



中国建设银行(亚洲)投资办公室研究通讯

2026 年第 7 期

【中东火药桶以及编制"小恒科指数"——动荡市场中的生存之道】

2026 年 2 月最后一周，全球市场在两大主题的交织影响下剧烈波动。一方面，美以联合行动导致伊朗最高领袖哈梅内伊身亡，中东"火药桶"被瞬间引爆，全球避险情绪急剧升温，黄金、原油等大宗商品价格脉冲式上涨。

另一方面，在科技领域，AI 产业链上游硬件与下游软件应用之间的"分野"愈发显著——AI 算力硬件个股持续走强的同时，包含大量平台经济与软件公司的恒生科技指数则继续承压。

本期特刊将深入剖析这两大看似独立却又在宏观风险偏好层面相互关联的核心议题，并提出相应的短期战术性防御策略与中长期战略性资产布局建议。我们将详细阐述独家编制的"小恒科指数"的逻辑、方法论及其历史表现，旨在为投资者提供一个精准捕捉 AI 硬件技术浪潮的有力工具，并揭示在当前动荡市场中"利用地缘危机带来的波动，以更低价格布局长期确定性"的核心投资逻辑。

一、中东火药桶引爆全球市场

1. 事件概述：精准打击下的"雷霆"行动

2026 年 2 月 28 日，市场被美以联合展开的代号为"雷霆"的军事行动所震惊。此次行动通过精准的定点打击，清除了伊朗事实上的最高领导人哈梅内伊。这是自 2020 年苏莱曼尼事件以来，中东地区所面临的最为严峻的军事与政治升级，其战略意图直指伊朗核问题、震慑地区代理人网络以及重塑中东地缘政治格局。值得注意的是，早在 1 月 14 日的【热点快评】中，我们就已前瞻性地预判了美伊冲突可能出现"短暂且针对性的打击"这一情景，事后来看与实际事态发展高度吻合。

此次事件并非孤立的"黑天鹅"，而是长期地缘博弈的必然结果。在此之前，伊朗国内经济局势已严重恶化，面临货币大幅贬值、石油出口受限、GDP 大幅萎缩以及民众大规模示威等多重压力。然而，



内部的困境反而触发了伊朗政权的“堡垒化反应”，加剧了其上层武力镇压的动机，对外愈发强硬，使得地区紧张局势持续升级。此次“雷霆”行动，可以被视为对这一系列连锁反应的决定性干预。

事件发生后，全球金融市场迅速反应。作为全球石油运输的“咽喉”，霍尔木兹海峡的航运活动信号（AIS）显示油轮活动出现短暂凝滞，**布伦特原油价格在周末电子盘交易中一度跳涨超过 5%，现货黄金价格冲高回落。加密资产市场则在周末暗盘中率先反弹，显示出部分资金将其视为“数字黄金”的避险替代。**

然而，随着更多信息的披露，市场开始计价一种“冲突可控”的逻辑——精准的“斩首”行动旨在瘫痪指挥中枢而非引发全面战争，战争长期化风险有所下降，使得原油与黄金价格从最高点有所回落，但风险溢价的中枢已然系统性抬升。**我们判断，布伦特原油的目标区间将上移至 90 美元以上，现货黄金则战略性看多至 6000 美元以上。**

2. 情景推演与历史复盘：脉冲式冲击与长期趋势

基于当前局势，我们对美伊冲突的后续发展提出三种情景假设。

- **在基准情形（概率 60%）**下，后哈梅内伊时代伊朗将经历权力重构，伊斯兰革命卫队（IRGC）填补权力真空，采取象征性、非对称的报复行动，但避免与美、以发生直接全面冲突。在这一情景下，市场波动加剧，布伦特原油在 90-110 美元区间高位震荡，避险资产维持强势，股市呈现结构性分化。
- **低烈度情景（概率 25%）**下，伊朗新政权选择战略收缩，重返谈判桌，接受阶段性“缩水版”协议，地缘风险溢价快速消退。
- **高烈度情景（概率 15%）**下，伊朗强硬派发动超预期报复，例如封锁霍尔木兹海峡或攻击美军基地，油价飙升至 150 美元以上，全球股市面临 10%-15%级别的回调。

回顾 2020 年 1 月苏莱曼尼事件，其市场影响轨迹极具参考价值。事件发生后，布伦特原油价格在第一个交易日（T+1）跳涨 3.6%，但在此后一个月内（T+30），随着市场确认冲突并未失控，油价反而累计下跌超过 11.5%。黄金则表现出更强的韧性，T+1 上涨 1.6%，T+30 累计上涨 4.5%。



