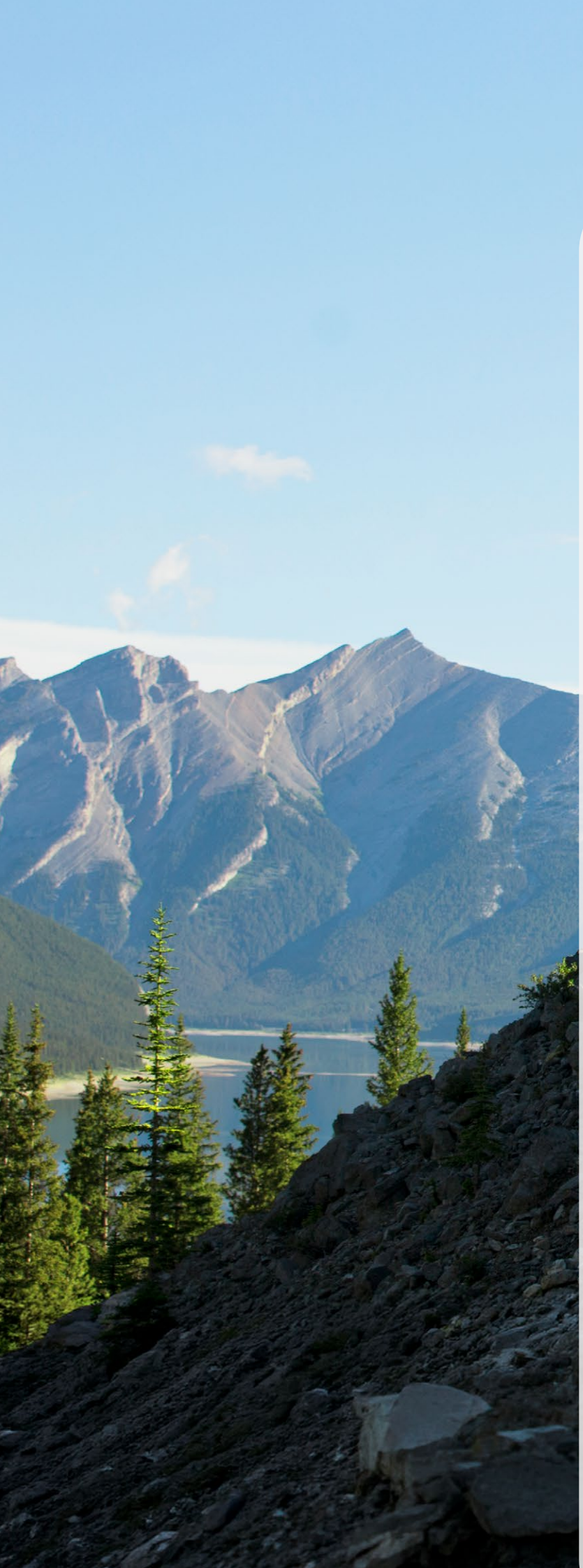
UOB

2026年第四季度投资展望

在前景愈发狭窄的道路上审慎前行



Right By You



目录

03 首席投资官评论

12 投资组合策略

15 股票

26 固定收益

32 大宗商品

34 外汇货币



首席投资官评论

前言：
降低风险敞口

在联邦公开市场委员会会议结束后，我们将股票评级从超配下调至中立。这是一项战术上的谨慎决定，并非战略性撤退。企业盈利依然稳健，但短期内，油价、通胀、利率、估值及拥挤仓位之间的风险平衡已变得更为严峻。在今年以来市场大幅上涨之后，我们宁愿放弃部分潜在上行空间，也不愿假设良好的盈利表现能够无限期地跑赢不断上升的贴现率。

中立，非看跌

盈利周期尚未结束。我们仍预计下半年企业盈利将保持稳健增长，而从历史经验来看，美国中期选举结束后的市场走势通常较为正面，尽管选举前后的短期波动仍可能持续。然而，利好消息对股价的推动作用正在减弱。即使企业业绩超出预期并上调指引，股价也未必能够获得持续回报，这反映市场预期已经相当高。当极为强劲的利好消息也只能令股价维持不变时，企业下一季度需要跨越的门槛便已升至令人不安的水平。

在区域配置方面，我们将美国和亚洲新兴市场股票下调至中立，同时维持日本和欧洲股票的中立评级。台湾和韩国仍是人工智能基础设施供应链的核心市场，但其对人工智能基础设施主题的高度集中已成为一项潜在风险。与此同时，中国市场一直在考验投资者的耐心。然而，耐心本身并不能构成投资逻辑。因此，我们也将中国股票调整至中立。

油价、债券收益率与美联储

当前市场面临的矛盾在于，企业盈利仍然强劲，但投资者愿意为这些盈利支付的估值正面临压力。油价上涨令通胀前景更加复杂，而美联储继续保留进一步收紧货币政策的可能性，也使贴现率前景难以稳定。股市能够承受相对较高的利率。但它们最不愿看到的是，每当有石油相关新闻或数据发布时，市场预期就随之发生变化。

油价的影响很少会局限在其既定的通胀权重之内，而是会逐步渗透至货运、机票、化工、包装成本及企业利润率等多个领域。在美国战略石油储备接近数十年低位、关键基础设施面临威胁，以及替代供应可能需要较长时间才能到位的情况下，若油价再次飙升，政策制定者可能更难缓冲其影响。这并不意味着持久的油价冲击必然发生，但潜在结果的范围无疑已经扩大。

拥挤仓位令市场缺乏缓冲空间

拥挤仓位本身并不构成自动卖出信号，但确实可能加快仓位平仓时的调整速度。人工智能仍是市场的主导主题，因此，要找到真正能够避险的领域并不容易。对于希望保留人工智能敞口的投资者而言，相较于投资回报有赖于新一轮大规模资本开支的硬件供应商，能够借助人工智能提高生产效率和利润率的受益企业可能是更理想的选择。

人工智能的长期投资逻辑依然成立，但其发展时间表的不确定性有所上升。安全、监管及地缘政治因素可能推迟人工智能基础设施投资，或改变相关资金的投向。不过，如果美国认为自己正与中国展开人工智能竞赛，美国长期单方面放缓相关投资的可能性似乎不高。即使更严格的审查提高了新项目的启动门槛，竞争压力也应会限制投资退潮的幅度。

我们倾向轮动至哪些领域

展望未来，现金流的重要性将进一步上升。相较于承诺未来才能产生现金流的企业，我们更青睐当前已经实现盈利并能够创造现金流的公司。如果债券收益率继续上升，优质派息股短期内可能承压，但由收益率上升引发的股价疲弱，或可带来更具吸引力的长期入场机会。只要经济衰退风险和信贷损失维持在可控范围内，银行也有望受益于较高利率。国防仍是一个长期投资主题，而医疗保健行业的盈利则较少受科技周期影响。

哪些因素会促使我们重新上调至超配?

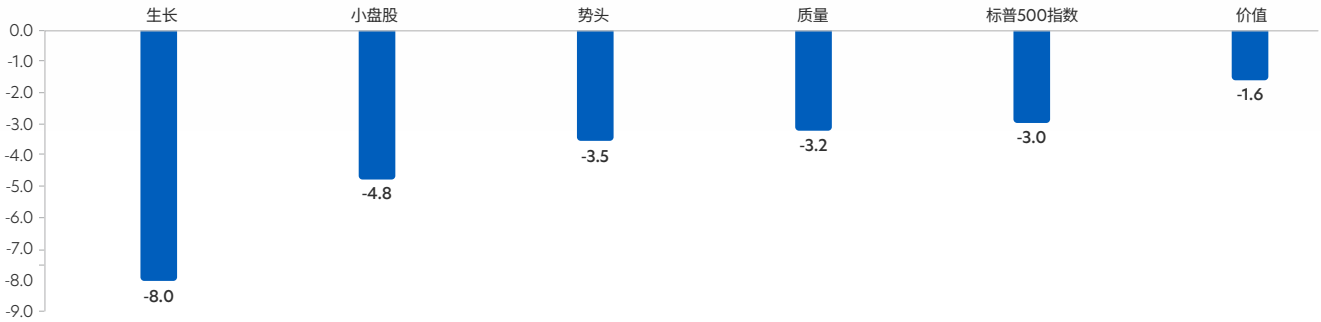
以下三项发展将有助于改善股票的风险回报水平。首先，油价需要持续回落，但这应源于供应状况改善，而非需求崩塌。其次，美联储应为进一步收紧货币政策设定更明确的边界，使美国国债收益率和通胀预期重新找到稳定的定价锚点。第三，市场调整不应破坏企业盈利预期。如果市场出现回调，且盈利预期保持稳定，这将是一个机会。但如果股价下跌且盈利状况恶化，那就不是机会了。

风险：我们的谨慎立场可能为时过早

令人不安的看涨情境在于，市场头寸已然拥挤，且可能变得更加拥挤。外交突破可能导致油价下跌，美联储可能突然转向鸽派立场，而强劲的财报又可能再次压倒市场对估值的担忧。主要牛市维持高估值的时间，往往比谨慎的投资者预期的要长。这就是为什么我们将立场调整为中立，而非低配。我们是在降低风险，而非退出市场。

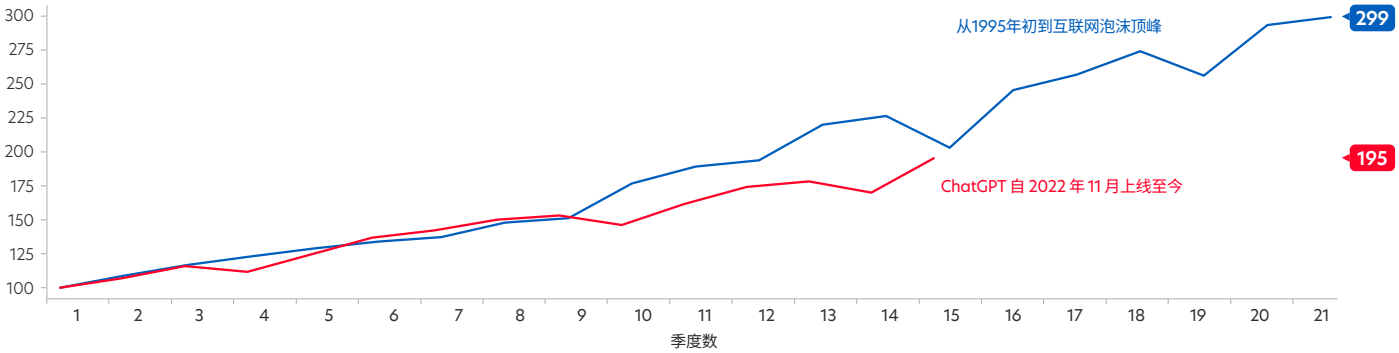
我们的立场是战术上保持谨慎，但战略上仍持建设性看法。在市场预期依然高企之际，市场还需要同时消化高企的油价、较高的债券收益率，以及货币政策再次收紧的风险。这意味着过多的乐观预期建立在过于有限的容错空间之上。投资者应继续留在市场，同时将配置重新平衡至现金流创造能力较强的企业，并保留增持空间，以便在风险回

美联储开始加息后3个月的平均回报率



资料来源：伦敦金银市场协会、日经新闻社、泰国证券交易所、纳斯达克、标普全球、上海证券交易所、Macrobond、洲际交易所

ChatGPT 发布以来的标普 500 指数表现与 1995–2000 年互联网泡沫时期涨势的对比



资料来源：彭博社，大华私人银行

美国中期选举：穿越波动，保持投资

议题依旧，只是人工智能也加入了考量

美国中期选举对市场的影响，通常不及竞选期间的喧嚣所暗示的那么大。在过去19次中期选举中，标普500指数在选举后的12个月内从未录得下跌，因为随着不确定性消退，投资者会重新将注意力转向企业盈利。美国将于11月3日举行的选举可能改变国会的控制权，但对投资而言，更值得关注的结果或许仍是熟悉的政治格局：分裂政府、政策变动减少，以及竞选活动结束后市场情绪获得纾缓。

预测市场目前倾向于民主党同时拿下众议院和参议院。这将对本届政府形成制约，但并不意味着民主党可以完全按照自己的意愿行事。总统仍可否决国会通过的法案，而推翻总统否决需要参众两院各获得三分之二多数支持。此外，重大法案在参议院也可能难以跨过60票的门槛。因此，相较于政策方向出现大幅逆转，政治僵局可能是更有可能出现的局面。

尽管如此，Polymarket和Kalshi的反应速度可能快于民意调查，但它们仍是不完美的参考指标。因此，我们将其定价视为反映市场仓位和预期的参考，而非对选举结果的确定性预测。

此次竞选的核心议题依然围绕生活成本、移民、医疗保健和经济。人工智能之所以重要，是因为其实体基础设施将一场全国性的科技竞赛转化为地方层面的成本问题。数据中心需要消耗大量电力、水资源和土地，而相关税收优惠也可能令选民质疑，最终究竟由谁获得利益。路透社与益普索的调查显示，77%的受访者担心数据中心会推高电费，而仅有14%愿意居住在数据中心附近。

对投资者而言，两者之间的联系十分直接。中期选举带来的政治压力不太可能阻止人工智能发展，因为华盛顿将算力视为美国在与中国竞争中的战略资源。不过，政治压力可能改变相关成本由谁承担。审批流程放缓、税收优惠减少，以及更严格的成本分担规定，都将推高项目成本。超大规模云服务商有能力吸收这些成本，但规模较小的开发商则未必能够承受。如果运营商必须自行承担更多发电和输电基础设施投资，公用事业公司、设备供应商和工程承包商或将从中受益。相反，依赖廉价电力、水资源及地方政府优惠的数据中心业主，其项目经济效益可能会转弱。

市场偏好政治僵局与季节性规律

政治僵局将造就不同的赢家与输家。国防支出历来相对稳定，因此该板块受国会控制权变化的影响较小。银行可能受益于监管规则制定放缓，但拟议中的信用卡利率上限仍是一项潜在威胁。能源生产商或可避开更严格的联邦监管，但公用事业公司无法忽视选民对电费上涨的不满。相比之下，致力于扩大美国稀缺电力供应和电网容量的企业，在政治层面处于更有利的位置。



中期选举不确定性消退后，市场往往上涨

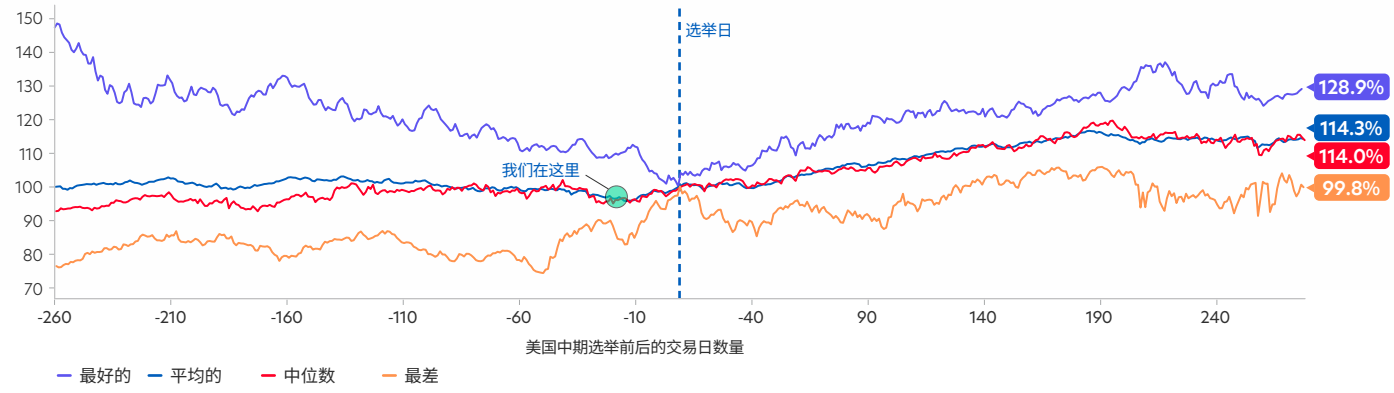
美国中期选举往往带来大量市场噪音，但历史经验显示，更大的错误可能是退守现金。在我们对过去13次中期选举的研究中，随着不确定性消退及季节性利好效应重现，美股在选举后普遍上涨。标普500指数在中期选举结束后的八个月内平均上涨14.3%。贝莱德对过去31次中期选举的研究也显示，选举后12个月的平均回报率为12.4%。选举结果有助于消除不确定性，但从长期来看，企业盈利仍是推动市场持续回报的核心因素。

