产品及投资方案部

2026年10月13日

2026 年四季度投资展望
季度主题·客户七问·产品配置方案



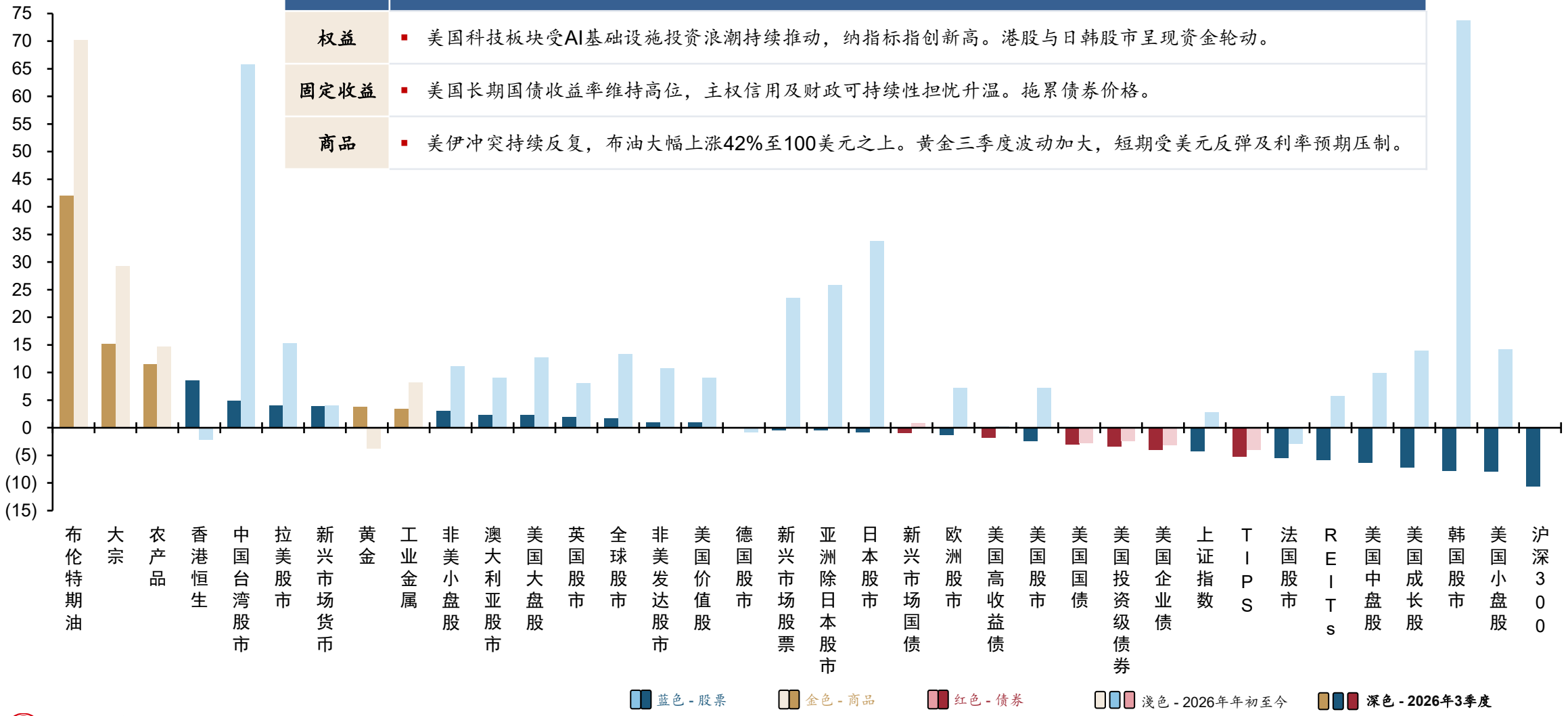
全球长期资本成本上行：从通胀交易到信用重定价的私人财富再平衡

中信证券 CITIC SECURITIES

中信证券财富管理 (香港)
CITIC Securities Wealth Management (HK)

三季度油价再度飙升，港股触底反弹，其他市场普遍回落

市场	2026年三季度表现
权益	▪ 美国科技板块受AI基础设施投资浪潮持续推动，纳指标指创新高。港股与日韩股市呈现资金轮动。
固定收益	▪ 美国长期国债收益率维持高位，主权信用及财政可持续性担忧升温。拖累债券价格。
商品	▪ 美伊冲突持续反复，布油大幅上涨42%至100美元之上。黄金三季度波动加大，短期受美元反弹及利率预期压制。

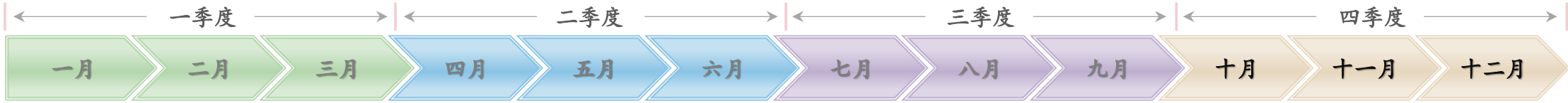


资料来源：彭博、中信证券财富管理（香港）

^截至2026年9月30日 * 以美元計算

2026年重大事件

- 2026年下半年市场焦点仍在美国，美联储9月重启加息，显示通胀压力仍具黏性、经济保持韧性，推动“高利率维持更久”预期升温，对全球流动性、资产估值及风险偏好产生重要影响。



类别	重点事件	关注点
全球宏观	2026年IMF和世行集团秋季年会	全球增长前景、通胀与金融稳定、地缘政治风险、主权债务问题、AI及数字化转型趋势
货币政策	10月及12月美联储议息	利率路径与美元走势、通胀黏性、点阵图变化及2027年利率预期
美国政治	美国中期选举	国会控制权归属、财政与税收政策、贸易关税政策，以及政府债务与赤字管理
中国政策	中央政治局会议	经济形势研判、宏观政策取向、稳增长措施、重点改革部署及风险防范
中国政策	中央经济工作会议	2027年经济工作定调、财政货币政策取向、扩大内需举措、科技创新、产业升级与风险防范
能源市场	OPEC+部长级会议	产量政策、全球原油供需平衡、能源供应安全及地缘政治风险

十月

12/10 - 18/10/2026	2026年IMF和世行集团秋季年会
28/10/2026	美联储议息
10/2026	全国人大常委会会议*
10/2026	中央政治局会议*
15/10/2026	G20财长和央行行长会议

十一月

18/11 - 19/11/2026	亚太经合组织第33次领导人会议
11/2026	联合国气候变化大会COP31
11/2026	人行发布三季度货币政策报告*
18/11 – 19/11/2026	APEC领导人非正式会议
3/11/2026	美国中期选举
12/11/2026	双十一消费数据*
29/11/2026	OPEC+部长级会议

十二月

9/12/2026	美联储议息
14/12 - 15/12//2026	G20峰会
12/2026	中央经济工作会议*
12/2026	人行货币政策委员会季度例会*

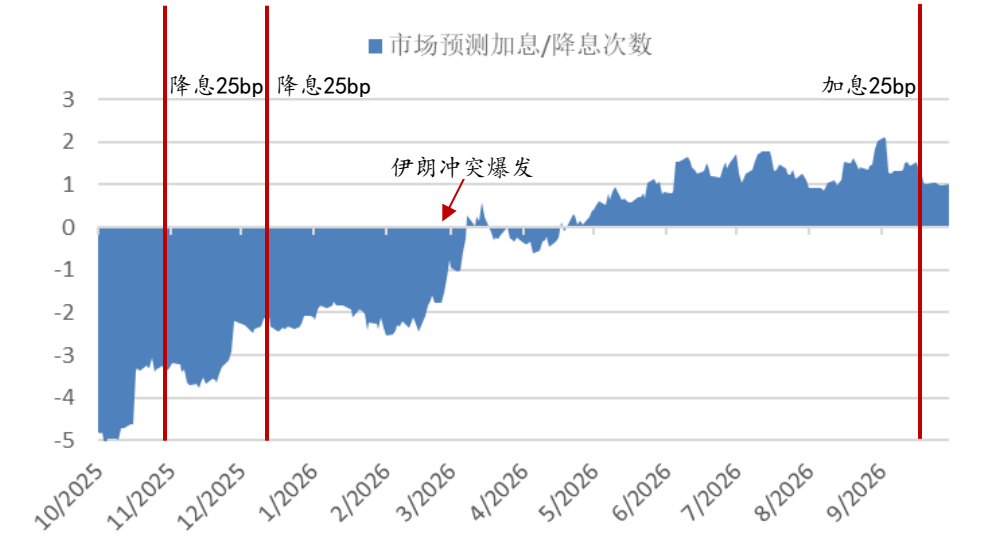
*推测时间，非官方公布时间

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港)

2026年美联储利率预期由降息转为加息

- 2025年底，美国经济温和增长，但就业放缓、失业率小幅上升。美联储因就业下行风险增加，于10月和12月分别降息25个基点，市场一度预期2026年仍有两次降息空间。
- 然而，2026年初以来，利率预期出现显著重定价。中东局势升级推升能源价格，关税成本逐步向终端传导，而AI基础设施投资周期持续扩张，带动经济活动维持较强韧性。**随着通胀持续保持高位，市场逐步削减降息预期，并进一步转向加息定价。**

伊朗冲突以来2026年降息预期出现反转



资料来源：中信证券财富管理(香港)

从“通胀变化(利率重定价)”到“信用重定价”

- 本轮市场变化的核心，不是单纯的“利率预期变化”，而是全球资产定价框架正在发生转变
- 相对利率预期影响短期配置；财政、供给与长期风险补偿的重估，构成“信用重定价”的重要内涵，并影响长期资本成本与战略配置。

2022–2025 | 利率重定价

- 地缘政治冲击对通胀走势的影响
- 短端利率水平与政策路径的重定价
- 美联储领导层更迭后的政策取向
- 本轮政策利率的终点与终端利率预期

2026+ | 信用重定价

- 美国财政与债务路径的可持续性
- 国债供给压力与市场承接能力
- 长端美债期限溢价的变化与重估
- 美元核心资产的安全性溢价能否延续

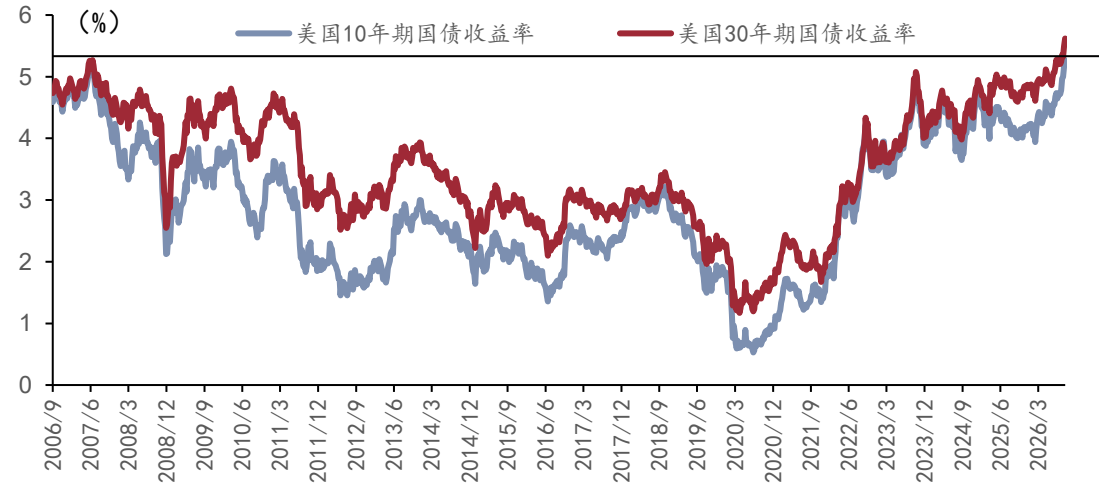
这一讨论并不限于美国：部分主要发达经济体同样面临财政压力、债务供给及长期风险补偿的重新评估。

资料来源：中信证券财富管理(香港)

我们更关注的是中长期升率会否高企

- 长端利率高位：不只是通胀，更是风险补偿上升
- 美国长端国债收益率维持高位，背后不只是经济韧性或通胀预期，而是市场正在要求更高的长期风险补偿。
- **期限溢价回升：**10年期名义收益率可以近似表达为自然利率、长期通胀预期与期限溢价之和。只有在通胀与期限溢价同时明显回落时，长端才会稳定回到更低区间。

美国10年期与30年期国债收益率均创逾19年新高



美国10年期期限溢价升至2014年来新高



长端利率高位，是信用重定价最直接的市场信号。

资料来源：彭博、截至2/10/2026

本报告主题

01

季度投资主题

1. 长期资本成本为什么可能维持高位？
2. 对财富组合有什么影响？

→

02

客户最关注的7个问题

1. 美国中期选举对股市影响如何？
2. 长端美债收益率持续冲高如何部署？
3. 当前环境下，那些资产将面临挑战？
4. 港股红利策略是否仍具吸引力？
5. 日韩市场今年7月份的调整是技术性回调，还是政策与基本面出现趋势性拐点？
6. 如何看待后续人民币汇率走势？
7. 四季度市场有何重点需要观察指标？

为什么这对私人财富客户重要

- **长期利率是全球风险的定价之锚。**信用重定价不是一种原因，而是结果，原因早已出现，**主权基金/退休金等机构投资者已作要相关部署，例如增加黄金等其他资产的配置。**

今年主权基金/退休金等机构已开始去美元化

2月9日
中国监管部门建议金融机构适度降低美国国债配置敞口。

2月12日
丹麦养老基金ATP表示，未来可能减少美国私募市场资产配置。

3月17日
加拿大养老金机构拟增加日本股票配置，同时降低美国资产敞口。

4月1日
荷兰养老基金去年净减持美国资产，并将资金重新配置至欧洲市场。

4月14日
中国主权财富基金中国投资有限责任公司出售约10亿美元美国私募股权资产。

5月1日
意大利国家养老保障基金Inarcassa，减持约5亿欧元的美国及科技股持仓。

5月6日
台湾劳动基金运用局在全球重新评估美元资产背景下，已适度降低美元敞口。

5月9日
瑞士最大养老基金Publica已低配美国股票，并正重新评估整体资产配置策略。

5月28日
瑞银调查，截至3/2026，近1/3家族办公室已降低或计划减少美元资产配置。

6月30日
英国智库调查，全球央行预计未来短期及长期将减少美元资产配置。

7月10日
日本财务大臣表示，将引导包括GPIF在内的养老金增加对日本金融资产配置。

8月26日
澳大利亚退休信托基金进一步超配日元，部分资金来源于削减美元资产敞口。

9月1日
澳大利亚储备银行将外汇储备中美元目标占比由55%下调至45%，并转向欧元。

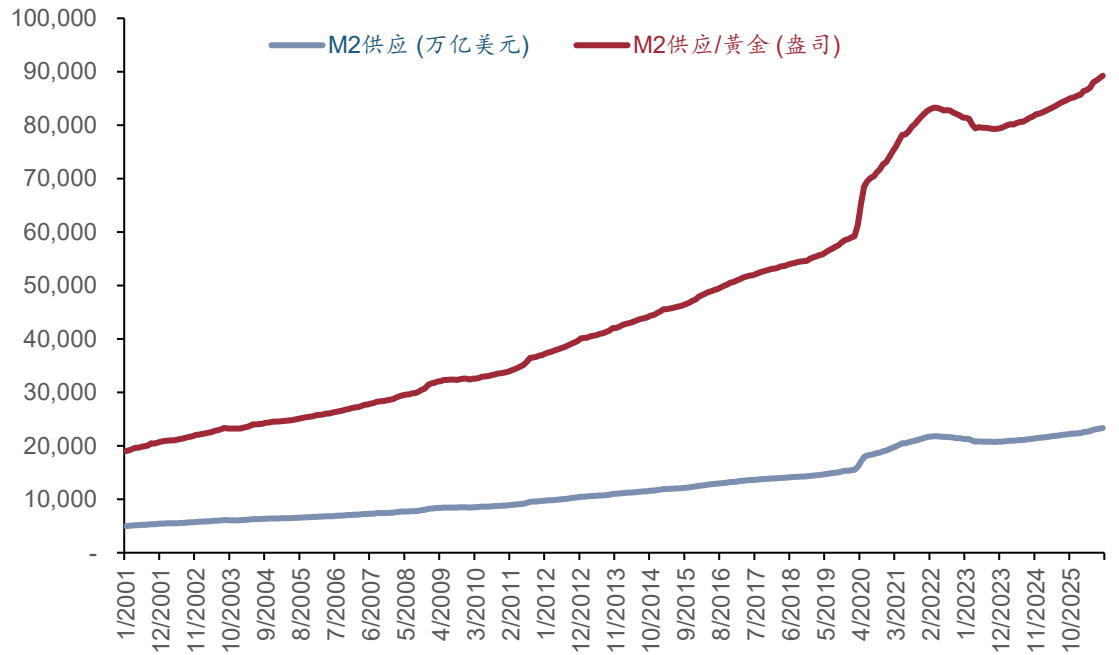
9月4日
全球最大主权财富基金挪威NBIM或削减约800亿美元美国国债持仓。

资料来源：中信证券财富管理(香港)

经济增长始终建立在货币供应的扩张

- 这里所说的“信用”，并不仅仅是企业或债券发行人的偿债能力，而是投资者对整个货币体系的信心。
- 1971年尼克森正式终结金本位制度，及后黄金储备基本不变，但M2过去50年增加超过30倍，等别在2008全球金融危机及2020 疫情后货币供应急升，**因此 M2/黄金比率持续向上。**
- 过去数十年，境外私人财富客户在进行全球资产配置时，往往以美元资产作为核心仓位。换言之，**投资者实际上是在分享美元体系信用扩张所带来的资产增值红利。**
- **当市场重新审视整个美元信用体系的定价基础，信用重定价最终会传导至现金、债券、股票等各类美元资产估值产生深远影响。**

M2/黄金 (盎司) 比率升至接近90,000的历史高位



资料来源：彭博　截至31/8/2026

政策降息未必带动长端利率回落 需关注现金流与资本回报

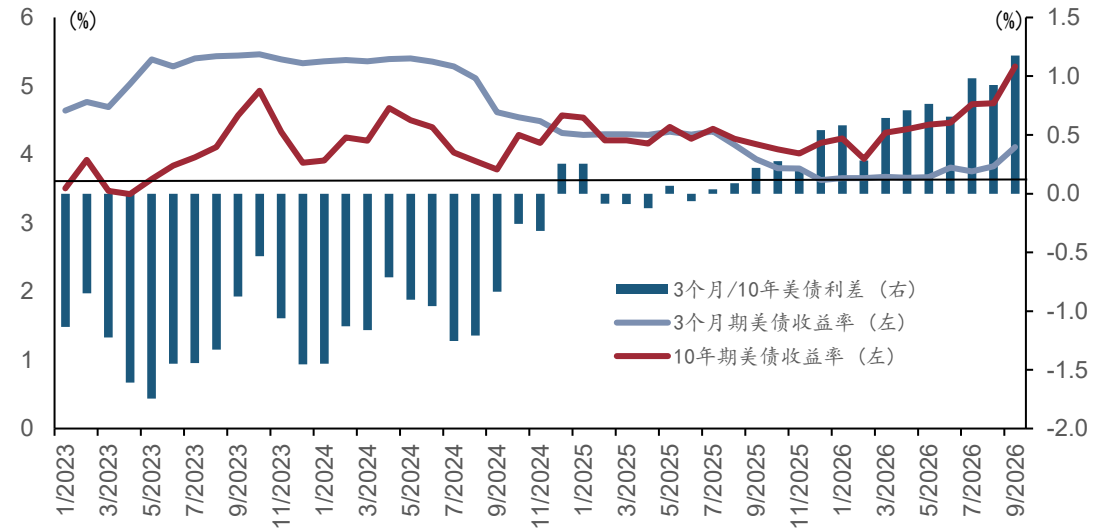
低融资成本环境

- 贷款利率维持低位
- 长久期资产估值受益
- 估值扩张贡献回报
- 杠杆策略吸引力提升

更重视回报质量的环境

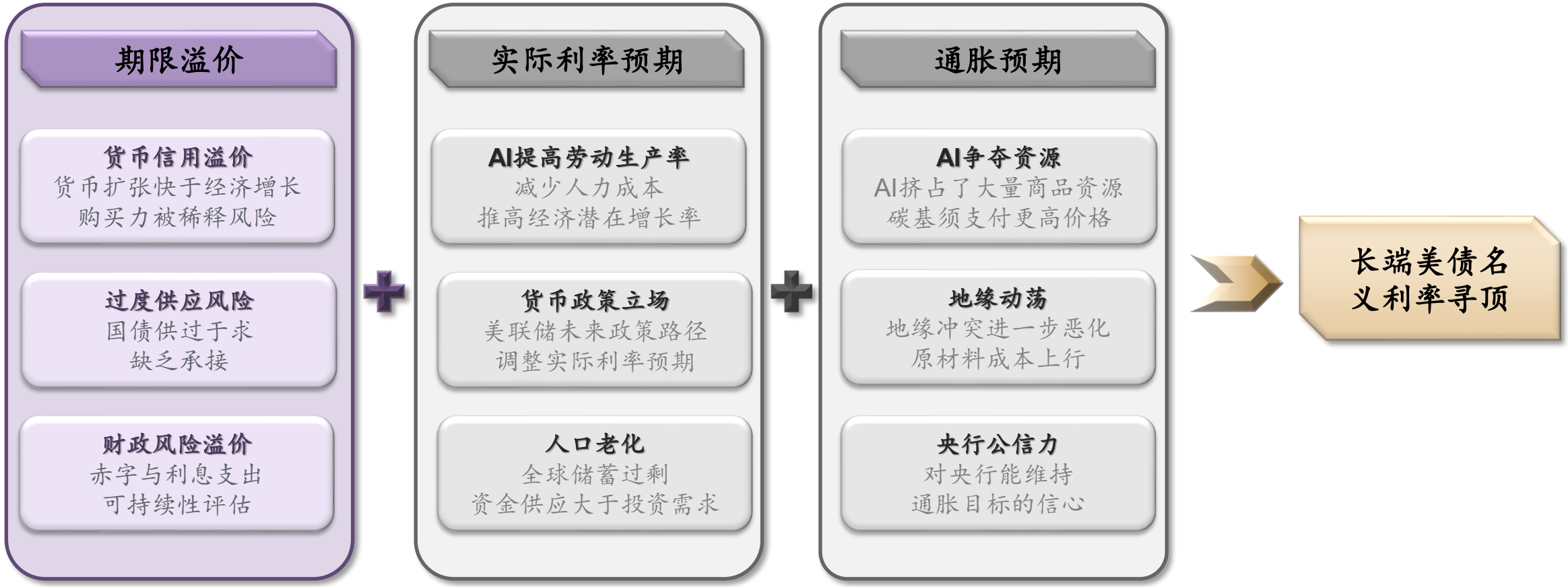
- 风险补偿是否充分
- 现金流是否稳定
- 资本回报是否覆盖成本
- 融资与退出安排是否稳健

美债收益率曲线重新陡峭化



资料来源：中信证券财富管理(香港)

什么是美元“信用重定价”？

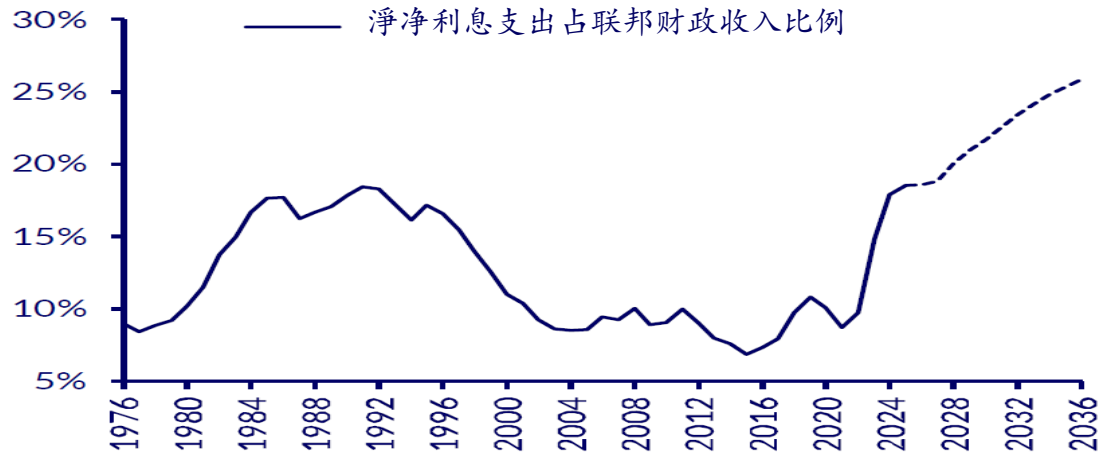


资料来源：中信证券财富管理(香港)

