

不确定性笼罩市场

安达财富®香港： 2026年第二季 投资展望

2026年4月号：

全球展望
不确定性笼罩市场

股票
重估市场韧性 上调中国评级

固定收益
债券是否被过度抛售？

另类投资
通胀风险升温 利好实物资产前景

免责声明

《安达财富2026年投资展望》(以下简称“本刊物”)由 安达资产管理(香港)有限公司发布(以安达财富名义经营)。

安达财富仅在香港从事受监管活动。本刊物所载信息及所提及的产品和服务,可能可在全球范围内获取,但仅供位于其使用不违反适用法律法规的司法辖区内的对象阅览或使用。本刊物于香港发布,未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。未经安达财富事先书面同意,任何人士不得发布、传播、复制或分发本刊物。

本刊物所载观点及意见仅反映发布当日的情况,仅供参考之用,不应任何情况下构成针对任何接收本刊物人士的特定投资目标、财务状况及/或个别需要的建议。任何人士依赖本刊物内容所产生的后果,均由其自行承担,安达财富对由此引致的任何损失不承担责任。投资有风险,投资者可能无法收回全部投资本金,在作出任何投资决定前,请咨询阁下的专业顾问。

为免生疑问,本刊物所载观点、意见及估计并不应构成投资建议,且可在不另行通知的情况下变更。过往业绩及对经济、证券市场或整体市场趋势的预测、推算或预期,并不必然代表安达财富所分销基金的未来或潜在表现。

本刊物所讨论的一般市场情况、行业或板块趋势,以及宏观经济、市场或政治环境,不构成研究报告或投资建议,亦不应构成任何证券或金融工具交易的要约、招揽或建议。在法律允许的范围内,安达财富不保证资料的完整性和准确性,亦不对任何事实性错误承担责任。本刊物所载信息在发布时被认为是可靠的。本刊物在编制过程中可能引用第三方资料来源,安达财富不就该等资料是否已被核实、验证或审计作出任何保证或声明。

如本文件中英文版本与中文版本存在任何差异,一律以英文版本为准。

安达资产管理(香港)有限公司为 Chubb Limited 的最终全资子公司。



欢迎辞

回调正好提醒投资者
市场波动可以在毫无预警的情况下出现



2026年伊始,全球金融市场剧烈波动。伊朗冲突引发全球股票与信用市场走势大幅逆转,这一轮回调再次提醒投资者:市场波动往往会在毫无预警的情况下出现。尽管从1月27日高位至3月30日,标普500指数累计下跌9%,跌势之快确实令人震撼,但从跌幅来看仍属正常区间。历史数据显示,在非经济衰退年份,美股从高位到低位的平均回撤约为12%。

虽然地缘政治事件难以预测,但历史表明,投资者的“膝跳反射”式反应往往会对个人财富造成额外伤害。因此,我们建议投资组合的调整应建立在深思熟虑和审慎规划的基础上,而非在仓促或情绪驱动下作出决定。近期的事件进一步印证了我们的观点:客户应定期审视自身投资组合,评估配置是否与个人财富目标、流动性需求以及整体风险承受能力相匹配。这一审视至少应每年进行一次,但若情况出现变化,则有必要提高检视频率。

审视自身投资组合的过程,将有助于确保投资者穿越市场波动,甚至让他们有机会从中受益。这也是我们的投资顾问团队能够发挥专业价值的领域,也就是协助客户进行财富规划与决策。此外,我们亦在本文中探讨了常青型另类投资基金的赎回限制机制,并说明为何应将其视作核心风险管理功能,而非基金策略失误的体现。

我们希望最新的《投资展望》能够在未来数月为您提供具有启发性的观点与思路,并期待在更长远的时间里,持续协助您实现财富目标。

安达财富香港团队

全球展望— 不确定性笼罩市场

地缘政治事件让资产配置决策变得更为复杂

继年初多数市场表现强劲之后，伊朗冲突及随之而来的油价上涨，引发大部分资产价格回落。虽然投资者在冲突初期反应相对平淡，但随着局势持续发酵，市场情绪明显走弱，股债市场同步承压下行。以一组由60%股票和40%投资级信用债构成的平衡型投资组合为例，其在3月录得超过6%的回撤，跌幅与2022年2月俄罗斯入侵乌克兰后的市场表现大致相近。

诸如伊朗冲突等地缘政治事件存在不确定性，使得市场前景难以研判。正因如此，我们认为更为稳妥的策略是预设不同情景，并评估其对市场及投资组合可能产生的影响。

在这三种情景中，我们认为4月份局势缓和的可能性最大，因为冲突持续时间越长，各方付出的代价就越高。近期美伊宣布的停火协议如能正式落地，将与这一判断相吻合。不过，局势演变未必一帆风顺，投资者仍需关注其他情景对其投资组合可能带来的风险和影响。

尽管整体通胀在所有情景下都会有所上升，我们仍然认为，由供给驱动的油价上涨，本质上更像是对全球经济增长的一种「税收」，而不是持续性通胀的主要来源。在短期内，居民和企业难以显著减少燃料及电力消耗，能源支出被迫占据收入更大比重，从而挤出对其他商品和服务的消费。

利好的一点是，在进入3月之际，经济增速表现强劲且呈加快态势。虽然油价上行会对增长形成拖累，但我们认为，只要油价维持在每桶140美元以下，经济陷入衰退的风险仍然相对较低。（见图2）

尽管短期内整体通胀上行已难以避免，但经济增长受压意味着，除非能源供应遭遇更持久的冲击，否则二轮通胀效应未必显著。中期通胀预期指标也印证了这一点，例如美国5年之5年期远期通胀互换利率（5Y5Y forward inflation swaps），该指标反映的是市场对自5年后起、未来5年平均通胀水平的预期。与2022年俄罗斯入侵乌克兰后通胀预期上升约50个基点相比，2026年3月的通胀预期反而略有回落。（见图3）



