

建亚私人银行财富管理策略



2026年3月刊

冰与火之歌 市场冰火并存，如何共舞？

2月份股票市场的表现，可以用冰火共存去形容，升的市场升相当多，弱的市场也相当弱，升幅前三大的市场，分别为韩国、泰国及中国台湾，韩国 KOSPI 指数、泰国曼谷 SET 指数、中国台湾证交所指数，三者分别上升 18.23%、15.69%及 10.45%，而排第四的日经 225 指数，亦上升 9.37%，然而，如果看代表环球市场整体的 MSCI 环球指数，则可看到环球市场虽然上升，但整体升幅并非如此暴烈，以指数作为代表，只升了 1.44%，其中，新兴市场表现明显较佳，MSCI 新兴市场指数期内上升 5.97%，MSCI 世界指数所代表的成熟市场，期内则上升 0.85%，表现不如新兴市场整体了；

就着环球债券，2月是个好的月份，彭博环球综合债券指数期内回报为 0.94%，彭博环球高收益债券指数期内回报则为 0.32%，反映不论是投资级别债券还是高收益债券，基本上均有正数表现。而事实上，就着我们有监察的 11 个债券指数，2 月份全数均录得正回报。表现最好的是新兴市场本地货币债，期内回报为 1.62%，表现次佳的则为美国国库券指数，期内回报为 1.53%，表现第三的则为中国高收益债券指数，期内回报为 1.3%；

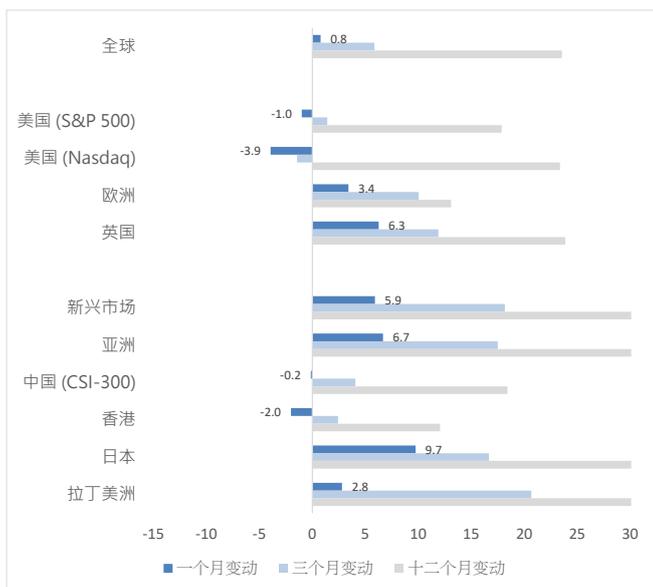
在本期的专题部份，我们分别讨论了如何透过优化具有科技含量的持仓组合，编制“小恒科指数”，以获得超额回报，及探讨在市场波动过后，黄金是否仍然值得持有。此外，就着股票、债券、商品及外汇，我们亦对应分享了我们的观点。

目录

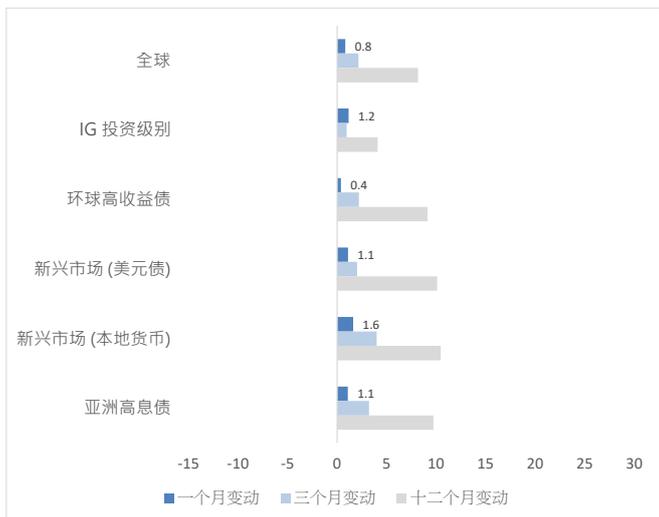
01	市场表现回顾	p.3
02	资产配置策略	p.4
03	本月市场焦点	
	一场名为“科技”的误会：编制 AI 硬件“小恒科指数”	p.5
	波动过后，黄金是否还有配置价值？	p.10
04	宏观经济展望	p.13
05	资产市场展望	
	股票	p.15
	债券	p.17
	外汇及商品	p.19

资产市场表现

股票



债券



外币及商品市场

FX	Latest	1m	3m	1y
DXI Index	97.8	1.5	-1.9	-8.9
EUR/USD	1.18	-2.0	1.8	13.5
GBP/USD	1.35	-2.6	1.9	7.1
USD/JPY	156.13	-2.3	0.3	-3.8
AUD/USD	0.71	1.5	8.9	14.1
NZD/USD	0.60	-1.0	4.5	6.3
USD/CAD	1.37	-0.7	2.6	5.6
USD/CHF	0.77	-1.5	4.1	16.4
USD/CNY	6.85	1.5	3.3	6.3
Commodity				
Crude Oil	65.2	4.5	11.2	-7.3
Spot Gold (\$/oz)	5185.0	0.1	24.7	80.2

利率变动

	Latest	1m	3m	1y
US Treasuries				
2Yrs Bonds	3.43	-0.16	-0.06	-0.63
10Yrs Bonds	4.00	-0.24	0.01	-0.26
German				
2Yrs Bills	2.04	-0.06	0.02	-0.03
10Yrs Bonds	2.69	-0.18	0.02	0.26
UK				
2Yrs Bills	3.55	-0.19	-0.19	-0.63
10Yrs Bonds	4.27	-0.22	-0.15	-0.23
China				
CNH HIBOR 3M	3.51	-0.17	-0.13	-0.68
CNH HIBOR 1Y	3.42	-0.04	-0.08	-0.64
Hong Kong				
HIBOR 3M	4.44	-0.26	-0.64	-1.43
HIBOR 1Y	5.18	-0.16	-0.42	-1.28

简评:

经济数据方面，美国于2月10日公布的零售销售数据表现相对平淡，增速由前值的0.6%变成持平，弱于市场预期，反映出在传统消费旺季过后，私人消费动能较预期有所转弱；就业市场方面，2月初公布的1月非农新增职位录得13万份，失业率则降至4.3%，两者均优于预期。通胀方面，美国1月CPI同比增速降至2.4%，为2025年5月以来最低水平，且低于市场预期的2.5%，显示去通胀进程仍处轨道上；核心CPI则亦较前一个月下跌，从2.6%下降至2.5%，显示通胀情况整体可控。综合而言，美国经济正处于「软着陆」的路径，通胀压力减轻为政策提供了空间。利率期货显示，尽管联储局对3月是否降息维持数据依赖的态度，但市场仍预期今年最少减息两次，有关情况对风险资产的估值构成支撑。

