

万方家族办公室市场总结

2026 年 9 月 18 日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所截资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。本报告原文为英文，如中文与英文有任何出入，概以英文为准。

 万方家族办公室

美联储加息：忧虑与机会

要点摘要

- 通胀仍高、劳动力市场稳健，加上地缘政治升温，令市场对美联储的担忧汇聚成完美风暴
- 但我们认为美联储已守住公信力，立场远不如市场当前定价的那么鹰派
- 投资者应思考如何善用高利率与波动

美联储加息以重建公信力

- 经济常识终于占了上风。美联储在 9 月会议上加息 25 个基点，符合市场普遍预期。加息预期引发美债市场抛售，但美联储的表述与预测，相比市场原本已反映的定价，并未进一步转鹰。
- 这次加息的根本原因很明确：通胀偏高、增长稳健，以及战事推升的油价冲击。但最重要的因素是公信力。假如美联储决定维持利率不变或降息，各类资本市场很可能出现更为强烈的看空反应。
- 目前中位数预测显示今年还会再加息 1 次，联邦公开市场委员会 (FOMC) 对 2027 年再加息 0 次或 1 次的看法大致各半，此后利率逐步下降，到 2030 年降向 3.25% 左右。美联储主席沃什未给出自己的预测，但明确表示还有更多工作要做，因为经济增长正在走强，通胀下降的幅度也不够。

加息步伐还会持续多久？

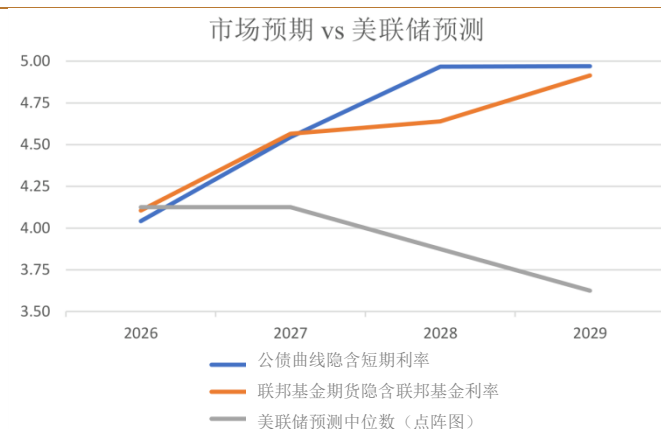
- 即使展望相对鹰派，美联储的立场仍明显不如市场定价那么鹰派。联邦基金利率期货已完全反映未来一年再加息 3 次，2 年期美债收益率则隐含短期利率到 2028 年将达 5.00% (图 1)。
- 8 月通胀高于预期，是在连续 3 个月低于预期之后出现的。核心 CPI 持续小幅走低，同比约 2.5% (图 2)。8 月非农就业人数由此前的减少转为增加，但这项数据在后续的基准修正中往往会被下修。美国劳动力市场可能仍处在 5 万至 10 万人、不温不火的区间。地缘政治同样如此，消息面呈周期性起伏。美国与海湾国家即将展开的谈判，以及美国中期选举，即使伊朗境内的军事行动仍未结束，也可能为油价带来一些缓解。
- 换句话说，公信力更强的美联储，不需要加息到市场定价的幅度。我们认为美联储的加息预期可能下降，美债收益率也可能随之回落。

美联储展望 | 影响与预测

对投资者的影响

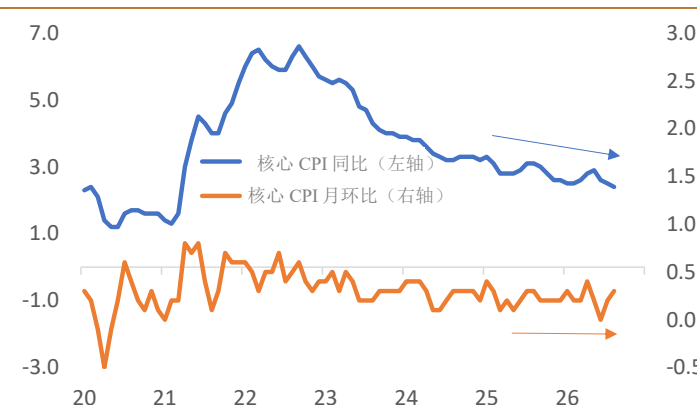
- 投资者可考虑锁定高利率，并适度分散配置至固定收益。由于信用利差仍处于历史低位，投资级债券仍为偏好标的。虽然偏好短中期，投资者在久期上也可以更有战术灵活性。
- 利率恐慌带来的股市波动，可能提供建仓、获取额外收益或防范下行风险的机会，视现有敞口而定。成长股在这种环境下通常表现良好 (见股票部分)。若“AI 放慢节奏”的担忧压抑了市场对科技硬件的兴趣，其他成长领域可能获得更多关注，例如网络安全与医疗保健。能源价格在此环境下的下行风险可能更大，而石油消费行业则可能受益。
- 黄金等资产，可能重新吸引投资者关注，既可作为投资组合的对冲工具，也是利率担忧消退时的战术机会。

