

交銀金融

2026 年 6 月號 第 216 期

環球金融市場部研究組

中美市場下半年宏觀展望： AI 超級周期引領增長 經濟結構性分化更加凸顯

摘要

中國：

- 「十五五」開局之年中國經濟表現良好，全球 AI 超級周期及政府投資拉動經濟穩步擴張，但化債周期下消費者信心仍然有待提振；
- 人民幣逆勢走強並形成獨立行情，顯示中國資產「安全溢價」逐步兌現。料下半年人民幣匯價將進一步攀升，中債利率維持低位震盪，但內地股市各板塊業績分化將更顯著。

美國：

- AI 產業訂單旺盛帶動製造業景氣度抬升，但消費承壓下行，經濟「上熱下冷」、新舊動能轉換特徵顯著；
- 由於通脹粘性較強，料美聯儲年內轉向緊縮立場，美元持續偏強，美債利率高位上落；雲計算供應商 AI 資本支出盈利難以兌現，美股短期內回撤風險加大。

一、中國市場宏觀展望：「十五五」開局之年 增長韌性凸顯

（一）2026 年上半年中國大類資產走勢回顧

- **人民幣：逆勢攀升，走出獨立行情。**截至今年 6 月 25 日，美元兌在岸、離岸人民幣分別下跌 2.54% 及 2.33%，收報 6.8105 及 6.8132。出口快速增長、企業結匯需求集中釋放及外資流入等多方面利好因素共振下，人民幣匯價在中美利差擴大、美元偏強的背景下逆勢上漲，走出獨立行情，成為表現最好的主要貨幣之一；CFETS 人民幣指數也上探至 101.77，創下 2024 年底以來新高。
- **中債利率：普遍回落，債市需求擁擠。**今年開年經濟運行良好，疊加人行全面降準降息空間不足（銀行淨息差收窄壓力持續），市場對政策利率預期相對穩定。另一方面，人行上半年已通過公開市場操作累計淨投放逾 5 千億元流動性，但由於實體信貸需求偏弱、政府

發債速度放緩，資金面相對寬鬆令金融機構對國債的配置需求較為擁擠，令各期限中債利率持續下行。1 年期、10 年期中債利率分別累計回落 18 個及 13 個基點，至 1.14% 及 1.73%。

✚ **內地股市：波動上行，板塊業績分化凸顯。**一季度內地股市走勢偏向震盪回落，4 月開始受到中東對峙緩和、國際 AI 概念熱潮帶動強勢拉升，但各版塊走勢分化顯著。截至 6 月 25 日，滬深 300 指數累計上漲 7.32% 至 4968 點，在主要市場中表現靠前。當中電信服務類、信息技術板塊以 69% 及 57% 增速強勢領漲，可選消費類、醫藥衛生及金融地產則有雙位數的跌幅，領漲板塊與領跌板塊漲跌差異超過 80%。

圖 1-1: 「十五五」開局之年，人民幣匯價、中債價格及 A 股實現「三牛」格局



數據來源: Bloomberg

（二）2026 年上半年中國經濟基本面及政策回顧

✚ **通脹方面**，霍爾木茲海峽受阻後，全球大宗商品價格普遍上漲，令我國 4 月進口物價指數同比上漲 18.2%。輸入型通脹壓力令 5 月 PPI 同比上漲 3.9%，特別是中上游工業品價格普遍回升，如採掘業價格按年增幅達到 15.8%。另一方面，當月 CPI 同比錄得 1.2%，持平於前值，顯示雖然全球能源價格高企及 AI 投資熱潮下電子產品價格上漲（如燃料價格及通訊設備價格分別同比上漲了 21.4% 及 6.6%），但內需偏弱下食品及核心通脹動能放緩，緩衝了物價的上漲壓力。

✚ **經濟增長方面**，今年經濟開年表現良好，一季度 GDP 同比增長 5.0%，高於預期的 4.8%，當中固定資本投資對整體增長的貢獻度較上個季度顯著拉升，顯示今年 AI 產業投資熱潮對我國經濟形成了有力提振。

➤ **具體來看**，全球 AI 超級周期推動出口擴張速度超預期，2026 年前五個月出口同比增速都保持了雙位數的增幅，其中儲存部件、晶片出口同比增速雙雙突破 100%，領漲所

有出口品類。製造業受外貿訂單擴張帶動穩健成長，前 4 月工業生產同比增長 5.6%，特別是運輸設備及通訊設備生產增長仍然強勁（分別上漲 12% 及 14%），顯示國際供應鏈受阻背景下，中國供給側的韌性凸顯。

- **另一方面，內地消費动能仍然有待提振。**前 4 月零售銷售同比僅增長 1.9%，低於預期水平，主要是由於消費品以舊換新政策效應退坡（2026 年安排國補資金較上年減少了 500 億元至 2,500 億元）及前期需求透支的影響，家電製品、家具、汽車等品類消費均出現雙位數的回落，顯示在全社會化債周期下，由於居民信心不足，社會零售消費增長對政策刺激的依賴度較高。此外，前 4 月城鎮固定資產投資同比萎縮 1.6%，對經濟增長形成拖累。其中除了房地產投資仍在探底（-13.7%）之外，4 月起財政支出也顯示出同比小幅放緩跡象。