资产配置策略

股票	低配	--	-	中性	+	++	超配
股票							市场几乎已完全消化美国关税政策的潜在影响，加上美联储有望继续减息下，预料对全球投资市场的流动性会继续带来正面帮助。多国指数处于牛市，对股市整体看法维持积极乐观，惟估值已反映不少正面因素；应放眼全球，分散投资，把握风险资产回调机会
美国							<ul style="list-style-type: none"> 经济韧性强劲，预期增长稳健，受惠于AI投资扩张，政策环境友好，包括联储局继续减息及财政支持 企业基本面仍稳健，盈利表现强劲及盈利预测上调幅度超越其他地区，预计将继续由AI主导增长，应关注有高盈利、稳健资产负债表的公司 美国将于11月举行中期选举，预期会鼓励特朗普政府推出有利经济政策，例如增加财政开支、进一步简化金融规例等 估值过高及市场集中度高，容易受通胀或经济放缓影响；加上联储局内部分歧大，对减息的预期的不确定性可能引发市场波动 欧洲股市市值相对美股被低估，但经济增长不如美国稳健，地缘政治较不稳定
欧元区							<ul style="list-style-type: none"> 现届华府政策走向难以预测，市场越重视分散资产配置，预期风险意识有所提升促使资金被重新分配，一旦流出美国，欧元区率先受惠 政府支出增加刺激经济复苏，预期增长来自财政政策支持。欧洲经历结构性转变，基础设施及国防投资增加，资本支出与销售比率达到全球金融危机后新高 低息环境有助企业盈利及融资，价值股（金融、公用事业企业）潜力大 欧洲股市市值相对美股被低估，但经济增长不如美国稳健，地缘政治较不稳定
英国							<ul style="list-style-type: none"> 英国股市录得16年以来最佳成绩，预算案提供超预期的财政空间压低债券收益率，支撑银行、险企和房地产对利率敏感的行业 英国仍有减息空间，估值具吸引力，具防御型、价值倾斜的特质，提供的总股东收益率高于通胀 惟仍面对滞胀及盈利前景不明朗、企业税的增加或损害企业利润
亚洲 (日本除外)							<ul style="list-style-type: none"> 美元走弱有利亚洲资产表现，加上估值仍较吸引，MSCI亚太指数预测市盈率约17倍，低于MSCI世界指数 财政及货币政策刺激支持经济增长，关税风暴已过，有利亚洲多国的出口导向经济，政策支持出口及自给自足，宏观经济稳健及结构性经济趋势(例如中等收入消费增长及人口红利)带动增长 全球人工智能基建发展将带动亚洲广泛增长，AI及科技升级带动工业及消费领域，创新企业涌现，提供具吸引力的长期投资机遇 全球对记忆体产品需求仍然强劲，但因产品供不应求而对记忆体股票产生的相关憧憬已变得有点过份乐观，不少科技股的估值已预先计入美国大型云计算商(CSP) 全年资本开支下所带来的潜在收益，环球科技泡沫的担忧或触发过去两年升势凌厉的亚洲科技股有削估值的风险
日本							<ul style="list-style-type: none"> 受惠于公司治理改革、AI相关股票优势和通胀再膨胀带动的利润增长，预期实质薪资上涨和财政支持将刺激国内需求 经济渐渐复苏，「早苗经济学」的推动下，预计当地将推出更多刺激经济措施，而日圆的弱势相信亦有利当地的出口企业 汽车制造商等出口型企业、AI算力强劲需求的半导体板块强力推动，带动日股走高 日本五大商社、企业治理改革也起积极作用；日股市利率仍低于美国，资金推动日股创新高 日本经济正逐步走向利率正常化的道路，而银行存贷息差扩大，金融机构盈利弹性加大，银行股受惠
中国内地							<ul style="list-style-type: none"> 预期2026年政策层面将“三箭齐发”：结构性再平衡方面配合“十五五”规划，推动服务业高效高质量发展、扩大内需；财政刺激力度加大，虽仍以投资支持为主，但会扩大对消费的支持；货币宽松则温和扩张，预计会有数次减息和至少一次降准机会 预计“存款搬家”趋势将持续，更多来自私募基金、公募基金、家庭个人、ETF的增量资金流入股市 内地本土企业在技术与创新进展迅速，为市场提供增长动力。外资对中国股票的配置水平仍然偏低，都有利中港股票的投资潜力 中美贸易冲突的担忧已明显降温，减少了市场的一大不确定性，但消费疲弱、地产及债务问题延续或困扰整体投资信心
香港							<ul style="list-style-type: none"> 过去一年累升近28%，南向资金持续流入成支撑港股的主要助燃剂，后市能否更上一层楼的关键在于北水流入能否持续畅旺 依托AI布局与外资南向资金支撑，牛市的港股中长期前景仍相对乐观 联储局减息后，美国资金有外溢预期，港股作为离岸市场，对流动性尤其敏感，对美国减息有正相关性
新兴市场 (拉美)							<ul style="list-style-type: none"> 央行转趋宽松货币政策以及全球经济增长韧性支持新兴市场，商品出口国受惠于资源需求 美元弱势预期持续，有助资金流向新兴市场 政治不稳及商品价格波动或令股市波动性大

股票	低配	--	-	中性	+	++	超配
股票							市场几乎已完全消化美国关税政策的潜在影响，加上美联储有望继续减息下，预料对全球投资市场的流动性会继续带来正面帮助。多国指数处于牛市，对股市整体看法维持积极乐观，惟估值已反映不少正面因素；应放眼全球，分散投资，把握风险资产回调机会
美国							<ul style="list-style-type: none"> 经济韧性强劲，预期增长稳健，受惠于AI投资扩张，政策环境友好，包括联储局继续减息及财政支持 企业基本面仍稳健，盈利表现强劲及盈利预测上调幅度超越其他地区，预计将继续由AI主导增长，应关注有高盈利、稳健资产负债表的公司 美国将于11月举行中期选举，预期会鼓励特朗普政府推出有利经济政策，例如增加财政开支、进一步简化金融规例等 估值过高及市场集中度高，容易受通胀或经济放缓影响；加上联储局内部分歧大，对减息的预期的不确定性可能引发市场波动 欧洲股市市值相对美股被低估，但经济增长不如美国稳健，地缘政治较不稳定
欧元区							<ul style="list-style-type: none"> 现届华府政策走向难以预测，市场越重视分散资产配置，预期风险意识有所提升促使资金被重新分配，一旦流出美国，欧元区率先受惠 政府支出增加刺激经济复苏，预期增长来自财政政策支持。欧洲经历结构性转变，基础设施及国防投资增加，资本支出与销售比率达到全球金融危机后新高 低息环境有助企业盈利及融资，价值股（金融、公用事业企业）潜力大 欧洲股市市值相对美股被低估，但经济增长不如美国稳健，地缘政治较不稳定
英国							<ul style="list-style-type: none"> 英国股市录得16年以来最佳成绩，预算案提供超预期的财政空间压低债券收益率，支撑银行、险企和房地产对利率敏感的行业 英国仍有减息空间，估值具吸引力，具防御型、价值倾斜的特质，提供的总股东收益率高于通胀 惟仍面对滞胀及盈利前景不明朗、企业税的增加或损害企业利润
亚洲 (日本除外)							<ul style="list-style-type: none"> 美元走弱有利亚洲资产表现，加上估值仍较吸引，MSCI亚太指数预测市盈率约17倍，低于MSCI世界指数 财政及货币政策刺激支持经济增长，关税风暴已过，有利亚洲多国的出口导向经济，政策支持出口及自给自足，宏观经济稳健及结构性经济趋势(例如中等收入消费增长及人口红利)带动增长 全球人工智能基建发展将带动亚洲广泛增长，AI及科技升级带动工业及消费领域，创新企业涌现，提供具吸引力的长期投资机遇 全球对记忆体产品需求仍然强劲，但因产品供不应求而对记忆体股票产生的相关憧憬已变得有点过份乐观，不少科技股的估值已预先计入美国大型云计算商(CSP) 全年资本开支下所带来的潜在收益，环球科技泡沫的担忧或触发过去两年升势凌厉的亚洲科技股有削估值的风险
日本							<ul style="list-style-type: none"> 受惠于公司治理改革、AI相关股票优势和通胀再膨胀带动的利润增长，预期实质薪资上涨和财政支持将刺激国内需求 经济渐渐复苏，「早苗经济学」的推动下，预计当地将推出更多刺激经济措施，而日圆的弱势相信亦有利当地的出口企业 汽车制造商等出口型企业、AI算力强劲需求的半导体板块强力推动，带动日股走高 日本五大商社、企业治理改革也起积极作用；日股市利率仍低于美国，资金推动日股创新高 日本经济正逐步走向利率正常化的道路，而银行存贷息差扩大，金融机构盈利弹性加大，银行股受惠
中国内地							<ul style="list-style-type: none"> 预期2026年政策层面将“三箭齐发”：结构性再平衡方面配合“十五五”规划，推动服务业高效高质量发展、扩大内需；财政刺激力度加大，虽仍以投资支持为主，但会扩大对消费的支持；货币宽松则温和扩张，预计会有数次减息和至少一次降准机会 预计“存款搬家”趋势将持续，更多来自私募基金、公募基金、家庭个人、ETF的增量资金流入股市 内地本土企业在技术与创新进展迅速，为市场提供增长动力。外资对中国股票的配置水平仍然偏低，都有利中港股票的投资潜力 中美贸易冲突的担忧已明显降温，减少了市场的一大不确定性，但消费疲弱、地产及债务问题延续或困扰整体投资信心
香港							<ul style="list-style-type: none"> 过去一年累升近28%，南向资金持续流入成支撑港股的主要助燃剂，后市能否更上一层楼的关键在于北水流入能否持续畅旺 依托AI布局与外资南向资金支撑，牛市的港股中长期前景仍相对乐观 联储局减息后，美国资金有外溢预期，港股作为离岸市场，对流动性尤其敏感，对美国减息有正相关性
新兴市场 (拉美)							<ul style="list-style-type: none"> 央行转趋宽松货币政策以及全球经济增长韧性支持新兴市场，商品出口国受惠于资源需求 美元弱势预期持续，有助资金流向新兴市场 政治不稳及商品价格波动或令股市波动性大



