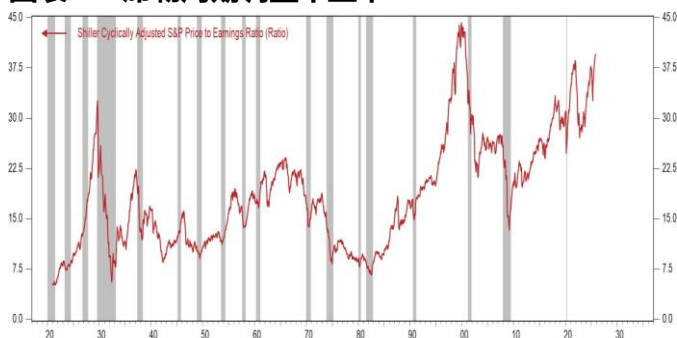
3.1.1 海外权益：高波动下结构分化+AI 龙头机会

美股 2026 年将呈现高波动特征，标普 500 指数目标区间为 5200-6000 点，全年涨幅预计在 8%-12%之间。支撑市场的核心因素是 AI 产业的持续深化与美联储降息周期开启，但制约因素也不容忽视：美股估值处于历史高位（标普 500 市盈率约为 28 倍），市场集中度风险加剧（前五大 AI 概念股占指数权重达 28%），中期选举与美联储主席换届带来的政治扰动，以及关税对通胀的滞后传导风险。

从历史对标来看，当前标普 500 的周期调整市盈率（Shiller P/E Ratio 或 CAPE）已经来到 39.5 倍，接近 2000 年初峰值的 44 倍，这大约平齐了 1998 年末至 1999 年初的水平。科技行业的分红率在三季度已经降至 0.51%，这是过去 20 年以来的最低水平，大约相当于 1997 年的程度。分红比率不仅反映了科技公司的昂贵程度，也揭示了其内部再投资需求。通常，高增长、面临巨大再投资压力的科技公司会压低分红比率，因此该指标是判断科技行业估值合理性及资本配置策略的重要参照。



图表 8：席勒周期调整市盈率



来源：CCBA PB Research。

欧股 2026 年表现预计弱于美股，斯托克 50 指数全年涨幅预计在 5%-8%之间。投资机会主要集中在内需导向的周期与价值板块，以及绿色转型相关领域。需要警惕的风险是能源价格波动与财政政策收紧。

### 3.1.2 港股：内外流动性宽松下估值修复+地产机遇

港股 2026 年将受益于内外流动性双宽松与地产行业复苏，恒生指数目标区间 27000-29000 点，估值修复与行业红利形成共振。当前港股市盈率（TTM）约为 12 倍，较 A 股折价率达 20%，较美股折价率达 58%，处于历史极端低估水平，具备较高的安全边际。

资金面来看，南向资金持续净流入与外资回流形成共振。随着中国经济企稳向好、人民币汇率升值，外资对港股的风险偏好将提升；南向资金作为港股市场的长期配置力量，将继续增持高股息、高性价比的优质标的。

此外，香港房地产市场上行周期启动，供需格局彻底改变。一是在供给端持续收缩，2025/26 年度潜在土地供应降至 1.37 万套（2023/24 年度为 2.06 万套），

2026/27 年度进一步降至 1.26 万套；另一方面，则是需求端刚需释放（人口回升至 753 万），叠加租金上涨（2025 年 YTD 涨 3.6%，2026 年续涨），2025 年一手房成交量预计 2 万套（同比+18%）；此外，HIBOR 将随 2026 年降息周期回落，利好地产开发商现金流。建议聚焦优质开发商，回避基本面有隐忧的标的。

### 3.1.3 内地 A 股：盈利改善与政策红利共振

**预计 A 股 2026 年整体呈现先抑后扬，全年涨幅预计在 10%，主要发生在下半年。**核心逻辑包括：一是企业盈利显著改善，2026 年全部 A 股净利润增速预计达到 11%，其中制造业、科技板块盈利增速有望超过 15%；二是宏观流动性宽松，央行降准降息预期与外资持续流入形成资金支撑；三是政策红利持续释放，产业政策向科技自立、新能源、消费升级等领域倾斜，带来结构性机会。

从估值来看，当前 A 股整体市盈率（TTM）约为 13.5 倍，处于历史中枢水平，低于美股、印度等市场的估值水平，具备一定的估值优势。分板块来看，金融、公用事业等价值板块估值处于历史低位，高股息特征凸显；科技、新能源等成长板块估值虽高于历史中枢，但考虑到盈利高增长预期，估值溢价仍具合理性。

**投资主线聚焦四条路径：**一是景气度持续向上的成长赛道，包括 AI、半导体、机器人等；二是具备全球竞争力的“龙头出海”企业，尤其是新能源汽车、光伏、高端装备等领域；三是在行业“反内卷”背景下供需

关系改善的领域，如化工、建材等；四是政策驱动的新质生产力领域，包括新高端制造、生物制造等。

### 3.2 海外债券：收益率前下后上，信用利差收窄

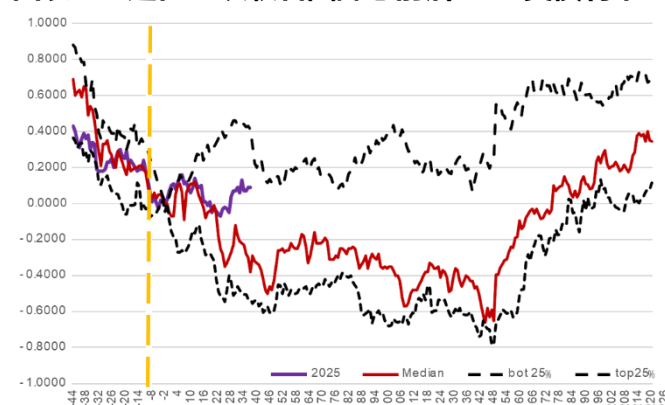
2026 年全球债券市场将呈现“收益率先下后上、信用利差系统性收窄、久期配置高度分化”的特征。美国 10 年期收益率预计于 2026 年初冲高后回落，2026 年底目标为 4.2-4.4%，重新回到 2025 年 9 月 18 日降息开始时的利率水平。

在利率市场的具体策略上，我们看多短端美债、偏空长端美债。短端可适度参与，博取利率下行的交易性机会，而长端利率面临周期性反弹与结构性隐忧的双重上行压力。回顾历史上的“软着陆”降息周期，长端美债收益率通常呈现“先降后升”的 V 型走势。在降息开启后的 40 个交易日内，10 年期美债收益率往往会出现约 40-60 个基点的下行，并在底部维持半年左右，随着经济企稳，收益率通常在触底半年后显著反弹，并回升约 100bps。我们的定价模型估算显示，未来 1 年 10 年期美债利率的估值中枢大约应在 4.3% 左右。所以尽管短期内不排除 10y 利率重新下降到 3.7-3.8% 的位置，但从 1 年尺度上其上行风险仍然高于下行风险。目前 10y 美债利率的水平接近历史可比周期的前 25% 分位，但并非特别意外。

特别的，本轮全球长端国债还面临着财政赤字常态化的结构性挑战。与历史上“经济复苏期伴随财政盈余”的规律不同，当前发达经济体呈现出“衰退级赤字伴随扩张期经济”的异常状态，导致投资者对期限溢价的要求重估。IMF 在 10 月的全球经济展望（WEO）预

测显示，发达经济体普遍无法在未来 5 年实现基础财政盈余，遑论包含了利息支出后的总财政盈余。这意味着明年全球对长端利率的担忧还有可能再次发酵，加剧利率上行风险。

图表 9：过往 7 次软着陆降息前后 10Y 美债利率



注：横轴为交易日，将 T=0 点的点位标准化为 0。

来源：CCBA PB Research。

除了在久期方面的策略分化，同样也建议在信用方面做下沉，做多高收益债券（HY）优于投资级债券（IG）。受宽松的财政、货币和监管政策以及资本支出周期（AI 驱动）推动，企业风险偏好上升。预计 2026 年美国投资级债券（IG）的总发行量将达到 2.25 万亿美元（同比增长 25%），净发行量将激增 60%，主要由科技巨头填补 AI 融资缺口所驱动。

### 3.3 大宗商品：铜金牛市延续，能源供应转向“充裕”

金与铜的走势将由宏观叙事与周期力量共同驱动。仅从历史周期性规律看，黄金在降息初期受益于利率下行与避险需求，但进一步上涨需依赖外部冲击事件的驱动；而铜等工业金属则有望在降息后半程，随着经济周期的回暖而表现强势。整体而言，我们对明年黄

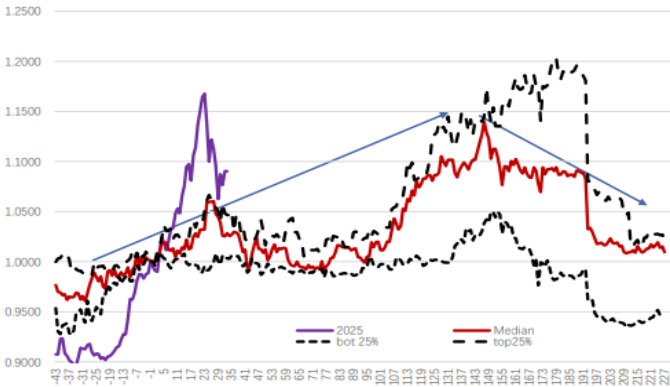
金和铜的大方向仍然看好，但四季度中选后如果国会分裂，要留意市场对分裂国会下财政紧缩风险的担忧。

3.3.1 贵金属：牛市延续，配置窗口显现

黄金 2026 年有望延续牛市行情，伦敦金目标价格区间上调至 4800-5200 美元/盎司，全年涨幅预计在 15%-20%之间。支撑金价上涨的核心逻辑包括四方面：一是美联储降息周期开启，实际利率下行将提升黄金的吸引力；二是全球央行持续购金，中国、印度等国央行增持黄金储备，形成长期支撑；三是美国财政赤字扩张与债务风险上升，引发市场对美元信用的担忧（2025 年黄金领涨大类资产，反映“贬值交易”逻辑）；四是地缘政治不确定性依然存在，避险需求将阶段性推升金价。

