

建亞私人銀行財富管理策略



2026年3月刊

冰與火之歌 市場冰火並存，如何共舞？

2 月份股票市場的表現，可以用冰火共存去形容，升的市場升相當多，弱的市場也相當弱，升幅前三大的市場，分別為韓國、泰國及中國台灣，韓國 KOSPI 指數、泰國曼谷 SET 指數、中國台灣證交所指數，三者分別上升 18.23%、15.69%及 10.45%，而排第四的日經 225 指數，亦上升 9.37%，然而，如果看代表環球市場整體的 MSCI 環球指數，則可看到環球市場雖然上升，但整體升幅並非如此暴烈，以指數作為代表，只升了 1.44%，其中，新興市場表現明顯較佳，MSCI 新興市場指數期內上升 5.97%，MSCI 世界指數所代表的成熟市場，期內則上升 0.85%，表現不如新興市場整體了；

就著環球債券，2 月是個好的月份，彭博環球綜合債券指數期內回報為 0.94%，彭博環球高收益債券指數期內回報則為 0.32%，反映不論是投資級別債券還是高收益債券，基本上均有正數表現。而事實上，就著我們有監察的 11 個債券指數，2 月份全數均錄得正回報。表現最好的是新興市場本地貨幣債，期內回報為 1.62%，表現次佳的則為美國國庫券指數，期內回報為 1.53%，表現第三的則為中國高收益債券指數，期內回報為 1.3%；

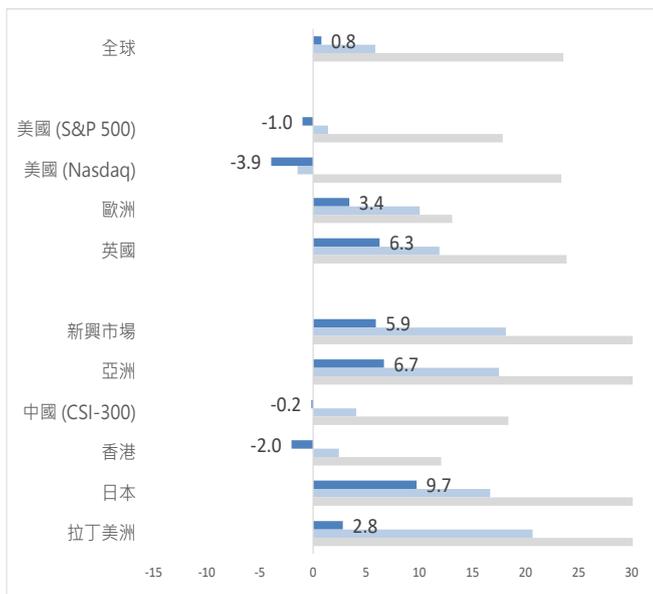
在本期的專題部份，我們分別討論了如何透過優化具有科技含量的持倉組合，編制“小恒科指數”，以獲得超額回報，及探討在市場波動過後，黃金是否仍然值得持有。此外，就著股票、債券、商品及外匯，我們亦對應分享了我們的觀點。

目錄

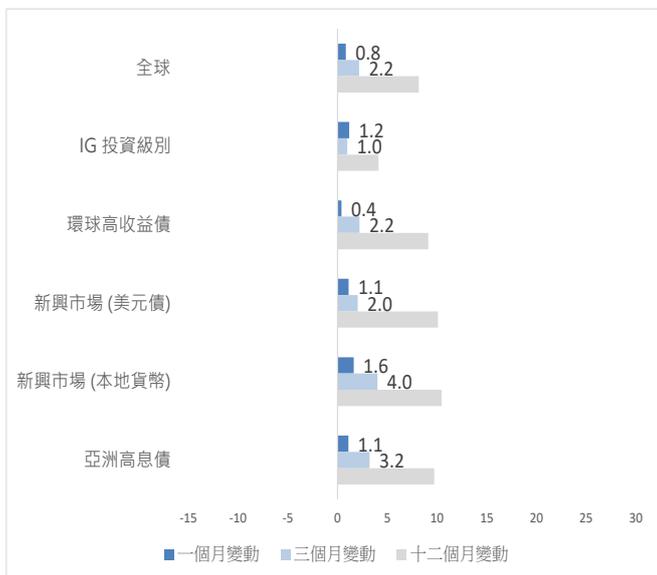
01	市場表現回顧	p.3
02	資產配置策略	p.4
03	本月市場焦點	
	一場名為“科技”的誤會：編制 AI 硬件“小恒科指數”	p.5
	波動過後，黃金是否還有配置價值？	p.10
04	宏觀經濟展望	p.13
05	資產市場展望	
	股票	p.15
	債券	p.17
	外匯及商品	p.19

資產市場表現

股票



債券



外幣及商品市場

FX	Latest	1m	3m	1y
DX 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

利率變動

	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

簡評:

經濟數據方面，美國於 2 月 10 日公布的零售銷售數據表現相對平淡，增速由前值的 0.6% 變成持平，弱於市場預期，反映出在傳統消費旺季過後，私人消費動能較預期有所轉弱；就業市場方面，2 月初公布的 1 月非農新增職位錄得 13 萬份，失業率則降至 4.3%，兩者均優於預期。通脹方面，美國 1 月 CPI 同比增速降至 2.4%，為 2025 年 5 月以來最低水平，且低於市場預期的 2.5%，顯示去通脹進程仍處軌道上；核心 CPI 則亦較前一個月下跌，從 2.6 下降至 2.5%，顯示通脹情況整體可控。綜合而言，美國經濟正處於「軟著陸」的路徑，通脹壓力減輕為政策提供了空間。利率期貨顯示，儘管聯儲局對 3 月是否降息維持數據依賴的態度，但市場仍預期今年最少減息兩次，有關情況對風險資產的估值構成支撐。

