

建亚私人银行财富管理策略



2026 年 2 月刊

东边日出西边雨

审视大宗商品超级周期以及日元资产短期定价重构

2026 年 1 月，MSCI 环球指数上涨 3.51%。新兴市场表现突出，MSCI 新兴市场指数回报达 10.7%，跑赢成熟市场（MSCI 世界指数回报 2.62%）。这主要受益于弱美元及人工智能产业趋势：相关芯片产能遭遇瓶颈，推动存储、代工等环节涨价，业绩确定性提升，带动韩国（KOSPI 涨 24.7%）、中国台湾（涨 10.7%）等市场大幅上涨。巴西圣保罗指数亦涨 13.66%。同期标普 500 仅涨 1.8%，凸显新兴市场强势。

2025 年，大宗商品市场呈现极致分化，贵金属领涨全球，工业金属震荡上行，能源与黑色系持续低迷。进入 2026 年，上涨行情扩大至多个小品种，全球大宗商品市场呈现出前所未有的活跃态势。强烈的看多情绪，引发市场对新一轮超级周期是否开启的广泛争议，也为高净值客户的资产配置提供了新的思考维度。

2026 年开年以来，日元资产走势明显分化，日圆和日债显着承压，日股持续走强，在日圆孳息率持续走高背景下，日股的抢眼表现显得更非同寻常。而这背后最重要的因素，就是日本现任首相高市早苗上台后带来的“高市交易”，也即做多日股+做空日债+做空日元。

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

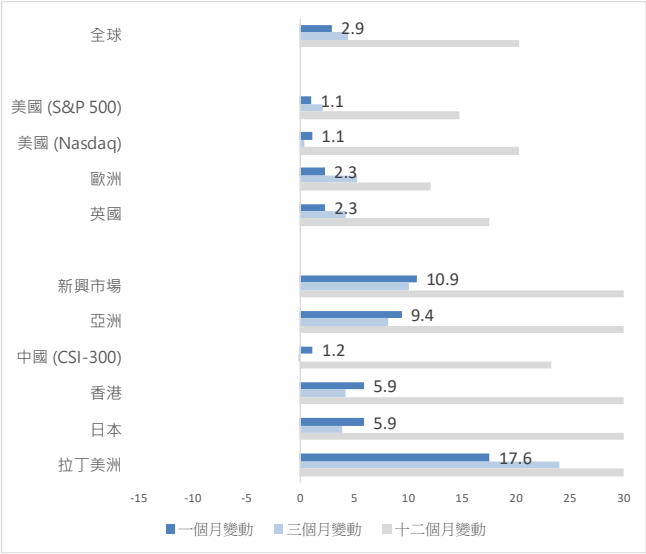
PRIVATE BANKING 私人银行

目录

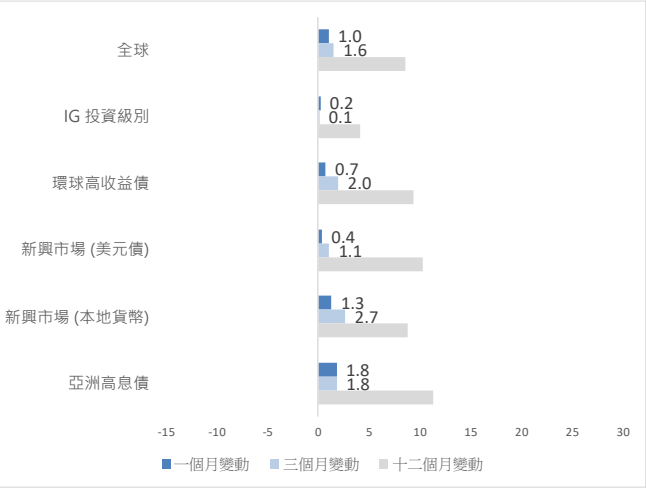
01	市场表现回顾	p.3
02	资产配置策略	p.4
03	本月市场焦点	
	冰火交织下的新周期：大宗商品超级周期思辨	p.5
	日圆资产走势分析？	p.10
04	宏观经济展望	p.14
05	资产市场展望	
	股票	p.17
	债券	p.20
	外汇及商品	p.22

