

CIO洞察 4Q26

守韌得盈



圖片來源: Unsplash

擴散行情

強勁的盈利支撐著我們看好股票的觀點。堅守AI投資主線，同時隨著行情擴散看好能源、醫療保健與金融板塊。

通過另類投資實現分散配置

維持看好私募資產與對沖基金的判斷。股票多空策略有望充分受惠於收益分化顯著的市場環境。

重新定義優質資產

盡管加息風險再度抬頭，仍看好存續期為5至7年的品種以及BBB/BB級信用債，從而獲取最優的風險調整後收益。

黃金穩固

在地緣政治風險加劇、財政可持續性擔憂升溫的背景下，各國央行持續看好黃金，預計黃金將再度衝擊前期高位。

目錄

02

執行摘要

03

投資策略

資產配置 03

宏觀經濟 18

美國股票 27

歐洲股票 32

日本股票 37

亞洲(日本除外)股票 43

全球利率 53

全球信貸 61

全球貨幣 67

大宗商品 73

另類投資 81

黃金 82

私募資產與對沖基金 86

95

另類投資策略

突破60/40傳統組合框架 96

105

術語表

執行摘要

尊敬的客戶：

能源價格高企且債券收益率持續上行，在如此嚴峻的環境之下，股票市場依舊韌性十足，仍然維持在歷史高位。

2026年第三季，市場領漲板塊顯著擴散：科技板塊震蕩整理，而能源、醫療保健與金融板塊則迎來上升行情。我們的槓鈴型投資組合很好地把握了此次板塊輪動，疊加看好另類資產的佈局，該策略對組合收益形成了正向貢獻。該策略自七年前推出以來，年化淨回報率達9%（截至2026年9月9日），證明了其在完整市場週期中的有效性。

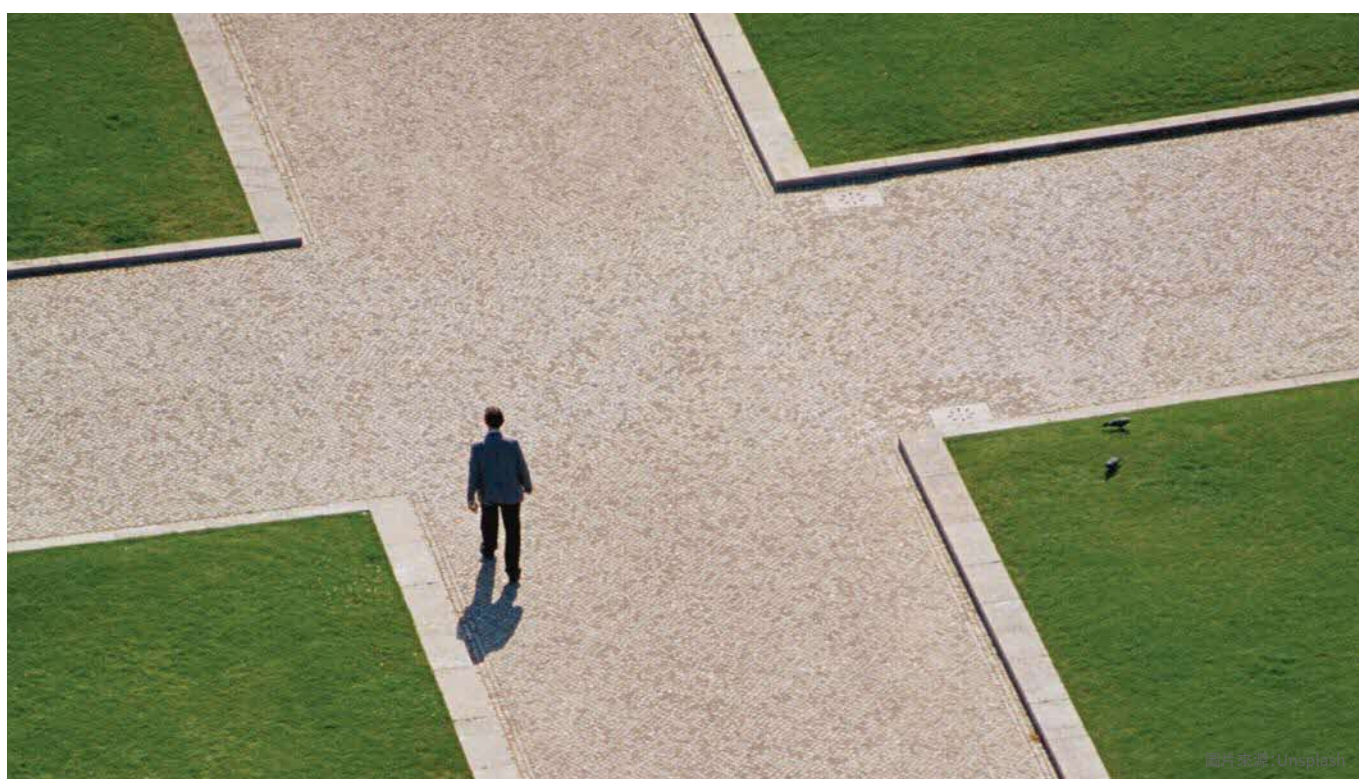
我想要向投資者傳遞的核心觀點十分簡單：堅持長期投資。多元化的多元資產組合，是抵禦地緣政治不確定性與經濟增長阻力的最佳手段。在股票方面，科技與AI相關公司仍是我們實現長期資本增值復利的核心部分；能源、金融及醫療保健板塊中，為AI發展提供支撐的企業以及成功擁抱AI轉型的企業可作為補充配置。債券方面，盡管面臨通脹阻力，票息收入應能繼續發揮穩定器的作用。與此同時，私募資產、對沖基金，以及黃金等另類資產，能夠提供寶貴的分散化收益與超額收益。

本期我們將重點闡述另類投資日益提升的重要性，以及如何將其納入傳統的股債投資組合，從而增強投資韌性。祝您閱讀愉快。



侯偉福, CFA
投資總監

應對市場 “中年危機”



圖片來源: Unsplash

2026年第四季 資產配置

市場正在步入一場“中年危機”，這是因為AI資本開支、飆升的債券收益率以及聯儲局政策不確定性成為了主導敘事。跳出科技板塊挖掘AI相關機會，把握股市的擴散行情；而不斷加劇的財政揮霍情況與貨幣貶值交易的回歸，將為黃金提供支撐。對於即將到來的美國中期選舉，我們的基準情景預判將會出現國會分裂的局面，而政策僵局會限制重大立法調整，利好股票市場。

[illegible]

市場數據

股票						
	2026年每股盈利增長率, 同比%	2027年每股盈利增長率, 同比%	預估市盈率	市淨率(倍數)	市銷率(倍數)	淨資產收益率(%)
全球	34.1	14.5	18.2	3.5	2.7	18.5
成熟市場	28.0	12.4	19.8	3.8	2.8	18.4
新興市場	71.1	23.7	11.4	2.2	1.9	19.0
美國	34.6	14.4	21.6	5.2	3.5	22.9
歐洲	16.2	8.2	15.7	2.4	1.8	14.6
日本	25.0	10.6	17.1	1.9	1.6	10.8
英國	23.8	3.9	13.1	0.2	1.6	1.4
亞洲(日本除外)	76.3	26.6	11.7	2.2	2.0	18.6
拉丁美洲	40.5	2.6	10.0	1.8	1.4	18.0
歐洲、中東和非洲	31.3	7.5	11.1	1.9	2.1	16.7
中國內地	5.5	15.2	11.3	1.3	1.2	11.2
印度	7.4	10.9	21.1	3.1	2.4	14.3

數據來源：彭博社、星展銀行（數據截至2026年9月18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(%)	市值(十億美元)
10年期美國國債	5.0	-	-	-	-
2年期美國國債	4.7	-	-	-	-
美國投資級債券	5.8	A3/Baa1	10.2	4.6	7,471
歐洲投資級債券	4.2	A3/Baa1	5.1	3.0	2,954
亞洲投資級債	5.5	A2/A3	7.1	4.3	556
美國高收益債	7.7	Ba3/B1	4.7	6.7	1,474
歐洲高收益債	6.8	Ba3/B1	4.1	5.5	405
亞洲高收益債	8.2	Ba3/B1	4.1	6.3	82
新興市場美元債	6.5	Baa2/Baa3	9.4	5.4	2,303
亞洲美元債	5.7	A3/Baa1	7.4	4.6	535
全球AT1債券	6.2	Baa3/Ba1	4.8	6.3	410

數據來源：彭博社、星展銀行（數據截至2026年9月18日）

預測：利率						
		3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27
美國	2Y	4.60	4.65	4.70	4.70	4.70
	10Y	5.00	5.10	5.20	5.20	5.20
日本	2Y	1.60	1.70	1.85	1.95	1.95
	10Y	2.80	2.85	2.95	3.00	3.00
歐元區	2Y	2.90	3.00	3.00	3.00	3.00
	10Y	3.30	3.40	3.50	3.60	3.70
中國內地	2Y	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
	10Y	1.75	1.80	1.80	1.85	1.85
印度	2Y	6.50	6.70	6.75	6.75	6.75
	10Y	7.00	7.10	7.15	7.15	7.15

數據來源：彭博社、星展銀行（數據截至2026年9月18日）

預測：貨幣					
匯率/期末	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27
美元兌人民幣	6.69	6.60	6.63	6.65	6.68
美元兌新加坡元	1.28	1.26	1.27	1.27	1.28
澳元兌美元	0.71	0.71	0.71	0.70	0.70
美元兌加元	1.40	1.37	1.38	1.39	1.40
歐元兌美元	1.15	1.18	1.17	1.17	1.16
美元兌日圓	156	151	153	154	155
紐元兌美元	0.57	0.59	0.59	0.58	0.58
美元兌瑞郎	0.82	0.81	0.82	0.83	0.83
英鎊兌美元	1.34	1.36	1.35	1.34	1.33
美元指數	100.1	97.6	98.3	99.0	99.7

數據來源：彭博社、星展銀行（數據截至2026年9月21日）

預測：石油					
(美元/桶)	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F
布蘭特原油	90.0	86.5	83.5	79.5	76.5
WTI原油	85.0	82.5	79.5	75.5	73.5

數據來源：彭博社、星展銀行（數據截至2026年9月18日）

預測：GDP、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		3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27
中國內地	4.5	4.3	1.0	1.0	中國內地**	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
印度	7.8	6.8	4.5	4.2	印度	5.25	5.75	5.75	5.75	5.75
印度 (按財年計)	7.3	6.8	4.9	4.0	歐元區^	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00
歐元區	1.2	1.2	3.1	2.1	日本	1.25	1.25	1.50	1.75	1.75
日本	0.9	1.0	1.8	1.5	美國	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50
美國*	1.9	1.7	3.5	3.0						

數據來源：CEIC經濟數據庫、彭博社、星展銀行（數據截至2026年9月18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

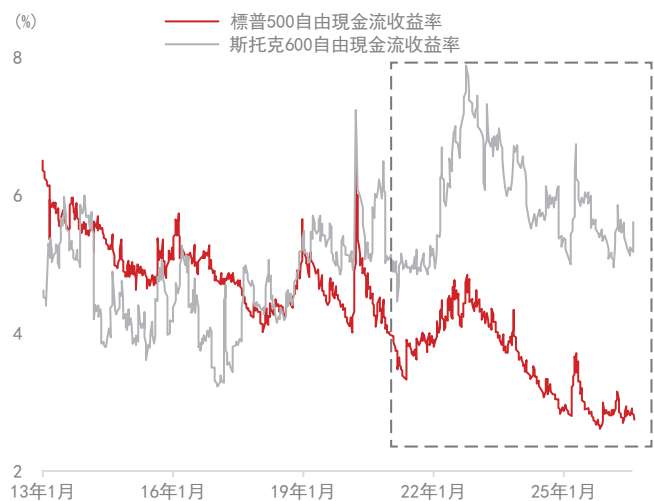
中年危機通常是指情緒動蕩與自我懷疑交織的階段。這是一個過渡期，即中年人開始審視自我身份、感知生命的有限，並最終反思人生抉擇。由於投資者開始反思投資組合的集中度風險、估值水平，以及本輪上升行情能否持續，金融市場同樣顯現出“中年危機”的跡象。但請務必認清一點：這段進行審慎評估與深度思辨的時期未必是壞事，這讓我們在構建投資組合時保持靈活，同時堅守客觀理性。步入2026年最後階段，投資者當下需要面對以下幾大核心議題：

資本開支與市場分化。對於大多數資深投資者而言，2008年次貸危機是一個分水嶺。除金融市場劇烈崩盤之外，這場危機也暴露了全球金融工程體系的系統性缺陷。最重要的是，它開啟了非常規貨幣政策時代，量化寬鬆成為各國央行政策工具箱裏的核心工具。危機過後，各國央行大幅擴張資產負債表，投資者則在零利率政策環境中開展投資。財政大規模擴張的這一時期，恰好也是大型科技企業崛起的階段。在智能手機普及與雲端計算高速增長的助推之下，採用輕資產商業模式的大型科技企業憑借較高的盈利能力與強勁的淨資產收益率大放異彩。此前長期維持的低利率環境，進一步提升了科技股這類長存續期資產的吸引力。

但AI的到來，改寫了這套市場邏輯。毋庸置疑，AI具備巨大的增長潛力。與此同時，這項技術要求企業當下投入巨額的資本開支，其影響具有兩面性。正如我們在年中市場展望中所強調的，當前的AI資本開支週期堪比新一輪工業革命，將推動經濟動能提升，並支撐風險資產整體展現出韌性。然而，市場收益將呈現不均衡、兩極分化的格局。自由現金流收益率下降並依靠大規模舉債支撐資本開支的企業，將受到更為嚴格的審視。與之相反，借助AI提升營運效率的企業將獲得回報。

收益率飆升與聯儲局政策不確定性。除AI資本開支相關擔憂之外，不斷加劇的財政揮霍情況、聯儲局政策不確定性以及通脹黏性推高長期債券收益率，由此帶來的不利因素，是投資者所面臨的另一重挑戰。我們不能自欺欺人。在美國國會“贏者通吃”的政

美國企業自由現金流收益率隨資本開支需求的增加而走低



數據來源：彭博社、星展銀行

治氛圍下，財政保守主義本身就是一場空談。在當前的政治格局下削減公共開支根本不具備可行性：特朗普政府的減稅計劃已落地，而財政本就難以承擔該成本；而美國在伊朗問題上持續深陷泥潭，削減支出更是無從談起。而投資者對此心知肚明。聯儲局領導層與政策機制更迭帶來的複雜局面，進一步加大了長期債券收益率的上行壓力。

按慣例，美國央行會給出清晰的前瞻性指引，為市場注入確定性，進而抑制市場波動。但這套模式已成為歷史。聯儲局主席沃什主動摒棄了這一做法，重新讓政策制定充滿不確定性；這一變化直接表現為債券市場波動加劇且風險溢價抬升。若央行運行機制這一重大變革尚不足以說明問題，通脹層面的因素同樣壓制著風險情緒。市場上的一種常見說法是：AI將提升效率並降低生產成本。但這僅在長期視角下成立。當前，數據中心與基礎設施領域的巨額資本開支，反而會推高通脹水平。

長期國債債息持續上行



數據來源：彭博社、星展銀行

地緣政治、能源衝擊與通脹。需要密切關注美伊之間持續的地緣政治僵局。原油價格回落至每桶100美元下方時，市場最初滋生出自滿情緒，但這種平靜只是錯覺，因為終端消費者購買的並非原油，而是柴油等成品油，而成品油的價格正在急劇飆升。原油與成品油的價格歷來走勢同步，但自美伊危機爆發後，二者的走勢不再一致。數百萬桶原油滯留在霍爾木茲海峽，中國降低煉油開工率——該舉措緩和了上游原油的價格壓力，卻加劇了下游成品油的漲價壓力。盡管如此，隨著霍爾木茲海峽襲擊事件再度增多，原油價格重新突破每桶100美元的水平，上述價差已有所收窄，而這對通脹的衝擊或將十分顯著。持續的通脹壓力疊加AI資本開支的大規模擴張，促使聯儲局重回緊縮週

期，並在9月聯邦公開市場委員會會議上完成自2023年以來的首次加息。基於整體偏鷹的政策立場，我們當前預計聯儲局年內會再次加息一次，並於2027年初再加一次。

因此，在投資者應對這場市場“中年危機”的階段，投資組合多元化以及底層主線/標的的審慎篩選至關重要。我們對2026年第四季整體維持偏樂觀的判斷，並認為本季度的市場論調將圍繞以下主題展開：

- 行情擴散
- 貨幣貶值交易回歸
- 應對美國中期選舉

原油與汽油價差收窄



數據來源：彭博社、星展銀行

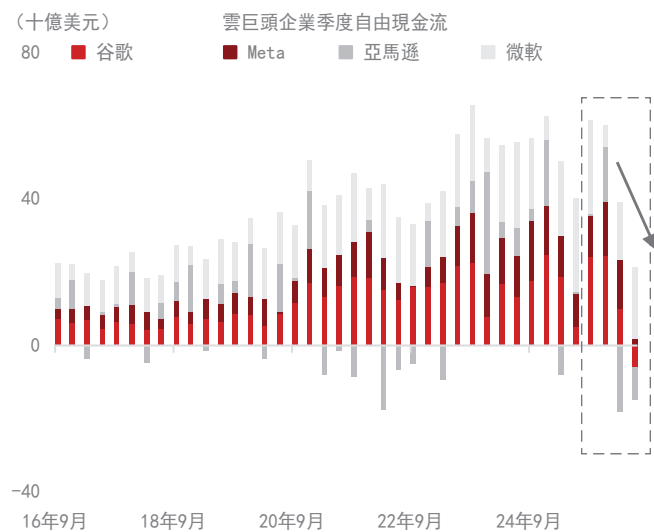
行情擴散

跳出科技板塊挖掘AI相關機會。投資者對AI交易的情緒已經發生轉變。曾經，只要企業的盈利超出預期，其股價便會大幅衝高，這樣的時代已然遠去。如今投資者會密切審視AI資本開支規模，一旦市場認為支出過度，股市就可能遭遇拋售。但這種擔憂並非毫無道理。自ChatGPT問世以來，各大雲巨頭的合計資本開支增幅約為155%；其2026年資本開支指引已接近7,250-7,500億美元，幾乎為2025年的兩倍。

這些雲巨頭曾經憑借堅不可摧的現金儲備而備受推崇，如今其資產負債表正在面臨考驗。AI資本開支快速攀升，持續壓制自由現金流，這些科技巨頭正越來越多地轉向債務市場，為資本開支籌措資金。例如Meta已於5月發行了250億美元的債券，這是其六個月內的第二筆巨額發債。除現金流與債務融資方面的擔憂之外，下游能源產品價格上行，令“高利率維持更久”的情景仍具備現實可能性。這對科技股這類長存續期資產構成利空。

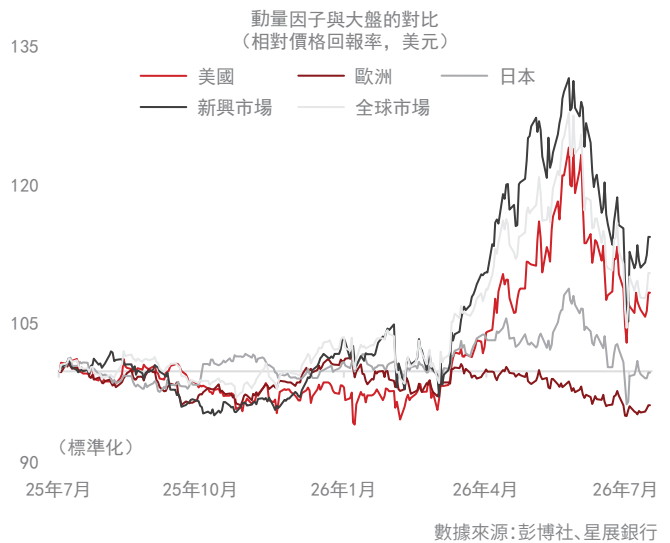
把握本輪擴散行情。將標普500指數作為參考基準，股票市場行情正在擴散。標普500等權指數跑贏市值加權指數，就是明確的信號。價格走勢顯示，投資者正持續從科技板塊輪動至非科技板塊。隨著盈利向好的板塊範圍持續拓寬，我們預計這一趨勢還將延續。2026年第二季度財報季，約88%的企業盈利超出預期。除科技板塊外，醫療保健、能源、金融等眾多非科技板塊的盈利表現同樣十分亮眼。這凸顯出盈利韌性的覆蓋範圍正在不斷拓寬。我們預計持續高企的AI資本開支將支撐盈利動能，並延續擴散行情。

雲巨頭資本開支攀升，壓制自由現金流



數據來源：彭博社、星展銀行

投資組合正在從動量標的輪動撤出



貨幣貶值交易回歸

通脹：利好債務人，但損害儲蓄者利益。通脹會推高商品與服務的價格，削弱消費者的購買力。同理，通脹上行意味著政府債務的實際價值會隨時間推移逐步縮水——政府按名義金額、以已貶值的貨幣償還債務。該局面催生了委託代理問題：債務人有動機通過貨幣貶值來減輕債務負擔，而這是以犧牲儲蓄者的利益為代價，這也是當前成熟經濟體普遍存在的核心隱憂。

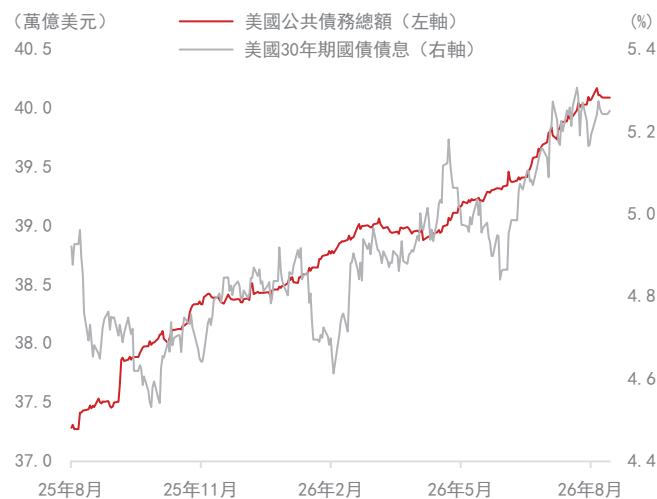
當前全球未償債務規模已突破365萬億美元，而主要經濟體的財政赤字水平，以往僅在戰爭或經濟衰退時期才會出現。政府走出債務螺旋的四條路徑：(1) 經濟增長；(2) 加稅；(3) 債務違約；(4) 通脹。經濟增長毫無疑問是最優方案，但該過程耗時漫長，而且經濟增長很難追上快速膨脹的債務規模。通過加稅籌措償債資金也並非理想方案：若加稅力度過大，可能引發選民不滿，令政府付出政治代價。債務違約的後果則更為嚴重，會直接導致信用評級下調，抬升未來融資的利息成本。

如此一來，通脹就成為政府削減巨額債務負擔唯一可行的選擇，其優勢體現在兩個方面：(1) 與正式違約不同，通脹環境下政府仍按名義金額償還債務，信貸渠道不會就此關閉；(2) 與加稅不同，通脹屬於一種“隱性稅收”，無需經議會表決通過。

黃金：“貨幣貶值交易”的高彈性受惠標的。廣義而言，“貨幣貶值交易”是指投資者拋售法定貨幣，購入稀缺硬資產，以此保護投資組合，抵御惡性通脹與財政揮霍的風險。近期這類擔憂再度升溫，主要源於兩大因素：(1) 美國財長貝森特採取干預手段，通過大規模的債券回購（收益率曲線控制）來抑制長債收益率，這進一步拖累美元走弱；(2) 美國國債總規模已突破40萬億美元，而政府支出不受約束，並且美伊危機持續發酵，財政狀況存在進一步惡化的可能。

為對沖日益升溫的貨幣貶值風險，我們建議投資者在當前價位建立黃金倉位。黃金具備稀缺屬性且供給有限，在市場動盪時期被視作優質的價值儲存載體。此外，各國央行購金需求旺盛，自2022年起持續加快買入節奏（俄羅斯美元儲備遭到凍結的相關擔憂，大概率進一步助推了這一行為）。世界黃金協會的數據顯示，各國央行在第二季購入289噸黃金。由於各國政府希望降低美元資產缺口，這一趨勢預計還將延續下去。

美國長期國債債息與國債規模同步走高



數據來源：彭博社、星展銀行

應對美國中期選舉

距離中期選舉不足三個月，對執政黨而言國會席位之爭的形勢愈發嚴峻。根據YouGov與觀調查8月9日的民調，特朗普支持率跌至約34%，創下本屆任期新低，與其首個任期內的2021年1月6日事件之後的最低位持平。7月CNN與SSRS的民調顯示，65%的美國民眾認為其政策致使經濟狀況惡化。這並不出人意料：美國7月就業崗位減少2.3萬個，大幅低於市場普遍預期。在國會通用選票民調中，民主黨領先幅度處於中高個位數區間；7月下旬CNN/SSRS民調顯示民主黨領先幅度高達8個百分點。參眾兩院選戰當前形勢如下：

- 眾議院選舉：**今年11月中期選舉中，共和黨需要捍衛近百年來最微弱的眾議院多數席位優勢，席位為218席對212席。這意味著民主黨只需從共和黨手中奪得6個席位即可重掌眾議院，而共和黨一個席位都輸不起。自二戰以來，美國共舉行了20次中期選舉，其中的18次，總統所屬政黨遭遇了眾議院席位流失。平均來看，執政黨會在中期選舉中丟掉26個眾議院席位與4個參議院席位。僅從歷史規律判斷，本次眾議院選戰的主動權掌握在民主黨手中。
- 參議院選舉：**參議院選情對民主黨更為不利。當前共和黨以53:47佔據參議院多數席位，民主黨需要淨增4席才能實現翻盤。多數競爭激烈的席位所在州，歷來都是特朗普大幅勝出的地區。民主黨最可行的取勝路徑集中在少數關鍵州：北卡羅來納州與緬因州存在實實在在的奪席機會；而密歇根州與佐治亞州則是民主黨需要防守的陣地。想要實現參議院控制權完全易主，民主黨必須拿下上述幾乎全部關鍵州。這也是為什麼即便整體環境對民主黨有利，多數預測機構仍認為參議院大概率會由共和黨繼續掌控。

分裂國會：(1) 最有可能出現的選舉結果。我們對本次中期選舉的基準情景預判為分裂國會：民主黨將以相對微弱的優勢奪回眾議院，共和黨會保住參議院席位，但其多數席位規模大概率會有所縮水。若共和黨想要同時掌控參眾兩院，從當下到11月，選民情緒需要出現劇烈反轉。結合當前民調趨勢來看，該情景發生的概率較低。只有參議院選情幾乎全部倒向民主黨，才有可能出現民主黨橫掃兩院的局面。

分裂國會：(2) 對風險資產而言並非壞事。國會分裂環境下股市歷來能取得不錯的收益，數據足以佐證這一點。回溯至1946年二戰後的歷史數據，中期選舉結束後的一年時間內，標普500指數平均回報率可達16%。頗具悖論意味的是，這一良好表現或可歸因於分裂國會能夠避免突如其來的立法意外。放到當下，這意味著不會出台大規模新稅方案或是大範圍監管改革——沒有任何單一政黨擁有足夠的票數可以單方面重塑政策。投資者偏愛政策確定性，而美國國會的兩黨僵局恰好能夠保證這一點。

我們對於分裂國會的基準假設為：共和黨守住參議院，民主黨奪回眾議院。回顧歷史，自1946年以來，在共和黨總統執政的前提下出現該權力組合的情況共有兩次；次年市場平均升幅達到23%，顯著高於其他選舉結果對應的收益水平。核心結論：共和黨總統搭配分裂國會的格局，歷來會消除未來兩年一黨獨大推進立法的風險，整體對風險資產形成利好。

預測市場顯示民主黨掌控眾議院的概率持續走高



美國歷次中期選舉期間標普500指數的表現

年份	總統	眾議院控制權	參議院控制權	政府架構類型	標普500回報率
1946	杜魯門	共和黨	共和黨	完全分立政府	0%
1950	杜魯門	民主黨	民主黨	統一政府	16%
1954	艾森豪威爾	民主黨	民主黨	完全分立政府	26%
1958	艾森豪威爾	民主黨	民主黨	完全分立政府	8%
1962	肯尼迪	民主黨	民主黨	統一政府	19%
1966	約翰遜	民主黨	民主黨	統一政府	20%
1970	尼克松	民主黨	民主黨	完全分立政府	11%
1974	福特	民主黨	民主黨	完全分立政府	32%
1978	卡特	民主黨	民主黨	統一政府	12%
1982	里根	民主黨	共和黨	分裂國會	17%
1986	里根	民主黨	民主黨	完全分立政府	2%
1990	老布什	民主黨	民主黨	完全分立政府	26%
1994	克林頓	共和黨	共和黨	完全分立政府	34%
1998	克林頓	共和黨	共和黨	完全分立政府	20%
2002	小布什	共和黨	共和黨	統一政府	26%
2006	小布什	民主黨	民主黨	完全分立政府	4%
2010	奧巴馬	共和黨	民主黨	分裂國會	0%
2014	奧巴馬	共和黨	共和黨	完全分立政府	-1%
2018	特朗普	民主黨	共和黨	分裂國會	29%
2022	拜登	共和黨	民主黨	分裂國會	24%

數據來源：彭博社、星展銀行

2026年第四季資產配置——不冷不熱經濟

2026年第四季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	採購經理人指數	-1至+1	0	0	1	1	0	0	0
	經濟意外指數	-1至+1	0	0	0	1	0	0	0
	通脹	-1至+1	0	0	0	0	0	0	0
	貨幣政策	-1至+1	0	0	-1	0	0	0	0
	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	2	0	1	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	2	-	-	-
	盈利收益率-10年期收益率	-2至+2	-1	-1	-1	1	1	1	0
	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	0	0	0	0	0	1	-2
	波動率	-1至+1	0	0	0	0	0	-	-
	催化劑	-2至+2	0	0	0	0	-1	-1	0
原始分數			2	-1	1	9	0	1	-2
調整分數*			0.10	-0.05	0.05	0.43	0.00	0.06	-0.13

*註：“調整分數”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

跨資產配置——多空力量微妙平衡。依據我們最新的CAA框架評分結果，股票和債券兩大資產整體呈中性配置觀點。

基本面：儘管存在貿易戰與中東危機，美國經濟依舊保持韌性，其核心驅動來自於AI資本開支週期。亞特蘭大聯儲GDPNow模型預測GDP增速約為4.6%；7月ISM製造業指數高達55.6，表現尤為強勁。但即便經濟動能強勁，勞動力市場與製造業尚未出現過熱跡象。經濟的整體韌性映射在企業盈利上：預計美國企業今年每股收益（EPS）增長36%，2027年增速為13%。亞洲方面，中國經濟增長動能呈現分化格局。出口與高技術製造業是亮點，但國內消費與信貸需求依舊低迷。地產長期下行疊加就業不確定性，持續壓制居民的信心。

估值：從跨資產維度來看，以美國10年期國債債息為參考基準，債券估值相比股票仍更具吸引力。

動量：截至8月26日，2026年第三季度股票資金流入規模高達2,880億美元，對比債券1,960億美元的流入量，股票資金流入顯著更高。宏觀經濟韌性、通脹溫和疊加企業盈利強勁的“不冷不熱”環境，推升股票市場情緒，上述資金流向便是佐證。與之相對的是，聯儲局政策路徑的不確定性，令債券前景轉弱。能源價格再度上升，助推市場預期聯儲局年內將再次加息。

股票資金流入規模高於債券

(十億美元，三個月移動平均)



數據來源:EPFR Global、星展銀行

股票：通過亞洲（日本除外）股票以及資本開支需求較低的AI標的，把握本輪擴散行情。在行情擴散這一主線之下，2026年第三季度各區域股市表現也反映出這一投資組合調倉變化。從季度初至今（截至8月26日）的收益來看，歐洲與日本升幅居前，跑贏了科技權重較高的美國市場。從全球行業維度也能明顯看到這一趨勢：能源（+15.5%）、原材料（+12.2%）領漲；科技（-1.7%）與通信服務（+2.6%）表現落後。步入2026年第四季，企業盈利強勁且估值壓力不高，在這些利好因素的支撐下，我們預計股票市場將震盪上行。想要把握本次擴散行情，我們給出如下配置建議：

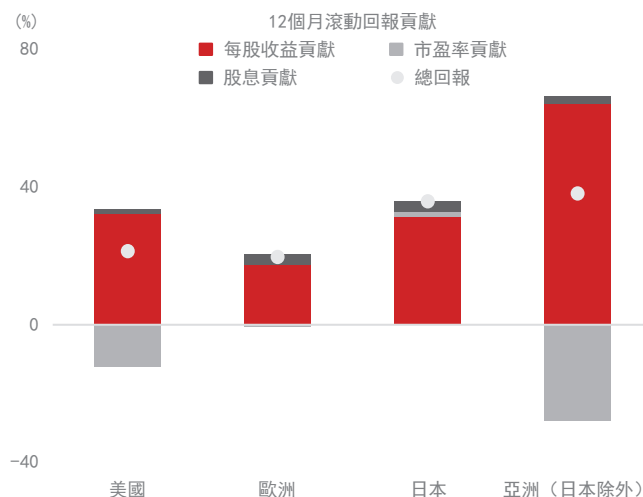
- **挖掘亞洲（日本除外）股票投資機會：**我們維持對亞洲（日本除外）股票的看好觀點。擁擠交易的倉位已經出清，消化了市場過熱因素，為強勁盈利、企業治理改革以及具備吸引力的股東收益率回歸，打下更為健康的基礎。

亞洲（日本除外）市場在全球AI基礎設施主線中佔據關鍵地位，北亞是核心增長引擎。中國台灣地區與韓國受惠於雲巨頭持續的資本開支浪潮；而中國內地則在科技、能源安全與先進製造領域搭建本土AI生態體系。東盟市場方面，馬來西

亞的數據中心建設與印尼服務領域AI的廣泛應用是核心亮點。區域層面，我們建議看好中國內地、中國台灣地區及新加坡的相關標的。板塊層面，我們看好科技相關標的與金融板塊。

- **挖掘資本開支需求較低的AI標的投資機會：**在當前AI超級週期階段，投資者對大規模技術基建投入的警惕性持續上升，並開始質疑這類投資最終能否轉化為真實的回報。在此背景下，我們認為市場敘事將逐步從AI基礎設施建設企業，轉向AI應用落地企業，後者將成為下一階段價值創造的核心。我們看好資本開支需求較低的AI標的，例如軟件、應用與服務層企業。這類企業依託AI落地實現商業化變現，而無需擁有底層數據中心、芯片或發電資產。

盈利增長一直是市場回報的主要驅動因素



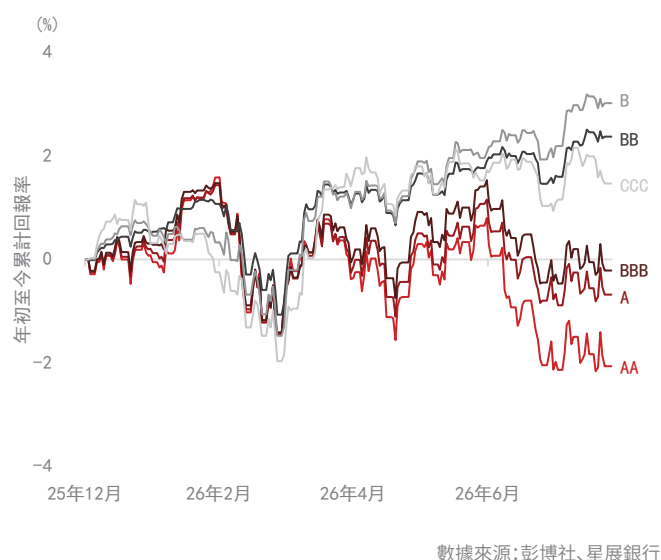
數據來源：彭博社、星展銀行

債券：應對沃什與貝森特的政策碰撞；精選基本面扎實的高收益優質債，同時存續期維持在5至7年區間。固定收益市場格局正在發生變化。利率層面，聯儲局主席沃什與財長貝森特的政策路線似乎正走向衝突。沃什剛就任聯儲局主席時立場偏鴿，所給出的政策傾向指引十分有限。但在杰克遜霍爾研討會上發表的言論，疊加後續9月聯邦公開市場委員會的加息，徹底改寫了市場預期。預測顯示，18位聯儲局決策者中有16位預計年內將再加息一次，該判斷與沃什對美國經濟及勞動力市場的樂觀評估保持一致。聯儲局整體偏鷹的立場，和貝森特試圖通過大幅擴大國債回購規模壓低長債收益率的舉措形成鮮明的反差。

隨著美國中期選舉的臨近，財政部推出收益率曲線控制舉措恰逢其時：長債收益率下行，能夠減輕抵押貸款與債務付息壓力。雖然這對居民與企業的利好顯而易見，但“貝森特看跌期權”明顯和聯儲局通過壓低通脹實現物價穩定的法定目標相悖。除此之外，沃什與貝森特在基本面判斷上也存在明顯的分歧。例如，沃什認為收益率上行反映出經濟基本面較為強勁，因此需要收緊貨幣政策。與之相反，貝森特提出，債券收益率抬升並不代表底層基本面的真實情況。

信用債方面，自美伊危機爆發以來，高收益債跑贏投資級債，這意味著我們需要重新定義何為“優質”債券。存在巨額資本開支計劃和/或業務可能受到AI衝擊的AA級發行人，未必比週期類與大宗商品領域的BB級企業更安全。因此，我們偏好的最優信用評級已經轉向BBB/BB級：挑選基本面扎實的高收益債標的。同時，受政策與利率波動的影響，我們依舊首選5至7年存續期區間。

BBB/BB級信用債跑贏AA/A級債券



另類投資：配置黃金與精選大宗商品，對沖投資組合風險。此前基於供給端通脹衝擊，我們對大宗商品提出“選擇性看多”的判斷，該觀點已經得到驗證，我們維持原有的判斷。盡管美伊緊張局勢有所緩和，但中東衝突存在再度升級的可能性，因此在投資組合中，大宗商品作為“通脹對沖工具”的價值依舊存在。從細分板塊來看，雖然中東出口有所恢復，但液化天然氣供應仍然遭到封鎖，因此我們判斷能源價格將在更長的一段時間內維持高位。工業金屬方面，我們仍然看好銅價。倫敦金屬交易所 (LME) 與上海期貨交易所 (SHFE) 庫存持續下降，疊加現貨實物供給緊張，都會為銅價提供支撐。長期來看，AI與清潔能源轉型帶來的需求，有望利好銅價。

