



投資總監慧眼

梁啟棠, 國際財富管理 首席投資總監

把握反彈契機，建構防禦與多元配置

*Leveraging Market Recovery For Diversification –
Turning Market Momentum Into Asset Spread*

21 Aug 2026



非單一因素引發：五大催化劑匯聚

中期驅動市場的結構性因素未變

01

超大型雲端業者
資本支出的資金缺口

6,900億至8,000億美元
的AI資本支出已超越其
自由現金流

02

利率上升與
CDS利差擴大

聯儲局鷹派立場與甲骨文
信評遭降，推升融資
成本

03

中國AI與半導體
競爭

Kimi K3模型與中國國產
DUV曝光機量產

04

日圓套利交易平倉

日圓升破160，同時日本
銀行BOJ釋放進一步的升
息訊號

05

去槓桿與追繳保證金

創紀錄的融資餘額迫使
跨市場遭到清算

關鍵要點

AI硬體股在2025至2026年期間的漲勢「過於猛烈」，導致估值過高，使得市場在一連串的負面催化劑下容易受到打擊。上述個別因素或許只會引發小幅回檔；但當它們匯聚在一起時，便引發了連鎖修正，在短短數週內便抹去了數兆美元的市值。

從過去的反彈吸取經驗

1987年股市崩盤

1987	
高點前漲幅	39%
第一次修正	-8%
第一次反彈	6%
第二次修正	-32%



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

從過去的反彈吸取經驗

1999-2000年網路泡沫破裂

1999-2000		(指數)
高點前漲幅	27%	1,550
第一次修正	-11%	1,500
第一次反彈	10%	1,450
第二次修正	-17%	1,400



