

2026年二季度港股市场投资展望： 重整旗鼓

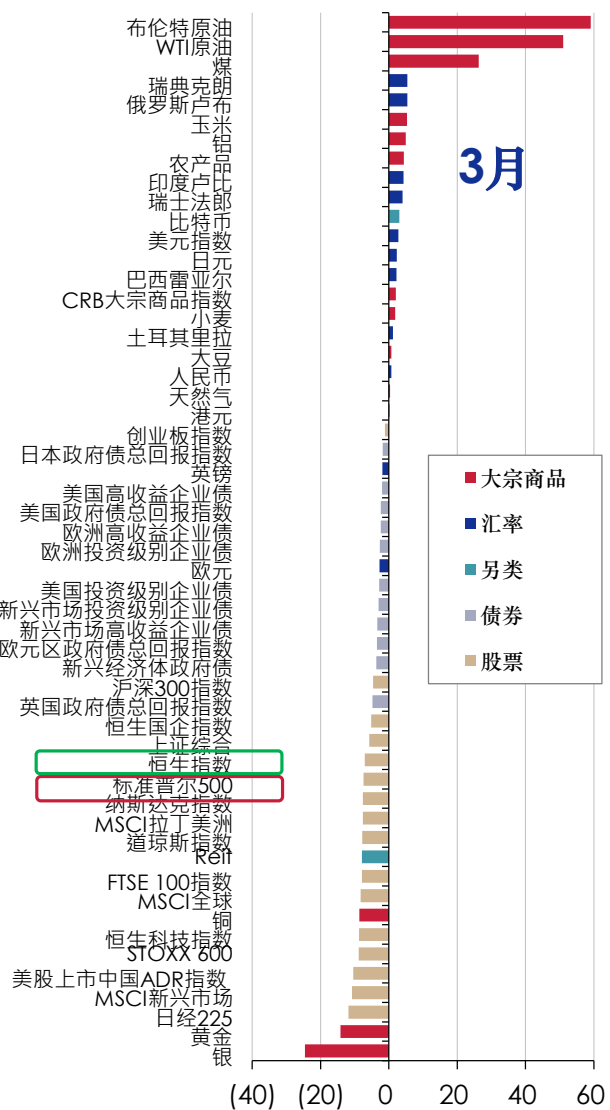
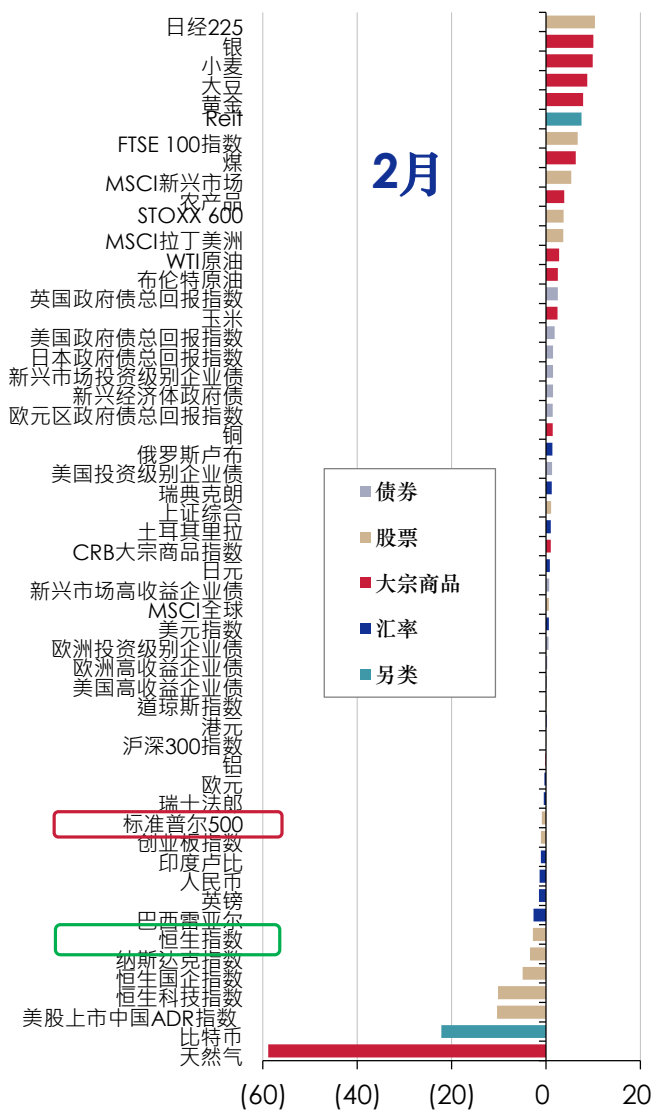
赵文利 邹炜 姜越

2026年4月1日

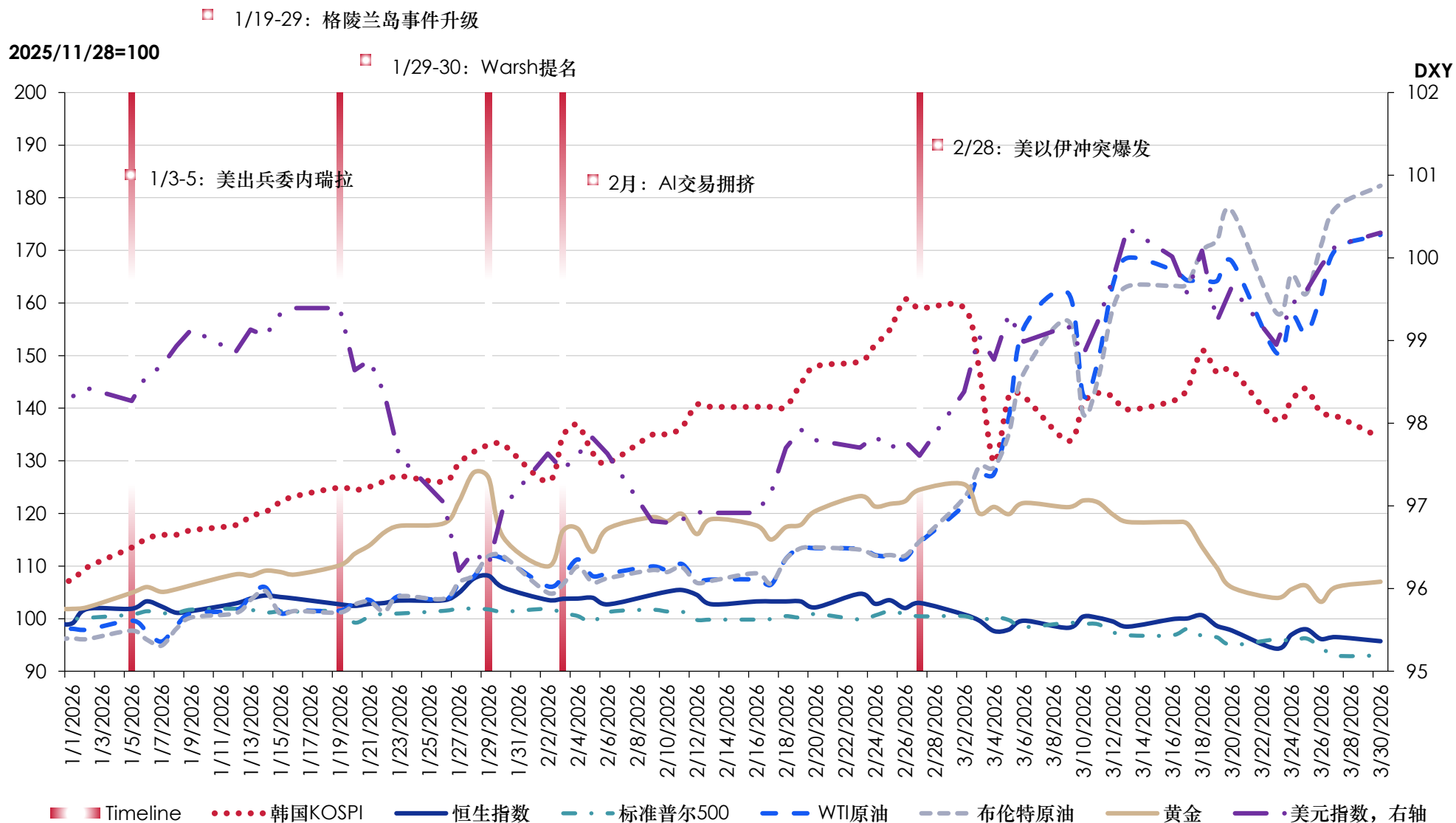
核心要点

- ❖ 一季度外围环境急剧变化，地缘风险及市场预期修正先后经历萌动、谨慎和恐慌三个阶段。其中，美元、油价、金价及美债收益率是关键变量。背后底层逻辑是对地缘局势、AI叙事、滞胀风险及联储降息预期的重大修正。
- ❖ 1月底恒指一度再创28056点的本轮牛市新高，但科技指数显著落后，后续只需传统板块总体稳住，科技股反弹确立，港股仍有条件再创新高。
- ❖ 二季度随着伊朗危机逐步缓和，市场预期重新改善，港股有望重整旗鼓，主要催化剂和事件窗口包括：伊朗局势逐步缓和，油价回落，舒缓滞胀担忧；特朗普访华若成行，有利于稳定及改善中美关系；5月联储主席换届，通胀预期回落有利于美联储降息预期重启；中国经济增长动能、人民币汇率、物价走势和企业盈利前景改善等。
- ❖ 美联储后续降息路径及节奏虽仍存高度不确定性，但年内仍有降息机会。随着避险需求退潮，美元走势料回软，人民币汇率有望继续温和升值，有利于进一步吸引外资回流。
- ❖ 主要风险因素：后续中美关系及联储降息节奏的不确定性、美国经济或通胀恶化、金融系统性风险、AI叙事变化、美日财政及债务风险、地缘政治因素等。
- ❖ 建银国际流动性领先指标暗示，上半年港股仍有条件震荡寻顶。预计二季度港股走势或先升后回，恒生指数波动区间介于24000-29000点，国企指数波动区间介于8000-10000点，科技指数介于4500-5500点。
- ❖ **投资建议：**建议在25000点附近逢低吸纳，为市场反弹做好准备，并随着外围局势明朗化逐步加强进攻，除基础配置高息股及精选内需及高端制造之外，重点关注受益于油价回落的航空、航运、贵金属及利率敏感的科技和生物医药股。