受通脹與政策收緊擔憂的影響，金價今年處於回調階段。但我們認為，這一貴金屬已經迎來拐點，具備走出持續上行趨勢的條件，核心驅動因素如下：(1) 美國國債規模已突破40萬億美元，利息支出現已超過國防開支，對於財政可持續性的擔憂重回視線，這再度凸顯了黃金在投資組合中作為貨幣貶值對沖工具的價值；(2) 金價處於約4,000美元/盎司時，亞洲投資者的購金需求十分旺盛，為這一貴金屬構築了重要的價格底部。

庫存大幅下降利好銅價

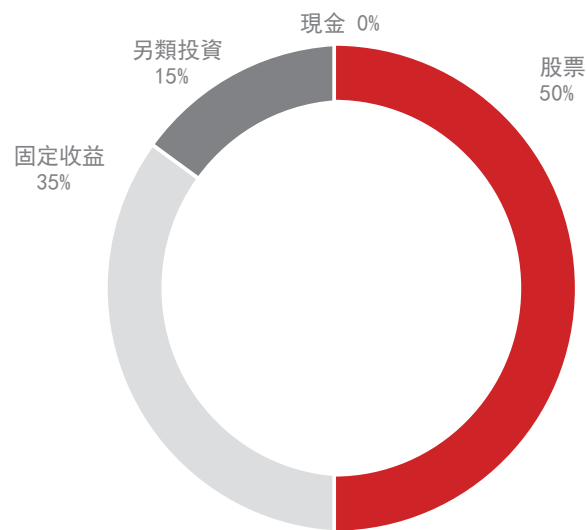


2026年第四季CIO資產配置 (CIO AA)

	3個月期	12個月期
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
亞洲股票 (日本除外)	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

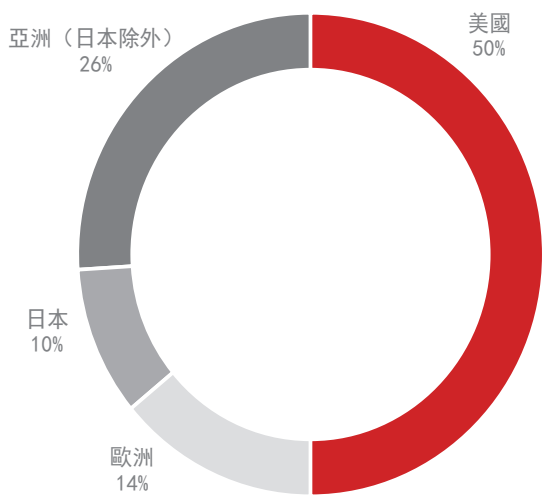
數據來源: 星展銀行

按資產類別分列的CIO資產配置 (中等風險)



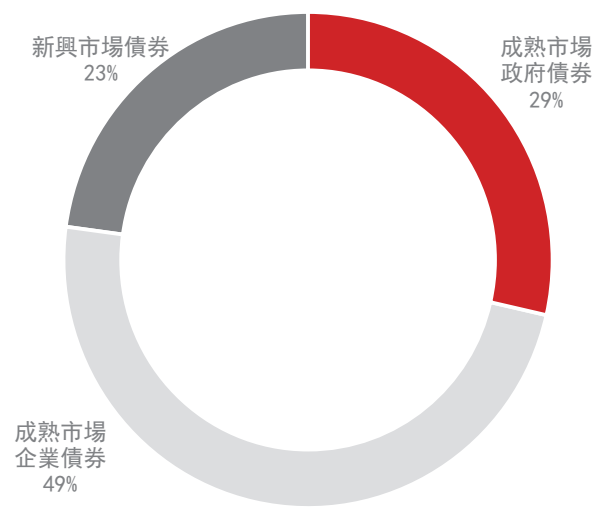
數據來源: 星展銀行

按地域股市分列的CIO資產配置 (中等風險)



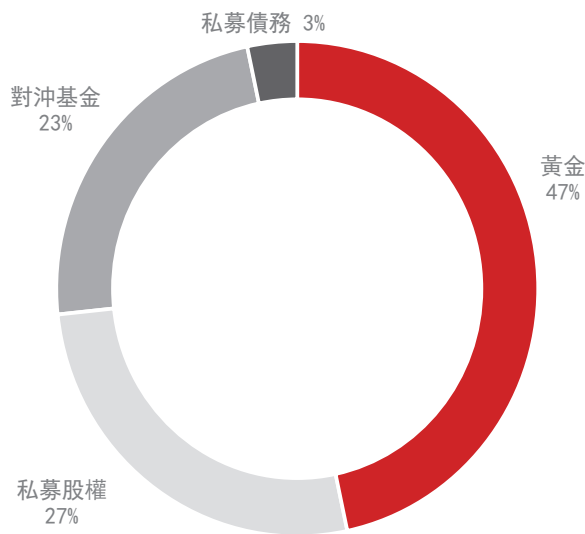
數據來源: 星展銀行

按固定收益中的債券類型分列的CIO資產配置 (中等風險)



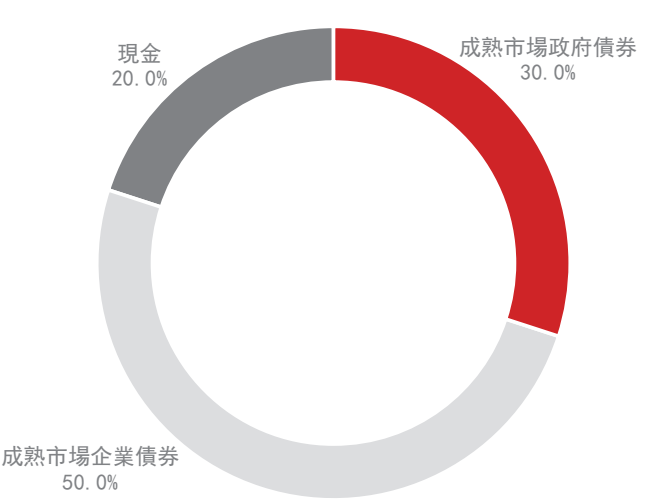
數據來源: 星展銀行

按另類投資領域分列的CIO資產配置 (中等風險)



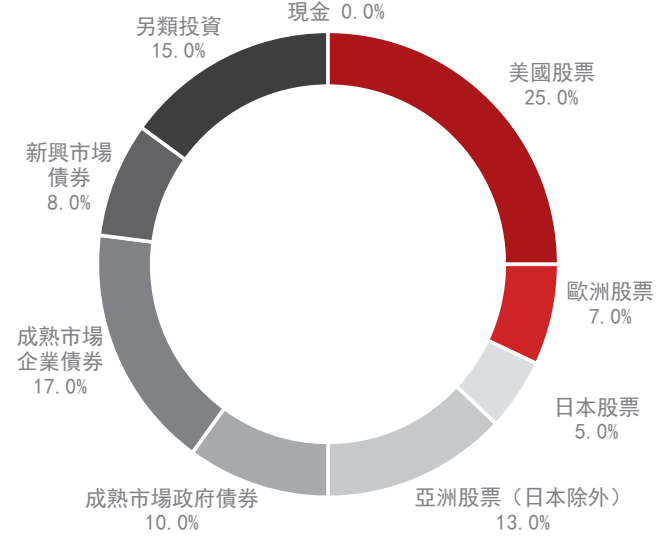
數據來源: 星展銀行

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%	-

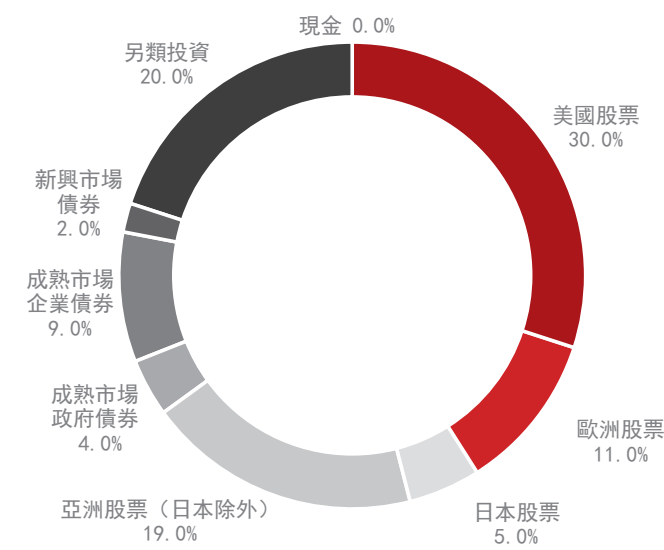
*僅限P4風險評級的UCIT另類投資產品

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%

*僅限P4風險評級的UCIT另類投資產品

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%

*僅限P4風險評級的UCIT另類投資產品

財政與貨幣 政策博弈



2026年第四季 宏觀經濟

GDP增長、消費、就業市場和生產率表現仍具韌性，或將促使聯儲局繼續聚焦通脹情況。我們預計聯儲局還將加息兩次，並於2027年初前將利率推升至4.5%的峰值。我們上調歐洲與日本的GDP預測，同時預計歐洲央行將再加息50個基點，而日本央行亦將加快貨幣政策正常化步伐。亞洲的出口與經濟增長會持續獲得AI超級週期的有力支撐。

宏觀經濟

泰穆爾·拜格, PhD
首席經濟學家

拉迪卡·拉奧 (Radhika Rao)
經濟學家

馬鐵英
經濟學家

蘇夫羅·薩卡
分析師

美國經濟

我們在8月下旬赴美走訪，與從聯儲局到白宮的各類決策者、以及智庫、金融行業等私營板塊人士進行交流，獲得了頗具價值的見解。以下為部分核心結論，其共同背景是地緣政治緊張及債務負擔持續攀升。

AI與經濟

各方均看好AI的發展潛力，但對於AI在短期內對通脹、生產率、就業以及金融市場所產生的影響，相應的預期存在高度不確定性，觀點分化明顯。企業正在投入大量資金採購AI服務，但這些投資對企業盈利帶來的影響目前尚不明確。AI服務商與硬件製造商正迎來收入暴增，及基礎設施建設融資成本較低的利息；但這種增長能否持續，取決於利率走向、金融市場情緒，以及開源模型可能帶來的衝擊。與此同時，公眾對AI的態度轉而趨向負面：大型科技企業形象受損，全美範圍內出現抵制數據中心建設的呼聲，並且網絡安全風險也廣泛存在。AI企業大規模發債或將推高宏觀經濟的利率水平，加劇信用風險，而電子及建材需求激增在短期內帶來的通脹效應也令人擔憂。

美元

多名特朗普政府的官員仍秉持重商主義觀點，認為弱勢美元是製造業回流、提升出口競爭力的必要條件。與此同時，各方也擔憂美元資產遭到大規模拋售，尤其是美國國債。通脹風險上升，疊加短期利率維持高位的預期，也不利於弱勢美元敘事的形成。盡管如此，戰爭以及針對使用美元支付通道的主體頻繁實施制裁，促使眾多市場主體希望降低美元缺口，並在商貿活動中改用非美元的貨幣計價結算。

中期選舉

今年11月，眾議院與參議院均存在被民主黨奪取控制權的可能。特朗普總統的支持率處於極低水平，尤其是在經濟治理方面，這使得大量選區的選情趨於膠著。民主黨面臨多重制約：眾議院選舉中大量選區遭不利的劃分、中間派與進步派的內部分歧，以及民調數據可靠性不足。但整體來看，勢頭仍偏向民主黨一邊。

聯儲局與貨幣政策

聯儲局主席沃什於8月末在杰克遜霍爾研討會上發表了一場備受關注的演講。此前他的政策表態令市場對聯儲局政策走向捉摸不定，本次演講意在調整此前的溝通口徑。他明確提出四點主張：(1) 貨幣與金融環境尚未收緊；(2) 通脹長期偏離目標，當前水平依舊過高；(3) 為實現物價穩定，聯儲局仍有許多工作要做；(4) 決策者必須確信，基礎通脹正以足夠快的速度、明確地向目標回落。但我們認為，沃什的政策操作空間十分有限。

財政主導

沃什在杰克遜霍爾研討會上發表的言論中值得注意的一點是，並未提及財政紀律失序正在阻礙聯儲局落實穩定物價的政策目標。近幾周，財政部長貝森特接連出手干預，從日圓匯率干預到擴大債券回購規模的操作，體現出其對於長期高利率的顯著擔憂。但這與沃什希望獲取未受干擾的市場信號的訴求相衝突。隨著財政赤字、債務規模以及相應利息支出的持續走高，財政風險演變為金融風險的概率正在上升。美國財政部日益傾向發行短存續期債券；然而，如果沃什執掌的聯儲局更積極上調短期利率，則該做法或將產生隱患。

市場風險

股市估值高企，反映出市場對AI驅動的生產率提升與盈利增長抱有樂觀預期。這是一場豪賭：股票收益率已低於安全資產的回報率，導致股權風險溢價轉為負值。近期財政狀況的惡化與股價飆升並未引發股市大幅調整，但這並不代表市場堅不可摧。

過去圍繞顛覆性技術出現的大規模基建熱潮具有借鑒意義。這類週期的典型特徵是投資與金融市場出現過度擴張，並最終以金融市場崩盤和經濟衰退收場。背後的邏輯在於：當市場普遍樂觀時，大量企業選擇擴大開支，但最終只有部分企業能夠盈利。倘若資本成本上行、數據中心項目延期竣工，或是公眾抵制AI落地推廣，金融市場或將承受劇烈的衝擊。不過，股市調整未必會誘發系統性危機。互聯網泡沫破裂雖造成巨額市值蒸發，卻不是引發經濟出現嚴重衰退的根本原因。

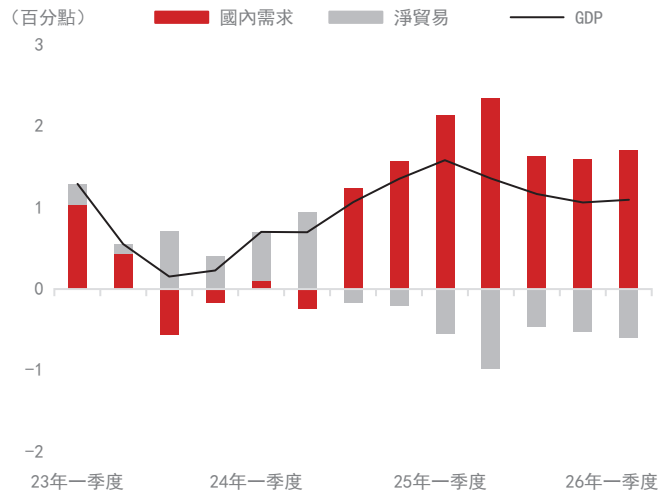
歐元區經濟

在中東危機、能源價格隨之高企以及美國關稅政策調整的背景下，歐元區經濟在上半年展現出韌性。上半年經濟同比穩健增長1.3%，與2025年持平，上半年季調後環比平均增速為0.5%。與近幾個季度的情況一致，西班牙（第二季度環比增長0.7%）表現優於核心三國（平均環比0.2%），這得益於就業市場向好以及服務業表現的改善，尤其是旅遊業的復甦。

經濟增長具備韌性

基於當前的增長態勢，我們將2026年歐元區經濟增速預測由此前的1.0%小幅上調至1.2%。勞動力市場基本面仍相對穩健：預期調查顯示就業規模在2026年首次出現擴張，歐盟委員會就業預期指數也向長期均值靠攏。6月零售銷售有所走弱，但歐盟委員會經濟景氣調查結果仍展現出一定的韌性。歐洲央行重點關注的協議工資指數顯示，即便通脹壓力持續存在，居民收入仍保持正增長。庫存帶來的緩衝或對製造業形成支撐，但投入成本的升幅高於產出價格的升幅。8月PMI數據較7月有所改善，同時工業生產穩步回升，非金融企業貸款也保持穩定增長。儘管經濟遠未進入繁榮階段，但尚未出現足以讓政策層忽視通脹超標問題的嚴重疲弱態勢。

內需韌性相對較強



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

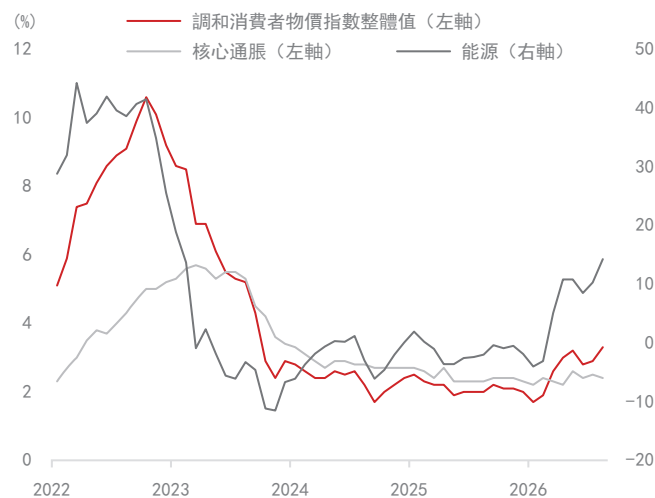
歐洲央行將維持主動收緊姿態

歐元區的通脹與增長組合，或將令決策者認定經濟能夠承受進一步的貨幣緊縮。8月通脹同比升至3.3%，高於上月的2.9%，進一步偏離2%的目標水平，這主要受到能源分項14.3%升幅的拉動。但核心通脹同比持平於2.4%，服務業通脹有所降溫，顯示當前階段的溢出風險較為有限。此外，與2022年通脹飆升時期不同，能源結構向可再生能源轉型，以及供應商結構的調整，抑制了本輪通脹的上行幅度。

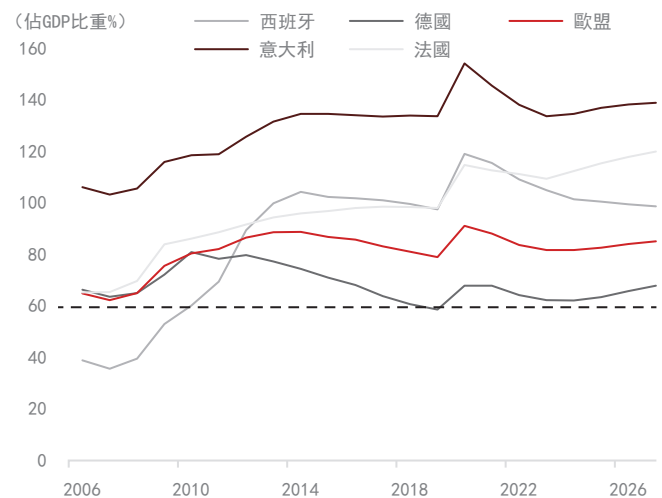
不過，在歐洲央行看來，風險在於通脹若持續上行，最終將傳導至薪酬、服務業以及通脹預期，因此決策者傾向於採取先發制人的行動。相較於釋放多空混雜信號的聯儲局，近幾個月歐洲央行的政策框架更為簡潔清晰，整體呈現明顯偏鷹且審慎的立場。

決策者或將採取逐次會議評估的方式，不對後續的政策路徑作出承諾。儘管如此，持續存在的地緣政治風險及其引發的能源價格上升，將令央行保持審慎的立場。在已經落地的50個基點加息之外，我們預計歐洲央行還將再加息50個基點，大概率會在2026年12月與2027年3月的政策會議上實施。

能源價格推升通脹



廣義政府債務水平



收益率上行

全球債券拋售潮同樣推高了歐洲各期限利率。德法10年期國債債息差擴大至近兩年的最高水平，這顯示在地緣政治緊張局勢、國防開支增加以及各類持續不確定性的背景下，投資者對高額財政赤字的警惕情緒不斷上升。除基建等其他支出承諾外，國防需求或將進一步推升財政支出。歐盟委員會的數據顯示，到2027年，歐盟支出佔GDP的比重預計將繼續提升0.6個百分點（2025年的增幅為0.4個百分點）。這一上行趨勢，主要源於國防開支預計將持續抬升，從2025年佔GDP的1.6%升至2027年的2%。

歐元區主要成員國（例如法國和意大利）債務負擔高企，債務再融資將使，融資成本持續上行，並進一步擴大赤字規模。歐元區經濟體似乎能夠承受漸進式加息週期，但若長期收益率持續上行，財政壓力將成為市場焦點，這或將比政策利率上調本身構成更大的挑戰。

政治動態值得關注：德國一個主要極右翼政黨在地方選舉中擴大領先優勢，與此同時其他政界領導人正設法在經濟增長目標與落實財政整頓目標之間尋求平衡。

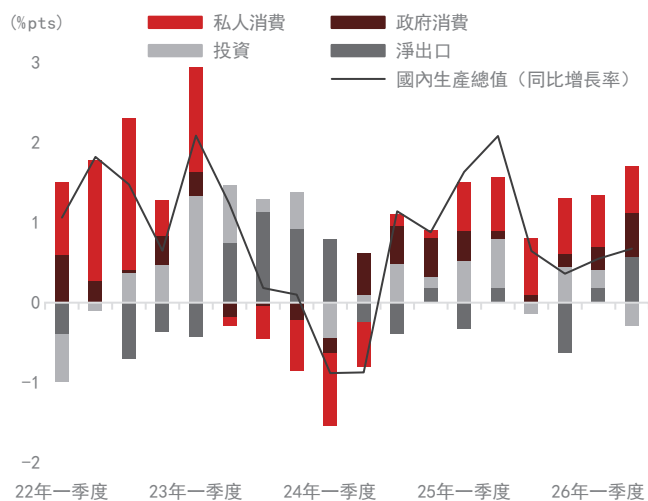
日本經濟

我們將2026年與2027年的GDP增速預測分別上調至0.9%與1.0%。維持1.8%的2026年CPI通脹預測不變，同時將2027年的通脹預測下調至1.5%。

本次調整主要反映日本政府近期批准自2027年4月起將食品消費稅由8%下調至1%。鑒於食品在日本CPI籃子中佔比較高，我們估算此次減稅將導致2027年CPI通脹下降約1個百分點。食品屬於生活必需品，減稅省下的資金中相當一部分大概率會被儲蓄而非用於消費，因此我們預計該項減稅措施僅能小幅拉動2027年GDP增長0.2個百分點。

我們同時預計，財政支出增加將對經濟增長形成小幅提振。日本政府的《經濟財政營運與改革基本方針》納入了一項至2040財年總額達到370萬億日圓的公私聯合投資計劃，重點投向AI、半導體、量子技術、國防、航空航天、生物技術與先進醫療等戰略領域。該計劃的目標是到2040財年將名義GDP提升至1,100萬億日圓，對應超3%的名義GDP年均增速，以及高於1%的實際GDP增速。

GDP增速維持在趨勢水平

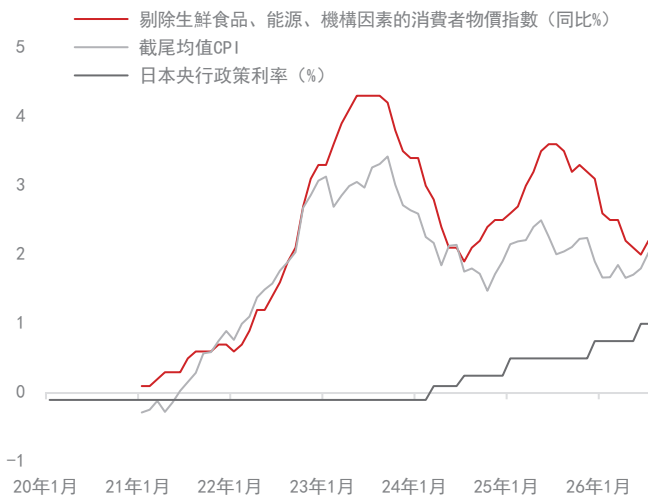


數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

貨幣政策方面，我們預計日本央行將加快加息節奏：由當前的每6個月一次，調整為每3至4個月加息25個基點，並在2027年年中將終端利率上調至1.75%。日本央行或將忽略政府政策帶來的臨時性通脹擾動，轉而聚焦底層物價壓力。剔除生鮮食品、能源及制度因素的CPI指數與截尾均值CPI均顯示，基礎通脹穩定在2.0%附近，對應約為2%的中性利率。

外匯政策方面，後續的干預空間或較為有限。日本財務省今年分別在5月以及7/8月實行了兩輪買入日圓的干預措施，第二輪干預也有美國財政部參與其中。干預帶來的影響較為有限且短暫。根據國際貨幣基金組織的參考框架，自由浮動貨幣的官方外匯干預在六個月內不得超過三次，因此在11月之前日本可能僅剩最後一次干預機會。這或將提升日本央行貨幣政策正常化對於支撐日圓的重要性。

基礎通脹向2%收斂



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

但日本的財政前景仍存在不確定性且面臨重重挑戰。據估算，日本年度稅收將因食品消費稅的下調而減少5萬億日圓。2026-2040財年財政指引將政策重心轉向中長期穩定以及逐步降低政府債務率，但未設定實現基礎財政收支平衡的具體目標年份。該策略的可信度，最終取決於公私板塊加大投資能否帶來足夠的生產率提升。擴大AI應用與自動化，有望對沖日本勞動年齡人口萎縮的問題，擴大名義GDP基數，改善債務演化路徑。反之，若生產率增長不及預期，疊加經濟增長乏力與持續高企的財政赤字，債務率或將上行，給日圓帶來進一步的貶值壓力。

外匯干預對日圓的影響短暫且有限



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

亞洲經濟

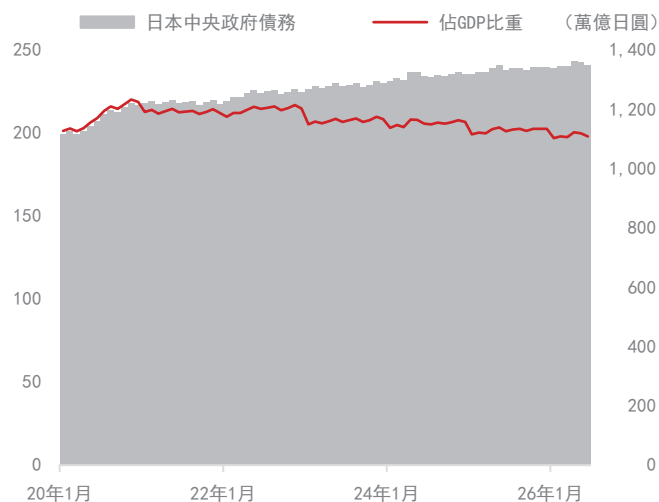
近幾個月，中國內需的疲弱態勢進一步凸顯。從零售銷售、固定資產投資，到信貸需求與房價，今年各項指數均出現明顯走弱。

不過內需放緩並未促使我們下調對於中國2026年4.5%的GDP增長預測。中國第一季度GDP的增速為5%，第二季度為4.3%，在我們看來，即便內需持續走弱，其經濟仍具備足夠的動能，全年實際增速仍能達到4.5%左右。

中國經濟呈現分化特徵，這也是我們維持相對樂觀判斷的原因。銀行信貸增長雖偏弱，但債券與股權融資（尤其是科技及新經濟企業）仍然保持活躍。核心通脹略低於1%，也在一定程度上緩和了市場對於物價失穩或通縮的擔憂。

貿易活動依舊強勁。外需方面，關稅波動、轉運貨物審查、產能過剩擔憂以及出於國家安全考量的貿易阻力，均未能削弱中國

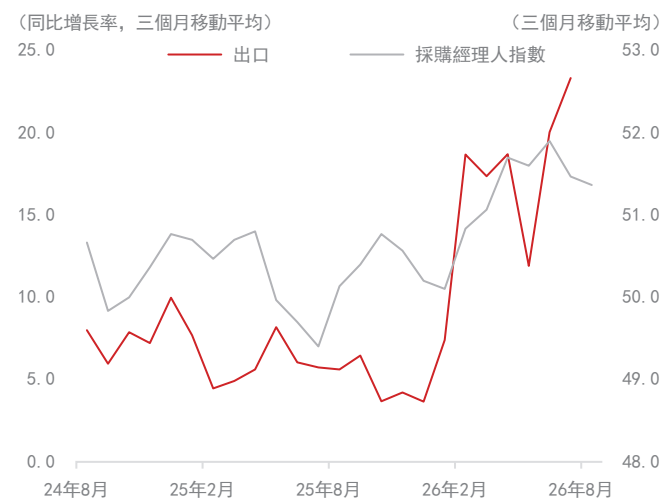
財政狀況目前保持穩定,但前景存在不確定性



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

強勁的出口動能。1至7月的出口總額超2.5萬億美元（同比增長18.5%），凸顯了國際市場對中國製造產品的需求快速上升，並且高附加值品類的佔比持續提高。即便是在頗具爭議的中美貿易領域，6月與7月對美出口額均突破400億美元，同比增幅超20%。中國國內的科技繁榮週期與強勁的外需，是對沖內需疲弱局面的關鍵支撐。

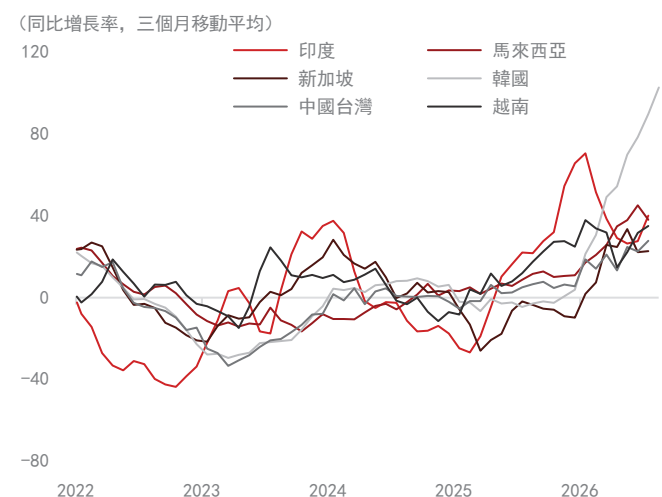
中國出口



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

近期一系列偏弱的數據固然體現出中國內需的短板，但並不意味著中國進口動力已經停滯。盡管今年國內動用本土儲備使得能源進口規模有所收縮，但截至7月，中國整體進口額仍同比增長30%。在亞洲區域內，多個經濟體對華出口大幅飆升，其中韓國的增長最為亮眼。即便是不屬於區域供應鏈核心的印度，其對華出口也出現了反彈。上述增長數據證明，所謂中國市場對海外生產商基本封閉的觀點並不成立。

對華出口



數據來源：CEIC經濟數據庫、星展銀行

外需強勁、內需疲弱的分化格局或將延續下去，在此背景下宏觀政策將如何演繹？我們預計中國央行（PBOC）今年將維持3.00%的1年期貸款市場報價利率（LPR）不變。具備韌性的出口與保持穩定的工業活動，持續為經濟提供緩衝；而零售銷售、固定資產投資與信貸需求走弱，則凸顯出內需持續存在薄弱環節。中國央行目前維持適度寬鬆的貨幣政策立場，強調加大逆週期調節力度。考慮到名義利率已處於極低水平，短期內減息的可能性不大。

財政政策方面，我們的預期偏謹慎。為增加稅收，當局近期出台了一系列舉措，加大股息收入及財富稅的征收力度。針對在境外配置資產的中國居民，稅收監管網絡正在不斷收緊。

油價風險持續存在，衝突時間線向後推移

受談判時間延後的影響，我們上調對於2026和2027年油價的預測。數周前，最初的停火協議已基本落空；而9月初美伊衝突再度升級，或將再次改變市場對油價相關風險的判斷，影響範圍不僅覆蓋2026年剩餘時間，還將延伸至2027年相當長一段時間。8月初，市場一度對達成協議抱有較高的期待，布蘭特原油在每桶70多美元的高位（接近80美元）觸底。此後，隨著停火協議到期以及一系列衝突升級，油價持續上行，截至撰稿時，油價在每桶105美元附近震蕩，同比升幅超50%。本輪油價上升，是風險溢價抬升疊加現貨供給偏緊共同作用的結果：庫存持續下行，戰略石油儲備（SPR）進一步釋放的空間較為有限。若最終達成保障

海峽通航的可行方案，地緣政治風險溢價或將較快回落。但我們判斷未來數月內該情景發生的概率較低。即便風險溢價回落，當前油價也很難跌至每桶80-85美元以下，因為任何達成的協議能維持多久仍存在不確定性。結合調整後的時間線假設，以及市場擾動至少會持續至2027年上半年的預期，我們上調對於油價的預測。我們當前預計，2026年布蘭特原油均價會落在每桶85-90美元的區間，2027年為每桶75-80美元（兩年預測值每桶均上調5美元）。

布蘭特原油價格重回每桶100美元上方



數據來源：彭博社、星展銀行

星展銀行2026/2027年季度平均油價預測——基準情景

（美元/桶）	1Q26A	2Q26A	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
布蘭特原油均價	78.5	96.5	90.0	86.5	83.5	79.5	76.5	72.0
西德州中級原油均價	72.5	92.5	85.0	82.5	79.5	75.5	73.5	69.0

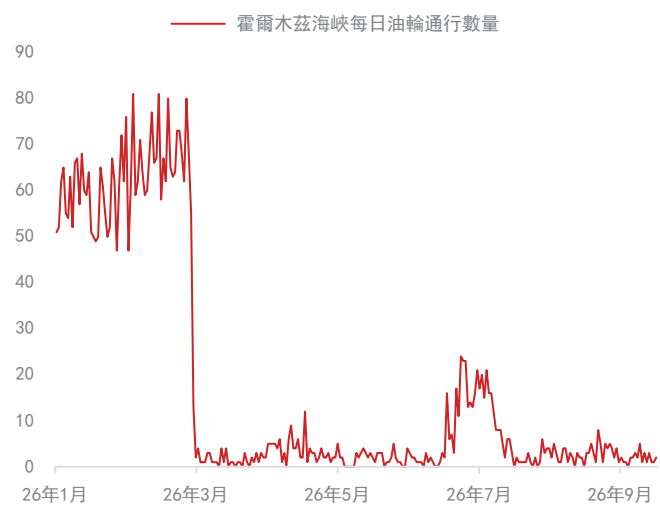
數據來源：星展銀行
數據截至2026年9月7日

過去數周發生了結構性變化，且短期內難以逆轉：衝突影響範圍擴大，從單一咽喉要道爭端演變為雙線航運危機（霍爾木茲海峽與曼德海峽同時承壓）；原本提供了可信的短期降溫路徑的談判框架已然崩壞；區域局勢持續惡化，其中包括以色列與黎巴嫩真主黨之間的衝突升級，以及胡塞武裝針對沙特與紅海地區發動的襲擊。以上種種均顯示，油價底部已經抬高，並將持續獲得支撐。我們此前預期霍爾木茲海峽航運量將於2026年第四季度顯著回升，並於2027年上半年回歸常態。目前來看，時間線已向後推移，基準情景或將演變為長期僵持局面，油價上行風險將延續至2027年。霍爾木茲海峽航運量在逐步回暖之前，或將在一段時間內維持在當前低位附近。

與此前達成有限協議的預期不同，當前態勢顯示，華盛頓方面對德黑蘭的立場缺乏準確的判斷，並且目前不存在任何接近“最後階段”的協議。拋開各類短期擾動不談，就海峽控制權這一核心議題而言，我們在前期報告中指出的實質性分歧並未縮小。核協議相關談判更是無從談起，目前看來遙遙無期。伊朗堅持主張海峽須由伊朗掌控；而美方的立場則是海峽必須保持通航自由，華盛頓不會接受由伊朗收取通行費的做法，也不接受阿曼方面收取相關費用。特朗普近期的言論進一步升級，揚言若阿曼從中阻撓，將對阿曼本土實施轟炸。該威脅完全不具可信度。這本身也釋放出一個信號：這場戰事已持續近六個月，充其量只在開戰首日或首周取得些許成果，美方似乎已深感挫敗、失去方向。

航運現狀如何？霍爾木茲海峽當前的狀態可概括為：名義上保持通航，但實際通行受到了嚴重抑制，恢復正常通行的節奏仍存在巨大的不確定性。盡管特朗普堅持認為美國已完全掌控局勢，並且水雷已完成清除，但霍爾木茲海峽實際的船舶通行量極低。過去數周，多艘超大型油輪在航行途中折返，並在該海峽附近遭到彈體擊中。據稱有船只試圖突破美國對伊朗港口的封鎖，美軍隨即在阿曼灣向其開火，說明交戰雙方仍在持續採取軍事行動。胡塞武裝仍然間歇性地在紅海地區發動襲擊。

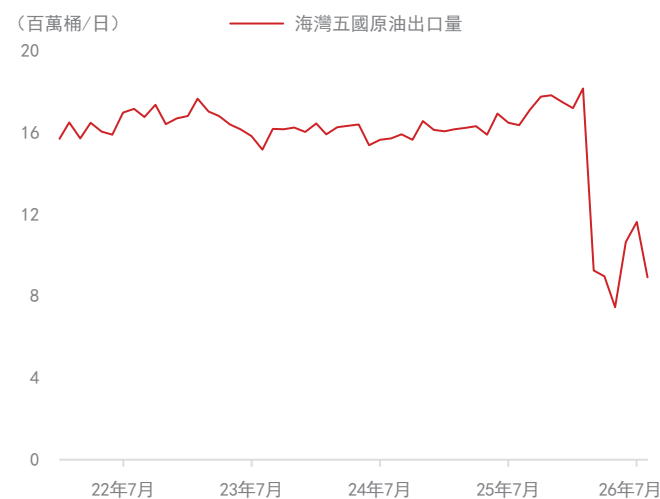
霍爾木茲海峽船舶通行量在6、7月回暖後再度回落至低位



數據來源：彭博社、星展銀行

那麼，我們為何尚未感到恐慌？原因在於海灣產油國已主動調整策略，不再坐等局勢和解，轉而更多地借助替代航線以及更隱蔽、更難追蹤的運輸方式，這似乎是更具持續性的結構性變化。因此，部分咽喉要道風險正通過這類隱蔽的石油流轉得以規避，這意味著目前距離全面危機狀態尚有一段距離。盡管各類新聞報道顯示當前形勢嚴峻，但霍爾木茲海峽減少的原油流量中，已有約半數（甚至更多）通過其他渠道外運。

盡管衝突持續，海灣地區的石油出口仍觸底反彈



數據來源：彭博社、星展銀行

後續情景如何?基準情景：假設當前美伊軍事衝突保持可控、不再進一步升級，哈爾克島及其他主要出口基礎設施未遭襲擊；在此情景下，我們預計布蘭特原油價格短期內處於每桶85-95美元區間。悲觀情景：衝突失控，美國進一步打擊伊斯蘭革命衛隊目標，伊朗對美軍基地或海灣夥伴國實施報復；油輪持續遇襲，霍爾木茲海峽出現布設水雷事件。該情景下，一旦發生重大襲擊事件，油價或將衝高至接近衝突前期每桶120美元的水平，之後有可能回落至每桶100美元附近。極端風險情景（發生概率較低）為敵對行動急劇升級，例如：美方發動打擊，摧毀伊朗哈爾克島的核心原油出口設施；或是伊朗襲擊沙特或阿聯酋的管道基礎設施。該情形下，布蘭特原油極易突破每桶120美元，市場對油價升至每桶150-200美元的尾部風險擔憂或將再度浮現。

