

CIO洞察 3Q26

能源博弈



央行的兩難抉擇

聯儲局正面臨艱難的抉擇：若收緊貨幣政策來遏制能源短缺引發的通脹，則可能會導致經濟增長停滯；若採取觀望態度，則要承擔通脹持續螺旋上升的風險。

受債券票息獲取收益

配置投資級信用債，堅守5至7年的最佳持有週期，受票息收益實現穩健回報。鑒於當前息差處於歷史低位且利率走勢愈發不明朗，息差收窄帶來的資本收益預計將十分有限。

AI個股佈局離不開能源板塊

基於AI領域資本開支的長期趨勢，保持結構性看好科技板塊；同時看好能源與基建板塊——二者既是AI經濟發展的戰略支撐，也受惠於能源安全需求的回升。

維持另類資產配置

在去美元化與貨幣貶值的背景下，繼續看好黃金。私募資產與對沖基金可受非市場趨勢型收益，提升投資組合的抗風險能力。

目錄

02

前言

03

執行摘要

04

投資策略

資產配置 04

宏觀經濟 19

美國股票 27

歐洲股票 32

日本股票 37

亞洲(日本除外)股票 42

全球利率 50

全球信貸 58

全球貨幣 63

大宗商品 70

另類投資

黃金 77

私募資產與對沖基金 81

87

主題策略

能源安全備受重視 87

96

詞匯表

前言

尊敬的客戶：

當今世界格局日趨複雜，安全和保障的傳統邊界被不斷重新界定。地緣政治的博弈周旋，加之石油等自然資源所具備的戰略價值，如今已與我們的各項經營活動以及未來的安全發展有著千絲萬縷的聯系。

對於關鍵資源的爭奪向來是國際關係的重要推手，這一態勢在當下愈發凸顯。各國受自身的資源優勢壯大經濟實力並提升政治影響力，而這種資源競爭也很有可能導致地區動蕩加劇，甚至引發衝突。

市場依舊波動不安，盡管前景中仍然存在機遇，但這需要所有金融機構嚴守風控準則、築牢抗壓能力，並保持清醒理性的判斷。

面對充滿不確定性的全球環境，星展銀行從來不會等到形勢惡化才去謀求穩健經營。安全穩健是我們的底層架構，貫穿於信貸投放、資本管理與公司治理的全部流程。這份底氣，源自多年來始終堅守的審慎決策——即便市場情緒與短期壓力導向相悖，我們也從未動搖。

我行已連續十七年獲評《環球金融》“亞洲最安全銀行”。我們並不會將這份榮譽視作終點，而是將其作為每日恪守的行事準則，讓其指引我們服務客戶、管理資產負債表，以及回饋業務所覆蓋的各界社群。當下，公眾對機構的信任已不再是理所當然，這項榮譽也印證了我們始終踐行的核心價理念：審慎經營、公開透明、立足長遠、恪盡職守。

本報告正是這份初心的真實體現。全文秉持嚴謹的態度與坦誠的立場，清楚剖析未來所面臨的風險與機遇。我們並不回避當下複雜的市場環境，而是受長期積淀的實力，恪守經營原則，並錨定發展目標，從容應對各類難題。

市場波動仍將延續，但我們的信念始終堅定不移。感恩一路相伴，希望我們能夠繼續做您身邊值得信賴的財富合作伙伴。



許志坤
主管，銷售銀行及財富管理

執行摘要

尊敬的客戶：

盡管中東局勢持續緊張且債券收益率不斷走高，但以美股為首的全球股市延續了上升行情。

最新季度美國企業盈利大幅增長26%，AI相關企業表現尤為突出，推動市場市盈率回落13%，降至22倍。該數值雖高於18倍的歷史均值，但結合增長預期來看，市盈增長比率（PE/G）仍處於合理區間。

我們依舊全力佈局AI相關標的，同時也注意到市場集中度持續走高：十大AI龍頭股貢獻了約78%的指數升幅。

其他領域也存在多元化投資機會，能源板塊尤甚，其當前市盈率僅處於十幾倍的低位區間。能源安全訴求回歸，加上未來數年AI領域每年約1萬億美元的持續資本開支，電力需求將大幅上升。投資機會覆蓋可再生能源、傳統化石能源，以及儲能、電網、核電等各類能源基礎設施領域。

債券方面，鑒於通脹與供給風險的攀升，我們選擇規避超長存續期品種。我們繼續聚焦投資級信用債，投資組合平均存續期維持在5至7年，以博取高收益，同時壓低價格下行風險。

黃金作為我們的核心另類資產，在近期投機資金扎堆湧入的影響下，其走勢愈發偏向風險資產。但在去美元化與貨幣走弱等長期結構性因素的支撐下，我們依舊看好其長期表現。私募股權、私募信貸以及對沖基金策略可持續提供與市場走勢無關的收益，進一步提升投資組合的整體抗風險能力。

堅守持倉，分散配置。請運用我們的“槓鈴”策略，該策略自2019年9月落地以來，即便歷經新冠疫情震蕩、2022年聯儲局累計加息500個基點引發的市場大跌及“解放日”相關波動，其年化淨收益率仍達9.1%（統計截至2026年6月3日）。

祝願大家下半年投資順遂，創下佳績。



侯偉福, CFA
投資總監

戰爭、通脹與 資本開支



2026年第3季度 資產配置

受伊朗局勢持續動蕩、美國財政赤字惡化以及能源價格高企的影響，通脹將長期處於高位，各國央行也將重拾鷹派立場，交易者需提前對此做好應對。股債相關性持續上行，極需新的避險資產。除配置黃金外，可佈局大宗商品以及中國A股。當前AI帶動股市上行，但板塊內分化加劇。建議在持有AI相關資產的同時，看好低波動標的。企業債券方面，新興市場與高收益信用債需堅持精選標的；我們看好具備能源自主能力且政策公信力較強的市場。

資產類別觀點

美國經濟展現出較強韌性，居民消費、能源出口與投資活動均保持強勁。特朗普政府推出的《大而美法案》也提振了市場情緒，推動資本開支穩步增長。通脹上行風險依舊突出，市場普遍預期2027年聯儲局將啟動加息。風險資產方面，股債相關性持續上行，極需新的避險品類。我們建議投資者配置大宗商品與中國A股。受霍爾木茲海峽航運擾動的影響，油價大概率將長期維持在高位。我們仍然偏好低能耗行業及企業，規避利潤空間被擠壓的風險。

[illegible]

股票

	2026年每股收益增長率, 同比%	2027年每股收益增長率, 同比%	前膽市盈率	市淨率(倍數)	市銷率(倍數)	淨資產收益率(%)
全球	25.2	14.6	18.9	3.5	2.7	17.7
成熟市場	20.2	13.2	20.2	3.8	2.8	17.7
新興市場	54.3	21.1	12.8	2.3	2.0	17.5
美國	24.9	15.2	22.2	5.1	3.4	21.6
歐洲	13.4	8.4	15.6	2.3	1.8	14.4
日本	12.7	16.6	18.0	1.9	1.6	10.3
英國	21.2	5.5	13.0	2.2	1.6	15.9
亞洲(日本除外)	55.9	23.3	13.6	2.3	2.1	16.7
拉丁美洲	37.0	6.3	9.5	1.7	1.3	18.3
歐洲、中東和非洲	33.0	9.7	10.3	1.8	2.1	16.9
中國	5.5	16.1	11.8	1.3	1.3	10.7
印度	6.9	12.5	20.7	3.0	2.2	14.7

數據來源: 彭博社、星展銀行 (數據截至2026年6月8日)

固定收益

	收益率(%)	平均信用評級	平均到期時間(年)	平均息票率(%)	市場估值(十億美元)
10年期美國國債	4.6	無	無	無	無
2年期美國國債	4.2	無	無	無	無
美國IG	5.3	A3/Baa1	10.5	4.6	7,440
歐洲IG	3.6	A3/Baa1	5.3	3.0	2,952
亞洲IG	4.9	A2/A3	7.3	4.2	561
美國HY	7.2	Ba3/B1	4.8	6.6	1,488
歐洲HY	6.2	Ba3/B1	4.2	5.4	412
亞洲HY	8.1	Ba3/B1	4.1	6.3	79
新興市場美元債	6.1	Baa2/Baa3	9.6	5.3	2,365
亞洲美元債	5.2	A3/Baa1	7.6	4.5	537
全球AT1s	5.8	Baa3/Ba1	5.0	6.2	376

數據來源: 彭博社、星展銀行 (數據截至2026年6月8日)

預測: 利率

		1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27
美國	2Y	3.79	3.80	3.85	3.85	3.90
	10Y	4.32	4.30	4.40	4.50	4.55
日本	2Y	1.35	1.20	1.25	1.30	1.35
	10Y	2.35	2.30	2.40	2.50	2.60
歐元區	2Y	2.62	2.55	2.55	2.60	2.65
	10Y	3.00	3.00	3.10	3.20	3.25
中國	2Y	1.37	1.25	1.25	1.25	1.25
	10Y	1.86	1.75	1.75	1.80	1.80
印度	2Y	6.37	6.25	6.30	6.30	6.35
	10Y	7.04	6.95	6.95	6.90	6.90

數據來源: 彭博社、星展銀行 (數據截至2026年6月8日)

預測: 貨幣

匯率/期末	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F
美元兌人民幣	6.86	6.83	6.77	6.70	6.74
美元兌新加坡元	1.26	1.27	1.26	1.25	1.26
澳元兌美元	0.70	0.71	0.72	0.73	0.73
美元兌加元	1.35	1.36	1.35	1.34	1.34
歐元兌美元	1.19	1.18	1.19	1.21	1.20
美元兌日圓	150	156	153	149	151
紐元兌美元	0.61	0.59	0.60	0.61	0.60
美元兌瑞郎	0.76	0.78	0.76	0.75	0.75
英鎊兌美元	1.37	1.36	1.39	1.41	1.40
美元指數	96.0	98.0	96.6	95.3	95.7

數據來源: 彭博社、星展銀行 (數據截至2026年6月8日)

預測: 石油

(美元/桶)	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F
布蘭特原油	78.5	102.0	90.0	83.5	81.5
西德州中級原油	72.5	97.0	86.0	80.5	78.5

數據來源: 彭博社、星展銀行 (數據截至2026年6月8日)

預測: 國內生產總值、通脹與政策利率

	GDP增長, 同比%		CPI通脹, 同比%, 平均值			政策利率, 期末值				
	2026F	2027F	2026F	2027F		1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F
中國	4.5	4.0	0.5	0.8	中國**	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
印度	6.5	6.4	4.5	4.2	印度	5.25	5.25	5.25	5.50	5.75
印度(按財年計)	6.5	6.4	4.9	4.0	歐元區^	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50
歐元區	1.0	1.2	3.1	2.1	日本	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00
日本	0.5	0.5	1.8	1.8	美國	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
美國*	1.5	1.7	2.5	2.5						

數據來源: CEIC經濟數據庫、彭博社、星展銀行 (數據截至2026年6月8日)

*CPI通脹(期末值); **1年期貸款市場報價利率(LPR); ^存款便利利率

資產配置

侯偉福, CFA
投資總監

鄭迪倫
策略師

交易的藝術？“當事實改變時，我會改變我的想法。那閣下會如何呢？”20世紀經濟學巨匠約翰·梅納德·凱恩斯的這句名言，精準地道破了金融市場當下的整體情緒。過去18個月發生的一系列事件，暴露出諸多殘酷的現實，迫使投資者重新審視資產組合構建的基本假設。回想特朗普再次贏得總統大選時，其承諾是終止無謂的戰爭、降低民眾生活成本、整頓美國財政。彼時投資者也順著這套邏輯進行資產佈局。但實際的事態發展卻截然相反：特朗普政府接連在中東和委內瑞拉發起軍事行動；與此同時，那部《大而美法案》又讓美國的國債規模激增數萬億美元。

伊朗戰爭已然演變成一場“戰略敗局”，這次沒有清晰終極戰略目標的軍事行動終將載入史冊，成為美軍史上最嚴重的戰略失誤之一。除了巨額的經濟損失，這場戰爭還帶來了一個長期深遠的影響，即北約內部出現裂痕。如今各國不禁質疑，美國作出的安全保障承諾是否仍然值得信賴。目前美伊和平協議談判仍在推進之中，而就當前的局勢來看，德黑蘭明顯掌握主動權，佔據上風。伊朗核計劃是棘手的癥結所在，本輪談判幾乎不可能就此拿出實質性解決方案。

那麼特朗普為何甘願接受一份糟糕的協議？事實是，眼下並無更好的備選方案。總統支持率暴跌、汽油價格飛漲，加之中期選舉又迫在眉睫，局勢本就已經糟得不能再糟，若將這場毫無戰略意義的衝突延續下去，付出的代價只會愈發沉重。重啟軍事打擊同樣行不通：伊朗巧妙運用低成本無人機開展非對稱防空反擊，徹底改寫了戰場的態勢。如此看來，一份不盡如人意的協議，是目前唯一的可行選擇。

後續影響：通脹結構性高企。美國國防部預計，這場戰爭至今花銷將高達250億美元。但此估算僅基於過去的武器採購成本，並未考慮按當下市價補充相應軍備的實際支出。再加上盟國境內損毀軍事基地的巨額修復費用，戰爭的實際損耗規模將大幅攀升。哈佛大學教授琳達·比爾姆斯測算，美國在這場戰爭中的總支出或將逼近1萬億美元。除此之外，特朗普政府已向國會申請將軍費開支提升至1.5萬億美元，創下二戰以來的歷史新高。

從美國財政赤字和能源價格高企的現況可見，投資者目前嚴重低估了通脹尾部風險。受AI前景樂觀的鼓舞，股票投資者已紛紛入場押注。AI資本開支週期仍然存在延續空間，並將持續推升企業盈利，我們認同這一判斷。但保護投資組合免受下行風險至關重要。當前股市已提前計入危機終將落幕且油價回落的預期，現階段重點防範下行風險就尤為必要。我們認為，未來數月投資者需直面以下幾大核心問題：

- 油價長期高企，各國央行日漸傾向鷹派
- 股債相關性增加，市場極需新的避險資產
- 新一輪資本開支超級週期

預測市場數據顯示，民主黨同時掌控參眾兩院的概率持續走高



數據來源：彭博社、星展銀行

央行鷹派再度抬頭。從各類風險指數來看，市場普遍對通脹形勢過度樂觀。新冠疫情時期的經歷就足以印證：通脹累積初期往往緩慢且不易察覺（還記得聯儲局貽笑大方的“通脹暫時論”誤判嗎？）。當前霍爾木茲海峽對峙僵局遲遲未能化解，原油庫存不斷地快速消耗，油價暴漲的風險真實存在且已然迫在眉睫。通脹壓力正沿著供應鏈逐步滲透，美國汽車行業就是典型例證。底特律各大車企已發出大宗商品衝擊預警，表示必須上調售價，才能守住微薄到近乎見底的利潤空間。若油價持續高企，物價全面上行壓力勢必加劇。

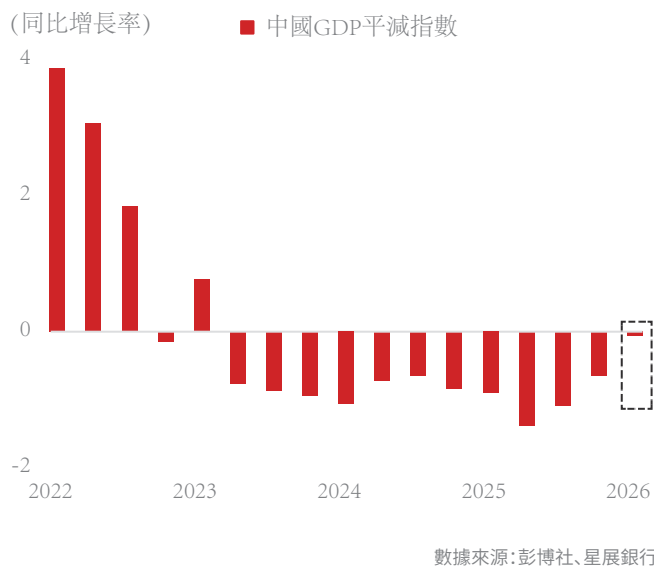
提升通脹的另一核心因素是AI投資熱潮。市場普遍認為，AI能夠提升生產效率，壓低生產成本，但此觀點或僅在長期維度上成立。舊金山聯邦儲備銀行的分析也佐證了該觀點：當下的勞動生產率走勢與過去數十年並無明顯差異。從短期來看，AI熱潮反而會加劇通脹。當各行各業大力建設算力基礎設施，軟件、電子元器件乃至電力等全品類商品的需求會大幅提高。自2020年10月至今，電子零部件及配套產品的出廠價格暴漲37.7%；與此同時，大規模新建數據中心，也在推高電價。

除原油與AI資本開支兩大因素外，全球通脹的第三大推手是中國通縮局面的終結。2022年以來，在國內消費疲弱和激烈價格戰（“內卷”）的雙重影響下，國內企業的盈利持續承壓，中國一度深陷通縮螺旋。但最新的工業生產者價格指數（PPI）與GDP平減指數顯示，物價下行趨勢已出現反轉，這得益於中國國內近期出台的一系列反內卷政策，以及伊朗危機引發的大宗商品價格暴漲。中國物價上行壓力再度抬頭，將顯著改變全球通脹前景。

市場當前嚴重低估通脹上行風險

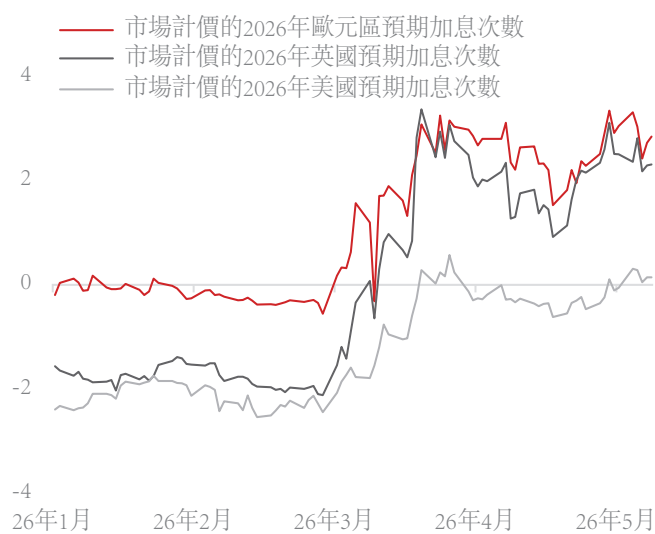


中國走出通縮螺旋週期



與此同時，近期各類市場動態迫使各國央行官員轉向更為鷹派的政策立場。舉例而言，聯儲局在4月聯邦公開市場委員會會議中釋放放棄鴿派立場的信號，轉為中性政策立場；歐洲央行則終止了減息週期，進入鷹派觀望階段。從利率期貨與隔夜指數掉期定價來看，華爾街市場已提前計入聯儲局、歐洲央行與英倫銀行年內加息的預期。考慮到高企的油價與強勢的全球資本開支週期，我們判斷通脹壓力將持續存在，各大央行將在2026年下半年維持鷹派貨幣政策立場。

市場開始提前計入2026年央行加息的預期



數據來源：彭博社、星展銀行

股債相關性持續增加：市場極需新的避險資產。長期以來，投資者普遍採用經典的60/40投資組合，通過分散投資風險來降低波動性。但2022年通脹飆升帶動債券收益率大幅上行，徹底打破了股票與債券原本負相關的運行規律。自此之後，股債相關性持續處於高位；而供給衝擊再度催生通脹上行阻力，未來數個季度會進一步推高二者的相關性。在此背景下，一旦股市出現深度回撤，傳統的60/40投資組合將面臨劇烈的波動風險。

股債相關性持續增加，投資者極需配置新的避險資產。以五年的周度數據測算，股債的相關系數顯著偏高，高達0.47。反觀黃金、大宗商品以及中國A股，它們相關系數僅在0.18至0.25的區間內。作為我們戰略資產配置框架中的品種之一，黃金充當著分散投資風險的角色，是我們長期偏好的資產，同時這種配置策略已多次撰文論證，也已得到市場的驗證，收益表現亮眼。除黃金之外，我們建議投資者佈局其他新型避險資產，具體的品種推薦如下：

- **大宗商品：**大宗商品與股票的相關系數僅為0.18，投資者應當配置大宗商品，實現資產分散化。我們的大宗商品投資策略遵循三“S”框架，即聚焦三大維度：(1) 稀缺性、(2) 安全性、(3) 戰略需求。顯而易見，天然稀缺類大宗商品具有供需向好的基本面，可以為其價格提供支撐；而安全性和戰略需求兩個維度則高度關聯。

新冠疫情、特朗普發起的貿易戰以及中東地緣衝突，讓上述三大維度的重要性顯著提升。一系列危機促使各國重新審視供應鏈韌性與自主供給能力的戰略價值。各類大宗商品的戰略地位愈發關鍵，尤其是具備國家安全屬性的品類（例如稀土）；各國正越來越多地將其武器化，以作為雙邊談判的博弈籌碼。

- **中國A股：**中國A股與全球股票資產的相關系數僅為0.25，可以高度分散投資組合風險。A股基本前景向好，市場預期2026年企業盈利增速可達28%，同時估值水平合理，前膽市盈率僅為14.4倍。中國國內的反內卷政策以及通縮週期拐點，預示著國內企業盈利前景良好。建議把握當下AI領域的行情，重點佈局硬件板塊。

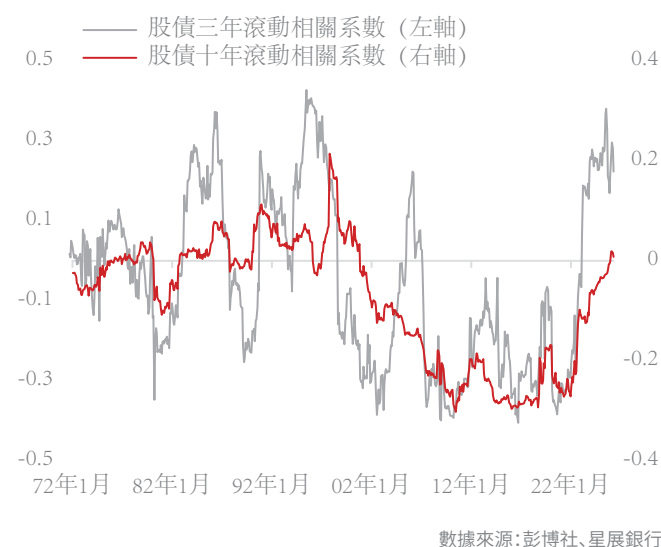
除AI外，未來數個季度值得重點關注的核心領域是資本開支週期的觸底回升。從“十五五”規劃的相關內容可以看出，國家將科技創新視作經濟增長的核心支柱，重點扶持AI、半導體、人形機器人，以及航空航天等行業。我們認為，由政策主導的行業扶持舉措，將推動中國資本開支週期迎來反轉上行。

多元資產相關性

	股票	債券	黃金	大宗商品	中國A股
股票	1.00	0.47	0.21	0.18	0.25
債券	0.47	1.00	0.34	-0.11	0.15
黃金	0.21	0.34	1.00	0.25	0.16
大宗商品	0.18	-0.11	0.25	1.00	0.15
中國A股	0.25	0.15	0.16	0.15	1.00

數據來源：彭博社、星展銀行

股債相關性不斷上行



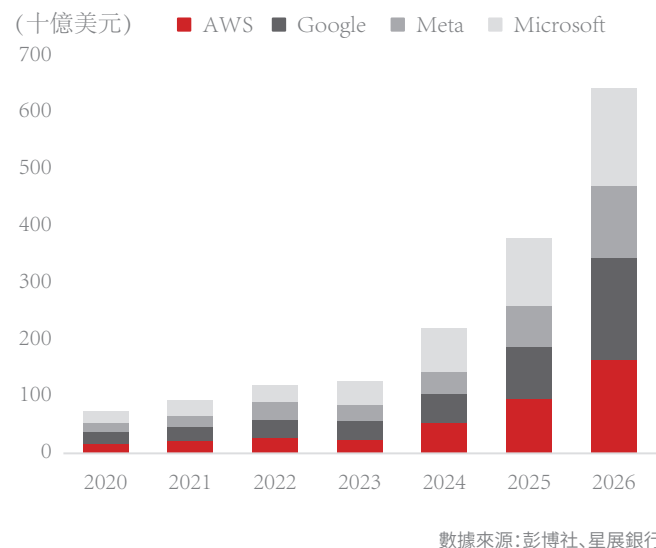
新一輪資本開支超級週期

雙輪驅動：全球資本開支擴張週期。當前全球經濟由兩大投資週期所主導：一是AI資本開支週期，二是能源資本開支週期。

AI領域中，企業端應用落地速度持續加快，算力基礎設施需求旺盛，現有產能與規劃的新增產能遠不足以覆蓋市場需求。為了匹配激增的市場需求，自ChatGPT問世以來，谷歌、亞馬遜、Meta以及微軟四家大型科技企業的合計資本開支規模約增長200%。近期，這批超大規模雲廠商再度上調2026年資本開支指引，總額約為7,250億美元，幾乎達到2025年的兩倍。

除去商業化需求，各國主權層面的佈局同樣不容忽視。全球地緣衝突不斷加劇，各國加速佈局主權AI；各國政府均將AI基礎設施與半導體行業能力列為國家級戰略核心要務。麥肯錫測算，到2030年，主權AI的總潛在市場規模或將達到5,000億至6,000億美元。

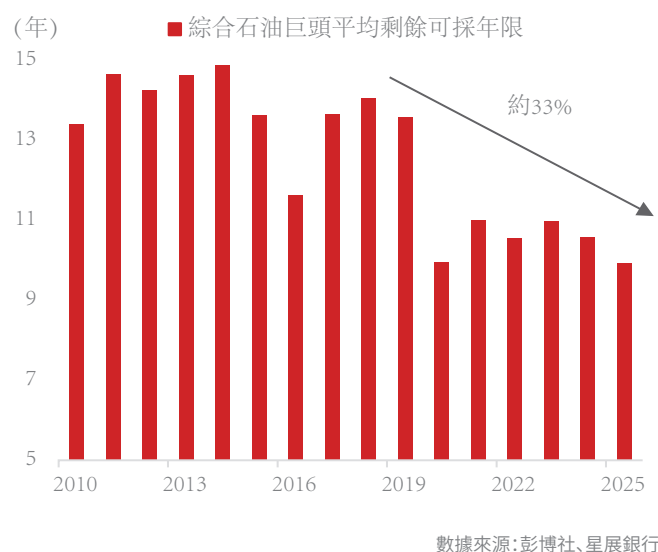
超大規模雲廠商資本開支持續擴張



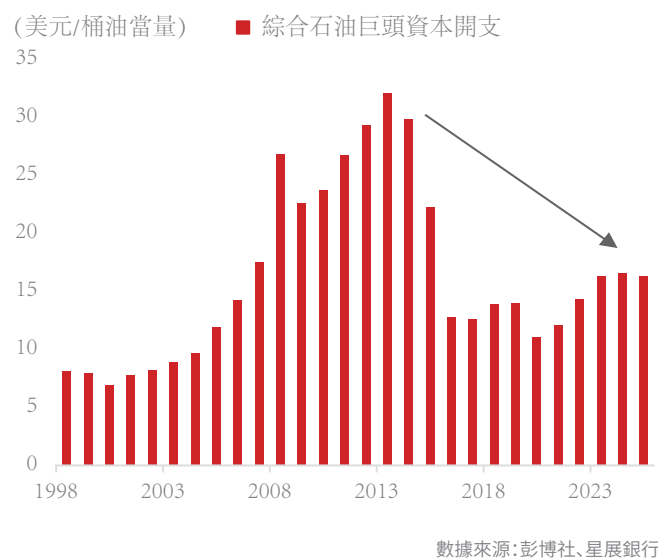
能源板塊方面，過往油價漲跌週期疊加日趨嚴苛的ESG相關監管壓力，迫使油氣開採企業優先恪守資本管控、回饋股東，而非擴張產能，最終造成上游勘探研發產能長期投資不足的局面。

因此，當前單位油當量對應的資本開支較2014年的峰值大幅下降約49%；2025年，一體化石油巨頭的平均儲產比已降至10年左右。除長期投資不足外，全球地緣政治不確定性的攀升令各國重新重視能源安全，並推動全行業鏈上下游加大能源領域的投資佈局。

儲採比下降約33%



單位油當量資本開支約為2014年的一半



基於這一背景，我們更追捧於那些處於“賣鏟人”核心地位的受惠標的，它們將充分受惠於AI和能源行業鏈上不斷狂飆的資本開支強度。

AI資本開支的受惠板塊：

- **半導體製造與設計企業**：麥肯錫數據顯示，各大雲巨頭爭相大規模搭建算力集群，半導體行業已然成為AI時代的核心門檻把持者，瓜分了數據中心總資本開支中約60%的份額。需求激增帶動全球半導體市場迎來歷史性擴張：據世界半導體貿易統計組織測算，2026年全球半導體市場規模將達到9,750億美元。

分板塊來看：芯片設計廠商的高性能算力加速器訂單呈現爆發式增長；各大雲巨頭為打造專屬高效算力，自研專用集成電路（ASIC），也讓定制化芯片合作廠商同步受惠。存儲芯片板塊的增長勢頭尤為強勁，全年增速預計約為39%。大語言模型（LLM）海量的數據存儲需求，令高帶寬內存（HBM）成為行業鏈的關鍵剛需，同時具備極高的盈利能力。

歸根結底，這場算力資本“軍備競賽”的資金最終都會流向台積電這類晶圓代工廠。只要雲巨頭持續加碼資本開支，半導體行業鏈就將是最大的受惠板塊。

- **網絡設備與專用硬件**：雲巨頭不再局限於單顆芯片佈局，轉而在數據中心搭建超大規模GPU算力集群，在此趨勢下，網絡設備與專用硬件的戰略地位持續提升。為消除數據傳輸瓶頸，企業重金投資高速以太網與無限帶寬互聯架構，這一趨勢利好能夠提供高端交換、路由設備的廠商，這類設備是實現處理器之間高速順暢通信的核心載體。

最重要的是，AI超算系統架構複雜度不斷提升，為專用硬件廠商與原始設備製造商帶來強勁增長動能。此類廠商可將定制化自研方案集成至高密度、整機柜級一體化算力產品中。

能源資本開支受惠板塊：

- **油氣設備與油服企業**：該板塊有望充分受惠於本輪資本開支週期，油氣勘探開採所需的核心設備與配套服務均由其供給。近期行業投資主要集中於現有油田改擴建項目，這類項目的投產週期更短、投資回收速度更快，因此短期見效型投資成為行業主流。

2019年以來，油氣行業每年90%的資本開支僅用於彌補現有油田的產量衰減，僅有10%的資金用於新增產能擴張。行業當前側重短週期投資的現狀，凸顯各大油氣企業極需加大勘探與新建油田項目的投入，以此補充長期可開採儲量。

跨資產：觀點中性。依據我們最新的跨資產分析（CAA）框架評分結果，股票和債券兩大資產整體維持中性配置觀點。

基本面：美國經濟持續展現出較強韌性，居民消費、能源出口與投資週期均保持強勁。亞特蘭大聯儲GDPNow實時GDP預測值自4月16日0.9%的低位大幅回升，截至5月29日已升至3.1%，AI相關投資的推動力持續為宏觀經濟增長提供支撐。此外，特朗普《大而美法案》中的稅收激勵政策也提振了市場信心，進一步推動企業資本開支穩步增長。我們判斷通脹上行風險依舊突出，市場普遍預期2027年聯儲局將啟動加息。企業盈利方面，市場普遍預計2026年全球盈利增速約為26%，2027年的增速將回落至15%。

估值：從跨資產維度來看，以美國10年期國債收益率為參考基準，債券估值相比股票更具吸引力。

動量：截至5月6日，2026年第二季度全球股票和債券資金流入規模相近，分別為1,110億美元和780億美元。從區域維度來看，美國市場成為唯一的資金聚集地，錄得960億美元的資金淨流入；而歐洲、日本以及亞洲（日本除外）市場均出現資金流出。市場對美股熱情回暖，其核心推動力是市場資金對AI相關標的的瘋狂追捧，疊加企業盈利強勁、行業前景向好。

2026年第3季度資產配置——策略層面維持看多

2026年第3季度CIO資產配置 (CIO AA)

類別	指數	分數範圍	股票				債券		
			美國	歐洲	日本	亞洲 (日本除外)	成熟市場 政府	成熟市場 企業	新興市場
基本面	PMI指數	-1至+1	0	0	1	1	0	0	0
	經濟意外指數	-1至+1	0	0	1	1	0	0	0
	通脹	-1至+1	-1	-1	0	-1	-1	0	0
	貨幣政策	-1至+1	0	-1	0	0	-1	-1	-1
	每股收益增長率預估	-2至+2	2	0	1	1	-	1	1
	盈利意外	-2至+2	1	0	0	2	-	0	0
估值	預估市盈率	-2至+2	0	0	-1	1	-	-	-
	市淨率與淨資產收益率	-2至+2	0	0	1	1	-	-	-
	盈利收益率-10年期收益率	-2至+2	-1	-1	-1	0	1	1	-1
	自由現金流收益率	-2至+2	-1	0	0	0	-	-	-
	信用息差	-2至+2	-	-	-	-	-	-1	-1
動量	資金流	-2至+2	2	0	0	0	0	1	-2
	波動性	-1至+1	0	0	0	0	0	-	-
	催化劑	-2至+2	0	0	0	0	0	0	0
原始分數			2	-3	2	6	-1	1	-2
整固分數*			0.10	-0.14	0.10	0.29	-0.09	0.06	-0.13

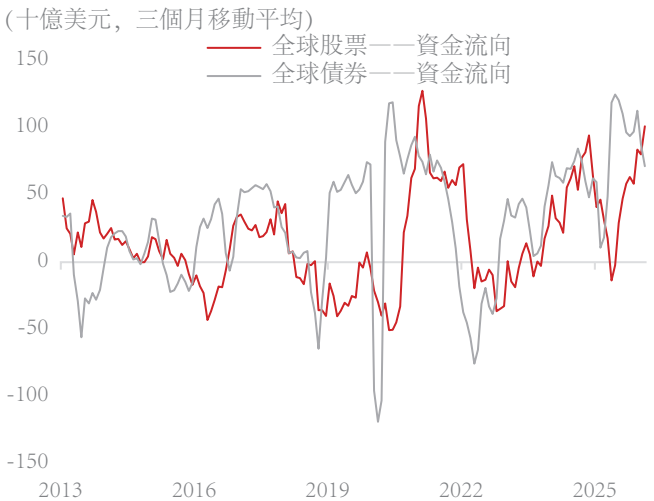
*注意：“整固分數”的計算方法是用“原始分數”除以每個類別可達到的最高分數。

數據來源：星展銀行

股票：趨勢行情主導當下——自上而下的國家配置權重下降，自下而上的個股精選則更為關鍵。3月底以來風險資產大幅拉升，其上升速度與幅度超出絕大多數投資者的預期。債券與原油投資者仍在反覆研判伊朗危機帶來的連鎖影響；而向來偏向樂觀的股票投資者早已提前計入衝突順利平息且油價回歸常態的預期。但倘若美伊談判持續陷入僵局、油價長期居高不下，當前的這份樂觀情緒或將脫離基本面支撐。

拆解本輪上升行情可以發現，本輪普漲的核心推動力是AI相關標的，這是一次不分領域、遍及所有市場的上漲。市場走勢隨之出現顯著分化：動量股大幅跑贏低波動防御標的。綜合以上市場特徵，我們認為未來數月以下股票投資策略具備配置股值。

股票與債券市場的資金流入規模大體相當



數據來源：EPFR Global、星展銀行

1. **佈局AI領域,同時做好下行風險對沖:**在企業強勁盈利的支撐下,儘管當前地緣政治局勢持續緊張且股市存在回撤風險,但我們預計投資者對AI相關標的熱情仍將延續。但風險防範措施依舊必不可少。本輪上升行情集中於單一領域、市場結構偏窄,適合採用“槓鈴策略”:在佈局AI資產的同時,看好與科技行業關聯度較低的標的作為對沖。
2. **優先佈局低能耗標的:**霍爾木茲海峽地緣擾動將持續消耗原油庫存,油價或將長期維持在高位。但當前市場寄希望於衝突迅速和解且雙方恪守和平協議,嚴重低估了油價持續上行的潛在風險。我們對此保持更為謹慎的判斷,重申看好低能耗行業與企業。若下半年的燃油成本持續高企,這類標的能夠有效規避原材料成本擠壓利潤的風險。

債券:債券收益率易上難下;需對新興市場信用債精挑細選。從近期的各項宏觀數據可以明顯看出,高油價正在逐步傳導至整體通脹數據。中東地緣危機疊加AI資本開支帶來超預期的經濟韌性,將持續推升通脹壓力。

為避免重演新冠疫情後貨幣政策失當、通脹失控飆升的歷史,成熟經濟體內存在進一步加息可能性,利率期貨與掉期市場已提前計入該預期。近幾周,各國國債(尤其是長期品種)收益率大幅飆升,市場開始計入通脹持續高企、多國央行將啟動加息週期(不限於日本央行、挪威央行與澳洲聯儲)的預期。全球市場正從儲蓄過剩的格局轉向大規模資本開支繁榮週期,資金湧入信用債市場或將分流國債配置資金,進一步推高債券收益率。

我們仍建議將債券投資組合的存續期維持在5至7年的區間。對於想要佈局新興市場資產的投資者,本行信貸策略師優選同時滿足以下三大條件的市場:(1)能源自給自足;(2)政策公信力充足;(3)風險溢價補償到位。背後的邏輯在於:當前地緣政治局勢動蕩且油價持續高企,對於高度依賴能源進口的國家,其經濟情況會尤為脆弱。落實到自下而上的個券篩選層面,精挑細選至關重要。我們看好基本面扎實、償債能力強勁的優質發債主體。除此之外,在利率上行的環境下,銀行淨息差有望持續擴張,因此銀行一級資本債券(AT1)同樣值得配置。

趨勢行情主導股票市場



數據來源:彭博社、星展銀行

長期債券收益率持續上行



數據來源:彭博社、星展銀行

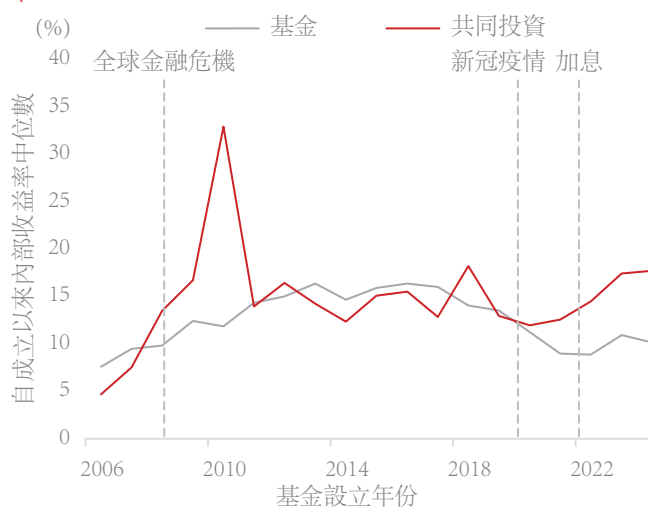
另類投資：短期通脹擾動不影響黃金中長期看多邏輯。近期投機資金扎堆湧入黃金，使其階段性走出風險資產行情，盤中頻繁出現獲利回吐，價格波動顯著放大。但我們認為黃金的投機行情難以持續，該貴金屬終將回歸傳統的避險資產屬性。未來數月通脹將趨於上行，結合歷史規律來看，通脹走高對黃金價格存在雙重影響：

1. 若通脹處於中等偏高區間（4%-8%），各國央行會隨之收緊貨幣政策，黃金屬於無息資產，實際利率上行會使其表現跑輸其他資產。
2. 在通脹突破8%的極端情景中（我們判斷該情形發生的概率極低），實際利率將走低甚至轉負，疊加市場對貨幣體系的信心走弱，黃金將再度迎來強勢上升行情。

盡管中期通脹環境會帶來階段性上行阻力，但在去美元化、貨幣貶值等中長期結構性邏輯的支撐下，我們依舊維持看好黃金的觀點。本行大宗商品策略師預測，2026年第三季度的黃金價格將達到每盎司5,000美元，第四季度將進一步上行至每盎司5,300美元。

