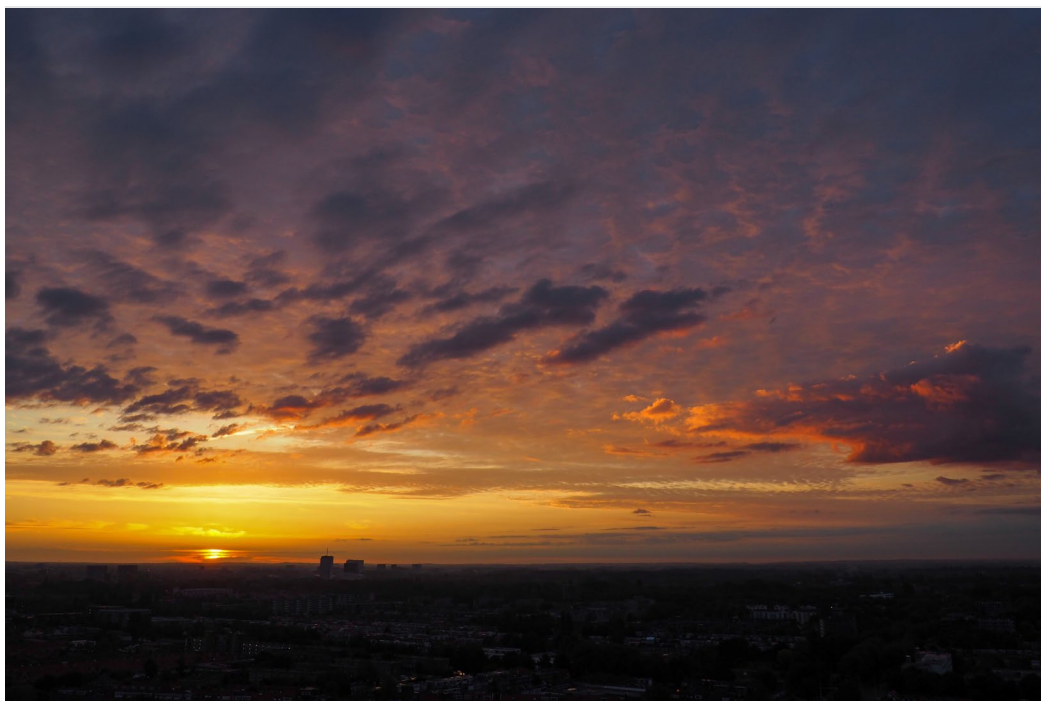




宏觀經濟：韜晦待時



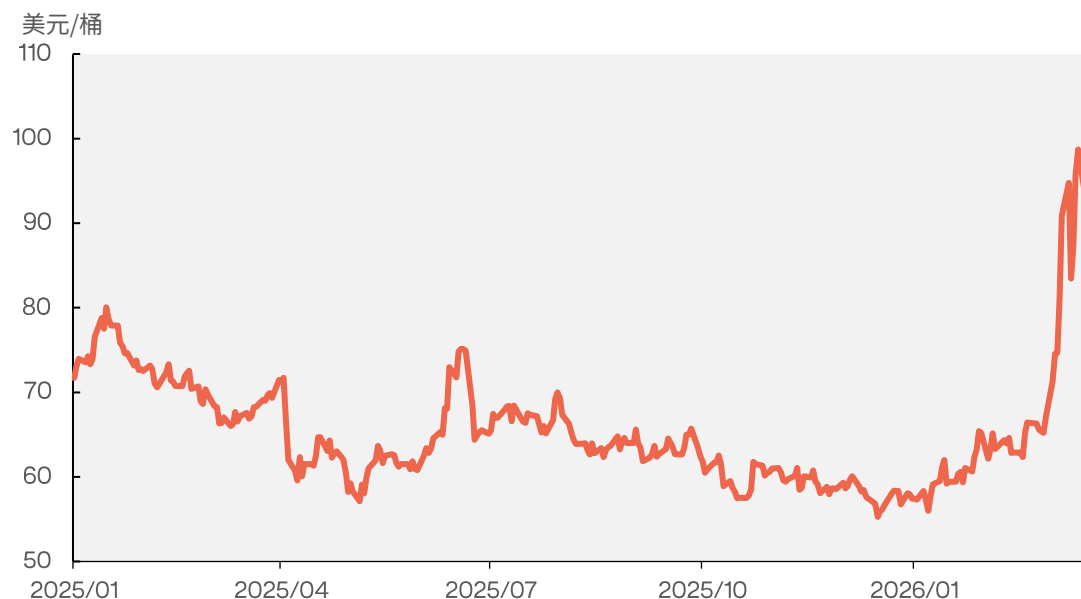
東亞銀行經濟研究部



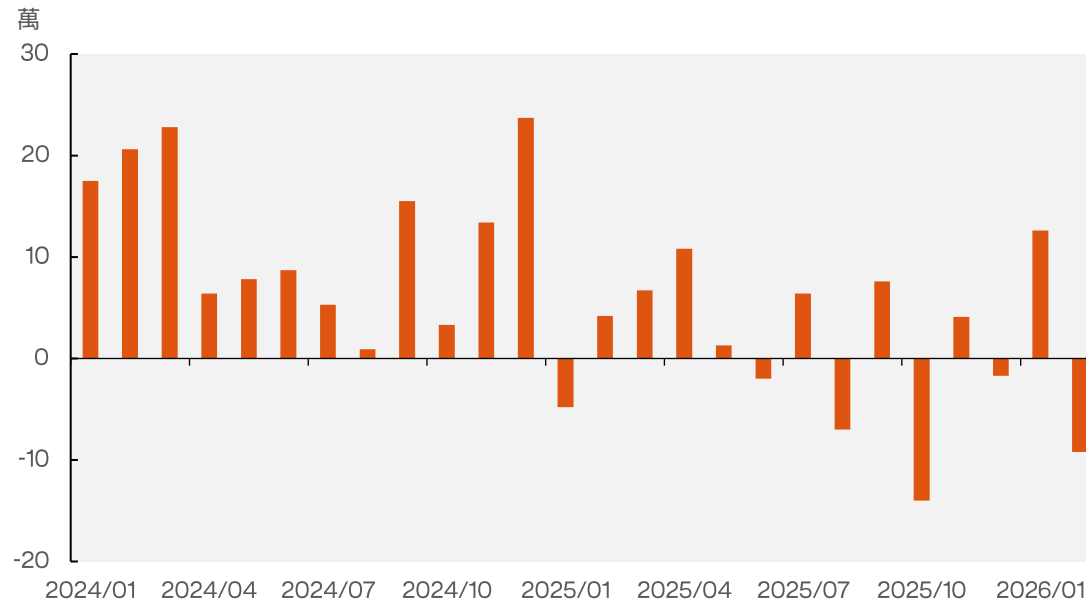
環球及美國經濟：地緣政治陰霾成為關鍵變數

- ❑ 中東軍事行動何時完結，以及霍爾木茲海峽航道能否恢復暢通安全，將是左右未來環球經濟和利率走勢的關鍵因素。
- ❑ 2025年第四季以來，美國經濟已呈溫和放緩的勢頭，尤其是勞工市場動力顯著轉弱，反映美聯儲減息的迫切性在危機爆發前正在提高。
- ❑ 貨幣政策很大程度上取決於中東戰事發展。假若戰爭可於短期內平息，能源價格則有望下滑，為美聯儲第四季減息創造空間。

WTI原油期貨價格走勢



美國新增非農就業職位數目

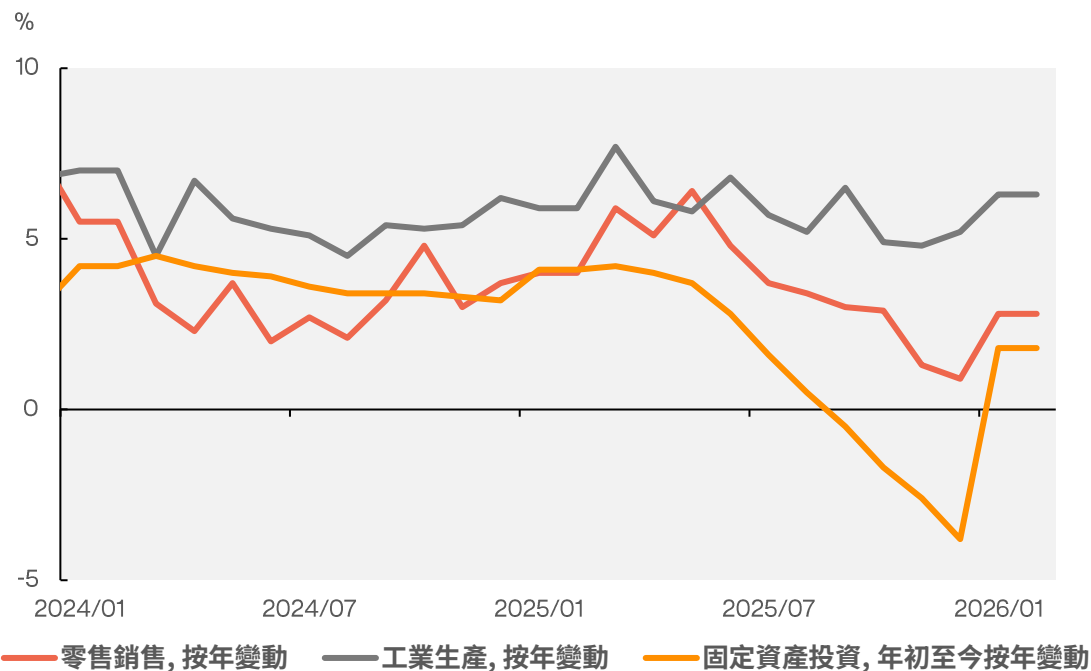




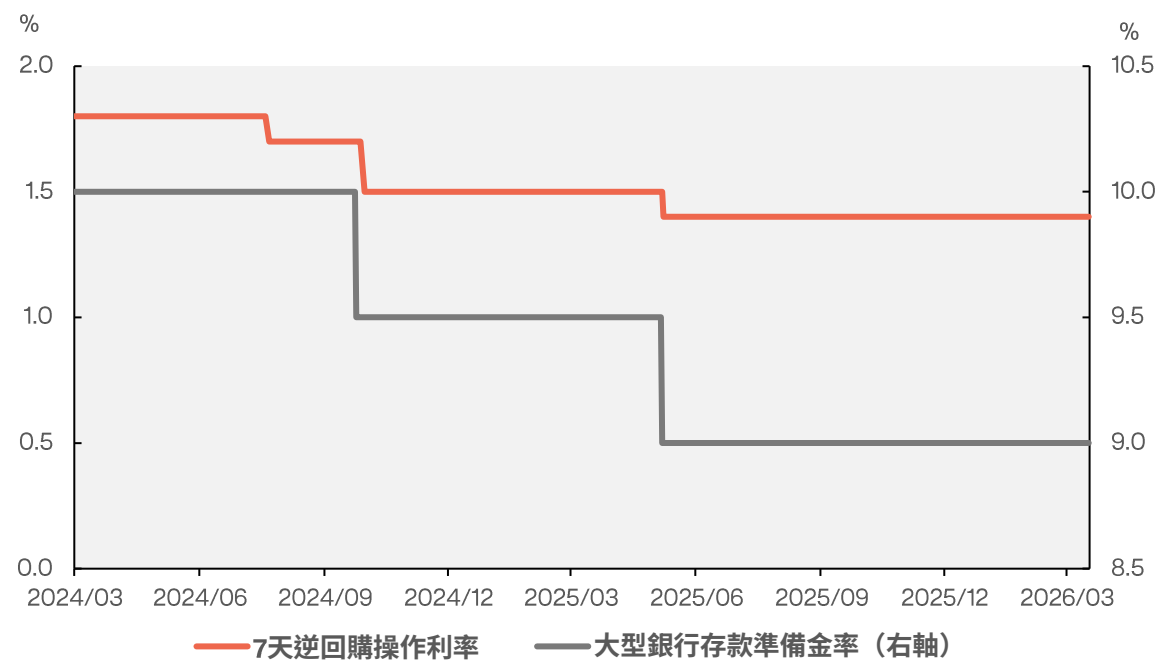
中國內地經濟：年初開局良好，高技術產業繼續成為主要動力

- 2026年初經濟指標全面改善，高技術產業優勢繼續鞏固出口及工業生產穩健增長，零售銷售增速回升，固定資產投資恢復擴張。
- 今年經濟增長目標定於4.5%至5%的區間，為內地政府推動經濟轉型提供更多政策空間。預料內地在持續提升高科技製造業競爭力的同時，將進一步「促消費、擴投資」，預測今年經濟增長可達4.8%左右。
- 內地將繼續實施更加積極的財政政策及適度寬鬆的貨幣政策，預計今年政策利率或會下調10至20個基點，存款準備金率或下調50個基點。

