

東亞睿智2026年第二季

乍暖還寒



序言

2026年環球金融市場風起雲湧，地緣政治局勢驟然緊張，美伊衝突為第二季投資環境增添重大變數。本期《東亞睿智》以「乍暖還寒」為題，從宏觀策略、經濟分析、股票、債券、外匯及商品六大範疇，為閣下剖析當前複雜形勢，並提供具前瞻性的資產配置建議。

環球經濟方面，對等關稅政策基調轉趨緩和，花旗環球經濟意外指數維持正數區間，製造業及服務業PMI雙雙重返擴張區間，經濟復甦基調未改。惟中東局勢升溫推升布蘭特原油突破每桶100美元，主要經濟體滯脹風險升溫，美聯儲減息預期明顯降溫。中國經濟延續穩中向好，通脹轉正改善名義增長，「十五五」規劃聚焦科技自立自強，地緣風險或帶來結構性機遇。

資產配置方面，股票市場建議採取槓鈴策略，美股標普500指數全年目標由原先的7,500點下調至7,090點，看好AI上游產業鏈，輕微調低科技股配置並分散至能源、防守板塊；中港股市下調恒指目標至29,000點，看好AI雲平台、先進半導體、人形機器人等國策主題，以及香港本地金融、地產收租板塊。債券市場看好防守性較高的投資級別債券，存續期控制在短至中期，新興市場美元債看好能源及商品出口國的發行人。外匯市場給予「伺機而動」的標題，預期美元高位區間波動，看好澳元及離岸人民幣，輕微看淡歐元和加元。商品市場預期油價中樞價格上升，於每桶90美元附近上落，黃金受地緣風險及央行買盤支持維持向上趨勢。

整體而言，投資者宜保持審慎樂觀，善用多元配置分散風險，密切關注地緣局勢演變及央行政策動向，於波動市況中把握中長期結構性機遇。願本報告能助閣下洞察先機，於變局中穩步前行。



目錄

- 01 宏觀策略
- 02 宏觀經濟
- 03 股票
- 04 債券
- 05 外匯
- 06 商品
- 07 季度資產配置



宏觀策略：風起雲湧，關山待越



彭偉偉

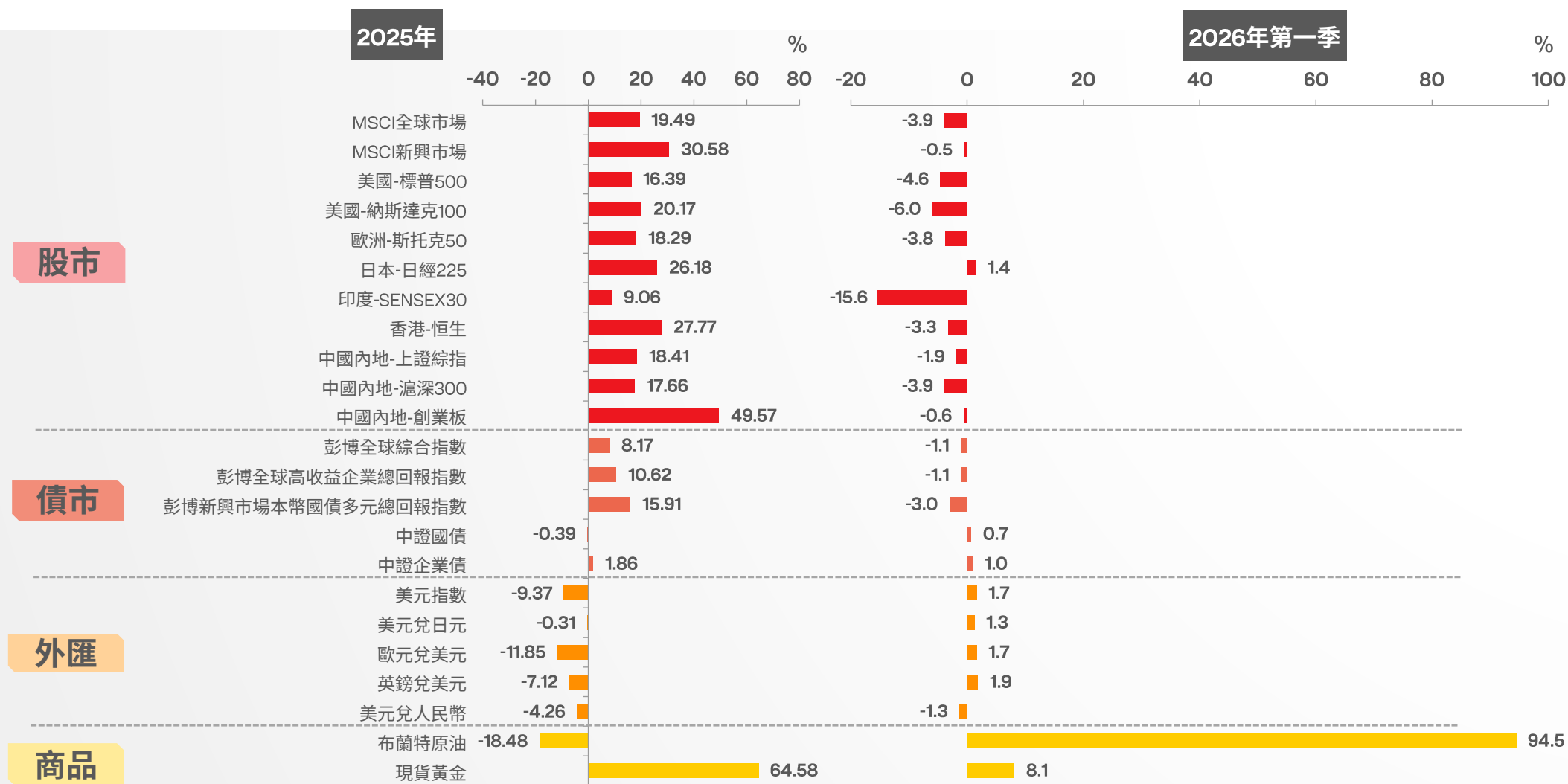
東亞銀行財富管理處首席投資策略師

湯嘉穎

東亞銀行財富管理處投資策略師



2026年第一季資產表現：美伊衝突來襲，原油一枝獨秀





宏觀策略 – 風起雲湧，關山待越

2026年環球經濟開局良好，惟美伊戰爭爆發增添變數，主要經濟體面臨滯脹風險升溫。中國經濟延續穩中向好，通脹轉正改善名義增長，地緣局勢或帶來結構性機遇。整體而言，環球經濟復甦基調未改，但地緣風險令政策應對更趨複雜，投資者宜關注能源價格及央行政策動向。

環球經濟方面，對等關稅政策基調轉趨緩和以來，花旗環球經濟意外指數維持正數區間，顯示宏觀數據普遍優於預期。2月份環球製造業PMI回升至51.9%，歐元區及日本雙雙重返擴張區域，新興市場經濟意外指數更攀升至近年高位，反映環球貿易環境改善及資金流重新配置下，經濟增長勢頭加速釋放。

中東變局方面，美伊衝突推升布蘭特原油一度突破每桶100美元，為環球通脹帶來上行壓力。惟對比2022年俄烏戰爭爆發時，當前通脹結構已有差異，核心通脹相對受控，且環球能源結構較1970年代多元化，滯脹風險可控。歐元區因能源進口依存度高，通脹及經濟下行壓力大於美國；美國經濟韌性亦不如2022年，衰退風險有所上升。

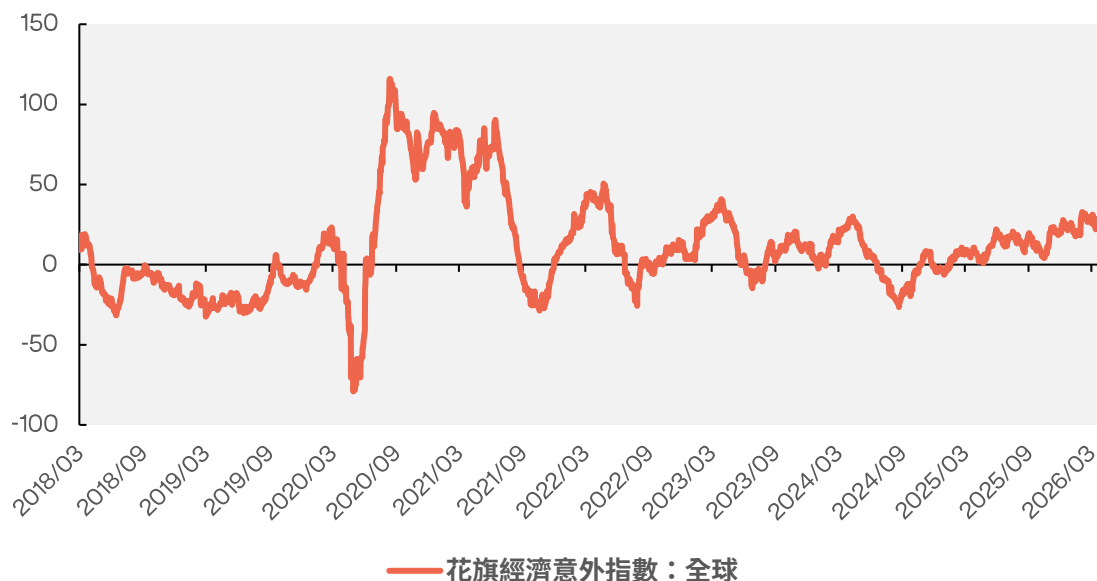
中國經濟方面，2026年開局呈現穩健復甦，工業及服務業活動雙雙加快，出口表現超預期，基建投資成為穩增長重要支撐。更值得關注的是，2月份整體通脹已轉正，GDP平減指數回升，結束2020年以來名義GDP持續低於實際GDP的局面，有利企業獲利改善。美伊局勢雖推升進口成本，但亦有助改善通縮預期，地緣風險升溫或促使國際資本及訂單轉向中國，淨影響可能偏向正面。



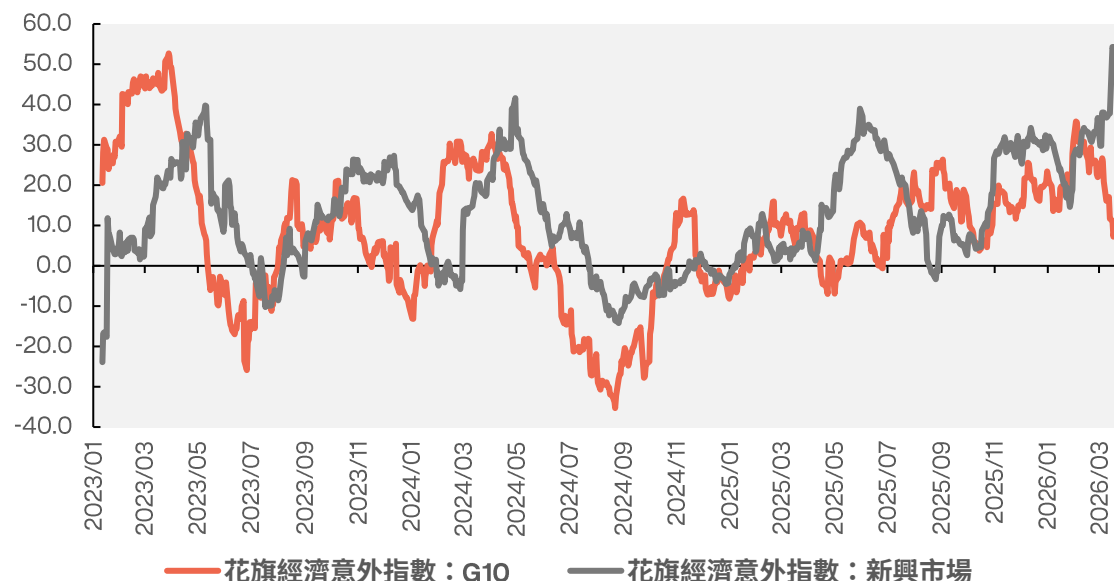
全球經濟：關稅陰霾漸散，環球經濟超預期開局

- 對等關稅政策基調轉趨緩和以來，環球經濟動能持續改善。花旗環球經濟意外指數自2020年疫情期間的大幅波動後逐步回穩，並於近期維持於正數區間，顯示宏觀經濟數據普遍優於市場預期。截至2026年3月，該指數錄得約28.5點水平，反映環球經濟基本面韌性較預期為強，復甦軌道漸趨穩固。
- 細分市場表現方面，新興市場經濟意外指數於2026年初顯著走強，3月份更攀升至約55點的近年高位，遠超G10發達經濟體的同期表現。此走勢印證新興市場在環球貿易環境改善及資金流重新配置下，經濟增長勢頭正加速釋放。反觀發達市場經濟活動基本符合預期。

去年5月對等關稅緩和以來，全球經濟持續向好



今年以來G10和新興市場經濟走勢持續超預期





全球經濟：關稅緩和提振信心，製造業重返擴張軌道

- 全球製造業景氣於2026年初明顯修復。2月份環球製造業PMI回升1.0個百分點至51.9%，連續兩個月處於50%榮枯線之上，顯示製造業活動正擺脫去年底低迷格局。歐元區改善尤為顯著，2月PMI回升1.3個百分點至50.8%，德國更反彈1.8個百分點至50.9%，雙重重返擴張區間；日本PMI亦回升1.5個百分點至53.0%，反映亞洲供應鏈需求回暖對區內製造業的提振作用。
- 新興市場方面，印度製造業維持強勁擴張，2月PMI達56.9%，較前值進一步上升1.5個百分點；東盟2月PMI亦回升1.0個百分點至53.8%。中國3月PMI則攀升至50.4，重回榮枯線之上。整體而言，環球製造業復甦範圍正在擴大，成熟市場與新興市場同步改善，為環球經濟延續增長勢頭提供有力支撐。

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	49.8	50.7	49.8	49.5	49.0
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	49.3
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	49.3
巴西			47.3	47.0	47.6	48.8	48.2	46.5	47.7	48.2	48.3	49.4	50.3
南非			48.5	45.1	39.6	48.7	53.1	52.1	49.8	48.0	45.3	43.1	41.4
東盟			53.8	52.8	52.7	53.0	52.7	51.6	51.0	50.1	48.6	49.2	48.7



全球經濟：服務業開局保持平穩擴張，惟油價衝擊已隱約浮現

- 全球服務業景氣於年初維持穩健擴張格局。2月份環球服務業PMI回升至53.4%，連續多月處於50%榮枯線之上，顯示內需主導的服務業活動保持韌性。歐元區服務業持續改善，德國及法國雙雙重返擴張區間，反映歐陸消費及商業活動逐步回暖；日本亦延續溫和擴張態勢。此輪服務業復甦主要受惠於勞動市場穩健支持居民收入。值得注意的是，3月最新公布的數據顯示，中東戰局下油價對服務業的衝擊已隱約浮現。
- 新興市場方面，印度服務業維持強勁領跑，雖較前值略為回落但仍處極高擴張水平，凸顯其龐大內需市場的增長潛力；巴西及南非服務業顯著改善，反映新興經濟體消費信心回升。反觀美國服務業雖有所回落，但仍處擴張區間。整體而言，環球服務業復甦基調穩固，成熟市場與新興市場內需動能互相支撐，儘管油價對服務業衝擊已逐漸浮現，但較高的服務業景氣程度仍為環球經濟延續增長提供重要緩衝。

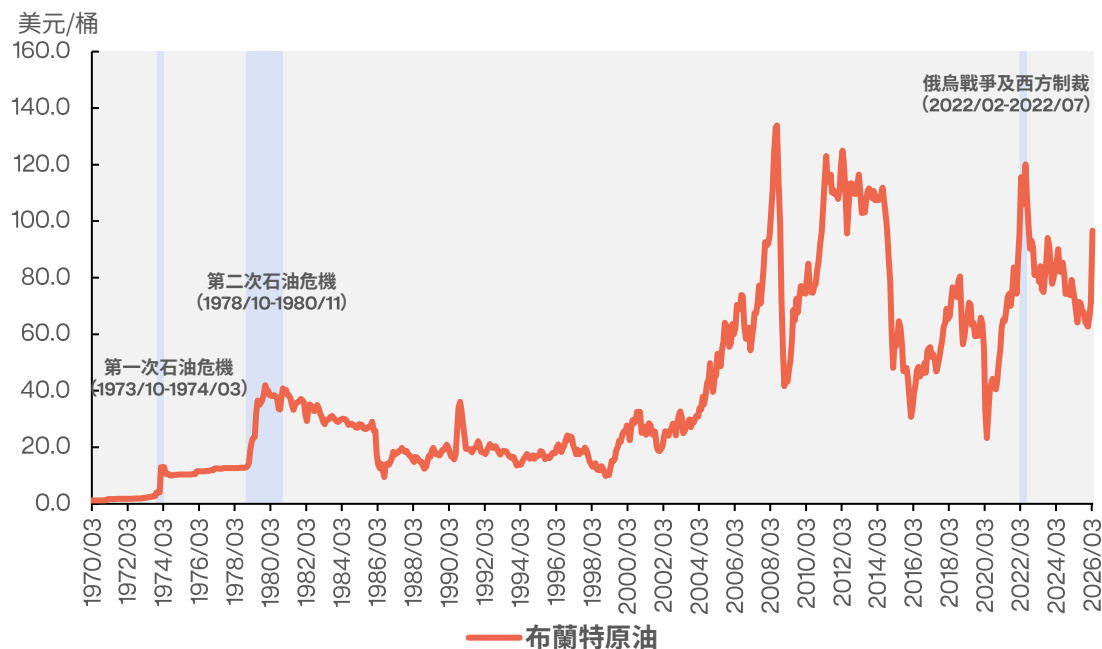
服務業PMI (%)	較前值	3/2026	2/2026	1/2026	12/2025	11/2025	10/2025	9/2025	8/2025	7/2025	6/2025	5/2025	4/2025
全球			53.4	52.7	52.4	53.3	53.4	52.9	53.4	53.5	51.8	52.0	50.9
美國	↓	-0.6	51.1	51.7	52.7	52.5	54.1	54.8	54.2	54.5	52.9	53.7	50.8
歐元區				51.9	51.6	52.4	53.6	53.0	51.3	50.5	51.0	50.5	49.7
德國	↓	-2.3	51.2	53.5	52.4	52.7	53.1	54.6	51.5	49.3	50.6	49.7	47.1
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
意大利				52.3	52.9	51.5	55.0	54.0	52.5	51.5	52.3	52.1	53.2
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
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
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
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
俄羅斯				51.3	53.1	52.3	52.2	50.2	47.0	50.0	48.6	49.2	52.2
巴西				53.1	51.3	53.7	50.1	47.7	46.3	49.3	46.3	49.3	49.6
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
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



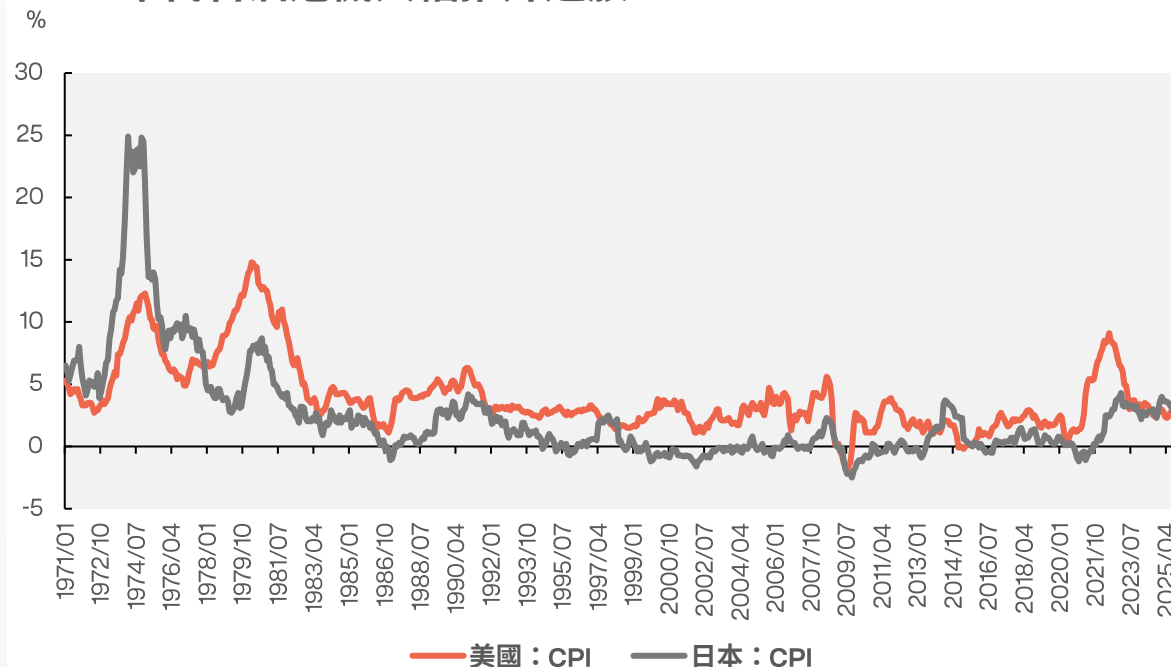
中東變局：七十年代危機難重演，地緣風險仍為油價及通脹添壓

- 1970年代兩次石油危機對環球經濟造成深遠衝擊。第一次危機期間，布蘭特原油價格由每桶約3美元飆升至近12美元，美國CPI通脹率急升至逾12%，日本更突破25%；第二次危機油價進一步攀升至約40美元，引發主要經濟體陷入滯脹。歷史經驗顯示，地緣政治衝突導致的能源供應中斷，往往透過成本推動機制迅速傳導至消費物價，對經濟增長構成雙重打擊。
- 2026年初美伊衝突爆發後，布蘭特原油一度突破每桶100美元，市場憂慮伊朗封鎖霍爾木茲海峽風險——該航道承擔全球約20%石油運輸。儘管環球能源結構已較上世紀七十年代多元化，但地緣風險仍為油價及通脹帶來不可忽視的上行壓力。

1970年代石油危機大幅推升油價



1970年代石油危機大幅推升通脹

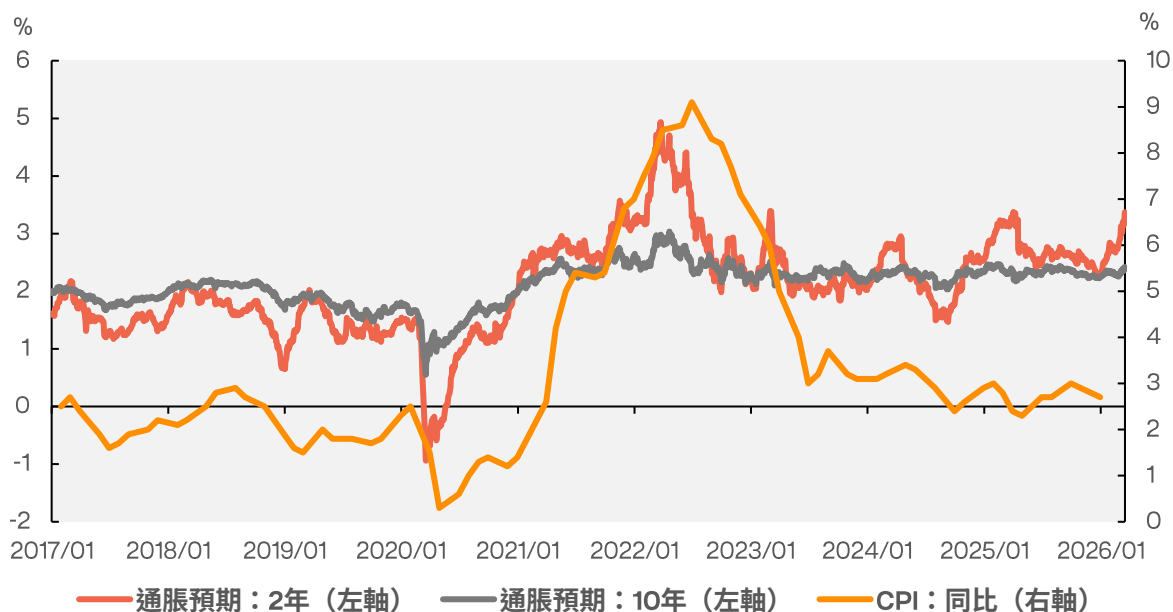




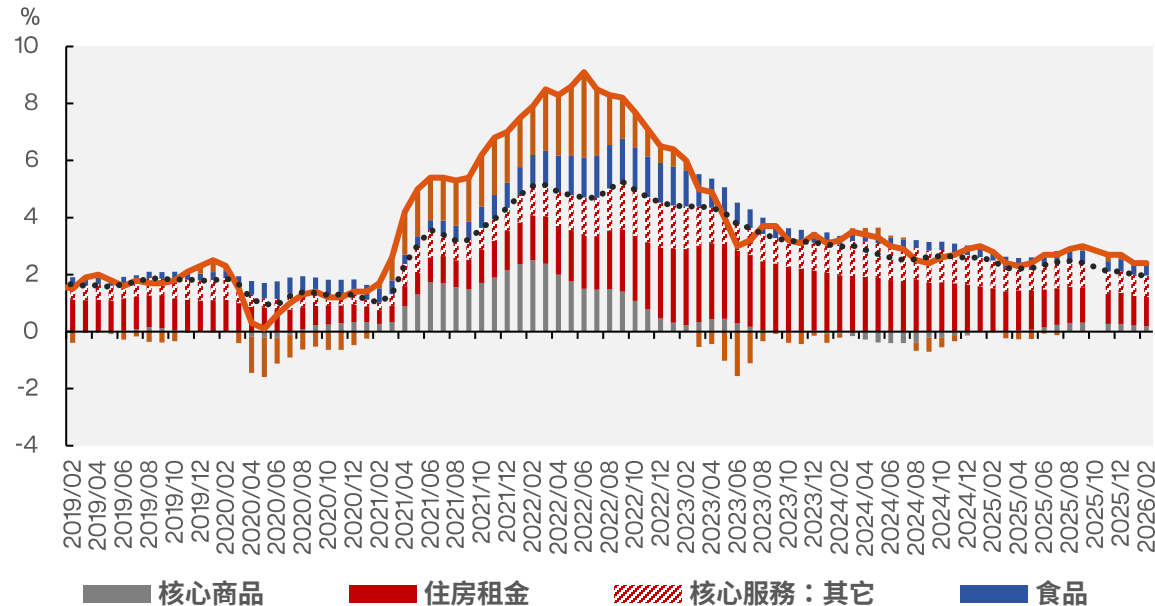
美伊衝突推升通脹預期，惟風險低於2022年

- 美伊戰爭爆發後，美國短期通脹預期升溫，2年期預期攀升至3%以上，反映市場憂慮地緣風險透過油價推升物價。然而對比2022年俄烏戰爭爆發時，當前通脹結構已有差異。2022年CPI飆升逾9%，主要由住房租金及核心服務主導；本輪壓力集中於能源等波動項目，核心通脹相對受控。
- 2022年通脹源於疫情後供應鏈瓶頸、財政刺激及勞動市場緊張等多重因素疊加；當前經濟已趨正常化，供應鏈壓力紓緩，勞動市場亦由過熱轉向均衡。此外，聯儲局已累積充足加息經驗，政策應對空間較2022年充裕。整體而言，美伊衝突確為通脹帶來短期上行風險，但料難以重演2022年全面失控局面。

美國短期通脹預期升溫



能源並非美國2022年嚴重通脹的主因

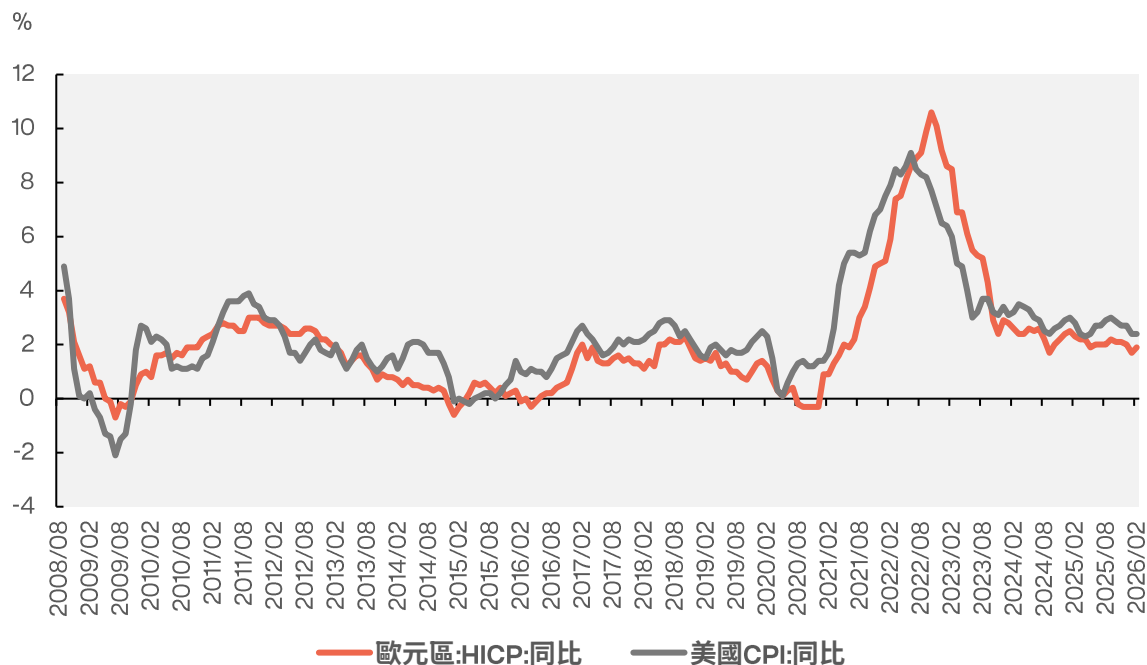




歐元區通脹壓力大於美國，惟衝擊低於2022年

- 美伊戰爭爆發後，歐元區通脹壓力明顯大於美國。2022年俄烏衝突期間，歐元區HICP飆升至逾10%，高於美國CPI的9%，反映歐洲對進口能源的高度依賴。本輪衝突推升油價，歐元區通脹預期升溫較美國明顯，主因歐洲能源進口依存度遠高於美國，地緣風險傳導更直接。
- 惟對比2022年，本輪能源衝擊相對溫和。荷蘭TTF天然氣價格遠低於2022年曾突破70美元的歷史高位，目前維持於10美元附近，顯示歐洲能源韌性已顯著提升。此外，歐元區已加速能源多元化，降低單一供應依賴。整體而言，歐元區雖面臨較美國更大的通脹風險，但料難以重演2022年極端局面。

能源衝擊影響，歐元區較為嚴重



天然氣價格衝擊遠小於俄烏衝突期間

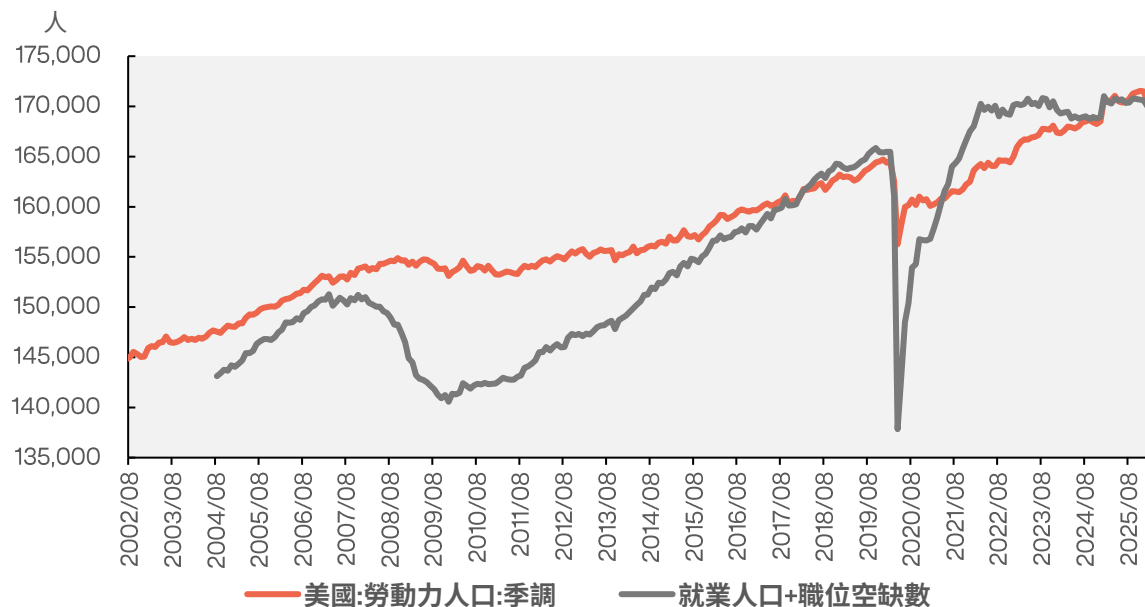




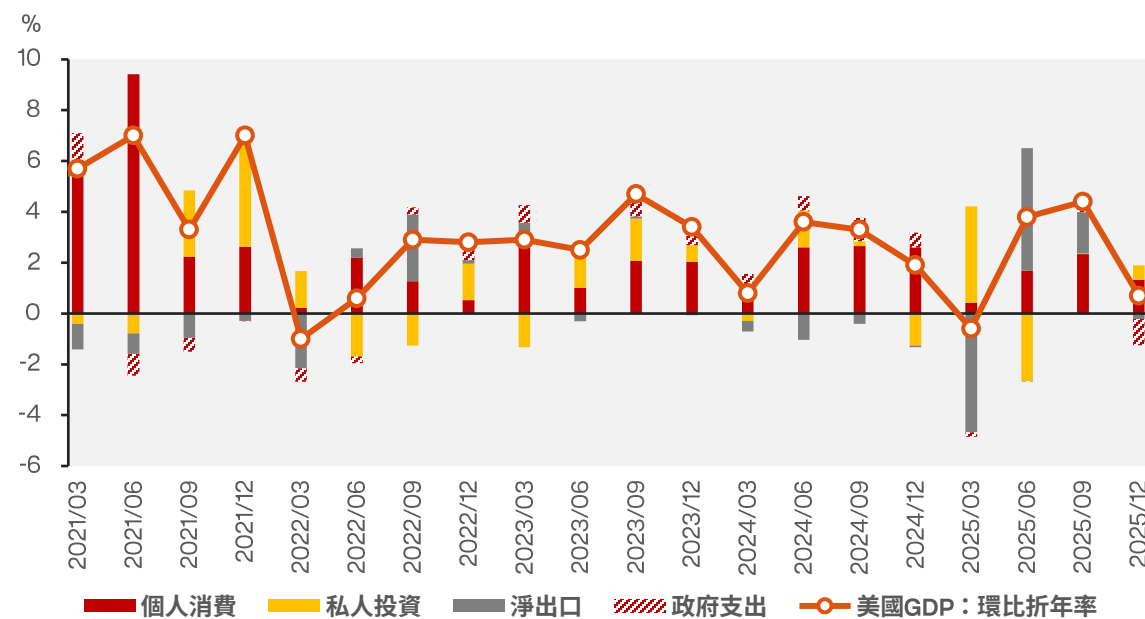
美伊衝突加劇經濟下行壓力，衰退風險高於2022年

- 美伊戰爭爆發為美國經濟帶來顯著下行壓力，當前經濟韌性已不如2022年。2022年勞動市場需求旺盛，「就業人口+職位空缺數」遠超勞動力人口，顯示經濟處於超額需求狀態；GDP按月折年率亦維持正增長，個人消費及私人投資表現強勁，經濟具備抵禦能源衝擊的緩衝空間。
- 反觀當前，美國勞動市場趨向均衡，政策利率處於限制性水平，美聯儲應對空間受限。若地緣風險持續推高油價，將進一步抑制消費及投資意願，並透過成本上升擠壓企業利潤，加大經濟下行風險。此外，財政刺激效應消退及信貸環境收緊，亦削弱經濟內生動能。整體而言，本輪美伊衝突對美國經濟的負面衝擊，預計將較2022年更為顯著。

