

華僑銀行  
宏富理財



# 環球局勢更迭

## 推遲減息預期



# 經濟資訊月刊

華僑銀行財富管理專家團隊

3/2026號

心所向，  
行致遠

## 今期內容

- P 03-05 全球前景  
推遲減息預期
- P 07-09 股市  
調整亞洲(日本除外)至  
中性評級
- P 10 香港／中國市場前景  
聚焦政策動向
- P 11-12 債券  
看好優質發行人債券
- P 13-15 外匯及商品  
維持看好黃金

## 關於華僑銀行 財富管理專家團隊



華僑銀行財富管理專家團隊借鑒了華僑銀行集團財富管理專家(即來自華僑銀行、華僑銀行投資研究部、利安資金管理公司及新加坡銀行的專家)的集體智慧和經驗。憑藉在集體投資方面逾200年的經驗，華僑銀行財富管理專家團隊致力為你提供及時的諮詢服務，以增加、管理和保障你的財富。



---

## 環球局勢更迭

---

投資者於2月拋售軟件股及個別人工智能概念股，轉投工業、材料及公用事業等傳統硬資產板塊，此舉旨在加強投資多元化，於2026年把握「美股七巨頭」以外盈利增長的機會。備受關注的特朗普總統關稅案，美國最高法院終於通過裁決，判定特朗普政府引用《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)向多國徵收關稅，實屬違憲，並廢除大部分對等關稅及芬太尼相關關稅，而特朗普隨即取而代之向全球貿易夥伴加徵15%臨時附加稅。我們預計，關稅政策再度不明朗將對經濟增長構成一些阻力。

2月28日，美以襲擊伊朗後的局勢發展導致風險資產普遍震盪、油價大幅飆升。隨著伊朗最高領袖遇襲身亡以及特朗普總統提出明確的政權更迭目標，伊朗與西方的衝突升級，伊朗的報復行動預計將在一段時間內持續對全球金融市場構成壓力。在避險情緒推動下，預計將使黃金及瑞士法郎、日圓、美元和美國國債等避險資產需求強勁。

我們預計，在地緣政治恐慌升級期間，市場波動和避險情緒將會持續，但根據市場過往經驗，除非事件導致原油供應嚴重中斷，否則地緣政治事件通常不會對股市產生長期影響。鑑於中東局勢和油價面臨的不確定性，我們在戰術資產配置中將亞洲(日本除外)股票的評級從「增持」下調至「中性」。因此，我們也相應地將全球股票的整體配置從「增持」下調至「中性」。鑑於美國赤字高企，政策反覆無常，我們仍預期中期美元面臨風險，利好國際股市。鑑於長期利率的不確定性更高，我們在固定收益方面側重於優質資產，同時對存續期中性立場。在成熟市場中，相較於高收益債券，我們偏好投資級別債券。新興市場方面，由於估值相對吸引，加上部分國家即將迎來大選且有望選出更有利於市場環境的領導人，我們偏好拉丁美洲。



## 全球前景

SELENA LING

首席經濟學家兼華僑銀行集團研究部主管

### 推遲減息預期

「由於美國勞動市場降溫放緩，通脹持續高於聯儲局目標，美國央行有理由繼續採取觀望態度。最新的聯邦公開市場委員會會議記錄顯示，決策者對未來利率政策取向意見分歧。我們將聯邦基金利率的下一輪減息預期從3月推遲至6月。」

- 中東局勢持續動盪，伊朗境內衝突不斷，最高領袖哈梅內伊據報遇襲身亡後的繼任過程存在不確定性，全球最關鍵的能源與貿易運輸咽喉霍爾木茲海峽周邊區域緊張局勢升級。上述事態發展推高地緣政治風險溢價，並引發資金避險流向優質資產。當前的關鍵問題在於，此輪衝突將是短暫的，還是可能會持續更長時間。
  - 根據市場過往經驗，中東衝突對經濟的影響往往是較突然且集中於短期。1973年的贖罪日戰爭，持續了大約三週，當時石油輸出國組織阿拉伯成員國對美國實施石油禁運，引發重大石油危機。1979年伊斯蘭革命及隨後1980年的兩伊戰爭爆發，導致伊朗石油產量持續下降。相比之下，1990年海灣戰爭期間的供應憂慮相對迅速得到緩解，而2003年伊拉克戰爭及2019年沙特阿美石油設施的襲擊事件期間亦是如此。
  - 當前中東局勢的發展將受多項因素影響。關鍵考慮因素包括：承載全球約20%原油貿易的霍爾木茲海峽的實際供應是否確實中斷；沙特阿拉伯及阿聯酋等主要產油國目前是否有足夠備用產能來緩衝短缺情況；全球整體需求環境(因經濟增長疲弱往往能夠令價格飆升更快得到降溫)；以及協調釋放戰略石油儲備以緩解短期供應壓力的可能性。
- 美國**
- 預計2026年美國經濟增長約為2.2%，與去年增速相若。根據市場過往經驗，勞動力市場差異與失業率變動息息相關。由於該差異僅溫和回升，故短期內整體勞動力狀況不會出現顯著惡化。
  - 因此，市場對減息的預期已有所延後。目前期貨市場預期聯儲局將於7月首次減息。但我們目前預測首次減息將在6月而非3月，顯示聯儲局目前需要更宏觀層面的證據才會放寬貨幣政策。
  - 貿易方面，美國最高法院裁定特朗普總統無權根據《國際緊急經濟權力法》徵收關稅，促使政府改變方針。特朗普政府為回應最高法院判決，於2月24日根據第122條款開始實施10%的臨時全球進口關稅，官員表示稍後將提高至15%。儘管法庭判決修正了關稅的法律基礎，但市場預期最終實施的關稅稅率將比原來《國際緊急經濟權力法》提案所擬徵收的要低。
  - 我們認為，儘管貿易政策仍存在高度的不確定性，但此關稅下調的影響可能會令全球貿易的短期下行風險有限。
  - 另一方面，延期公佈的美國1月份通脹數據略高於預期，進一步鞏固聯儲局邁向2%通脹目標的道路可能崎嶇不順的市場觀點。整體個人消費支出按月上升0.43%，核心個人消費支出增長0.36%，較11月份錄得的0.2%增速顯著加快。核心個人消費支出按年維持在3.0%，突顯通脹仍顯著高於聯儲局的舒適區間，且通脹放緩速度可能較市場年初預期更為緩慢。
  - 勞動力市場方面，整體情況大致保持韌性。失業率由之前的4.4%微跌至1月份的4.3%。消費意欲亦有所改善：美國經濟諮商局的消費者信心指數於2月份升至91.2，而1月份數據經大幅向上調整後從最初的84.5回升至89.0。
  - 話雖如此，基礎詳情數據顯示背景因素更為複雜。認為找工作難

