



中國建設銀行(亞洲)投資辦公室研究通訊

2026 年第 12 期

【舊秩序解構與資產重估——美股回檔與阿聯酋退出 OPEC 的深層邏輯】

2026 年 4 月 28 日，隔夜市場出現顯著波動：納指領跌逾 1.2%，標普 500 下跌約 0.6%；同時，阿聯酋宣佈將於 5 月 1 日正式退出 OPEC。表面上看，這是 AI 龍頭業績擔憂與中東地緣局勢僵持共同觸發的短期避險情緒；但往深層看，這兩件事共同指向一個更宏觀的結構性命題——全球能源秩序與風險資產定價體系正在經歷一場靜默而深刻的變化。

在舊秩序解構與新動能重塑的交匯期，資產配置核心邏輯須從“追求彈性”轉向“增強韌性”。不要在波動中盲目抄底高估值資產，而應切實構建能抵禦通脹與地緣雙重衝擊的防禦陣型。大類資產層面，建議打破傳統 60/40 股債思維，向“權益防守端+權益進攻端+實物+短債”的更多元結構傾斜；權益板塊層面，建議向防禦性與現金流充裕的板塊傾斜，對科技成長板塊保持審慎。

一、最新市場訊息意味著什麼：舊秩序的解構與定價體系的重塑

全球宏觀經濟正步入一個由地緣政治重塑與能源轉型交織的複雜週期。過去三十年建立在“全球化紅利+低通脹+穩定供應鏈”三位一體基礎上的資產定價模型，正在面臨深刻挑戰。4 月 28 日美股的顯著回檔與阿聯酋宣佈退出 OPEC，並非孤立的市場事件，而是這一宏觀背景下的必然映射。

歷史上，每一次重大地緣結構重組都伴隨著能源定價權的轉移。1973 年的石油危機催生了 OPEC 的鼎盛時代；1990 年代的全球化浪潮則令能源價格長期處於低位。而今天，我們正在目睹的，是產油國內部基於各自發展戰略的分化加速——這一分化的起點，或許正是阿聯酋的“退群”。

往前看，傳統國際組織的約束力正在下降，而大國博弈與區域衝突的常態化，使得全球供應鏈的脆弱性被持續放大。這種結構性變化意味著，在未來較長一段時間內，通脹中樞上移與資產波動率加大將成為新常態，而非週期性擾動。