1月早春萌动，2月春寒料峭，3月春雷乍响



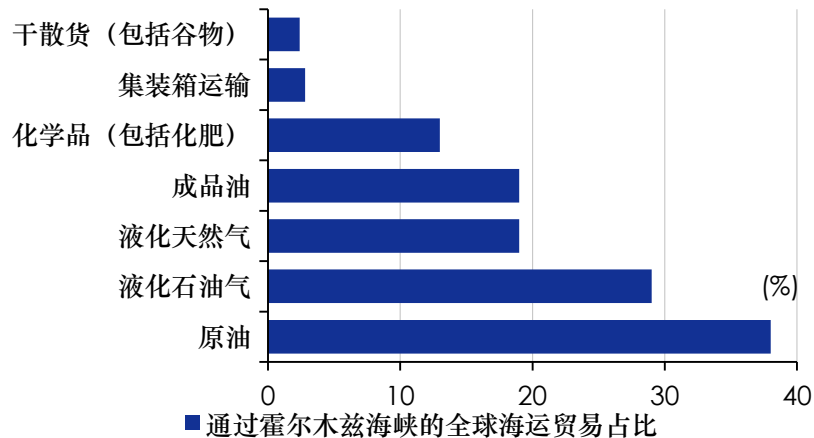
开年以来，地缘风险和预期修正的三个阶段



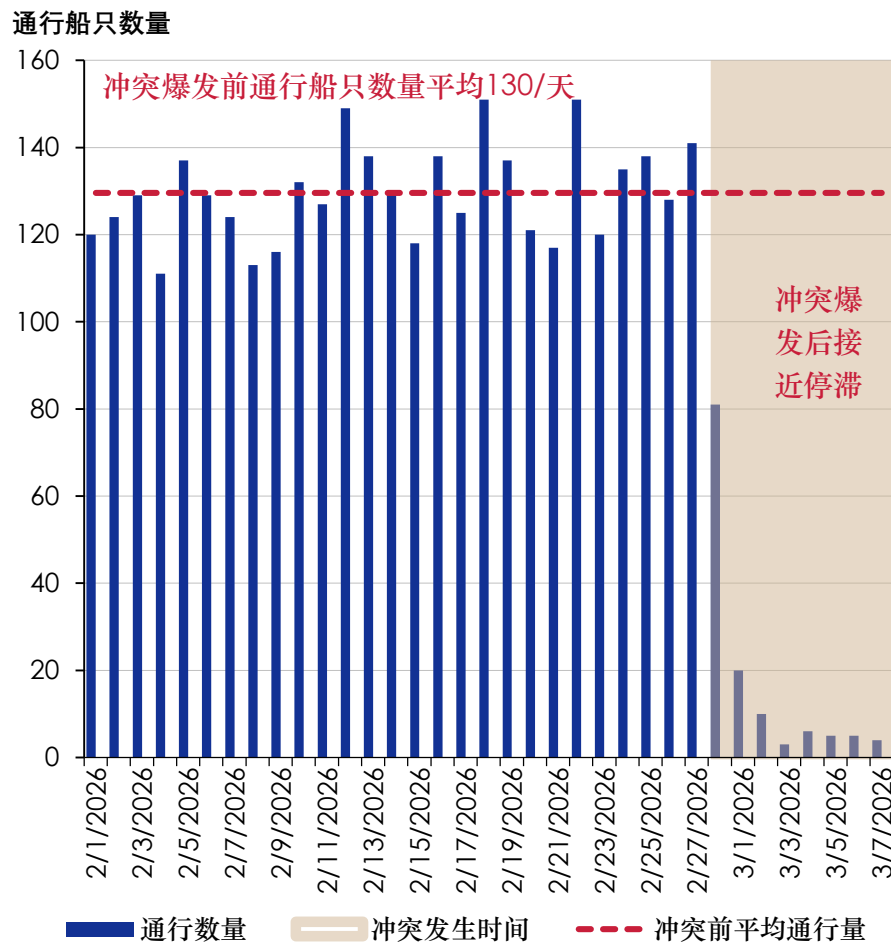
伊朗局势：被扼住的海上咽喉—霍尔木兹海峡主要贸易情况

❖ 霍尔木兹海峡是全球最关键的海上咽喉要道之一，承担着约四分之一的全球海运石油贸易，以及大量液化天然气和化肥运输。该地区持续的军事升级已干扰了这一狭窄航道的航运流通，由此产生的连锁反应远超区域范围。

通过霍尔木兹海峡的主要贸易品流量



霍尔木兹海峡的船舶运输几近停滞



年份	原油与凝析油 (mb/d)	石油产品 (mb/d)	油品合计 (mb/d)	LNG (bcf/d)
2020	14.4	4.8	19.2	10.7
2021	14.7	5.1	19.7	10.8
2022	16.2	5.6	21.9	11.0
2023	15.8	6.0	21.8	10.6
2024	14.6	6.1	20.7	10.5
2025上半年	14.7	6.1	20.9	11.4

数据来源：路透，彭博，IEA，综合媒体，建银国际，数据截至2026-3-20

伊朗局势：2022年历史暗示油价高点通常领先通胀顶点0~4个月

❖ 在2022年2月俄乌冲突升级爆发后，Brent/WTI原油均价和各国零售汽油价格在2022年6月前*达到高点，但对各国通胀影响不同。

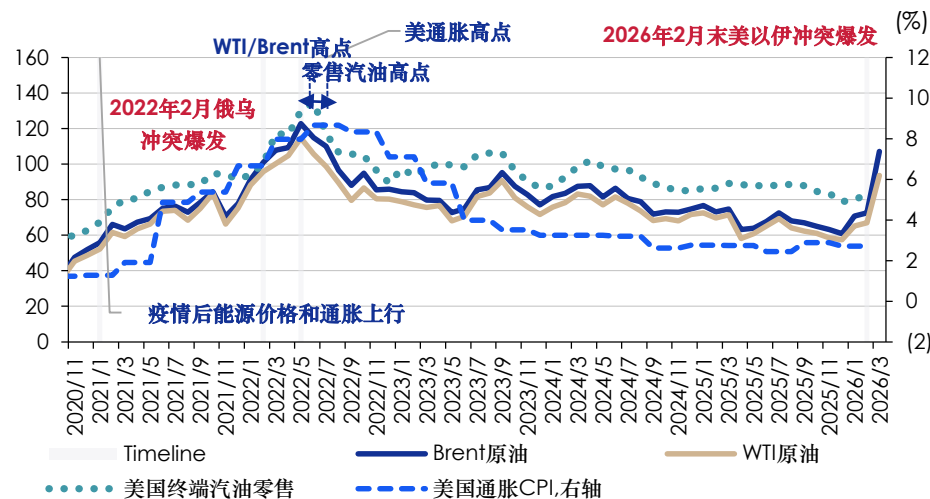
一→美国：2022年通胀CPI高峰出现在6月。主要是因为美国零售汽油价格市场化程度高，汽油价格直接传导到CPI。

一→欧洲：2022年HICP高峰出现在10月。原因是欧洲能源冲击除了石油还包括天然气、电价和居民公共事业账单等；

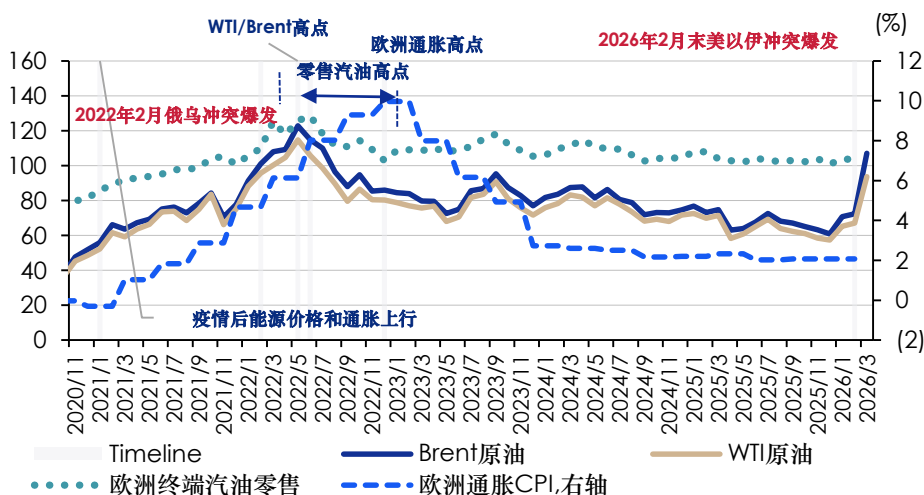
一→中国：2022年CPI高点出现在9月，整体显著低于美国和欧洲，由于国内成品油价格存在调控机制，国际油价向终端零售和CPI的传导被平滑；叠加内需偏弱和核心通胀偏低，能源冲击未形成强烈的二阶冲击。

❖ 但值得注意的是，2022年的背景是疫情后复苏，供应链瓶颈和需求重启导致的通胀抬升，俄乌冲突则进一步推高了通胀；在不发生极端情况的情境下，2026年伊朗问题难以将通胀恢复到这个高度。

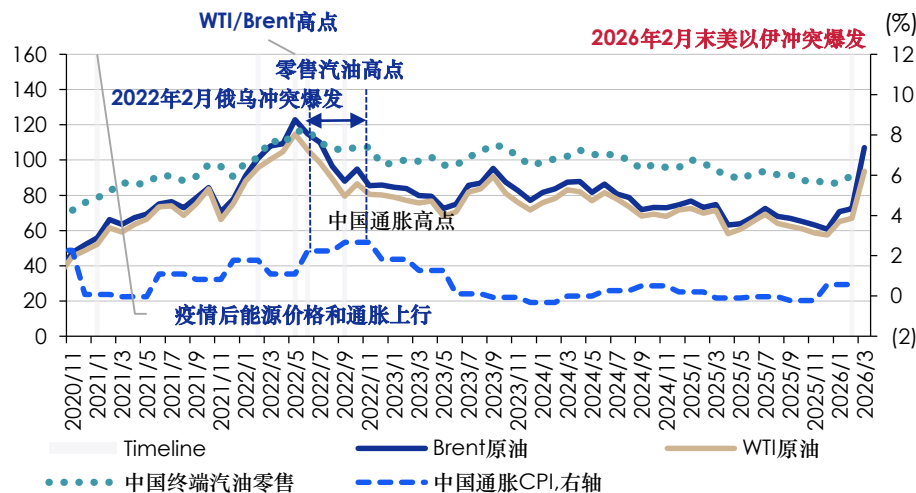
上一轮冲击时，美国CPI和油价基本同步达到高点



欧洲CPI高点比油价高点滞后4个月



中国CPI高点比油价高点滞后3个月



伊朗局势：未来几周仍然是重点观察期

三种情景走势

温和情景

继续有限空袭/拦截 → 能源设施损毁止住 → 航运摩擦缓解 → 出现降级/停火框架

油价回落与VIX降至20，股市修复反弹，成长性修复，降息重新进入话题

基准情景

数周高强度海空打击 + 航运高摩擦 → 油气设施尚未全面中断 → 1-2个月内宣布阶段性目标达成 → 冲突转入灰色地带

油价维持高位波动，金价偏强，VIX持续在30以上，美股急跌—修复—再波动

极端情景

油气设施破坏扩大 → 全球供给缺口放大 → 美方升级护航/清剿与地面动作 → 更多国家下场 → 冲突周期拉长

油价进入新阶段，风险资产更深调整，美债在避险与再通胀之间大幅波动，降息推后

时间轴与重点观察

3月底-4月初 是否升级窗口

设施损毁与是否升级地面作战，特朗普发言

4月中旬：汽油/通胀与民意压力抬升窗口

美国零售汽油价是否继续上行，民意变化

4/29左右 60天闸门（战争权力决议）

国会是否推动授权/拨款

5月中旬：访华窗口

是否出现航运恢复，各国态度变化

5/29左右 90天边界

是否更强的国会与资金背书高强度作战

下半年-11月中期选举

油价、通胀与伤亡是否变成选举变量

特朗普首次TACO的压力分层：高压触发与低压退让

以每次重大威胁/重大冲突起点为起点，以第一次明确 TACO 为终点；在该窗口内提取四项“峰值痛感”指标：标普500最大回撤、VIX 最高水平、布伦特原油最大涨幅、10 年美债收益率最大上行幅度，并在样本内进行标准化合成 TACO 压力指数，用于衡量“第一次大级别退让前的相对压力强弱”。