達增長期協議以及霍爾木茲海峽全面通航的樂觀情景，短期內已不再具備實現的可能性。若要實現局勢全面緩和，且油價回落至每桶70-75美元的區間，伊朗必須按照美方條件重返談判桌。最有可能倒逼伊朗妥協的情形有兩種：一是在持續封鎖之下，伊朗可供出口的海上原油庫存消耗速度快於補充速度；二是彈藥儲備不斷消耗，以致無力繼續對抗。在未來3至6個月內，上述兩種情景發生的概率均偏低。伊朗與海灣地區的中間商一再展現出調整運輸路線、開展低可見度貨運的能力，而非被動承受封鎖帶來的衝擊。同時，盡管面臨輿論層面的壓力，中國仍持續採購大部分的伊朗原油，這削弱了通過財政耗盡迫使伊朗讓步這一傳導路徑的有效性。彈藥儲備方面，隨著時間的推移，伊朗確實有可能出現作戰能力承壓的局面。但歷史經驗顯示，這類壓力更可能引發更強的報復行動，而非促使其重返談判桌。這意味著該風險首先會推動局勢升級，之後才有可能通過談判實現降溫。

輪動與擴散



圖片來源: Unsplash

2026年第四季 美國股票

AI資本開支週期持續支撐著美國的宏觀經濟與企業盈利韌性，但投資者的持倉佈局正在從科技板塊向外擴散。美國財政部與聯儲局之間潛在的政策“碰撞”將為債券收益率與股票估值帶來不確定性。維持積極看好金融板塊的觀點：該板塊是監管放鬆與資本市場活躍度提升的主要受惠領域。佈局AI落地應用企業，把握AI相關投資機會。

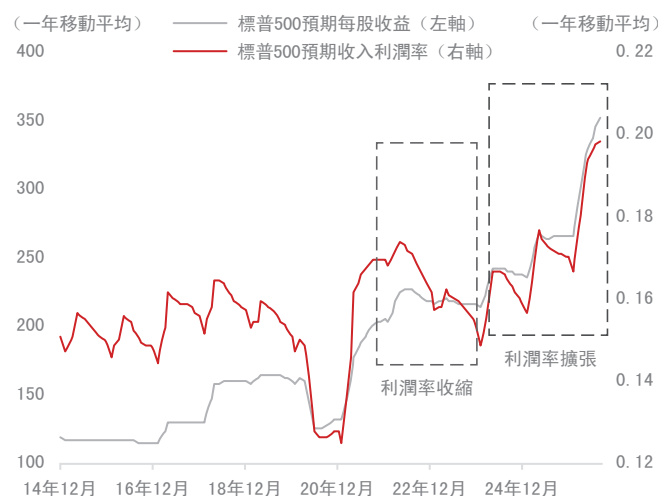
美國股票

鄭迪倫
策略師

AI資本開支支撐美國宏觀經濟動能。用“水漲船高”這句老話來描述標普500指數當前的市場格局十分貼切。此處的“水漲”指的是AI資本開支，它正為美國經濟注入強勁的增長動能。盡管全球貿易摩擦再度升溫，霍爾木茲海峽出現供應鏈擾動，但亞特蘭大聯儲GDPNow模型當前預測GDP增速約為4.8%（年初預測約為3.0%）。隨著AI基礎設施建設持續推進，我們預計這一強勁的增長勢頭將得以延續。聯儲局表示，近期企業投資走強主要源於AI資本開支，AI資本開支或貢獻了2026年第一季度GDP增量的35%-65%。

標普500盈利：利潤率擴張的故事。強勁的美國宏觀動能繼而轉化為美國企業可觀的盈利增長。自年初以來，市場對每股收益的預測值已上調約34%。值得注意的是，銷售額預測值僅上調約12%，而每股收益上調的其餘部分，則源於市場對收入利潤率持續擴張的預期。以上數據說明了兩點內容：（1）盡管AI資本開支週期拉動了盈利增長，但盈利上行空間主要源於利潤率擴張；（2）收入利潤率的提升，可能來自營運效率的改善，也可能源於裁員，或是兩者的共同作用。我們認為，美國企業的AI落地應用仍處於起步階段。因此在當前節點下，大量所謂的“成本節約”實際上來自裁員。

利潤率擴張推動美國企業盈利上行

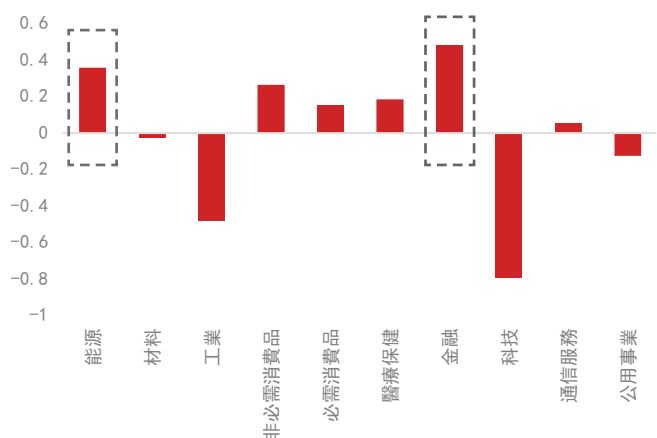


數據來源：彭博社、星展銀行

投資組合輪動正在上演：金融與能源板塊為高彈性受惠標的。自2026年第三季度初以來，投資者持倉呈現明顯的調倉動向，資金從科技板塊撤出，7月板塊配置比例下降1.4個百分點。本次調倉反映出投資者擔憂雲巨頭高額的資本開支及其帶來的自由現金流（FCF）壓力；近期財報顯示大型科技企業季度自由現金流為負，進一步加劇了上述顧慮。隨著各行各業的企業通過部署AI來提升生產率並增厚利潤率，盈利動能持續改善，板塊配置正在逐步向非科技領域擴散。

金融和能源板塊獲得最大的配置增幅，分別提升0.5個百分點和0.4個百分點。AI資本開支週期之下，金融板塊受惠於資本市場業務活躍度的提升；同時，“高利率維持更久”的預期，為淨息差(NIM)的擴張提供額外的支撐。與此同時，地緣政治風險與日益升溫的能源安全擔憂持續支撐能源板塊持倉，這類因素可能收緊供給並托舉能源價格。

2026年7月美國板塊配置變動



數據來源：EPFR Global、星展銀行

自下而上的強勁基本面，遭遇自上而下的政策不確定性。美股市場自下而上的企業基本面依舊穩健，但投資者主要面臨的不確定性來自自上而下的政策環境。事實上，近期的事態發展顯示，聯儲局主席沃什與財長貝森特的政策路線或將發生衝突。鑒於美國長期國債債息處於上行趨勢，貝森特正在試圖通過大規模購債來管控收益率曲線。中期選舉臨近，壓低債券收益率的好處顯而易見：可以降低消費者的房貸支出，同時減輕負債企業的利息負擔。

但與此同時，貝森特的操作與聯儲局通過壓低通脹實現物價穩定的法定目標存在矛盾。美伊危機懸而未決，並且能源價格正在回升，聯儲局上調政策利率的壓力將會增加。因此，當前的“貝森特看跌期權”將給國債債息走勢帶來巨大的不確定性，並進一步影響股票估值。無論如何，貝森特急於壓低長期收益率的做法，實則變相承認美國財政形勢日趨嚴峻，因此通過購債壓低收益率的效果可能較為有限。

AI資本開支受到審視；佈局AI落地應用企業，把握AI相關投資機會。隨著AI主線不斷發展成熟，投資者不再僅依靠亮眼的盈利來鞏固對該領域的信心。相反，市場正在高度關注資本開支規模，一旦出現過度投入的跡象，就可能引發股價下行。考慮到自ChatGPT問世以來，雲巨頭的總資本開支已增長約155%，投資者的這份審慎態度實屬合理。大型科技企業曾經以強勁的資產負債表著稱，如今卻越來越多地轉向債務市場，為資本開支籌措資金。

美國債務狀況惡化推升長期收益率



數據來源：彭博社、星展銀行

除自由現金流下降與高槓桿之外，市場還擔憂這類大規模科技基建投入的投資回報率(ROI)。這些投入能否轉化為可觀的回報，抑或企業此舉僅為爭奪市場份額？目前尚無定論，因此投資大舉擴張資本開支規模的科技企業本身就存在固有風險。在此背景下，我們偏好資本開支需求較低，並且在AI商業化落地方面具備良好實績的AI相關標的。自2023年起，AI落地應用企業標的表現開始跑贏等權標普500指數，我們預計該趨勢將會延續下去。

佈局AI落地應用企業，把握AI相關投資機會



2026年第四季美國板塊策略——金融為王

我們2026年第三季的美國板塊配置策略表現十分亮眼：截至9月1日，看好標的組合的平均回報率達到7.4%，分別較中性組合和看淡組合高出6.6個百分點與8.7個百分點。盡管看好組合中的科技相關標的在2026年第三季度表現平淡，但能源（+22.4%）與金融（+6.7%）板塊大幅上升，拉動整體業績。上述板塊的向好表現與資金流向數據相互印證：基金經理正在增加這兩個板塊的持倉。表現墊底的板塊為工業板塊（-6.8%，中性）以及公用事業板塊（-6.1%，看淡）。

展望下個季度，板塊擴散行情預計仍將延續下去。因此，鑒於投資者正在尋找科技相關標的之外的投資機會，我們將通信服務板塊下調至中性。與此同時，我們進一步加次看好美國金融板塊，支撐邏輯來自以下利好前景：

- 淨利息收入：2026年3月對《巴塞爾協議III終版規則》的修訂，將降低美國銀行的資本要求。此舉有望緩和資產負債表約束，在本輪資本開支熱潮帶來巨大資本需求的環境下，提升銀行放貸能力。

- 諮詢費收入：科技企業日益轉向資本市場籌集資本開支所需的資金，這將帶動美國金融機構股權及債權資本市場業務規模的提升。據美通社報道，僅科技板塊就約佔2026年上半年美國股權資本市場（ECM）發行交易總額的32%，疊加特朗普政府的親商立場（包括反壟斷監管趨於寬鬆與審批週期的縮短），這將釋放積壓的資本市場業務需求，推高諮詢費收入。除股權資本市場與債權資本市場（DCM）業務外，併購與聯盟研究所（IMAA）預計，2026年美國披露併購交易規模將增長約18%。

美股板塊配置—2026年第四季

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

數據來源：星展銀行

美國估值表

	預估市盈率 (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 (%)	收入利潤率 (%)
美國	21.4	5.6	17.6	21.3	4.7	16.2
金融	15.5	2.5	9.1	15.2	1.7	23.2
能源	13.4	2.8	9.6	14.7	7.1	12.6
科技	26.6	14.0	28.8	35.0	16.4	30.0
材料	18.5	3.3	13.1	11.3	4.9	13.1
工業	26.4	7.5	18.9	26.8	7.6	14.1
必需消費品	22.5	7.2	17.9	25.8	7.7	8.0
非必需消費品	21.4	7.1	17.0	26.4	8.2	10.1
通信服務	17.2	4.9	15.9	26.3	11.7	24.0
公用事業	17.2	2.1	12.7	11.0	2.8	21.6
房地產	36.8	3.3	20.7	9.4	3.9	23.4
醫療保健	22.0	5.6	19.4	16.2	5.4	7.1

數據來源: 彭博社
數據截至2026年9月16日

精選增長型股票



2026年第四季 歐洲股票

歐洲獨具特色的AI受惠標的及金融企業盈利動能改善，有望推動估值進一步重估；但創新能力的不足與有限的AI相關缺口，或將制約其整體相對收益表現。擇優佈局結構性資本開支週期受惠標的與銀行板塊。

歐洲股票

吳琇瓊
策略師

Chloe Park
分析師

存在上行空間，但難以跑贏全球股市。截至9月初，歐洲股市保持韌性，體現出當地經濟抵禦關稅、地緣政治衝突與能源衝擊的表現好於預期。2026年第二季度GDP增速以及三年來最強勁的單季企業盈利增長，進一步夯實了這一向好的基本面。在金融板塊，以及佈局AI、基建、電氣化等結構性投資主線的企業的帶動下，盈利動能有望進一步擴散。

盡管如此，我們預計歐洲股市在2026年第四季度難以跑贏全球股市。中東局勢仍然存在變數，歐洲市場或持續承壓，尤其是在天然氣價格高企的背景下。德國的政治不確定性也可能削弱市場對財政前景的信心，在當前財政支出尚未達到預期的情況下尤為如此。該地區缺少美國與北亞那樣體量充足的高增長AI受惠標的及創新企業，因此盈利增長存在結構性短板。盡管如此，若投資者對AI投資回報率與資本開支的疑慮加深，歐洲市場或將重新獲得追捧——該市場具備穩定的現金流、吸引的股息，且防禦板塊佔比更高。

三年來最強盈利動能。歐洲斯托克600指數成分股2026年第二季度整體收入重回增長態勢，在連續四個季度萎縮後同比上升9%；在利潤率大幅擴張的支撐下，整體盈利同比增長25%，超出市場預期5%。能源板塊盈利增幅最高，達到134%；緊隨其後的是金融與科技板塊，增幅約為23%-24%。與此同時，非必需消費品板塊仍是明顯的短板，盈利同比下降14%。歐洲車企與奢侈品集團面臨中國需求走弱、本土競爭加劇以及投入成本高企等多重壓力。

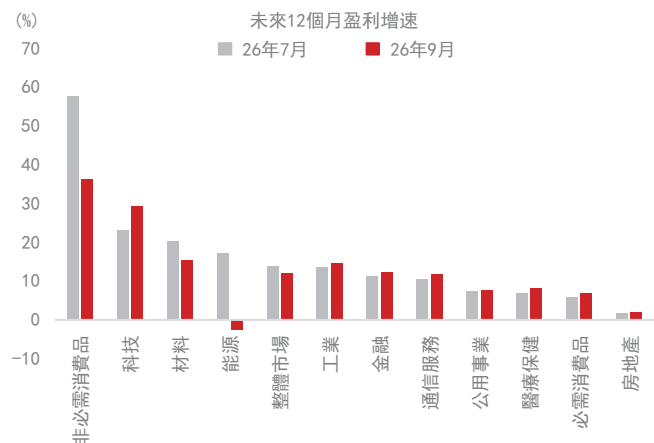
2026年第二季歐洲各板塊銷售額及盈利情況

2Q26	增長 (同比%)		較市場預期 (%)	
	銷售額	盈利	銷售額	盈利
能源	37%	134%	3%	10%
歐洲斯托克600指數	9%	25%	2%	5%
科技	11%	24%	2%	5%
金融	6%	23%	2%	5%
材料	7%	23%	1%	-1%
工業	9%	15%	2%	3%
必需消費品	0%	14%	1%	6%
公用事業	6%	10%	1%	15%
通信服務	3%	6%	0%	-3%
醫療保健	5%	2%	2%	9%
房地產	11%	1%	14%	-11%
非必需消費品	0%	-14%	1%	-23%

數據來源：彭博社、星展銀行

盈利上調集中於AI相關標的與金融板塊。盡管存在上述局部亮點，財報季後歐洲股市後續12個月的盈利增速大體維持在低雙位數水平。盈利上調主要集中在AI相關科技股、工業股以及金融股，但高基數效應下能源板塊盈利增速遭到大幅下調，抵消了上述利好因素。

盈利上調集中於AI相關標的、金融板塊以及工業板塊



數據來源：倫敦證券交易所集團 (LSEG)、星展銀行

歐洲特色AI投資主線拉動盈利增長。即便歐洲經濟面臨油價上行、增長乏力的擔憂以及德國財政支出落地延遲等挑戰，本土獨具特色的AI投資主線仍在推動歐洲股市實現可觀的升幅。歐洲盈利上調幅度最大的標的，來自科技與工業板塊中AI及電氣化領域的受惠企業。

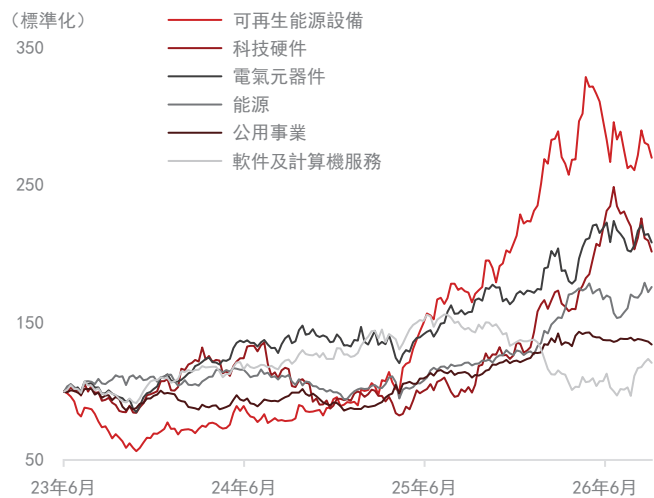
半導體及設備廠商有望持續表現突出：企業規劃擴產以滿足AI芯片與存儲芯片的持續需求，盈利具備較高的可見度，形成有力支撐。

此外，作為全球數據中心建設的直接受惠方，歐洲頭部工業企業具備顯著優勢。這類企業為AI基礎設施提供配電、冷卻、電氣元器件以及自動化系統等核心配套產品。儘管AI相關標的上升已將其估值推升至接近歷史高位，但我們認為，歐洲在數據中心領域的結構性投資所帶來的持續需求，仍有望長期支撐進一步的估值重估。

歐洲為保障數據中心供電而持續投入能源基礎設施，有望為可再生能源、公用事業及相關設備供應商開辟多年增長空間。雖然債券收益率上行與加息擔憂再起仍是公用事業板塊的短期阻力，但我們認為，不斷增強的結構性需求正在逐步蓋過上述壓力。隨著歐洲電氣化週期提速，盈利上調將繼續推動估值重估。

歐洲企業正從AI試驗階段轉向規模化落地，AI價值創造不再局限於模型研發商與芯片廠商，拓展至能夠將該技術整合至現有數據、軟件與業務流程的企業。這一轉變疊加歐洲推進技術主權的戰略，有望催生對系統集成、流程重構、安全基礎設施及治理體系的持續性需求，利好歐洲本土成熟的軟件、諮詢與雲服務供應商。

橫跨科技、工業與能源基建的歐洲特色AI投資主線



數據來源：倫敦證券交易所集團 (LSEG)、星展銀行

中國經濟對歐洲股市的影響目前仍然可控。中國國內消費持續走弱，疊加歐洲創新力不足，推動高性價比、附加值不斷提升的中國商品加速出口至歐洲。該影響在汽車行業體現得最為明顯：歐洲本土車企持續承受定價壓力，並且市場份額遭到蠶食，部分廠商甚至開始轉向本土國防業務，以此實現收入多元化。這進一步鞏固了我們對該板塊的看淡觀點。

儘管如此，我們預計其對歐洲股市的整體影響仍處於可控範圍內。汽車板塊僅佔歐洲股市總市值的1%，市場大部分板塊要麼不會受到中國競爭的衝擊，要麼中國對於相應的領域尚未建立明顯優勢。舉例而言，儘管市場擔憂中國實現技術自主，但我們認為來自中國的競爭風險被夸大了，因為在歐洲的細分優勢技術領域，中國在性能、可靠性與可擴展性方面仍然落後。此外，歐洲幾大權重板塊（包括金融、工業、能源及公用事業）以本土業務為主，受中國低價進口商品的影響較為有限。

2026年第四季度板塊策略——堅守結構性受惠板塊。我們繼續看好能夠受惠於全球持續性資本開支週期的板塊，包括AI基礎設施、電氣化、可再生能源、國防以及工業化等。即便宏觀環境更具挑戰，上述結構性增長動力仍有望維持盈利動能。“高利率維持更久”的環境將利好歐洲銀行業；而在中國需求復甦乏力的背景下，防禦板塊與消費類週期板塊將持續承壓。

主要的板塊調整包括：

將金融板塊評級上調至看好。歐洲銀行業2026年第二季度業績表現強勁：歐洲央行6月加息後，淨利息收入（NII）保持韌性，非利息收入、投行業務與貸款增長表現亮眼，同時信貸撥備維持在可控水平。銀行資本狀況穩健，為股東回報奠定了堅實的基礎。我們預計歐洲銀行業盈利動能在2026年第四季度將延續下去。歐洲央行9月再度加息，疊加收益率曲線趨於陡峭，有望推升淨利息收入。持續的信貸需求，以及日益多元化的財富管理與資本市場收入，將進一步夯實盈利基本盤。當前板塊估值相對歐洲大盤仍存在折扣，我們認為仍具備估值重估空間。

將醫療保健板塊評級下調至中性。歐洲大型制藥企業整體業績超出預期，並上調2026年業績指引。盡管傳統藥品持續面臨定價壓力與加劇的競爭，但專科藥需求保持韌性，新型療法的市場滲透持續改善。不過，鑒於結構性阻力逐步顯現，我們將醫療保健板塊評級下調至中性。相關不利因素包括：為應對2028年可能實施的關稅政策，企業擴大美國本土產能帶來投資成本上升；受最惠國（MFN）定價機制的影響，歐洲藥價或將成為美國定價基準，導致新藥在歐洲推遲上市；以及專利集中到期週期下，歐洲研發支出相對受限。隨著臨床數據、監管審批與產品上市成為更關鍵的分化因素，板塊內個股表現分化預計會進一步擴大。因此我們建議採取精選策略，優選產品線多元、擁有充足後期管線以對沖短期專利到期風險、落地執行經驗成熟且資產負債表穩健的企業。

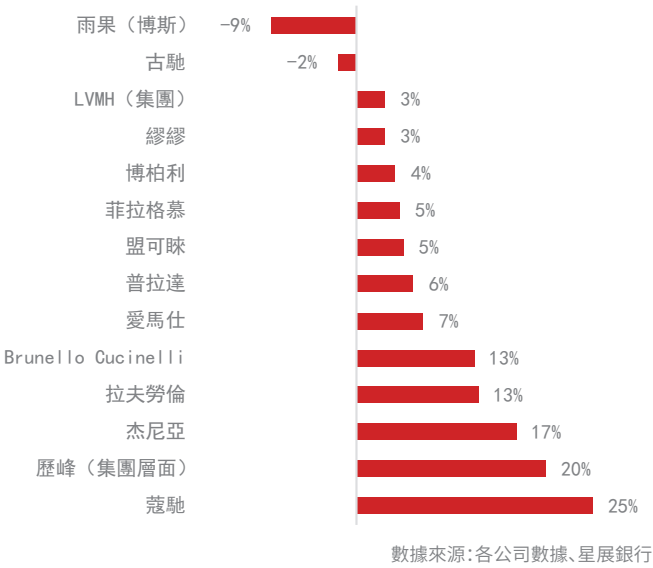
歐洲銀行受惠於收益率曲線陡峭化



數據來源：倫敦證券交易所集團（LSEG）、星展銀行

盡管奢侈品大調整體走弱，珠寶與靜奢品牌仍將保持韌性。歐洲奢侈品板塊2026年第二季度收入基本符合預期，並且依託成本優化與提價動作，利潤率表現好於預期。在中國需求復甦持續乏力的背景下，珠寶品類成為一大亮點。我們對奢侈品板塊整體維持謹慎態度：中國需求疲弱，疊加地緣政治緊張局勢導致歐洲入境客流不穩定，制約板塊復甦進程。但我們認為，部分珠寶及靜奢業務佔比較高的企業具備持久韌性。這類標的擁有較強的定價權、嚴格的產品策略以及稀缺屬性，有望維持穩健的銷售增長。

2026年第二季度各品牌零售銷售表現，固定匯率口徑（同比%）



歐股板塊配置—2026年第四季

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

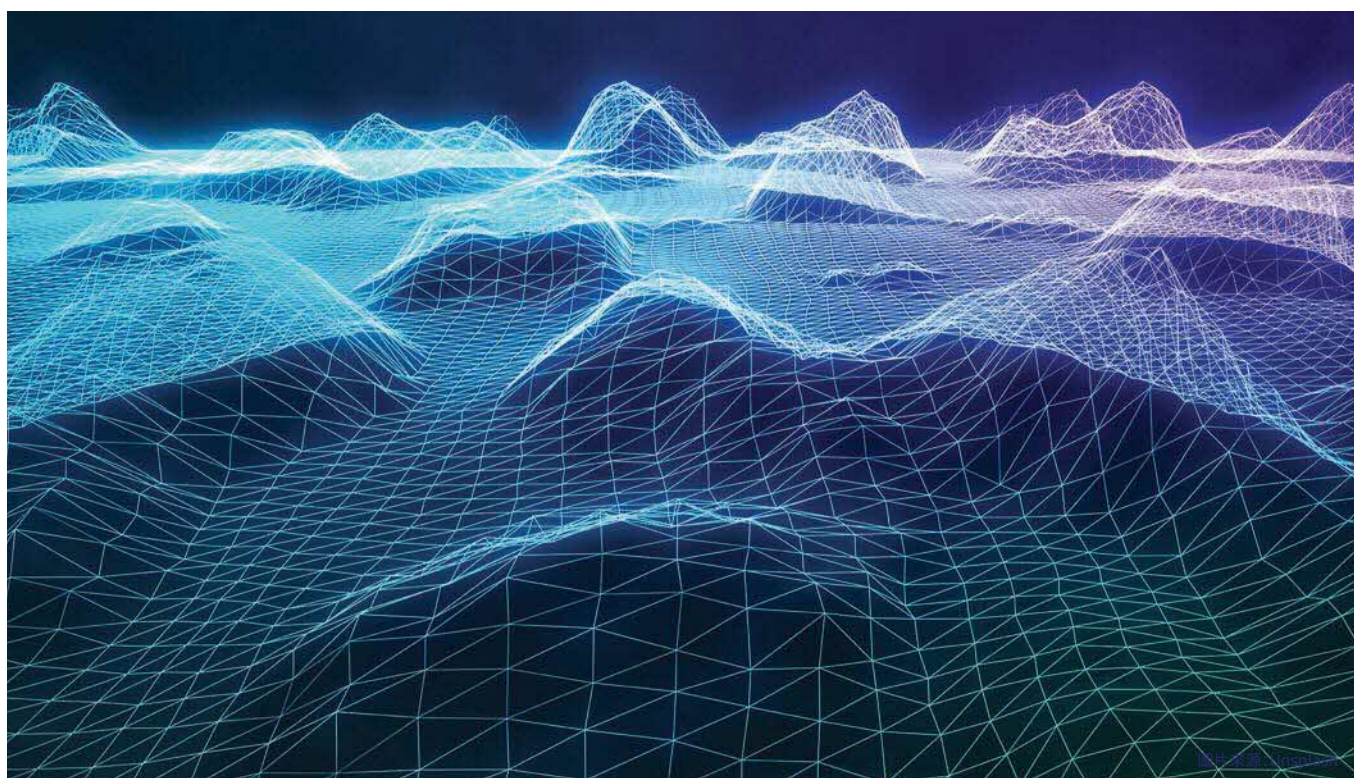
數據來源：星展銀行

歐洲估值表

	預估市盈率 (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 (%)	收入利潤率 (%)
歐洲	15.5	2.5	12.5	13.7	1.6	14.2
金融	12.3	1.8	-	14.4	0.8	22.3
能源	8.4	1.7	4.9	13.5	5.0	12.2
科技	31.3	7.0	25.1	17.5	8.9	19.5
材料	17.3	2.2	10.4	13.8	6.1	8.6
工業	22.5	4.4	13.5	16.9	5.1	11.2
必需消費品	15.6	3.2	11.5	17.7	5.6	10.9
非必需消費品	16.4	1.4	8.8	4.7	1.7	4.3
通信服務	17.3	2.3	6.8	8.1	2.2	15.8
公用事業	15.3	2.1	10.2	12.1	2.9	14.3
房地產	13.8	0.8	18.6	9.2	3.6	62.6
醫療保健	15.8	3.7	12.9	15.7	6.6	19.7

數據來源：彭博社、星展銀行
數據截至2026年9月16日

AI機遇持續擴散



2026年第四季 日本股票

盈利覆蓋廣度的提升、企業改革的推進以及合理的估值，有望推動進一步的估值重估。看好科技股與銀行股，這兩類標的可分別提供AI驅動的全球資本開支以及國內再通脹的相關機遇，形成互補配置。日本的結構性優勢在於其深厚的工業生態體系，這使其成為全球AI資本開支週期中的優質受惠方。

日本股票

吳琇瓊
策略師

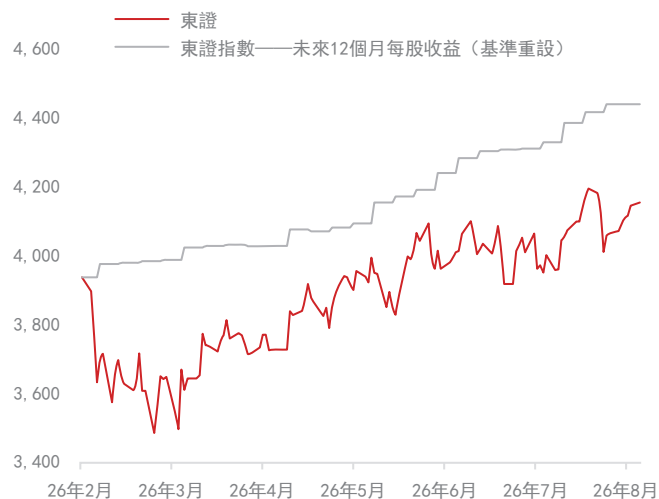
Chloe Park
分析師

盡管各類令人擔憂的因素不斷增多，包括地緣政治風險、全球通脹、AI個股集中度高企、不明朗的經濟週期與AI資本開支前景、全球債市拋售引發流動性收緊、政策利率上行，以及AI投資資金來源存疑等，但我們依舊看多日本股市。重要的是，近期估值下調顯示，上述風險中相當一部分已在市場價格中得到反映。日本股市升幅尚未完全跟上企業盈利的強勁表現，相較於近期高位，當前估值吸引力有所提升。若盈利動能可以保持住韌性，則市場仍存在進一步的上行空間。盈利改善覆蓋面擴大、企業改革持續推進疊加估值處於合理區間，共同為日本股市的進一步上行奠定了有利的基礎。

2026年第二季度財報季帶來了信心：外部宏觀環境趨於嚴峻，但企業盈利整體保持穩健。這進一步印證了我們的觀點：日本盈利週期仍受到結構性動力的支撐，包括企業改革、資本效率改善、自動化與半導體產能投資，以及全球持續的AI投資週期。盡管盈利上調節奏或將放緩，但目前尚無充分證據證明核心盈利趨勢出現實質性惡化。

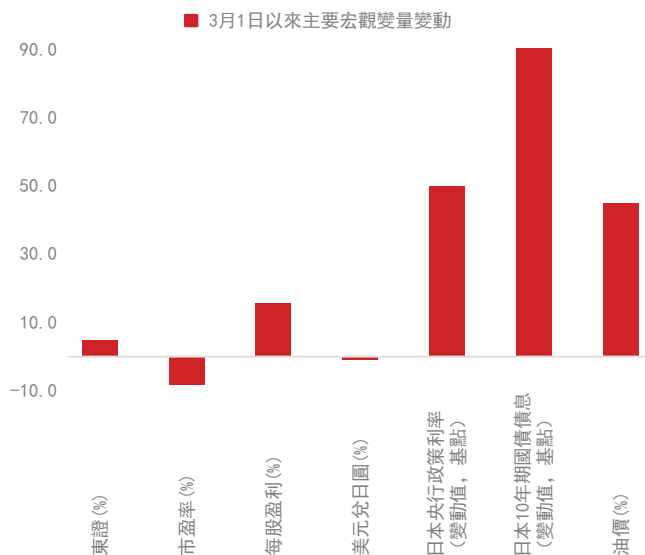
在此背景下，我們預計東證指數 (TOPIX) 有望在2026年第四季創下歷史新高，後續仍具備上行空間。不過，行情走勢恐難一帆風順。投資者需要權衡全球貨幣政策、日本通脹、日本央行政策正常化、日圓匯率走勢、地緣政治局勢變化以及高企的債券收益率之間的相互影響，市場大概率將持續處於高波動狀態。

東證指數有望受惠於盈利走強而實現補漲



數據來源：倫敦證券交易所集團 (LSEG)、星展銀行

宏觀環境承壓之下盈利仍保持韌性，市盈率則趨於回落



數據來源：倫敦證券交易所集團 (LSEG)、星展銀行

估值已針對當前市場的諸多擔憂作出調整，而盈利基本面依舊向好。我們認為當前美元兌日圓155-160的區間有利於企業盈利：能夠提升價格競爭力並帶來匯兌收益，因為2025財年美元兌日圓均值为150，而短觀(Tankan)調查中企業對2026財年的業績指引假設美元兌日圓為152。此外，日本當局已轉向採取旨在平抑日圓波動的政策措施。因此我們維持對日本股市的樂觀看法。科技板塊與銀行板塊可分別提供AI驅動的全球資本開支以及國內再通脹/金融行業正常化的相關機遇，形成互補配置。

日圓的漸進式貶值利好企業盈利



數據來源：倫敦證券交易所集團 (LSEG)、星展銀行

板塊層面，我們看好科技與銀行板塊。科技板塊將受惠於日本在全球AI資本開支週期中的參與度，尤其是半導體設備、材料、元器件以及工廠自動化領域。這類企業有望把握AI基礎設施持續投資帶來的週期性盈利上行機遇；而日本深厚的工業與半導體供應鏈構成一項重要結構性優勢。

與此同時，銀行板塊將受惠於日本利率與收益率環境的正常化。國內債券收益率上行疊加超低利率環境逐步退出，將支撐淨息差、提升盈利水平；名義增長回暖與企業資產負債表的改善，又為信貸需求提供額外的支撐。

銀行與科技板塊作為核心持倉



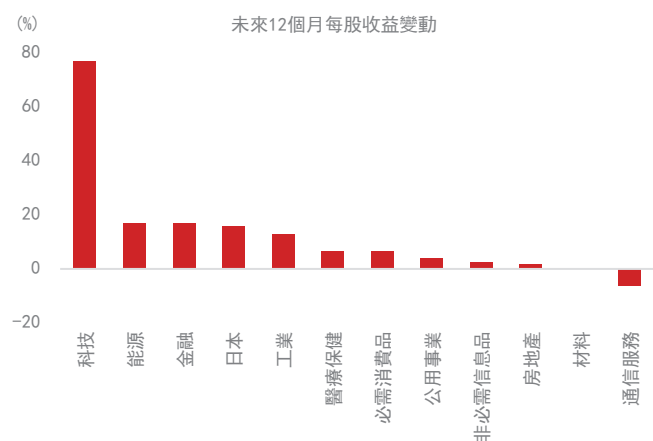
數據來源：倫敦證券交易所集團 (LSEG)、星展銀行

盈利改善覆蓋面的擴大，助推市場進一步上行

日本4至6月財報季業績好於預期，盈利增速與市場廣度均提升了市場對後市的信心。彭博匯總數據顯示，東證指數成分股收入同比增長13%，淨利潤同比大增60%；盈利超預期的標的已遠遠超出半導體板塊範疇。

科技板塊依舊是利潤增長與盈利超預期的最大拉動力。令人鼓舞的是，盈利增長動能已擴散至多個板塊：能源與金融板塊受惠於油價和利率變動，而美元兌日圓走高則利好出口板塊。上述板塊利潤增長穩健，盈利超預期的企業佔比較高。與此同時，那些被視作易受AI顛覆衝擊的企業（包括IT服務、互聯網以及遊戲公司）同樣交出了亮眼的業績，並且成功實現了AI商業化變現。盈利增長的這種擴散態勢尤為積極，降低了市場對少數AI相關個股的依賴。

各板塊普遍呈現盈利上調態勢



數據來源：倫敦證券交易所集團 (LSEG)、星展銀行

日本的結構性AI優勢

本文運用星展銀行CIO的I.D.E.A.框架(創新者、顛覆者、賦能者、適應者)，分析日本AI機遇催生的受惠板塊，以及可能出現顛覆風險的領域。評估日本AI投資邏輯，不應以日本本土缺乏超大型AI大模型企業作為判斷依據。日本的結構性優勢，根植於深厚的行業生態，覆蓋半導體、精密設備、機器人、自動化、元器件以及電力基礎設施，使其成為全球AI資本開支週期中的優質受惠方。

日本工業、半導體及材料——AI半導體熱潮的戰略賦能板塊

半導體：日本在全球半導體價值鏈中佔據獨特的地位，在半導體製造設備、精密零部件、硅片、特種化學品、光刻膠、先進材料、工業傳感器以及工廠自動化領域具備領先優勢。上述細分領域屬於半導體生產中的關鍵瓶頸環節，替代性較低。這使得日本企業能夠受惠於AI數據中心、高帶寬內存、先進芯片封裝以及下一代半導體產線的持續投入。

全球AI資本開支週期，加之高市早苗政府的強力政策支持，持續為這一長線投資邏輯提供支撐。高市早苗政府將半導體、AI基礎設施與先進製造列為戰略投資優先方向，以此提升日本的技术競爭力。

在經歷近期的調整後，估值吸引力有所提升，且結構性增長動力依舊穩固。因此我們維持對日本科技板塊的看好觀點，重點看好半導體設備、先進材料與工廠自動化相關企業；全球AI投資週期有望持續支撐這類標的的盈利動能。

日本特種化學品與半導體材料行業正從配套支撐角色轉變為AI半導體行業熱潮的戰略賦能板塊。尖端芯片製造與先進封裝技術的進步，催生了對品類日益豐富的高性能材料的需求，為日本眾多老牌的“隱形冠軍”企業創造了新的增長機遇。日本企業在光刻膠、電子化學品、先進基板、玻璃材料及其他特種原料領域具備強勁的競爭優勢，背後依託的是深厚的研發實力、嚴苛的品控體系以及漫長的客戶認證週期。

與此同時，本土化生產與供應鏈韌性建設的推進，正在加速區域生產基地和技術中心的投資佈局，為該行業帶來全新的戰略機遇。日本材料企業正進一步貼近各大半導體行業集群(尤其是中國台灣)進行業務拓展，既能夠與頭部晶圓代工工廠建立更緊密的合作關係，也有助於降低供應鏈風險。

作為生成式AI應用者的日本：將勞動力短缺轉化為增長機遇

日本的AI機遇，遠不止於半導體設備與材料供應商這一層面。生成式AI與物理AI，能夠有力應對日本勞動力萎縮與人口老齡化這一結構性難題，因此日本有望成為AI落地應用的最大受惠方之一。日本頭部信息技術及人力資源服務企業交出亮眼業績後，越來越多跡象顯示，市場開始認可AI落地應用企業(而不僅僅是AI基礎設施供應商)同樣是AI浪潮中的核心受惠者。

