



# 东亚睿智2026年第二季

乍暖还寒



## 序言

2026年环球金融市场风起云涌，地缘政治局势骤然紧张，美伊冲突为第二季投资环境增添重大变数。本期《东亚睿智》以「乍暖还寒」为题，从宏观策略、经济分析、股票、债券、外汇及商品六大范畴，为阁下剖析当前复杂形势，并提供具前瞻性的资产配置建议。

环球经济方面，对等关税政策基调转趋缓和，花旗环球经济意外指数维持正数区间，制造业及服务业PMI双双重返扩张区间，经济复苏基调未改。惟中东局势升温推升布兰特原油突破每桶100美元，主要经济体滞胀风险升温，美联储减息预期明显降温。中国经济延续稳中向好，通胀转正改善名义增长，「十五五」规划聚焦科技自立自强，地缘风险或带来结构性机遇。

资产配置方面，股票市场建议采取杠铃策略，美股标普500指数全年目标由原先的7,500点下调至7,090点，看好AI上游产业链，轻微调低科技股配置并分散至能源、防守板块；中港股市下调恒指目标至29,000点，看好AI云平台、先进半导体、人形机器人等国策主题，以及香港本地金融、地产收租板块。债券市场看好防守性较高的投资级别债券，存续期控制在短至中期，新兴市场美元债看好能源及商品出口国的发行人。外汇市场给予「伺机而动」的标题，预期美元高位区间波动，看好澳元及离岸人民币，轻微看淡欧元和加元。商品市场预期油价中枢价格上升，于每桶90美元附近上落，黄金受地缘风险及央行买盘支持维持向上趋势。

整体而言，投资者宜保持审慎乐观，善用多元配置分散风险，密切关注地缘局势演变及央行政策动向，于波动市况中把握中长期结构性机遇。愿本报告能助阁下洞察先机，于变局中稳步前行。



# 目录

- 01 宏观策略
- 02 宏观经济
- 03 股票
- 04 债券
- 05 外汇
- 06 商品
- 07 季度资产配置



## 宏观策略：风起云涌，关山待越



**彭伟伟**

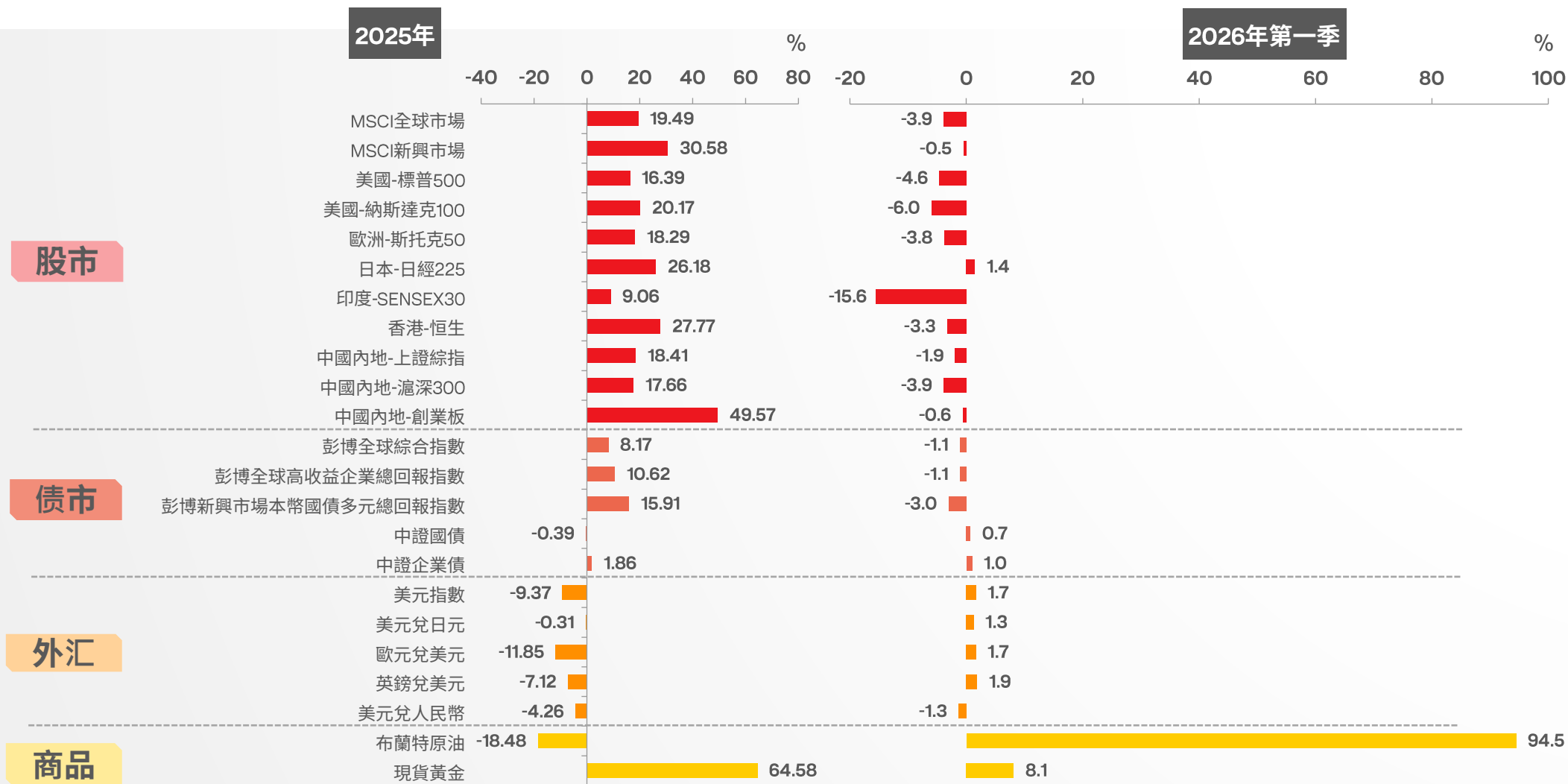
东亚银行财富管理处首席投资策略师

**汤嘉颖**

东亚银行财富管理处投资策略师



## 2026年第一季度资产表现：美伊冲突来袭，原油一枝独秀





## 宏观策略 – 风起云涌，关山待越

2026年环球经济开局良好，惟美伊战争爆发增添变数，主要经济体面临滞胀风险升温。中国经济延续稳中向好，通胀转正改善名义增长，地缘局势或带来结构性机遇。整体而言，环球经济复苏基调未改，但地缘风险令政策应对更趋复杂，投资者宜关注能源价格及央行政策动向。

环球经济方面，对等关税政策基调转趋缓和以来，花旗环球经济意外指数维持正数区间，显示宏观数据普遍优于预期。2月份环球制造业PMI回升至51.9%，欧元区及日本双双重返扩张区域，新兴市场经济意外指数更攀升至近年高位，反映环球贸易环境改善及资金流重新配置下，经济增长势头加速释放。

中东变局方面，美伊冲突推升布兰特原油一度突破每桶100美元，为环球通胀带来上行压力。惟对比2022年俄乌战争爆发时，当前通胀结构已有差异，核心通胀相对受控，且环球能源结构较1970年代多元化，滞胀风险可控。欧元区因能源进口依存度高，通胀及经济下行压力大于美国；美国经济韧性亦不如2022年，衰退风险有所上升。

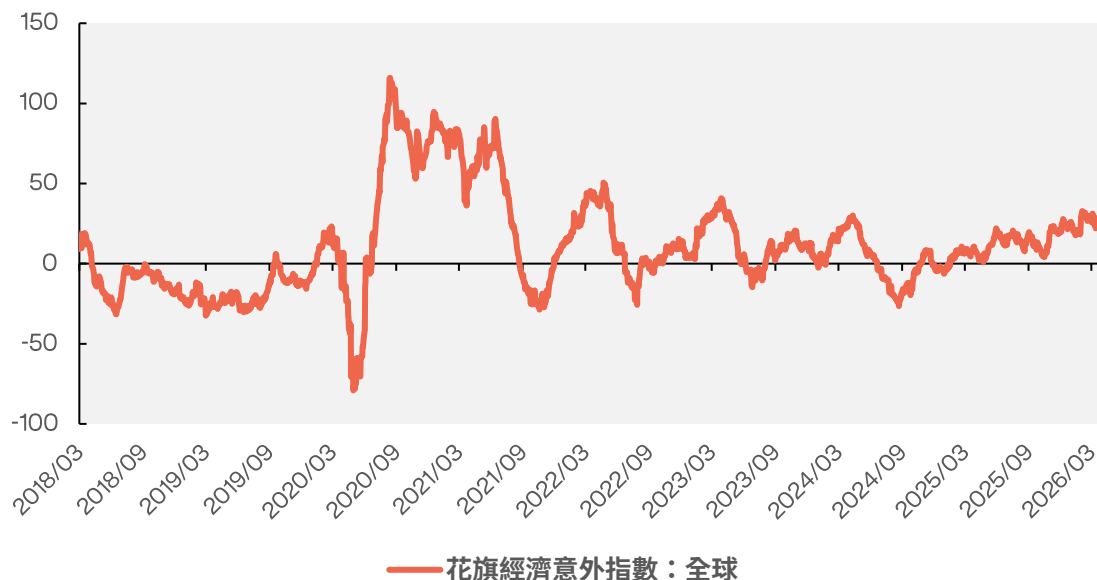
中国经济方面，2026年开局呈现稳健复苏，工业及服务业活动双双加快，出口表现超预期，基建投资成为稳增长重要支撑。更值得关注的是，2月份整体通胀已转正，GDP平减指数回升，结束2020年以来名义GDP持续低于实际GDP的局面，有利企业获利改善。美伊局势虽推升进口成本，但亦有助改善通缩预期，地缘风险升温或促使国际资本及订单转向中国，净影响可能偏向正面。



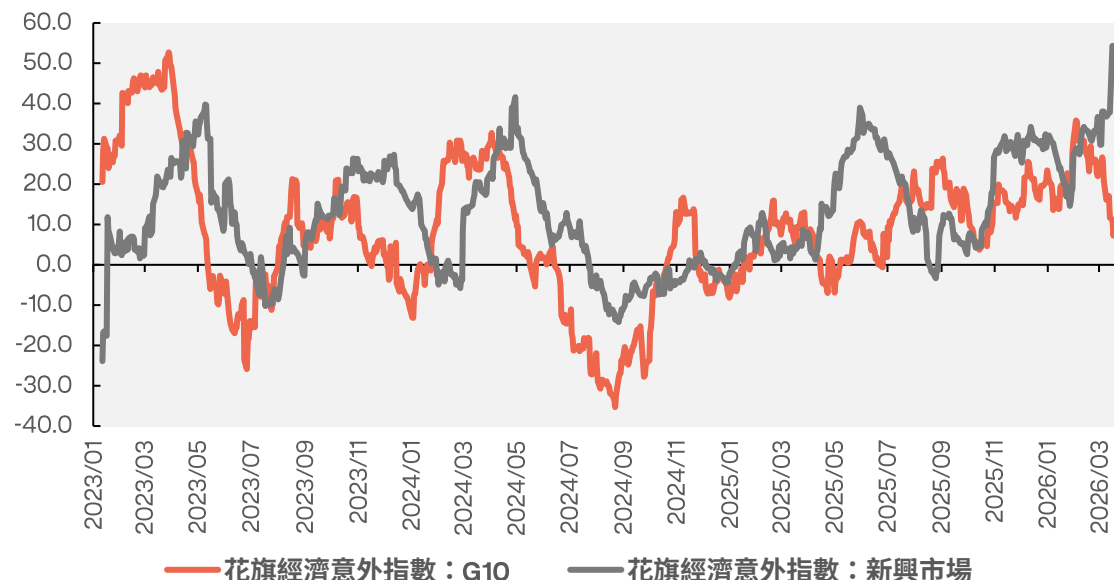
## 全球经济：关税阴霾渐散，全球经济超预期开局

- 对等关税政策基调转趋缓和以来，全球经济动能持续改善。花旗环球经济意外指数自2020年疫情期间的大幅波动后逐步回稳，并于近期维持于正数区间，显示宏观经济数据普遍优于市场预期。截至2026年3月，该指数录得约28.5点水平，反映全球经济基本面韧性较预期为强，复苏轨道渐趋稳固。
- 细分市场表现方面，新兴市场经济意外指数于2026年初显著走强，3月份更攀升至约55点的近年高位，远超G10发达经济体的同期表现。此走势印证新兴市场在环球贸易环境改善及资金流重新配置下，经济增长势头正加速释放。反观发达市场经济活动基本符合预期。

### 去年5月对等关税缓和以来，全球经济持续向好



### 今年以来G10和新兴市场经济走势持续超预期





## 全球经济：关税缓和提振信心，制造业重返扩张轨道

- 全球制造业景气于2026年初明显修复。2月份全球制造业PMI回升1.0个百分点至51.9%，连续两个月处于50%荣枯线之上，显示制造业活动正摆脱去年底低迷格局。欧元区改善尤为显著，2月PMI回升1.3个百分点至50.8%，德国更反弹1.8个百分点至50.9%，双双重返扩张区间；日本PMI亦回升1.5个百分点至53.0%，反映亚洲供应链需求回暖对区内制造业的提振作用。
- 新兴市场方面，印度制造业维持强劲扩张，2月PMI达56.9%，较前值进一步上升1.5个百分点；东盟2月PMI亦回升1.0个百分点至53.8%。中国3月PMI则攀升至50.4，重回荣枯线之上。整体而言，全球制造业复苏范围正在扩大，成熟市场与新兴市场同步改善，为全球经济延续增长势头提供有力支撑。

製造業PMI(%)	較前值	3/2026	2/2026	1/2026	12/2025	11/2025	10/2025	9/2025	8/2025	7/2025	6/2025	5/2025	4/2025
全球			51.9	50.9	50.4	50.5	50.9	50.7	50.9	49.7	50.4	49.5	49.8
美國Markit	↑	0.8	52.4	51.6	52.4	51.8	52.2	52.5	52.0	53.0	49.8	52.9	52.0
歐元區				50.8	49.5	48.8	49.6	50.0	49.8	50.7	49.8	49.5	49.4
德國	↑	0.8	51.7	50.9	49.1	47.0	48.2	49.6	49.5	49.8	49.1	49.0	48.3
法國	↑	0.1	50.2	50.1	51.2	50.7	47.8	48.8	48.2	50.4	48.2	48.1	49.8
義大利				50.6	48.1	47.9	50.6	49.9	49.0	50.4	49.8	48.4	49.2
日本	↓	-1.6	51.4	53.0	51.5	50.0	48.7	48.2	48.5	49.7	48.9	50.1	49.4
英國	↓	-0.3	51.4	51.7	51.8	50.6	50.2	49.7	46.2	47.0	48.0	47.7	46.4
中國	↑	1.4	50.4	49.0	49.3	50.1	49.2	49.0	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5
印度	↓	-3.1	53.8	56.9	55.4	55.0	56.6	59.2	57.7	59.3	59.1	58.4	57.6
俄羅斯				49.5	49.4	48.1	48.3	48.0	48.2	48.7	47.0	47.5	50.2
巴西				47.3	47.0	47.6	48.8	48.2	46.5	47.7	48.2	48.3	49.4
南非				48.5	45.1	39.6	48.7	53.1	52.1	49.8	48.0	45.3	43.1
東盟				53.8	52.8	52.7	53.0	52.7	51.6	51.0	50.1	48.6	49.2



## 全球经济：服务业开局保持平稳扩张，惟油价冲击已隐约浮现

- 全球服务业景气于年初维持稳健扩张格局。2月份环球服务业PMI回升至53.4%，连续多月处于50%荣枯线之上，显示内需主导的服务业活动保持韧性。欧元区服务业持续改善，德国及法国双双重返扩张区间，反映欧陆消费及商业活动逐步回暖；日本亦延续温和扩张态势。此轮服务业复苏主要受惠于劳动市场稳健支持居民收入。值得注意的是，3月最新公布的数据显示，中东战局下油价对服务业的冲击已隐约浮现。
- 新兴市场方面，印度服务业维持强劲领跑，虽较前值略有回落但仍处极高扩张水平，凸显其庞大内需市场的增长潜力；巴西及南非服务业显著改善，反映新兴经济体消费信心回升。反观美国服务业虽有所回落，但仍处扩张区间。整体而言，环球服务业复苏基调稳固，成熟市场与新兴市场内需动能互相支撑，尽管油价对服务业冲击已逐渐浮现，但较高的服务业景气程度仍为全球经济延续增长提供重要缓冲。

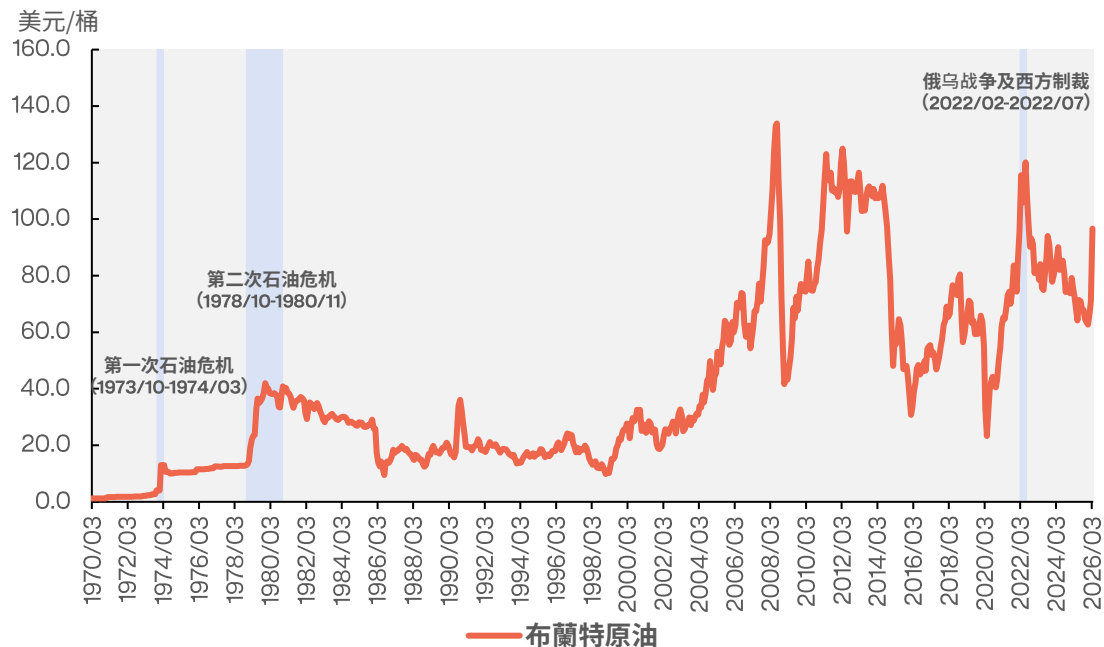
服務業PMI (%)	較前值	3/2026	2/2026	1/2026	12/2025	11/2025	10/2025	9/2025	8/2025	7/2025	6/2025	5/2025	4/2025
全球			53.4	52.7	52.4	53.3	53.4	52.9	53.4	53.5	51.8	52.0	50.9
美國	↓ -0.6	51.1	51.7	52.7	52.5	54.1	54.8	54.2	54.5	55.7	52.9	53.7	50.8
歐元區			51.9	51.6	52.4	53.6	53.0	51.3	50.5	51.0	50.5	49.7	50.1
德國	↓ -2.3	51.2	53.5	52.4	52.7	53.1	54.6	51.5	49.3	50.6	49.7	47.1	49.0
法國	↓ -1.7	48.3	50.0	48.4	50.1	51.4	48.0	48.5	49.8	48.5	49.6	48.9	47.3
意大利			52.3	52.9	51.5	55.0	54.0	52.5	51.5	52.3	52.1	53.2	52.9
日本	↓ -1.0	52.8	53.8	53.7	51.6	53.2	53.1	53.3	53.1	53.6	51.7	51.0	52.4
英國	↓ -2.7	51.2	53.9	54.0	51.4	51.3	52.3	51.1	54.2	51.8	52.8	50.9	49.0
中國	↑ 0.5	50.2	49.7	49.5	49.7	49.5	50.2	50.1	50.5	50.0	50.1	50.2	50.1
印度	↓ -0.9	57.2	58.1	58.5	58.0	59.8	58.9	60.9	62.9	60.5	60.4	58.8	58.7
俄羅斯			51.3	53.1	52.3	52.2	50.2	47.0	50.0	48.6	49.2	52.2	50.1
巴西			53.1	51.3	53.7	50.1	47.7	46.3	49.3	46.3	49.3	49.6	48.9
南非	↑ 2.1	48.7	46.6	50.7	44.8	45.5	49.7	45.8	49.0	48.9	49.2	50.4	59.5
東盟	→ 0.0	49.6	49.6	51.0	50.8	51.0	51.1	52.7	51.0	51.5	51.0	50.3	50.7



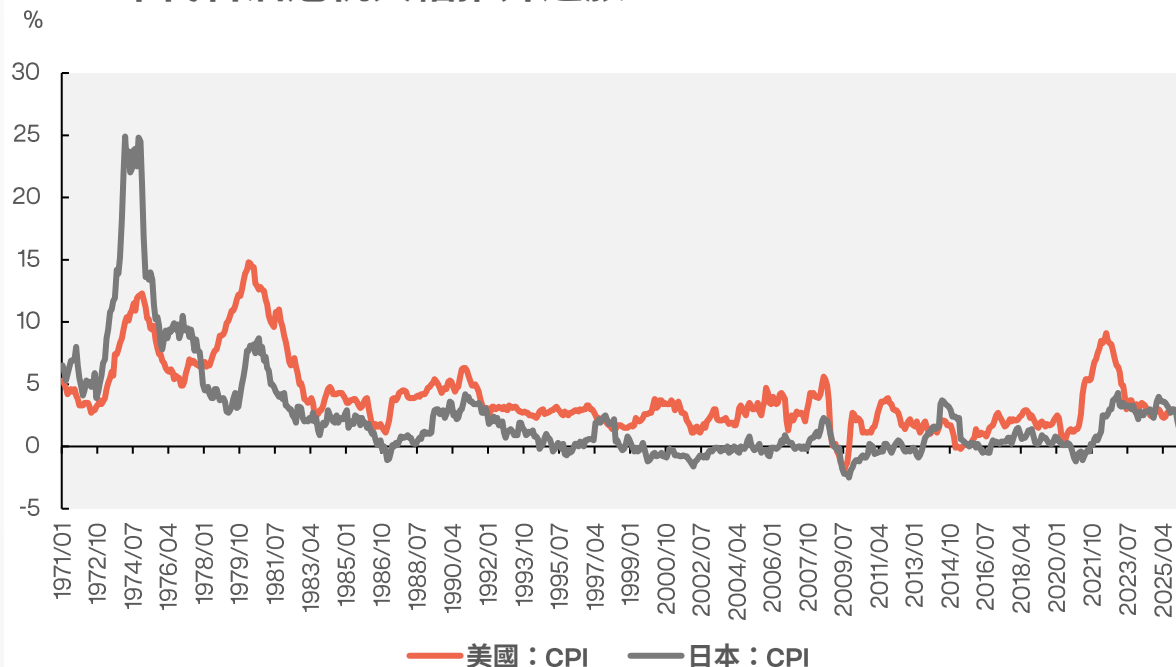
## 中东变局：七十年代危机难重演，地缘风险仍为油价及通胀添压

- 1970年代两次石油危机对全球经济造成深远冲击。第一次危机期间，布伦特原油价格由每桶约3美元飙升至近12美元，美国CPI通胀率急升至逾12%，日本更突破25%；第二次危机油价进一步攀升至约40美元，引发主要经济体陷入滞胀。历史经验显示，地缘政治冲突导致的能源供应中断，往往透过成本推动机制迅速传导至消费物价，对经济增长构成双重打击。
- 2026年初美伊冲突爆发后，布伦特原油一度突破每桶100美元，市场忧虑伊朗封锁霍尔木兹海峡风险——该航道承担全球约20%石油运输。尽管全球能源结构已较上世纪七十年代多元化，但地缘风险仍为油价及通胀带来不可忽视的上行压力。

### 1970年代石油危机大幅推升油价



### 1970年代石油危机大幅推升通胀

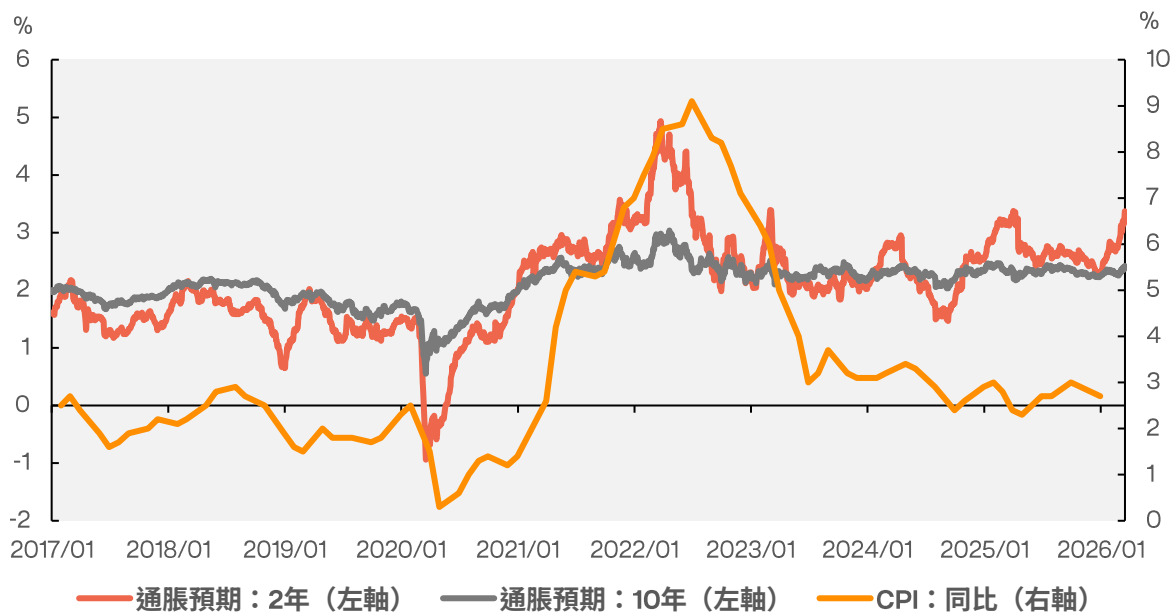




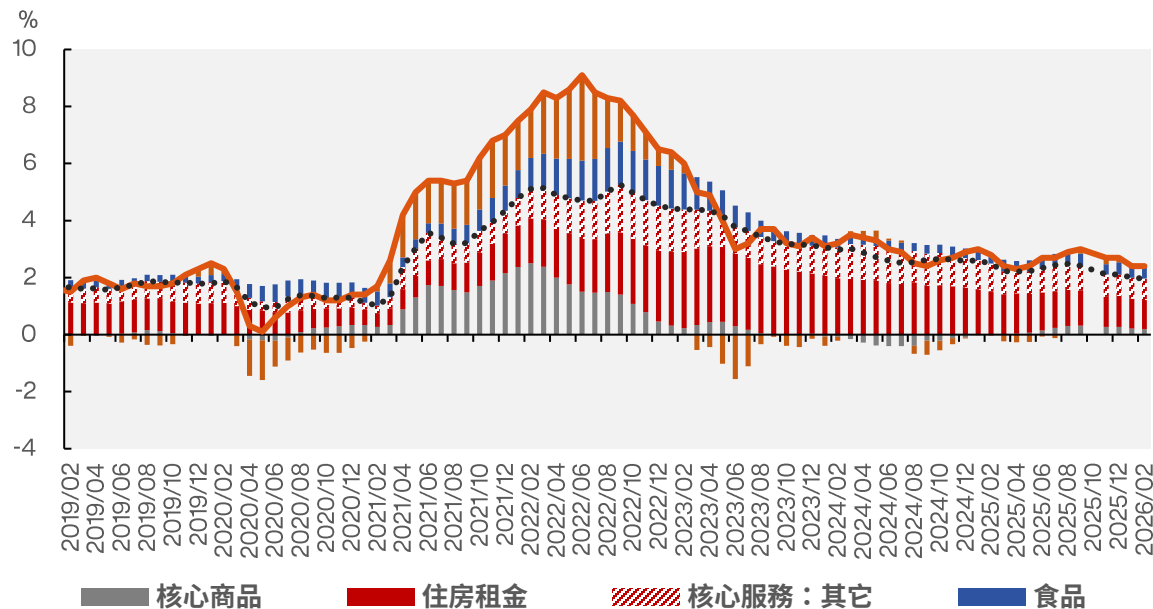
## 美伊冲突推升通胀预期，惟风险低于2022年

- 美伊战争爆发后，美国短期通胀预期升温，2年期预期攀升至3%以上，反映市场忧虑地缘风险透过油价推升物价。然而对比2022年俄乌战争爆发时，当前通胀结构已有差异。2022年CPI飙升逾9%，主要由住房租金及核心服务主导；本轮压力集中于能源等波动项目，核心通胀相对受控。
- 2022年通胀源于疫情后供应链瓶颈、财政刺激及劳动市场紧张等多重因素迭加；当前经济已趋正常化，供应链压力纾缓，劳动市场亦由过热转向均衡。此外，联储局已累积充足加息经验，政策应对空间较2022年充裕。整体而言，美伊冲突确为通胀带来短期上行风险，但料难以重演2022年全面失控局面。

### 美国短期通胀预期升温



### 能源并非美国2022年严重通胀的主因

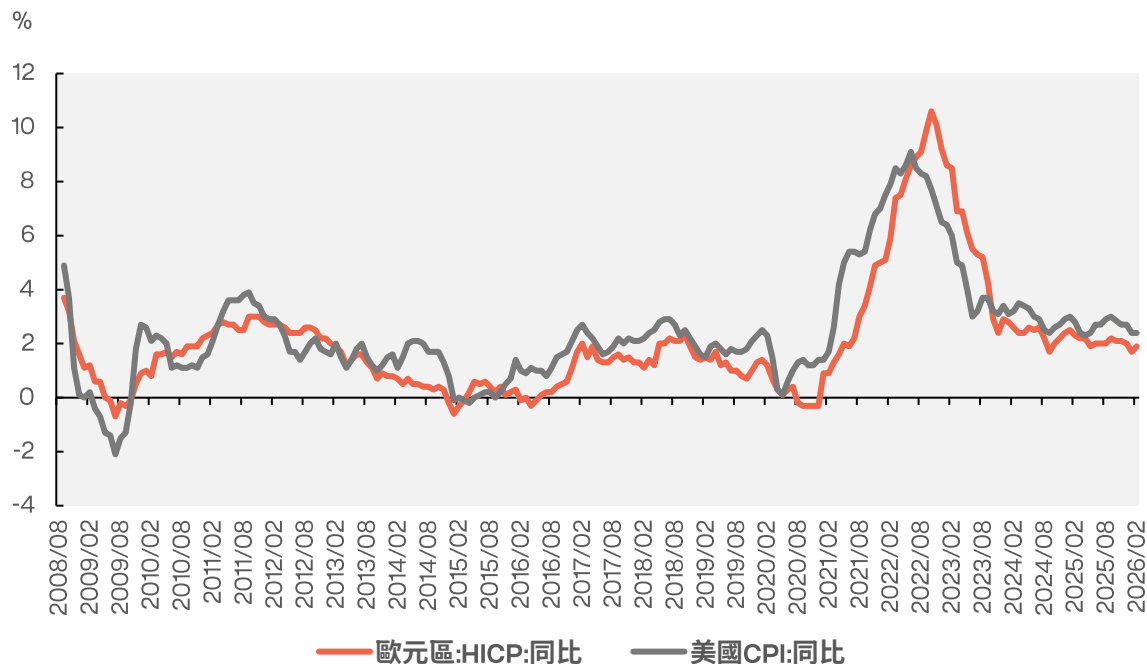




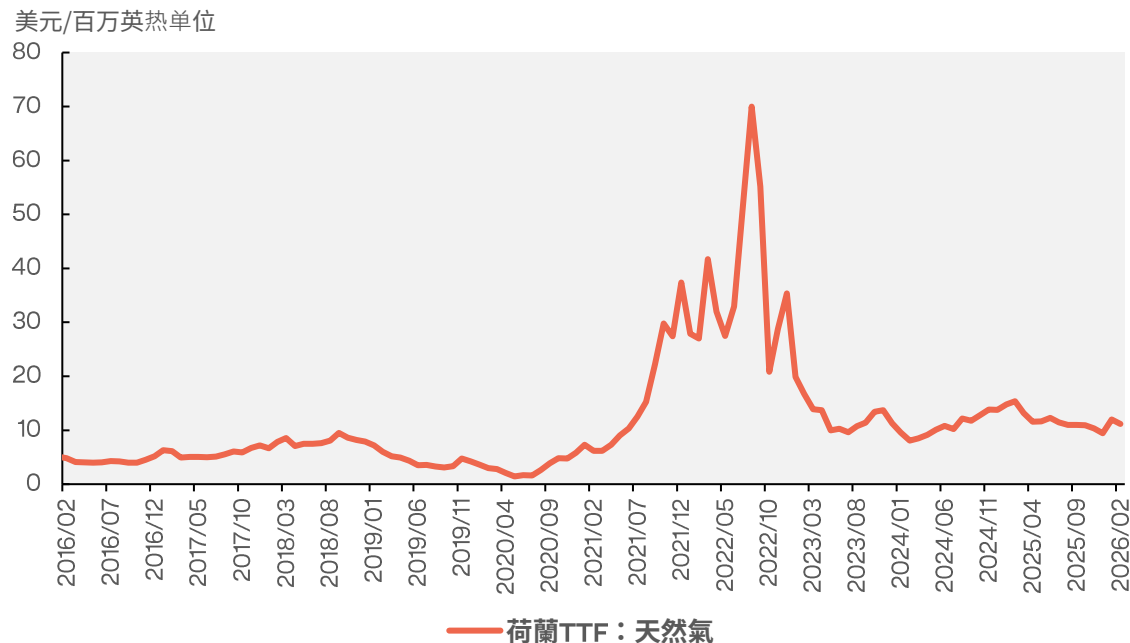
## 欧元区通胀压力大于美国，惟冲击低于2022年

- 美伊战争爆发后，欧元区通胀压力明显大于美国。2022年俄乌冲突期间，欧元区HICP飙升至逾10%，高于美国CPI的9%，反映欧洲对进口能源的高度依赖。本轮冲突推升油价，欧元区通胀预期升温较美国明显，主因欧洲能源进口依存度远高于美国，地缘风险传导更直接。
- 惟对比2022年，本轮能源冲击相对温和。荷兰TTF天然气价格远低于2022年曾突破70美元的历史高位，目前维持于10美元附近，显示欧洲能源韧性已显著提升。此外，欧元区已加速能源多元化，降低单一供应依赖。整体而言，欧元区虽面临较美国更大的通胀风险，但料难以重演2022年极端局面。

### 能源冲击影响，欧元区较为严重



### 天然气价格冲击远小于俄乌冲突期间

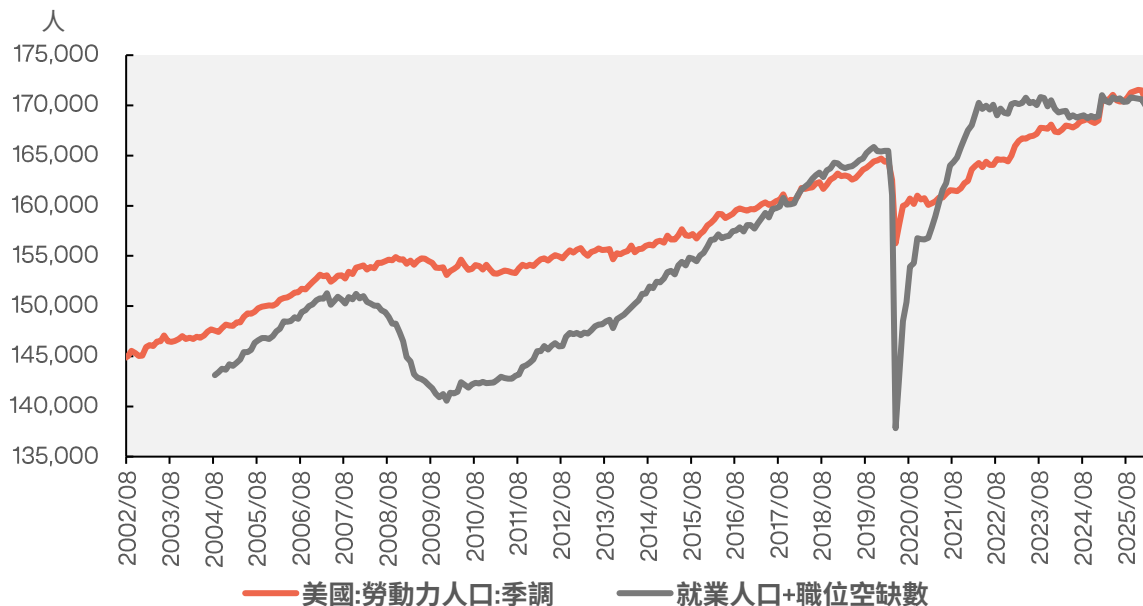




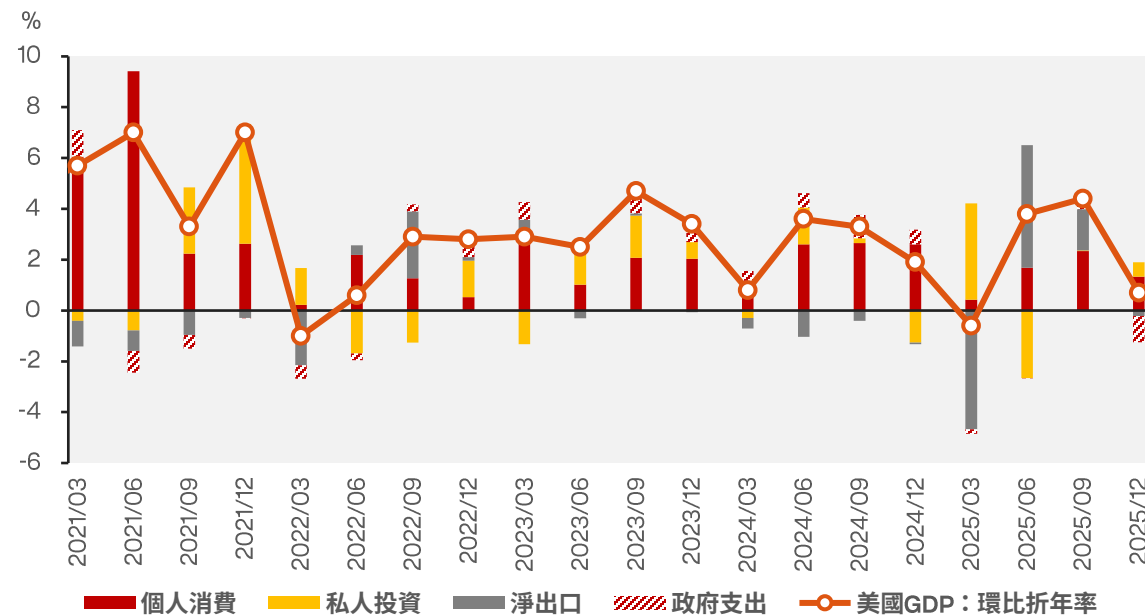
## 美伊冲突加剧经济下行压力，衰退风险高于2022年

- 美伊战争爆发为美国经济带来显著下行压力，当前经济韧性已不如2022年。2022年劳动市场需求旺盛，「就业人口+职位空缺数」远超劳动力人口，显示经济处于超额需求状态；GDP按月折年率亦维持正增长，个人消费及私人投资表现强劲，经济具备抵御能源冲击的缓冲空间。
- 反观当前，美国劳动市场趋向均衡，政策利率处于限制性水平，美联储应对空间受限。若地缘风险持续推高油价，将进一步抑制消费及投资意愿，并透过成本上升挤压企业利润，加大经济下行风险。此外，财政刺激效应消退及信贷环境收紧，亦削弱经济内生动能。整体而言，本轮美伊冲突对美国经济的负面冲击，预计将较2022年更为显著。