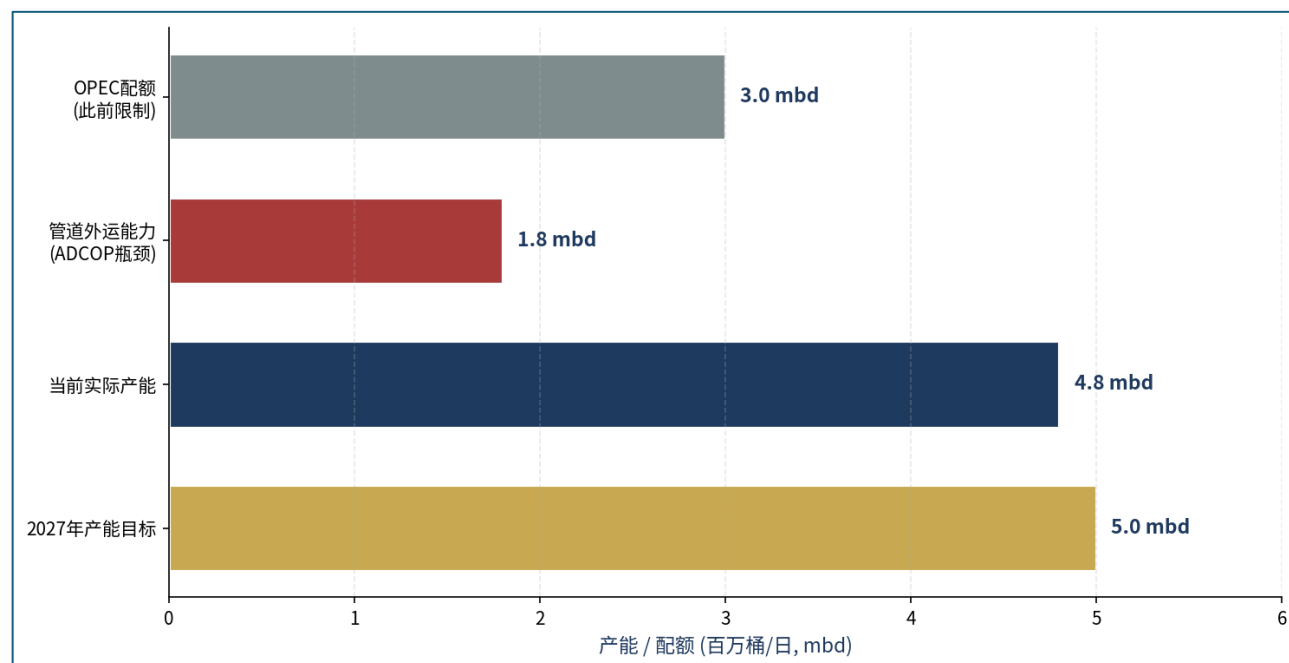


二、阿聯酋“退群”：短期衝擊有限，長期重塑定價權

阿聯酋退出 OPEC，本質上是產油國在能源轉型倒計時下的理性經濟選擇。其核心訴求是在全球徹底轉向新能源前，加速變現地下石油資產以支持國內經濟轉型。

阿聯酋的“退群”在短期內難以實質性改變全球原油的供需緊平衡，但中長期卻是 OPEC 定價權瓦解的催化劑。目前看，受制于霍爾木茲海峽的封鎖現狀，阿聯酋通過陸運管道（ADCOP）至富查伊拉港的運力已接近 1.5-1.9mbd 的滿負荷狀態，短期內根本無法實現大規模增產外運。Bloomberg 近期報導，阿聯酋一家國營石油企業已通知部分長期客戶，5 月份可在波斯灣外的富查伊拉港以船對船轉運方式提取貨物——這大概率正是指通過 ADCOP 運輸的原油，而並不意味著阿聯酋油輪已突破霍爾木茲海峽的雙重封鎖。短期內，阿聯酋的實際可出口增量極為有限。

圖 1：阿聯酋的產能潛力與短期外運瓶頸



來源：建亞投資辦公室。

但中長期的邏輯已然改變。阿聯酋產量約占全球 5%，退出後 OPEC+ 的全球產量占比將從約 50% 降至 45% 左右，OPEC 卡特爾的議價權實質性削弱。更需要關注的是示範效應——阿聯酋是迄今為止退出 OPEC 的國家中產量最大的成員，此前的退群案例（卡達、厄瓜多爾、安哥拉）體量均相對有限，對市場影響可控；而阿聯酋的退出，在規模與象徵意義上均屬另一量級。如果阿聯酋的選擇被證明是



成功的，未來可能有更多國家跟進。原油市場向自由競爭回歸的進程，可能比預期的更快。根據學術文獻估計的長期原油需求彈性（約 0.26-0.84），阿聯酋退出帶來的額外供給增量，長期看可能導致均衡油價下降約 2%-6%，影響有限但方向明確。退群後，OPEC 和 OPEC+ 的全球產量占比將分別從大約 30% 和 50% 下降至 25% 和 45%，卡特爾議價權進一步削弱，市場趨於自由競爭。

表 1：此前的 OPEC 退群案例

退出國	退出年份	退出時產量 (MBD)	占全球產量比例	主要原因
卡達	2019 年	約 0.6	約 0.6%	專注天然氣，減少與沙特摩擦
厄瓜多爾	2020 年	約 0.5	約 0.5%	財政壓力，需要增產補收入
安哥拉	2024 年	約 1.1	約 1.1%	配額爭議，增產需求
阿聯酋	2026 年	約 4.8 (產能)	約 5%	能源轉型戰略，加速變現

來源：OPEC 官方披露與建亞投資辦公室整理。

三、美伊談判：僵局深化，地緣溢價短期難消

與此同時，美伊談判的僵局進一步強化了能源市場的不確定性。特朗普親自審閱伊朗通過巴基斯坦遞交的最新和平提案後，明確表示“不滿意”，堅持核問題必須從談判一開始就納入核心解決。伊朗方面則指責美方“過度要求”導致談判失敗，雙方目前仍通過協力廠商管道保持溝通，但整體局勢呈現緊張僵持。與此同時，以色列繼續對黎巴嫩真主黨目標實施打擊。地緣風險溢價的消散缺乏明確時間節點。