最後來看私募資產：AI行業變革疊加宏觀不確定性，市場收益分化程度持續加深，這意味著投資者必須著重篩選優質管理人與底層資產。因此我們建議投資者佈局高確定性項目的共同投資份額，該配置模式具備三大優勢：(1) 可直接投資具備深厚競爭壁壘、盈利抗波動能力強的成熟期企業；(2) 價值兌現與資金回款週期更短；(3) 出資節奏靈活，投資者可根據市場行情自主調整出資規模，無需嚴格按照固定時間表強制投入資金。

宏觀環境波動時期，共同投資比主要基金帶來更強的內部收益率



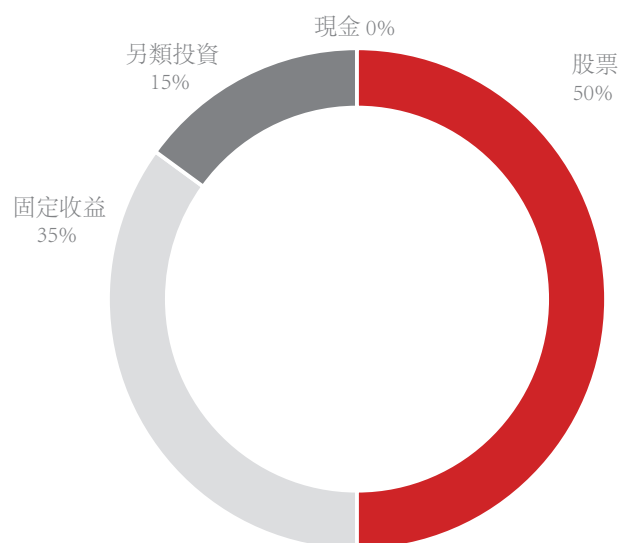
數據來源：Pitchbook、星展銀行

2026年第3季度CIO資產配置 (CIO AA)

	3個月基準	12個月基準
股票	中性	中性
美國股票	中性	看好
歐洲股票	看淡	看淡
日本股票	中性	中性
亞洲 (日本除外) 股票	看好	看好
固定收益	中性	中性
成熟市場政府債券	中性	中性
成熟市場企業債券	看好	看好
新興市場債券	看淡	看淡
另類投資	看好	看好
黃金	看好	看好
私募資產與對沖基金	看好	看好
現金	看淡	看淡

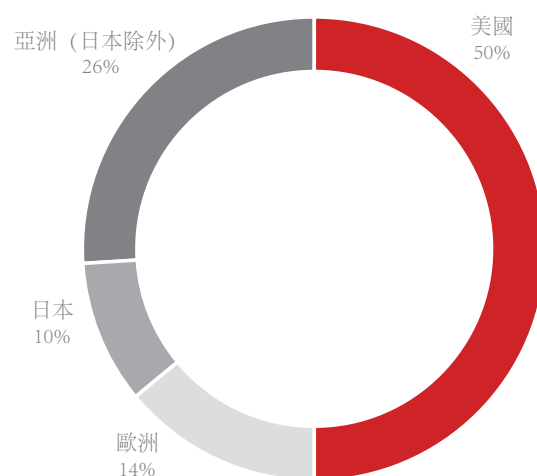
數據來源：星展銀行

按資產類別分列的CIO資產配置(中等風險)



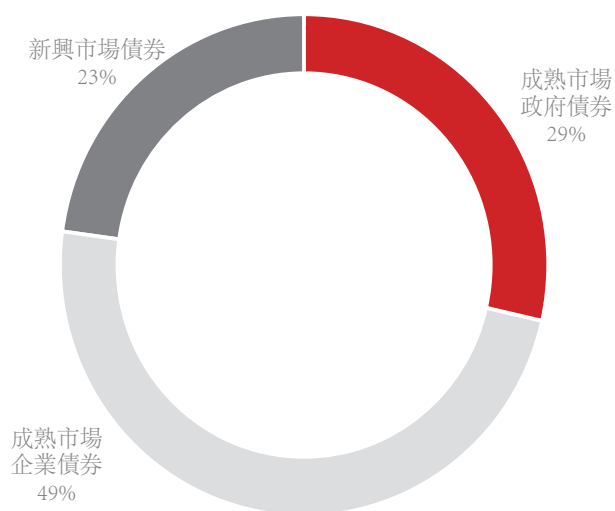
數據來源:星展銀行

按地域股市分列的CIO資產配置(中等風險)



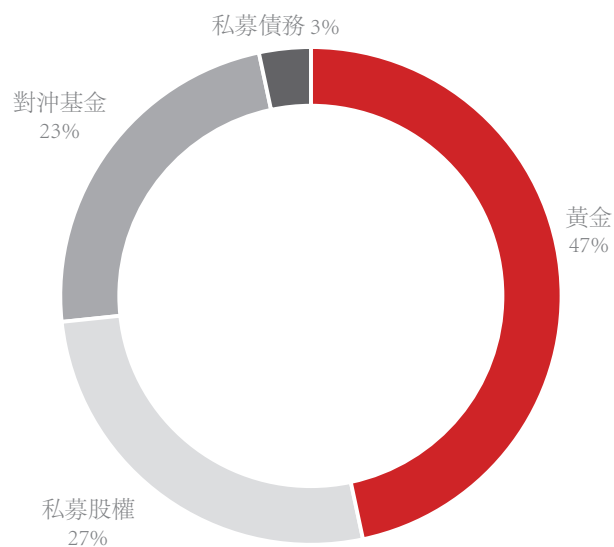
數據來源:星展銀行

按固定收益中的債券類型分列的CIO資產配置(中等風險)



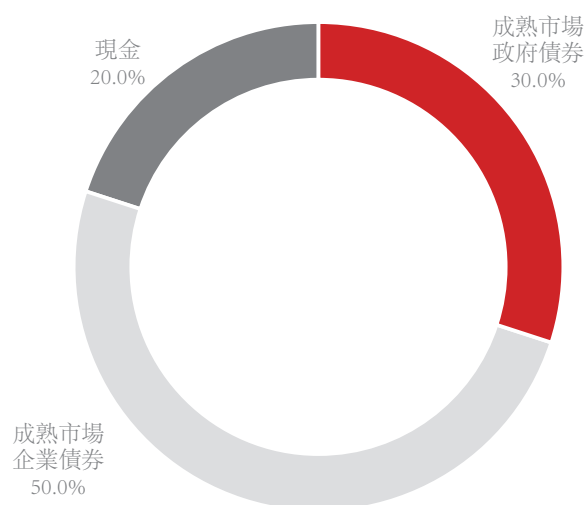
數據來源:星展銀行

按另類投資領域分列的CIO資產配置(中等風險)



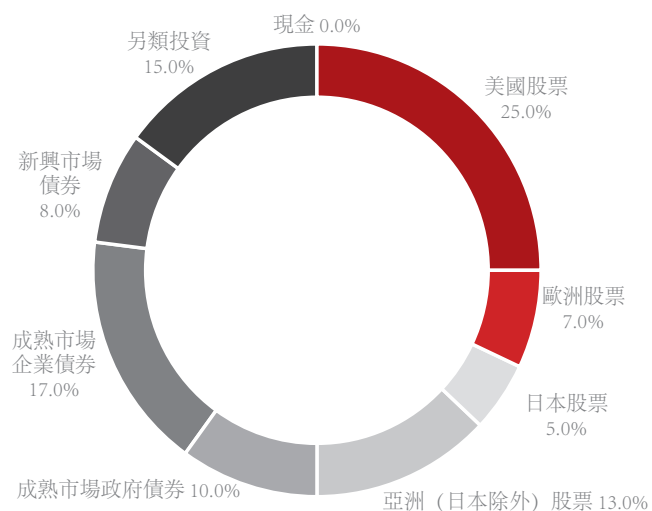
數據來源:星展銀行

低風險



數據來源:星展銀行

中等風險



數據來源:星展銀行

低風險

	CIO AA	SAA	活躍
股票	0.0%	0.0%	-
美國	0.0%	0.0%	-
歐洲	0.0%	0.0%	-
日本	0.0%	0.0%	-
亞洲(日本除外)	0.0%	0.0%	-
固定收益	80.0%	80.0%	-
成熟市場 - 政府	30.0%	30.0%	-
成熟市場 - 企業	50.0%	50.0%	-
新興市場	0.0%	0.0%	-
另類投資	0.0%	0.0%	-
黃金	0.0%	0.0%	-
私募資產與對沖基金*	0.0%	0.0%	-
私募股權	0.0%	0.0%	-
對沖基金	0.0%	0.0%	-
私募債務	0.0%	0.0%	-
現金	20.0%	20.0%	-

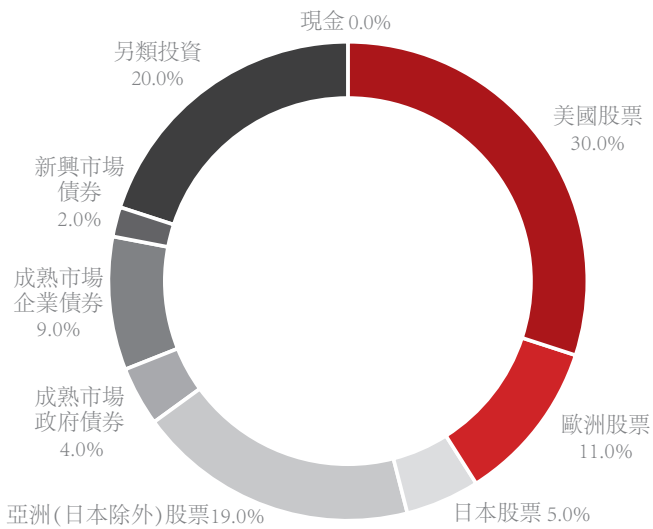
*僅有P4風險評級的UCIT備選產品

中等風險

	CIO AA	SAA	活躍
股票	50.0%	50.0%	
美國	25.0%	25.0%	
歐洲	7.0%	10.0%	-3.0%
日本	5.0%	5.0%	
亞洲(日本除外)	13.0%	10.0%	3.0%
固定收益	35.0%	35.0%	
成熟市場 - 政府	10.0%	10.0%	
成熟市場 - 企業	17.0%	15.0%	2.0%
新興市場	8.0%	10.0%	-2.0%
另類投資	15.0%	10.0%	5.0%
黃金	7.0%	5.0%	2.0%
私募資產與對沖基金*	8.0%	5.0%	3.0%
私募股權	4.0%	2.4%	1.6%
對沖基金	3.5%	2.0%	1.5%
私募債務	0.5%	0.5%	-
現金	0.0%	5.0%	-5.0%

*僅有P4風險評級的UCIT備選產品

高風險



數據來源: 星展銀行

高風險

	CIO AA	SAA	活躍
股票	65.0%	65.0%	
美國	30.0%	30.0%	
歐洲	11.0%	15.0%	-4.0%
日本	5.0%	5.0%	
亞洲 (日本除外)	19.0%	15.0%	4.0%
固定收益	15.0%	15.0%	
成熟市場 - 政府	4.0%	4.0%	
成熟市場 - 企業	9.0%	7.0%	2.0%
新興市場	2.0%	4.0%	-2.0%
另類投資	20.0%	15.0%	5.0%
黃金	7.0%	5.0%	2.0%
私募資產與對沖基金*	13.0%	10.0%	3.0%
私募股權	6.0%	4.9%	1.1%
對沖基金	5.9%	4.0%	1.9%
私募債務	1.1%	1.1%	
現金	0.0%	5.0%	-5.0%

*僅有P4風險評級的UCIT備選產品

通脹追蹤



2026年第3季度 宏觀經濟

美國經濟展現韌性，加上通脹粘性仍然存在，進一步強化了聯儲局暫停減息，甚至偏向鷹派立場的理由。歐洲和日本則因中東衝突帶來的能源衝擊而面臨滯脹風險。亞洲仍是全球經濟亮點，其中以人工智能及電子產品帶動的強勁出口表現最為突出。

宏觀經濟

泰穆爾·拜格博士
首席經濟學家

拉迪卡·拉奧
資深經濟學家

馬鐵英
資深經濟學家

蘇夫羅·薩卡
分析師

美國

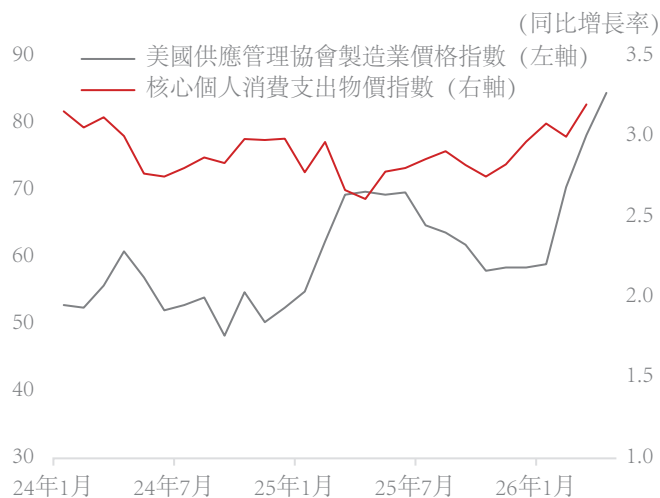
聯邦公開市場委員會迎來新任主席凱文·沃什，但即將卸任的主席杰伊·鮑威爾並不會退出政策舞台。鮑威爾表示，希望在卸任主席後留任聯儲局理事，直至2028年1月底理事任期屆滿為止。按照法規，鮑威爾在此之前均可繼續留任聯邦公開市場委員會；該委員會由12名成員組成，其中有數人與他的政策立場一致，這意味著聯儲局後續的議息會議或將充滿分歧。隨著新任主席沃什即將上任，加之現任由特朗普任命的理事米蘭預計會極力推動寬鬆貨幣政策，上述情形出現的概率將顯著提升。

下一輪政策會議將面對怎樣的經濟數據？我們可以參考由供應管理協會發佈的且受到市場高度關注的採購經理人指數 (PMI)：4月數據顯示經濟增長勢頭強勁，產出、新訂單、庫存與進口分項指數均反映出需求的持續擴張。勞動力市場雖顯現走弱跡象，通脹水平亦大幅飆升，但宏觀經濟活動仍保持高速擴張。今年前四個月的零售銷售額實現兩位數增長，疊加亮眼的投資數據，均印證了這一趨勢。亞特蘭大聯儲實時GDP預測模型顯示，第二季度美國GDP增速有望達到3%及以上。

當前美國經濟呈現以下特徵：居民消費支出強勁、房地產市場持平、投資週期表現尚可（但高度集中於科技行業）、能源出口蓬勃發展；同時在能源與電子產品價格的推動下，通脹上行風險較為顯著。上述因素意味著聯儲局大概率會維持利率不變，甚至可能在未來數月支持政策立場進一步轉向鷹派。

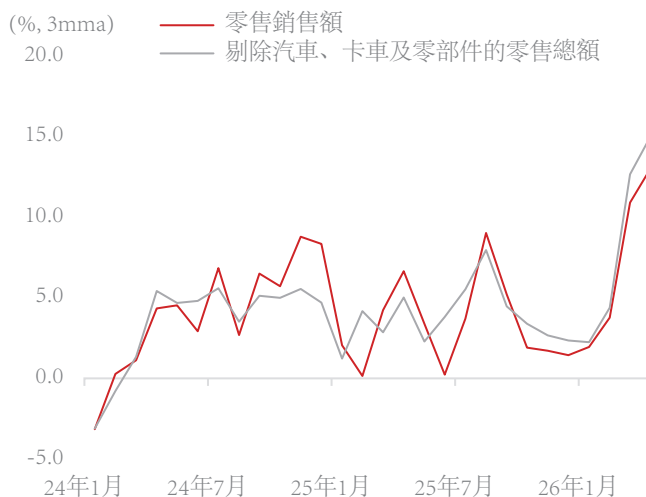
我們曾判斷，受勞動力市場初現疲態和金融市場或出現回調兩大因素影響，2026年聯儲局至少會減息兩次（50個基點）。這一減息預期，是基於對股市估值過高的多項測算。這些風險依然存在，但目前已被當前的通脹環境和強勁的經濟增長所抵消。我們認為，聯儲局短期內不會立刻轉向鷹派，但撤除其鴿派政策傾向並逐步回歸中性政策立場的可能性正在上升。

美國核心通脹率或升至3.5%



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

美國居民消費支出持續保持擴張態勢



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

除非美伊衝突出現戲劇性且實質性的和解方案，否則未來數月通脹風險將難以消退。在沃什出任聯儲局主席後，只要核心通脹指數保持平穩，聯儲局便有可能引導市場忽略整體通脹帶來的擾動。但即便只是轉向中性政策，也會令特朗普總統感到不滿；而一旦釋放加息相關信號，聯儲局的政策獨立性或將遭到總統層面的強力施壓。

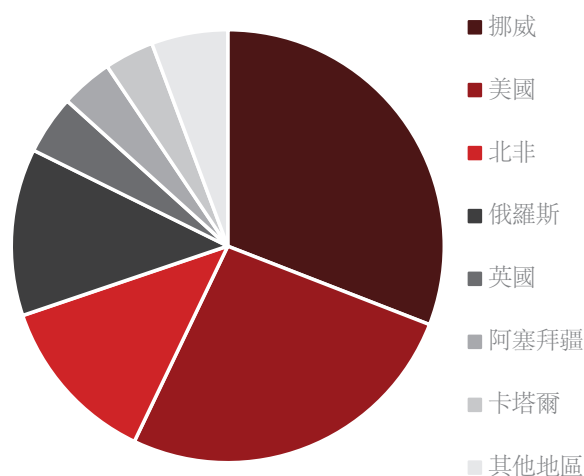
中期選舉結束後，華盛頓的權力格局或將更加明朗，這有望為聯儲局更為獨立的政策決策掃清障礙。可以想像，在沃什本人大概率不願意開啟加息週期，但經濟數據最終有可能倒逼聯儲局採取加息舉措。我們判斷，若經濟增長仍然強勁且物價壓力未見緩和，聯儲局或將在2027年啟動加息。至於我們的預測：我們將撤回今年的減息預期，但暫時不進一步預測明年加息。與聯儲局一樣，我們仍需等待未來數月更多的經濟數據，才朝這一方做出判斷整固。

歐元區

年初歐元區經濟增長企穩，這得益於表現強勁的就業市場、抗風險能力充足的企業資產負債表，以及回落至政策目標的通脹水平。因此，歐洲央行彼時表態貨幣政策已處於“適宜區間”。但此後地緣風險徹底打亂了這一局面。越來越多的跡象顯示，美伊局勢引發的滯脹衝擊，對歐洲的影響將遠超美國。

本輪危機與2022年爆發的俄烏衝突存在本質區別：當年歐盟高度依賴俄羅斯管道天然氣，供應突然中斷且替代能源供給不足，直接造成劇烈的通脹衝擊。整體通脹同比增速從2021年12月的5%飆升至2022年10月的10.6%，隨後才逐步回落。此後歐盟一直致力於與俄羅斯能源脫鉤：擴大可再生能源發電規模、新建液化天然氣接收站、降低化石能源消耗，以及推動多元化能源供給結構。受《重新賦能歐盟路線圖》(REPowerEU)，歐盟正在循序漸進、分階段地全面停止俄羅斯化石燃料進口。

2025年歐盟天然氣供應來源佔比(%)

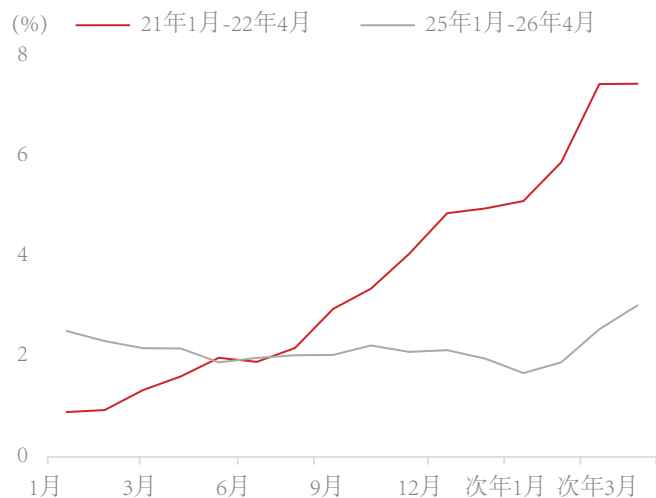


數據來源：歐盟委員會、CEIC經濟數據庫、星展銀行

中東衝突帶來的直接衝擊相對可控。2025年，挪威是歐盟第一大天然氣供應國，供給量約佔歐盟天然氣總進口量的三分之一，美國緊隨其後；而卡塔爾的供氣佔比不足4%。2025年，歐盟約7%的原油進口來自海灣阿拉伯國家合作委員會成員國。在此背景下，相較於原油波動，歐元區更容易遭受天然氣與電力供給衝擊。但衝突仍會產生多重間接影響：國際能源價格抬升推高本土成品油銷售價、各地區(尤其亞洲)爭搶替代能源供給，同時俄羅斯議價話語權持續提升。

歐元區5月通脹同比升至3.2%，高於4月的3.0%，再度突破政策目標，核心通脹同步走高。我們將此前預測為2.0%的全年整體通脹預期上調至3.1%的同比均值；全年通脹水平將持續高於政策目標，直至2027年才會回落至政策目標區間。長期調和消費者物價指數(HICP)通脹預期仍穩定錨定在2%。物價上行壓力加劇，同時最新經濟數據顯示增長動能持續走弱。採購經理人指數(PMI)持續處於榮枯線下方，製造業、服務業產出增速雙雙放緩，新訂單、就業分項指數同步回落。企業成本端壓力持續累積，但尚未將成本轉嫁至終端消費者，這預示夏季工業產出將進一步降溫。歐洲經濟景氣指數連續第三個月下降；盡管5月歐元區消費者信心指數意外小幅回升，但整體仍深陷收縮區間。綜合各類風險，我們下調歐元區2026年GDP增速預期，從此前1.4%整固至1.0%，2027年增速預測則維持1.2%不變。

本輪通脹回升幅度較2022年更為溫和，但仍然極易受到全球商品價格上升的衝擊



數據來源：歐洲央行、CEIC經濟數據庫、星展銀行

歐洲央行將密切跟蹤通脹壓力、能源價格以及金融市場的穩定性。儘管當前通脹環境已促使市場計入本年度加息的預期，但經濟下行風險同樣需要納入基準預測模型。央行政策指引大概率維持謹慎偏鷹基調，釋放逐次議息動態調整的信號，同時持續觀察美伊實現停火、地緣局勢緩和的可能性。

日本

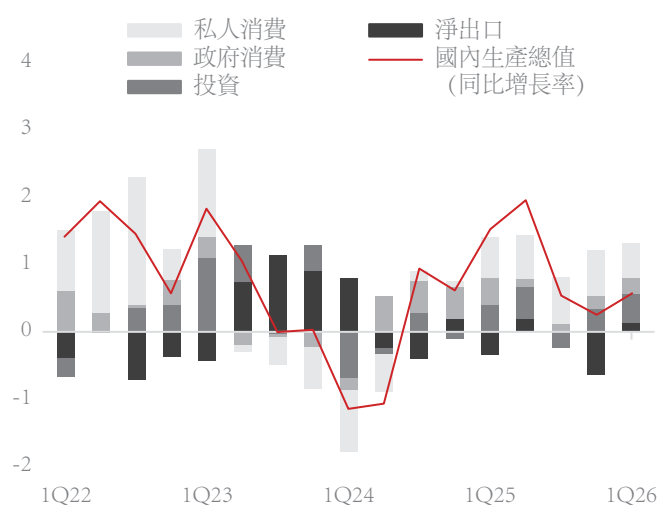
我們維持日本2026年全年0.5%的GDP增長預測不變。中東衝突引發的全球航運受阻持續對日本經濟造成衝擊。中東僅佔日本出口總額的4%，但歐洲的佔比更高，達到9%。日本對歐汽車出口高度依賴海運，或將面臨航運線路拉長、交付延期、運輸成本攀升等問題。

不過，受惠於智能自主人工智能 (Agentic AI) 落地應用以及雲巨頭持續擴大資本開支所催生的全球AI超級週期，日本半導體出口表現持續跑贏市場預期。與此同時，就業市場穩健有力，持續支撐居民消費。本年度春斗勞資談判敲定5.1%的薪酬升幅，與2024年和2025年的結果持平，預計將帶動本年度基本工資同比上升約2%。

我們維持日本2026年全年1.8%的CPI通脹預期不變。中東衝突帶來的能源價格衝擊極易對日本造成顯著影響。火電約佔日本總發電量的70%，同時日本約90%的原油進口依賴中東地區。原油進口價格上升或將推動通脹上行，並侵蝕居民實際收入。

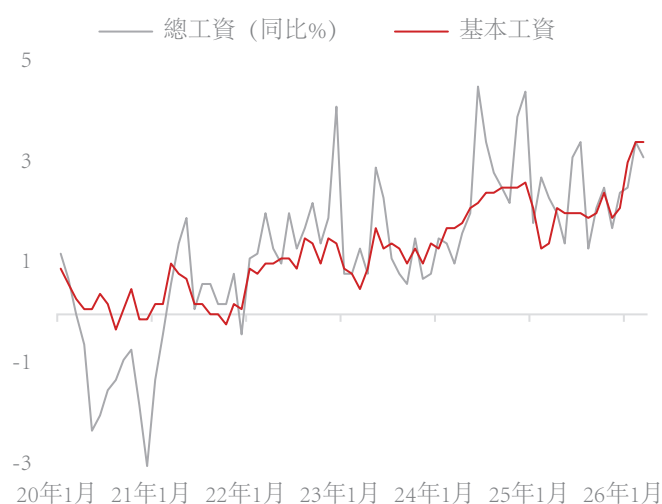
盡管如此，日本仍具備一定的政策緩衝空間。日本政府已重啟汽油緊急補貼政策，限制燃油銷售價格上限，同時批准大規模投放戰略石油儲備以穩定市場供應。中東衝突爆發前，日本戰略石油儲備規模位居地區前列，儲備量可滿足國內約240天的原油需求。

GDP增長仍具韌性



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

薪酬增速維持在高位



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

預計2026年下半年日本仍將保持財政擴張態勢。受中東局勢引發能源價格衝擊的影響，居民生活成本面臨上行壓力，各界要求追加扶持政策的政治呼聲持續走高，相關舉措包括燃油補貼、食品消費稅下調，以及面向居民與中小企業的紓困方案。債券市場已出現負面反映，日本國債收益率持續上行，反映出市場對日本財政可持續性的擔憂。若油價維持高位運行，且日本國債收益率上行壓力難以緩和，政府或將優先推行燃油補貼與居民紓困政策，暫緩下調食品消費稅。

市場預期日本央行將持續推進貨幣政策正常化進程。預計日本央行6月會將隔夜拆借利率從0.75%上調至1.00%。能源價格衝擊加劇了整體CPI的波動，核心通脹指數對決策者研判加息節奏的參考價值愈發凸顯。截尾均值CPI穩定維持在1.5%左右，意味著當前的實際利率仍低於中性水平，日本央行仍有繼續推進貨幣政策正常化的空間。

外匯干預風險依舊存在，但干預效果大概率較為短暫。據估算，日本財務省在4月末至5月初投入近10萬億日圓入市干預匯市以支撐日圓，推動美元兌日圓匯率自160回落至156-157的區間。不過2022年與2024年的歷史經驗顯示，外匯干預帶來的提振效應通常十分短暫。高油價持續拖累日本貿易收支與財政收支，疊加日本央行推進利率正常化的節奏偏緩，影響日圓的基本面壓力料將延續下去。

利率水平仍需回歸常態化區間



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

日圓匯市干預效果較為短暫



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

亞洲

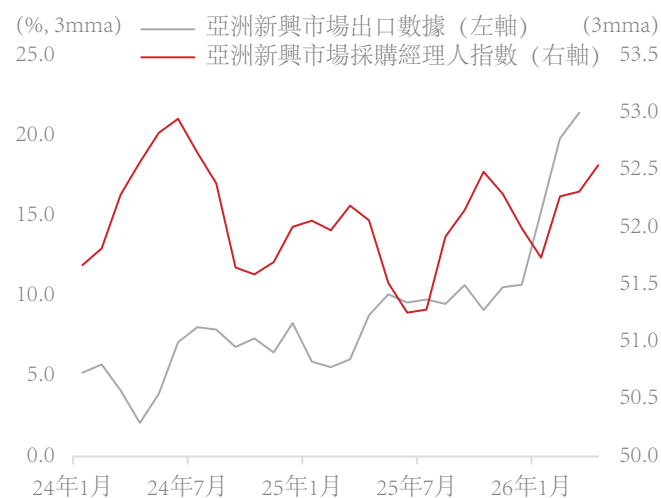
結合已公佈的強勁貿易數據來看，亞洲各經濟體第一季度的GDP數據大概率整體向好。本輪經濟復甦勢頭並未止步於第一季度，第二季度初的貿易數據顯示，區域外需持續走強。

誠然，鑒於能源成本的上升與伊朗衝突所帶來持續的不確定性，各國決策者與民眾普遍抱有悲觀情緒。但與此同時，電子行業與綠色科技市場正迎來前所未有的繁榮期。AI催生的採購熱潮已蔓延至電子行業鏈的各個環節，即便相關產品的價格大幅上升，市場需求量依舊激增，並未受到抑制。

行情向好並不只局限於電子行業，2026年前四個月的各項數據均清晰顯現整體需求的韌性。出口商普遍反映訂單強勁。美國零售銷售數據表現強勁，全球資本投資週期逐步回暖；地緣衝突更是進一步拉動能源全行業鏈的採購需求，範圍覆蓋發電機組、儲能電池、電動汽車以及國防裝備等領域。

中國1至4月的貿易數據便是典型例證。作為全球第一大出口國，其出口增速達到百分之十以上，表現十分亮眼。即便經歷長達一年的激烈貿易摩擦，4月對美出口仍同比上升11%。

亞洲出口持續走強



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

韓國與中國台灣作為該地區的兩大電子行業支柱，其出口業績連月刷新歷史紀錄，同比增速高達40%至50%。存儲芯片與算力芯片成為增長的核心推動力，多家頭部企業市值均突破萬億美元大關。

馬來西亞、新加坡與越南出口同樣迎來高光時刻，出口增速落在15%–35%的區間內。三地出口同步走高，凸顯了區域供應鏈高度一體化的特徵；本輪AI行業週期帶動電子行業鏈的各個環節同步回暖。

但該區域內也存在增長滯後的經濟體。印度與印尼並未享受到這波強勁的上行行情，兩地的企業經營信心持續走弱。我們判斷，自4月起能源價格的上升有望利好印尼的出口表現；但印度當前的經濟前景不容樂觀。印度15%的出口流向為中東，霍爾木茲海峽持續存在的的地緣不確定性對印度的出口商構成顯著阻力。加之印度並未深度融入該區域龐大的電子行業鏈，這進一步限制了其出口上行空間。

亞洲下半年的出口前景同樣潛藏風險。首先，伊朗衝突引發的能源衝擊存在滯後影響，投資者應對此保持密切關注。隨著能源漲價傳導至整個經濟體系，通脹的二次衝擊效應也將逐步顯現。疊加電子行業異常旺盛的需求，各類通脹風險仍蓄勢待發。上述情況最終可能引發需求萎縮，但也有可能推高出口企業的名義收入。

油價中的戰爭風險溢價短期內將持續存在

即便各方達成協議，油價仍將維持高位。我們的基準情景假設為：美伊談判在短期內達成和解，霍爾木茲海峽於2026年第二季度內反彈通航，但市場供需環境僅會逐步回歸常態。衝突正式結束後，水雷清除工作最長可能耗時六個月，而且掃雷作業需待全面協議落地後才可以啟動。只要仍存有殘餘的地緣風險，保險機構便不會為途經該海峽的航運業務承保。若無航運保險，即便達成停火或全面協議，商業航運企業也不會派遣船只通行。這意味著，即便是在基準預測情景下，航運完全反彈正常的實際週期已大幅拉長。我們當前判斷，霍爾木茲海峽航運全面正常化要到2027年才能實現，而無法在下一季度達成。除此之外，海灣產油國還出現原油產能受損、油藏遭到破壞的問題，這類負面影響或將持續更久。基於該情景，我們將2026年布蘭特原油平均價格預測從此前的每桶62-67美元上調至每桶85-90美元，2027年平均價格預測從此前的每桶65-70美元上調至每桶72-77美元。

布蘭特原油當前定價已計入短期達成協議的預期



數據來源：彭博社、星展銀行

外交磋商仍在推進之中，但雙方的分歧依舊巨大。近期最為關鍵的進展是美伊談判代表擬定了一份暫定有效期為60天的諒解備忘錄(MOU)，計劃延長現行的停火協議，並正式開啟新一輪核談判。但截至撰稿時，特朗普總統尚未批准該協議條款，談判代表達成的共識與總統願意接受的條件之間仍存在分歧，未能彌合。自首輪伊斯蘭堡美伊談判以來，核議題的核心分歧並

星展銀行根據基本情景對2026/2027年季度平均油價的預測

(美元/桶)	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
布蘭特原油均價	78.5	102.0	90.0	83.5	81.5	74.0	74.5	72.0
西德州中級原油均價	72.5	97.0	86.0	80.5	78.5	71.0	71.5	69.0

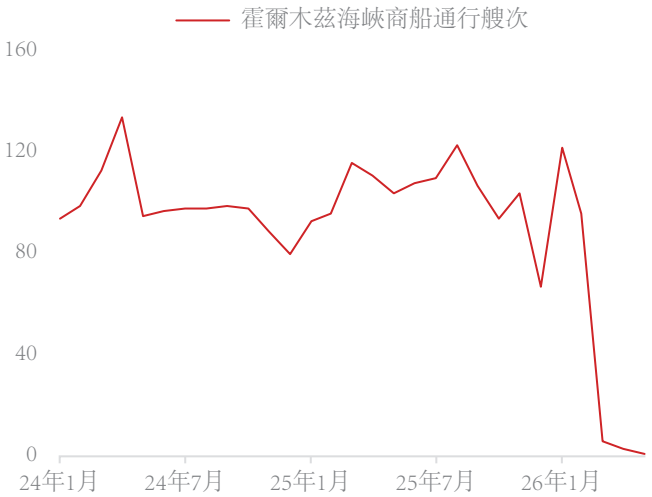
數據來源：星展銀行
數據截至2026年6月2日

未得到實質性緩和。美方的核心訴求依舊是伊朗完全停止鈾濃縮活動，並將現有的濃縮鈾庫存全部運離伊朗；而伊朗則堅稱鈾濃縮屬於本國主權權利，絕不允許任何濃縮鈾庫存流出伊朗領土。美方已承認，核相關議題仍懸而未決，且無法保證雙方最終能夠達成協議。

霍爾木茲海峽的航運仍然近乎癱瘓，全面反彈通航預計要等到2027年。伊朗雖已放棄直接封鎖海峽的強硬策略，但該航道目前尚不具備穩定的商業通航條件。當前每日僅有約10艘船舶通行，衝突前日均通航量為120至140艘。戰爭險保費大幅暴漲，各大航運企業均已暫停取道該海峽。卡塔爾能源公司針對液化天然氣運輸宣佈的不可抗力聲明仍然有效。掃雷作業週期是制約航運反彈常態的核心因素。美國國防部官員預測，即便各方簽署全面協議，掃雷作業仍需耗時六個月，而且必須等待協議落地後才可以啟動。只要海峽內仍殘存水雷隱患，戰爭險承保機構就不會為途經船舶承保。

與此同時，伊朗於5月中旬推出的航道主權通行費制度帶來了明顯被市場低估的新增風險變量。即便各方達成協議，而伊朗宣稱將對途經其所謂主權水域的商業船舶征收通行費，這一政策將形增長期制度性摩擦，或將導致衝突正式落幕之後的航運保險成本持續高企，部分航運企業也會因此放棄取道海峽。據此，我們更新了基準情景預測：霍爾木茲海峽航運完全反彈正常化將推遲至2027年上半年，此前預測的時間為2026年末。即便6月能夠簽署全面協議，後續仍需依次完成掃雷作業、反彈航運戰爭險承保、大型船司重啟通航等流程，這意味著原油與天然氣供給只會逐步修復，而非立刻大幅回升。

霍爾木茲海峽航運2026年內難以全面反彈



數據來源：彭博社、星展銀行

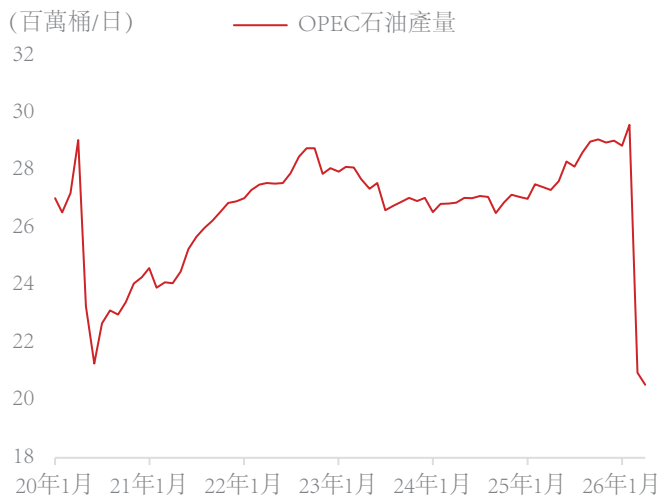
阿聯酋退出OPEC：短期影響有限，中長期結構性衝擊顯著。阿聯酋已於5月1日正式退出OPEC。此後OPEC+批准小幅增產，用以填補部分供給缺口。阿布扎比國家石油公司 (ADNOC) 同步公佈一項規模550億美元的資本投資計劃，旨在加速實現其既定目標：於2027年將原油日產量從當前的約360萬桶提升至每日500萬桶。該事件對市場造成的短期影響微乎其微：霍爾木茲海峽實質上處於斷航狀態，無論阿聯酋是否受到產量配額的約束，均無法實質性擴大原油出口。但從中長期維度來看，其結構性影響不

容小覷。產量配額限制解除後，阿聯酋擁有無上限的增產動力，可全力將原油產量提升至產能上限，並且該國已陸續與亞洲主要原油進口國簽署雙邊供油長協，其中以印度為核心合作對象。待霍爾木茲海峽反彈通航後，阿聯酋的新增供給或將在12至18個月內，推動原油市場從極度緊缺轉向供給顯著過剩。此外，阿聯酋是與沙特並列的可靠機動產油國，此次退出也削弱了OPEC作為供給調控機構的公信力。OPEC整體調控能力出現結構性減弱，將小幅打壓油價長期底部區間，這也印證了我們此前的判斷：盡管當前油價處於高位，原油長期均衡價格中樞仍維持在每桶65至70美元。

未來三大情景預測：當前能源市場動蕩不安，行情高度綁定地緣政治局勢，因此有必要分情景研判後市。基準情景（發生概率50%）預計特朗普將於6月批准諒解備忘錄，開啟60天的核談判週期。2026年下半年霍爾木茲海峽逐步反彈通航；受掃雷工期制約，航道運力完全回歸正常化要等到2027年上半年；伊朗通行費制度將帶來持續但可控的摩擦；布蘭特原油價格短期內落在每桶90–100美元的區間，隨著供給修復，油價將回落至每桶80–85美元。悲觀情景（發生概率30%）：各方雖簽署了諒解備忘錄，但核談判陷入僵局。受通行費政策摩擦與殘存水雷風險的雙重制約，霍爾木茲海峽僅局部反彈通航，通航量年內僅反彈至衝突前的50%以下。長期對峙格局將被市場逐步定價為常態化狀態，布蘭特原油價格中樞維持每桶100–115美元；一旦出現地緣突發事件，油價將衝高至每桶130美元以上。極端風險情景（發生概率20%）：談判全面破裂，現有停火協議作廢，美方對伊朗的能源設施（哈爾克島）以及伊朗革命衛隊海上軍事力量實施大規模軍事打擊；伊朗隨後擴大報復範圍，襲擊海灣及紅海多處目標。該情形下布蘭特原油極易突破每桶130美元的價格水平，市場將重新計入尾部風險，油價存在衝高至每桶150–200美元的可能。

庫存銳減，支撐油價溫和運行的緩衝空間持續收窄。本輪地緣危機爆發之初，全球原油庫存本處於相對充裕的水平：經合組織（OECD）商業庫存、戰略石油儲備、中國原油倉儲、海上浮油庫存以及其他非經合組織儲備合計約82億桶。這也是衝突爆發後中東每日原油供給缺口超1,000萬桶，但全球原油供給整體尚能