引言

2024 年以来，当全球市场为 AI 的狂潮而沸腾，当英伟达的股价一飞冲天，无数投资者手握着“恒生科技指数”的 ETF，却只能对着账户里不温不火甚至持续下跌的曲线，发出一声灵魂拷问：“说好的科技牛市呢？我买的难道是‘假’科技股吗？”

很不幸，在某种程度上，答案是：**是的**。

恒生科技指数，这个曾经承载了无数人对中国新经济希望的旗舰指数，如今却陷入了尴尬的境地。翻开它的成分股名单，你会发现一个有趣的事实：30 只成分股中，大量席位被互联网平台巨头、SaaS 软件公司以及消费电子品牌所占据。这些无疑是优秀的企业，但它们是这轮由算力芯片、光模块、数据中心驱动的“硬核”AI 革命的主角吗？显然不是。它们更像是 AI 时代的“消费层”，而非真正的“基建层”。

当市场狂热地追逐 AI “硬件赛道”时，恒生科技指数却因为其“软”科技的底色，不幸成为了被市场做空的对象——做空者的逻辑很简单：AI 让算力硬件公司赚得盆满钵满，但那些卖软件、做平台的公司，短期内不仅无法从 AI 中获益，反而可能因为 AI 替代了部分人力而面临商业模式被颠覆的风险。于是，一个巨大的鸿沟出现了：一边是 AI 硬件的火焰山，一边是恒科指数的冰河谷。

图表 1：过往两年恒科指数和 SOXX 表现迥异



来源：www.investing.com。

为了拨开迷雾，看清港股市场真正 AI 硬核力量，我们构建了一个全新指数——“小恒科指数”。它剔除了恒科指数中的“软”组织，精准地聚焦于 15 家 AI 算力硬件的龙头企业。

一、铸造 AI 硬核罗盘——“小恒科指数”编制

构建“小恒科指数”的逻辑非常纯粹：即要找到那些真正为 AI 时代提供“算力军火”的公司。从而，“小恒科指数”聚焦算力硬件与半导体（AI 上游）， “恒生科技指数”则侧重平台经济与软件应用（AI 下游）。

图表 2：“小恒科指数”编制标准

筛选维度	具体标准
上市地点	在香港交易所主板上市
业务属性	主营业务与 AI 算力硬件直接相关，涵盖芯片设计、晶圆代工、存储芯片、AI 服务器、光通信、半导体设备、电子制造等环节
市值门槛	总市值不低于 100 亿港元
流动性要求	日均成交额不低于 1,000 万港元
上市时间	上市满 3 个月（新股在满足条件后纳入）

来源：CCBA PB Research。

编制标准堪称严苛——必须在港交所主板上市；主营业务必须与 AI 算力硬件直接挂钩，覆盖从晶圆代工、AI 芯片设计、内存接口、光通信、半导体设备到 AI 服务器等核心环节；市值门槛不低于 100 亿港元，且过去三个月日均成交额不低于 1000 万港元，确保足够的流动性；上市时间满 3 个月。采用等权重方式编制，每半年审核调整一次。

经过层层筛选，最终锁定 15 只股票，组成了港股 AI 硬件的“复仇者联盟”。这张名单，从上游的晶圆代工，到中游的芯片设计、内存接口、存储芯片，再到下游的光纤光

缆、高速连接器、半导体设备和 AI 服务器，覆盖了 AI 算力硬件产业链的完整图谱。

“小恒科指数”采用等权重加权方式编制。每只成分股在指数中享有相同的初始权重，每日根据各成分股的平均收益率计算指数涨跌。当新成分股满足纳入条件后，自其可获得交易数据的首日起纳入指数计算。等权重方式的优势在于避免单一大市值标的对指数的过度影响，更均衡地反映整个 AI 算力硬件板块的表现。

二、有人欢喜，有人忧——190 个百分点的惊天大分化

当我们将“小恒科指数”与恒生科技指数放在同一张图上，一场惊心动魄的巨大走势分野便拉开了序幕。

以 2024 年 3 月 4 日为基点（标准化为 1000 点），截至 2026 年 2 月 26 日，在近两年时间里，两条曲线的走势犹如两个平行宇宙。“小恒科指数”从 1000 点一路狂飙至 3444 点，累计涨幅达 +244.4%，期间最高 3501 点，接近 3.5 倍的增长；而恒生科技指数同期从 1000 点缓慢爬升至 1548 点，累计仅涨 +54.8%，最高点也不过 2000 点。

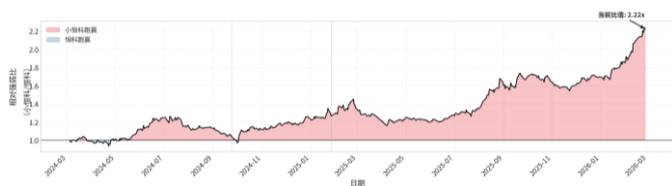
图表 3：“小恒科指数”与恒科指数历史对比



来源：CCBA PB Research。

二者之间，是接近 190 个百分点的巨大鸿沟，相对强弱比高达 2.22 倍。如果说“小恒科”是一飞冲天的火箭，那恒科指数更是在原地蹒跚的旅人。下图的相对强弱比走势，更像一条陡峭的山脉，清晰地记录了这场大分化从萌芽到加速的全过程——尤其是自 2025 年下半年以来，这条相对强弱曲线几乎是以 45 度角向上攀升，表明分化的速度令人瞩目。

图表 4：“小恒科指数”与恒科指数相对强弱



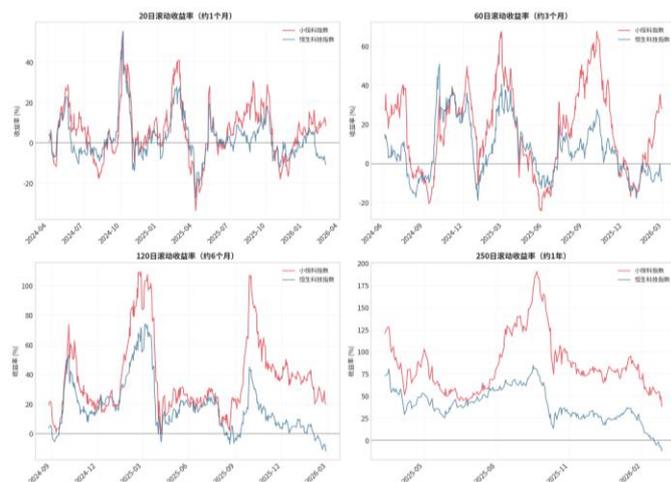
来源：CCBA PB Research.