资产市场表现

股票



債券



外币及商品市场

FX	Latest	1m	3m	1y
DXI 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

利率变动

	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

简评:

在 1 月，对环球股票市场而言并非一个太差的月份，以 MSCI 环球指数作为代表，期内回报为 3.51%，其中，新兴市场跑赢成熟市场，代表新兴市场的 MSCI 新兴市场指数，期内回报 10.71%，而代表成熟市场的 MSCI 世界指数，期内回报则为 2.62%，新兴市场相对明显跑赢。而新兴市场的强势表现，除了和弱美元有关外，亦和产业趋势有关——由于庞大的人工智能需求碰上产能的物理瓶颈，导致包括内存、晶圆代工等环节供不应求，在未来业绩确定性大幅提升及不同程度的涨价的前提下，相关企业的股价亦大幅上升，而有关产业的于韩国及中国台湾这两个新兴市场的占比亦相对高，也拉动新兴市场指数表现。而从环球市场表现排名中也可看到——年初至今，区域市场表现排名第一的是韩国 KOSPI 指数，期内回报 24.7%，排名第二的则为巴西圣保罗指数，期内回报为 13.66%，再次则为中国台湾证交所指数，回报为 10.7%，远跑赢标普 500 指数同期 1.8% 的表现，亦可看到有关市场的表现是如何强势了。

资产配置策略

	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">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、進一步簡化金融規例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被重新分配，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。歐洲經歷結構性轉變，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
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，具防禦型，價值傾斜的特質，提供的總股東收益率高於通脹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
亞洲（日本除外）							<ul style="list-style-type: none">美元走弱有利亞洲資產表現，加上估值仍較吸引，MSCI亞太指數預期市盈率約17倍，低於MSCI世界指數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)帶動增長全球人工智能基建發展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凌厲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利當地的出口企業汽車製造商等出口型企業，AI算力需求帶動的半導體板塊強力推動，帶動日股走高日本五大商社，企業治理改革也發揮積極作用；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，而銀行存息息差擴大，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資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困擾整體投資信心
香港							<ul style="list-style-type: none">過去一年累升近28%，南向資金持續流入或支撐港股的主要助燃劑，後市能否更上一层楼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">央行轉趨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或令股市波動性大
	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。債券投資範圍固廣，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較軟及通脹穩定，預計仍將減息，減息將支撐債價。若勞動市場較軟加劇，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過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，仍處於過往區間的負責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面因素良好，周期性推動因素及結構性轉變亦重塑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略性交易，但各國的穩健程度不一，需精挑細選
	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">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AI的持續發酵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，預期轉化為巨大的資本支出和投資大型科技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
金融							<ul style="list-style-type: none">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，銀行股也成主要受害者經濟環境利好收購合併、上市等業務，有利金融企業。逾2千億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，可考慮高位獲利需選擇風險管控能力強、業務多元化及國際性的公司
健康護理 (AI+醫療科技)							<ul style="list-style-type: none">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行業未來12個月的市盈率約18倍，較大市的22倍為低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暖及AI驅動結構改善，盈利增長潛力不容忽視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
必需消費品							<ul style="list-style-type: none">過去有關稅衝擊後表現一直遜於大市後開始復甦，特朗普政府控制通脹的政策有望令此行業受惠在減息周期伴隨的經濟困難時期，此板塊通常表現較突出市況動盪及曾因因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
非必需消費品							<ul style="list-style-type: none">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面臨勞動力市場疲軟而減少消費支出風險。若經濟保持韌性或實現軟著陸，或對板塊構成利好
公用事業							<ul style="list-style-type: none">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，安全性也較高低估值及防守性較佳，減息為行業帶來順風，融資壓力減輕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



引言

2025 年，大宗商品市场呈现极致分化格局：贵金属领涨全球，工业金属震荡上行，能源与黑色系持续低迷，农产品走势“冰火两重天”。

进入 2026 年，全球大宗商品市场活跃度显着提升。道琼斯大宗商品综合价格指数在 1 月第三周触及 1174.75 点，周环比上涨 1.76%，市场波动与结构性变化远超常规周期。有色金属表现尤亮眼，银、锂、铂金、黄金、铜开年以来涨幅达 32.40%、28.69%、15.57%、9.23%、3.41%；过去一年间，上述品种涨幅更是高达 206.90%、95.76%、151.07%、71.94%、36.73%。此前低迷的能源与农产品，也在 2026 年初重拾涨势。

市场强烈的看多情绪，引发了关于新一轮超级周期是否开启的广泛争议，也为高净值客户的资产配置提供了全新思考维度。

图表 1：部分大宗商品表现情况：有色金属和工业金属（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	47982	▼ 4,049	-7.76%	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%

来源：TradingEconomics.

