

不確定性籠罩市場

安達財富[®]香港： 2026年第二季 投資展望

2026年4月號：

環球展望
不確定性籠罩市場

股票
重估市場韌性 上調中國評級

固定收益
債券是否被過度拋售？

另類投資
通脹風險升溫 有利實物資產前景

免責聲明

《安達財富2026年投資展望》(下稱「本刊物」)由安達資產管理(香港)有限公司刊發(以安達財富名義經營)。

安達財富僅於香港從事受監管活動。本刊物所載之資料或所提及之產品及服務,或可於全球各地查閱,惟僅供身處於其使用不構成違反任何適用法律及法規之司法管轄區內的人士閱覽及使用。本刊物於香港發行,未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。未經安達財富事先書面同意,任何人士不得刊發、傳閱、複製或分發本刊物。

本文件所載的觀點及意見僅反映於刊發當日的情況,僅供參考之用,不應在任何情況下構成針對任何接收本刊物人士的特定投資目標、財務狀況及/或個別需要的建議。任何人士依賴本刊物所載資料,概由其自行承擔風險,安達財富概不就任何人士因依賴該等資料而引致的任何損失或損害而承擔任何責任。投資涉及風險,投資者未必可取回全部投資本金。在作出任何投資決定前,請先諮詢閣下的專業顧問。

為免生疑問,本刊物所載之觀點、意見及估計並不應構成投資建議,並可在不另行通知的情況下作出更改。過往表現及對經濟、證券市場或整體市場經濟趨勢的預測、推算或預期,未必能反映安達財富所分銷基金的未來或潛在表現。

本刊物所討論的一般市場活動、行業或板塊趨勢,以及其他宏觀經濟、市場或政治狀況不應被視為研究報告或投資建議。本刊物亦不應構成任何證券或金融工具交易的要約、招攬要約或建議。在法律許可範圍內,安達財富並不就資料的完整性或準確性作出任何保證,亦不就任何事實錯誤承擔責任。本刊物所載資料於刊發時相信屬可靠。本刊物於編製時或曾使用第三方資料來源,而安達財富並不就該等資料是否已被核實、驗證或審核作出任何保證或聲明。

如本文件的英文版本與中文版本出現任何歧異,概以英文版本為準。

安達資產管理(香港)有限公司為 Chubb Limited 的最終全資附屬公司。



| 歡迎辭

市場調整正好提醒投資者
市場波動可在毫無預警下來臨



2026年開始，環球金融市場便出現劇烈波動。伊朗衝突引發環球股票與信貸市場走勢急轉直下，這波調整提醒了投資者，市場波動往往會在毫無預警下來臨。雖然從1月27日高位至3月30日，標普500指數已累計下跌9%，速度之快確是令人震驚，但幅度仍屬正常範圍以內。參考以往數據，在非經濟衰退年份，美股由高位到低位的平均跌幅約為12%。

雖然地緣政治事件難以預測，但鑑古知今，投資者因即時作出本能反應，往往為個人財富帶來進一步損害。因此，我們建議投資者在調整組合前應經過深思熟慮和審慎部署，而不是在倉促或受情緒影響下作出決定。

定期檢視組合可助投資者安然度過市場波動時期，甚至讓他們有機會可從中受惠。這亦是我們投資顧問團隊可以發揮價值之處，為客戶的財富規劃與決策提供專業支援。此外，我們在本文亦會探討常青型另類投資基金的贖回限制，並說明為何此機制應被視為重要的風險管理功能，而不是基金策略失敗的表現。

我們期望最新的《投資展望》能夠在未來數月為您提供實用的見解與策略，並期待長遠助您實現財富目標。

安達財富香港團隊

環球展望 — 不確定性籠罩市場

地緣政治事件令資產配置決策變得更為複雜

繼年初大多數市場表現強勁之後，伊朗衝突及隨之而來的油價上升，引發大部分資產價格下跌。雖然投資者最初對衝突反應平淡，但隨著衝突持續，市場情緒開始轉差，股債市雙雙下挫。這導致一個由60%股票及40%投資級別信貸組成的平衡型投資組合，在3月錄得超過6%的虧損，其跌幅與2022年2月俄羅斯入侵烏克蘭後的市場表現相若。

諸如伊朗衝突等地緣政治事件仍然相當不明朗，令投資者難以評估市場前景。正因如此，我們認為較穩妥的策略是將不同情境納入考慮當中，並分析它們對市場及投資組合帶來的潛在影響。

在這三種情境中，我們認為最有機會出現的是局勢在4月緩和，因為衝突持續越久，各方付出的代價就越高。近期美伊宣布的停火協議如能正式落實，將與此預測吻合。不過，局勢發展未必一帆風順，投資者仍需留意其他情境對其投資組合帶來的風險與影響。

即使整體通脹在所有情境中均會上升，我們仍認為，由供應推動的油價上升，在本質上是對環球經濟增長的一種「徵稅」，而不是持續性通脹的來源。就短期而言，由於家庭與企業難以大幅減少燃料及電力的用量，他們的能源開支在收入中所佔的比重難免上升，其他商品與服務的支出亦被迫減少。

好消息是，在進入3月之際，經濟增長表現強勁且呈加快趨勢。雖然油價上升會拖累增長，但我們認為只要油價維持在每桶140美元以下，經濟衰退的風險仍然相對較低。（見圖2）

短期內整體通脹上升已是難以避免，但經濟增長受到拖累，意味著除非能源供應持續受到衝擊，否則次輪通脹效應未必顯著。中期的通脹預期指標亦印證了這一點，例如5年之5年期遠期通脹掉期（5Y5Y forward inflation swaps），該指標反映市場對5年後開始的未來5年平均通脹率之預期。與2022年俄羅斯入侵烏克蘭後通脹預期飆升50點子相比，今年3月的通脹預期反而略為回落。（見圖3）



