



2026 投資展望

堅定信念，穩步前行

本評論提供近期經濟和市場條件演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支持，並不構成對任何閱讀此內容者的投資建議或購買或出售投資產品的推薦。本評論並非投資研究的結果，也不應被視為投資研究。其編制未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律要求，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論中的資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 和 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文評論或報告中所表達的觀點為作者在編制時的意見，並可隨時更改而不另行通知。文中所提及的任何預測、預估或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名的實體與作者對於未能達成此類預測、預估或目標不承擔任何責任。如中文與英文有任何出入，蓋以英文為準。

目錄

報告摘要	03
宏觀展望	04
資產配置	06
固定收益	12
上市股票	14
結構性投資	16
私募股權	18
數字資產	20
重要資訊與免責聲明	24

報告摘要

踏入2026年，全球投資格局正由過去數年以流動性主導、普遍反彈的環境，轉向更講求選擇性及差異化的市場階段。全球經濟增長逐步回歸趨勢水平，主要央行的貨幣政策亦接近中性取向。在此背景下，投資回報將較難再單靠Beta推動，而更取決於跨地區、行業及資產類別的審慎配置。

本階段最顯著的特點在於市場分化加劇。不同經濟體的增長表現、政策回應及資產回報愈趨不均，突顯在投資組合建構上，資產質素、抗逆能力及長線結構性定位的重要性。有見及此，我們繼續以「4D」作為核心投資框架——多元化、防守性、持久性及靈活性——以應對不確定性，同時捕捉中長期機遇。

資產配置

市場正邁向中性利率水平，較為選擇性的人工智能週期，以及重新調整全球貿易流向，投資者需要更具針對性及紀律性的風險承擔。廣義貝塔的可靠性下降，投資焦點應放在具韌性的現金流、結構性增長趨勢，以及多元化的多資產策略，以應對市場波動。

固定收益

全球經濟增長料將保持穩健，勞動市場持續趨緊，核心通脹水平接近3%。美國財政及政策風險仍然存在，收益率或有上行壓力，孳息曲線可能進一步趨於陡峭。信貸市場受基本因素支持，回報主要來自票息收益，同時發行人層面的風險逐漸浮現。新興市場信貸表現料趨穩，而中國在房地產行業承壓的情況下，仍以約5%的經濟增長目標為導向，並預期有進一步政策支持。

上市股票

在溫和增長及支持性政策環境下，全球股市有望受惠。美國市場的優勢主要由人工智能相關投資帶動，而中國及香港市場則存在選擇性的投資機會。市場領導結構料將逐步擴闊，使盈利分化及估值紀律成為關鍵。

結構性投資

事件驅動型波動及人工智能週期，持續支持期權相關策略的吸引力。隨着利率趨於穩定，投資應聚焦於短年期固定息票票據（FCN）、籃子結構及保本方案，並善用波動上升時作為入市時機。

私募股權

我們預期2026年科技及人工智能領域的監管環境仍然有利，但地緣政治及估值風險意味投資需更具選擇性。在美國，我們專注於早期、資本效率高、並具清晰規模化路徑的人工智能垂直領域；在中國，則偏好後期及上市前投資，以應對政策不確定性。台灣在半導體及供應鏈相關投資方面仍具吸引力，並提供較理想的退出渠道。風險管理重點在於估值紀律、投資階段選擇及流動性管理。

數字資產

2025年標誌着加密資產邁向機構化採納的重要轉折點，ETF資金流入創新高、數字資產儲備持續上升，穩定幣亦逐步成為鏈上金融的核心基礎。展望2026年，我們預期隨着人工智能融合、真實世界資產代幣化，以及對可編程、全天候金融基建需求增加，市場將出現輪動並提升配置水平。比特幣仍是此投資主題的核心，並受惠於流動性趨勢、貨幣貶值因素，以及其作為人工智能貨幣層的角色。

宏觀展望

利率、收益與資本保值

貨幣政策仍對市場構成關鍵影響，但其作用正逐步轉變。隨着政策利率見頂，減息周期進入較成熟階段，再投資風險開始浮現。高評級固定收益資產重新在投資組合中發揮重要作用，兼具收益與穩定功能。於收益曲線中段鎖定利率，有助減低未來利率波動帶來的影響；惟在周期現階段，對信貸質素較低的資產仍需保持審慎。

美國：經濟具韌性，惟市場集中度偏高

受創新活動及內需支持，美國經濟持續展現一定韌性。然而，股市升勢高度集中於少數大型企業，情況已屬不尋常。儘管大型科技股的基本面仍然穩健，市場集中風險亦隨之上升。隨着金融環境逐步趨穩，預期市場領導地位有機會擴散，從而帶來更多投資機會。在此情況下，較靈活的資產配置策略，將有利於具備穩健資產負債表、可持續現金流，以及能將創新轉化為實體經濟生產力的企業。

中國與香港：估值與政策成為中長線因素

中國及香港市場踏入2026年時，整體市場預期仍然偏低。即使政策層面持續着力於經濟穩定及長遠戰略方向，相關資產估值仍反映市場高度審慎，甚至偏向悲觀。對具中長線視野的投資者而言，審慎配置於與政策方向一致的增長板塊，以及具穩定派息能力的優質企業，有助提供具吸引力的風險回報比，同時提升全球投資組合的分散效果。在全球增長高度不均的環境下，估值支持配合政策取向，有助增強投資組合的持久性。

人工智能：價值創造進入應用導向階段

人工智能仍屬具結構性意義的長期主題，但相關投資機遇正逐步轉變。以基建及算力為主導的初期投資階段已趨成熟，價值創造正逐步轉向能實際提升營運效率及決策質素的應用層面。此一轉變意味投資取向需更為審慎，偏好能將科技有效整合至既有業務模式的企業，而非持續依賴高資本投入的公司。

高度分化環境下的投資組合建構

在一個由市場分化及地緣政治複雜性主導的環境中，投資組合建構的重要性不亞於個別資產選擇。結構性分散配置——包括配置於黃金等實物資產，以及具選擇性的數字資產——在提升投資組合抗逆能力方面具策略性意義。相關配置宜視為長期互補元素，在追求選擇性增長的同時，支撐資本保值。

宏觀展望

整體而言，我們的投資策略仍以長期基本因素為依歸，並因應宏觀環境的變化作出調整。短期不確定性或將持續，但透過有紀律地配置於優質收益資產、精選增長主題及結構性分散投資，投資組合可望在未來數年維持較高的穩定性與韌性。

踏入2026年，全球投資格局正由過去數年以流動性主導、普遍反彈的環境，轉向更講求選擇性及差異化的市場階段。全球經濟增長逐步回歸趨勢水平，主要央行的貨幣政策亦接近中性取向。在此背景下，投資回報將較難再單靠Beta推動，而更取決於跨地區、行業及資產類別的審慎配置。

本階段最顯著的特點在於市場分化加劇。不同經濟體的增長表現、政策回應及資產回報愈趨不均，突顯在投資組合建構上，資產質素、抗逆能力及長線結構性定位的重要性。有見及此，我們繼續以「4D」作為核心投資框架——多元化、防守性、持久性及靈活性——以應對不確定性，同時捕捉中長期機遇。