图1
伊朗冲突不同情景对投资者的影响

情景	局势在4月缓和, 油气运输逐步恢复	局势延续至年中, 对油气产量的损害有限	局势升级或持续发酵, 对油气产量造成明显且持久的冲击
经济影响	经济增速短暂放缓, 但整体仍可避免陷入衰退, 下半年有望实现较快修复。	对经济增长形成更大拖累, 但衰退预计仍可规避。	滞胀: 发达经济体步入衰退, 通胀维持在偏高水平。
通胀影响	整体通胀短期冲高, 二轮效应十分有限。	存在一定二轮效应, 但影响有限。	通胀抬升并在高位徘徊, 通胀预期升温。
油价影响	油价逐步回落, 但大概率仍高于冲突前水平。	油价维持高位(高于每桶100美元), 但在下半年回落至每桶100美元下方。	油价上行至每桶140美元以上, 并在高位运行至年底。
利率展望	下半年具备降息空间, 美债收益率回落至接近冲突前水平。	利率将维持在当前区间直至2026年底或2027年。 美债收益率在衰退预期下出现回落。	通胀可能进一步加快, 加息预期升温, 美债收益率随之走高。
股票影响	在经济增长或通胀受影响相对温和的情形下, 叠加油价回落, 股市有望出现一轮反弹。	股市波动维持在较高水平, 可能存在约10%的下行空间。	经济衰退叠加通胀压力, 推动企业盈利和估值下调, 股市可能存在约20%的下行空间。
信用影响	信用利差走阔, 吸引资金流入, 高风险信用资产表现占优。	高收益债券利差扩大, 但实际违约仍然有限。	违约率和信用利差明显上升。

具备长期投资目标的投资者 应尽量避免进行激进、情绪化的 资产配置调整 此类操作往往难以取得理想结果

在此前景下，投资者应如何应对？首先，我们认为，对于具备长期投资目标的投资者，应尽量避免进行激进、情绪化的资产配置调整，因为此类操作往往难以取得理想结果。相反，投资者应继续聚焦于中长期前景，并根据市场环境的变化，对相关观点进行压力测试。

在此重温一下，我们在《2026年投资展望》中提出的部分核心主题包括：

- 适度超配股票，但需关注波动率上升的风险
- 超配新兴市场股票和债券
- 美国超大盘科技股以外，关注亚洲硬体相关标的
- 超配高收益资产，包括高收益债券和私募信贷
- 超配基础设施股权投资，以提升组合韧性并实现分散配置

我们在股票上仍然维持超配评级，原因在于我们预期全球经济增长整体仍具韧性，目前的衰退风险尚不足以触发股市出现持续性回调。

尽管新兴市场股票和债券经历大幅抛售，我们依然维持对相关资产的超配评级，因为其结构性前景并未发生根本变化。此外，中国、巴西和墨西哥等权重较高的市场相对稳健，有能力应对能源价格飙升所带来的冲击。

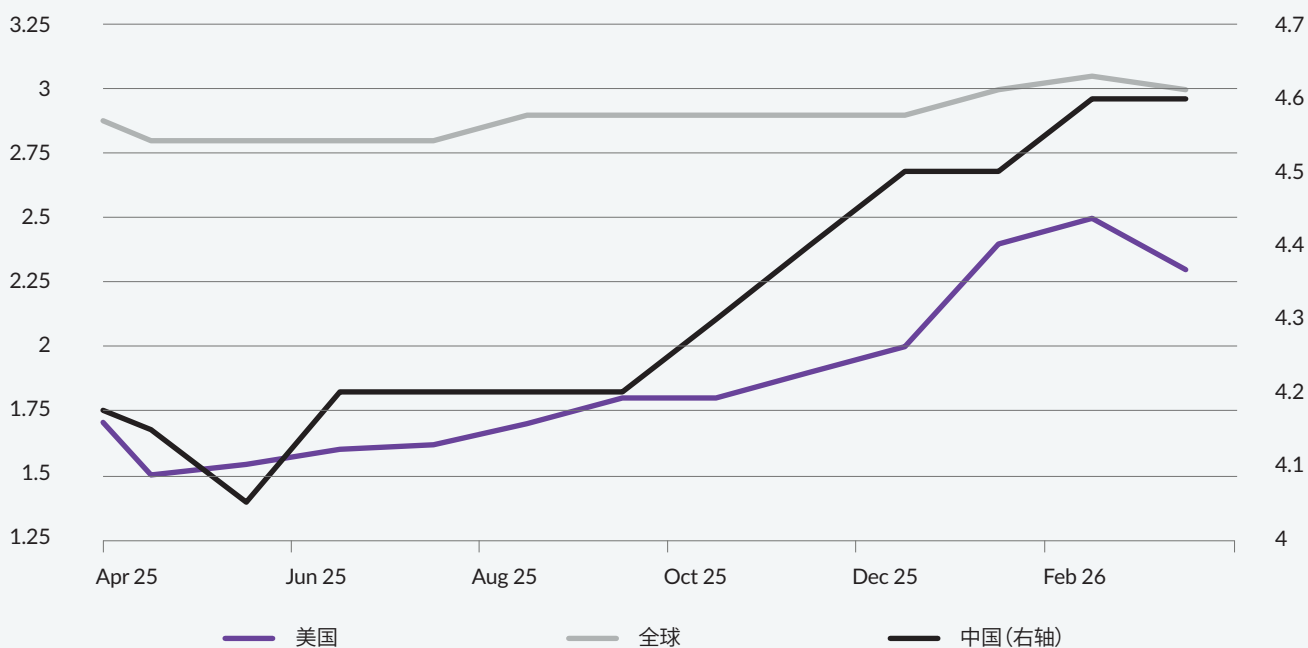
我们对高收益债券维持超配立场。当前该资产类别的绝对收益率已超过7.6%，为潜在的市场波动提供了一定缓冲，而在基础设施股权投资上的超配配置，继续为组合带来分散投资的好处，并在通胀回升时发挥对冲作用。

