

华侨银行  
宏富理财



# 環球局勢更迭

## 推迟减息预期



# 经济资讯月刊

华侨银行财富管理专家团队

3/2026号

心所向，  
行致远

## 今期內容

- P 03-05 全球前景  
推迟减息预期
- P 07-09 股市  
调整亚洲(日本除外)至中性  
评级
- P 10 香港/中国市场前景  
聚焦政策动向
- P 11-12 债券  
看好优质发行人债券
- P 13-15 外汇及商品  
维持看好黄金

## 关于华侨银行 财富管理专家团队



华侨银行财富管理专家团队借鉴了华侨银行集团财富管理专家(即来自华侨银行、华侨银行投资研究部、利安资金管理公司及新加坡银行的专家)的集体智慧和经验。凭借在集体投资方面逾200年的经验,华侨银行财富管理专家团队致力为你提供及时的咨询服务,以增加、管理和保障你的财富。



---

## 環球局勢更迭

---

投资者于2月抛售软件股及个别人工智能概念股，转投工业、材料及公用事业等传统硬资产板块，此舉旨在加强投资多元化，于2026年把握“美股七巨头”以外盈利增长的机会。备受关注的特朗普总统关税案，美国最高法院终于通过裁决，判定特朗普政府引用《国际紧急经济权力法》(IEEPA)向多国征收关税，实属违宪，并废除大部分对等关税及芬太尼相关关税，而特朗普随即取而代之向全球贸易伙伴加征15%临时附加税。我们预计，关税政策再度不明朗将对经济增长构成一些阻力。

2月28日，美以袭击伊朗后的局势发展导致风险资产普遍震荡、油价大幅飙升。随着伊朗最高领袖遇袭身亡以及特朗普总统提出明确的政权更迭目标，伊朗与西方的冲突升级，伊朗的报复行动预计将在一段时间内持续对全球金融市场构成压力。在避险情绪推动下，预计将使黄金及瑞士法郎、日圆、美元和美国国债等避险资产需求强劲。

我们预计，在地缘政治恐慌升级期间，市场波动和避险情绪将会持续，但根据市场过往经验，除非事件导致原油供应严重中断，否则地缘政治事件通常不会对股市产生长期影响。鉴于中东局势和油价面临的不确定性，我们在战术资产配置中将亚洲(日本除外)股票的评级从「增持」下调至「中性」。因此，我们也相应地将全球股票的整体配置从「增持」下调至「中性」。鉴于美国赤字高企，政策反复无常，我们仍预期中期美元面临风险，利好国际股市。鉴于长期利率的不确定性更高，我们在固定收益方面侧重于优质资产，同时对存续期中性立场。在成熟市场中，相较于高收益债券，我们偏好投资级别债券。新兴市场方面，由于估值相对吸引，加上部分国家即将迎来大选且有望选出更有利于市场环境的领导人，我们偏好拉丁美洲。



## 全球前景

SELENA LING

首席经济学家兼华侨银行集团研究部主管

### 推迟减息预期

「由于美国劳动市场降温放缓，通胀持续高于联储局目标，美国央行有理由继续采取观望态度。最新的联邦公开市场委员会会议记录显示，决策者对未来利率政策取向意见分歧。我们将联邦基金利率的下一轮减息预期从3月推迟至6月。」

- 中东局势持续动荡，伊朗境内冲突不断，最高领袖哈梅内伊据报遇袭身亡后的继任过程存在不确定性，全球最关键的能源与贸易运输咽喉霍尔木兹海峡周边区域紧张局势升级。上述事态发展推高地缘政治风险溢价，并引发资金避险流向优质资产。当前的关键问题在于，此轮冲突将是短暂的，还是可能会持续更长时间。
- 根据市场过往经验，中东冲突对经济的影响往往是较突然且集中于短期。1973年的赎罪日战争，持续了大约三周，当时石油输出国组织阿拉伯成员国对美国实施石油禁运，引发重大石油危机。1979年伊斯兰革命及随后1980年的两伊战争爆发，导致伊朗石油产量持续下降。相比之下，1990年海湾战争期间的供应忧虑相对迅速得到缓解，而2003年伊拉克战争及2019年沙特阿美石油设施的袭击事件期间亦是如此。
- 当前中东局势的发展将受多项因素影响。关键考虑因素包括：承载全球约20%原油贸易的霍尔木兹海峡的实际供应是否确实中断；沙特阿拉伯及阿联酋等主要产油

国目前是否有足够备用产能来缓冲短缺情况；全球整体需求环境（因经济增长疲弱往往能够令价格飙升更快得到降温）；以及协调释放战略石油储备以缓解短-期供应压力的可能性。

#### 美国

- 预计2026年美国经济增长约为2.2%，与去年增速相若。根据市场过往经验，劳动力市场差异与失业率变动息息相关。由于该差异仅温和回升，故短期内整体劳动力状况不会出现显著恶化。因此，市场对减息的预期已有所延后。目前期货市场预期联储局将于7月首次减息。但我们目前预测首次减息将在6月而非3月，显示联储局目前需要更宏观层面的证据才会放宽货币政策。
- 贸易方面，美国最高法院裁定特朗普总统无权根据《国际紧急经济权力法》征收关税，促使政府改变方针。特朗普政府为回应最高法院判决，于2月24日根据第122条款开始实施10%的临时全球进口关税，官员表示稍后将提高至15%。尽管法庭判决修正了关税

