



中國建設銀行(亞洲)投資辦公室研究通訊

2026 年第 7 期

【中東火藥桶以及編制"小恒科指數"——動盪市場中的生存之道】

2026 年 2 月最後一周，全球市場在兩大主題的交織影響下劇烈波動。一方面，美以聯合行動導致伊朗最高領袖哈梅內伊身亡，中東"火藥桶"被瞬間引爆，全球避險情緒急劇升溫，黃金、原油等大宗商品價格脈衝式上漲。

另一方面，在科技領域，AI 產業鏈上游硬體與下游軟體應用之間的"分野"愈發顯著——AI 算力硬體個股持續走強的同時，包含大量平臺經濟與軟體公司的恒生科技指數則繼續承壓。

本期特刊將深入剖析這兩大看似獨立卻又在宏觀風險偏好層面相互關聯的核心議題，並提出相應的短期戰術性防禦策略與中長期戰略性資產佈局建議。我們將詳細闡述獨家編制的"小恒科指數"的邏輯、方法論及其歷史表現，旨在為投資者提供一個精準捕捉 AI 硬體技術浪潮的有力工具，並揭示在當前動盪市場中"利用地緣危機帶來的波動，以更低價格佈局長期確定性"的核心投資邏輯。

一、中東火藥桶引爆全球市場

1. 事件概述：精準打擊下的"雷霆"行動

2026 年 2 月 28 日，市場被美以聯合展開的代號為"雷霆"的軍事行動所震驚。此次行動通過精準的定點打擊，清除了伊朗事實上的最高領導人哈梅內伊。這是自 2020 年蘇萊曼尼事件以來，中東地區所面臨的最為嚴峻的軍事與政治升級，其戰略意圖直指伊朗核問題、震懾地區代理人網路以及重塑中東地緣政治格局。值得注意的是，早在 1 月 14 日的【熱點快評】中，我們就已前瞻性地預判了美伊衝突可能出現"短暫且針對性的打擊"這一情景，事後來看與實際事態發展高度吻合。

此次事件並非孤立的"黑天鵝"，而是長期地緣博弈的必然結果。在此之前，伊朗國內經濟局勢已嚴重惡化，面臨貨幣大幅貶值、石油出口受限、GDP 大幅萎縮以及民眾大規模示威等多重壓力。然而，



內部的困境反而觸發了伊朗政權的"堡壘化反應"，加劇了其上層武力鎮壓的動機，對外愈發強硬，使得地區緊張局勢持續升級。此次"雷霆"行動，可以被視為對這一系列連鎖反應的決定性干預。

事件發生後，全球金融市場迅速反應。作為全球石油運輸的"咽喉"，霍爾木茲海峽的航運活動信號（AIS）顯示油輪活動出現短暫凝滯，**布倫特原油價格在週末電子盤交易中一度跳漲超過 5%，現貨黃金價格沖高回落。加密資產市場則在週末暗盤中率先反彈，顯示出部分資金將其視為"數字黃金"的避險替代。**

然而，隨著更多資訊的披露，市場開始計價一種"衝突可控"的邏輯——精準的"斬首"行動旨在癱瘓指揮中樞而非引發全面戰爭，戰爭長期化風險有所下降，使得原油與黃金價格從最高點有所回落，但風險溢價的中樞已然系統性抬升。**我們判斷，布倫特原油的目標區間將上移至 90 美元以上，現貨黃金則戰略性看多至 6000 美元以上。**