日本的人口結構，讓AI帶來的經濟回報具備格外突出的吸引力。勞動年齡人口持續下降且勞動力長期緊缺，倒逼企業加速對知識密集型工作與實體作業進行自動化改造。在部分經濟體中，AI應用主要是為了替代現有的勞動力；而在日本，AI可以補強稀缺的勞動力、提升生產效率，並幫助企業在勞動力規模萎縮的情況下維持產出水平。這有望令AI落地帶來的經濟效益更為可觀，而對就業的衝擊則相對較小。

生成式AI已在各類知識密集型行業釋放了巨大的生產力提升空間。客戶服務、銷售、軟件研發、企業行政以及研發工作,均可依託AI輔助優化工作流而獲益。日本體量龐大的銀行、銷售、制藥、電信以及科技行業,構成廣闊的目標市場。成功將AI整合至業務營運的企業,有望實現更高的生產力、更低的成本以及更優質的客戶互動;即便收入增長乏力,仍存在盈利上調空間。

隨著AI從數字領域延伸至實體經濟,相關機遇還在持續擴大。機器人技術、計算機視覺、自主系統與人形機器人領域的進展,有望幫助緩和製造業、物流業、建築業、農業及養老護理行業的勞動力短缺問題。日本現有的行業基礎,以及在機器人和工廠自動化方面的技術積淀,使其在規模化落地實體AI方面具備顯著優勢。

日股板塊配置—2026年第四季

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

數據來源:星展銀行

日本在AI五層技術棧中的地位

AI技術棧層級	日本所處地位	投資機會
應用	中等	AI賦能消費端/企業端應用,緩和勞動力短缺;機器人、遊戲、物流
模型	發展初期	創新者、本土大語言模型、主權AI、企業AI
基礎設施	實力強勁	數據中心、網絡、AI算力
芯片	實力極強	賦能者、半導體全行業鏈
電力	實力強勁	先進電源管理系統

數據來源:星展銀行

日本估值表

	預估市盈率 (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 (%)	收入利潤率 (%)
日本	16.9	2.0	9.5	10.8	1.7	11.5
金融	14.4	1.6	-	10.7	0.6	17.9
能源	7.3	1.1	5.0	14.7	6.4	9.9
科技	19.6	4.8	19.3	15.6	9.9	19.2
材料	15.6	1.4	9.5	8.0	3.7	7.4
工業	18.9	2.3	14.8	11.3	5.0	7.7
必需消費品	20.5	2.1	10.4	9.4	3.3	7.6
非必需消費品	16.8	1.6	8.1	7.1	2.7	6.5
通信服務	16.4	2.3	7.9	19.9	5.5	36.0
公用事業	12.5	1.0	10.5	8.7	3.6	6.4
房地產	13.9	1.3	13.9	9.9	3.3	14.0
醫療保健	19.6	2.2	13.2	8.4	4.7	13.7

數據來源: 彭博社
數據截至2026年9月16日

收益與增長兼備



2026年第四季 亞洲股票 (日本除外)

亞洲股票(日本除外)兼具結構性增長優勢與穩定收益,極具吸引力。持續的AI投資、盈利改善以及企業治理改革,支撐了我們的看好觀點。我們看好中國內地、中國台灣與新加坡市場,採用均衡槓鈴策略,同時配置科技驅動的增長型標的與優質股息資產。

亞洲股票（日本除外）

楊政齡

投資總監（北亞區）

吳琇瓊

策略師

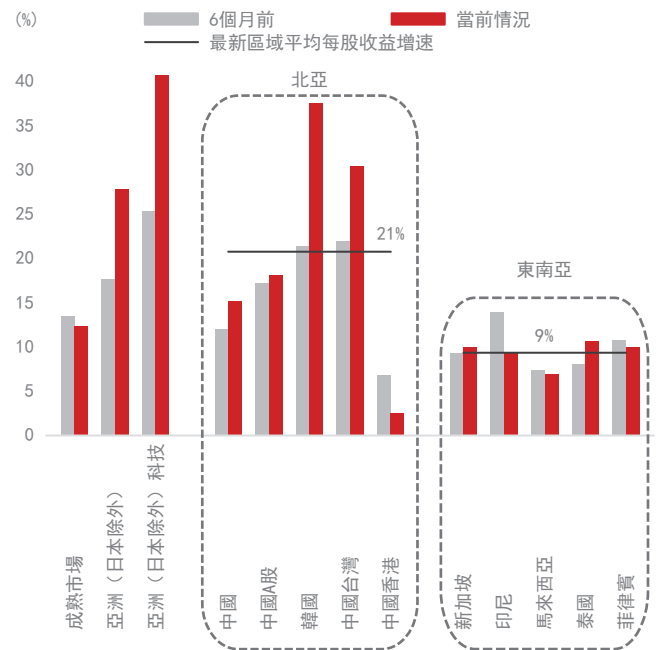
風雨之中彰顯韌性。亞洲（日本除外）股市在複雜的環境中砥礪前行：中東衝突持續、地緣政治不確定性廣泛存在；部分市場（尤其是科技相關標的）因持倉擁擠與散戶槓桿高企而出現顯著波動。儘管面臨上述不利因素，該區域仍展現出顯著韌性。依託戰略緩衝儲備、政策應對舉措以及重點行業外需的韌性，能源價格衝擊的消化效果好於許多人的預期；同時，隨著資金調倉與倉位清理之後，槓桿驅動波動最劇烈的階段已基本過去。

顯然，支撐該區域市場表現的結構性利好因素預計將持續存在。在企業治理改革持續推進、提升股東回報持續受到重視的支撐下，亞洲股市收益率頗具吸引力；疊加亞洲作為全球科技與AI硬件核心陣地所蘊含的巨大增長潛力，共同鞏固了未來數個季度的樂觀前景。

近期的市場洗牌進一步優化了投資環境。過高槓桿與擁擠交易倉位的出清，有助於清理市場過熱因素，為投資者創造更健康的入場時點。隨著強制拋售與保證金交易引發的劇烈波動高峰基本過去，科技及AI相關核心板塊的估值與持倉當前呈現更為均衡的風險收益特徵。

北部亮點湧現。北亞地區蘊藏可觀的增長潛力。中國台灣與韓國依舊是全球AI硬件製造不可或缺的核心力量，在半導體、存儲芯片、雲網絡以及先進封裝供應鏈中佔據關鍵環節。中國內地則同步走出自主發展路線，搭建本土AI生態體系，在自研大模型、電力基礎設施、網絡能力以及自主可控相關舉措方面取得顯著進展。

盈利預期上調，前景向好



數據來源：彭博社、星展銀行

對於亞洲其他市場則需要採取更具選擇性的投資思路，機會集中在同時具備韌性內需、政策支持，或是深度參與供應鏈多元化的市場與板塊。

北亞：AI建設浪潮提供堅實的支撐。無論是從股市還是宏觀經濟層面來看，中國台灣與韓國仍是全球AI基礎設施週期的核心受惠方。兩地在先進邏輯芯片、高帶寬內存及相關元器件領域佔據主導地位，這帶來了強勁的出口增長、盈利上調以及持續穩定的

企業盈利水平。盡管短期持倉調整引發波動，但兩地股市已經反映出上述基本面優勢。不過，近期的資金輪動與去槓桿過程，緩和了極端擁擠的交易局面，為想要佈局這一輪持續多年的AI硬件上行週期的投資者營造了更為健康的入場環境。全球雲巨頭與數據中心資本開支帶來的底層需求能見度，持續托舉盈利走勢，鞏固了兩地在亞洲市場（日本除外）中的核心增長引擎地位。

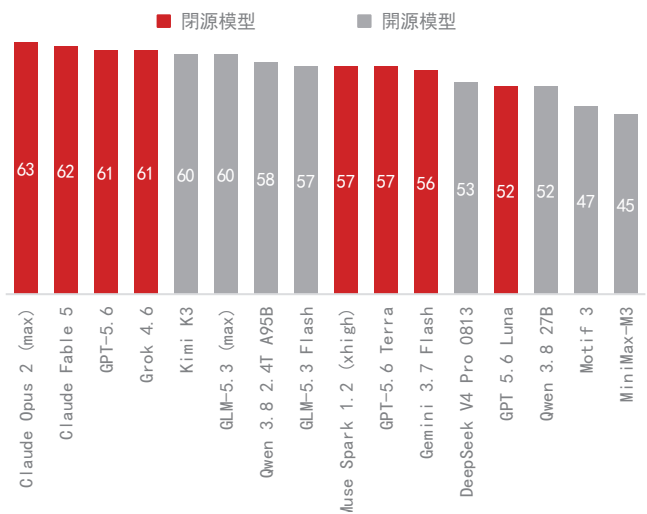
全球雲巨頭資本開支支撐亞洲科技板塊行情

半導體	中國台灣	韓國	中國內地
晶圓代工	高	高	中
集成電路設計/ 無晶圓廠模式	中	低	中
芯片封裝	高	低	中
測試	高	低	中
印制電路板	高	低	中
存儲芯片	低	高	中
制程設備	低	低	中
電源供應	低	低	高

數據來源：星展銀行

除科技屬性突出的韓國與中國台灣外，中國內地在搭建本土AI與半導體生態方面也取得了實質性進展。在模型研發、具備成本優勢的推理算力、晶圓代工、發電能力以及光網絡領域取得的進展，增強了其推進技術自主可控的能力，在重點戰略領域催生了可擇優佈局的投資機會。但內部的挑戰依然存在：通縮壓力以及房地產行業的持續拖累，繼續壓制居民的整體信心與消費，經濟呈現K型復甦格局——外需與高科技板塊表現強勁，內需則相對疲弱。

開源與閉源大語言模型對比



數據來源：Artificial Analysis、星展銀行

東盟——戰略級AI生態障地。我們認為東盟是全球AI資本開支週期的結構性受惠方，各個成員國在行業鏈中形成了互補定位。東盟正從數字消費市場轉型為數字基礎設施與生產樞紐。東盟六大經濟體——新加坡、馬來西亞、印尼、泰國、越南及菲律賓的數據中心電力需求，預計將從2025年的2.6吉瓦增長至2035年的10.7吉瓦。該地區同時吸引了雲巨頭的大量投資。僅亞馬遜一家，計劃至2039年在印尼、馬來西亞、新加坡和泰國投入逾330億美元，用於雲端計算與AI基礎設施建設。

樞紐面臨約束。新加坡仍是東盟的科技、資本與網絡連通樞紐，但土地與電力資源受限，促使AI基礎設施實體建設向周邊國家外溢。馬來西亞（尤其是柔佛）成為主要受惠地區，印尼的巴淡島則作為配套補充選址。因此，新加坡主要承接AI服務、雲端計算、金融應用與研發等高附加值業務，而新增基礎設施投資大多流向周邊鄰國。

馬來西亞是AI基礎設施領域最明確的受惠方。緊鄰新加坡、土地與電力成本相對較低、具備半導體行業基礎，疊加龐大的數據中心項目儲備，使其從多個維度受惠於AI資本開支。僅柔佛一地，處於不同建設階段的數據中心項目總規模便超過5吉瓦。

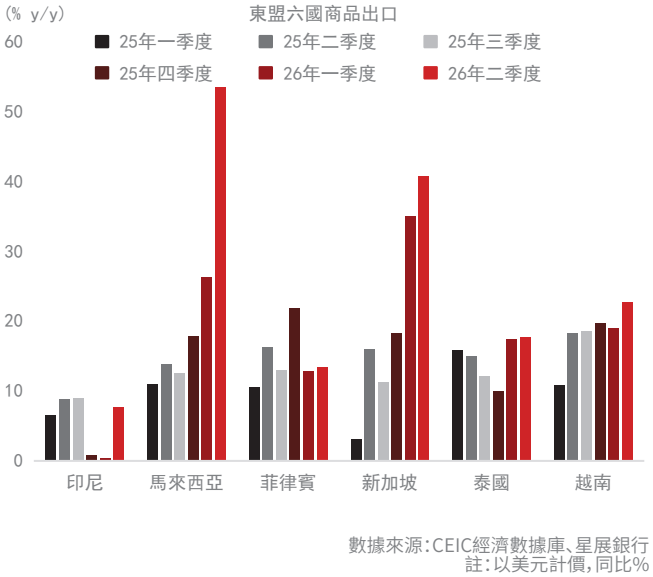
印尼擁有最強的AI落地應用與規模化發展機遇。該國龐大的人口基數、快速實現數據化的經濟，以及持續擴張的雲服務與數據中心算力，造就了體量更大的本土目標市場。銀行業、電商、電信、物流、醫療保健以及礦業領域的AI應用落地，有望將基礎設施投資轉化為生產力的提升與盈利增長；大雅加達地區與巴淡島正發展成為核心算力中心。

泰國與越南：行業維度機遇。泰國在AI賦能製造業、汽車行業、機器人及工業自動化領域具備良好的基礎；越南則依託“中國+1”的電子與半導體供應鏈機遇，推進AI融合落地。越南也在積極吸引全球科技企業，加大對AI與半導體領域的投資。

菲律賓代表東盟的AI生產力投資主線。隨著AI更多應用於人力增效而非單純的替代勞動力，業務流程外包（BPO）轉型、企業軟件、金融科技與網絡安全領域湧現了諸多機會。

因此，東盟的機遇在於把握區域AI資本開支與AI應用週期帶來的多元利息。該區域的競爭優勢，在於能夠整合多方資源：新加坡的資本與科技生態、馬來西亞的基礎設施與半導體能力、印尼的市場規模、泰國的行業根基、越南的製造供應鏈，以及菲律賓的服務型經濟。東盟各國也愈發地意識到，應當構建區域價值鏈，而非各國單獨競爭戰略投資項目。

東盟依託AI浪潮實現出口增長



AI核心投資機會

行業	市場	投資機會
基礎設施/ 電力	馬來西亞、 新加坡、 印尼、泰國	數據中心、發電、電網、 冷卻系統、通信網絡、雲端計算
硬件與供應鏈	馬來西亞、 越南、新加坡	半導體、電子元器件、測試、 封裝、網絡、工業設備
應用	印尼、泰國、 越南、菲律賓	雲服務、網絡安全、 數據基礎設施、金融科技、 電信、電商、製造業、物流、 商業服務、區域AI服務、 AI商業化落地

數據來源：星展銀行

中國內地

中國政府正依託財政擴張作為應對舉措，提振內需並刺激消費。在“十五五”規劃框架下，中國政府規劃了涵蓋民生保障、科技創新與能源安全領域的重大基礎設施項目，並將持續開展大規模公共投資。這類政府主導的投資項目對需求的拉動有望超過過剩產能規模，並最終為基建、科技、裝備製造、能源體系以及城市更新行業鏈培育結構性增長沃土。

隨著監管層面持續支持科技新興行業鏈融資，作為扶持這類策略性行業發展的配套舉措，境內外IPO市場有望保持活躍。對投資者而言，信號十分明確：政策再度成為重要指引，國有資本、行業升級與市場機遇正在相互融合。

境內A股市場：擇優佈局與結構性演變。近幾個月來，境內A股大盤表現弱於全球市場。但表象之下，AI硬件、AI應用及相關科技基礎設施等戰略板塊升幅亮眼。這種分化格局預計仍將延續下去，政策重心與發展動能會持續向重點戰略行業傾向。鑒於A股在全球股票及其他風險資產組合中的配置比例偏低，A股還具備顯著的分散投資價值。

擇優佈局依舊至關重要。最具吸引力的投資機會，集中在獲得政策戰略支持的高科技板塊，以及受惠於全球供應鏈重構、依託中國製造業規模優勢的出口型行業。值得注意的是，相較於港股，境內指數成分股中這類增長型標的的佔比更高。

監管層面持續推進多項舉措：中國對重點行業予以扶持、出台優化市場運行機制的調整方案，並打造更為健康的投資環境。這些舉措有望逐步提振境內的投資者信心，支撐市場中期走勢向好。盡管現有不利用因素尚未完全消退，但政策導向、估值支撐、核心科技與出口領域的結構性進展，疊加資產組合分散配置價值，仍為具備甄別能力的投資者帶來差異化投資機會。

國家予以支持



數據來源：官方公告、星展銀行

助推網絡效應的部分政府舉措

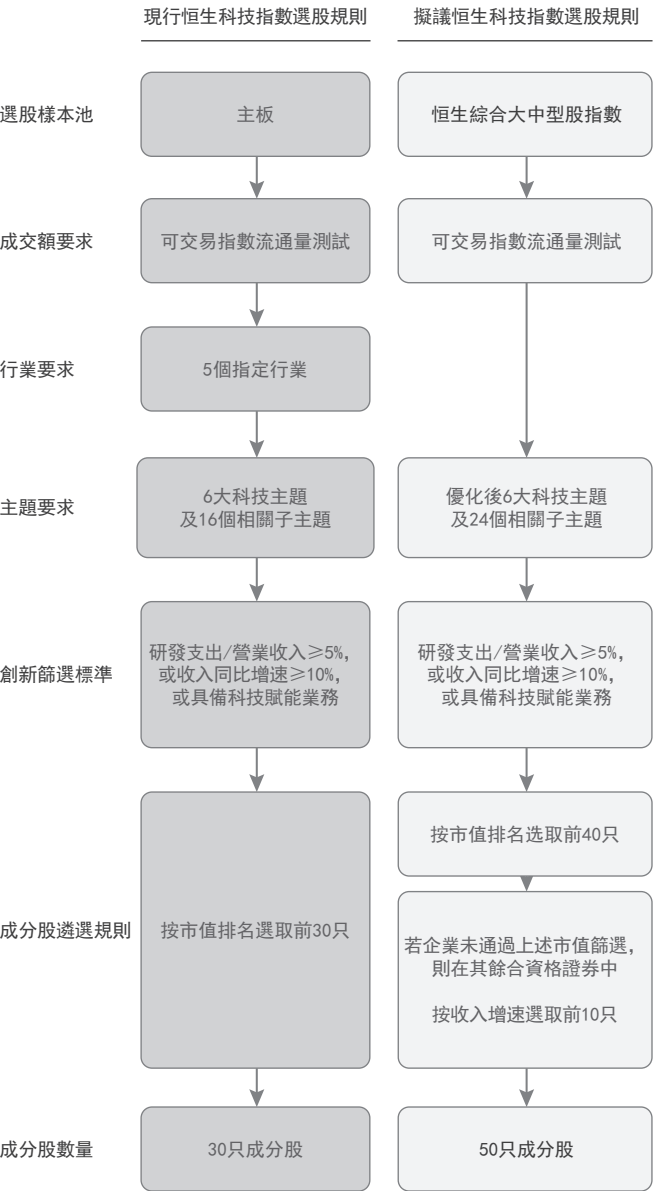
網絡類型	政策方向	核心重點
水網	加大國家水網基礎設施投資	“十五五”期間水網計劃投資預計超6萬億元人民幣
新型電網	建設一體化骨干網、配電網與智能微電網體系	“十五五”期間新型電網投資預計超5萬億元人民幣，西電東送能力將突破4.2億千瓦，充電基礎設施將超4,000萬台
算力網絡	將全國算力資源整合為一體化網絡	預計2026年算力規模將達到188萬PFLOPS；已建成70餘個算力走廊；八大算力樞紐以實現20毫秒時延為目標。十五五規劃新增投資規模有望超4萬億元人民幣
下一代通信網絡	圍繞5G、物聯網、雲端計算、AI與區塊鏈，升級智能化信息基礎設施	中國已建成超500萬座5G基站，5G用戶達到12.88億，光纜線路總長度達7,499萬公里。規劃包括建設50萬座5.5G基站，2030年實現6G商用落地，預計帶動7萬億元的經濟產出
物流網絡	完善全國物流網絡體系	快遞日均業務量達到8,437萬件，貨運量達到1.6億噸。中國港口吞吐量、航運運力與快遞業務量均位居全球首位，政策重點佈局物流樞紐與快遞物流，推動降低物流費用佔GDP的比重

數據來源：星展銀行

前景樂觀。我們對港股維持中性評級。短期行情受基準指數成分結構的制約：恒生基準指數權重高度集中於互聯網平台及消費類個股，而這類板塊表現落後於當下熱門的高科技、硬件與工業領域。這種結構性權重偏向，令港股難以充分參與AI與先進製造上行週期中最強勁的板塊行情。展望後市，港股前景有望逐步改

善。充足的IPO儲備項目，疊加港交所持續就優化恒生科技指數納入標準開展諮詢，長期來看有望提升高增長型和創新型企業在指數中的佔比。此舉有望增強港股市場的吸引力，使其更好地貼合區域結構性增長型主線。

恒生科技指數諮詢中的擬議修訂



數據來源：官方公告、星展銀行

市場看好：
中國內地、中國台灣、新加坡

中國內地：我們維持看好的評級。這是因為其本土AI與半導體生態體系日趨成熟，並且依託自研大模型、電力基礎設施、網絡能力與自主可控領域的持續突破，有望增長為重要經濟增長引擎。中國內地在全球供應鏈中具備不可替代的地位，尤其是在製造、組裝以及電子和能源設備的中下游環節，支撐重點戰略高科技板塊與出口導向型板塊的投資機會。

中國台灣：值得看好：該市場在半導體價值鏈中佔據主導地位，業務覆蓋先進晶圓代工、測試、先進封裝以及元器件的充足產能。作為全球AI硬件建設的核心賦能環節，該市場持續受惠於對高性能算力的持續需求，從而支撐強勁的出口增長、積極的盈利動能與穩健的企業盈利能力。

新加坡：基於優秀的企業治理、良好的股東回報環境以及穩健的宏觀基本面（資本持續大幅流入且匯率前景穩中偏強），我們將其列為看好標的。在新加坡市場內部，我們優先選擇高股息新加坡房地產投資信託基金（S-REIT）與新加坡本土銀行；這類資產具備穩定的收益屬性，基本面與機構治理質量扎實。在區域市場波動的環境中，新加坡憑借領先的企業治理標準、政府推動的資本市場改革、具備吸引力且防禦屬性較強的收益率，疊加穩健強勢的貨幣支撐，凸顯了其作為優質創收型資產配置標的的價值。

對於韓國、印度、印尼、馬來西亞維持中性評級，上述市場各有其獨特的催化因素

韓國：2026年上半年韓國GDP同比增長3.8%，表現超出預期。韓國央行（BOK）將2026年2.6%和2027年2.1%的GDP增長預期分別大幅上調至3.3%和2.9%。繼6月與8月連續加息後，我們預計韓國央行將於2026年第四季度再度加息，以果斷的行動遏制通脹。與多數亞洲貨幣不同，韓元顯著走強，美元兌韓元匯率由約1,550回落至1,380。韓美息差保持穩定且貿易順差持續存在，有望繼續支撐韓元；但韓元進一步升值可能削弱出口行業的價格競爭力。因此我們對韓國股市維持中性立場，優選結構性增長型板塊（尤其是存儲芯片與AI基礎設施）以及金融板塊；其中，金融板塊有望受惠於“高利率維持更久”以及韓元走強的環境。與此同時，2026年第二季度業績表現亮眼，疊加芯片廠商與雲巨頭持續承諾的AI資本開支，動搖了7月存儲芯片板塊遭拋售背後的看空邏輯，鞏固了我們對韓國存儲芯片企業的樂觀判斷。

印度：印度股市的長期投資邏輯仍由具備韌性的內需、持續壯大的本土資金池以及逐步回暖的私人投資所支撐。國內機構資金與散戶資金的買入，越來越多地對沖外資流出，降低市場對外部流動性的依賴，在全球市場波動階段成為結構性穩定工具。

金融板塊是長期配置首選。信貸增速的改善、私人資本開支的回暖以及項目融資需求有望支撐盈利，同時銀行的估值相較於歷史水平仍具備吸引力。醫療保健板塊（尤其是醫院與醫學診斷領域）同樣具備可持續增長潛力：內需持續提升，且受油價與貿易風險影響較小。由於AI正在重塑傳統的服務模式，信息技術板塊面臨結構性挑戰；配置上應優選具備可靠AI能力且項目儲備充足的企業。金屬板塊或受惠於週期型價格上升，但本輪升幅的持續性，或將弱於由內需與投資驅動的行情。

印尼：評級下調的尾部風險已消除，但印尼盾匯率預計將維持區間震蕩。標普全球評級確認印尼主權信用投資級評級以及穩定的前景展望，為市場消除了一項重大的尾部風險，體現了對印尼財政紀律以及將財政赤字控制在GDP的3%之內這一承諾的信心。由於美國通脹黏性超過預期，聯儲局今年大概率將維持高利率甚至繼續加息，從而令美元保持強勢，並限制印尼盾大幅升值的空間。印尼盾在今年剩餘的時間內大概率將維持在1美元兌18,000印尼盾附近。2026年第二季度財報季表現向好，我們重點關注三大主線：1) 具備高利率環境韌性，優選活期存款佔比(CASA)業務扎實的銀行；2) 有望受惠於印尼盾走弱的出口板塊，若內需持續疲弱則尤為受惠；3) 隨著印尼上調煤炭與金屬生產配額以強化能源安全並增加國家財政收入，佈局礦業與能源活動回暖帶來的機會。

馬來西亞：該國第二季度經濟同比增長6%，增長動力來自製造業7.5%的增速（其中很大部分與半導體相關）以及受數據中心建設帶動的建築業6.6%的增長。柔佛已增長為重要的區域性數據中心樞紐：抖音、英偉達、微軟等企業投入數百億美元，在原棕櫚油種植園地塊建設數據中心。據Baxtel統計，馬來西亞187個已投運及規劃中的數據中心里，柔佛佔76個，使其成為亞太第六大數據中心市場。2025年初啟動的柔佛—新加坡經濟特區，已吸引了770億林吉特的投資金額。建築與電力企業將直接受惠於這一輪數據中心擴建浪潮。

亞洲（日本除外）投資觀點：增長與收益兼備

總體來看，亞洲（日本除外）的增長依託北亞AI投資週期；同時在企業治理改善的支撐下，創收類資產的配置價值均衡可觀。科技權重較高的市場對能源衝擊展現出相對韌性，這一點令人鼓舞；但對石油依賴度更高的東盟新興市場仍易受潛在波動衝擊。

在此環境下，我們建議採用槓鈴策略進行資產配置。一端，配置

亞洲（日本除外）地域配置—2026年第四季

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年第四季

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

數據來源：星展銀行
*我們的中性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，對中國房地產研發商持謹慎態度

亞洲(日本除外) 估值表

	預估市盈率 (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 (%)	收入利潤率 (%)
亞洲(日本除外)	11.6	2.4	12.9	14.7	2.6	15.8
金融	10.3	1.3	-	11.9	1.0	25.7
能源	10.9	1.3	5.2	11.0	4.1	8.7
科技	10.6	5.4	13.4	28.6	16.5	21.0
材料	14.1	1.7	9.1	8.6	3.6	10.1
工業	11.5	2.0	10.1	13.0	3.9	13.0
必需消費品	18.5	2.9	11.3	14.1	5.8	9.3
非必需消費品	15.9	1.8	10.6	9.7	4.3	4.5
通信服務	14.8	2.5	9.3	15.0	7.6	23.1
公用事業	13.0	1.4	9.1	11.5	3.5	14.4
房地產	14.6	0.7	15.9	3.4	1.7	16.5
醫療保健	31.3	4.2	21.3	11.8	6.6	13.3

數據來源：彭博社、星展銀行
數據截至2026年9月16日

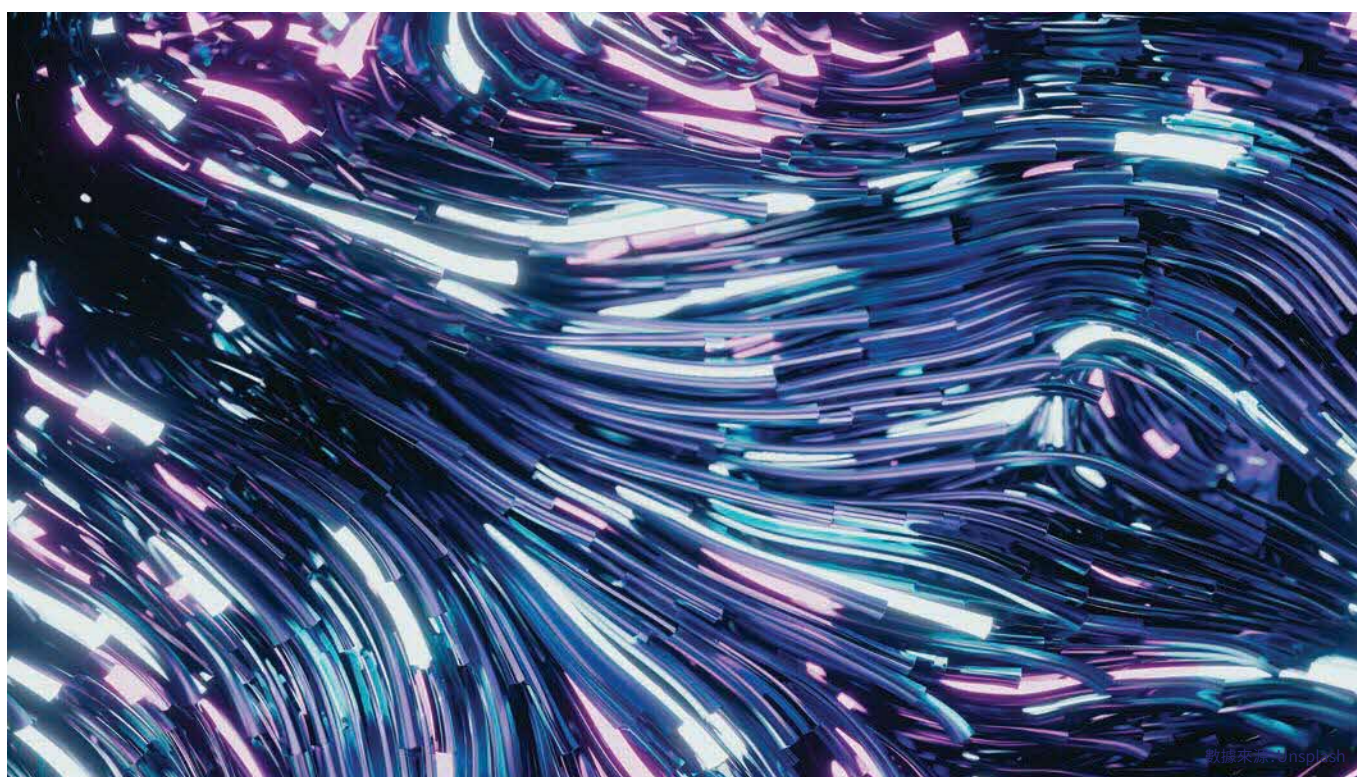
優質、高確定性的增長型股票，聚焦持續推進的AI生態建設與升級領域，涵蓋半導體、先進芯片封裝、雲基礎設施、配電系統，以及能源設備。這類資產將受惠於持續的結構性需求。資本市場持續活躍，交易所板塊同樣具備配置價值，值得關注。創收端，重點佈局高股息資產，例如新加坡房地產投資信託基金、新加坡銀行、精選電信股及金融大盤股，這類資產具備防禦型收益特徵。這套槓鈴策略，能夠幫助投資者把握區域增長潛力，同時在地緣政治緊張局勢與市場持續波動的環境中維持均衡的風險收益特徵。在不同市場與板塊之間審慎甄別，依舊至關重要。

基於盈利前景與AI相關需求的持續確定性，微調指數目標

亞洲(日本除外) 市場兼具結構性增長動力與估值支撐，底層邏輯在於該區域在全球AI基礎設施建設中佔據核心地位。市場普遍預期顯示盈利將大幅擴張：亞洲(日本除外) 市場每股收益增速再度上調，今年有望超過30%，2027年將維持在25%左右。盈利增長提升主要集中於北亞，由中國台灣與韓國所主導；對中國內地市場則需要擇優佈局。與此同時，多個核心市場持續推進企業治理改革並重視股東回報，進一步提升了該區域創收類資產的吸引力。

鑒於盈利走勢穩健且AI相關需求具備持續確定性，我們對亞洲（日本除外）指數目標進行微調。每股收益預期上調（尤其是AI硬件板塊），疊加合理的預估估值與持倉結構改善，令中期回報前景更為積極。儘管地緣政治事態發展及能源價格的殘餘波動仍可能引發短期震蕩，但盈利持續增長的基本面支撐我們上調指數目標：基於調整後的每股收益增長預期及14倍目標市盈率（較成熟市場估值折扣25%；鑒於上述利好因素，與10年均值持平），我們將2026年末目標上調至1,325點，對應18%的上行空間。

AI主導



數據來源: Unsplash

2026年第四季 全球利率

AI相關投資繼續大規模推進，財政與通脹擔憂揮之不去，日本國債與德國國債債息又相繼失錨。在此背景下，未來幾個季度成熟市場收益率大概率維持穩固。亞洲債券收益率今年早些時候已經走高，應更有能力抵禦這場風浪。

全球利率

廖裕銘
策略師

謝家曦
策略師

未來幾個季度，成熟市場的收益率大概率維持穩固。全球因素與特殊因素相互疊加，共同推動利率上行。此外，依舊存在對財政大舉擴張以及能源價格高企引發通脹外溢的常見擔憂。當前，我們沒有看到這些因素即將逆轉的跡象。

AI建設熱潮對全球收益率影響深遠。市場普遍估計，雲巨頭2026年支出將達到7,000億美元，並在2027/28年進一步攀升。最明顯的標志是，截至8月，美國投資級信用債發行量較上年同期增長45%。該發行還大量集中在長存續期品種，且隨著企業推動投資者群體多元化，發行浪潮也外溢至其他貨幣。如此規模的供給增量對政府債券形成擠出，並在該過程中推高核心收益率。

我們也注意到，日本與歐元區收益率上升正向世界其他地區外溢。在日圓疲弱、通脹頑固、長端日本國債走勢動蕩的多重壓力下，日本央行迫切需要以更進取的步伐收緊政策，尤其是上一輪干預對匯率的持久影響似乎微乎其微。與此同時，歐元區經濟增長意外走強，令市場對歐洲央行收緊的押注持續存在。政治層面的擔憂也在壓制法國國債。綜合來看，全球大環境正再度轉向更高利率格局。

美國國債不得不應對這些交織的逆流。我們注意到，聯儲局已明顯轉向更鷹派的立場，9月加息25個基點，正式開啟收緊進程。在同步加息週期之下，G3國債債息曲線存在平坦化空間。

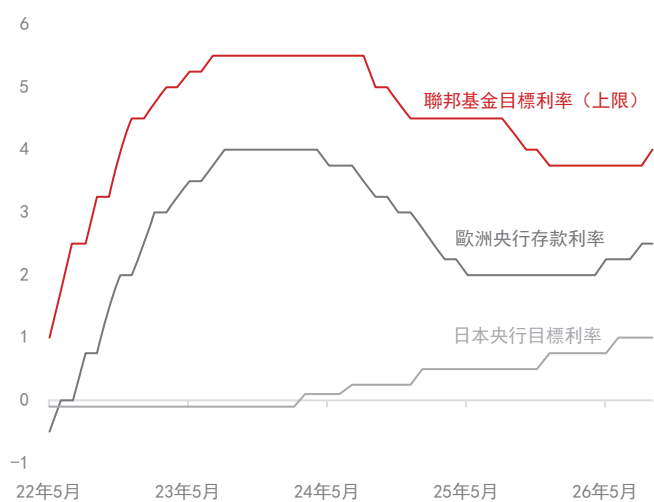
亞洲利率

人民幣利率：中國國債是否已足夠昂貴？

過去一個季度，中國國債整條曲線延續升勢，收益率降至今年以來最低水平。宏觀背景仍具支撐，尤其利好曲線前端和中段。近期數據顯示內需承壓。盡管油價上升，CPI和PPI依舊回落，通脹持續放緩。零售銷售、固定資產投資等其他經濟活動指數也面臨挑戰，社會融資規模則持續放緩。融資需求疲弱繼續壓制收益率。AI項目相關的債券和股票發行雖有回暖，但仍需時日以彌補房地產行業貸款及按揭貸款償還的缺口。財政發力的動能仍在積蓄。盡管佔GDP4%的財政赤字目標維持不變，政府支出較為克制，北京方面如今強調的是加快財政資金投放，而非增發債券。

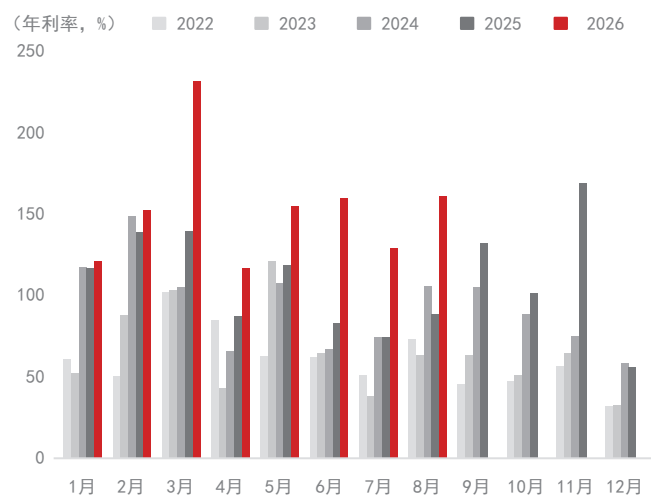
在此背景下，中國人民銀行大概率延續適度寬鬆的貨幣政策立場。有關板塊已在多份政策文件和公告中重申這一點。進一步的流動性投放應會繼續支撐中國國債升勢，尤其是曲線短端和中段。外部層面，美伊衝突以來人民幣走強、人民幣國際化持續推進，為中國國債提供了額外的結構性錨定。人民幣今年始終是表現較好的亞洲貨幣之一。人民幣在貿易和投資中的使用擴大，應會逐步拓寬境外資金對人民幣資產的需求，並強化人民幣的升值傾向。