真正的风险来自选票之外

历史经验具有参考价值，但并不代表两者之间存在必然的因果关系。如果通胀再次加速、美国国债收益率大幅上升、美联储重新收紧货币政策，或人工智能相关资本开支不及预期，历史规律便可能失效。若民主党全面胜选，可能会增加市场对税收、监管和财政政策的不确定性；若共和党全面胜选，则可能令财政赤字和期限溢价维持高位。无论哪一种结果，其重要性都不及其对企业盈利和贴现率的影响。

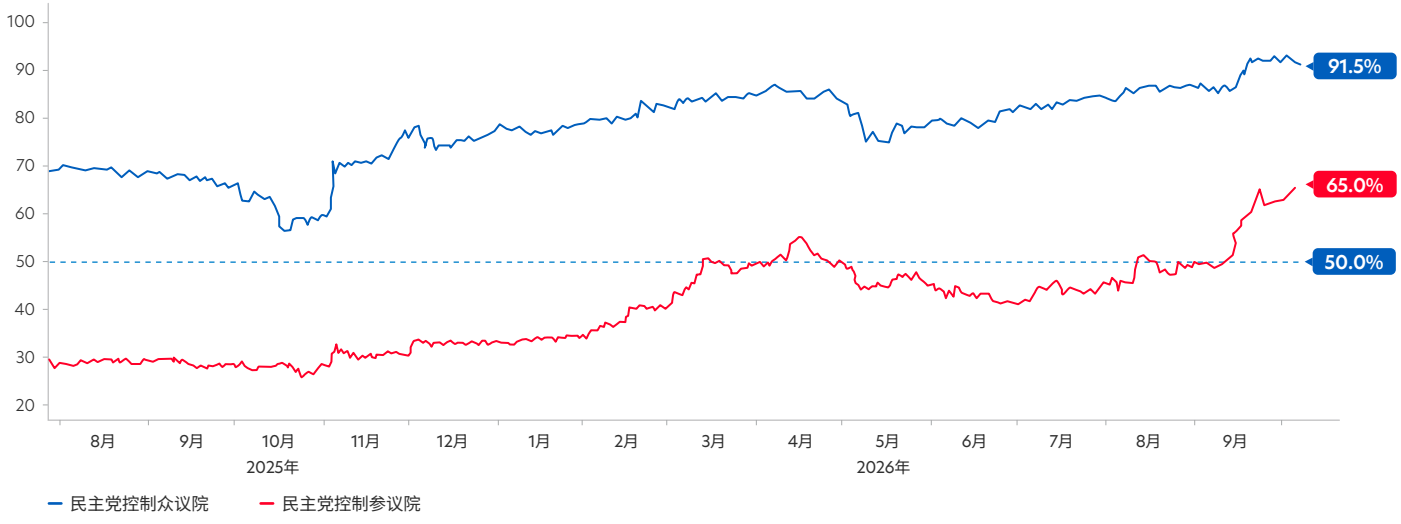
只有当政治因素改变宏观经济路径时，我们“保持投资”的逻辑才会失效，而不是因为某个政党赢得选举。投资者应密切关注美国10年期国债收益率、通胀预期、盈利预测修正，以及超大规模云服务商的资本开支指引。除非这些指标同步恶化，否则在选举前转持现金，可能仍不如安然度过短期扰动。政治审查可能会减慢基础设施建设进度，但不应阻碍人工智能在更广泛领域的应用。

标普500指数通常在美国中期选举后上涨



资料来源：彭博社、大华银行私人银行、标普500指数在过去13次美国中期选举期间的表现

预测市场显示民主党有望赢得众议院



资料来源：彭博社、大华银行私人银行、加权预测市场（Kalshi 占 60%；Polymarket 占 40%）

人工智能的下半场：企业受益者崛起

下一批人工智能赢家或许是其用户

人工智能投资周期的第一阶段相对清晰可见。半导体需求上升、数据中心建设加速，科技公司也大举投资计算能力。下一阶段的受益范围可能更广，但也更不易识别。

人工智能正从技术实验室走入企业的日常运营。企业正利用人工智能改善客户服务、编写软件、侦测欺诈、管理库存，以及自动化行政工作。这为人工智能基础设施建设商以外的企业创造了投资机会。

投资者不仅应关注谁在供应人工智能，也应思考谁能够利用人工智能提升盈利。这一区别十分重要，因为推出人工智能产品并不等同于从中获利。许多公司已经推出人工智能工具和试点项目，但能够证明这些投资正在推动销售增长、降低成本或改善利润率的公司则少得多。

不过，最新一季的业绩期释放出令人鼓舞的信号。投资者日益青睐那些能够将人工智能与可量化的收入、客户使用率、生产力提升或利润率改善联系起来的公司。

“首批人工智能赢家打造了工具，下一批赢家或许只是更善于运用这些工具。”

人工智能转化为盈利的三条路径

人工智能听起来可能较为抽象，但其对财务表现的影响其实相对直接。企业可以利用人工智能来增加收入、降低成本或减少损失。这三条路径为识别潜在的人工智能受益企业提供了一个简单框架。

增加收入：推动营收增长

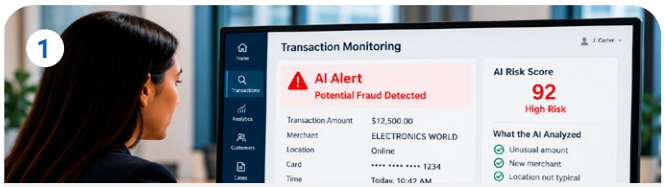
人工智能可以帮助企业了解客户需求，并向其提供更切合需要的产品和服务。数码平台可以利用人工智能优化广告投放和产品推荐；软件供应商可以对新增的人工智能功能收费；医疗保健企业则可以提供更实用的临床和工作流程工具。

降低成本：改善利润率

人工智能可以自动处理重复性工作，并帮助员工更快完成复杂任务。例如，办公室员工可以利用人工智能助手查找资料、撰写报告初稿或总结篇幅较长的文件；临床医护人员则可以利用人工智能生成医疗记录。其目标未必是取代员工。人工智能也可以提升组织的整体产能，让员工将更多时间投入到价值更高的工作中。

减少损失：降低风险与错误

人工智能可以分析大量信息，并更早识别异常活动。例如，银行可以利用人工智能标记可疑交易；保险公司可以利用人工智能识别异常索赔；零售商则可以改善需求预测并减少过剩库存。



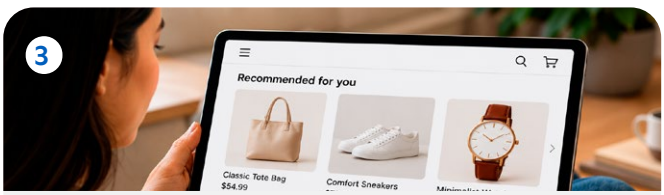
银行员工正在查看交易警报

人工智能实时分析交易，协助保护客户及银行的安全。



临床医生正在审视人工智能辅助的医学影像

人工智能能够标示出可疑区域，帮助临床医生更有把握地做出判断。



网购用户正在查看商品推荐

人工智能根据用户偏好提供个性化推荐，帮助用户找到心仪商品。



办公室员工正在使用 AI 助手

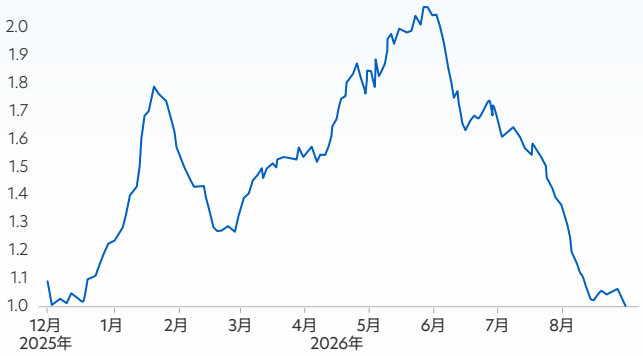
人工智能协助员工节省时间、快速查找信息并提高工作效率。

智能成本正在下降

人工智能应用日益普及，也得益于成本持续下降。大语言模型以一种称为“词元”（token）的小型单位处理信息。企业通常根据其人工智能应用所处理的词元数量付费。

理解词元的一种简单方式，是将其视为类似电力的计量单位。人工智能应用在读取信息、分析问题或生成答案时都会消耗词元。每个词元的价格越低，应用的运行成本也就越低。

大型语言模型（LLM）词元消耗指数



注：单位为美元／百万个词元
Chart: Alex Harring / CNBC

人工智能技术的进步与激烈的市场竞争推动词元价格持续下降。Silicon Data 的词元支出指数衡量每使用100万个词元所支付的平均价格。该指数近期已降至 0.97美元，创推出以来的最低水平。

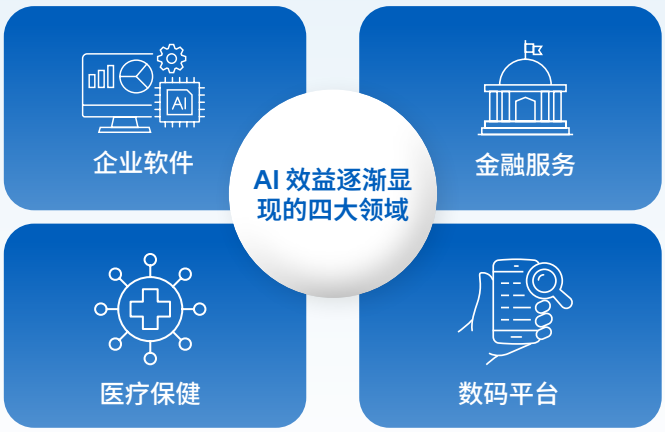
随着智能成本下降，更多商业应用变得具备经济可行性

更低的价格使企业能够以符合成本效益的方式，将人工智能应用于更多任务。企业最初可能只会将人工智能用于价值较高的工作，例如侦测复杂的欺诈行为或协助专业人员。随着成本下降，企业可以进一步将其应用范围扩大至处理日常客户查询、文件审查和行政事务。这有望提高人工智能投资的潜在回报，并推动人工智能在软件、金融服务、数码平台和医疗保健等行业得到更广泛的应用。

人工智能受益者正开始在实体经济中涌现

成本下降正使人工智能更易于应用，但仅凭价格降低并不足以决定哪些企业将成为投资赢家。企业还必须拥有有价值的数据、有效的分销渠道，以及能够让人工智能带来可量化改善的工作流程。最具潜力的受益者应能够证明，人工智能的应用正在推动收入增长、提升利润率或降低风险。

我们看到，相关成效的初步迹象正逐渐在四个领域显现：企业软件、数码平台、金融服务和医疗保健。



企业软件：通过现有工作流程销售人工智能解决方案

软件公司可将人工智能直接嵌入企业现有的销售、会计、客户服务和采购工具中。这为企业将人工智能应用转化为额外的订阅收入或使用量收入，提供了一条相对较短的商业化路径。

近期数据令人鼓舞。ServiceNow 的订阅收入在2026年第二季度同比增长24.5%；Salesforce 的 Agentforce（代理式人工智能）年度经常性收入达到约12亿美元；SAP 也表示，其云端企业资源规划套件录得强劲增长。这些数据反映市场需求正在上升，但尚不足以证明每一位客户都能获得具吸引力的投资回报。

投资启示：看好拥有专有数据、稳固客户关系，以及其软件已嵌入关键工作流程的成熟平台。

金融服务：降低成本与减少损失

银行可以利用人工智能审查文件、侦测欺诈行为、提供客户服务，以及协助软件开发人员。因此，人工智能既可帮助金融机构降低运营成本，也可减少潜在损失。摩根大通表示，人工智能使部分岗位的人力需求最多减少40%，但许多受影响的员工已被调配至其他岗位。银行也受益于为人工智能相关的数据中心、电力项目和企业交易提供融资。高盛和摩根大通于2026年7月公布创纪录的季度收入，部分受到与整体人工智能投资周期相关的交易及投资银行业务活动所支持。

投资启示：看好通过股票及债券发行参与人工智能投资周期的银行。我们也认为，数码化能力较强的银行有望将人工智能带来的效率提升转化为可观的盈利贡献。

医疗保健：减少行政流程阻力

医疗保健行业近期最明确的人工智能应用机遇在于日常工作流程。人工智能可以协助整理临床记录、自动处理医疗编码、支持医学影像分析，并减少用于处理保险行政事务的时间。

面向美国医疗专业人员的数码平台 Doximity 表示，在其2026财年第四季度，使用其工作流程工具的活跃处方开具者超过80万人。其中，近一半用户使用了其临床人工智能工具，而2026年1月至4月期间，每位用户发出的提示词数量接近翻倍。该公司全年收入同比增长13%，但人工智能只是推动收入增长的因素之一。

另外，Oliver Wyman 的一项调查显示，约20%至40%的医疗服务提供者已在医疗记录、编码、计费和事先授权等领域，广泛部署部分人工智能工具。

投资启示： 看好医疗保健软件、行政流程自动化和医疗科技领域。人工智能驱动的药物研发也是一个前景良好的领域，但目前仍处于早期发展阶段。

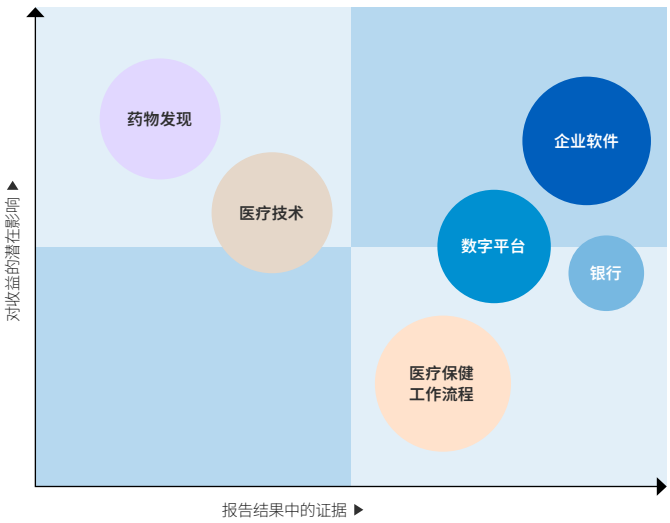
数码平台：优化推荐，提升销售

数码平台早已利用人工智能推荐产品、提供个性化内容和精准投放广告。更准确的预测可以提高客户参与度和销售转化率，为企业提供一条清晰的“提升销量”路径。

近期大型科技公司的业绩继续释放积极信号，人工智能正推动云计算、广告和平台业务增长。然而，相关投资支出依然庞大，因此投资者仍密切关注未来利润能否为已投入的资本提供合理回报。