的法律基础，但市场预期最终实施的关税税率将比原来《国际紧急经济权力法》提案所拟征收的要低。

- 我们认为，尽管贸易政策仍存在高度的不确定性，但此关税下调的影响可能会令全球贸易的短期下行风险有限。
- 另一方面，延期公布的美国1月份通胀数据略高于预期，进一步巩固联储局迈向2%通胀目标的道路可能崎岖不顺的市场观点。整体个人消费支出按月上升0.43%，核心个人消费支出增长0.36%，较11月份录得的0.2%增速显著加快。核心个人消费支出按年维持在3.0%，突显通胀仍显著高于联储局的舒适区间，且通胀放缓速度可能较市场年初预期更为缓慢。
- 劳动力市场方面，整体情况大致保持韧性。失业率由之前的4.4%微跌至1月份的4.3%。消费意愿亦有所改善：美国经济咨商局的消费者信心指数于2月份升至91.2，而1月份数据经大幅向上调整后从最初的84.5回升至89.0。
- 话虽如此，基础详情数据显示背景因素更为复杂。认为找工作难

的受访者比例升至20.6%，是自2021年2月以来最高水平，而认为工作机会很多的受访者比例亦升至28.0%。上述情况令劳动市场差异轻微扩大至7.4%。综合而言，上述指标持续显示经济环境呈现K型走势—部分领域呈现强势，但不同行业及收入阶层则显露疲态。

- 政策角度方面，即将卸任的亚特兰大联储主席博斯蒂克强调，人工智能的应用对劳动力市场可能造成的冲击或会加剧结构性失业，单凭减息恐无法完全抵销所造成的影响。多名联储局官员亦持相近观点，进一步表明联储局认为短期内并无迫切调整政策之必要。鉴于通胀仍处于高位，加上就业状况大致稳定，决策者似乎倾向保持耐心。
- 实际上，最新数据印证通胀回落将呈现渐进式和不均衡的下降趋势。尽管经济在某些领域仍展现韧性，但就业市场讯号参差及持续的结构转变，显示背景更趋复杂。在这环境下，我们预期联储局将保持审慎态度，避免仓促调整政策。

### 欧元区

- 我们维持德国2026年GDP增速将达到1.1%(2025年为1.5%)的看法。中期-财政支出计划应会继续支持内需。欧洲议会亦指出，继美国最高法院近期作出的裁决后，“现时情况较过去任何时候

都更加不明朗”，且与美国谈判时使用的“一项关键工具”已“不再可用”。

- 尽管存在如此不确定性，但2025年经济增长仍展现韧性，整体通胀率亦维持在欧洲央行2%的目标范围内。我们维持欧洲央行于2026年全年将维持利率不变的预期。
- 2025年第四季欧元区GDP增长的官方第二次估算维持不变，按年增长1.3%，按季增长0.3%(经季节性调整)。该增长主要受德国(按季增长0.3%，高于第三季的0.0%)、西班牙(0.8%，高于第三季的0.6%)及塞浦路斯(1.4%，高于第三季的0.9%)所带动。
- 2025年第四季就业率按季增长0.2%，全年上升0.7%，显示劳动市场继续保持韧性。通胀压力亦持续受控，1月份整体及核心通胀率保持稳定，分别为1.7%(按年)及2.2%。
- 2026年第一季的调查指标显示经济增长势头持续。欧洲央行维持政策利率在2厘不变，行长拉加德重申欧洲央行在确定政策立场时将“根据数据逐次会议、逐次审议决定货币政策，不会预设立场”。

### 日本

- 日本经济于2025年底呈放缓迹象。经季节性调整后，2025年第四季GDP的实际增长率仅录得0.1%的按季增长，低于0.4%的市场普遍预测，反映国内需求仍然疲弱。然而，全年表现较为理想：日本

2025年全年经济增长1.1%，较2024年的萎缩0.2%有所回升。

- 踏入2026年，日本政治前景更趋明朗，但宏观经济不确定性仍然存在。股市上扬主要受预期美国扩大财政刺激措施及结构性改革带动与此同时，通胀数据令前景更趋复杂。东京地区消费物价指数于2月份按年放缓至1.8%，是一年多以来首次跌穿日本央行2%的目标水平。然而，上述放缓主要由于政府公用事业补贴，而非基础价格压力普遍放松。
- 日本2月政治格局发生重大转变。日本首相高市早苗压倒性赢得国会大选，成为日本首位女性首相，并成为战后获得强大民意授权的领袖。高市早苗在选举中取得压倒性胜利，为推动保守政策奠定基础，其核心政策聚焦于增加财政支出、国防现代化及深化与美国的战略协作。
- 市场认为选举结果有利于日本的经济增长和金融稳定。因市场对财政政策支持及改革的强烈预期，日经225指数在2月的升幅超过10%。日本国债收益率全线下跌。首相高市早苗承诺实施“积极而负责任”的财政管理，同时致力逐步降低债务与GDP比率。
- 汇价方面，日圆持续疲弱。随着被广泛视为鸽派的佐藤绫乃及浅田统一郎两名学者获提名加入日本央行政策委员会，日本的政策前景变得更为复杂。

## 中国

- 中国的GDP按年增速由2025年第三季的4.8%放缓至第四季的4.5%，大致符合市场预期。2025年全年经济按年增长5.0%，达成政府“5%左右”的增长目标。展望2026年，中国可能将全国经济增长目标设定在4.5%至5.0%之间。与2025年相比，约12个省份维持其增长目标，18个省份则下调目标或将具体下调数字改为目标区间。总体而言，2026年省级GDP

