



CIO Office

CIO Insights 投資總監慧眼

梁啟棠, 首席投資總監

2026年投資展望

# L E A D

Liquidity Shift

資金挪移

Earnings Focused

聚焦獲利

Adding Credit

加碼信用

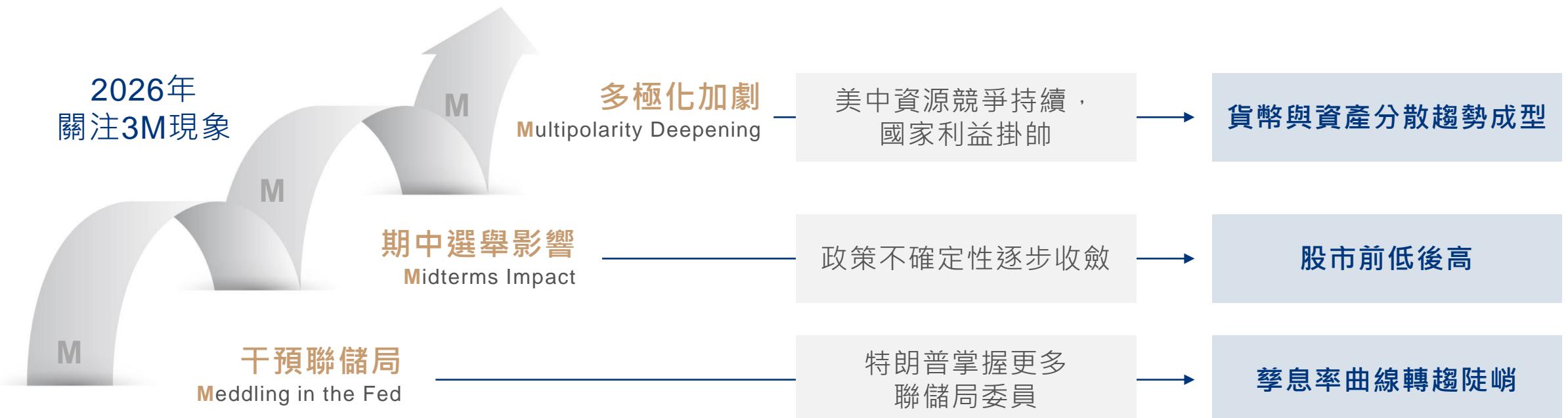
Diversified Asset

資產分散

2 January 2026

# 2026年關注3M現象

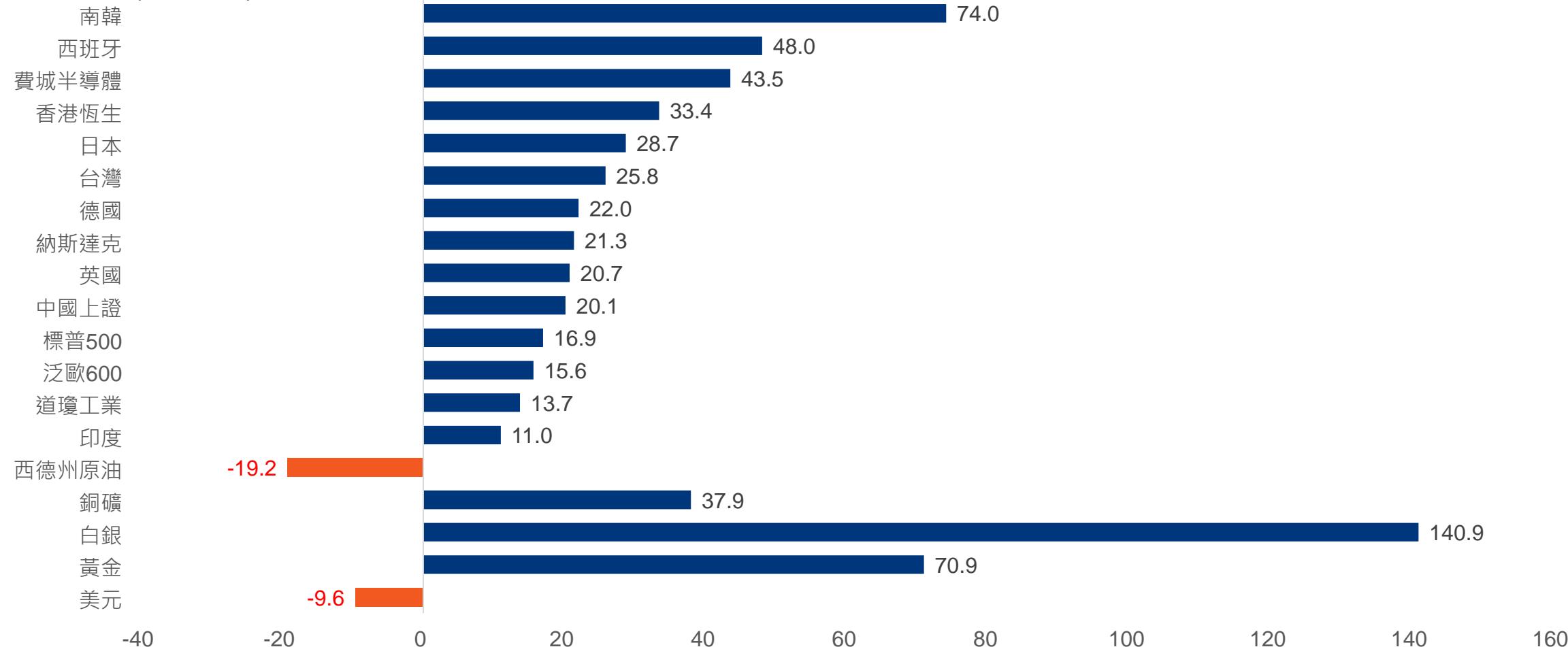
3M現象陸續發酵，主導2026年市場變化



# 2025年主要股市表現回顧

除費城半導體指數外，美國總體是跑輸全球大部份股市。分散風險是2026年的投資關鍵

2025年迄今漲幅(指數貨幣) · %

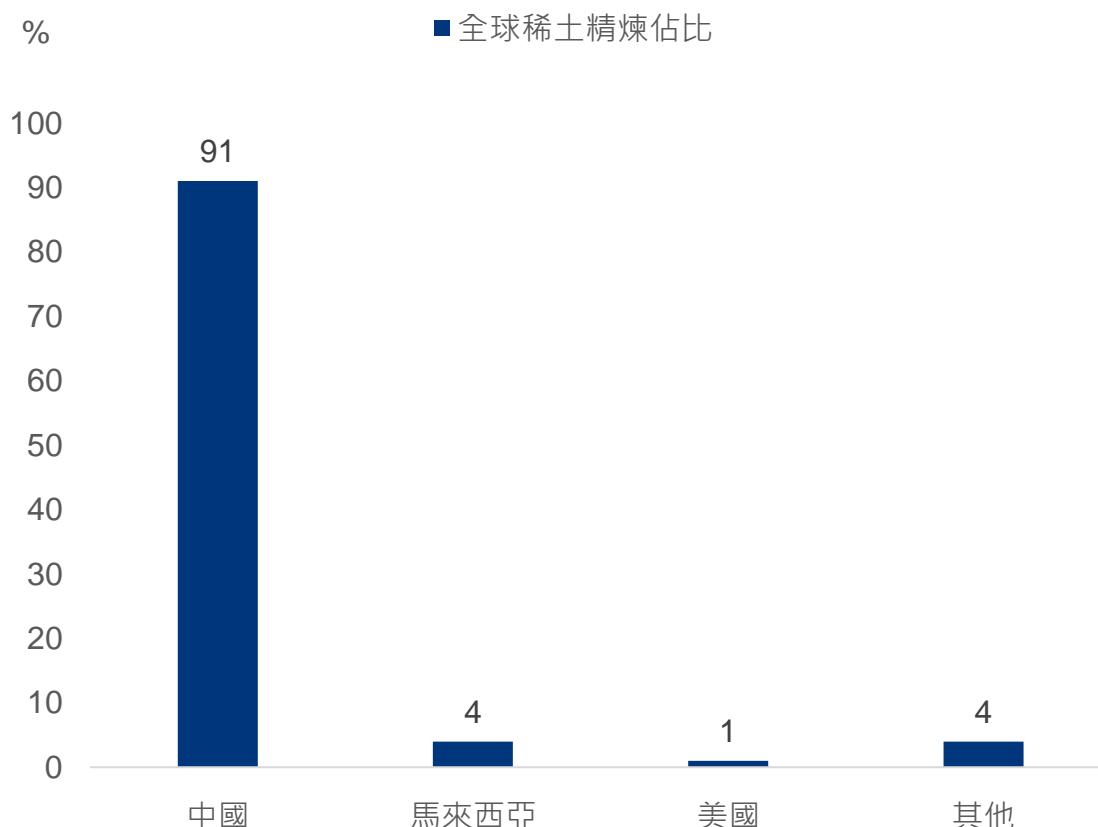


資料來源：凱基證券整理

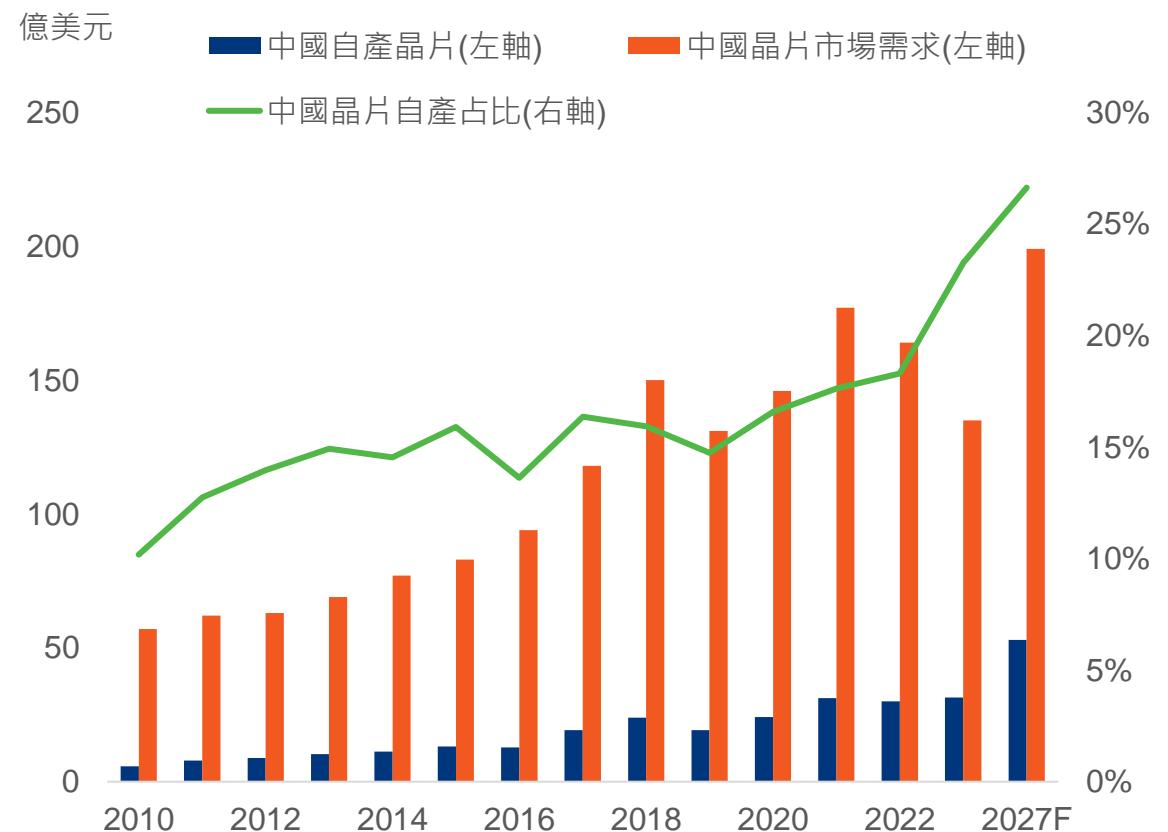
# 美國擁晶片、中國挾稀土，雙方戰略性競爭將持續

## 儘管特習達成休戰協議短期有助穩定全球供應鏈，但若後續談判停滯，階段性摩擦與衝突恐反覆出現

中國幾乎壟斷全球稀土精煉



中國晶片自產遠低於需求

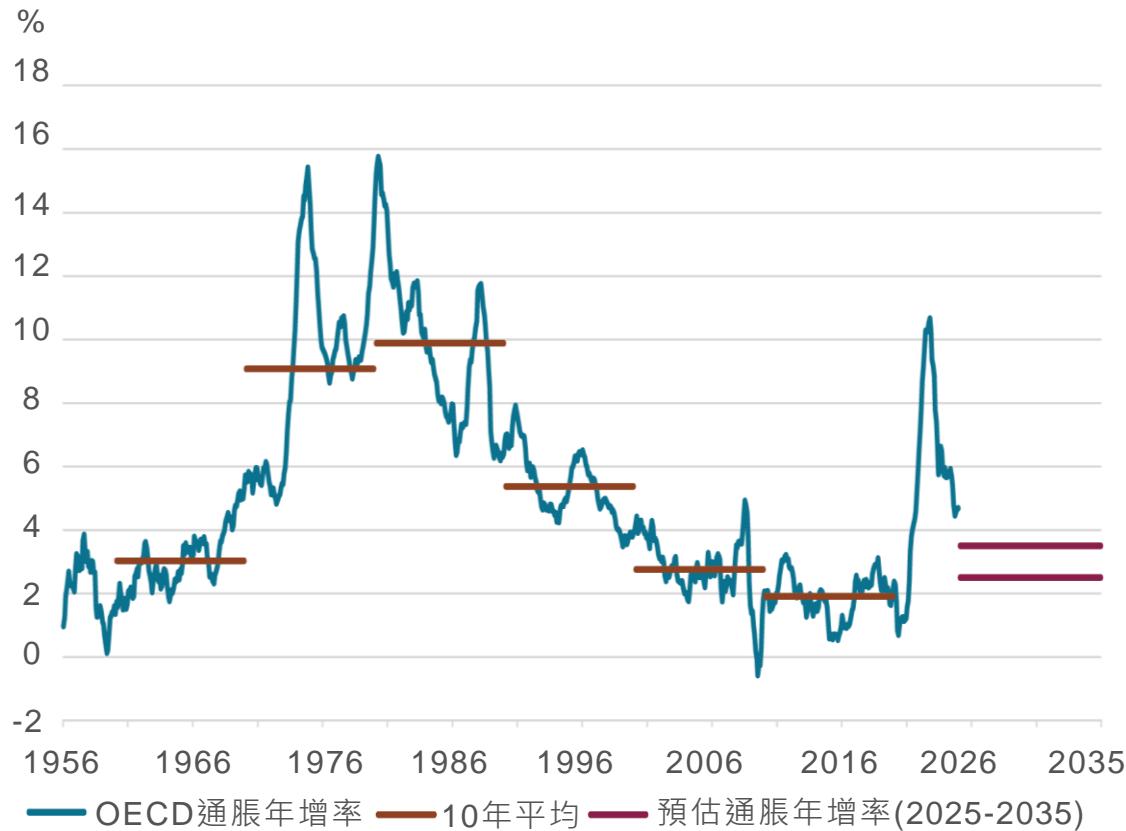


資料來源：Bloomberg、TechInsights、凱基證券整理

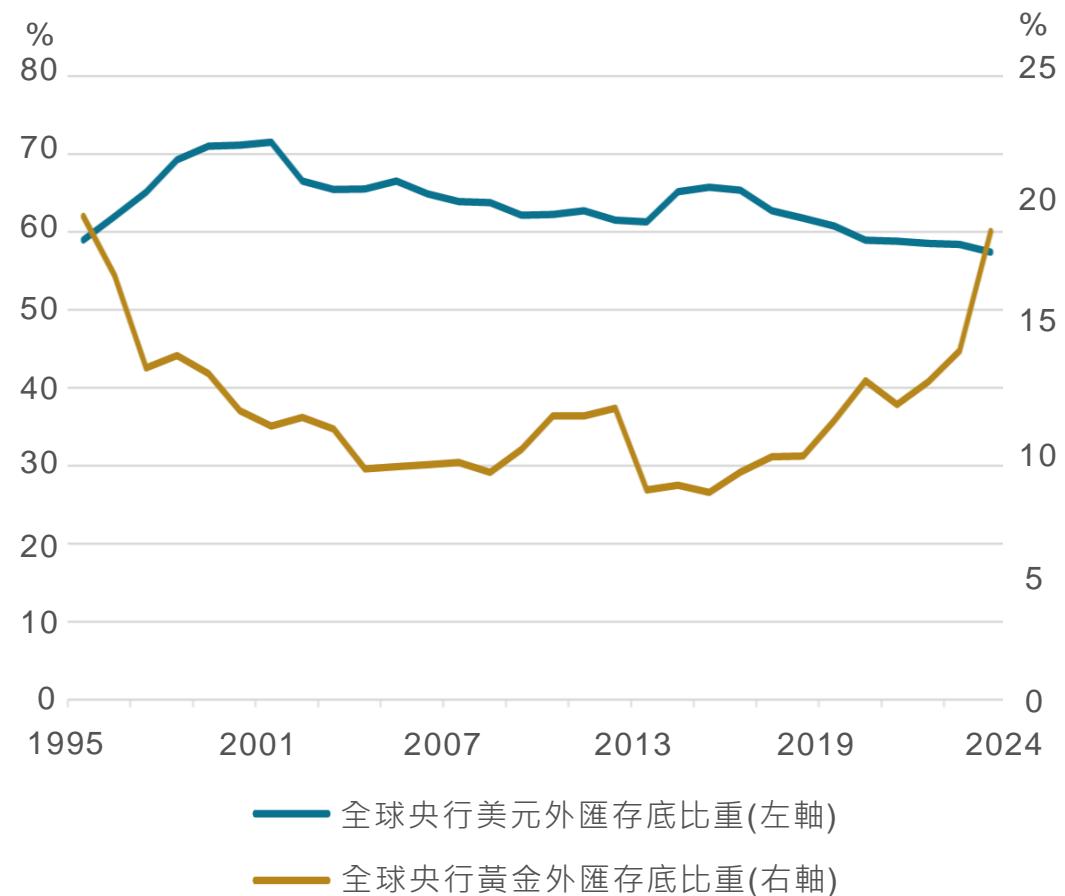
# 國家利益掛帥，供應鏈碎片化、資源競爭恐成為常態

特朗普政策令各國聚焦國家戰略利益，長期物價恐受推升助力黃金；美國信譽下滑則令美元地位遭到削弱