OPEC當前產量斷崖式下降，出口跌幅更大



數據來源：彭博社、星展銀行

維持且油價大多未突破每桶100美元的核心原因。如今這一緩衝庫存正以驚人速度下降。國際能源署（IEA）數據顯示，3月全球原油庫存減少8,500萬桶，為新冠疫情以來單月最大降幅；剔除海灣地區後，其餘地區庫存合計減少2.05億桶（日均減少約660萬桶），海灣地區在產油設施關停前持續囤油，庫存累計增加1.2億桶，一定程度對沖了全球整體去庫幅度。預計4月和5月的全球單月庫存將進一步減少3億至3.5億桶。國際能源署協調釋放4億桶儲備，為史上最大規模的拋儲行動，日均投放約250萬桶。截至5月末，全球庫存可用天數或將降至70天；對比來看，行業承壓臨界線約為80天，而國際能源署協定要求成員國需保有90天淨進口量儲備。庫存供給緊張的壓力已在各環節逐步顯現。若霍爾木茲海峽斷航狀態延續至2026年第二季度之後，中國以外的非經合組織經濟體將面臨原油進口庫存儲備嚴重不足的局面，屆時市場供需再平衡機制將越來越依賴高油價倒逼需求萎縮，而非政策調控。若短期內各方無法達成協議，疊加緩衝庫存的持續消耗，原油價格波動幅度或將進一步放大。

基本面堅實， 短期盤面承壓



圖片來源:Unsplash

2026年第3季度 美國股市

標普500指數顯示美股的集中度仍然十分嚴重，其中AI相關標的貢獻了絕大部分的收益。這種板塊極度單一的上升行情，後續歷來伴隨著波動性抬升與不及均值的未來收益。不斷攀升的債券收益率以及上行的波動性，將對估值偏高的增長型股票形成壓制。收益率上行會壓制長存續期股票，並推動投資組合轉向低波動的防御類標的。建議均衡配置，既持倉美國強勢趨勢股，同時搭配防御類個股，對沖短期宏觀波動的衝擊。

美國股票

鄭迪倫
策略師

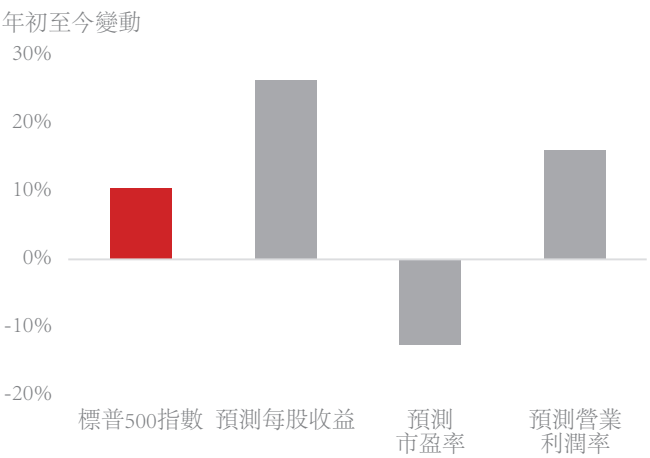
逆流：盈利高增vs集中度風險。盡管中東地緣衝突持續且美債收益率大幅上行，標普500指數今年仍大幅走強，AI相關標的貢獻了絕大部分的收益。對標普500指數的表現進行拆解後，不利兩面信號同時顯現。

利好層面，本輪上升具備扎實的基本面支撐。年初至今指數累計上升10%，升幅全部由前膽盈利增長（飆升26%）所驅動，其中營業利潤率提升2.7%是重要的推動力之一。負面層面，指數估值今年反而下降13%，前膽市盈率回落至22.4倍。鑒於AI相關行業鏈前景向好，我們判斷未來數個季度企業盈利上行趨勢仍將延續。

但風險隱憂不容忽視。盡管本輪上升行情較為強勁，但市場結構已嚴重失衡且資金高度集中。大型科技股與AI基礎設施板塊是拉動指數上升的核心力量；目前升幅貢獻排名前十的個股合計拉動標普500指數約78%的整體升幅，而市場中位股較自身52周高位仍下跌約13%。以谷歌為例：其市值約佔標普500總權重的6.5%，單只個股就貢獻了全市場約16.5%的收益。英偉達的情況相近，權重佔比7.4%，貢獻升幅佔總回報的14.9%。

從歷史規律來看，較高的市場集中度風險並不代表上升行情會立刻終結。但從投資組合分散化的角度來看，這種單一板塊、僅少數個股拉動的單邊上升行情值得警惕：即便宏觀環境整體向好，該類行情過後市場波動性往往會走高，且後續回報率大概率會低於歷史均值。

盈利增長驅動美股上升



數據來源：彭博社、星展銀行

對本年度標普500指數升幅產生貢獻的十大個股

	標普500 指數權重	年初至今 回報率	對於標普500年初 至今升幅的貢獻
谷歌	6.5%	23.9%	16.5%
英偉達	7.4%	18.3%	15.2%
美光	1.1%	144.8%	8.5%
蘋果	6.1%	10.0%	7.3%
英特爾	0.8%	200.3%	6.8%
超威半導體	0.9%	93.3%	6.0%
亞馬遜	3.9%	12.4%	5.6%
博通	2.7%	18.8%	5.6%
沃爾瑪	1.5%	20.5%	3.3%
閃迪	0.3%	482.7%	3.1%

數據來源：彭博社、星展銀行

債券收益率與美股表現的聯動關係。長期國債收益率出現一輪大幅飆升：美國30年期美債收益率突破5%的關口，日本30年期國債收益率升至4%以上。此番收益率上行由結構性與週期性雙重因素共同驅動：第一，財政揮霍無度且政府債務規模攀升，持續推高收益率；第二，供給側衝擊引發大宗商品價格暴漲，導致通脹壓力加劇；第三，全球AI投入持續擴張，據高德納預測，2026年全球AI支出總額將達到2.5萬億美元。

市場傳統觀點認為，債券收益率上行會壓制股票估值，對長存續期趨勢交易形成阻力。但經濟基本面才是關鍵變量。若債券收益率上升伴隨著經濟擴張，企業盈利增長的正向效應歷來會蓋過資本成本抬升的負面影響，進而推動股價上行。典型例證：2003年6月至2006年7月互聯網泡沫破裂後的復甦週期。該階段美國10年期美債收益率累計上行約176個基點，經濟基本面保持向好，同期美國企業盈利增幅達到32%。

股市真正的風險不在於收益率上升的幅度，而在於上升的速度。若債券收益率逐漸緩慢上行，市場便能輕鬆消化，但央行進取地收緊貨幣政策所引發的收益率驟然飆升，會導致股市出現深度回撤。2022年通脹環境發生根本性轉變期間，多重供給衝擊推

升通脹大幅飆升，10年期美債收益率10個月內隨之暴漲超253個基點。股票估值倍數大幅收縮，標普500指數大跌19%，墜入熊市。

上述兩種行情特徵在當前的市場中已同時出現。受中東地緣衝突影響，大宗商品價格走高帶來供給型通脹衝擊風險。目前各國持續釋放石油庫存，將油價控制在可控區間，相關衝擊效應尚不突出；但倘若美伊博弈僵持不下，局面或將急轉直下。與此同時，AI相關資本開支形成強力支撐，全球經濟仍具備韌性；企業盈利增長能夠對沖美債收益率上行帶來的負面影響。

標普500指數7,869點的合理估值維持不變。根據新興市場投資組合基金研究公司 (EPFR Global) 的數據，美股資金流入動能顯著回暖：2026年第二季度（截至5月6日），美股錄得9,600萬美元的資金淨流入，而歐洲、日本以及亞洲（日本除外）市場均出現資金流出。這一強勁的資金流向反映出市場對AI領域的投資熱情，該趨勢大概率在未來數月仍將延續。根據我們追蹤的投資者情緒指數，當前指數情緒水平接近歷史均值，說明無論是從估值還是波動性的維度來看，市場倉位並未出現過度擁擠的情況。

美債收益率上行對美股行情的影響

		10年期 UST (基點)	標普500 指數	金融	能源	科技	材料	工業	必需 消費品	非必需 消費品	通信服務	公用事業	房地產	醫療保健
經濟擴張	2003年 6月 - 2006年 7月	176.65	32%	32%	113%	20%	56%	49%	21%	25%	23%	47%	65%	7%
	2016年 7月 - 2018年 10月	169.04	25%	37%	-1%	58%	8%	17%	1%	28%	-17%	3%	-7%	18%
貨幣政策收緊	2022年 1月 - 2022年 10月	253.77	-19%	-13%	63%	-27%	-18%	-11%	-6%	-30%	-39%	-7%	-29%	-6%
	2023年 4月 - 2023年 10月	150.87	1%	-2%	0%	10%	-6%	-2%	-11%	5%	10%	-14%	-12%	-7%

數據來源：彭博社、星展銀行

無論是從估值還是波動性的維度來看，市場倉位並未出現過度擁擠的情況



數據來源：彭博社、星展銀行

我們採用股息貼現模型 (DDM) 進行測算，假設無風險利率為4%、永續增長率為2%、股權風險溢價 (ERP) 為3.7%，得出標普500指數的合理估值為7,869點。基於2026年每股收益為339.83美元的市場普遍預期，該合理估值對應的前瞻市盈率為23.2倍。

2026年第3季度美股板塊配置—順勢而為

2026年第二季度我們給出的板塊配置觀點表現分化。在建議看好的板塊組合中，科技板塊表現亮眼，截至5月28日本季度累計上升33.8%；金融板塊走勢疲弱，能源板塊則出現整固，主要是因為投資者在定價中計入了中東衝突有望緩和與能源價格或將走弱的預期。在建議看淡的板塊組合中，通信服務、非必需消費品板塊反而走勢向好，其核心推動力是市場資金再度追捧科技類個股。

展望2026年下半年，我們的倉位佈局將圍繞三大核心主線：(1) 美債收益率持續上行；(2) 油價維持高位運行；(3) AI板塊盈利動能強勁。利率上行週期中，金融板塊為傳統受惠板塊，核心邏輯是淨息差有望持續擴張；而房地產等板塊則將承壓。若同時針對高油價行情與前景良好的AI盈利進行佈局，科技相關標的具備極強的收益彈性。基於以上判斷，本季度我們整固的板塊配置評級如下：

- 將通信服務板塊的評級上調至看好，非必需消費品板塊整固為中性
- 將公用事業和必需消費品板塊的評級下調至看淡

AI投資熱潮



數據來源：彭博社、星展銀行

美股板塊配置 – 2026年第3季度

	看好	中性	看淡
	科技	工業	房地產
美國	通信服務	非必需消費品	公用事業
	金融	材料	必需消費品
	能源	醫療保健	

數據來源：星展銀行

美國估值表

	前膽市盈率 (倍數)	市淨率 (倍數)	企業股值倍數 (倍數)	淨資產收益率 (%)	總資產收益率 (%)	營業利潤率 (%)
美國	22.2	5.7	18.0	19.9	4.3	15.6
金融	15.1	2.3	9.0	14.1	1.5	21.7
能源	13.3	2.5	10.2	11.4	5.3	10.7
科技	27.2	14.4	30.4	32.6	15.0	28.7
材料	17.9	3.3	13.6	11.0	4.8	13.1
工業	27.7	7.9	20.4	25.1	7.2	13.8
必需消費品	22.8	7.3	18.0	25.8	7.6	8.0
非必需消費品	25.7	8.4	18.1	24.2	7.1	9.8
通信服務	20.1	5.5	16.3	23.9	10.3	23.9
公用事業	18.5	2.3	13.2	10.7	2.8	21.6
房地產	36.8	3.4	21.3	9.8	4.0	23.3
醫療保健	19.8	5.1	17.5	17.1	5.9	7.4

數據來源：彭博社
數據截至2026年6月8日

行情正在轉變



圖片來源: Getty

2026年第3季度 歐洲股市

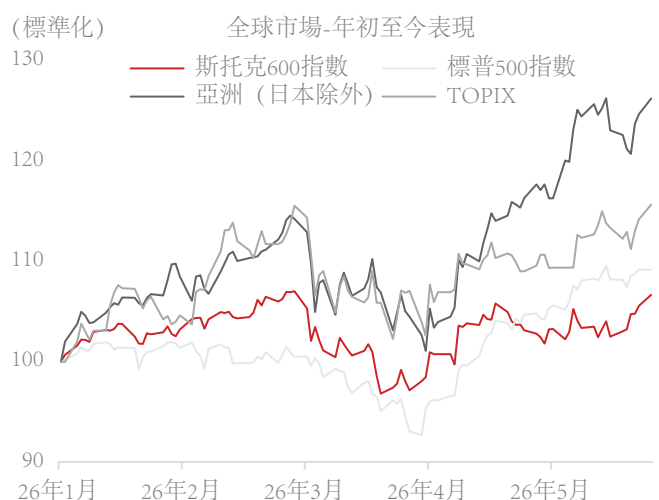
盡管通脹、債券收益率以及地緣政治不確定性帶來的短期風險仍然高企，但歐洲市場仍存在精選超額收益機會。當前市場主線愈發聚焦盈利確定性、具備長期資本開支標的以及能源安全相關板塊。

歐洲股票

吳琇瓊
策略師

Chloe Park
分析師

歐洲市場表現弱於其他區域

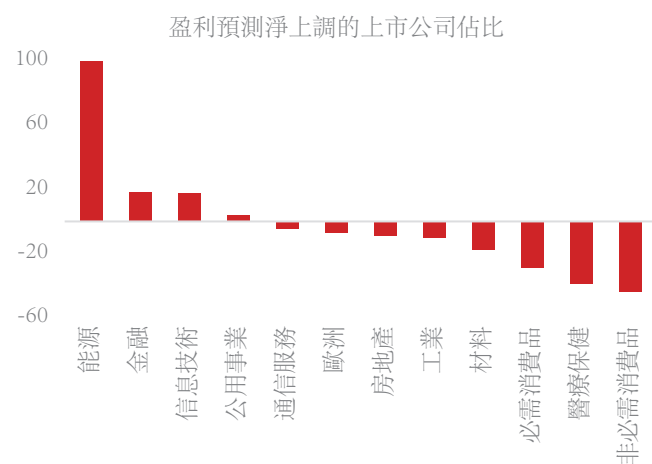


數據來源：倫交所、星展銀行

歐洲股市已從近期低位大幅反彈，全年收益基本抹平，當前點位距離衝突前的歷史高位僅有小幅差距，下行空間有限。不過市場回暖走勢分化明顯，且極易受到能源價格與債券收益率波動的影響。原油價格與國債收益率同步大幅上行，導致宏觀經濟不確定性加劇，推升了全歐洲股市的股權風險溢價。

與此同時，科技板塊與非科技板塊走勢分化加劇，拖累歐洲股市表現弱於美股及部分亞洲市場——歐洲市場對高增長型AI受惠標的的佈局佔比相對偏低。因此，儘管盈利勢頭有所改善，歐洲股市的整體表現仍持續落後於全球其他主要市場。

能源板塊帶動盈利上調



數據來源：倫交所、星展銀行

盈利格局呈現兩極分化

歐洲企業盈利走勢依舊極度分化。整體盈利預期持續上調，這主要由能源板塊及部分AI配套設備企業拉動，後者受惠於AI相關資本開支擴張。金融板塊表現相對抗跌，這得益於穩定的利率以及各國政府財政刺激政策的支撐，但該態勢或將隨地緣危機的演變發生轉變。與之形成對比的是，非必需消費品與必需消費品板塊的評級持續遭遇下調，根源在於需求走弱、燃油成本攀升以及消費者信心低迷。

航運與供應鏈擾動仍在持續，預計將進一步抬升化工、塑料、紡織及工業零部件行業的成本壓力，下游企業利潤空間收窄的情況在2026年下半年或將進一步加劇。隨著運輸、能源的高成本傳導至全行業鏈，面向終端消費者的板塊的抗風險能力尤為薄弱。

在此背景下，我們將2026年歐洲斯托克600指數的每股收益增速預測由5%上調至10%；受基數效應走弱影響，同時將2027年盈利增速預測從7%下調至5%。我們維持年末歐洲斯托克指數644點的目標點位不變，對應約5%的總回報上行空間，其核心支撐來自能源板塊、AI相關科技基礎設施受惠企業盈利的結構性改善。市場持續追捧盈利確定性強、現金流穩定可持續的標的；在地緣衝突不確定性持續存在的環境下，我們預計這一市場趨勢仍將延續下去。

估值與利率

盡管地緣政治風險高企，歐洲股市估值依舊具備較強韌性。地緣衝突與供給衝擊通常會推升風險溢價，歷來會引發估值倍數大幅收縮，這一現象在2022至2023年俄烏衝突期間便出現過。但在本輪環境下，歐洲再工業化前景疊加結構性政策整固（包括德國擴大財政支出、推進能源安全項目，以及加碼基礎設施投資），在一定程度上對沖了下行風險。盡管我們認為在地緣危機持續存在的背景下，上述政策舉措仍具備實質效用，但落地推進或將延後。

除此之外，財政支出大幅擴張令歐元區各國國債收益率全線走高：市場已充分計入政府發債規模擴大、通脹上行兩大風險，同步推高了股市股權風險溢價。當前危機持續推升通脹壓力，市場不斷計入央行進一步收緊貨幣政策的可能性，股票盈利收益率相對債券的息差已顯著收窄。

股票估值高於債券

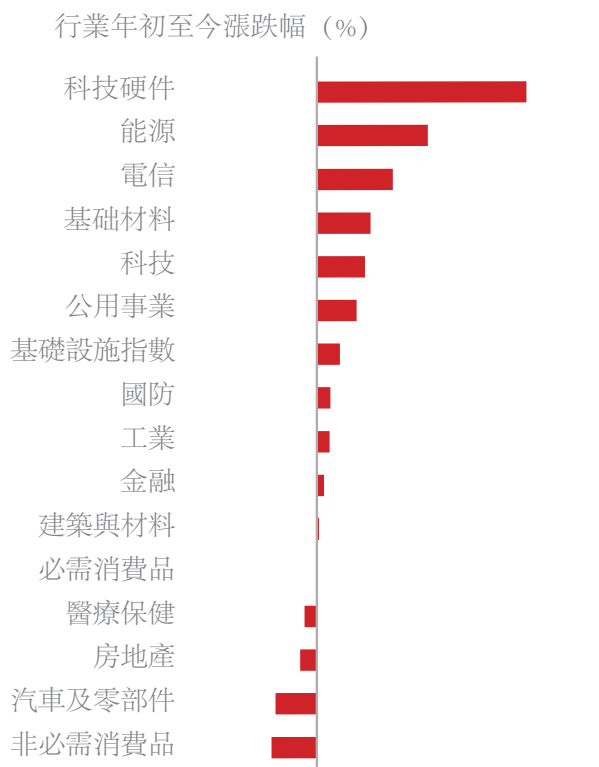


數據來源：倫交所、星展銀行

2026年第3季度歐股板塊配置策略

與全球市場趨勢一致，歐洲各板塊走勢愈發貼合全球資本開支週期，尤以AI基建、電氣化、可再生能源、國防軍工以及製造業回流相關標的最為突出。由此催生了範圍更廣、類型更多元的強勢板塊組合。能源、工業、半導體以及基建相關企業等傳統週期板塊，當下顯現出更強的結構性增長屬性，長期行業趨勢持續為其賦能。與之相對的是，高利率與通脹環境持續壓制防禦板塊、消費類週期板塊的表現。

板塊表現



數據來源：倫交所、星展銀行

我們將在下文闡述對於各大板塊的核心觀點。

科技板塊內部分化加劇。科技板塊不再呈現整體同步漲跌的格局。受惠於AI資本開支的硬件、半導體及基礎設施相關標的持續跑贏大盤；而受到擔憂智能自主AI模型或將顛覆原有行業格局的影響，軟件及SaaS企業估值面臨大幅下調壓力。

投資者愈發擔憂原生AI平台會衝擊傳統席位訂閱制的商業模式，削弱傳統軟件廠商的定價能力，並壓低其長期終值。受此影響，科技板塊內部估值分化顯著拉大，資產密集型基礎設施和計算受益者比輕資產的SaaS模式更受青睞。

歐洲科技板塊的內部分化



奢侈品板塊復甦呈現結構性分化。歐洲奢侈品板塊已初步顯現企穩跡象，門店客流回暖、新品週期以及美國市場需求走強均形成支撐。但受地緣衝突、本土消費疲弱，以及各地旅遊客流反彈不均衡等因素影響，板塊整體前景依舊冷熱不均。

消費群體行為分化愈發明顯：超高收入群體消費韌性十足，而中等收入群體的需求持續走弱。市場對“低調奢華”風潮熱度消退，疊加資金持續轉向看好黃金與實物硬資產，也對板塊內部分企業業績形成壓制。

具備稀缺屬性、精湛工藝與獨特性的頭部品牌持續佔據競爭優勢。與此同時，隨著消費者愈發注重性價比，大眾輕奢與二手奢侈品板塊的增長動能持續走強。

能源板塊盈利強勁具備持續性。國際油價高位運行、煉油毛利擴張，以及能源市場波動下交易業務規模提升，均支撐歐洲大型能源企業盈利與現金流實現大幅增長。盡管市場階段性出現預期停火的樂觀情緒，使得板塊股價反映相對保守，但無論是基準情景還是地緣衝突長期持續的情景下，標的盈利勢頭依舊強勁。

我們判斷能源市場供需將逐步回歸正常化，即便各方達成正式和解，航運受阻和原油生產擾動問題仍將長期存在。當前我們上調油價預測：2026年布蘭特原油均價為每桶85-90美元，2027年均價為每桶72-77美元，較此前預測值大幅上升。若地緣對峙僵局長期存在，油價及能源企業盈利仍存在顯著上行空間。

我們對歐洲油氣板塊整體維持分化看多觀點：看好上游開採及一體化綜合油氣龍頭股，但對下游業務佔比高、高度依賴煉油業務的個股保持謹慎的態度。相較於年初市場普遍前期的油價水平，當前油價抬升將大幅增厚2026年上游企業盈利與現金流，且無論是在基準情景還是在地緣僵局長期持續的情景下，這一利好邏輯均成立。板塊分紅兌現的確定性依舊較高。

能源安全訴求推動可再生能源加速落地。在高效政策協同、清晰監管框架以及日益加劇的能源安全焦慮的推動下，歐洲正增長為全球可再生能源落地應用的標桿地區。近期霍爾木茲海峽相關航運擾動事件，進一步凸顯了降低化石能源依賴、實現能源結構多元化的戰略必要性。

重大能源衝擊歷來會加快可再生能源的應用進程，我們預計本輪也將重現這一趨勢。各國政府與企業正在加大對能源轉型全行業鏈的投資力度，大型地面光伏、風電以及儲能項目研發企業有望成為核心受惠方。

電池儲能系統 (BESS) 對於整合可再生能源的重要性持續提升：該系統能夠提升電網彈性、供電穩定性與運行效率，同時緩和光伏和風電發電具有間歇性的行業痛點。不斷降低的電池成本以及不斷改善的項目經濟效益，將進一步推動歐洲可再生能源的長期普及應用。

軍工板塊存在項目落地風險。俄烏衝突爆發後，歐洲各國創下前所未有的國防預算投入規模，但歐洲軍工板塊股價大幅跑輸大盤，背後凸顯了嚴峻的項目落地風險與營運限制。過去數十年行業投入不足，疊加長期產能收縮，歐洲軍工製造企業如今產能儲備不足、核心零部件供應鏈受限且專業技術工人缺口嚴重。板塊交付週期漫長，僅炮彈產能實現規模化擴充就需要2至3年的時間。與此同時，歐洲台風戰鬥機、未來空中作戰系統(FCAS)等跨國聯合軍工項目持續遭遇工期延期、成本超支的問題，繁瑣的政府採購審批流程也進一步拖慢了合同的落地執行進度。

以伊衝突也暴露出歐洲國防裝備體系存在關鍵技術短板：傳統軍工巨頭仍深耕坦克、戰機、艦船等老舊作戰平台，在無人機作戰、電子對抗、網絡防禦、精確制導彈藥等領域發展滯後。歐洲軍工企業同樣難以適配軟件定義作戰、戰場實時互聯等新型作戰理念；面對快速變化的安全威脅，企業研發迭代節奏明顯跟不上需求。

歐股板塊配置-2026年第3季度

	看好	中性	看淡
歐洲	科技	工業	非必需消費品
	醫療保健	材料	房地產
	能源	通信服務	必需消費品
	公用事業	金融	

數據來源：星展銀行

歐洲估值表

	前膽市盈率 (倍數)	市淨率 (倍數)	企業股值倍數 (倍數)	淨資產收益率 (%)	總資產收益率 (%)	營業利潤率 (%)
歐洲	15.6	2.4	12.4	12.9	1.5	13.9
金融	11.2	1.5	-	13.4	0.8	21.8
能源	8.5	1.6	5.3	9.9	3.5	10.4
科技	36.3	7.9	29.1	16.5	8.5	18.7
材料	17.1	2.2	10.3	10.9	4.9	8.8
工業	23.6	4.5	13.6	16.7	5.1	11.1
必需消費品	15.4	3.1	10.7	18.2	6.0	11.1
非必需消費品	16.1	1.8	9.3	5.0	1.7	4.1
通信服務	17.0	2.2	6.4	7.8	2.1	14.8
公用事業	16.2	2.2	10.1	11.1	2.7	13.7
房地產	13.7	0.8	17.1	9.5	3.7	63.5
醫療保健	16.0	3.8	12.8	16.9	7.1	20.8

數據來源：彭博社
數據截至2026年6月8日

選股在波動時期 尤為關鍵



2026年第3季度 日本股市

受估值偏高以及財政風險推升債券收益率的影響，日本板塊間的表現分化或將加劇。受戰略投資與企業改革形成基本面優勢，有望跑贏大盤。

日本股票

吳琇瓊
策略師

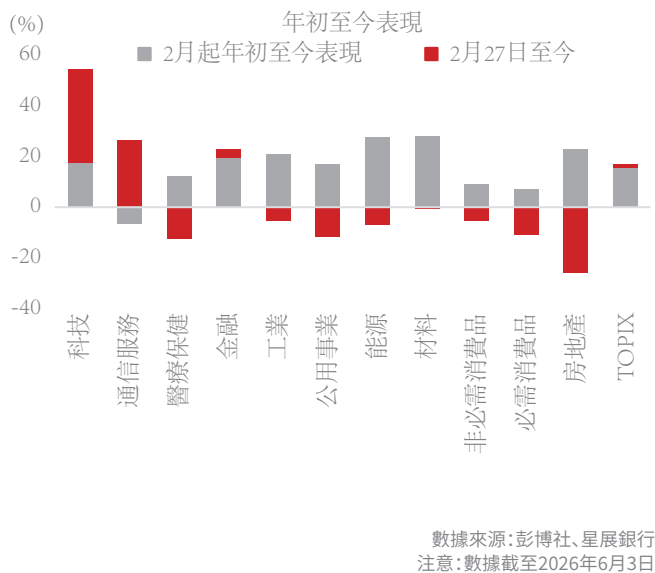
Chloe Park
分析師

精選個股是制勝關鍵。自3月以來，日本股市的表現主要由科技板塊引領，尤其是人工智能和半導體板塊，這在一定程度上對沖了受中東衝突影響的板塊的疲弱表現。企業盈利增長動能強勁、股東回報政策持續優化，仍是支撐日本股市的核心利好因素。

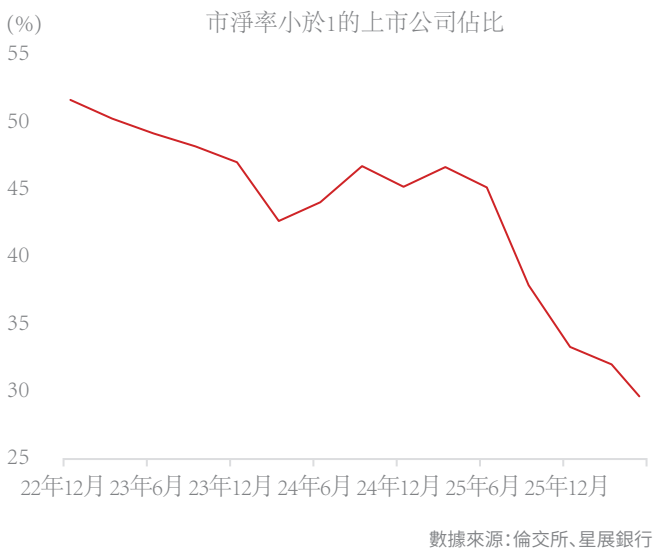
展望後市，估值高企疊加財政擔憂推升國債收益率，板塊間的表現或會進一步分化。受國家戰略投資、持續企業改革加持的結構性受惠板塊有望持續跑贏；而鑒於地緣衝突引發供應鏈受阻於原材料緊缺，部分板塊的生產成本抬升擠壓利潤，表現或將滯後。在此市場環境下，下個季度精選標的、擇優佈局就至關重要。

從股值博弈轉向戰略配置。沃倫·巴菲特看好東京海上控股，印證其對日本股市的樂觀判斷，同時釋放出投資思路轉變信號：資金佈局已從廣泛的估值投資，轉向高確定性、聚焦細分板塊且具備長期盈利韌性的定向配置。這筆投資彰顯了市場對日本企業治理持續改善、資產負債表營運效率提升、股東回報優化的信心，也凸顯保險行業受承保利潤與浮存金積累，可實現收益長期復利增長。對全球投資者而言，該案例佐證了應採取結構性擇優思路看多日本市場的觀點，重點佈局金融以及具備全球競爭力的板塊——這類板塊的盈利確定性持續增強，且相對成熟市場估值仍具備吸引力。簡言之，巴菲特的此次佈局意味著：日本市場不再只是週期性股值交易標的，正逐步成為全球投資組合中具備長期配置股值的核心戰略板塊。

科技與金融板塊對沖了地緣危機帶來的市場跌幅



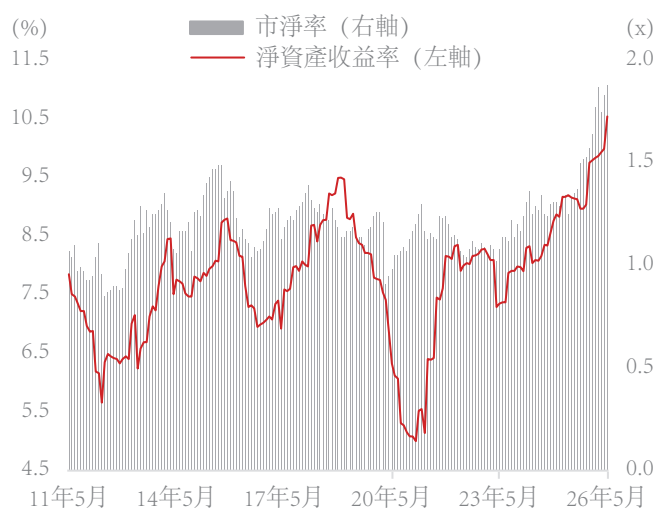
日本“股值提升型”企業改革成效顯著，大批企業估值持續修復



改革提速，盈利具備長期可持續性。東證股價指數 (TOPIX) 成分股企業2026年第一季度盈利同比增長35%，印證了我們此前的預判：在股票回購、日圓走弱、剝離非核心資產，以及半導體、軍工、電子、電氣設備等工業板塊上行等多重因素的推動下，企業盈利增速有望持續跑贏市場預期。

日本推行的企業改革議程，顯著推動市場經營邏輯從偏重利益相關方的模式，轉向更清晰的股東股值導向，並切實改善企業淨資產收益率、夯實盈利長期穩定性。核心在於，系列改革實現了穩定的企業盈利增長。公司治理優化、成本管控趨嚴、剝離低回報及非核心資產，均有效穩定了利潤率並降低盈利波動。當前日本企業設立了更為明確的盈利目標，資本開支約束力度增強，盈利增長路徑可預測性大幅提高。過去十年，日本市場整體淨資產收益率實現結構性抬升，與全球其他地區的差距持續收窄，支撐日本股市估值進入長期修復通道。

淨資產收益率改善，支撐市淨率估值上行重估



數據來源：倫交所、星展銀行

戰略投資加速推進。在高市早苗劃定的17大戰略板塊框架下，日本篩選出61項重點產品與核心技術，覆蓋AI、半導體、量子科技、船舶製造等領域。日本預計將於今年夏季前，為每一項重點領域出台專項發展路線圖，以及明確的資金投放方案與落地時間表。我們判斷，這類國家級重點扶持板塊將持續享有政策利息加持與更加強勢的資本投入，其盈利確定性隨之提升。日本政府近期推出放開實施數十年之久的軍工裝備出口限制的方案，也印證其具備強有力的板塊扶持政策落地執行能力。

日本承諾向美國投資5,500億美元，今年2月已公佈首筆360億美元的投資額度，投向天然氣發電、原油出口基建，以及工業人造金剛石製造領域；3月又公佈第二批高達730億美元的投資，重點佈局小型模塊化反應堆 (SMR) 核電站與天然氣發電設施。我們持續看好四大核心受惠板塊，這些板塊均具備長期結構性增長邏輯：一、半導體與高端電子；二、自動化及機器人；三、國防與國家安全相關行業；四、能源安全及戰略物資（金屬、稀土、液化天然氣、電池原材料）。

日本國債收益率曲線陡峭化。儘管日本政府投放緊急補貼、動用戰略儲備，但本國高度依賴中東能源的現狀持續推高通脹。通脹粘性疊加補充預算帶來的財政刺激，長期國債收益率料將上行，推動日本國債收益率曲線陡峭化。在此背景下，股市隱含的風險溢價也將進一步走高。

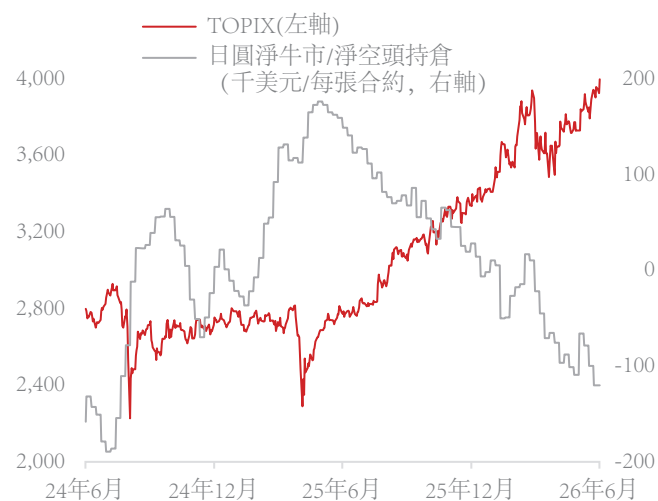
國債收益率上行，從收益率的維度來看市場估值已經偏高



數據來源：倫交所、星展銀行

日圓走強空間存疑。長期收益率上行疊加財政風險溢價走高，持續壓制日圓匯率。美元兌日圓再度逼近160關口，也印證日本財務省4月末至5月初的匯市干預僅能帶來短期提振。與此同時，日本央行4月維持政策利率不變，但議息會議出現明顯反對加息的意見分歧，內部收緊貨幣政策的訴求不斷升溫，我們預計央行將在6月加息25個基點。

日圓走弱助推日圓息差交易規模擴張



數據來源: 倫交所、星展銀行

盈利預期持續上調, 日本半導體板塊仍有上行空間



數據來源: 倫交所、星展銀行

2026年第3季度日本板塊配置策略

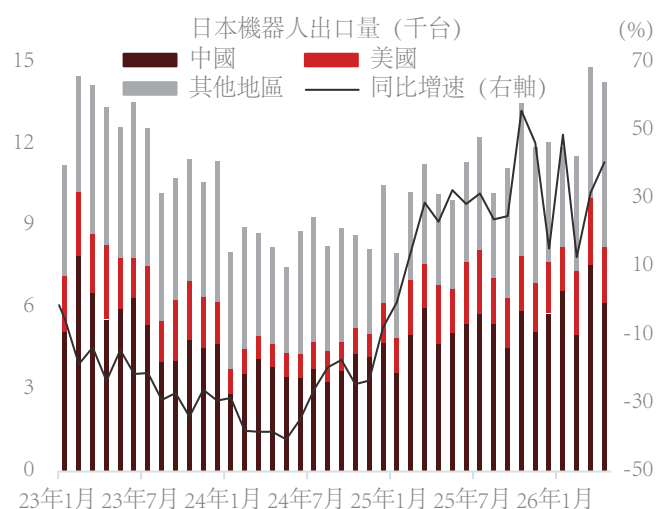
我們建議投資者擇優佈局日本股市, 重點配置具備全球持久競爭優勢、受惠於國家戰略投資的大盤龍頭企業。受能源與原材料供應鏈擾動的影響, 生產投入成本持續上升, 或將壓縮汽車、航空等板塊的利潤率, 因此我們優先看好能夠實現高效成本管控的核心標的。

下文列出了我們看好的板塊:

半導體: 受惠於美國雲巨頭高企的資本開支, 市場資金持續看好亞洲半導體板塊, 日本半導體行業鏈企業股價在2026年上半年顯著跑贏大盤。儘管當前板塊估值已處於高位, 但我們認為該板塊有繼續上行的空間。日本企業在全球半導體材料、製造設備供應鏈中佔據不可替代的核心地位, 2026年下半年盈利有望持續高增。舉例來看, 日本半導體材料廠商在硅片、光刻膠等前道材料領域擁有突出的優勢, 同時在封裝基板等後道材料領域的實力也十分強勁。半導體設備企業則在塗膠、顯影、檢測等關鍵細分板塊擁有可觀的市場份額。全球芯片廠商重點關注下一代AI芯片研發, 市場對高端制程設備的需求持續擴張, 日本半導體設備企業將從中受惠。除此之外, 日本本土正在搭建自主AI半導體行業生態, 政府主導的下一代芯片項目Rapidus的落地, 行業鏈相關企業將受惠於長期穩定的需求增量。

機器人: 受全球自動化行業變革浪潮, 日本機器人板塊的投資股值極具吸引力。日本機器人出口總量中, 中美市場佔比達三分之二, 來自兩國的出口訂單量高企, 印證日本在工業自動化領域的全球龍頭地位。戰略合作項目(例如, 谷歌與發那科)進一步鞏固了日本在該板塊的競爭優勢。雙方合作項目旨在研發適配工業機器人的全新AI系統, 不僅能夠提升日本機器人企業的技術實力, 同時打開“實體AI”的發展想象空間——即高端AI與機器人硬件的深度融合。我們看好引領自動化技術創新的日本頭部機器人企業, 這類企業能夠充分把握全球自動化解決方案需求持續增長所帶來的發展機遇。

日本機器人行業充分把握全球自動化需求利息

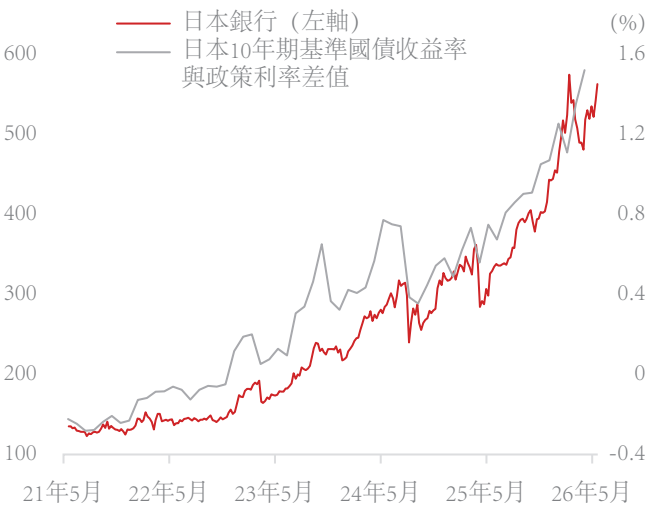


數據來源: 彭博社、星展銀行

綜合商社：日本頭部綜合商社在全球佈局多元化業務，覆蓋能源、工業金屬、基建、機械以及食品、醫療等消費品領域。廣泛多元的業務佈局使其盈利具備較強韌性，同時也夯實了日本的經濟安全保障。近期中東地緣衝突更是凸顯出商社在能源與關鍵大宗商品領域長期佈局的戰略股值。這類商社堅持審慎的資本配置，持續選擇高增長板塊優化資產組合，分紅回購等股東回報政策力度充足，當前估值仍處於低估區間，擁有極具吸引力的長期配置股值。

