

华侨银行  
宏富理财



# 提高投资韧性

## 全球经济增长暂且持稳



# 经济资讯月刊

华侨银行财富管理专家团队

4/2026号

心所向，  
行致远

## 今期內容

- P 03-05 全球前景  
全球经济增长暂且持稳
- P 08-10 股市  
断言长线牛市已结束为时尚早
- P 11 香港／中国市场前景  
应对市场波动
- P 12-13 债券  
稳健为先
- P 14-17 外汇及商品  
金价回落未改长期升势

## 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。



---

## 提高投资韧性

---

地缘政治局势升级，2月底伊朗多处受到袭击，3月中东地区爆发更大范围冲突，海湾合作委员会多个成员国的基建设施受到攻击，全球最重要的石油运输咽喉霍尔木兹海峡遭到封锁。冲突持续时间的长短，很大程度上影响了基本面因素，美伊两国虽对短暂停火或和平协议的具体细节持不同意见，但均有意缓和紧张局势，预期资产价格将持续波动。短暂停火提振市场情绪迅速回暖，而长时间冲突已实质性地造成广泛冲击，导致能源与石化产品短缺，面对这种两极化状况，投资者应考虑增加投资组合叠加策略及进行主动对冲，在不明朗的时期巩固整体投资组合的表现。

3月中旬，我们将亚洲（日本除外）股票的配置由“增持”下调至“中性”，目前我们在战术资产配置上仍维持风险管理模式。在基本情境中，我们预期经济与企业盈利不会长期陷入衰退，而全球货币政策不会转向大幅紧缩，这支持我们对股票整体采取“中性”配置。股票方面，我们继续看好中国内地、中国香港及新加坡市场，因为这些市场在能源供应、货币及财政政策方面均具备应对能力。



## 全球前景

**SELENA LING**

首席经济学家兼华侨银行集团研究部主管

### 全球经济增长暂且持稳

「我们维持2026年美国经济增长2.2%的预测，但密切关注上升的滞胀风险。我们的基准预测继续假设在多项因素的推动下，全球经济增长展现一定程度的韧性。」

- 2026年第一季度，随着伊朗冲突升温，令能源供应面临重大冲击，市场情绪瞬间由乐观转为避险。霍尔木兹海峡承载全球约五分之一石油运输，海峡运输受阻引发各类资产迅速重新定价。油价突破每桶100美元，股市从1月高位回落，债券、外汇及商品的波幅全面攀升。
  - 迄今，尽管市场开始预计通胀将在更长时间内保持高位的风险，但股市抛售潮似乎更多是由于地缘政治紧张局势带来的风险溢价上升，而非企业盈利全面转差。
  - 展望2026年第二季度，市场走向将主要取决于伊朗冲突的持续时间及其受控情况。能源供应长时间中断，加上邻近基建受损，加剧了全球滞胀忧虑。能源进口型经济体受到的冲击最为明显。尽管如此，历史经验显示，地缘政治冲击对市场的影响通常较为短暂，中期走势由稳健的企业基本盈利与政策支撑。
  - 目前，市场对美国联储局今年加息或减息的支持度似乎不相上下。然而，联储局主席鲍威尔表示“能源冲击往来得快去得也快”，故当局目前倾向于暂不采取行动，采取观望态度。
  - 在这背景下，亚洲市场因能源价格波动承受进口成本上升的压力，但凭借相对稳健的国内需求，加上一定程度的政策空间，为其带来支撑。尽管许多亚洲央行正重新评估通胀前景，但2026年经济增长预期的整体下调幅度至今尚属较为温和。
  - 当前通胀环境与1970年代石油危机有显著差异，当前通胀的起始基数较低。此外，释放战略石油储备虽无法完全抵销油价上升的影响，但已带来短期缓解作用，为各国政府争取了应对时间。
  - 尽管如此，航运及物流持续中断，加上液化天然气、石化产品、化肥、塑胶包装及氦气等行业成本上升，预示着决策者在过渡期将面临艰难的权衡取舍。
  - 宏观环境日益分化与动荡，投资者应优先考虑分散投资、优质收益及通胀对冲，同时保持灵活配置，以把握市场错配带来的机遇。
- #### 美国
- 尽管面对不断上升的滞胀风险，但我们维持2026年美国经济增长2.2%的预测。我们的基准预测继续假设在五大关键因素的推动下，全球经济增长展现一定程度的韧性。
  - 首先，人工智能投资及生产活动持续强劲，提供重要的结构性利好因素。其次，美国最高法院作出裁决后，实际进口税率显著下降，纾缓了进口商的贸易成本压力。第三，2025年下半年起的增长势头延续至当前阶段。第四，财政与金融环境整体维持利好。第五，全球企业已多次稳步渡过近年的地缘政治动荡及供应端冲击。
  - 目前来看，中东冲突的持续时间是关键的变数。中东局势若能迅速降温，全球经济仍有望再回到软着陆的轨道。然而，一旦冲突演变成持久战，美国极可能陷入通胀高企、经济增长疲软的滞胀困境。届时，联储局将陷入实质性瘫痪。
  - 2025年底经济增长势头明显疲软。

2025年第四季GDP增长放缓至0.7%的温和增长，而消费支出则降至2.0%，较第三季录得3.5%的升幅显著放缓。经济增长疲弱主要归因于政府停摆，对家庭经济活动构成压力。