### 2022年美国劳动市场需求旺盛



### 2022年美国表现具有极强韧性

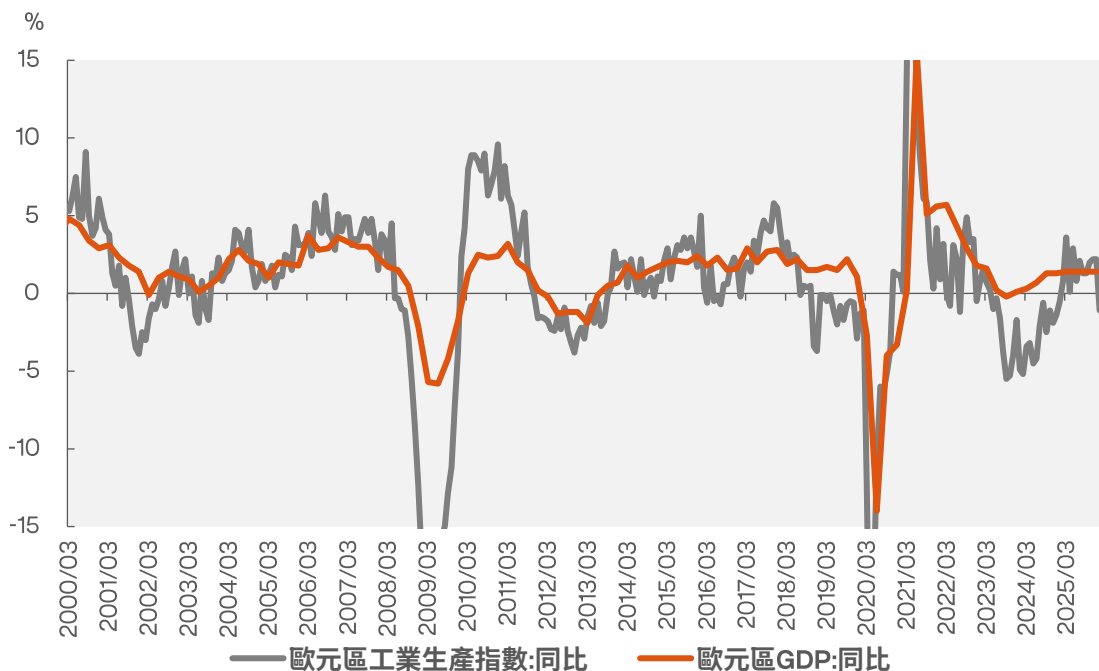




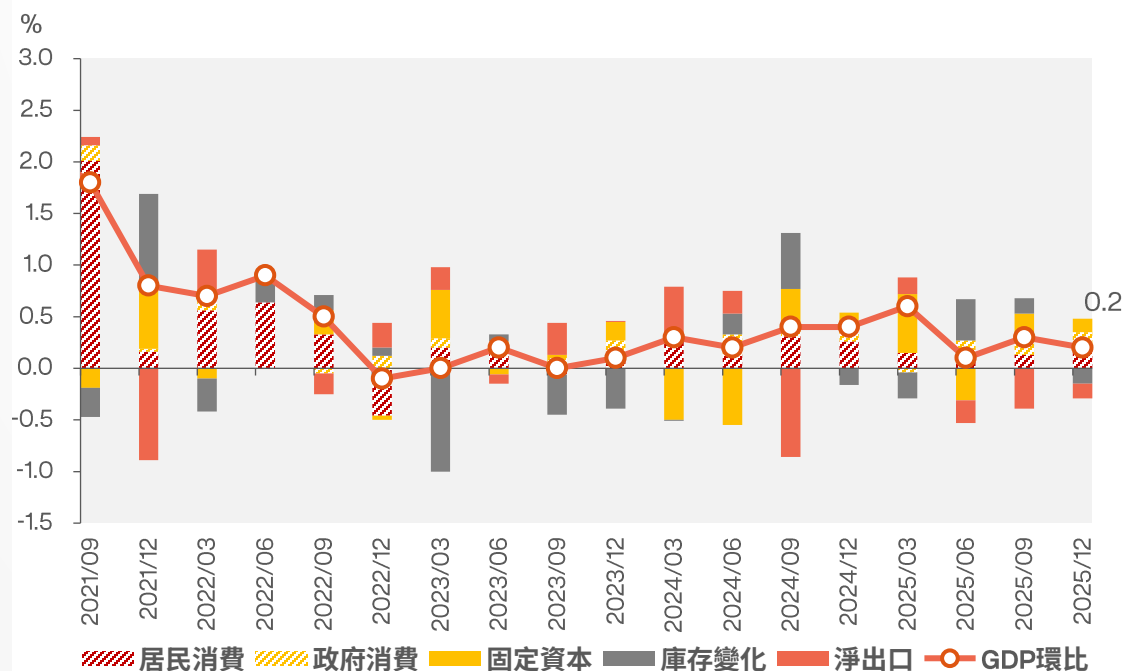
## 美伊冲击下欧元区经济承压，下行风险超美国

- 美伊战争爆发为欧元区经济带来显著下行压力，当前经济韧性已不如2022年。2022年俄乌冲突期间，欧元区虽一度陷入衰退，但工业生产指数与GDP增速仍维持一定水平；反观目前，欧元区工业生产已明显走弱，或预示GDP将进一步下行。欧元区对进口能源高度依赖，地缘风险传导更直接，经济缓冲空间较美国有限。
- 欧元区经济结构以制造业及出口为主，对能源成本上升更为敏感。本轮油价飙升将进一步挤压企业利润，抑制投资及就业。欧洲央行虽已启动减息，但政策空间受通胀掣肘，难以大幅宽松。整体而言，美伊冲突对欧元区经济的负面冲击，预计将较2022年及美国更为严峻。

### 工业生产走弱或预示GDP进一步走弱



### 2022年欧元区一度陷入衰退





## 中国经济：开局良好，政策发力支撑后续动能

- 2026年中国经济开局呈现稳健复苏态势。生产端动能持续改善，工业及服务业活动双双加快；内需稳步回暖，消费及餐饮收入增速回升，出口表现更超预期，显示外需韧性强劲。基建投资大幅反弹，成为稳增长重要支撑，对冲房地产投资偏弱压力。展望后续，货币供应增速回升，流动性环境持续改善，为实体经济注入动力。虽然制造业景气略为回落，但服务业维持扩张边缘，经济修复基础仍在。随着财政政策持续发力及消费刺激措施落地，预计中国经济将延续稳中向好格局，后续动能值得期待。

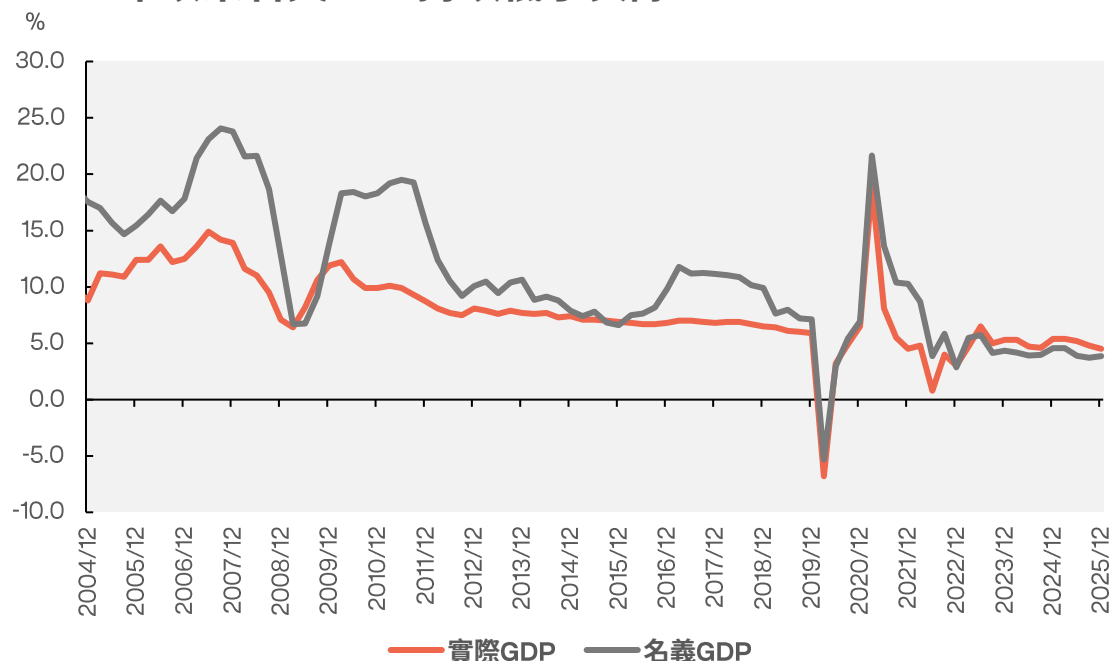
(按月, %)		較前值	2026/02	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03
生產	工業增加值	↑ 1.1	6.3	5.2	4.8	4.9	6.5	5.2	5.7	6.8	5.8	6.1	7.7
	服務業生產指數	↑ 0.2	5.2	5.0	4.2	4.6	5.6	5.6	5.8	6.0	6.2	6.0	6.3
需求	固定資產投資	↑ 5.6	1.8	-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2
	製造業	↑ 2.5	3.1	0.6	1.9	2.7	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1
	房地產	↑ 6.1	-11.1	-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9
	基建	↑ 12.9	11.4	-1.5	0.1	1.5	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5
	社會消費品零售	↑ 1.9	2.8	0.9	1.3	2.9	3.0	3.4	3.7	4.8	6.4	5.1	5.9
	商品零售	↑ 1.8	2.5	0.7	1.0	2.8	3.3	3.6	4.0	5.3	6.5	5.1	5.9
	除汽車外消費品	↑ 2.0	3.7	1.7	2.5	4.0	3.2	3.7	4.3	4.8	7.0	5.6	6.0
	餐飲收入	↑ 2.6	4.8	2.2	3.2	3.8	0.9	2.1	1.1	0.9	5.9	5.2	5.6
	出口金額	↑ 15.3	21.8	6.5	5.8	-1.3	8.2	4.2	7.0	5.7	4.6	8.0	12.2
	進口金額	↑ 14.2	19.8	5.6	1.8	1.1	7.6	1.5	4.2	1.3	-3.3	-0.3	-4.3
(當月值, %)		較前值	2026/02	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03
就業	調查失業率	↑ 0.2	5.3	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2
景氣	製造業PMI	↓ -1.1	49.0	50.1	49.2	49.0	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49.0	50.5
	服務業PMI	→ 0.0	49.7	49.7	49.5	50.2	50.1	50.5	50.0	50.1	50.2	50.1	50.3
通脹	CPI同比	↑ 0.5	1.3	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4	0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1
	PPI同比	↑ 1.0	-0.9	-1.9	-2.2	-2.1	-2.3	-2.9	-3.6	-3.6	-3.3	-2.7	-2.5
金融	M1同比	↑ 2.1	5.9	3.8	4.9	6.2	7.2	6.0	5.6	4.6	2.3	1.5	1.6
	M2同比	↑ 0.5	9.0	8.5	8.0	8.2	8.4	8.8	8.8	8.3	7.9	8.0	7.0
	社融同比	↓ -0.1	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7	8.8	9.0	8.9	8.7	8.7	8.4



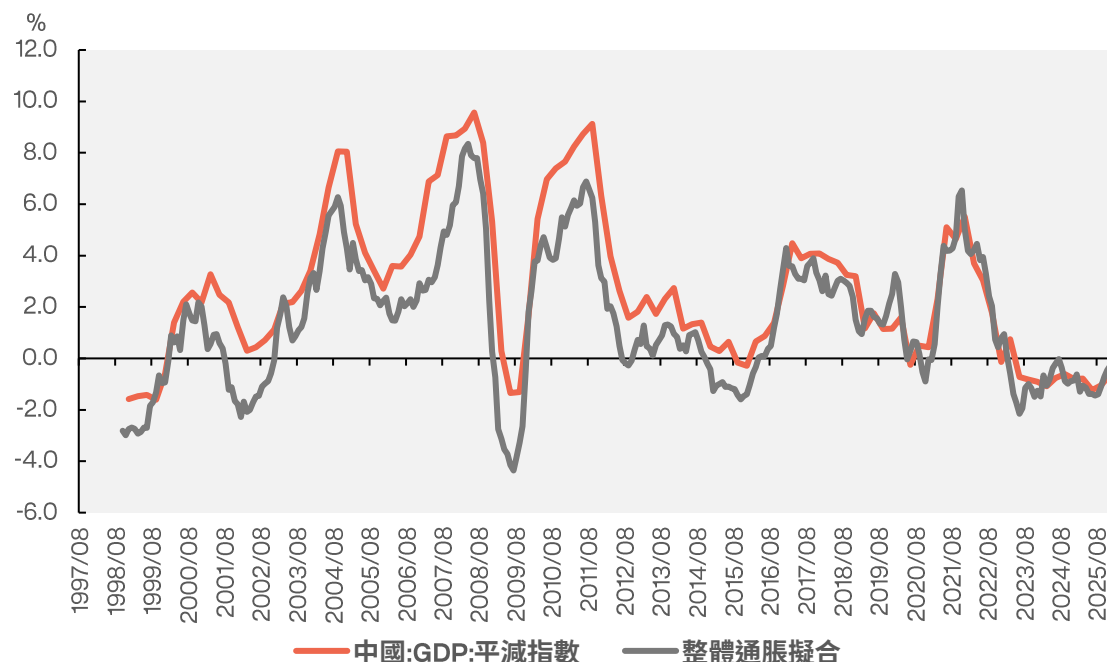
## 通胀转正改善名义增长，美伊局势或成中国机遇

- 美伊局势升温对中国经济影响未必负面，甚至可能带来结构性机遇。2020年以来，中国名义GDP持续低于实际GDP，反映经济面临通缩压力。美伊冲突推升国际油价，虽增加进口成本，但亦有助改善中国通缩预期。2月份整体通胀已转正，GDP平减指数回升，显示价格水平正逐步修复，有利名义经济增长及企业获利改善。
- 地缘风险升温或加速全球供应链重组，中国作为主要能源进口国及制造业中心，战略地位相对提升。中东局势不稳可能促使部分国际资本及订单转向中国。整体而言，美伊局势虽带来短期不确定性，但对中国经济的净影响可能偏向正面。

### 2020年以来名义GDP持续低于实际GDP



### 整体通胀已于2月转正



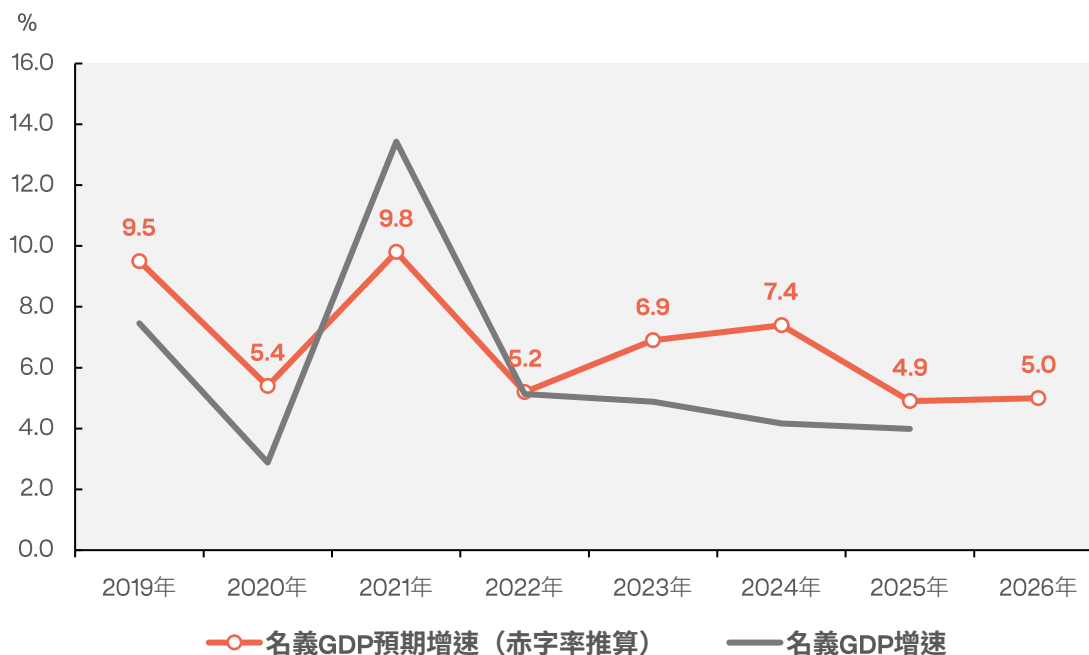


## 2026中国政府工作报告：符合预期的下调，但或超预期的名义增长

- 国务院发布的《政府工作报告》是两会的重中之重，为全年经济工作定调。GDP增长目标历来是市场首要焦点。今年的目标设定为4.5%至5%，并明确提出「在实际工作中努力争取更好结果」。这与去年「5%左右」的目标相比，展现了更具弹性的政策思路。选择区间目标而非单一数值，既可为应对外部环境的不确定性留有回旋余地，也释放出政策层面更注重增长质素而非单纯追求增速的讯号。
- 根据赤字率「4%左右」、赤字规模「5.89万亿」倒算的名义增速预期是5.04%，略高于去年的预期（4.89%）。同时也与物价预期相匹配，「推动价格总水准由负转正」。考虑到去年名义增速为4.0%，这意味着，2026年或较大概率实现名义增速的回升。

	经济增长预取目标	经济实际增速	是否完成目标
2015年	7%左右	7.0%	√
2016年	6.5%-7%	6.8%	√
2017年	6.5%左右	6.9%	√
2018年	6.5%左右	6.8%	√
2019年	6%-6.5%	6.1%	√
2020年	未设定	2.3%	-
2021年	6%以上	8.6%	√
2022年	5.5%左右	3.1%	X
2023年	5.0%左右	5.4%	√
2024年	5%左右	5.0%	√
2025年	5%左右	5.0%	√
2026年	4.5%-5%		

### 政府工作报告实际上隐含更高的名义GDP增长





## 十五五：锚定2025，高质量发展见显著成效，科技自立自强

- 从发展阶段来看，「十五五」时期是承接「十四五」发展成果、迈向2035年远景目标的重要过渡阶段。
- 「十四五」时期我国经济社会发展取得一系列重要进展，经济总量持续扩大，现代化产业体系建设稳步推进，科技创新能力持续增强，数字经济快速发展，居民收入水平稳步提高。
- 「十五五」时期既需要延续既有发展优势，也需要进一步破解制约高质量发展的结构性瓶颈。一方面，通过推动科技创新与产业创新深度融合，加快培育战略性新兴产业和未来产业，持续提升产业体系的技术含量和附加值；另一方面，通过扩大内需、优化经济结构以及深化改革开放，增强经济增长的内生动力和稳定性，为中国式现代化提供更加稳固的物质基础。

「十三五」规划、「十四五」规划、「十五五」规划未来五年经济社会发展的主要目标对比

「十三五」规划	「十四五」规划	「十五五」规划
经济保持中高速增长	经济发展取得新成效	高质量发展取得显著成效
创新驱动发展成效显著	改革开放迈出新步伐	科技自立自强水准大幅提高
发展协调性明显增强	社会文明程度得到新提高	进一步全面深化改革取得新突破
人民生活水准和品质普遍提高	生态文明建设实现新进步	社会文明程度明显提升
国民素质和社会文明程度显著提高	民生福祉达到新水准	人民生活品质不断提高
生态环境品质总体改善	国家治理效能得到新提升	美丽中国建设取得新的重大进展
各方面制度更加成熟更加定型		国家安全屏障更加巩固



## 十五五：量化指标的加减法，释放从「量」到「质」的直观信号

- 对比「十四五」与「十五五」的量化指标，政策思路的深刻转型一目了然：GDP 增长目标延续「保持在合理区间」的弹性表述，为防风险、调结构留出空间。在中国经济结构转型的背景下，科技创新、民生福祉、绿色转型被赋予更高期待。

「十五五」時期經濟社會發展主要指標							
排序	十四五 (2021-2025)			十五五 (2026-2030)			
	指標	表述/增速/增幅	完成情況	指標	2025年	2030年	表述/增速/增幅
一	經濟發展			經濟發展			
3個指標	1.國內生產總值 (GDP) 增長	保持在合理區間，各年度視情提出	✓	1.國內生產總值 (GDP) 增長	5.0%	-	保持在合理區間，各年度視情提出
	2.全員勞動生產率增長	高於GDP增長	✓	2.全員勞動生產率增長	6.1%	-	高於GDP增長
	3.常住人口城鎮化率	4.4% (累計增長)	✓	3.常住人口城鎮化率	67.9%	71.0%	3.1% (累計增長)
二	創新驅動			創新驅動			
3個指標	4.全社會研發經費投入增長	>7%，力爭投入強度高於「十三五」時期實際	✓	4.全社會研發經費投入增長	9.1%	-	>7% (年均增長)
	5.每萬人口高價值發明專利擁有量	5.7 (累計增長)	✓	5.每萬人口高價值發明專利擁有量	16	>22	>6 (累計增長)
	6.數字經濟核心產業增加值占GDP比重	2.2% (累計增長)	✓	6.數字經濟核心產業增加值占GDP比重	10.5%	12.5%	2% (累計增長)
三	民生福祉			民生福祉			
7個指標	7.居民人均可支配收入增長	與GDP增長基本同步	✓	8.居民人均可支配收入增長	5%	-	與GDP增長同步
	8.城鎮調查失業率	<5.5% (年均)	✓	7.城鎮調查失業率	5%	-	<5.5% (年均)
	9.勞動年齡人口平均受教育年限	0.5 (累計增長)	✓	9.勞動年齡人口平均受教育年限	11.3	11.7	0.4 (累計增長)
	10.每千人口擁有執業 (助理) 醫師數	0.3 (累計增長)	✓	10.每千人口擁有醫護人員數 (執業醫師數、註冊護士數)	3,14.3	3,7.5,1	0.6/0.8 (累計增長)
	11.基本養老保險參保率	4% (累計增長)	✓	11.養老機構護理型床位占比	0.68	0.73	5% (累計增長)
	12.每千人口擁有3歲以下嬰幼兒托位數	2.7 (累計增長)	✓	12.3歲以下嬰幼兒入託率提高	-	-	6% (累計增長)
	13.人均預期壽命	1 (累計增長)	✓	13.人均預期壽命	79.25	80	0.75 (累計增長)
四	綠色生態			綠色生態			
5個指標	14.單位GDP能源消耗降低	13.5% (累計)	✓				
	15.單位GDP二氧化碳排放降低	18% (累計)	✓	14.單位GDP二氧化碳排放降低	17.7%	-	17% (累計降低)
	16.地級及以上城市空氣質量優良天數	0.5% (累計增長)	✓	16.地級及以上城市細顆粒物PM2.5濃度	28	<27	<27
	17.地表水達到或好於III類水體比例	1.6% (累計增長)	✓	17.優良水體比例	80.0%	85.0%	5% (累計增長)
	18.森林覆蓋率	0.9% (累計增長)	✓	18.森林覆蓋率	25.1%	25.8%	0.7% (累計增長)
				15.非化石能源占能源消費總量比重	21.7%	25.0%	3.3% (累計增長)
五	安全保障			安全保障			
2個指標	19.糧食綜合生產能力 (萬億斤)	>6.5 (2025年目標)	✓	19.糧食綜合生產能力 (萬億斤)	1.39	1.45左右	6.95→7.25
	20.能源綜合生產能力 (億噸標準煤)	>5 (累計增加)	✓	20.能源綜合生產能力 (億噸標準煤)	51.3	58	6.7 (累計增加)

资料来源：《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》，其中数字经济核心产业增加值占GDP比重10.5%为2024年数值，数据截至2026年3月31日

过往表现不代表将来表现



## 十五五：产业重要性显著提升

- 制造业是立国之本、强国之基，推进中国式现代化必须保持制造业合理比重，「十五五」规划将现代化产业体系放在重点任务之首，重要性显著提升，仅次于总体发展战略部署。更是凸显了制造业的繁荣安全是我国下一阶段经济发展的重要基石。现代化产业体系共分为五个部分，分别是传统产业提质升级、产业链自主可控、打造新兴支柱产业、前瞻布局未来产业、建设新型基础设施。

歷次五年規劃各篇章排序及篇幅佔比(%)

序號	十五五		十四五		十三五		十二五		十一五		十五	
	篇章	篇幅佔比	篇章	篇幅佔比	篇章	篇幅佔比	篇章	篇幅佔比	篇章	篇幅佔比	篇章	篇幅佔比
1	指導方針和目標	7.6	指導方針和目標	7.6	指導方針和目標	8.5	指導方針和目標	10	指導方針和目標	9.2	指導方針和目標	7.7
2	現代產業體系	7	創新驅動發展	5.8	創新驅動發展	5.7	新農村建設	6.8	新農村建設	8.4	經濟結構優化	32.5
3	新質生產力	6.1	現代產業體系	7.2	經濟體制改革	8	產業轉型升級	10.2	工業結構優化升級	10.6	創新驅動發展	9.7
4	數字中國建設	4.3	強大國內市場	5.3	農業現代化	4.8	發展服務業	4.3	發展服務業	7	社會建設/綠色發展	8
5	強大國內市場	5.8	數字中國建設	4.9	現代產業體系	4.5	區域發展/城鎮化	8.4	區域協調發展	12.2	改革開放	15.7
6	經濟體制改革	6	經濟體制改革	7	建設數字中國	3.8	綠色發展	9.5	綠色發展	8.1	改善民生	9.2
7	對外開放	6.7	鄉村振興	4.9	現代基礎設施	3.3	創新驅動發展	5.9	創新發展	7.2	精神文明建設	3.8
8	鄉村振興	4.5	新型城鎮化	5.5	新型城鎮化	5.8	改善民生	11.6	經濟體制改革	8.2	民主法治建設	4.1
9	區域協調發展	8.6	區域協調發展	7.9	區域協調發展	7.6	社會管理	6.2	對外開放	4.5	國防建設	1.9
10	文化建設	4.7	文化建設	4.2	改善生態環境	9.2	文化建設	3.9	社會建設	11.2	規劃實施保障	7.4
11	人口發展	7.3	綠色發展	6.1	對外開放	6.2	經濟體制改革	7.8	民主法治建設	2.2		
12	改善民生	8.5	對外開放	4.9	兩岸關係	2	對外開放	4.8	文化建設	2.3		
13	綠色發展	6.4	人口發展	6.8	脫貧攻堅	2.4	民主法治建設	2.1	國防建設	2.5		
14	平安中國	6.1	改善民生	8.2	人口發展	5.7	兩岸關係	3	規劃實施保障	6.4		
15	國防建設	2	平安中國	5.1	改善民生	6.3	國防建設	2.2				
16	軍隊建設	1.8	國防建設	1.4	文化建設	3.7	規劃實施保障	3.3				
17	港澳臺建設	2.3	軍隊建設	2.1	社會治理	5.9						
18	民主法治建設	2.3	民主法治建設	2.3	民主法治建設	2.6						
19	規劃實施保障	4.4	規劃實施保障	3.1	國防建設	1.8						
20					規劃實施保障	2.4						



## 从配套到引领：「十五五」产业升级的核心战略

- 对比「十四五」着重零部件、原材料等基础配套，「十五五」规划明显转向以自主可控为核心的战略性布局，新增低空经济、航天大数据、工业母机及具身智能等前沿领域。这显示国家正从「做大」产能转向「做强」产业链，着力突破关键技术瓶颈。同时，规划强调通讯、机械人、新能源等领域的技术融合，并以绿色低碳与数字智能为主轴，重塑产业竞争格局。

### 产业升级：「十五五」和「十四五」对比

维度	「十四五」规划	「十五五」规划	「十五五」规划涉及具体产业 (红色为较「十四五」新增)
传统产业	优化升级	提质升级	钢铁, 石化, <b>电子信息</b> , 机械装备, 高端船舶和海洋工程装备, <b>零部件、元器件和专用材料</b> 等
	补齐短板	<b>自主可控 安全备份</b>	持续增强 <b>稀土、稀有金属、超硬材料</b> 等竞争优势
新兴产业	发展壮大战略性新兴产业	发展壮大新兴产业	新一代信息技术、新能源、新材料、智能网联新能源汽车、 <b>机器人</b> 、生物医药、高端装备、航空航天等, 以及 <b>海洋经济、低空经济、国产大飞机、北斗、智能驾驶、新型太阳能电池、新型储能、创新药</b>
未来产业	前瞻谋划未来产业	前瞻 <b>布局</b> 未来产业	量子科技、 <b>生物制造</b> 、氢能和 <b>核聚变能</b> 、 <b>脑机接口</b> 、 <b>具身智能</b> 、第六代移动通信(十四五为未来网络)等
前沿科技	加快建设科技强国	<b>全面增强自主创新能力, 抢占科技发展制高点</b>	集成电路、 <b>工业母机</b> 、 <b>高端仪器</b> 、 <b>基础软件</b> 、 <b>先进材料</b> 、 <b>生物制造</b> ; 人工智能、量子科技、 <b>生物科技</b> 、 <b>新能源</b> 等
服务业	繁荣发展	优质高效发展	研发设计、 <b>知识产权</b> 、 <b>科技成果转化</b> 、检验检测认证、工业设计、 <b>金融租赁</b> 、 <b>物流仓储</b> 、人力资源、 <b>节能环保</b> 、 <b>数智化转型</b> 等



## 目录

- 01 宏观策略
- 02 宏观经济
- 03 股票
- 04 债券
- 05 外汇
- 06 商品
- 07 季度资产配置



# 宏观经济：韬晦待时



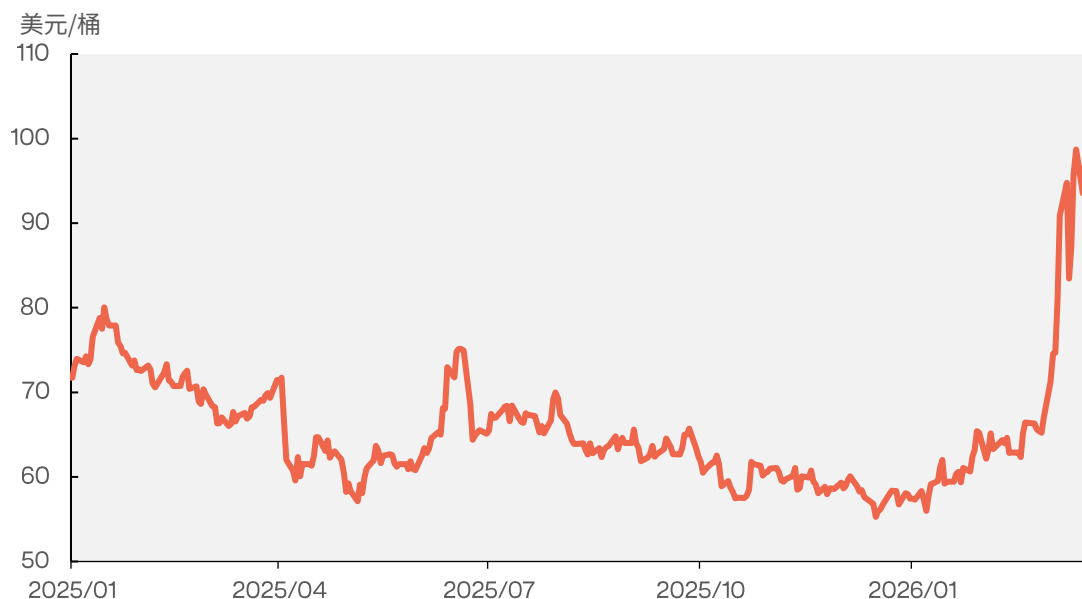
东亚银行经济研究部



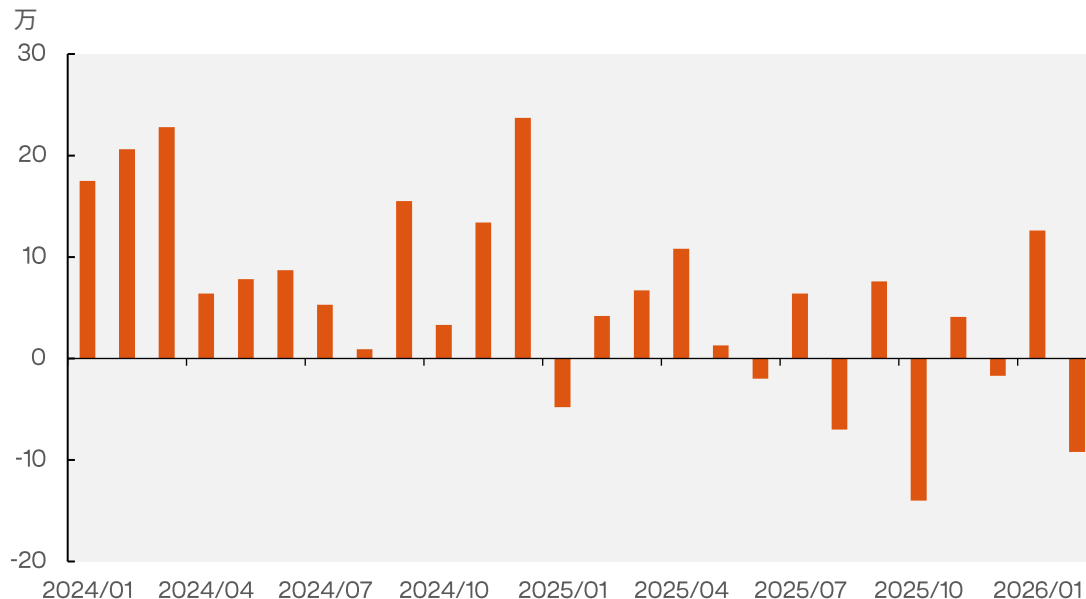
## 环球及美国经济：地缘政治阴霾成为关键变数

- 中东军事行动何时完结，以及霍尔木兹海峡航道能否恢复畅通安全，将是左右未来全球经济和利率走势的关键因素。
- 2025年第四季以来，美国经济已呈温和放缓的势头，尤其是劳工市场动力显著转弱，反映美联储减息的迫切性在危机爆发前正在提高。
- 货币政策很大程度上取决于中东战事发展。假若战争可于短期内平息，能源价格则有望下滑，为美联储第四季减息创造空间。

### WTI原油期货价格走势



### 美国新增非农就业职位数目

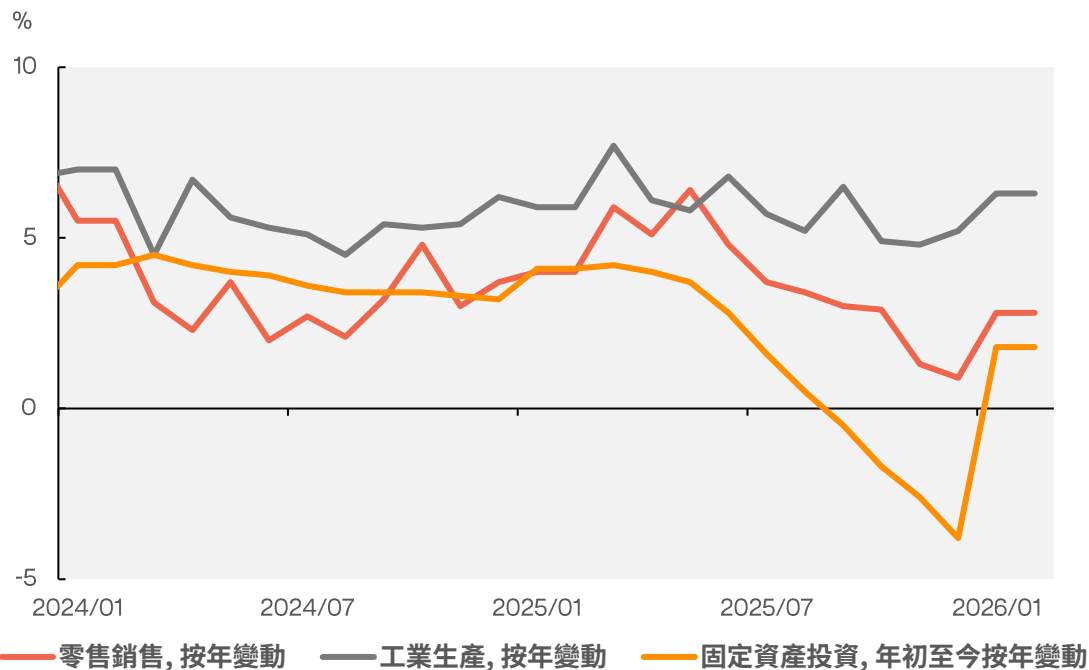




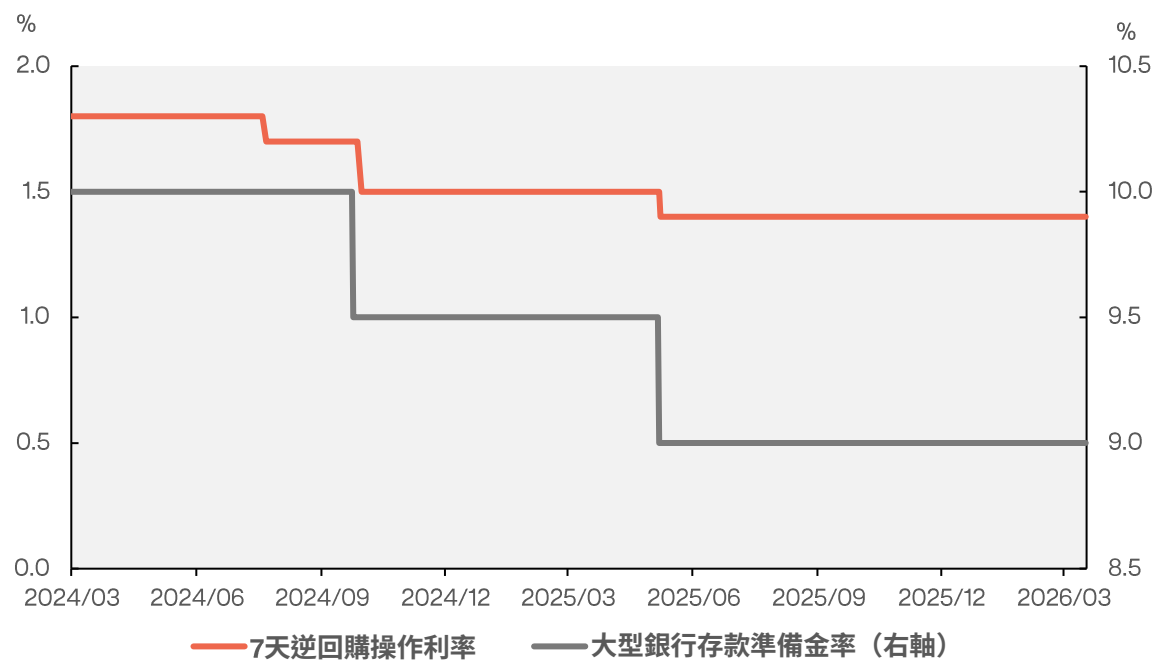
## 中国内地经济：年初开局良好，高技术产业继续成为主要动力

- 2026年初经济指标全面改善，高技术产业优势继续巩固出口及工业生产稳健增长，零售销售增速回升，固定资产投资恢复扩张。
- 今年经济增长目标定于4.5%至5%的区间，为内地政府推动经济转型提供更多政策空间。预料内地在持续提升高科技制造业竞争力的同时，将进一步「促消费、扩投资」，预测今年经济增长可达4.8%左右。
- 内地将继续实施更加积极的财政政策及适度宽松的货币政策，预计今年政策利率或会下调10至20个基点，存款准备金率或下调50个基点。

