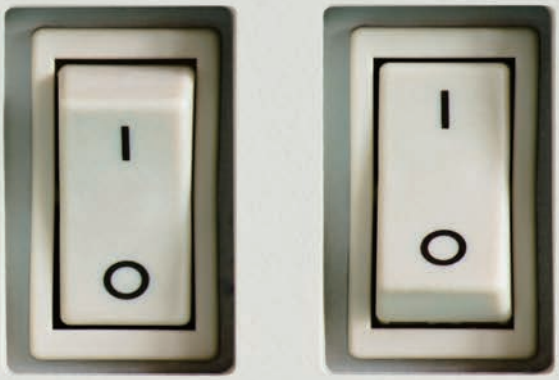


首席投资官视角

2026年11 月 17 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。

万方家族办公室

投资观点 2026年11月17日

AI理性化

要点

- 美国中期选举的“蓝色飓风”，选民对数据中心的彻底反驳，以及AI高管的戏剧性落马加剧了数周前已经开始的市场调整。
- 不过，我们认为美国政府回归权力平衡对中长期市场影响是积极的，尤其是可能结束伊朗冲突的情况下。
- 最重要的是，我们认为人工智能监管可能没有选举结果那么震惊，而AI代理的广泛采用正在加速对算力的需求。AI生产力驱动的盈利增长可能会在暂时挫折后继续。

回归权力平衡是好事

- 阿拉斯加和密西西比州计票尚未结束，特朗普政府就遭遇了首次来自共和党内的反驳。肯塔基州共和党众议员托马斯·马西启动了对国防部长皮特·赫格塞斯的弹劾程序，称伊朗战争非法，也称近年另外三项重大军事行动均属非法。
- 马西能否成功仍是未知数，但毫无疑问的是，白宫部署军队的能力将受到更多制衡。美国民主党领导层也在胜选时誓言要推动中东局势缓和。自十一月初以来，原油价格已下降22%，抵消了部分对通胀和利率的一些担忧（详见下一页的进一步讨论）。
- 尽管换届时波动性较高，我们认为权力的再平衡对中长期市场是积极的。

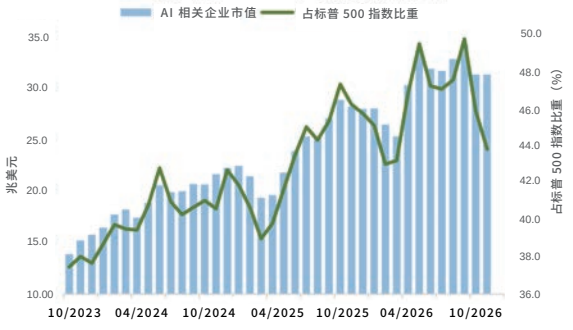
反思人工智能的增长前景

- 对市场来说不幸的是，美国政治权力再平衡也带来对人工智能企业高管的调查，并造成戏剧性落马。这可能短期扰乱AI产业链，并拖累相关企业收入和利润，同时也会使一些对手企业受益。
- 尽管市场在选举前已经预期到民主党的胜利，但还是对“蓝色飓风”的规模以及数据中心在选票上被完全否定感到震惊。对数据中心的反驳在两党中是一致的。选民担心的不只是电费，而是被剥夺了对人类命运有重大影响的决策参与权。
- 由民主党领导的国会很可能会推动人工智能监管。重点可能将关注内容管理，特别是针对儿童的内容，以及保护就业。监管也可能针对人工智能代理的自我提升能力（RSI）设定防护措施，将要求企业开发者为AI代理的非法行为付法律责任。
- 监管将会给AI公司带来更高的合规成本，可能使利润空间缩小，盈利增长放缓。我们此前指出，中期选举很可能引发2027年的财政紧缩，并对经济增长造成压力。现在，人工智能投资增长可能放缓也加深了这一看法。选举前，市场并未充分计入这些增长风险，而是集中反映在选后仓位调整中。
- 过去三年，标普500中的AI相关公司市值翻倍至35万亿美元，接近整体指数的一半（图1）。我们认为过去两个月的挫折是一个健康的调整，伴随AI发展迈向下一阶段。

