



BEA 東亞銀行

Live every moment
活出每刻

惊涛稳航

东亚睿智 2026 第四季

2026 年第四季度市场展望



投资主题

■ 中性利率重估：“更高更久”成基准情景

- 长债利率由实际利率驱动，10 年期美债收益率涨破 5%，期限溢价升至近十年高位，利率中枢难以回到过去的低水平
- 分母端重新定价令估值扩张收窄，股市回报更加依赖盈利兑现
- 股债相关性失稳、波动率中枢上移，风险对冲需常态化，黄金配置角色提升

■ AI 资本开支支撑盈利，K 型分化加剧

- AI 投资周期并未结束，云厂商投放力度前所未见，Q4 关键在 Capex 指引与回报转化

- 制造业 PMI 回暖验证分子端，但 AI 与非 AI 景气落差扩大，配置需沿 AI 产业链精选
- 地缘政治、油价波动、贸易休战到期、中期选举交错，风险溢价高频脉冲，不预测仅对冲

■ 再平衡启动：非美改善兑现，观察政策变量

- 美国景气回暖、增长广度改善，但通胀黏性限制政策转向
- 欧洲经济意外指数强劲反弹，追赶式复苏兑现，非美多元化的观察窗口正在打开
- 中国出口与 AI 具备韧性，内需仍弱，财政若赶进度有望边际企稳，政策落地是破局关键

资产类别概览 - 2026 年第四季度

资产类别		季度展望	评 论
股票	美国	→	美国经济保持韧性，企业盈利增长持续强劲，但加息重启、中期选举及 AI 利空因素不时发酵或令股市波动加大
	欧洲	→	经济复苏持续，但能源价格波动带来滞胀风险，整体表现或较平稳
	亚洲	↗	美债收益率高企及日圆套息平仓风险或加大波动性，然而区域内 AI 核心供应链需求稳固，支撑盈利与估值，需精选行业及个股
	A 股	→	中国消费和投资数据表现疲弱，中资股盈利动力仍待复苏，但四季度推出较具规模的宽松政策或行业提振措施的概率上升
	港股	→	美国加息预期升温加上长端债券收益率上升，对香港本地股如房地产、公用、综合企业等影响较大，看好本地金融和交通运输板块
债券	美国政府	→	优先布局短至中期美债，短端受惠加息预期，现水平收益率吸引；中期债 (3Y-5Y) 则已具备充足的收益缓冲
	全球投资级别	→	企业基本面强劲，具收益潜力，但利差处于低位，建议缩短存续期规避利率风险，从 AI 主题适度分散至其他板块
	全球高收益	→	绝对收益具吸引力，但当前利差保护不足，对融资成本上升敏感，板块内信用分化加剧，需严格精选财务稳健的发行人
	亚太投资级别	↗	区域内加息压力较欧美低，央行政策较具弹性；绝对收益率具相对优势，且信贷供应有限增加配置吸引力
外汇	新兴市场债	↗	整体收益率具吸引力，在美联储重启加息预期（支撑美元）的背景下，优先看好美元债；本币债需待美元升势放缓拐点
	美元	→	美联储鹰派加息、美国经济续具韧性及能源价格走高均为美元提供支持，但市场或已充分反映加息预期，加上在全球利率同步上行的环境下，美元表现未必会持续一枝独秀
	澳元	↗	澳元政策利率位居 G10 货币前列，仍具利差优势，通胀黏性亦支持澳央行维持偏鹰立场，但美国可能再度加息及澳洲经济降温或将限制其上行空间
	纽元	→	市场对新西兰央行未来加息幅度的定价可能过度进取，当地经济增长有放慢迹象、国会选举及中国需求疲弱增添纽元下行风险
	欧元	→	欧元区经济改善和欧央行维持鹰派表态，有助欧元走势。但欧元仍有不少隐忧，包括能源价格走高和区域内政治及地缘风险等
	英镑	↘	英镑面对利差削弱与经济基本面偏弱双重压力，在 10 月底秋季预算案公布前，或再令市场对其财政状况担忧升温
	加元	↘	加拿大经济本有复苏迹象，但与美国的贸易摩擦升温，使经济前景再添不确定性。此外，加拿大政策利率在 G10 货币中较落后
	瑞郎	↘	瑞士的通胀风险略增，但料瑞士央行加息的迫切性仍然不大。在缺乏利率缓冲下，瑞郎表现暂料难以大幅转好
商品	日圆	→	日本央行加快加息及官方干预为汇价托底，短期大幅下行风险降低。然而，日圆持续升值条件尚未成熟
	离岸人民币	↑	中国贸易顺差强劲、出口结构转向高科技产品、企业结汇需求持续、官方持续释出稳定汇率的利好因素持续，双向波动中稳步升值的趋势未变
	黄金	↗	美联储 9 月偏鹰加息，令金价短线受压，但不代表加息周期重启。央行持续购金、黄金 ETF 保持流入，均提供结构性支撑
	原油	→	2026 年需求预测遭到下调，短期原油供应缺口仍大于需求转弱，油价难大跌，但亦缺乏单边上升的条件