的受訪者比例升至20.6%，是自2021年2月以來最高水平，而認為工作機會很多的受訪者比例亦升至28.0%。上述情況令勞動市場差異輕微擴大至7.4%。綜合而言，上述指標持續顯示經濟環境呈現K型走勢—部分領域呈現強勢，但不同行業及收入階層則顯露疲態。

- 政策角度方面，即將卸任的亞特蘭大聯儲主席博斯蒂克強調，人工智能的應用對勞動力市場可能造成的衝擊或會加劇結構性失業，單憑減息恐無法完全抵銷所造成的影響。多名聯儲局官員亦持相近觀點，進一步表明聯儲局認為短期內並無迫切調整政策之必要。鑑於通脹仍處於高位，加上就業狀況大致穩定，決策者似乎傾向保持耐心。
- 實際上，最新數據印證通脹回落將呈現漸進式和不均衡的下降趨勢。儘管經濟在某些領域仍展現韌性，但就業市場訊號參差及持續的結構性轉變，顯示背景更趨複雜。在這環境下，我們預期聯儲局將保持審慎態度，避免倉促調整政策。

### 歐元區

- 我們維持德國2026年GDP增速將達到1.1%(2025年為1.5%)的看法。中期財政支出計劃應會繼續支持內需。歐洲議會亦指出，繼美國最高法院近期作出的裁決後，「現時情況較過去任何時候

都更加不明朗」，且與美國談判時使用的「一項關鍵工具」已「不再可用」。

- 儘管存在如此不確定性，但2025年經濟增長仍展現韌性，整體通脹率亦維持在歐洲央行2%的目標範圍內。我們維持歐洲央行於2026年全年將維持利率不變的預期。
- 2025年第四季歐元區GDP增長的官方第二次估算維持不變，按年增長1.3%，按季增長0.3%(經季節性調整)。該增長主要受德國(按季增長0.3%，高於第三季的0.0%)、西班牙(0.8%，高於第三季的0.6%)及塞浦路斯(1.4%，高於第三季的0.9%)所帶動。
- 2025年第四季就業率按季增長0.2%，全年上升0.7%，顯示勞動市場繼續保持韌性。通脹壓力亦持續受控，1月份整體及核心通脹率保持穩定，分別為1.7%(按年)及2.2%。
- 2026年第一季的調查指標顯示經濟增長勢頭持續。歐洲央行維持政策利率在2厘不變，行長拉加德重申歐洲央行在確定政策立場時將「根據數據逐次會議、逐次審議決定貨幣政策，不會預設立場」。

### 日本

- 日本經濟於2025年底呈放緩跡象。經季節性調整後，2025年第四季GDP的實際增長率僅錄得0.1%的按季增長，低於0.4%的市場普遍預測，反映國內需求仍然疲弱。然而，全年表現較為理想：日本

2025年全年經濟增長1.1%，較2024年的萎縮0.2%有所回升。

- 踏入2026年，日本政治前景更趨明朗，但宏觀經濟不確定性仍然存在。股市上揚主要受預期美國擴大財政刺激措施及結構性改革帶動與此同時，通脹數據令前景更趨複雜。東京地區消費物價指數於2月份按年放緩至1.8%，是一年多以來首次跌穿日本央行2%的目標水平。然而，上述放緩主要由於政府公用事業補貼，而非基礎價格壓力普遍放鬆。
- 日本2月政治格局發生重大轉變。日本首相高市早苗壓倒性贏得國會大選，成為日本首位女性首相，並成為戰後獲得強大民意授權的領袖。高市早苗在選舉中取得壓倒性勝利，為推動保守政策奠定基礎，其核心政策聚焦於增加財政支出、國防現代化及深化與美國的戰略協作。
- 市場認為選舉結果有利於日本的經濟增長和金融穩定。因市場對財政政策支持及改革的強烈預期，日經225指數在2月的升幅超過10%。日本國債收益率全線下跌。首相高市早苗承諾實施「積極而負責任」的財政管理，同時致力逐步降低債務與GDP比率。
- 匯價方面，日圓持續疲弱。隨著被廣泛視為鴿派的佐藤綾乃及淺田統一郎兩名學者獲提名加入日本央行政策委員會，日本的政策前景變得更加複雜。

## 中國

- 中國的GDP按年增速由2025年第三季的4.8%放緩至第四季的4.5%，大致符合市場預期。2025年全年經濟按年增長5.0%，達成政府「5%左右」的增長目標。展望2026年，中國可能將全國經濟增長目標設定在4.5%至5.0%之間。與2025年相比，約12個省份維持其增長目標，18個省份則下調目標或將具體下調數字改為目標區間。總體而言，2026年省級