2022年美國勞動市場需求旺盛



2022年美國經濟表現具有極強韌性

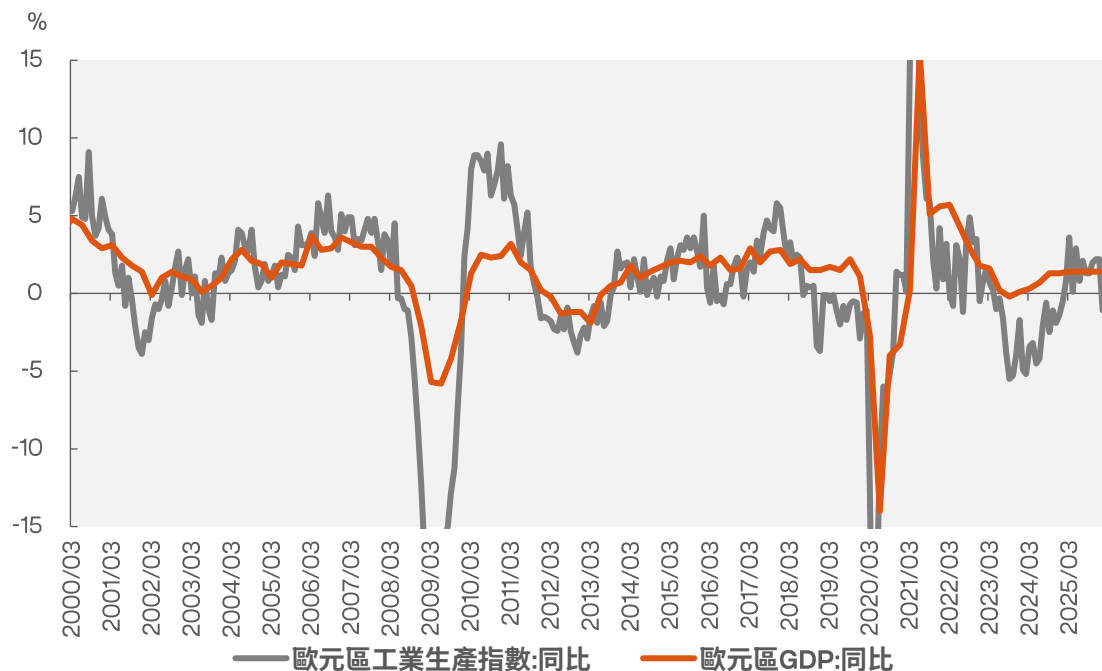




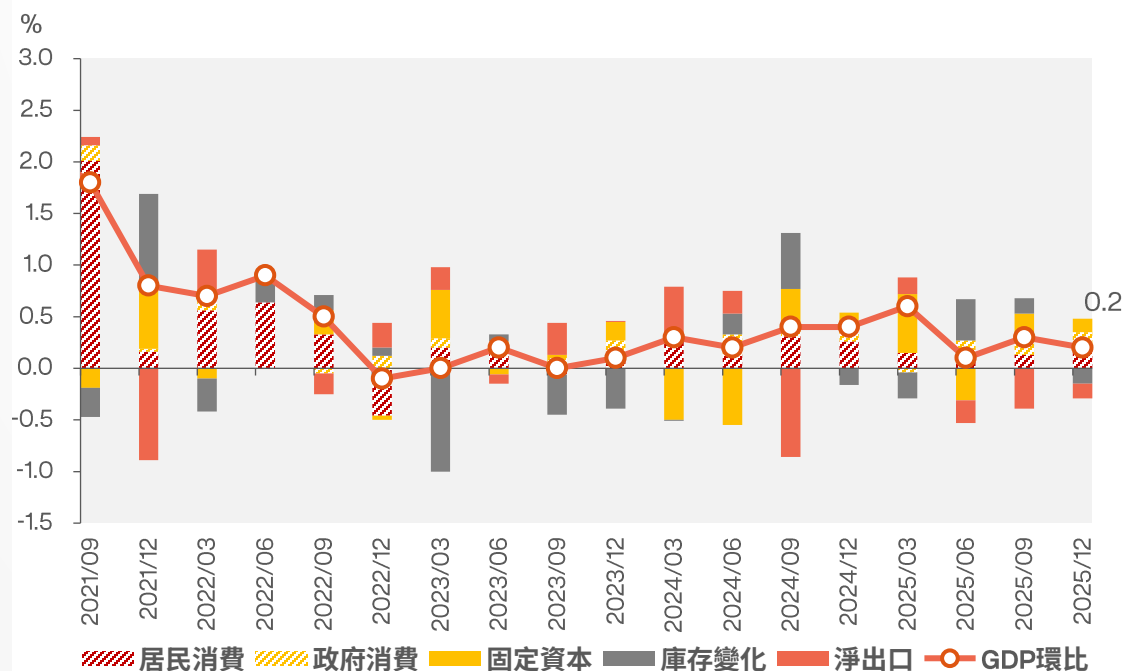
美伊衝擊下歐元區經濟承壓，下行風險超美國

- 美伊戰爭爆發為歐元區經濟帶來顯著下行壓力，當前經濟韌性已不如2022年。2022年俄烏衝突期間，歐元區雖一度陷入衰退，但工業生產指數與GDP增速仍維持一定水平；反觀目前，歐元區工業生產已明顯走弱，或預示GDP將進一步下行。歐元區對進口能源高度依賴，地緣風險傳導更直接，經濟緩衝空間較美國有限。
- 歐元區經濟結構以製造業及出口為主，對能源成本上升更為敏感。本輪油價飆升將進一步擠壓企業利潤，抑制投資及就業。歐洲央行雖已啟動減息，但政策空間受通脹掣肘，難以大幅寬鬆。整體而言，美伊衝突對歐元區經濟的負面衝擊，預計將較2022年及美國更為嚴峻。

工業生產走弱或預示GDP進一步走弱



2022年歐元區一度陷入衰退





中國經濟：開局良好，政策發力支撐後續動能

- 2026年中國經濟開局呈現穩健復甦態勢。生產端動能持續改善，工業及服務業活動雙雙加快；內需穩步回暖，消費及餐飲收入增速回升，出口表現更超預期，顯示外需韌性強勁。基建投資大幅反彈，成為穩增長重要支撐，對沖房地產投資偏弱壓力。展望後續，貨幣供應增速回升，流動性環境持續改善，為實體經濟注入動力。雖然製造業景氣略為回落，但服務業維持擴張邊緣，經濟修復基礎仍在。隨著財政政策持續發力及消費刺激措施落地，預計中國經濟將延續穩中向好格局，後續動能值得期待。

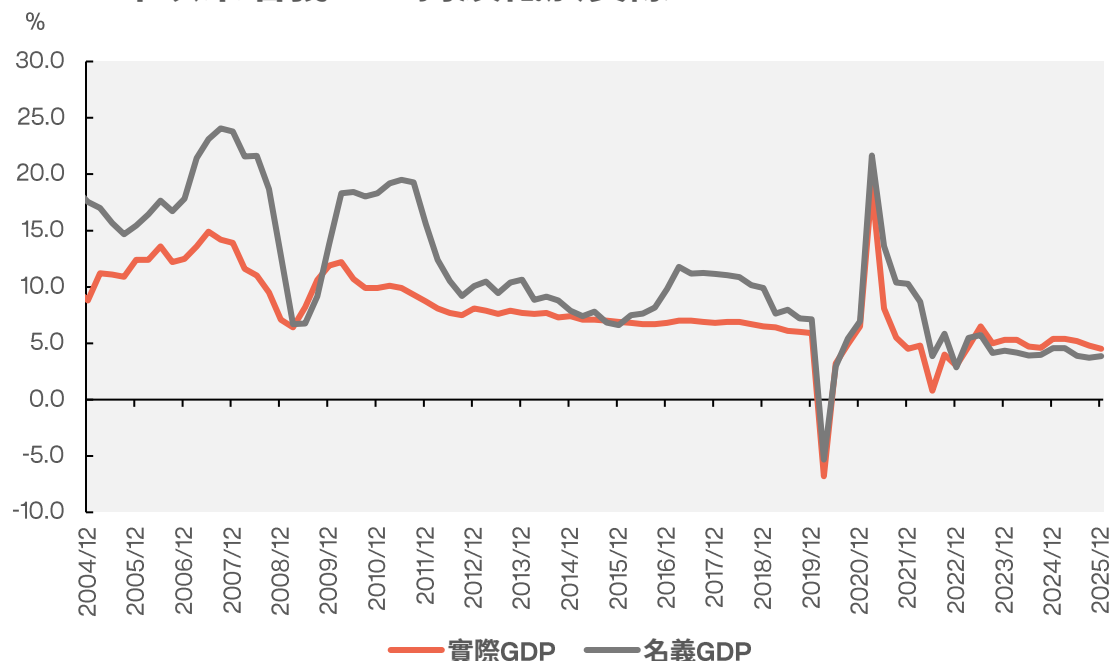
(按月，%)		較前值	2026/02	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03
生產	工業增加值	↑ 1.1	6.3	5.2	4.8	4.9	6.5	5.2	5.7	6.8	5.8	6.1	7.7
	服務業生產指數	↑ 0.2	5.2	5.0	4.2	4.6	5.6	5.6	5.8	6.0	6.2	6.0	6.3
需求	固定資產投資	↑ 5.6	1.8	-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2
	製造業	↑ 2.5	3.1	0.6	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



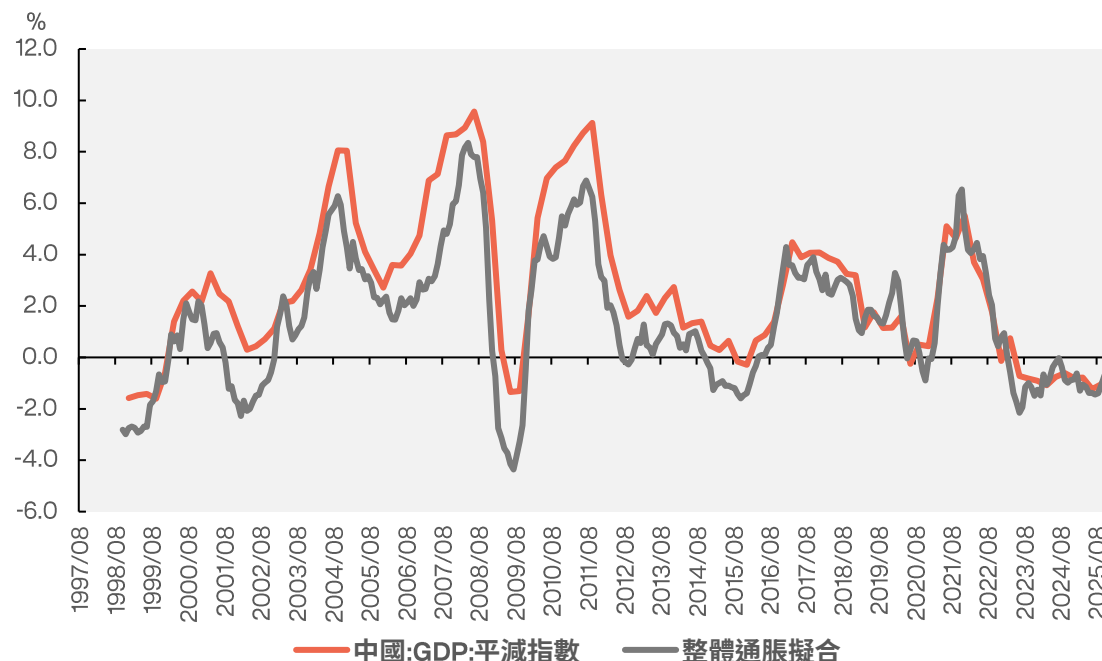
通脹轉正改善名義增長，美伊局勢或成中國機遇

- 美伊局勢升溫對中國經濟影響未必負面，甚至可能帶來結構性機遇。2020年以來，中國名義GDP持續低於實際GDP，反映經濟面臨通縮壓力。美伊衝突推升國際油價，雖增加進口成本，但亦有助改善中國通縮預期。2月份整體通脹已轉正，GDP平減指數回升，顯示價格水平正逐步修復，有利名義經濟增長及企業獲利改善。
- 地緣風險升溫或加速全球供應鏈重組，中國作為主要能源進口國及製造業中心，戰略地位相對提升。中東局勢不穩可能促使部分國際資本及訂單轉向中國。整體而言，美伊局勢雖帶來短期不確定性，但對中國經濟的淨影響可能偏向正面。

2020年以來名義GDP持續低於實際GDP



整體通脹已於2月轉正



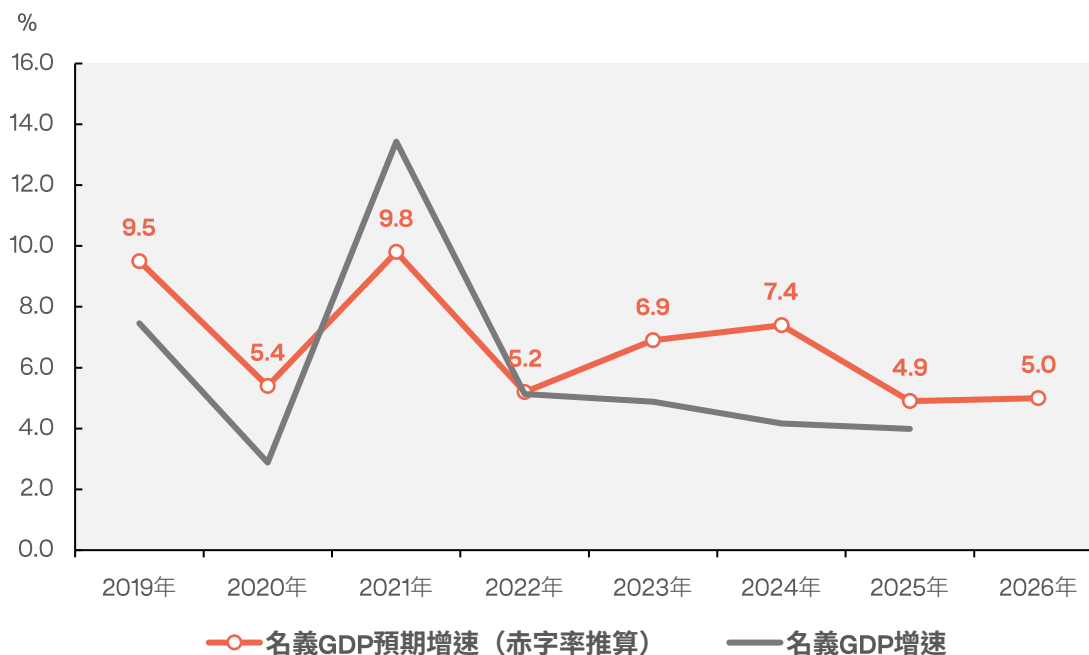


2026中國政府工作報告：符合預期的下調，但或超預期的名義增長

- 國務院發布的《政府工作報告》是兩會的重中之重，為全年經濟工作定調。GDP增長目標歷來是市場首要焦點。今年的目標設定為4.5%至5%，並明確提出「在實際工作中努力爭取更好結果」。這與去年「5%左右」的目標相比，展現了更具彈性的政策思路。選擇區間目標而非單一數值，既可為應對外部環境的不確定性留有迴旋餘地，也釋放出政策層面更注重增長質素而非單純追求增速的訊號。
- 根據赤字率「4%左右」、赤字規模「5.89萬億」倒算的名義增速預期是5.04%，略高於去年的預期（4.89%）。同時也與物價預期相匹配，「推動價格總水準由負轉正」。考慮到去年名義增速為4.0%，這意味著，2026年或較大概率實現名義增速的回升。

	經濟增長預取目標	經濟實際增速	是否完成目標
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	未設定	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%		

政府工作報告實際上隱含更高的名義GDP增長





十五五：錨定2025，高質量發展見顯著成效，科技自立自強

- 從發展階段來看，「十五五」時期是承接「十四五」發展成果、邁向2035年遠景目標的重要過渡階段。
- 「十四五」時期我國經濟社會發展取得一系列重要進展，經濟總量持續擴大，現代化產業體系建設穩步推進，科技創新能力持續增強，數字經濟快速發展，居民收入水平穩步提高。
- 「十五五」時期既需要延續既有發展優勢，也需要進一步破解制約高質量發展的結構性瓶頸。一方面，通過推動科技創新與產業創新深度融合，加快培育戰略性新興產業和未來產業，持續提升產業體系的技術含量和附加值；另一方面，通過擴大內需、優化經濟結構以及深化改革開放，增強經濟增長的內生動力和穩定性，為中國式現代化提供更加穩固的物質基礎。

「十三五」規劃、「十四五」規劃、「十五五」規劃未來五年經濟社會發展的主要目標對比

「十三五」規劃	「十四五」規劃	「十五五」規劃
經濟保持中高速增長	經濟發展取得新成效	高質量發展取得顯著成效
創新驅動發展成效顯著	改革開放邁出新步伐	科技自立自強水準大幅提高
發展協調性明顯增強	社會文明程度得到新提高	進一步全面深化改革取得新突破
人民生活水準和品質普遍提高	生態文明建設實現新進步	社會文明程度明顯提升
國民素質和社會文明程度顯著提高	民生福祉達到新水準	人民生活品質不斷提高
生態環境品質總體改善	國家治理效能得到新提升	美麗中國建設取得新的重大進展
各方面制度更加成熟更加定型		國家安全屏障更加鞏固



十五五：量化指標的加減法，釋放從「量」到「質」的直觀信號

- 對比「十四五」與「十五五」的量化指標，政策思路的深刻轉型一目了然：GDP 增長目標延續「保持在合理區間」的彈性表述，為防風險、調結構留出空間。在中國經濟結構轉型的背景下，科技創新、民生福祉、綠色轉型被賦予更高期待。

「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佔GDP比重	2.2% (累計增長)	✓	6.數字經濟核心產業增加值佔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	3,75.1	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.非化石能源佔能源消費總量比重	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)

資料來源：《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十五個五年規劃綱要》，其中數字經濟核心產業增加值佔GDP比重10.5%為2024年數值，數據截至2026年3月31日

過往表現不代表將來表現



十五五：產業重要性顯著提升

- 製造業是立國之本、強國之基，推進中國式現代化必須保持製造業合理比重，「十五五」規劃將現代化產業體系放在重點任務之首，重要性顯著提升，僅次於總體發展戰略部署。更是凸顯了製造業的繁榮安全是我國下一階段經濟發展的重要基石。現代化產業體系共分為五個部分，分別是傳統產業提質升級、產業鏈自主可控、打造新興支柱產業、前瞻佈局未來產業、建設新型基礎設施。

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						



從配套到引領：「十五五」產業升級的核心戰略

- 對比「十四五」著重零部件、原材料等基礎配套，「十五五」規劃明顯轉向以自主可控為核心的戰略性佈局，新增低空經濟、航天大數據、工業母機及具身智能等前沿領域。這顯示國家正從「做大」產能轉向「做強」產業鏈，著力突破關鍵技術瓶頸。同時，規劃強調通訊、機械人、新能源等領域的技術融合，並以綠色低碳與數字智能為主軸，重塑產業競爭格局。

產業升級：「十五五」和「十四五」對比

維度	「十四五」規劃	「十五五」規劃	「十五五」規劃涉及具體產業 (紅色為較「十四五」新增)
傳統產業	優化升級	提質升級	鋼鐵，石化， 電子信息 ，機械裝備，高端船舶和海洋工程裝備， 零部件、元器件和專用材料 等
	補齊短板	自主可控 安全備份	持續增強 稀土、稀有金屬、超硬材料 等競爭優勢
新興產業	發展壯大戰略性新興產業	發展壯大新興產業	新一代信息技術、新能源、新材料、智能網聯新能源汽車、 機器人 、生物醫藥、高端裝備、航空航天等，以及 海洋經濟、低空經濟、國產大飛機、北斗、智能駕駛、新型太陽能電池、新型儲能、創新藥
未來產業	前瞻謀劃未來產業	前瞻 佈局 未來產業	量子科技、 生物製造 、氫能和 核聚變能 、 腦機接口 、 具身智能 、第六代移動通信（十四五為未來網絡）等
前沿科技	加快建設科技強國	全面增強自主創新能力， 搶佔科技發展制高點	集成電路、 工業母機 、 高端儀器 、 基礎軟件 、 先進材料 、 生物製造 ；人工智能、量子科技、 生物科技 、 新能源 等
服務業	繁榮發展	優質高效發展	研發設計、 知識產權 、 科技成果轉化 、檢驗檢測認證、工業設計、 金融租賃 、 物流倉儲 、人力資源、 節能環保 、 數智化轉型 等



目錄

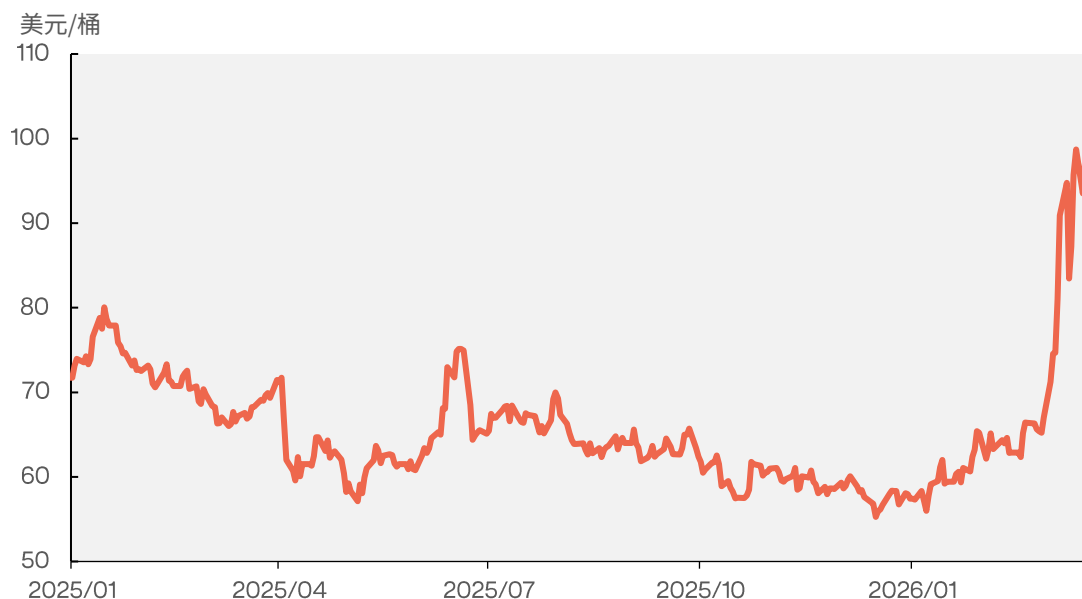
- 01 宏觀策略
- 02 宏觀經濟
- 03 股票
- 04 債券
- 05 外匯
- 06 商品
- 07 季度資產配置



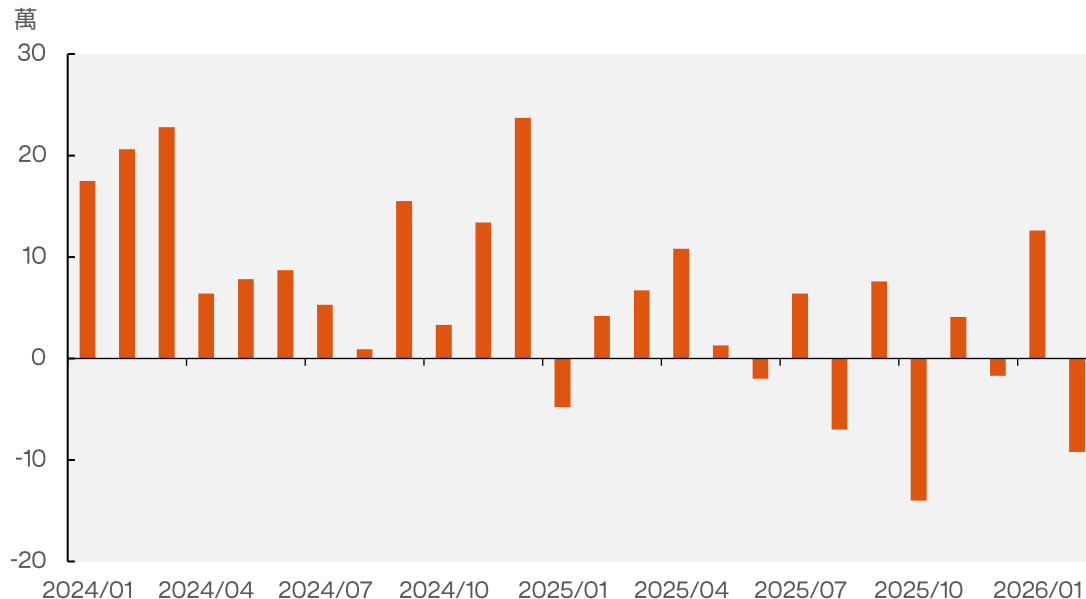
環球及美國經濟：地緣政治陰霾成為關鍵變數

- ❑ 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

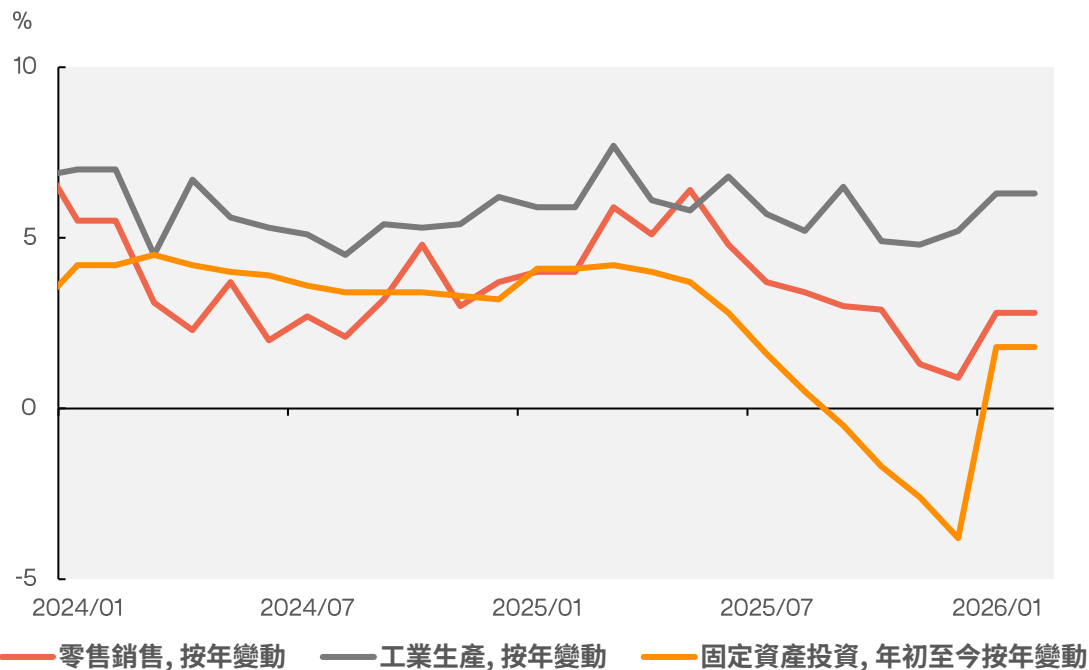




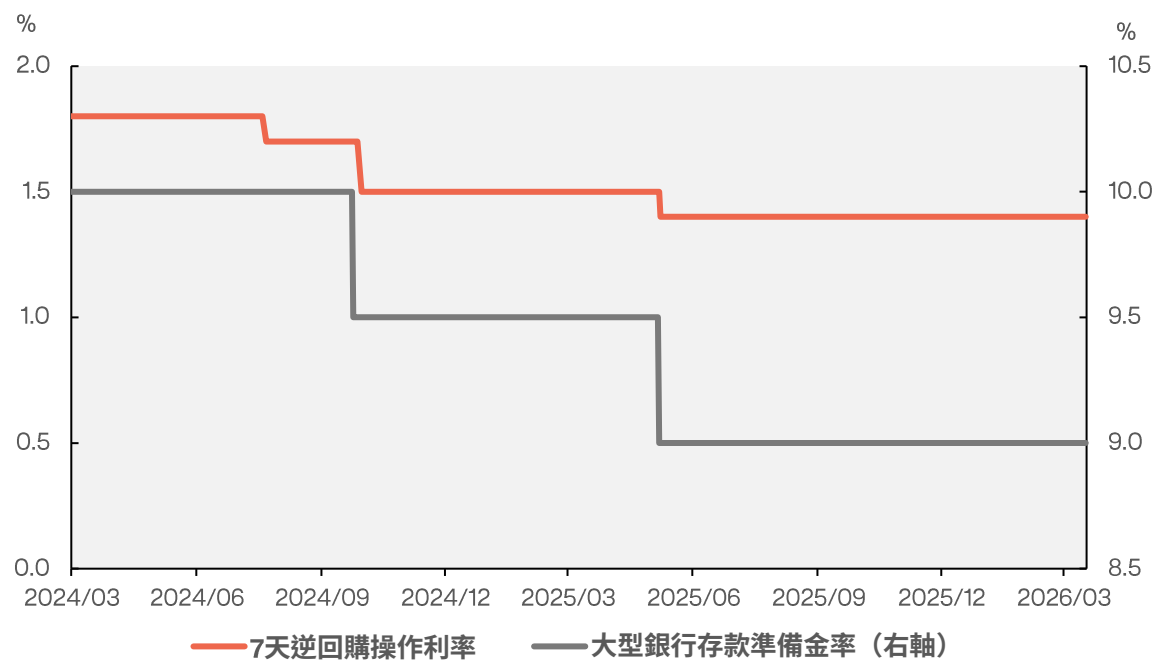
中國內地經濟：年初開局良好，高技術產業繼續成為主要動力

- 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

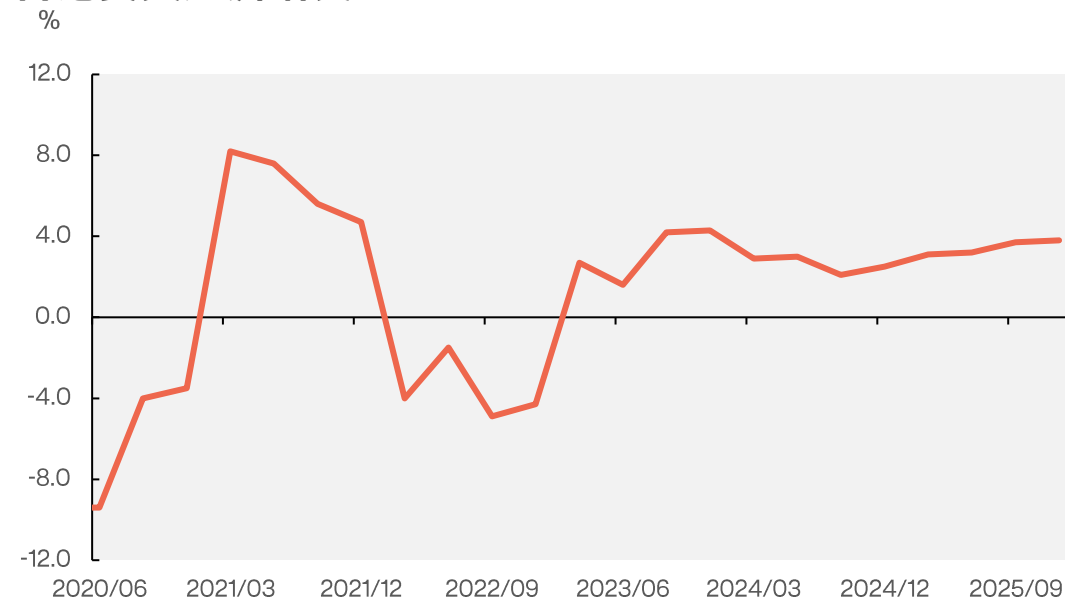




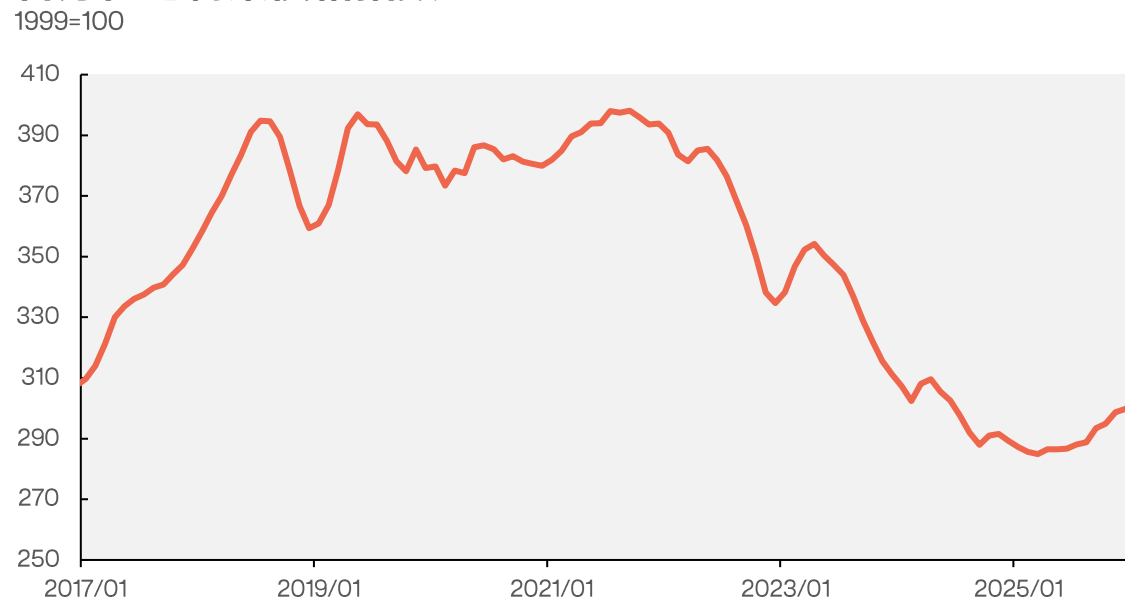
香港經濟：增長趨勢得以延續

- 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





目錄

- 01 宏觀策略
- 02 宏觀經濟
- 03 股票
- 04 債券
- 05 外匯
- 06 商品
- 07 季度資產配置



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。



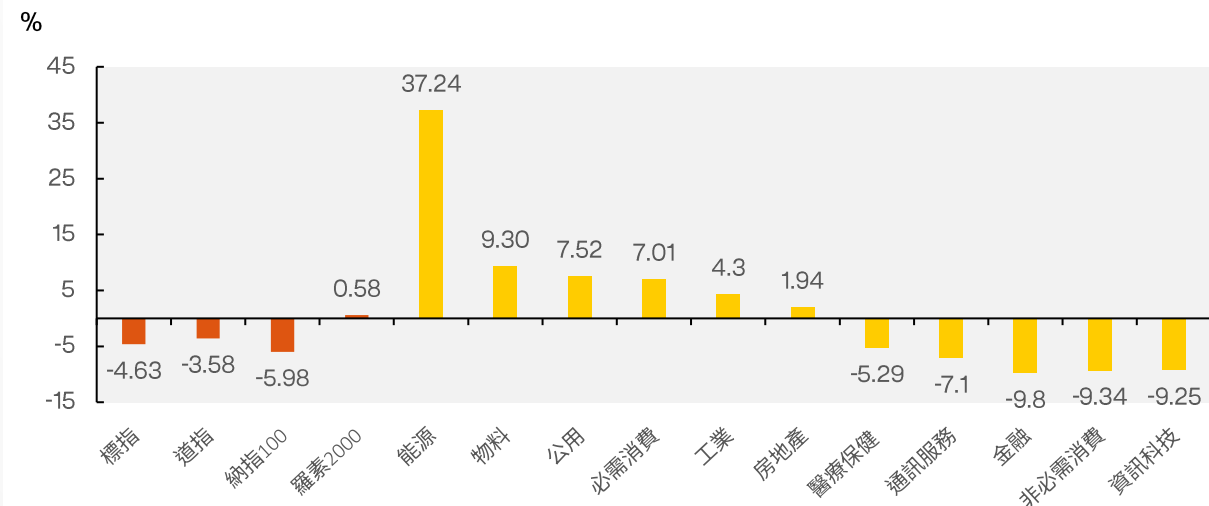
美國股市：波動開局，謹慎向前

- 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

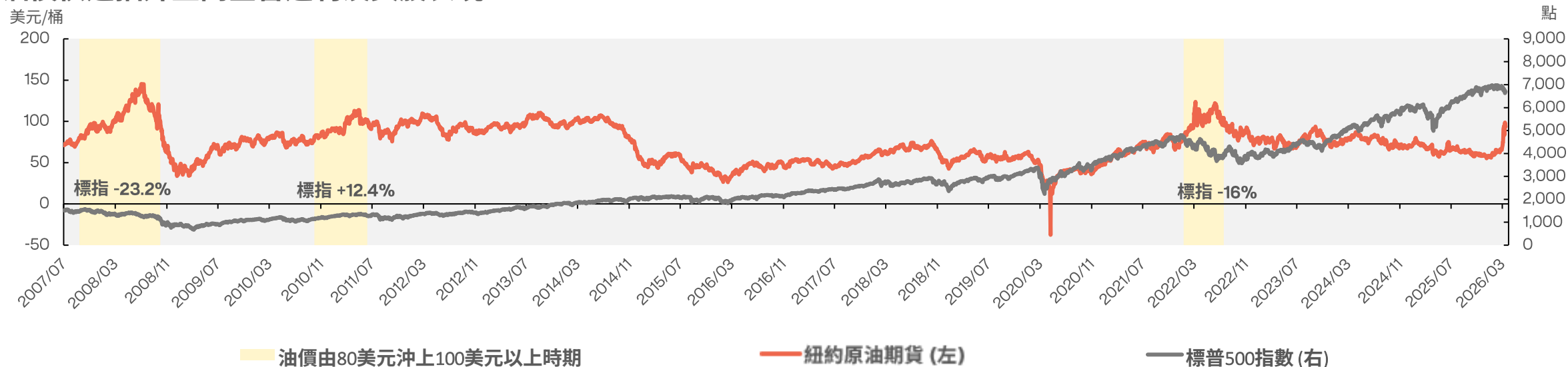




原油價格持續高企普遍利淡美股表現

- 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业，例如航空、交通運輸、工業製品等行业受直接影響。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

