首席投资团队前言

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。

本月图表揭示了人工智能竞赛中一个常被低估的现实：资本的定价并不均等。微软的借款利率依旧令企业借款方艳羡；甲骨文与人工智能云服务商CoreWeave的借款利率则明显更高，其中CoreWeave更甚。随着人工智能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，但头部超大规模云服务商可能比许多人预期的更具韧性。预计到2027年，人工智能相关资本开支将超过1万亿美元。承担这笔开支的企业，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手中；有时，机会属于坐拥矿山的人。

本月图表

人工智能的借贷成本：债市对部分企业的要价约为其他企业的3倍

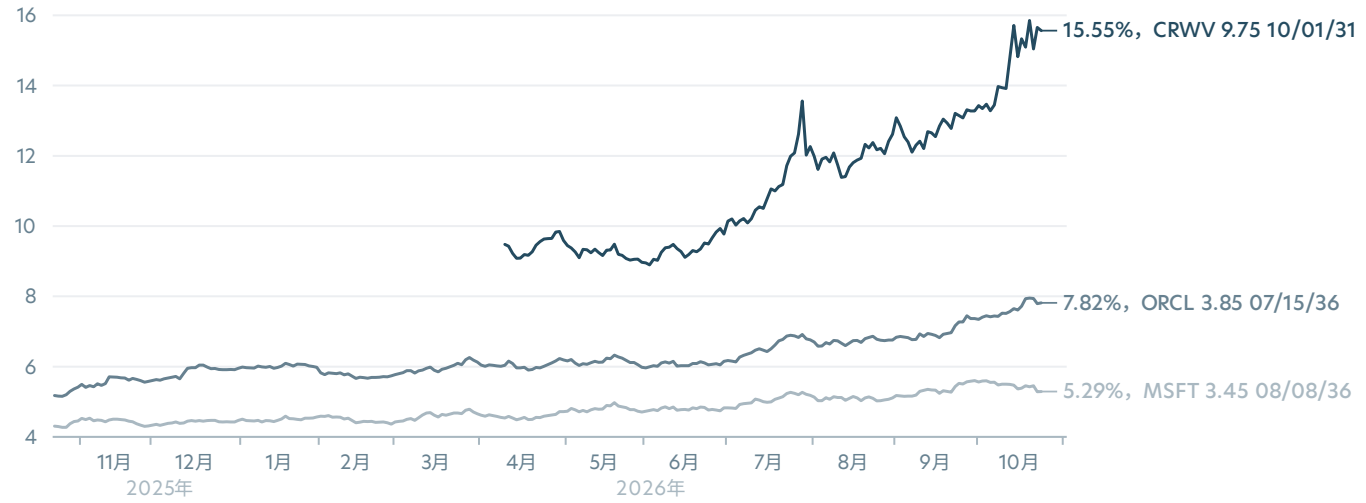


图01 · 资料来源：彭博。数据截至2026年10月22日

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，背后是极为稳健的资产负债表、庞大的现金流与近乎主权级的财务实力。一年前，如此兼具质量与收益的组合基本无从获得。过去需要大幅下沉信用等级才能获得的回报，如今投资者无需这样做便可取得。若债券收益率上升，久期较长的债券依旧容易承压；但能够承受波动并持有至到期的投资者，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，信用利差走阔或将带来具吸引力的买入机会。

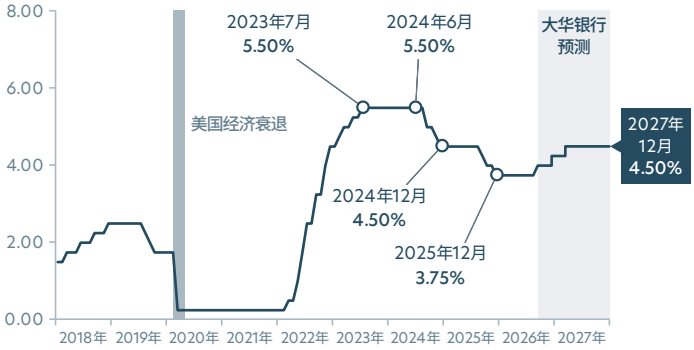


图02 · 资料来源：彭博、大华私人银行

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%。投资者应优先看重质量、现金流与估值纪律，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，加速势头却在减弱。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，以及企业能否对人工智能投资的回报前景展现信心。