2. 情景推演與歷史複盤：脈衝式衝擊與長期趨勢

基於當前局勢，我們對美伊衝突的後續發展提出三種情景假設。

- **在基準情形（概率 60%）**下，後哈梅內伊時代伊朗將經歷權力重構，伊斯蘭革命衛隊（IRGC）填補權力真空，採取象徵性、非對稱的報復行動，但避免與美、以發生直接全面衝突。在這一情景下，市場波動加劇，布倫特原油在 90-110 美元區間高位震盪，避險資產維持強勢，股市呈現結構性分化。
- **低烈度情景（概率 25%）**下，伊朗新政權選擇戰略收縮，重返談判桌，接受階段性"縮水版"協定，地緣風險溢價快速消退。
- **高烈度情景（概率 15%）**下，伊朗強硬派發動超預期報復，例如封鎖霍爾木茲海峽或攻擊美軍基地，油價飆升至 150 美元以上，全球股市面臨 10%-15%級別的回檔。

回顧 2020 年 1 月蘇萊曼尼事件，其市場影響軌跡極具參考價值。事件發生後，布倫特原油價格在第一個交易日（T+1）跳漲 3.6%，但在此後一個月內（T+30），隨著市場確認衝突並未失控，油價反而累計下跌超過 11.5%。黃金則表現出更強的韌性，T+1 上漲 1.6%，T+30 累計上漲 4.5%。



這揭示了一個核心規律：地緣政治事件通常只改變資產價格的短期波動率，而不改變由宏觀基本面決定的長期趨勢。恐慌性拋售往往是優質核心資產的“黃金坑”。

從板塊層面來看，受益板塊包括國防軍工、傳統能源、和避險資產（美元、美債、黃金），而航空運輸和高估值科技股則面臨壓力。區域方面，以色列（TA-35）首當其衝，新興市場面臨資金外流與油價上漲的“雙重打擊”。但歷史數據顯示，地緣衝突後，標普 500 指數平均 1 個月後上漲 1.3%，12 個月後上漲 8.6%，進一步印證了“脈衝式衝擊、趨勢性回歸”的規律。

基於以上分析，我們將衝突性質定性為“不對稱戰爭”，市場衝擊是脈衝式而非持續性的。在短期戰術層面，若衝突可控（情景 1），可小幅加倉能源、軍工、黃金；若報復超預期（情景 2），則大幅加倉上述資產。在中期戰略層面，黃金維持戰略性看多，石油年內判斷“先軟後強”，短端美債逢低吸納，股票方面結構性增持國防股，並在恐慌性拋售中逢低增持核心 AI 科技股。

二、“恒生科技”假科技，編制“小恒科指數”