- 2026年第一季的最新数据表现参差。劳动市场开始出现重大转变，2月份就业人数减少了92,000人，这是目前最明显的迹象，表明即使能源冲击尚未显现全面影响，基本需求已在转弱。
- 通胀尚未完全降温，令前景更趋复杂。在能源价格冲击全面显现前，美国1月核心个人消费支出通胀再升至3.1%，反映基本价格压力持续。
- 联储局目前的应对措施反映当前经济面临的紧张局势。尽管联邦公开市场委员会在3月18日的会议上，决定将利率维持在3.50-3.75%区间，符合市场普遍预期，但点阵图显示分歧扩大，内部对合适的政策路径存在分歧。基于对滞胀的忧虑，市场正经历典型的重新定价，股票指数下跌，而美国国债收益率上升。
- 联储局主席鲍威尔强调，委员会将暂时无视“能源市场的短期波动”，反映在极为不明朗的宏观环境下，联储局倾向静待事态明朗。
- 过去一个月，随住能源价格居高不下，全球主要央行政策展望已出现明显的鹰派重新定价。本行

继续预计今年联邦基金利率将减息一次25个基点，暂时预计于2026年第三季执行，但此轮宽松货币政策仍存在进一步推迟的风险。

- 该预测是对两股矛盾力量的权衡考虑—即短期通胀风险与美国劳动市场初现疲软及经济增长下行风险加剧之间的角力。长期高油价会拖累经济增长的情况会明显，这部分抵消了通胀带动利率及债券收益率上升的压力。
- 我们此前已将美国国债收益率预测轻微上调。我们目前预计10年期美国国债收益率将于2026年第二季末升至约4.35%，之后逐步回落至年底约4.10%(原预测为3.95%)。2年期美国国债收益率短期内在3.80%左右波动属合理估值，随着市场预期下一轮减息临近，今年稍后时间或会下降。

### 欧元区

- 欧元区最新公布的情绪数据表现参差。欧元区经济景气指数由2月的98.2降至3月的96.6，而工业景气指数则大致持平。然而，3月的消费者信心指数进一步下滑。
- 为应对持续的能源价格危机，欧盟官员正积极探讨协调各项政策措施。预计重点是提前补充冬季天然气储备、稳定石油产品市场，并确保能源供应安全。尽管欧盟目前仍主要依赖挪威和美国供应石油与天然气，但该地区仍面临中东局势动荡所带来的溢出

风险。

- 在这背景下，欧洲央行行长拉加德及多位官员已表明，愿意保持灵活性，必要时调整货币政策方针。
- 我们将2026年的GDP增长预测由1.1%下调至0.9%，并将整体CPI预测由1.8%上调至平均2.5%。上述调整反映中东持续冲突已对欧元区造成宏观经济影响。
- 油气价格上升及化肥成本上升是推升食品通胀的主因。在这背景下，一些欧洲央行官员开始以更审慎的态度看待浮现的物价压力。例如，欧洲央行管理委员会成员Müller表示，若能源成本高企持续一段时间，“未来几个季度很可能会加息”。
- 与此呼应的是，欧盟委员会的消费者调查显示，通胀预期急升，一年期通胀指标由2月的26.2飙升至43.4。

### 日本

- 2025年底，经济趋于疲软。2025年第四季实质GDP仅录得0.1%的按季增长，逊于市场普遍预期的0.4%，反映内需低迷。尽管如此，2025年全年经济增长1.2%，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高企。由于布兰特原油价格自3月初以来大幅上升，因油价传导存在滞后，未来两季的消费者物

价指数可能再上升约0.5个百分点。日本作为全球最大的能源进口国之一，油价飙升令日本正面临新一轮严峻的贸易冲击。

- 然而，令人欣然的是日本工人实际工资13个月来首次实现正增长。这在某种程度上印证日本的通胀正逐步转向由国内需求驱动更具可持续性的模式，而非纯粹由成本推动压力带动。
- 2月份整体消费物价指数按年增幅放缓至1.3%，剔除新鲜食品与能源的核心消费物价指数仍按年上升2.5%，依然高于日本央行的目标水平。日本近期的整体通胀有所放缓，这主要归因于暂时性因素，包括政策支持及利好的基数效应。日本政府的公用事业补贴及食品价格趋稳，暂时有助遏止整体通胀。然而，伊朗战事升级料将触发新一轮能源价格传导效应，令稍有放缓的通胀再度回升。
- 在这背景下，日本央行以8比1的投票结果，决定将政策利率维持在0.75%不变。3月30日公布的3月《意见摘要》明显呈现鹰派立场。多位理事强调有必要进一步加息，其中一位更提出加快紧缩步伐的可能性。行长植田和男亦表示，汇率变动可能会改变通胀预期，从而影响潜在通胀率，在近期日圆疲弱的情况下，这是一

个重要的讯号。

- 因此，4月27至28日的日本央行会议充满悬念。我们预期理事会将上调通胀预测，并可能调整政策措辞，保留短期加息的可能性。

## 中国

- 中国已将2026年的GDP增长目标由“约5%”下调至4.5%至5%的区间。将经济增长目标设定在4.5%的下限可解读为“十五五”规划（2026至2030年）期间为实现2035年目标所需达到的最低经济增速，主要是为了确保当前经济发展与2035年的人均GDP较2020年翻一倍的目标保持衔接。
- 尽管伊朗战事升级，但我们目前仍维持2026年中国经济增长4.7%的预测。中国生产者物价指数(PPI)的成分中，原材料加工及化工制造等行业占比较重，而原油正是这些行业的主要上游原料。在主要宏观变数中，原油价格与中国PPI之间存在着极强的相关性。
- 当油价上升时，上游生产者价格往往反应迅速。因此，近期原油价格急升或会推动中国PPI回升，继而令GDP平减指数较原先预期更早回到正增长区间。
- 今年中国政府工作报告的其中一项重点，是推出提振内需的综合

