

霍爾木茲危機：特朗普全國講話引爆資產價格再平衡

銘察秋毫

本周全球金融市場的核心元素，無疑仍然圍繞美國與伊朗衝突的急劇升溫。在美國總統特朗普於4月1日發表全國講話後，市場並未獲得穩定訊號，反而出現油價上升、貴金屬急挫的負面反應，反映投資者對戰事演變的判斷出現結構性分歧。從宏觀戰略到資產價格，本輪中東局勢的影響，遠比表面更為深層。



陳漳銘

特許公司秘書公會會員、榮譽法律師、EMBA、證監會執業人員牌照

從

特朗普的講話內容觀察，其核心訊息並非「戰事即將結束」，而是「軍事目標接近完成，但行動仍會升級」。這一點對市場具有關鍵啟示。特朗普一方面強調伊朗軍事力量已被系統性摧毀，另一方面卻明言未來兩至三周仍將進行更猛烈打擊，甚至表示會摧毀

伊朗的能源設施。

這種既自詡為「勝利者」，又威脅加強攻擊的雙軌訊號，本質上提高了地緣政治的不確定性溢價。換言之，市場並未因為他聲稱的「戰事接近尾聲」而降低風險定價，反而因潛在戰事升級而提高對資

產的對沖需求。

若戰事持續甚至繼續升溫，全球局部地區特別

產的對沖需求。

試圖將責任轉移於他國

目前，全球能源市場的焦點仍集中於霍爾木茲海峽。該海峽承載全球約20%至30%的海運石油供應，即使美國聲稱自身能源已高度自給，但對全球市場而言，油價是邊際定價機制，而非單一國家供需所決定。一旦霍爾木茲海峽繼續出現實質封鎖或保險成本飆升，國際油價仍將持續跳升。

值得注意的是，特朗普在講話中無恥地將保護海峽的責任轉移至其他石油依賴國，這實際上意味著特朗普正嘗試將全球能源安全由美國主導轉向各國共同承擔。這一戰略轉變，將直接衝擊亞洲經濟，尤其是高度依賴中東原油進口的國家。

若戰事持續甚至繼續升溫，全球局部地區特別

是亞洲有機會爆發能源危機。印度對中東石油依賴度超過60%，其煉油體系雖具彈性，但在運輸風險上升下，進口成本將迅速推高，對通脹構成壓力；印度能源供應緊張，中小企業停產率高達15%，且戰略石油儲備目前僅能維持約9.5天，煤氣供應也趨於緊張，印度全國多地加油站已出現斷油或限購現象。韓國則幾乎完全依賴進口能源，一旦運輸受阻，其石化與製造業將首當其衝。泰國能源結構較為多元，但仍難完全避免油價上升帶來的輸入性通脹。

至於中國，則具備相對優勢。一方面，中國早已透過「一帶一路」倡議與俄羅斯、中亞建立陸路能源供應渠道；另一方面，國家戰略石油儲備規模龐大，加上人民幣結算機制逐步推進，使其在短期內具備較強抗衝擊能力。然而，若海峽長期受阻，中國仍難以完全避免成本上升對工業與出口的壓力。

投資者趁金價高位沽貨獲利

目前，貴金屬市場的反應值得深入解讀。傳統上，地緣政治升溫本應推動黃金避險需求，但今次卻出現油價上升、黃金白銀價格回落的反常現象。這背後反映兩個關鍵因素：其一，市場預期美國經濟仍具韌性，利率可能維持高位，削弱無利息收入資產（如黃金）的吸引力；其二，戰事變化莫測，

部分資金在短期內選擇將利潤落袋為安，在前期金價高位進行獲利了結。因此，黃金的短線回調並不代表避險屬性消失，而是資金配置的再平衡。長遠而言，只要戰事存在升級風險，黃金仍具結構性支撐。

而虛擬資產的表現則呈現出更複雜的特徵。以比特幣為代表的加密資產，近年逐步被機構投資者視為「數字黃金」，但其價格走勢卻同時受到流動性與風險偏好影響。在本輪衝突中，比特幣短期內未必完全體現避險功能，反而被部分投資者視為高波動風險資產。當市場擔憂升溫、流動性收緊時，加密資產往往同步承壓；但若局勢進一步惡化並削弱大眾對法幣體系的信心，比特幣卻又有可能重新獲得避險資金青睞，投資者需注意當中微妙的變化。

目前美伊衝突對全球市場的影響，已從單一戰事衝擊演變為全球資產結構重塑。能源供應鏈的脆弱性、地緣政治風險的常態化，以及資產價格之間的相關性變化，正逐步改寫投資邏輯。對投資者而言，未來數月的關鍵，不僅在於戰事是否升級，更在於霍爾木茲海峽能否維持基本通行，一旦該海峽出現實質中斷，市場將不再只是波動，而是資產大規模重新定價的來臨，我們甚至可預期將有更多從霍爾木茲海峽運輸的石油以人民幣定價，大家姑且拭目以待。