序号	事件	起始时间：发生了什么	首次TACO时点：发生了什么	TACO 压力指数	类型	结果解读
1	伊朗首轮缓和	2月28日：美以对伊冲突爆发，油价持续上冲，风险资产承压。	3月23日：特朗普称已出现“major points of agreement”，并将打击延后5天。	0.692	高压力型	样本内压力最高，说明第一次阶段性缓和发生在油价、股市与波动率均已明显承压之后。
2	广泛对等关税	4月2日：特朗普宣布“对等关税”框架，全球市场剧烈波动。	4月9日：宣布对多数国家暂停90天，风险资产大幅反弹。	0.583	高压力型	股市回撤与波动率抬升最为典型，属于“市场顶不住后先退一步”的标准样本。
3	中国145%高关税	4月9日：对华高关税升级至极端水平，市场开始交易“不可持续”。	4月22日：特朗普称会对中国“very nice”，贝森特亦称高关税状态“not sustainable”。	0.371	中高压力型	并非等到5月12日才首次退让；第一次明确软化已出现在4月22日至23日。
4	USMCA商品暂缓	3月4日：关税开始落地，市场出现短期扰动。	3月6日：对USMCA合规商品暂缓至4月2日。	0.102	低压压力型	更像执行层面的技术修补，而非典型“市场高压逼退”。
5	欧盟50%延期	5月23日：威胁自6月1日起对欧盟商品征收50%关税。	5月25日：同意延期至7月9日；市场完整反应在5月27日。	0.027	低压压力型	政策回撤早于市场压力全面累积，本质上是快反应、低压力的谈判型样本。
6	加墨关税暂停	2月1日：宣布对加拿大、墨西哥加征关税。	2月3日：同意暂停30天，以换取边境与执法合作。	0.016	低压压力型	政策回撤发生较快，市场尚未进入失控阶段，更偏谈判与边境议题协调。

第一次大级别 TACO 并不存在统一单一阈值，但可清晰分为两类：一类是伊朗首轮缓和、4月9日对等关税暂停、中国145%高关税首次口径软化等“高压压力型”；另一类是加墨、USMCA、欧盟延期等“低压压力/谈判技术型”。

特朗普最稳定、最敏感的“痛点”仍是美股回撤：高压压力样本对应的标普500最大回撤约为 5.4%、12.5% 和 5.5% (>5)，明显高于低压压力样本的 1%以内。VIX 与 10 年美债收益率更像确认变量而非单一阈值：高压压力样本中的 VIX 高点分别达到 29.5、52.3 和 40.7 (>30)；10 年美债收益率最大上行则分别达到 42bp、14bp 和 14bp (>14)，显示当压力已从股市传导至融资条件时，特朗普更容易第一次退让。原油价格则具有更强事件特异性，在伊朗样本中涨幅高达 66%，但在贸易样本中并非决定性指标。

通胀风险：26年CPI预计仍在3%上下波动，能源是不确定因素

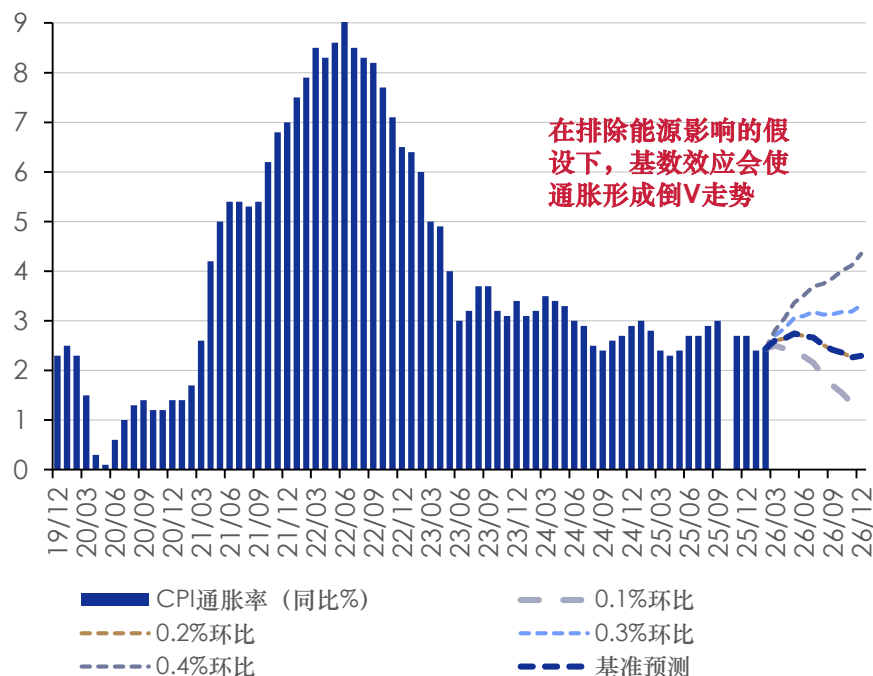
在不发生大幅衰退的前提下，我们认为26年CPI仍然将在接近3%水平波动，基础数据走势预计如下：

- 1~3月，CPI通胀会先降低3%以下；
- 4月开始，CPI将缓慢抬升至高峰，因此降息难度较大；
- 6-9月开始，随着CPI走弱，降息窗口或将重启；

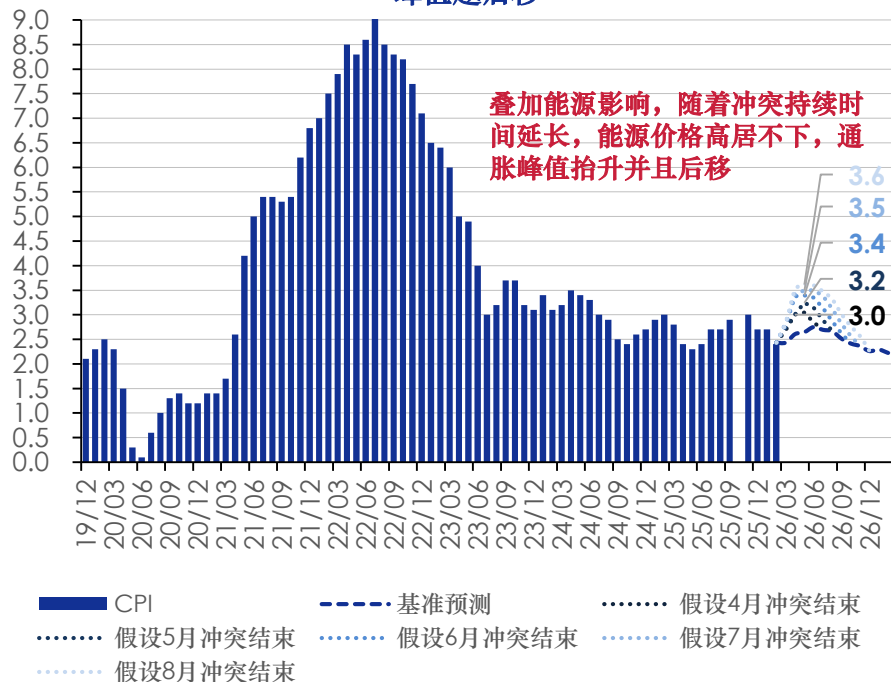
能源是不确定因素：部分声音认为油价和关税一次性传递，但传递速度将影响通胀的峰值和降息节奏；

- 按照经验测算，油价+10% -> 汽油零售价格约+5% -> 整体CPI约+0.15ppt，并在高油价持续更久时增加滞后项；我们认为，如果价格完全传导，将在上半年将通胀重新推向3%的水平；此外，如果冲突持续到6月以后，通胀的峰值后移，并且未来年内通胀都将高于现在的水平。

排除能源影响，基准情景下半年通胀下行



考虑能源影响，伊朗冲突结束越晚，能源驱动的通胀峰值越后移

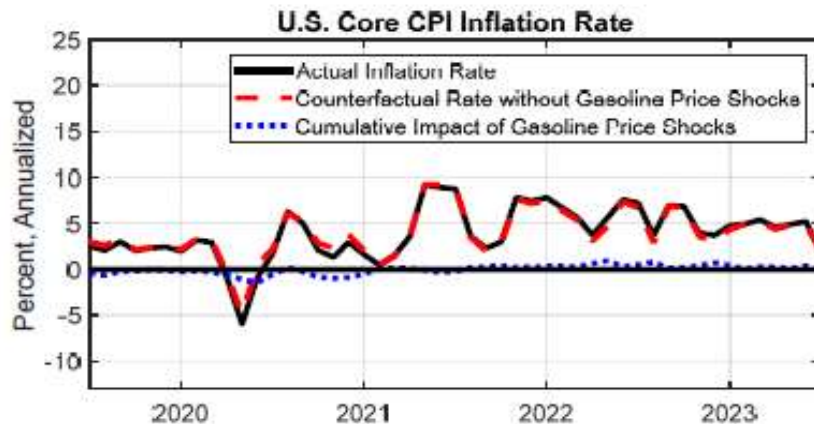
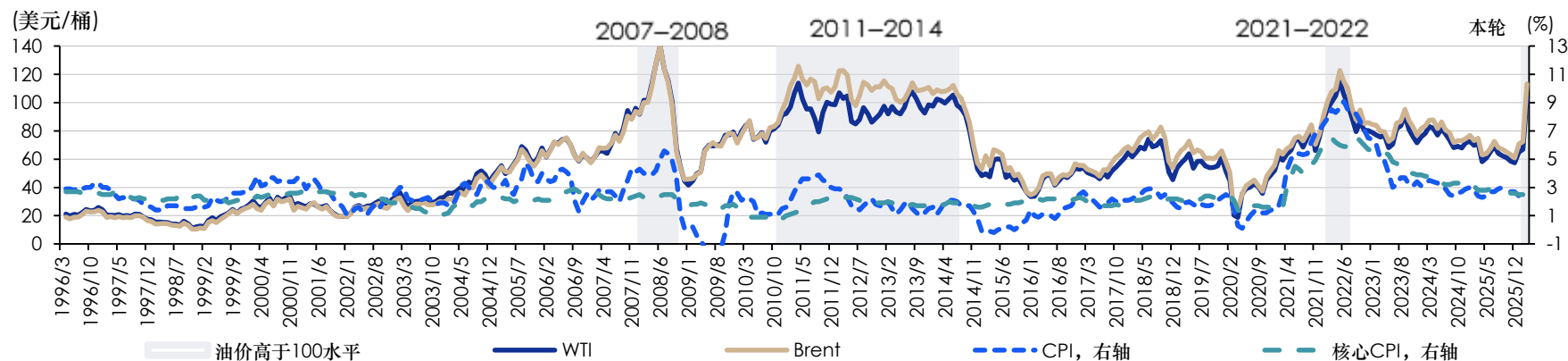


历史上看，能源价格持续高企的时间较为少见

过去二十年有几轮典型的油价上行时期，形成通胀高居和增长拖累，但对经济的冲击多数是慢性磨损的非危机式的。

- 2007–2008：全球扩张后期叠加商品牛市，把油价快速推到高位；但这轮不是长期横盘，而是2008年中冲顶后被金融危机快速打断。
- 2011–2014：油价高位滞留。对美国更像持续性的“外部税负”：抬高整体通胀、压缩真实收入、拖累消费。
- 2021–2022：先有疫情后复苏和供应链瓶颈，俄乌战争再把能源和食品冲击推高；因此对整体通胀的抬升更集中、更明显。