不过，我们也作出了一定调整。我们将私募信贷的配置下调至适度低配水平。虽然我们认为基本信贷状况好于部分媒体报道所呈现的景像，但市场对人工智能(AI)颠覆性影响的持续担忧以及该领域的资金流出，均为该板块增加了不确定性，并对短期回报造成压力。总体而言，我们认为这将创造具吸引力的入场时机，不过这更有可能在2026年后期或2027年显现。

我们将房地产上调至超配。相较目前仍处于清算周期的私募信贷，私募房地产基金已基本走过相关周期，底层资产价格已调整约15%-40%。房地产和基础设施资产同样具备分散化效应，并且从历史表现来看，在通胀高企阶段其表现往往相对占优。

图2

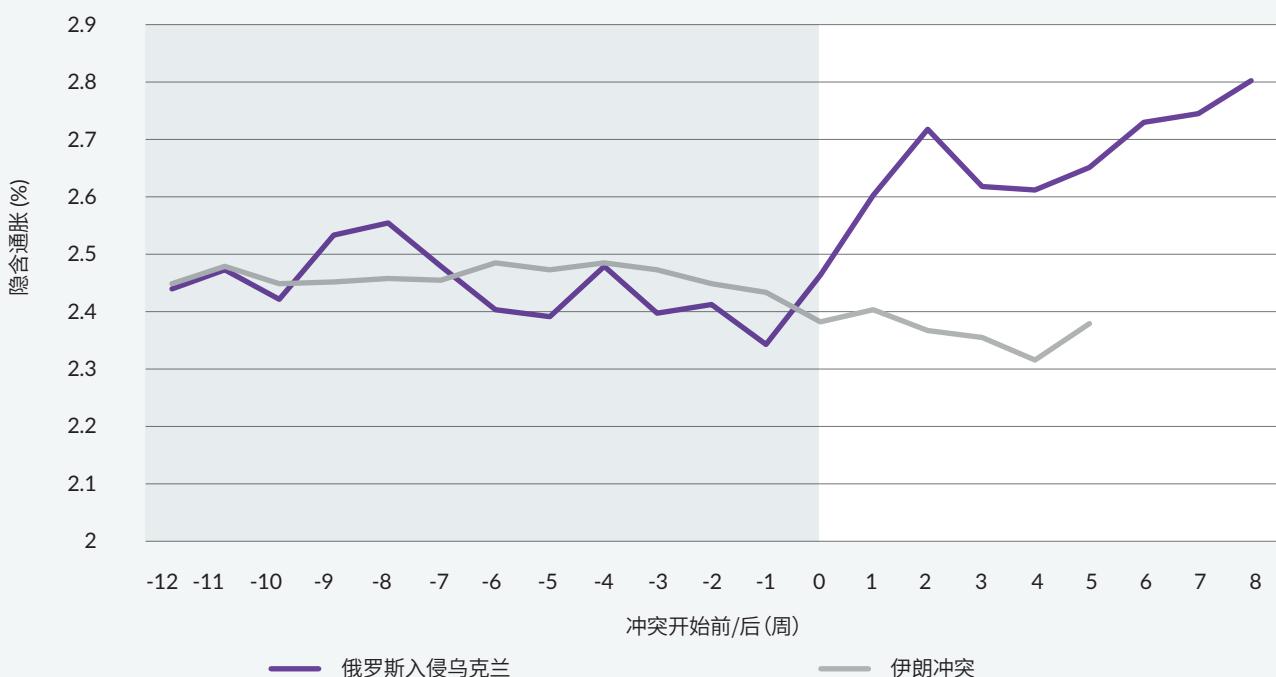
2026年国内生产总值一致预期的变动： 美国、中国及全球



资料来源:彭博,截至2026年4月

图3

美国5年之5年期远期通胀互换利率(%)



资料来源:彭博,截至2026年4月

| 股票

重估市场韧性 上调中国评级



经历强劲的开局后,全球股市已较2月高点回调近10%,新兴市场股市跌幅则超过13%。虽然市场情绪逆转以及回调可以理解,但投资者目前更需要思考的关键问题在于,伊朗冲突究竟会否触发企业盈利衰退,还是只意味着盈利增速放缓?

从历史经验来看,如果将当前阶段与1990年伊拉克入侵科威特时期进行对比,可以发现,尽管本轮油价上行的斜率更陡,美国股市的走势与当时大体相似。不过,在1990年,随着油价进一步上行并将美国经济推入衰退,美国企业盈利估计回落约15%,美股随后出现了第二轮下跌。(见图4)

我们认为,尽管油价走势与当年相似,但当前经济和企业基本面与1990年已大不相同。在海湾战争爆发之前,由于美国经济正承受与储蓄贷款危机相关的信贷紧缩压力,经济和企业盈利增速当时已开始放缓。油价上涨一定程度放大衰退幅度,但并非导致衰退的唯一原因。

相比之下,过去6个月全球主要市场的企业盈利预期整体显著上调(见图5)。企业资产负债表现金充裕、杠杆水平相对较低。除非霍尔木兹海峡出现长期封锁,我们认为出现企业盈利衰退的可能性不大。