1. “小恒科指數”：AI 上下游分野的量化刻畫

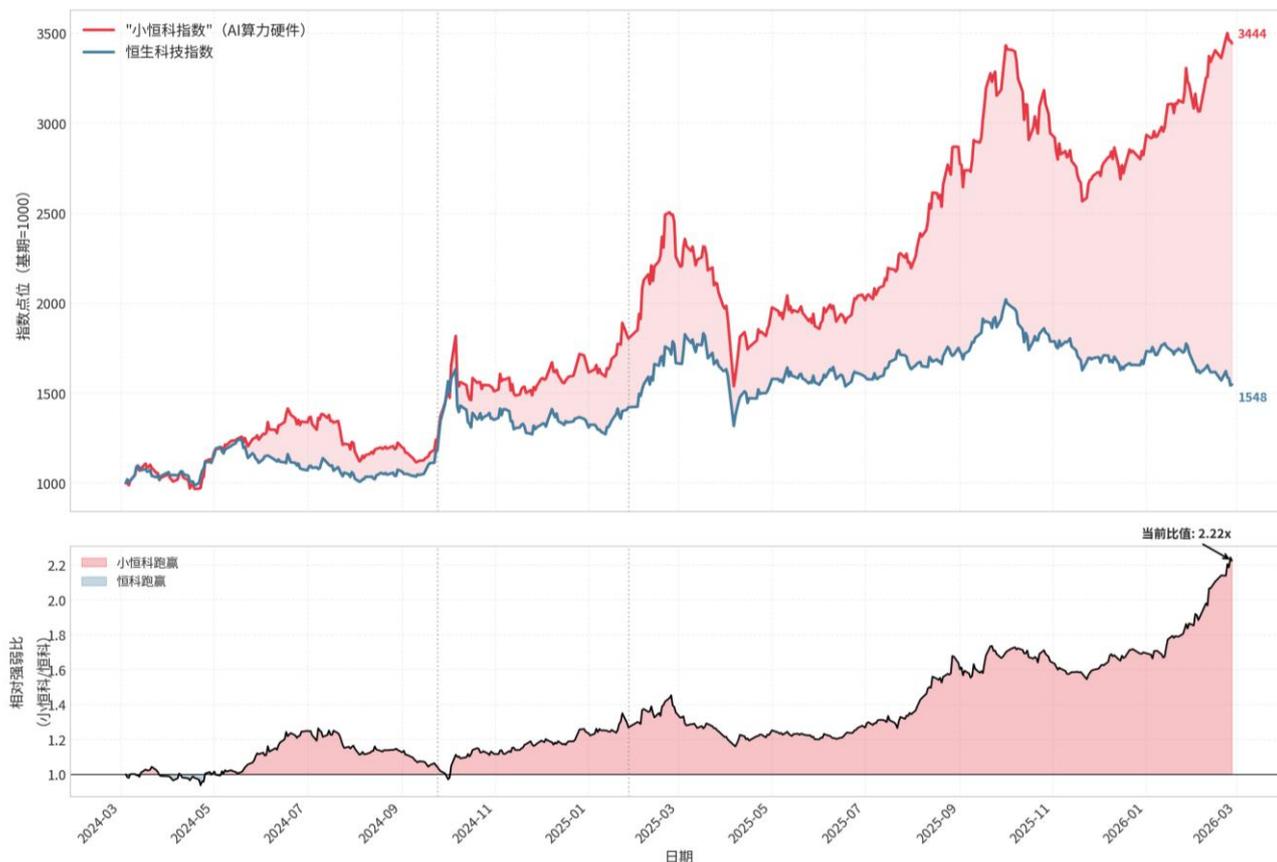
在當前 AI 賽道投資熱情高漲的背景下，一個顯著的市場現象是 AI 產業鏈上游（算力硬體）與下游（軟體應用、平臺經濟）的股價表現出現了劇烈分化。恒生科技指數（HSTECH）的 30 只成分股中包含了大量標準化軟體、平臺經濟類標的，如騰訊、阿裡巴巴、美團、快手、百度、金蝶、明源雲等 SaaS 企業。這些企業本質上屬於 AI 產業鏈的下游應用層，而非直接受益於 AI 算力基礎設施建設的上游硬體環節。這種市場結構使得恒生科技指數在一定程度上成為了近期被做空的物件——市場做空軟件股的邏輯直接拖累了恒科指數的表現。

為了更清晰地刻畫並追蹤港股市場中“AI 算力硬體”板塊的真實景氣度，我們構建了一個自編指數——“小恒科指數”。該指數的編制遵循以下標準：上市地點為港交所主機板；主營業務與 AI 算力硬體直接相關，覆蓋晶圓代工、AI 晶片、記憶體、光通信、半導體設備、AI 伺服器核心環節；市值門檻不低於 100 億港元；過去三個月日均成交額不低於 1000 萬港元；上市時間滿 3 個月。採用等權重方式編制，共篩選出 15 只成分股，每半年進行一次審核與調整。



成分股覆蓋了從上游晶圓代工到 AI 晶片設計，再到記憶體介面、存儲晶片、光纖光纜、連接器、半導體設備、AI 服務器等完整產業鏈。

圖 1: "小恒科指數" vs 恒生科技指數歷史走勢對比 (2024.03 - 2026.02)



來源: CCBA PB Research, Yahoo Finance.