霍爾木茲海峽通行量維持低位元，據 Hormuzstraitmonitor 顯示，過去 24 小時通行船隻數為 7 艘，Shipfinder 則顯示 4 月 27 日通行船隻數為 18 艘。通行船隻中，油輪只有 1 艘，另外伊朗旗幟的通行船隻為 3 艘（均為貨船）。截止當前，雙方均未有新增攔截/襲擊船隻消息報導。

市場對能源運輸中斷風險的擔憂依然存在。這一背景下，能源市場的地緣風險溢價在短期內不會消散，油價的高位震盪格局大概率將延續。需要指出的是，地緣風險溢價的消散往往是非線性的——談判的任何突破性進展都可能引發油價的快速回檔，這也是我們在能源大宗商品配置上建議“適度保留敞口、動態止盈”而非“重倉持有”的核心原因。



四、美股回檔：不是系統性危機開端，而是“AI 信仰” 遭遇盈利考驗後的估值擠水分

美股在 4 月 28 日的下跌，是市場對地緣風險溢價上升與科技股盈利預期修正的集中反應。**美股當前的調整並非系統性危機的開端，而是高估值資產在流動性預期與基本面現實之間的重新校準。**

隔夜納指下跌除了主要受 OpenAI 等 AI 相關企業營收擔憂的拖累，還有來自於中東戰事的不確定性再起，地緣政治的尾部風險直接推升了市場避險情緒。

從更宏觀視角看，當前美股科技股面臨的核心矛盾是：AI 基礎設施的資本開支持續高企，而營收增速兌現週期卻很漫長，兩者之間的“剪刀差”正在擴大。這一矛盾在財報季密集披露期尤為突出，任何一次不及預期都可能引發集中調整。

從歷史估值對比來看，當前納斯達克 100 指數的遠期市盈率仍處於歷史較高分位，與 2000 年互聯網泡沫頂峰時期的絕對估值水準雖有差距，但在利率中樞顯著高於彼時的背景下，當前估值對應的隱含折現率壓力並不低。**高利率環境下，高估值成長股對折現率變化的敏感性遠高於價值股，這是地緣風險溢價上升對納指衝擊大於標普 500 的結構性原因。**

不能排除未來一段時間內，科技板塊因盈利不及預期而出現進一步的估值消化。但考慮到美國經濟基本面仍具韌性——就業市場尚未出現明顯惡化，消費支出保持穩定——整體市場的下行空間相對可控。言之尚早的是，現在就斷言美股見頂可能過於悲觀，但結構性的分化將愈演愈烈：**具備核心技術壁壘與穩定自由現金流的龍頭，與純粹依賴敘事驅動的概念標的，其命運將越來越不同。**

表 2：4 月 28 日資產表現及判斷

市場指標	4 月 28 日表現	核心驅動因素	建亞判斷
納斯達克 100	-1.2%	AI 盈利兌現擔憂 + 地緣風險溢價	估值擠水，非系統性危機
標普 500	-0.6%	避險情緒蔓延	基本面韌性支撐，下行可控
黃金	小幅回檔	短期獲利了結	底倉邏輯未變，逢調即買
布倫特原油	高位震盪	霍爾木茲封鎖 + 地緣溢價	短期支撐仍在，關注談判進展

來源：Bloomberg，建亞投資辦公室整理。



五、投資策略與操作建議

在舊秩序解構與新動能重塑的交匯期，我們再次強調，大類資產配置的核心邏輯應從"追求彈性"轉向"增強韌性"。不在波動中盲目抄底高估值資產，而應切實構建能抵禦通脹與地緣衝擊的防禦陣型。