从短期来看，1Q2026 或迎来良好配置窗口。当前黄金交易拥挤度有所回落，随着美联储降息预期逐步兑现，资金将重新回流黄金市场。白银作为兼具贵金属与工业属性的品种，表现有望优于黄金，全年涨幅预计在 25%左右，受益于光伏、电子等工业需求的增长。

图表 10：过往 7 次软着陆降息前后金价表现



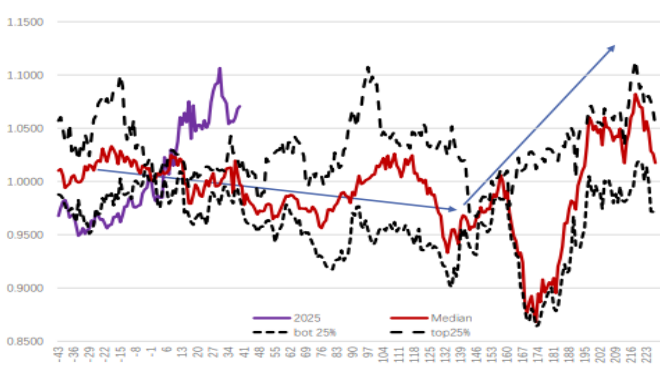
注：横轴为交易日，将 T=0 点的点位标准化为 0。  
来源：CCBA PB Research。

3.3.2 工业金属：需求回暖，机会凸显

有色金属 2026 年表现有望领先商品市场，铜、铝、镍等品种价格将迎来上涨。核心驱动因素是全球经济软着陆预期、中国“新质生产力”投资发力、欧美基建需求回升。铜作为“工业金属之王”，需求将受益于新能源汽车、光伏、风电、特高压等领域的投资增长，2025 年 1-11 月 COMEX 铜累计涨幅 27.08%，2026 年伦敦铜目标价格区间为 9000-11000 美元/吨，全年涨幅预计在 12%-18%之间。

铝、镍等品种也将受益于新能源产业的发展，铝的需求将受到新能源汽车轻量化、光伏组件边框等领域的支撑，镍则是动力电池的核心原材料，需求增速有望达到 15%以上。需警惕的风险是全球经济衰退超预期与供给端扩张带来的价格压力。

图表 11：过往 7 次软着陆降息前后铜价表现



注：横轴为交易日，将 T=0 点的点位标准化为 0。  
来源：CCBA PB Research。

3.3.3 能源类商品：先抑后扬，中枢上移

原油 2026 年将呈现“先抑后扬”的走势，布伦特原油目标价格区间为 75-95 美元/桶。上半年，全球经济增



速放缓导致原油需求疲软，OPEC+增产预期将压制油价，布伦特原油价格可能维持在 75-85 美元/桶区间。

下半年，随着全球降息周期深入、中国与新兴市场需求回暖，原油需求将逐步改善，同时 OPEC+可能调整减产政策，推动油价上涨至 85-95 美元/桶区间。

天然气市场整体呈现供需宽松格局，欧洲天然气价格有望维持在 25-35 欧元/兆瓦时区间。欧洲能源自主政策推进、可再生能源占比提升、天然气库存高位将压制价格上涨，但地缘政治冲突可能带来阶段性波动。随着乌克兰局势缓和，俄罗斯天然气出口恢复可能进一步增加供给，但欧盟对俄罗斯能源的依赖度已显著下降，不会对市场造成大幅冲击。

### 3.4 外汇：美元走弱与人民币升值共振

2026 年全球外汇市场将呈现“美元温和走弱、新兴市场货币走强”的格局，主要经济体货币政策分化、经济增长差异、地缘政治格局演变是核心驱动因素。

2025 年 12 月数据显示，ICE 美元指数周涨 0.21%至 98.61 点（交投区间 97.869-98.749），离岸人民币累计上涨 195 点至 7.033 元，印证了震荡走弱与稳步升值的趋势。

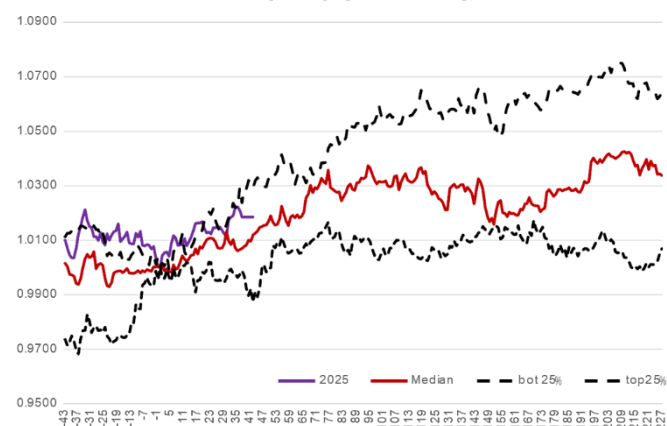
#### 3.4.1 美元指数：降息周期下的温和回落

美元指数 2026 年将呈现温和走弱态势，目标区间为 95-100，较 2025 年末的 98.61 显著下行。核心驱动因素包括：美联储开启降息周期，而欧洲央行、英国央行等发达经济体央行降息幅度相对较小，利差收缩将压制美元；美国经济增速相对放缓，而新兴市场与部分发达经济体经济增长更具韧性，经济基本面相对

优势减弱；美国财政赤字扩张与债务风险上升，削弱美元的信用基础。

需要警惕的是，短期地缘政治冲突加剧、全球金融市场波动可能引发避险需求，推动美元阶段性走强，但这不会改变美元的长期走弱趋势。从历史经验来看，美联储降息周期开启后，美元指数通常会进入下行通道，软着陆降息后美元汇率整体呈现“先强后弱、区间震荡”特征，这一规律在 2026 年有望延续。

图表 12：过往 7 次软着陆降息前后美元指数表现



注：横轴为交易日，将  $T=0$  点的点位标准化为 0。

来源：CCBA PB Research。

#### 3.4.2 人民币：经济企稳与政策支撑下的升值

人民币兑美元 2026 年将延续温和走强态势，目标区间为 6.8-7.0。支撑人民币升值的核心逻辑包括：中国经济企稳向好，GDP 增速显著高于美国，经济基本面支撑人民币汇率；中国贸易顺差持续扩大，尤其是新能源汽车、光伏等优势产业的出口增长，将带来外汇流入；美联储降息周期开启，美元走弱为人民币升值创造了有利条件；中国央行采取一系列措施推进人民币国际化，维护人民币汇率稳定。

制约人民币升值的因素主要是中美利差倒挂格局尚未完全改变，以及跨境资本流动的不确定性。但随着美联储降息与中国央行可能的降准降息，中美利差倒挂将逐步收窄，对人民币汇率的压力将显著减轻。

## 四、港美股核心主题：把握政策红利与技术变革

### 4.1 核心主题一：AI 深化

AI 技术从基础设施建设向产业应用深度渗透，将成为 2026 年最核心的投资主题。全球 AI 产业的资本支出持续增加，2025-2027 年数据中心资本支出预计达到 1.4 万亿美元，AI 算法迭代与算力底座扩容将带动多产业链红利溢出。2025 年纳斯达克指数领涨大类资产，印证了 AI 叙事的强大驱动力。

投资机会主要集中在三个层面：一是 AI 算力基础设施的深化，包括芯片、服务器、数据中心、云计算等，受益于算力需求爆发式增长；二是 AI 软件与算法，包括大模型、操作系统、机器学习框架等，具备核心技术壁垒的企业将获超额收益；三是 AI 行业应用，包括工业 AI、金融 AI、医疗 AI、消费 AI 等，能够利用 AI 提高运营效率、削减成本并提升盈利能力的企业将迎来价值重估。

需警惕的风险是 AI 泡沫风险，当前美股前五大 AI 概念股在指数中的占比已达到 28%，集中度风险甚至超过 2000 年互联网泡沫时期。建议投资者聚焦具备实际盈利支撑、商业化落地能力强的企业，规避纯概念炒作的标的。

### 4.2 核心主题二：价值周期与龙头出海

在全球经济软着陆预期与“反内卷”政策背景下，价值周期板块与“龙头出海”企业将迎来配置机遇。价值周期板块包括金融、化工、建材、工业金属等，这些板块估值处于历史低位，随着经济边际改善与盈利修复，有望实现估值与盈利的双重提升。

“龙头出海”企业主要集中在新能源汽车、光伏、高端装备、家电等领域，这些企业具备全球竞争力，能够在海外市场实现份额扩张与盈利增长。中国新能源汽车出口量持续增长，2025 年海外销量占比已达 20%，随着全球新能源汽车渗透率提升，相关龙头企业的出海空间将进一步扩大。

此外，乌克兰重建带来的基建需求也值得关注，乌克兰重建预计需 4860 亿美元，涉及住房、交通、能源等领域，中国的工程机械、水泥、钢铁企业有望参与其中，获得订单增量。

### 4.3 核心主题三：新能源与绿色转型

2026 年是中国能源转型从“规模扩张”迈入“量质齐升”关键阶段，全国计划新增风电、太阳能发电装机 2 亿千瓦以上，新能源装机占比突破 50%，提前实现 2030 年“新能源发电装机成为主体”的阶段目标。

投资机会主要包括：一是风电与光伏，海上风电成为新增长极，BC 电池技术加速普及推动光伏转换效率持续突破；二是新型储能，抽水蓄能、电化学储能与虚拟电厂、车网互动（V2G）协同发力，装机规模将快

速增长；三是绿氢与新能源衍生赛道，绿氢制备成本已降至 25 元/千克以下，为工业、交通等领域脱碳提供新路径；四是能源互联网，特高压、智能电网、能源数字化等领域受益于新能源消纳需求提升。

