



投資總監慧眼

梁啟棠, 首席投資總監

感知比事實更重要

*From Inflation To Stagflation –
What-if Possibilities Become Realities*

22 May 2026



霍爾木茲海峽已封鎖逾70天

全球股市目前仍將此次危機視為暫時性衝擊

- 霍爾木茲海峽是全球最關鍵的原油運輸咽喉，每日處理約**2,100萬桶(bpd)**的運輸量，約占全球石油液體總消費量的 21%。
- 全球原油庫存目前正急遽消耗；當前模型預測，庫存將於**2026年6月**跌破臨界水位，具體時間將取決於各消費國所採取的節約措施步伐。
- 經濟合作暨發展組織(OECD)的商業原油庫存通常可作為支應逾**90天**需求的緩衝，但目前正以**每日150萬至200萬桶**的速度超額消耗，遠高於季節性的使用水準。



通脹僅為短暫性的押注正在破滅

若供給衝擊持續超過60至90天，恐將從「短期震盪」演變為「結構性重塑」

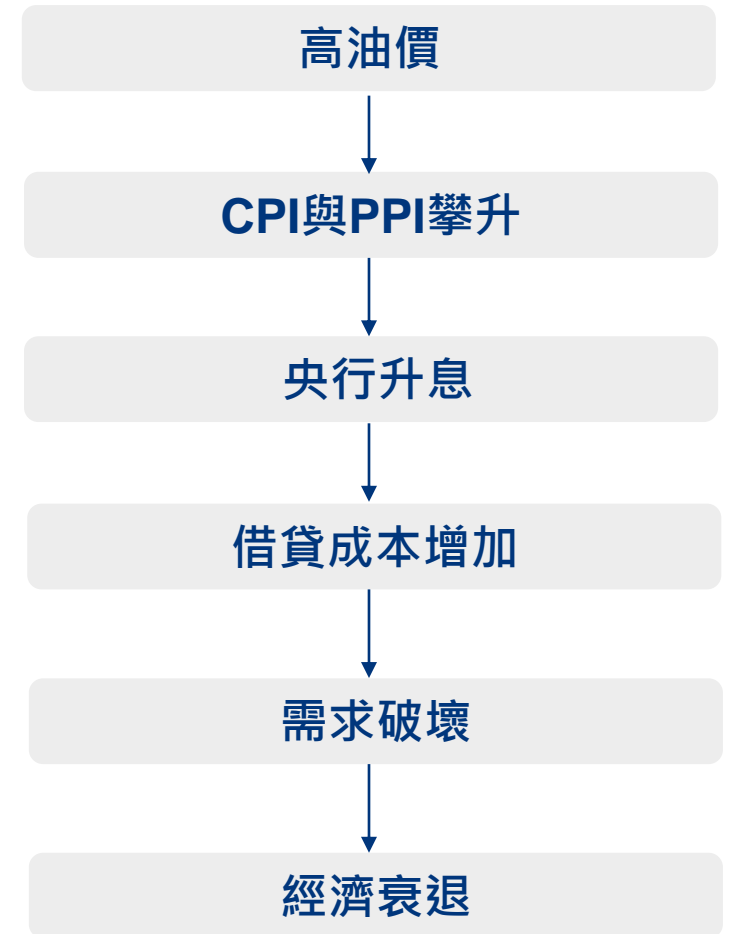
- 在危機爆發的前幾週，市場仍僅反映出「短暫性」的觀點 – 預期中斷將是暫時的，油價飆漲將會自行修正。
- 這與2021至2022年的政策失誤如出一轍：當時各國央行將通脹視為暫時現象，導致政策延宕並放任通脹預期失控。
- 愈來愈多的企業指引反映來自輸入性成本的壓力；貨運、石化、塑膠與肥料等產業正全面重新定價。
- 持續性的封鎖使高昂的能源成本滲透至供應鏈與運輸體系，進而引發二次通脹效應。