### 内地零售销售、工业生产及固定资产投资



### 政策利率及存款准备金率

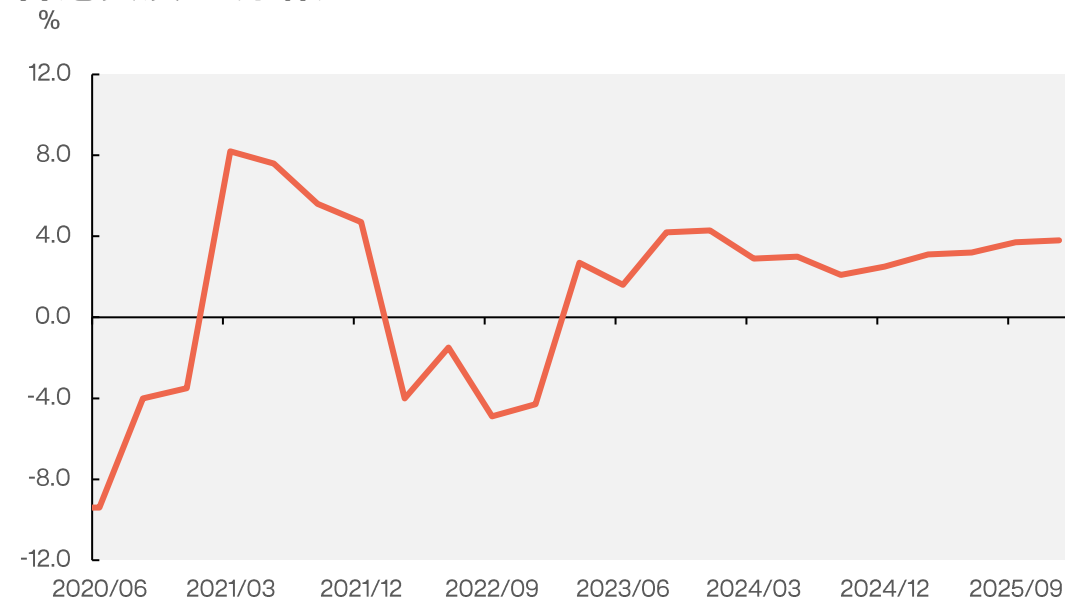




## 香港经济：增长趋势得以延续

- 在多方面增长动力的支撑下，2025年香港经济表现强劲。展望2026年，在全球贸易政策不确定性缓解、市场流动性持续充裕以及公共投资保持高企等利好因素的刺激下，经济复苏势头料将延续，全年增长应可达2.8%。
- 受惠于利率回落、经济持续复苏以及来港人才所带动的置业需求进一步提升，2026年住宅物业价格预计可实现高单位数的增长。

### 香港实质经济增长



### 官方住宅物业价格指数





# 目录

- 01 宏观策略
- 02 宏观经济
- 03 股票
- 04 债券
- 05 外汇
- 06 商品
- 07 季度资产配置



# 美国股市：危中有机



**陈伟聪**

东亚银行财富管理处高级投资策略师

**郑莹**

东亚银行财富管理处投资策略师



## 第二季美股展望及策略：危中有机

- 尽管地缘冲突未止，能源价格高企，通胀预期升温及美联储减息预期下降等因素仍存，但我们认为第二季美股市场出现尾部风险机率仍有限。
  - 基于基本情景预测（布兰特油价短线冲高后，回落至每桶90美元下方），我们维持2026年标普500指数每股盈利预测315美元（按年+13.7%），下调未来12个月预测市盈率至22.5倍，2026年标普500指数目标由7,500点下调至7,090点。
  - 基于较悲观的情景预测（布兰特油价升穿每桶120美元，油价高企持续至第三季），标普500指数季内回调幅度或达8%（至约6,000点水平）。
- 展望第二季，建议投资者善用杠铃策略及多元投资，减低成长股的持仓部位，适量分散于多元化的主题及板块，应对市场波动：
  - 建议轻微调低科技股的配置比例：
    - 我们认为人工智能带来的产业变化及中长期结构性利好不变，但建议审慎选股，优先看好受惠资本开支增长的上游产业链，如GPU、储存晶片、晶圆代工、光通信模组、网路及电力设备等。
    - 除看好上游行业以外，其他科技股选股准则：看好1)全栈式AI服务商；2)具技术壁垒的大模型/云服务领先者；3)低杠杆、高现金流企业。
  - 分散投资于其他板块：
    - 预期能源相关股在第二季将直接受惠于能源价格上升，看好美国页岩油生产商、天然气供应商及出口商、能源设备股的盈利能见度提升，市占率有机会扩大。看淡航空及交通运输等能源成本密集的行业，亦看淡非必需消费品股，主因能源成本上升，整体消费意欲或受打击。
    - 建议通过部分防守性仓位来平衡组合风险，例如公用、必需消费品股、医疗保健股作短期防守性部署。同时亦可以考虑周期股，如物料股，作策略性持仓。
    - 对金融股持中性看法，一方面私人信贷市场波动或会拖累板块气氛，另一方面今年美股市场或会迎来科技股的「IPO超级周期」，对个别金融股有支持。



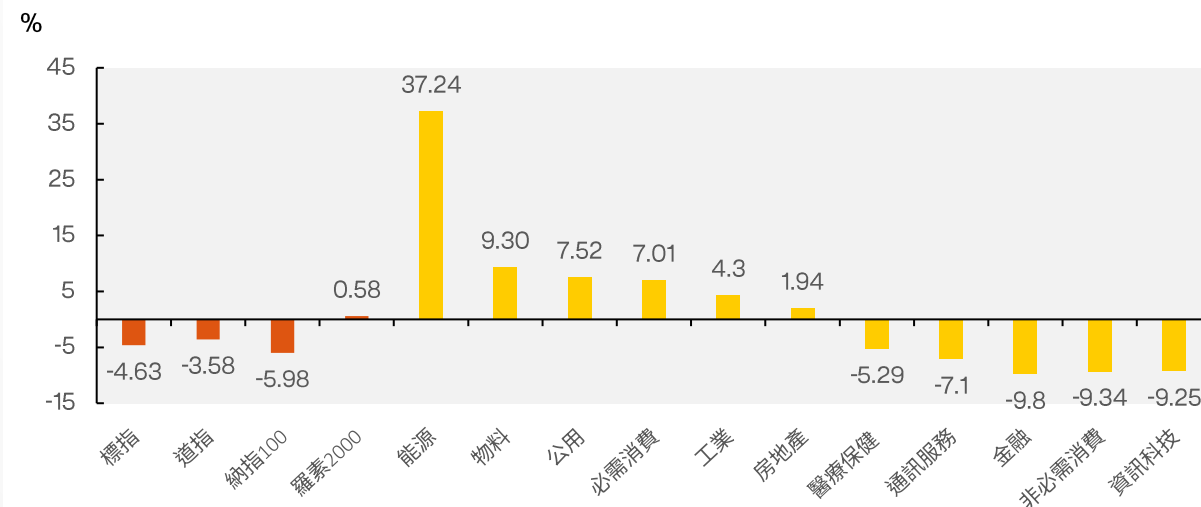
## 美国股市：波动开局，谨慎向前

- 2026年美股呈现波动开局，美伊冲突引起市场动荡。霍尔木兹海峡通行受阻，影响原油运输，能源价格急升，环球投资市场忧虑能源成本上升，将推高通胀、打击经济，风险资产普遍受压。
- 美股首季出现回调，三大主要指数跌约4–6%，板块方面，资讯科技、非必需消费、金融、通讯服务及医疗保健股跑输主要指数，然而能源、物料、公用及必需消费等防守板块则跑赢大市。
- 综观过往地缘政治事件对标普500指数的影响，大部分时间影响短暂，标指于事件发生后一个月后多数回稳，一年后大多数有可观回报。是次市场焦点在于能源价格会否持续高企，推升通胀及影响息口走势。对美股投资市场而言，「滞胀」等尾部风险有所升温但发生概率仍有限。

### 地缘政治事件发生后标普500指数表现

事件	日期	单日回报	1个月回报	12个月回报
以巴冲突	2023/10/7	1.15%	1.62%	34.09%
俄乌全面战争	2022/2/24	1.5%	6.97%	-4.47%
美伊冲突	2020/1/3	-0.71%	-0.27%	17.39%
美国轰炸叙利亚	2017/4/7	-0.08%	1.77%	13.03%
克里米亚危机	2014/2/20	0.6%	2.37%	17.8%
伊拉克战争	2003/3/20	0.19%	2.24%	29.18
911袭击事件	2001/9/11	-4.92%	0.45%	-15.5%

### 美股主要指数及各行业2026首季表现

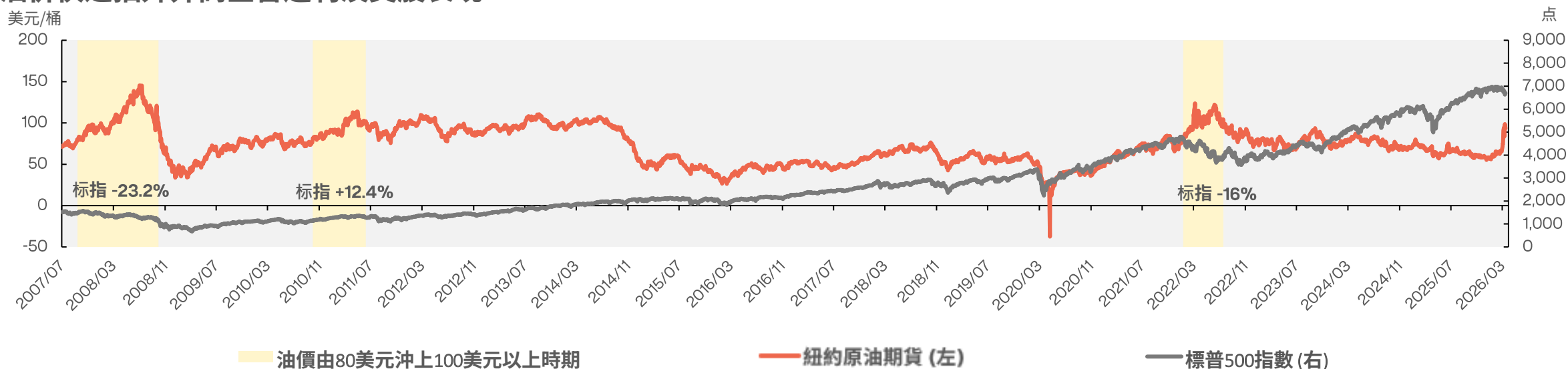




## 原油价格持续高企普遍利淡美股表现

- 综观历史，WTI油价如快速由每桶80美元抽升至100美元以上，多数利淡美股表现或限制其升幅。油价升温，会导致企业生产成本上升，从而压缩利润率，当中以能源成本密集的行业，例如航空、交通运输、工业制品等行业受直接影响。同时会抑制企业投资及预算增长，较不利银行和科技股。
- 美国经济增长最大动力来源的私人消费，因较依赖可支配收入，油价成本上升，损害购买力及消费意欲，对非必需消费品股一般有负面影响。
- 然而能源公司，例如页岩油生产商、天然气供应商及出口商、能源设备公司等，则预期较受惠，因为产品价格提升能直接带动盈利增长。是次地缘政治冲突，亦有利国防及军工板块的投资气氛。

### 油价快速抽升并高企普遍利淡美股表现

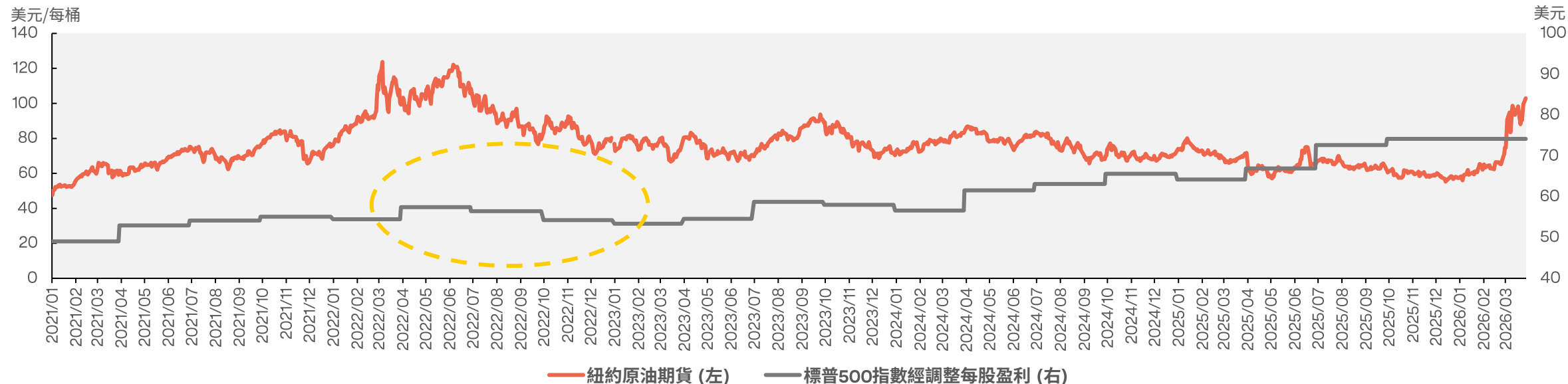




## 如能源价格高企达数月，将损害随后季度美股企业盈利

- 美伊战事短期升级的风险增加，不排除油价上试每桶120美元。若油价急升并维持较长时间，对美国企业盈利（尤其非必需消费、工业、金融等板块）料造成负面冲击，一般滞后时间3至6个月，参考2022年俄乌战争，纽约原油连续约4个月站于100美元以上（2022年3月至7月），最高曾见123美元；标普500指数每股经调整盈利，于随后三个季度累计跌幅约7%。
- 是次情势与2022年稍有不同：i) 除俄乌战争外，疫情期间之检疫行动导致全球供应链断裂，加剧美国通胀升温压力；ii) 2022年美国仍处于极低利率环境，而目前已处于中性利率附近；iii) 2022年生成式AI尚未活跃，现时AI主题股票属标普500指数主要盈利增长贡献。因此，这次油价上涨对企业盈利的压缩，预料可较2022年轻微。

### 原油价格及标普500指数每股经调整盈利

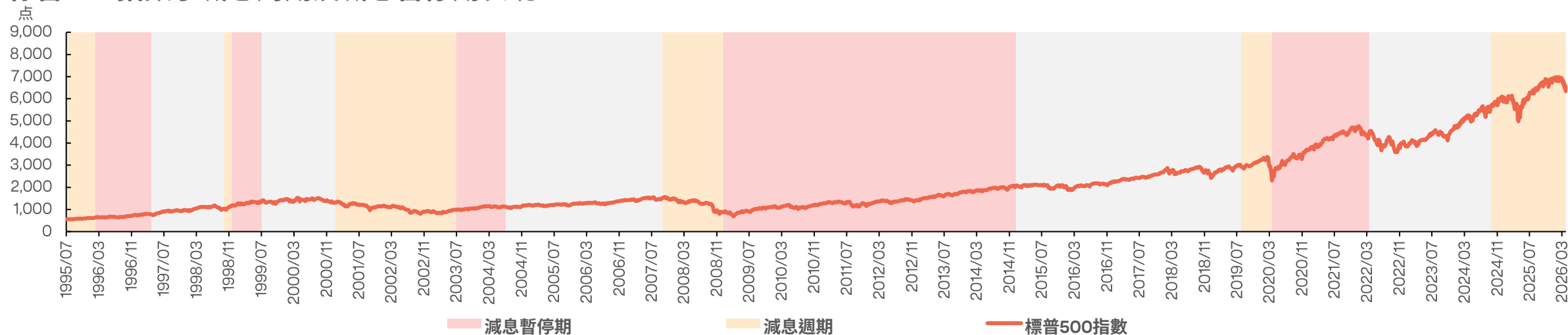




## 减息周期尾声，美股未必大幅回调，但利好或已反映

- 利率期货数据显示，美联储减息预期急降，甚至开始对年内加息进行定价，冲突发生前的2月27日，市场仍预期2026年内有两次减息机会（共减50点子），3月31日的预期反映难以减息。美股市场目前存在的相对估值溢价，可能因减息完结、甚至提早加息而收窄，对估值偏高、成长型风格的板块较负面。
- 东亚银行经济研究部预期如果中东战事缓解，今年仍有两次减息空间，如果冲突持续升温，减息空间或收窄至一次。综观以往，在经济没有衰退（软着陆）的减息周期尾声，加上减息完结后的减息暂停期，标指的回报一般为正面且强劲，例如三次非衰退的减息周期（1995、1998、2019）：首次减息后18个月累计，标指平均升幅达38.08%。
- 是次减息周期自2024年9月开始，联邦基金利率已累计下调175点子，减息后18个月标指累计升幅达20.13%，后续如仍有减息行动，对指数的利好或仍有空间继续反映。

### 标普500指数于减息周期及减息暂停期表现

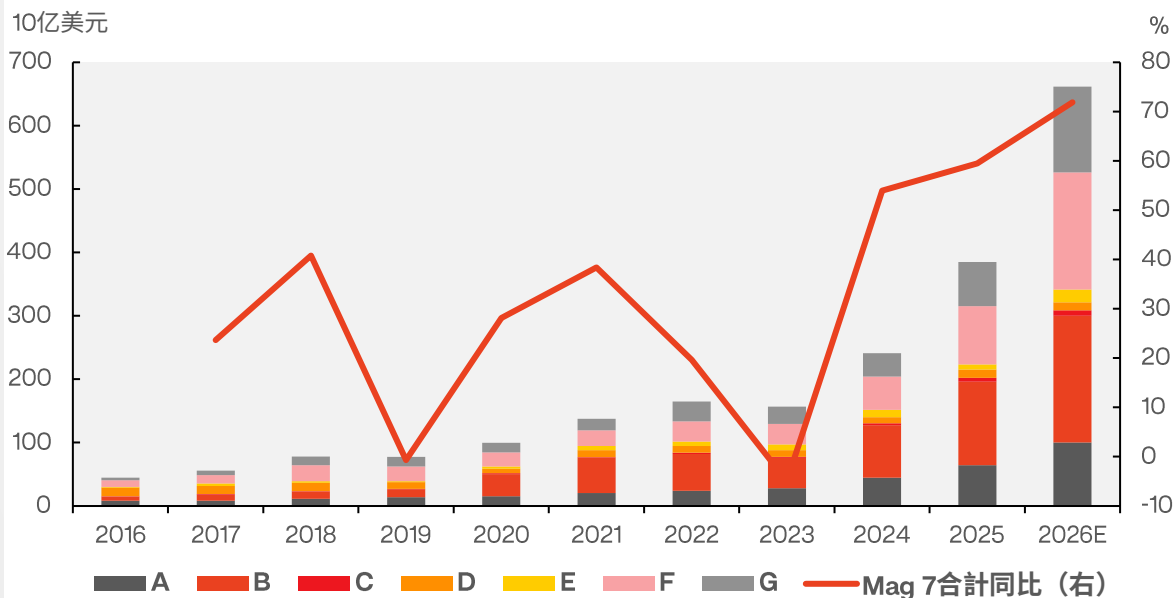




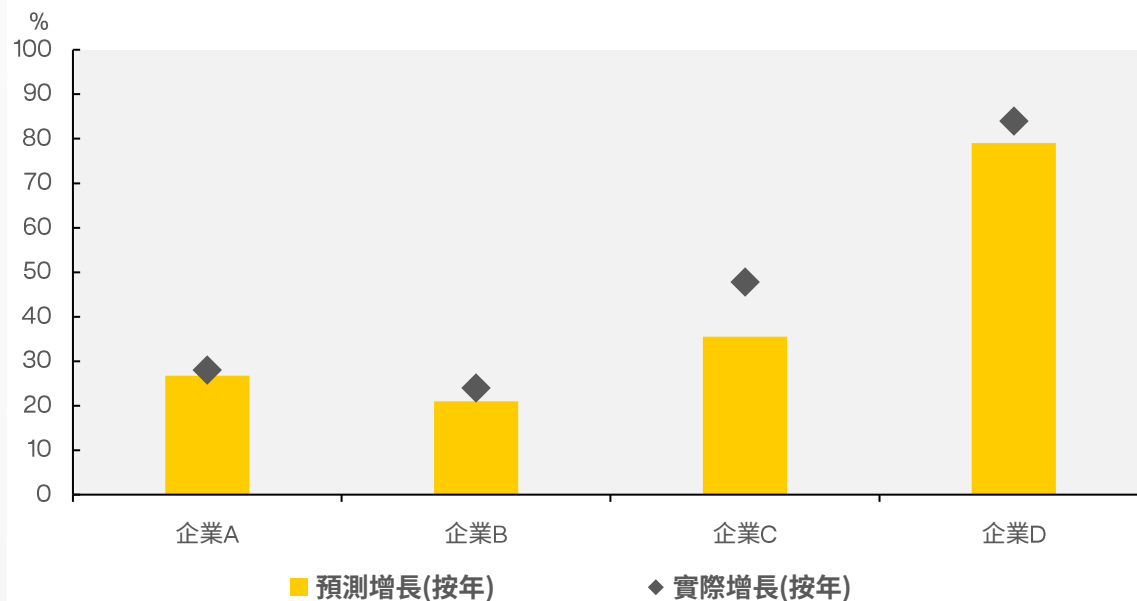
## 科技及人工智能 – 催化剂与风险并存

- 科技及人工智能方面，我们认为与过去两年相关主题皆升的情况有所不同，相关主题或将个别发展，审慎选股是关键。
- 美国大型科技股的资本开支持续提升，加大投入建设算力及网络基础设施，我们认为将继续利好上游行业，例如GPU、储存晶片、晶圆代工、光通信模组、网路及电力设备等。同时，投资者亦应该密切注视科企资本开支的投入会否压缩其自由现金流、影响利润率。
- 美国大型科企季度云收入增速，普遍好过市场预期，反映加大投资有利云业务增速提升。随着2026年大模型持续更新迭代，以及AI应用在各垂直领域的发展，我们认为AI云业务收入将延续增长趋势。

### 美股七巨头资本开支持续提升



### 美国大型科企季度核心云业务收入增速胜预期

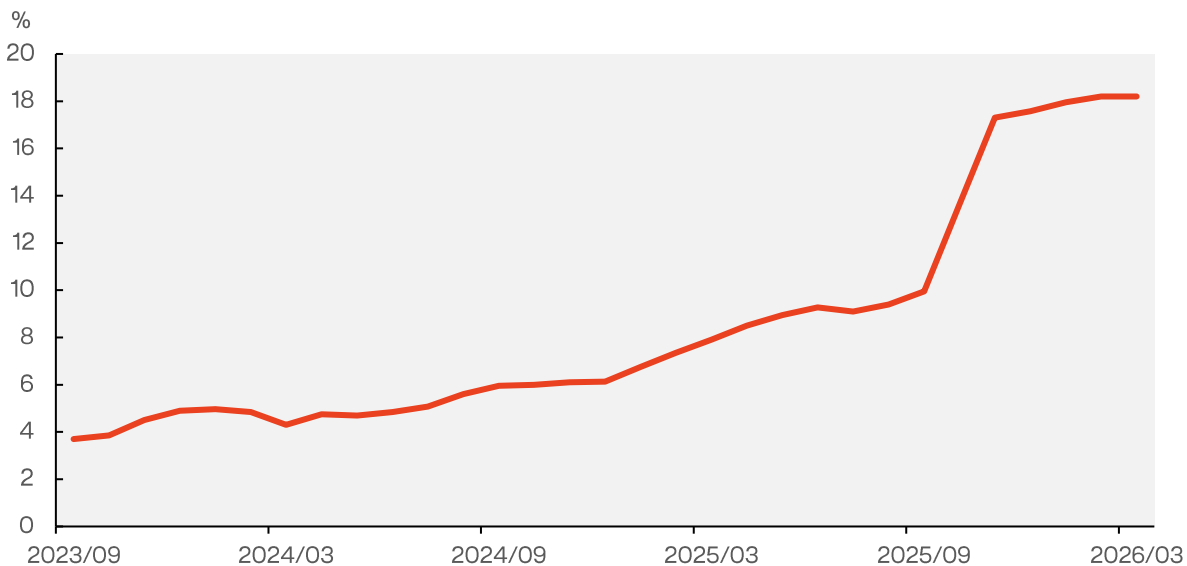




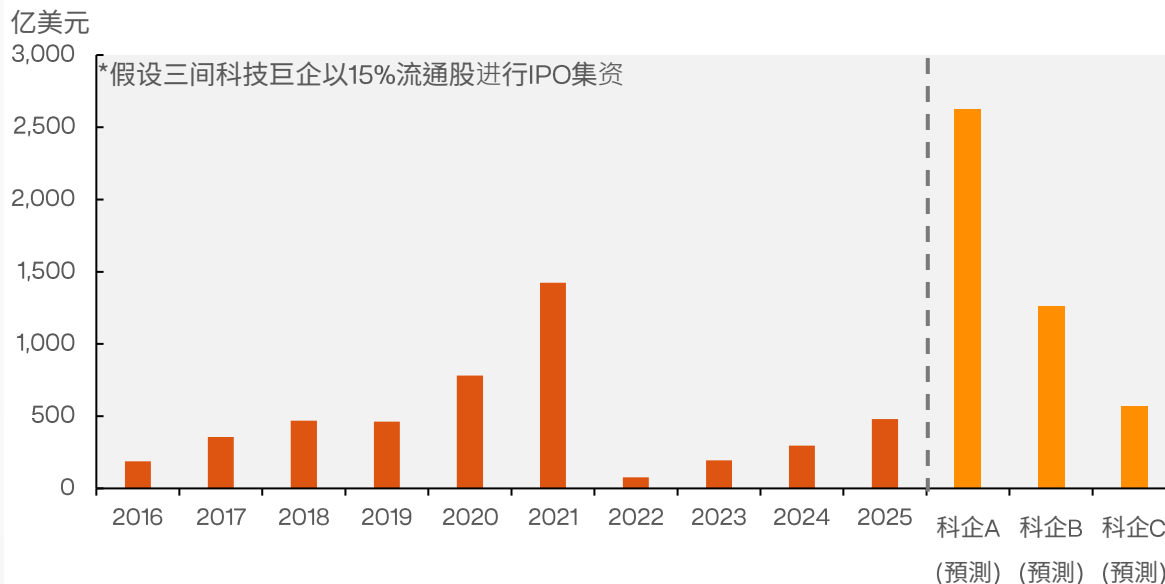
## 科技及人工智能 - 催化剂与风险并存

- 根据美国政府的定期普查，数据显示美国企业的AI应用率正不断提升，加上环球AI行业正处于由Chatbot进化成Agentic AI（代理式AI）及物理AI的关键阶段，即人工智能自主完成任务，我们继续看好AI的商业应用率，乃至在硬件终端层面的应用加速发展。
- 2026年美股预计迎来科技股的「IPO超级周期」，三家高估值巨型科企均积极推进于年中至下半年挂牌上市，有潜力带动相关企业额外提升Capex，并对科技行业的估值有支持作用。
- 多家科企发债集资，用以应付Capex增长，市场认购反应普遍热烈，反映市场资金依然看好AI基建投资的长线回报及大型企业的信贷质素。

### 美国企业人工智能采用率持续提升



### 美国历年IPO集资额





## 科技及人工智能 - 催化剂与风险并存

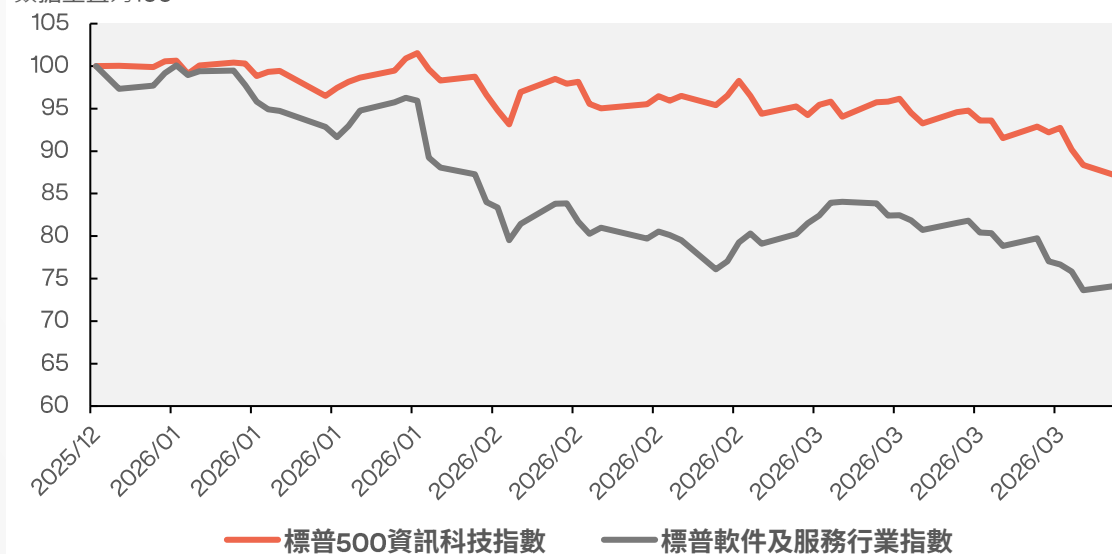
- Capex增加（折旧成本增加）导致美股大型云服务商近数季的经营溢利增速放缓，研发开支增加亦会削弱企业自由现金流。此外，代理式AI的掘起，或对部份软件供应商带来市占率流失及定价下调风险，导致软件及服务股今年首季大幅跑输大盘科技股。
- 由于科技初创及中型软件商高度依赖私人信贷融资，私人信贷基金因科技股大跌而被恐慌赎回，部分大型基金限赎或为了应付赎回而折价抛售资产，进一步压低科技业的估值，更多企业现金流恶化，科技股（尤其是中型软件股）融资成本上升、增长放缓的预期加剧。
- 除看好上游行业以外，其他科技股选股准则：1)全栈式AI服务商；2)具技术壁垒的大模型/云服务领先者；3)低杠杆、高现金流企业；建议整体配置于科技股比例要轻微调低，分散投资至其他行业。

### 美国大型云服务商最新季度经营溢利及自由现金流

	经营利润增速	自由现金流 (按年变幅)
企业A	+16% (云业务: +154%)	245亿美元 (-1%)
企业B	+21% (云业务: +28%)	59亿美元 (-9%)
企业C	+18% (云业务: +17%)	149亿美元 (-16%)
企业D	+19% (云业务收入: +44%)	-114.8亿美元 (净流出扩大161%)

### 标普软件及服务行业1Q26跑输整体科技行业

数据重置为100

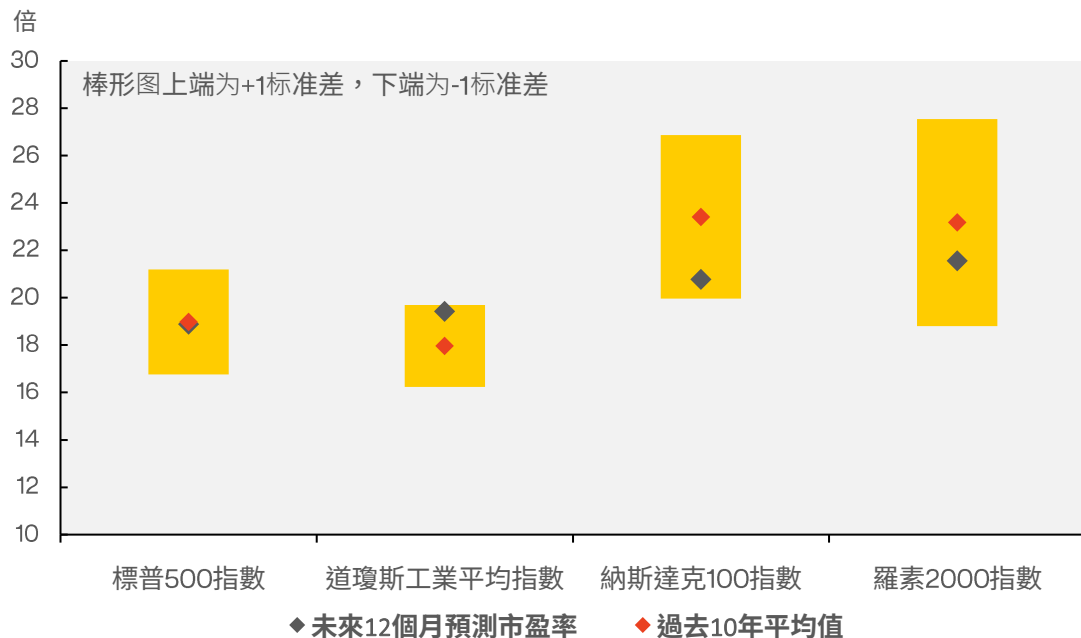




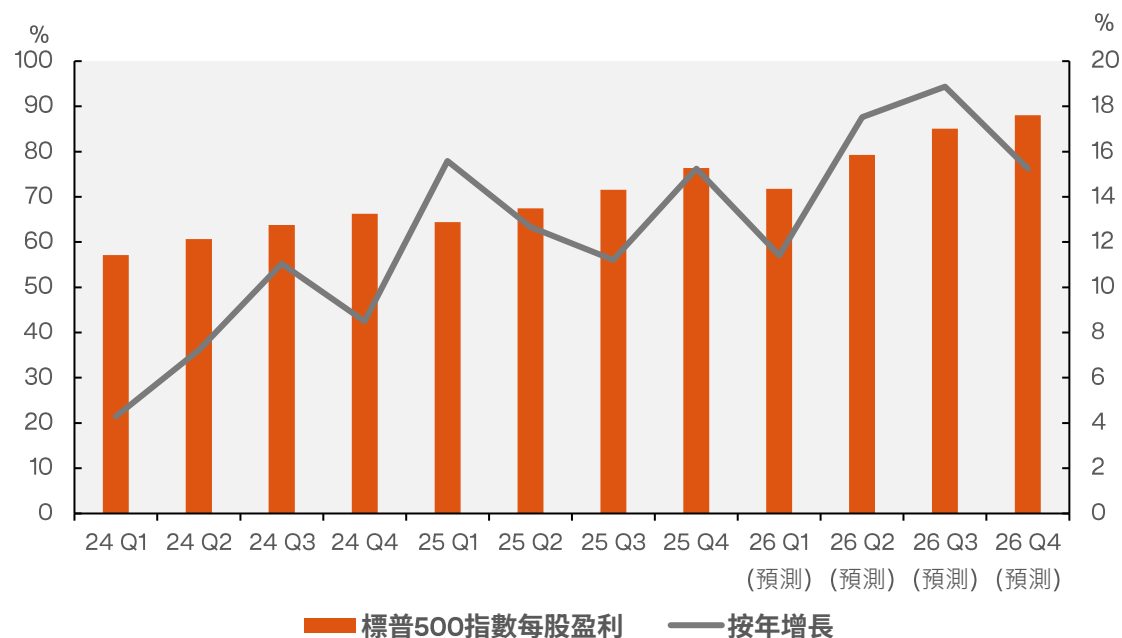
## 美股估值虽回落，盈利预测面临下调风险

- 地缘政局未明朗，美股首季出现回调，美股四大主要指数目前估值已较年初开局时有大幅度回落。纳斯达克100指数之NTM预测市盈率已回落至低于过去10年的平均值，逼近-1标准差；标普500指数回落至10年平均值；罗素2000指数NTM市盈率回落至10年平均值以下。
- 目前市场预测，标普500指数企业的每股盈利，于2Q26及3Q26将呈现高速增长 (>15%)；然而，如果能源价格长期高企，推高企业生产成本及影响借贷成本，投资市场或需下调企业盈利预测，属美股指数的下行风险之一。

### 美股四大主要指数预测市盈率及过去十年均值



### 市场仍预期标普500 2Q及3Q每股盈利高速增长

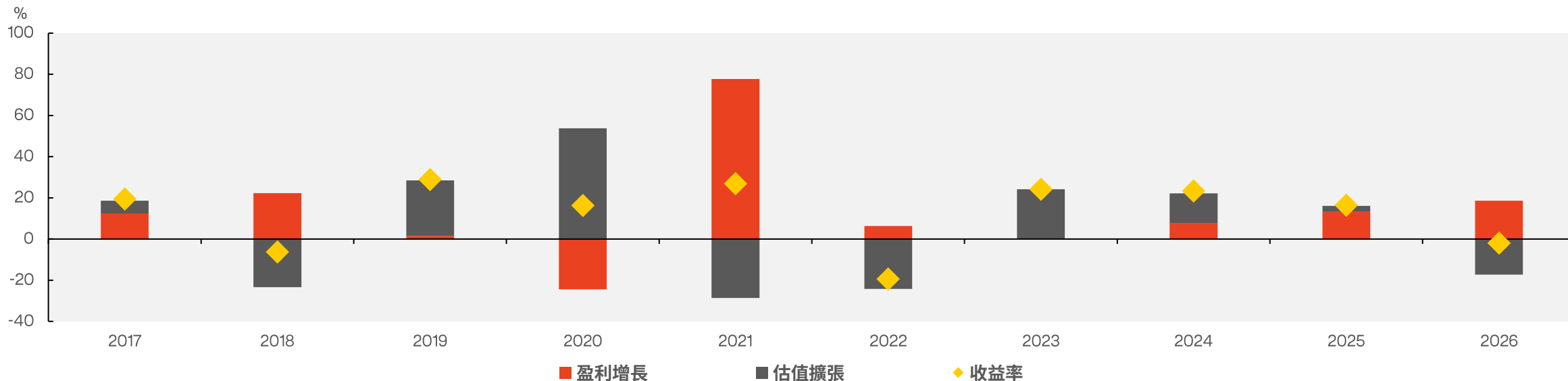




## 地缘冲突影响美股「盈利主导」行情能否持续

- FactSet的盈利报告显示，2025年第四季是标普500连续第五个季度实现双位数盈利增长，整体表现强劲，尤其受科技和工业板块驱动，盈利正面惊喜以工业股最高，资讯科技次之，反映AI资本开支周期兑现持续。
- 纵使2026年首季美股出现回调，估值亦向下调整，然而盈利增长对指数的贡献一定程度抵消估值收缩的影响。不过，如果能源价格长期高企，影响企业盈利增长，2025年「盈利主导」的行情，未必可以持续。
- 如后市地缘冲突有所缓和，油价由高位回落，AI大周期资本开支继续扩散，我们认为年内盈利增长仍有潜力达至双位数增幅，估值亦有机会重回扩张。