物價長期恐難回到疫情前水準



美元作為外匯存底的比重降低，央行加碼黃金



資料來源：Factset、Old Mutual Investment Group、凱基證券整理

# No Economy Is an Island !

多極化趨勢令「全球化」逐漸轉向「區域化」，即便分工模式改變，亦非代表區域經濟間將出現全面脫鉤

## EUROPE

再工業化



## ASIA

完整價值鏈發展

## NORTH AMERICA

製造業回流



資料來源：WDI、Roland Berger、凱基證券整理

# 特朗普民調下滑，賭盤看好共和黨掌控參議院但恐失去眾議院

## 特朗普移民與關稅政策恐成為支持度拖累因素，維持經濟與股市成長料持續成為其拉抬民調手段

特朗普支持度持續下滑



賭盤預估共和黨續掌國會機率

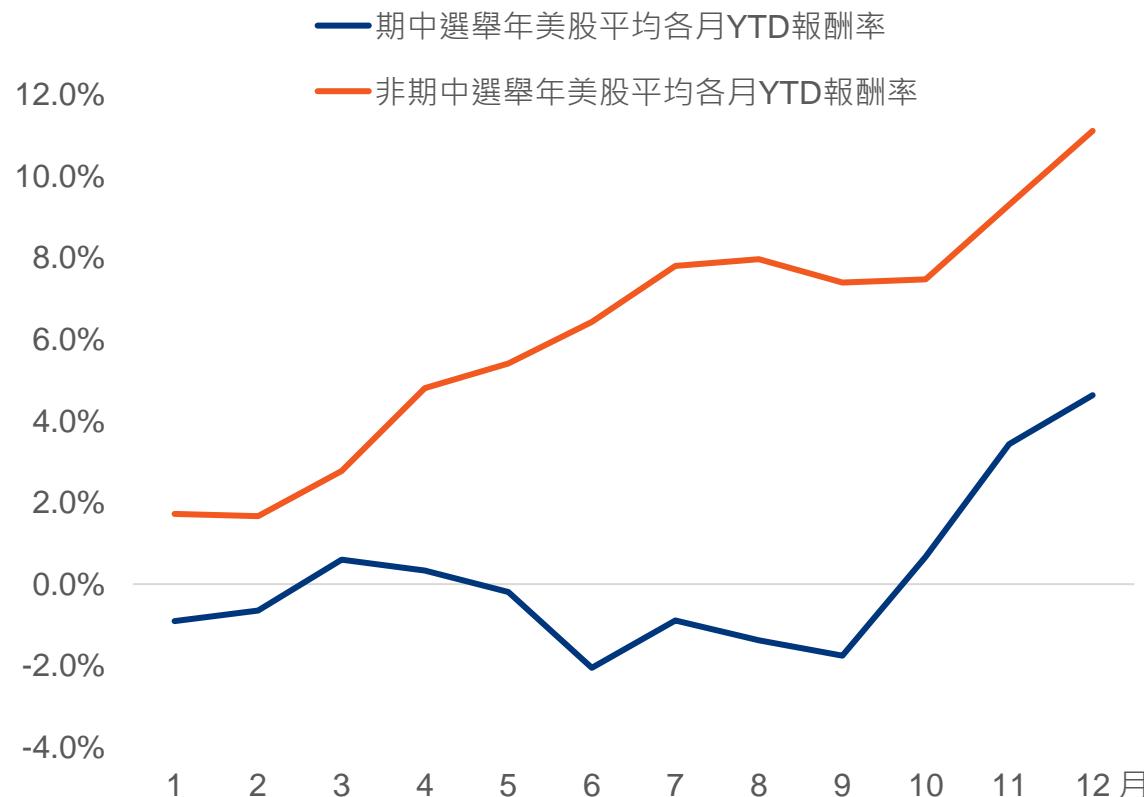


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

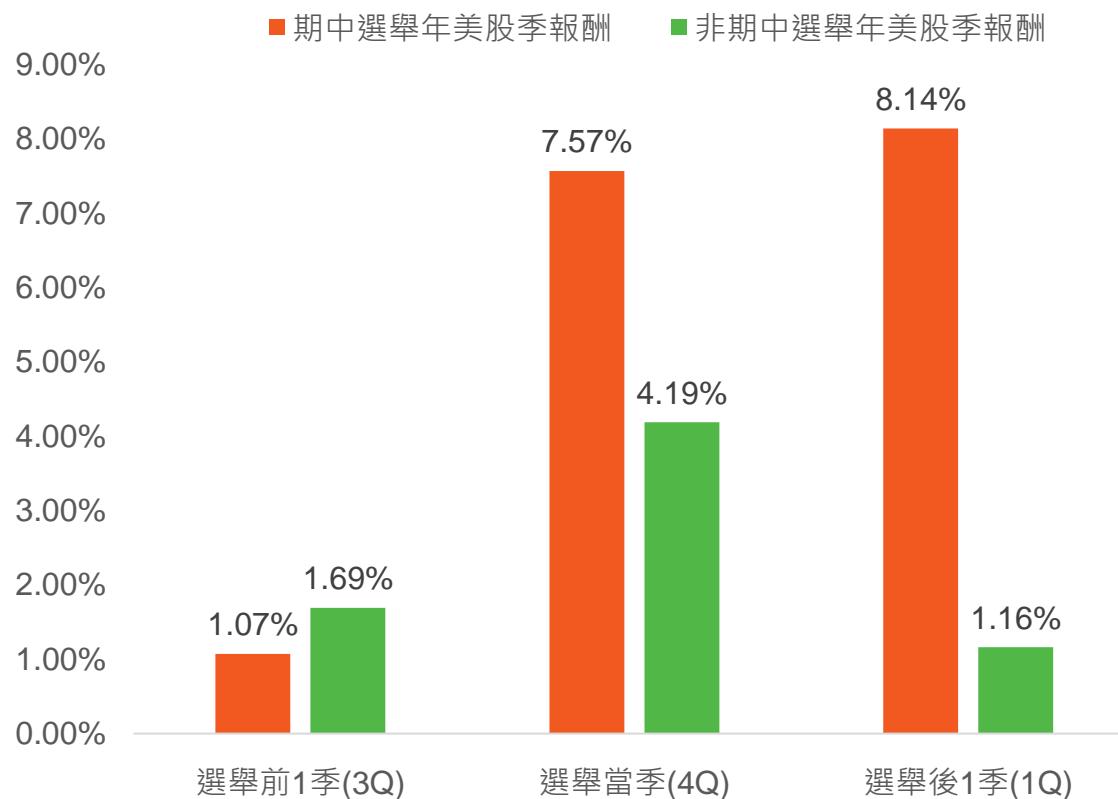
# 期中選舉當年股市易有震盪，但選舉前後美股有望走強

選舉帶來的不確定性令期中選舉當年股市易現波動，然隨政策逐漸明朗與結果出爐，股市也將上漲

期中選舉當年美股表現震盪，但接近選舉將有反彈



期中選舉後美股亦能延續選舉當季的強勢表現



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 註：統計期間為1950~2023年

2026年鮑威爾下台，聯儲局可能更偏鴿派，特朗普干預能力加大  
特朗普對貨幣政策的干預推動減息預期，市場對聯儲局獨立性疑慮升溫，推高債期間風險溢酬



