中國銀行(香港)
BANK OF CHINA (HONG KONG)

中銀香港
2026年市場展望與投資策略

11 月版



中銀香港
2026年市場展望與投資策略

11月版

報告摘要

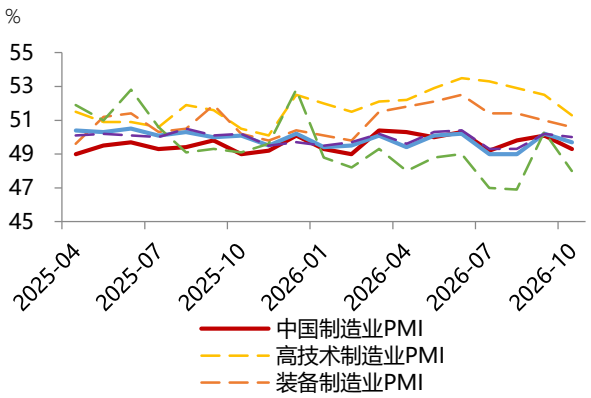
- **宏觀經濟觀察：**中國方面，三季度經濟增速回升，內需修復仍需鞏固。2026年前三季度經濟單季增速分別為5.0%、4.3%、4.5%，在極端天氣影響減弱和政策支持的背景中，中國經濟運行在三季度末邊際改善，但近期數據顯示內需修復還顯乏力。10月製造業PMI景氣回落，新興產業勢頭仍強；10月PPI按年升幅擴大，與CPI剪刀差擴大，本輪物價回升呈成本推動、上游集中的特徵。整體看，在去年四季度低基數效應下，全年增長目標較大機會實現，政策重心轉向落實現有措施、調整制度框架。美國方面，需求維持韌性，通脹制約寬鬆空間。美國三季度實際GDP初值按月折年增長3.4%，實際私人國內最終購買（PDFP）增長4.9%，經濟動力仍然偏強，但增長高度集中在AI相關領域和醫療保健類消費。美國10月非農就業數據高於市場預期，失業率降至4.1%，但廣義失業率（U6）按月上升，因經濟原因從事兼職人數大幅增加，勞動力市場結構性壓力仍存。在當前美國經濟、就業數據表現強勁而通脹黏性不改的背景中，市場對12月美聯儲加息的預期維持在七成以上。

- **月度重點關注：**「府院分裂」下政策路徑不確定性或有提升。美國中期選舉結果顯示，民主黨重新掌握參眾兩院多數席位。新一屆國會將於於2027年1月3日就職，但美國政策大方向難有「逆轉」。地緣事件降級可能性大於升級，仍維持對地緣事件「有限和平、長期消耗」的基本假設。在AI發展方面，重大的AI限制性立法難以在聯邦層面落地，地方層面對數據中心建設審批流程的延長和審批條件的增加，或推動市場的關注重心更快從單純的資本開支帶動基礎設施建設，轉向AI應用落地、商業化盈利兌現。在財政方面，特朗普進一步推動減稅、擴大支出的難度明顯上升，新增財政擴張空間受到制約，但美國高赤字、高債務的長期狀況難以改變，短期關鍵觀測點是12月11日臨時撥款法案《2027年持續撥款與延期法案》到期後的安排。

- **資產走勢研判：**權益市場方面，11月6日國常會明確「完善資本市場穩市機制，增強股市內在穩定性」，穩市系列政策持續推出或將帶動指數區間緩慢上移，但成交穩步恢復和信心回暖還需醞釀，中國A股預計處於築底修復的過程中。中國港股近期或受益於環球資金輪動而表現偏強，但需留意中國港股對外部風險更為敏感。美股或呈區間震盪行情，加息預期下大市要進一步向上，難以單靠估值推升，重點關注美國科技股估值或受壓，短期重要觀測點為大型晶片股業績的公佈。債市方面，美國「府院分裂」壓制財政擴張預期，但利息等剛性支出限制孳息率下行的幅度，且12月加息預期穩定在七成以上，美債孳息率預計高位震盪；中國人民銀行以隔夜逆回購為新的政策利率錨，短端資金成本鎖定在低位，中國債市或將維持震盪偏強。外匯方面，經濟動能偏強、通脹保持黏性對美元形成支撐；中國人民銀行將金融機構外匯存款準備金率由4%上調至6%，預計人民幣升值的速度與幅度將有所放緩。商品方面，國際油價短期圍繞地緣事件博弈波動，預計11月仍呈高位震盪；國際金價重心較10月末或將上移，在實際利率壓制下短期以低位整固和震盪修復為主，但中期趨勢向上邏輯未改。