圖 1
 伊朗衝突不同情境對投資者的影響

情境	局勢在4月緩和，油氣運輸逐步恢復	局勢持續至年中，對油氣產量的損害有限	局勢升溫/持續，對油氣產量造成重大而持久的損害
經濟影響	經濟增長暫時放緩，但可避免衰退出現，下半年迅速反彈。	對增長的影響較大，但仍可避免衰退出現。	滯脹：成熟經濟體陷入衰退，通脹持續高企。
通脹影響	整體通脹短期急升，次輪效應非常有限。	出現一定次輪效應，但程度有限。	通脹上升並持續高企，通脹預期升溫。
油價影響	油價逐漸回落，但可能仍高於衝突前水平。	油價維持高企（高於每桶100美元），但在下半年回落至每桶100美元以下。	油價升至每桶140美元以上，並至年底一直高企。
利率展望	下半年可能減息。 美債收益率回落至接近衝突前水平。	利率維持不變至2026年底或2027年。 美債收益率因衰退風險而回落。	通脹可能進一步升溫，帶來加息風險，並推高美債收益率。
股票影響	在經濟增長或通脹受到的影響較為溫和的情況下，油價下跌並帶動股市反彈。	股市維持較大波動，進一步下跌的空間或達10%。	衰退與通脹打擊企業盈利及估值，進一步下跌的空間或達20%。
信貸影響	信貸息差擴闊，吸引資金流入，高風險信貸表現跑贏大市。	高收益債券的息差擴闊，但實際違約宗數有限。	違約率與息差大幅上升。

長線投資者應避免進行激進及基於即時反應的資產配置調整，因這類做法鮮有帶來理想結果

面對如此前景，投資者應如何應對？首先，我們認為長線投資者應避免進行激進及基於即時反應的資產配置調整，因為這類做法鮮有機會帶來理想結果。相反，投資者應繼續專注於中長線前景，並因應市場環境的變化，對相關觀點進行壓力測試。

在此重溫一下，我們在《2026年投資展望》中提出的部分核心主題包括：

- 適度偏重股票，但需留意波幅加劇的風險
- 偏好新興市場股票及債券
- 美國超大型科技股以外，關注亞洲硬件相關企業
- 偏好高收益資產，包括高收益債券及私募信貸
- 偏好基礎建設股權投資，以提升組合韌性並實現多元化配置

我們仍然對股票持偏高比重，因為我們預期環球經濟增長仍然穩健，而衰退風險尚未高到足以引發股市持續下跌。

雖然新興市場股市與債券出現劇烈拋售，但是我們仍然偏好這類資產，因為其結構性前景並未改變。此外，中國、巴西及墨西哥等權重較高市場，前景仍相對穩健，有能力應對能源價格飆升的衝擊。

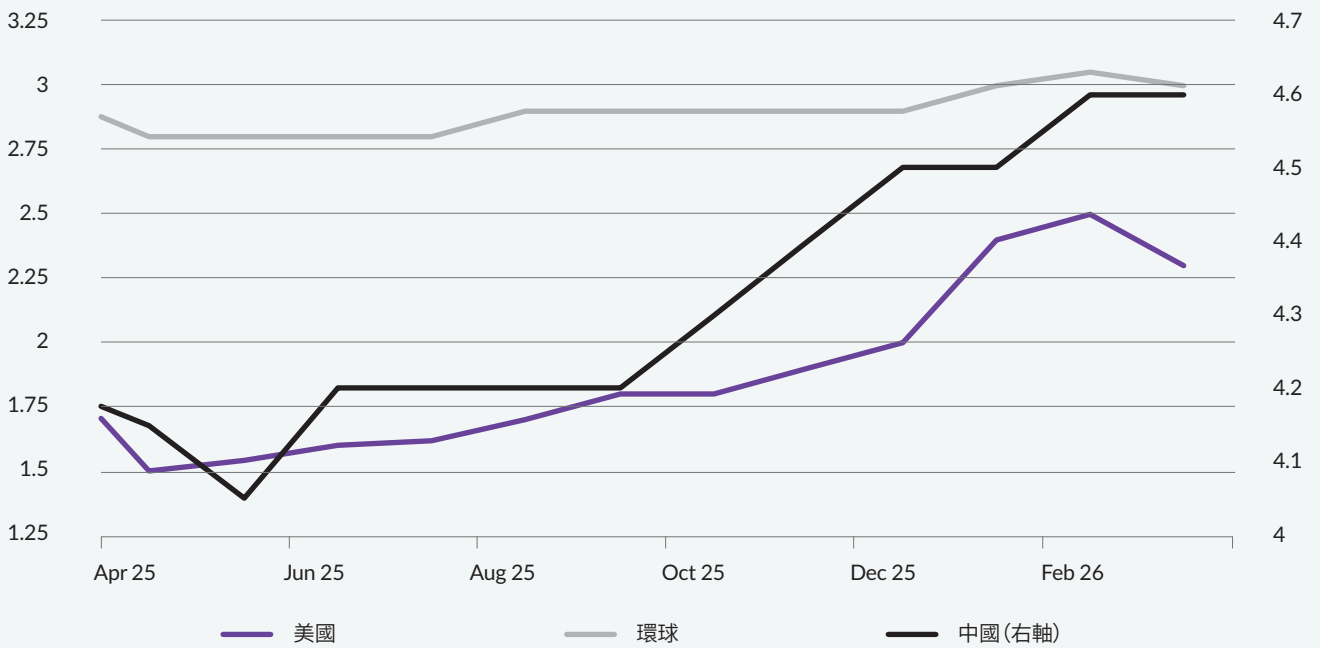
我們仍然偏好高收益債券。目前高收益債券的絕對收益率已高於7.6%，在市場持續波動下可提供緩衝作用，而增持基礎建設股權投資的部署，則可繼續發揮分散投資的好處，並可對沖通脹升溫。