### 盈利与估值对标普500指数的贡献





## 中国内地与香港股市：外忧内暖



**陈伟聪**

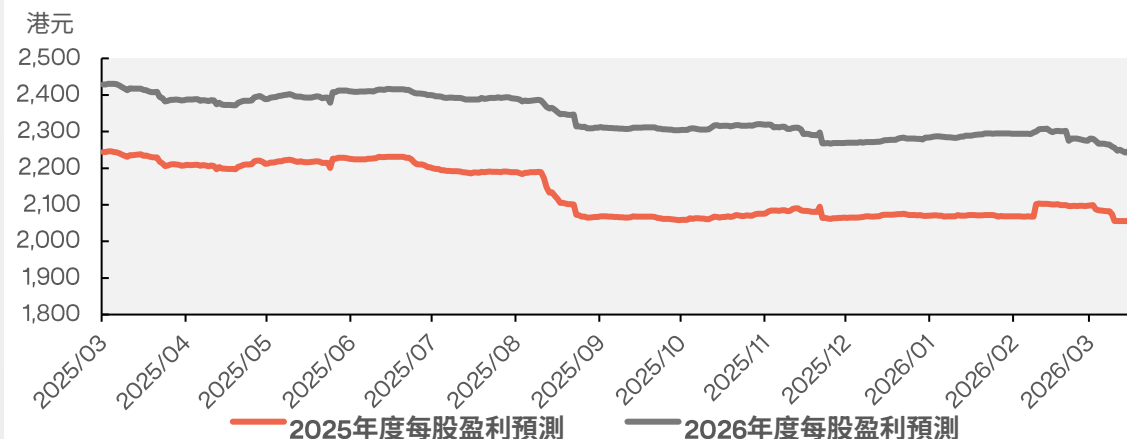
东亚银行财富管理处高级投资策略师



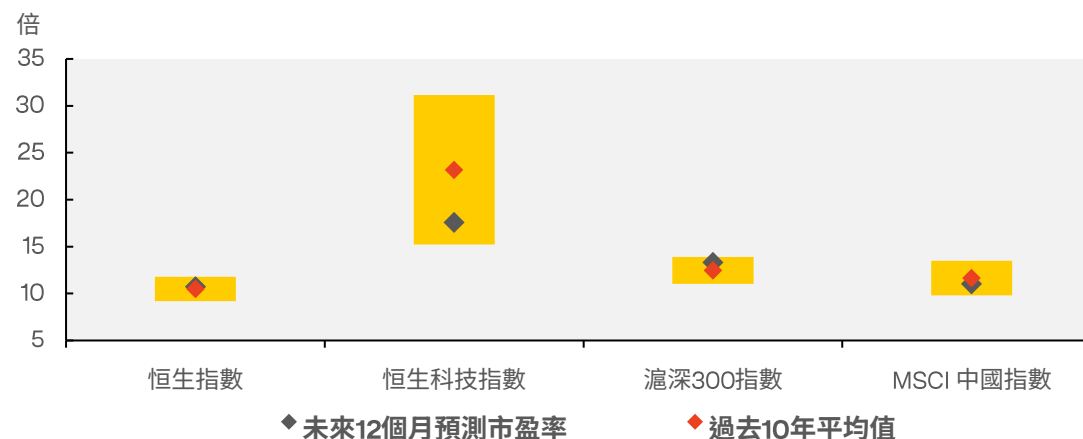
## 第二季展望：下调恒指FY26目标价至29,000点，悲观情景下或回调至23,000点

- 基本情景假设（中东战局可于未来4至6周缓和， 布兰特油价回落至每桶90美元下方）：
  - 我们将FY26恒指盈利预测从2,350港元（YoY+13%）下调至2,300港元（YoY+10%）；将NTM预测市盈率从13.1倍下调至12.6倍；
  - 将FY26恒指目标从30,800点下调至29,000点，短期震荡属吸纳机会
  - 看好板块/主题: AI云平台、先进半导体、人形机器人、铜金矿、光伏及储能设备、内地新型消费、内地保险、本港地产、本港交通运输
- 悲观情景假设（中东战局恶化/持续至Q3，布兰特油价上升至每桶120美元并维持至Q3）：
  - 我们将FY26恒指盈利预测从2,350港元（YoY+13%）下调至2,200港元（YoY+5%）；将NTM预测市盈率从13.1倍下调至11.0倍；
  - 将FY26恒指目标从30,800点下调至24,200点，Q2料面临超过10%调整幅度（即下试23,000点）；
  - 短期避险板块/主题: 上游能源及油气设备、油轮运输、煤炭、新能源电力及储能、新能源车、内地银行、本地公用

### 恒生指数FY25及FY26盈利预测



### 中港股市各主要指数的估值情况

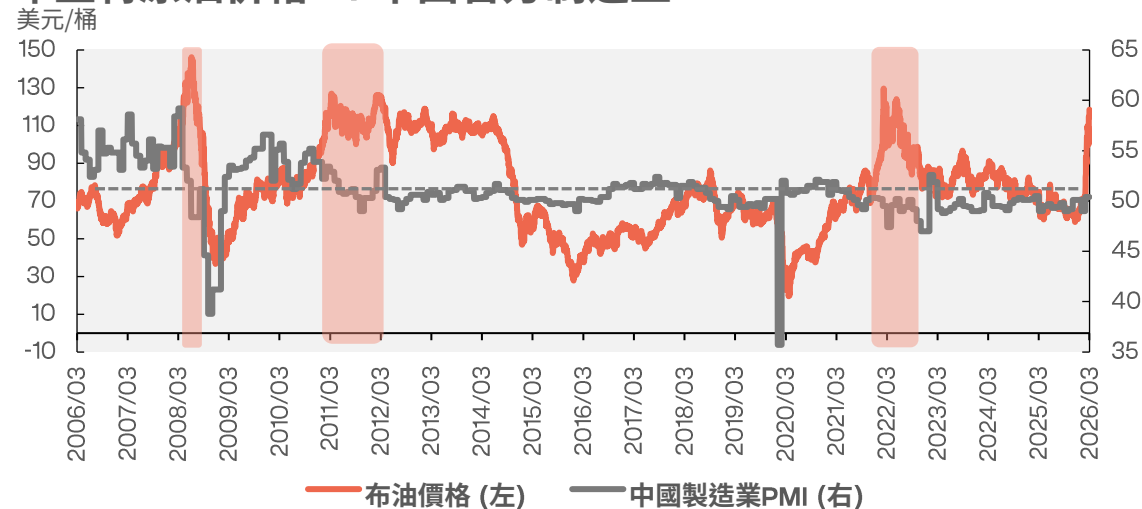




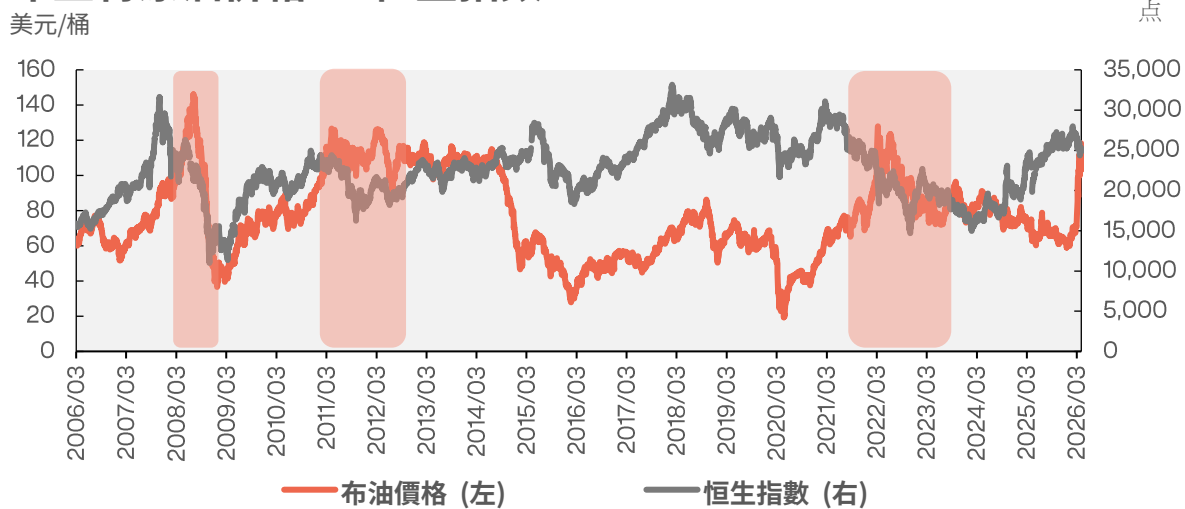
## 油价飙升之尾部风险升温，港股市场短线料受压并跑输A股市场

- 美国与伊朗初步释出停火意向，霍尔木兹海峡正有限度重开，惟要恢复原油供应至冲突前水平仍存难度，故预期布兰特油价未来数周即使出现回调，但也可能维持较高水平(80—100美元)震荡。
- 若油价持续飙升/维持高企，预期对中国经济增长造成若干冲击：i) 制造业和交通运输业燃料成本大增；ii) 消费品物流及生产成本上升；iii) 民众购物和出行成本上升，打击消费信心。中国制造业PMI等经济指标短期面临下行压力，但整体冲击程度料较欧美和亚洲其他国家轻微，因中国油轮在霍尔木兹海峡料可获放行，另外中国能源结构近年已进行多元化布局，减少对中东油气进口之依赖。
- 尽管国际油价长期失控飙升仍非我们的基本情景假设，但不能完全排除中港市出现尾部风险的概率。假如布兰特油价升至每桶120美元上方并维持至Q3，恒生指数料跑输A股指数，并面临超过8-10%的下调幅度，理由如下：i) 美国滞胀压力加剧导致减息预期落空；ii) 资金重投美元避险，人民币汇价受压；iii) 国内工业及消费企业利润受损；iv) 风险溢价上升导致增长股估值下调。

### 布兰特原油价格 vs 中国官方制造业PMI



### 布兰特原油价格 vs 恒生指数

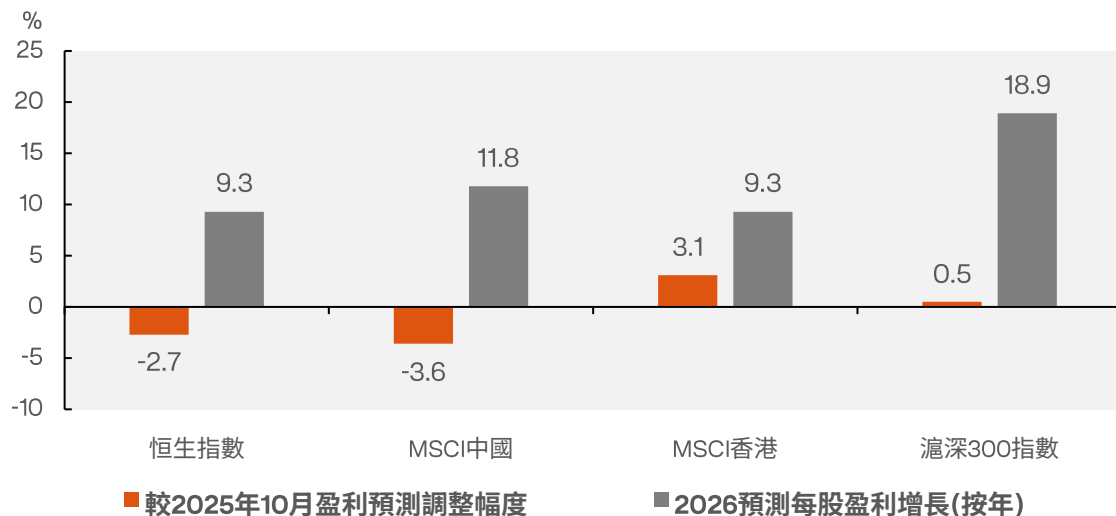




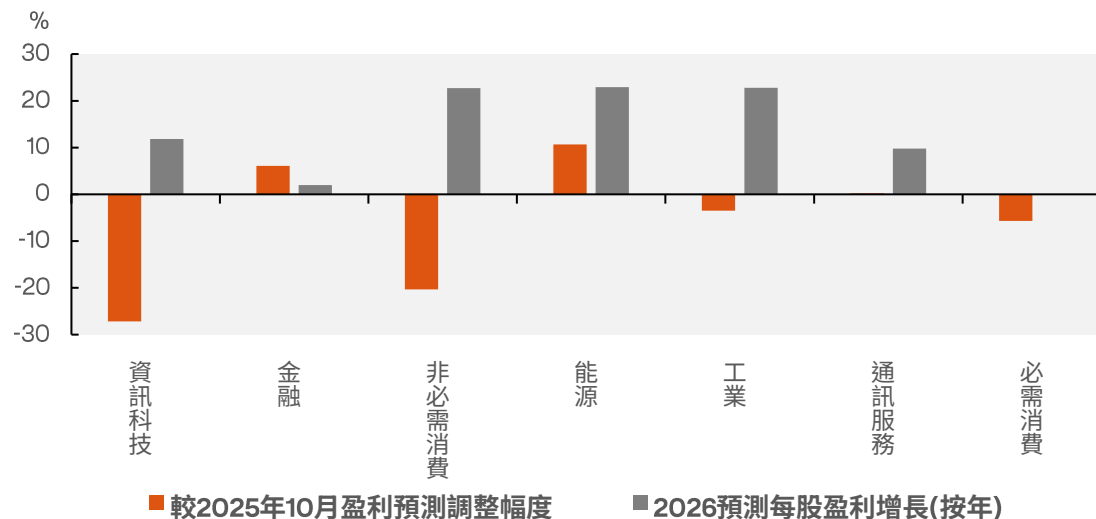
## 企业盈利：中国A股盈利展望优于H股，四大原因维持对中资股正面盈利预期

- 25Q4至今，沪深300指数盈利预测延续上调趋势，FY26盈利增速预期达+19%，两者均优于恒生指数和MSCI中国指数，反映A股之盈利展望较H股乐观，原因如下：i) A股市场之上游板块权重较高，较受惠反内卷再通胀行情，及相对免疫于美伊战事；ii) H股市场之互联网消费、汽车及AI科技板块占比较大，短期盈利较受价格战、Capex增加、内存芯片成本上升冲击。
- 尽管中东局势可能对中资股261H盈利造成负面扰动，我们仍对FY26盈利增速持相对乐观展望（MSCI中国: +11%；沪深300: +18%），理由如下：i) 反内卷成效逐步显现，消费行业价格战收敛；ii) AI应用产品加速推出，算力及云服务存涨价空间；iii) 国内房地产及基建投资回暖；iv) 美国霸权主义下，反有利国内企业扩大非美市场出口份额和海外业务。
- 25Q4至今，MSCI香港指数盈利预测上调幅度显著，维持看好本地地产及收租、本地交通运输、本地银行等板块之FY26盈利表现。（详情可参阅下页）

### 主要中港股票指数FY26盈利增长预测及调整幅度



### MSCI中国指数各主要行业之FY26盈利增长预测及调整幅度

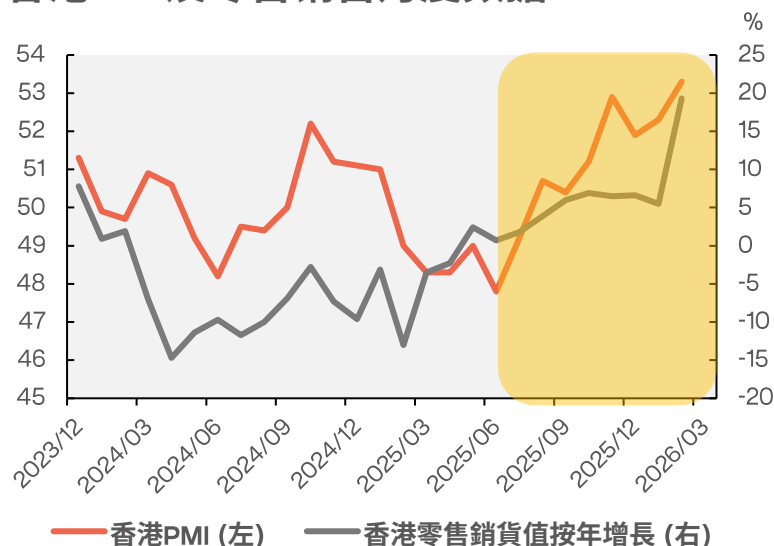




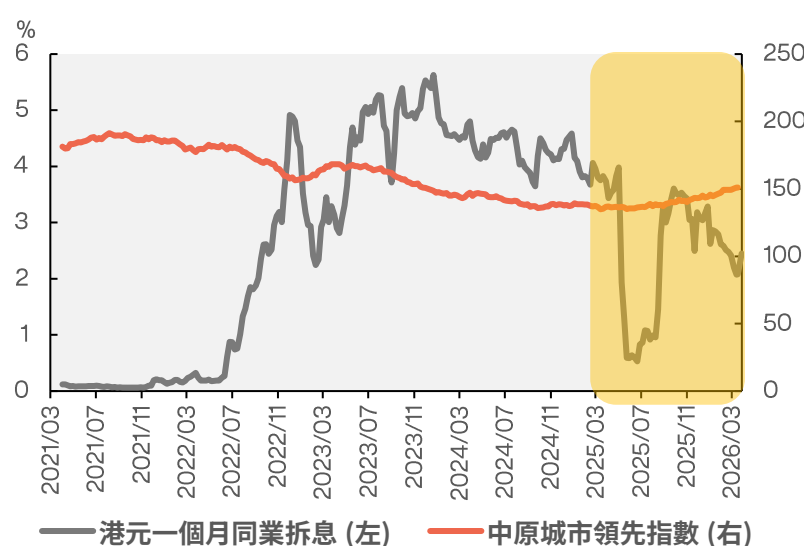
## 维持看好多个本地板块，惟须警惕中东战事对香港经济潜在冲击

- 年初至今，MSCI香港指数跑赢其他中港市场主要股票指数，乃受惠于本港金融、消费和房地产市场表现维持向好，以及本地企业FY25盈利普遍优于预期。
- 在基本情景下，我们对香港本地金融、地产收租、交通运输及公用板块维持正面看法，理由如下：i) 利率维持低企，有利楼市销售持续回暖；ii) 金融机构之财富管理、资产管理及IPO融资服务需求殷切；iii) 举办更多大型盛事活动，带动访港旅客和本地消费；iv) 港府加速对接国内「十五五」规划，更多聚焦创科、北都发展、跨境金融等方向。
- 警惕中东战事为香港经济可能造成的下行风险，尤其是外围利率回升、资本市场资金流出、人民币兑港元转弱等。在悲观情景下，本港银行、地产收租、消费、交通运输等板块料面临约8%–10%之调整空间。

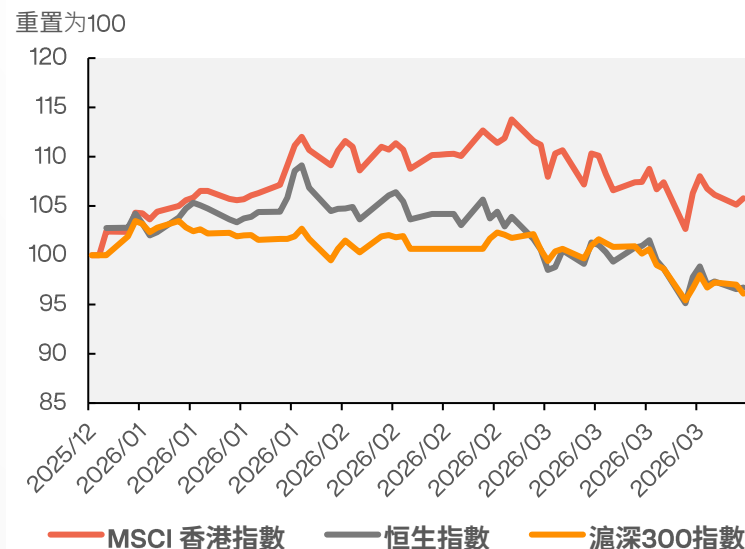
### 香港PMI及零售销售月度数据



### 港元拆息 vs 香港楼价指数



### 年初至今MSCI香港与中港主要股指回报比较





## 中国人工智能板块 – 机遇与挑战并存

### 挑战：

- **AI模型及应用产品竞争加剧：** 多家初创大模型企业冒起，抢占传统龙头科企份额；科企推出AI Agent产品后常以优惠吸引用户，导致每单位算力回报偏低，额外营销开支压缩利润率。
- **AI资本开支攀升：** 多家科企大增未来几年AI Capex指引，用以采购晶片、开发模型等，持续「烧钱」料削弱利润率及自由现金流。
- **股东回馈弱化：** 近期大型科企宣布拟减少今年股票回购规模，把更多资金投资于AI产品和基础设施，料减弱股价下行时之承托力度。
- **中美科技与出口管制、供应链约束：** 高端GPU与相关制程工具仍受美方出口管制限制，中国云厂商与AI平台在训练效率和算力储备上仍有劣势。

### 部署策略：

- **中长线维持看好大型AI云企业：** 拥有充沛算力储备及成熟云基础设施的公司，可以通过降低内部的API调用成本来抵御价格战，同时通过捆绑现有的商业生态来降低获客成本。惟中短期股价可能较反复，因Capex大增料削弱FY26盈利增长动能。
- **审慎看好国产GPU开发企业及尖端晶圆代工厂：** 受惠半导体国产替代的国策方向，惟目前估值相对偏高。
- **选择性配置优质AI物理应用企业：** 受惠于AI对现实世界硬件应用之渗透率提升，如智能驾驶、人形机器人、智能手机等，惟短期盈利或受存储芯片成本攀升影响。
- **审慎看待AI大模型半新股、SaaS软件板块：** AI大模型半新股盈利转正需时，自由现金流压力大，估值已升至极端高位。传统软件企业遭AI产品替代之威胁加剧。

### 机遇：

- **下游应用产品渗透率上升：** 市场正从纯算力转向代理式AI (Agentic AI)。能够在垂直领域（如电商、自动化编程、短视频与内容生成、医疗健康、汽车、机器人等）转化流量为利润、变现路径清晰的企业增长潜力大。
- **云服务具加价空间：** 大型AI科企陆续宣布由于需求增长、硬件成本上升，AI计算和储存之云服务开始加价(最多超过30%)，预期2Q开始推动部分云业务ARPU增长。
- **AI驱动的降本增效：** 科企持续利用AI实现内部降本增效，如减少初级编码员、优化广告/营销内容生成等，预计可缓和Capex增加对利润率压力。
- **国策支持与资本流入：** 国策大力支持AI基础设施发展（如「算力券」、算电协同等），以及推动半导体技术自立自强，并鼓励更多AI公司于中港上市集资，有助补充企业现金流之余，亦有利支撑行业估值。



## 国策主题：重点关注AI+、科技自强、反内卷、绿电储能、新型消费、工业

### 2026年中央政府工作报告重点内容及受惠投资主题/板块：

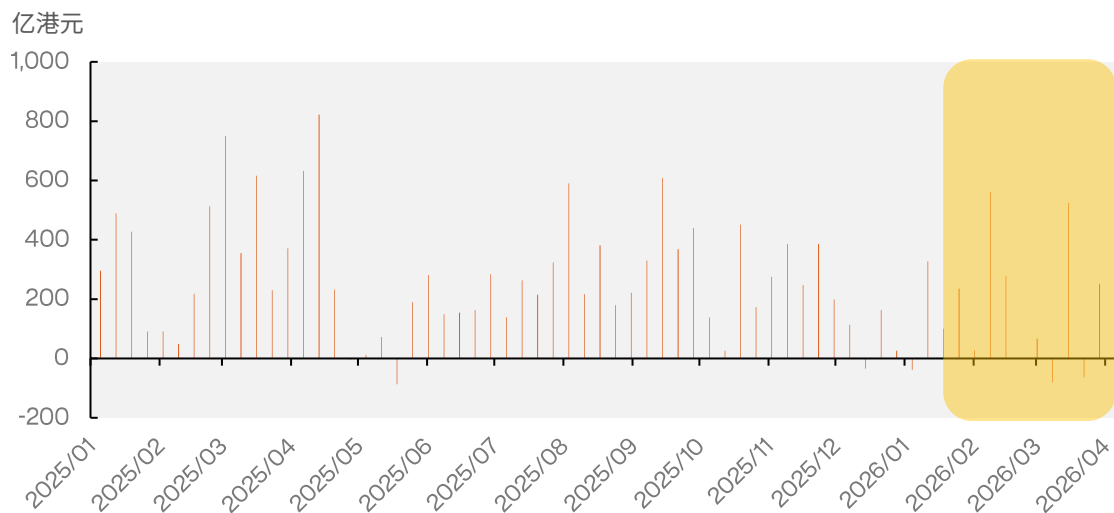
政策任务	重点内容	A股及H股之受惠主题/板块
加紧培育壮大新动能	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) 推动战略性新兴产业发展，建立未来产业投入增长和风险分担机制；</li> <li>ii) 推进「人工智能+」应用，推动智能终端与智能体发展；</li> <li>iii) 建设超大规模智算集群，推进算电协同，完善全国算力调度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) 半导体、商业航天、生物医药、量子科技、人形机器人、核聚变、脑机接口、6G电讯设备；</li> <li>ii) AI云、AI模型开发、智能驾驶、智能终端硬件；</li> <li>iii) 半导体、数据中心、AI伺服器、光传输模组、新能源电力设备</li> </ul>
加快高水平科技自立自强	加强原始创新和关键核心技术攻关，提升高基础研究投入比重	国产GPU + 存储芯片、先进封装、国产DUV、高端晶圆代工
推进全国统一大市场建设	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) 加强反垄断和不正当竞争行为；</li> <li>ii) 运用产能调控、标准引领、价格法等手段，深入整治「内卷式」竞争</li> </ul>	碳酸锂、锂电池、光伏设备、水泥、化工、新能源车
扩大内需	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) 深入实施提振消费专项行动，安排超长期特别国债2,500亿元人民币支持消费品以旧换新，新设立1,000亿元人民币扩大消费信贷支持范围；</li> <li>ii) 释放有效投资潜力，安排8,000亿元人民币的超长期特别国债及8,000亿元人民币新型政策性金融工具支持「两重」建设</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) 服务消费及新型消费: 如旅游、文娱服务、户外运动设备、特色金饰产品、健康食品饮料、商业养老保险</li> <li>ii) 银行、重型机械、新型储能及电力系统、工业母机、算力基础设施、环保及城市管网</li> </ul>
推动绿色转型	发展新能源、新型储能及绿色制造等产业，持续推进碳达峰和碳中和目标	储能电池、光伏、风电、核能、氢能等设备



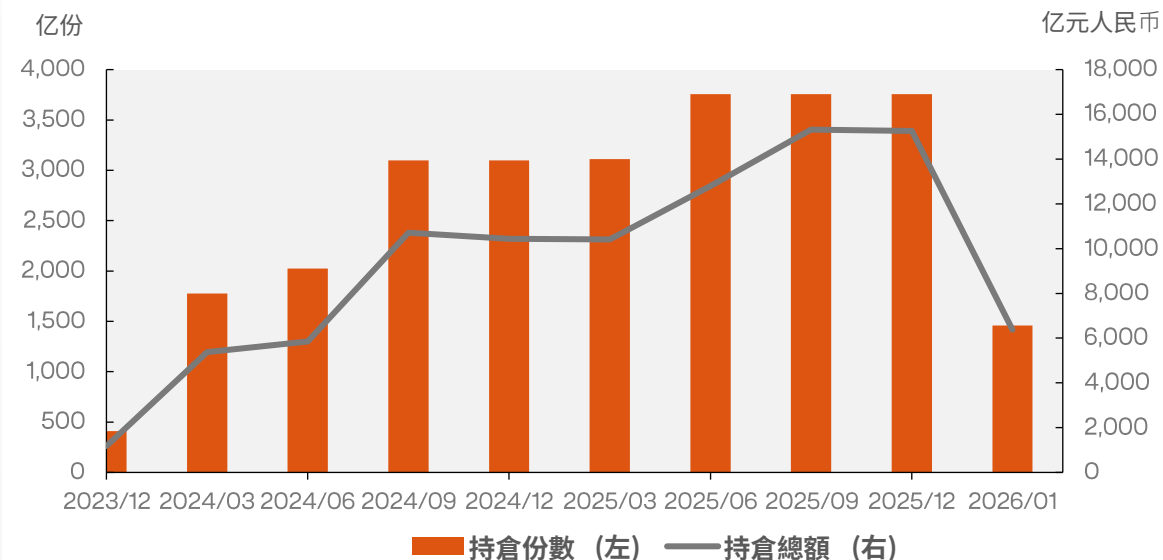
## 资金流：南向通资金候低密密加仓，国家队资金料续引导「慢牛」行情

- 根据港股通南向资金流数据，今年1月恒生指数虽创2021年以来新高，惟北水净流入却相对谨慎（1月日均净买入成交：34.5亿港元），反映国内资金高追港股意欲偏低。反之，当恒指于2月至3月出现震荡调整时，北水净买入金额显著增加（2月日均净买入成交：64.6亿港元/3月日均净买入成交：22.5亿港元）。港股通南向资金候低吸纳意向坚定，预期可为港股市场提供下行缓冲作用，甚至开启新一轮升市的催化剂。
- 今年1月国家队资金罕见大幅减持股票仓位，其中多只主要A股指数（包括沪深300、上证50、中证1000、科创50等）ETF遭中央汇金公司大额套现，据Wind估算，期内累计减持份数达2300份（减持幅度约58%）。此举意味国家拟主动抑制股市非理性上涨，以稳定市场节奏并引导「结构性慢牛」行情，短线可能减弱中资股上升动能。不过，若外围地缘局势恶化导致本季大市沽压加剧，预期国家队资金及保险资金将重新入市，故A股市场的抗跌力料较H股更佳，大型指数权重板块（如内银、内地保险、能源、内地公用）受惠程度料较大。

### 南向港股通每周净资金流



### 中央汇金公司之ETF总持仓量





## 股票：亚洲市场



东亚联丰投资团队



## 股票：亚洲市场

- 中东战事推高股票风险溢价；冲突有望短暂，油价维持高位多久成关键
- 亚洲多国依赖能源进口，惟材料、工业、国防和科技板块基本面尚未受影响
- 继续聚焦中国内地、南韩和台湾；留意供应链稳定性
- 中国内地继续维持适度的货币宽松政策；经济增长具持续性，为科技、工业和物料板块带来支持
- 南韩主要板块基本面未受中东局势影响，国防、造船、科技和电力设备生产商等基本面依然稳固
- 台湾科技股仍然稳健
- 印度股市流动性不足，货币疲弱，股市欠吸引力



## 目录

- 01 宏观策略
- 02 宏观经济
- 03 股票
- 04 债券
- 05 外汇
- 06 商品
- 07 季度资产配置



## 环球债市：稳中求进



**彭伟伟**

东亚银行财富管理处首席投资策略师

**郑莹**

东亚银行财富管理处投资策略师



## 环球债市 – 稳中求进

展望第二季，中东局势暂成为债市最大变数，原油价格急升，触发全球市场对通胀升温的忧虑，债市气氛主要受通胀忧虑所主导，而非传统避险资金泊入债市，各国10年期国债息率在冲突后抽高，名义利率的上升主要由原油急升导致通胀预期上升所带动。

面对能源价格上升及通胀预期升温，美联储的减息政策前路添上变数。美伊冲突发生后，美国国债收益率不跌反升，短债收益率一度升得更快，反映市场预期减息空间已经收窄，亦对「滞胀」忧虑作早期定价。对比美伊冲突发生前后的孳息率曲线，整体曲线向上移，即使后续地缘不明朗因素消退，美联储仍有减息空间，预期传导作用或集中于短期债，10年期债息不一定跟随回落。

第二季策略在于慎防债息的波动，核心部署于美债孳息曲线的中段，组合存续期控制于短至中期，存续期风险（duration risk）的波动较长债低，而持有收益（carry）亦较短债吸引。

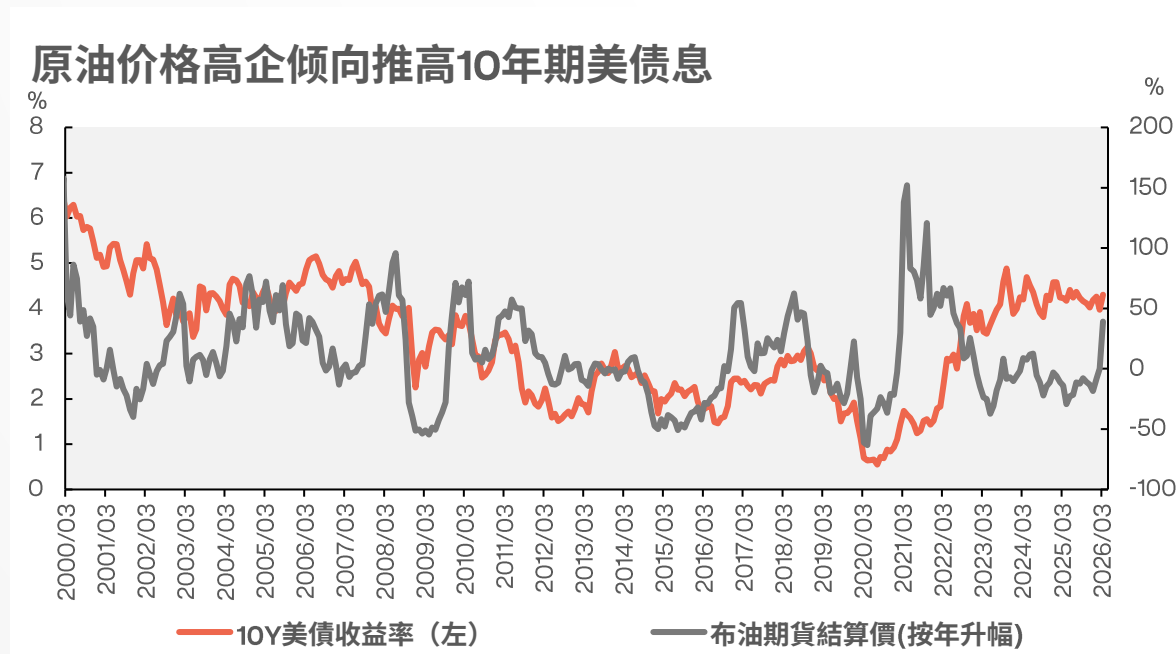
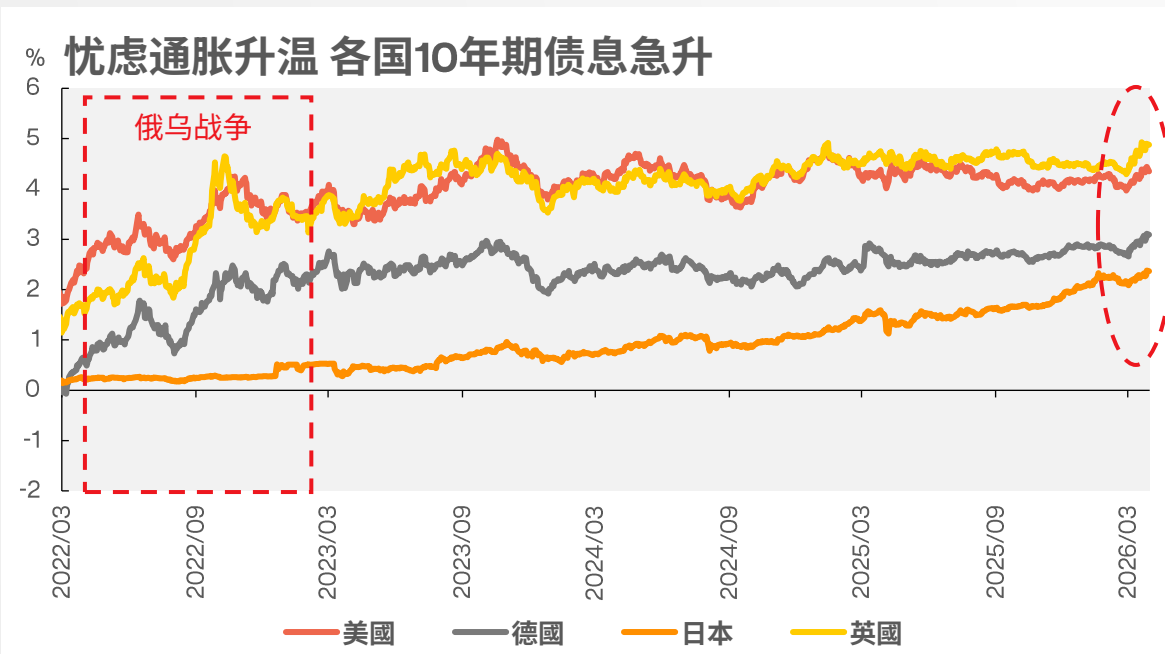
美伊冲突后，环球投资级别及高收益债券收益率均有所攀升，但信用利差的扩大幅度有所不同，全球投资级别债的信用利差扩阔幅度较全球高收益债小，在环球通胀及经济具有不确定性之下，投资级别债信用风险较高收益债低，预期企业违约率继续保持低位，可以为债券组合带来稳定收益。然而，高收益债券中的能源企业或能受惠油价升幅，有望改善财政状况及评级，可作策略性部署。

新兴市场美元债于冲突后信用利差扩阔并不严重，债息的抽高及价格波动主要来自于国债收益率的推升，而非企业或国家基本面的恶化。新兴市场美元债绝对收益率仍然吸引，为投资者提供充足的利息缓冲，而部份新兴市场具备能源及商品出口优势作「保护」，表现跑赢其他新兴市场国家，亦可作选择性配置。



## 环球债市：地缘冲突重塑第二季环球债市格局

- ❑ 踏入2026年第二季，中东局势成为债市最大变数，冲突导致能源运输受阻，原油价格急升，触发全球市场对通胀升温的忧虑，债市气氛主要受通胀忧虑所主导，多于传统避险资金泊入债市。
- ❑ 各国10年期国债息率在冲突后一个月累计升幅达20至60点子，然而对比2022年俄乌战争时，各国10年期债息由极低水平快速抽升，是次冲突发生前，利率处于相对高的水平。
- ❑ 原油是全球通胀的领头羊，过去数据显示油价与10年期美债息走势高度同步，油价上涨，市场会预期未来通胀压力加大或预期政策趋紧，布油于3月美伊冲突中冲高至超过110美元，推高10年期美债收益率。

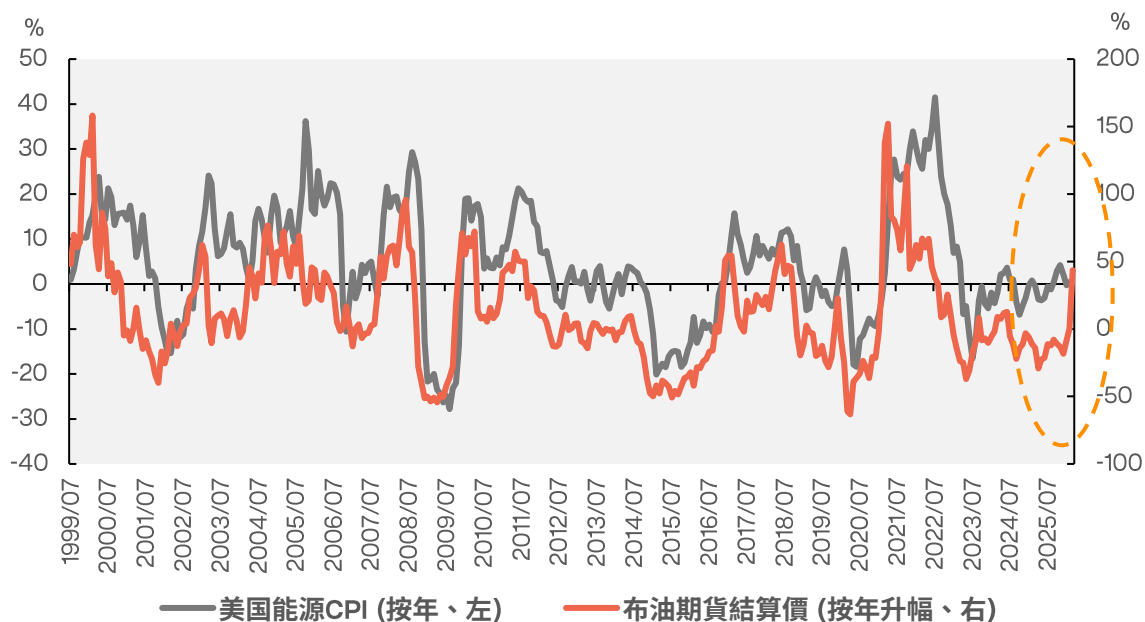




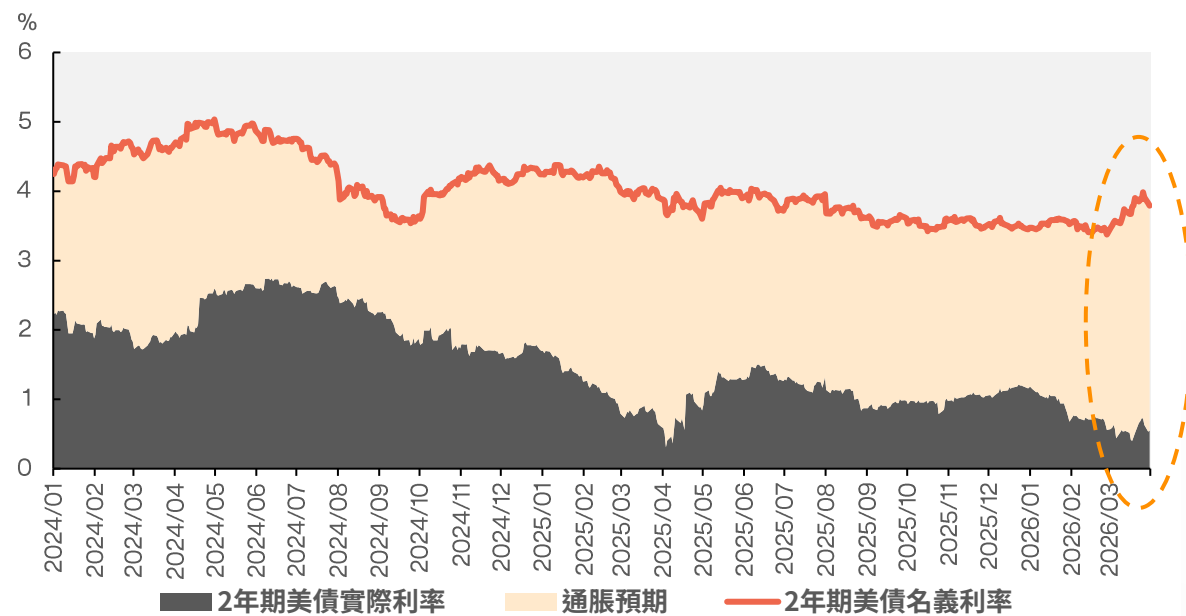
## 美国国债：通胀预期大升，减息前路变数增

- 美伊冲突带动油价急升，布兰特期油在3月升幅超过60%，能源价格上升的影响将反映于未来数月能源CPI的升幅。
- 美债息急升，美伊冲突后一个月，美国2年期国债息率累计升幅42点子，一度升穿3.9厘水平。图表显示，在经历了2025年下半年的缓步下滑后（由4%一度跌至3.4%水平），2年期美国国债名义利率在今年3月份起因地缘冲突显著反弹。
- 近期名义利率的攀升，主要受到通胀预期快速扩大所驱动，由于实际利率仍处于相对低位（约0.4%至0.6%区间），而通胀预期垫高了名义利率，反映市场对「滞胀」的忧虑及早期定价。