資產配置策略

	低配	--	-	中性	+	++	超配
債券							短期聯儲局減息空間有限，債券收益率下行空間有限，下半年或才是配置債券的理想窗口期。債券投資範圍廣，受通脹及財政風險影響，隨著短期利率下跌，孳息曲線變得更陡峭，偏好短債多於長債以管理波動性，靈活配置環球債券以創造穩定及可靠的收益流
美國國債							<ul style="list-style-type: none"> 市場利率走勢將愈來愈取決於圍繞美國總統特朗普將提名的下任聯儲局主席人選的揣測 勞動市場疲軟及通脹穩定，預計仍將減息，減息將支撐債價。若勞動市場疲軟加劇，短期美債或會上漲。 以美國目前的債務水平（償還利息費用已多於國防開支）及過高的利率加重財政負擔，華府迫切地希望減息 10年期收益率已下行至4%附近，短期交易的投資者要謹慎減息落地後市場視為利好落地，給美債帶來波動 美聯儲啟動每月以400億美元回購美國短期國庫券，以保持銀行體系內保持的充裕流動性 聯儲局的獨立性受質疑，美債收益率曲線陡峭化，即長期與短期收益率之間的息差擴大，長端利率下行空間有限
歐元區債券							<ul style="list-style-type: none"> 債務市場高度國際化，高度的外部依賴性令主權債券結構在危機時期尤其脆弱 法國、德國和意大利等歐洲經濟財政赤字擴大，主權國的長年期債券遭拋售，引發市場動盪 減息周期已完結，債券收益率下行空間有限 龐大政府赤字和不斷上升的利息支出帶來財政擔憂，對政府債券構成風險
環球投資級別企業債 (IG)							<ul style="list-style-type: none"> 儘管息差持續收窄，但考慮到基本因素穩健，企業債券相對而言依然吸引，帶來具吸引力的收益機遇 信貸息差趨緊，成熟市場投資級別債券的息差已處於歷史較低水平，能提供的收益受限 質素高且收益率維持較高的優勢，表現取決於聯儲局的減息步伐及企業的基本面，息差收窄和供應上升需要選擇性投資
環球高收益債券 (HY)							<ul style="list-style-type: none"> 估值已相當偏高，但基本面改善及企業財務狀況相對健康，例如違約率下降，同時能提供吸引收益 高收益債券表現良好，息差收窄，其他市場的息差則大致持平或略微擴大，仍處於過往區間的偏貴水平 高收益債券的違約率可能對於利率風險相對較低且總收益率較高的行業來說，息差應該仍然較少
亞洲債券							<ul style="list-style-type: none"> 「美元貶值交易」的投資趨勢，意味全球投資者將繼續尋求從美元資產中分散投資到財政狀況較佳及通脹受控的亞洲地區，對比歐美國家，亞洲息口吸引，或能吸引資金重回亞洲 亞洲債券的信貸息差已收窄至一個相當低的水平，預計其資本增值潛力或不及股票，相關息差可望保持穩定 亞洲的基本因素利好，周開性推動因素及結構性轉變亦重疊亞洲債券的形勢 更多來自內地的財政刺激及寬鬆貨幣政策的舉措仍可預見，目的是讓內地經濟繼續保持較為平穩的發展步伐 亞洲債券具備較高收益率，信用狀況保持良好，違約率極低，但匯率波動仍是風險
新興市場債券(拉美)							<ul style="list-style-type: none"> 聯儲局再度減息及美元走弱推動下，進一步鼓勵資金往其他市場尋求更高收益，美國寬鬆政策將持續壓制美元，也降低全球融資成本，從而推高以升值貨幣計價的債券收益 減息預期攀升為流動性帶來顯風，新興市場債券表現強勁，見至少2017年以來的最佳年度表現，央行持續減息支持經濟增長 鑑於美元走弱及基本因素及財政狀況改善，看好新興市場本幣債券 市場誇大了優質新興市場債券的違約風險，反而帶來吸引的收益機會，投資於優質新興市場債券能令投資組合的收入來源更多元化，令整體投資組合更穩健 基本因素改善及估值較低，提供高收益回報，收益率比美國國債更高，主權債的波動性主要來自本幣對美元匯率的波動 可視作戰術性交易，但各國的穩健程度不一，需精挑細選
	低配	--	-	中性	+	++	超配
股票							市場幾乎已完全消化美國關稅政策的潛在影響，加上美聯儲有望繼續減息下，預料對全球投資市場的流動性會繼續帶來正面幫助，多國指數處於牛市，對股市整體看法維持積極樂觀，惟估值已反映不少正面因素；應放眼全球，分散投資，把握風險資產回調機會
美國							<ul style="list-style-type: none"> 經濟韌性強勁，預期增長穩健，受惠於AI投資擴張，政策環境友好，包括聯儲局繼續減息及財政支持 企業基本面仍穩健，盈利表現強勁及盈利預測上調幅度超越其他地區，預計將繼續由AI主導增長，應關注有高盈利率、穩健資產負債表的公司 美國將於11月舉行中期選舉，預料會放寬特朗普政府推出有利經濟的政策，例如增加財政開支，進一步優化金融規則等 估值過高及市場集中度大，容易受通脹或經濟放緩影響；加上聯儲局內部分歧大，對減息的預期的不確定性可能引發市場波動 鑑於美股近年表現大幅領先，導致不少估值高於其他市場
歐元區							<ul style="list-style-type: none"> 現屆華府政策走向難以預測，市場越重視分散資產配置，預期風險意識有所提升促使資金重新分配，一旦流出美國，歐元區較率先受惠 政府支出增加刺激經濟復甦，預期增長來自財政政策支持，歐洲經濟結構性轉變，基礎設施及國防投資增加，資本支出與銷售比率達到全球金融危機後新高 低息環境有助企業盈利及融資，價值股（金融、公用事業企業）潛力大 歐洲股市市價相對美股被低估，但經濟增長不如美國穩健，地緣政治較不穩定
英國							<ul style="list-style-type: none"> 英國股市錄得16年以來最佳成績，預算案提供超預期的財政空間壓低債券收益率，支撐銀行、險企和房地產對利率敏感的行業 英國仍有減息空間，估值具吸引力，具防禦性、價值傾斜的特質，提供的總股東收益率高於通脹 惟仍面對通脹及盈利前景不明朗，企業稅的增加或損害企業利潤
亞洲 (日本除外)							<ul style="list-style-type: none"> 美元走勢有利亞洲資產表現，加上估值仍較吸引，MSCI亞太指數預期市盈率的1.7倍，低於MSCI世界指數 財政及貨幣政策釋放支持經濟增長，關稅風暴已過，有利亞洲多國的出口導向經濟，政策支持出口及自給自足，宏觀經濟穩健及結構性經濟趨勢(例如中等收入消費增長及人口紅利)帶動增長 全球人工智能基礎設施將帶動亞洲廣泛增長，AI及科技升級帶動工業及消費領域，創新企業湧現，提供具吸引力的長期投資機遇 全球對記憶體產品需求仍然強勁，但因產品供不應求而對記憶體股票產生的相關溢價已變得有點過份樂觀，不少科技股的估值已預先計入美國大型雲計算商(CSP) 全年資本開支下所帶來的潛在收益，環球科技泡沫的擔憂或變為過去兩年升勢疲弱的亞洲科技股有創估值的風險
日本							<ul style="list-style-type: none"> 受惠於公司治理改革、AI相關股票強勁和通貨再膨脹帶動的利潤增長，預期實質薪資上漲和財政支持將刺激國內需求 經濟漸漸復甦，「早苗經濟學」的推動下，預計當地將推出更多刺激經濟措施，而日圓的弱勢相信亦有相當的出口企業 汽車製造商等出口型企業，AI算力強勁需求的半導體板塊強力推動，帶動日股走高 日本五大商社、企業治理改革也起積極作用；日股市盈率仍低於美國，資金推動日股創新高 日本經濟正逐步走向利率正常化的道路，而銀行存貨息差擴大，金融機構盈利彈性加大，銀行股受惠
中國內地							<ul style="list-style-type: none"> 預期2026年政策層面將「三箭齊發」；結構性再平衡方面配合「十五五」規劃，推動服務業高質量發展、擴大內需；財政刺激力度加大，雖仍以投資支持為主，但會擴大對消費的支持；貨幣寬鬆則溫和擴張，預計會有數次減息和至少一次降準機會 預計「存款搬家」趨勢將持續，更多來自私募基金、公募基金、家庭個人、ETF的增量資金流入股市 內地本土企業在技術與創新進展迅速，為市場提供增長動力，外資對中國股票的配置水平仍然偏低，都有利中港股票的投资潛力 中美貿易衝突的擔憂已明顯降溫，減少了市場的一大不確定性，但消費疲弱、地產及債務問題延續或因擾亂體投資信心
香港							<ul style="list-style-type: none"> 過去一年累升近28%，南向資金持續流入支撐港股的主要助燃劑，後市能否更上一層樓的關鍵在於北水流入能否持續暢旺 依托AI布局與外資南向資金支撐，牛市的港股中長線前景仍相對樂觀 聯儲局減息後，美國資金有外溢預期，港股作為離岸市場，對流動性尤其敏感，對美國減息有正相關性
新興市場 (拉美)							<ul style="list-style-type: none"> 央行轉寬鬆貨幣政策以及全球經濟增長韌性支持新興市場，商品出口國受惠於資源需求 美元弱勢預期持續，有助資金流向新興市場 政治不穩及商品價格波動令股市波動性大



引言

2024 年以來，當全球市場為 AI 的狂潮而沸騰，當英偉達的股價一飛沖天，無數投資者手握著“恒生科技指數”的 ETF，卻只能對著帳戶裡不溫不火甚至持續下跌的曲線，發出一聲靈魂拷問：“說好的科技牛市呢？我買的難道是‘假’科技股嗎？”

很不幸，在某種程度上，答案是：**是的**。

恒生科技指數，這個曾經承載了無數人對中國新經濟希望的旗艦指數，如今卻陷入了尷尬的境地。翻開它的成分股名單，你會發現一個有趣的事實：30 只成分股中，大量席位被互聯網平臺巨頭、SaaS 軟體公司以及消費電子品牌所佔據。這些無疑是優秀的企業，但它們是這輪由算力晶片、光模組、數據中心驅動的“硬核”AI 革命的主角嗎？顯然不是。它們更像是 AI 時代的“消費層”，而非真正的“基建層”。

