创刊寄语

并非每个信号都是行动的号令 · 投资行业有个奇特的习惯：给它一个月度截稿日，它便每月改换一次立场。

本刊《CIO信号》无意如此。

市场嘈杂，不确定性长存，证据往往不及笃定的评论所暗示的那般明确。我们的宗旨，在于辨识真正影响长期投资者的因素，说明其为何重要，并研判其是否改变了什么。

有时，结论可付诸行动；有时，它会挑战流行的叙事；而有时，理智而诚实的答案是：该信号值得关注，却尚不具备投资价值。耐心并非判断的缺席；很多时候，恰恰是判断的结果。

我们的出发点，是长期建设性的立场。经济增长、企业适应、盈利复利累积，市场往往因此上行。但并非每个市场都具吸引力，亦非每种风险都无害。我们的责任，在于持续审视我们观点所面临的风险，而不将警惕误作频繁操作。

因此，《CIO信号》既非预测清单，也非月度交易目录。它所记录的是：我们认为什么值得关注，什么仍属噪音，以及投资者是否需要为此有所行动。

首席投资团队卷首语

在股市连续四年录得两位数回报之后，我们于美联储加息次日，将股票配置由增持调整为中性。此举并非看空。全球经济依旧具有韧性，企业盈利持续增长，人工智能（AI）投资周期仍有延续空间。但市场预期异常高企。当投资者对英伟达（NVIDIA）20%的涨幅都略感失望时，往往意味着价格正逐步充分反映乐观情绪。

自2023年初以来，标普500已累计翻倍，堪称数十年来最强劲的涨势之一。市场鲜少因涨得太久而下跌；下跌，源于预期与现实的冲突。我们当下的担忧不在于经济衰退，而在于自满情绪。若因获利回吐或情绪转变而出现5%至7%的回调，实属正常；若企业盈利、政策与经济基本面仍提供支撑，则此类回调或将带来投资机会。

与此同时，投资者的耐心再度有了回报。投资级公司债券的收益率，已高达不久前只有风险较高的借款方才会给出的水平。时隔多年，票息收入重新成为总回报的重要来源。

本月图表揭示了AI竞赛中一个常被低估的现实：资本的定价并不均等。微软（Microsoft）的借款利率依旧令企业借款方艳羡；甲骨文（Oracle）与AI云服务商CoreWeave的借款利率则明显更高，其中CoreWeave更甚。随着AI投资规模迈向万亿美元量级，融资成本的重要性或许不亚于技术本身。

这进一步凸显了多元化投资的重要性。对大型科技股集中度风险的担忧固然可以理解，但大型云服务商可能比许多人预期的更具韧性。预计到2027年，AI相关资本开支将超过1万亿美元。为这轮建设提供资金的企业，最终可能比许多希望从中受益的企业更占优势。投资中，最具吸引力的机会未必总在卖铲子的人当中；有时，机会属于坐拥矿山的人。