GDP目標加權平均值估計為5.0%至5.1%，略低於2025年5.3%的平均水平，進一步強化明年將設定更加溫和的全國目標的預期。

- 1月份製造業和非製造業採購經理指數均回落至50點的榮枯線以下，顯示需求勢頭仍然疲軟，企業對擴大產能仍持謹慎態度。
- 房地產方面，上海浦東新區、靜安區及徐匯區已宣佈計劃收購二手住宅單位，以改裝作政府補貼的租賃住房。此前，此類收購主

要集中於未售出的新建單位。新措施更側重於核心城區內房齡較老、面積較小的公寓項目。將這些高回報租賃單位改裝為補貼住房，有助物業買家提升居住品質，同時能滿足與常住居民持續城市化相關的租賃上漲需求。

- 更重要的是，此政策提早釋出信號，顯示核心城區老舊小型單位的底價可能正在形式。

## GDP增長率

按年變化(%)	2025年	2026年(預測)	2027年(預測)
美國	2.2*	2.2	2.0
歐元區	1.5*	1.1	1.1
日本	1.1*	0.8	1.0
英國	1.4*	1.4	1.7
澳洲	1.9**	2.2	2.2
新西蘭	0.4**	2.4	2.6
中國內地	5.0	4.7	4.5
中國香港	3.5	2.6	2.5
中國澳門	4.7	3.0	3.0
中國台灣	8.7	5.8	3.5
南韓	1.0	2.0	2.0
印度	7.1	7.5	6.4
印尼	5.1	5.0	5.0
馬來西亞	5.2	4.4	4.2
菲律賓	4.4	5.5	5.5
新加坡	5.0	3.0	2.5
泰國	2.4	2.0	2.0
越南	8.0	7.5	8.0

### 通脹率

按年變化(%)	2025年	2026年(預測)	2027年(預測)
美國	2.7	2.9	2.4
歐元區	2.1	1.8	2.0
日本	3.2	2.5	2.2
英國	3.4	2.5	2.0
澳洲	2.8	3.3	2.7
新西蘭	2.8	2.3	2.1
中國內地	0.1	1.8	2.0
中國香港	1.4	1.6	1.9
中國澳門	0.3	0.6	0.9
中國台灣	1.7	1.7	1.9
南韓	2.1	2.0	2.0
印度	4.6	1.7	3.5
印尼	1.9	2.7	2.5
馬來西亞	1.4	1.5	2.0
菲律賓	1.7	2.5	3.0
新加坡	0.9	1.3	1.6
泰國	-0.1	0.6	1.0
越南	3.3	3.7	4.0

資料來源：華僑銀行全球市場研究

### 美國利率預測

	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
聯邦基金利率*	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50
2年期美國國債收益率	3.55	3.50	3.50	3.50	3.50
5年期美國國債收益率	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
10年期美國國債收益率	4.05	4.00	3.95	3.95	3.95
30年期美國國債收益率	4.80	4.75	4.75	4.70	4.70

\*目標區間的上限

資料來源：華僑銀行全球市場研究



## 股市

VASU MENON

投資策略董事總經理、華僑銀行

# 調整亞洲(日本除外)至中性評級

「鑑於中東局勢的發展，作為我們持續風險管理策略的一部分，我們將亞洲(日本除外)股票評級由「增持」調整為「中性」。這是一項審慎的調整，並非對該地區的負面看法。因此，我們的全球股票整體配置也調整為「中性」。」

- 隨著AI兩極分化情緒升溫，再加上貿易和中東地緣政治不確定性相互交織，環球股市已進入更複雜階段。
- 鑑於中東局勢和油價面臨的不確定性，我們在戰術資產配置中將亞洲(日本除外)股票的評級從「增持」下調至「中性」。因此，我們也相應地將全球股票的整體配置從「增持」下調至「中性」。
- 我們仍須警惕波動加劇的潛在風險。由於市場面臨許多不確定因素，投資者的選擇性至關重要。

### 美國 – 人工智能憂慮浮現

- 人工智能近期的相關發展勢頭迅猛，導致美國市場顯著波動。Anthropic的Claude Cowork功能以及Alphabet的Project Genie等新產品面世，已引發多個市場板塊動盪，其中軟件公司所受衝擊最為嚴重。我們預期這些壓力料將持續，現階段仍較看好半導體股而非軟件股。
- 我們亦留意到美國股市呈現明顯資金輪動現象，資金由大型股轉向一些中小型股。我們認為，上

述轉變反映投資者對美國宏觀經濟前景的樂觀情緒日益增強。推動這種情緒的因素包括《大而美法案》帶來的潛在市場利好因素、預期監管環境將放寬，以及在中期選舉前夕可能推出的財政支持政策。但歸根究底，市場持續擴張與否，將取決於企業的每股盈利增長能否從科技股擴散至其他領域。

- 戰術性資產配置方面，我們對美國股票持中性立場。雖然基本因素依然穩健—本財報季內絕大部分標普500企業的盈利均超出預期—但當前估值仍未具足夠吸引力使我們採取更積極立場。

### 歐洲 – 德國工業生產回暖，歐洲聚焦人工智能發展

- 自2017至2018年達到頂峰後幾乎持續下滑的德國工業生產，去年似乎已見底企穩。近期製造業訂單亦顯著回升。儘管短期數據可能會出現一些波動，但這些進展提供了迄今為止最有力的證據，表明該國的財政刺激措施正在生效。尤其是國防工業，正展現更