資料來源：Bloomberg、Fed、凱基證券整理

# 2026年需留意的意外或風險

留意聯儲局減息步伐不如預期或科技泡沫破裂，景氣衰退與美中衝突加劇風險則相對較低

## 聯儲局減息步伐 不如預期



### 減息步調

- 企業開始轉嫁關稅成本給消費者，令物價轉趨頑強
- 勞動市場意外強勁，令減息必要性減低
- 供應鏈碎片化等結構性因素對物價影響漸趨顯著

## 科技泡沫破裂



### 估值攀升

- 能源價格波動推升需大量電力的AI企業營運成本
- 資本支出未有效轉化為營收，並影響現金流與獲利
- 流動性意外轉緊，高估值行業短期易遭資金抽離

## 景氣出現衰退



### 經濟動能

- 就業數據出現超乎市場預期之快速下滑
- 對等關稅對整體需求之负面影响較預期更具持久性
- 出現停滯性通脹現象帶來的需求萎縮狀態

## 美中衝突加劇



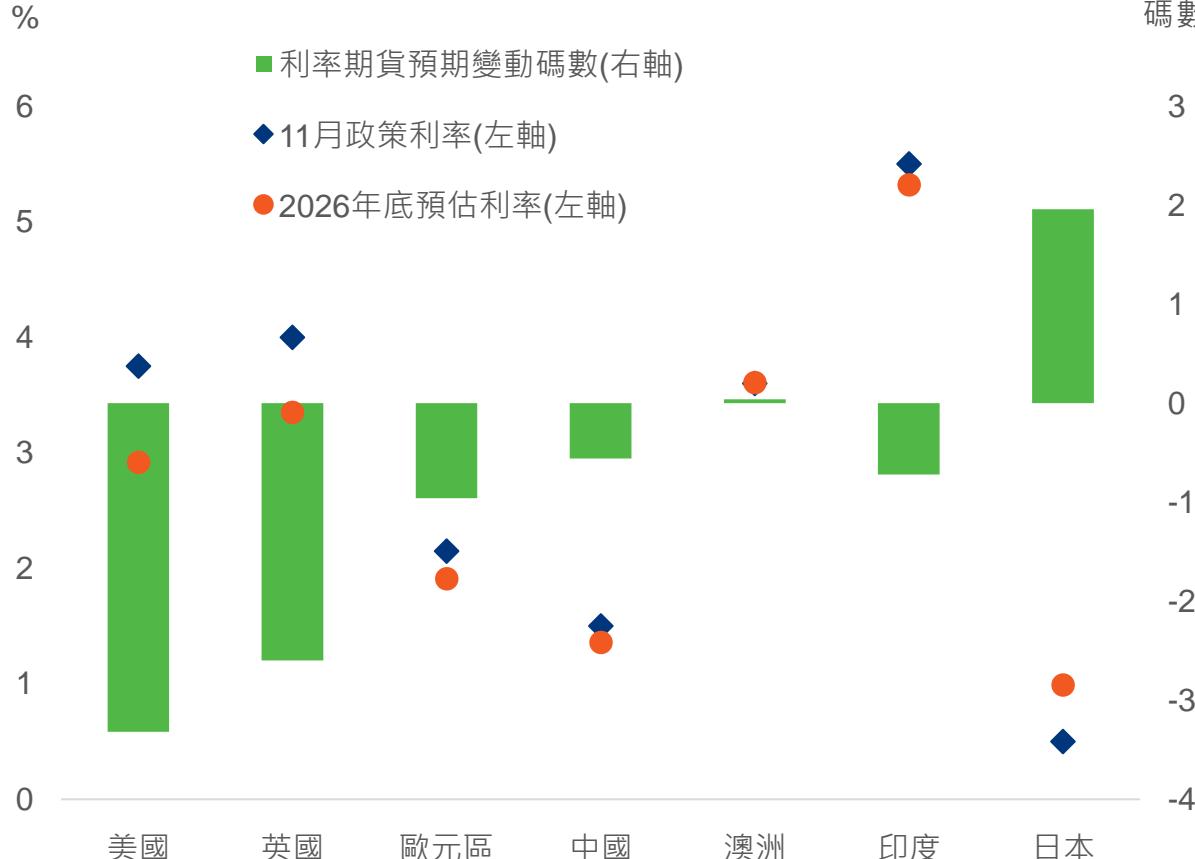
### 大國競爭

- 美中關稅衝突再起，貿易流動受到打擊
- 非關稅(晶片、稀土)競爭擦槍走火，令部分行業運作出現中斷風險
- 大國之代理人戰爭擴大或出現軍事衝突

# 2026年資金流動主旋律，貨幣分散布局最適宜

## 美、英兩國有較大減息空間，美元偏貶但幅度有限，資金外流亞洲與歐洲機率高

利率期貨預期2026年主要國家利率變動幅度



### 資金挪移 Liquidity Shift

主要策略

#### 美國減息幅度顯，匯率偏弱調整

美、英兩國利率在主要國家中偏高，美元短期因股市回檔反彈，但預期特朗普干預聯儲局人事明年更明顯，加上投資人對於聯儲局獨立性的擔憂升溫，使美國減息幅度高於他國，匯率偏弱調整。