停滯性通脹不再只是尾部風險

面對成本推動型的停滯性通脹，聯儲局的政策工具恐將帶來副作用

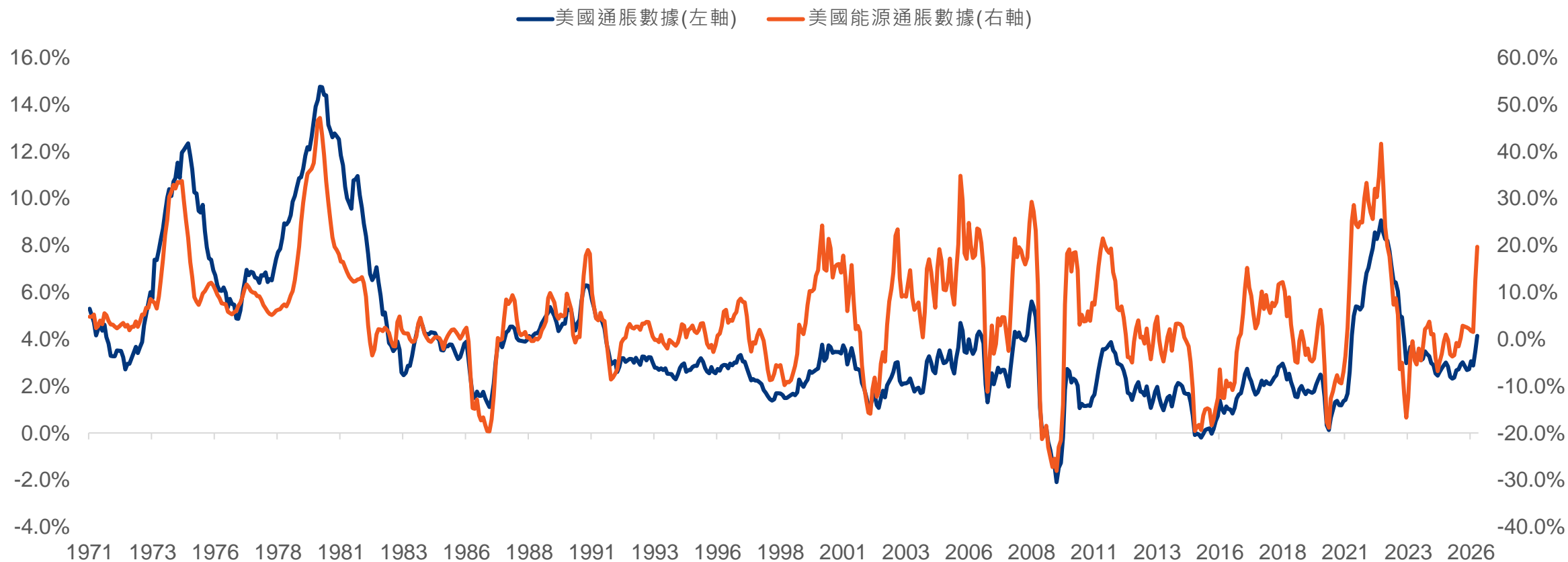
- 停滯性通脹(Stagflation)定義為高通脹、經濟成長停滯或萎縮，以及高失業率同時發生的現象 – 這種組合令傳統貨幣政策束手無策。
- 同時，供給端的衝擊對產能造成的壓抑，將導致經濟體同時承受「成本推動型通脹」與「經濟成長萎縮」的雙重夾擊。
- 聯儲局正陷入經典的政策兩難：升息抗通脹(恐加劇經濟衰退風險)，或是減息救經濟(恐使通脹進一步加劇)。
- 根據當前預測顯示，若油價居高不下，CPI恐將長期維持在5%-7%的高位，而2026年的GDP成長預測亦已下修至0%-1%。