注: ↑ 看好 | ↗ 轻微看好 | → 中性 | ↘ 轻微看淡 | ↓ 看淡

回顾第三季度，美股在企业盈利强劲支撑下创新高，然而能源价格及通胀反弹、长端国债收益率上升，以及美联储重启加息的疑虑等宏观逆风之下，整体涨幅在季末有所收窄。

展望第四季度，预期美国经济仍保持韧性，美股企业盈利增长保持强劲，其中能源、科技和原材料板块预期盈利增速较强；然而下半年盈利超预期幅度或有所收敛，加上市场面对地缘局势反复、通胀仍具黏性，美联储会否持续加息的疑虑，以及中期大选临近的行业政策不确定性等，整体大市在高位震荡或加剧。

受惠于美股二季度财报亮丽盈利表现及正面前瞻指引，我们将 2026 年预计的标普 500 指数每股盈利预测从 342 美元上调至 371 美元（同比升 38%），并新增 NTM（未来 12 个月）盈利预测为 408 美元。基于美联储上调利率步伐可能超预期、AI 行业短线不确定性增加，故将 NTM 预测市盈率目标从 23.0 倍下调至 20.8 倍，给予 FY26 市盈率目标 21.5 倍。因此，我们将 FY26 标普 500 指数目标由 7,870 点上调至 7,980 点，另给予未来 12 个月指数目标 8,490 点。

美国过去 5 次加息周期中，标普 500 指数在首次加息后 1 个月及 3 个月普遍录得负回报，而近年美国长端国债收益率维持在高位大多利空美股表现，尤其对金融、非必需消费、医疗保健板块，以及长存续期股票的负面影响较大。另外，过往中期选举前后美股普遍向好，但今年若出现民主党大胜之结果，或加剧大市波动风险，预期在负面情景下标普 500 指数的回撤幅度可达 8%，下方较大支撑料在 7,100 至 7,200 点。

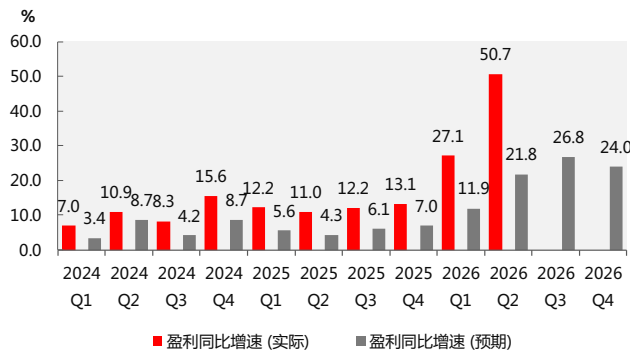
人工智能前沿模型持续升级、变现能力多维度提升，加上关键半导体和基础设施短缺格局并未改变，我们维持对 AI 主题中长期乐观的看法，但部分利空因素，如 AI 云服务商自由现金流恶化、融资成本增加、AI 安全性问题等或间歇性发酵，从而导致股价波动性增加。