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

從過去的反彈吸取經驗

2008年全球金融海嘯

2005-2008

高點前漲幅	34%	(指數)
第一次修正	-19%	1,700
第一次反彈	12%	1,600
第二次修正	-48%	1,500

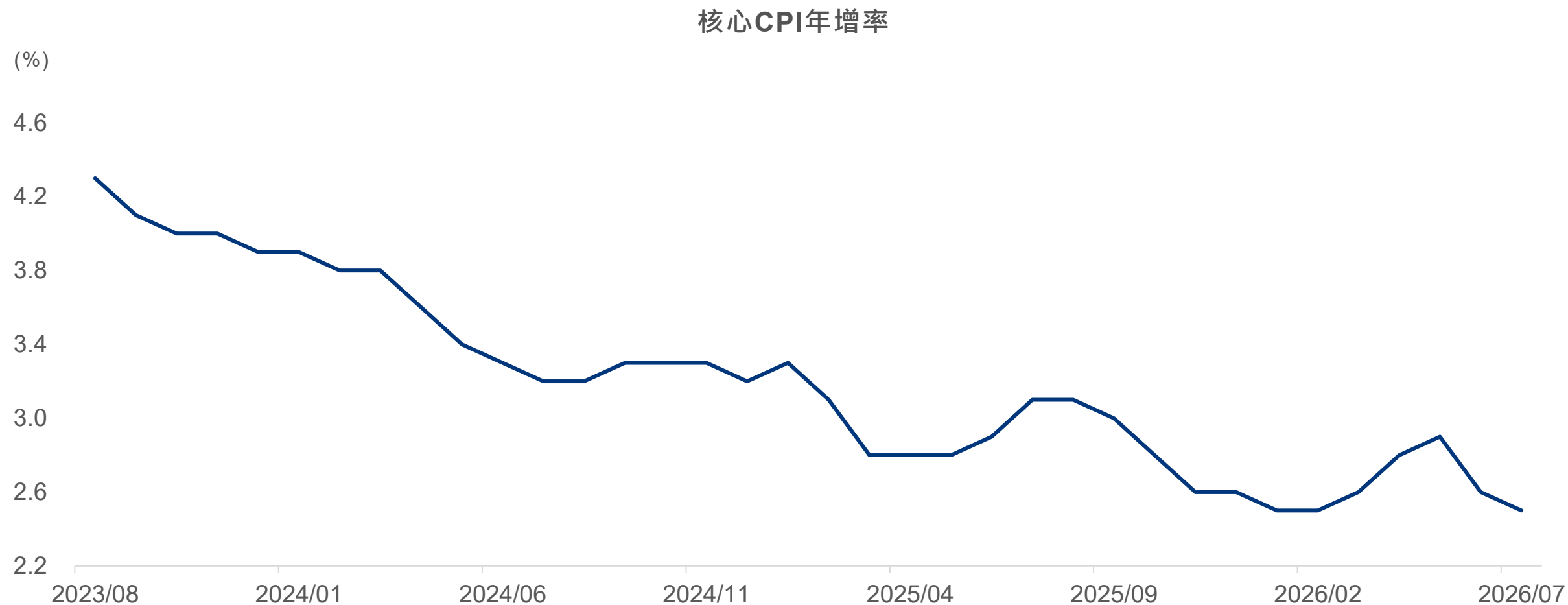
標普500指數



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

7月核心通膨溫和引發短期風險偏好升溫

依賴數據的利率觀點意味著對長期前景的能見度有限



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

追高還是觀望？

最佳的策略是擴大因子曝險，而非盲目追逐成長股的貝塔值

01 聯儲局利率預期重新定價

在最新數據公布後，9月升息機率已從約55%降至31%。

02 利率限制

短端利率壓力雖有所緩解，然10年期國債孳息率依然堅挺 – 存續期間風險全面解除的訊號仍然受限。

03 吸取七月修正的經驗

在市場回檔期間，能源、金融、價值型以及低波動風格的表現優於科技股。對於建立更廣泛的投資組合而言，這些是更明智的選擇。

04 當前風險

AI經濟效益、資本支出回報率、伊朗/霍爾木茲海峽局勢，以及11月的政策不確定性，仍是不可忽視的重要因素。

數據改變了9月的利率定價

市場在7月經歷接踵而來的利空消息後， 8月迎來意外且振奮市場的經濟數據

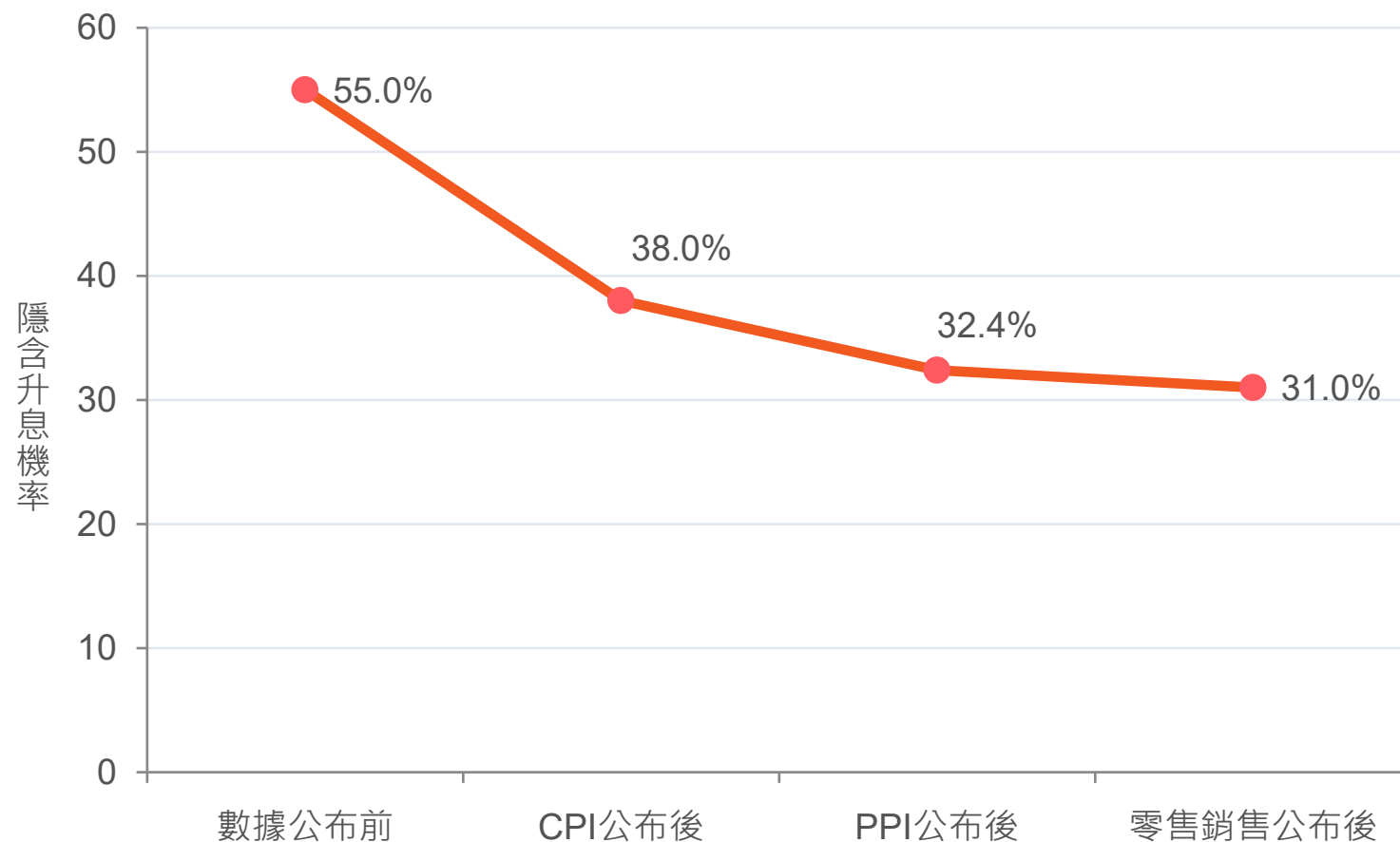
發布項目	最新結果	市場涵意
七月CPI	大致符合預期	降低了短期的通脹意外風險。
七月PPI	整體月增率：0.0% 核心月增率：0.4%	訊號好壞參半：整體數據溫和，但通膨風險尚未完全解除。
七月零售銷售	月增率：-0.6%	消費動能放緩，強化維持利率不變的理由。

