

瑞銀機構觀點

月報 | 2026年9月17日 | 翻譯：2026年9月22日 | 財富管理投資總監辦公室 投資研究

上漲趨勢未變

儘管利率上升且地緣政治不確定，但穩健的經濟增長和強勁盈利應支撐股市在未來6至12個月進一步上漲。

AI泡沫？

我們認為AI具變革性意義，而非投機性泡沫。成本下降、應用場景擴大及強勁的基礎設施需求應繼續支撐盈利。

債務憂慮

償債成本上升構成風險，但各資產類別受到的影響有所不同。這增強了妥善建構投資組合的理據，而非退場觀望。

保持投資

稅負和資金提取需求，迭加通膨及錯失複利增長，可能令持幣觀望的代價不菲。投資者應妥善部署超出流動性所需的現金。



Mark Haefele

全球首席投資總監
財富管理

在LinkedIn追蹤我
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)

地緣政治衝突、美聯準會，以及如何應對

中東衝突推動布蘭特原油價格重返每桶100美元以上。通膨依然居高不下。AI投資熱潮則遭遇了記憶體供給缺口及安全疑慮。歐洲央行和美聯準會在9月會議升息25個基點。美聯準會主席華許（沃什）表示央行收回了“一部分寬鬆”，因為“數據顯示通膨過高，而且已經持續太久”。

儘管如此，我們認為股票漲勢將在未來6至12個月延續。升息解決不了石油或晶片供給偏緊的問題，政府債務攀升也會令前景更趨複雜。

但多年經驗告訴我們，地緣政治動盪未必會導致市場持續走疲，債務問題也不一定對所有資產都造成負面影響。由於盈利增長仍然強勁，再加上推理成本下降推動AI採用加快，我們認為支撐本輪漲勢的基本面因素並未改變。

對許多投資者而言，我們認為真正的問題並不在於油價、晶片供給或美聯準會政策，而是對市場過度謹慎。這使得不少人持有遠超實際所需的現金，以等待更理想的入場時機。這可以理解，現金的確會帶來短期的安全感。但隨著時間推移，稅負和資金提取需求，迭加通膨及錯失複利增長，持幣觀望對長線投資者來說風險不小。

在本期月報中，我們將分析為何市場有望在未來幾個月繼續上漲。另外還將探討四項備受關注的議題：市場位於高點與估值，AI投資週期，政府債務和利率，以及美伊衝突和對油價的影響。最後，對於持有大量現金的投資者，我們認為有必要將多餘的資金投入市場。

經濟穩健增長、企業盈利強勁及AI投資，將支撐股市進一步上漲。

通膨走高支持名義GDP和企業營收增長。

儘管10年期收益率升至數年高點，但強勁的盈利將支撐股市取得亮眼表現。

為何我們認為市場將繼續上漲

我們認為，未來6至12個月股市將繼續上漲，主要基於五方面原因：

首先，全球經濟增長保持穩健。美國製造業活動已連續8個月擴張（平均而言，ISM指數可在擴張區間維持三年），歐元區8月製造業採購經理人指數（PMI）則創下4年多來最高。與此同時，歐洲的防務支出為經濟增長提供財政助力。放眼亞洲，經濟增長仍具韌性，日本經濟有望在2027年加速擴張。在此背景下，市場應能抵禦收益率上升的影響。

其次，我們認為美聯準會和歐洲央行是在經濟穩健的背景下升息，這不至於成為股票投資者的重大隱憂。歷史數據顯示，通常在經濟開始轉弱時，升息才有可能令股票市場承壓。我們預計，美聯準會僅會再升息25個基點，而且美聯準會模型顯示，兩次升息只會令經濟增速放慢零點幾個百分點。

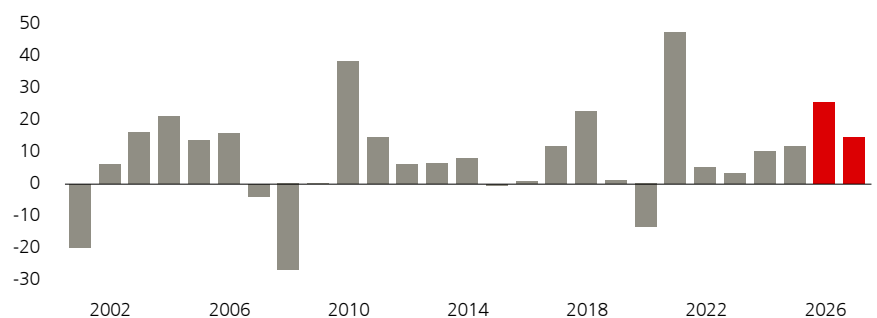
第三，盈利依然是驅動市場表現的核心動力。2026年第二季底，美國名義GDP較上年同期增長6.6%（其中實質GDP增長約2.1%、GDP平減指數上升4.4%，後者反映國內產出的總體價格變動）。此經濟環境有利於企業營收增加並獲得利潤。就業市場持續改善應繼續支撐消費支出，而製造業活動走強，表明經濟增長的範圍正從少數科技股擴大到更廣泛的領域。

第四，AI相關投資仍是重要的有利因素。第二季財報顯示，AI基礎設施投資需求及回報均持續增長。我們認為，強勁的AI相關支出應繼續支持盈利和經濟增長，並增強投資者信心。