第四季度建议多元化投资，较看好大市值、强劲资产负债表、增长型的选股风格；组合持仓适度分散至 AI 硬件以外的板块，如能源、发电及电力设备、通讯服务、矿业等。

投资策略：

- 美股 Q2 盈利表现前瞻指引仍较强，我们上调 2026 年标普 500 指数每股盈利预测至 371 美元（同比升 38%），新增 NTM 盈利预测为 408 美元，NTM 预测市盈率目标下调至 20.8 倍，2026 年市盈率目标 21.5 倍，2026 年标普 500 指数目标由 7,870 点上调至 7,980 点，另给予未来 12 个月指数目标 8,490 点。
- 我们维持对 AI 主题中长期线乐观的看法，但部分利空因素，如 AI 云服务商自由现金流恶化、AI 安全性问题等或间歇性发酵，或会导致股价波动性增加。
- 第四季度建议多元化投资，较看好大市值、强劲资产负债表、增长型的选股风格；组合持仓适度分散至 AI 硬件以外的板块，如能源、发电及电力设备、通讯服务、矿业等。

标普 500 指数季度盈利预期与实际增速



数据来源：彭博，数据截至 2026 年 9 月 14 日

1950 年至今中期选举结果各情境与标普 500 指数表现

选举结果可能情景	选举年份	10 月至中期大选之平均回报	Q4 期间之平均回报
执政党胜出参众两院	1950; 1962; 1966; 1978; 2002	+2.5%	+5.0%
民主共和两党各胜出其中一院	1982; 2010; 2018; 2022	+5.0%	+4.8%
非执政党胜出两院 (共和党总统主政)	1954; 1958; 1970; 1974; 1986; 1990; 2006	+4.5%	+7.8%
非执政党胜出两院 (民主党总统主政)	1994; 1998; 2014	+3.9%	+8.6%

数据来源：彭博，The POLITICO Poll with Public First，数据截至 2026 年 9 月 30 日

回顾三季度，恒生指数出现阶段性反弹行情，在季初约 23,000 点水平起步反弹至约 26,000 点水平，其后在高位震荡回调，期间累计涨幅为 7.6%。展望四季度，大市料面临美联储加息预期升温、中资内需型股票盈利增长乏力等挑战，不排除触发新一轮调整行情；不过，若经济增速或股市下行压力加剧，管理层或加码推出宽松政策，并加大国家队资金护盘力度，同时中国 AI 半导体制程与大模型应用或陆续出现技术突破，此类潜在催化剂可在市况情绪低迷时提供强大缓冲。投资者可谋定而后动，待大市经历间歇性抛售时进行逢低吸纳。。

盈利方面，中资股盈利预测下调趋势未见扭转，非必需消费行业压力较严峻，能源、物料和科技硬件则维持较强增长动能。AI 互联网股目前估值合理，但要触发大幅上修，需配合特定条件，如 AI 半导体技术突破、前沿大模型性能跃升及 Token 价格战收敛等因素。

美国加息对中资 H 股及香港本地股的冲击料大于 A 股，过去美国加息周期，恒生指数在首次加息后普遍走弱；叠加美国长端债券收益率持续上升，离岸 H 股市场的外资参与程度较高，部分行业较依赖美元债务融资，故较受美国无风险利率影响；预期加息对中资 H 股的负面影响大于 A 股市场。

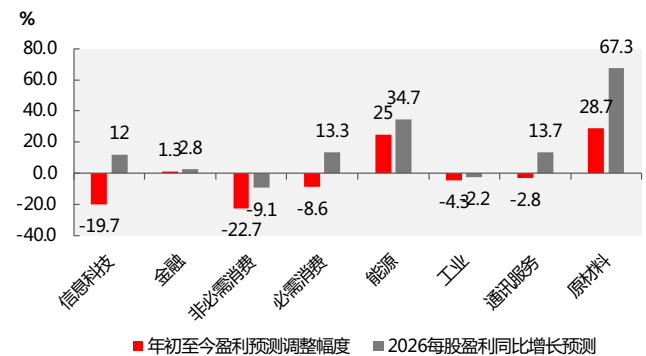
我们认为互联网股和非必需消费股下半年的盈利即使出现环比改善，幅度也料继续逊于预期，故将 FY26 恒生指数每股盈利预测下调至 2,210 港元（YoY+2.5%）。美国长端国债收益率攀升、内地对跨境投资收益征税趋严、AI 产业发展不确定性增加，均将限制估值上调空间，但四季度管理成有更大概率推出较具规模的宽松政策或产业提振措施，故我们维持恒指 FY26 预测市盈率于 12.0 倍。我们将 FY26 恒指目标从 27,100 点下调至 26,500 点，若指数回调至 23,500 点可伺机吸纳，聚焦个股 Alpha 多于大市 Beta。