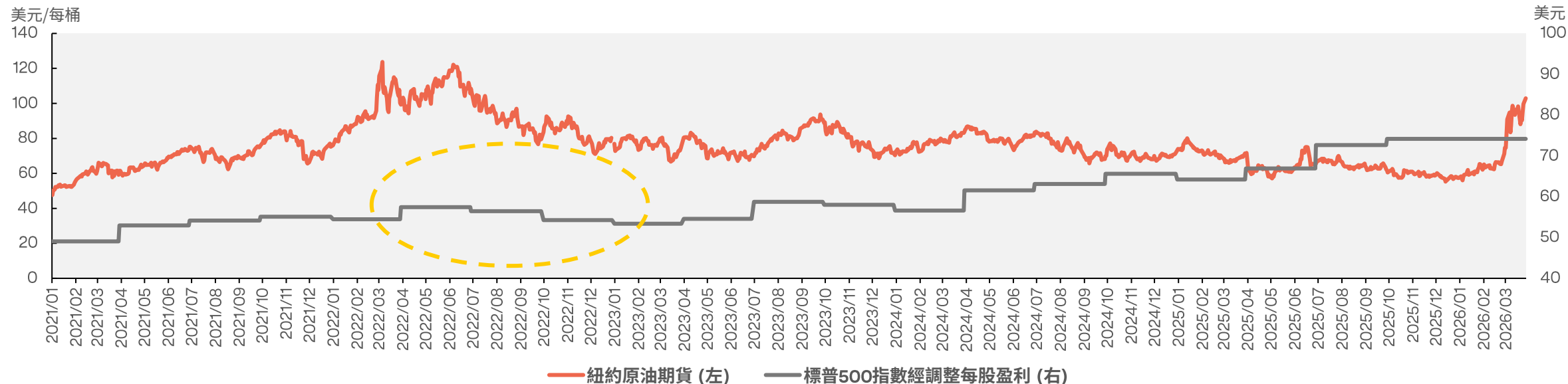




如能源價格高企達數月，將損害隨後季度美股企業盈利

- 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

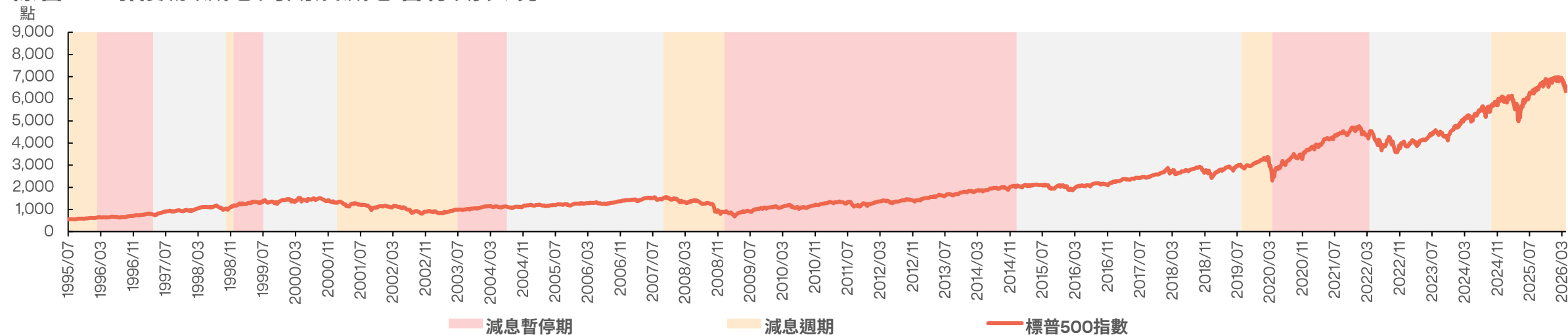




減息周期尾聲，美股未必大幅回調，但利好或已反映

- 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

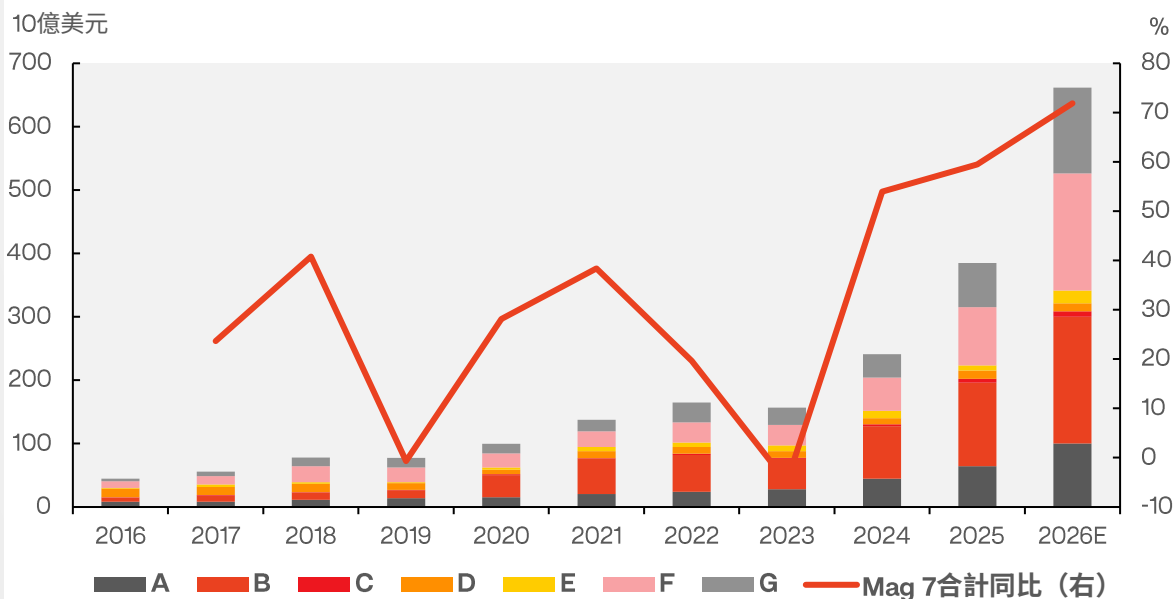




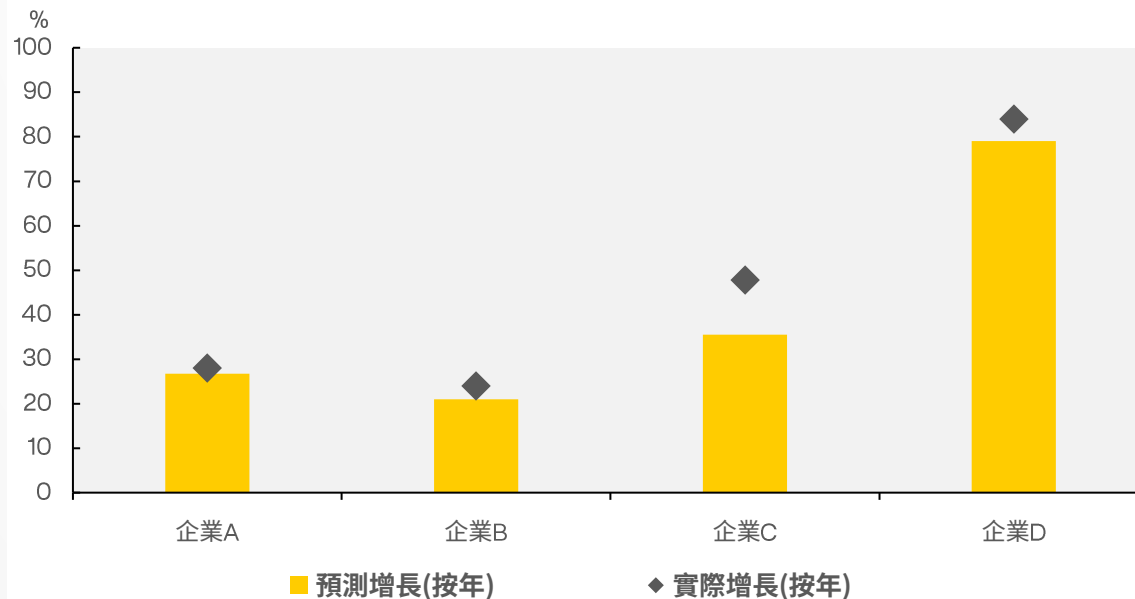
科技及人工智能 – 催化劑與風險並存

- 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

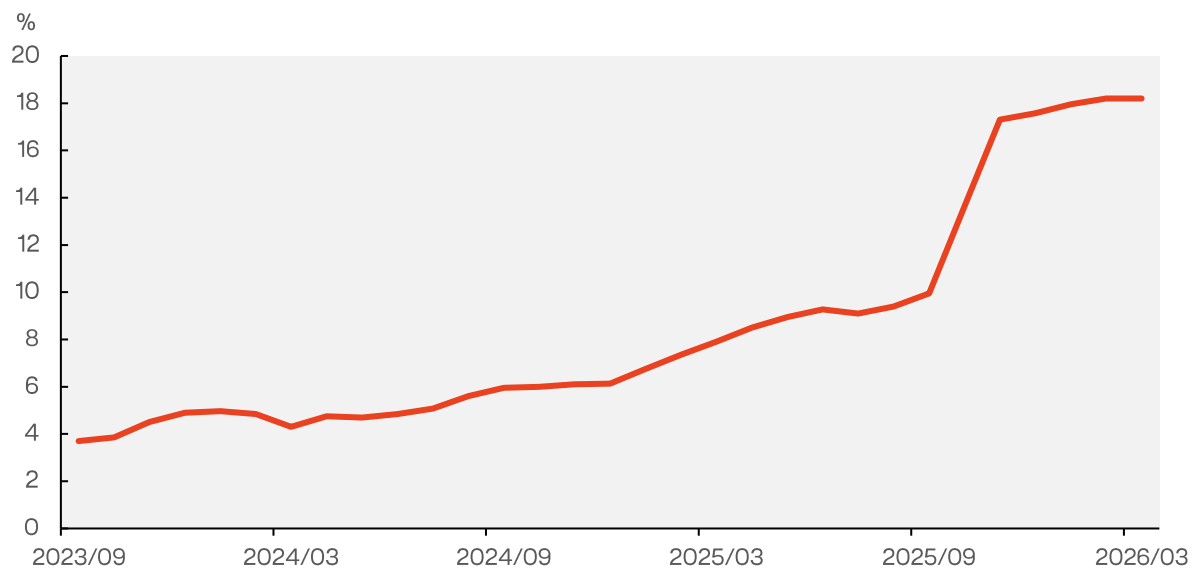




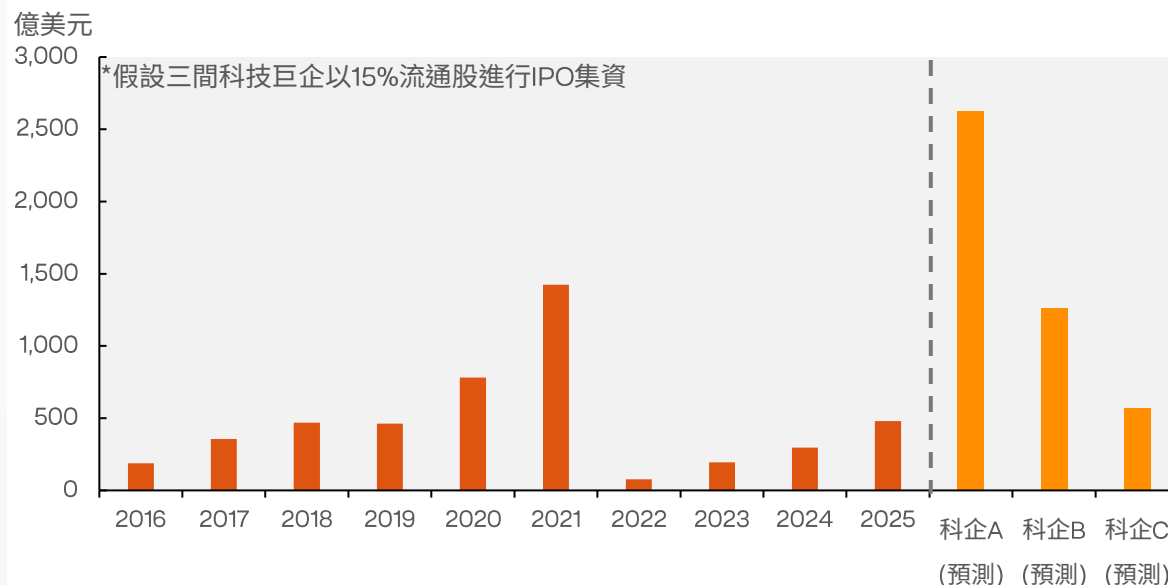
科技及人工智能 – 催化劑與風險並存

- ❑ 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



美國歷年IPO集資額





科技及人工智能 – 催化劑與風險並存

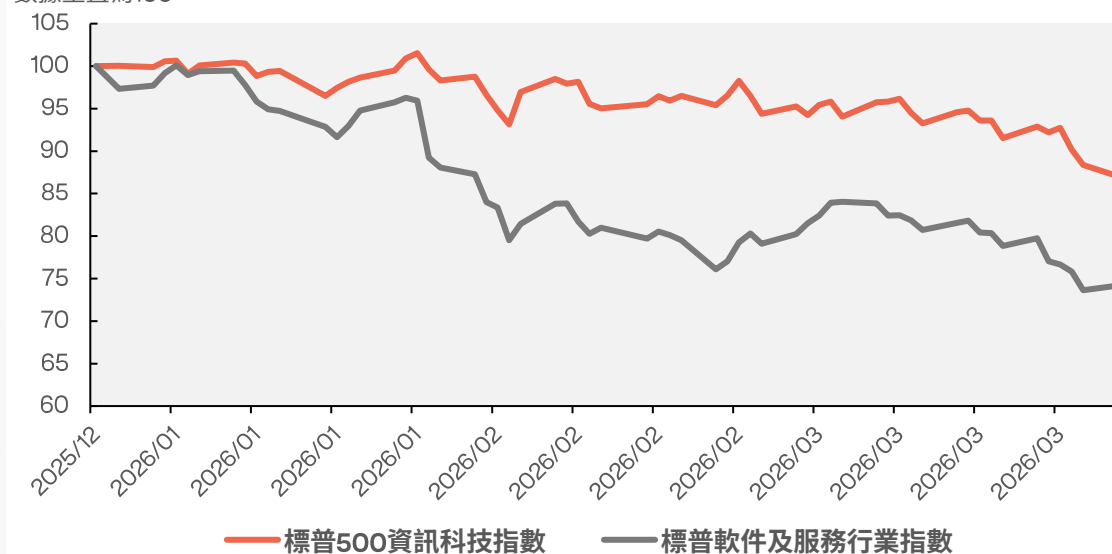
- Capex增加（折舊成本增加）導致美股大型雲服務商近數季的經營溢利增速放緩，研發開支增加亦會削弱企業自由現金流。此外，代理式AI的掘起，或對部份軟件供應商帶來市佔率流失及定價下調風險，導致軟件及服務股今年首季大幅跑輸大盤科技股。
- 由於科技初創及中型軟件商高度依賴私人信貸融資，私人信貸基金因科技股大跌而被恐慌贖回，部分大型基金限贖或為了應付贖回而折價拋售資產，進一步壓低科技業的估值，更多企業現金流惡化，科技股（尤其是中型軟件股）融資成本上升、增長放緩的預期加劇。
- 除看好上游行業以外，其他科技股選股準則：1)全棧式AI服務商；2)具技術壁壘的大模型/雲服務領先者；3)低槓桿、高現金流企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

數據重置為100

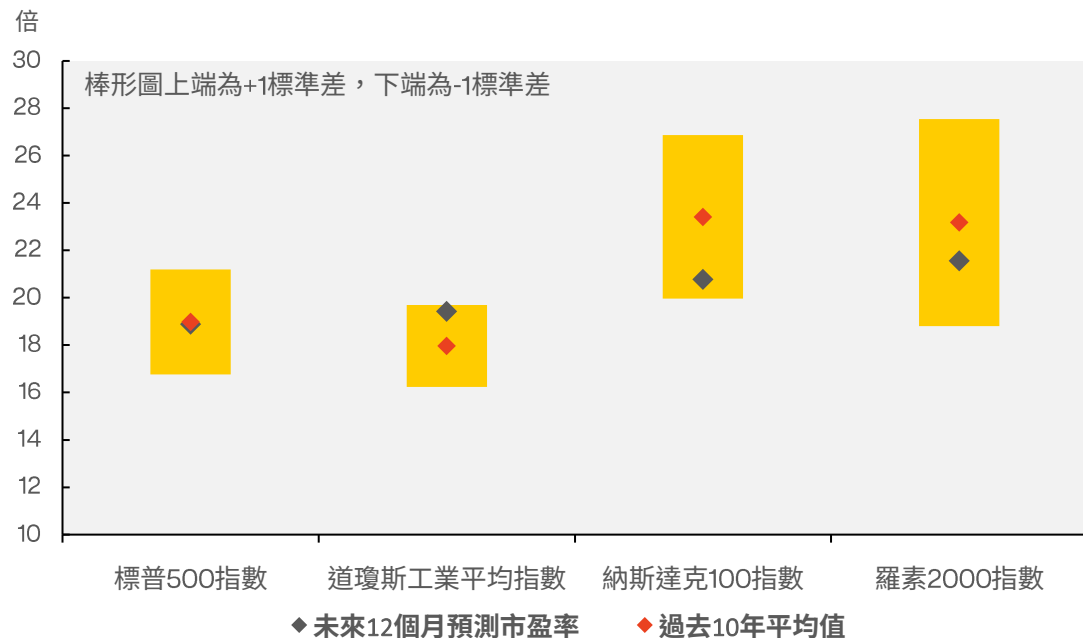




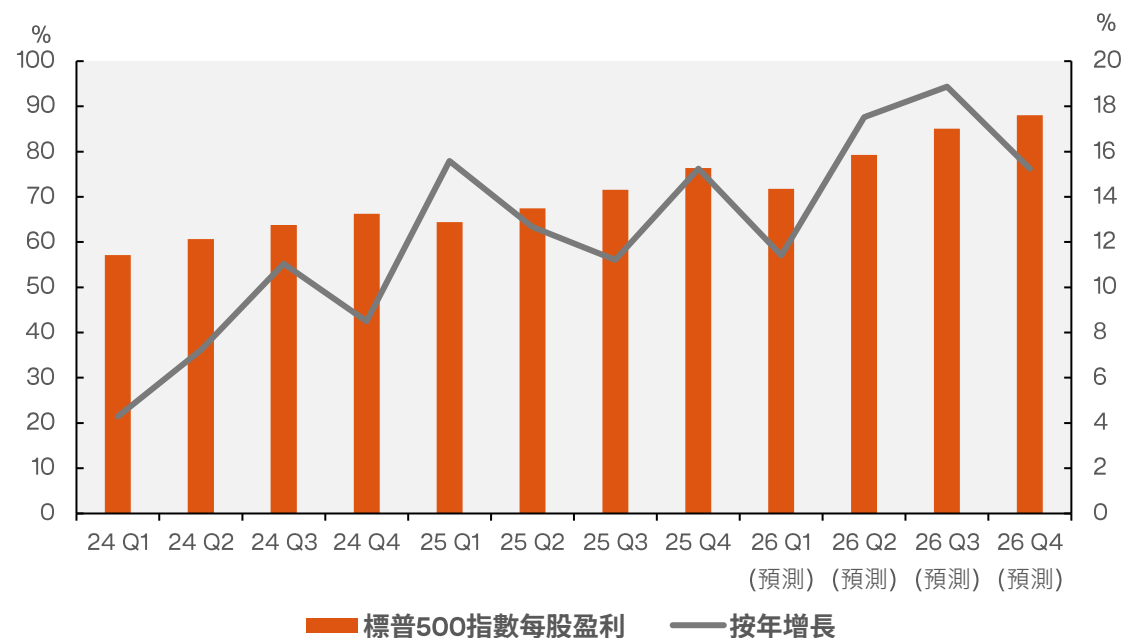
美股估值雖回落，盈利預測面臨下調風險

- 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

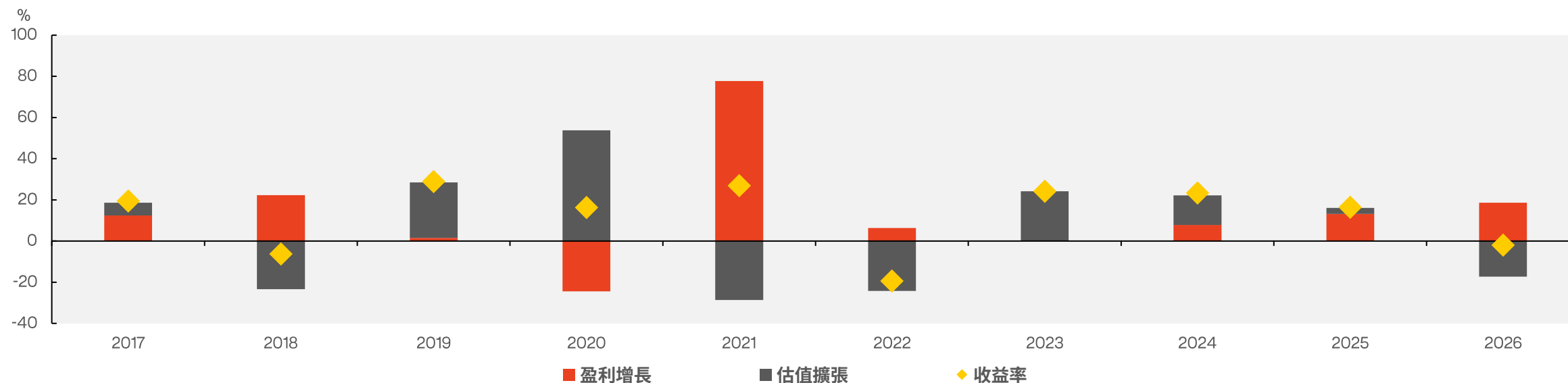




地緣衝突影響美股「盈利主導」行情能否持續

- 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

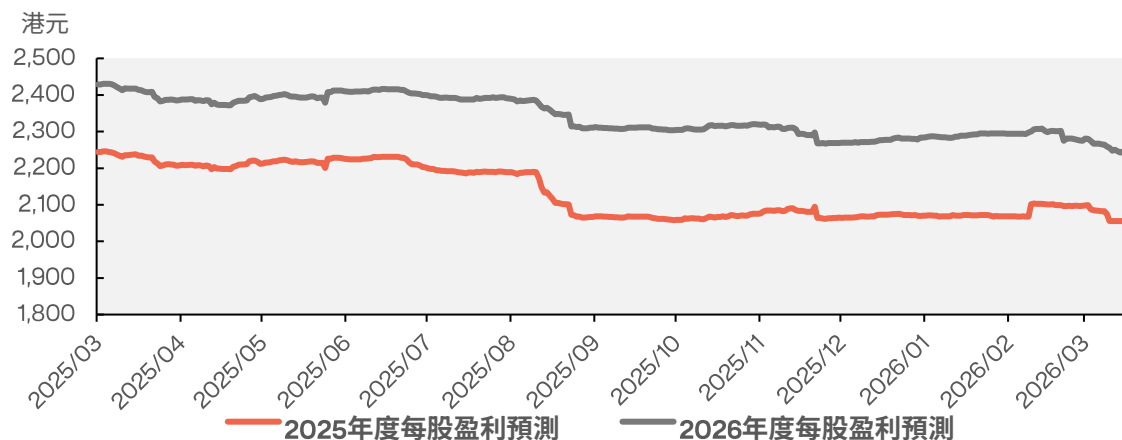
東亞銀行財富管理處高級投資策略師



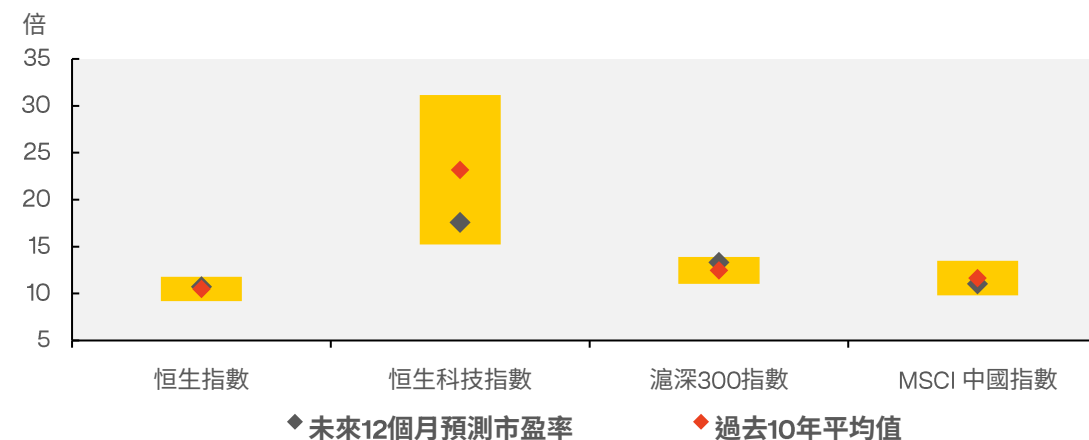
第二季展望：下調恒指FY26目標價至29,000點，悲觀情景下或回調至23,000點

- 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

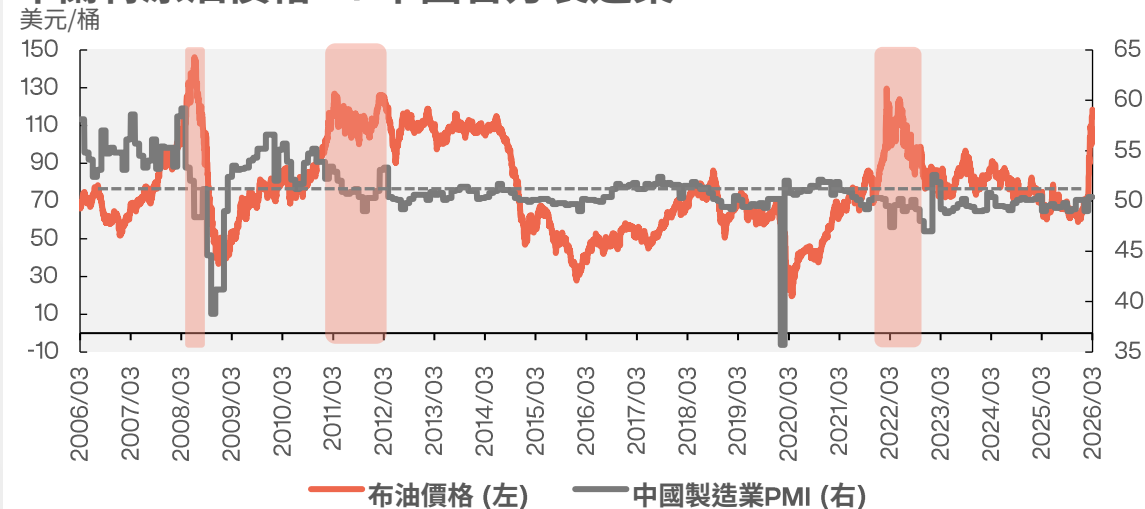




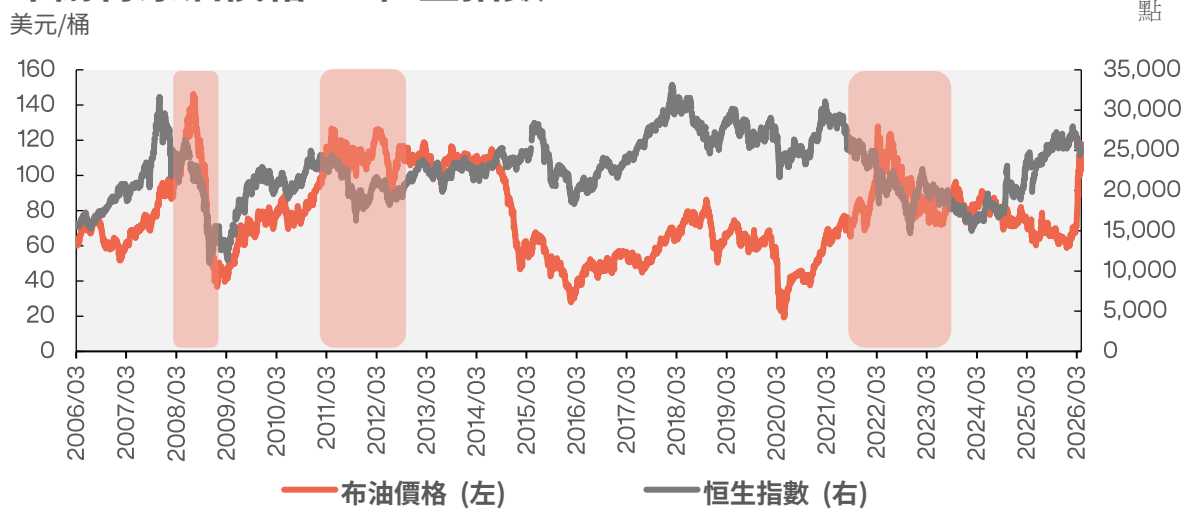
油價飆升之尾部風險升溫，港股市場短線料受壓並跑輸A股市場

- 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市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