一、超级周期的序曲：多重因素共振下的市场重构

美元信用弱化仍是贵金属上涨的核心推手。截至 2025 年三季度末，美元在全球外汇储备中的占比降至 56.92%，创 30 年来新低。进入 2026 年，全球央行购金节奏虽有所放缓，但仍处于历史高位：2025 年全年央行净购金 863 吨，较前一年下降 21%，2026 年预

计购金量将小幅回落至 850 吨。世界黄金协会指出，经过 2022-2025 年的持续购金，全球外汇储备中黄金占比已接近 1990 年代初水平。

美联储政策动向进一步支撑贵金属走势。2026 年 1 月议息会议上，美联储宣布维持联邦基金利率在 3.50%-3.75% 区间不变，同时上调经济增长评估。尽管降息预期暂时落空，但鲍威尔明确表示“政策未显着限制性”，且“无人预计下次会议加息”，这意味着持有黄金的机会成本维持稳定。在此背景下，全球黄金 ETF 新增持仓超 700 吨，总规模突破 3932 吨。

此外，AI 与新兴需求，催生大宗的结构性需求。AI 产业成为全球经济的新增长引擎，2026 年全球 AI 相关投入预计超 2 万亿美元，AI 算力的扩张通过电力基础设施、数据中心建设放大用铜需求。测算显示，AI 算力每增长 1 倍，铜需求将增加 1.2 倍。新兴经济体工业化进程同步发力，工业化初期国家对钢材、铜、铝的需求度比发达国家高出 50%，形成长期需求支撑。

最后，当前全球市场在持续的地缘政治冲突与不确定性中运行，避险情绪居高不下。这种环境促使投资者对以美元为核心的传统安全资产进行重新审视，部分资金正寻求向更具实物属性的资产分散。这一再平衡过程加剧了大宗商品市场的内部分化：能源、贵金属及部分关键矿物因供给风险和避险需求受到强劲支撑，而需求前景则主导了工业金属等品类的走势。这种供需结构的重塑，叠加长期资本配置的转移，可能正推动大宗商品市场进入一个特征显着、持续强化的“超级周期”初期阶段。

二、超级周期的本质：超越短期波动的长趋势

强劲上涨引发关于“超级周期”的讨论。究竟什么是大宗商品超级周期？它与常规周期有何区别？

简单来说，超级周期指的是大宗商品真实价格经历的长达数十年的长期趋势性偏离，有两个核心特征：

一是时间跨度长，一个完整的超级周期大约需要 30 年以上（上涨占 1/3，下跌占 2/3）；

二是范围广，价格波动会广泛覆盖能源、金属、农产品等基础原材料品类，并呈现出高度的同步性。从历史数据来看，不同品类大宗商品的真实价格在长期维度上，也随超级周期的演变呈现出各自波动规律。

历史数据显示，自 1850 年以来，全球共经历了五轮大宗商品超级周期，平均时长 34 年，每一轮都与重大历史事件和经济变革紧密相关。

其中，**第一轮超级周期（1850-1898 年），驱动因素是工业革命的全球扩散以及美国内战**，前者推动了铁路建设，增加了煤炭和生铁需求，而美国内战则导致棉花供应链锻炼，推高棉花价格。这一轮周期中，农产品涨幅相对领先，各类商品的整体涨幅在 20% 左右。

第二轮超级周期（1899-1932 年），核心是二次工业革命与第一次世界大战。第二次工业革命本质上是一

场能源革命，电气化对铜的需求、内燃机对石油的消耗以及化工的兴起，共同塑造新的资源消费模式，美国作为新兴工业强国，制造业产值在这一时期超越英国，而一战则进一步推高资源需求，同时战争导致供给侧瘫痪。特征是能源涨幅 106% 领跑，工业金属和农产品均涨 60% 左右，贵金属表现平淡。