圖1

盈利依然是市場表現的核心驅動因素

標普500指數成分股盈利增長，較上年同期%



資料來源：FactSet、瑞銀，截至2026年9月15日

整體而言，我們預計標普500指數今年盈利有望增長25%，2027年增長14%。在歐元區，我們預計2026年和2027年盈利增速均為15%。儘管10年期收益率接近歷史上抑制風險偏好的水準，但強勁的盈利動能應能支撐股市繼續表現亮眼。

第五，油價和通膨仍是風險來源之一，但我們的基準情景是，能源供給中斷帶來的影響有限，通膨也不至於全面蔓延或長時間走高，進而動搖經濟動能。若衝突持續降溫、能源生產情況改善，美聯準會接下來可能只需溫和收緊政策。美國其他通膨來源相對平衡，薪資和住宅帶來的物價壓力不大，僅與AI資本支出週期相關的部分投入成本有所上漲，尤其是記憶體晶片。

市場接近歷史高點，偏高的估值可能令部分投資者卻步。

然而，這並不意味著股市會一路平穩上漲。倘若通膨再度升溫，導致緊縮週期維持更長時間，或者石油供給中斷加劇進而衝擊增長，投資者則應更為謹慎。長時間緊縮還可能令AI生態系中依賴外部融資的企業面臨融資成本壓力。此外，若AI領域出現不利發展（例如資本支出較預期放緩），我們也將更趨謹慎。另一風險在於，長期收益率攀升令市場對政府債務負擔能力的憂慮加劇，進而削弱流動性和投資者信心。

但目前而言，我們認為總體情勢仍有利於保持投資，同時採取措施分散配置並管理集中度風險。

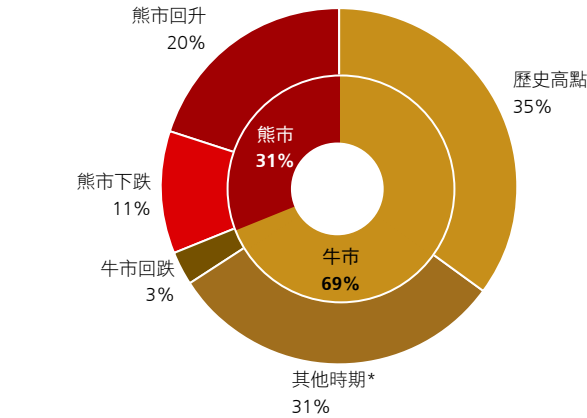
探討投資者關心的主要議題

在我與投資者會面時，許多人士認同本輪漲勢有望延續。但與此同時，不少投資者對於將閒置現金投入市場有所顧慮，以下是最受關注的四項議題。

議題一：市場接近歷史高點，估值看起來偏高

截至撰稿時，標普500指數僅比歷史高點低3%。估值方面，以未來12個月市場盈利預估計算的本益比（市盈率，P/E）約為19倍，而25年平均值為16.7倍。較長期的週期調整本益比（CAPE）甚至更高，約為40.6倍，大致處在1881年以來的第99個百分位。

圖2
市場創新高並不罕見
對標普500指數總回報歷史數據的分析，1926-2025年



*距離歷史高點不到10%的時期
資料來源：彭博、瑞銀，截至2026年9月17日

市場創新高並不罕見，亦非可靠的預警信號。

這些數據或許讓投資者有所警覺。但是，過去經驗顯示股價創“歷史高點”並不罕見，亦非可靠的預警信號。過去100年來，標普500指數有逾三分之二的時間距離歷史高點僅10%甚至更近。過去30年中，該指數在創新高後的12個月平均回報率為11.7%，所有其他時期為10%。

此外，估值也不是判斷短期入市點的工具。格林斯潘曾於1996年12月提出著名的“非理性繁榮”警告，而隨後三年中，納斯達克指數上漲近三倍。週期調整指標（例如CAPE）雖可為中長期回報提供一定的參考值，但在結構性變化期間也可能失準。當前的CAPE指標還包括疫情期間的疲軟盈利，且僅部分反映近年來企業盈利能力大幅上升。

若當前的盈利增長動能持續，看似偏高的估值可能很快趨於合理。

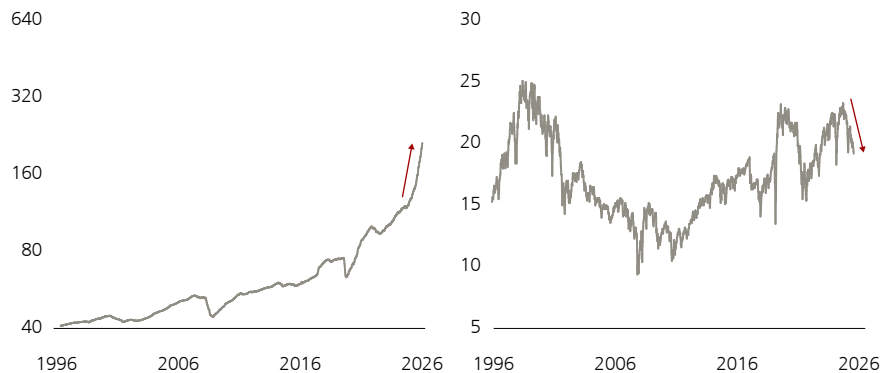
最重要的是，估值取決於盈利表現。若當前的盈利增長能夠持續，看似偏高的估值可能很快趨於合理。此現象已出現在半導體股。目前該類股的遠期P/E約為21倍，低於ChatGPT問世以來的平均值24倍，也遠低於本輪週期較早時的高點33倍。