性财政金融协同配套方案。作为计划的一部分，当局已设立1,000亿元人民币的专项资金，透过协同运用财政与金融政策工具，支持扩大内需。该计划旨在透过综合运用利息补贴、融资担保及风险分担机制，以缓解信贷限制，并鼓励私营部门更积极参与内需相关活动。

- 总括而言，中国的财政刺激措施大致稳定，略低于市场预期。预计广义财政赤字率为8.1%，较去年下降0.3个百分点。
- 有趣的是，伊朗战事升级亦可能为中国的再通胀带来意想不到的助力，特别是透过影响上游价格及生产者通胀。
- 美伊冲突升级之际，中国股市面临一定的压力。有别于成熟市场因对滞胀的忧虑加剧而导致国债收益率飙升，中国债市在避险需求再现的支持下表现理想。中国10年期政府债券收益率在3月最后一周呈下跌趋势。近期油价急升可能导致市场预期中国延迟进一步减息，但仍未排除宽松货币政策。我们认为，在结构性因素的支持下，中国对近期油价冲击的敏感度相对较低，与区内其他经济体相比仍具更大的政策灵活性。我们维持减息10个基点的预测不变，惟时机可能推迟至2026年下半年。

**GDP增长率**

按年变化(%)	2025年	2026年(预测)	2027年(预测)
美国	2.1*	2.2	2.0
欧元区	1.4	0.9	1.1
日本	1.2	0.8	1.0
英国	1.4	1.2	1.8
澳洲	2.0	2.2	2.2
新西兰	0.2	2.4	2.6
中国内地	5.0	4.7	4.5
中国香港	3.5	2.2	2.8
中国澳门	4.7	2.8	3.3
中国台湾	8.7	5.2	1.9
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	4.8	5.5
新加坡	5.0	3.0	2.5
泰国	2.4	1.5	2.0
越南	8.0	7.3	8.0

资料来源：华侨银行全球市场研究

## 通胀率

按年变化(%)	2025年	2026年(预测)	2027年(预测)
美国	2.7	3.5	2.2
欧元区	2.1	2.5	2.0
日本	3.2	2.5	2.1
英国	3.4	2.8	2.0
澳洲	2.8	3.5	2.7
新西兰	2.8	2.3	2.1
中国内地	0.1	2.0	2.0
中国香港	1.4	1.9	2.2
中国澳门	0.3	1.0	1.1
中国台湾	1.7	2.0	1.9
南韩	2.1	2.1	2.0
印度	4.6	1.7	4.0
印尼	1.9	3.0	2.5
马来西亚	1.4	2.0	2.0
菲律宾	1.7	3.9	3.0
新加坡	0.9	2.2	2.0
泰国	-0.1	2.1	1.0
越南	3.3	4.5	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	3.80	3.65	3.60	3.60	3.60
5年期美国国债收益率	3.80	3.70	3.70	3.65	3.65
10年期美国国债收益率	4.35	4.20	4.10	4.10	4.10
30年期美国国债收益率	4.80	4.75	4.75	4.75	4.75

\*目标区间的上限

资料来源：华侨银行全球市场研究



## 股市

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

# 断言长线牛市已结束为时尚早

「尽管出现短期调整，但基于多个原因，我们认为断言始于2022年的整体牛市趋势已结束为时尚早。」

- 自2026年3月12日，本行在战术性资产配置方面将股票整体立场从「增持」下调至「中性」以来，随着伊朗战争相关不确定性持续升级，股市出现进一步回调。美国与伊朗宣布达成为期两周的停火，以换取重开霍尔木兹海峡，惟结束战争的长期协议仍未达成。我们预期，短期内市场或将持续震荡，本行对战术性资产配置维持风险管理模式，注重对冲风险、有效分散投资，并保障投资组合韧性。
- 尽管出现短期调整，我们认为断言始于2022年的长线牛市趋势已结束为时尚早，原因如下：(i)与1970年代相比，现时全球经济对石油冲击的抵御能力已显著增强；(ii)迄今的调整主要由于市盈率倍数下降，而非盈利增长预期转差；(iii)尽管市场预期从减息转向加息的方向调整正确，但现时股市或已过度反应。
- 尽管我们于2026年3月12日将亚洲(日本除外)股票持仓调整至中性，但我们仍维持偏好中国香港、中国内地及新加坡，而这些市场均

跑赢大市。在中国香港及中国内地市场，我们继续建议采取杠铃策略，即偏好优质收益股与低贝塔(Beta)股票作为短期防守配置，同时选择性配置中长期结构性主题，例如人工智能代理概念股，以及科技创新和内需消费等政策受惠领域。另外我们也偏好现金流稳健的国有企业。

### 美国 - 迷雾中的战局

- 中东紧张局势未见缓和，在此不明朗因素升温下，促使投资者减持风险资产。同一时间，滞胀压力开始显现，3月份情绪调查显示，企业产出预期转弱，消费者信心减退，短期通胀预期却持续升温。市场目前担忧的一个主要问题是若油价持续高企，联储局可能会坚持以遏抑通胀为首要任务，政策取向更趋鹰派，可能令风险资产进一步受压。
- 尽管这些忧虑不无道理，但我们认为股市的长线牛市趋势依然未变。首先，尽管不能排除石油冲击引发经济衰退的可能性，但由于美国GDP中的石油密度(GDP产

出所需的能量)已显著下降，变相令触发衰退的难度变大。其次，迄今股市调整主要源于估值压缩，市盈率正调整至更合理的水平—从历史角度看，这往往更利好未来回报。第三，1970年代以来的历史经验显示，标普500指数一般能在12个月内从严峻的石油冲击中复苏。第四，随着美国中期选举临近，选举周期早已重拾势头，生活成本与负担能力成为焦点议题，这些因素应会促使当局尽快寻求缓和局势的解决方案。