进一步地，进入 2026 年，当市场开始疯狂做空软件股，“小恒科指数”和恒科指数的分化达到了极致。近一个月内，“小恒科”逆市上涨+8.5%，而恒科指数则暴跌-10.7%，单月差距 20 个百分点！

这意味着什么？意味着如果你在年初把恒科 ETF 换成了“小恒科”的组合，一个月内你就多赚了近两成。

这种碾压式的胜利并非偶然。从 20 日、60 日、120 日、250 日等不同时间维度的滚动收益率来看，“小恒科”在几乎所有时间窗口内都将恒科指数远远甩在身后，展现了其强大的持续性和爆发力。这不是一次偶然的脉冲，而是一场持续了近两年的结构性碾压。

图表 5：“小恒科指数”与恒科指数滚动收益对比



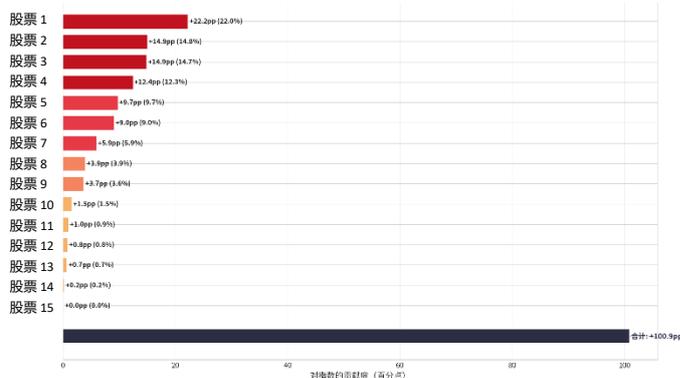
来源：CCBA PB Research.

三、谁是“小恒科”的超级引擎？

“小恒科指数”这枚火箭的燃料是什么？又是谁在驾驶舱里踩下了油门？

发现一：四大天王定乾坤，贡献超过六成。在指数累计超 100 个百分点收益中，股票 1 (+22.2pp)、股票 2 (+14.9pp)、股票 3 (+14.9pp) 和股票 4 (+12.4pp)，这“四大天王”合计贡献 64.4 个百分点，占指数总收益 63.8%——不到三分之一的成分股，驱动了超六成的涨幅，它们是当之无愧的核心引擎。

图表 6：“小恒科指数”成分股贡献度



来源：CCBA PB Research.

发现二：城头变幻大王旗，领涨龙头在轮动。 AI 的行情并非一成不变，而是经历了一场精彩的"接力赛"。我们的热力图清晰地捕捉到了这一动态过程，每个阶段都有不同的"MVP"：

图表 7：“小恒科指数”成分股分阶段贡献度



来源：CCBA PB Research.

第一棒：924 前 (2024.03-09)，指数+16.9%。 股票 2 (+6.3pp) 和股票 6 (+4.6pp) 领跑。市场还在炒作"消费电子复苏"的老故事。

第二棒：924 行情 (2024.09-2025.01)，指数+46.0%。 股票 1 (+7.9pp) 和股票 4 (+7.8pp) 强势接棒。政策驱动的普涨行情中，半导体和光通信开始展现出更强的弹性，AI 硬件的逻辑正式预热。

第三棒：DeepSeek 行情 (2025.01-03)，指数+5.7%。 股票 7 (+3.3pp) 和股票 3 (+2.5pp) 登场。DeepSeek 引爆了 AI 芯片国产化的预期。

第四棒：分化加速期 (2025.04-12)，指数+32.5%。

股票 1 (+9.5pp) 和股票 3 (+7.4pp) 王者归来。市场终于意识到光通信和晶圆代工才是"硬通货"，资金全面涌入这些核心硬件环节。

第五棒：做空软件期 (2026.01-至今)，指数+19.2%。

股票 1 (+7.3pp) 继续封神 (近 3 个月涨幅高达 298.3%)。市场开始向更上游的存储芯片和半导体设备环节深挖，完美对冲消费电子终端的疲软。

四、结语：别再错付，拥抱真正硬核科技

现在，我们可以回答最初的那个问题了：伪科技的"恒生科技指数"，我该拿你怎么办？

答案是：擦亮双眼，别再错付。 恒生科技指数有其自身的价值——它是中国互联网经济以及平台经济的缩影。但在这轮由算力、芯片、数据中心驱动的 AI 革命中，它并不能代表核心浪潮。如果你想真正分享 AI 时代的红利，就必须找到那些"卖铲人"——那些提供算力、芯片、光模块的"硬核"公司。

"小恒科指数"的构建与分析，为我们提供了一个强有力的证据和工具。它用+244.4%对+54.8%的碾压式数据告诉我们：即使在同一个"科技"标签下，资产的表现也可能天差地别。在投资的世界里，精准的定义和深刻的认知，远比一个模糊的标签重要得多。

所以，忘掉那些让你伤心的“伪科技”指数，拥抱真正的“硬核”力量。毕竟，在 AI 的淘金热中，卖铲子的人，永远是最先赚到钱的。



在本期的专题，我们打算和大家简单谈谈在波动过后，黄金是否还有配置价值，先说结论，答案是有的。在展开我们的观点前，我们先看看黄金的定价机制——在我们看来，黄金的定价机制分野发生在 2021 年底，2021 年底前，黄金的定价还是由实质利率所主导，2021 年底后，黄金的定价变成更由其他因素所主导了（后文详）。

先说 2021 年底前的情况，2021 年底前，黄金还是比较一个简单的资产，市场没有赋予它太多含义，看待观点和巴菲特类似：「黄金是不生息的投资品」。亦因此，黄金的表现和实质利率呈相反走向，实质利率上升时，黄金价格便倾向下跌，实质利率下跌时，黄金价格便倾向上升。这背后原理正在于黄金不产生利息，因此持有黄金这种「美元替代货币」的机会成本是美国国债利率减去通胀所得出的实质利率，实质利率愈高，持有黄金的机会成本则愈高，人们愈倾向卖出黄金，令金价愈倾向下跌。

黄金价格目前主要驱动因素是甚么？

然而，2021 年底以后，黄金价格的主导因素有所改变，由「实质利率」转变为 (i) 「不确定性溢价」及 (ii) 「去美元化」，而这两者亦是金价于过去数年持续上升，2026 年预期亦会继续上升的原因。

先说 (i)，所谓不确定性溢价，是指黄金价格会受惠于地缘政治风险，地缘政治风险愈高，黄金价格便愈受惠，背后逻辑是有关风险会影响法定货币的价值，以地缘政治风险为例，如果发生冲突甚至战争（如俄乌冲突），谁能保证发行法定货币的政府不会倒台？谁能保证参战国或相关政府（如盟友）不会大幅举债，影响法定货币价值？在此情况下，持币风险有所上升，投资者最好做法当然是减持部份法定货币（包括国债，因为国债和法定货币一样，本质都是主权信用），转投黄金，地缘政治事件愈频发，对黄金的需求便愈高，而自 2021 年底后，地缘政治事件发生的频次有所上升，

烈度有所加剧，对黄金的需求自然有所增加，令黄金价格有所上涨了。

而就 (ii) 「去美元化」，指的并不是国际贸易不使用美元，而是指投资者减少使用美元资产（尤其是美国国债）来作为储藏财富的工具，而有关说法并非推想，而是有实证数据所支持——自 2022 年 9 月起，美元占外汇储备的比率便见了自 2020 年后的短期顶部，并持续下跌，根据最新数据，美元占全球央行外汇储备的百份比已跌至 56.9%，创 2000 年以来的新低，而同时，2022 年后，黄金于外汇储备中的占比亦快速提升，统计自 2022 年至 2024 年的数据，全球央行平均每年购金 1,059 吨，较 2019 至 2021 年平均每年购金 437 吨增加了 142.3%，央行购金的行为亦具有持续性。同时，从数据中可以看到，即使金价上升，央行对黄金仍是稳定地继续增加配置，而这又倒过来又加强了私人投资的需求——一来部份私人资金基于分散和对冲美元购买力可能贬值的需要，会如央行般将部份美元资产转配置至黄金；二来部份资金看到央行持续购金的行为，预期金价会被持续推动上涨，亦买入黄金博取资本升值，这便形成了上升的正向循环，问题核心是，资金流上，我们知道包括央行在内的资金流入推动黄金价格上涨了，然而，如要更详细的说，背后买入黄金的逻辑为何呢？为何央行及部份私人投资者要减少美元资产的占比呢？有关投资逻辑是否具有延续性呢？以下我们和大家进一步分享背后原因——

