

# 建亞私人銀行財富管理策略



2026 年 2 月刊

東邊日出西邊雨

審視大宗商品超級週期以及日元資產短期定價重構

2026 年 1 月，MSCI 環球指數上漲 3.51%。新興市場表現突出，MSCI 新興市場指數回報達 10.7%，跑贏成熟市場（MSCI 世界指數回報 2.62%）。這主要受益于弱美元及人工智慧產業趨勢：相關晶片產能遭遇瓶頸，推動存儲、代工等環節漲價，業績確定性提升，帶動韓國（KOSPI 漲 24.7%）、中國臺灣（漲 10.7%）等市場大幅上漲。巴西聖保羅指數亦漲 13.66%。同期標普 500 僅漲 1.8%，凸顯新興市場強勢。

2025 年，大宗商品市場呈現極致分化，貴金屬領漲全球，工業金屬震盪上行，能源與黑色系持續低迷。進入 2026 年，上漲行情擴大至多個小品種，全球大宗商品市場呈現出前所未有的活躍態勢。強烈的看多情緒，引發市場對新一輪超級週期是否開啟的廣泛爭議，也為高淨值客戶的資產配置提供了新的思考維度。

2026 年開年以來，日圓資產走勢明顯分化，日圓和日債顯著承壓，日股持續走強，在日圓孳息率持續走高背景下，日股的搶眼表現顯得更非同尋常。而這背後最重要的因素，就是日本現任首相高市早苗上臺後帶來的“高市交易”，也即做多日股+做空日債+做空日元。

 **中国建设银行(亞洲)**  
China Construction Bank (Asia)

*PRIVATE BANKING* 私人銀行

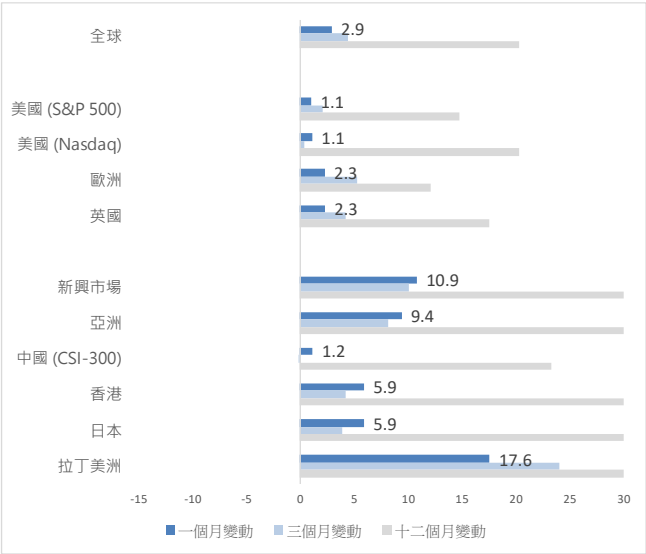
# 目錄

---

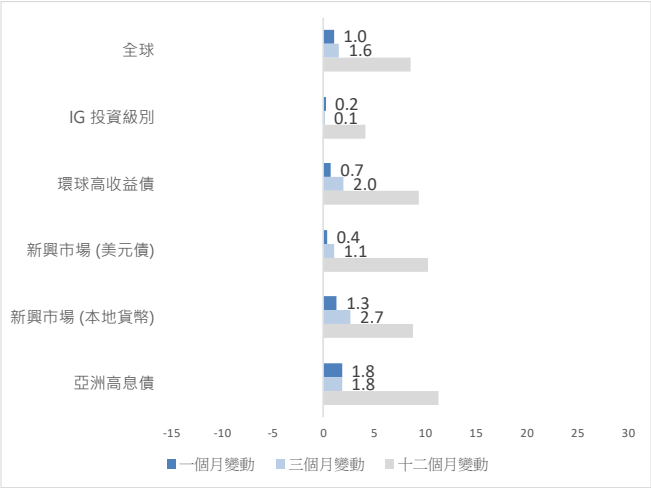
01	市場表現回顧	p.3
02	資產配置策略	p.4
03	本月市場焦點	
	冰火交織下的新週期：大宗商品超級週期思辨	p.5
	日圓資產走勢分析	p.10
04	宏觀經濟展望	p.14
05	資產市場展望	
	股票	p.17
	債券	p.20
	外匯及商品	p.22

資產市場表現

股票



債券



外幣及商品市場

FX	Latest	1m	3m	1y
DXY Index	96.3	-1.8	-3.0	-10.5
EUR/USD	1.20	1.6	3.2	14.9
GBP/USD	1.38	2.3	4.8	11.0
USD/JPY	153.11	1.7	0.2	0.4
AUD/USD	0.70	4.6	6.8	12.8
NZD/USD	0.61	4.5	5.4	7.4
USD/CAD	1.35	1.4	3.5	7.2
USD/CHF	0.76	3.2	4.5	18.5
USD/CNY	6.95	0.7	2.3	4.3
Commodity				
Crude Oil	65.4	11.0	6.2	-11.5
Spot Gold (\$/oz)	5375.2	19.1	28.4	84.9

利率變動

	Latest	1m Δ	3m Δ	1y Δ
US Treasuries				
2Yrs Bonds	3.56	0.13	-0.03	-0.63
10Yrs Bonds	4.23	0.15	0.18	-0.24
German				
2Yrs Bills	2.08	-0.04	0.10	-0.12
10Yrs Bonds	2.84	-0.01	0.20	0.33
UK				
2Yrs Bills	3.71	-0.01	-0.05	-0.62
10Yrs Bonds	4.51	0.03	0.12	-0.11
China				
CNH HIBOR 3M	3.51	0.01	0.10	-0.67
CNH HIBOR 1Y	3.42	-0.01	-0.01	-0.63
Hong Kong				
HIBOR 3M	4.44	-0.21	-0.72	-0.99
HIBOR 1Y	5.18	-0.11	-0.39	-0.96

簡評:

在 1 月，對環球股票市場而言並非一個太差的月份，以 MSCI 環球指數作為代表，期內回報為 3.51%，其中，新興市場跑贏成熟市場，代表新興市場的 MSCI 新興市場指數，期內回報為 10.71%，而代表成熟市場的 MSCI 世界指數，期內回報則為 2.62%，新興市場相對明顯跑贏。而新興市場的強勢表現，除了和弱美元有關外，亦和產業趨勢有關 — 由於龐大的人工智能需求碰上產能的物理瓶頸，導致包括記憶體、晶圓代工等環節供不應求，在未來業績確定性大幅提升及不同程度的漲價的前提下，相關企業的股價亦大幅上升，而有關產業的於韓國及中國台灣這兩個新興市場的佔比亦相對高，也拉動新興市場指數表現。而從環球市場表現排名中也可看到 — 年初至今，環球區域市場表現排名第一的是韓國 KOSPI 指數，期內回報 24.7%，排名第二的則為巴西聖保羅指數，期內回報為 13.66%，再次則為中國台灣證交所指數，回報為 10.7%，遠跑贏標普 500 指數同期 1.8% 的表現，亦可看到有關市場的表現是如何強勢了。