當市場狂熱地追逐 AI “硬件賽道”時，恒生科技指數卻因為其“軟”科技的底色，不幸成為了被市場做空

內不僅無法從 AI 中獲益，反而可能因為 AI 替代了部分人力而面臨商業模式被顛覆的風險。於是，一個巨大的鴻溝出現了：一邊是 AI 硬件的火焰山，一邊是恒科指數的冰河谷。

圖表 1：過往兩年恒科指數和 SOXX 表現迥異



來源：www.investing.com。

為了撥開迷霧，看清港股市場真正 AI 硬核力量，我們構建了一個全新指數——“小恒科指數”。它剔除了恒科指數中的“軟”組織，精準地聚焦於 15 家 AI 算力硬件的龍頭企業。

一、鑄造 AI 硬核羅盤——“小恒科指數” 編制

我們構建“小恒科指數”的邏輯非常純粹：就是要找到那些真正為 AI 時代提供“算力軍火”的公司。從而，“小恒科指數” 聚焦算力硬件與半導體（AI 上游）， “恒生科技指數” 則側重平臺經濟與軟體應用（AI 下游）。

圖表 2：“小恒科指數” 編制標準

篩選維度	具體標準
上市地點	在香港交易所主板上市
業務屬性	主營業務與 AI 算力硬件直接相關，涵蓋芯片設計、晶圓代工、存儲芯片、AI 服務器、光通信、半導體設備、電子製造等環節
市值門檻	總市值不低於 100 億港元
流動性要求	日均成交額不低於 1,000 萬港元
上市時間	上市滿 3 個月（新股在滿足條件後納入）

來源：CCBA PB Research。

編制標準堪稱嚴苛——必須在港交所主機板上市；主營業務必須與 AI 算力硬件直接掛鉤，覆蓋從晶圓代工、AI 晶片設計、記憶體介面、光通信、半導體設備到 AI 伺服器等核心環節；市值門檻不低於 100 億港元，且過去三個月日均成交額不低於 1000 萬港元，確保足夠的流動性；上市時間滿 3 個月。採用等權重方式編制，每半年審核調整一次。

經過層層篩選，最終鎖定 15 檔股票，組成了港股 AI 硬件的“復仇者聯盟”。這張名單，從上游的晶圓代工，到中游的晶片設計、記憶體介面、存儲晶片，再到下游的光纖光纜、高速連接器、半導體設備和 AI 伺服器，覆蓋了 AI 算力硬件產業鏈的完整圖譜。

“小恒科指數” 採用等權重加權方式編制。每只成分股在指數中享有相同的初始權重，每日根據各成分股的平均收益率計算指數漲跌。當新成分股滿足納入條件後，自其可獲得交易數據的首日起納入指數計算。等權重方式的優勢在於避免單一大市值標的對指數的過度影響，更均衡地反映整個 AI 算力硬件板塊的表現。

二、有人歡喜，有人憂——190 個百分點的驚天大分化

當我們將“小恒科指數” 與恒生科技指數放在同一張圖上，一場驚心動魄的巨大走勢分野便拉開了序幕。

以 2024 年 3 月 4 日為基點（標準化為 1000 點），截至 2026 年 2 月 26 日，在近兩年的時間裡，兩條曲線的走勢猶如兩個平行宇宙。“小恒科指數” 從 1000 點一路狂飆至 3444 點，累計漲幅達 +244.4%，期間最高 3501 點，接近 3.5 倍的增長；而恒生科技指數同期從 1000 點緩慢爬升至 1548 點，累計僅漲 +54.8%，最高點也不過 2000 點。

圖表 3：“小恒科指數” 與 恒科指數 歷史對比



來源：CCBA PB Research。

二者之間，是接近 190 個百分點的巨大鴻溝，相對強弱比高達 2.22 倍。如果說“小恒科”是一飛沖天的火箭，那恒科指數更是在原地蹣跚的旅人。下圖的相對強弱比走勢，更像一條陡峭的山脈，清晰地記錄了這場大分化從萌芽到加速的全過程——尤其是自 2025 年下半年以來，這條相對強弱曲線幾乎是以 45 度角向上攀升，表明分化的速度令人矚目。

圖表 4：“小恒科指數”與恒科指數 相對強弱



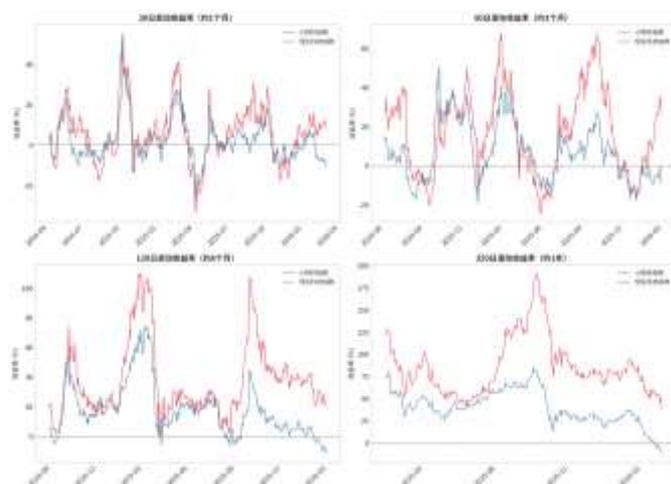
來源：CCBA PB Research。

進一步地，進入 2026 年，當市場開始瘋狂做空軟體股，“小恒科指數”和恒科指數的分化達到了極致。近一個月內，“小恒科”逆市上漲+8.5%，而恒科指數則暴跌-10.7%，單月差距 20 個百分點！

這意味著什麼？意味著如果你在年初把恒科 ETF 換成了“小恒科”的組合，一個月內你就多賺了近兩成。

這種碾壓式的勝利並非偶然。從 20 日、60 日、120 日、250 日等不同時間維度的滾動收益率來看，“小恒科”在幾乎所有時間視窗內都將恒科指數遠遠甩在身後，展現了其強大的持續性和爆發力。這不是一次偶然的脈衝，而是一場持續了近兩年的結構性碾壓。

圖表 5：“小恒科指數”與恒科指數 滾動收益對比



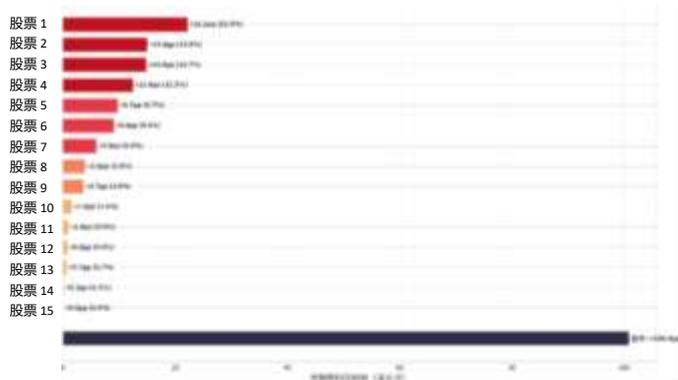
來源：CCBA PB Research。

三、誰是“小恒科”的超級引擎？

“小恒科指數”這枚火箭的燃料是什麼？又是誰在駕駛艙裡踩下了油門？

發現一：四大天王定乾坤，貢獻超過六成。在指數累計超 100 個百分點收益中，股票 1 (+22.2pp)、股票 2 (+14.9pp)、股票 3 (+14.9pp) 和股票 4 (+12.4pp)，這“四大天王”合計貢獻 64.4 個百分點，占指數總收益 63.8%——不到三分之一的成分股，驅動了超六成的漲幅，它們是當之無愧的核心引擎。

圖表 6：“小恒科指數”成分股貢獻度



來源：CCBA PB Research。

發現二：城頭變幻大王旗，領漲龍頭在輪動。 AI 的行情並非一成不變，而是經歷了一場精彩的"接力賽"。我們的熱力圖清晰地捕捉到了這一動態過程，每個階段都有不同的"MVP"：

圖表 7：“小恒科指數”成分股份階段貢獻度



來源：CCBA PB Research。

第一棒：924 前 (2024.03-09)，指數+16.9%。 股票 2 (+6.3pp) 和股票 6 (+4.6pp) 領跑。市場還在炒作"消費電子復蘇"的老故事。