 **宏觀政策方面**，「十五五」開局之年，財政政策維持積極有力的支出態勢，進度為近五年同期最快；貨幣政策則圍繞寬鬆靈活的總基調，資金面延續寬鬆狀態。

- **財政方面**，前四月全國一般公共預算支出達到 9.48 萬億元，同比增長 1.3%，規模佔年初預算總額的 31.6%，進度為近五年同期最快，其中開支增長較多傾斜於醫保、社會治安及就業等民生領域。此外，雖然一季度政府開支靠前發力，但二季度起由於財政資金落地節奏切換等原因影響，與對基建投資項目相關的農林水資源、交通運輸等領域公共預算開支整體則有小幅回落，專款專用的政府基金支出也有放緩跡象。
- 此外，地方政府債 1-4 月累計發行量約為 3.92 萬億人民幣，較去年同期增長 3,800 億元，其中用於項目建設、化債及償還到期債券的資金分別佔比 37%、35% 及 28%，特別值得注意的是前 4 個月的化債資金發行額度佔全年 2 萬億元再融資專項債券的進度已接近 60%，顯示目前置換存量隱性債、清理拖欠企業賬款仍是地方政府的工作重點之一。
- **貨幣方面**，截至今年 5 月，中國人民銀行已經連續 12 個月維持政策利率（7 天逆回購利率維持在 1.40%，商業銀行存款準備金率在 9.0%）不變，1 年期、5 年期貸款市場報價利率（LPR）則分別維持在 3.0% 至 3.50%。從機構資金使用效率、商業銀行淨息差壓力及全球能源價格上漲帶來的潛在輸入型通脹壓力等角度出發，人行後續對政策利率的調控更加側重於「精準有效」，而非「大水漫灌」。
- 此外，人行數量型工具仍然延續了適度寬鬆基調。截至 6 月通過公開市場操作累計釋放 5,474 億元流動性（當中逆回購工具淨收回 4,026 億元，MLF 淨投放 9,500 億元），整體呈現出收短放長的結構特點，一是通過回籠短期資金、引導過低的市場利率回歸理性，防止機構資金空轉及過度加槓桿；二是通過加大中長期資金投放，支持銀行信貸投放及承接政府債券發行，同時穩定市場對資金面的預期。

圖 1-2: 輸入型通脹壓力攀升, 但由於當前企業成本轉移能力較弱, CPI 讀數整體持穩

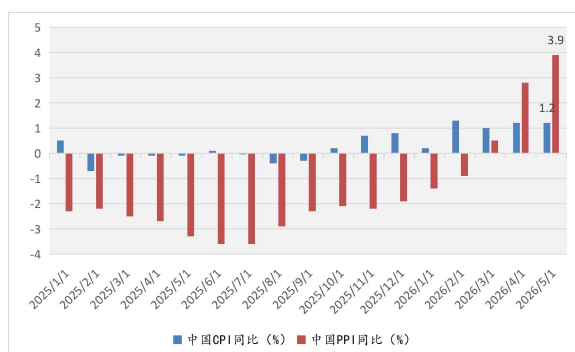


圖 1-3: 全球 AI 超級週期推動出口擴張速度超预期, 但消費動能仍然有待提振

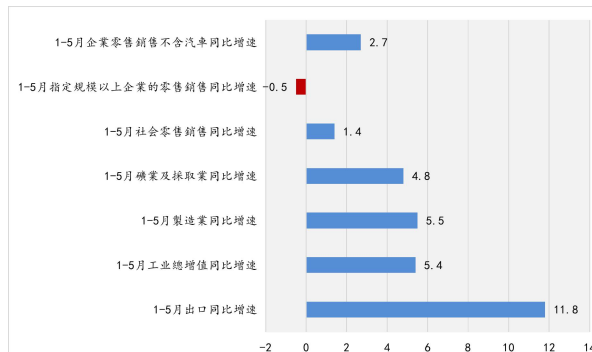


圖 1-4: 全國公共支出較多傾斜於醫保、社會治安及就業等民生領域, 與基建投資相關開支整體則有小幅回落

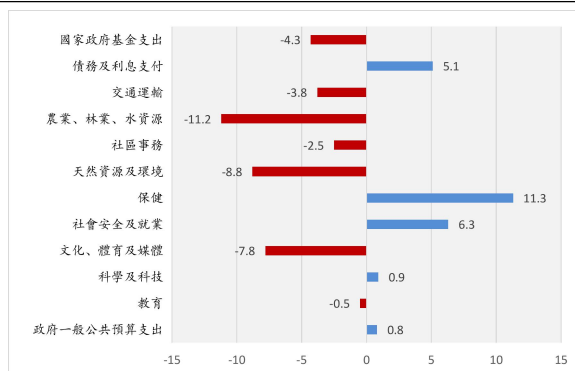
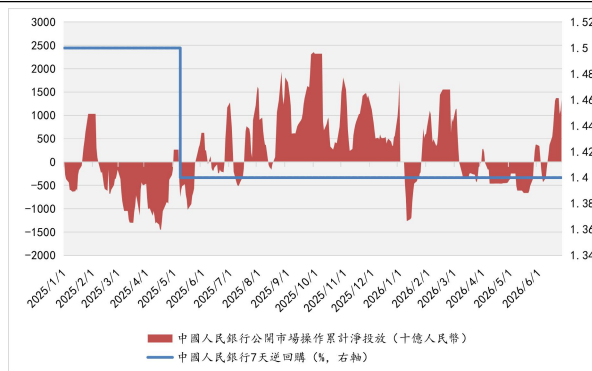


圖 1-5: 中國人民銀行已經連續 12 個月維持政策利率不變, 但數量型工具仍然延續了適度寬鬆基調



數據來源: Bloomberg

(三) 2026 年下半年中國經濟宏觀展望

1、基本面預測: 全球 AI 超級周期及「六張網」建設為經濟增長提供強勁引擎

通脹方面, 由於中東局勢衝突導致能源供應受阻, 國際能源價格上漲為我國帶來了輸入型物價上漲壓力, PPI 物價指數顯著提升。但由於目前實體需求偏弱制約了企業向消費者傳導價格壓力的能力, 進口成本上漲或對企業利潤形成一定擠壓, 但對居民購買力的影響相對有限。預計今年整體及核心 CPI 還將繼續持穩於 1.2%-1.5% 區間。

