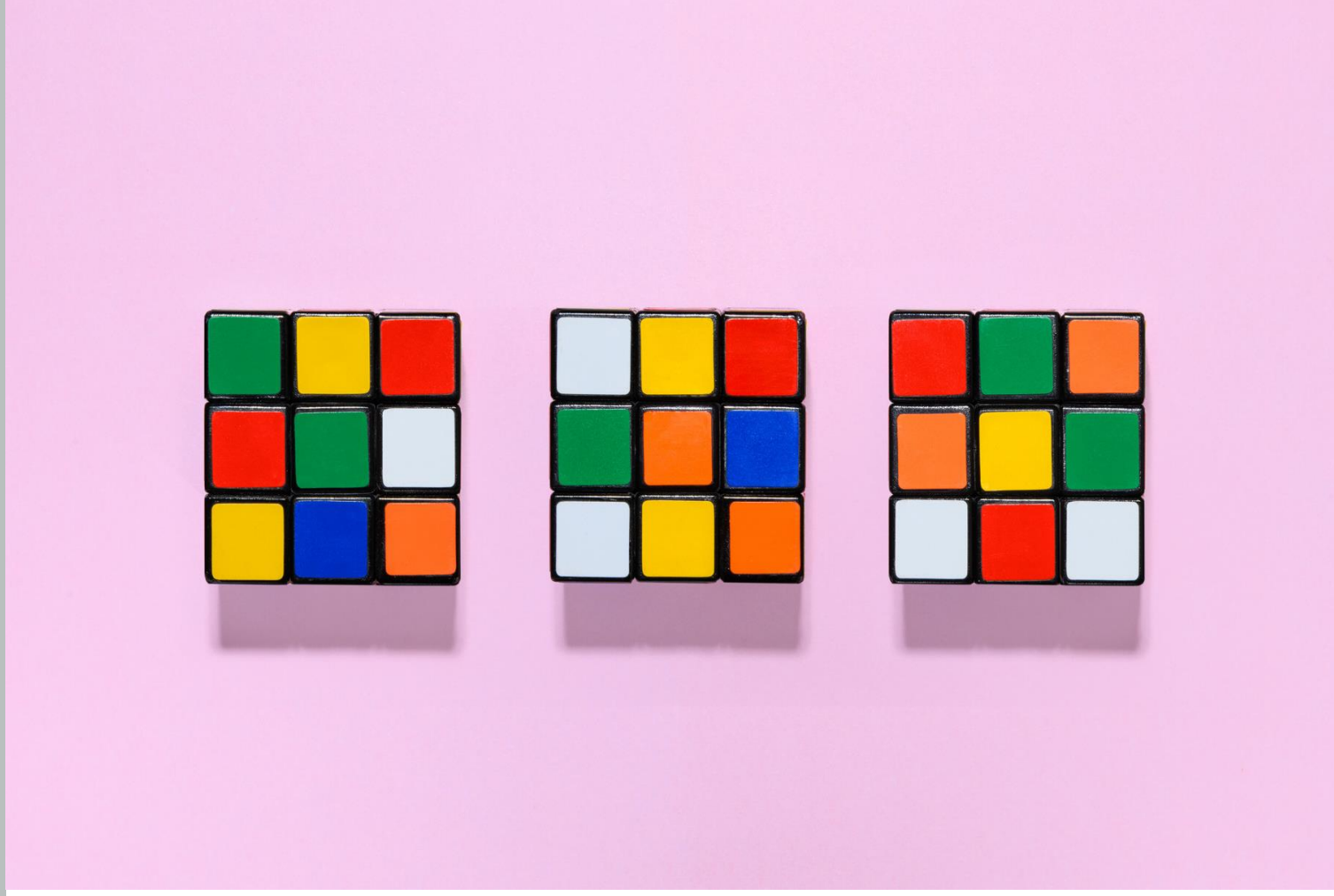


# 萬方家族辦公室市場總結

## 2026 年 9 月 18 日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。本報告原文為英文，如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

萬方家族辦公室

投資觀點 2026 年 9 月 18 日

# 聯準會升息：憂慮與機會

## *重點摘要*

- 通膨仍高、勞動市場穩健，加上地緣政治升溫，讓市場對聯準會的憂慮匯聚成完美風暴
- 但我們認為聯準會已捍衛住公信力，立場遠不如市場目前定價的那麼鷹派
- 投資人應思考如何善用高利率與波動