投资启示： 看好拥有高价值客户数据，以及成熟广告或电子商务网络的平台。

现有证据及对收益的潜在影响因行业而异



对受益企业保持高度选择性仍至关重要

风险： 尽管人工智能有望通过上述三种路径之一改善企业盈利，但我们并不认为每一家应用人工智能的公司都能成为赢家。

企业可能夸大人工智能带来的收益，而算力、系统整合、网络安全和员工培训等成本，也可能抵销生产效率的提升。投资者还应意识到，人工智能在巩固现有赢家优势的同时，也可能迅速对其形成颠覆，尤其是在软件和外包服务领域。

最后，监管、数据安全和信任方面的要求，特别是在银行和医疗保健等行业，可能会减缓人工智能的应用步伐，但这些要求对于实现可持续的长期增长仍不可或缺。

总结：关注盈利表现

人工智能投资机遇正从半导体、数据中心和计算基础设施，逐步扩展至更广泛的领域。随着使用成本下降和技术能力提升，人工智能在更多商业活动中的应用正变得切实可行。

软件公司可以通过成熟的工作流程销售人工智能解决方案；数码平台可以提升广告效果和客户转化率；金融机构可以提高生产效率并减少损失；医疗保健企业则可以简化行政流程，并改善临床工作流程。

然而，仅仅应用人工智能并不足以创造投资价值。最具吸引力的投资机会，应能够清楚展示人工智能的应用如何转化为额外收入、更低成本、更高利润率或更低风险。

未来企业之间的真正分野，并不在于其属于科技行业还是非科技行业，而在于其能否将人工智能转化为可量化的业务回报，而非仅将其视为额外成本。

我们预计，人工智能带来的效益将从基础设施供应商，进一步扩展至那些将相关技术应用于高价值产品和工作流程的企业。保持选择性仍至关重要，我们偏好能够证明人工智能为其带来可量化收入、生产效率提升或风险管理效益的公司。

超级厄尔尼诺：天气风险重回关注视野

热浪将至

主要气候机构目前指出，2026年11月至2027年2月期间出现强厄尔尼诺事件的概率正在上升。如果其强度达到1997至1998年或2015至2016年厄尔尼诺事件的水平，对宏观经济和金融市场的影响可能会变得相当显著。目前，太平洋海温已明显高于正常水平。若强厄尔尼诺情境成为现实，其强度可能超过2015至2016年的厄尔尼诺事件，并演变为一场影响重大的气候及宏观经济事件。

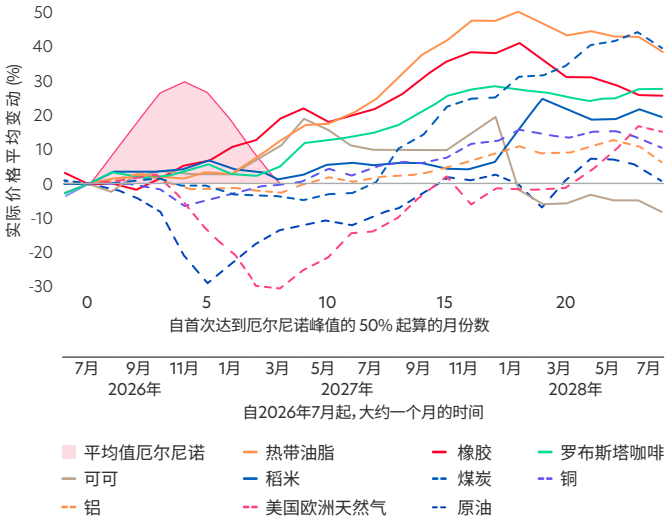
从历史经验来看，重大厄尔尼诺事件往往会扰乱农业生产、改变能源需求，并加剧通胀压力，从而为全球市场带来风险与投资机会。

受影响最显著的商品市场

从历史表现来看，农产品往往是厄尔尼诺现象最明显的受益品种之一。干旱造成的生产中断通常会减少棕榈油、椰子油、橡胶、咖啡和稻米的供应，从而支撑相关商品价格。水资源减少、水力发电量下降及工业活动受阻，也可能对能源和工业品市场产生影响。

值得注意的是，工业类商品通常会出现滞后反应。历史上，铝、铜和动力煤往往在厄尔尼诺形成后的一至两年内表现较强，反映天气相关的供应冲击需要一段时间，才会逐步传导至更广泛的经济活动。

厄尔尼诺当前阶段的平均价格走势



分析从历史厄尔尼诺事件发展至约 50% 的阶段开始，与 2026 年 7 月的情况相似。红色阴影表示典型的厄尔尼诺事件，其峰值通常出现在 10 月至 12 月。价格走势基于 2005 年至 2026 年间的相关事件，厄尔尼诺指数的平均峰值约为 +1.5°C。

资料来源：美国国家海洋和大气管理局、彭博社、世界银行、巴克莱研究部

潜在受益商品

潜在受益者	预期走势
棕榈油	强劲向好
椰子油	强劲向好
橡胶	强劲向好
咖啡	向好
稻米	向好
铝	长期向好
铜	长期向好
动力煤	长期向好

目前的风险回报比更有利于部分农产品及相关生产商，而工业品领域的投资机会则可能在未来12至24个月内逐步显现。

区域赢家与输家

厄尔尼诺现象的影响往往具有明显的区域差异。

东南亚是全球最容易受到厄尔尼诺冲击的地区之一，原因在于该地区对季风降雨、农业生产及水资源高度依赖。干旱天气可能影响粮食产量、水力发电能力、商品出口及水资源安全。中美洲及拉丁美洲北部部分地区同样面临类似风险。相比之下，南美洲部分地区可能受惠于种植条件改善，但降雨量过多也可能增加洪水风险。

东盟：通胀影响大于增长影响

对于东盟和印度而言，厄尔尼诺现象的影响可能主要体现在通胀，而非经济增长。

通胀风险

食品价格预计将面临上涨压力，尤其是大米、小麦、玉米和植物油。出口限制、囤积以及粮食安全措施等政策应对，可能进一步收紧供应，从而加剧食品通胀。东盟五国和印度的整体通胀已经开始逐步上升。

对经济增长的影响

厄尔尼诺对经济增长的影响可能相对有限。由于这属于供给侧冲击，经济损失预计将主要集中在农业和农村收入领域。制造业和服务业可能保持相对韧性，除非旱情严重到影响供水、发电和更广泛的供应链。

贸易与外部收支

食品价格上涨可能削弱亚洲大部分经济体的贸易收支和经常账户。大米、小麦、玉米和植物油是最容易受到冲击的品类。作为食品净进口国，菲律宾和马来西亚的风险敞口尤其明显。与此同时，印度尼西亚和马来西亚可能通过棕榈油出口增加，部分抵消相关压力。

政策影响

厄尔尼诺现象进一步强化了区域内采取更审慎政策立场的必要性。鉴于食品通胀上升可能扩散至更广泛的通胀预期，各国央行可能会密切关注食品价格走势。大华银行继续预计，东盟和印度的货币政策将维持偏紧倾向，并认为在2026年至2027年期间，政策利率仍有进一步上调的可能性。

政策应对的重点可能是保障粮食安全，而非推出全面的经济刺激措施。考虑到区域内各国普遍面临财政约束，政府更可能采取释放粮食储备、分散进口来源和提供定向补贴等措施，而非推行大规模现金援助计划。

风险敞口最大的东盟经济体

菲律宾是东盟地区最容易受到冲击的经济体，其次是印度和泰国。

风险等级	经济体	主要风险因素
极高	菲律宾	食品在消费物价指数中权重较高、对大米进口依赖较大，并面临农业生产风险。
高	印度	卡里夫季作物易受冲击、食品通胀风险较高、农村收入对农业产出较为敏感
高	泰国	大米和食糖易受冲击、农业依赖度较高
中等偏高	印度尼西亚	大米风险部分可由棕榈油出口抵消
中等	越南	农业风险较为集中
中等	马来西亚	棕榈油出口可部分抵消食品供应风险

总结

强厄尔尼诺不仅是气候事件，也将构成一项重要的宏观经济事件。其最明显的传导渠道可能是食品价格和通胀上升，东南亚和印度受到的影响尤其显著。从投资角度看，农产品有望成为短期内最直接的受益资产，而工业大宗商品可能在更长期内迎来投资机会。在政策层面，食品通胀持续高企的风险上升，意味着东盟和印度的央行更有可能在2027年继续维持偏鹰派立场。



投资组合策略

资产配置概览

资产类别	低配	中立	超配	评论
股票		● ← ○		**下调至中立。短期风险回报吸引力有所下降，主要受美联储政策不确定性、油价上涨及市场仓位偏高影响。**
北美洲股市		● ← ○		下调至中立。美联储紧缩周期延长，加上债券收益率上升，正形成较为不利的市场环境。
欧洲股市		●		维持中立。在经济温和增长的背景下，我们看好人工智能基础设施、公用事业等领域的精选投资机会。
日本股市		●		维持中立。结构性利好因素依然存在，但周期性风险不容忽视。我们偏好受益于财政政策驱动主题的企业。
新兴市场股市（亚洲）		● ← ○		下调至中立。人工智能硬件敞口以及中国经济复苏不均衡，令短期前景承压。
固定收益		●		**维持中立。近期信用利差扩大带来机会，可伺机布局。平均久期宜维持在 4至5年。**
发达市场投资级债券			●	维持超配。具吸引力的整体收益率有助提升投资组合收益，但美联储收紧政策可能导致短期久期波动。
发达市场高收益债券	●			维持低配。风险回报仍呈不对称，且行业构成较为不利。
新兴市场投资级债券			●	维持超配。继续看好东盟地区的龙头金融机构、亚洲准主权发行人及具有战略地位的国有企业。
新兴市场高收益债券		●		维持中立。鉴于部分企业的资产负债表存在个别风险，投资时仍需审慎筛选。
大宗商品				
贵金属		●		维持中立。尽管短期内面临通胀风险，黄金仍可受益于避险需求及各国央行持续增配。
货币市场		○ →	●	**上调至超配。随着市场波动带来投资机会，可逐步动用预留资金进行配置。**

▼ 低配　■ 中立　▲ 超配　● 本季度资产的配置情况　○ 上一个季度资产的配置情况

注：

- 上方的资产配置概览基于“平衡型”的风险偏好和组合。详情请参阅下一页。
- 每个实心点表示当前季度资产的配置情况。如果有空心点，每个空点表示上一季度资产的配置情况。

2026年第四季度
资产配置概览

资产类别	非常保守型 CRP 1 (%)		保守型 CRP 2 (%)		均衡型 CRP 3 (%)		增长型 CRP 4 (%)		积极进取型 CRP 5 (%)		评论
	现在	变动	现在	变动	现在	变动	现在	变动	现在	变动	
股票			27.5	▼-2.5	45.0	▼-5.0	60.0	▼-5.0	70.0	▼-5.0	
固定收益	90.0		65.0		42.5		27.5		17.5		平均久期: 4-5年
货币市场	10.0		7.5	▲2.5	12.5	▲5.0	12.5	▲5.0	12.5	▲5.0	

注:

- “变动”是指相对于上一季度的资产配置变化。如有变动，将相应显示（权重增加以绿色标示，权重减少以红色标示）。
- 由于四舍五入至小数点后一位，各项数值之和可能不等于100%。



我们对世界的看法

经济

- 全球经济增长韧性持续超预期，主要得益于美国经济依旧稳健，以及科技、半导体、数据中心等领域持续涌现人工智能（AI）相关投资。
- AI资本开支周期仍是支撑美国、中国台湾、韩国以及新加坡增长的关键结构性主题，有助于对冲传统制造与贸易板块的疲软。
- 主要宏观风险仍包括：美联储政策存在不确定性、能源价格居高不下、中东地缘政治局势紧张，以及市场愈发担忧美国财政政策的可持续性。

货币政策

- 目前大华银行预计，美联储将再加息两次，加息时间分别是2026年12月和2027年第一季度；此后于2027年剩余时间维持利率不变。我们认为，2026年9月的加息并不属于美联储的“一次到位加息”；纵观历史加息周期，美联储通常不会止步于单次加息。但另一方面，我们认为，这也不会构成漫长加息周期的开端。
- 全球层面，多家央行仍处于货币政策正常化进程。在通胀压力趋于稳固、本土经济增长保持相对韧性的背景下，大华银行预计日本银行（BOJ）、欧洲中央银行（ECB）以及其他亚洲央行将进一步收紧货币政策。
- 中国仍是特例：中国人民银行（PBOC）维持宽松货币政策立场，很可能依托财政刺激、定向地产纾困以及流动性措施来支撑经济增长。

通货膨胀

- 全球通胀已从峰值回落，但地缘政治紧张局势推高的能源价格导致许多经济体的整体通胀率居高不下。
- 我们预计，美国2026年平均整体通胀率将达到3.5%，并于2027年回落至2.0%，原因在于住房及租金通胀下降，并且能源相关的压力逐渐消退。然而，油价和地缘政治紧张局势仍是通胀面临的主要上行风险。
- 中国通胀依然十分温和，预计2026年消费者物价指数（CPI）仅为0.9%、2027年为1.1%，即便有政策支持，也反映出内需疲弱、定价能力有限的局面。

资产配置

- 将股票评级从“超配”下调至“中性配置”。企业盈利依然健康，但油价飙升、通胀担忧、美联储政策不确定性以及仓位布局拥挤已削弱了近期的风险回报平衡。
- 对固定收益维持“中性配置”。尽管收益率具有吸引力，但仍应保持灵活把握机会的策略，因为信用利差近来有所扩大。将久期维持在4至5年；超配发达市场投资级债券与新兴市场投资级债券。
- 将货币市场评级从“中性配置”上调至“超配”。市场波动或将带来买入良机，可逐步动用手中的“备用资金”。



股票

美国

前景仍具建设性，但风险回报空间收窄

立场：迈入2026年第四季度，我们将美股评级由超配下调至中立。此次调整反映的是短期风险回报吸引力下降，而非我们对基本面转为看淡。经济和企业盈利依然具韧性，人工智能相关投资也继续为资本开支和生产率提供支持。然而，美联储重新收紧货币政策、油价高企、债券收益率处于高位，以及市场持仓拥挤等因素，已削弱市场应对潜在风险和意外事件的缓冲空间。

即使企业业绩优于预期并上调业绩指引，对股价的提振作用也有所减弱，且变得更难预测，显示投资者可能已将大部分预期中的利好因素反映在股价中。鉴于2026年盈利大幅增长为2027年形成了较高的比较基数，市场若要进一步上涨，将需要更多依靠企业兑现盈利预期及盈利增长扩展至更广泛领域。