第四季度投资策略着重精准选股，看好受益政策利好的板块，如 AI 半导体及网络基建设备、核能及电力设备；建议同时适度配置波动较低的板块，如国企银行，以及盈利和派息稳定的香港本地金融、交通运输及收租股等。

投资策略：

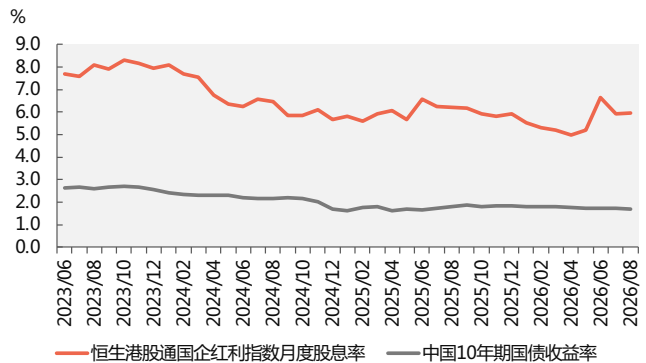
- 我们将 2026 年恒生指数每股盈利预测下调至 2,210 港元（YoY+2.5%）；维持恒指 2026 年预测市盈率 12.0 倍；我们将 2026 年恒指目标价从 27,100 点下调至 26,500 点，若指数回调至 23,500 点可伺机吸纳。
- 第四季度较看好 AI 半导体及网络基建设备、线上游戏、核能及电力设备、国企银行、澳门博彩等板块，以及香港本地金融、交通运输和收租股等。

MSCI 中国主要行业 FY26 盈利增长预测及调整幅度



数据来源：彭博，数据截至 2026 年 9 月 30 日

国企红利指数股息率 vs. 中国 10 年期国债收益率



数据来源：彭博，数据截至 2026 年 9 月 30 日

回顾上一季度，美伊冲突反复，能源价格高企，环球通胀预期升温，各国长端国债收益率持续向上突破，部分国家央行重启加息以应对通胀。展望新一季度，面对环球宏观经济及地缘不明朗，预期环球债市波动性将加大。

整体债券配置：建议采取“御风防险，稳中求息”的思维。面对通胀预期上升及利率波动加剧的宏观背景，四季度策略应以防御为首要考虑，以获取稳定票息 (Carry) 作为组合主轴，将整体存续期严格控制在较短水平，以规避长端重新定价风险。

美国国债：优先布局短至中期美债，短端 (Front-end) 受惠加息预期，现水平收益率具吸引力，提供充足票息保护，存续期风险较长债低；中期美债 (3Y-5Y) 兼具防御力与不对称回报，随着美国国债收益率不断推升，中期债已经获得充足的收益缓冲 (Carry Cushion)，即使收益率持续上行，总回报依然能维持正值，中期债的风险回报率 (Risk-Reward Ratio) 正重现吸引力；维持看淡长端，结构性因素短期内难消除，如通胀顽固性、财政赤字难改善，以及 AI 资本开支拉动的挤出效应 (Crowding-out) 或持续、导致实际利率上行等；料长债息较难回落，建议暂避开长债风险敞口。