基于上述判断,我们仍然维持对股票的适度超配立场,但将在区域层面配置作出相应调整:

日股(以美元计价)于2月12日至3月底期间回调13.2%,我们将之视作进场窗口,并将其评级上调至小幅超配。

前我们保持审慎,主要是出于对市场情绪领先基本面的担忧,以及日本央行收紧货币政策可能加剧波动的考量。随着市场情绪有所修复,一旦市场企稳,日本推进结构性改革的逻辑有望重新吸引资金回流股市。

我们维持对新兴市场股票的超配立场。

然而,为对冲能源供应中断风险,我们适度降低了对泰国、印度等对相关风险较高的亚洲市场敞口,更加偏好于墨西哥、巴西、马来西亚等能源生产国。

我们将中国的评级上调至显著超配。

这一观点或许显得出人意料,毕竟中国当前仍是全球最大的能源进口国,但我们认为,多方面因素使得中国在应对本轮能源冲击时具备更充分的准备:

- 耗方面,中国对电力的依赖程度高于大多数其他市场,估计电力占中国总能源消耗约30%,高于美国及欧洲的20-25%。
- 另外,煤炭及可再生能源分别占中国发电量约58%及34%,使中国可降低对进口能源的依赖。
- 中国近50%的天然气进口来自俄罗斯及中亚地区,并以长期固定价格的合约通过管道输送。

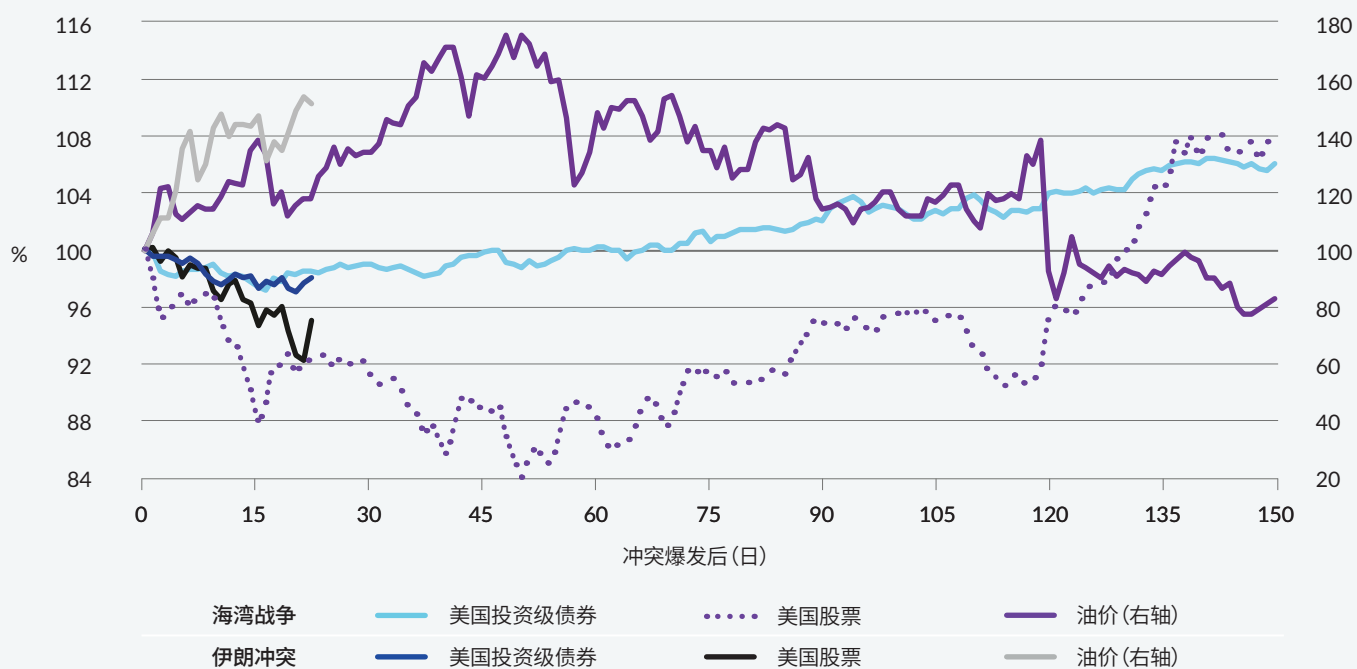
基于相对估值与经济动能因素,我们继续偏好欧洲股票而非美国股票。

尽管欧洲对中东天然气进口依赖较高,但当前价格仍明显低于俄罗斯入侵乌克兰期间的水平(见图6)。天然气需求具有较强季节性特征,预计自4月起显着回落。此后的天然气进口主要用于补充库存。只要供应中断的情况在6月前结束,欧洲面临的能源冲击便有望缓解。

我们仍然认为,与AI相关的需求将在中期内推动多个行业的增长,并更倾向于配置美国“科技七雄”之外的相关标的(见图7)。当前的能源危机也将成为加速投资、推动本地能源安全的重要催化剂,这一趋势可能体