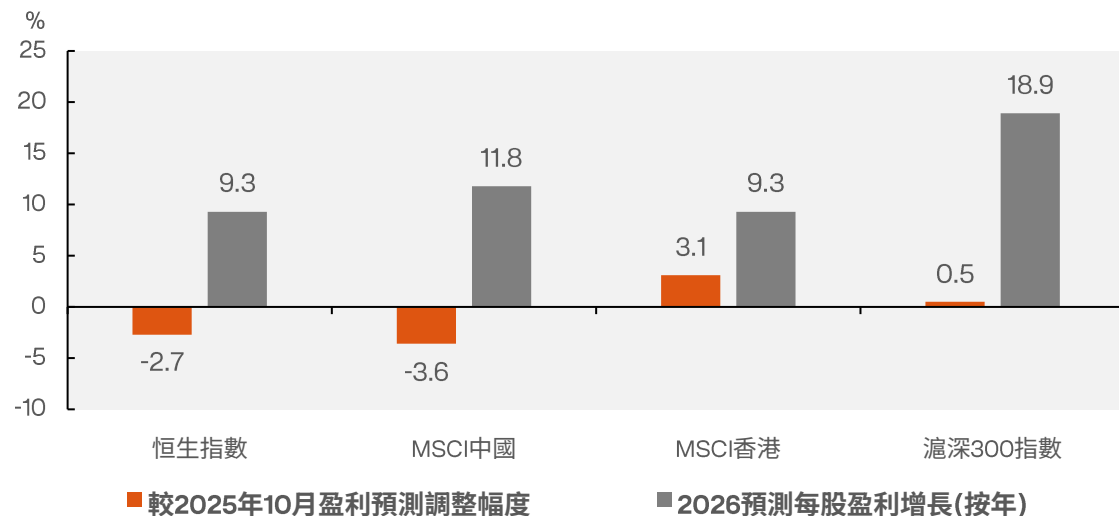




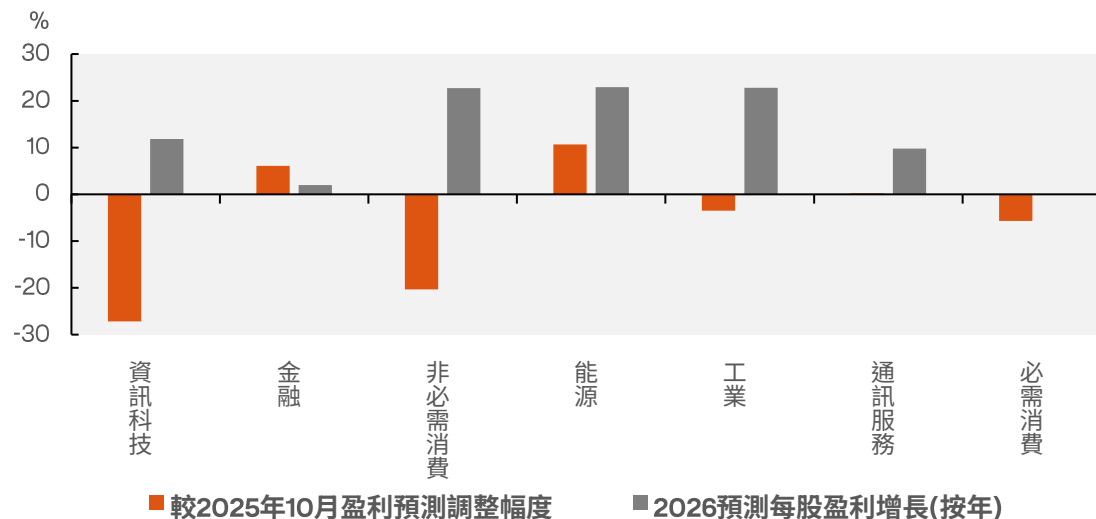
企業盈利：中國A股盈利展望優於H股，四大原因維持對中資股正面盈利預期

- 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

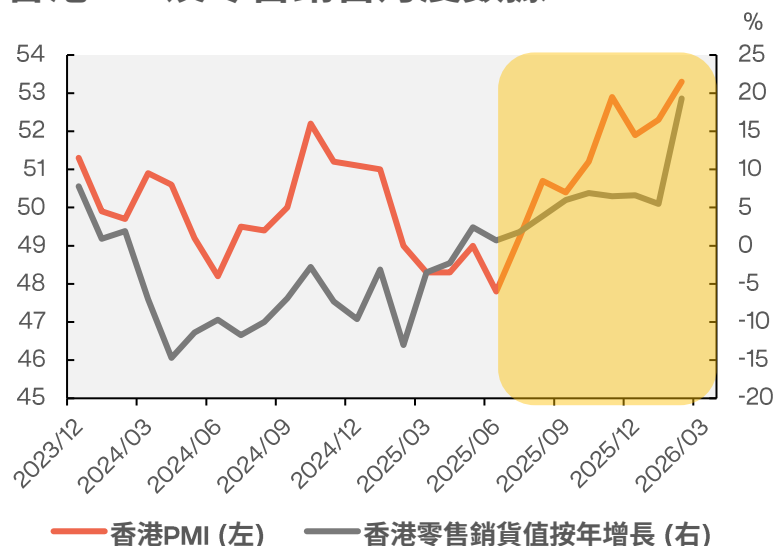




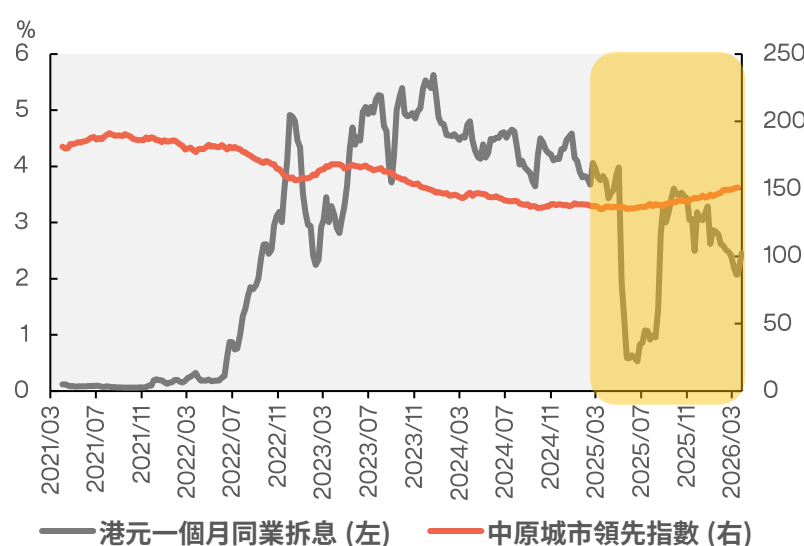
維持看好多個本地板塊，惟須警惕中東戰事對香港經濟潛在衝擊

- 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。

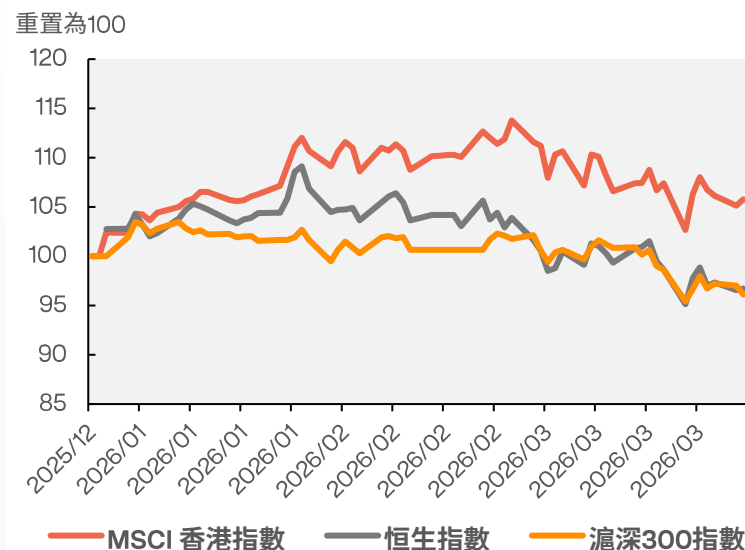
香港PMI及零售銷售月度數據



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：

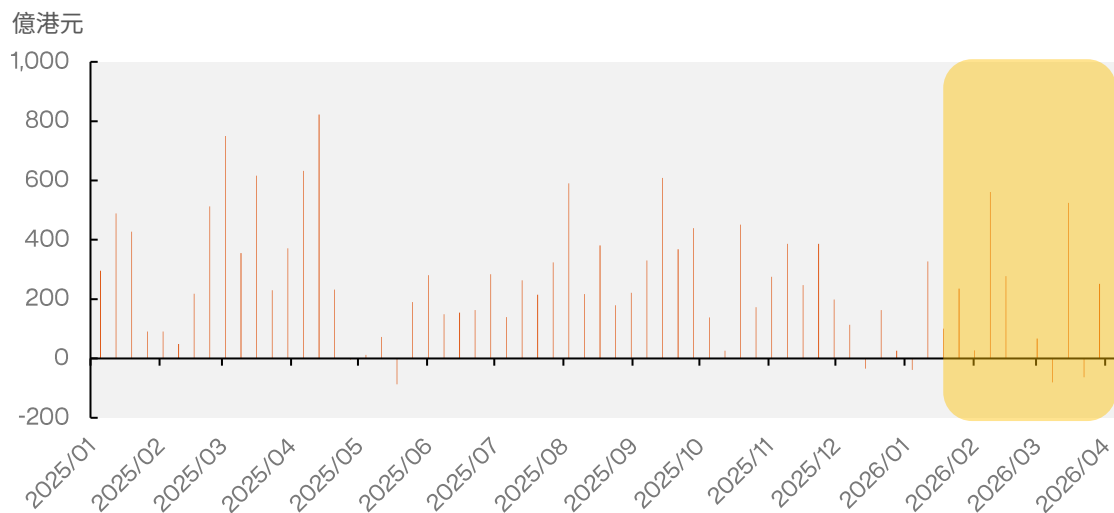
政策任務	重點內容	A股及H股之受惠主題/板塊
加緊培育壯大新動能	<ul style="list-style-type: none"> i) 推動戰略性新興產業發展，建立未來產業投入增長和風險分擔機制； ii) 推進「人工智能+」應用，推動智能終端與智能體發展； iii) 建設超大規模智算集群，推進算電協同，完善全國算力調度 	<ul style="list-style-type: none"> i) 半導體、商業航天、生物醫藥、量子科技、人形機器人、核聚變、腦機接口、6G電訊設備； ii) AI雲、AI模型開發、智能駕駛、智能終端硬件； iii) 半導體、數據中心、AI伺服器、光傳輸模組、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	<ul style="list-style-type: none"> i) 加強反壟斷和不正当競爭行為； 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	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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



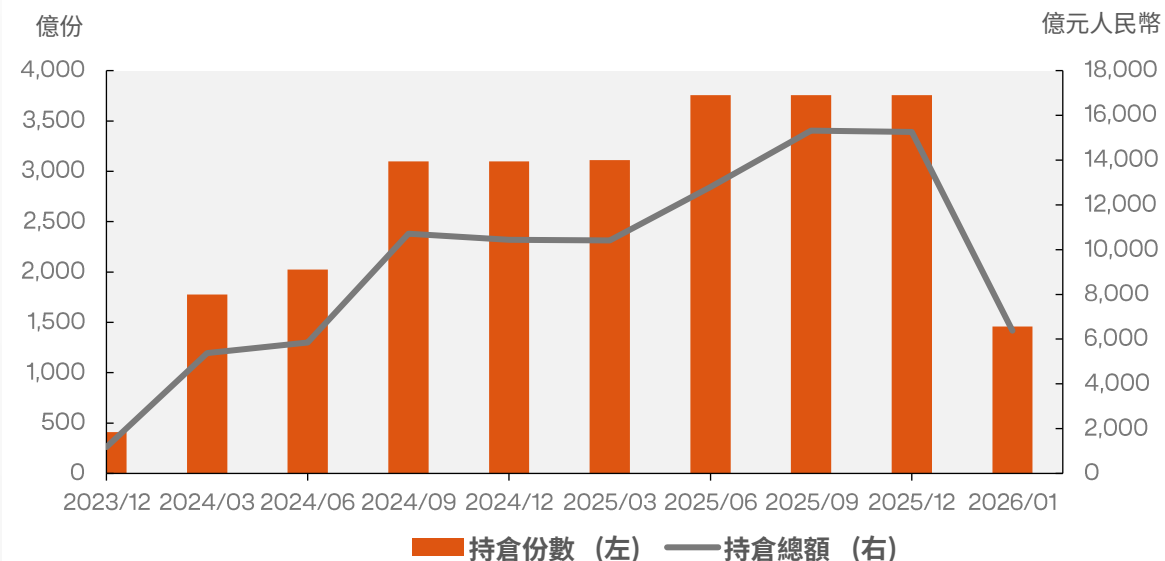
資金流：南向通資金候低密密加倉，國家隊資金料續引導「慢牛」行情

- 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



目錄

- 01 宏觀策略
- 02 宏觀經濟
- 03 股票
- 04 債券
- 05 外匯
- 06 商品
- 07 季度資產配置



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。

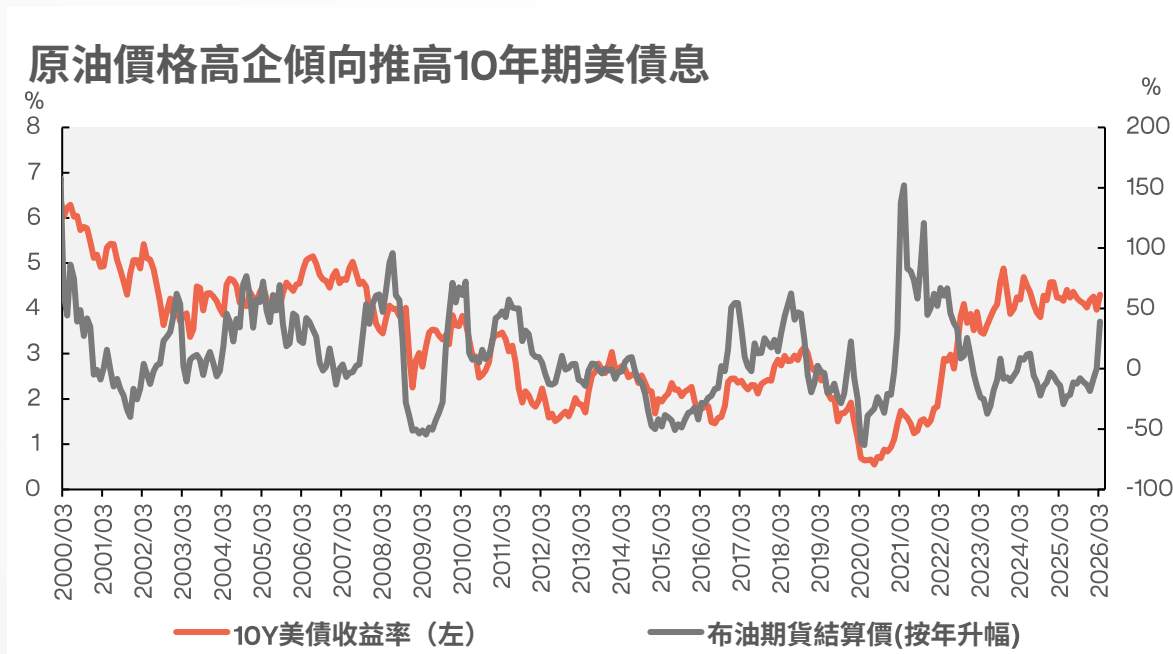
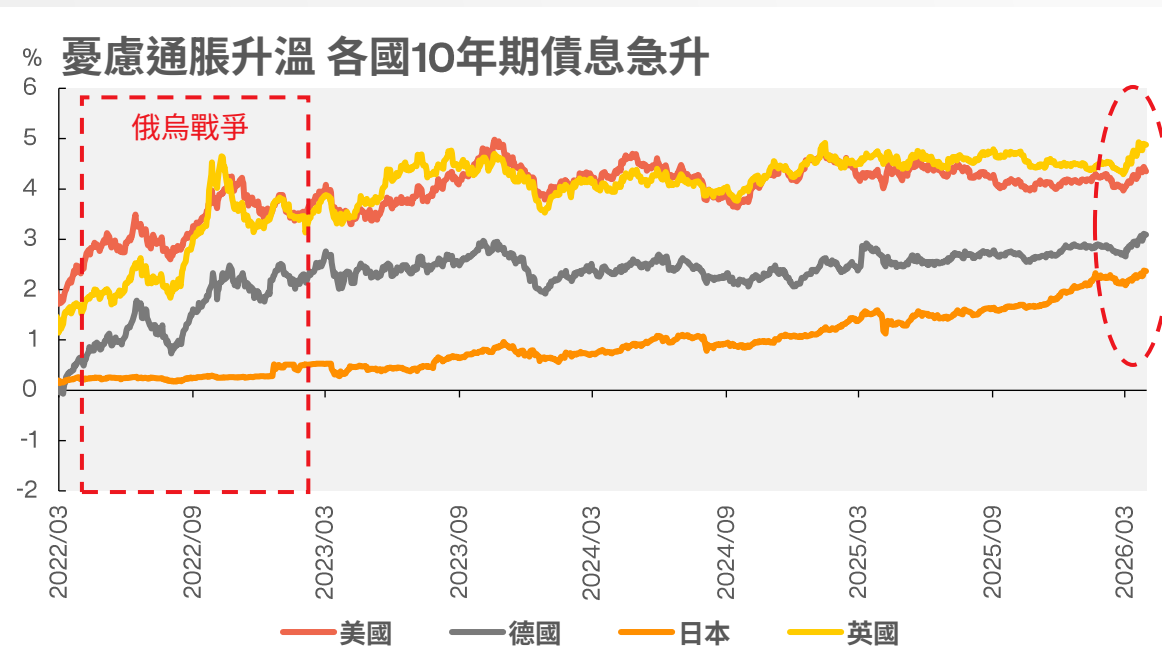
美伊衝突後，環球投資級別及高收益債券收益率均有所攀升，但信用利差的擴大幅度有所不同，全球投資級別債的信用利差擴闊幅度較全球高收益債小，在環球通脹及經濟具有不確定性之下，投資級別債信用風險較高收益債低，預期企業違約率繼續保持低位，可以為債券組合帶來穩定收益。然而，高收益債券中的能源企業或能受惠油價升幅，有望改善財政狀況及評級，可作策略性部署。

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。

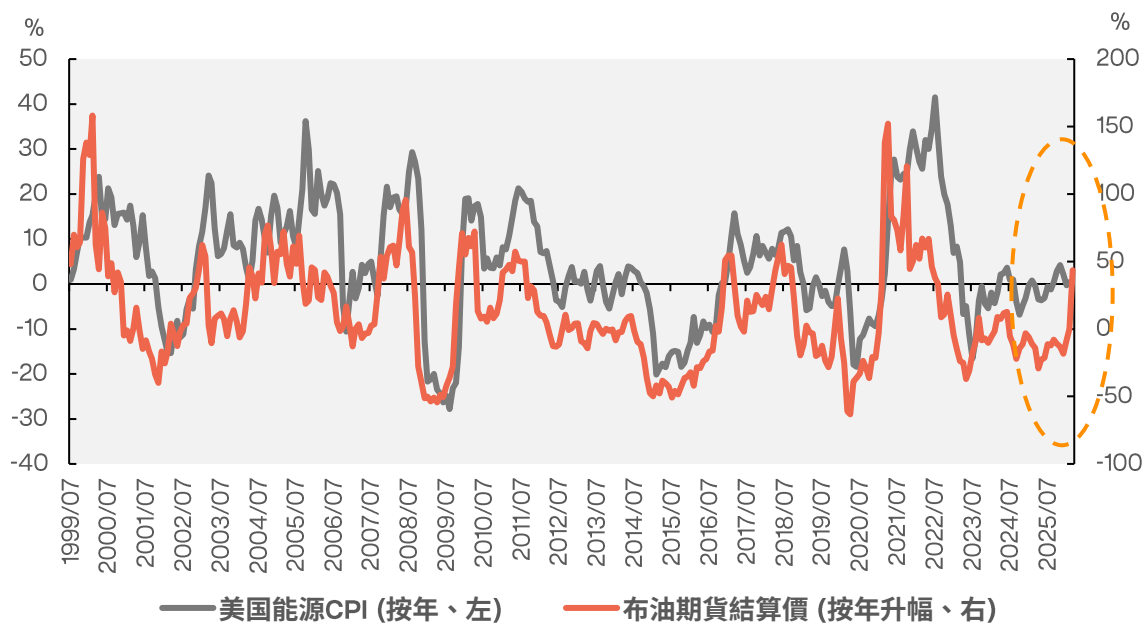




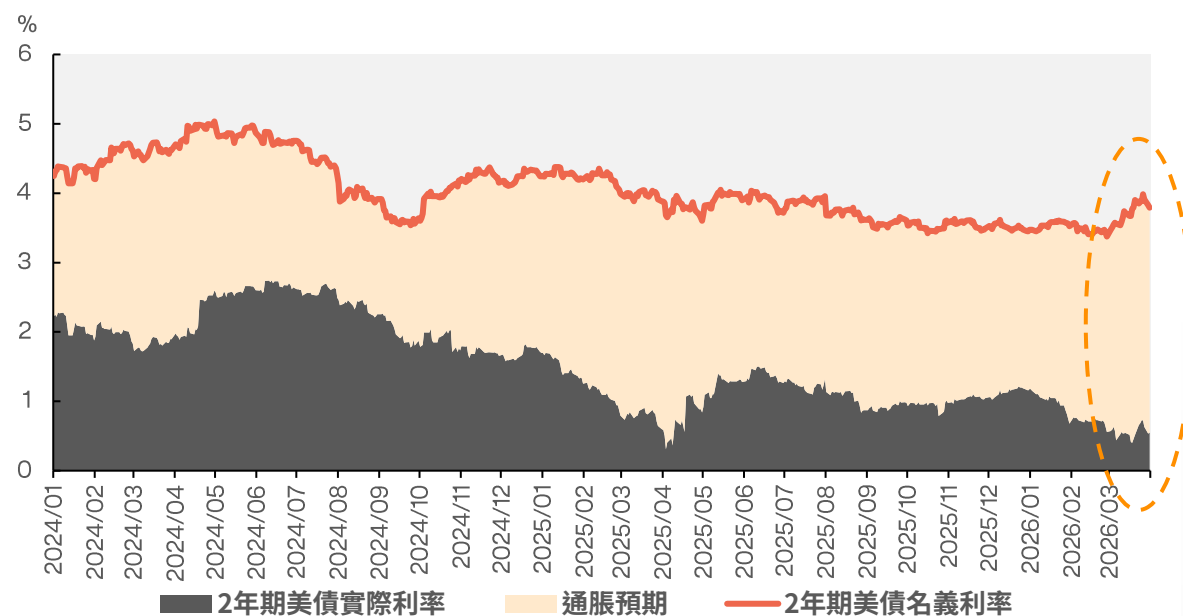
美國國債：通脹預期大升，減息前路變數增

- 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

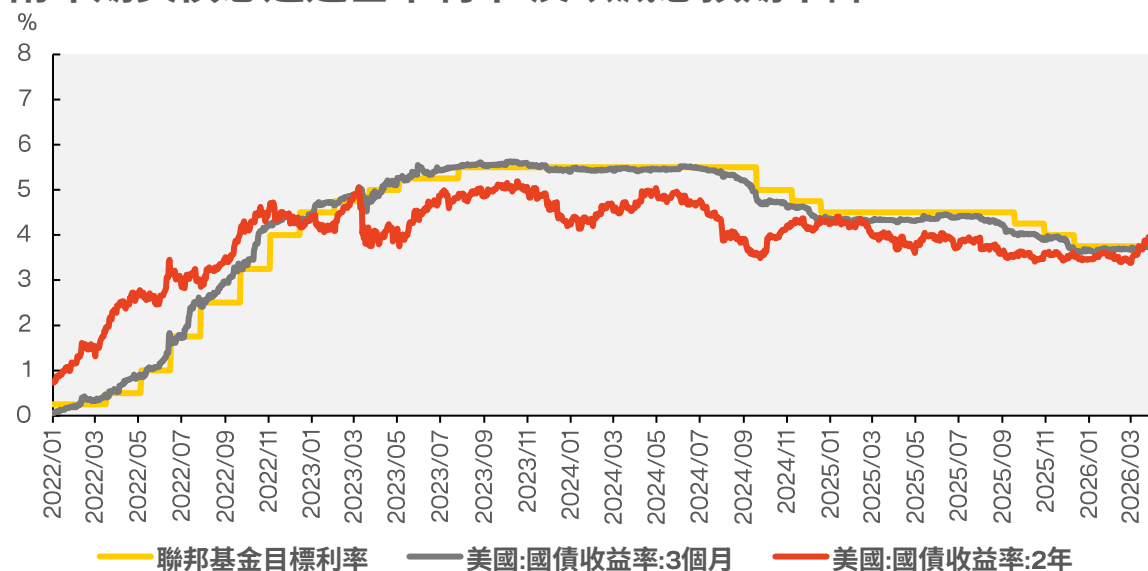




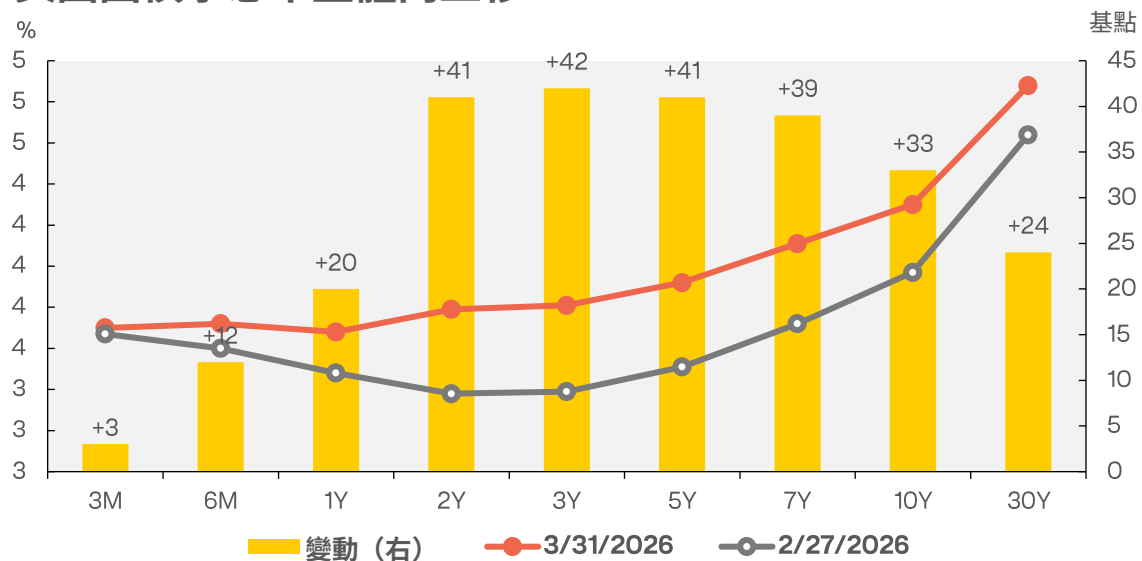
美國國債：核心部署中段曲線，控制存續期於短至中期

- 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

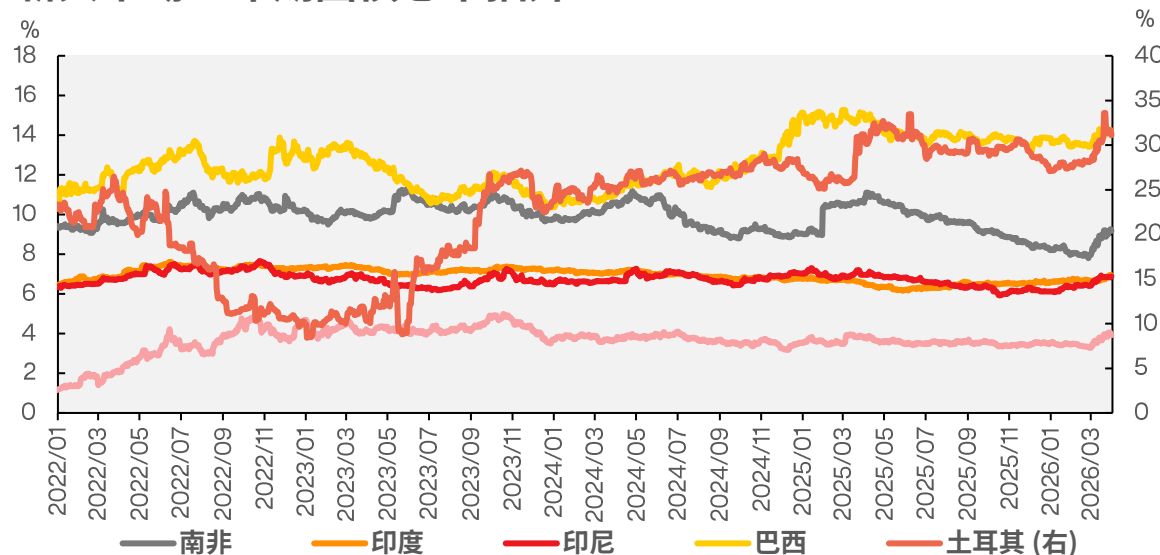
衝突前: 27/2	全球高收益	全球投資級別	美國高收益	美國投資級別	亞洲高收益	亞洲投資級別	新興市場美元債
衝突前收益率	6.59%	4.24%	6.71%	4.73%	7.18%	4.32%	5.66%
3月31日收益率	7.41%	4.78%	7.40%	5.13%	8.56%	4.77%	6.28%
衝突前信用利差	3.07%	0.84%	2.91%	0.84%	3.49%	0.61%	1.82%
3月31日信用利差	3.42% (擴大35點子)	0.92% (擴大8點子)	3.17% (擴大26點子)	0.88% (擴大4點子)	4.50% (擴大101點子)	0.68% (擴大7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	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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）：提供最佳的防禦，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	<ul style="list-style-type: none"> 增持投資級別 亞洲投資級別整體優於歐美投資級別 	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 減持高收益 策略性配置能源企業，或受惠油價上升 	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 看好整體新興市場美元債 選擇性配置能源及商品出口國 	<ul style="list-style-type: none"> 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



目錄

- 01 宏觀策略
- 02 宏觀經濟
- 03 股票
- 04 債券
- 05 外匯
- 06 商品
- 07 季度資產配置



外匯：伺機而動



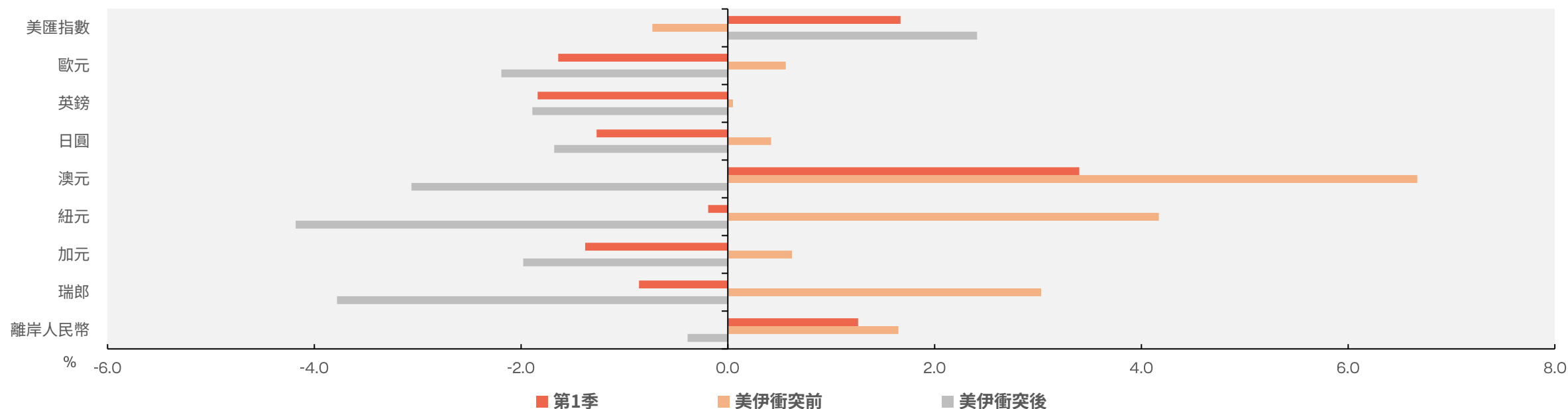
吳永強
東亞銀行財富管理處投資策略師



外匯市場2026年第1季回顧

- 美伊衝突是外匯市場走勢在第1季的轉捩點。在衝突爆發前，美元維持偏弱，主要非美貨幣均錄得上升。當中，澳元及紐元的表現最佳。
- 美伊衝突爆發後，避險情緒高漲，加上能源價格飆升令通脹預期升溫，美元成為資金避險的首選。
- 總結2026年第1季，美伊衝突爆發後，美元持續走強。季內，美匯指數升1.67%；澳元及離岸人民幣均能向上；能源淨進口地區的歐元和經濟基本面較弱的英鎊表現明顯較遜色。

2026年第1季主要貨幣表現





外匯市場2026年第2季展望

- 美伊衝突帶來能源價格急飆與避險需求驟增，中斷了美元中長線走貶的市場共識。各主要貨幣在第2季的走勢將取決於三大關鍵變數：第一，油氣價格上漲的空間與延續時間；第二，高昂能源成本對通脹及實體經濟造成的連帶影響；第三，全球主要央行如何相應調整其貨幣政策。
- 我們預期第2季布蘭特期油較大機會於每桶90美元上下徘徊，此價格低於美伊衝突爆發後約1個月平均98美元的水平，但相比衝突前一年約67美元的均價依然高出不少。基於油價預期在可控範圍的基本情境，我們相信環球主要央行未必會如利率期貨市場在3月底時預測般，會在今年內大幅收緊貨幣政策，整體料會傾向按兵不動或輕微收緊，而美聯儲則仍有減息機會，但最快或在第4季始出現。
- 預計季內外匯市場將出現走勢分化的局面，美元的強勢料將延續一段日子，而一眾非美貨幣則需要時間來修復失地。
- 倘若美伊局勢顯著緩和或達成停火，加上霍爾木茲海峽迅速重開，美元的上升動力預料會迅速減弱。不過，預期地緣政治局勢仍將偏於緊張、全球石油供應難以完全回復常態，加之美聯儲的減息步伐或轉趨審慎、減息的時點亦有機會或較市場預期更遲，美匯指數預計較難出現大幅度回落。
- 非美貨幣中，我們較看好息差優勢較明顯且受能源價格干擾影響較少的澳元、經濟韌性較強且具有貿易順差優勢的離岸人民幣；看法中性的貨幣包括瑞郎、紐元、日圓及英鎊；輕微看淡的是受能源問題衝擊較大的歐元，以及經濟基本面較弱和未必能夠進取加息的加元。
- 須留意霍爾木茲海峽的石油運輸航道若能大致回復正常，非美貨幣短線或有明顯反彈，其後走勢將取決於各國最新的經濟基本面及利率情形。
- 我們本季給予外匯市場的標題是「伺機而動」，由於美伊衝突發展具高度不確定性，其對通脹、經濟前景及貨幣政策的變化有舉足輕重的影響，投資者應等候局勢進一步明朗後才作更進取的部署。