AI的借贷成本：债市对部分企业的要价约为其他企业的3倍

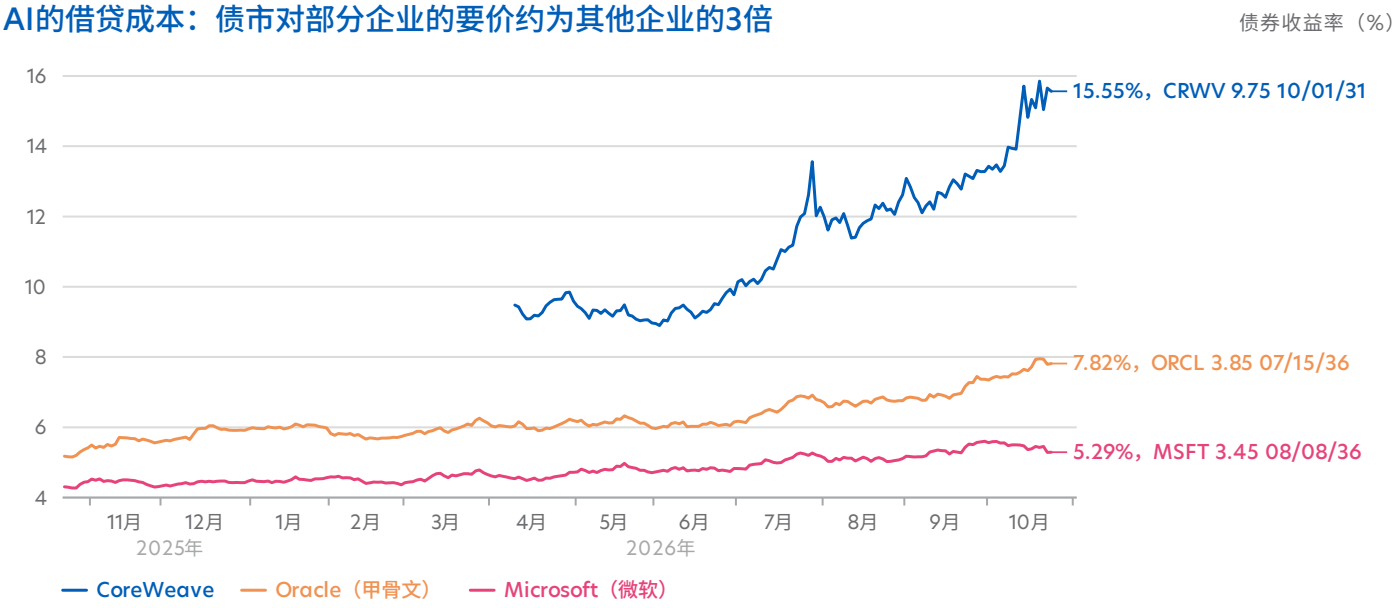


图01 · 资料来源：彭博。数据截至2026年10月22日

本月数字

5.5 %

这是优质超大规模云服务商债券目前的收益率，背后有稳健的资产负债表、充裕的现金流与雄厚的财务实力作为支撑。一年前，如此兼具质量与收益的组合基本无从获得。如今，投资者无需承担大幅增加的信用风险，就能从质量较高的债券中获得可观的回报。若债券收益率上升，久期较长的债券依旧容易承压；但对于能够承受波动并持有至到期的投资者而言，其等待将获得丰厚回报。乏味的债券，不再意味着乏味的回报。

利率走高，企业盈利仍在增长，但正在见顶。不过，公司债券与政府债券之间的收益率差距扩大，或将带来具吸引力的买入机会。

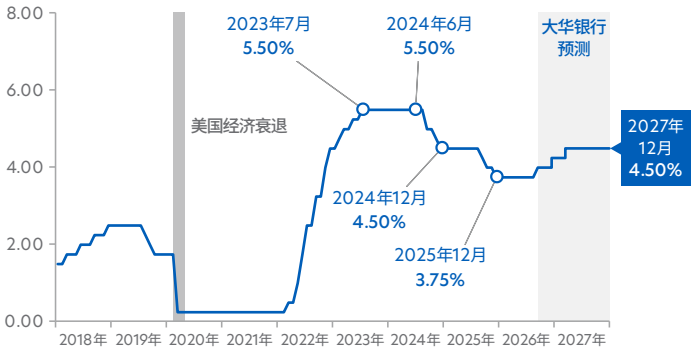


图02 · 资料来源：彭博、大华私人银行

经济

正处于一轮小型加息周期

市场已进入一轮小型加息周期。自美联储9月16日首次加息以来，股市大致横盘。我们预计美联储还将加息两次：一次在2026年12月，即美国中期选举之后；另一次在2027年第一季度。历史给出了警示：在过去八轮加息周期中，成长股表现最差，随后三个月内平均下跌8%。投资者应优先选择质量优良、现金流强劲且估值具吸引力的企业，而非价格高昂的成长股。

市场

标普500盈利强劲，但或已见顶

盈利增长依然强劲，但增速或许已越过峰值。盈利增速从2025年第四季度的12.5%跃升至2026年第二季度的35.1%，预计2026年第三季度将放缓至26.3%。该季度最终公布的增速可能达到30%，但趋势已经明确：盈利依然稳健，加速势头却在放缓。鉴于预期已然高企，未来市场涨幅将愈发取决于企业业绩能否超出预测，以及企业能否展现信心，表明其人工智能（AI）投资将带来丰厚回报。