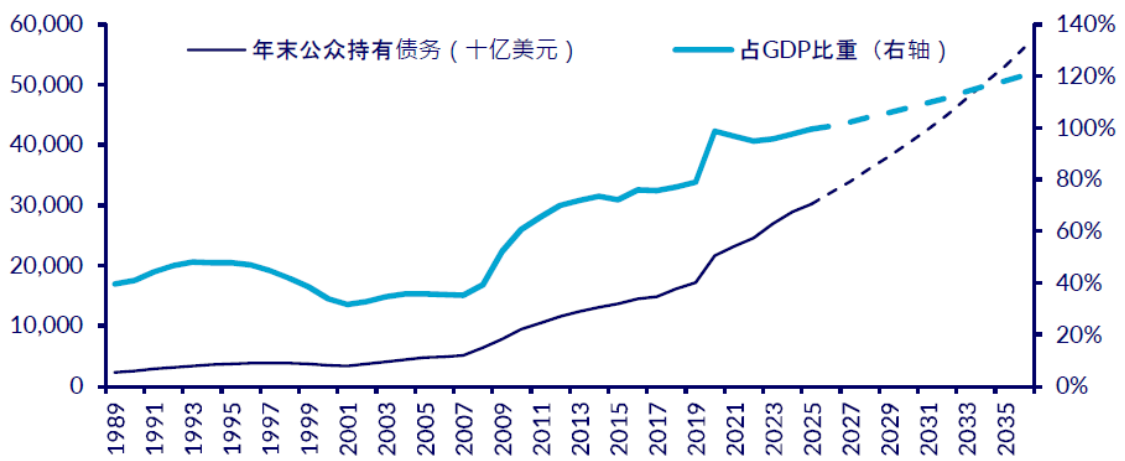
货币信用溢价：美国债务规模快於GDP增长

- 公众持有美债正以历史级别的速度膨胀，传统的刚性需求方正在系统性退潮。
- 公众持有美国国债从2000年的3.4万亿美元 (占GDP的33.7%) 膨胀至2025年的30.2万亿美元 (占GDP的99.4%)，**25年间规模增长近9倍，而同期名义GDP仅增长约3倍。**
- 美国国会预算办公室 (CBO) 延伸预测显示，公众持有美国国债将从2026年的32.1万亿美元增至2036年的56.2万亿美元，占**GDP比例将在2056年进一步攀升至120%。**

净利息支出占联邦财政收入比例快速提高



美债规模的扩张速度和量级均已进入历史级别

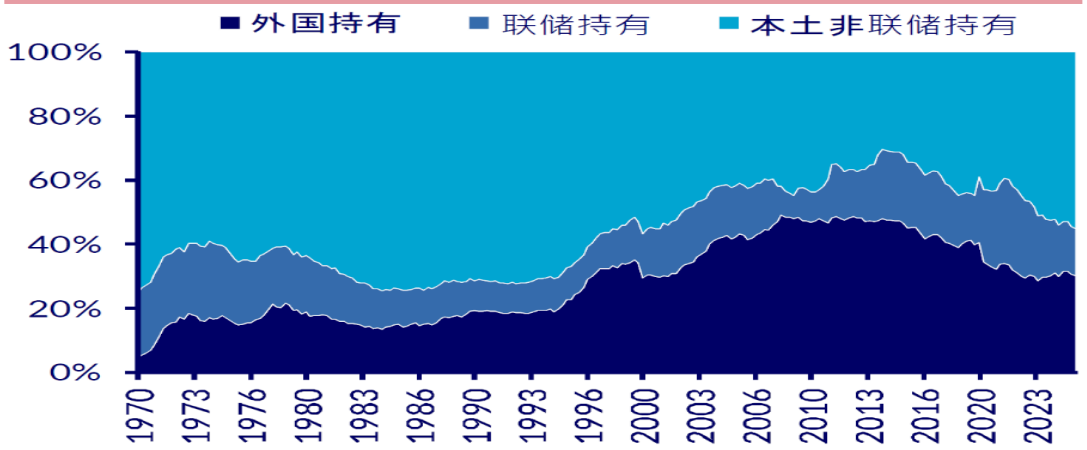


资料来源：FRED，CBO (含预测)，中信证券

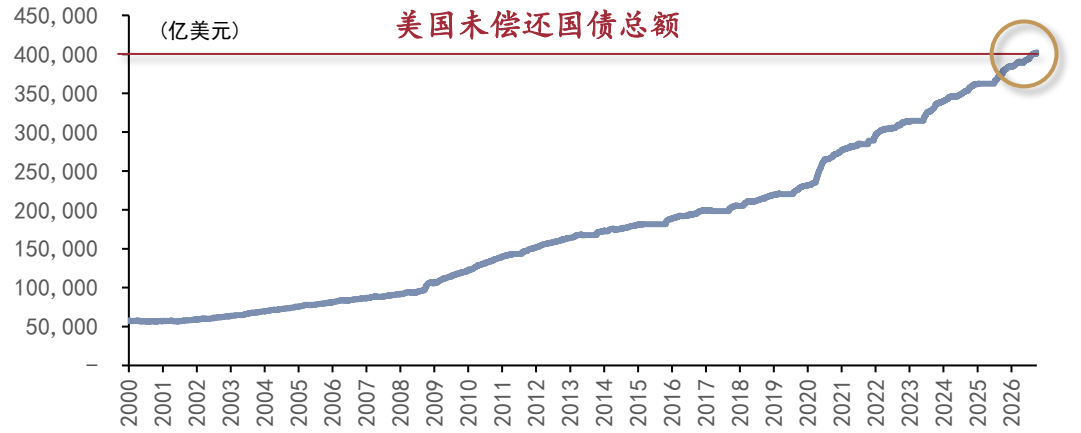
过度供应风险：国债供给增加改变美债定价逻辑

- **美国国债供给压力上升：**发行规模维持高位。
- **非价格敏感型买家需求下降：**需求结构趋于分散。
  - **长端收益率**中枢可能高于过去周期
  - **债券波动率**可能维持较高水平
  - **长久期资产**估值压力上升

非价格敏感型买家占比下行



美国联邦债务突破40万亿美元

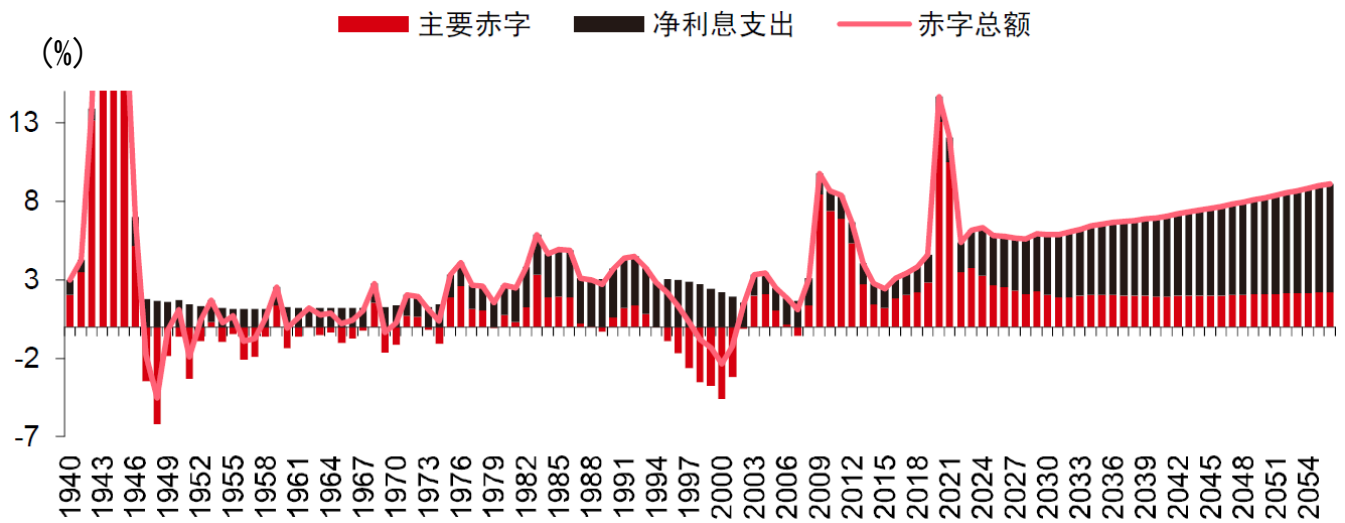


资料来源：彭博、Wind、中信证券

财政风险溢价:利息已成为赤字恶化的主导力量

- 美国财政刚性支出与债务利息负担或将进一步增加，美国债务压力预计将逐年上升。
- CBO在2月预计2026年财政赤字约为1.9万亿美元、占GDP的5.8%，预计2036年扩大至3.1万亿美元、占GDP的6.7%，其中**利息支出占GDP比重将在未来30年逐步增加。**

CBO预计美国利息支出占GDP比重将在未来30年逐步增加



资料来源：CBO (含预测)，中信证券　注：2026年以及2026年后为CBO预测数值

美国无风险利率重估 影响所有美元资产

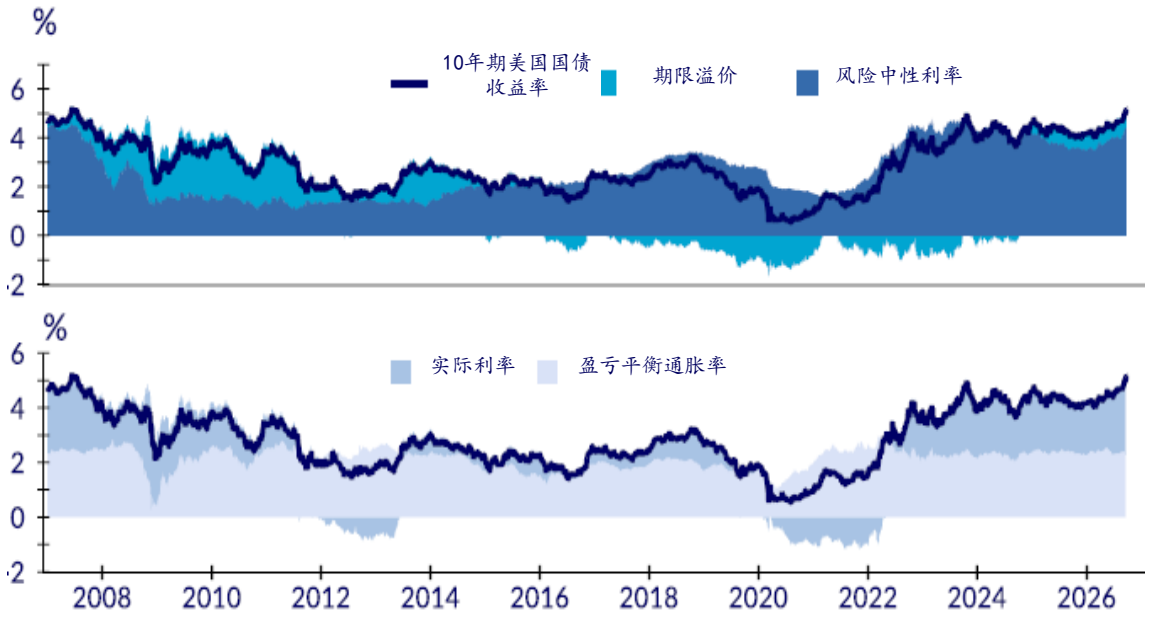
- 期限溢价回升，进而带动10年期美债收益率及无风险利率上升。



- 较高的折现率降低未来现金流现值，**对股票、长年期债券及其他长久期美元资产估值形成压力。**

$$\text{资产价值} = \sum \frac{\text{未来自由现金流}}{(1 + \text{折现率})^{t}}$$

美联储减息长债息未必一定回落，通胀预期及期限溢价仍可能进一步上升

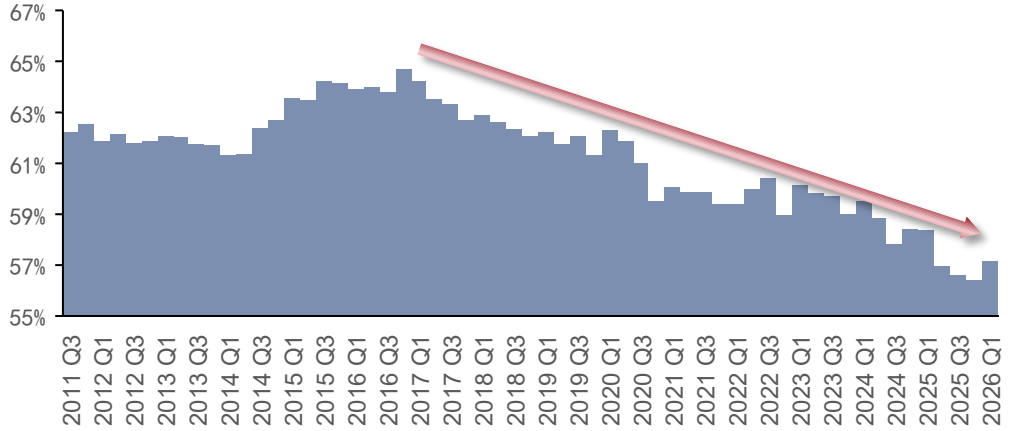


资料来源：BIS、中信里昂

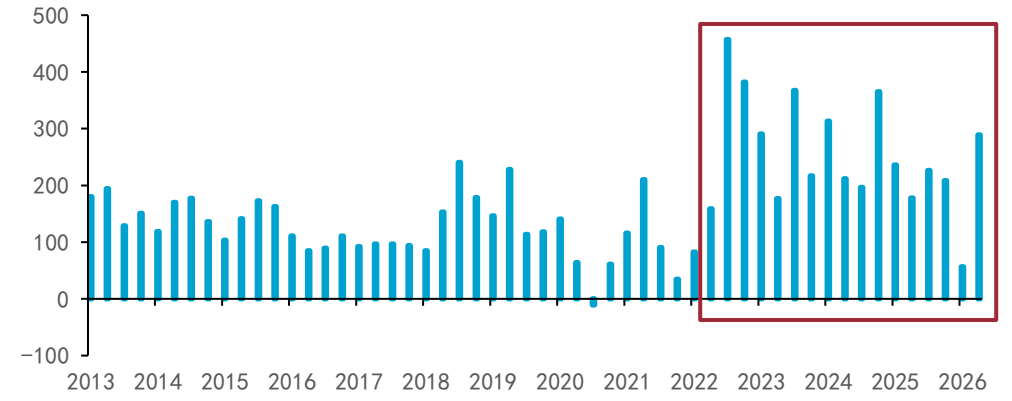
去美元化不是美元终结，而是配置多元化

- **储备资产结构更加多元，**央行持续增加黄金储备。
- 围绕美元构建了八十年的金融基础设施形成极高的**切换成本。**
- 美元的衰落注定漫长，**情绪化押注美元崩盘与盲目迷信美元霸权同样危险。**

全球美元储备占比下降



全球央行央行购金近年维持高水平



资料来源：彭博

信用重定价环境下可能受惠的资产

资产类别	受益逻辑	配置属性
高质量权益	估值压力下保持盈利韧性	战略配置
短久期美债	低久期 / 高流动性	核心防守
中久期科技投资债	中长线息率出现高位波动，还钱能力更高的科技债	交易机会/战略配置
人民币债券	投资需求 / 货币分散	战略分散
澳元债券	商品周期 / 资源属性 / 货币分散	战略分散
黄金	机会成本上升 / 财政信用 / 央行购金	交易机会/战略配置
商品	持仓库存成本上升 / 货币贬值	交易机会/战略配置

资料来源：中信证券财富管理(香港)

给高净值客户的最终建议

1. **降低单一美元集中度** —— 美元仍是核心，但配置需要更加多元
2. **黄金升级为战略配置** —— 从战术交易上升为核心对冲
3. **权益聚焦质量与确定性** —— 现金流、订单与盈利需可验证
4. **保留流动性与再平衡能力** —— 不确定期，流动性本身就是资产

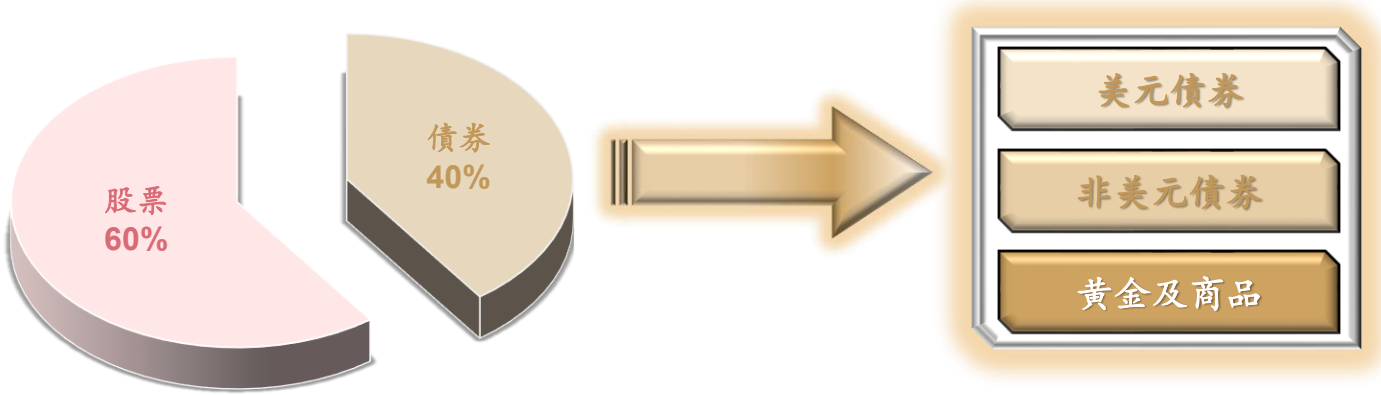
从单一美元中心，走向多元资产平衡

资料来源：中信证券财富管理(香港)

四季度资产配置建议：保持核心美元资产，增加多元对冲

资产类别	建议权重	配置方向	主要目的
高质量权益	60%	高质量美股，盈利持续可视股 (日、韩)	资产增值
美元债券	40%	短久期国债或投资级债，TIPS	核心底仓
非美元债券		人民币 / 澳元等主权及投资级信用债券	分散风险
黄金及商品		黄金为主，基本金属为辅	信用与货币对冲

配置原则：不放弃美元核心 • 降低单一美元集中度 • 缩短久期 • 增加黄金 • 聚焦高质量权益



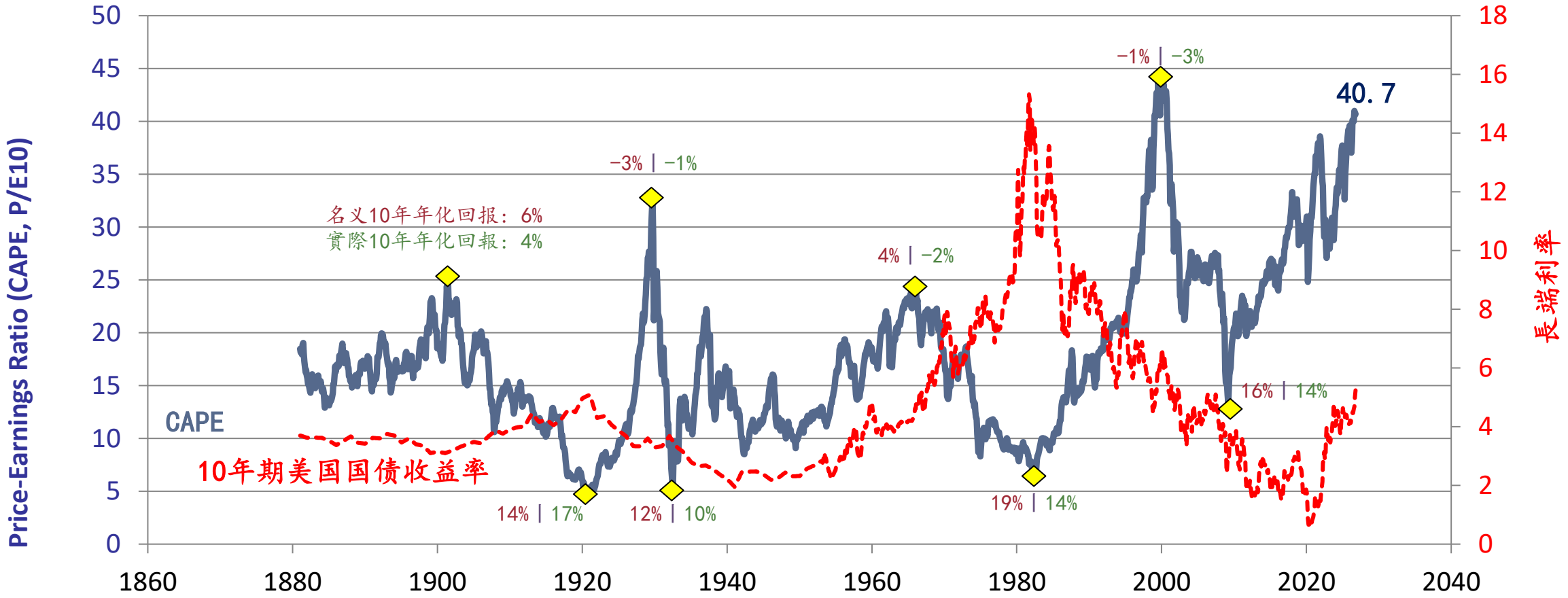
资料来源：中信证券财富管理 (香港)



高质量权益

美股：高CAPE水平往往预示未来长期回报承压

高CAPE水平往往预示未来长期回报承压，标普500过去三次CAPE估值高峰后，未来10年实际回报均为负

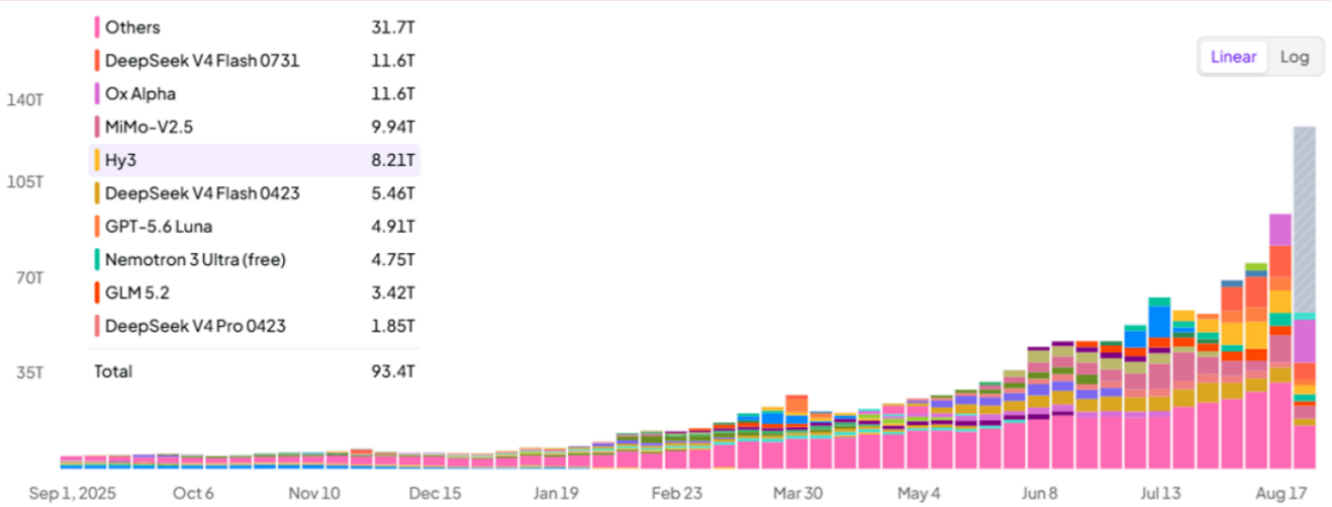


资料来源：Robert Shiller、Global Financial Data、PIMCO　截至2/10/2026

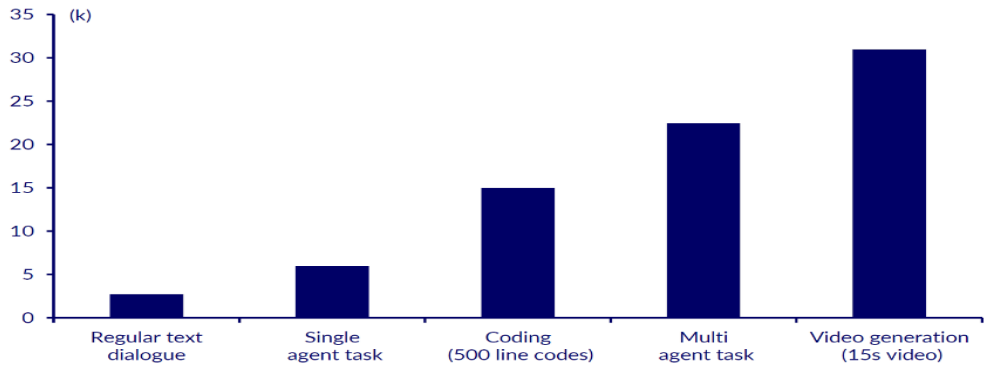
高质量权益：AI最大的驱动力已由估值转向生产力提升及盈利增长

- 尽管美国长债收益率维持高位，但我们认为**AI仍是少数具备高确定性的长期投资主题**，原因在于AI已由概念阶段进入企业级应用及生产力提升阶段。
- 根据OpenRouter数据，**过去12个月全球Token消耗量增长超过20倍。**这一增长主要源于大语言模型 (LLM) 的应用场景不断扩展，由早期以简单对话为主，逐步演进至支持AI Agent、多智能体协作及多模态任务，涵盖编程开发、办公自动化工作流以及生成式视频等更复杂的应用场景。
- Anthropic披露数据显示，单个AI Agent任务所消耗的Token数量约为普通对话的4倍；而涉及多个Agent协同执行的任务，其Token消耗量则可达到普通对话的15倍。
- 与此同时，字节跳动数据显示，一段15秒生成式视频约消耗31万个Token，相当于标准对话Token消耗量的21倍。