金融：日本銀行板塊配置股值突出。受惠於日本央行政策利率上行、信貸需求持續旺盛、中間業務收入穩定，各大銀行盈利創下歷史新高。展望2027財年，行業淨資產收益率有望進一步抬升，延續盈利增長態勢。日本央行6月加息將進一步推升銀行淨利息收入，疊加信貸規模穩健擴張、中間業務收入保持強勁、日本國債收益率曲線陡峭化，多重利好將持續支撐銀行盈利。盡管基本面的持續得到改善，但日本銀行股當前的市淨率較日本整體股市仍存在折扣。

日本銀行股與國債收益率曲線



數據來源：倫交所、星展銀行

日股板塊配置-2026年第3季度

	看好	中性	看淡
日本	科技	醫療保健	材料
	工業	房地產	公用事業
	金融	非必需消費品	能源
	通信服務	必需消費品	

數據來源：星展銀行

日本估值表

	前膽市盈率 (倍數)	市淨率 (倍數)	企業股值倍數 (倍數)	淨資產收益率 (%)	總資產收益率 (%)	營業利潤率 (%)
日本	18.0	2.0	9.0	9.9	1.5	10.7
金融	13.8	1.5	-	10.5	0.6	16.6
能源	8.0	1.0	5.7	7.9	3.5	6.8
科技	23.9	5.0	22.6	12.7	8.1	16.2
材料	19.3	1.3	12.2	5.7	2.7	5.8
工業	19.3	2.2	14.2	10.6	4.6	7.5
必需消費品	20.3	2.2	9.8	8.3	3.2	6.6
非必需消費品	19.5	1.6	8.2	5.6	2.1	6.2
通信服務	17.0	2.3	8.2	20.2	5.7	33.4
公用事業	12.5	0.9	8.6	9.7	4.0	8.3
房地產	13.7	1.3	13.5	9.7	3.2	14.0
醫療保健	18.1	2.1	11.4	9.3	5.3	15.4

數據來源：彭博社
數據截至2026年6月8日

逆風中彰顯韌性



2026年第3季度 亞洲(日本除外) 股市

在地緣政治與能源衝擊下，亞洲(日本除外)股市走勢穩健，原因是AI帶動資本開支、通脹走勢溫和以及政策環境不斷改善共同提供了支撐。東北亞科技板塊、中國策略性行業，以及新加坡和香港的收益型投資機會，引領局部行情再度回暖。

亞洲(日本除外)股票

楊政齡
投資總監(北亞區)

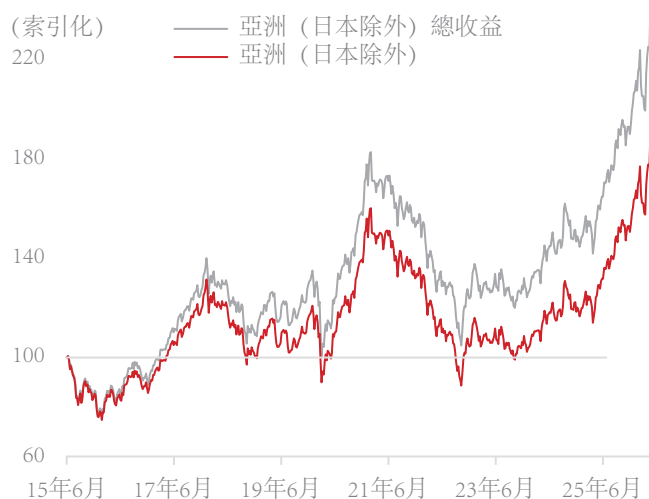
吳琇瓊
策略師

2026年,亞洲(日本除外)地區身處複雜的全球環境之中,地緣局勢動蕩與能源供給衝擊交織並存,但該區域市場正逐步走向企穩,板塊行情呈現結構性回暖態勢。市場波動雖持續加劇,卻也孕育著投資機遇,核心邏輯在於全球資本開支重心正向能源自主保障、國防軍備建設與前沿高端技術領域預測。

以中東衝突為代表的地緣緊張局勢,大幅推升市場對能源安全的擔憂,促使亞洲各國決策者將本土能源基建、電網升級改造、能源供給多元化列為發展重點。此番戰略轉向有望帶動資本開支擴容、拉動就業、提振消費,進而助推整體工業復甦。

全球經濟正在持續應對能源價格劇烈波動、供應鏈中斷以及貿易政策體系失衡等多重挑戰,而受自身雄厚的製造業實力與東北亞地區具備通縮效應的生產成本,亞洲(日本除外)在緩和全球通脹壓力方面的作用愈發凸顯。該市場穩定的分紅派息進一步提升其配置股值,在充滿不確定性的市場環境中具備良好的防禦屬性。

亞洲(日本除外)市場利好收益型資產



數據來源:彭博社、星展銀行
注意:股指基準值統一設為100(2015年6月—2026年5月)

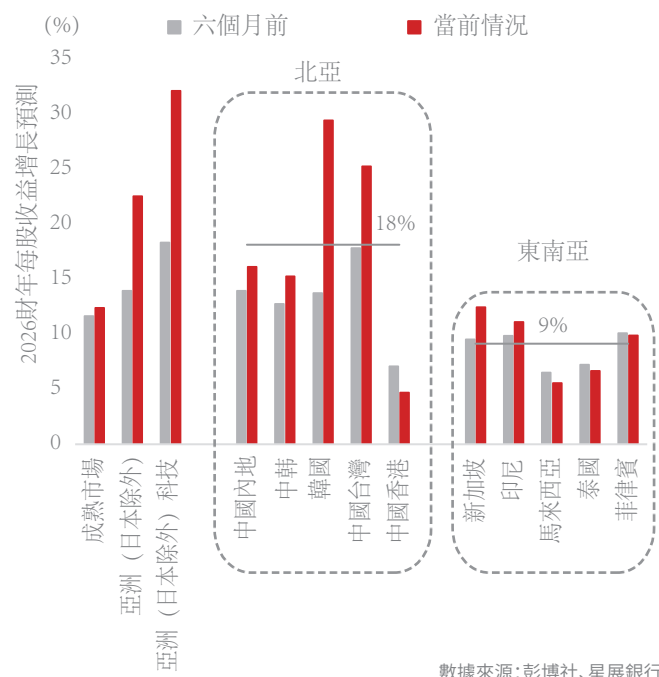
關鍵的一點是,對亞洲(日本除外)而言,中東衝突更多被視作增長下行風險,而非通脹上行隱患,根源在於該區域物價走勢溫和且通脹水平偏低。國際貨幣基金組織最新預測顯示,未來兩至三年該區域的通脹率將維持在2.0%–2.6%的溫和區間。良性通脹環境賦予各國決策者充足的空間,可適時出台刺激政策托底經濟增長。

AI基建、綠色科技、國防行業與行業升級領域的資本開支迎來結構性上行,形成強勁利好支撐。東北亞及中國憑借雄厚的製造實力,以及在全球資本貨物、前沿技術供應鏈中的核心地位,成為本輪行情的主要受惠方。其中科技屬性突出的市場將持續受惠於AI資本投入擴張、半導體行業鏈垂直轉移這一長期結構性趨勢。

企業盈利持續增長疊加資本市場改革推進,有望推動主流市場估值修復,並抬升淨資產收益率。投資者可重點佈局四類市場:財政扶持力度充足、內需韌性強勁、出口具備競爭優勢,且持續實現資本市場改革的經濟體。

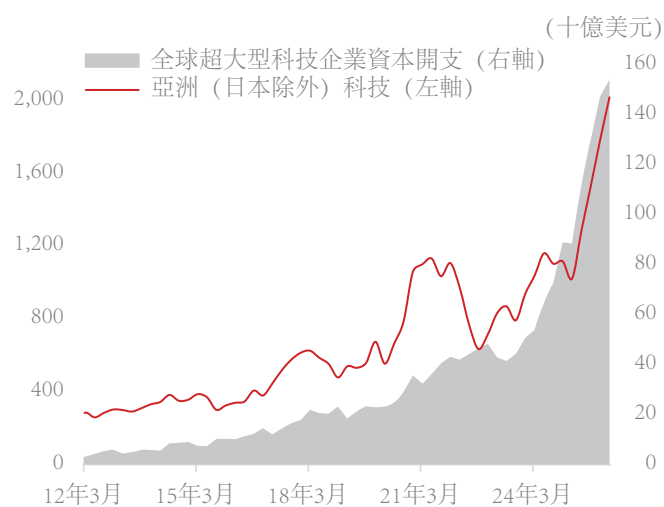
東北亞股市的科技股權重較高,是全球科技資本開支熱潮的核心受惠板塊。AI投資熱潮基本不受能源市場波動衝擊,顯著拉動科技出口與GDP增長,凸顯該區域盈利的抗風險能力。增加東盟部份,新加坡為例,該國穩固的社會經濟根基與靈活的政策環境構成發展支撐;而馬來西亞則受惠於其石油淨出口國的身份利息。

前景良好且具備可持續性



全球AI領域已落地規劃的資本開支具備可持續性，為亞洲完整科技供應鏈形成扎實支撐，覆蓋上游半導體代工、邏輯芯片、服務器、存儲、元器件，直至下游終端設備組裝。受AI與服務器需求提振、疊加供給端產能的約束，存儲芯片超級週期已然成型，能夠托底行業盈利，並刺激市場追加行業投資。亞洲頭部科技出口企業維持較高利潤率，能夠有效對沖原材料成本上升壓力；同時亞洲兼具AI基礎設施應用方與核心供應方雙重身份，在算力需求持續擴容的大趨勢下，該區域市場將持續受惠。

亞洲 (日本除外) 科技板塊得到全球超大規模雲廠商資本開支的支撐 (2012年3月—2026年5月)



我們預計亞洲 (日本除外) 企業盈利將呈現K型分化格局：創新型戰略核心行業表現佔優，傳統行業則受制於成本攀升、產能過剩與定價能力走弱，業績承壓。我們持續看好半導體行業鏈、賦能AI的科技平台、自動化設備、能源轉型、旅遊等消費板塊，以及大型金融股與新加坡房地產投資信托在內的高股息標的。

部分東南亞市場面臨能源衝擊、通脹承壓以及貨幣政策調節空間有限的困境。各國財政儲備薄弱、經濟增長動能不足，並且外資保持觀望態度，或將拖累短期市場投資回報。

受能源供給擾動的影響，印度經濟因能耗強度較高而尤為脆弱。與此同時，印度盧比兌美元匯率跌至歷史低位；該國原油進口依存度接近90%，匯率貶值進一步加重能源進口成本壓力。基於上述因素，我們維持此前的判斷，將印度市場投資評級下調至中性。

中國

全球各類市場擾動頻發的背景下，中國與東北亞地區愈發被視為相對受惠方。這得益於過去二十年間，該區域持續推行旨在提升能源抗風險能力、推進能源結構多元化、實現行業戰略自主的一系列政策舉措。中國採取煤炭、可再生能源協同發展並配套大規模戰略儲備的能源發展路徑，降低了對海灣國家原油進口的依賴，有效緩衝短期能源價格劇烈波動帶來的衝擊。

全球原油供給衝擊暴露其他經濟體的發展短板之際，中國在清潔技術與電氣化產能領域的領先優勢，奠定其長期受惠的基本面；強勁的商品出口規模、全球可再生能源上游原材料需求持續攀升，進一步鞏固了這一優勢。

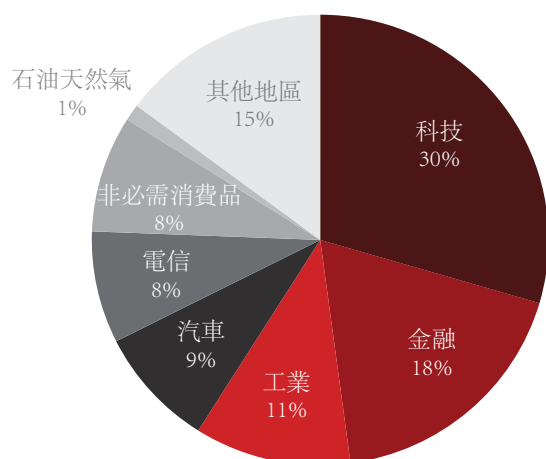
中國政策持續聚焦科技自主與行業引領，疊加在儲能系統 (ESS) 電池製造領域已確立的全球龍頭地位，持續夯實中國在清潔能源領域不斷抬升的地位。交通、工業領域電氣化進程提速，可再生能源裝機規模穩步擴容，充分體現了中國能夠統籌兼顧能源安全與長期經濟增長的實力。

中國憑借具備成本優勢的新能源基礎設施與清潔能源裝備製造產能，從光伏、風電到電動汽車全行業鏈，進一步鞏固了自身在全球能源轉型進程中的核心地位；在各國紛紛謀求能源自主的大背景下，這一優勢既深化了經貿往來，也提升了中國的地緣影響力。

A股市場具備突出的配置股值

中國A股兼具防禦與增長雙重屬性：外資持倉佔比偏低，與全球市場的相關性較弱；國內AI行業鏈蓬勃發展，疊加國家全力推進科技自主可控戰略，可為全球投資組合提供良好的分散化效果。A股行業結構具備先天優勢，科技板塊權重佔比達三分之一，其次是佔比超四分之一的增長型週期板塊（工業、汽車、非必需消費品），以及具備穩定分紅收益的金融板塊。該板塊結構將持續受惠於各類投資基金調倉再配置行為。新能源汽車、綠色科技、儲能電池等領域的供給側結構性改革持續落地，疊加半導體製造產能突破、大語言AI模型、工業自動化與人形機器人行業快速發展，多重長期利好共同支撐A股估值修復行情的延續。國內機構不斷入市疊加各項配套行業政策落地，為A股市場構築長期穩定的資金需求底盤。

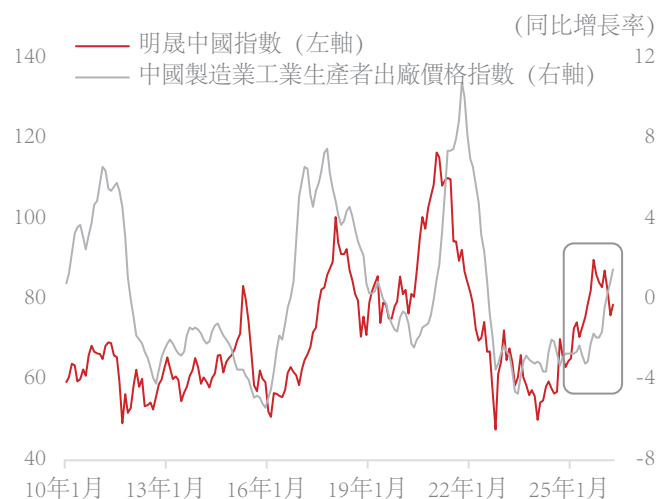
A股優越的板塊結構將推動各類投資基金調倉佈局



數據來源：彭博社、星展銀行

決策者正引導各戰略行業放棄價格戰競爭模式，轉向規範化產能管控。相關“反內卷”調控舉措搭配穩價提效的擴張性政策，旨在修復行業定價秩序、提振企業盈利水平。與此同時，資本市場改革與公司治理完善工作的持續推進，助力企業優化資本結構、提升股東回報，為企業盈利修復與估值重估營造有利環境。

生產者物價指數回暖，利好港股與A股行情

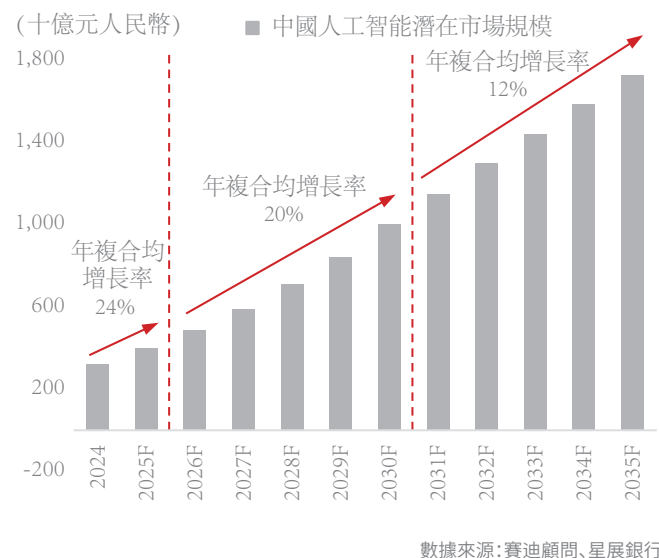


數據來源：彭博社、星展銀行

受統籌配套政策扶持、高額研發投入以及龐大的工程技術人才儲備，中國在AI、半導體、人形機器人、新能源等前沿技術領域已取得長足突破。預計2030年中國AI行業總潛在市場規模（TAM）將突破1萬億元人民幣，2035年進一步增至1.7萬億元以上，AI將成為重塑國內經濟增長格局、實現科技趕超的核心支柱行業。

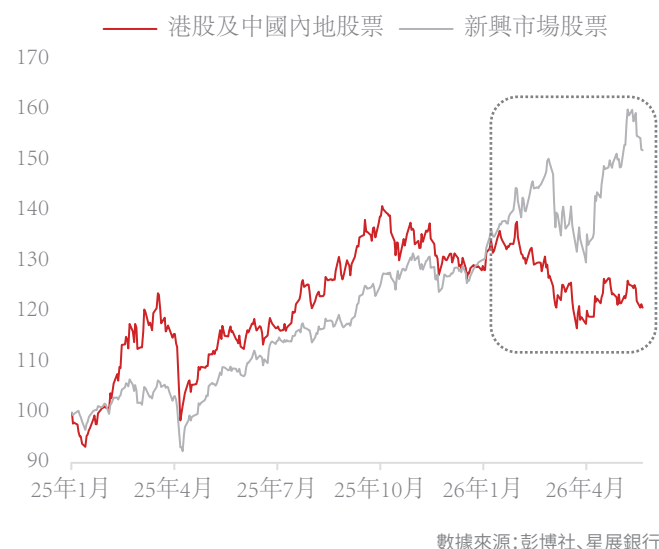
國內AI與機器人行業正處於發展拐點。中國決策者與市場企業能夠精準預判全球需求變遷——從新能源汽車、可再生能源，到當下熱門的人形機器人板塊，並快速調配行業資源搶佔先發優勢。過往成熟行業的落地經驗、源源不斷的理工科專業人才供給，再加上宇樹科技、優必選等頭部企業高效的技術商業化轉化能力，將助力中國持續加速將前沿技術從研發概念落地為量產商品。AI算力基礎設施、高端工業資本貨物與行業鏈龍頭企業形成協同共振，疊加持續堅定的政策導向與行業能力長期積淀，構築具備長期配置股值、可持續數年的核心投資論調。

AI: 得到資本開支、行業政策與技術創新的同步支撐



隨著中國經濟基本面釋放更多回暖信號，港股及A股此前跑輸其他新興市場股指的局面有望迎來逆轉；這背後受的是國內多年持續出台的政策舉措，包括整治行業惡性競爭，以及推進高科技自主可控。當前板塊估值處於深度折扣區間，相比其他新興市場及全球股市，既提供了安全邊際，也擁有更具吸引力的風險收益比。對於能夠拋開短期輿論擾動、著眼長期的投資者而言，港股與A股正逐步從短線博弈標的，轉變為可擇優配置的核心底倉資產。

中國迎來基本面拐點，此前市場持續走弱的局面有望因此得到扭轉



我們維持主題化、長期維度的投資思路，相比短期週期行情，更看重企業的基本面質地。我們偏好盈利前景具備長期確定性、深度綁定結構性增長型板塊、盈利質量可驗證的企業。綜合風險收益水平來看，最具配置股值的板塊為高端製造與自動化、生命科學、AI配套行業鏈、能源轉型、清潔能源及科技裝備工業，上述板塊均契合國家政策發展主線。放眼中國市場內部，消費板塊權重佔比高、對宏觀經濟增長影響深遠，仍是不可或缺的配置方向。

東盟超額回報

亞洲股市行情呈現明顯分化：科技板塊企業盈利持續回暖，而油價走高帶來通脹壓力，壓制消費端的前景。東盟市場科技股權重偏低，整體表現落後於區域內其他市場。不過該區域的宏觀經濟基本面韌性優於市場此前的預期。

AI相關資本開支需求持續釋放，持續拉動電子出口行業鏈，半導體與硬件供應鏈受惠頗多；同時多個東盟國家推出財政扶持政策，緩和物價上升對本土消費的衝擊。此外，新加坡、泰國、馬來西亞等國持續推進資本市場改革與股值提升舉措，中長期將支撐股市估值修復。

東盟企業盈利增速較去年可能有所放緩，但當前市場估值仍處低位，年內收益表現平淡。從歷史規律看，美元走弱、新興市場資金回流階段，東盟資產往往具備較好行情。在東盟內部，我們持續看好受全球長期結構性板塊、能夠創造超額收益的投資機會；這類企業多處於行業鏈上游、中游配套環節，而非直接面向終端需求的受惠標的，其中包括：

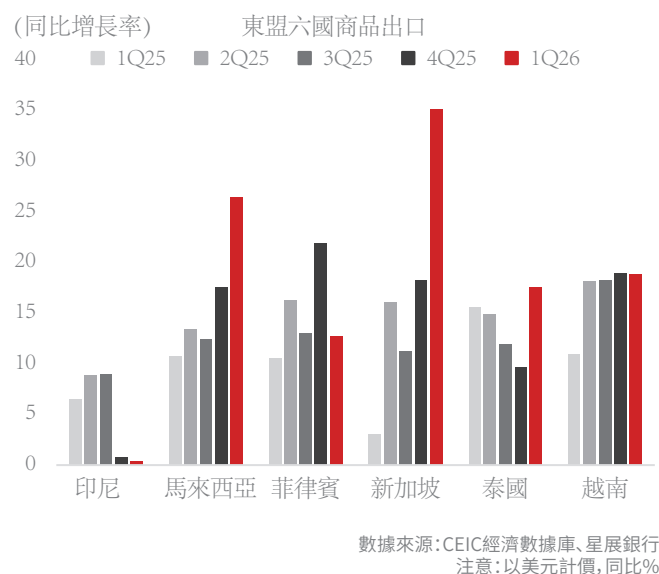
1. AI拉動電子出口復甦

新加坡、馬來西亞、泰國與越南將持續受惠電子出口回暖，核心支撐來自持續加碼的AI基礎設施投入、旺盛的半導體需求以及數據中心擴建浪潮；

2. 基建與電力擴容建設

為匹配AI行業激增的用電需求，各國加大電力基建、電網改造、可再生能源及礦產資源行業鏈投資，東盟市場將從中顯著受惠，公用事業、清潔能源、工業製造、礦產板塊均存在投資機會；

東盟出口基本面扎實，市場具備較強韌性



3. 資本市場提質改革政策

東盟多國落地公司治理優化、股東回報提升、資本市場擴容等系列改革舉措，持續改善企業淨資產收益率水平，為板塊估值修復打開上行空間；

4. 新加坡中小盤估值修復與被動資金流入

新加坡中小盤個股當前仍處於機構看淡、持倉嚴重不足的狀態。不過隨著新加坡交易所推進資本市場改革，投資者逐步意識到中小盤相對大盤股存在顯著估值折扣，市場情緒開始企穩。受惠於EQDP流動性配套政策，被動資金流入規模有望持續擴大，帶動中小盤估值修復；深耕本土領域、深度綁定長期結構性增長型板塊的企業，其上行空間尤為可觀。

我們將印尼股票市場的評級整固至中性。近期外資持續流出，反映市場整體風險偏好走低。財政層面的隱憂疊加印尼央行行為穩定本幣匯率而加息，推高了債券收益率。在此環境下，預計印尼股市短期波動將維持在高位。但從中長期維度來看仍存在配置機遇：市場估值具備吸引力、人口結構利息突出，同時大宗商品景氣週期將持續利好印尼經濟。當前股市動態市盈率回落至個位數區間，企業盈利增速仍維持在百分之十五左右的穩健水平。

印度市場迎來格局轉變

印度股市正經歷一輪重大的格局整固，該國經濟同時面臨AI變革與高油價兩大衝擊。儘管印度仍是全球增速領先的大型經濟體，但這兩大變量正在重塑市場盈利預期、行業龍頭格局與整體估值體系。

AI帶來的行業變革在印度大型信息技術服務及外包板塊中體現得最為突出，該領域長期以來都是印度出口、就業與股市行情的核心支柱。生成式AI正在逐步實現代碼編寫、客戶服務、後台流程自動化，引發了對印度主要科技企業傳統勞動套利商業模式的擔憂。投資者重新整固長期增長預期，直接引發科技股盈利評級下調，以及股價波動加劇。但與此同時，AI也為雲基礎設施、數據中心、半導體、網絡安全及數字平台領域開辟了全新的增量空間。能夠成功轉型、佈局AI賦能服務與增效解決方案的企業，有望成為長期行情贏家。

與此同時，印度原油高度依賴進口，高油價給該國的宏觀經濟帶來多重壓力。國際原油漲價推升國內通脹、擴大經常賬戶逆差、削弱居民購買力，消費相關板塊受到的衝擊尤為明顯。燃油與物流成本上行還會擠壓交通運輸、製造、航空及消費行業的企業利潤率。若能源通脹持續高企，央行貨幣政策寬鬆空間將受到約束，債券收益率也將維持在高位。

儘管面臨上述不利因素，印度仍具備多項長期結構性優勢。政府持續加大基建投資、推出製造業扶持政策、推進數碼化建設，持續托舉內需市場。金融、工業、國防、公用事業與可再生能源板塊有望受惠於持續進行的資本開支計劃以及能源轉型相關政策。長遠來看，AI技術應用普及也將持續提升銀行、醫療、電信行業的生產經營效率。

對投資者而言，印度股市板塊分化或將進一步加劇：受傳統信息技術外包模式的企業面臨行業變革衝擊；而佈局AI基礎設施、本土資本開支、能源轉型、行業增效的受惠板塊，將持續吸引市場資金流入。

區域配置評級建議：看好中國內地、新加坡和中國台灣的相關標的

中國內地：市場韌性優於區域內絕大多數的經濟體，支撐邏輯包括國內充裕的流動性、佔比偏低的外資持倉、持續改善的政策透明度、創新發展的戰略推進，以及資本市場的有序放開，支持創新企業上市融資。

中國台灣：受全球領先的尖端半導體產能、完善多元的半導體行業生態，以及能夠充分把握AI行業利益的硬件產品矩陣，業績增長確定性突出。該市場當前估值僅達到百分之十以上，淨資產收益率創下多年新高，盈利增速預計超過20%。

新加坡：在外部市場波動的環境下具備較強防御屬性，受惠於政府靈活主動的調控政策、資本市場改革，以及穩定可觀的股息收益。

亞洲 (日本除外) 地域配置–2026年第3季度

看好	中性	看淡
中國內地 [#]	中國香港	泰國
中國台灣	印度	菲律賓
新加坡	韓國	
	馬來西亞	
	印尼	

數據來源：星展銀行
- 包括在香港上市的中國內地股票

亞洲 (日本除外) 板塊配置–2026年第3季度

看好	中性	看淡
科技	醫療保健	能源
非必需消費品	房地產*	材料
金融	公用事業	工業
通信服務	必需消費品	

數據來源：星展銀行
*我們的中立立場反映了一種平衡觀點，我們看好新加坡房地產投資信託基金，認為其是可靠的收入來源，同時由於當前市場存在不確定性，中國房地產開發商

亞洲 (日本除外) 估值表

	前膽市盈率 (倍數)	市淨率 (倍數)	企業股值倍數 (倍數)	淨資產收益率 (%)	總資產收益率 (%)	營業利潤率 (%)
亞洲 (日本除外)	13.6	2.5	14.2	12.5	2.2	13.9
金融	9.9	1.2	-	11.3	0.9	23.9
能源	12.0	1.3	5.6	9.9	3.8	8.1
科技	13.9	6.6	18.2	21.6	12.3	16.6
材料	14.9	1.8	10.4	6.8	2.8	8.8
工業	15.0	2.2	11.7	10.4	3.1	10.9
必需消費品	18.2	3.1	11.1	13.6	5.7	9.4
非必需消費品	17.0	2.1	11.3	10.8	4.9	4.9
通信服務	14.8	2.7	9.8	15.1	7.9	22.9
公用事業	13.4	1.4	9.2	11.2	3.6	14.7
房地產	15.3	0.7	18.8	1.9	0.9	12.7
醫療保健	27.4	3.7	17.9	10.6	6.1	12.3

數據來源：彭博社、星展銀行
數據截至2026年6月8日

亞洲（日本除外）股市投資觀點：增長韌性穩固，結構性行情回暖

進入第三季度，亞洲（日本除外）市場的基本面支撐力度有所增強，板塊走勢分化特徵凸顯。該區域的盈利增長核心受東北亞完整的科技行業鏈，市場論調已從單純的炒作AI概念，轉向行業商業化落地；算力擴張週期持續擴大，GPU和CPU全行業鏈同步迎來更新需求。即便全球利率將長期維持高位，這一板塊輪動也將為盈利前景提供更加持久的支撐。

政策層面持續利好。亞洲（日本除外）多數地區的通脹總體保持溫和，為中國及部分東盟經濟體的決策者預留操作空間，可通過定向貨幣寬鬆、財政動態調節、行業補貼等手段托底經濟增長。中國市場已顯現盈利企穩信號，疊加整治行業內卷的相關政策逐步見效，這意味著市場下行風險已基本反映在當前的股價中，下半年有望迎來階段性利好催化。

資金流向的負面態勢有所緩和：鑒於該區域估值深度折扣且盈利前景確定性較強，全球資產配置機構正在重新佈局亞洲（日本除外）股票。當前價位下，中國及東北亞科技板塊具備更加突出的非對稱性投資機會。

我們仍然堅持使用槓鈴策略：一邊看好優質增長型股票，另一邊配置防御收益型股票作為投資組合的穩定工具。增長期持續看好各行創新龍頭企業，涵蓋半導體、AI算力基建、平台生態、精選工業自動化、受惠標的以及能源轉型核心企業。當前行業投資週期已從雲巨頭延伸至企業端與各國政府，需求相繼落地，夯實長達數年的長期增長趨勢。收益端我們持續持有具備穩健股息回報的優質標的，涵蓋大型金融股、交易所板塊，以及資產負債表健康、分紅穩定且確定性強的新加坡房地產投資信托基金。

多元化佈局風險報酬具高度吸引力的增長股

亞洲（日本除外）股市持續受惠於多重強勁的結構性利好因素。全球科技領域資本開支保持高增長，將持續托舉東北亞地區強勁的增長動能。資金面同樣具備支撐：貨幣貶值對沖交易逐步回歸，疊加中東地緣局勢依然複雜，長線機構資金從中東市場撤離、重新在該區域進行資產配置。盡管地緣衝突和高企的能源價格等短期負面因素會引發市場階段性震盪，但在AI驅動的盈利上調週期、極具韌性的企業基本面以及政策托底舉措的共同支撐下，亞洲（日本除外）股指整體盈利的上行邏輯並未動搖。

市場預期該區域2026和2027年的盈利增速分別為43%和22%，大幅高於其他成熟市場股指。與此同時，該區域股市估值仍存在顯著折扣。高增長疊加低估值，令該區域呈現極具吸引力的風險收益配比，為投資者提供分散化增長型資產配置選擇。結合整固後每股收益增長預期與15.8倍的目標市盈率，我們將年末股指目標點位上調至1,321點。該目標估值較成熟市場估值折扣18%；受惠於上述多重利好，估值折扣將收窄至十年均值下方1個標準差的水平，對應22%的股指潛在上行空間。

過熱風險



2026年第3季度 全球利率

持續由能源催生的通脹壓力不斷推高全球債券收益率，也考驗著各國央行的公信力。盈虧平衡通脹率上行、物價壓力全面擴散，令三大成熟經濟體央行進一步收緊政策的風險上升，不過對經濟增長的擔憂或將緩和其加息力度。亞洲各經濟體宏觀環境分化、本幣走弱且對油價敏感度不一，使得區域內利率水平與收益率曲線走勢呈現明顯分化。

全球利率

廖裕銘
策略師

謝家曦
策略師

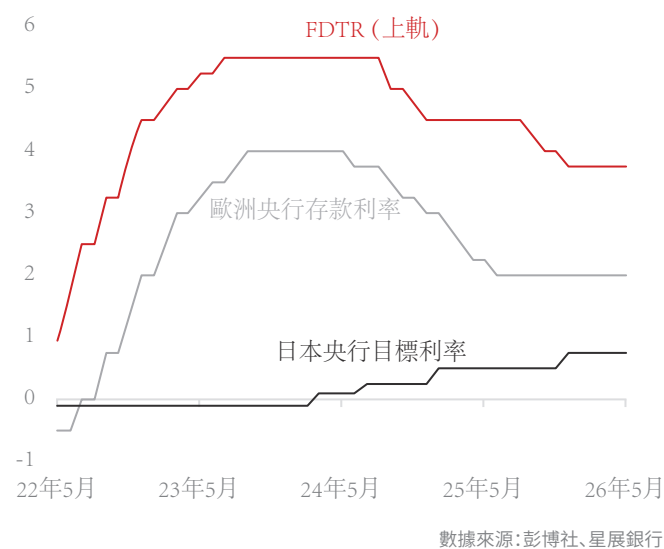
面對居高不下的能源價格，疊加韌性猶存的全球經濟，三大成熟經濟體央行當前首要關注的便是經濟過熱風險。成熟市場與新興市場債券持續遭遇拋售，這一警示信號顯示，各國央行或將加大力度錨定通脹預期，以此穩定市場信心。

我們目前正密切關注多項風險信號。首先，能源價格已在高位運行較長一段時間。市場最初判斷美伊衝突僅為短期事件，海灣地區的能源運輸如今理應反彈常態，但實際情況並非如此。自2025年起，貴金屬與工業金屬價格已開啟一輪強勁上升；如今能源價格再度走高，且未來數月的食品價格或會隨之上升，整個大宗商品市場很可能會加劇通脹擔憂，繼而推高全球各類債券收益率。若國際油價長期維持在每桶120美元上方，將成為一項重要的風險警示。

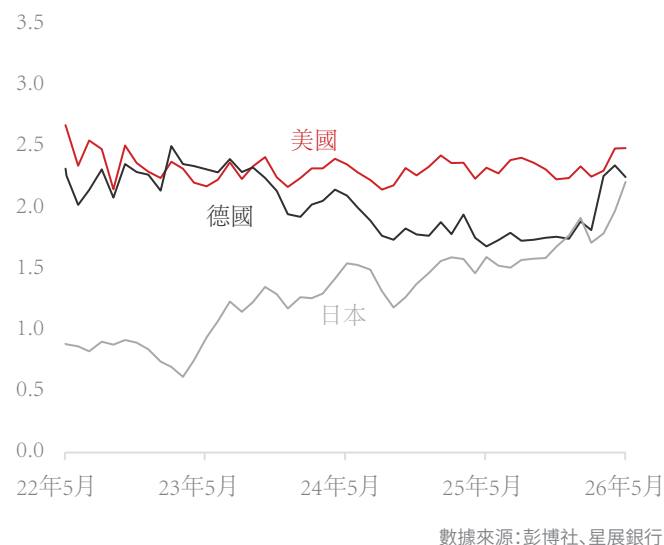
其次，需警惕通脹的二次傳導效應以及市場通脹預期的變化。若三大成熟經濟體物價壓力全面蔓延，核心居民消費價格指數同步走高，各國央行的擔憂情緒將顯著加劇。我們觀察到，美國、德國、日本的10年期盈虧平衡通脹率均持續上行，這意味著市場已開始將通脹持續高企的局面納入考量。

第三，市場普遍押注三大成熟經濟體央行開啟加息週期。高通脹、經濟增長態勢與決策者的應對舉措相互作用，將主導收益率曲線的走勢。目前十國集團市場均預計，未來一年所有經濟體都會推出加息舉措。過去數個季度裡，僅有日本央行逆勢維持寬鬆，但如今歐洲央行加息的概率已切實上升，聯儲局收緊政策的可能性也不容小覷。盡管如此，我們認為各國央行不會採取過度進取的鷹派立場，尤其是高油價可能給經濟增長帶來下行風險。未來數月，三大成熟經濟體的收益率曲線或將小幅陡峭化。

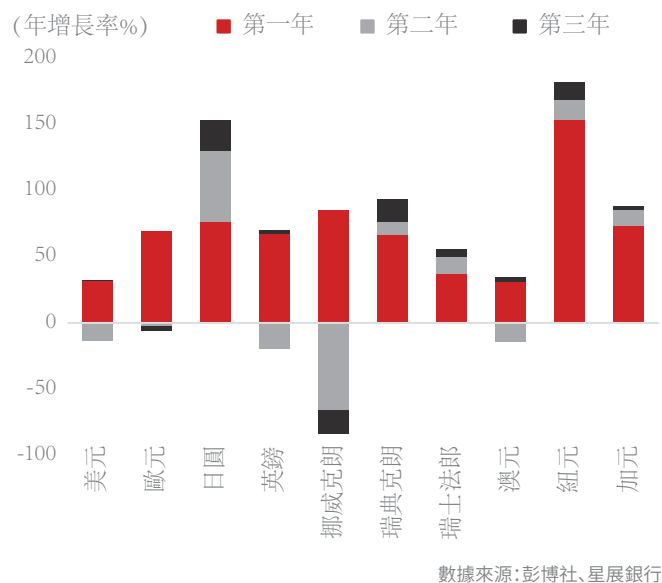
利率同步上行？



三國集團通脹盈虧平衡率



十國集團央行普遍收緊政策



大宗商品價格走高



亞洲利率

人民幣利率：貿易局勢緩和、經濟前景向好與人民幣國際化

我們預計中國國債收益率將保持穩定，曲線呈小幅陡峭化態勢。第一，中國人民銀行料將維持市場流動性合理充裕。短期利率得到有效管控；高油價壓制國內需求，而大宗商品漲價在一定程度上利好上游工業企業盈利，但銷售企業則面臨原材料成本上升帶來的利潤擠壓。在國內需求依舊疲弱的背景下，整體居民消費價格指數與核心居民消費價格指數的升幅持續大幅低於生產者價格指數。長此以往，居民收入增速或將放緩，就業市場也會隨之走弱。

第二，隨著市場對經濟增長的預期改善，長期國債收益率（尤其是30年期中國國債收益率）或將面臨上行壓力。中美貿易局勢緩和，將進一步支撐中國出口動能。兩國正攜手構建“建設性戰略穩定關係”。與此同時，基建投資有望提速，特別是配合“人工智能+”相關規劃推進的電網升級、數據中心建設等項目，這也意味著國債供給將會增加。

第三，人民幣國際化有助於引導境外資金增配中國資產，也為人民幣進一步升值築牢基礎。自美伊衝突爆發以來，人民幣在跨境人民幣支付系統（CIPS）的結算規模大幅攀升。人民幣使用範圍持續擴大，有望吸引更多境外投資者佈局中國債券市場。

印尼盾利率：外匯與股市風險隱憂

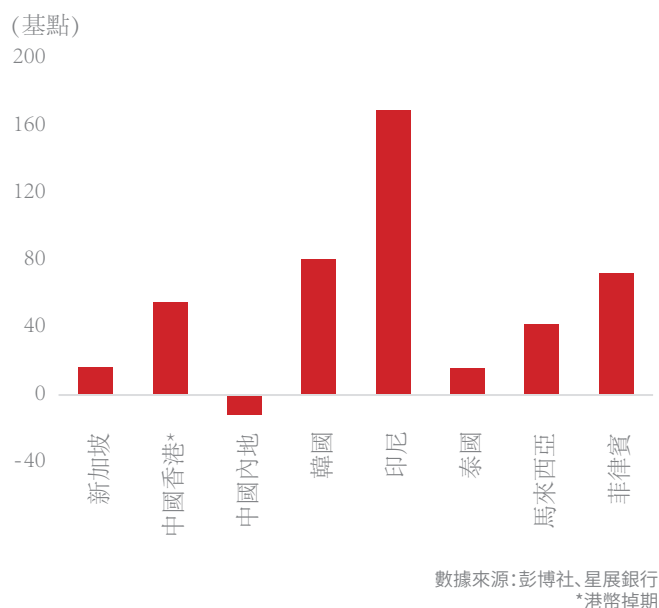
印尼利率市場逐步轉向防禦態勢，匯率穩定已成為印尼政策制定的核心考量。印尼央行在2026年第二季意外加息，幅度超出市場預期。在地緣衝突持續、印尼盾匯率波動加劇的背景下，我們預計該行在2026年下半年還將再度加息50個基點。為捍衛本幣匯率，印尼政策當局或將繼續推高印尼銀行同業拆借利率。此外，央行入市干預匯率導致市場流動性收緊，外匯儲備規模也有所回落。因此，即便市場下調印尼經濟增長預期，該國利率（尤其是短期利率）仍易上難下。