經濟增長方面, 全球人工智能投資熱潮料將持續推動外貿向好, 與儲能設備、通訊電子設備生產相關的製造業料將延續上半年內的高景氣度。此外, 「十五五」開局之年國家系統推進「六張網」建設 (水網、新型電網、算力網、新一代通信網、城市地下管網及物流網), 年度廣義基建相關投資規模預計將超過 7 萬億元, 也為固定投資擴張提供強勁動力。

另一方面, 由於居民部門仍處於去槓桿階段, 當前房地產市場仍在以雙位數降幅探底, 疊加油價上漲對部分品類消費需求的抑制作用, 預計年內實體消費需求復蘇速度都偏慢, 仍

然依賴於後續財政國補資金的發放進度。

- ✚ **政策面預測**，今年 4 月中央政治局會議指出要優化財政支出結構、增強貨幣政策前瞻性靈活性，保持流動性充裕。我們預計下半年財政開支將重點落在「人工智能+」等新質生產力產業及「六個網」重點基建項目建設，而貨幣政策方面實現總量寬鬆（即降準降息）概率較低，除當前實體融資需求偏弱、資金面相對充裕等原因之外，央行此前指出密切關注國際能源價格上漲的影響，料年內人行在利率政策方面還將維持觀望態度。

2、大類資產走勢展望：「股債匯三牛」有望保持 但板塊業績分化加劇

- ✚ **人民幣料將延續升值**。今年前 5 個月，我國累計貿易順差及銀行代客結售匯順差分別達到 4,517 億及 1,788 億美元，顯示出口提速及外貿企業結匯意願增強為人民幣逆勢上漲提供堅強支撐。除此之外，今年前 5 個月內地股市資金淨流入達到 179 億美元，反映出國際地緣局勢波動及美國政策變動造成的宏觀不確定下，中國的經濟韌性及政策穩定性更加凸顯。今年中美元首於北京會面，對兩國建立戰略性穩定關係達成共識，隨著中國資產的「安全溢價」逐步兌現，跨境資金回流及國際資金淨買入也支持人民幣匯價走強。預計今年末美元兌離、在岸人民幣匯價將下試 6.50-6.75 區間水平。

- ✚ **中債利率延續低位震盪行情**：今年前 4 個月，社會融資增量達到 15.45 萬億人民幣，同比少增 8,900 億元，創下兩年以來新低，其中新增人民幣貸款僅 8.59 萬億，不及預期水平，顯示實體融資需求仍然相對薄弱。M1-M2 剪刀差從去年三季度最低的 1.2%擴大至 3.6%，顯示仍有大量流動性沉澱在金融體系內，並未完全進入實體部門，資金使用效率仍待提高。

- 由於經濟增長動能仍需政策提振，預計年內人行都將維持相對充裕的資金環境，但其「收短放長」策略料將令較短期限中債息較當前水平回升（預計 1 年期國債息將回至 1.20%-1.35%區間），疊加 AI 超級周期對權益類資產表現的提振，股債資金輪動料將令更長期限國債利率小幅回升至 1.8%附近波動。

- ✚ **內地股市估值獲得支撐，但不同板塊業績分化將加劇**：美伊 6 月下旬達成意向性和平協議，市場逐步對國際地緣衝突脫敏，風險偏好上行料將使 AI 概念成為下半年市場最核心的交易主題，而中國出口擴張及新質生產力發展料將支持 A 股科技板塊中長期走勢向好，但地產下行、地方化債及內需放緩讓傳統消費及地產板塊仍面臨回撤壓力，不同板塊業績結構性分化還將持續。總量來看，由於跨境資金流入、人行中長期資金投放及財政前置發力，料下半年宏觀流動性還將維持充裕，對風險資產估值形成一定支撐。

- **風險因素**：美伊談判出現反覆，國際能源供應再度受阻，加大全球經濟滯脹壓力；美國雲計算廠商資本開支增速回落，AI 盈利邏輯受到現實挑戰；美國勞動力市場超預期強勁，美聯儲政策緊縮預期升溫等。

圖 1-6: 外貿企業結匯意願增強為人民幣提供堅強支撐, 預計離、在岸人民幣匯價將下試 6.50-6.75 區間水平

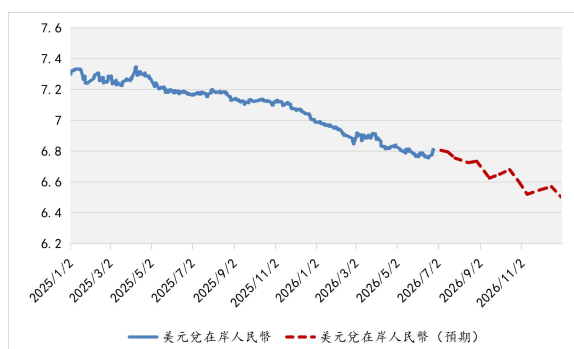
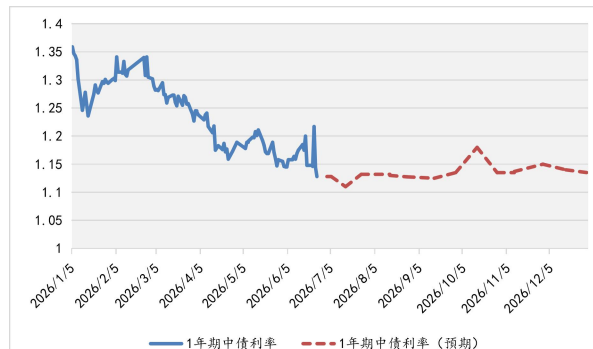