內地零售銷售、工業生產及固定資產投資



政策利率及存款準備金率

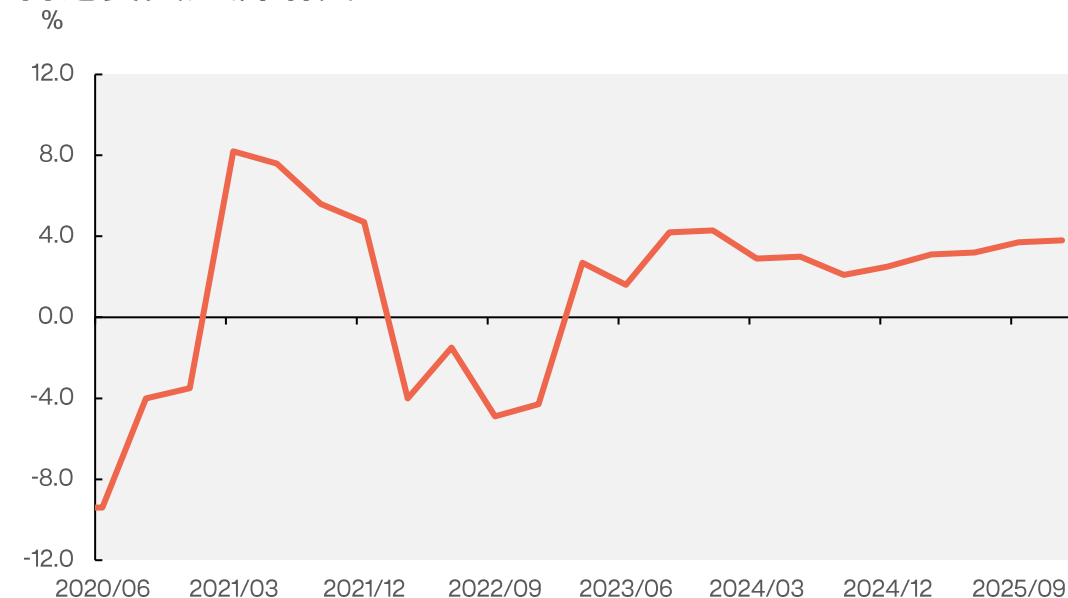




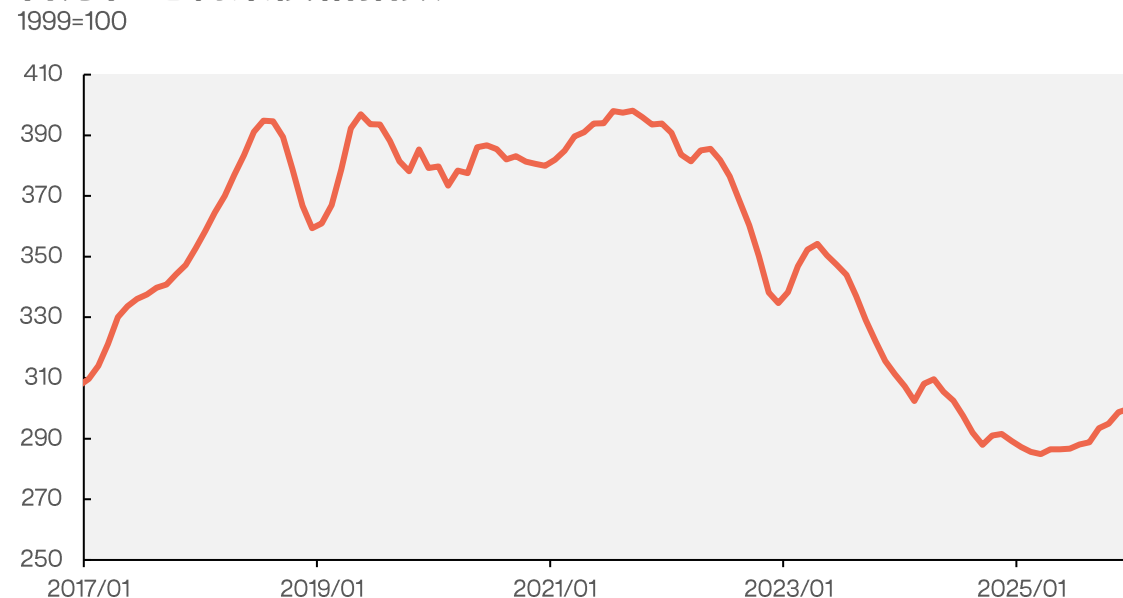
香港經濟：增長趨勢得以延續

- 在多方面增長動力的支撐下，2025年香港經濟表現強勁。展望2026年，在全球貿易政策不確定性緩解、市場流動性持續充裕以及公共投資保持高企等利好因素的刺激下，經濟復甦勢頭料將延續，全年增長應可達2.8%。
- 受惠於利率回落、經濟持續復甦以及來港人才所帶動的置業需求進一步提升，2026年住宅物業價格預計可實現高單位數的增長。

香港實質經濟增長



官方住宅物業價格指數





美國股市：危中有機



陳偉聰

東亞銀行財富管理處高級投資策略師

鄭瑩

東亞銀行財富管理處投資策略師



第二季美股展望及策略：危中有機

- 儘管地緣衝突未止，能源價格高企，通脹預期升溫及美聯儲減息預期下降等因素仍存，但我們認為第二季美股市場出現尾部風險機率仍有限。
 - 基於基本情景預測（布蘭特油價短線衝高後，回落至每桶90美元下方），我們維持2026年標普500指數每股盈利預測315美元（按年+13.7%），下調未來12個月預測市盈率至22.5倍，2026年標普500指數目標由7,500點下調至7,090點。
 - 基於較悲觀的情景預測（布蘭特油價升穿每桶120美元，油價高企持續至第三季），標普500指數季內回調幅度或達8%（至約6,000點水平）。
- 展望第二季，建議投資者善用槓鈴策略及多元投資，減低成長股的持倉部位，適量分散於多元化的主題及板塊，應對市場波動：
 - 建議輕微調低科技股的配置比例：
 - 我們認為人工智能帶來的產業變化及中長期結構性利好不變，但建議審慎選股，優先看好受惠資本開支增長的上游產業鏈，如GPU、儲存晶片、晶圓代工、光通信模組、網路及電力設備等。
 - 除看好上游行業以外，其他科技股選股準則：看好1)全棧式AI服務商；2)具技術壁壘的大模型/雲服務領先者；3)低槓桿、高現金流企業。
 - 分散投資於其他板塊：
 - 預期能源相關股在第二季將直接受惠於能源價格上升，看好美國頁岩油生產商、天然氣供應商及出口商、能源設備股的盈利能見度提升，市佔率有機會擴大。看淡航空及交通運輸等能源成本密集的行業，亦看淡非必需消費品股，主因能源成本上升，整體消費意欲或受打擊。
 - 建議通過部分防守性倉位來平衡組合風險，例如公用、必需消費品股、醫療保健股作短期防守性部署。同時亦可以考慮周期股，如物料股，作策略性持倉。
 - 對金融股持中性看法，一方面私人信貸市場波動或會拖累板塊氣氛，另一方面今年美股市場或會迎來科技股的「IPO超級週期」，對個別金融股有支持。



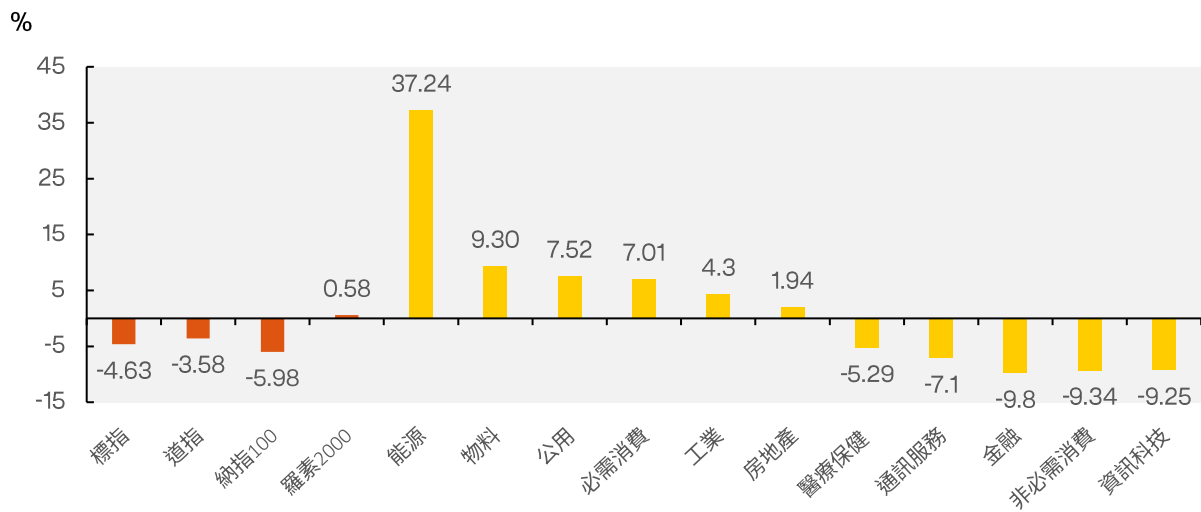
美國股市：波動開局，謹慎向前

- 2026年美股呈現波動開局，美伊衝突引起市場動蕩。霍爾木茲海峽通行受阻，影響原油運輸，能源價格急升，環球投資市場憂慮能源成本上升，將推高通脹、打擊經濟，風險資產普遍受壓。
- 美股首季出現回調，三大主要指數跌約4–6%，板塊方面，資訊科技、非必需消費金融、通訊服務及醫療保健股跑輸主要指數，然而能源、物料、公用及必需消費等防守板塊則跑贏大市。
- 綜觀過往地緣政治事件對標普500指數的影響，大部分時間影響短暫，標指於事件發生後一個月後多數回穩，一年後大多數有可觀回報。是次市場焦點在於能源價格會否持續高企，推升通脹及影響息口走勢。對美股投資市場而言，「滯脹」等尾部風險有所升溫但發生概率仍有限。

地緣政治事件發生後標普500指數表現

事件	日期	單日回報	1個月回報	12個月回報
以巴衝突	2023/10/7	1.15%	1.62%	34.09%
俄烏全面戰爭	2022/2/24	1.5%	6.97%	-4.47%
美伊衝突	2020/1/3	-0.71%	-0.27%	17.39%
美國轟炸敘利亞	2017/4/7	-0.08%	1.77%	13.03%
克里米亞危機	2014/2/20	0.6%	2.37%	17.8%
伊拉克戰爭	2003/3/20	0.19%	2.24%	29.18
911襲擊事件	2001/9/11	-4.92%	0.45%	-15.5%

美股主要指數及各行業2026首季表現

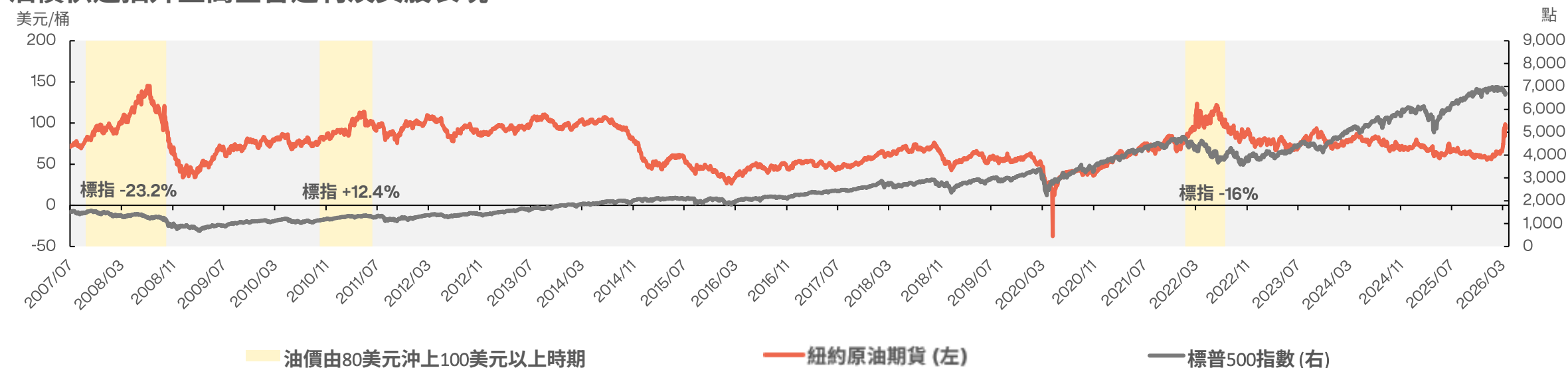




原油價格持續高企普遍利淡美股表現

- 綜觀歷史，WTI油價如快速由每桶80美元抽升至100美元以上，多數利淡美股表現或限制其升幅。油價升溫，會導致企業生產成本上升，從而壓縮利潤率，當中以能源成本密集的行業，例如航空、交通運輸、工業製品等行業受直接影響。同時會抑制企業投資及預算增長，較不利銀行和科技股。
- 美國經濟增長最大動力來源的私人消費，因較依賴可支配收入，油價成本上升，損害購買力及消費意慾，對非必需消費品股一般有負面影響。
- 然而能源公司，例如頁岩油生產商、天然氣供應商及出口商、能源設備公司等，則預期較受惠，因為產品價格提升能直接帶動盈利增長。是次地緣政治衝突，亦有利國防及軍工板塊的投資氣氛。

油價快速抽升並高企普遍利淡美股表現

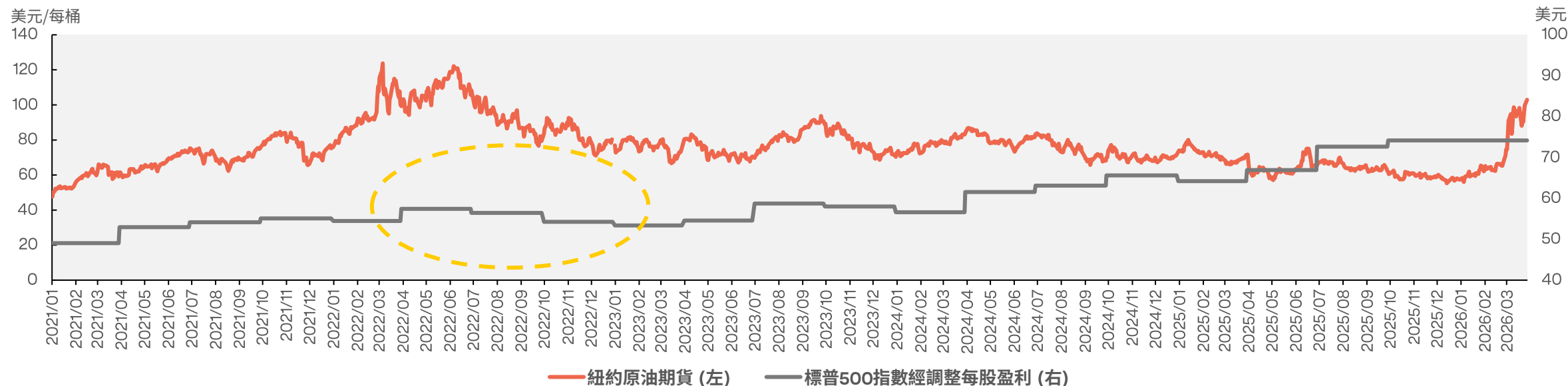




如能源價格高企達數月，將損害隨後季度美股企業盈利

- 美伊戰事短期升級的風險增加，不排除油價上試每桶120美元。若油價急升並維持較長時間，對美國企業盈利（尤其非必需消費、工業、金融等板塊）料造成負面衝擊，一般滯後時間3至6個月，參考2022年俄烏戰爭，紐約原油連續約4個月站於100美元以上（2022年3月至7月），最高曾見123美元；標普500指數每股經調整盈利，於隨後三個季度累計跌幅約7%。
- 是次情勢與2022年稍有不同：i) 除俄烏戰爭外，疫情期間之檢疫行動導致環球供應鏈斷裂，加劇美國通脹升溫壓力；ii) 2022年美國仍處於極低利率環境，而目前已處於中性利率附近；iii) 2022年生成式AI尚未活躍，現時AI主題股票屬標普500指數主要盈利增長貢獻。因此，這次油價上漲對企業盈利的壓縮，預料可較2022年輕微。