### 油价急升将加大通胀压力



### 通胀预期推升美国2年期国债息率

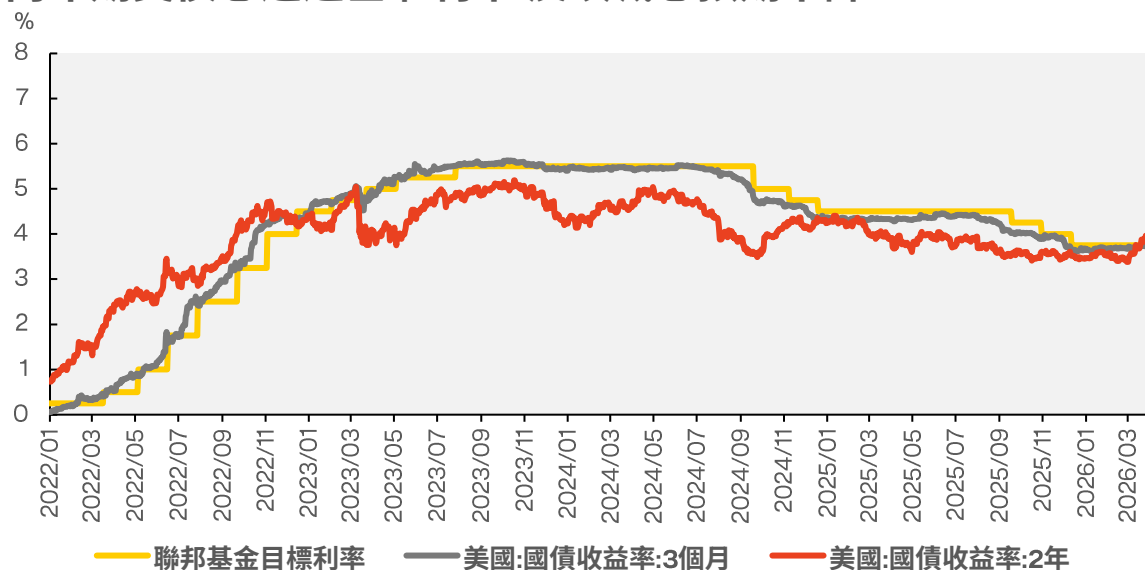




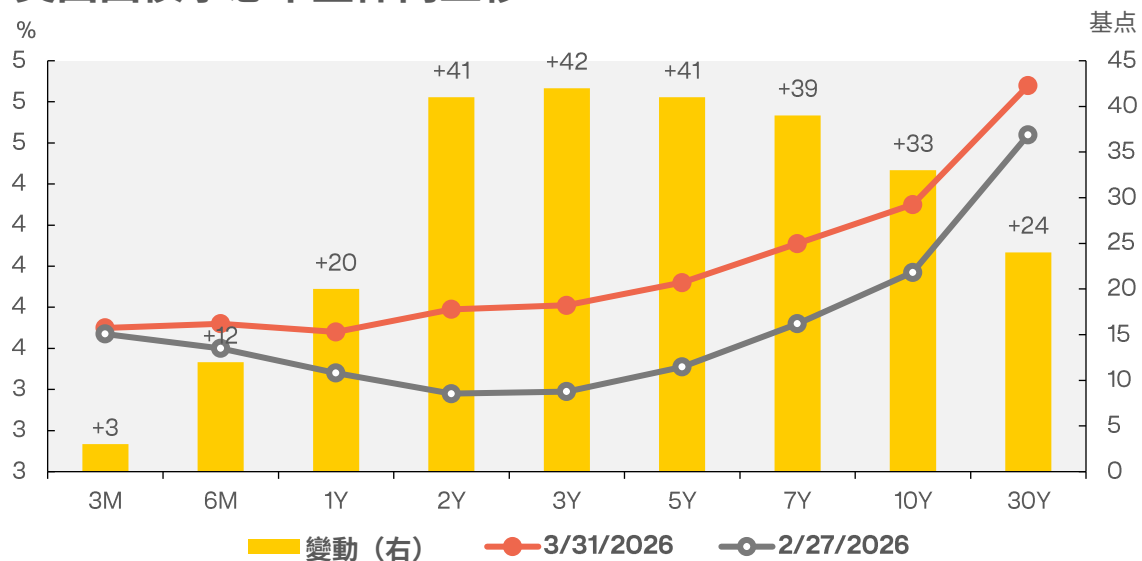
## 美国国债：核心部署中段曲线，控制存续期于短至中期

- 因对通胀的忧虑和财政赤字预期，资金在债市避险短暂，美国国债收益率不跌反升，短债的收益率一度上升得更快，3个月国债息一般紧跟基准利率，2年期国债息则反映减息预期，左下图显示，最近一年2年期国债息一度早于基准利率下跌，市场对减息的预期提早反映。然而冲突后2年期国债息急升，单月急升42点子，逼近基准利率，反映市场预期减息空间已收窄。
- 对比美伊冲突发生前及3月31日的孳息率曲线，整体曲线向上移，基于通胀预期升温、减息预期下降，我们认为即使后续仍有减息空间，传导作用或集中于短期债，10年期国债息不一定会跟随回落。
- 我们看好孳息率曲线中段，存续期风险（duration risk）及波动较长债低，而持有收益（carry）则较短债吸引。

### 两年期美债息逼近基准利率 反映减息预期下降



### 美国国债孳息率整体向上移





## 环球债市：地缘政局不明朗之下，投资级别信用风险较低

- 美伊于二月底爆发冲突，所有类别债券的收益率均有所攀升，但信用利差的扩大幅度有所不同，全球投资级别债的信用利差，扩阔幅度较全球高收益债小，整体企业信用风险较高收益债低。
- 而亚洲高收益债的信用利差扩大最为显著，较全球及美国高收益大，反映亚洲作为能源进口国，部分企业受通胀成本影响较高。
- 整体而言，我们认为投资级别债防守性强，信用风险比较低，即使在环球通胀及经济具有不确定性之下，企业违约率仍能保持低位。普遍投资级别债提供4.6%-5%收益率，持有收益（carry）仍然吸引。

### 各类债券的风险与机遇

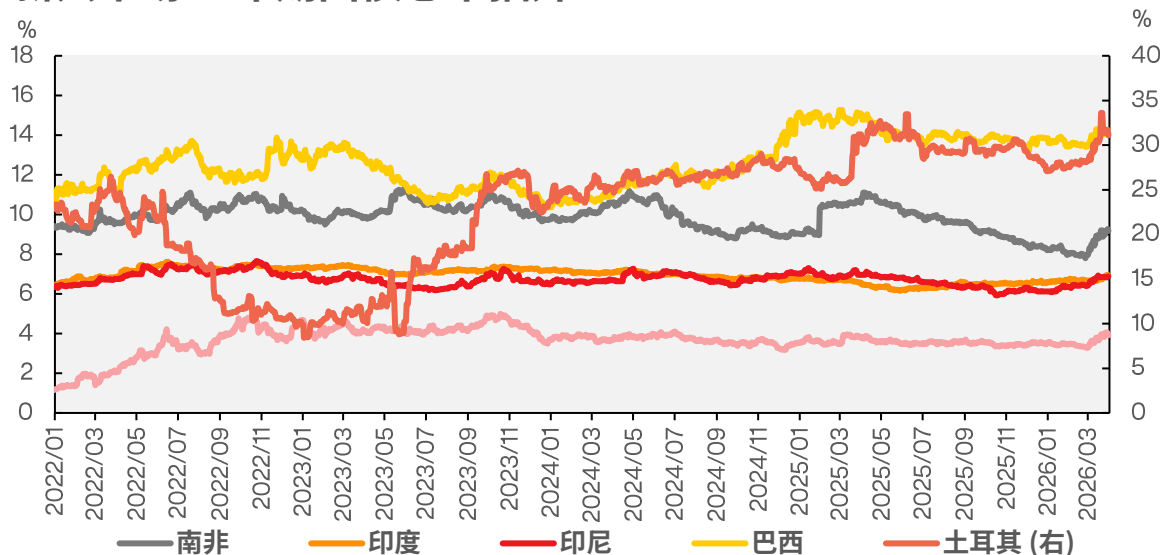
冲突前: 27/2	全球高收益	全球投资级别	美国高收益	美国投资级别	亚洲高收益	亚洲投资级别	新兴市场美元债
冲突前收益率	6.59%	4.24%	6.71%	4.73%	7.18%	4.32%	5.66%
3月31日收益率	7.41%	4.78%	7.40%	5.13%	8.56%	4.77%	6.28%
冲突前信用利差	3.07%	0.84%	2.91%	0.84%	3.49%	0.61%	1.82%
3月31日信用利差	3.42% (扩大35点子)	0.92% (扩大8点子)	3.17% (扩大26点子)	0.88% (扩大4点子)	4.50% (扩大101点子)	0.68% (扩大7点子)	2.09% (扩大27点子)
冲突至今表现	-2.47%	-2.85%	-1.18%	-1.98%	-2.91%	-1.75%	-2.89%
今年初至3月31日总回报	-1.31%	-1.27%	-0.5%	-0.54%	-0.33%	-0.32%	-1.35%



## 新兴市场债：收益率具吸引力，看好能源出口国受惠油价升幅

- 新兴市场美元债在3月31日收益率从美伊冲突前5.66%升至6.28%，而信用利差仅扩大27点子，反映债息的抽高主要来自于国债收益率的推升，而非企业或国家基本面的恶化。
- 2022年俄乌战争，新兴市场面对粮食与能源价格双双急升，巴西及印尼进入快速加息周期，以压制通胀。是次情形有所不同，巴西、印尼及墨西哥均具备能源出口优势作「保护」，5年期债息升幅远较土耳其为低，加上巴西及南非仍有一定的减息预期作支持。
- 新兴市场美元债绝对收益率仍然吸引，6%以上的收益率为投资者提供充足的利息缓冲（carry cushion）。我们看好整体新兴市场美元债，特别是能源及商品出口国。

### 新兴市场10年期国债息率抽升



### 新兴市场债：能源出口国表现跑赢

5年期国债(本币)	2025年12月31日收益率	2026年3月31日收益率	收益率变化
土耳其	30.91%	35.82%	+491点子
印尼	5.77%	6.62%	+85点子
墨西哥	8.22%	8.97%	+75点子
巴西	13.57%	13.90%	+33点子
南非	7.35%	8.34%	+99点子



## 第二季债市投资策略

债券类别	部署策略	投资逻辑
美国国债	<ul style="list-style-type: none"> <li>10年期债息中枢上移至3.9% – 4.5%</li> <li>2年期债息中枢上移至3.4% – 3.9%</li> <li>核心部署中段曲线，存续期控制于短至中期</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>避开长端：油价上升推升长期通胀预期，同时战争导致的财政支出增加，政府或发行更多长债，这两者都会推高长债息，预期长端将受压</li> <li>核心配置曲线中段（5–7年期）：提供最佳的防御，存续期风险较长债低，当10年期债息上升时，5–7年价格跌幅相对可控，而持有收益（Carry）较短债吸引</li> <li>短端（2年或以下）：流动性高，可作防守性配置，但要留意通胀粘性限制美联储减息空间，2年期债息与政策利率高度锚定</li> </ul>
环球投资级别债	<ul style="list-style-type: none"> <li>增持投资级别</li> <li>亚洲投资级别整体优于欧美投资级别</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>防守性强，流动性高，即使经济增长放缓，企业违约率仍低，持有收益（Carry）仍然吸引</li> <li>投资级别债平均存续期较长，对10年期债息较敏感，可参考10年期债息上下区间调整存续期</li> </ul>
环球高收益债	<ul style="list-style-type: none"> <li>减持高收益</li> <li>策略性配置能源企业，或受惠油价上升</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>利差扩阔的风险上升</li> <li>慎防能源价格高企，影响企业盈利，利率走势亦影响再融资环境，违约率有上升的风险</li> <li>高息债类别中的能源企业，尤其是中小型页岩油商受惠油价上升，现金流改善，违约率及评级有机会改善</li> </ul>
新兴市场美元债	<ul style="list-style-type: none"> <li>看好整体新兴市场美元债</li> <li>选择性配置能源及商品出口国</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>绝对收益率处于高位</li> <li>利息缓冲（Carry Cushion）充足，总回报维持正面</li> <li>需留意如果美元偏强，较利淡新兴市场本币债</li> </ul>



## 债券：中国及亚洲债市展望



东亚联丰投资团队



## 债券：中国及亚洲债市展望

- 中东局势不稳，但亚洲投资级别和高收益美元债券仍展现韧性
- 冲突对亚洲投资级别债券影响可控，利差维持强韧
- 南韩金融和印度投资级别债券具吸引力；中国银行债和印尼主权债券估值偏高
- 亚洲高收益债券受中东战事的影响较轻，因为板块与中东有直接收入或营运联系的发行人只占少数，但短期波动难免
- 商品价格上升，利好印度相关高收益债券；中国内房债宜聚焦质素较佳发行人
- 中东战争和油价走势等因素或令亚洲投资级别及高收益债券市场短期波动，但基本面依然稳固，新债供应有限。若市场回调，投资者大多会视之为趁低吸纳的良机



## 目录

- 01 宏观策略
- 02 宏观经济
- 03 股票
- 04 债券
- 05 外汇
- 06 商品
- 07 季度资产配置



## 外汇：伺机而动



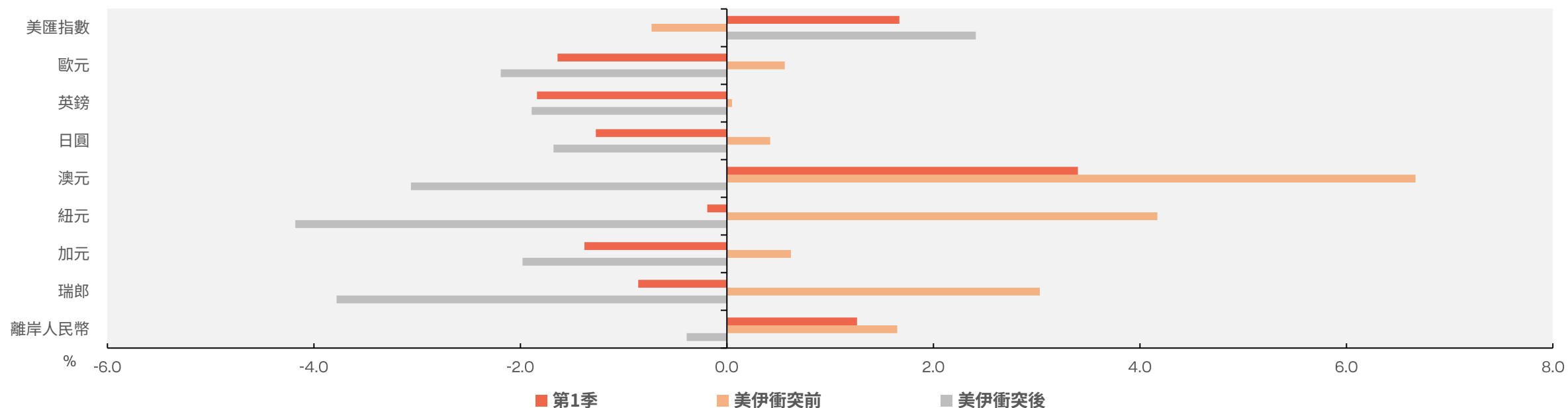
**吴永强**  
东亚银行财富管理处投资策略师



## 外汇市场2026年第1季回顾

- 美伊冲突是外汇市场走势在第1季的转折点。在冲突爆发前，美元维持偏弱，主要非美货币均录得上升。当中，澳元及纽元的表现最佳。
- 美伊冲突爆发后，避险情绪高涨，加上能源价格飙升令通胀预期升温，美元成为资金避险的首选。
- 总结2026年第1季，美伊冲突爆发后，美元持续走强。季内，美汇指数升1.67%；澳元及离岸人民币均能向上；能源净进口地区的欧元和经济基本面较弱的英镑表现明显较逊色。

### 2026年第1季主要货币表现





## 外汇市场2026年第2季展望

- 美伊冲突带来能源价格急飙与避险需求骤增，中断了美元中长线走贬的市场共识。各主要货币在第2季的走势将取决于三大关键变数：第一，油气价格上涨的空间与延续时间；第二，高昂能源成本对通胀及实体经济造成的连带影响；第三，全球主要央行如何相应调整其货币政策。
- 我们预期第2季布兰特期油较大机会于每桶90美元上下徘徊，此价格低于美伊冲突爆发后约1个月平均98美元的水平，但相比冲突前一年约67美元的均价依然高出不少。基于油价预期在可控范围的基本情境，我们相信环球主要央行未必会如利率期货市场在3月底时预测般，会在今年内大幅收紧货币政策，整体料会倾向按兵不动或轻微收紧，而美联储则仍有减息机会，但最快或在第4季始出现。
- 预计季内外汇市场将出现走势分化的局面，美元的强势料将延续一段日子，而一众非美货币则需要时间来修复失地。
- 倘若美伊局势显著缓和或达成停火，加上霍尔木兹海峡迅速重开，美元的上升动力预料会迅速减弱。不过，预期地缘政治局势仍将偏于紧张，全球石油供应难以完全回复常态，加之美联储的减息步伐或转趋审慎、减息的时点亦有机会或较市场预期更迟，美汇指数预计较难出现大幅度回落。
- 非美货币中，我们较看好息差优势较明显且受能源价格干扰影响较少的澳元、经济韧性较强且具有贸易顺差优势的离岸人民币；看法中性的货币包括瑞郎、纽元、日圆及英镑；轻微看淡的是受能源问题冲击较大的欧元，以及经济基本面较弱和未必能够进取加息的加元。
- 须留意霍尔木兹海峡的石油运输航道若能大致回复正常，非美货币短线或有明显反弹，其后走势将取决于各国最新的经济基本面及利率情形。
- 我们本季给予外汇市场的标题是「伺机而动」，由于美伊冲突发展具高度不确定性，其对通胀、经济前景及货币政策的变化有举足轻重的影响，投资者应等候局势进一步明朗后才作更进取的部署。



## 外汇市场2026年第2季展望

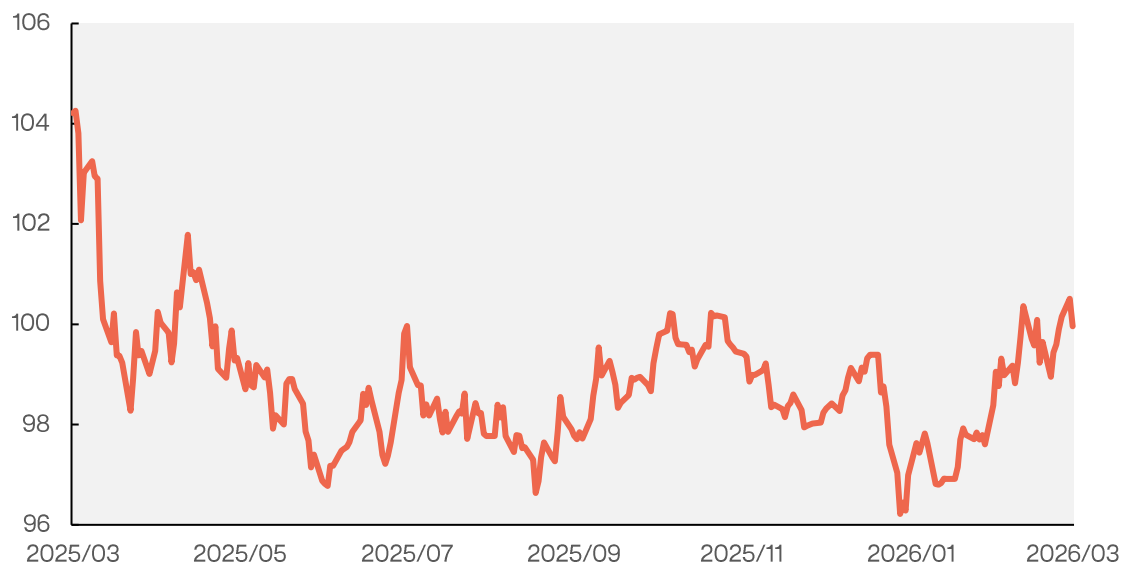
货币	第2季展望	第2季波动区间预测	2026年12月底目标价
美汇指数	中性	97.00至101.00	96.00
澳元	看好	0.6800至0.7100	0.7300
离岸人民币	看好	6.8400至6.9300	6.8000
瑞郎	中性	0.7700至0.8100	0.7800
纽元	中性	0.5700至0.6100	0.6200
日圆	中性	155.00至161.00	153.00
英镑	中性	1.3000至1.3500	1.3400
加元	轻微看淡	1.3600至1.4000	1.3600
欧元	轻微看淡	1.1300至1.1700	1.1800



## 美元指数 - 中性

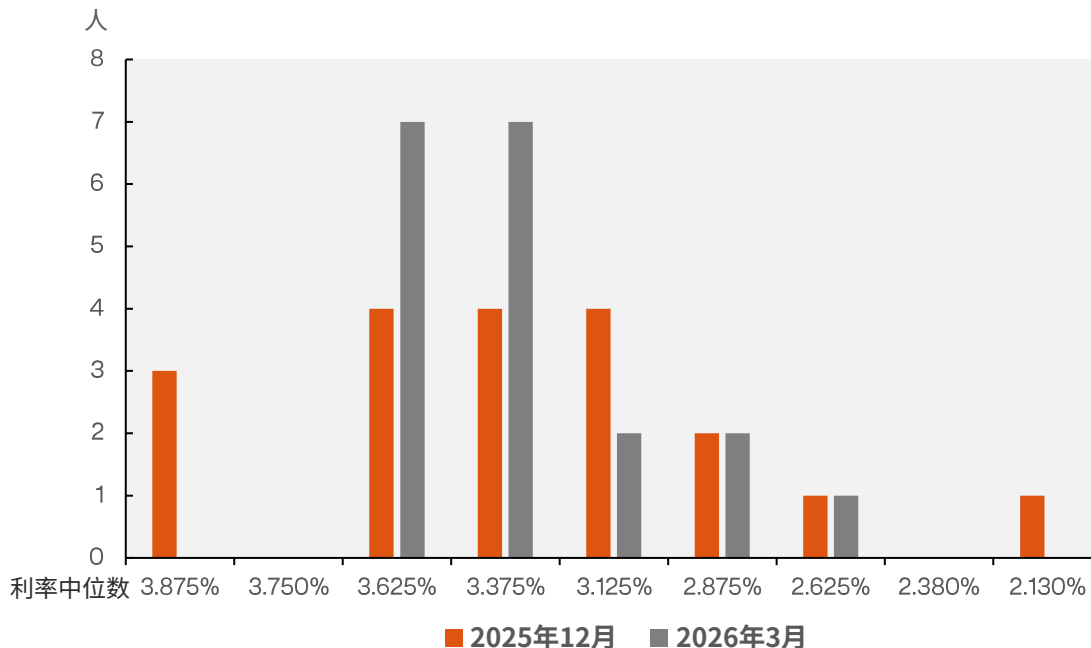
- 美国在3月的议息会议中，整体释出轻微偏鹰的取态，迭加美伊冲突高度不明朗性，料支持美元短期走势。
- 美元指数涨势由避险情绪主导转为担忧高通胀率将终结美联储的减息周期。美联储对利率路径的预测暂未因美伊冲突而改变，3月公布的最新点阵图中位数显示，维持今年及明年各减息1次的预测。委员立场分布较去年12月偏鹰，认为要减息两次或以上的委员人数由8人减至5人。
- 美联储在3月份公布的最新经济预测摘要，将今年的PCE通胀及核心PCE通胀预测分别由2.4%及2.5%，上调至2.7%。

### 美元指数过去1年走势图



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 美联储委员认为今年至少减息两次的人数减少



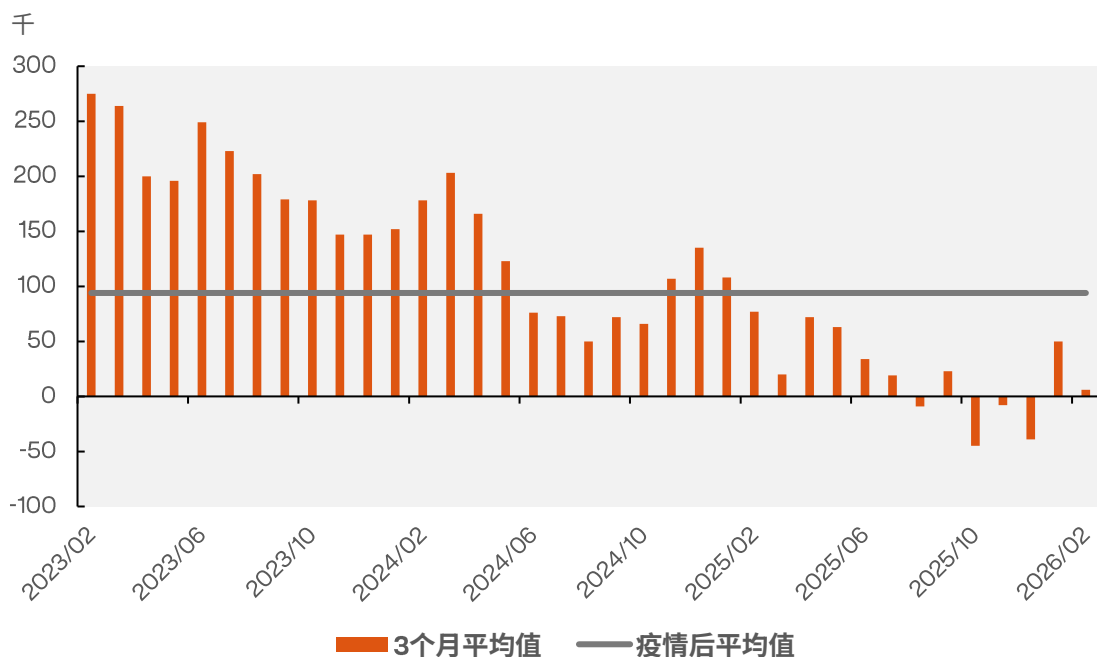
资料来源：美联储，数据截至2026年3月31日



## 美汇指数 - 中性

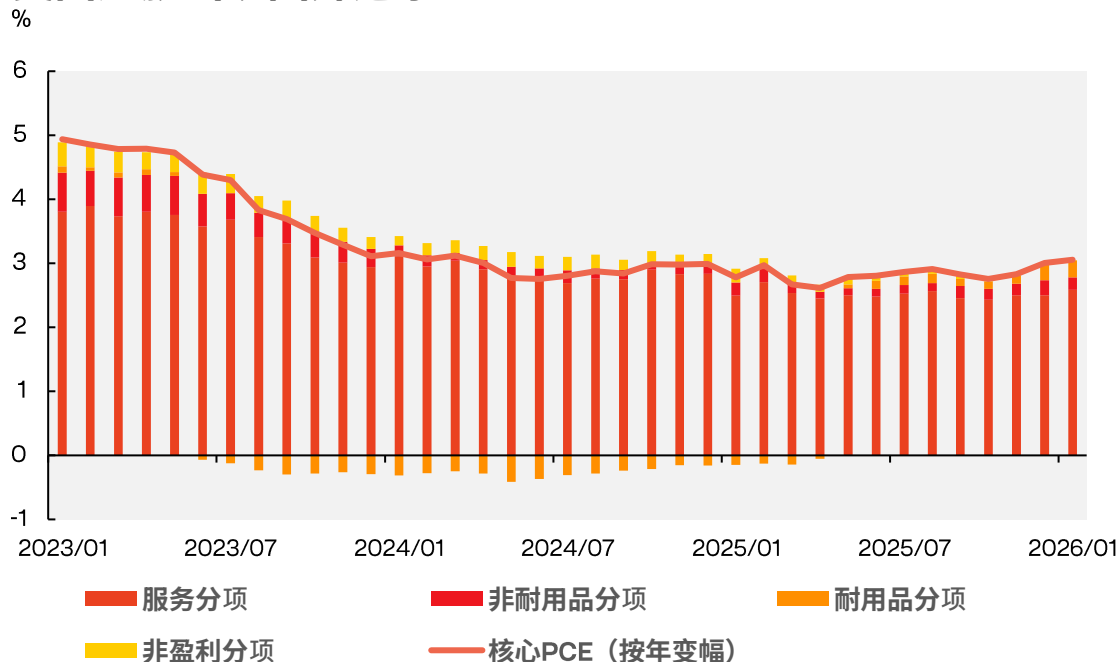
- 美伊冲突若逐步平息，料市场将重新关注美国经济的基本面。美国就业市场复苏情况起伏不定，截至2026年2月，非农就业数据3个月平均虽然连续两个月处于增长，但增幅仍处偏低水平。就业市场数据未明显持续转强也为美联储留下减息空间。
- 东亚银行经济研究部将今年美联储减息次数的预测由3次降至1次；若就业市场疲弱及通胀未有大幅上行，减息次数有机会达两次。
- 我们预计美汇指数在第2季的波幅范围为97至101，给予中性。2026年12月目标价为96。美伊冲突发展具高度不确定性，须警惕上行风险。

### 美国非农就业数据（3个月平均）



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 美国通胀出现回升迹象



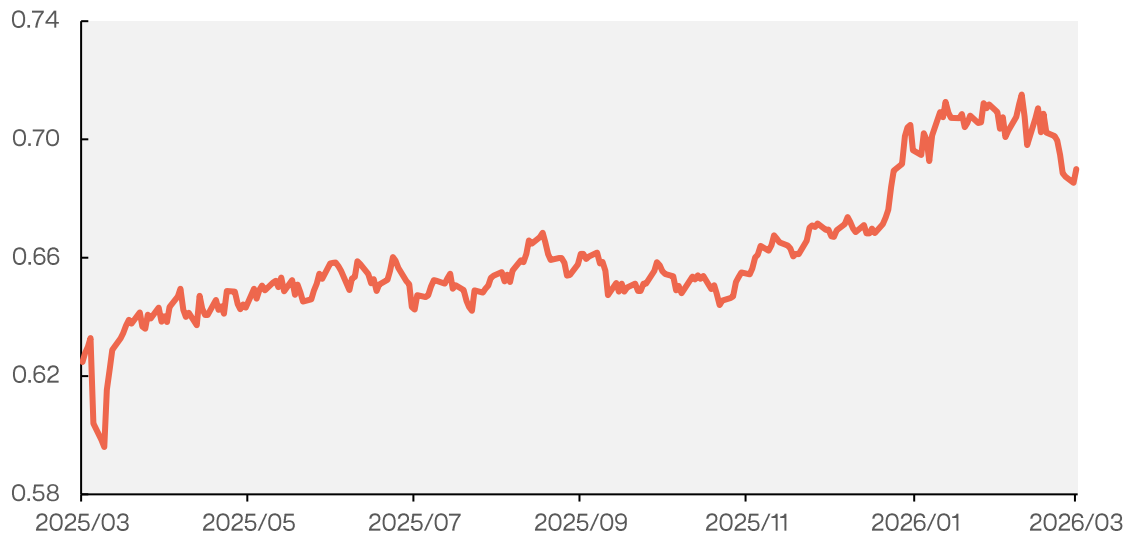
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 澳元 - 看好

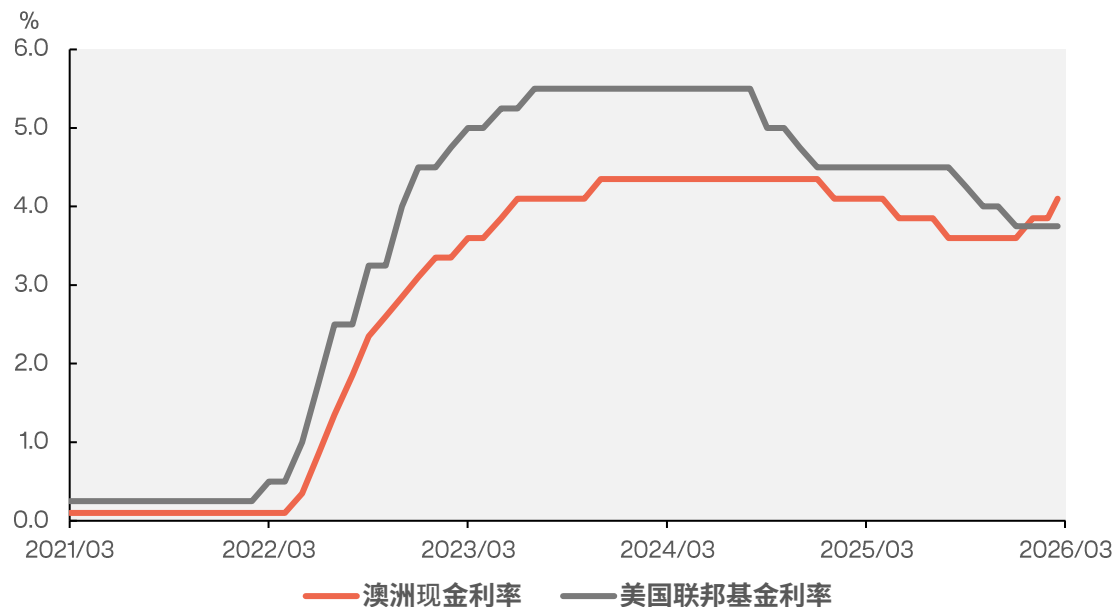
- 澳洲央行在3月的议息会议中决定再加息25点子，现金利率升至4.1%，其政策利率为G10货币当最高，进一步巩固其息差优势。
- 澳洲央行行长布洛克在3月议息会议后提到，3月的加息决定是因国内超额需求引发通胀所致，与美伊冲突导致石油价格上升无关，但强调能源价格上升有机会推升当地通胀。她亦指出，现时利率水平处于「中性区间的中间位置」。
- 澳洲2月CPI按年升3.7%，截尾CPI录得按年升3.3%，略低于预期，但仍高于澳洲央行2%至3%的目标水平，相关数据尚未反映国际油价急升。预期澳洲通胀在第2季仍高于央行的目标水平。市场预期澳央行将继续加息，截至3月31日，利率期货显示澳洲在今年底的隐含利率为4.69%。

### 澳元兑美元过去1年走势图



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 澳洲政策利率高于美国



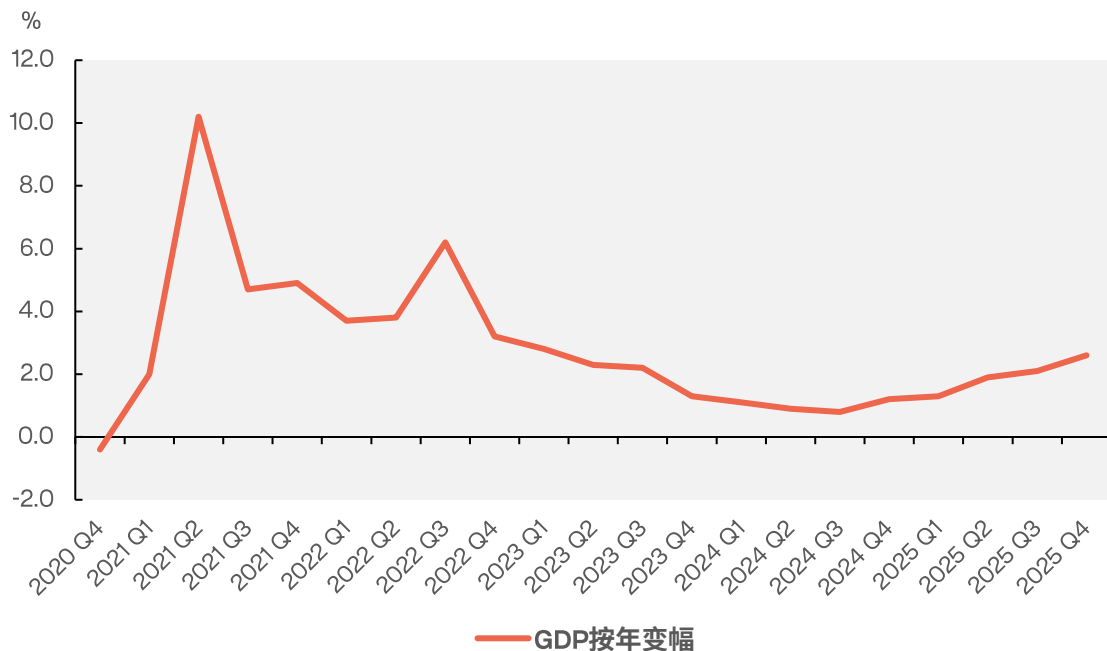
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 澳元 - 看好