強勁的內需驅動力，我們預期此趨勢將持續提供支持。

- 整個歐洲股市方面，支持因素包括全球宏觀經濟數據意外向好，以及可能推出進一步刺激措施。與此同時，市場對宏觀前景的憂慮，以及人工智能顛覆行業的相關風險仍然存在。
- 長期而言，歐洲的財政擴張和基建支出增長利好內需、建築及資本貨物相關板塊。然而，出口商可能要面對貿易摩擦和競爭加劇的挑戰。市場亦可能會逐步分辨成功應用人工智能的企業和易受人工智能相關顛覆影響的公司。多個板塊的公司—包括軟件、平台、媒體公司及知識產權持有人—已遭大幅拋售。

### 日本 – 自民黨壓倒性贏得國會大選

- 日本股市在自民黨於眾議院選舉中取得壓倒性勝利後表現強勁。市場預期高市內閣具備較高的政治穩定性，因而能夠推進順週期的財政措施及政策改革。這些措施包括以增長為本的投資項目，以及國防與安全倡議，而來自反

對黨的阻力亦有限。根據市場過往經驗，當單一政黨取得多數議席時，日本股市往往會呈現正面反應。

- 目前，MSCI日本指數的遠期市盈率為18.5倍，較其長期平均值高出2個標準差。
- 我們繼續看重下列投資主題：
  - 人工智能、科技硬件、國防、能源及關鍵資源
  - 內需
  - 銀行業可能受惠於加息持續的預期，以及資本支出增加帶動的貸款增長
  - 在通脹環境下表現一般較好的建築及房地產
- 然而，我們會密切監察計劃實施的擴張性財政政策，因為這些政策會大大影響日圓、利率預期以及最終的股市前景。
- 近期需要留意的事件，包括2026財政年度初步預算案及稅制改革方案，以及首相高市早苗與美國總統特朗普於3月中旬的會晤。

### 亞洲(日本除外) – 鑑於區內市場正在面對短期風險，我們轉為中性立場

- 近期中東局勢的發展為全球市場帶來了新的不確定性。有兩個因素成為需要密切關注的重要指標：
  1. 霍爾木茲海峽石油運輸可能中斷；
  2. 該地區石油基礎設施面臨的風險。

- 這兩個因素都加劇了能源市場的波動。截至發稿時，布蘭特原油價格一度飆升至每桶119.50美元，隨後回落至每桶90美元左右。儘管市場應對這些波動的反應相對較好，但目前的情況表明，採取更平衡的投資策略更為合適。
- 作為我們戰術資產配置中持續風險管理策略的一部分，我們將亞洲(日本除外)股票的評級從「增持」調整為「中性」。這是一個審慎的調整，並非對該地區持負面看法。因此，我們整體的全球股票配置也調整為「中性」。
- 儘管地緣政治動盪加劇，MSCI亞洲(日本除外)指數仍保持韌性：目前僅比歷史高點低7.2%，年初至今上漲7.0%，自2025年1月1日以來上漲38.9%。估值也較為合理，該指數的預期市盈率為13.0倍，與過去10年的平均值基本持平。
- 在區域內，我們正在調整配置。我們將馬來西亞的評級下調至“中性”，將菲律賓和印尼的評級下調至“減持”，同時維持對中國香港、中國內地和新加坡的看好觀點。
- 就中國而言，雖然其約一半的原油進口來自海灣地區，並經由霍爾木茲海峽運輸，但中國已建立了相當規模的戰略和商業儲備。此外，石油和天然氣在中國發電結構中的比例也遠低於其他許多亞洲經濟體，只有約4%，而其他許多亞洲經濟體對石油和天然氣的依賴程度則高達40%至50%。

這為中國經濟提供了一定程度的抵禦短期能源價格波動的能力。

- 更廣泛的宏觀因素也同樣重要。油價上漲會抑制全球經濟成長，並推高通脹，使各國央行試圖支持經濟活動的貨幣政策更加複雜。歷史上，這種背景對聯儲局及其他全球央行都構成了挑戰。
- 有跡象表明，美國政府意識到油價高企對經濟的影響，並渴望限制衝突的持續時間和範圍。然而，鑑於多方利益相關者的介入以及持續存在的地緣政治複雜性，快速解決問題的路徑仍然不明朗。
- 雖然近期宣布的石油儲備釋放措施——包括日本釋放8000萬桶和國際能源署釋放4億桶——有助於穩定市場情緒，但這些措施能否完全彌補海灣地區石油供應中斷造成的每日1100萬至1600萬桶的損失，目前尚不明朗。
- 在此背景下，我們認為股票市場應反映出較高的風險溢價。風險回報權衡已趨於平衡，更中性的股票投資策略使投資組合既能保持韌性，又能靈活應對市場狀況的改善。
- 儘管中東局勢為全球市場帶來了更多不確定性，但我們認為投資者無需擔憂。亞洲(日本除外)地區的長期基本面依然穩固，該資產類別在多元化投資組合中繼續發揮重要作用。
- 事實上，該地區仍有許多投資機會。例如，新加坡股市持續受益

於結構性利好因素，這些利好因素得益於強而有力的政策舉措，包括深化資本市場發展、擴大行業上市範圍以及鞏固新加坡作為區域金融中心的地位。這些有利因素，加上新加坡股市穩健的獲利狀況，使新加坡成為亞洲(日本除外)投資組合中極具吸引力的一部分。

- 在此環境下，維持跨地區和跨資產類別的多元化投資仍然是投資者應對短期波動、同時把握長期成長機會的最有效途徑。我們的中立立場體現的是平衡而非退縮，我們將繼續隨著情況的發展，有選擇地在亞洲(日本除外)地區尋找機會。

### 全球板塊—全球能源及材料股帶頭上升……

- 能源股年初至今表現領先，部分原因是受中東地緣政治緊張局勢加劇推動油價上升所帶動。該板塊亦受惠於多個行業在廣泛週期性輪動中的多次大幅擴張。綜合能源與能源服務類股票的升幅最大，目前估值已接近其長期平均水平。
- 因此，除地緣政治不確定性(尤其