更廣泛而言，儘管股價大幅上漲，但標普500指數的遠期P/E僅位於過去25年歷史區間的第72個百分位。我們認為這數字雖較高，但並不算過度。隨著盈利繼續增長且盈利能力提升成為“新常態”，未來幾年在股票上漲的同時，CAPE比率完全有可能下降。

圖3

需要注意的是，股票估值取決於盈利和估值倍數

標普500指數每股收益，左軸；12個月遠期本益比（市盈率），右軸



資料來源：彭博、瑞銀，截至2026年9月15日

當前的估值是否合理，最終將取決於盈利能否繼續增長。這也引出另一議題：目前市場是否過度依賴AI這一主題。

議題二：AI是泡沫嗎？

AI模型的功能持續提升、成本不斷降低。成本的下降正推動AI採用加快，並驅動算力需求。

AI相關資本支出規模巨大。我們預計，2026年和2027年全球AI相關資本支出將分別達到9,000億美元和1.2兆美元。

若AI被證明是投機性熱潮、投資力度驟降，目前市場對盈利增長的預期可能會落空。但倘若AI投資確實帶動企業運營出現變革，當前的盈利增長可能僅是企業盈利能力長期大幅提升的開端。

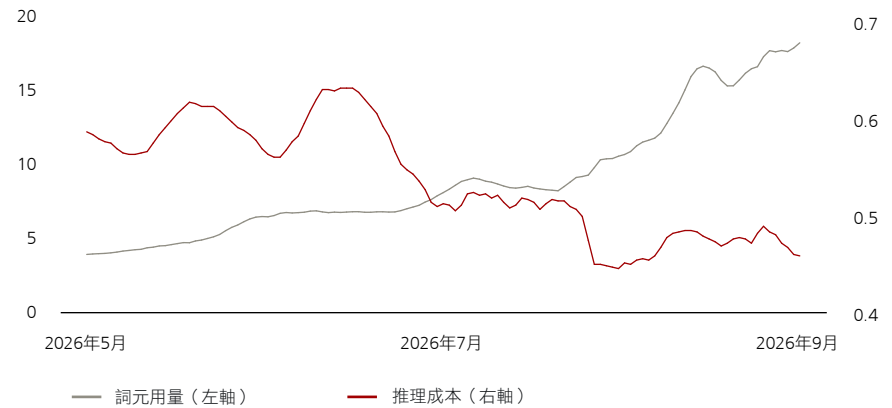
我們認為，AI應被視為科技變革，而非投機泡沫。原因之一在於AI性能仍在快速提升。最新的模型能夠直接整合現有軟體，並調動多個應用來執行任務，即使這些應用最初並非為AI自動化所設計。這使得AI的潛在應用場景擴大到聊天機器人和內容生成之外，在研究、營運、軟體發展、客戶服務及更廣泛的知識工作領域創造機會。

第二個原因在於，成本下降正帶動需求增長，而非萎縮。OpenRouter數據顯示，自6月底以來，混合式AI詞元的價格下降約42%，而用量大增約176%。這與以往的科技變革模式類似：隨著一項科技的成本下降、性能提升，新的應用場景隨之出現，採用速度通常會加快。

圖4

隨著成本下降，詞元用量也在上升

OpenRouter 7日平均詞元總用量（左軸，兆）以及前沿模型推理成本（右軸，美元/百萬詞元）



資料來源：Openrouter、彭博、瑞銀，截至2026年9月15日

不確定性依然存在。AI創造的經濟效益最終如何分佈，仍有待觀察。

這也是AI基礎設施需求持續強勁的原因所在。近期半導體、網路和雲端計算相關企業財報顯示，市場對AI算力的需求仍超出預期。輝達最近將下一年度的營收增長預期上修至70%，遠高於此前市場預測的42%，博通、戴爾和甲骨文公佈的AI相關需求也較預期強勁。

不過，不確定因素依然存在。AI帶來的經濟效益最終如何在晶片設計、雲端服務、模型開發商和應用企業之間分佈，目前尚不明朗。當前的投資能否產生足夠的回報以證明資本支出的合理性，也有待觀察。此外，我們將密切注意，記憶體價格上漲會否消耗掉更高比重的AI支出。如果資本支出的增加僅是源於成本上漲、而非基礎設施產能擴張，那麼，即使整體支出規模依然龐大，投資回報率可能不如預期。

但是，科技變革很少能以清晰、有序的方式發生，讓市場能精準定價。從投資的角度，我們認為，關鍵並非AI投資是否都能成功，而是AI能否繼續驅動總體盈利和經濟活動增長。答案是肯定的。