这揭示了一个核心规律：地缘政治事件通常只改变资产价格的短期波动率，而不改变由宏观基本面决定的长期趋势。恐慌性抛售往往是优质核心资产的“黄金坑”。

从板块层面来看，受益板块包括国防军工、传统能源、和避险资产（美元、美债、黄金），而航空运输和高估值科技股则面临压力。区域方面，以色列（TA-35）首当其冲，新兴市场面临资金外流与油价上涨的“双重打击”。但历史数据显示，地缘冲突后，标普 500 指数平均 1 个月后上涨 1.3%，12 个月后上涨 8.6%，进一步印证了“脉冲式冲击、趋势性回归”的规律。

基于以上分析，我们将冲突性质定性为“不对称战争”，市场冲击是脉冲式而非持续性的。**在短期战术层面，若冲突可控（情景 1），可小幅加仓能源、军工、黄金；若报复超预期（情景 2），则大幅加仓上述资产。在中期战略层面，黄金维持战略性看多，石油年内判断“先软后强”，短端美债逢低吸纳，股票方面结构性增持国防股，并在恐慌性抛售中逢低增持核心 AI 科技股。**

二、“恒生科技”假科技，编制“小恒科指数”

1. “小恒科指数”：AI 上下游分野的量化刻画

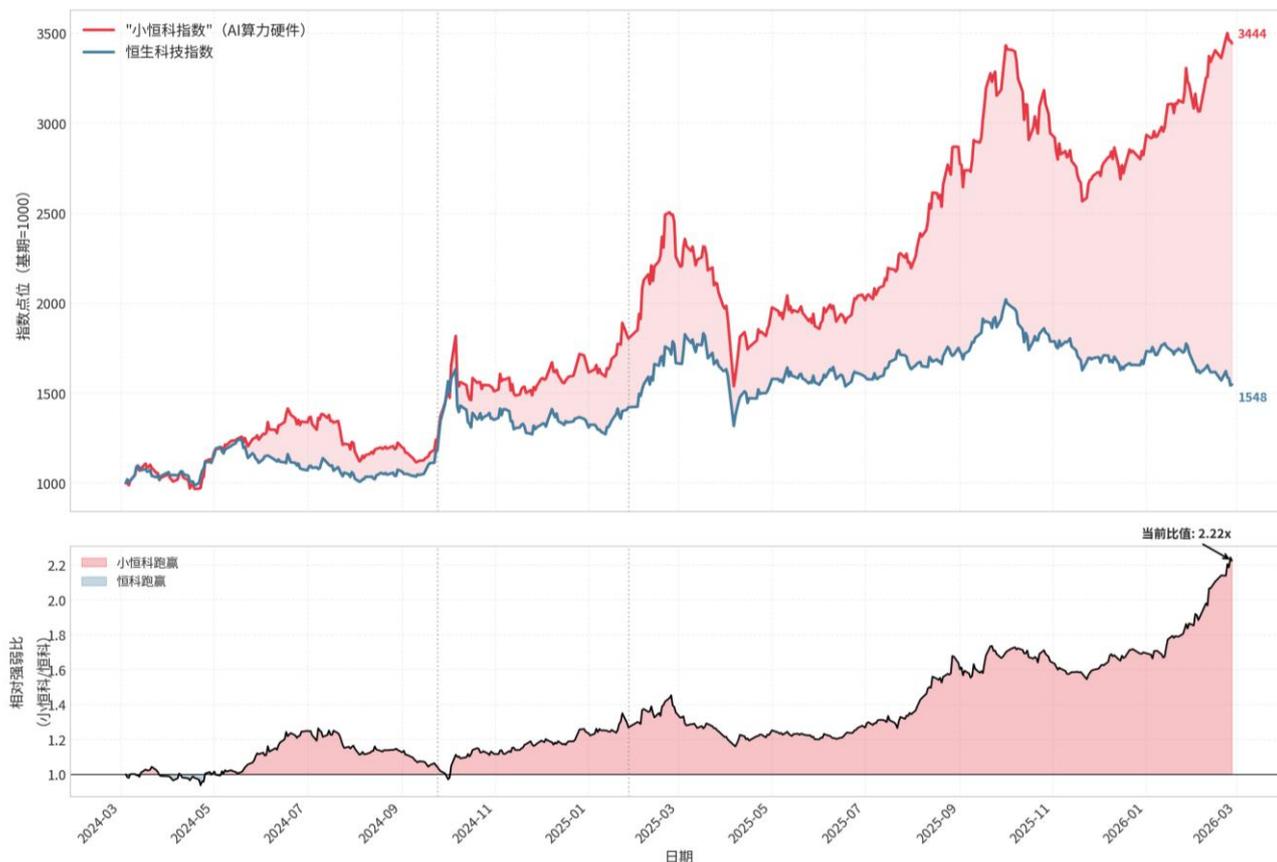
在当前 AI 赛道投资热情高涨的背景下，一个显著的市场现象是 AI 产业链上游（算力硬件）与下游（软件应用、平台经济）的股价表现出现了剧烈分化。恒生科技指数（HSTECH）的 30 只成分股中包含了大量标准化软件、平台经济类目标，如腾讯、阿里巴巴、美团、快手、百度、金蝶、明源云等 SaaS 企业。这些企业本质上属于 AI 产业链的下游应用层，而非直接受益于 AI 算力基础设施建设的上游硬件环节。这种市场结构使得恒生科技指数在一定程度上成为了近期被做空的对象——市场做空软件股的逻辑直接拖累了恒科指数的表现。

