

# 戰事持續 恐慌加劇 美股5連跌 避周末持倉

## 納指自高位挫12% VIX恐慌指數升穿30關

美伊衝突持續發酵，疊加美國國務卿「對伊戰事還將持續2至4周」的言論，加劇市場恐慌。截至上周五收盤，標指、納指、道指分別收跌1.67%、2.15%、1.73%，全周計依次累跌2.12%、3.23%和0.9%，均已連跌五周。華爾街交易員指，油價高企背景下，投資者開始聚焦美國經濟下行風險，擔憂貨幣政策「轉鷹」，一些交易員甚至已不敢持倉過周末，當前市況下宜在市場反彈時「逢高做空」而不是追漲。分析稱，上周美股投資情緒完全被美伊衝突左右，市場走向取決於衝突各方是趨於停火抑或升級。二元對立環境中，市場風險不容小覷，建議短線投資者逢高減倉並持幣觀望，中長線投資者可增加防禦板塊敞口。

●香港文匯報記者 倪巍晨 上海報道

### 美股三大指數連跌五周

標指	納指	道指
上周跌幅 2.12%	上周跌幅 3.23%	上周跌幅 0.9%

過去一周，美伊衝突烈度持續高位，市場憧憬的和平曙光仍未出現，撲朔迷離的地緣局勢推動美股VIX恐慌指數升穿30關口。目前，標指、納指、道指分別較歷史高點跌去9%、12.79%和10.58%，指向投資者開始擔憂衝突升級、供應趨緊，以及流動性惡化預期。

盤面上，美股科技七巨頭（Mag7）指數上周累跌4.43%；具體看，除蘋果股價周漲0.33%外，Meta、谷歌A、微軟、英偉達、亞馬遜、特斯拉股價分別累跌11.44%、8.86%、6.57%、3%、2.94%和1.67%。當周，受供應鏈成本飆升、消費電子需求驟減，以及投資者對美國經濟衰退恐慌蔓延等因素影響，前期走勢強勁的存儲板塊受到波及，美光科技、閃迪、希捷科技、西部數據等股價上周分別累跌15.53%、13.23%、7.58%和6.06%。

3月28日凌晨，伊朗首都德黑蘭多地遭遇多輪猛烈轟炸，衝突各方軍事行動尚無緩和跡象。前海開源基金首席經濟學家楊德龍提醒，特朗普即將面臨美國中期選舉，他也有意透過尋求一個體面的理由來結束衝突，以便在選戰打響前宣布「我們已經贏了」。若美伊衝突能在未來數周內止戈，疊加霍爾木茲海峽的復航，短期高油價對全球經濟的影響預計相對較小，股票市場亦有望隨之反彈。反之，若衝突走向不利方向，其對原油、黃金、股票等資產的價格影響會更持久。

### 私募基金限贖回比例 流動性惹關注

「目前美伊衝突的解決情勢尚不明朗，矛盾核心在於雙方訴求恐難在短期得到滿足。」上海金融與發展實驗室特聘研究員鄧宇表示，由於投資者對特朗普政府能否真正解決衝突持懷疑態度，美股市場面臨的不確定性依然存在。他強調，現階段要密切留意美伊衝突是否會衍生出新的局部戰爭，或是誘發地區更大規模衝突的可能，「鑑於近期黃金和石油等商品價格的階段性下行已有所鬆動，衝突最高峰或已過去，並正在曲折中追求暫時緩衝」。

記者留意到，除地緣衝突外，近期私募基金市場流動性危機也引發投資者關注。面對贖回請求的激增，Ares Management宣布旗下私募基金限贖回比例限制在5%，Apollo Global Management亦採取類似措施。

鄧宇分析，美聯儲降息預期已經降溫，市場普遍押注年內或僅降息25基點，美國的高利率環境仍將持續。同時，美國私募基金市場的違約風險還在進一步擴大，由於信貸市場的「緊環境」和私募基金機構的集中度風險同步擴大，潛在違約風險可能令美股進一步調整。

### 高盛：私募規模佔比小 難現系統性危機

高盛集團經濟學家Manuel Abecasis發文稱，儘管私募基金行業因贖回受限引發動盪，但其規模僅佔私人非金融信貸的4%，即便在10%違約的極端情景下，對美國GDP的拖累也僅在0.2%至0.5%，因此不會出現類似2008年的系統性危機。目前看，美股面臨的最大風險在於AI前景不確定性引發的整體信用利差走闊，以及金融條件出現更大範圍的收緊。

## 瑞銀：看好大宗商品走勢

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）美伊衝突持續，令投資者重新聚焦大宗商品市場。瑞銀財富管理投資總監辦公室（CIO）研報稱，大宗商品具有風險對沖、直接得益於價格上漲，以及與其他資產類別相關性較低等特點。目前看，今年國際大宗商品價格整體前景樂觀，供需失衡、能源轉型、全球AI（人工智能）基礎設施建設等結構性趨勢，有望推動大宗商品投資錄得強勁回報，建議在多元投資組合中增加配能源、農產品、貴金屬，並將大宗商品的配置比例調整到中個位數。