議題三：政府債務：風險，還是現實？

政府債券收益率上升，是今年的主導因素之一。

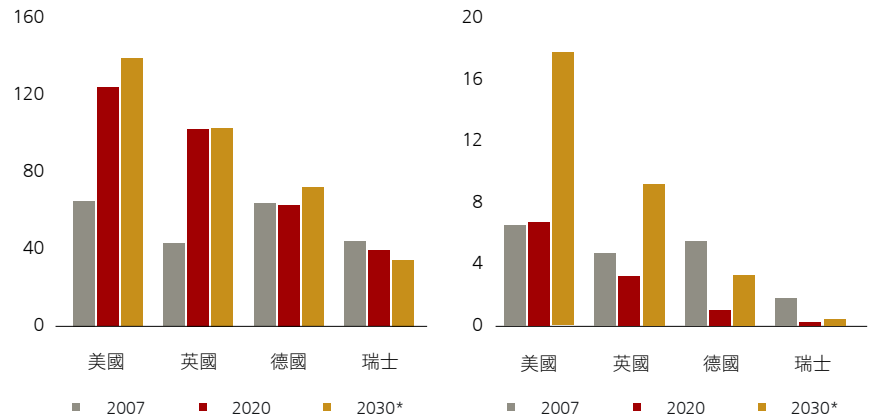
政府債券收益率上升，為今年市場的主導因素之一。10年期美國公債收益率一度升逾5.0%，而德國和日本的長期收益率也達到數十年高點。對於政府債務是否越來越難以為繼的疑慮，也經常在我們與客戶交流時出現。

在全球金融危機之後，政府債務水準大幅攀升。根據國際貨幣基金組織數據，英國、美國、法國和日本債務占GDP比率分別從2007年的43%、65%、66%和150%上升至去年底的102%、124%、116%和207%。在這段期間債券收益率大幅下跌，央行成為政府債券的主要買家，使得大部分時間裡政府發債成本相對較低。

圖5

債務水準和償債成本是一大憂慮

一般政府債務占GDP的比率（左軸，%）及淨債務成本占政府收入的比率（右軸，%）



* CIO預估，假定收益率持續走高

資料來源：國際貨幣基金組織、瑞銀，截至2026年9月14日

但是，這種環境已然改變。2021年收益率觸底以來，央行調高利率的同時開始縮減持債。因此，當政府需要為龐大的債務進行再融資時，借貸成本已顯著提高。我們估計，如果收益率維持在當前水準附近，到2030年，美國每年的淨利息支出占財政收入的比重將上升至17.7%，英國、法國和日本也將分別增加至9.2%、7.5%和5.4%。

沉重的負債或可能導致加稅、削減政府支出以及融資條件收緊，上述三種情況可能分別或是同時出現。債券收益率走高將加重家庭和企業的借貸負擔，估算企業未來利潤採用的貼現率也會上升。

偏高的債務水準意味著需要仔細審視投資組合，而非迴避投資。

然而，較高的債務水準並不意味著投資回報必然不佳。政府可透過多種途徑管理債務，包括經濟增長、通膨、財政調整及金融抑制。選擇哪條途徑，對投資者來說至關重要。有些結果不利於生產性資產，有些對現金和固定收益的影響可能大於對股票。

例如，激進的財政緊縮可能削弱需求和企業盈利，進而不利於股票和房地產表現。透過小幅提高通膨率、負利率及金融抑制逐漸減少債務，則可能侵蝕現金和定息債券的購買力。但股票及具備定價能力的其他資產，相對具防禦能力。

我們想強調的是債務上升對資產類別的影響各異。因此，應將其視為仔細審視投資組合構成的機會，而非迴避投資的理由，甚至由此發掘額外的投資機遇。

地緣政治危機經常導致市場下跌，但引發賣壓的因素往往是不確定性，而對經濟的持續性損害。

歷史經驗顯示，地緣政治衝擊很少成為停止投資的理由。

議題四：地緣政治和全球不確定性上升

地緣政治風險再度引發市場波動。當前，美國與伊朗衝突持續升級，通過荷姆茲（霍爾木茲）海峽和紅海的能源運輸均受阻。

布蘭特原油升逾100美元/桶大關，而中東地區出口減少及庫存下降使得市場對局勢進一步升級更加敏感。據美國能源資訊管理局估算，今年全球石油庫存量將下降約4億桶，且中東地區大量產能至年底前仍無法恢復。

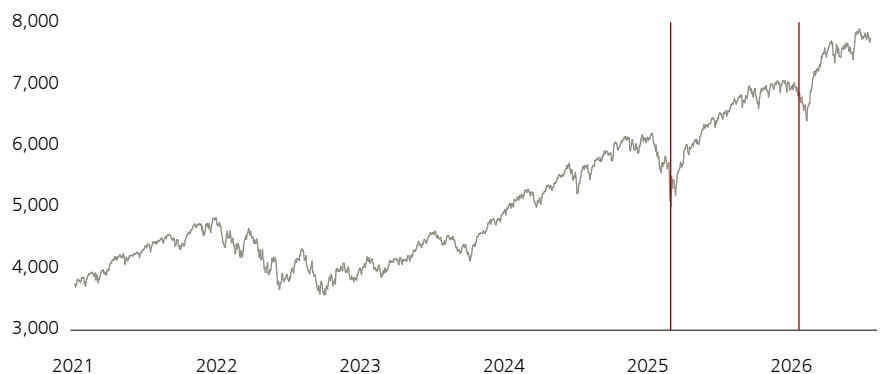
這些發展很重要。油價上升可能拖累經濟增長，推高通膨，使得央行面臨維持高利率的壓力。然而，對投資者而言，挑戰在於必須同時作出兩項預測：一是，地緣政治事件是否確實會對經濟造成重大影響。另一則是，這些影響是否已經充分反映在資產價格中。歷史經驗表明，要成功作出預測並不容易。