重中之重，算力需求持续增长

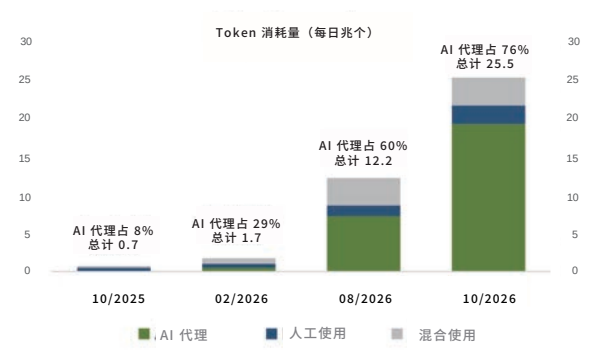
- 对AI的潜在监管明显提高不确定性，但我们认为也不太可能非常严厉，因为在国际地缘政治舞台上，美国的竞争力对两党来说都很重要。即便美国目前优势可以容纳一定的放慢，但AI发展还是会继续。
- 美国仍可能建设更多数据中心，只是成本会更高，因为需要以更直接、具体的经济利益说服当地选民。更高的合规成本可能会挤压利润率，尤其是对于主要依赖数据中心租赁的高杠杆企业。
- 最重要的是，随着AI代理使用的扩大，算力需求持续增长。根据OpenRouter的数据，图2显示AI代理流量从2025年10月约占代币使用总量的8%骤升到2026年10月的76%（2026年10月份使用总量约每天25.5万亿代币，为2026年1月份的25倍）。这标志着AI发展已经进入下一阶段，向实体经济扩散的速度加快。
- 正如我们之前提到的，生产率是盈利增长的关键驱动力，也是当前牛市的主要贡献 (参见 RFO市场总结 – 10月16日). 在最近的市场动荡之后，我们预计AI推动的生产力将重新支持盈利和股市表现。

图1. 与人工智能相关的美股市值在三年内翻了一番，峰值时占标普500指数的一半，近期挫折可能是健康的



注：该图表使用了50个具有正彭博AI主题敞口分数的标普500成分股，包括超大规模云服务商、半导体、硬件、基础设施软件和应用软件。来源：彭博社，截至2026年11月6日

图2. AI代理应用加速增长，推动模型Token使用量及算力需求上升



资料来源：OpenRouter对主要AI模型全球总消费量的估计，截至2026年10月

对投资者的影响

- ***股票***：无论白宫或国会由谁执政，人工智能的发展都会持续。近期回调主要源于对监管成本及相关利润率压力的担忧，而算力需求持续增长。从资产配置角度来看，具备稳健现金流、良好资产负债表及合理融资需求的优质企业，仍值得持有。

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。

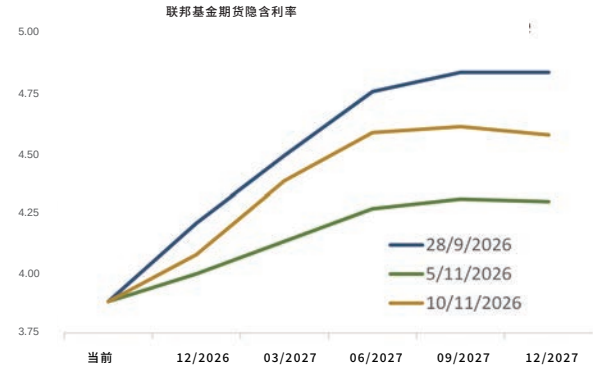
投资观点 2026年11月17日

通胀再次引发担忧，但我们认为趋势依然向下

要点

- 美国十月份CPI报告重新点燃了利率风险。但我们仍预计油价下跌、经济增长放缓和金融环境收紧将使通胀在2027年下滑。当前收益率环境使短至中久期的高信用评级债券受到市场关注。
- 利率波动同时，信用债利差正在拓宽，尤其在利率敏感、资本密集行业。这是市场的早期警示，投资者在债券配置中应保持高质量。