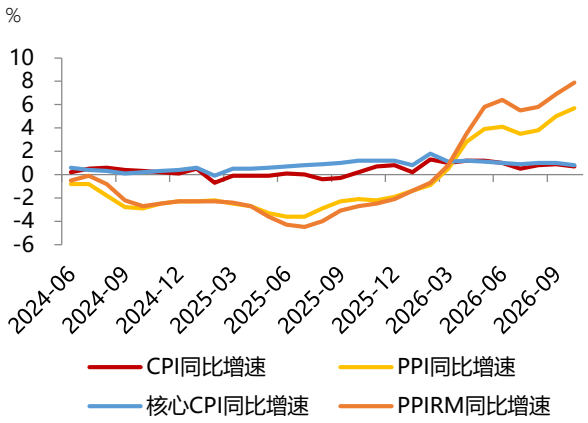
宏觀經濟觀察

圖1：中國10月官方製造業PMI回落略有回落（截至 2026 -11-6）



資料來源： Wind ，中國銀行投資策略研究中心

圖2：中國10月PPI按年增速走高（截至 2026 -11-6）



資料來源：Wind ，中國銀行投資策略研究中心

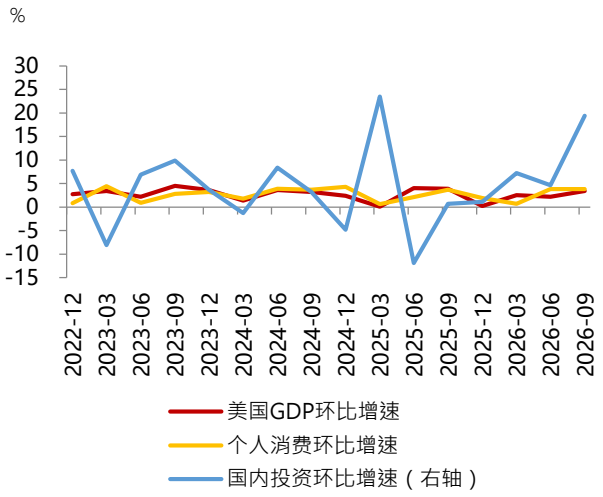
中國：季度經濟增速回升，內需修復仍需鞏固

2026年前三季度中國實際GDP按年增長4.6%，分季度看一、二、三季度分別增長5.0%、4.3%、4.5%，在極端天氣影響減弱和政策支持下，中國經濟運行在三季度末邊際改善，帶動季度按月增長1.2%。前三季度國內經濟整體平穩，但「供強需弱、外需強內需弱」的結構性分化尚未改善。

最新數據顯示內需修復還顯乏力，乘聯分會初步統計數據顯示10月全國乘用車市場零售169.3萬輛，按年下降25%；與基建和房地產投資關聯度較高的石油瀝青裝置開工率回升至24%左右，仍低於去年同期。10月製造業PMI景氣回落，但新興產業勢頭仍強。10月製造業PMI錄得49.3%（前值50.1%），產需兩端同步回落至收縮空間，生產、新訂單、新出口訂單指數分別錄得49.8%、49.4%和48.7%；非製造業商務活動指數由9月的50.2%降至49.7%，其中服務業商務活動指數恰處臨界點50%，建築業商務活動指數降至48.0%（前值50.3%），成為非製造業的主要影響。但10月高技術製造業、裝備製造業PMI分別錄得51.3%、50.6%（前值分別為52.5%、51%），仍保持在擴張區間，同時10月EPMI（戰略性新興產業採購經理指數）躍升至58%，較9月上行5.7%，這構成了當前宏觀最鮮明的「K型」景況。10月PPI按年顯著上升，與CPI剪刀差擴大。10月PPI按年上升5.7%，升幅較9月擴大0.7個百分點，創2022年6月以來新高；CPI按年上升0.7%，升幅較9月回落0.2個百分點，核心CPI同步由1.0%降至0.8%；PPI與CPI剪刀差由9月的4.1個百分點擴大至5.0個百分點，本輪物價回升呈成本推動、上游集中的特徵。全年目標較大機會實現，政策重心轉向落實現有措施。