當地緣政治危機顯現時，經常引發市場賣壓，但驅動此類下跌的因素更多是不確定性，而經濟將持續受到損害。根據我們的分析，標普500指數因地緣政治事件下跌的時長中位數僅為16天。自1941年襲擊珍珠港事件以來，標普500指數約有四分之三時間在地緣政治危機爆發的12個月後進一步上漲，而在約半數情況下，該指數會在一個月內反彈。

類似的模式，也能在最近的例子觀察到。2025年4月2日美國總統川普宣佈“解放日”關稅後，標普500指數在五個交易日內下跌11.5%，隨後在一個月內收復失地。今年早些時候，美國對伊朗實施首輪打擊後，市場在21個交易日內下跌7.8%，但在此後9個交易日內扳回跌幅。

圖6

地緣政治相關事件對市場的衝擊通常不會長久持續
標普500指數走勢，標注近期的關稅和石油衝擊



資料來源：彭博、瑞銀，截至2026年9月14日

誠然，當前的衝突仍可能升級，供給緊張可能加劇。但更重要的是，地緣政治情勢可能迅速變化——正如我們在2026年多次看到的那樣。停火協議、能源運輸恢復、其他地區增產或外交斡旋都可能讓石油市場的壓力比預期更快解除。因此，我們認為，投資者應抱持審慎態度，避免輕易假設當前的地緣政治事件會無限期延長。

歷史經驗表明，地緣政治衝擊很少成為停止投資的理由。對於多元化投資組合，退場觀望的長期成本要高於地緣政治事件導致下跌的短暫代價。

為何長期而言，保持投資依然至關重要

投資者需要更高的長期回報，來應對稅負、支出、預期壽命延長以及通膨等挑戰，而現金難以達到此目的。

毋庸置疑，投資組合的回報至少須與通膨率相當，才能維持其購買力。倘若投資者還有繳稅、支出的需求，再加上現今預期壽命延長，則還需要更豐厚的實質正回報。

我們認為，現金頭寸難以長期滿足上述要求。就算目前的現金回報率較高，部分也被通膨及許多地區的稅負所侵蝕。而且，我們不預期當前的實質現金利率將會持續在高位。我們估計，長期稅前現金實質回報率僅為0.7%。

隨著預期壽命延長，投資者需要更高的長期回報來因應稅負和支出需求，特別是在通膨的環境下。而現金難以達到此目的。

簡單舉例，假設投資者持有1,000萬美元，每年提取40萬美元，提款額隨年度通膨率而增加。倘若實質回報率類似於現金（0.7%），投資組合餘額將在28年後耗盡。根據“瑞銀全球投資回報年鑒”數據，在約98%的情況下，全球股票投資組合持續的時間會超過28年，實際餘額中位數為3,110萬美元。

如果將現金比喻成儲水池，我們認為股票更像一條河流。儲水池的日常變化相對可預測，但是，若不斷汲水，池水終究會乾涸。河流水位雖然較難預測，但獲得活水流入的機會要大得多。

因此，長期財富增值面臨的最大挑戰往往不是單次市場回跌，而是決定觀望等待事態明朗。我們認為，投資者不應將注意力放在完美的入市點，而更應專注於建立嚴謹的流程：維持充足流動性以滿足短期需求，同時有效運用多餘現金產生收益，以實現長期目標。

投資結論

綜上所述，在平衡考量當前條件之後，我們認為保持投資仍是適當之舉。投資者在為市場進一步漲勢佈局之際，亦需分散配置並管理集中度風險。在把握機會的同時，也要避免過度依賴單一結果。

把握市場上行機會

估值偏高、財政憂慮和地緣政治風險揮之不去，投資者或許認為等待更好的入市點是較為謹慎的作法。然而，經濟增長仍具韌性，標普500指數成分股明年盈利預計將增長14%，加上2027年AI投資額預估將達到1.2兆美元，這些因素可望繼續支撐股市。盈利強勁增長，也有助於緩解估值壓力。我們預計美國和全球大多數市場將實現正回報，但由於預期已高，精選投資標的將至關重要。投資者應維持多元化核心股票配置，減少過度集中的個股持倉。如果對價格下行承受力較為有限，亦可考慮到期本金贖回或結構化策略。相較於偏防禦的英國和瑞士市場，我們看好歐元區、亞洲（日本除外）及新興市場等具週期性特徵的市場。