### *聯準會升息以重建公信力*

- 經濟常識終於占了上風。聯準會在 9 月會議升息 25 個基點，符合市場普遍預期。升息預期引發公債市場拋售，但聯準會傳達的訊息與預測，相較市場原本已反映的定價，並未進一步轉鷹。
- 這次升息的根本原因很明確：通膨偏高、成長穩健，以及戰事推升的油價衝擊。但最重要的因素是公信力。假如聯準會決定維持利率不變或降息，各類資本市場很可能出現更為強烈的看空反應。
- 目前中位數預測顯示今年還會再升息 1 次，聯邦公開市場委員會（FOMC）對 2027 年再升息 0 次或 1 次的看法大致各半，之後利率逐步下降，到 2030 年降向 3.25%左右。聯準會主席華許未提出自己的預測，但明確表示還有更多工作要做，因為經濟成長正在轉強，通膨下降的幅度也不夠。

### *加息步伐還會持續多久？*

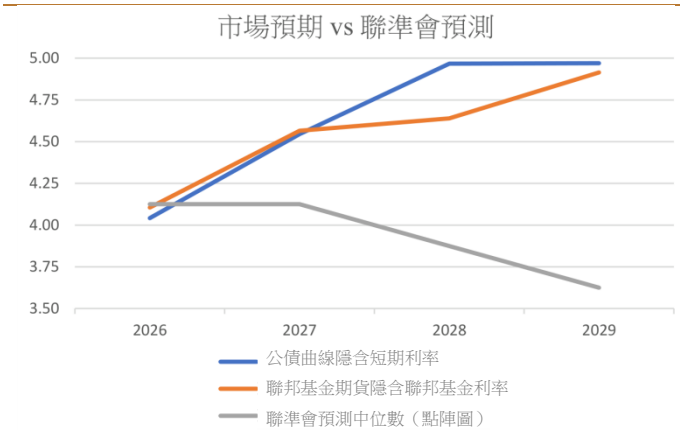
- 即使展望相對鷹派，聯準會的立場仍明顯不如市場定價那麼鷹派。聯邦基金利率期貨已完全反映未來一年再升息 3 次，2 年期美債殖利率則隱含短期利率到 2028 年將達 5.00%（圖 1）。
- 8 月通膨高於預期，是在連續 3 個月低於預期之後出現。核心 CPI 持續緩步走低，年增率約 2.5%（圖 2）。8 月非農就業人數由先前的減少轉為增加，但這項數據在後續的基準修正中往往會被下修。美國勞動市場可能仍處在 5 萬至 10 萬人、不溫不火的區間。地緣政治同樣如此，消息面呈週期性起伏。美國與波灣國家即將展開的談判，以及美國期中選舉，即使伊朗境內的軍事行動仍未結束，也可能為油價帶來一些緩解。
- 換句話說，公信力更強的聯準會，不需要升息到市場定價的幅度。我們認為聯準會的升息預期可能下降，美債殖利率也可能隨之回落。

**聯準會展望 | 影響與預測**

### *對投資人的影響*

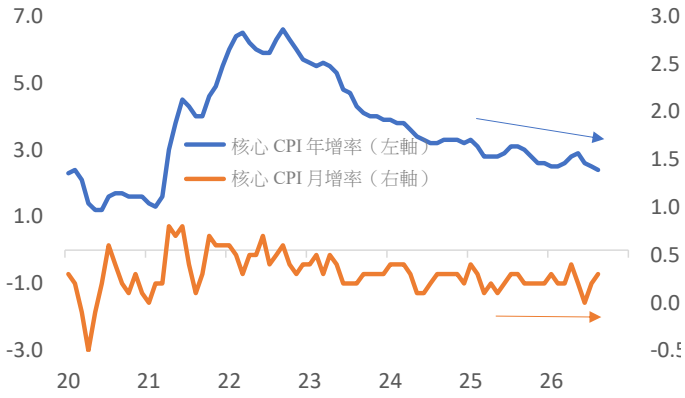
- 投資人可考慮鎖定高利率，並適度分散配置至固定收益。由於信用利差仍處於歷史低檔，投資等級債仍為偏好標的。雖然偏好短中天期，投資人在存續期間上也可以更有戰術彈性。
- 利率恐慌帶來的股市波動，可能提供建立部位、獲取額外收益或防範下檔風險的機會，端視既有曝險而定。成長股在這種環境下通常表現良好（見股票部分）。若「AI 放慢步調」的疑慮壓抑了市場對科技硬體的興趣，其他成長領域可能獲得更多關注，例如網路安全與醫療保健。能源價格在此環境下的下檔風險可能較大，石油消費產業則可能受惠。
- 黃金與加密貨幣等資產，可能重新吸引投資人關注，既可作為投資組合的避險工具，也是利率憂慮消退時的戰術機會。

