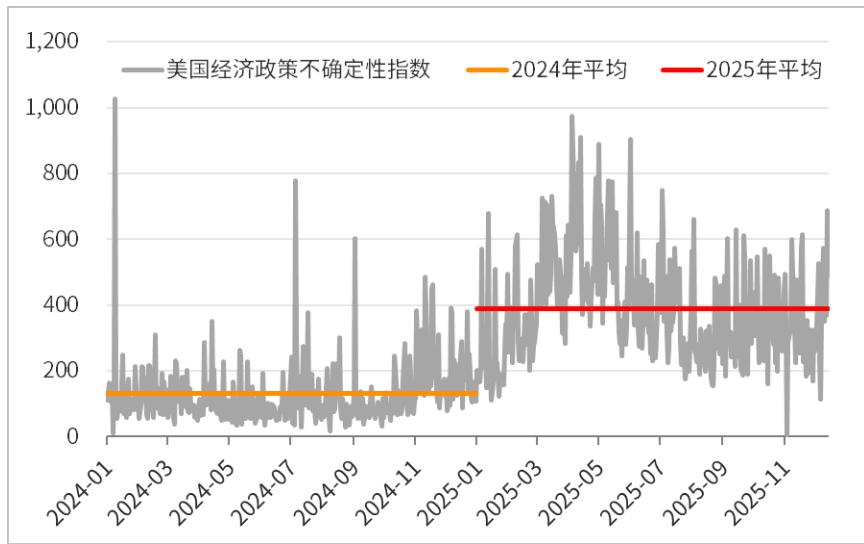


春和景明 | 2026 年一季度市场展望

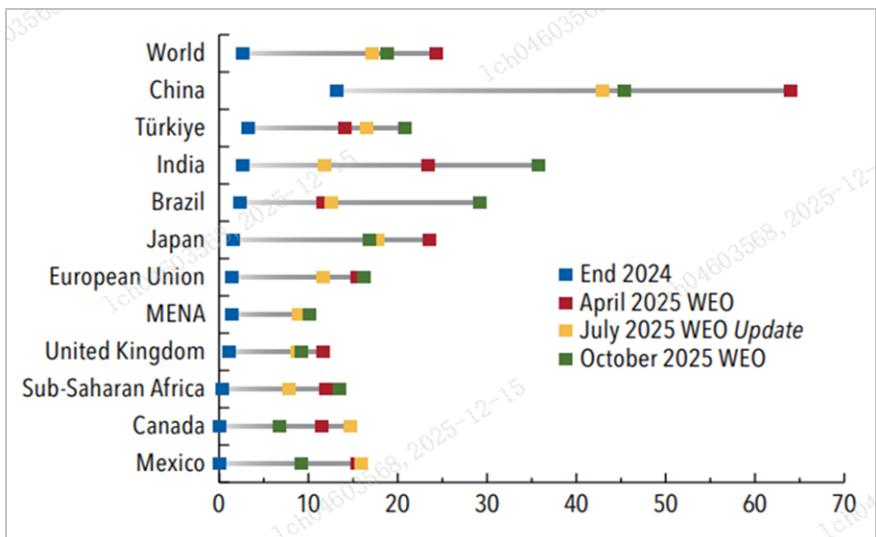
2025 年，全球政治经济格局在“去全球化”和地缘冲突矛盾频发的复杂背景下持续演进，“百年未有之大变局”特征愈发鲜明。特朗普二次执政后推行一系列政策深刻影响全球经济与贸易局势，“对等关税”一度对全球资本市场造成显著冲击。AI 投资热潮继续席卷全球，算力“争夺战”下，芯片、数据中心、光模块等板块表现持续抢眼。中国实际 GDP 有望维持稳健增长 5%，依然发挥着全球经济“稳定器”作用。

2025 年美国经济政策不确定性指数大幅抬升



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

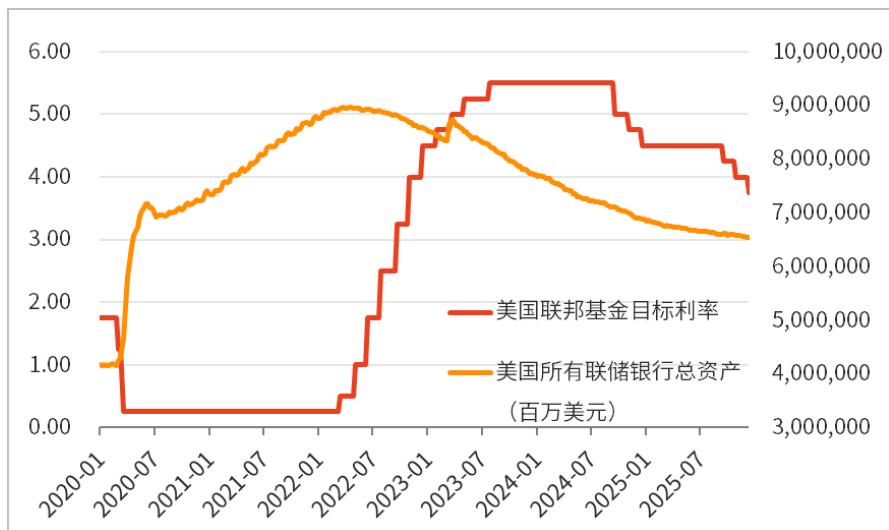
2025 年美国对全球主要经济体有效关税税率大幅抬升



数据来源：IMF，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

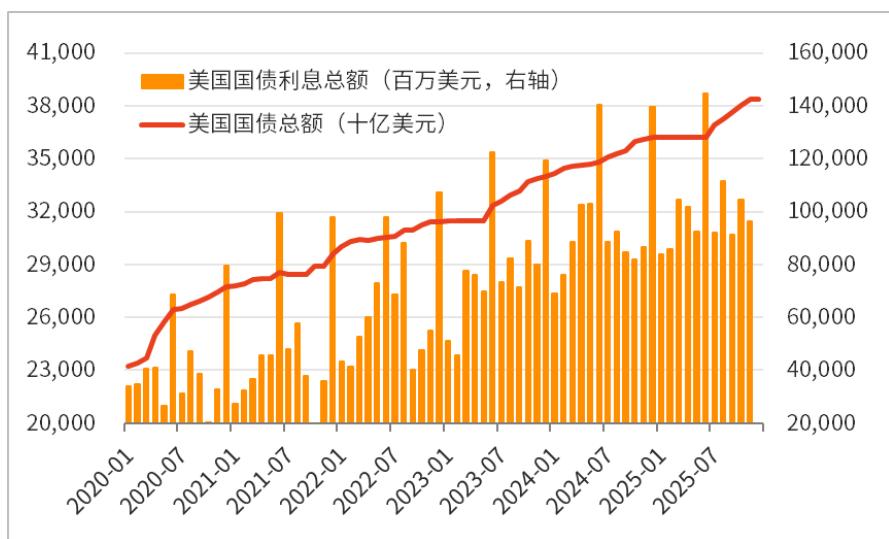
美国经济表现略有放缓，美联储最新预计其 2025 年经济增长率为 1.7%，显著低于 2024 年的 2.8%，主要受到关税冲击、政府停摆以及住宅投资下滑等负面拖累。但 AI 相关投资大幅扩张持续对美国经济形成有力支撑。整体美国通胀形势依然可控，CPI 与核心 CPI 较去年年底继续回落，但离 2% 的政策目标仍存“最后一公里”。美国就业市场有所降温，新增非农就业人数连续数月徘徊在零值附近，失业率持续小幅回升。宏观政策方面，美国九月份启动“二次降息”，连续三次各降息 25 个基点，本轮降息周期以来已经累计降息六次共 150 个基点。同时，自 12 月 1 日起美联储宣布结束自 2022 年 6 月以来长达三年半的量化紧缩 (QT)，紧接着宣布重启储备管理购买 (RMP) 工具，预示资产负债表扩张将卷土重来。财政上，特朗普政府年中推动通过的《大而美法案》继续延续了宽松财政政策的基调。一方面法案延长并扩大了减税规模，同时在国防安全、边境移民管控等支出上继续扩大。虽然关税收入提升在一定程度上增加了政府收入，但 2025 财年美国联邦预算赤字依然高达 1.8 万亿美元，美国债务总额也突破了 38 万亿美元，持续创出新高。

美联储降息“进行时” 资产负债表有望重回扩张



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

美国财政政策持续宽松 债务压力进一步加大

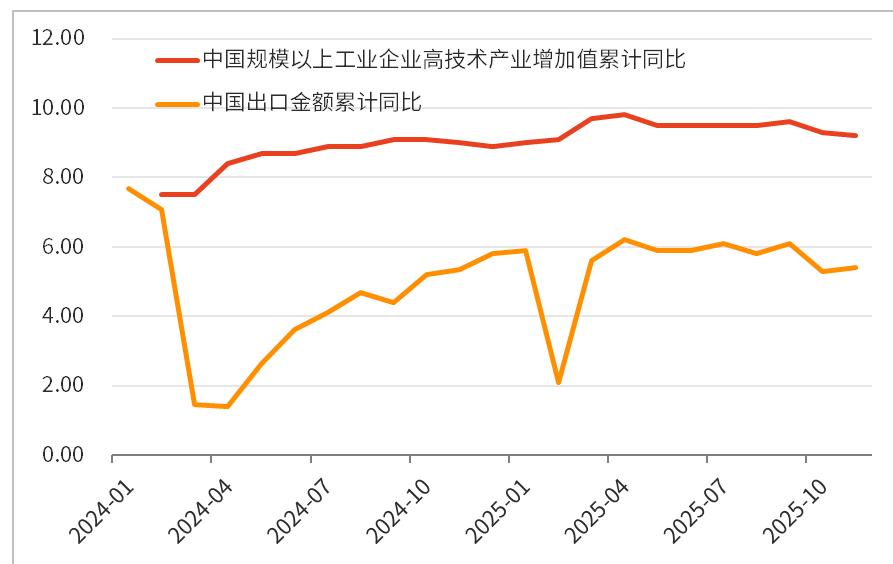


数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

中国经济 2025 年面临内外部诸多挑战，但大概率顺利完成年初政府制定的 5% 增长目标。出口韧性与科技新动能成为引领 2025 年中国经济增长的主要动力。贸易方面，尽管面临美国所谓“对等关税”的巨大压力，前十一个月对美出口累计同比下降近三成，但由于对非洲、东南亚等经济体出口大幅上升，叠加出口商品向高附加值升级，全年中国出口金额累计同比依然保持超过 5% 的较快增速，且贸易顺差历史性地突破了一万亿美元。同时，科技创新驱动新动能加速释放，成为经济增长关键引擎。高技术制造业持续高速增长

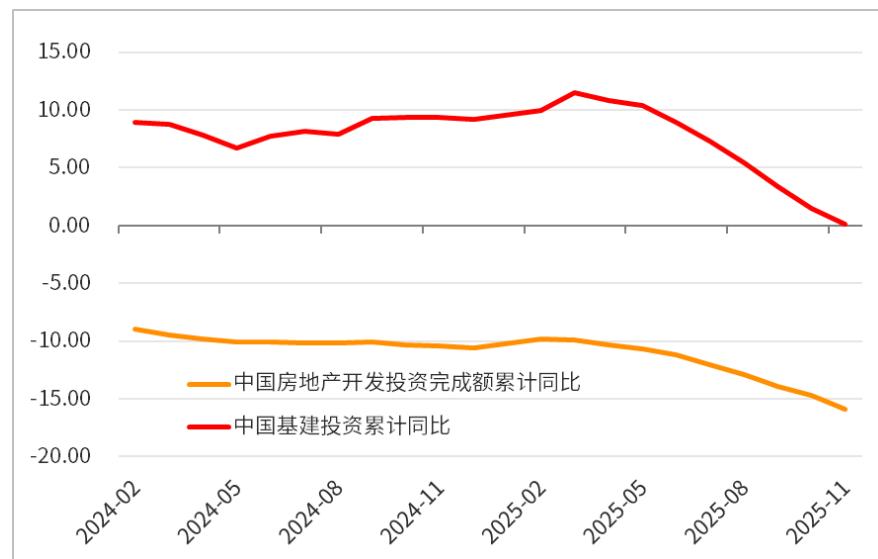
长，航空航天、新能源等领域投资与产能稳步提升，创新成果转化效率持续提高，新质生产力培育成效显著。但另一方面，由于居民消费依旧谨慎，房地产市场持续处于低位，且受到地方债务压力影响基建投资增速低于预期，经济增速一定程度上受到拖累，明年是“十五五规划”的开局之年，预计政策将继续发力支持经济持续回升。

出口韧性与科技创新成为 2025 年带动中国经济增长的主要动力



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

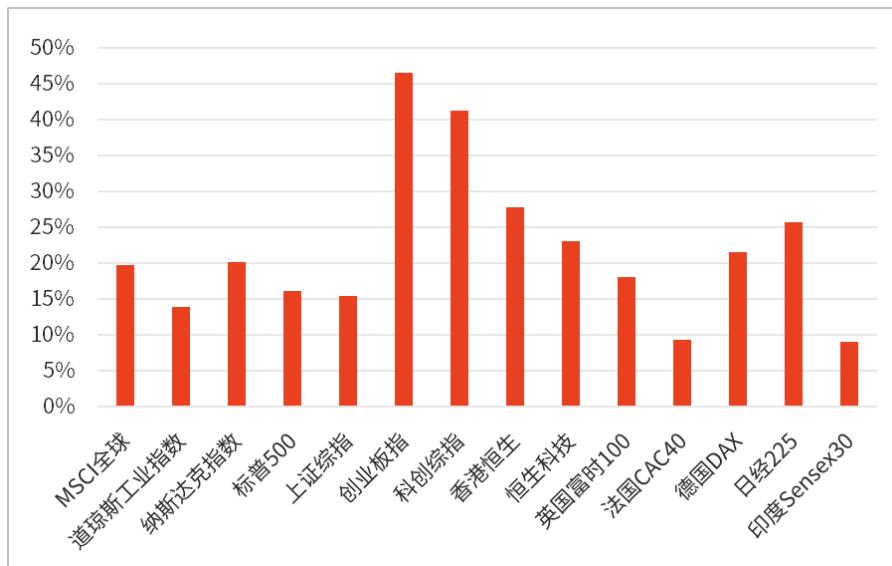
房地产与基建投资低于预期 “十五五” 开局年支持政策值得期待



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

从市场表现看，2025 年全球风险资产依然带给投资者不俗回报。虽然在今年四月全球股指一度出现快速下跌，但此后迅速收复失地后再度向上拓展空间，大多录得两位数以上涨幅。截至 12 月 15 日，MSCI 全球指数上涨接近 20%。美股三大指数中，纳指表现继续领先，连续第三年涨幅超过 20%，“美股七雄”表现继续引领市场，但临近年末资金更多青睐道琼斯工业指数以及罗素 2000 指数成分股，显示个股分化略有收敛。欧洲三大股指同样全线上涨，其中德国 DAX 指数涨幅最高，法国受到政治国内政治纷争影响表现稍微落后。日经 225 指数再度领涨主要发达市场股指，去年上涨超过 25%，历史性突破 5000 点大关。中国股市 2025 年一扫过去几年的颓势，全年稳步上行，实现了“慢牛”格局。尤其是代表科技股的“双创”指数，去年涨幅双双超过 40%。同样地，港股以及海外中概股均受到资金追捧，全年上涨超过两成。

2025 年全球主要股指继续上涨

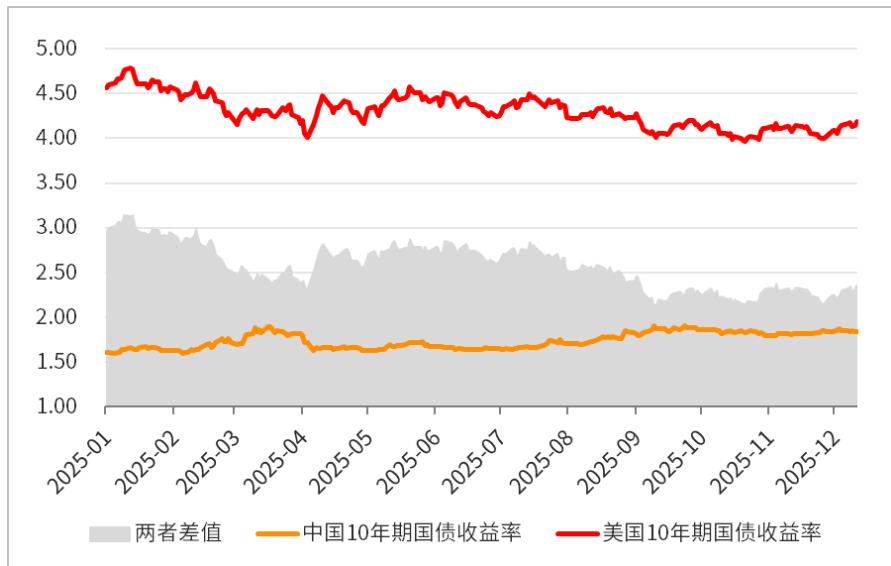


数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

债市方面，中美两国今年货币政策整体均较为宽松，但由于货币政策节奏以及经济基本面差异，两者走势出现明显分化，中美两国国债利差总体收窄。其中美债 10 年期收益率整体下行，由年初的 4.5% 逐步下行 4.1% 附近，尤其是下半年市场预期美联储开启“二次降息”，带动收益率趋势性回落，但政府债务高企推升

期限溢价，限制了长端收益率的降幅。中国 10 年期国债收益率则从历史低位 1.6%逐步反弹至年末的 1.85% 左右，主因财政发力、股债跷跷板效应以及政策切换预期等影响。

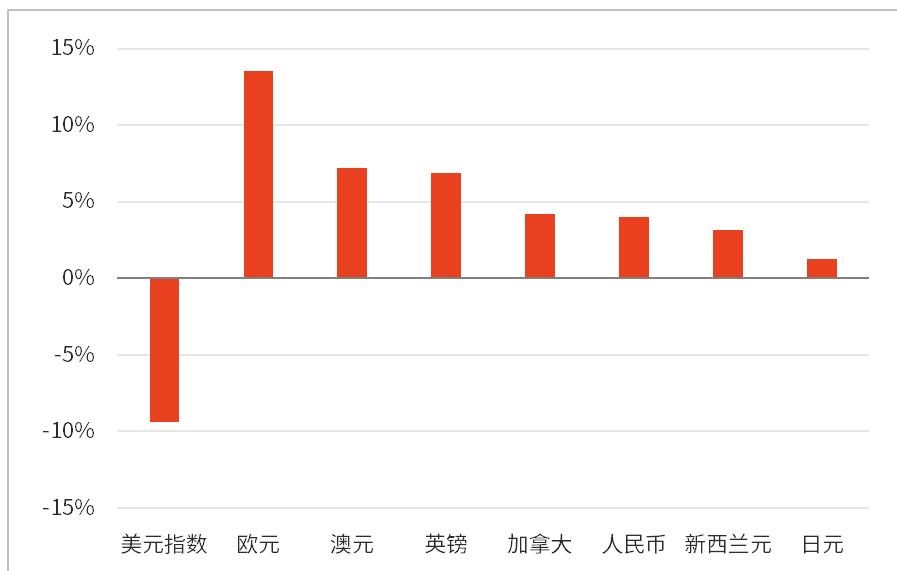
中美两国十年期国债利差有所收窄



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

外汇市场方面，美元指数全年震荡回落，下跌近 10%。主要受制于美联储年内继续三次降息，货币政策宽松部分削弱了美元吸引力，叠加美国债务持续走高，信用评级被相应调整，同样一定程度动摇了美元的储备货币地位。主要非美货币虽然大多兑美元走升，但强弱分化明显。欧元受到欧洲央行率先结束降息周期影响，表现最强，年内上涨近 14%，澳元与英镑同样得益于其国内货币政策相对偏鹰派，走势强劲。日元虽然在年底再度加息，但整体货币政策较为温和，全年兑美元仅录得小幅走升。人民币今年表现稳定，主要因中国扛住了中美贸易摩擦的不利影响，贸易顺差再创历史新高，同时利差收窄为人民币上行再添动力。

美元指数全年表现弱势 非美货币走势分化



数据来源：Wind, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 12 月 18 日

商品市场继续呈现结构性分化行情，贵金属表现领涨，能源与工业金属受到地缘政治与 AI 双重影响波动加剧，整体市场情绪与资产配置逻辑迎来深度重构。贵金属市场继续维持牛市走势，黄金年内涨幅超 60%，白银涨幅更是实现翻倍，临近年末，铂金、钯金等小品种同样出现异动。工业金属受到 AI 浪潮影响重塑需求格局，铜、锡、钽、钨等算力金属需求激增，LME 铜价年内涨幅超过三成，被高盛称为“AI 时代的新石油”。原油价格受到全球地缘冲突边际缓和以及供给增加影响，表现相对弱势，年内跌幅超过 20%。

商品市场表现分化 贵金属与“算力金属”走势突出

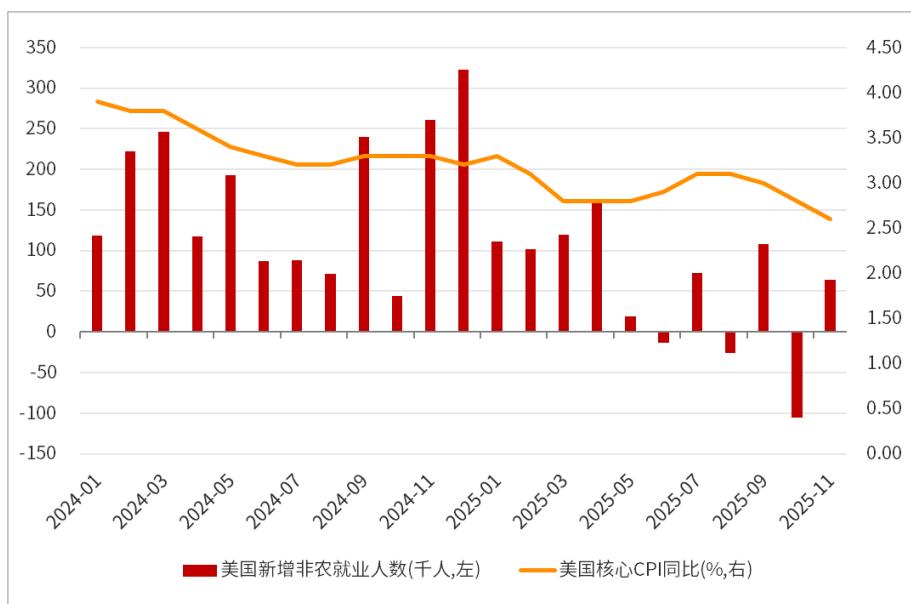


数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

在即将到来的 2026 年，市场将迎来哪些变化？作为投资者，我们又应该如何应对？

首先关注明年的地缘政治情况，我们将其提炼为“Congress”（国会）。美国的中期选举自然将成为投资者关心的核心问题。在国会中，众议院的全部 435 个席位以及参议院的三分之一席位（34 席）都将迎来改选。预计二季度起选情将逐步进入白热化。美国内政和外交事务的优先级可能面临阶段性调整，选民对生活成本的关注或将倒逼特朗普政府调整对外政策，关税和制裁等手段有望趋于温和，中美关系或将迎来阶段性平稳期。中国方面，在“二十届四中全会”总体定调未来五年的经济发展后，投资者将关注焦点投向“十五五规划”首年的“两会”，会上大概率将明确当年的 GDP 增长目标，同时衔接 2035 年经济总量翻番、人均达到中等发达国家水平的远景目标。此外，关于将扩大内需作为战略之举，推进全国统一大市场建设；以及发展新质生产力，实现科技自立自强；围绕绿色转型与“双碳”目标，深化新能源产业布局等都将是核心议题，也都将成为明年市场的主要聚焦方向。

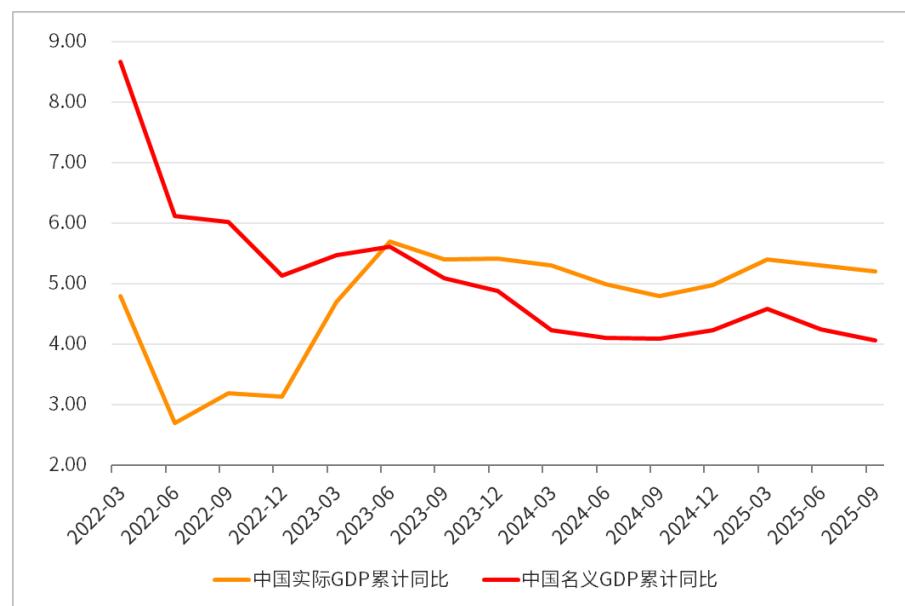
就业与通胀仍然是 2026 年美国经济政策的决定性因素



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

就全球经济而言，我们预期仍然会维持“Resilience”（韧性）。美国虽然面临通胀反复以及就业市场降温等双重压力，但预期在中期选举背景下，美国的财政政策与货币政策或将维持“双宽松”，美联储明年有望继续降息三次到四次，财政赤字率维持在6%以上。居民消费与企业资本开支或有所回暖，尤其是AI等科技相关投资有望持续发力，成为维持经济增长的关键力量。预计美国经济2026年或呈现“前低后高”，成功实现软着陆，全年增长率也将继续超过2%。中国经济预计同样将保持稳健增长节奏，预计GDP增速将设定在5%左右。政策红利持续释放，其中财政赤字率或将超过4%，新增专项债额度有望扩至5万亿；货币政策将继续适度宽松，降准降息仍有一定空间。除了实际GDP增速外，2026年同时需要关注GDP平减指数负值能否有效收敛，预计在物价企稳回升的前提下，中国名义GDP增速将同样从低位企稳回升。