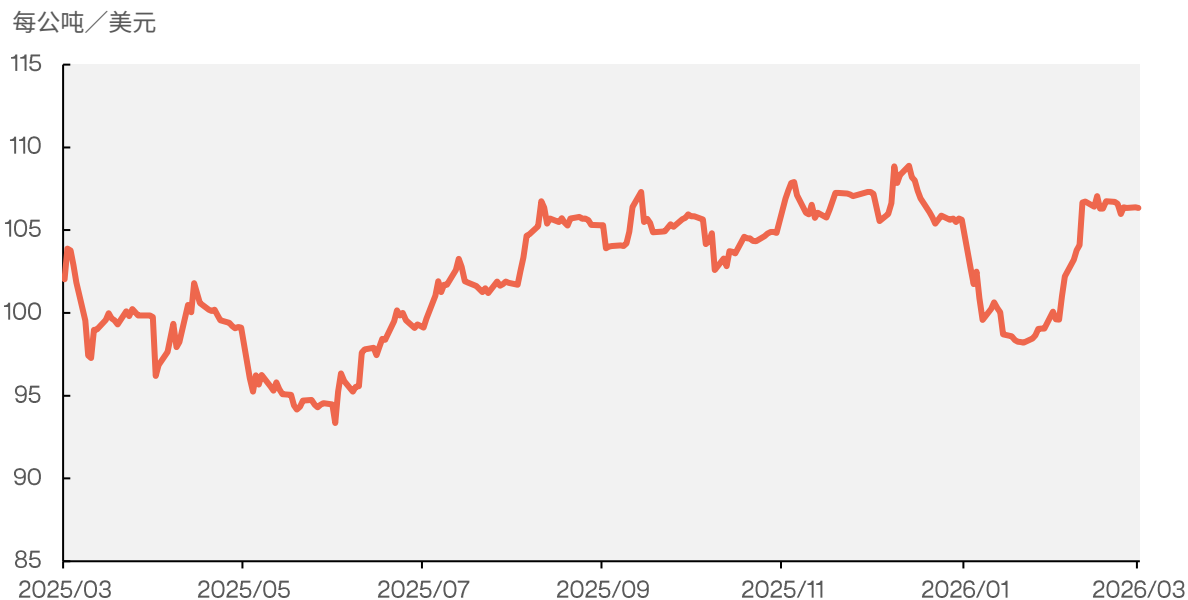
- 澳洲连续5个季度GDP按年增长录得加速，去年第3季及第4季的经济增速高于2%的水平。据彭博综合市场预测，澳洲在今年的GDP按年增长可达2.1%，为2023年后最高。当地经济具韧性预期能为进一步加息带来空间。
- 中国经济有进一步改善迹象，料经济活动增加将带动澳洲的铁矿石及动力煤等商品的需求，有助改善澳洲的贸易条件（Terms of Trade）。
- 我们预计澳元兑美元在第2季的波幅范围为0.68至0.71，给予看好，2026年12月目标价为0.73。

### 澳洲经济增长稳步加速



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 铁矿石价格正在回升



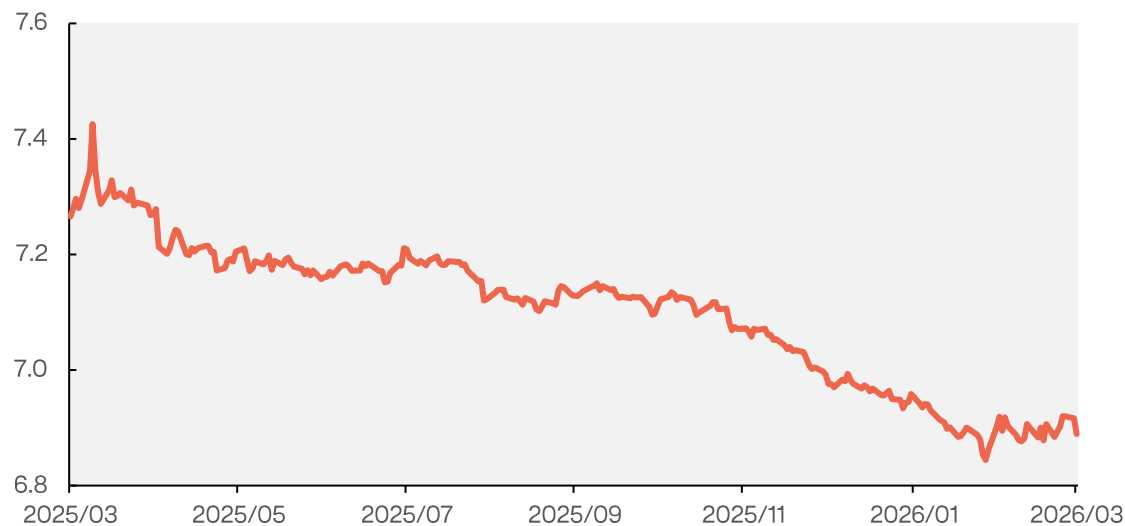
资料来源：Refinitiv，数据截至2026年3月31日



## 离岸人民币 - 看好

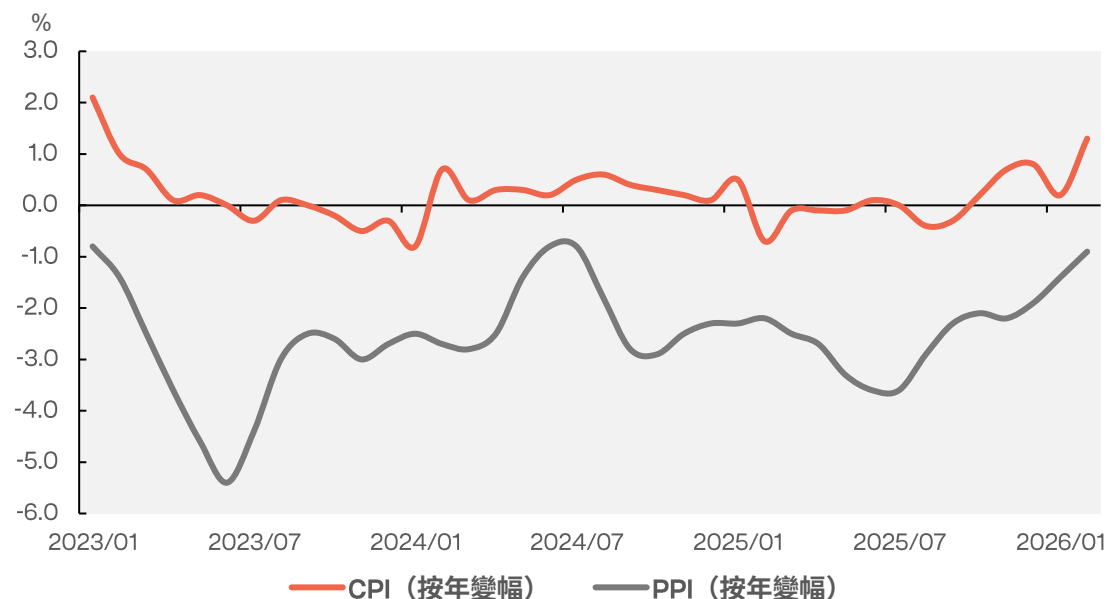
- 中国3月的PMI胜市场预期并重回盛衰分界线上；首两个月的零售、工业及固投等经济数据均胜预期；CPI、PPI回升势态持续；多项经济数据展现出韧性，有较好的基础应对外围经济波动。
- 石油于2025年占中国能源消费总量仅约18%，低于全球约30%水平；中国长期与伊朗保持密切外交关系，若霍尔木兹海峡局部重开，相信中国油轮有望获优先通过，能源价格上涨对中国经济冲击预期低于其他能源净进口国。
- 自美伊冲突爆发后，在岸人民币中间价由6.9228曾最多上调至6.8898。人行行长潘功胜称，中国无必要也无意通过贬值获取贸易竞争优势。

### 美元兑离岸人民币过去1年走势图



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 中国通缩危机料已大致缓和



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 离岸人民币 - 看好

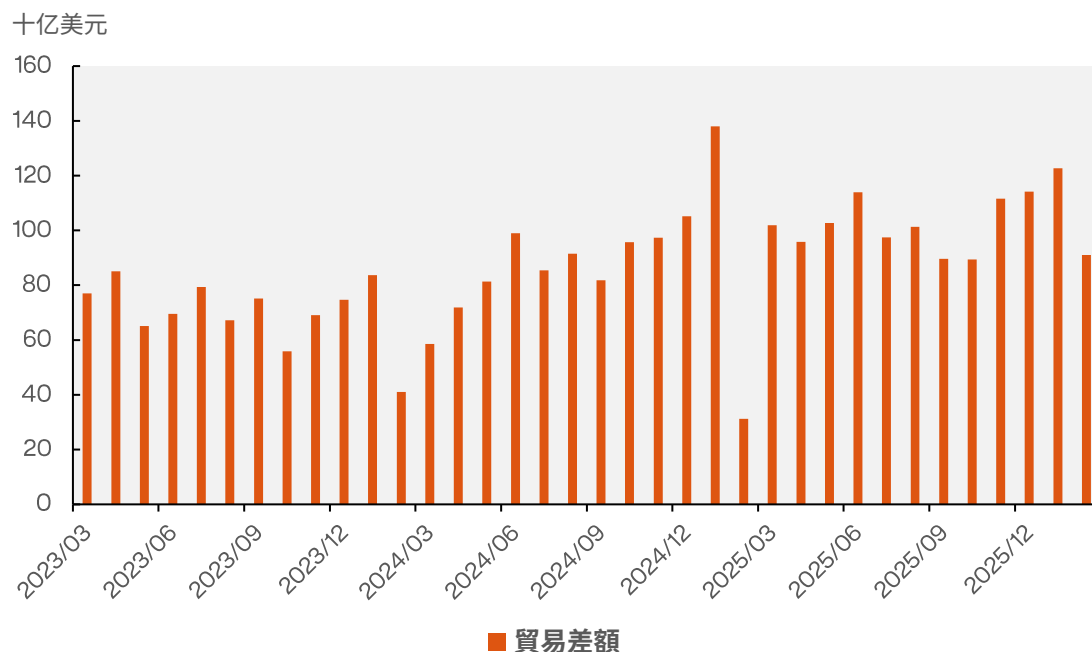
- 中国去年贸易顺差高达1.19万亿美元，庞大贸易顺差提供持续而强劲外汇供给；须警惕人民币升值过快将压抑出口，人行或会限制升值速度。
- 人行在3月将远期售汇业务的外汇风险准备金率由20%下调至0%，抑制人民币过快升值，但相信人民币双向波动走强的趋势不会因而受阻。
- 美国总统特朗普计划5月访华，美国白宫称中国国家主席习近平今年内会回访美国，中美关系若缓和及关税税率若能降低，将利好中国经济。
- 我们预计美元兑离岸人民币在第2季的波幅范围为6.84至6.93，给予看好。2026年12月目标价为6.8。

### CFETS人民币汇率指数于3月中突破100水平



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 中国贸易顺差正逐年扩大



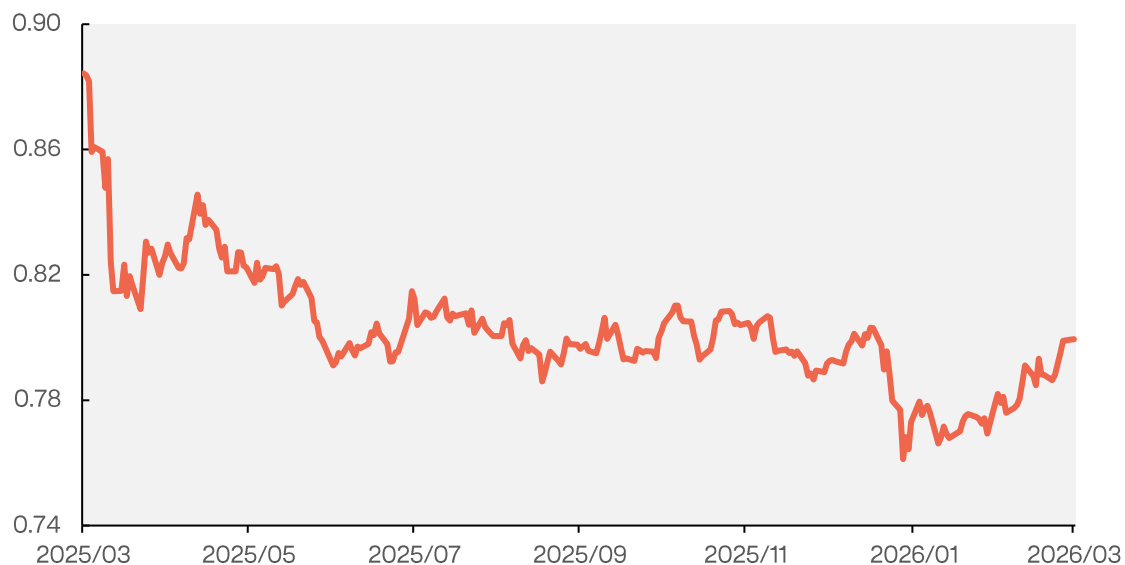
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 瑞郎 - 中性

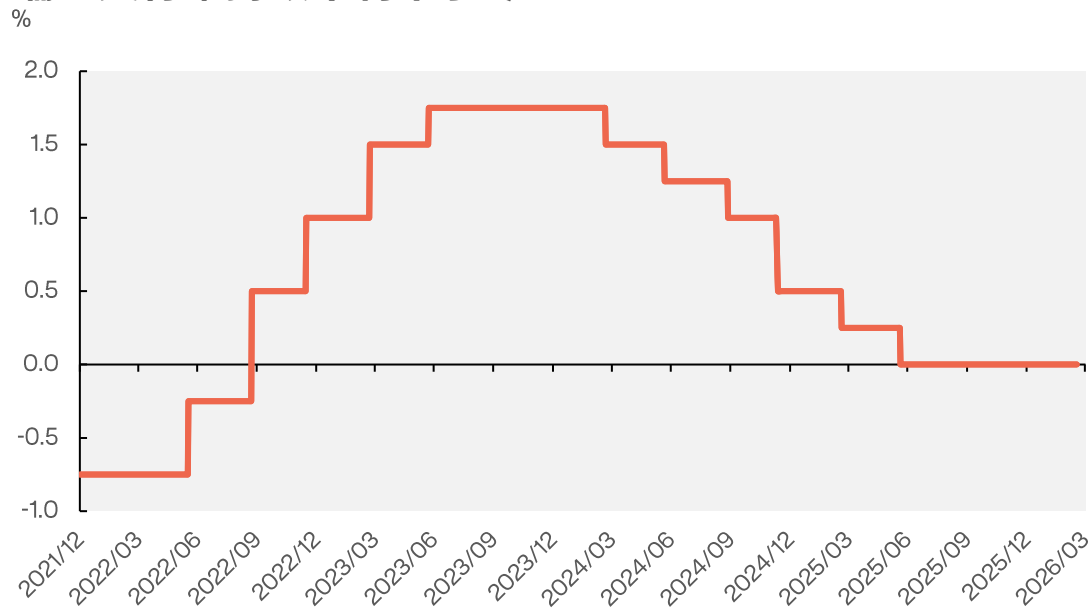
- 瑞郎在第2季的走势主要受避险情绪及政策讯号互相牵扯。
- 美伊冲突发展仍充满变数，加上更多潜在的地缘政治风险，预期具有高流动性、地缘政治环境较稳定及具有经常帐盈余等避险属性的瑞郎会继续是资金避风港及投资者恒常用作对冲市场风险的工具。
- 环球通胀预期升温和各主要央行转鹰，作为低利率货币的瑞郎或会受压。

### 美元兑瑞郎过去1年走势图



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 瑞士央行维持政策利率于零



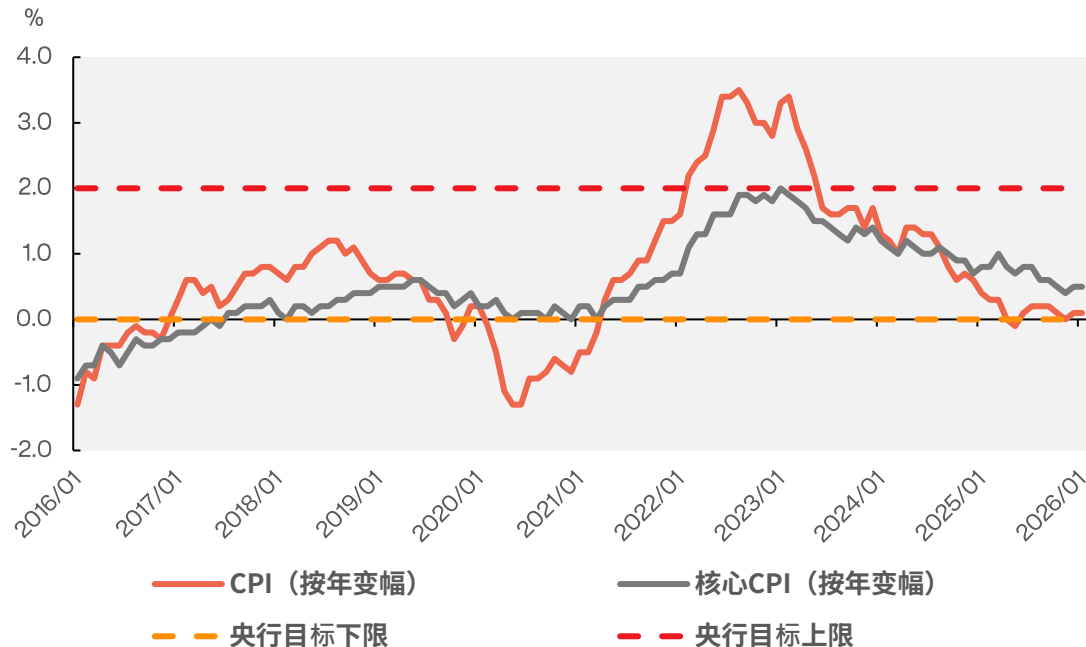
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 瑞郎 - 中性

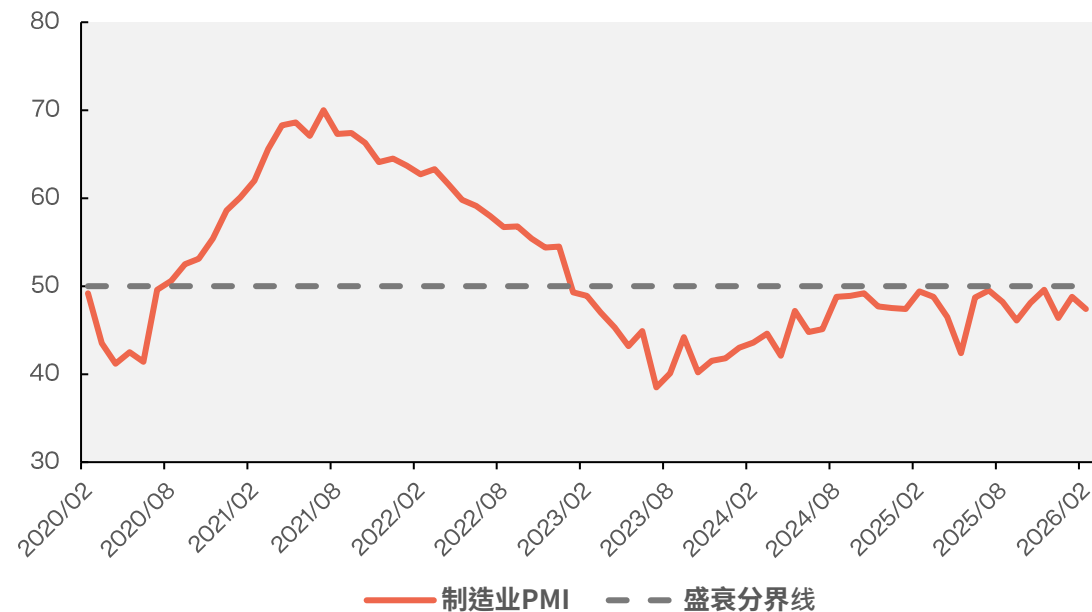
- 瑞士央行在3月初罕有发出口头干预指，央行已准备随时出手干预，以遏制瑞士法郎的快速及过度的升值。
- 预期瑞士央行或会再出口术甚或在市场出手沽瑞郎，避免瑞郎急速升值会为瑞士带来通缩问题及抑制出口。不过，近期瑞郎升值压力有机会因环球能源价格上升带来通胀而获得部分抵销。预期考虑对养老金、储户及金融行业的潜在负面影响，瑞士央行再次推行负利率的机会较低。
- 我们预计美元兑瑞郎在第2季的波幅范围为0.77至0.81，给予中性的看法。留意若央行干预带来短期低买的机会。2026年12月目标价为0.78。

### 瑞士有机会陷入通缩



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 瑞郎走强对制造业带来压力



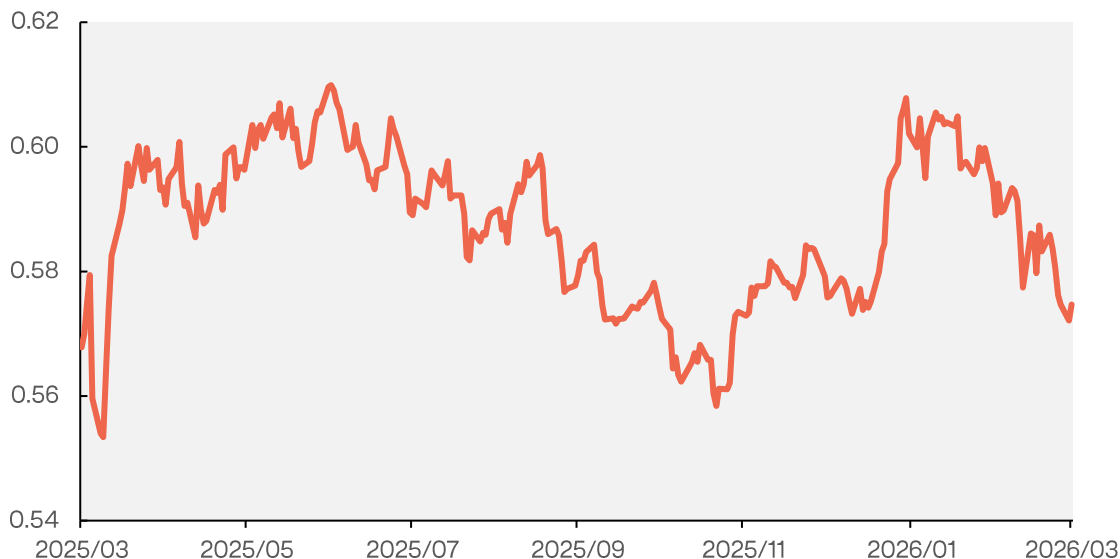
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 纽元 - 中性

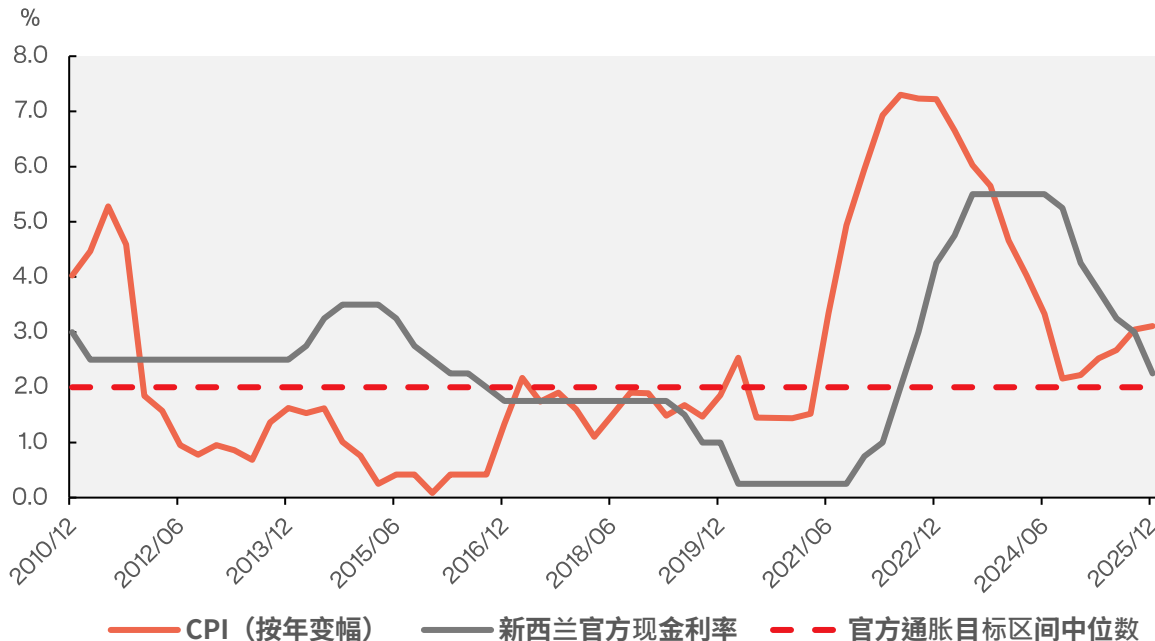
- 纽西兰央行在2月议息会议时指，货币政策立场仍须保持宽松，以支持经济复苏。不过，纽西兰财政部预测美伊冲突若出现「最坏情景」，油价或上涨至每桶135美元，并会推升纽西兰的通胀率至3.7%，有机会加快纽央行加息步伐以压抑通胀，惟料因供应干扰带来通胀的加息，只能短暂利好纽元。
- 纽元作为传统高风险偏好货币，若美伊冲突有缓解且对全球经济影响可控，纽元反弹力度或较其他货币强。

### 纽元兑美元过去1年走势图



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 油价若推升通胀或加快纽央行加息



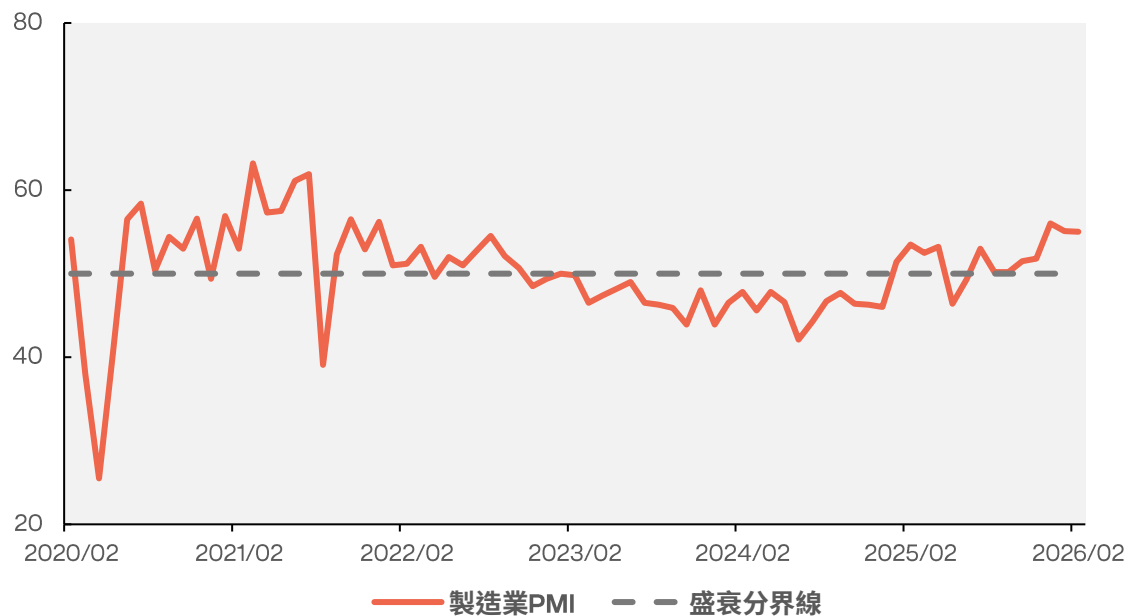
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 纽元 - 中性

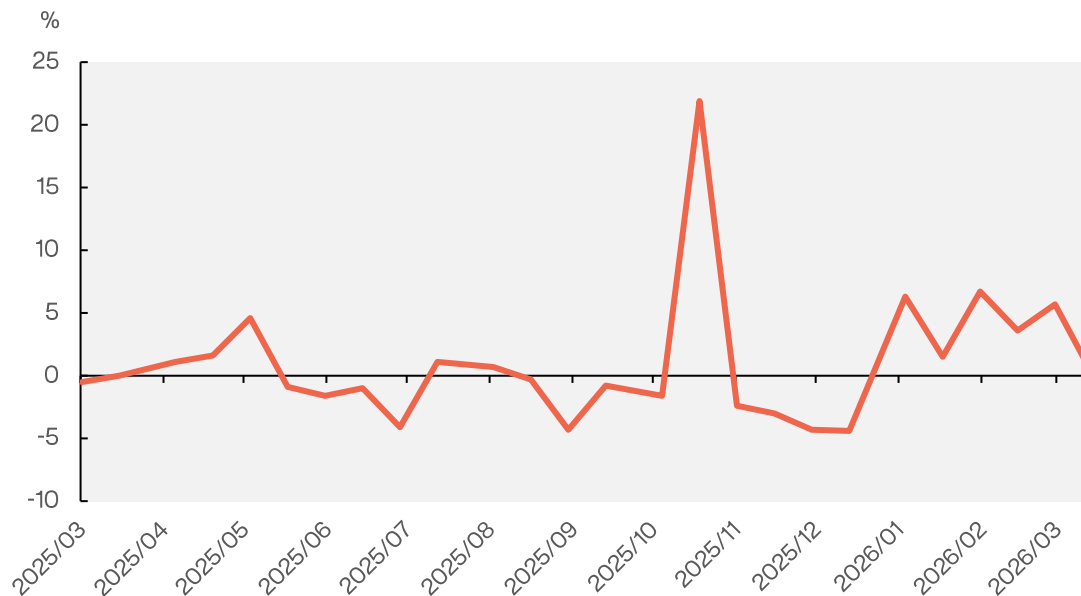
- 新西兰在3月公布的去年第4季GDP及失业率均逊市场预期，但属领先指标的BNZ制造业PMI自去年12月起连续3个月企于55水平或之上。
- 奶制品是新西兰主要出口产品，全球奶制品贸易拍卖价格指数，截至3月17日连续6轮（每两星期公布一次）录得上升，有利出口收入增长。
- 我们预计纽元兑美元在第2季的波幅范围为0.57至0.61，给予中性的看法。2026年12月目标价为0.62。

### 纽西兰BNZ制造业PMI呈持续改善趋势



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 全球奶制品贸易拍卖价格指数近期持续向上



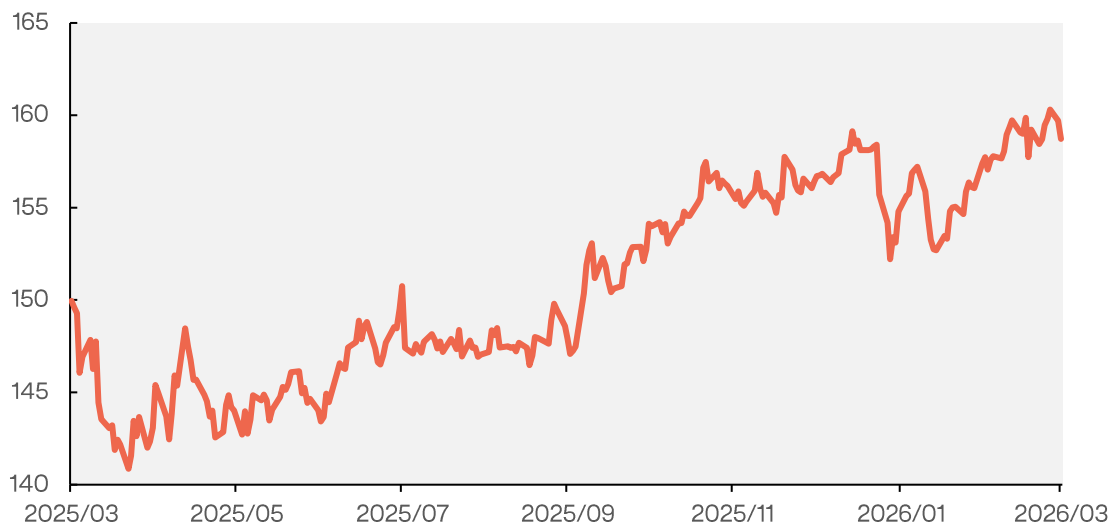
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 日元 - 中性

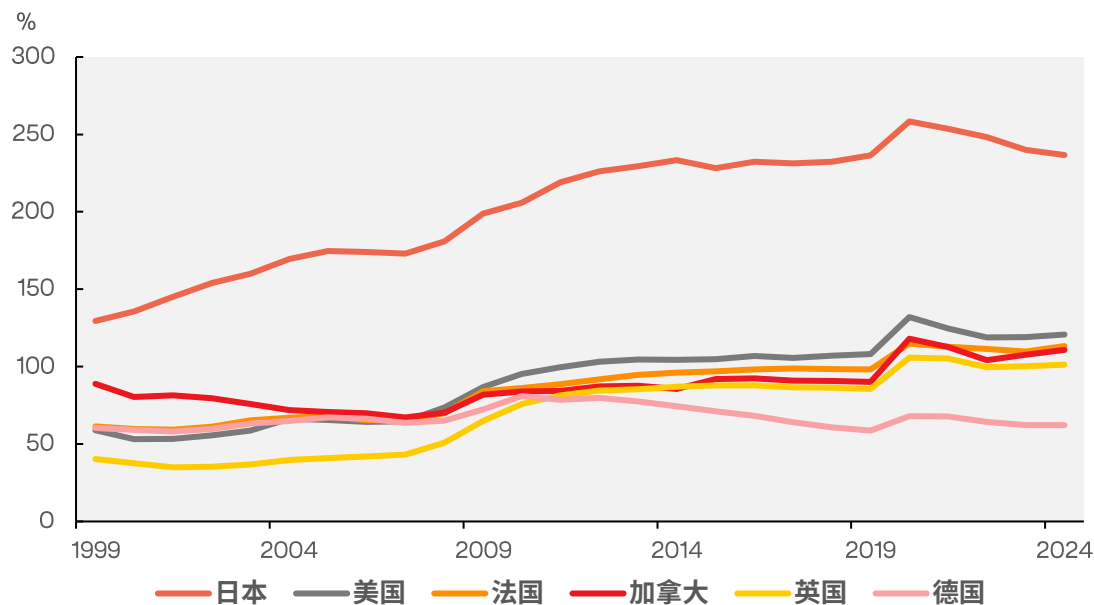
- 日本作为净石油进口国，油价若持续处于较高水平将令贸易赤字扩大，并推升通胀，压低实质利率，日央行亦会陷入加息与否两难局面。
- 除汽油紧急补贴措施外，若日本政府推出更多的财政刺激措施或补贴来缓解油价飙升对民众的影响，其财政风险疑虑可能再度浮现。
- 日本在3月议息会议维持利率于0.75%不变，日央行行长植田和男称会按最新情况，未有抹杀短期加息的可能。
- 日本的「核心·核心」通胀水平和薪资走势仍支持日央行进行加息。俗称「春斗」的日本劳资薪酬谈判的初步结果出炉，资方同意未来一年薪酬将平均增加5.26%，虽然略低于2025年的5.46%，但连续3年加薪幅度超过5%。

### 美元兑日元过去1年走势图



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 日本政府债务占GDP远高于其他主要发达国家



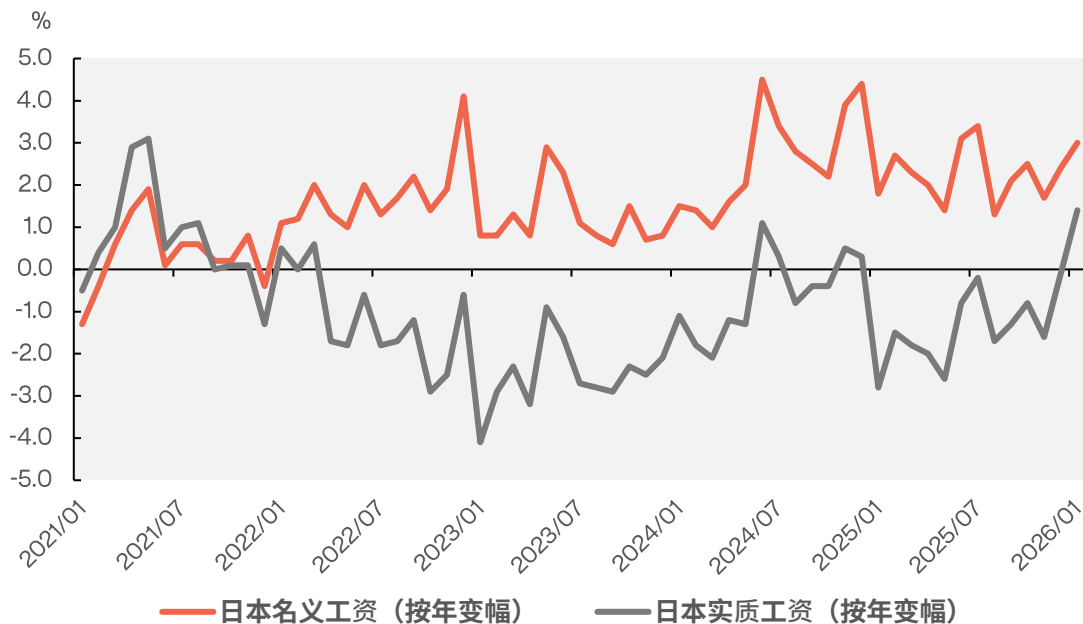
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 日元 - 中性

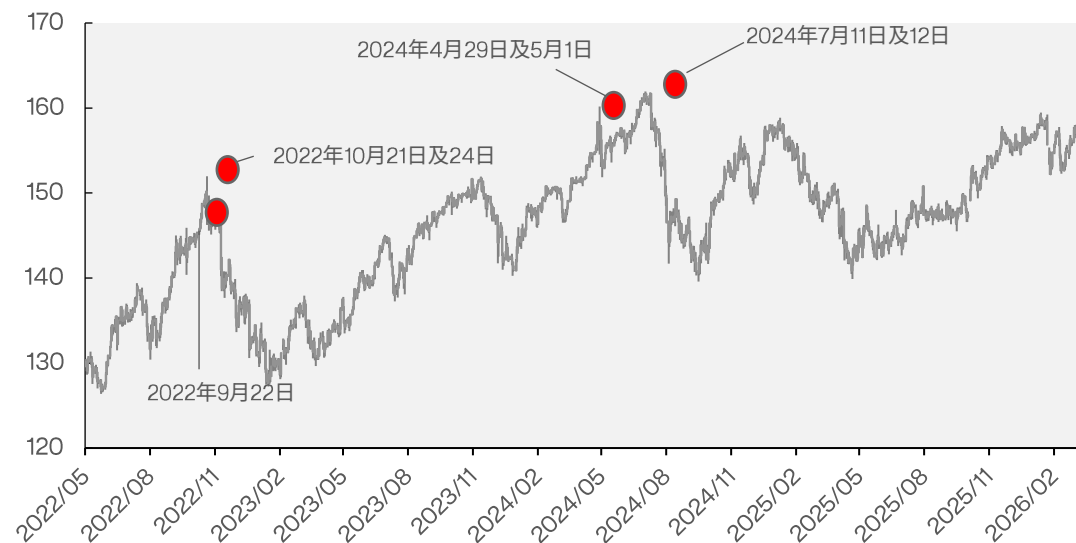
- 日元上行风险为日本政府出手干预，日本财务大臣片山皋月在3月中旬曾作出口头干预。
- 若进一步跌至160至162，料日本实际出手购买日元进行干预的机会将增加。在2024年期间曾于158至162水平附近，先后4次入市干预日元。
- 干预短期能刺激日元汇价，但日元若要持续走强，需要油价回落、更快速度的加息、以及日本政府展现出更具纪律的财政政策等配合。
- 我们预期美元兑日元在第2季的波幅范围为155至161，给予中性的看法。潜在干预及经济基本面有待转强互相牵制下，料日元或呈双向波动。2026年12月目标价为153。