**圖 1. 市場定價遠比聯準會鷹派**




*資料來源：彭博，截至 2026 年 9 月 17 日*

**圖 2. 核心 CPI 或許仍偏高，但持續回落**




*資料來源：彭博，截至 2026 年 8 月*

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。本報告原文為英文，如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

資產類別觀點

# 股票

***重點摘要***

- 成長股在利率偏高、經濟成長穩健的期間，通常表現較佳。
- 市場漲勢的廣度已經收窄，可能代表投資人對企業兌現獲利成長的要求更高。
- 安全疑慮對 AI 發展的影響可能有限，因為監管這個產業的意願並不強。投資人的關注可能從硬體轉向應用與其他成長領域。

### *利率偏高時股票表現如何？*

- 歷史經驗顯示，在債券殖利率急升之後，科技類股表現最強，隨後 6 個月平均報酬率 9.0%，並在 67%的情況下表現優於標普 500 指數。醫療保健類股表現次佳，兼具成長與防禦特性（圖 3）。
- 這顯示殖利率上升本身未必會使成長股行情中斷，尤其在獲利穩健、資產負債表強健，且有結構性投資趨勢支撐時。隨著 AI 資本支出持續支撐獲利動能，我們對科技類股維持偏正面看法。
- 不過在這樣的背景下，獲利成長能否兌現變得更重要。那斯達克 100 指數的市場廣度已經收窄，儘管指數本身相對抗跌，成分股站上 20 日移動平均線的比例已降到 7 月以來最低（圖 4）。
- 由於廣度往往在指數之前轉弱，進一步收窄可能代表拉回風險升高，尤其在超大型權值股的領漲動能開始消退時。我們對長期維持偏正面，但對那斯達克的短期表現仍持謹慎態度。

### *AI 發展會為了安全而放慢嗎？*

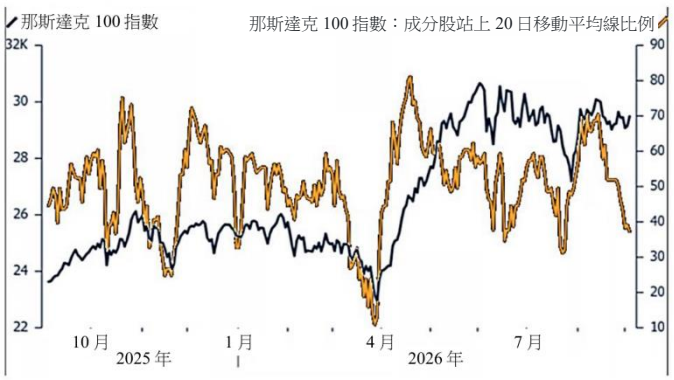
- 對「失控 AI」的恐懼，甚至超過對利率走高的擔憂。多家主要 AI 公司的領導人都同意，後續發展應該「放慢步調」，以便建立更多防護機制。這使得全球半導體供應鏈個股出現一定程度的拋售。
- 不過我們認為，出現重大監管介入的可能性很低。美國與中國的領導人都對 AI 安全風險表達過懷疑，認為這比眼前的競爭需求更為遙遠。因此，我們將這一輪市場調整視為機會。
- 儘管如此，半導體產業中商品化程度較高、差異化較低的業務，在此環境下可能更為脆弱。安全風險只是一連串疑慮中的最新一項，先前還包括債務與價格競爭加劇。這可能促使市場對 AI 資本支出曝險最高的個股，要求更嚴格的估值紀律。
- 投資人反而可能把曝險分散到更下游的應用，例如網路安全與內容生成，以及其他成長領域。醫療保健可能是不錯的例子，它受惠於 AI 應用、成長性高，在高利率環境下也往往較為抗跌。