OpenRouter平台全球周度Token使用量



不同任务场景下的Token消耗量

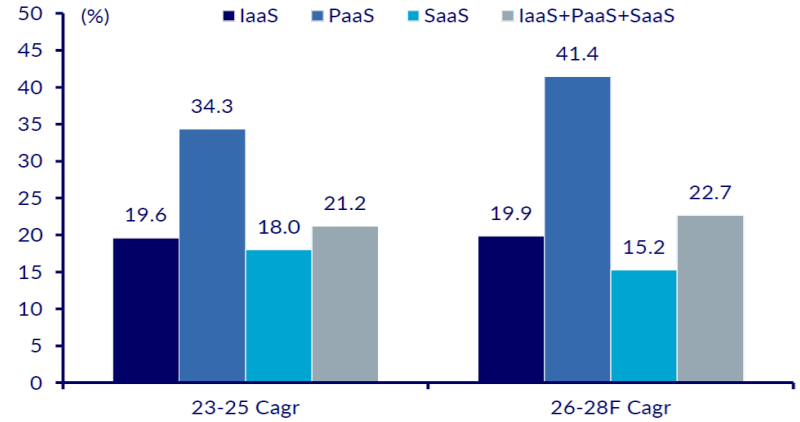


资料来源：Anthropic、Bytedance、OpenRouter、中信里昂

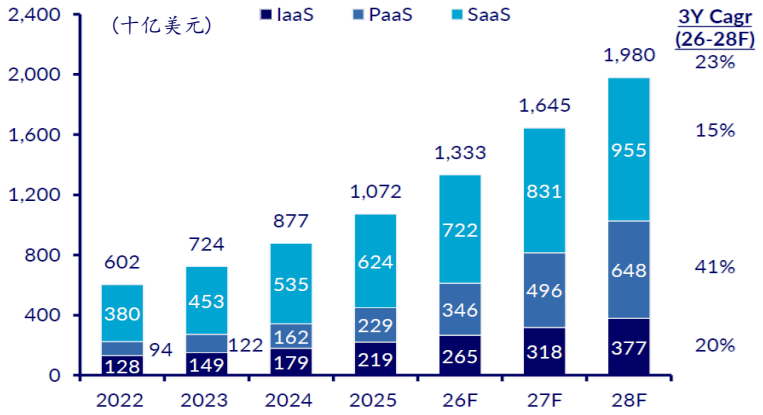
高质量权益：高利率无阻AI浪潮，推理需求才是核心驱动

- 我们预计AI Agent与生成式影片将推动下一轮全球云计算超级周期，**IDC预期全球公共云市场规模有望由2025年的约1万亿美元增长至2028年的约2万亿美元，**新增收入约1万亿美元。
- 这种**结构性需求增长有望抵消高利率环境对估值带来的压力，**因为企业投资AI的核心目的并非短期投机，而是透过自动化流程、降低人力成本及提升生产效率来创造实际回报。随着Agentic AI深度渗透企业营运，AI开支正逐步由可选支出，转变为企业数字化转型的必要投资。
- 无论最终由哪个模型或Agent平台取得领先地位，都需要更多GPU、更多数据中心及更多云端运算资源支持。因此AI的核心投资逻辑已由模型竞赛，逐步转向推理算力需求爆发所带来的基础设施周期，相关受惠者包括**云服务平台、AI半导体供应链、电力设备及数据中心营运商。**

全球公有云市场未来三年收入复合增长率 (Cagr)



全球公共云市场收入预测



资料来源：IDC、中信里昂



美元债券
（含利率相关产品）

当前实际利率处于高位，关注TIPS配置价值

- **美国国库通胀保值债券 (TIPS) 是由美国财政部发行的一种对抗通货膨胀的政府债券。**
- **TIPS特点：本金会随通胀指数 (CPI) 调整，当CPI上升 (通胀) 时，TIPS本金上调。票息固定不变，但因本金会调整，所以实际利息金额会变动。**
- **核心目的：维持投资者的购买力，不让通胀侵蚀资产价值。**

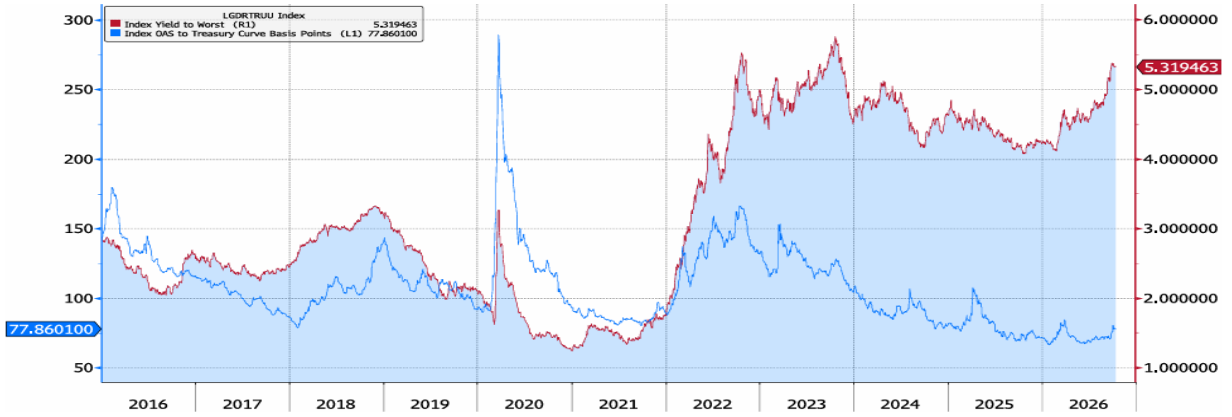
- 当前美国实际利率仍维持在历史相对高位，TIPS能够提供具有吸引力的真实收益，并兼具通胀保护功能。
- 能源价格波动、地缘政治风险以及通胀回落不确定性仍然存在，TIPS能够有效对冲通胀上行风险。
- 相较传统名义国债，TIPS兼具真实收益与通胀保护特征，有助于提升组合应对通胀风险的能力。
- 配置上可优先关注中短年期，在保持较高实际收益水平的同时，兼顾利率敏感度与流动性。
- 整体而言，TIPS兼具收益性与防御性特征，可作为长期资产配置框架中的重要组成部分，在获取真实收益的同时为潜在通胀风险提供保护。

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港)

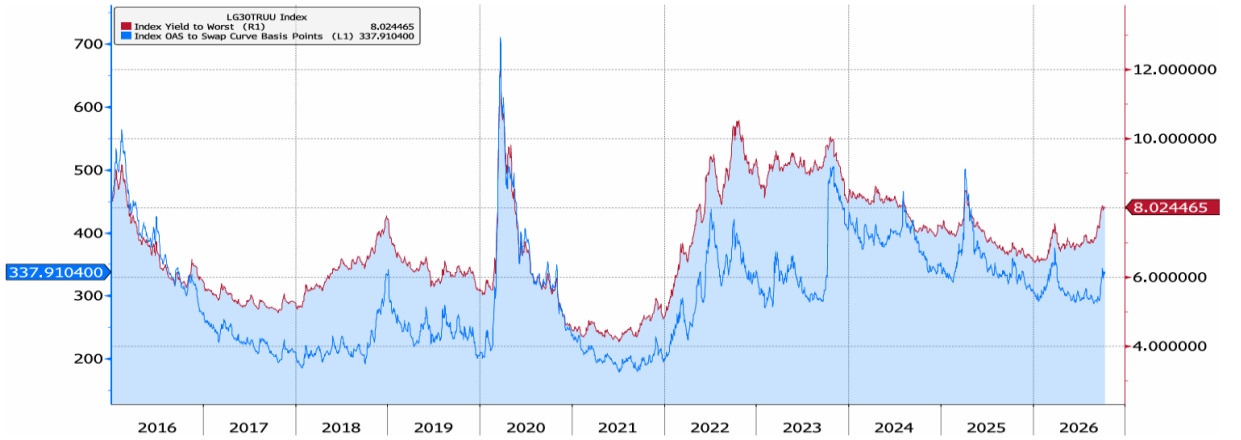
利率压力上升导致短期波动，但信用基本面仍稳健

- 全球债券收益率维持高位，主要受高利率环境支撑，固定收益资产配置价值有所提升。
- 投资级债券利差77bp，接近历史低位；高收益债券利差338bp，接近长期均值。反映信用基本面整体稳健，市场并未交易衰退或违约风险。因此当前信用市场最大的风险并非信用恶化，而是利率维持高位导致久期风险和估值压力。
- 在这种环境下，**高质量投资级债券通常具有更稳定现金流、更低违约风险、更强流动性、及更高防御性。**
- 长端债券对利率继续上行更面临利率进一步上升、财政供给增加，风险更高。**建议优先关注中短久期。**

全球投资级债券收益率 (%) 和利差 (bp)



全球高收益债券收益率 (%) 和利差 (bp)



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 注：收益率仅供参考 *截至2026年10月14日

收益率维持高位为投资级债券提供较好配置价值

- 虽然信用利差依旧处于偏窄区间，但当前收益率处于近年来较高水平。
- 美国投资级债券收益率约6%，中资美元投资级债券收益率约5.5%-6%。
- 过去十多年投资级债券收益率大多处于2%-4%，当前水平对长期投资者具有较强吸引力。
- 企业信用基本面整体稳健，违约风险维持低位。

环球债市表现

市场	当前收益率 (%)	收益率Q3变动(bp)	收益率YTD变动(bp)	当前利差(bp)	利差Q3变动(bp)	利差YTD变动(bp)	10年平均利差(bp)	利差最低值(bp)		利差最高值(bp)	
国债											
美国国债	5.13	76	124								
欧洲核心	3.41	66	83								
英国金边债	5.27	57	88								
日本国债	2.76	41	84								
中国国债	1.47	-4	-20								
新兴市场国债(美元)	7.06	94	117	**182**	20	(1)	333	153	6/17/2026	902	4/24/2020
投资级											
美国投资级	6.04	84	122	**80**	6	2	109	71	1/22/2026	381	3/23/2020
欧洲投资级	4.24	81	104	**90**	11	12	116	72	2/3/2026	247	3/24/2020
英国投资级	6.05	65	100	**91**	5	9	135	80	1/16/2026	285	3//24/2020
亚洲投资级	5.86	82	123	**76**	4	(7)	145	66	6/2/2026	300	4/8/2020
高收益											
美国高收益	8.49	103	143	**313**	48	45	371	248	1/22/2026	1099	3/23/2020
欧洲高收益	6.92	91	124	**322**	43	41	380	236	11/3/2017	912	3/23/2020
亚洲高收益	9.00	36	81	**407**	(9)	(22)	695	316	2/16/2017	2763	12/30/2022
AT1 债券指数	7.33	86	114	**216**	(1)	(21)	356	202	9/11/2026	790	3/23/2020
中资美元债											
中资美元债	6.07	68	120	**108**	0	(7)	268	98	10/29/2025	591	3/23/2020
中资美元债投资级	5.51	74	114	**43**	(1)	(17)	133	39	6/5/2026	262	3/23/2020
中资美元债高收益	10.09	63	151	**563**	46	44	865	287	2/16/2017	2685	3/16/2022
中国境内债											
中国境内债	1.58	-4	-24	**10**	0	(4)	30	9	7/24/2025	77	3/15/2018
中国境内企业债	1.93	-17	-27	**34**	(2)	(9)	83	24	12/11/2020	185	2/23/2017

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 注：收益率仅供参考 *截至2026年9月30日

AI投资级债：自由现金流没有消失，只是转移

自由现金流走势由超大规模云厂商流去半导体公司*

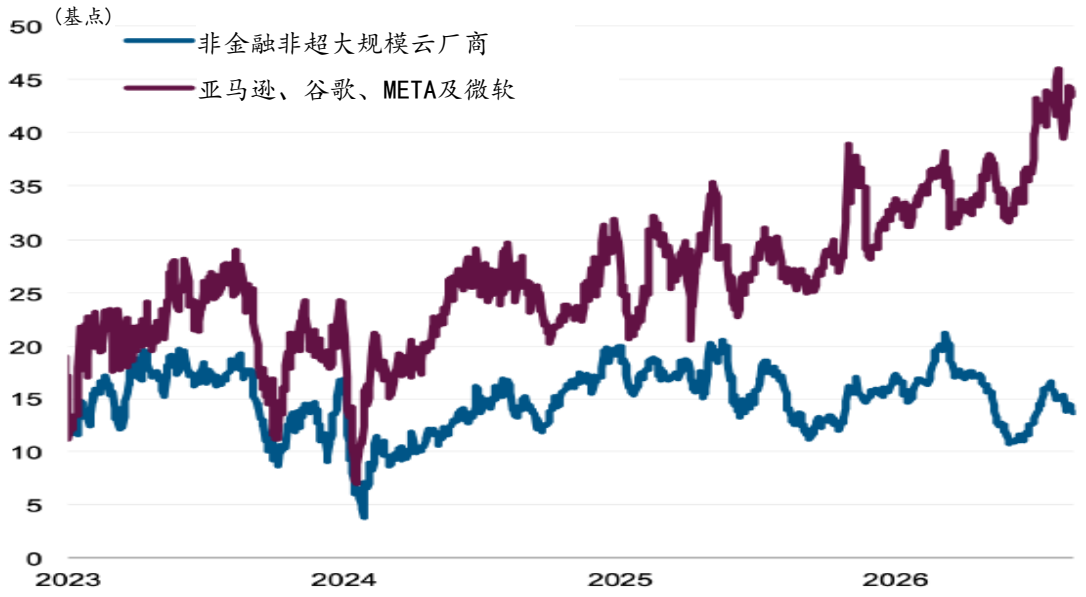


资料来源：美银投资研究　*超大规模云厂商：亚马逊、谷歌、META、微软、甲骨文　半导体公司：英伟达、 美光、博通、应用材料

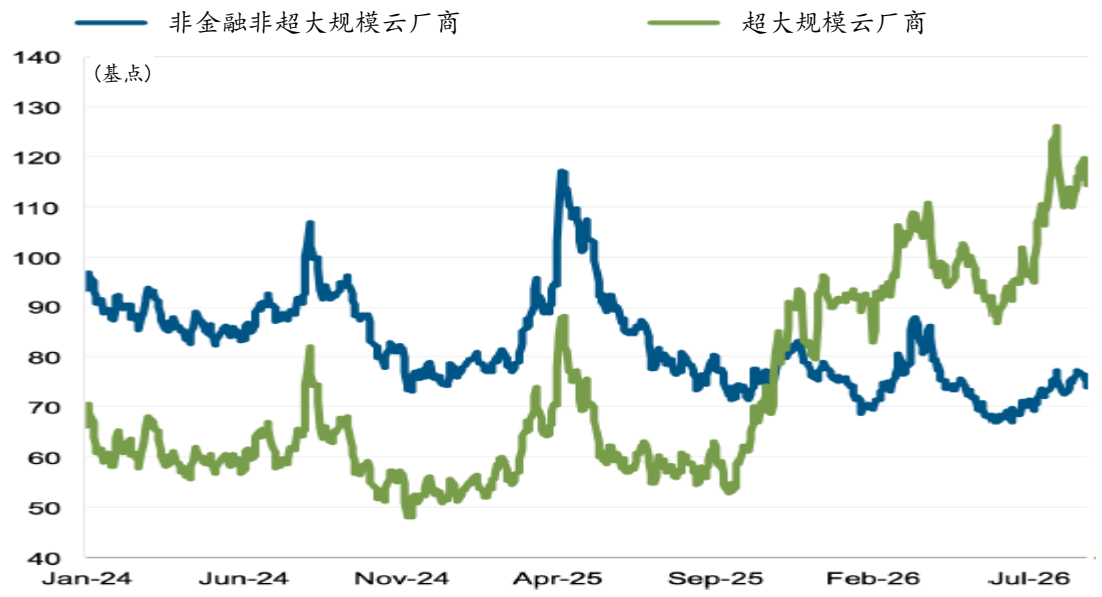
AI投资级债：利差扩大，收益率曲线陡峭化

- 市场对AI资本开支的担忧已推动相关债券利差适度扩大，使投资者获得更佳收益补偿。
- 市场已部分反映资本开支增加带来的信用担忧。
- AI相关投资级债券利差较过去有所扩阔，在基本面维持稳健下提供更具吸引力的风险补偿。

超大规模云厂商的债券收益率曲线近期显著走陡



超大规模云厂商相对于整体市场的超额信用利差亦明显扩大



资料来源：彭博、PIMCO　截至27/8/2026



非美元债券
（含汇率相关产品）

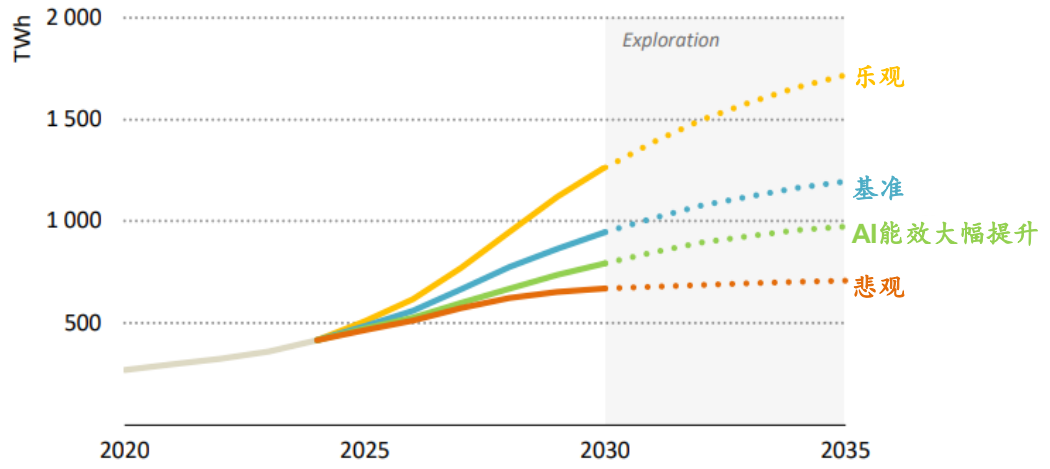
澳大利亚：资源出口有望继续受益于AI基础设施建设周期

- **澳洲铜、锂等关键资源持续受益于电力建设需求。**AI产业投资正由算力环节逐步向电力基础设施延伸。数据中心已成为全球电力需求增长最快的终端领域之一。在此背景下，AI投资重心正逐步由芯片及算力设备扩散至电网、储能及输配电基础设施领域，为澳洲铜、锂等关键资源带来新的需求机遇。
- **大型科技企业持续提升资本开支，进一步强化数据中心建设周期。**以半年报指引中位数计，四大CSP (谷歌、微软(MSFT US)、亚马逊 (AMZN US)、Meta (META US)) 2026E AI Capex超过7,300亿美元，同比增长超过70%。在此背景下，电网建设、储能系统及输配电设备所需的关键矿产需求有望持续增长，而澳洲拥有全球领先的铁矿石、锂及铜资源储备，将在本轮电网建设中维持高景气。

澳洲矿产资源丰富，尤其能源金属

商品	经济资源世界排名	占世界经济资源份额	产量世界排名	占世界产量份额
铁矿石	1	30%	1	38%
锂	2	28%	1	43%
铜	2	11%	8	3%

IEA 2020-2035年数据中心电力消耗预测



资料来源：国际能源署、澳大利亚地球科学局

非美元债券：分散美元风险，把握全球收益机遇

- **离岸人民币债券** 优质发行人云集，关注优质债券投资价值

当前离岸人民币债券(点心债)市场具备较强的配置吸引力。离岸人民币利率仍处于相对较高水平，可为投资者提供具吸引力的票息收入；人民币国际化持续推进，离岸人民币债券市场的重要性不断提升，为长期发展提供支持。市场以优质发行人为主，整体信用质量相对稳健。此外，点心债兼具固定收益属性及人民币资产配置价值，可帮助投资者分散单一货币风险，提升投资组合多元化水平，具备较好的收益吸引力和长期配置价值。

- **澳元债券** 澳元高息窗口仍在，把握优质债券配置机会

澳大利亚拥有AAA主权评级及成熟的债券市场，提供高质量且流动性良好的固定收益资产。澳元受益于澳大利亚丰富的资源禀赋及全球商品需求增长，具备长期配置价值。配置澳元债券有助于实现货币多元化，降低投资组合对美元资产的依赖。优质发行人为投资者提供丰富的投资级债券选择。澳洲联储近期进一步上调政策利率，推动澳元债券收益率维持在较具吸引力的水平，为投资者提供更好的票息收入和长期配置机会。

- **新加坡元债券** 高评级信用与稳健收益兼备

新加坡元债券市场依托AAA主权信用、稳健的财政基础及成熟的金融体系，整体信用质量位居亚洲前列，可为投资组合提供较高的安全性与稳定性。当前新加坡元利率仍处于相对较高水平，为投资者提供了具有吸引力的收益机会；同时，新加坡元长期表现稳健，有助于降低汇率波动对投资组合的影响。配置新加坡元债券有助于分散美元资产集中度，实现货币和地区层面的多元化配置，并在市场不确定性上升阶段提升组合的整体韧性和风险抵御能力。

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港)

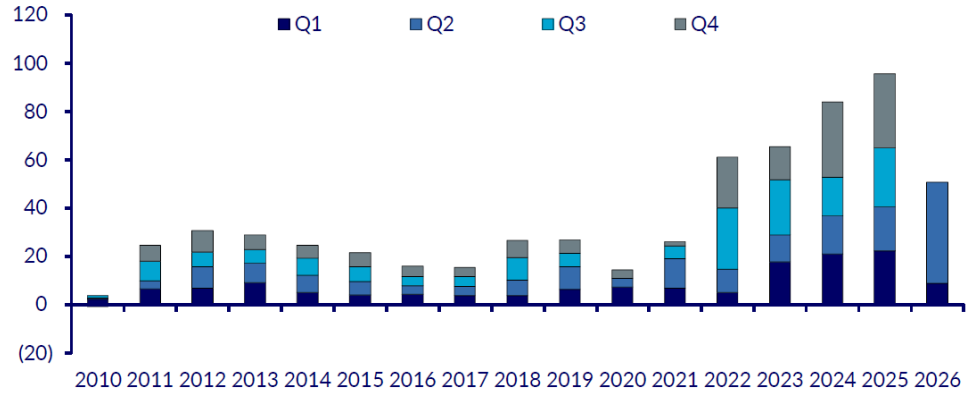


商 品

黄金：从避险资产转向战略配置资产

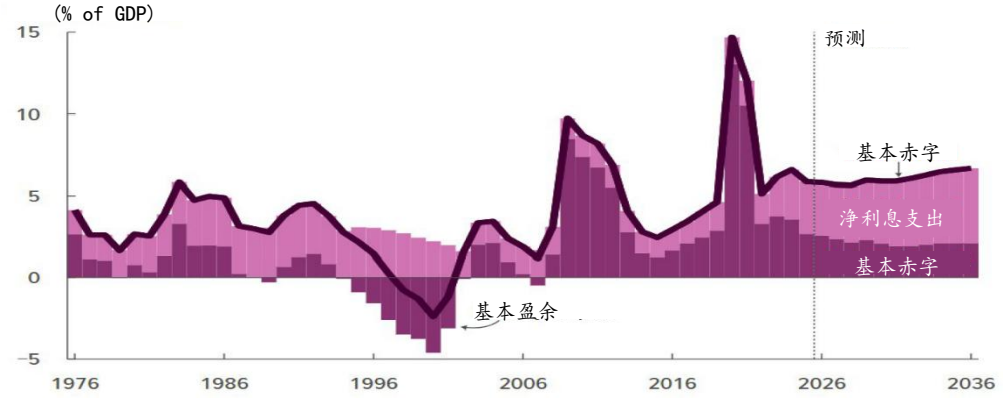
- 短期市场加息预期回暖推升美元，利空黄金，但中期长端实际利率下行仍支持金价上涨弹性。今年以来黄金价格冲高后迅速下跌，但我们认为黄金仍处在大牛市，原因有**美国财政赤字加速扩张、逆全球化下地缘裂痕难以弥合、全球央行购金持续托底。**因此我们认为金价本轮下跌只是牛市中的暂时调整。
- **目前我们给予12月约40%的加息概率，**但若未来通胀未能持续回落，这一概率可能进一步上升。**即便如此，我们认为市场当前定价所反映的进一步3至4次加息预期仍偏激进。**若利率达到这一水平，货币政策将对经济增长构成压力。
- 当前的回撤幅度已逼近历史极值，4,000美元/盎司附近大概率是本轮底部区域。展望后市，预计霍尔木兹海峡局势对黄金价格的影响将从压制转变为助推，**美联储货币政策可能比市场预期更乐观，叠加美国军费暴涨推高赤字，预计年内黄金价格将回到上行通道。**