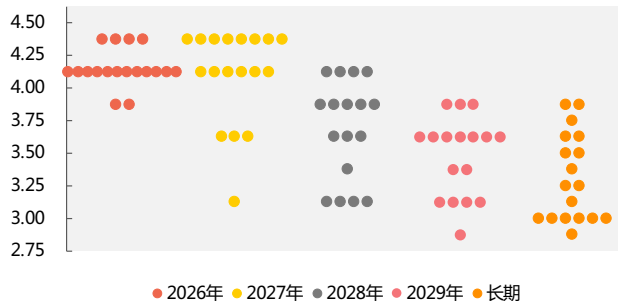
环球信用债：在宏观不确定性下，需提防信用利差 (Credit spread) 走扩的风险。行业配置上，建议从 AI 主题适度分散至金融、公用、基建及医疗保健等；继续看好防御力较强的短存续期投资级别债 (IG)；高收益债 (HY) 则需精选资产负债表强韧、财务稳健的发行人。在美联储重启加息预期（支撑强美元）的背景下，较看好新兴市场美元债；本币债后续表现较大程度受美元强弱影响，若美元升势趋缓，本币债或具汇兑收益潜力。

投资策略：

- 优先布局短至中期美债，短端 (Front-end) 受惠加息预期，现水平收益率具吸引力，存续期风险低于长端，预期短端价格下行风险较低，重启加息的一季度内，亦看好 3 至 6 个月的国库券 (T-Bills)、浮息票据配置作为零存续期的防御性现金替代配置；中期美债 (3Y-5Y) 已具充足收益缓冲 (Carry Cushion)，风险回报率重现吸引力；维持看淡长端，料长债息较难回落，存续期风险较高。2 年期债息中枢上移至 4.5%-5.1%；10 年期债息中枢上移至 4.8%-5.4%；30 年期债息中枢预期为 5.1%-5.6%
- 看好防御力较强的短存续期环球投资级别债，并从 AI 主题适度分散至金融、公用、基建及医疗保健等；维持环球高收益债中性配置，建议精选财务稳健的发行人
- 看好整体新兴市场债，绝对收益率维持吸引；美联储重启加息预期（支撑美元）的背景下，优先看好美元债；本币债需待美元升势放缓拐点。

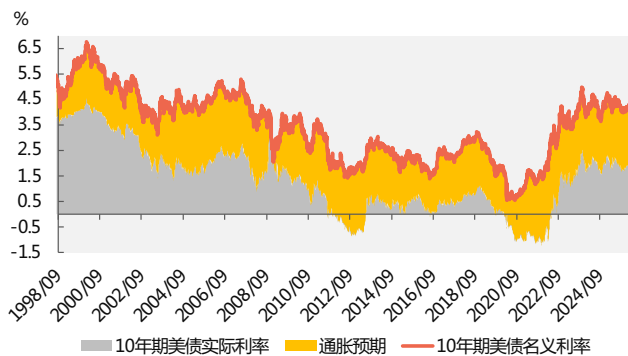
美联储点阵图预测反映利率将更长时间维持高位

中位数 (%)



数据来源：美联储，数据截至 2026 年 9 月 30 日

AI 资本开支热潮推动实际利率升破 2.6%



数据来源：彭博，数据截至 2026 年 9 月 30 日

外汇市场在第三季主要受到地缘政治与油价带来的通胀风险影响，并通过各主要央行的加息行动有所反应。进入第四季度，外汇市场焦点仍集中在通胀前景及潜在通胀压力引发的货币政策调整，但市场交易的核心已不再只是单纯比较哪一央行更加鹰派，而是谁能将加息预期持续转化为实际行动，兑现出更持久的利差优势。

在 G10 货币中，有六家央行年内已经加息，其中包括在 9 月加入加息行列的美联储。环球主要央行大多已启动加息，市场对各央行持续加息的期望甚高。第四季度的主要变量仍系于能源。若油价再度上冲或较长时间内维持在高位，部分按兵不动的央行或要开始加息，已采取了加息行动的央行将更大机会进一步加息；但若石油供应出现恢复迹象、通胀预期降温、或加息后经济明显受压，市场将对加息预期进行重新定价，部分目前加息定价较为进取的货币，其汇率承压的机会将较大。汇市节奏将在事件驱动与加息定价之间反复切换。