然而，我們亦作出了一些調整。我們將對私募信貸的看法下調至適度減持。雖然我們認為私募信貸的實際信貸狀況優於多數報導所指，但市場持續憂慮人工智能(AI)的顛覆性影響，加上該板塊出現資金流出，均為該板塊增添了不確定性，並將影響其短期回報。總括而言，我們相信私募信貸將出現具吸引力的進場機會，但時機可能在2026年底或2027年才出現。

我們轉為偏好房地產。相比目前仍處於清算周期的私募信貸，私募房地產基金已渡過了相關周期，相關資產價格亦已調整了15%至40%。此外，房地產與基礎設施同樣具備分散風險的效用，且歷史數據顯示，房地產在通脹較高的時表現往往跑贏大市。

圖 2

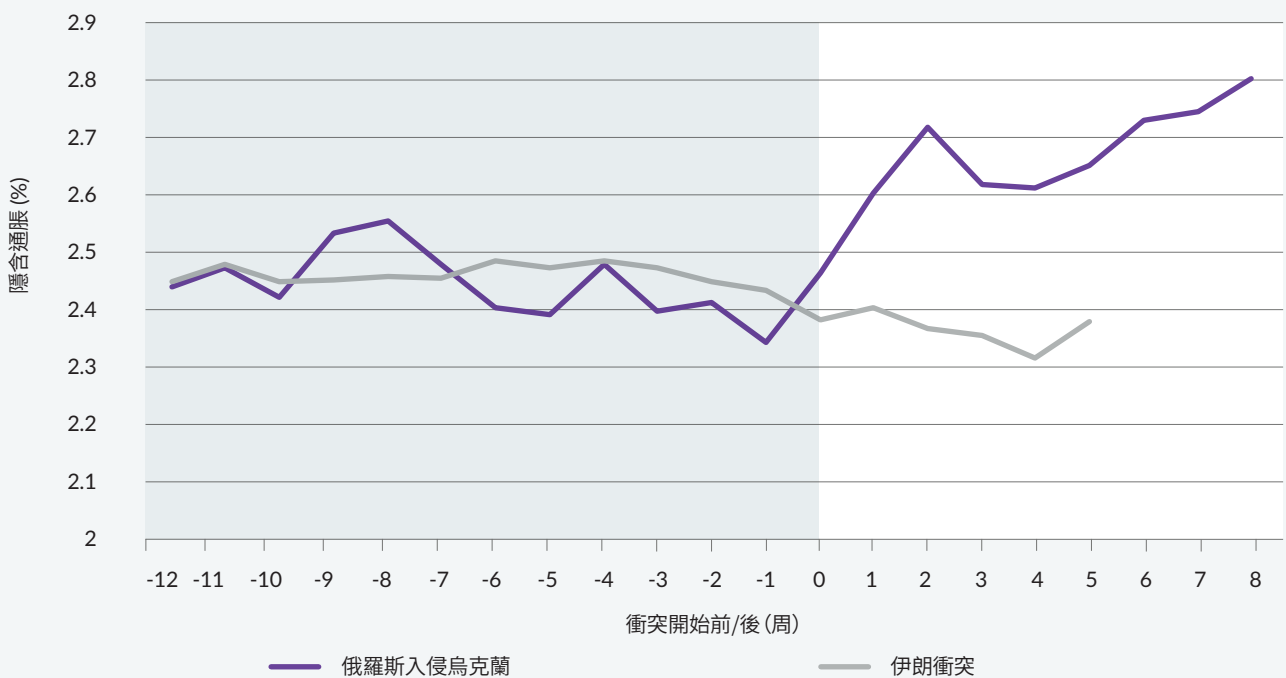
2026年國內生產總值共識預測的變動： 美國、中國及環球



資料來源：彭博，截至2026年4月

圖 3

美國5年之5年期遠期通脹掉期(%)



資料來源：彭博，截至2026年4月

| 股票

重估市場韌性 上調中國評級



經歷強勁的開局後，環球股市已從2月高位回落近10%，新興市場股市跌幅更超過13%。雖然情緒逆轉與市場回調不難理解，但投資者現在需要關注的問題是，伊朗衝突究竟會否引發企業盈利衰退，抑或僅僅令經濟增長放緩？

參考另一個歷史例子，如果將目前情況與1990年伊拉克入侵科威特時相比，可以發現，儘管目前油價的上升速度更快，但美股表現與當年大致相若。然而在1990年，隨著油價進一步攀升並導致美國陷入經濟衰退，拖累美國企業盈利估計下跌15%，美國股市亦出現第二波下跌。（見圖4）

我們認為，即使油價走勢與當年相似，但目前的經濟與企業健康狀況與1990年截然不同。在波斯灣戰爭爆發前，美國經濟本已受到由儲蓄貸款危機引發的信貸緊縮打擊，經濟與盈利增長均在放緩，油價上升只是加劇了當年的衰退幅度，而不是導致衰退的唯一成因。

相比之下，過去6個月環球主要市場的企業盈利預測均錄得強勁增長（見圖5）。企業資產負債表的現金充裕，且槓桿比率相對較低。除非霍爾木茲海峽面臨長期關閉，否則我們認為企業不太可能出現盈利衰退。

正因如此，我們仍然適度偏好股票，但對不同地區的配置會加以調整：

日本股票（以美元計）在2月12日至3月底期間回落了13.2%，我們將之視為進場機會，並將其評級上調至輕微增持。

此前，我們擔心市場情緒已針對基本因素超前部署，而日本央行的緊縮政策亦有可能引發市場波動，因而持審慎態度。鑑於市場情緒已重整，一旦市況回穩，日本的結構性改革主題料將再次吸引資金重回股市。