全球央行季度购金金额



资料来源：世界黄金协会、中信证券

美国国会预算办公室 (CBO) 预测美国财政赤字占GDP比例逐年上升



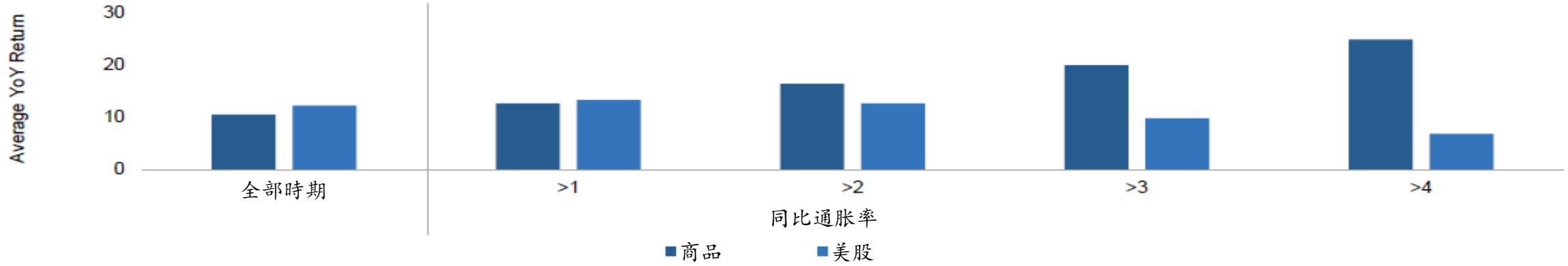
资料来源：美国国会预算办公室 (CBO)

商品：对通胀更敏感 在通胀较高时跑赢股票市场

大宗商品与主要资产类别的通胀相关性对比 (2006年1月至2025年12月)



不同通胀环境下大宗商品与美国股票市场表现 (1971年1月至2025年12月)



资料来源：Parametric、彭博　截至31/12/2025



投资者2026年四季度最关注的其他7个大问题

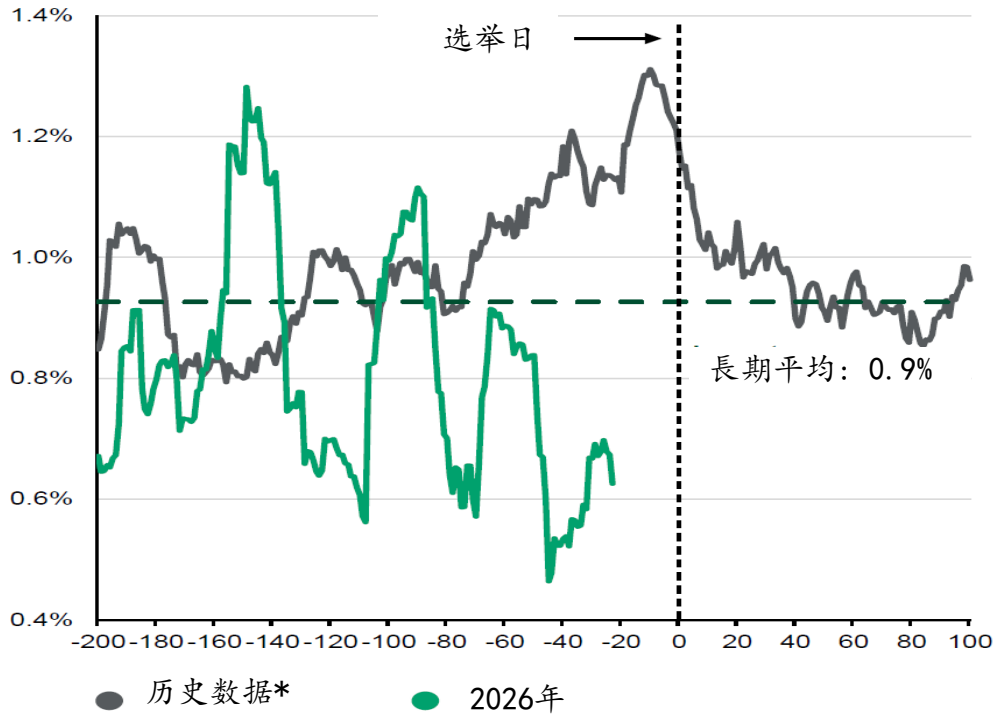
投资者2026年四季度最关注的其他7个大问题

1. 美国中期选举对股市影响如何，投资者应如何配置？
2. 长端美债收益率持续冲高，投资者应如何平衡票息收益与久期风险？
3. 当前环境下，那些资产将面临挑战？
4. 港股红利策略是否仍具吸引力？哪些行业最有望持续获得资金青睐？
5. 日韩市场今年7月份的调整是技术性回调，还是政策与基本面出现趋势性拐点？
6. 如何看待后续人民币汇率走势，是否持续温和升值？
7. 2026年四季度，市场有何重点需要观察指标？

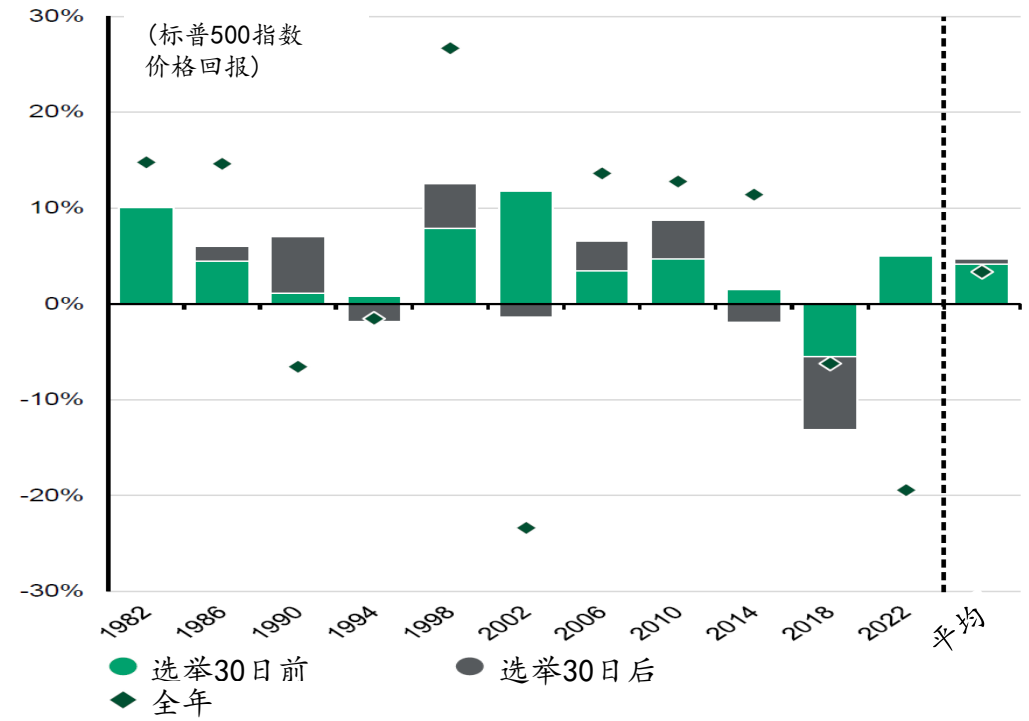
1. 美国中期选举对股市影响如何，投资者应如何配置？

- 美股于中期选举前波动加大。(2026年在11月3日)
- 中期选举年以2018表现最差，当年为特朗普第一个任期，共和党由控制两院变为失去众议院。

美国中期选举前后美股波动率表现



美国中期选举前后市场回报贡献变化

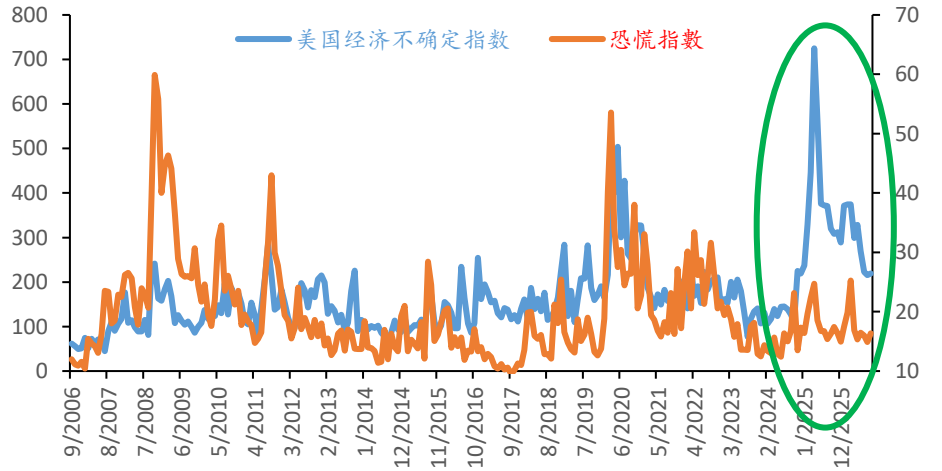


资料来源：FactSet、标普、摩根资产管理　截至30/9/2026
*样本采用1982-2022年历次美国中期选举周期市场表现平均值测算

政策不确定性高企，但市场波动率仍偏低

- **美国经济不确定指数 (EPU Index) 处于高位，恐慌指数 (VIX Index) 仍维持相对低位。**
- EPU指数主要统计媒体报道中同时出现“经济”“政策”和“不确定性”等关键词的频率，并结合税收政策、政府支出、监管变化等因素编制而成。
  - EPU上升 → 市场对经济前景和政策方向感到更迷茫、更担忧。
  - EPU下降 → 政策预期较清晰，企业和投资者更愿意承担风险。
- **美股等风险资产尚未充分反映财政、贸易与地缘风险。**
- 低波动不等于低风险，平静市场可能低估政策冲击。

美国经济不确定指数 (月度) 及恐慌指数出现分歧



资料来源：彭博 截至30/9/2026

1. 美国中期选举对股市影响如何，投资者应如何配置？

资产类别	情景A：民主党拿下参众两院 (全面制衡) 出现概率：约62%*	情景B：共和党失去其中一院 (分裂政府) 出现概率：约29%*	情景C：共和党保住参众两院 (统一政府) 出现概率：约10%*
市场环境	风险偏好降温、弱美元、利率下行，政府停摆及债务上限风险升温	低波动、弱美元、利率下行、风险偏好改善	高波动、财政扩张、通胀上升、政策不确定性加剧
美股科技	AI及数据中心面临更严监管与审查，市场或提前定价2028年加税风险，半导体承压。	从“政策加持的进攻性资产”退化为“基本面驱动的防御性资产”。	AI基础设施、国防科技、加密资产等板块有望获得政策加持和政府采购的双重驱动。
美股传统板块	金融、能源及医药面临监管与药价压力；关税及战争权力受制衡，利好内需及防御板块。	关税政策及军事行动受到制衡，不确定性下降，整体上利好传统板块。	行业分化显著。能源、军工、金融受益；零售、消费及进口依赖型制造业受拖累。
美债	增长放缓与避险需求推动收益率下行，利好长久期；但需关注2027年债务上限僵局引发的波动。	长端利率可能更低，但也需要关注沃什是否能够主导美联储的货币政策。	长端利率偏上行，波动会放大。财政扩张无阻力叠加关税推升通胀，期限溢价面临系统性抬升。
美元	财政及增长预期下修，“美国例外”叙事弱化，美元下行压力为三情景中最大。	财政预期收敛会削弱“美国例外”的相对优势，美元大概率会从高位回落。	短多中空，短期“美国例外论”和相对增长优势支撑美元。
黄金	弱美元、政治僵局与降息预期共振，叠加央行购金，黄金仍具配置价值，动能强于情景B。	运行逻辑从“恐惧驱动”切换为“美元走弱驱动”方向一致，但动能减弱。	关税冲突升级、美联储面临政治干预压力、地缘紧张三重避险需求共振，确定性最强的资产。

资料来源：摩根士丹利、高盛、花旗、摩根大通、美银、中信证券　*概率为Polymarket市场定价 (截至12/10/2026)

1. 美国中期选举对股市影响如何，投资者应如何配置？

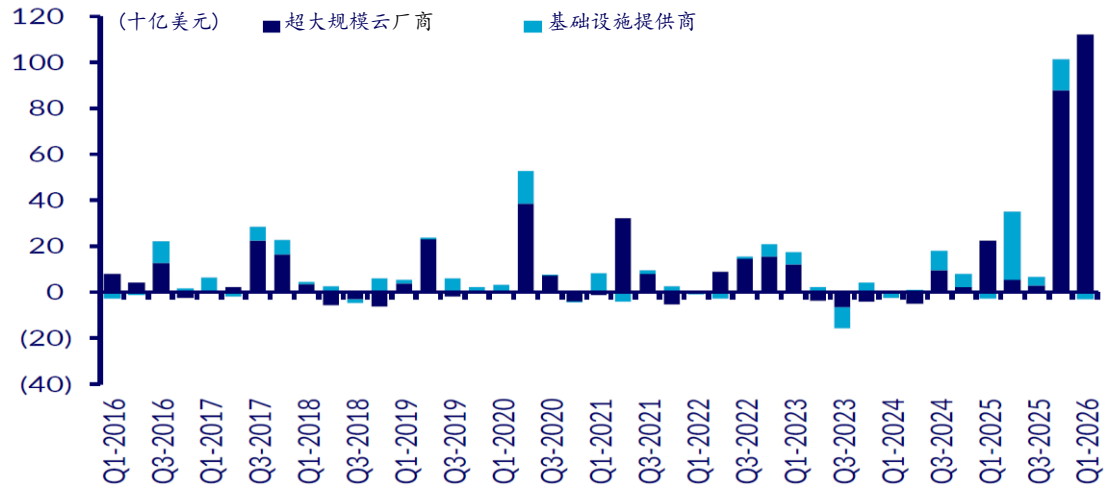
资产类别	情景A：民主党拿下参众两院 (全面制衡) 出现概率：约62%*	情景B：共和党失去其中一院 (分裂政府) 出现概率：约29%*	情景C：共和党保住参众两院 (统一政府) 出现概率：约10%*
原油	国会对军事行动及中东政策制衡最强，地缘溢价回落；清洁能源政策回归，油价中枢下移。	国会制衡降低中东政策激进化的概率，地缘溢价收缩，中枢趋降且波动下降。	原油中枢可能继续维持在高位。原油可能更加受益于动荡的地缘局势。
有色金属	预防性库存需求减弱，但电网及新能源投资回暖，对铜等绿色金属形成支撑。	预防性库存累积的需求可能减弱	安全库存需求推动，继续受益且波动扩大。
对华政策	对华强硬属两党共识，科技出口管制未必放松，但关税进一步升级的空间受限。	对盟友可能缓和，但对华未必缓和。	贸易保护主义延续，但针对中国的精准施压未必强于情景A或B。
A股及港股	弱美元及全球资金再配置利好非美资产；但美股若大幅回调，或带来短期外溢冲击。	弱美元、资金回流新兴市场及关税压力减轻均有利市场表现。	整体承压但非全面利空。传统经济及出口相关行业面临挑战。科技和传统板块面临分化。
中国科技板块	美国AI监管趋严、科技股估值承压，相对利好自主可控及国产算力板块的估值重估。	AI竞争加剧，自主可控、半导体及国产算力板块受益最明显。	AI竞争进一步升级，自主科技仍是主要受益方向。
人民币	美元走弱为主线，叠加关税升级空间受限，人民币升值动力为三情景中最强。	弱美元+关税缓和形成双重利好，升值预期较强。	美国政策不确定性提升，中国资产吸引力增强，人民币仍具升值动力。

资料来源：摩根士丹利、高盛、花旗、摩根大通、美银、中信证券　*概率为Polymarket市场定价 (截至12/10/2026)

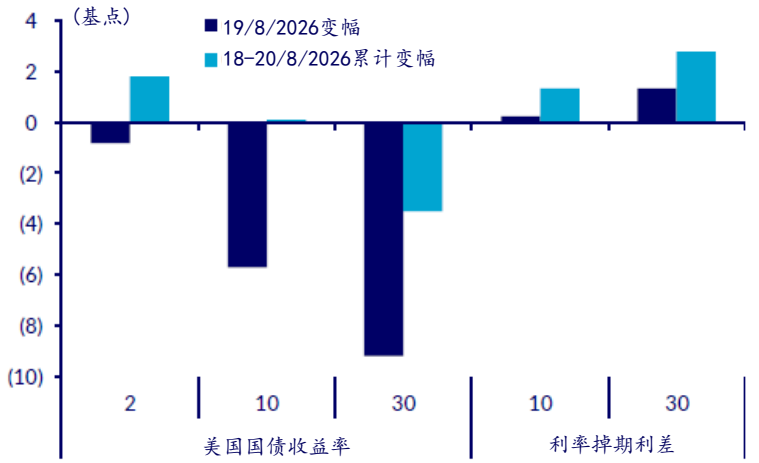
2. 长端美债收益率持续冲高，投资者应如何平衡票息收益与久期风险？

- 对于债券投资者而言，**当市场对财政可持续性、供给压力以及未来通胀前景的不确定性上升时，固定票息的名义债券吸引力将随之下降。**这一逻辑也有助于解释为何美国财政部于8月宣布的国债回购计划效果相对有限。尽管回购规模超过40亿美元，但相对于庞大的长期美国国债存量而言，整体规模仍然偏小。
- 除了政府部门自身融资需求持续增加之外，市场还需要消化一项重要新增供给来源，即超大规模云厂商及其他企业为推进AI基础设施建设而发行的大量长期债务。
- 相比之下，**短债主要受货币政策影响，利率敏感度较低，价格波动明显小于长债。**在财政赤字高企、债务供给增加及通胀风险仍存的环境下，既能提供具吸引力的票息收益，也可避免长债面临的限溢价继续扩张风险，风险回报比更具优势。

AI相关长期债券变化



美国财政部回购计划公布前后美国国债收益率走势



资料来源：BIS、中信里昂

3. 当前环境下，那些资产将面临挑战的资产？

长久期美债

- 久期 / 供给风险

单一美元组合

- 汇率 / 政策集中

应保留情景化判断，避免绝对化

低质量信用债

- 再融资 / 信用风险

高估值成长资产

- 估值 / 盈利验证

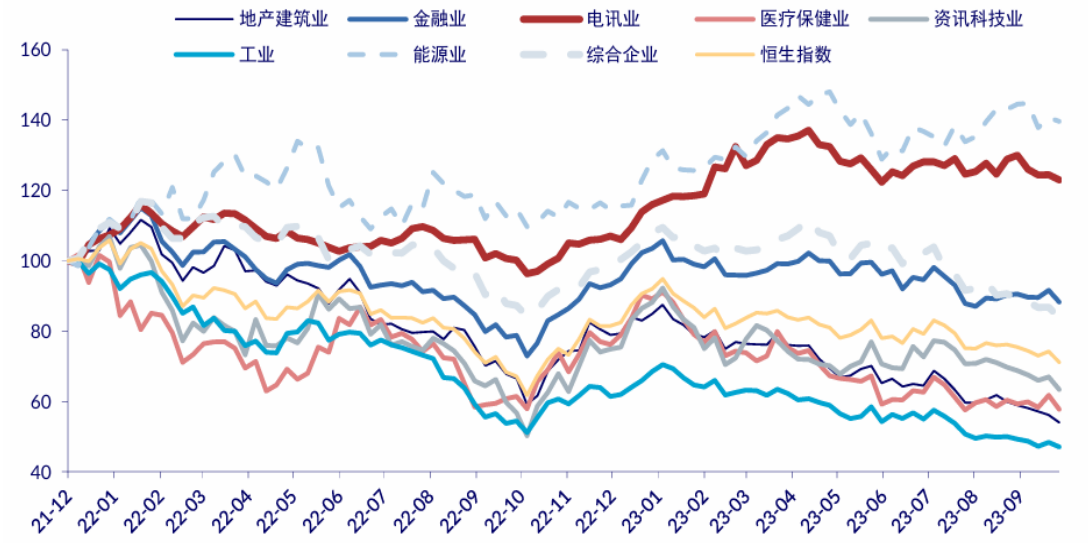
资料来源：中信证券财富管理(香港)

4. 港股红利策略是否仍具吸引力？哪些行业最有望持续获得资金青睐？

- **利差加大背景下港股红利板块持续获得关注。**在美债利率高位运行、市场波动加大的背景下，**红利板块凭借稳定现金流、高股息及较强的南向资金支撑，配置价值进一步凸显。**回顾2021-2023年中美利差走阔期间，综合企业、电讯、能源、金融等高股息的红利资产显著跑赢市场。

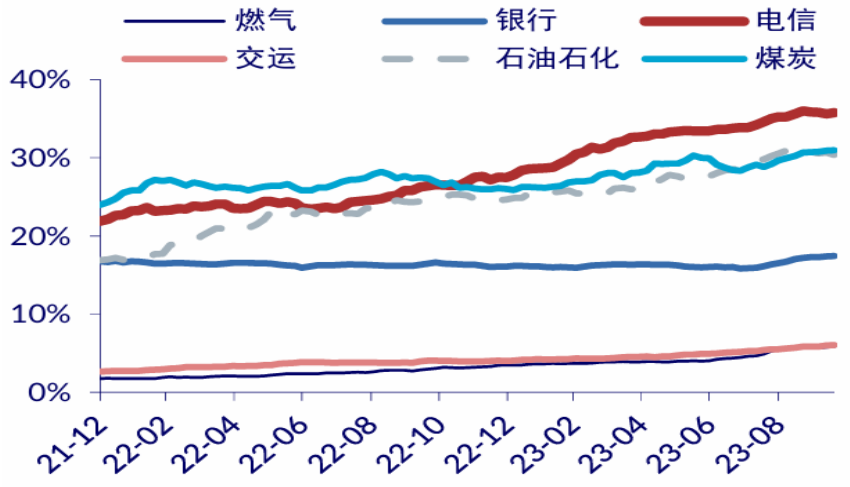
- **跨境投资监管趋严引导更多机构资金流入。**中国近期加强对居民跨境资本流动的监管，更多体现为资金出海渠道的重构，而非全面收紧海外资产配置。政策方向有利于具备全球投资能力、拥有完善合规牌照以及丰富跨境产品供应能力的金融机构，在该类机构海外资产配置中，**高股息、低波动股票**预计将继续受到青睐。具体到板块，建议**以银行、电信和现金流稳定的公用事业为核心，兼顾物业管理等高股息方向；**审慎对待依赖资产处置推升利润的**公用事业和综合企业龙头。**