涉及伊朗)可能引發的短期飆升外，板塊能否進一步上升，將日益取決於盈利預測會否向上調整。基本因素方面，石油市場仍面臨嚴重供應過剩，可能限制油價持續上漲。

- 市場重新聚焦實物資產，在材料板塊亦顯而易見。多家礦業股表現優異，金礦股雖早前錄得升幅但之後升幅停止。工業氣體子板塊同樣表現強勁，板塊受惠於強大的定價能力，以及對全球能源轉型等長期結構性趨勢的戰略性佈局。
- 此外，材料板塊的部分領域一如金屬與化工品一不斷引起投資者的興趣，因市場預期當前人工智能驅動的基礎設施建設將帶動需求上升。
- 另一方面，非必需消費品板塊年初至今表現落後，部分原因在於投資者將資金從亞馬遜和特斯拉(在MSCI ACWI非必需消費品指數中權重約佔37%)等高估值增長股轉向更為價值導向的板塊。此外，歐洲多家著名奢侈品牌發出謹慎的盈利指引，加上美國消費者對勞動力市場前景感到悲觀，進一步打擊了消費信心。

### 從人工智能狂熱到人工智能恐懼：市場與顛覆及變現憂慮的角力

- AI原生企業相繼推出商業應用，AI帶來的顛覆亦正從爭議轉向可見的現實。因此，市場對AI顛覆的憂慮使股價承壓，並影響軟件以外的板塊，如保險經紀和房地產服務等非科技行業。投資者的目光已不再只著眼於短期盈利能力，而是更在意多變的長期增長前景。
- 在科技板塊內，我們重申更看好半導體而非軟件，因為半導體將受惠於超大規模雲端服務商強勁的資本開支，而這些開支在財報公佈後已上調逾20%，再創歷史新高。儘管如此，超大規模雲端服務商本身承受的壓力與日俱增，既要證明AI投資的變現能力，又要維持自由現金流。微軟和亞馬遜股價在財報發布後下跌，前者由於Azure增長率令人失望，後者則因資本支出升級後自由現金流或轉為負面。



## 香港／中國市場前景

**ELI LEE**

董事總經理、新加坡銀行有限公司首席投資辦公室首席投資策略師

### 聚焦政策動向

「我們繼續整體看好香港及中國內地股票，同時較偏好離岸中國股票。」

- 過去一個月，受板塊輪動及成熟市場科技板塊波動影響，A股表現優於香港及離岸中國股市。能源及材料股持續在在岸及離岸市場表現領先。
- 我們繼續整體看好香港及中國內地股票，同時較偏好離岸中國股票。估值仍處於合理水平：MSCI 中國指數遠期市盈率為11.7倍，較歷史平均水平高出約+0.5個標準差，主要受惠於預計12%的按年盈利增長。然而，若成熟市場波動持續加劇，或需戰術性轉向在岸A股市場。
- 即將召開的全國人民代表大會將成為關鍵事件。除公佈GDP增長及財政赤字等主要目標外，政府亦將公佈完整的第十五個五年規劃(2026至2030年)。我們預計全國人大會議後將出台更詳細的政策指引，聚焦提振內需、科技創新及消除「內卷」等重點領域。
- 香港方面，2026 – 2027年度財政預算案已於近期公佈。一如預期，政府並沒有就房地產市場推出重大刺激措施。政府重申發展「房地產投資信託基金互聯互通」的承諾，並將提交修訂條例草案，以便房託基金進行私有化或重組。

# 債券

## ELI LEE

董事總經理、新加坡銀行有限公司首席投資辦公室首席投資策略師

## 看好優質發行人債券

「在市場波動加劇的情況下，我們偏好投資於優質發行人債券。我們繼續對投資組合存續期持中性立場。」

- 儘管面對多重壓力，包括地緣政治緊張局勢升溫、關稅政策不確定性重現、對人工智能顛覆脆弱行業的憂慮，以及私募市場壓力日增，債券市場截至目前仍保持相對穩健。年初至今，所有板塊均錄得正值總回報。
- 在宏觀經濟環境日趨不明朗的情況下，投資者要求更高的風險溢價，信貸息差或會持續擴大，但在沒有重大油價衝擊的假設下，利率或有助減輕部分壓力，並在短期內支持總回報表現。然而，中東衝突若持續升級，市場風險情緒可能會受到打擊。展望未來，我們預期表現差異將更為明顯，並繼續看好優質發行人債券。
- 我們亦將新興市場視為全球債券投資組合中有效分散風險的投資工具。雖然近期情緒可能因中東地緣政治發展而降溫，但對新興市場債券的選擇性投資有助全球投資者在中長期內顯著分散風險，尤其是在對美元走弱的結構性憂慮不斷加劇以及主要成熟經濟體財政惡化的情況下。

### 美國國債

- 因應實際孳息率和通脹預期雙雙下滑，2026年2月美國國債錄得近年來最佳的月度回報之一。美國國債孳息率曲線亦趨平，2年期與10年期美國國債息差年初至今收窄13個基點至56個基點。
- 我們維持基準情境預測，即2026年聯邦基金利率將減息一次25個基點，但預期減息時間會從3月延後至6月。同時，聯邦基金期貨市場將繼續作出反應，預期今年仍有兩次略高於25個基點的減息，大部分寬鬆措施預計在6月後推出。
- 儘管中東緊張局勢引發的避險需求推動美國國債上漲，但鑑於財政風險高企，加上地緣政治衝突僵持不下可能推高通脹預期，我們對長期收益率的潛在波動仍持謹慎態度。
- 展望未來，美國國債表現很可能仍將對宏觀數據變化保持敏感。值得關注的主要驅動因素包括通脹走勢、勞動力市況及財政赤字。
- 我們維持對投資組合存續期的「中性」立場。加權平均投資組合存續期在三至七年之間，可以在市場環境變化時提供靈活性。若宏