此外，全球绿色转型带来的需求增长也将支撑相关产业的发展，中国新能源优势产能加速出海，与“一带一路”沿线国家共建“千万千瓦级”新能源项目，2025 年海外签约规模已超 2000 万千瓦，相关企业将持续受益。

#### 4.4 核心主题四：香港地产复苏

香港住宅市场 2026 年进入明确上行周期，供需格局的根本性转变是核心驱动逻辑。一方面，供给端持续收缩，另一方面需求端刚需与投资需求双旺，此外资金面支撑充足，HIBOR 随 2026 年降息周期回落，降低购房成本。投资标的聚焦优质开发商，需回避资产处置困难、业务多元化折价较高的标的。

## 五、2026 年可能面临的风险

### 5.1 贸易摩擦反复风险

预计本月或明年初，美国最高法院将对《国际紧急经济权力法》（IEEPA）适用性做出裁决，市场预期最高法院推翻特朗普关税的概率达 70%-80%。若法院最终裁定利用 IEEPA 加征关税违宪，将引发连锁反应。特朗普政府不仅面临退还约 1000 亿美元存量关税的潜在压力，还将失去 IEEPA 这一最具灵活性与威慑力的贸易工具。在此背景下，需警惕特朗普政府寻求其他“极限施压”路径的可能，例如利用 IEEPA 中未受挑战的

禁止交易”条款，以“全面贸易禁令”为威胁逼迫对手签署协议，加剧市场不确定性，冲击全球供应链与风险偏好。

### 5.2 通胀超预期反弹风险

美国关税上调可能带来通胀中枢的中长期抬升，若关税对通胀的滞后传导超预期，可能打乱美联储宽松政策节奏，引发全球流动性预期波动。此外，全球财政扩张、能源价格上涨、劳动力成本上升等因素也可能导致通胀粘性超预期，对权益市场估值与债券市场形成压力。

### 5.3 AI 泡沫破裂风险

当前 AI 领域已显现部分泡沫特征，美股科技七巨头推高了标普 500 指数的市盈率，前五大 AI 概念股在指数中的占比已达到 28%，集中度风险较高。若市场对 AI 企业盈利的预期抢跑过度，可能带来阶段性估值回调，引发科技板块大幅波动。

### 5.4 地缘政治冲突加剧风险

大国博弈背景下，地缘政治冲突频发可能加剧资产价格波动。中东冲突若升级，可能导致国际油价飙升，推升全球通胀；同时地区的紧张局势可能引发市场避险情绪，导致风险资产价格下跌；俄乌冲突若出现反复，可能再次扰乱全球能源与粮食供应链。

### 5.5 全球债务风险

美国债务占 GDP 比重已达 100%，利息支出高企带来“财政主导”风险；部分新兴市场国家债务水平高企，



再融资风险上升；中国地方政府隐性债务问题仍需化解。若债务风险爆发，可能引发金融市场动荡，对全球经济与资产价格造成严重冲击。

## 5.6 美联储独立性丧失风险

这是 2025 年回顾中凸显的黑天鹅风险。当前美联储主席热门人选多为建制派，但若最终提名非预期人选（如 Scott Bessent），可能引发市场对政策激进宽松的担忧，导致股债汇三杀。历史数据显示，总统与美联储频繁互动会压低短债利率、推升中期通胀，但对经济增长无明显提振。

## 5.7 区域性信贷风险

2025 年 10 月初，两家区域银行 Zion (ZION) 和 Western Alliance (WAL) 各披露了一笔“小额”信贷诈骗并提起诉讼。5000 万拨备会导致 ZION（总资产约 890 亿，CET1 资本充足率 11%）的 CET1 资本充足率下降大约 7bps，1 亿拨备导致 WAL（总资产约 870 亿，CET1 资本充足率 11.2%）的 CET1 资本充足率下降大约 17bps。实质性影响很小，但市场自然地将此与几个月前宣布破产的 First Brands 以及 Tricolor 两家汽车产业链公司关联，并怀疑区域银行信贷资产质量。这一类区域性信贷风险事件，若再次在 2026 年遇到反复，则可能产生“多米诺骨牌”效应，累及市场情绪及资本市场表现。

## 六、结论

2026 年全球大类资产配置将呈现“盈利驱动、结构化、多元配置”的特征。全球经济在增长放缓中展现

韧性，宽松货币政策与财政政策发力形成共振，AI 技术深化与绿色转型带来结构性机遇，同时也面临通胀粘性、地缘政治冲突、债务风险、美联储独立性博弈等多重挑战。

在这样的市场环境下，投资者应摒弃单一资产的单边思维。权益市场聚焦盈利改善与政策红利，重点关注 AI（需关注内部赛道的轮动）、新能源、消费升级、港股地产优质标的等主题；债券市场把握降息周期下的配置机遇，聚焦短久期、信用下沉、票息收益与阶段性交易机会；商品市场关注贵金属、有色金属的结构性机会；外汇市场可布局人民币与非美货币的升值机会；另类资产则能有效分散风险，提升组合的风险调整后收益。

区域配置上，中国与美国作为核心配置区域，具备盈利支撑与估值优势；印度与东南亚作为重点关注区域，受益于高增长与产业链转移红利；欧洲与日本适度配置，把握结构性机会；部分高风险新兴市场则需谨慎对待。

风险控制是 2026 年资产配置的重中之重，投资者应通过分散配置、聚焦盈利与估值匹配的标的、配置避险资产、动态调整组合等方式，应对市场波动与潜在风险。不同风险偏好的投资者应根据自身的风险承受能力与投资目标，选择合适的配置方案，在把握机遇的同时，守住风险底线。

潮平两岸阔，风正一帆悬。2026 年的全球资本市场虽充满挑战，但更蕴藏着丰富的机遇。新的经济周期、

新的技术变革、新的政策环境将催生新的投资机会。  
投资者只要把握核心逻辑，坚持价值投资与多元配置，  
就能在 2026 年的市场环境中实现资产的稳健增值。



12 月初至执笔时，由于资金轮动的关系，在多个美股板块中，升幅最多的为金融板块，因此在本期专题，我们打算先谈谈金融板块的配置方法论，再谈谈目前是否适合配置金融板块的时机。

首先，我们想强调的是，虽然我们日常常常谈金融板块，但实际上，金融板块并非铁板一块，内里实际上包含了不同行业，例如市场今年曾热炒的 SoFi、Robinhood 等，都是属于金融板块，惟比较偏向金融科技类，同时，银行、保险、券商、资产管理等，亦是属于金融板块，因此，由于内在的多样性，我们对金融板块很难泛泛而论，必须拆开细看。

因此在接下来的篇幅，我们会拆开商业银行、保险、券商及投资银行，这些占整个行业市值比较重的行业，来谈谈对金融行业的配置的方法论。

#### 商业银行该在甚么时候配置？

先谈商业银行，商业银行类的话，我们认为配置重点在于经济周期及孳息曲线走向，为甚么呢？简要而言，我们认为商业银行的核心，是存贷业务，存户将钱存放在银行，银行再将钱拆借出去，赚取利差，存户的存款，对银行而言是负债，而贷出去的贷款，由于会为银行产生收入，因此是资产，而存贷息差，则是银行的利润率。

而刚才提到的两个宏观变量，「经济周期」和「债息曲线」，对银行行业的重要性在哪呢？先说「经济周期」，对银行而言，经济周期的重要性在于，其决定了银行的「资产质量」和「资产增长速度」，如上文所言，我们都知道银行是将存户的钱贷出去，赚取利差，然而，贷款出去会否违约？能否如期还款？贷款



需求多不多？需否更优惠的条款才能把钱贷出去？这些都取决于经济周期，如果经济周期处于扩张期，贷款违约机会率便低（坏账率低、拨备金额低），资产质量则高，同时，贷款需求亦高，变成银行资产有增长之余，资产质素亦高，反之，如果经济开始进入衰退期，情况则是上述的相反，因此，「经济周期处于哪个阶段」，是配置商业银行其中一个重要变量了。

而至于「债息曲线」，则和银行的业务本质有关——银行贷款做的是借短拆长的业务，从存户处获得短线资金（正如阁下存款部份是活期存款，定期存款相信也不会超过一年，因此对银行而言，存户的钱是短钱，短期要还的钱），同时长线拆借出去（如做一个五年期的商业贷款），赚取中间利差，而债息曲线的形状，反映的正是长短端利率的差距——如债息曲线陡峭化（Steepening），代表长端利率高于短端，即银行贷出去的钱，或投资进去的资产（如较长期的债券），回报高于需向存户支付的成本，对银行情况是有利了；相反，如果债息曲线是倒挂（短端利率高于长端利率），则除了反映借短拆长的利差收窄外，还暗示经济有衰退风险，对银行而言不是好事了。

最后，如果再考虑多一个非经济因素的话，则可以把监管周期亦加进去一并考虑，简要而言，如果监管周期是在放宽的话，代表银行可以用相同资本做更多生意，属利好，反之则属利淡了。

### 保险行业，又应在甚么时候配置呢？

接下来，我们再谈保险公司，保险公司也有不同类型，如人寿保险公司（寿险）、财产及责任保险公司（财险）

等等。我们粗略地谈的话，会说投资组合管理对寿险公司更重要，承保及风险定价技巧对财险公司更为重要——简要而言，寿险公司由于人寿保险的特质，业务是先收一段长时间保费（投保人年年缴交人寿保费），然后在投保人不幸身故时，向投保人赔付保额；而在大数法则下，死亡率是一个相对稳定的数字，同时，亦可看到寿险公司承保后赔付，是发生在相对遥远的将来（正如投保人今天买寿险保单，赔付时是投保人离世时，应是较遥远的将来），因此，在承保到赔付这一段长时间，寿险公司如何运用投资组合去赚取利差便变得相对重要，同时，由于寿险公司赔付是较遥远的事，其投资组合也相对可以投更远期的东西（如长债），因此寿险公司的投资组合的久期一般也较财险公司长了。