第二棒：924 行情 (2024.09-2025.01)，指數+46.0%。 股票 1 (+7.9pp) 和股票 4 (+7.8pp) 強勢接棒。政策驅動的普漲行情中，半導體和光通信開始展現出更強的彈性，AI 硬件的邏輯正式預熱。

第三棒：DeepSeek 行情 (2025.01-03)，指數+5.7%。 股票 7 (+3.3pp) 和股票 3 (+2.5pp) 登場。DeepSeek 引爆了 AI 晶片國產化的預期。

第四棒：分化加速期 (2025.04-12)，指數+32.5%。

股票 1 (+9.5pp) 和股票 3 (+7.4pp) 王者歸來。市場終於意識到光通信和晶圓代工才是"硬通貨"，資金全面湧入這些核心硬件環節。

第五棒：做空軟體期 (2026.01-至今)，指數+19.2%。

股票 1 (+7.3pp) 繼續封神 (近 3 個月漲幅高達 298.3%)。市場開始向更上游的存儲晶片和半導體設備環節深挖，完美對沖消費電子終端的疲軟。

四、結語：別再錯付，擁抱真正硬核科技

現在，我們可以回答最初的那個問題了：偽科技的"恒生科技指數"，我該拿你怎麼辦？

答案是：擦亮雙眼，別再錯付。 恒生科技指數有其自身的價值——它是中國互聯網經濟以及平臺經濟的縮影。但在這輪由算力、晶片、數據中心驅動的 AI 革命中，它並不能代表核心浪潮。如果你想真正分享 AI 時代的紅利，就必須找到那些"賣鏟人"——那些提供算力、晶片、光模組的"硬核"公司。

"小恒科指數"的構建與分析，為我們提供了一個強有力的證據和工具。它用+244.4%對+54.8%的碾壓式數據告訴我們：即使在同一個"科技"標籤下，資產的表現也可能天差地別。在投資的世界裡，精準的定義和深刻的認知，遠比一個模糊的標籤重要得多。

所以，忘掉那些讓你傷心的"偽科技"指數，擁抱真正的"硬核"力量。畢竟，在 AI 的淘金熱中，賣鏟子的人，永遠是最先賺到錢的。



在本期的專題，我們打算和大家簡單談談在波動過後，黃金是否還有配置價值，先說結論，答案是有的。在展開我們的觀點前，我們先看看黃金的定價機制——在我們看來，黃金的定價機制分野發生在 2021 年底，2021 年底前，黃金的定價還是由實質利率所主導，2021 年底後，黃金的定價變成更由其他因素所主導了（後文詳）。

先說 2021 年底前的情況，2021 年底前，黃金還是比較一個簡單的資產，市場沒有賦予它太多含義，看待觀點和巴菲特類似：「黃金是不生息的投資品」。亦因此，黃金的表現和實質利率呈相反走向，實質利率上升時，黃金價格便傾向下跌，實質利率下跌時，黃金價格便傾向上升。這背後原理正在於黃金不產生利息，因此持有黃金這種「美元替代貨幣」的機會成本是美國國債利率減去通脹所得出的實質利率，實質利率愈高，持有黃金的機會成本則愈高，人們愈傾向賣出黃金，令金價愈傾向下跌。

黃金價格目前主要驅動因素是甚麼？

然而，2021 年底以後，黃金價格的主導因素有所改變，由「實質利率」轉變為 (i) 「不確定性溢價」及 (ii) 「去美元化」，而這兩者亦是金價於過去數年持續上升，2026 年預期亦會繼續上升的原因。

先說 (i)，所謂不確定性溢價，是指黃金價格會受惠於地緣政治風險，地緣政治風險愈高，黃金價格便愈受惠，背後邏輯是有關風險會影響法定貨幣的價值，以地緣政治風險為例，如果發生衝突甚至戰爭（如俄烏衝突），誰能保證發行法定貨幣的政府不會倒台？誰能保證參戰國或相關政府（如盟友）不會大幅舉債，影響法定貨幣價值？在此情況下，持幣風險有所上升，投資者最好做法當然是減持部份法定貨幣（包括國債，因為國債和法定貨幣一樣，本質都是主權信用），轉投黃金，地緣政治事件愈頻發，對黃金的需求便愈高，而自 2021 年底後，地緣政治事件發生的頻次有所上升，烈度有所加劇，對黃金的需求自然有所增加，令黃金價格有所上漲了。

而就 (ii) 「去美元化」，指的並不是國際貿易不使用美元，而是指投資者減少使用美元資產（尤其是美國

國債)來作為儲藏財富的工具,而有關說法並非推想,而是有實證數據所支持——自2022年9月起,美元佔外匯儲備的比率便見了自2020年後的短期頂部,並持續下跌,根據最新數據,美元佔全球央行外匯儲備的百分比已跌至56.9%,創2000年以來的新低,而同時,2022年後,黃金於外匯儲備中的佔比亦快速提升,統計自2022年至2024年的數據,全球央行平均每年購金1,059噸,較2019至2021年平均每年購金437噸增加了142.3%,央行購金的行為亦具有持續性。同時,從數據中可以看到,即使金價上升,央行對黃金仍是穩定地繼續增加配置,而這又倒過來又加強了私人投資的需求——一來部份私人資金基於分散和對沖美元購買力可能貶值的需要,會如央行般將部份美元資產轉配置至黃金;二來部份資金看到央行持續購金的行為,預期金價會被持續推動上漲,亦買入黃金博取資本升值,這便形成了上升的正向循環,問題核心是,資金流上,我們知道包括央行在內的資金流入推動黃金價格上漲了,然而,如要更詳細的說,背後買入黃金的邏輯為何呢?為何央行及部份私人投資者要減少美元資產的佔比呢?有關投資邏輯是否具有延續性呢?以下我們和大家進一步分享背後原因——

(1) 環球投資者對美元作為儲備貨幣信心減弱：

這其中有對美國在特朗普總統帶領下,行為或與以往不同的因素(例如某些市場流言曾提及日後持有美元資產或被美國政府徵稅),有美國政府財政赤字愈加嚴重,美國國債長線可能透過通脹削債的因素,因此,部份資產持有者或會轉向持有其他替代貨幣,來對沖有關風險,黃金正是其中一種美元的替代貨幣,有關行為邏輯從各國央行減少美元資產,同時卻增加購入黃金可見;

(2) 全球碎片化亦加劇了黃金的價值：

簡要而言,黃金目前的定位就是一種替代貨幣,全球碎片化的意思就是,以往全球是一個相對統一的體系,國家以美國為尊(一超多強),貨幣以美元為主,但隨著近年在地緣上越來越多美國的挑戰者,也包括美國將部份國家當作地緣政治對手,並希望將他們排除在美國體系外,而這些國家亦希望建立自己的體系,

在這樣的情況下,這些國家的央行也會將外匯儲備轉成如黃金等替代美元的資產,這也是黃金上升的動力之一;此外,部份國家雖然此刻未被定義為美國的政治對手,但在全球碎片化的情況下,往日同盟關係確定性不再如以往般高(如美歐關係),沒有國家能100%確定手上原有的美元資產,他日不會變成美國用以施壓的籌碼,在此情況下,部份資金轉往配置黃金作替代,亦相當合理;

(3) 對沖美元印鈔,導致美元內含價值大幅下降的可能性

簡要而言,這個和(1)是有關的,不論是美國政府的財政赤字情況,還是美聯儲的獨立性會否被侵蝕,這些都會增加投資者認為美元長期可能要印鈔的可能性,在這樣的情況下,黃金便是一個比較好的美元替代,用以對沖美元濫發的風險,因為一旦美元內含價值大幅下降,黃金價格亦會對應上升;而在上述這三個邏輯預期會繼續延續的前提下,中線我們認為黃金向上走的可能性還是較大,是值得配置的資產了;此外,另有一個重點是,黃金由於不是企業,相對而言沒有盈利或現金流等有效標準可以評估其估值高低,基本上在邏輯仍然有效的前提下,其價格可以持續上升但同時不被所謂高估值的說法所困;換而言之,只要環球央行繼續進行儲備多元化,黃金的穩中有升的趨勢預期不會變化了。

如要配置黃金,甚麼水平才是理想介入點?