我們仍然偏好新興市場股票。

然而，為了對沖風險，我們降低泰國及印度等對能源供應中斷較為敏感的亞洲市場比重，轉而偏好墨西哥、巴西及馬來西亞等能源生產國。

我們將中國的評級上調至高度增持。

這或許看似出人意料，畢竟中國是環球最大的能源進口國，但我們認為，中國具備多項優勢，能更充份地應對目前的能源危機：

- 在能源消耗方面，中國對電力的依賴程度高於大多數其他市場，估計電力佔中國總能源消耗約 30%，高於美國及歐洲的20-25%。
- 另外，煤炭及可再生能源分別佔中國發電量的 58% 及 34%，使中國可降低對進口能源的依賴。
- 中國近 50% 的天然氣進口來自俄羅斯及中亞地區，並以長期固定價格的合約經管道輸送。

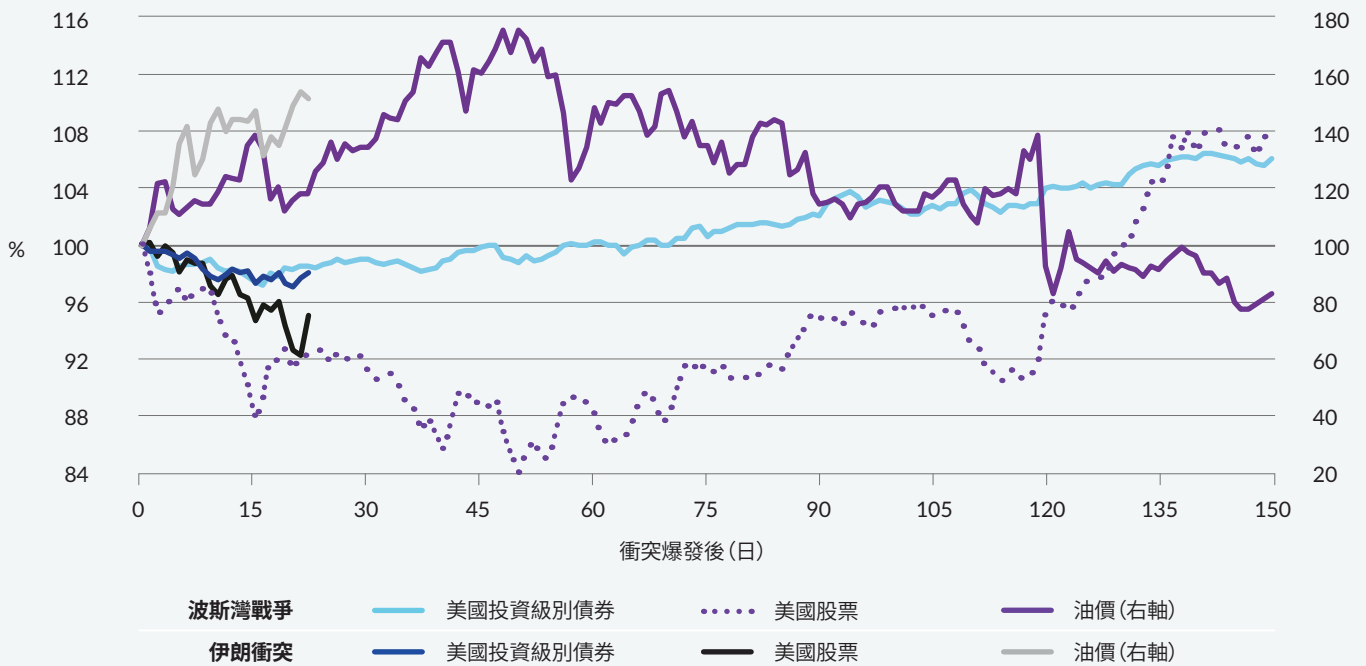
基於相對估值及經濟動能因素，我們仍然偏好歐洲股票多於美國股票。

儘管歐洲非常依賴從中東進口天然氣，但目前價格仍遠低於俄羅斯入侵烏克蘭期間的水平（見圖 6）。天然氣的需求具明顯的季節性特徵，因此有望於4月起大幅回落。因此往後的天然氣進口主要用於補充庫存，只要供應中斷的情況於6月前結束，歐洲面對的能源衝擊便有望舒緩。

我們依然認為，與 AI 相關的需求將推動各行各業的中期增長，並偏好美國「科技七雄」以外的投資機會（見圖 7）。目前的地緣政治危機亦促進各地加快對本土能源安全的投資，相關形式可能包括核能、可再生能源及電