利率同步上行？



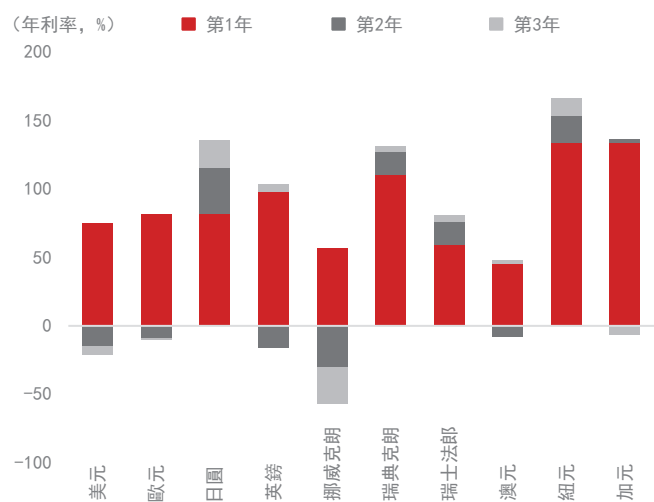
數據來源：彭博社、星展銀行

投資級債券發行擠出政府債券



數據來源：彭博社、星展銀行

加息押注持續



數據來源：彭博社、星展銀行

成熟市場10年期收益率穩固



數據來源：彭博社、星展銀行

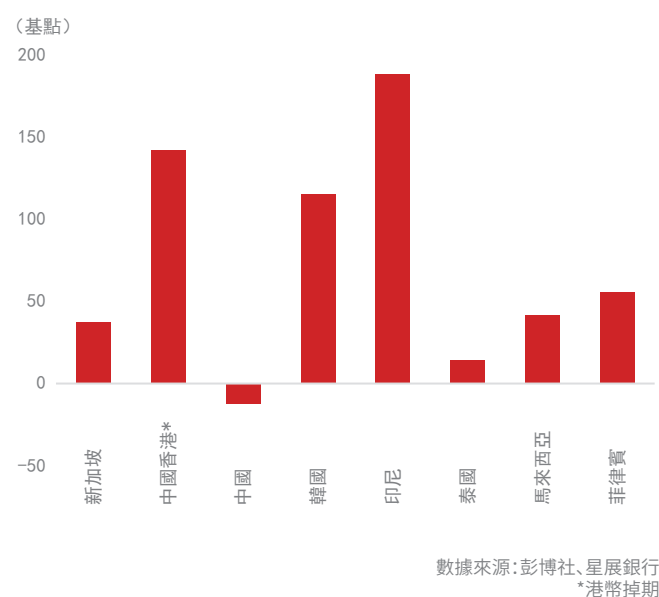
但超長端估值日益昂貴正成為隱患，我們認為近期的平坦化恐怕已經過度。超長端收益率大幅下行，意味著大部分期限溢價已被壓縮。因此，我們維持中期趨陡傾向。由AI和先進製造業驅動、更具持續性的投資週期，可能抬升長期增長預期和期限溢價。全球期限溢價上升也可能外溢至中國國債曲線長端，限制超長端債券進一步上升。

印尼盾利率：不確定性猶存，已現企穩跡象

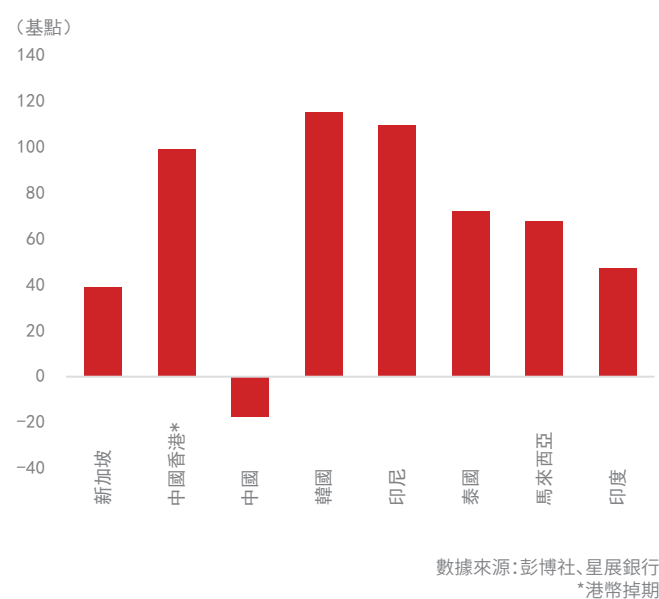
歷經外部與國內逆風交織的數月考驗後，印尼盾利率已開始企穩。美國國債收益率高企、地緣政治緊張重燃以及政策不確定性，一度壓制印尼資產，印尼國債也位列區域內表現落後的品種。

若干進展顯示，最猛烈的拋售可能已經過去。印尼央行在累計收緊100個基點後暫停動作，強化了政策利率可能已接近終端水平的看法。市場平穩消化了財政部和印尼央行雙雙換帥，未見明顯錯位，顯示投資者趨於謹慎樂觀。盡管經歷了油價高企和地緣政治不確定的幾段時期，印尼盾仍相對有韌性。受此帶動，疊加匯率企穩、債券招標需求增強以及外資參與度回升，印尼國債近期隨情緒改善而上升。但外部環境仍是逆風。聯儲局已開啟加息週期，預計未來幾個月還將進一步收緊，美國國債債息走高和全球期限溢價上升可能外溢至印尼盾利率，削弱國內背景的部分改善勢頭。整體而言，我們繼續傾向趨陡，因為曲線前端仍具價值，其收益率相對政策利率依然偏高。隨著匯率趨穩，SRBI 招標中標利率下行，前端風險溢價應會進一步壓縮。我們還認為，若近期情緒和政策環境的改善得以延續，曲線中段也有跑贏的空間。

2年期政府債券收益率變化（年初至今）



年初至今10年期政府債券收益率的變化（年初至今）



印度盧比利率：雙重逆風

本季印度政府債券收益率大幅上行，市場對兩類風險重新定價：一是國內流動性驅動的收緊風險，二是日益嚴峻的全球背景。國內方面，在印度儲備銀行 FCNR (B) 互換窗口帶來大量資金流入後，銀行體系流動性飆升至極高水平的盈餘。作為應對，印度儲備銀行通過可變利率逆回購操作和公開市場操作售債加大流動性回籠力度。與此同時，在通脹壓力上升之下，投資者越來越多地計入進一步政策收緊的可能。這些因素共同推動印度政府債券整條曲線收益率顯著上調。

外部逆風則令拋售雪上加霜。地緣政治緊張重燃、油價高企，疊加主要成熟市場央行同步收緊，已推高全球債券收益率和期限溢價，壓縮了印度利率與全球市場走勢脫鉤的空間。近幾周外資參與也更趨謹慎。

展望後市，印度盧比利率未來幾個月偏向走高。我們預計印度儲備銀行第四季將收緊50個基點，背後依據包括流動性盈餘、原油價格持續上升、全球金融環境收緊、國內增長穩健，以及核心通脹壓力出現擴散跡象。儘管這輪鷹派重新定價已有相當一部分反映在市場利率中，但進一步的流動性回籠措施，疊加全球利率更高更久的環境，意味著收益率大概率維持在高位。曲線長端方面，美國國債債息上升和全球期限溢價變化帶來的外溢，仍可能是波動的重要來源。

韓元利率：韓國國債的相對價值

我們看好韓國國債的相對價值，傾向牛市趨陡。首先，我們預計韓國央行第四季僅再加息25個基點，到年底將政策利率推至3.25%的終端水平。韓國央行已表示，近期加息在很大程度上屬於預防性舉措。通脹仍是核心擔憂，與之並存的還有揮之不去的能源價格不確定性、內需復甦、上游成本傳導，以及下游定價能力改善。

話雖如此，外匯市場正為放緩收緊步伐提供一定空間，因為韓元升值可部分抵消進口成本上升。韓元是第三季表現較好的亞洲貨幣之一，在6月5日觸及1美元兌1,560韓元後，年初至今已強勁反彈。即便聯儲局恢復加息，韓國央行前置式收緊也應有助於遏制短期貶值壓力。AI驅動的強勁出口應會繼續為韓元提供支撐，外資重新流入韓國股市則構成另一支撐來源。

在此背景下，我們看好曲線短端至中段。前端方面，隨著市場剔除部分已預期的加息，3年期韓國國債債息應會下行。中段5年期收益率也應受惠於加息預期的重新定價，同時受全球期限溢價上升的影響相對較小。但長端10年期韓國國債債息面臨更多相互衝突的力量。全球及韓國財政支出增加、AI相關債券發行加速，正推動期限溢價上升，這應會部分抵消韓國央行加息預期降低、以及貨幣貶值相關資金流入所形成的潛在需求的影響。這支持牛市趨陡傾向，而3-5年期是表達我們觀點最清晰的板塊。

馬來西亞林吉特利率：有所錨定，卻難以獨善其身

本季馬來西亞國債承壓：美國期限溢價上升、中東緊張局勢再度升級，引發區域市場對存續期風險的廣泛重新定價。儘管如此，馬來西亞宏觀背景仍相對有韌性。儘管全球大宗商品價格高企，得益於持續的財政補貼、林吉特穩固和國內需求狀況穩定，馬來西亞通脹壓力依然受控。這些因素使馬來西亞央行得以在9月3日維持政策立場不變，同時撤回當前政策利率合適的評估，釋放出更大的政策靈活性。

儘管我們預計馬來西亞央行年內餘下時間按兵不動，但風險平衡已小幅轉向一次性政策正常化的可能：倘若中東衝突推高的大宗商品價格傳導至通脹，或強勁的經濟增長演變為更廣泛的需求拉動型壓力，這一正常化便可能落地。儘管風險平衡向政策正常化略有偏移，前端收益率看來已反映了其中大部分風險。但外部環境仍是逆風。聯儲局已開啟加息週期，預計未來幾個月進一步收緊，美國國債債息可能外溢至馬來西亞國債。期限較長的馬來西亞國債仍更易受全球債券市場走勢影響，尤其是期限溢價上升、以及相對美國國債不利的套息動態。由於可用於吸收額外波動的套息緩衝有限，若全球利率繼續緩緩上行、或後續數據進一步支持長時間按兵不動，馬來西亞國債曲線可能進一步趨陡。

菲律賓披索利率：政策仍具限制性

本季菲律賓利率市場持續承壓：通脹仍然高企、實際政策利率為負，使菲律賓央行堅定不移地將重心放在維護物價穩定上。潛在價格壓力尚未消退，油價再度走強疊加披索貶值，引發了對輸入性通脹的擔憂。菲律賓央行已累計加息75個基點，國內政策態勢也在強化本已收緊的全球金融環境。

話雖如此，市場可能正接近拐點。增長動能已經走弱，政策利率進一步深入限制性區間，債券收益率同樣已大幅重新定價至更高水平。如今，菲律賓政府債券收益率相對政策利率、美國國債和區域同行均顯偏高。因此，投資者的關注點可能日益從還要收緊多少轉向暫停加息需要哪些條件。盡管能源價格、披索和全球期限溢價帶來的短期風險仍在，但限制性貨幣環境疊加高企的收益率水平，意味著收緊週期的大部分已反映在市場定價中。

新加坡元利率：前端走高

新元前端利率終於開始上調。自解放日以來，隨著投資者尋求分散美元持倉，新元利率一直處於更低更久的格局。但這一主題大概率已走到盡頭。新元利率相對美元利率能下探的幅度畢竟有限。此外我們注意到，在企業債發行潮、以及市場對G3央行收緊貨幣政策的猜測中，收益率重心正緩緩上移。國內方面，流動性正在收緊。國庫券中標利率走高、存款增長放緩、貸款增長強勁，利率上行壓力正在顯現。我們仍認為短期新元利率有進一步上行空間，尤其是在聯儲局勢將加息逼近4.5%的背景下。

泰銖利率：總體持穩，但易受套息約束影響

過去一個季度，泰國國債債息緩緩上行，曲線在長端帶動下趨陡。泰國央行穩健而寬鬆的立場，反映其力求在兩者之間取得平衡：一方面為低迷且不均衡的經濟增長提供支持，另一方面應對已經放緩、但仍處於目標區間內的通脹。盡管泰銖近期波動，但鑒於泰國擁有強勁的外部緩衝，匯率走勢不太可能成為貨幣政策的關鍵驅動因素。我們預計，2026年餘下時間泰國央行將把政策利率維持在1.00%不變。

穩定的政策預期應會繼續錨定前端收益率。但長端仍易受外部衝擊。泰國國債是區域內負套息最嚴重的品種之一，由於可用於抵消外部逆風的套息緩衝更薄，市場對全球收益率走高和期限溢價上升帶來的外溢似乎更為敏感。財政借款需求上升、地緣政治不確定性持續，可能進一步加劇這種敏感性。

利率預測

		2026				2027			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
美國	3M SOFR OIS	3.68	3.75	3.90	4.15	4.40	4.40	4.40	4.40
	2Y	3.79	4.16	4.60	4.65	4.70	4.70	4.70	4.70
	10Y	4.32	4.45	5.00	5.10	5.20	5.20	5.20	5.20
	10Y-2Y	52	29	40	45	50	50	50	50
日本	3M TIBOR	1.27	1.41	1.50	1.60	1.75	1.85	1.85	1.85
	2Y	1.35	1.39	1.60	1.70	1.85	1.95	1.95	1.95
	10Y	2.35	2.72	2.80	2.85	2.95	3.00	3.00	3.00
	10Y-2Y	100	133	120	115	110	105	105	105
歐元區	3M EURIBOR	2.08	2.32	2.70	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
	2Y	2.62	2.53	2.90	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
	10Y	3.00	2.86	3.30	3.40	3.50	3.60	3.70	3.80
	10Y-2Y	39	33	40	40	50	60	70	80
印尼	IDR 3M OIS	4.12	6.45	5.90	5.90	5.90	5.90	5.90	5.90
	2Y	6.31	7.21	6.90	6.80	6.70	6.65	6.60	6.50
	10Y	6.86	7.16	7.00	6.95	6.90	6.90	6.90	6.90
	10Y-2Y	55	-5	10	15	20	25	30	40
馬來西亞	3M KLIBOR	3.37	3.45	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35
	3Y	3.26	3.26	3.35	3.30	3.30	3.25	3.25	3.25
	10Y	3.63	3.60	3.80	3.85	3.85	3.85	3.80	3.80
	10Y-3Y	37	35	45	55	55	60	55	55
菲律賓	3M NDF 隱含收益率	6.09	4.94	5.55	6.05	6.05	6.05	6.05	6.05
	2Y	5.42	6.08	6.20	6.25	6.25	6.30	6.35	6.35
	10Y	6.98	6.90	7.35	7.45	7.50	7.55	7.60	7.65
	10Y-2Y	156	82	115	120	125	125	125	130
新加坡	3M SORA OIS	1.16	1.16	1.60	1.80	2.00	2.00	2.00	2.00
	2Y	1.61	1.58	1.95	2.10	2.20	2.20	2.20	2.20
	10Y	2.29	2.04	2.50	2.60	2.70	2.70	2.70	2.70
	10Y-2Y	68	45	55	50	50	50	50	50

%, 期末, 2年期和10年期國債債息, 息差基點
*掉期利率

數據來源: 彭博社、星展銀行
數據截至2026年9月18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	1.14	1.15	1.20	1.25	1.30	1.35	1.35
	10Y	2.23	2.04	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50	2.60
	10Y-2Y	82	90	95	100	105	110	115	125
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	1.73	1.75	1.80	1.80	1.85	1.85	1.85
	10Y-2Y	48	48	50	55	55	60	60	60
中國香港 特別行政區	3M HIBOR	2.36	2.97	3.10	3.35	3.60	3.60	3.60	3.60
	2Y*	2.82	3.43	3.90	3.95	4.00	4.00	4.00	4.00
	10Y*	3.08	3.45	4.20	4.30	4.40	4.40	4.40	4.40
	10Y-2Y	26	2	30	35	40	40	40	40
韓國	3M CD	2.82	2.92	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
	3Y	3.56	3.70	3.75	3.90	3.90	3.90	3.90	3.90
	10Y	3.88	4.07	4.20	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
	10Y-3Y	32	37	45	45	45	45	45	45
印度	3M MIBOR	7.25	6.61	6.30	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80
	2Y	6.37	5.99	6.50	6.70	6.75	6.75	6.75	6.75
	10Y	7.04	6.75	7.00	7.10	7.15	7.15	7.15	7.15
	10Y-2Y	67	76	50	40	40	40	40	40

%，期末，2年期和10年期國債債息，息差基點

*掉期利率

數據來源：彭博社、星展銀行

數據截至2026年9月18日

高評級不等於高質量



2026年第四季 全球信貸

AI驅動的發債疊加美國持續的財政發行，正推高資本成本、令收益率曲線趨陡，並暴露AA債券內部潛藏的風險。隨著聯儲局前瞻指引減少、行業分化擴大，投資者應偏好5-7年期存續期，有選擇地佈局BBB/BB發行人，並考慮通脹保值國債、機構MBS、金融債以及抵押結構化產品。

全球信貸

何均倫, CFA
策略師

陳慶富, PhD
分析師

一場大而美的轉向。如果要用一個催化劑來概括2026年全球固定收益的表現為何如此平淡,那無疑是聯儲局政策預期的劇烈轉向:從2月美伊衝突爆發時預期減息兩次以上,到7月在戰爭推升通脹、新任聯儲局主席沃什(Kevin Warsh)獲任命之後,轉為預期接近兩次加息。這一轉向雖然劇烈,卻並非完全出乎我們的意料。我們在2026年第二季的全球信貸展望《權衡AI對債券的影響》中(彼時市場仍在計入減息),我們就提出,“有若干理由說明利率反而可能更高”,其中包括:

1. AI發展推動**生產率與經濟增長**雙提升,帶動均衡實際利率上升。
2. AI基礎設施建設(數據中心、芯片、能源領域)需**巨額資本開支**,推高市場融資需求與資金成本。
3. 資本利潤佔比提升進一步推高**投資需求**,投資曲線向右移動,利率需維持高位以吸引更多市場儲蓄。

上述情形在2026年AI基建熱潮中大多已經應驗,隨之而來的是更高的政策利率預期,以及雲巨頭為巨額資本支出融資時不斷上升的資本成本。今年早些時候,我們將固定收益配置從看好下調至中性,正是為了抵禦這些已被預見到的逆風。

AA債卷之戰:政府對決雲巨頭。然而臨近年末,局面看起來並未變得更簡單。雲巨頭的資本開支指引仍在不斷擴張,這幾乎像是一種“反向擠出效應”,即私人板塊投資日益擠佔政府支出。但這顯然不切實際。即便是在“正常”年份,政府支出也從不因高利息

2026年聯儲局政策預期的劇烈搖擺

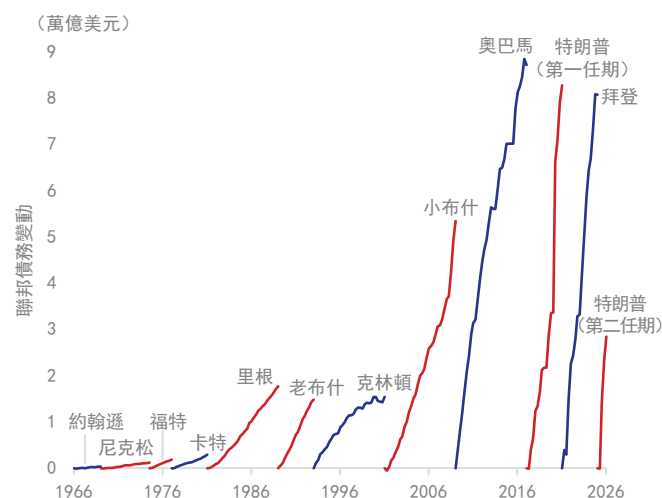


數據來源:彭博社、星展銀行

成本和不可持續的財政路徑而卻步;更何況這一年既有(a)持續的中東衝突,又有(b)爭議重重的中期選舉,其中支出與退稅的承諾,遠遠多於資金從何而來的方案。沒有什麼比激烈競爭更能催生“付費制勝”的心態:無論是雲巨頭之間爭奪AI主導權,還是民主黨與共和黨爭奪國會控制權,概莫能外。當這樣的巨頭交鋒時,債券投資者最可能成為附帶損傷的承受者,他們要消化的是大量新增發行供給。頗具諷刺意味的是,主權發行人與雲巨頭同屬“高評級”AA這一類;這意味著投資者必須以更細致入微的視角解讀信用質量,不能只看包裝上寫明的標籤。

“AA”可能比你想象的更危險。

選舉不會改變美國債務困局的走向

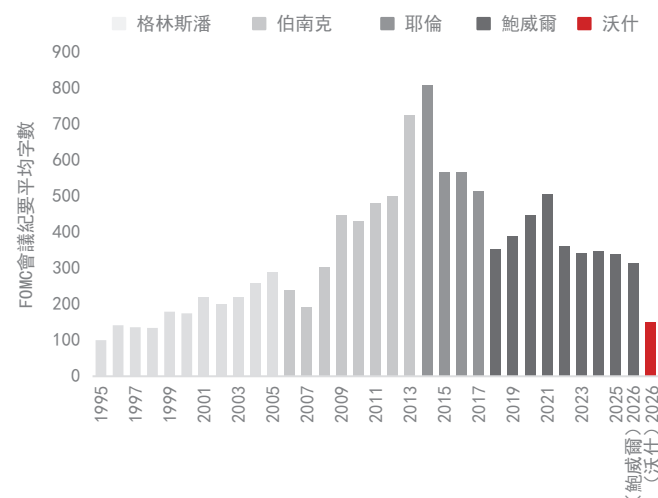


數據來源：聖路易聯邦儲備銀行、星展銀行

收益率曲線控制。美國政府與雲巨頭之間對資金的爭奪，已經體現在收益率曲線長端：曲線趨陡壓力重新浮現，這或許是債券義警卷土重來、開始質疑這一切可持續性的結果。但當有一位義警出現，就會有一位政府官員提醒眾人：執法者在此。這一次，執法者化身為美國財政部長貝森特：2026年7-8月期間，他出手干預以壓制收益率，先是買入日圓，以阻止日本央行為自行捍衛匯率而拋售所持美國國債；隨後又擴大政府債務回購規模。細心的觀察者會發現，這些干預似乎都發生在10年期與30年期美國國債債息分別升破4.7%和5.3%之際。這兩條線不妨視為未來數月貝森特與債券義警激烈拉鋸的戰線。

此刻我們有必要重申，政府干預絕不是開始對存續期下進取賭注的理由。因為“貝森特看跌期權”而拉長存續期，就像只因修車工承諾每次出故障都負責修好，就去買一輛廉價二手車：車確實能上路，但這趟旅程大概率遠談不上平順。我們認為，5-7年期的組合存續期能让你抵達同一個目的地，而不確定性要小得多。

寡言之人



數據來源：美國聯邦儲備委員會、星展銀行

財政部與聯儲局的“不合拍”。那麼，聯儲局在这一切中處於什麼位置？2026年的另一件大事是聯儲局換帥：沃什在這家全球最具影響力的機構之一接替了鮑威爾，而他帶著改革的抱負上任，可能顛覆多年來投資者對該機構形成的認知定式。其一，他決定取消前瞻指引，以免過度承諾於某條政策路徑、損害靈活性並放大風險；這可能加劇債券市場的不確定性，並推升期限溢價。但他相信，此舉也會帶來更純淨的市場信號。正如他本人在7月聯邦公開市場委員會記者會上所言，長期債券收益率上升“給了我們一些寬慰”，因為市場“已經做了相當多的工作”來收緊金融環境。

與之相反，財政部卻對同樣的長期債券收益率感到不安，如今正通過干預主動扭曲市場；這使得財政部與聯儲局走向衝突，在積極干預與自由放任兩種應對之間各執一端。我們評估認為，聯儲局將以謹慎加息來兌現其鷹派溝通；與此同時，沃什在等待兩件事：(a) 即將公佈的數據，以確認潛在通脹與勞動力市場的韌性；(b) 五個專項工作組的結論，這五個小組分別負責審視(1) 聯儲局溝通、(2) 資產負債表、(3) 數據來源的使用與依賴、(4) AI時代的生產率與就業、以及(5) 聯儲局的通脹框架。

科技與非科技之間終於出現信用分化



數據來源：彭博社、星展銀行

科技板塊並非生而平等



數據來源：彭博社、星展銀行

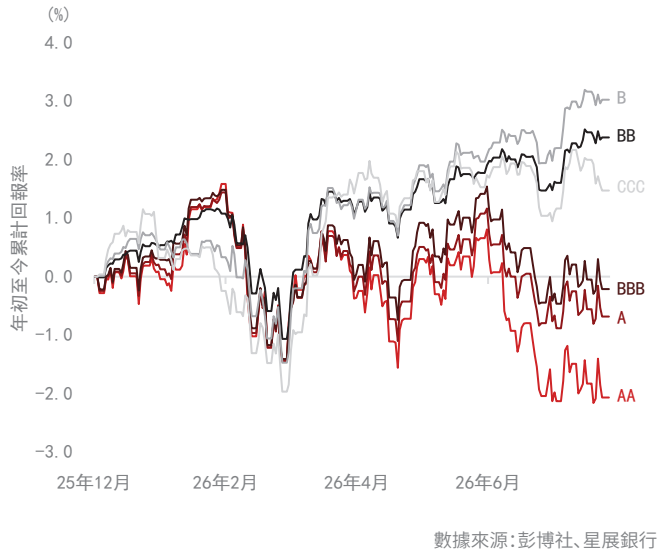
註：各板塊構成均為精選發行人的等權重息差組合。雲巨頭 = AMZN、GOOGL、META、ORCL | 軟件 = CRM、ADBE、NOW、INTU、SAP、MSFT | 硬件 = AAPL、CSCO、DELL、HPQ、IBM、INTC、QCOM、TXN

信用甄別，久違了。市場似乎已提前預料到政策轉向鷹派。甚至在聯儲局加息之前，息差就已開始呈現某種信用分化：科技發行人（可以說是私營板塊債務發行的核心地帶）與其餘非科技工業板塊之間的息差持續走闊。這似乎印證了我們此前提出的另一個判斷：盡管科技股表現強勁，固定收益投資者不應徑直認定科技債也會同樣成功，因為“多數技術進步最終都會演變為贏家拿走絕大部分（即便不是全部）市場份額的競爭……（債券）投資者的回報會被少數贏家的票息封頂，而這多半不足以彌補輸家債務減值所造成的損失”。

歸根結底，債券投資與“贏者通吃”的市場格局相悖。在立場堅定的沃什聯儲局治下，分化還將延續。技術顛覆中贏家與輸家不斷浮現，這要求信用甄選更加審慎。

基本面前所未有地重要。在信用債內部，這也不簡單是科技與非科技之分。即便同屬科技板塊，自2025年以來信用分化也已大幅擴大。在解放日之後的息差收窄行情中，雲巨頭整體跑輸，原因大概率是前文討論過的供給風險。今年3月中旬AI顛覆恐慌最盛之時，軟件板塊息差曾急劇飆升，甚至一度超過雲巨頭。硬件板塊則展現出最強韌性，證明輕資產並不總是更優。對固定收益投資者而言，在涉及資產覆蓋與抵押擔保時尤其如此。既然聯儲局不再沿著某條預設路徑向中性寬鬆，綜合指數息差未必總能揭示信用風險的全貌。底層分化將繼續依據債券供給、技術顛覆、抵押擔保等市場相關風險對息差重新定價。換言之，在未來的時代，債券組合的主動管理將變得重要得多。

審慎並未得到回報

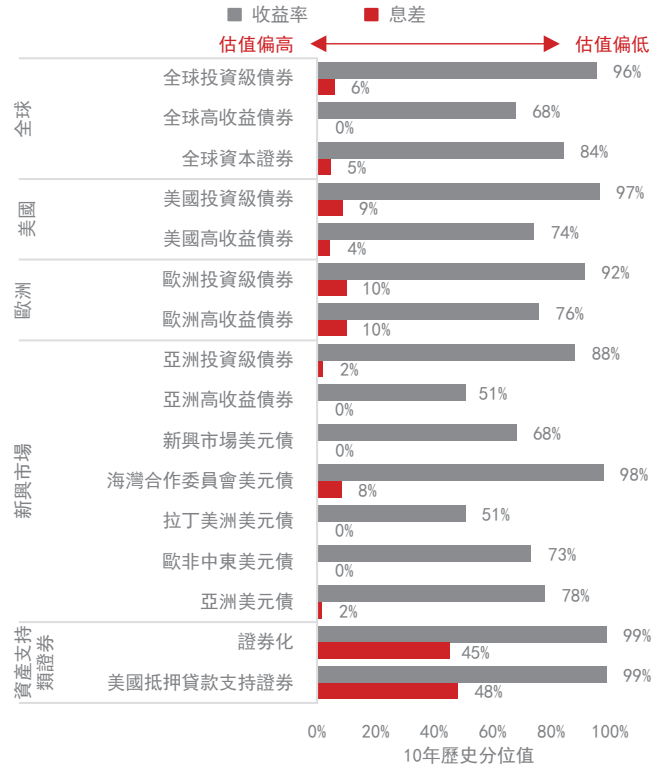


重新定義質量。要說明當前信用環境顛倒到了何等地步，只需看看年初至今投資級與高收益債之間的表現分化。盡管存在戰火持續、供應鏈中斷、技術淘汰等風險，自伊朗衝突爆發以來，高收益債的每一個類別都跑贏了投資級的每一個類別，AA更是年內表現最差者。這再次要求信用甄別超越評級標籤：一家因資本開支擴張而陷入自由現金流為負的“AA”雲巨頭，未必比一家順勢利用高油價償還債務的“BB”上游能源企業“更安全”。在這樣的環境下，硬資產因稀缺而開始變得重要，高收益債發行人的信用資質不應只因一個負面標籤就被忽視。鑒於供給風險繼續籠罩AA發行人，並可能通過潛在評級下調蔓延至A級發行人，我們認為，如今組合的最優評級區間已落在BBB/BB。

盤點迄今的宏觀環境，信用債領域有若干契合當下的主題，包括：

1. **高評級不總等於高質量。**正如我們所見，AA跑輸說明一味避險並不總是安全。在AI這種重大長期顛覆性力量的衝擊下，週期板塊、大宗商品等傳統高風險領域反而可能成為避險標的（其中資質較好的高收益債券也不例外）。在這個顛倒的世界里，週期品種或許可被視為防禦品種。

機會在哪里？

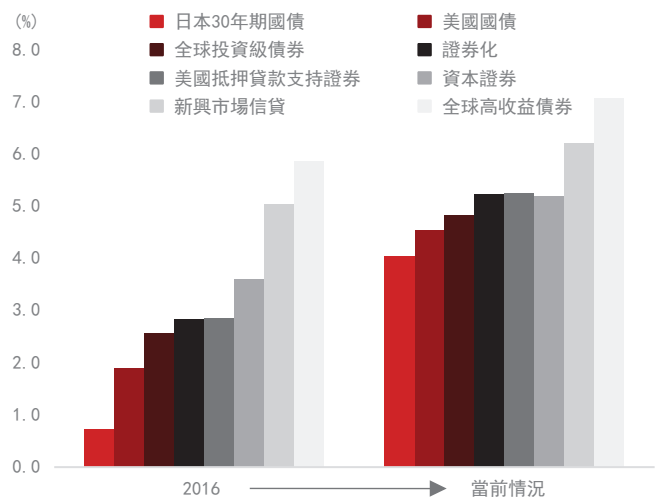


數據來源：彭博社、星展銀行

2. **僅有無風險還不夠。**在一個政府支出欲壑難填的世界里，名義國債未必是表達無風險缺口的最佳方式。我們仍認為“政府+”配置是合理之選，包括用以抵御通脹的TIPS，以及有政府背書、可獲取更高息差的機構MBS。
3. **金融債繼續受惠。**在當前政策框架下曲線維持陡峭，金融債有望受惠於資產負債息差走闊。資本證券持續提供不錯的收益率，但鑒於息差仍處於歷史偏緊水平，投資者需要精挑細選。抵押擔保回歸。隨著硬資產日益稀缺，資產估值上升可能改善抵押擔保狀況，尤其是次級或證券化結構。評級機構穆迪和惠譽已更新對貸款抵押債券（CLO）的評估框架，主要是納入更樂觀的回收前景和更新後的違約假設，可能帶動整個CLO板塊出現評級上調。
4. **新時代破曉。**過去做債券投資，投資者早已習慣於從聯儲局的溝通中揣摩蛛絲馬跡。在過去的格局下，對聯儲局政策做出大膽預判，可能為債券組合帶來非凡回報。隨著沃什上任，這一切都已改變。政策順風不再，信用分化初現，固定收益投資者需要對債券組合投入更多主動管理的精力。

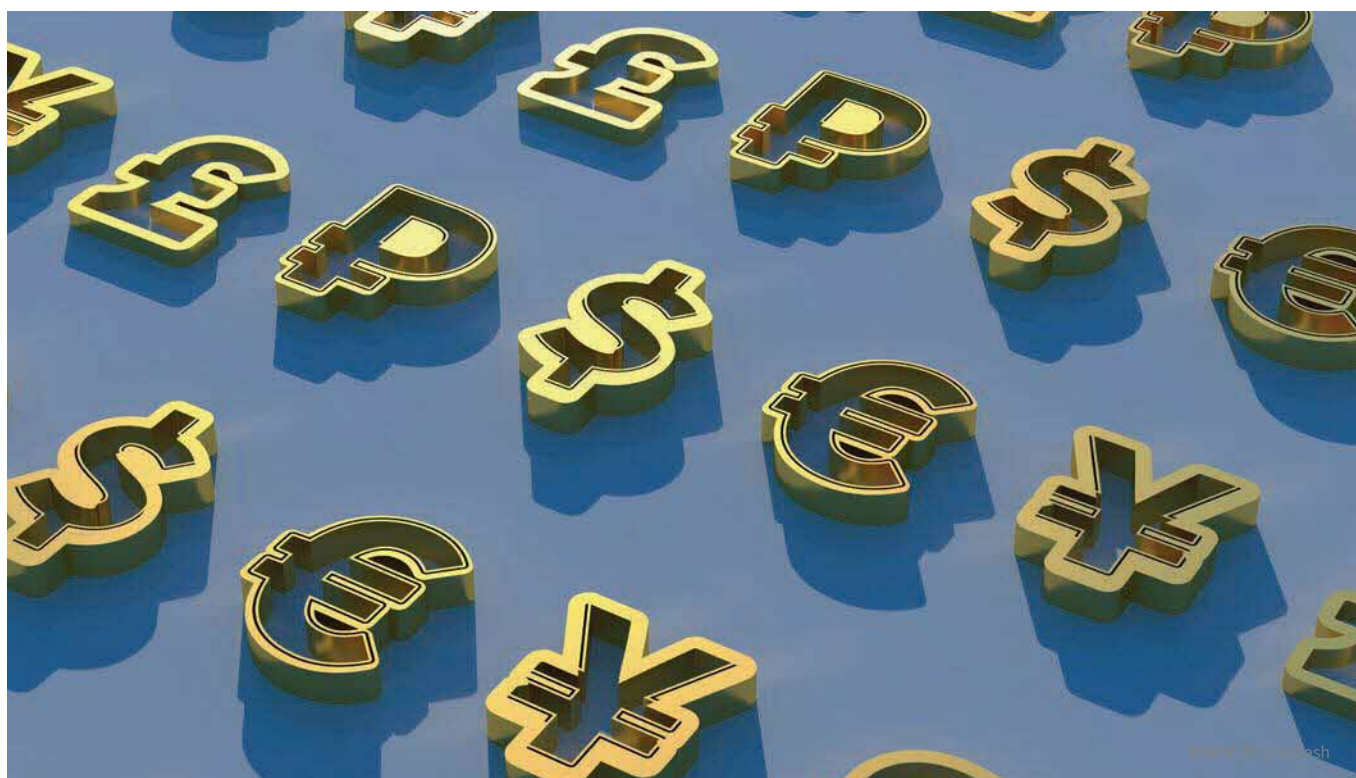
別把安全視為理所當然。首先，信用質量不能只透過評級這一個鏡頭來看待。隨著最高評級AA發行人的債務擴張，我們認為最優評級甜蜜點已移至BBB/BB，即基本面強勁的優質高收益債券，可能跑贏收益率相當但存續期更長的投資級信用債。盡管有財政部長貝森特的干預，存續期的風險回報比仍然不佳；組合應維持在5-7年期區間，以隔絕利率波動與更高的政策不確定性。我們追捧TIPS和MBS這類“政府+”配置，因其在提供無風險回報的同時還具備額外優勢。我們還認為，在收益率曲線更陡峭的格局下，金融債有望受惠。最後，隨著實物資產估值與抵押擔保狀況改善，抵押結構化產品和次級債有望受惠，並為評級上調的上行空間鋪路。不要被綜合債券指數的平靜表象迷惑，水面之下分化洶湧，需要主動管理才能安然航行。好消息是，只要掀開引擎蓋細看便會發現，在這個收益率更高的世界里，機會俯拾皆是。

我們已身處高收益世界



數據來源：彭博社、星展銀行

美元走弱， 但未出局



2026年第四季 全球貨幣

不利美元的因素正在累積，而且往往最能捉住市場的注意力。但不要忽視潛藏的積極因素。美元更可能呈現區間震蕩態勢，而非一路下行。

全球貨幣

Terence Wu
策略師

Carie Li
策略師

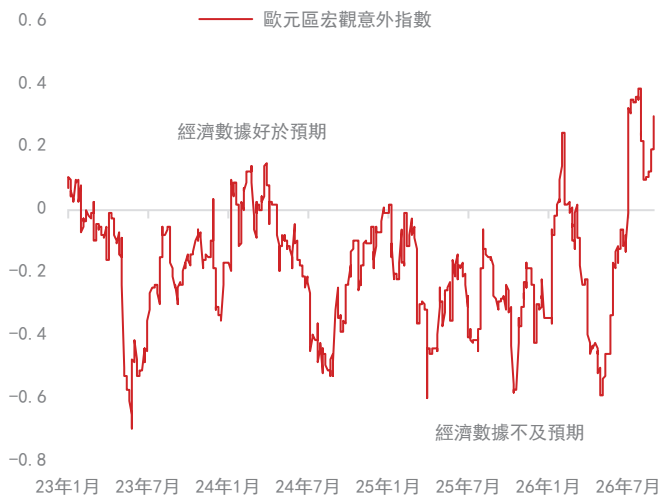
回顧2026年第三季美元判斷。在2026年第三季報告中，我們基於美國宏觀強勁與聯儲局轉向鷹派，提出美元存在策略性上行機會。這一判斷在7月如期兌現，美元指數大體守在6月所創高位附近。然而，7月聯邦公開市場委員會會議未能加息令人失望，疊加8月大批美國數據弱於預期，引發美元回落。從基本面看，美元上行動能之所以如此有限，主因在於能源價格走高的環境中，非美經濟增長意外展現韌性。這也使其他主要央行得以跟隨聯儲局升級鷹派立場，大幅稀釋了利好美元的敘事。

2026年第四季美元大概率區間震蕩，略微偏多。今年，決定美元整體前景的首要因素始終是聯儲局的加息預期，而過去幾個月這一預期幾經起落。美元在5-7月的上升，建立在聯儲局預期由減息逆轉為加息、並在隨後進一步發酵的基礎之上。自8月以來，這種由聯儲局驅動、利好美元的動能已被大幅削弱。相比之下，看空美元的理由則在增強。兩者共同導致美元指數跌向98.00。但9月FOMC會議之後，市場重燃了截至2027年初連續快速加息的預期。這讓此前被忽視的利好美元因素，重新回到投資者的視野中心。我們將在下文中梳理這些方向不一的驅動因素。整體而言，我們認為2026年第四季美元呈區間震蕩，並存在一定上行風險。美元指數可能向98.00-102.00區間的上端走強。

美國並不獨強，聯儲局也並非一枝獨秀。盡管能源價格整體走高，多數能源進口經濟體的表現仍好於預期。其他主要經濟體（尤其是歐元區）的週期性脆弱性並未兌現。美國經濟固然強勁，但非美經濟持續具韌性，沖淡了美國獨強的認知。由於無需