名义GDP增速近年来低于实际GDP增速（%）

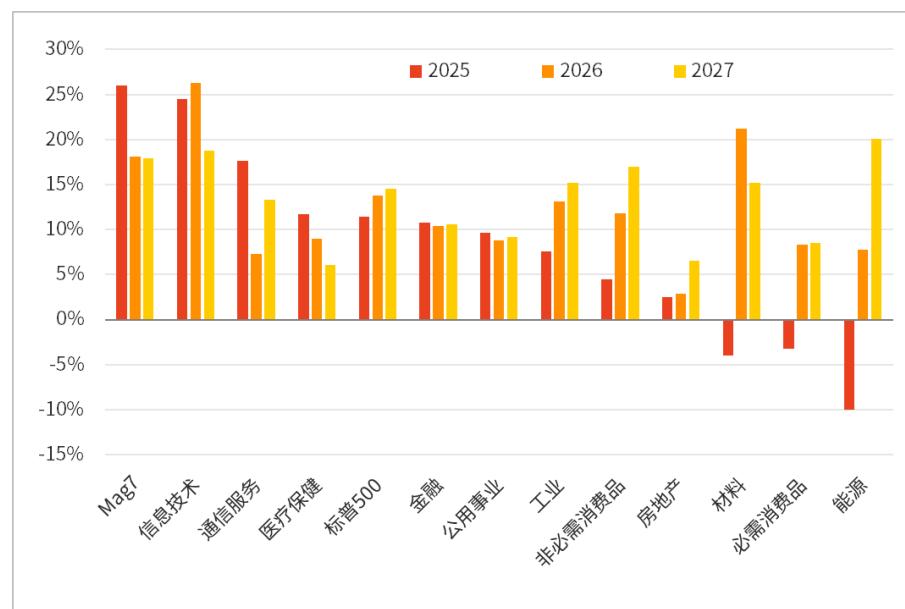


数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至2025年12月18日

权益资产明年依然面临较好的投资“Opportunity”（机遇）。美股盈利韧性预计将释放，科技主线仍将支撑市场活力，以AI为核心的技术革新或将持续赋能企业业绩。彭博一致预期显示，2026年核心科技股盈利增速仍将保持强劲，AI驱动的云计算、广告等业务持续放量，美股企业盈利增长动能稳固，为权益资

产提供坚实的基本面支撑，虽然目前市场对美股的估值有一定分歧，但企业盈利增长预计能逐步消化估值压力，市场整体机遇大于风险。中国上市企业盈利在 2026 年有望进一步向好，政策与产业共振将打开利润空间，企业盈利增长弹性或将显著提升，“反内卷”背景下行业利润率有望改善，物价尤其是 PPI 的逐步回正将带动全产业链盈利修复。除中美股市外，日本、韩国、印度等市场的企业盈利动能同样强劲，譬如日本在东京证券交易所一系列市场化改革后企业盈利与估值有望继续“双升”，韩国政治趋向稳定并依托全球半导体产业复苏实现企业盈利回暖，印度受益于内需扩张从而企业盈利保持高增等，总体上高科技制造业与 AI 应用商业化等因素将继续带动亚洲权益市场继续保持竞争力优势。

美股 2026 年营收和利润有望继续维持高增

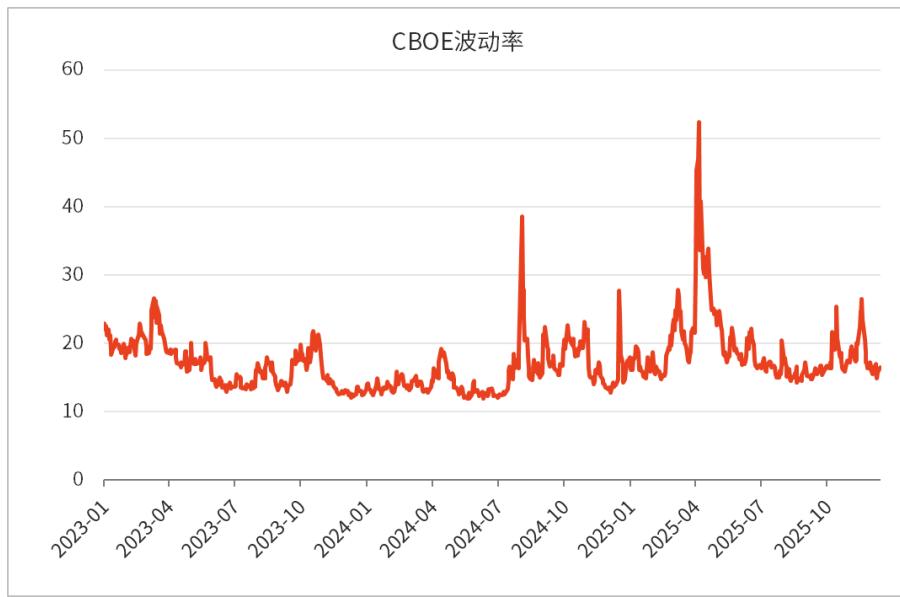


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

同时，2026 年市场波动率或将有所加剧，面临一定“Wave”（波浪）。历史上，美国中期选举前后政策摇摆明显；AI 龙头企业出现短期盈利不及预期的情况；欧洲政治与经济不确定性加大，俄乌冲突停火进展反复等均可能成为引发震荡与波浪的导火索。鉴于此，科学合理的资产配置方案将显得尤为重要。就股市而言，投资者需要做好不同行业分散和风格轮动管理，根据政策导向和盈利变化，在科技成长与价值防御之间灵活调整配比，避免单一风格暴露。而在债券端，需要合理控制杠杆水平，防范债务尾部风险冲击。具

体来看，可以布局久期合理的优质债券，包括中久期美债以及亚洲投资级别债券等。黄金将依然是高波动时代的核心配置标的：全球央行在连续 13 年增持黄金后，2026 年有望继续加码；美联储持续降息后美元实际利率下行持续利好黄金走势。建议投资者在“去美元化”大背景下继续逢低配置黄金，黄金与其他大类资产的弱相关性将有利于提升整体资产组合的稳定性。

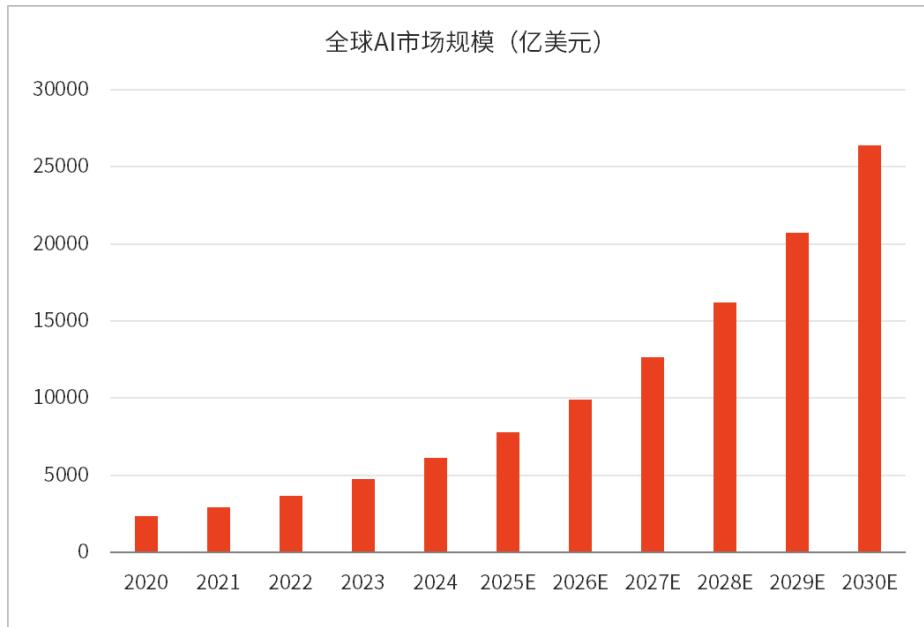
2026 年市场波动率或将有所提升



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

最后，我们认为 2026 年将迎来“New Paradigm”（新范式），由人工智能引领新一轮科技范式变革，成为驱动全球产业升级与市场增长的核心引擎，其影响力将渗透至千行百业的核心场景。我们预计，投资市场聚焦重心将逐步从硬件算力竞赛，转向应用端场景落地与商业变现，AI 原生应用、端侧智能加速渗透，投资者将从更加关注人工智能如何真正进入“价值兑现”。一方面，AI 硬件领域的头部企业盈利增长确定性高，有望化解目前的高估值状况；另一方面，诸如金融、医疗、娱乐等方向的 AI 应用企业营收与盈利也有望快速增长，越来越多企业选择通过将大模型逐步转化为垂直领域的“专属价值”，凭借场景落地能力实现盈利快速提升。总体而言，全球资本与资源将持续向 AI 领域聚集，中美主导的技术迭代与生态布局并行推进，尽管面临合规审查等挑战，AI 热潮仍将主导全球产业革新，成为经济增长的核心驱动力。

全球人工智能市场未来五年或将加速发展



数据来源：Sullivan，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

上文所提到的五个关注焦点“Congress”、“Resilience”、“Opportunity”、“Wave”以及“New Paradigm”整合起来便是英语的“皇冠”（CROWN）一词。所谓“欲带其冠，必承其重”，2026 年的全球市场既是机遇进发的价值高地，亦为风险交织的考验赛场，唯有摒弃盲目的短期浮躁，坚守长期配置的理性，以精准的资产布局承接市场机遇，以稳健的组合架构抵御未知波动，方能穿越市场周期的起伏，真正以“承重”之力，摘得时代赋予的价值“皇冠”。

宏观策略篇

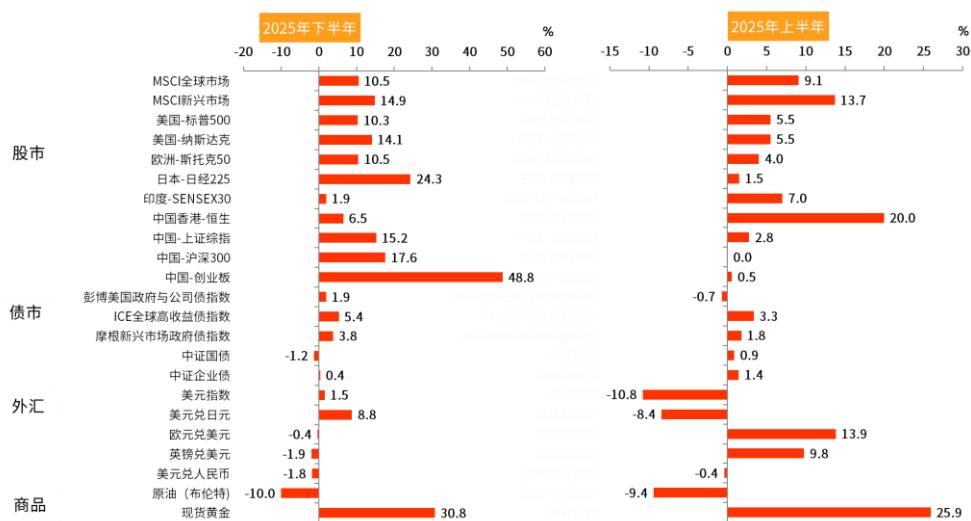
上季我们以《拨云见日》为题，当时预期笼罩投资市场上空的云雾将逐渐消散，但仍要小心阳光渐明之际，云雾偶会重临。刚刚踏入 2025 年第四季度时，美国特朗普政府突然威胁对中国商品加征 100% 关税，此“极限施压”曾为投资市场带来阵痛。其后，美国政府出现历史最长停摆，除对经济造成一定程度的冲击外，也导致多项经济数据延后发布或最终无法发布，令美联储对利率判断失去部分数据依靠，为投资市场带来波动。面对云雾再临，投资情绪韧性仍存，随后在美联储确认降息进程未变，以及中美关系再度缓和等利好消息出现，投资情绪迅速回升，投资市场再次“拨云见日”。

2025 年投资市场回顾

回顾 2025 下半年，美联储自 9 月再度降息，成为影响风险资产表现的关键因素。虽然在 2025 年第四季度对 AI 相关个股表现有所分化，但部分资金轮动至受惠利率下行的公用事业及小型股，抵销了 AI 部分个股调整的冲击，延续了美股的牛市行情。流动性盛宴推动标普 500 指数上升，下半年累计上涨 10.3%。欧洲市场则演绎鲜明的“强弱分化”。随着法国政治不确定性逐渐消退，配合奢侈品行业业绩回暖，带动资金回流；反观德国，受到整体经济数据没有明显走强的拖累，在去年下半年表现整体跑输泛欧大市。亚洲方面，日本受惠 AI 概念叠加新政府强化财政刺激预期，推动日股下半年大涨 24.3%。至于 A 股及港股，受惠“反内卷”政策的落实及中美关系缓和，第三季度涨幅显著，但第四季度因经济数据转弱，限制指数进一步突破。恒指和沪深 300 指数在第四季度转跌，但下半年总计仍各累计上升 6.5% 和 17.6%。债市方面，美联储降息明显推低短期债券收益率，2 年期美国债券收益率在下半年下跌，但市场对美国财政状况以及通胀的忧虑，令 30 年长期国债收益率继续上行，导致期限收益率曲线进一步陡峭化。然而，中国经济有望软着陆，加上关税政策逐步明朗，有效支撑了市场追求风险利差的偏好，促使下半年呈现“企业债优于国债”的格局。

股债在 2025 年整体表现理想，但在大类资产当中，属于商品的黄金无疑是年度主要赢家之一。受到美国总统特朗普针对中国的突发性激进关税言论催化，金价一度逼近每盎司 4,381 美元的历史峰值，其后轻微回落，下半年升 30.9%。

2025 年各资产表现（上下半年）



数据来源：彭博，Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2026 年 1 月 1 日

2026 年第一季度投资策略

美国通胀高居不下、全球经济陷入衰退和中美关系进一步紧张等因素在 2025 年对市场形成扰动一部分业已解决，另一部分则阶段性获得缓解。在全球经济增长韧性仍存、货币与财政政策偏宽松的背景下，我们认为 2026 年首季的投资市场环境仍值得令人期待。本季标题是《春和景明》，语出北宋政治家兼文学家范仲淹的《岳阳楼记》，喻意春气和煦，景物明丽，符合我们对冬去春始，投资市场在 2026 年首季宏观市场将持续回暖的看法。

在 2026 年第一季，我们以「READ」总结出对宏观市场的看法，希望能帮助投资者“读”懂市场趋势，赚取超额回报。我们预期，全球主要经济体或将维持甚至加大宽松的货币政策或财政政策(R, Relaxed Policy

Setting)、AI 主题延续，由担忧泡沫爆破转趋理性投资(E, Evolving AI Rationality)，连同“十五五”开局料带来更多利好政策和美国中期选举选战白热化前的稳定期，相信市场会维持并有序提升风险 (Risk On) 偏好 (A, Active Risk-taking)。

虽然宏观背景仍将继续利好风险资产，但投资者在首季仍须关注三大风险：1) 最高法院对特朗普政府《国际紧急经济权力法》征收关税的合法性裁决结果，或为关税政策增添变量；2) 关税对通胀传导加剧或令市场对美联储降息预期降低，流动性预期受干扰使风险资产有“杀估值”的可能性；3) 各国货币政策进一步分化或会带来更大波动性，故我们维持建议跨行业、跨地域、跨资产类别的多元配置 (D, Diversified Allocation)。

总体而言，我们建议投资者可适度增加股票在投资组合的比例，并减少债券的比例，包括黄金在内的另类资产比例则应维持一定比例，以分散和对冲风险。

宽松周期料为风险资产继续带来顺风

全球经济在 2025 年成功软着陆，2026 年料经济韧性依旧。根据国际货币基金组织 (IMF) 预测，2026 年环球经济增长预期达 3.1%，与 2025 年增长预测 3.2% 相近。其中，美国经济增长将达到 2.1%，较 2025 年的 2% 小幅加快。美联储的估计更加进取，料今年经济增长或达 2.3%，较其在去年 9 月的预测大幅调高 0.5 个百分点。除美国外，IMF 预期在七大工业国组织 (G7) 当中，另有五个国家的经济料会进一步提速，仅日本有可能放缓。至于中国经济增长，IMF 预测 2026 年增速将达到 4.5%，较之前预测的 4.2% 上调了 0.3 个百分点。

经济保持韧性的同时，通胀亦可能出现持续回落。全球通胀率料由去年的 4.2%，进一步回落至今年的 3.7%。最受市场关注的美国，通胀预期会进一步降至 2.4%，与美联储 2% 的通胀目标再近一步。

国际货币基金对环球主要经济体的经济增长预测

国家或地区	2024 年	2025 年预测	2026 年预测
全球	3.3%	3.2%	3.1%
发达经济体	1.8%	1.6%	1.6%
美国	2.8%	2.0%	2.1%
英国	1.1%	1.3%	1.3%
德国	-0.5%	0.2%	0.9%
法国	1.1%	0.7%	0.9%
意大利	0.7%	0.5%	0.8%
加拿大	1.6%	1.2%	1.5%
日本	0.1%	1.1%	0.6%
新兴市场及发展中经济体	4.3%	4.2%	4.0%
中国*	5.0%	5.0%	4.5%
印度	6.5%	6.6%	6.2%
巴西	3.4%	2.4%	1.9%

*IMF 于 2025 年 12 月上调中国经济预测，红字为 2026 年经济增速按年加快

数据来源：IMF 2025 年 10 月《世界经济展望报告》，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

国际货币基金对环球主要经济体的通胀预测

国家或地区	2024 年	2025 年预测	2026 年预测
全球	5.8%	4.2%	3.7%
发达经济体	2.6%	2.5%	2.2%
美国	3.0%	2.7%	2.4%

英国	2.5%	3.4%	2.5%
德国	2.5%	2.1%	1.8%
法国	2.3%	1.1%	1.5%
意大利	1.1%	1.7%	2.0%
加拿大	2.4%	2.0%	2.0%
日本	2.7%	3.3%	2.1%
新兴市场及发展中经济体	7.9%	5.3%	4.7%
中国	0.2%	0.0%	0.7%
印度	4.6%	2.8%	4.0%
巴西	4.4%	5.2%	4.0%

注：红字为 2026 年通胀按年回落

数据来源：IMF 2025 年 10 月《世界经济展望报告》，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

经济维持韧性，通胀继续缓和，叠加货币政策和财政政策宽松持续，为 2026 年首季的投资市场奠定理想的基调。全球降息周期自 2024 年重新展开，对风险资产来说无疑是一道顺风。虽然欧洲、澳洲及加拿大等央行在 2025 年下半年已放慢降息步伐，但美国则因就业市场疲弱而在 2025 年 9 月持续降息共 75 个基点，将联邦基金利率下调至 3.5% 至 3.75%。

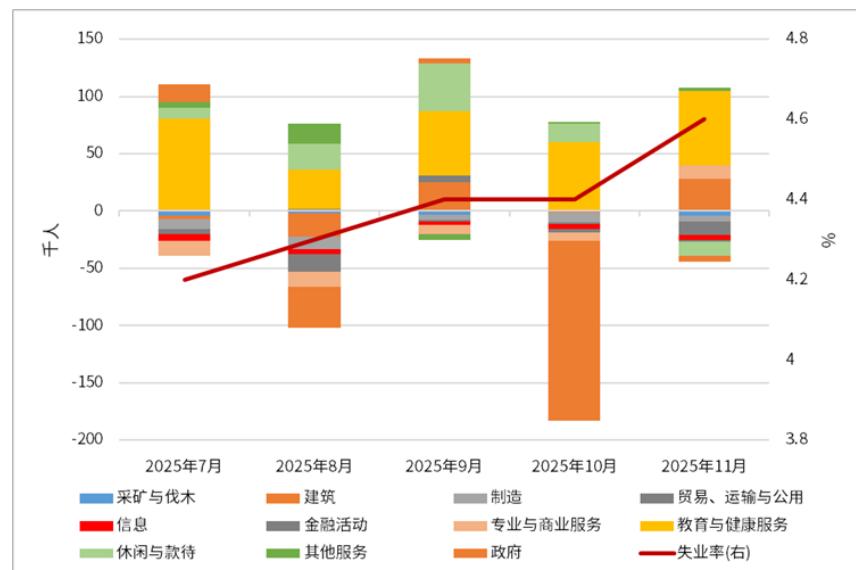
全球降息周期已经持续一年多，但我们认为，全球主要经济体的货币和财政政策在 2026 年首季甚至上半年仍会以偏向宽松为主基调，两大经济体美国及中国料会维持货币政策和财政政策的“双宽松”，全球风险资产或仍可受惠于宽松政策的顺风。

美国降息周期或将持续

美国在 2025 年 12 月 11 日公布 2025 年最后一次议息结果，符合预期降息 25 个基点，包括此次在内，美联储自 9 月以来已合计降息 75 个基点。在经历 4 个月连续三次降息，加上通胀有升温苗头，市场原预期美联储会作出“鹰派降息”，但美联储主席鲍威尔在会后释放出“鹰中带鸽”的言论，并明确表示“目前没有人把加息作为基本情境。（I don't think a rate hike is anyone's base case）”，在该次会议后同时公布的最新利率点阵显示，美联储虽仍预期今年只降息 1 次，与 2025 年 9 月时的预测相同，但由于鲍威尔没有发表“鹰派”言论，并在美联储的双重使命（dual mandate）中，倾向优先处理疲弱的就业问题，故利率期货依然预期美国在 2026 年将会降息两次共 50 个基点。此外，美联储在停止缩表不久后，再决定重新买债，为市场带来更多流动性，反映美联储整体倾向于维持宽松政策。

我们对美联储减息的看法更加进取，在基本情景下，料美联储今年降息或达 3 次，共 75 个基点，最多更有机会降息达 4 次共 100 个基点。我们认为，持续疲弱的就业数据是支持美联储能更大刀阔斧减息的一大因素，尤其是非农数据即使录得新增职位，但近数个月的新增职位主要集中在教育与健康服务、休闲与款待、以及建筑，而非全面性就业复苏。失业率数据更为直观，失业率在去年下半年逐步走高，11 月已上升至 4.6%，创三年多以来新高。

美国非农就业数据及失业率

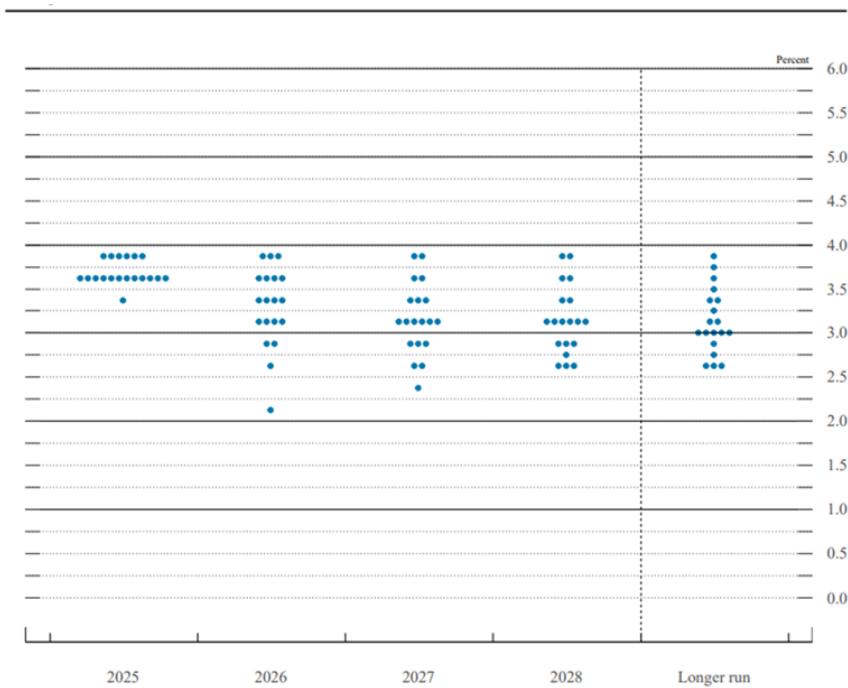


注：因美国政府停摆，未公布 2025 年 10 月的失业率

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

虽然点阵图、利率期货，与我们就美联储在今年的降息时间和幅度的预测不尽相同，但三者最终均有一致的指向，就是今年会继续降息，货币政策宽松的方向不会改变。

美联储 12 月会议纪要点阵图（%）



数据来源：美联储官网，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

债务问题倒逼美国维持货币政策宽松

除了就业市场疲弱让美联储有降息空间外，债务问题让美国同样有维持货币政策宽松的需要。美国未偿还国债在去年 11 月首次突破 30 万亿美元，较 2018 年大增一倍。美国持续赤字和急剧上升的债务，一方面意味着美国政府仍需借贷度日，另一方面则要压低利率降低借贷负担。这也解答了为何特朗普多次公开对美联储施压要求大幅降息。属鸽派的新任美联储主席将于 5 月就职，其话语权或将影响市场预期，加上委员会内的更多鸽派委员数目增多，“Fed Put”料可取代“TACO”成为市场的稳定器。

降息周期接近尾声无碍股债进一步走强

市场预期美国今年再降息至少两次后，在 2027 年或将会按兵不动，反映降息周期或接近尾声。我们以利率期货市场预期的今年降息两次作为锚定，并分析 1995 年至 2022 年期间共 5 次降息周期中，由倒数第二次减息至下一次加息期间各资产表现，股、债、黄金均录得正回报。

由于 5 次降息周期中，倒数第二次降息至下一次加息的时间长短不一，故以年度化回报作为比较。MSCI 中国指数平均回报达 32.5%、标普 500 指数和新兴市场指数也有超过 22% 的升幅，显示降息周期即使进入尾声，只要货币政策没有转向至偏紧，对股市仍然有利。债市则以高收益债券及新兴市场美元债的回报较为突出。

若剔除最高回报及最低回报，降息异常值影响，MSCI 中国指数和标普 500 指数继续胜出。债市同样是高收益债券及新兴市场美元债的表现较为领先。

倒数第二次降息至下一次加息期间各资产年度化表现 (%)