**圖 3. 殖利率在前 3 個月急升後，後續 6 個月的歷史表現**

| 排名 | 類股 | 未來 6 個月平均報酬率 | 表現優於標普 500 的時間比例 |
|---|---|---|---|
| 1 | 科技 | 9.0% | 67% |
| 2 | 醫療保健 | 5.2% | 52% |
| 3 | 工業 | 4.9% | 54% |
| 4 | 房地產 | 4.8% | 52% |
| 5 | 金融 | 4.5% | 49% |
| 6 | 能源 | 4.1% | 46% |
| 7 | 必需消費 | 3.8% | 41% |
| 8 | 原物料 | 3.0% | 41% |
| 9 | 非必需消費 | 2.9% | 41% |
| 10 | 公用事業 | 1.5% | 35% |
| 11 | 通訊服務 | 0.6% | 40% |

*資料來源：彭博，截至 2026 年 9 月 11 日*

**圖 4. 那斯達克 100 指數：指數水準與成分股站上 20 日移動平均線的比例**




*資料來源：彭博，截至 2026 年 9 月 11 日*

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。本報告原文為英文，如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

資產類別觀點

# 固定收益

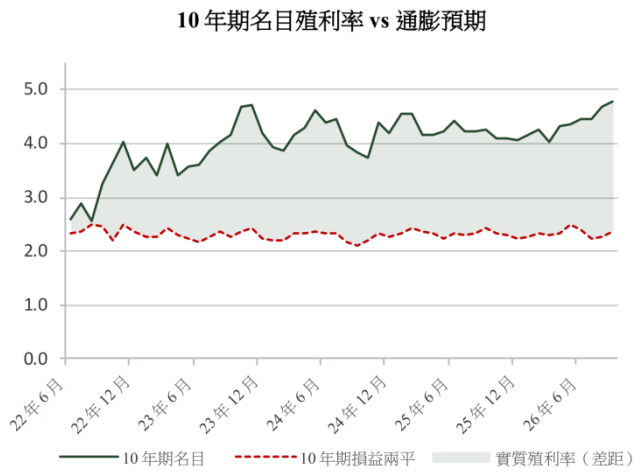
### *實質殖利率走高有助抑制通膨*

- 美債殖利率在聯準會升息前的 3 週大幅走高，升息後開始回落。這印證了我們的看法：聯準會重建公信力，反而會讓殖利率穩定下來，最終走低。
- 此外，美國財政部先前已確認，把長天期公債買回操作的上限提高至兩倍以上（每次操作至少 40 億美元），自 9 月 9 日起生效，並延續到 11 月初。
- 10 年期損益兩平通膨率（通膨預期）與今年 3 月相比幾乎沒有變化，名目殖利率卻大幅走高（圖 5）。這顯示市場預期較高的實質借貸成本可能抑制通膨，而聯準會重啟升息會對此形成支撐。
- 要重建這樣的公信力，可能不需要一輪漫長的升息循環。美國政府 10 年期的實質借貸成本已達 2.66%，遠高於經濟的潛在成長率。換句話說，市場殖利率已經在替聯準會進行金融情勢緊縮。

### *高息收與曲線平坦化*

- 殖利率走高代表息收提高。若殖利率隨後逐步回落，將為固定收益帶來戰術機會。投資人可考慮鎖定高利率，並適度分散配置至固定收益。
- 由於信用利差仍處於歷史低檔，投資等級債仍為偏好標的。
- 直到最近，投資人大多湧入曲線陡峭化交易。在長天期殖利率有明顯上行風險、而聯準會對短天期利率並未轉鷹時，這樣的部位是合理的（圖 6）。但這些交易已開始反轉，隨著曲線趨於平坦，反轉的空間可能還會更大。
- 在此環境下，我們仍偏好短中天期的固定收益，但投資人在存續期間上也可以更有戰術彈性。

**圖 5.** 殖利率的上升主要來自實質殖利率，通膨預期則維持錨定




*資料來源：彭博，截至 2026 年 9 月 11 日*

**圖 6.** 曲線陡峭化交易正在反轉，殖利率曲線可能進一步平坦

*資料來源：彭博，截至 2026 年 9 月 11 日*

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。本報告原文為英文，如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