### 欧洲 - 能源冲击波下的震荡

- 因中东局势演变及能源价格飙升，欧洲股市回调。欧洲尤其易受能源成本上升(特别是天然气)影响，这也反映在与气价升势呈负相关性最强的欧股板块上，包括德国DAX指数、非必需消费品、周期性股份及中小型股。相反，不易受影响的板块则包括能源、可再生能源、富时100指数及防御性板块。
- 就伊朗相关供应中断对欧洲企业

盈利的影响而言，其程度差异显著，视乎按整体盈利抑或剔除能源板块的盈利衡量。例如，2022年，主要受能源板块带动，并受惠于美元走强，MSCI欧洲指数每股盈利持续上升，增幅达30%。然而，若剔除能源板块，在2022年能源价格飙升期间，MSCI欧洲指数预测每股盈利从高位至低位下跌8%。2026年，市场普遍预期每股盈利将增长16%，而我们则持较保守看法，预期增长10%。

- 除中东局势外，欧洲预计将持续采取扩张性财政政策及投入高额基建开支产生基建开支，这应能为国防、内需、建造及资本货物相关板块带来支持。

### 日本-地缘政治忧虑令市场受压

- 自中东冲突爆发以来，日本股市已下跌8.7%，跑输全球股市(MSCI ACWI指数)。板块表现反映市场普遍倾向避险，能源、通讯服务及公用事业板块表现相对领先。
- 由于日本途经霍尔木兹海峡进口的原油约占其能源组合28%，该国特别容易受到持续石油冲击的风险影响。参考2022年最近的先例，当时油价几乎翻倍，MSCI日本指数当时从高位回落了大约18%，突显市场对能源价格飙升极为敏感。
- 短期内，在地缘政治风险高企的背景下，能源、国防、采矿及海运

等板块料将继续受到青睐。与此同时，我们早前提出的结构性投资主题依然稳固，包括：

- (i) 人工智能、科技硬件、国防、能源及关键资源；及
- (ii) 建造与房地产。

- 尽管如此，持续高企的能源价格或会推高整体通胀，可能蚕食家庭实质收入并令私人消费受压，这仍是本地经济前景的主要下行风险。

### 亚洲(日本除外)-调整我们的配置偏好

- 尽管我们已将亚洲(日本除外)股票调整至中性配置，但仍看好区内部分投资机会，尤其看好中国内地、中国香港及新加坡股票。相比之下，我们已将印尼和菲律宾的评级从“中性”下调至“减持”，而马来西亚的评级亦被下调一级至“中性”。
- 亚洲股市的主要下行风险仍然是霍尔木兹海峡遭到封锁，这可能导致能源和航运成本上升，造成全球供应链中断。除石油和液化天然气外，市场亦日益关注化肥、丙烷、化学品和工业气体所受到的影响。
- 面对着长期原油供应受打乱，中国似乎较许多亚洲经济体具备优势应对，这得益于其拥有全球最大的战略和商业原油储备之一，加上发电组合中对石油和天然气的依赖性相对较低，以及在迈向

电动汽车和可再生能源转型方面持续取得进展。

- 虽然新加坡存在石油和天然气贸易逆差，但与许多区内经济体相比，这在其GDP中所占比例仍然不大，而且该国受惠于相对灵活的财政状况。此外，金融、地产及综合工业企业在主要股票指数中仍占主导地位，其较高股息率令该市场被视为更具防御性。股票市场发展计划(EQDP)持续推进，应可进一步提升市场流动性，并有助释放新加坡上市股票的价值。

### 全球板块-地缘政治主导大局

- 中东局势发展推动3月板块轮动加剧。能源是唯一录得正回报的板块，而公用事业及资讯科技板块表现相对抗跌，跌幅小于大市。相比之下，非必需消费品板块持续表现逊色，反映其易受需求疲弱及投入成本上升的影响。

### 投资组合对冲的首选

- 历史数据显示，能源冲击对股市表现的影响往往参差，但透过板块配置及优质股倾斜策略可改善回报。在过往研究案例中，能源股(尤其是上游生产商)表现领先属意料之内。材料板块表现亦较为强劲，在新兴市场股市尤为突出。
- 相比之下，受消费者需求或投入成本压力影响较大的板块，例如

金融和非必需消费品，在美国市场表现往往跑输，而新兴市场中的工业和非必需消费品板块则表现逊色。这些分部包括零售、运输和汽车等行业，它们较易受到成本通胀和增长放缓的影响。在避险环境下，投资者亦会转向更具防御性的板块。

- 当能源冲击持续且价格居高不下时，优质资产的重要性便会日益突显。能源成本上升会引发更广泛的通胀压力和经济增长放缓，从而造成出更具挑战性的营商环境。在这情况下，资产负债表稳健、现金流强韧、具定价能力且资本配置严谨的企业，通常更能抵御利润率压力及盈利波动，使其在不明朗因素加剧的环境下，尤其适合成为投资本组合的稳定器。
- 资产负债表稳健、具定价能力且

能自资营运的企业，较有能力应对这些压力。关键特质包括可持续竞争优势、转嫁通胀成本的能力、财务状况稳健(让企业在外部融资成本上升时仍能自筹资金甚至进行收购)、盈利具韧性及产生强劲自由现金流的能力，这些均有助于在市场受压时纾缓波动和支撑表现。