美元利率走高、美元走強是當前印尼面臨的首要風險。國內方面，即便低基數效應逐步消退，通脹仍有可能繼續上行，疊加股市情緒低迷，市場壓力進一步加大。惠譽、穆迪下調印尼主權信用展望，明晟指數質疑該國市場透明度與自由流通股本，富時羅素也推遲了股指評估工作，多重因素導致境外資金對印尼資產持謹慎態度。不過投資者似乎高估了期限溢價。即便政府出台能源補貼政策，財政赤字也難以突破國內生產總值3%的法定上限。印尼政府計劃在未來數個季度縮減福利支出，以緩和財政壓力，而消費與宏觀經濟增長隨之放緩，將減輕長期利率的上行壓力。與此同時，印尼作為大宗商品出口國，煤炭、液化天然氣以及各類適配全球工業、人工智能需求的金屬出口業務，在一定程度上對沖了高油價帶來的負面影響。相較於區域內其他能源進口經濟體，印尼的國際收支狀況惡化程度或將相對有限。

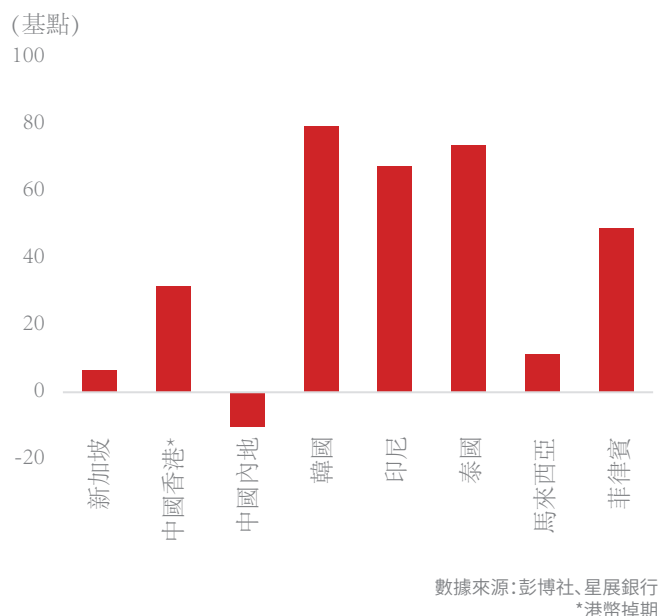
印度盧比利率：警惕高油價帶來的衝擊

印度債券收益率表現大概率不及區域內其他高收益經濟體。高油價與盧比走弱持續拖累印度宏觀前景，印度儲備銀行或將因此考慮收緊貨幣政策。市場已開始計價加息，短期利率將維持穩固；受高通脹與財政擔憂影響，長期利率同樣存在上行壓力。

年初至今兩年期政府債券收益率的變化



年初至今10年期政府債券收益率的變化



高油價仍是印度主要宏觀逆風因素。印度是全球第二大原油進口國，即便加大從俄羅斯的原油進口，該國經濟依舊極易受到油價持續波動的衝擊。印度經常賬戶赤字佔國內生產總值的比重或將從1.3%擴大至2.0%，這會進一步加劇盧比貶值壓力，同時推高輸入型通脹風險。財政層面，印度政府或通過下調中央消費稅、扶持石油銷售企業等方式平抑燃油價格，此舉將新增約GDP 0.4%-0.5%的財政支出。這類舉措雖能暫時緩和通脹傳導壓力，但也會加劇市場對債券供給的擔憂，令期限溢價維持在高位。現階段，長期高利率與匯率走勢仍是研判印度利率前景的核心。盧比持續貶值將加劇輸入型通脹，同時壓縮印度儲備銀行的政策操作空間。印度儲備銀行近期出台新規，要求外匯做市商每日美元淨缺口不得超過1億美元，此舉體現出政策當局正著力遏制外匯投機、穩定本幣匯率。持續的匯率干預或將減緩外匯儲備積累速度，並收緊國內流動性。當前市場流動性已然趨緊，推動短期利率上行；隨著印度儲備銀行回籠銀行體系流動性，孟買銀行同業拆借利率也持續高於政策回購利率。外部環境方面，聯邦基金利率長期維持高位、全球期限溢價上行，將持續對印度長期國債收益率形成施壓。利好的是，在連續兩個月遭遇外資流出後，境外資金再度回流印度債券市場，短期內形成支撐，或將遏制長期國債收益率的上行勢頭。

韓元利率：外資流入或限制韓國國債收益率上行空間

韓國債券有望迎來更可觀的總回報。儘管短期內韓元兌美元匯率與韓國國債收益率仍將小幅走高，但從總回報維度來看，韓國債券的投資吸引力或將逐步提升。韓國國債短期收益率延續上行趨勢。為應對高油價、匯率波動以及房地產市場熱度猶存帶來的多重壓力，韓國央行或將把政策利率上調至2.75%，該國國債長期收益率同樣存在上行壓力。受惠於人工智能行業帶動的出口回暖，疊加韓國綜合股價指數表現穩健，韓國經濟增長前景整體向好。值得一提的是，今年前五個月韓國出口同比增幅約達40%。此外，韓國若追加財政支出，將進一步加劇市場對國債供給的擔憂。當前全球期限溢價普遍走高，疊加美國利率長期維持高位，高敏感度的韓國國債收益率隨之受到聯動影響。

不過多項結構性因素有望限制收益率的上行空間。第一，若韓元匯率企穩，市場當前對韓國央行未來12個月再加息四次的預期或存在過度定價。人民幣走強、日圓維持區間震盪，將形成區域匯率穩定支撐，緩和韓元為維持出口競爭力而面臨的貶值壓力。第二，外資流入將為韓元匯率與債券市場帶來有力支撐。股市資金在獲利回吐後，有望再度回流韓國。同時，韓國債券納入彭博環球綜合指數，預計將為其債市帶來500億至600億美元的資金流入，助力消化新增債券供給。韓國債市已累計吸引290億美元外資流入。受人工智能領域的快速發展，韓國外商直接投資規模也有望進一步擴大。綜合來看，韓美國債息差或將再度收窄，而韓元匯率若企穩，也將利好韓國債券的整體回報。

馬來西亞林吉特利率：馬來西亞國債前景平穩，表現優於美國國債

林吉特匯率韌性凸顯。從總回報維度來看，馬來西亞國債仍是亞洲表現最為穩健的主權債券之一，即便美國國債收益率走高，林吉特匯率依舊保持穩固。我們推測，在經濟增長、通脹與匯率整體形勢向好的背景下，馬來西亞國家銀行將維持利率不變；而部分亞洲央行已啟動加息，以捍衛本幣匯率。馬來西亞的一大突出優勢在於對外經濟具備韌性。受全球人工智能行業發展帶來的利好支撐，電子產品需求持續旺盛，該國出口表現保持穩健。與此同時，馬來西亞作為油氣淨出口國，能夠從中東衝突引發能源價格上升所帶來的貿易條件衝擊中獲益。

馬來西亞國內宏觀環境整體向好，居民消費、旅遊活動與私人投資均維持良好態勢。通脹水平溫和、林吉特匯率穩健，也為馬來西亞國家銀行保留了充足的政策靈活空間。在此背景下，截至2026年4月，林吉特債券已連續兩個月迎來外資流入，僅5月資金流向出現小幅整固。馬來西亞國債受全球期限溢價上行的影響相對有限，整體表現有望優於美國國債。

菲律賓披索利率：預防性加息

從總回報維度來看，菲律賓披索利率市場表現疲弱。菲律賓是東南亞地區受能源價格上升衝擊最為顯著的經濟體之一，該國已於今年3月率先宣佈進入全國能源緊急狀態。菲律賓披索持續走弱，不斷逼近歷史新低，國債收益率也大幅攀升。面對上述局面，菲律賓中央銀行已於4月收緊貨幣政策，以此遏制通脹壓力。參照2022年上一輪能源衝擊時期的政策思路，該行預計將再度採取預防性舉措，加息50個基點。

不過在近期債券拋售潮過後，長期收益率或已出現超調。首先，經濟增長動能放緩將限制10年期國債收益率進一步上行；通脹高企會壓制居民消費、延緩私人資本支出復甦，當前信貸需求已顯現走弱跡象。其次，市場對菲律賓財政風險的擔憂存在夸大成分。即便經濟增速回落，菲律賓政府仍持續嚴控公共開支。事實上，惠譽評級等評級機構對該國財政狀況持樂觀態度，預計財政赤字將基本穩定在GDP的5.6%，政府總債務佔比也將從去年的55.3%回落至54.3%。此外，通脹帶動名義GDP穩步增長，有望優化各項財政指數，部分對沖財政承壓的壓力。

新加坡元利率：應對全球高利率常態化格局

在全球利率長期走高的環境下，新加坡元利率的走勢需要細致研判。近兩個月，受能源價格推升通脹、市場上調資本支出預期，以及成熟經濟體大概率擴大財政支出等因素影響，全球利率普遍上行。但利率上行對新加坡元的傳導效應整體偏弱（從利息角度看，新加坡元利率表現佔優）。這一現象不難理解：市場並不擔憂新加坡的財政狀況，且新加坡金融管理局在4月通過新加坡元名義有效匯率（SGDNEER）實施緊縮政策，對本地利率形成了一定壓制。後續有幾方面動向值得關注：第一，新加坡短期利率在過去九個月始終處於築底階段。如今市場開始押注聯儲局加息，短期利率的上行風險有所加大。第二，盡管新美息差已處於偏高位，但新加坡元利率大概率仍會繼續跑贏美元利率，上行幅度相對更小。唯有出現明顯的經濟衰退信號、觸發市場全面避險，美元利率才有望實現反超，目前該情景發生的概率較低。

泰銖利率：中東衝擊引發風險隱憂

泰國國債收益率曲線或將延續陡峭化走勢。我們推測，受滯脹困境掣肘，泰國中央銀行預計將維持基準利率不變，短期利率保持穩定，長期收益率則仍易受債券供給、通脹風險溢價重估的衝擊。泰國高度依賴油氣進口，同時從中東大量進口化肥，是東盟地區受中東衝突影響最嚴重的經濟體之一。燃油價格上升勢必拖累居民消費。來自歐洲、中東、非洲 (EMEA) 的入境遊客數量下降，也讓經濟增長前景承壓。在此背景下，泰國官方批准規模達4,000億泰銖的緊急融資計劃，推出定向財政舉措，對沖外部衝擊。預計2026財年泰國公共債務佔GDP比重將升至68%，逼近70%的債務上限，這會進一步推高收益率曲線長期的期限溢價。不過出口與外商直接投資保持向好，將在一定程度上抵消中東局勢動蕩帶來的負面衝擊。

從貨幣政策層面來看，泰銖走弱短期內不會促使泰國中央銀行出台進取的匯率干預或加息舉措。泰銖此前兌美元一度升至31附近的高位，目前處於回落階段。自3月末以來泰國外匯儲備有所回升，也顯示央行並未主動入市維穩本幣。當前政策思路與2022至2023年俄烏衝突時期相仿，央行將在經濟增長與通脹壓力之間尋求平衡。

利率預測

		2026				2027			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
美國	3M SOFR OIS	3.68	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
	2Y	3.79	3.80	3.85	3.85	3.90	3.95	3.95	3.95
	10Y	4.32	4.30	4.40	4.50	4.55	4.60	4.65	4.65
	10Y-2Y	52	50	55	65	65	65	70	70
日本	3M TIBOR	1.27	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
	2Y	1.35	1.20	1.25	1.30	1.35	1.40	1.45	1.50
	10Y	2.35	2.30	2.40	2.50	2.60	2.70	2.75	2.75
	10Y-2Y	100	110	115	120	125	130	130	125
歐元區	3M EURIBOR	2.08	2.45	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70
	2Y	2.62	2.55	2.55	2.60	2.65	2.70	2.70	2.70
	10Y	3.00	3.00	3.10	3.20	3.25	3.30	3.30	3.30
	10Y-2Y	39	45	55	60	60	60	60	60
印尼	IDR 3M OIS	4.12	5.40	5.90	5.90	5.90	5.90	5.90	5.90
	2Y	6.31	7.10	6.90	6.85	6.80	6.75	6.75	6.70
	10Y	6.86	7.20	7.00	6.95	6.90	6.90	6.90	6.90
	10Y-2Y	55	10	10	10	10	15	15	20
馬來西亞	3M KLIBOR	3.37	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35
	3Y	3.26	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
	10Y	3.63	3.60	3.65	3.65	3.65	3.65	3.70	3.70
	10Y-3Y	37	35	40	40	40	40	45	45
菲律賓	3M NDF 隱含收益率	6.09	5.05	5.55	6.05	6.05	6.05	6.05	6.05
	2Y	5.42	6.00	6.10	6.20	6.25	6.30	6.35	6.35
	10Y	6.98	7.50	7.65	7.75	7.80	7.85	7.90	7.95
	10Y-2Y	156	150	155	155	155	155	155	160
新加坡	3M SORA OIS	1.16	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
	2Y	1.61	1.50	1.55	1.60	1.62	1.65	1.67	1.70
	10Y	2.29	2.10	2.20	2.20	2.25	2.25	2.30	2.30
	10Y-2Y	68	60	65	60	63	60	63	60

利率: %，期末
息差 (10年期-2年期/10年期-3年期) : 基點，期末
*掉期利率

數據來源: 經濟數據庫、彭博社、星展銀行
數據截至2026年6月7日

		2026				2027			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
泰國	3M BIBOR	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
	2Y	1.41	1.30	1.35	1.35	1.45	1.50	1.50	1.50
	10Y	2.23	2.45	2.55	2.60	2.70	2.75	2.80	2.90
	10Y-2Y	82	115	120	125	125	125	130	140
中國內地	1Y LPR	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
	2Y	1.37	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
	10Y	1.86	1.75	1.75	1.80	1.80	1.85	1.85	1.85
	10Y-2Y	48	50	50	55	55	60	60	60
中國香港特別行政區	3M HIBOR	2.36	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75
	2Y*	2.82	2.80	2.85	2.85	2.90	2.95	2.95	2.95
	10Y*	3.08	3.30	3.40	3.50	3.55	3.60	3.65	3.65
	10Y-2Y	26	50	55	65	65	65	70	70
韓國	3M CD	2.82	2.82	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
	3Y	3.56	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	10Y	3.88	4.00	4.15	4.15	4.15	4.15	4.15	4.15
	10Y-3Y	32	25	40	40	40	40	40	40
印度	3M MIBOR	7.25	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
	2Y	6.37	6.25	6.30	6.30	6.35	6.35	6.35	6.35
	10Y	7.04	6.95	6.95	6.90	6.90	6.90	6.85	6.85
	10Y-2Y	67	70	65	60	55	55	50	50

利率: %, 期末
息差 (10年期-2年期/10年期-3年期) : 基點, 期末
*掉期利率

數據來源:經濟數據庫、彭博社、星展銀行
數據截至2026年6月7日

衝突的代價



2026年第3季度 全球信貸

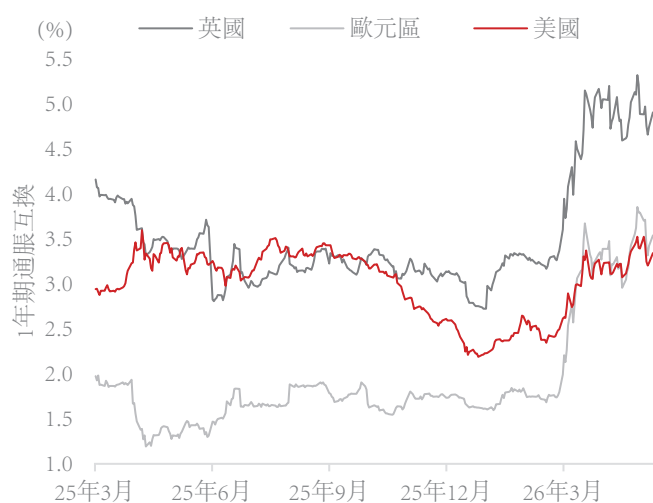
近期美伊局勢緊張或將推高通脹，聯儲局大幅減息的可能性隨之下降。人工智能有望長期緩和通脹壓力，但這一利好效應短期內難以顯現。我們建議配置A/BBB級優質信用債，選擇5至7年的中等存續期，並適度佈局銀行一級資本補充債券(AT1)與通脹保值國債(TIPS)，以此對沖通脹上行與經濟放緩風險。

全球信貸

何均倫, CFA
策略師

陳慶富, PhD
分析師

能源衝擊推升通脹預期



數據來源：彭博社、星展銀行

衝突的代價。越南戰爭時期，美國奉行“大炮加黃油”政策，二者有著明確的取舍關係：國防開支增加，就意味著國內民生投入縮減。但如今，這種取舍思維已然落伍，顯得過於保守。對於手握全球儲備貨幣的國家而言，為什麼不可以通過舉債同時支撐國防與民生兩大支出呢？美國就是典型案例：特朗普政府推出標誌性的“大而美”法案（黃油），與此同時，也並未停止在伊朗挑起衝突（大炮）。不過這一模式存在一大隱患，那就是央行獨立性。地緣衝突推高通脹，迫使市場利率維持高位，目前美國每年的債務利息支出已突破1萬億美元，且仍在持續攀升。巨額財政赤字不斷放大主權債務風險，國債不再具備純粹的無風險屬性，投資者配置主權債券的意願因此大幅走低。

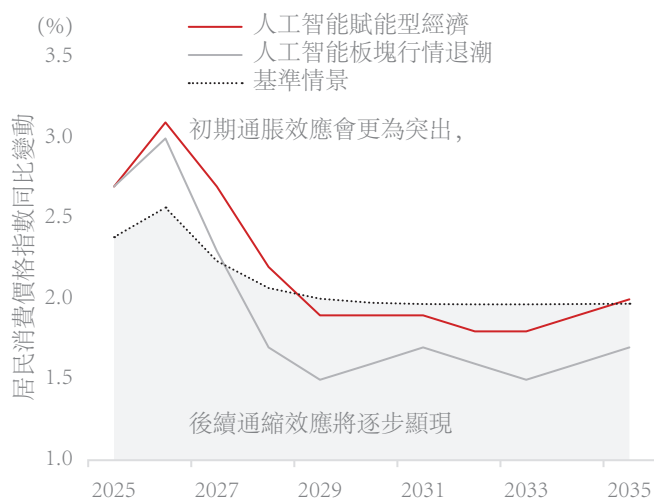
市場預期聯儲局減息進程將波折不斷



數據來源：彭博社、星展銀行

現實的警示。美伊局勢的走向，對固定收益市場前景有著舉足輕重的影響。當前衝突一方面造成能源供應中斷、疊加制裁措施推高油價，進而抬升整體通脹；另一方面也迫使各國增加國防開支。特朗普政府已提出2027財年國防預算申請，規模高達1.5萬億美元，創下歷史新高，進一步加劇了美國聯邦財政的脆弱性。即便美伊局勢短期內得到解決，能源供應也難以迅速回歸常態。原材料價格高企會持續壓縮企業利潤，並逐步向終端消費傳導，令通脹陷入粘性走高的狀態。自3月以來，通脹互換產品的避險需求大幅攀升，足以體現市場通脹預期的升溫。在此背景下，聯儲局無法按照市場年初預期的幅度大舉減息。值得關注的是，反映利率預期的一年期隔夜指數互換（1y1y OIS）利率，四年以來首次超過聯邦基金實際利率。這顯示投資者對聯儲局會開啟單邊減息週期的信心減弱，他們判斷，聯儲局要麼縮減減息次數，要麼將政策利率長期維持在高位。

人工智能的利好效應姍姍來遲



數據來源：CBO、穆迪、星展銀行

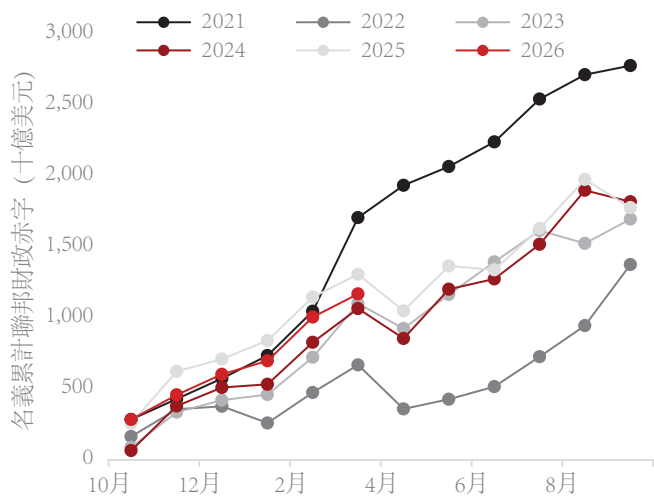
注意：本報告基準居民消費價格指數，基於2026年4月美國國會預算辦公室發佈的十年預測數據；兩個人工智能相關情景預測，參考穆迪2026年2月發佈的十年預測數據。

並無萬全之策。不過，人工智能提升生產效率所帶來的通縮效應為何遲遲沒有落地？除地緣衝突外，人工智能革命本是影響通脹走勢的另一核心變量。聯儲局新任主席凱文·沃什 (Kevin Warsh) 認為，人工智能帶動生產效率提升，最終將為聯儲局未來減息創造空間。但美國國會預算辦公室與穆迪的最新測算顯

示，人工智能對宏觀經濟的拉動作用將逐步釋放，且要到2028年之後才會形成實質性影響。由此判斷，人工智能短期內無法對沖通脹壓力，貨幣政策大概率將維持鷹派基調。此外，沃什主張縮減聯儲局資產負債表規模，同時反對前瞻指引與點陣圖工具，這會進一步加劇政策不確定性，推高收益率曲線的期限溢價。

曲線變化值得關注。(1) 通脹粘性較強；(2) 國防與民生支出同步擴張；(3) 政策利率高企推升利息支出，多重風險最終都會集中體現在收益率曲線上。我們認為，這也是2025年聯儲局轉向減息週期、釋放減息前瞻指引後，長期收益率卻未能顯著下行的核心原因——即便市場早已計價減息預期，長期利率依舊保持穩固。以往減息週期開啟後，長期債券往往迎來上升行情，但本輪週期中10年期收益率並未明顯走低，傳統的“佈局長債、博取減息收益”策略已然失效。全球金融危機過後，拉長存續期曾能收獲可觀的風險整固後收益，但這一邏輯如今不再成立。縱觀數十年市場表現，資產的風險收益特徵已發生轉變，當下短存續期資產更具優勢，5年以內的存續期區間成為理想配置區間，風險收益比更為均衡。盡管收益率曲線陡峭化的行情下，拉長存續期看似具備吸引力，但在各類風險尚未消退的階段，我們仍建議債券組合以5至7年中等存續期為主。

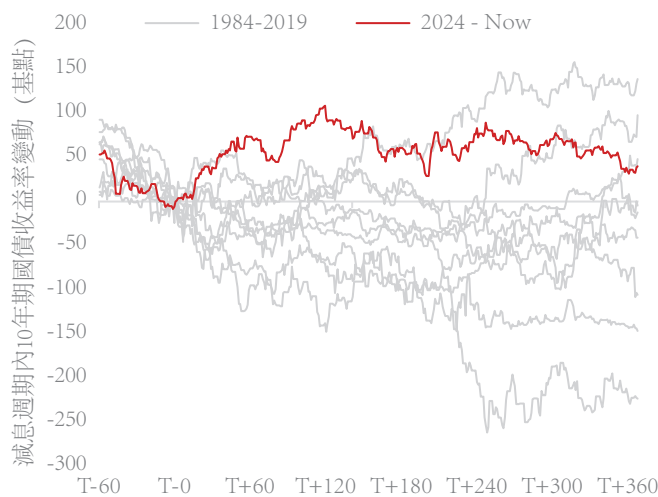
2026年美國累計財政赤字創近年高位



數據來源：Fiscaldata、星展銀行

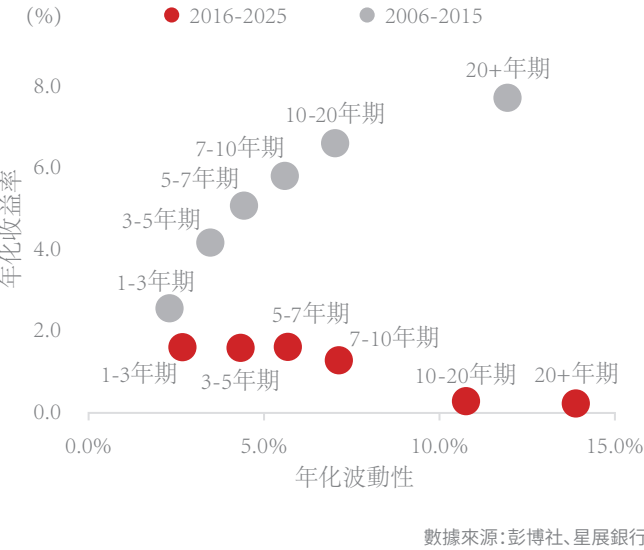
注意：本分析統計週期為每年10月至次年9月，遵循美國財年統計規則

長期利率走勢與減息預期相悖



數據來源：彭博社、星展銀行

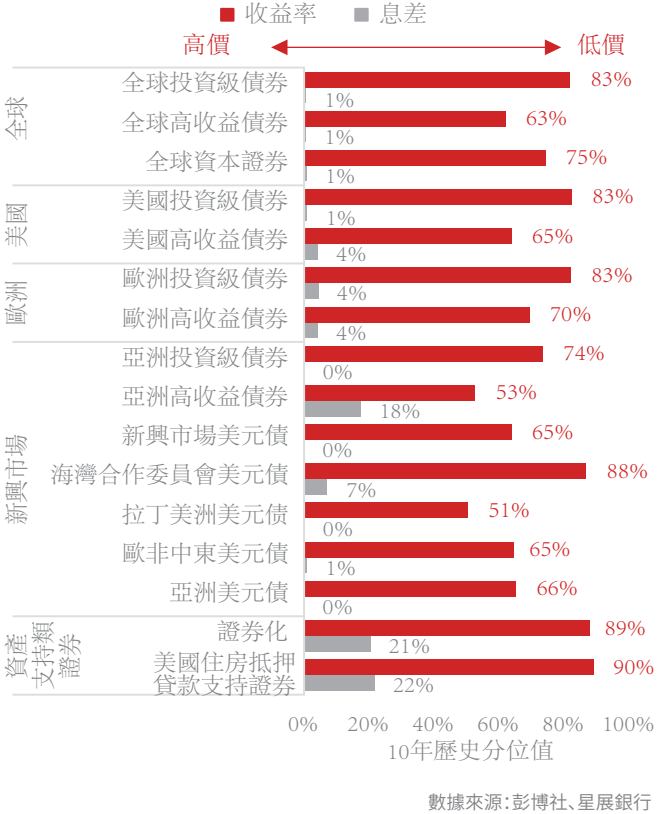
當下拉長存續期難以對沖市場波動



票息成為核心收益來源。基於上述判斷，我們連續多個季度建議投資者：不要依靠拉長存續期增厚收益，而應博取信用息差收益。市場常有觀點提出，當前信用息差處於歷史低位，資產估值偏高，未來收益空間有限。但我們認為這種看法只見樹木、不見森林。舉個例子：假設投資級信用債當前息差為100個基點，若一支5年期信用債組合的息差走闊20個基點，組合短期內將產生1%的賬面浮虧（5×20個基點）。但如果未來五年持續持有這支息差100個基點的投資級信用債，相對國債可額外斬獲5%的收益，足以覆蓋上述浮虧。並且當前投資級債券整體收益率接近5%，即便息差小幅走闊，帶來的回撤幅度也相對有限。在如今的高收益率環境中，投資者持有債券賺取穩定票息，耐心佈局即可獲得可觀回報。

信用基本面保持穩健。既然持有便能收獲收益，那麼在信用債市場中，長期佈局遠比頻繁擇時交易更有效。核心前提是信用基本面能夠經受考驗，保障票息收益的持續性。我們發現，企業盈利整體具備韌性，債務利息償付能力處於健康區間；優質企業資產負債表狀況良好，整體槓桿水平合理。私營經濟基本面穩固，甚至還能從類財政“黃油”支出擴張中獲益。即便如此，我們認為信用息差進一步收窄所能帶來的超額收益已十分有限。結合股市估值綜合判斷，當前信用息差處於合理區間，並非被低估，難以“跟隨”風險資產行情迎來大幅修復。

息差收窄，但整體收益率處於高位



息差回歸合理區間，票息成為收益核心

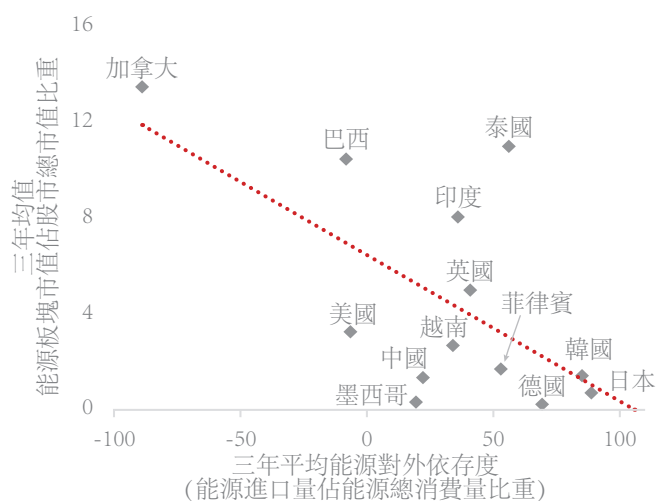


信用風險如何加碼？在信用市場整體向好的背景下，投資者應當如何佈局高收益債、新興市場債等風險更高的品類？精選標的是第一原則。今年私募信貸市場暴露的風險也為市場敲響警鐘：對於高負債融資主體，投資者如今愈發看重其以現金形式償債的實際能力，而非其他償付方式。因此佈局高收益債，必須受深入的自下而上研究，嚴格甄別優質發債主體。我們還認為，次級債券也是值得關注的高風險信用品類。在收益率曲線陡峭化的環境下，銀行淨息差有望走闊，其一級資本補充債券具備突出的配置價值。

新興市場債券同樣需要精細化篩選。油價走高、通脹粘性、政策利率長期高位、財政承壓等宏觀因素，在不同國家會催生截然不同的結果。當前需要細致劃分經濟體，優先佈局具備能源自給能力、政策公信力強、風險補償充足的市場。總體來看，若地緣衝突持續、油價居高不下，高度依賴能源進口的經濟體（尤其是部分亞洲國家）宏觀脆弱性將顯著上升。進口成本攀升會惡化貿易收支、拖累本幣、收緊國內金融環境。反觀部分拉美經濟體，大宗商品收入將得到提振，而海灣產油國因地緣衝突導致供應鏈受阻、供給受限，也間接減少了市場競爭，對拉美形成利好。

持有即有回報。總結而言，當前信用息差回歸合理水平，長期收益率仍易受財政與通脹因素衝擊，投資者不宜盲目承擔存續期風險。最優配置思路為佈局A/BBB級優質信用債，將存續期控制在5至7年。2026年信用債收益將主要依靠票息，而非息差收窄，長期來看，這類資產的回報仍會顯著高於現金類產品。佈局高收益債、新興市場債等風險資產時，務必精選標的，並開展全面的自下而上研究，區分優劣主體。結合當前收益率環境，銀行AT1等次級債券將受惠於收益率曲線陡峭化；而通脹保值債券（TIPS）依舊是對沖美伊衝突引發滯脹風險的優選標的。倘若全球進入“大炮加黃油”的新階段，各國依靠擴大財政赤字支撐多重支出需求，投資者則應堅守優質資產賽道，以票息收益覆蓋潛在風險。

油價衝擊下新興市場風險分化，精選標的至關重要



數據來源：彭博社、星展銀行
注意：樣本為2021年至2023年的數據

美元的技術面韌性



2026年第3季度 全球貨幣

2026年第三季，美國相較其他經濟體更能適應全新的宏觀格局，美元有望溫和走強。歐元、英鎊表現或將偏弱，紐元成為我們最新看好的幣種。

全球貨幣

吳端正
策略師

李若凡
策略師

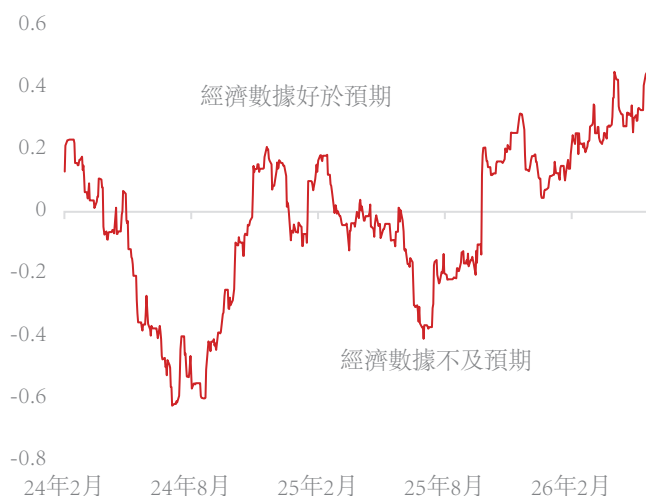
回顧2026年第二季對美元的判斷。進入2026年第二季時，我們發現一季度支撐美元走強的市場邏輯逐步弱化。具體而言，歐元區二季度經濟增長預期向好，美股表現則相對低迷。疊加聯儲局主席由杰羅姆·鮑威爾交接至凱文·沃什，市場一度預期聯儲局將轉向鴿派政策取向。基於以上判斷，我們當時預測二季度美元將溫和走弱。這一判斷是正確的，尤其是二季度上半段：美元指數從季初的100.00回落至98.00。

宏觀格局生變，2026年第三季美元迎來階段性走強。然而，到了5月末，宏觀形勢再度出現轉折，而本輪變化對美元的支撐力度遠超此前。此前市場基於聯儲局減息、美國經濟相對走弱形成的判斷，如今已不再成立。我們當前看好2026年第三季美元走勢。

美國宏觀“例外論”回歸。本輪宏觀格局轉變的核心誘因是美伊衝突，以及隨後油價上升引發的供給端衝擊。容易被忽視的是，美國經濟在此次供給衝擊下依舊展現出強勁韌性。美國本土頁岩油產能充足，能源基礎設施完善，油價上升對國內行業的衝擊相對有限。自2025年以來一直困擾美國會出現“無就業復甦”的擔憂，也正被今年以來強勁的非農就業數據所緩和，就業市場正經歷著自2024年末以來最強的招聘熱潮。

整體宏觀指數持續形成支撐。除就業市場外，美國宏觀經濟仍處於擴張階段。居民消費作為美國經濟的核心推動力，保持穩健態勢。居民消費支出佔美國經濟總量的三分之二以上，該指數2月、3月環比分別上升0.7%、1.0%，4月繼續環比增長0.5%，升幅大幅高於2025年同期。綜合各項數據可以判斷，美國經濟產能

美國經濟數據持續超出市場預期



數據來源：彭博社、星展銀行

使用率處於高位。因此，聯儲局聯邦公開市場委員會將2026年美國GDP同比增速中位數上調至2.4%，也就不足為奇了。

其他主要經濟體處境承壓。美國的宏觀韌性與其他主要經濟體 - 尤其是歐元區 - 所面對的週期性脆弱性形成鮮明對比。相較於基本實現能源自給的美國，其他經濟體更容易受到當前滯脹衝擊。例如，歐元區長期依賴進口能源，疊加天然氣庫存處於歷史

低位，其經濟因此面臨顯著風險。日本同樣高度依賴進口能源。儘管日本原油儲備更為充足，受外部能源衝擊的緩衝空間相對更大，但日本央行仍將2026財年國內生產總值增速預期從1.0%下調至0.5%，這也體現出其國內經濟動能持續走弱。總體而言，相較於美國，其他主要經濟體的經濟基本面更為脆弱，為美元提供了有力支撐。

聯儲局告別鴿派立場。隨著就業市場的擔憂逐步消退，且各項宏觀指數表現強勁，聯儲局如今可將工作重心聚焦於實現物價穩定的政策目標。美伊衝突引發的能源供給衝擊，扭轉了2025年末的通脹下行趨勢，也倒逼聯儲局轉向鷹派政策立場。值得關注的是，在聯儲局4月聯邦公開市場委員會議息決議中，有三名委員投出反對票，要求對政策聲明作出更為偏鷹派的調整。新任聯儲局主席凱文·沃什想要推行鴿派政策的空間或將十分有限。事實上，市場對聯儲局政策走向的預期已徹底發生反轉。我們此前預計聯儲局將在2026年減息2至3次，而當前市場已完全消化其年內加息的預期。

對聯儲局加息的預期



數據來源：彭博社、星展銀行

收益率息差格局支持美元走強。綜合來看，宏觀格局的這一轉變，將推動美國整條國債收益率曲線上行。其他主要經濟體增長動能不足，其國債收益率的上行空間因此受到壓制。由此，名義息差與實際息差同步走闊，進一步對美元形成支撐。事實上，自4月末觸及低位以來，美債短期與長期名義息差已走闊約15至25個基點，美元由此受惠。

十年期息差走勢利好美元



數據來源：彭博社、星展銀行

美元兌歐元、英鎊當前估值偏低。從短期估值維度來看，美元兌澳元、日圓估值處於合理區間，而兌歐元、英鎊則估值偏低。目前來看，美元繼續維持低估狀態的理由並不充分。事實上，聯儲局持續轉向鷹派、美債收益率不斷走高，或將成為催化劑，推動美元縮小與歐元、英鎊之間的估值差距。總體而言，我們預計2026年第三季美元將展現溫和韌性。

短期估值模型顯示，美元兌歐元高估現象最為顯著



數據來源：彭博社、星展銀行

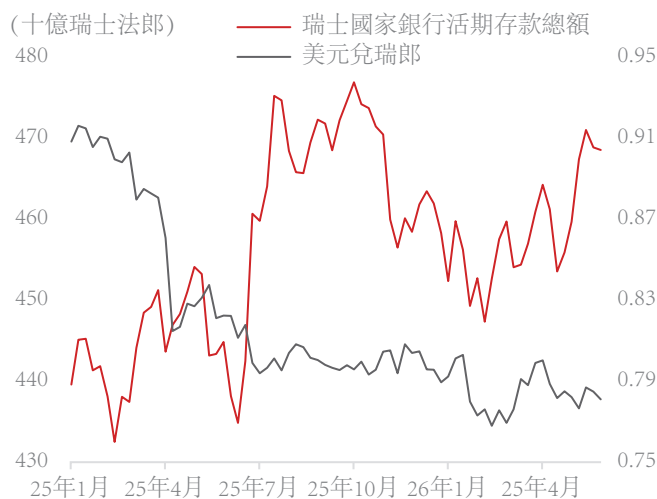
歐元走勢將整體偏弱，在各類交叉盤貨幣中表現尤為低迷。綜上所述，歐元當前的基本面處境明顯承壓。這與2026年第一季度市場仍普遍看好歐元區經濟增長的局面形成了巨大反差。能源引發的滯脹環境，疊加美國經濟具備結構性韌性，令歐元兌美元匯率面臨下行壓力。歐洲央行同樣陷入兩難境地：為抑制通脹，該行或將跟隨聯儲局收緊政策，甚至採取比聯儲局更為鷹派的舉措。但這類舉措可能會給經濟增長帶來顯著風險，進一步拉大歐元區與美國之間的經濟增速差距。不出所料，歐洲央行已將歐

元區同比經濟增速預期下調至0.90%。而聯儲局聯邦公開市場委員會給出的美國經濟同比增速預期中值為2.4%，該數據較12月的2.3%有所上調。因此，歐洲央行加息並不會利好歐元，反而大概率會對歐元形成壓制。倘若市場認為該政策無法解決供給端問題，反而會加劇需求萎縮，歐元的承壓態勢將更為明顯。總體來看，歐元兌美元存在跌破1.1600這一關鍵支撐位的風險。我們同時預計，歐元兌其他十國集團貨幣也將表現疲弱。