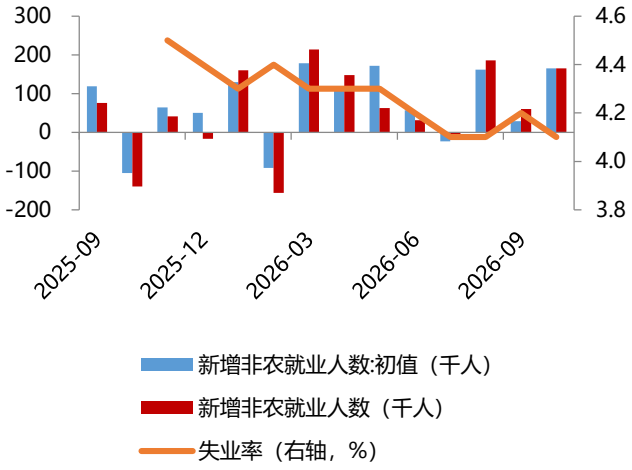
四季度實際GDP增速達4.3%即可保障全年增長速度落在目標區間內，考慮到去年同期低基數效應，實現年內增長目標基本無虞。在此背景中，政策重心轉向「用足存量額度、調整制度框架」，10月以來，財政部安排5,500億元地方債結存限額，其中3,000億元一般債用於縣區「三保」，2,500億元專項債聚焦「六張網」建設；8,000億元新型政策性金融工具在10月28日全部投放完畢，均於補充項目資本金；貨幣政策則聚焦政策利率重新定錨利率基準、貸款定價基準多元化等制度性改革。此外，《擴大內需戰略實施方案（2026-2030年）》正在制定，聚焦當前經濟的結構分化特徵，「擴大內需、投資於人」將是政策下一階段的發力重點。

圖3：美國三季度GDP初值按季折年率高於前值（截至 2026 -11-6）



資料來源：Wind ，中國銀行投資策略研究中心

圖4：美國10月非農就業數據強勁（截至 2026 -11-6）



資料來源：Wind ，中國銀行投資策略研究中心(部分月份指標數據缺失)

美國：需求維持韌性，通脹制約寬鬆空間

三季度經濟動力偏強，但結構分化始終存在。美國商務部經濟分析局10月29日公佈美國三季度實際GDP初值按季折年增長3.4%（前值為2.2%），高於市場預期，其中實際私人國內最終購買（PDFP）增長4.9%（前值為4.6%），顯示美國經濟動力仍然偏強。從分項看，私人投資從二季度的4.6%躍升至19.4%，但增長高度集中在AI相關領域，信息處理設備、計算機及外圍設備按月折年增長37.3%、66.8%；個人消費支出按月折年率保持在3.8%，耐用品消費增長驟減，服務消費保持韌性，但若剔除醫療保健這一價格彈性較低的分項，服務消費動能並沒有想象中強。美國10月ISM製造業PMI升至55.5（前值為54.5），連續第10個月落在擴張區間，從當前經濟數據來看，美國經濟並無失速下行的風險，但11月初中期選舉後美國政局分立，在未來政策不確定性提升的背景中，經濟發展的穩定性受到考驗。