为了更清晰地刻画并追踪港股市场中“AI 算力硬件”板块的真实景气度，我们构建了一个自编指数——“小恒科指数”。该指数的编制遵循以下标准：上市地点为港交所主板；主营业务与 AI 算力硬件直接相关，覆盖晶圆代工、AI 芯片、内存、光通信、半导体设备、AI 服务器等核心环节；市值门槛不低于 100 亿港元；过去三个月日均成交额不低于 1000 万港元；上市时间满 3 个月。采用等权重方式编制，共筛选出 15 只成分股，每半年进行一次审核与调整。



成分股覆盖了从上游晶圆代工到 AI 芯片设计，再到内存接口、存储芯片、光纤光缆、连接器、半导体设备、AI 服务器等完整产业链。

图 1: "小恒科指数" vs 恒生科技指数历史走势对比 (2024.03 - 2026.02)



来源: CCBA PB Research, Yahoo Finance.

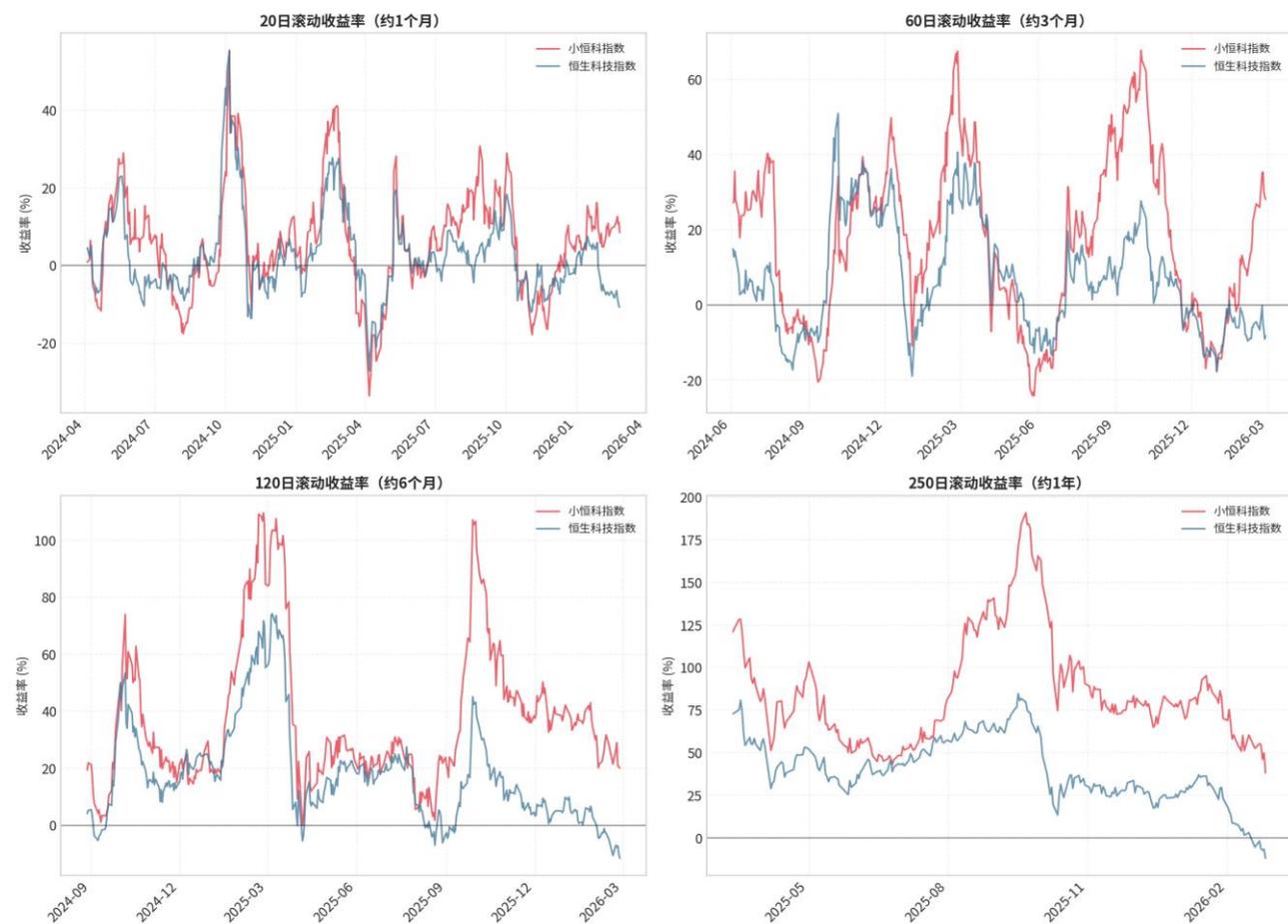
以 2024 年 3 月 4 日为基点 (均标准化为 1000 点)，截至 2026 年 2 月 26 日，两个指数的表现差异令人瞩目。"小恒科指数"从 1000 点上涨至 3444 点，累计收益率高达+244.4%，接近 4.5 倍的增长，期间最高触及 3501 点，历史最低仅为 968 点；恒生科技指数同期从 1000 点上涨至 1548 点，累计收益率仅为+54.8%，最高点为 2021 点，历史最低为 988 点。"小恒科指数"跑赢恒生科技指数近 190 个百分点，相对强弱比达到 2.22 倍。