倒数第 2 次减息	加息前最后 1 个交易日	期内共减息	MSCI 全世界指数	标普 500 指数	欧洲 Stoxx 50 指数	MSCI 新兴市场指数	MSCI 中国指数	彭博全球综合债券指数	彭博全球高收益债券指数	彭博全球市场美元债券指数	彭博新兴市场美元债券指数	现货黄金
03/03/2020	15/03/2022	1.5%	12.8	19.1	6.4	0	-17.2	-2.4	0	-4.6	8.1	
29/10/2008	15/12/2015	1.25%	8.2	11.6	4.3	6.3	9.4	3.5	13.3	12.2	4.9	
06/11/2002	29/06/2004	0.75%	17.3	13.1	2.9	26.2	30.5	9.2	24.5	18.4	13.5	
15/10/1998	29/06/1999	0.5%	44.5	49.3	11.5	65.3	111.7	-8.8	6.4	11.2	-17.6	
19/12/1995	25/03/1997	0.5%	11.3	21.4	n/A	12.1	28.3	2.1*	17.3*	25.1	-7.7	
		年度化回报平均值	18.8	22.9	6.3	22	32.5	0.7	12.3	12.5	0.2	
		撇除最高及最低	13.8	17.9	5.4	14.9	22.7	1.1	12.3	13.9	1.8	

*因没有每日数据，以月度数据计算期间回报

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 22 日

中期选举带来潜在财政宽松

除了货币政策外，我们预期今年美国举行的中期选举政治因素，有望令美国财政政策偏向宽松。美国中期选举将在 2026 年 11 月举行，选举结果将影响共和党是否能继续全面执政。特朗普在去年 12 月放话称，共和党或在中期选举中失利。参考 Real Clear Politics 汇总对特朗普施政满意度民调，自 2025 年 3 月起美国民众对特朗普的满意度越来越低，近数个月不满程度增加。截至去年 12 月 15 日，不满比例达 53.4%，满意比例只有 43.8%。特朗普支持度持续下降，此外，共和党在去年 11 月三场重要的地方选举，包括纽约市长、新泽西州长、弗吉尼亚州长，均告失利，已为共和党在中期选举的选情敲响警钟。

特朗普施政满意度民调 (%)



数据来源：Real Clear Politics，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 17 日

我们预期，特朗普政府或会在今年首季开始推出更多宽松财政政策，刺激经济和股市表现，以经济政绩争取更多选票。从可行性来说，美国来自关税收入增加，以及利率下降或将略微降低政府财政负担，加上共和党目前仍掌控参众两院，料有助于特朗普政府推出宽松财政政策。此外，在去年通过的《大而美法案》，预期美国家庭在上半年会陆续收到相关政策的退税，特朗普形容为，“有史以来规模最大的退税季 (The largest tax refund season ever)”。我们认为，退税变相增加家庭可支配收入，有助带动美国的消费。另一方面，美国放宽金融与能源的监管政策，通过扩大信贷供给并压抑能源成本，预计都将对企业信心与投资

活动产生正面影响。

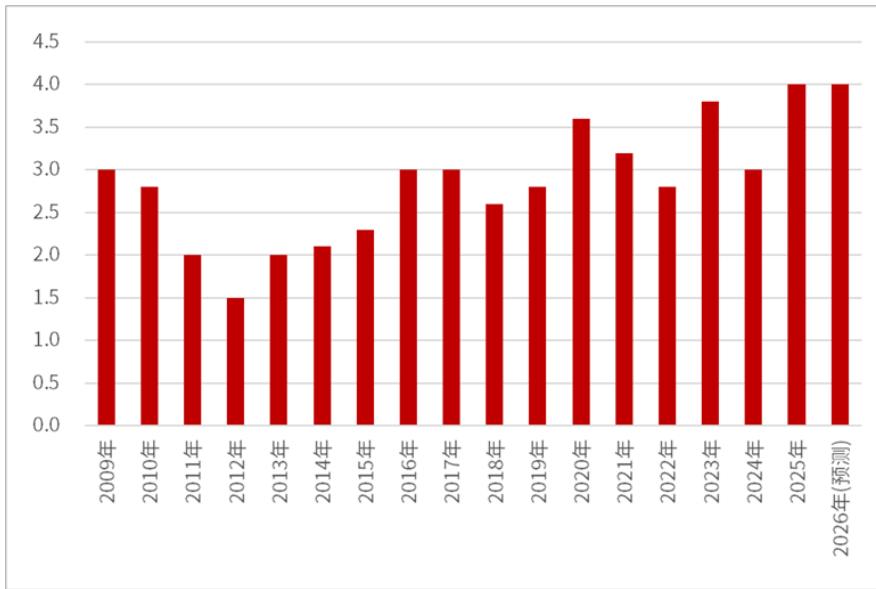
包括中国在内的全球主要经济体料维持宽松

虽然中美面临的宏观经济周期不同，但两国在 2026 年的货币政策和财政政策预期或会高度契合。去年 12 月举行的中央经济工作会议，为今年的经济大方向定调，包括“继续实施适度宽松的货币政策”和“继续实施更加积极的财政政策”。在货币政策方面，中央明确提到要运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕。

我们认为，随着美联储持续降息，美元走弱趋势未变，为人民币回落带来支持，也同时为中国打开降息空间。不过，按照中国此前的降息步伐，料未来降息的幅度和次数仍会偏向谨慎。

财政政策方面，管理层表示今年将会保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量。我们预期，赤字率或会继续保持在 4% 水平，虽然调高的机会不大，但 4% 水平仍是 2009 年有纪录以来的最高水平。除了经济实际需要外，今年作为“十五五”规划的开局之年，预期管理层有更大概率推出刺激性的财政政策，特别是针对“十五五”重点发展行业，包括人工智能、半导体、智能制造、绿色能源和生物医药等，相关的增量政策出台可期。同时，“十五五”规划中提到的“投资于人”的方针，预期会有更多政策支持生育、教育、社会保障、养老、文化体育等方面。

中国赤字率情况（%）



数据来源：国家统计局， 东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

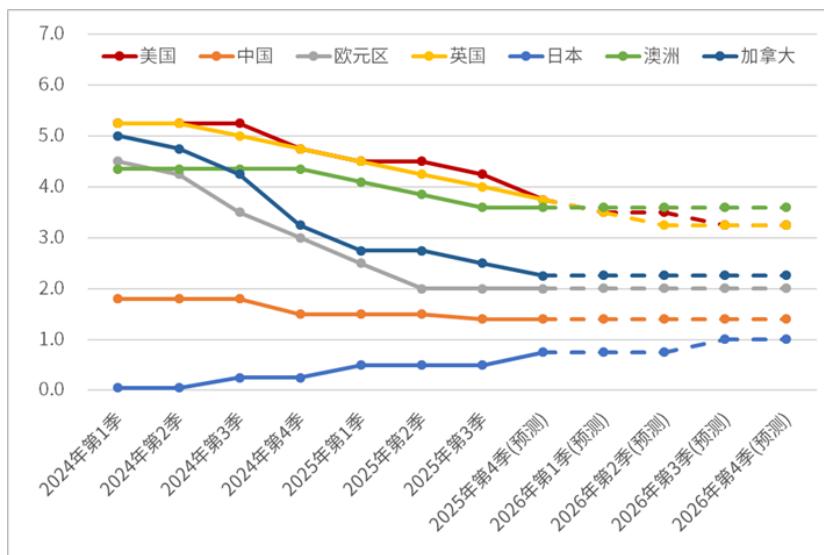
中美两国今年首季料将继续维持“双宽松”格局。全球其他主要经济体或受限自身不同因素，未必能做到“双宽松”，但各国亦致力维持财政政策或货币政策其中一项的宽松取态。例如，欧元区今年进一步降息的机会不大，但区域内的德国去年放宽“债务刹车”并宣布包括设立 5,000 亿欧元的基础设施基金，其今年的预算案已见明显宽松，包括的借款规模将超过 1,800 亿欧元，创 2021 年疫情后的的新高。日本方面，日央行在去年 12 月收紧货币政策，将利率加至 0.75%，创 30 年新高。不过，日本新任首相高市早苗是“安倍经济学”的拥护者，她在上任后的补充预算案追加预算规模高达 18.3 万亿日元，预期日本在财政宽松的走向不变。

部分央行有转鹰迹象

随着全球宽松周期步入中后期，各国利率水平逐步接近或达到央行中性利率，各国降息步伐或将更加分化，部分经济体甚至有可能加息。澳洲央行行长布洛克表示，通胀有回升迹象，可能是提前为加息铺路。市场预期，澳大利亚的货币政策或会在今年 2 月转向，重新加息。加拿大央行在去年 10 月的议息纪录同样显示，当地降息周期可能已经结束。新西兰央行在去年 11 月也作出的鹰派降息。此外欧洲央行语调亦悄然转

鹰。欧洲央行执委 Isabel Schnabel 施纳贝尔(Isabel Schnabel)称，认同市场押注下一次政策或将加息的判断。我们预期，2026 年通胀重燃风险或促使部分央行考虑从降息周期转至紧缩，但相信大部分央行仍会采取观望态度，短期内不会改变全球整体宽松环境。

市场共识预测全球政策利率走势图 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

AI 泡沫未到破灭之时

随着美联储于去年 9 月起再度降息，市场流动性显著释放，为 AI 在内的增长股注入更多动力。彭博美国 20 AI 精选价格回报指数 (Bloomberg US 20 AI Select Price Return Index) 表现延续强势，继 2024 年录得 44.7% 的惊人涨幅后，去年初至 12 月 18 日再升 22.1%，跑赢标普 500 指数。

正当投资者抱团 AI 股之际，曾在次贷危机前沽空美国房地产一举成名、电影《沽注一掷》的原型人物 Michael Burry 多次提及“AI 泡沫爆破”的论调，为投资者带来一记当头棒喝。然而，尽管 AI 股展现出估值高企和投资狂热等泡沫特征，但从需求和财务状况来看，我们认为泡沫距离爆破尚有一段距离，但投资逻辑仍正在转变。

AI 加速步入“业绩兑现期”，基本面更受投资者关注

在强劲需求的支撑下，AI 并非纯概念炒作，而是正转化成实际经济贡献。多项数据和研究显示，AI 需求正呈爆炸式增长，AI 产业正出现“结构性短缺”，而非泡沫前夕的“库存积压”。截至 2025 年 9 月，面世短短 3 年的 ChatGPT 每周活跃用户由两年前仅 1 亿大幅增长到现时约 8 亿；斯坦福大学的研究报告亦指出全球需求刚性强劲，2024 年企业导入 AI 技术的比例达 78%，远高于前一年的 55%。这种需求正从科技行业层面全面渗透至医疗、交通及数据分析等实体经济，中欧国际工商学院报告预计，未来 10 年全球 AI 市场规模将维持 19.1% 的年均复合增长率 (CAGR)，推动应用与投资双双创下历史新高。

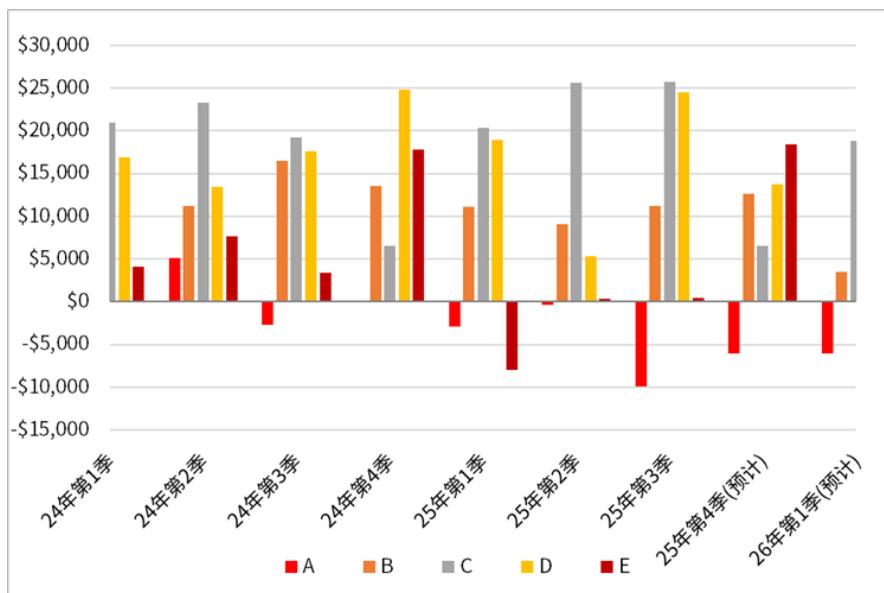
为应对此趋势，科技巨头展开了史无前例的“军备竞赛”。彭博数据显示，五大超大规模云服务商 (Hyperscalers) 在过去 4 个季度的 AI 相关资本支出 (Capex) 累计约 3,550 亿美元，市场更普遍预测 2026 年将进一步升至 5,000 亿美元。

然而，AI 企业大举投资的举动，令市场产生“高投入低产出”或“巨额支出拖垮财务”的质疑。然而，财务数据已显示，AI 企业具有投入转化为经济贡献的实证。根据最新财报及 2025 年预测数据，超大规模云服务商的 AI 相关业务平均营收增速预计录得 20.7%，美股七雄 (Magnificent 7) 中有 4 家企业将其云服务与智能数据中心收入独立列出，他们在 2025 年的相关收入增长料平均录得超过 35%。这反映除 AI 一方面大举烧钱，另一方面已开始进入收获期。虽然目前的收入未能完全抵消投资额，但我们预期 AI 企业的投资将呈现 J 曲线效应 (J-curve Effect)，回报将逐步推升，并会超越成本。

自由现金流筑起财务护城河

市场虽忧虑“巨额支出拖垮财务”，但在五大主要的超大规模云服务商中仅有一家企业录得负自由现金流。这反映大部分 AI 科技巨头的财政护城河深厚，在不引起流动性忧虑的前提下，可继续投入更多资金发展 AI 业务。

超大规模云服务商自由现金流(百万美元)



数据来源：彭博， 东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

我们相信 AI 行业与其他新兴行业一样，会由“百花齐放”逐步走向“去芜存菁”，自然的汰弱留强料不会给投资者带来恐慌。回顾 2008 年金融海啸与 2020 年疫情，市场因担忧经济崩溃，导致高收益债信用违约互换指数 (CDX High Yield) 及投资级债券信用违约互换指数 (CDX IG) 均出现恐慌性爆涨，分别升至约 1,890 及 274 点 (2008 年)，以及 849 及 250 点 (2020 年) 的高位。反观当下，截至 12 月 19 日，这两大指数分别报 318 点及 50.7 点，反映尽管个别 AI 企业违约风险增加，指数却仍处于历史偏低水平。这也佐证了投资者对所谓的“AI 泡沫”未出现大规模恐慌，而是开始理性地对资产组合中风险较大的 AI 投资进行精准筛选。

在大部分 AI 龙头股的资产负债表稳健的前提下，短期的现金净流出不应被轻易解读为资金链断裂的“流动性危机”，而应视作企业以资本换取未来市占率的“战略性投资”。此外，在今年预期“双宽松”的宏观背景下，AI 企业将仍然面临有利的融资环境。

个别公司的信用违约掉期 (BP)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

高收益及投资级别债的信用违约互换指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

巨额的资本开支并未影响财务和流动性，下一步则有望转化为推动业绩高增长的助燃剂。截至去年 12 月 19 日，彭博美国 20 AI 精选价格回报指数涨幅约 19.8%。尽管两位数的涨幅引发市场对“估值过高”的担忧，但数据显示，目前每股盈利不断创新高，但市盈率显著低于 2020 年 30 倍的高点，反映目前仍然处于“业绩跑赢估值”的情况，当前的升势主要是由基本面所带动，而非纯粹投机性而带来的估值高。我们预期，随着

AI 商业应用日趋成熟与变现能力增强，AI 企业的估值有望迎来“戴维斯双击”，即在业绩增长的基础上，预计其平均 PE 有望从当前的 25 倍水平，重估至 30 倍以上，推动股价进一步上行。

彭博美国 20 AI 精选价格回报指数未来 12 个月预测市盈率



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

彭博美国 20 AI 精选价格回报指数未来 12 个月预测



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

AI 投资逻辑的理性进化

泡沫是中性的，适当的泡沫对市场更为有利，只有当泡沫过多并爆破灭时，才令人担心。事实上，“AI 泡沫论”已令投资者转趋理性，亦是防止泡沫崩盘的关键防线。回顾 2024 年，投资者曾经偏好“资本开支越多越好”的投资逻辑，当时科技巨头增加的资本开支，往往被市场正面解读为订单供不应求的“需求信号”。然而在 2025 年，市场风向已逐步转向注重“收入回报”的主题。AI 投资亦转趋多元化，投资者除了开始青睐能将巨额投入转化为实际营收的企业，资金更向产业链纵深蔓延，挖掘估值合理且泡沫较少的领域。展望 2026 年，鉴于 AI 热潮具备可持续性且未出现即将破灭的征兆，我们预期美国 AI 主题板块走势将“渐趋分化”，齐涨齐跌的局面不再，变现能力将与股价挂钩。面对此局面，投资者应采取更精细化的选股策略，在成长与防御中取得平衡。

逢低吸纳黄金的策略不变

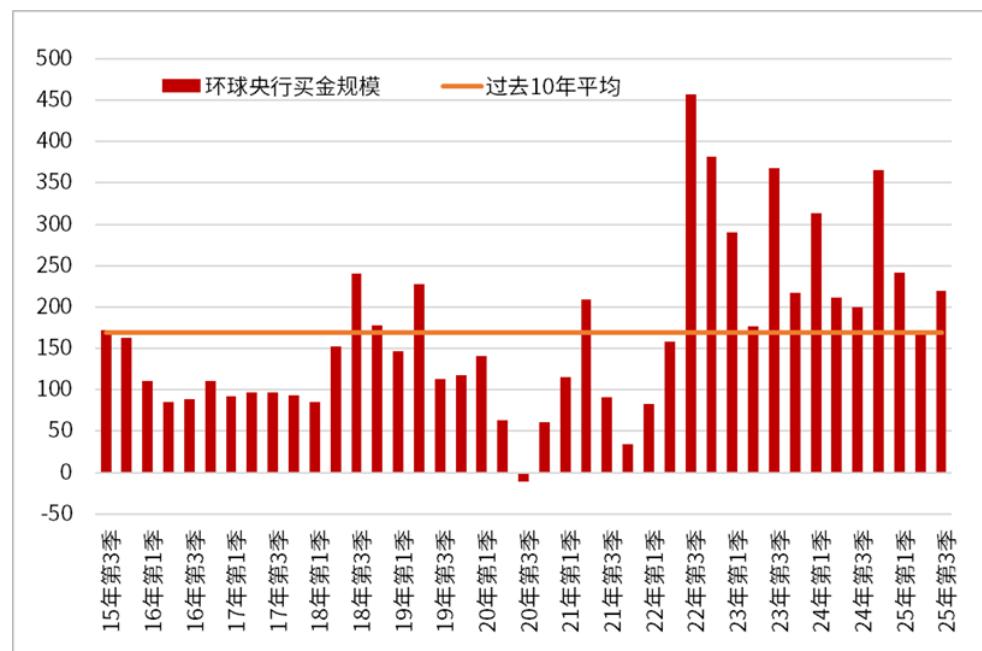
除了 AI 股之外，黄金同样在 2025 年受到投资者所追捧。国际金价于去年累积 55.5%，是自 1979 年以来最大的年涨幅，并已连续 3 年录得上涨。诚如我们在上季度所预测，金价呈易升难跌的走势，但季内涨幅或会放缓。2025 年第四季度，金价继续走上，季内涨 10.8%，较第三季度涨幅 15.5%，略有放慢，但不得不承认的是，金价表现较我们预期更强。

我们连续多季对黄金持积极看法，主因支持金价向上的结构性因素未出现改变，其中包括 1) 全球央行购金势头不变，特别是新兴市场央行继续积极增持外，个别长期没有增持黄金的央行亦加入购金之列；2) 全球政府债务问题亮起红灯增加避险需求；以及 3) 地缘政治风险仍存。至于周期性因素，包括 1) 美联储持续降低降低持金的机会成本、2) 投资需求稳健令黄金 ETF 持续录得净流入，都支持金价走势，但相关的周期性动力在今年首季未必能为金价带来太大助力。

三大结构性因素继续支撑金价

全球央行持续购买黄金，继续为金价带来支持。央行在 2025 年第二季度购金的速度略有减慢后，在 2025 年第三季度再度加快。据世界黄金协会数据显示，全球央行在 2025 年第三季的净买规模达 220 吨，环比增长 28%，同比则多 10%。更重要的是，新兴市场央行持续增持黄金，例如哈萨克斯坦国家银行在 2025 年第三季度增持 18 吨黄金，为全球央行最多。同时，个别长期没有增持黄金的央行亦加入购金行列，其中，巴西央行自 2021 年 7 月后，在 2025 年 9 月再次购买黄金，共 15 吨。更值得注意的是，中国对黄金储备的需求持续稳健，连续 13 个月增持黄金。截至去年 11 月已持有 7,412 万盎司，占外汇储备总值约 9%，仍远低于全球 25.6% 的水平，我们预计中国央行持续增持黄金的趋势短期不会改变。

全球央行每季净买金规模(吨)



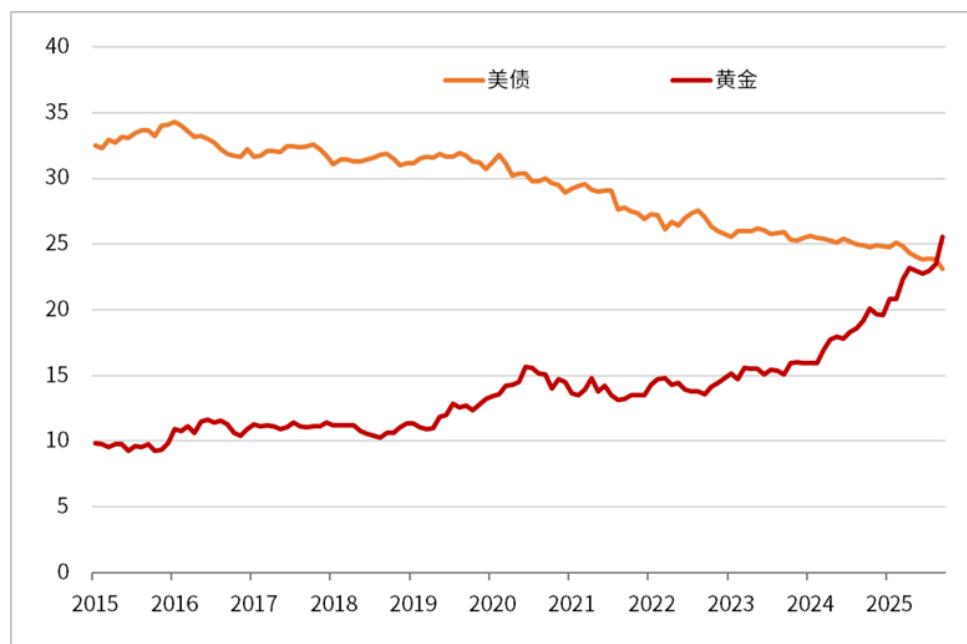
数据来源：世界黄金协会， 东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

虽然金价持续走高，但全球央行购金的规模不跌反升，我们认为此情况反映全球央行对黄金需求稳健，且属长期的战略性资产配置重整。截至去年 9 月，全球央行所持黄金占外汇储备达 25.6%，首次超越美债占比。央行属于买进持有 (Buy and Hold) 的投资者类型，故金价走高亦不会贸然减持，由其持仓有助减轻潜在的沽压，对金价能带来承托。然而，值得留意的是，由于金价持续走高，个别央行手持的黄金价值已

高于其占外汇储备比例的目标水平，故或有需要放缓购金步伐甚至减持黄金，但我们认为该情况为少数。

因此，我们维持金价偏向易升难跌的看法，但有金价上升的动能或有所放缓。

全球央行外汇储备中黄金及美债占比 (%)



注:美债的持有人为海外官方机构，以此作为央行的代表

数据来源：美国财政部、IMF、彭博， 东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

全球政府总债务自疫情后维持高水平，根据国际货币基金组织数据显示，全球前 10 大经济体的政府债务占 GDP 水平在 2024 年高达 107.3%，料在 2030 年会进一步增加至 114.5%。至于全球政府债务占 GDP 水平亦会由 2024 年的 92.4%，增至 2030 年 102.3%。若包括私人债务，全球债务占 GDP 水平高达 235%，虽然由 2020 年疫情时 258% 的高峰有所下滑，但仍高于疫情前 2019 年的 230%。此外，上文提及多国将继续维持或加码宽松的货币及财政政策，货币量和债务量不断扩大的情况下，黄金作为对抗货币贬值风险的避险资产，需求料会持续稳健。

2025 年全球地缘政治最大风险之一是中美关系。随着国家主席习近平和美国总统特朗普在 2025 年 10 月底在韩国会面并就关税问题达成初步共识，以及两人在 11 月下旬通电后，中美关系已出现回暖。反映地缘

政治风险的地缘政治风险指数，近月亦有走低，截至去年 11 月的最新数据为 99.9，自 2024 年 7 月后首次跌破 100 水平，显示地缘政治风险有所缓解。同时，特朗普透露已接受习近平邀请，将在今年 4 月访华。因此，我们预期地缘政治的不确定性在今年首季将会大幅降低。不过，我们认为，中美关系仅属暂时性回暖，尤其是美国将于 11 月举行中期选举，特朗普或继续视“中国牌”为其争取选票的“Trump Card”（王牌），地缘政治局势长期仍会处于不稳定的状态。

地缘政治风险指数



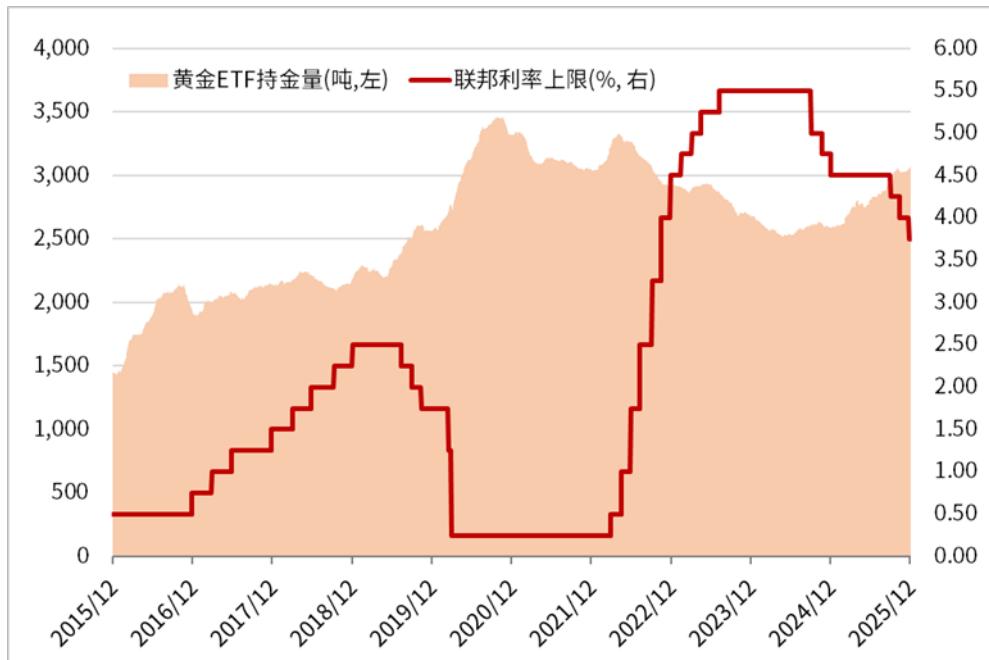
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 18 日