港股红利行业方向在2021-23年中美利差走阔期间具备显著超额收益



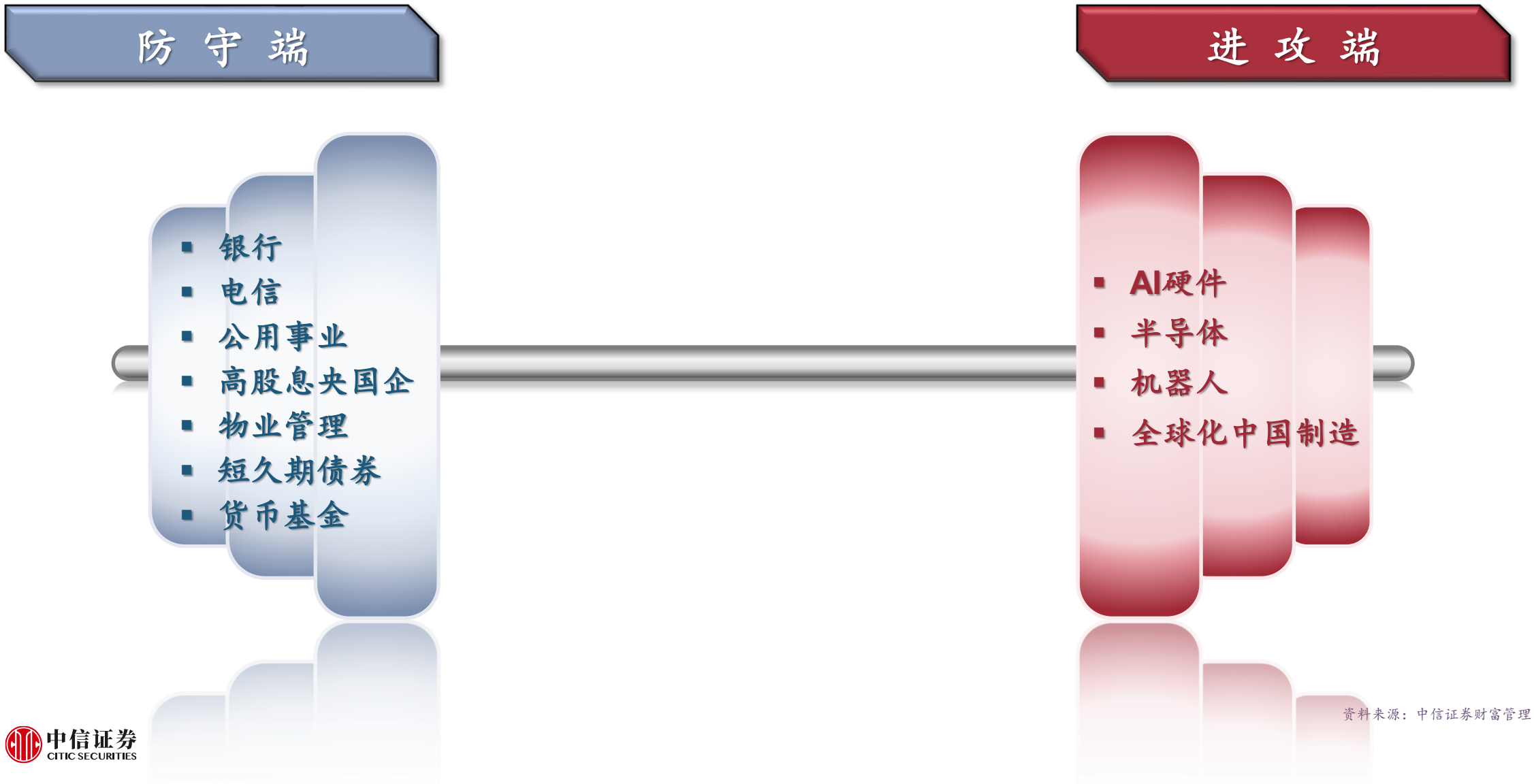
资料来源：Wind、中信证券　起始基准点位为100

中美利差走阔背景下南向资金在红利赛道持股占比提升显著



资料来源：Wind、中信证券　南向持股市值占比指港股通持仓占其与中资、外资中介机构持仓之和的比例

4. 港股红利策略是否仍具吸引力？哪些行业最有望持续获得资金青睐？

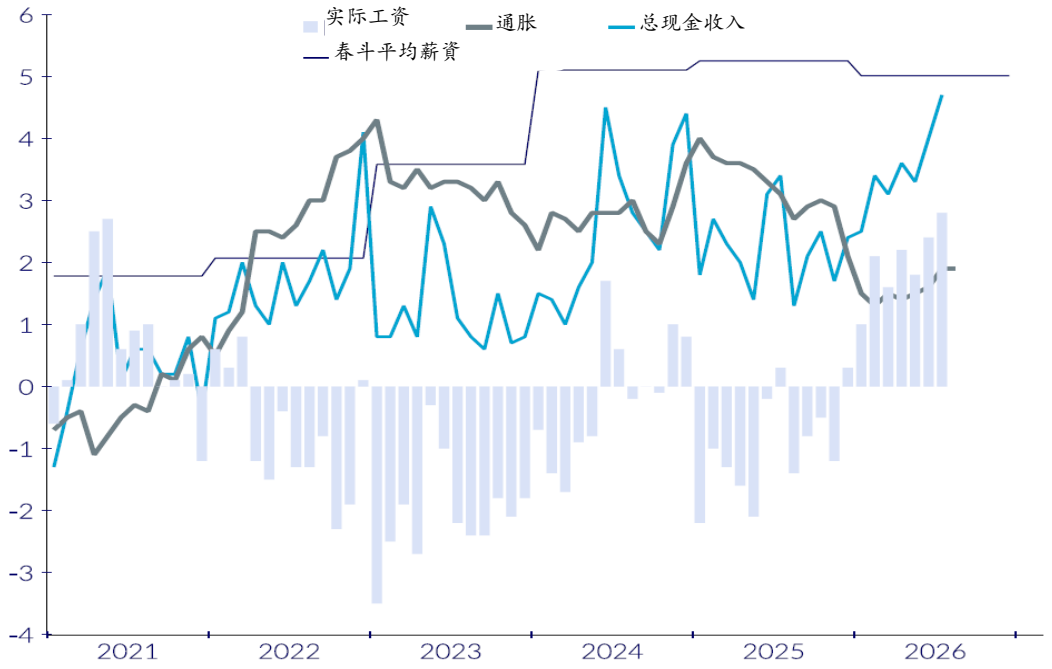


资料来源：中信证券财富管理(香港)

5.日韩市场今年7月份的调整是技术性回调，还是政策与基本面出现趋势性拐点

- 我们**看好日本股市**，主要基于三方面因素：
- 首先，日本经济虽然增长有所放缓，但整体基本面仍然稳健。**日本家庭需求在地缘政治不确定性下仍保持韧性，劳动市场持续强劲，**工资增长改善，有助支持居民消费及企业盈利增长。
- 其次，**日本正受惠于全球AI及科技投资周期。**虽然日本并非AI基建的核心市场，但作为全球高端设备、精密制造及半导体供应链的重要一环，日本企业有望受惠于全球资本开支增加。
- 第三，**日本企业改革及企业管治改善趋势延续，推动股东回报提升。**同时，日元经历多年弱势后逐步趋稳，日本央行仍处于缓慢正常化阶段，利率水平远低于欧美，整体金融环境仍然有利企业经营。
- 总体而言，日本兼具稳定内需、科技及AI产业链受惠、企业改革深化与政策支持等优势，在全球利率维持较高水平及增长分化的环境下，仍然是亚洲区具吸引力的投资市场之一。

日本工资增长 (同比%)

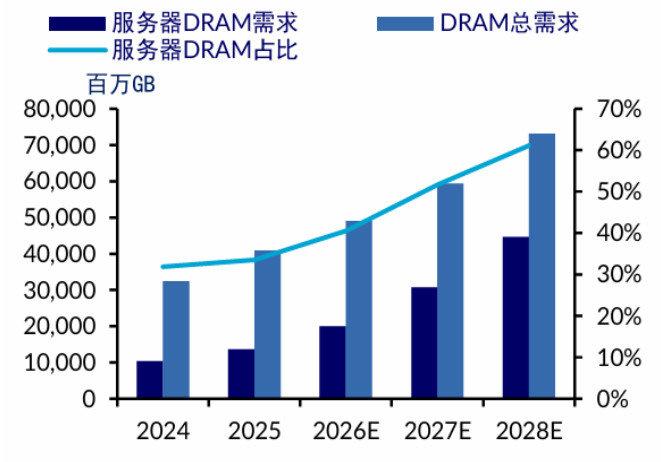


资料来源：中信里昂、Macrobond

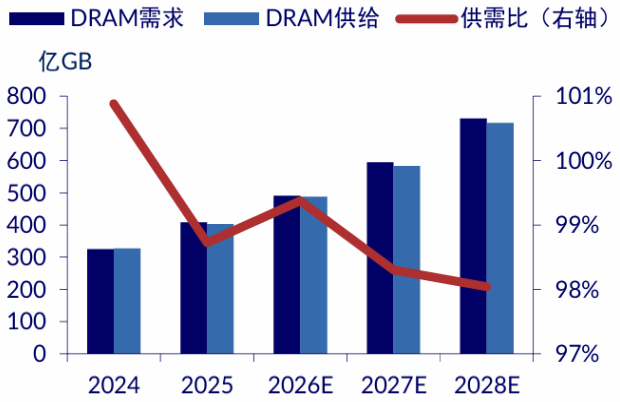
5.日韩市场今年7月份的调整是技术性回调，还是政策与基本面出现趋势性拐点？

- AI对长期记忆、推理及多代理协作的需求提升，行业瓶颈正由算力逐步转向存储能力，HBM、DRAM及企业级SSD的重要性持续上升。**韩国存储行业供需格局持续改善，因供给增长仍难以满足AI带动的需求扩张。**
- 韩国存储龙头已与主要AI客户签订中长期供应协议，提高未来需求可见度，反映行业正由传统库存周期逐步转向AI资本开支驱动的结构性增长。在需求结构性增长、供给扩张受限及长期协议提升确定性的背景下，**本轮存储景气周期有望较过往更长、更强。**
- 我们认为，**下一阶段市场重估的重要驱动力将来自韩国上市公司加快参与企业价值提升计划，**其中三星电子 (005930 KS) 及SK海力士 (000660 KS) 大规模股份回购计划已率先释放积极信号。随着三星电子及SK海力士带头提升股东回报，我们预计类似举措将逐步扩散至更多韩国上市公司。

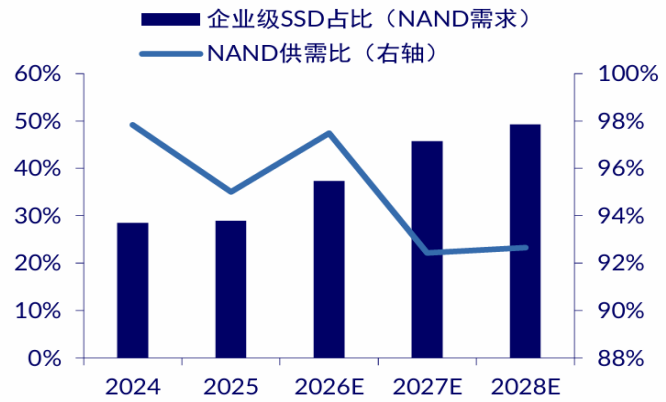
预计服务器需求继续带动DRAM需求高增



DRAM未来两年供需情况预测



NAND存储未来两年供需情况预测



资料来源：中信里昂、中信证券财富管理(香港)

6. 如何看待后续人民币汇率走势，是否持续温和升值？

- 2026年三季度，人民币延续升值趋势。**本轮人民币升值的核心驱动力已由中美利差逐步转向贸易项主导。**2025年以来，利差对人民币汇率的影响明显减弱，而贸易顺差则成为更重要的定价因素。在出口保持较强韧性的背景下，截至2026年7月，中国12个月滚动货物贸易顺差维持在约1.19万亿美元附近的历史高位，对人民币形成持续支撑。
- 中国经济呈现“外需强于内需”的特征，经常账户顺差占GDP比重由2025年的3.8%升至2026年预测的4.0%。内需及房地产市场仍处于修复过程中，但AI产业链、电子产品及高端制造相关出口保持较快增长，带动出口表现持续优于预期。**经常账户顺差占GDP比重进一步提升，为人民币提供坚实的基本面支撑。**
- 政策层面，**监管层持续通过逆周期调节等方式平滑汇率波动，在支持经济增长的同时保持人民币汇率基本稳定。**
- 展望未来，贸易顺差、出口竞争力以及美元周期变化仍将是影响人民币走势的核心因素。
- 美元信用担忧及全球储备资产多元化趋势有利于人民币中长期表现，但中美利差倒挂、国内需求修复节奏及汇率稳定目标仍将约束升值斜率。
- 预计人民币有望维持缓慢升值趋势，但整体仍将呈现双向波动特征，**美元兑在岸人民币年底有望运行至6.6，明年进一步缓慢升值至6.5。**

贸易顺差维持历史高位，为人民币提供持续支撑



资料来源：中信里昂

7. 2026年四季度，市场有何重点需要观察指标?

1. 10年及30年期美国国债息率
2. 美国国债发行与拍卖
3. 财政赤字与利息支出
4. 美国国债波动性指数
5. VIX指数
6. EPU指数
7. 美元指数
8. 金价 / 央行购金
9. 信用利差
10. 中国刺激经济政策

资料来源：中信证券财富管理(香港)



附 录

2016年至2026年三季度大类资产表现

- 过去一年资产表现轮动显著，单一资产类别配置难以长期稳定胜出

近10年环球市场热图 (股票/债券/商品)

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD	十年年化回报	十年年化波动率
中国离岸高收益债 10.8	原油 52.4	香港股票 41.3	中国在岸债 (美元) 3.5	中国A股 36.8	中国A股 38.6	原油 50.2	原油 10.5	美国股票 26.3	黄金 26.6	黄金 62.5	原油 97.5	美国股票 15.5	原油 41.2
日本股票 9.9	美国高收益债 17.1	新兴市场股票 37.8	美国国债 0.9	美国股票 31.5	黄金 21.0	美国股票 28.7	黄金 -0.7	日本股票 20.8	美国股票 25.0	欧洲股票 36.3	新兴市场股票 23.7	黄金 10.7	香港股票 26.4
中国在岸债 3.9	美国股票 12.0	中国A股 32.7	中国离岸投资级债 0.5	欧洲股票 24.6	新兴市场股票 18.7	欧洲股票 17.0	香港股票 -12.5	欧洲股票 20.7	香港股票 22.9	新兴市场股票 34.4	日本股票 23.0	欧洲股票 10.6	中国A股 24.0
中国离岸投资级债 3.3	新兴市场股票 11.6	欧洲股票 26.2	美国高收益债 -2.1	原油 22.7	美国股票 18.4	中国在岸债 (美元) 8.4	中国在岸债 (美元) -5.2	美国高收益债 13.5	中国A股 14.9	香港股票 32.5	美国股票 12.8	新兴市场股票 10.5	日本股票 22.2
中国A股 2.4	中国离岸高收益债 10.4	日本股票 24.4	美国投资级债 -2.5	日本股票 20.1	日本股票 14.9	美国高收益债 5.3	中国离岸投资级债 -10.1	黄金 12.8	日本股票 8.7	中国A股 26.4	中国在岸债 (美元) 7.2	日本股票 10.2	美国股票 21.7
美国股票 1.4	新兴市场美元债 10.2	美国股票 21.8	黄金 -2.8	新兴市场股票 18.9	美国投资级债 9.9	日本股票 2.0	美国高收益债 -11.2	新兴市场美元债 10.5	美国高收益债 8.2	日本股票 25.1	欧洲股票 6.6	中国A股 6.9	欧洲股票 20.5
新兴市场美元债 1.2	黄金 7.7	原油 17.7	中国离岸高收益债 -4.2	黄金 18.0	中国在岸债 (美元) 9.8	中国离岸投资级债 -0.1	美国国债 -12.5	新兴市场股票 10.3	新兴市场股票 8.1	美国股票 17.9	中国离岸高收益债 5.3	美国高收益债 5.8	黄金 20.0
美国国债 0.8	美国投资级债 6.1	黄金 12.8	美国股票 -4.4	美国投资级债 14.5	美国国债 8.0	美国投资级债 -1.0	欧洲股票 -14.5	美国投资级债 8.5	新兴市场美元债 5.7	新兴市场美元债 13.4	中国A股 0.0	原油 5.6	新兴市场股票 19.5
美国投资级债 -0.7	中国离岸投资级债 4.4	新兴市场美元债 9.3	新兴市场美元债 -4.6	新兴市场美元债 14.4	中国离岸高收益债 7.5	中国A股 -1.1	美国投资级债 -15.8	中国离岸投资级债 7.0	中国离岸高收益债 5.1	美国高收益债 8.6	美国高收益债 0.1	香港股票 4.5	中国离岸高收益债 13.4
欧洲股票 -2.3	香港股票 4.3	美国高收益债 7.5	香港股票 -10.5	美国高收益债 14.3	美国高收益债 7.1	新兴市场美元债 -1.5	日本股票 -16.3	中国在岸债 (美元) 2.7	中国离岸投资级债 5.1	美国投资级债 7.8	新兴市场美元债 -1.2	中国在岸债 (美元) 3.8	新兴市场美元债 8.6
香港股票 -3.9	日本股票 2.7	中国离岸高收益债 6.5	日本股票 -12.6	香港股票 13.0	中国离岸投资级债 6.6	新兴市场股票 -2.2	新兴市场美元债 -16.5	美国国债 4.1	中国在岸债 (美元) 4.9	中国离岸投资级债 7.6	中国离岸投资级债 -1.3	新兴市场美元债 3.3	美国投资级债 7.1
美国高收益债 -4.5	美国国债 1.0	美国投资级债 6.4	新兴市场股票 -14.2	中国离岸高收益债 12.7	欧洲股票 5.9	美国国债 -2.3	美国股票 -18.1	原油 -10.3	欧洲股票 2.4	美国国债 6.3	香港股票 -1.4	中国离岸投资级债 2.9	美国国债 5.9
黄金 -10.9	欧洲股票 0.2	中国在岸债 (美元) 6.2	欧洲股票 -14.3	中国离岸投资级债 10.2	新兴市场美元债 5.9	黄金 -4.3	新兴市场股票 -19.7	中国A股 -10.9	美国投资级债 2.1	原油 5.6	美国国债 -2.8	美国投资级债 2.6	美国高收益债 5.9
新兴市场股票 -14.6	中国在岸债 (美元) -5.2	中国离岸投资级债 4.4	原油 -19.6	美国国债 6.9	香港股票 -0.3	香港股票 -11.8	中国离岸高收益债 -22.5	香港股票 -10.5	美国国债 0.6	中国离岸高收益债 5.2	美国投资级债 -3.1	美国国债 0.9	中国离岸投资级债 3.9
原油 -35.0	中国A股 -15.2	美国国债 2.3	中国A股 -27.5	中国在岸债 (美元) 3.4	原油 -21.5	中国离岸高收益债 -26.3	中国A股 -26.5	中国离岸高收益债 -12.0	原油 -3.1	中国在岸债 (美元) 5.1	黄金 -4.5	中国离岸高收益债 -2.3	中国在岸债 (美元) 4.8

资料来源：彭博、Morningstar　　*截至2026年9月30日

上图中的股票指数均为总收益 (gross return)。图例中的“中国A股”为沪深300指数、“美国股票”为标准普尔500指数、“欧洲股票”为MSCI欧洲市场指数、“香港股票”为恒生指数、“新兴市场股票”为MSCI新兴市场股市指数、“新兴市场美元债”为摩根大通全球新兴市场美元债券指数、“美国国债”为彭博巴克莱美国国债指数 (1987年起)、“美国高收益债”为彭博巴克莱美国企业高收益债券指数、“美国投资级债”为彭博巴克莱美国投资级别企业债券指数、“中国在岸债”为彭博巴克莱中国综合指数 “中国离岸投资级美元债”为彭博巴克莱亚洲 (日本除外) 中国投资级美元债券指数、“中国离岸高收益美元债”为彭博巴克莱亚洲 (日本除外) 中国高收益美元债券指数、“黄金”为彭博黄金指数、“原油”为ICE布伦特原油期货；以上指数皆为美元计价。“十年年化回报”及“十年年化波动率”以总回报数据计算，2015年至2025年12月12日表现。所有数据皆以百分比呈现。

2026年三季度受美伊冲突影响，美债收益率高位震荡，中资债券表现相对稳健

	收益率	指数涨跌幅 (%)								2021至今
	(%)	2026Q3	2026Q1	2026Q1	2025	2024	2023	2022	2021	2021-2025年化	最大回撤 (%)
美国国债	5.13	-3.04%	0.32%	-0.04%	6.32%	0.58%	4.05%	-12.46%	-2.32%	-1.0%	-17.31%
美国投资级企业债	5.95	-3.94%	1.43%	-0.41%	7.48%	2.74%	8.38%	-14.34%	-0.98%	0.3%	-20.21%
美国高收益企业债	8.32	-1.82%	2.47%	-0.47%	8.27%	8.20%	12.92%	-11.27%	5.02%	4.3%	-14.81%
应急可转债 (美元)	6.68	-1.53%	4.57%	-1.08%	11.44%	13.63%	7.55%	-10.53%	5.35%	5.1%	-24.59%
新兴市场本币政府债	3.95	1.58%	2.80%	-1.11%	9.29%	1.68%	6.91%	-8.44%	-1.59%	1.4%	-17.22%
新兴市场美元政府债	N/A	-0.94%	4.19%	-2.27%	19.00%	-2.40%	10.91%	-10.18%	-9.23%	1.0%	-25.98%
中资美元债	6.07	-1.75%	0.95%	0.35%	7.33%	6.32%	4.20%	-12.18%	-6.58%	-0.5%	-25.10%
中资美元债投资级	5.51	-2.26%	0.79%	0.21%	7.61%	5.13%	6.98%	-10.11%	-0.11%	1.7%	-16.03%
中资美元债高收益	10.09	1.75%	2.06%	1.42%	5.33%	15.38%	-11.88%	-22.47%	-26.34%	-9.4%	-59.51%
中资美元债-地产	N/A	0.99%	3.57%	-2.04%	6.62%	24.35%	-27.51%	-28.77%	-27.61%	-13.1%	-68.06%
中国境内债	1.58	0.86%	1.12%	0.85%	0.61%	8.00%	4.79%	3.40%	5.65%	4.5%	-1.38%
中国境内企业债	1.93	0.57%	0.80%	0.89%	1.84%	4.60%	4.43%	2.63%	5.19%	3.7%	-1.53%

美国国债：彭博美国国债总回报指数；美国投资级企业债：S&P美国投资级企业债总回报指数；美国高收益企业债：S&P美国高收益企业债总回报指数；应急可转债 (美元)：彭博巴克莱西欧应急可转债USD总回报指数；新兴市场本币政府债：彭博新兴市场本币政府债指数；新兴市场政府债 (美元)：J.P.Morgan新兴市场政府债指数；中资美元债：彭博巴克莱中国美元债指数；中资美元债投资级：彭博巴克莱中国投资级美元债指数；中资美元债高收益：彭博巴克莱中国高收益美元债指数；中资美元债-房地产：Markit iBoxx中国房地产美元债总回报指数；中国境内债：彭博巴克莱中国人民币债总回报指数；中国境内企业债：彭博巴克莱中国人民币企业债总回报指数

资料来源：彭博、中信证券财富管理 (香港)　注：*截至2026年9月30日

战术及策略性资产配置建议

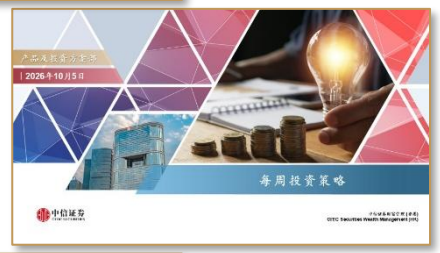
		战术性部署 Tactical Allocation							策略性部署 Strategic Allocation							
资产类别			++	+	0	-	--	调整*		++	+	0	-	--	调整*	
股票	美国	未来三个月		○					未来一年		○					基本面强劲，关注新一轮行情扩散。
	欧元区				○							○				企业盈利具有韧性，防御属性存在轮动机会。
	日本				○						○					AI叙事和企业管治提升持续，积极因素仍存，注重交易节奏。
	新兴市场亚洲			○							○					估值重回吸引区间，AI驱动的价值重估未到终点。
	中国A股			○							○					年内最后的进攻窗口。
	中国港股				○						○					估值盈利具备双重修复潜力。
固收	美国国债			○							○					美国国债收益率维持高位，但长端利率仍存上行风险。短期TIPS是兼具较高实际收益率及通胀对冲功能的防御性资产。
	投资级美国企业债			○							○					当前收益率水平具吸引力，企业基本面稳健，在信用风险可控背景下兼顾收益与防御属性。
	高收益美国企业债				○							○				信用基本面整体稳定，信用利差未明显走阔，精选个券更为重要
	新兴市场美元债			○							○					美元走弱预期及部分大宗商品价格支撑下，资源型新兴市场主权债具配置价值。
	投资级中资美元债			○				▲				○				优质中资发行人现金流及融资能力保持稳健，在高收益率环境下具备较好的配置价值。
	高收益中资美元债				○							○				行业与主体分化持续，优先关注基本面稳健、再融资能力较强的龙头发行人。
商品	基本金属			○							○					AI基建拉动需求、增产受限，支撑铝价。供给持续偏紧叠加需求支撑，铜价有望突破每吨16,000美元。
	贵金属			○				▲			○					季度末伦敦现货悲观假设下仍然有望超过4,950美元/盎司。
	原油				○								○			中东供应风险未解，油价中枢维持高位。基准情景下，四季度油价预计维持每桶80至90美元。
	农产品				○							○			▼	天气推动玉米、大豆增产，预计承压但下行空间有限；干旱减产、成本上升、运输受阻，小麦价格上行
外汇	美元				○								○			财政赤字扩大、美债供给压力及储备资产多元化趋势将限制美元上行空间。
	人民币				○			▼			○					美元信用担忧及全球储备资产多元化趋势有利于人民币中长期表现，预计人民币有望维持缓慢升值趋势。
	英磅				○							○				高利率环境继续为英镑提供支撑，但经济增长动能边际放缓，财政扩张空间亦较有限。
	欧元				○							○				欧元区增长偏弱，法国财政风险及政治不确定性仍存，但欧洲央行短期维持限制性政策立场。
	日元				○			▼			○					日本央行延续政策正常化，但加息步伐仍较渐进，美日利差短期难明显收窄。
	澳元			○							○					澳元仍有望获得基本面与政策面的支撑，同时澳洲联储仍保留进一步收紧政策的可能。