#### 亞洲與歐洲減息幅度有限，資金流入可期

歐元區明年財政利多逐步發酵，通脹預期回落，預期歐洲央行明年減息幅度有限，使歐元盤整稍強。中國減息步伐放緩，但金融條件寬鬆，支撐新亞經濟，受惠低基期效果，資金流入可期。

#### 日本升息預期猶存，日圓先弱後強

高市政府施政著重改善日本經濟並穩控通脹、避免過度鴿派導致日圓大幅走貶，產生輸入性通脹而使內閣支持度下滑。市場預期日銀明年緩步升息，聯儲局將逐步寬鬆，兩國政策利率差距收窄，使日圓今年先貶值但明年緩步微幅升值。

# 2026年股市基本面動能可望推動指數攀升

## 企業獲利成長預期強勁，把握美股市布局機會，並關注歐日股市攀升趨勢

2026年主要國家與區域獲利預估呈現雙位數成長



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理



聚焦獲利 Earnings Focused | 主要策略

### 美股前低後高，掌握布局機會

美國景氣有望逐季改善，企業獲利走強緩解價值面壓力。然2026年將舉行期中選舉，市場震盪難免。根據統計，大選當年市場雖有波動，但隨時序接近選舉日期，政策牛肉陸續推出，股市有望恢復上漲，可留意布局機會。

### 歐洲經濟復甦，留意行業表現

歐元區具備財政擴張空間，內需有望帶動經濟逐季成長。此外，歐股獲利預期回升且具評價面優勢，國家可關注德國，行業則可留意銀行、國防軍工等類股。

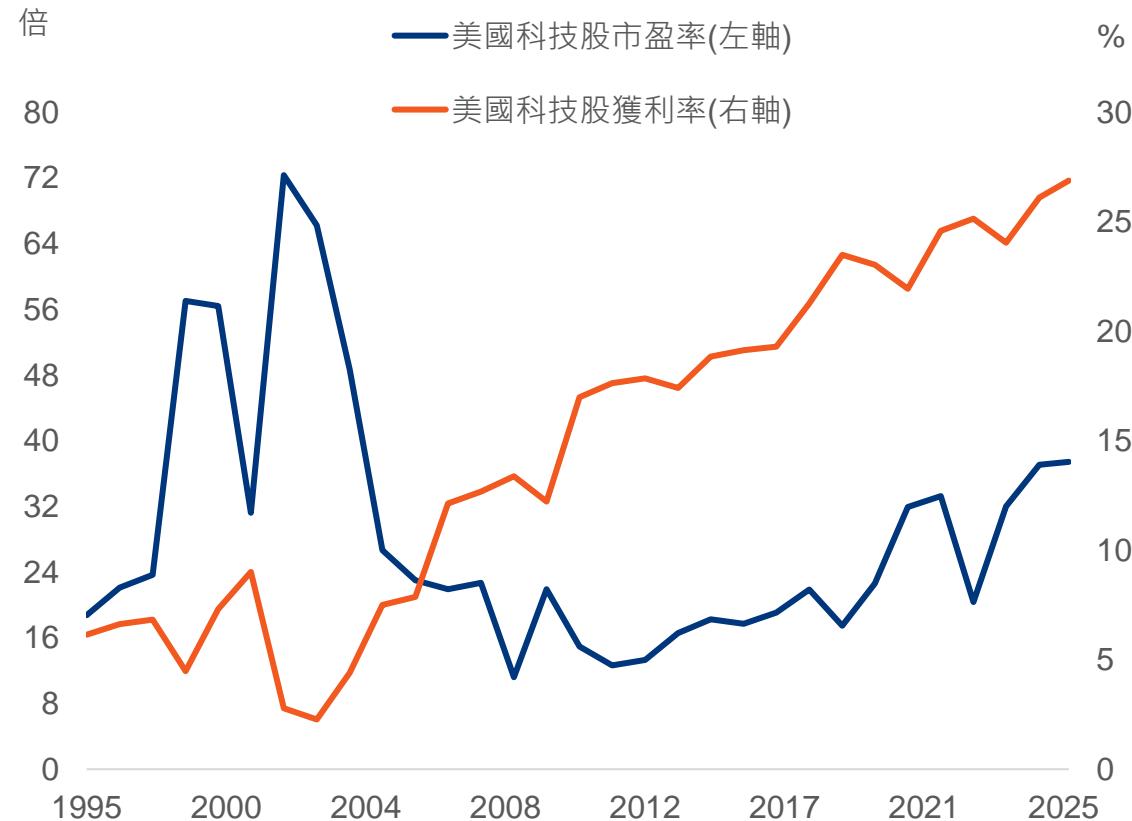
### 企業改革已現成效，財政刺激有望成為額外助力

日本企業進行改革並提升資本效率，令ROE、ROA逐步改善，推升原先低迷的股價淨值比並持續吸引外資進駐。復以高市政府趨向以財政刺激經濟，市場樂觀期待經濟與企業獲利回溫步伐有望延續，支持日股持續攀升。