圖 1-7: 預計年內人行都將維持相對充裕的資金環境, 料中債利率延續低位震盪行情



數據來源: Bloomberg

二、美國市場宏觀展望：經濟 K 型分化顯著 政策緊縮預期抬升

（一）2026 年上半年美國大類資產走勢回顧

- ✚ **美元：總體波動上行。**截至 6 月 25 日，美匯指數收盤累計上漲 3.28%，錄得 101.609。今年以來，市場對美聯儲的利率路徑預期經歷折返跑，從年初押註美聯儲年內有 2-3 次降息可能，到中東局勢進入膠著、輸入型通脹愈演愈烈後，轉向預期截至明年 1 季度將有接近 2 次加息概率，政策預期緊縮化、避險情緒升溫以及流動性需求均在推高市場對美元的估值。
- ✚ **美債：各期限美債利率大幅飆升，但期限溢價回落。**在通脹指標升溫、財政失衡憂慮及股債資金輪動等因素影響下，各期限美債價格承壓下行。2 年期、10 年期美債息截至 6 月 25 日分別上漲 67 個及 24 個基點至 4.15% 及 4.40%，30 年期美債息一度上行至 5% 上方水平。而 10YR-2YR 美債利差達到 26 個基點，較年初縮窄 44 個基點左右，（值得注意的是，10 年期通脹預期累計回落 7 個基點，顯示中長期通脹預期仍然相對錨定），市場加息預期升溫後美債孳息曲線整體呈現熊平狀態。
- ✚ **美股：估值高企，市場波動性抬升。**標普 500 指數截至 6 月 25 日累計攀升 7.49%，在環球市場中排名靠前，主要受益於今年 4、5 月 AI 熱潮之下科技板塊的強勢拉動。由於當前市場焦點轉向科技企業增長前景，大量資金湧入資訊科技類企業股票（今年以來標普 5 萬億新進資金中有 75% 以上投入科技板塊），令目前美股市盈率已達到 27.26，顯著高於 5 年以來平均水平。
- ✚ 另一方面，由於美國政策的巨大變動（經貿衝突、地緣摩擦），市場波動性顯著攀升，美股交易主線切換頻繁（1 至 2 月工業類及核心消費類、3 月的能源類及 4 月起的資訊科技類），

資金在各個板塊的輪動加速。

圖 2-1：上半年美元總體上行，美股科技板塊漲幅強勢

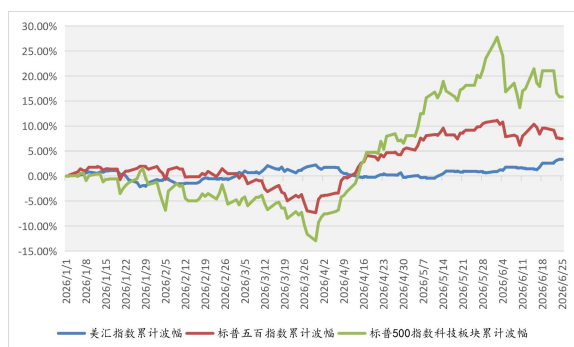
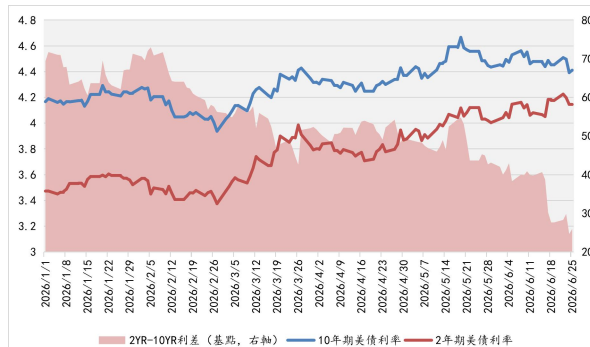


圖 2-2：各期限美債利率大幅飆升，但期限溢價回落，市場加息預期升溫後美債孳息曲線整體呈現熊平狀態



數據來源：Bloomberg

（二）2026 年上半年美國經濟基本面及政策回顧

- ✚ **通脹方面：短線上行動能較為強勁，但中長期通脹預期較為穩定。** 特朗普去年實施的全球關稅政策的傳導效應導致核心商品通脹較具粘性，而中東衝突爆發後能源價格爆發式上漲令輸入型物價壓力持續高燒。截至 5 月，美國整體及核心 CPI 同比分別錄得 4.2% 及 2.9%，其中能源分項的同比漲幅達到 23%，貢獻了整體 CPI 超過一半的增幅。CPI 指數遠高於美聯儲 2% 的中長期物價目標，且已經是連續五年高於該水平，對美聯儲控制通脹的信譽造成了較大的打擊。此外，目前中長期通脹預期從年初的 2.25% 回落至 2.18%，顯示更長期限內通脹預期仍然相對穩定。
- ✚ **勞動力市場方面：就業供需維持相對平衡。** 特朗普反移民政策讓較多非居民勞動力退出就業市場（美國勞動力參與率已經回落至 61.8% 的低位），疊加今年 AI 投資熱潮對第二產業勞動力需求的提振，今年美國勞動力市場總體維持「低招聘、低裁員」的供需平衡。5 月非農就業人數淨增 17.2 萬人，大超預期的 8.8 萬人，當中主要是營建製造（數據中心建設熱潮）、休閒餐旅（美墨加世界杯效應）及政府部門貢獻了就業的增長，而失業率持續保持與 4.3%，仍處於歷史低位區間。
- ✚ **經濟增長方面：韌性持續，且形成較明顯的結構性分化。** 一季度 GDP 環比增長 1.6%，較前值的 0.5% 上漲 0.9 個百分點，顯示經濟增長勢頭轉強。當中企業投資、政府支出及出口增長強勁，但個人消費動能偏弱，經濟出現「上熱下冷」、新舊動能轉換的顯著特征。具體分項來看：
 - **私人消費增長動能轉弱**，環比增長僅為 1.4%，較上個季度下跌 0.5 個百分點，且是連續第三個季度下滑，當中主要是因為服務消費的增速大幅回落 0.9 個百分點。