資產配置策略

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"><li>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</li><li>企業基本面向穩健，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</li><li>美國將於11月舉行中期選舉，預料會鼓勵特朗普政府推出有利經濟的政策，例如增加財政開支，進一步簡化金融規則等</li><li>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況波動</li><li>鑑於美股近年表現大幅領先，導致不少估值高於其他市場</li></ul>
歐元區					<ul style="list-style-type: none"><li>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被重新分配，一旦流出美國，歐元區較先受惠</li><li>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</li><li>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</li><li>歐洲股市市值相對美股被低估，但經濟增長不如美國穩健，地緣政治較不穩定</li></ul>
英國					<ul style="list-style-type: none"><li>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</li><li>英國仍有減息空間，估值具吸引力，具防禦型、價值傾斜的特質，提供的總股東收益率高於通脹</li><li>惟仍面對滯脹及盈利前景不明朗，企業稅的增加或損害企業利潤</li></ul>
亞洲 (日本除外)					<ul style="list-style-type: none"><li>美元走弱有利亞洲資產表現，加上估值仍較吸引，MSCI亞太指數預測市盈率約17倍，低於MSCI世界指數</li><li>財政及貨幣政策刺激支持經濟增長，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)</li><li>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會</li><li>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憧憬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觸發過去兩年升勢走闊的亞洲科技股有創估值的風險</li></ul>
日本					<ul style="list-style-type: none"><li>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</li><li>政府支出增加刺激經濟復甦，預期增長來自財政政策支持。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利當地的出口企業</li><li>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</li><li>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</li><li>日本經濟正逐步走向利率正常化的道路，而銀行存息息差擴大，金融機構盈利彈性加大，銀行股受惠</li></ul>
中國內地					<ul style="list-style-type: none"><li>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，推動服務業高效高質量發展、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</li><li>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</li><li>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</li><li>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困擾整體投資信心</li></ul>
香港					<ul style="list-style-type: none"><li>過去一年累升近28%，南向資金持續流入成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</li><li>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</li><li>聯儲局減息後，美國資金有外溢預期，港股作為離岸市場，流動性尤其敏感，對美國減息有正相關性</li></ul>
新興市場 (拉美)					<ul style="list-style-type: none"><li>央行持續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</li><li>美元弱勢預期持續，有助資金流向新興市場</li><li>政治不穩及商品價格波動或令股市波動性大</li></ul>
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，加息曲線變得更陡峭，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"><li>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</li><li>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</li><li>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</li><li>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過後市場視為利好落地，給美債帶來波動</li><li>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</li><li>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</li></ul>
歐元區債券					<ul style="list-style-type: none"><li>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</li><li>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</li><li>減息周期已完結，債券收益率下行空間有限</li><li>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</li></ul>
環球投資級別企業債 (IG)					<ul style="list-style-type: none"><li>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</li><li>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</li><li>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</li></ul>
環球高收益債券 (HY)					<ul style="list-style-type: none"><li>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</li><li>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寬水平</li><li>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</li></ul>
亞洲債券					<ul style="list-style-type: none"><li>「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</li><li>亞洲債券的信貸息差已收窄至一個相當低水平，預計其資本增值潛力或不及股票，相關息差可望保持穩定</li><li>亞洲的基本因素利好，周期性推動因素及結構性轉變亦重疊亞洲債券的形勢</li><li>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</li><li>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</li></ul>
新興市場 債券(拉美)					<ul style="list-style-type: none"><li>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</li><li>減息預期攀升為流動性帶來順風，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</li><li>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</li><li>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</li><li>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</li><li>可視作戰術性交易，但各國的穩健程度不一，需精挑細選</li></ul>
低配    --    -    中性    +    ++    超配					
環球行業/板塊					美國經濟動力減弱，板塊有輪動，但須觀察盈利表現，應擴大投資視野
資訊科技					<ul style="list-style-type: none"><li>行業不論是在盈利前景、資本開支的可持續性，以及是產業鏈供應等方面都仍然有望保持正面發展，而現時整體的估值水平經過早輪的調整後亦已有所回落</li><li>相關的技術水平仍在不斷進步下，預計與AI相關的新科技產品及服務都有機會繼續推動到行業的長遠發展</li><li>產生商業價值的AI應用需依賴強大的GPU進行訓練和推理，應重點投資於盈利更具韌性及更有機會在技術落地階段持續受惠的股份</li><li>每股收益增長保持強勁升幅，人工智能AI的長期增長趨勢未變，需求強勁帶動高科技股走高</li><li>AI的持續發展與商業化屬最核心的驅動力，AI技術從概念走向大規模商業應用的爆發，包括提供算力的硬件公司及開發AI應用軟件和雲服務的企業，盈利預期仍在持續增長，前期轉化為巨大的資本支出和投資</li><li>大型科企強大盈利能力和現金流為高估值提供支撐，減息直接降低債務融資成本，緩解企業財務壓力</li><li>科技企業資本開支呈現競爭式增加，可持續性開始受到質疑</li><li>估值過高、集中風險、資本開支及AI盈利周期的持續性存疑，投資者減持領漲股</li></ul>
金融					<ul style="list-style-type: none"><li>特朗普政府下的放鬆管制將支持銀行的合併及推動經濟增長政策，特定利率環境下業務的盈利能力，銀行股也成主要受惠者</li><li>經濟環境利好收購合併，上市等業務，有利金融企業。逾2億美元的資本通過私營部門貸款；股票回購；銀行業整合創造更有利的經營環境</li><li>龍頭，尤其大型銀行股交出依然亮眼的業績，主因股票交易、資產管理、投行表現強勁；資產質量穩定、信貸成本控制改善、無重大壞賬風險</li><li>不少大型股股價累積升幅強勁，已充分反映多項利好因素，未來股價上漲空間收窄，可考慮高位獲利</li><li>需選擇風險管控能力強、業務多元化及國際性的公司</li></ul>
健康護理 (AI+醫療科技)					<ul style="list-style-type: none"><li>去年年底在板塊輪動下資金換馬至防禦性高及穩健的板塊，尤其生物技術板塊最為顯著，主因基因臨床突破、交易活動升溫及人工智能驅動的藥物研發快速落地</li><li>行業未來12個月的市盈率約18倍，較大的22倍為低</li><li>傳統藥企及疫苗企業過去一年表現疲弱，因擔憂藥品關稅及調整醫保報銷比例，須留意華府針對健康護理的政策</li><li>價值優質企業，尤其受惠於AI醫療科技等領域應用，醫療器械及診療產品行業收入回穩及AI驅動結構改善，盈利增長潛力不容忽視</li><li>行業的增長最終由創新驅動，醫療器械領域持續出現突破性產品，處於長期增長潛力，而有些藥物的需求是剛性的</li></ul>
必需消費品					<ul style="list-style-type: none"><li>過去自關稅衝擊後表現一直遜於大市後開始復甦，特朗普政府控制油價的政策有望令此行業受惠</li><li>在減息周期伴隨的經濟困難時期，此板塊通常表現較突出</li><li>市況動盪及曾因關稅風暴之時受資金追捧、抗通脹及抗周期之選，但競爭較大，需精選增長穩定、股息可持續的企業</li><li>防守性強及現金流穩定，傳統的防禦性板塊，在市況波動/經濟不確定時表現相對穩定，經濟波動中黏性較強，但業績增長空間不多</li></ul>
非必需消費品					<ul style="list-style-type: none"><li>受經濟周期影響大，關稅若將成本轉嫁給消費者，可能導致消費支出趨於溫和</li><li>面臨勞動力市場疲軟而減少消費支出風險。若經濟保持韧性或實現較著陸，或對板塊構成利好</li></ul>
公用事業					<ul style="list-style-type: none"><li>一般處於壟斷經營地位，業績波動更少，並有較高的股息回報率，此類公司資產規模較大，安全性也較高</li><li>低估值及防守性較佳，減息為行業帶來順風，融資壓力減輕</li><li>AI、數據中心的發展，電力需求快速攀升，為公用事業企業帶來增長機會</li></ul>



引言

2025 年，大宗商品市場呈現極致分化格局：貴金屬領漲全球，工業金屬震盪上行，能源與黑色系持續低迷，農產品走勢“冰火兩重天”。

進入 2026 年，全球大宗商品市場活躍度顯著提升。道瓊斯大宗商品綜合價格指數在 1 月第三周觸及 1174.75 點，周環比上漲 1.76%，市場波動與結構性變化遠超常規週期。有色金屬表現尤亮眼，銀、鋰、鉑金、黃金、銅開年以來漲幅達 32.40%、28.69%、15.57%、9.23%、3.41%；過去一年間，上述品種漲幅更是高達 206.90%、95.76%、151.07%、71.94%、36.73%。此前低迷的能源與農產品，也在 2026 年初重拾漲勢。

市場強烈的看多情緒，引發了關於新一輪超級週期是否開啟的廣泛爭議，也為高淨值客戶的資產配置提供了全新思考維度。

圖表 1：部分大宗商品表現情況：有色金屬和工業金屬（截至 2026 年 1 月 20 日）

Metals	Price	Day	%	Weekly	Monthly	YTD	YoY	Date
Silver	94.236	▼ 0.444	-0.47%	8.56%	36.66%	32.40%	206.90%	15.29
Lithium	152500	▲ 1,500	0.99%	-4.39%	54.94%	28.69%	95.76%	Jan20
Platinum	2389.70	▲ 14.2	0.60%	1.65%	9.85%	15.57%	151.07%	15.29
Gold	4717.02	▲ 39.21	0.84%	2.88%	6.16%	9.23%	71.94%	15.29
Copper	5.8749	▼ 0.0224	-0.38%	-2.33%	8.04%	3.41%	36.73%	15.29

Industrial	Price	Day	%	Weekly	Monthly	YTD	YoY
Indium	3600	▼ 100	-2.70%	2.86%	41.18%	27.43%	38.20%
Tin	47962	▼ 4,049	-7.78%	5.32%	13.50%	18.31%	61.15%
Molybdenum	510.00	▲ 0.00	0.00%	0.00%	13.21%	12.71%	8.74%
Palladium	1882.00	▲ 6	0.32%	-2.95%	-0.11%	12.53%	94.71%
Sulfur	4040.00	▲ 53.33	1.34%	4.48%	2.43%	10.35%	145.69%
Rhodium	10100	▲ 0	0.00%	1.51%	24.31%	10.08%	116.04%
Neodymium	817500	▼ 5,000	-0.61%	3.15%	12.37%	8.04%	59.51%
Nickel	17870	▼ 275	-1.51%	1.20%	16.71%	6.33%	11.00%