图 1. 市场定价远比美联储鹰派



数据来源：彭博，截至 2026 年 9 月 17 日

图 2. 核心 CPI 或许仍偏高，但持续回落



数据来源：彭博，截至 2026 年 8 月

资产类别观点

股票

要点摘要

- 成长股在利率偏高、经济增长稳健的时期，通常表现较好。
- 市场涨势的广度已经收窄，可能意味着投资者对盈利进展的要求提高。
- 安全担忧对 AI 发展的影响可能有限，因为监管这一行业的意愿并不强。投资者的关注可能从硬件转向应用与其他成长领域。

利率偏高时股票表现如何？

- 历史经验显示，在债券收益率急升之后，科技板块表现最强，此后 6 个月平均回报率为 9.0%，并在 67% 的情况下跑赢标普 500 指数。医疗保健是表现次佳的板块，兼具成长与防御特性（图 3）。
- 这表明收益率上升本身未必会让成长股行情中断，尤其在盈利稳健、资产负债表强健，且有结构性投资趋势支撑时。随着 AI 资本开支持续支撑盈利动能，我们对科技板块维持偏正面看法。
- 不过在这样的背景下，盈利增长能否兑现变得更重要。纳斯达克 100 指数的市场广度已经收窄，尽管指数本身相对抗跌，成分股站上 20 日移动平均线的比例已降至 7 月以来最低（图 4）。
- 由于广度往往先于指数转弱，进一步收窄可能意味着回调风险上升，尤其在超大市值龙头的领涨动能开始消退时。我们对长期维持偏正面，但对纳斯达克的短期表现仍保持谨慎。

AI 发展会为了安全而放慢吗？

- 对“失控 AI”的恐惧，甚至超过对利率走高的担忧。多家主要 AI 公司的负责人都认同，后续发展应当“放慢节奏”，以便建立更多防护机制。这使得全球半导体供应链个股出现一定程度的抛售。
- 不过我们认为，出现重大监管干预的可能性很低。美国与中国的领导人都对 AI 安全风险表达过怀疑，认为这比眼前的竞争需求更为遥远。因此，我们将这一轮市场调整视为机会。
- 尽管如此，半导体行业中商品化程度较高、差异化较低的业务，在此环境下可能更为脆弱。安全风险只是一连串担忧中的最新一项，此前还包括债务与价格竞争加剧。这可能促使市场对 AI 资本开支敞口最高的个股，要求更严格的估值纪律。
- 投资者反而可能把敞口分散到更下游的应用，例如网络安全与内容生成，以及其他成长领域。医疗保健可能是不错的例子，它受益于 AI 应用、成长性高，在高利率环境下也往往较为抗跌。

图 3. 收益率在前 3 个月急升后，后续 6 个月的历史表现

排名	板块	未来 6 个月平均回报率	跑赢标普 500 的时间比例
1	科技	9.0%	67%
2	医疗保健	5.2%	52%
3	工业	4.9%	54%
4	房地产	4.8%	52%
5	金融	4.5%	49%
6	能源	4.1%	46%
7	必需消费	3.8%	41%
8	原材料	3.0%	41%
9	可选消费	2.9%	41%
10	公用事业	1.5%	35%
11	通信服务	0.6%	40%

数据来源：彭博，截至 2026 年 9 月 11 日

图 4. 纳斯达克 100 指数：指数点位与成分股站上 20 日移动平均线的比例



数据来源：彭博，截至 2026 年 9 月 11 日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用，此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所截资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.，本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。本报告原文为英文，如中文与英文有任何出入，概以英文为准。