原油價格及標普500指數每股經調整盈利

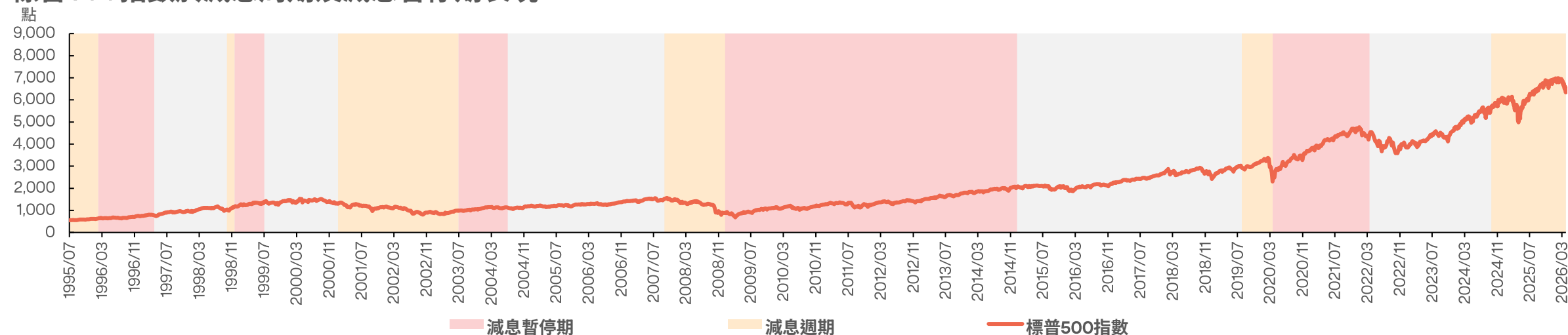




減息周期尾聲，美股未必大幅回調，但利好或已反映

- 利率期貨數據顯示，美聯儲減息預期急降，甚至開始對年內加息進行定價，衝突發生前的2月27日，市場仍預期2026年內有兩次減息機會（共減50點子），3月31日的預期反映難以減息。美股市場目前存在的相對估值溢價，可能因減息完結、甚至提早加息而收窄，對估值偏高、成長型風格的板塊較負面。
- 東亞銀行經濟研究部預期如果中東戰事緩解，今年仍有兩次減息空間，如果衝突持續升溫，減息空間或收窄至一次。綜觀以往，在經濟沒有衰退（軟著陸）的減息周期尾聲，加上減息完結後的減息暫停期，標指的回報一般為正面且強勁，例如三次非衰退的減息周期（1995、1998、2019）：首次減息後18個月累計，標指平均升幅達38.08%。
- 是次減息周期自2024年9月開始，聯邦基金利率已累計下調175點子，減息後18個月標指累計升幅達20.13%，後續如仍有減息行動，對指數的利好或仍有空間繼續反映。

標普500指數於減息周期及減息暫停期表現

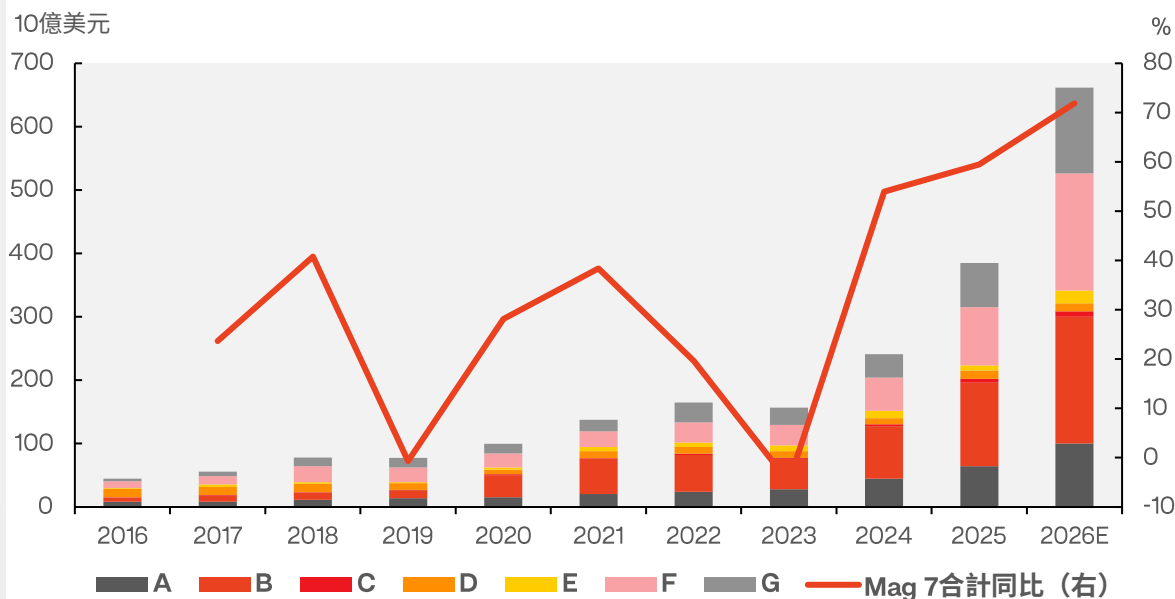




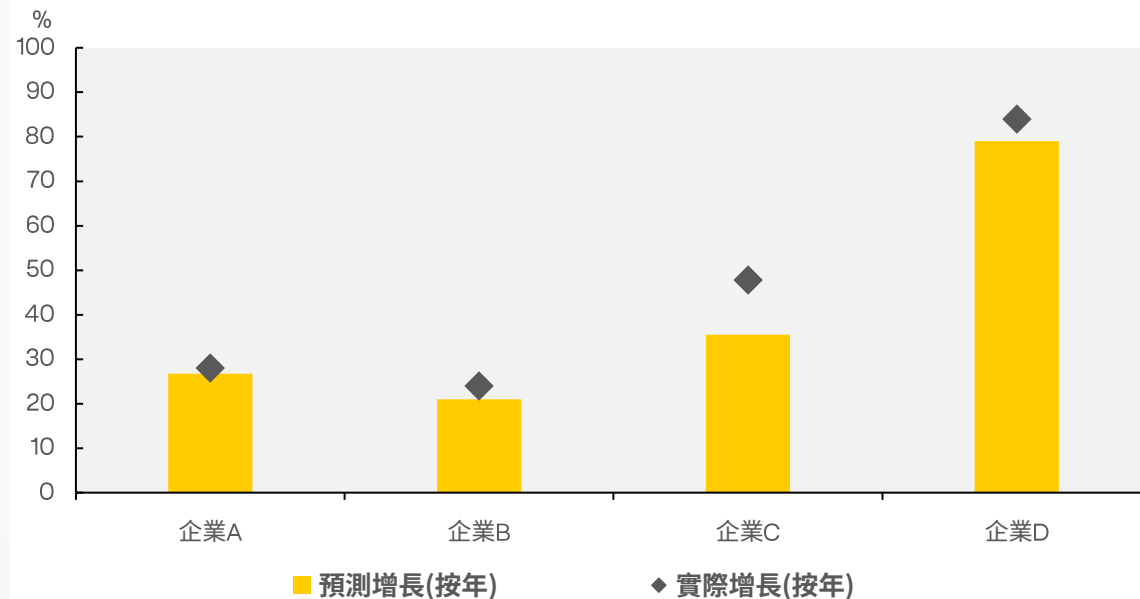
科技及人工智能 – 催化劑與風險並存

- 科技及人工智能方面，我們認為與過去兩年相關主題皆升的情況有所不同，相關主題或將個別發展，審慎選股是關鍵。
- 美國大型科技股的資本開支持續提升，加大投入建設算力及網絡基礎設施，我們認為將繼續利好上游行業，例如GPU、儲存晶片、晶圓代工、光通信模組、網路及電力設備等。同時，投資者亦應該密切注視科企資本開支的投入會否壓縮其自由現金流、影響利潤率。
- 美國大型科企季度雲收入增速，普遍好過市場預期，反映加大投資有利雲業務增速提升。隨着2026年大模型持續更新迭代，以及AI應用在各垂直領域的發展，我們認為AI雲業務收入將延續增長趨勢。

美股七巨頭資本開支持續提升



美國大型科企季度核心雲業務收入增速勝預期

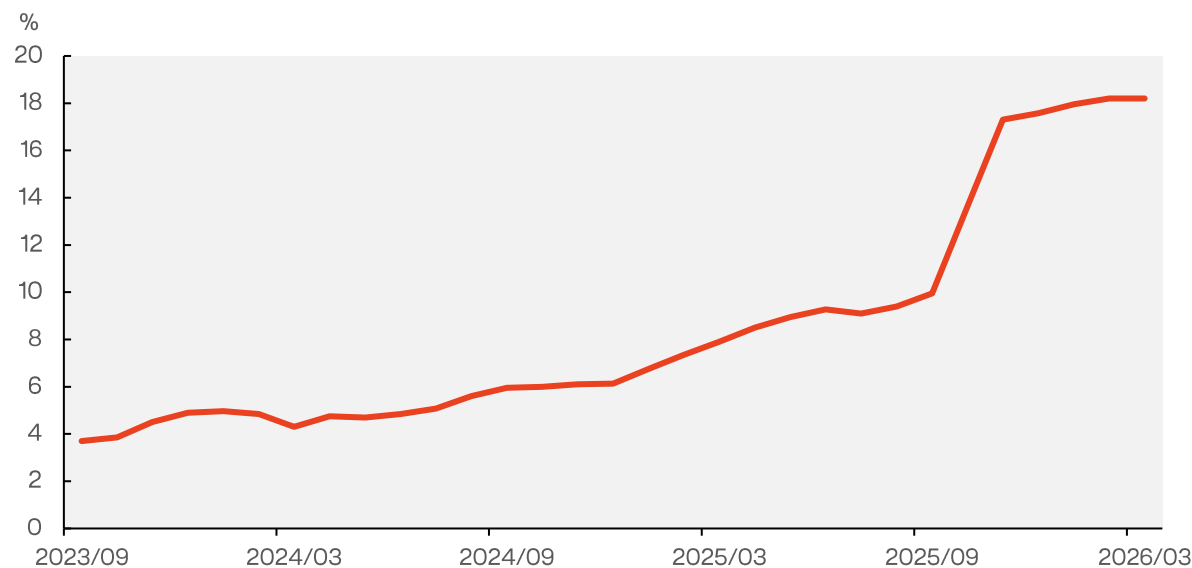




科技及人工智能 – 催化劑與風險並存

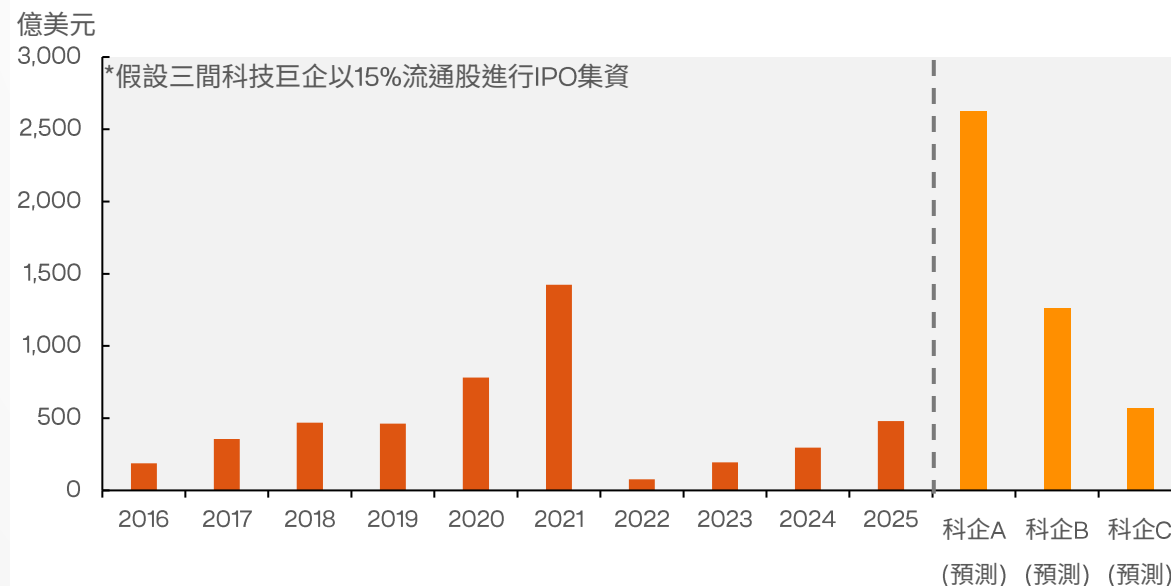
- ❑ 根據美國政府的定期普查，數據顯示美國企業的AI應用率正不斷提升，加上環球AI行業正處於由Chatbot進化到Agentic AI（代理式AI）及物理AI的關鍵階段，即人工智能自主完成任務，我們繼續看好AI的商業應用率，乃至在硬件終端層面的應用加速發展。
- ❑ 2026年美股預計迎來科技股的「IPO超級週期」，三家高估值巨型科企均積極推進於年中至下半年掛牌上市，有潛力帶動相關企業額外提升Capex，並對科技行業的估值有支持作用。
- ❑ 多家科企發債集資，用以應付Capex增長，市場認購反應普遍熱烈，反映市場資金依然看好AI基建投資的長線回報及大型企業的信貸質素。