來源：TradingEconomics。

一、超級週期的序曲：多重因素共振下的市場重構

美元信用弱化仍是貴金屬上漲的核心推手。截至 2025 年三季度末，美元在全球外匯儲備中的占比降至 56.92%，創 30 年來新低。進入 2026 年，全球央行購金節奏雖有所放緩，但仍處於歷史高位：2025 年全年

央行淨購金 863 噸，較前一年下降 21%，2026 年預計購金量將小幅回落至 850 噸。世界黃金協會指出，經過 2022-2025 年的持續購金，全球外匯儲備中黃金占比已接近 1990 年代初水準。

**美聯儲政策動向進一步支撐貴金屬走勢。**2026 年 1 月議息會議上，美聯儲宣佈維持聯邦基金利率在 3.50%-3.75% 區間不變，同時上調經濟增長評估。儘管降息預期暫時落空，但鮑威爾明確表示“政策未顯著限制性”，且“無人預計下次會議加息”，這意味著持有黃金的機會成本維持穩定。在此背景下，全球黃金 ETF 新增持倉超 700 噸，總規模突破 3932 噸。

**此外，AI 與新興需求，催生大宗的結構性需求。**AI 產業成為全球經濟的新增長引擎，2026 年全球 AI 相關投入預計超 2 萬億美元，AI 算力的擴張通過電力基礎設施、數據中心建設放大用銅需求。測算顯示，AI 算力每增長 1 倍，銅需求將增加 1.2 倍。新興經濟體工業化進程同步發力，工業化初期國家對鋼材、銅、鋁的需求度比發達國家高出 50%，形成長期需求支撐。

**最後，當前全球市場在持續的地緣政治衝突與不確定性中運行，避險情緒居高不下。**這種環境促使投資者對以美元為核心的傳統安全資產進行重新審視，部分資金正尋求向更具實物屬性的資產分散。這一再平衡過程加劇了大宗商品市場的內部分化：能源、貴金屬及部分關鍵礦物因供給風險和避險需求受到強勁支撐，而需求前景則主導了工業金屬等品類的走勢。這種供需結構的重塑，疊加長期資本配置的轉移，可能正推

動大宗商品市場進入一個特徵顯著、持續強化的“超級週期”初期階段。

## 二、超級週期的本質：超越短期波動的長趨勢

強勁上漲引發關於“超級週期”的討論。究竟什麼是大宗商品超級週期？它與常規週期有何區別？

簡單來說，超級週期指的是大宗商品真實價格經歷的長達數十年的長期趨勢性偏離，有兩個核心特徵：

**一是時間跨度長，一個完整的超級週期大約需要 30 年以上（上漲占 1/3，下跌占 2/3）；**

**二是範圍廣，價格波動會廣泛覆蓋能源、金屬、農產品等基礎原材料品類，並呈現出高度的同步性。**從歷史數據來看，不同品類大宗商品的真實價格在長期維度上，也隨超級週期的演變呈現出各自波動規律。

歷史數據顯示，自 1850 年以來，全球共經歷了五輪大宗商品超級週期，平均時長 34 年，每一輪都與重大歷史事件和經濟變革緊密相關。

其中，**第一輪超級週期（1850-1898 年），驅動因素是工業革命的全球擴散以及美國內戰**，前者推動了鐵路建設，增加了煤炭和生鐵需求，而美國內戰則導致棉花供應鏈鍛煉，推高棉花價格。這一輪週期中，農產品漲幅相對領先，各類商品的整體漲幅在 20% 左右。



**第二輪超級週期 (1899-1932 年)，核心是二次工業革命與第一次世界大戰。**第二次工業革命本質上是一場能源革命，電氣化對銅的需求、內燃機對石油的消耗以及化工的興起，共同塑造新的資源消費模式，美國作為新興工業強國，製造業產值在這一時期超越英國，而一戰則進一步推高資源需求，同時戰爭導致供給側癱瘓。特徵是能源漲幅 106% 領跑，工業金屬和農產品均漲 60% 左右，貴金屬表現平淡。

**第三輪週期從 1933 年持續到 1971 年，核心驅動因素是二戰軍備競賽與歐日戰後重建。**1933-1945 年，歐洲和日本經歷了“軍備競賽”，德日在二戰前以及二戰中，對戰略物資，包括銅、鐵礦石、橡膠等在內的大宗商品需求呈指數級增長；二戰後，馬歇爾計畫主導了歐洲重建，這一時期的需求特徵呈現出高度的國家主導性，公共部門支出取代私人投資成為驅動商品超級週期的核心引擎。這一輪週期的特徵是各類商品漲幅都非常可觀，工業金屬、農產品、能源漲幅均超過 100%，白銀漲幅更是超過 200%，黃金漲幅也達到了 60%。

**第四輪週期是 1972 年到 2002 年，關鍵字是大滯脹、石油危機與美元信用體系重構。**宏觀和貨幣政策層面，1971 年尼克森衝擊終結了佈雷頓森林體系，美元與黃金脫鉤。央行尤其是美聯儲在初期採取了適應性預期的寬鬆政策，試圖以更高通脹換取就業，導致通脹預期脫錨。這一時期，實物資產成為對沖信用貨幣貶值的首選，金融屬性首次在大宗商品定價中佔據主導地位。供給側方面，冷戰背景下，一連串地緣衝擊引發了石油危機。與其他週期不同，本輪商品價格上漲並非源於經濟繁榮，而是源於供給短缺和貨幣貶值的雙

重共振。其特徵十分鮮明：貴金屬因通脹預期失控漲幅最大，其次是能源，受地緣博弈引發的供給衝擊影響，工業金屬和農產品則相對滯後。

**第五輪週期從 2003 年持續到 2020 年，核心驅動力是中國崛起。**2001 年中國加入 WTO，釋放了巨大的資源需求。當時中國處於工業化中期和快速城鎮化階段，單位 GDP 的金屬消耗強度遠高於全球平均水準。根據世界銀行 2009 年的數據，中國在這一時期消耗了全球約 40%-50% 的精煉銅、鋁和鐵礦石。供給側方面，在 1980-1990 年代的大宗商品熊市期間，全球礦業巨頭大幅削減了勘探預算和資本開支，導致供給相對不足。這一輪週期的特徵是黃金漲超 300%，工業金屬和能源漲幅均達到 200% 左右，農產品漲幅相對較低，僅為 50%。

### 三、大宗商品超級週期的統計特徵

通過對 5 輪大宗商品超級週期的梳理，我們發行有 5 個關鍵統計特徵。

- 第一，超級週期“牛短熊長”，平均持續約 34 年，**其中牛市上升階段約為 13 年，從週期低點到高點的平均漲幅為 75%；熊市下降階段持續時間約為 21 年，指數回撤幅度約 47%。
- 第二，不同商品的跌幅相對類似，都在 50%-60% 之間，但漲幅差異巨大，金銀和能源漲幅在 200% 左右，工業金屬在 90% 左右，農產品在 60% 左右，**貴金屬和能源之所以長期呈現中樞回歸特徵，是因為上漲彈性大而非抗跌。

第三， 價格達峰的先後順序有規律可循，黃金最早，平均提前 5.6 年，工業金屬次之，平均提前 1.6 年，然後是農產品，平均提前 0.8 年，最後是能源，平均滯後 0.4 年。

第四， 考慮通脹因素後，上行週期名義價格會翻倍，下行週期名義價格則走平或小跌。具體來看，上行週期美國通脹漲幅為 52.5%，意味著名義大宗商品指數漲幅為 127.5%；下行週期通脹漲幅為 42.8%，名義大宗商品指數漲幅為-3.7%。

第五， 超級週期的牛市往往對應高通脹時代，上行週期的年化通脹為 4.0%，下行週期為 2.0%，這也意味著看多超級週期的前提，本質上是看多美國通脹。

四、歷史規律與當前市場對比：超級週期的起點判斷

基於歷史數據和週期分析，我們發現超級週期可以大致的分為兩類：增長型超級週期、滯脹型超級週期。

“增長型超級週期”帶來的需求爆發，往往伴隨 10 年尺度上主要工業金屬的消費量翻倍，對應年化真實增幅 7%。而需求背後，主要是大國的階梯狀工業化。當一個人口規模巨大且具備一定經濟體量的國家，步入人均 GDP4000-10000 美元（按 2024 年購買力計算）的關鍵區間時，就可能帶來長達數年的大宗商品超級週期。過去 5 輪商品超級週期，就分別對應了美國（第二輪）、歐日（第三輪）和中國（第五輪）的工業化進程。以 2000 年代中國崛起為例，2000 年加入 WTO 後，中國進入快速工業化和快速城鎮化階段，工業金屬和能源的進口增速在 2000-2005 年期間高達年化 30%，單位 GDP 的金屬消耗強度遠高於全球平均水準。