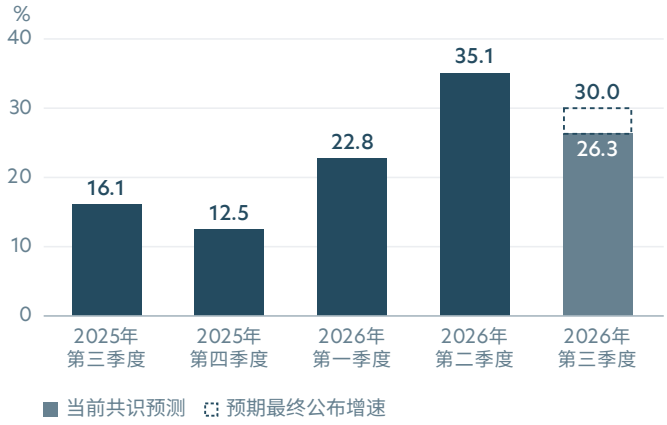


图03 · 资料来源：彭博、瑞银、大华私人银行

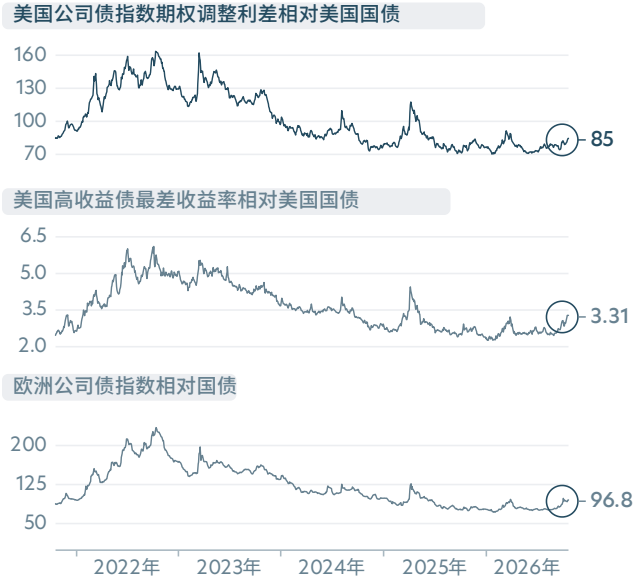


图04 · 资料来源：彭博、大华私人银行

我们正在监测的风险

信用利差尚未升至恐慌水平

信用利差正在走阔，但市场尚未陷入恐慌。高收益债券市场已初现裂痕，CoreWeave便是警示信号。12月的再次加息或将带来更好的入场时机，而2027年第一季度的前景仍过于不确定，尚不宜据此交易。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借款方才会给出的收益率，买入优质企业发行的债券。选择时应看重这些企业的抗风险能力，而非只看收益率。