那如果要操作黃金的話,應如何操作呢?統計自2007年12月31日以來,如果將黃金價格的50天平均線高於200天平均線的階段定義為牛市,50天平均線低於200天平均線的階段,則定義為熊市;我們發現平均牛市持續天數為316天,熊市持續天數為167天,基本上屬熊短牛長;而本輪牛市已持續超過800天,惟根據其投資邏輯有效度(前文述)及趨勢強度(後文述),預期其持續天數將會直逼2009至2012年的1096天的牛市甚至更長——就著趨勢強度,我們運用了價格高於200天平均線的幅度來量度趨勢強度,發

現本輪牛市最高點可偏離 200 天線 43.74%，為歷次牛市最大；同時，價格高於 200 日平均線的平均百分比，則為 13.84%，亦為歷次最高，可看到趨勢強度明顯較強了；而在操作上，我們認為只要投資邏輯仍然有效（見上文），則黃金價格仍然穩中有升，同時，由於黃金沒有現金流或盈利的特性，亦令其相對不受估值所制約（即其價值主要由資金決定，難以非常明確地指出哪個價位不合理），在此情況下，只要基本面邏輯仍然有效，追隨趨勢操作逢低吸納而不盲目估頂，或為更有效的做法了。

然而，如果要逢低吸納的話，價格要去到多低才買呢？考慮到本次的趨勢強度，預料只要牛市維持，其即使回調，回調時低於 50 天線的幅度亦不會多於歷次黃金牛市的平均（低於 50 天線 4.63%），在此情況下，如價格回調至 50 天線附近，則應已是可以考慮建倉的位置，而如相信牛市未完，則如能低於 50 天線超過 4% 的位置能建倉，值博率便更高了；當然，上文談的都是如何操作黃金獲得資本增值，然而退一步說，如果組合中本身沒有黃金的話，考慮到各種地緣政治風險及美元保值能力的挑戰，分段配置黃金，對組合整體而言亦是一個值得做的行為了。

美國



來源: Bloomberg

美國經濟增速不及預期，PMI 指數回落

- 美國 2025 年第四季度實際 GDP 初值按年化季率增長 1.4%，明顯低於預期的 2.8%，較前值 4.4% 大幅放緩。政府停擺拖累 GDP 約 1 個百分點，聯邦支出年化下降 16.6%。儘管全年經濟仍增長 2.2%，但消費與出口回落、勞動力市場隱憂以及通脹頑固，經濟前景趨複雜。
- 美國 2 月標普全球製造業、服務業 PMI 不及預期，創數個月低點。美國 2 月製造業 PMI 初值 51.2，遠低於 1 月前值為 52.4，為 7 個月低點。2 月服務業 PMI 初值 52.3，低於 1 月的 52.7，為 10 個月低點。2 月綜合 PMI 初值為 52.3，低於 1 月的 53，降至 2025 年 4 月以來最低水平，表現弱於英國和日本。

歐洲

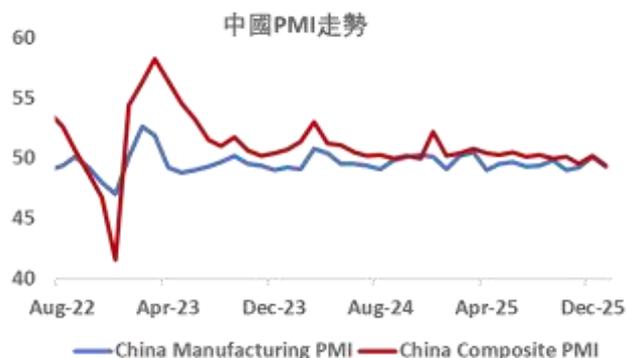


來源: Bloomberg

歐元區經濟活動擴張加快，製造業重回擴張區間

- 歐元區 2 月經濟活動擴張加快，製造業重回擴張區間，創 3 年半新高，為該地區經濟復蘇注入新動力。德國製造業表現成為關鍵推動力，而法國經濟則繼續在收縮邊緣掙扎，凸顯歐元區內部復蘇步伐的分化。
- 歐元區 2 月綜合 PMI 從 1 月的 51.3 升至 51.9，製造業 PMI 從 49.5 躍升至 50.8，創 44 個月新高，並自去年 8 月以來首次站上 50 榮枯線。服務業 PMI 小幅上升至 51.8，前值 51.6。德國經濟顯著改善，綜合 PMI 升至 53.1 的四個月高點，製造業 PMI 達到 50.7，為 2022 年 6 月以來首次進入擴張區間。相比之下，法國綜合 PMI 雖從 49.1 升至 49.9，但仍未能突破 50 關口，製造業疲軟繼續拖累整體表現。考慮到經濟活動穩定擴張且服務業通脹仍處高位，歐洲央行預計仍將維持關鍵政策利率不變的立場。

中國



來源: Bloomberg

中國經濟數據欠佳，擴大內需為首要任務

- 中國四季度實際 GDP 增速較第三季度的 4.8%放緩至 4.5%，全年 GDP 錄得 5%，如期完成全年增長目標。
- 12 月工業增加值同比從 11 月的 4.8%回升至 5.2%，高於彭博一致預期的 5%；社零增速整體低位徘徊，以舊換新補貼效果或有退坡，社會消費品零售總額同比從 11 月的 1.3%走弱至 0.9%（彭博一致預期 1%）；“反內卷”政策引導下，12 月基建、製造業和地產投資降幅走闊，2025 年全年固定資產投資增速較 2024 年的 3.2%回落至 -3.8%（彭博一致預期-3.1%），隱含月度固投完成額同比降幅走闊至 12 月的 15.1%。
- 在此背景下，中央經濟工作會議定調明年工作方向，擴大內需和刺激消費被放於首位。

冰火共存，阿爾法為先

市場回顧

截至執筆時，2月份股票市場的表現，可以用冰火共存去形容，升的市場升相當多，弱的市場也相當弱，升幅前三大的市場，分別為韓國、泰國及中國台灣，韓國 KOSPI 指數、泰國曼谷 SET 指數、中國台灣證交所指數，三者分別上升 18.23%、15.69%及 10.45%，而排第四的日經 225 指數，亦上升 9.37%，然而，如果看代表環球市場整體的 MSCI 環球指數，則可看到環球市場雖然上升，但整體升幅並非如此暴烈，以指數作為代表，只升了 1.44%，其中，新興市場表現明顯較佳，MSCI 新興市場指數期內上升 5.97%，MSCI 世界指數所代表的成熟市場，期內則上升 0.85%，表現不如新興市場整體了。而就著美股及港股，兩者於環球市場中，表現屬相對憔悴——標普 500 指數於期內表現全球尾七，期內表現-0.43%，全球排名尾尾四、三、二及最尾的，則均是美股及港股指數，分別是納斯達克指數、恒生指數、恒生國企指數、恒生科技指數，期內表現分別為 -2.49%、-3.22%、-5.16%及 -10.08%，投資者如主要持有權重股，則難免陷入苦戰了。

經濟數據方面，美國於 2 月 10 日公布的零售銷售數據表現相對平淡，增速由前值的 0.6%變成持平，弱於市場預期，反映出在傳統消費旺季過後，私人消費動能較預期有所轉弱；就業市場方面，2月初公布的 1 月非農新增職位錄得 13 萬份，失業率則降至 4.3%，兩者均優於預期。通脹方面，美國 1 月 CPI 同比增速降至 2.4%，為 2025 年 5 月以來最低水平，且低於市場預期的 2.5%，顯示去通脹進程仍處軌道上；核心 CPI 則亦較前一個月下跌，從 2.6 下降至 2.5%，顯示通脹情