目标加权平均值估计为5.0%至5.1%，略低于2025年5.3%的平均水平，进一步强化明年将设定更加温和的全国目标的预期。

- 1月份制造业和非制造业采购经理指数均回落至50点的荣枯线以下，显示需求势头仍然疲软，企业对扩大产能仍持谨慎态度。
- 房地产方面，上海浦东新区、静安区及徐汇区已宣布计划收购二手住宅单位，以改装作政府补贴的租赁住房。此前，此类收购主

要集中于未售出的新建单位。新措施更侧重于核心城区内房龄较老、面积较小的公寓项目。将这些高回报租赁单位改装为补贴住房，有助物业买家提升居住品质，同时能满足与常住居民持续城市化相关的租赁上涨需求。

- 更重要的是，此政策提早释出信号，显示核心城区老旧小型单位的底价可能正在形式。

## GDP增长率

按年变化(%)	2025年	2026年(预测)	2027年(预测)
美国	2.2*	2.2	2.0
欧元区	1.5*	1.1	1.1
日本	1.1*	0.8	1.0
英国	1.4*	1.4	1.7
澳洲	1.9**	2.2	2.2
新西兰	0.4**	2.4	2.6
中国内地	5.0	4.7	4.5
中国香港	3.5	2.6	2.5
中国澳门	4.7	3.0	3.0
中国台湾	8.7	5.8	3.5
南韩	1.0	2.0	2.0
印度	7.1	7.5	6.4
印尼	5.1	5.0	5.0
马来西亚	5.2	4.4	4.2
菲律宾	4.4	5.5	5.5
新加坡	5.0	3.0	2.5
泰国	2.4	2.0	2.0
越南	8.0	7.5	8.0

## 通胀率

按年变化(%)	2025年	2026年(预测)	2027年(预测)
美国	2.7	2.9	2.4
欧元区	2.1	1.8	2.0
日本	3.2	2.5	2.2
英国	3.4	2.5	2.0
澳洲	2.8	3.3	2.7
新西兰	2.8	2.3	2.1
中国内地	0.1	1.8	2.0
中国香港	1.4	1.6	1.9
中国澳门	0.3	0.6	0.9
中国台湾	1.7	1.7	1.9
南韩	2.1	2.0	2.0
印度	4.6	1.7	3.5
印尼	1.9	2.7	2.5
马来西亚	1.4	1.5	2.0
菲律宾	1.7	2.5	3.0
新加坡	0.9	1.3	1.6
泰国	-0.1	0.6	1.0
越南	3.3	3.7	4.0

资料来源：华侨银行全球市场研究

## 美国利率预测

	2026年 第一季度	2026年 第二季度	2026年 第三季度	2026年 第四季度	2027年 第一季度
联邦基金利率*	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50
2年期美国国债收益率	3.55	3.50	3.50	3.50	3.50
5年期美国国债收益率	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
10年期美国国债收益率	4.05	4.00	3.95	3.95	3.95
30年期美国国债收益率	4.80	4.75	4.75	4.70	4.70

\*目标区间的上限

资料来源：华侨银行全球市场研究



## 股市

VASU MENON

投资策略董事总经理、华侨银行

# 调整亚洲(日本除外)至中性评级

「鉴于中东局势的发展，作为我们持续风险管理策略的一部分，我们将亚洲(日本除外)股票评级由「增持」调整为「中性」。这是一项审慎的调整，并非对该地区的负面看法。因此，我们的全球股票整体配置也调整为「中性」。」

- 随着AI两极分化情绪升温，再加上贸易和中东地缘政治不确定性相互交织，环球股市已进入更复杂阶段。
- 鉴于中东局势和油价面临的不确定性，我们在战术资产配置中将亚洲(日本除外)股票的评级从「增持」下调至「中性」。因此，我们也相应地将全球股票的整体配置从「增持」下调至「中性」。
- 我们仍须警惕波动加剧的潜在风险。由于市场面临许多不确定因素，投资者的选择性至关重要。

### 美国-人工智能忧虑浮现

- 人工智能近期的相关发展势头迅猛，导致美国市场显著波动。Anthropic的Claude Cowork功能以及Alphabet的Project Genie等新产品面世，已引发多个市场板块动荡，其中软件公司所受冲击最为严重。我们预期这些压力料将持续，现阶段仍较看好半导体股而非软件股。
- 我们亦留意到美国股市呈现明显资金轮动现象，资金由大型股转向一些中小型股。我们认为，上

述转变反映投资者对美国宏观经济前景的乐观情绪日益增强。推动这种情绪的因素包括《大而美法案》带来的潜在市场利好因素、预期监管环境将放宽，以及在中期选举前夕可能推出的财政支持政策。但归根究底，市场持续扩张与否，将取决于企业的每股盈利增长能否从科技股扩散至其他领域。

- 战术性资产配置方面，我们对美国股票持中性立场。虽然基本因素依然稳健一本财报季内绝大部分标普500企业的盈利均超出预期一但当前估值仍未具足够吸引力使我们采取更积极立场。

### 欧洲-德国工业生产回暖，欧洲聚焦人工智能发展

- 自2017至2018年达到顶峰后几乎持续下滑的德国工业生产，去年似乎已见底企稳。近期制造业订单亦显著回升。尽管短期数据可能会出现一些波动，但这些进展提供了迄今为止最有力的证据，表明该国的财政刺激措施正在生效。尤其是国防工业，正展现更