作为对照，同期美股 iShares Semiconductor ETF (SOXX) 的表现也远不及"小恒科指数"，这说明港股 AI 算力硬件板块的弹性甚至超越了全球半导体龙头指数。



尤其值得关注是近期分化加剧。在过去一个月内，“小恒科指数”逆市上涨+8.5%，而恒生科技指数则下跌-10.7%，单月差距近 20 个百分点。从 20 日、60 日、120 日等不同时间维度的滚动收益率来看，“小恒科指数”在绝大部分时间内均显著跑赢恒生科技指数，显示出其强大的持续性和爆发力。

图 2：“小恒科指数” vs 恒科指数 滚动收益率对比



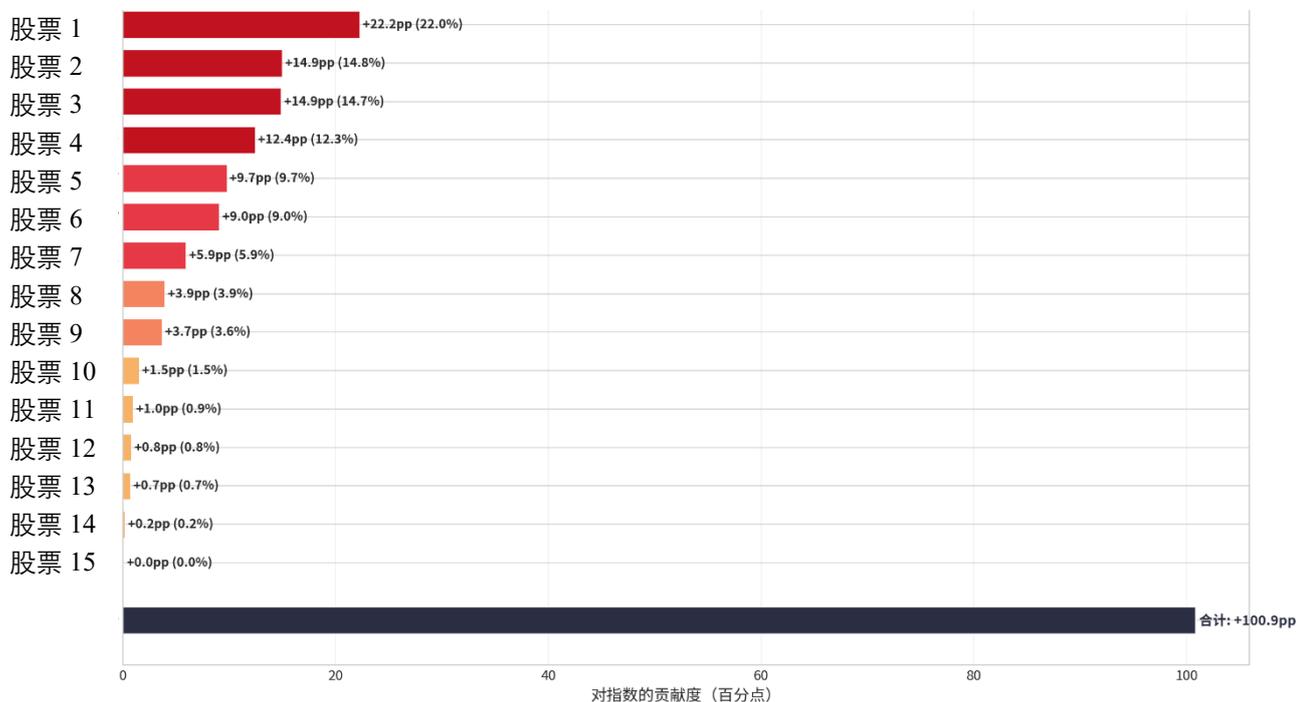
来源：CCBA PB Research, Yahoo Finance.