第三轮周期从 1933 年持续到 1971 年，核心驱动因素是二战军备竞赛与欧日战后重建。1933-1945 年，欧洲和日本经历了“军备竞赛”，德日在二战前以及二战中，对战略物资，包括铜、铁矿石、橡胶等在内的大宗商品需求呈指数级增长；二战后，马歇尔计划主导了欧洲重建，这一时期的需求特征呈现出高度的国家主导性，公共部门支出取代私人投资成为驱动商品超级周期的核心引擎。这一轮周期的特征是各类商品涨幅都非常可观，工业金属、农产品、能源涨幅均超过 100%，白银涨幅更是超过 200%，黄金涨幅也达到了 60%。

第四轮周期是 1972 年到 2002 年，关键词是大滞胀、石油危机与美元信用体系重构。宏观和货币政策层面，1971 年尼克松冲击终结了布雷顿森林体系，美元与黄金脱钩。央行尤其是美联储在初期采取了适应性预期的宽松政策，试图以更高通胀换取就业，导致通胀预期脱锚。这一时期，实物资产成为对冲信用货币贬值的首选，金融属性首次在大宗商品定价中占据主导地位。供给侧方面，冷战背景下，一连串地缘冲击引发了石油危机。与其他周期不同，本轮商品价格上涨并非源于经济繁荣，而是源于供给短缺和货币贬值的双重共振。其特征十分鲜明：贵金属因通胀预期失控涨

幅最大，其次是能源，受地缘博弈引发的供给冲击影响，工业金属和农产品则相对滞后。

第五轮周期从 2003 年持续到 2020 年，核心驱动力是中国崛起。2001 年中国加入 WTO，释放了巨大的资源需求。当时中国处于工业化中期和快速城镇化阶段，单位 GDP 的金属消耗强度远高于全球平均水平。根据世界银行 2009 年的数据，中国在这一时期消耗了全球约 40%-50% 的精炼铜、铝和铁矿石。供给侧方面，在 1980-1990 年代的大宗商品熊市期间，全球矿业巨头大幅削减了勘探预算和资本开支，导致供给相对不足。这一轮周期的特征是黄金涨超 300%，工业金属和能源涨幅均达到 200% 左右，农产品涨幅相对较低，仅为 50%。

三、大宗商品超级周期的统计特征

通过对 5 轮大宗商品超级周期的梳理，我们发行有 5 个关键统计特征。

- 第一， 超级周期“牛短熊长”，平均持续约 34 年，**其中牛市上升阶段约为 13 年，从周期低点到高点的平均涨幅为 75%；熊市下降阶段持续时间约为 21 年，指数回撤幅度约 47%。
- 第二， 不同商品的跌幅相对类似，都在 50%-60% 之间，但涨幅差异巨大，金银和能源涨幅在 200% 左右，工业金属在 90% 左右，农产品在 60% 左右，**贵金属和能源之所以长期呈现中枢回归特征，是因为上涨弹性大而非抗跌。

第三， 价格达峰的先后顺序有规律可循，黄金最早，平均提前 5.6 年，工业金属次之，平均提前 1.6 年，然后是农产品，平均提前 0.8 年，最后是能源，平均滞后 0.4 年。

第四， 考虑通胀因素后，上行周期名义价格会翻倍，下行周期名义价格则走平或下跌。具体来看，上行周期美国通胀涨幅为 52.5%，意味着名义大宗商品指数涨幅为 127.5%；下行周期通胀涨幅为 42.8%，名义大宗商品指数涨幅为-3.7%。