過度擔憂增長，其他主要央行也得以在對抗頑固通脹時，自信地維持鷹派立場。在聯儲局遲疑不前之際，歐洲央行、澳洲聯儲和日本央行的加息預期在7-8月間明顯升溫。預計到2027年中之前，還會有若干央行比聯儲局更鷹派。綜合來看，美國經濟強勁與聯儲局鷹派從當前水平進一步傳導為美元走強的空間可能有限。

歐元區宏觀意外指數自2026年第二季以來持續改善



數據來源：彭博社、星展銀行

利好美元的因素在很大程度上被忽視；息差仍普遍利好美元。若明確看空美元，就等於無視息差論據，而息差目前仍站在美元一邊。即便不再加息，美國的實際與名義收益率也已接近多年高位，並在十國集團經濟體中名列前茅。有理由認為，按息差衡量，美元被低估了。這一點必然有其分量，尤其是在外匯套息邏輯主導的環境下。此外，若全球增長有望延續、政策利率在頑固通脹壓力下維持高位，這些都是利於套息環境延續的條件。這應為美元等高息貨幣提供結構性支撐。

美債收益率仍處多年高位，息差論據應可阻止美元全面走弱



數據來源：彭博社、星展銀行

能源價格整體走高之勢愈發固化。外匯市場的焦點似乎已從美伊衝突上移開。但這並不意味著能源價格上升不會影響外匯領域。布蘭特原油目前已部分收復5-6月的跌幅，在每桶90美元一線水平徘徊。鑒於美伊衝突看不到明確盡頭，布蘭特原油的高價位可能成為常態。同樣，亞洲和歐洲的液化天然氣價格也持續高企。進入北半球冬季，取暖需求增加預計將為能源價格再添一個利好催化。這將繼續支撐美國作為能源出口國的貿易條件，並為美元提供底層支撐。

更安心地看待美元區間震蕩。通盤考量美元的各项驅動因素，明確看空美元並無依據。我們更傾向於在年底前維持區間震蕩的判斷。經歷鷹派的9月FOMC會議後，美元有望站穩腳跟，2026年第四季初期尤其如此。預計美元指數在98.00-102.00之間橫盤，略微偏上行。

日圓企穩基礎改善，但明確看多日圓為時尚早。2026年第三季日圓走勢跌宕，階段性漸進走弱之間穿插著急速升值，無論升值是否由干預驅動，皆是如此。我們的看法是，日圓自9月2日以來的急升將不同於5月和7月的情形，更有可能持續，而非很快消退。本輪升值啟動時，美元兌日圓遠低於上一輪週期高位。證據還顯示，本輪升值由實盤資金與對沖基金推動，而非日本央行主導的干預。盡管幅度不大，但自9月政策決議以來，日本央行的政策立場已略向鷹派一側傾向。與往年相比，市場如今已可以切實計入更快的加息步伐。綜合來看，日圓走強這一主題如今有了更扎實的基礎。因此，美元兌日圓不太可能重返164.00附近的高位。眼下，150.00-152.00區間仍是強支撐。2026年第四季美元兌日圓的區間上下沿應在152.00-160.00。

美元兌日圓在短暫急跌後往往階段性緩步上行。這一次或有不同

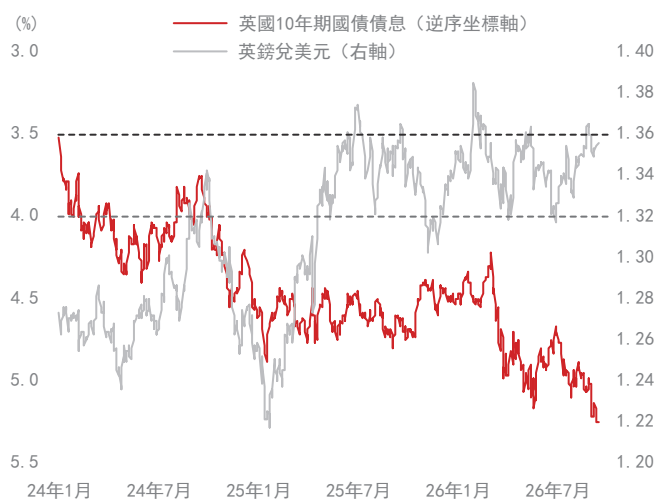


數據來源：彭博社、星展銀行

歐洲央行加息不太可能推動歐元兌美元走高。歐洲央行如預期在9月加息，但我們認為這不會推動歐元兌美元再上一個台階。此次加息自7月中旬起已被完全計入，而拉加德此後的表態仍不置可否。現實情況是，歐元兌美元8月的回升主要由美國方面的因素驅動。2026年第四季，這些因素仍將是歐元兌美元的主要決定因素，而非歐元區本土因素。預計年底前1.1800將限制歐元兌美元的上行空間，1.1400則開始提供支撐。

英鎊兌美元限於1.3200-1.3600區間。盡管能源價格走高，英國經濟仍展現韌性，但通脹風險持續偏高。這意味著市場將繼續預期英倫銀行加息，預計2026年底前至少加息一次。Keir Starmer向Andy Burnham的領導層交接比預期順利，緩和了政治擔憂，也降低了英鎊的風險溢價。疊加有利的收益率優勢，這為英鎊兌美元提供了支撐，使其在2026年第三季持續站穩1.3200上方並不斷錄得升幅。但這些本土因素不足以推動英鎊兌美元有效上破1.3600。因此我們預計，第四季英鎊兌美元將在1.3200-1.3600區間內波動。主要風險事件是定於10月28日公佈的秋季預算案。這將使財政政策重新成為市場焦點，並給英鎊帶來相應的下行壓力。

財政擔憂衝擊英國國債，限制英鎊上行空間



瑞郎將跑輸。美元兌瑞郎大多在0.8000-0.8200的窄幅區間內交易。基準預期是瑞郎跑輸。形成這一觀點的主因，是套息交易仍大行其道，而瑞郎依舊是其中的首選融資貨幣。瑞士央行不願跟隨其他主要央行加息，進一步強化了這一點。整體而言，即便廣義美元回撤、或日圓走強的間接影響帶來一些下行壓力，我們預計美元兌瑞郎在0.7950--0.8000區間仍將獲得良好支撐。上行方面，若廣義美元延續升勢，美元兌瑞郎完全可能測試0.8300。這一舒適區間面臨的風險是：任何重大波動衝擊，都可能觸發套息交易中擁擠的瑞郎空頭平倉。這可能加速美元兌瑞郎跌破該支撐區。

息差闊、波動低——利好瑞郎套息交易



利好澳元的因素重新發力。澳元表現強於我們的預期。我們原本預計，由大宗商品和澳洲聯儲驅動的澳元利好催化在2026年第三季會減弱——7月確曾如此，但8月便迅速逆轉。首先是黃金重啟升勢，強化了大宗商品順風。此外，亞洲液化天然氣價格高企，守住了美伊衝突以來的升幅。到8月下旬，澳洲最新通脹數據也明顯回升，這意味著要讓核心通脹符合澳洲聯儲的預測，第三季餘下時間裏通脹動能必須顯著降溫。這使得澳洲聯儲長期按兵不動難以為繼。加息預期重燃，讓澳洲聯儲重新扮演起利好澳元驅動因素的角色。整體而言，我們認為2026年第四季澳元兌美元有望在0.7300附近創出週期性新高。

澳洲聯儲加息預期在6-8月低迷後再度升溫



數據來源：彭博社、星展銀行

新元名義有效匯率指數自7月以來再度走高

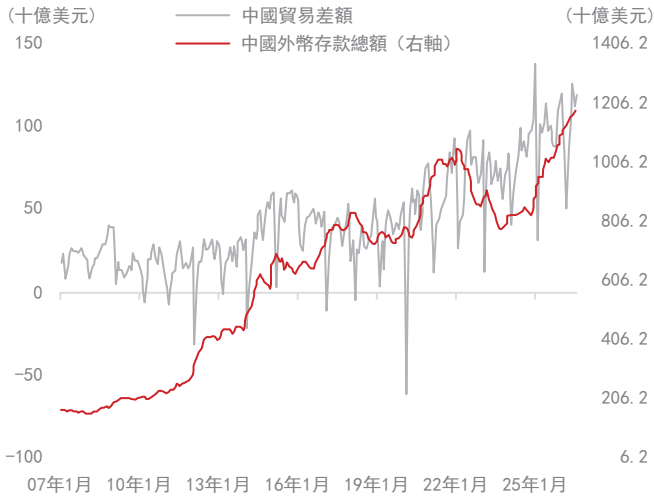


數據來源：彭博社、星展銀行

美元兌新元走勢偏弱，在1.2600附近承壓。本土因素小幅利好新元走強。實際GDP增長受到AI相關出口強勁、金融服務業活躍以及建築業持續上行週期的支撐。自5月以來，我們的內部增長預測已兩次上調，最新一次修訂預計2026年增長5.0%，這將是連續第三年高於趨勢水平增長。近期CPI數據（無論整體還是核心）顯示，自2025年第四季以來通脹壓力逐步加劇。這一趨勢可能延續至2026年第四季，在能源價格持續高企之際尤其如此。這一經濟背景使市場對新加坡金管局在即將到來的決議中再度收緊仍抱有預期，並令新元名義有效匯率指數在政策容忍區間內處於偏高水平。這凸顯了新元的潛在強勢，並限制美元兌新元的上行空間。日圓若過度走強，也會對新元有所帶動，但主要外部因素仍將是廣義美元的前景。鑒於兩者高度相關，美元兌新元近期將跟隨美元指數走勢。這意味著第四季初期美元兌新元略微偏上行。整體而言，預計2026年第四季美元兌新元在1.2600-1.2900區間內波動。

繼續看多人民幣。儘管2026年第三季升值步伐放緩，年初至今人民幣仍是十國集團和亞洲新興市場中兌美元表現領先的貨幣之一。值得注意的是，人民幣走強並未對中國出口造成重大負面影響。因此，中國人民銀行可以更坦然地接受人民幣進一步走強。這一點從其逐步走強的人民幣中間價中可見一斑。反過來，人民幣持續升值又促使出口商積極結匯，形成自我強化的升值週期。在持續貿易順差的推動下，中國的外幣存款創下歷史新高。這意味著自我強化的升值週期仍有後勁，最終可能推動匯率測試6.6000。這一進程是快是慢，取決於若干因素。第一，如果人民幣中間價定在較強水平、卻仍弱於預期，說明中國人民銀行仍偏好緩慢而漸進的升值。第二，日圓走強的外溢也可能支撐人民幣，若其給美元指數帶來下行壓力則更是如此。整體而言，隨著6.7000支撐位被有效突破，我們預計2026年第四季匯率將緩步邁向6.6500，並在進入2027年後走向6.6000。

龐大貿易順差與巨額外幣存款對人民幣構成結構性利好



數據來源：彭博社、星展銀行

預測：貨幣

	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
美元兌人民幣	6.69	6.60	6.63	6.65	6.68	6.70
美元兌港元	7.83	7.83	7.83	7.83	7.83	7.83
美元兌印度盧比	95.8	95.6	95.7	95.6	95.5	95.4
美元兌印尼盾	17,720	17,400	17,470	17,530	17,600	17,660
美元兌馬來西亞林吉特	4.07	4.00	4.04	4.08	4.11	4.15
美元兌菲律賓披索	62.6	61.5	62.1	62.8	63.4	64.0
美元兌新加坡元	1.28	1.26	1.27	1.27	1.28	1.29
美元兌韓元	1,395	1,400	1,410	1,420	1,425	1,435
美元兌泰銖	33.3	32.6	32.8	32.9	33.0	33.2
美元兌越南盾	26,000	25,840	25,980	26,120	26,260	26,400
澳元兌美元	0.71	0.71	0.71	0.70	0.70	0.70
美元兌加元	1.40	1.37	1.38	1.39	1.40	1.40
歐元兌美元	1.15	1.18	1.17	1.17	1.16	1.15
美元兌日圓	156	151	153	154	155	157
紐元兌美元	0.57	0.59	0.59	0.58	0.58	0.57
美元兌瑞郎	0.82	0.81	0.82	0.83	0.83	0.84
英鎊兌美元	1.34	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32
美元指数	100.1	97.6	98.3	99.0	99.7	100.4

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9月21日

有選擇地 保持樂觀



2026年第四季 大宗商品

大宗商品在對沖通脹和分散配置方面仍具吸引力,但強勁升幅意味著必須精挑細選。能源受惠於供應受限與結構性需求,銅和鋁則具備長期上行空間。化肥供應受阻與厄爾尼諾現象,也為農產品市場帶來針對性的機會。

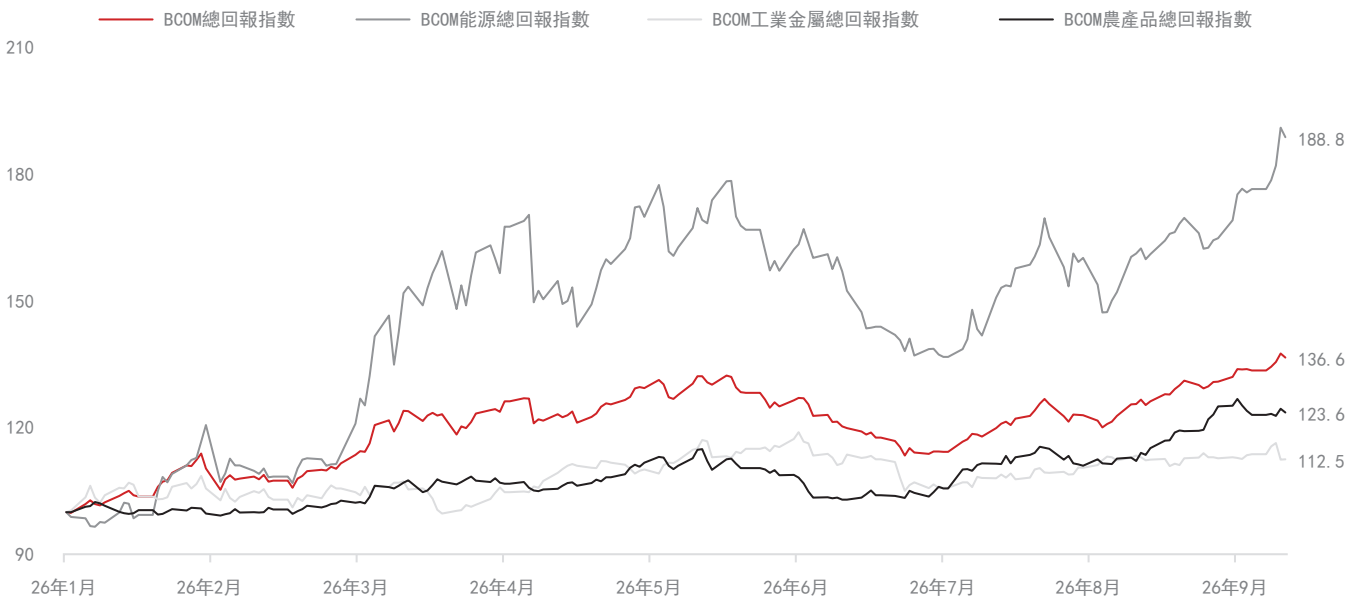
大宗商品

吳俊勇
策略師

我們選擇性看多的判斷是對的。在上一期大宗商品季度報告中，我們基於供給側通脹衝擊，提出對大宗商品保持選擇性看多。具體而言，我們認為美伊衝突無疑利好能源板塊，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。這些判斷在第三季基本兌現：彭博能源分類指數上升36.2%（截至9月11日），同期工業金屬和農產品分別上升5.6%和18.0%。

還需要對沖通脹嗎？簡短的回答是：需要。美伊衝突仍未解決，且實際上已進入新一輪升級階段。受此影響，經由霍爾木茲海峽（SOH）的船舶通行再度放緩至近乎停滯，遠不及戰前水平。因此，（能源、石化、化肥、工業金屬等的）供應中斷仍在持續。5-8月間，石油改道運輸曾帶來一些緩和，但事實證明只是曇花一現。沙特管道基礎設施遇襲，導致其東西輸油管道關閉。該管道正是繞過霍爾木茲海峽的關鍵替代能源出口通道。但總體而言，美伊衝突的持續確實繼續構成重大通脹風險，投資者需要對此保持清醒。進入2026年第四季，大宗商品繼續提供通脹保護，在衝突再度升級或尾部風險情景下尤其如此。

2026年大宗商品年初至今表現強勁，主要由能源驅動

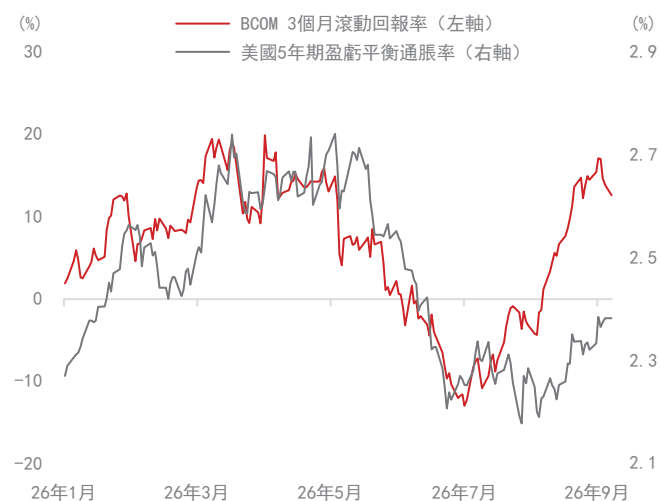


	BCOM總回報指數	BCOM能源總回報指數	BCOM工業金屬總回報指數	BCOM農產品總回報指數
年初至今	36.6%	88.8%	12.5%	23.6%
3Q26	19.5%	36.2%	5.6%	18.0%

數據來源：彭博社、星展銀行（數據截至9月11日）

宏觀面處於“輕量版不冷不熱”狀態。儘管美國通脹仍存風險，但勞動力市場狀況相對溫和，非農就業數據意外向好，失業率在4%出頭的低位徘徊。中國GDP環比增長仍具韌性，僅略低於官方目標，製造業PMI則保持在50榮枯線之上。歐元區也處於類似的“輕量版不冷不熱”狀態。經濟擴張與製造業活動增長仍在延續，只是步伐較慢。在此背景下，我們認為選擇性看多仍是最合理的策略，並繼續聚焦具備強勁結構性需求驅動的大宗商品。

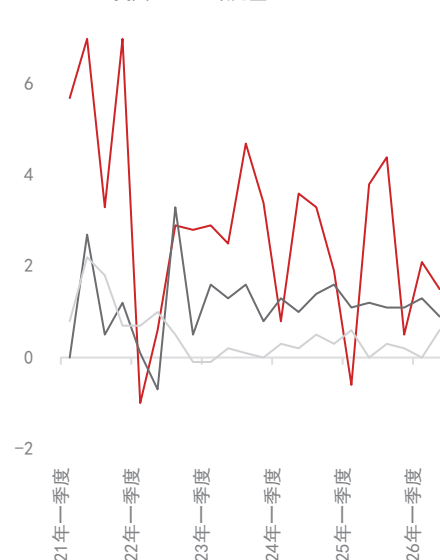
商品回報與通脹預期自8月起開始分化



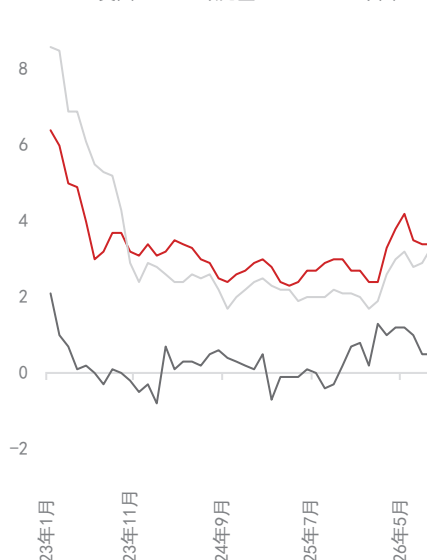
數據來源：彭博社、星展銀行

經濟狀況穩定；大宗商品背景溫和

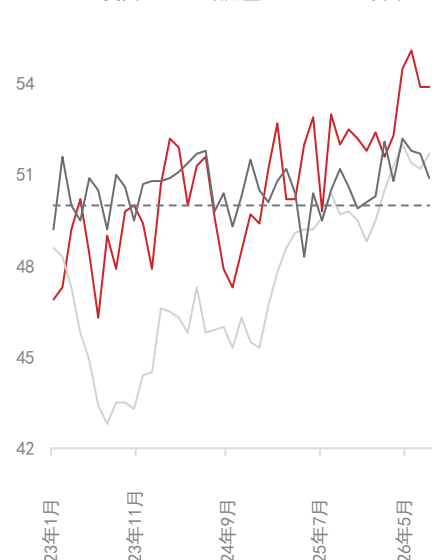
(%) GDP環比增速：2021-2026
8 — 美國 — 歐元區 — 中國



(%) 整體通脹同比：23年1月-26年7月
10 — 美國 — 歐元區 — 中國



製造業採購經理人指數 (PMI)：23年1月-26年7月
57 — 美國 — 歐元區 — 中國



數據來源：彭博社、星展銀行

保持選擇性看好。在分化的宏觀背景下，即通脹風險偏高，但增長與勞動力市場狀況仍具韌性，我們繼續建議有選擇地配置大宗商品，以（1）為投資組合對沖通脹並（2）把握長期增長趨勢帶來的需求。在大宗商品板塊，我們繼續看好能源，既將其作為對沖地緣政治局勢可能再度升級的工具，也視其為AI驅動能源需求的受害者。部分工業金屬可提供對接AI基礎設施建設、資源民族主義和全球重整軍備浪潮等結構性增長趨勢的缺口。最後，化肥供應持續受阻，加之“超級”厄爾尼諾出現的可能性上升，意味著部分農產品存在潛在上行空間。

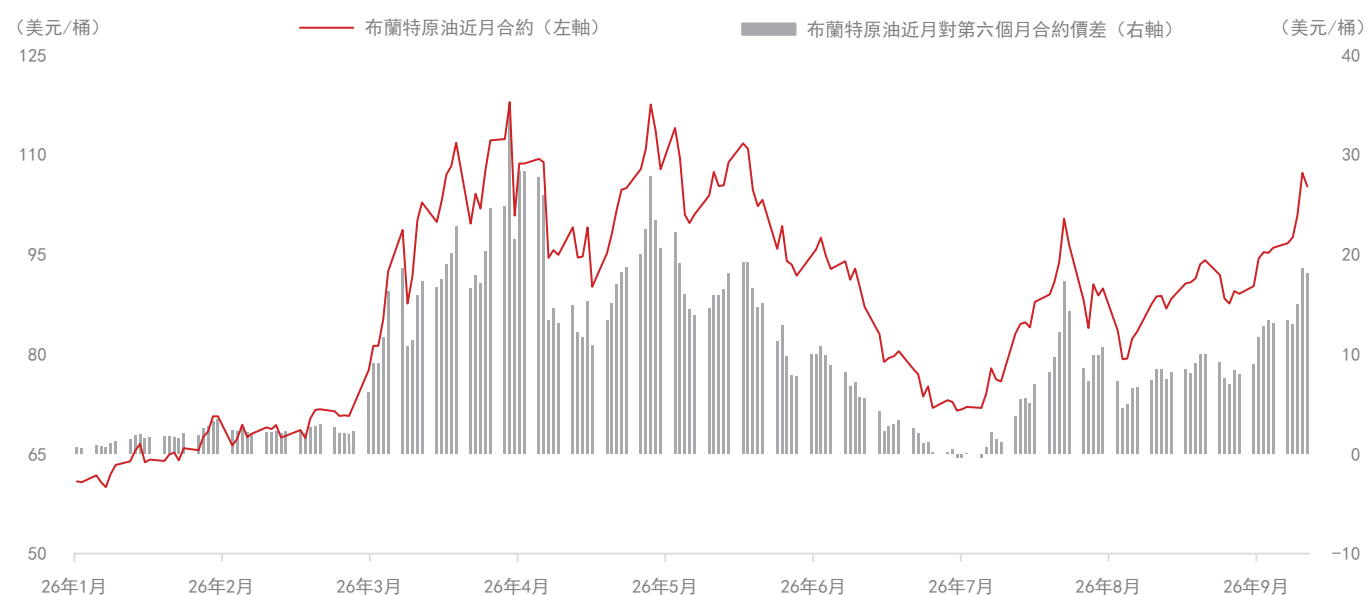
能源

改道運輸一度緩和油價壓力……5-8月油價出現一定程度的正常化，布蘭特原油在7月初觸及每桶72美元的低位。這種正常化，部分來自能源供應繞開霍爾木茲海峽的改道運輸。包括沙特和阿聯酋在內的中東國家，積極通過管道每日繞開該海峽轉運700萬桶（mmbpd）石油。Kpler、Windward Intelligence等船運追蹤機構還估計，另有每日400萬桶經由影子船隊通過該海峽運輸。然而，近期沙特東西輸油管道及其他關鍵煉油基礎設施遭

無人機襲擊，疊加胡塞武裝組織封鎖曼德海峽，實際上使這些的航運努力大半受阻。油價因此再度沖上每桶100美元關口，重燃市場對能源緊缺的擔憂。天然氣價格壓力預計也將居高不下，因為液化天然氣有嚴格的冷卻要求（必須過冷至零下162攝氏度），無法經由管道改道出口。

但“更高更久”邏輯仍在。我們認為，由於中東石油出口和液化天然氣供應繼續受到嚴重干擾，能源板塊仍處於更高更久的環境之中。全球能源庫存迄今幫助緩衝了供應中斷，但庫存終究有限。若霍爾木茲海峽和曼德海峽的通行不能恢復正常，庫存最終將趨於枯竭。此外，中東受損的能源基礎設施大部分尚未重建，從結構上限制了該地區的生產與煉油產能。需求端，全球仍依賴能源，在AI和科技領域尤其如此。總之，基於能源價格更高更久、衝突可能再度升級或外交斡旋可能破裂，以及全球結構性能源需求強勁，我們繼續看好能源板塊。

美伊諒解備忘錄7月破裂後，布蘭特原油上升



數據來源：彭博社、星展銀行

工業金屬

銅

觀點不變；策略中性，結構性看好。銅的短期前景多空皆有依據，因此我們保持策略中性。長期來看，銅仍是最能清晰體現關鍵結構性增長趨勢（如AI、電氣化、電網更新等）的大宗商品之一。

看升理由.....倫敦金屬交易所（LME）與上海期貨交易所（SHFE）庫存雙雙下降，從而推高銅的便利收益與銅價。此輪漲價與現貨市場的實際緊張相吻合，並非單純由投機所致。但Comex銅並非如此。關稅不確定性將庫存吸入美國，同時令倫敦和亞洲的可供量收緊。因此，盡管上述因素利好，投資者應注意，當前全球銅市存在巨大的區域價差和異常的庫存分佈。加工費與精煉費（TC/RC）轉為負值，是短期銅前景的又一利好因素。這顯示銅精礦短缺，進而減少精煉銅供應，對價格構成上行壓力。

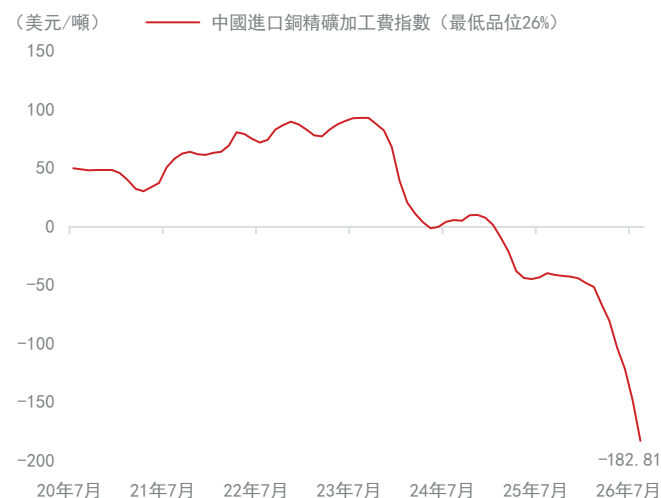
看跌理由.....受關稅不確定性和囤庫影響，美國庫存高企。無論是關稅問題明朗化、Comex-LME套利窗口關閉，還是累積庫存釋放，都可能在銅基本面並未惡化的情況下引發大幅價格回調。銅價上升本身也會造成需求破壞——公用事業公司可能推遲項目，製造商可能削減採購、靜待價格回落。最後，供需預測正被修訂，以反映近期供應更為寬鬆。總部位於里斯本的國際銅研究小組（ICSG）預測2026年供應過剩約9.6萬公噸，與去年10月預測的15萬公噸供應缺口形成反差。這些因素共同顯示，當價格高於每噸14,000美元時，風險平衡並非單邊看多。

LME與SHFE銅庫存大幅下降



數據來源：彭博社、星展銀行

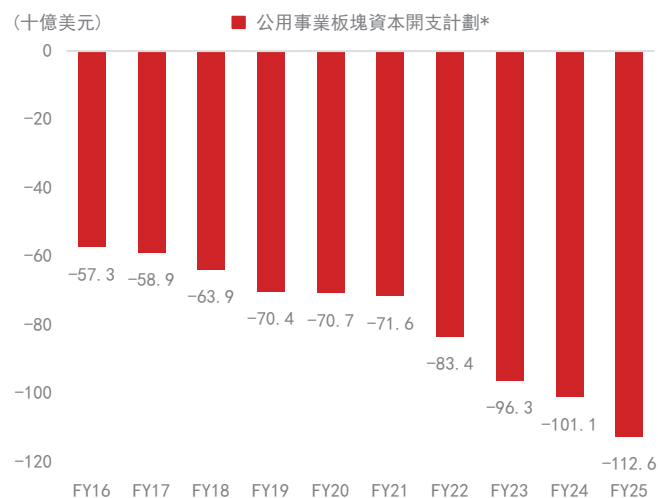
加工費與精煉費(TC/RC)轉負侵蝕冶煉廠利潤,並減少精煉銅供應



數據來源: 彭博社、星展銀行

結構性需求驅動因素支撐銅的長期看多觀點。我們在上一期季度報告中曾提到,從現在到2040年,銅的新增需求將有一半以上來自AI及清潔能源轉型相關用途。這仍是我們的基準情形,也是我們長期看多銅的核心理由。為應對AI應用帶來的能源需求增長,公用事業行業一直在增加資本開支。我們匯總了九家大型電力公用事業公司的資本開支計劃,發現支出呈明顯上升趨勢。其中許多公司還上調了多年資本開支指引,並強調數據中心驅動的負荷增長。這反過來將在長期支撐銅的使用量。供應端,國際能源署預測,到2035年銅礦供應將比初級需求低25%。原因在於礦石品位下降,且過去十年大型礦山的發現數量顯著減少。此外,礦山從最初發現到投產需要極長時間(約17年)。這將在長期制約銅的供應響應。

作為銅關鍵用途的公用事業資本開支預計將加速



數據來源: 彭博社、星展銀行
*包括NextEra、Duke Energy、Dominion、Southern Company、Exelon、National Grid、American Electric Power、PG&E和Xcel的資本開支總額

鋁

LME價格回調低估了海灣地區持續的供應中斷。海灣地區供應中斷仍是主要的短期制約因素。海灣地區約佔全球原鋁冶煉產能的9%,受美伊衝突影響,當地生產仍受到嚴重制約。麥格理7月估計,2026年中東產量可能降至440萬公噸(同比下降35%),導致全球短缺93萬公噸。鋁冶煉不易隨意關停後再重啟。因此,即便航線重新開放,生產也不會立即恢復。我們由此認為,LME價格的大幅回調低估了海灣中斷的持續性。

日本鋁升水反映亞洲市場緊張。日本買家已同意第三季在LME現貨價基礎上支付每公噸395美元的升水,高於2025年第四季每公噸86美元。這是十多年來的最高水平,顯示亞洲原鋁可供量偏低、到岸成本高企。鑒於海灣中斷持續、亞洲市場偏緊,我們認為區域現貨升水和亞洲成本很可能保持黏性。

鋁價回調可能已領先於海灣供應恢復.....



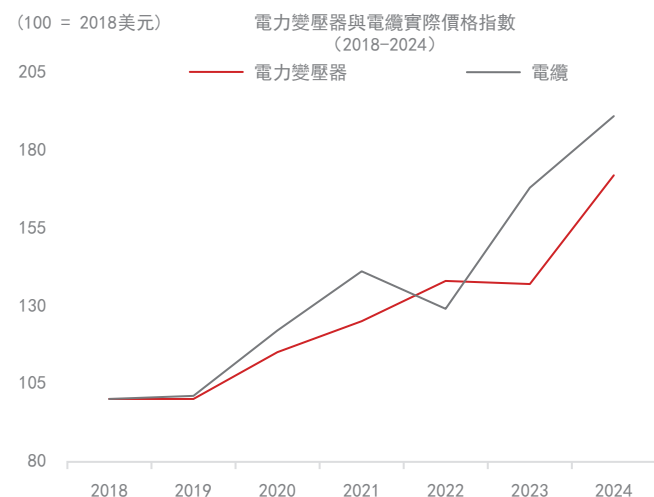
日本鋁升水處於十年高位



長期前景向好，但稀缺程度不及銅緊迫。鋁的長期需求仍然向好：受交通、電力基礎設施、包裝和建築需求提振，國際鋁業協會預測2020-2030年鋁的總需求將增長38.6%。電網投資（如電纜和電力變壓器）提供了強勁的需求來源。國際能源署估計，如今電纜採購需要兩到三年，交付週期約為2021年的兩倍。這顯示電纜供應確實緊缺，鋁和銅的需求不斷上升。按實際值計算，電

纜和電力變壓器成本自2019年以來幾乎翻倍。在這一市場中，鋁相對銅具有若干優勢：(1) 每噸價格更低；(2) 密度僅為銅的30%，適用於對重量和跨距敏感的架空導線；(3) 擁有龐大的再生回收存量；(4) 由於鋁土礦天然儲量豐富，原鋁產能擴張可以比銅更快。

電網投資為鋁提供強勁的需求渠道



農產品

維持選擇性看多展望不變。主要驅動因素依舊：(1) 霍爾木茲海峽可能長期關閉，導致化肥短缺和漲價；(2) “超級”厄爾尼諾引發惡劣天氣。進入第四季的關鍵不同在於，農產品價格已大幅上升：BCOM農產品分類指數第三季至今上升18.0%（截至9月11日）。因此，短中期內倉位已相當擁擠。

小麥和玉米是谷物中的佼佼者。玉米需求依然強勁，美國農業部下調了2026/27年度全球期末庫存預測，並上調了美國出口預期。背後驅動包括強於預期的乙醇玉米研磨量、國內生物燃料加工產能以及出口需求。此外，鑒於玉米產量對化肥高度敏感，（化肥和柴油價格上升推高的）種植成本可能令即將到來的美國收成產量下降。小麥產量同樣對化肥較為敏感，由於成本上升和施肥量減少，即將到來的美國收成產量可能走低。此外，俄羅斯和烏克蘭糧食基礎設施遇襲，也減少了運輸旺季（8-12月）的可供出口量。

部分軟商品受制於“超級”厄爾尼諾。8月13日，美國國家海洋和大氣管理局將2026--27年北半球秋冬季出現極強厄爾尼諾的概率預測由60%上調至90%。這對某些易受高溫干旱影響的軟商品構成利好。

- **糖：**印度、泰國、澳洲等主要產糖區可能出現乾旱，進而收緊庫存。印度已面臨短缺，政府近十年來首次放寬食糖進口配額，顯示供應已經吃緊。
- **咖啡：**阿拉比卡咖啡適宜涼爽穩定的環境，更強的厄爾尼諾將對哥倫比亞、洪都拉斯、危地馬拉等國的收成造成不利影響，這些國家的收穫季恰逢厄爾尼諾高峰期。
- **可可：**可可產量會受干旱的負面影響，因此“超級”厄爾尼諾可能令2026--27年度收成減產，但歐洲需求下降可能限制價格升幅。

美伊衝突爆發以來部分谷物價格走勢



數據來源：彭博社、星展銀行
註：商品表現基於各自對應的
彭博商品分類指數

美伊衝突爆發以來部分軟商品價格走勢



數據來源：彭博社、星展銀行

總結

2026年第四季，從對沖通脹和分散配置的角度看，大宗商品仍具配置價值；不過通脹風險緩和、年初至今升幅可觀，意味著更需精挑細選。能源仍是首選。中東供應受限、庫存有限、結構性需求具韌性，支撐價格更高更久，同時保留地緣政治再度升級帶來的上行空間。工業金屬中，銅在策略上多空平衡、但結構性吸引力突出；鋁則受惠於海灣供應中斷的持續和電網投資。農產品的機會越來越因作物而異：小麥和玉米面臨化肥與供應壓力，糖、咖啡和可可則繼續受厄爾尼諾影響。投資者應優先配置具備持久需求催化的稀缺大宗商品。

無需新敘事



數據來源: Unsplash

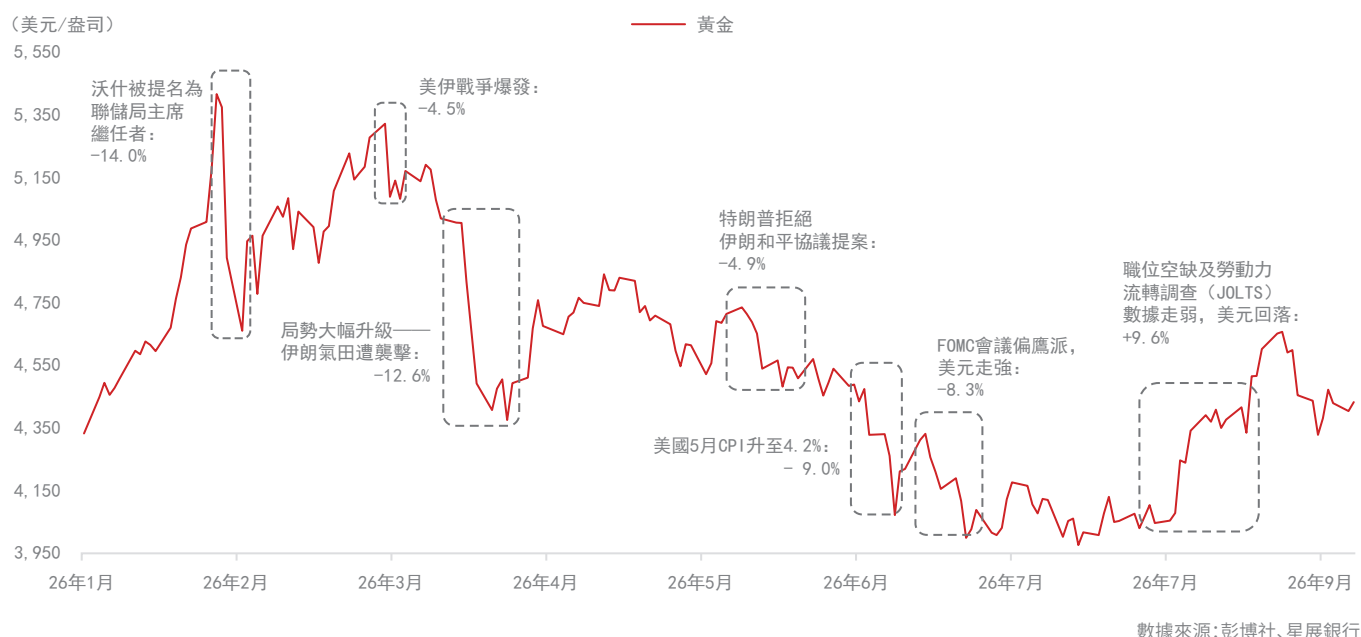
另類投資： 2026年第四季 黃金、私募資產 與對沖基金

長期來看，黃金的分散化特質仍具說服力，5%-10%的配置能夠改善投資組合的風險回報。更高更久的利率利好中型市場收購、私募股權二手份額、優先有擔保及資產支持貸款、基礎設施等策略。對沖基金方面，相對價值、低淨缺口股票和宏觀策略可借助政策分化與不斷擴大的分散性盈利。