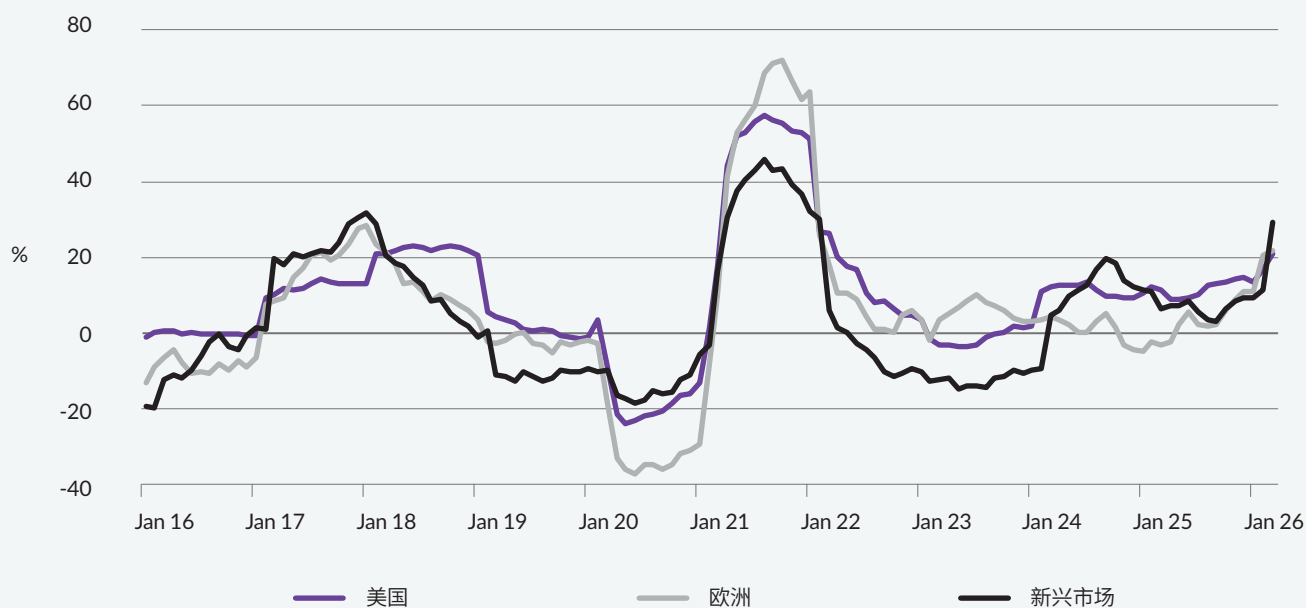
现于多个领域,包括核能、可再生能源以及电气化等。而中国则有望受惠其中,原因是中国在相关技术领域具备优势及领先的制造能力。例如,在电动汽车及电池生产领域,全球超过60%的产能都来自中国。

图4
海湾战争与当前伊朗冲突期间
油价及部分资产类别表现



资料来源:彭博,截至2026年4月

图5
12个月远期每股收益的年度变动



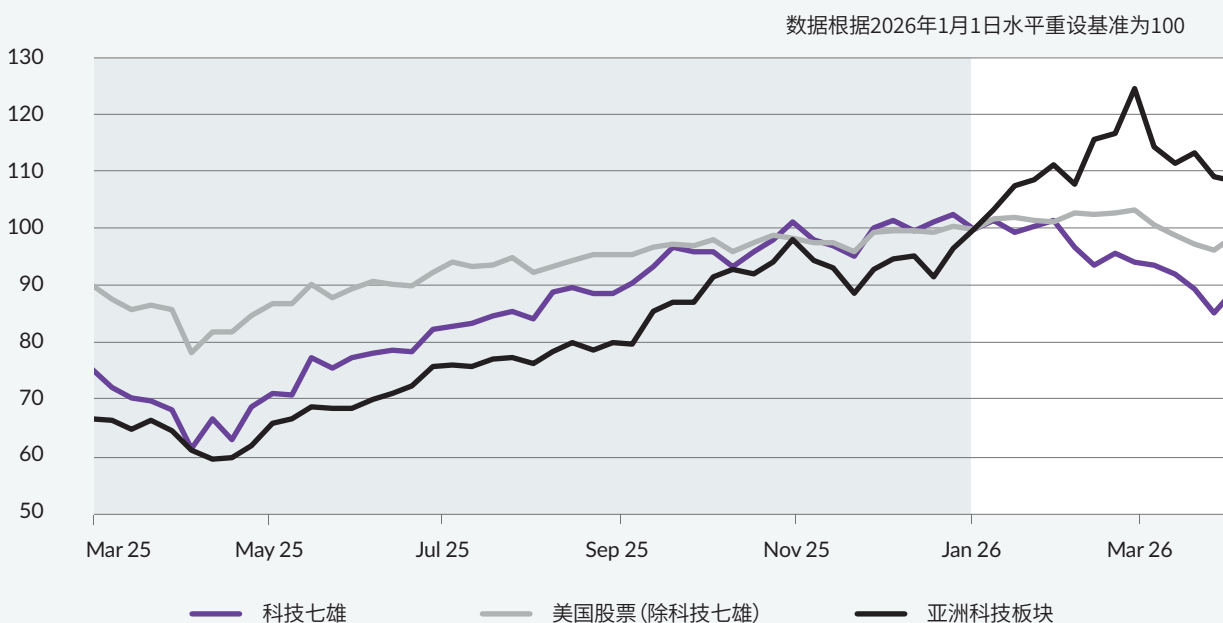
资料来源:彭博,截至2026年4月

图6
荷兰天然气期货价格
(滚动近月主力合约)



资料来源:彭博, 截至2026年4月

图7
今年以来,“科技七雄”表现落后于整体股市及亚洲科技板块



资料来源:彭博, 截至2026年4月

注:科技七雄指Meta、Alphabet、微软、苹果、英伟达、亚马逊及特斯拉

| 固定收益

债券是否被过度抛售？



相较于股票市场，债券市场对伊朗局势的反应在多个方面更为剧烈。随着投资者对通胀与经济增长前景的担忧加剧，债券收益率与信用利差显著上行。投资者亦调整了对各大央行的政策预期：在年初之际，期货市场预计美联储将在年末前降息两次，但截至3月底，市场预期已调整为全年不降息（见图8）。