外匯市場2026年第2季展望

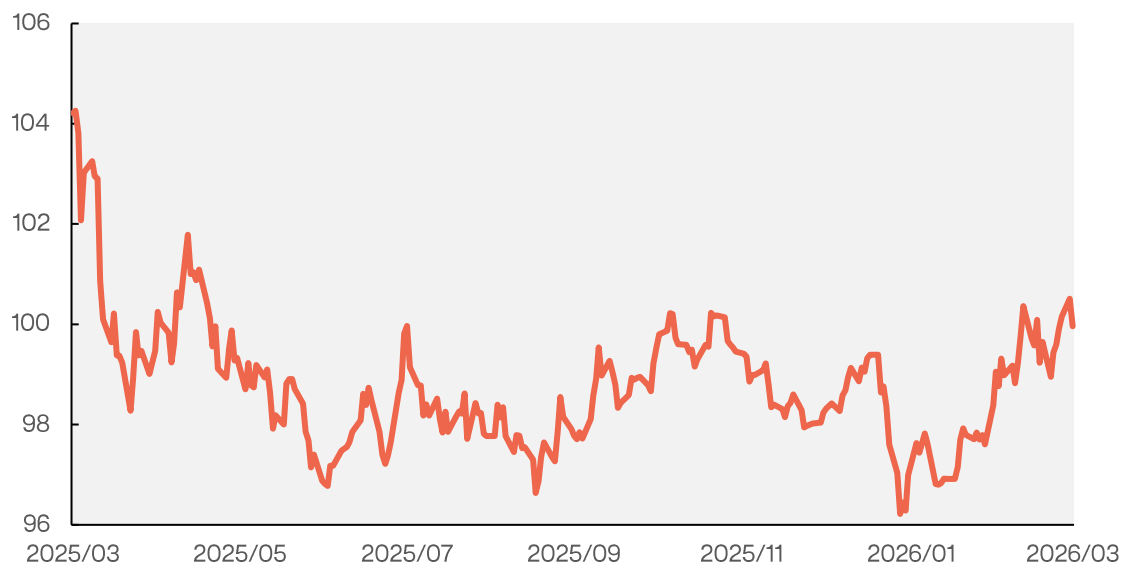
貨幣	第2季展望	第2季波動區間預測	2026年12月底目標價
美匯指數	中性	97.00至101.00	96.00
澳元	看好	0.6800至0.7100	0.7300
離岸人民幣	看好	6.8400至6.9300	6.8000
瑞郎	中性	0.7700至0.8100	0.7800
紐元	中性	0.5700至0.6100	0.6200
日圓	中性	155.00至161.00	153.00
英鎊	中性	1.3000至1.3500	1.3400
加元	輕微看淡	1.3600至1.4000	1.3600
歐元	輕微看淡	1.1300至1.1700	1.1800



美匯指數 - 中性

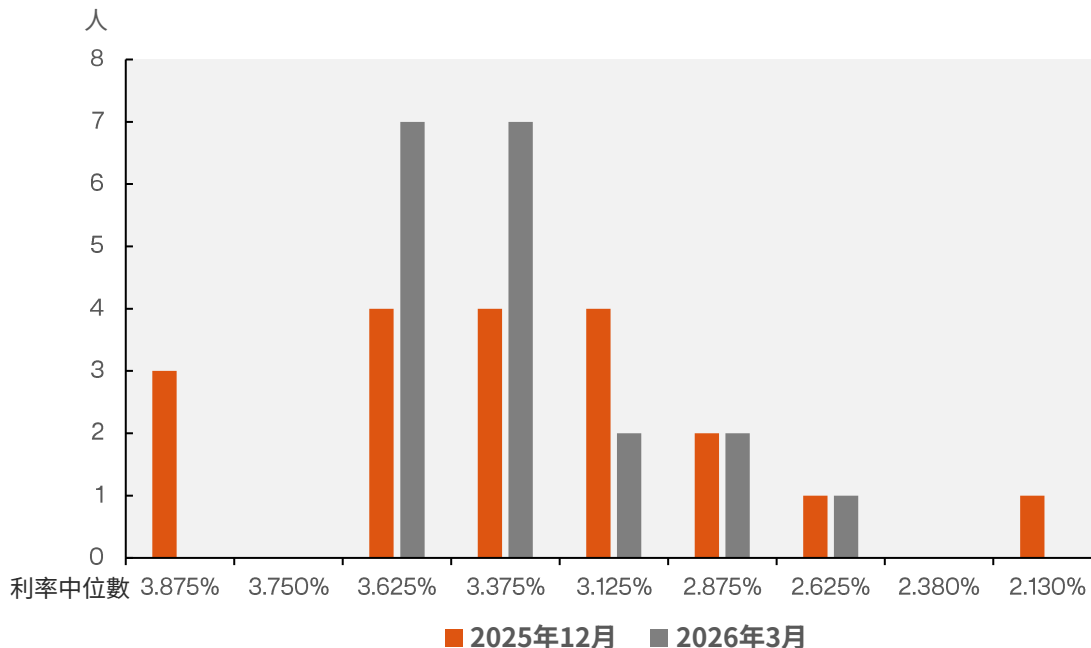
- 美國在3月的議息會議中，整體釋出輕微偏鷹的取態，疊加美伊衝突高度不明朗性，料支持美元短期走勢。
- 美匯指數漲勢由避險情緒主導轉為擔憂高通脹率將終結美聯儲的減息周期。美聯儲對利率路徑的預測暫未因美伊衝突而改變，3月公布的最新點陣圖中位數顯示，維持今年及明年各減息1次的預測。委員立場分布較去年12月偏鷹，認為要減息兩次或以上的委員人數由8人減至5人。
- 美聯儲在3月份公布的最新經濟預測摘要，將今年的PCE通脹及核心PCE通脹預測分別由2.4%及2.5%，上調至2.7%。

美匯指數過去1年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

美聯儲委員認為今年至少減息兩次的人數減少



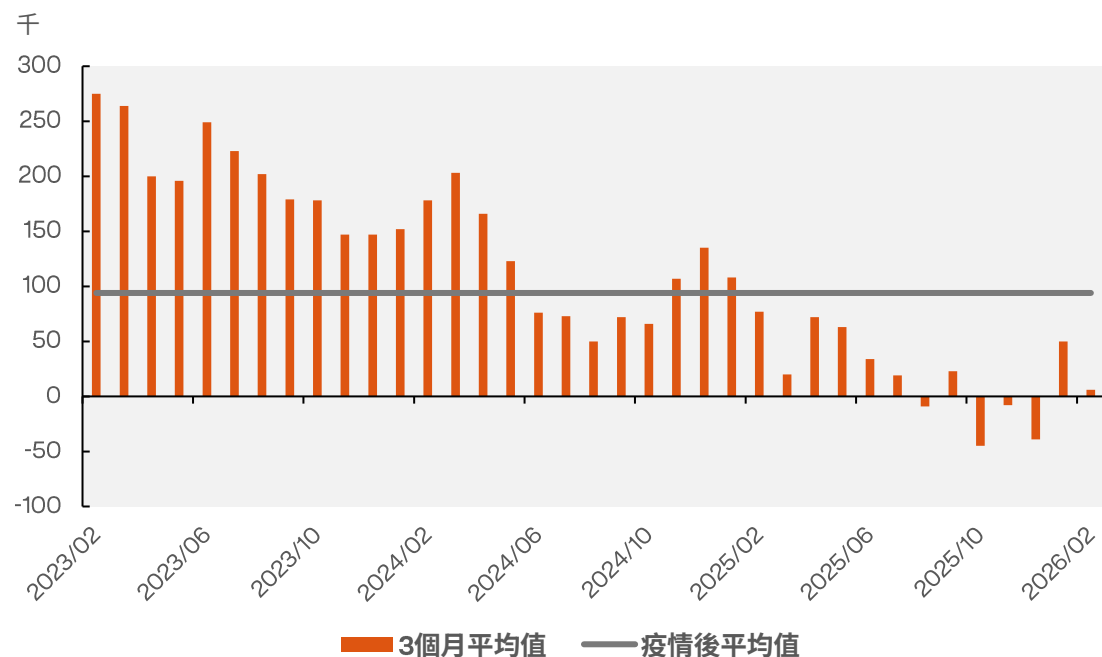
資料來源：美聯儲，數據截至2026年3月31日



美匯指數 - 中性

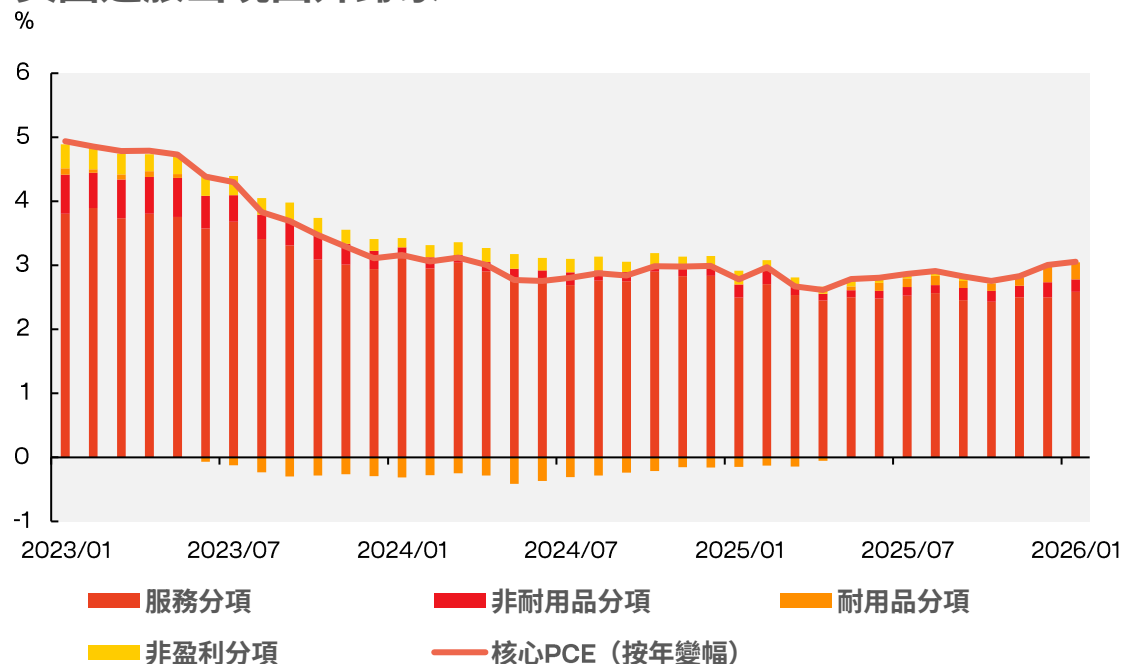
- 美伊衝突若逐步平息，料市場將重新關注美國經濟的基本面。美國就業市場復甦情況起伏不定，截至2026年2月，非農就業數據3個月平均雖然連續兩個月處於增長，但增幅仍處偏低水平。就業市場數據未明顯持續轉強也為美聯儲留下減息空間。
- 東亞銀行經濟研究部將今年美聯儲減息次數的預測由3次降至1次；若就業市場疲弱及通脹未有大幅上行，減息次數有機會達兩次。
- 我們預計美匯指數在第2季的波幅範圍為97至101，給予中性。2026年12月目標價為96。美伊衝突發展具高度不確定性，須警惕上行風險。

美國非農就業數據 (3個月平均)



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

美國通脹出現回升跡象



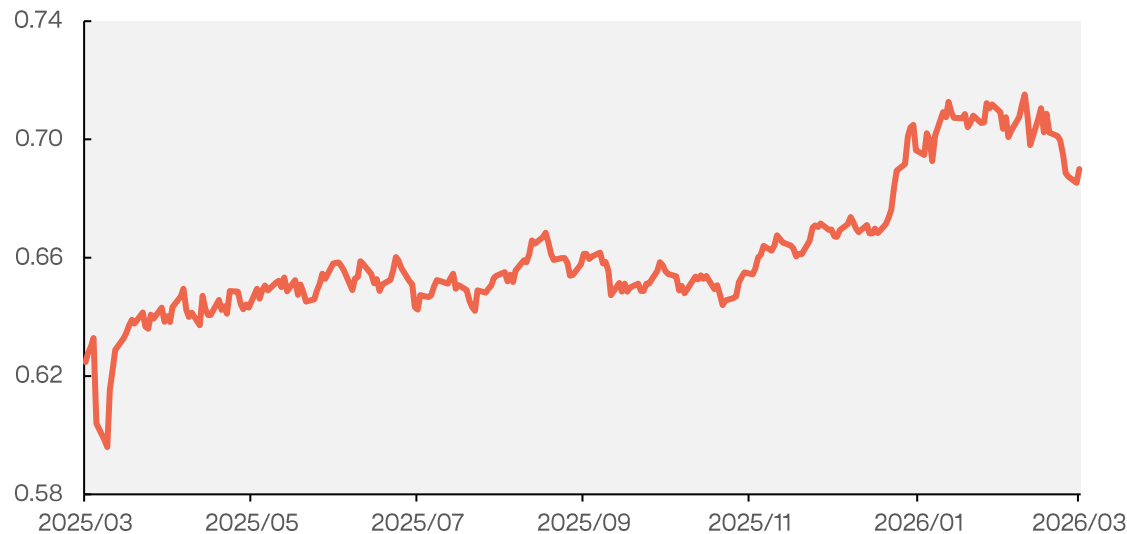
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



澳元 - 看好

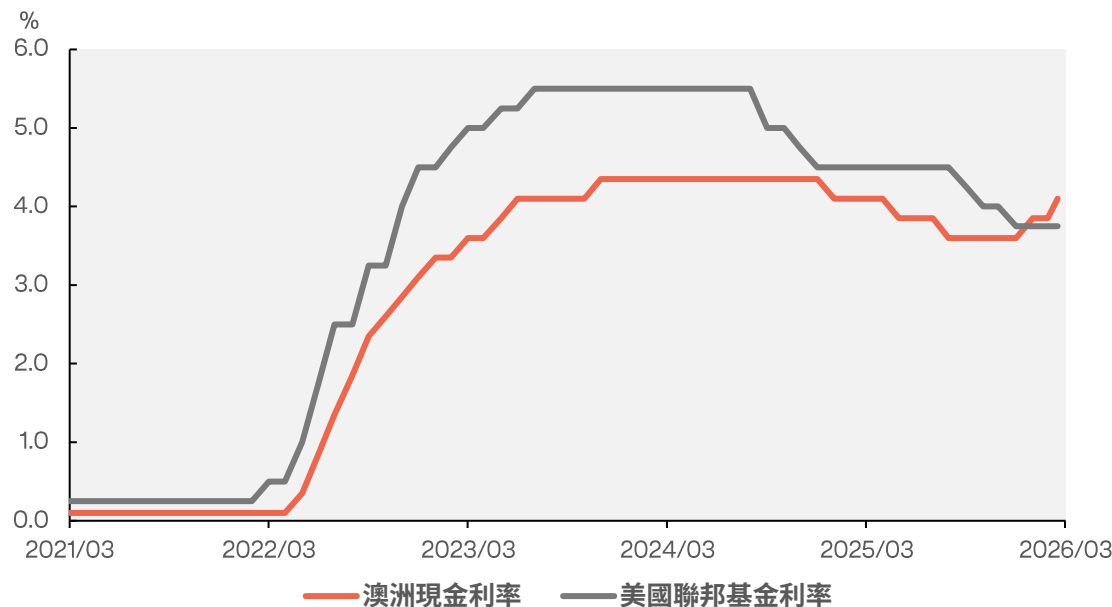
- 澳洲央行在3月的議息會議中決定再加息25點子，現金利率升至4.1%，其政策利率為G10貨幣當最高，進一步鞏固其息差優勢。
- 澳洲央行行長布洛克在3月議息會議後提到，3月的加息決定是因國內超額需求引發通脹所致，與美伊衝突導致石油價格上升無關，但強調能源價格上升有機會推升當地通脹。她亦指出，現時利率水平處於「中性區間的中間位置」。
- 澳洲2月CPI按年升3.7%，截尾CPI錄得按年升3.3%，略低於預期，但仍高於澳洲央行2%至3%的目標水平，相關數據尚未反映國際油價急升。
- 預期澳洲通脹在第2季仍高於央行的目標水平。市場預期澳央行將繼續加息，截至3月31日，利率期貨顯示澳洲在今年底的隱含利率為4.69%。

澳元兌美元過去1年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

澳洲政策利率高於美國



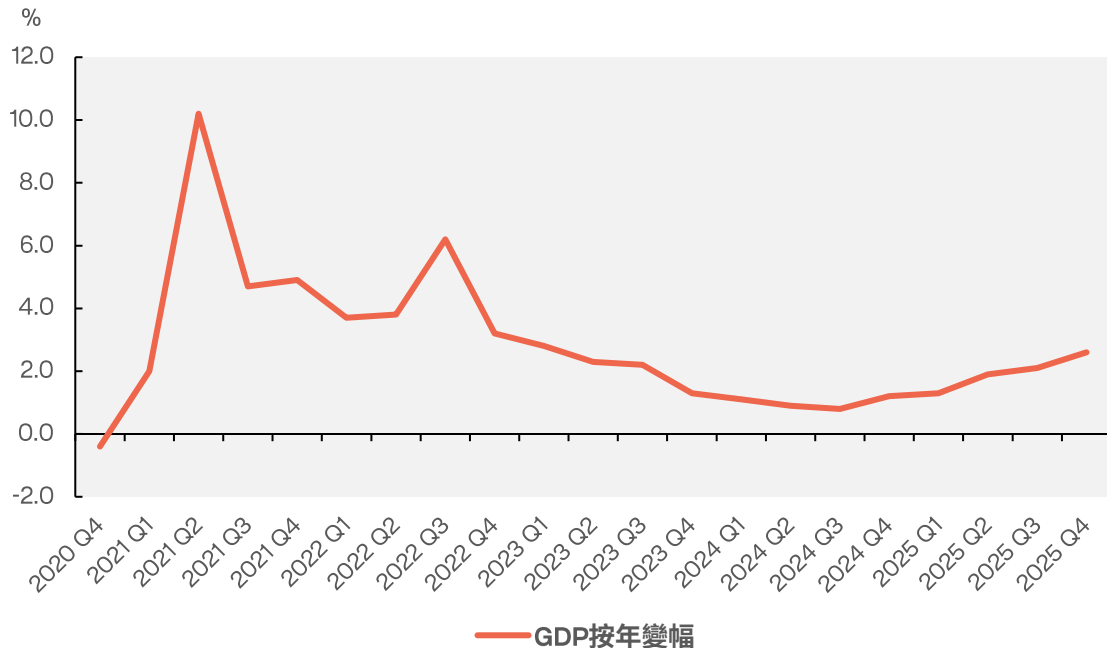
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



澳元 - 看好

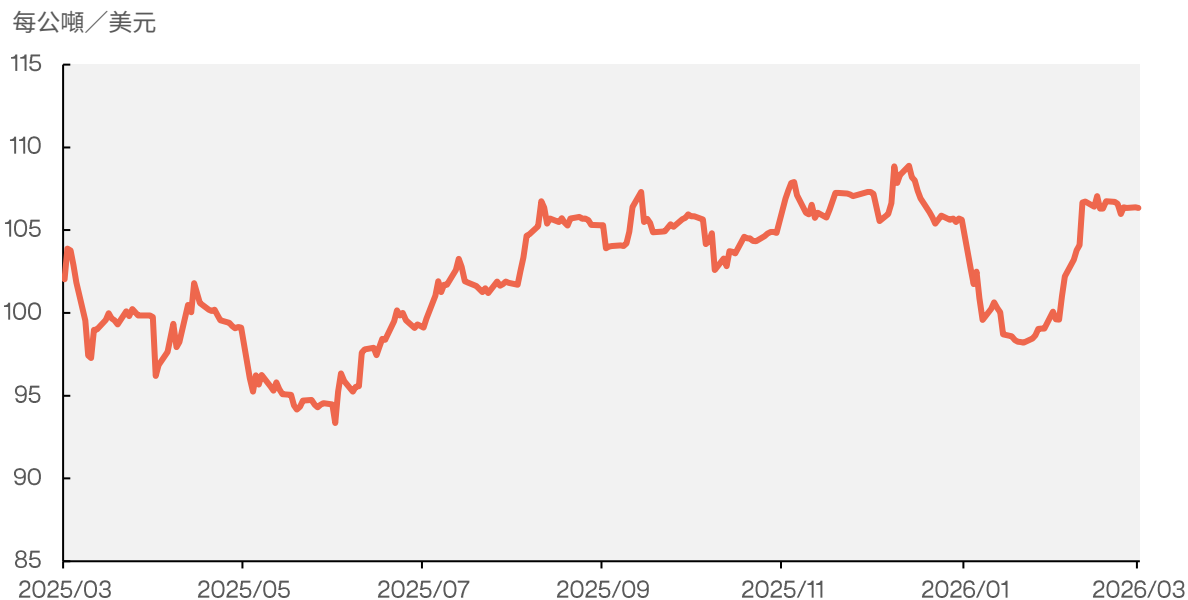
- 澳洲連續5個季度GDP按年增長錄得加速，去年第3季及第4季的經濟增速高於2%的水平。據彭博綜合市場預測，澳洲在今年的GDP按年增長可達2.1%，為2023年後最高。當地經濟具韌性預期能為進一步加息帶來空間。
- 中國經濟有進一步改善跡象，料經濟活動增加將帶動澳洲的鐵礦石及動力煤等商品的需求，有助改善澳洲的貿易條件（Terms of Trade）。
- 我們預計澳元兌美元在第2季的波幅範圍為0.68至0.71，給予看好，2026年12月目標價為0.73。

澳洲經濟增長穩步加速



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

鐵礦石價格正在回升



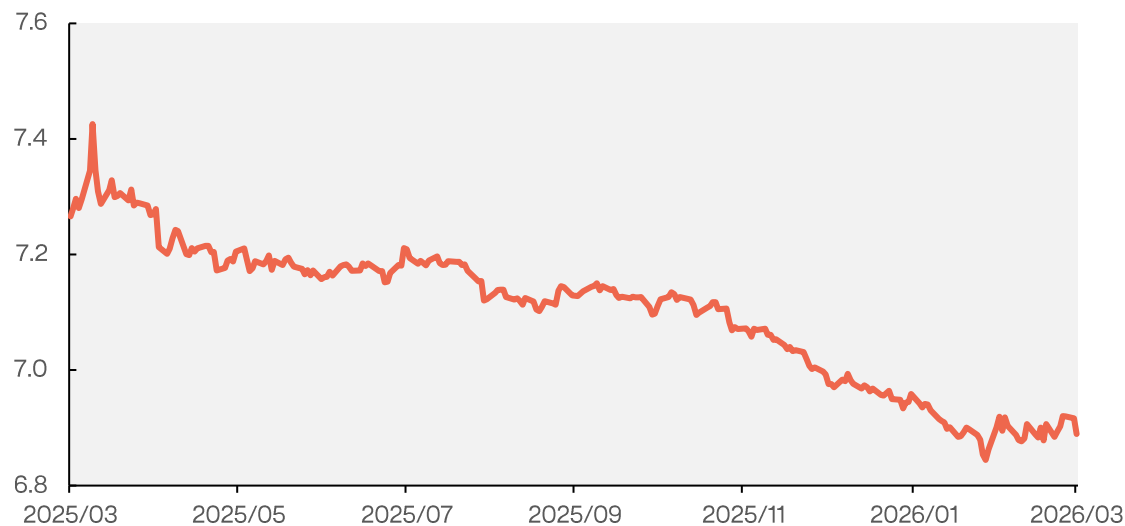
資料來源：Refinitiv，數據截至2026年3月31日



離岸人民幣 - 看好

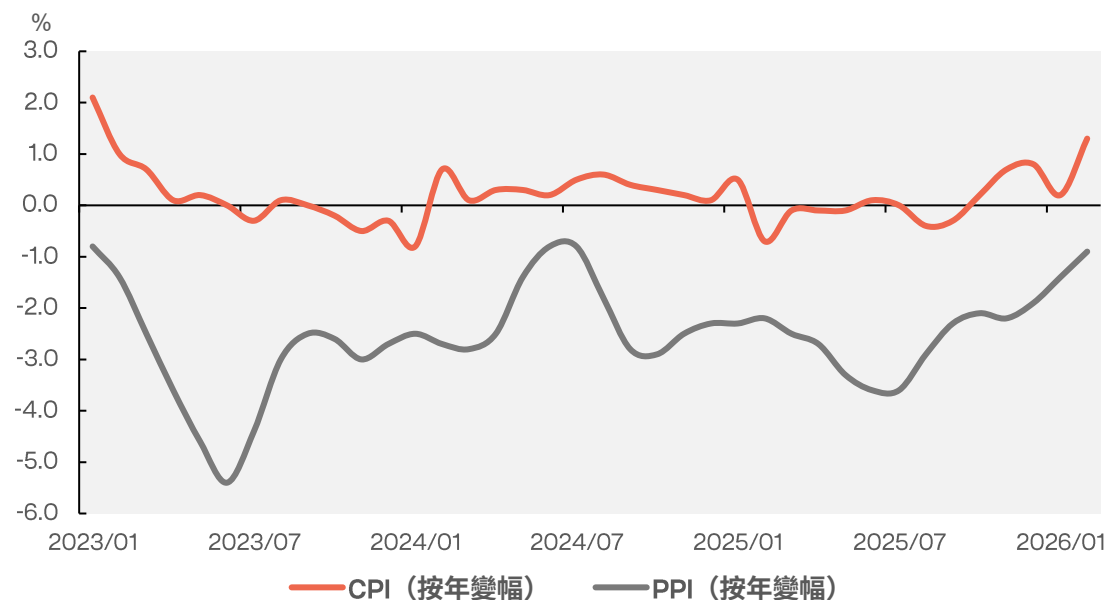
- 中國3月的PMI勝市場預期並重回盛衰分界線上；首兩個月的零售、工業及固投等經濟數據均勝預期；CPI、PPI回升勢態持續；多項經濟數據展現出韌性，有較好的基礎應對外圍經濟波動。
- 石油於2025年佔中國能源消費總量僅約18%，低於全球約30%水平；中國長期與伊朗保持密切外交關係，若霍爾木茲海峽局部重開，相信中國油輪有望獲優先通過，能源價格上漲對中國經濟衝擊預期低於其他能源淨進口國。
- 自美伊衝突爆發後，在岸人民幣中間價由6.9228曾最多上調至6.8898。人行行長潘功勝稱，中國無必要也無意通過貶值獲取貿易競爭優勢。

美元兌離岸人民幣過去1年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

中國通縮危機料已大致緩和



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



離岸人民幣 - 看好

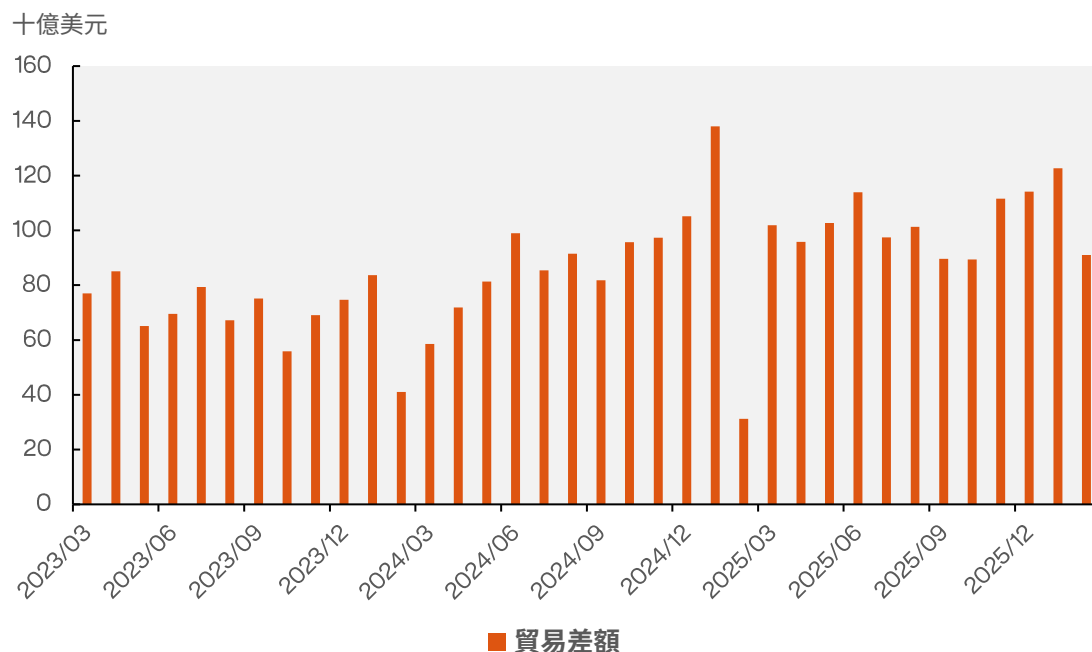
- 中國去年貿易順差高達1.19萬億美元，龐大貿易順差提供持續而強勁外匯供給；須警剔人民幣升值過快將壓抑出口，人行或會限制升值速度。
- 人行在3月將遠期售匯業務的外匯風險準備金率由20%下調至0%，抑制人民幣過快升值，但相信人民幣雙向波動走強的趨勢不會因而受阻。
- 美國總統特朗普計劃5月訪華，美國白宮稱中國國家主席習近平今年內會回訪美國，中美關係若緩和及關稅稅率若能降低，將利好中國經濟。
- 我們預計美元兌離岸人民幣在第2季的波幅範圍為6.84至6.93，給予看好。2026年12月目標價為6.8。

CFETS人民幣匯率指數於3月中突破100水平



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

中國貿易順差正逐年擴大



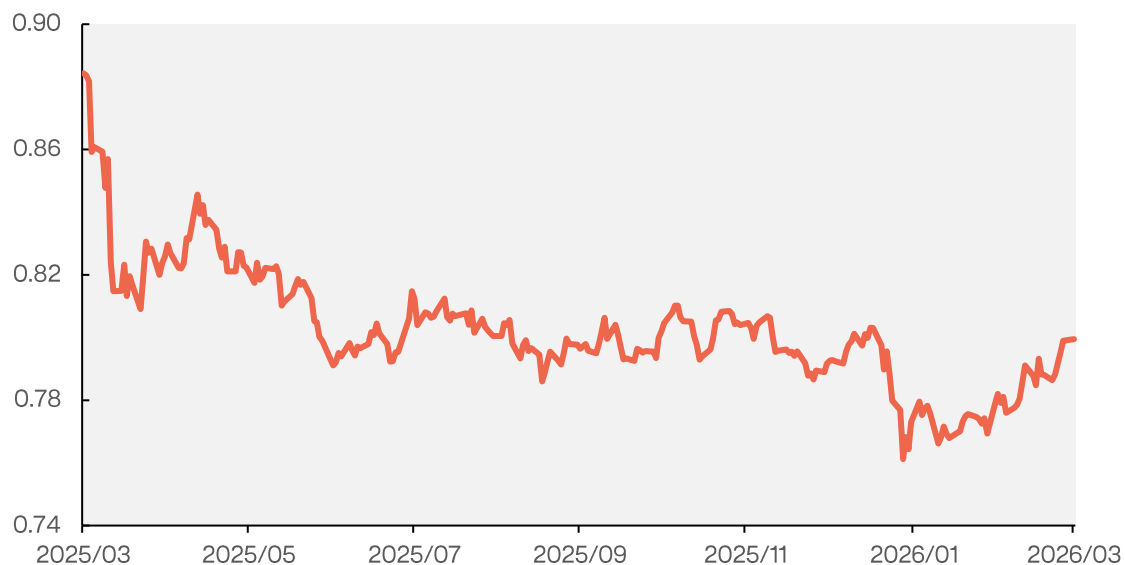
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



瑞郎 - 中性

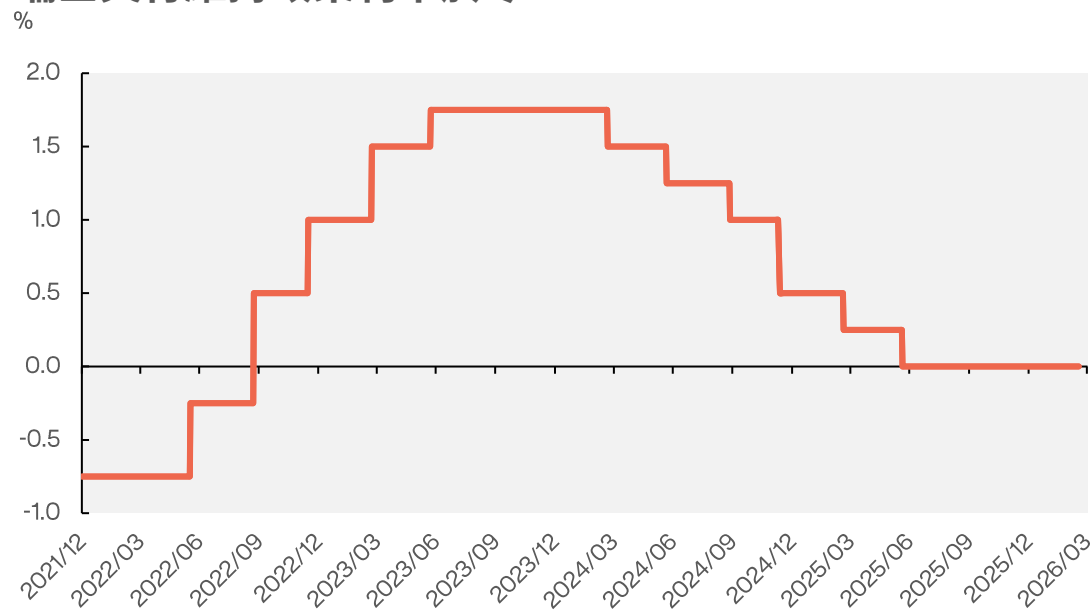
- 瑞郎在第2季的走勢主要受避險情緒及政策訊號互相牽扯。
- 美伊衝突發展仍充滿變數，加上更多潛在的地緣政治風險，預期具有高流動性、地緣政治環境較穩定及具有經常帳盈餘等避險屬性的瑞郎會繼續是資金避風港及投資者恒常用作對沖市場風險的工具。
- 環球通脹預期升溫和各主要央行轉鷹，作為低利率貨幣的瑞郎或會受壓。

美元兌瑞郎過去1年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

瑞士央行維持政策利率於零



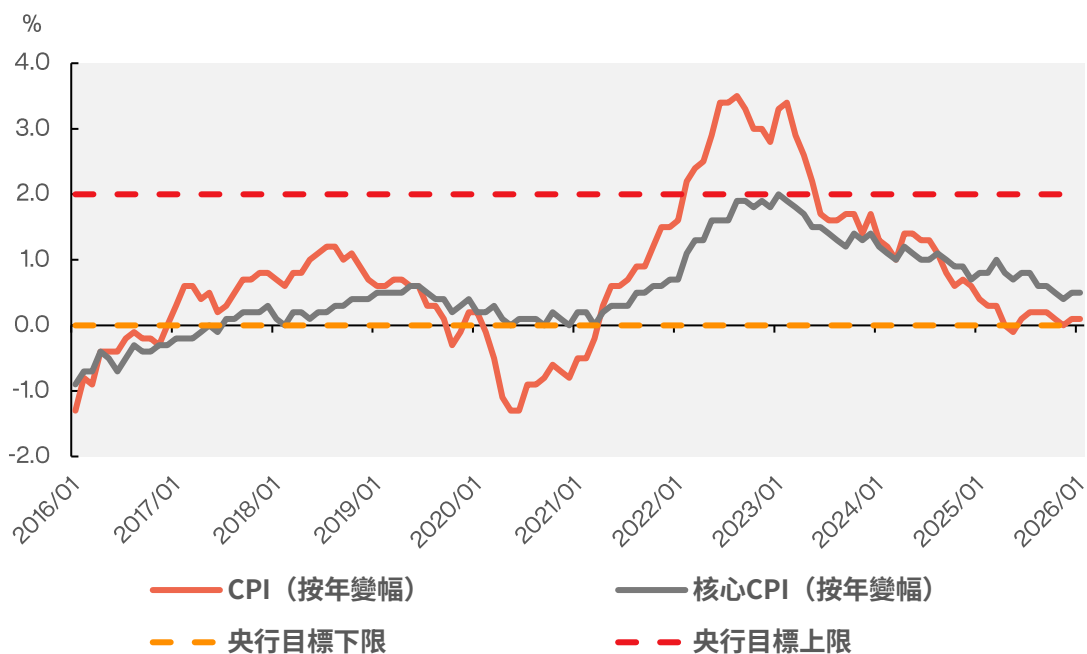
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