美國10月非農就業強於市場預期，美聯儲「暫停但不轉向」。美國10月新增非農職位數字反彈至16.5萬人，遠超市場預期的7萬人，8至9月新增就業合計上修8.4萬人。美國10月失業率降至4.1%，勞動參與率升至61.9%，為連續第三個月回升，但廣義失業率（U6）按月上升0.3個百分點至7.9%，代表著更多人無法獲得全職崗位，勞動力市場內部存在不穩定因素。儘管美聯儲在10月議息會議上如期維持利率水平不變，但聲明中對經濟活動的描述由前次的「穩健（solid）」調整為「強勁（strong）」，並將政策指引調整為「需積累更多信息，以幫助委員會確定合適的政策立場，確保通脹及時回歸2%」，不加息的原因是「需要更多數據驗證」而非「認定通脹已可控」。在當前美國經濟、就業數據表現強勁而通脹黏性不改的背景中，市場對12月美聯儲加息的預期維持在七成以上。

月度重點關注

美國中期選舉結果：「府院分裂」下政策路徑不確定性或有提升

當地時間11月3日，美國舉行中期選舉，改選眾議院全部435個席位、參議院35個席位以及36個州州長職位。民主黨最終橫掃兩院，形成了一次幅度與廣度超出市場預期的「藍色浪潮」。新一屆國會將於2027年1月3日就職，美國國會狀況將強化對特朗普政府的制衡。

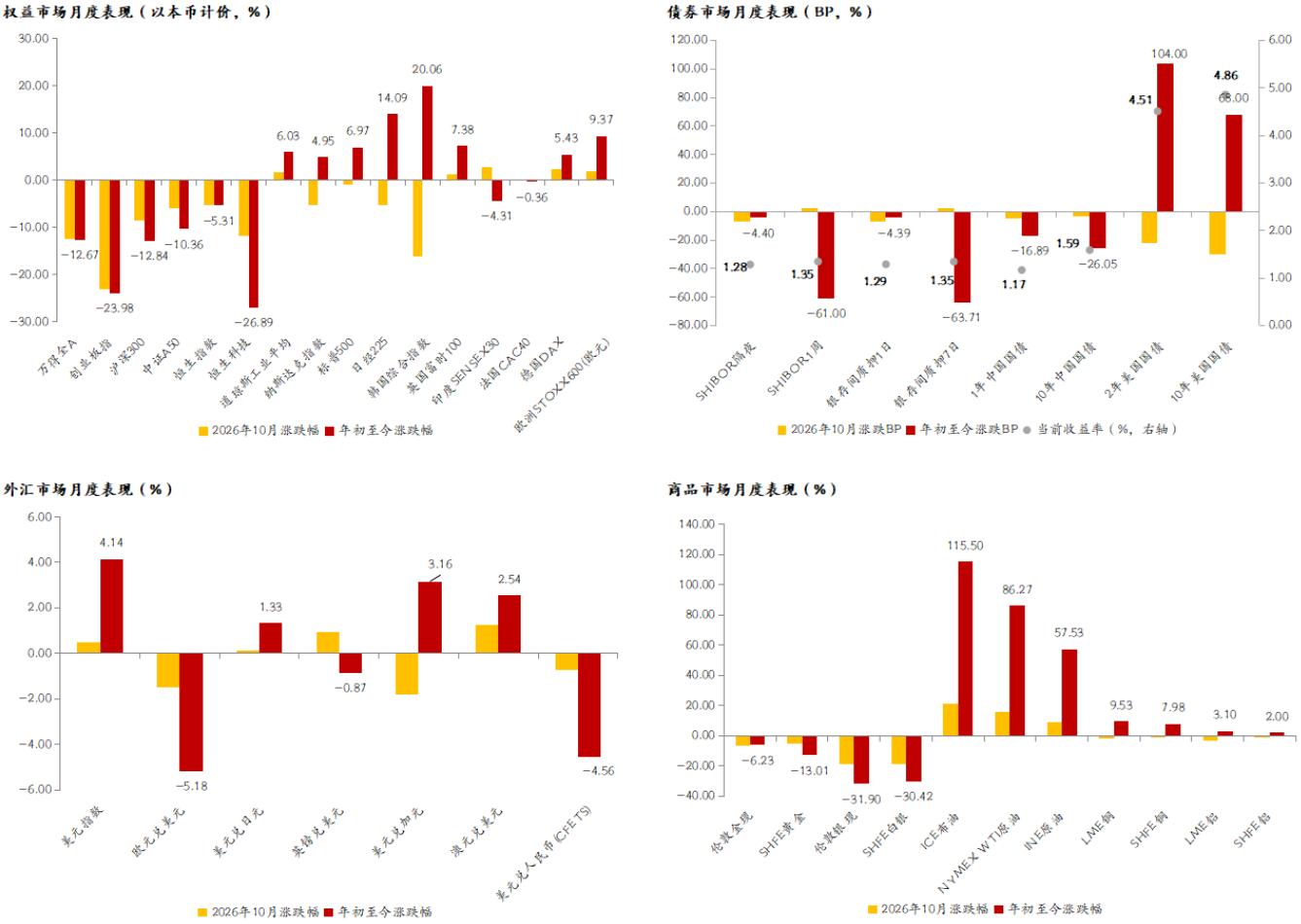
在中期選舉結果基本塵埃落定後，美國資本市場出現波動。最初階段，特朗普表態接受選舉結果、願意與民主黨加深合作，市場認為短期政治不確定性有所消除，帶動美股走高；隨後因憂慮國會可能對數據中心、能源消耗及AI產業鏈實施更加嚴格的監管，直接影響美國經濟及資本市場核心動能，市場憂慮導致美股出現調整；隨後市場情緒略有緩和，市場轉而交易美國10月非農數據強於預期引發的加息憂慮。在短期市場波動放大的環境中，需辯證地看待政局分立對美國未來政策走向的影響，跳出短線思維去抓長期動向。