“

踏入2026年，全球投資格局正由過去數年以流動性主導、普遍反彈的環境，轉向更講求選擇性及差異化的市場階段。有見及此，我們繼續以「4D」作為核心投資框架——多元化、防守性、持久性及靈活性——以應對不確定性，同時捕捉中長期機遇。

”



曹偉超先生
副行政總裁

資產配置

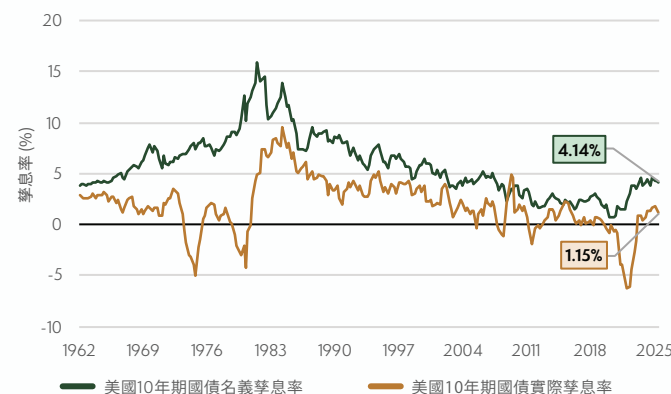
邁向2026年的投資環境，正逐步被一系列結構性轉變所塑造，而這些轉變亦開始在市場層面產生更清晰、可感知的影響。各國央行正接近減息週期的尾聲，並逐步引導利率回到一個既不過度刺激、亦不致拖累經濟增長的中性水平。人工智能 (AI, Artificial Intelligence) 亦正從早期密集投資與基礎建設階段，邁向商業化落地與實際應用，並在多個產業中展現實質效益。與此同時，地緣政治因素與供應鏈韌性考量，正重新塑造全球貿易格局，改變資金流向與產業布局。這些結構性變化，正在重塑不同資產的表現方式、資產之間的互動關係，亦促使投資者重新審視傳統投資組合的建構邏輯。當前並非推翻既有投資框架的時刻，但卻是一個需要更高判斷力與更精細配置思維的階段。在此背景下，投資策略必須更審慎地管理風險，並更有意識地運用分散配置。以「守護」資本為核心，而非追逐過度回報；以「信念」作出配置決策，而非陷入自滿與慣性思維。

1. 利率邁向中性水平

展望2026年，其中一項最顯著的變化，是利率環境正逐步邁向較為中性的區間。實質收益率或會略為回落，但重返疫情前超低利率時代的可能性並不高。當前利率水平已高至足以影響資產估值與資本配置決策，卻未至於對經濟增長構成實質性壓力。同時，通脹走勢與勞動市場的韌性，仍是左右利率預期的重要變數，亦可能持續引發市場波動。在此背景下，過往股票與債券之間的平衡關係，已不如以往穩定。債券依然在投資組合中具備分散風險的功能，但投資者需要調整對回報的預期，並更加關注存續期 (Duration)、信貸質素，以及流動性等關鍵因素，以提升整體組合的穩定性與抗風險能力。

同時，政府債務水平上升，加上期限溢價可能走高，顯示收益率曲線或將逐步趨於陡峭，這亦可能令中期年期成為承擔存續期風險時較具吸引力的區段。在私募信貸市場方面，市場上的可投放資金仍然充裕，但交易量並未同步增加。這種失衡令優質交易更難尋覓，部分領域亦因基金競相部署資金，而出現承銷標準放寬的情況。整體而言，投資機會仍然存在，但交易質素的差異明顯擴大。因此，資金部署相較以往需要更多耐性、更嚴謹的篩選能力，以及更強的風險控制，以確保投資質素與下行保護。

美國10年期國債名義孳息率與實際孳息率

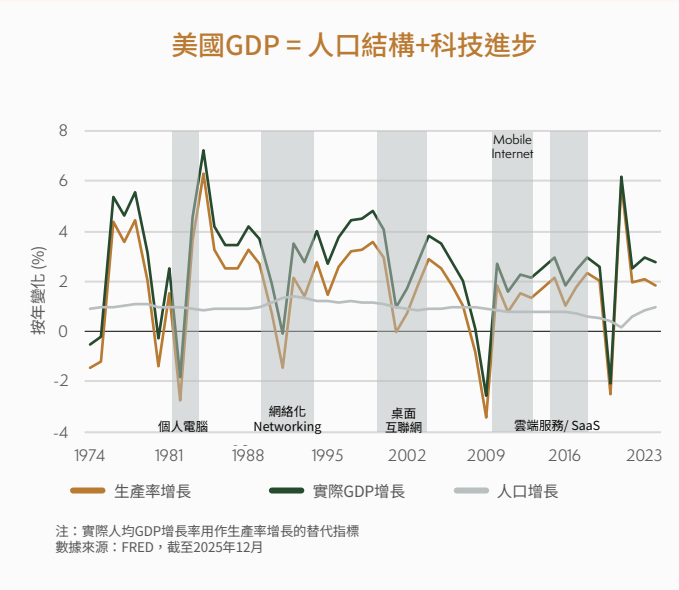


來源：彭博有限合夥企業，截至2025年12月

資產配置

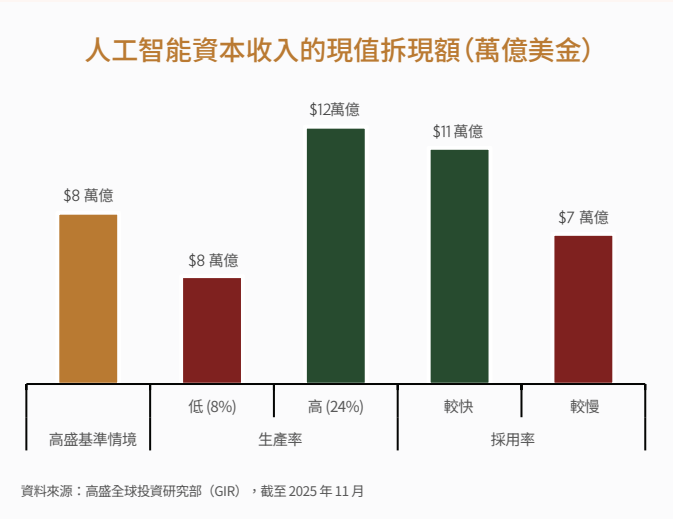
2. 人工智能·科技及更廣泛的影響

美國經濟增長大致可歸因於兩項結構性動力：人口結構，以及由科技帶動的生產力提升。過去十年間，人口增長放緩，勞動力擴張所能提供的支撐逐步減弱。然而，儘管面對人口結構帶來的逆風，美國經濟仍能維持約2%的相對穩定增長步伐。



從歷史經驗來看，生產力的提升往往是以一個個明確的科技周期出現，而非從「個人電腦、網絡、互聯網、流動裝置到雲端運算」的平順線性演進。每一波科技浪潮，皆伴隨著前期大量投資、市場對回報的初期質疑，以及最終帶來廣泛的生產力提升。

我們認為，生成式人工智能正是這一長期科技周期的下一個階段。儘管短期市場討論集中於估值、資本開支以及對勞動力的替代影響，但從中長期角度來看，其影響與過往科技周期一致：人工智能具備顯著提升生產力的潛力，讓經濟即使在不利的口口結構下，仍能維持增長。在此背景下，人工智能依然是推動美國經濟中長期增長的關鍵動力之一。