此外，多数学术研究显示，油价抬升对于整体CPI的冲击较高，对于核心CPI的冲击较低。



美债走势：地缘带来美债的观点修正

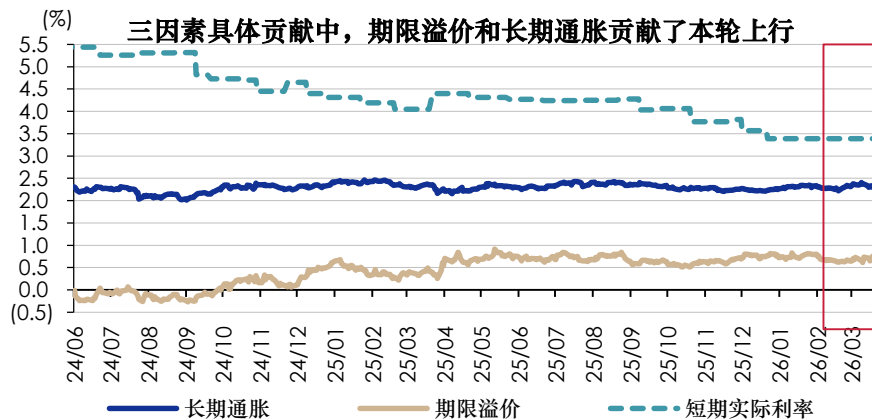
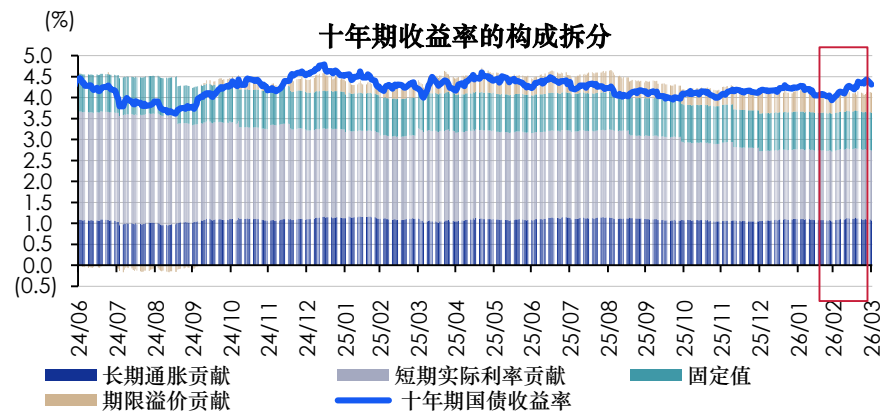
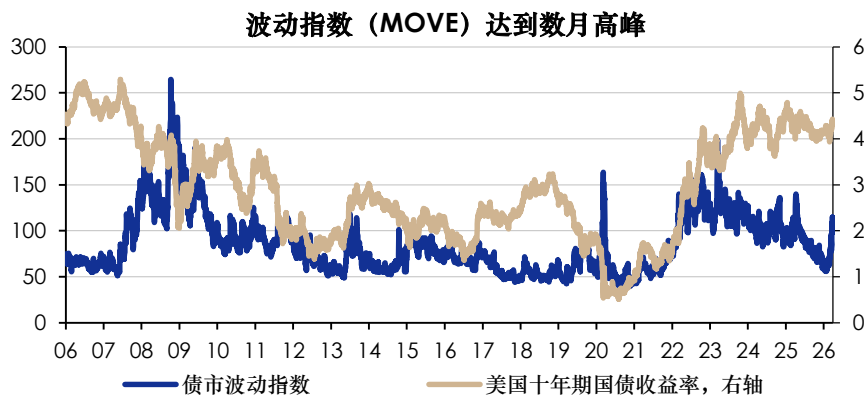
美债收益率在3月迅速走高，从三因素角度来看，与上一轮以期限溢价驱动但被降息部分抵消的收益率上行不同，本轮有以下几个驱动：

- **通胀预期温和上修**：油价上行抬高了通胀担忧，包括10年的隐含通胀等指标都出现了上行。
- **期限溢价上行**：长端还在反映军事行动加重了未来更高的财政供给压力和风险补偿。
- **短期降息预期被重塑**：近期能源冲击推迟了市场对联储降息的预期，政策路径重新定价。

交易角度来看，近期美债一级市场拍卖较为疲软，二级市场波动指数快速上行，空仓仍然处于高位。综合来看，我们判断如下：

短期(1-4周)：4.25%-4.50%。油价冲击、供给压力和政策路径重定价仍在；但4.4%以上已开始出现修复、月末/季末再平衡和空头回补。

中期(3-6个月)：4.10%-4.35%。主流市场预期中枢在 **4.2%-4.25%**，若没有进一步能源冲击，收益率更可能围绕这一中枢高位震荡。



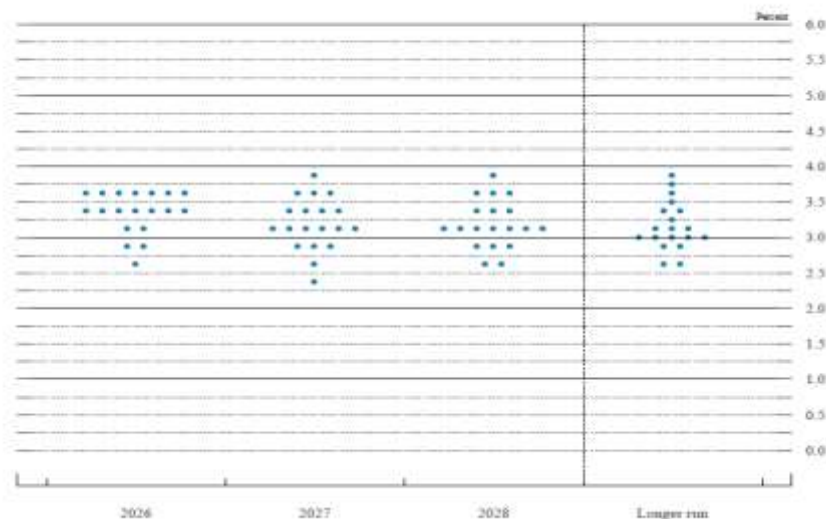
联储政策：我们认为市场加过度恐慌加息，26年内仍有降息机会

伊朗冲突推升油价后，市场一度开始交易“2026年不降息甚至加息”，但这更像是对地缘政治冲击的阶段性重定价，不代表联储已进入新一轮加息周期。

- 加息门槛仍然很高。当前联储更像是处于降息周期中的“暂停观察”，油价上行可以推迟降息，但要重新转向加息，需要看到更广泛、更持续的二轮通胀扩散，而不仅是能源价格单点跳升。
- 若伊朗局势缓和、油价回落，市场叙事可能迅速改写。当前“higher for longer”交易高度依赖战争持续和霍尔木兹风险维持，一旦风险溢价回吐，年内降息预期有望重新修复。
- 政治层面仍偏向宽松预期。特朗普有明确动机将降息预期与增长、资产价格及中期选举环境绑定，未来几个月白宫持续向联储施压、塑造宽松叙事的概率不低。
- 联储领导层变化可能改变市场对政策反应函数的理解。若后续Warsh等人事安排推进，市场可能重新定价联储更看重“通胀趋势”而非“通胀点位”，或更强调核心通胀、就业走弱与前瞻性宽松。
- 这意味着，即使整体通胀因能源冲击暂时抬升，也不必然阻断降息；只要核心通胀相对稳定、劳动力市场边际放缓，联储仍有空间维持“降息或按兵不动”的基准路径。

结论： 伊朗冲突短期抬升了“年内不降息”的概率，但尚不足以自动导向“重新加息”；2026年的基准情景仍更可能是降息或维持不变，而不是重启紧缩。

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400
4/29/2026	0.00 %	0.00 %	97.41 %	2.59 %
6/17/2026	0.00 %	1.14 %	98.86 %	0.00 %
7/29/2026	0.00 %	5.41 %	94.59 %	0.00 %
9/16/2026	0.00 %	1.20 %	98.80 %	0.00 %
10/28/2026	0.00 %	3.41 %	96.59 %	0.00 %
12/9/2026	0.00 %	14.97 %	85.03 %	0.00 %
1/27/2027	0.00 %	18.41 %	81.59 %	0.00 %
3/17/2027	0.00 %	20.06 %	79.94 %	0.00 %
4/28/2027	0.00 %	25.41 %	74.59 %	0.00 %
6/9/2027	0.00 %	43.13 %	56.87 %	0.00 %
7/28/2027	0.00 %	56.41 %	43.59 %	0.00 %
9/15/2027	0.00 %	82.97 %	17.03 %	0.00 %
10/27/2027	0.00 %	86.41 %	13.59 %	0.00 %
12/8/2027	33.59 %	66.41 %	0.00 %	0.00 %

特朗普26年访华若成行将有哪些看点

- ❖ 白宫近期宣布特朗普将于5月14日至15日赴北京，这是近十年来美国总统首度踏足中国。特朗普上次访华是2017年11月。
- ❖ 2017年中美关系的底色，是中美仍然试图维持“合作可推进”的框架。特朗普当时最想要的是三样东西：朝鲜地缘政治风险平息、缩小贸易逆差、带回一批可展示的商业订单。当时双方均采取高规格礼遇与大额签约。2017年访华期间，中美企业签了34个项目、总额2535亿美元。值得注意的是，2017年底到2018年，中美贸易战全面升级。
- ❖ 2026年的底色则明显更复杂。当前中美之间虽然维持着2025年10月釜山会晤后达成的贸易休战，该休战内容包括削减部分美方关税、暂停中国对稀土的严厉出口管制、暂停美方扩大高科技黑名单，但框架本身脆弱。3月以来，美方又启动了新的Section 301调查；中方宣布对美国贸易做法启动两项“对等”调查。此外，俄乌、伊朗问题加大了地缘政治复杂性。