況整體可控。綜合而言，美國經濟正處於「軟著陸」的路徑，通脹壓力減輕為政策提供了空間。利率期貨顯示，儘管聯儲局對 3 月是否降息維持數據依賴的態

度，但市場仍預期今年最少減息兩次，有關情況對風險資產的估值構成支撐。

中國方面，截至執筆時，經濟數據反映出中國經濟動能仍處於蓄力期。1 月 CPI 同比增長 0.2%，低於市場原先增長 0.4%的預期，反映內需不夠強勁導致的去通脹壓力仍存；而 PPI 雖同比下降 1.4%，錄得連續第 40 個月的負增長，但跌幅已較去年底有所收窄，顯示工業生產端出現邊際改善跡象。然而，房地產市場對經濟的壓力仍存，中國 70 城市新房價格指數於 2026 年 1 月環比仍錄得負增長，代表境內房地產去庫存壓力仍存，對私營部門投資構成一定壓制。參考 2025 全年固定資產投資微跌 3.8%的背景及最新的數據，目前投資端仍處於蓄力的階段。整體而言，在長線經濟發展向好的前提下，中國經濟動能短期正處於動能切換的蓄力期了。

展望

向前展望，就著美股市場，我們的看法整體偏多，但認為審慎程度要有所提升——今年美股預期阿爾法（Alpha）變得非常重要，不會再是簡單可以透過貝他（Beta）便獲取不俗回報的年份，這從近期市場表現可見——事實上，不只美股，環球市場今年不少資產都是冰火兩重天，如黃金/白銀相對比特幣/以太幣、韓國

KOSPI 指數/台灣證交所指數相對納斯達克指數等，都是歸於一個大類概念下，但表現差天共地，以黃金/白銀相對比特幣/以太幣為例，兩者背後均有美元替代概念，但黃金白銀今年曾瘋升破頂，相對比特幣/以太幣卻持續下跌；納斯達克指數、韓國 KOSPI 指數、台灣證交所指數三者權重股都是科技股，只是韓國 KOSPI 指數及台灣證交所指數權重股均傾向是上游製造，而納斯達克指數權重股則傾向是下游軟件，結果表現又是差天共地，前者持續破頂，後者還是上升乏力，在勉強支撐。

而去到美股內部，情況亦是類似，以板塊論，存儲、光通訊、半導體製造設備上游、貴金屬礦商、銅礦商等，均是持續向上，然而，軟件股、加密貨幣股、雲端服務供應商等，輕則受壓，重則持續向下，因此組合一旦選錯股，很容易便會萬劫不復，在此情況下，也是為何認為今年選股及選地區，即所謂阿爾法（Alpha），變得非常重要的原因了。

而去到指數，表面上紋風不動甚至輕微下跌，實際上亦是背後一批股升，一批股跌，令指數沒有明顯方向，但背後情況其實是相當波動了。但我們對美股的展望是怎樣呢？首先，就著大市指數，我們對美股指數今年整體仍然是看多 — 參考賣方共識，美股盈利增長週期仍在繼續，2026 年盈利預期按年增長 15%，意味在估值不變的情況下，美股 2026 年的回報約是 15%，然而，如果估值回歸平均的話，則美股回報會因估值收縮而被拖累，下降至約 6%，因此，本年美股的預期回報，約處於 6%至 15%之間了。

然而，去到板塊選擇方面，按照目前市場的定價邏輯，我們認為要避開正在被市場殺邏輯的軟件股、被加密貨幣市場拖累的加密貨幣股，關注受惠於人工智能支出增加的半導體製造（如光刻機、其他關鍵環節服務/產品提供商）、存儲、光通訊、銅礦商、金礦商等板塊 — 市場目前的定價邏輯是軟件企業或會被人工智能取代，而雲端服務供應商則由於相互間的軍備競賽，要持續加大資本支出，短期亦不受資金所偏好（但情況明顯優於軟件板塊），在此情況下，則無謂逆市場而行了。

而在中港市場方面，考慮到環球市場仍然是處於牛市，因此以指數作為代表，認為方向仍然是傾向上升的，而其情況和美股亦有類似的，為在權重股中，有部份企業由於面對較大同業競爭（如在外賣方面的競爭），或受部份傳言所影響，股價相對受壓，然而，亦有一定企業是受惠於人工智能趨勢（如光進銅退對光纖需求上升、就數據中心對後備電源的需求等）或貴金屬及銅的價格表現（如金礦商、銅礦商），則仍能持續上升，在此情況下，對港股做法和美股類似，無謂逆勢而行了。

管理好久期風險為重中之重

市場回顧

就著環球債券，2月是個好的月份，彭博環球綜合債券指數期內回報為 0.94%，彭博環球高收益債券指數期內回報則為 0.32%，反映不論是投資級別債券還是高收益債券，基本上均有正數表現。而事實上，就著我們有監察的 11 個債券指數，2 月份全數均錄得正回報。表現最好的是新興市場本地貨幣債，期內回報為 1.62%，表現次佳的則為美國國庫券指數，期內回報為 1.53%，表現第三的則為中國高收益債券指數，期內回報為 1.3%。而表現最差的，則為泛歐高收益債券，期內回報仍有 0.21%，表現次差及第三差的，則為環球高收益債券及美國高收益債券，期內回報均為 0.32%，亦為正數回報。整體而言，投資級別債券優於高收益債券，主要由於期內無風險利率下跌所致了。

經濟數據方面，美國於 2 月 10 日公布的零售銷售數據表現相對平淡，增速由前值的 0.6% 變成持平，弱於市場預期，反映出在傳統消費旺季過後，私人消費動能較預期有所轉弱；就業市場方面，2 月初公布的 1 月非農新增職位錄得 13 萬份，失業率則降至 4.3%，兩者均優於預期。通脹方面，美國 1 月 CPI 同比增速降至 2.4%，為 2025 年 5 月以來最低水平，且低於市場預期的 2.5%，顯示去通脹進程仍處軌道上；核心 CPI 則亦較前一個月下跌，從 2.6 下降至 2.5%，顯示通脹情況整體可控。綜合而言，美國經濟正處於「軟著陸」的路徑，通脹壓力減輕為政策提供了空間。利率期貨

顯示，儘管聯儲局對 3 月是否降息維持數據依賴的態度，但市場仍預期今年最少減息兩次，有關情況對風險資產的估值構成支撐。

中國方面，截至執筆時，經濟數據反映出中國經濟動能仍處於蓄力期。1 月 CPI 同比增長 0.2%，低於市場原先增長 0.4% 的預期，反映內需不夠強勁導致的去通脹壓力仍存；而 PPI 雖同比下降 1.4%，錄得連續第 40 個月的負增長，但跌幅已較去年底有所收窄，顯示工業生產端出現邊際改善跡象。然而，房地產市場對經濟的壓力仍存，中國 70 城市新房價格指數於 2026 年 1 月環比仍錄得負增長，代表境內房地產去庫存壓力仍存，對私營部門投資構成一定壓制。參考 2025 全年固定資產投資微跌 3.8% 的背景及最新的數據，目前投資端仍處於蓄力的階段。整體而言，在長線經濟發展向好的前提下，中國經濟動能短期正處於動能切換的蓄力期了。

展望

向前展望，就著債券，我們的觀點還是一如既往，認為優先偏好的還是久期較短投資級別債券，核心邏輯是其確定性相對高，同時風險相對低——簡要而言，以彭博美國高評級債券作為代表，雖然指數的久期為約 6.95 年，相對略長，惟目前最差孳息率達 4.75%，收益率相對不俗，而即使是久期更短和信用質素更高的兩年期美國國債，目前孳息率約為 3.46% 的水平，以無風險利率而言，屬於不俗水平了。而如以往所言，我們認為短久期投資級別債券的盈利確定性是最高的——雖然聯儲局新任主席的提名人選已出爐，為凱文·沃

