



万方家办市场总结

2026年9月29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，本文评论所載资讯均来自 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。



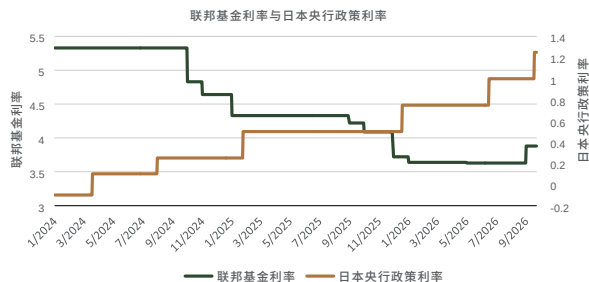
万方家族办公室

利率上升，金价走低

重点摘要

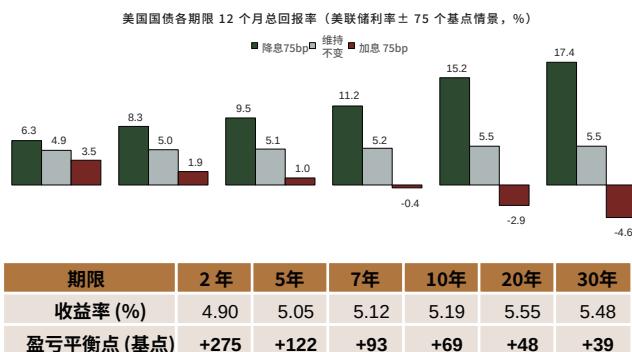
- 美联储加息后，伊朗局势升级和美国强劲的经济数据打破了短暂的平静，导致收益率飙升
- 然而，我们仍认为这些推动因素只是暂时的。当前收益率为应对加息风险提供了显著的缓冲
- 随着收益率飙升，黄金价格再受打击。不过，央行已恢复净买入黄金一旦市场对美联储政策的担忧消退，投资者或亦将重返黄金市场

图 1. 美联储 (Fed) 与日本央行 (BOJ) 于 9 月加息



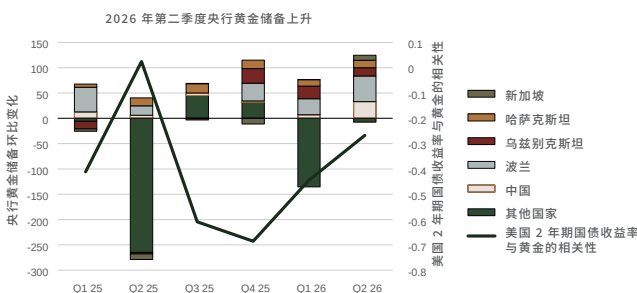
资料来源：彭博，截至 2026 年 9 月 25 日

图 2. 当前收益率可缓冲 75 个基点的政策冲击；收益率曲线中段提供最佳风险收益比



资料来源：彭博，截至 2026 年 9 月 25 日

图 3. 黄金与实际收益率的关联减弱



资料来源：彭博，截至 2026 年第二季度

受伊朗冲突及强劲经济数据影响，收益率走高

- 正如我们在上一期报告中所提到的，美联储将利率上调至 4%，并指出对高通胀的担忧；而联邦公开市场委员会 (FOMC) 预测中值 (点阵图) 显示，2026 年还会再次加息。市场早已预期这些动向，因此收益率略有回落。
- 然而，伊朗军事冲突升级打破了这份平静，导致过去一周美国国债收益率飙升 25 个基点。零售销售、失业救济金申请人数及新屋销售等优于预期的美国经济数据，也推升了收益率。美元在 FOMC 会议当日同样维持不变，但随后走强。
- 日本央行也将利率上调至 1.25%，但有两名政策委员持反对意见，且会后声明释放出偏鸽派信号。日元走弱，因市场对财政状况的担忧持续对该货币造成压力。