- **私人投資擴張勢頭顯著**，環比增長錄得 7%，較上個季度提高 4.7 個百分點，特別是與 AI 產業投資相關的諮詢處理設備環比大增 45.9%。出口大幅改善，主要是受到全球對電子產品及替代性能源產品旺盛需求的提振，環比成長達 13.1%，較前值的萎縮 3.2% 顯著改善。
- **政府支出持續增長，成為驅動經濟的重要引擎**。隨著《大而美法案》對經濟的刺激效應逐步顯現，一季度環比增長 4.4%，也逆轉了前值萎縮 5.6% 的頹勢。

 政策方面：關稅大增令聯邦開支結構改善，但美聯儲利率預期轉向緊縮：

- **財政方面，《大而美法案》減負作用凸顯，關稅大增令聯邦開支結構改善**。美國共和黨《大而美法案》的減稅作用凸顯，今年 1-5 月美國企業所得稅同比大幅回落 32.1%，顯示共和黨的生產性津貼及稅收退還對企業負擔的減輕作用顯著。而由於關稅收入的大幅增長（今年 1-5 月聯邦關稅收入同比增長 62.8%）。截至今年五月，2026 財年前八個月累計的美國聯邦政府赤字為 1.2 萬億美元，較上年同期減少了 1,160 億，收支有所改善。
- **另一方面**，今年 2 月美國最高法院裁定特朗普政府援引《國際緊急經濟權力法》實施的大規模關稅措施缺乏法律授權，故而被判失效，市場估算白宮後續將要退還的關稅收入超過 1,750 億美元。而特朗普政府旋即引用《1974 年貿易法》122 條款，宣布自 2 月起向全球貿易夥伴再度征收為期 150 天的 10% 進口關稅，顯示特朗普政府無意全額償還此前被判違法的關稅收入。
- **貨幣政策方面，利率預期轉向緊縮，但數量型工具還在擴張流動性供應**。美聯儲今年以來維持觀望，將聯邦基金利率目標區間維持在 3.50%-3.75% 水平不變，符合市場預期。從經濟基本面來看，就業維持基本平衡、通脹粘性較強及經濟增長強勁都為美聯儲按兵不動提供理據，5 月議息會議上美聯儲已基於上述原因整體呈現出鷹派的取態，有多位票委開始反對在政策聲明中體現出「寬鬆傾向」，最新季度預測中已將今年全年 PCE 通脹預測從 2.7% 上調至 3.6%。
- 自去年 12 月開始，美聯儲就已經在其「準備金管理購買計劃」中實現了實質性擴表與資產結構改革，每月在維持對 MBS 減持上限 350 億美元的基礎上，還通過購買大量國庫券向市場注入流動性。截至今年 6 月上旬，美聯儲資產規模達到 6.76 萬億美元，較去年末累計擴張了 1,300 億左右，其中美國國庫券持倉增長了約 2,360 億美元。

圖 2-3: 全球能源危機衝擊下，物價短線上行動能較為強勁，但中長期通脹預期較為穩定

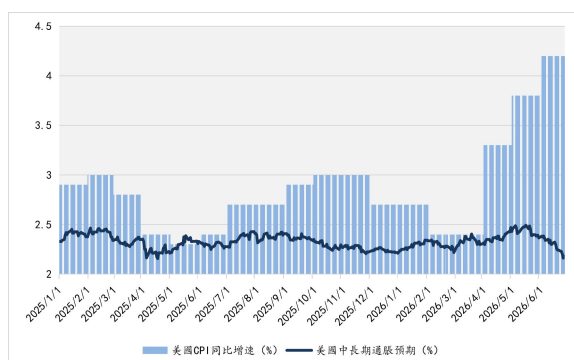


圖 2-4: AI 超級周期支持下，經濟總量持續擴張，特別是出口及製造業攀升，而消費轉弱，形成較明顯的結構性分化

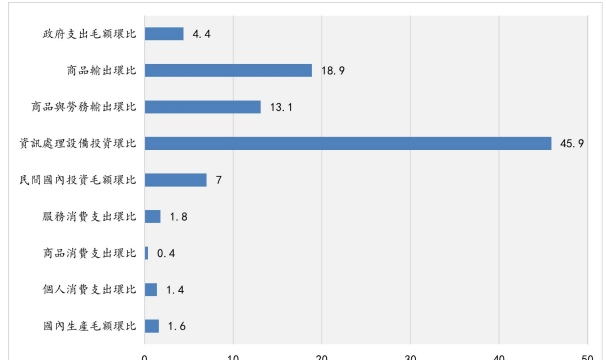


圖 2-5: 關稅收入大幅增長，《大而美法案》減稅效應凸顯，美國政府收入結構改善

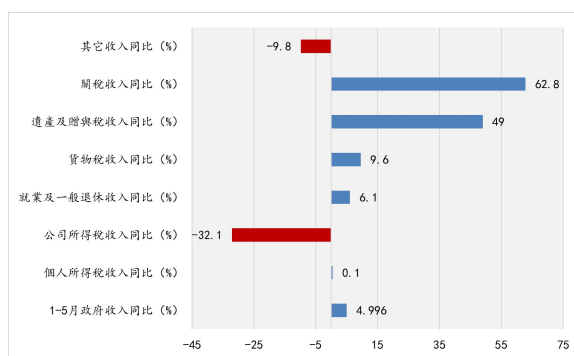
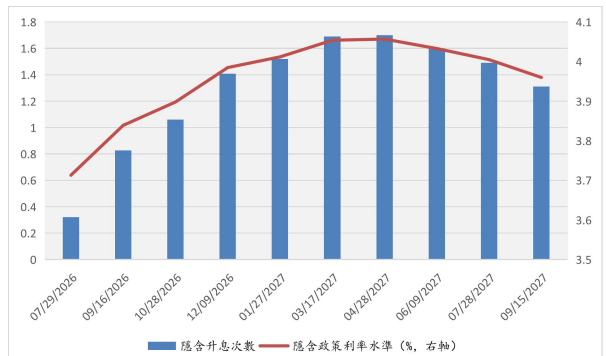