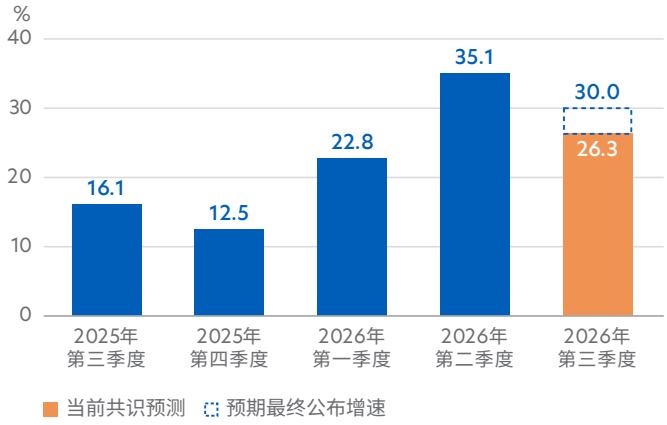


图03 · 资料来源：彭博、瑞银、大华私人银行

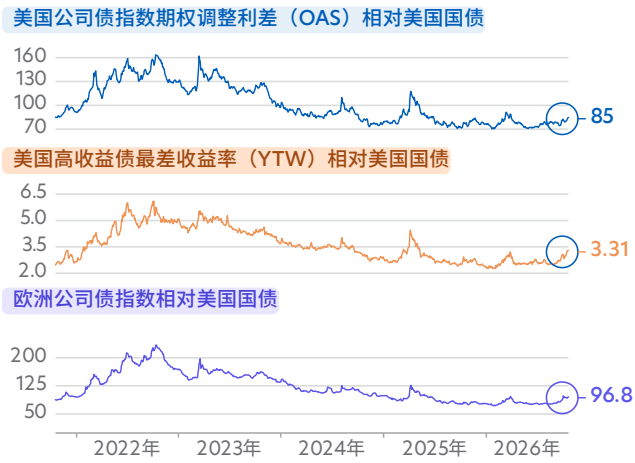


图04 · 资料来源：彭博、大华私人银行

我们正在监测的风险

信用利差尚未升至恐慌水平

政府债券与公司债券之间的收益率差距正在扩大，但市场尚未陷入恐慌。高收益债券市场已初现裂痕，警示信号已经亮起：10月中旬，一家重要的新兴云服务商的债券收益率已升至信用困境水平。12月的再次加息或将为债券投资者带来更好的买入时机，但2027年第一季度的前景依然不明朗。风险承受能力较高的投资者应预留现金：未来四个月，投资者或许有难得的机会，以过去只有风险较高的企业才会给出的收益率，买入优质企业发行的债券。应看重企业的抗风险能力，而非只看债券收益率。

注：期权调整利差（OAS）相对美国国债：指一只债券在考虑所含期权的影响后，相对于可比美国国债所提供的额外收益率。所含期权包括发行人以既定价格提前赎回债券的权利，或持有人在特定日期出售债券的权利。
最差收益率（YTW）：指假设发行人不违约、且债券在最早可能的日期被提前赎回或偿还的情况下，投资者持有该债券可获得的最低年化回报。

近期曝出的超文本预处理器（PHP）漏洞，以及AI支出放缓的迹象，均值得关注；同时，半导体股或许正在发出可能见顶的信号。

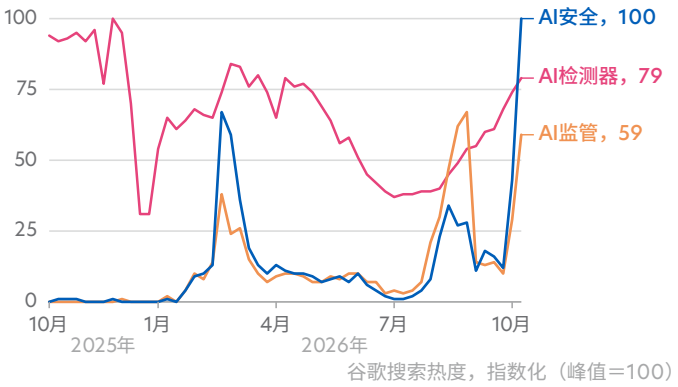


图05 · 资料来源：谷歌趋势（Google Trends）、大华私人银行

AI趋势

对AI的担忧正在升温

AI已不再只是一个成长故事。随着AI日益普及，外界对其安全、监管以及AI生成内容的担忧也在上升。近期媒体报道激增，表明投资者、政策制定者与消费者越来越关注的，已不是AI会不会改变世界，而是当AI真正改变世界时，需要哪些保障措施。我们认为，在灾难性事件发生之前，强制执行的严格监管不太可能出台。AI的机遇依然巨大，所受的审视也同样严格。

AI使用量

成本趋缓，助推使用量增长

AI需求正在加速增长。在最近一期的月度对比中，词元（Token）使用量增长52%，明显超过同期词元支出23%的增幅。因此，企业在大幅增加AI使用量的同时，每个词元支付的费用却更少。这正是投资者希望看到的普及良性循环：价格下降刺激使用，并拓宽应用范围。但最终的赢家，将是能把爆发式的使用量转化为可持续收入、利润与现金流的服务商。