高利率、高收益，为美联储政策风险提供缓冲

- 尽管短期内市场存在波动，我们仍看好投资者面临的日益增多的机会。地缘政治紧张局势与经济数据往往呈现周期性变化，且总是与市场预期相比较。市场目前已充分反映未来一年额外加息 100 个基点的预期。我们认为美联储不太可能采取如此激进的行动。
- 即使美联储未来一年加息 75 个基点，当前收益率仍能为总回报提供显著的缓冲空间。2 年期为投资者提供了最大的防御性支撑（参见左方图表）。若市场对美联储加息的担忧消退，收益率曲线的中段（5-7 年期）将为投资者带来可观的上行空间，即使收益率上升 75 个基点，该区间仍有望维持正收益。（左侧表格显示，一年内需要加息多少，总回报率才会归零。）
- 尽管近期美国国债市场动荡，但信用利差却始终保持稳定，并处于历史低点。因此，我们持续看好投资级中短期信用债，以把握当前高利率、高收益市场的投资机会。

金价走低之际，各国央行恢复净买入黄金

- 黄金价格在经历长达三年、涨幅达 230% 的强劲涨势后，于 2026 年 2 月见顶，随后下跌了四分之一。这轮回调是由黄金泡沫去杠杆，以及资金涌入人工智能 (AI) 股票和债券共同推动的。今年 9 月美国实际收益率的飙升对金价造成了进一步打击。
- 然而，各国央行已于 2026 年第二季度悄然恢复净买入黄金储备，买入国包括中国、波兰、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦及新加坡，合计达到 124.58 吨。其他央行的黄金抛售亦已停止。
- 待市场对美联储政策的担忧缓解、美元走势回软后，投资者对黄金等大宗商品的兴趣可能会回升。

给投资者的启示

- **利率：**鉴于期货市场定价反映了未来一年内加息 100 个基点的预期，我们认为市场严重高估了通胀威胁以及美联储的鹰派立场。未来 3-6 个月，市场对美联储政策的预期以及美国国债收益率均可能趋于温和。
- **信用债：**对于预计高收益率将维持或进一步上升的投资者而言，维持短久期（2 年期）策略能够提供更强的防御性。对于认同利率担忧可能消退的投资者而言，将投资范围延伸至收益率曲线的中段，既能提供更可观的回报，又能保持一定的防御性。鉴于信用利差仍处于较窄水平，投资者可以继续持有高信用评级资产，无需承担额外的信用风险。
- **黄金：**黄金价格在第二季度回落至 4,000 美元附近，随后包括各国央行在内的买家入场，推动金价在 8 月份反弹，但随着收益率飙升，这轮涨势随之消退。随着金价再次逼近 4,000 美元，这一投资机会可能再次出现。

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。

峰会后最新动态：探讨货币议题

重点摘要

- 外汇市场的风险可能正在上升，因为美国实际收益率已远高于中国，使得人民币显得估值偏高。
- 尽管人民币仍受到结构性因素及央行政策支持，但边际投资者可能重新回归利差交易。

期待再次会面！

- 本次峰会取得的最大的成果在于，两国领导人未来几乎每个月都将会面。下一次会面将于 11 月 18 日至 19 日在深圳举行的亚太经合组织 (APEC) 峰会期间进行，接着是在 12 月 14 日至 15 日于迈阿密。
- 此次峰会为后续谈判敞开了大门，而这与会前市场已偏低的预期相差不远。

人民币意外走强

- 在峰会召开前，市场预期普遍偏弱。中国股市表现落后于其他主要市场，政府债券收益率则接近历史低点，其中 10 年期国债收益率为 1.67%，与 2025 年初创下的 1.59% 历史低点相差无几。
- 主要的例外是汇率市场。今年以来，人民币 (CNY) 兑美元已升值 4.3%，而美元指数 (DXY) 兑一篮子货币则上涨了 3.4%。