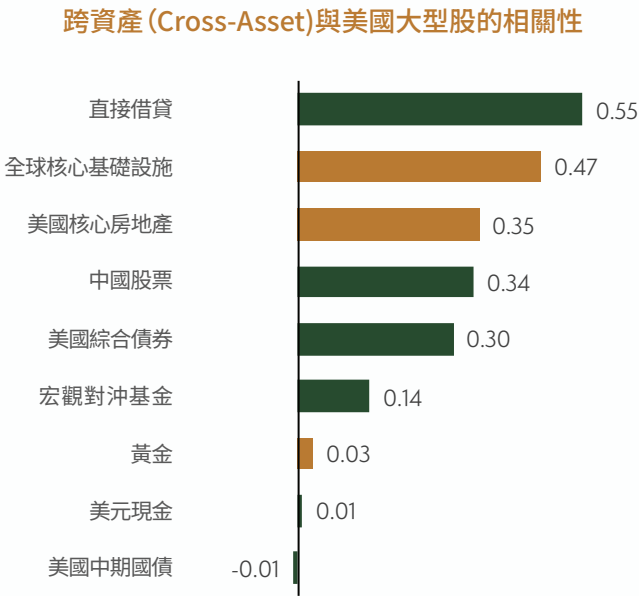
與人工智能相關的投資規模仍然龐大，預計相關支出於2025年約為3,600億美元，並於2026年進一步升至約4,200億美元。當前投資上的關鍵問題，在於哪些企業能夠將持續的資本開支，轉化為可持續的利潤率與穩定的現金流。由於相關收益不太可能平均分配，市場領導地位仍然高度集中於少數大型科技企業，這不僅提高了執行風險，亦進一步突顯在投資配置上有必要超越美國股票市場，進行更廣泛的分散部署。

資產配置

2. 人工智能、科技及更廣泛的影響 (續)

在此背景下，實體資產仍然扮演重要角色。相較於美國股票，實體資產屬於相關性最低的資產類別之一，而隨著人工智能對其所依賴的實體基礎設施帶來更大壓力，其投資價值亦日益凸顯。電力系統、冷卻設備以及網絡容量正逐步逼近結構性上限，未來數年仍需持續投入大量資本以作擴建與升級。黃金同樣是有效的分散配置工具。實質收益率趨於回落，加上各國央行基於對財政可持續性的關注而持續增加外匯儲備，為黃金需求提供了持續支撐。

私募股權亦有利於把握人工智能超級周期的下一階段。機械人、製造、物流及醫療等領域的應用，普遍具備高資本投入及較長發展周期的特性，使私募市場成為參與相關投資機遇的自然平台。

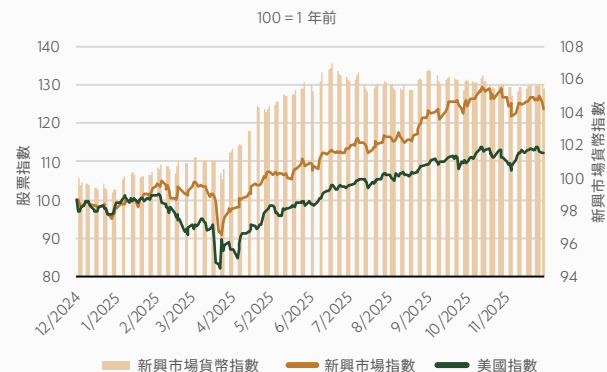


備註： ■ 實物資產
資料來源：摩根大通資產管理公司，截至2025年11月

資產配置

3. 全球貿易格局重塑

MSCI 新興市場貨幣指數vs新興市場股票vs美國股票



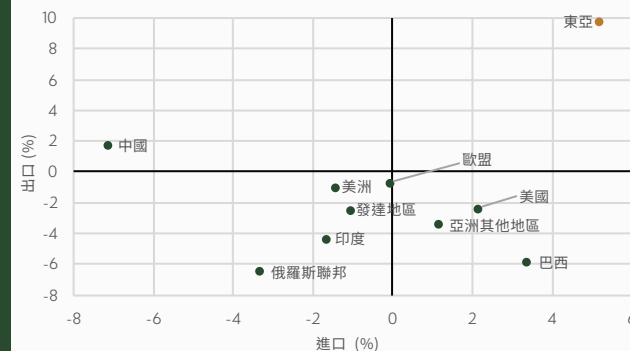
資料來源：彭博有限合夥公司，截至2025年12月

第三個主題是全球貿易格局持續重塑。在地緣政治緊張局勢、政策轉向以及風險偏好變化的共同影響下，貨品的生產方式與生產地正加速出現結構性調整。美國關稅措施，以及更廣泛的「脫鉤」(decoupling)、「去風險化」(derisking)、「回流生產」(reshoring)、「近岸外包」(nearshoring)及「友岸外包」(friendshoring)趨勢，正促使企業重新審視其全球供應鏈布局。愈來愈多企業正降低對單一國家的依賴，以提升整體供應鏈韌性。儘管相關經濟邏輯清晰，但其對投資的影響卻並非平均分布。部分地區或可受惠於產能擴張及資本流入增加，而其他地區則可能面臨利潤受壓、成本上升，或較長時間的不確定性。

值得注意的是，近期市場表現顯示，這一主題更多是透過企業基本面反映出來，而不僅僅是貨幣重新定價。從圖表所示，新興市場貨幣在初期出現反彈後，走勢已趨於穩定，然而新興市場股票則持續表現良好。這種分歧顯示，全球貿易重塑的影響，正透過企業盈利增長、訂單能見度以及投資周期被市場重新定價，而非依賴持續的匯率升值。換言之，供應鏈重新布局所帶來的影響，更體現在哪些企業或地區能夠掌握產量與定價能力，而非反映在整體貨幣走勢之上。

東亞將引領2025年貿易增長

與全球平均水平的百分點差異（2025年1月至2025年9月）



資料來源：聯合國貿易與發展組織，截至2025年12月

在此背景下，日本因其具備相對具吸引力的風險調整後投資機會而顯得尤為突出。日本在關鍵工業投入品方面具備重要地位，亦是高精密機械的主要供應者，因而有望受惠於供應鏈多元化的長期趨勢。相較之下，中國、香港及部分新興亞洲市場，因政策及市場情緒持續波動，或需要採取更具選擇性的配置策略。在亞洲市場內，我們傾向偏好在全球供應鏈中扮演關鍵且難以替代角色的企業。涉及半導體、精密零組件、工業自動化及專業製造的公司，普遍更有能力受惠於生產布局長期轉移的結構性趨勢，即使整體宏觀環境仍然不均衡。

資產配置

整體而言，利率結構逐步回歸中性、人工智能周期進入更具選擇性的階段，以及全球貿易格局的重塑，均指向一個需要更審慎、更具選擇性的風險承擔環境。由於區內波動加劇及資本流向不均，亞洲整體配置的表現或將呈現更大分化。相較以往，單純承擔廣泛市場風險 (beta) 的投資策略，其可靠性或有所下降；然而，對於優先配置具備穩定現金流、與美國股票相關性較低，且能清晰受惠於長期結構性趨勢的資產，市場仍然存在投資機遇。一個具紀律 (disciplined)、分散配置的多元資產策略，仍然適合應對當前環境，在平衡風險的同時，把握公開市場與私募市場的投資機會。美國市場依然是投資組合的核心，但長期增長愈來愈取決於配置上的靈活性與選擇性。多元化分散投資的精髓並非在於持有更多資產，而在於持有真正重要的資產。