### 對沖風險包括通脹和地緣政治

大宗商品在全球投資組合中將發揮三方面作用。瑞銀CIO團隊解釋，當地緣衝突或危機影響主要大宗商品生產國時，大宗商品可有效對沖地緣風險、供應中斷和通脹壓力，「1970年阿拉伯石油禁運和1990年海灣戰爭期間，大宗商品表現均非常突

出」。另一方面，直接持有大宗商品可更好捕捉價格上漲帶來的收益，而大宗商品股票通常不能完全跟蹤相關商品的價格走勢。此外，大宗商品與其他資產類別的關聯性較低，特別是在股票市場承壓階段，大宗商品價格往往堅挺甚至錄得上漲，可為投資組合提供更有利緩衝。

### 航運中斷短期續推高能源價格

策略布局方面，瑞銀CIO團隊提醒，霍爾木茲海峽航運中斷短期將推高能源價格，建議適度超配能源。與此同時，化石燃料價格高企將加劇全球對生物燃料的需求，而化肥成本的抬升亦會帶來價格上行壓力，建議超配農產品。

此外，對貴金屬的配置亦應高於基準，「當供需失衡或通脹、地緣事件等宏觀風險加劇時，大宗商品的投資回報最為突出，上述三類大宗商品資產的風險回報均具吸引力」。



●「逢高做空」而不是追漲。有些交易員已不敢持倉過周末，趁市場反彈

## 展望後市 專家籲增加現金比例

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）展望後市，招商證券宏觀首席分析師張靜靜認為，「憂心通脹預期『脫錨』」是美聯儲3月議息會議按兵不動的主因，市場降息預期亦顯降溫，鑑於鮑威爾主席提出「聯儲政策處在『略緊縮』的臨界區間」，降息空間依然存在。美聯儲政策收緊預期衝擊下，4月市場risk-off（規避風險）概率大增，美股調整大概率尚未終結。她相信，若國際油價進一步推高通脹預期，全球市場或開啟「加息預期交易」。鑑於5月至9月是美國「中期選舉」地方初選密集期，特朗普料樂見美股走強，5月市場有望重現risk-on（追逐風險）。

### 逢低吸納優質股

楊德龍強調，中東衝突加劇市場不確定性，當前市況下建議大幅減倉規避風險，並着手增加現金或現金等價物的配置比例應對市場波動。當美伊衝突接近尾聲時，投資者可逢低布局一些被錯

殺的優質股票或基金，抓住下一輪反彈行情。他續稱，AI的廣泛應用，是第四次科技革命的主要特徵。2022年末以來，生成式AI已成為全球最重要的產業變革，未來或帶來更多新的生產力，短期美股科技股或以「震盪加劇」為主，但AI泡沫不一定會很快破裂。

鄧宇表示，從衝突各方近期表述看，分歧依然很大，加之局部軍事行動仍零星不斷，短期要達成和平協議的可能性相對較低，這將對美股構成新的衝擊，「軍工、AI等板塊仍有上行機會，但能源、港口等傳統板塊短期或受挫」。

外電援引Academy Securities宏觀策略主管Peter Tchir表示，市場正在TACO（特朗普總是臨陣退縮）和TAW（特朗普總是贏）兩大邏輯間博弈，敘事框架的切換是判斷衝突風險溢價變化的關鍵。目前伊朗接受停火的動機尚不充分，疊加美國就業、私募基金等領域的潛在惡化，由停火消息驅動的反彈「更適合作為減倉或做空的窗口」。

## 專家：「不降息」或是美聯儲「鷹派」底線

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）中東地緣衝突引發的油價飆升，引發市場「滯脹」憂慮。申萬宏源證券首席經濟學家趙偉向香港文匯報表示，美聯儲本月議息會議立場的邊際「偏鷹」，觸發市場「緊縮交易」。隨着美國金融市場壓力的顯著增強，圍繞「加息」的討論持續升溫。鑑於短期通脹壓力會透過實際收入效應、金融條件效應、財富效應，以及市場預期等抑制需求，美國尚不具備形成「大



●專家認為，聯儲局重啟加息仍是極小概率事件。資料圖片

滯脹」的條件。他判斷，「不降息」或是今年美聯儲「鷹派」立場的底線，至少目前看「重啟加息仍是極小概率事件」。

趙偉認為，中東地緣衝突引發的油價攀升，加大美國經濟滯脹風險。成本衝擊擾動下，美國批發或零售燃油、汽油價格水漲船高，且升幅遠勝原油，「上述變化引發市場對美國『去通脹』前景和聯儲政策緊縮的擔憂」。他觀察到，美聯儲「偏鷹」立場強化市場「緊縮交易」，3月議息會議後，市場開始博弈「加息」的可能性，對「今年加息25基點」的概率從一個月前前的0增至12%。

### 出現「大滯脹」條件尚不充分

趙偉明言，不降息可能是今年美聯儲「鷹派」立場的底線，市場對降息的預期越悲觀，美聯儲政策實際「轉鷹」的空間和概率反而越大。首先，由原油價格引發的通脹壓力仍是暫時性的，美國出現「大滯脹」的條件尚不充分。其次，供給側衝擊推動的油價上漲將「消滅需求」，進而限制油價進一步上漲的空間；最後，金融壓力的上行會加速私募基金領域風