美國企業人工智能採用率持續提升



資料來源：美國人口普查局，數據截至2026年3月31日

美國歷年IPO集資額



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

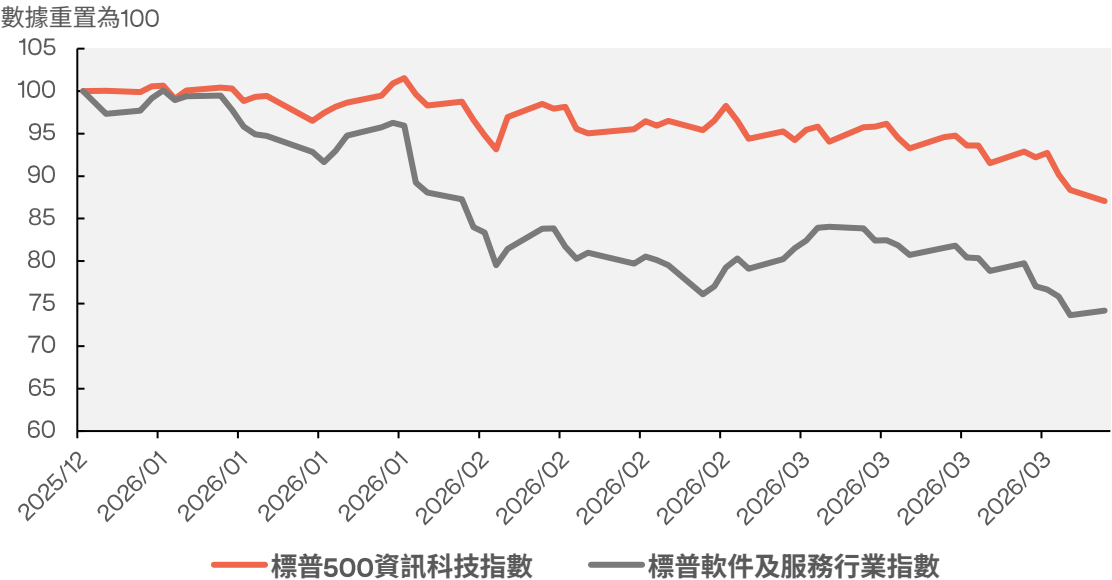


科技及人工智能 – 催化劑與風險並存

- Capex增加（折舊成本增加）導致美股大型雲服務商近數季的經營溢利增速放緩，研發開支增加亦會削弱企業自由現金流。此外，代理式AI的掘起，或對部份軟件供應商帶來市佔率流失及定價下調風險，導致軟件及服務股今年首季大幅跑輸大盤科技股。
- 由於科技初創及中型軟件商高度依賴私人信貸融資，私人信貸基金因科技股大跌而被恐慌贖回，部分大型基金限贖或為了應付贖回而折價拋售資產，進一步壓低科技業的估值，更多企業現金流惡化，科技股（尤其是中型軟件股）融資成本上升、增長放緩的預期加劇。
- 除看好上游行業以外，其他科技股選股準則：1)全棧式AI服務商；2)具技術壁壘的大模型/雲服務領先者；3)低槓桿、高現金流企業；建議整體配置於科技股比例要輕微調低，分散投資至其他行業。

美國大型雲服務商最新季度經營溢利及自由現金流		
	經營利潤增速	自由現金流 (按年變幅)
企業A	+16% (雲業務: +154%)	245億美元 (-1%)
企業B	+21% (雲業務: +28%)	59億美元 (-9%)
企業C	+18% (雲業務: +17%)	149億美元 (-16%)
企業D	+19% (雲業務收入: +44%)	-114.8億美元 (淨流出擴大161%)

標普軟件及服務行業1Q26跑輸整體科技行業

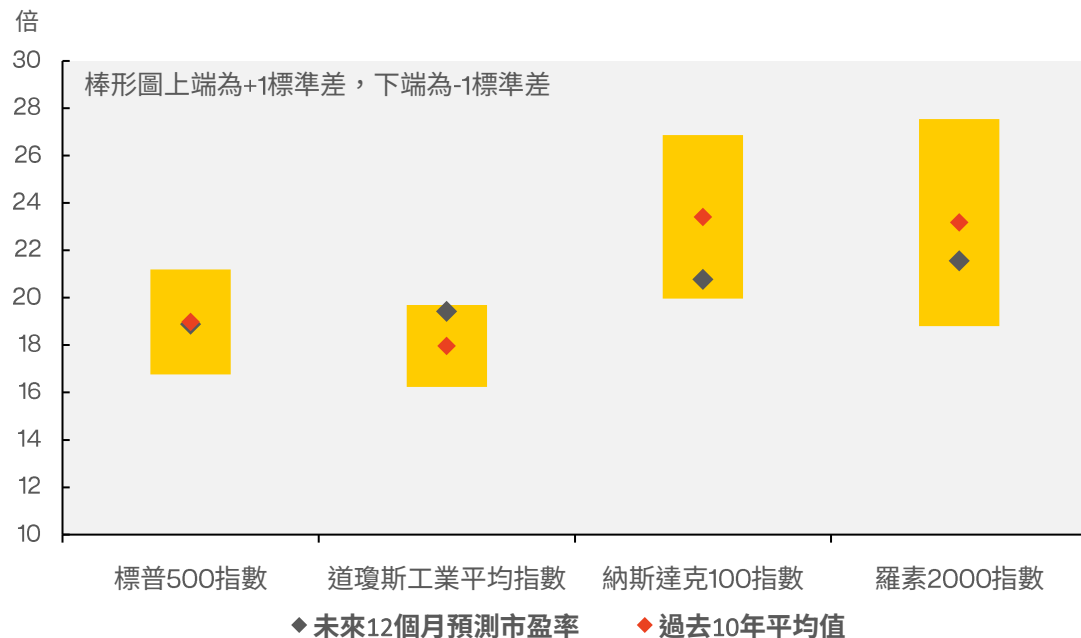




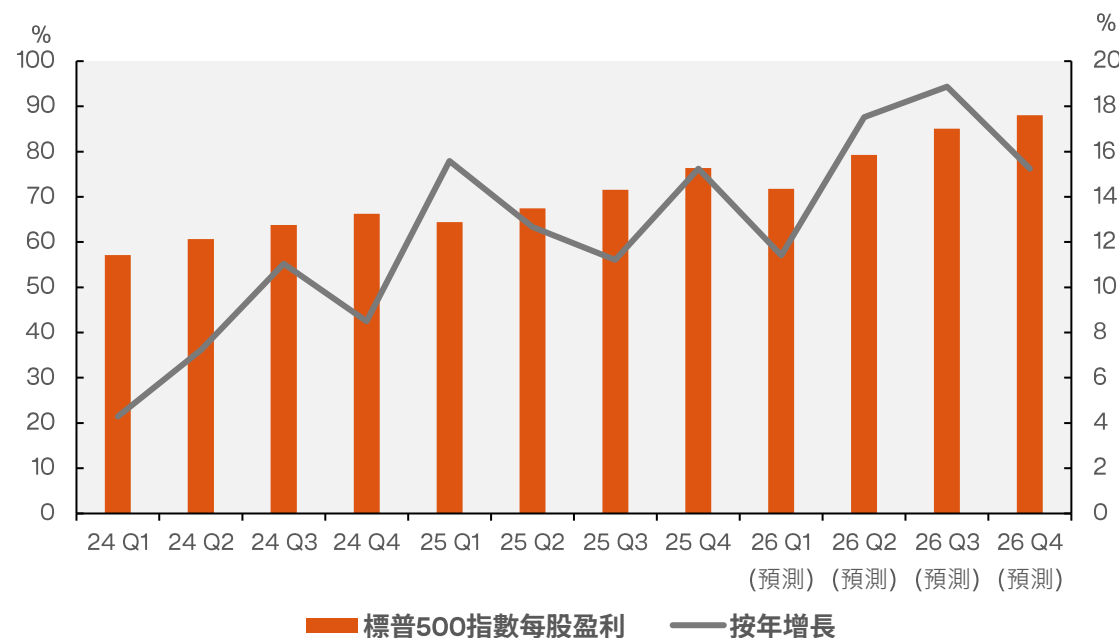
美股估值雖回落，盈利預測面臨下調風險

- 地緣政局未明朗，美股首季出現回調，美股四大主要指數目前估值已較年初開局時有大幅度回落。納斯達克100指數之NTM預測市盈率已回落至低於過去10年的平均值，逼近-1標準差；標普500指數回落至10年平均值；羅素2000指數NTM市盈率回落至10年平均值以下。
- 目前市場預測，標普500指數企業的每股盈利，於2Q26及3Q26將呈現高速增長（>15%）；然而，如果能源價格長期高企，推高企業生產成本及影響借貸成本，投資市場或需下調企業盈利預測，屬美股指數的下行風險之一。

美股四大主要指數預測市盈率及過去十年均值



市場仍預期標普500 2Q及3Q每股盈利高速增長

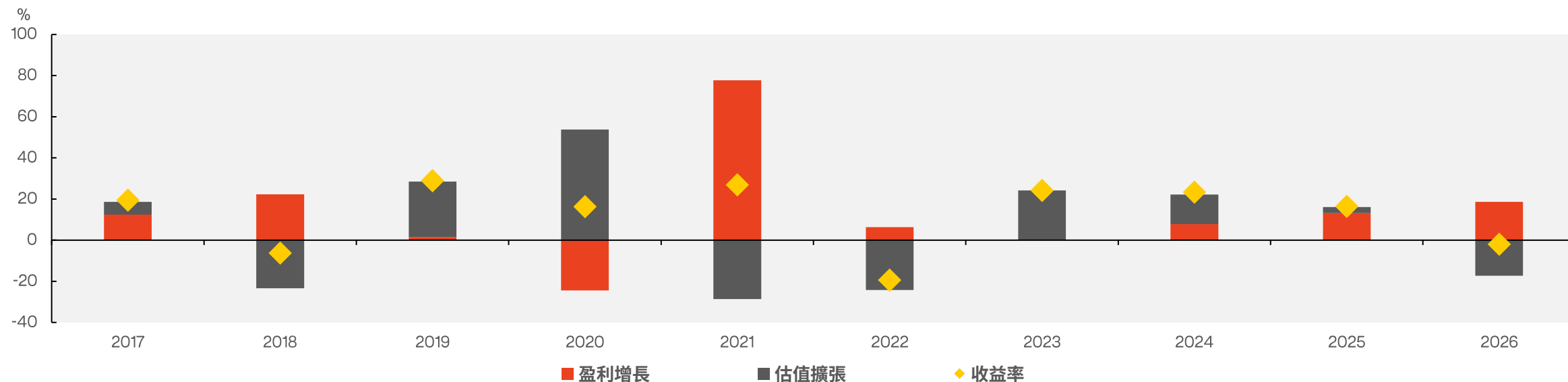




地緣衝突影響美股「盈利主導」行情能否持續

- FactSet的盈利報告顯示，2025年第四季是標普500連續第五個季度實現雙位數盈利增長，整體表現強勁，尤其受科技和工業板塊驅動，盈利正面驚喜以工業股最高，資訊科技次之，反映AI資本開支周期兌現持續。
- 縱使2026年首季美股出現回調，估值亦向下調整，然而盈利增長對指數的貢獻一定程度抵消估值收縮的影響。不過，如果能源價格長期高企，影響企業盈利增長，2025年「盈利主導」的行情，未必可以持續。
- 如後市地緣衝突有所緩和，油價由高位回落，AI大周期資本開支繼續擴散，我們認為年內盈利增長仍有潛力達至雙位數增幅，估值亦有機會重回擴張。

盈利與估值對標普500指數的貢獻





中國內地與香港股市：外憂內暖



陳偉聰

東亞銀行財富管理處高級投資策略師



第二季展望：下調恒指FY26目標價至29,000點，悲觀情景下或回調至23,000點

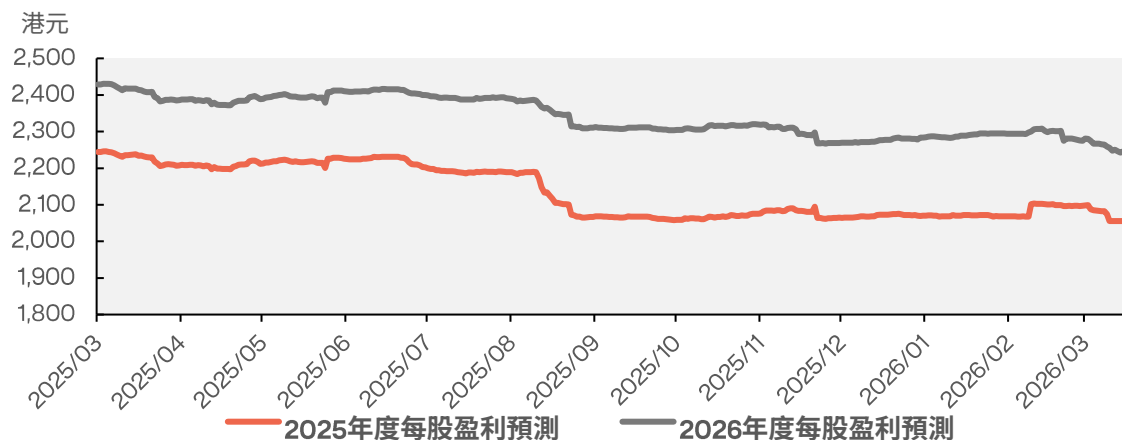
基本情景假設（中東戰局可於未來4至6週緩和，布蘭特油價回落至每桶90美元下方）：