图3：美联储加息预期在大选后减弱，但因CPI而反弹



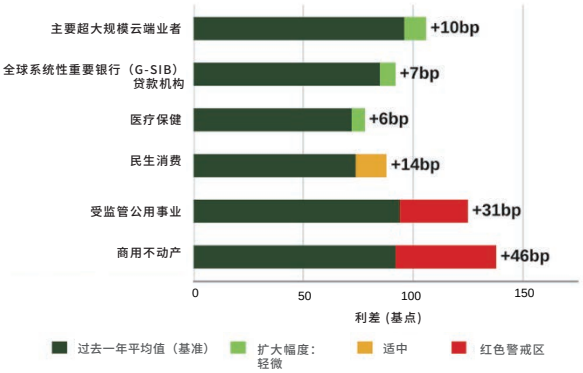
数据来源：彭博社，截至 2026 年 11 月 10 日

图4：TIPS市场显示，尽管实际收益率在金融环境收紧下飙升，但通胀预期下降



数据来源：彭博社，截至 2026 年 11 月 10 日

图5：行业信贷利差与一年基线的比较



数据来源：彭博有限合伙公司，截至 2026 年 10月 30 日

通胀担忧再度来袭，但2027年通胀仍有可能下降

- 10月份的CPI数据明显鹰派，连续三个月的0.3%环比核心CPI读数（三个月年化3.7%）让市场已将12月加息视为必然。部分市场观点预期大幅度加息50个基点。2027年的加息预期也被推高（图3）。
- 然而，我们仍然认为通胀路径将继续趋于缓和。11月迄今油价已经下跌了22%，因为伊朗战争结束的可能性在大选后有所上升。近期股市波动也在抑制利率。
- CPI数据为滞后指标，无法考虑未来经济增长放缓的可能性。两党分制国会和白宫将可能导致2027年收紧财政政策。据国债通胀保护证券市场显示，实际利率上升也反映了金融环境的收紧，而通胀预期实际上在回落（图4）。这表明2027年通胀面临更大下行压力。

我们对美联储可能政策路径的看法

- 我们认为美联储在12月加息50个基点的可能性微乎其微，因为12月季节性流动性减少，可能导致不必要的金融紧缩。2027年，美联储可能还会加息一到两次，但市场同时在计入年底前降息的可能性。联邦公开市场委员会（FOMC）对2027年底的预测在4-4.25%（一次加息），与市场基本一致。那么，为什么要加息两次却在同年内再降息呢?
- 总的来说，短期内收益率波动率可能较高。但10年期收益率反弹高于5.00%，而2-5年期收益率为4.80%至4.90%，锁定高收益的机会依然强劲。我们继续偏好短至中久期的投资组合。

信贷利差不均匀拓宽可能是早期警示

- 随着利率波动，信贷利差也在扩大，相对于一年均值。这一变化不同行业间不均（图5）：如商业地产（+46基点）和受监管公用事业（+31基点）处于“红区”，而超大规模云服务商（+10基点）、银行（+7基点）和医疗保健（+6基点）波动较小。
- 资本密集型发行人面临立即重新定价压力，因为长期收益率上升迫使他们将短期债务转为更高的长期利率。
- 金融行业是长期高利率的结构性受益者。医疗保健是最具防御性的行业。超大规模云服务商则集强大资产负债表与资本支出风险于一身。
- 我们偏好金融、医疗保健及资产负债表最稳健的科技企业发行的高质量债券，并将房地产和公用事业作为早期关注指标。

对投资者的影响

- ***利率***：5%以上的收益率依然有吸引力，短至中久期的高质量债券值得持续关注，同时可根据市场环境变化评估久期配置。
- ***信贷***：利率敏感、资本密集行业债券的利差拓宽是市场压力的早期警示信号。我们会继续关注高质量债券，优先考虑金融和医疗保健。我们对超大规模云服务商信用债持中立态度，对商业地产和公用事业持谨慎态度。

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。

投资观点 2026年11月17日

随着AI溢价的消失，中国开始出台政策

要点

- 中国近期推出两项支持经济增长及资本市场发展的政策措施，其长期成效仍有待进一步观察经济数据及市场表现。
- 10月，中国人民银行扩大了2024年首次宣布的股票回购信贷便利。9月，中国人民银行加码针对性信贷宽松措施去支持房地产和基础设施行业。
- 在Deepseek闪亮登场后三年，中国AI领跑股票几乎回撤到起点。估值优势加上短期刺激使我们将中国股市视为一个战术性机会。