5.1 大類資產層面：打破傳統的 60/40 股債思維

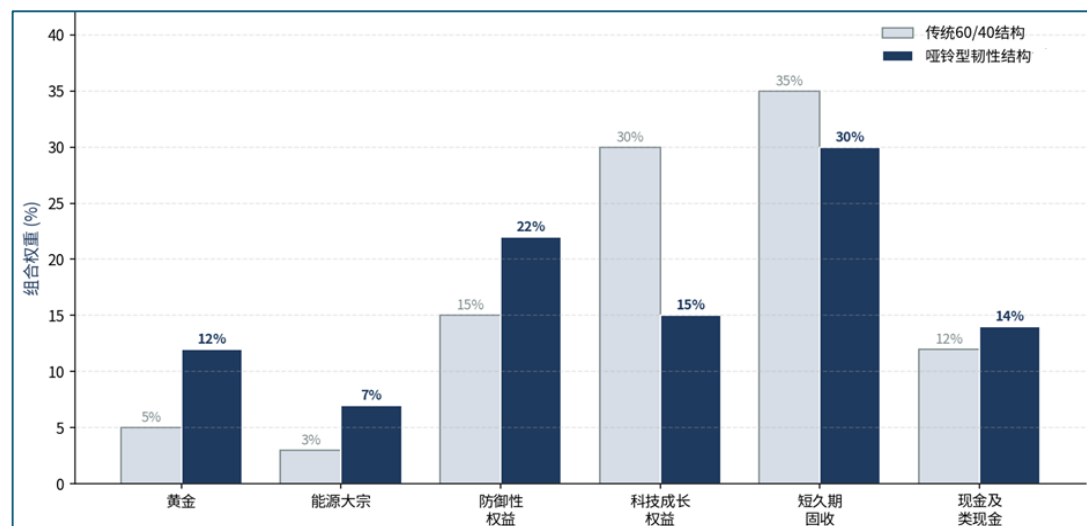
建議向"權益防守端+權益進攻端+實物+短債"的更多元結構傾斜。權益資產的整體敞口維持適當比例，增加對實物資產的配置比例。

黃金（底倉超配，逢調即買）：雖然隔夜下跌，但在當前地緣衝突頻發、美元信用重構與通脹中樞上移的背景下，黃金依然具備極強的底倉配置價值，這一判斷沒有改變。即便短期受到獲利了結的壓制，中期的上行驅動力依然充分。

能源大宗商品（適度保留敞口，動態止盈）：在霍爾木茲局勢未解之前，短期供給側的不確定性仍將支撐油價高位運行，可適度保留敞口。但需特別強調的是，地緣風險溢價的消散往往是突然的，一旦美伊談判出現突破性進展，油價可能面臨快速回檔。因此，建議設立嚴格的止盈線。

固定收益（堅決維持短久期）：在通脹中樞上移與利率路徑不確定性並存的環境下，長端利率的波動風險不可低估。建議堅決維持短久期策略，以 2 年期以內的高品質債券為主，規避久期風險。

圖 3：從 60/40 轉向更具有韌性的大類資產結構（僅做示例）



注：上圖所示資產權重僅作示例，用於說明結構調整方向，不構成投資建議。

來源：建亞投資辦公室。



5.2 權益板塊層面：向防禦性與現金流充裕的板塊傾斜

在權益內部，建議向防禦性與現金流充裕的板塊傾斜，並對美股科技與恒生科技做差異化操作。

防禦性板塊（維持超配）：對公用事業、必需消費品等防禦性板塊，以及具備地緣避險屬性的北美能源板塊，維持超配。這些板塊的共同特徵是：現金流穩定、估值合理、對利率變化的敏感性相對較低，在高波動環境中能夠提供有效的組合緩衝。

美股科技股（去弱留強）：對美股科技板塊保持審慎，可作部分盈利套現。操作上，優先減持估值偏高、盈利兌現能力弱的 AI 概念標的，保留具備穩定自由現金流的核心龍頭。當前美股科技面臨的是雙重壓制：AI 盈利兌現的“剪刀差”與地緣風險推高折現率，兩者共同作用於高估值資產，財報季是最大的短期風險視窗。

恒生科技股（不跟隨美股減倉，適度降至標配）：恒生科技板塊與美股科技的邏輯截然不同，不宜簡單類比。恒生科技當前的驅動力來自國內政策支持與估值修復，而非 AI 敘事的溢價擴張，其估值水準相對美股科技仍處於合理區間。目前看，持有恆生科技的核心風險不在於盈利兌現壓力，而在於美股大跌引發的全球風險偏好收縮可能帶來的短期聯動下跌。操作上，建議不必因美股科技下跌而跟隨減倉，可適度降低倉位至標配，以應對短期波動，等待情緒企穩後再行加回。