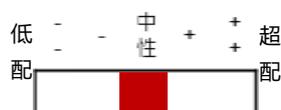
什 (Kevin Warsh) , 且市場認為他在聯儲局的資產負債表規模方面有一定鷹派取向 (例如傾向縮表) , 然而即使如此, 沃什亦相對明確地顯示他支持將短端利率下調的立場, 在此情況下, 考慮到短久期債券的價格表現主要由短端利率驅動, 在此情況下, 短久期投資級別債券最少在利率風險的層面是相對可控了。那就信用風險, 情況又怎樣呢? 如我們所知, 顧名思義, 投資級別債券本身意思就是其信用評級為「投資級別」, 信用風險相對可控, 而進一步而言, 參看目前市場環境, 在宏觀層面, 亦看不到信用風險大規模爆發的跡像 — 根據我們的監察, 環球債券市場近期均在持續創新高, 至執筆時, 11 個有監察的債券指數中, 除了新興市場本地債券指數, 其餘 10 個債券指數, 包括多個地區的高收益債券指數, 由於信用利差持續徘徊在低位, 均於過去兩週內曾創過一年新高, 而即使是新興市場本地債券指數, 其距離 52 週高點距離亦不過 0.22%, 在此情況下, 除了經濟數據指向軟著陸外, 亦可看到市場目前基本不擔心經濟衰退風險, 令到投資級別債券的信用風險則更可控了。然而, 就著長久期投資級別債券, 我們對長端利率的波動性始終存在戒心, 一方面, 聯儲局政策利率維持向下屬大概率事件, 然而另一方面, 就著長端利率, 有不少因素有機會推高長端利率 — 不論是年初的趨勢, 即美匯持續轉弱, 貴金屬不斷破頂, 反映出對美元資產的不信任; 以至於新任聯儲局主席凱文·沃什 (Kevin Warsh) , 有潛在進行縮表的可能 (最少他不像哈塞特般是一個大鴿派) , 這些均有機會導致長年期利率上升, 而另一方面, 在美國政府赤字率及負債水平均相對較高, 全球體系變得碎片化的前提下, 美國國債的期限溢價 (Term premium) 有所提升亦是在情理之中, 在此情況下, 我們認為長端利率走勢或會相對波動, 擅於捕捉利率變化的投資者, 當然可以透過不斷調整債券

組合的久期來獲利, 惟如果目標是追求平穩收息, 則務需審慎控制久期風險了。

外匯及商品

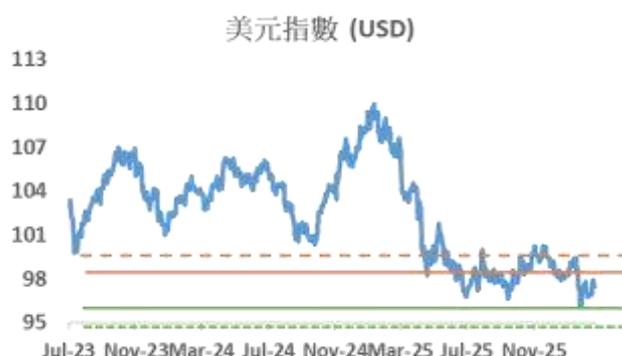
美聯儲加息時點或後延；澳洲年內第二次加息在望；日本經濟增長放緩，高市早苗擔心加息過早，日圓受壓；人民幣繼續溫和升值，惟人行出手干預升值速度以穩定市場預期；黃金仍有長期配置價值；地緣政治帶動油價顯著回升。

美元



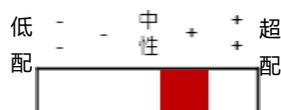
美聯儲加息時點或延後，關稅不確定性施壓美元

- 1 月非農就業人口增加 13 萬人，大幅高於市場預期，創 2025 年 4 月以來最大增幅；失業率小幅意外降至 4.3%。美國 12 月核心 PCE 物價指數同比增長 3%，高於預期，交易員將下次美聯儲降息的預期時點從 6 月推遲至 7 月。最高法院判決 IEEPA 關稅違法，根本未有改變市場對美元體系公信力和美國財政可持續性的擔憂、迭加地緣變局下各國資產回流本國的趨勢，美元中長期貶值趨勢不變。



來源: Bloomberg

歐元



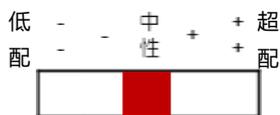
通脹降溫難撼歐洲央行中性立場

- 歐元區 1 月通脹率降至 1.7%，低於歐洲央行 2% 的目標，這一降幅主要得益於能源成本下降和歐元走強。核心通脹率從去年 12 月的 2.3% 降至 2.2%，創 2021 年 10 月以來最低水平。歐洲央行預計 2026 年通脹率平均為 1.9%，而 2025 年為 2.1%。儘管通脹暫時低於目標，但認為這一現象只是暫時的。市場預計通脹降溫難撼中性立場，歐洲央行或將維持 2% 利率至 2027 年。



來源: Bloomberg

英鎊



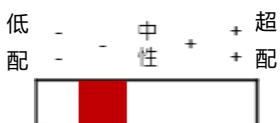
英國寬鬆週期末結束

- 英國 2 月 PMI 顯示經濟復蘇勢頭增強，但企業裁員與通脹壓力並存。英國 12 月綜合 PM 初值從 1 月份的 53.7 升至 53.9，創下 2024 年 4 月以來的最高水平。PMI 數據預示，本季度經濟增速可能達到 0.3%，高於 2025 年第四季度的 0.1%。然而，勞動力市場仍面臨壓力，服務業公司員工人數下降尤為明顯。英國央行目前預計今年經濟增長率僅為 0.9%，市場普遍預期年內可能有一次或多次降息。



來源: Bloomberg

日元



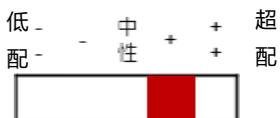
日本經濟增速放緩，高市憂慮加息過早

- 日本經濟在第四季度實現微弱增長，四季度日本 GDP 按年率計算增長 0.2%，遠低於預期的 1.6%，僅從前三季度經大幅修正後的 2.6% 收縮中勉強恢復。按季度計算，GDP 增長 0.1%，同樣低於預期的 0.4%。這一表現對剛剛在大選中獲勝的高市早苗政府構成重要考驗，因生活成本壓力持續削弱民眾信心並抑制國內需求。第四季度的疲弱表現表明，經濟可能難以迅速實現全面復蘇。
- 日本首相高市早苗憂慮加息過早的影響。



來源: Bloomberg

澳元



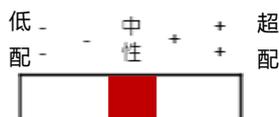
通脹和就業數據支持澳洲央行於 5 月加息

- 澳洲央行加息 25 基點至 3.85%，這是該行自 2024 年 8 月以來的首次加息，也標誌著其逆轉了 2025 年實施的部分寬鬆政策。澳洲央行大幅上調了經濟增長與通脹預測。該行將截至今年 6 月的年度 GDP 增長預期從 1.9% 上調至 2.1%，並將同期核心通脹預期從 3.4% 上調至 3.7%。
- 市場押注 5 月會議加息至 4.10% 的可能性約為 75%。



來源: Bloomberg

紐元



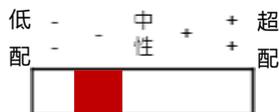
失業率數據惡化致新西蘭央行或推遲加息

- 新西蘭就業數據出爐，失業率意外升至 5.4%，創 10 年新高。第四季度失業率升至 10 年高位，因求職人數增加抵消了就業增長。該數據也略高於新西蘭央行的預測，這一結果令人失望，因近期其他數據曾顯示疲軟經濟有所改善。私營部門年薪增長率仍維持在 2.0% 的低位，遠低於 3.1% 的消費者價格通脹率。這份報告表明，利率在一段時間內仍需維持低位。受此消息影響，市場下調了加息的可能性至少在 9 月前。



來源: Bloomberg

加元



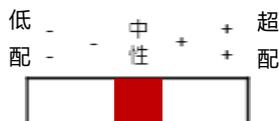
貿易不確定性導致加拿大商業活動低迷

- 加拿大服務業 PMI 數據顯示，受貿易不確定性影響，1 月份加拿大服務業活動及新業務降幅擴大，行業低迷程度進一步加深。1 月份服務業 PMI 商業活動指數由 12 月的 46.5 降至 45.8，連續第三個月處於收縮區間，表明行業活動持續惡化。S&P 表示，加拿大服務業在 1 月份的下滑速度加快，商業活動和新業務的下降幅度均高於去年年底水平。