(1) 环球投资者对美元作为储备货币信心减弱：

这其中对对美国在特朗普总统带领下，行为或与以往不同的因素（例如某些市场流言曾提及日后持有美元资产或被美国政府征税），有美国政府财政赤字愈加严重，美国国债长线可能透过通胀削债的因素，因此，部份资产持有者或会转向持有其他替代货币，来对冲

有关风险，黄金正是其中一种美元的替代货币，有关行为逻辑从各国央行减少美元资产，同时却增加购入黄金可见；

(2) 全球碎片化亦加剧了黄金的价值：

简要而言，黄金目前的定位就是一种替代货币，全球碎片化的意思就是，以往全球是一个相对统一的体系，国家以美国为尊（一超多强），货币以美元为主，但随着近年在地缘上越来越多美国的挑战者，也包括美国将部份国家当作地缘政治对手，并希望将他们排除在美国体系外，而这些国家亦希望建立自己的体系，在这样的情况下，这些国家的央行也会将外汇储备转成如黄金等替代美元的资产，这也是黄金上升的动力之一；此外，部份国家虽然此刻未被定义为美国的政治对手，但在全球碎片化的情况下，往日同盟关系确定性不再如以往般高（如美欧关系），没有国家能 100% 确定手上原有的美元资产，他日不会变成美国用以施压的筹码，在此情况下，部份资金转往配置黄金作替代，亦相当合理；

(3) 对冲美元印钞，导致美元内含价值大幅下降的可能性

简要而言，这个和 (1) 是有关的，不论是美国政府的财政赤字情况，还是美联储的独立性会否被侵蚀，这些都会增加投资者认为美元长期可能要印钞的可能性，在这样的情况下，黄金便是一个比较好的美元替代，用以对冲美元滥发的风险，因为一旦美元内含价值大幅下降，黄金价格亦会对应上升；而在上述这三个逻辑预期会继续延续的前提下，中线我们认为黄金向上走的可能性还是较大，是值得配置的资产了；此外，另有一个重点是，黄金由于不是企业，相对而言没有盈利或现金流等有效标准可以评估其估值高低，基本上在逻辑仍然有效的前提下，其价格可以持续上升但

同时不被所谓高估值的说法所困；换言之，只要环球央行继续进行储备多元化，黄金的稳中有升的趋势预期不会变化了。

如要配置黄金，甚么水平才是理想介入点？

那如果要操作黄金的话，应如何操作呢？统计自 2007 年 12 月 31 日以来，如果将黄金价格的 50 天平均线高于 200 天平均线的阶段定义为牛市，50 天平均线低于 200 天平均线的阶段，则定义为熊市；我们发现平均牛市持续天数为 316 天，熊市持续天数为 167 天，基本上属熊短牛长；而本轮牛市已持续超过 800 天，惟根据其投资逻辑有效度（前文述）及趋势强度（后文述），预期其持续天数将会直逼 2009 至 2012 年的 1096 天的牛市甚至更长——就着趋势强度，我们运用了价格高于 200 天平均线的幅度来量度趋势强度，发现本轮牛市最高点可偏离 200 天线 43.74%，为历次牛市最大；同时，价格高于 200 日平均线的平均百份比，则为 13.84%，亦为历次最高，可看到趋势强度明显较强了；而在操作上，我们认为只要投资逻辑仍然有效

（见上文），则黄金价格仍然稳中有升，同时，由于黄金没有现金流或盈利的特性，亦令其相对不受估值所制约（即其价值主要由资金决定，难以非常明确地指出哪个价位不合理），在此情况下，只要基本面逻辑仍然有效，追随趋势操作逢低吸纳而不盲目估顶，或为更有效的做法了。

然而，如果要逢低吸纳的话，价格要去到多低才买呢？考虑到本次的趋势强度，预料只要牛市维持，其即使回调，回调时低于 50 天线的幅度亦不会多于历次黄金牛市的平均（低于 50 天线 4.63%），在此情况下，如价格回调至 50 天线附近，则应已是可以考虑建仓的位置，而如相信牛市未完，则如能低于 50 天线超过 4% 的位置能建仓，值博率便更高了；当然，上文谈的都是如何操作黄金获得资本增值，然而退一步说，如果组合中本身没有黄金的话，考虑到各种地缘政治风险及美元保值能力的挑战，分段配置黄金，对组合整体而言亦是一个值得做的行为了。

美国

美国PMI走势



来源: Bloomberg

美国经济增速不及预期，PMI 指数回落

- 美国 2025 年第四季度实际 GDP 初值按年化季率增长 1.4%，明显低于预期的 2.8%，较前值 4.4%大幅放缓。政府停摆拖累 GDP 约 1 个百分点，联邦支出年化下降 16.6%。尽管全年经济仍增长 2.2%，但消费与出口回落、劳动力市场隐忧以及通胀顽固，经济前景趋复杂。
- 美国 2 月标普全球制造业、服务业 PMI 不及预期，创数月低点。美国 2 月制造业 PMI 初值 51.2，远低于 1 月前值为 52.4，为 7 个月低点。2 月服务业 PMI 初值 52.3，低于 1 月的 52.7，为 10 个月低点。2 月综合 PMI 初值为 52.3，低于 1 月的 53，降至 2025 年 4 月以来最低水平，表现弱于英国和日本。

欧洲

欧元区PMI走势

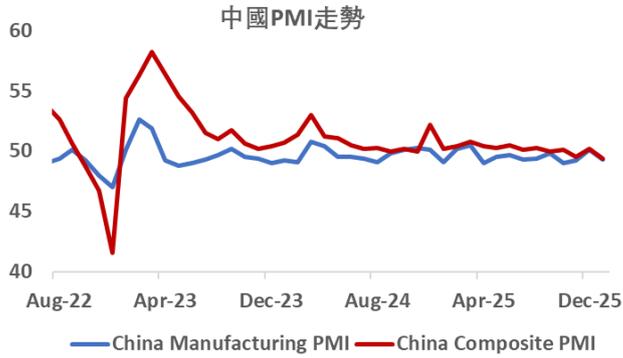


来源: Bloomberg

欧元区经济活动扩张加快，制造业重回扩张区间

- 欧元区 2 月经济活动扩张加快，制造业重回扩张区间，创 3 年半新高，为该地区经济复苏注入新动力。德国制造业表现成为关键推动力，而法国经济则继续在收缩边缘挣扎，凸显欧元区内部复苏步伐的分化。
- 欧元区 2 月综合 PMI 从 1 月的 51.3 升至 51.9，制造业 PMI 从 49.5 跃升至 50.8，创 44 个月新高，并自去年 8 月以来首次站上 50 荣枯线。服务业 PMI 小幅上升至 51.8，前值 51.6。德国经济显著改善，综合 PMI 升至 53.1 的四个月高点，制造业 PMI 达到 50.7，为 2022 年 6 月以来首次进入扩张区间。相比之下，法国综合 PMI 虽从 49.1 升至 49.9，但仍未能突破 50 关口，制造业疲软继续拖累整体表现。考虑到经济活动稳定扩张且服务业通胀仍处高位，欧洲央行预计仍将维持关键政策利率不变的立场。

中国



来源: Bloomberg

中国经济数据欠佳，扩大内需为首要任务

- 中国四季度实际 GDP 增速较第三季度的 4.8% 放缓至 4.5%，全年 GDP 录得 5%，如期完成全年增长目标。
- 12 月工业增加值同比从 11 月的 4.8% 回升至 5.2%，高于彭博一致预期的 5%；社零增速整体低位徘徊，以旧换新补贴效果或有退坡，社会消费品零售总额同比从 11 月的 1.3% 走弱至 0.9%（彭博一致预期 1%）；“反内卷”政策引导下，12 月基建、制造业和地产投资降幅走阔，2025 年全年固定资产投资增速较 2024 年的 3.2% 回落至 -3.8%（彭博一致预期 -3.1%），隐含月度固投完成额同比降幅走阔至 12 月的 15.1%。
- 在此背景下，中央经济工作会议定调明年工作方向，扩大内需和刺激消费被放于首位。