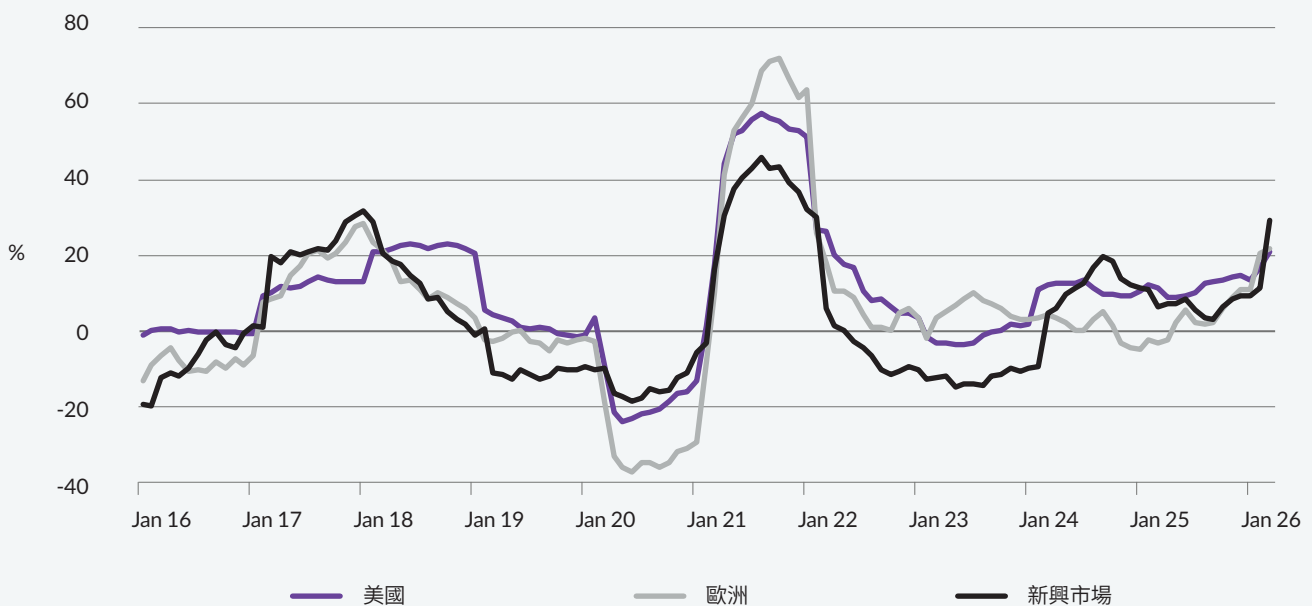
氣化等，而中國則有望受惠其中，原因是中國在多個領域都具備技術優勢及領先的製造能力，例如全球 60% 以上的電動車及電池生產都來自中國。

圖 4
波斯灣戰爭與目前伊朗衝突期間
油價及部分資產類別的表現



資料來源：彭博，截至2026年4月

圖 5
12個月每股盈利預測的年度變化



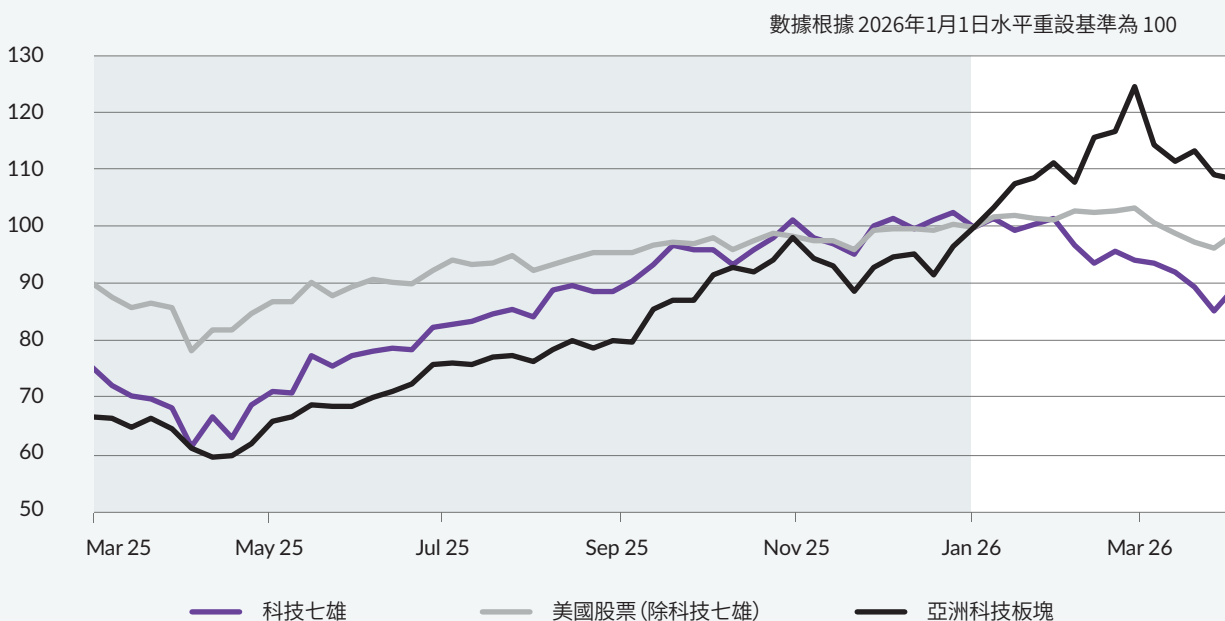
資料來源：彭博，截至2026年4月

圖 6
荷蘭天然氣期貨價格
(滾動近月主力合約)



資料來源：彭博，截至 2026 年 4 月

圖 7
今年以來，「科技七雄」表現跑輸美國大市及亞洲科技板塊



資料來源：彭博，截至 2026 年 4 月

註：科技七雄指 Meta、Alphabet、微軟、蘋果、輝達、亞馬遜及特斯拉

| 固定收益

債券是否被過度拋售？



債市對伊朗局勢的反應在多方面均比股市更為劇烈。債券收益率及息差急升，反映投資者正同時憂慮通脹及經濟增長。投資者亦調整了對各大央行的政策預期：在年初之際，期貨市場預期美國聯儲局在年底前會減息兩次，但到了3月底，期貨市場已反映今年內當局不會再減息（見圖 8）。