### 日本的工资出现回升趋势



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 日本政府近年入市干预未能即时扭转日元弱势



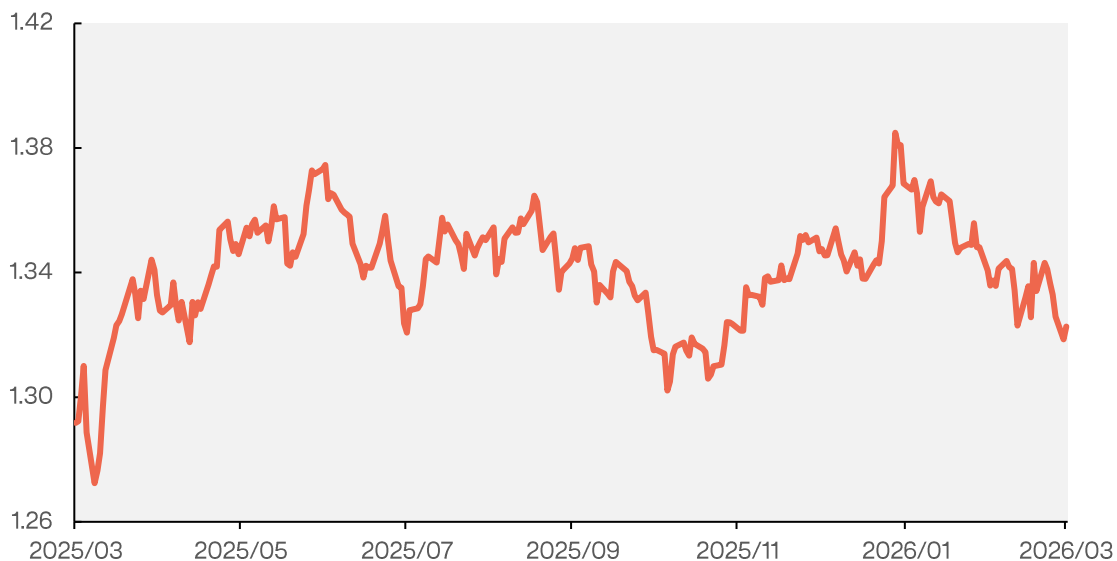
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 英镑 - 中性

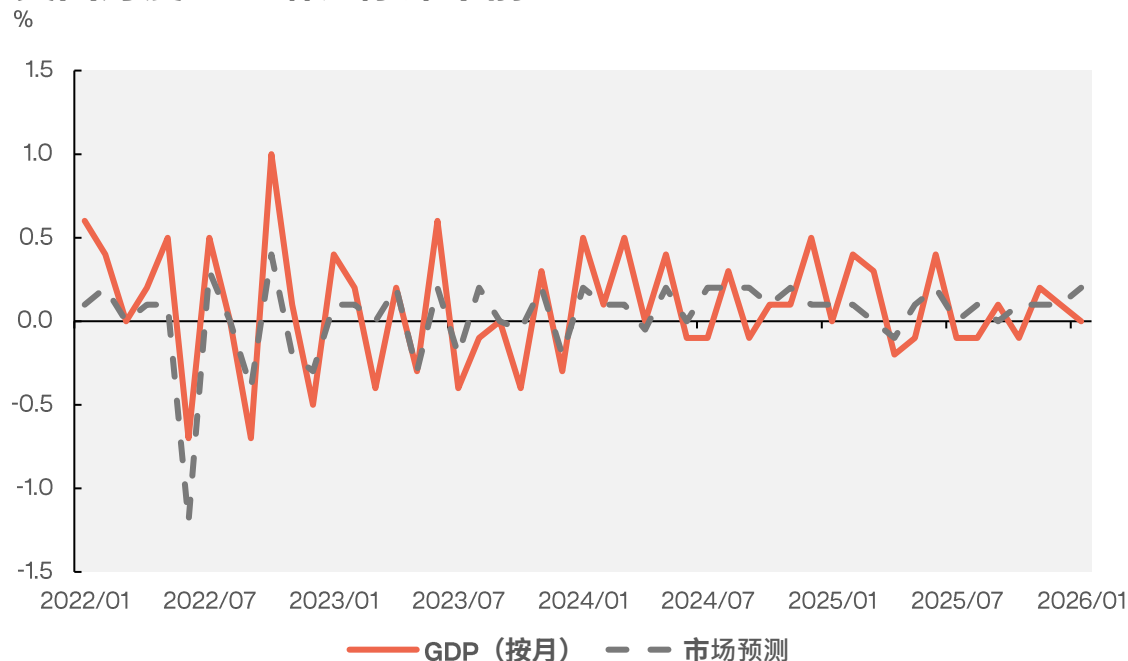
- 英镑在美伊冲突爆发后，表现相对具韧性，主因市场对英伦银行政策利率作出重新定价，由原先预期会进行减息，改为预期加息。
- 英伦银行在3月的议息会议中称会随时行动以应对通胀。英国指标利率达3.75%，若进一步加息将令其息差优势扩大，短期或为英镑带来支持。但当地经济环境仍相对疲弱，若美伊冲突缓和或油价回落，市场将重新聚焦于其表现平平的经济数据，对汇价带来压力。
- 英国1月GDP按月未有增长，低于市场预期的0.2%增长，制造业及工业产出同样逊于预期，突显经济在美伊冲突前已处于偏弱状态。

### 英镑兑美元过去1年走势图



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 英国月度GDP增长停滞不前



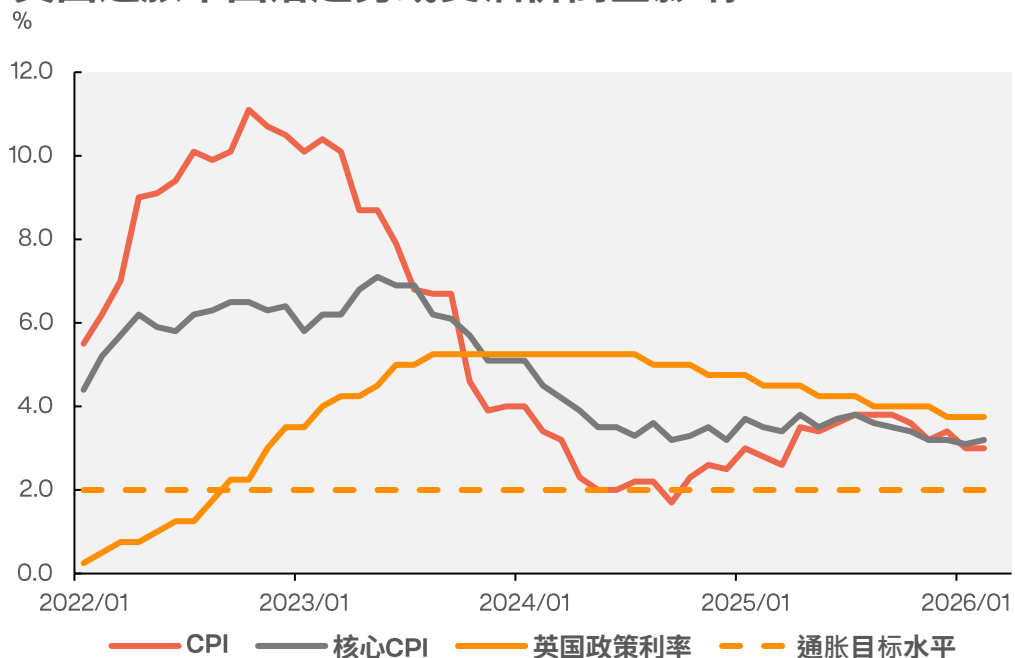
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 英镑 - 中性

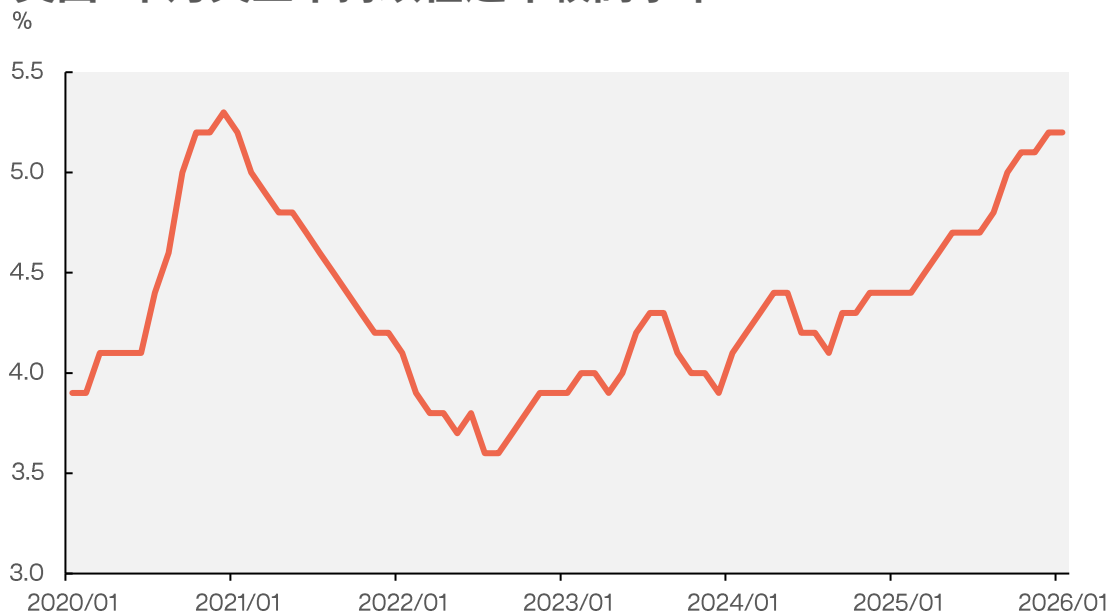
- 英国的通胀自去年9月见顶后辗转回落，但石油价格走高加大通胀反弹的机率，连同经济下滑担忧，滞胀的叙事主题或会逐渐形成。
- 英国前驻美大使文德森牵涉爱泼斯坦案，连同工党于2月在大曼彻斯特选区的国会补选失利，英揆施纪贤的领导能力受质疑，潜在政治危机或影响英镑走势。
- 我们预计英镑兑美元在第2季的波幅范围为1.30至1.35，给予中性的看法。2026年12月目标价为1.34。

### 英国通胀率回落趋势或受油价高企影响



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 英国3个月失业率持续在近年较高水平



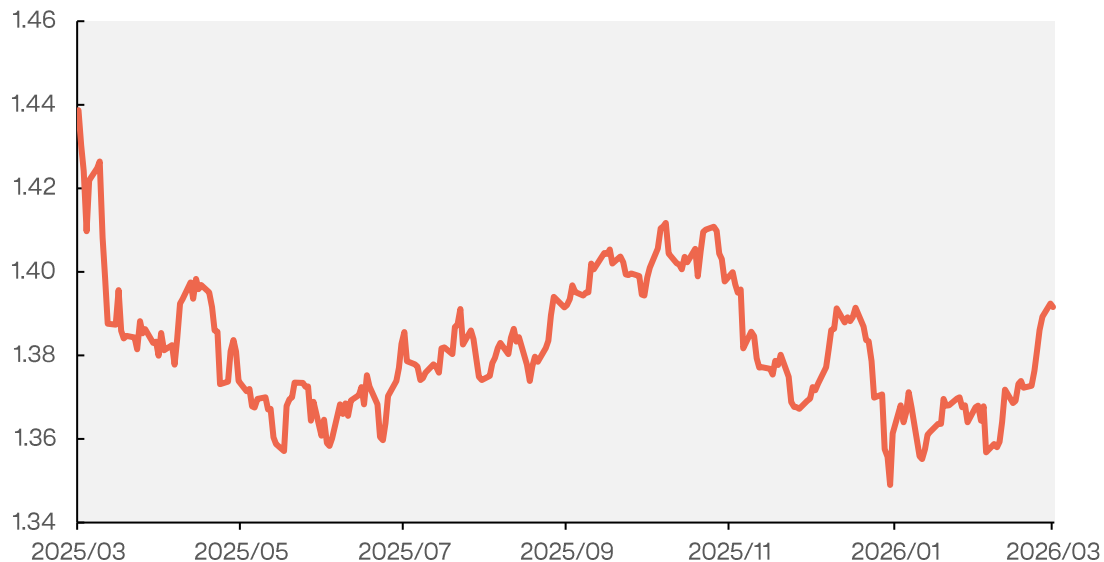
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 加元 - 轻微看淡

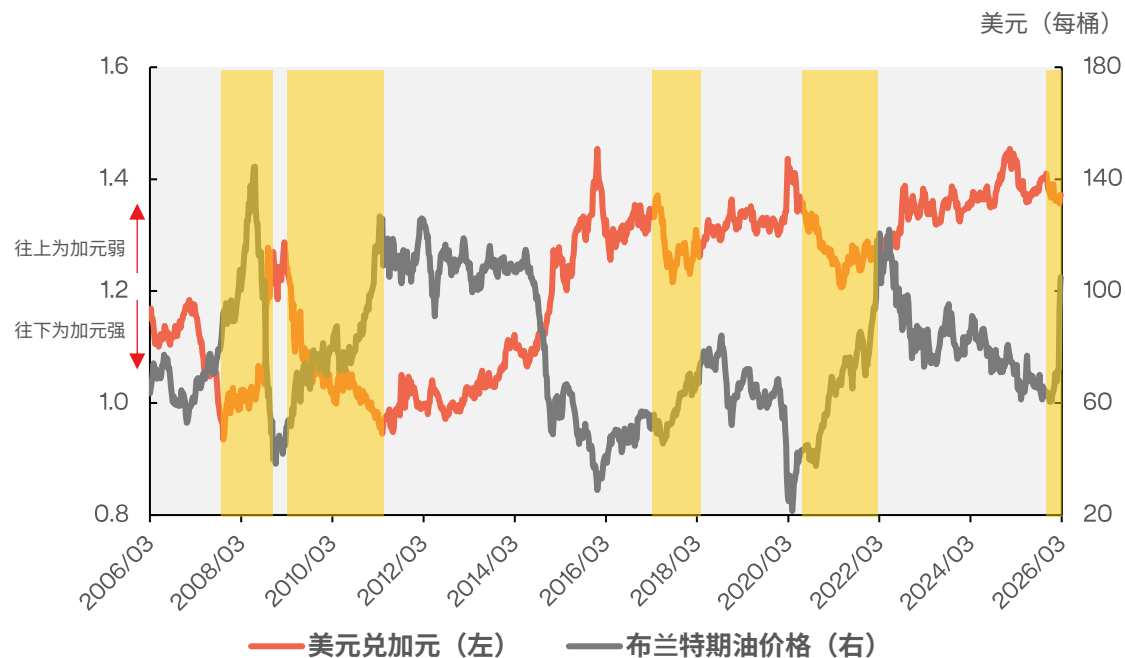
- 作为重要的油气出口国，加元在第2季的走势将取决于石油价格及天然气价格维持在高位的幅度及时间。
- 若油价能维持在每桶90美元附近，并同时未有对全球经济带来明显冲击，加拿大的贸易条件（Terms of Trade）将获得进一步改善，支撑加元走势。
- 若油价持续高于每桶110美元，市场对全球经济衰退及滞胀风险预期将会增加，外部需求减少将抵销部分因油价上升对加元利好的因素。

### 美元兑加元过去1年走势图



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 油价上升往往对加元走势有支持



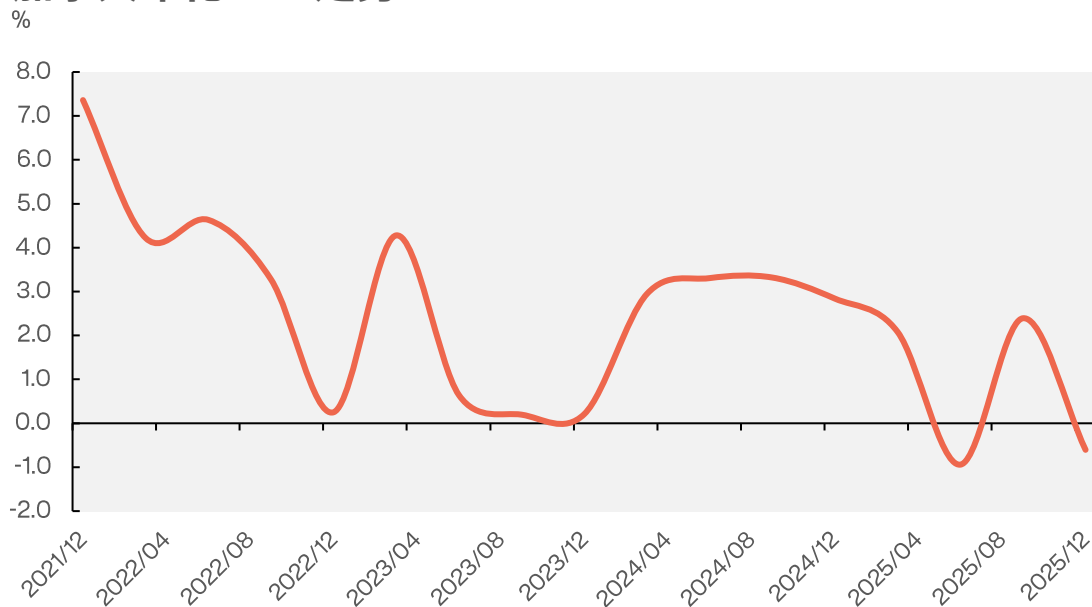
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 加元 - 轻微看淡

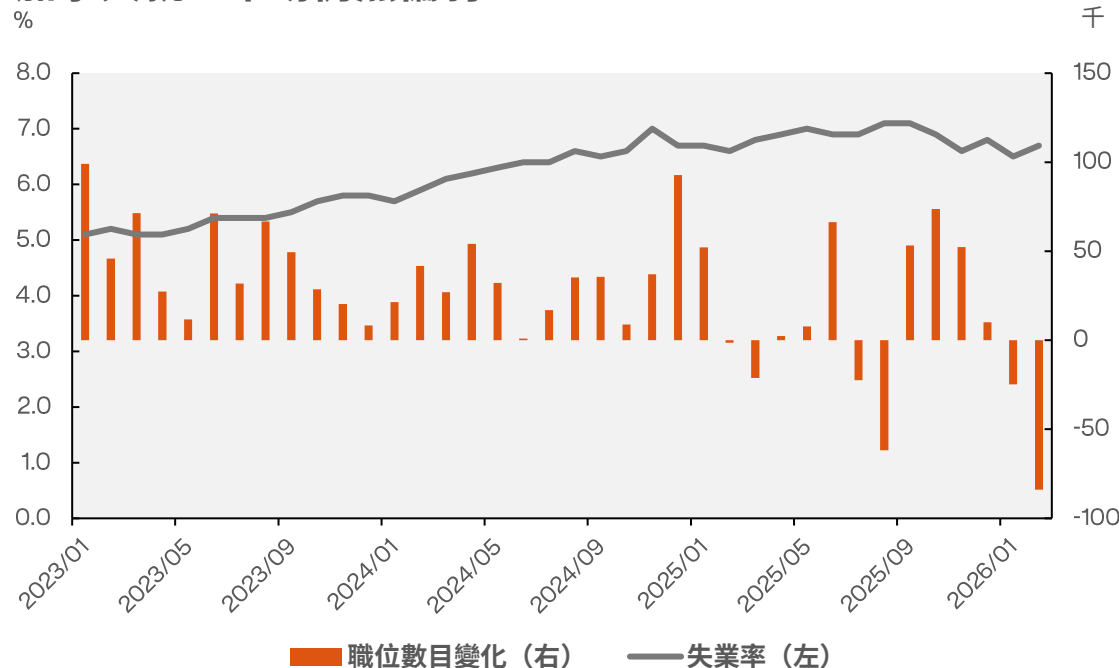
- 《美墨加协定》将于今年7月1日前进行强制性审查，协定最终内容及是否会延长协议仍具有变数，为加元增添不明朗因素。
- 加拿大经济基本面仍然较弱，去年第4季年化GDP为负0.6%，逊于市场预期的负0.2%。当地今年2月的职位数目减少近8.4万个，失业率升至6.7%。若美伊冲突明显降温，市场会重新聚焦于加拿大疲弱的经济数据，有机会令加元受压。
- 我们预计美元兑加元在第2季的波幅范围为1.36至1.40，给予中性看法。2026年12月目标价为1.36。

### 加拿大年化GDP走势



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

### 加拿大就业市场仍然偏弱



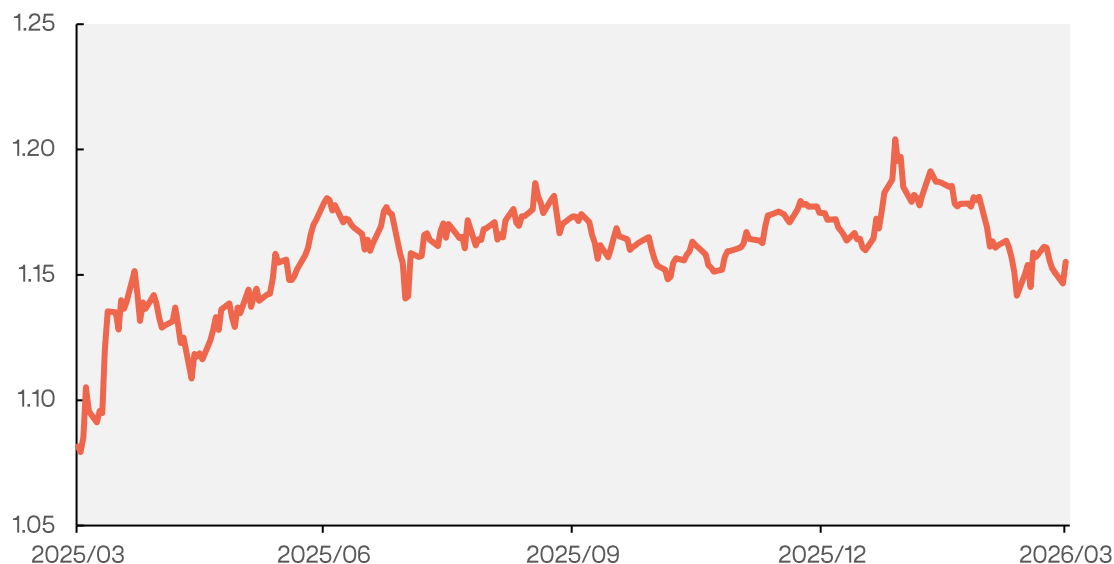
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 欧元 – 轻微看淡

- 作为能源净进口地区，能源价格走势将左右欧元在第2季的表现；欧央行称已做好充分准备应对通胀的不确定性。
- 美伊冲突爆发后，隔夜指数掉期工具显示，市场押注欧央行立场转鹰，由原先预期今年会维持利率在2%不变，改为预期会加息，截至3月31日，欧元今年底的隐含利率升至2.649%，须关注欧央行是否有调整货币政策需要，避免重蹈2008、2011及2022年加息过早或过慢的情况。欧央行加息虽有助收窄欧元与美元利差，但因今次加息原因是来自石油供应冲击而非需求增加所带来通胀，市场更为关注对欧洲经济的冲击，故对欧元汇价支持力度或较有限。

欧元兑美元过去1年走势图



资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日

欧央行对经济及通胀最新预测

情景	第2季 平均油价 (每桶)	第2季 平均气价 (兆瓦时)	2026年 实际GDP	通胀率
基本	90美元	50欧元	0.9% (2025年 12月 预测:1.2)	2.6% (2025年 12月 预测:1.9)
不利	120美元	90欧元	0.6%	3.5%
严重	150美元	110欧元	0.4%	4.4%

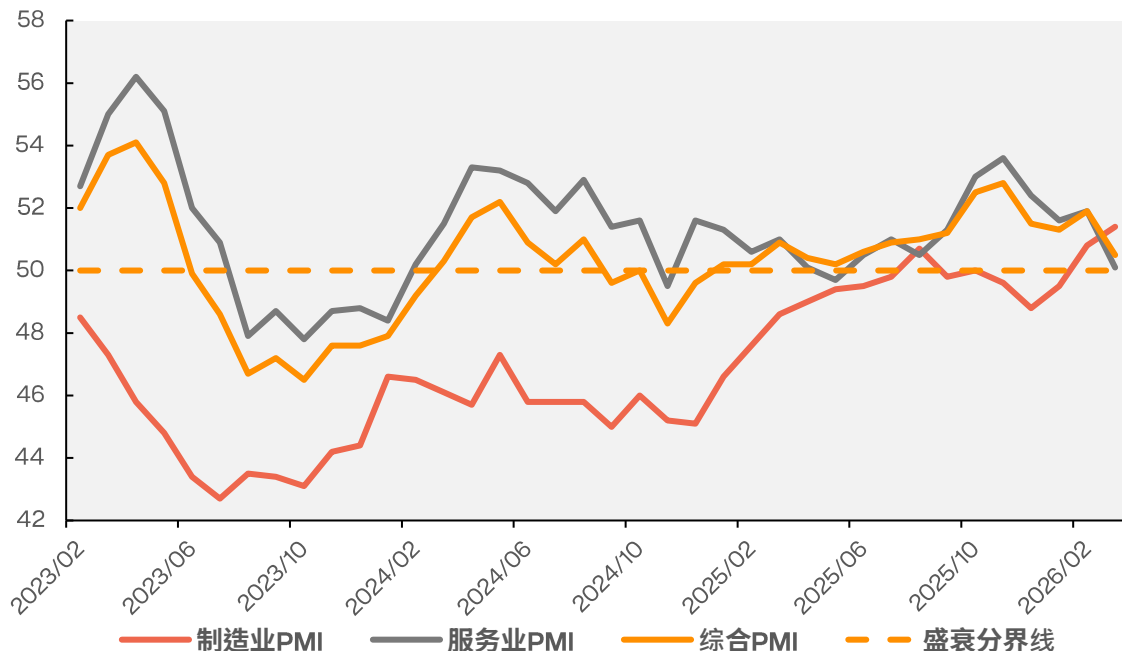
资料来源：欧央行，数据截至2026年3月31日



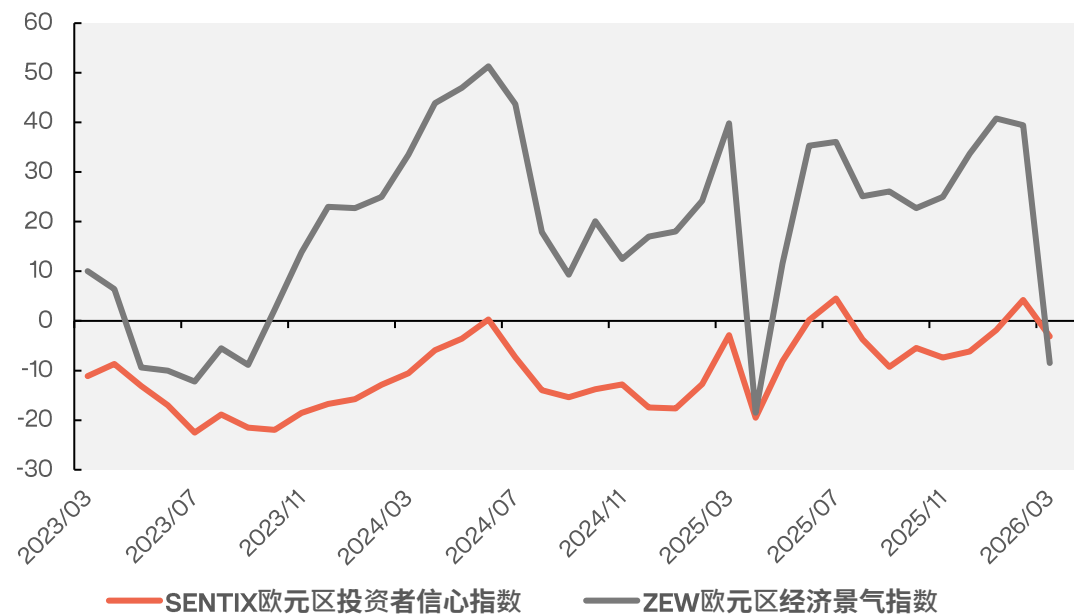
## 欧元 - 轻微看淡

- 欧元区3月份制造业PMI初值录得51.4，为连续两个月在盛衰分界线之上；但服务业PMI由2月的51.9急挫至3月的50.1，导致3月的综合PMI初值回落至50.5，较市场预期的51低。欧元区的经济景气指数、投资者信心指数及消费者信心指数近期皆有所回落，欧元区的经济韧性受考验。
- 油价大幅下滑及石油供应回复正常仍是支撑欧元回稳的重要因素，但料未必能在短期内兑现，但仍须小心轧空出现短期急速反弹。
- 我们预计欧元兑加元在第2季的波幅范围为1.13至1.17，给予轻微看淡的看法。2026年12月目标价为1.18。

### 欧元区PMI受美伊冲突影响而下滑



### 美伊冲突令欧元区经济信心受挫





## 目录

- 01 宏观策略
- 02 宏观经济
- 03 股票
- 04 债券
- 05 外汇
- 06 商品
- 07 季度资产配置



## 商品：并驾齐驱



**彭伟伟**

东亚银行财富管理处首席投资策略师

**汤嘉颖**

东亚银行财富管理处投资策略师



## 商品：油价中枢价格升 黄金转向谨慎乐观

中东地区在全球石油生产与储存占比极高，该区油气设施遇袭，直接冲击原油供应。随着霍尔木兹海峡面临封锁风险、海湾国家减产，加上产油国短期增产力度有限，原油供需的脆弱平衡势将被打破。即使释放战略石油储备，相较海湾地区每日出口量仍属微不足道，且储备水平处历史低位，料仅能提供有限缓冲。

需求方面，短期虽受货币政策转向预期及油价高企引发滞胀忧虑所影响，但中长期原油需求正稳步复苏，为高油价带来支撑。整体而言，油价面对广泛地缘政治风险，供应中断的上行风险远大于和平协议带来的下行风险，油价易升难跌，预期第二季将在每桶90美元附近上落，整体中枢价格较战争前显著抬升。

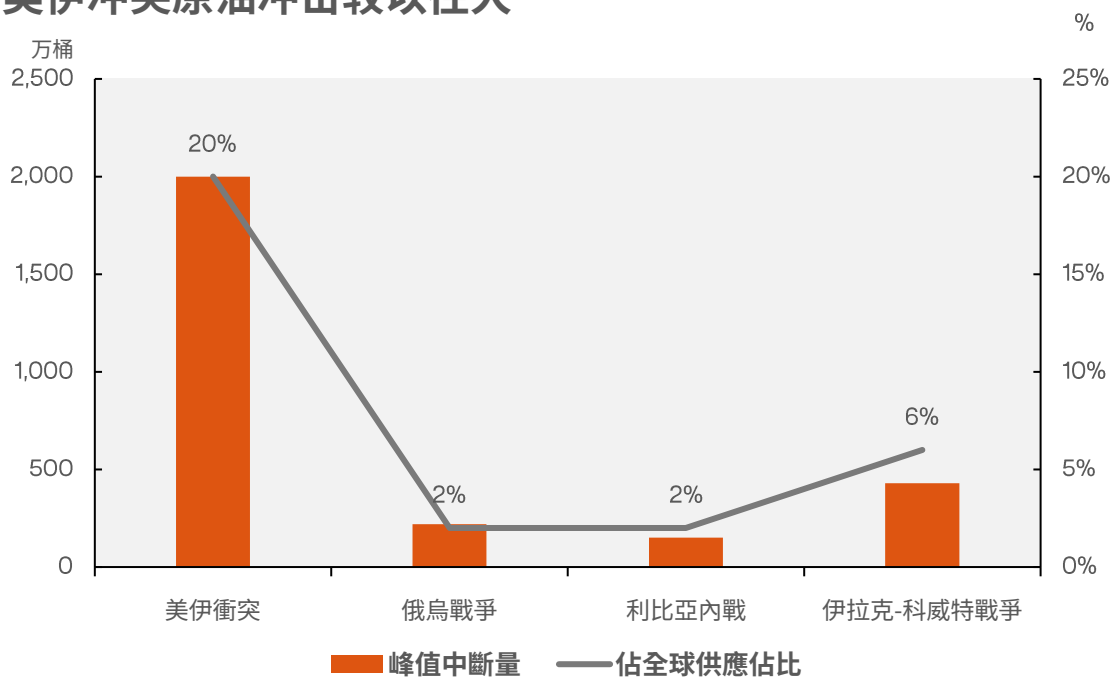
全球央行货币政策转向，带动美元反弹及美债收益率走高，增加持有黄金的机会成本。随着流动性收紧，美元以外资产普遍回落，黄金ETF于中东冲突后更录得资金流出，令黄金从多重利好转为多空交织的局面。尽管金价持续高企，全球央行增持黄金的步伐未见放缓，加上地缘政治局势依然紧张，黄金前景仍维持审慎乐观，全年目标可望达每盎司5,600美元。



## 原油供应：美伊冲突中断全球20%原油供应

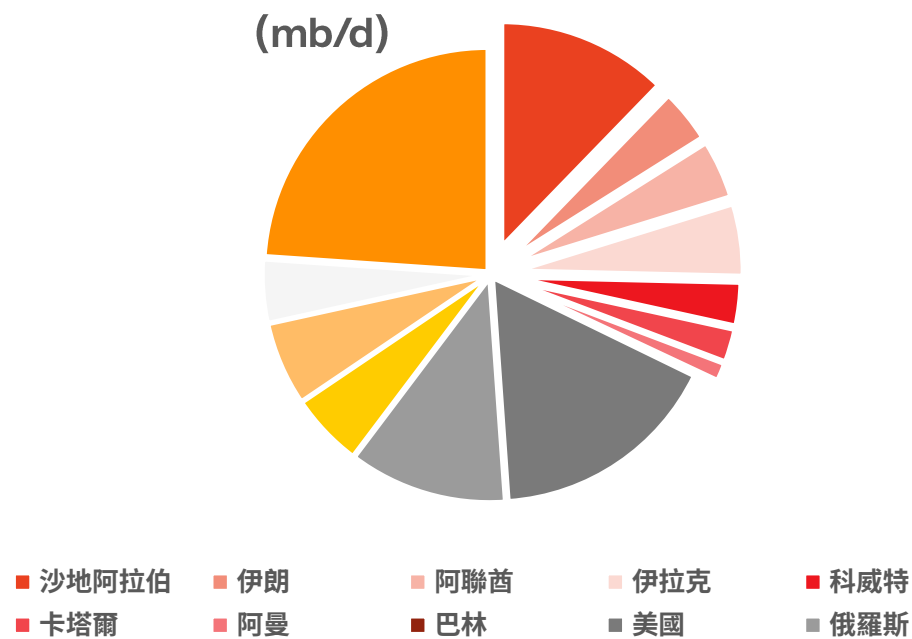
- 由于伊朗的战事威胁、战争风险保险被取消/费率飙升、以及主要航运公司主动暂停通行，海峡在商业上已无法通行，达到有效关闭的效果。
- 海湾产油国储油设施满载迫使沙特、阿联酋、科威特、伊拉克等国主动减产，八个海湾国家3月的原油出口量平均为每日971万桶，较2月的每日2,513万桶下降了61%。自战争爆发以来，OPEC的海上石油出口量每天减少了约1,400万桶。

### 美伊冲突原油冲击较以往大



资料来源：彭博，数据截至2026年3月27日

### 中东受影响国家占全球原油日产量超过3成



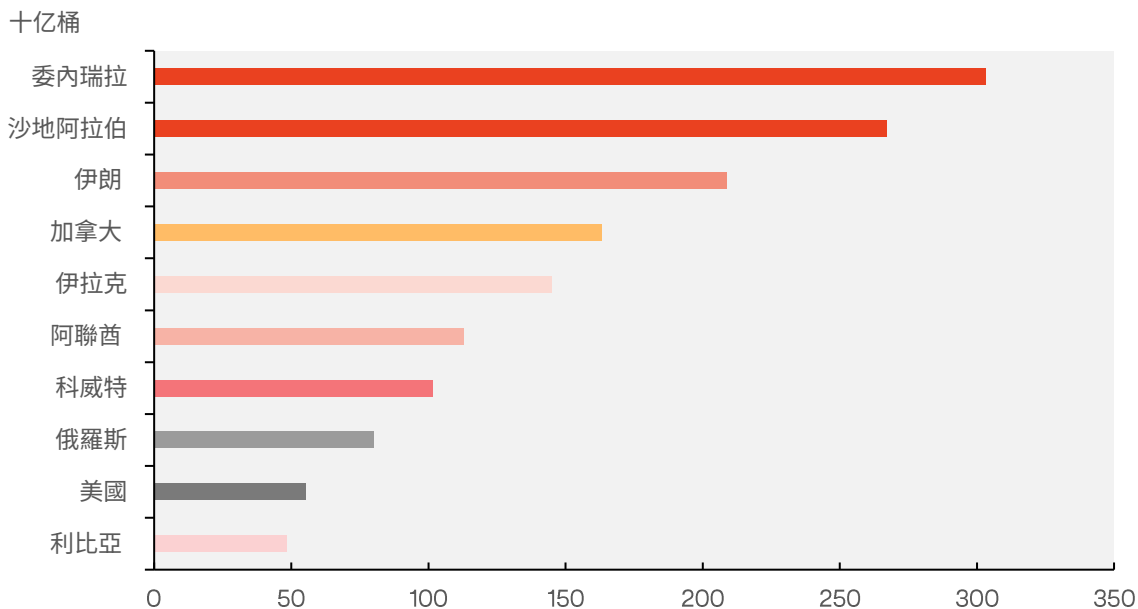
资料来源：EIA, OPEC, 数据截至2026年3月27日



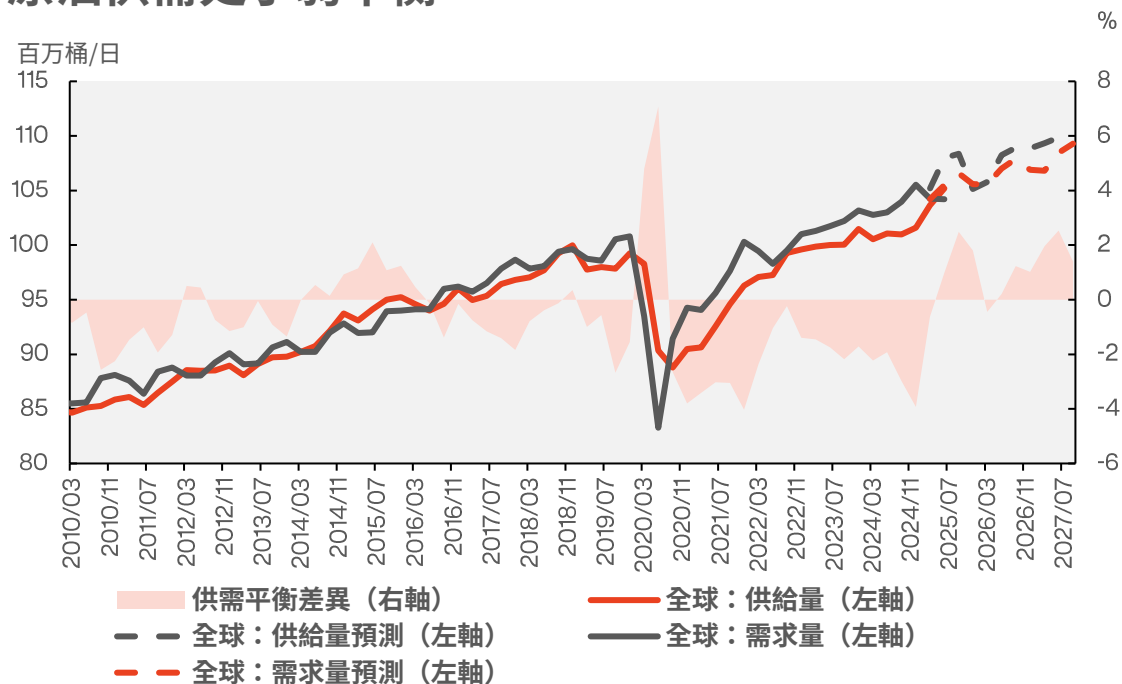
## 原油供应：原油供需弱平衡或遭打破

- 国际能源署报告预计，3月全球原油日供应量将骤降约800万桶至9,880万桶/日，为2022年第一季度以来的最低水平。
- 全球十大原油储备国家之中，有7个为中东国家，美伊战争大幅影响原油供应。
- 霍尔木兹海峡停航以及中东9个国家40多处能源基础设施遭到攻击，进一步增大供应缺口，可能导致当前脆弱的供需平衡面临极为严重的失衡。