而就财险公司，虽然都是从事承保业务，但业务性质和寿险略有不同，简要而言，顾名思义，财险公司就是做财产及责任保险生意的，而这些都是分年/分次买的，打个比方，如果一颗世纪名贵钻石来港展览，但展览方担心被盗，则可以找财险公司投保，一旦被盗则可获得赔偿——财险公司的承保及风险定价技巧，因此便变得非常重要，因为如果错误承保或为风险错误定价，很容易赔付金额便会高于保费收入了。因此，如果考虑宏观因子的话，如债息曲线或利率的变化，对寿险公司影响更大，相反，如果是财险公司的话，宏观经济因素影响相对较少，行业因素的影响，如行业资本有否过剩，导致行业参与者会降保费抢市占率，或是否发生了巨灾，保险公司集体提价，令竞争减少，可以更高保费承保，这些中观因素对财险行业的影响更大于宏观经济因素了。

## 券商及投资银行行业，甚么时候是配置时机？

再接下来，我们简要谈一谈券商及投资银行行业，高度简化地说，有关行业的投资框架就是方向与大市类同，大市上升，有关行业股价倾向上升；大市下跌，有关行业方向倾向下跌，同时，其波动幅度也倾向大于大市，背后原因也相当简单，券商及投资银行业，业绩和 IPO、并购活动、自营盘交易等正向相关，当大市表现好时，IPO、并购活动等自然相对活跃，同时，自营盘交易亦有机会录得更高回报，其业绩自然倾向更好，并驱动股价上升；同时，如果大市表现差，上述各项资本市场活动转弱，有关行业表现自然较弱，会拖累股价了。

## 有了上述框架，美股金融板块目前可配置吗？

那有了上述分析框架，我们目前对金融板块的观点又是怎样呢？先大而化之地谈，从上述的框架我们可以看到，金融板块是一个顺周期板块，表现和经济周期相关度较高，经济好则表现相对好，经济差则表现相对差，因此在操作时，如果衰退风险增加，金融行业不是一个应配置的行业（这也很符合直觉和常识），相反，如果认为经济已到了衰退期末段，并将进入扩张期，则应要配置金融板块。

而如果按上述框架拆分来看的话，可以看到基本上金融板块中的主要子行业，目前情况均是偏向正面的——就着商业银行业，目前经济周期处于扩张期，如以信用利差来看，衰退风险也基本可控，同时，债息曲线近期亦有所陡峭化（Steepening，实际上，如果看银行行业的股价表现，可以看到其股价走向和长短债利差是正相关的），因此，商业银行整体方向应属买入或持有，即方向是偏向多方。

而就保险业，就着寿险，债息曲线陡峭化对其属于有利，主要是在于如债息曲线陡峭，其新收保费在投资上可以获得更高回报之余，其债券组合中已到期的债券，在再投资时亦可获得更高回报，同时，由于寿险公司的负债久期（寿险公司签出的保单即为其负债）通常较其投资组合为长，虽然债息曲线陡峭有可能令投资组合的账面价值下跌（假如债息曲线陡峭化是因为长端利率绝对值上行而导致），但同时，寿险公司的负债现值（present value）亦会因利率上升而带动折现率上升而下跌，在此情况下，债息曲线陡峭化的趋势，对寿险公司偏向利好，或最少不是利淡了。

而就财险公司，根据产业资讯，由于资本开始充裕，多了资金进入市场，保费有下行压力，因此方向偏向中性。而就券商及投资银行，则如上述框架所言，方向与大市高度正相关，属于高贝他（beta）类资产，而在目前美股指数还处于高位，资本市场活跃程度高，同时展望相对正面的情况下，其方向应是买入/持有了。

因此，总体而言，综合上文观点，我们可以看到不论是整体金融板块（顺周期），或是各个子行业，展望的基本面方向均是偏正面，最差的情况也只是中性，在此情况下，认为金融板块值得配置了。惟主要问题是目前以标普 500 金融行业指数作为代表，其目前预期市盈率高于 5 年平均 1.5 个标准差，预期市账率则高于 5 年平均 2 个标准差，在这样的情况下，采取回调吸纳的方法，并聚焦于银行板块及券商板块，或为一种较可考虑的做法了。



在对 AI 热潮可持续性的担忧加剧下，11 月和 12 月中，美国科技股都经历了一波调整。部分分析师甚至担忧，这轮下跌可能演变称一场至少 10% 的全面回调。

**那么，市场对美股 AI 泡沫的担忧合理吗，这种担忧又会如何影响投资呢？**

**首先，我们来看看几个事实。**

**第一，自 ChatGPT 推出以来，美股的盈利增长全部与技术有关。**最近几个季度，美股盈利增长主要集中在 Mag 7 和科技领域，该行业贡献了总盈利增长的近 90%。美国股市表面繁荣，但背后隐藏着显着的结构性分化。标普 500 指数的涨势几乎完全依赖“七大科技巨头”（苹果、英伟达、微软、亚马逊、特斯拉、Meta 和 Alphabet），而其余 493 家成分股的表现远远落后。

**第二，美股交易集中度达到历史极值水平。**标普 500 的前十大权重股，几乎全是 AI 科技巨头，市值占比超 44%，创 1990 年来新高。Jefferies 数据显示，标普 500 等权重指数（反映普通股票平均表现的指标）相对标普 500 指数的折价已超过 25%，凸显出市场集中度的极端化。

**第三，市场预测 25/26 年 AI 领域的资本开支是持续上行。**市场预计主要 AI 超大规模厂商（亚马逊、谷歌、Meta、微软及甲骨文等公司）的 2026 年资本支出从 2025 年初的 3140 亿美元攀升至当前的 5180 亿美元，同期的 2025 年支出预测也从 2810 亿美元调高至 4000 亿美元。2025 年上半年美国 AI 相关投资季比折年增速连续两个季度达到 30% 以上，而其他投资则因为不确定性等因素而偏弱。

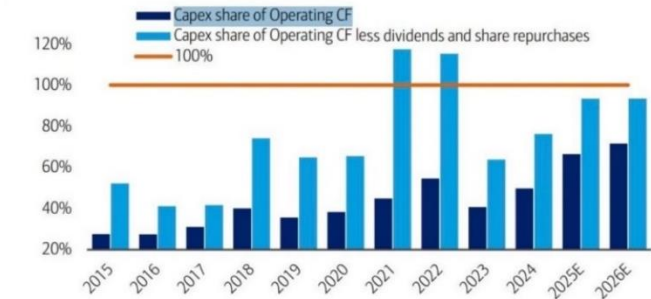
**第四，再继续扩大 AI 投入将可能触及“现金流极限”。**下图深蓝色柱子，是资本支出占“经营现金流”的比



例（Capex share of Operating CF）；浅蓝色柱子，是资本支出占“经营现金流减去股息与回购”后的比例（Capex share of Operating CF less dividends and buybacks）。可以看到，企业的现金流的增长，几乎赶不上投资节奏，再继续扩大 AI 投入将可能触及“现金流极限”，这也是为何，很多大厂，在加速发债募集资金的原因。

图表 1：资本支出/经营现金流比例

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.

数据来源：BofA Global Research

第五，从经济结构来看，美国经济早已被 AI 绑架。今年上半年 GDP 平均增长 1.6%，但其中的 92%——即 1.5%，完全是由 AI 投资贡献的。其余行业加起来，只有 0.1%，几乎毫无增长。

而目前，市场对 AI 领域的担忧主要集中在以下几方面。

第一，AI 收入规模低于市值增加和资本开支，AI 投资率是否可以持续？

2025 年以来，AI 相关企业市值大幅增长，截至 10 月 31 日，累计增加 4.9 万亿美元，而未上市公司市值在过去 12 个月也增加 1 万亿美元。但直接来自 AI 的收入远不及市值的增加。例如 OpenAI 当前的年化收入仅为 130 亿美元（估值为 5000 亿美元）。AI 相关企

业高估值的背后支撑因素是 AI 的潜力以及未来的商业化前景。从商业前景看，AI 能否带来足够收入存在较大不确定性。虽然 AI 带来的收入增长迅速，但当前的收入规模远低于数千亿美元的相关资本支出。目前，AI 基础设施投资的资本支出占 GDP 的比率超过了以往所有繁荣时期。

第二，AI 投资规模是否过大？——AI 巨额投入与微薄收入的巨大缺口如何弥补？

2025 年以来，AI 领域资本开支快速增长，2025 年上半年 AI 融资额已经超过 2024 年全年，而 OpenAI 近期与一系列机构达成的交易，涉及投资规模超过 1 万亿美元。根据贝恩咨询的预测，为支持 AI 相关投资，2030 年 AI 行业需要产生近 2 万亿美元的年收入，而根据当前趋势推算，届时收入缺口将达到 8000 亿美元。

图表 2：AI 领域投资缺口测算

贝恩咨询预测到 2030 年需 2 万亿美元收入才能支撑算力需求，存在 8000 亿美元缺口



数据来源：贝恩咨询

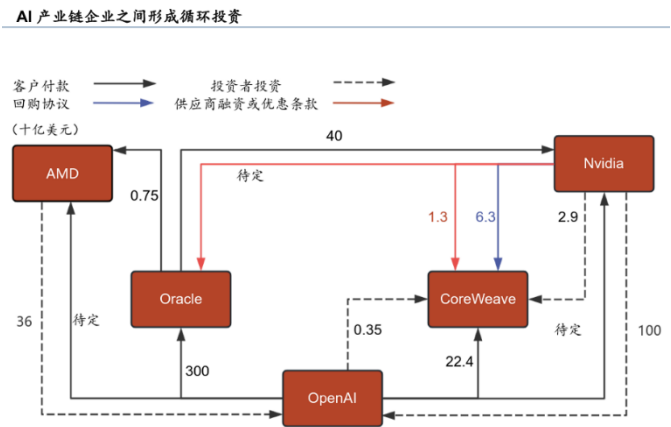
第三，科技巨头信用违约的担忧。

近期科技巨头在密集发行巨额债券：今年，人工智能相关公司已发行债券，规模达到创纪录的 1410 亿美元，部分债券期限甚至长达 40 年！而大型科企并非财力雄厚。大型科技公司在人工智能领域的激烈资本开支竞赛，已开始侵蚀其自由现金流，导致该指标与持续增

