



投資總監慧眼

梁啟棠, 首席投資總監

洞悉四大變數，尋找市場曙光

*Navigating The Four Essential Forces –
“May The Force Be With You” - Finding Hope In Its Despair*

8 May 2026



塑造市場前景的四大變數

期中選舉為重中之重

1 伊朗戰爭

雖美國在伊朗戰爭中宣稱已經取得軍事上的勝利，但美國與全球能源市場仍然被霍爾木茲海峽的封鎖所挾持。市場不願對停火與威脅的反覆拉鋸作進一步反應，但會對油價變動做出反應，因為油價變動會影響通脹預期，進而影響對利率變動的預估。市場目前正對利率進行最壞情況的定價。而最壞情況即全球經濟衰退。

2

凱文·華許將於2026年5月16日就任新一屆聯儲局主席

屆時將帶著兩個看似矛盾的目標上任：1) 縮減聯儲局的資產負債表；2) 下調短期利率。這或許並非真的那麼矛盾。正面因素在於，市場尚未將任何2026年的減息預期反映在定價中。若他能在今年成功推動減息，這將是一個巨大的正面驚喜。若他無法達成，現況亦不會有任何改變。

3

中美峰會/貿易戰

預期特朗普將於2026年5月14日至15日在北京與習近平會面。這次會議將被視為中美貿易談判的鋪墊，因去年達成的貿易休戰將在2026年11月到期。特朗普的策略向來是「以升級促降級」。預期在中期貿易休戰到期前，中美貿易的負面新聞將會增加。建議在任何潛在的回調中逢低買入中港股市，並在貿易談判波動時配置黃金。

4

期中選舉

目前總統的支持率處於歷史低點。共和黨的全面執政(入主白宮、以217-213掌控眾議院、以53-45掌控參議院)被視為有利於標普500指數。任何關於民主黨的翻盤，都可能削弱特朗普為大型企業建立的部分順風優勢。對政治中立板塊(如基礎建設、公用事業以及具備穩定現金流公司)持正向觀點。

戰爭似乎短期內不會結束

1. 伊朗最新提案(2026年5月3日)：伊朗透過巴基斯坦調停人提交了一份分為三個階段的「和平路線圖」。關鍵條款包括：
 - 立即降溫：提供30天的窗口期以結束所有敵對行動，並由美國、以色列與「抵抗陣線」相互保證互不侵犯。
 - 核子「胡蘿蔔」：德黑蘭在立場上出現重大轉變，提議討論凍結鈾濃縮活動15年，並稀釋其高濃縮鈾庫存。
 - 先決條件：伊朗堅持在正式核談判開始前，必須解除美國的海上封鎖並全面停火。
2. 特朗普總統於5月3日正式拒絕了這項最新提案，並表示無法接受該提案。而美國官員對伊朗凍結濃縮鈾的提議持懷疑態度，認為這是為了爭取時間重建受損軍事基礎設施的戰術手段。

3. 威脅升級與霍爾木茲海峽。隨著外交途徑陷入僵局，軍事姿態已經升級：
 - 海上封鎖：自4月中旬以來，美國對伊朗石油和鋼鐵出口維持「近乎全面封鎖」。據報導，這項封鎖使伊朗每隔幾週就損失約48億美元的收入。
 - 美國的「引導」行動：特朗普總統宣佈，從5月4日起，美國海軍將開始「引導」滯留的商船駛離霍爾木茲海峽。然伊朗革命衛隊(IRGC)警告，美國若干涉其領海內的船隻，將被視為對停火協議「嚴重違規」。
 - 鎖定能源基礎設施：美國已發出持續性的威脅，若伊朗試圖再次封鎖海峽或干擾美國的「引導」行動，將打擊哈爾克島(伊朗主要石油終端設施)和海水淡化廠。