2017访华日程

2017年11月8日

- 抵达北京，礼遇和文化
- 特朗普夫妇抵京，随后前往故宫。中美元首在宝蕴楼茶叙，参观故宫前三殿，看文物修复技艺展示和珍品文物展，并欣赏京剧表演。

2017年11月9日

- 正式国事访问
- 1) 欢迎仪式
- 2) 会谈与扩大会议
- 3) 共同会见记者
- 4) 出席工商界活动 / 见证商业协议签署
- 5) 国宴

2017年11月10日

- 离开北京，结束访华
- 此次在华停留时间接近43小时。随后他前往越南，继续亚洲行。

2026关注重点

1) 贸易休战如何发展
会不会延长休战、达成框架协议、避免再升级

2) 是否会发布联合声明/共同召开记者会
对市场情绪有正面意义

3) 会不会触及出口管制交换
美国是否在出口管制上作出某种让步

4) 会不会达成“购买清单”
如波音、LNG、大豆

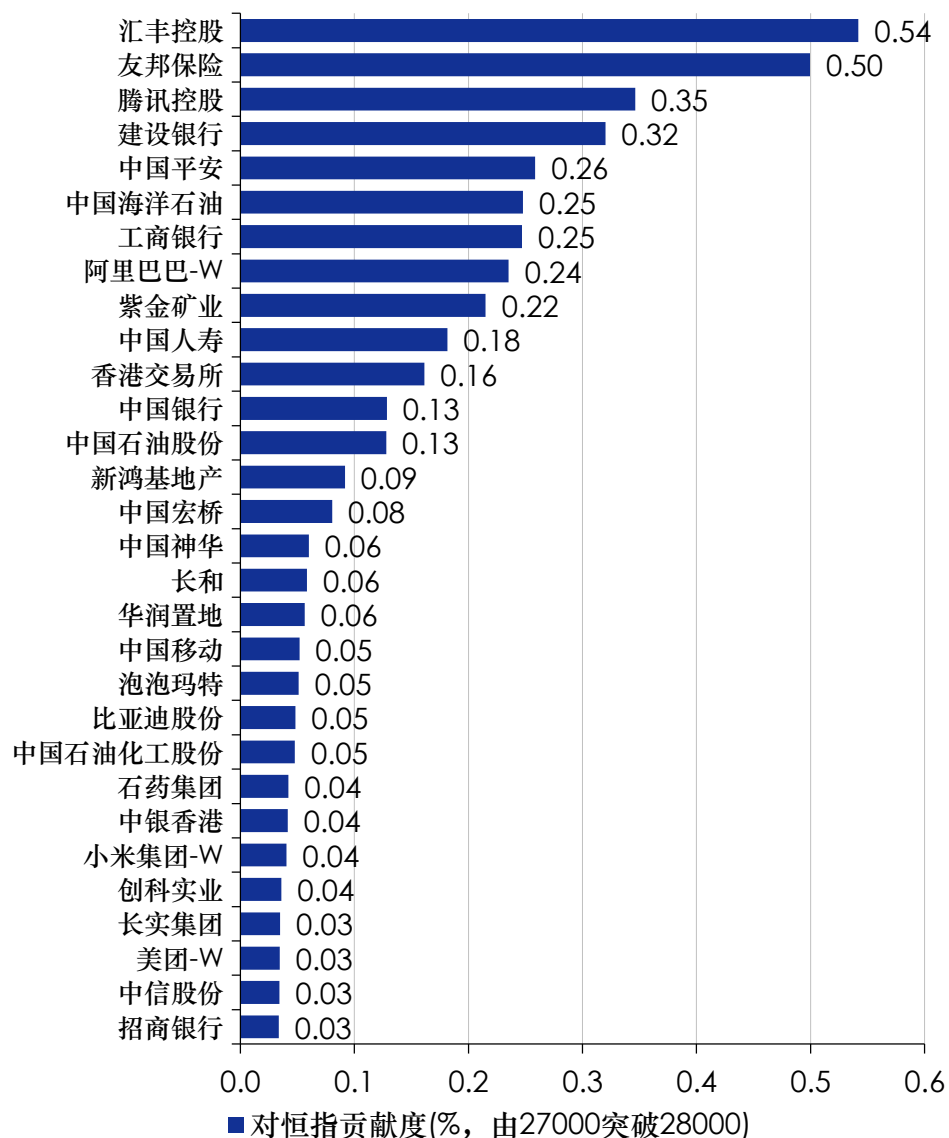
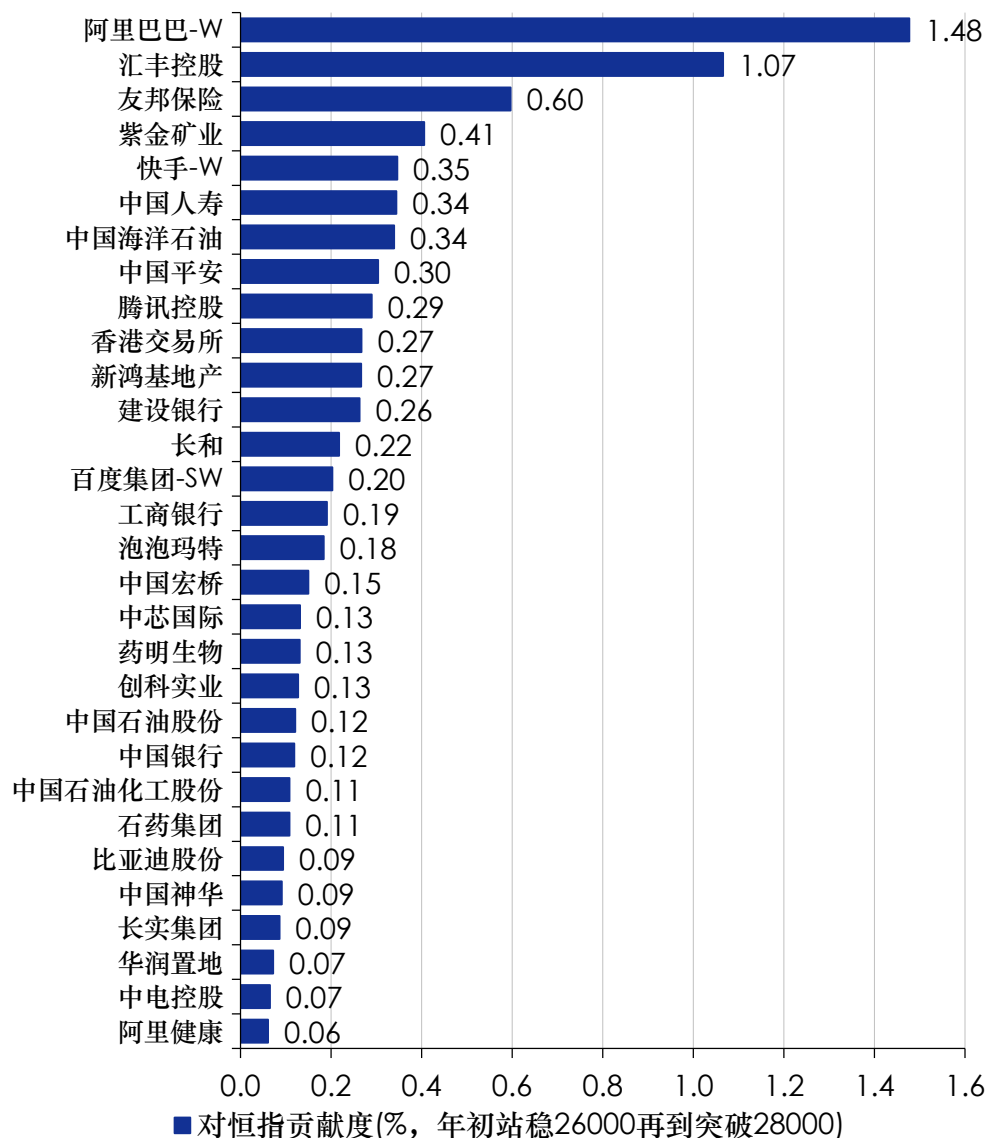
5) 地缘问题如何定性
包括台海、中日问题是否会被讨论

25000是港股重要的牛熊分水岭

- ❖ **25000点是不容有失的牛熊分界线**：该位置既是本轮港股技术性牛市的重要支撑，也处于250日均线附近；更重要的是，2019至2021年间恒指多数时间运行在25000点上方，说明该位置曾是市场相对正常状态下的中枢水平，而在2021年下半年跌破后，指数运行区间明显下移，25000点也由支撑转为阻力。25000点是恒指估值中枢、风险偏好和市场强弱切换的关键分水岭。
- ❖ **若25000点失守，22500点或为下一道重要支撑**：以本轮高点28000点计算，回撤20%对应约22500点，该位置天然具备技术性牛熊分界意义；因此即便指数短期跌破25000点，22500点附近仍可能成为资金博弈与市场情绪企稳的重要支撑区域，但若进一步失守，则意味着本轮行情已进入技术性熊市区间。



1月底港股创新高，科技股并非主要贡献

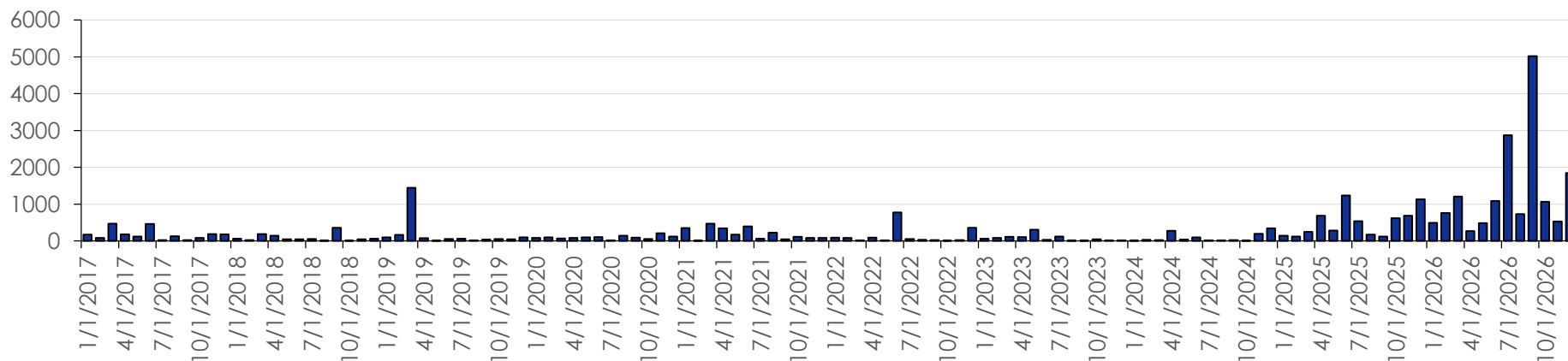


次新科技股强势领跑，旧科技龙头仍是指数上行关键

- ❖ 今年以智谱、MiniMax等为代表的次新人工智能公司持续走强，核心在于其兼具“纯人工智能资产”与“新科技核心标的”的稀缺性，市场交易的重点更多是技术卡位、产业想象空间与估值重塑，而非短期盈利兑现。
- ❖ 但旧平台龙头并非没有机会。腾讯最新季度收入同比增长13%，其中国际游戏收入增长逾30%，广告收入增长17%，整体业绩大致符合预期；真正压制股价的，并非基本面本身，而是在市场偏谨慎阶段，投资者对前置人工智能投入更为挑剔。值得注意的是，腾讯此次在人工智能上的指引其实明显强化：公司已明确表示2026年将继续提高资本开支，加大自研模型投入，并持续推进面向个人、开发者和企业的人工智能产品体系，同时正在推动微信生态内智能体布局，并将很快发布混元3.0。我们认为人工智能对腾讯核心业务更多是强化而非替代，短期利润率承压并不改变其中长期受益逻辑。
- ❖ 阿里巴巴同样如此。公司最新季度收入同比增长1.7%，利润低于预期，短期承压主要受消费偏弱、补贴与即时零售投入拖累；但云业务收入增长36%，明显快于集团整体，而管理层在人工智能上的中期指引反而偏积极。公司已进一步强化人工智能业务架构，重点推进智能体与生态整合，并提出未来五年云与人工智能外部收入合计突破1000亿美元的目标。因此，阿里的业绩承压更大程度上是主动为人工智能转型和新业务扩张付出的阶段性成本，而不是成长逻辑被破坏；我们亦强调，市场对阿里短期业绩的惩罚可能偏重，其“人工智能受益者”逻辑仍然完好。
- ❖ 总体而言，次新人工智能公司代表的是主题热度与估值弹性，而腾讯、阿里等传统互联网公司真正掌握的仍是用户入口、支付闭环、广告系统、商家生态与企业客户基础。一旦市场从追逐纯概念，转向重视人工智能商业化落地，具备场景与变现能力的平台型龙头反而更有望迎来重估；而从指数层面看，上一轮恒指突破28000点时，腾讯、阿里等传统互联网龙头并未真正发力，指数上行更多依赖结构性支撑；若后续市场再度向27000点附近推进，并叠加平台龙头企稳回升，则恒指对28000点的突破难度或将明显下降。

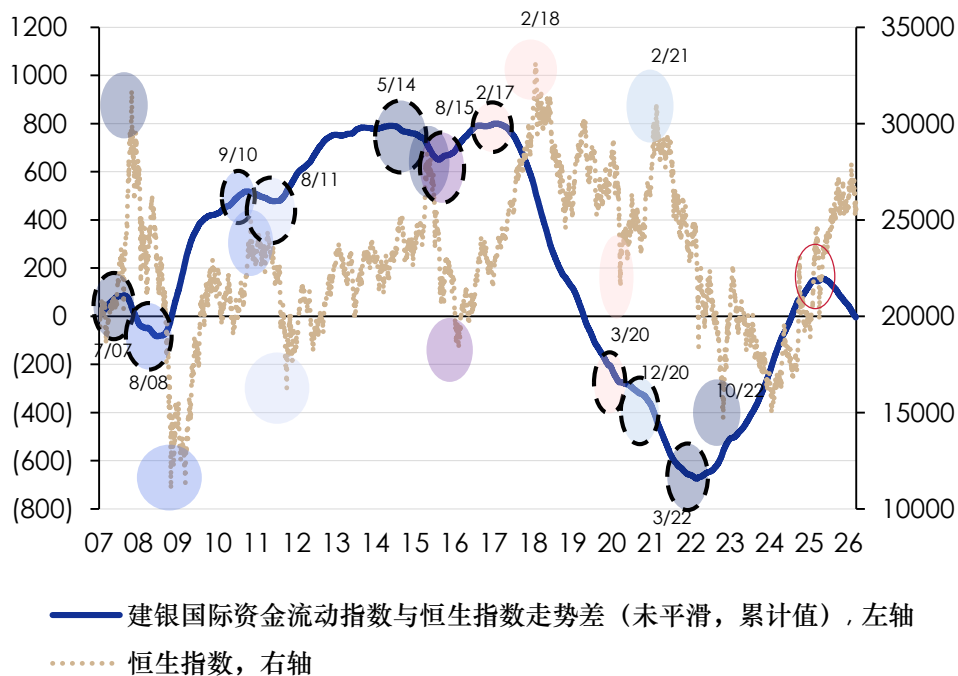
IPO解禁高峰对市场扰动或有限

- ❖ 2017—2026年期间，港股解禁规模整体呈现上行趋势，尤其在2025—2026年阶段明显抬升，进入集中释放期。其中，**2026年9月**单月解禁规模预计达**5,019亿港元**，为历史最高；从结构看，解禁压力呈现一定集中度，原材料行业占比约34%，为最主要来源，其次为资讯科技及医疗保健板块。
- ❖ 我们选取2017年至2025年的数据，以月度回报率与波动率作为核心观测指标。历史分布显示，港股月度解禁规模的“均值加一倍标准差”约为885亿港元，已处于偏极端区间。考虑到若严格采用该阈值，样本数量偏少，不利于总结市场节奏特征，适度放宽识别标准后将600亿港元以上的月份界定为高强度解禁月份，并据此筛选出7个样本，重点考察解禁前一个月及解禁当月两个关键时间窗口的市场表现。
- ❖ 从结果看，高强度解禁阶段前后，市场呈现出较为清晰的节奏性特征。解禁前一个月平均回报率约为2.3%，明显高于整体市场水平0.32%；进入解禁当月后，平均回报率回落至约-0.4%，较前期明显转弱，并低于全样本均值。相比之下，波动率在解禁前一个月约为1.3%，在解禁当月升至1.6%，较整体市场水平1.31%有所抬升，显示市场不确定性边际增加。
- ❖ 解禁对港股市场的影响更多体现为收益节奏的阶段性的切换，即解禁前市场表现相对偏强，而解禁当月趋于转弱。波动率在解禁当月亦有一定抬升，但其变化幅度整体弱于收益率层面的切换。