2. 指数增长的驱动力解构：谁是“小恒科”的核心引擎？

“小恒科指数”的强劲表现并非由所有成分股平均贡献，而是呈现出典型的“帕累托效应”。通过归因分析，在指数累计超过 100 个百分点的对数收益中，**半导体设备板块 (+42.2pp)** 和**光纤光缆板块 (+22.2pp)** 合计贡献了 64.4 个百分点，占指数总收益的 63.8%。它们是指数在本轮周期中表现强劲的绝对核心引擎。



图 3: "小恒科指数"全周期各成分股贡献度分解 (累计收益 244.4%)



来源: CCBA PB Research, Yahoo Finance.

更为重要的是，领涨龙头随市场主线动态轮动。在 924 行情前 (2024.03-2024.09)，市场追逐消费电子复苏概念；924 行情期间 (2024.09-2025.01)，AI 硬件逻辑预热；DeepSeek 行情 (2025.01-2025.03) 中，AI 芯片国产化预期成为焦点；分化加速期 (2025.04-2025.12)，资金全面涌入光通信和晶圆代工环节；做空软件期 (2026.01 至今)，光纤光缆板块继续一马当先。

三、投资策略：攻守兼备，动荡市场中重要的是活下

综合以上分析，我们提出"短-中-长"三维度的投资策略框架，核心逻辑是：利用地缘危机带来的波动，以更低的价格布局能源与 AI 的长期确定性。

短期 (0-3 个月)，防御避险，贵金为王。 地缘政治冲击带来的不确定性将主导市场情绪，VIX 指数维持高位，资金回流美元与美债。建议超配黄金 (避险+央行买盘，战略性看多金价至 6000 美元以上)，增持短久期美债，回避新兴市场股票与高收益债。在资产配置上，建议大宗商品 20% (大幅超配，重点黄金和原油)、股票权益 40% (标配但结构性调整，从高估值科技股向国防军工、公用事业/



电力、能源股轮动)、债券固收 30% (超配, 重点 3-7 年期美债锁定高息)、现金 10% (低配, 保持流动性但考虑通胀风险不宜过多)。

中期 (3-12 个月), 拥抱资源, 布局能源通胀。地缘冲突导致供应链中断, 迭加北美电力短缺, 可能引发"第二波通胀"。建议做多原油与天然气上游, 配置电力公用事业, 关注铜、铀等战略金属。石油年内走势判断为"先软后强", 短端美债逢低吸纳。

长期 (1-3 年), 聚焦 AI, 布局生产力革命。无论宏观环境如何动荡, AI 从"训练"向"推理"演进将带来持续的算力与电力需求, 这是高度确定的长期趋势。建议利用市场恐慌性抛售, 逢低布局 AI 核心资产, 关注"Token 出海"基础设施, 重点布局光传输、液冷、电力供应等环节。在港股市场, 以"小恒科指数"为代表的 AI 算力硬件板块, 正是捕捉这一长期趋势的精准工具。

总之, **在当前"中东火药桶"与"AI 新浪潮"交织的复杂市场中, 动荡市场中最重要的是活下来。**我们建议投资者采取"攻守兼备"的策略: 以黄金、能源等资产进行短期防御, 同时坚定地将 AI 算力硬件作为长期进攻的核心方向, 力求在动荡中把握住时代赋予的结构性机遇。正如我们在"小恒科指数"中所揭示的, AI 算力硬件板块的强劲表现本质上反映的是"卖铲人"在技术革命淘金热中的时代红利, 这一逻辑在可预见的未来仍将持续演绎。而地缘冲突带来的短期波动, 恰恰为投资者提供了以更低价格布局这些长期确定性资产的宝贵窗口。



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法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。