免責聲明

本評論旨在概述近期經濟與市場狀況的發展，僅供參考之用。本評論屬市場推廣輔助資料，既不構成投資建議，亦不構成向任何讀者提出買入或賣出投資產品的建議。本評論並非投資研究的成果，亦不應被視為投資研究。本評論並非依照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，亦不受任何有關在發布前禁止進行交易的規定所約束。

除非另有說明，本評論所載資訊來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本評論或報告所表達的觀點，反映作者於編製時的意見，並可能隨時變更，恕不另行通知。文中提供的任何預測、推估或目標均僅供參考，不構成任何形式的保證。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd.，以及本報告中列名的相關實體及作者，對任何未能達成此等預測、推估或目標的情況概不負責。本報告原文為英文，如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

一般事項

未經授權，不得基於任何目的，將本文件的全部或部分內容重製或進一步分發予任何個人或實體。任何未經授權重製或使用本文件的行為，均由使用者自行承擔責任，並可能導致法律程序。

本文件包含以公開資訊為依據的資料。儘管 Raffles Family Office Pte. Ltd.、Raffles Assets Management (HK) Co. Limited 及相關作者 ( 統稱「發行人」) 已採取合理審慎措施，以確保本文件所載資訊的準確性及客觀性，但發行人不就此等資訊 ( 包括所提及的任何估值 ) 的準確性或完整性作出任何陳述或保證，亦未對其進行獨立查證。發行人不陳述或保證本文件就任何特定目的而言屬充分、完整或適當。任何意見或預測均反映作者截至本文件日期的觀點，並可能隨時變更，恕不另行通知。

本文件所載資訊，包括任何數據、推估及其所依據的假設，均以若干假設、管理階層預測及對已知資訊的分析為基礎，並反映截至發布日期的當時狀況；所有此等資訊均可能隨時變更，恕不另行通知。過往表現並不代表未來結果。本文件不構成任何建議，亦不應被視為向任何特定人士提出有關交易本文件所提及任何產品的投資建議、要約或招攬。本文件亦不應被視為投資研究。

本文件中的部分陳述可能被視為前瞻性陳述，當中載有對未來事件的現行預期或預測。此等前瞻性陳述並不保證未來表現或事件，且涉及各項風險及不確定性。由於多項因素的影響，實際結果可能與前瞻性陳述所描述的結果存在重大差異。

發行人及其關係企業不承擔任何更新本文件所載前瞻性陳述的義務，亦無義務更新實際結果可能與前瞻性陳述所作預測不同的原因。本文件不具有任何契約效力，亦不得以任何方式被視為在相關要約不合法的司法管轄區內，招攬或建議買入或賣出任何金融工具或產品。

非針對任何個人的投資建議、要約或招攬

所有讀者或使用者均應了解並接受，在決定投資任何金融工具或產品前，應向財務、法律、稅務或其他專業顧問尋求意見，以了解相關產品是否適合自己，並應考量自身的特定投資目標、財務狀況或具體需求，而本文件並未考量任何此等個人情況。若投資人自行決定不尋求此類意見，則應在取得並詳細閱讀特定產品資訊及相關風險揭露聲明後，審慎考量及評估本文件所提及的任何產品是否適合自己。

風險

投資本文件所提及的任何產品均可能涉及程度不一的各類風險，包括信用風險、市場風險、流動性風險、法律風險、跨司法管轄區風險、外匯風險及其他風險，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出現波動，有時波幅可能相當劇烈。投資產品的價格可升亦可跌，甚至可能變得毫無價值。買賣投資產品可能造成損失，而非獲利。

本文件的任何內容均不構成針對特定收件人個人情況的會計、法律、監管、稅務、財務或其他個人化建議。投資人在投資任何產品前，應向財務、法律、稅務或其他專業顧問尋求意見，以了解相關風險，以及承擔此等風險是否適合自己。

投資海外市場涉及多項風險，包括匯率波動、會計及稅務政策可能存在的差異，以及政治、經濟和市場風險。投資新興市場時，此等風險可能更為顯著；與已開發海外市場相比，新興市場亦可能面臨較低的流動性及較高的波動性。