近期曝出的PHP编程语言漏洞，以及人工智能支出放缓，均值得关注。半导体股或许正在发出可能见顶的信号。

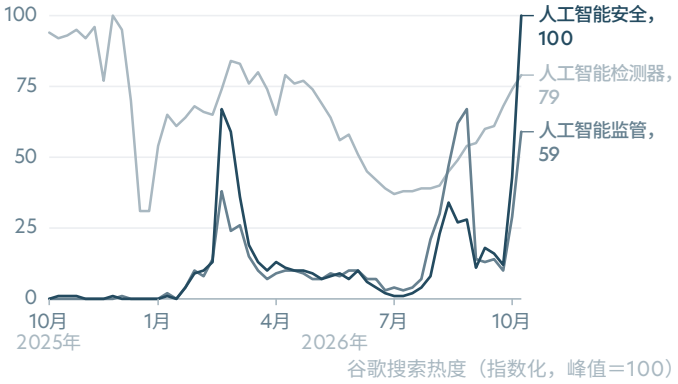


图05 · 资料来源：谷歌趋势、大华私人银行

人工智能趋势

对人工智能的担忧正在升温

人工智能已不再只是一个成长故事。随着人工智能日益普及，外界对其安全、监管以及人工智能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，已不是人工智能会不会改变世界，而是当人工智能真正改变世界时，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。人工智能的机遇依然巨大，所受的审视也同样严格。

人工智能使用量

成本趋缓，助推使用量增长

人工智能需求不仅保持稳健，更在加速增长。在最近一期的月度对比中，词元使用量增长52%，明显超过同期支出23%的增幅。因此，企业在大幅增加人工智能使用量的同时，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、利润率与现金流的服务商。

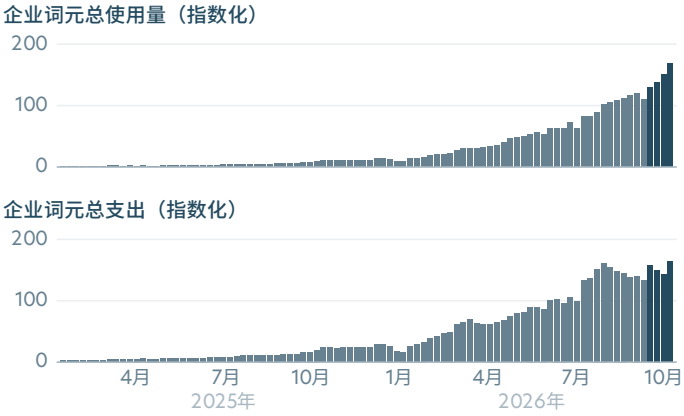


图06 · 资料来源：Ramp AI、大华私人银行



图07 · 资料来源：彭博、大华私人银行

半导体

人工智能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美伊冲突爆发前的水平；若真回落至此，将意味着人工智能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，才能推动板块突破前期高点。若未能向上突破，将表明价格已反映乐观情绪，股价也将困于宽幅区间之内。投资者应趁半导体股大幅上涨之机调整持仓，把配置转向运用人工智能来优化成本、提升收入的企业。

结语

人工智能并未走向崩塌，但市场对其要求正不断提高。安全与监管或将抑制前沿模型的收入，但适当的安全防护仍优于承担人工智能体可能引发的灾难性风险。人工智能成本保持可控的同时，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。

资产配置观点与行业表现

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		■	

资产类别	减持	中性	增持
另类投资		■	
对冲基金		■	
私募市场		■	
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