瑞郎 - 中性

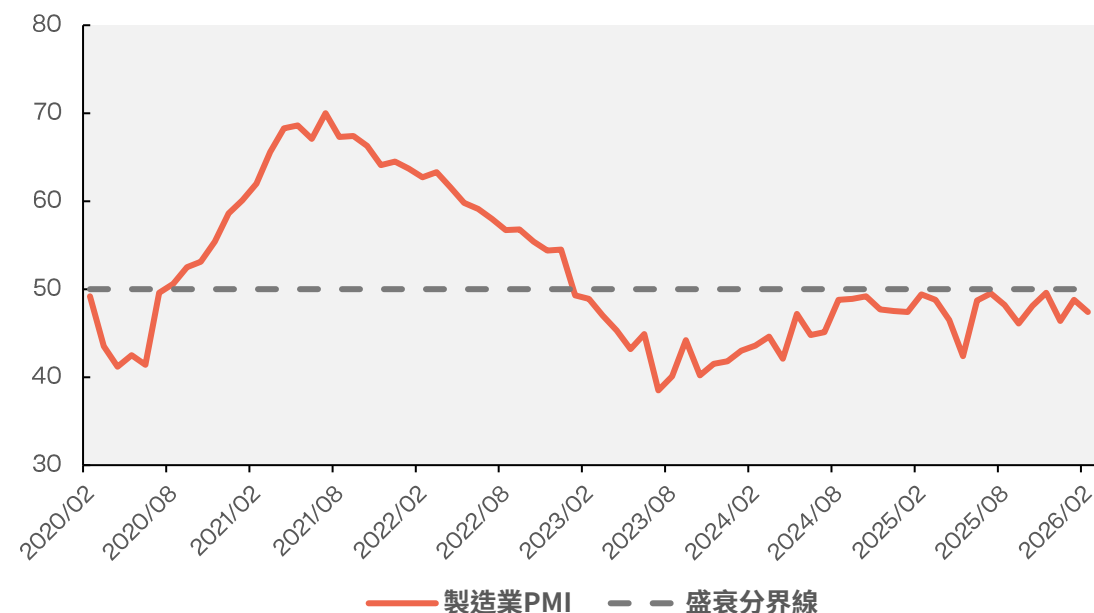
- 瑞士央行在3月初罕有發出口頭干預指，央行已準備隨時出手干預，以遏制瑞士法郎的快速及過度的升值。
- 預期瑞士央行或會再出口術甚或在市場出手沽瑞郎，避免瑞郎急速升值會為瑞士帶來通縮問題及抑制出口。不過，近期瑞郎升值壓力有機會因環球能源價格上升帶來通脹而獲得部分抵銷。預期考慮對養老金、儲戶及金融行業的潛在負面影響，瑞士央行再次推行負利率的機會較低。
- 我們預計美元兌瑞郎在第2季的波幅範圍為0.77至0.81，給予中性的看法。留意若央行干預帶來短期低買的機會。2026年12月目標價為0.78。

瑞士有機會陷入通縮



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

瑞郎走強對製造業帶來壓力



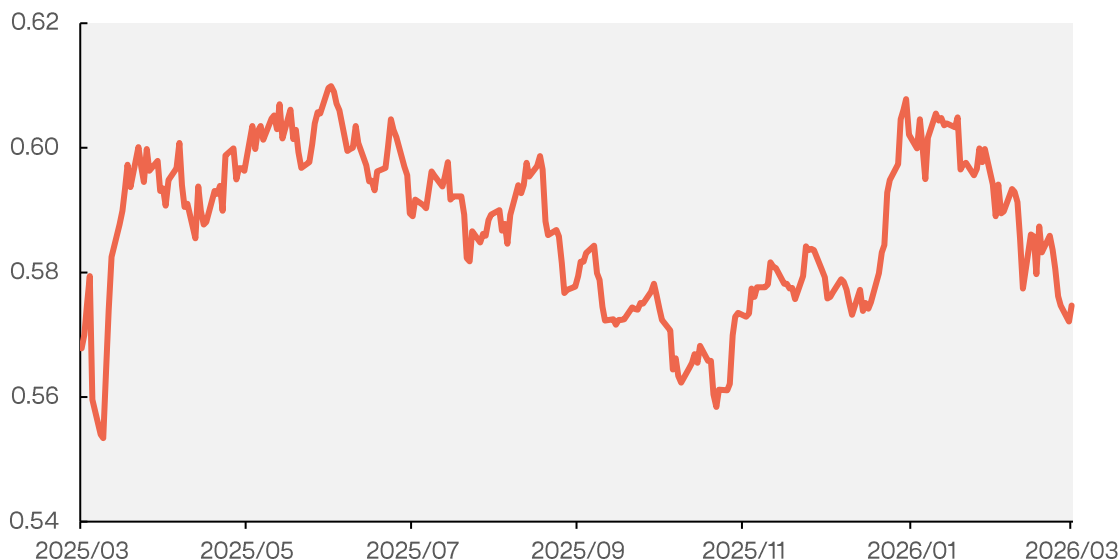
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



紐元 - 中性

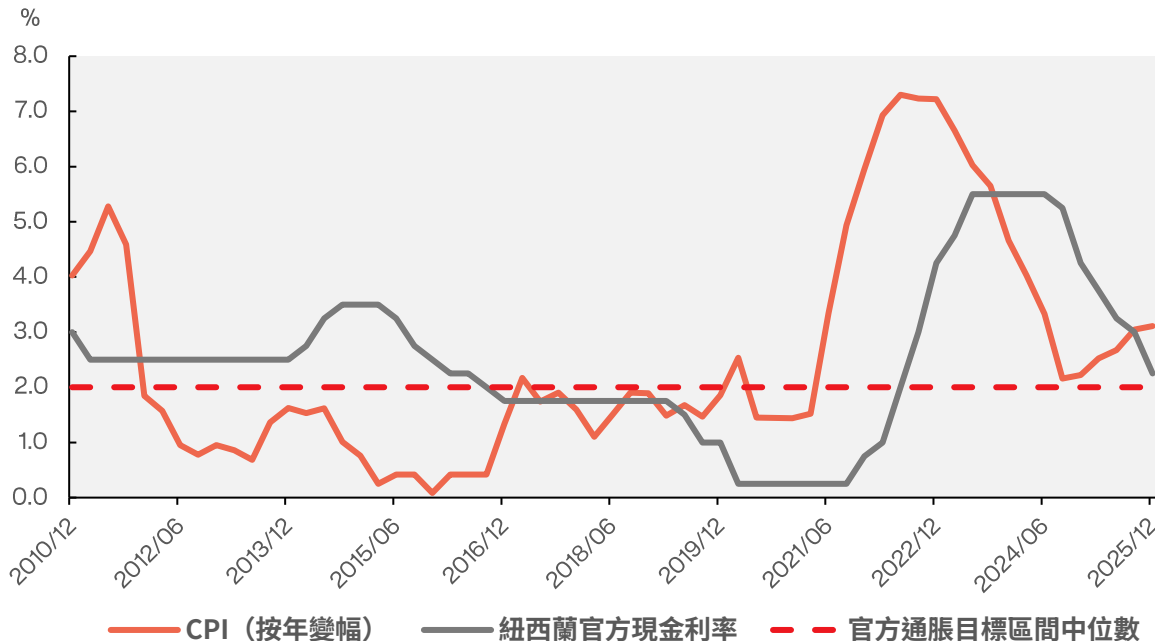
- 紐西蘭央行在2月議息會議時指，貨幣政策立場仍須保持寬鬆，以支持經濟復甦。不過，紐西蘭財政部預測美伊衝突若出現「最壞情景」，油價或上漲至每桶135美元，並會推升紐西蘭的通脹率至3.7%，有機會加快紐央行加息步伐以壓抑通脹，惟料因供應干擾帶來通脹的加息，只能短暫利好紐元。
- 紐元作為傳統高風險偏好貨幣，若美伊衝突有緩解且對全球經濟影響可控，紐元反彈力度或較其他貨幣強。

紐元兌美元過去1年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

油價若推升通脹或加快紐央行加息



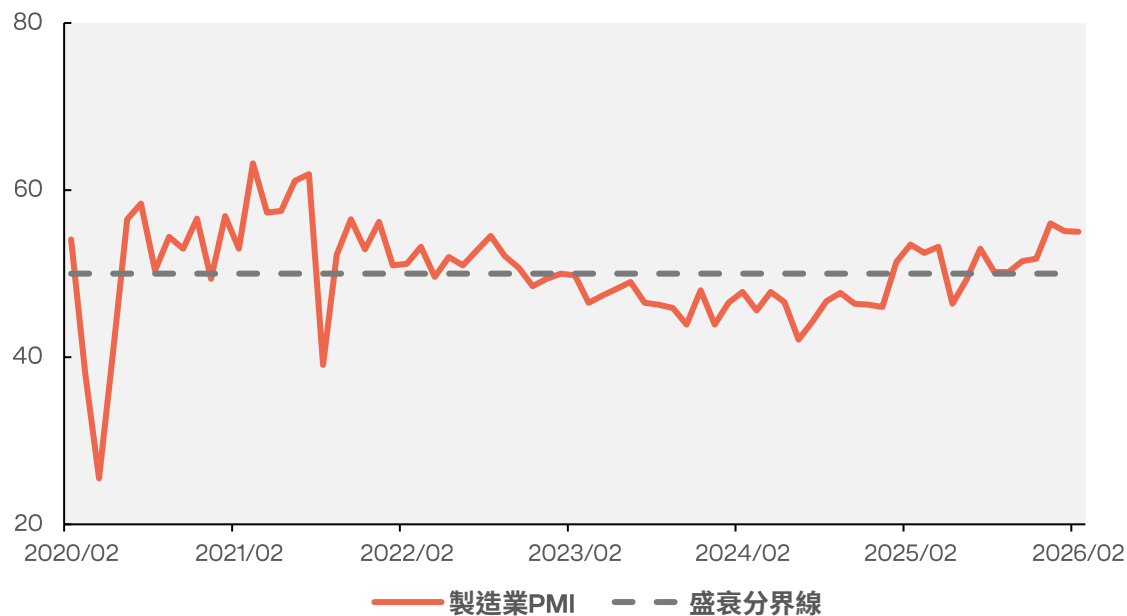
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



紐元 - 中性

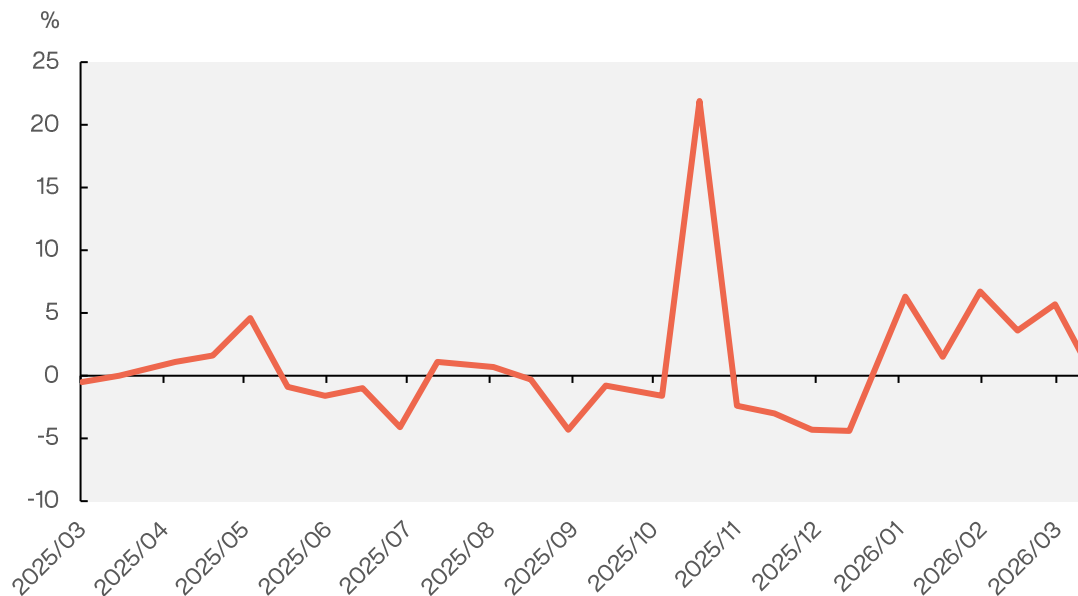
- 紐西蘭在3月公布的去年第4季GDP及失業率均遜市場預期，但屬領先指標的BNZ製造業PMI自去年12月起連續3個月企於55水平或之上。
- 奶製品是新西蘭主要出口產品，全球奶製品貿易拍賣價格指數，截至3月17日連續6輪（每兩星期公布一次）錄得上升，有利出口收入增長。
- 我們預計紐元兌美元在第2季的波幅範圍為0.57至0.61，給予中性的看法。2026年12月目標價為0.62。

紐西蘭BNZ製造業PMI呈持續改善趨勢



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

全球奶製品貿易拍賣價格指數近期持續向上



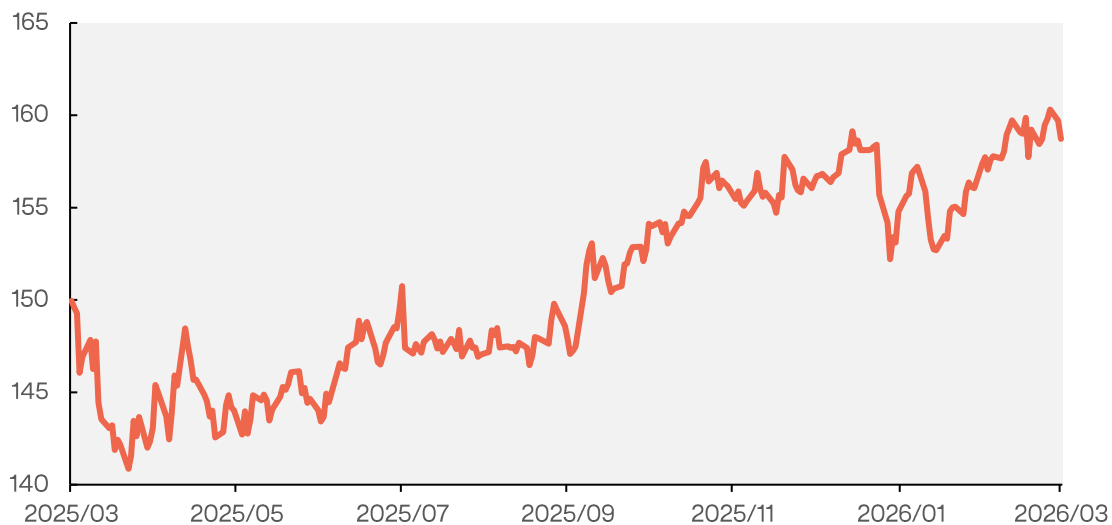
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



日圓 - 中性

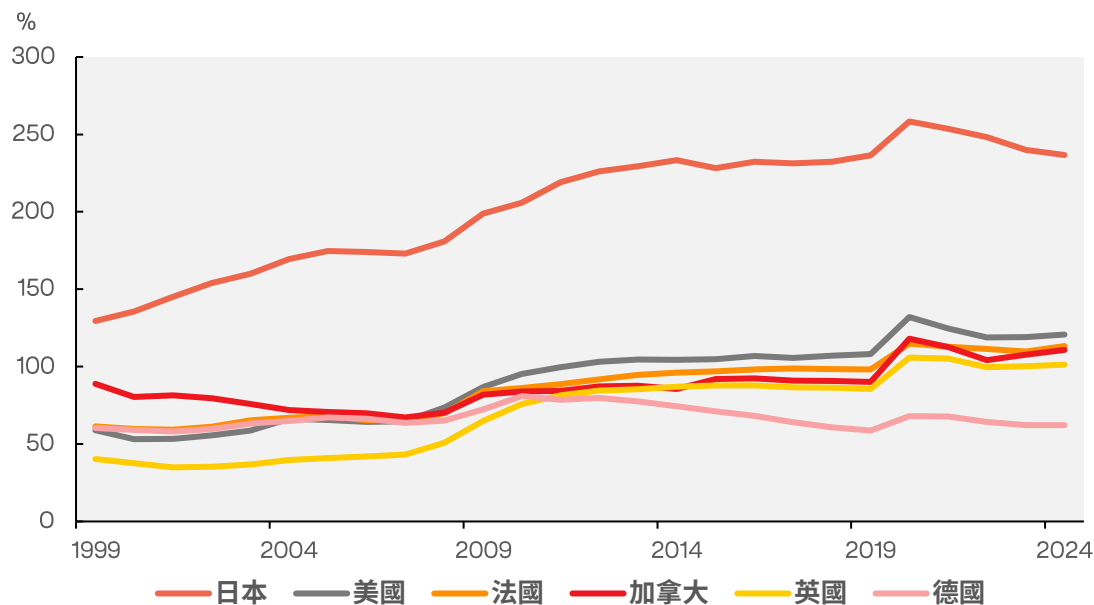
- 日本作為淨石油進口國，油價若持續處於較高水平將令貿易赤字擴大，並推升通脹，壓低實質利率，日央行亦會陷入加息與否兩難局面。
- 除汽油緊急補貼措施外，若日本政府推出更多的財政刺激措施或補貼來緩解油價飆升對民眾的影響，其財政風險疑慮可能再度浮現。
- 日本在3月議息會議維持利率於0.75%不變，日央行行長植田和男稱會按最新情況，未有抹殺短期加息的可能。
- 日本的「核心·核心」通脹水平和薪資走勢仍支持日央行進行加息。俗稱「春鬥」的日本勞資薪酬談判的初步結果出爐，資方同意未來一年薪酬將平均增加5.26%，雖然略低於2025年的5.46%，但連續3年加薪幅度超過5%。

美元兌日圓過去1年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

日本政府債務佔GDP遠高於其他主要發達國家



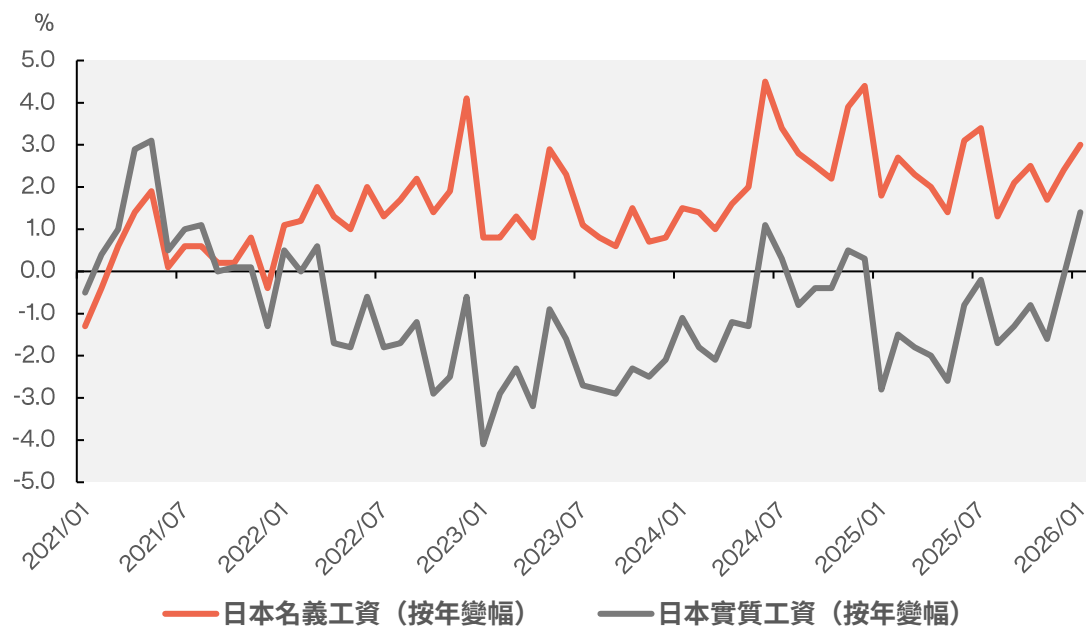
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



日圓 - 中性

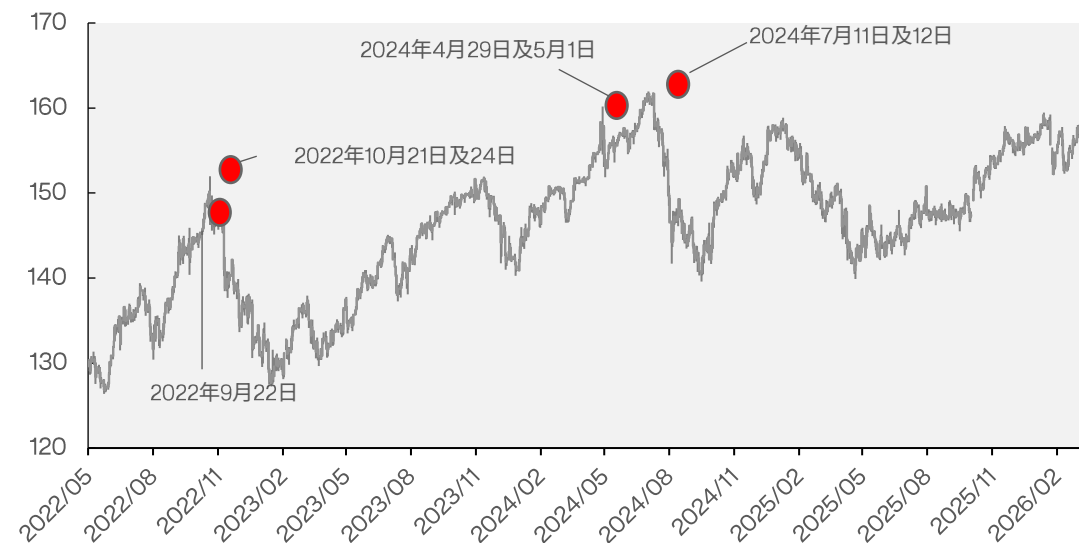
- 日圓上行風險為日本政府出手干預，日本財務大臣片山皋月在3月中旬曾作出口頭干預。
- 若進一步跌至160至162，料日本實際出手購買日圓進行干預的機會將增加。在2024年期間曾於158至162水平附近，先後4次入市干預日圓。
- 干預短期能刺激日圓匯價，但日圓若要持續走強，需要油價回落、更快速度的加息、以及日本政府展現出更具紀律的財政政策等配合。
- 我們預期美元兌日圓在第2季的波幅範圍為155至161，給予中性的看法。潛在干預及經濟基本面有待轉強互相牽制下，料日圓或呈雙向波動。2026年12月目標價為153。

日本的工資出現回升趨勢



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

日本政府近年入市干預未能即時扭轉日元弱勢



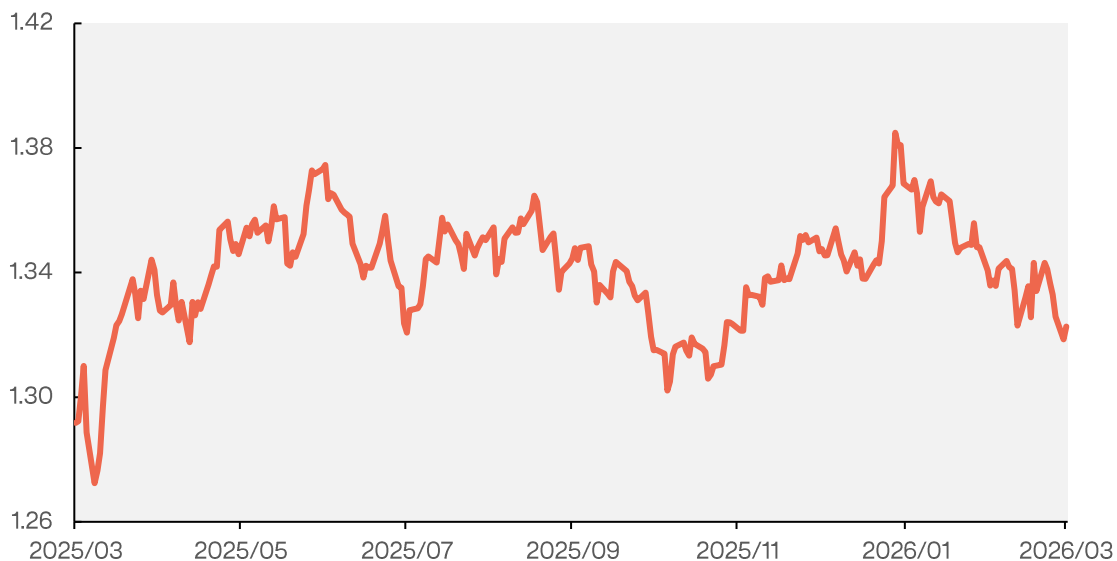
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



英鎊 - 中性

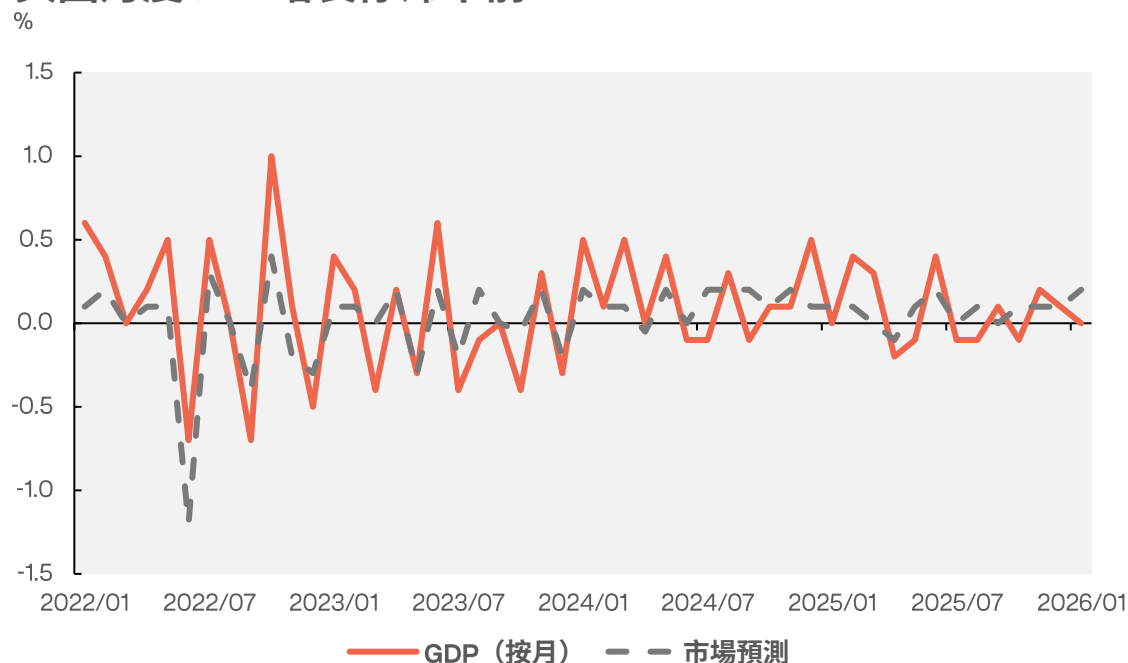
- 英鎊在美伊衝突爆發後，表現相對具韌性，主因市場對英倫銀行政策利率作出重新定價，由原先預期會進行減息，改為預期加息。
- 英倫銀行在3月的議息會議中稱會隨時行動以應對通脹。英國指標利率達3.75%，若進一步加息將令其息差優勢擴大，短期或為英鎊帶來支持。但當地經濟環境仍相對疲弱，若美伊衝突緩和或油價回落，市場將重新聚焦於其表現平平的經濟數據，對匯價帶來壓力。
- 英國1月GDP按月未有增長，低於市場預期的0.2%增長，製造業及工業產出同樣遜於預期，突顯經濟在美伊衝突前已處於偏弱狀態。

英鎊兌美元過去1年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

英國月度GDP增長停滯不前



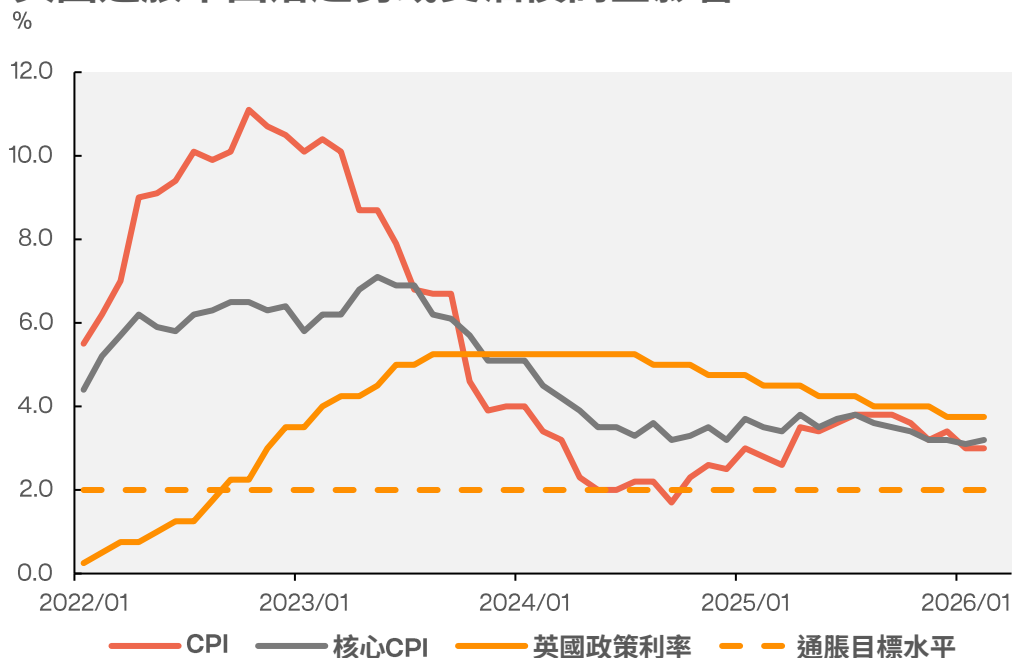
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



英鎊 - 中性

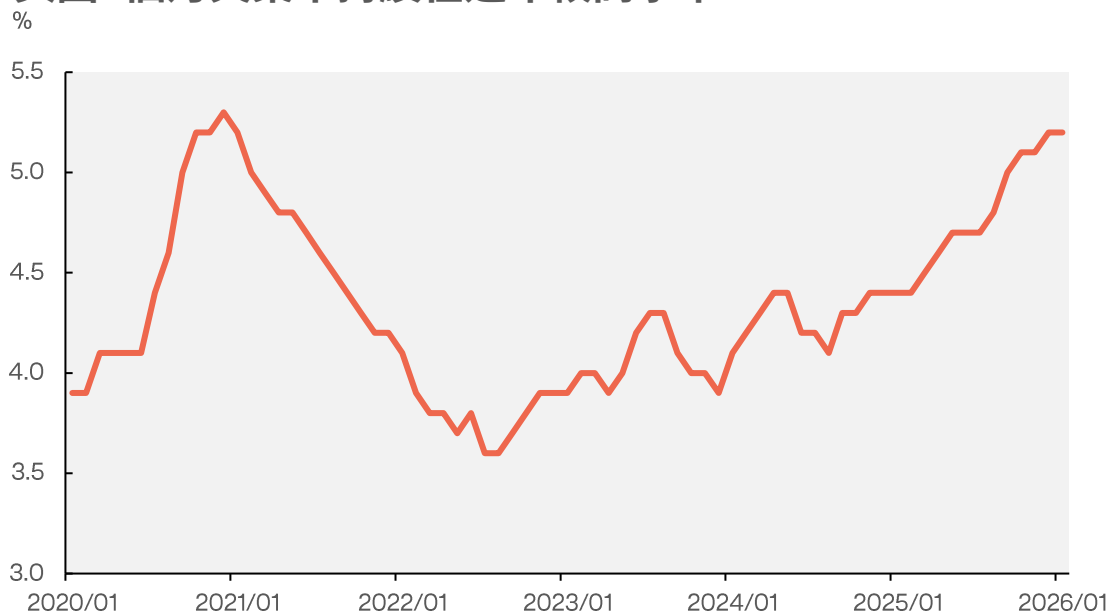
- 英國的通脹自去年9月見頂後輾轉回落，但石油價格走高加大通脹反彈的機率，連同經濟下滑擔憂，滯脹的敘事主題或會逐漸形成。
- 英國前駐美大使文德森牽涉愛潑斯坦案，連同工黨於2月在大曼徹斯特選區的國會補選失利，英揆施紀賢的領導能力受質疑，潛在政治危機或影響英鎊走勢。
- 我們預計英鎊兌美元在第2季的波幅範圍為1.30至1.35，給予中性的看法。2026年12月目標價為1.34。

英國通脹率回落趨勢或受油價高企影響



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

英國3個月失業率持續在近年較高水平



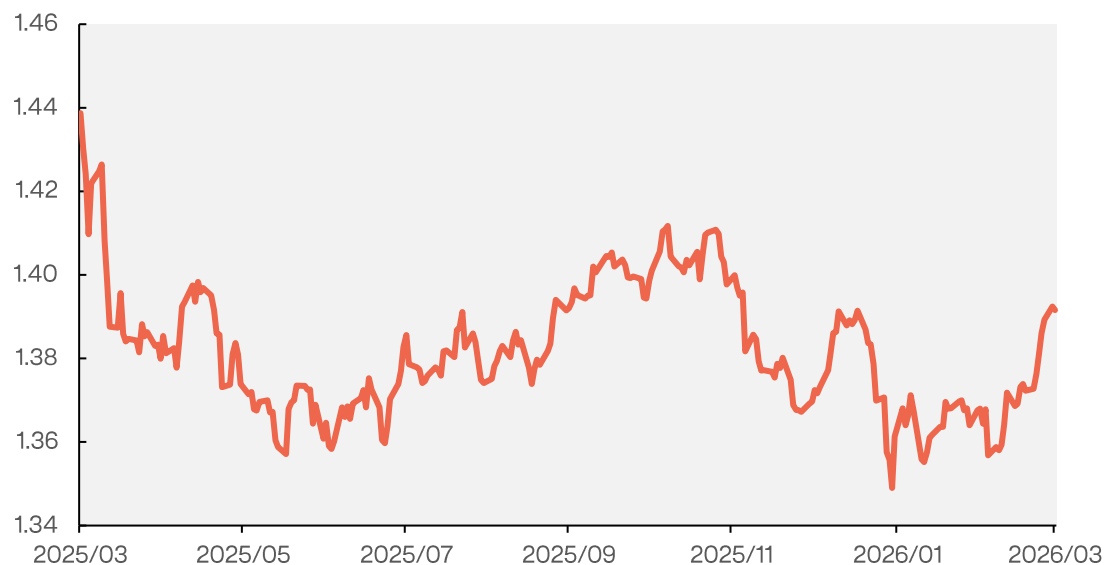
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