圖表 2：過去 175 年的無論大宗商品超級週期及統計特徵

第一輪 (1850-1898)		總真實指數	同期通脹	工業金屬	農產品	能源	金	銀
峰值年份	1860			-7	-3	0	3	4
低點年份	1897			-2	1	-5	-27	0
上升區間漲幅	20.4%			18.1%	22.6%	22%	10.4%	13.1%
下跌區間漲幅	-44.4%			-61.3%	-39.0%	-79.6%	-39.4%	-62.0%
第二輪 (1899-1932)		總真實指數	同期通脹	工業金屬	農產品	能源	金	銀
峰值年份	1917			-1	0	3	-19	2
低點年份	1932			0	0	-1	-12	0
上升區間漲幅	62.0%			59.4%	57.0%	106.2%	0.0%	3.0%
下跌區間漲幅	-60.9%			-64.1%	-60.3%	-57.7%	-59.9%	-75.9%
第三輪 (1933-1971)		總真實指數	同期通脹	工業金屬	農產品	能源	金	銀
峰值年份	1947			4	0	1	-13	21
低點年份	1971			0	0	-1	-1	0
上升區間漲幅	84.3%			108.4%	106.1%	138.6%	58.8%	231.4%
下跌區間漲幅	-20.9%			-23.8%	-49.1%	-26.4%	-64.6%	-38.1%
第四輪 (1972-2002)		總真實指數	同期通脹	工業金屬	農產品	能源	金	銀
峰值年份	1980			-1	-1	1	0	0
低點年份	2002			0	-1	-4	-1	-1
上升區間漲幅	88.1%			54.0%	62.5%	270.6%	697.4%	453.9%
下跌區間漲幅	-63.1%			-70.0%	-64.6%	-66.7%	-79.3%	-90.2%
第五輪 (2003-2020)		總真實指數	同期通脹	工業金屬	農產品	能源	金	銀
峰值年份	2011			-3	0	-3	1	0
低點年份	2020			0	3	0	-5	-2
上升區間漲幅	120.4%			216.7%	55.1%	195.3%	322.1%	512.2%
下跌區間漲幅	-42.2%			-35.6%	-44.9%	-69.2%	-32.7%	-60.0%
平均		總真實指數	同期平均通脹	工業金屬	農產品	能源	金	銀
上升時長和峰值滯後 (年)	13.25			-1.6	-0.8	0.4	-5.6	5.4
下跌時長和谷值滯後 (年)	21.4			-0.4	-0.6	-2.2	-8.2	-9.6
上升區間漲幅	75.0%			91.3%	60.7%	187.0%	217.7%	245.7%
下跌區間漲幅	-46.3%			-50.9%	-51.6%	-59.9%	-55.2%	-65.2%

來源：CCBA PB Research.

“滯脹型超級週期”源于金融需求推波助瀾。1971 年佈雷頓森林體系解體，美元與黃金脫鉤，大宗商品從單純的生產要素，轉變為全球資產配置中的通脹對沖工具和價值儲存手段。研究發現，70 年代商品收益率與通脹率呈正相關，與股票和債券負相關，在通脹環境下能提供有效的投資組合分散化效應和正的實際收益率。這一時期，黃金價格從 1971 年的 35 美元/盎司暴漲至 1980 年 1 月的 850 美元/盎司，十年漲幅超過 23 倍；白銀價格從 1971 年的 1.3 美元/盎司飆升至 1980 年初的近 50 美元/盎司，漲幅達 37 倍；銅和鋁在 1975 至 1980 年期間也分別上漲超過 100%和 500%。值得注意的是，這次商品價格暴漲並非源於經濟活動



改善，在漲幅最快的 1978-1980 年，PMI 從 60 降至 45，經濟處於疲軟狀態。歷史上看，滯脹/囤貨型超級週期的特徵是貴金屬>能源>工業金屬，其中能源價格上漲一定程度來自於供給側衝擊，而貴金屬遠強於工業金屬的原因，是因為前者價值密度高得多，更適合囤貨和金融避險；而增長型週期則是工業金屬和能源更強，貴金屬表現略弱。

通過對比歷史超級週期與當前市場表現，我們發現當前市場可能處於新一輪“滯脹型超級週期”的早期階段，而非“增長型超級週期”。

主要理據有二。其一，市場有可能走類似於 20 世紀 70 年代的“滯脹型超級週期”。當前的宏觀環境與 1970 年代有相似之處，市場縈繞著債務危機、信用貨幣體系不穩定、地緣政治格局動盪三重危機，這可能驅動投資者和主權國家增加商品配置、擴大囤貨需求。

其二，2020 年以來的漲幅還遠遠不及歷史上的超級週期。從 2020 年到 2026 年 1 月的真實漲幅來看，工業金屬上漲 36%、農產品上漲 20%、能源上漲 25%、黃金上漲 97%，這些漲幅仍顯著低於多數歷史可比的超級週期，意味著如果當前確實還未進入超級週期，最多只能算超級週期的起點。

圖表 3：20 世紀 70 年代以及當下的通脹對比



來源：Refinitiv。

## 五、結論

綜合以上分析，如果說目前是新一輪超級週期初始階段，那麼它大概率不是“增長型超級週期”，因為科技革命對商品需求的驅動力不及工業化時期；而更可能是“滯脹型超級週期”，背後是地緣衝突、信用貨幣體系不穩定、全球債務問題三重擔憂的支撐。

與其他超級週期對比，壞消息是 2020 年商品價格的起點並不低，但好消息是目前的漲幅還有想像空間。從大宗商品內部來看，農產品是高賠率、低勝率，它的起點低、當前漲幅也低，但缺乏明確催化因素；貴金屬是高勝率、低賠率的品種，起點高、漲幅已經不低，但主線邏輯最符合囤貨/滯脹的宏觀環境；工業金屬在兩個維度上都介於兩者之間，性價比相對偏低。

僅從 2026 年來看，我們暫且看不到央行全面轉鷹的風險（雖然偏“鷹派”的聯儲主席提名可能推動美元走強、利率上升，商品市場可能短期調整，金價不排除回檔至 5000 附近），相應地全球政府債務問題系統性解決的可能性亦較小，衰退風險也處於可控範圍，因此缺乏系統性看空商品的宏觀基礎。



2026 年以來，日圓資產走勢明顯分化，日圓和日債顯著承壓，日股持續走強，在日圓孳息率持續走高背景下，日股的搶眼表現顯得更非同尋常。而這背後最重要的因素，就是日本現任首相高市早苗上臺後帶來的“高市交易”，也即做多日股+做空日債+做空日元。

#### 一、利率上行週期加碼財政刺激，市場擔憂財政可持續性，日債承壓

早於 2025 年 12 月底就曾分析過，日債利率上行風險需要重視。在貨幣緊縮疊加財政擴張背景下，尤其是長端利率更容易攀升。同時，考慮到加息幅度相對有限，而財政不可持續壓力難以化解，日債利率曲線可能延續陡峭化。

這一判斷在 2026 年 1 月已經開始被證實。

2026 年 1 月以來，日本長期國債繼續遭到拋售，導致收益率不斷上揚。日本長期利率指標的 10 年期日本國債收益率一度上升至 2.330%，為 1999 年 2 月以來的最高水平。日本 30 年期國債突破 3.8%，持續創歷史新高；日本 40 年期國債的收益率上升至 4%，這是該債券自 2007 年首次發行以來的最高水平，也是日本主權債券 30 多年來首次達到這一水平。

隨著日本加碼財政刺激，對財政可持續性的擔憂或推升日本長端國債的風險溢價，導致長端國債的流動性進一步惡化。

（1）2025 年底，日本政府推出 21.3 萬億日元綜合經濟對策，預計占 2025 年 GDP 的 2.8%，超過市場此前

所預期的 17-20 萬億的區間，補充預算占 GDP 的比重將比 2024 財年提高 0.4 個百分點。

(2) 高市早苗計劃在 1 月 23 日解散眾議院，提前在 2 月 8 日提前選舉，旨在憑藉目前較高的內閣支持率，為執政黨爭取更多議席，以增強政策執行力，推進 21 萬億日元的經濟刺激計劃。