政局不穩疊加經濟增長隱憂，限制了英鎊的上行空間。英國首相基爾·斯塔默在地方選舉中遭遇重大失利，其執政地位愈發不穩。倘若工黨候選人安迪·伯納姆在梅克菲爾德補選中勝出，他將向斯塔默發起黨首職位的角逐。盡管伯納姆表示，即便今夏成功上台，也不會推動提前大選，同時不會修改財政規則，但市場仍會為英鎊計入政治風險溢價。從歷史規律來看，黨首之爭往往會因政策前景不明，令英鎊產生1%至2%的風險溢價。受政局動蕩、經濟顯現走弱跡象影響，市場下調了對英倫銀行加息的預期。而加息預期也是自美伊衝突以來英鎊走強的核心動力，如今這一利好已然消退。我們預計英鎊兌美元將在1.3300至1.3600的區間內震盪，整體波動區間為1.3000–1.3800。

瑞士法郎的下行空間將較為有限。瑞士國家銀行在3月明確表態，將加大外匯市場干預力度，遏制地緣衝突引發的瑞郎快速升值。這也是在本次美伊衝突中，瑞郎未能發揮傳統避險貨幣作用的主要原因。隨著避險情緒逐步降溫，資金重新回流至高風險資產，市場也不再合理繼續看多瑞郎。綜合上述因素可以看出，美元兌瑞郎並未再度深度下探2026年1月創下的約0.7600低位。展望後市，瑞郎作為套息交易融資貨幣的屬性，將持續令其承壓。這有望推動美元兌瑞郎站穩在0.7800上方。不過，瑞郎的儲備貨幣屬性仍會制約其跌幅。美元兌瑞郎的上行空間或將被限制在0.7900–0.8050區間之內。

活期存款規模大增，反映瑞士央行積極入市遏制瑞郎升值



數據來源：彭博社、星展銀行

澳元升勢或將放緩。自2025年第三季起，我們便一直維持看多澳元的觀點。2025年第三季初至2026年5月29日期間，澳元兌美元累計升幅超9.0%，成為該時間段內十國集團中表現最優的貨幣。但推動澳元走強的兩大核心因素正逐步消退：其一，澳洲儲備銀行曾是主要央行中鷹派立場最為鮮明的機構；其二，美伊衝突過後能源與大宗商品板塊走強帶來的利好效應也在減弱。因此，在5月6日觸及0.7278這一四年內高位後，澳元兌美元的上行勢頭或將有所放緩。澳洲聯儲在5月議息會議完成連續三次加息後，大概率會在2026年第三季的政策會議上暫停加息。澳洲聯儲鷹派姿態有所弱化，而聯儲局卻轉向收緊政策，兩者形成反差，直接對澳元兌美元匯率構成壓制。隨著美伊局勢逐步緩和，疊加全球經濟增長預期降溫引發相關需求萎縮，能源與大宗商品板塊或將迎來調整。綜合來看，在出現新的利好驅動因素之前，未來數月澳元兌美元的漲速或將放緩。不過，鑒於澳洲聯儲仍存在重啟加息的可能性，澳元兌美元的下行空間預計較為有限。此外，在套息交易活躍、大宗商品迎來結構性上升的市場環境中，澳元依舊具備息差優勢。

澳洲聯儲隱含利率升勢放緩，澳元兌美元升勢或將降溫

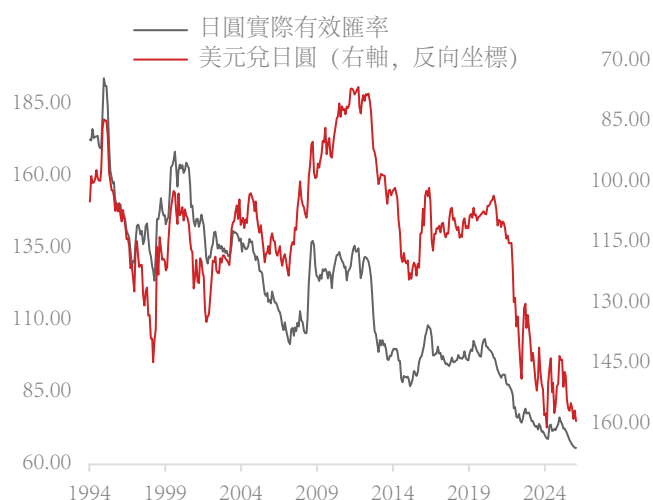


數據來源：彭博社、星展銀行

紐元是新晉看好幣種。在澳元升勢放緩之際，紐元有望迎來補漲行情。紐西蘭2026年第一季的就業與通脹數據均超出市場預期。經濟逐步復甦，同時能源衝擊帶來通脹風險，在此背景下，紐西蘭儲備銀行被迫轉向鷹派政策立場。紐西蘭儲備銀行在最新議息會議上，有三名委員支持加息；而最新官方現金利率預測顯示，該行年內至少還將再加息兩次。市場預期更為鷹派，當前定價反映投資者預計其加息次數將超過三次，紐西蘭儲備銀行也由此成為主要央行中政策立場最為鷹派的機構。政策分化將推動紐元迎來補漲行情，紐元兌美元有望升至0.6000–0.6100區間，同時紐元兌澳元匯率將進一步脫離1.2000–1.2300這一前期高位。

拖累日圓走弱的因素具備更強的持續性。日圓當前好淡因素相互博弈、此消彼長，美元兌日圓也因此陷入窄幅震蕩格局。利好日圓的邏輯主要來自日本央行，包括該行可能再度入市干預以提振日圓，以及存在加息的可能性。另一方面，能源價格上升令日本貿易條件惡化，而政府債務規模持續攀升，也讓市場對其債務可持續性產生擔憂。上述因素均對日圓走勢構成負面影響。綜合研判各類好淡因素後，我們認為利好日圓的動力多為被動式政策舉措，其效果往往難以長久維系。舉例來看，4月末至5月初，日本央行動用創紀錄的730億美元入市買入日圓開展匯市干預，但美元兌日圓回落至155.00附近的走勢很快就被市場逆轉。受能源衝擊持續影響，日本整體通脹與東京地區通脹雙雙回落，疊加經濟前景不容樂觀，市場也隨之下調了對日本央行的加息預期。與之相對，導致日圓走弱的誘因屬於深層次結構性因素，影響更為持久。其一，日本首相高市早苗依舊傾向於推行財政擴張而非財政緊縮；面對大宗商品價格上升的局面，其最新政策導向為追加財政預算。綜合來看，受匯市干預影響而出現的美元兌日圓下跌行情，料將在155.00一線企穩。該貨幣對短期或將維持窄幅波動，但中長期來看，匯率大概率逐步上行，並維持在160.00上方。

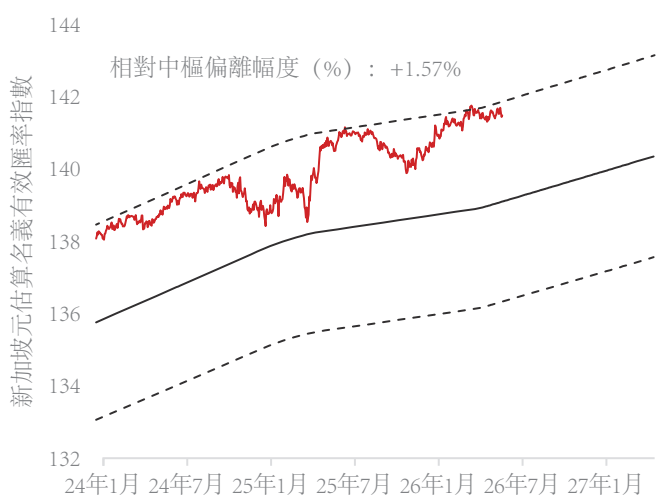
美元兌日圓及日圓實際有效匯率



數據來源：彭博社、星展銀行

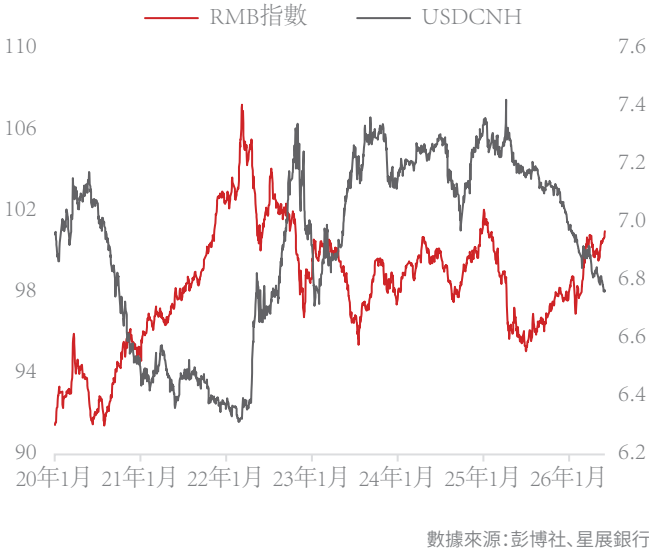
新加坡元避險溢價逐步消退。美伊衝突爆發、局勢高度緊張的初期，新加坡元表現大幅跑贏十國集團其他貨幣以及亞洲各幣種（人民幣除外）。新加坡宏觀經濟基本面穩健，外匯市場流動性充沛，因此新加坡被視作區域避險貨幣，這一走勢也符合市場預期。但隨著衝突逐步降溫、雙方進入談判階段，新加坡元的避險溢價開始回落。相應地，新加坡元兌一籃子貨幣的升勢有所放緩，新加坡元名義有效匯率也從政策波動區間的高位回落。現階段，受美元整體韌性支撐，美元兌新加坡元匯率或將同步走高。不過，新加坡金融管理局仍存在進一步收緊政策的可能性，這將支撐新加坡元名義有效匯率延續升值態勢，有效對沖新加坡元持續大幅走弱的風險。因此，盡管美元兌新加坡元存在上行支撐，但該匯率在1.2900–1.3000區間將遭遇強勁阻力。

新加坡元名義有效匯率運行在政策區間高位，尚未觸及區間上限



數據來源：彭博社、星展銀行

人民幣指數處於高位，離岸人民幣兌美元跌勢或將放緩



人民幣走勢逐步走強。自伊朗衝突爆發以來，人民幣在十國集團貨幣及亞洲新興市場貨幣中表現位居第二，主要原因有三點：一是中國人民銀行持續上調人民幣中間價；二是中國經濟展現出較強韌性；三是受經常賬戶順差創下歷史新高帶動，國內企業看淡所持外幣資產。若中國人民銀行允許人民幣進一步走強，人民幣的強勢表現有望延續。盡管如此，該幣後續的升值節奏預計將趨於平緩。首先，中美息差依舊處於高位。聯儲局政策偏向鷹派，而受國內需求持續疲弱、疊加地緣衝突可能導致外需走弱影響，中國人民銀行暫無收緊貨幣政策的計劃。其次，人民幣指數升至101附近，創下一年多以來新高，若人民幣再度快速升值，將對其核心出口業務帶來額外風險。第三，季節性因素將形成壓制。6月至8月期間，在港上市的中資企業需兌換大額外匯用於派發股息，由此會產生人民幣沽壓。

預測：貨幣

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
美元兌人民幣	6.86	6.83	6.77	6.70	6.74	6.78	6.81	6.85
美元兌港元	7.81	7.82	7.81	7.81	7.81	7.81	7.80	7.80
美元兌印度盧比	90.5	96.7	97.1	97.4	97.8	98.2	98.6	98.9
美元兌印尼盾	16,690	17,990	18,060	18,130	18,200	18,270	18,340	18,410
美元兌馬來西亞林吉特	3.89	3.91	3.85	3.80	3.85	3.90	3.95	4.00
美元兌菲律賓披索	57.5	62.1	62.4	62.7	63.0	63.3	63.6	63.9
美元兌新加坡元	1.26	1.27	1.26	1.25	1.26	1.27	1.27	1.28
美元兌韓元	1,425	1,470	1,435	1,400	1,415	1,425	1,440	1,450
美元兌泰銖	30.8	32.1	31.6	31.0	31.4	31.8	32.1	32.5
美元兌越南盾	25,880	26,230	26,110	26,000	26,130	26,250	26,380	26,500
澳元兌美元	0.70	0.71	0.72	0.73	0.73	0.72	0.72	0.71
美元兌加元	1.35	1.36	1.35	1.34	1.34	1.35	1.35	1.35
歐元兌美元	1.19	1.18	1.19	1.21	1.20	1.19	1.18	1.17
美元兌日圓	150	156	153	149	151	152	153	154
紐元兌美元	0.61	0.59	0.60	0.61	0.60	0.60	0.59	0.58
美元兌瑞郎	0.76	0.78	0.76	0.75	0.75	0.76	0.76	0.77
英鎊兌美元	1.37	1.36	1.39	1.41	1.40	1.39	1.38	1.37
美元指數	96.0	98.0	96.6	95.3	95.7	96.0	96.4	96.8

澳洲、歐元區、紐西蘭和英國為直接報價。

數據來源：彭博社、星展銀行
數據截至2026年6月9日

分化上升行情



2026年第3季度 大宗商品

2026年第三季，我們上調對大宗商品的看多態度。伊朗局勢升級，令能源市場進入實物供應緊張的格局。工業金屬與農產品同樣存在利好支撐，但行情邏輯更為複雜、走勢分化。長期來看，地緣格局分化、資源民族主義抬頭，疊加人工智能發展推高能源消耗、全球電氣化進程提速，將利好部分大宗商品品類。

大宗商品

吳俊勇
策略師

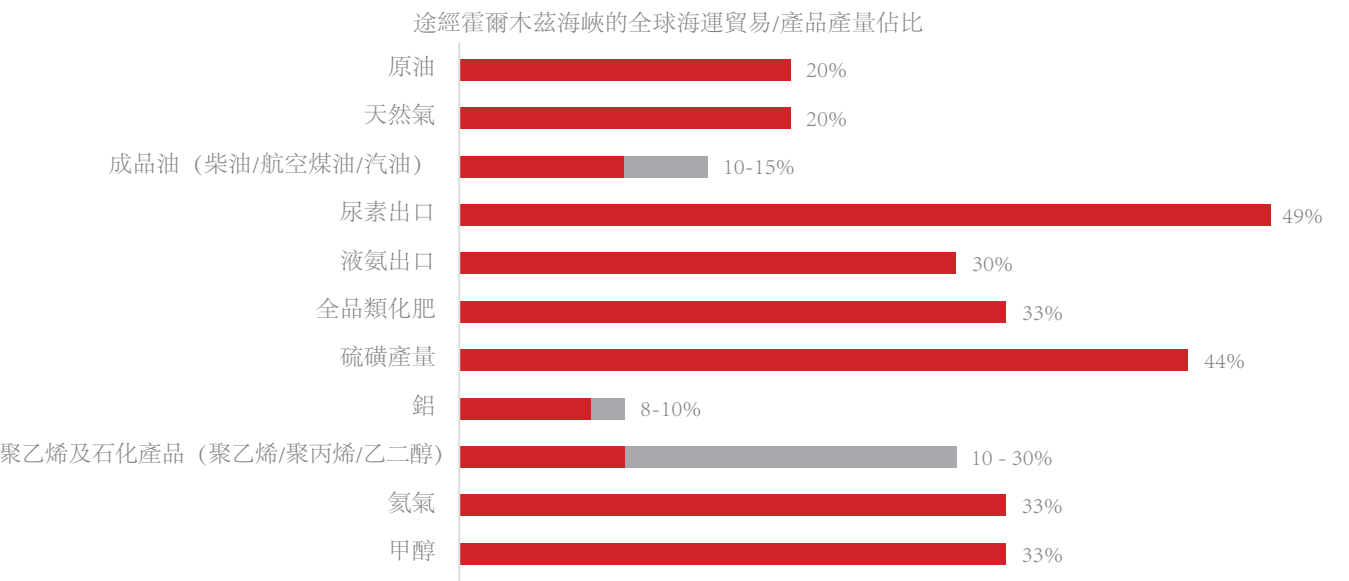
伊朗局勢帶來的影響。自2026年第二季報告發佈以來，大宗商品前景發生的最大變化就是伊朗局勢持續升級。這一局勢對能源品類以及化肥供應鏈均造成了顯著影響。霍爾木茲海峽航運中斷（全球約20%的油氣貿易、三分之一的化肥貿易經該海峽運輸），推動原油、液化天然氣、尿素與液氮價格大幅走高。能源價格上升同步推高了鋁、鋼鐵、石化等高耗能商品的生產成本；受地緣風險升溫影響，運費與航運保費也大幅攀升。上述因素直接引發大宗商品普漲，燃料、化工品、化肥及農業原料品類升勢尤為突出。

大宗商品作為通脹對沖工具。在此背景下，配置全品類大宗商品可作為對沖通脹的手段。但我們也需區分當前的通脹類型，並非每一類通脹環境都能利好全部大宗商品。回顧歷史，大宗商品全面大漲的行情大多出現在需求復甦型通脹階段，該階段通常具備三大特徵：一是工業活動加速，二是貨幣政策寬鬆，三是中

國需求旺盛。當前市場環境有所不同，本輪通脹主要由供給端衝擊引發。供給端通脹環境下，大宗商品同樣會迎來上升，但行情更多集中於能源板塊（貴金屬也會有所受惠），而非所有細分品類同步走強。因此，盡管本季度我們上調了對大宗商品的整體看法，但仍建議採取精選策略：伊朗局勢無疑利好能源板塊，而工業金屬與農產品的基本面更為複雜，投資者需要審慎挑選品種、把握佈局節奏。

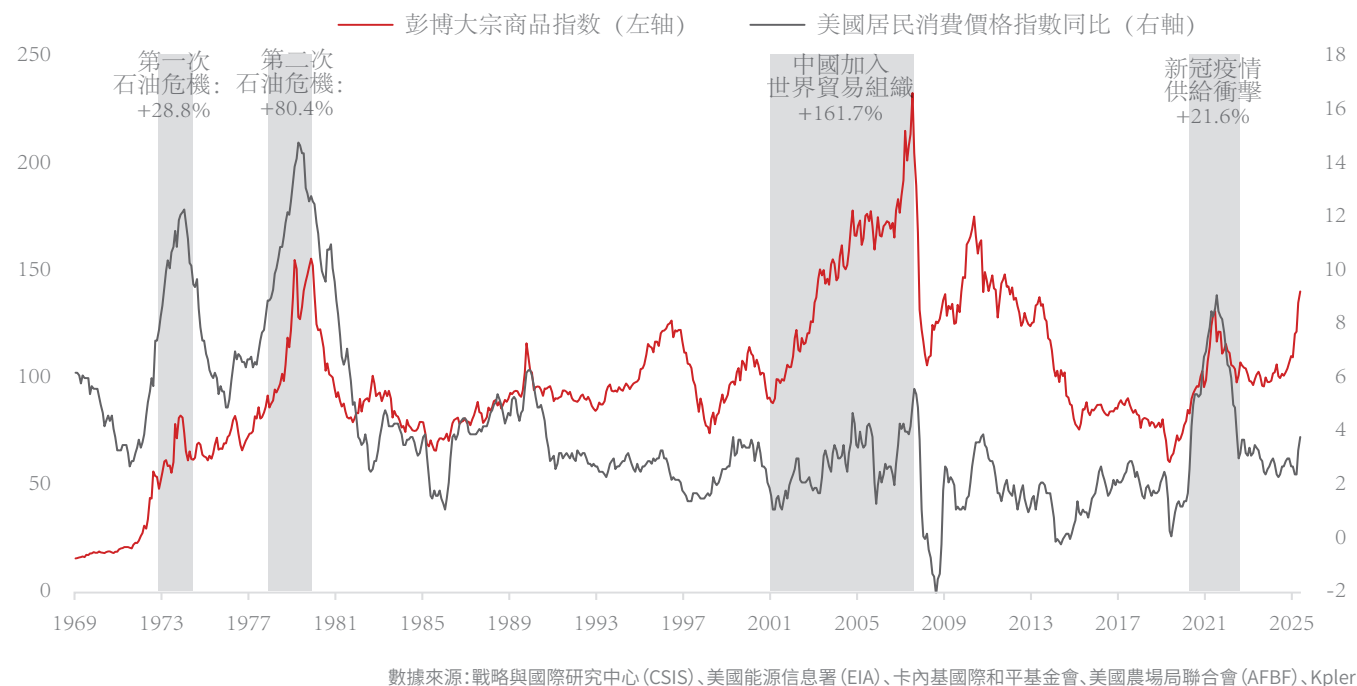
貨幣政策由減息轉向加息，貿易壁壘影響仍存。受地緣衝突引發的供應中斷影響，大宗商品行情火熱，但我們仍需客觀審視整體宏觀環境。主要經濟體通脹預期升溫，倒逼貨幣政策轉向。此前各國央行普遍傾向於維持利率或減息，如今政策重心已轉向加息。全球減息週期帶來的利好逐步消退，經濟增長動能也將隨之走弱。此外，全球各類關稅壁壘依舊存在，持續壓制國際貿易與製造業活動，進一步拖累經濟增長前景。由此可見，全球經濟表

伊朗衝突已對全球相當一部分油氣及化肥供應造成衝擊



數據來源：戰略與國際研究中心 (CSIS)、美國能源信息署 (EIA)、卡內基國際和平基金會、美國農場局聯合會 (AFBF)、Kpler、標普全球普氏、Mining.com、Exiger、Credendo、香港大學亞太研究中心 (HKU Asia Global)、國際能源署 (IEA)、波士頓諮詢集團 (BCG)、世界經濟論壇 (WEF)、消費者新聞與商業頻道 (CNBC)、國際化工信息社 (ICIS)、世界貿易組織數據實驗室

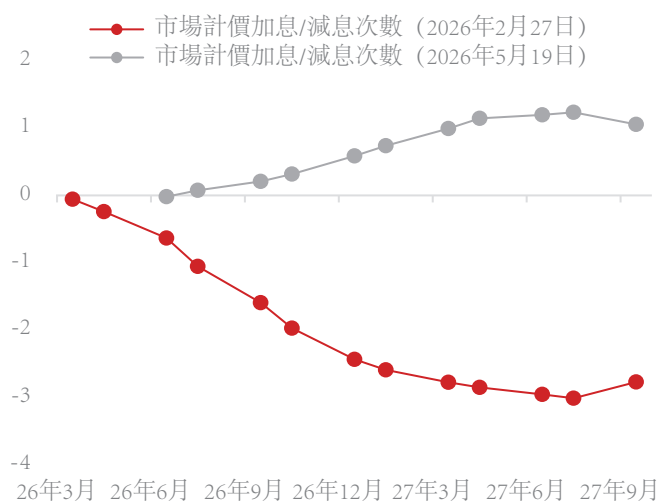
通脹環境通常利好大宗商品



面具備韌性，但背後暗藏下行隱憂。受上述因素影響，工業金屬、農產品這類對經濟增長高度敏感的週期性商品性商，行情走勢自然難以單邊走強。

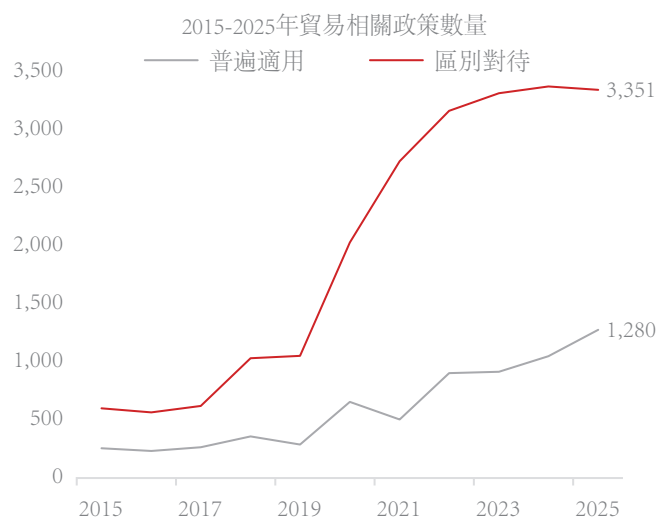
拋開短期供應中斷，審視長期趨勢。拋開短期供應中斷與宏觀不確定性不談，地緣格局分化已成為長期趨勢，將為大宗商品提供長期支撐。近數年來，出口管制、制裁措施、供應鏈回流、行業政策博弈以及資源民族主義現象不斷增多。各國政府如今愈發將供應安全置於效率之上，將本土利益置於全球協同發展之前。這一轉變對大宗商品行業影響深遠。銅、鋁、鎢、鋰、稀土等具備戰略屬性的大宗商品，廣泛應用於人工智能數據中心、發電輸電設施、國防裝備等領域，將在這一趨勢中持續受惠。這類商品如今不再僅被視作工業原料，更是一種能保障能源安全、國防實力與科技競爭力的戰略資產，也是我們在大宗商品板塊中長期看好的配置方向。

市場逐步消化聯儲局將於2026至2027年加息的預期



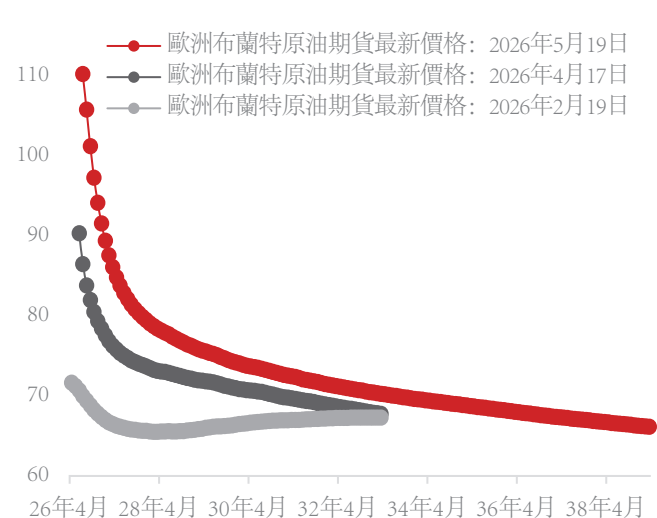
數據來源：彭博社、星展銀行

貿易保護主義與資源民族主義態勢加劇



數據來源：聯合國貿易和發展會議（貿發會議），數據基於全球貿易預警組織

布蘭特原油現貨溢價格局加深，顯示市場現貨供應確實緊張



數據來源：彭博社、星展銀行

能源

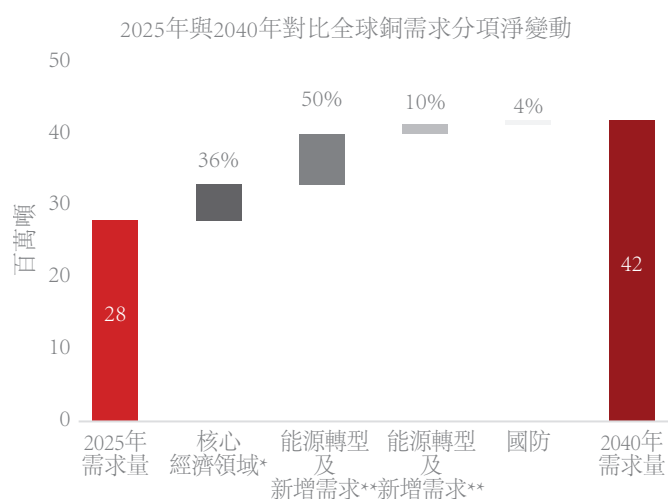
能源行業格局已發生結構性轉變。即便伊朗衝突明日結束、霍爾木茲海峽隨即反彈通航，能源供應鏈也無法在短期內回歸常態。首先，中東油氣基礎設施已遭到損毀，修復工作需要數月乃至數年時間。其次，清除霍爾木茲海峽的水雷最長需要六個月，這意味著海峽航運至少要到2026年底才能完全恢復正常。第三，在水雷隱患未徹底消除前，航運成本與保費將維持高位。除上述短期因素外，伊朗衝突也徹底改變了各國對能源安全的認知。市場過往普遍認為石油輸出國組織的閒置產能可對沖供應衝擊，這一觀念正在消退，如今各國均將供應安全列為首要目標。最終，原油市場將長期計入更高的地緣風險溢價。

市場步入實物緊缺格局。格局轉變的核心，是能源市場實實在在的實物供應短缺。這一區別至關重要：與投機炒作不同，大宗商品價格持續上升，通常伴隨著庫存下降、便利收益走高、近遠月價差擴大以及現貨價差走強。當前能源市場已全面顯現上述特徵。現貨升水幅度擴大、庫存持續去化、油輪運費上升，煉油企業也持續高價搶購即期原油，這些都是實物供應緊缺的典型信號。除能源現貨價格走高外，當前市場環境也利好傳統能源行業鏈相關企業，包括上游能源生產商、綜合型大型石油企業、液化天然氣出口商以及部分油田服務企業。

工業金屬

銅——短期持中性觀點，長期基本面向好。受風險資產普遍回調、利率上行以及獲利回吐等因素影響，我們對銅短期走勢持中性態度（倫敦金屬交易所銅價過去一年累計上升約40%）。不過，霍爾木茲海峽停運導致中東地區硫磺進口中斷，進而引發短期供應擾動，對銅價形成支撐。硫磺是銅礦浸出工藝的關鍵原料。能源轉型與人工智能基礎設施建設帶來的結構性需求，將持續支撐銅的長期需求，並降低其對經濟增速放緩的敏感度。

未來銅的新增需求中，超半數將來自人工智能與清潔能源轉型相關領域



*涵蓋建築、製冷、家電、化石能源發電、機械設備以及內燃機車輛領域的銅需求

**涵蓋清潔能源技術、電力輸配以及電動汽車領域的銅需求

數據來源：彭博社、星展銀行

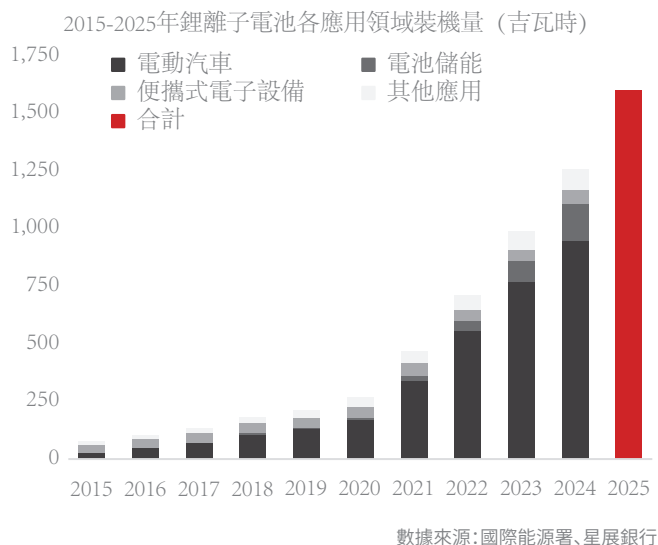
鋁——受中東供應中斷提振，行情向好。海灣阿拉伯國家合作委員會（GCC）是全球原鋁主要供應方，S&P Global估算其供應量約佔全球總量的9%。伊朗衝突已導致全球原鋁供應累計減少約300萬至350萬噸，降幅達4%至5%。即便市場預計需求增長乏力，全球鋁市場仍將陷入明顯供應短缺。中國冶煉產能受限（政府設定4,500萬噸產能上限，疊加能源供應波動），且其他地區產能增長有限，進一步加劇了供應緊張局面。在此次中東供應衝擊之前，鋁庫存就已處於50年低位，預計未來6至12個月庫存還將進一步跌至歷史最低水平。

倫敦金屬交易所鋁庫存逼近俄烏衝突以來低位



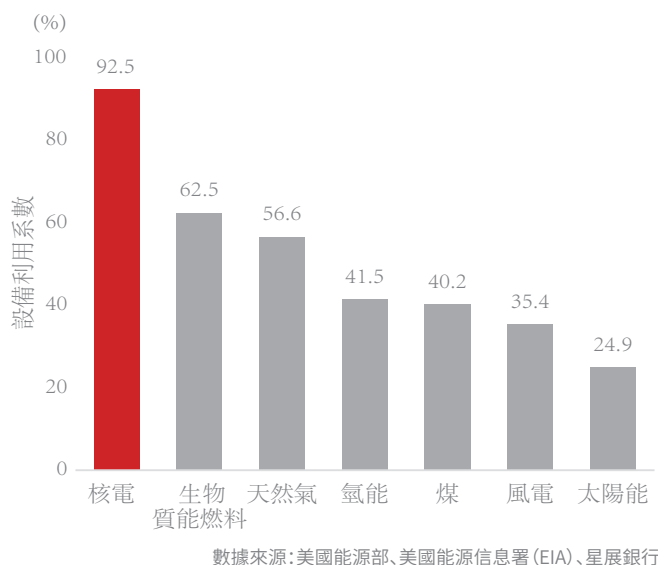
鋰——電池及儲能需求增長的結構性受惠品種。鋰具備重要戰略價值，不僅是電動汽車電池生產的核心原料，如今也越來越多地應用於數據中心儲能領域。數據中心用電需求持續攀升，帶動鋰消費量增長，預計到2030年全球鋰需求將大幅提升。以谷歌為例，其全球數據中心使用了1億顆鋰離子電池，在佔用空間減半的同時，實現電量與使用壽命翻倍。電動汽車領域的電池需求依舊旺盛，各國也正積極推動供應鏈多元化，降低對中國的依賴。美國大型電池工廠數量大幅增加，相關巨額投資有力支撐了鋰的需求。盡管此前鋰市場一度供應過剩，但中國國內監管趨嚴（如視下窩鋰礦關停）已開始緩和產能過剩問題。鋰市場的主要風險在於經濟增速與電動汽車需求不及預期。

2025年全球鋰離子電池部署量為2020年的6倍



鈾——助力核能行業復興。我們看好核能發展，理由如下：一、各國對能源安全的重視程度提升，相關政策再度發力；二、應對氣候變化的需求推動清潔能源擴容；三、人工智能行業發展帶來高穩定性用電需求；四、小型模塊化反應堆實現技術突破。供應端方面，長年投資不足疊加各類供應擾動，使得鈾市場供需格局趨緊。同時，地緣格局分化促使各國推進供應鏈多元化，並將鈾列為重要戰略物資進行儲備。不過，由於公用事業企業的採購週期具有階段性特徵，且宏觀經濟走弱可能拖累短期核電項目落地，鈾價歷來波動較大。

核電負荷使用率高，可為人工智能算力提供理想電力支撐



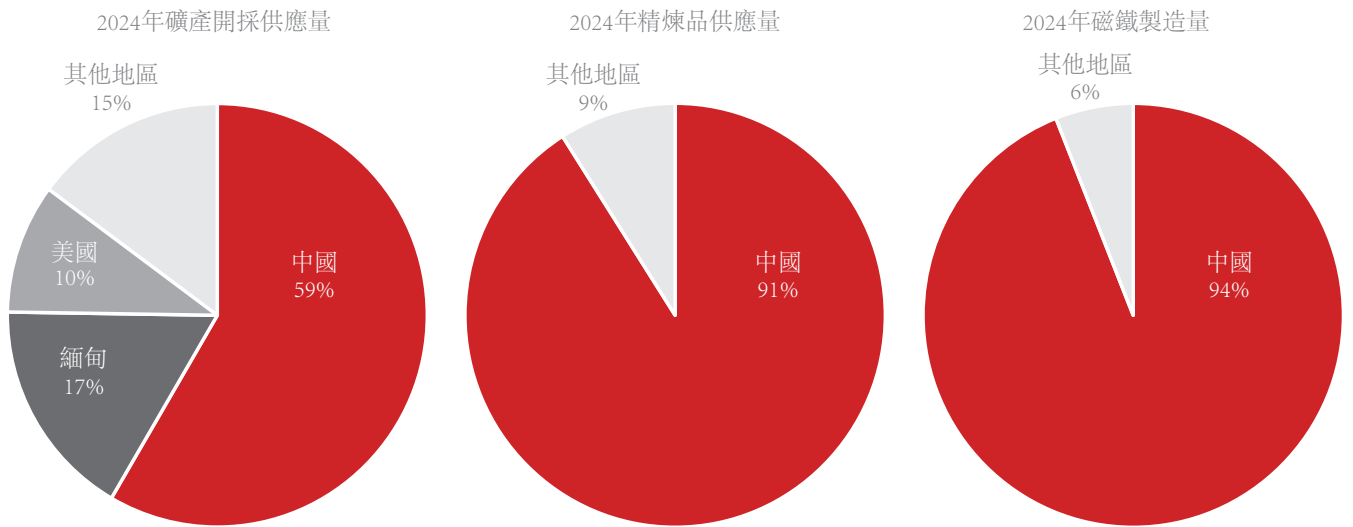
稀土——受戰略需求與供應鏈格局雙重利好驅動。稀土元素同樣被諸多國家視作攸關國家安全的關鍵戰略資源。其戰略價值主要體現在兩方面。第一，稀土廣泛應用於各類現代技術領域，包括電動汽車電機、風力發電機組、國防裝備、醫療設備、數據中心及消費電子產品。同時，稀土在精確制導導彈、雷達通信系統、無人機等高端軍事裝備中也扮演著不可或缺的角色。第二，全球稀土供應鏈高度集中於中國，我國掌控著稀土開採、精煉以及磁材生產的絕大部分產能。這一領先地位源於數十年的持續投入、技術迭代以及國家行業政策扶持。中國實施的出口管控，讓各國意識到供應鏈存在的風險，進而紛紛加速降低對華稀土依賴，推動供應鏈多元化佈局。在多重戰略需求的推動下，加之各國推進供應鏈多元化與戰略儲備，稀土成為具備長期投資價值的品類。由於稀土品類缺乏統一標準、價格體系不透明，暫無對應的場內交易品種，投資者可通過上市稀土開採及生產企業、主題交易所交易基金以及私募市場間接佈局。

農產品

農產品市場整體前景向好，主要受兩大供應風險支撐：一是霍爾木茲海峽或長期停運；二是厄爾尼諾現象或將引發惡劣天氣。盡管目前農產品價格走勢相對平穩，但在未來6至12個月，上述因素或將推動價格大幅上行。

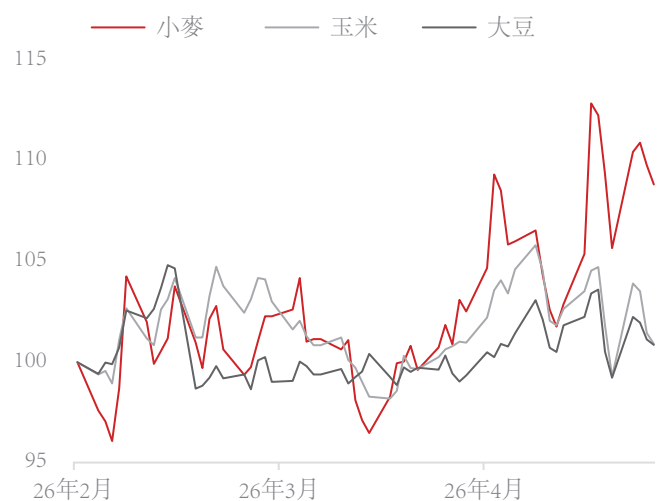
霍爾木茲海峽若長期關閉，將推高能源價格，同時導致化肥、石油基殺菌劑與殺蟲劑供應不足，進而造成農作物減產、農業生產成本攀升。化肥是主要谷物和食糖生產的重要可變成本，佔谷物生產成本比重約50%，佔食糖比重為20%至25%。而經霍爾木茲海峽運輸的中東出口商，在全球硫磺、尿素、氨水貿易中佔據相當大的份額。化肥價格高企導致施用不足，將影響玉米、小麥、食糖的收成，大豆產量也會受到一定波及。原油與液化天然氣價格飆升，也將推動玉米、食糖等農產品作為生物燃料的需求增長。

稀土供應鏈各環節的國家市佔率 (%)



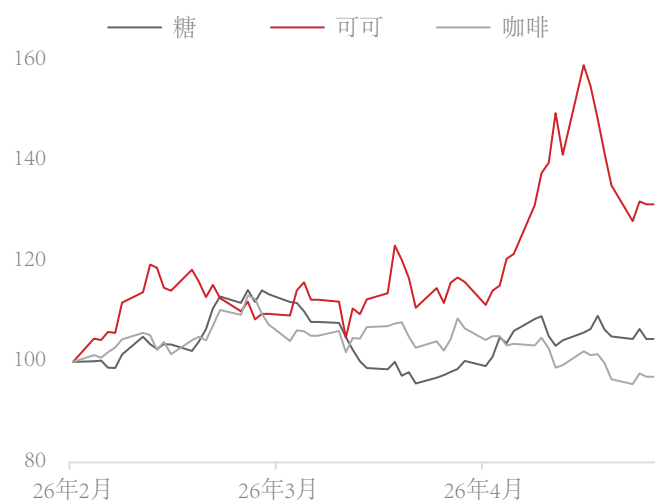
數據來源：國際能源署、星展銀行
注意：開採和冶煉相關數據僅針對永磁用稀土（釹、鐳、鎢、鈦）。永磁體產量數據基於釹鐵硼永磁體，涵蓋燒結型與粘結型兩類