在继续保持股票市场配置的同时，我们倾向保留一定的流动资金。若盈利预测保持韧性，且油价与债券收益率趋稳，可在市场回调时择机部署资金。

宏观背景与利率

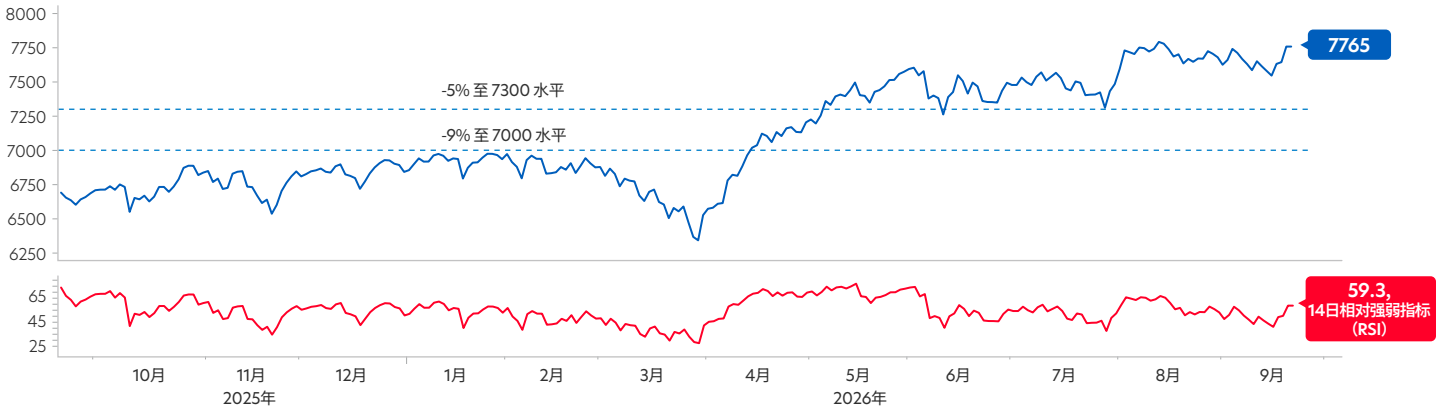
美联储政策：美联储于9月将联邦基金目标利率上调25个基点至3.75%至4.00%，这是自2023年以来首次加息。此次利率决定及预测显示，在经济增长保持韧性的同时，政策制定者仍将遏制持续的通胀压力置于优先位置。根据我们最新的观点，预计美联储将在2026年12月再次加息25个基点，并于2027年第一季度再加息一次，使联邦基金目标利率区间上限升至4.50%，随后在2027年余下时间维持利率不变。

通胀与增长：8月整体消费者物价指数（CPI）环比上涨0.4%，同比上涨3.4%；核心CPI则环比上涨0.3%，同比上涨2.4%。有关数据进一步强化了货币政策将维持限制性、债券收益率将保持高企的预期。我们预测2026年经济增长为1.9%，但能源价格上涨及关税相关成本增加，可能对企业利润率和低收入群体的消费构成压力。

增长：我们预计美国2026年国内生产总值（GDP）增长率为1.9%；但能源成本上升及与关税相关的成本增加，可能会削弱企业利润率，并抑制低收入群体的消费。

政治与财政风险：11月3日举行的中期选举可能加剧市场波动。分立政府或会限制重大政策调整，但也可能阻碍削减政府开支，从而增加债务上限及政府停摆的风险。结构性财政赤字持续庞大，加上利息成本不断上升，可能促使投资者要求更高的债券收益率，令长期债券收益率维持高位。

利用市场回调增持仓位。我们预计7,300点和7,000点将是关键支撑位。



资料来源：彭博社，大华私人银行

盈利与估值：盈利稳健，但未来门槛更高

盈利动态：美国企业在2026年第四季度的业绩表现预计将保持强劲，主要受到需求具韧性、人工智能相关投资、严格的成本控制及生产率提升的支持。市场一致预期，标普500指数2026年第三季度盈利将同比增长28.9%，有望连续第三个季度录得超过25%的盈利增长。然而，盈利增长主要集中在2026下半年。经历异常强劲的2026年后，2027年可能更难维持相同的盈利增长步伐，尤其是对于科技和半导体行业的龙头企业而言。这并不意味着企业将陷入盈利衰退，而是企业业绩超出预期并带动股价正面反应的门槛正在提高。

估值：估值看来仍属合理。截至2026年9月22日，标普500指数的未来12个月预期市盈率为19.2倍，略低于19.9倍的五年平均水平，但接近19.1倍的十年平均水平。尽管当前估值并未显得过高，但10年期美国国债收益率徘徊在5%以上、长期政府借贷成本上升，以及不同行业之间的估值差异，或会限制估值进一步上升的空间。市场可能继续对油价、通胀走势及美联储释放的政策信号保持敏感。

投资策略

美国股市短期内的策略立场维持均衡，但中期策略展望仍然积极，主要受稳健的企业盈利、具韧性的经济增长，以及人工智能持续普及所支持。

人工智能仍是长期增长的关键主题，数据中心投资持续，以及企业采用率不断提高，为其提供支撑。然而，市场预期偏高，加上投资过度集中于人工智能基础设施及相关硬件股，若企业盈利或资本投资趋势不及预期，市场部分领域可能容易出现短期调整。

在将美国股票评级观点下调至“中性配置”后，我们倾向于降低超额风险、增加现金储备、实现多元化配置，而非完全退出市场。投资者应避免追高已超买的个股，而是腾出部分闲置资金，以便在市场回调时逐步加仓优质公企业。若盈利预估保持稳定，市场回调反而可能带来更佳的入场时机；而油价回落、债券收益率下降或美联储指引更加明朗，都将改善风险回报平衡。

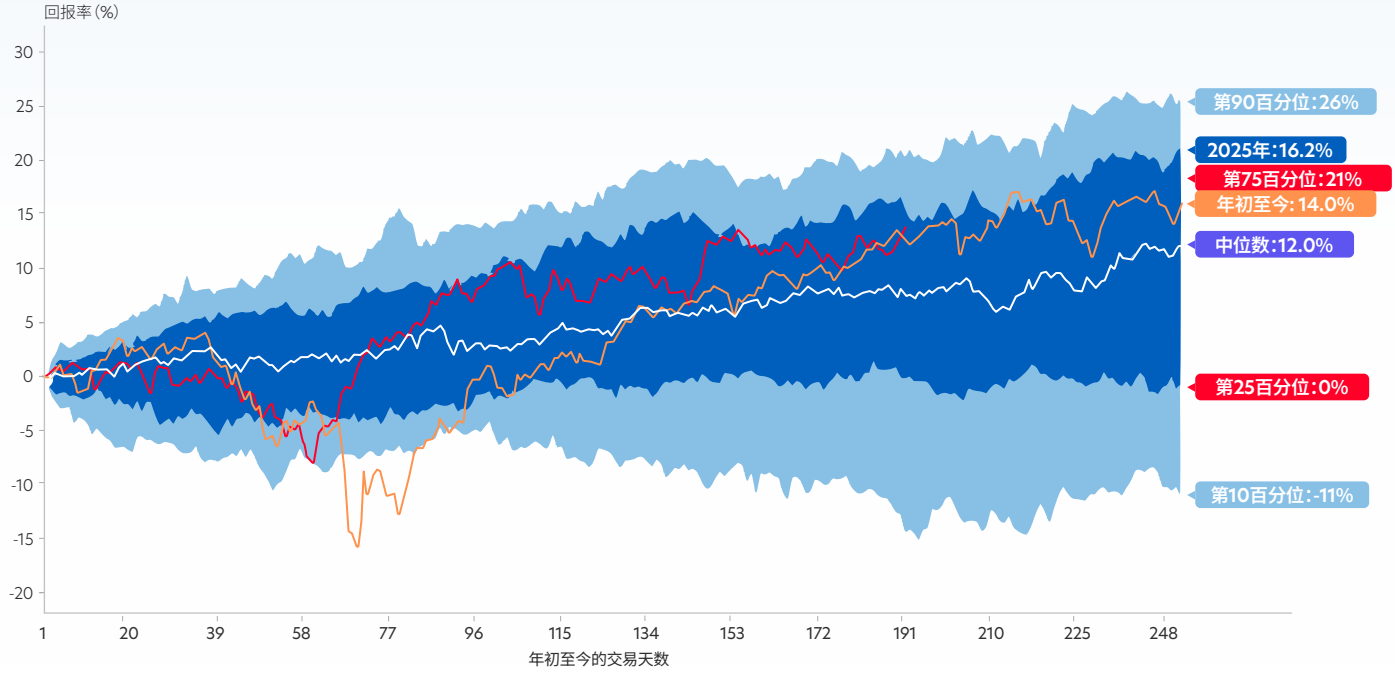


多元化配置依然重要。在AI领域，投资者在配置基础设施受益股之外，还应搭配盈利能力强、能够借助AI提升生产率和利润率而无需投入巨额资本开支的应用型企业。

在此基础上，还应配置优质的现金创造型企业、有望在无衰退环境下受益于加息的银行股、提供防御性盈利的医疗保健股以及受结构性支出支撑的精选工业与国防类股票。

主要风险：美联储加息力度超预期、油价持续高企、美国国债收益率不断攀升、地缘政治冲击、投资者仓位过于拥挤以及AI基础设施支出放缓，均可能压制市场情绪。此外，庞大的财政赤字、中期选举相关政策不确定性、2026年12月11日后美国政府可能停摆以及未来的债务上限谈判都可能加剧市场波动。

当年及2025年回报率与1976年以来历史分布的比较



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

我们将2026年第四季度美国股票评级从“超配”下调至“中性配置”，以在具韧性的基本面与吸引力减弱的短期风险回报状况之间取得平衡。

欧洲

维持中立，精选投资机会

立场：我们对第四季度欧洲股市维持中性看法。宏观经济环境展现出超出预期的韧性，主要受到劳动力市场稳健、内需改善，以及基础设施和国防财政支出持续增加的支持。与此同时，能源价格高企及通胀压力再度升温，使欧洲央行继续收紧货币政策；而市场经历一轮强劲上涨后估值有所上升，也令进一步上涨的空间收窄。

在此环境下，精选投资标的变得愈发重要，而非单纯依赖大市普涨。STOXX欧洲600指数年初至今已上涨约11%，并多次创下历史新高，德国、法国和意大利股市也相继创下历史新高。市场领涨范围已显著扩大，银行、钢铁、工业和半导体设备企业均加入领涨行列，部分板块的表现甚至超越了传统上引领欧洲股市的奢侈品和制药企业。

目前约四分之三的指数成分股处于200日移动平均线之上，接近过去十年区间的高位。在此背景下，我们建议采取均衡的投资组合配置，将优质防御型企业和派息股，与受益于结构性增长趋势的部分企业相结合。

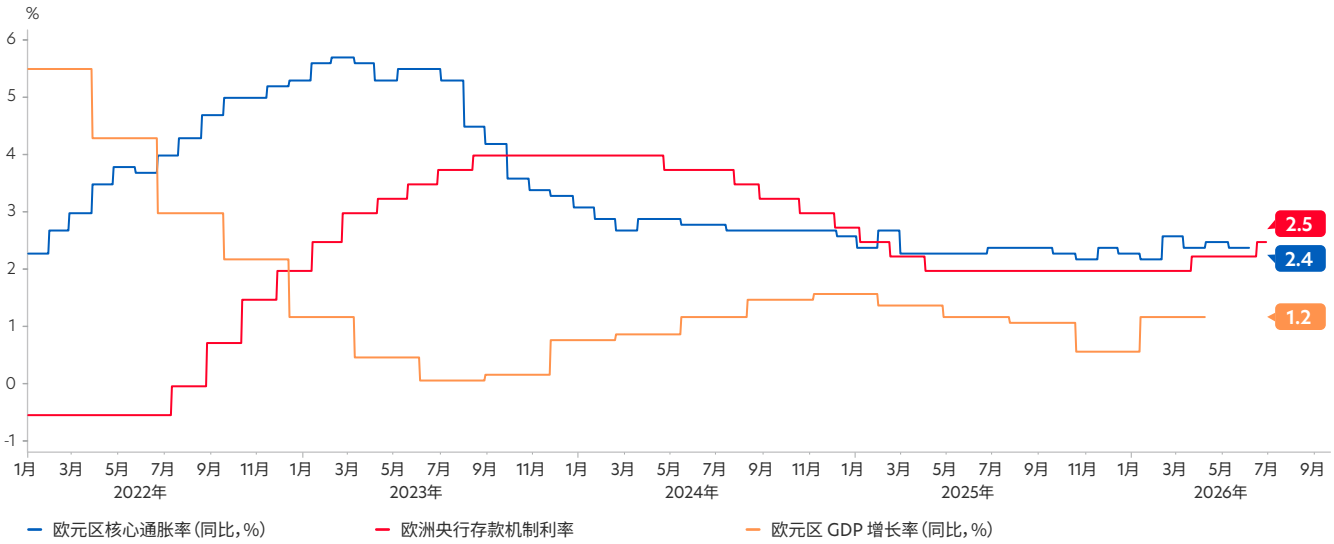
宏观与政策背景

欧洲央行政策：随着能源价格推动通胀在2026年再度回升，欧洲央行进一步收紧货币政策。欧元区经济增长表现好于预期，但整体通胀预计到2027年仍将高于目标水平。在经济复苏不均衡的背景下，欧洲央行政策制定者仍将维持物价稳定置于优先位置。继9月加息25个基点后，我们预计欧洲央行将在12月进行最后一次25个基点的加息，将存款利率上调至2.75%。

通胀：受能源价格高企及地缘政治风险影响，整体通胀率预计将继续高于欧洲央行设定的2%目标。不过，随着经济活动放缓、劳动力市场转弱，以及需求疲软抑制服务业价格压力，核心通胀率应会继续回落。

增长：尽管地缘政治不确定性持续，欧元区经济活动的表现仍好于预期。欧洲央行预测，欧元区2026年经济增长为0.9%，主要受到劳动力市场具韧性、消费者信心改善，以及基础设施和国防领域公共投资增加的支持。失业率稳定在6.4%，工资增长约2.6%，显示劳动力市场保持稳健，但尚未过热。不过，政策制定者仍密切关注能源成本上升会否推高工资诉求。

在欧元区GDP增长乏力之际，欧洲央行需要在利率管理上寻求平衡



资料来源：彭博社，大华私人银行

盈利与估值：基本面改善，但上行空间有限

盈利动态：2026年大部分时间，欧洲企业盈利均超出市场预期。尽管能源价格波动及地缘政治局势造成干扰，盈利增长仍强于预期。STOXX欧洲600指数2026年第二季度每股盈利同比增长约24%，市场一致预期2026财年每股盈利将录得约15%左右的增长。更重要的是盈利改善已从指数中的大型权重股扩展至更广泛的企业，受到银行盈利能力增强、基础设施支出增加，以及人工智能和电气化相关投资持续推进的支持。

展望未来，我们预计盈利前景仍具建设性，但增长速度将较今年异常强劲的水平有所放缓。市场共识预计企业盈利预测将继续获得上调，主要受惠于稳健的国内需求、持续增加的国防支出、电网现代化建设，以及人工智能相关投资活动的推动。

估值：截至2026年9月22日，STOXX欧洲600指数的未来12个月预期市盈率约为14.5倍，大致符合其历史平均水平，但已接近近年来估值区间的上端。欧洲股票相对于美股仍存在估值折让，但折让幅度已显著收窄。因此，我们认为当前估值大致合理，而非便宜。未来的上涨空间可能更多取决于盈利能否持续增长，而非投资者愿意为已反映在价格中的盈利预期支付更高的估值。

投资策略

我们继续看好受惠于结构性主题的企业，尤其是盈利能见度高、投资周期持续的领域。我们重点看好的领域包括人工智能基础设施及数码化的受惠企业、电力及电网投资、国防现代化，以及部分金融股。

随着超大规模云服务商及企业持续增加人工智能相关投资，人工智能基础设施仍具吸引力。欧洲半导体、数据中心基础设施及专业设备领域的企业，预计将继续受惠于持续的市场需求。