(3) 高市早苗承諾削減食品消費稅，可能給公共財政帶來壓力，市場擔憂日本的財政狀況進一步惡化，於是瘋狂拋售日債。

圖 1：30 年期日本國債收益率顯著攀升



## 二、日股仍有上漲空間，任何短期波動都是買入機會

2025 年日經 225 指數上漲 26.2%，2026 年以來（截至 1 月 16 日）上漲 7.1%。主要來自於三個方面的推動：

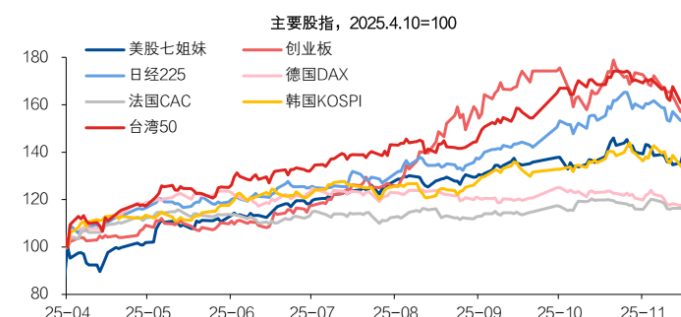
(1) 日本高通脹和經濟溫和復蘇。自 2024 年下半年以來日本經濟溫和復蘇，實際 GDP 同比增速從 2024 年四季度的 0.6% 上升至 2025 年第二季度的 2%。持續的高通脹環境以及就業環境的改善，拉動了“春鬥”薪

資大幅上漲，使得消費成為經濟增長的主要貢獻項，支撐企業盈利預期改善。

(2) 高市早苗政府的寬財政政策提升市場信心。高市認為財政紀律固然重要，但財政的主要目的在於促進經濟增長，主張通過增發國債支持經濟，日本國會現已通過了 2025 財年補充預算案，旨在落實高市內閣提出的經濟刺激計劃。

(3) AI 產業鏈出口旺盛。受益於全球人工智能浪潮，截至 2025 年 11 月，日本芯片設備銷量連續 23 個月實現增長。2025 年日本 AI 概念股股價大幅上漲，僅愛德萬測試、軟銀集團、Tokyo Electron 三家企業就大幅推高了日經平均指數。

圖 2：日經 225 指數受 AI 行情映射明顯



對於 2026 年日本股市，認為仍有上漲空間，尤其是當前全球經濟增長依靠財政與 AI 兩大主線，而日股在兩條線索下均有邏輯映射。而任何日股的短期波動都是買入機會。

一、隨著通脹回落、居民實際收入水平上升，“通脹—工資”正循環推動日本名義經濟增長，日股表現與日本名義經濟增長高度相關，消費板塊有望迎來補漲。



二、全球 AI 仍然處在擴張階段，半導體設備需求有望進一步釋放。

三、日本政府的財政刺激和企業的資本支出有助提升企業盈利，利好人工智能、半導體、造船、航空航天、軍工等板塊。

四、日本企業治理改革，推動日股 ROE 提升，提振企業估值。

### 三、加息未能扭轉日圓貶值勢頭，觸發時隔 15 年的跨國外匯聯合行動

為何 2025 年日本央行加息後，日圓持續貶值？日圓的走勢已無法簡單用利差收窄的傳統框架來解釋，主要受以下因素影響。

**（1）實際利率仍為負值，日央行對未來利率路徑指引模糊，金融環境仍保持寬鬆狀態。**日央行 2025 年 12 月將基準利率上調至 0.75%，但對未來利率路徑指引模糊，不及市場預期，加息落地反而成賣出日元的觸發點。現階段日本核心通脹率中樞在 3% 左右，扣除物價上漲因素後，實際利率仍然是負值。根據日央行估計，中性利率水平在 1%-2.5%，所以即使加息，當前日本金融環境仍然保持寬鬆狀態。

**（2）對財政可持續性的擔憂，或減緩央行加息節奏。**2025 年 12 月，日本接連公佈了 2025 財年補充預算案和 2026 財年初始預算總額，涉及金額分別較 2024 財年補充預算案和 2025 財年預算總額增長 31.0%、6.3%，加劇了市場對財政可持續性的擔憂。當前日本

公共債務占 GDP 比重超 250%，但得益於低利率，國債利息負擔並不太重，2024 年約占 GDP 的 1.7%，低於同期美國的 3.0%。

但如果利率過快上行，可能急劇增加財政壓力。假設政策利率從 0.5% 上升至 1%，雖然只增長了 0.5 個百分點，但舉新債的利息負擔卻增長了一倍。日本長期利率上行加重日本財政負擔。

**（3）資本流動方面，日圓的融資貨幣屬性並未改變。**套息交易屬典型的跨境資本流動，對利差預期高度敏感。當前美日之間仍有 2.75-3 個百分點的政策利差，從歷史經驗來看還是存在一定的套利空間，再加上由於美債走勢陡峭化，市場預期未來中長期美債收益率依然存在上行空間，套息交易規模上升。

圖 3：日本實際利率仍處於負值區間



數據來源：彭博

1 月 23 日，最引人注目的是日圓單日 1.7% 的升值幅度，背後是 15 年未曾出現的跨國外匯聯合行動——美國“幹預”USDJPY 匯率。日本央行在 1 月 23 日的議息會議保持利率不變，符合市場預期。日本央行行長植田和男在新聞發佈會繼續保持對加息的謹慎觀望態度，日圓承壓，USDJPY 一度逼近 159.20。新聞發佈會結

束之際，USDJPY 出現異常的急速閃崩，日本財務省（MOF）貌似出手對匯率的正式幹預，但這輪下跌僅止步 157.5，幅度僅不到 200pips，似乎達不到幹預的水平（日本當局曾在 2024 年 4 月實施外匯幹預，花費約 1000 億美元支撐日元，在 1 小時內將美元兌日元匯率從 160 快速拉升至 155）。隨後 USDJPY 很快反彈回 158 上方。然而午後，USDJPY 開啟新一輪閃崩，據市場消息，美盤時段紐約聯儲對多家外資行進行了 USDJPY 的 rate check（匯率詢價），不僅導致 USDJPY 大跌 250pips，更是帶動 EUR、GBP、AUD 等絕大多數非美貨幣大幅升值。

**市場認為，本次幹預行為相當罕見。**

第一，美國財政部的匯率詢價通常被視作直接幹預匯市的前兆，紐約聯儲幹預動用的是日本財務省的外匯儲備，紐約聯儲 rate check 代表美國財政部的意志，需要美國財長貝森特（甚至需要特朗普）簽署確認，因而已經上升到跨國聯合幹預行動的層級。

第二，日本財務省對日圓匯率幹預已經習以為常，但是跨國聯合幹預行動，自 1985 年也以來只有 6 次，要麼是涉及多幣種的更廣泛協作（如廣場協議、盧浮宮協議），要麼是針對重大衝擊（亞洲金融危機、歐元不穩定、日本大地震）。但是，本次聯合行動卻發生在沒有重大衝擊也不涉及更廣泛幣種協作的背景下，屬相當罕見的行為。

第三，更不尋常的是，與前兩次聯合行動相比，本次非美貨幣走勢相關性提高了很多，美元幾乎是被全方面圍剿削弱。這或意味著，特朗普政府可能希望通過對日圓、韓元等表現太弱的貨幣定點幹預，借機削弱美元。

**展望未來，日圓在上半年內可能處於窄幅震盪的狀態，下半年或有反彈可能性。**

（1）本次美日聯合行動，短期內料將大幅削弱日圓空頭力量，但若無新一輪幹預，日圓自身也缺乏升值動能，可能在 153-157 震盪。

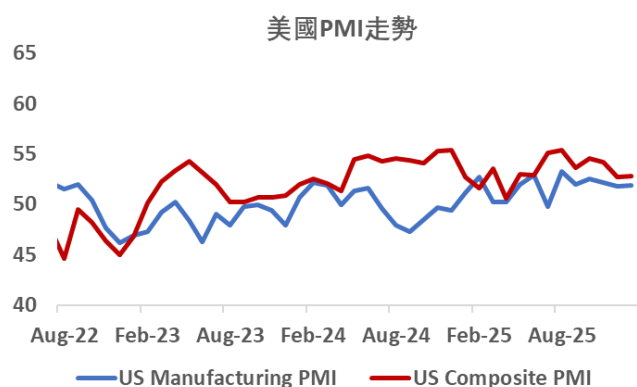
（2）上半年日本經濟基本面不確定性較高、加息節奏緩慢，限制日圓升值。由於日本經濟基本面還不夠穩固以及市場對財政可持續性擔憂，日央行可能在 6 月份才會迎來下一次加息。若在此之前財政刺激未能有效提振日本經濟，日圓還是會延續緩慢貶值的趨勢。如果日本國會在 3 月底前審議通過了 2026 財年的財政預算，可能在短期內強化日圓貶值壓力。

（3）下半年美日利差進一步收窄，日圓有反彈可能性。根據當前期貨市場定價，美聯儲、日央行大概率均在 6 月調整政策利率，屆時美日利差或進一步收窄，日圓將進入升值區間。但升值空間或有限，需要根據日本經濟恢復和通脹的走勢判斷。