第五， 超级周期的牛市往往对应高通胀时代，上行周期的年化通胀为 4.0%，下行周期为 2.0%，这也意味着看多超级周期的前提，本质上是看多美国通胀。

图表 2：过去 175 年的无论大宗商品超级周期及统计特征

第一轮 (1850-1898)		总真实指数	同期通胀	工业金属	农产品	能源	金	铜
峰值年份	1860			-1	-3	0	-3	4
低点年份	1897			-2	1	-5	-27	0
上升区间涨幅	20.4%		8.0%	18.1%	22.6%	22%	10.4%	13.1%
下跌区间跌幅	-44.4%		-7.4%	-61.3%	-39.0%	-79.6%	-39.4%	-62.0%
第二轮 (1899-1932)		总真实指数	同期通胀	工业金属	农产品	能源	金	铜
峰值年份	1917			-1	0	3	-19	2
低点年份	1932			0	0	-1	-12	0
上升区间涨幅	62.0%		54.0%	59.4%	57.0%	106.2%	0.0%	3.0%
下跌区间跌幅	-60.9%		6.5%	-64.1%	-60.3%	-57.7%	-59.9%	-75.9%
第三轮 (1933-1971)		总真实指数	同期通胀	工业金属	农产品	能源	金	铜
峰值年份	1947			4	0	1	-13	21
低点年份	1971			0	0	-1	-1	0
上升区间涨幅	84.3%		63.4%	108.4%	106.1%	138.6%	58.8%	231.4%
下跌区间跌幅	-20.9%		81.7%	-23.8%	-49.1%	-26.4%	-64.6%	-38.1%
第四轮 (1972-2002)		总真实指数	同期通胀	工业金属	农产品	能源	金	铜
峰值年份	1980			-1	-1	1	0	0
低点年份	2002			0	-1	-4	-1	-1
上升区间涨幅	88.1%		112.0%	54.0%	62.5%	270.6%	697.4%	453.9%
下跌区间跌幅	-63.1%		118.4%	-70.0%	-64.6%	-66.7%	-79.3%	-90.2%
第五轮 (2003-2020)		总真实指数	同期通胀	工业金属	农产品	能源	金	铜
峰值年份	2011			-3	0	-3	1	0
低点年份	2020			0	3	0	-5	-2
上升区间涨幅	120.4%		25.1%	216.7%	55.1%	195.3%	322.1%	512.2%
下跌区间跌幅	-42.2%		15.1%	-35.6%	-44.9%	-69.2%	-32.7%	-60.0%
平均		总真实指数	同期平均通胀	工业金属	农产品	能源	金	铜
上涨时长和峰值滞后 (年)	13.25			-1.6	-0.8	0.4	-5.6	-8.4
下跌时长和谷底滞后 (年)	21.4			-0.4	-0.8	-2.2	-4.2	-0.6
上升区间涨幅	75.0%		4.0%	91.3%	60.7%	187.0%	217.7%	242.7%
下跌区间跌幅	-46.3%		2.0%	-50.9%	-51.6%	-59.9%	-53.2%	-65.2%

来源：CCBA PB Research.

四、历史规律与当前市场对比：超级周期的起
点判断

基于历史数据和周期分析，我们发现超级周期可以大致的分为两类：增长型超级周期、滞胀型超级周期。

“增长型超级周期”带来的需求爆发，往往伴随 10 年尺度上主要工业金属的消费量翻倍，对应年化真实增幅 7%。而需求背后，主要是大国的阶梯状工业化。当一个人口规模巨大且具备一定经济体量的国家，步入人均 GDP4000-10000 美元（按 2024 年购买力计算）的关键区间时，就可能带来长达数年的大宗商品超级周期。过去 5 轮商品超级周期，就分别对应了美国（第二轮）、欧日（第三轮）和中国（第五轮）的工业化进程。以 2000 年代中国崛起为例，2000 年加入 WTO 后，中国进入快速工业化和快速城镇化阶段，工业金属和能源的进口增速在 2000-2005 年期间高达年化 30%，单位 GDP 的金属消耗强度远高于全球平均水平。

“滞胀型超级周期”源于金融需求推波助澜。1971 年布雷顿森林体系解体，美元与黄金脱钩，大宗商品从单纯的生产要素，转变为全球资产配置中的通胀对冲工具和价值储存手段。研究发现，70 年代商品收益率与通胀率呈正相关，与股票和债券负相关，在通胀环境下能提供有效的投资组合分散化效应和正的实际收益率。这一时期，黄金价格从 1971 年的 35 美元/盎司暴涨至 1980 年 1 月的 850 美元/盎司，十年涨幅超过 23 倍；白银价格从 1971 年的 1.3 美元/盎司飙升至 1980 年初的近 50 美元/盎司，涨幅达 37 倍；铜和铝在 1975 至 1980 年期间也分别上涨超过 100%和 500%。值得注意的是，这次商品价格暴涨并非源于经济活动