冰火共存，阿尔法为先

市场回顾

截至执笔时，2月份股票市场的表现，可以用冰火共存去形容，升的市场升相当多，弱的市场也相当弱，升幅前三大的市场，分别为韩国、泰国及中国台湾，韩国 KOSPI 指数、泰国曼谷 SET 指数、中国台湾证交所指数，三者分别上升 18.23%、15.69%及 10.45%，而排第四的日经 225 指数，亦上升 9.37%，然而，如果看代表环球市场整体的 MSCI 环球指数，则可看到环球市场虽然上升，但整体升幅并非如此暴烈，以指数作为代表，只升了 1.44%，其中，新兴市场表现明显较佳，MSCI 新兴市场指数期内上升 5.97%，MSCI 世界指数所代表的成熟市场，期内则上升 0.85%，表现不如新兴市场整体了。而就着美股及港股，两者于环球市场中，表现属相对憔悴——标普 500 指数于期内表现全球尾七，期内表现-0.43%，全球排名尾尾四、三、二及最尾的，则均是美股及港股指数，分别是纳斯达克指数、恒生指数、恒生国企指数、恒生科技指数，期内表现分别为 -2.49%、-3.22%、-5.16%及 -10.08%，投资者如主要持有权重股，则难免陷入苦战了。

经济数据方面，美国于 2 月 10 日公布的零售销售数据表现相对平淡，增速由前值的 0.6%变成持平，弱于市场预期，反映出在传统消费旺季过后，私人消费动能较预期有所转弱；就业市场方面，2月初公布的 1 月非农新增职位录得 13 万份，失业率则降至 4.3%，两者均优于预期。通胀方面，美国 1 月 CPI 同比增速降至 2.4%，为 2025 年 5 月以来最低水平，且低于市场预期的 2.5%，显示去通胀进程仍处轨道上；核心 CPI 则亦较前一个月下跌，从 2.6 下降至 2.5%，显示通胀情

况整体可控。综合而言，美国经济正处于「软着陆」的路径，通胀压力减轻为政策提供了空间。利率期货显示，尽管联储局对 3 月是否降息维持数据依赖的态度，但市场仍预期今年最少减息两次，有关情况对风险资产的估值构成支撑。

中国方面，截至执笔时，经济数据反映出中国经济动能仍处于蓄力期。1 月 CPI 同比增长 0.2%，低于市场原先增长 0.4%的预期，反映内需不够强劲导致的去通胀压力仍存；而 PPI 虽同比下降 1.4%，录得连续第 40 个月的负增长，但跌幅已较去年底有所收窄，显示工业生产端出现边际改善迹象。然而，房地产市场对经济的压力仍存，中国 70 城市新房价格指数于 2026 年 1 月环比仍录得负增长，代表境内房地产去库存压力仍存，对私营部门投资构成一定压制。参考 2025 全年固定资产投资微跌 3.8%的背景及最新的数据，目前投资端仍处于蓄力的阶段。整体而言，在长线经济发展向好的前提下，中国经济动能短期正处于动能切换的蓄力期了。

展望

向前展望，就着美股市场，我们的看法整体偏多，但认为审慎程度要有所提升——今年美股预期阿尔法（Alpha）变得非常重要，不会再是简单可以透过贝他（Beta）便获取不俗回报的年份，这从近期市场表现可见——事实上，不只美股，环球市场今年不少资产都是冰火两重天，如黄金/白银相对比特币/以太币、韩国 KOSPI 指数/台湾证交所指数相对纳斯达克指数等，都是归于一个大类概念下，但表现差天共地，以黄金/白银相对比特币/以太币为例，两者背后均有美元替代概念，但黄金白银今年曾疯升破顶，相对比特币/以太币却持续下跌；纳斯达克指数、韩国 KOSPI 指数、台湾证交所指数三者权重股都是科技股，只是韩国 KOSPI

指数及台湾证交所指数权重股均倾向是上游制造，而纳斯达克指数权重股则倾向是下游软件，结果表现又是差天共地，前者持续破顶，后者还是上升乏力，在勉强支撑。

而去到美股内部，情况亦是类似，以板块论，存储、光通讯、半导体制造设备上游、贵金属矿商、铜矿商等，均是持续向上，然而，软件股、加密货币股、云端服务供应商等，轻则受压，重则持续向下，因此组合一旦选错股，很容易便会万劫不复，在此情况下，也是为何认为今年选股及选地区，即所谓阿尔法（Alpha），变得非常重要的原因了。

而去到指数，表面上纹风不动甚至轻微下跌，实际上亦是背后一批股升，一批股跌，令指数没有明显方向，但背后情况其实是相当波动了。但我们对美股的展望是怎样呢？首先，就着大市指数，我们对美股指数今年整体仍然是看多 — 参考卖方共识，美股盈利增长周期仍在继续，2026年盈利预期按年增长15%，意味在估值不变的情况下，美股2026年的回报约是15%，然而，如果估值回归平均的话，则美股回报会因估值收缩而被拖累，下降至约6%，因此，本年美股的预期回报，约处于6%至15%之间了。

然而，去到板块选择方面，按照目前市场的定价逻辑，我们认为要避开正在被市场杀逻辑的软件股、被加密货币市场拖累的加密货币股，关注受惠于人工智能支出增加的半导体制造（如光刻机、其他关键环节服务/产品提供商）、存储、光通讯、铜矿商、金矿商等板块 — 市场目前的定价逻辑是软件企业或会被人工智能取代，而云端服务供应商则由于相互间的军备竞赛，要持续加大资本支出，短期亦不受资金所偏好（但情况明显优于软件板块），在此情况下，则无谓逆市场而行了。

而在中港市场方面，考虑到环球市场仍然是处于牛市，因此以指数作为代表，认为方向仍然是倾向上升的，而其情况和美股亦有类似的地方，为在权重股中，有

部份企业由于面对较大同业竞争（如在外卖方面的竞争），或受部份传言所影响，股价相对受压，然而，亦有一定企业是受惠于人工智能趋势（如光进铜退对光纤需求上升、就数据中心对后备电源的需求等）或贵金属及铜的价格表现（如金矿商、铜矿商），则仍能持续上升，在此情况下，对港股的做法和美股类似，无谓逆势而行了。

债券

管理好久期风险为重中之重

市场回顾

就着环球债券，2月是个好的月份，彭博环球综合债券指数期内回报为 0.94%，彭博环球高收益债券指数期内回报则为 0.32%，反映不论是投资级别债券还是高收益债券，基本上均有正数表现。而事实上，就着我们有监察的 11 个债券指数，2 月份全数均录得正回报。表现最好的是新兴市场本地货币债，期内回报为 1.62%，表现次佳的则为美国国库券指数，期内回报为 1.53%，表现第三的则为中国高收益债券指数，期内回报为 1.3%。而表现最差的，则为泛欧高收益债券，期内回报仍有 0.21%，表现次差及第三差的，则为环球高收益债券及美国高收益债券，期内回报均为 0.32%，亦为正数回报。整体而言，投资级别债券优于高收益债券，主要由于期内无风险利率下跌所致了。

经济数据方面，美国于 2 月 10 日公布的零售销售数据表现相对平淡，增速由前值的 0.6% 变成持平，弱于市场预期，反映出在传统消费旺季过后，私人消费动能较预期有所转弱；就业市场方面，2 月初公布的 1 月非农新增职位录得 13 万份，失业率则降至 4.3%，两者均优于预期。通胀方面，美国 1 月 CPI 同比增速降至 2.4%，为 2025 年 5 月以来最低水平，且低于市场预期的 2.5%，显示去通胀进程仍处轨道上；核心 CPI 则亦较前一个月下跌，从 2.6 下降至 2.5%，显示通胀情况整体可控。综合而言，美国经济正处于「软着陆」的路径，通胀压力减轻为政策提供了空间。利率期货