公用事业及电力基础设施领域同样具吸引力，兼具防御性特征与结构性增长潜力。电网现代化、可再生能源及能源安全方面的持续投资，有助提高长期盈利能见度；与此同时，数据中心用电需求上升及电气化趋势，预计将继续推动长期资本支出。

地缘政治紧张局势及安全忧虑推动各国政府增加军事开支，以实现国防能力现代化、补充弹药储备及加强战略自主，因此国防领域正受惠于多年期的军费增长趋势。



在金融领域，我们对部分欧洲银行仍持积极看法。在利率维持高位更长时间的环境下，银行的净利息收入及盈利能力将获得支撑；稳健的资产负债表及具吸引力的股东回报也进一步提升了该领域的投资吸引力。

整体而言，我们预计第四季度欧洲股市仍将是一个有利于精选个股的市场。尽管盈利增长势头有所改善，但紧缩的货币政策及高企的能源价格，可能限制整体市场的上涨空间。我们倾向于选择性布局人工智能基础设施、电力及电网投资、国防现代化，以及高股息金融股等结构性增长主题。

主要风险：风险主要来自政策不确定性及地缘政治发展，而非基本面因素。

坚持布局优势主题

重新设定基期、1年前



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

2026年第四季度，我们维持欧洲股票的中立评级，在宏观环境改善与通胀压力持续、政策约束及估值高企之间作出权衡。

日本

结构性利好因素依然稳固，但盈利兑现更为关键

立场：2026年第四季度，我们对日本股票维持中立立场。结构性改革、股东回报改善及战略性政策支持仍构成利好因素。然而，估值高于历史平均水平、经济增长放缓、货币政策收紧，以及中东局势相关的油价风险，意味着投资者宜采取精选策略。

日本股票的投资主线正持续从周期性复苏转向结构性转型。公司治理改革、国家韧性、经济安全及供应链投资，有望提升中期盈利质量及股本回报率（ROE）。然而，在市场录得强劲涨幅后，未来的上行空间将日益取决于盈利兑现、定价能力、现金流创造能力及审慎的资本配置，而非仅仅依靠投资者愿意给予更高的估值。

我们看好契合国防、电网投资、基础设施更新及供应链安全等主题的优质企业。部分科技企业仍将受益于人工智能投资，但其股价表现与美国及全球科技股走势的相关性正日益上升。因此，相较于主要依赖人工智能投资叙事的企业，我们更偏好盈利具持续性且拥有多元增长动力的公司。

宏观及政策背景

日本政府的经济战略重点包括提升国家韧性、加强经济安全、推动供应链投资、建设人工智能基础设施，以及发展先进制造业。这些举措有望支持资本开支，但中东局势的不确定性及高企的油价，仍令短期宏观经济前景蒙上阴影。

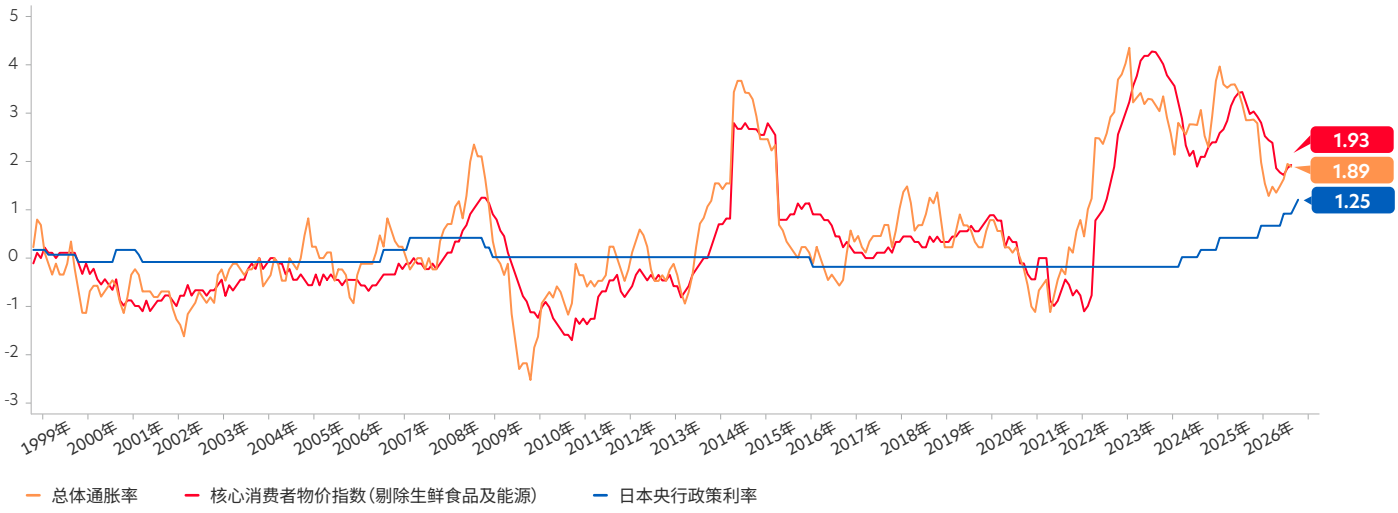
日本央行政策：日本央行于9月将政策利率上调25个基点至1.25%，创31年来最高水平。我们预计日本央行将在2026年余下时间暂停加息，随后于2027年第二季度末进行最后一次25个基点的加息，将政策利率上调至1.50%。然而，如果通胀风险上升、外部压力加剧，且日本政府对加快政策收紧步伐的接受度也有所提高，下一次加息提前至2026年第四季度的可能性不容忽视，我们估计其概率为40%。

通胀：受油价高企、工资强劲增长及日圆走弱影响，日本2026年整体通胀率预计平均为2.0%，且存在上行风险。不过，政府补贴或有助于缓解部分涨价压力。

增长：鉴于消费疲软、企业投资放缓及能源成本高企，我们将日本2026年实际国内生产总值（GDP）增长预测下调至0.7%。日本依赖进口能源，因此若中东冲突持续，家庭购买力及企业利润率将面临压力。

日本央行已将政策利率上调至31年来最高水平

政策利率与消费者物价指数（CPI）通胀率（%）



资料来源：高盛，彭博社，大华私人银行

盈利与估值：盈利具韧性，但容错空间收窄

盈利动态：日本企业盈利仍具韧性，但市场领涨范围正逐步扩大，企业之间的业绩分化也日益加剧。强劲的第二季度业绩，加上企业下调盈利指引的情况有限，显示未来几个业绩期的盈利预测仍有上调空间。然而，中东局势相关的油价风险可能推高原材料、电力及运输成本，对定价能力较弱企业的利润率构成压力。出口企业也面临日元汇率波动及外部需求转弱所带来的不确定性。

估值：截至2026年9月22日，东证股价指数（TOPIX）的未来12个月预期市盈率为16.1倍，较今年2月录得的18.5倍高位有所回落，但仍高于长期平均水平。尽管股票估值已趋于合理，但较高的利率及全球债券收益率高企，可能限制进一步上涨的空间。展望未来，估值进一步上升将越来越取决于盈利增长能否兑现以及企业盈利能力能否改善。

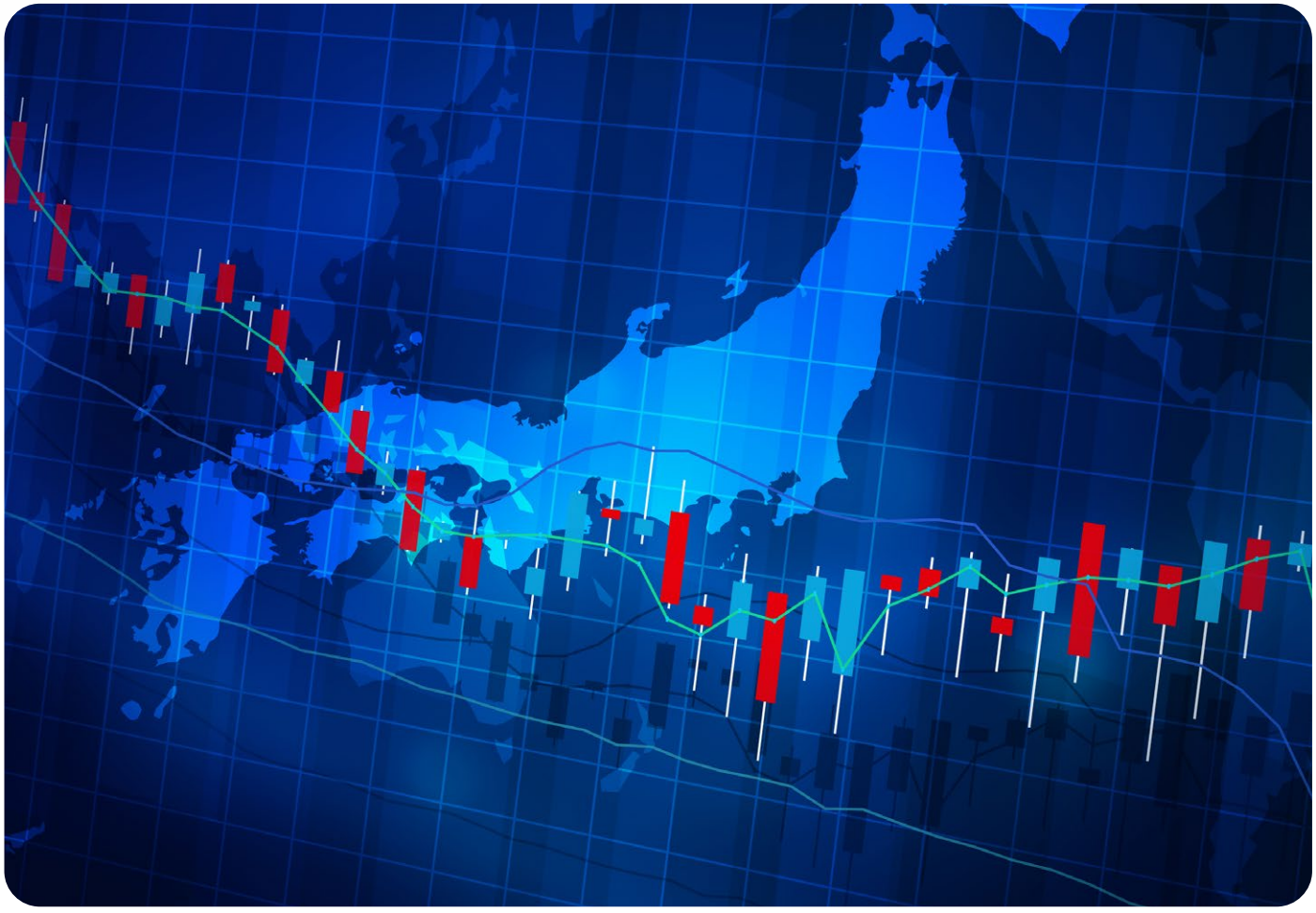
投资策略

日本股市持续受惠于结构性改革，但经济增长放缓、利率上升及潜在的市场波动，可能限制整体市场的上涨空间。因此，我们维持中性评级，并采取精选个股的策略，重点关注盈利能见度高、定价能力强，且具备良好投资及资本运用能力的大型优质企业。

我们看好日本大型银行，因其正受惠于贷款息差扩大、企业贷款需求稳健、收入来源多元化及信贷质量具韧性，同时具备增加股份回购的能力。

我们继续看好受惠于长期结构性增长主题的企业，尤其是与人工智能基础设施、国家韧性及战略性产业相关的领域。

日本在人工智能相关科技领域具备良好优势，涵盖半导体设备、先进材料、电力系统及工厂自动化。然而，随着市场对人工智能相关盈利能否持续的忧虑升温，投资者的选股也日趋审慎，更加重视估值、盈利能见度及未来增长的可持续性。

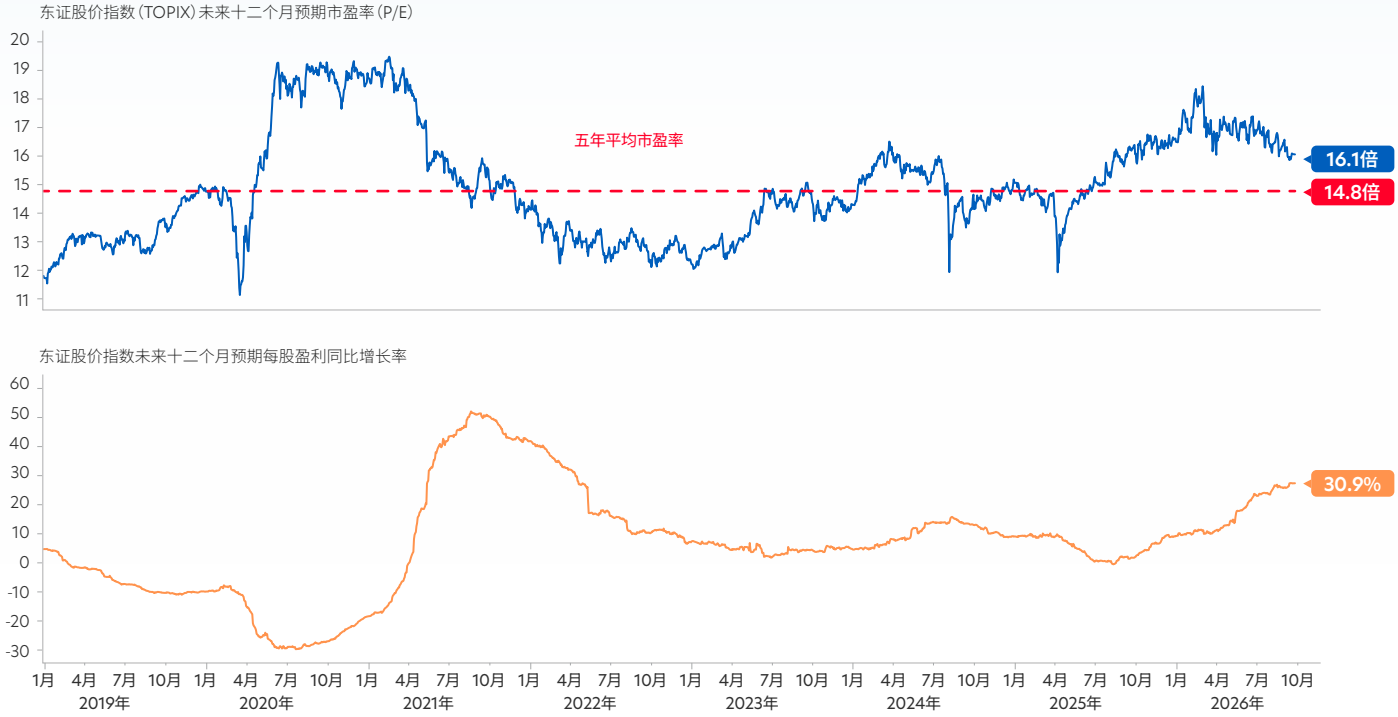


日本正步入为期多年的基础设施更新周期，老化的交通、公用事业及通信设施需要更换和升级。政府亦提供大规模的国家韧性预算支持，预计2026财年（FY2026）的相关预算将超过5万亿日圆，令建筑、工程、电网及防灾相关企业受惠。

国防、能源安全、战略科技、通信及网络安全等战略性产业，预计将继续受惠于政府支持及长期投资。此外，要求企业更有效运用现金储备的企业管治改革，也为市场提供额外的结构性支撑。