行业表现%（近30天）

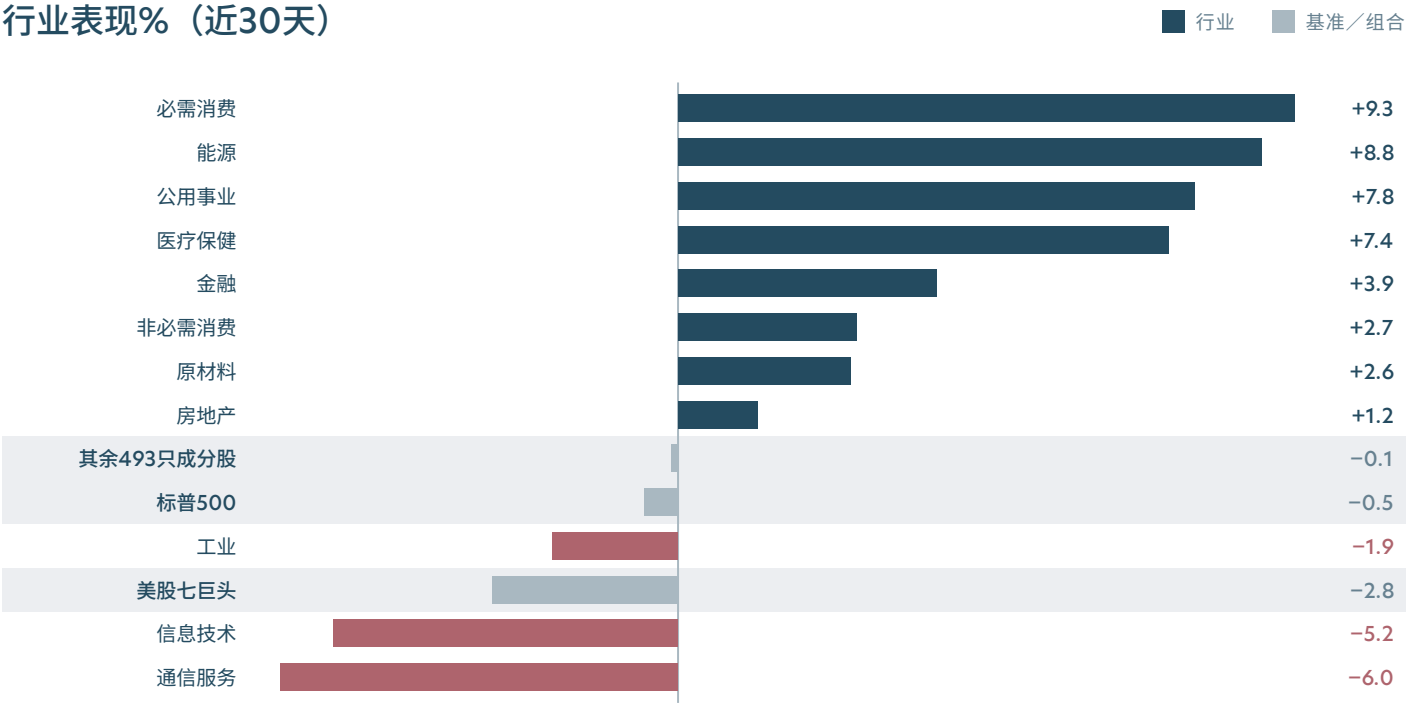


图09 · 资料来源：彭博、大华私人银行。近30天总回报

战术观点

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。上周，Direxion三倍做多半导体ETF的价值缩水约三分之一，却仍吸引了创纪录的72亿美元资金流入。这笔资金相当于约210亿美元的芯片名义敞口。与此同时，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。面对半导体股的下跌，个人投资者非但没有撤离，反而似乎正借助杠杆逆势加仓。

政策同样仍是逆风。美联储已加息一次，我们预计12月将再次加息。金融环境收紧时，高估值股票很少能安然无恙。我们持续监测一个用于追踪联邦公开市场委员会相对立场的自然语言处理模型；该模型的读数依然明显偏向鹰派。

投资者已开始减仓，但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。该指数从整体上看，比其内部的实际情况更健康。

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%。但仅靠盈利兑现，或许已经不够。若强劲的业绩与上调的指引仍未能推高股价，市场可能需要更彻底地消化高企的预期。

这种压力在人工智能基础设施领域最为明显：Firmus搁置上市计划，AirTrunk推迟在新加坡发行信托，Nscale的估值难获投资者认可，Elice上市首日股价一度下跌多达32%。企业仍能融资，但已无法以任意估值融资。

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信用债。信用利差虽已走阔，但尚未发出恐慌信号。在中国市场，我们的“三端”策略依然偏向稳健，而非激进。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，将是货币政策、投资者持仓与企业盈利。

如何解读本行观点

战略观点指在既定投资期限内，相对于相关基准的首选资产配置。战术观点用以判断在当前市场环境下，投资者应增加、维持、削减或暂缓相关敞口。战略性增持并不构成在任何价格或任何时点购买任何证券或产品的许可。个别建议仍须符合产品准入、投资组合适当性、集中度限制及既定的建仓方式。

关于《CIO信号》

并非每一次观察都需要交易，也并非每个月都需要新的判断。《CIO信号》关注的是可能影响长期结果的因素，同时为不确定性、不同的解读，以及“耐心仍是最佳应对”这一可能性留出空间。

预测市场

将不确定性转化为实时的市场信号

01 将预期转化为价格

什么是预测市场?