利差收益 vs. 升值收益

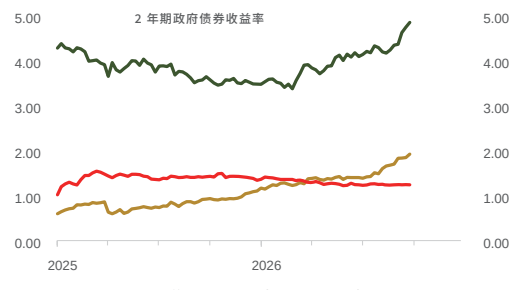
- 尽管美国实际利率飙升、中国实际利率下跌，人民币却依然走强。因此，人民币与实际利率差距的偏离幅度创下了 2018 年以来的新高。尽管存在负利差，仍有多项结构性因素推动投资者押注人民币升值（参见下文方框）。
- 然而，目前美元与人民币之间的利差已经变得如此巨大，以至于开始盖过市场对人民币进一步升值的预期。例如，美国 2 年期国债收益率为 4.92%，而同期限中国国债收益率仅为 1.24%，两者利差达到 368 个基点。相比之下，市场对人民币一年后汇率的普遍预测为 6.62，即预期升值 140 个基点，已经不足以抵消负利差带来的成本。
- 当然，中国人民银行 (PBOC) 拥有强大的汇率调控能力。人民币国际化计划与人工智能 (AI) 领域的竞争也将持续推进（参见下文方框）。考虑到即将举行的亚太经合组织 (APEC) 峰会、二十国集团 (G20) 峰会以及新一轮“贸易休战”期限，维持汇率稳定仍有必要。
- 然而，我们认为这种偏离现象将较快开始收敛，因为边际投资者可能会重新回归正利差交易，而这一收敛可能通过利差缩小与美元兑人民币汇率 (USDCNY) 走高共同实现。汇率走势虽然难以预测，但市场普遍预期的“持续温和升值”很可能是错误的。

图 4. 回顾收益率前三个月大幅上升后的六个月表现



资料来源：彭博，截至 2026年9月 30 日

图 5. 中国收益率低于日本，使人民币具备成为利差交易融资货币的条件



资料来源：彭博，截至 2026年9月 30 日

给投资者的启示

- **利差交易：**美国 2 年期国债收益率为 4.92%，较同期限中国国债收益率 1.24% 高出 368 个基点（日本 2 年期政府债券收益率为 1.96%）。在离岸市场，由于离岸人民币 (CNH) 的可得性相对有限，这可能会推高融资成本；但如果估值差距收窄，则有望提升投资回报。
- **对冲：**对于拥有人民币收入和资产的投资者及企业而言，进行对冲操作或有助于锁定近期人民币升值带来的收益。尤其是那些曾借助汇率升值抵消负利差的离岸人民币 (CNH) 债券投资者。
- **股票：**在汇率可能对整体市场构成压力的环境下，可持续的盈利增长变得愈发重要。

人民币偏离收益率差的结构性因素

- **离岸人民币债券的需求：**中国正加大债券发行力度，以推动人民币国际化。尽管面临负利差，外国投资者仍积极把握人民币走强的机会。
- **中国股市资金流入：**人工智能 (AI) 领域的竞争重新点燃了投资者对中国股市的兴趣。2026 年至今，香港首次公开募股 (IPO) 规模达到 850 亿美元（与纳斯达克的 1,050 亿美元相距不远）。约一半资金由注册地在中国内地的企业筹集，而其中大部分资金根据监管要求汇回中国内地。
- **中国人民银行的工具箱：**通过设置每日中间价，将市场汇率波动控制在上下 2% 的区间内。通过对银行及企业进行窗口指导，要求进口商延迟购买美元，并鼓励出口商购买人民币。通过公开市场操作落实相关指引。

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，亦不应被视为投资建议。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、估算或目标不承担任何责任。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。

股票

重点摘要

- 尽管关于人工智能 (AI) 安全性的争论仍在持续，但受有利供需态势推动，AI 硬件相关股票已出现反弹。与此同时，投资者正关注下一阶段的 AI 增长催化剂，包括智能体 (agent) 与空间智能 (spatial intelligence)。
- 随着芯片研发不断推进，以及云计算与智能体 AI 持续扩展，中国的人工智能发展格局正变得更加完整。