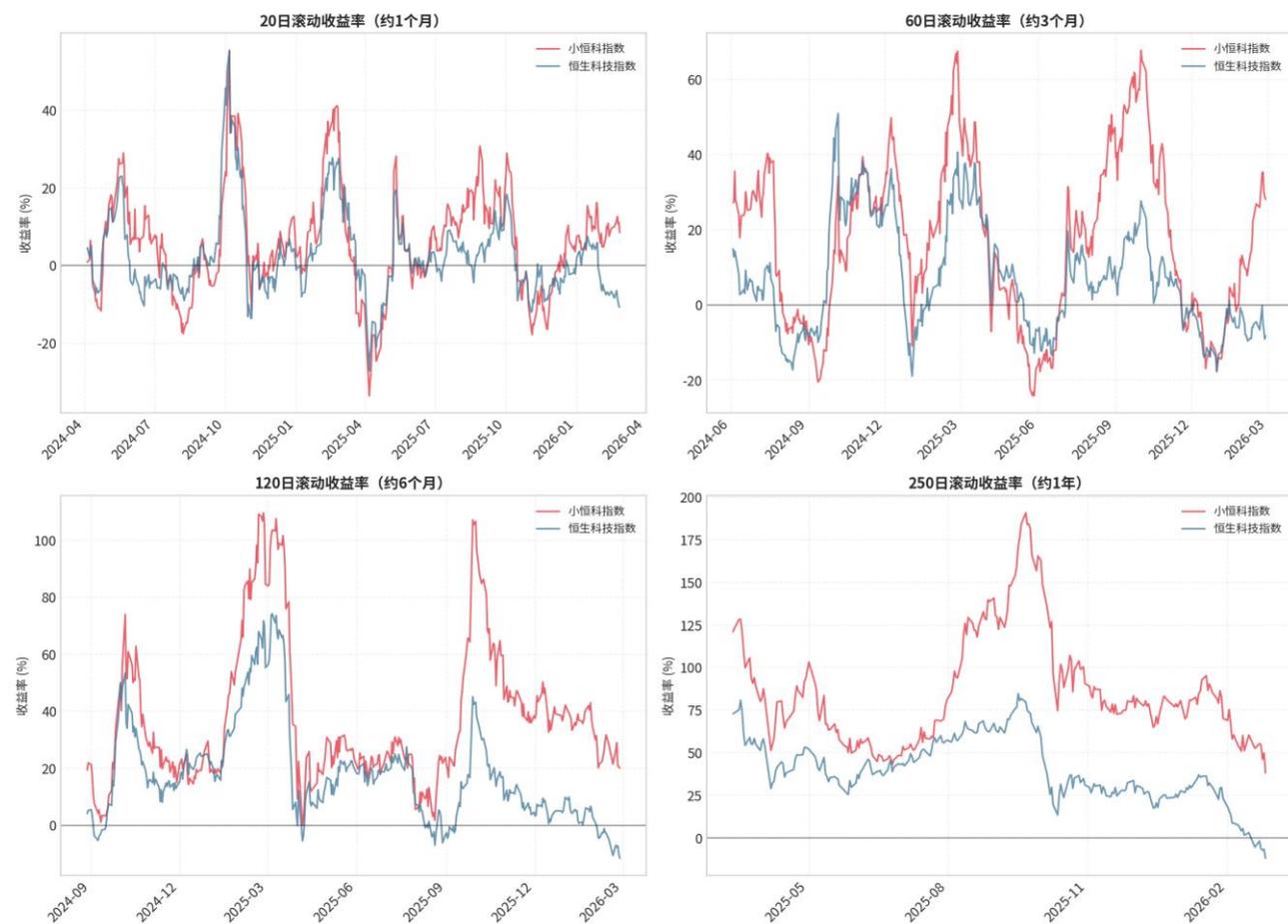
以 2024 年 3 月 4 日為基點 (均標準化為 1000 點)，截至 2026 年 2 月 26 日，兩個指數的表現差異令人矚目。"小恒科指數"從 1000 點上漲至 3444 點，累計收益率高達+244.4%，接近 4.5 倍的增長，期間最高觸及 3501 點，歷史最低僅為 968 點；恒生科技指數同期從 1000 點上漲至 1548 點，累計收益率僅為+54.8%，最高點為 2021 點，歷史最低為 988 點。"小恒科指數"跑贏恒生科技指數近 190 個百分點，相對強弱比達到 2.22 倍。