美國政策大方向難有「逆轉」。基於當前美國宏觀經濟形勢，短期內都無法在保障經濟增長、資本市場穩定的同時徹底解決「生活成本」問題。未來兩年更可能是兩黨圍繞「降低生活成本」這一議題進行政策供給競賽與責任歸屬辯論，共和黨主張減稅、放鬆監管，民主黨主張限制企業成本轉嫁、擴大民生補貼；而雙方政治上的互為制衡，又使得真正的結構性解決方案難以落地。具體來看，地緣事件導致的環球能源價格上行放大了物價壓力，成為本次共和黨失利的重要原因，也將較大機會成為民主黨未來的「主攻方向」，惟不能對地緣事件迅速平息予以過度期待，仍維持對地緣事件「有限和平、長期消耗」的基本假設。在AI發展方面，即便多數民主黨人批判數據中心的建設帶來的額外電力需求推升了電價，對居民生活成本造成新的額外負擔，但在當前環球經濟呈現「K型」分化的狀況中，AI是美國經濟增長和國際競爭最重要的載體，民主黨同樣無法承擔「阻止AI發展」的政治與經濟後果。民主黨控制國會兩院後，可能進一步加強數據中心電力成本分擔、稅收優惠及環境影響的監管，但重大的AI限制性立法仍難以在聯邦層面落地，更現實路徑是「限制電力成本轉嫁、明確AI企業責任並舉辦系列調查聽證。」。地方層面（州長與州議會）的約束更加值得關注，市場預期，民主黨在州及地方層面的勝選預計將導致短期數據中心建設暫緩令，可能影響美國約45%的已規劃數據中心產能擴張，其中得州單獨佔約25%。地方層面對數據中心審批流程的延長和審批條件的增多，或將推動市場關注重心更快從單純的資本開支帶動基礎設施建設，轉向AI應用落地、商業化盈利兌現。在財政方面，民主黨控制兩院後，特朗普進一步推動減稅、擴大支出的難度明顯上升，新增財政擴張空間受到制約；既有的減稅政策、剛性支出及利息負擔難以改變，民主黨又有推動增加醫保、教育等民生支出的訴求，美國高赤字、高債務的長期困局仍將延續。短期一個重要觀測點是12月11日臨時撥款法案《2027年持續撥款與延期法案》的到期，屆時仍處於舊國會會期，若未能就12項年度撥款法案達成協議，政府可能再度面臨停擺。基準情形是再度短期延期至明年1月，但在新國會就職前後政府出現短暫停擺的概率將明顯上升，可能帶來美國資產的階段性波動。此外，民主黨控制下的兩院可能對特朗普政府貿易政策開展監督，但由於未取得否決權所需的2/3多數席位，相關立法落地難度仍然較大 。