- 重要的是，这些优质特质并不局限于传统的防御性板块。相反，严谨关注相关基本因素，投资者可在整个股市中发掘具备这些特质的企业。

#### **能源、硫磺及氦气供应中断加剧科技供应链风险**

- 中东地缘政治紧张局势升级，导致影响全球科技业(尤其是半导体生产)的供应链中断风险上升。中国台湾和南韩分别作为全球高

端人工智能逻辑芯片及记忆体半导体的关键枢纽，面临的风险尤为突出。

- 若供应中断，中国台湾或需迅速从澳洲或美国进口液化天然气以填补潜在短缺，而南韩则正增加燃煤与核能发电以缓解风险。尽管能源成本上升将构成阻力，但鉴于人工智能芯片及记忆体市场结构性供应紧绌，半导体生产商应能将成本转嫁。
- 除能源外，半导体制造过程亦高度依赖硫酸进行晶圆清洗，以及氦气用于制程冷却，而这两种原料主要产自海湾地区。若这些投入品供应持续中断，将造成更多营运上的挑战。此外，硫酸供应不足可能影响铜矿与钴矿的冶炼进程，进而对建设数据中心及整体科技基建发展产生连锁效应。



## 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

### 应对市场波动

「短期内，由于市场波动持续高企，我们继续看好低贝塔(Beta)股票及优质收益股票。」

- 自中东冲突爆发以来，中国内地A股以美元计虽回调约5%，但仍跑赢香港上市的中资股、离岸中国股票及整体的亚洲(日本除外)市场。银行、能源及公用事业板块在境内外市场均表现相对领先。中国对经霍尔木兹海峡进口的石油依赖较低，加上国内煤炭储备庞大及可再生能源占能源组合比重持续上升，中国应能更有效抵御长期油价冲击。
- 我们于3月初策略性调整配置，相对更偏好中国内地A股市场，其具有多项结构性优势：(i)在主要亚洲市场中，其与美国股市的相关性最低；(ii)提供更广泛的政策支持板块及行业配置；及(iii)相较离岸中国股票，迄今展现更理想的盈利修正趋势。
- 估值亦回归至接近历史平均水平，MSCI中国指数及沪深300指数的预测市盈率分别为10.8倍及12.7倍。
- 短期内，由于市场波动持续高企，我们继续看好低贝塔(Beta)股票及优质收益股票。能源、石化、材料及可再生能源等板块亦具优势，有望受惠于能源市场的长期动荡。
- 展望中长期，结构性投资主题依然不变，包括：(i)人工智能代理概念股；及(ii)与科技创新、内需消费及反内卷倡议相关的政策受惠板块，这些主题将持续提供上行潜力。此外，现金流稳健的国有企业仍是首选优选配置，随着全国人大会议强调央企、国企需要政策制定者要求提高派息比率及增加股份回购，在这背景下更显优势。

# 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

## 稳健为先

「固定收益方面，我们仍对存续期持中性立场。成熟市场方面，我们分别对投资级别债券及高收益债券持中性及减持立场。在新兴市场，我们对公司债持中性立场，对主权债持减持立场。」

- 固定收益提供有条件的保障，其表现很大程度上视乎石油冲击主要是带来通胀冲击抑或经济增长冲击。
  - 在石油危机期间，避险情绪升温，资本将向更优质的资产转移。市场分化将会扩大，其中高收益债券息差扩阔的程度明显超过投资级别信贷。随着地缘政治风险溢价上升，基本面较弱且更依赖外部融资的发行人，其信贷息差往往会大幅扩大。在这环境下，维持对高质素、防御性信贷的配置，仍是有助于缓释下行风险。然而，政府债券提供的保障并不稳定。历史上，政府债券对冲经济增长冲击的效果比对冲通胀冲击更为可靠，削弱了其作为能源驱动型冲击抵御工具的稳定性。
  - 当通胀忧虑甚于经济增长风险时，长存续期资产通常表现落后。因此，在石油冲击的初期阶段，将投资组合配置于存续期较短的债券通常能获得较佳的保障。
  - 与此同时，长期能源中断会加剧滞胀风险、推高失业率并抑制经济增长，最终可能促使联储局在后期转向政策宽松。考虑到上述互相牵制的力量，我们的投资组合维持对存续期的中性立场。
- 相互牵制的力量，我们的投资组合维持对存续期的中性立场。
- 板块层面，电讯与必需消费品等防御性板块，以及上游油气、大宗商品企业、能源出口商等能源侧重板块往往更具韧性。相比之下，能源进口商、下游炼油商、石化企业，以及港口、房地产、航运、航空、汽车和非必需消费品等周期性板块更易受到负面影响。总体而言，因预期市场波动及下行风险将持续高企，尤其通胀压力或持续而延后货币宽松政策，在固定收益方面，我们仍以稳健为先。在这背景下，主动的存续期管理及分散投资至关重要。我们继续偏好高质素、防御性的信贷配置，同时在整体投资组合层面维持对存续期的中性立场。
  - 在成熟市场中，我们对投资级别债券持中性配置，而对高收益债券维持减持配置。在新兴市场中，我们对公司债持中性立场，而对主权债维持减持配置。
- 美国国债**
- 我们的研究显示，政府债券在石油供应冲击期间提供的保障并不稳定。在过去，政府债券对冲经济增长冲击的效果比对冲通胀冲击抵御工具的稳定性。美国国债收益率曲线本月至今呈现熊市趋平走势，反映市场预期正在转变。虽然联储局的点阵图中位数仍预示2026年将会减息，但截至2026年3月30日，联邦基金利率期货已不再反映任何宽松政策预期。华侨银行集团研究部维持其基准预测，预计2026年将减息一次，减幅为25个基点。展望未来，由于通胀、劳动市场状况及财政政策的讯号不断变化，美国国债收益率可能持续波动。
  - 能源价格持续高企增加滞胀风险，促使各国央行暂时延后货币宽松政策。当通胀忧虑甚于经济增长风险时，长存续期资产通常表现逊色，令石油冲击初期阶段中，短存续期持仓配置相对更具防御性。然而，能源供应若长期中断，最终可能导致经济增长放缓及失业率上升更受关注，或促使联储局在后期转向政策宽松。
  - 考虑到上述互相牵制的力量，我们的投资组合维持对存续期的中性立场。