美債息若回落 金價有望再升

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

3月份各類資產回報表現大檢閱，金股齊受壓下，避險指標中，同期美匯指數微升，俗稱恐慌指數的VIX升幅不俗，油價更錄大漲，惟美債息不跌反升。顯然，打從去年關稅戰開始，投資者對美匯美債信心大減，影響至今。

戰事勢添軍費 財赤恐惹債危

關稅戰失利，轉而軍事行動。美以攻伊後，市場反應值得關注。一般而言，打仗有利資金重回美匯美債，但今次即使停留在美匯，時間亦頗短暫，至於美債更是不能擺脫本身困局，美債息向上，而近期拍賣情況亦未見理想。

不難猜想，特朗普希望，由關稅戰失利，轉而改打實戰。然而，即使他不理世人怎說，特別是他以往最愛批評歷任總統愛花錢打仗，如今卻有人推算，若伊朗戰事持續，每日花掉起碼十億、八億美元，軍費向上，預算赤字以至債務危機更難解決，未見其利，先見其害。

減息尚未如願激進手段必至

此外，油價反應不如預期，其挺壓程度比過去十多年其他地緣政治事件強得多，油價高企，通脹預期升溫，美聯儲更難滿足特朗普減息之請求。果如是，以特朗普未能如願減息計，其他更激進

手段，陸續有來。一如本欄一直說，特朗普在位一天，金價新高不絕。

談到金價，由於今次戰事未能令金價一蹴而就挑戰1月創下的每盎司5,595美元歷史高位，反而跌穿之前4,400美元大關，要到4,099美元才有支持。短期而言，仍以整固視之，但相信早前4,099美元不急於再見，4,400美元有支持，整體金價走勢漸喘定。雖說有支持後，惟未足以言勇，重點在有否事件觸發，例如目前中東戰事有否扭轉的可能。

連日來，已經有十多二十次，出自特朗普口中，打算鳴金收兵之說，但以本周二亞洲時段早上流傳的，其跟下屬說，即使霍爾木茲海峽不能重開，仍想提早撤軍，最有說服力。是以本周二亞洲時段，先來一段升勢，之後回順，但未有下試，直到歐美時段，再來急升，突破4,500美元以至4,600美元整數心理大關，高見4,686至4,687美元水平，並以相當接近的4,668至4,669美元水平作為收盤水平，整體向上格局初現。整體而言，留意債息若持續回落，金價再向上。

憂邊談邊打 忌跟車太貼

以上情境能否成真，當然視乎局勢變化。美以伊若真可短期內停戰，當然為當地以至全球局勢舒一口氣，但究竟伊朗是否買賬，仍有待觀察。畢竟，

百家觀點

以往美以兩國的攻擊作風，從來不乏這類聲東擊西，一邊說和談，另一邊整頓軍力，然後準備好又再打，一直如此，作風眾所周知，以伊朗現實考慮，未必買賬。

對投資者而言，中東局勢不明朗，何去何從，連參戰各方亦未必完全可以預料，以至事態發展的新聞消息，不斷影響外界情緒，投資者既不得置之不理，但又不能跟車太貼，以免左一巴右一巴。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金持有SPDR金ETF(2840)。)



●金價今年經歷大升大跌，有分析指出，目前市場已見喘定，後市需視乎局勢變化。 資料圖片

中東戰火下 香港對富豪吸引力更凸顯

廖偉強 利嘉閣地產總裁

中東戰火持續延燒，區內多國因設有美軍基地而陷入緊張氣氛，市場對潛在襲擊的憂慮亦急速升溫。一年前仍意氣風發前往當地投資、置業的海外資金，如今不得不重新審視風險。

雖然中東地區石油蘊藏量豐富，很多人都可以藉此富甲一方；加上迪拜等地近年銳意經營投資，打造投資天堂。有關中東金融中心在今次事件上難以讓投資者安心投資。畢竟，羅馬非一日建成，國際金融中心的地位，也不是短短數年就可以打造出來。放眼世界，能夠長久保持國際金融中心地位的，至今仍只有「紐約港」這三大城市。

低稅穩定兼有文化氣息

這三大都會都具備獨特優勢，也是富裕人士願意擇居及投資的地方。其中，香港在簡單稅制、低稅率等吸引力遠勝紐約與倫敦；富裕階層極為重視的治安穩定，香港也比很多歐美城市為佳。近年政府積極推出多項政策，包括「高才通」、資本投資者入境計劃、基建升級及生活配套改善，均大幅提升香港作為國際人才與資本樞紐的競爭力。上周，特區政府公布的香港仔避風塘擴建計劃，將把該區打造成遊艇旅遊綜合發展區，既呼應國家「十五五」規劃提出的休閒消費方向，也為吸引全球富裕人士提供更完善的生活硬件。