主要风险：日圆走强、能源成本上升或全球市场不确定性加剧，均可能打击投资者情绪及企业盈利。若全球人工智能投资及半导体需求较当前水平放缓，日本科技股也可能面临波动。此外，若利率加息步伐快于预期，股价估值可能承压。

股票估值相对偏高，宜采取精选策略



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

2026年第四季度，我们对日本股票维持中立立场。结构性利好因素与提高投资精选度的必要性大致相抵。

新兴亚洲

人工智能科技推动区域增长

立场：2026年第四季度，我们对亚洲新兴市场股票持中立观点。尽管中国经济复苏仍不均衡，2026年第二季度实际国内生产总值增速放缓幅度超出预期，但具韧性的科技产品出口在一定程度上抵消了内需疲弱。出口动能能否持续，很可能取决于全球人工智能基础设施投资的速度及持久性。

北亚地区，尤其是台湾、韩国及中国的人工智能生态系统，继续受益于半导体和人工智能基础设施的强劲需求，为盈利增长与资本开支提供支持。台湾和韩国仍是人工智能及半导体周期的主要受益者。不过，人工智能相关硬件股的持仓水平偏高，可能令其中部分股票更容易受到利率预期变化和全球风险情绪转变的影响。

中国出口的韧性日益反映出其在全球人工智能供应链中不断扩大的作用，尽管国内经济增长仍较为低迷。除北亚外，在供应链多元化、科技支出增加及制造业转移的推动下，人工智能相关投资正逐步向东盟扩展。新加坡凭借稳健的金融机构、持续的资本流入，以及对数码化和基础设施投资日益增长的需求，继续成为通往东盟增长机遇的优质门户。尽管亚洲新兴市场相较发达市场仍具估值吸引力，但采取精选策略依然十分重要。

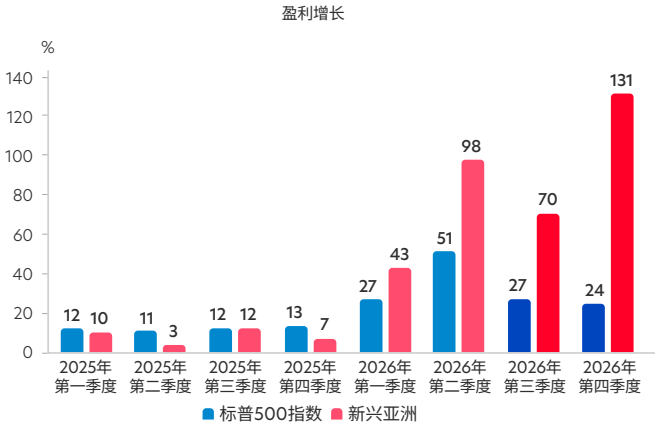
宏观与政策背景（中国）

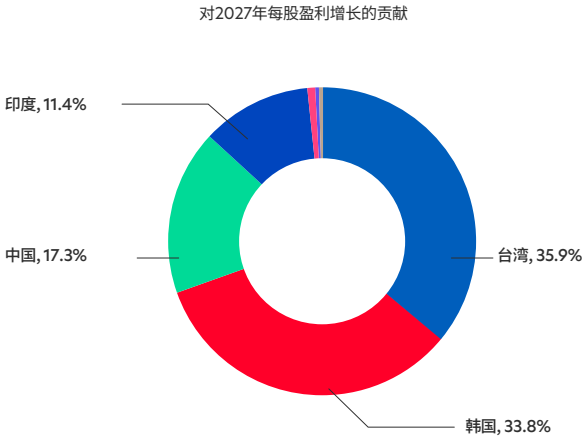
增长：中国经济增长：中国实际国内生产总值增速由2026年第一季度的同比5.0%放缓至第二季度的4.3%，降幅超出预期。尽管人工智能相关出口继续提供支撑，但国内消费放缓及固定资产投资疲弱仍对经济增长构成阻力。因此，我们已将2026年第三季度经济增长预测下调至4.3%，并预计2026年经济增长为4.5%。总体而言，具韧性的科技产品出口在一定程度上抵消了内需疲弱，凸显人工智能相关产业对中国经济活动的贡献日益增加。

中国出口：8月出口仍是中国经济的重要支撑，以美元计价同比增长25.0%，主要受全球需求具韧性及人工智能基础设施投资持续所带动。人工智能相关资本支出持续，加上科技产品价格上涨，推动出口与进口同步增长，进一步巩固中国在全球人工智能供应链中的地位。与此同时，特朗普总统与习近平主席于5月及9月举行两次面对面峰会后，中美关系趋于稳定，也为贸易前景带来支持。

货币政策：中国人民银行（PBOC）继续维持宽松的货币政策，同时采取措施保持货币市场流动性稳定。随着通胀放缓及经济增长再度面临压力，中国人民银行可能进一步出台政策支持措施。

亚洲新兴市场获稳健盈利增长支撑，科技密集型经济体贡献显著





资料来源：彭博社，大华私人银行

盈利与估值：科技股引领的盈利增长

盈利动态：在存储芯片周期持续上行和AI投资趋势的支撑下，科技相关板块仍是区域盈利增长的主要驱动力。市场共识预计，MSCI新兴市场亚洲指数（MSCI EM Asia）未来12个月的每股收益将增长约59%。尽管预计区域盈利增长仍将持续，但增速可能较当前水平有所放缓。

中国盈利：2026年第二季度盈利同比增长24%，较第一季度的6%明显加快，创下五年来最强的季度盈利增速。盈利情绪依然积极，MSCI中国指数成份股中有45%企业的业绩超出市场共识预期。尽管离岸互联网企业的业绩略逊于预期，但在外卖领域竞争趋缓的支撑下，盈利趋势已显现企稳迹象。

中国AI利润池继续向硬件领域转移，尤其是半导体领域。2026年第二季度，半导体盈利环比激增约150%，达到230亿美元。在超大规模云服务商资本开支持续增长的支撑下，AI投资动能依然强劲。除半导体外，中国2026年第二季度电力、基础设施及实体AI等领域的全球AI利润份额亦有所扩大。总体而言，市场持续受益于对先进制造业和科技发展的政策支持，但各行业之间的增长趋势仍不均衡。

估值：MSCI新兴市场亚洲指数目前以9.7倍的12个月预期市盈率交易，恒生中国企业指数（HSCEI）则为9.3倍；尽管增长潜力强劲，两者的估值均较发达市场存在折让。我们预计，亚洲地区内的复苏进程仍将保持缓慢且不均衡，因此支持采取精选的投资策略。

投资策略

新兴亚洲市场继续受益于盈利增长、科技相关投资以及持续推进的经济转型。

就中国而言，我们采取多元化的配置策略平衡投资机会与投资组合波动，并高度关注高股息股票。同时，我们继续青睐与中国科技自立自强和先进制造业长期战略重点方向契合的领域，尤其是AI、半导体本土化以及先进工业自动化。

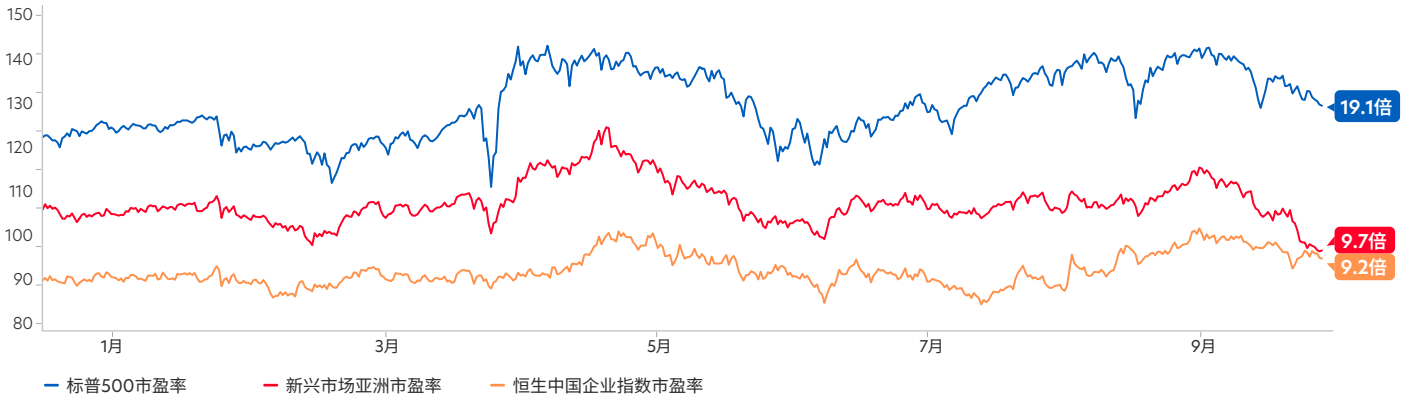
中国台湾和韩国凭借其在全球半导体供应链中的主导地位，依然处于有利位置，有望受益于AI、高性能计算和存储芯片相关的需求。AI驱动的算力需求持续增长，加之逐步转向更长期的合同，有助于提升盈利的可见性。然而，投资者仓位偏高，导致上述两个市场的部分板块对利率预期变化及整体风险情绪更为敏感。

东盟范围内，我们更加青睐新加坡股票，因其兼具韧性与防御特质。新加坡作为区域金融与科技枢纽独树一帜，受益于强劲的资本流入、不断增长的财富管理业务以及持续扩张的数字基础设施。

主要风险：地缘政治紧张局势和能源价格上涨可能引发市场波动。当前投资周期过后，全球科技需求可能放缓。

盈利与估值：科技股引领的盈利增长

以2026年1月1日为基准（100）



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

我们对2026年第四季度新兴亚洲股票持“中性配置”观点。尽管新兴市场亚洲相对于发达市场仍具估值折让的吸引力，但精选的投资策略依然至关重要。



固定收益

发达市场投资级债券

在利率长期维持高位的环境下，优先配置高质量票息资产

尽管利率环境承压，但发达市场投资级债券仍展现较好韧性。信用利差是投资者为承担企业信用风险而获得的额外收益率，该指标在第三季度大体持平。自2026年6月以来，发达市场投资级债券指数录得-2.2%的总回报，该跌幅主要来自利率上行、政府债券收益率走高，而非企业基本面走弱。其中，1.04%的票息收益被3.3%的价格跌幅所抵消。

美国10年期国债（UST）收益率升破5%，主要受高于预期的通胀数据以及中东局势持续紧张推动油价再度上涨影响。因此，投资者上调了对美国加息的预期。值得注意的是，美国国债收益率曲线趋平：2026年8月以来，短期美国国债收益率上升约30至40个基点，而长期端的30年期国债收益率升幅相对温和，原因在于美联储于9月加息并重申控制通胀决心，且美国财政部扩大长期国债回购操作规模。

美联储在9月加息25个基点，并表示金融条件尚未达到具有实质限制性的水平，遏制通胀仍是当前首要任务。美联储官员暗示，利率可能需要在更长时间内维持较高水平，最新点阵图显示，其预期美联储可能在2026年年底前再加息一次。大华银行目前预计，美联储将在2026年12月和2027年第一季度进一步加息，随后在2027年余下时间维持利率不变。

尽管美国国债收益率上行，但企业债券市场整体平稳。发达市场投资级债券利差自7月以来一直在约87至95个基点的窄幅区间内交易，显示投资者对投资级发行人财务实力的信心依然稳固。尽管人工智能相关企业的债券发行量显著增加，但需求依然强劲，新发行的债券总体上已被市场良好消化，这得益于企业资产负债表稳健、盈利增长扎实以及信用指标强劲。



展望后市，风险依然存在，包括油价可能进一步波动以及利率升幅可能超出预期。尽管如此，整体收益率具吸引力、美国经济韧性十足、企业基本面强劲，这些因素应能继续支撑发达市场投资级债券。

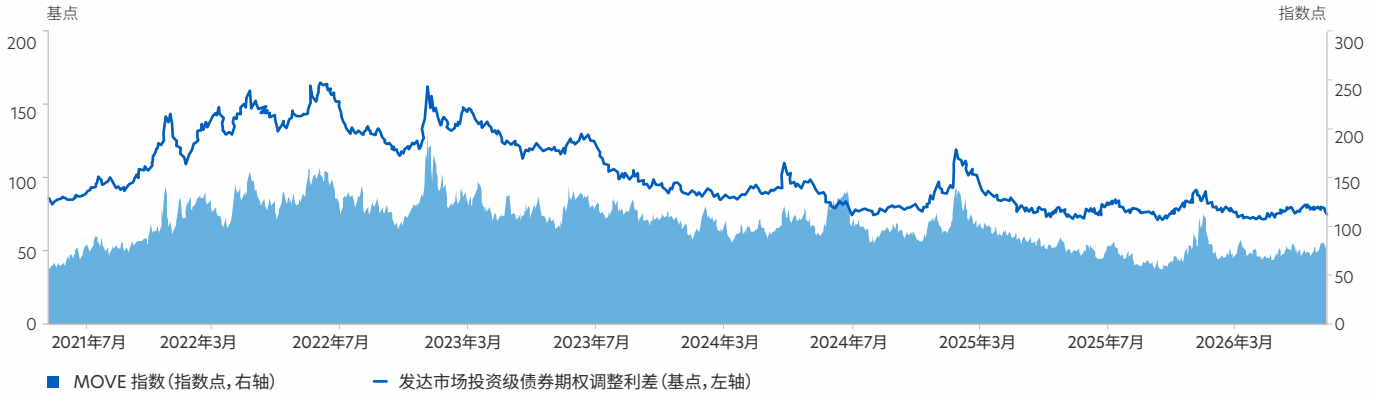
尽管如此，由于信用利差已接近历史低位，价格显著上行的空间似乎有限。因此，我们预计未来回报将主要由可观票息收益驱动，而非债券价格大幅上涨。

我们对发达市场投资级债券仍持审慎乐观态度，同时对利率风险保持严格管理。鉴于利率最终升至多高仍存不确定性，我们继续偏好期限约4至5年的中期债券。我们认为，这一期限段在获取具吸引力收益与降低对利率进一步上升的敏感度之间取得了良好平衡。

与此同时，我们保持精选的投资策略，重点关注基本面强劲、现金流稳定的优质发行人。这有助于投资者在美联储持续收紧货币政策、宏观环境日益严峻之际，既获取具吸引力的债券收益，又维持投资组合的韧性。

从行业角度看，我们偏好防御性业务与受益于长期结构性增长趋势的企业相结合。具体而言，我们看好人工智能电气化趋势的受益者、美国领先的人工智能超大规模云服务商、国防行业、受监管及综合型公用事业企业、基础设施、金融机构、保险公司、电信运营商，以及部分上游石油与天然气企业信用债。

信用利差仍接近历史低位，利率波动保持温和



资料来源：彭博社，大华私人银行
*注：发达市场投资级期权调整利差（DM IG OAS）衡量的是，在就发行人可提前赎回债券等条款作出调整后，发达市场投资级企业债券相对于可比政府债券所提供的额外收益率。

首席投资官建议

我们对发达市场投资级债券持审慎乐观态度，重点关注票息收益、优质信用债的精选，以及4至5年的期限配置。

发达市场高收益债券

估值偏高之际，保持审慎

发达市场高收益债券年初至今回报表现稳健，录得1.73%，主要由4.72%的票息收益所推动，凸显高收益创造是该资产类别的核心价值之一。此外，美国高收益债券市场的久期相对较短，有助于缓冲美国国债收益率大幅上升所带来的影响。信用利差同样整体保持稳定，自2026年5月以来一直在约257至289个基点的较窄区间内波动。