作為對照，同期美股 iShares Semiconductor ETF (SOXX) 的表現也遠不及"小恒科指數"，這說明港股 AI 算力硬體板塊的彈性甚至超越了全球半導體龍頭指數。



尤其值得關注是近期分化加劇。在過去一個月內，"小恒科指數"逆市上漲+8.5%，而恒生科技指數則下跌-10.7%，單月差距近 20 個百分點。從 20 日、60 日、120 日等不同時間維度的滾動收益率來看，"小恒科指數"在絕大部分時間內均顯著跑贏恒生科技指數，顯示出其強大的持續性和爆發力。

圖 2: "小恒科指數" vs 恒科指數 滾動收益率對比



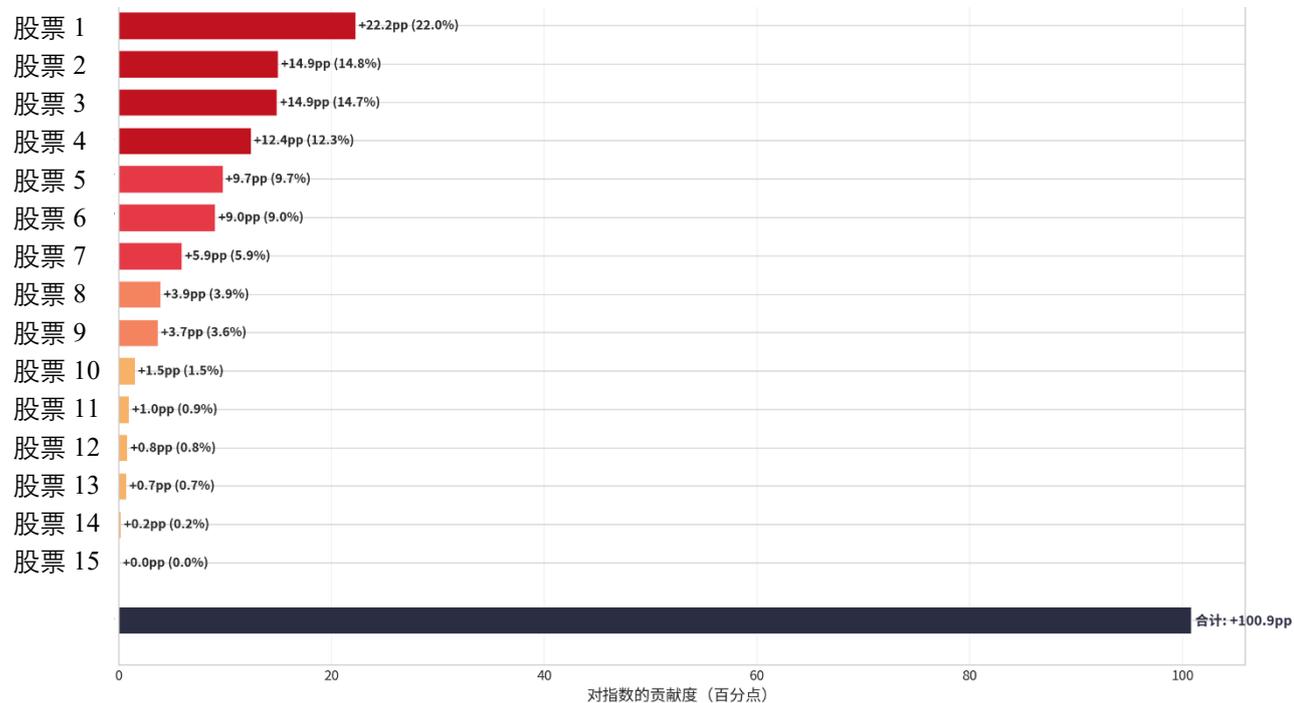
來源: CCBA PB Research, Yahoo Finance.