霍爾木茲海峽仍處於封鎖狀態

任何重啟的解決跡象將推動減息預期回升



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

市場已定價未來12個月的減息次數為0

霍爾木茲海峽出現任何意想不到的重啟都將為減息帶來空間

| 會議日期 | 升降息次數 | 升降息百分比 | 隱含利率變動 Δ | 隱含利率(%) | 預設利率變動單位(%) |
|------------|--------|--------|-----------------|---------|-------------|
| 2026/06/17 | -0.067 | -6.7% | -0.017 | 3.625 | 0.25 |
| 2026/07/29 | -0.095 | -2.8% | -0.024 | 3.618 | 0.25 |
| 2026/09/16 | -0.138 | -4.3% | -0.035 | 3.607 | 0.25 |
| 2026/10/28 | -0.105 | 3.3% | -0.026 | 3.615 | 0.25 |
| 2026/12/09 | -0.019 | 8.6% | -0.005 | 3.636 | 0.25 |
| 2027/01/27 | 0.085 | 10.4% | 0.021 | 3.663 | 0.25 |
| 2027/03/17 | 0.204 | 11.9% | 0.051 | 3.692 | 0.25 |
| 2027/04/28 | 0.255 | 5.1% | 0.064 | 3.705 | 0.25 |
| 2027/06/09 | 0.196 | -5.9% | 0.049 | 3.690 | 0.25 |
| 2027/07/28 | 0.095 | -10.1% | 0.024 | 3.665 | 0.25 |

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

華許的目標：1) 縮減聯儲局資產負債表；2) 減息

即使目標無法達成，亦不會出現更壞的情形

■ 「反向扭轉操作」

華許希望實行的策略實際上是讓孳息率曲線變陡的一種反向扭轉操作。機制：透過出售聯儲局的長天期債(以縮表)，讓長期市場利率(如10年期國債)回到市場定價的「自然」水準。同時，透過下調聯邦基金利率，以降低了銀行和家庭的短期借貸成本。結果：更陡峭的曲線將鼓勵儲戶和銀行進行長期放貸，同時令短期債務變得更便宜。

■ 重新配置「過剩流動性」

華許在2026年的證詞中使用了一個特定的措辭：他希望將「資產負債表上的過剩流動性重新配置」到較低的短期利率上。在他看來，龐大的資產負債表透過人為壓低長期利率，等同於「補貼」政府和大型企業。他主張，透過取消這種補貼(縮表)，讓聯儲局「賺取」了降低短期利率的空間，以支持小型企業和家庭，而不會導致整體經濟過熱。

■ 難以實行的關鍵風險

上述理論看似完美，但當聯儲局縮減資產負債表時，資金會從銀行系統抽走「準備金」(現金)。如果準備金變得過於稀缺，無論聯儲局將官方利率「設定」在哪裡，短期貨幣市場利率(如回購利率)往往會劇烈飆升。