长的净利润之间出现显著背离。甲骨文的负债权益比已高达 500%。这导致 Oracle CDS 信用违约互换（CDS）价格暴跌。

**第四，AI 企业“循环交易”是一个危险的金融内循环。**当前美股 AI 板块的核心问题，在于形成了一个“高投入-高估值-更高投入”的自我强化“循环交易”闭环。2025 年 AI 产业链上游（芯片）、中游（模型研发）与下游（算力基础设施）之间出现了愈发紧密的资金与需求双重循环，典型案例包括英伟达（NVIDIA）、OpenAI 以及甲骨文（Oracle）之间的交叉投资与订单绑定模式。现在美股 AI 的超高景气，基本都绑定在 openAI 一家公司，包括不限于英伟达、甲骨文、AMD 等，所以当前整个 AI 行业股价的坚挺，需要 openAI 的发展能够持续超预期。但是这种手牵手的互相捆绑，风险系数极高。资本自我循环、反复放大，若 AI 商业变现未能在短期内兑现，一旦这些节点中有一个脱节了，整个产业链可能出现“多米诺式”调整，导致集体崩塌。

图表 3：AI 循环投资



数据来源：华泰证券

那么，应该如何看待有关 AI 泡沫的争议呢？

**一、不可否认 AI 企业有泡沫，但泡沫有其合理性。**

历史上，影响广泛全社会生产力革命、重大技术创新都伴随着投机性繁荣（例如“咆哮的二十年代”以及互联网泡沫），甚至出现趋于泡沫化的阶段。每次技术浪潮出现后，投资者往往相信世界进入“新时代”，传统估值规则失效，这种“新时代叙事”会放大市场繁荣，也掩盖真实风险。从事后看，技术确实能在长期提升生产率和社会财富，但短期内，市场常被非理性情绪主导。

**二、泡沫何时破灭存在不确定性，一般发生在当宏观金融条件或叙事发生变化时。**

历史上看，泡沫何时破灭存在不确定性，利率上升、盈利预期落空、监管变化等都可能是触发泡沫破灭的原因。由于破灭的时点却存在较大不确定性，市场价格能够在明显脱离基本面的情况下持续上涨很长时间。

**三、参考历史经验，考虑到 AI 相关投资的高增长趋势目前看还在持续，目前就算有泡沫也只是在初期。**

**第一，AI 是一种通用技术，如果能够在经济中普遍应用，有提高劳动生产率的潜力。**

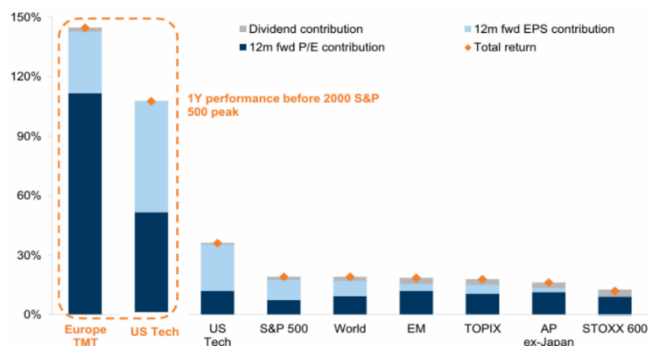
**第二，AI 投资规模是否过大不能简单与历史进行类比，目前科技巨头大多是基于真实需求上升而加码投资，而金融市场对企业扩大开支也仍然有约束。**从主要上市公司的资本支出占 GDP 之比来看，Meta、亚马逊、谷歌、微软未来资本支出占比将超过互联网泡沫时期电信服务公司。但是上述资本开支强劲增长背后是企业所面临需求的真实上升。此外，金融市场对于企业增加资本开支也仍然有约束。虽然谷歌和脸书 2025 年第三季度的业绩均超预期，且加码资本支出，但谷歌在财报公布后上涨 3%，而脸书则下跌 11%，背后的重要原因是脸书是美国科技巨头中唯一一家 2026 年自由现

金流将转负的企业，显示资本市场对于科技巨头资本支出仍然施加约束。

**第三，美国市场的估值相对于其历史而言虽然处于高位，但科技股的估值却还远没有达到互联网泡沫的峰值。**高盛通过将过去科技股的回报分解为盈利、估值和股利贡献后发现，2000 年互联网泡沫峰值时，除了盈利之外，还有比今天要大得多的估值上升。尤其是对于欧洲电信股来说，估值上升甚至更陡峭，回报几乎完全由估值而非盈利驱动。而当下“七巨头”的 24 个月远期市盈率中位数为 27 倍，如果排除特斯拉（其市盈率远高于其他公司），则为 26 倍，仅是 1990 年代末最大 7 家公司等效估值的一半；PEG 比率更是远低于 1990 年代末的水平。**因此估值曲线虽然看起来有些陡峭，但只要盈利没有令人失望，那么就不会产生大规模的泡沫。**

最后，还没有观察到 AI 投资热潮显着推高其他经济部门的风险偏好。如果 AI 投资热潮刺激经济中其他部门风险偏好明显抬升，可能像历史上其他泡沫一样，导致出现大范围资产价格上涨以及过度的杠杆累积，从而加剧系统脆弱性。

图表 4：AI 时代与互联网泡沫相比科技股估值



数据来源：Goldman Sachs

**第四，资产价格的快速上涨并不直接意味着泡沫的产生。**今年国防类股票也产生了可观的回报，而欧洲银行股在过去几年的表现甚至超过了美国科技股，但市场却并没有产生对其产生泡沫的担忧。因此，价格上涨的速度并不是泡沫产生的充分条件。只有当股价所代表的相关公司总价值超过它们可能产生的未来潜在现金流时，泡沫才可能形成。站在当下来看，股价的快速上涨更多反映的是强劲而持续的盈利增长，而非对未来过度的投机。

事实上，与互联网泡沫时期相比：本轮 AI 投资只持续了 2 年，占 GDP 的比重只有 0.5%；而当年因特网的投资周期，则持续了 6 年，最高占到 GDP 的 1.5%，时间和规模相差较多。

**从传统上泡沫破灭的触发因素进行类比，目前也不具备传统意义上触发金融市场预期剧烈调整的宏观条件。**

(1) 从利率来看，虽然美国整体利率水平较高，但是联储仍然处于降息周期之中，预计 2026 年前联储将再降息 2-3 次货币政策整体维持支持性环境。

(2) 从政策来看，特朗普上台后整体上放松了对 AI 的监管，不太可能出台全局性的严苛监管。

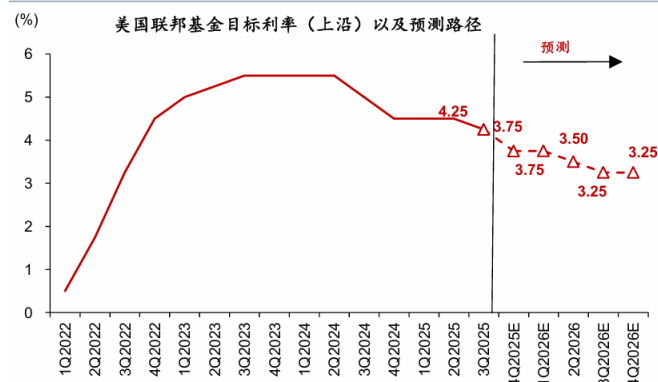
(3) 从需求角度看，市场需求旺盛，AI 算力至今仍是稀缺资源，尚未观察到明显的产能过剩迹象。

综合来看，在盈利持续兑现、流动性相对宽裕、供需格局紧张背景下，即使短期市场对相关领域已经计入较为乐观的预期，预计金融市场预期不会出现剧烈调整。



**图表 5：美联储降息路径预测**

我们预计联储未来仍有望降息 2-3 次



数据来源：华泰证券

### 那么，有关 AI 泡沫的争议会如何影响投资呢？

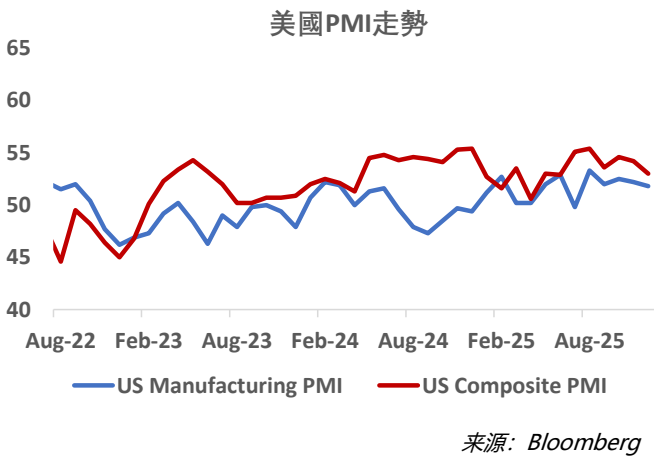
往前看，未来 1-2 年 AI 投资预计维持高强度。科技巨头 2026-2027 年仍在继续加码资本开支：根据美国科技巨头（微软、谷歌、亚马逊、Meta）的三季度指引，2026 财年合计资本开支预计将达到 4700 亿美元，增速约 28%，绝对值仍处历史高位；2027 财年资本开支也将进一步上升至 5100 亿美元；且从过去两年的经验看，资本支出也存在继续加码的可能。此外，AI 应用渗透率仍有空间：美国企业对 AI 的采纳远未饱和。

各大投行对互联网巨头的估值模型，能代表市场预期，所以关键参数是一定要关注的。对于激进的 meta，华尔街也认为它 2027 年 capex 增速从 26 年的 70% 大幅下降至 15%。所以，本身市场大资金的预期，就是这波硬件军备还有 1 年左右的窗口期。