改善，在涨幅最快的 1978-1980 年，PMI 从 60 降至 45，经济处于疲软状态。历史上看，滞胀/囤货型超级周期的特征是贵金属>能源>工业金属，其中能源价格上涨一定程度来自于供给侧冲击，而贵金属远强于工业金属的原因，是因为前者价值密度高得多，更适合囤货和金融避险；而增长型周期则是工业金属和能源更强，贵金属表现略弱。

通过对比历史超级周期与当前市场表现，我们发现当前市场可能处于新一轮“滞胀型超级周期”的早期阶段，而非“增长型超级周期”。

主要理据有二。其一，市场有可能走类似于 20 世纪 70 年代的“滞胀型超级周期”。当前的宏观环境与 1970 年代有相似之处，市场萦绕着债务危机、信用货币体系不稳定、地缘政治格局动荡三重危机，这可能驱动投资者和主权国家增加商品配置、扩大囤货需求。

其二，2020 年以来的涨幅还远远不及历史上的超级周期。从 2020 年到 2026 年 1 月的真实涨幅来看，工业金属上涨 36%、农产品上涨 20%、能源上涨 25%、黄金上涨 97%，这些涨幅仍显着低于多数历史可比的超级周期，意味着如果当前确实还未进入超级周期，最多只能算超级周期的起点。

图表 3：20 世纪 70 年代以及当下的通胀对比



来源：Refinitiv。

五、结论

综合以上分析，如果说目前是新一轮超级周期初始阶段，那么它大概率不是“增长型超级周期”，因为科技革命对商品需求的驱动力不及工业化时期；而更可能是“滞胀型超级周期”，背后是地缘冲突、信用货币体系不稳定、全球债务问题三重担忧的支撑。

与其他超级周期对比，坏消息是 2020 年商品价格的起点并不低，但好消息是目前的涨幅还有想象空间。从大宗商品内部来看，农产品是高赔率、低胜率，它的起点低、当前涨幅也低，但缺乏明确催化因素；贵金属是高胜率、低赔率的品种，起点高、涨幅已经不低，但主线逻辑最符合囤货/滞胀的宏观环境；工业金属在两个维度上都介于两者之间，性价比相对偏低。

仅从 2026 年来看，我们暂且看不到央行全面转鹰的风险（虽然偏“鹰派”的联储主席提名可能推动美元走强、利率上升，商品市场可能短期调整，金价不排除回调至 5000 附近），相应地全球政府债务问题系统性解决的可能性亦较小，衰退风险也处于可控范围，因此缺乏系统性看空商品的宏观基础。



2026 年以来，日圆资产走势明显分化，日圆和日债显着承压，日股持续走强，在日圆孳息率持续走高背景下，日股的抢眼表现显得更非同寻常。而这背后最重要的因素，就是日本现任首相高市早苗上台后带来的“高市交易”，也即做多日股+做空日债+做空日元。

一、利率上行周期加码财政刺激，市场担忧财政可持续性，日债承压

早于 2025 年 12 月底就曾分析过，日债利率上行风险需要重视。在货币紧缩迭加财政扩张背景下，尤其是长端利率更容易攀升。同时，考虑到加息幅度相对有限，而财政不可持续压力难以化解，日债利率曲线可能延续陡峭化。

这一判断在 2026 年 1 月已经开始被证实。

2026 年 1 月以来，日本长期国债继续遭到抛售，导致收益率不断上扬。日本长期利率指标的 10 年期日本国债收益率一度上升至 2.330%，为 1999 年 2 月以来的最高水平。日本 30 年期国债突破 3.8%，持续创历史新高；日本 40 年期国债的收益率上升至 4%，这是该债券自 2007 年首次发行以来的最高水平，也是日本主权债券 30 多年来首次达到这一水平。