如前文所述，我们的核心判断是经济增长将放缓但维持正增长，而通胀冲击仅属暂时性，意味着降息虽可能延迟，但在2026年仍有可能出现。

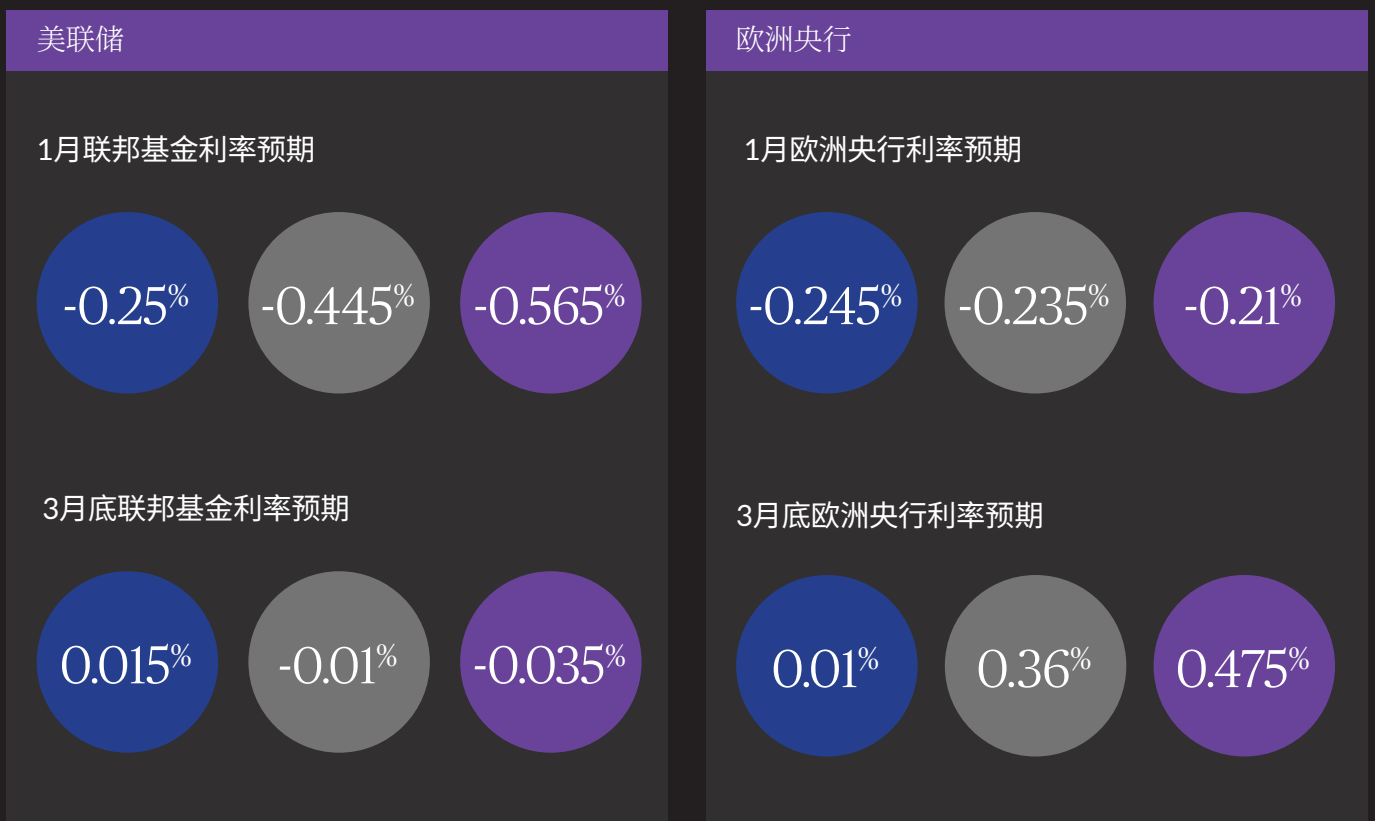
更值得关注的“尾部”风险在于经济增长不及预期。基于这一判断，我们对债券配置进行调整，把政府债券从低配上调至中性。这一调整主要基于战术考虑，因为我们认为3月份收益率上行38个基点，已过度反映了通胀风险。若经济增长较预期更急速放缓，则政府债券有望防范违约风险，同时受益于降息。



图 8

对比期货市场在2026年1月及3月底对美国联储局及欧洲央行的利率预期

利率变动百分比



● 截至6月的利率变动 ● 9月 ● 12月



图9
美元投资级债券相对美国国债利差



资料来源:彭博、截至 2026 年 4 月

| 7.6%

彭博高收益企业债指数
绝对到期收益率

资料来源:彭博,截至 2026 年 4 月

信用债市场方面,我们继续偏好较高的绝对收益水平,并维持对高收益债券和新兴市场债券超配的看法。截至3月底,彭博高收益企业债指数的绝对到期收益率为7.6%,高于2010年以来7.1%的平均水平。若经济增长如我们预期保持韧性,则违约风险预计将维持低位,绝对回报也具备吸引力。相较于私募信贷市场,高收益债市场对人工智能软件行业的风险敞口较低,彭博数据显示,该行业占比不足整体市场的10%。同样地,对于新兴市场债券,除非能源价格持续大幅上行,否则违约风险整体可控。