數據解讀：本週公布的數據將討論焦點從近期是否再次升息轉向維持利率不變。

然市場並未將9月減息作為基本預期。

9月升息機率從55%降至31%

從升息轉向按兵不動



-24 pp (百分點)

維持利率不變是9月聯儲局會議的基準情境。

市場預期的9月轉變會是從升息變為按兵不動 – 而非降息。

短端政策壓力有所緩解；長端利率則依舊堅挺

當前環境難以對成長股提供支撐

到期年限	8月7日至14日變動幅度(基點)	解讀
2年期美國國債	-2 bp	近期緊縮壓力減輕
10年期美國國債	+3 bp	長天期存續期風險依然存在

聯儲局帶來的壓力減輕 – 但存續期間風險尚未出現明確的解除訊號

當前環境雖能支撐風險偏好升溫，但若長天期孳息率恢復升勢，對利率敏感的成長股估值仍將面臨風險。

地緣政治壓力僅部分緩解 – 並非完全停火

局勢降溫僅代表近期風險壓力減弱，但並不代表衝突已經解決

01 現況改善之處

美國降低對伊朗軍事逐步升級的關注，改以金融施壓。

02 尚未解決的問題

全面軍事停火尚未確立。航運中斷與霍爾木茲海峽的限制仍然是重大因素。

03 市場解讀

局勢降溫有助支撐風險偏好，但能源與通脹的尾端風險仍是波動來源

風險偏好回升或許能提供市場短期機會，然地緣政治風險未完全解除

AI競爭加劇市場對投資回報率的審視

預計此領域將有更多相關消息陸續釋出

價格競爭

中國開放權重(Open-weight)模型的發布，加劇了「每美元效能」的競爭。

據報導，從6月至8月初，每百萬token的推理價格(Inference prices)已從**2.00美元**以上跌至**1.20美元**。

採用率與利潤率的權衡

據報導，某家美國供應商透過對其輕量級模型降價，

向開發者提供80%的折扣作為應對措施。

較低的價格能夠加速市場採用，但同時也會對模型層的利潤率帶來挑戰。

核心問題

較低的模型價格，能否創造足夠的運算量與企業採用率，以抵銷AI基礎設施的投資回報壓力？

期中選舉增加了政策層面的波動

不確定性源於執政黨如何應對潛在的變局

民調指標	最新結果
認為在特朗普執政下處境變差的選民	53%
對特朗普的整體不滿意度	55%
對通脹/生活成本的不滿意度	64%
11月可能獲得的支持度	民主黨 44% 共和黨 39%

市場傳導

非選舉預測

國會控制權可能變動，進而增加政策路徑的不確定性。

傳導渠道：

稅收與財政政策；關稅與貿易；產業監管；能源與國防支出

將11月的期中選舉視為第三層不確定性，且應與通脹/孳息率以及伊朗/霍爾木茲海峽的不確定並列，而非獨立作為股市的判斷方向。

資料來源：凱基證券整理

投資策略

擴大投資廣度，維持品質把關

目標	佈局視局	風險控管
參與宏觀壓力緩解行情	金融、原材料、部分週期股	切勿預設長端殖利率會進一步下跌。
保持投資組合韌性	醫療保健、必需消費品、高品質及低波動因子	在不同的經濟週期中維持多元分散配置。
審慎挑選AI上行潛力	具備明確的變現能力、持續性現金流以及嚴守資本支出紀律的企業	要求提供投資回報率(ROI)；避免過度延伸Token經濟學。
保持策略彈性，以應對地緣政治的不確定性	將能源類股作為避險工具，而非單向看多的風險押注	霍爾木茲海峽局勢與油價驅動的通脹，可能會逆轉總體經濟訊號。

投資組合原則

降低對單一科技股/動能因子的過度集中。在擴大曝險範圍的同時，維持對估值與現金流的要求。

資料來源：凱基證券整理

價值與防禦勝過動能

吸取7月修正的教訓：投資風格的領先變動

投資風格代表	7月報酬率	相對於科技類股(XLK)的表現
大型價值股 (IWD)	+3.87%	+11.84 pp
低波動 (SPLV)	+1.96%	+9.93 pp
高品質 (QUAL)	-0.23%	+7.73 pp
小型股 (IWM)	-3.08%	+4.88 pp
動能 (MTUM)	-12.85%	-4.89 pp

修正的經驗：避免過度集中於單一的成長/動能因子。

價值、低波動與現金流韌性在7月表現出更好的緩衝作用。

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該該等資料之準確性、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身的董事、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身的董事、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，投資者應該該要約審慎行事。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。

債券並不同於定期存款，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之風險因素)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。並不保證可取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。