企业资产负债表及信用基本面依然稳健。2026年第二季度，指数层面的净杠杆率大致稳定在3.8倍，而违约率维持在约2.0%的低位，基本符合历史平均水平。总体而言，尽管利率环境偏高，信用质量仍保持稳定。虽然整体收益率依然具有吸引力，企业盈利也继续提供支撑，但我们认为发达市场高收益债券价格进一步上涨及信用利差进一步收窄的空间有限。截至2026年9月18日，美国高收益债券指数的期权调整利差为267个基点，远低于过去五年342个基点的平均水平，显示当前估值相较历史水平偏高。

发达市场高收益债券在不同行业之间的表现也日益呈现分化。中东冲突持续推高油价，为能源行业提供支撑，而能源行业在高收益债券指数中占有相当比重。相比之下，通信、科技及交通运输等行业的高收益债券估值仍较便宜，部分原因是若干发行人陷入财务困境。

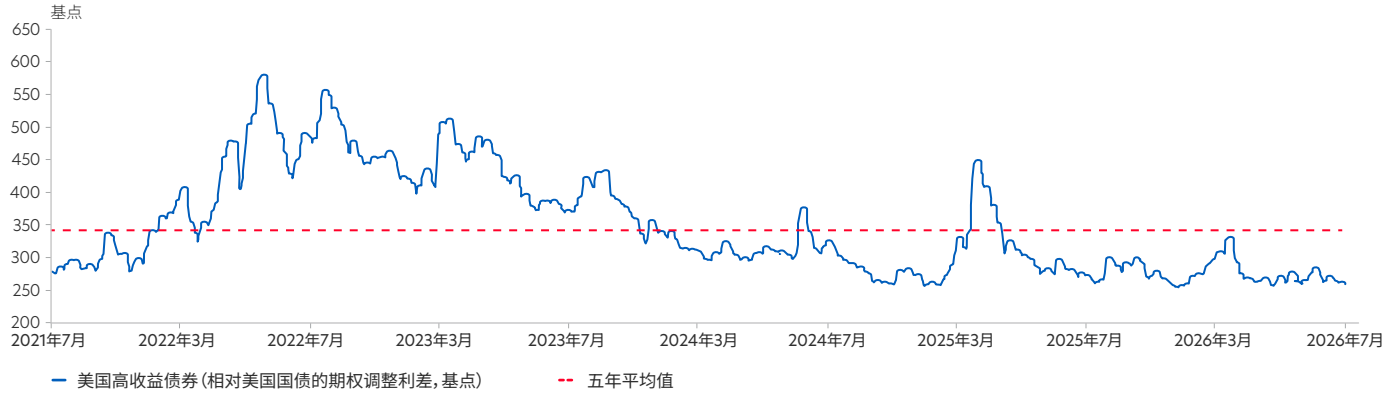
展望后市，油价急升仍是主要风险。能源成本上升可能加剧通胀压力，进而导致利率上行、经济增长放缓。这可能会打击投资者情绪，并对高收益债券构成压力。

美国高收益债券一级市场继续保持活跃，2026年1月至8月的总发行量同比增长11%。更重要的是，多数企业利用债券市场为现有债务再融资，而非大幅增加借款或为激进支出融资。这应有助于维持高收益市场的整体信用质量。

尽管如此，鉴于当前环境，我们对发达市场高收益债券维持低配观点。尽管信用基本面仍具韧性，当前偏窄的利差不足以补偿投资者所面对的不确定的宏观经济及地缘政治风险。美国财政与货币政策的不确定性、中东局势长期紧张，以及美国国债收益率维持高位，均可能影响投资者情绪并引发阶段性波动。

尽管高收益债券仍提供可观票息收益，我们认为有必要采取更加精选的投资策略，以在风险与回报之间取得审慎平衡。

当前估值偏高，利差进一步收窄的空间有限



资料来源：彭博社，大华私人银行
*注：相对于美国国债的期权调整利差衡量的是就发行人有权提前赎回债券等条款进行调整后，债券相对于可比美国国债所提供的额外收益率。

首席投资官建议

我们仍对发达市场高收益债券维持低配观点。坚持有纪律的自下而上信用精选，仍是规避个别发行人信用风险的关键。

新兴市场
亚洲投资级债券

防御属性支撑亚洲投资级信用债保持韧性

新兴市场亚洲投资级在2026年面临更具挑战性的市场环境，截至2026年9月18日，年初至今总回报为-0.61%。尽管绝对回报为负，该资产类别的表现仍优于美国投资级债券0.77%，凸显其在利率环境不利的背景下仍具相对韧性。该表现的主要拖累来自美国国债遭抛售：10年期美国国债收益率升破5%，对全球债券价格构成压力。

令人鼓舞的是，信用基本面仍展现出较强韧性。截至2026年9月18日，信用利差年初至今收窄10个基点至74个基点。这一韧性一方面反映出投资者在分散美国资产配置的同时，持续向亚洲信贷市场投入资金，另一方面也得益于亚洲发行人整体稳健的信用质量。企业资产负债表仍是该资产类别的一项重要优势，2026年第二季度亚太地区企业净杠杆率维持在相对低位。

供需格局也继续提供支撑。截至2026年8月底，亚太地区债券总发行量为1,648亿美元，同比大致持平；同期到期债券规模为1,876亿美元，使市场录得228亿美元的净偿还额，不包括票息支付。简言之，到期债券多于新发行债券，这有助于支撑亚洲信用债需求。

展望2026年第四季度，我们预计回报将日益由票息收益而非债券价格涨幅驱动。当前信用利差已接近历史低位，进一步收窄的空间有限。与此同时，表现可能在行业间更趋分化。例如，中国科技企业加大人工智能相关投资，可能使投资者更加关注其现金流创造能力与融资需求。中东冲突导致能源价格高企、通胀前景持续存在不确定性以及政府债券收益率面临进一步上行压力，都可能打击投资者情绪。

我们对新兴市场亚洲投资级债券维持超配观点。该资产类别兼具优质、防御属性以及收益潜力，部分得益在于其对政府相关及准主权发行人的配置比例较高。虽然未来回报可能日益由票息收益而非价格升值驱动，但具吸引力的整体收益率、稳健的信用基本面以及有利的供需格局，应能继续支撑新兴市场亚洲投资级债券。

尽管如此，我们继续偏好资产负债表稳健、商业模式具韧性且现金流稳定的发行人，例如东盟区域龙头银行、部分亚洲业务为主的保险公司、准主权发行人、防御型消费企业及基础设施相关企业。

整体收益率相较历史水平仍具吸引力



资料来源：彭博社，大华私人银行
注：最差收益率 (YTW) 是指假设发行人不违约且债券在最早可行日期被赎回或偿还的情况下，投资者在该债券上可获得的最低年化回报。

首席投资官建议

我们认为，新兴市场亚洲投资级债券兼具韧性与分散化优势，并获得多元化投资者基础、稳健信用基本面以及有利的供需格局的支持。

新兴市场 亚洲高收益债券

稳健基本面支撑票息收益，但估值偏高限制上行空间

尽管美国利率在较长时间内维持高位，新兴市场亚洲高收益债券截至2026年9月18日年初至今仍取得4.6%的强劲回报。在政府债券收益率上行的环境下，信用利差收窄约60个基点；企业基本面稳健、违约率处于低位以及市场状况有利，也为此提供了进一步支撑。

尽管如此，整体回报并未反映全貌。大部分超额回报主要集中于少数特殊机会，尤其是中国内地及中国香港房地产相关债券的复苏，以及部分前沿市场政府债券。除这些细分领域外，回报主要由债券票息带来的常规收益驱动，债券价格涨幅较为温和。

这一区分十分重要，因为投资格局正在变化：不少前期涨幅突出的债券已经从困境价位大幅修复。与此同时，新兴市场亚洲高收益目前的信用利差已收窄至302个基点。我们认为，当前估值已大致反映新兴市场亚洲高收益债券信用基本面的改善，因此债券估值再度出现广泛上涨的可能性较低。

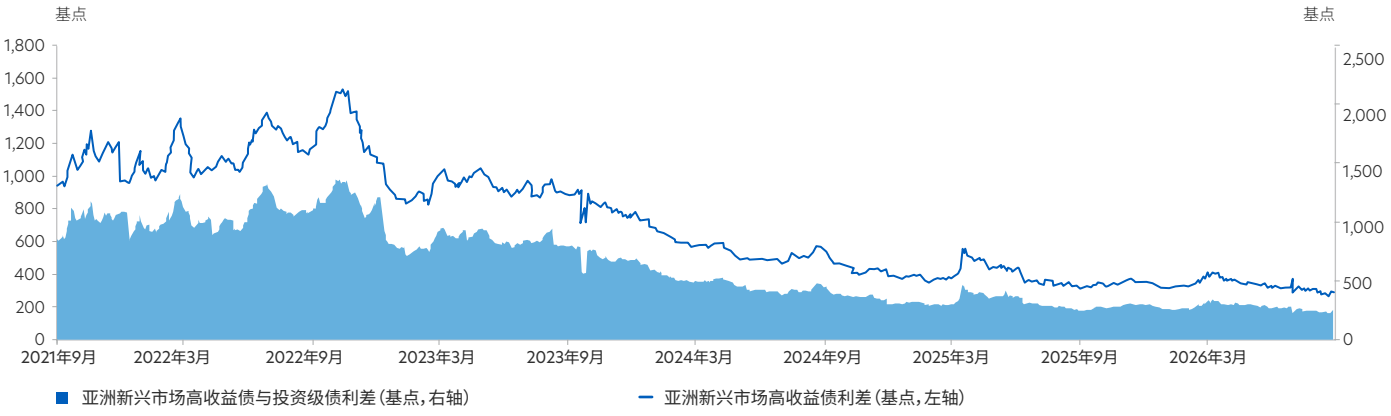
尽管如此，我们认为新兴市场亚洲高收益信用利差大幅走阔的风险不大。企业资产负债表仍具韧性，违约率维持在可控水平，市场供给环境继续为市场提供支撑，债券到期与赎回规模持续超过新发行规模。此外，许多企业已增强融资灵活性，并降低对离岸美元融资市场的依赖，使该资产类别较少受到再融资压力的影响，而这类压力过去往往是市场波动加剧的主要诱因。

因此，我们预计未来6至12个月的回报将主要由票息收益驱动，而非显著资本利得。由于市场整体涨幅多已兑现，获取超额回报可能日益依赖于审慎的发行人选择，而非广泛的市场敞口。

我们维持对新兴市场亚洲高收益债券的中性观点。尽管基本面依然构成支撑，但新兴市场亚洲高收益债券相对于新兴市场亚洲投资级债券所提供的额外收益率已明显收窄。这意味着，与过去相比，投资者为承担较低质量信用风险所获得的额外补偿正在减少。

在此环境下，我们偏好精选的投资策略，重点关注现金流可持续、流动性充裕且具备再融资灵活性的发行人。我们也认为，优质投资级企业发行的次级混合资本债券具有更佳的投资价值。与此同时，我们对投机性较强的投资机会保持审慎，因为潜在回报可能已不足以补偿投资者所承担的风险。

相较于新兴亚洲投资级信用债，新兴亚洲高收益债的估值日益昂贵



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

对新兴亚洲高收益债券维持中立观点，稳健的基本面和有利的市场技术面被偏高估值所抵消。

美国科技企业信用债与发行供应

精选布局，把握最佳机会

人工智能相关债券发行持续快速推进，主要云服务与科技企业年初至今发行规模约达2,200亿美元。除Alphabet和亚马逊外，SpaceX于6月首次发行五期债券，募集250亿美元，用于现有债务再融资及人工智能基础设施资本开支。英伟达也在阔别债券市场五年后重新发债，通过七期债券募集250亿美元，到期年份涵盖2028年至2056年。

由于人工智能相关债券（尤其是较长期债券）发行量增加，投资者采取更加精选的投资策略。随着企业持续大举投资人工智能，其长期回报前景尚不明朗，促使投资者对持有长期债券要求略高的收益补偿。

在此背景下，出现了两个关键问题：信用市场能否在不对信用利差构成压力的前提下，继续承接如此大规模的新债发行量；企业多快能将人工智能投资变现为更强劲的盈利与现金流增长。

美国投资级科技债券的信用利差持续高于彭博美国公司债指数整体水平，这一趋势自今年年初以来持续存在。我们认为，对于希望布局优质科技发行人的投资者而言，这提供了具吸引力的入场机会。我们继续看好资产负债表强劲、自由现金流持续稳定、核心商业模式具韧性的领先超大规模云服务商。

与此同时，半导体及存储芯片制造商受益于异常强劲的盈利能力，其中许多企业的信用评级已获上调，或目前处于正面评级展望。强劲的自由现金流降低了他们对外部借款的需求，并在行业推进投资变现周期的过程中提供额外的财务灵活性。

除超大规模云服务商与芯片制造商外，人工智能主题亦为工业及公用事业领域带来投资机会。随着数字化进程加快及能源转型加速，数据密集型行业不断上升的电力需求，将推动电气设备和电力基础设施领域的增长。这些领域正成为核心超大规模云服务商债券配置具吸引力的补充。

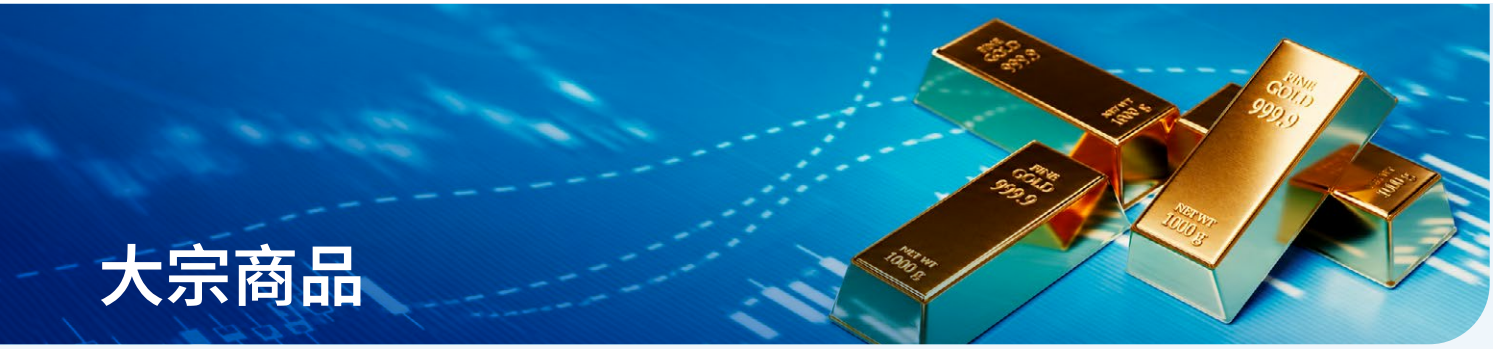
近期利差走阔后，美国投资级科技债展现具吸引力的相对价值



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

我们看好资产负债表稳健且自由现金流持续充裕的超大规模云服务商，这些优势可在其逐步进入资本开支回报兑现周期的过程中提供缓冲。



大宗商品

贵金属(黄金)

避险需求将推动金价上行

近几个月来，黄金价格在波动区间运行。2026年6月和7月金价一度难以守住每盎司4,000美元关口之后，美国财政部长斯科特·贝森特(Scott Bessent)宣布财政部将加大回购此前发行国债的力度，金价随之飙升至每盎司4,600美元。然而，这轮涨势好景不长；2026年9月初，随着美国国债收益率上升，黄金作为无息资产的吸引力随之下降，金价回落至每盎司4,400美元以下。