“

一個具紀律 (disciplined)、分散配置的多元資產策略，仍然適合應對當前環境，在平衡風險的同時，把握公開市場與私募市場的投資機會。

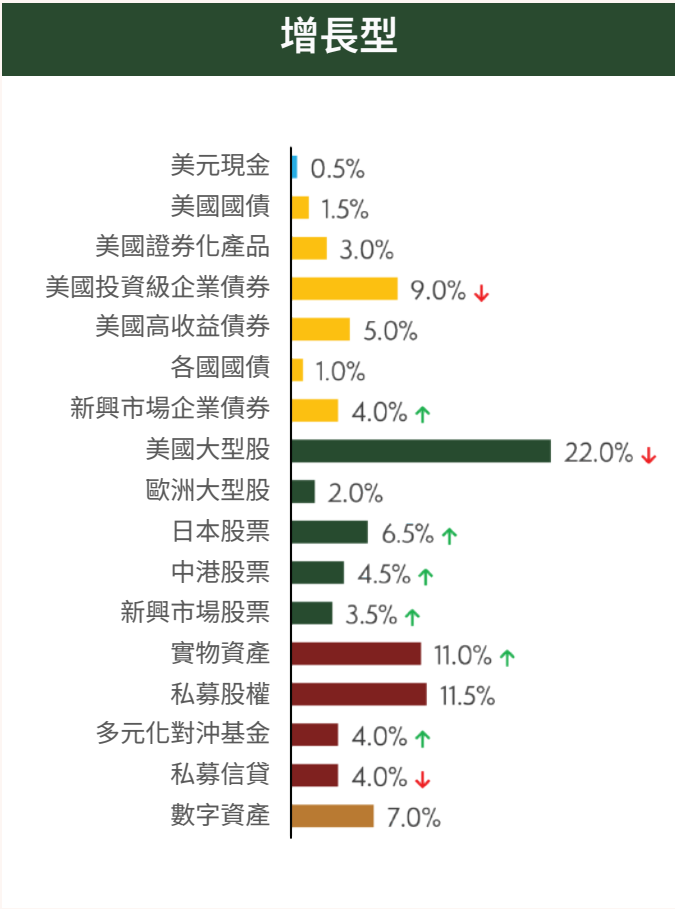
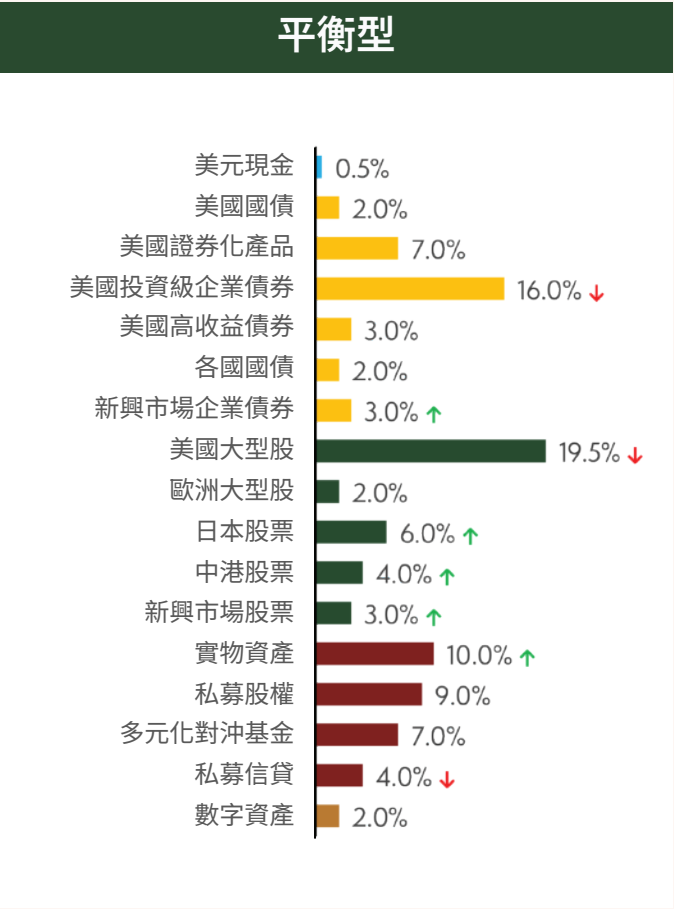
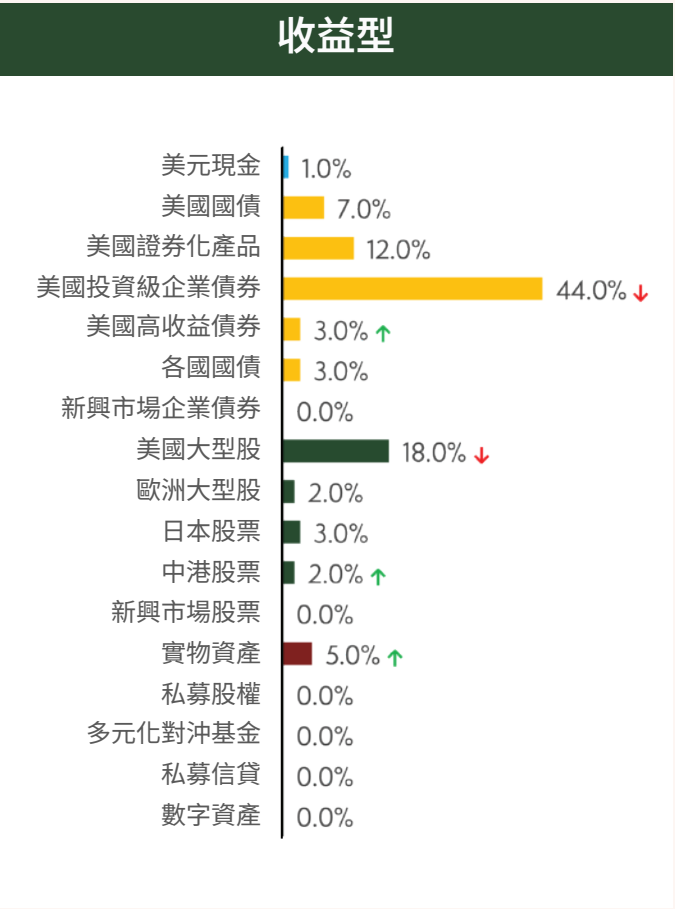
”



柯文耀先生
投資顧問主管

資產配置

2026年策略性資產配置



資料來源：萬方家族辦公室

固定收益

我們預計明年全球經濟增長將保持穩健，接近潛在增長水平。勞動市場預期仍然緊張，全球商品價格的上行壓力亦料將持續，當中以美國市場最為明顯。整體而言，全球核心通脹率預期將維持於約3%的年化水平。