在预测市场上，用户可以买卖与未来事件结果挂钩的合约。这些结果可以是通胀数据、利率决议、体育赛事结果、科技产品发布以及企业事件等。

合约价格实时反映参与者认为某一结果发生的可能性有多大，并会随着新信息的出现而变化。

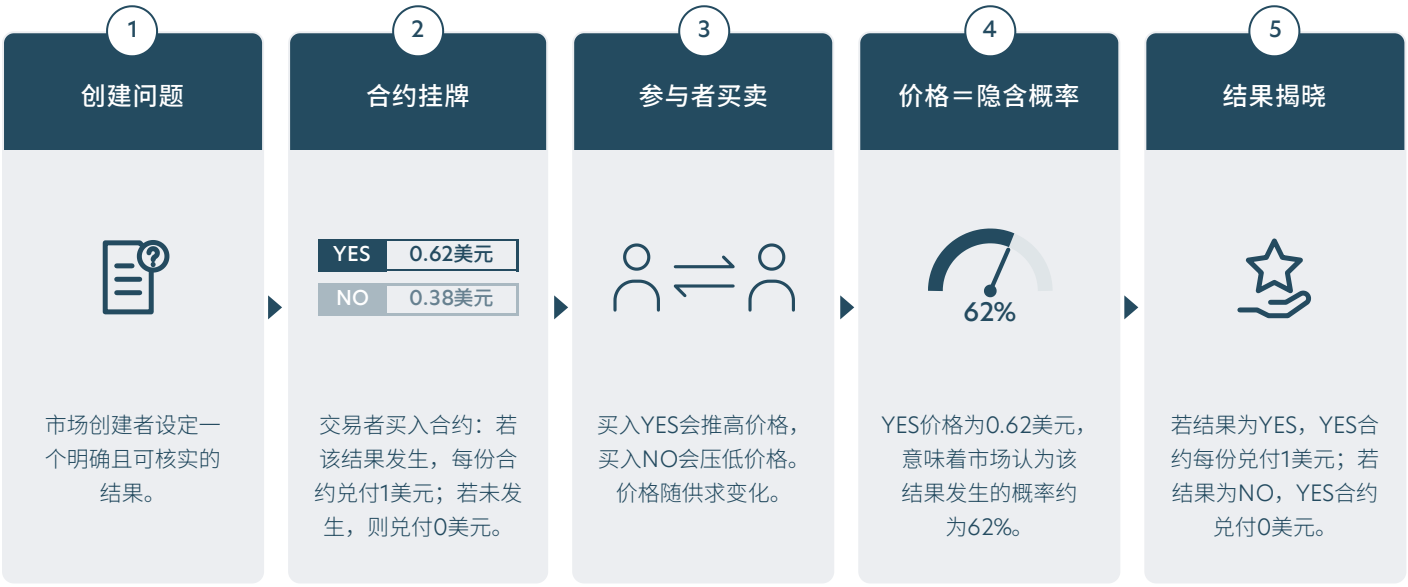


图10 · 资料来源：大华私人银行

以美国中期选举为例：“哪个政党将同时掌控众议院与参议院？”