## 成熟市场

- 截至2026年3月27日，年初至今成熟市场投资级别债券(总回报为-1.1%)表现优于成熟市场高收益债券(总回报为-1.6%)。尽管投资级别债券的存续期配置较长(8.9年对比高收益债券的4.2年)，但息差扩阔幅度相对温和(投资级别债券为6个基点，高收益债券为15个基点)。在这背景下，我们对成熟市场投资级别债券维持中性配置，而对高收益债券维持减持立场。
- 面对宏观经济持续不明朗及信贷周期后段的状况变化，我们继续偏好高质素、防御性信贷配置。尽管如此，利率波动以及，为资助人工智能相关资本开支及并购融资而增加的债券供应，可能导致债券表现更加分化，对美国投资级别债券构成负面影响。若能源供应持续中断，考虑到欧洲更加依赖能源进口，其信贷息差表现亦可能逊于美国同类资产。
- 在美元计值的成熟市场投资级别债券中，年初至今澳洲(-0.7%)表现普遍优于美国(-1.1%)、西欧(-0.8%)及日本(-0.9%)。其相对优异的表现有赖较短的存续期及正息差表现。虽然澳洲亦难免受能源价格上升影响，但受惠于其稳健的监管架构、AAA级信用评级、强健的财政基本面，以及对人工智能市场波动和中东风险的有限敞口，澳洲相对更有能力抵御能源冲击。

## 新兴市场公司债券 新兴市场

- 年初至今，新兴市场企业债券的表现优于成熟市场的同类资产。尽管如此，中东冲突，对经济增长及通胀的影响，加上风险情绪变化带来的资金流向转变，仍是观察新兴市场的关键因素。

## 亚洲

- 亚洲市场3月的表现优于新兴市场其他地区，反映该地区具有相对较强的防御性。我们维持对亚洲的中性看法，相比较高贝塔(Beta)投资的印度、印尼及泰国等债券，预期中国优质投资级别债券将展现出更强的韧性。
- 作为能源净进口地区，亚洲受到的冲击将来自以下多个渠道，包括：(i)通胀升温；(ii)高度依赖能源进口的经济体(如日本、南韩、泰国、印度、中国台湾及菲律宾)油气贸易赤字扩大；(iii)政府燃油补贴加重财政负担(如印度尼西亚、马来西亚、泰国)；(iv)货币贬值；及(v)私人消费低迷。尽管如此，该地区受到的影响可能不尽相同，这反映各政策缓冲空间及国际平衡状况的差异。
- 我们预期部分亚洲政府将视乎情况动用财政缓冲及采取预算外措施，以缓解油价冲击对经济增长的影响。鉴于不确定性升温，亚洲各国央行或会先保持谨慎，但若能源供应中断持续且通胀压力加剧，我们不排除加息的可能。

## 新兴市场主权债券

- 由于投资者转而追求资本保值、流动性和政策可信度，3月份新兴市场硬通货主权债券面临更具挑战性的环境，导致该资产类别配置更趋向防御性。
- 不同评级及地区之间的业绩分化加剧，优质主权债券更具韧性，而低评级及前沿市场信贷则再度受压。投资级别主权债券略优于高收益主权债券，反映地缘政治不确定性升温下，资金流向优质资产避险。3月，投资级别债券回报率为-0.7%，高收益债券则为-0.8%。
- 整体而言，新兴市场主权债券息差在本月温和扩阔，逆转了年初出现的部分收窄幅度。尽管高收益债券与投资级别债券的息差差距相对于历史平均水平仍处于高位，持续提供具吸引力的套息收益，但这同时伴随着波动性加剧，有必要采取更审慎及严选的策略。
- 展望未来，新兴市场主权债券仍能提供具吸引力的套息收益，尤其是BBB-评级、财政前景改善和再融资状况可控的高收益债券。尽管如此，地缘政治风险升温及全球利率预期持续变化，投资者应该采取审慎严选的策略。我们偏好政策框架可信、储备缓冲庞大及债务状况持续改善的主权债券。



## 外汇及商品

**CHRISTOPHER WONG**

华侨银行集团研究部执行董事

# 金价回落未改长期升势

「黄金的结构性驱动因素依然稳固。虽然央行需求每月波动不定，但持续表明普遍寻求分散投资；黄金是对冲地缘政治风险及政策不确定性的工具，在多元化投资组合中仍然重要。」

### 石油

- 美伊冲突于2月28日爆发，目前未见明朗的缓和迹象。尽管伊朗的军事力量较弱，但仍持续干扰霍尔木兹海峡的石油运输；而胡塞武装的介入，现时更威胁到曼德海峡每日逾400万桶的石油运输量。
- 随着霍尔木兹海峡被实质关闭，沙特阿拉伯原油运输改道红海，以供应亚洲买家。红海局势若进一步恶化，可能导致海湾地区出口至亚洲的石油供应量降至接近零的水平。
- 市场正适应持续数月而非数周的供应中断。长期供应中断将使油价维持高位，这与我们的基本预测一致：布兰特原油价格于年中前维持于近每桶100美元的高位，到2027年初才可能回落至每桶70美元附近。
- 物流压力正持续上升。运输延误加上储油设施接近饱和，正迫使海湾产油国关闭油井，而重启过程缓慢且毫无保障。这增加了临时海上封锁演变为上游产量持续受损的风险。
- 霍尔木兹海峡仍是环球仅次于马六甲海峡全球最关键的石油咽喉要道，每日吞吐量约2,000万桶石