强劲的内需驱动力，我们预期此趋势将持续提供支持。

- 整个欧洲股市方面，支持因素包括全球宏观经济数据意外向好，以及可能推出进一步刺激措施。与此同时，市场对宏观前景的忧虑，以及人工智能颠覆行业的相关风险仍然存在。
- 长期而言，欧洲的财政扩张和基建支出增长利好内需、建筑及资本货物相关板块。然而，出口商可能要面对贸易摩擦和竞争加剧的挑战。市场亦可能会逐步分辨成功应用人工智能的企业和易受人工智能相关颠覆影响的公司。多个板块的公司一包括软件、平台、媒体公司及知识产权持有人一已遭大幅抛售。

### 日本-自民党压倒性赢得国会大选

- 日本股市在自民党于众议院选举中取得压倒性胜利后表现强劲。市场预期高市内阁具备较高的政治稳定性，因而能够推进顺周期的财政措施及政策改革。这些措施包括以增长为本的投资项目，以及国防与安全倡议，而来自反

对党的阻力亦有限。根据市场过往经验，当单一政党取得多数议席时，日本股市往往会呈现正面反应。

- 目前，MSCI日本指数的远期市盈率为18.5倍，较其长期平均值高出2个标准差。
- 我们继续看重下列投资主题：
  - 人工智能、科技硬件、国防、能源及关键资源
  - 内需
  - 银行业可能受惠于加息持续的预期，以及资本支出增加带动的贷款增长
  - 在通胀环境下表现一般较好的建筑及房地产业
- 然而，我们会密切监察计划实施的扩张性财政政策，因为这些政策会大大影响日元、利率预期以及最终的股市前景。
- 近期需要留意的事件，包括2026财政年度初步预算案及税制改革方案，以及首相高市早苗与美国总统特朗普于3月中旬的会晤。

### 亚洲(日本除外) - 鉴于区内市场正在面对短期风险，我们转为中性立场

- 近期中东局势的发展为全球市场带来了新的不确定性。有两个因素成为需要密切关注的重要指标：
  1. 霍尔木兹海峡石油运输可能中断；
  2. 该地区石油基础设施面临的风险。

- 这两个因素都加剧了能源市场的波动。截至发稿时，布兰特原油价格一度飙升至每桶119.50美元，随后回落至每桶90美元左右。尽管市场应对这些波动的反应相对较好，但目前的情况表明，采取更平衡的投资策略更为合适。
- 作为我们战术资产配置中持续风险管理策略的一部分，我们将亚洲(日本除外)股票的评级从「增持」调整为「中性」。这是一个审慎的调整，并非对该地区持负面看法。因此，我们整体的全球股票配置也调整为「中性」。
- 尽管地缘政治动荡加剧，MSCI亚洲(日本除外)指数仍保持韧性：目前仅比历史高点低7.2%，年初至今上涨7.0%，自2025年1月1日以来上涨38.9%。估值也较为合理，该指数的预期市盈率为13.0倍，与过去10年的平均值基本持平。
- 在区域内，我们正在调整配置。我们将马来西亚的评级下调至“中性”，将菲律宾和印尼的评级下调至“减持”，同时维持对中国香港、中国内地和新加坡的看好观点。
- 就中国而言，虽然其约一半的原油进口来自海湾地区，并经由霍尔木兹海峡运输，但中国已建立了相当规模的战略和商业储备。此外，石油和天然气在中国发电结构中的比例也远低于其他许多亚洲经济体，只有约4%，而其他许多亚洲经济体对石油和天然气的依赖程度则高达40%至50%。

这为中国经济提供了一定程度的抵御短期能源价格波动的能力。

- 更广泛的宏观因素也同样重要。油价上涨会抑制全球经济成长，并推高通胀，使各国央行试图支持经济活动的货币政策更加复杂。历史上，这种背景对联储局及其他全球央行都构成了挑战。
- 有迹象表明，美国政府意识到油价高企对经济的影响，并渴望限制冲突的持续时间和范围。然而，鉴于多方利益相关者的介入以及持续存在的地缘政治复杂性，快速解决问题的路径仍然不明朗。
- 虽然近期宣布的石油储备释放措施——包括日本释放8000万桶和国际能源署释放4亿桶——有助于稳定市场情绪，但这些措施能否完全弥补海湾地区石油供应中断造成的每日1100万至1600万桶的损失，目前尚不明朗。
- 在此背景下，我们认为股票市场应反映出较高的风险溢价。风险回报权衡已趋于平衡，更中性的股票投资策略使投资组合既能保持韧性，又能灵活应对市场状况的改善。
- 尽管中东局势为全球市场带来了更多不确定性，但我们认为投资者无需担忧。亚洲(日本除外)地区的长期基本面依然稳固，该资产类别在多元化投资组合中继续发挥重要作用。
- 事实上，该地区仍有许多投资机

会。例如，新加坡股市持续受益于结构性利好因素，这些利好因素得益于强而有力的政策举措，包括深化资本市场发展、扩大行业上市范围以及巩固新加坡作为区域金融中心的地位。这些有利因素，加上新加坡股市稳健的获利状况，使新加坡成为亚洲(日本除外)投资组合中极具吸引力的一部分。

- 在此环境下，维持跨地区和跨资产类别的多元化投资仍然是投资者应对短期波动、同时把握长期成长机会的最有效途径。我们的中立立场体现的是平衡而非退缩，我们将继续随着情况的发展，有选择地在亚洲(日本除外)地区寻找机会。

### 全球板块-全球能源及材料股带头上升……

- 能源股年初至今表现领先，部分原因是受中东地缘政治紧张局势加剧推动油价上升所带动。该板块亦受惠于多个行业在广泛周期性轮动中的多次大幅扩张。综合能源与能源服务类股票的升幅最大，目前估值已接近其长期平均水平。