**未来的一年，涨幅还是会有，但会动荡很多，确实需要提高警惕，但短期不用太悲观。AI 肯定是一个长期趋势，但是实现 AI 的商业化需要一个艰难的过程。**

## 美国

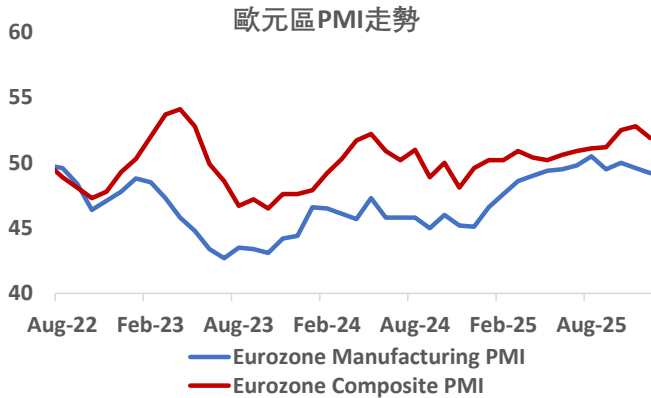
失业率攀升反映美国就业市场疲软



- 美国经济正呈现“增长温和修复、就业持续疲软、通胀逐步降温、政策路径分化”的格局，2026 年整体将维持弱复苏态势，风险与机遇并存。
- **就业市场：表面回暖难掩深层疲软。**2025 年 11 月新增非农就业 6.4 万人超市场预期，但核心数据暴露隐忧。10 月新增非农为 -10.5 万人，导致 10-11 月合计负增长 4.1 万人，且 8-9 月数据下修 3.3 万人，前 9 月累计下修达 55 万人。失业率从 9 月的 4.4% 跳升至 4.6%，超出预期。展望 2026 年，预计月均新增就业约 6.4 万人，失业率将维持在 4.5% 左右，就业市场结构性疲软态势难改。
- **企业活动：扩张动能明显放缓。**2025 年 12 月美国经济扩张节奏降温。其中制造业 PMI 初值 51.8 降至五个月低点，服务业 PMI 初值 52.9 为六个月最低，两大板块均未达市场预期，反映经济增长动能正在减弱，企业对前景谨慎情绪升温。
- **通胀与政策：通胀降温但政策分歧加剧。**通胀压力持续缓解，2025 年 11 月核心 CPI 同比上涨 2.6%，创 2021 年初以来最低，3 个月年化 CPI 接近美联储 2% 目标。但政府停摆导致数据采集受扰，部分官员担忧通胀被低估。货币政策方面，美联储 2025 年已三次降息，2026 年降息路径分歧显著，多数投行预测全年降息 50 基点，但也存在维持利率不变甚至加息的预期。
- **增长前景：增速上调但风险犹存。**多数投行已将 2026 年 GDP 增速预期上调至 2%，消费与企业投资是主要支撑。但关税政策冲击被视为最大下行风险，可能拖累增速至少 0.25 个百分点。

## 欧洲

### 欧元区 12 月制造业 PMI 加速萎缩



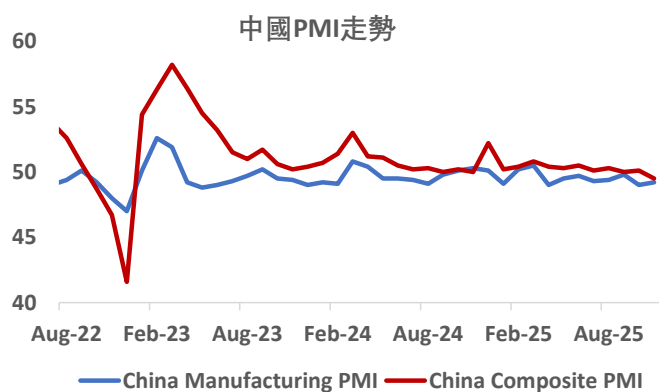
来源: Bloomberg

- 欧元区 12 月制造业 PMI 加速萎缩，德国创 10 个月最差表现，法国意外重回扩张区间。欧元区 12 月综合 PMI 指数从 11 月的 52.8 降至 51.9，为为三个月来最低水平，主要受制造业重新陷入收缩和服务业增长放缓拖累。
- 欧元区 12 月服务业 PMI 商业活动指数降至 52.6，低于前值 53.6，连续第七个月扩张但增速放缓。制造业产出指数跌至 49.7，结束九个月增长势头。制造业 PMI 降至 49.2，创八个月低点。
- 德国私营部门进一步失去动力，综合 PMI 降至 51.5，为四个月最低水平。制造业产出重返收缩区间，PMI 跌至 47.7 的十个月低点，新订单停滞不前。法国私营部门经济在 12 月基本停滞，综合 PMI 降至 50.1，为两个月低点。尽管制造业 PMI 从 47.8 大幅升至 50.6，为四十个月高位，但是服务业 PMI 大幅降至 50.2，拖累整体经济活动。



## 中国

### 中国经济数据欠佳，扩大内需为首要任务



来源: Bloomberg

- 整体看，中国 11 月经济表现除了出口较强，大部分指标呈现加速下滑迹象，尤其是消费和投资，其中：消费连续 6 个月下滑，社零同比 1.3% 创近 3 年最低；固定资产投资累计同比连续 3 个月为负，当月同比连续 6 个月为负（10 月和 11 月连续下滑 -12%）。1-11 月固定资产投资同比 -2.6%，较前值回落 0.9 个点，低于市场预期的 -2.2%，11 月固投当月同比 -12.0%，连续 6 个月为负。地产、基建、制造业三大投资分项也明显走弱。11 月地产投资同比 -30.3%，制造业投资同比 -4.5%，广义基建投资同比 -11.9%。11 月工业增加值同比 4.8%，较前值回落 0.1 个点。
- 在此背景下，中央经济工作会议定调明年工作方向，扩大内需和刺激消费被放于首位。

## 乐观中保持审慎

在执笔之时，正处于进入 2026 年的前夕，因此，本期的股票文章重点会在于展望，谈谈一些对 2026 年的投资想法，而非回顾了。

先说大市方向。就着股票这个资产类别，如果全球来看，目前的观点仍还是偏多，主要是环球股市今年进入了系统性牛市，全球大部份股市均是升的，如拆开来，中间固然有流动性宽充裕的因素，也有环球经济处于扩张期的因素，也有美汇走弱的因素，然而，总的来说，目前还未看到牛市完结的迹象——以 MSCI 环球指数 (MSCI AC world Index) 作代表，目前离历史高位不足 1%，同时三天前才创过历史新高，从资金流角度看，上升趋势未有衰竭迹象，唯一美中不足的是部份估值相对较高，同时受资金追逐的股票，近日表现有转差迹象，反映资金承担风险意愿转弱，惟有关现象并非完全负面，因从整体盘面看到资金并非流走，只是流往了其他板块，即市场应还有力再创新高；而从环球高收益债券角度来看，情况亦是倾向正面——目前信用利差维持在相对低位，反映全球经济衰退风险有限，在此情况下，考虑到市场未见到有明显缺憾因素，且环球经济仍处于扩张周期，货币条件亦是仍相对宽松，认为对环球股市的观点不能过份悲观，对短期回调要有心理准备，但方向上仍然应作偏多看待了。

那进一步而言，就着不同细分市场，尤其是美股，我们的观点是怎样呢？同时，有甚么策略呢？简而言之，如展望 2026 年，我们对美股的取向目前仍然是偏多。

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，对美股持的看法偏向正面；

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，意味在此之前，最少短期内市场仍属牛市阶段了，逢回调买进是主基调了；

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 10 月月报专题），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，相较于 2025 年，盈利仍处于扩张周期之余，亦有约 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增长趋势，因此我们维持对美股看多的观点了；

而在有关前提下，对美股我们应怎样操作呢？需要担心美股有泡沫吗？

我们先简要谈谈对美股有没有泡沫的担心，然后再谈谈在有关背景下，认为应如何操作——就着美股泡沫论，主要的争论点是在于人工智能到底有没有泡沫，当然正反论点都有，我们也不一一论述，只提供一视角：首先，甚么是泡沫？资产价格与其未来收入不相称，便是泡沫，以物业为例子，一个每年租金收入一万的住宅，卖价一千万，租金回报率是 0.1%，那除非有特别原因，不然在目前时代背景下，价格大概率为不合理，可能有泡沫，那人工智能行业的情况又是怎么样？我们认为可以分行业层面和个股层面去思考——首先，就行业层面，大家不妨做个思想实验，我们今天站在 2025 猜想，十年后 2035 会怎么样？能猜到吗？2035 很多地方会否已变成自动驾驶城市？会否有开始普及化的机器管家？人工智能的智力会否已超越人类，并带领作出新的科学突破？如果答案是「不知道，但觉得有可能」甚至是「很可能」，则可以再想想，假设阁下身处 2010 年（iphone 面世后一段时间），思考十年后即 2020 年的世界，会作出社会有如此大变化的想象吗？可能不会。这意味甚么？这意味着人工智能的出现，为人类社会带来甚么具体影响，目前是不确定性的，但会带来巨大影响——远大于智能手机面世带来的影响，则是相对确定的而单是智能手机一个潮流，已产生了不少伟大的投资机会了（没有智能手机，Meta、Netflix、UBER、腾讯等的市值不会是今日的水平），因此，人工智能作为一个产业趋

势，影响是巨大的，但在资本市场上如何体现，哪家公司能抓住有关趋势，成功变现，则在此刻是相对不确定，亦因此，去到投资层面，我们认为：

(i) 人工智能这个产业趋势是存在的，它不是一个子虚乌有的概念，而是实际会对人类社会构成影响，只是用甚么方式体现不确定；

(ii) 部份人工智能公司，例如人工智能应用，例如核能，以估值去看，或对未来寄予了一定想象，但目前情况，相对 10 月时，估值已没有那么夸张，即想象已没有那么疯狂；