油，约占2024年全球石油消耗量的20%。由于替代航线有限，霍尔木兹海峡关闭带来的风险远高于苏伊士运河或曼德海峡。

- 尽管沙特阿拉伯及阿联酋绕过管道、国际能源署(IEA)释放储备、伊朗持续出口及部分放宽俄罗斯制裁，已提供了一定缓冲，但仍无法弥补霍尔木兹海峡大规模中断的冲击。

### 贵金属 黄金

- 3月份金价急剧回调，主要原因并非基本面转差，而是市场对联储局利率预期转鹰，以及拥挤的长短仓平仓所致。尽管地缘政治风险高企，但金价一度较近期高位回落逾20%。主要的触发因素并非避险需求不再，而是利率预期的转变。油价走强及持续的通胀忧虑，促使市场下调对联储局宽松货币政策的预期，利率期货预计2026年几乎不会或完全不会减息。这推高了实际孳息率和美元，而这两者迭加通常利淡黄金。
- 资金流动亦加剧了下行压力。有报道指土耳其于3月中旬为满足流动性需求而出售黄金。此外，市场波动引发的引现金争夺潮，促

使投资者甚至抛售黄金等传统避险资产，以获取美元流动性或满足追缴保证金要求。这些动态因素加剧抛售，并加速积压黄金长短仓位的平仓。

- 重要的是，这次的情况与2022年有所不同。当时金价持续受联储局进取的紧缩货币政策及实际利率无序攀升所冲击。如今减息预期虽被推迟，但联储局并未重启加息周期，实际利率亦未以同样具破坏性的方式上升。当前的投资主题为宽松周期延后，而非回归全面紧缩，这为市场预期鸽留余地。
- 若地缘政治紧张局势缓解，或经济增长忧虑重现，尤其当能源价格高企开始拖累经济活动时，市场对联储局宽松货币政策的预期或将重燃。在这情况下，实际孳息率料将下降，再度为黄金提供支持。与此同时，结构性驱动因素依然稳固。虽然央行需求每月波动不定，但持续表明普遍寻求分散投资；黄金是对冲地缘政治风险及政策不确定性的工具，在多元化投资组合中仍然重要。

### 白銀

- 白银在3月份经历了剧烈的回调，

一度从高位回吐约35%，原因是宏观负面因素及流动性压力盖过短期支持因素。与黄金一样，部分回调反映市场重新定价美国利率前景。油价走强重燃通胀忧虑，促使市场下调对联储局宽松货币政策的预期，推高了实际孳息率及美元汇价。与此同时，白银交易所买卖基金ETF出现资金流出，进一步加剧沽压。这些因素令贵金属普遍受压，亦是白银遭到抛售的主要因素之一。

- 然而，由于白银同时具有贵金属与工业金属的双重属性，其跌势更为显著。虽然地缘政治风险升高通常会支撑避险需求，但市场忧虑能源成本上升可能拖累全球经济增长，进而拖低工业需求。因此，在这宏观环境受压的情况下，白银对增长预期变化的敏感度较黄金更高。
- 尽管如此，白银的中期整体走势依然稳固。结构性利好因素，如持续的供应紧张及其在能源转型相关需求中的重要性，将继续为白银带来支持。此外，若经济增长预期企稳或美元强势有所缓和，均可能帮助白银价格重新站稳。
- 短期内，白银料将以上因素互相牵制，维持波动及区间震荡。一方面是美元强势、实际孳息率高企及经济增长忧虑，另一方面是结构性需求带来支持及潜在政策重新定价，两者之间的博弈表明市场目前缺乏明朗的方向。
- 伊朗冲突的演变将成关键变数。

局势若再升级，可能透过油市及更深远的宏观层面延续波动性，相反，任何缓和迹象或促使美元部分回落和利率预期有所改变回调，从而为白银提供支持。

## 货币 美元

- 我们已修订货币预测，以反映美元短期走强。近期能源冲击推翻了早前非美经济稳健增长与全球通胀放缓的「金发女孩经济状态」的说法。市场现正围绕能源贸易的赢家与输家进行交易，同时滞胀忧虑再起。美元仍是首选的风险对冲工具，尤其是当冲击（如当前的能源冲击）属全球性而非美国独有。其作为能源净出口国货币的地位更添吸引力。
- 如果油价在下半年如预期回落，带动非美地区经济增长，同时美国政策不确定性继续推动投资者远离美元、进行多元化配置，那么今年稍后美元仍有望走弱。不过，即便如此，美国经济表现稳健，限制美元大幅下跌的空间。美元若要长期回升，需要美国经济增长明显加速，但目前未见此迹象，但劳动市场初步趋稳或能支持美元在踏入2027年后逐步复苏。

## 澳元

- 能源冲击引发市场避险，尽管澳洲是天然气的主要出口国，但避险情绪仍拖累对风险敏感的澳元。虽然不确定性持续高企，

但我们仍对澳元持正面看法，预期澳元兑美元将于2026年底前升至0.75。澳洲高于目标的通胀及稳健的内需活动，促使澳洲储备银行采取更鹰派的应对措施。尽管市场已大致消化进一步加息的预期，但具有公信力的政策执行，即届时实际落实加息将支持澳元走势。重要的是，考虑到澳洲经济受能源供应风险的影响相对较少，其鹰派利率政策似乎可较欧洲更为持久。结构性资金流动提供额外支撑。澳洲退休基金对冲比率上升，媒体报道指未来将进一步走高。这些资金流应会为澳元提供稳定的利好因素。