恒生指数年中之前仍具备再度冲高的条件

- ❖ **建银国际流动性指数经受时间洗礼：**自2022年3月出现拐点，成功确认港股长期拐点(10月底)，支持2024年以来港股四轮技术性牛市。
- ❖ **港股年中前大概率会继续寻顶：**虽然我们最新的流动性累计差值继续向下并跌至负值，但累计差值拐点的出现并不意味着港股本轮牛市高点已现。尽管市场对滞胀的担忧浮现，回顾近年数据，并考虑到2025年5月已出现的拐点，我们认为恒生指数在年中之前仍具备再度冲高的条件。



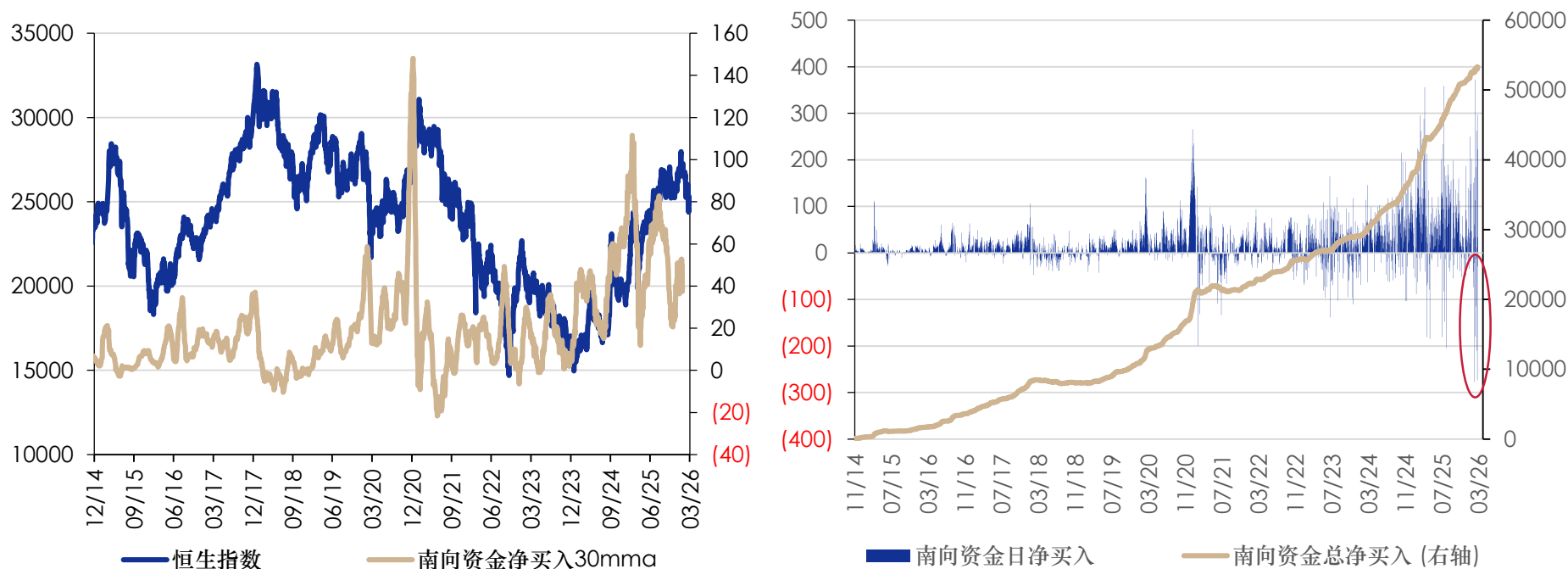
拐点确认日期	市场反转日期	流动性指数领先月数
牛市周期		
2008年8月	2008年11月	3
2011年8月	2011年10月	2
2015年8月	2016年2月	6
2020年3月	2020年3月	0
2022年3月	2022年10月	7
熊市周期		
2007年7月	2007年11月	4
2010年9月	2010年11月	2
2014年5月	2015年5月	12
2017年2月	2018年2月	12
2020年12月	2021年2月	2

数据来源：彭博，建银国际，数据截至2026-03-30

今年南向资金流入放缓，中东冲突以来托底作用减弱

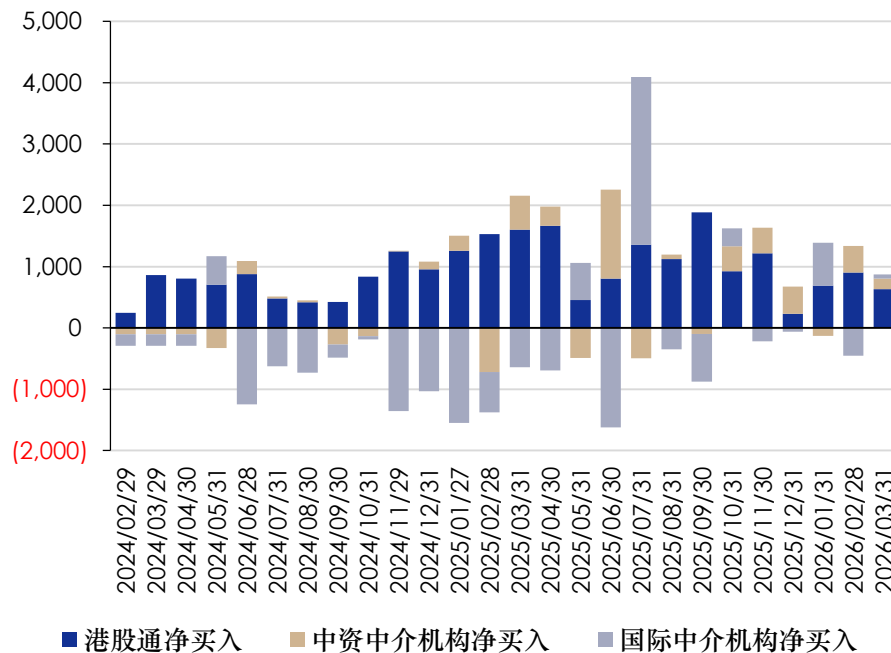
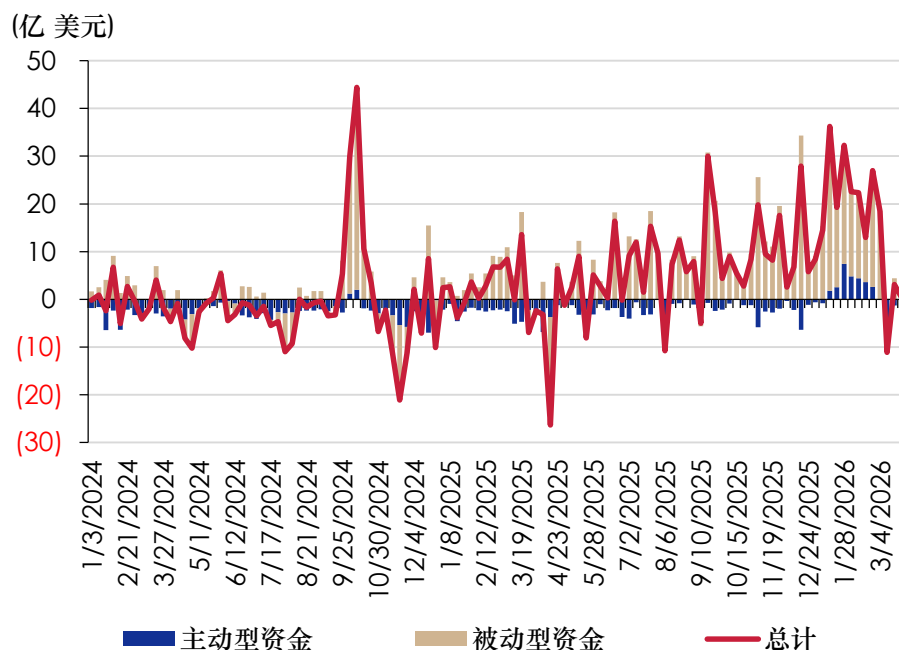
港股通开通以来，南向资金并没有绝对定价权，但2024年以来定价权显著提升。

- ❖ 港股通开通以来，南向资金流向大约在40%的时间主导了当日港股走向，此比例自2024年后显著提高，2025年进一步提升至43%，但今年一季度仅有33%，3月中东冲突以来，更仅有10%。
- ❖ 2024年以来南向交易占比显著提升，2025年南向交易占市场成交额的比例高达47.7%，但今年一季度降至42.9%。同时南向资金净买入中枢也有所回落。
- ❖ 中东冲突以来，南向交易成交占比仍有45%，说明南向资金交易活跃度并没有降低，但南向资金的配置风格明显由趋势性增配转向波段化交易，托底作用较此前有所减弱，更倾向于在市场急跌时低位承接、反弹后快速兑现。



资金未有明显流出，香港或迎来资金再配置机遇

- ❖ 截至3月24日，受中东战争升级、油价冲击及滞胀担忧影响，LSEG覆盖的亚洲主要市场月内累计录得约504.5亿美元外资净流出，为至少2008年以来最大单月流出之一，显示全球资金在亚洲市场明显转向risk-off。
- ❖ 相较之下，香港并未出现资金显著流出的迹象。
 - 根据EPFR高频数据，中东冲突以来，尽管主动型资金已转为流出、被动型资金流入速度亦有所放缓，但加总后外资整体仍净流入港股约11亿美元。
 - 根据我们测算的中介机构持仓数据，外资由2月净流出转为3月净买入69亿港元；港股通3月亦继续净流入632亿港元，虽较上月有所放缓，但南下资金仍保持稳定支撑。
 - 从iShares MSCI系列ETF资金流向看，3月香港ETF净流出约8400万美元，明显低于韩国的9.32亿美元、台湾的3.64亿美元及印度的1.63亿美元，也仅略高于泰国的4200万美元，新加坡则基本持平，反映在亚洲资金普遍流出的背景下，香港资金面整体仍相对稳健，更多体现为结构分化，而非全面撤离。