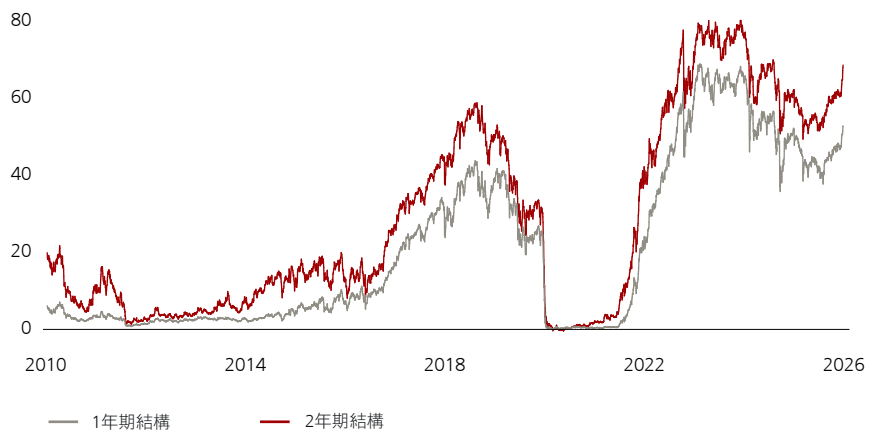
考慮到期本金贖回

到期本金贖回策略可幫助投資者在參與上行的同時，對下行風險進行管理。此類策略尤其適合倉位集中、虧損承受力較低、短期內具支出需求或希望為盈利提供保護的投資者。投資者應避免抱持“全力一搏”的態度，而是考慮將部分直接股票持倉，替換成旨在限制虧損，同時保留一定上漲參與度的策略。此舉不但可以提高投資組合的韌性，降低集中度風險，更有助於在波動期間保持投資。適當的策略結構，應考量個別投資者的財務目標、投資期限、流動性需求和風險承受能力。

圖7

考慮到期本金贖回：在參與上行空間的同時對沖下行風險

提供100%到期本金贖回的標普500指數結構的上行參與度示意（%），基於美元掉期利率



資料來源：彭博、瑞銀，截至2026年9月14日

固定收益機會浮現

我們認為固定收益“具吸引力”，各地區和細分市場均存在投資機會。新興市場債券提供具吸引力的收益率和多元化回報潛力。優質債券也可提供收益和多元化效益，在增長放緩時還具資本利得空間，投資者可特別關注中長期券種。在收益率曲線中段，優質的投資級發行人均能提供具吸引力的息差收益。至於風險較高的信用債，則應限制在較短的期限。鑒於財政顧慮和AI相關發行增加，我們對長端債券看法審慎。投資者應根據自身財務目標，審視信用債配置和期限風險。比如，聚焦息差收益的投資者可考慮短債，以降低存續期（久期）風險。在瑞士，分散收入來源依然重要。

部署大宗商品上行週期

政府債務上升、地緣政治風險及AI相關的電力需求增長，強化了實物資產在多元化投資組合的地位。主動管理的大宗商品策略，可隨著市場領漲者在工業金屬、能源、農業和貴金屬之間輪動時靈活調整。黃金在投資組合仍具備多元化作用。我們建議在策略配置中小幅持倉，超過基準的貴金屬持倉可作為資金來源。在大宗商品領域，電網、數據中心和電氣化投資支持我們相對看好銅，白銀的吸引力則相對較低。持倉應考量大宗商品的波動性，以及個別投資者的整體實物資產配置。

此外，以下“策略重點聚焦”亦值得關注，包括：

有效運用現金。投資者應優化必要現金的回報率，保留充足流動性以應對短期需求，並逐步將多餘資本投入市場以減低擇時風險。

投資於變革性創新。在AI、電力和資源及長壽經濟主題多元化配置，可幫助捕捉結構性增長機會，同時減少對少數市場領漲者的依賴。

利用另類資產提升多元化。在避險基金（對沖基金）、私募股權和私募信貸等另類投資多元化配置，有助於拓寬回報驅動因素，並在傳統股票和債券分散效果不彰時增強韌性。



Mark Haefele
全球首席投資總監
財富管理

免責聲明

非傳統型資產

非傳統型資產類型是包括避險基金（對沖基金）、私募股權、私募信貸、房地產和管理型期貨（合稱為“另類投資”）的另類投資。另類投資基金的權益只出售給合格投資者，僅透過提供包含另類投資的風險、表現和費用等資訊的發售文件，敦促客戶在認購和持有基金前仔細閱讀這些文件。另類投資基金的投資具有投機性質，包含大量風險。特別是，這些投資：(1)不是共同基金，不受與共同基金相同的監管要求；(2)表現可能出現波動，投資者可能會損失全部或大量投資；(3)可能涉及有可能增加投資損失風險的槓桿和其他投機性投資做法；(4)是長期的非流動性投資，一般不存在針對這類基金權益的二級市場，預期也不會開發這種二級市場；(5)另類投資基金的權益一般不流動，受轉讓限制制約；(6)可能不需要定期向投資者提供定價或估值資訊；(7)一般包括複雜的稅務策略，向投資者分發稅務資訊時可能會有延遲；(8)費用可能高昂，包括管理費和其他費用和開支，所有這些都會讓獲利減少。

另類投資基金的利益並不是任何銀行或其他已投保的存款機構的存款或義務，也不由任何銀行或其他已投保的存款機構擔保或背書，未經美國聯邦存款保險公司（FDIC）、美國聯邦準備委員會（FED）或任何其他政府機構在聯邦範圍內投保。在投資另類投資基金之前，潛在投資者應瞭解這些風險，具備在較長的時期內承受這些風險的財務能力和意願，並應當把另類投資基金視為總體投資計畫的補充。