- 因此，除地缘政治不确定性(尤其涉及伊朗)可能引发的短期飙升外，板块能否进一步上升，将日益取决于盈利预测会否向上调整。基本因素方面，石油市场仍面临严重供应过剩，可能限制油价持续上涨。
- 市场重新聚焦实物资产，在材料板块亦显而易见。多家矿业股表现优异，金矿股虽早前录得升幅但之后升幅停止。工业气体子板块同样表现强劲，板块受惠于强大的定价能力，以及对全球能源转型等长期结构性趋势的战略性布局。
- 此外，材料板块的部分领域一如金属与化工品一不断引起投资者的兴趣，因市场预期当前人工智能驱动的基础设施建设将带动需求上升。
- 另一方面，非必需消费品板块年初至今表现落后，部分原因在于投资者将资金从亚马逊和特斯拉(在MSCI ACWI非必需消费品指数中权重约占37%)等高估值增长股转向更为价值导向的板块。此外，欧洲多家著名奢侈品牌发出谨慎的盈利指引，加上美国消费者对劳动力市场前景感到悲观，进一步打击了消费信心。

### 从人工智能狂热到人工智能恐惧：市场与颠覆及变现忧虑的角力

- AI原生企业相继推出商业应用，AI带来的颠覆亦正从争议转向可见的现实。因此，市场对AI颠覆的忧虑使股价承压，并影响软件以外的板块，如保险经纪和房地产服务等非科技行业。投资者的目光已不再只着眼于短期盈利能力，而是更在意多变的长期增长前景。
- 在科技板块内，我们重申更看好半导体而非软件，因为半导体将受惠于超大规模云端服务商强劲的资本开支，而这些开支在财报公布后已上调逾20%，再创历史新高。尽管如此，超大规模云端服务商本身承受的压力与日俱增，既要证明AI投资的变现能力，又要维持自由现金流。微软和亚马逊股价在财报发布后下跌，前者由于Azure增长率令人失望，后者则因资本支出升级后自由现金流或转为负面。



## 香港 / 中国市场前景

**ELI LEE**

董事总经理、新加坡银行有限公司首席投资办公室首席投资策略师

### 聚焦政策动向

「我们继续整体看好香港及中国内地股票，同时较偏好离岸中国股票。」

- 过去一个月，受板块轮动及成熟市场科技板块波动影响，A股表现优于香港及离岸中国股市。能源及材料股持续在在岸及离岸市场表现领先。
- 我们继续整体看好香港及中国内地股票，同时较偏好离岸中国股票。估值仍处于合理水平：MSCI中国指数远期市盈率为11.7倍，较历史平均水平高出约+0.5个标准差，主要受惠于预计12%的按年盈利增长。然而，若成熟市场波动持续加剧，或需战术性转向在岸A股市场。
- 即将召开的全国人民代表大会将成为关键事件。除公布GDP增长及财政赤字等主要目标外，政府亦将公布完整的第十五个五年规划（2026至2030年）。我们预计全国人大会议后将出台更详细的政策指引，聚焦提振内需、科技创新及消除“内卷”等重点领域。
- 香港方面，2026 - 2027年度财政预算案已于近期公布。一如预期，政府并没有就房地产市场推出重大刺激措施。政府重申发展“房地产投资信托基金互联互通”的承诺，并将提交修订条例草案，以便房托基金进行私有化或重组。

# 债券

ELI LEE

董事总经理、新加坡银行有限公司首席投资办公室首席投资策略师

## 看好优质发行人债券

「在市场波动加剧的情况下，我们偏好投资于优质发行人债券。我们继续对投资组合存续期持中性立场。」

- 尽管面对多重压力，包括地缘政治紧张局势升温、关税政策不确定性重现、对人工智能颠覆脆弱行业的忧虑，以及私募市场压力日增，债券市场截至目前仍保持相对稳健。年初至今，所有板块均录得正值总回报。
- 在宏观经济环境日趋不明朗的情况下，投资者要求更高的风险溢价，信贷息差或会持续扩大，但在没有重大油价冲击的假设下，利率或有助减轻部分压力，并在短期内支持总回报表现。然而，中东冲突若持续升级，市场风险情绪可能会受到打击。展望未来，我们预期表现差异将更为明显，并继续看好优质发行人债券。
- 我们亦将新兴市场视为全球债券投资组合中有效分散风险的投资工具。虽然近期情绪可能因中东地缘政治发展而降温，但对新兴市场债券的选择性投资有助全球投资者在中长期内显著分散风险，尤其是在对美元走弱结构性忧虑不断加剧以及主要成熟经济体财政恶化的情况下。

### 美国国债

- 因应实际孳息率和通胀预期双双下滑，2026年2月美国国债录得近年来最佳的月度回报之一。美国国债孳息率曲线亦趋平，2年期与10年期美国国债息差年初至今收窄13个基点至56个基点。
- 我们维持基准情境预测，即2026年联邦基金利率将减息一次25个基点，但预期减息时间会从3月延后至6月。同时，联邦基金期货市场将继续作出反应，预期今年仍有两次略高于25个基点的减息，大部分宽松措施预计在6月后推出。
- 尽管中东紧张局势引发的避险需求推动美国国债上涨，但鉴于财政风险高企，加上地缘政治冲突僵持不下可能推高通胀预期，我们对长期收益率的潜在波动仍持谨慎态度。
- 展望未来，美国国债表现很可能仍将对宏观数据变化保持敏感。值得关注的主要驱动因素包括通胀走势、劳动力市况及财政赤字。
- 我们维持对投资组合存续期的「中性」立场。加权平均投资组合存续期在三至七年之间，可以在市场环境变化时提供灵活性。