资料来源：中信证券财富管理(香港)　　*与上季度看法比较：红色代表未来一年看法较未来三个月正面；蓝色代表未来一年看法较未来三个月负面

定期出版

包括：每日环球市场动态、CSIWM个股及行业报告、年度/季度投资策略、每周产品及投资策略、每月精选产品概览、每月企业客户境外现金管理、资产配置手册、季度结构性产品手册及重点关注产品追踪等等



















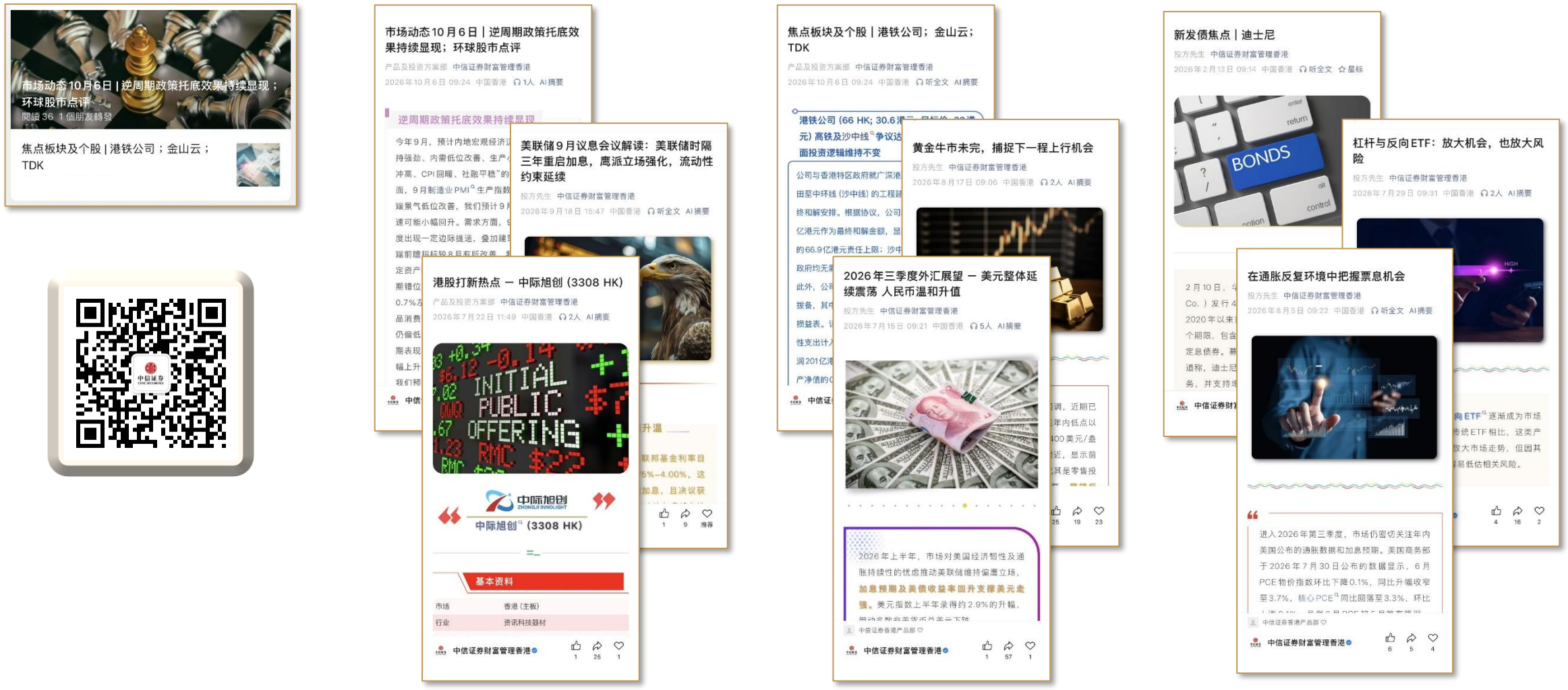




资料来源：中信证券财富管理(香港)

微信公众号

包括：市场动态、焦点板块及个股、港股打新焦点、债市聚焦、新债发行、结构化产品个案分享、基金文章、基金经理专访系列及特别文章推荐



资料来源：中信证券财富管理(香港)



商品/外汇

中东局势主导波动 金属供需维持偏紧

- 2026年三季度，美伊冲突持续及霍尔木兹海峡通航受阻推动能源供应风险上升，布油大幅上涨42%至103.5美元/桶。粮食类期货受厄尔尼诺天气及供应担忧推动表现较强，而金属价格则受到美联储加息及流动性收紧影响。
- **展望四季度，中东冲突及霍尔木兹海峡通航情况仍将主导能源市场波动，供给约束仍是大宗商品的主要支撑。**原油方面，美伊冲突持续使实际供应及运输仍面临约束，油价中枢预计维持高位。若美联储维持加息周期，金融属性较强、对流动性敏感的商品或继续受到扰动，而供给偏紧品种相对更具支撑。若全球经济及AI相关需求未显著转弱，叠加铜矿供给约束，铜等有色金属供需仍有望维持偏紧。

大宗商品2026年三季度表现回顾 (强至弱)

强

弱

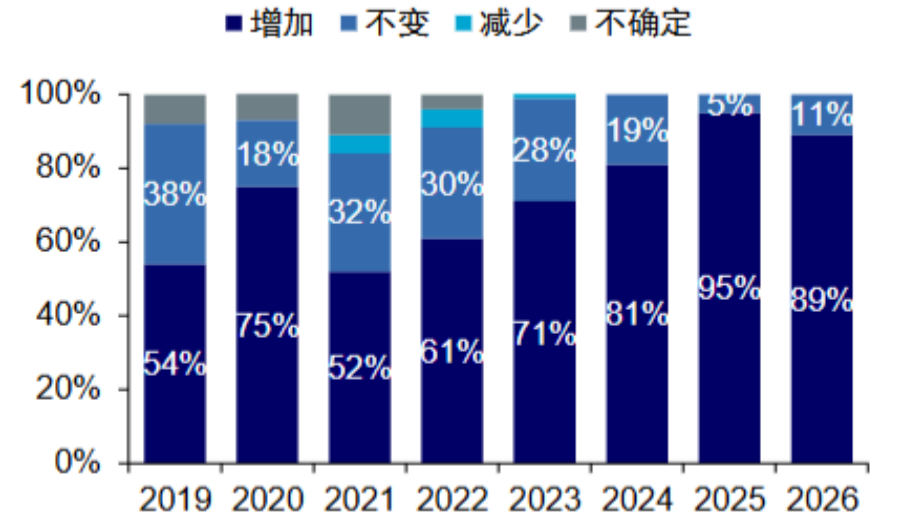
品种	单位	价格*	2026年三季度*	年初至今	走势预测
布伦特原油	美元/桶	103.53	42.0%	70.1%	供应风险未解、库存去化，油价维持高位
CBOT玉米期货	美分/英斗	500.75	14.9%	8.7%	天气推动增产，预计承压但下行空间有限
CBOT大豆期货	美分/英斗	1,293.00	13.0%	21.5%	天气推动增产，预计承压但下行空间有限
CBOT小麦期货	美分/英斗	675.75	11.8%	19.7%	干旱减产、成本上升、运输受阻，价格上行
伦敦现货铂金	美元/盎司	1,716.22	10.5%	-16.7%	供需由短缺转向过剩，珠宝及汽车需求疲软
LME 现货铜	美元/吨	14,453.04	8.3%	16.1%	供给持续偏紧叠加需求支撑，铜价有望抬升
伦敦现货黄金	美元/盎司	4,157.41	3.7%	-3.7%	利率预期仍有扰动，避险需求提供支撑
伦敦现货白银	美元/盎司	60.43	3.1%	-15.7%	制造业景气将有助于银价企稳
LME 现货铝	美元/吨	3,159.28	2.9%	6.4%	AI基建拉动需求、增产受限，铝价有望抬升

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至30/9/2026

黄金：加息利空逐步消化

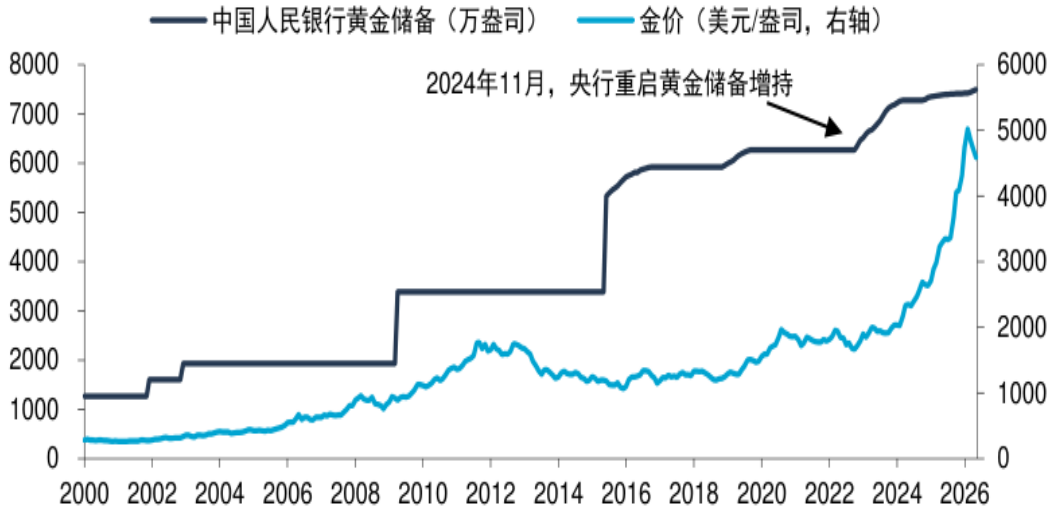
- **2026年三季度金价“先抑后扬”。**油价上涨及通胀压力推动美联储加息预期升温，黄金价格持续承压。9月美联储加息25基点落地后，金价一度跌破4,300美元/盎司；随后随着加息利空逐步消化，市场情绪改善，金价快速反弹至4,500美元/盎司以上。
- 展望四季度，黄金仍具上行支撑。虽然美联储点阵图显示后续仍存在1-2此加息空间，但短期紧缩逐步落地后，市场关注点或转向未来政策边际宽松的可能。同时，美国财政赤字再次扩大，**主权信用与长期财政可持续性担忧继续强化黄金的避险及货币属性；叠加央行购金维持高位，**黄金中期支撑因素仍在。**2027年一季度末伦敦现货悲观假设下仍然有望超过4,950美元/盎司。**

多数央行认为未来一年黄金储备将增加



资料来源：： 世界黄金协会、中信证券、中信证券财富管理(香港)

中国人民银行持续增持黄金储备

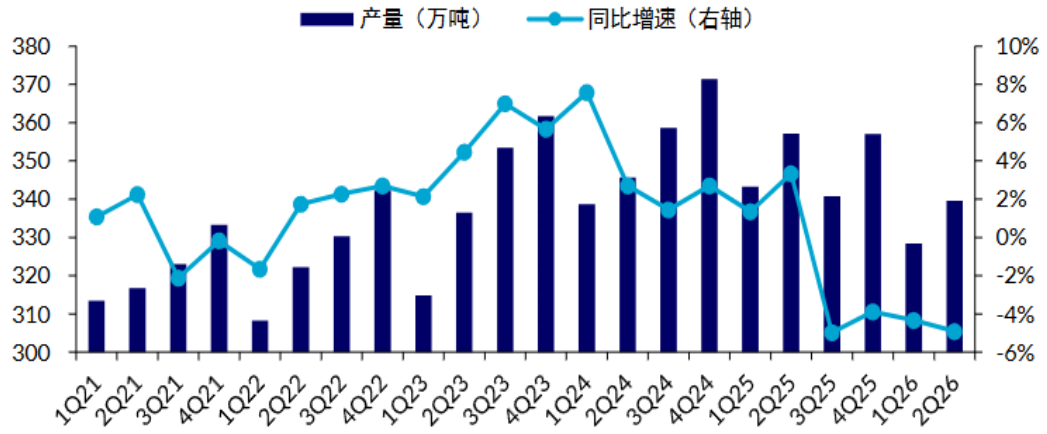


资料来源：中国人民银行、中信证券、中信证券财富管理(香港)

铜：供给约束延续

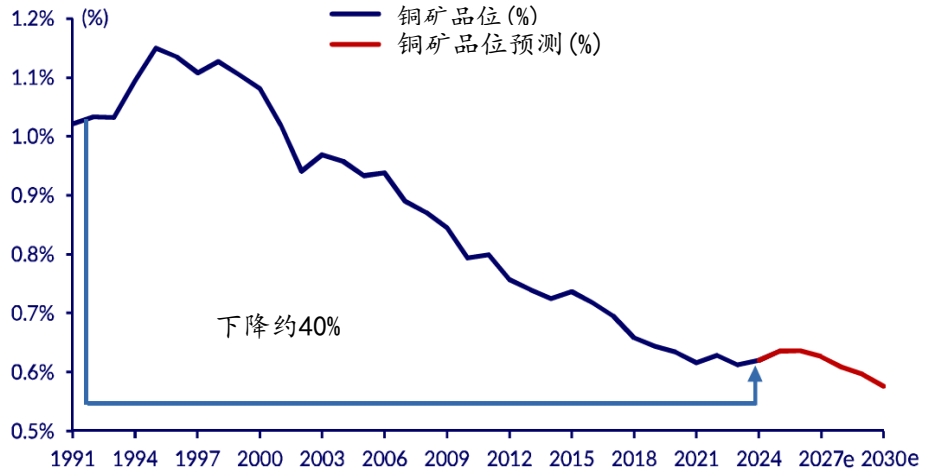
- **铜价在矿端供给收缩推动下强势上行。**全球主要铜矿企业产量已连续四个季度下降，多家公司再次下调全年产量目标。8月刚果(金)宣布铜精矿出口禁令，进一步放大市场对供应不足的担忧；中国库存继续下降，加上矿山罢工和极端天气带来的生产风险，推动铜价持续走高。关税及美联储政策预期带来短期波动，但并未改变铜供应偏紧的主线。
- **展望四季度，供给紧张推升铜价。**AI数据中心、电网建设及电气化持续支撑铜需求，而供应增长仍然受限。美国精炼铜关税方案将成为近期主要关注点，若采取递增式关税，进口商可能在正式加税前集中补库，进一步收紧海外现货供应。与此同时，全球主要铜矿企业持续下调产量指引，铜品位下降、南美矿山罢工及极端天气也增加减产风险，供给短期难以明显改善。预计四季度LME铜价有望突破每吨16,000美元，但关税政策变化仍可能引发短期波动。

年中产量持续走低



资料来源：各公司公告，中信证券、中信证券财富管理(香港)

铜品位持续下降

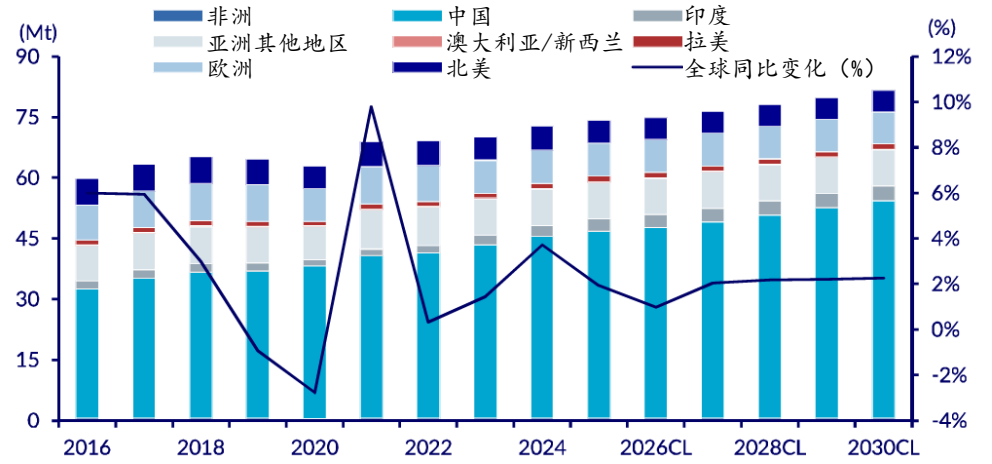


资料来源：BHP、中信里昂、中信证券财富管理(香港)

铝：需求回暖叠加供给增长停滞

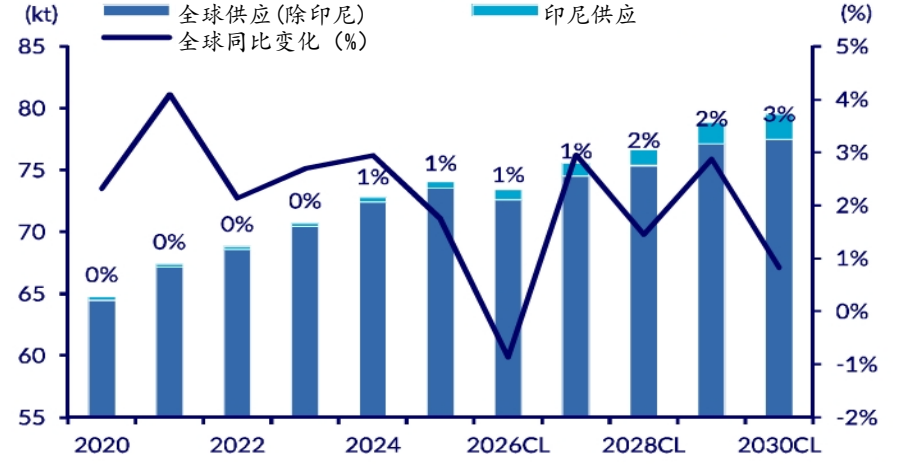
- **全球铝需求预计保持约3%的年增长**，主要受电网、储能、AI基础设施及电气化带动，抵消光伏及电动车增速放缓的影响。铜价高企也推动以铝代铜加速，进一步扩大铝的应用需求。
- 中国电解铝产能已接近每年4,500万吨上限，海外新增产能则受到电力、审批及成本限制，中东产能恢复也较为缓慢。**预计2026年全球电解铝产量仅增长0.4%**，为2019年以来最低，全球供应缺口约141万吨。
- 因需求稳定增长而供给近乎停滞，我们认为2026年和2027上半年铝价仍然可期，**2027年下半年后铝价仍然具备3,000美元/吨的成本曲线和激励价格支撑。**

铝需求稳步回升



资料来源：CRU、中信里昂、中信证券财富管理(香港)

产能扩张受限，铝供应增速放缓



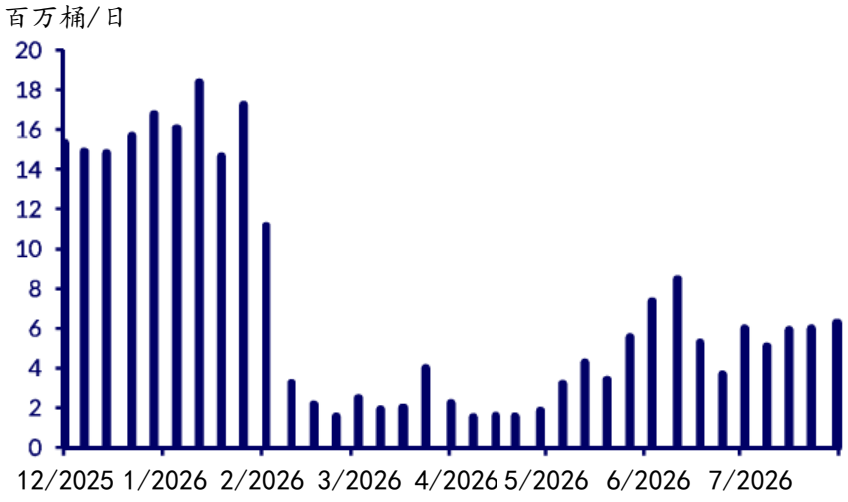
资料来源：CRU、中信里昂、中信证券财富管理(香港)

原油：中东供应风险未解，油价中枢维持高位

- **2026年三季度，原油价格围绕美伊冲突及霍尔木兹海峡通航预期剧烈波动，整体先跌后涨。**7月下旬，双方暂停相互袭击，和谈推进及航运恢复推动地缘风险溢价快速回落；但8月和谈破裂、冲突重启，伊朗再次封锁霍尔木兹海峡，叠加全球原油库存持续下降，推动布伦特原油于9月突破100美元/桶。

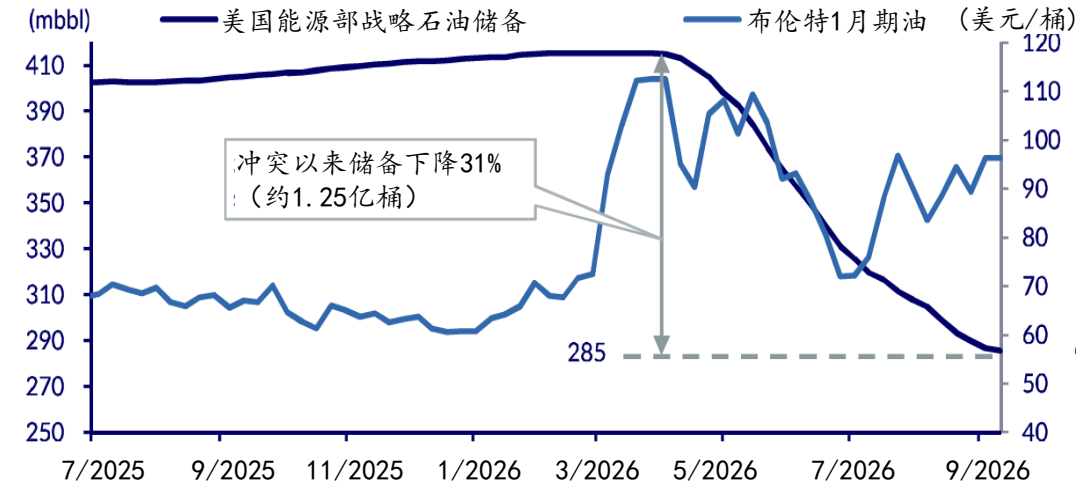
- **四季度油价中枢或维持高位震荡。**中东冲突已由霍尔木兹海峡延伸至能源设施及红海替代通道，实际可出口原油仍受运输瓶颈约束。实货市场供给不足、库存持续下降，加上中东产能恢复缓慢、美国页岩油扩产克制及需求保持韧性，预计原油供需继续偏紧。尽管炼能不足限制原油需求进一步上升，但高裂解价差仍将支撑炼厂开工及原油采购；同时，美国战略石油储备已降至低位，继续释储空间有限，潜在补库将带来额外需求。基准情景下，**四季度油价预计维持每桶80至90美元，后续走势主要取决于能源设施及运输通道的恢复情况。**

霍尔木兹海峡原油出货仍处低位



资料来源：Vortexa、中信里昂、中信证券财富管理(香港)

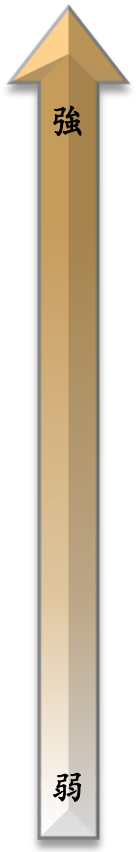
冲突以来美国战略原油储备持续去库



资料来源：彭博、中信里昂、中信证券财富管理(香港)