資產走勢研判

10月環球市場圍繞兩條主線展開，一方面地緣事件未現明顯緩和，高油價下的通脹黏性和流動性緊張仍是主導因素，另一方面大型科技企業業績公佈，自由現金流下降「AI從敘事溢價轉向現金流定價」，環球高估值增長板塊出現大幅回調。10月環球股市普遍表現參差，呈現明顯的風險偏好收縮趨勢，中國創業板指數、韓國綜合指數、美國納斯達克指數、日經225指數單月分別下跌23.02%、16.19%、5.3%和5.19%，市場對高利率維持更長時間憂慮上升，疊加大型科技企業自由現金流下降，高估值增長板塊出現估值收縮壓力。與之相反，因避險需求與科技股拋售帶來的資金回流，環球發達經濟體長端孳息率集體下行，美國10年期國債孳息率10月當月下行30個基點；中國方面，中國人民銀行維持適度寬鬆的貨幣政策基調，債市延續溫和偏強震盪。匯率方面，10月美元指數上漲0.49%，歐洲多國動盪降低了歐元吸引力，加元、澳元等商品貨幣因國際油價上升表現更為強勢，人民幣維持溫和升值趨勢。仍處高位的實際利率壓制黃金走勢，科技股去槓桿觸發的保證金壓力，也使得具備高流動性的黃金資產遭到「被動賣出」，10月當月倫敦現貨黃金下跌6.79%，倫敦現貨白銀亦出現波動，當月下跌18.64%；10月地緣事件未現明顯緩和，疊加冬季能源需求升溫，國際油價成為唯一上升資產，ICE倫布油、WTI原油、INE原油分別上升21.16%、15.55%和8.99%。

圖5：全球主要大類資產表現（數據截至時間：2026-11-6）



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心

主要資產觀點如下：

11月中下旬市場交易主線逐步從交易美國「中期選舉結果」回歸到交易「更高利率、更長時間」。

中國A股：10月以來中國A股出現明顯調整，成交量持續較低，市場信心受到較大影響。11月6日國常會明確「完善資本市場穩市機制，增強股市內在穩定性」，圍繞穩定資本市場的系列政策持續推出或將帶動指數區間緩慢上移，但穩市機制壓低的是資金面失序的尾部風險，市場動能穩步恢復還需醞釀，且外部不確定因素極易帶動中國資本市場趨勢向下，中國A股預計處於築底修復的過程中。

中國港股：環球資金從高估值美股AI基建相關板塊，輪動至估值低位的中國互聯網平台，中國港股近期或受惠於資金輪動而表現偏強，但需要留意中國港股對外部風險敏感，若資金快進快出，回撤幅度也會更大。

美國股市：美股或呈區間震盪，加息預期下指數上行缺乏估值彈性，重點關注美國科技股估值受壓的壓力，儘管民主黨掌控兩院，實施AI強監管的利淡情緒大於實質，但州層面審批趨嚴是真實且即時的風險，科技股定價指標從「資本開支增速」切換到「現金流健康度 + 監管能力」，短期重點關注大型晶片股最新業績發佈。

美國債券：「府院分裂」政治狀況限制財政擴張預期，赤字與發債上行預期降溫，期限溢價回落，但利息等剛性支出限制孳息率下行的幅度，且10月強勁的非農數據將12月加息預期穩定在七成上方，美債孳息率預計高位震盪，短期重點關注美國10月CPI數據公佈對孳息率曲線形態的影響。

中國債券：中國人民銀行以隔夜逆回購為新的政策利率指標，短端資金成本鎖定在低位，中債預計維持震盪偏強，關注地方債供給可能帶來的影響。

外匯：經濟動能偏強、通脹保持黏性對美元形成支撐；中國人民銀行自11月15日起將金融機構外匯存款準備金率由4%上調至6%，預計人民幣升值的速度與幅度將有所下行。

貴金屬與大宗商品：國際油價短期仍圍繞地緣事件博弈波動，在環球戰略庫存趨勢性下降、冬季來臨能源供需緩衝不足等共振下，國際油價或存支撐。黃金方面，金價重心較10月末或將上移，以低位整固和震盪修復為主，但加息定價維持高位、油價高位運行下短期較難出現趨勢反轉；但中期邏輯未改，一方面加息預期已有較為充分的定價，民主黨掌控兩院後的美國政策的不確定性提升可能重新激發黃金的避險與信用對沖需求。