- 我們將FY26恒指盈利預測從2,350港元（YoY+13%）下調至2,300港元（YoY+10%）；將NTM預測市盈率從13.1倍下調至12.6倍；
- 將FY26恒指目標從30,800點下調至29,000點，短期震盪屬吸納機會
- 看好板塊/主題: AI雲平台、先進半導體、人形機器人、銅金礦、光伏及儲能設備、內地新型消費、內地保險、本港地產、本港交通運輸

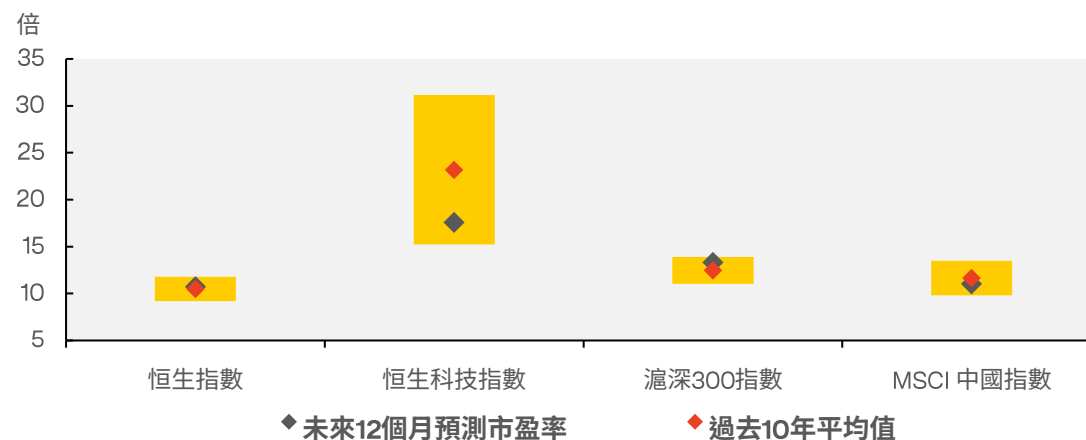
悲觀情景假設（中東戰局惡化/持續至Q3，布蘭特油價上升至每桶120美元並維持至Q3）：

- 我們將FY26恒指盈利預測從2,350港元（YoY+13%）下調至2,200港元（YoY+5%）；將NTM預測市盈率從13.1倍下調至11.0倍；
- 將FY26恒指目標從30,800點下調至24,200點，Q2料面臨超過10%調整幅度（即下試23,000點）；
- 短期避險板塊/主題: 上游能源及油氣設備、油輪運輸、煤炭、新能源電力及儲能、新能源車、內地銀行、本地公用

恒生指數FY25及FY26盈利預測



中港股市各主要指數的估值情況

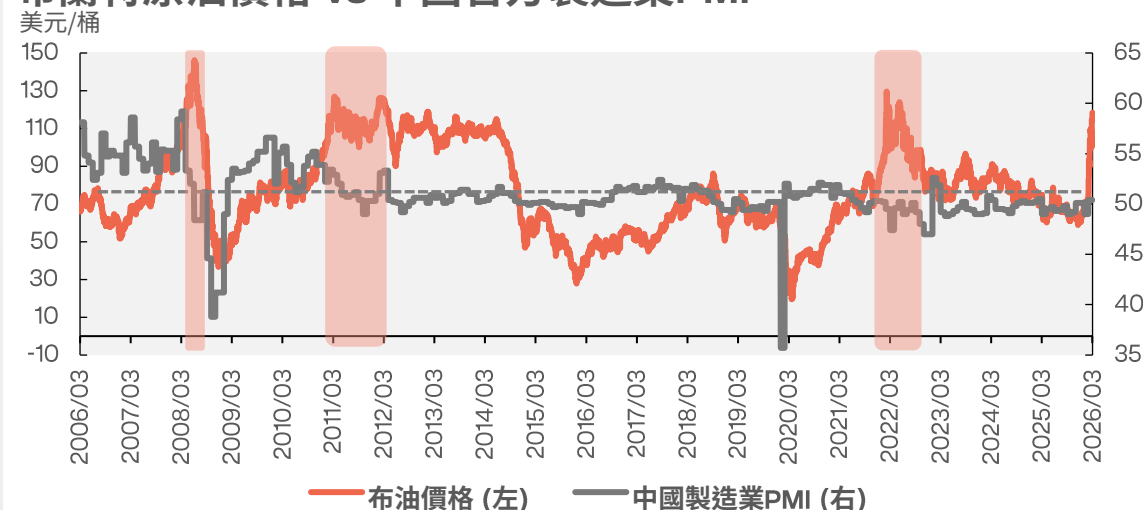




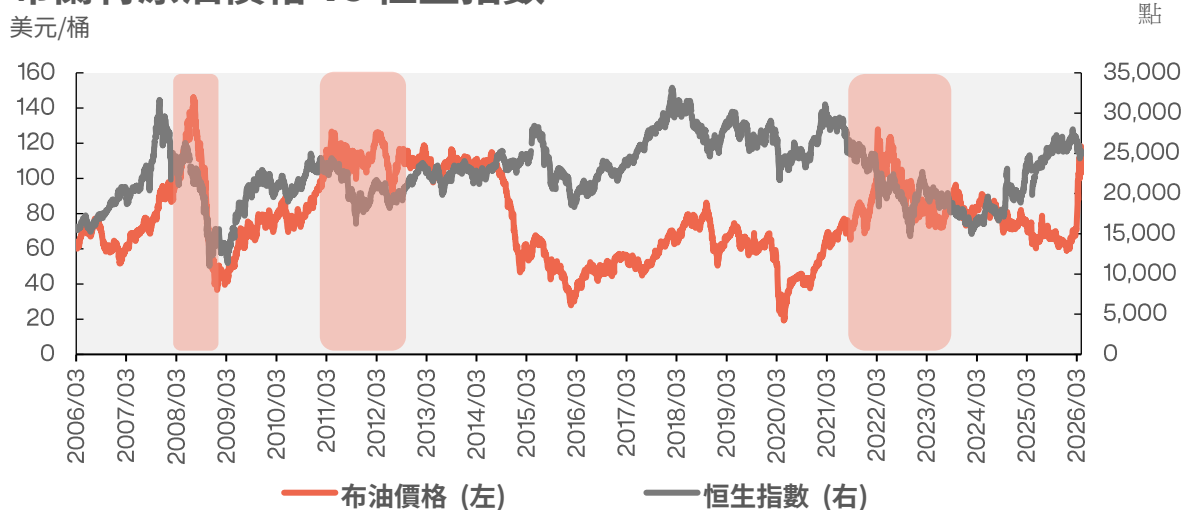
油價飆升之尾部風險升溫，港股市場短線料受壓並跑輸A股市場

- ❑ 美國與伊朗初步釋出停火意向，霍爾木茲海峽正有限度重開，惟要恢復原油供應至衝突前水平仍存難度，故預期布蘭特油價未來數週即使出現回調，但也可能維持較高水平(80–100美元)震盪。
- ❑ 若油價持續飆升/維持高企，預期對中國經濟增長造成若干衝擊：i) 製造業和交通運輸業燃料成本大增；ii) 消費品物流及生產成本上升；iii) 民眾購物和出行成本上升，打擊消費信心。中國製造業PMI等經濟指標短期面臨下行壓力，但整體衝擊程度料較歐美和亞洲其他國家輕微，因中國油輪在霍爾木茲海峽料可獲放行，另外中國能源結構近年已進行多元化佈局，減少對中東油氣進口之依賴。
- ❑ 儘管國際油價長期失控飆升仍非我們的基本情景假設，但不能完全排除中港股出現尾部風險的概率。假如布蘭特油價升至每桶120美元上方並維持至Q3，恒生指數料跑輸A股指數，並面臨超過8–10%的下調幅度，理由如下：i) 美國滯脹壓力加劇導致減息預期落空；ii) 資金重投美元避險，人民幣匯價受壓；iii) 國內工業及消費企業利潤受損；iv) 風險溢價上升導致增長股估值下調。

布蘭特原油價格 vs 中國官方製造業PMI



布蘭特原油價格 vs 恒生指數

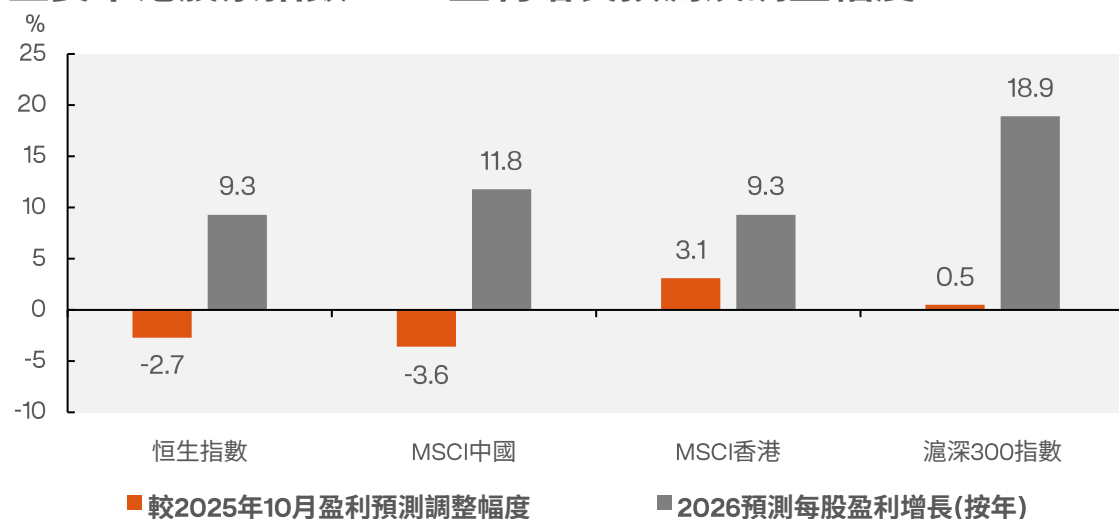




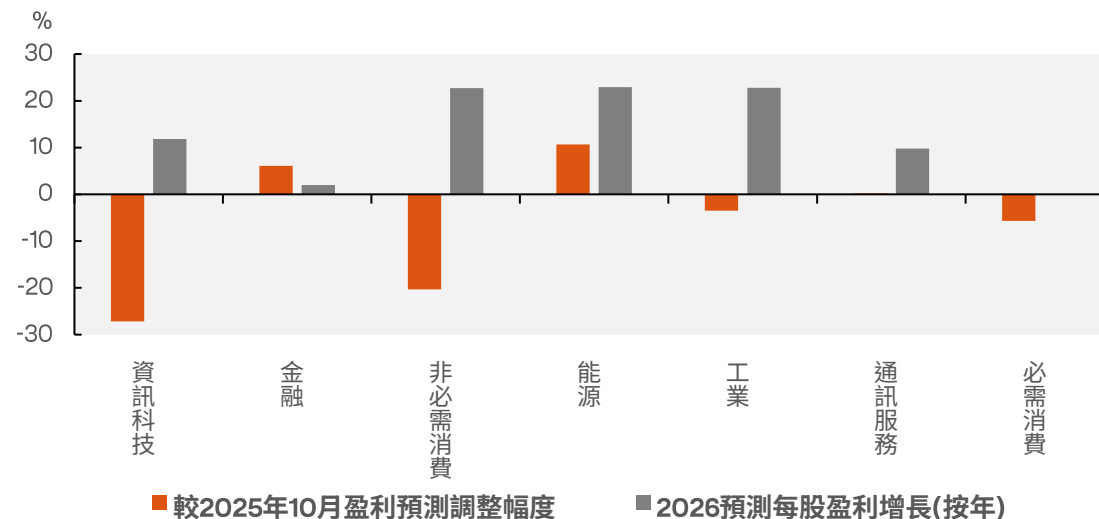
企業盈利：中國A股盈利展望優於H股，四大原因維持對中資股正面盈利預期

- 25Q4至今，滬深300指數盈利預測延續上調趨勢，FY26盈利增速預期達+19%，兩者均優於恒生指數和MSCI中國指數，反映A股之盈利展望較H股樂觀，原因如下：i) A股市場之上游板塊權重較高，較受惠反內卷再通脹行情，及相對免疫於美伊戰事；ii) H股市場之互聯網消費、汽車及AI科技板塊佔比較大，短期盈利較受價格戰、Capex增加、內存芯片成本上升衝擊。
- 儘管中東局勢可能對中資股261H盈利造成負面擾動，我們仍對FY26盈利增速持相對樂觀展望（MSCI中國: +11%；滬深300: +18%），理由如下：i) 反內卷成效逐步顯現，消費行業價格戰收斂；ii) AI應用產品加速推出，算力及雲服務存漲價空間；iii) 國內房地產及基建投資回暖；iv) 美國霸權主義下，反有利國內企業擴大非美市場出口份額和海外業務。
- 25Q4至今，MSCI香港指數盈利預測上調幅度顯著，維持看好本地地產及收租、本地交通運輸、本地銀行等板塊之FY26盈利表現。（詳情可參閱下頁）