## 亚洲（日本除外）

- 自伊朗冲突爆发以来，彭博亚洲美元指数走弱，反映亚洲（日本除外）货币（外汇）持续偏软。由于市场对经济增长风险进行初步重新定价，风险情绪仍然脆弱。中东局势持续演变，重要的是，风险不再局限于霍尔木兹海峡，随着伊朗冲突扩大至涉及胡塞武装分子及潜在的美国地面部队，巴布尔蒙德海峡面临供应中断的风险亦日益增加。
- 随着各国的政策应对逐渐显现，宏观经济压力可能已开始亚洲地区浮现。食品、化肥及航运成本上升，恐加剧通胀压力。旅游业亦面临风险，因旅行成本上升及旅游意欲低迷，可能冲击东盟的重要收入。若供应中断持续，该地区的财政缓冲亦可能受到影响。

- 亚洲(日本除外)市场正重新评估全球经济增长风险。值得注意的是,随着市场焦点从贸易条件支持转向需求冲击,与商品挂钩的货币(如马来西亚令吉)正承受压力。市场言论正出现转变,此前关注贸易条件支持,现已转向忧虑全球需求在金融环境收紧及能源成本上升的情况下能否维持。
- 在这背景下,亚洲(日本除外)外汇市场的短期前景倾向下行。虽然不排除阶段性反弹(特别是消息暗示局势降温时),但缺乏明确的地缘战事解决方案,大多数亚洲(日本除外)货币料将受压,政策应对仅能部分纾缓跌势,而无法扭转下跌趋势。我们已下调亚洲(日本除外)货币汇率预测,以反映轻微的经济增长忧虑、美元走强及中东冲突持续时间超出预期引致的风险情绪低迷。尽管如此,我们仍维持美元亚洲(日本除外)货币汇率预测轨迹在2026年下半年温和下行,前提是供应链中断预计将会消退、联储局今年落实减息(我们预期2026年将减息一次)及美元强势纾缓等。
- 相对而言,新加坡元和人民币所受到的影响可能较小,但并非完全幸免。这很可能反映两者汇率制度管理性较强,政策指导有助于缓解波动。尽管如此,官方已放宽了强力偏向的中间价调控,将30日平均中间价调整幅度,由3月初的-33个百分点收窄至3月31日的-7个百分点。这一缓和趋势

恰逢美元兑人民币汇率在6.88附近寻底。现时定价模式需要持续观察,以评估当局是否有意容忍更多的双向波动,以暂时减缓人民币的升值步伐,还是打算重新调整人民币的升值步伐。

### 美元兑新加坡元

- 美元兑新加坡元汇率于3月份持续走强。美元强势、联储局减息预期降温、全球经济增长预期重新定价及人民币升值步伐放缓等因素,均导致新加坡元表现疲弱。尽管如此,相较于韩圆、泰铢、菲律宾披索及印度卢比等亚洲货币,新加坡元贬值幅度仍属温和。对于4月新加坡金管局的决定,我们预期当局将通过调升新加坡元名义有效汇率(\$NEER)的升值幅度来收紧政策。尽管如此,我们认为所有政策选项仍在考虑之列,特别是若评估显示输入性通胀压力正在扩大,或显著影响通胀预期。

### 马来西亚令吉

- 马来西亚令吉在3月份上半月相对持稳后,于3月下半月随其他亚洲货币下跌。令吉的下跌反映即使马来西亚作为商品净出口国的地位能支撑令吉,但面对地缘政治影响,没有任何货币能够独善其身。鉴于令吉对全球经济增长、风险情绪及投资组合流动较为敏感,在整体避险环境下仍可能走软。

### 美元兑印度尼西亚盾

- 3月美元兑印度尼西亚盾汇率持续温和上扬,反映美元坚挺、避险情绪升温及石油相关的贸易条件压力等依然严峻的外部环境。印度尼西亚央行推出以外汇计价的回购工具,如SVBI和SUVBI,应有助于一定程度上缓解市场波动。虽然这些工具并未改变基础的外汇汇率锚定,但这些措施可能改善美元在国内的流动性。通过允许出口商及银行在国内持有并循环使用美元,减少了通过现货市场积极获取美元的需求,从而部分缓解压力,并限制美元兑印度尼西亚盾出现无序过度波动的风险。此前,印度尼西亚央行亦宣布针对支持印度尼西亚盾的外汇市场交易措施。这些措施包括将每月每位买家的外汇现金购买上限由10万美元降至5万美元(超过5万美元需提交证明文件)、将国内无本金交割远期外汇/远期销售及掉期买卖的交易上限从每笔500万美元提升至1,000万美元,并将外汇资金汇出的证明文件门槛由10万美元调整至5万美元。这些措施将于4月生效,旨在减少非必要美元需求,同时便利对冲活动。这有望减轻现货市场压力,并改善国内美元的流动性状况。尽管如此,外部因素仍是主导动力,加上风险情绪转弱,以及伊朗冲突可能延长导致油价高企,这些因素仍可能令印度尼西亚盾受压。

**贵金属价格走势预测表**

美元/盎司	2026年6月	2026年9月	2026年12月	2027年3月	2027年6月
黄金	5040	5210	5350	5500	5600
白银	77.5	82.7	89.2	91.7	94.9

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6月	2026年9月	2026年12月	2027年3月	2027年6月
布兰特原油	100	85	70	70	70
WTI	94	81	66	66	66

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别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)有限公司亦无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、分发或传送予任何其他人士,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。