大類資產配置

表1：2026年全球資產配置觀點一覽表

股票	低配程度		標準配置	超配程度	
	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦
美國（標普500）			●		
歐洲（DAX，CAC）			●		
英國（富時100）			●		
日本（日經225）			●		
中國A股（中證A500）				●	
中國港股（恒生指數）			●	●	
債券	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦
美國國債			●	●	
中資美元債			●	●	
歐洲債券			●		
中國：貨幣市場			●		
中國：利率債			●		
中國：信用債			●		
中國：可轉債			●	●	
商品	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦
黃金			●	●	
白銀			●	●	
原油		●	●		
銅				●	
鋁				●	
外匯	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦
美元		●			
歐元				●	
英鎊			●		
加元		●			
澳元			●	●	
日圓			●		
馬幣				●	
印度盾			●		
人民幣			●		

資料來源：中國銀行投資策略研究中心

註：灰色為預設條件擇機調整的方向，紅色圓點為3月2日調整，黃色圓點為二季度修正，綠色為三季度修正，四季度暫無任何修正。

風險披露

◢投資涉及風險。買賣證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資未必一定能夠賺取利潤，並有機會招致損失。投資者須注意證券及投資價格可升可跌，甚至會變成毫無價值，過往的表現不一定可預示日後的表現。海外投資附帶一般與本港市場投資並不相關的其他風險，包括（但不限於）匯率、外國法例及規例(如外匯管制)出現不利變動。本文件並非，亦無意總覽本檔所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。客戶在作出任何投資決定前，應參閱及明白有關該等證券或投資的所有銷售文件，尤其是其中的風險披露聲明及風險警告。

◢外匯買賣的風險聲明：外幣/人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將外幣/人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受外幣/人民幣匯率的變動而蒙受虧損。

◢人民幣兌換限制風險的風險聲明：人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。

◢(只適用於個人客戶)目前人民幣並非完全可自由兌換，個人客戶可以通過銀行帳戶進行人民幣兌換的匯率是人民幣(離岸)匯率，是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及瞭解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。

◢(只適用於企業客戶)目前人民幣並非完全可自由兌換，企業客戶通過銀行進行人民幣兌換是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及瞭解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。

免責聲明及重要注意事項

◢本文件由中國銀行(香港)有限公司(「中銀香港」)刊發，只供參考。

◢本檔的內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

◢本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。

◢本文件僅供參考，並不構成，亦無意作為，也不應被詮釋為投資建議、專業意見，或對任何人作出買賣、認購或交易在此所載的任何投資產品或服務的要約、招攬、建議、意見或任何保證。客戶不應依靠本檔之內容作出任何投資決定。

◢本檔所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編制，惟該等資料來源未經獨立核證，故中銀香港不會就本檔及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並非獨立研究報告及不構成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本檔刊發日期前之判斷，任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及／或依賴本檔所載任何資料、預測及／或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本檔所載資料、預測及／或意見的相關性、準確性及充足性，並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

免責聲明及重要注意事項

本檔所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者，且並未考慮本檔各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦，亦不會就此承擔任何責任。投資者須瞭解有關投資產品的性質及風險，並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下，應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本檔無意提供任何專業意見，故投資者在任何情況下都不應依賴本檔作為專業意見之用。

中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及/或其高級職員、董事及僱員可能會持有本檔所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務（無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務）、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就因應該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資專案而提供的服務賺得傭金或其他費用。

除非獲中銀香港書面允許，否則不可把本檔作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑（包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式）轉發或傳送本檔任何部份予公眾或其他未經核准的人士或將本檔任何部份儲存於可予檢索的系統。

©中國銀行(香港)有限公司。版權所有，翻印必究。