如前文所述，我們的核心觀點是經濟雖會放緩但仍維持正增長，而通脹衝擊僅屬暫時性，意味著減息雖可能延遲，但在 2026 年仍有可能出現。

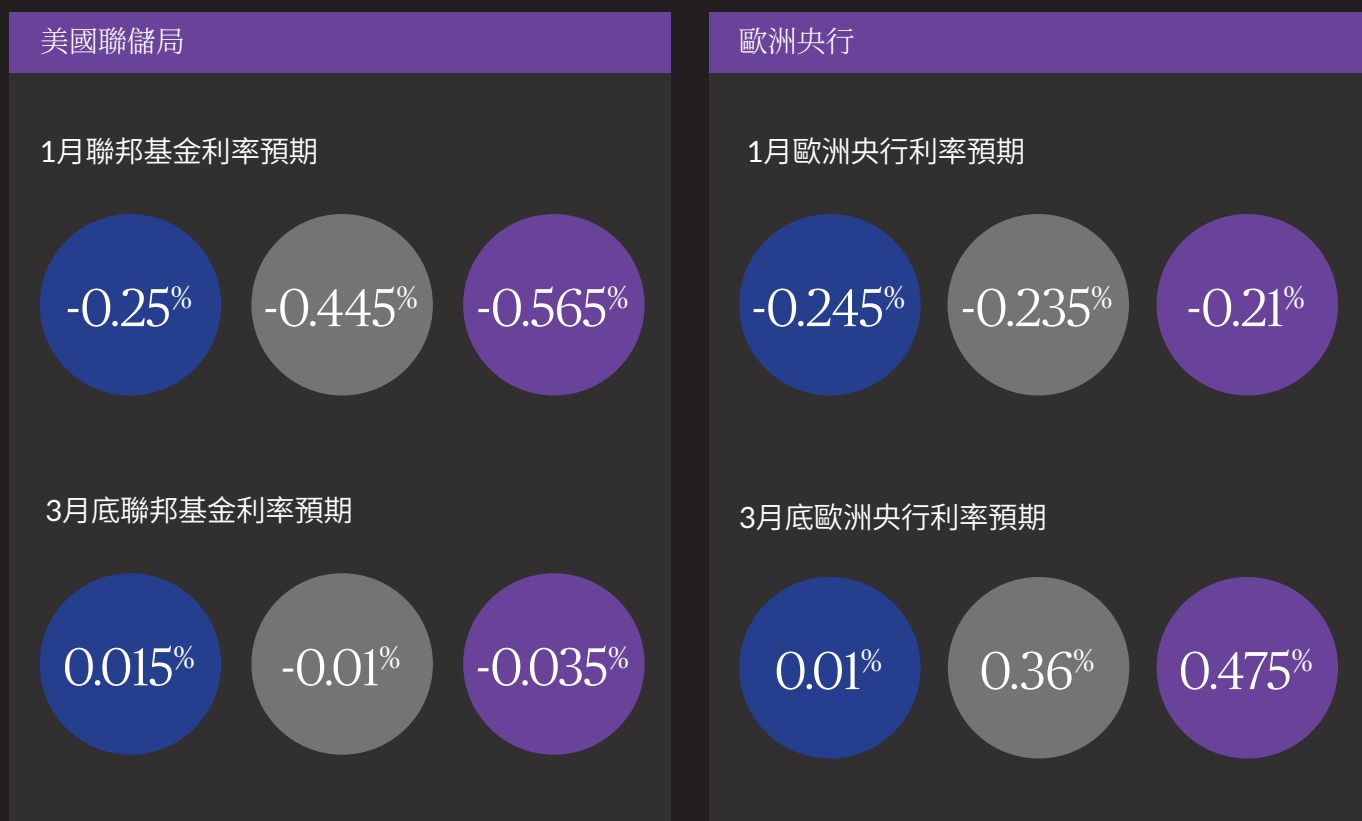
更值得關注的「尾部」風險是經濟增長低於預期。考慮到此風險因素，我們調整了債券的配置，將政府債券由減持上調至中性。此調整乃基於戰略性考量，因為我們認為3月份債券收益率上升38點子，已過度反映了通脹風險；若經濟增長較預期更急速放緩，則政府債券可望對沖違約風險，並因利率下調而受惠其中。



圖 8

對比期貨市場於2026年1月及3月底對美國聯儲局及歐洲央行的利率預期

利率變動百分比



● 截至6月的利率變動 ● 9月 ● 12月



圖 9
美元投資級別債券相對美國國債息差



資料來源：彭博、截至2026年4月

| 7.6%

彭博高收益企業債券指數
絕對到期收益率

資料來源：彭博、截至2026年4月

信貸市場方面，我們維持偏好較高的絕對收益水平，並依然偏好高收益債券及新興市場債券。截至3月底，彭博高收益企業債券指數的絕對到期收益率為 7.6%，高於 2010 年以來平均水平的 7.1%。若經濟增長如我們預期般保持韌性，企業違約風險料應持續低企，而絕對回報則變得具吸引力。而相比私募信貸，高收益債券市場在人工智能軟件行業的涉足程度較低，彭博數據顯示，該行業比例不足整體市場的 10%。同樣地，除非能源價格持續上漲，否則新興市場債券的違約風險有限。

我們維持對美元投資級別債券的減持看法。雖然收益率已隨整體市場上升，但美元投資級別債券相對美國國債的息差僅 89 點子，遠低於 118 點子的長期平均水平。

圖 10 債券到期收益率的變化

2026年1月1日至3月31日

美元槓桿貸款

0.88%

美元高收益債券

0.56%

美元新興市場債券

0.5%

美元投資級別債券

0.32%

美國10年期國債

0.15%

美國3個月期國債

0.05%

資料來源：彭博、截至2026年4月

| 另類投資

通脹風險升溫 有利實物資產前景

另類投資 (尤其是私募信貸) 因負面消息而備受矚目。市場對於個別重大違約事件及人工智能顛覆性影響所帶來的信貸風險感到憂慮, 導致贖回需求急增, 繼而觸發多隻私募信貸基金啟動限制贖回功能, 並設置贖回上限。