若宏观数据恶化或通胀意外下行，或将导致存续期延长；而黏性通胀和更多财政问题，则可能推动孳息率曲线趋陡。

### 成熟市场

- 信贷周期后期的状况变化以及欠缺吸引力的相对估值，令成熟市场投资级别债券相较于高收益债券仍然更具优势。因此，我们对成熟市场投资级别债券持中性立场，对成熟市场高收益债券持减持立场。
- 然而，在人工智能相关资本支出增长的驱动下，超大规模云端服务商日益增长的融资需求，或会令美国投资级别债券市场受压，进而可能导致息差扩大及/或指数层面的存续期延长。我们亦预期美国主要科技公司将日益涉足非美元债券市场，以分散其投资者基础。此外，私募信贷市场、复杂的特殊目的实体结构、芯片抵押贷款、可转换债券和/或股票发行，亦可能成为备用融资渠道。
- 我们预期，人工智能相关风险将受到更严格审视，进而可能导致市场波动加剧及表现分化加剧。

因此，我们认为应更注重优质资产的选择、深入分析发行人基本面，并甄别AI冲击下的胜负者。这些策略对保障投资组合表现至关重要，同时亦能为把握相对估值/市场错配机会奠定基础。

- 日本方面，随着高市政府释出财政实用主义讯号，日本政府债券收益率已部分回吐近期升幅。近期关于修订减值相关会计准则的提案亦利好日本的寿险公司，原因是该提案有望缓解日本政府债券价格下跌与寿险公司资产负债表风险之间的负反馈循环。然而，我们仍对日本政府债券的潜在波动性加剧持审慎态度，并将密切监察即将出台的财政及货币政策动向。

### 新兴市场公司债券

- 新兴市场公司债券年初至今的表现仍然优于成熟市场的同类资产。2026年，我们预计总回报将会放缓，但仍将受具吸引力的息差及利好的市场技术因素支持。
- 短期内，我们将密切监察中东冲突对整个新兴市场的潜在影响，尤其是其透过油价走势及整体风险情绪所造成的影响。

### 亚洲

- 截至2026年2月27日，亚洲债券市场年初至今录得1.5%的总回报，略逊于其他新兴市场地区。在亚

洲，中国香港、印度、中国台湾及泰国的表现相对较佳。

- 尽管收益率相对较低，但亚洲在新兴市场中仍较具防御性。加上强劲的技术因素支持，令我们继续对亚洲债券持中性立场。2026年，票息收益预计仍将是总回报的重要驱动因素。我们将深挖优质金融机构和企业的资本结构，探寻亚洲信贷市场的获利机会。
- 泰国方面，近期大选后政局更趋稳定加上政府针对中小型企业的支持措施，或有望缓解对短期资产质素的忧虑，尤其在零售及中小型企业贷款分部。然而，结构性挑战犹存，我们对目前所关注的泰国银行的信贷前景仍持负面看法。
- 印度的2027财政年度预算案将基础设施建设及高价值制造业列为优先重点。持续稳健的经济增长，应当能为企业全年的营运表现提供支持。我们继续看好印度债券，但考虑到息差相对收窄，我们仍采用选择性配置。

### 新兴市场主权债券

- 由于风险情绪依然向好，2月份硬通货新兴市场主权债券延续涨势。该资产类别录得+1.4%的温和回报，其中投资级别主权债券的表现优于高收益债券。主要贡献者包括智利(+2.3%)、拉脱维亚(+2.4%)、波兰(+2.3%)及乌

拉圭(+2.3%)。

- 各区域回报普遍录得正数，但仍存在差异。拉丁美洲(+1.5%)、欧洲(+1.5%)及中东(+1.4%)2月表现最佳。
- 主要受高收益债券板块(+20个基点)的带动，主权债券息差扩大14个基点。非洲仍为息差最扩阔的地区，约为406个基点，其次为拉丁美洲(约358个基点)。在较强外汇储备及更稳健的宏观基本因素的支持下，亚洲仍是息差最窄的地区，约为152个基点。
- 2月的表现受惠于稳定的美国利率环境，以及市场预期成熟市场央行将于2026年稍后启动货币宽松政策。美元汇率在整体疲弱的狭窄区间内波动，减轻了新兴市场资产负债表承受的外部压力。能源及金属价格企稳有利于商品出口商，有助于财政整顿和改善外部平衡。
- 展望未来，新兴市场主权债券仍具吸引力，特别在高收益债券及改革势头明确的个别前沿市场。尽管如此，地缘政治紧张局势及全球利率预期的潜在变动等因素引发的风险犹存。
- 我们保持乐观，继续偏好债务状况正在改善的“BB”级主权债券，同时选择性地配置于估值仍具吸引力、以改革为导向的前沿市场。

# 外汇及商品

## SELENA LING

首席经济学家兼华侨银行集团研究部主管

## 依然看好黄金前景

「我们继续看好黄金前景。在央行持续买入及投资者更广泛参与的带动下，结构性需求继续支撑市场。这些因素有助解释为何金价回调时仍能吸引买家。」

### 石油

- 美以两国对伊朗发动军事攻击，引发该地区一系列报复性还击，地缘政治风险加剧。我们的基本假设是布兰特原油价格在年中跌破每桶70美元。在较为严峻的情况下——即霍尔木兹海峡的部分石油运输在军事护航下恢复——布伦特原油价格可能在年中维持在每桶100美元附近，之后回落至2026年供应充足的平衡点。在极端情况下——即霍尔木兹海峡石油运输长期中断——布伦特原油价格可能飙升至每桶140美元，并在年中之前保持高位。