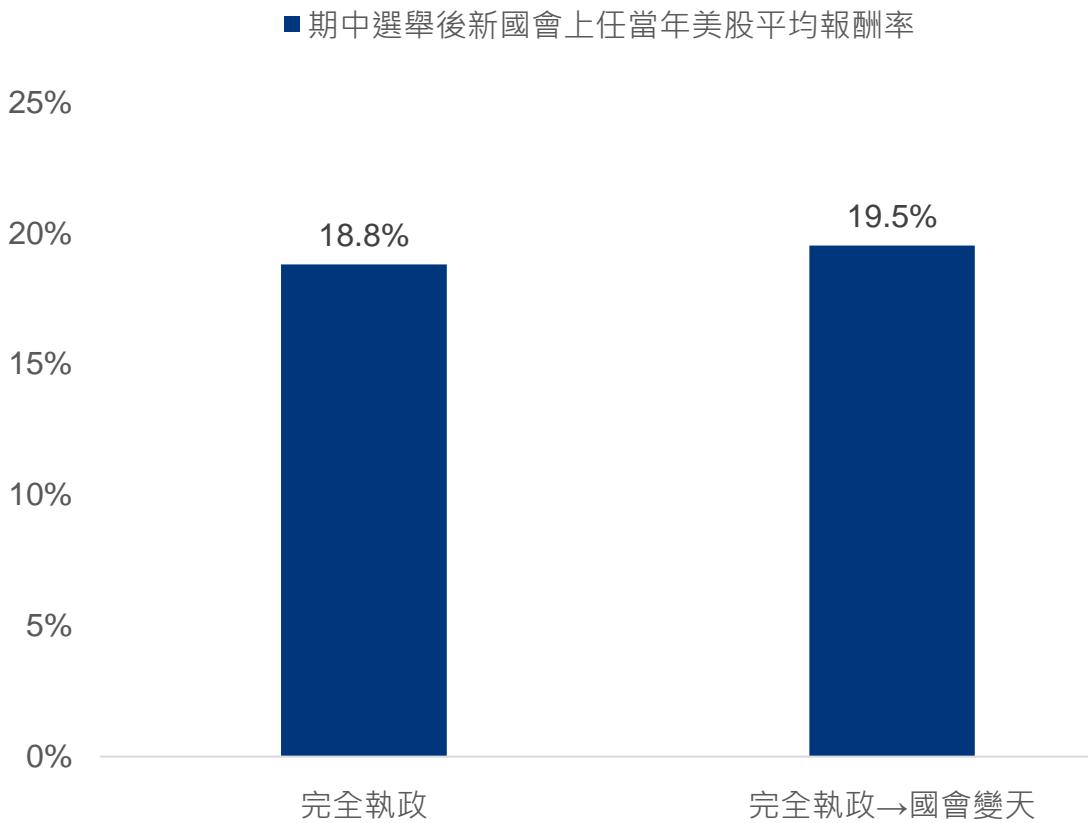
# 美股：AI題材具獲利支撐，留意期中選舉前布局機會

2026年下半年兩黨選前政策逐漸明確，甚至或推出更多政策牛肉以獲取支持，料將有利美股轉趨上漲

美國科技股相對2000年科技泡沫時期更具獲利支撐



期中選舉後不論結果如何美股多表現強勢

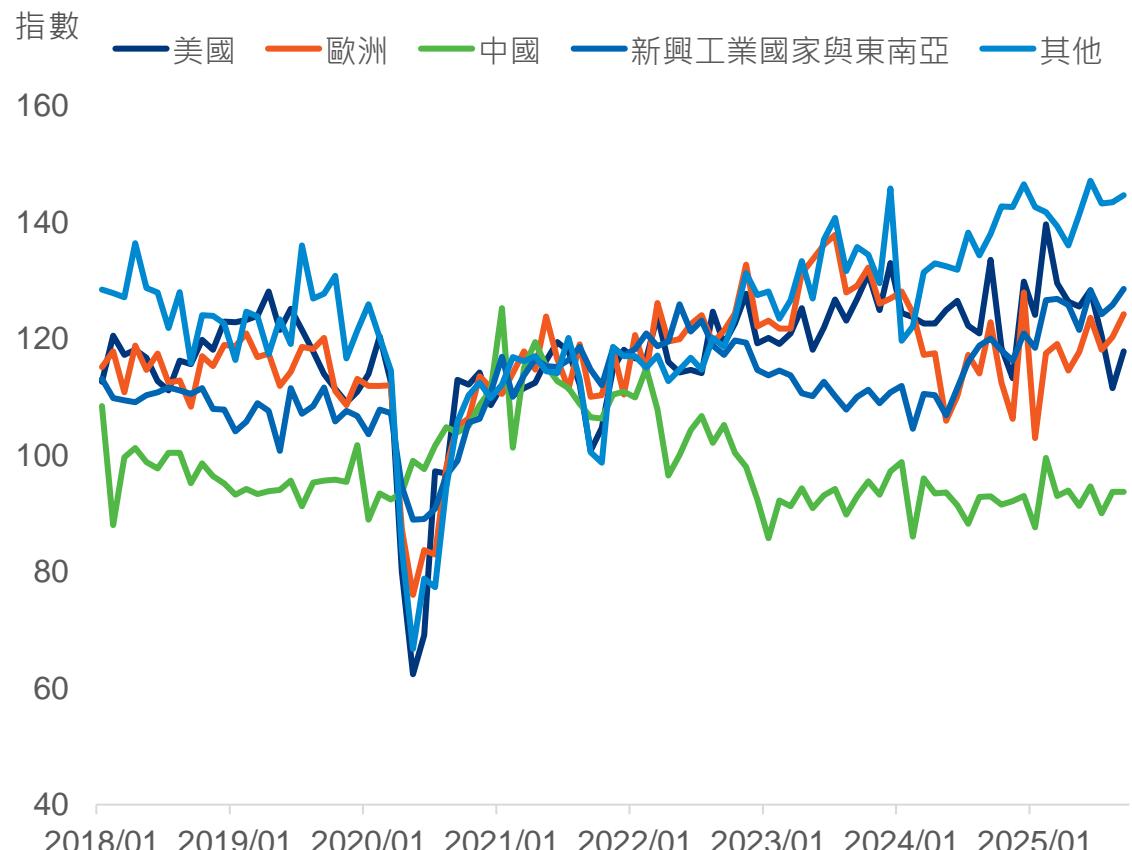


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

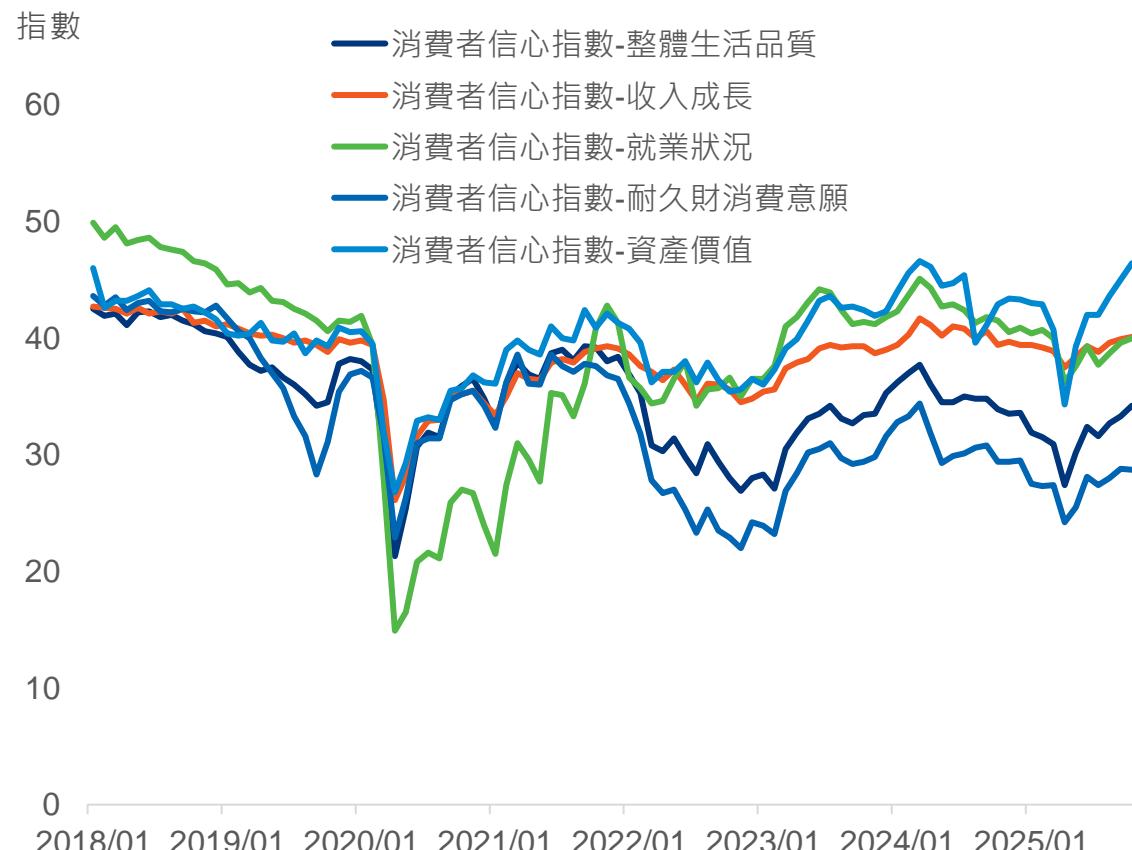
# 日股：政策方向明確，商業及消費信心將支撐日股表現

## 內需有望成為2026年經濟成長的主要動能，加上企業股東權益改革顯成效，預期將能維持日股表現

受美國關稅影響，亞洲及其他地區支撐實質出口



消費者信心正向可見內需穩定性



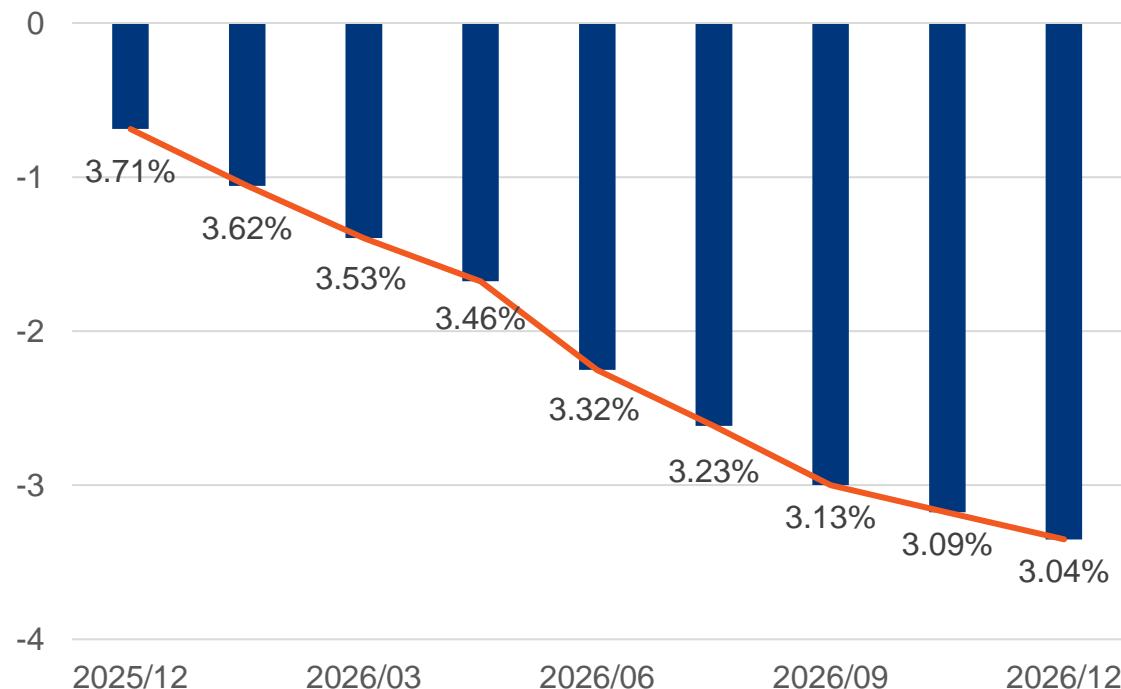
資料來源：日本銀行、凱基證券整理；(註) 實質出口以名目價值除以價格指數計算，並經季節性調整及指數化，以2020年年均值為基準值(100)

# 景氣放緩與減息預期，債市鎖息刻不容緩

## 債信惡化疑慮與政經不確定性，好債多元配置降擾動

2026減息循環延續，穩定市場流動性

聯儲局減息碼數



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

A

加碼信用 Adding Credit | 主要策略

### Fed挹注流動性，美債利率存下行機會

預期2026年上半年景氣趨緩，聯儲局停止縮表，未來將MBS到期後轉增持國債，將挹注市場流動性無虞。2026年聯儲局存在減息空間，美債利率具下行機會，逢利率上行，布局主要國家國債鎖息降波動。

### 事件風險擾動難消，把握好債鎖息機會

2026年美國將舉行期中選舉，恐增添政經擾動，把握債信穩健信評A級以上企業債鎖息機會，並以風險調整後息差較高者，如金融、公用事業、工業、通訊等行業為主，另預期明年下半年景氣改善，待息差擴大後再伺機加碼非投資級債。

### 美元貶值風險仍在，多元配置非美好債

聯儲局與歐、日國家貨幣政策分歧，非美主要國家與美國國債息差存收窄機會，疊加去美元化風險，宜多元布局歐元等非美主要貨幣投資級債，降低匯率擾動，然政經擾動難消，新興債宜衛星配置。