如果今後美日匯率突破 160，日本當局有較大可能性會實施外匯幹預。

## 美國

### 美國經濟現顯著韌性，多項關鍵指標超預期



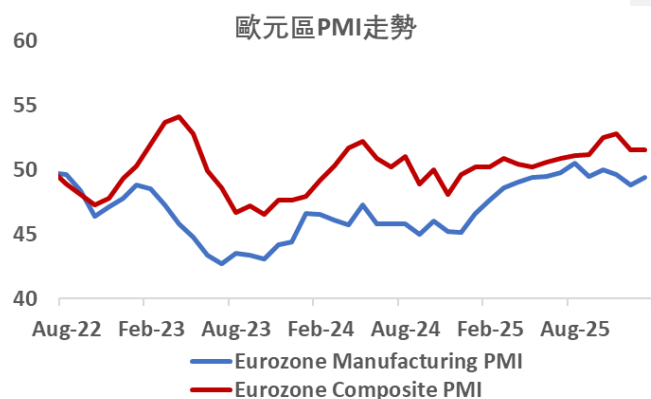
來源: Bloomberg

- 近期美國經濟展現出顯著韌性，多項關鍵指標超預期。2025 年第三季度 GDP 年化季環比終值錄得 4.4%，略高於市場普遍預期，創下近兩年來的最高增速。消費者支出在該季度按年化計算增長 3.5%，剔除食品和能源價格波動後的核心個人消費支出（PCE）物價指數同比上漲 2.9%，與預期一致，顯示通脹壓力整體保持穩定。
- 美國 1 月標普全球製造業、服務業 PMI 均擴張，但小幅低於預期。美國 1 月製造業 PMI 初值 51.9，預期 52，1 前值為 51.8；服務業 PMI 初值 52.5，預期 52.9，前值為 52.5；綜合 PMI 初值 52.8，預期 53，前值為 52.7。PMI 初值顯示，美國經濟在年初仍保持持續增長，但當前的擴張速度已明顯降溫。調查顯示，12 月和 1 月美國的年化 GDP 增速約為 1.5%。



## 歐洲

歐元區經濟增長動能邊際減弱，企業擔心地緣政治不確定性



來源: Bloomberg

歐元區 1 月的經濟活動持續擴張，但增長動能邊際有所減弱，綜合 PMI 維持在前月的 51.5，略低於預期的 51.9；而製造業 PMI 雖然小幅回升至 49.4，但仍處於萎縮區間，服務業的擴張也有所放緩。

德法兩個大國經濟增長繼續分化，德國綜合 PMI 上升至 52.5，服務業支撐了復蘇；但法國服務業 PMI 則跌至 48.6，但其製造業明顯有所反彈，並且上升至近四年的新高。

歐洲央行行長拉加德表示，特朗普關稅威脅令不確定性捲土重來，美歐之間的信任正受到破壞，並補充說兩地企業目前試圖搞清楚新關稅措施的連鎖反應。

## 中國

### 中國經濟數據欠佳，擴大內需為首要任務



來源: Bloomberg

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。

## 樂觀中保持審慎

### 市場回顧

在本期的股票專題，我們先回顧一下 1 月環球市場的表現，然後再分享我們對這個資產類別的看法。在 1 月，對環球股票市場而言並非一個太差的月份，以 MSCI 環球指數作為代表，期內回報為 3.51%，其中，新興市場跑贏成熟市場，代表新興市場的 MSCI 新興市場指數，期內回報為 10.71%，而代表成熟市場的 MSCI 世界指數，期內回報則為 2.62%，新興市場相對明顯跑贏了。而新興市場的強勢表現，除了和弱美元有關外，亦和產業趨勢有關 — 由於龐大的人工智能需求碰上產能的物理瓶頸，導致包括記憶體、晶圓代工等環節供不應求，在未來業績確定性大幅提升及不同程度的漲價的前提下，相關企業的股價亦大幅上升，而有關產業的於韓國及中國台灣這兩個新興市場的佔比亦相對高，也拉動了新興市場指數的表現了。而從環球市場表現排名中也可看到 — 年初至今，環球區域市場表現排名第一的是韓國 KOSPI 指數，期內回報 24.7%，排名第二的則為巴西聖保羅指數，期內回報為 13.66%，再次則為中國台灣證交所指數，回報為 10.7%，遠跑贏標普 500 指數同期 1.8% 的表現，亦可看到有關市場的表現是如何強勢了。

### 展望

先說結論，對股票這個資產類別，我們的方向是偏多的，如我們之前所言，環球市場目前是處於系統性牛市 — 在環球股票市場方面，我們觀察到在 29 個市場中，有 28 個正處於牛市，雖然至執筆時，整體動力有

所減弱，在 29 個市場中，只有 10 個市場過往兩週曾創下新高（1 月中時是 21 個），反映雖然環球市場方向雖然仍為向上，惟廣度及動力有所減弱，但整體向上方向仍然未變。我們看到近來相對慢下來的主要是歐洲市場，新興市場整體仍維持動力 — MSCI 新興市場指數至執筆時才剛創新高；而代表環球股市整體的 MSCI 環球指數，亦是剛創新高，反應股市這個資產類別仍然處於牛市了；而在資金流向上，我們觀察到年初以來一個大趨勢，是資金從大型科企（Mega Tech）中流出，流往其他市場及板塊 — 在區域市場方面，資金流了往新興市場（尤其是日本、韓國、中國台灣），在美股內部方面，資金則流向了小型股及高彈性股票（i.e. 去年 11 月小爆破，然後跌殘了的股票），然而，有關趨勢至執筆時有所轉變，我們看到在 1 月底時，資金重新流入權重股 — 考慮到 1 月最後一週中，美股七雄有四家企業會發業績，而在整個 1 月，有關股票的表現是相對落後的，反映沒有太多利好預期在裡邊，在此情況下，業績會反而容易有驚喜，有機會令以美股七雄為首的標普 500 指數亦對應轉強並破頂了。

話雖如此，我們對美股市場是否一面倒看好，認為指數破頂後便一帆風順呢？那又不是。以整個 2026 年來看，我們對美股的確是看多，但預期整個上升過程以全年看，不一定會一帆風順，因此我們對大市整體是懷有一定戒心的，主要原因有幾個：

#### (i) 美股是以高估值的姿態進入 2026

我們做過回測，從 2009 年開始計算（即後 QE 時代開始），標普 500 指數平均的歷史市盈率是 19.45 倍，如果每年開局時高於這個水平，該年平均回報會降至 11.61%，8 年中有 2 年是負回報（25%機會）；而如



每年開局時的市盈率是低於有關水平，則該年平均回報會升至 15.53%，9 年中只有 1 年是負回報；換而言之，開局時的估值高的話，該年的預期回報及贏率均會減少（邏輯上也很容易理解，就是估值打得太滿，市場整體的容錯空間減低了），而 2026 年標普 500 指數開局歷史市盈率是 27.3 倍，為 2022 年以來最高，因此，我們認為有提高戒心的必要了；

#### (ii) 連續數年高回報對市場表現有可能構成壓制

同樣地，我們做過回測，自 1950 年以來，標普 500 指數連續三年回報超過 15% 的話，除了 1995 至 1999 這五年，可以是以年回報分別為 34.1%、20.26%、31.01%、26.67%、19.53% 般維持五年外，其餘年份如連續三年超過 15%，第四年便是調整年；而 2023 至 2025 年，已經連續三年超過 15%，回報分別是 24.23%、26.78%、16.39%，因此 2026 年亦有提升戒心的必要了；

#### (iii) 如參考總統週期，2026 年美股回報亦不應給予過高期望

參考美國的總統週期，在有中期選舉的第二年，歷史上勝率是四年中最低（只有 54.2%），回報也是最低（3.3%），敘事角度看，原因和該年有中期選舉，因此政治不確定性有關，惟不論原因是否成立，數據顯示第二年美股表現往往相對弱勢，應提高審慎度，而 2026 年正是總統任期第二年，相對小心亦是合理了；

然而，我們是否看淡美股呢？答案是明確的「不是」。參考賣方共識及其他數據，從基本面角度看，2026 年向前展望，美股仍處於盈利擴張週期，目前沒有理由

支持我們看淡，在此前提下，我們對美股的觀點仍然是偏多，且預期 2026 年會有正數回報了——如果 2026 年盈利如預期增長 15%，在估值不變的前提下，標普 500 指數的預期回報亦是約 15%；而若估值回歸至五年平均，預期標普 500 指數回報則會為 5.8%，因此，以標普 500 指數作為代表，美股今年預期回報為 5.8% - 15%，對應目標價處於 7,242.5 至 7872.3 點了。因此，簡要而言，我們對美股的方向是看多，預期 2026 年美股會有正回報，回報區間處於 5.8% - 15%，然而，由於一系列因素，包括估值相對較高、總統週期、已經歷連續數年高回報等，美股的脆弱性相對較高，因此較大幅度的調整成為可能，在此情況下，我們認為美股方向是要做多，但在操作上（包括在擇時及選股方面），均要保持戒心，隨時應對可能的調整了，同時，由於美股整體方向還是向上，因此一旦出現調整，應做的是趁機買進，而非恐慌拋售了。