### 贵金属

#### 黄金

- 金价在短暂疲弱后近期回升，与美元走软、风险偏好改善、对冲需求回升吻合。地缘政治不确定性加剧，加上美国贸易和关税相关新动向频繁，令政策不确定性居高不下，为金价提供支持。
- 中东最新的紧张局势加强了对冲地缘政治尾部风险的需求，尤其在市场本就对全球政策政策不

确定性敏感的情况下。金价上涨的幅度与持续性将取决于事态发展。中东地区若陷入长期冲突，导致石油供应受阻，加剧全球经济增长及通胀风险，则很可能持续支持对避险资产的需求。相反，若局势迅速得到缓和，则或会抑制短期势头并促使市场进行一定程度的整合。

- 我们继续看好黄金前景。在央行持续买入及投资者更广泛参与的带动下，结构性需求继续支撑市场。这些因素有助于解释为何金价下跌仍能吸引买家，以及为何即使整体风险情绪回稳，黄金仍然坚挺。相反，在地缘政治局势升级引发明显避险情绪时，黄金亦能受惠于避险需求。
- 需密切监察的主要风险包括市场预期联储局政策转向鹰派而重估价格，或地缘政治紧张局势迅速缓和令避险需求下降。

#### 白银

- 美元走软、风险偏好改善，加上经历1月底的短暂疲软(此前银价大幅上涨，此次疲软则提供了喘息

机会)，均有助这种贵金属重拾升势并进一步走高。同时，地缘政治风险加剧导致对黄金等避险资产的需求增加。由于白银的贝塔(Beta)远高于黄金，其升幅超越黄金亦属意料之中。

- 总括而言，我们仍看好白银。其兼具避险资产与工业金属的双重属性，意味着它仍面临各种对立因素的影响。美元大幅反弹、因应联储局鹰派立场的市场价格重估或工业活动下滑迹象均会带来下行压力，而太阳能光伏部署、电网投资及更广泛的电气化主题等工业用途的持续支持，应当会为中期需求奠定基础。因此，在更宏观的看涨框架内，我们仍预期白银存在双向波动性。

### 货币

#### 美元

- 3月初，美以两国对伊朗发动军事攻击后，引发该地区一系列报复性反击，中东紧张局势及引发更大规模冲突的风险成为关注的焦点，这导致油价大幅上涨。原油价格上涨及避险情绪升温应会为

美元提供支撑。美国目前是全球最大的液化天然气出口国，且自2019年以来一直是能源净出口国，因此受惠于高能源价格。加元、挪威克朗及马来西亚令吉等能源相关货币可能上升，但地缘政治因素引发的避险情绪可能限制上升空间。相反，若油价持续高企，日元、印度卢比及土耳其里拉等依赖进口的货币或将面临日益加剧的压力。

- 尽管美元已从“格陵兰冲击”中回升，且霍尔木兹海峡没有长期封锁，但由于美国政策的不确定性挥之不去，美元仍面临温和的下行风险。这支持我们维持对2026年底欧元兑美元汇率为1.23的预测，其驱动因素更多来自美元走软而非欧元走强。即使如此，美国经济增长的韧性应当能遏制美元进一步遭到抛售的风险。美元的真正反弹需待美国经济重现稳步加速，但目前尚未出现这种迹象。不过劳动力市场初现稳定迹象，有望为2027年美元反弹奠定基础。我们的基本预测维持不变：人工智能颠覆性、关税不确定性及地缘政治石油冲击，均不太可能阻碍美国及全球经济增长改善的势头，尤其在2026年财政支持力度加大的情况下。即使美国经济活动保持韧性，非美国地区更强劲的增长亦为美元走弱提

供了空间——特别是美元兑澳元、新西兰元、南非兰特及巴西雷亚尔等周期性敏感货币。

### 日元

- 有报告指高市早苗首相相对日本央行进一步加息持保留态度，加上两名鸽派央行理事获提名，令市场对日元的情绪受压。尽管如此，日本央行行长植田和男表示将根据经济与通胀进展继续加息，市场焦点仍集中于3月或4月召开的日本央行会议。若美元兑日元再度逼近160关口，干预风险将迅速上升，尤其在油价上升的背景下。在3月19日美日峰会前，东京乃至华盛顿可能会发出更强烈的警告。我们维持对日圆的中性立场。我们仍然认为，除非日本央行采取较我们预期今年加息两次更为鹰派的立场，否则日元将难以从融资货币转变为投资货币。

### 人民币

- 美元兑人民币在2月延续跌势。人民币的强势表现并非单一因素所致，而是很可能受到多重因素的共同影响，包括美元环境转弱，以及市场认为决策者可能允许人民币走强(鉴于阻力较小)。尽管如此，我们将密切监察未来数个交易日的每日汇率中间价，以评估决策者是否允许人民币加快升值

步伐，抑或正在释放放缓人民币升值速度的信号。

### 新加坡元兑马来西亚令吉 (新元兑令吉交叉汇率)

- 自年初以来，新元兑令吉(新加坡元兑马来西亚令吉汇率)自约3.17的水平持续走低。这与新元贬值关系不大，更多是由于马来西亚宏观经济及资金流动状况显著改善，为令吉较其他货币的走强提供了支持。马来西亚决策者似乎亦对令吉升值持正面态度。令吉较新元强势的部分原因在于两者的敏感度及起始点有所不同。令吉的周期性更强且贝塔更高，意味其对全球风险情绪变化、美元及人民币走势的反应更为敏锐。此外，令吉更直接地受惠于大宗商品价格的利好因素，加上此前估值处于更深度低估水平，因此当过去一年市场情绪与基本因素改善时，其反弹幅度更大。相比之下，由于新加坡金管局实行以汇率为基础的货币政策，新元走势往往较为审慎。令吉能否持续跑赢新元，取决于稳定的风险偏好、人民币企稳及持续的资金流入等支撑因素能否维持。若全球市场转趋审慎，令吉较高的贝塔同样可能迅速导致其下跌。