主要中港股票指數FY26盈利增長預測及調整幅度



MSCI中國指數各主要行業之FY26盈利增長預測及調整幅度

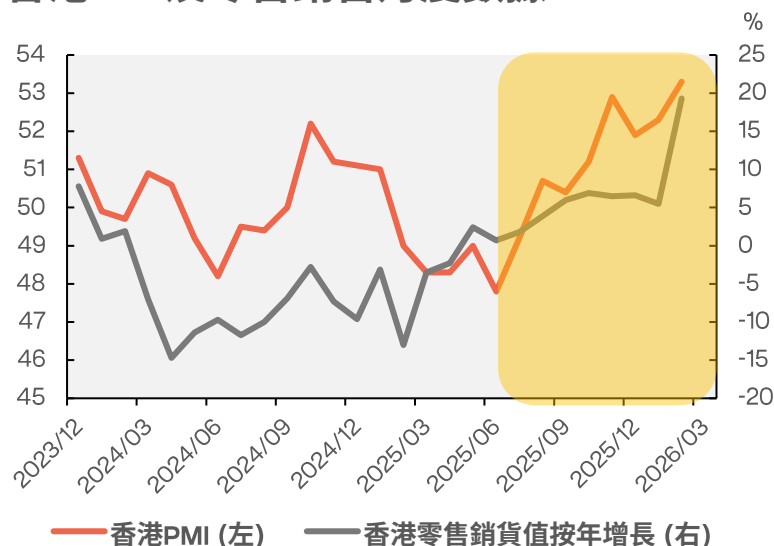




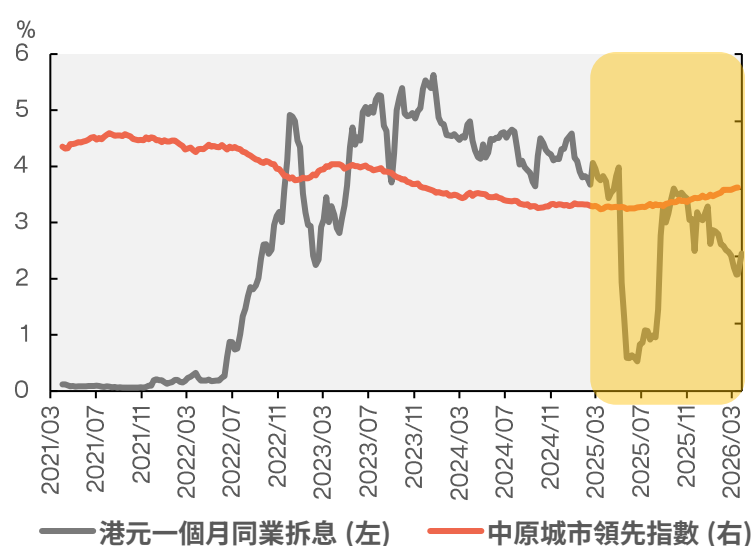
維持看好多個本地板塊，惟須警惕中東戰事對香港經濟潛在衝擊

- 年初至今，MSCI香港指數跑贏其他中港市場主要股票指數，乃受惠於本港金融、消費和房地產市場表現維持向好，以及本地企業FY25盈利普遍優於預期。
- 在基本情景下，我們對香港本地金融、地產收租、交通運輸及公用板塊維持正面看法，理由如下：i) 利率維持低企，有利樓市銷售持續回暖；ii) 金融機構之財富管理、資產管理及IPO融資服務需求殷切；iii) 舉辦更多大型盛事活動，帶動訪港旅客和本地消費；iv) 港府加速對接國內「十五五」規劃，更多聚焦創科、北都發展、跨境金融等方向。
- 警惕中東戰事為香港經濟可能造成的下行風險，尤其是外圍利率回升、資本市場資金流出、人民幣兌港元轉弱等。在悲觀情景下，本港銀行、地產收租、消費、交通運輸等板塊料面臨約8%—10%之調整空間。

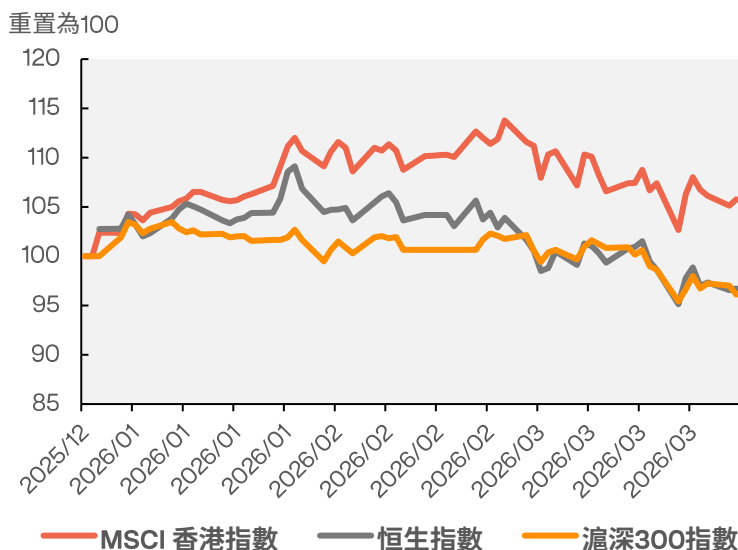
香港PMI及零售銷售月度數據



港元拆息 vs 香港樓價指數



年初至今MSCI香港與中港主要股指回報比較





中國人工智能板塊 – 機遇與挑戰並存

挑戰：

- **AI模型及應用產品競爭加劇：**多家初創大模型企業冒起，搶佔傳統龍頭科企份額；科企推出AI Agent產品後常以優惠吸引用戶，導致每單位算力回報偏低，額外營銷開支壓縮利潤率。
- **AI資本開支攀升：**多家科企大增未來幾年AI Capex指引，用以採購晶片、開發模型等，持續「燒錢」料削弱利潤率及自由現金流。
- **股東回饋弱化：**近期大型科企宣佈擬減少今年股票回購規模，把更多資金投資於AI產品和基礎設施，料減弱股價下行時之承托力度。
- **中美科技與出口管制、供應鏈約束：**高端GPU與相關製程工具仍受美方出口管制限制，中國雲廠商與AI平台在訓練效率和算力儲備上仍有劣勢。

部署策略：

- **中長線維持看好大型AI雲企業：**擁有充沛算力儲備及成熟雲基礎設施的公司，可以通過降低內部的API調用成本來抵禦價格戰，同時通過捆綁現有的商業生態來降低獲客成本。惟中短期股價可能較反覆，因Capex大增料削弱FY26盈利增長動能。
- **審慎看好國產GPU開發企業及尖端晶圓代工廠：**受惠半導體國產替代的國策方向，惟目前估值相對偏高。
- **選擇性配置優質AI物理應用企業：**受惠於AI對現實世界硬件應用之滲透率提升，如智能駕駛、人形機器人、智能手機等，惟短期盈利或受存儲芯片成本攀升影響。
- **審慎看待AI大模型半新股、SaaS軟件板塊：**AI大模型半新股盈利轉正需時，自由現金流壓力大，估值已升至極端高位。傳統軟件企業遭AI產品替代之威脅加劇。

機遇：

- **下游應用產品滲透率上升：**市場正從純算力轉向代理式AI（Agentic AI）。能夠在垂直領域（如電商、自動化編程、短視頻與內容生成、醫療健康、汽車、機器人等）轉化流量為利潤、變現路徑清晰的企業增長潛力大。
- **雲服務具加價空間：**大型AI科企陸續宣佈由於需求增長、硬件成本上升，AI計算和儲存之雲服務開始加價(最多超過30%)，預期2Q開始推動部分雲業務ARPU增長。
- **AI驅動的降本增效：**科企持續利用AI實現內部降本增效，如減少初級編碼員、優化廣告/營銷內容生成等，預計可緩和Capex增加對利潤率壓力。
- **國策支持與資本流入：**國策大力支持AI基礎設施發展（如「算力券」、算電協同等），以及推動半導體技術自立自強，並鼓勵更多AI公司於中港上市集資，有助補充企業現金流之餘，亦有利支撐行業估值。



國策主題：重點關注AI+、科技自強、反內卷、綠電儲能、新型消費、工業

2026年中央政府工作報告重點內容及受惠投資主題/板塊：

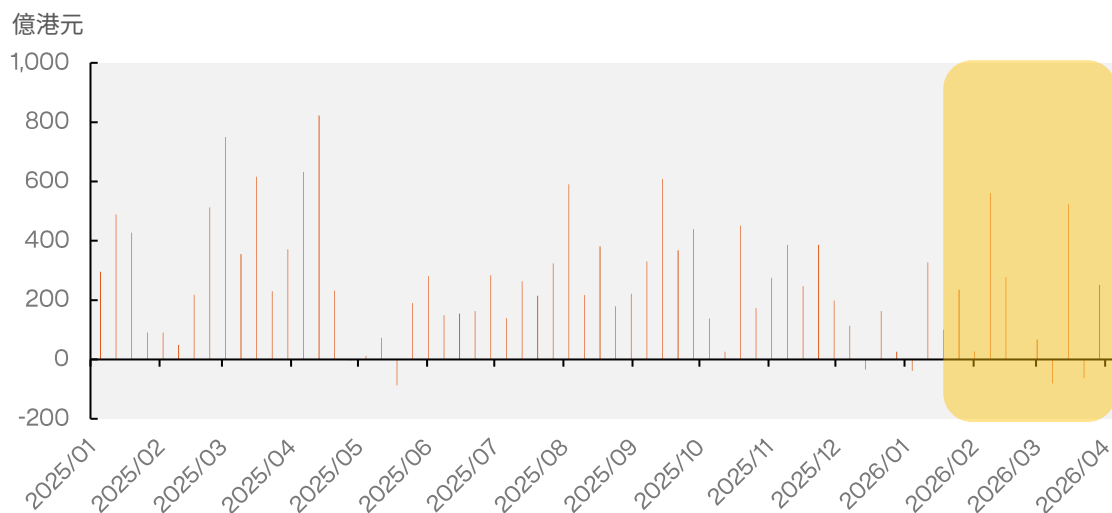
政策任務	重點內容	A股及H股之受惠主題/板塊
加緊培育壯大新動能	i) 推動戰略性新興產業發展，建立未來產業投入增長和風險分擔機制； ii) 推進「人工智能+」應用，推動智能終端與智能體發展； iii) 建設超大規模智算集群，推進算電協同，完善全國算力調度	i) 半導體、商業航天、生物醫藥、量子科技、人形機器人、核聚變、腦機接口、6G電訊設備； ii) AI雲、AI模型開發、智能駕駛、智能終端硬件； iii) 半導體、數據中心、AI伺服器、光傳輸模組、新能源電力設備
加快高水平科技自立自強	加強原始創新和關鍵核心技術攻關， 提升高基礎研究投入比重	國產GPU + 存儲芯片、先進封裝、國產DUV、高端晶圓代工
推進全國統一大市場建設	i) 加強反壟斷和不正當競爭行為； ii) 運用產能調控、標準引領、價格法等手段，深入整治「內卷式」競爭	碳酸鋰、鋰電池、光伏設備、水泥、化工、新能源車
擴大內需	i) 深入實施提振消費專項行動，安排超長期特別國債2,500億元人民幣支持消費品以舊換新，新設立1,000億元人民幣擴大消費信貸支持範圍； ii) 釋放有效投資潛力，安排8,000億元人民幣的超長期特別國債及8,000億元人民幣新型政策性金融工具支持「兩重」建設	i) 服務消費及新型消費: 如旅遊、文娛服務、戶外運動設備、特色金飾產品、健康食品飲料、商業養老保險 ii) 銀行、重型機械、新型儲能及電力系統、工業母機、算力基礎設施、環保及城市管網
推動綠色轉型	發展新能源、新型儲能及綠色製造等產業，持續推進碳達峰和碳中和目標	儲能電池、光伏、風電、核能、氫能等設備



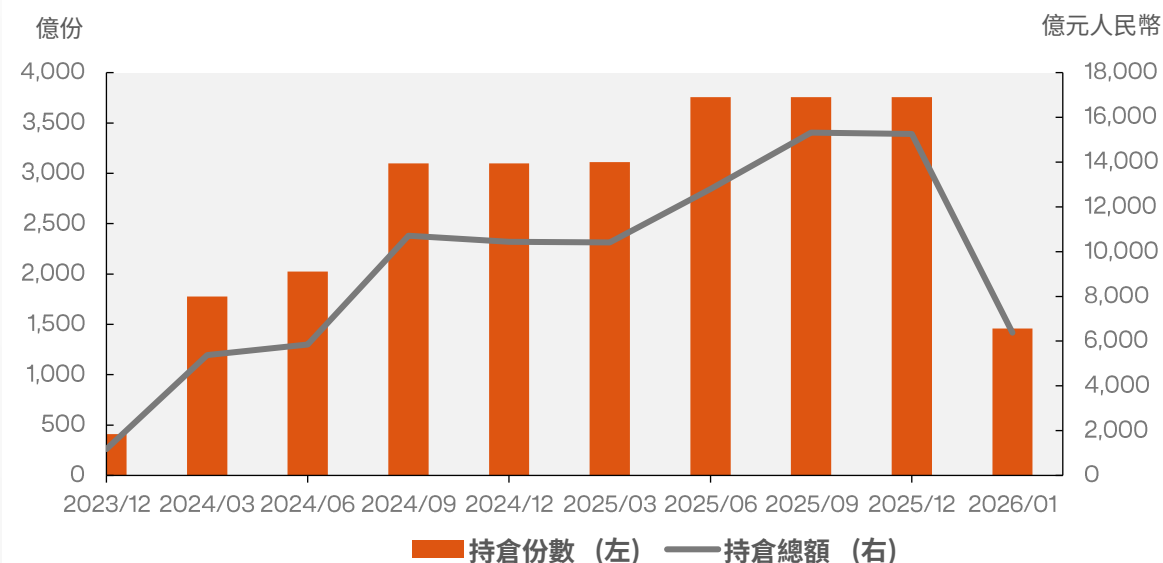
資金流：南向通資金候低密密加倉，國家隊資金料續引導「慢牛」行情

- 根據港股通南向資金流數據，今年1月恒生指數雖創2021年以來新高，惟北水淨流入卻相對謹慎（1月日均淨買入成交：34.5億港元），反映國內資金高追港股意欲偏低。反之，當恒指於2月至3月出現震盪調整時，北水淨買入金額顯著增加（2月日均淨買入成交：64.6億港元/3月日均淨買入成交：22.5億港元）。港股通南向資金候低吸納意向堅定，預期可為港股市場提供下行緩衝作用，甚至開啟新一輪升市的催化劑。
- 今年1月國家隊資金罕見大幅減持股票倉位，其中多隻主要A股指數（包括滬深300、上証50、中証1000、科創50等）ETF遭中央匯金公司大額套現，據Wind估算，期內累計減持份數達2300份（減持幅度約58%）。此舉意味國家擬主動抑制股市非理性上漲，以穩定市場節奏並引導「結構性慢牛」行情，短線可能減弱中資股上升動能。不過，若外圍地緣局勢惡化導致本季大市沽壓加劇，預期國家隊資金及保險資金將重新入市，故A股市場的抗跌力料較H股更佳，大型指數權重板塊（如內銀、內地保險、能源、內地公用）受惠程度料較大。