显示，尽管联储局对 3 月是否降息维持数据依赖的态度，但市场仍预期今年最少减息两次，有关情况对风险资产的估值构成支撑。

中国方面，截至执笔时，经济数据反映出中国经济动能仍处于蓄力期。1 月 CPI 同比增长 0.2%，低于市场原先增长 0.4% 的预期，反映内需不够强劲导致的去通胀压力仍存；而 PPI 虽同比下降 1.4%，录得连续第 40 个月的负增长，但跌幅已较去年底有所收窄，显示工业生产端出现边际改善迹象。然而，房地产市场对经济的压力仍存，中国 70 城市新房价格指数于 2026 年 1 月环比仍录得负增长，代表境内房地产去库存压力仍存，对私营部门投资构成一定压制。参考 2025 全年固定资产投资微跌 3.8% 的背景及最新的数据，目前投资端仍处于蓄力的阶段。整体而言，在长线经济发展向好的前提下，中国经济动能短期正处于动能切换的蓄力期了。

展望

向前展望，就着债券，我们的观点还是一如既往，认为优先偏好的还是久期较短投资级别债券，核心逻辑是其确定性相对高，同时风险相对低——简要而言，以彭博美国高评级债券作为代表，虽然指数的久期为约 6.95 年，相对略长，惟目前最差孳息率达 4.75%，收益率相对不俗，而即使是久期更短和信用质素更高的两年期美国国债，目前孳息率约为 3.46% 的水平，以无风险利率而言，属于不俗水平

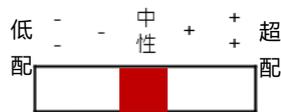
了。而如以往所言，我们认为短久期投资级别债券的盈利确定性是最高的——虽然联储局新任主席的提名人选已出炉，为凯文·沃什（Kevin Warsh），且市场认为他在联储局的资产负债表规模方面有一定鹰派取向（例如倾向缩表），然而即使如此，沃什亦相对明确地显示他支持将短端利率下调的立场，在此情况下，考虑到短久期债券的价格表现主要由短端利率驱动，在此情况下，短久期投资级别债券最少在利率风险的层面是相对可控了。那就信用风险，情况又怎样呢？如我们所知，顾名思义，投资级别债券本身意思就是其信用评级为「投资级别」，信用风险相对可控，而进一步而言，参看目前市场环境，在宏观层面，亦看不到信用风险大规模爆发的迹象——根据我们的监察，环球债券市场近期均在持续创新高，至执笔时，11个有监察的债券指数中，除了新兴市场本地债券指数，其余10个债券指数，包括多个地区的高收益债券指数，由于信用利差持续徘徊在低位，均于过去两周内曾创过一年新高，而即使是新兴市场本地债券指数，其距离52周高点距离亦不过0.22%，在此情况下，除了经济数据指向软着陆外，亦可看到市场目前基本不担心经济衰退风险，令到投资级别债券的信用风险则更可控了。然而，就着长久期投资级别债券，我们对长端利率的波动性始终存在戒心，一方面，联储局政策利率维持向下属大概率事件，然而另一方面，就着长端利率，有不少因素有机会推高长端利率——不论是年初的趋势，即美汇持续转弱，贵金属不断破顶，反映出对美元资产的不信任；以至于新任联储局主席凯文·沃什（Kevin Warsh），有潜在在进行缩表的可能（最少他不像哈塞特般是一个大鸽派），这些均

有机会导致长年期利率上升，而另一方面，在美国政府赤字率及负债水平均相对较高，全球体系变得碎片化的前提下，美国国债的期限溢价（Term premium）有所提升亦是在情理之中，在此情况下，我们认为长端利率走势或会相对波动，擅于捕捉利率变化的投资者，当然可以透过不断调整债券组合的久期来获利，惟如果目标是追求平稳收息，则务需审慎控制久期风险了。

外汇及商品

美联储加息时点或后延；澳洲年内第二次加息在望；日本经济增长放缓，高市早苗担心加息过早，日圆受压；人民币继续温和升值，惟人行出手干预升值速度以稳定市场预期；黄金仍有长期配置价值；地缘政治带动油价显著回升。

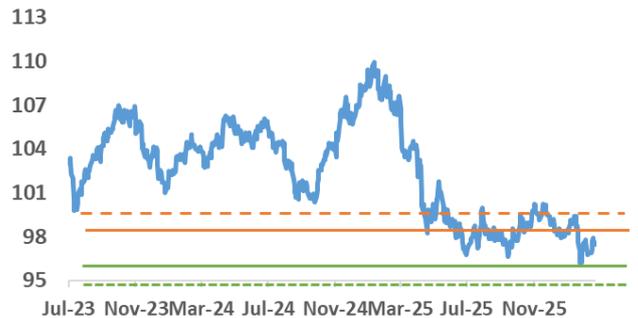
美元



美联储加息时点或延后，关税不确定性施压美元

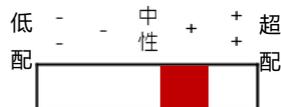
- 1 月非农就业人口增加 13 万人，大幅高于市场预期，创 2025 年 4 月以来最大增幅；失业率小幅意外降至 4.3%。美国 12 月核心 PCE 物价指数同比增长 3%，高于预期，交易员将下次美联储降息的预期时点从 6 月推迟至 7 月。最高法院判决 IEEPA 关税违法，根本未有改变市场对美元体系公信力和美国财政可持续性的担忧、迭加地缘变局下各国资产回流本国的趋势，美元中长期贬值趋势不变。

美元指数 (USD)



来源: Bloomberg

欧元



通胀降温难撼欧洲央行中性立场

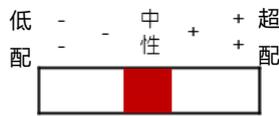
- 欧元区 1 月通胀率降至 1.7%，低于欧洲央行 2% 的目标，这一降幅主要得益于能源成本下降和欧元走强。核心通胀率从去年 12 月的 2.3% 降至 2.2%，创 2021 年 10 月以来最低水平。欧洲央行预计 2026 年通胀率平均为 1.9%，而 2025 年为 2.1%。尽管通胀暂时低于目标，但认为这一现象只是暂时的。市场预计通胀降温难撼中性立场，欧洲央行或将维持 2% 利率至 2027 年。

欧元/美元 (EUR/USD)



来源: Bloomberg

英镑



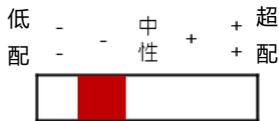
英国宽松周期未结束

- 英国 2 月 PMI 显示经济复苏势头增强，但企业裁员与通胀压力并存。英国 12 月综合 PM 初值从 1 月份的 53.7 升至 53.9，创下 2024 年 4 月以来的最高水平。PMI 数据预示，本季度经济增速可能达到 0.3%，高于 2025 年第四季度的 0.1%。然而，劳动力市场仍面临压力，服务业公司员工人数下降尤为明显。英国央行目前预计今年经济增长率仅为 0.9%，市场普遍预期年内可能有一次或多次降息。