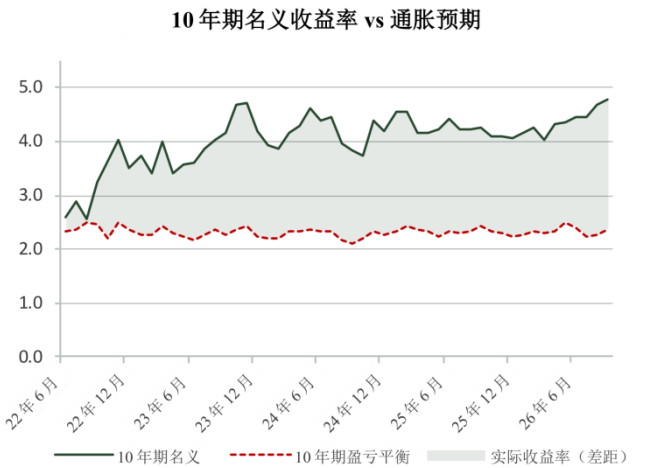
资产类别观点

固定收益

实际收益率走高有助于抑制通胀

- 美债收益率在美联储加息前的 3 周大幅走高，加息后开始回落。这印证了我们的看法：美联储重建公信力，反而会让收益率稳定下来，最终走低。
- 此外，美国财政部此前已确认，将长端国债回购操作的上限提高至两倍以上（每次操作至少 40 亿美元），自 9 月 9 日起生效，并延续至 11 月初。
- 10 年期盈亏平衡通胀率（通胀预期）与今年 3 月相比几乎没有变化，名义收益率却大幅走高（图 5）。这表明市场预期更高的实际借贷成本可能抑制通胀，而美联储重启加息会对此形成支撑。
- 要重建这样的公信力，可能不需要一轮漫长的加息周期。美国政府 10 年期的实际借贷成本已达 2.66%，远高于经济的潜在增长率。换句话说，市场收益率已经在替美联储收紧金融条件。

图 5. 收益率的上升主要来自实际收益率，通胀预期则保持锚定



数据来源：彭博，截至 2026 年 9 月 11 日

高利息收益与曲线平坦化

- 收益率走高意味着利息收益提高。若收益率随后逐步回落，将为固定收益带来战术机会。投资者可考虑锁定高利率，并适度分散配置至固定收益。
- 由于信用利差仍处于历史低位，投资级债券仍为偏好标的。
- 直到最近，投资者大多涌入曲线陡峭化交易。在长端收益率有明显上行风险、而美联储对短端利率并未转鹰时，这样的仓位是合理的（图 6）。但这些交易已开始反转，随着曲线趋于平坦，反转的空间可能还会更大。
- 在此环境下，我们仍偏好短中期的固定收益，但投资者在久期上也可以更有战术灵活性。●

图 6. 曲线陡峭化交易正在反转，收益率曲线可能进一步平坦



数据来源：彭博，截至 2026 年 9 月 11 日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。本报告原文为英文，如中文与英文有任何出入，概以英文为准。

免责声明

本评论旨在对近期经济及市场状况的演变作出概括性说明，仅供参考。本评论属于市场推广支持材料，既不构成投资建议，也不构成向任何读者提出买入或卖出投资产品的推荐。本评论并非投资研究成果，也不应被视为投资研究。本评论并非根据旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，也不受任何有关在发布前禁止进行交易的规定约束。

除非另有说明，本评论所载信息来自 **Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.** 和 / 或 **Raffles Family Office Pte Ltd.**。本评论或报告所表达的观点反映作者在编制时的意见，并可能随时发生变化，恕不另行通知。文中提供的任何预测、推测或目标均仅供参考，不构成任何形式的保证。**Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.**、**Raffles Family Office Pte Ltd.**，以及本报告中列名的相关实体及作者，对未能实现任何此类预测、推测或目标不承担任何责任。本报告原文为英文，如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。

一般事项

未经授权，不得出于任何目的向任何个人或实体复制或进一步分发本文件的全部或部分内容。任何未经授权复制或使用本文件的行为，均由使用者自行承担责任，并可能引发法律诉讼。本文件包含以公开信息为依据的资料。尽管 **Raffles Family Office Pte. Ltd.**、**Raffles Assets Management (HK) Co. Limited** 及相关作者（统称“发行人”）已采取合理审慎措施，以确保本文件所载信息的准确性及客观性，但发行人不就该等信息（包括所提及的任何估值）的准确性或完整性作出任何陈述或保证，也未对其进行独立核实。发行人不陈述或保证本文件就任何特定目的而言充分、完整或适当。任何意见或预测均反映作者截至本文件日期的观点，并可能随时发生变化，恕不另行通知。

本文件所载信息，包括任何数据、预测及其所依据的假设，均基于若干假设、管理层预测及对已知信息的分析，并反映截至发布日期的当时状况；所有该等信息均可能随时发生变化，恕不另行通知。过往表现并不代表未来业绩。本文件不构成任何建议，也不应被视为向任何特定人士提出有关交易本文件所提及任何产品的投资推荐、要约或招揽。本文件也不应被视为投资研究。