伊朗衝突爆發以來主要谷物價格走勢



數據來源: 彭博社、星展銀行
注意: 大宗商品表現均參照對應 彭博大宗商品分類指數

伊朗衝突爆發以來主要軟商品價格走勢



數據來源: 彭博社、星展銀行
注意: 大宗商品表現均參照對應 彭博大宗商品分類指數

厄爾尼諾現象同樣會對農作物收成造成顯著影響。美國國家海洋和大氣管理局預測, 2026年底前出現強厄爾尼諾現象的概率超過60%。這可能導致印度、泰國、澳洲等主要食產區遭遇干旱, 進一步收緊全球食糖庫存。巴西氣溫升高或將利好阿拉比卡咖啡產量, 而越南、印尼的干旱天氣則會造成羅布斯塔咖啡減產。西非與厄瓜多爾將遭遇強勁哈馬丹風及干旱天氣, 可可供應也將因此受到衝擊。

總結

總而言之, 伊朗衝突引發的供應擾動, 進一步凸顯了大宗商品作為對沖通脹工具的價值。但當前屬於供給驅動型通脹環境, 並非所有大宗商品都能同步受惠, 因此投資仍需精選品類。能源品類有望成為短期領漲品種, 部分工業金屬、貴金屬與農產品則會在不同階段受各類因素推動上升。長期佈局方面, 我們優先看好具備戰略與結構性需求支撐的大宗商品, 包括能源資源安全、人工智能、國防、電氣化相關品類, 以及存在供給短缺的品種。

尋求避險



另類投資： 2026年第3季度 黃金、私募資產 與對沖基金

伊朗衝突與通脹風險攀升短期內將對黃金形成壓制，但黃金已顯現企穩回升跡象。在去美元化進程加速、貨幣貶值風險加劇的背景下，黃金長期前景依舊向好。傳統60/40股債組合的分散化效應逐步減弱，配置多元化另類資產可帶來低相關性收益，提升投資組合整體抗風險能力。

黃金

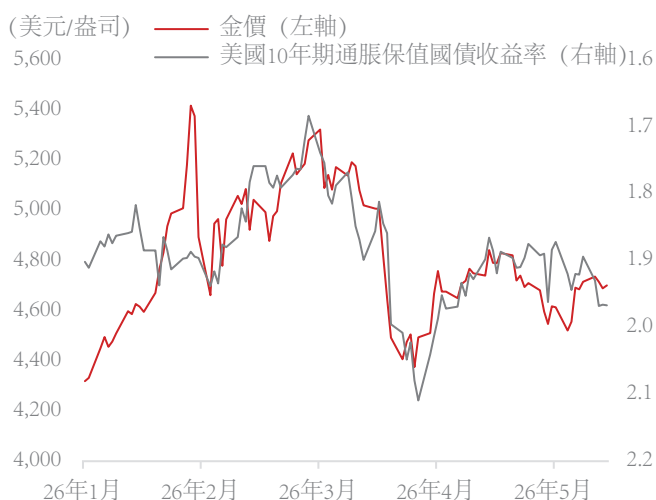
吳俊勇
策略師

2026年黃金價格持續大幅震蕩



數據來源: 彭博社、星展銀行
數據截至2026年5月14日

伊朗衝突後實際利率大幅上行，金價與實際利率再度聯動



數據來源: 彭博社、星展銀行
數據截至2026年5月14日

顯而易見的問題：伊朗衝突。持續的伊朗衝突深刻影響全球經濟格局，最直觀的體現便是能源價格走高。能源成本上升推升通脹，進而降低央行減息的概率。當前市場環境令金價與實際利率重回負相關走勢，黃金也因此遭遇短期下行壓力。自衝突爆發以來，黃金價格波動劇烈。僅在3月份，以美元計價的金價就下跌約12%，創下十餘年來單月最大跌幅。

這是否意味著黃金不再具備避險屬性？答案很大程度上取決於伊朗衝突的後續走向。若衝突迅速化解、霍爾木茲海峽反彈通航，惡性通脹風險將得到緩和，金價的下行壓力也會隨之減輕。反之，倘若衝突持續、海峽航運長期中斷，全球或將陷入“輕度滯脹”格局，經濟下行壓力與通脹風險將同步攀升。截至本報告撰寫之際，短期內雙方達成和解的可能性較低。在此環境下黃金難以迎來利好：高通脹疊加利率上行，會削弱黃金首飾、工業加工等實物消費需求，同時也抬高了持有這款無息資產的機會成本。

通脹對黃金的雙重影響。回顧歷史，當通脹處於極高水平（升幅超8%）、市場對貨幣體系穩定性喪失信心，且實際利率維持低位甚至為負時，黃金往往表現優異，上世紀70年代便是典型階段。但當通脹處於中等區間（4%-8%），且央行有效收緊貨幣政策時，實際利率會大幅上行，黃金通常走勢疲弱。2013年縮減恐慌、2018年以及2022年的市場行情均印證了這一規律。由此可見，黃金與通脹並非簡單的線性關係，並非通脹走高金價就必然上升。更貼合實際的結論是：只有高通脹疊加市場對貨幣體系信心不足時，黃金才會迎來強勢行情。

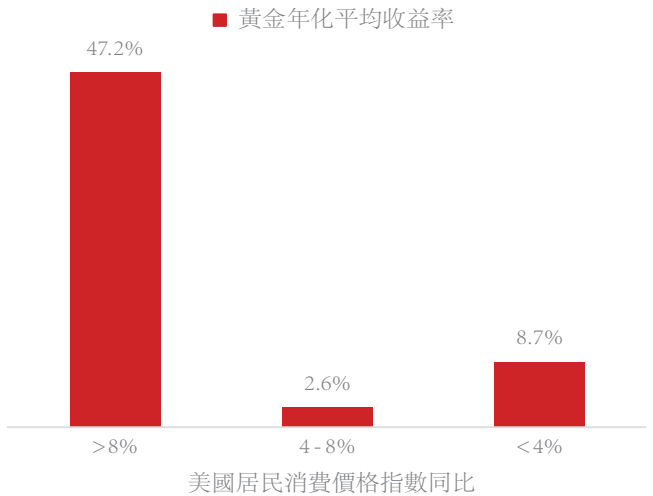
大類資產相關性逐步回歸常態

黃金相關性

	2024年1月1日- 2026年2月28日	2026年3月1日- 2026年3月23日	Δ	2026年3月1日- 2026年5月4日	Δ
全球股票型	0.18	0.67	↑	0.59	↓
全球債券	0.23	0.53	↑	0.54	-
美國非投資級債券	0.06	0.47	↑	0.48	-
新興市場債券	0.04	0.6	↑	0.50	↓
主權投資級債券	0.15	0.62	↑	0.54	↓
布蘭特原油	0.18	-0.13	↓	-0.29	↓
工業金屬	0.38	0.78	↑	0.66	↓

數據來源：彭博社、星展銀行
注意：按每日價格計算

金價在中等通脹環境下往往表現不佳



數據來源：彭博社、星展銀行
注意：本測算基於1971-2025年黃金年度收益率以及美國居民消費價格指數同比數據

黃金短期呈現風險資產特徵。受上述因素影響，黃金的避險屬性有所弱化，近期走勢更貼近風險資產，與股市、債券同步波動。這一變化一方面源於衝突引發的通脹與利率預期轉變，另一方

面也因為黃金已成為資金扎堆的熱門交易品種。過去三年黃金收益表現亮眼：(2023年：+15%，2024年：+26%，2025年：67%)，而在大量資金入場後，市場隨之出現獲利回吐行為，金價波動性也不斷走高。不過，黃金的這一屬性轉變並非長期趨勢。隨著投機資金逐步離場、市場預期重新整固，黃金將慢慢回歸傳統的儲存價值功能。歷史週期不斷印證這一規律，本次行情也不會例外。

後市展望：金價波動將進一步加劇。金價在3月觸及低位後一度反彈，最大升幅達10.5%，並顯現企穩跡象。但伊朗衝突再度升級，疊加6月市場加息預期升溫，黃金再度遭遇拋售壓力。1個月、6個月期限的風險逆轉指數在5月短暫回升後，再度回落至負值區間，顯示市場對黃金的對沖需求依舊旺盛。

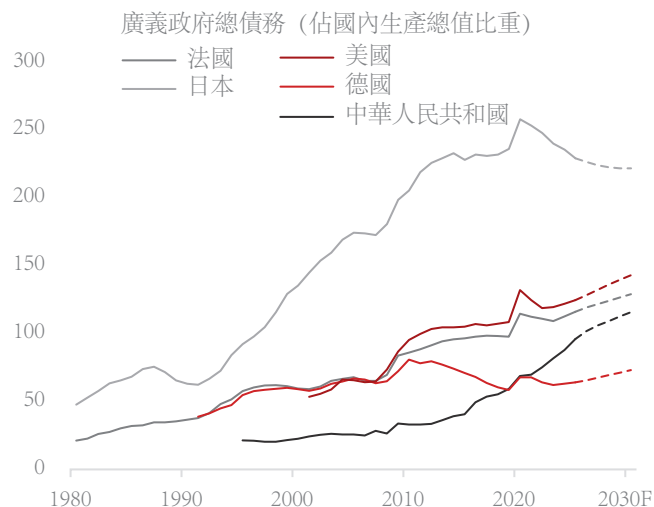
黃金仍是主流非法定貨幣資產。短期來看，市場仍在消化伊朗衝突對通脹和經濟的影響，金價大概率維持高波動，但在長期結構性利好因素支撐下，黃金前景依舊向好。去美元化、貨幣貶值兩大長期趨勢因本輪地緣衝突進一步深化，將持續提振黃金需求。舉例而言，印度自4月起開始使用人民幣結算伊朗原油貨款；據報道，伊朗也已接受比特幣、泰達幣作為霍爾木茲海峽的通行費結算方式。與此同時，地緣局勢持續緊張，各國為擴大國防開支大舉舉債，全球貨幣貶值風險居高不下。在當前高負債環境下，各國央行難以在不拖累經濟增長、不破壞財政可持續

受6月伊朗局勢升級影響，金價再度承壓



數據來源：彭博社、星展銀行

去美元化與貨幣貶值將成為長期趨勢



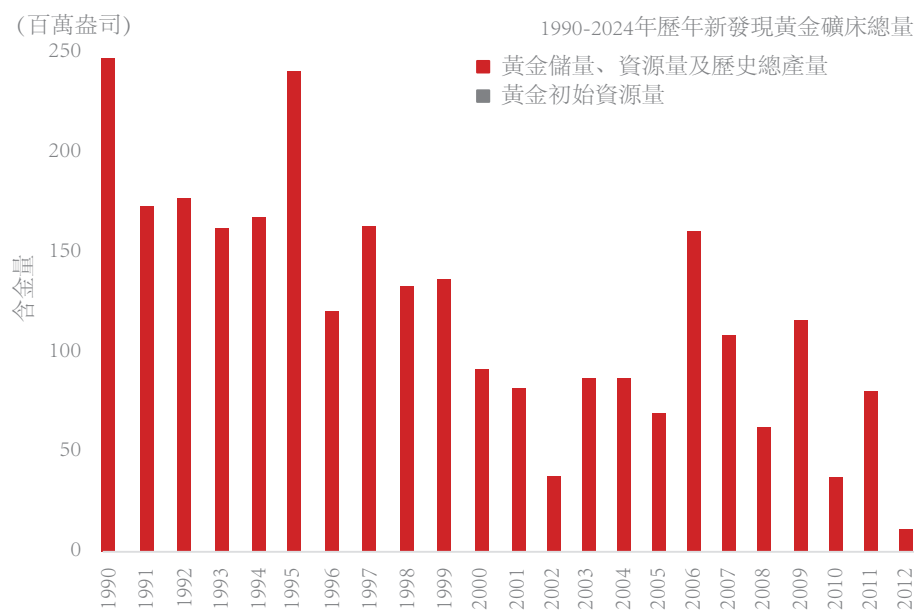
數據來源：國際貨幣基金組織、星展銀行

性的前提下，持續大幅加息以抑制通脹。這意味著實際利率的上行空間將被大幅限制，長期來看，黃金面臨的核心負面因素也將逐步消解。

供給稀缺性仍持續發揮作用。受金價走高、礦企盈利改善影響，黃金供應量有所增加，但過去兩年全球並未發現大型金礦。同時能源成本上升也會壓縮礦山利潤，進一步約束供給擴張。多重因素疊加，有望在可預見的未來維持黃金供需偏緊的格局。

我們維持黃金樂觀觀點。總而言之，全球能源供應中斷、通脹風險上行、減息預期降溫，雖導致黃金短期波動加劇、吸引力有所下降，但我們依舊看好黃金中長期走勢。去美元化、貨幣貶值等結構性推動力持續發力，為黃金提供堅實支撐。基於上述判斷，我們相應調整金價目標：2026年第三季5,000美元/盎司、2026年第四季5,300美元/盎司、2027年第一季5,600美元/盎司、2027年第二季5,900美元/盎司。本次預測基於以下假設：美元指數（DXY）2026年第三季目標96.6、第四季95.3，2027年第一季95.7、第二季96.0；美國10年期國債收益率預測區間為4.4%-4.6%。此外，假設各國央行與投資機構的黃金合計需求為每季度700噸。

近年大型金礦勘探成果稀少，黃金供給將持續趨緊



數據來源：S&P Global

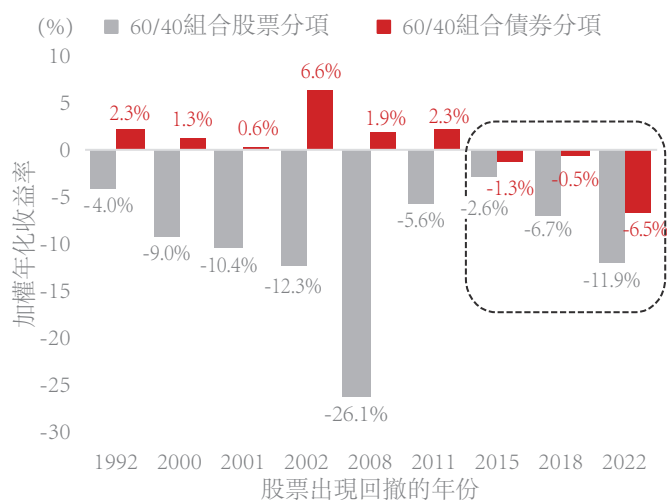
私募資產與對沖基金

何均倫, CFA
策略師

陳慶富, PhD
分析師

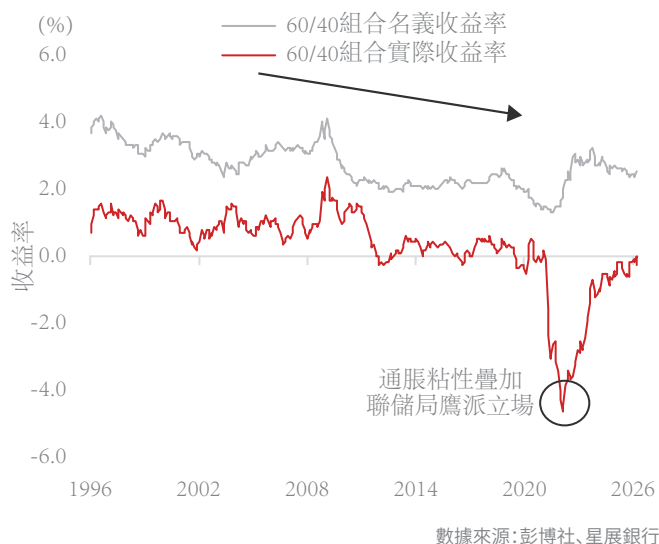
通脹是侵蝕投資組合的隱性稅負。即便市場整體表現看似平穩，通脹依舊會不斷侵蝕資產的實際收益與財富價值。如今，通脹還在削弱傳統資產配置模式的防護作用，也就是經典60/40股債組合所具備的分散投資效果。數十年來，投資者普遍認為債券能夠對沖股票的下跌風險，但如今這一聯動邏輯已不再穩固。若通脹持續高企，各國央行將被迫收緊貨幣政策，進而造成股票、債券同步承壓。這並非意味著債券徹底失去配置價值，而是投資者需要運用更多元的投資工具。當前地緣局勢錯綜複雜，通脹前景充滿不確定性，市場波動也隨之加劇，多元化工具的重要性愈發凸顯。因此，對另類資產進行多元化配置，有助於守護資產實際股值、平抑市場波動，保障投資組合實現長期穩健運作。

過往市場下行週期中，60/40組合未能有效對沖虧損



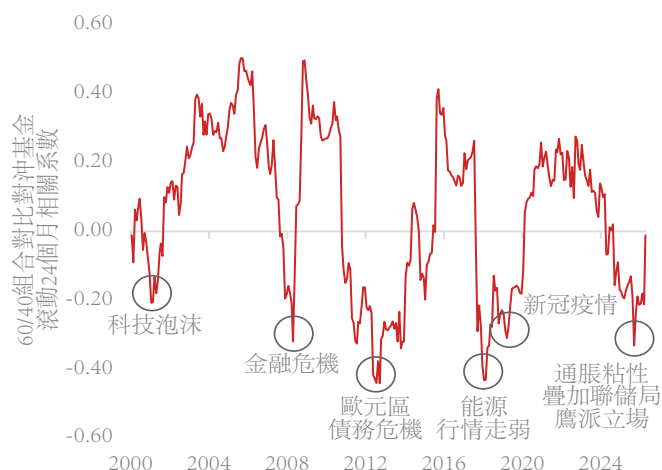
通脹侵蝕60/40傳統組合的實際收益率

數據來源：彭博社、星展銀行



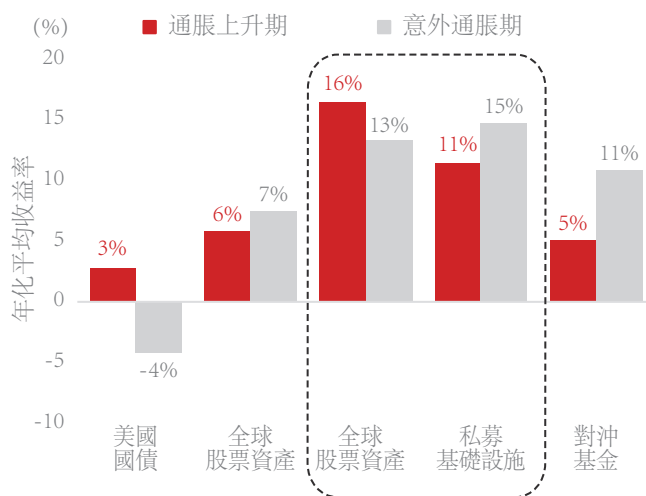
抵御市場風浪的利器。在各類另類資產當中，對沖基金是穩定投資組合的重要工具。當股債分散效應失效、60/40組合持續出現回撤時，對沖基金的價值會得到充分體現。縱觀互聯網泡沫、全球金融危機、歐元區危機、新冠疫情，以及當前通脹高企、聯儲局政策偏鷹的各個階段，對沖基金與60/40投資組合的相關性均轉為負值，依靠正向收益有效對沖組合回撤。在市場高波動環境中，對沖基金同樣表現穩健。當波動性指數突破35、全球股市大幅下挫時，對沖基金依舊能夠實現小幅正月度收益。對沖基金之所以具備優秀的抗風險能力，得益於其靈活的運作模式：可開展證券做空、運用衍生品、持有現金、跨資產類別輪動，同時把握宏觀交易與套利機會。對沖基金以獲取絕對收益為目標，能夠在各類市場環境下保全本金、創造超額收益，同時在危機階段發揮避險與分散風險的作用。

對沖基金表現亮眼,跑贏陷入困境的60/40組合



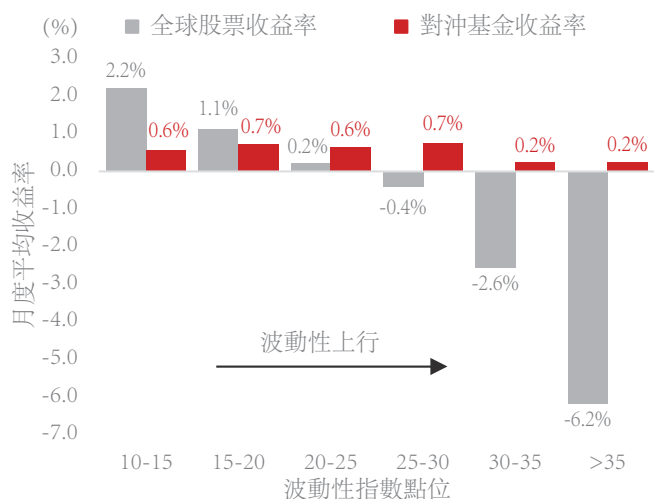
數據來源：彭博社、BarclayHedge、星展銀行

通脹環境下，實物資產表現優於公開市場資產



數據來源：彭博社、Preqin、BarclayHedge、聯儲局經濟數據平台、星展銀行

對沖基金在市場高波動環境中表現穩健

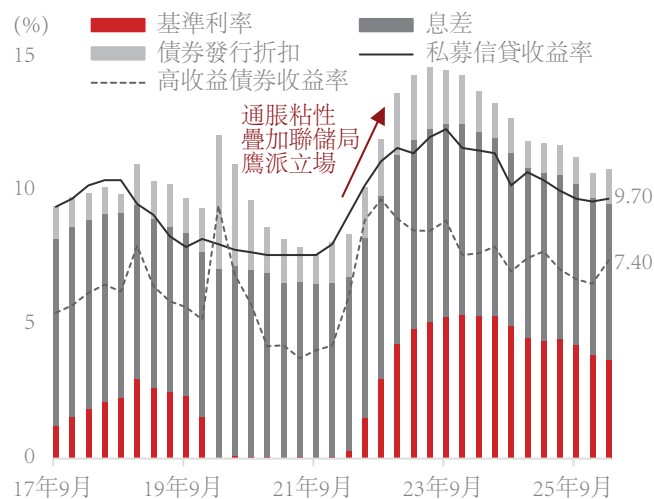


數據來源：彭博社、BarclayHedge、星展銀行

應對通脹的穩健選擇。除對沖基金外，實物資產同樣能夠提升投資組合的抗風險能力，在通脹環境下優勢尤為突出。回顧歷史數據，當通脹意外大幅攀升時，美國國債年化收益率平均下跌約4%，全球股票也往往難以抵消通脹帶來的資產縮水。與之形成對比的是，私募地產與私募基礎設施資產受與通脹掛鉤的現金

流，在高通脹時期年化收益率分別達到約16%和15%。收費公路、公用事業、機場、電網等基礎設施資產大多簽訂長期合約或受到定價監管，相關使用費可隨物價上升同步調整。房地產資產則可通過租約續簽、租金上調條款，疊加重置成本走高帶來的供給約束，穩固資產價值，形成類似的抗通脹效果。

浮動利率助力私募信貸在2022年維持收益率優勢



數據來源：彭博社、Houlihan Lokey、星展銀行

2022年私募信貸風險有所上升，但實質性違約規模仍處於可控範圍

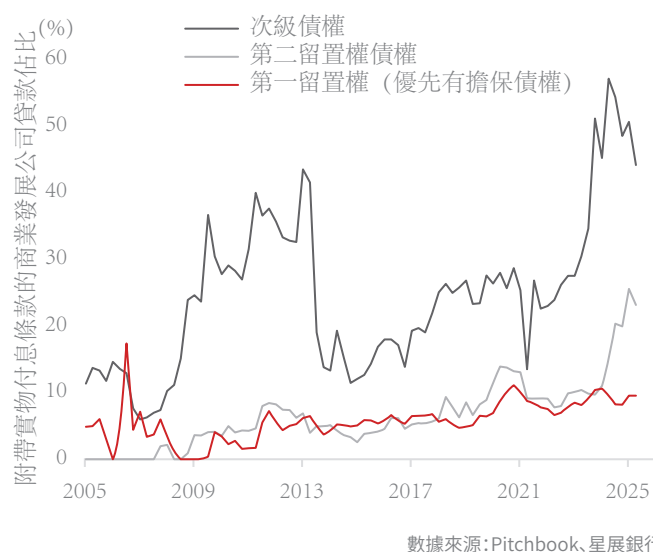


私募信貸收益可觀，標的甄選至關重要。私募信貸是另一類具備抗風險屬性的資產，其浮動利率結構可在政策利率上行時同步抬升收益水平，這也使得該品類收益率長期高於公開市場高收益債。在後疫情加息週期中，基準利率上行逐步傳導至借款端，私募信貸收益率從2021年的約7.5%攀升至2023年末的約12%。2026年市場環境逐步回歸常態，但私募信貸收益率仍維持在9.70%的高位，高於高收益債7.40%的收益率。收益率上行主要由基準利率走高推動，並非整體信用狀況惡化，信用息差與初始發行折扣整體保持平穩。利率上行確實給部分中型借款企業帶來經營壓力，相關風險主要體現為實物支付、債務展期以及契約條款整固，並未出現大規模企業破產。需要說明的是，實物支付條款本身並非負面信號。若在債務發行階段便約定該條款，能夠幫助企業管理現金流、渡過融資困境、規避破產風險，進而保全投資價值。事實上，此類“隱性違約”比例在2023年末升至約5.79%，但到2025年末已回落至4.45%，在本輪週期內實質性違約率始終處於低位。

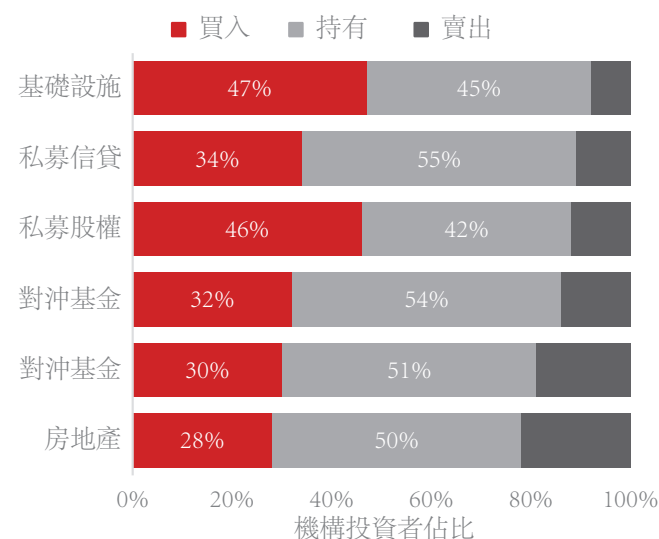
不過私募信貸市場的抗風險能力並非全域均衡。上一輪加息週期中，風險主要集中在次級資本板塊，次級債務的實物支付使用比例從2022年的約25%升至2024年末的約60%。反觀一級優先擔保貸款，整體表現穩健，截至2026年，其實物支付佔比始終穩定在10%左右。基於上述情況，下個季度佈局私募信貸時，應優先選擇頭部管理人以及一級優先擔保貸款策略，避開混合貸款與次級債務相關風險，嚴守風控標準與契約保障。產品載體

的選擇同樣關鍵。主要和常青的私募信貸工具提供更純粹的私募信貸缺口，並避免了公開交易工具的一些問題。相較於資產淨值大幅折扣的上市產品，往往難以在淨值下方增發份額，募資空間受限，進而被迫加大損桿，在貨幣政策收緊的環境下，這會進一步放大風險。總體而言，私募信貸仍然是另類資產配置的核心，但投資者應優先考慮質量、優先級和結構性保護。

2022年加息週期內，次級實物支付債務佔比大幅攀升，一級優先擔保貸款則保持穩健



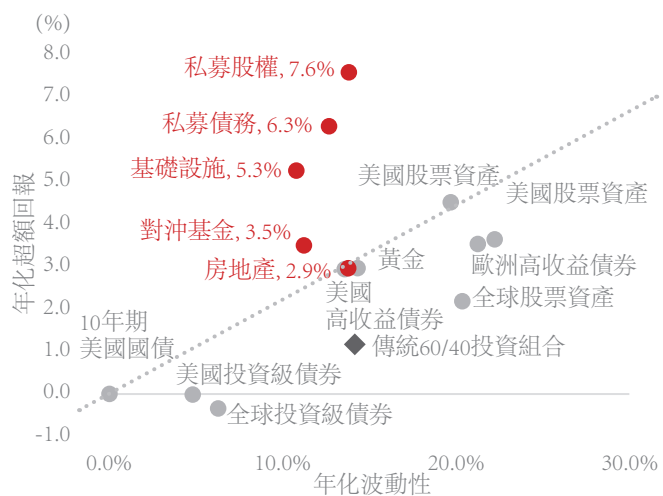
專業機構資金並未跟隨散戶撤出私募信貸市場



挖掘超額收益。另類資產除了具備抗通脹、對沖回撤、抵御加息的功能外，還能夠提升組合的長期收益潛力。歷史數據顯示，另類資產表現優於傳統公開市場資產。其中私募股權年化超額收益約7.6%，波動性則控制在11%至14%區間。而全球純牛市股票資產不僅超額收益更低，波動性還可突破20%，兩相比較優勢明顯。值得關注的是，經歷疫情後的高速增長階段，私募股權的基本面已逐步企穩。2022年私募股權企業收入增速觸及約15%的峰值，受薪酬上升、供應鏈受阻、原材料成本攀升影響，企業利潤空間被壓縮，息稅折舊攤銷前利潤增速隨之走弱。到2025年末，收入增速回落至約7%，息稅折舊攤銷前利潤增速穩定在6%附近，意味著非上市企業重回可持續盈利的發展軌道。這也印證了主動型管理人成功帶領旗下企業，渡過了2022年的通脹衝擊與利潤承壓期。市場流動性環境也有所改善。2022至2023年，受加息與估值不確定性影響，私募股權退出渠道陷入停滯，退出規模從2021年的逾8,400億美元降至2023年的約2,800億美元；2025年退出規模回升至7,000億美元，併購、首次公開發行以及基金間資產轉讓交易活躍度提升是主要推手。後續加息仍有可能打斷當前的復甦節奏，但目前規模分別約為1,150億美元、2,400億美元的普通管理人續期基金、有限合伙人主導的二手基金，為管理人提供了傳統退出渠道之外的多元化股值兌現方式。

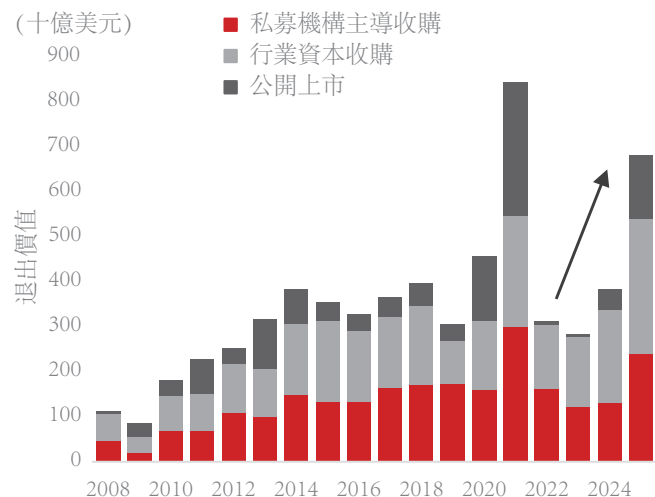
佈局私募股權，並非不計成本地全面配置，而是要精選優質管理人、擇優參與投資項目。科技領域尤其需要堅持這一思路，人工智能發展浪潮下，傳統軟件企業與原生人工智能平台的業績分化正不斷加劇。但這並不意味著需要規避私募股權，大量優質人工智能相關投資機會，在企業上市前仍集中在非公開市場。投資者應當甄選具備優質項目獲取、盡職調查與股值提升能力的頭部管理人。共同投資模式能夠進一步優化標的選擇，投資者可借此佈局競爭壁壘深厚、盈利穩健、價值增長路徑清晰的優質企業，同時還有望降低投資費率。對於新入場的投資者而言，配置含高比例共同投資項目的永續型、半開放式基金，既可以精選標的、提升收益、加快分紅，也便於流動性管理；不過此類產品依舊可能設置贖回限制與流動性窗口期。

私募股權領跑，另類資產整體斬獲更高超額收益



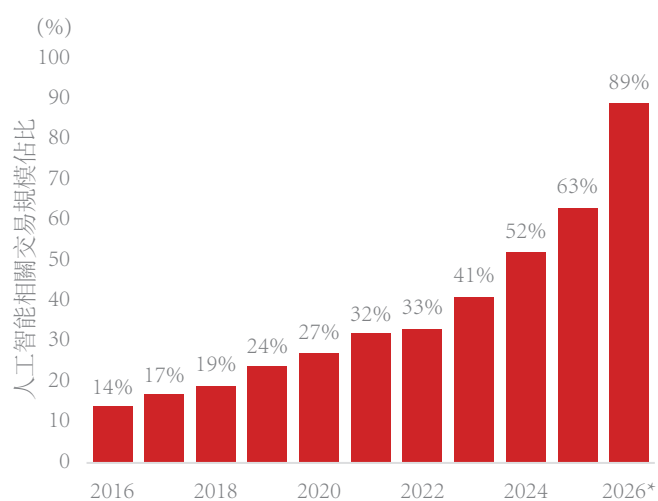
數據來源：彭博社、Preqin、星展銀行

私募股權退出交易規模從2022-2023年的低迷狀態逐步復甦



數據來源：Pitchbook、星展銀行

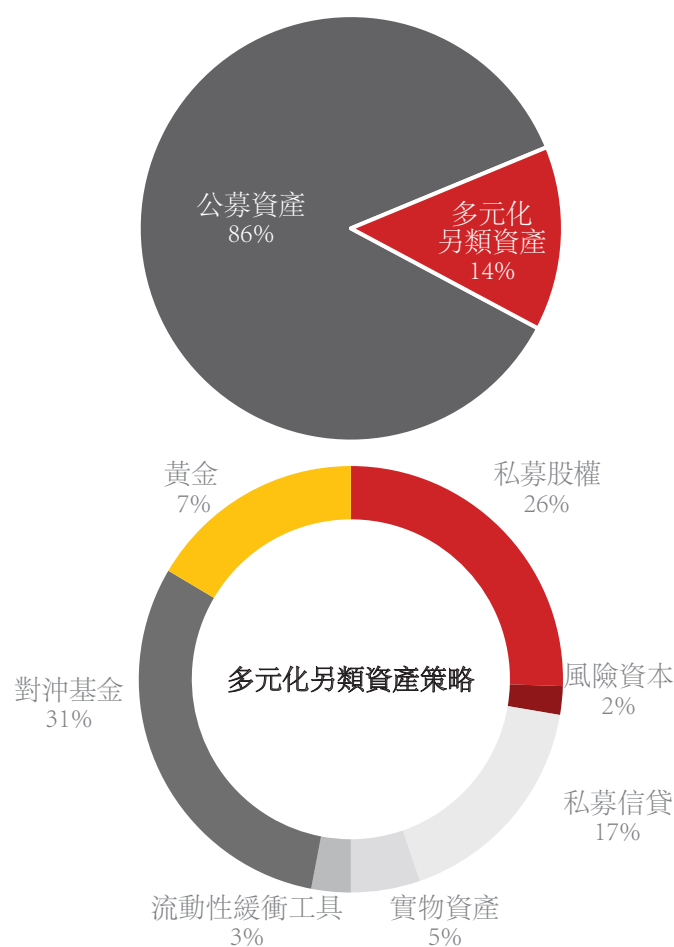
私募市場仍是佈局人工智能早期投資機遇的核心陣地



數據來源：Preqin、星展銀行
*注意：2026年數據統計截至2026年第一季度

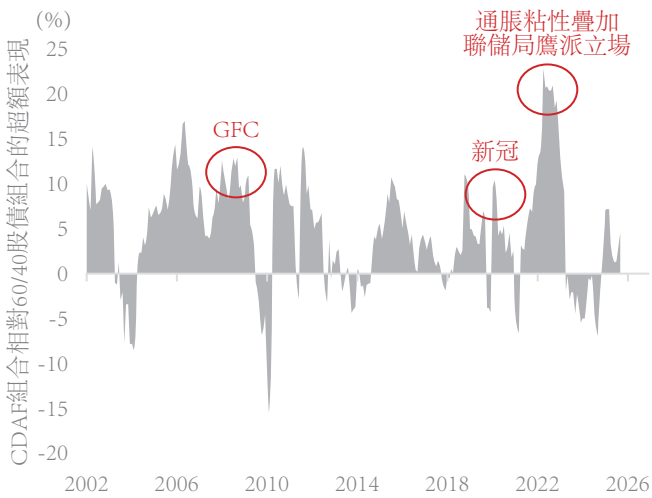
突破60/40傳統組合框架。綜合來看，另類資產能夠有效化解當前60/40傳統投資組合暴露出的各類風險痛點。對沖基金可降低組合回撤幅度，實物資產能夠產生隨通脹聯動的現金流，私募信貸受浮動利率收益應對加息環境，私募股權則通過主動股值挖掘創造長期超額收益。我行推出的多元化另類資產策略，將上述資產類別與黃金整合配置，可根據宏觀環境變化靈活開展再平衡操作。回測數據顯示，在通脹高企、經濟下行、地緣衝突等風險集中爆發的階段，該策略表現顯著優於傳統投資組合。同時，該策略採用母基金運作模式，投資者可通過單一投資標的對接優質管理人，實現更廣泛的資產分散配置，並且相較於傳統封閉式基金，其流動性也更為靈活。市場風險依然存在。但在通脹粘性增強、市場波動加劇、股債分散效應持續弱化的宏觀環境下，投資組合的構建工作變得愈發重要。配置多元化另類資產，能夠幫助投資者跳出60/40傳統組合的局限，提升整體抗風險能力。

多元化另類資產策略整體架構



數據來源：星展銀行

在重大風險週期中，另類資產回測表現優於60/40組合



數據來源：彭博社、Preqin、星展銀行

另類資產解決傳統60/40投資組合中的壓力點

另類資產類別	核心特點	作用
對沖基金	收益與主流資產低相關性	降低組合回撤、平抑市場波動
房地產及基礎設施	現金流與通脹掛鉤	抵御通脹
私募信貸	浮動利率	加息週期環境
私募股權	主動開展價值創造	博取高額超額收益

數據來源：彭博社、星展銀行

能源安全備受重視



數據來源: Unsplash

2026年第3季度 主題策略

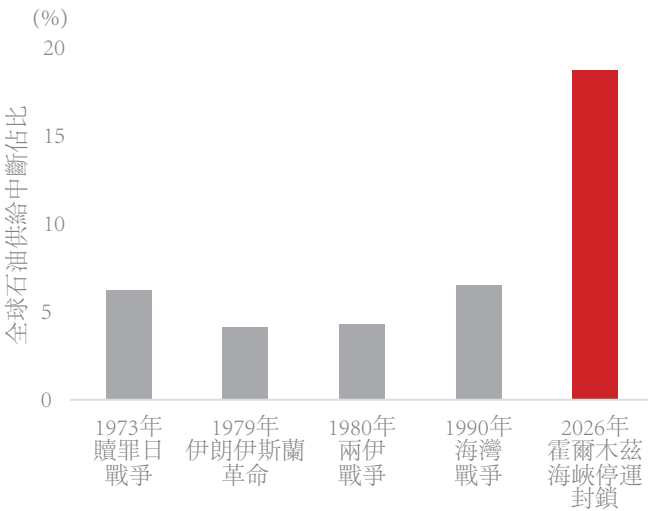
在地緣衝突頻發、用電需求攀升、電網設施老化的背景下，能源安全再度成為全球戰略核心。傳統碳氫能源依舊發揮著關鍵作用，能源基礎設施、儲能技術以及核能等部分低碳解決方案的重要性也持續提升。本輪能源轉型覆蓋範圍廣、資金投入大，同時各方博弈也日趨激烈。

能源安全備受重視

楊政齡	吳俊勇	蘇夫羅·薩卡	林子軒	何均倫	陳慶富, PhD	Subhra Chatterjee
投資總監 (北亞區)	策略師	分析師	策略師	高級策略師	分析師	股票及 固定收益分析 主管

能源安全再度成為全球戰略核心。本次變局的直接誘因來自地緣政治層面：伊朗衝突爆發、霍爾木茲海峽航運中斷，充分暴露了全球經濟對油氣關鍵運輸樞紐的高度依賴。霍爾木茲海峽若長期停航，全球海運油氣運輸量將大幅承壓，其影響遠不止燃料價格上升。通脹水平、工業產出、交通運輸以及地緣格局均受到波及。能源領域的變局並不僅僅源於供給衝擊，