圖 2-6: 美聯儲政策緊縮預期升溫，目前市場預期最早在 10 月將有一次加息概率



數據來源: Bloomberg

(三) 2026 年下半年美國宏觀經濟及大類資產走勢展望

1、基本面預測：經濟總量料將延續增長，美聯儲年內降息空間基本為零

通脹方面，預計美國消費者物價讀數將在年內見頂回落。美聯儲最新季度預測中 2026 年全年整體及核心 PCE 物價指數將分別達到 3.6%及 3.3%的同比增幅，較此前 2.7%的預測大幅攀升，當中主要是能源價格攀升的影響。此外，2025 年 4 月至今年 4 月美國平均關稅稅率已經達到 7.30%，較去年全球關稅生效前的約 1.90%累計提升了 5.4 個百分點。

- 能源價格對整體通脹的影響已經立竿見影，而關稅則將通過進口商品價格顯著推高核心物價指標，疊加 AI 投資熱潮引發的芯片及存儲緊缺推高電子產品價格，我們預計美國通脹在年內都將維持較強粘性，令美聯儲年內降息的政策空間基本消散無存。
- 但另一方面，由於 4 月起美伊轉向停火談判，局勢的持續緩和令布蘭特原油價格已從 110-120 美元/桶附近見頂回落至 70-80 美元/桶區間，疊加對等關稅被最高法院判定違

法後，美國有效關稅稅率開始回落，再加上美國消費動能轉弱之後企業傳導價格壓力的能力受限，預計這一輪輸入型通脹大概率還是暫時性效應，對更加廣泛的物價品類、在更長的時間窗口的影響還是可控的。根據費城聯儲的最新預測，**今年二季度美國整體 CPI 將見頂於 6.0%，然後回落至四季度的 2.5% 水平（2026 年全年整體及核心 CPI 同比增速分別在 3.5% 及 2.9%）。**

 **勞動力市場方面，預計 ICE 的執法行動將令勞動力供給進一步下行，失業率有望總體維持穩定。**根據美國布魯金斯學會的研究，2025 年至 2026 年 2 月特朗普的國內移民執法行動（由美國移民及海關執法局執行）就已經逮捕了 39 萬人次，是 2024 年拜登在任時期的超過三倍。這種廣泛的執法行動已經在美國的數百個城市造成了嚴重的就業擾動，其中主要集中於移民密集產業（如建築、住宿及餐飲服務），而這種失業潮同時也向包括娛樂、商業服務等其他產業擴散。

- **從數據來看**，由於政府反移民政策帶來的「寒蟬效應」（即合法移民及其家庭因恐懼遭到政府拘捕而退出勞動力市場），截至今年 5 月美國勞動力參與率已經下降至 61.8%，創下 2020 年以來的新低。預計下半年，在特朗普激進的反移民執法行動下，美國的勞動力供應還將持續收縮。
- **勞動力需求方面**，由於居民服務消費意願較低，疊加受到 AI 應用鋪開後企業大幅裁員的影響，今年以來第三產業（包括專業服務、金融活動、教育醫療、貿易運輸等）的就業已經持續回落，雖然自今年 5 月起由於美墨加世界杯舉辦帶來的提振，休閒和餐旅服務就業增長有所反彈，但該種勢能在世界杯結束之後或難持續。
- **另一方面**，今年美國大型科技企業的 AI 投資熱潮帶動了營建及製造產業的就業擴張，但考慮到第二產業在美國經濟中的佔比較小，對總體就業崗位的支撐作用有限。總體來看，我們預計下半年美國就業市場還是總體維持供需雙雙收縮、失業率保持大體穩定的態勢。

 **經濟增長方面，預計在大型雲計算供應商資本支出擴張的帶動下，美國經濟總量將保持穩健增長，但私人部門的消費動能或將弱化。**微軟、Alphabet、Meta 及亞馬遜在其一季度財報中普遍上調了 2026 年的支出預期，目前僅這四家科技企業今年預計投資額就將高達 7,250 億美元，其中絕大部分用於 AI 基礎設施建設（如自研芯片、數據中心、服務器及網絡設備），料將對上下游產業鏈形成較強提振，我們預計今年非住宅類的私人固定資本投資的雙位數增速還將持續。

- **另一方面**，國際能源價格高企、美國關稅抬升商品成本等負面因素衝擊下，消費者購買力將受到嚴重侵蝕。5 月密歇根大學消費者信心指數跌至 44.8，創下 1952 年以來的最低歷史記錄，消費者對經濟前景的看法較為暗淡。數據角度，4 月美國 PCE 物價指數同比增幅已經超越美國平均時薪的增速（分別為 3.8% 及 3.6%），這意味著居民