黃金

吳俊勇
策略師

黃金年初至今價格走勢回顧



黃金經歷了充滿挑戰的一年, 但我們認為最糟糕的時期已經過去。隨著通脹和利率風險加劇, 黃金今年持續面臨策略性壓力。第一輪大幅拋售出現在1月: 當時報道稱沃什將接任鮑威爾出任聯儲局主席, 促使市場計入可能更為鷹派的政策立場。隨後伊朗戰爭推高能源價格, 加深了通脹擔憂, 也強化了聯儲局鷹派敘事。在此背景下, 黃金在隨後六個月趨於下行。但隨著拋售背後的推動力有所緩和, 此輪回調如今看來正進入尾聲。四個關鍵理由顯示, 黃金最劇烈的去風險階段可能已經過去。第一, 能源市場的調整正在幫助緩和通脹引發的宏觀經濟風險。第二, 金價在每盎司4,000美元附近正湧現強勁需求, 尤其來自亞洲投資者。第三, 中國對銷售槓桿式黃金交易的限制, 幫助遏制了該資產類別內的部分投機資金流。最後, 長端政府債券收益率飆升, 意味著黃金作為對沖貨幣貶值工具的角色可能復甦。

每盎司4,000美元正成為亞洲的重要需求區間。盤中分析顯示, 年初至今的多次回調多發生在美國交易時段, 而反彈往往與亞洲交易時段重合。這顯示亞洲買家普遍更具價格敏感性, 在大幅回調後積極入場, 提供了重要的價格底部。這也凸顯了亞洲在黃金價格發現和方向決定中日益重要的角色。

中國限制銷售槓桿式黃金交易, 或改善需求質量。中資銀行已暫停與上海黃金交易所掛鉤的個人貴金屬交易業務, 或大幅上調相關保證金要求。銷售槓桿下降, 降低了反復出現保證金驅動式平倉的風險。盡管槓桿資金撤離並不會自動創造新需求, 但它消除了市場脆弱性的一個關鍵來源, 應能使黃金交易更多建立在實物買盤、央行需求和長期組合配置這類更為健康的資金結構之上。

亞洲一直是黃金價格支撐的主要來源



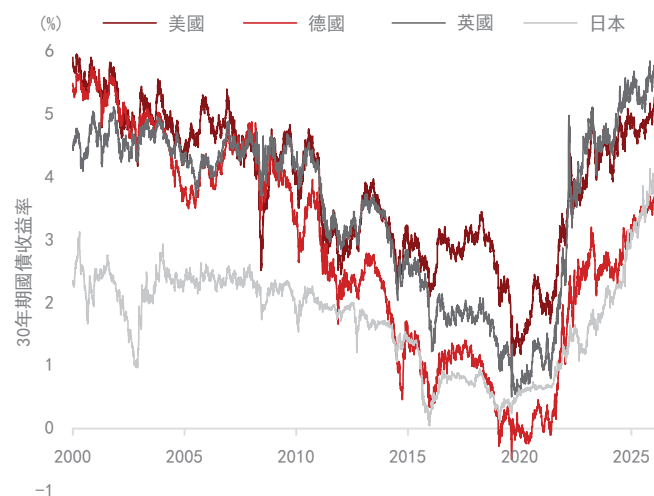
數據來源: 彭博社、ICE Benchmark Administration、世界黃金協會、星展銀行
 *數據(截至6月26日)以美元/盎司計價的現貨黃金(XAU)價格為基礎,採用20分鐘逐筆數據。各時段按紐約時間顯示;對應的UTC時間分別為:亞洲22:00-07:00、歐洲07:00-12:00、美國12:00-21:00

長端政府債券收益率上升, 指向財政可持續性擔憂重燃。30年期美國國債收益率升破5.34%, 為2007年以來最高;德國、英國和日本的30年期收益率也升至多年高位。對赤字支出和公共債務上升的擔憂, 可能令黃金作為對沖貨幣貶值工具的角色復甦。一旦通脹意外上行, 這將有助於部分抵消通脹與利率風險。

技術面證據也顯示去風險進程正趨於尾聲。金價已持續收於每盎司4,000美元上方;ETF資金流出趨穩, COMEX未平倉合約下降而價格未再大幅下挫, 同時CFTC投機倉位已不那麼極端。綜合來看, 這些信號意味著被迫拋售者已基本離場, 邊際買家正重新取得影響力。

黃金不需要新的投資敘事。投資者總愛為黃金尋找單一催化劑: 去美元化、央行購金、財政赤字、貨幣貶值、地緣政治碎片化、關稅、通脹、利率下行, 或對政府債務的信心減弱。這些主題中許多都成立, 但沒有任何單一因素能一以貫之地解釋黃金的表現, 而且黃金與通脹、利率和美元的關係會隨時間推移而變化。黃金持久的吸引力, 建立在那些幾乎未曾改變的特質之上: 稀缺性、流動性、全球公認、無違約風險, 以及跨越時代與政權更迭保存購買力的能力。

全球30年期政府債券收益率普遍上升



數據來源: 彭博社、星展銀行

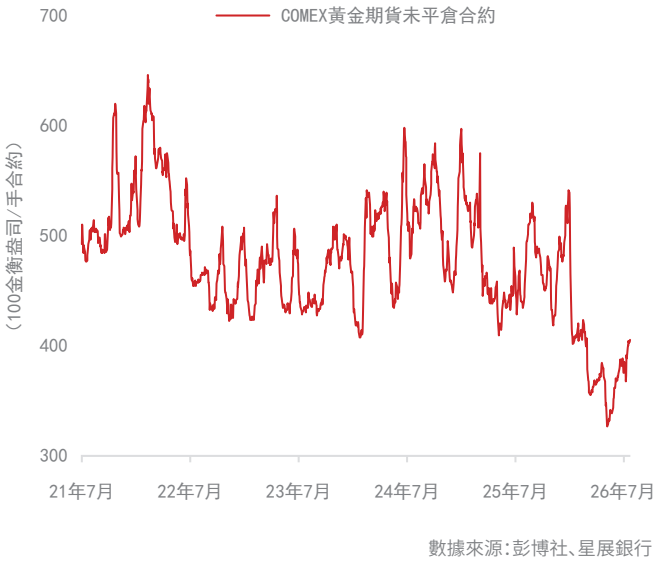
黃金在平衡型組合中扮演什麼角色?這些特質如何為組合增益? 我們認為它們主要通過四個途徑創造價值: (1) 與股票和債券的長期相關性低; (2) 在股市嚴重回撤期間, 其相關性往往更具防禦性; (3) 在市場承壓時期提供流動性; (4) 在對貨幣或主權信心的信心減弱時保持韌性。長期數據印證了這種分散化益處: 黃金與全球股票的相關性為0.11, 與美國高收益債券為0.07, 與廣義大宗商品為0.25, 與全球投資級債券為0.41。

黃金ETF持倉正在回升



數據來源: 彭博社、星展銀行

COMEX未平倉合約仍遠低於五年均值



用數字說話。為量化持有黃金的益處，我們利用全球股票、全球投資級債券和黃金的月度總回報，對一系列假設的平衡型組合進行了回測。每個組合每年再平衡至戰略目標權重，黃金配置比例從0%到15%不等，所需資金按比例從股票和債券中調撥。回測所用的關鍵假設和組合設置匯總如下：

長期來看，黃金與主要資產類別的相關性普遍較低

資產類別相關性	黃金
全球股票	0.11
全球投資級債券	0.41
美國高收益債券	0.07
新興市場債券	0.29
主權投資級債券	0.43
廣義大宗商品	0.25
原油	0.13
工業金屬	0.33
軟商品	0.19
食品類大宗商品	0.17

數據來源：彭博社、摩根大通、路孚特、倫敦金屬交易所、阿姆斯特丹泛歐交易所、聯合國糧食及農業組織

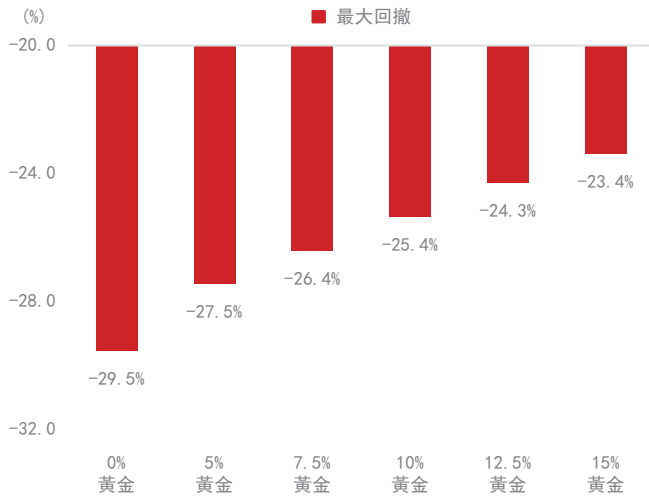
註：採用1976年7月至2026年7月的月度數據計算

更高回報、更低波動。回測發現，若以5%-15%的比例加入黃金，假設的美元平衡型組合本可獲得更高的風險調整後回報，最大回撤也會更小。這支持了我們的論點：適度配置黃金，可隨時間推移改善組合結果的質量與穩定性。對平衡型組合而言，5%-10%的戰略配置是良好起點；這能帶來切實的分散化益處，又不至於明顯改變組合構成。

開始日期	1998年12月31日
結束日期	2026年6月30日
數據頻率	月度
再平衡	年度
基準貨幣	美元
無風險利率	3.00%
組合初始價值	100
再平衡月份	1月

組合	股票權重	債券權重	黃金權重
P0	50%	50%	0%
P5	47.5%	47.5%	5%
P7.5	46.3%	46.3%	7.50%
P10	45.0%	45.0%	10%
P12.5	43.8%	43.8%	12.50%
P15	42.5%	42.5%	15%

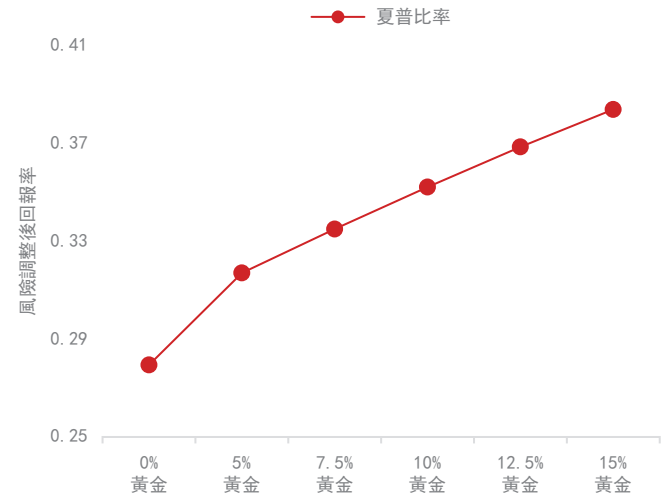
黃金對增強組合韌性有正向貢獻



數據來源：彭博社、星展銀行

註：數據區間：1998年12月至2026年6月。假設組合：50%配置全球股票 (All Country World Index總回報指數)，50%配置固定收益 (彭博全球綜合指數)。每個樣本組合中，黃金均以等權重替代股票和債券

黃金在不同風險水平上均提升組合效率



數據來源：彭博社、星展銀行

註：數據區間：1998年12月至2026年6月。假設組合：50%配置全球股票 (All Country World Index總回報指數)，50%配置固定收益 (彭博全球綜合指數)。每個樣本組合中，黃金均以等權重替代股票和債券。風險調整後回報按3.0%的無風險利率假設計算

繼續看好黃金。隨著市場繼續評估伊朗衝突、通脹和貨幣政策，黃金可能仍會波動。盡管如此，目前看來我們更像是處於倉位與估值重置的最後階段，而非黃金結構性牛市邏輯的終結。亞洲實物需求的支撐、以及槓桿水平更低的市場，讓我們有理由相信風險平衡正在改善。因此，我們繼續看好黃金，未來四個季度的目標價如下：2026年第四季：5,300美元/盎司|2027年第一季：5,500美元/盎司| 2027年第二季：5,800美元/盎司| 2027年第三季：6,100美元/盎司。本次預測基於以下前提：美元指數2026年第四季預測值為98.6，2027年第一季99.4、第二季100.2、第三季101；美國10年期國債債息預估區間為4.5%-4.65%。此外，上述預測假設央行購金需求與投資需求分別為每季度175噸和600噸。

私募資產與對沖基金

何均倫, CFA
策略師

陳慶富, PhD
分析師

資本成本重回焦點。投資者步入2026年時，原本預期貨幣寬鬆將重振私募市場的活力。然而，增長具韌性、通脹頑固、能源成本上升，使融資條件比預期更緊。資本更加昂貴，使槓桿交易更難獲得融資、再融資成本更高，而持有期拉長又增加了對流動性的需求。但這些壓力同樣創造機會。隨著廉價資本日益稀缺，能夠提供融資、流動性或營運專長的投資者，更有條件獲取回報。因此，另類投資的投資邏輯越來越取決於資本投向何處、價值如何創造。非流動性溢價，必須依靠審慎的資本配置和管理人選擇才能真正賺得。

私募股權

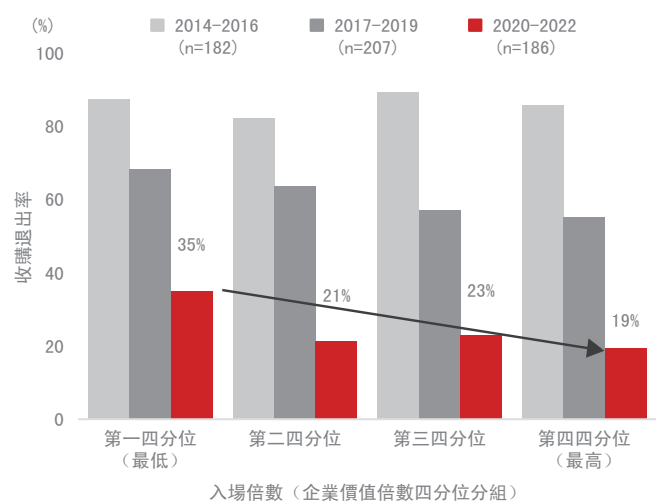
收購策略越來越獎勵有紀律的入場與營運層面的價值創造。借貸成本上升使債務更貴，壓縮了管理人借助槓桿提升股權回報的空間，從而更看重收購企業所支付的價格，以及收購後實現的盈利增長。這利好中型市場：這裏的入場估值往往更合理，管理人也有更大空間改善營運、開展補強收購。入場紀律似乎也有助於提升退出的靈活性。在2020-2022年間完成的收購中，估值最低四分位的交易已有34.9%實現退出，而最高四分位僅為19.4%。併購活動回暖，應為退出提供進一步支撐。長期業績依然強勁，10年年化回報14.5%、5年14.9%，波動率分別為11.4%和15.2%。

增長型私募股權前景仍然樂觀，企業更長時間保持私有狀態，使投資者能夠參與其更多的擴張過程。這類企業通常比收購交易使用更少債務，但利率上升仍壓制估值，並使反復募資更加昂貴。這利好已經盈利、能更多依靠內部資金為增長融資、或具備可信盈利路徑的企業。

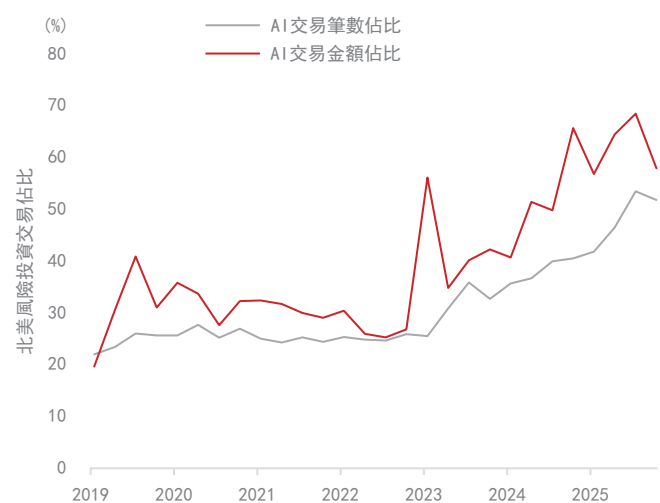
風險投資需保持謹慎。如今AI已佔北美風險投資交易數量的一半以上，佔交易金額的比重更高，加劇了集中度與估值風險。具差異化的早期企業和創投二手份額仍存在選擇性機會，但整體配置應保持克制。

二手份額與共同投資有望受惠於更緊的資本環境。持有期拉長推遲了私募股權投資者的回款分派，2025年美國私募股權資產淨值中，有39.5%集中在存續七年或以上的基金。由於投資者尋求在無需等待底層資產通過常規渠道退出的情況下獲得流動性，二級市場交易量因此獲得支撐，達到2,400億美元。對買方而言，這類交易可接觸更成熟的組合，資產質量透明度更高，回款分派可能更早；而2025年平均定價為資產淨值的83.7%，意味著有機會以低於報告估值的價格入場。與此同時，大型交易的定價更趨穩定，顯示買方參與更深、價格發現不斷改善。借貸成本上升，也為共同投資創造了獨立的機會。隨著發起人使用更多股權為收購融資，他們越來越需要投資者提供額外資本，從而擴大了機會集合。因此，共同投資可讓人有選擇地參與單筆高確信度收購交易，且費用和攤分利息通常低於傳統基金承諾出資。

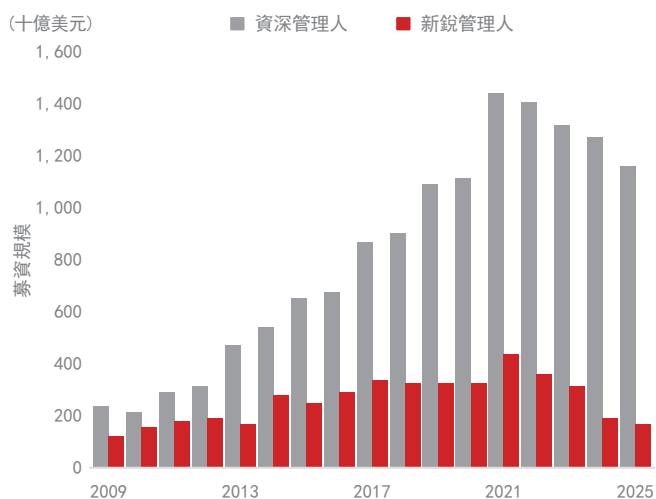
高利率格局下，入場估值對退出活動的影響更大



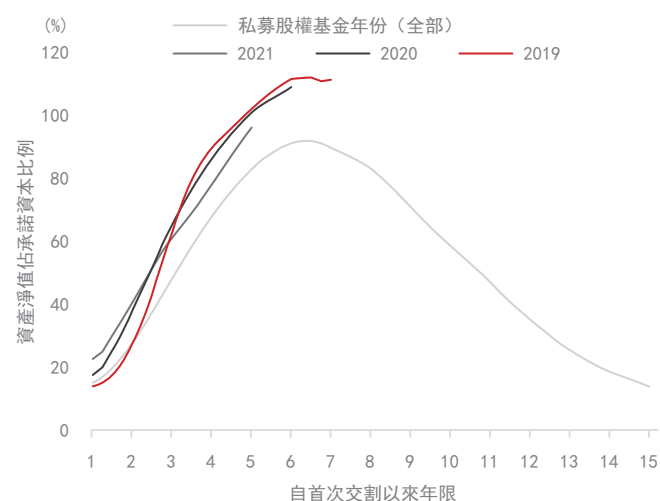
風險資本正出現高估值下的AI集中化



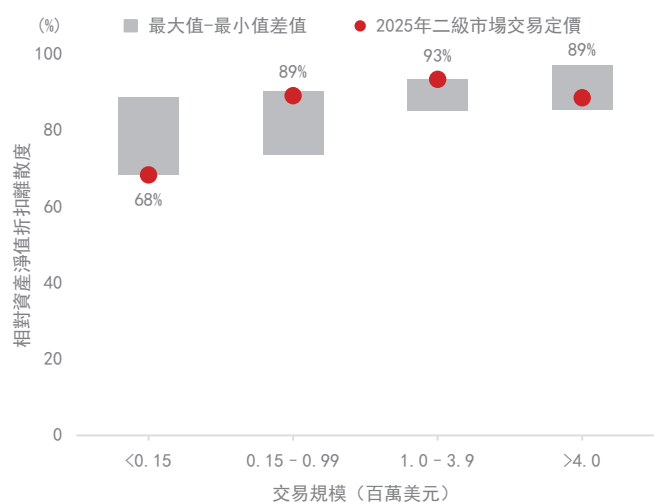
資本趨於集中，管理人選擇愈發重要



相對長期峰值，承諾出資仍處高位



大型二手交易的定價已在五年均值下方企穩



數據來源: Preqin、星展銀行
註: 最大-最小價差, 指2020-2024年相對資產淨值折扣的最高值與最低值之差

私募信貸

直接放貸仍需審慎。收益率仍具吸引力。2026年6月為9.1%，而銀團貸款為8.6%、高收益債券為7.2%；但支撐貸款方收入的浮動利率票息，同樣也在施壓借款方。淨息差已從2023年約480個基點降至2026年初的310個基點，計入負債管理操作的違約率達到2.95%。相對於擁擠的大型發起人貸款，我們更偏好低槓桿、面向中型市場中較小規模企業 (lower middle market)、具備嚴格契約和現金覆蓋的優先有擔保貸款。

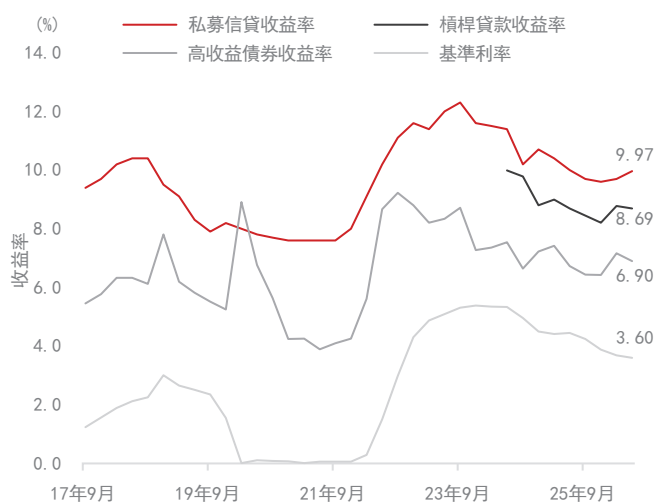
資產支持融資提供了更有力的機會。這類貸款以可識別資產和付款流為擔保，使還款較少依賴企業到期再融資。監管和資本約束正促使銀行減少資本佔用型放貸，為私募資本騰出空間。據估計，全球私募資產支持融資市場規模到2029年將從6.1萬億美元以上增長至9.2萬億美元。較短期限和攤還結構可降低存續期風險，但嚴格的抵押品管控仍必不可少。

夾層融資面臨更高的風險補償門檻。11.0%的10年期回報和募資走弱雖構成支撐因素，但優先第一留置權貸款如今能在保障更好的情況下提供具吸引力的收益。因此，次級資本需要提供更多溢價，在高利率施壓現金覆蓋之際尤其如此。

不良與特殊機會正在改善，但尚不足以上調評級。截至2026年6月，計入困境交換的違約率達到2.95%；同時實物支付增多、非應計貸款增加、持有期拉長，正在創造更多重組機會。但展期、修訂和發起人支持，仍在推遲大部分壓力的釋放。我們維持中性，追捧已為重組增多做好佈局的專業管理人。

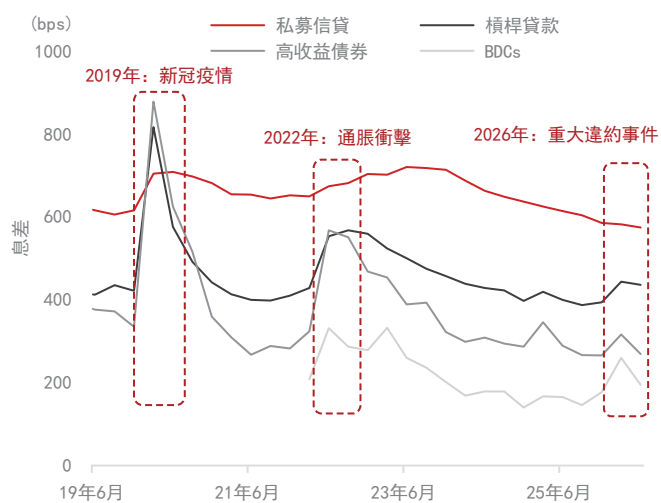
我們對BDC保持謹慎。隨著實物支付、非應計貸款和槓桿上升，2026年初贖回額達到流入額的84%。盡管相對資產淨值的折扣或能提供選擇性機會，但贖回壓力使我們更偏好封閉式私募信貸工具，它們更適合持有非流動性貸款直至到期或完成債務處置。

浮動利率結構確保了相對銀團貸款和高收益債券的收益率溢價



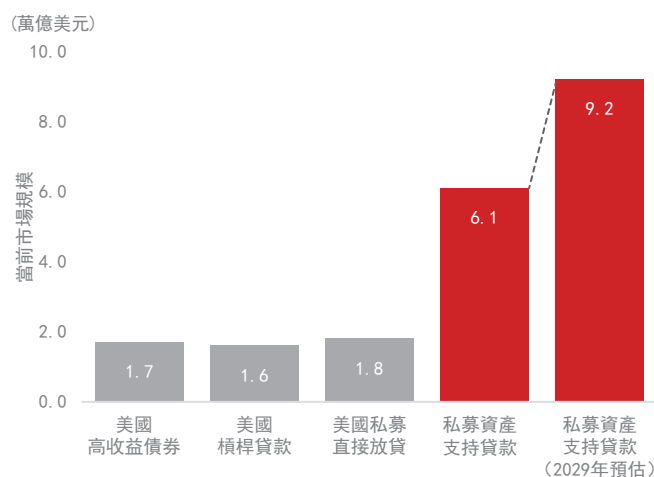
數據來源: Houlihan Lokey、Pitchbook、彭博社、星展銀行

息差溢價在歷次市場衝擊中展現韌性



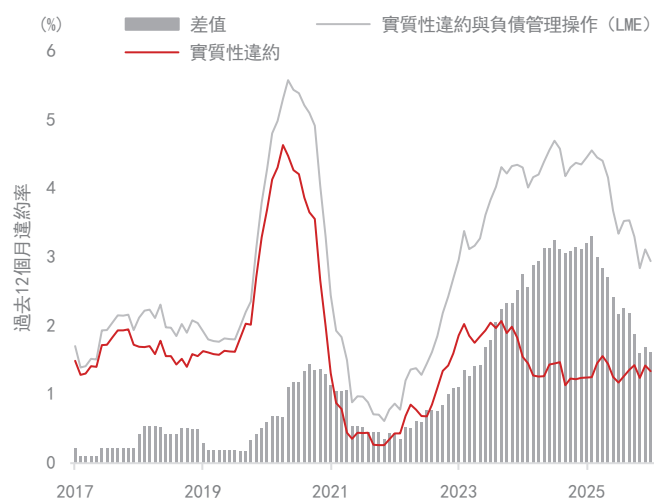
數據來源：Pitchbook、彭博社、星展銀行

資產支持放貸擴大了私募放貸的機會集合



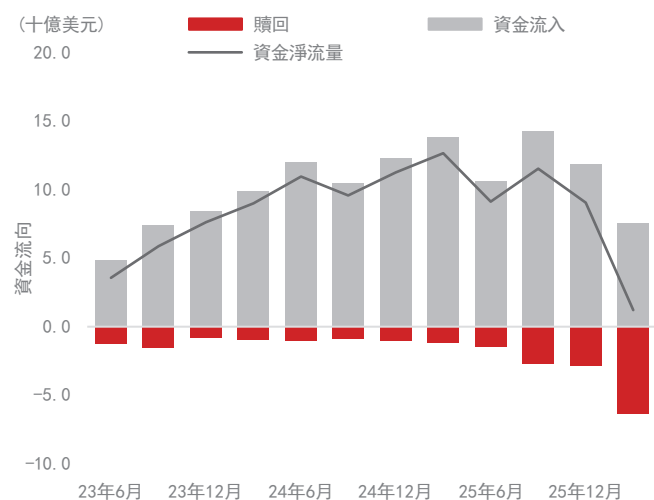
數據來源：KKR、iCapital、星展銀行

硬性違約趨穩，負債管理操作減少



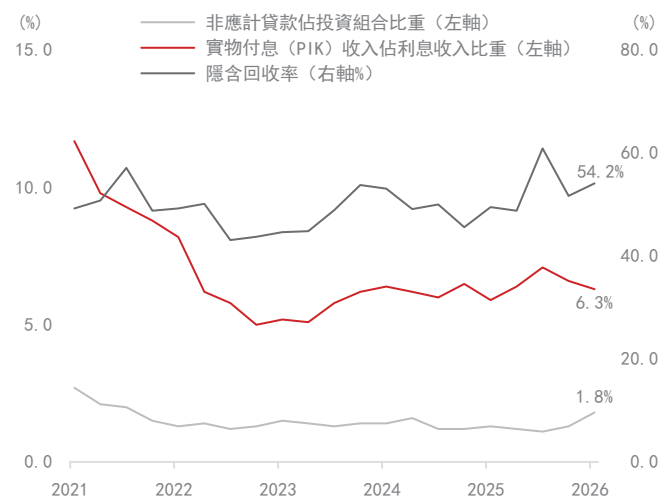
數據來源：Pitchbook、星展銀行

BDC資金流受情緒驅動急劇轉向，凸顯投資載體與所持債務資產存續期匹配的重要性



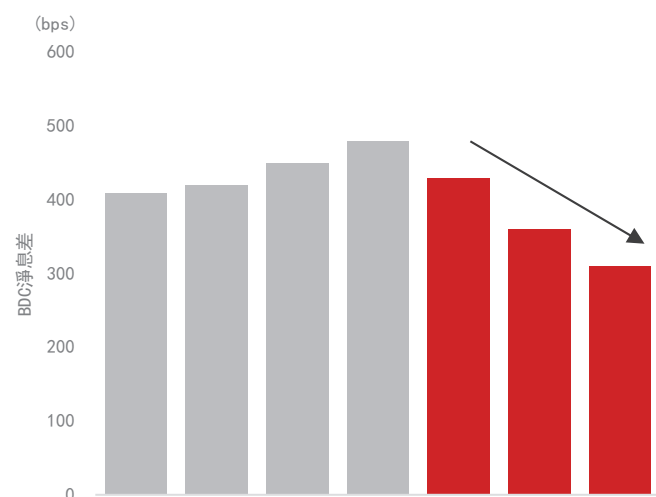
數據來源：SEC 文件、Pitchbook、星展銀行

盡管回收率上升、PIK下降，BDC非應計貸款仍在增加



數據來源: Houlihan Lokey、星展銀行

高利率料將加劇BDC的淨息差壓力



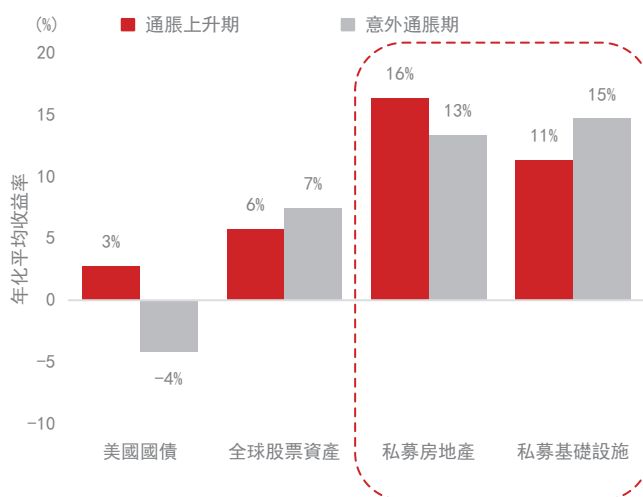
數據來源: Houlihan Lokey、星展銀行
註: 淨息差指淨利息收入與淨利息支出之差

私募實物資產

房地產在適應高利率的調整後，正顯現初步企穩跡象。核心型開放式基金2025年回報約3.7%，為2022年以來首個正回報年份。贖回排隊有所緩和，開工走弱應會逐步限制新增供應。但相對於政府債券，估值仍然偏高，交易活動低迷，三年年化回報仍為負。長期收益率走高將繼續壓制物業價值和再融資。因此，我們偏好針對性交易、二手份額，以及具備深厚本地營運專長的管理人。

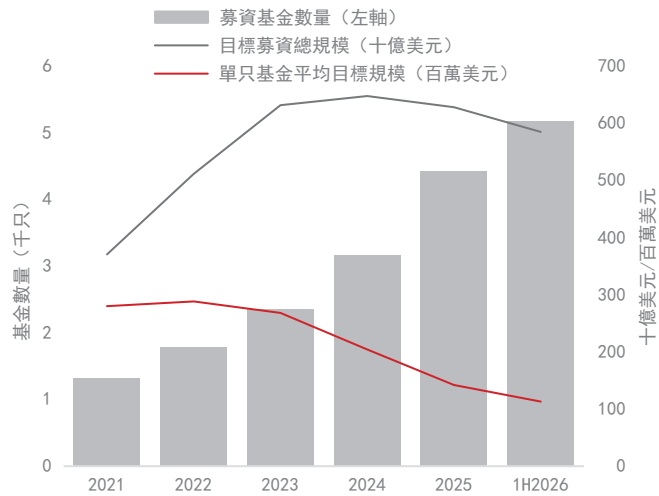
私募基礎設施理由充分。預計全球電力需求2026年增長3.6%、2027年增長3.8%。數據中心容量則可能從2025年的82吉瓦增至2030年的219吉瓦。美洲每年還面臨約3,000億美元的基礎設施資金缺口。許多營運型資產受惠於合同約定或與通脹掛鉤的收入，而必需服務的需求穩定。這些特質支撐了10年9.8%、5年11.1%的年化回報。待投資金已降至管理資產規模的23%，競爭有所減弱。我們偏好與電力需求增長掛鉤、現金流已清晰可見的營運型和合同型基礎設施，而非依賴許可、施工和未來使用率的投機性研發項目。

實物資產提供強勁的通脹保護



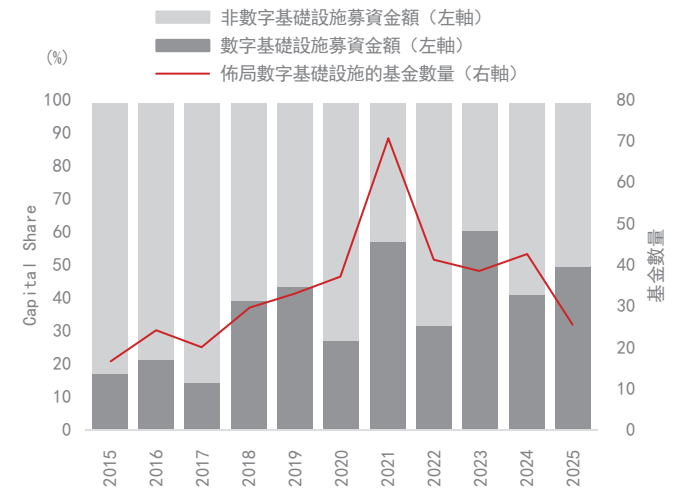
數據來源: 彭博社、Preqin、星展銀行

三倍數量的管理人爭奪減半的私募房地產單筆投資規模，管理人選擇勢在必行



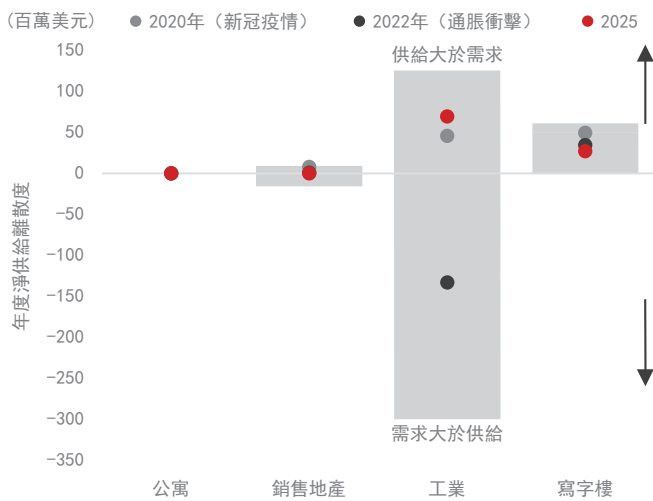
數據來源: Preqin、星展銀行

AI 基礎設施既是長期機遇，也是擁擠交易



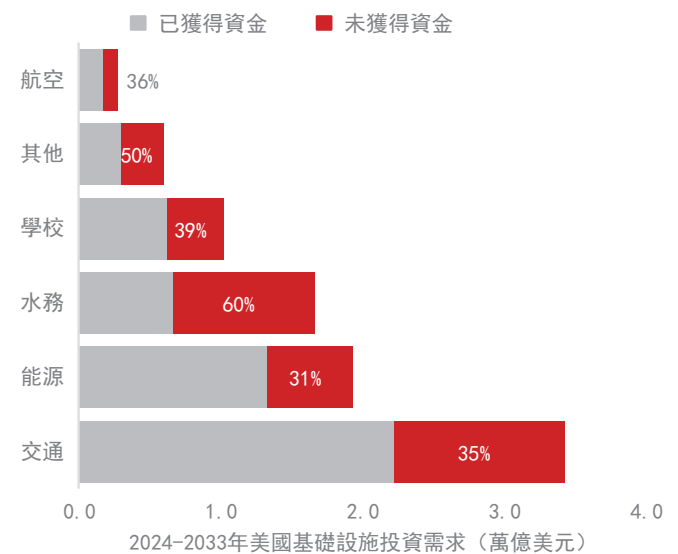
數據來源: Preqin、星展銀行

工業和寫字樓板塊面臨吸納能力考驗



數據來源: Moody's Analytics、iCapital、星展銀行

AI之外，必需服務的基礎設施需求仍然高企



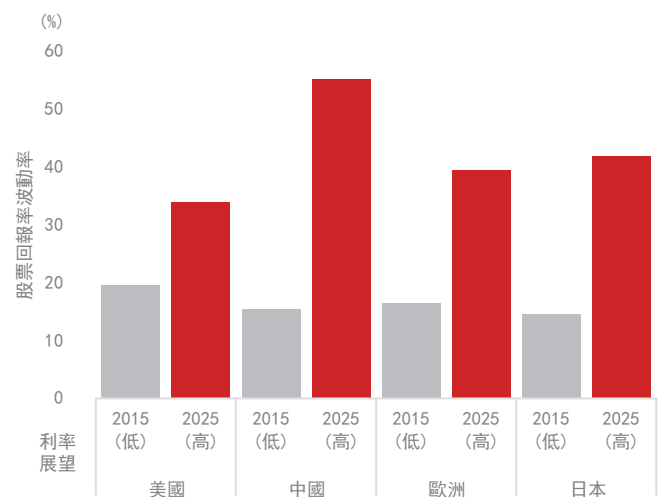
數據來源: 全球基礎設施中心 (世界銀行)、星展銀行

對沖基金

當回報可以來自離散度和政策分化、而非市場方向時，對沖基金仍具吸引力。相對價值策略為首選：各國央行政策分化、主權債大量發行、利率與個券之間的差異，製造了更多定價錯位。股票對沖同樣具吸引力，尤其是低淨缺口、市場中性和專精策略。個股平均相關性已從約0.50降至0.10。隨著AI拉大行業內部的表現差距，優秀管理人有更大空間甄別贏家與輸家。