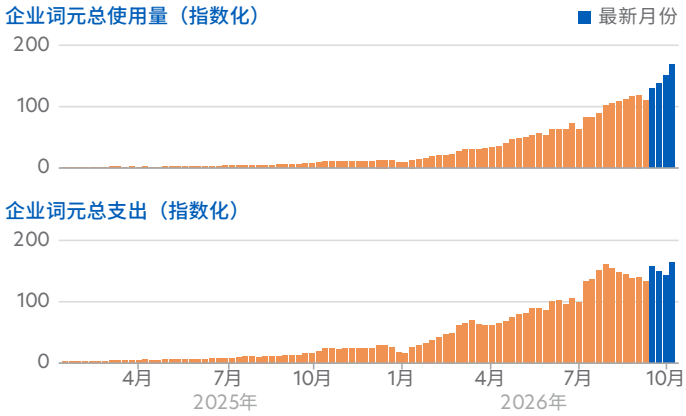


图06 · 资料来源：Ramp AI、大华私人银行



图07 · 资料来源：彭博、大华私人银行

半导体

AI硬件与基础设施正处于关键节点

半导体板块正面临一场决定性考验。我们并不预期股价会回落至伊朗冲突爆发前的水平；若真回落至此，将意味着AI的投资逻辑实际上已经瓦解。但半导体企业第三季度必须交出超出预期、并上调指引的强劲业绩，才能推动费城半导体指数（SOX）突破前期高点。若未能向上突破，将表明价格已反映乐观情绪。投资者应趁半导体股大幅上涨之机调整持仓，把配置转向运用AI来优化成本、提升收入的企业。

综述

乐观情绪依旧出奇地难以消退，但市场已开始提出更尖锐的问题。10月初，费城半导体指数连续八个交易日累计下跌16%，创下2008年10月以来最长的连跌纪录。尽管跌势急剧，一只主要的杠杆型半导体交易所交易基金（ETF）仍获大量资金流入，表明个人投资者依然愿意逢低买入，甚至借助杠杆买入。

货币政策同样仍令人担忧。美联储已于9月加息一次，我们预计12月将再次加息。金融环境收紧，很少对高估值股票有利。我们对联邦公开市场委员会（FOMC）政策沟通的分析持续显示，该委员会仍倾向于维持较高利率以控制通胀。

尽管投资者对市场的乐观情绪有所减弱，但市场远未到恐慌性抛售的地步。超大盘股票继续撑起标普500，而其成分股中只有约56%的股价高于200日移动均线。整体指数看起来大致健康，但细看之下，许多个股的表现并不如指数。

企业盈利仍是最坚实的防线。标普500成分股第三季度盈利预计增长约26%；计入惯常的业绩超预期与预测上调后，增幅可能达到30%。但仅靠强劲的盈利，或许已不足以推动股价上涨。若强劲的业绩与上调的指引仍未能推高股价，投资者高企的预期可能需要回落至更现实的水平。

这种压力在AI基础设施领域最为明显。多项原定的上市与融资交易，有的已经推迟，有的在上市后表现不佳。AI相关项目仍能获得资金，但投资者对估值的要求已明显提高。

我们对股票维持中性立场。对于风险承受能力较高、并能持有至到期的投资者，我们看好逐步买入优质债券。政府债券与公司债券之间的收益率差距虽已扩大，但尚未发出恐慌信号。在中国市场，我们的多元化策略依然偏向稳健，并注重与政府政策重点保持一致，而非追逐激进的增长。最后，美国中期选举或将令市场短暂波动，但决定持久走势的，将是利率政策、投资者持仓与企业盈利。

投资组合策略

AI并未崩塌，但门槛正在抬高。安全与监管或将抑制前沿模型的收入，不过，相较于由AI智能体引发的灾难，采取必要的安全防护措施显然更容易接受。成本保持可控，使用量持续增长。半导体股已下跌逾20%，标普500却仍处于历史高位附近。投资者如何布局，才最为关键。

相比价格高昂的成长股，我们更看好质量优良、现金流充沛的企业以及AI应用企业；同时，公司债券与政府债券之间的收益率差距扩大，或将带来逐步买入优质公司债券的机会。

资产配置观点

资产类别	减持	中性	增持
股票		■	
美国		■	
欧洲		■	
日本		■	
亚洲新兴市场		■	
固定收益		■	
发达市场投资级			▲
发达市场高收益	▼		
新兴市场投资级			▲
新兴市场高收益		■	
大宗商品			
贵金属		■	
货币市场			▲

▼ 减持 ■ 中性 ▲ 增持

图08 · 资料来源：大华私人银行



诚挚如一

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。

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