我们仍维持对美元投资级别债券的低配立场。尽管收益率随整体市场上行,但美元投资级别债券相对美国国债的利差仅为89个基点,显着低于118个基点的长期平均水平。

图 10 债券到期收益率的变化

2026年1月1日至3月31日

美元杠杆贷款

0.88%

美元高收益债券

0.56%

美元新兴市场债券

0.5%

美元投资级债券

0.32%

美国 10 年期国债

0.15%

美国 3 个月期国债

0.05%

资料来源:彭博,截至2026年4月

| 另类投资

通胀风险升温 利好实物资产前景

另类资产(尤其是私募信贷)因负面消息而备受关注。市场对于个别标志性违约事件及人工智能冲击所带来的信用风险担忧,引发赎回规模快速上升,进而促使部分私募信贷基金启动限赎机制,并设置赎回上限。

目前市场尚难准确评估 AI 相关贷款损失的潜在规模。从我们平台所覆盖的基金来看,违约率及实物支付利息(PIK)的情况尚未出现显着上升。但出于审慎考虑,我们仍将私募信贷下调至小幅低配。未来资金进一步流出及违约率小幅上行的可能性较高;若这一趋势持续,私募信贷相较落后于其他另类信贷投资的概率也将随之上升。

需要强调的是,我们并不认为私募信贷这一资产类别存在本质问题,因为其底层资产组合的流动性明显优于其他另类资产。私募信贷基金中的贷款平均久期通常为5至7年,且基金组合中每年约有20%的贷款到期。此外,部署新资金的基金也会带来积极因素,

因为基金有望受益于更严格的承保标准、更高的利差水平,以及在二级市场以折价买入贷款的机会,从而实现更优回报。因此,对于计划配置私募信贷的投资者,可重点关注具备良好违约管理记录、且在过去六个月内新发产品的管理人。

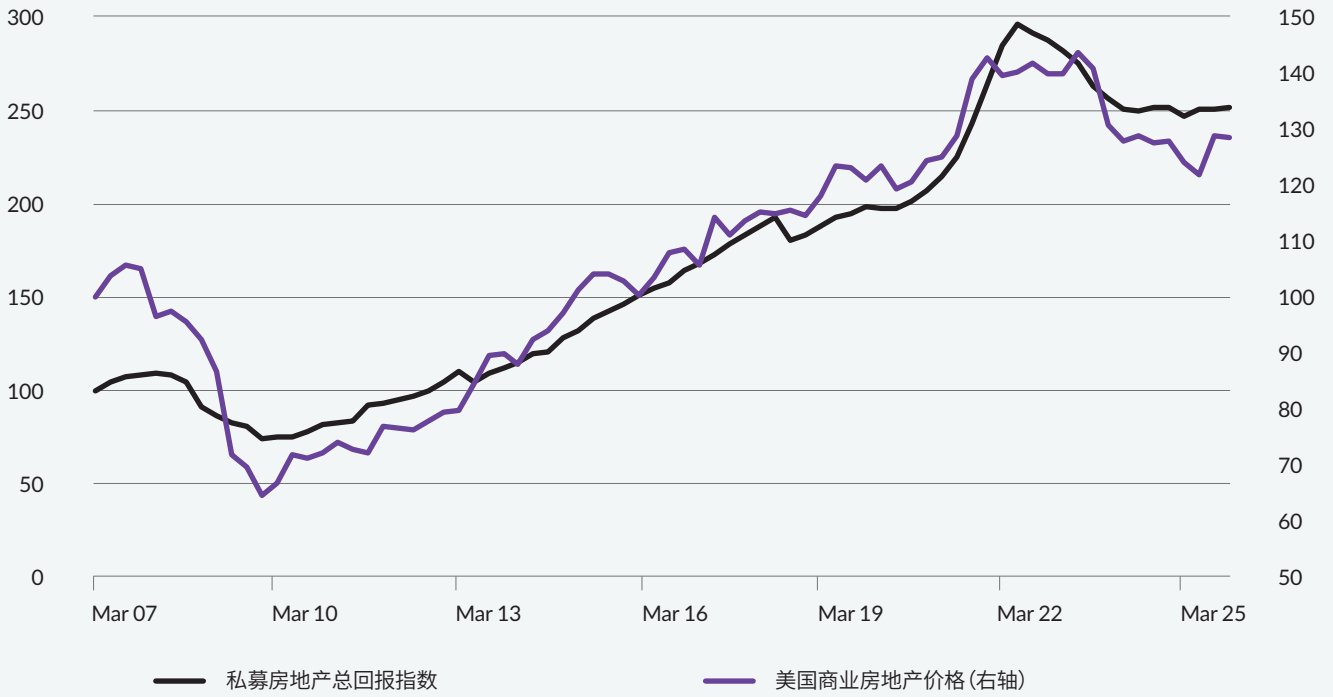
同时,我们藉此将房地产配置上调至超配立场,并维持对基础设施股权的积极看法。房地产基金已较早经历类似当前私募信贷所面临的调整周期,因此其流动性大为改善。同时,房地产价格自2023年高点以来已显着回调,目前正趋于企稳,并开始重拾增长。

对于担忧滞胀前景的投资者而言,基础设施股票与房地产同样具备一定防御属性,因为基础设施项目的收入及实物资产的价值通常与通胀呈正相关性。回顾过去17年的季度资产表现,在美国通胀高于2.5%、且国内生产总值增速低于2%的时期,房地产与基础设施股权的表现相对更优(见图12)。