結構型商品的條款可能相當複雜。結構型商品屬於投機性商品，通常不存在可供交易的次級市場。此類商品涉及高度風險，未必適合所有投資人。在最壞的情況下，投資結構型商品可能導致超過原始投資金額的損失。投資人應對結構型商品保持高度審慎，除非完全了解並願意承擔相關風險，否則不應投資此類商品。投資人在就結構型商品作出任何投資決定前，應尋求獨立的專業意見。對任何投資產品的描述，均應以該投資產品的條款及條件為完整依據；如適用，亦應以該投資產品的公開說明書或設立文件為準。

數位資產是指以數位形式呈現的價值，可能包括數位代幣，例如功能型代幣、穩定幣、證券型代幣或資產擔保型代幣，以及任何其他虛擬商品、加密資產或其他性質基本相同的資產；無論其是否構成根西島、瑞士、香港或新加坡相關法律所定義的證券、期貨合約或資本市場產品，均包括在內，但不包括由中央銀行發行的法定貨幣之數位形式。加密貨幣比特幣即為常見的數位資產。數位資產並非法定貨幣，可能沒有實體資產作為支持，亦不受政府支持或保證，且可能不具內在價值。部分數位資產可能無法自由或廣泛流通，亦可能未在任何次級市場掛牌交易。數位資產一般屬於高風險資產類別。由於數位資產並非法定貨幣，且不受中央銀行支持，因此中央銀行無法採取補救措施以保障數位資產的價值，亦無法透過發行更多貨幣提供支援。數位資產屬相對新興的創新，其市場可能出現快速的價格波動、變化及不確定性。監管或法律環境的變化可能對數位資產網路的運作產生不利影響，或限制此類資產的使用。任何此等風險一旦發生，均可能降低市場對數位資產的接受程度，並進而導致其價值下跌。

數位資產及相關產品的監管制度尚未成熟，並且持續快速變化。受到法律或監管風險影響，數位資產或相關產品可能因法律或監管規定變更而貶值，甚至完全失去價值，並可能影響數位資產或相關產品交易的價值或潛在獲利。數位資產投資可能面臨顯著的價格波動，其價值可能在短時間內大幅變動。劇烈且難以預測的價格波動可能在短期內造成重大損失。數位資產通常沒有任何有形資產作為支持，因此可能僅屬投機性投資，其價格亦可能在短時間內大幅波動。數位資產可能變得毫無價值，投資人亦可能損失全部投資。數位資產可能因多項因素而貶值或完全失去價值，包括發現不當行為、市場操縱、數位資產的性質或特性發生變化、政府或監管行動、法律變更、交易平台或其他服務提供者暫停或終止支援、公眾意見，或其他非本公司所能控制的因素。數位資產或相關產品的價值可能在沒有預警的情況下大幅下跌。上述數位資產相關風險並非完整或詳盡的風險清單。投資人在評估數位資產投資前，應尋求專業及專家意見，並應作好損失部分甚至全部投資的準備。對任何投資產品的描述，均應以該投資產品的條款及條件為完整依據；如適用，亦應以該投資產品的公開說明書或設立文件為準。

估值

本文件所載的產品估值僅具指示性，並不代表可按照所示條件訂立新產品交易，亦不代表可按照所示條件將現有產品清算或平倉；實際條件可能較本文件所示估值不利。

由於不同機構可能採用不同的假設、風險評估及方法，此等估值可能與其他來源所提供的估值存在重大差異。

免責條款

在適用法律及法規允許的最大範圍內，任何人士因依賴本文件所載的任何資訊、意見、預測或估值而採取或不採取行動，並因此以任何方式產生任何損失或損害，發行人及其關係企業概不負責。

參與發布本文件的發行人及其關係企業可能與本文件所提及的產品存在利益關係，包括但不限於從事市場推廣、交易或持有相關產品、提供金融或顧問服務，或擔任本文件所提及人士的管理人。發行人及其關係企業可能曾發布其他報告、出版物或文件，當中所表達的觀點可能與本文件所載觀點不同。所有報告、出版物及文件所表達的觀點均可能隨時變更，恕不另行通知。

新加坡及香港

本文件及其內容僅供新加坡的認可投資人〔定義見新加坡《證券及期貨法》第 4A 條 ( 第 289 章 )〕及香港的專業投資者〔定義見香港《證券及期貨 ( 專業投資者 ) 規則》( 第 571D 章 )〕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。

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。本報告原文為英文，如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。