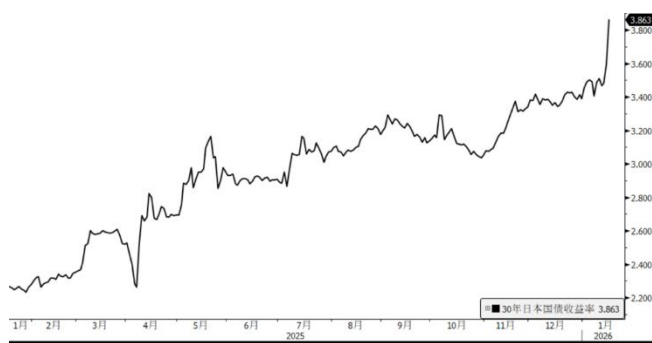
随着日本加码财政刺激，对财政可持续性的担忧或推升日本长端国债的风险溢价，导致长端国债的流动性进一步恶化。

(1) 2025 年底，日本政府推出 21.3 万亿日元综合经济对策，预计占 2025 年 GDP 的 2.8%，超过市场此前所预期的 17-20 万亿的区间，补充预算占 GDP 的比重将比 2024 财年提高 0.4 个百分点。

(2) 高市早苗计划在 1 月 23 日解散众议院，提前在 2 月 8 日提前选举，旨在凭借目前较高的内阁支持率，为执政党争取更多议席，以增强政策执行力，推进 21 万亿日元的经济刺激计划。

(3) 高市早苗承诺削减食品消费税，可能给公共财政带来压力，市场担忧日本的财政状况进一步恶化，于是疯狂抛售日债。

图 1：30 年期日本国债收益率显著攀升



数据来源：彭博

二、日股仍有上涨空间，任何短期波动都是买入机会

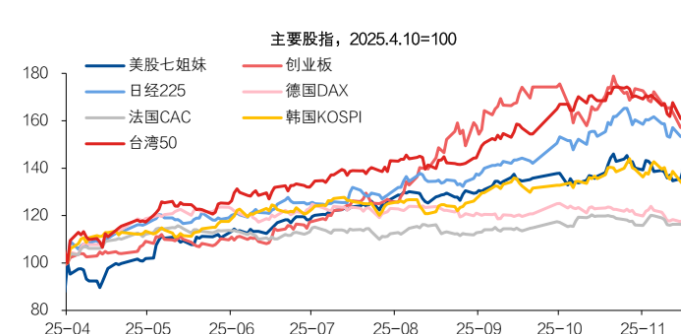
2025 年日经 225 指数上涨 26.2%，2026 年以来（截至 1 月 16 日）上涨 7.1%。主要来自于三个方面的推动：

(1) 日本高通胀和经济温和复苏。自 2024 年下半年以来日本经济温和复苏，实际 GDP 同比增速从 2024 年四季度的 0.6% 上升至 2025 年二季度的 2%。持续的高通胀环境以及就业环境的改善，拉动了“春斗”薪资大幅上涨，使得消费成为经济增长的主要贡献项，支撑企业盈利预期改善。

(2) 高市早苗政府的宽财政政策提升市场信心。高市认为财政纪律固然重要，但财政的主要目的在于促进经济增长，主张通过增发国债支持经济，日本国会现已通过了 2025 财年补充预算案，旨在落实高市内阁提出的经济刺激计划。

(3) AI 产业链出口旺盛。受益于全球人工智能浪潮，截至 2025 年 11 月，日本芯片设备销量连续 23 个月实现增长。2025 年日本 AI 概念股股价大幅上涨，仅爱德万测试、软银集团、Tokyo Electron 三家企业就大幅推高了日经平均指数。