目前市場難以準確估算 AI 相關貸款的潛在損失規模, 然而, 在我們平台上的基金中, 無論是違約事件還是實物支付 (PIK) 的情況均未有顯著上升。然而, 我們仍然以審慎態度看待, 將私募信貸下調至略為減持。未來資金很可能會進一步流出此市場, 違約率也可能上升, 一旦此情況持續, 私募信貸基金落後於其他另類信貸投資的可能性便越高。

需要強調的是, 我們並不認為私募信貸這種資產類別本身存在問題, 因這種基金所持有的貸款組合, 其流動性遠高於其他另類資產類別。私募信貸基金中的貸款平均存續期通常為 5 至 7 年, 而組合中每年通常都有約 20% 的貸款到期。此外, 基金重新部署資金, 亦會帶來正面因素, 因為基金可受惠於更嚴謹的承做標準、

更高的息差, 亦有機會在二級市場以折讓價購入貸款, 從而創造更佳回報。因此, 考慮配置於私募信貸的投資者, 可聚焦於擁有良好違約管理往績、以及於過去 6 個月內推出新基金的基金經理。

我們亦藉此機會將房地產上調至增持, 並對基建股票維持正面看法。房地產基金已經歷過類似私募信貸目前面對的調整周期, 因此前者的流動性已大為改善。同時, 房地產價格自 2023 年高位大幅調整過後, 如今正逐步回穩, 並開始重拾增長。

對於擔心滯脹前景的投資者來說, 基建股票及房地產亦可提供一定防禦能力, 因為基建項目的收入及實物資產的價值, 往往與通脹呈正向相關。回顧過去 17 年的季度資產類別回報, 每當美國通脹高於 2.5%、而國內生產總值增長低於 2% 時, 房地產及基建股票的表現均跑贏大市 (見圖 12)。

房地產價格自2023年高位
大幅調整過後，如今正逐步
回穩，並開始重拾增長

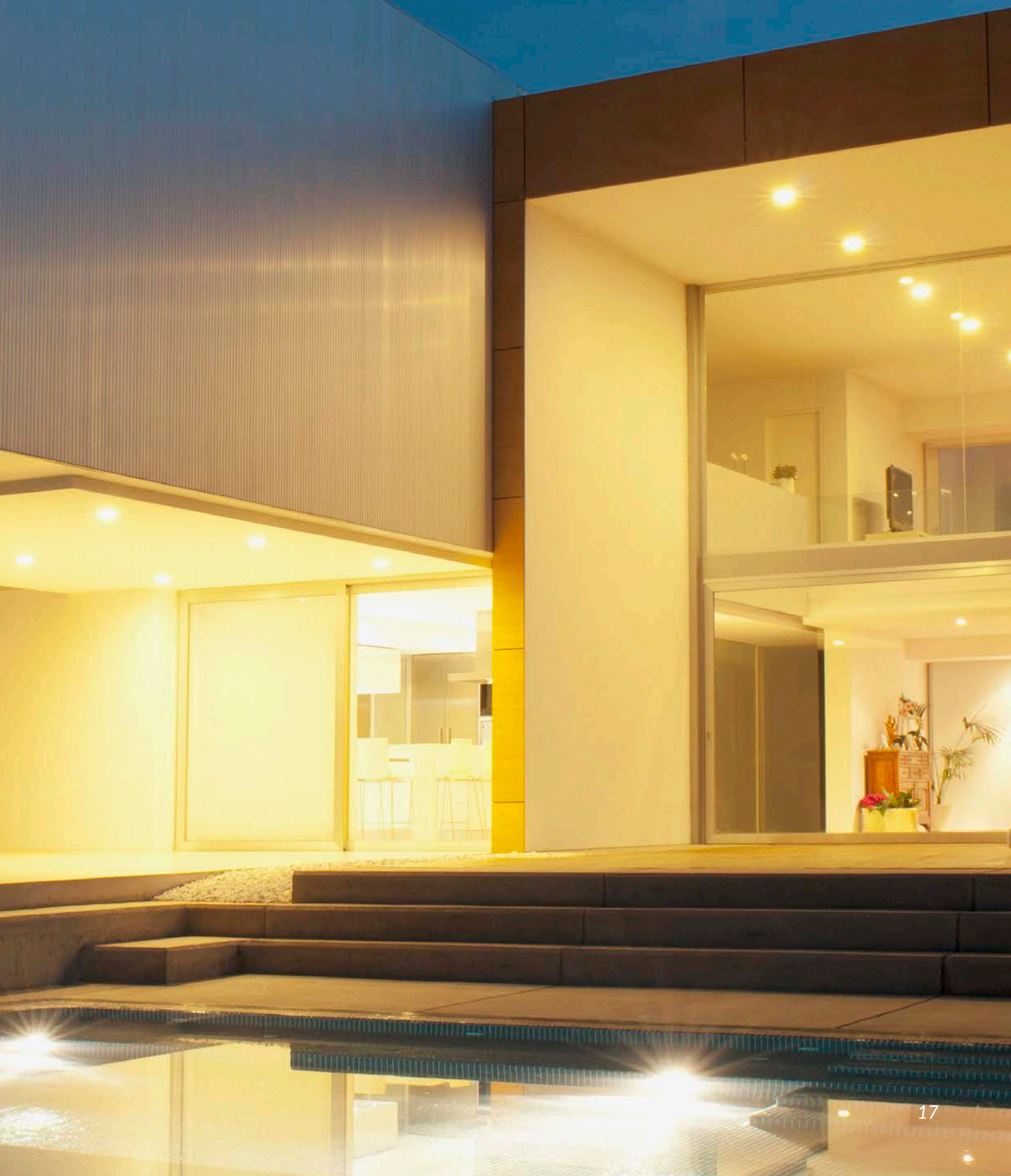
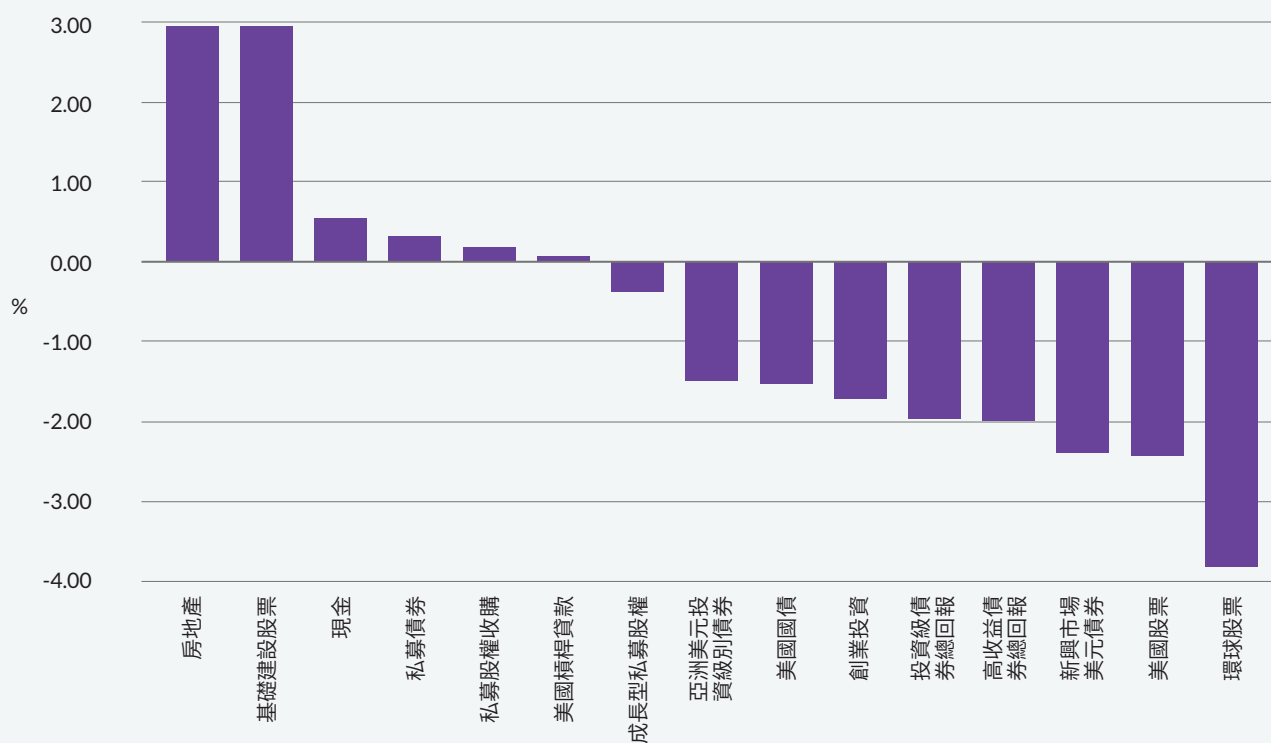