事后来看，有两大利空因素导致金价从1月份每盎司5,500美元的高位大幅回调。首先，散户投资者的“错失恐惧症”(FOMO)情绪开始消退。中国当局取缔各类过度的网络投机炒作，消除了黄金的一个关键需求来源。其次是美国-伊2026年战争的爆发导致许多央行的注意力从增持黄金转向应对经济紧急状况的准备。

展望未来，除非中东冲突再度剧烈升级，各国央行，尤其是新兴市场和亚洲的央行，很可能会恢复增持黄金。

例证：中国人民银行利用近期金价回调的机会增持黄金储备。

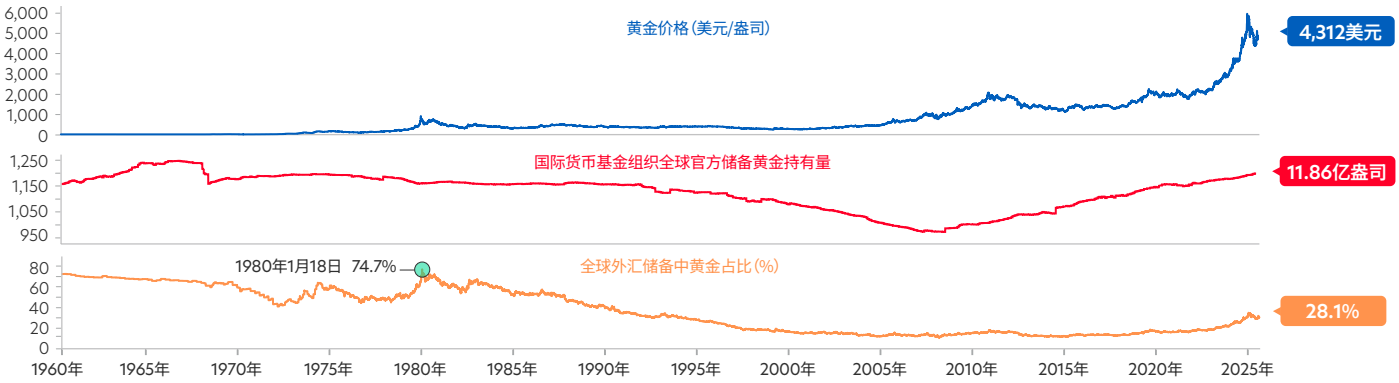
与此同时，对美国政府支出和债务不断攀升的担忧日益加剧，有望在长期内支撑金价。

但就短期而言，黄金面临的最大风险是美国利率的不确定性。如果美联储进一步加息、美国国债收益率继续走高，黄金的吸引力将会下降。

总体而言，我们对黄金长期走势保持乐观态度。金价很可能已在4,000美元/盎司附近构筑了阶段性底部。我们预计金价将先在短期内盘整，随后重拾上行。

大宗商品	2026财年第四季度预测	2027财年第一季度预测	2027财年第二季度预测	2027财年第三季度预测
黄金(美元/盎司)	4,500	4,800	5,100	5,400

黄金：避险需求支撑金价上涨



资料来源：彭博社、大华私人银行

首席投资官建议

我们对黄金维持“中性配置”，理由是虽然央行购金需求上升提供长期支撑，但美国利率和国债收益率走高可能短期压制金价。

布伦特原油

能源与大宗商品价格飙升推升通胀风险

从表面现象来看，金融市场似乎已较好地适应了霍尔木兹海峡持续封闭的局面。美国与伊朗地缘对峙局势有所缓和，加之替代运输方案发挥作用，目前每日仍有多达 1,000 万桶原油运出波斯湾。因此布伦特原油呈现出“平静假象”：2026年8月“仅”上涨10美元/桶，收至90美元/桶。供应紧张的最严峻阶段似乎已经过去，市场状况正回归更为正常的水平。

然而，该表面现象之下并非一片安好。市场日益担忧全球已过度消耗石油及能源库存。2026 年下半年，正是这一库存的释放有效缓解了能源供应中断的冲击，但如今这一库存缓冲正日渐稀薄。具体而言，美国原油库存已大幅下降，俄克拉荷马州库欣的商业库存与战略石油储备（SPR）双双降至相对低位。

成品油市场日趋波动且供应紧张：航空煤油价格已收复此前大部分跌幅，美国柴油价格大幅飙升，亚洲液化天然气（LNG）价格更是创下新高。上述迹象表明，尽管原油价格看似相对平稳，成品油供应仍难以跟上需求步伐。

总体而言，布伦特原油仍面临持续的供应中断风险，尤其是中东和平协议至今遥遥无期。鉴于此，我们已将油价预测全面上调10美元/桶：2026年第四季度至90美元/桶，2027年第一季度至85美元/桶，2027年第二、第三季度均为80美元/桶。不排除布伦特原油进一步上行、逼近100美元/桶的可能。

大宗商品	2026财年第四季度预测	2027财年第一季度预测	2027财年第二季度预测	2027财年第三季度预测
布伦特原油（美元/桶）	90	85	80	80

布伦特原油已突破100美元/桶，反映供应风险与通胀及货币政策收紧直接相关



资料来源：彭博社、大华私人银行

首席投资官建议

我们建议，在地缘政治不确定性消退后，逢高了结布伦特原油的这一轮上涨行情。石油输出国组织（OPEC）仍保有充足后备余力，可在必要时提升原油产量。



货币

美元

随着美联储开启紧缩周期，市场对美元的观点转向乐观

美联储2026年9月加息是一个重大转折，动摇了我们此前对美元中期看空的判断。这标志着美国重启新一轮加息周期，而这并非我们此前的基准假设。目前我们预计，美联储将再加息两次，分别于2026年12月和2027年第一季度各加息25个基点，随后在2027年剩余时间维持利率不变。鉴于市场预期美联储未来数月将进一步收紧政策，而其他主要发达国家的紧缩周期已走在前列、后续加息次数预计有限，美国与其他主要发达国家之间的利差应会重新走阔。

因此，我们将美元的近中期观点由“看空”上调为“乐观”，预计美元指数（DXY）将迎来反弹。这种反弹力度取决于利率走高带来的提振能否盖过长期挑战；例如政府债务攀升侵蚀美元信心、避险需求趋弱等。

外汇	2026财年第四季度预测	2027财年第一季度预测	2027财年第二季度预测	2027财年第三季度预测
美元指数	102	102.8	103.6	103.6

美元指数与政策利率的分化



资料来源：彭博、大华银行私人银行部门、洲际交易所（ICE）、美联储

欧元

预计欧元将走出一条渐进贬值路径

欧洲中央银行在2026年9月10日会议上将存款利率上调25个基点至2.50%，这是美-伊冲突爆发以来的第二次加息；同时，修订后的预测显示通胀将更具持续性。尽管如此，我们预计存款利率在2026年12月最后一次加息25个基点后将升至2.75%，并标志着本轮加息周期见顶。这一判断比市场定价更为保守，市场定价暗示2027年4月前欧洲中央银行还将再加息三次。

我们预计，随着美联储持续加息而欧洲中央银行临近紧缩周期尾声，美国与欧洲之间的利差将进一步走阔，利好美元。因此，我们将欧元兑美元预测点位下调，预计2026年第四季度为1.12，到2027年第二季度跌至1.10。

外汇	2026财年第四季度预测	2027财年第一季度预测	2027财年第二季度预测	2027财年第三季度预测
欧元兑美元	1.12	1.11	1.10	1.10

利差与持仓动态强化欧元看空观点



资料来源：彭博社、大华私人银行

人民币

对人民币中期前景转向谨慎

美联储重启加息周期对人民币（CNY）的即时冲击似乎有限。2026年9月22日，中国人民银行将人民币兑美元中间价设定在6.7459，创下2023年2月以来的最强劲中间价，彰显中国当局对汇率稳定的持续决心。尽管如此，人民币市场价仍持续强于中国人民银行公布的每日汇率中间价，反映投资者对人民币的持续偏好，境内及机构客户对人民币的旺盛需求便是明证。

然而，我们对人民币的中期观点正悄然转差。随着美联储加息周期延续，由此带来的美元走强很可能引发美元兑人民币反弹，其走势或与2022年美联储紧缩周期如出一辙。

从风险管理角度看，此时针对美元走强进行对冲或许是审慎之举，尤其是当前对冲成本已更具吸引力。尽管我们对人民币的中期观点转向谨慎，但预计贬值节奏将是渐进且可控的。中国人民银行的2026– 2030五年规划重申，人民币汇率稳定与提升全球使用占比仍是结构性优先事项。这应能限制人民币走弱的速度与幅度。

外汇	2026财年第四季度预测	2027财年第一季度预测	2027财年第二季度预测	2027财年第三季度预测
美元兑人民币	6.75	6.80	6.85	6.85

预期人民币贬值速度渐进可控



资料来源：彭博社、大华私人银行

不仅如此，中国人民银行管控多项政策工具，可随时支持人民币、防范汇率过度波动。

我们上调美元兑人民币预测点位，以反映利差的变化走向及人民币近期强势的渐进消退。

日元

美元兑日元走高支撑高收益资产需求，延缓日元复苏

尽管我们对美元持乐观观点，但日元（JPY）的前景则更为微妙。日本银行于2026年9月将基准利率上调25个基点至1.25%，我们预计2027年第二季度日本银行还将再加息一次；但若通胀压力持续，其提前行动的可能性依然存在。美联储与日本银行之间的利差仍是主要货币中最大的，美联储进一步加息很可能会支撑美元兑日元延续上行。这可能引发对高收益资产的更广泛需求，从而延缓日元复苏。

然而，随着美元兑日元逼近160附近的历史干预水平，其上行空间可能受限。日本当局已释放出高度警惕的信号，若日元跌势加速，干预风险将随之上升。日本银行采取更激进的加息周期，虽然这种情形并非我们的基准情形，但其也可能为日元提供有力支撑，并部分抵消美元的全面强势。

外汇	2026财年第四季度预测	2027财年第一季度预测	2027财年第二季度预测	2027财年第三季度预测
美元兑日元	159	161	162	162

日元短期上行空间受利差走宽约束



资料来源：彭博社、大华私人银行

澳元

相较于其他货币，澳元下行空间有限

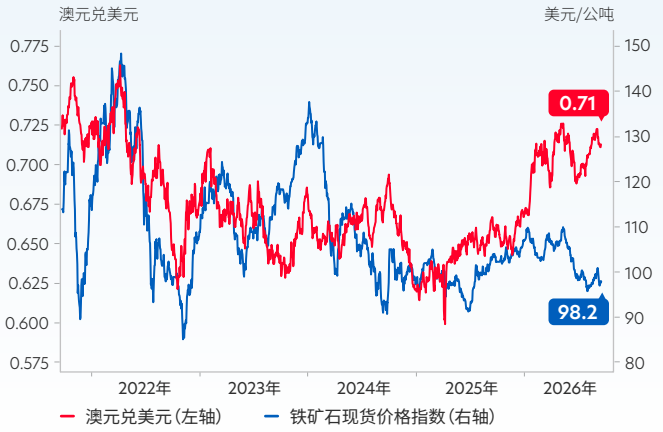
澳元是2026年表现最强的主要货币，背后是澳大利亚储备银行(RBA)持续的加息周期提供支撑。今年以来，澳大利亚储备银行已加息四次，将现金利率推升至近15年高位4.60%；经济增长具备韧性、劳动力市场具备韧性以及高于目标的通胀是主要驱动因素。

尽管我们对美元持有的观点更为乐观，但澳元兑美元应被证明比大多数主要货币更具韧性。美联储与澳大利亚央行之间的利差较窄，限制了美国利率上行对澳元的压制程度，使澳元有别于欧元、英镑、新西兰元等更加脆弱的货币。

话虽如此，澳元仍面临外部风险敞口。全球风险情绪恶化或中国经济放缓超预期都可能拖累澳元，加速其走弱。尽管如此，即使澳元兑美元汇率承受下行压力，其跌幅大概率仍会小于多数其他主要货币。

外汇	2026财年第四季度预测	2027财年第一季度预测	2027财年第二季度预测	2027财年第三季度预测
澳元兑美元	0.70	0.69	0.68	0.68

大宗商品支撑或将限制澳元下行空间



资料来源：彭博社、大华私人银行

新加坡元

新加坡元将获新加坡金融管理局货币政策立场与AI驱动增长的支撑

尽管美联储重启紧缩周期，预计新加坡元仍将保持韧性。新加坡央行(即新加坡金融管理局)2026年已两次收紧货币政策，强化了新加坡元的升值倾向，为抵御美元强势提供缓冲。我们预计，新加坡金融管理局将于2026年10月进一步收紧货币政策，应有助于限制美元兑新元的近期涨幅。

除政策支撑外，新加坡元还持续受益于强劲的结构性基本面，包括审慎的财政政策、持续的经常账户盈余以及AI驱动的增长。这些因素巩固了新加坡元作为亚洲首选避险货币的地位，支撑起在相当程度上独立于短期利差的需求。

因此，虽然美元兑新加坡元可能伴随美元全面走强而上行，但相较于其他区域货币，新加坡元的贬值速度应保持渐进可控且相对温和。

外汇	2026财年第四季度预测	2027财年第一季度预测	2027财年第二季度预测	2027财年第三季度预测
美元兑新加坡元	1.28	1.29	1.30	1.30

预期新加坡元走弱速度渐进可控



资料来源：彭博社、大华私人银行



Right By You

重要通知与免责声明:

本出版物所载的资料仅供参考之用，不具有任何义务。本出版物不是也不应被视为买卖任何投资或保险产品的要约、推荐、邀请或建议，且任何人不得以任何目的予以传播、披露、复制或依赖文中信息。有关投资或保险产品的任何描述 (如有) 均完全符合该投资或保险产品的条款和条件，以及该投资或保险产品的招股说明书或构成文件 (如适用)。本出版物中的任何内容均不构成会计、法律、监管、税务、财务或其他建议。如有疑问，您应就文中讨论的议题咨询您的专业顾问。

本出版物中包含的信息，包括任何数据、预测和基本假设，均基于特定假设、管理预测和对已知信息的分析，并反映了截至出版日期的当前情况，所有这些信息均可能随时发生变动，恕不另行通知。尽管已尽一切合理努力确保本出版物所含信息的准确性和客观性，大华银行有限公司 (以下简称“大华银行”) 及其员工均不作任何形式的明示、暗示或法定陈述或保证，也不对文件内容的完整性或准确性承担任何责任。因此，大华银行及其员工对文中出现的任何错误、不准确之处、遗漏或任何人士因信赖本出版物所载的意见或资料而引致的任何后果或任何损失/损害一律不承担任何责任。

本出版物中包含的关于 (包括但不限于某些国家、市场或公司的) 未来事件或业绩的任何意见、预测和其他前瞻性陈述不一定代表实际事件或结果，可能与实际事件或结果有所不同。文中信息不考虑特定的目标、财务状况和任何特定人士的特殊需求。投资者在投资任何投资或保险产品之前，不妨寻求独立财务顾问的意见。如您选择不寻求有关意见，则您应考虑有关投资或保险产品是否适合您。

本份由 (大华银行) 发行的文件，可能全部或部分基于源由自摩根资产管理的资料，以及有可能并没有全面反映资料来源的所有观点。不拟构成研究或推介，也不拟构成符合接收者的任何特定目标。本文件中英文版本如有任何歧异，概以英文版所载资料其为教育性质，为准。

版权所有©2026大华银行有限公司版权所有。
大华银行有限公司注册登记号:193500026Z