而就著港股，我們的方向也是看多。簡要而言，在目前全球處於系統性牛市的情況下，除非中港市場有特殊的情況，否則基本情境（base case scenario）還是應該看多。另一方面，在預期及資金面有關，對中港市場亦是傾向利好——預期方面，自前年 9 月底中央政治局會議後，市場對政策預期已明顯轉向，而參考過往往績，就中港股市，內部因素比外部因素更為重要，這從 2020 年中美貿易戰期間仍有牛市可見；而在資金方面，就著環球資金，如上文所言，今年初以來，資金有從美國大型科企流往非美市場的傾向，而有關流向的背後邏輯，亦相當好理解——美股的大型科企無庸置疑是好公司，然而估值已充份反映它們的好，在此情況下，資金自然往其他具性價比的地方尋找機會，這對中港市場也是個利好了，同時，傳統上美匯偏弱

利好新興市場，這對中港市場也是個利好因素了。而就境內資金，港股市場亦有其吸引力，簡要而言，在境內低息環境下，港股市場的高息股，對境內資金包括險資在內亦是一個出路，這對港股亦是一個支撐因素了。

而去到更具體的操作方向，我們認為既然美股及港股方向均是向上，則進行偏多操作（long）是合理的，然而，不同板塊的操作方式或有所不同，就著美股的大型科企，考慮到目前估值相對增長並不便宜，如買入長期是會賺錢的，但可能賺的幅度不大，則有關企業可能以待調整買進的方式更好，且即使能在調整買進，亦應視為穩定增長股，不要期望有太大升幅了；然而，即使美股大市風險存在，部份板塊機會仍然存在，例如商品相關板塊 — 考慮到金、銀、銅、鋁等貴金屬及工業金屬，雖然向上邏輯不同（黃金向上的邏輯主要是作為美元替代；銀的邏輯在美元替代部份，和黃金有重疊的地方，但同時銀有工業屬性，令到其需求彈性更大，表現也會更波動；銅的邏輯則是在人工智能中心、歐美電網更新、電動車方面均有對銅的需求，而老礦山品位下降，銅供求趨向失衡；鋁的邏輯則是作為當銅價過高時，其作為銅的替代有可能有增量需求；），但方向均是向上，在此情況下，和有關商品有關的板塊，如金礦板塊、銅礦板塊、鋁礦板塊等，均有留意價值了。而在中港市場方面，除了科網企業是一個潛在值得留意的對象外，高息類企業也值得留意了。

# 債券

## 管理好久期風險為重中之重

### 市場回顧

在剛過去的 1 月，債券市場整體表現不俗，以環球綜合債券作為代表，期內回報 1.15%，而就著環球高收益債券，期內表現則為 1.03%，反映環球不論是投資級別還是非投資級別債券，表現俱為正數。而如以地區細分，亞洲高收益為表現最佳的地區，其次則為中國高收益及新興市場本地債，三者的表現分別是 1.49%、1.47%及 1.3%，而就著表現最差的板塊，則是新興市場美元債、美國高評級債券及美國國庫券，回報分別為 0.41%、0.24%及-0.04%了。

### 展望

而就著債券，向前展望，我們觀點還是一如以往，偏好相對短年期的債券，而有關想法主要緣於我們對長端利率的潛在波動性的擔心 — 為了展述有關觀點，我們可以先簡單說說債券市場的基本資訊，以更讓大家可以更明確地理解有關邏輯。

在債券的世界，無風險利率是定價之錨，而無風險利率，指的就是美國國債的孳息率，所以認為有關利率是無風險，原因是理論上，由於美國政府及美元在世界上的地位，美國政府不會違約，而即使債台高築，其地位亦容許其印鈔還債。而在此情況下，所有非美國政府發行的美元債，理論上其利率均要高於美國國債，因為美國政府以外的發債主體，由於沒有印鈔特

權，理論上均是有信用風險。因此，只要美國國債孳息率上行，所有其他發債主體，即使基本面沒任何變化，其債券的孳息率亦要上行，這就是美元體系下的其中一個遊戲規則，亦是美國國債孳息率對債券市場為何重要的原因。

而就著美國國債，由於不同國債的年期不同，有些國債是一年後還本，有些是五年後還本，有些是十年後甚至三十年後還本，那自然不同國債的孳息率會不同。正常而言，年期愈短的，孳息率愈低，年期愈長的，

孳息率愈高，這也非常符合常理 — 試想一朋友甲君向閣下借款，一個月後還本，和十年後還本，閣下要求的利率也會不同，十年後才還本，中間太多不確定性，自然利率要高些才足夠補償承擔的風險。有關原理放諸於美國債券，道理亦是相同，年期愈遠，利率理應愈高，將不同年期的美國國債的孳息率連結起來，我們便得出所謂的孳息曲線，而所謂的長端利率，則指的是這條曲線上，比較後端的，即十年期以上的美國國債的利率了。

那為何我們會擔心長端利率的潛在波動風險呢？這就和美國政府雖然沒有信用風險（理論上可印鈔還債），但有其他風險有關，而市場目前相對擔心的，似乎是「美元內含價值風險」。簡要而言，由於（i）美國政府債台高築，（ii）美國總統特朗普偏好寬鬆貨幣政策，且為此會對聯儲局作出施壓，（iii）全球地緣政治上有碎片化和不穩定性增加的傾向，包括美國由於自身利益，開始對傳統盟友施壓，這些原因都動搖到美元長



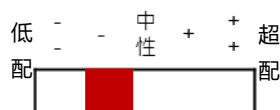
期持有者（如十年期以上美國國債持有者，因為十年後才以美元形式還本）的信心——就（i）和（ii），既然美國政府債台高築加上赤字嚴重，只依靠聯邦政府的收入是還不了債，同時，特朗普又偏好寬鬆的貨幣政策，那在此情況下，美國會否有通脹化債的可能？即透過接受更高的通脹，稀釋美元的內含價值，今天 1 美元能買到 1 個蘋果，10 年後 1 美元只買到 0.5 個蘋果，那實際上以實物計算，便還少了 0.5 個蘋果了——如果是這樣，投資者自然傾向不持有長年期美國國債而持有其他資產，這便會令長端利率走高；而就（iii）美國目前不單是對地緣政治對手施壓，對傳統盟友亦會施壓，在此情況下，不論是傳統盟友還是地緣政治對手，可能對持有美國國債的傾向會有所減少，這也會令長端美債債息有上行壓力了。而上述趨勢，在市場中已見端倪，包括我們看到今年以來，貴金屬尤其是黃金價格的大幅上升，及美匯指數的持續下跌，正正是反映市場對美元長遠價值的不信任。在此情況下，作為遠期美元的代表，長端美國國債的利率自然有上升壓力了。而正如我們剛才所言，長端美國國債利率是債券的定價之錨，一旦美國國債利率上升，其他企業債券的利率也要對應上升，如此一來，長端債券市場便會面對價格壓力了。而就短端債券，情況則反過來，除了相對不受市場對長期美元價值擔憂的影響外，更重要一點是，正因為美國政府債台高築，因此才更需要降息，而這更有利於短端債券的表現了，這也是為何我們相對偏好短年期投資級別債券的原因。當然，考慮到隨著聯儲局政策利率今年內會繼續下降，短年期投資級別債券的收益率，預期在今年內會逐步下降，因此，就著部份投資者，如果不介意承擔多些信用風險，選擇短年期高收益債券，也是可考慮之選了。最後，雖然長年期投資級別債券價格或會比較波動，但

同時也會創造交易機會，對部份身手靈活而又願意承擔利率風險的投資者，也不失是一個操作的選擇了。

# 外匯及商品

美聯儲如期暫停加息；地緣政治局勢升溫導致“弱美元”捲土重來；美日聯合干預，短期對日圓構成支撐；澳洲高通脹和穩固就業數據支持上半年開啟加息；人民幣繼續溫和升值；黃金仍有長期配置價值。

## 美元



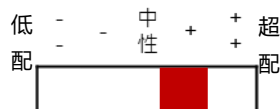
美聯儲如期暫停降息，短期內降息門檻明顯提升

- 美聯儲在 1 月議息會議上宣佈將聯邦基金利率區間維持在 3.50%—3.75% 不變，符合市場普遍預期。這是美聯儲自 2025 年 9 月起連續三次會議降息後首次暫停行動。會議聲明整體略有偏“鷹”，鮑威爾並未對後續降息做出明確指引，對經濟活動的看法從“擴張速度緩和”轉變為“穩步擴張”，同時刪除了有關“就業下行風險已上升”的表述，改為“失業率已顯現出一些企穩跡象”。這也反映出，在累計 75 個 bp 的降息後，美聯儲政策立場已趨近中性區間，短期內降息的門檻明顯提升。