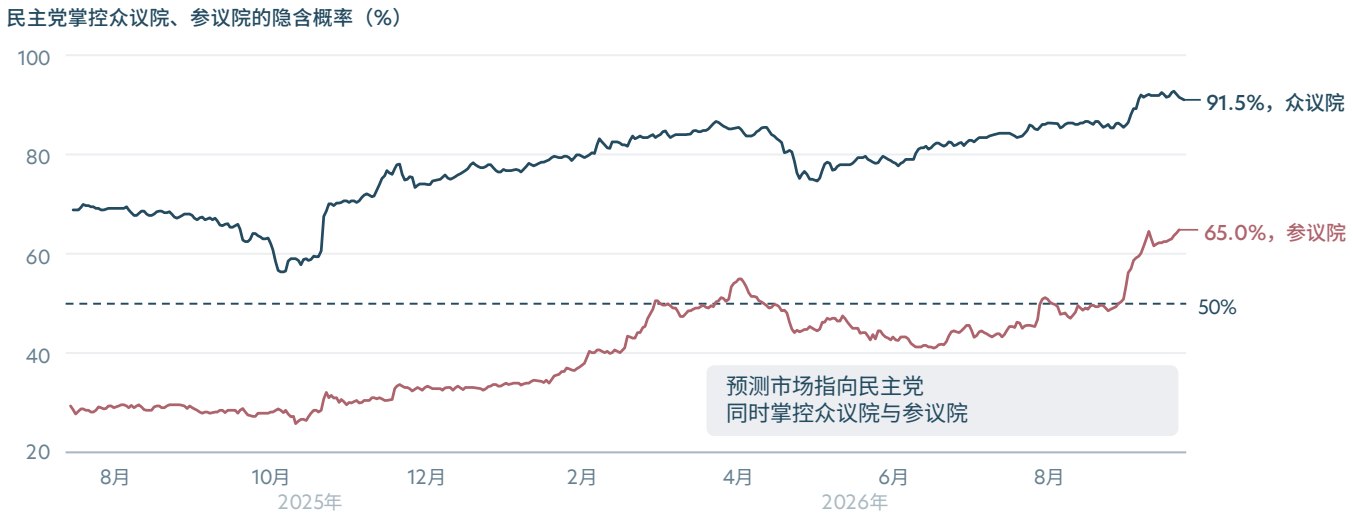


图11 · 资料来源：彭博、大华私人银行；预测市场加权数据（Kalshi占60%，Polymarket占40%）

02 预测市场势头渐起

2025年以来，在体育、政治和宏观经济事件的带动下，预测市场的交易量快速增长。随着投资者、媒体公司和机构寻求能及时反映市场预期的信号，关注预测市场的群体正不断扩大。

预测市场的吸引力在于，它能把各方不同的观点转化为持续更新的价格，让人们在民意调查、问卷调查和专家预测之外，多一个参考视角。

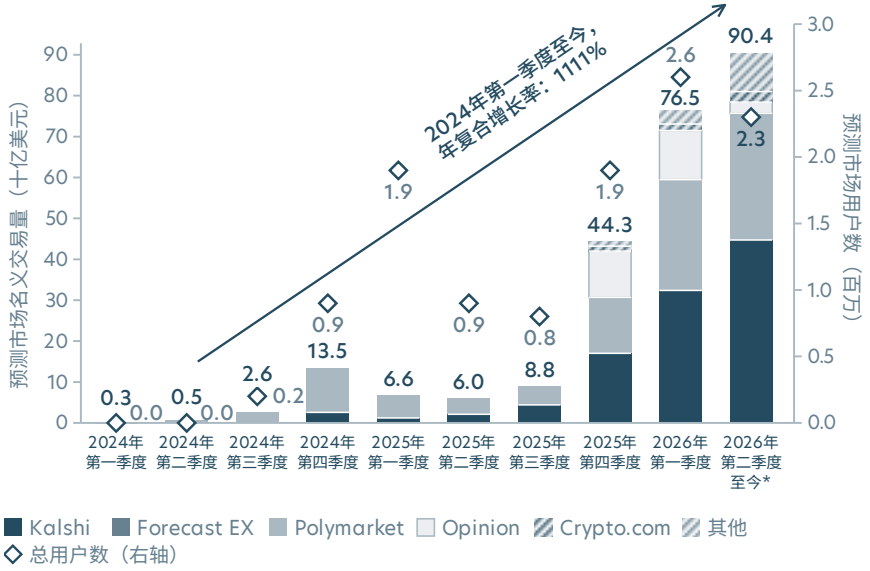
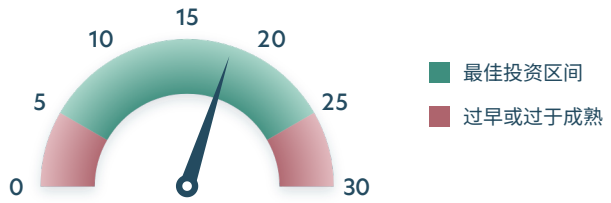