总结

- 若美伊紧张局势维持，预计价格强弱由高到低依次为：



		现时价格*
黄金	利率预期仍有扰动，避险需求提供支撑。明年一季度仍然有望超过4,950美元。 (价值黄金ETF (3081 HK)；SPDR黄金ETF (2840 HK/GLD US))^	4,157.41美元/盎司
铜	供给持续偏紧叠加需求支撑，铜价有望突破每吨16,000美元 (Global X Copper Miners ETF (COPX US))^	14,453.04美元/吨
铝	AI基建拉动需求、增产受限，铝价有望抬升	3,159.28美元/吨
小麦	干旱减产、成本上升、运输受阻，价格上行	675.75美分/英斗
原油	供应风险未解、库存去化，油价维持高位。	103.53美元/桶
白银	制造业景气将有助于银价企稳	60.43美元/盎司
大豆	天气推动增产，下行空间有限	1,293.00美分/英斗
玉米	天气推动增产，下行空间有限	500.75美分/英斗
铂金	供需由短缺转向过剩，需求仍疲软	1,716.22美元/盎司

资料来源：中信证券财富管理(香港)　^相关ETF　*截至30/9/2026

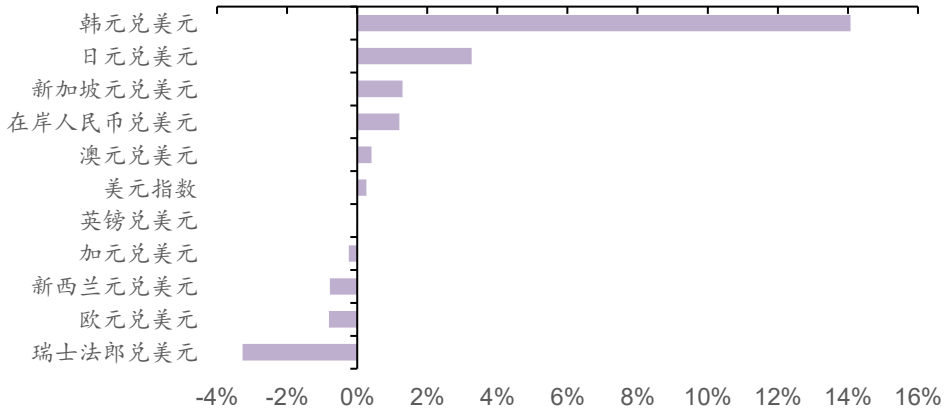
美元重拾强势，高利率环境压制非美货币

2026年第三季度，美元走势先弱后强。7月市场一度憧憬美联储启动降息周期，叠加美国财政部债券回购计划推出，美元阶段性承压。8月至9月，美国经济保持韧性、核心通胀回落缓慢，美债收益率持续上行；同时，美联储9月加息25个基点并释放鹰派信号，强化“Higher for Longer”预期，推动美元指数重返100关口上方。

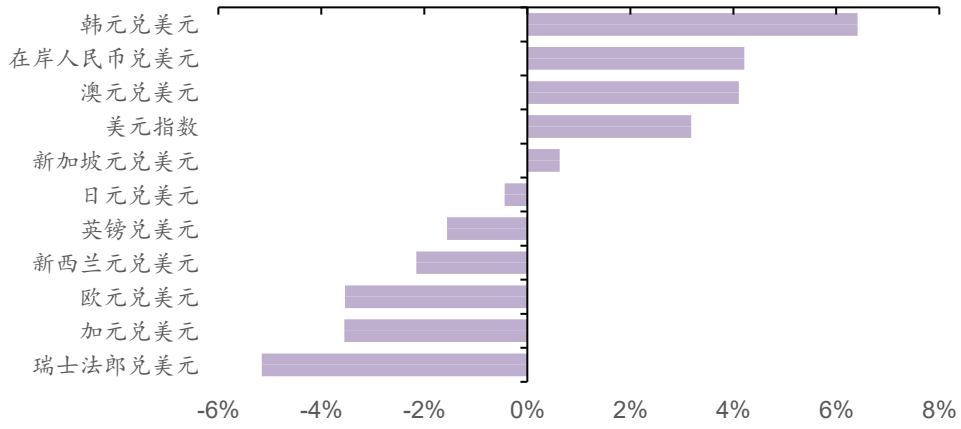
美元走强带动多数非美货币承压。日元虽受日本央行进一步加息支撑，但受制于美日利差高企及政策正常化预期有限，整体仍偏弱；欧元则受到增长疲弱、法国财政风险升温及政治不确定性拖累。整体而言，三季度美元重拾主导地位，多数非美货币兑美元回落。我们预期:

- **日元:** 预计年底美元兑日元维持在155。
- **澳元:** 澳联储维持偏鹰立场，预计年底澳元兑美元升至0.72。
- **欧元:** 欧元区增长偏弱，预计欧元兑美元升至1.16。
- **英镑:** 高利率环境提供支撑，预计年底英镑兑美元升至1.35。
- **人民币:** 年底美元兑人民币年底有望运行至6.6。
- **美元:** 预计在美元指数100左右区间震荡。

2026年四季度主要货币兑美元表现*



2026年初至今主要货币兑美元表现*



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至30/9/2026

澳元：鹰派澳洲联储与经济韧性提供支撑

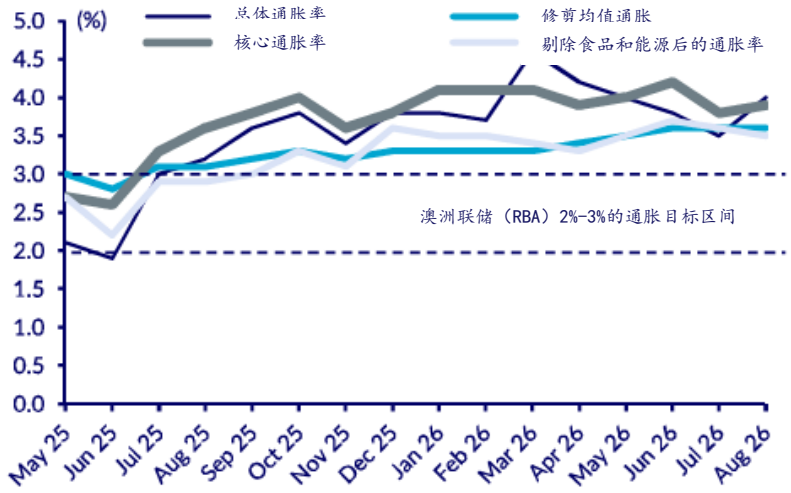
- **2026年三季度，澳洲经济整体表现好于市场预期，澳元在美元强势环境下展现出较强韧性。**出口增长、居民资产负债表稳健以及数据中心投资热潮带动资本开支扩张，共同支撑经济保持增长。二季度GDP增速高于预期，实际家庭可支配收入继续改善，显示消费仍具韧性。

- **通胀方面，三季度澳洲价格压力有所反复。**8月CPI同比升至4.0%，较7月的3.5%明显回升；核心通胀虽维持在3.6%左右，但仍高于澳洲联储2%-3%的目标区间。能源价格上涨及服务业通胀持续偏高成为主要推动因素。与此同时，全球AI基础设施投资热潮推动数据中心建设及相关设备需求增长，成为澳洲投资活动及部分商品价格的重要支撑来源。在此背景下，澳洲联储于9月底将现金利率上调25个基点至4.60%，并在政策声明中表达对通胀风险的担忧，整体措辞较此前明显偏鹰。

- **展望未来，我们认为澳元仍有望获得基本面与政策面的支撑。**澳洲经济增长韧性、资源出口需求以及AI相关基础设施投资将继续支撑经济活动；同时，澳洲联储仍保留进一步收紧政策的可能。

- 我们**预计澳洲联储或于11月再加息25个基点**，并维持对澳元中长期表现偏正面的看法，**预计澳元兑美元在2026年底有望升至0.72。**

澳洲通胀持续高于目标区间



资料来源：彭博、中信里昂

美元: 高利率环境延续，美元维持区间震荡

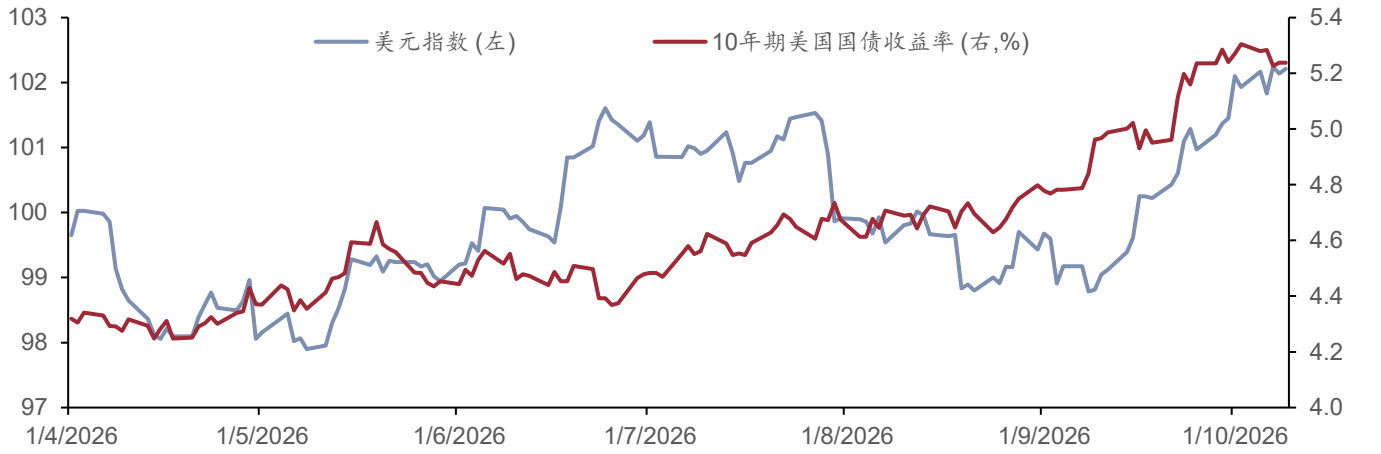
- **2026年三季度，美国经济整体保持韧性。**8月核心PCE同比降至3.0%，但仍高于美联储2%的目标；9月ISM服务业PMI录得54.9，显示内需及服务业活动仍处扩张区间。通胀粘性叠加经济韧性支撑美联储维持鹰派立场，并于9月加息25个基点将联邦基金利率目标区间升至3.75%-4.00%，进一步强化“Higher for Longer”预期。我们认为，美国经济尚未明显转弱，而通胀仍具黏性，美联储短期维持限制性利率政策的概率较高。

- **此外，美国财政赤字扩大及国债供给增加持续推升长端利率。**美联储及海外官方机构持有的公众持有美债占比已由2015年高点的69.1%降至2025年的44.7%，更多新增国债需要由价格敏感的私人投资者承接，市场对期限溢价及风险补偿的要求随之提高。受此影响，第三季度后期10年期美债收益率由约4.7%升至5%以上，一度逼近本轮周期高位，收益率曲线进一步陡峭化。我们认为，美债供需结构变化正推动长端利率中枢上移，并持续为美元提供支撑。

- 尽管**市场对美元信用及去美元化趋势的讨论升温，但全球资金并未明显撤离美元资产，**而是更多通过提高汇率对冲比例、缩短久期及增持黄金等方式管理风险。

- 我们认为，美国相对稳健的经济增长、较高利率水平及美元避险属性仍将支撑美元走势，但财政赤字扩大、美债供给压力及储备资产多元化趋势将限制其上行空间，**因此预计美元指数短期维持在100左右区间震荡。**

长端利率抬升支撑美元指数走强



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至9/10/2026

总结

货币	2027年预测	2026年四季度预测	走势分析*	价格 (30/9/2026)
澳元	↑	↑	澳洲经济增长保持韧性，通胀持续高于目标区间，澳洲联储或于11月进一步加息，利差因素有望支撑澳元表现。我们预测澳元兑美元年底将升至0.72附近。	澳元兑美元: 0.6947
人民币	↑	–	美元信用担忧及中美利差改善为人民币提供支撑，叠加稳增长政策持续发力，汇率整体有望保持稳定，年底有望运行至6.6。	美元兑在岸人民币: 6.7064 美元兑离岸人民币: 6.7088
日元	↑	–	日本央行延续政策正常化，但加息步伐仍较渐进，美日利差短期难明显收窄。我们预测2026年底美元兑日元维持在155附近。	美元兑日元: 157.41
欧元	–	–	欧元区增长偏弱，法国财政风险及政治不确定性仍存，但欧洲央行短期维持限制性政策立场，预计2026年底欧元兑美元维持在1.16附近。	欧元兑美元: 1.1330
英镑	–	–	英国通胀回落速度仍较缓慢，高利率环境继续为英镑提供支撑；但经济增长动能边际放缓，财政扩张空间亦较有限。预计年底英镑兑美元维持在1.35附近。	英镑兑美元: 1.3265 欧元兑英镑: 0.8541
美元	↓	–	美国经济保持韧性，较高利率水平继续支撑美元；但财政赤字扩大、国债供给增加及信用担忧限制进一步上行空间，预计在美元指数100左右区间震荡。	美元指数: 101.451

资料来源：中信证券财富管理(香港)　*截至30/9/2026



股票/ETF

盈利与估值的反复拉扯

成熟市场

中国香港：估值盈利具备双重修复潜力
- ETF推荐：Global X 恒生高股息率 ETF (3110 HK)

日本：积极因素仍存，注重交易节奏
- ETF推荐：iShares MSCI Japan ETF (EWJ US)

美国：基本面强劲，关注新一轮行情扩散
- ETF推荐：标普500ETF-SPDR (SPY US)

欧洲/英国：企业盈利具有韧性，防御属性存在轮动机会
- ETF推荐：核心MSCI欧洲ETF (IEUR US)

澳大利亚：注重高质量增长和盈利确定性
- ETF推荐：VanEck 澳大利亚资源 ETF (MVR AU)

主要新兴亚洲市场

中国A股：年内最后的进攻窗口
- ETF推荐：Global X 中国半导体ETF (3191 HK)

印度：边际改善，长期增长前景仍面临挑战
- ETF推荐：iShares 安硕核心SENSEX印度ETF (2836 HK)

韩国：价值重估延续，行情未到终点
- ETF推荐：iShares MSCI韩国ETF (EWY US)

中国台湾：估值存在压力，但仍受益于AI

东盟市场

新加坡：流动性充裕，股市改革吸引，盈利增长偏低

印度尼西亚：外资情绪改善，政策优化需继续发力

泰国：经济增长仍然偏弱，但已过最悲观时刻

马来西亚：政治经济环境稳健，能源净出口增添优势

菲律宾：经济持续扩张，但宏观因素持续压制估值

越南：东盟增速最快经济体，资本市场开放持续推进
- ETF推荐：Global X 东南亚ETF (ASEA US)

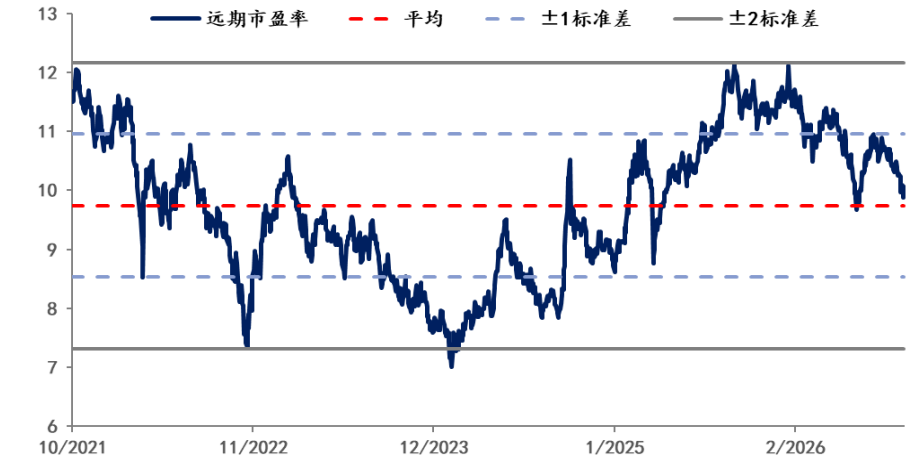
资料来源：中信证券、中信里昂、中信证券财富管理(香港)

超配 平配 低配

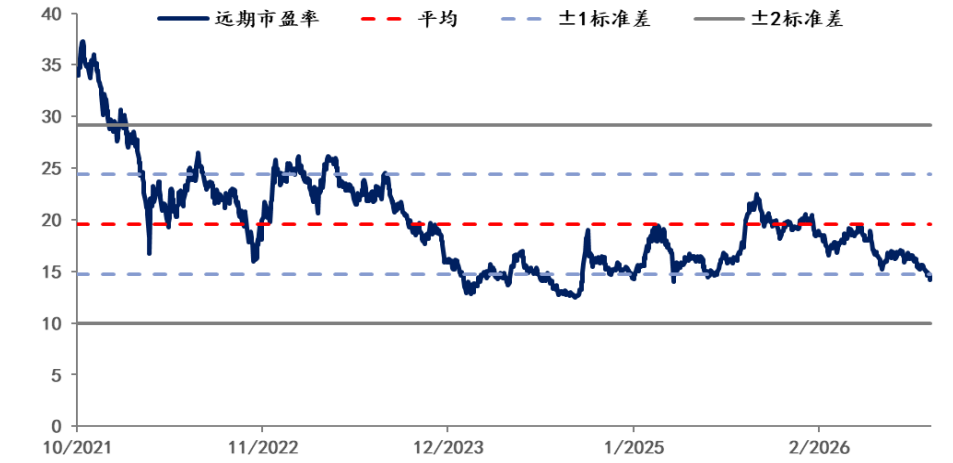
估值盈利具备双重修复潜力

- **港股业绩预期开始企稳上修。**过去一个月恒生综指2026年的盈利增速预期有所反弹。
- **盈利+估值具备双重修复潜力，配置性价比显现。**当前恒指的动态PE已收窄至10.0倍，恒科的动态PE已回落至14.6倍，接近去年4月初“对等关税”爆发时的低点。整体看，在港股持续回调了两个月后，配置的性价比开始显现。后续若国内地产的一系列新政能带动正向的财富效应回归、内需开始复苏，四季度可能实现“业绩+估值”双击的行情。
- **短期流动性承压，静待拐点。**短期来看，海外加息周期叠加AI动能交易重启，港股流动性依旧承压；大消费板块的基本面拐点仍有待验证，叠加海外无风险利率高企及AI动能交易重启，建议对港股维持耐心，预计短期红利策略仍相对跑赢。若10月港股成长和消费板块继续调整，且三季报业绩拐点确认，11月底的MSCI季度调仓时点前或迎来更好的配置机会。

近五年恒生指数动态市盈率



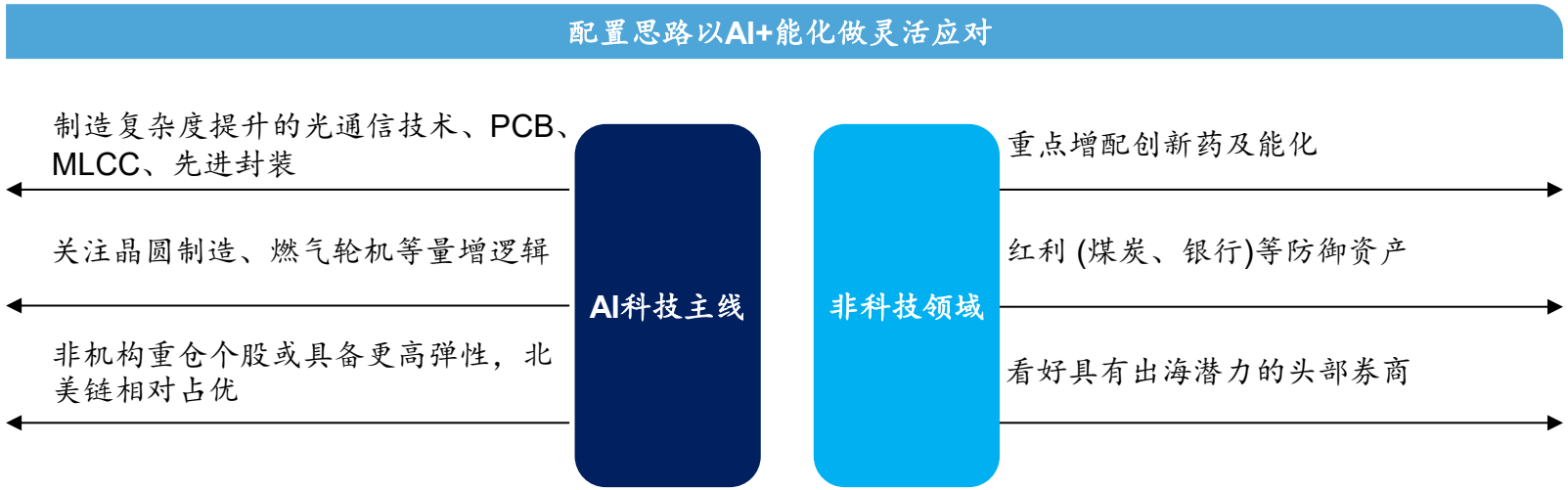
近五年恒生科技指数动态市盈率



资料来源：彭博，中信证券财富管理(香港)*截至2026年10月9日

年内最后的进攻窗口

- **指数出现大幅调整的可能性很小。**当前头部企业盈利预期上修比例处于历史较高区间，历史上盈利周期尚未结束时，指数阶段调整幅度有限。叠加当前市场情绪已步入阶段性低点，指数短期再出现大幅调整可能性较小。
- **市场情绪接近触底，为活跃资金进攻AI新技术和新题材提供土壤。**当前A股市场情绪已较为充分降温，已被讨论和认知的风险事件(美联储加息、AI放缓、高油价、中欧潜在贸易摩擦)均一定程度被定价。在有限的时间窗口，以短期情绪周期的思维采取进攻，需要的是景气催化和有限资金共识，主要还是集中在围绕AI的新技术和新题材领域。
- 考虑到高利率的环境，在年内最后一波进攻窗口内，市场的K型分化可能重新扩大，AI重新占优。配置策略上，围绕北美AI、中国“六张网”建设以及反内卷驱动的供给出清品种展开，AI+能化结构在当下高利率环境下依然适用。

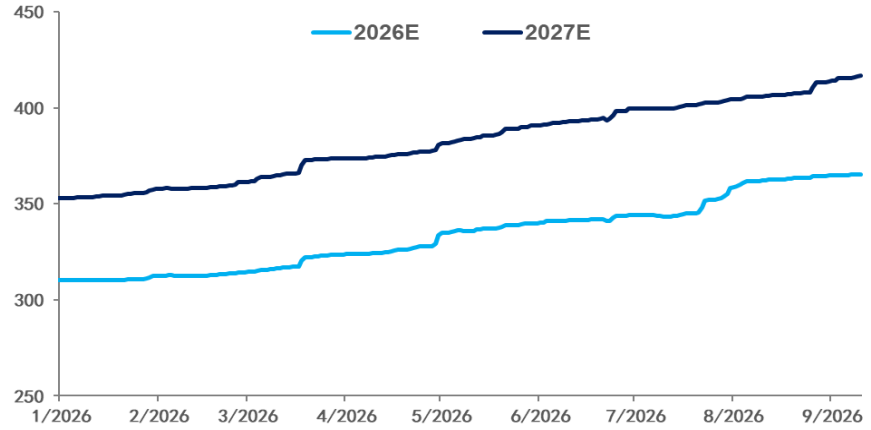


资料来源：中信证券财富管理(香港)

基本面强劲，关注新一轮行情扩散

- **AI产业发展整体维持高景气。**美股中报CSP与Neocloud的收入与订单、CAPEX ROIC与英伟达中报对于FY2028收入增速，都已充分证明并不存在系统性的“算力过剩”，当前AI发展仍处于高景气。
- **短期美股对利率敏感度有所回落，基本面带动的盈利增长是主因。**10月初美股的表现与无风险利率出现脱敏，纳指再创新高。在AI之外，根据市场一致预期，美股盈利的高增长或已不仅集中于头部科技公司，非科技板块的盈利贡献正在明显增强，三季报验证有望推动进一步上行。
- **关注新一轮行情扩散。**我们仍然认为AI是最具吸引力的投资方向，但短期而言，AI板块在有力反弹后再度引发集中度风险，中期选举和Anthropic上市更为市场增添不确定性，不易过度追高。关注可能的板块轮动，基本面良好及被高利率压制的板块存在回补空间，四季度业绩兑现程度及2027年盈利指引将成为后续市场关注重点。