展望四季度，我们预期美元指数的表现仍会较稳健。美元仍受到“加息保护+避险需求+相对经济增长稳健”的三重利好因素支撑，但这些利好更多将为美元指数在下方带来支撑，并非向上突破的催化剂。同时，市场对美联储年内加息的预期已被充分定价，对明年的加息预期则高于最新的点阵图预测，加息预期的定价之后有向下修正的可能。

离岸人民币与澳元仍是我们较看好的货币。中国贸易顺差强劲、出口结构转向高科技产品、企业结汇需求持续，加上官方持续释放稳定外汇信号，并考虑与主要贸易伙伴间博弈的政治因素，预期离岸人民币在双向波动中稳步升值的趋势将延续。澳洲政策利率位居 G10 前列，通胀黏性支持澳洲央行维持偏鹰立场，为澳元表现带来支撑；但需留意的是，若美国年内加息预期再升温或澳洲经济出现降温，料将限制澳元的升幅。

我们对欧元的看法略为转好至中性。欧洲央行在 9 月再度加息，显示其抗通胀立场仍偏强硬。同时，欧元区经济表现较预期具韧性，但若能源冲击延长，欧元区可能需重新面对经济增长折让。除欧元外，看法同样中性的还有纽元与日圆。新西兰在第三季加息后，利差改善可对纽元提供一定支撑；但市场对新西兰未

来加息定价较进取，加上当地经济增长放缓、国会选举与中国需求疲弱，均增加纽元下行风险。日圆因日本央行加快加息及官方干预而获得汇价托底，短期下行风险降低，但持续升值的条件尚待成熟。

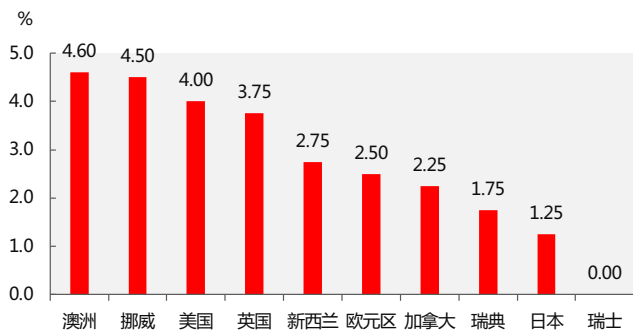
我们在四季度持相对谨慎态度的货币则包括面对利差削弱与经济基本面偏弱双重压力的英镑、缺乏利率缓冲的瑞郎，以及在美国贸易摩擦升温情境下承压的加元。

投资策略：

- 离岸人民币稳步升值的趋势料将会延续、澳元仍具息差优势，均可考虑作为核心持仓，但澳元为风险货币，波动性较大。
- 美联储鹰派加息、美国经济韧性及能源价格可支持美元，但加息预期已大致反映，美元指数利好较偏向限制下跌，而非推动突破。
- 我们在第四季对欧元、纽元及日圆的看法相对中性，可等待更佳风险回报时机作战略性投资。当汇率低于我们给予的 3 个月目标价且整体利好条件与我们所述没有太大偏差时，可伺机低吸。

货币	3 个月目标价	6 个月目标价
美元指数	100.00	99.00
离岸人民币	6.6500	6.6500
澳元	0.7100	0.7200
纽元	0.5800	0.5800
欧元	1.1500	1.1600
日元	155.00	153.00
英镑	1.3300	1.3500
瑞郎	0.8300	0.8000
加元	1.4100	1.3800

G10 货币政策利率



数据来源：彭博，数据截至 2026 年 9 月 30 日

中东局势、联储局加息路径及美国中期选举前的变量，仍牵动大宗商品走势，市场扰动尚未平息。

美联储 9 月偏鹰加息，实际利率及美元上扬，持有黄金成本上升，金价因而短期受压。历史上金价较大回调多见于政策持续收紧阶段，目前料政策仅属阶段性偏鹰，并非新一轮加息周期。加上中期选举临近，油价持续上行空间有限，输入性通胀料难长期维持，利率对金价的压力，属于短线利空，不宜过度解读。中长线而言，美债收益率高企部分反映财政溢价，强化黄金作为分散配置及对冲主权信用风险的需求。央行持续购金、黄金 ETF 保持流入，以及中国官方储备中黄金占比仍低，均提供结构性支撑。我们维持黄金中长期目标价 4,600 美元。