美國通脹的趨勢與能源成本的攀升呈高度相關

1970與1980年代的能源成本飆升正是導致滯脹的最佳範例

美國CPI與美國能源通脹走勢



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

兩次石油危機、兩次經濟衰退，與一項果斷的政策

儘管代價是痛苦的，但果斷且具公信力的緊縮政策是唯一被證實有效的解方

期間	觸發因素	CPI高點	聯儲局措施	結果
1973-1975	OPEC石油禁運；尼克森關閉美元與黃金兌換窗口；貨幣擴張	~12% (1974)	亞瑟·伯恩斯(Arthur Burns)：先寬鬆後緊縮；實施薪資與物價管制	1974-1975年經濟衰退；通脹未完全被抑制
1979-1982	伊朗革命(1979年石油危機)；OPEC第二次減產	~15% (1980)	保羅·沃克(Paul Volcker)：激進升息，將聯邦基金利率推升至近20%	1981-1982年經濟嚴重衰退；通脹在1983年被徹底壓制

亞瑟·伯恩斯 (ARTHUR BURNS · 1970-1978)

- 錯誤地將通脹歸咎於「特殊因素」(如工會、食品、石油)，而非貨幣政策。
- 其寬鬆立場導致通脹預期加劇；薪資與物價管制僅能提供短暫的喘息空間

保羅·沃克 (PAUL VOLCKER · 1979-1987)

- 實施激進的「貨幣主義實驗」– 以控制貨幣供給增速為目標，並於1981年6月將聯邦基金利率推升至近20%。
- 刻意引發一場嚴重的經濟衰退(1982年12月失業率達10.8%)，以瓦解通脹預期心理，並在1983年將CPI降至3%以下

停滯性通脹螺旋：從原油衝擊到經濟衰退的四個階段

美國經濟正從第二階段過渡到第三階段，隨霍爾木茲海峽封鎖延長，邁向第四階段的風險也顯著上升

1. 能源價格衝擊

油價飆升推高家庭與企業的汽油、暖氣燃料與電力成本；運輸與物流費用在整體供應鏈中全面攀升。

2. 全面性通脹

能源成本直接反映在CPI上，並間接傳導至PPI，涵蓋食品、製造、化工與服務業；核心通脹則通常在3-6個月後出現滯後上升。

3. 央行措施

聯儲局激進升息以錨定通脹預期；房貸利率、企業借貸成本與消費者信貸利率全面走高；孳息率曲線出現倒掛或平坦化(市場已開始將此可能性納入定價)。

4. 需求破壞與經濟衰退

較高的借貸成本抑制了資本支出、房市活動與消費者支出；由於名目薪資成長落後通脹，實質薪資轉為負值；失業率上升；國內生產總值收縮。

停滯性通脹下的能源、原材料與防禦性板塊

黃金曾是完美的停滯性通脹避險工具，前提是它能重新發揮避險資產的特性

- **能源**：營收直接受惠於油氣價格上漲；上游生產商、煉油廠及綜合型石油企業的利潤率將顯著擴張。
- **醫療保健**：屬需求高度缺乏彈性的防禦性板塊；行業的定價能力不受經濟週期影響。
- **公用事業**：具備管制定價與通脹轉嫁機制；在停滯性通脹初期，其股息孳息率相較於債券更具吸引力。
- **大宗商品與原材料**：商品價格普遍上漲，有利於具強勁定價能力的礦業公司、農業生產商與化工企業。
- **必需消費**：必需品具備定價能力；消費者會優先削減非必需支出，再減少必需品消費。
- **基礎建設**：實體資產會隨通脹增值；收費公路、管線及房地產將受惠於通脹掛鉤的租賃結構。