加元 – 輕微看淡

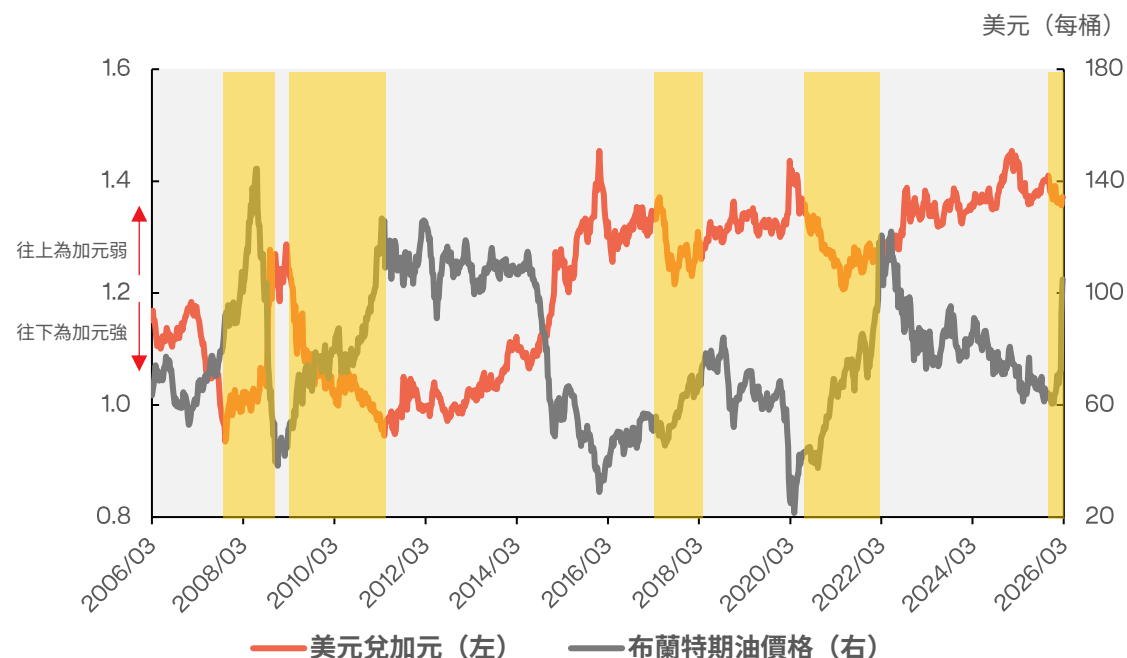
- 作為重要的油氣出口國，加元在第2季的走勢將取決於石油價格及天然氣價格維持在高位的幅度及時間。
- 若油價能維持在每桶90美元附近，並同時未有對環球經濟帶來明顯衝擊，加拿大的貿易條件（Terms of Trade）將獲得進一步改善，支撐加元走勢。
- 若油價持續高於每桶110美元，市場對環球經濟衰退及滯漲風險預期將會增加，外部需求減少將抵銷部分因油價上升對加元利好的因素。

美元兌加元過去1年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

油價上升往往對加元走勢有支持



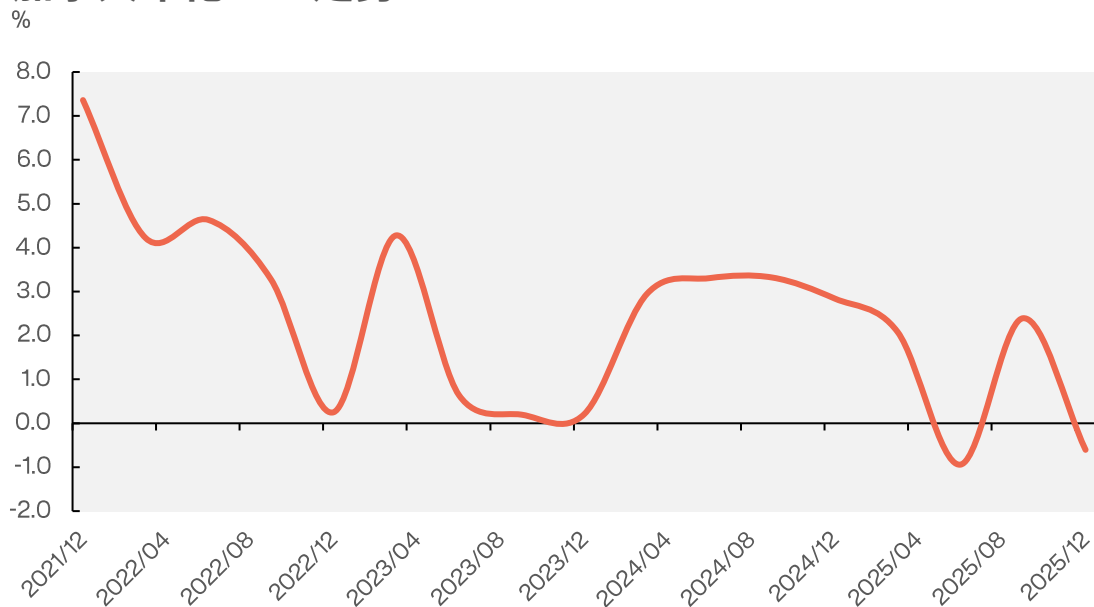
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



加元 – 輕微看淡

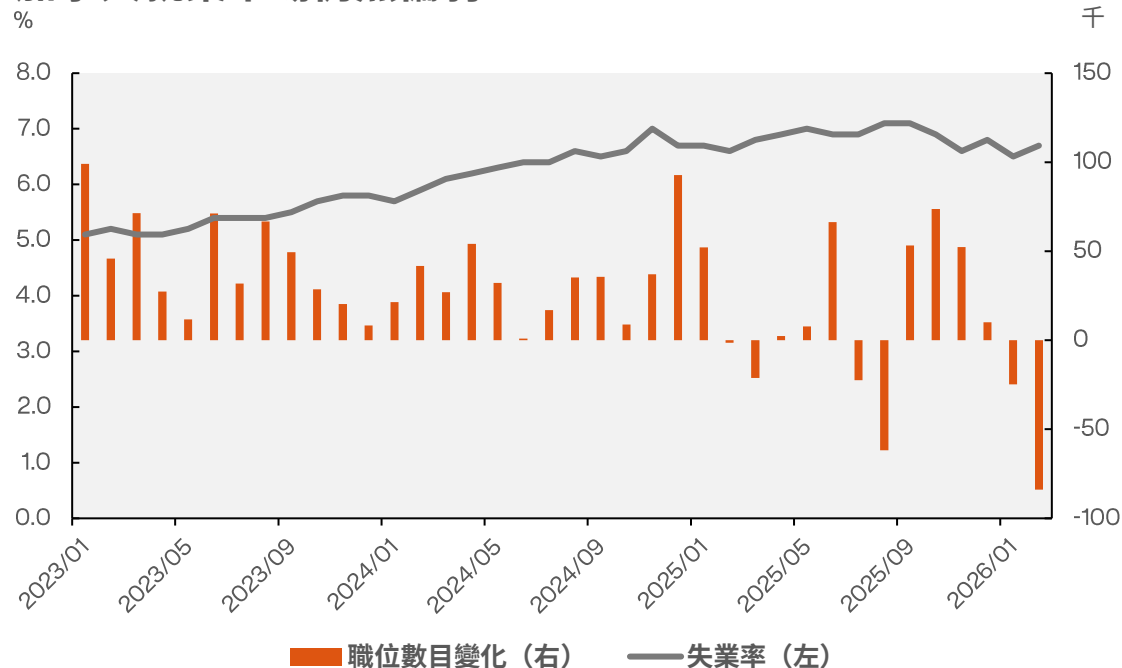
- 《美墨加協定》將於今年7月1日前進行強制性審查，協定最終內容及是否會延長協議仍具有變數，為加元增添不明朗因素。
- 加拿大經濟基本面仍然較弱，去年第4季年化GDP為負0.6%，遜於市場預期的負0.2%。當地今年2月的職位數目減少近8.4萬個，失業率升至6.7%。若美伊衝突明顯降溫，市場會重新聚焦於加拿大疲弱的經濟數據，有機會令加元受壓。
- 我們預計美元兌加元在第2季的波幅範圍為1.36至1.40，給予中性看法。2026年12月目標價為1.36。

加拿大年化GDP走勢



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

加拿大就業市場仍然偏弱



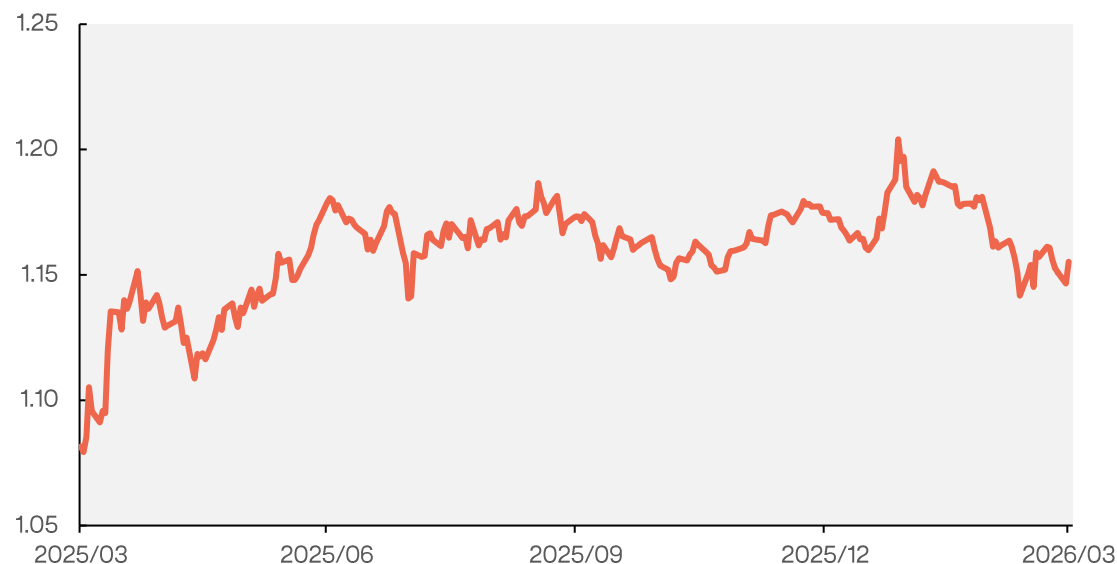
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



歐元 – 輕微看淡

- 作為能源淨進口地區，能源價格走勢將左右歐元在第2季的表現；歐央行稱已做好充分準備應對通脹的不確定性。
- 美伊衝突爆發後，隔夜指數掉期工具顯示，市場押注歐央行立場轉鷹，由原先預期今年會維持利率在2%不變，改為預期會加息，截至3月31日，歐元今年底的隱含利率升至2.649%，須關注歐央行是否有調整貨幣政策需要，避免重蹈2008、2011及2022年加息過早或過慢的情況。
- 歐央行加息雖有助收窄歐元與美元利差，但因今次加息原因是來自石油供應衝擊而非需求增加所帶來通脹，市場更為關注對歐洲經濟的衝擊，故對歐元匯價支持力度或較有限。

歐元兌美元過去1年走勢圖



資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日

歐央行對經濟及通脹最新預測

情景	第2季 平均油價 (每桶)	第2季 平均氣價 (兆瓦時)	2026年 實際GDP	通脹率
基本	90美元	50歐元	0.9% (2025年 12月 預測:1.2)	2.6% (2025年 12月 預測:1.9)
不利	120美元	90歐元	0.6%	3.5%
嚴重	150美元	110歐元	0.4%	4.4%

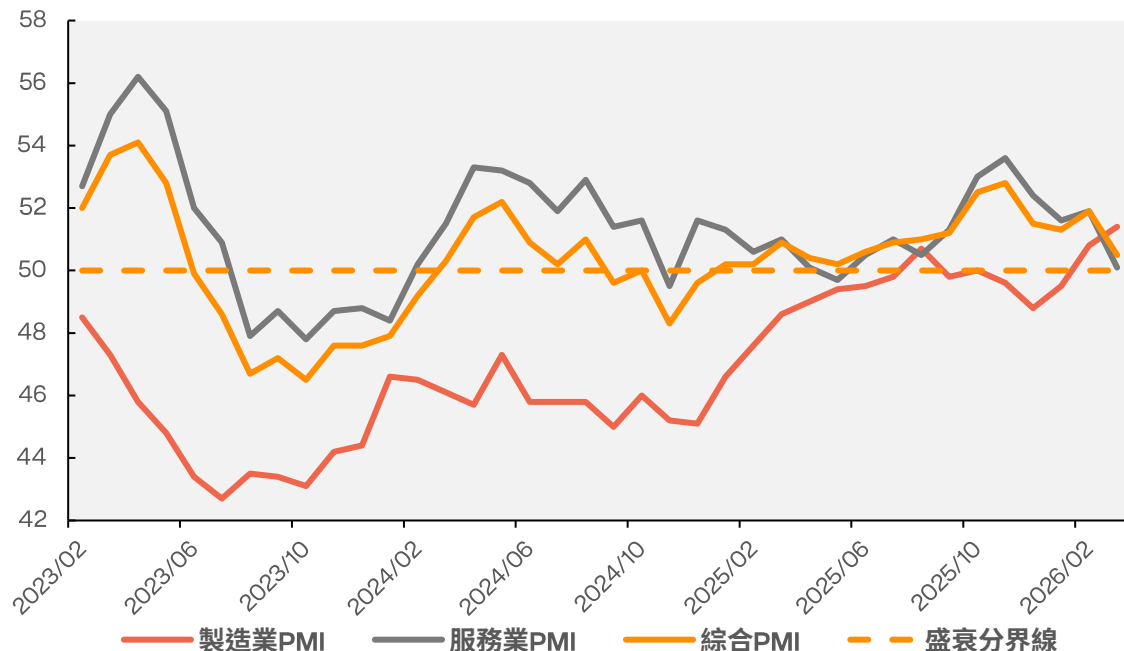
資料來源：歐央行，數據截至2026年3月31日



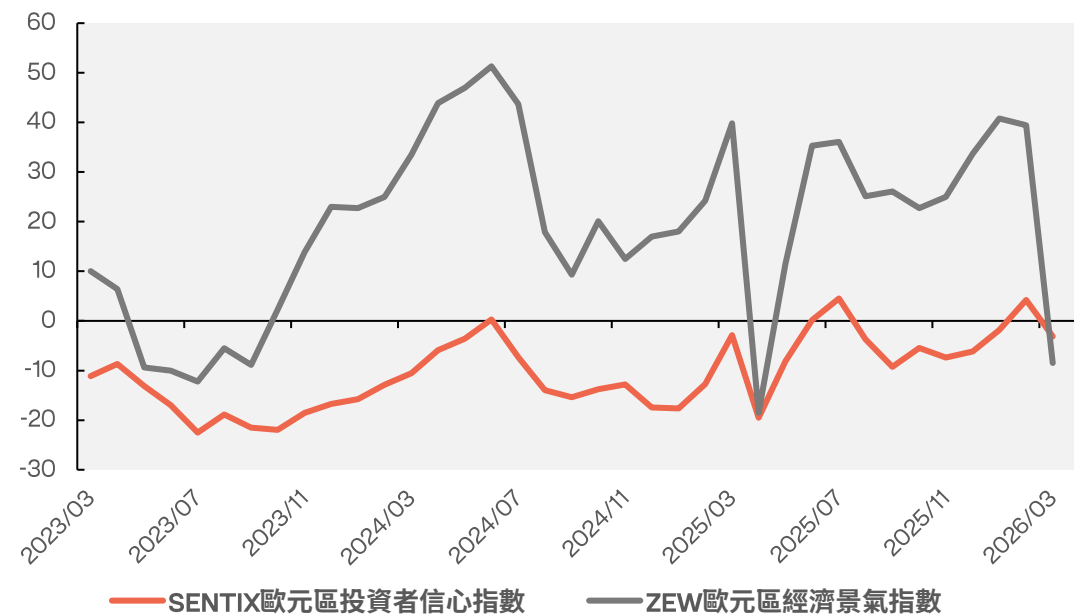
歐元 – 輕微看淡

- 歐元區3月份製造業PMI初值錄得51.4，為連續兩個月在盛衰分界線之上；但服務業PMI由2月的51.9急挫至3月的50.1，導致3月的綜合PMI初值回落至50.5，較市場預期的51低。歐元區的經濟景氣指數、投資者信心指數及消費者信心指數近期皆有所回落，歐元區的經濟韌性受考驗。
- 油價大幅下滑及石油供應回復正常仍是支撐歐元回穩的重要因素，但料未必能在短期內兌現，但仍須小心軋空出現短期急速反彈。
- 我們預計歐元兌加元在第2季的波幅範圍為1.13至1.17，給予輕微看淡的看法。2026年12月目標價為1.18。

歐元區PMI受美伊衝突影響而下滑



美伊衝突令歐元區經濟信心受挫





目錄

- 01 宏觀策略
- 02 宏觀經濟
- 03 股票
- 04 債券
- 05 外匯
- 06 商品
- 07 季度資產配置



商品：並駕齊驅



彭偉偉

東亞銀行財富管理處首席投資策略師

湯嘉穎

東亞銀行財富管理處投資策略師



商品：油價中樞價格升 黃金轉向謹慎樂觀

中東地區在全球石油生產與儲存佔比極高，該區油氣設施遇襲，直接衝擊原油供應。隨着霍爾木茲海峽面臨封鎖風險、海灣國家減產，加上產油國短期增產力度有限，原油供需的脆弱平衡勢將被打破。即使釋放戰略石油儲備，相較海灣地區每日出口量仍屬微不足道，且儲備水平處歷史低位，料僅能提供有限緩衝。

需求方面，短期雖受貨幣政策轉向預期及油價高企引發滯脹憂慮所影響，但中長期原油需求正穩步復甦，為高油價帶來支撐。整體而言，油價面對廣泛地緣政治風險，供應中斷的上行風險遠大於和平協議帶來的下行風險，油價易升難跌，預期第二季將在每桶90美元附近上落，整體中樞價格較戰爭前顯著抬升。

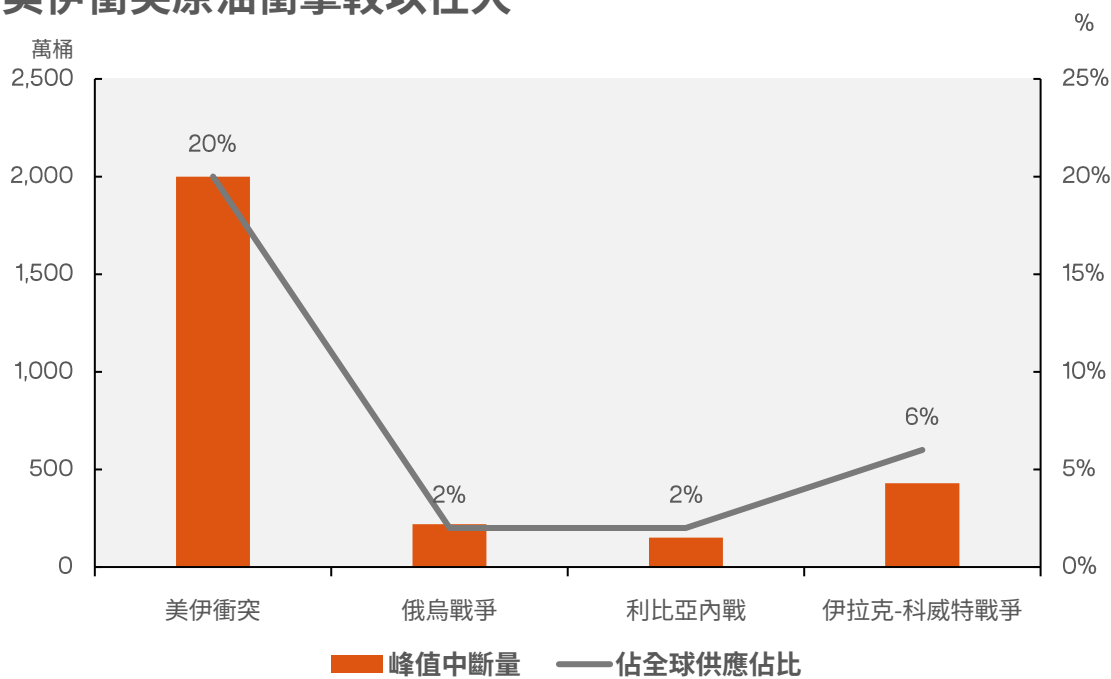
全球央行貨幣政策轉向，帶動美元反彈及美債收益率走高，增加持有黃金的機會成本。隨着流動性收緊，美元以外資產普遍回落，黃金ETF於中東衝突後更錄得資金流出，令黃金從多重利好轉為多空交織的局面。儘管金價持續高企，全球央行增持黃金的步伐未見放緩，加上地緣政治局勢依然緊張，黃金前景仍維持審慎樂觀，全年目標可望達每盎司5,600美元。



原油供應：美伊衝突中斷全球20%原油供應

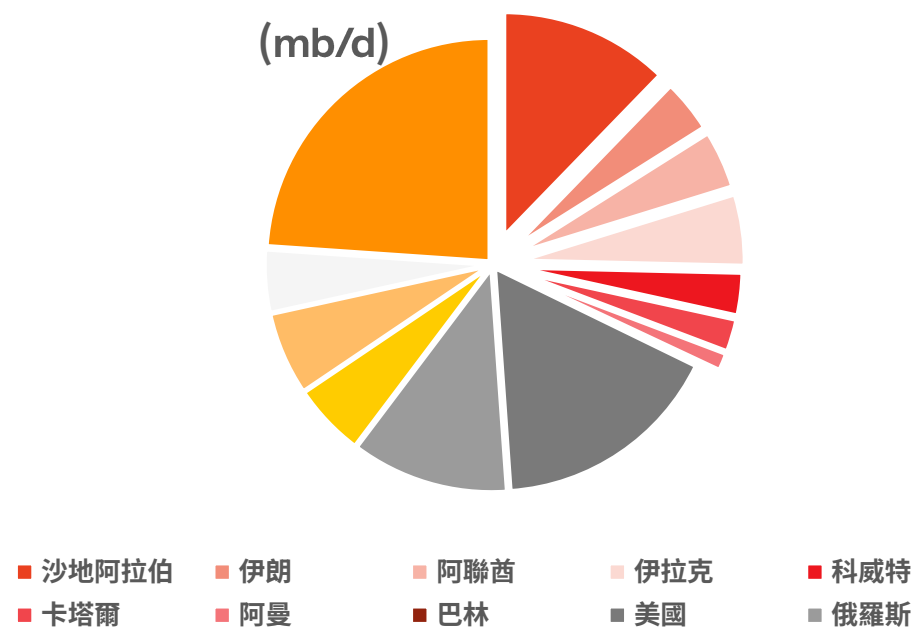
- 由於伊朗的戰事威脅、戰爭風險保險被取消/費率飆升、以及主要航運公司主動暫停通行，海峽在商業上已無法通行，達到有效關閉的效果。
- 海灣產油國儲油設施滿載迫使沙特、阿聯酋、科威特、伊拉克等國主動減產，八個海灣國家3月的原油出口量平均為每日971萬桶，較2月的每日2,513萬桶下降了61%。自戰爭爆發以來，OPEC的海上石油出口量每天減少了約1,400萬桶。

美伊衝突原油衝擊較以往大



資料來源：彭博，數據截至2026年3月27日

中東受影響國家佔全球原油日產量超過3成



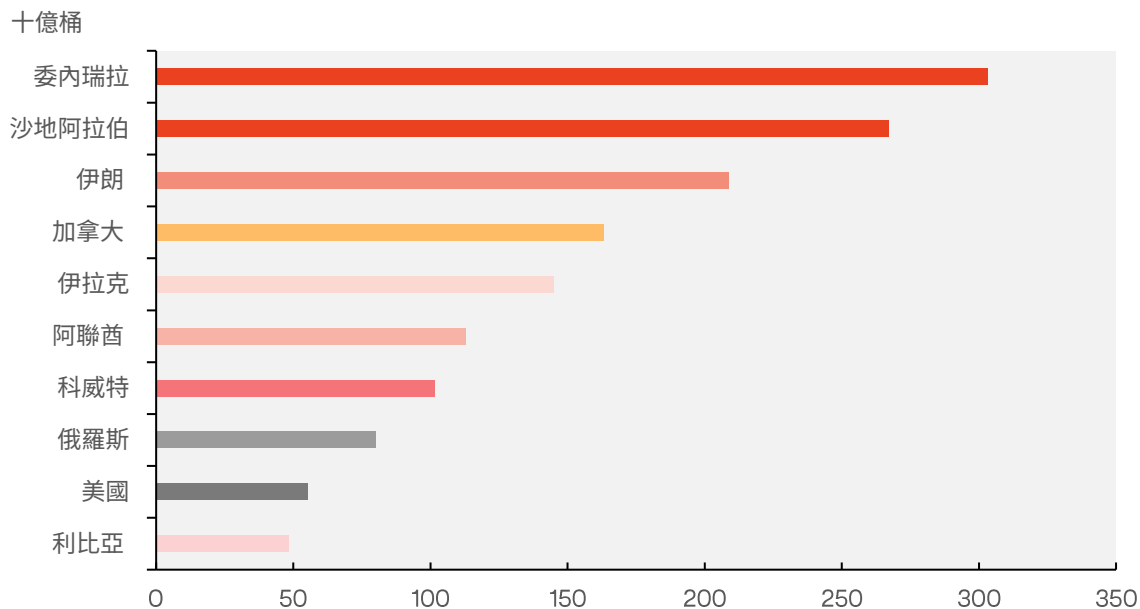
資料來源：EIA，OPEC，數據截至2026年3月27日



原油供應：原油供需弱平衡或遭打破

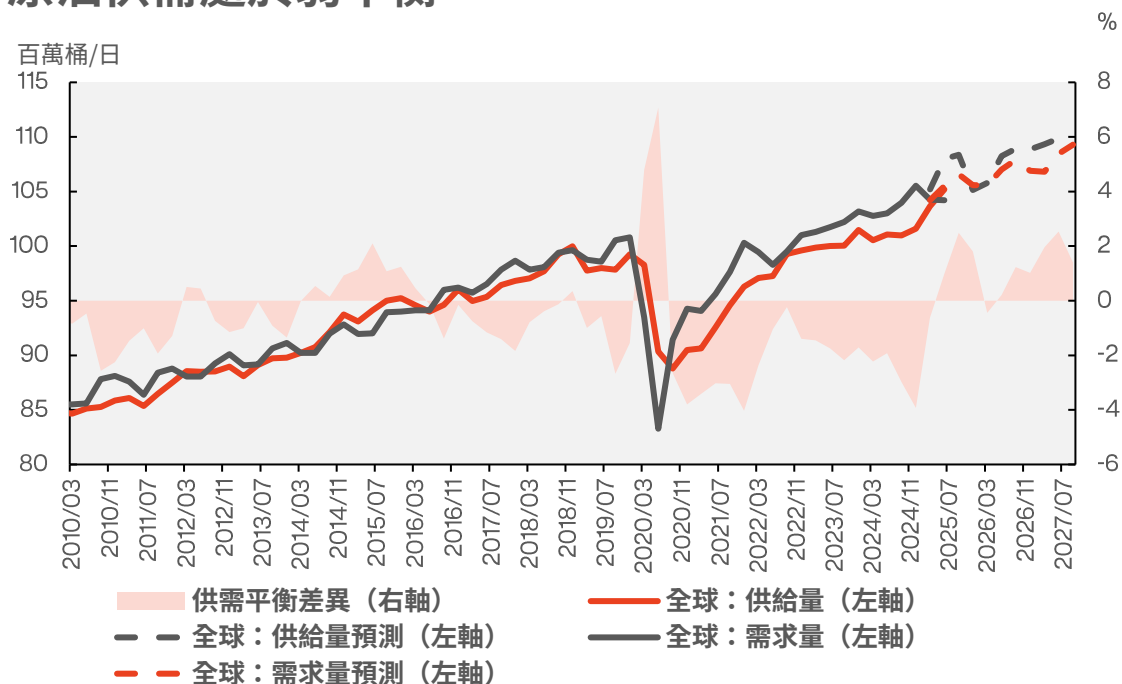
- 國際能源署報告預計，3月全球原油日供應量將驟降約800萬桶至9,880萬桶/日，為2022年第一季度以來的最低水平。
- 全球十大原油儲備國家之中，有7個為中東國家，美伊戰爭大幅影響原油供應。
- 霍爾木茲海峽停航以及中東9個國家40多處能源基礎設施遭到攻擊，進一步增大供應缺口，可能導致當前脆弱的供需平衡面臨極為嚴重的失衡。

全球十大原油儲量國家



資料來源：EIA，OPEC，數據截至2026年3月27日

原油供需處於弱平衡



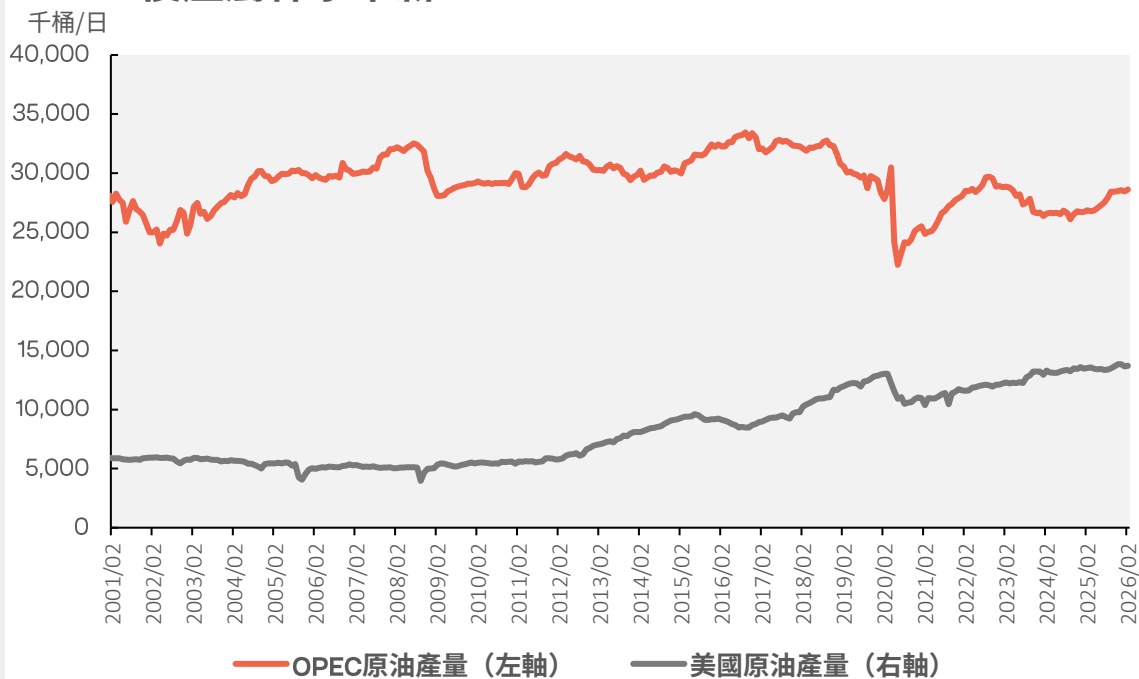
資料來源：萬得，數據截至2026年3月27日



原油供應：美國短期增產空間有限

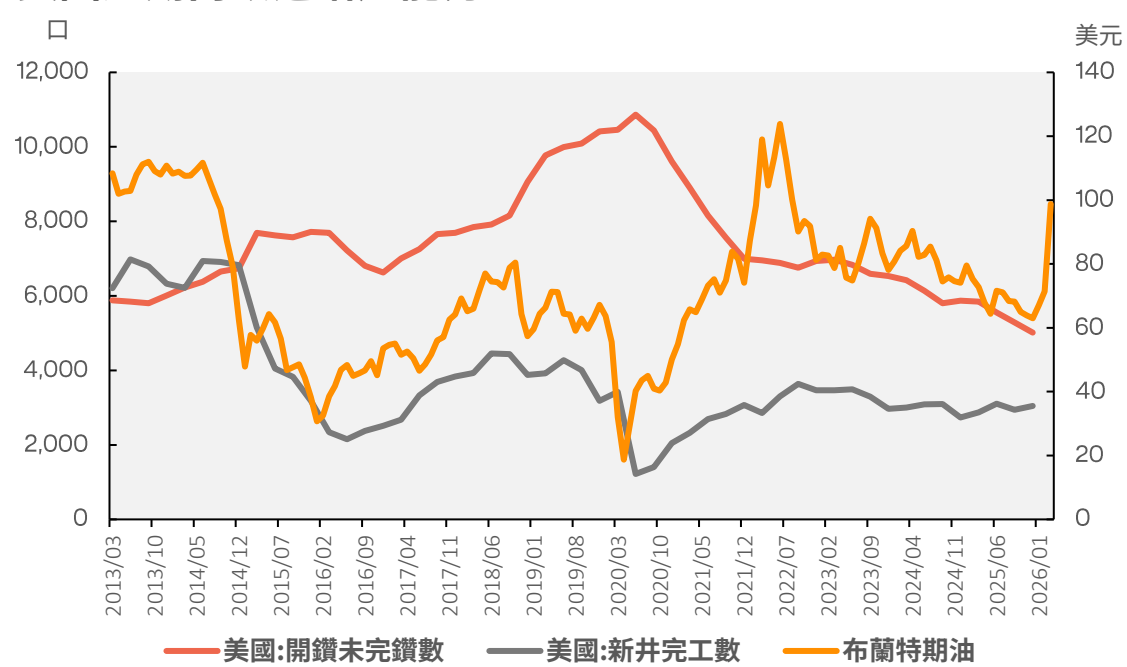
- OPEC+明確表示「可隨時靈活釋放」剩餘產能350–380萬桶（主要在沙特與阿聯酋）。
- 八個執行自願減產的OPEC+國家決定從2026年4月起恢復增產，增產幅度為每日20.6萬桶。
- 即使油價大升，但美國頁岩油的「增產引擎」（DUC庫存+新井完工）卻無力加速，反映美國短期內增產空間非常有限。