實際收入已經轉向萎縮，而隨著通脹指標在三季度上行至峰值，年內居民購買力的下滑還將持續。

✚ **政策面方面**，隨時間逐步接近美國 11 月中期選舉臨近，預計公共支出將繼續成為經濟增長貢獻項，但美聯儲政策寬鬆空間已基本消散。

- **財政方面**：2026 財年前 7 個月，美國財政開支同比增長 2.75%，增速相對穩健，當中利息、國防開支及司法部的開支增長較快，而涉及國際事務、自然資源等部門的支出有所下滑。此外，由於關稅收入下滑，本財年剩餘 5 個月時間內美國政府收入來源持續萎縮。但由於 11 月的美國國會中期選舉臨近，為爭取選票，預計《大而美法案》的寬鬆作用還將持續釋放，公共部門支出仍將成為經濟增長的拉動因素之一。
- **貨幣方面**：由於通脹粘性、勞動力供需平衡及經濟增長勢頭較強，沃什領導的美聯儲年內降息空間較小，我們預計今年美聯儲都將維持按兵不動的政策取態，聯邦基金利率維持在 3.50%-3.75% 區間不變。
- 另一方面，由於美聯儲當前實行的「準備金管理購買計劃」與沃什推崇的縮表主張截然相反，我們預計今年美聯儲會首先著手於放鬆銀行監管，並逐步逆轉擴表進程，最早在今年下半年開始加量縮減當前的 MBS 持倉規模，通過緩慢壓降銀行準備金規模，有序回收美元流動性，在不加息的同時實現事實上的政策緊縮，以控制輸入型通脹的二輪傳導效應。

2、大類資產走勢預測：美元、美債息料高位震盪，美股短線技術性回撤風險加大

✚ **美元：預計將偏強上落**。美國的政策利率仍處於相對高位（特別是沃什的縮表主張料將收緊全球美元流動性），且美國經濟增速位居發達國家前列，AI 超級周期下全球市場對美國相關產品的需求持續旺盛，疊加中東能源供應受阻提升了市場對替代性能源供應（尤其是北美洲化石燃料）的需求，料利差、基本面因素及商品需求將支撐美元匯價維持強勢，我們預計今年下半年美元兌各主要貨幣匯價將整體維持相對高位的態勢，預計美匯指數年內都將在 96-102 區間上落。

✚ **美債利率：延續高位震盪**。美國財政部今年二、三季度預計分別將向市場融資 1,890 及 6,710 億美元，較前次預期大幅上調。而由於最高法裁定特朗普「對等關稅」失效後，美國關稅收入已開始總體回落，加上《大而美法案》對企業所得的減稅作用凸顯，美國財政收支缺口下半年料將持續擴大，我們預計今年美國財政赤字總量仍將達到 1.8 萬億至 2 萬億美元範圍，料年底存量美債規模或達到 40 萬億美元水平，對美債供應造成較大壓力。

- **需求方面**，市場對美聯儲的緊縮預期料將壓制美債價格表現，而今年美股市場的虹吸作用也讓大量資金投向近期狂飆猛進的科技板塊。中東衝突爆發後，部分國家由於國際能源價格飆升及本幣匯率貶值，被迫在市場拋售美元資產，也加劇了近期的美債拋

售潮。根據美國財政部數據顯示，今年 3 月外國官方已經減持了 1,087 億美元的美債持倉（主要是日本、中國、土耳其），投資者對美債需求的結構性回落讓各期限利率維持高位震盪，預計 2 年期美債利率年內都將在 3.80%-4.20% 區間上落。

✚ **美股：**今年美股的漲幅主要是由 AI 超級周期所驅動，但圍繞大規模 AI 資產開支是否可持續的問題，市場存在較大分歧，令美股短線出現技術性回撤的風險較大。

- 一是雲計算產商對 AI 的資本投入已接近「透支現金流」的狀態，以亞馬遜為例，其 2026 年一季度經營性現金流同比增長 30% 至 1,500 億美元左右，但自由現金流卻從去年同期的 259 億驟降至 12 億，其中差額主要來源於資本開支對現金的大規模佔用。內部現金流耗盡意味著科技巨頭的後續投資將不得不通過向市場舉債融資獲得，極大提升其經營負擔及開支不穩定性。
- 二是 AI 基礎設施的投資回報期較長，短線實現盈利的概率較低。微軟首席財務官此前已經明確表示，AI 基礎設施投資的回報周期遠超傳統 IT 投資，可能需要 15 年甚至更長時間才能收回成本。其中除了硬體設備折舊帶來的固定成本之外，AI 模型訓練成本飆升（如從 GPT-3 升級到 GPT-4，成本將增加 20 倍）及硬體更新周期短的問題，更令投資回報率面臨不確定性。

✚ 從這個角度來看，雖然當前美國大型雲計算供應商賬面盈利強勁，資本開支計劃繼續上調，但 AI 相關公司市值增長已經明顯超過基準宏觀收益測算，因此需要檢驗的是美股強勁漲幅能否在資本開支周期見頂後繼續維持。如果未來 AI 無法有效兌現商業價值，那麼當前的高估值與高投入模式便可能面臨泡沫破裂的風險。

✚ 特別是，在美聯儲維持高政策利率及推進漸進縮表的可見未來，過去充裕美元流動性所能帶來的安全緩衝逐步變薄——這意味著 AI 投資的容錯空間縮小，即生產率的兌現必須及時充分，否則龐大資本開支的財務邏輯將面臨挑戰，投資者仍宜對美股後續走勢維持審慎觀望態度。