图12 · 资料来源：大华私人银行、Dune Analytics、高盛投资研究部。
*2026年第二季度至今的数据经年化处理

主题成熟度图谱（预测市场）



因素	评分	要点
技术成熟度	4/5	平台已投入运作
市场普及度	3/5	交易量已具规模，但尚未成为主流
收入可见度	3/5	手续费、数据与做市等收入模式正逐步成形
监管	2/5	美国监管环境正在改善，但法律与司法管辖风险依然存在
成本曲线	4/5	数字化分销与自动化结算，有助于实现规模经济
可投资性	2/5	可直接投资的上市标的有限，但通过基础设施相关标的布局切实可行
总分	**18/30**	

图13 · 资料来源：大华私人银行

03 投资回报不只取决于增长

预测市场日益受到关注，但热度本身并不能保证可观的投资回报。

下一步的考验，是平台能否把日益活跃的交易转化为可持续的收入。监管是否明确、执行是否可靠、普及范围能否扩大，将影响其长期前景。估值同样重要：增长强劲，并不一定意味着在任何价格买入都值得。

核心要点

我们认为，预测市场能把不确定性转化为可交易的信息，因此具有可观的长期潜力。但下一阶段的关键在于：更明确的监管和更广泛的机构应用，能否把当前的交易量增长转化为可持续的信息市场生态。

如需获取主题投资系列完整刊物，以及相应的布局方式，请联系您的高级客户顾问。

利率预测（%）

利率	9月25日	2026年第四季度	2027年第一季度	2027年第二季度	2027年第三季度
美元3个月SOFR（复利）	3.66	3.96	4.21	4.32	4.36
新元3个月SORA（复利）	1.22	1.40	1.50	1.57	1.63
10年期美国国债收益率	5.19	5.30	5.50	5.50	5.50
10年期新加坡政府证券	2.48	2.65	2.80	2.95	3.00

图14 · 资料来源：大华银行环球经济与市场研究部，截至2026年9月25日

汇率预测

外汇	9月25日	2026年第四季度	2027年第一季度	2027年第二季度	2027年第三季度
美元指数	101.3	102.0	102.8	103.6	103.6
美元／日元	159	159	161	162	162
欧元／美元	1.14	1.12	1.11	1.10	1.10
澳元／美元	0.70	0.70	0.69	0.68	0.68
美元／人民币	6.71	6.75	6.80	6.85	6.85
美元／新元	1.28	1.28	1.29	1.30	1.30

图15 · 资料来源：大华银行环球经济与市场研究部，截至2026年9月25日

免责声明

本文件属严格私密及保密，仅供指定收件人使用。未经大华私人银行事先书面许可，不得以任何方式全部或部分复制、传播或转发。

本文所载信息仅供一般参考，不构成买卖任何投资产品的要约、推荐或招揽，亦未考虑任何人士的特定投资目标、财务状况或特殊需求。在作出任何投资决定前，您应向持牌或获豁免的财务顾问寻求意见。

任何观点、预测及估计均反映首席投资团队于发布日的判断，并可能随时变更，恕不另行通知。过往表现并不代表未来业绩；投资价值及其收益可跌亦可升。

大华银行有限公司。注册号 193500026Z。
保留所有权利。