图6. 自Deepseek震动全球市场以来，中国AI领跑股票几乎回吐全部涨幅



注：图表显示了8家大型中国AI企业股票在同等权重篮子中的表现。来源：彭博社，截至2026 年 11 月 9 日

图7. 中国人民银行7日回购利率持平，人民币走强



数据来源：彭博有限合伙公司，截至 2026 年 10 月 30 日

图8. PSL扩展至六个网络

PSL 刺激对象（六张网）	刺激措施
水网	5500亿元人民币未用地方政府债务配额
新型电网	首次购房者一年期抵押贷款补贴
算力网	增加2000億科創和技術改造再貸款額度
新一代通信网	增加5000亿元再贷款支持农业和小型企业
城市地下管网	支持三、四线城市收购存量商品房用作保障性住房
物流网	支持 4.5% - 5% GDP 增速

数据来源：彭博有限合伙公司，央行，截至2026 年 10 月 30 日

随着AI溢价消失，政策开始支持

- 10月份市场调整及全球芯片龙头企业领导的戏剧性下台进一步影响了市场情绪。中国政府近期出台的政策措施旨在支持资本市场及实体经济，其后续成效仍有待观察。中国人民银行十月份宣布了一轮股市稳定措施。这些措施包括股票回购贷款便利永久化，其借款利率降至1%，并启动第三个互换便利。国务院还承诺提供更强有力的稳定机制。市场亦关注国有基金可能进一步参与资本市场的动向，但相关资金规模及具体情况仍有待确认。
- 与2024年9月最初宣布的回购便利相比，这次新增政策的力度似乎较小。在2023-24年几次温和刺激尝试后，2025年终于迎来了大规模反弹，但这股反弹是由人工智能的重大发展推动的，一度短暂挑战了美国AI领导地位。
- 然而，自那以后，中国AI相关股票回吐了此前由AI发展预期推动的大部分涨幅（图6）。中国人工智能行业仍面临市场竞争及盈利能力方面的挑战，但相关企业仍然具有长期发展和创造价值的潜力。
- 近期，美国AI行业的动荡可能进一步影响芯片供应与采购环境，同时也可能为国产芯片产业的发展带来新的机遇。结合低廉估值以及更积极的政策措施，未来3至6个月，中国股市的潜在战术性机遇值得关注。

基础设施和房产的小幅信贷刺激

- 在上述股市稳定措施公布之前，中国人民银行还为实体经济提供了些许信贷支持。央行将一年期抵押补充贷款（PSL）利率下调25个基点至1.50%（图7）。PSL适用范围扩展至六大基础设施（六张网）：水利、新电网、算力、新一代通信、城市地下管道和物流（图8）。
- 具体措施包括5500亿元人民币未用地方政府债务配额、首次购房者一年期抵押贷款补贴、额外增加 2000 亿元“科技创新和技术改造再贷款”额度（支持比例从60%提高至100%）、增加5000亿元人民币再贷款支持农业和小型企业，以及支持三、四线城市收购存量商品房用作保障性住房。
- 这些措施在第三季度GDP增长率超过预期、同比增长4.5%之后发布。然而，数据显示第四季度初制造业活动收缩，房地产市场仍处调整阶段，内需复苏及全球贸易环境的不确定性继续影响经济增长预期。
- 适度的针对性措施通常对刺激整体经济增长效果有限。鉴于官方数据仍显示增长在政策目标范围内，可能没有大规模政策刺激的动力。这使得股市只能依靠盈利增长来支撑。尽管如此，过去一年MSCI中国指数盈利仍然增长了6%，而同期市盈率从12.7倍收缩至9.4倍。

给投资者的启示

- ***股市***：政策支持有望为中国相关资产提供一定支撑，但内需及房地产市场的后续表现仍有待进一步观察。2026年的市场调整，使中国AI相关股票此前受DeepSeek带动的涨幅大部分被抵消。结合当前估值水平及政策支持，中国股市或将迎来阶段性投资机会，但仍需关注经济基本面及市场波动风险。

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。