周期性因素助力或减弱

作为无息资产的黄金，在降息周期下，持有黄金的机会成本降低。虽然我们对今年美国降息次数较市场及美联储更进取，但美联储在首季或只会降息 1 次，与去年最后 4 个月连降三次利率相比，频率明显放缓。因此，我们认为本季度降息节奏较慢，未必能大幅推高金价向上。另一方面，去年下半年金价持续上升，FOMO(Fear of Missing Out, “错失恐惧”)的情绪亦出现在黄金市场当中，资金迅速流入黄金 ETF 等相关黄金投资产品，成为推升金价另一重要催化剂。然而，随着金价进一步走高，我们不排除部分零售投资者会

先行获利。另一方面，投资者的投资组合料亦已有一定比例的黄金持仓，未必急于在短期内进行更进取的配置。因此，黄金 ETF 的资金流入速度在今年首季若出现放缓情况，也属于正常。

黄金 ETF 持金量与联邦基金利率走势



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

首季金价区间料介于每盎司 4,250 美元至 4,550 美元

展望 2026 年第以季度，我们继续维持看好黄金的观点，但季内的升幅或会有所收敛，甚或出现高位盘整的走势。我们给予国际金价的波动区间每盎司 4,250 美元至 4,550 美元，建议采取逢低吸纳的策略，每逢跌至每盎司 4,100 美元或以下属于有吸引力的增持水平。虽然黄金与股债等资产的关联性近期有所上升，但仍处偏低水平，故黄金仍应是投资者用以避险和多元化投资组合的重要工具。

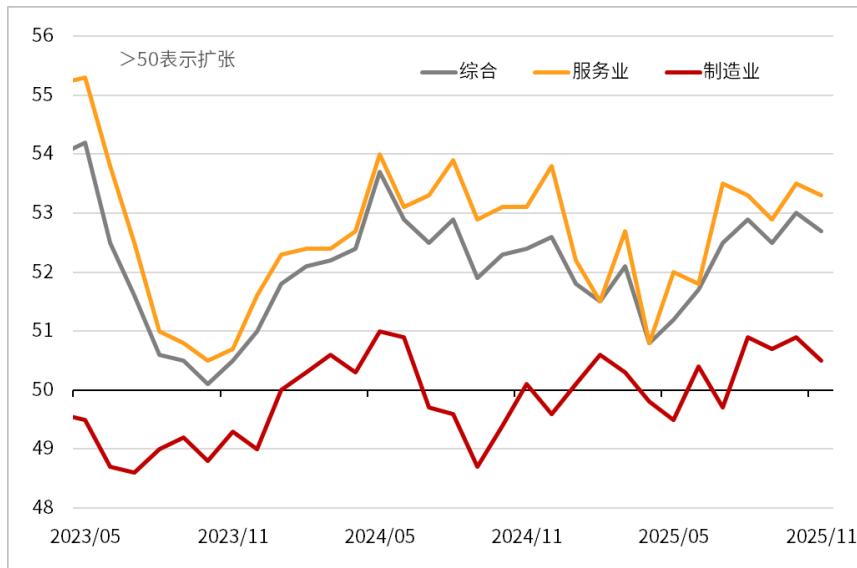
宏观经济篇

全球贸易紧张局势缓和，政策刺激支撑经济增长

纵观 2025 年，贸易环境恶化、地缘政治冲突升温、美国政府停摆等不利因素，一度令全球经济的下行风险有所加剧，但在私人消费需求稳固、人工智能投资强劲、企业积极补充库存及主要央行相继下调政策利率等积极因素的支持下，全球经济展现出超预期的韧性并保持平稳增长。另外，美国先后与各主要贸易伙伴达成贸易协议，亦缓和了市场对所谓“对等关税”的担忧。物价方面，全球通胀总体上延续回落势头，但部分发达经济体通胀仍高于其央行政策目标，为未来货币政策前景增添不确定性。

进入 2026 年，全球经济有望保持平稳增长。根据国际货币基金组织在 2025 年 10 月发布的最新预测，2026 年全球经济增长或可达 3.1%。我们预计各主要经济体将持续推出扩张性财政政策，配合货币政策环境进一步宽松的趋势不变，这些政策刺激将对私人消费和投资注入动力，让内需成为经济增长的重要支撑。此外，全球贸易格局碎片化将继续影响供应链重塑、企业提前出货效应或将消退，以及大规模的人工智能投资能否兑现相应的收入将是 2026 年值得关注的潜在风险。

全球采购经理指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

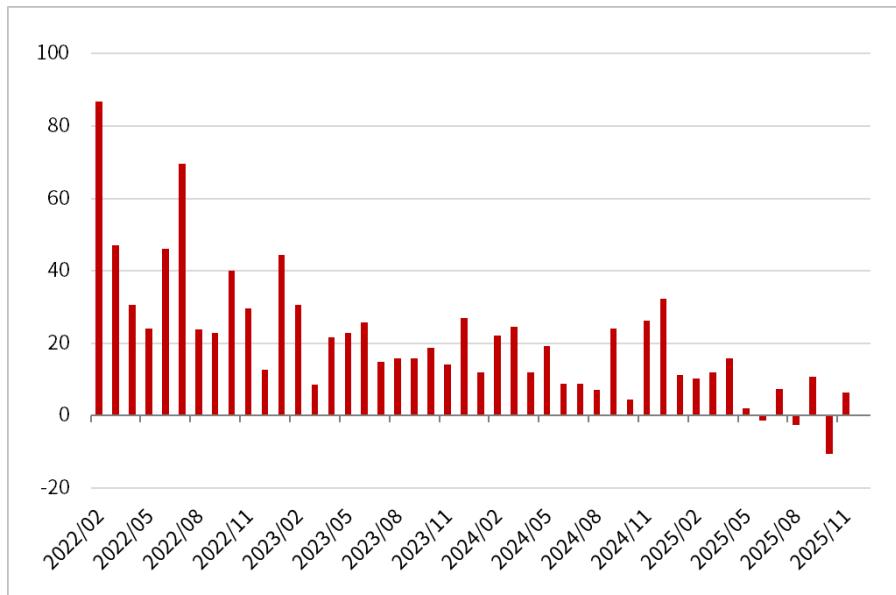
美国经济走出政府停摆阴霾，减税降息推动经济稳步扩张

即使受到对等关税政策和政府停摆的短暂冲击，美国经济在 2025 年继续展现出强大韧性。随着政府运作恢复正常、减税和放宽监管政策陆续落实、美联储重启降息周期，私人企业信心已显著回升，将为美国经济增长提供有力支撑，预计 2026 年全年经济增速有望达到 2% 左右的稳健水平。值得一提的是，人工智能的相关投资依然庞大，但市场焦点正开始由初期的硬件基建的大规模投入，转向提高相关技术应用在各行各业的渗透度及其对生产力的影响，这有助于将科技红利转化为更广泛的经济动力。另外，随着美国此前与多国达成的贸易协议效应显现，供应链压力得到缓和，并稳定了企业和消费者对商品供应和政策前景的预期。

劳动力市场有序放缓，通胀料将持续回落。近期数据显示，职位增长动能有所减弱，失业率呈现小幅上升态势。目前，中高收入阶层的资产负债表依然强劲，但低收入家庭的消费能力已开始受制于工资增长放缓及储蓄逐步减少。2025 年底的通胀数据显示物价压力已受控，但仍高于美联储的政策目标。考虑工资增长已有所放缓、房租升幅转趋温和，预计整体通胀将会进一步回落。整体上，为平衡稳定通胀与支持就业这两大政策目标，预计美联储在 2026 年将继续降息，全年三次，降幅 75 个基点，以避免经济增长陷入停滞。

的风险。

新增非农就业人数（千人）



数据来源：CEIC，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

内需成为带动欧洲经济增长的主要引擎

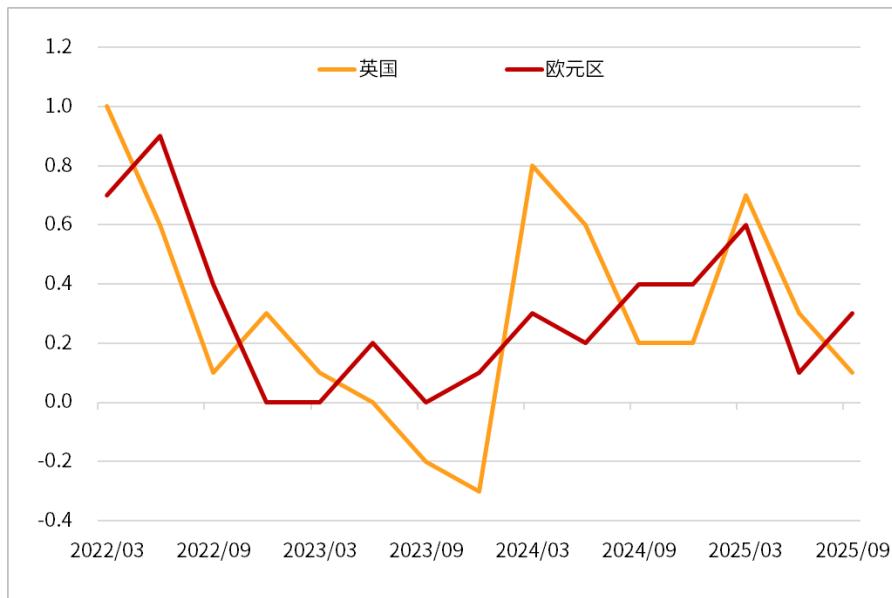
欧洲经济在贸易政策不确定下的背景下依然稳步复苏。尽管外贸形势出现了重大变化，2025 年欧元区经济加速增长，一方面内部需求保持稳健，劳动力市场持续扩张及实际工资上升巩固了个人消费开支；另一方面，公共项目落地和国防预算增加，加上欧洲央行降息带动借贷成本下降，也对欧元区内基建、建造业、工业和资本投资带来提振。英国方面，2025 年整体经济增长小幅高于前一年，但其增长动力呈“先高后低”的放缓势头，这反映了年初的提前出口效应已开始消退，以及生活成本高企对个人消费的制约有所加大。另外，欧盟及英国分别与美国在 2025 年 5 月和 7 月达成贸易协议，避免了关税大幅上调，但双方均在数字服务税方面尚未达成共识，这或会成为未来与美国的贸易摩擦点。

货币政策方面，由于欧元区通胀已回落至 2% 的政策目标左右，预计欧洲央行对货币政策方向将保持中性，并在经济下行风险意外增加时才会考虑再度减息。受高通胀影响，英国央行一直以较审慎的步伐进行降息，

但近期通胀压力有所放缓，加上经济增长势头转弱、利率亦处于较高水平，预计未来英国央行将进一步放宽货币政策。

展望 2026 年，投资有望成为欧元区经济的主要推动力，主要受益于融资环境宽松、欧盟基金的政策支持及国防开支增加等利好因素，支持欧元区经济继续平稳扩张。至于英国，货币政策进一步放宽、交通及能源等生活成本逐步缓和等均有利个人消费，但加税及财政整合措施将制约经济增长空间，或令整体增长温和放缓。

欧元区及英国经济季度环比增长（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

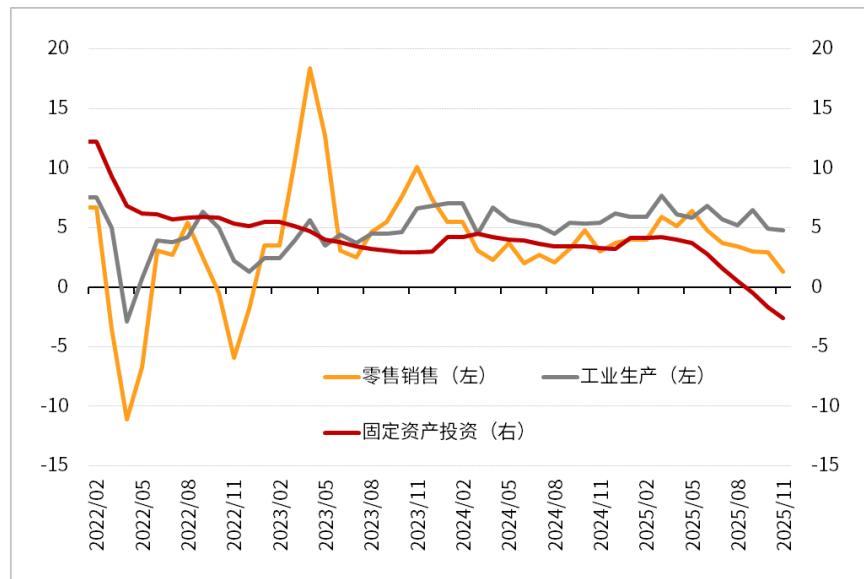
促消费及科技创新将成为中国经济发展的核心主题

中国宏观政策将着力扩大内需及促进科技创新发展。2025 年中国经济在外围多变的环境下仍能保持韧性。受益于市场多元化战略及技术优势，中国出口及工业生产表现稳健，支持整体经济实现全年 5% 左右的增长目标。即使经济增长动力在去年第四季度有所放缓，固定资产投资亦自 2020 年以来首次录得收缩，但高技术制造业及服务业等新增长点均表现良好，巩固了经济转型升级的步伐。贸易方面，中美关系曾因美国

在 2025 年 4 月宣布大幅加征关税而转趋紧张，但双方自 5 月起进行了多轮贸易谈判，并在 11 月同意延长关税休战期一年，撤回部分贸易保护措施，包括关税、出口管制和贸易调查等，此次协议将有助于促进供应链稳定及巩固贸易政策确定性，支持双边贸易活动回暖。

展望 2026 年，中国将着力扩大内需，以巩固经济韧性。中央经济工作会议针对 2026 年提出 8 项重点任务，并以提振消费及推动创新发展列为两大首要工作，特别提及释放服务消费潜力、推动投资止跌回稳，以及深化“人工智能+”发展。同时，管理层提出继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量；人民银行亦将保持适度宽松的货币政策，灵活高效运用降息降准的政策工具，以保持流动性充裕。整体而言，中国将加大逆周期调节力度，巩固经济稳定增长，为 2026 至 2030 年“第十五个五年规划”时期实现良好开局。

中国零售销售同比、工业生产同比及固定资产投资累计同比 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

内外需求持续增强，支持中国香港经济全面复苏

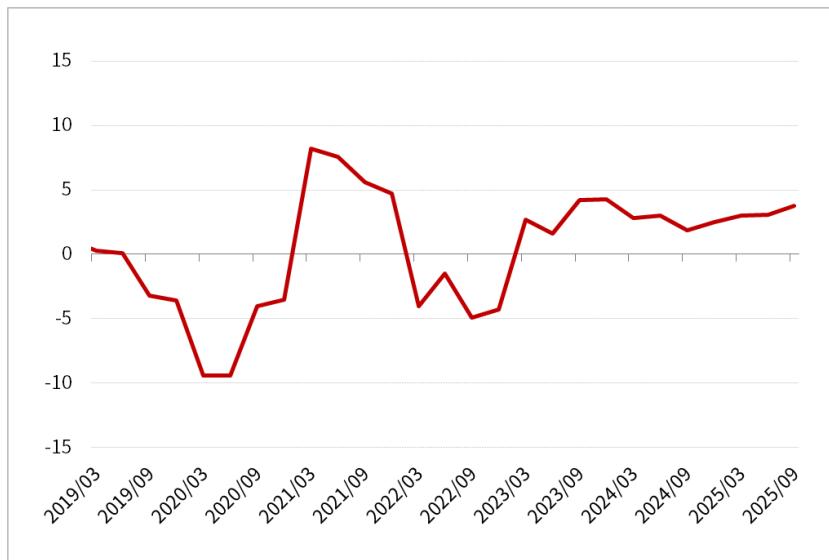
中国香港经济复苏呈现更全面的趋势。在经历了 2024 年相对温和的增长后，2025 年香港经济复苏的基

础逐渐变得更加全面。受益于中国内地外贸表现强劲，以及全球电子产品周期的回升，香港商品出口保持强劲增长。同时，在访港旅客持续增加及消费情绪稳步回暖的推动下，零售销售和私人消费触底回升。私人投资同样加速，反映企业对中长期经济前景信心日益增强，继而积极扩大资本投资。

展望 2026 年，中国香港经济预计将继续稳健增长。外贸方面，尽管 2025 年的提前出货活动导致基数效应较高，但中美达成贸易协议有助降低贸易不确定性，预计对外贸易可保持增长势头；人民币升值有望吸引更多中国内地旅客访港，进一步提振旅游业及零售销售。内需方面，美联储再度降息将进一步缓解融资压力，释放投资潜力。此外，香港积极推动经济多元化、巩固国际金融中心地位的措施，以及大力投资北部都会区等，将为内需提供有力支撑。

股市方面，市场交投保持活跃，资本市场融资需求蓬勃，支持香港重登全球首次公开招股集资额（IPO）的首位，并带动相关金融服务业进一步复苏。楼市方面，住宅楼价在 2025 年稳步回升，成交量也保持活跃。在美联储降息、经济复苏以及人才流入带动的居住需求释放等多重利好因素下，置业需求有望进一步增强，推动住宅市场持续回暖。

中国香港实际经济同比增长（%）



数据来源：香港政府统计处，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

全球股市篇

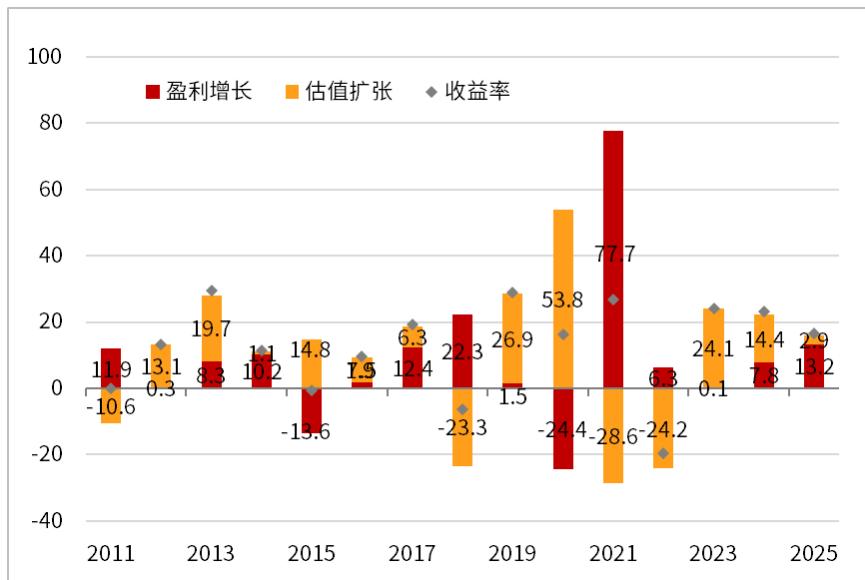
美国股市展望

2025 年美股属于典型“盈利主导”的行情。AI 资本开支周期正进入兑现阶段：第一季度 Blackwell 量产、第二季度各大科技巨头资本开支 capex 同比大增，带动半导体、服务器、液冷及电力设备等板块每股盈利连续三季度上修；第三季度零售、工业龙头在自动化大幅降低成本下，毛利率意外扩张，推动标普 500 指数全年每股盈利增速由年初预测的 7% 大幅上升至 11% 以上。全年盈利增长贡献占指数涨幅超过七成，与 2023-24 年“估值主导”形成鲜明对比。但这期间市场并非没有波动——4 月地区银行再度出现商业地产(CRE)坏账、7 月日元套息交易突然平仓、9 月油价短暂冲破 70 美元——但指数每次回调幅度还未达到 5% 就被更强劲的盈利上调迅速拉回，显示“盈利底”比“流动性底”更加牢靠。

估值全年基本窄幅波动。虽然 10 年期美债收益率从 4.7% 一度回落至 3.9%，但美联储仅进行了“三次预防式降息”，前瞻市盈率也始终没有突破过去三年的上轨。资金结构分化明显：美国七巨头自 4 月起进入“业绩-回购”双升通道，股价与自由现金流匹配度高，估值高位钝化；相反，剔除这七家后的“标普 493”仅在 9 月降息前后出现短暂轮动，随后又因财政赤字扩张与大选不确定性而再度承压。全年来看，估值扩张对指数的贡献不足三成，且集中在少数 AI 基础设施龙头，其余板块主要靠盈利大幅超预期，而获得“合理估值之内的上涨”。

总体而言，2025 年美股三大指数全线上扬，道琼斯工业平均指数、标普 500 指数、纳斯达克 100 指数之升幅分别为 12.97%、16.39%、20.17%，后两者更成功创下历史新高。

盈利与估值对标普 500 的贡献 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

美股在 AI 资本开支的基础上稳步上升，企业盈利已连续三季度超出预期。展望未来，波动率或将有所上升利率与政策杂音或令升势受阻；AI 投资热潮分化亦日趋明显，纯概念股需谨防回调风险，资金更愿意为同时具备“订单与现金流”的企业支付溢价。投资者需把握确定性高、估值相对合理的“盈利台阶”，方能在阶段性调整中继续“稳坐钓鱼台”，而不因为高估值而受到影响。

再议“AI 泡沫论”

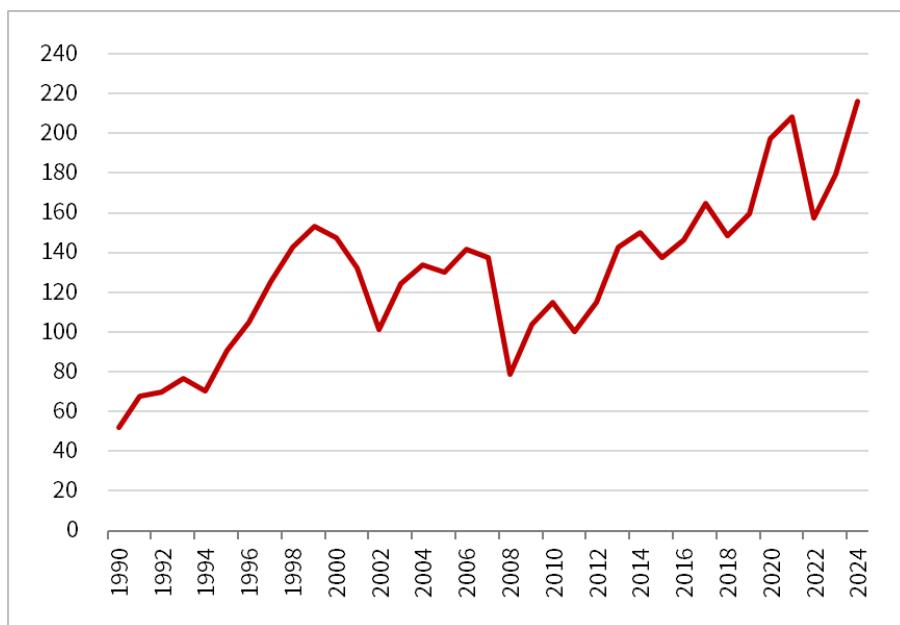
临近年底，美股出现调整，市场再度重提当前估值是否会重现 2000 年科网泡沫的疑问。从部分指标观察，确实具备了一定特征。

用资本化率衡量，2024 年美股总市值占 GDP 比重已升至 213%，比 1999 年 153% 的纪录高出 60 个百分点；

再看市盈率，席勒市盈率（取过去十年经通胀调整的平均净利润，平滑周期波动）1999 年峰值为 44.2 倍，2025 年 11 月已经达到 39.9 倍，已居历史第二高位，且距离天花板不足 5 个点——虽然当年顶部对应的是大面积负现金流，如今则对应 AI 产业链订单高峰，但估值曲线同样陡峭。

市场同时忧虑“供应链自循环”再现。半导体硬件龙头通过预付款、股权投资等方式向AI大模型公司“输血”，使其得以持续采购自家GPU，形成“收入-投资”的循环。这一模式与2000年设备商向互联网运营商提供“vendor financing”的手法如出一辙，潜在隐患也相似——当前AI应用尚未跑出可持续的消费级场景，终端变现能见度低；同时高负荷运转下GPU折旧周期或短于市场预期，一旦算力利用率下滑，算力中心的真实回报率可能面临恶化。

美国国内上市公司市值占GDP比重（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2025年12月19日

美国标普500席勒市盈率（倍）



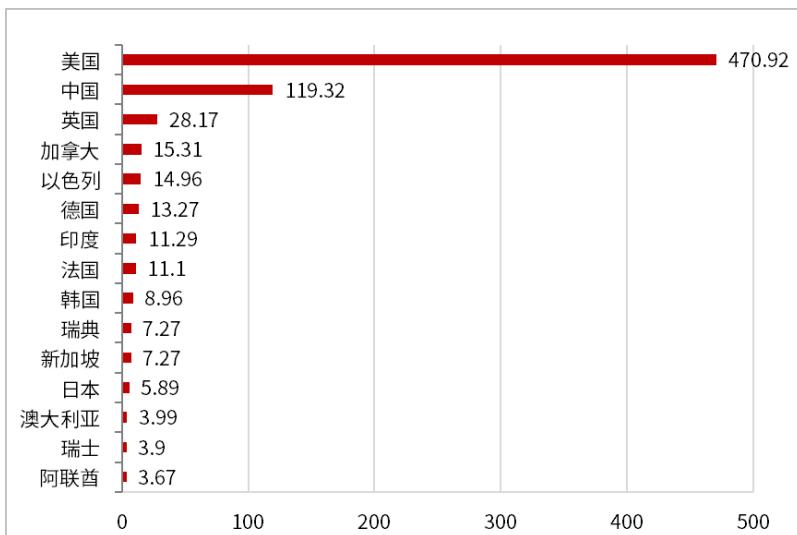
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