主要指数盈利预测

	2025E	2026E	2027E
恒指每股盈利预测 (港元)	2,149.53	2,243.84	2,512.24
按年增长率 (%)	2.10%	4.39%	11.96%
国指每股盈利预测 (港元)	815.72	827.68	937.61
按年增长率 (%)	(1.17%)	1.47%	13.28%
科指每股盈利预测 (港元)	251.54	247.03	342.86
按年增长率 (%)	4.82%	(1.79%)	38.79%
沪深300每股盈利预测 (元)	265.52	323.57	366.78
按年增长率 (%)	5.79%	21.86%	13.35%
标普500每股盈利预测 (美元)	269.17	323.29	372.90
按年增长率 (%)	12.49%	20.11%	15.35%
道指每股盈利预测 (美元)	2,101.45	2,252.47	2,568.43
按年增长率 (%)	6.81%	7.19%	14.03%
纳指每股盈利预测 (美元)	638.16	893.07	1,060.60
按年增长率 (%)	18.25%	39.94%	18.76%
MSCI新兴市场指数每股盈利预测 (美元)	87.13	119.87	139.43
按年增长率 (%)	8.89%	37.58%	16.32%
MSCI欧洲指数每股盈利预测 (欧元)	11.85	12.99	14.29
按年增长率 (%)	0.34%	9.62%	10.01%
MSCI全球指数每股盈利预测 (美元)	196.19	227.21	257.55
按年增长率 (%)	9.29%	15.81%	13.35%

数据来源: 彭博, 建银国际; 数据截至2026-03-30

预计2026年恒指波动区间介于24000-29000点

预计2026年二季度港股走势或先反弹后下落，恒生指数波动区间介于24000-29000点，国企指数波动区间介于8000-10000点，科技指数介于4500-5500点。

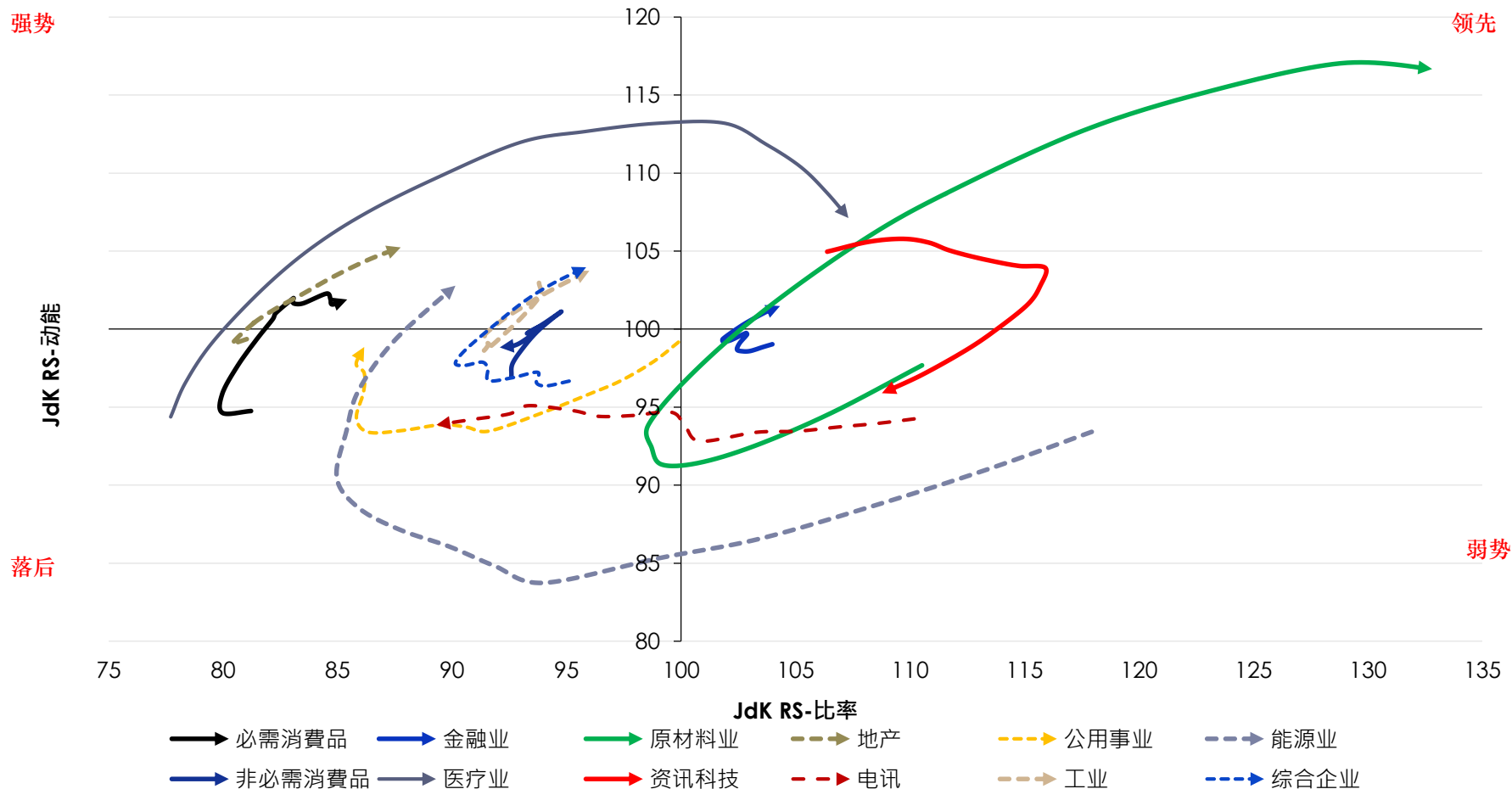
恒生指数	情景分析	2026E盈利增速					
		-5%	0%	5%	10%	15%	20%
预测估值 (X)	15	30,631	32,243	33,855	35,467	37,079	38,692
	14	28,589	30,093	31,598	33,103	34,607	36,112
	13	26,547	27,944	29,341	30,738	32,135	33,533
	12	24,505	25,794	27,084	28,374	29,664	30,953
	11	22,463	23,645	24,827	26,009	27,192	28,374
	10	20,421	21,495	22,570	23,645	24,720	25,794

恒生国企指数	情景分析	2026E盈利增速					
		-5%	0%	5%	10%	15%	20%
预测估值 (X)	14	10849	11420	11991	12562	13133	13704
	13	10074	10604	11135	11665	12195	12725
	12	9299	9789	10278	10768	11257	11746
	11	8524	8973	9422	9870	10319	10768
	10	7749	8157	8565	8973	9381	9789
	9	6974	7341	7709	8076	8443	8810

恒生科技指数	情景分析	2026E盈利增速					
		-5%	0%	10%	20%	30%	40%
预测估值 (X)	30	7169	7546	8301	9055	9810	10565
	27	6452	6792	7471	8150	8829	9508
	24	5735	6037	6641	7244	7848	8452
	21	5018	5282	5811	6339	6867	7395
	18	4301	4528	4980	5433	5886	6339
	15	3584	3773	4150	4528	4905	5282

数据来源：彭博，建银国际

原材料能源大幅走强，金融凸显防御性，科技趋弱



JdK RS-Ratio: 指数相对于参照指数的表现。大于100表示好于参照指数。但有一定时间滞后性，不能用以判断转折点，主要用以判断趋势的延续。

JdK RS-Momentum: 指数相对于参照指数的动能。大于100表示JdK RS-Ratio的向上转折点。强势：表现弱于参照指数但动能走强；领先：表现强于参照指数，相对走强；落后：表现弱于参照指数，相对走弱；弱势：相对走强但动能走弱。

数据来源：彭博，建银国际；数据截至2026-03-26

中东局势反复下，港股主线聚焦“资源保供”与“降本修复”

若战事拖长、油价继续上冲，先看“资源 + 保供 + 替代”：配置顺序宜以盈利弹性为先，其次关注成本优势品种，并兼顾能源安全相关中期主线。

第一选择

上游油气 / 油服：利润最直接、现金流最清晰

- 油价上行将首先改善单桶盈利、经营现金流及分红预期，上游板块业绩弹性最强。
- 若仅围绕单一主线配置，宜优先关注上游油气；油服及设备可作为第二层弹性配置。
- 该主线对突发停火较为敏感，因此更适合偏交易型的配置节奏。

第二选择

煤炭 / 煤化工 / 化肥：成本优势、内生能源替代

- 在供给扰动下亚洲公用事业可能阶段性提升煤电利用率。
- 油基化工成本上升后，煤基路线相对具备成本优势；化肥方向优先关注煤头或资源配套型企业。
- 并非所有化工品种均受益，纯气头及纯炼化企业反而可能面临原料成本挤压。

中期埋伏

电网 / 储能 / 风电运营：政策催化、订单兑现、景气延长

- 高油价强化了能源安全逻辑，有望推动并网、电网、储能及风电投资。
- 配置上宜优先关注运营资产及设备订单兑现，再考虑制造端；制造环节盈利改善未必同步体现。
- 该主线未必具备最强短期盈利弹性，但更适合作为中期配置方向。

若很快停战、油价跳水，切回“降成本 + 风险偏好修复”：配置重点在于利润修复、估值修复及消费情绪改善的传导顺序。

第一波

航空 / 旅游 / OTA：成本回落最直接、盈利弹性最大

- 航油为航空企业重要成本项；油价回落，利润修复最为直接。
- 燃油附加费压力缓解、航线扰动减弱及出行需求改善，三项因素形成叠加。
- 最具代表性的停火受益板块，航空旅游为首选。

第二波

平台互联网 / 非必需性消费：风险偏好回升、估值修复

- 能源通胀缓和后，市场风格往往重新转向增长与风险偏好，长久期资产弹性相对更强。
- 居民可支配收入压力减轻后，外卖、零售及运动服饰等可选消费领域有望迎来情绪改善。
- 该主线更偏向估值修复，启动节奏通常略滞后于航空，但潜在空间可能更大。

防守型补涨

香港地产 / REITs / 利率敏感股：利率缓和、估值底部修复

- 油价回落有助于缓解通胀及长端利率压力，从而改善本地利率敏感资产的估值环境。
- 该方向弹性通常弱于航空及互联网，但更适合作为低波动、补涨型配置。
- 若停火仅属短期缓和而非长期修复，则该主线持续性可能受限。

年报缺乏惊喜，科技AI兑现强化，消费分化延续，金融扮演“稳定器”

- ❖ **科技与互联网：**板块主线正由“AI叙事”转向“AI兑现”。腾讯广告、游戏与AI相关业务共同支撑增长，整体符合预期；阿里延续“云与AI偏强、核心电商与利润承压”的分化格局，整体低于预期；京东零售基本盘与供应链能力仍稳，属符合预期；小米汽车与AI新业务兑现较快，整体属超预期。同时，官媒就外卖竞争释放“外卖大战是时候结束了”的信号，市场对本地生活平台后续盈利修复的预期有所升温。
- ❖ **消费：**关键词仍是“弱复苏下的两极分化”。传统大众消费与餐饮链条修复仍偏缓，海底捞等龙头盈利承压，餐饮板块整体大致属符合预期偏弱；但农夫山泉业绩明显超预期，包装水修复、茶饮高增，显示消费龙头韧性仍强。与此同时，老铺黄金等“悦己消费”与品牌溢价赛道延续高景气，表现明显超预期；泡泡玛特虽交出亮眼业绩，业绩后股价仍明显回调，反映市场更关注增长持续性与估值消化压力。
- ❖ **高端制造与创新药：**“智能驾驶+机器人+创新药”仍是最重要的增量方向。三花智控继续受益于汽车热管理与机器人零部件布局，业绩与产业逻辑均偏强，属符合预期偏强；智驾整车链条则分化加剧，市场对盈利兑现与经营指引要求明显提高。创新药方面，信达生物商业化兑现与创新管线推进同步改善，整体表现可视为超预期。
- ❖ **传统周期行业：**2025年业绩显示板块内部明显分化。地产与钢铁链仍受需求偏弱、去库存和减值压力拖累，盈利表现偏弱；能源板块表现分化，油气龙头虽产量增长，但利润仍受价格回落压制；有色资源则相对最强，铝、金等受价格上涨带动，业绩表现较好。整体看，传统周期更适合概括为“地产钢铁偏弱、能源分化、有色资源偏强”。
- ❖ **金融：**整体继续扮演“稳定器”，但表现更偏结构性。港交所与券商链条受益于成交活跃和资本市场回暖，业绩弹性相对更强；国有大行业绩则延续“利润平稳、息差承压、不良可控”的特征，整体属于符合预期偏稳健。金融当前更像底仓与防御配置，其中弹性主要集中在交易活跃度相关链条。