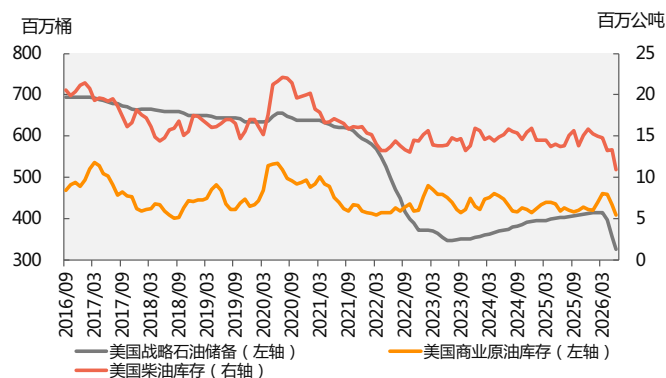
原油叙事已由供应缺口转向炼油瓶颈。第三季度布伦特重返每桶 100 美元以上，柴油一度创新高。中东及俄罗斯部分炼油设施受损，加上美国炼油厂开工率维持高水平运转，成品油供应短期难增。国际能源总署（IEA）、石油输出国组织（OPEC）及美国能源信息署（EIA）均下调 2026 年需求预测。三者之中，仅 OPEC 仍见正增长，但已连续五个月下修。高油价叠加运费急升，令亚洲炼油厂面临更大压力，亚洲石油需求可能会加速放缓。虽然美国 AI 发展步伐放慢，令电力相关用油预期降温，原油库存仍处低位，回补库存限制油价跌幅，但补库进度待观察。

短期原油供应缺口仍大于需求转弱，油价难大跌，但亦缺单边上升的条件。我们预期，布伦特原油价格在中期选举前将平均维持于每桶 100 美元水平附近。随后在中期选举后，美伊双方有望达成初步协议，油价将会逐步回落至每桶 80-90 美元的水平。

投资策略：

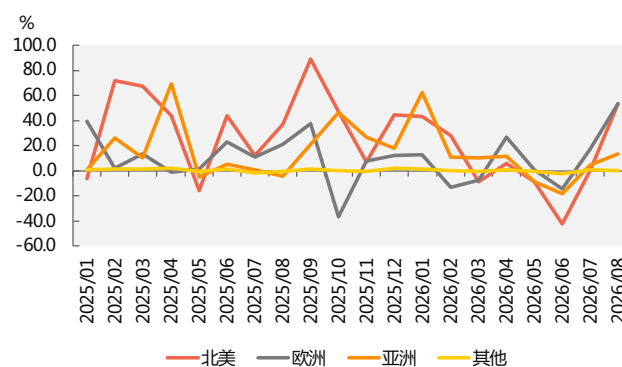
- 黄金维持中长线配置。9 月加息令金价短线受压，但偏鹰加息并不代表加息周期重启。财政溢价、央行购金及 ETF 流入仍托底，中长期目标 4,600 美元，不宜因短期回吐否定其长期配置加之。
- 原油以高位波动为主。炼油瓶颈及低库存限制油价大跌，原油需求下修及高价负反馈限制上升。选前布伦特原油价格料平均约 100 美元，选后若局势降温，中枢有望回落至每桶 80-90 美元。

回补库存支撑中长期需求



数据来源：万得，数据截至 2026 年 9 月 30 日

黄金 ETF 于 8 月有资金加速流入



数据来源：世界黄金协会，数据截至 2026 年 9 月 30 日



东亚银行（中国）有限公司温馨提示：

以上观点及资料均为公开资料。本文档不构成任何正式的投资意见或建议，仅供参考。东亚银行（中国）有限公司不对任何依赖在本文件发表的信息而导致的任何后果承担任何责任。理财非存款、产品有风险、投资须谨慎！结构性存款不同于一般性存款，具有投资风险，您应当充分认识投资风险，谨慎投资。东亚银行代销产品由合作机构发行与管理，我行不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。