“全球牌桌与宽松弹药”——AI 估值虽高，宏观背景已非 2000 年可比

当前宏观环境与 90 年代相比，在地缘政治博弈格局和货币政策环境上存在本质差异，不可从估值等视角简单对比。

1990 年代的互联网革命几乎是一场“美国独角戏”，资本、技术与政策红利都集中在一国；而当前 AI 已成全球化赛道。2013-2024 年累计私人 AI 投资中，美国以 4,710 亿美元占据半壁江山，中国 1,190 亿美元紧随其后，英、加、以、德、印、法六国合计再贡献 1,100 亿美元，形成“中美双引擎、多极跟随”的格局。在大国博弈视角下，AI 已成地缘竞争的“硬赛道”——华盛顿不可能主动收紧芯片与模型投入，否则等同于把算力高地让给对手；各州补贴、出口管制、关税豁免等工具反而会把资本开支锁在高位，与 2000 年“加息+强美元”倒逼企业砍项目的环境截然不同。

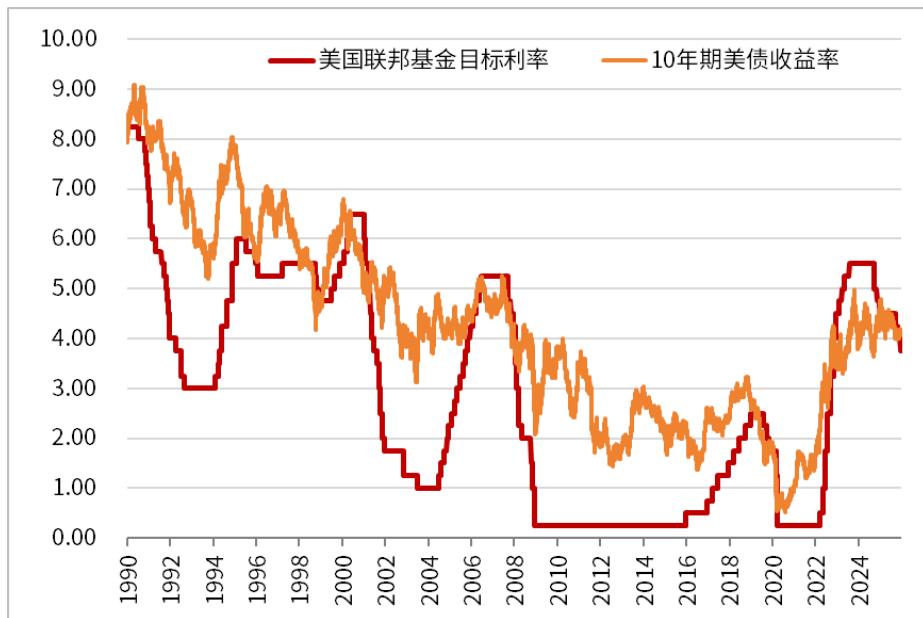
2013-2024 年按地理区域分类的全球人工智能私人投资（十亿美元）



数据来源：斯坦福大学《2025年人工智能指数报告》，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

货币政策背景更不一样。2000 年 3 月纳斯达克见顶前夕，美联储仍处于加息阶段，联邦基金目标利率高达 6.5%，10 年期美债收益率 6.4%。而当下联邦基金目标利率已降至 3.5%，10 年期美债收益率则为 4%左右，且缩表计划已暂停，实际利率曲线比当年低 200 个基点以上。降息且停止缩表的组合，不仅大幅降低算力中心等人工智能企业的巨额融资成本，更让科技巨头手中累积逾 7,000 亿美元的现金等价物，持续享有正利差优势，足以在股价回调时加码回购、并购或进一步增加资本支出。估值高地上同样有人“端着弹药”固守阵地，是 2000 年科网泡沫破裂前未曾出现的“宽松缓冲垫”。因此，仅凭市值或席勒市盈率逼近历史高点就断言“泡沫即将破裂”，容易忽视全球政策与流动性底座已彻底改变。

美国联邦基金目标利率和 10 年期美债收益率走势 (%)



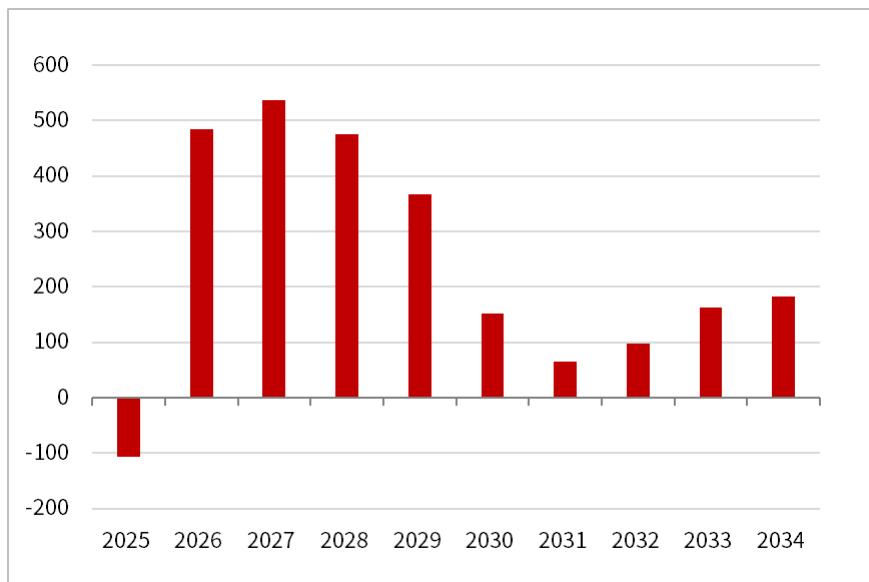
数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

“选票行情与财政油门”——2026 年美股有望再借政策东风

2026 年 11 月将迎来美国中期选举，历史经验显示，总统若在国会失去多数席位，后续两年往往容易陷入“跛脚鸭”僵局。特朗普团队对此记忆深刻：2018 年第四季标普 500 累计跌逾 14%，消费者信心指数骤降 20 点，被视为共和党丢失众议院的重要诱因。为避免重蹈覆辙，白宫大概率提前释放经济友好政策——延续减税优惠、加快基建审批、加码对本土制造业补贴等措施，均可能在 2025 年底至 2026 年上半年集中落地，形成“选前蜜月期”。

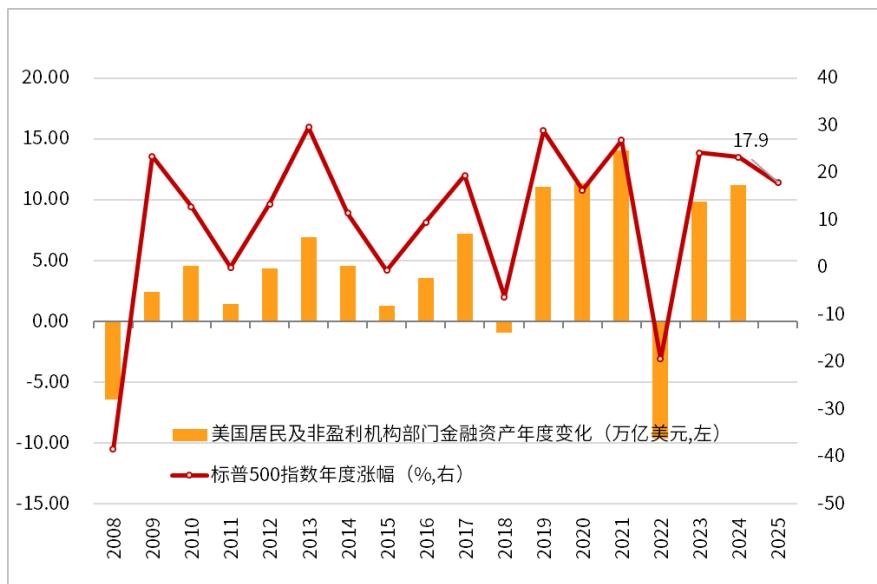
财政方面已预留弹药。《大而美法案》自 2026 年起进入支出高峰，预计当年新增赤字约 3,000 亿美元，相当于 GDP 的 1.1%，对私人部门现金流构成“对冲式”注入。2018 年资产缩水一度令居民金融资产增量转负，而 2025 年已重回约 15 万亿美元的高速增长轨道，若政策配合市场维持正回报，财富效应将持续支撑零售支出与企业回购。选举年与财政扩张“双轮”叠加，降低 2026 年美股出现深度调整的概率，指数仍有望在目前点位上继续震荡上行。

《大而美法案》增加财政赤字 (十亿美元)



数据来源：美国国会预算办公室，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

美国居民及非盈利机构部门金融资产年度变化



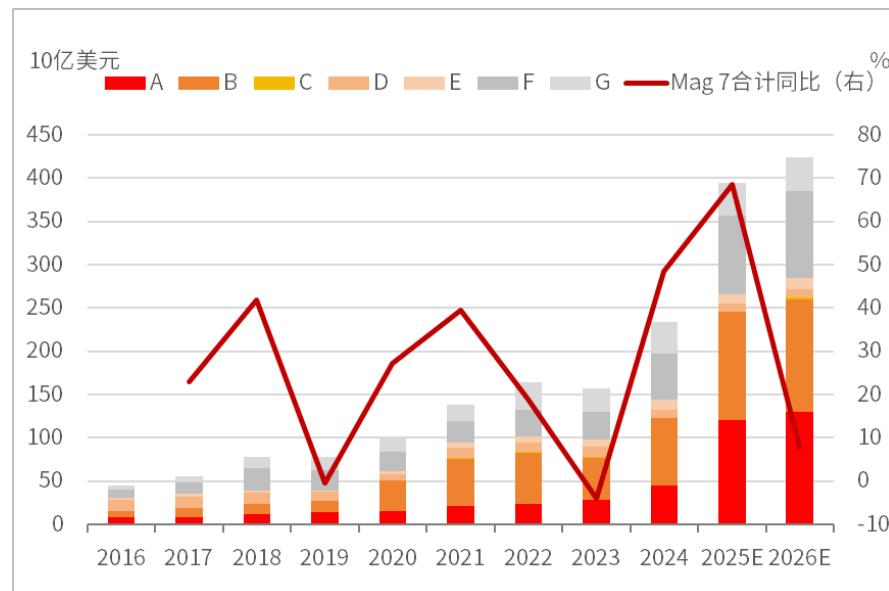
数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

“高估值栈道上的波动台阶”——2026 年美股或呈“缓升+快调”节奏

预期 2026 年美股七巨头的资本支出仍然居高不下，合计支出料将逼近 4,500 亿美元，GPU、液冷、电力设备订单已排至 2027 年上半年，市场对此已充分反映。然而，图表显示 2026 年其增速或将自峰值回落，同时高利用率下的四年折旧曲线日趋陡峭，意味若应用方面的收入未能同步放量，龙头自由现金流将在 2026 下半年面临“折旧+资本开支”双重压力。市场虽已察觉到此拐点，但情绪尚未逆转，或将带来更高的波动溢价。

我们预期 2026 年标普 500 指数目标为 7500 点，对应 2026 年预测每股盈利 315 美元(YoY +15%)，以及 TTM 市盈率 23.8 倍。观察股权风险溢价 (ERP) 目前处于极低水平，显示估值对坏消息的缓冲垫较薄。财政与货币双宽虽封锁了利率急升、流动性骤紧的系统性风险，却也让 ERP 难以持续扩张；因此，任何地缘、选举或供应链杂音，都可通过“情绪—ERP—股价”链条迅速释放，引发 5%-8% 的短期回踩。由于宽松背景未变，此等回落多为短期行为，而非趋势反转，反而为逢低布局提供机会。2026 年主线料呈“高平台、小台阶”格局：指数中枢随盈利温和抬升，但波动区间放大，虽市场情绪高抛低吸将成为获取超额收益的核心战术。

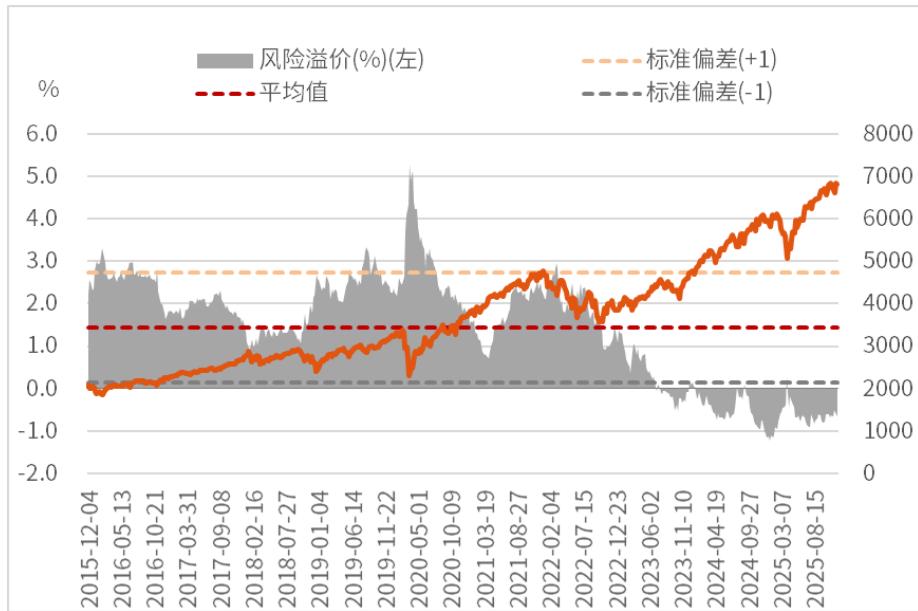
美股七巨头支出增长



注：A 至 G 代表各自代表七巨头之一

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

股权风险溢价 (ERP) 目前处于较低水平



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

2026 年美股 AI 投资选择的三个维度：全球比价、成长优先、订单为王

估值方面，标普 500 指数、纳斯达克指数，确实高居十年 90% 分位，但此特征并非美股独有。日经 225 指数市盈率约 21 倍 (69% 分位)、德国 DAX 约 19 倍 (60% 分位)、恒指虽仅 12 倍，却同样已升至自身历史 78% 分位，显示“AI 革命”三年来，全球资金系统性抬升权益风险溢价。在缺乏更廉价替代品的背景下，美股凭借 AI 产业链最完整、回购最活跃、美元流动性最充裕，仍将是全球配置型资金的“底仓”；对投资者而言，畏高不如择时，利用 5%-8% 的阶段性回调加仓，比空仓风险更小。

风格上，宜继续偏向成长型股票。历史规律显示，加息停止并进入降息通道后 12-18 个月，成长风格股票仍将继续跑赢价值风格；当前联邦基金利率正处于“暂停-降息”平台，流动性边际放松对高贝塔资产更

加有利。基于 2026 年成长风格占优的判断，除 AI 外应重点关注两大方向：一是非必需消费品，该板块将核心受益于可能的降息周期、稳健的就业与家庭资产负债表，盈利预期已显改善迹象；二是医疗保健，随着政策不确定性降低，其在肥胖症治疗、医疗设备等领域的创新驱动增长（“长寿主题”）将重获市场关注。此外，由 AI 衍生的公用事业（电力需求革命）和地缘政治驱动的国防科技，是值得长期关注的主题性成长赛道。总体策略是在聚焦成长主线的同时，通过部分周期性仓位来平衡组合，应对市场从集中走向扩散的轮动。

聚焦 AI 领域，2025 年市场已开始对部分企业用“脚”投票——纯故事型 SaaS、尚未流片的 GPU 初创、无场景的大模型公司，均遭连续下调评级。投资策略应收缩至三条主线：1) 硬件“铲子股”：拥有实体产能与定价权的晶圆厂、存储龙头；2) 平台杠杆：云巨头 CAPEX 向上且能把折旧转嫁给客户的 IDC 与光模块；3) 应用兑现：AI+广告、AI+医药已出现两位数 ROI 案例，现金流周转天数持续改善。用“订单-投资资本回报率 (ROIC) -自由现金”三个筛选维度，才能在估值高位中继续分享 AI 红利，而非接最后一棒。

全球股票市场当前估值并不便宜

全球股票市场						
指数	PE最新值	市盈率 (PE)			指数涨跌幅	
		百分位 (PE, 过去10年)	今年以来	2024年		
标普500	29.24		87.46%	16.45%	23.31%	
纳斯达克指数	42.03		71.13%	21.00%	28.64%	
道琼斯工业指数	30.49		90.84%	12.16%	12.88%	
英国富时100	20.03		67.46%	18.93%	5.69%	
德国DAX	18.64		59.99%	19.73%	18.85%	
法国CAC40	18.29		51.87%	10.05%	-2.15%	
日经225	20.63		69.42%	25.97%	19.22%	
恒生指数	11.89		78.80%	28.91%	17.67%	
恒生科技	23.38	○	34.78%	25.31%	18.70%	
上证指数	16.27		91.89%	16.02%	12.67%	
创业板指	39.20	○	35.82%	42.54%	13.23%	

数据来源：彭博、Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 11 月 28 日

降息周期成长风格通常较价值风格略胜一筹



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

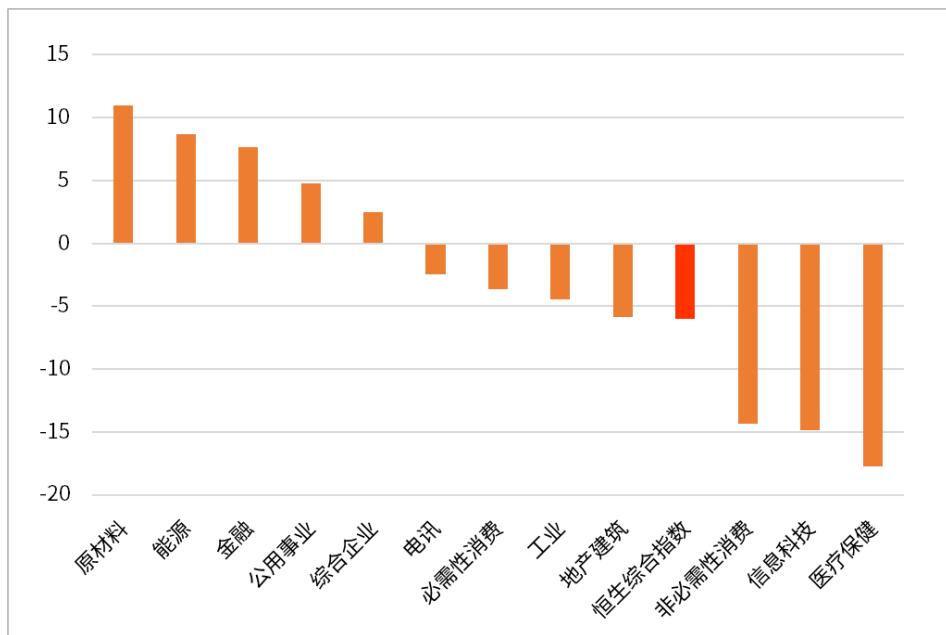
A 股与港股展望

恒生指数在 10 月上旬创下年内新高 27,287 点后，上升动能便无以为继。10 月中旬美国特朗普政府威胁加征中国商品 100% 关税，一度拖累恒指 3 日内暴跌近 5%；幸好中美元首在韩国亚太经合会议顺利进行会谈，贸易摩擦有惊无险。10 月下旬中国召开“四中全会”发布“十五五规划”发展建议，曾带动一众人工智能、机器人、绿色能源、反内卷等主题板块短暂上扬，亦因此领涨恒指并在 11 月中上旬重越 27,000 点。可惜好景不长，美国政府停摆导致关键经济数据延后公布，市场对美联储的降息预期有所动摇；同时中国 10 月及 11 月份之经济指标表现不尽如人意，部分科技及互联网权重股票第三季盈利表现逊色，皆导致恒指盈利预测遭大幅下修。以上利空因素加剧港股市场回调压力，恒指在 12 月中旬一度下探季内低位 25,086 点。截至 12 月 24 日，期内恒生指数及沪深 300 指数的回报分别为 -3.9% 及持平。

港股板块表现方面，恒生综合指数内的原材料、金融、能源、公用事业及综合企业板块季内均录得正回报，跑赢指数 8 至 20 个百分点不等。而 2025 年前三季度大幅领先的信息科技及非必需消费则面对较大抛压，分别下跌近 13% 至 14%。至于上季建议重点关注的板块，其中评为“看好”的人工智能概念股普遍

于高位出现获利回吐；同样评为“看好”的本地公用股则受惠美国降息而大范围走强；评为“审慎乐观”的服务及体验式消费板块跟随大市进入整固行情；同样评为“审慎乐观”的可再生能源及电力设备则走势分化，多只电力设备股票收获超额回报。

2025 年第四季度恒生综合指数各行业表现 (%)



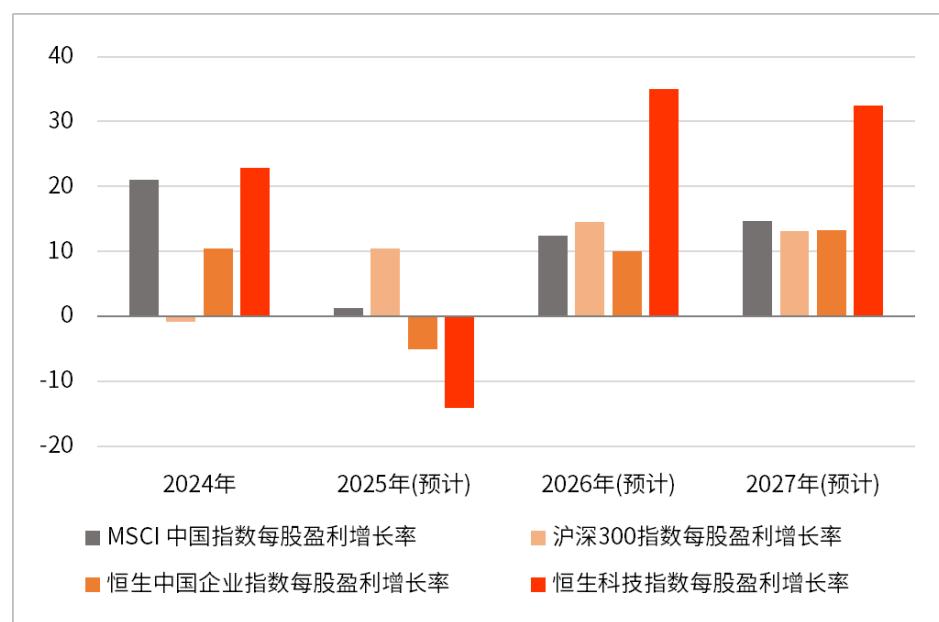
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

展望 2026 年第一季度我们认为 A 股与港股正处于整固根基、蓄势待发的关键阶段。今年市况能否乘胜追击，很大程度取决于中资企业内生盈利的恢复进度，而非单纯由估值膨胀所驱动。另外在“十五五”开局之年，预期宏观政策重点在于发挥现有政策成效，以及聚焦战略性新兴产业投放，但整体增量刺激或较过去两年收敛。总体，大市料以“慢牛”姿态拾级而上，并将呈现“新强旧弱”格局，传统旧经济板块虽具韧性，但上行惊喜或有限；反而受惠国策的科技、服务及新型消费、高端工业等板块，预期可继续看高一线。

受惠反内卷及 AI 变现能力增强，中资股盈利回升在望

企业盈利层面上，2025 年中资股整体表现略显平庸，恒生国企指数、MSCI 中国指数每股盈利同比增速预期只录得低个位数，跟指数的强劲收益形成明显反差。归根到底，2025 年国内经济仍受困于通缩阴霾、传统工业产能过剩、银行业息差承压、房地产市场疲软、互联网消费平台价格竞争恶化等问题，一定程度压抑了企业盈利的复苏动能。进入 2026 年，我们相信上述各项因素将稳步改善，中资股盈利增速有望抬升，根据彭博综合预测，主要中国股票指数 2026 年的每股盈利增长有望回升至 10% 至 35%，2027 年更可加速至 13% 至 32%。

主要中国股票指数在 2025 至 2028 年的每股盈利增长预测 (%)

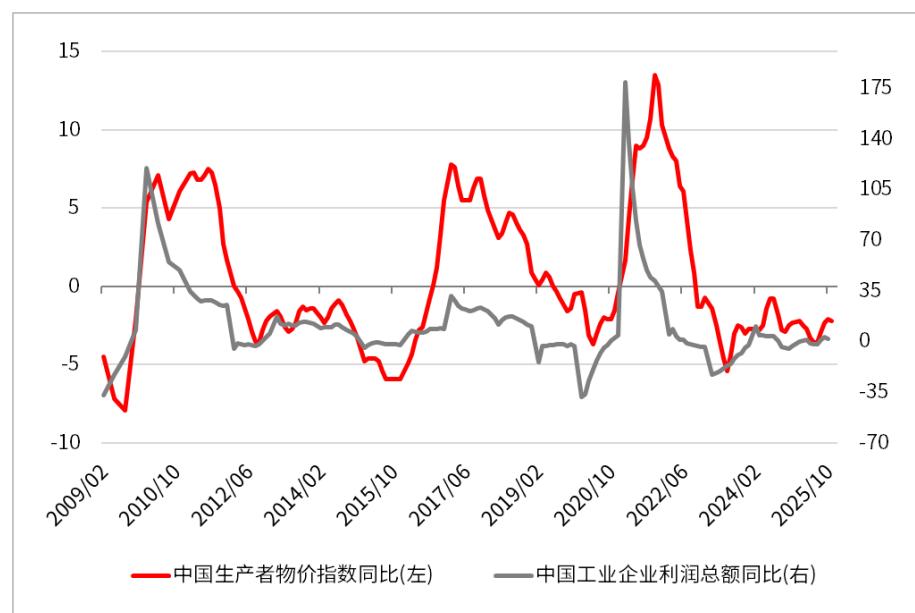


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

首先，中央政府料持续推进反内卷及重点行业产能优化的政策，即使短期可能对制造业固定投资增长造成制约，却是缓解企业间无序价格竞争、社会长期深陷通缩的必要举措，且有助传统中资企业产能利用率及盈利能力逐渐恢复。参考 2009 年至今的数据，每当国内生产者物价指数（PPI）在负值区间扭转跌势并重新转正的 3 个周期，中国规模以上工业企业利润期内均出现显著回升。事实上，自去年第三季度中央推出一连串行业反内卷措施后，中国 PPI 同比跌幅连续数月出现收窄，虽尚未成功摆脱负增长局面，工业企业利润已在 8 月开始重拾同比增长，而 1-10 月工业企业利润累计增幅为 +1.9%（上半年增幅：-1.8%），初