### 贵金属价格走势预测表

美元/盎司	2026年3月	2026年6月	2026年9月	2026年12月	2027年3月
黄金	5250	5367	5425	5600	5626
白银	117	119	121	133	134

资料来源：华侨银行全球市场研究；数据为期末价格

### 油价预测表

美元/桶	2026年3月	2026年6月	2026年9月	2026年12月	2027年3月
布兰特原油	70	67	65	63	63
WTI	66	64	62	60	60

资料来源：华侨银行全球市场研究；数据为平均价格

免责声明：

「香港/中国市场前景」、「股市」及「债券」部分内列明的资讯及/或表达的意见由新加坡银行(「资料供应商」)根据认为可靠之资料来源所编制及提供。「全球前景」及「外汇及商品」部分内列明的资讯及/或表达的意见由华侨银行全球市场研究(「资料供应商」)根据认为可靠之资料来源所编制及提供。华侨银行(香港)有限公司没有参与编制有关资讯及/或意见。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商对该等资讯及意见之准确性或完整性并无作出任何申述亦不承担任何责任,并不会就任何人因依赖该等资讯及/或意见而引致的任何损害或损失承担任何责任(包括侵权行为责任、合约责任或任何其他责任)。

在本文件内由第三方表达的任何意见或观点是属于该第三方,并非华侨银行(香港)有限公司的意见或观点。本文件中提供的资讯仅供参考之用。它的内容并没有考虑任何个人人士的特定投资目标、财务状况或特殊需要。

本文件的内容不构成、不拟作为亦不应被理解为何专业或投资建议、或买卖或认购任何证券或金融产品或进行任何交易或建立任何法律关系或参与任何交易或投资策略的建议、要约、招揽、邀请或诱使。阁下应谨慎投资。阁下应独立评估每一投资产品及就本身的个别投资目标、投资经验、财政状况及/或特殊需要,衡量自己是否适合参与任何投资产品。如阁下对本文件的内容及/或本文件所提及的投资产品的适合性有任何疑问,请在进行任何投资决定前寻求有关的专业人士就财政、法律及/或税务的独立意见。

本文件内的资讯及意见是根据认为可靠之资料来源所编制但华侨银行(香港)有限公司没有核实本文件内所提供的资讯及意见。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商就本文件所提供的资讯(包括但不限于任何陈述、数字、观点、意见、估算或预测)不会作出任何保证(包括但不限于其准确性、实用性、恰当性、可靠性、及时性或完整性),故不应借以依赖。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商可能曾发表与本文件内容观点不同的其他报告、分析或文件。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商并无责任更新该等资讯或改正任何其后显现之错误,并就此不承担任何责任。本文件中所提供的所有资讯可随时变更,恕不另行通知。

华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商,及其各自的董事、职员、雇员和代理人不会对任何人士因直接或间接使用本文件而引致的任何损失或损害负责。

投资涉及风险。阁下应注意投资的价值可升可跌。本文件提供的资料可能包含对于国家、资产、市场或公司的未来事件或表现作出预测或其他前瞻性陈述,然而实际事件或结果可能大不相同。过往的表现并不一定预示未来有类似的表现。在本文件中提及的任何特定公司、金融产品或资产类别只用作说明用途,并不构成投资建议。本文件并不拟指出本文件内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。如有兴趣投资任何投资产品,客户应阅读有关要约文件的风险披露及条款及条件。

若分发或使用本文件所载资讯违反任何管辖区或国家的法律或规例,则本文件所载资讯不得为任何人或实体在该管辖区或国家分发或使用,无论如何仅供收件人使用。华侨银行(香港)有限公司亦不就提供本文件收取独立费用。除非获得华侨银行(香港)有限公司的事先书面同意,否则本文件的内容不得以其他方式转载、分发或传送给任何其他人士,或以任何方式纳入另一文件或其他材料中以作其他用途。

华侨银行(香港)有限公司及其联系公司可以其名义买卖,可能有包销或有持仓于所有或任何于本文件中提及的证券或投资项目。华侨银行(香港)有限公司及其联系公司可能就其于本文件所提及的所有或任何证券或投资专案的交易收取经纪佣金或费用。

华侨银行及其个别联号及关联公司,以及这些公司的个别董事与高层人员(简称「相关人士」)在此报告中所述之证券或所提到之发行人中可能享有未来权益,并可能为此报告所提及之证券公司及其它各方提供或寻求提供经纪及投资或证券相关服务。华侨银行及其相关人士亦可能就所提及之投资产品供应商有联系及收取费用。

此免责声明的条款及条件受中华人民共和国香港特别行政区的法律管辖并据此解释。

此文件未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。

如果阁下对于本文件的任何资讯或意见有任何疑问,阁下应该寻求专业人士意见。

若本文件以电子传送方式(例如电子邮件)分发,则不能保证传送过程安全无误,资讯有可能被拦截、毁坏、遗失、破坏、送达延误、不完整或含有病毒。寄件人对本文件内容经由电子传送所出现的任何错误或遗漏概不负责(在法律许可的范围内)。如需核实,请索取印刷版本。