美国人工智能领域：供需因素仍盖过安全性担忧

- 尽管关于人工智能 (AI) 安全性的争论仍在持续，但其对人工智能硬件公司股价的拖累似乎已经消散。
- 此前，Anthropic 首席执行官达里奥·阿莫迪 (Dario Amodei) 曾呼吁“放缓前沿技术发展速度”，山姆·奥特曼 (Sam Altman) 与埃隆·马斯克 (Elon Musk) 也曾公开支持放缓开发步伐。当时，全球范围内与AI相关的半导体及基础设施板块曾遭遇抛售。然而，在超大规模云服务商重申其资本支出计划后，主要芯片企业股价出现反弹。一家大型基础设施软件公司公布了 AI 云服务合约及云基础设施收入的强劲增长，这进一步缓解了市场对需求的担忧。
- 供应紧张的局面也有助于抵消AI安全隐忧带来的影响。某大型芯片制造商的首席执行官表示，公司目前仅能满足客户约一半的 CPU 需求，并警告明年内存芯片短缺问题可能会加剧。当有报道称该公司正计划扩大美国的内存产能时，整个半导体行业随之走高。
- 尽管如此，市场对安全性的担忧依然存在，但关注点尚未涉及人类存亡，而是更加聚焦于债务可持续性问题。市场已对资本支出庞大但自由现金流为负的企业给予负面反馈——这些企业面临融资挑战，且市场对其将订单积压转化为现金流的能力存有疑虑。

美国零售市场分化

- 美国 8 月零售销售表现优于预期，同比增幅高达 10.5%，创下疫情复苏以来的最高纪录。
- 然而，并非所有零售商都表现良好。第二季度企业财报显示出两极分化的趋势。低成本零售商较大幅度受益于关税退款，但若剔除这一因素，其业绩表现并不理想，因而受到市场负面反应。部分百货公司及主要品牌由于其客群对通胀的敏感度相对较低，业绩表现则明显更佳，这使企业能够更有效地转嫁成本，从而维持稳健的利润率与营收。
- 这种分化加剧了个股表现的差异，也凸显了选股的重要性。

AI 催化剂：智能体与空间智能

- AI 领域的发展重心正明显从基础设施的快速建设转向实际应用。智能体与物理 AI 是两大受到投资者高度关注的应用领域。
- 某家大型社交媒体公司宣布，其个人 AI 智能体登上苹果美国 App Store 排行榜榜首，该公司股价随即飙升 16%，随后涨幅回吐约一半。市场仍在寻找能够真正被消费者及企业采用，并具备商业化能力的AI智能体解决方案。
- 在硬件方面，AI 应用正聚焦于空间智能、物理 AI 及机器人技术。然而，该领域的纯业务型企业通常规模较小，且多数尚未上市。不过，目前已有多项交易陆续公布，已上市的大型硬件制造商正收购非上市公司。

中国人工智能供应链日趋完善

- 美国出口限制短期内难以解除，使芯片供应成为中国与美国进行 AI 竞争的主要瓶颈。然而，这也正在推动中国自主芯片研发加速发展。
- 在刚刚落幕的杭州云栖大会 (Apsara Conference) 上，中国最大的电子商务企业发布了其自主研发的 AI 芯片。尽管实际量产与上市要等到 2027 年第一季度，但其规格介于英伟达 (NVIDIA) 的 H200 与 Blackwell 系列芯片之间，且单一系统中可堆叠多达 1,000 颗芯片，以提供更具竞争力的计算能力。该公司亦公布并概述了下一代AI模型，扩展了“智能体云 (agentic-cloud)”技术堆栈，并宣布新的海外云区域布局及数据中心扩建计划。这使中国 AI 发展的主题从模型延伸至芯片、计算能力及基础设施等更广泛的领域。
- 此外，某中国电动汽车制造商的芯片子公司正进行首轮外部融资，旨在推进车载端与云端自主研发AI芯片。

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管理人。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。