當然，富人選擇居住地，並非只看稅務、治安和其他硬件，文化藝術的氛圍是否足以支撐其身份、生活品味和社交圈子，也相當重要。曾幾何時被認為是「文化沙漠」的香港，近年在這方面也在積極擴大優勢。上周，Art Basel已確認未來五年香港將成為亞洲區唯一主辦地，這不僅象徵國際藝術界對香港的信任，更代表香港在文化、收藏、藝術交易上的區域領導地位獲得鞏固；對追求文化生活與國際社交圈的富人而言，香港的吸引力正持續提升。

逾億元豪宅成交跌 主因非印花稅增

市場近日關注財政預算案調高億元豪宅印花稅後，相關成交量錄得約四成跌幅；但筆者認為，相對於稍稍增加了入市成本，更大的原因可能是中東戰事帶來的短暫不確定性，以及早前新春假期等的季節性影響。筆者相信，今年的大額成交仍然可以穩步增加，並且輕易超過迪拜，佔據全球大額豪宅成交量的首位。無可否認，不論在中短期或是長期而言，香港頂級豪宅已愈來愈具備吸引力。

差餉租值的一體兩面：成績表還是三高報告？

麥行健 華坊諮詢評估物業估值部副經理

開源節流向來是營商的法則。差餉是商家每季需繳的固定成本，亦是少數可透過既定程序主動核查調整的開支——倘若能夠指出估價冊內估值過高，便有機會申請退稅。本行同事過往撰文，形容商舖差餉租值猶如物業的年度成績表，筆者深表贊同；惟每當估價冊出爐，舖主的心態卻更像收到三高檢驗報告，無不希望相關數字愈低愈好，皆因租值越高，來年四季差餉賬單負擔便越重。對於正積極節流的舖主而言，這份「成績表」值得認真審視。

2026/27年度估價冊以2025年10月1日作為基準日，全港商舖差餉租值整體下跌1.64%。

以人氣蛋撻店為例：同一品牌，各分店差餉租值表現參差。以近年深受歡迎的兩大蛋撻品牌為參考，今年3月公布的2026/27差餉租值當中，Hashtag B位於傳統旺區的分店表現各異，尖沙咀

加拿分道租值下跌19.9%，旺角兆萬中心跌15.1%，銅鑼灣利園山道維持不變。至於Bakehouse，深受遊客歡迎的尖沙咀漢口道分店租值下跌10%，銅鑼灣啟道和中環士丹頓街維持持平，灣仔創始分店卻錄得10.2%升幅。整體上，港島旺區大多持平甚至輕微上升，九龍區則以下調為主。

即使屬同一地區，甚至同一條街，差餉租值結果亦會出現明顯差異；例如羅素街地舖的年差餉租值變化，由持平至上升20%不等。部分商舖位於人流持續走弱的地段，差餉租值卻未見相應調整，情況值得深究。當然，個別物業若近期翻新、位置逆市向好，或租約條件較市場普遍水平優勝，租值維持不變甚至輕微上調，亦屬正常情況。

差餉物業估價署會按照基準日當日的市值租金，釐定相關物業的差餉租值；惟淡市之下，業主普遍

會提供特長免租期、裝修補貼及其他支援租戶的優惠安排。名義租金與業主實際收取的有效租金之間往往存在落差，而差估署難以知悉每宗租約的洽談背景，實在難以準確估計全港逾12萬間店舖的真實租值。

店主應善用「反對機制」

現有的反對差餉租值的機制，正是讓業主或租戶可以補充資料提出上訴。當中免租期安排、租金遞增結構、比較個案等，均可成為陳述的依據。

2026/27年度估價冊的反對期限為3月16日至5月31日，一旦反對成功，差餉退稅可追溯至4月1日。若以上三項因素中有任何一項未獲充分考慮，委託專業產業測量師整理資料、代為陳述，往往是最高效的處理方式。

特別國債再注資大行：資本補充體系與未來金融穩定

傅臨 經濟學博士、經濟學家

2026年政府工作報告提出，內地擬發行特別國債3,000億元（人民幣，下同），支持國有大型商業銀行補充資本。這是繼2025年5,000億元特別國債注資落地後，中央再次以財政性工具直接增強大行資本實力。筆者認為，從宏觀政策框架觀察，這一安排並非簡單的續作，而是在當前經濟周期、金融周期與政策周期交織背景下的系統性考量，關乎穩增長、穩預期、穩金融，是在多重目標之間尋求平衡的舉措。