OPEC+ 復產屬杯水車薪



資料來源：萬得，數據截至2026年3月31日

美國短期內缺乏增產能力



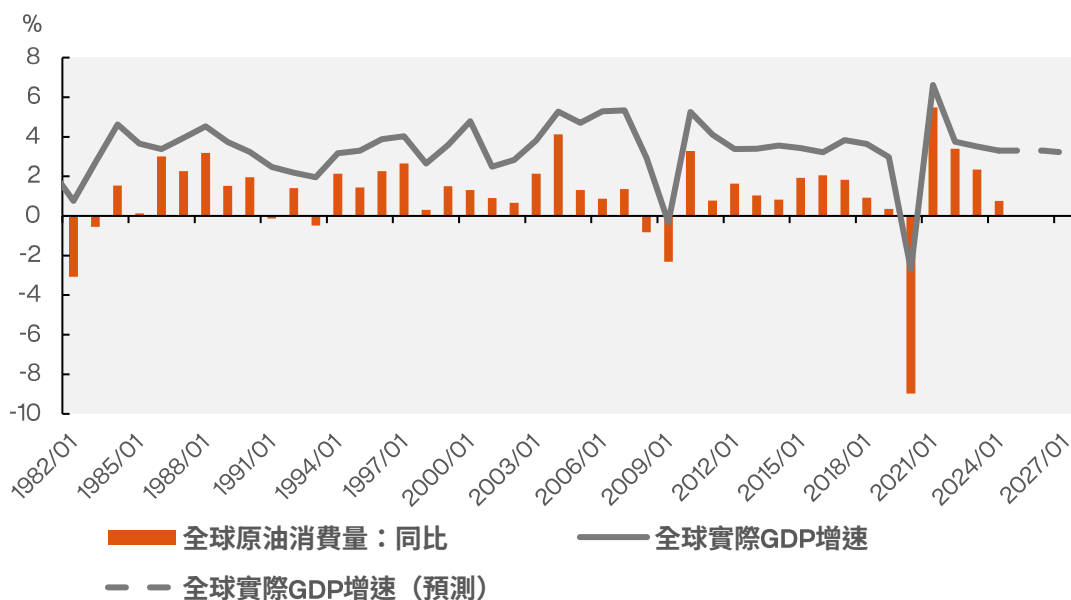
資料來源：萬得，數據截至2026年3月31日



原油需求：油價短期內難明顯下跌

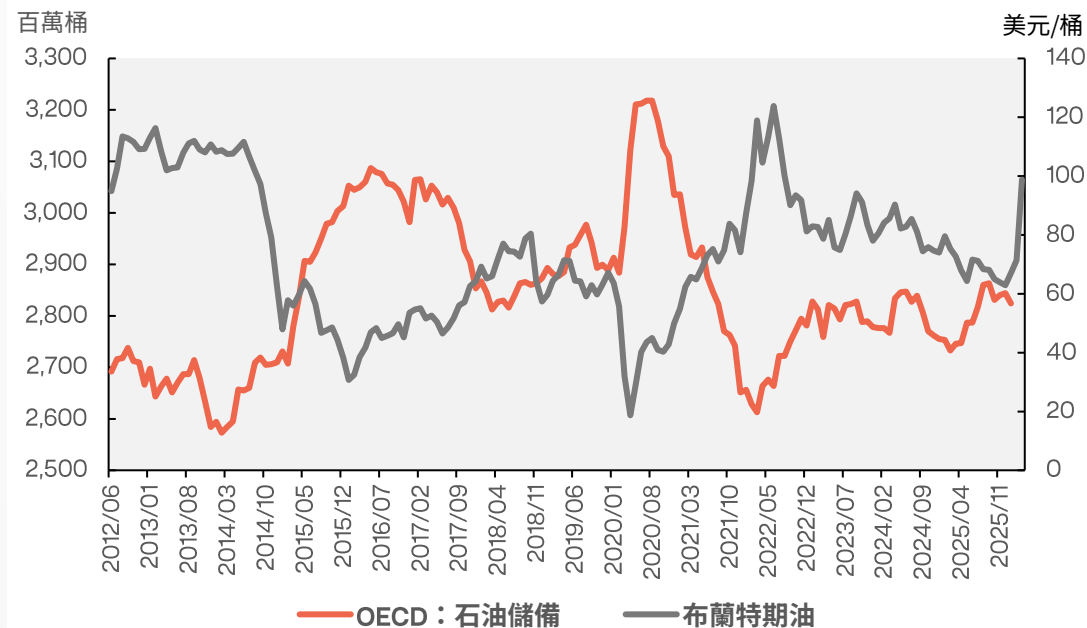
- 對等關稅法院推翻後，美國政府改以122條款徵收關稅，實際稅率有所下降，環球經濟前景正在轉好，IMF上調2026年全球經濟增長預測。
- 即使IEA宣佈釋放4億桶戰略石油儲備，相對海灣地區每日高達2,000萬桶的出口量相比微不足道；加上，石油儲備處於歷史低位，料僅提供有限度緩衝作用。
- 如果油價上漲過高及過快、航空與航運業的中斷、以及石油產品供應上的限制，將抑制全球經濟增長並破壞石油需求，最終壓制油價。

原油需求維持正增長



資料來源：萬得，數據截至2026年3月27日

石油儲備處於歷史低位



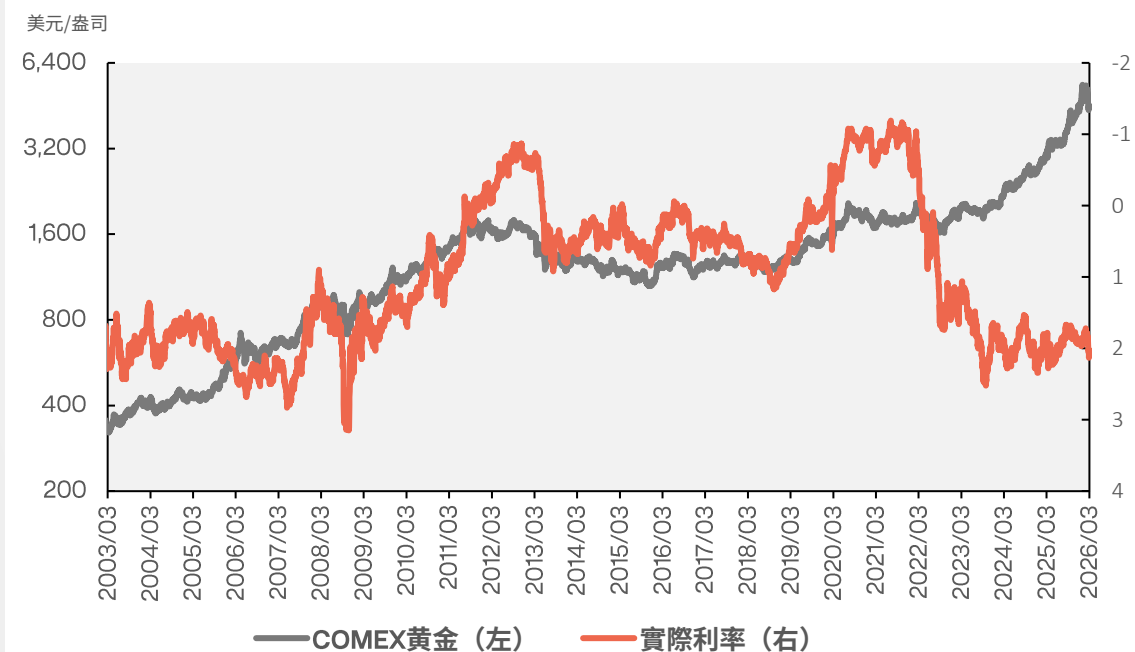
資料來源：萬得，數據截至2026年3月27日



黃金：美聯儲減息路徑未明 刺激流動性需求

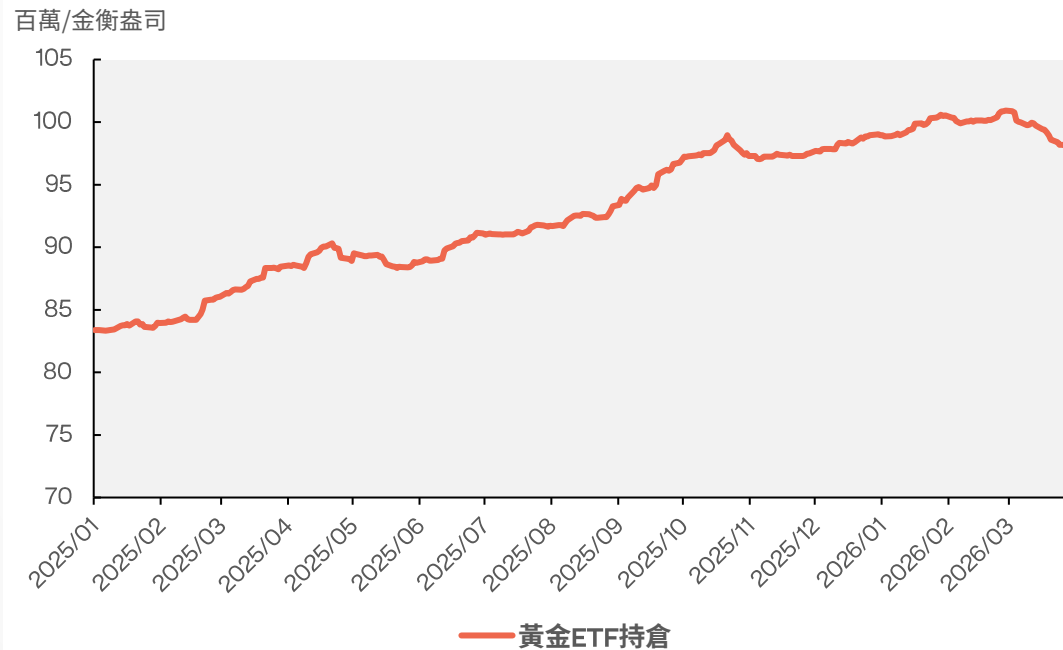
- 聯儲局強調通脹仍然頑固，市場重新評估減息時間表，推動美債收益率及美元走高，增加持金成本。
- 黃金ETF連續第九個月錄得淨流入，惟在中東衝突爆發後，則出現資金流出的情況。（避險需求 VS 流動性需求）
- 單計3月，全球黃金ETF流出近300萬金衡盎司，料黃金ETF將保持波動，可能出現淨流出或小幅流入。

實際利率上升削減黃金吸引力



資料來源：萬得，數據截至2026年3月31日

3月黃金ETF持倉錄得淨流出



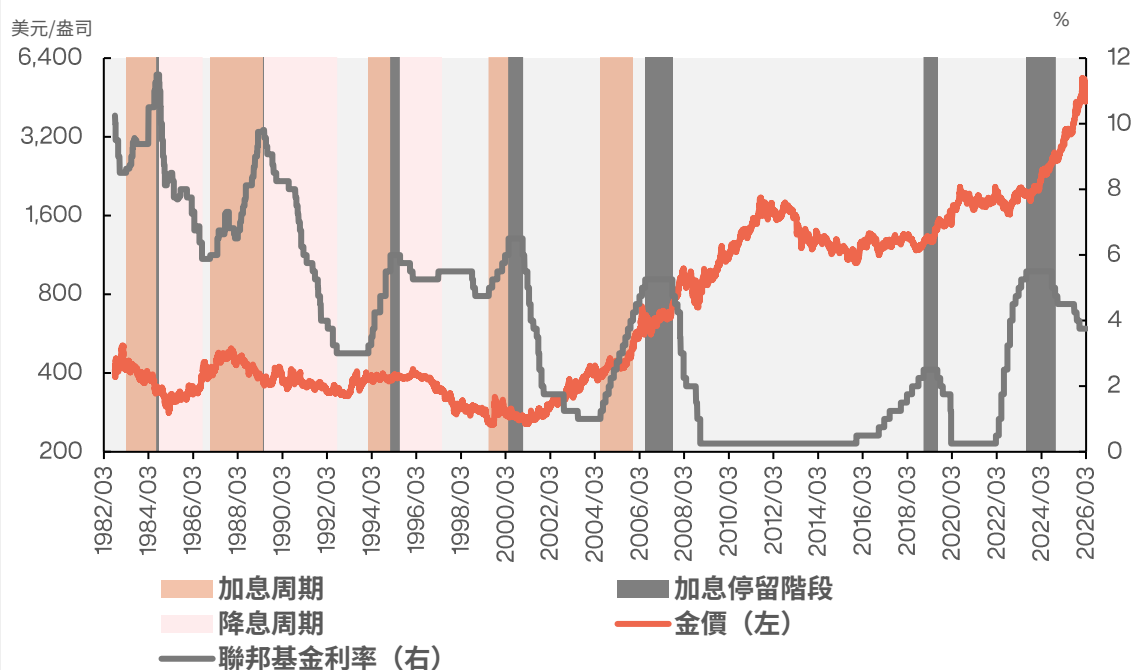
資料來源：彭博，數據截至2026年3月31日



黃金：全球央行持續買金勢頭未改

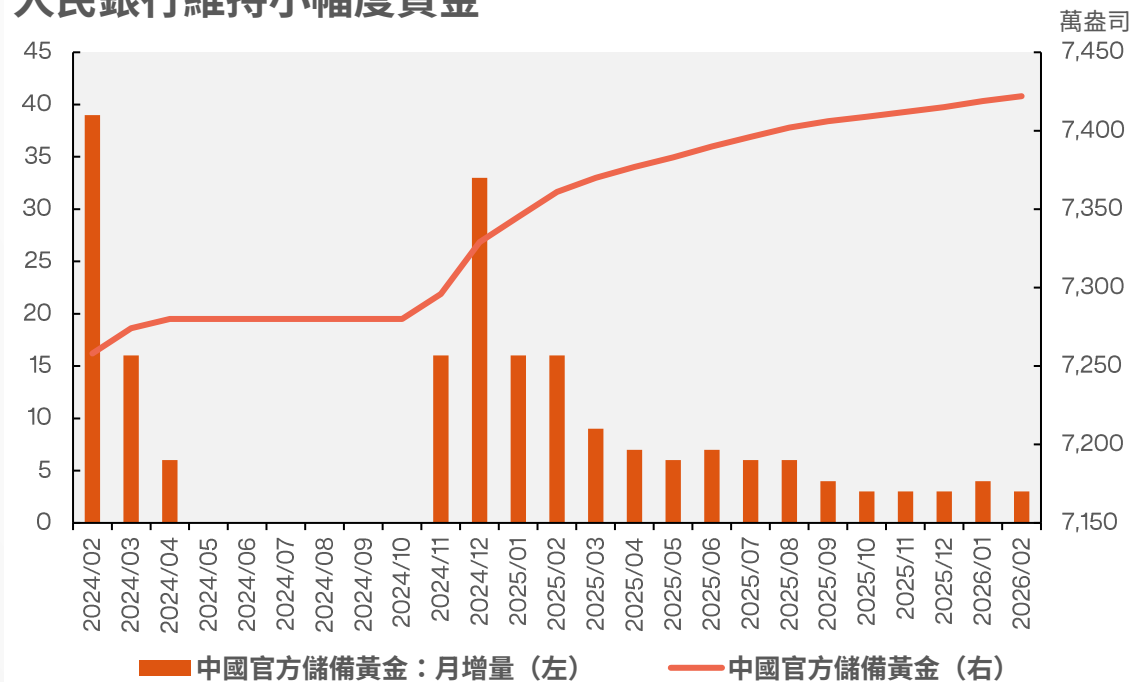
- 全球央行2026年仍為主要黃金買家：1月全球央行淨買金僅5噸，中國連續16個月增持（2月末持倉7,422萬盎司），俄羅斯已停止大規模賣金（1月僅賣9噸，非完全停止），近期放緩確為暫時性（2月已反彈）
- 儘管全球央行2025年購買量從之前三年的逾1,000噸放緩至約860噸，但仍遠高於2010-2021年的平均水平。
- 美伊戰爭的風險溢價已經反映並難以持久，然而廣泛的地緣政治風險（古巴等）可能持續推動避險需求。

減息周期利好黃金表現



資料來源：萬得，數據截至2026年3月31日

人民銀行維持小幅度買金



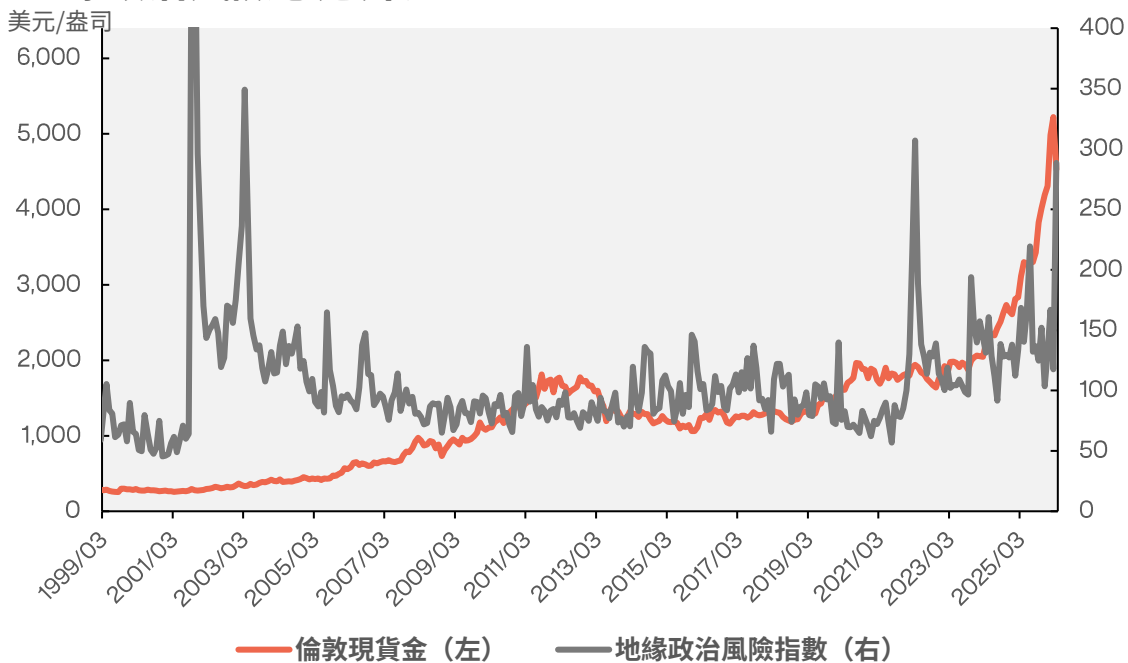
資料來源：萬得，數據截至2026年3月31日



黃金：廣泛的地緣政治風險持續推動避險需求

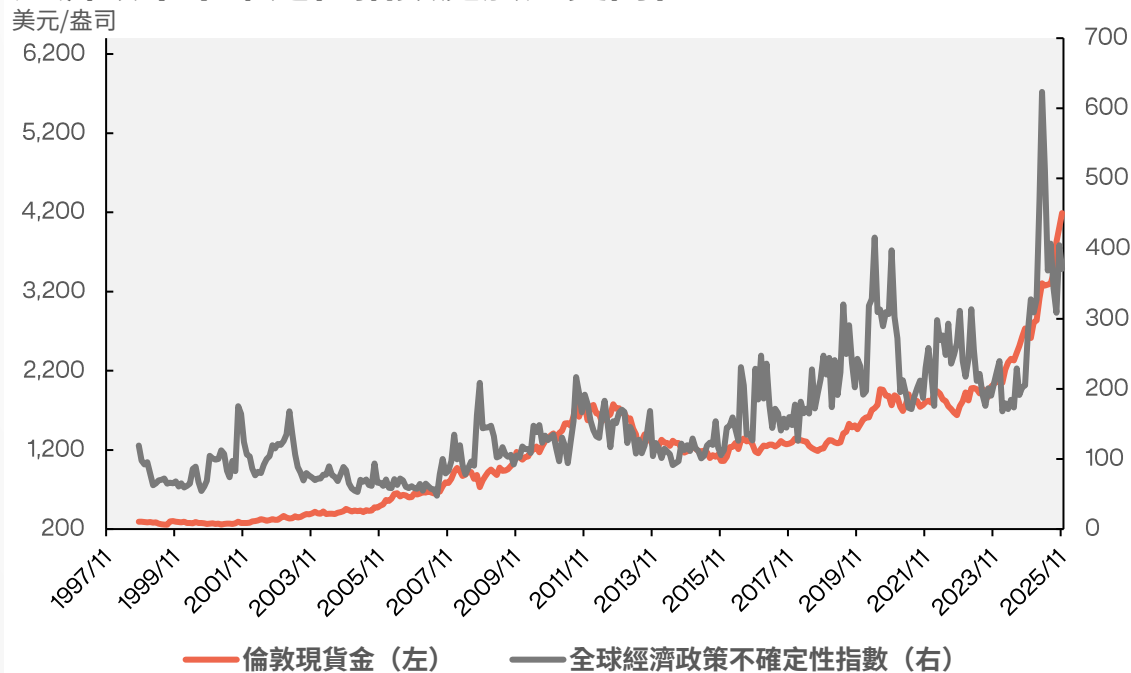
- 自2022年俄羅斯外匯儲備被凍結改變黃金配置比例，去美元化以及地緣政治緊張時期，促使央行購金需求。
- 地緣政治風險指數與黃金走勢呈正相關，近日短期失效源於市場對息口預期的改變。
- 長期受到廣泛地緣政治局勢緊張影響，黃金有望維持向上行趨勢。

地緣政治風險急速升溫



資料來源：萬得，數據截至2026年3月31日

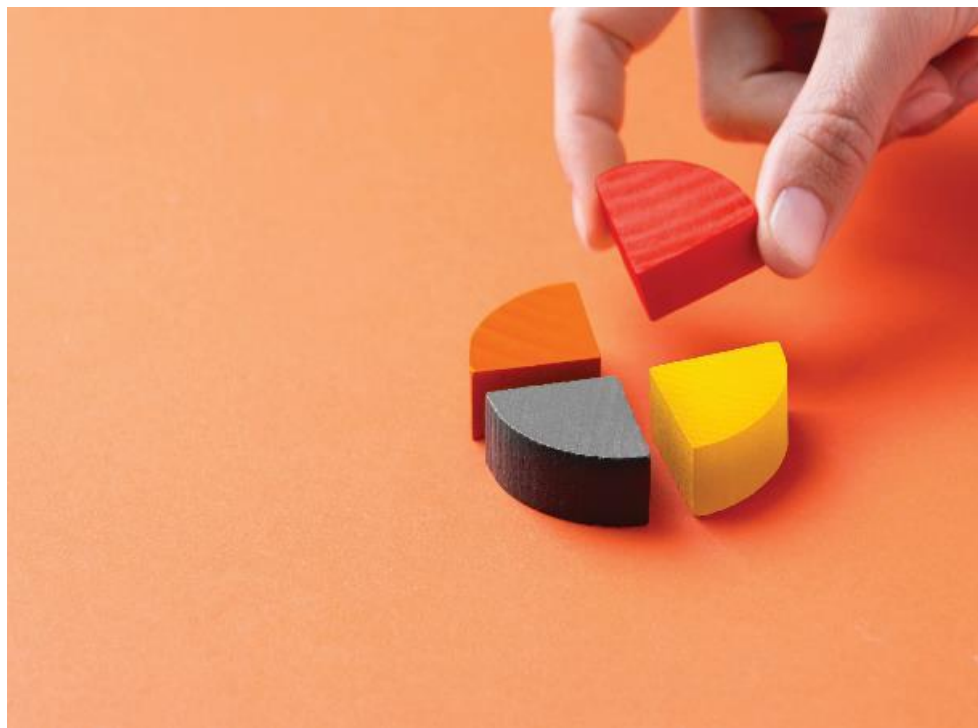
經濟政策不確定性指數處於歷史高位



資料來源：萬得，數據截至2026年3月31日



季度資產配置



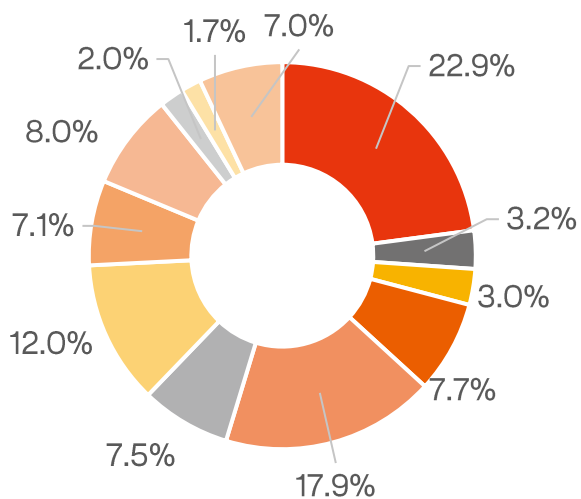
東亞銀行財富管理處



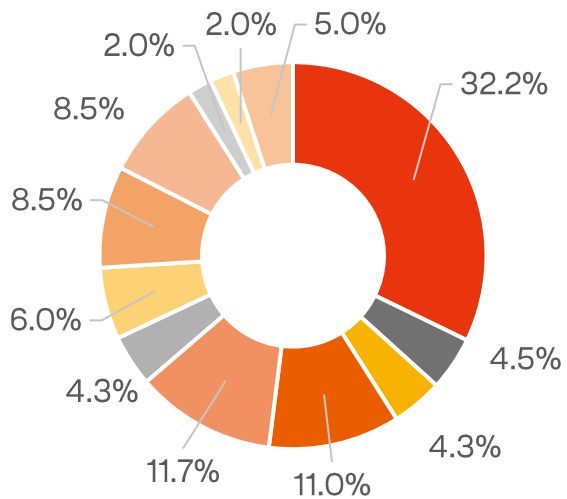
2026年第2季資產配置模型



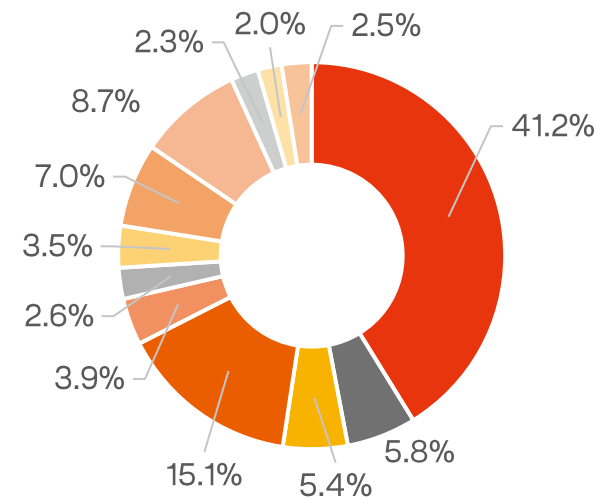
保守型



平衡型



成長型



- 美國股票
- 歐洲股票
- 日本股票
- 亞洲除日本及新興市場股票
- 環球政府債券及新興市場政府債券
- 亞太區投資級別債券
- 環球投資級別企業債券
- 環球高收益級別企業債券
- 黃金
- 能源
- 房地產信託
- 現金等價物



2026年第2季資產配置模型

保守型

股票	36.8%
美國	22.9%
歐洲	3.2%
日本	3.0%
亞洲除日本及新興市場	7.7%
債券	44.5%
環球政府及新興市場政府	17.9%
亞太區投資級別	7.5%
環球投資級別企業	12.0%
環球高收益級別企業	7.1%
另類投資	11.7%
黃金	8.0%
能源	2.0%
房地產信託	1.7%
現金等價物	7.0%

平衡型

股票	52.0%
美國	32.2%
歐洲	4.5%
日本	4.3%
亞洲除日本及新興市場	11.0%
債券	30.5%
環球政府及新興市場政府	11.7%
亞太區投資級別	4.3%
環球投資級別企業	6.0%
環球高收益級別企業	8.5%
另類投資	12.5%
黃金	8.5%
能源	2.0%
房地產信託	2.0%
現金等價物	5.0%

成長型

股票	67.5%
美國	41.2%
歐洲	5.8%
日本	5.4%
亞洲除日本及新興市場	15.1%
債券	17.0%
環球政府及新興市場政府	3.9%
亞太區投資級別	2.6%
環球投資級別企業	3.5%
環球高收益級別企業	7.0%
另類投資	13.0%
黃金	8.7%
能源	2.3%
房地產信託	2.0%
現金等價物	2.5%



季度資產配置簡介

簡介：

- 本文件目的是概述我們的投資框架以及闡明我們如何透過我們的量化模型以及對下一季不同資產類別的前瞻性觀點來構建季度資產配置模型（「季度資產配置模型」）。

本文件描述：

- 我們的投資框架及如何使用資產配置策略來建構季度資產配置模型；
- 我們如何評估季度資產配置模型相關的投資組合風險；

投資框架：

- 資產配置考慮不同資產類別的歷史回報率與相關性，以優化投資組合的風險調整後回報。我們的資產配置方法名為季度資產配置模型，此配置模型基於穩健量化模型並結合我們對各資產類別前瞻性分析。我們的量化模型基礎建基於現代投資組合理論（MPT）的原則，並融入更細緻且具策略性的限制條件。這些條件包括資產類別多元化、透過波動性目標進行風險管理、集中度限制以及多元化測度，以體現我們成熟的投資理念。



季度資產配置簡介(續上頁)

- 季度資產配置模型根據三種不同風險承受能力定制出我們認為適合長期投資的資產配置組合。我們為每個資產配置組合模型的風險訂立一個最大價格波動幅度。在有需要時，我們可能會調整價格波動幅度。
- 保守型：願意以較低風險獲取低資本增長。分配的最大投資組合風險水平為1年內10%價格波動。請參閱下文《有關季度資產配置模型的重要資料》以了解年化標準差的詳情及依據。
- 平衡型：願意以平衡的取向獲取適度的資本增長。分配的最大投資組合風險水平為1年內20%價格波動。請參閱下文《有關季度資產配置模型的重要資料》以了解年化標準差的詳情及依據。
- 成長型：願意承受較高風險達致資本增值的目標。分配的最大投資組合風險水平為1年內30%價格波動。請參閱下文《有關季度資產配置模型的重要資料》以了解年化標準差的詳情及依據。
- 季度資產配置模型並非直接與東亞銀行有限公司(以下簡稱「本行」)的風險評估問卷衡量投資者類型有關，也與本行提供的投資產品無關。我們將每季檢閱各項季度資產配置模型的相關資產配置百分比，以確保它們繼續反映我們對中長線投資前景的看法。請注意，季度資產配置模型並不保證利潤或免除損失。本文件中所呈現的歷史回報及風險僅供說明用途，並不應作為未來表現的指標。



季度資產配置簡介(續上頁)

有關季度資產配置模型的重要資料：

- 季度資產配置模型是基於假設性的構建，並結合了歷史價格波動、歷史回報、分散化因素以及基於我們對每個資產類別當前投資展望和宏觀經濟的前瞻性觀點作出酌情調節。參考投資組合不考慮任何個別債券/股票/投資產品，也不考慮任何個人狀況或風險承受能力。
- 季度資產配置模型僅供一般資訊與參考之用，並不構成任何形式的要約、招攬、邀請、建議或建議，以認購或贖回任何類型的投資或資產配置。我們無法保證參考投資組合能夠達到任何特定的結果或在所有市場條件下均具有效用。
- 季度資產配置模型不應視為投資建議，也不應被視為參與任何形式或類型投資的邀約或招攬。季度資產配置模型並不代表對資產配置的指導、建議或任何表示。請勿依賴參考投資組合作為投資決策的依據。在作出任何投資決策前，您必須仔細閱讀經授權的發行文件，並僅基於該等文件的資料作出投資決策。如您對投資決策存在任何疑慮或關注，應尋求獨立的專業建議。
- 季度資產配置模型採用量化模型過去10年的歷史回報數據結合我們的前瞻性觀點進行建構。然而，過去的回報並不代表未來的表現。



季度資產配置簡介(續上頁)

• 季度資產配置模型的歷史回報及歷史風險根據以下指數計算。我們保留更改所選指數的權利。任何指數變更將在相應季度的季度資產配置中註明：

股票：

- 美國：MSCI North America Net Total Return USD Index；歐洲：MSCI Europe Net Total Return USD Index；日本：MSCI Japan Net Total Return USD Index；亞洲除日本及新興市場：MSCI AC Asia Pacific ex Japan Net Total Return USD Index及MSCI Emerging Net Total Return USD Index

債券：

- 環球政府債券及新興市場政府債券：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；亞太區投資級別：Bloomberg Asia USD Inv Grade Bond Index TR Index Unhedged USD；環球投資級別企業：Bloomberg Global Agg Corporate Total Return Index Value Unhedged USD；環球高收益級別企業：Bloomberg Global High Yield Corporate Total Return Index Unhedged USD

另類投資：

- 黃金：S&P GSCI Gold Official Close Index TR；其他另類資產 (1) 能源：Deutsche Bank DBIQ Optimum Yield Energy Index Total Return；及 (2) 房地產信託：S&P Global REIT US Dollar Index Net Total Return Index

現金等價物：

- CME Term SOFR 3 Month



季度資產配置簡介(續上頁)

- 請參考各指數供應商官方網站以了解各指數的成份及相關資產詳情。
- 標準差是衡量價格波動的統計指標。標準差越高，波動性越大，並假設指數表現符合標準常態分佈。
- 歷史風險（或年度化標準差）代表了季度資產配置模型根據過去10年指定資產類別每月回報率所計算的資產類別間的歷史關聯性（或相關性）及波動性，從而反映的資產配置模型過往的風險水平。此資訊僅供參考。
- 季度資產配置模型將每季檢視和更新一次。
- 根據季度資產配置模型，增長型具有最高風險，其次是平衡型，保守型風險則最低。
- 季度資產配置模型的風險評估是基於過去10年的年度化月度標準差計算。在這些模型中，保守型是按照最嚴格的風險限制設計，而增長型則採用了最寬鬆的風險限制。
- 季度資產配置模型與客戶的風險承擔能力並無直接關聯，且各模型並未根據本行的專有的風險評級方法分配任何產品風險評級。



季度資產配置免責聲明

- 本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）編製，僅供參考之用。其內容是根據大眾可取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其他司法管轄區監管機構審核。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。季度資產配置模型不保證資產對每一位客戶的合適性，因為參考投資組合沒有考慮個別人士的個人情況和其他合適性因素，例如投資目標。
- 投資決定是由閣下自行作出的，但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的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。
- 本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知職產權法保護。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。
- 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。



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。



東亞投資策略團隊簡介



彭偉偉

首席投資策略師

曾任興業銀行私人銀行部財富顧問處處長、平安銀行私人財富部首席策略分析師、招商銀行私人銀行部家族信託及全權委託高級投資經理。主要覆蓋境內外宏觀及政策分析。



陳偉聰
CFA

高級投資策略師

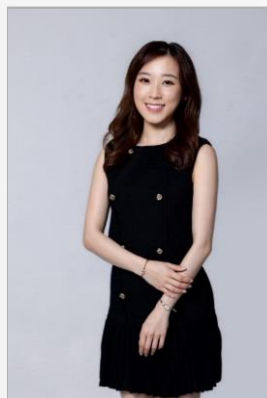
主要覆蓋大中華股票及美股市場的研究分析。擁有特許金融分析師(CFA)專業資格，投身金融業逾16年。



吳永強
CFA, CESGA

投資策略師

主要負責策劃銀行整體的外匯投資策略及相關研究，為銀行客戶提供不同的投資建議。擁有特許金融分析師(CFA)和環境、社會及管治分析師(CESGA)資格。



湯嘉穎

投資策略師

專注於宏觀策略、商品市場及大中華區股票市場的研究及負責個股分析報告撰寫工作。



鄭瑩

投資策略師

專注於環球債市、美國股票市場以及大中華股票的研究分析。擁有金融碩士學位。



Thank You
謝謝