險的暴露。總體看，美國面臨的短期通脹壓力，或通過實際收入效應、金融條件效應、財富效應和市場預期等機制抑制需求，並對油價和通脹產生「反身性」。

趙偉補充說，假設中東衝突屬於短期事件，油價將在未來逐步回落，美聯儲雖可能延遲降息，但不會改變寬鬆方向。反之，若中東衝突持續，或者油價保持高位的時間超出市場預期，「反身性」因素或引發對美國經濟衰退的恐慌，屆時即便地緣衝突沒有終結，油價也可能回落，進而打開降息空間。他續稱，美聯儲目前或更傾向關注通脹的短期上行風險，行為上「以不變應萬變」，待形勢明朗後，再就通脹與就業的風險平衡，因時制宜、相機抉擇，「油價見頂或是重啟降息的前置條件」。

美銀美林美國經濟學家Aditya Bhave的研報稱，儘管美聯儲加息門檻極高，但並非沒有可能；重啟加息至少須同時滿足三大條件，包括失業率低於4.5%、核心PCE升穿3.2%，以及鮑威爾繼續擔任聯儲主席，「6月或是最早啟動加息的節點，屆時鮑威爾是否仍在其位，將直接影響加息的可能性」。

### 分析師展望美股

#### 上海金融與發展實驗室特聘研究員 鄧宇

●美伊衝突的解決情勢尚不明朗，加之局部軍事行動零星不斷，各方訴求恐難在短期得到滿足，這將對美股構成新的衝擊。策略上，軍工、AI仍有上行機會，能源、港口等傳統板塊或受挫。

#### 前海開源基金首席經濟學家 楊德龍

●中東衝突加劇市場不確定性，當前市況下建議大幅減倉規避風險，並着手增加現金或現金等價物的配置比例應對市場波動。當美伊衝突接近尾聲時，可逢低布局被錯殺的優質股票或基金。

#### 招商證券宏觀首席分析師 張靜靜

●美聯儲政策收緊預期衝擊下，4、5月市場risk-off 概率大增，美股調整大概率未終結。鑑於5至9月是「中期選舉」地方初選密集期，特朗普料樂見美股走強，5月市場或重現risk-on。

#### 高盛集團經濟學家 Manuel Abecasis

●私募基金行業雖因贖回受限引發動盪，但不會出現類似2008年的系統性危機。當前美股面臨的最大風險是AI前景不確定性引發的整體信用利差走闊，以及金融條件出現更大範圍的收緊。

#### Academy Securities 宏觀策略主管 Peter Tchir

●市場正在TACO和TAW兩大邏輯之間博弈，目前伊朗接受停火的動機尚不充分，考慮到美國就業、私募基金等領域的潛在惡化，由停火消息驅動的反彈行情更適合作為減倉或做空的窗口。

整理：香港文匯報記者 倪巍晨

## 籲超配能源農產品貴金屬

值得一提的是，地緣衝突也使黃金價格成為市場焦點，特別是2月28日衝突發生後，金價一度接近歷史高點，但隨着美國通脹預期的抬頭，以及聯儲降息節奏的放緩，金價顯著回落，價格波動持續走闊。市場數據顯示，3月首周，現貨黃金（XAU-USD）價格一度走高至每盎司5,418.48美元，此後金價連續回調。上周現貨黃金最低曾下探至每盎司4,100.11美元，目前仍在爭奪4,500美元關口。

### 金價長線仍向好 倡佔投資組合20%

前海開源基金首席經濟學家楊德龍表示，年初金價在升穿每盎司5,000美元後持續上攻，並創歷史新高，市場也因此積累較多獲利盤，由於近期資產價格下跌，部分機構需要拋售一些黃金持倉應對流動性需求，這是近期金價回調的一大重要誘因。另一方面，美聯儲本月降息的繼續推遲，使得金價上漲預期出現一定改變，從而引發金價的大幅震盪。

楊德龍強調，美國政府債台高築，美元發行量持續增加，疊加「去美元化」浪潮，用美元標價的黃金價格自然水漲船高。美聯儲暫停降息並未改變「去美元化」的現實，加之多國央行均持續增持實物黃金，並拋售美債，國際金價的大跌為投資者提供了一個低位配置的機會。他判斷，短期金價或震盪，藉此反覆消化獲利盤，中長期金價走勢依然向上，「建議在資產組合中配置20%的黃金類資產，每次價格大幅回調都是加倉黃金的良機」。

瑞銀CIO團隊對上述觀點持贊同態度：「近期金價升勢暫歇，與此前地緣危機初期的表現一致，投資者通常先關注流動性和對沖工具，隨後才會因樂觀預期的發酵重新回歸金市。」該行相信，地緣政治的不確定性、各國央行的持續買盤、美國經通脹調整後的低利率環境，疊加市場對黃金等避險資產的需求，將進一步支撐金價，「年內金價有望再創歷史新高」。