南向港股通每周淨資金流



中央匯金公司之ETF總持倉量





股票：亞洲市場



東亞聯豐投資團隊



股票：亞洲市場

- ❑ 中東戰事推高股票風險溢價；衝突有望短暫，油價維持高位多久成關鍵
- ❑ 亞洲多國依賴能源進口，惟材料、工業、國防和科技板塊基本面尚未受影響
- ❑ 繼續聚焦中國內地、南韓和台灣；留意供應鏈穩定性
- ❑ 中國內地繼續維持適度的貨幣寬鬆政策；經濟增長具持續性，為科技、工業和物料板塊帶來支持
- ❑ 南韓主要板塊基本面未受中東局勢影響，國防、造船、科技和電力設備生產商等基本面依然穩固
- ❑ 台灣科技股仍然穩健
- ❑ 印度股市流動性不足，貨幣疲弱，股市欠吸引力



環球債市：穩中求進



彭偉偉

東亞銀行財富管理處首席投資策略師

鄭瑩

東亞銀行財富管理處投資策略師



環球債市 – 穩中求進

展望第二季，中東局勢暫成為債市最大變數，原油價格急升，觸發全球市場對通脹升溫的憂慮，債市氣氛主要受通脹憂慮所主導，而非傳統避險資金泊入債市，各國10年期國債息率在衝突後抽高，名義利率的上升主要由原油急升導致通脹預期上升所帶動。

面對能源價格上升及通脹預期升溫，美聯儲的減息政策前路添上變數。美伊衝突發生後，美國國債收益率不跌反升，短債收益率一度升得更快，反映市場預期減息空間已經收窄，亦對「滯脹」憂慮作早期定價。對比美伊衝突發生前後的孳息率曲線，整體曲線向上移，即使後續地緣不明朗因素消退，美聯儲仍有減息空間，預期傳導作用或集中於短期債，10年期債息不一定跟隨回落。

第二季策略在於慎防債息的波動，核心部署於美債孳息曲線的中段，組合存續期控制於短至中期，存續期風險（duration risk）的波動較長債低，而持有收益（carry）亦較短債吸引。

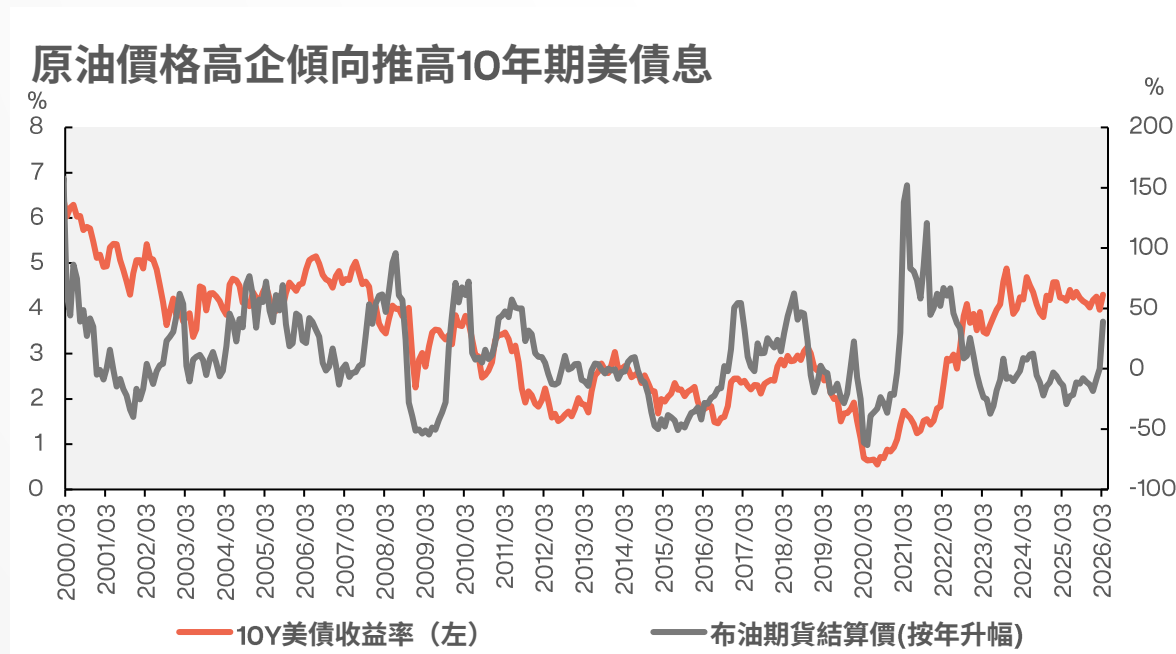
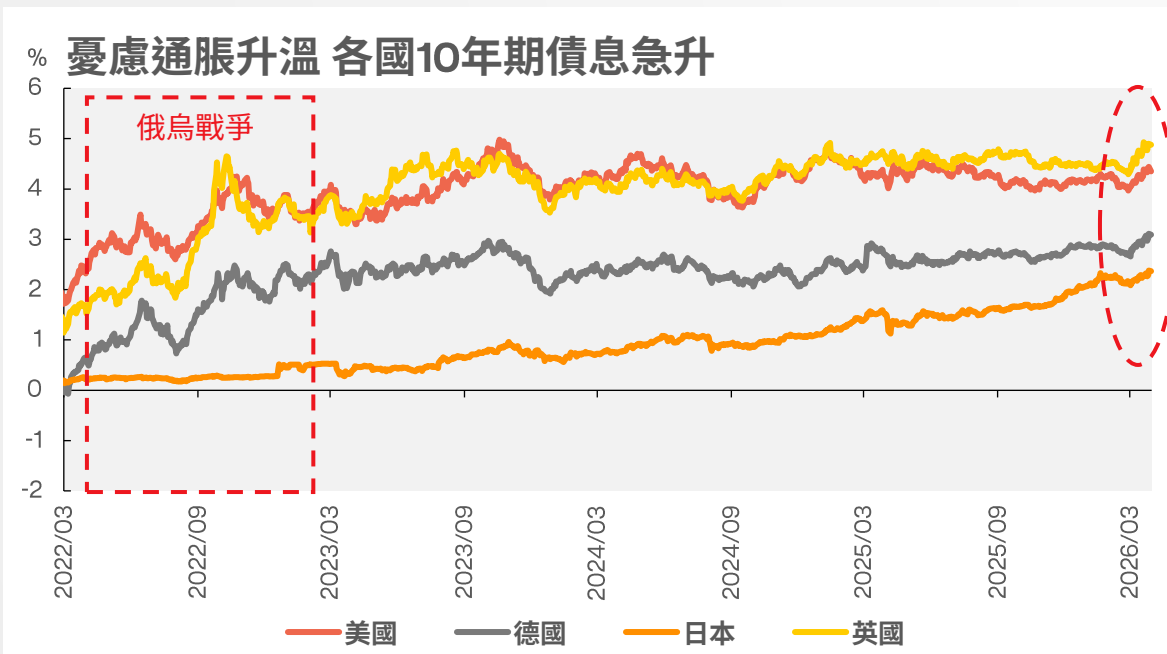
美伊衝突後，環球投資級別及高收益債券收益率均有所攀升，但信用利差的擴大幅度有所不同，全球投資級別債的信用利差擴闊幅度較全球高收益債小，在環球通脹及經濟具有不確定性之下，投資級別債信用風險較高收益債低，預期企業違約率繼續保持低位，可以為債券組合帶來穩定收益。然而，高收益債券中的能源企業或能受惠油價升幅，有望改善財政狀況及評級，可作策略性部署。

新興市場美元債於衝突後信用利差擴闊並不嚴重，債息的抽高及價格波動主要來自於國債收益率的推升，而非企業或國家基本面的惡化。新興市場美元債絕對收益率仍然吸引，為投資者提供充足的利息緩衝，而部份新興市場具備能源及商品出口優勢作「保護」，表現跑贏其他新興市場國家，亦可作選擇性配置。



環球債市：地緣衝突重塑第二季環球債市格局

- ❑ 踏入2026年第二季，中東局勢成為債市最大變數，衝突導致能源運輸受阻，原油價格急升，觸發全球市場對通脹升溫的憂慮，債市氣氛主要受通脹憂慮所主導，多於傳統避險資金泊入債市。
- ❑ 各國10年期國債息率在衝突後一個月累計升幅達20至60點子，然而對比2022年俄烏戰爭時，各國10年期債息由極低水平快速抽升，是次衝突發生前，利率處於相對高的水平。
- ❑ 原油是全球通脹的領頭羊，過去數據顯示油價與10年期美債息走勢高度同步，油價上漲，市場會預期未來通脹壓力加大或預期政策趨緊，布油於3月美伊衝突中冲高至超過110美元，推高10年期美債收益率。

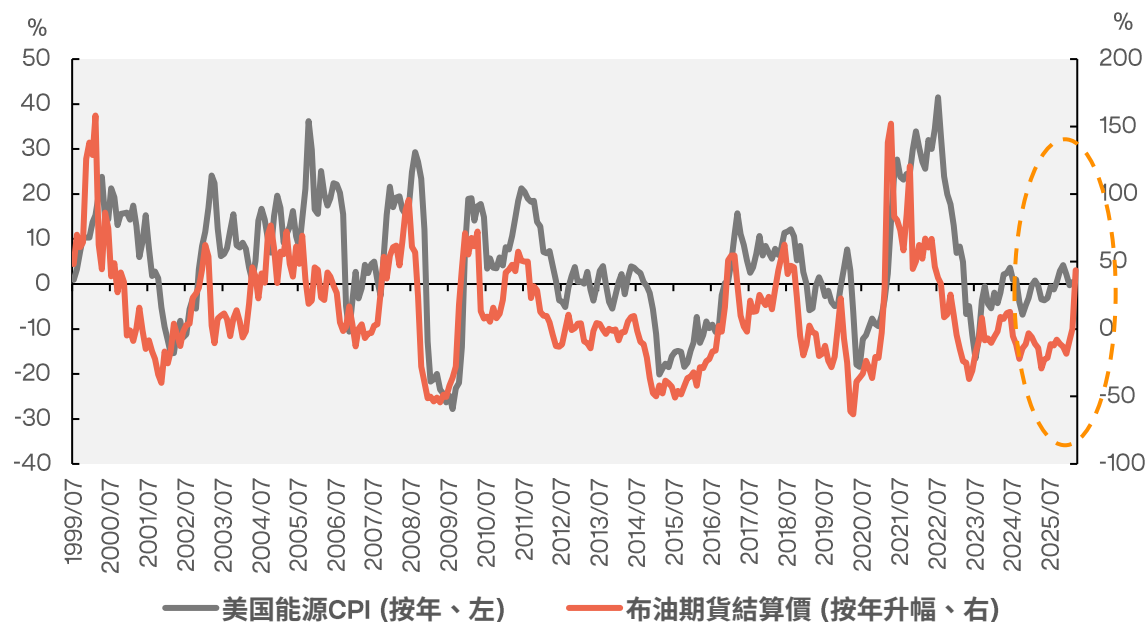




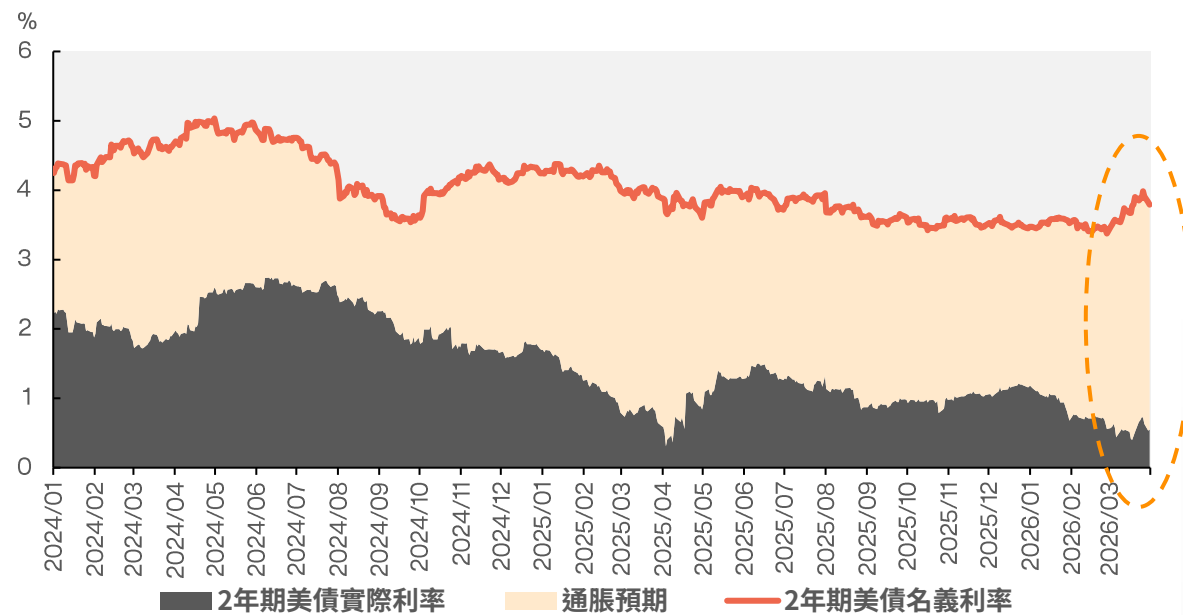
美國國債：通脹預期大升，減息前路變數增

- ❑ 美伊衝突帶動油價急升，布蘭特期油在3月升幅超過60%，能源價格上升的影響將反映於未來數月能源CPI的升幅。
- ❑ 美債息急升，美伊衝突後一個月，美國2年期國債息率累計升幅42點子，一度升穿3.9厘水平。圖表顯示，在經歷了2025年下半年的緩步下滑後（由4%一度跌至3.4%水平），2年期美國國債名義利率在今年3月份起因地緣衝突顯著反彈。
- ❑ 近期名義利率的攀升，主要受到通脹預期快速擴大所驅動，由於實際利率仍處於相對低位（約0.4%至0.6%區間），而通脹預期墊高了名義利率，反映市場對「滯脹」的憂慮及早期定價。