來源: Bloomberg

瑞郎



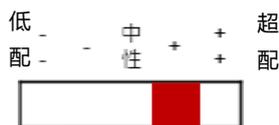
瑞郎和黃金的相关性或難忽視

- 瑞士法郎今年以來領跑 G7 貨幣，這應該是與黃金有聯繫的。從統計上看，強金價與強瑞郎之間有明顯的正相關關係，本質上是因為瑞士在全球黃金貿易中具有特殊地位。倫敦 LBMA 和紐約 COMEX 兩地黃金標準不同，因此當兩地庫存遷移時，會需要瑞士精煉廠的熔化重鑄。基於全球金條貿易，瑞士還發展出一整套貴金屬交易、代客、存款體系。瑞士法郎某種程度上成為了外匯市場的“黃金代理貨幣”。鑒於瑞士黃金市場的特殊地位，加上近期美元走弱，故對瑞郎看高一線。



來源: Bloomberg

人民幣



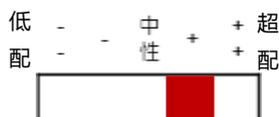
結匯因素推動人民幣持續升值，人行出手干預

- USDCNH 一度升破 6.84 關口，創 2023 年 4 月以來新高。結匯需求是支持人民幣走強的主要原因。春節前結匯資金流動旺盛，這波結匯需求可能是有持續性的。從港口數據看，2026 開年以來港口吞吐數據非常強，三方國家（如越南、印尼等）港口吞吐數據也很強。在出口持續高景氣的背景下，只需要一個偏向中性的結匯預期（如隨到隨結），高結匯需求就會具有持續性。
- 2 月 27 日，人行將遠期售匯業務的外匯風險準備金率從 20% 下調至 0，釋放避免人民幣過快升值的政策信號。但支撐人民幣升值的核心因素在短期內並未發生根本性逆轉，人民幣只是升值速度放緩。



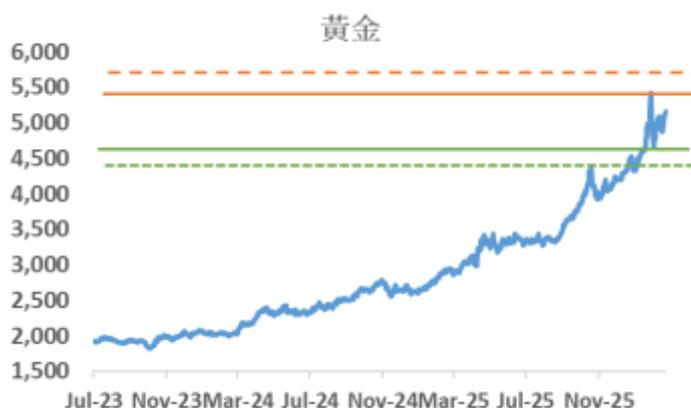
來源: Bloomberg

黃金



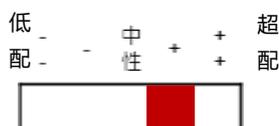
黃金仍可中長期配置

- 黃金的短期催化是美聯儲降息預期升溫。展望明年，最為確定的宏觀判斷，就是全球流動性環境的持續寬鬆，會持續催化金銀價格的持續上漲。
- 黃金升值的長期邏輯不變。長期邏輯是“美元信用體系崩潰”的宏大敘事，機構也基本一致看漲，認為年內可能漲到 6000 美元/盎司。
- 在“美元信用體系崩潰”的宏觀敘事下，黃金成為不少人資產組合裡面必不可少的一環。



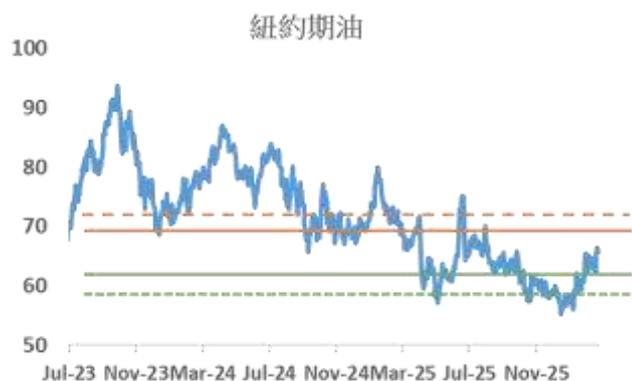
來源: Bloomberg

石油



地緣政治局勢變化導致油價回升

- 春節期間美伊局勢的緊張，導致油價持續維持在 70 美元以上。根據美媒消息，美國可能在對伊朗發動軍事打擊。報道說，如果“針對性的”初步打擊未能迫使伊朗滿足美方要求，特朗普“保留今年晚些時候進行（更大規模）軍事打擊的可能性”，以推翻伊朗政權。
- 油價走勢取決地緣政治問題進展，短期波動加大。



來源: Bloomberg



以心相交
成其久远

重要數據及免責聲明

本檔經由中國建設銀行(亞洲)有限公司(「中國建行投資研究部」)刊發, 檔的內容未經任何香港的金融監管機構審閱(包括香港證券及期貨事務監察委員會), 僅供參考之用。本檔並不構成、亦無意作為、也不應被詮釋為專業意見, 或要約或建議投資於本檔內所述之任何產品、服務、外匯、商品、證券或其他投資產品。

本檔所載資料乃根據中國建行投資研究部認為可靠的資料來源而編制, 惟該等資料來源未經獨立核證。本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論, 並不構成投資意見或保證回報。該等預測及意見為中國建行投資研究部或撰寫本檔的(一位或多位)分析員於本檔刊發時的意見, 可作修改而毋須另行通知。本檔並未就其中所載任何資料、預測或意見的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性, 以及任何該等預測或意見所依據的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾, 任何情況下, 中國建設銀行(亞洲)有限公司概不就使用或依賴本檔所載任何該等資料、預測或意見直接或間接引致的任何損失承擔任何責任及義務。投資者須自行評估本檔所載資料、預測及/或意見的相關性、準確性及充足性, 並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本檔所述的投資可能並不適合所有投資者, 且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此, 本檔並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個人人士的情況作出任何聲明或推薦, 亦不會就此承擔任何責任。投資者須基於本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定, 並應有需要的情況下諮詢獨立專業顧問。投資者不應依賴本檔作為專業意見之用。

投資涉及風險, 投資者應注意投資的價值可升亦可跌, 過往的表現不一定可以預示日後的表現。本檔並非亦無意總覽本片所述投資牽涉的任何或所有風險。投資者作出任何投資決定前, 應細閱及了解有關該等投資的所有發售檔, 以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

貨幣匯率受多種因素影響, 包括國家及國際金融及經濟條件、政治及自然事件的發生。有時正常市場力量會受中央銀行或其他體系所干擾。有時匯率及有關的價目會驟升或驟跌。某些政府可能會在很少或沒有警告的情況下加設外匯管制或其他貨幣政策。該等政策可能對某貨幣的可兌換性有重大影響。人民幣現時並不可自由兌換, 並受外匯管制和限制(可能隨時受到非提前通知的變化)。您應事先考慮並瞭解人民幣資金流動性對您造成的影響。如果您將人民幣轉換為其他貨幣, 人民幣匯率的波動可能會令您承受損失。在岸人民幣和離岸人民幣乃按照不同法規下運作, 在不同的獨立市場和流動資金池以不同的匯率進行交易, 它們的匯率變動可能會明顯地不同。

編制本檔的研究分析員證實, 在本檔表達的意見準確反映彼(彼等)研究分析員的個人意見, 而彼(彼等)的薪酬的任何部分過往不曾、現在及將來亦不會與本檔所載的特定推薦或意見直接或間接掛鉤。

透過任何途徑或以任何方式再次派發或改編本檔或其中任何部分, 均在嚴禁之列。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發, 亦無意供該等人士或實體使用。在事前未得中國建設銀行(亞洲)有限公司以書面方式表示批准的情況下, 不得以任何方式或以任何途徑(包括電子、機械、複印、錄影或其他形式)複製或傳送本檔各部分或將本檔各部分儲存於可予檢索的系統。

中國建設銀行(亞洲)有限公司及其聯繫公司可以其名義買賣, 可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔所提及的證券或投資產品, 並可能就有關交易或服務收取佣金或費用。

本文並非獨立投資研究報告。

© 中國建設銀行(亞洲)有限公司。