2. 指數增長的驅動力解構：誰是"小恒科"的核心引擎？

"小恒科指數"的強勁表現並非由所有成分股平均貢獻，而是呈現出典型的"帕累托效應"。通過歸因分析，在指數累計超過 100 個百分點的對數收益中，**半導體設備板塊 (+42.2pp)** 和**光纖光纜板塊 (+22.2pp)** 合計貢獻了 64.4 個百分點，占指數總收益的 63.8%。它們是指數在本輪週期中表現強勁的絕對核心引擎。



圖 3: "小恒科指數"全週期各成分股貢獻度分解 (累計收益 244.4%)



來源: CCBA PB Research, Yahoo Finance.

更為重要的是，領漲龍頭隨市場主線動態輪動。在 924 行情前 (2024.03-2024.09)，市場追逐消費電子復蘇概念；924 行情期間 (2024.09-2025.01)，AI 硬體邏輯預熱；DeepSeek 行情 (2025.01-2025.03) 中，AI 晶片國產化預期成為焦點；分化加速期 (2025.04-2025.12)，資金全面湧入光通信和晶圓代工環節；做空軟體期 (2026.01 至今)，光纖光纜板塊繼續一馬當先。

三、投資策略：攻守兼備，動盪市場中重要的是活下

綜合以上分析，我們提出"短-中-長"三維度的投資策略框架，核心邏輯是：利用地緣危機帶來的波動，以更低的价格佈局能源與 AI 的長期確定性。

短期 (0-3 個月)，防禦避險，貴金為王。地緣政治衝擊帶來的不確定性將主導市場情緒，VIX 指數維持高位，資金回流美元與美債。建議超配黃金 (避險+央行買盤，戰略性看多金價至 6000 美元以上)，增持短久期美債與，回避新興市場股票與高收益債。在資產配置上，建議大宗商品 20% (大幅超配，重點黃金和原油)、股票權益 40% (標配但結構性調整，從高估值科技股向國防軍工、公用事



業/電力、能源股輪動)、債券固收 30% (超配, 重點 3-7 年期美債鎖定高息)、現金 10% (低配, 保持流動性但考慮通脹風險不宜過多)。

中期 (3-12 個月), 擁抱資源, 佈局能源通脹。地緣衝突導致供應鏈中斷, 疊加北美電力短缺, 可能引發"第二波通脹"。建議做多原油與天然氣上游, 配置電力公用事業, 關注銅、鈾等戰略金屬。石油年內走勢判斷為"先軟後強", 短端美債逢低吸納。

長期 (1-3 年), 聚焦 AI, 佈局生產力革命。無論宏觀環境如何動盪, AI 從"訓練"向"推理"演進將帶來持續的算力與電力需求, 這是高度確定的長期趨勢。建議利用市場恐慌性拋售, 逢低佈局 AI 核心資產, 關注"Token 出海"基礎設施, 重點佈局光傳輸、液冷、電力供應等環節。在港股市場, 以"小恆科指數"為代表的 AI 算力硬體板塊, 正是捕捉這一長期趨勢的精確工具。

總之, 在當前"中東火藥桶"與"AI 新浪潮"交織的複雜市場中, 動盪市場中最重要的是活下來。我們建議投資者採取"攻守兼備"的策略: 以黃金、能源等資產進行短期防禦, 同時堅定地將 AI 算力硬體作為長期進攻的核心方向, 力求在動盪中把握住時代賦予的結構性機遇。正如我們在"小恆科指數"中所揭示的, AI 算力硬體板塊的強勁表現本質上反映的是"賣鏟人"在技術革命淘金熱中的時代紅利, 這一邏輯在可預見的未來仍將持續演繹。而地緣衝突帶來的短期波動, 恰恰為投資者提供了以更低價格佈局這些長期確定性資產的寶貴視窗。



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。