步展现复苏迹象。除了受惠于反内卷措施的行业（例如钢材、光伏等）利润好转之外，高端装备制造及高技术制造业亦继续呈现强势。我们认为，今年反内卷措施的重点执行范围可能更趋广泛，目前产能利用率依然偏低的化工、新能源发电设备、碳酸锂、水泥等行业憧憬加速改革，相关商品价格和企业利润的下行趋势有望在今年年内迎来转折点。当然，传统周期板块的盈利复苏若要全面加速，还需宏观基本面配合。然而，基于国内消费和出口环节在 2025 上半年处于高基数，加上今年中央广义赤字率料依然维持稳定，促消费政策边际效益递减下，我们认为国内旧经济行业（如传统消费、银行、工业、能源等）2026 年的盈利即使可保持韧性，但上行惊喜度或也有限。

中国生产者物价指数及工业企业利润年内累计总额同比变动（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 22 日

今年中港股市的盈利增长引擎预期将由科技板块领衔，根据彭博综合预测，恒生科技指数 2026 年及 2027 年的盈利增速预测分别达高 35% 及 32%，而 MSCI 中国指数及沪深 300 指数的预期增速仅 12% 至 15%，反映“新经济”与“旧经济”的行业盈利表现继续分化。值得注意的是，2025 年恒生科技指数每股盈利罕见的在大牛市周期中出现同比倒退，但这主要归咎于电商及外卖互联网平台巨头对新业务大幅增加投入，并于第二季度启动较为激进的价格战，导致行业利润率一落千丈，个别权重平台企业 2025 年盈

利预计下滑 30%以上，甚至录得亏损。随着反内卷措施相继落地，今年电商平台企业的非理性价格战应可进一步收敛，预期 2026 下半年盈利在同比低基数下有望录得强劲反扑，现水平股价再度急跌的风险似乎不大。

此外，2025 年股价大放异彩的 AI 主题板块（如云平台、大模型开发、半导体等），其盈利表现好坏参半，半导体企业相对较亮眼，但 AI 云平台与大模型开发企业因需大举增加研发开支及基础设施的相关资本开支，2025 年平均盈利增速仅约 16%，反映去年股价飙升乃主要来自估值扩张而非盈利驱动。展望 2026 年，我们认为国内 AI 应用渗透率将显著提升，有助强化 AI 产品变现能力；且 AI 行业将迈进优胜劣汰阶段，市场份额料向龙头企业进一步集聚，尤其有利于 AI 模型升级步伐较快、具备产业上下游一体化（即芯片、云平台、大模型及应用）、财务状况和自由现金流较强的公司，更容易实现规模经济优势及正面经营杠杆，预期可增强收入转化至盈利的能力。根据彭博预测，恒生科技指数中的 AI 云及大模型开发的相关股票 2026 年的盈利增长料上升至 52%，另外与物理 AI 应用息息相关的自动驾驶主题股票之盈利增速更料高达 136%，预期两者将成为今年港股市场的重点盈利催化剂。

恒生科技指数成份股细分行业之盈利和股价表现：

细分科技行业	代表股票数目	本财年平均盈利增长预测	下财年平均盈利增长预测	2025 年股价升 / 跌比例	2025 年股价平均变幅
电商及外卖平台	3	-34%	+72%	2:1	+11%
AI 云及大模型开发	7	+16%	+52%	6:1	+44%
网上娱乐及旅	7	+56%	+8%	7:0	+42%

游平台					
半导体	2	+52%	+106%	2:0	+171%
智能家电及电子消费品	6	+27%	+15%	2:4	+1%
智能汽车及自动驾驶主题	7	+32%	+136%	6:1	+39%

宏观政策宽松继续，继续利好新兴及科创板块

2025 年 A 股与港股市场表现势如破竹，中央多方面宽松政策的加持可谓居功至伟。进入 2026 年，随着国内经济下行风险降低，资本市场亦已累积一定程度涨幅，单靠政策憧憬驱动估值上升的行情未必会继续在更大范围适用。参考 2025 年 12 月中央经济工作会议（中经会）释出的讯号，今年经济政策的基调为“发挥存量政策和增量政策集成效应”，意味重点需落实好现有政策而非大量推出新政策，相比去年“加强超常规逆周期调节，全方位扩大内需”的表述，今年的宽松立场显得较审慎。至于具体政策目标与细节如何，则可能要留待 3 月份召开的全国“两会”正式揭晓，以下为我们的初步预测，并推测其对市场的潜在投资机遇。

财政政策方面，尽管整体立场仍维持“更加积极”，但最新中经会仅强调稳定政府赤字和发债规模，明显有别于 2024 年的提升赤字率和加大财政支出强度。我们预期，今年官方财政赤字率目标或维持在 4%；长期特别国债发行规模从 1.3 万亿上调至 1.4-1.6 万亿人民币；地方专项债发行额度从 4.4 万亿上调至 4.6-4.8 万亿人民币。此外，“两新”（即消费品以旧换新和大规模设备更新）补贴措施有望延续，但在“优化实施”的前提下，补贴总额度调升空间可能有限（2025 年合计共 5000 亿人民币）。因此，过去 1 年销售增长重点依赖于国补的汽车、家电、智能手机等消费板块或面临短期逆风，投资时宜按品牌的新品吸引力

和创新程度择优而取。反之，个别服务式与新型消费项目或有机会获纳入财政补贴范围，例如人工智能产品、旅游、养老或育儿服务等，可略微看高一线。同时中央要推动投资止跌回稳，预期将适度增加中央预算内的固定资产投资比例，除了传统基建投资或将迎来复苏外，我们更看好新型电力设备、储能设施、算力及网络设备、智能驾驶装备、机器人等新基建领域。

货币政策方面，中经会再度提及降息降准，并将“推动物价回升”作为关键政策制订标准，意味中国在明确走出通缩阴霾之前，存在利率或存准率仍然存在下调空间。根据本行经济研究部团队预测，今年中国的政策利率和银行存准率料分别下调 10-20 个基点和 50 个基点。即便如此，我们认为降息降准等传统宽松手段仅在国内经济下行压力加剧时，能对大市提供缓冲与托底作用，却难以成为当前进一步推升股市表现的催化剂。反而我们相信央行将更灵活采用专项再贷款、再贴现、抵押补充贷款等结构性货币政策工具，支持个别内需或新兴战略产业发展，故投资角度上也可优先考虑该类板块。再者，人民银行可考虑重启购买国债，以配合财政部发行大规模特别国债时，用作平滑对长期利率的冲击，缓和政府的融资成本。过去 3 年，普遍价值型国企板块（如银行、保险、电讯、能源、电力等）因其股息收益率相对中国 10 年期国债收益率存在较高息差优势，吸引国内中长期资本踊跃追逐，带动相关股价录得良好涨幅。今年中国货币政策若仍然维持“适度宽松”方向，预计中国长期国债利率中枢上移空间有限，故投资者可继续适度持有上述高收益板块，但由于该等板块股息率已较去年初水平显著下调，今年股价要重演一飞冲天之行情也有一定难度。

产业政策上，今年作为“十五五”开局之年，相信 3 月“两会”发布的产业政策方向也将贯彻“四中全会”提出的“十五五规划建议”中主要布局。纵观“十五五规划”的主要目标排序，“建设现代化产业体系”以及“加快高水平科技自立自强”排行前两位，彰显升级传统产业、培育新兴产业、推动科技创新等属重中之重的环节。若与“十四五规划”比较，“十五五规划”将“深入推进数字中国建设”独立成篇，亦确立了全面实施“人工智能+”的行动；强调采取超常规措施推动集成电路、基础软件、先进材料等重点行业取得关键技术突破，提升产业链自主可控水平；新增对培育未来产业的具体表述，例如

量子科技、生物制造、氢能、核聚变、人形机械人、6G 通讯等。总括而言，我们较看好国内新兴产业相关板块，包括芯片制造、AI 网络设备+云平台、AI 应用平台、智能驾驶、人形机器人、高端工业、特种新材料、核能及氢能设备等。

楼市政策方面，基于 2025 年国内房地产销售和房价表现依然较弱，大型房企违约危机仍不时发生，故中经会表明需“着力稳定房地产市场”。我们预期中央及地方政府今年将更积极推出提振楼市措施，在鼓励需求（例如：放宽一线城市限购、下调首付比例、补贴房贷利息、推行二手房“带押过户”等）及优化供应（例如：增加地方收储支持力度、约束土地供应增量）层面多管齐下，房地产市场下滑势头今年内有望逐步得到遏制。因此，尽管房地产板块短期内仍面临全年业绩不振、月度销售欠佳等挑战，但不要低估后续利好政策出台导致反弹之可能性。对于风险承受能力较高之投资者，可考虑小仓位配置具备国企背景、财务状况较佳、一线城市销售占比较高的房地产个股。

2025 年中央经济工作会议之重点政策方向：

	2025 年	2024 年
财政政策	保持必要的财政赤字、债务总规模及支出总量。规范税收优惠、财政补贴政策。	提增财政赤字率，加大财政支出强度，增发超长期特别国债、地方政府专项债。
货币政策	把物价回升作为货币政策的重要考虑，灵活运用降准降息等多种政策工具。	适时降准降息，使社融规模、货币供应量与经济增长、物价水平预期目标相匹配。
内需环节	坚持内需主导，建设强大国内市场。推动投资止跌回稳。优化实施“两新”“两重”等国家补贴。	大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求。加力扩围实施“两新”“两重”等国家补贴。
房地产市场	着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。	稳住房地产市场风险。
资本市场	深化资本市场投融资综合改革。	稳住股市，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。

恒生指数在中国五年规划的第一年年上半回报率 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 22 日

股市流动性料维持充沛，增长型主题板块续受青睐

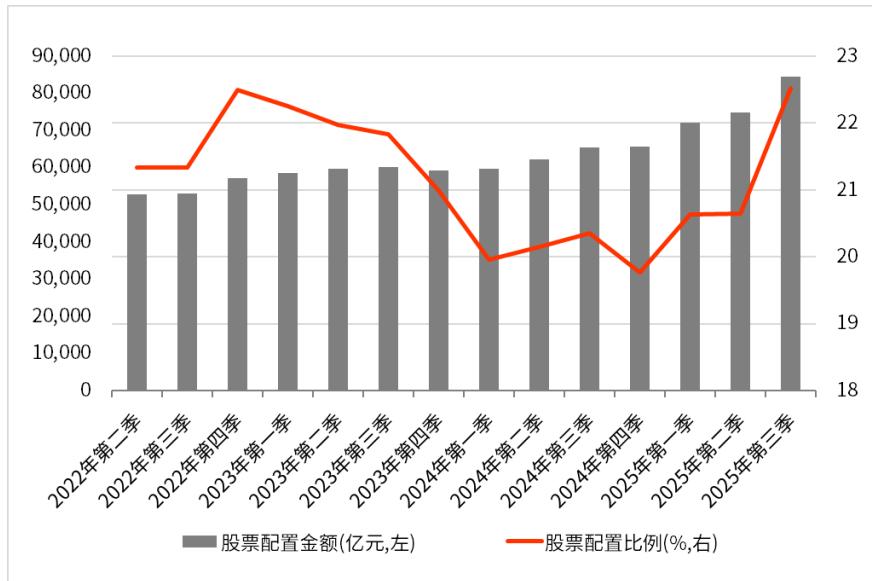
2024 年以来，国内流动性状况持续转强，对股市的回升形成坚实支撑。展望 2026 年，各项有利增强市场流动性的利好因素，包括利率维持低位、宏观经济改善、政策鼓励中长线资金入市、居民存款转移等，均有望在某种程度上延续。

值得关注的是，公募基金 ETF 已逐渐成为提供 A 股与港股市场流动性的中流砥柱，截至 2025 年 12 月 26 日，年内在中国境内发行的 ETF 总规模突破 6 万亿人民币，不仅创下历史新高，同比更是激增超过 60%，其中股票型 ETF 规模达 3.85 万亿人民币，占比约 64%。ETF 规模飙升的同时，产品种类也愈趋多元化，除了追踪 A 股主要股票指数（如沪深 300、中证 500 等）的核心品种外，近两年亦兴起各类行业、风格、主题、概念的 ETF。按 2025 年资金净流入额超过 100 亿人民币的 35 只 ETF 中，行业及主题赛道类别的股票 ETF 就占了 14 席，其中涵盖了互联网、科技、创新药、机器人、券商、化工等行业，而

排行榜首、年内净流入额达 570 亿人民币的是港股通互联网 ETF。ETF 市场的迅速崛起重塑了国内个人与机构投资者配置股权资产的方式，即以更低成本、更容易分散风险的优势，去捕捉大市或不同新兴产业的投资机遇，从而引导更多民间资金参与股票市场。

国内保险资金为股市另一大不可或缺的流动性来源。根据国家金融监督管理总局数据显示，截至 2025 年第 3 季末，国内保险资金（包括人身险和财产保险）对权益类资产（包含公司股票、证券投资基金及长期股权投资）的配置金额达 8.4 万亿人民币，创下历史新高，而权益类资产投资占保险资金累计可用额度的比例上升至 22.5%，较 2024 年末时的 19.8% 水平显著增加，也是 2022 年相关季度数据发布以来的最高比例。随着 2025 年初证监会主席宣布大型国有保险公司每年新增保费的 30% 可用于投资 A 股，加上去年 12 月国家金融监管总局宣布下调保险资金投资 A 股的风险因子（包括持仓时间超过 3 年的沪深 300 指数成份股及中证红利低波动 100 指数成份股；持仓时间超过 2 年的科创板普通股），预期今年或将进一步释放更多保险资金入市。

中国保险资金股票配置金额及比例



数据来源：国家金融监督管理总局，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 22 日

对于港股市场流动性而言，美联储延续降息周期及结束缩表，加上人民币汇率徘徊高位，有利于海外资金

加速流入。同时，港元拆息 HIBOR 料尚有下调空间，将可继续支持本港房地产和消费市场复苏，本港高负债企业亦能节省利息开支，有助 MSCI 香港指数盈利预测的上调趋势在 2026 上半年持续。更重要的是，港股市场 2025 年日均成交额高达 2500 亿港元，同比增长 89%，港股通南向资金之增量实在功不可没。截至 2025 年 12 月 23 日，南向资金年内累计净流入港股达 1.4 万亿港元，较 2024 年激增近 100%，净流入高峰尤其集中于去年第一季度和第三季度的科技大牛市行情，反映南向资金的投资风格愈来愈趋向增长型股票，尤其偏好大市值、收入增速较高、财务状况稳健、A 股未上市或 H 股存在显著折让，且具有特定政策主题增长点的科技股。既然今年政策的重点提振对象离不开科技及新兴战略产业，预期可持续迎合南向资金的投资偏好，当南向资金的定价权进一步提升时，港股市场的新经济板块便能享受较高的估值溢价，故不排除 H 股对 A 股的折让幅度今年继续收窄。

MSCI 香港指数及其 2026 每股盈利预测



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 23 日

上调盈利预测及估值倍数，给予恒指 2026 年目标 30,800 点

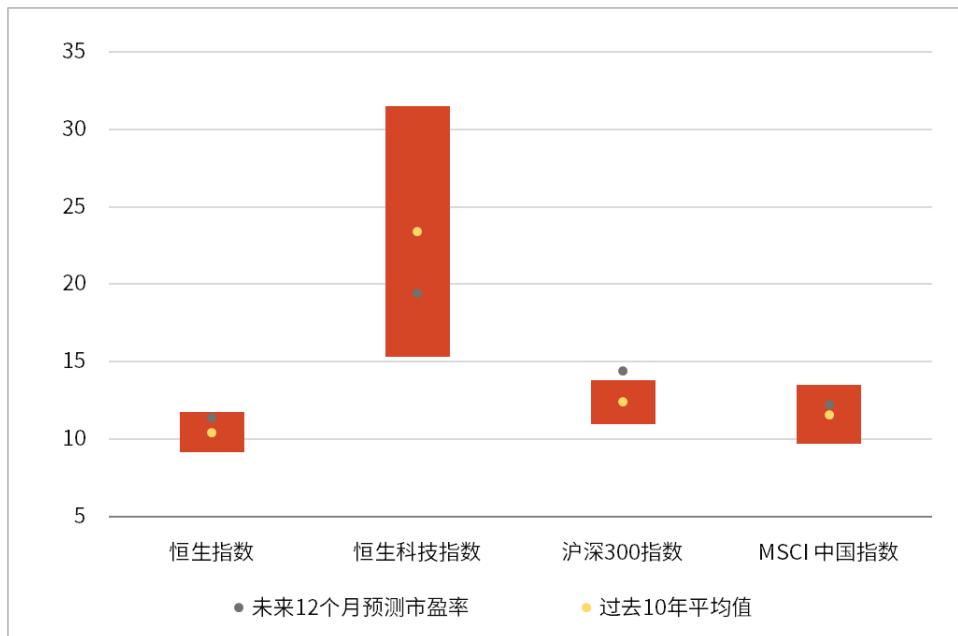
总体而言，我们认为恒生指数成份股 2025 年第四季度盈利仍然面临挑战，但 2026 年有望迎来可观复苏，故将 2025 年恒指每股盈利预测从上季的 2100 港元下调至 2080 港元，另最新预测 2026 年恒指每股盈利按年增长 13% 至 2350 港元，高于彭博预测共识的 2266 港元（截至 12 月 23 日数据）。另外，我们对沪深 300 指数的 2026 年每股盈利预测为 328 人民币，即同比增长 16%。估值方面，根据彭博截至 12 月 23 日数据，目前恒指之未来 12 个月预测市盈率为 11.4 倍，高于过去 10 年平均值约 0.9 个标准差。虽然恒指目前估值较以往水平不算便宜，但在美元和港股利率处于下行周期、中美贸易紧张局势缓和，而且憧憬政策持续加码支持以 AI 为首的科创产业发展，在港上市的权重科技股料可享受较高估值溢价。因此，我们给予恒指未来 12 个月预测市盈率目标为 13.1 倍，并将今年恒指目标水平订为 30,800 点。我们给予沪深 300 指数 2026 年预测市盈率目标 15.5 倍，今年沪深 300 指数目标水平定于 5,080 点。

恒生指数盈利预测趋势变化（港元）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 22 日

A 股于港股各主要指数的估值情况（倍）



注：柱状图上端为+1 标准偏差，下端为-1 标准偏差

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 23 日

本季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度#
人工智能	<p>1. “十五五”规划建议重点支持 AI 发展，要求强化算力、算法、数据等高效供给，并全面实施“人工智能+”行动，有助提升 AI 在各个传统产业及智能终端的应用普及率，支持更强大和多元化的变现能力。</p> <p>2. 国内 AI 巨头或可重启采购美国 H200 高级芯片，有利持续升级基础大模型和发布新款多模态模型（包括图片、影片、VLA 等），以及推出更多元化的 AI 应用 app 和 AI 智能硬件产品（例如 AI 手机、AI 眼镜、人形机器人等），强化科技企业 AI 商业化空间。</p> <p>3. 中央政府料持续采取非常规措施推动半导体产业实现关键技术突破，提升产业链自主可控水平，有利先进芯片开发、芯片代工、国产光刻机供应链板块估值扩张。</p> <p>4. 细分板块首选 AI 云平台、AI 模型开发、AI 应用软件与平台、芯片代工、人形机器人。</p>	*****

汽车及智能驾驶供应链	<p>1. 财政部表示 2026 年将延续消费品以旧换新补贴措施，预期补贴范围更倾斜于节能技术较佳之龙头车企。另外，发改委明确整顿新能源车行业的内卷式竞争，推动落后产能退出，有利龙头车企提升市场份额及利润率水平。</p> <p>2. 国内新能源车企近年积极开拓海外市场，预期今年可维持高两位数增长，尤其在欧洲、中东、南美洲等市场渗透率迅速提升，有助抵消国内销售放缓及利润率下行的压力。</p> <p>3. 中国工信部正式公布首批 L3 级自动驾驶车型准入许可，部分合格车型可在北京、重庆指定区域开展上路试点，预期今年在更多城市陆续开放。另外，受惠于不断优化的软硬件技术，全球 robotaxi 车队规模料在未来数年显著增加。预期可提升智驾技术较强的车企和相关供应链企业的估值水平。</p>	***
中资电讯	<p>1. 近年积极发展针对企业用户的产业数码化业务，包括“算力+模型+数据+工具+应用”一体化的智能云服务，预期行业之 AI 数据中心业务及 AI 应用服务收入可维持较高增速。</p> <p>2. 5G 相关电讯网络资本开支持续减少，有利提升企业自由现金流，用于派息或股份回购，甚或用作投资潜在回报率更高的智算业务。</p> <p>3. 受惠于内部 AI 及自动化科技应用日趋普及，电讯企业成本控制能力显著改善，可望扭转 EBITDA 利润率过去数年持续下滑的趋势。</p> <p>4. 主要龙头企业在过去 3 年逐步提升派息比率，股价经过去年第四季度回调后，目前 2025 年预测股息率达 5.7%-6.7%，仍远高于 10 年中国国债收益率，估值重现吸引力。</p>	***
香港地产收租及交通运输	<p>1. 我们预期美联储今年仍有约 75 个基点的降息空间，意味港元拆息 HIBOR 和按揭利率将继续趋向下行，有利带动香港新盘物业销售及楼价延续复苏，同时可节省企业之港元债务融资成本。</p> <p>2. 受惠利率下调、财富效应升温、盛事表演项目增加、人民币升值等因素，香港零售销售增速和访港旅客人数自 2025 下半年起持续回升，可稍看好香港本地零售收租和交通运输企业的全年业绩表现及管理层对 2026 年经营前景指引。</p> <p>3. 宜优先选择资产负债表稳健、以往派息历史理想的公司，全年削减派息的风险有限。美国长期国债收益率料有下移空间，目前主要本地地产收租股之股息率普遍高达 4%-6.5%，息差吸引力将重新显现。</p>	****

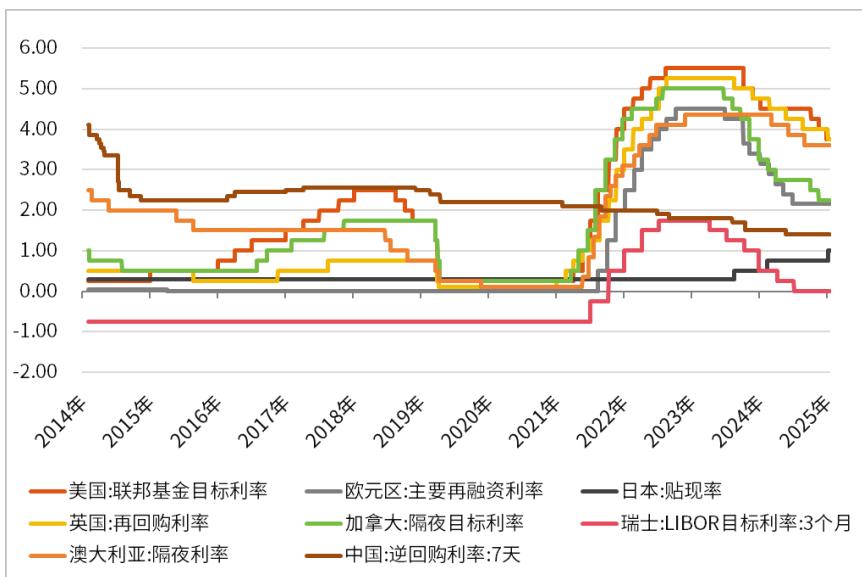
(#标注: 看好程度以*数目作为评分, 最高 5*, 最低 1*。5/4/3/2/1 星分别代表非常看好/看好/审慎乐观/持平/看淡)

全球债市展望

全球主要央行货币政策回顾与债市表现：利率错位下的“新洼地”格局

2025年，全球货币政策的主旋律是“降息”，但节奏与力度却呈现出罕见的分化。美国劳动力市场仍具韧性，核心通胀黏性较强，使得美联储在降息路径上更为谨慎，全年仅温和下调75个基点，全年维持“缓步降息”姿态；与之形成鲜明对照的是，欧洲央行在经济增长乏力、通胀迅速滑向2%以下的压力下，在二季度即启动降息，并连续三次下调主要再融资利率共100个基点，抢在美国之前完成政策转向。英格兰央行、加拿大央行、澳洲联储亦先后跟进，瑞士央行甚至在三季度将政策利率降至零利率附近。这种“美慢、欧快”的错位，打破了过去二十年来“美联储一马当先、其他G10央行亦步亦趋”的惯例，使得美元在上半年保持高利差优势，资本回流美国债市的力度阶段性压制了德、英、澳等国的债券表现。中国央行在2025年亦多次下调7天逆回购利率，政策利率曲线整体下移，意在对冲内需不足与房地产调整的负面冲击。

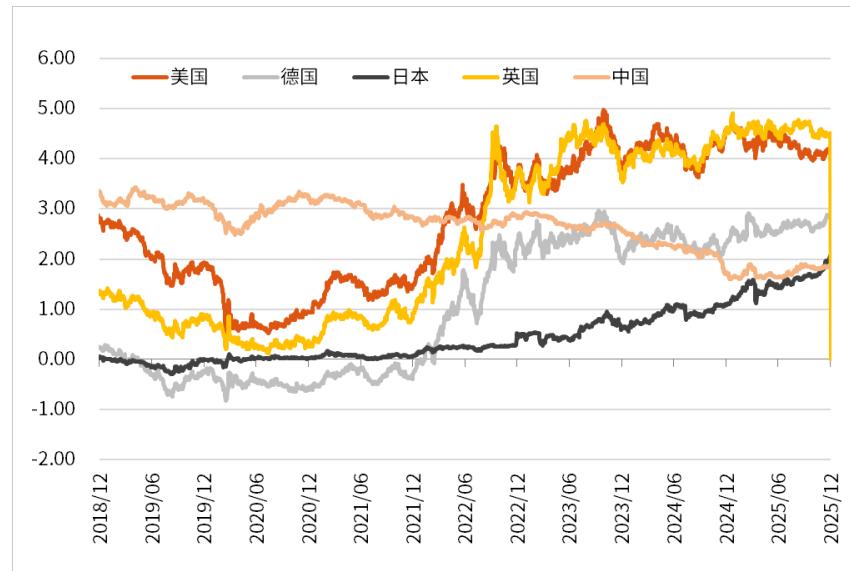
全球主要央行纷纷再度调降基准利率（%）



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至2025年12月19日

从 10 年期国债收益率的横截面来看，2025 年的全球利率“地形图”被彻底重塑。年末美国 10 年期国债仍位于 4.1% 附近水平，仍显著高于其他发达经济体；英国因财政扩张与通胀黏性并存，收益率高达 4.5%，居 G7 之首。德国 10 年期国债受益于欧央行前置式降息，年末位于 2.8%-2.9% 水平，与美债利差维持高达 100bp 以上。最具标志意义的是日本与中国：日本央行在 3 月取消收益率曲线控制后，10 年国债收益率冲高至 1.9% 以上水平；历史上首次高于中国同期限国债，中国央行全年维持稳健的“精准滴灌”式宽松，叠加机构“资产荒”与通缩预期，10 年国债收益率下跌至 1.8% 附近，成为全球主要市场中的绝对洼地。这种“中<日<德<美<英”的收益率排序，不仅意味着传统“利率高地”与“洼地”的互换，也预示着 2026 年跨境资本再平衡与汇率估值将围绕这一新利差格局重新定价。