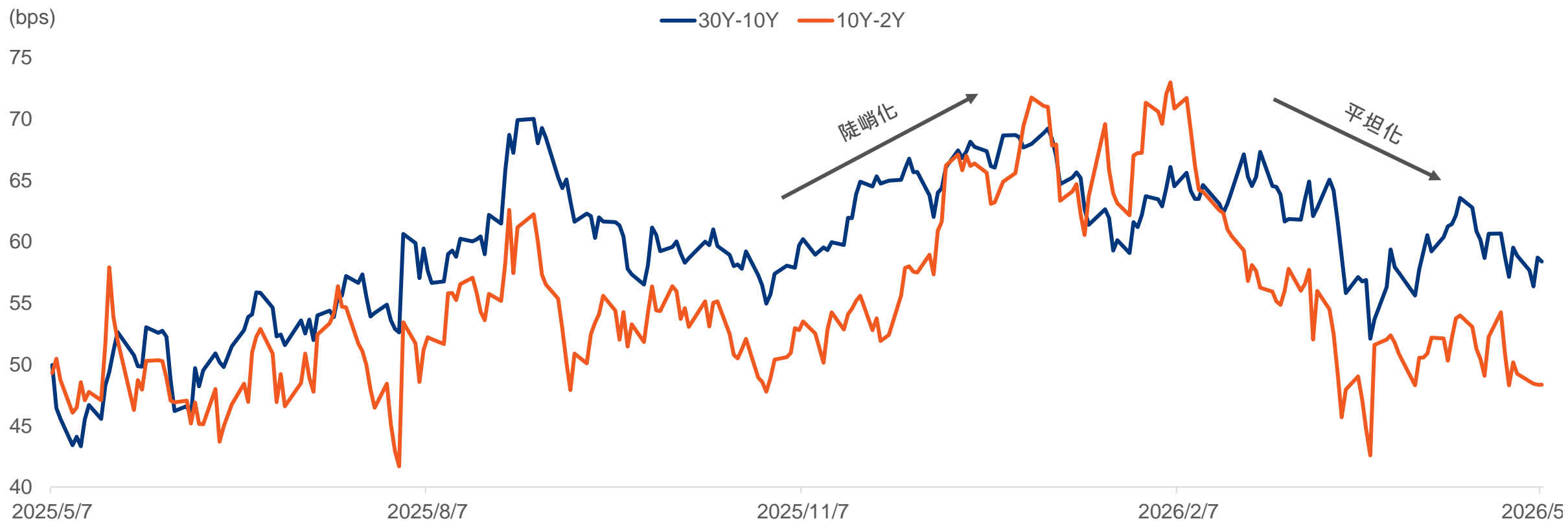
■ 正面因素

市場目前完全沒有預期華許能做到這一點。

華許希望讓孛息率曲線變陡

透過出售聯儲局資產負債表中的長天期國債

美國國債息差



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

北京峰會：「暴風雨前的寧靜」

表面做足，但缺乏長期結構性改變



特朗普的目標

面臨僅36%的支持率以及伊朗衝突帶來的通脹壓力，特朗普需在談判上取得「交易型勝利」。預期他將宣佈中國會大規模採購美國大豆、能源和飛機，以向其基本盤展現政績。



習近平的目標

中國正在尋求「戰略空間」。透過接待特朗普，習近平向國內傳達中國依然是平起平坐的超級大國。他可能會利用這次會面，施壓美國在亞太地緣政治問題和AI晶片限制上採取較溫和的立場，以換取協助穩定霍爾木茲海峽。

雙方氛圍

高調、彼此尊重，並聚焦於「雙贏」的言辭。雙方不太可能發生重大公開爭執，因為兩國都希望將釜山協議脆弱的穩定性再維持幾個月。

貿易談判階段(2026年6月 – 10月)

重演「以升級促降級」的劇本

戰術性升級

- 為了在下一份協議中獲得籌碼，預期特朗普將重拾激進戰略：
- 關稅威脅：威脅若未達成新協議，將恢復至2025年初高達145%的關稅水準。
- 脫鉤手段：增加有關「管理貿易」的言論，並進一步限制敏感技術，讓北京陣腳大亂。
- 中國的反制籌碼：中國已擴大其「經濟工具箱」，包括對鋰離子電池和石墨實施出口管制。預計他們將消極拖延稀土出口或美國農產品訂單，以提醒華盛頓其報復能力。
- 隨著休戰協議到期日逼近，預期市場波動將加劇。特朗普的風格往往是突然退出談判桌，或在深夜透過社交媒體發出最後通牒，以迫使對方在最後一刻做出讓步。這段期間，雙邊關係將顯得最為緊張。