本文件中的部分陈述可能被视为前瞻性陈述，其中载有对未来事件的当前预期或预测。该等前瞻性陈述并不保证未来表现或事件，并涉及各种风险及不确定性。受多种因素影响，实际结果可能与前瞻性陈述所描述的结果存在重大差异。

发行人及其关联方不承担更新本文件所载前瞻性陈述的任何义务，也不承担更新实际结果可能与前瞻性陈述所作预测不同之原因的义务。本文件不具有任何合同效力，也不得以任何方式被视为在相关要约不合法的司法管辖区内，招揽或推荐买入或卖出任何金融工具或产品。

非针对任何个人的投资建议、要约或招揽

所有读者或使用者均应了解并接受，在决定投资任何金融工具或产品前，应向财务、法律、税务或其他专业顾问寻求意见，以确定相关产品是否适合自身，并应考虑自身的特定投资目标、财务状况或具体需求，而本文件并未考虑任何该等个人情况。如投资者自行决定不寻求此类意见，则应在取得并详细阅读特定产品信息及相关风险披露声明后，审慎考虑及评估本文件所提及的任何产品是否适合自身。

风险

投资本文件所提及的任何产品均可能涉及不同程度的各类风险，包括信用风险、市场风险、流动性风险、法律风险、跨司法管辖区风险、外汇风险及其他风险，包括电子交易及杠杆产品交易的风险。投资涉及风险。投资产品的价格可能出现波动，有时波幅可能十分剧烈。投资产品的价格可能上涨或下跌，甚至可能变得毫无价值。买卖投资产品可能造成损失，而非带来收益。

本文件的任何内容均不构成针对特定接收者个人情况的会计、法律、监管、税务、财务或其他个性化建议。投资者在投资任何产品前，应向财务、法律、税务或其他专业顾问寻求意见，以了解相关风险，以及承担该等风险是否适合自身。

投资海外市场涉及多项风险，包括汇率波动、会计及税务政策可能存在的差异，以及政治、经济和市场风险。投资新兴市场时，该等风险可能更为显著；与其他成熟海外市场相比，新兴市场还可能面临较低的流动性及较高的波动性。

结构性产品的条款可能十分复杂。结构性产品属于投机性产品，通常不存在可供交易的二级市场。此类产品涉及较高风险，未必适合所有投资者。在最坏的情况下，投资结构性产品可能导致超过初始投资金额的损失。投资者应对结构性产品保持高度谨慎。除非完全了解并愿意承担相关风险，否则不应投资此类产品。投资者在就结构性产品作出任何投资决定前，应寻求独立的专业意见。对任何投资产品的描述，均应以该投资产品的条款及条件为完整依据；如适用，还应以该投资产品的招股说明书或设立文件为准。

估值

本文件所载的产品估值仅具指示性，并不代表可按照所示条件订立新产品交易，也不代表可按照所示条件对现有产品进行清算或平仓；实际条件可能较本文件所示估值更为不利。

由于不同机构可能采用不同的假设、风险评估及方法，该等估值可能与其他来源所提供的估值存在重大差异。

免责条款

在适用法律及法规允许的最大范围内，任何人士因依赖本文件所载的任何信息、意见、预测或估值而采取或不采取行动，并因此以任何方式产生任何损失或损害，发行人及其关联方概不承担责任。

参与发布本文件的发行人及其关联方可能与本文件所提及的产品存在利益关系，包括但不限于从事市场推广、交易或持有相关产品、提供金融或咨询服务，或担任本文件所提及人士的经理人。发行人及其关联方可能曾发布其他报告、出版物或文件，其中所表达的观点可能与本文件所载观点不同。所有报告、出版物及文件所表达的观点均可能随时发生变化，恕不另行通知。

新加坡及香港

本文件及其内容仅供新加坡的认可投资者〔定义见新加坡《证券及期货法》第 4A 条（第 289 章）〕及香港的专业投资者〔定义见香港《证券及期货（专业投资者）规则》（第 571D 章）〕使用。

本文件及其内容未经新加坡金融管理局或香港证券及期货事务监察委员会审核。

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用，此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本评论所载资讯均来自 **Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.** 及 / 或 **Raffles Family Office Pte Ltd.**。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。**Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.**、**Raffles Family Office Pte Ltd.** 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。本报告原文为英文，如中文与英文有任何出入，概以英文为准。