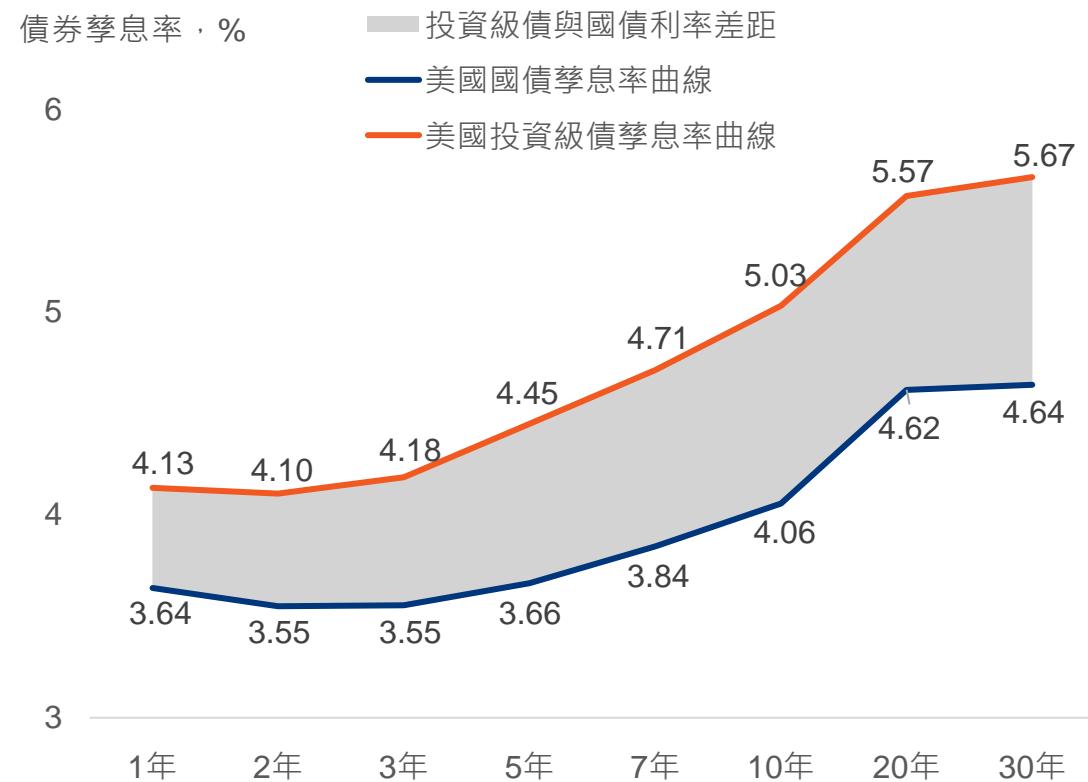
# 投資級債：美國企業債息差處低位，市場擾動讓投資機會再現

## 投資級債仍為2026年債市首選，復以非美主要國家與美國國債息差可能收窄，亦提供非美好債鎖息機會

投資等級債未因不良信貸影響，由供給量適度推動息差



美國中天期投資級債孳息率相對具投資吸引力

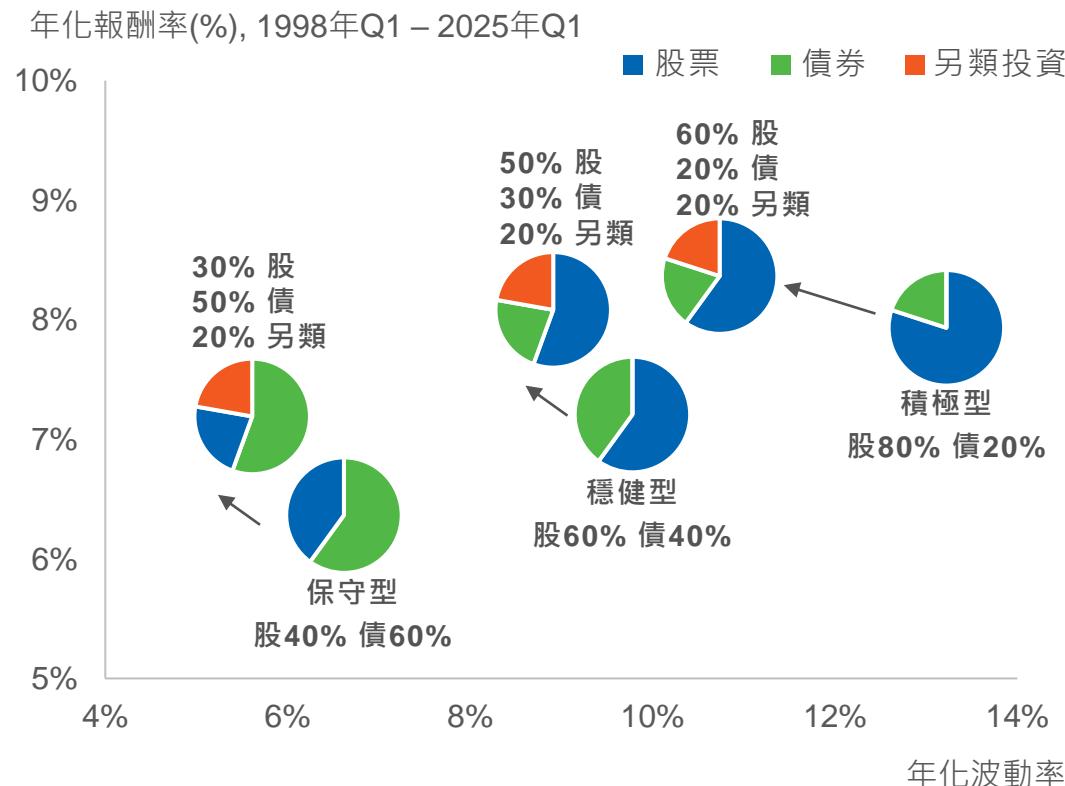


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

# 超越傳統股債配置，另類投資成為投組新班底

近年股債相關性上升，僅依靠股債分散已不足以抵禦市場波動，投資人開始尋求另類資產提升投組多元性

根據歷史回測，投組加入另類資產有效強化風險報酬



## 資產分散 Diversified Asset | 主要策略

另類投資包含大宗商品、虛擬貨幣、私募資產等非傳統型資產，其績效驅動因素與傳統資產不同，適度配置有機會分散投資組合風險、提升投資效益

### 黃金

近期金價漲多拉回，惟明年聯儲局將更偏鴿派，復以全球央行購金托底及政府債務續擴張，提供金價續漲動能。

### 虛擬貨幣

虛擬貨幣短期恐慌，惟現貨ETF規模仍近1,500億美元，且虛擬貨幣波動度較過往降幅顯著，在投資人接受度提升、規管環境更加友善下，長線利多未改變。

### 私募資產

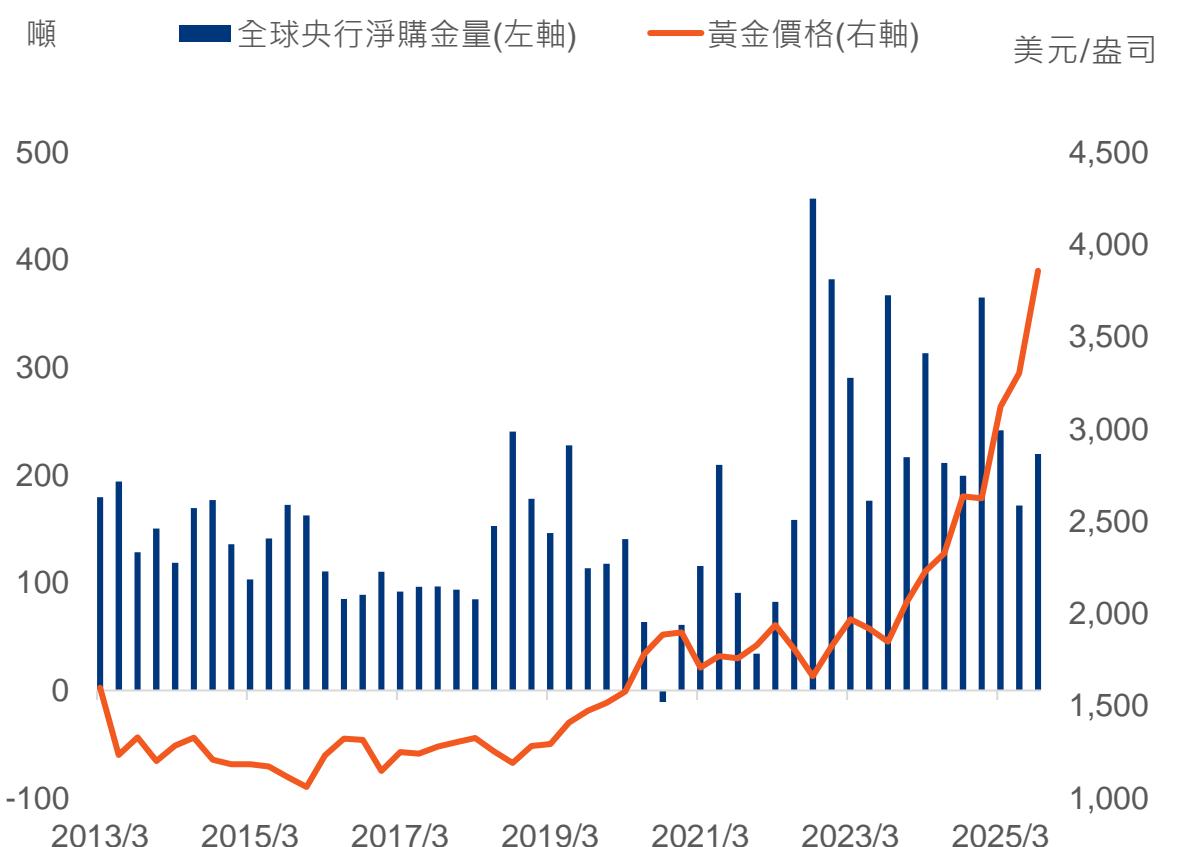
私募資產涵蓋私募股權、私募債權及房產基建等實質資產，其中具成長性的私募股權管理規模最大且持續增長，受機構及高淨值投資人青睞。

資料來源：J.P. Morgan Asset Management。註：左圖回測資料，股票採S&P500總回報指數；債券採彭博美國綜合債總回報指數；另類資產包含私募股權、避險基金、房地產，採等加權計算。過去績效不代表未來。