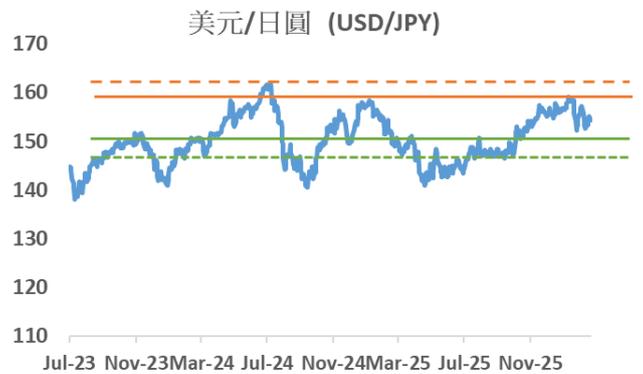
来源: Bloomberg

日元



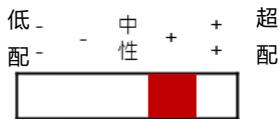
日本经济增速放缓，高市忧虑加息过早

- 日本经济在第四季度实现微弱增长，四季度日本 GDP 按年率计算增长 0.2%，远低于预期的 1.6%，仅从前一季度经大幅修正后的 2.6% 收缩中勉强恢复。按季度计算，GDP 增长 0.1%，同样低于预期的 0.4%。这一表现对刚刚在大选中获胜的高市早苗政府构成重要考验，因生活成本压力持续削弱民众信心并抑制国内需求。第四季度的疲弱表现表明，经济可能难以迅速实现全面复苏。
- 日本首相高市早苗忧虑加息过早的影响。



来源: Bloomberg

澳元



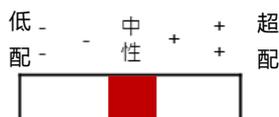
通胀和就业数据支持澳洲央行于 5 月加息

- 澳洲央行加息 25 基点至 3.85%，这是该行自 2024 年 8 月以来的首次加息，也标志着其逆转了 2025 年实施的部分宽松政策。澳洲央行大幅上调了经济增长与通胀预测。该行将截至今年 6 月的年度 GDP 增长预期从 1.9% 上调至 2.1%，并将同期核心通胀预期从 3.4% 上调至 3.7%。
- 市场押注 5 月会议加息至 4.10% 的可能性约为 75%。



来源: Bloomberg

纽元



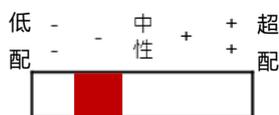
失业率数据恶化致新西兰央行或推迟加息

- 新西兰就业数据出炉，失业率意外升至 5.4%，创 10 年新高。第四季度失业率升至 10 年高位，因求职人数增加抵消了就业增长。该数据也略高于新西兰央行的预测，这一结果令人失望，因近期其他数据曾显示疲软经济有所改善。私营部门年薪增长率仍维持在 2.0% 的低位，远低于 3.1% 的消费者价格通胀率。这份报告表明，利率在一段时间内仍需维持低位。受此消息影响，市场下调了加息的可能性至少在 9 月前。



来源: Bloomberg

加元



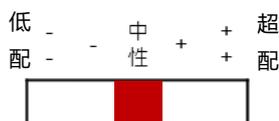
贸易不确定性导致加拿大商业活动低迷

- 加拿大服务业 PMI 数据显示，受贸易不确定性影响，1 月份加拿大服务业活动及新业务降幅扩大，行业低迷程度进一步加深。1 月份服务业 PMI 商业活动指数由 12 月的 46.5 降至 45.8，连续第三个月处于收缩区间，表明行业活动持续恶化。S&P 表示，加拿大服务业在 1 月份的下滑速度加快，商业活动和新业务的下降幅度均高于去年年底水平。



来源: Bloomberg

瑞郎



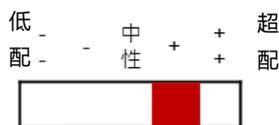
瑞郎和黄金的相关性或难忽视

- 瑞士法郎今年以来领跑 G7 货币，这应该是与黄金有联系的。从统计上看，强金价与强瑞郎之间有明显的正相关关系，本质上是因为瑞士在全球黄金贸易中具有特殊地位。伦敦 LBMA 和纽约 COMEX 两地黄金标准不同，因此当两地库存迁移时，会需要瑞士精炼厂的熔化重铸。基于全球金条贸易，瑞士还发展出一整套贵金属交易、代客、存款体系。瑞士法郎某种程度上成为了外汇市场的“黄金代理货币”。鉴于瑞士黄金市场的特殊地位，加上近期美元走弱，故对瑞郎看高一线。



来源: Bloomberg

人民币



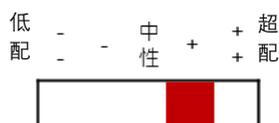
结汇因素推动人民币持续升值，人行出手干预

- USDCNH 一度升破 6.84 关口，创 2023 年 4 月以来新高。结汇需求是支持人民币走强的主要原因。春节前结汇资金流动旺盛，这波结汇需求可能是有持续性的。从港口数据看，2026 开年以来港口吞吐数据非常强，三方国家（如越南、印尼等）港口吞吐数据也很强。在出口持续高景气的背景下，只需要一个偏向中性的结汇预期（如随到随结），高结汇需求就会具有持续性。
- 2 月 27 日，人行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调至 0，释放避免人民币过快升值的政策信号。但支撑人民币升值的核心因素在短期内并未发生根本性逆转，人民币只是升值速度放缓。



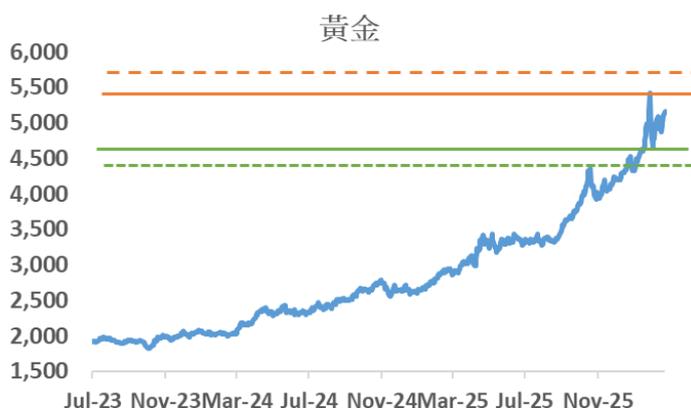
来源: Bloomberg

黄金



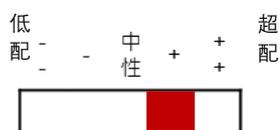
黄金仍可中长期配置

- 黄金的短期催化是美联储降息预期升温。展望明年，最为确定的宏观判断，就是全球流动性环境的持续宽松，会持续催化金银价格的持续上涨。
- 黄金升值的长期逻辑不变。长期逻辑是“美元信用体系崩溃”的宏大叙事，机构也基本一致看涨，认为年内可能涨到 6000 美元/盎司。
- 在“美元信用体系崩溃”的宏观叙事下，黄金成为不少人资产组合里面必不可少的一环。



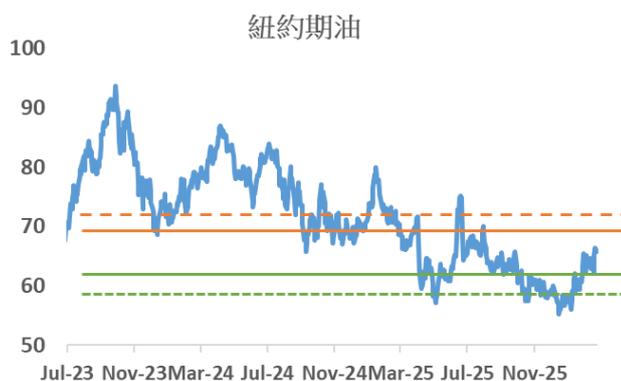
来源: Bloomberg

石油



地缘政治局势变化导致油价回升

- 春节期间美伊局势的紧张，导致油价持续维持在 70 美元以上。根据美媒消息，美国可能在伊朗发动军事打击。报道说，如果“针对性的”初步打击未能迫使伊朗满足美方要求，特朗普“保留今年晚些时候进行（更大规模）军事打击的可能性”，以推翻伊朗政权。
- 油价走势取决地缘政治问题进展，短期波动加大。



来源: Bloomberg



以心相交 成其久远

重要数据及免责声明

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。

本档所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制,惟该等资料来源未经独立核证。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资料、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资料、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资料、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。

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)有限公司及其联系公司可以其名义买卖,可能有包销或有持仓于所有或任何于本档所提及的证券或投资产品,并可能就有关交易或服务收取佣金或费用。

本文并非独立投资研究报告。

© 中国建设银行(亚洲)有限公司。