停滯性通脹環境下應避開的板塊

非必需消費、金融及對利率敏感型產業面臨最嚴峻的逆風

- **非必需消費品**將面臨嚴重的需求破壞。實質薪資轉為負值；消費者優先購買必需品；大額消費需求(汽車、家電、旅遊、餐飲)將大幅減弱。
- **金融業(銀行)**將面臨信貸損失攀升。升息初期雖有利於淨利差(NIM)，但隨衰退加劇，貸款違約率將上升；商業不動產(CRE)曝險惡化。
- **不動產(REITs)**將面臨資本化率上升與估值壓縮。高利率將推升折現率，導致不動產價值下跌；抵押貸款REITs則面臨資金成本的壓力。
- **工業板塊**將面臨輸入型成本通脹與需求放緩。原材料與能源成本上漲速度快於產品售價；並隨企業資本支出削減，訂單能見度將萎縮。
- **航空與運輸業**將面臨燃料成本飆升。航空燃油為最大營運成本；在經濟衰退環境下，無法將成本完全轉嫁給消費者。

非必需消費板塊面臨雙重打擊 – 負成長的實質薪資削弱購買力，而更高的借貸成本壓垮近年依靠信貸維持的消費模式。

AI是最後一道防線

然其韌性將取決於企業需求，而非終端消費

AI與科技股的樂觀情景

- 與消費板塊不同，AI收入主要來自企業與公司客戶 – 包括超大規模雲端服務商、金融機構、醫療系統與工業企業 – 其支出動能來自生產力投資報酬率(productivity ROI)，而非消費者信心。
- 在2026年第一季，企業投資在美國GDP成長中貢獻達1.48個百分點，首度超越消費者支出(1.08 個百分點) – 幾乎完全是由AI基礎建設擴建所驅動。
- 「科技七巨頭」已承諾於2026年投入約7,250億美元的AI資本支出，且此數字在整個業績期中持續上修。
- AI為停滯性通脹提供了實質的生產力緩衝：若AI工具能降低勞動力成本、自動化優化供應鏈並提升能源效率，將能部分抵銷油價上漲帶來的成本推動型通脹。

AI資本支出或能阻止全面性的經濟衰退

但它並非萬靈丹

AI救市論的潛在風險

- AI投資無法完全抵銷嚴重的消費衰退；企業投資的乘數效應低於消費者支出。
- 美國零售市場的規模是科技七巨頭宣布7,250億美元資本支出的10倍。換言之，零售銷售每萎縮1個百分點，就需要這7,250億美元的資本支出增加10個百分點來彌補。
- AI屬於高耗能產業(資料中心耗電量極大)，這意味著在高能源成本的環境下，AI本身的運作成本也將更為昂貴。
- 若聯儲局被迫激進緊縮，較高的長期利率最終將壓縮估值，即便是最為堅定的企業AI投資意願亦恐遭到削弱。

AI企業投資確實能在一定程度上緩衝停滯性通脹導致的GDP收縮 – 這可能取決經濟僅陷入溫和衰退，還是走向嚴重衰退 – 但它不是萬靈丹。

投資策略調整

當假設化為現實

- 停滯性通脹不僅是美國面臨的風險，更牽動整個全球經濟。我們以美國作為基準，以對投資策略進行調整。
- 股市方面，我們偏好能源與大宗商品、礦業、醫療保健、必需消費、AI 基礎建設與半導體板塊。並建議避開非必需消費、存續期間長及高市盈率的股票，因其對聯儲局緊縮帶來的利率上揚最為敏感。此外，資本化率上升與衰退風險將對商業不動產及辦公室型REITs造成顯著的負面衝擊。
- 固定收益方面，偏好短天期債券(1至3年期)。這有助於將利率風險降至最低，並能在聯儲局緊縮時以更高的利率進行再投資。**長天期債券(國債與公司債)及永續債受通脹預期重新定價的衝擊最大**，並建議降低對高收益債及投資級邊緣的公司債曝險。在經濟衰退期間，處於投資級邊緣之信貸將面臨嚴峻的營運壓力。
- 同時偏好配置浮動利率債券，其票息會隨市場利率重設，能有效抵禦存續期間風險。
- 若其能重新發揮避險資產的屬性，亦即當前大宗商品的投機情緒消退時，黃金將是完美的停滯性通脹避險工具。

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據) 未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及之風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。