房地产价格
自2023年高点以来已显着回调
目前正趋于企稳并开始重拾增长

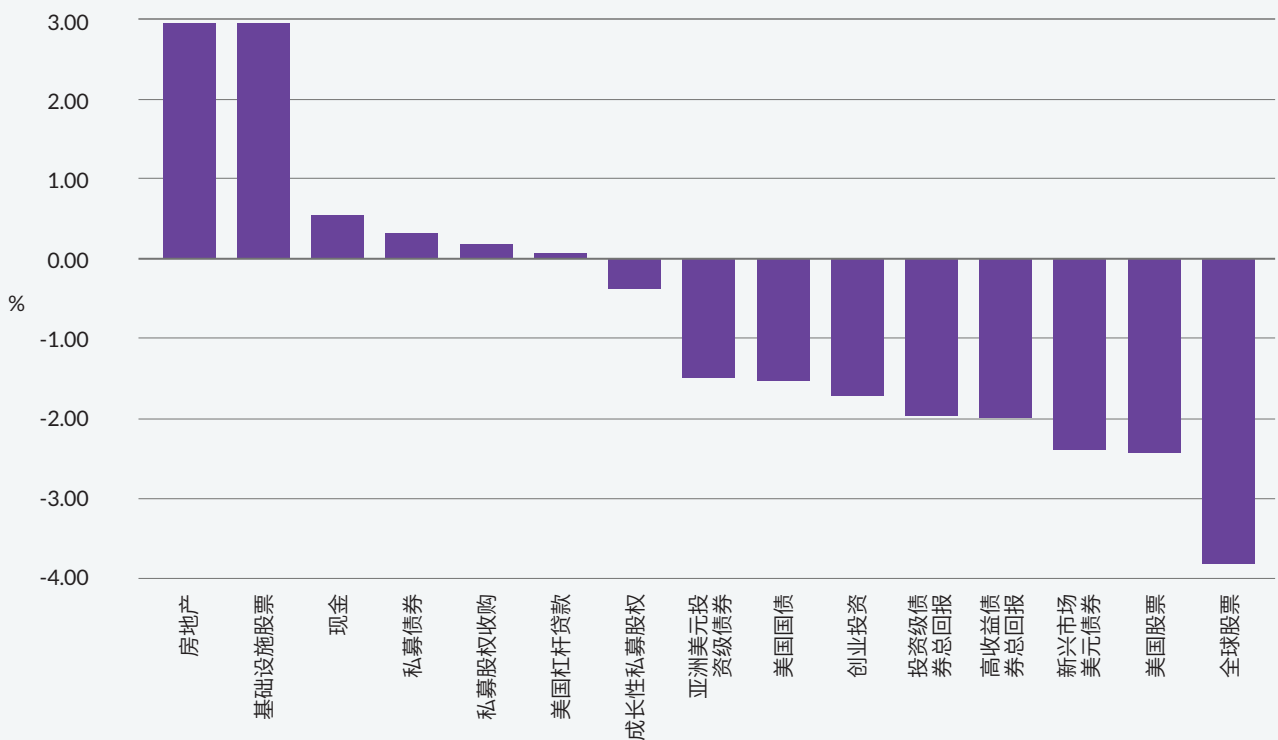


图 11
美国商业房地产价格已趋于稳定



资料来源:彭博、截至2026年4月

图 12
于滞胀时期的平均季度总回报



注:数据自2009年起计算;滞胀定义为在该季度期间,美国消费者物价指数高于2.5%、国内生产总值低于2%(经季调年化增长率)。
资料来源:彭博、截至2026年4月



重点议题

理解常青基金的“流动性闸门”

“流动性闸门”是大部分常青基金的常见机制，容许基金经理限制投资者的赎回金额上限，通常设定为每季不多于 5%。

设置此类流动性上限，是因为常青基金的大部分底层资产流动性较低，且到期日通常在3至7年之间。尽管基金会配置一定比例的高流动性资产以满足一般赎回需求，但若被迫出售流动性较低的资产，可能导致基金持有人面临较大冲击。

当赎回申请总量超过“流动性闸门”上限，基金会按照比例进行分配，以确保所有投资者获得公平对待。

总结来看，常青型另类基金中的限赎赎回机制是一项内嵌的风险管理工具，并不意味着基金运作出现问题。该机制旨在维护投资者之间的公平性，并在市场波动时期增强基金的稳定性。

對投資者來說，充分理解這一機制，並確保其符合自身風險承受能力且匹配其現金流需求，可謂至關重要。

关于安达财富

安达财富深明财富对于您和您家人的重大意义。作为一家香港财富管理机构,我们致力于协助高净值客户实现财务健康,并推动资产的可持续增长。通过将先进的数字化功能与个性化咨询服务相结合,我们能够根据您的独特目标与愿景,为您提供全方位的财富与投资解决方案。

我们的优势在于对风险管理的深刻理解,以及为客户提供独特的投资机会。我们贯彻落实透明、公平及创造长期价值的理念,确保您的财富由值得信赖的专业团队管理。

更多信息请参阅:
chubbwealth.com

安达财富



chubbwealth.com
[linkedin.com/company/chubb-wealth](https://www.linkedin.com/company/chubb-wealth)

牌照信息

安达资产管理(香港)有限公司(以「安达财富」名义经营)为安达有限公司之间接全资附属公司,并根据《香港证券及期货条例》(第571章)获发牌(中央编号:AVR438),以从事第1类(证券交易)、第4类(就证券提供意见)及第9类(提供资产管理)受规管活动。

关于安达

安达是全球领先的保险公司,业务遍及54个国家及地区,为不同行业的客户提供商业及个人财产和责任保险、个人意外及医疗辅助保险、再保险及人寿保险等。安达的优势在于其多元化的产品与服务范围、广泛的分销能力、雄厚的财务实力、卓越的核保能力、专业的理赔经验以及覆盖全球的运营网络。

总公司安达有限公司于纽约证券交易所上市(纽约证券交易所:CB),为标准普尔500指数成份公司。安达在全球约有45,000名员工。

更多信息请参阅:
chubb.com