各国 10 年国债收益率 (%)



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 19 日

降息“慢牛”下的美债短端交易窗口

回顾历史，每一轮降息周期几乎都是美债的“牛市通道”。自 1990 年代以来，一旦联邦基金利率触及平台期并掉头向下，10 年期美债收益率几乎同步走低，曲线整体陡峭化。然而，下行的深度取决于降息的“性质”：如果是由经济衰退驱动——如 2000 年科网泡沫破裂与 2008 年次贷危机——收益率往往一泻千里，

10 年期累计回落 200bp 以上；若仅为“预防式”微调，则空间有限，2019 年便是典型，当年美联储三次降息共 75 bp，10 年期收益率仅下行约 50bp，随后因疫情冲击才加速走低。本轮周期可能更接近 2019 年模板：劳动力市场仅温和松动，核心通胀仍高于 2%，金融条件指数尚未收紧至危险区间，美联储拥有“边走边看”的资本。因此，即便 2025 年已启动降息，收益率的下行或呈“慢牛”特征，幅度温和、波动收窄，难现“危机式狂欢”。

2025 年 12 月的美联储议息会议决定降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 3.5% 至 3.75%。对于未来的利率路径，美联储通过最新的“点阵图”暗示，官员们的预测中值认为 2026 年可能仅会降息一次。本次会议的另一关键举措是宣布将重启国债购买。美联储在声明中新增表述，称将在必要时启动短期美国国债购买操作，以维持充足的银行体系准备金。

市场降息预期或比美联储更“鸽”。分歧核心在于：美联储只给一次，市场却押注两次。触发点有二：一是核心 PCE 能否在二季度回到 2.5% 以下，二是鲍威尔任期届满后的主席换届。潜在继任者中，均被市场视为“温和鸽派”，若白宫提名确认顺利，新主席可能在二季度例会中引导下调利率路径，从而兑现第二次降息。换言之，3 月降息概率飙升不仅反映经济数据走弱，也隐含“换届溢价”——投资者提前博弈货币政策框架延续甚至小幅加码宽松的可能性。

美联储目标利率预测：基于 CME 期货合约价格预测的预期利率的概率 (%)

会议时间	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026年1月28日							19.9%	80.1%			
2026年3月18日						6.6%	40.0%	53.4%			
2026年4月29日					1.4%	13.5%	42.7%	42.4%			
2026年6月17日				0.7%	7.7%	28.8%	42.5%	20.2%			
2026年7月29日			0.2%	2.6%	13.5%	32.8%	36.6%	14.4%			
2026年9月16日		0.1%	1.0%	6.1%	19.8%	34.1%	29.3%	9.7%			
2026年10月28日		0.2%	1.8%	8.3%	21.9%	33.1%	26.3%	8.3%			
2026年12月9日		0.4%	2.7%	10.2%	23.6%	32.3%	23.7%	7.0%			
2027年1月27日		0.4%	2.7%	10.2%	23.4%	32.0%	23.8%	7.3%	0.1%		
2027年3月17日		0.5%	2.9%	10.5%	23.7%	32.0%	23.3%	7.0%	0.1%		
2027年4月28日		0.5%	2.9%	10.3%	23.2%	31.5%	23.6%	7.6%	0.3%		
2027年6月9日		0.4%	2.4%	8.8%	20.7%	29.9%	25.2%	10.8%	1.8%	0.1%	
2027年7月28日	0.3%	1.9%	7.2%	17.7%	27.6%	26.3%	14.4%	4.0%	0.5%		
2027年9月15日		0.1%	0.9%	3.7%	10.8%	21.1%	27.1%	22.3%	10.9%	2.8%	0.3%
2027年10月27日		0.1%	0.8%	3.5%	10.2%	20.1%	26.6%	22.7%	11.9%	3.6%	0.6%
2027年12月8日		0.2%	1.2%	4.5%	11.8%	21.2%	26.0%	21.0%	10.5%	3.0%	0.5%

数据来源：CME，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 11 日

短期国债则对此定价更为敏感。一般而言，3 个月美债收益率往往紧贴联邦基金利率，而两年期美债收益率则往往隐含了市场对于未来利率的走势，小幅度高于或低于联邦基金利率。由于一季度末或二季度初或再度降息，我们判断 2 年期美债收益率在 2026 年一季度将运行在 3.2%–3.6% 的区间。

经济增长上调压制多头——2026 年一季度 10 年美债难破 3.7% 下限

美联储 12 月议息会议将 2026 年实际 GDP 增速由 1.8% 大幅上调至 2.3%，为 2020 年以来最大单次调升，而同期核心 PCE 仅微降 0.1 个百分点至 2.5%，呈现“高增长+稳通胀”组合。背后动力来自三方面：其一，特朗普为备战 2026 年中期选举，已提前抛出“延长 2017 减税+新一轮 10% 企业税率下调”的草案，市场提前计入约 0.3 个百分点的财政脉冲；其二，5 月待审的“大而美法案”（Build & Manufacturing Act）计划五年内拨付 4,000 亿美元用于半导体、AI 算力中心及先进封装厂，2026 年即释放首批 800 亿，直接拉高制造业投资增速；其三，AI 资本开支周期仍处爬坡阶段，四家头部云厂商 2026 年资本支出预算合计同比再增 20%，抵消住宅疲软。三重合力下，经济软着陆概率提升，削弱了“衰退式降息”的幅度，也封住

了长端收益率大幅下行的空间。

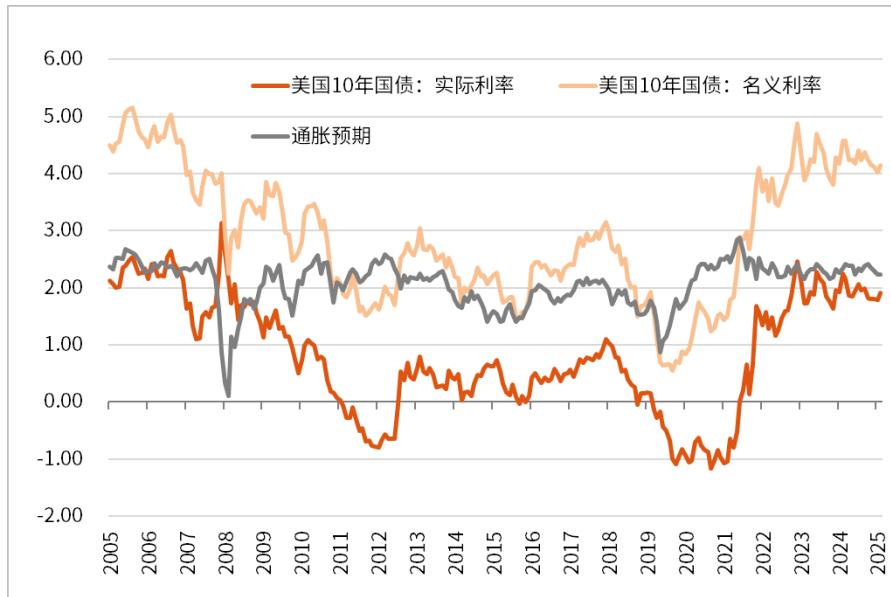
美联储整体上调增长、下调通胀预测

指标	时间	2025年3月值	2025年6月值	2025年9月值	2025年12月值	相较上次的变动(百分点)
GDP增速	2025	1.7%	1.4%	1.6%	1.7%	0.1%
	2026	1.8%	1.6%	1.8%	2.3%	0.5%
	2027	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%	0.1%
	长期	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	0.0%
核心PCE	2025	2.8%	3.1%	3.1%	3.0%	-0.1%
	2026	2.2%	2.4%	2.6%	2.5%	-0.1%
	2027	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	0.0%
失业率	2025	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	0.0%
	2026	4.3%	4.5%	4.4%	4.4%	0.0%
	2027	4.3%	4.4%	4.3%	4.2%	-0.1%
	长期	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	0.0%
联邦基金利率	2025	3.9%	3.9%	3.6%	3.6%	0.0%
	2026	3.4%	3.6%	3.4%	3.4%	0.0%
	2027	3.1%	3.4%	3.1%	3.1%	0.0%
	长期	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.0%

数据来源：美联储，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 11 日

拆解 10 年期名义利率可见，2022 年以来“实际利率抬升+通胀预期稳定”是主导力量。2020-2021 年 TIPS 隐含的 10 年期实际利率一度低至-1.1%，而 2023 年起已站上 1.2%，同期通胀预期仅围绕 2.2%-2.4% 窄幅波动。展望 2026 年，经济回升将令实际利率保持刚性，而油价基数效应与工资黏性又使通胀预期难以再大幅回落，名义利率因此失去单边下行驱动。我们判断一季度 10 年美债收益率区间 3.7%-4.2%，若经济数据继续超预期，上限仍有被突破风险。

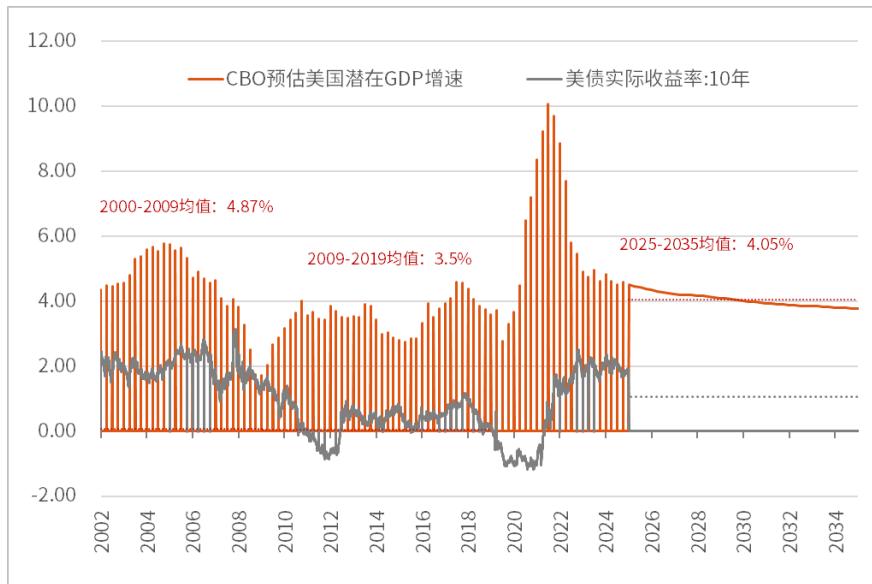
“实际利率抬升+通胀预期稳定”是主导力量（%）



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 11 日

把视角拉长至潜在增速，可进一步锚定实际利率的中枢。次贷危机前（2000–2009）美国潜在名义 GDP 年均 4.9%，对应 TIPS 实际利率均值 2.1%；随后十年货币化杠杆带来 3.5% 的潜在增速，实际利率均值降至 0.4%。CBO（美国国会办公室）最新测算显示，2025–2035 年潜在名义 GDP 将回升至 4.05%，其中全要素生产率被 AI 与数字基础设施投资上修 0.3 个百分点。按历史弹性推算，实际利率有望维持 1.05% 附近。再加上 2%–2.2% 的通胀预期，即使降息周期走到终点，10 年期名义利率也难跌破 3.1%–3.3%，对投资者而言，久期博弈的盈亏比正在下降，曲线增陡与票息策略比单边做多更具吸引力。

美国实际利率中枢已较疫情前明显抬升

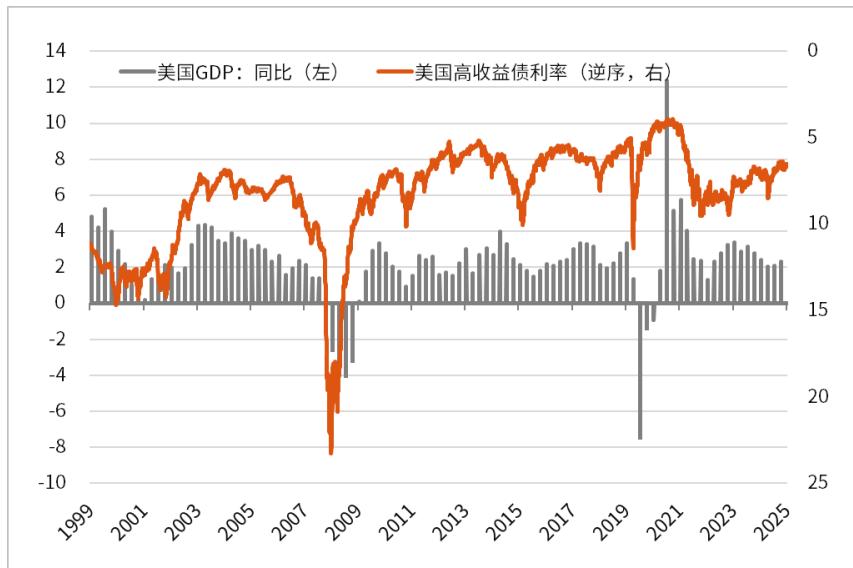


数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 11 日

高收益债“甜蜜区”未散，AI发债潮暗涌——2026 年审慎乐观

经济动能再上台阶，为高收益债提供基本面安全垫。美国 GDP 同比与高收益债利率长期呈显著镜像：当增长加速，违约预期降温，收益率便随之下行。2025 年四季度 GDP 已回升至 2.1%，我们预测 2026 年将进一步抬升至 2.3%，高于潜在增速的 1.8%。历史上，只要增长高于 2% 且失业率未大幅跳升，高收益债违约率通常被压在 4% 以下，对应利差中枢约 350 bp；目前高收益指数利差仅 360 bp，仍处“舒适区间”，经济走强有望再压缩 30-50 bp，价格续涨空间尚未耗尽。

美国 GDP 同比与高收益债利率长期呈显著镜像（%）



数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 11 日

市场对“降息=高收益承压”存在记忆偏差。回溯 2000 年以来两轮典型降息：2001 与 2008 年因衰退式宽松，高收益利差在降息首年即飙升 600–900 bp，股价与现金流同步崩塌；而 2019 年预防式降息周期内，利差仅走阔 60 bp 后便重新收窄，全年总回报仍达 12.5%。关键差异在于违约率——衰退周期中违约率会快速突破 10%，预防式周期则一般维持在 3–4%。本轮美联储仅计划 2026 年再降 25 bp，且 PMI 仍处扩张区间，与 2019 年类似，利差大幅跳升风险有限，高收益债仍可分享“经济稳+降息缓”的甜蜜区收益。

然而，供给端正在悄悄积聚风险。2025 年全年高收益债发行额已突破 1,800 亿美元，创 2014 年页岩气热潮以来新高，其中 AI、数据中心、可再生能源等“新基建”主题占比接近三成；与此同时，传统零售、医疗保健和传媒板块也趁利率窗口期大量增发，用于杠杆收购、股东分红和债务展期。美股 M7 中的三家科技巨头合计发债 680 亿美元，期限普遍拉长至 2050 年代，票面利率仅 4.9–5.4%；但高收益阵营亦在跟进，“转型 AI”企业已发行 52 亿美元 BB 级债券，票息高达 9–11%，且用途多为将比特币矿场改造成 GPU 数据中心，运营现金流尚未得到验证。若 2026 年资本开支继续加速，预计全年 AI 相关高收益新增供给可能突破 200 亿美元，占全部债券新增供给的 18% 以上。2026 年若利率低位叠加到期高峰（约 1,100 亿美元需再融资），供给压力将与经济景气赛跑；一旦增长略低于预期，利差可能从当前 360bp 快速走阔至 450

bp 以上。因此，即便宏观环境仍友好，对高收益债整体仍需保持审慎，缩短久期、提高评级门槛、避免高杠杆行业集中暴露，是 2026 年控制回撤的关键。

AI 发债热潮或进一步推升高收益债供给压力

企业名称	发债时间	发债规模（亿美元）	债券类型/评级	主要用途	备注
A	2025年10月	300	投资级（A级）	AI数据中心建设（如Hyperion项目）	创2023年以来最大单笔公司债发行
B	2025年11月	250（175亿美元及75亿欧元）	投资级（AA级）	AI与云基础设施支出	含欧洲债券部分
C	2025年9月	180	投资级（BBB级）	AI基础设施租赁（如OpenAI数据中心）	期限最长至2065年
D	2025年9月	150	投资级	AI数据中心与云服务扩展	与 hyperscaler 同步扩张
E	2025年10月	32	高收益债（BB-）	比特币矿场转型为AI数据中心	属于「垃圾债」级别
F	2025年5月	20	高收益债	AI云服务扩展	较早的高收益AI债案例

数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 11 日

新兴市场破局——2026 年亚洲债券攻守兼备

2025 年全球债市“高息神话”逐渐褪色，新兴市场却一枝独秀。新兴市场政府债指数全年美元计价回报 12.83%，显著跑赢 ICE 美国高收益债（8.00%）、全球高收益债（7.48%）及欧盟政府债（仅 0.50%）；其到期收益率 6.64%，仍比同期美债高 280 bp，比价优势突出。美债虽安全，却受“缓慢降息”预期掣肘，10 年收益率全年仅下行 40 bp，资本利得微薄。高收益债虽票息高，但利差已压至历史低位，反观新兴市场债利差仍处过去十年 45% 分位，性价比更具吸引力。

优异表现的背后，是“降息+美元走弱”的双重顺风。印度、印度尼西亚、巴西等主要新兴市场经济体 10 年国债收益率 2025 年平均下行 120 bp，同步开启宽松周期；而同期土耳其央行在通胀回落后更激进降息 1,000 bp，带动本币债价格飙升。高起始票息（印度 7%、印度尼西亚 6.5%）叠加收益率快速下行，为资本利得提供充足空间。汇率方面，美元指数自 2024 年峰值回落 6%，印度尼西亚盾、印度卢比、巴西雷亚尔

兑美元分别升值 4%-8%，令未对冲的 EM 本币债以美元计价回报额外增厚 3-4 个百分点。美元走弱同时降低新兴市场发行人外债滚动压力，主权信用违约互换（CDS）平均收窄 50 bp，信用风险溢价同步压缩，形成“利率—汇率—信用”三因子共振。

新兴市场 10 年国债普遍处于“高票息+降息通道”利好（%）

	2025年表现	到期收益率
ICE全球高收益债券指数	7.48%	6.54%
ICE欧洲高收益债券指数	4.77%	5.14%
ICE美国高收益公司债指数	8.00%	6.69%
欧盟政府债券指数	0.50%	3.33%
摩根新兴市场政府债券指数	12.83%	6.64%

数据来源：Wind，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月 11 日

展望 2026 年，亚洲债券仍具配置价值。政府债方面，印度、印度尼西亚财政赤字预计分别回落至 GDP 的 5.1% 和 2.3%，供给压力可控，而两国央行仍有 50-75 bp 降息空间，10 年国债收益率有望再下行 30-50 bp，价格弹性优于拉美。企业债层面，亚洲投资级美元债平均利差较同评级美债高 130 bp，违约率却仅 1.2%，低于全球平均 2.1%；中国科技、印度基建、中东能源等发行人现金流稳健，且约 60% 债券期限在 5 年以内，利率风险可控。供需格局更为有利：2020-2024 年亚洲美元债年均净供给仅 350 亿美元，不足 2017 年高峰的一半，而 2026 年到期量达 480 亿美元，再融资需求大于新供给，形成“自然缩表”。在美元利率趋于回落、亚洲信用基本面稳定的背景下，美元计价的亚洲债有望享受“利差压缩+美元走弱”双重红利，投资者可在主权与准主权品种上锁定 5-6% 的到期收益，同时以 3-5 年期投资级公司债作为利差增强工具，兼顾收益与防御。

外汇市场篇

(美元)

外汇 美元

美就业状况持续疲弱，料美联储倾向继续降息

美元指数第1季预计波动范围

96.00 至 101.00

美元指数1年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至2025年12月

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第 3 季	4.3 (环比折年率)

失业率	2025 年 11 月	4.6
零售销售	2025 年 10 月	3.5 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 11 月	2.7 (同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

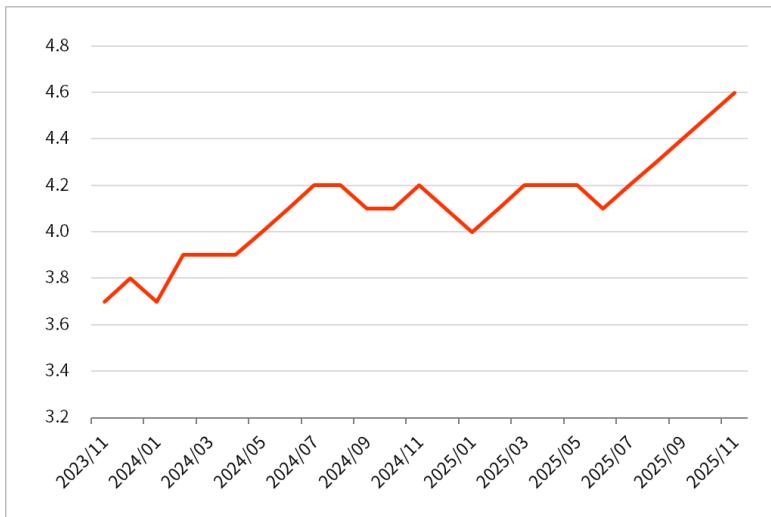
美联储主席表现鹰派基调，新主席人选未来将成较大变数

美联储在2025年12月的议息会议中决议降息25个基点，联邦基金利率降息3.5%至3.75%。议息会议后公布的点阵显示，未来降息步伐或有所放缓，预测今年只降息1次，少于市场预期的两次。美联储主席鲍威尔亦强调将进一步提高降息的门槛以及利率已处于中性水平。其偏鹰的政策基调，令市场预期美联储或放慢降息步伐。另外，美联储亦提前启动扩表，首轮规模每月购买400亿美元短债，改善市场的流动性。预期鲍威尔短期将继续观察最新的经济状况，谨慎部署未来的货币政策。而即将在今年接任的美联储主席人选将为未来货币政策带来较大变量，若其政策立场更为宽松，料将增加今年降息的次数。

美国经济增长向好，但就业市场仍存不确定性

受惠医保和人工智能相关支出的提振，美国去年第3季GDP环比折年率增长4.3%，远超预期的3.3%及第二季度的3.8%。而同期核心个人消费支出（PCE）物价指数年化季比为2.9%，较前值2.6%略高。通胀方面，美国去年11月CPI同比升2.7%，低于市场预期的3.1%，期内核心CPI同比升2.6%，同样低于预期的3%。就业方面，11月失业率升至4.6%，创下4年高位。10月非农就业人口为减少10.5万人，高于预期的减少2.5万人。以上数据显示，美国经济持续温和增长，通胀未受关税影响而走高，但就业情况却持续疲软，在经济仍存不确定因素下，预期美联储仍需为进一步降息作好准备。

美国失业率走势 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至2025年12月

(人民币)

外汇 美元兑离岸人民币

经济已进政策收获期，人民币走势仍看经济基本面

美元兑人民币第1季预计波动范围

6.9600 至 7.0600

美元兑人民币1年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

中国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值	2025 年第 3 季	4.8 (同比)
失业率	2025 年 11 月	5.1
零售销售	2025 年 11 月	1.3 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 11 月	0.7 (同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

人民币后续上升动能取决于中国经济基本面

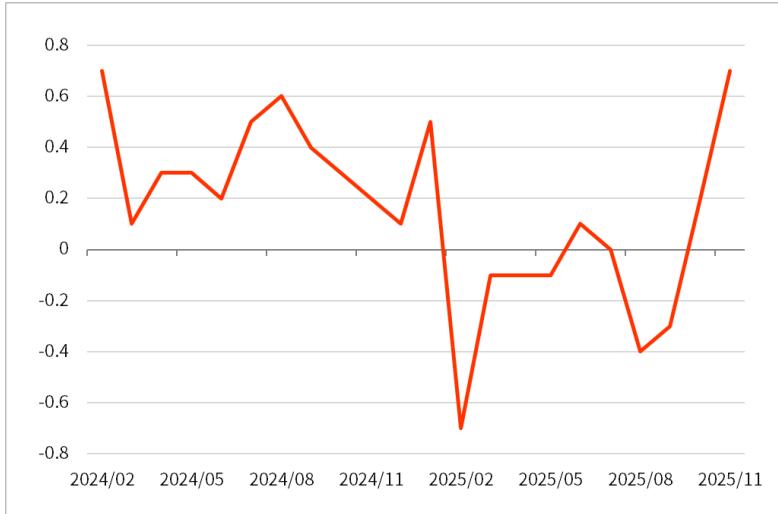
离岸人民币兑美元自去年 12 月中起连续走升，更于同月 25 日一度升破 7.0 的整数关口至 6.9941，为 2024 年 9 月底以来首次。此轮升势或源于三大因素：美元指数走弱、年底企业结汇需求上升及人民币资产吸引。

力增强。美联储于去年 12 月再次降息，其点阵图预示今明两年可能继续降息，令利率较低的人民币受惠于中美利差收窄的预期，支持人民币走升。另外，受惠于中国出口企业年底结汇需求增加，而当时人民币汇率加速上升，亦进一步提升了企业结汇的意愿，形成互相推动的局面。此外，去年英国、美国、欧洲等国家均出现市场对政府债务的担忧，而去年中国资本市场的良好表现亦增加了外资流入中国市场的吸引力，连带拉动汇率需求。但需要注意的是，以上的利好因素已逐步被市场消化，人民币进一步的上升动能仍取决于中国经济基本面的支持是否足够。