修補大行履行政策性任務能力

過去一年，大行在信貸投放、結構調整、風險處置等方面承擔了更重的政策性任務。無論是對科技創新、綠色轉型、先進製造業的支持，還是對保障性住房、重大基建、民營企業融資的傾斜，大行都處於政策傳導鏈條的最前端。與此同時，在讓利實體經濟的政策導向下，銀行的息差持續收窄，內源性資本積累速度放緩。資本充足率雖總體穩定，但邊際壓力已開始顯現，尤其是在風險加權資產持續擴張、部分領域不良暴露加快的背景下，資本約束對信貸擴張的掣肘正在增強。

因此，通過特別國債定向補充核心資本，既是對大行履行政策性任務的能力進行修補，也是對未來逆周期調節空間的前置儲備。與市場化融資工具相

比，財政性資本補充不增加銀行負債成本，不會推高息差壓力，更不會在當前利率環境下形成額外的市場擾動。它以最直接、最有效的方式增強大行的敢貸、願貸、能貸能力，使其在經濟恢復關鍵階段保持穩定的信貸供給能力。

從宏觀審慎角度看，前置資本補充的意義更為深遠。目前，內地房地產行業仍在經歷調整，地方債務化解進入攻堅期，部分行業信用風險仍處於出清階段。在這樣的背景下，銀行體系需要更厚的資本緩衝，以應對潛在的資產質量波動。若在風險暴露後再被動補血，不僅成本更高，也可能削弱市場信心。提前補充資本，有助於提升銀行體系的韌性，使其在未來可能出現的壓力情境下保持穩定運行。

關於3,000億元的具體分配方式，在「分期分批、一行一策」的政策思路下，去年尚未獲得注資的工商銀行、農業銀行受到外界矚目，市場普遍關注資產規模大、政策性任務重、涉農涉基建放債佔比較高的大行是否優先獲得資本補充。雖然具體名單尚未公布，但從原則上推演，分配邏輯大概率會在體量、功能、壓力三者之間尋找平衡。風險加權資產規模更大、資本充足率邊際壓力更高、承擔逆周期任務更多的機構，獲得更高比例注資的可能性更大。同時，監管層也會兼顧前一輪注資的基數，避免連續大幅注資某一機構引發市場誤讀。

預期不會一次性集中落地

在推進節奏方面，預計不會一次性集中落地，而是採取「先核心、後擴展」的方式。先完成首批重點機構的資本補充，再根據宏觀形勢、信貸投放節奏、不良暴露情況，擇機推進後續批次。這樣的安排既能避免市場對銀行估值的短期擾動，也能使資本補充與經濟周期、金融周期保持更緊密的匹配。

今年政府工作報告還明確提出，要多渠道加大資本補充力度。3月6日，國家金融監管總局局長李雲澤進一步表示，除了中央發行特別國債外，還可以通過市場化方式撬動更多社會資金參與銀行資本補充，「像保險資金等都可以研究探討。」這意味着，未來銀行資本補充體系將從財政託底向「財政+市場」的雙輪驅動轉型。

要形成多元化、可持續的資本補充體系，關鍵在於處理好財政託底與市場化約束之間的關係。財政工具可以提供基礎支撐，但長期資本仍需依靠市場化機制。永續債、二級資本債、可轉債等工具已經形成一定規模，但在條款設計、流動性、風險識別等方面仍有提升空間。若能進一步增強工具的標準化程度，提高透明度和可定價性，將更有助於吸引保險、養老金、主權基金等長期資金參與。

市場化資本補充機制的核心在於風險定價必須真

實反映發行商的經營狀況，而不是依賴隱性兜底預期。通過更嚴格的信息披露、更具穿透性的壓力測試、更具差異化的監管安排，可以讓資本工具的風險收益結構更加清晰，使投資者能夠在可識別、可計量的框架下進行配置。

完善市場化機制同步推行

對於保險資金等長期資金而言，參與銀行資本補充既是資產配置的天然延伸，也是支持金融體系穩定的制度安排。未來可以探索設立專門的銀行資本投資計劃，通過分層結構、期限管理、嚴格的資產負債匹配機制，使其在滿足償付能力監管要求的前提下，合理配置資本工具。若能在監管框架內實現「可計提、可識別、可穿透」，將有助於培育「以長期資金支持長期資本」的良性生態。

資本是銀行的「糧草」，糧草充足，銀行才能在經濟恢復、結構調整、風險出清的關鍵階段發揮更大作用。特別國債的注資是「雪中送炭」，市場化機制的完善則是「長久之計」。兩者結合，適時推進銀行資本補充機制改革，才能構建既穩健又靈活、既安全又高效的資本補充體系，提升銀行體系和整個經濟系統的韌性。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。