觀數據惡化或通脹意外下行，或將導致存續期延長；而黏性通脹和更多財政問題，則可能推動孳息率曲線趨陡。

### 成熟市場

- 信貸週期後期的狀況變化以及欠缺吸引力的相對估值，令成熟市場投資級別債券相較於高收益債券仍然更具優勢。因此，我們對成熟市場投資級別債券持中性立場，對成熟市場高收益債券持減持立場。
- 然而，在人工智能相關資本支出增長的驅動下，超大規模雲端服務商日益增長的融資需求，或會令美國投資級別債券市場受壓，進而可能導致息差擴大及／或指數層面的存續期延長。我們亦預期美國主要科技公司將日益涉足非美元債券市場，以分散其投資者基礎。此外，私募信貸市場、複雜的特殊目的實體結構、晶片抵押貸款、可轉換債券和／或股票發行，亦可能成為備用融資渠道。
- 我們預期，人工智能相關風險將受到更嚴格審視，進而可能導致

市場波動加劇及表現分化加劇。因此，我們認為應更注重優質資產的選擇、深入分析發行人基本面，並甄別AI衝擊下的勝負者。這些策略對保障投資組合表現至關重要，同時亦能為把握相對估值／市場錯配機會奠定基礎。

- 日本方面，隨著高市政府釋出財政實用主義訊號，日本政府債券收益率已部分回吐近期升幅。近期關於修訂減值相關會計準則的提案亦利好日本的壽險公司，原因是該提案有望緩解日本政府債券價格下跌與壽險公司資產負債表風險之間的負反饋循環。然而，我們仍對日本政府債券的潛在波動性加劇持審慎態度，並將密切監察即將出台的財政及貨幣政策動向。

### 新興市場公司債券

- 新興市場公司債券年初至今的表現仍然優於成熟市場的同類資產。2026年，我們預計總回報將會放緩，但仍將受具吸引力的息差及利好的市場技術因素支持。
- 短期內，我們將密切監察中東衝突對整個新興市場的潛在影響，尤其是其透過油價走勢及整體風險情緒所造成的影響。

### 亞洲

- 截至2026年2月27日，亞洲債券市場年初至今錄得1.5%的總回

報，略遜於其他新興市場地區。在亞洲，中國香港、印度、中國台灣及泰國的表現相對較佳。

- 儘管收益率相對較低，但亞洲在新興市場中仍較具防禦性。加上強勁的技術因素支持，令我們繼續對亞洲債券持中性立場。2026年，票息收益預計仍將是總回報的重要驅動因素。我們將深挖優質金融機構和企業的資本結構，探尋亞洲信貸市場的獲利機會。
- 泰國方面，近期大選後政局更趨穩定加上政府針對中小型企業的支持措施，或有望緩解對短期資產質素的憂慮，尤其在零售及中小型企業貸款分部。然而，結構性挑戰猶存，我們對目前所關注的泰國銀行的信貸前景仍持負面看法。
- 印度的2027財政年度預算案將基礎設施建設及高價值製造業列為優先重點。持續穩健的經濟增長，應當能為企業全年的營運表現提供支持。我們繼續看好印度債券，但考慮到息差相對收窄，我們仍採用選擇性配置。

### 新興市場主權債券

- 由於風險情緒依然向好，2月份硬通貨新興市場主權債券延續漲勢。該資產類別錄得+1.4%的溫和回報，其中投資級別主權債券的表現優於高收益債券。主要貢獻者包括智利(+2.3%)、拉脫維亞

(+2.4%)、波蘭(+2.3%)及烏拉圭(+2.3%)。

- 各區域回報普遍錄得正數，但仍存在差異。拉丁美洲(+1.5%)、歐洲(+1.5%)及中東(+1.4%)2月表現最佳。
- 主要受高收益債券板塊(+20個基點)的帶動，主權債券息差擴大14個基點。非洲仍為息差最擴闊的地區，約為406個基點，其次為拉丁美洲(約358個基點)。在較強外匯儲備及更穩健的宏觀基本因素的支持下，亞洲仍是息差最窄的地區，約為152個基點。
- 2月的表現受惠於穩定的美國利率環境，以及市場預期成熟市場央行將於2026年稍後啟動貨幣寬鬆政策。美元匯率在整體疲弱的狹窄區間內波動，減輕了新興市場資產負債表承受的外部壓力。能源及金屬價格企穩有利於商品出口商，有助於財政整頓和改善外部平衡。
- 展望未來，新興市場主權債券仍具吸引力，特別在高收益債券及改革勢頭明確的個別前沿市場。儘管如此，地緣政治緊張局勢及全球利率預期的潛在變動等因素引發的風險猶存。
- 我們保持樂觀，繼續偏好債務狀況正在改善的「BB」級主權債券，同時選擇性地配置於估值仍具吸引力、以改革為導向的前沿市場。

# 外匯及商品

## SELENA LING

首席經濟學家兼華僑銀行集團研究部主管

## 依然看好黃金前景

「我們繼續看好黃金前景。在央行持續買入及投資者更廣泛參與的帶動下，結構性需求繼續支撐市場。這些因素有助解釋為何金價回調時仍能吸引買家。」

### 石油

- 美以兩國對伊朗發動軍事攻擊，引發該地區一系列報復性還擊，地緣政治風險加劇。我們的基本假設是布蘭特原油價格在年中跌破每桶70美元。在較為嚴峻的情況下——即霍爾木茲海峽的部分石油運輸在軍事護航下恢復——布倫特原油價格可能在年中維持在每桶100美元附近，之後回落至2026年供應充足的平衡點。在極端情況下——即霍爾木茲海峽石油運輸長期中斷——布倫特原油價格可能飆升至每桶140美元，並在年中之前保持高位。