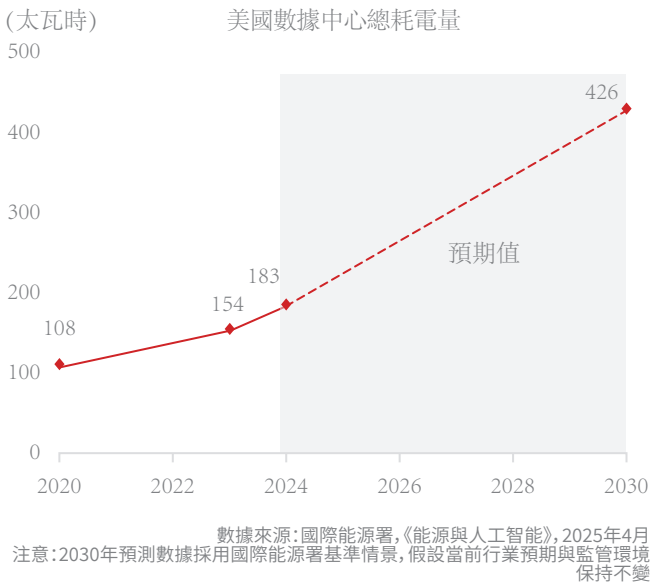
歷史原油供應衝擊規模對比



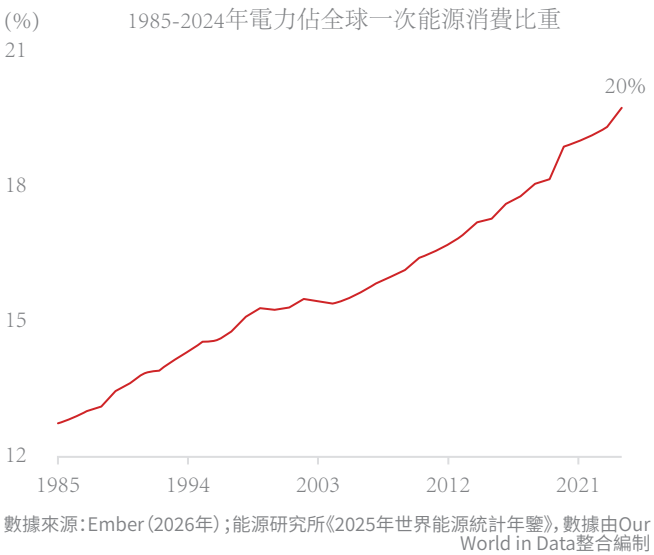
需求端也正在發生結構性轉變。全球經濟數碼化、電氣化進程不斷推進，電力需求持續攀升。人工智能數據中心已成為全新的主力基荷用電來源；與此同時，電動汽車、電採暖以及各行業的全面電氣化發展，也讓更多經濟活動接入電網體系。我們可以從三個層面解讀當下的能源安全格局。第一，化石燃料仍是全球能源體系的根基，保障油氣穩定供應依舊不可或缺。第二，能源基礎設施與燃料本身同等重要，電網老化、發電裝機不足已成為明顯

的發展制約。第三，能源轉型確實在持續推進，但過程遠比簡單的新舊能源替代更為複雜。未來的能源結構將更加多元、基建屬性更強，同時各方博弈也會比此前普遍預期的更為激烈。

到2030年，美國數據中心電力需求預計將增長一倍以上

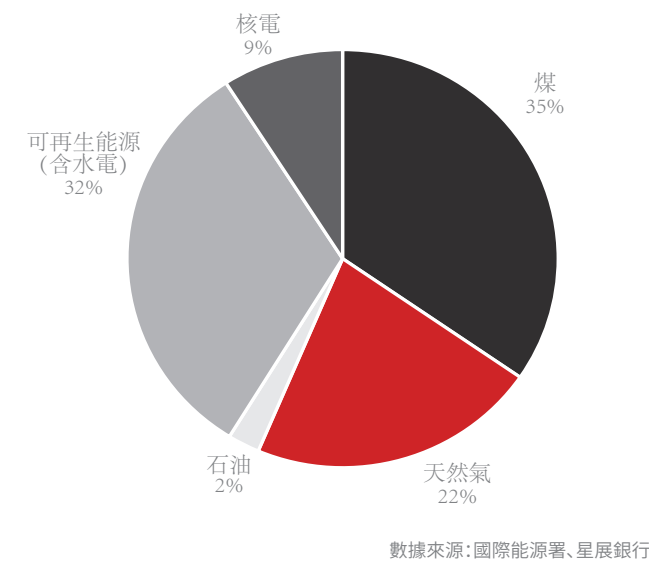


電力在一次能源消費中的佔比正快速攀升



化石燃料依舊佔據主導地位。近期一系列事件印證了一個不爭的現實：能源安全本質上是地緣問題，而化石燃料正是這一問題的核心。俄羅斯對烏克蘭一事警示世人，完全受穩定的地緣關係搭建能源體系存在巨大風險。歐洲長期依賴俄羅斯廉價天然氣，危機爆發後不得不緊急尋找替代氣源、重啟煤電產能，並延長現有核電機組的服役年限。近期局勢升級，則進一步加深了這一認知。如今各國制定能源策略時，不再單純以壓縮成本為首要目標，而是更加重視能源體系的韌性、冗餘配置與戰略自主。這一轉變意義重大，因為化石燃料在實體經濟中依舊根基深厚。在全球發電結構中，化石燃料仍佔據主流份額。

化石燃料發電量約佔全球總發電量的60%



盡管多年來相關政策持續推動能源轉型，但煤炭在諸多市場重新凸顯其價值。煤炭儲量充足、便於儲存，且可兼容現有發電設施。2022年天然氣危機過後，歐洲多國暫緩甚至取消了煤電退出計劃。在亞洲，尤其是中國與印度，煤炭憑借成本優勢與靈活調峰能力，依舊是保障能源安全的重要支柱。中國的發展模式頗具代表性：中國在大力佈局可再生能源的同時，持續擴建煤炭產能，走出了一條綠色增長和傳統能源兜底的雙軌發展路徑。

天然氣的戰略地位尤為關鍵，既可承擔基荷供電、峰值調峰的職能，也可作為電網平衡電源。對於希望在減排的同時保障供電穩定性的經濟體而言，天然氣是現階段最理想的過渡能源。當風電、光伏發電量出現波動時，燃氣電廠可快速響應、補足電力缺口，因此在可再生能源佔比不斷提升的電力系統中，燃氣電廠發揮著核心作用。

石油在發電領域的佔比雖已有限，但其重要性仍不可替代。交通運輸仍是石油的主要消費場景，航空、航運、石化、塑料製品、化肥以及各類工業原料行業，也都高度依賴石油產品。電動化轉型在不同地區、不同行業推進節奏參差不齊，市場對於石油需求見頂的預期也因此一再延後。由此不難得出結論：能源轉型雖在推進，但化石燃料的存續時間與重要性，仍將遠超此前諸多機構的預測。

全球石油需求峰值預測變遷

預測年份	預測機構	預測需求峰值年份
約2018-2019	國際能源署 (可持續發展情景)	近2025
2021	殼牌首席執行官 (疫情期間研判)	“或已出現需求峰值”
2023	國際能源署 (逐步轉型能源情景)	2020年代末/約2030
2024	國際能源署 《2024年石油報告》	約2030，日需求量穩定在約1.06億桶
2025	國際能源署 《2025年石油報告》	2020年代末日需求量穩定在約1.055億桶
2025	英國石油 《2025年能源展望》	2030年代中期
2025	挪威國家石油 《2025年能源展望》	2033
2025	石油輸出國組織 《2050年世界石油展望》	2045至2050年前不會出現需求峰值

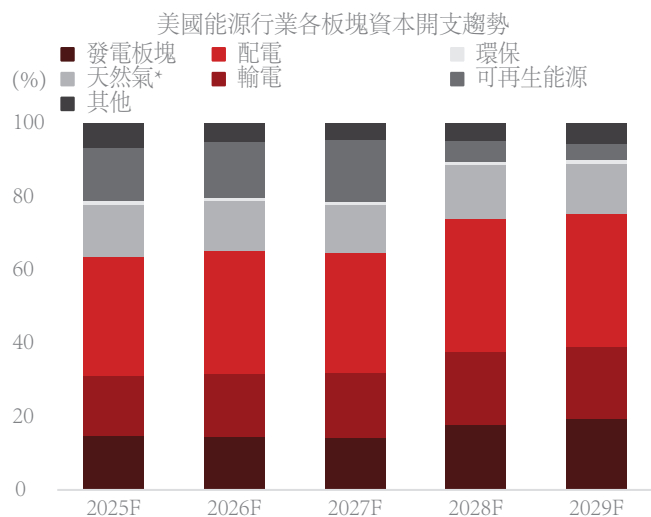
數據來源：國際能源署、英國石油、殼牌、挪威國家石油、石油輸出國組織

基礎設施是本土能源安全的核心支撐。如果說油氣資源決定了能源安全的地緣格局，那麼基礎設施則決定了一國本土的能源保障能力。即便油氣供應充足，倘若電力系統無法穩定完成發電、輸電、配電全流程，能源安全也就無從談起。當前全球電力需求步入結構性上行週期，基建的重要性被進一步放大。交通、採暖、工業領域的全面電氣化推高了基礎用電負荷，人工智能數據中心則帶來大規模、持續性且對供電可靠性要求極高的新增用電需求。現有電網並非為當前運行環境而設計。全球多數電力基

礎設施已日趨老化，其設計初衷是受大型集中式電站，向終端用戶實現單向電力輸送。這類電網難以適配接入分佈式可再生能源、電力雙向流轉、數碼化負荷管理，同時用電負荷劇烈波動的新型電力體系。這意味著能源安全愈發依賴電網實體設施與數碼化架構的升級改造。發電、輸電、配電、變電站、控制系統以及儲能領域均需加大投入。

市場需要新增發電裝機，僅依靠公用事業企業，無法獨自完成全部新增電力的投資與建設工作。因此，獨立電力生產商在各類發電項目的投資與建設中，扮演的角色愈發重要。該群體的崛起，反映出電力系統整體向分佈式模式轉型，行業資本開支也進入結構性上行階段。

未來能源領域資本開支將重點投向發電、輸電及配電板塊

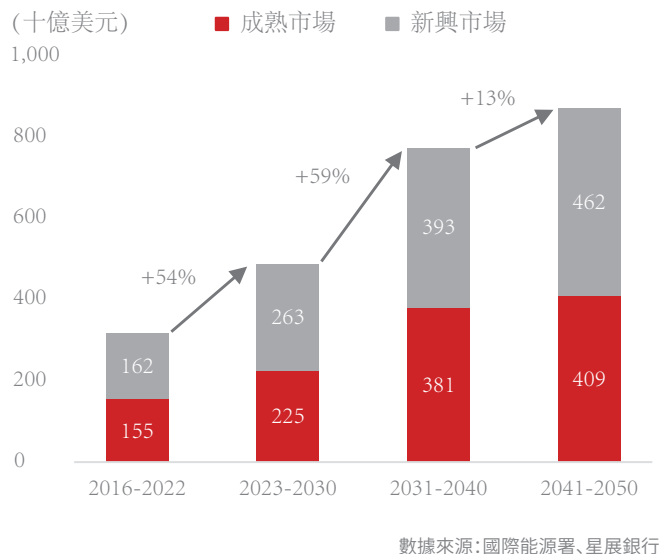


數據來源：數據來源：標普全球大宗商品信息旗下監管研究協會，標普全球（截至2025年3月24日）

*註：天然氣相關投資包含管道、儲氣設施、配送網絡及其他天然氣基礎設施

電網現代化建設同樣至關重要。搭載數字傳感器、實時監測系統、自動化設備以及需求響應工具的智能電網，是消納波動性可再生能源、應對複雜用電負荷的必要載體。但僅依靠數碼化改造並不足夠，實體電力運力也必須同步擴容。輸電項目建設週期長、資金投入大，且常常受到審批流程與地緣因素的制約，即使用電需求持續攀升，運力瓶頸也可能長期存在。電池儲能系統是一項重要的配套解決方案。相較於大型電網改造工程，儲能項目建設週期更短，能夠近乎實時地響應供需變化，有效平抑可再生能源發電波動與用電負荷起伏。即便如此，儲能設施也無法完全替代電網擴容與可調度電源。

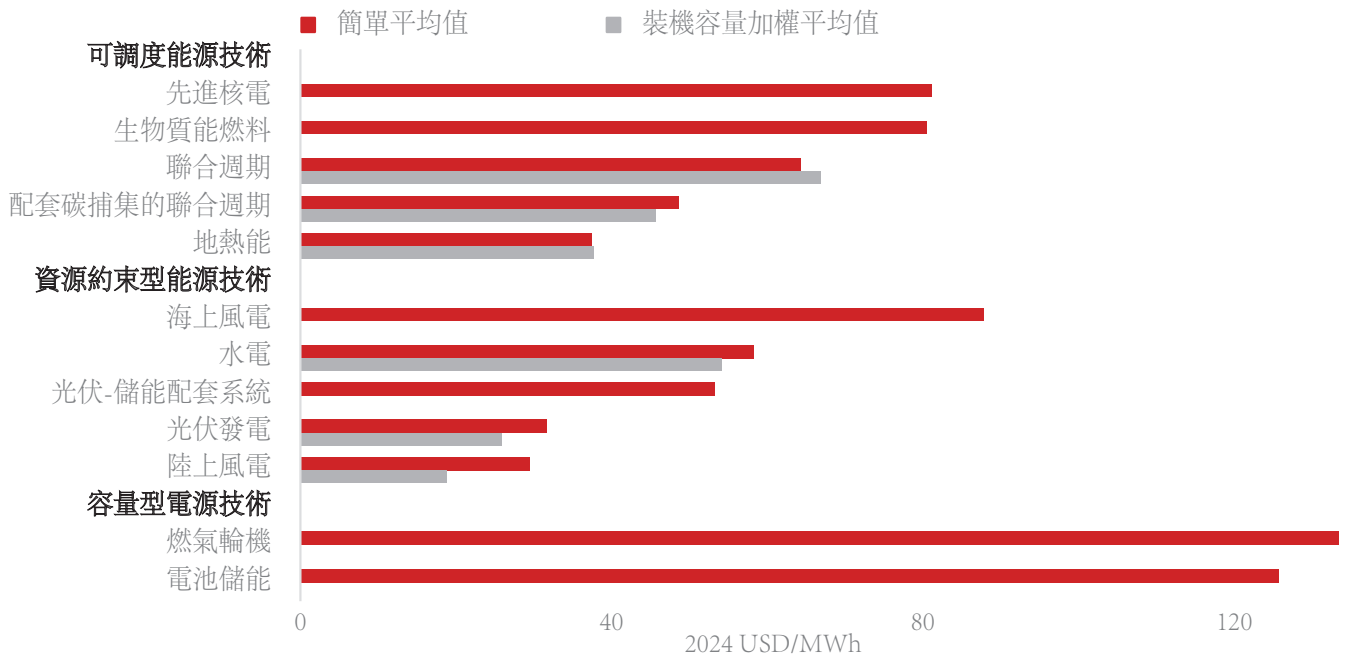
若要達成當前能源發展與氣候目標，電網年度投資規模需實現指數級增長



綜上，能源安全的內涵已經改變，不再僅僅局限於保障陸上及海運油氣供應。如今，能源安全更多取決於一個國家是否擁有完備的發電設施、輸電線路、變電設備以及數碼化管控能力，以此保障現代經濟平穩不間斷運行。

能源轉型確在推進，但這並非簡單的新舊能源替代過程。風電、光伏裝機規模正快速擴張，未來在全球發電量中的佔比將持續提升，成熟市場的表現尤為突出。發展可再生能源是實現長期脫碳的核心舉措，且項目建成後營運成本具備優勢，但它並非萬能的解決方案。核心短板在於發電出力不穩定。光伏發電量在日照最強時達到峰值，往往和用電高峰出現錯配；風力發電量則會在短期內出現劇烈波動。這就造成了發電與用電的供需失衡，需要受電力系統其他環節加以化解。儲能能夠緩和該問題，但會推高整體成本，同時在續航時長與裝機規模方面仍存在局限。備用電源、電網加固、出力管控以及土地規劃等問題，進一步加大了項目的營運難度與成本壓力。因此，單純對比綜合度電成本容易產生誤導。該指數並未計入可再生能源並網所需的整套系統成本，也無法體現電源可調度性與供電可靠性的價值。所以短期內，不應將可再生能源視作傳統能源的完全替代品，而應將其視為多元能源體系的重要組成部分。

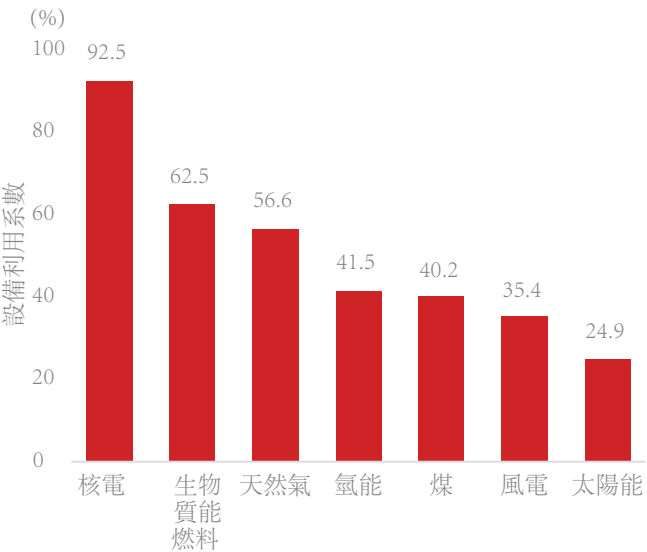
2030年美國各類新增能源項目平準化度電成本 (LCOE) 與儲能平準化成本 (LCOS) 預測



數據來源：美國能源信息署，《2025年度能源展望》

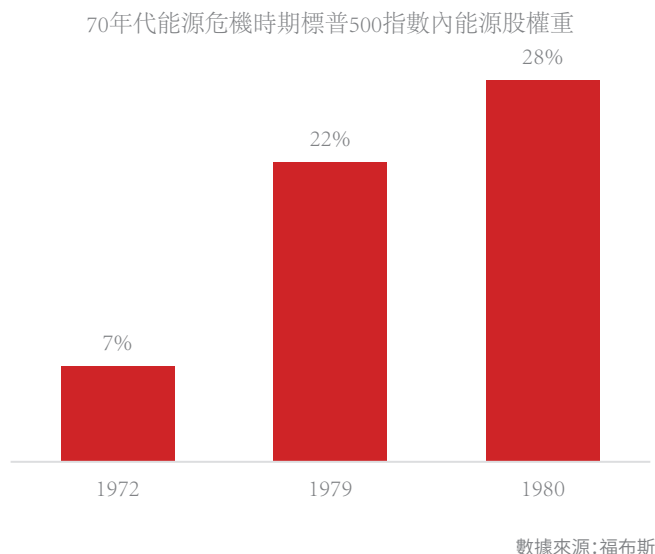
在這套多元能源體系中，核能重新回歸戰略視野。隨著電力需求上升、停電造成的經濟損失不斷增加，穩定的低碳基荷電源價值愈發凸顯。核電機組使用率高，全生命週期碳排放較低，同時受油氣運輸相關市場波動的影響相對有限。但核能並非完美選擇：核電項目造價高昂、易引發輿論爭議，且規模化建設週期漫長。不過，隨著各國決策者愈發重視能源體系韌性、供應安全與脫碳目標，核能的戰略地位已不容忽視。小型模塊化反應堆等技術迭代有望逐步拓展核能的應用場景，但相關項目落地仍取決於監管政策、資金配套與工業實力。核心觀點在於，本輪能源轉型以多元互補為主，而非單純的能源替代。全球能源格局並不會從一種主流能源直接切換為另一種。當前全球正在搭建一套更為複雜的能源體系，可再生能源、化石燃料、儲能設施、電網基建，以及部分國家佈局的核能各司其職、互為補充。

核電的發電穩定性位居各類電源之首



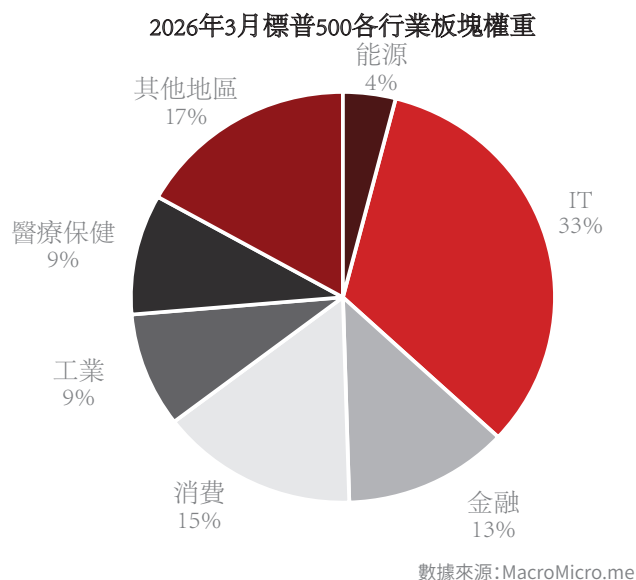
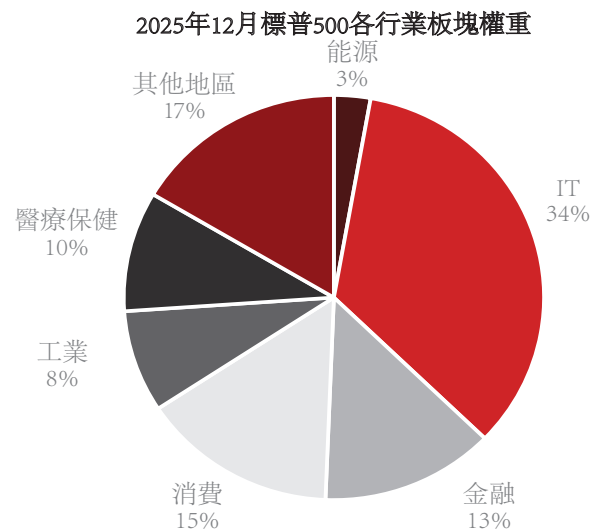
數據來源：美國能源部、美國能源信息署 (EIA)、星展銀行

20世紀70年代能源危機期間，能源板塊在標普500指數中的權重一度飆升至28%



投資啟示。對投資者而言，核心認知是：能源安全並非單純的短期油價交易標的。它是一條貫穿整個能源行業鏈的長期結構性投資主線。地緣衝突階段會推高大宗商品價格，利好傳統能源企業的短期盈利，但更具持續性的機遇，集中在保障現代能源體系平穩運轉的各類資產與業態當中。其中包括規模龐大、資產負債表穩健、現金流佈局多元的綜合油氣巨頭；身處行業鏈關鍵節點的煉油企業；以及受惠於上游開採與基建資本開支回暖的能源服務商。公用事業企業、電網營運商、輸電企業、儲能服務商同樣具備投資價值；若投資者希望佈局低碳可靠能源的戰略復甦賽道，也可擇優配置核電與鈾資產。該主線具備投資股值的一大原因是，市場目前尚未充分認識到能源行業的結構性地位。盡管如今能源安全、電氣化轉型與基建升級重回政策與資本佈局的核心，但在多數主流股指中，能源板塊權重仍遠低於以往能源危機時期。與此同時，傳統能源及配套基建長期投資不足，加劇了行業面對各類衝擊的脆弱性。因此，分層佈局是最為合理的投資策略。短期可配置傳統化石能源板塊，在供應緊張、地緣風險溢價高企的環境下獲取防禦性收益。中長期機遇則聚焦於基建擴容、電網現代化、儲能以及多元化發電領域。換言之，投資邏輯不再局限於研判油價走勢。當下的投資邏輯，立足於全球經濟能源消耗提升、基建依賴度加深、地緣格局趨於分化的大背景。

稀缺資產緩衝了投資組合的回撤



總結而言，能源安全議題重回視野，意味著市場告別理想化的能源轉型敘事，重新直面現實條件與戰略博弈。化石燃料依舊不可或缺，仍是交通運輸、工業生產以及全球大部分發電領域的根基。電氣化發展、人工智能催生新增用電需求，疊加電網老化問題，凸顯出現有電力體系的短板，也讓基礎設施的重要性與能源本身旗鼓相當。可再生能源仍將保持高速發展，但其發展成效有賴於儲能、電網、靈活調峰電源等配套投資，部分市場還需受核電提供支撐。未來全球能源格局，將比各國決策者此前預想的更加多元、資金密集，同時各方博弈也會愈發激烈。對各國政府而言，這意味著必須將能源體系韌性、冗餘配置與本土供給能力列為首要發展目標。對投資者而言，機遇不僅存在於能源大宗商品領域，更遍佈整套能源基礎設施體系，這套體系能夠在日益複雜的市場環境中，保障能源供應穩定、安全且具備靈活調節能力。

免責聲明和重要提示

免責聲明和重要通知

本文中的信息僅供您私人使用，不得複製、傳播或傳達給任何其他人。此信息的內容嚴格保密，不可轉讓、轉讓或全部或部分再發行給任何第三方。

本文中的信息並非也不會構成或形成向您發出的任何要約、推薦、邀請或邀約，以認購或達成所述的任何交易。本文中的信息不考慮您的具體投資目標、財務狀況或特殊需求。它不旨在提供會計、法律或稅務建議，也不應被依賴於此。

所有投資都涉及風險，您可能會損失部分或全部投資。在進行任何投資之前，您應仔細閱讀產品發售文件和任何產品條款。如果您有任何疑問，請尋求獨立的專業建議，否則您應仔細考慮本出版物中提及的任何產品是否適合您。本文提及的任何投資產品並非唯一與本文所述觀點一致的產品，也可能並非最受追捧或最適合您的產品。市場上有其他投資產品可能更適合您的投資概況、目標和財務狀況。

星展銀行或與星展集團相關的個人/實體現在或將來可能在所提及的目標投資產品中擁有權益，並可能影響其交易。與星展銀行相關的公司可能與目標投資產品的發行人有協議，以推廣或銷售其產品。如果星展集團內的任何公司是產品提供者，則該公司可能會從投資者收取費用。此外，星展集團內的公司也可能向發行人或相關公司提供經紀、投資銀行和其他銀行或金融服務。

星展集團不就本信息的準確性、及時性、充分性或完整性作任何特定目的的保證，因此對因使用或依賴本信息及任何相關文件而引起的任何損失不承擔任何責任。過往表現不保證未來結果，未來結果可能因各種經濟、市場及其他因素而未能達到您的預期。本文中的信息如有更改，恕不另行通知。所有數字和金額僅供說明之用，對星展集團無約束力。

如果本出版物是通過電子傳輸(例如電子郵件)分發的，則不能保證這種傳輸是安全或無錯誤的。

本出版物不針對任何地方、州、國家或其他司法管轄區的公民或居民，也無意發佈或由其使用，在這些地方發行、出版、提供或使用都將違反法律或法規。

本出版物未曾經新加坡、香港、迪拜國際金融中心、泰國、英國或其他任何監管機構審閱或授權。本出版物中討論的信息沒有預定的更新計劃或頻率。

如果本文提及任何特定的產品，此類投資產品並非唯一與研究報告中所述觀點一致的產品，也可能並非最受追捧或最適合您的產品。市場上有其他投資產品可能更適合您的投資概況、目標和財務狀況。

倘若本文件英文版一中文譯文有任何歧義，概以英文版為準。

迪拜國際金融中心

本出版物是因您符合迪拜金融服務局(DFSA)之《業務單元守則》(“COB”)中所定義的專業客戶或市場對手方而提供給您的，任何不符合DFSA所定義的專業客戶或市場對手方的客戶，不應依賴本出版刊內的信息採取任何行動。本出版物由在迪拜國際金融中心(“DIFC”)經營的星展銀行有限公司分行發行，營業名稱為“星展唯高達證券(DIFC分行)”(“星展DIFC”)，已在DIFC公司註冊處註冊(註冊號156)，其註冊辦事處位於阿拉伯聯合酋長國迪拜國際金融中心(DIFC)大門區5號樓6層608-610室，郵政信箱506538號。

DBS DIFC受迪拜金融服務管理局(“DFS”)監管，其參考編號為F000164。在本通訊包含研究報告的情況下，該研究報告是由其中提到的實體編制的，該實體可能是星展銀行有限公司或第三方，並由迪拜國際金融中心提供給您。該研究報告並未被DFSA審核或授權。諸如本研究報告的發行是基於明確地理解了以下信息，即為盡管其中包含的信息被認為是可靠的，該信息尚未得到迪拜國際金融中心的獨立驗證。除非以其他方式提及，本通訊並不構成市場法第12條(2012年DIFC法第1條)中所定義的“向公眾發售證券”或集體投資法第19(2)條(2010年DIFC法第2條)中所定義的“發售基金單位”的概念。DFSA不承擔審核或核實此類通訊或任何與此類投資有關的文件的責任，並且不受到任何DFSA出台或通過的任何形式的規定的約束。因此，DFSA並未批准此類通訊或任何與此類投資相關的檔，也未採取措施對此類通訊或相關文件中信息進行核實。DFSA並未評估任何本通訊中提及的投資是否適配任何一條伊斯蘭教投資的要求(或任何被認為符合伊斯蘭教法的投資)，我們或DFSA都並未以任何方式決定這些投資是否符合伊斯蘭教法。本通訊提及的任何投資可能是不能立即兌現的，並且/或受到其轉賣的限制。潛在購買者應該對任何投資都自行進行盡調。如果您對於本檔中的內容有不理解之處，您應向獲得授權的財務顧問進行諮詢。

香港

本出版物由星展銀行(香港)有限公司(香港證監會中央編號:AAL664)(“DBSHK”)發行，受香港金融管理局(“金管局”)和證券及期貨事務監察委員會監管。在香港地區，星展私人銀行是星展銀行(香港)有限公司的私人銀行板塊。

若星展銀行(香港)有限公司未向您招攬銷售或推薦任何金融產品，或在提供任何服務作為交易執行服務時，星展銀行(香港)有限公司不作為您的投資顧問或以受托人身份行事。如果星展銀行(香港)有限公司向您招攬銷售或推薦任何金融產品，則該金融產品必須在考慮到您的財務狀況、投資經驗和投資目標的情況下，對您來說是合理合適的。本檔或星展銀行(香港)有限公司可能要求您簽署的任何其他檔中的任何其他條款，以及星展香港可能要求您作出的任何聲明，均不得減損本條款。

在任何情況下，星展銀行(香港)有限公司均未曾且將來亦不會就根據所提供信息進行的任何投資結果作出任何陳述、保證或其他承諾。“金融產品”指《證券及期貨條例》(香港法例第571章)所定義的任何證券、期貨合約或槓桿式外匯交易合約。關於“槓桿式外匯交易合約”，僅適用於由獲發牌進行第3類受規管活動的人士所進行的交易。本信息未經香港金融管理局或任何其他監管機構審閱或授權。

DBSHK不是該研究報告的發行者，除非報告中另有說明。該研究報告的發佈是基於明確的理解，即雖然其中包含的信息被認為是可靠的，但該信息尚未得到DBSHK的獨立驗證。

新加坡

本出版物由星展銀行有限公司(公司註冊號196800306E)(“星展銀行”)發行，該銀行是《金融顧問法》所定義並受新加坡金融管理局(“MAS”)監管的免稅財務顧問。

本出版物是作為“合格投資者”(根據新加坡《證券及期貨法》和《證券及期貨(投資者類別)條例2018》定義)或“機構投資者”(根據新加坡《證券及期貨法》和《證券及期貨(投資者類別)條例2018》定義)提供給您的，僅供您私人使用，不得轉讓或披露給任何人，也不得以任何方式複製或再版。

泰國

本出版物由星展唯高達證券(泰國)有限公司(“DBSVT”)發行。

本出版物中包含的信息無意構成在任何司法管轄區內購買或出售任何證券、衍生品或任何其他金融產品或服務的要約、邀請或招攬，提供財務或投資建議，促進或接受存款，或提供任何其他類型的金融產品或金融服務。本出版物僅供參考，不旨在提供且不應被解釋為建議。

本出版物未經泰國任何監管機構審查，也未在泰國證券交易委員會辦公室註冊為招股說明書。因此，任何與證券、衍生品或任何其他金融產品或服務的要約或銷售，或認購或購買邀請相關的文檔和材料，只能由適用法律法規允許的實體進行流通或分發。星展銀行和星展唯高達證券(泰國)有限公司無意向您招攬任何投資或認購證券、衍生品或任何其他金融產品或服務，任何此類招攬將由適用法律法規允許的實體進行。

英國

本出版物由星展銀行有限公司倫敦分行發行。該分行位於倫敦墻大廈一號9樓英國郵政編碼EC2Y 5EA。星展銀行有限公司受新加坡金融管理局監管，並受審慎監管局授權和監管。星展銀行有限公司受金融行為監管局的監管和審慎監管局的有限監管。有關星展銀行有限公司倫敦分行受審慎監管局監管範圍的詳細信息，可應要求提供。

印度

本出版物由星展銀行印度有限公司(“DBIL”)“按原樣”發佈，僅供參考。本出版物無意作為所提供材料或已發佈信息的建議來源，也不應被解釋為法律、稅務、財務或投資諮詢。本檔不是也不應被解釋為就本文提及的任何產品和服務進行任何交易的要約、邀請、推薦或招攬。DBIL不作任何明示或暗示的保證，包括但不限於對完整性、信息準確性、適銷性或特定用途適用性的保證。本文件尚未在包括但不限於印度證券交易委員會、印度儲備銀行或印度任何其他政府或監管機構在內的任何司法管轄區註冊和/或批准。

印尼

本出版物由星展銀行(印尼)(“DBSI”)發行，DBSI由印尼金融管理局(OJK)授權和監督。本出版物並非也不構成任何要約、推薦、邀請或招攬您訂閱或進行所描述的任何交易的任何要約、推薦、邀請或招攬，也不旨在邀請或允許向公眾提出要約以現金或其他對價訂閱或進行任何交易，因此不應被視為如此。客戶不應將本文所載信息作為任何財務決策的唯一依據。

MSCI ESG數據使用說明

盡管星展銀行的信息提供者，包括但不限於MSCI ESG Research LLC及其附屬機構(“ESG方”)從其認為可靠的來源獲取信息(“該信息”)，但任何ESG方均不保證或擔保此處任何數據的原創性、準確性和/或完整性，並明確聲明不提供任何明示或暗示的擔保，包括適銷性和特定用途適用性的擔保。該信息僅可供您內部使用，不得以任何形式複製或重新傳播，也不得用作任何金融工具、產品或指數的基礎或組成部分。此外，該信息本身不能用於確定何時買賣何種證券。任何ESG方均不對與此處任何數據相關的任何錯誤或遺漏承擔任何責任，也不對任何直接、間接、特殊、懲罰性、後果性或任何其他損害(包括利潤損失)承擔任何責任，即使已被告知可能發生此類損害。

ESG是星展銀行在考慮投資產品時所採用的各種選擇標準之一。在某些情況下，考慮到與投資相關的所有相關因素，我們可能會推薦ESG評級為BB或更低的產品。

詞匯表

AI	人工智能	HIBOR	香港銀行同業拆借利率
ASEAN	東南亞國家聯盟	HY	高收益
AT1	額外一級資本	ICE	美國洲際交易所
AxJ	亞洲(日本除外)	IEA	國際能源署
bbl	桶	IEEPA	《國際緊急經濟權力法》
BDC	商業發展公司	IG	投資級
BNM	馬來西亞國家銀行	IGB	印度國債
BOJ	日本央行	IMF	國際貨幣基金組織
BOK	韓國央行	IndoGB	印尼國債
BOT	泰國銀行	IPO	首次公開發行
BSL	銀團貸款	IT	信息技術
BSP	菲律賓中央銀行	JGB	日本國債
bps	基點	KLIBOR	吉隆坡銀行同業拆借利率
CAA	CIO資產配置	KTB	韓國國債
CAGR	複合年增長率	LHS	左側
CGB	中國國債	LNG	液化天然氣
COMEX	紐約商品交易所	LPR	貸款基礎利率
CPI	消費者價格指數	M&A	合並與收購
DM	成熟市場	MAS	新加坡金融管理局
DPU	每單位分配	MFN	最惠國待遇
DX	美元指數	MGS	馬來西亞政府證券
EBITDA	未計利息、稅項、折舊及攤銷前盈利	MIBOR	孟買銀行同業拆借利率
ECB	歐洲央行	mmbpd	百萬桶/日
EM	新興市場	MSCI	摩根士丹利資本國際
eop	期末	NATO	北大西洋公約組織
EPFR	新興投資組合基金研究公司	NDRC	國家發展和改革委員會
EPS	每股收益	NEER	名義有效匯率
EQDP	股票市場發展計劃	OECD	經濟合作與發展組織
ERP	股權風險溢價	OIS	隔夜指數掉期
ETF	交易所交易基金	OMO	公開市場操作
EU	歐盟	OPEC+	石油輸出國組織
EV	電動汽車	OPM	營業利潤率
FOMC	聯邦公開市場委員會	P/B	市淨率
FRED	聯儲局經濟數據	P/E	市盈率
FX	外匯	PBOC	中國人民銀行
G3	三國集團	PCE	個人消費支出
G10	十國集團	PE	私募股權
GDP	國內生產總值	PEG	市盈率相對盈利增長比率
GEMS	新加坡股票市場投資補貼計劃	PMI	採購經理人指數
GFC	全球金融危機	PPI	工業生產者出廠價格指數
GWh	吉瓦時	PPP	公私合作伙伴關係

QE	量化寬鬆
R&D	研發
RBA	澳洲儲備銀行
RBI	印度儲備銀行
REE	稀土元素
REIT	房地產投資信托
RHS	右側
ROA	資產回報率
ROE	股本回報率
SAA	戰略資產配置
SaaS	軟件即服務
SGDNEER	新加坡元名義有效匯率
SNB	瑞士國家銀行
SOFR	有擔保隔夜融資利率
SORA	新元隔夜平均利率
TOPIX	東證股價指數
TP	目標價格
UAE	阿聯酋
UST	美國國債
WTI	西德州中級原油
XaaS	一切即服務

CIO 往期洞察



2Q26 CIO洞察
亂中求韌
2026年6月



1Q26 CIO洞察
遠見之道
2025年12月



4Q25 CIO洞察
馭勢而行
2025年9月



3Q25 CIO洞察
全球格局轉折點
2025年6月



2Q25 CIO洞察
在關稅衝擊中建立韌性
2025年3月



1Q25 CIO洞察
開創新局
2024年12月



4Q24 CIO洞察
理想時機
2024年9月



3Q24 CIO洞察
追捧風險資產
2024年6月



2Q24 CIO洞察
擴大升勢
2024年3月



1Q24 CIO洞察
與時俱進
2023年12月



4Q23 CIO洞察
把握下一個收益領域
2023年9月



3Q23 CIO洞察
王、后和城堡
2023年6月

CIO 往期洞察



2Q23 CIO洞察
撥雲見日
2023年3月



1Q23 CIO洞察
重塑 60/40
2022年12月



4Q22 CIO洞察
聚焦聯儲局
2022年9月



3Q22 CIO洞察
跨越通脹
2022年6月



2Q22 CIO洞察
風暴中的良策
2022年3月



1Q22 CIO洞察
分歧的世界
2021年12月



4Q21 CIO洞察
勇往直前
2021年9月



3Q21 CIO洞察
如願以償
2021年6月



2Q21 CIO洞察
重回正軌
2021年3月



1Q21 CIO洞察
曙光乍現
2020年12月



4Q20 CIO洞察
邁向復甦
2020年9月



3Q20 CIO洞察
傲然屹立
2020年6月

CIO 往期洞察



2Q20 CIO洞察
歷久彌堅
2020年3月



1Q20 CIO洞察
新世界的嶄新思維
2019年12月



4Q19 CIO洞察
所向披靡 破浪前行
2019年9月



3Q19 CIO洞察
瞬息萬變的世界
2019年6月



2Q19 CIO洞察
順勢而贏
2019年3月



1Q19 CIO洞察
拉鋸戰
2018年12月



4Q18 CIO洞察
峰回路轉
2018年9月



3Q18 CIO洞察
乘風破浪 揚帆遠航
2018年6月



2Q18 CIO洞察
前路崎嶇不平
2018年3月



1Q18 CIO洞察
堅定信念
2017年12月