彭博一致预期显示标普EPS预期上调趋势仍在持续



标普500指数动态市盈率不到20倍

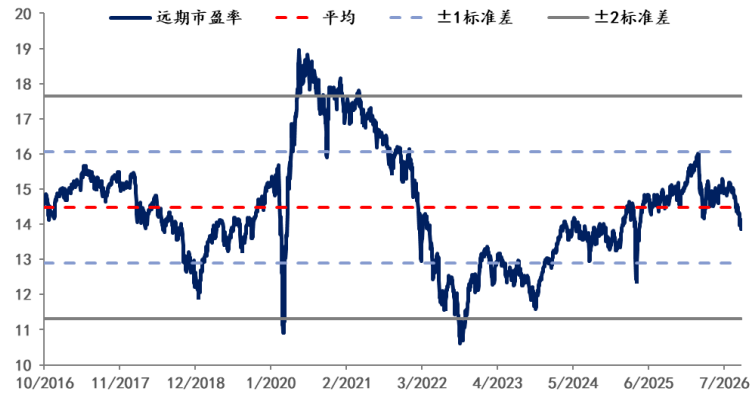


资料来源：彭博，中信证券财富管理(香港)*截至2026年10月9日

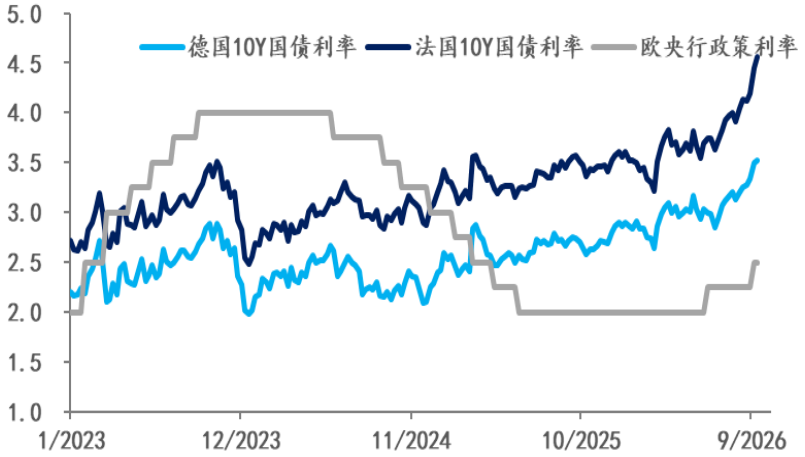
企业盈利具有韧性，防御属性存在轮动机会

- **AI敞口偏低，难以成为市场主线。**我们仍然认为AI是未来3-6个月的主线投资机会，欧股的相对弹性大概率弱于AI敞口更高、产业映射更直接的市场。
- **防御属性具有一定吸引力，盈利增长正在扩散。**全球股市在分子(盈利)增速和分母(折现率)间不断寻找平衡，油价高企、收益率上升和地缘政治风险是分母端的限制因素。不过**我们并不认为能源价格的负面影响会蔓延至经济衰退**，近期经济数据也显示了欧洲经济的韧性，欧洲企业凭借全球化的盈利模式实现了企业盈利的上修。当前Stoxx600指数估值处于10年平均水平，**整体而言我们对欧股持中性偏积极态度，相对HALO的属性和近期稳健的基本面在AI之外提供了一些交易机会。**
- 板块选择方面，我们相对看好基本面良好，业绩具有韧性的板块。**能源板块**受益于价格上涨，伊朗局势的影响将长期化；**AI供应链企业**仍受益于AI资本开支催化将跟随美股科技股上扬；**银行**整体受益于高利率环境，在长端利率企稳后存在回弹空间；**公用事业、烟草企业、医药股、奢侈品**的低估值和防御属性在动荡的市场具备轮动机会。

Stoxx600指数估值处于10年平均水平



欧洲长债持续升高对估值端形成压制

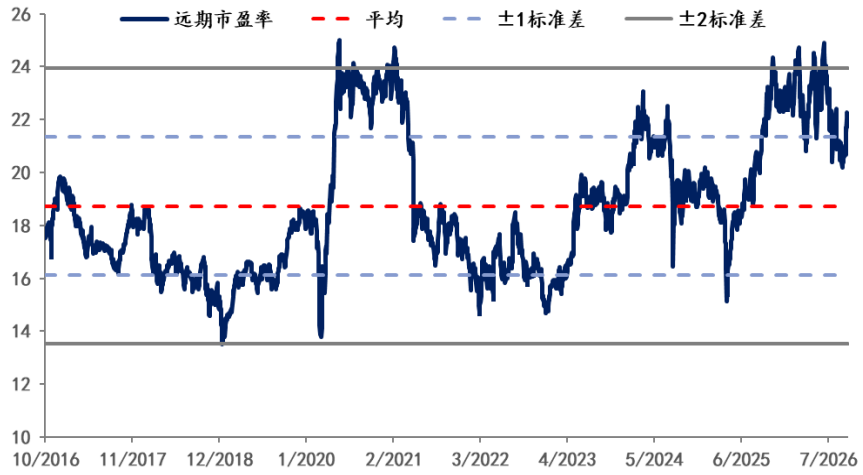


资料来源：：彭博、中信证券财富管理(香港)*截至2026年10月9日

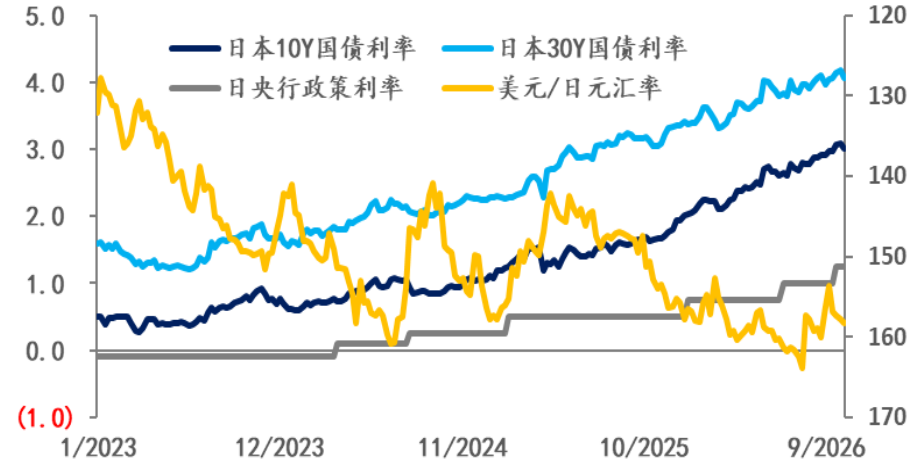
积极因素仍存，注重交易节奏

- **日股中期基本面支撑依然稳固。**一方面，AI基本面相较几个月前进一步强化，日本企业在半导体设备、材料、存储链条、电子元件等环节具有较强产业优势，**股市具备AI弹性**；另外，日本企业价格传导能力、利润率修复、股本回报率改善以及公司治理改革仍在延续，日本企业盈利仍处在上修通道。同时，居民资金和机构资金流入也继续为日股提供中期支撑。
- **注意交易节奏。**9月下旬以来的AI行情推动日股快速上行，当前估值已重新来到偏高水平。短期内市场可能在三重因素之间反复博弈：一是强劲的业绩增长预期，二是持续偏高的利率环境，三是有关AI产业增速放缓及循环交易风险的担忧。在估值吸引力下降的背景下，后续股价表现或将更多取决于实际业绩是否能够持续超越市场预期。

近十年日经指数动态市盈率



日本央行加息节奏、日债利率、日元均牵动市场

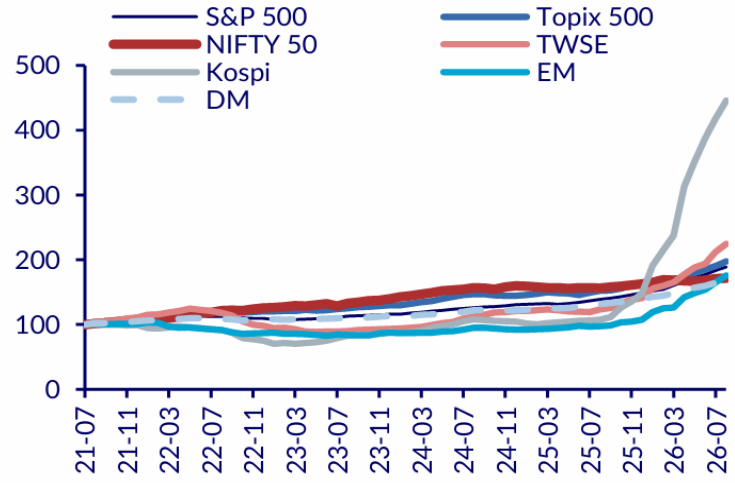


资料来源：彭博，中信证券财富管理（香港）*截至2026年10月9日

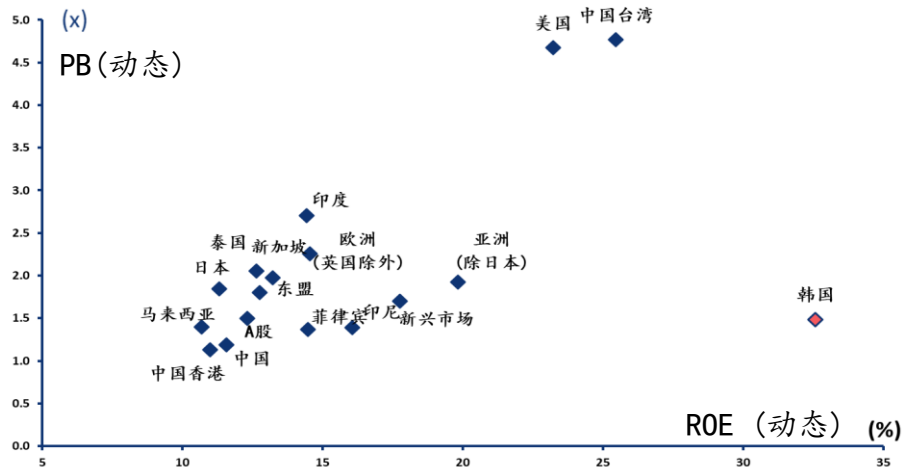
价值重估延续，行情未到终点

- **存储带动的企业盈利上升趋势持续。**存储方面呈现出缺货展望仍强、CPU链景气提升的局面。海外存储厂商表示当前存储需求持续紧张。展望未来两年，我们预计HBM未来两年紧缺或加剧，2027年价格将显著上涨；此外，2027年消费类存储短缺不会缓解，价格将持续上行。
- **股东回报驱动下一轮估值重估。**在市场流动性面临逆风的背景下，投资者对于新的估值重估催化剂需求正在上升。继盈利周期之后，下一个重要的估值提升因素将来自韩国上市公司参与企业价值提升计划的力度持续增强，而这一趋势将由三星电子 (005930 KS) 和SK海力士 (000660 KS) 的大规模股份回购计划所引领。类似举措将逐步扩散至更多韩国上市企业。从大型财阀集团到中小型上市公司，股份回购、分红提升以及资本效率优化预计将形成由上而下的传导效应，从而推动韩国股市整体估值体系重塑。

全球主要市场盈利增长情况



韩国市场在PB+ROE框架下具备较强吸引力

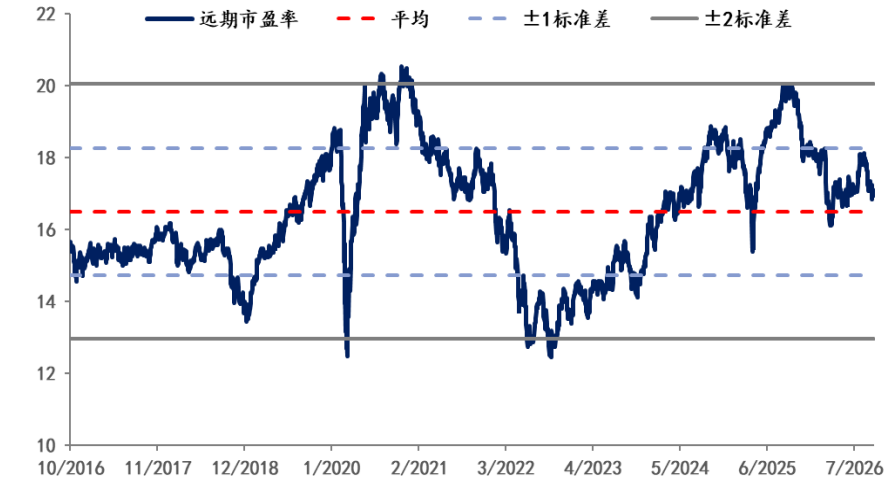


资料来源：彭博、中信里昂、中信证券财富管理(香港)*截至2026年10月9日

注重高质量增长和盈利确定性

- **澳股估值层面依然存在压力，高质量增长与盈利确定性将是选择标的的核心。**
- **矿产资源在需求提振和战略地位推动下具有积极前景。**随着数据中心、电网扩容及输配电基础设施投资持续增加，铜作为电缆、变压器及电力设备的重要原材料，需求有望保持增长。澳洲拥有丰富的铜矿资源，并聚集多家大型全球性矿企，有望受益于全球电网升级及数据中心建设周期；与此同时，铁矿石作为澳洲资源出口的核心品种，亦有望受益于全球基础设施建设需求；近期流动性紧缩预期驱动的抛售为资源股创造了较好的估值支撑。
- 其他方面，**银行等红利板块**可继续作为分散投资的优质标的；**互联网及医疗板块**存在部分反弹机会，四季度行业基本面存在回暖空间。

澳洲股市远期市盈率仍较历史平均偏高



美元今年来的走弱为大宗商品提供额外顺风



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至2026年10月9日

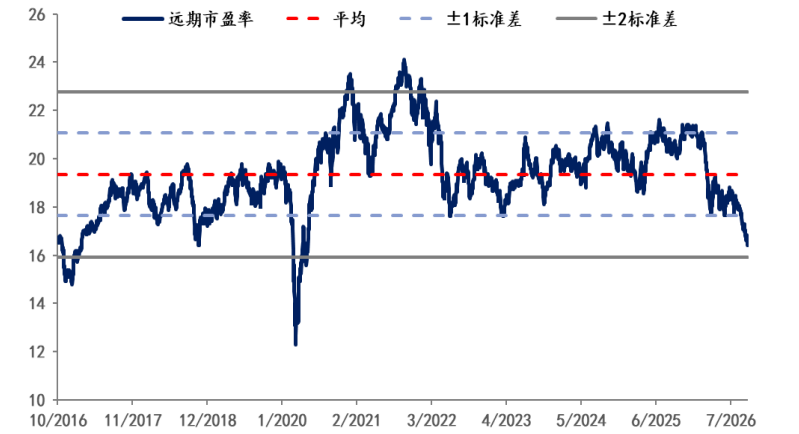
边际改善，长期增长前景仍面临挑战

- **基本面回暖超预期。**印度企业在刚刚过去的财报季整体表现稳健，业绩超预期范围广泛，特别是国内需求、城市消费、银行和电信板块展现出较强韧性。近期数据显示印度经济增长虽然较前期高位略有降温，但整体仍维持在高于印度央行预期的水平，也为印度股市估值提供了一定支撑。
- **尚不具备全面看多的条件。**整体EPS增长趋势依然偏弱，高油价对经济的压制是市场的核心担忧；另外，权重较高的IT服务板块继续遭受AI冲击，近期美国对相关企业签证政策的变化进一步拖累市场情绪；即使资金流入有所改善，后续市场仍面临大量新股发行、增发和融资活动，这持续吸收市场流动性，对股价表现形成压制。
- **自下而上的策略是核心。**印度股市当下的投资机会更多还是集中于部分企业的基本面回暖，重视估值安全边际和真实成长性，较有韧性的内需是资金较为青睐的方向，今年表现不佳的资源、金融龙头估值具备一定吸引力。

印度实际GDP增速接近7%，仍在全球居前



印度股市估值持续下行



资料来源：彭博，中信证券财富管理(香港)*截至2026年10月9日

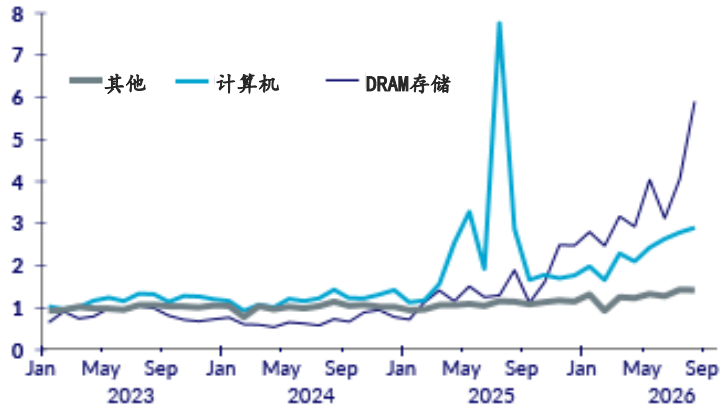
估值存在压力，但仍受益于AI

- **台股估值仍存在压力。**MSCI台湾指数近期再度突破新高。
- **AI仍是驱动力。**AI需求推动Hyperscaler资本开支持续增加。AI硬件需求由GPU向ASIC扩展，推动中国台湾供应链量价齐升。 Hyperscalers持续升级自研芯片，带动先进制程及CoWoS需求增长；同时，新一代GPU及ASIC采用更高规格CCL和更多层PCB，并逐步由MLB升级至HDI，提升技术门槛、产品单价及单颗处理器硬件价值量。相关需求亦由晶圆制造和先进封装，进一步延伸至液冷、电源及服务器组装。
- 总体而言，尽管估值偏高和集中度风险仍需关注，但在全球AI投资维持高景气度、企业管理层对未来需求保持乐观，以及AI商业化路径逐渐清晰的背景下，**台湾科技板块仍有望继续受益于全球AI资本开支扩张趋势。**

台股远期市盈率处于历史高位



台湾月度商品出口金额 (单位：十亿美元)

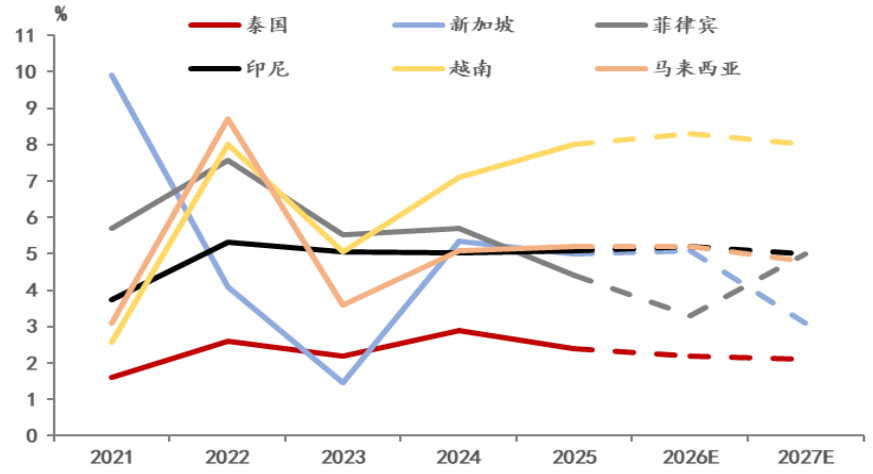


资料来源：彭博，Macrobond，中信证券财富管理(香港)*截至2026年10月9日

外部冲击压力仍需缓慢消化

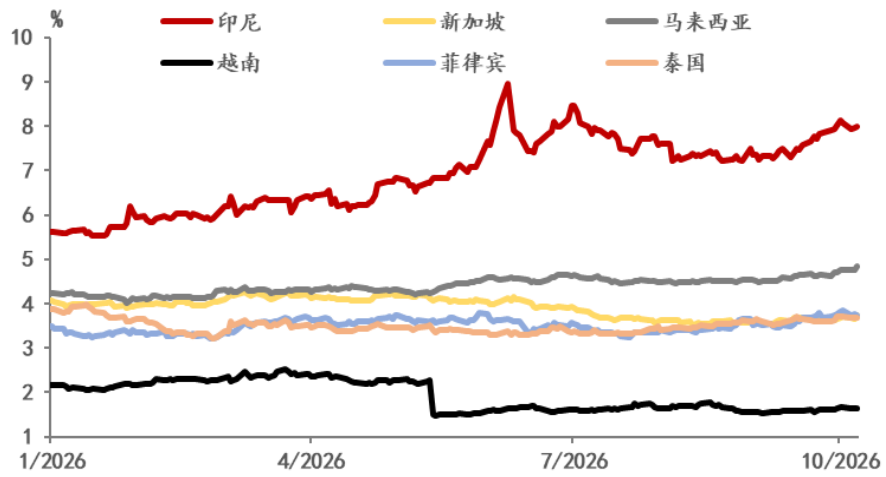
- **东盟国家整体仍面临明显的外部冲击压力，区域共同风险仍包括食品和能源价格、厄尔尼诺、中东局势、美元及美国利率走势。**7月以来原油价格逐渐回升，且全球成品油裂解价差持续走高，各国通胀水平下降的趋势或难以持续，货币政策或将保持观望。聚焦其中各国经济，印尼内需仍具韧性，马来西亚、新加坡、越南受益于制造业与外需改善，而泰国、菲律宾增长相对偏弱。
- **股市方面，东盟股市整体吸引力有限。**整体而言，即使伊朗冲突前AI行情下东盟市场也很难跑赢其他市场，当下经济增长预期下调**我们维持整体中性态度。**我们推荐关注与区域发展相关的主题性机会，如中国“一带一路”下东盟基础设施的升级；同时近期“超级厄尔尼诺”下的极端天气将对大宗商品带来一定冲击，具有潜在投资机会。

东盟市场GDP增速 (虚线为预测值)



资料来源：彭博，中信里昂，中信证券财富管理(香港) *越南GDP增速预测参考彭博一致预期

东盟主要市场12个月远期股息率



资料来源：MSCI，彭博，中信里昂 *截至2026年10月9日

港股投资组合

中长线个股推荐^

公司	推荐日期	行业	流通市值 (亿港元)	收盘价 (港元)	目标价 (港元)	潜在涨幅 (%)	市盈率 (倍) 26E	市盈率 (倍) 27E	PEG (倍) 25-27E	市净率 (倍) 26E	息率 (%) 26E
腾讯控股 (700 HK)	22/11/22	互联网	26,232	424.80	705.00	66.0	12.3	11.6	1.4	2.6	1.4
信达生物 (1801 HK)	30/06/26	医药	1,362	92.65	125.00	34.9	56.2	36.7	1.5	6.3	0.2
阿里巴巴 (9988 HK)*	03/04/23	互联网	19,179	107.00	185.00	72.9	17.7	11.9	0.9	NA	1.0
宁德时代 (3750 HK)	25/11/25	新能源	869	491.40	770.00	56.7	20.2	16.4	0.9	4.7	2.4
紫金矿业 (2899 HK)	29/09/26	金属	1,966	32.94	52.00	57.9	9.2	8.1	0.4	3.0	3.1
中国石油 (857 HK)	04/09/26	能源	2,045	9.83	11.80	20.0	8.2	8.7	1.1	0.9	6.1
敏实集团 (425 HK)	04/09/26	工业	166	23.10	43.00	86.1	7.5	6.5	0.5	0.9	4.1
潍柴动力 (2338 HK)	21/04/26	机械	523	27.98	47.00	68.0	14.0	10.6	0.5	2.1	4.1
中芯国际 (981 HK)	02/06/26	半导体	2,635	57.65	127.00	120.3	41.1	31.6	1.3	2.4	0.2
澜起科技 (6809 HK)	30/06/26	半导体	115	268.20	433.80	61.7	69.9	45.5	1.9	14.6	0.5
中国宏桥 (1378 HK)	20/01/26	金属	779	21.14	34.86	64.9	5.2	5.6	0.4	1.2	12.5
胜宏科技 (2476 HK)	21/04/26	电子	134	180.80	473.50	161.9	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：彭博、中信证券　^截至9/10/2025　#彭博综合预测　*年化

免责声明：

本文由中信证券财富管理 (香港) 撰写。中信证券财富管理 (香港) 是中信证券经纪 (香港) 有限公司和中信证券期货 (香港) 有限公司的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理 (香港) 或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理 (香港) 的官方观点和利益 (包括投资研究部门的观点) 存在差异，也可能不存在差异。

本文不包含支持投资决策的全部信息，您不应依赖它来评估投资任何证券或产品的优势。此外，读者应对法律、监管、税务、信用和会计方面的影响进行独立评估，并与其金融专业人士一起确定此处提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获得所有可用的相关信息。所载任何预测、数据、意见或投资技术和策略仅供参考，基于某些假设和当前市场状况，如有更改，恕不另行通知。

虽然信息来自被认为可靠的来源，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

任何人士于某司法管辖区其中作出购买或出售证券的邀请或招揽属违法时，本文不应被解释为发出此类邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪 (香港) 有限公司 (下称“中信证券财富管理 (香港)”，中央编号AAE879)，一家受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司发表及分发。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用法律和法规，中信证券财富管理 (香港)、其各自的关联公司或与中信证券财富管理 (香港) 有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理 (香港) 和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪 (香港) 有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本文。中信证券经纪 (香港) 有限公司2026版权所有，并保留一切权利。