表 3：各子類資產的建議方向及核心邏輯

資產/板塊	建議方向	核心邏輯	主要風險
黃金	超配，逢調即買	地緣溢價，美元信用重構，通脹風險	地緣緩和帶來的短期回檔
能源大宗	標配偏上，動態止盈	霍爾木茲封鎖支撐短期油價	美伊談判突破引發快速回檔
短久期固收	標配，堅守短端	防範利率波動，規避久期風險	通脹超預期導致短端利率上行
防禦性權益	超配	現金流穩定，估值合理，對沖波動	經濟超預期復蘇而防禦性溢價消散
能源板塊	超配	地緣避險屬性，受益於油價高位	地緣緩和，OPEC 示範效應擴散
科技成長	標配，去弱留強	AI 盈利剪刀差，高估值對折現率敏感	盈利超預期引發估值修復
恒生科技	標配，情緒企穩加回	政策支援、估值合理，與美股邏輯不同	全球風險偏好收縮的短期聯動

來源：建亞投資辦公室。



5.3 風險提示

密切關注三個風險點：其一，霍爾木茲海峽通行狀況與美伊談判進展，任何突破性變化都會對能源與避險資產產生劇烈衝擊，需要保持高度警惕並預設應對預案；其二，AI 頭部企業的盈利兌現節奏，若營收增速持續低於預期，科技板塊的估值消化可能超出目前的預判，屆時需要進一步壓縮科技成長倉位；其三，OPEC 示範效應的擴散速度，若更多產油國跟進阿聯酋退出，油價的中長期下行壓力將提前顯現，屆時能源板塊的配置邏輯需要重新審視，從"地緣溢價受益"轉向"供給過剩壓力"。

隔夜納指下跌除了主要受 OpenAI 等 AI 相關企業營收擔憂的拖累，還有來自於中東戰事的不確定性再起，地緣政治的尾部風險直接推升了市場避險情緒。從更宏觀視角看，當前美股科技股面臨的核心矛盾是：AI 基礎設施的資本開支持續高企，而營收增速兌現週期卻很漫長，兩者之間的"剪刀差"正在擴大。這一矛盾在財報季密集披露期尤為突出，任何一次不及預期都可能引發集中調整。



重要事项及免责声明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见,或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载数据乃根据中国建行投资研究部认为可靠的数据来源而编制,惟该等数据来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的(一位或多位)分析员于本档刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何数据、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺,任何情况下,中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等数据、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载数据、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性,并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者,且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此,本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐,亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定,并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险,投资者应注意投资的价值可升亦可跌,过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前,应细阅及了解有关该等投资的所有发售档,以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响,包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换,并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币,人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易,它们的汇率变动可能会明显地不同。

债券。买卖债券涉及流通及利率风险,未必百分百能够保证赚取利润,反而可能招致损失。如果债券发行机构出现信贷或失责事件,客户有该机构未能如期向客户缴付利息或本金的风险。投资于新兴市场债券涉及特别考虑及较高风险,例如较大的价格波动、较不完善的监管及法律架构、经济、社会及政治的不稳定等。

证券买卖。买卖证券很可能会招致损失而不是一定获利。

证券孖展买卖。倘若客户在本行保持一个孖展账户,透过存入抵押品融资作交易的损失风险是重大的。客户遭受的损失可能会大于客户存于本行作为抵押品的现金及任何其他资产。市场状况可能令客户不可能行使或有指令,例如「止蚀」或「止限」指令。客户可能收到短期通知,须存入额外孖展或利息付款。倘若所须的孖展或利息付款未能在指定时间内作出,客户的证券抵押品可被清算而毋须客户同意。此外,客户对在客户账户中产生的任何不足的款项及对客户账户收取的利息,仍须承担法律责任。客户因此应慎重考虑因应客户本身的财政状况及投资目标,有关财务安排是否适合。

虚拟资产。一般而言,虚拟资产价格极为波动,没有内在价值,也没有任何政府、银行或实物担保,而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品,不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力,以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损,便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实,在本档表达的意见准确反映彼(彼等)研究分析员的个人意见,而彼(彼等)的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分,均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发,亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下,不得以任何方式或以任何途径(包括电子、机械、复印、录影或其他形式)复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行,及证券及期货条例下的注册机构(中央编号:AAC155),从事第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约,也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行,并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。