经济已进入政策成效收获期

中国经济第三季 GDP 同比增长为 4.8%，低于第一季度和第二季度的 5.4% 及 5.2%。前三季则累计增长 5.2%，显示中国经济增长动能有所减弱，同时亦呈现经济转型的迹象。随着经济刺激政策效应逐步减弱，加上消费者支出态度持续谨慎，社会消费增速数据有所放缓，然而，服务消费因假期旅游等因素拉动，表现优于预期。外需方面，虽然整体出口受贸易关税影响而放缓，但汽车、集成电路及部分高科技产品等行业则表现出较强韧性。预期中国经济正步入政策成效收获期，进一步的财政及货币政策将有助提振整体经济表现。若未来经济数据持续向好，将支持人民币展开下一阶段的涨势。

中国 CPI 走势 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

(欧元)

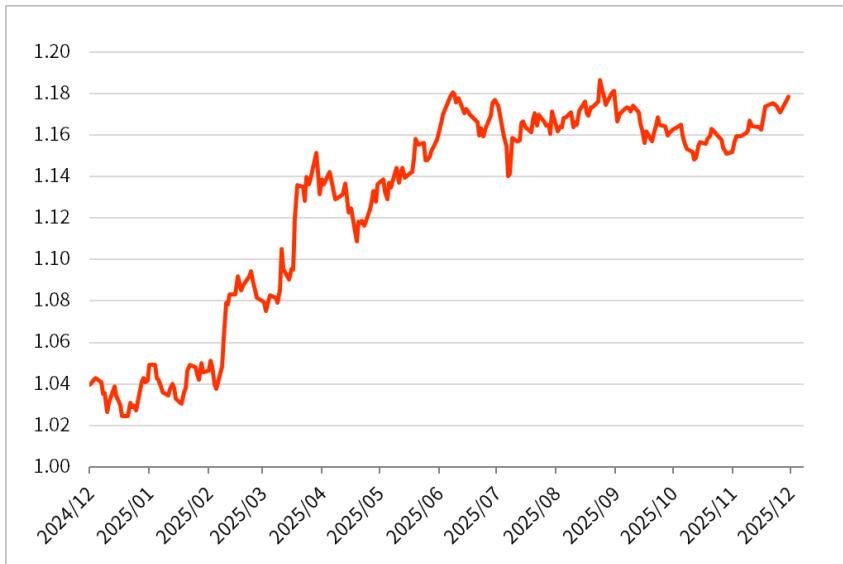
外汇 欧元兑美元

欧央行降息周期达尾声，料短期将维持较低利率

欧元兑美元第 1 季预计波动范围

1.1500 至 1.2000

欧元兑美元 1 年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

欧元区主要经济数据表现		时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)		2025 年第 3 季	1.4 (同比)
失业率		2025 年 10 月	6.4
零售销售		2025 年 10 月	1.5 (同比)
调和后消费物价指数 (HICP)		2025 年 11 月	2.2 (同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

欧央行或已完成本轮降息，料货币政策仍谨慎

欧洲央行在 2025 年 12 月的议息会议中维持利率在 2% 不变，主要再融资利率和边际贷款利率，分别维持在 2.15% 和 2.4% 不变，为该行连续第四次会议按兵不动。欧央行预计当地经济及通胀将稳步向上，预测今

年经济增长为 1.2%；2027 年和 2028 年的增长预期均为 1.4%。通胀方面，欧元区整体通胀率今年预测上升 1.9%，2027 年则升 1.8%，2028 年通胀率预计将回升至 2.0%。欧央行行长拉加德指出，持续动荡的国际环境可能扰乱供应链、抑制出口、同时拖累消费与境内投资，而通胀前景亦存在较大的不确定性。由此可见，欧央行或已经完成本轮降息周期，但短期加息决心仍然不足，预期该行或会维持目前较低利率水平一段较长时间。

美欧货币政策节奏分化料有利欧元

从最近美联储及欧洲央行的货币政策行动中可见，美欧货币政策正逐步走向分化。欧央行在去年下半年的 4 次议息会议中，均维持利率不变。而美联储则于同期连续降息 3 次。美联储最新点阵图反映，美国在今明两年仍有机会继续降息，相比之下欧央行更倾向于维持中性的货币政策立场。两大央行在货币政策节奏上的不同，料将增加欧元的吸引力，从而支持欧元汇率的走势。

欧元及美元指数 5 年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

(英镑)

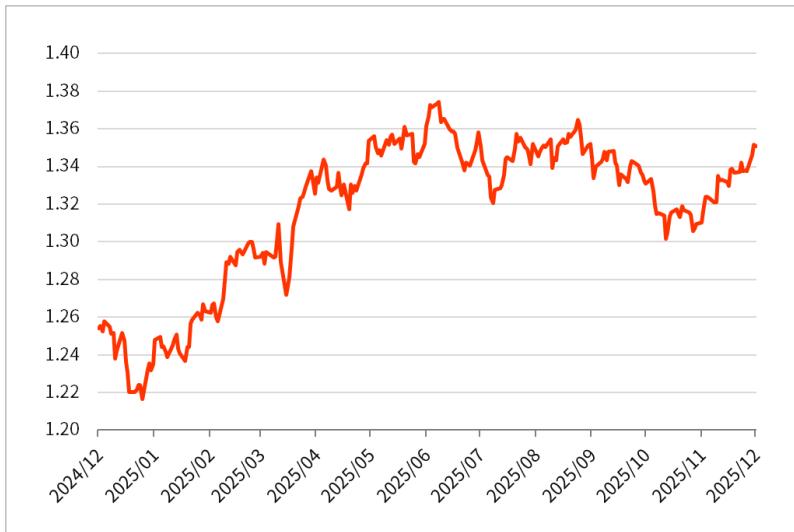
外汇 英镑兑美元

英国通胀明显降温，料英国央行继续降息

英镑兑美元 1季预计波动范围

1.3200 至 1.3700

英镑兑美元 1年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

英国主要经济数据表现

时段

数值 (%)

国内生产总值

2025 年第 3 季

1.3 (同比)

失业率	2025 年 10 月	5.1
零售销售	2025 年 11 月	0.6 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 11 月	3.2 (同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

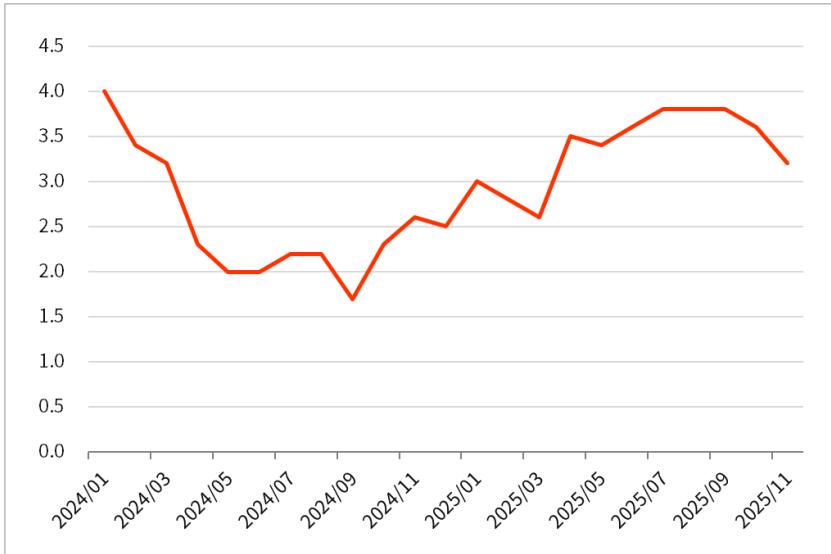
英国央行或将持续降息

英国央行在 2025 年 12 月的议息会议中决定降息 0.25%，利率由 4% 降至 3.75%。该行官员以 5 比 4 微弱票差支持降息，行长贝利亦转而支持降息。议息会议的前瞻性指引措词亦发生改变，没有再提及通胀放缓的进度及相应下调利率的措施，反而在会后提到将根据目前证据，可能会继续逐步下调利率，但判断进一步放宽货币政策时将更加审慎。由此可见，英国央行正处于政策转向阶段，今年或将继续维持降息。

通胀压力缓解且就业疲弱，将加强央行降息基础

英国整体通胀压力降温，2025 年 11 月的整体及核心 CPI 升幅均放缓并低于市场预期，其中食品、核心商品及服务业价格表现均低过预期。英国国家统计局 (ONS) 公布 2025 年 10 月为止 3 个月的失业率升至 5.1%，创下超过 4 年新高，而 11 月就业人口亦减少 3.8 万至约 3,030 万人，为 5 年来最大跌幅。英国整体经济增速放慢，加上通胀预期大幅下降，且劳动市场亦持续疲弱，料将是英国央行今年继续降息的理由。

英国 CPI 走势 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

(日元)

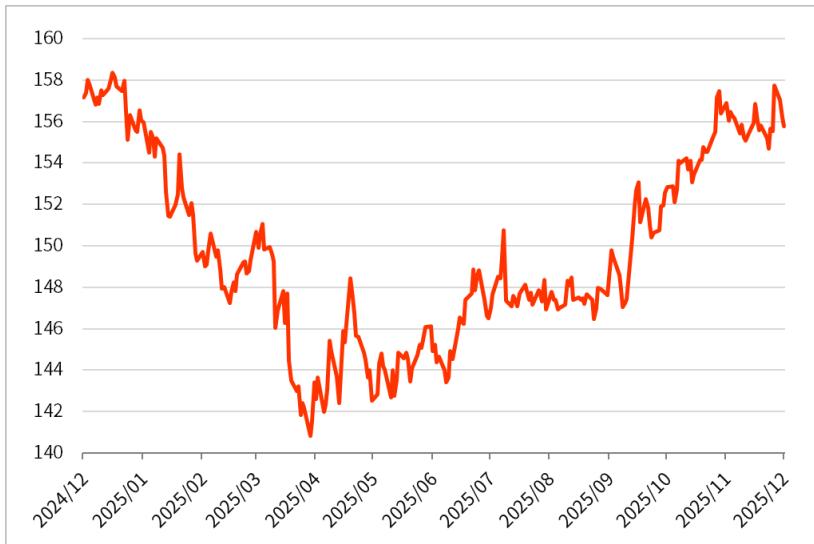
外汇 美元兑日元

受限于经济前景，预计日本央行加息较慢

美元兑日元第 1 季预计波动范围

153.00 至 158.00

日元兑美元 1 年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第 3 季	-2.3 (季度环比折年率)
失业率	2025 年 10 月	2.6
零售销售	2025 年 10 月	1.7 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 11 月	2.9 (同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

预期日本央行将持续加息

日本央行于 2025 年 12 月的议息会议中一如预期加息 0.25%，将政策利率上调至 0.75%，创下 30 年高位。

日央行重申货币政策仍将维持宽松取向，显示其将以循序渐进的方式推动政策正常化。该行在政策声明中

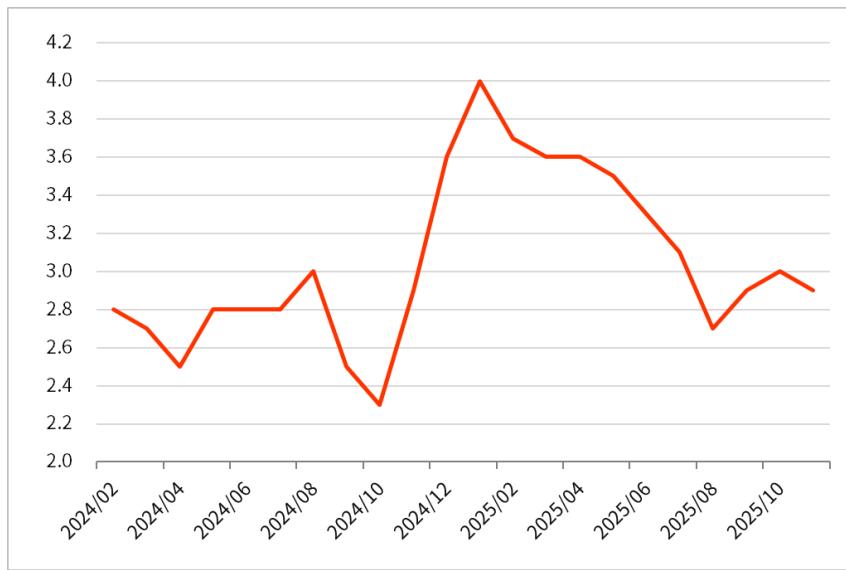
亦指出，实际利率料将继续维持在较低水平，若未来经济增长速度与物价走势符合预期，将考虑进一步上调政策利率。日本通胀正缓慢上升，实际利率在此次加息后，依然处于深度负值区间。因此，预期日本央行将维持加息决定，但加息速度将取决于经济数据表现。

日央行将以持续通胀及经济前景作加息的基础

日本 2025 年 11 月的全国核心消费物价指数，同比升幅为 3%，与 10 月时相同。至于整体全国消费物价指数，同比升幅则放缓至 2.9%，两者均符合市场预期。日央行于去年 12 月议息会议后指出，以永续且稳定的方式达成 2% 通胀目标为前提，灵活调整货币政策。该行预期当地薪资与通胀有望持续温和上行，但目前经济增长动能仍属平稳。因此，预期日央行将继续观察当地通胀及经济增长前景作为进一步加息的基础。

日本经济虽正温和复苏，但部分行业及出口表现仍显疲弱，料有机会影响日央行加息的步伐。

日本 CPI 同比 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

(加元)

外汇 美元兑加元

加拿大经济未见持续增长动能，或限制加元升幅

美元兑加元第1季预计波动范围

1.3500 至 1.4000

美元兑加元1年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至2025年12月

加拿大主要经济数据表现

时段

数值 (%)

国内生产总值 (GDP)	2025 年第 3 季	2.6 (季度环比折年率)
失业率	2025 年 11 月	6.5
零售销售	2025 年 10 月	-0.2 (环比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 11 月	2.2 (同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

料加拿大央行后续政策方向保持谨慎

加拿大央行于 2025 年 10 月将关键利率下调至 2.25%，并在同年 12 月一如市场预期，维持指标利率不变。该国央行表示，尽管面对美国关税政策的影响，但经济较预期更具韧性，而目前的借贷成本水平有助减轻贸易战对经济的影响。加拿大央行行长麦克勒姆指出，经济对关税影响的抵御能力正加强，但不确定性仍高，若经济前景稍有变化，央行已准备好应对。加拿大利率目前已达到偏低水平，但经济活动仍未完全稳定，预期加央行后续的政策方向将保持谨慎，加息空间有限。

加拿大经济仍欠持续增长动能

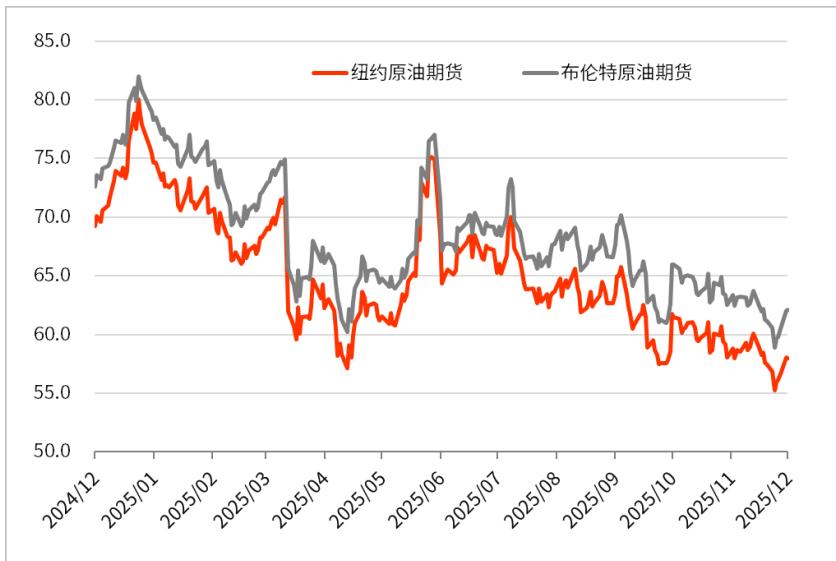
在加拿大出口增加且进口大幅下降的情况下，当地经济在去年第三季度强劲反弹，年增长率达到 2.6%。另外，在政府对武器支出环比增加了 82% 以及原油出口增加，也令第三季度录得超出预期的经济增长动能。而同期的商业投资并没有太大变化，家庭支出则因购买汽车人数减少而下降，但有关居住和金融服务上的支出则有所增加。虽然第三季度的 GDP 表现，比起第二季度的负 1.6% 有明显好转，但从 GDP 的细

节来看，当地的经济增长仍有很大的不确定性且未见经济动力的持续性，预期当地经济前景仍然较弱，或限制加元汇率升幅。

原油中长线需求料仍弱，油价或停滞不前

全球经济受到美国关税措施影响，令整体经济动能减弱，中长线亦影响全球石油需求，料限制油价的上行空间。

近1年国际油价表现（美元/桶）



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

(澳元)

外汇澳元兑美元

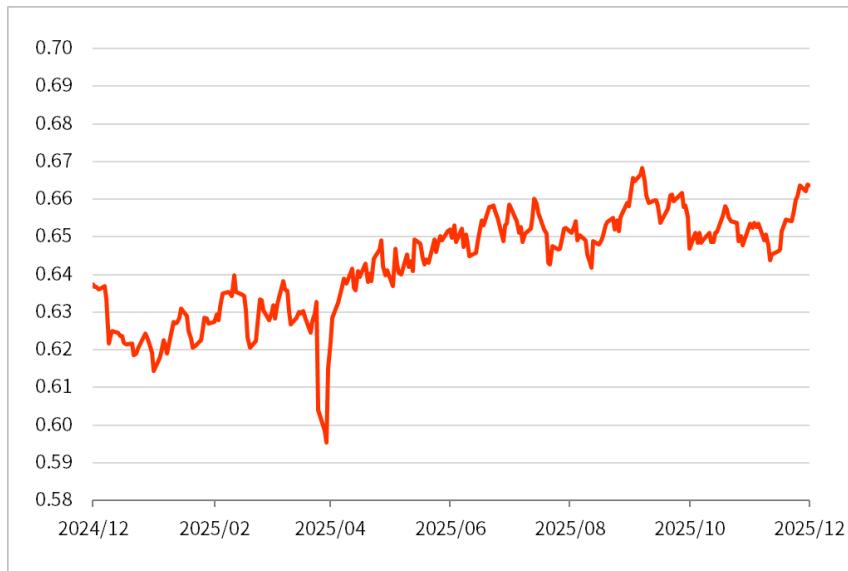
澳洲通胀持续上升，或令澳央行部署今年加息

澳元兑美元第1季预计波动范围

0.6300 至

0.6800

澳元兑美元1年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至2025年12月

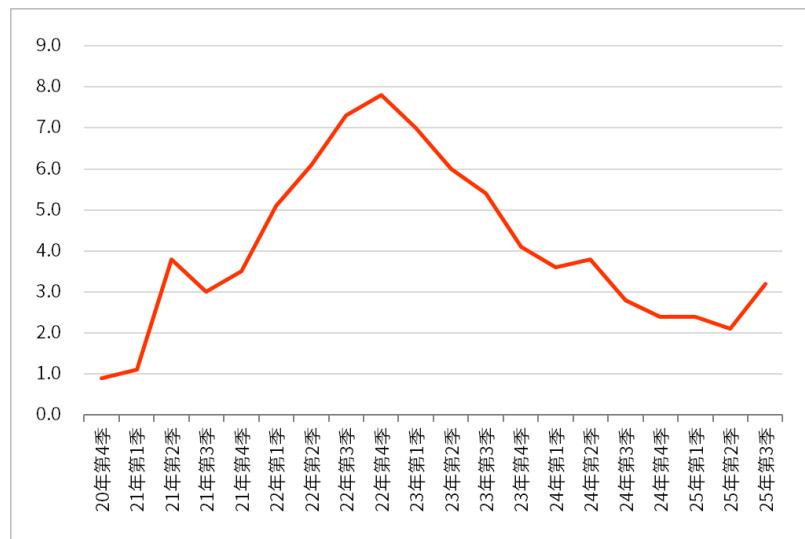
澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第3季	2.1 (同比)
失业率	2025年10月	4.3
零售销售	2025年6月	1.2 (环比)
消费物价指数 (CPI)	2025年第3季	(同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至2025年12月

澳洲通胀升幅加快，料央行降息空间有限

澳洲央行在 2025 年累计降息 3 次，将利率从 4.35% 降至 3.60%。基于当地通胀居高不下，已超过央行 2% 至 3% 的目标水平，加上当地家庭支出强劲，市场普遍认为澳洲央行短期再降息的概率不高，澳洲短期或维持利率在较高水平的 3.60%。但若澳洲的通胀继续上升，或令澳央行考虑在 2026 年打开加息大门，届时将为澳元带来积极的利差优势。另外，如果美国经济数据走软，亦会增加美联储降息的可能性，有望为澳元整体走势带来支持。

澳洲 CPI 走势 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

大宗商品价格上涨支持澳元近期表现

澳洲在 2025 年 10 月的 CPI 同比增长 3.8%，高于市场预估的 3.6%，CPI 截尾均值同比也增长 3.3%，两者均自 2026 月以来均呈上升趋势。通胀水平超出澳央行目标水平上限，预期央行短期需保持紧缩货币政

策，这将限制澳洲央行进一步降息。澳央行行长布洛克之前亦表示，正密切关注当地的通胀压力，已准备在通胀出现回升迹象时采取行动，暗示或将考虑加息等紧缩货币政策。

若中国经济逐步复苏将有助澳洲经济

中国与澳洲的经济关系密切，若中国经济表现向好，亦会支持澳元整体走势。中国在 2025 年实行适度宽松的货币政策及多项经济刺激政策，以加快及稳定经济，预期经济动能将进一步加大，从而利好澳洲的经济活动及铁矿石出口，为澳元带来中长线的上升动力。

(新西兰元)

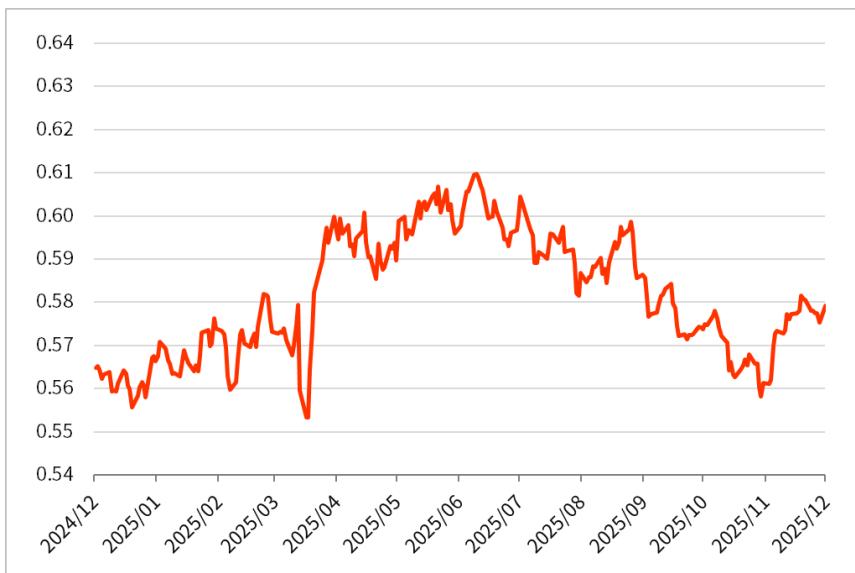
外汇 新西兰元兑美元

新西兰央行货币政策转向将带动新西兰元表现

新西兰元兑美元第 1 季预计波动范围

0.5500 至 0.600

新西兰元兑美元 1 年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

新西兰主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第 3 季	1.1 (环比)
失业率	2025 年第 3 季	5.3
零售销售	2025 年第 3 季	4.5 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年第 3 季	3.0 (同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月

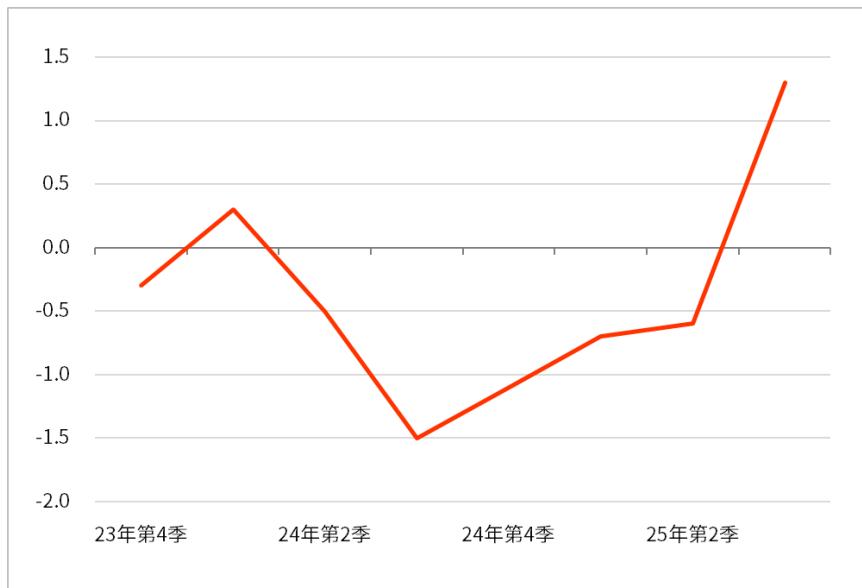
新西兰央行鸽派基调不再

新西兰储备银行(RBNZ)在 2025 年 10 月时意外地宣布降息 50 个基点，并维持对短期货币政策的鸽派立场。然而，该行去年 11 月的议息会议上虽如预期降息 25 个基点至 2.25%，为连续 3 次会议降息，但在其会议声明中明显看出其货币政策已经出现转向。该行在指出当地经济活动正在回升，而通胀风险亦大致平衡；未来利率走势将取决于中期通胀及经济前景发展，其鸽派基调不再。预期央行将大幅放缓降息步伐，加上预期美元温和走低，将有利新西兰元整体走势。

新西兰经济前景仍具不确定性

新西兰国内生产总值 (GDP) 在 2025 年第三季度环比增长 1.1%，同比增长 1.3%，表现较上一季度大幅改善。由于当地此前已连续 5 个季度出现同比经济萎缩，因此市场仍对当前经济动力的持续性存疑，同时需要更多的经济数据加以确实。就业方面，去年第三季度失业率升至 5.3%，为 9 年来的最高水平。另外，第三季度通胀同比增幅亦温和上升 0.3% 至 3%，达到央行通胀目标的上限，同时也高于当地基准利率。从以上角度考虑，经济增长动能仍存变量，加上失业率高企及通胀升温；新西兰持续加息的条件尚不充分，预期新西兰元的表现或没有其他有较大机会加息的货币强劲。

新西兰 GDP 增速 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 12 月