圖 11
美國商業房地產價格已經回穩



資料來源: 彭博, 截至2026年4月

圖 12
於滯脹時期的平均季度總回報



註: 數據自2009年起計算; 滯脹定義為在該季度期間, 美國消費者物價指數高於2.5%、且國內生產總值低於2% (經季調年化增長率)。
資料來源: 彭博, 截至2026年4月

理解常青基金的「流動性閘門」

「流動性閘門」是大部分常青基金的常見機制，容許基金經理為投資者的贖回金額設定上限，通常設定為每季不多於 5%。

設置此類流動性上限，是因為常青基金所持有的大部分資產流動性較低，到期日介乎三至七年。雖然常青基金會持有一些流動性較高的資產以應付一般贖回需求，但若被迫出售流動性較低的資產，可能會導致基金持有人承受較大衝擊。

當贖回申請總額超過「流動性閘門」上限，基金會按比例處理贖回申請，以確保所有投資者獲得公平對待。

總括而言，常青型另類資產基金的限制贖回機制，是一項內置的風險管理工具，而非基金本身出現問題。此設計旨在確保所有投資者均獲公平待遇，並在市場波動期間提升基金的穩定性。

對投資者而言，充份理解這種機制，並確保此特性符合自身風險承受能力及現金流需求，可謂至為重要。

關於安達財富

安達財富深明財富對您和您家人的意義重大。作為一家香港財富管理機構，我們致力協助高淨值客戶成就財務健康，並實現資產的可持續增長。結合先進的數碼化功能與個人化的諮詢服務，我們可根據您的獨特目標與願景，為您提供全方位的財富與投資解決方案。

我們的優勢在於對風險管理的深刻理解，以及為客戶提供獨特的投資機遇。我們貫徹落實透明、公平及創造長期價值的理念，確保由值得信賴的專業團隊管理您的財富。

更多資訊請參閱
chubbwealth.com

安達財富



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

牌照資訊

安達資產管理(香港)有限公司(以「安達財富」名義經營)為安達有限公司之間接全資附屬公司，並根據《香港證券及期貨條例》(第571章)獲發牌(中央編號:AVR438)，以從事第1類(證券交易)、第4類(就證券提供意見)及第9類(提供資產管理)受規管活動。

關於安達

安達是全球領先的保險公司，業務遍及54個國家及地區，為不同行業的客戶提供商業及個人財產和責任保險、個人意外及醫療輔助保險、再保險及人壽保險等。安達的優越之處在於其多元化的產品及服務範圍、廣大的分銷能力、超卓的財務實力、卓越的核保能力、出眾的理賠專業知識及營運業務遍佈全球各地。

總公司安達有限公司於紐約證券交易所上市(紐約證券交易所:CB)，為標準普爾500指數的成份公司。安達全球僱員人數約為45,000名。

更多資訊請參閱
chubb.com