預期中的「釜山2.0」

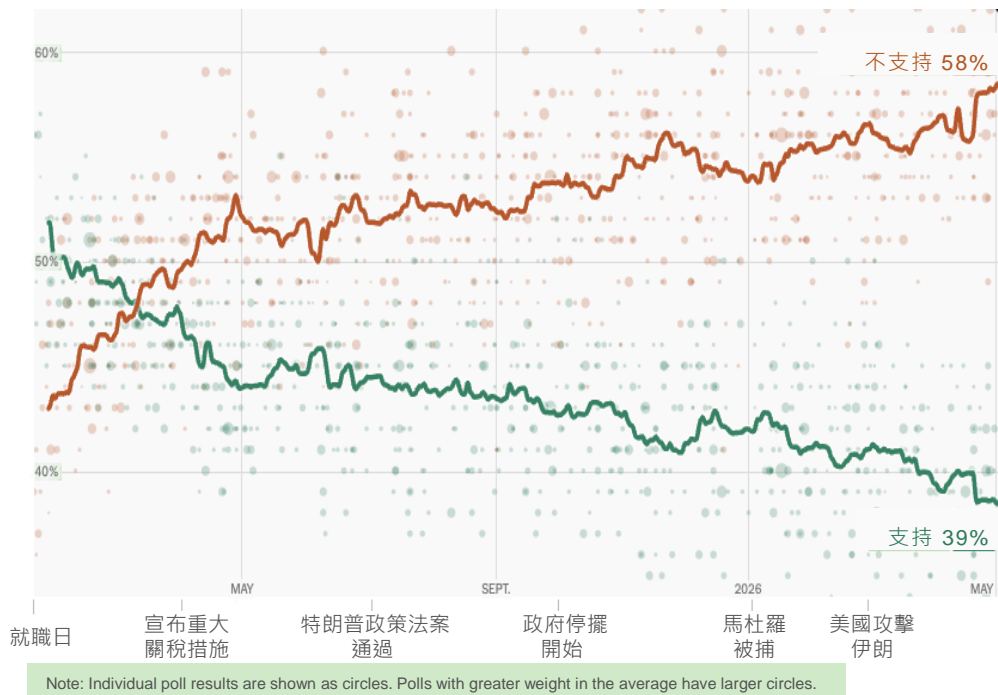
美國與中國都無法承受全面脫鉤

- 「新」管理貿易協議：作為釜山休戰協議的延續，聚焦於範圍較窄的非敏感商品。
- 互惠讓步：特朗普可能會為某些AI半導體(如Nvidia H200)提供豁免，以換取中國維持對美國商品的大量採購。
- 「惡性循環」持續：根本問題 – 亞太地區的地緣政治問題和科技霸權 – 可能依然無法解決，只是延後到下一次休戰到期。
- 北京會晤是外交上的休戰，而到11月前的幾個月將是商業戰場。我們預期談判階段市場(尤其是中港股市)將出現劇烈波動。

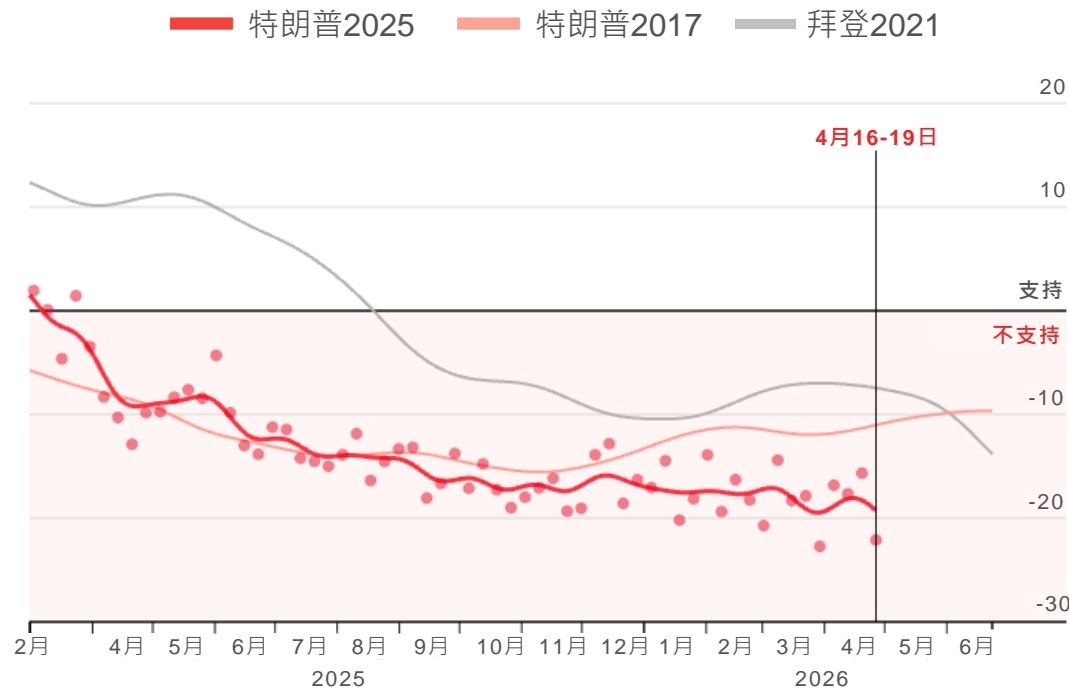
特朗普的淨支持率處於歷史低點

期中選舉前政策延續性的不確定性將上升

特朗普支持率(%)