### 全球十大原油储量国家



### 原油供需处于弱平衡



资料来源：EIA，OPEC，数据截至2026年3月27日

资料来源：万得，数据截至2026年3月27日

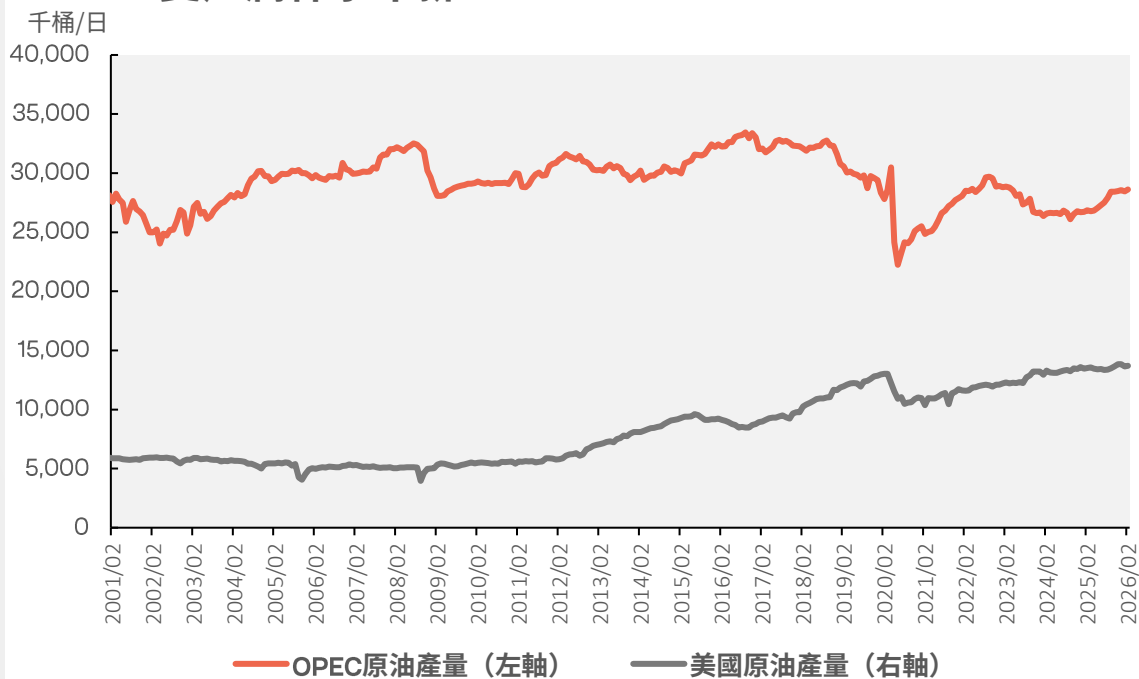
过往表现不代表将来表现



## 原油供应：美国短期增产空间有限

- OPEC+明确表示「可随时灵活释放」剩余产能350-380万桶（主要在沙特与阿联酋）。
- 八个执行自愿减产的OPEC+国家决定从2026年4月起恢复增产，增产幅度为每日20.6万桶。
- 即使油价大升，但美国页岩油的「增产引擎」（DUC库存+新井完工）却无力加速，反映美国短期内增产空间非常有限。

### OPEC+ 复产属杯水车薪



资料来源：万得，数据截至2026年3月31日

### 美国短期内缺乏增产能力



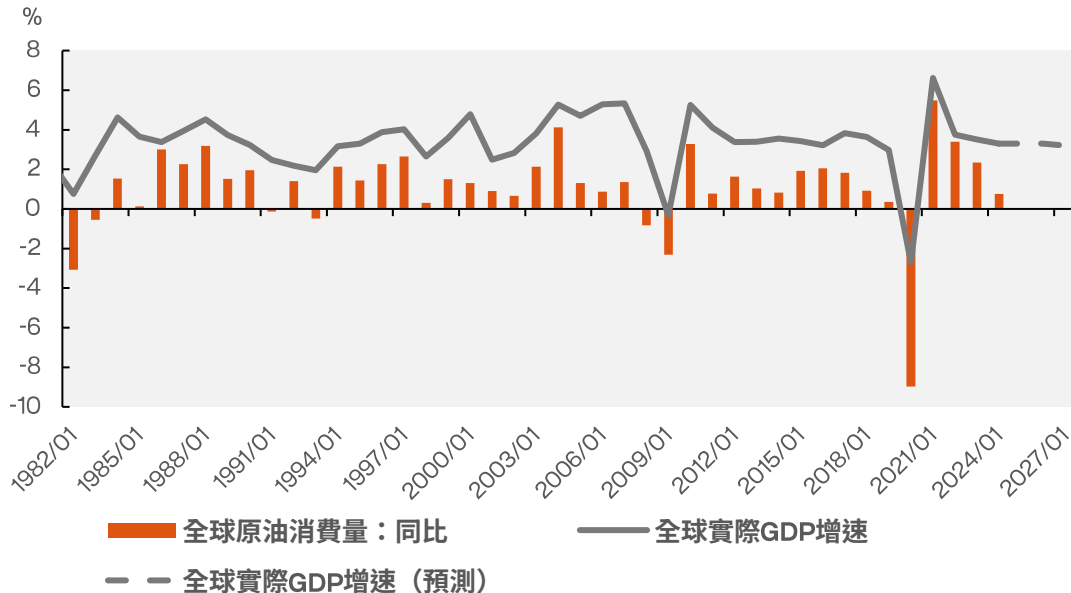
资料来源：万得，数据截至2026年3月31日



## 原油需求：油价短期内难明显下跌

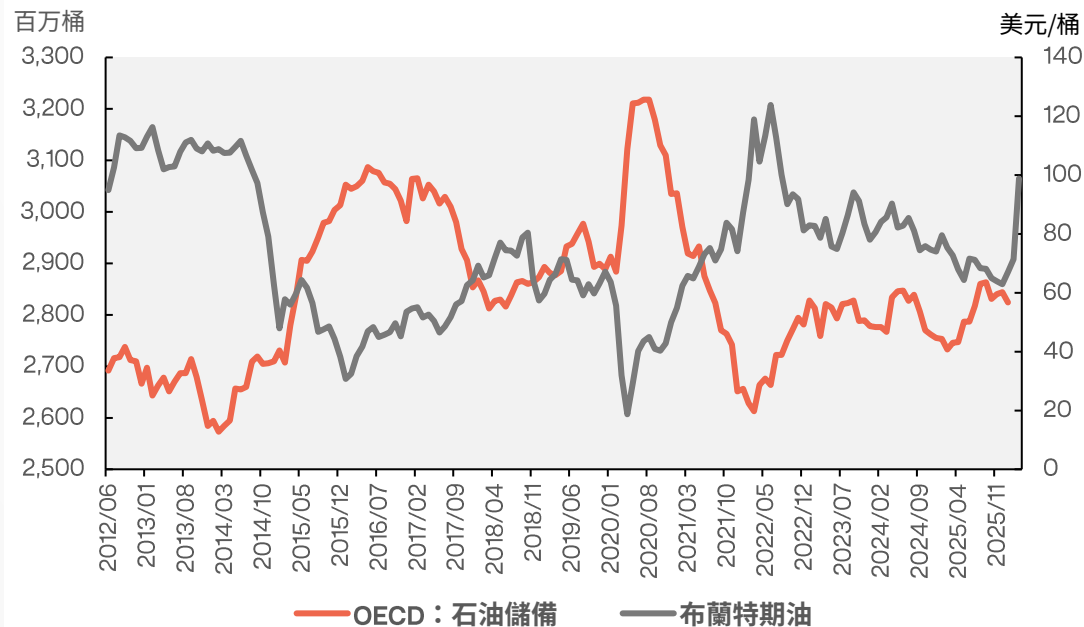
- 对等关税法院推翻后，美国政府改以122条款征收关税，实际税率有所下降，全球经济前景正在转好，IMF上调2026年全球经济增长预测。
- 即使IEA宣布释放4亿桶战略石油储备，相对海湾地区每日高达2,000万桶的出口量相比微不足道；加上，石油储备处于历史低位，料仅提供有限度缓冲作用。
- 如果油价上涨过高及过快、航空与航运业的中断、以及石油产品供应上的限制，将抑制全球经济增长并破坏石油需求，最终压制油价。

### 原油需求维持正增长



资料来源：万得，数据截至2026年3月27日

### 石油储备处于历史低位



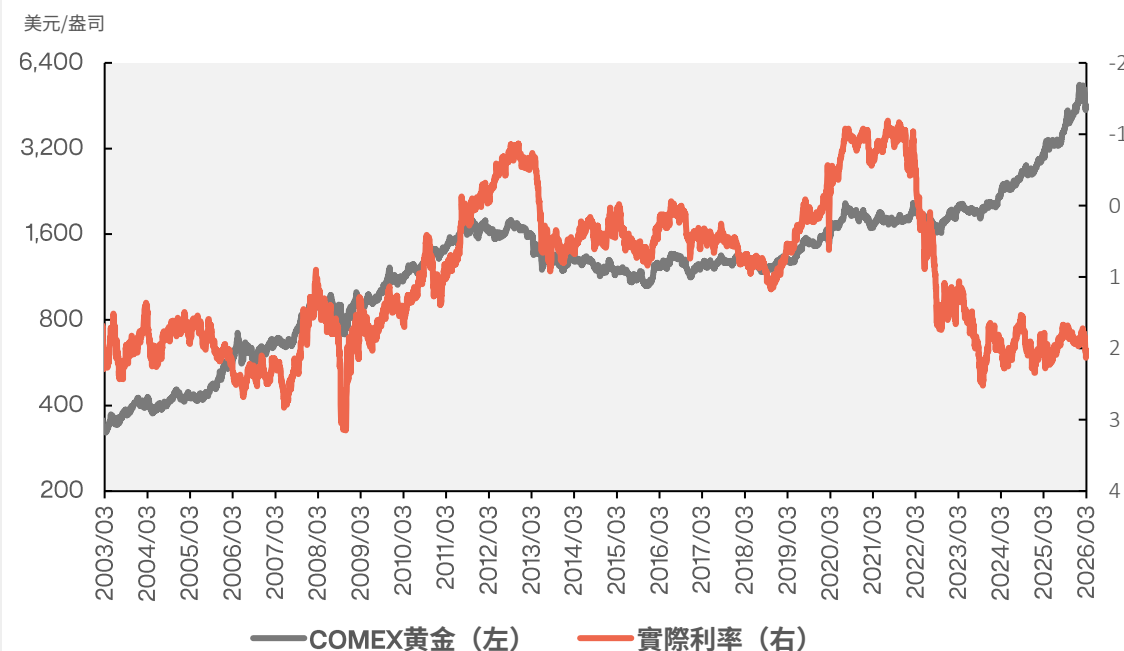
资料来源：万得，数据截至2026年3月27日



## 黄金：美联储减息路径未明 刺激流动性需求

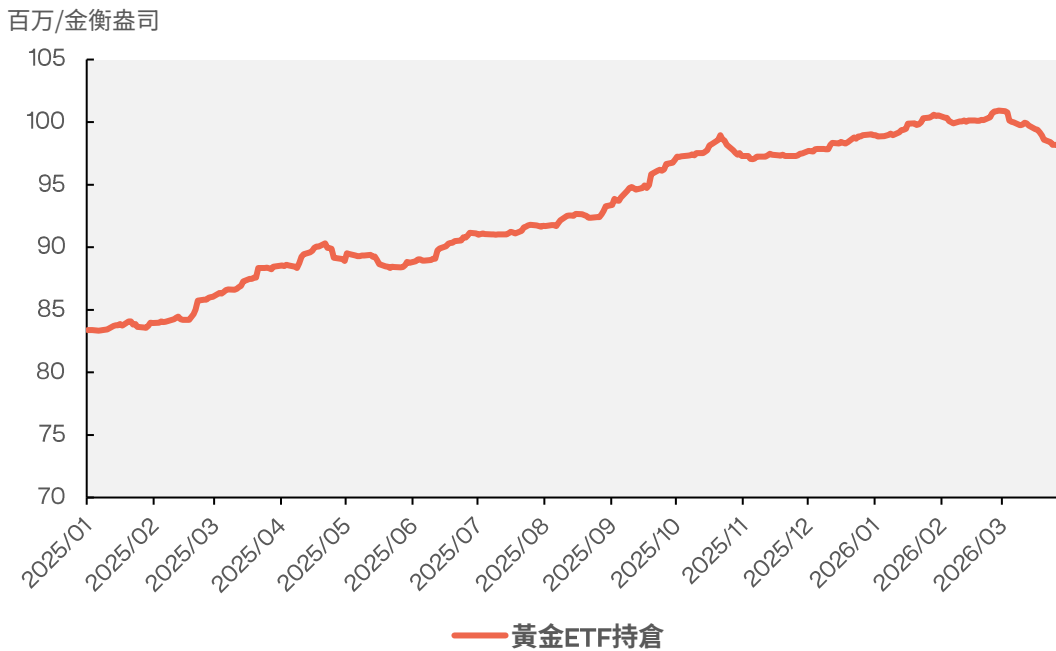
- 联储局强调通胀仍然顽固，市场重新评估减息时间表，推动美债收益率及美元走高，增加持金成本。
- 黄金ETF连续第九个月录得净流入，惟在中东冲突爆发后，则出现资金流出的情况。（避险需求 VS 流动性需求）
- 单计3月，全球黄金ETF流出近300万金衡盎司，料黄金ETF将保持波动，可能出现净流出或小幅流入。

### 实际利率上升削减黄金吸引力



资料来源：万得，数据截至2026年3月31日

### 3月黄金ETF持仓录得净流出



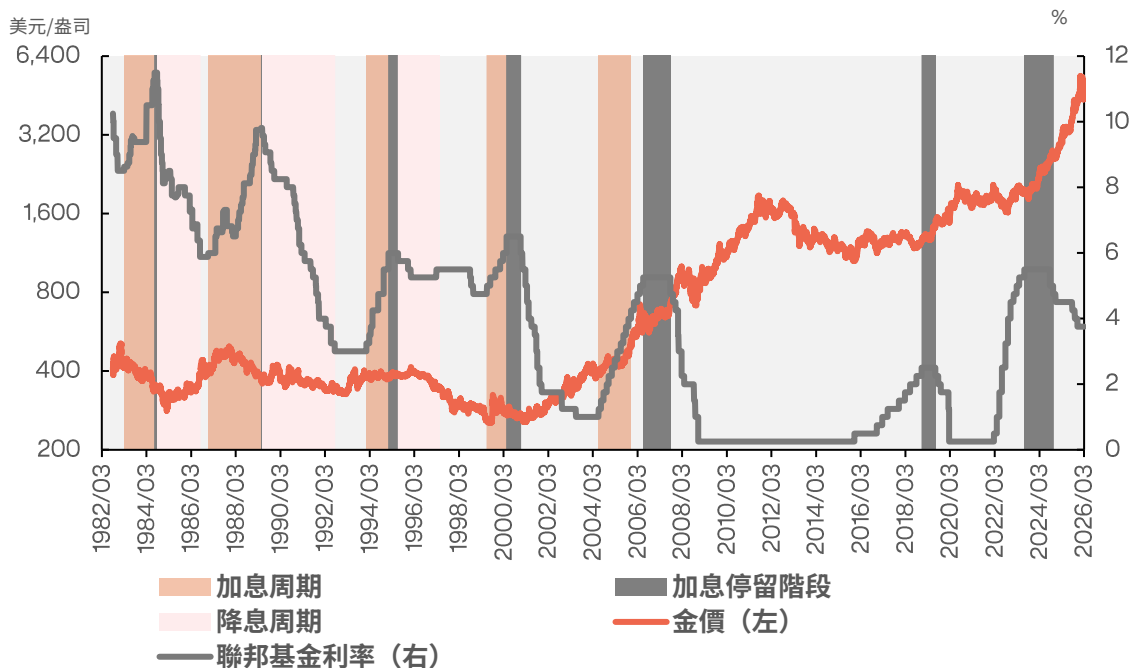
资料来源：彭博，数据截至2026年3月31日



## 黄金：全球央行持续买金势头未改

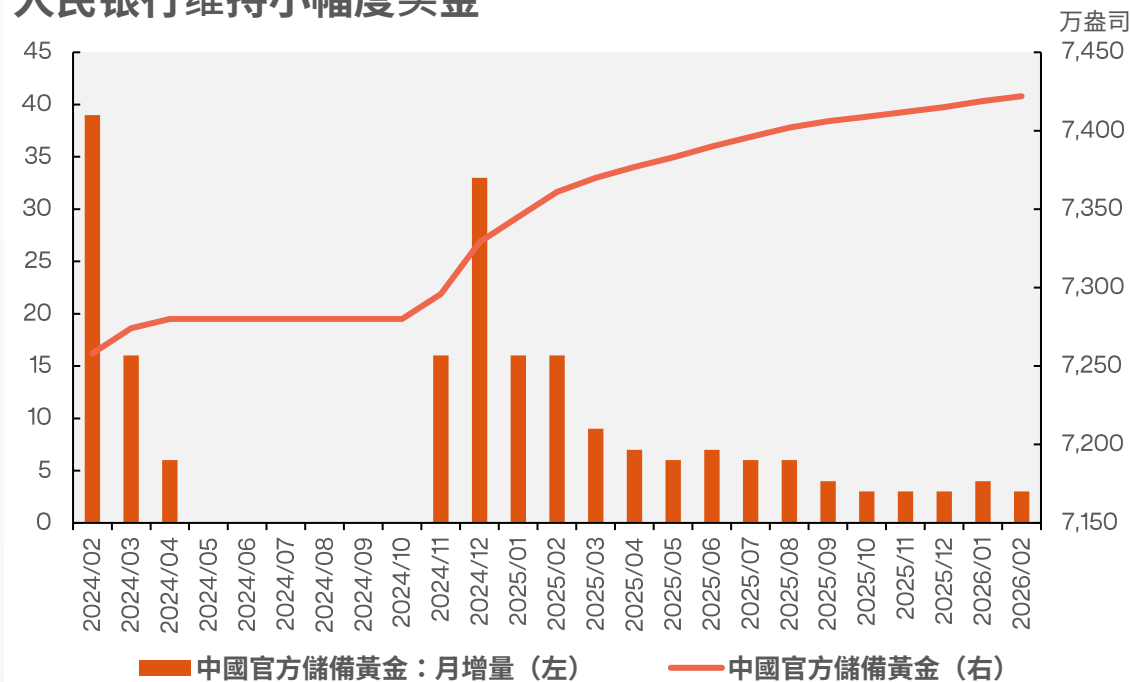
- 全球央行2026年仍为主要黄金买家：1月全球央行净买金仅5吨，中国连续16个月增持（2月末持仓7,422万盎司），俄罗斯已停止大规模卖金（1月仅卖9吨，非完全停止），近期放缓确为暂时性（2月已反弹）
- 尽管全球央行2025年购买量从之前三年的逾1,000吨放缓至约860吨，但仍远高于2010-2021年的平均水平。
- 美伊战争的风险溢价已经反映并难以持久，然而广泛的地缘政治风险（古巴等）可能持续推动避险需求。

### 减息周期利好黄金表现



资料来源：万得，数据截至2026年3月31日

### 人民银行维持小幅度买金



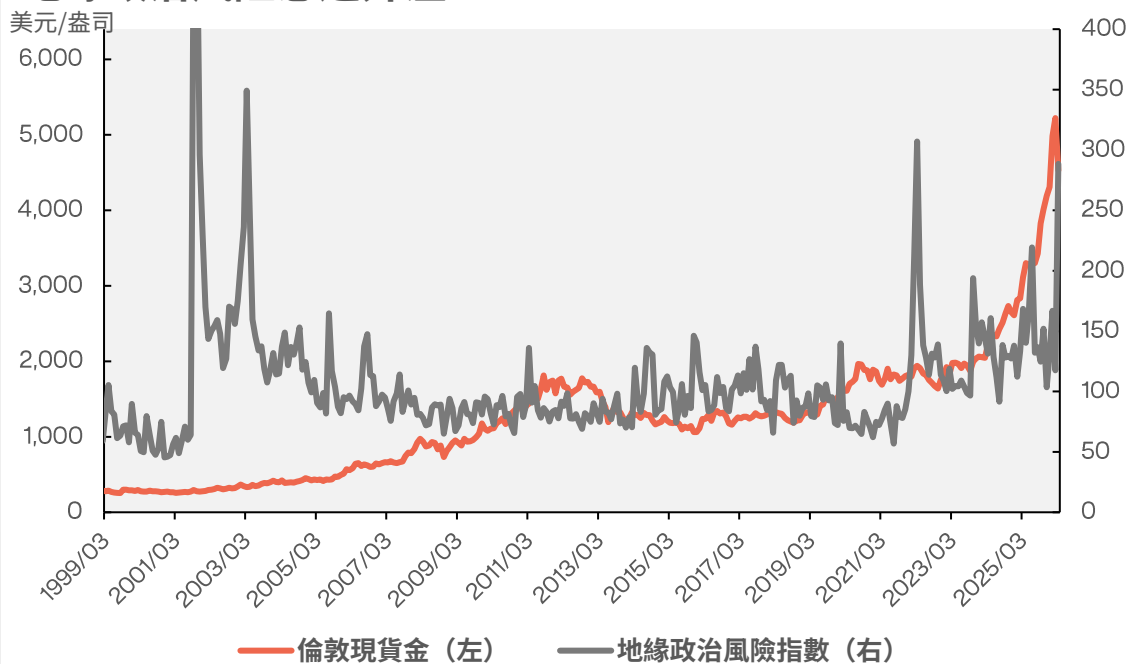
资料来源：万得，数据截至2026年3月31日



## 黄金：广泛的地缘政治风险持续推动避险需求

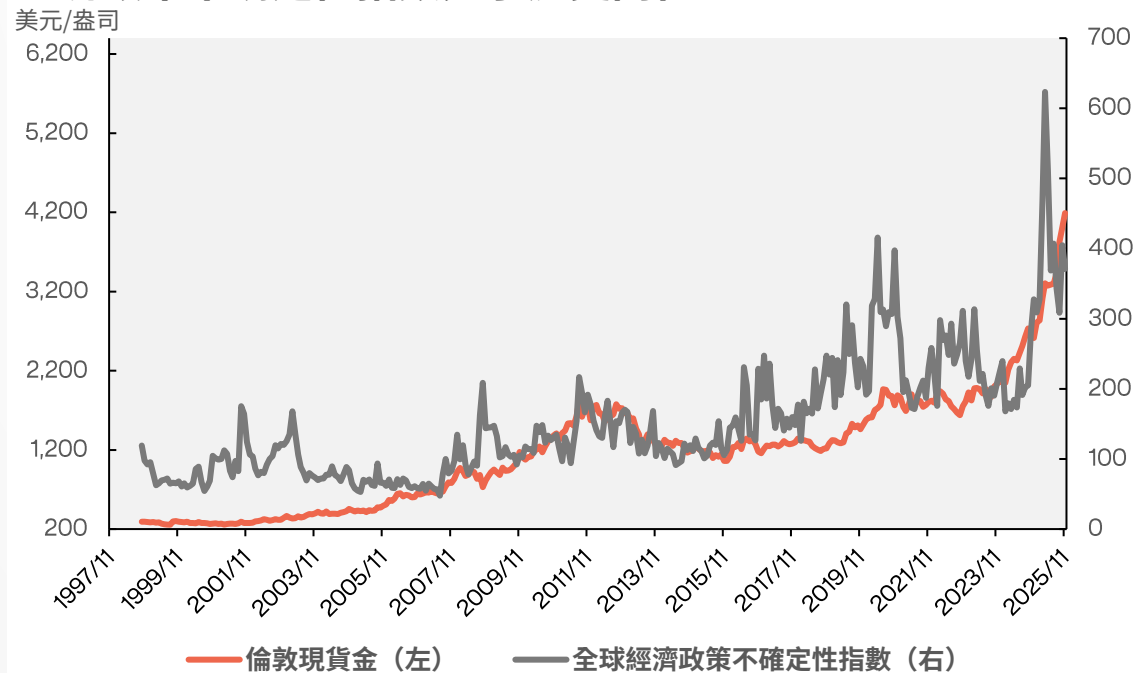
- 自2022年俄罗斯外汇储备被冻结改变黄金配置比例，去美元化以及地缘政治紧张时期，促使央行购金需求。
- 地缘政治风险指数与黄金走势呈正相关，近日短期失效源于市场对息口预期的改变。
- 长期受到广泛地缘政治局势紧张影响，黄金有望维持向上行趋势。

### 地缘政治风险急速升温



资料来源：万得，数据截至2026年3月31日

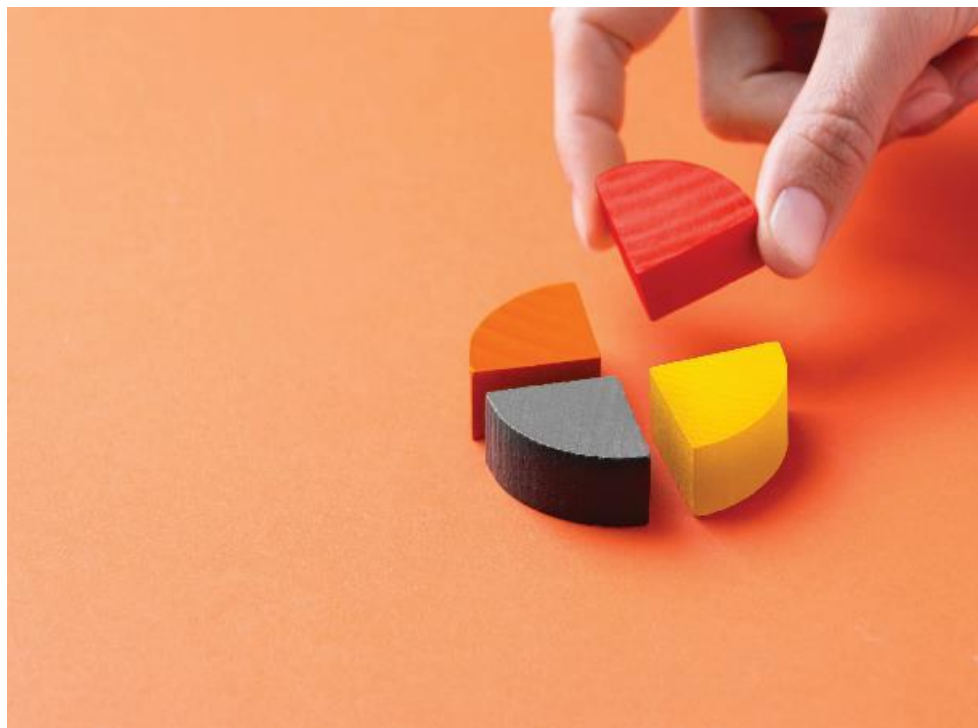
### 经济政策不确定性指数处于历史高位



资料来源：万得，数据截至2026年3月31日



## 季度资产配置



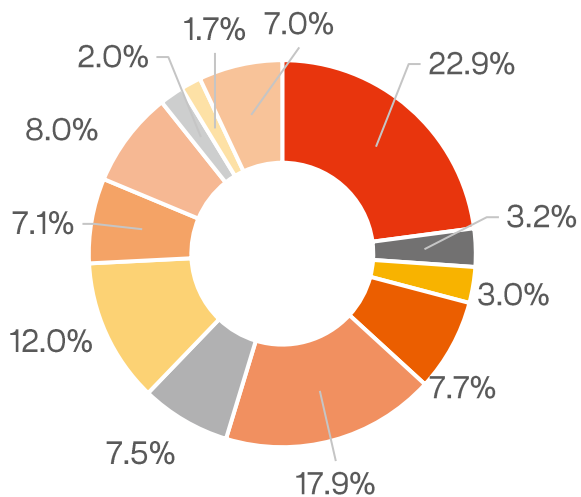
东亚银行财富管理处



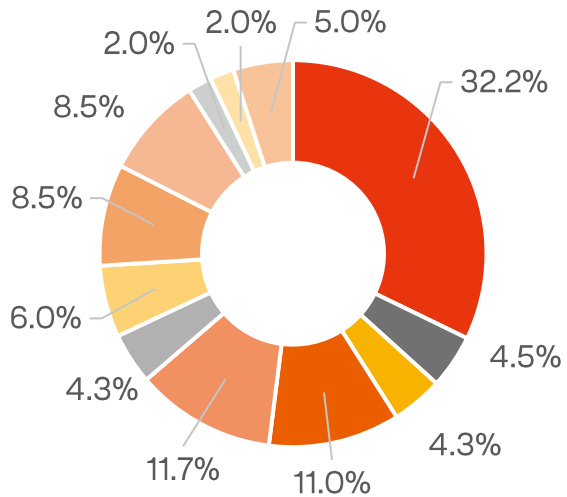
# 2026年第2季资产配置模型



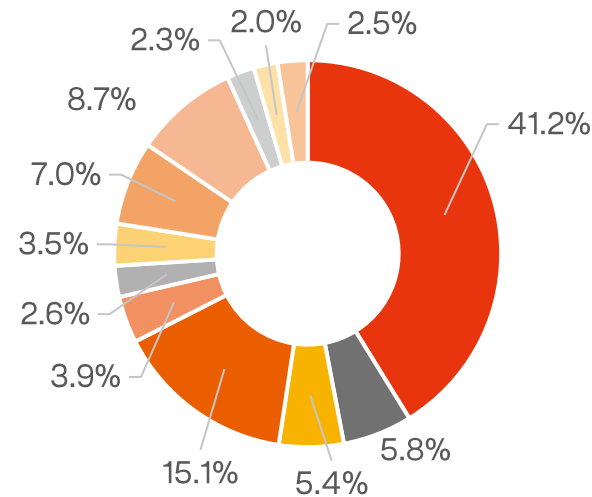
保守型



平衡型



成长型



- 美国股票
- 欧洲股票
- 日本股票
- 亚洲除日本及新兴市场股票
- 环球政府债券及新兴市场政府债券
- 亚太区投资级别债券
- 环球投资级别企业债券
- 环球高收益级别企业债券
- 黄金
- 能源
- 房地产信托
- 现金等价物



## 2026年第2季资产配置模型

### 保守型

<b>股票</b>	<b>36.8%</b>
美国	22.9%
欧洲	3.2%
日本	3.0%
亚洲除日本及新兴市场	7.7%
<b>债券</b>	<b>44.5%</b>
环球政府及新兴市场政府	17.9%
亚太区投资级别	7.5%
环球投资级别企业	12.0%
环球高收益级别企业	7.1%
<b>另类投资</b>	<b>11.7%</b>
黄金	8.0%
能源	2.0%
房地产信托	1.7%
<b>现金等价物</b>	<b>7.0%</b>

### 平衡型

<b>股票</b>	<b>52.0%</b>
美国	32.2%
欧洲	4.5%
日本	4.3%
亚洲除日本及新兴市场	11.0%
<b>债券</b>	<b>30.5%</b>
环球政府及新兴市场政府	11.7%
亚太区投资级别	4.3%
环球投资级别企业	6.0%
环球高收益级别企业	8.5%
<b>另类投资</b>	<b>12.5%</b>
黄金	8.5%
能源	2.0%
房地产信托	2.0%
<b>现金等价物</b>	<b>5.0%</b>

### 成长型

<b>股票</b>	<b>67.5%</b>
美国	41.2%
欧洲	5.8%
日本	5.4%
亚洲除日本及新兴市场	15.1%
<b>债券</b>	<b>17.0%</b>
环球政府及新兴市场政府	3.9%
亚太区投资级别	2.6%
环球投资级别企业	3.5%
环球高收益级别企业	7.0%
<b>另类投资</b>	<b>13.0%</b>
黄金	8.7%
能源	2.3%
房地产信托	2.0%
<b>现金等价物</b>	<b>2.5%</b>



## 季度资产配置简介

### 简介：

- 本文件目的是概述我们的投资框架以及阐明我们如何透过我们的量化模型以及对下一季不同资产类别的前瞻性观点来构建季度资产配置模型（「季度资产配置模型」）。

### 本文件描述：

- 我们的投资框架及如何使用资产配置策略来建构季度资产配置模型；
- 我们如何评估季度资产配置模型相关的投资组合风险；

### 投资框架：

- 资产配置考虑不同资产类别的历史回报率与相关性，以优化投资组合的风险调整后回报。我们的资产配置方法名为季度资产配置模型，此配置模型基于稳健量化模型并结合我们对各资产类别前瞻性分析。我们的量化模型基础建基于现代投资组合理论（MPT）的原则，并融入更细致且具策略性的限制条件。这些条件包括资产类别多元化、透过波动性目标进行风险管理、集中度限制以及多元化测度，以体现我们成熟的投资理念。



## 季度资产配置简介(续上页)

- 季度资产配置模型根据三种不同风险承受能力定制出我们认为适合长期投资的资产配置组合。我们为每个资产配置组合模型的风险订立一个最大价格波动幅度。在有需要时，我们可能会调整价格波动幅度。
- 保守型：愿意以较低风险获取低资本增长。分配的最大投资组合风险水平为1年内10%价格波动。请参阅下文《有关季度资产配置模型的重要资料》以了解年化标准差的详情及依据。
- 平衡型：愿意以平衡的取向获取适度的资本增长。分配的最大投资组合风险水平为1年内20%价格波动。请参阅下文《有关季度资产配置模型的重要资料》以了解年化标准差的详情及依据。
- 成长型：愿意承受较高风险达致资本增值的目标。分配的最大投资组合风险水平为1年内30%价格波动。请参阅下文《有关季度资产配置模型的重要资料》以了解年化标准差的详情及依据。
- 季度资产配置模型并非直接与东亚银行有限公司(以下简称「本行」)的风险评估问卷衡量投资者类型有关，也与本行提供的投资产品无关。我们将每季检阅各项季度资产配置模型的相关资产配置百分比，以确保它们继续反映我们对中长线投资前景的看法。请注意，季度资产配置模型并不保证利润或免除损失。本文件中所呈现的历史回报及风险仅供说明用途，并不应作为未来表现的指标。



## 季度资产配置简介(续上页)

### 有关季度资产配置模型的重要资料:

- 季度资产配置模型是基于假设性的构建，并结合了历史价格波动、历史回报、分散化因素以及基于我们对每个资产类别当前投资展望和宏观经济的前瞻性观点作出酌情调节。参考投资组合不考虑任何个别债券/股票/投资产品，也不考虑任何个人状况或风险承受能力。
- 季度资产配置模型仅供一般资讯与参考之用，并不构成任何形式的要约、招揽、邀请、建议或建议，以认购或赎回任何类型的投资或资产配置。我们无法保证参考投资组合能够达到任何特定的结果或在所有市场条件下均具有效用。
- 季度资产配置模型不应视为投资建议，也不应被视为参与任何形式或类型投资的邀约或招揽。季度资产配置模型并不代表对资产配置的指导、建议或任何表示。请勿依赖参考投资组合作为投资决策的依据。在作出任何投资决策前，您必须仔细阅读经授权的发行文件，并仅基于该等文件的资料作出投资决策。如您对投资决策存在任何疑虑或关注，应寻求独立的专业建议。
- 季度资产配置模型采用量化模型过去10年的历史回报数据结合我们的前瞻性观点进行建构。然而，过去的回报并不代表未来的表现。



## 季度资产配置简介(续上页)

• 季度资产配置模型的历史回报及历史风险根据以下指数计算。我们保留更改所选指数的权利。任何指数变更将在相应季度的季度资产配置中注明：

股票：

- 美国：MSCI North America Net Total Return USD Index；欧洲：MSCI Europe Net Total Return USD Index；日本：MSCI Japan Net Total Return USD Index；亚洲除日本及新兴市场：MSCI AC Asia Pacific ex Japan Net Total Return USD Index及MSCI Emerging Net Total Return USD Index

债券：

- 环球政府债券及新兴市场政府债券：FTSE World Government Bond Index USD, Bloomberg EM Local Currency Govt Diversified TR Index Value Unhedged USD及Bloomberg USD EMG Govt RIC Capped Index TR Index Unhedged USD；亚太区投资级别：Bloomberg Asia USD Inv Grade Bond Index TR Index Unhedged USD；环球投资级别企业：Bloomberg Global Agg Corporate Total Return Index Value Unhedged USD；环球高收益级别企业：Bloomberg Global High Yield Corporate Total Return Index Unhedged USD

另类投资：

- 黄金：S&P GSCI Gold Official Close Index TR；其他另类资产（1）能源：Deutsche Bank DBIQ Optimum Yield Energy Index Total Return；及（2）房地产信托：S&P Global REIT US Dollar Index Net Total Return Index

现金等价物：

- CME Term SOFR 3 Month



## 季度资产配置简介(续上页)

- 请参考各指数供应商官方网站以了解各指数的成份及相关资产详情。
- 标准差是衡量价格波动的统计指标。标准差越高，波动性越大，并假设指数表现符合标准常态分布。
- 历史风险（或年度化标准差）代表了季度资产配置模型根据过去10年指定资产类别每月回报率所计算的资产类别间的历史关联性（或相关性）及波动性，从而反映的资产配置模型过往的风险水平。此资讯仅供参考。
- 季度资产配置模型将每季检视和更新一次。
- 根据季度资产配置模型，增长型具有最高风险，其次是平衡型，保守型风险则最低。
- 季度资产配置模型的风险评估是基于过去10年的年度化月度标准差计算。在这些模型中，保守型是按照最严格的风险限制设计，而增长型则采用了最宽松的风险限制。
- 季度资产配置模型与客户的风险承担能力并无直接关联，且各模型并未根据本行的专有的风险评级方法分配任何产品风险评级。



## 季度资产配置免责声明

- 本文件由东亚银行有限公司（「东亚银行」）编制，仅供参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。有关资料所表达的预测及意见并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。
- 有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何其他司法管辖区监管机构审核。东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。
- 投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应仔细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。季度资产配置模型不保证资产对每一位客户的合适性，因为参考投资组合没有考虑个别人士的个人情况和其他合适性因素，例如投资目标。
- 投资决定是由阁下自行作出的，但阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。
- 本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。
- 文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。



## 免责声明及重要通知

- 本文件由东亚银行有限公司（「东亚银行」）和东亚联丰投资管理有限公司（「东亚联丰投资」）编制，仅供客户参考之用。其内容是根据在此文件刊发前可公开获得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。
- 有关资料所表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。另外，有关资料亦未经新加坡金融管理局审查。
- 东亚银行会按需要更新已发布之研究。除了定期发布的报告外，东亚银行亦会按需要不定期发布其他报告，不作另行通知。
- 东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应仔细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。



## 免责声明及重要通知(续上页)

- 阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下自身的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。阁下明白投资决定是完全由阁下自行作出的，东亚银行有限公司建议阁下应自行作出独立判断，或应向阁下的独立专业顾问寻求有关投资产品方面的资讯，法律影响及任何其他事宜的意见。
- 本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。
- 本文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。
- 东亚联丰投资为东亚银行的非全资附属公司。东亚银行（中国）有限公司（「东亚中国」）是东亚银行在内地注册成立的全资附属银行。
- 东亚银行新加坡分行（「东亚新加坡」）是东亚银行海外分行之一。



## 东亚投资策略团队简介



**彭伟伟**

**首席投资策略师**

曾任兴业银行私人银行部财富顾问处处长、平安银行私人财富部首席策略分析师、招商银行私人银行部家族信托及全权委托高级投资经理。主要覆盖境内外宏观及政策分析。



**陈伟聪**  
CFA

**高级投资策略师**

主要覆盖大中华股票及美股市场的研究分析。拥有特许金融分析师(CFA)专业资格，投身金融业逾16年。



**吴永强**  
CFA, CESGA

**投资策略师**

主要负责策划银行整体的外汇投资策略及相关研究，为银行客户提供不同的投资建议。拥有特许金融分析师(CFA)和环境、社会及管治分析师(CESGA)资格。



**汤嘉颖**

**投资策略师**

专注于宏观策略、商品市场及大中华区股票市场的研究及负责个股分析报告撰写工作。



**郑莹**

**投资策略师**

专注于环球债市、美国股票市场以及大中华股票的研究分析。拥有金融硕士学位。



Thank You  
谢谢