儘管貿易政策相關的市場雜音正逐步消退，美國制度獨立性及財政可持續性方面仍存在一定不確定性。倘若聯儲局理事會成員組成出現進一步變化，並提高利率大幅超出預期下調的可能性，則或增加政策判斷失誤的風險，並導致通脹預期失去錨定 (de-anchoring)。在財政方面，美國約6%的財政赤字正逐步成為常態，而美國財政部在融資上愈來愈依賴短期債券，同時投資者需求結構亦正轉向對價格更為敏感的投資者群體。在此背景下，美國國債收益率或將自現有水平上升，收益率曲線亦有可能重新趨於陡峭。

在宏觀環境支持下，信貸市場所面臨的潛在負面催化因素較過去一年減少。在全球經濟維持合理增長、信貸指標接近歷史最佳水平，以及違約率預期低於長期平均的情況下，信貸息差或將維持於歷史性偏窄的水平，市場亦可能處於低分化狀態。預期企業整體信貸指標持續改善的趨勢將延續，無論投資級或高收益發行人，其淨槓桿比率均有望下降，而利息覆蓋率則持續上升。鑑於核心政府債券收益率的風險偏向上行，來自利率下行所帶動的總回報動力或將減弱。在此環境下，票息收入 (carry) 預期將成為回報的主要來源，而個別具特殊因素的投資機會，仍有望帶來額外收益。下行風險則較可能以發行人層面的形式出現，特別是涉及人工智能相關的大規模融資，以及併購活動帶動的槓桿上升。

固定收益

就新興市場信貸而言，2026年的基調預期將以延續性為主，並有利於市場波動性維持於較低水平。貿易戰逐漸演變為一項持續存在、但非主導性的風險，而新興市場的基本面整體而言並未出現實質性削弱。市場關注點將轉向對私募信貸的更嚴格審視。儘管這主要屬於美國市場的議題，而非新興市場的核心問題，但相關風險仍可能對新興市場信貸產生重要影響，關鍵在於這些問題會否局限於特定行業，抑或演變成更廣泛的市場傳染效應。

中國經濟增長出現放緩，可能至少部分源於去年下半年政策支持相對減弱，而非新的經濟衝擊所致。預期官方將於未來數月推出培育及提振消費的相關措施，為實現政府訂下的2026年「約5%」經濟增長目標鋪路。在房地產行業方面，隨着住宅價格及新房銷售同時下跌，發展商再次面臨流動性壓力，而銀行亦增加止贖行動，進一步提高推出更多房地產寬鬆措施的可能性。

“

我們預計明年全球經濟增長將保持穩健，接近潛在增長水平。勞動市場預期仍然緊張，全球商品價格的上行壓力亦料將持續，當中以美國市場最為明顯。整體而言，全球核心通脹率預期將維持於約3%的年化水平。

”



曹偉超先生
固定收益

上市股票

在全球經濟呈現溫和但不均衡增長、以及整體貨幣政策仍偏寬鬆的環境下，2026年全球股票市場有望迎來相對建設性的投資背景。然而，各國政策取向分歧、地緣政治摩擦，以及主要市場之間不同的產業結構，將共同塑造未來回報表現。在此多變格局下，我們對全球股票維持正面看法，並持續偏好美國市場；同時，亦關注中國/香港市場中具選擇性的投資機會，相關領域受惠於政策取向趨於一致，以及創新趨勢所帶來的結構性優勢。

市場領導地位預期將由早期高度集中於美國大型人工智能相關企業，逐步擴散至更多行業及地區。投資者應預期2026年將是一個由企業盈利表現分化、選擇性增長，以及對估值變化更為敏感所主導的一年，尤其是在市場預期已顯著上調的地區。

美國

展望2026年，美國股票市場的前景主要建基於具韌性的企業盈利、與人工智能相關的強勁資本開支，以及相對支持性的財政環境。聯儲局將於2026年5月迎來新一任主席，相關過渡或為政策走向帶來一定不確定性；然而，隨着通脹趨於溫和，整體政策方向仍然指向循序漸進的寬鬆。此外，One Big Beautiful Bill Act (OBBBA，《大而美法案》) 所帶來的額外財政刺激，預期將進一步鞏固投資活動，尤其有利於實體及數碼基礎設施相關領域。

由人工智能驅動的資本開支周期，仍然是企業盈利增長的核心引擎。預期超大型科技企業 (Hyperscalers) 於2026年的支出將再次上升，並持續帶動半導體、數據中心、電力基建及工業自動化等相關領域的需求。儘管2025年市場升勢主要由少數大型科技企業所帶動，我們預期隨着基礎設施需求及應用加速，人工智能價值鏈上的受惠範圍將逐步擴大，涵蓋公用事業、工業及金融等行業。

消費表現仍是影響市場的重要變數。中等收入家庭正承受必需品通脹帶來的壓力，而高收入群體的消費力雖然仍然穩健，卻與資產價格表現高度相關。這種分化導致整體消費增長趨於溫和且不平衡，亦進一步提高企業盈利修正及自下而上選股的重要性。

上市股票

中國/香港

踏入2026年，中國及香港股票市場仍需應對一系列熟悉的結構性壓力，包括房地產行業疲弱、家庭信心偏低，以及持續的通縮壓力。儘管當局已加大財政、貨幣及監管層面的支持力度，整體經濟走勢仍然不均衡。一個明顯的「雙軌經濟」格局已逐步形成：與傳統房地產相關的行業依然低迷，而新興戰略產業——如人工智能、高端製造、新能源汽車，以及消費科技平台——則持續展現較強的增長動能。

中國的政策方向已於第四次中央全會及即將出台的「十五五」規劃（2026–2030）中進一步明確，重點放在科技自主、以創新推動生產力提升，以及高質量發展。「反內捲」相關措施旨在改善行業紀律，支持上游定價能力，並穩定利潤率。與此同時，透過打造萬億元級消費產業等方式提振內需的政策，或可逐步為需求帶來支撐，但受制於結構性因素，全面復甦仍存在限制。

儘管宏觀環境偏弱，中國的數字經濟及人工智能生態系統仍持續快速擴展。值得注意的是，科技板塊的盈利預期維持穩定，而估值相較全球同業明顯具吸引力。隨着投資者愈來愈尋求分散配置、降低對美國科技股高估值的依賴，這為具選擇性的價值型投資創造了有利條件。

鑑於經濟不確定性仍然存在，在更明確的內部穩定跡象出現之前，採取「啞鈴式」策略，在結構性創新與高質量收益資產之間取得平衡，仍屬審慎之舉。

“

在此多變格局下，我們對全球股票維持正面看法，並持續偏好美國市場；同時，亦關注中國/香港市場中具選擇性的投資機會，相關領域受惠於政策取向趨於一致，以及創新趨勢所帶來的結構性優勢。

”



盧業展先生
股票投資主管

結構性投資

2025年，美國及香港市場的波動性均高於預期，且更受事件驅動。美國市場方面，4月初有關關稅及地緣政治的消息引發波動急升，VIX指數一度突破50，其後隨着市場情緒回穩而回落。香港市場同樣出現明顯反彈，恒生指數一度重返 27,000點水平。VHSI亦於4月升至約47，較年初水平增加逾一倍，其後隨着市場環境改善而趨於穩定。

對2026年而言，關鍵並非短暫的波動高峰，而是波動模式的轉變。市場波動正愈來愈集中於關鍵事件、貿易發展，以及與人工智能相關的投資周期，這使隱含波動率持續高於2023及2024年的水平，並繼續支撐對期權掛鉤策略的需求。