淨支持率*(%)



資料來源：The Economist · 凱基證券整理 · 註：淨支持率為支持率減去不支持率之結果

民主黨若全面翻盤將抵銷特朗普帶來的所有順風效應

最可能的結果是參眾兩院分裂，對政府造成部分不穩定影響

| 情境 | 概率 | 立法與行政影響 | 主要政策含義 | 受益者 | 受損者 |
|------------------------|-------------------|---|--|---|-----------------------------------|
| 民主黨全面執政 | 高 (眾議院) / 中 (參議院) | 立法凍結 ：特朗普仰賴否決權與行政命令。監督委員會則展開大規模調查。 | 司法阻滯 ：不再有新的保守派法官任命。若釜山貿易條款被視為「缺乏強硬性」，則可能遭到拒絕。 | 清潔能源、醫療保健 (ACA平價醫療法案受保護)、消費性產品(若關稅被阻擋)。 | 化石燃料、傳統國防承包商、私人監獄。 |
| 國會分裂 (民主黨-眾議院，共和黨-參議院) | 極高 | 預算邊緣政策 ：頻繁的政府關門威脅。眾議院利用「財政權」阻擋政府效率部(DOGE)和其他倡議。 | 財政懸崖 ：延長減稅法案(2017年TCJA)被用作換取社會支出的籌碼。 | 基礎建設(具備跨黨派合作潛力)、網路安全。 | 依賴聯邦政府穩定性的產業、大型科技股(因面臨跨黨派的反壟斷審查)。 |
| 共和黨全面執政 | 低 | MAGA的授權 ：快速使用預算和解程序繞過民主黨。加速公務員「F計畫(Schedule F)」改革制度。 | 貿易戰 2.0 ：實施全面性基準關稅。2017年減稅法案永久化。 | 原油與天然氣、AI發展(解除管制)、金融服務、邊境安全/國防科技。 | 零售業(受基準關稅衝擊)、跨國出口商。 |

投資策略

分散美國投資組合，避開長天期國債，並在回調時買入中港股市

■ 流動性可能並未如預期般惡化

伊朗戰爭的進展以及新任聯準會主席的上任，都有可能為市場帶來正面驚喜。然我們不會依賴這些潛在的流動性利好事件真的發生，反而將利用任何紓緩性反彈作為鎖定高估值股票利潤的機會。建議持續在美股中保持分散配置，並更聚焦於合理價格下的成長股。

■ 避開長端孳息率曲線

考量華許打算透過出售長天期國債來縮減聯儲局資產負債表、對通脹預期上升的擔憂，或是對美國政府的財政健康疑慮等因素，儘管新任聯儲局主席希望看到孳息率曲線變陡，使孳息率看起來很吸引人，也沒有強烈的理由去買入長天期國債。參眾兩院分裂的可能結果也將對國債市場產生明顯的影響。在股票方面，偏好政治中立的板塊，例如基礎設施、公用事業，以及現金流穩定的綜合企業。

■ 把握港股/中股的任何回調機會

在5月中旬的特習會後，預計中美貿易談判將會傳出越來越多負面消息。儘管我們相信兩國都無法承受脫鉤的後果，且在今年11月前最終會達成某種「貿易協議」，但市場在談判階段很可能會受到負面新聞的影響。我們認為市場的任何短期回調都可以視為長期逢低佈局的機會。建議在貿易談判引發波動、可能對美元造成壓力之前配置黃金。

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。

債券並不同於定期存款，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。