除了另類投資一般存在的風險，下列風險的與投資這些策略相關的其他風險：

- **避險基金（對沖基金）風險：**存在專門與避險基金投資相關的風險，可能包括與投資賣空、期權、小型股、“垃圾債券”、衍生品、危困證券、非美國證券和非流動投資相關的風險。
- **管理型期貨：**存在專門與投資管理型期貨項目相關的風險。例如，並不是所有的經理人都始終關注所有的策略，管理型期貨策略可能具備重大的方向性要素。
- **房地產：**存在專門與投資房地產產品和房地產投資信託相關的風險。包括與債務、一般經濟或當地市場情況的不利變動、政府、稅收、房地產和分區法律或法規的變動相關的風險，與出資要求相關的風險，對於某些房地產產品，則存在與按照聯邦稅法獲得優惠待遇的能力相關的風險。
- **私募股權：**存在專門與投資私募股權相關的風險。可臨時提出出資要求，未能滿足出資要求會造成重大不利後果，包括但不限於損失全部投資。
- **私募信貸：**投資私募信貸存在特定風險，包括因貸款違約而造成的損失。在重大不利情況下，這可能導致投資金額大幅虧損。
- **外匯/貨幣風險：**投資美國以外地區證券發行人的投資者應注意，即便是以美元計價的證券，美元與發行人“本國”貨幣之間的匯率變動也會對這些證券的市場價值和流動性造成意外影響。這些證券可能還會受到美國投資者可能並未知曉的其他風險（如政治、經濟或監管變動）影響。

全球資產類別偏好說明

資產類別偏好為投資決策提供總體指引。這些偏好反映瑞銀機構觀點會議成員的集體判斷，主要基於對未來12個月流動性、常見指數、機構觀點情景以及分析師確信頭寸的預期總回報評估。請注意，由於投資組合建構方式、集中度和借貸限制等因素，各種投資策略的戰術資產配置（TAA）配置可能與這些觀點不同。

具吸引力 – 我們認為該資產類別具吸引力。可考慮該資產類別中的機會。

中性 – 我們認為回報或虧損的幅度都不大。可考慮較長期持有。

不具吸引力 – 我們認為該資產類別不具吸引力。可考慮其他機會。

註：我們將《股票投資指南》五級別觀點中的“最具吸引力”納入“具吸引力”，“最不具吸引力”納入“不具吸引力”。

瑞銀投資總監辦公室(“CIO”)的投資觀點由UBS Group AG (“UBS Group”) 旗下UBS Switzerland AG (受瑞士金融市場監督管理局監管) 或其附屬公司(統稱為“UBS”) 的全球財富管理(Global Wealth Management) 業務部門編製和出版。UBS Group包括前Credit Suisse AG及其子公司、分支機構和附屬公司。

此等投資觀點根據旨在促進投資研究獨立性的法律要求編製。

通用投資研究——風險資訊：

本出版物僅供個人參考，不作為任何買賣投資或其它特定產品的報價或邀請報價。本報告所包含的分析不構成個人建議，也不考慮任何特定接收人的具體投資目標、投資策略、財務狀況和需要。此等分析基於大量的假設。不同的假設可能導致分析結果出現重大不同。某些服務和產品受法律約束，不能無限制地向全球提供、及/或者不適合對所有投資者銷售。本文件中的所有資訊和意見的來源被認為是可靠且真實的，儘管如此我們對於其準確性、完整性或可靠性，不做任何明示或暗示的聲明或保證(除了關於UBS的披露資訊)。報告中所提及的所有資訊、觀點以及任何預測、預估和指示的市場價格僅反映截至報告發佈時的情況，未來如有變動，恕不另行通知。因採用的假設和/或標準不同，本報告中的觀點可能與UBS其它業務領域或部門不同或甚至相反。UBS在編製本文件時可能會使用人工智慧工具(“AI工具”)。儘管使用AI工具，但本文件已經過人工審核。

在任何情況下，本文件或任何此等資訊(包括任何預測、價格、指數或其他計算金額(“價值”)均不得用於以下任何目的(i)估價或會計目的；(ii)確定任何金融工具或金融合約的應收或應付金額、價格或價值；或(iii)測算任何金融工具的表現或績效，包括但不限於追蹤任何價值的回報或表現，或定義投資組合的資產配置或計算績效報酬或表現費。接收此文件和資訊，即意味著您將被視為向瑞銀聲明並保證，您不會將本文件用於上述任何目的，或以其他方式依賴任何此等資訊。UBS及其任何董事或員工可能有權在任何時候持有本報告所提及投資工具的多頭或空頭頭寸，作為委託人或代理人進行涉及相關投資工具的交易，或者向/為發行人、投資工具本身或向/為此等發行人的任何商業或財務附屬公司提供任何其他服務或有官員擔任其主管。在任何時候，UBS及其員工所做的投資決策(包括是否買入、賣出或持有證券)可能與UBS研究出版物表達的觀點不同或相反。某些投資可能因所處的證券市場流動性差而不能隨時變現，所以對投資進行估價和識別所處的風險可能很難進行量化。UBS依賴資訊壁壘來控制資訊在UBS各個地區、部門、集團或關聯公司間的流動。鑒於存在巨大的損失風險，並且可能發生損失超過初始投資的情況，期貨和期權交易並不適合所有投資者。過往績效表現不預示未來績效表現。可應要求提供更多資訊。有些投資可能會突然大幅跌價，收回的資金可能低於投資額，或者甚至需要賠付更多。匯率的變動可能對價格、價值或投資收入產生不利後果。負責編製本報告的分析師可能為了收集、綜合和解讀市場訊息而與交易部人員、銷售人員和其他群體接觸。