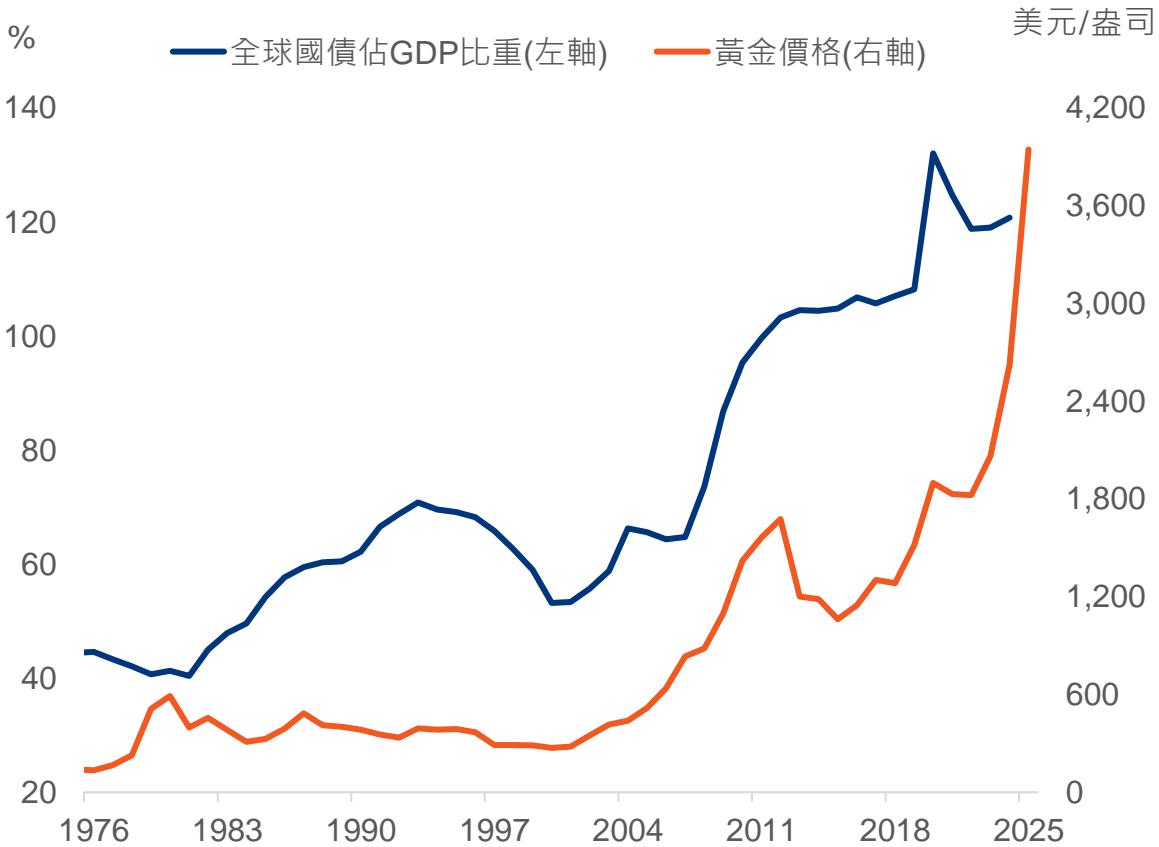
# 黃金：央行購金與主要國家持續財政擴張，黃金展望佳

## 金價漲多拉回後，預期央行購金托底及黃金的避險和貨幣替代性，將持續為黃金利多

全球央行將黃金作為資產配置之一，為金價提供支撐



全球政府債務續增，資金面提供金價續漲動能

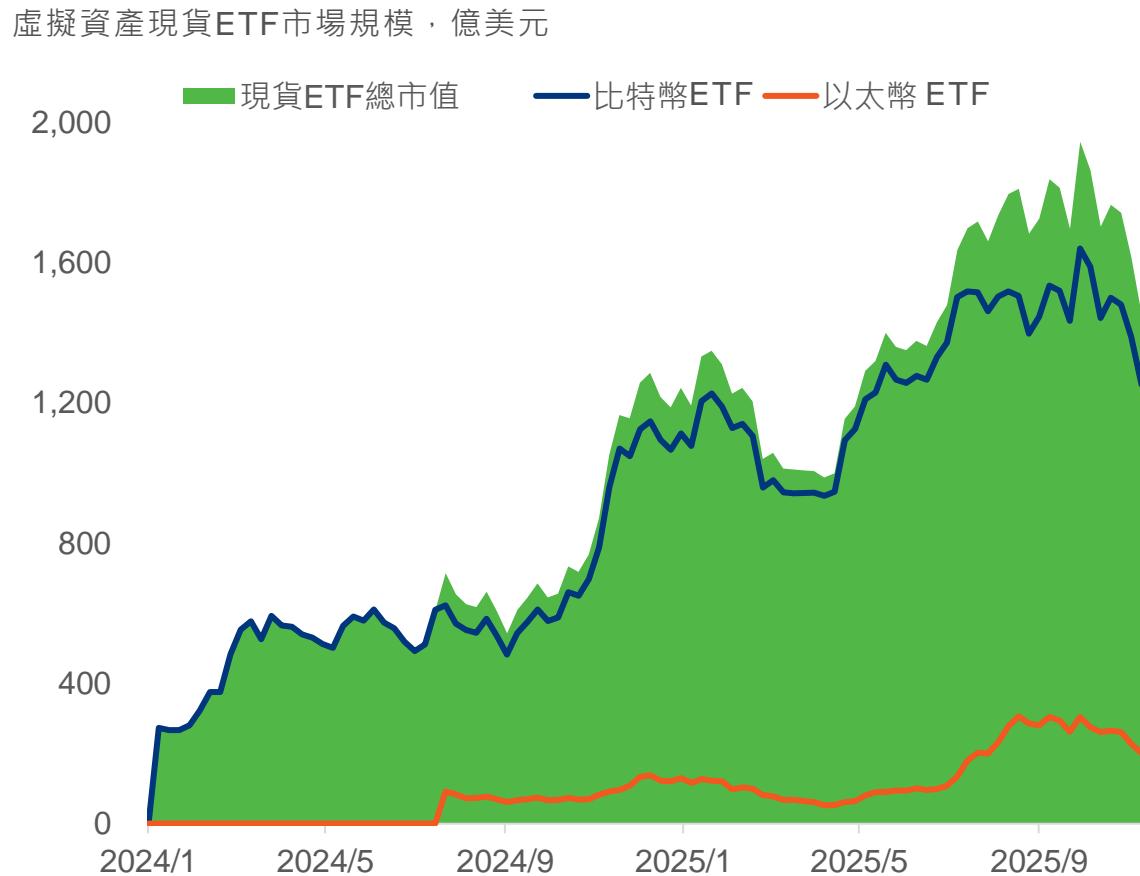


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

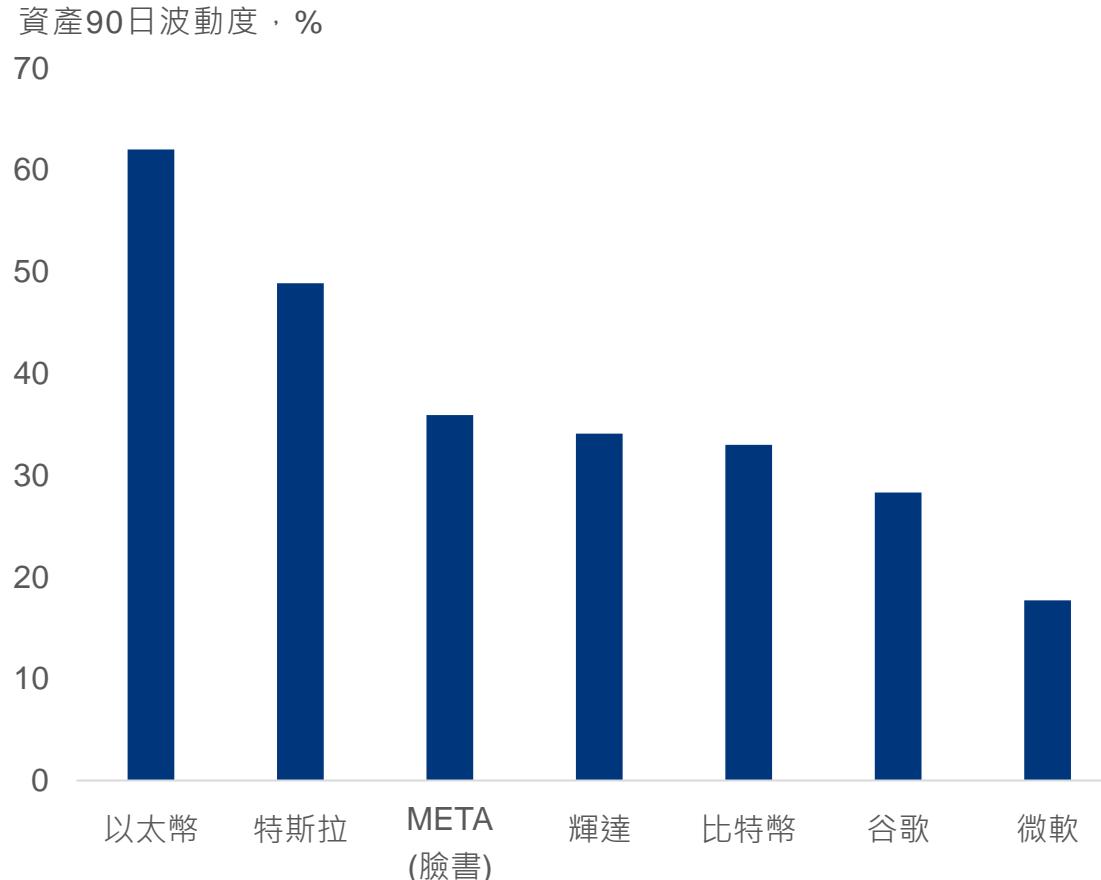
# 虛擬貨幣：比特幣規模增加波動度漸減，有利現貨ETF交易

## 美國打造更安全規管環境下，虛擬資產長線利多題材仍未改變

現貨ETF市場規模最高近2,000億美元



比特幣波動與科技股波動度雷同，但以太幣波動仍大



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

# 專業投資人投資組合配置

## 股債混和保守型

股票 **25%**

美股 12.5%

歐股 5.0%

日股 2.5%

亞洲(日本除外) 5.0%



債券 **70%**

美國國債 12.5%

美國投資等級債 37.5%

美國非投資級債 10.0%

新興市場美元債 10.0%

另類投資 **5%**

虛擬貨幣/私募資產/黃金

## 股債混和穩健型

股票 **47.5%**

美股 27.5%

歐股 7.5%

日股 5.0%

亞洲(日本除外) 7.5%



債券 **47.5%**

美國國債 7.5%

美國投資等級債 25.0%

美國非投資級債 7.5%

新興市場美元債 7.5%

另類投資 **5%**

虛擬貨幣/私募資產/黃金

## 股債混和成長型

股票 **65%**

美股 37.5%

歐股 12.5%

日股 5.0%

亞洲(日本除外) 10.0%



債券 **25%**

美國國債 5.0%

美國投資等級債 12.5%

美國非投資級債 5.0%

新興市場美元債 2.5%

另類投資 **10%**

虛擬貨幣/私募資產/黃金

# 2026年凱基全球資產配置觀點

資產類別	減少	增加	展望說明
債券 中性偏多	美國政府債券		勞動市場趨緩，2026年Fed存減息機會，布局國債鎖息，接近2026下半年或Fed減息尾聲，降低長線國債部位
	投資等級債券		企業債信出現兩極化，預期投資級債信評趨勢穩健，配置金融、公用事業、工業與能源等風險調整後息差充沛者
	非投資等級債券		非投資級債信用息差處低位，2026年發債量恐升，宜避開CCC級以下公司債，待景氣落底或息差走升再行布局
	新興市場債券		多數新興國家2026年存在減息機會，預期信評調升大於降評數，債信趨勢穩健，上調新興市場債至中性偏多看法
股票 中性偏多	美國股市		上半年景氣降溫，加上期中選舉初期加劇波動，然下半年貨幣寬鬆發酵，選前利多加持有望推升美股，偏多看待
	歐洲股市		歐元區具備財政擴張動能，加上歐股獲利預期回升且具評價面優勢，展望偏多
	日本股市		日股企業改革確實見到成效，財政刺激有望成為額外助力，內需可望獲得帶動，偏多看待
	新興亞洲		AI題材引領臺韓股市，印度東協則缺乏AI元素，中國基本面不佳恐限制反彈，整體新亞國家表現分歧，展望中立
美元 偏空	美元		聯儲局鷹式減息使未來減息預期遞延，但就業市場疲弱與通脹降溫，將增加美國減息幅度，預期美元仍偏弱調整
	日圓		新政府陷入欲以低利率刺激經濟與避免輸入性通脹的兩難，短期日圓偏弱，明年美中息差收窄使日圓小幅緩升
黃金/ 另類資產 偏多	黃金		美國財政、聯儲局獨立性與金融市場不確定性猶存，美國利率續降，預期美元稍弱仍是支撐金價的關鍵
	另類資產		股、債、甚至虛擬資產等漲多拉回，金融市場波動度上升，適時加入另類資產於投組中，可分散集中度風險

資料來源：凱基證券整理

## 免責聲明和重要說明

**香港：**本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各自的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各自的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

**香港市場以外的交易風險** 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

**複雜產品** 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可收回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

**新加坡：**This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。