油價急升將加大通脹壓力



通脹預期推升美國2年期國債息率

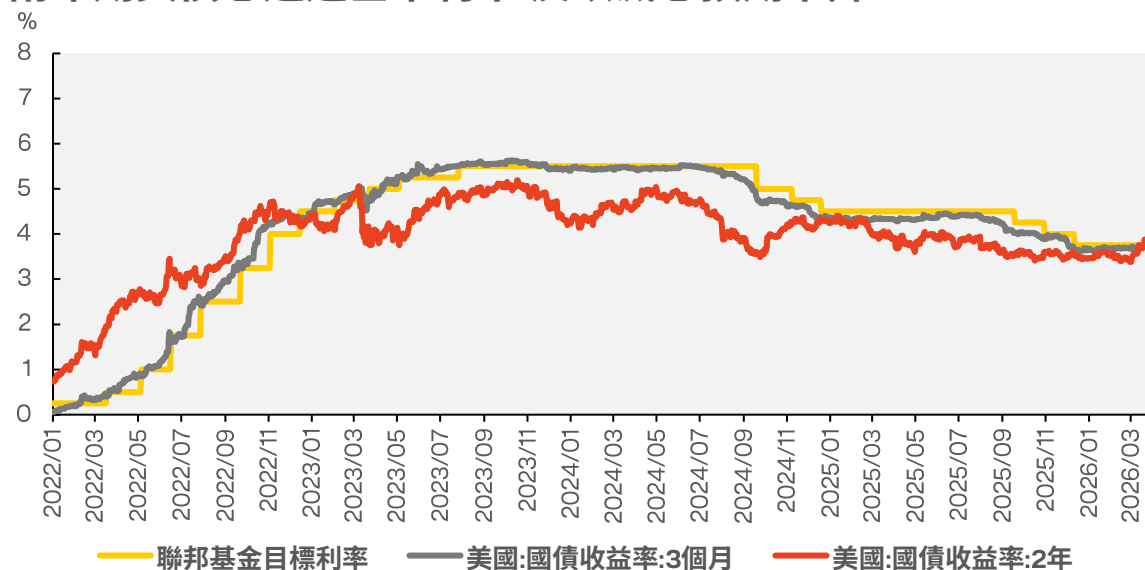




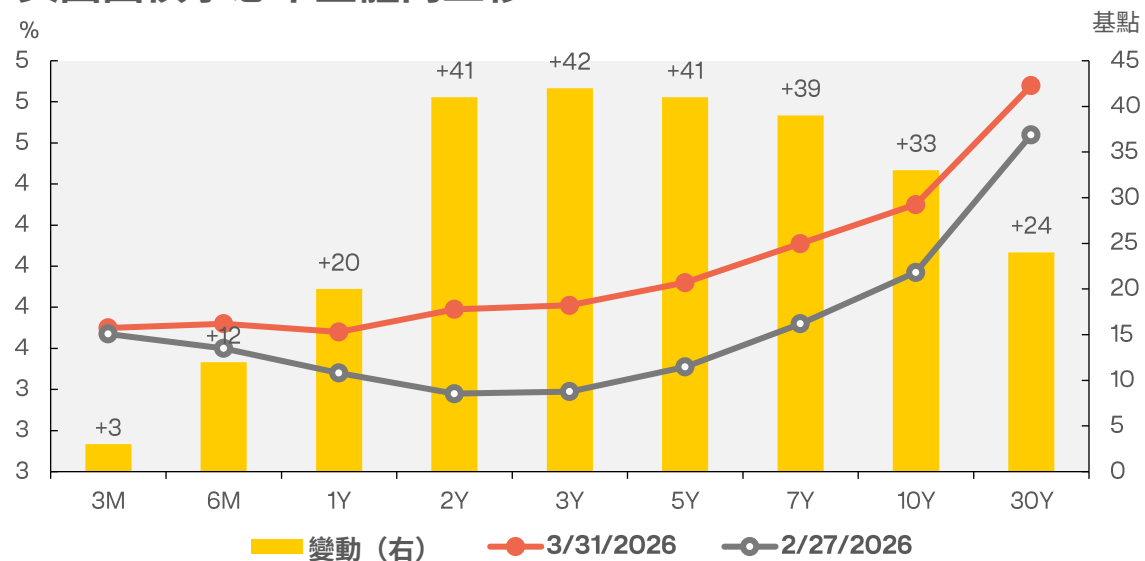
美國國債：核心部署中段曲線，控制存續期於短至中期

- 因對通脹的憂慮和財政赤字預期，資金在債市避險短暫，美國國債收益率不跌反升，短債的收益率一度上升得更快，3個月國債息一般緊跟基準利率，2年期國債息則反映減息預期，左下圖顯示，最近一年2年期國債息一度早於基準利率下跌，市場對減息的預期提早反映。然而衝突後2年期債息急升，單月急升42點子，逼近基準利率，反映市場預期減息空間已收窄。
- 對比美伊衝突發生前及3月31日的孳息率曲線，整體曲線向上移，基於通脹預期升溫、減息預期下降，我們認為即使後續仍有減息空間，傳導作用或集中於短期債，10年期債息不一定會跟隨回落。
- 我們看好孳息率曲線中段，存續期風險（duration risk）及波動較長債低，而持有收益（carry）則較短債吸引。

兩年期美債息逼近基準利率 反映減息預期下降



美國國債孳息率整體向上移





環球債市：地緣政局不明朗之下，投資級別信用風險較低

- ❑ 美伊於二月底爆發衝突，所有類別債券的收益率均有所攀升，但信用利差的擴大幅度有所不同，全球投資級別債的信用利差，擴闊幅度較全球高收益債小，整體企業信用風險較高收益債低。
- ❑ 而亞洲高收益債的信用利差擴大最為顯著，較全球及美國高收益大，反映亞洲作為能源進口國，部分企業受通脹成本影響較高。
- ❑ 整體而言，我們認為投資級別債防守性強，信用風險比較低，即使在環球通脹及經濟具有不確定性之下，企業違約率仍能保持低位。普遍投資級別債提供4.6% – 5%收益率，持有收益（carry）仍然吸引。

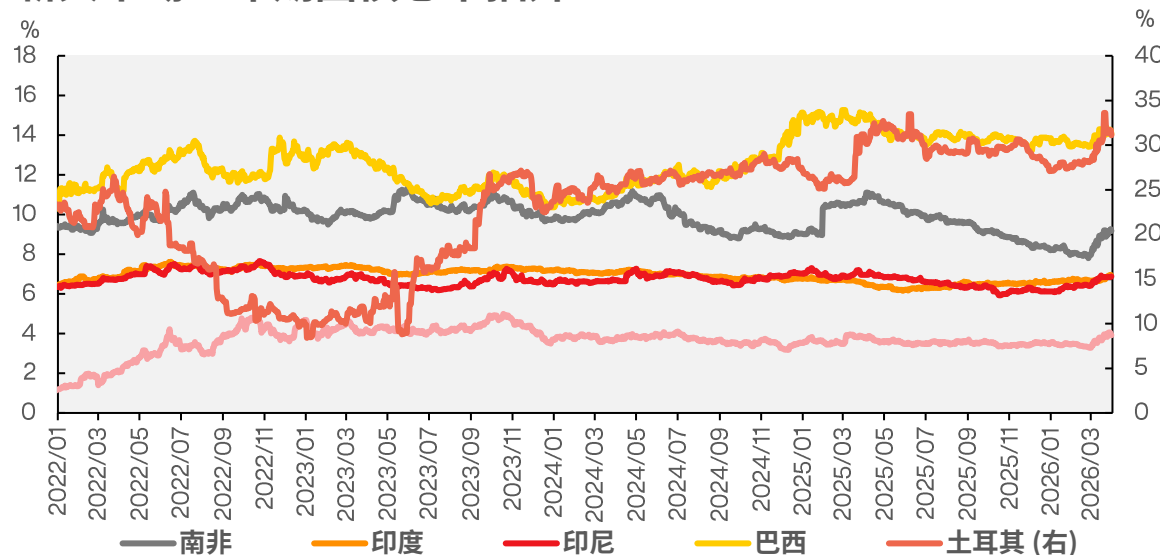
各類債券的風險與機遇							
衝突前: 27/2	全球高收益	全球投資級別	美國高收益	美國投資級別	亞洲高收益	亞洲投資級別	新興市場美元債
衝突前收益率	6.59%	4.24%	6.71%	4.73%	7.18%	4.32%	5.66%
3月31日收益率	7.41%	4.78%	7.40%	5.13%	8.56%	4.77%	6.28%
衝突前信用利差	3.07%	0.84%	2.91%	0.84%	3.49%	0.61%	1.82%
3月31日信用利差	3.42% (擴大35點子)	0.92% (擴大8點子)	3.17% (擴大26點子)	0.88% (擴大4點子)	4.50% (擴大101點子)	0.68% (擴大7點子)	2.09% (擴大27點子)
衝突至今表現	-2.47%	-2.85%	-1.18%	-1.98%	-2.91%	-1.75%	-2.89%
今年初至3月31日 總回報	-1.31%	-1.27%	-0.5%	-0.54%	-0.33%	-0.32%	-1.35%



新興市場債：收益率具吸引力，看好能源出口國受惠油價升幅

- 新興市場美元債在3月31日收益率從美伊衝突前5.66%升至6.28%，而信用利差僅擴大27點子，反映債息的抽高主要來自於國債收益率的推升，而非企業或國家基本面的惡化。
- 2022年俄烏戰爭，新興市場面對糧食與能源價格雙雙急升，巴西及印尼進入快速加息周期，以壓制通脹。是次情形有所不同，巴西、印尼及墨西哥均具備能源出口優勢作「保護」，5年期債息升幅遠較土耳其為低，加上巴西及南非仍有一定的減息預期作支持。
- 新興市場美元債絕對收益率仍然吸引，6%以上的收益率為投資者提供充足的利息緩衝（carry cushion）。我們看好整體新興市場美元債，特別是能源及商品出口國。

新興市場10年期國債息率抽升



新興市場債：能源出口國表現跑贏

5年期國債(本幣)	2025年12月31日收益率	2026年3月31日收益率	收益率變化
土耳其	30.91%	35.82%	+491點子
印尼	5.77%	6.62%	+85點子
墨西哥	8.22%	8.97%	+75點子
巴西	13.57%	13.90%	+33點子
南非	7.35%	8.34%	+99點子



第二季債市投資策略

債券類別	部署策略	投資邏輯
美國國債	10年期債息中樞上移至3.9% – 4.5% 2年期債息中樞上移至3.4% – 3.9% - 核心部署中段曲線，存續期控制於短至中期	- 避開長端：油價上升推升長期通脹預期，同時戰爭導致的財政支出增加，政府或發行更多長債，這兩者都會推高長債息，預期長端將受壓 - 核心配置曲線中段（5–7年期）：提供更佳的防禦，存續期風險較長債低，當10年期債息上升時，5–7年價格跌幅相對可控，而持有收益（Carry）較短債吸引 - 短端（2年或以下）：流動性高，可作防守性配置，但要留意通脹黏性限制美聯儲減息空間，2年期債息與政策利率高度錨定
環球投資級別債	- 增持投資級別 - 亞洲投資級別整體優於歐美投資級別	- 防守性強，流動性高，即使經濟增長放緩，企業違約率仍低，持有收益（Carry）仍然吸引 - 投資級別債平均存續期較長，對10年期債息較敏感，可參考10年期債息上下區間調整存續期
環球高收益債	- 減持高收益 - 策略性配置能源企業，或受惠油價上升	- 利差擴闊的風險上升 - 慎防能源價格高企，影響企業盈利，利率走勢亦影響再融資環境，違約率有上升的風險 - 高息債類別中的能源企業，尤其是中小型頁岩油商受惠油價上升，現金流改善，違約率及評級有機會改善
新興市場美元債	- 看好整體新興市場美元債 - 選擇性配置能源及商品出口國	- 絕對收益率處於高位 - 利息緩衝（Carry Cushion）充足，總回報維持正面 - 需留意如果美元偏強，較利淡新興市場本幣債



債券：中國及亞洲債市展望



東亞聯豐投資團隊



債券：中國及亞洲債市展望

- ❑ 中東局勢不穩，但亞洲投資級別和高收益美元債券仍展現韌性
- ❑ 衝突對亞洲投資級別債券影響可控，利差維持強韌
- ❑ 南韓金融和印度投資級別債券具吸引力；中國銀行債和印尼主權債券估值偏高
- ❑ 亞洲高收益債券受中東戰事的影響較輕，因為板塊與中東有直接收入或營運聯繫的發行人只佔少數，但短期波動難免
- ❑ 商品價格上升，利好印度相關高收益債券；中國內房債宜聚焦質素較佳發行人
- ❑ 中東戰爭和油價走勢等因素或令亞洲投資級別及高收益債券市場短期波動，但基本面依然穩固，新債供應有限。若市場回調，投資者大多會視之為趁低吸納的良機



免責聲明及重要通知

- 本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據在此文件刊發前可公開獲得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。
- 有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。
- 東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。
- 東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。



免責聲明及重要通知(續上頁)

- 閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下自身的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是完全由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。
- 本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。
- 本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。
- 東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。
- 東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。