### 貴金屬

#### 黃金

- 金價在短暫疲弱後近期回升，與美元走軟、風險偏好改善、對沖需求回升吻合。地緣政治不確定性加劇，加上美國貿易和關稅相關新動向頻繁，令政策不確定性居高不下，為金價提供支持。
- 中東最新的緊張局勢加強了對沖地緣政治尾部風險的需求，尤其在市場本就對全球政策政策不

確定性敏感的情況下。金價上漲的幅度與持續性將取決於事態發展。中東地區若陷入長期衝突，導致石油供應受阻，加劇全球經濟增長及通脹風險，則很可能持續支持對避險資產的需求。相反，若局勢迅速得到緩和，則或會抑制短期勢頭並促使市場進行一定程度的整合。

- 我們繼續看好黃金前景。在央行持續買入及投資者更廣泛參與的帶動下，結構性需求繼續支撐市場。這些因素有助於解釋為何金價下跌仍能吸引買家，以及為何即使整體風險情緒回穩，黃金仍然堅挺。相反，在地緣政治局勢升級引發明顯避險情緒時，黃金亦能受惠於避險需求。
- 需密切監察的主要風險包括市場預期聯儲局政策轉向鷹派而重估價格，或地緣政治緊張局勢迅速緩和令避險需求下降。

#### 白銀

- 美元走軟、風險偏好改善，加上經歷1月底的短暫疲軟(此前銀價大幅上漲，此次疲軟則提供了喘息

機會)，均有助這種貴金屬重拾升勢並進一步走高。同時，地緣政治風險加劇導致對黃金等避險資產的需求增加。由於白銀的貝塔(Beta)遠高於黃金，其升幅超越黃金亦屬意料之中。

- 總括而言，我們仍看好白銀。其兼具避險資產與工業金屬的雙重屬性，意味著它仍面臨各種對立因素的影響。美元大幅反彈、因應聯儲局鷹派立場的市場價格重估或工業活動下滑跡象均會帶來下行壓力，而太陽能光伏部署、電網投資及更廣泛的電氣化主題等工業用途的持續支持，應當會為中期需求奠定基礎。因此，在更宏觀的看漲框架內，我們仍預期白銀存在雙向波動性。

### 貨幣

#### 美元

- 3月初，美以兩國對伊朗發動軍事攻擊後，引發該地區一系列報復性反擊，中東緊張局勢及引發更大規模衝突的風險成為關注的焦點，這導致油價大幅上漲。原油價格上漲及避險情緒升溫應會為

美元提供支撐。美國目前是全球最大的液化天然氣出口國，且自2019年以來一直是能源淨出口國，因此受惠於高能源價格。加元、挪威克朗及馬來西亞令吉等能源相關貨幣可能上升，但地緣政治因素引發的避險情緒可能限制上升空間。相反，若油價持續高企，日圓、印度盧比及土耳其里拉等依賴進口的貨幣或將面臨日益加劇的壓力。

- 儘管美元已從「格陵蘭衝擊」中回升，且霍爾木茲海峽沒有長期封鎖，但由於美國政策的不確定性揮之不去，美元仍面臨溫和的下行風險。這支持我們維持對2026年底歐元兌美元匯率為1.23的預測，其驅動因素更多來自美元走軟而非歐元走強。即使如此，美國經濟增長的韌性應當能遏制美元進一步遭到拋售的風險。美元的真正反彈需待美國經濟重現穩步加速，但目前尚未出現這種跡象。不過勞動力市場初現穩定跡象，有望為2027年美元反彈奠定基礎。我們的基本預測維持不變：人工智能顛覆性、關稅不確定性及地緣政治石油衝擊，均不太可能阻礙美國及全球經濟增長改善的勢頭，尤其在2026年財政支持力度加大的情況下。即使美國經濟活動保持韌性，非美國地區更強勁的增長亦為美元走弱提

供了空間—特別是美元兌澳元、新西蘭元、南非蘭特及巴西雷亞爾等週期性敏感貨幣。

### 日圓

- 有報告指高市早苗首相對日本央行進一步加息持保留態度，加上兩名鴿派央行理事獲提名，令市場對日圓的情緒受壓。儘管如此，日本央行行長植田和男表示將根據經濟與通脹進展繼續加息，市場焦點仍集中於3月或4月召開的日本央行會議。若美元兌日圓再度逼近160關口，干預風險將迅速上升，尤其在油價上升的背景下。在3月19日美日峰會前，東京乃至華盛頓可能會發出更強烈的警告。我們維持對日圓的中性立場。我們仍然認為，除非日本央行採取較我們預期今年加息兩次更為鷹派的立場，否則日圓將難以從融資貨幣轉變為投資貨幣。

### 人民幣

- 美元兌人民幣在2月延續跌勢。人民幣的強勢表現並非單一因素所致，而是很可能受到多重因素的共同影響，包括美元環境轉弱，以及市場認為決策者可能允許人民幣走強(鑑於阻力較小)。儘管如此，我們將密切監察未來數個交易日的每日匯率中間價，以評估決策者是否允許人民幣加快升值