瑞銀集團內各個地區、團體和人員可以獨立編製和分發各自的研究產品。例如，投資總監辦公室(CIO)的研究報告由瑞銀財富管理編製。瑞銀全球研究(UBS Global Research)由瑞銀投資銀行(UBS Investment Bank)編製。個別研究部門的研究方法論和評級系統可能有所不同，例如在投資建議、投資期限、模型假設和估值方法方面。因此，除了特定經濟預測(瑞銀CIO和瑞銀全球研究可能合作提供)外，個別研究部門提供的投資建議、評級、價格目標和估值可能有所不同或不一致。您應參考每個相關的研究產品，以瞭解其研究方法論和評級系統的細節。並非所有客戶都可以獲取每個研究部門的所有產品。每個研究產品都受其編製部門的政策和程式約束。編製本報告的分析師的薪酬完全由研究部門的管理層及高層經理確定(不包括投資銀行部門)。分析師的薪酬並不基於投資銀行、銷售和交易或做市商交易的營收，但薪酬可能與瑞銀集團的整體營收相關，投資銀行、銷售和交易以及做市商交易均是整體營收的一部分。

稅務處理視個人情況而定，且可能會在未來發生改變。UBS不提供法律或稅務建議，也不對資產或資產的投資回報的稅務處理作出任何陳述，無論其是普遍性的還是針對客戶具體情況或需求的。我們必定無法將具體投資物件、金融形勢以及不同客戶的需求都納入考慮範圍，建議您就投資相關產品可能產生的影響(包括稅務方面的影響)進行金融和/或稅務諮詢。

若無UBS的事先授權，不得複製或複印本材料。除非另有書面協議，UBS明確禁止以任何原因將本材料派發或轉交給第三方。UBS不對第三方因使用或派發本材料引起的任何索賠或訴訟承擔任何責任。這份報告僅在適用法律允許的情況下派發。關於CIO管理利益衝突以及保持其投資意見和出版物、研究和評級方法獨立性之方式的相關資訊，請訪問www.ubs.com/research-methodology。本出版物和其他CIO出版物中所提及的有關作者的更多資訊，以及任何涉及該主題的以往報告副本，可應要求從您的客戶顧問處獲得。

可持續投資策略的重要資訊：本術語基於瑞銀可持續投資框架的定義，並不涉及或關聯任何具體產品的監管標籤體系或命名規範。可持續投資策略旨在於投資流程和投資組合構建中考慮並納入環境、社會和治理(ESG)因子。跨地域的策略採用ESG分析，並以不同方法將結論融入其中。納入ESG/可持續投資因子或許會限制瑞銀參與某些投資機會或就其提供建議，雖然平常這些機會符合客戶投資目標。納入ESG因子或可持續投資考量的投資組合，其回報率可能低於也可能高於瑞銀不考慮ESG因子、排除條件或其他可持續性議題的組合，而且此類投資組合面臨的投資機會可能有所不同。

外部資產經理/外部財務顧問：若本研究報告或出版物提供給外部資產經理或外部財務顧問，UBS明確禁止外部資產經理或外部財務顧問向其客戶和/或第三方散發和提供。

美國：僅由UBS AG旗下子公司UBS Financial Services Inc.或UBS Securities LLC向美國人士派發。UBS Switzerland AG、UBS Europe SE、UBS Bank, S.A.、UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda、UBS (Brasil) Corretora de Valores S.A.、UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V.、UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd.、UBS Wealth Management Israel Ltd和UBS Menkul Degerler AS為UBS AG的附屬公司。在向美國人士派發報告時，UBS Financial Services Inc.對非美國附屬公司編製的報告內容承擔責任。美國人士在本報告中提及的證券中進行的所有交易應透過隸屬於瑞銀的美國註冊經紀商進行，而非透過非美國附屬公司進行。本報告的內容未經且將不會獲得美國或其他地方的任何證券或投資監管機構的批准。UBS Financial Services Inc.不是《證券交易法》(“市政顧問規則”)第15B條所指的任何市政實體或義務人士的市政顧問，本報告所載意見或觀點並非旨在且不構成市政顧問規則意義上的建議。

如需要各國家/地區資訊，請參考以下網址：ubs.com/cio-country-disclaimer-gr，或可洽詢您的客戶顧問索取完整版的風險資訊。

除非本文另有指明和/或視乎您收到本報告的當地實體的情況，本報告由UBS Switzerland AG派發，UBS Switzerland AG受瑞士金融市場監督管理局(FINMA)授權和監管。

在翻譯文本中(報告和免責聲明)，中英文本如有歧異，應以英文本為準。

版本C/2026。CIO82652744

© UBS 2026。鑰匙符號，UBS和瑞銀屬於UBS的註冊或未註冊商標。版權所有