美國股票市場的領導地位仍然高度集中，「科技七雄 (Magnificent7)」約佔納斯達克 100 指數市值的六成，其盈利周期持續對整體指數走向產生關鍵影響，亦加劇了對這類股票配置比重較高的投資者所面臨的集中風險。因此，在2026年採取更為均衡的策略，透過有選擇性的獲利了結，並重新部署至既能保留上行潛力、同時提升下行保護的結構性產品，將屬較為審慎的做法。

固定票息票據 (Fixed Coupon Notes, FCNs) 或會是希望在承擔股票敞口的同時提升投資韌性的投資者所偏好的工具。由於宏觀不確定性及行業領導地位轉換，隱含波動率仍處於較高水平，為期權掛鉤產品提供具吸引力的票息條件，尤其適用於流動性較高的標的，如美國科技、半導體，以及部分亞洲科技或電動車主題。我們持續偏好兩至六個月的期限安排，有助把握波動回升的機會，並讓投資者更頻密地調整配置。鑑於2025年市場曾出現快速反轉，較低的敲出水平亦仍屬合適。相較單一股票，採用較低障礙水平的籃子型結構，有助降低對個別公司的依賴，這在科技及人工智能板塊內部分化顯著的情況下尤為重要。

結構性投資

對於持有相對不利倉位、但仍希望參與進一步上行空間，同時管理下行風險的投資者而言，Bonus Enhanced Notes (BENs) 及 Digital Coupon Notes (DCNs) 或可能提供替代方案。DCNs提供簡單的固定票息，而BENs則可在固定回報與標的資產籃子正回報之間，提供較高者作為最終收益。當投資者對相關主題仍具信心，但不希望透過直接持有股票重新進場時，這類結構性產品可發揮良好效果。

就保本型及其他非流動性結構而言，2026年標誌着減息周期進入後段。大部分預測認為，在政策利率穩定於約3%初段水平之前，進一步減息空間有限。隨着存款利率回落，市場對保本型方案的需求有所上升，客戶正尋求穩定且具吸引力的方式部署現金。2026年初為鎖定長期收益提供了具意義的時點，趁較低利率尚未完全反映於產品條款之中。資本保護型結構在此階段仍具優勢，在實質利率仍為正的情況下，提供具期限的穩定收益。我們認為三至五年的期限區間最具效率，對於希望延長存續期的投資者，亦可選擇性配置較長年期。

整體而言，2026年的結構性投資預期將繼續受惠於階段性波動、美國科技股的集中領導地位，以及仍具合理票息收益的利率環境。在期限安排上保持靈活、分散標的資產配置，並於波動上升時把握入市機會，將仍然是同時適用於追求收益及參與上行策略的有效做法。

“

2026年的重點，在於以紀律性地 (discipline) 把握上行機會——善用市場波動創造收益，同時強化下行風險的緩衝能力。

”



Julien GRUNEBAUM 先生
結構性產品主管

私募股權

2025年回顧

萬方家族辦公室的私募投資組合於2025年錄得穩健表現，主要受惠於科技及人工智能 (AI) 相關投資的強勁升幅。我們於Anthropic (估值約3,500億美元，年初至今每股價格上升4.8倍)、xAI (估值約2,300億美元，年初至今上升2.7倍)、Appteronik (估值約50億美元，年初至今上升2.8倍) 及SpaceX (估值約8,000億美元，年初至今上升約2倍) 的持倉持續跑贏市場。

除進行4項後續投資 (follow-on investments) 外，我們亦進一步分散配置，投資於美國機械人公司Appteronik，透過Anduril Industries參與國防科技領域，並參與一項美國AI數據中心的一項投資。

在全權委託客戶投資組合方面，表現尤為出色，錄得淨內部回報率 (IRR) **70%** 及資本分派倍數 (DPI) **81%**。於整體投資組合中，台積電相關投資Whalechip及全球保險科技公司Bolttech的年初至今收入均錄得強勁增長，並正分別推進於台灣及美國上市的進程。

2026年展望

我們預期，在美國及中國市場，**科技及人工智能**相關重點領域的監管環境將持續保持相對有利。然而，地緣政治緊張局勢及經濟去耦合的趨勢，仍將是投資過程中需要重點考量的因素。

在**美國市場**方面，鑑於私募市場估值仍處於高位，我們偏好**早期階段**的投資機會，以避免過高的入場估值。人工智能的應用持續展現強勁動能，降低了需求端的不確定性；但同時，我們亦對美國科技企業激進的資本開支計劃保持審慎，因其可能引發「高估值或高資本開支泡沫」的風險。我們偏好的投資垂直領域包括具備**高進入門檻**的板塊，如**數據、算力、半導體**，以及**醫療健康領域的人工智能應用**。我們特別重視具備資本效率高的商業模式，且能清晰展現規模化發展路徑的企業。在退出環境方面，美國市場在科技相關併購及首次公開招股 (IPO) 活動保持健康動能的支持下，整體前景仍然具建設性。我們將持續積極監察美國投資組合的表現，並留意具特殊情況的投資機會。

在**中國市場**，由於政策採取自上而下的推動模式，帶來一定的政策不確定性及早期融資風險，我們採取相對相反的策略，專注於**後期及上市前 (pre-IPO) 投資機會**。儘管受本土競爭激烈影響，人工智能的變現能力及盈利能力較美國同業為慢，我們仍預期**人工智能應用、算力及相關基礎設施**將受惠於持續增長的需求，以及逐步開啟的上市窗口。當估值及回報潛力具吸引力時，我們亦可能有選擇性地擴大在消費及醫療健康領域的上市前投資配置。

在**台灣**方面，雖然私募投資機會仍然有限，但台灣的半導體產業及相關供應鏈持續受惠於美國人工智能需求的強勁增長，以及包括機械人及國防科技在內的供應鏈多元化趨勢。台灣具吸引力的入場估值，以及流動性充裕的公開市場，為投資提供了有利的退出途徑。

私募股權

風險與應對

在美國市場，高估值仍是主要風險因素之一，我們透過審慎評估入場估值，並聚焦於早期階段投資機會以作應對。在中國市場方面，則透過專注於後期及上市前 (pre-IPO) 階段、具備較高可見度的項目，以降低政策及流動性相關風險。

地緣政治風險依然是科技投資中的重要考量因素；就私募投資而言，我們對當前科技周期 (包括人工智能) 保持審慎樂觀的態度。

流動性仍然是私募股權資產類別的核心風險，我們透過重點關注退出安排 (包括部分退出)、交易結構設計，以及維持穩健的資本分派倍數 (DPI)，以有效管理相關風險。

“

我們預期，在美國及中國市場，科技及人工智能相關重點領域的監管環境將持續保持相對有利。然而，地緣政治緊張局勢及經濟去耦合的趨勢，仍將是投資過程中需要重點考量的因素。

”

黃雁青女士，CFA
私募投資主管



數字資產

Avengers來臨: 加密貨幣與數字資產

踏入2026年，加密貨幣已不再只是投機市場的邊緣資產，而是逐步發展為一個成熟的金融資產及系統，站在全球流動性擴張、貨幣貶值、監管逐步清晰，以及人工智能崛起的交匯點上。