低估值、高股息的防御性股票是在不确定性中获得收益的选择

证券代码	公司名称	预测市盈率 (x)	市盈率距5年均值的标准差 (x)	预测股息率 (%)	最新市净率 (x)	市值 (亿港元)	年初以来总回报 (%)	备注
6690 HK Equity	海尔智家股份有限公司	7.68	-1.78	11.28	1.69	2,164.25	-14.74	恒指成分股, 综指成分股
914 HK Equity	安徽海螺水泥股份有限公司	9.91	1.21	7.83	0.51	1,344.20	-1.63	综指成分股
902 HK Equity	华能国际电力股份有限公司	6.86	0.17	7.70	1.26	1,172.35	3.84	综指成分股
762 HK Equity	中国联合网络通信 (香港) 股份有限公司	9.15	0.57	7.04	0.52	2,157.17	-9.38	恒指成分股, 综指成分股
941 HK Equity	中国移动有限公司	10.51	0.98	6.85	1.08	17,214.41	-4.10	恒指成分股, 综指成分股
1336 HK Equity	新华人寿保险股份有限公司	4.16	0.22	6.78	1.14	1,934.24	-16.36	综指成分股
728 HK Equity	中国电信股份有限公司	11.56	0.78	6.77	0.85	5,644.45	-11.32	恒指成分股, 综指成分股
6818 HK Equity	中国光大银行股份有限公司	4.27	1.02	6.73	0.38	2,136.38	-7.85	综指成分股
1186 HK Equity	中国铁建股份有限公司	2.85	1.08	6.54	0.18	1,028.53	-0.93	综指成分股
1138 HK Equity	中远海运能源运输股份有限公司	9.56	1.12	6.53	1.86	1,307.29	92.19	综指成分股
1378 HK Equity	中国宏桥集团有限公司	9.42	1.93	6.47	2.30	3,570.38	9.69	恒指成分股, 综指成分股
3606 HK Equity	福耀玻璃工业集团股份有限公司	12.32	-1.22	6.39	3.60	1,648.03	-14.36	综指成分股
1919 HK Equity	中远海运控股股份有限公司	10.52	1.13	6.03	0.88	2,608.47	10.98	综指成分股
87 HK Equity	太古股份有限公司	1.50		6.02	1.19	1,029.71	10.52	综指成分股
1988 HK Equity	中国民生银行股份有限公司	4.82	0.92	5.98	0.29	1,868.10	-2.04	综指成分股
288 HK Equity	万洲国际有限公司	10.36	2.41	5.95	1.50	1,308.68	17.65	恒指成分股, 综指成分股
300 HK Equity	美的集团股份有限公司	11.45		5.83	2.60	6,188.26	-7.65	恒指成分股, 综指成分股
1766 HK Equity	中国中车股份有限公司	8.20	0.32	5.83	1.06	1,902.64	-15.72	综指成分股
386 HK Equity	中国石油化工股份有限公司	9.81	1.65	5.77	0.58	7,647.16	-3.43	恒指成分股, 综指成分股
788 HK Equity	中国铁塔股份有限公司	10.56	-1.47	5.60	0.81	1,870.97	-8.05	综指成分股
2328 HK Equity	中国人民财产保险股份有限公司	6.34	-0.00	5.56	0.98	3,222.98	-11.43	综指成分股
998 HK Equity	中信银行股份有限公司	5.43	2.06	5.51	0.49	4,996.03	13.26	综指成分股
267 HK Equity	中国中信股份有限公司	4.92	1.80	5.48	0.39	3,432.65	-2.16	恒指成分股, 综指成分股
5 HK Equity	汇丰控股有限公司	9.57	0.95	5.42	1.55	21,238.86	3.74	恒指成分股, 综指成分股
1288 HK Equity	中国农业银行股份有限公司	5.94	1.53	5.30	0.62	25,148.07	-6.57	综指成分股
3328 HK Equity	交通银行股份有限公司	5.80	1.78	5.30	0.48	7,033.32	8.84	综指成分股
1398 HK Equity	中国工商银行股份有限公司	5.84	2.17	5.28	0.71	28,987.44	7.15	恒指成分股, 综指成分股
1972 HK Equity	太古地产有限公司	16.10	0.95	5.28	0.49	1,359.92	12.58	综指成分股
6881 HK Equity	中国银河证券股份有限公司	4.87	-0.25	5.25	0.65	1,423.59	-12.46	综指成分股
3988 HK Equity	中国银行股份有限公司	5.88	1.98	5.19	0.52	19,425.30	9.64	恒指成分股, 综指成分股
2318 HK Equity	中国平安保险 (集团) 股份有限公司	6.20	0.49	5.16	0.95	11,194.02	-9.59	恒指成分股, 综指成分股
1658 HK Equity	中国邮政储蓄银行股份有限公司	5.77	0.85	5.10	0.51	6,751.64	-4.91	综指成分股
83 HK Equity	信和置业有限公司	22.55	2.87	5.05	0.64	1,085.97	13.53	综指成分股
1088 HK Equity	中国神华能源股份有限公司	14.48	2.09	5.00	1.96	11,292.83	23.14	恒指成分股, 综指成分股
1800 HK Equity	中国交通建设股份有限公司	2.76	-0.07	4.98	0.22	1,242.59	-7.25	综指成分股
857 HK Equity	中国石油天然气股份有限公司	9.75	2.52	4.97	1.09	25,185.78	32.94	恒指成分股, 综指成分股
1929 HK Equity	周大福珠宝集团有限公司	10.98	-1.26	4.96	4.10	1,067.39	-12.67	恒指成分股, 综指成分股
3 HK Equity	香港中华煤气有限公司	21.83	0.39	4.93	2.23	1,321.12	1.00	恒指成分股, 综指成分股
6099 HK Equity	招商证券股份有限公司	7.16	-0.00	4.93	0.83	1,451.73	-6.53	综指成分股
688 HK Equity	中国海外发展有限公司	7.43	0.99	4.76	0.29	1,278.36	-4.65	恒指成分股, 综指成分股
1776 HK Equity	广发证券股份有限公司	6.13	-0.81	4.74	1.05	1,501.48	-15.84	综指成分股
3968 HK Equity	招商银行股份有限公司	7.15	0.06	4.68	0.91	11,500.75	-4.25	恒指成分股, 综指成分股
2611 HK Equity	国泰君安证券股份有限公司	7.35	0.18	4.67	0.91	3,148.99	-18.27	综指成分股
390 HK Equity	中国中铁股份有限公司	3.40	1.28	4.67	0.28	1,444.94	8.62	综指成分股
1339 HK Equity	中国人民保险集团股份有限公司	4.13	-0.03	4.63	0.68	3,440.37	-18.07	综指成分股
6 HK Equity	电能实业有限公司	19.36	2.32	4.62	1.43	1,307.43	11.24	恒指成分股, 综指成分股
883 HK Equity	中国海洋石油有限公司	7.23	1.81	4.54	1.46	14,265.19	35.68	恒指成分股, 综指成分股
19 HK Equity	太古股份有限公司	10.02	0.23	4.51	1.19	1,029.71	36.04	综指成分股
6886 HK Equity	华泰证券股份有限公司	6.04	-0.27	4.45	0.93	1,772.66	-18.38	综指成分股
2 HK Equity	中电控股有限公司	16.26	1.23	4.42	1.73	1,844.31	6.76	恒指成分股, 综指成分股
992 HK Equity	联想集团有限公司	8.38	-0.17	4.37	2.05	1,144.95	-0.32	恒指成分股, 综指成分股
12 HK Equity	恒基兆业地产有限公司	17.13	2.74	4.36	0.43	1,408.84	3.41	恒指成分股, 综指成分股
2388 HK Equity	中银香港 (控股) 有限公司	10.67	1.42	4.29	1.26	4,286.21	2.84	恒指成分股, 综指成分股
1179 HK Equity	华住集团有限公司		-0.76	4.23	8.10	1,177.42	3.96	综指成分股
3808 HK Equity	中国重汽 (香港) 有限公司	11.57	2.48	4.18	2.19	1,125.38	47.57	综指成分股
1038 HK Equity	长江基建集团有限公司	16.51	1.83	4.17	1.23	1,581.06	8.94	恒指成分股, 综指成分股
2601 HK Equity	中国太平洋保险 (集团) 股份有限公司	4.98	-0.54	4.10	1.18	3,726.56	-9.66	综指成分股
66 HK Equity	香港铁路有限公司	13.00	-0.40	4.10	0.92	1,999.41	7.79	恒指成分股, 综指成分股
1113 HK Equity	长江实业集团有限公司	11.18	2.61	4.03	0.39	1,532.20	11.34	恒指成分股, 综指成分股
2628 HK Equity	中国人寿保险股份有限公司	4.70	-1.15	4.01	1.03	10,473.11	-10.96	恒指成分股, 综指成分股

2026年十大焦点股

行业	公司	股票代码	现价 (港元)	目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	2026年 预测 市盈率 (倍)	1个月 回报率 (%)	3个月 回报率 (%)	6个月 回报率 (%)	12个月 回报率 (%)	年初 至今 回报率 (%)	建银国际 2026年 每股盈利 增长预测 (%)	市值 (亿港元)	建银 国际 评级
科技	阿里巴巴	9988 HK	119	195.0	63.9	24.7	(16.7)	(16.7)	(32.8)	(6.3)	(16.7)	47.0	22,728	优于大市
科技	腾讯控股	700 HK	484	732.0	51.2	14.0	(6.6)	(19.2)	(27.0)	(2.6)	(19.2)	8.5	44,159	优于大市
科技	中芯国际	981 HK	50.7	87.5	72.6	53.9	(25.4)	(29.0)	(36.3)	10.0	(29.0)	37.6	5,177	优于大市
高端制造	三花智控	2050 HK	28.04	40.0	42.7	22.5	(17.1)	(26.8)	(36.0)	-	(26.8)	15.9	1,935	优于大市
医药	信达生物	1801 HK	84.9	110.0	29.6	39.8	(0.2)	11.3	(11.9)	82.2	11.3	95.6	1,473	优于大市
消费	中国中免	1880 HK	64.95	90.0	38.6	23.1	(17.7)	(17.6)	(1.5)	33.5	(17.6)	21.1	1,641	优于大市
消费	蒙牛	2319 HK	17.2	18.2	5.8	12.4	6.3	15.4	14.7	(10.4)	15.4	207.5	667	优于大市
汽车	零跑科技	9863 HK	47.02	57.4	22.1	35.4	14.7	(3.3)	(29.1)	(6.4)	(3.3)	232.6	636	优于大市
金融	中信银行	998 HK	7.9	8.9	12.7	5.6	9.6	13.8	18.1	29.7	13.8	4.0	5,016	优于大市
原材料	紫金黄金	2259 HK	174.1	-	-	17.4	(25.5)	19.2	44.4	-	19.2	-	4,660	未评级

数据来源：彭博、建银国际；数据截至2026-03-31（收市时间）

免责声明

评级定义：

优于大市 — 于未来12个月预期回报为高于10%
中性 — 于未来12个月预期回报在-10%至10%之间
弱于大市 — 于未来12个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的30个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后3个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

建银国际集团与腾讯控股 [700 HK] 有投资银行业务关系。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人士仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少12个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

免责声明

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。

在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡Financial Advisers Act规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡Financial Advisers Regulations第32C条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司2026。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097