(iii) 然而，如果看部份龙头，例如超大型云端服务供应商（Hyperscalers），目前估值是否非常不合理？目前公价是大约 30 倍预期市盈率，但如果阁下相信将来还是需要更多算力，那对于主要的数家云端服务供应商，如有充份回调应还是有考虑配置的价值；

(iv) 同时，如果看部份人工智能资本支出绕不过的企业，例如 GPU 龙头企业、ASIC 龙头企业、半导体先进制程企业，如果算力的需求还是会发展，则相关企业应还有增长空间，尤其是个别 ASIC 龙头企业、半导体先进制程企业；

(v) 在此情况下，如果认为个人投资能力高，能慧眼识英雄，固然可以买前景相对不确定，但前景一旦能实现，将带来高回报的企业；然而，如果真的担心人工智能泡沫，那寻找相对低位买一些相对具有确定性



的人工智能龙头大企（如上述那些），则亦不失为一个方向；

(vi) 当然，作为一个健康的组合，行业上其实不应太集中，在此情况下，如我们专题所言，金融板块在方向上，亦是其中一个可考虑以配置的板块，惟亦是回调吸纳较佳了；

(vii) 再进一步而言，上述的选板块以至选股，主要是建基于美股仍处牛市的前提，这个也是我们开篇有论述的，惟如美股有转熊的迹象，也要管理好相关风险了，但这个只能持续观察，目前我们对美股看法仍然是偏多；

那对港股，我们的观点是怎样呢？简要而言，在全球系统性牛市下，我们认为港股随非有特别因素，否则不应成为例外。然而，就着港股，有一些观察可以和大家分享——以估值而言，标普 500 指数的预期市盈率约为 25.53 倍，恒指目前的市盈率则约为 12 倍，当然，这其中包含了成份股的质素、潜在市场空间等原因，不能说 12 倍就是便宜，25 倍就是贵，如果是和自身比较，标普 500 指数目前的市盈率高于 5 年平均约 1.5 个标准差，恒指则只高于 5 年平均 1 个标准差；当然，如用预期市账率去看的话，目前恒指已处于 1.34 倍，则亦是高于历史平均约 1.5 个标准差，在此情况下，能否说港股非常便宜呢？似乎也不尽然，换句话说，虽然港股目前跟随全球，或仍处于系统性牛市，然而，相较于年初时，有便宜作为卖点（年初时港股预期市盈率低于 5 年平均一个标准差），有关卖点目前已不明显了，这是其一；其二，则是从资金流

角度可以看到，自从进入了 2025 年第四季后，港股显得特别弱势 — MSCI 环球指数期内升 1.83%、MSCI 新兴市场指数升 0.49%、MSCI 新兴市场（中国除外）升 5.08%，然而，恒指期内是跌 6.03%，MSCI 中国则是跌 8.93%，可以看到，自第四季以来，环球市场、新兴市场，以至新兴市场（中国除外），基本上都是升的，然而只有中港市场独跌，虽然没有明显原因解释，但在资金面走弱的前提下，投资者也应该小心管理风险了。更进一步而言，我们都知这港股的往绩，长期而言属于区间市场 — 即使今年港股表现相当优秀，但无可否认目前还是低于 2021 年 31,084 的高点，而事实上，即使是 2007 年的 31,638 高点，亦是高于目前的恒指水平，这反映不计算股息，只计算价格的话，港股长期而言属于一个区间市场，而非一个会持续破顶的市场，在此情况下，即使持有牛市的观点，投资者也应该审慎而为，在不同的价格水平适当地调整仓位了 — 如果是一个持续破顶的市场，其容错空间是相对大的，即使在相对高位没减仓，只要持货等待还能创新高并赚钱；但如果是一个长期区间市场，其容错空间则相对低 — 如果在相对高位还是满仓，一旦高点出现，则可能要等待一段长时间组合才能重回正数了，而就着有关风险，我们认为有港股曝险的投资者也要注意了。而在港股市场中，如我们早前所言，比较稳当的应是高股息股，除了其业务特性（一般而言，高息股的业务会相对成熟，有较稳定但不高速增长）加上股息率能对其下行空间构成限制外，境内资金由于低息环境，需要寻找能稳定给予高息的投资产品，而港股的高股息股正好能满足有关需求，在此情况下，港股中的高息板块，应是在基本面及资金面方面均较能抵抗潜在逆风的了。

# 债券

## 管理好久期风险为重中之重

向前展望 2026 年，就着债券，开门见山地说，我们仍然是偏好短存续期投资级别债券。我们先说一说我们的思考框架，再简单谈一谈现状及展望为何令我们有有关判断。

先说框架，我们以往也曾提及，就着债券，本质其实相当简单，投资债券就是贷款予发债人，只要对方不违约，便会还本付息予阁下，国债就是由政府发行的债券，还本付息取决于政府的财政状况（赤字？盈余？）及铸币能力（印钞还债）；企业债就是企业发行的债券，还本付息取决于企业的现金流，相较于股票是投资于企业的盈利前景，债券是投资于发债人的偿付能力，这就是债券的本质。而基于以上本质，我们可以进一步细化——就着偿付能力，这部份是信用风险；同时，由于债券可以在二级市场买卖，因此利率变化会影响其价格，这部份则是利率风险，久期愈长的债券，受利率的影响便愈大，这部份是风险也是机遇——持有长久期债券，看对利率走向可以赚很多，看错边则可以输很多，所谓投资债券，简化而言，不外是管理好信用风险和利率风险而已。

而如根据信用风险和利率风险去划分，可看到债券可分为四类——短久期投资级别债券，长久期投资级别债券，短久期非投资级别债券，长久期非投资级别债券；而在以上四者中，有一类是我们整体倾向不考虑的，其为长久期非投资级别债券，原因为何呢？简要而言，债券由于投资物本身的特性，其最大回报不外是能还

本付息，最差情况则是违约导致本金全数亏蚀，而长久期非投资级别债券，特色除了利率风险高外（因为长久期），信用风险也高（一来是非投资级别债券，二来是还款日较远，这么遥远的日期，发债人能否还款较难断），在此情况下，结合债券「赢小赔大」的特质（决定正确最多是能成功获取本息，错误则损失全部本金），长久期非投资级别债券一般不应在考虑

之列了；那余下的三类应如何取舍呢？简要而言，我们认为，如果认为接下来，长端利率会快速下降的（例如衰退情景），则长久期投资级别债券因为能受惠于长端利率的快速下行，是值得考虑的了；而就短久期非投资级别债券，我们认为在经济环境尚可，想透过承担额外信用风险，以获取更高债息率时，我们认为可以考虑；而就短久期投资级别债券，我们则认为在短端利率处于下行趋势，且其债息率相对可接受时，亦可以考虑。

## 短久期优于长久期，投资级优于非投资级

那根据目前市场的情况，我们的偏好是怎样呢？**我们的排序是短久期投资级别债券（Short duration IG）优于短久期非投资级别债券（Short duration High Yield），再次则是长久期投资级别债券（Long duration IG），排最后的则是长久期非投资级别债券（Long duration High Yield）。**

为甚么会如此排序呢？简要而言，我们对明年市场的观点，认为美联储减息周期仍会继续，短端利率还有下行空间，因此对于短久期债券而言，不论是投资级别还是非投资级别，最少利率走向不会对其债价构成逆风。

而所以比较偏好投资级别债券，在于目前虽然是处于减息周期，但绝对利率仍然相对较高，为可接受的水平，同时在短端利率下降的前提下，除了收取利息回报外，债价亦有上行空间，在此情况下，我们认为短久期投资级别债券（Short duration IG）属于配置的首选了。而排第二的则为短久期非投资级别债券（Short duration High Yield），选这个排第二，在于信用风险和利率风险的权衡取舍——相较于短久期投资级别债券（Short duration IG），短久期非投资级别债券（Short duration HY）及长久期投资级别债券（Long duration IG），都会有较高的收益，但前者主要是来自信用利差，后者则主要是来自期限溢价，而根据我们的判断，我们认为明年经济衰退的风险有限，整体环境仍是比较有利于风险资产，因此，我们相对宁愿了承担信用风险，去获取更高回报了。

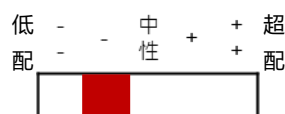
同时，就着长端利率，我们反而觉得不确定性比较高，因此将表现相对受长端利率影响的长久期投资级别债券（Long duration IG），排在第三位了。简要而言，短端利率由于主要受联储局政策利率所影响，在减息周期维持下，下行空间大于上行空间，然而，长端利率主要是由市场决定，而在目前情况下，市场似乎对明年联储局主席换人后（换成一个亲特朗普的联储局主席），联储局的独立性会否受到影响抱有怀疑，在此前提下，我们看到近日债息曲线出现了陡峭化，长

端利率的绝对水平亦有所上升了，当然，在2026年，长端利率的具体走向如何，上行空间及下行空间分别有多少，尚需时间观察，然而，正由于存在有关不确定性，我们不希望承担过多利率风险，因此偏好短久期非投资级别债券（Short duration HY）多于长久期投资级别债券（Long duration IG）了。当然，如上文所言，对长久期投资级别债券（Long duration IG）而言，利率变化既是风险也是机遇，对善于择时的朋友，操作长久期投资级别债券（Long duration IG）以获取资本回报，实际上亦并无不可了。

# 外汇及商品

美联储 12 月如期降息，并且重启扩表，预计明年仍有两次减息机会。日本央行 12 月加息，高通胀和弱日圆背景下支持日本明年继续加息。欧元区通胀回升，欧央行暂停减息步伐。澳洲高通胀和经济复苏支持明年开启加息。黄金仍有长期配置价值。