2025年雖然經歷市場大幅波動及去槓桿化，考驗投資者信心，但同時亦為下一階段的普及應用奠定基礎，包括：透過 ETF 及數字資產金庫帶動的機構資金流入、穩定幣使用加速、法定貨幣購買力下滑的跡象日益明顯，以及「代理式金融 (Agentic Finance)」開始浮現。

對資產持有人而言，關鍵問題不再是「是否配置加密資產」，而是「應配置多少，才能把握新金融範式重新定價的機遇」。

「加密資產不只是對未來的投資配置，而是未來金融的基礎設施。」

市場波動：由亢奮走向重整

2025年10月初，比特幣在兩星期內急升15%，創下**每枚12.6萬美元**的歷史新高。

兩日後，市場迎來「10•10事件」。10月10日，比特幣單日急挫12%，**主要交易所合共出現190億美元強制平倉**，創下加密市場歷來最大規模去槓桿紀錄，亦正式揭開 **2025年第四季調整序幕**。

其後，加密市場「恐慌與貪婪指數」進入近三年來最長的「恐慌區間」，歷時接近三個月，直至 2026年1月4日才回穩至「中性區」。



來源: CoinMarketCap, 截至 2026 年 1 月 12 日

回顧過去2.5年，指數曾三次由長期恐慌轉為中性，均成為重要轉捩點：

1. 2024年10月12日
2. 2025年4月23日
3. 2026年1月4日

歷史顯示，每次轉向後，市場均出現明顯反彈：第一次兩個月內升70%；第二次升30%。若歷史重演，2026年首季比特幣升幅達40%，將可重返三個月前的歷史高位。

數字資產

回顧2025，部署2026

1. 資金流向明確：流動性持續湧入

2025年，合共超過**320億美元**法幣流入比特幣、以太幣及 Solana ETF。年中，**比特幣市值一度躋身全球第五大資產**¹，僅次於黃金、Nvidia、Microsoft及Apple。

目前比特幣市值排名**第八**，略低於白銀、Alphabet及Amazon。我們維持原有判斷，比特幣長遠有望成為**僅次於黃金的第二大資產**。若要在現有估值下超越Nvidia，比特幣價格需升至約**23.5萬美元**，即較現水平上升約**2.5倍**，**並非不可能於2026年內實現**。

背後反映的是更深層次的結構轉變。現行金融體系受制於舊有基建、監管慣性及批次結算模式，已難以配合**AI**及即時經濟的需求。金融體系需要「翻新」，而加密貨幣並非輔助角色，而是**具備取代性的基建層**。

過去被視為傳統金融「禁區」的加密市場，自2023年起正式進入機構接納階段。在**監管氣氛轉向友善**、特別是在美國政策立場轉變下，市場透明度提高，操縱空間收窄，亦促使機構、甚至主權層面開始建立數字資產儲備。

目前，非主權機構持有的數字資產儲備估計已達**1,500億美元**，當中以比特幣為主，並預期2026年將繼續上升。

2. 貨幣供應的訊號：歷史一再驗證

過去十年，全球M2貨幣供應與比特幣價格呈現明顯正相關，**並存在穩定的「領先—滯後」關係**。

- 2016年1月：全球M2約63萬億美元，比特幣約400美元²
- 2026年1月：全球M2約115萬億美元，比特幣約9萬美元³

2025年內亦曾短暫背馳，但最終均出現修復。例如一月至二月，M2上升3%，比特幣卻由104,000美元下跌15%至88,000美元，而在三個月後的五月反彈26%至111,000美元。

2025年10月出現類似模式：M2貨幣供應量微幅增長，而比特幣市值卻蒸發了18%。根據這十年來的關聯性，統計上比特幣在2026年第一季實現25%的回升幅度是可行的。

來源：

1. Cointelegraph, <https://cointelegraph.com/explained/bitcoin-is-now-bigger-than-amazon-heres-how-it-became-a-top-5-asset>
- 2 & 3. BGeometrics, https://charts.bgeometrics.com/m2_global.html

數字資產

3. 去美元化與貨幣貶值：貴金屬先行

2025年，美元貶值**9.4%**，而比特幣下跌**5.9%**——表面上似乎削弱了「貨幣貶值」的敘事；但同年黃金與白銀分別大升**60%**及**140%**。

我們的解讀並非市場否定加密資產，而是資產輪動的**先後次序**。

歷史上，當市場對法幣的信心開始動搖時，黃金與白銀往往率先上升；其後才輪到比特幣，而且走勢更具槓桿效應。以黃金計價，比特幣價格由2024年12月的**40安士**，下跌至2026年1月的20安士，創下近年最具吸引力的相對價值入市時機之一。

在黃金供應**按年增加約1-3%**，而比特幣正逐步接近最終供應上限的情況下，資金由**實體黃金轉向「數字黃金」**的吸引力正不斷上升。

機構投資者的行為亦支持此觀點。於2025年第三季，**哈佛大學捐贈基金向貝萊德 (Black-Rock) 的比特幣信託基金IBIT配置4.43億美元**，相關投資規模較其黃金持倉大逾一倍。

4. 新一代金融基建：穩定幣正在發力

穩定幣已悄然成**數字金融的結算層**。

2025年，穩定幣市值增長近50%，達至3,000億美元；其交易量更超越Visa與Master-card的總和，突顯穩定幣作為鏈上支付及價值轉移核心基建的角色。

美國的「GENIUS Act」進一步加快機構採用步伐，並正式確立穩定幣作為受監管的金融工具。除支付用途外，穩定幣亦代表**可隨時動用的流動性**——一股正在等待市場信心回歸、重新輪動至加密資產的「乾火藥」。

5. 無可避免的趨勢：代理式金融即將到來

毫無疑問，金融的未來將是「**代理式 (Agentic)**」的。

隨着AI由資訊蒐集及決策輔助工具，進化為具備自主行動能力的經濟代理人，傳統金融體系——節奏緩慢、過度集中且高度碎片化——正變得愈來愈不合時宜。AI代理人需要的是可編程、具全球互通性、以及全天候 (24/7/365) 運作的資本系統，而現有的傳統金融架構無法滿足這些要求。**加密貨幣是唯一為此角色而設計的金融體系**。

配置加密資產，等同投資於：

- AI的貨幣層
- AI驅動經濟的結算軌道
- 自主價值創造的基礎設施

代理式金融的一個關鍵支柱，將是現實世界資產 (RWA) 的指數級代幣化——包括股票、債券、基金、房地產、大宗商品及私人信貸。代幣化並非單純的效率提升，而是一次基礎設施層面的全面替代。一旦資產完成代幣化，便無法再依賴傳統法定貨幣系統進行轉移與結算；正是在這一刻，加密貨幣變得不可或缺。

法幣就如菲林相機——實體化、速度慢，且依賴舊有基建。

加密貨幣則如手機相機——即時、可編程、可擴展，並原生於現代系統之中。

2025年，是波動、整合與準備之年。

數字資產

2026年，將是資金輪動與加大配置之年。

加密資產不再只是實驗——它正逐步成為AI新時代的金融底層結構。等待「完全確定」的投資者，將在重新定價後才入場；而現在作出配置的人，則已站在浪潮之前。

金融的未來是代理式的。

軌道正在鋪設。

投資，應順勢而行。

與 Avengers 並肩而立。

“

金融的未來是代理式的。加密資產不僅是面向未來的配置選擇，更是支撐未來金融體系的基礎設施。2026年，將成為資產輪動加速、配置逐步提升的一年。

”