圖 2-7：今年以來，美聯儲持續向市場投放流動性，但新主席沃什上任後，預計美聯儲將整體進入縮表進程

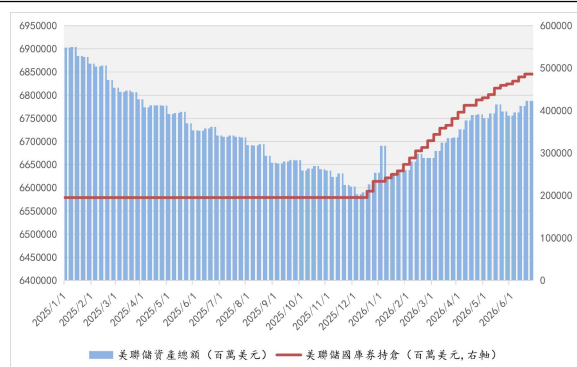


圖 2-8：美聯儲緊縮預期抬升，料利差因素及 AI 相關產品及能源出口訂單擴張將令美元維持高位上落

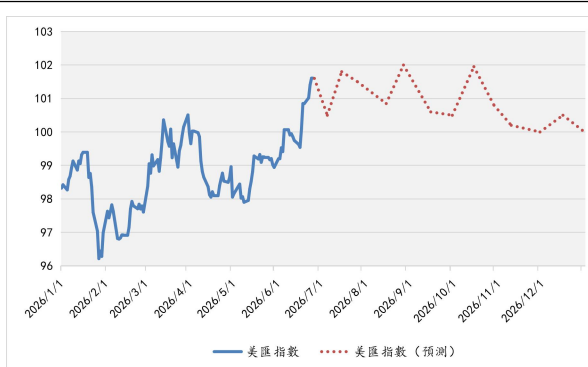


圖 2-9：美國五大雲計算廠商 Capex 大幅飆升

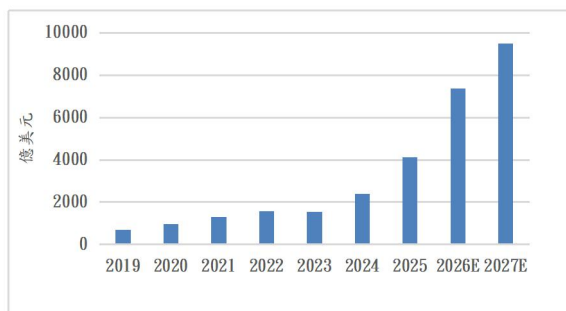


圖 2-10：美國核心 PCE 無大幅上行風險

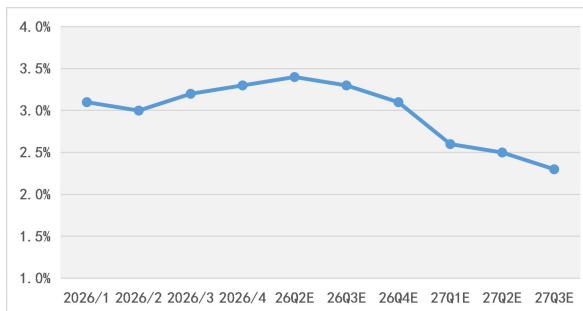
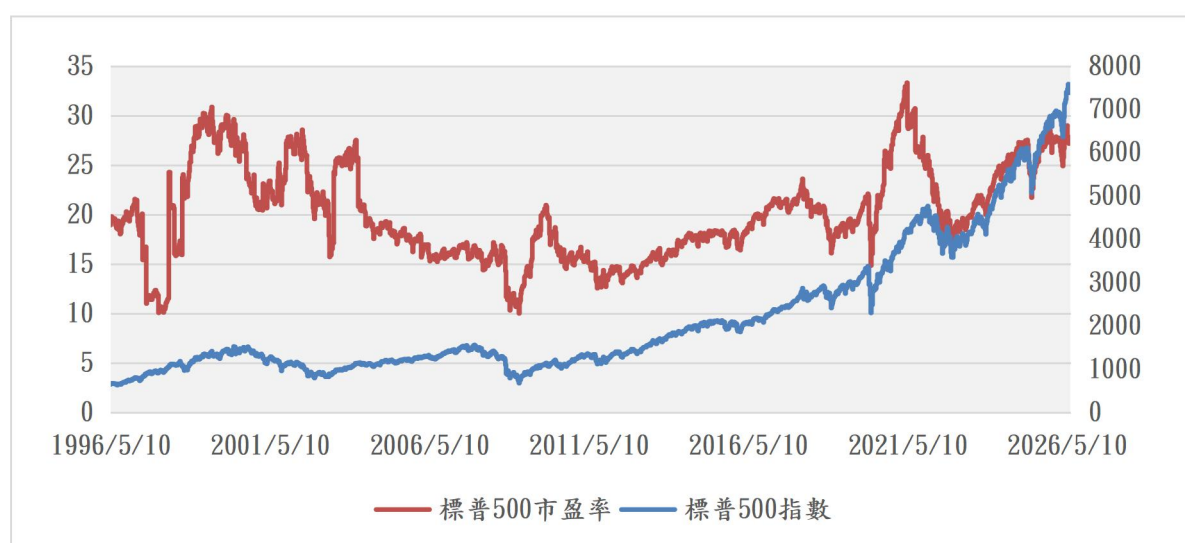


圖 2-11：標普 500 市盈率已接近 2000 年科網泡沫時期



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本文件所載的資料和數據乃從交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行(香港)有限公司相信屬可靠之來源搜集，惟本行並無核證該等資料和數據。本文件所載資料只供一般參考用途，並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標或經驗、財務狀況或其他特定需要。

本行對本文件所載資料(包括任何陳述、數據、觀點、意見或預測)之公正性、準確性、完整性、正確性或適時性不作任何保證，亦無義務就該等資料的未來變化作出更新或就所收到的更新內容發出通知。本行不會就任何人士因直接或間接使用或依賴本文件所載之任何內容而蒙受或招致的任何損失承擔任何責任。

在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認

為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮個別人士的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何保證。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。本文件所載資料並不構成亦不應被視為任何投資意見或任何買賣投資產品或服務之要約、招攬或建議。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本資料只供一般參考用途，本文件（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部分。

除非獲得本行的事先書面同意，在任何情況下，任何人士均不得出示、複印、傳輸、複製、摘錄或以任何其他形式或任何途徑轉載、分發或傳送本文件的任何內容予任何人士，或將本文件的任何內容納入另一檔或其他材料中以作其他用途。

本文件由交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行(香港)有限公司製作及發行，並未經香港任何監管機構審閱。