## 美元



降息周期延续，100 为美元强阻力位

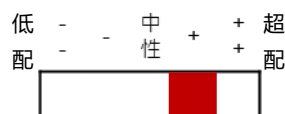
- 2025 年 12 月 10 日，美联储降息 25bp 至 3.5%—3.75% 的利率水平。整体看，本次会议的基调中性略偏鸽。发言整体未见超乎寻常的鹰派表述，反而是强调了当前绝不存在加息的可能。美联储对就业的表述进一步弱化，并暗示将重启扩表；但上调经济预测，同时点阵图仍维持 2026 年仅降息 1 次。鲍威尔也表示可以等待更多数据再做决策，反映出美联储对进一步降息仍偏谨慎。预计后续美联储的决策依旧是数据依赖的，只要就业市场恶化情况没有显著缓解，降息趋势会延续。

美元指数 (USD)



来源: Bloomberg

## 欧元



欧洲央行或结束本轮降息周期

- 欧央行连续第四次按兵不动，重申通胀将在中期回归 2% 目标，此外上调未来两年经济预测，巩固 2026 年加息预期。
- 欧洲央行行长拉加德表示，鉴于欧元区经济在面对外部贸易压力时展现出的韧性，欧洲央行本周公布的新预测可能会上调经济增长预期。拉加德强调，欧元区对美国关税攻势的承受力强于预期，欧盟并未对这些措施采取报复行动，欧元汇率保持稳定，且劳动力市场依然强劲。
- 欧央行鹰派票委的言论以及美元的下行都支撑了欧元的走强，在此背景下，市场进一步强化了欧央行结束本轮降息周期的预期。

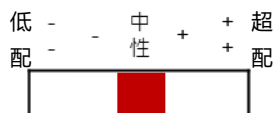
欧元/美元 (EUR/USD)



来源: Bloomberg



## 英镑



### 英国通胀不及预期，宽松周期未结束

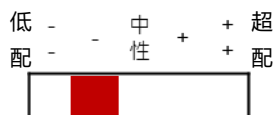
- 英国央行“鹰派”降息25个基点，称进一步判断宽松将更艰难。市场预计英国央行明年降息39个基点。英国失业率升至四年高位，私营部门工资增长近五年新低，降息预期升温。截至10月的三个月内，英国失业率小幅攀升至5.1%，为2021年1月以来的最高水平；不含奖金的私营部门工资增长则从4.2%放缓至3.9%，创下2020年底以来的最低增速，英国就业市场明显萎靡。同期英国经济意外萎缩0.1%，印证了经济增长动能的减弱。英国11月通胀率降至3.2%，为今年3月以来最低水平，显著低于10月的3.6%，也低于市场预期。

### 英镑/美元 (GBP/USD)



来源: Bloomberg

## 日元



### 日元主动升值基础较弱，方向更看美元

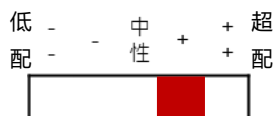
- 市场日本央行或将加息的反应已经有一段时间。日本央行理事 Hideo Hayakawa 表示，行长植田和男的政策路径可能包括到2027年多达四次加息，也就是在12月普遍预期的加息之后还会有三次行动。加息提升日元资产吸引力，可能引发套利资金回流。在弱美元环境下，日元表现仍然偏弱，故中期来看尽管美日货币政策路径分化，美日汇率与美日10年利率依然存在脱钩，本周美日汇率区间或在153-158区间震荡。
- 日元主动升值基础较弱，方向更看美元。虽然政策利率仍有上行空间，但信用风险及经济脆弱性指向日元主动升值有难度。

### 美元/日元 (USD/JPY)



来源: Bloomberg

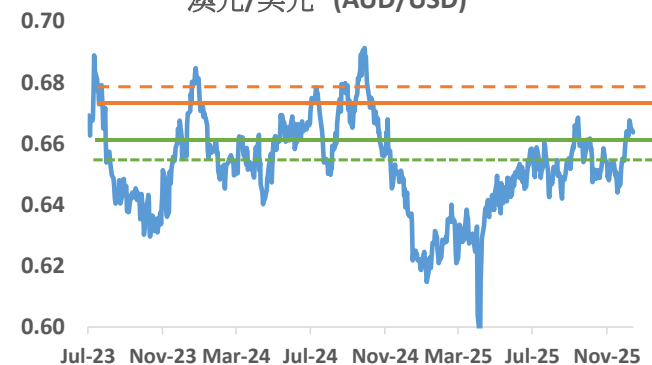
## 澳元



### 明年澳洲央行可能开始加息

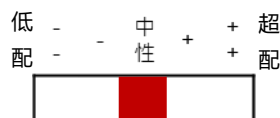
- 澳财政部已将截至2026年6月的本财年通胀预期从3%大幅上调至3.75%，主要反映近期物价的快速上涨。这一调整同时推动名义国内生产总值预测升至5.25%，带来约150亿澳元额外税收收入。
- 面对通胀压力，货币政策预计将承担更多调控责任。澳大利亚储备银行今年已三次降息至3.6%，但10月月度通胀率攀升至3.8%，促使政策制定者警告明年可能加息。目前，澳大利亚国民银行和澳大利亚联邦银行均预测明年2月将启动加息。

### 澳元/美元 (AUD/USD)



来源: Bloomberg

## 纽元



### 新西兰央行或结束降息周期

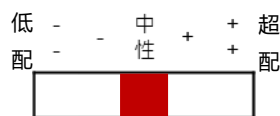
- 新西兰央行于 11 月底将官方现金利率 OCR 下调 25 个基点至 2.25%，并暗示宽松周期可能接近尾声，其预测显示未来一年利率将保持稳定。市场已开始预期 2026 年可能会有两次以上的加息。布雷曼特别提到，近期金融环境已“略有”收紧，例如批发利率上升导致部分银行调高了长期固定抵押贷款利率。新西兰新任储备银行行长安娜·布雷曼强调，货币政策没有预设路线，将依据通胀前景的变化进行灵活调整。

纽元/美元 (NZD/USD)



来源: Bloomberg

## 加元



### 加拿大央行暗示未来可能不会再降息

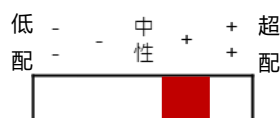
- 加拿大央行宣布将隔夜利率目标维持在 2.25%，将银行利率维持在 2.5%，并将存款利率维持在 2.20%。加拿大央行暗示未来可能不会再降息。
- 11 月，加拿大统计局公布对 2022—2024 年增长数据的大幅修订。修订显示，加拿大经济在贸易冲突冲击前比此前预期更加健康，尤其是今年年初的需求与经济产能均高于先前估计，这也解释了近期数据表现的部分韧性。

美元/加元 (USD/CAD)



来源: Bloomberg

## 瑞郎



### 瑞士央行或暂停降息周期

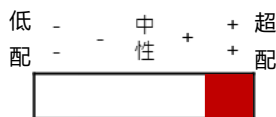
- 瑞士银行 12 月按兵不动，避免了市场此前猜测的重启负利率。瑞士央行在一份声明中表示，与上一季度相比，通胀压力几乎没有变化。当前的货币政策有助于将通货膨胀控制在与价格稳定相一致的范围内，并支持经济发展。瑞士央行的官员们曾多次表示，重新引入全球唯一的负利率对金融体系造成的损害，意味着他们需要对此类举措设置比传统降息更高的门槛。

美元/瑞郎 (USD/CHF)



来源: Bloomberg

# 人民币



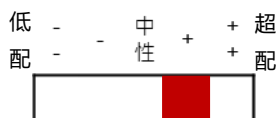
## 人民银行释放维持汇率稳定信号

- 人民币继续升值，一度升值到 7.04，离人民币破 7 只有一步之遥。12 月以来，即期汇率亦持续强于中间价表现。上周中间价升至年内新高，显示出在人民币升值预期稳定的背景下，稳汇率政策对于人民币升值速率或有所调控。中间价近期的升值幅度较即期汇率是偏缓的，或透露出多重信号。首先，稳汇率政策或偏向于缓解人民币汇率的升值速率。其次，尽管中间价升值较缓，但并未走平甚至贬值，显示出当前政策端允许汇率的适度升值。最后，人民币升值动能较为稳固。近期尽管美元指数一度反弹，人民币汇率整体保持稳健的升值趋势。



来源: Bloomberg

# 黄金



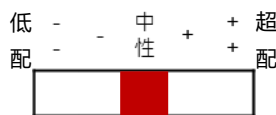
## 黄金仍可中长期配置

- 黄金的短期催化是美联储降息预期升温。展望明年，最为确定的宏观判断，就是全球流动性环境的持续宽松，会持续催化金银价格的持续上涨。
- 黄金升值的长期逻辑不变。长期逻辑是“美元信用体系崩溃”的宏大叙事，机构也基本一致看涨，给出了“明年可能涨到 5000 美元/盎司”的预期，虽然今年涨的比较多，但其实还有空间。在“美元信用体系崩溃”的宏观叙事下，黄金成为不少人资产组合里面必不可少的一环。



来源: Bloomberg

# 石油



## 油价走势取决于地缘政治问题进展

- 地缘危机加剧。特朗普称下令对所有进出委内瑞拉的受制裁油轮实施“全面彻底的封锁”。媒体称，他强调部署“南美史上最大规模舰队”，并威胁封锁规模将继续扩大。还有报道称特朗普政府考虑对俄罗斯施加新制裁，选项包括针对运输俄油的所谓“影子船队”油轮以及促成相关交易的贸易商。消息传出后，原油盘中涨幅扩大到 2% 以上、布油一度重上 60 美元关口。



来源: Bloomberg



## 重要数据及免责声明

本档由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,档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。本档并不构成、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档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档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。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的(一位或多位)分析员于本档刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本档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档所载任何该等资料、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档所载资料、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。

本档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,本档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。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

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。本档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档,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。

编制本档的研究分析员证实,在本档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档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档或其中任何部分,均在严禁之列。本档无意向派发本档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)复制或传送本档各部分或将本档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档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。