步伐，抑或正在釋放放緩人民幣升值速度的信號。

### 新加坡元兌馬來西亞令吉 (新元兌令吉交叉匯率)

- 自年初以來，新元兌令吉(新加坡元兌馬來西亞令吉匯率)自約3.17的水平持續走低。這與新元貶值關係不大，更多是由於馬來西亞宏觀經濟及資金流動狀況顯著改善，為令吉較其他貨幣的走強提供了支持。馬來西亞決策者似乎亦對令吉升值持正面態度。令吉較新元強勢的部分原因在於兩者的敏感度及起始點有所不同。令吉的週期性更強且貝塔更高，意味其對全球風險情緒變化、美元及人民幣走勢的反應更為敏銳。此外，令吉更直接地受惠於大宗商品價格的利好因素，加上此前估值處於更深度低估水平，因此當過去一年市場情緒與基本因素改善時，其反彈幅度更大。相比之下，由於新加坡金管局實行以匯率為基礎的貨幣政策，新元走勢往往較為審慎。令吉能否持續跑贏新元，取決於穩定的風險偏好、人民幣企穩及持續的資金流入等支撐因素能否維持。若全球市場轉趨審慎，令吉較高的貝塔同樣可能迅速導致其下跌。

**貴金屬價格走勢預測表**

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

資料來源：華僑銀行全球市場研究；數據為期末價格

**油價預測表**

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

資料來源：華僑銀行全球市場研究；數據為平均價格

免責聲明：

「香港/中國市場前景」、「股市」及「債券」部分內列明的資訊及/或表達的意見由新加坡銀行(「資料供應商」)根據認為可靠之資料來源所編製及提供。「全球前景」及「外匯及商品」部分內列明的資訊及/或表達的意見由華僑銀行全球市場研究(「資料供應商」)根據認為可靠之資料來源所編製及提供。華僑銀行(香港)有限公司沒有參與編製有關資訊及/或意見。華僑銀行(香港)有限公司及有關的資料供應商對該等資訊及意見之準確性或完整性並無作出任何申述亦不承擔任何責任，並不會就任何人因依賴該等資訊及/或意見而引致的任何損害或損失承擔任何責任(包括侵權行為責任、合約責任或任何其他責任)。

在本文件內由第三方表達的任何意見或觀點是屬於該第三方，並非華僑銀行(香港)有限公司的意見或觀點。本文件中提供的資訊僅供參考之用。它的內容並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要。

本文件的內容不構成、不擬作為亦不應被理解為任何專業或投資意見、或買賣或認購任何證券或金融產品或進行任何交易或建立任何法律關係或參與任何交易或投資策略的建議、要約、招攬、邀請或誘使。閣下應謹慎投資。閣下應獨立評估每一投資產品及就本身的個別投資目標、投資經驗、財政狀況及/或特殊需要，衡量自己是否適合參與任何投資產品。如閣下對本文件的內容及/或本文件所提及的投資產品的適合性有任何疑問，請在進行任何投資決定前尋求有關的專業人士就財政、法律及/或稅務的獨立意見。

本文件內的資訊及意見是根據認為可靠之資料來源所編製但華僑銀行(香港)有限公司沒有核實本文件內所提供的資訊及意見。華僑銀行(香港)有限公司及有關的資料供應商就本文件所提供的資訊(包括但不限於任何陳述、數字、觀點、意見、估算或預測)不會作出任何保證(包括但不限於其準確性、實用性、恰當性、可靠性、及時性或完整性)，故不應藉以依賴。華僑銀行(香港)有限公司及有關的資料供應商可能曾發表與本文件內容觀點不同的其他報告、分析或文件。華僑銀行(香港)有限公司及有關的資料供應商並無責任更新該等資訊或改正任何其後顯現之錯誤，並就此不承擔任何責任。本文件中所提供的所有資訊可隨時變更，恕不另行通知。

華僑銀行(香港)有限公司及有關的資料供應商，及其各自的董事、職員、僱員和代理人不會對任何人士因直接或間接使用本文件而引致的任何損失或損害負責。

投資涉及風險。閣下應注意投資的價值可升可跌。本文件提供的資料可能包含對於國家、資產、市場或公司的未來事件或表現作出預測或其他前瞻性陳述，然而實際事件或結果可能大不相同。過往的表現並不一定預示未來有類似的表現。在本文件中提及的任何特定公司、金融產品或資產類別只用作說明用途，並不構成投資建議。本文件並不擬指出本文件內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。如有興趣投資任何投資產品，客戶應閱讀有關要約文件的風險披露及條款及條件。

若分發或使用本文件所載資訊違反任何管轄區或國家的法律或規例，則本文件所載資訊不得為任何人或實體在該管轄區或國家分發或使用，無論如何僅供收件人使用。華僑銀行(香港)有限公司亦無就提供本文件收取獨立費用。除非獲得華僑銀行(香港)有限公司的事先書面同意，否則本文件的內容不得以其他方式轉載、分發或傳送予任何其他人士，或以任何方式納入另一文件或其他材料中以作其他用途。

華僑銀行(香港)有限公司及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉於所有或任何於本文件中提及的證券或投資項目。華僑銀行(香港)有限公司及其聯繫公司可能就其於本文件所提及的所有或任何證券或投資專案的交易收取經紀佣金或費用。

華僑銀行及其個別聯號及關聯公司，以及這些公司的個別董事與高層人員(簡稱「相關人士」)在此報告中所述之證券或所提到之發行人中可能享有未來權益，並可能為此報告所提及之證券公司及其它各方提供或尋求提供經紀及投資或證券相關服務。華僑銀行及其相關人士亦可能就所提及之投資產品供應商有聯繫及收取費用。

此免責聲明的條款及條件受中華人民共和國香港特別行政區的法律管轄並據此解釋。

此文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

如果閣下對於本文件的任何資訊或意見有任何疑問，閣下應該尋求專業人士意見。

若本文件以電子傳送方式(例如電子郵件)分發，則不能保證傳送過程安全無誤，資訊有可能被攔截、毀壞、遺失、破壞、送達延誤、不完整或含有病毒。寄件人對本文件內容經由電子傳送所出現的任何錯誤或遺漏概不負責(在法律許可的範圍內)。如需核實，請索取印刷版本。