重要資訊與免責聲明

一般聲明

本文件內容不得以任何形式或方式，全部或部分複製或進一步分發給任何個人或實體，無論出於任何目的。所有未經授權的複製或使用將由用戶自行承擔責任，並可能導致法律訴訟。

本文件包含基於公開可得資訊的材料。雖然已盡合理努力確保文件中資訊的準確性與客觀性，Raffles Family Office Pte. Ltd.、Raffles Assets Management (HK) Co. Limited及其作者（統稱為「發行人」）對該等資訊（包括任何提及的估值）的準確性或完整性不作任何陳述或保證，也未獨立驗證該等資訊。發行人不保證本文件足以、完整或適合任何特定用途。任何意見或預測均反映作者於本文件日期的觀點，並可能在未經通知的情況下發生變更。

本文件中包含的資訊，包括任何數據、預測及相關假設，均基於特定假設、管理層的預測及已知資訊的分析，並反映了截至發布日期的現有條件，所有內容均可能隨時變更且恕不另行通知。過去的表現數據並不代表未來結果的指標。

本文件不構成任何建議，亦不應被視為對任何特定個人的投資推薦、要約或邀請進行本文件提及的任何產品交易。同樣，本文件不應被視為投資研究。文件中所含部分陳述可能被視為前瞻性陳述，這些陳述提供對未來事件的當前預期或預測。此類前瞻性陳述並非對未來表現或事件的保證，並涉及風險與不確定性。由於各種因素的影響，實際結果可能與此類前瞻性陳述中描述的結果存在重大差異。發行人及其關聯公司不承擔更新本文所載前瞻性陳述或解釋為何實際結果可能與前瞻性陳述所預測的結果不同的任何義務。本文件不具任何契約價值，亦無意於任何司法管轄區內進行不合法的邀約、推薦或購買或出售任何金融工具或產品。

所有讀者或使用者應意識到並接受，在決定投資於任何金融工具或產品之前，您應該根據您的具體投資目標、財務狀況或特定需求（本文件並未考慮這些因素），尋求財務、法律、稅務或其他專業顧問的建議，以評估該產品是否適合您。如果您自行決定不尋求此類建議，則應在仔細閱讀並詳細了解特定產品資訊和相關風險披露聲明後，審慎考慮並評估任何提及的產品是否適合您。

風險

投資於本文件中提及的任何產品可能包含不同程度的各類風險，包括信用、市場、流動性、法律、跨司法管轄區、外匯及其他風險（包括電子交易及槓桿產品交易的風險）。投資涉及風險。投資產品的價格可能波動，有時波動幅度很大。投資產品的價格可能上漲或下跌，甚至變得一文不值。買賣投資產品可能導致虧損，而非盈利。本文件中的任何內容均不構成針對特定接收者個人情況的個性化會計、法律、監管、稅務、財務或其他建議。在投資任何產品之前，您應該尋求財務、法律、稅務或其他專業顧問的建議，以了解所涉及的風險，並評估是否適合承擔此類風險。

投資於海外市場涉及風險，例如匯率波動、可能存在的會計與稅務政策差異，以及政治、經濟和市場風險。對於新興市場的投資，這些風險尤為突出，新興市場還面臨比已開發海外市場更高的流動性不足和波動性風險。

結構性產品的條款可能較為複雜。結構性產品屬於投機性產品，通常沒有二級市場，風險較高，並不適合所有投資者。在最壞的情況下，投資於結構性產品可能導致損失超過您的初始投資金額。投資者應對結構性產品特別謹慎，除非完全了解並願意承擔相關風險，否則不應投資於此類產品。建議投資者在對結構性產品做出任何決策之前，尋求獨立且專業的建議。

數字資產是指價值的數字化表現形式，可以是數字代幣（如功能性代幣、穩定幣或與證券或資產掛鉤的代幣），或任何其他虛擬商品、加密資產或本質相同的資產，無論其是否符合根西、瑞士、香港或新加坡相關法律下對證券、期貨合約或資本市場產品的定義，但不包括由中央銀行發行的法定貨幣的數字化表現形式。一個常見的數字資產例子是加密貨幣比特幣。數字資產不是法定貨幣，可能沒有實物資產的支持，也不受政府的支持或保證，可能不具有內在價值。有些數字資產可能無法自由或廣泛流通，且未必在任何二級市場上市。數字資產通常屬於高風險資產類別。由於缺乏中央銀行的支持，以及數字資產並非法定貨幣，中央銀行無法採取矯正措施來保護其價值或發行更多貨幣。數字資產屬於相對較新的創新，其市場易受快速價格波動、變化及不確定性的影響。監管或法律環境的變化可能對數字資產網絡的運作產生負面影響，或限制其使用。上述任何風險的實現可能導致數字資產接受度下降，從而影響其價值。數字資產及相關產品的監管尚未穩定，並在快速變化中。監管和法律風險可能導致數字資產或相關產品的價值下降或完全失去其價值，這可能影響交易中的價值或潛在收益。數字資產投資曾經歷顯著的價格波動，其價值可能在短期內大幅波動。這種波動性和不可預測的價格變動可能在短期內造成重大損失。數字資產通常不受任何有形資產支持，此類資產純屬投機性投資，其價格可能在短時間內大幅波動。數字資產可能最終變得毫無價值，投資者可能損失全部投資。任何數字資產可能因以下因素而價值下降或完全失去其價值，包括發現不當行為、市場操縱、資產性質或屬性變更、政府或監管活動、立法變更、對數字資產或其他交易所或服務提供商的支持暫停或終止、公共意見或其他不可控因素。數字資產或相關產品的價值可能在沒有任何預警的情況下顯著下降。上述與數字資產相關的風險並非詳盡無遺。投資者在評估數字資產投資之前，應尋求專業和專家的建議，並做好準備接受部分甚至全部投資損失。

任何對投資產品的描述，均以投資產品的條款和條件為準，如適用，則以投資產品的說明書或設立文件為準。

估值

本文件中提供的產品估值僅供參考，並不代表可據此進行新產品交易或對現有產品進行清算或解除交易的條款，實際條款可能比此處顯示的估值更不利。由於不同方可能使用不同的假設、風險和方法，這些估值可能與其他來源提供的估值存在顯著差異。

無責任聲明

在適用法律和法規允許的最大範圍內，發行人及其關聯方對於任何人士因依賴本文件中所含的任何資訊、意見、預測或估值而採取或不採取行動所引起的任何損失或損害概不負責。參與本文件發行的發行人及其關聯方可能對本文件中提及的產品存在利益，包括但不限於市場推廣、交易、持有、提供金融或諮詢服務，或作為本文件中提及之相關方的管理人。發行人及其關聯方可能已發佈其他報告、出版物或文件，其觀點與本文件所述不同，且所有報告、出版物及文件中表達的觀點均可在未經通知的情況下更改。

新加坡與香港

本文件及其內容僅供新加坡的認可投資者（根據《新加坡證券及期貨法》（第289章）第4A條定義）及香港的專業投資者（根據《香港證券及期貨（專業投資者）規則》（第571D章）定義）使用。本文件及其內容未經新加坡金融管理局或香港證券及期貨事務監察委員會審核。