美國、歐洲、日本和中國的政策路徑各異，疊加通脹與財政政策的不確定性，同樣利好宏觀策略。相對於系統化趨勢策略，我們更偏好能夠表達多個獨立主題的主觀管理人。事件驅動和信貸對沖仍需更精挑細選，因為併購套息差收窄、信貸息差仍然偏緊。多策略平台可通過在不同機會間重新配置資本創造價值，但回報仍取決於費用、槓桿和管理人質量。

自零利率政策時代以來，各地個股波動率均已上升



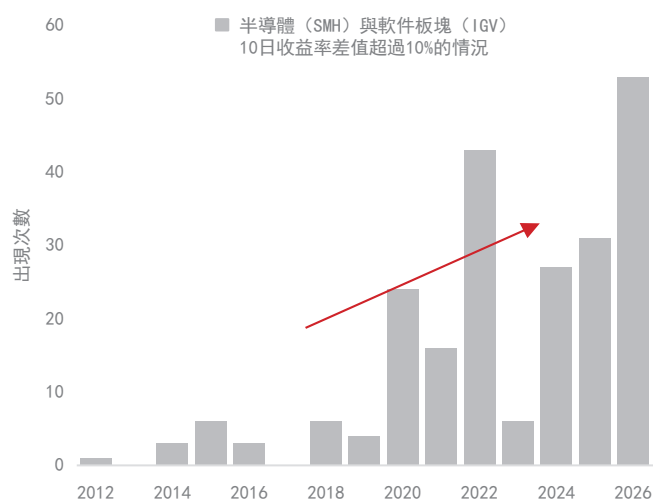
數據來源：彭博社、星展銀行

股票相關性下降，為選股提供沃土



數據來源：彭博社、星展銀行

AI正加劇行業內部贏家與輸家之間的分化



數據來源：彭博社、星展銀行

縱觀各類另類資產，分水嶺越來越在於：哪些策略需要資本，哪些策略能夠提供資本。這利好私募股權中的二手份額和中型市場收購、私募信貸中的資產支持放貸和優先第一留置權貸款、合同型基礎設施，以及對沖基金中的相對價值、低淨缺口股票和宏觀策略。對於回報仍高度依賴廉價再融資或估值擴張的策略，應保持謹慎。對投資者而言，當前格局利好能從資本稀缺中賺取溢價的策略，而非依賴資本充裕的策略。

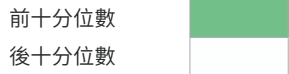
私募資產與對沖基金觀點

資產類別			子資產類別			策略熱力圖		
						漸漸向好→		
私募股權	收購	融資成本上升，利好那些以合理估值收購企業、並通過營運改善創造價值的自律型中型市場管理人。併購活動回暖應會逐步帶來更多退出機會。						
	增長型	企業保持私有狀態的時間更長，使投資者能參與其更多擴張。應優先考慮已經盈利、能更多依靠內部資金為增長融資、或具備可信盈利路徑的企業。						
	風險資本	投資活動向AI集中、估值高企，增加了下行風險。缺口應有選擇地集中於具差異化的早期企業和定價具吸引力的二手份額。						
	私募股權二手份額	成熟組合對資產質量的可見度更高，而以低於報告資產淨值的價格買入可改善入場估值，並可能帶來更早的回款分派。						
	共同投資	借貸成本上升要求發起人投入更多股權，從而擴大了參與單筆交易的渠道。這類機會可提供針對高確信度交易的定向缺口，且費用和攤分利息往往更低。						
私募信貸	直接放貸	浮動利率收益率仍具吸引力，但更高的利息成本正在削弱部分借款方的償債能力。應優先考慮低槓桿、中低端市場、具備嚴格契約和現金覆蓋的優先有擔保貸款。						
	資產支持放貸	可識別抵押品和攤還結構降低了對企業再融資的依賴，而銀行收縮業務正在擴大機會集合。嚴格的抵押品管控和透明的貸款層面數據仍必不可少。						
	夾層融資	優先第一留置權貸款如今能在保障更好的情況下提供具吸引力的收益。因此，次級資本需要提供明顯更高的回報溢價，以補償其更弱的保障。						
	不良或特殊情形	重組機會正在增多，但展期、修訂和額外的發起人支持仍在推遲更廣泛的違約週期。應優先選擇具備成熟重組能力、經過驗證的專業管理人。						
	BDC	槓桿、非應計貸款和贖回壓力上升，削弱了風險回報平衡。相對資產淨值的折扣或能創造選擇性機會，但總體而言，封閉式私募信貸工具更適合持有非流動性貸款直至到期或重組。						
私募房地產	核心型	初步企穩跡象正被偏高的估值、低迷的交易活動、負的三年回報和持續的再融資壓力所抵消。應優先考慮針對性交易、二手份額和具備深厚本地營運專長的管理人。						
私募基礎設施	核心型	合同約定或與通脹掛鉤的收入、不斷增長的電力需求和更低的待投資金，支撐著具韌性的回報潛力。相對於依賴許可、施工和未來使用率的投機性研發項目，更偏好現金流清晰可見的營運型資產。						
對沖基金	相對價值	貨幣政策分化、主權債大量發行和個券之間的差異，正在製造不依賴大盤方向的定價錯位。						
	股票多空	股票相關性降低、贏家與輸家差距擴大，正在改善基本面選股的機會集合。應優先選擇低淨缺口、市場中性、對市場方向依賴有限的專精管理人。						
	事件驅動型	企業活動正在創造逐筆交易層面的機會，但併購套息差收窄使容錯空間變小。缺口應保持選擇性，聚焦於下行保護具吸引力的情形。						
	信貸	發行人與個券之間的差異可使基本面研究獲得回報，但信貸息差偏緊，對大盤缺口的補償有限。相對於方向性信貸風險，應優先考慮個券選擇和相對價值機會。						
	宏觀	主要經濟體在貨幣、通脹和財政路徑上的分化，正在創造若干相互獨立的投資機會。相對於主要依賴系統化趨勢的策略，更偏好能夠表達多個主題的主觀管理人。						
	多元策略	在不斷變化的機會之間重新配置資本的能力可以創造價值。但結果仍高度依賴管理人質量、槓桿紀律和費用。						

數據來源：星展銀行

業績

		平均年化回報率			
		10Y	5Y	3Y	1Y
私募股權	收購	14.5%	14.9%	6.5%	7.1%
	增長型	13.9%	13.9%	6.4%	11.3%
	風險資本	12.1%	12.7%	1.2%	16.0%
	二級市場	12.1%	14.2%	4.0%	7.0%
私募信貸	直接放貸	7.7%	8.8%	7.7%	5.9%
	夾層融資	11.0%	11.5%	10.3%	9.8%
	不良債務	7.8%	11.3%	8.2%	7.3%
私募 實物資產	房地產	7.3%	6.3%	-0.3%	2.5%
	基礎設施	9.8%	11.1%	8.9%	8.8%
對沖基金	相對價值	5.7%	7.3%	9.5%	10.4%
	股票多空	8.1%	8.7%	13.5%	18.3%
	事件驅動型	6.8%	7.1%	10.4%	12.8%
	信貸對沖	5.1%	5.3%	7.9%	7.3%
	宏觀對沖	6.2%	8.6%	9.3%	12.8%
	多策略	4.4%	5.7%	7.3%	11.6%



數據來源：彭博社、星展銀行

突破60/40 傳統組合框架



另類投資策略

CIO多元另類投資策略以另類投資補充股票與債券，提供多元的增長、收益和保護來源。這種更廣義的做法有助於緩衝市場下行、增強長期韌性，並讓投資者經由專業管理把握高確信度的私募市場機會。

突破60/40傳統組合框架

何均倫, CFA
策略師

陳慶富, PhD
分析師

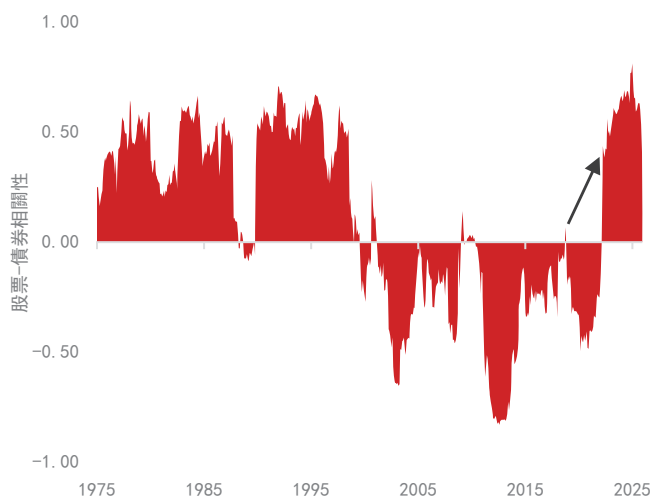
為變化中的世界配置另類資產多年來，股票提供增長，債券則在市場下跌時提供收益與保護。這一關係在2022年破裂：通脹與貨幣政策收緊同時壓低了這兩類資產。2026年，許多同樣的脆弱性依然存在：地緣政治緊張、通脹壓力、減息空間有限，再疊加集中度日益上升的股市。隨著公開市場資產越來越多地受制於相同的經濟與政策力量，傳統分散化所能提供的保護可能減弱。CIO多元另類投資策略（以下簡稱“本策略”）旨在應對這一挑戰：納入對通脹、利率和地緣政治風險反映各異的回報驅動因素。其目的不是取代股票和債券，而是以來自另類資產類別、真正差異化的回報來源對其形成補充，從而降低波動、限制回撤，並進一步增強組合韌性。

讓分散化工具本身也分散化。配置另類資產只是第一步。另類資產配置本身也必須分散化，因為每一類另類資產都有各自不同的風險，在不同市場環境下表現可能各異。因此，本策略組合了若干互為補充的配置板塊：

- 私募股權和風險投資提供長期增長；
- 私募信貸提供合同約定收入和浮動利率缺口；
- 基礎設施和房地產提供實物資產、現金流和通脹保護；
- 對沖基金在不同市場與策略之間尋求差異化回報；以及
- 黃金提供貨幣層面的分散化和潛在的保值功能。

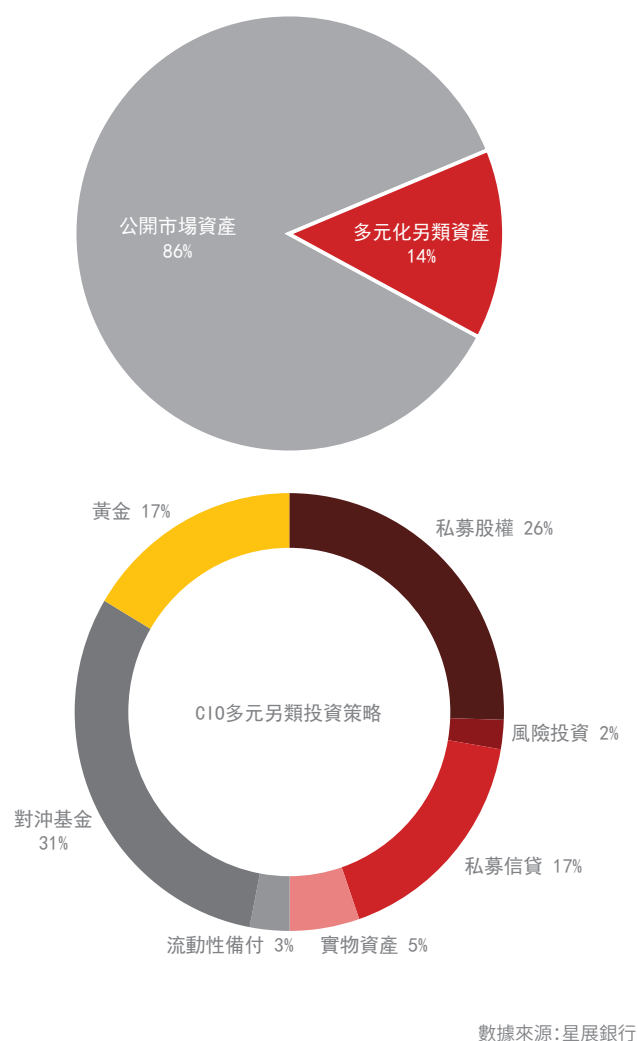
這些板塊共同提供三種回報來源：增長、收益和分散化。這就是“讓分散化工具本身也分散化”的原則。換言之，巧妙地組合各類另類資產，使任何單一資產類別在任何時候都不會對組合回報造成不成比例的拖累。

傳統分散化已不如以往可靠



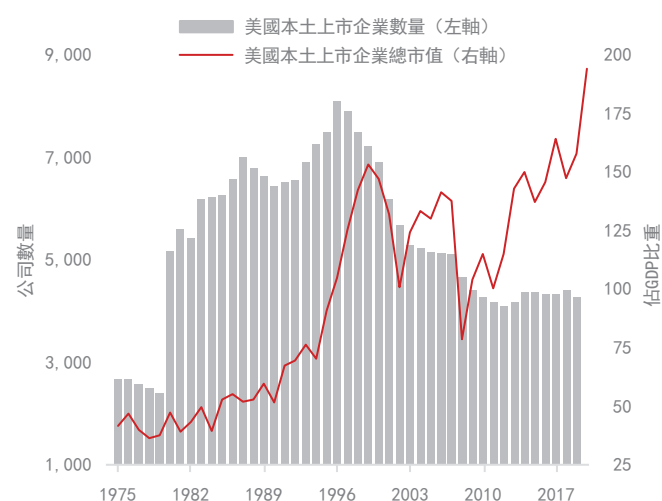
數據來源：彭博社、星展銀行

CIO多元另類投資策略概覽



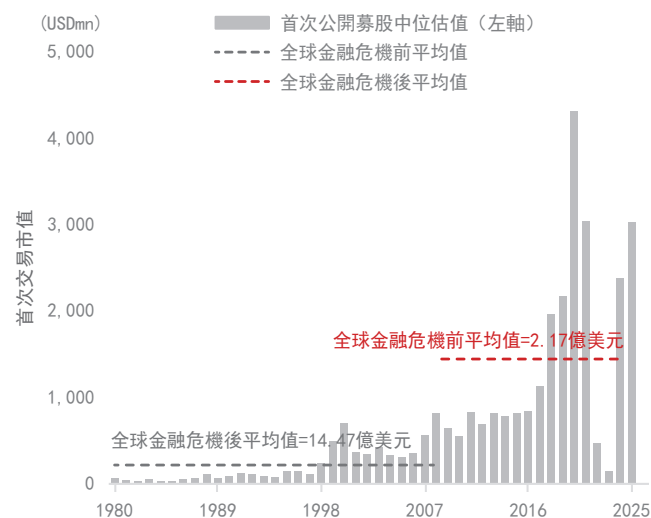
私募股權：把握上市之前的價值創造。在本策略的增長配置中，私募股權使投資者得以觸及公開市場無法覆蓋的大量企業。約有96,000家年收入超過2億美元的非上市公司，而上市公司約有16,000家。因此，只關注上市市場的投資者，可能錯過這一合併口徑中逾80%的企業。這一差異在科技和AI領域尤為突出，許多企業在打磨產品、擴大收入和做大規模期間選擇保持私有。等到它們公開上市時，其增長和估值增值可能已有相當一部分提前兌現。因此，與僅在企業上市後投資相比，IPO前投資可以讓人參與另一個階段的價值創造。私募股權的回報主要依靠積極的所有權管理（深度參與被投企業經營）來實現。私募股權管理人通常與被投企業管理團隊密切合作，以改善營運、加快收入增長並擴大利潤率。但管理人實現這些改善的能力差異很大，導致前四分位與後四分位的業績差距顯著。因此，管理人選擇至關重要。本策略力求在前四分位管理人、行業、地區和基金年份之間分散配置，以降低對任何單一投資、管理人或基金批次的依賴。

上市公司數量減少，但單體規模擴大



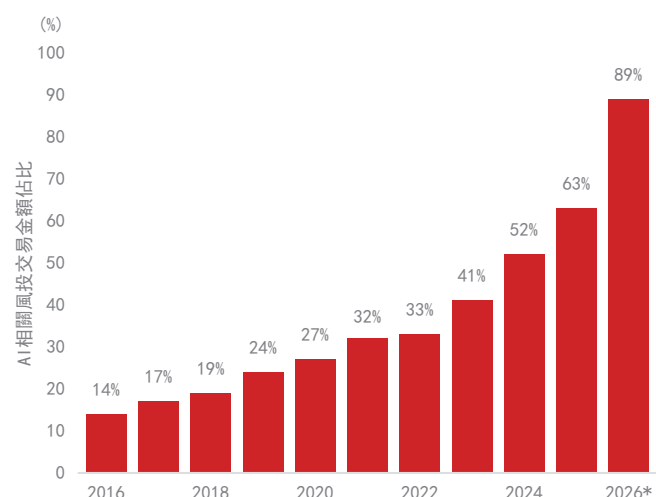
數據來源：世界發展指數數據庫、星展銀行

全球金融危機之後，私募市場最大的價值創造發生在上市之前



數據來源：佛羅里達大學 (Jay Fritter)、彭博社、星展銀行

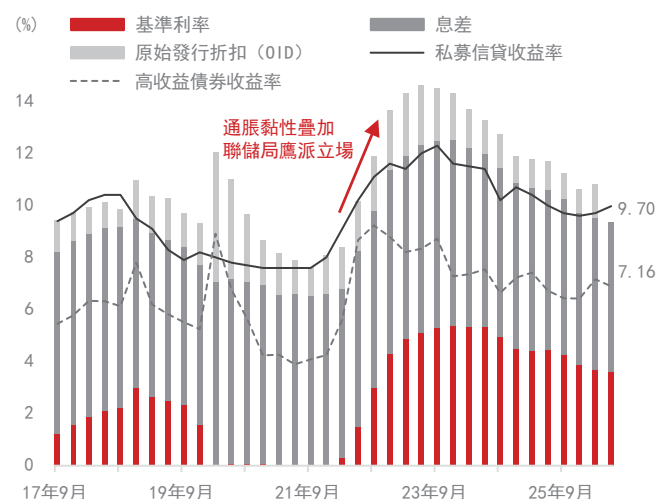
私募市場仍是佈局AI早期投資機遇的核心陣地



數據來源：Preqin、星展銀行
*2026年數據為指示性數值，未必反映全年結果

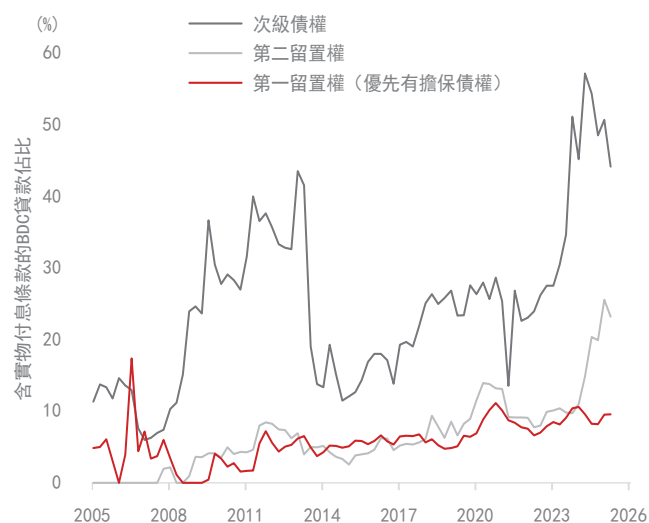
私募信貸：精挑細選的收益來源。 私募股權支持資本增值，而私募信貸可提供合同約定收入和浮動利率缺口，在不同利率週期中與固定利率債券形成互補。近期的新聞事件凸顯了將信貸風險與基金層面贖回壓力區分開來的重要性。重要的是，基金層面的贖回壓力並不意味著底層貸款違約，也不應被解讀為系統性壓力的證據。這是因為贖回壓力由情緒驅動，而信貸風險實際上會因借款人畫像和貸款結構而大不相同。例如在直接放貸中，規模較大的借款人通常表現優於較小的借款人，違約率遠低於高收益債券。同樣，事實證明優先第一留置權貸款比次級貸款更具韌性，實物支付情形更少。這些差異凸顯了審慎授信、以及由得力管理人談下有力貸款方保護條款的重要性。再強調一次，管理人選擇和分散化至關重要。只要精挑細選，私募信貸可以成為更廣義另類配置中可靠的差異化收益來源。

私募信貸的浮動利率特性，使其收益率保持在高收益債券之上



數據來源：Houlihan Lokey、彭博社、星展銀行

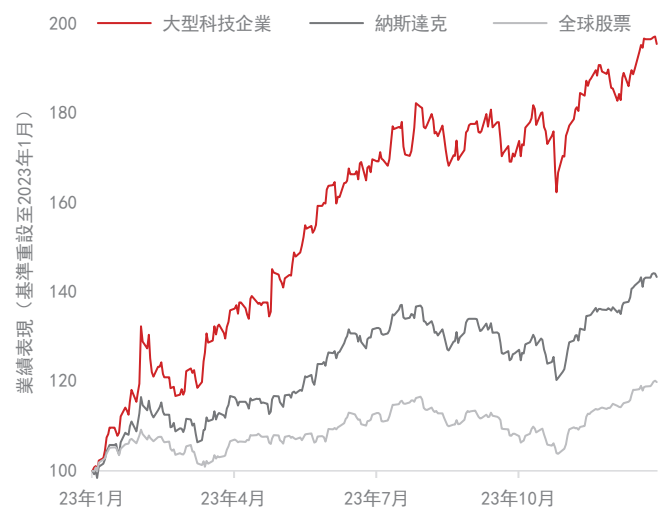
2022年加息週期內，次級實物支付債務佔比大幅攀升，優先第一留置權貸款則保持穩健



數據來源：Pitchbook、星展銀行

對沖基金：化離散度為機會。對沖基金構成本策略最大的配置板塊，因為近零利率格局發生轉變後，公司基本面、融資成本和政策缺口對投資結果的重要性上升。其結果是，公司、行業和地區之間的表現更加分化，為對沖基金管理人創造了更廣闊的機會集合。例如，多空管理人可以做多更強勁的企業，同時做空那些受基本面惡化或估值過高困擾的企業。宏觀、事件驅動、信貸和相對價值管理人，同樣可以設法捕捉利率、貨幣、證券和資本結構之間的定價差異。在多個市場和策略之間捕捉機會的能力，可增強組合韌性。從歷史看，對沖基金策略與傳統資產的相關性較低，回撤小於全球股票，甚至在某些市場承壓時期取得正回報。但這些特質因策略和管理人不同而差異很大，審慎選擇必不可少。因此，本策略在評估投資能力的同時考察槓桿、透明度和費用，並有選擇地配置於有潛力提供差異化回報的策略和管理人。

離散度為對沖基金策略創造機會

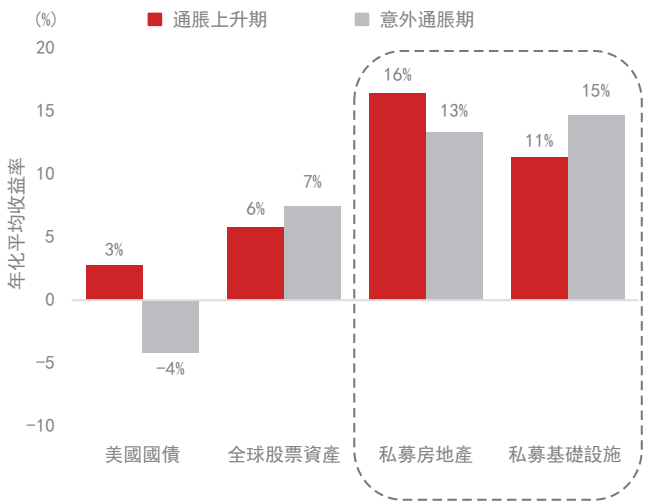


數據來源：彭博社、星展銀行

黃金與實物資產：保值的關鍵。黃金和實物資產引入了不同於私募股權、私募信貸和對沖基金的回報驅動因素，從而強化分散化。在貨幣走弱、主權風險、貨幣擴張和地緣政治不確定的時期，黃金提供貨幣層面的分散化。基礎設施依託必需服務和長期合同產生現金流，收入往往與通脹掛鉤；房地產則提供收益和實物資產缺口。從歷史看，通脹時期基礎設施和房地產均跑贏債券。每類資產所對應的市場力量也各不相同。黃金受實際利率、美國貨幣政策和美元強弱影響。基礎設施和房地產則取決於融資成本、資產質量、入駐率、區位和管理人執行力。黃金與實物資產相結合，有助於保全貨幣性、與通脹掛鉤以及與稀缺性相關的價值來源。

以機構化方法構建組合。在確定每類另類資產的角色之後，下一步是決定應如何將它們組合起來。本策略既不是等權重籃子，也不是若干單獨看有吸引力的投資的簡單堆砌。其配置體現了定量分析、前瞻性投資觀點和實際操作約束。傳統的均值-方差優化通過評估預期回報、波動率和相關性，提供了有用的起點。但

通脹格局下，實物資產跑贏長期債券



數據來源: 彭博社、Preqin、星展銀行

私募市場估值不頻繁，可能平滑報告回報、低估風險。較短的業績記錄、槓桿、非流動性和非對稱回報分佈，又帶來更多局限。為解決這些問題，分析採用公開市場代理指數、槓桿調整和統計去平滑，以更真實地呈現私募資產的行為特徵。分析還納入條件風險價值 (CVaR)，關注回報分佈最差尾部的損失，而非僅僅關注平均波動率。均值—CVaR分析應用於私募股權、私募信貸和實物資產，在明確計入下行風險的同時找出更高效的配置。重要的是，定量分析為最終配置提供參考，而非決定最終配置。歷史數據無法完全捕捉格局轉變或投資前景。因此，分析結果會與定性判斷相平衡。由此形成的配置是，對沖基金佔比最大，私募股權倉位可觀，私募信貸配置更為審慎，黃金和實物資產作為補充缺口。最終得到一個主動構建的組合，其權重既反映每類資產的長期角色，也反映當前風險與機會的平衡。

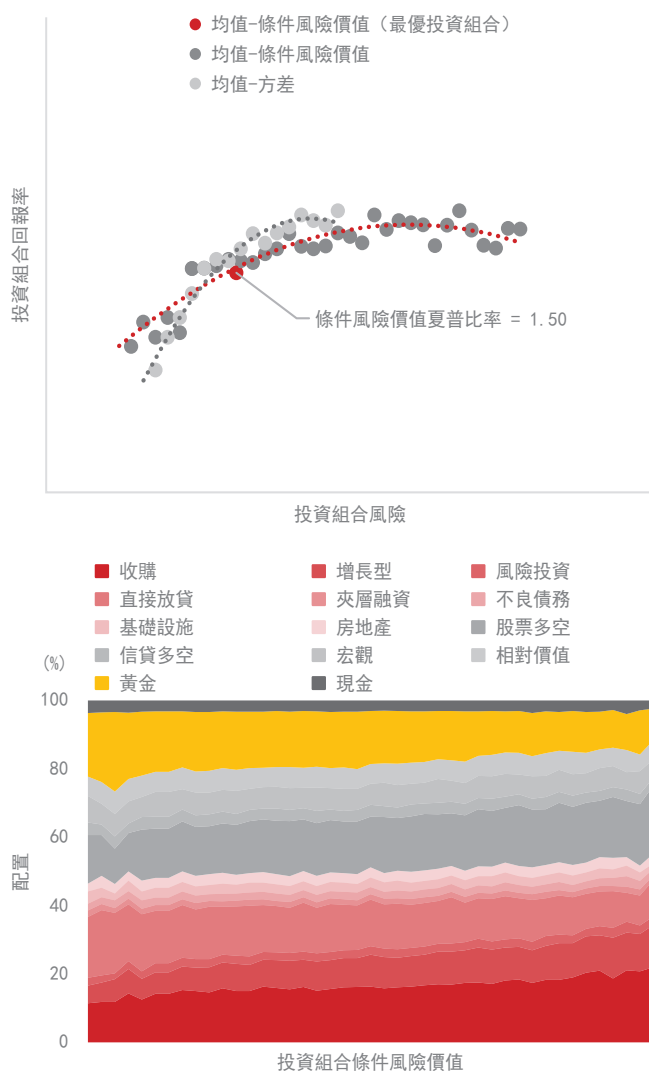
統計去平滑更真實地呈現私募資產的行為特徵



資產類別	策略	貸款價值比	代理指數
私募股權	收購	45%	美國大盤股
私募股權	增長型	0%	美國小盤股
私募股權	風險投資	0%	全球微盤股
私募債務	直接放貸	35%	美國公司高收益債
私募債務	不良債務	0%	美國公司高收益債
私募債務	夾層融資	60%	可轉債
房地產	房地產	55%	美國 REIT
基礎設施	基礎設施	60%	全球基礎設施

數據來源: Preqin、彭博社、星展銀行

多元另類組合的均值—CVaR優化揭示穩健的風險回報結果



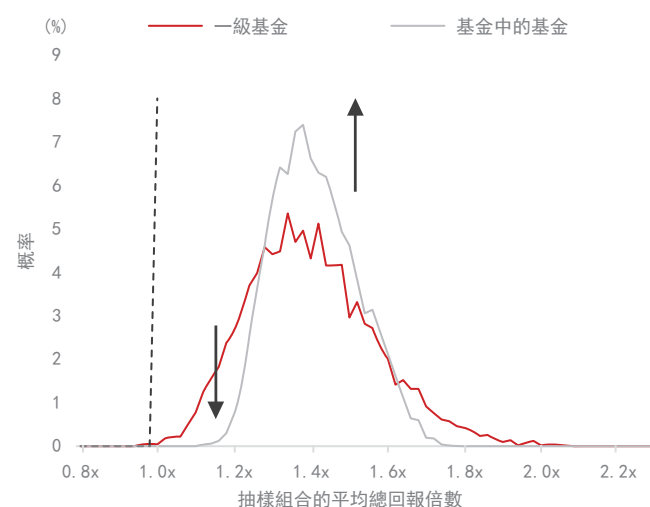
數據來源：Preqin、彭博社、星展銀行

註：回報率和波動率是根據25年（2000年3月至2025年6月）經去平滑處理的季度指數回報計算得出。最優投資組合指夏普比率最高的模型組合，即在給定風險水平下提供盡可能高回報的組合

從構建走向落地。另類資產配置必須把組合設計轉化為高效的落地執行。在私募市場，最低承諾出資額較高，難以通過單只基金投資建立足夠的分散化。有效的落地需要跨管理人、跨策略並覆蓋連續基金年份的缺口，因為封閉式基金的資本繳付和返還是隨時間逐步進行的。採用基金中的基金方式，通過匯集資金投向多只底層基金，有望化解這些難題。一筆投資即可獲得跨管理人、跨策略、跨基金年份的分散缺口，降低集中風險，也無需管理大量單筆基金承諾。還簡化了基金篩選、資本催繳、組合監控和行政事務。這種結構會帶來額外一層費用、持倉重疊和贖回限制。作為回報，帶來更廣泛的分散化、更好的管理人準入和專業監督，是獲取分散化私募市場缺口的高效途徑。

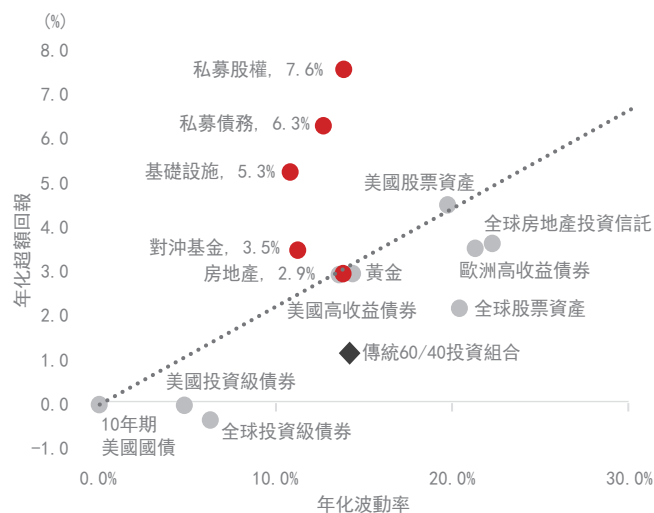
從單一配置到組合層面的影響。構建並落地高效的另類資產配置，只是這項工作的一部分。最終檢驗在於，當它與現有持倉結合時，能否改善投資者的整體組合。歷史建模顯示，在傳統60/40組合中加入本策略，在幾個不同的承壓時期都改善了風險調整後結果，包括全球金融危機、新冠疫情衝擊，以及隨後通脹持續、貨幣政策收緊的時期。它在不同市場格局下的表現，支持將其作為戰略配置，而非針對單一市場觀點的權宜應對。這也為投資者提供了一條切實可行的路徑。投資者無需以其取代公開市場股票和債券，而是可以逐步引入本策略，並使配置比例與自身的流動性需求、風險承受能力和投資期限相匹配。

採用基金中的基金方式最大限度地減少了尾部風險，提高了獲得更佳回報的可能性



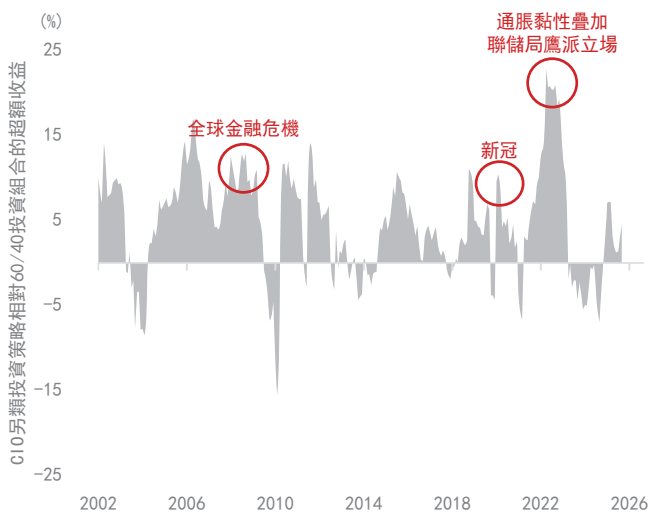
數據來源：Pitchbook、星展銀行

另類資產帶來更強的超額回報



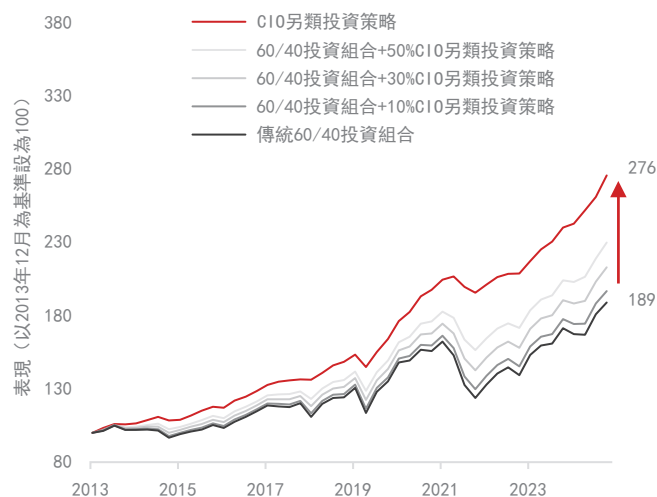
數據來源：彭博社、Preqin、星展銀行
註：超額收益以10年期美國國債回報為基準計算。本次取樣的歷史收益數據區間為2002年3月至2025年9月

回測顯示，另類投資策略在關鍵承壓時期的表現優於60/40組合



數據來源：彭博社、Preqin、星展銀行
註：“CIO Alts Strategy”指CIO多元另類投資策略

加入少量另類配置可提升傳統組合回報



數據來源：星展銀行
註：“CIO Alts Stgy”指CIO多元另類投資策略。傳統60/40組合指配置60%全球股票、40%全球債券的投資組合。樣本為2013年12月至2025年9月的季度收益數據

組合韌性的未來，在60/40之外。通過結合差異化的增長、收益和保護來源，CIO多元另類投資策略力求降低對任何單一市場結果的依賴，在各個經濟週期中增強組合。對於能夠著眼長期的投資者而言，在傳統投資之外，嚴守紀律、分散地配置另類資產，可以為財富保值、管理不確定性，以及捕捉傳統市場本身難以提供的機會，奠定更堅實的基礎。

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，收入名稱為“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託人身份行事。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。

術語表

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

術語表

RHS	右側
ROA	資產回報率
ROE	股東權益回報率
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



3Q26 CIO洞察
能源博弈
2026年9月



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

CIO 往期洞察



3Q23 CIO洞察
王、后和城堡
2023年6月



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



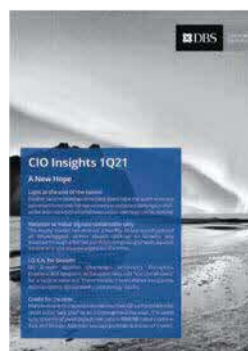
4Q21 CIO洞察
勇往直前
2021年9月



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

CIO 往期洞察



3Q20 CIO洞察
傲然屹立
2020年6月



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