來源: Bloomberg

## 歐元



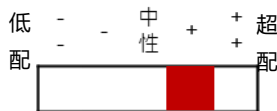
歐洲央行或結束本輪降息週期

- 市場預期歐洲央行已經完成了本輪降息週期。
- 但特朗普在格陵蘭島和對歐關稅問題上反復，對歐洲的指責依舊，擬達成的協議也對歐洲不利。特朗普稱先前威脅的 10% 關稅將推遲，也不會尋求用武力強佔格陵蘭島。取而代之的是，美國和歐洲很可能在格陵蘭島問題上達成一份包括主權安全、礦產資源和軍事戰略的協議框架。儘管避免了最壞結果，但這一框架可能削弱歐洲的利益。



來源: Bloomberg

# 英鎊



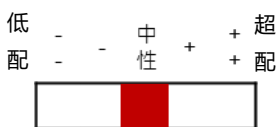
## 英國寬鬆週期末結束

- 英國零售銷售下滑態勢短暫緩和，但前景依然黯淡。最新行業調查顯示，英國零售銷售的下滑速度在 1 月份顯著放緩，但行業整體預期仍處於悲觀區間，預計當前的短暫改善難以持續。低迷的信心與謹慎的消費行為持續抑制著家庭支出。
- 與歐洲央行相比，英國央行仍有降息空間。



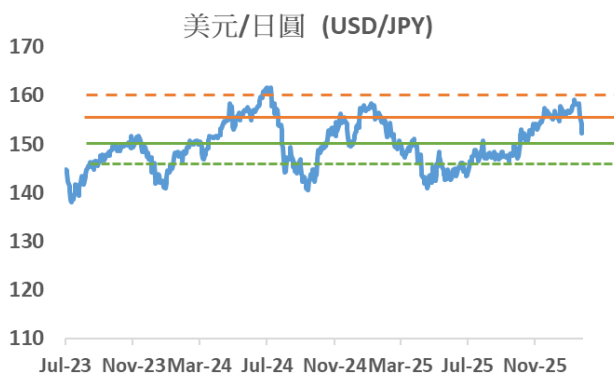
來源: Bloomberg

# 日元



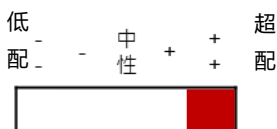
## 跨國聯合外匯干預支持日圓，160 或為干預關口

- 日本央行在 1 月議席會議維持利率不變和觀望態度，日圓一度走弱。美日時隔 15 年重現跨國外匯聯合行動，紐約聯儲對多家外資行進行了 USDJPY 的匯率檢查，短期內料將大幅削弱日元空頭力量。該舉措通常被視為正式外匯干預的前兆。
- 但若無新一輪干預，日元自身也缺乏升值動能，可能在 153—157 震盪。如果今後美日匯率突破 160，日本當局有較大可能性會實施外匯干預。
- 加息預期分化添不確定性，機構對下次加息時點預判不一。隔夜掉期市場顯示 4 月加息概率達 58%，較 12 月的 38% 大幅上升；經濟學家更傾向 6 月。



來源: Bloomberg

# 澳元



## 通脹和就業數據支持澳洲央行於 2 月加息

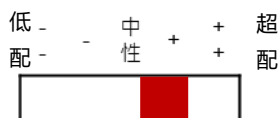
- 澳洲第四季度核心通脹超預期，市場呼籲儲備銀行 2 月加息。作為衡量核心通脹的關鍵政策指標，澳洲第四季度經調整的平均 CPI 環比上漲 0.9%，高於預期的 0.8%；這一數據推動該指標年增長率升至 3.4%，創下五個季度以來的最高水平，且遠高於澳洲央行設定的 2% 至 3% 目標區間。澳洲 12 月份總體 CPI 環比上漲 1%，為去年 7 月以來的最大單月漲幅，同比增速也從 11 月的 3.4% 升至 3.8%，高於此前 3.6% 的預期增幅。



來源: Bloomberg



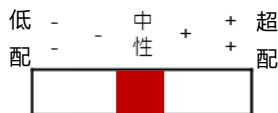
## 紐元



### 新西蘭央行或結束降息週期

- 隨著經濟復蘇持續推高物價，新西蘭第四季度通脹率突破了央行 1%—3% 的目標區間，這提高了今年利率上升的風險。新西蘭第四季度消費者價格指數 CPI 同比上升 3.1%，高於第三季度的 3%。經濟學家預期升幅為 3%。強勁通脹數據證實新西蘭寬鬆政策幾乎肯定已結束，並進一步表明到 2026 年底前可能需要提高利率。市場普遍預期 2 月將按兵不動，但定價已反映 2026 年 9 月前加息 25 個基點的可能性約 80%。

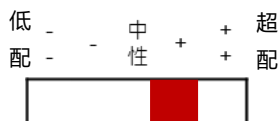
## 加元



### 加拿大央行擔心貿易不確定性

- 加拿大央行在 1 月議息會議上維持基準利率在 2.25%，強調高度不確定性。這也是加拿大央行連續第二次選擇按兵不動。央行行長蒂夫·麥克勒姆表示，當前經濟環境面臨異常高的不確定性。加拿大央行維持了對 2026 年和 2027 年經濟溫和增長的判斷，報告指出，企業仍需要時間來適應美國關稅政策的影響，招聘意願持續疲軟。加拿大央行認為本土經濟依然高度暴露於美國貿易政策變化和地緣政治風險之中。

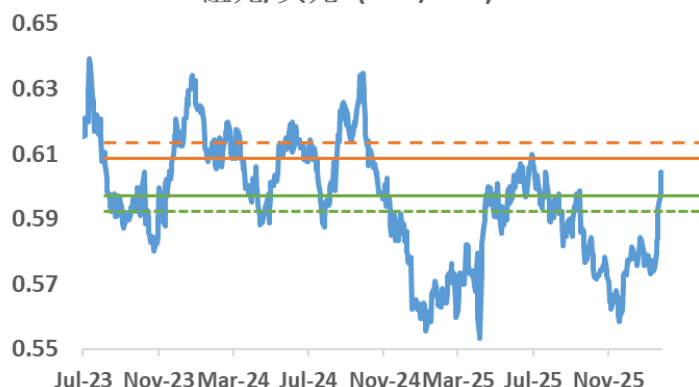
## 瑞郎



### 瑞郎和黃金的相關性或難忽視

- 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。

紐元/美元 (NZD/USD)



來源: Bloomberg

美元/加元 (USD/CAD)



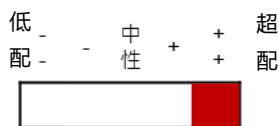
來源: Bloomberg

美元/瑞郎 (USD/CHF)



來源: Bloomberg

## 人民幣



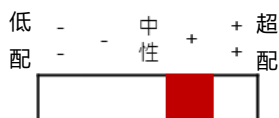
### 結匯因素推動人民幣穩步邁向 6.9

- 人民幣繼續保持小幅升值，在主要貨幣中表現居靠前，依舊受季節性等因素支撐。2025 年 12 月銀行代客結匯差額升至 999 億美元，為歷史新高水平，體現了出口強韌、結匯意願抬升及外資偏好境內股市等多重因素共振。12 月出口同比增速達 6.6%，規模為 3,577.8 億美元，刷新單月歷史新高水平。同時，12 月銀行代客貨物貿易涉外收入占出口比例升至 114%，年內僅低於 2 月，並刷新歷史同期高點。出口商出口收入的明顯增加配合其將外幣收入匯回意願的明顯抬升，推動了人民幣匯率在 12 月的加速升值並突破 7.0。



來源: Bloomberg

## 黃金



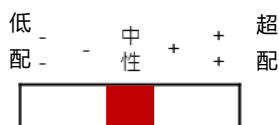
### 黃金仍可中長期配置

- 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



### 油價走勢取決於地緣政治問題進展

- 地緣危機加劇。特朗普此前有報道稱特朗普政府考慮對俄羅斯施加新制裁，選項包括針對運輸俄油的所謂“影子船隊”油輪以及促成相關交易的貿易商。近期傳出特朗普可能對伊朗展開行動，消息帶動油價上升。
- 油價走勢取決地緣政治問題進展，短期波動會加大。



來源: Bloomberg



## 重要資料及免責聲明

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。本檔并不構成、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, 并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。本檔并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并不適合所有投資者, 且并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, 本檔并無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別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。本檔并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。人民幣現時并不可自由兌換, 并受外匯管制和限制(可能隨時受到非提前通知的變化)。您應事先考慮并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, 并可能就有關交易或服務收取佣金或費用。

本文并非獨立投資研究報告。

© 中國建設銀行(亞洲)有限公司。