图 2：日经 225 指数受 AI 行情映射明显



数据来源：兴业证券

对于 2026 年日本股市，认为仍有上涨空间，尤其是当前全球经济增长依靠财政与 AI 两大主线，而日股在两

条线索下均有逻辑映像。而任何日股的短期波动都是买入机会。

一、随着通胀回落、居民实际收入水平上升，“通胀—工资”正循环推动日本名义经济增长，日股表现与日本名义经济增长高度相关，消费板块有望迎来补涨。

二、全球 AI 仍然处在扩张阶段，半导体设备需求有望进一步释放。

三、日本政府的财政刺激和企业的资本支出有助提升企业盈利，利好人工智能、半导体、造船、航空航天、军工等板块。

四、日本企业治理改革，推动日股 ROE 提升，提振企业估值。

三、加息未能扭转日元贬值势头，触发时隔 15 年的跨国外汇联合行动

为何 2025 年日本央行加息后，日元持续贬值？日圆的走势已无法简单用利差收窄的传统框架来解释，主要受以下因素影响。

(1) 实际利率仍为负值，日央行对未来利率路径指引模糊，金融环境仍保持宽松状态。日央行 2025 年 12 月将基准利率上调至 0.75%，但对未来利率路径指引模糊，不及市场预期，加息落地反而成卖出日元的触发点。现阶段日本核心通胀率中枢在 3% 左右，扣除物价上涨因素后，实际利率仍然是负值。根据日央行估计，中性利率水平在 1%-2.5%，所以即使加息，当前日本金融环境仍然保持宽松状态。

(2) 对财政可持续性的担忧，或减缓央行加息节奏。

2025 年 12 月，日本接连公布了 2025 财年补充预算案和 2026 财年初始预算总额，涉及金额分别较 2024 财年补充预算案和 2025 财年预算总额增长 31.0%、6.3%，加剧了市场对财政可持续性的担忧。当前日本公共债务占 GDP 比重超 250%，但得益于低利率，国债利息负担并不太重，2024 年约占 GDP 的 1.7%，低于同期美国的 3.0%。

但如果利率过快上行，可能急剧增加财政压力。假设政策利率从 0.5% 上升至 1%，虽然只增长了 0.5 个百分点，但举新债的利息负担却增长了一倍。日本长期利率上行加重日本财政负担。

(3) 资本流动方面，日圆的融资货币属性并未改变。

套息交易属典型的跨境资本流动，对利差预期高度敏感。当前美日之间仍有 2.75-3 个百分点的政策利差，从历史经验来看还是存在一定的套利空间，再加上由于美债走势陡峭化，市场预期未来中长期美债收益率依然存在上行空间，套息交易规模上升。

图 3：日本实际利率仍处于负值区间



数据来源：彭博

1月23日，最引人注目的是日圆单日1.7%的升值幅度，背后是15年未曾出现的跨国外汇联合行动——美国“干预”USDJPY汇率。日本央行在1月23日的议息会议保持利率不变，符合市场预期。日本央行行长植田和男在新闻发布会继续保持对加息的谨慎观望态度，日圆承压，USDJPY一度逼近159.20。新闻发布会结束之际，USDJPY出现异常的急速闪崩，日本财务省（MOF）貌似出手对汇率的正式干预，但这轮下跌仅止步157.5，幅度仅不到200pips，似乎达不到干预的水平（日本当局曾在2024年4月实施外汇干预，花费约1000亿美元支撑日元，在1小时内将美元兑日元汇率从160快速拉升至155）。随后USDJPY很快反弹回158上方。然而午后，USDJPY开启新一轮闪崩，据市场消息，美盘时段纽约联储对多家外资行进行了USDJPY的rate check（汇率询价），不仅导致USDJPY大跌250pips，更是带动EUR、GBP、AUD等绝大多数非美货币大幅升值。

市场认为，本次干预行为相当罕见。

第一，美国财政部的汇率询价通常被视作直接干预汇市的前兆，纽约联储干预动用的是日本财务省的外汇储备，纽约联储rate check代表美国财政部的意志，需要美国财长贝森特（甚至特朗普）签署确认，因而已经上升到跨国联合干预行动的层级。

第二，日本财务省对日圆汇率干预已经习以为常，但是跨国联合干预行动，自1985年以来只有6次，要么是涉及多币种的更广泛协作（如广场协议、卢浮宫协议），要么是针对重大冲击（亚洲金融危机、欧元不稳定、日本大地震）。但是，本次联合行动却发生

在没有重大冲击也不涉及更广泛币种协作的背景下，属相当罕见的行为。

第三，更不寻常的是，与前两次联合行动相比，本次非美货币走势相关性提高了很多，美元几乎是被全方面围剿。这或意味着，特朗普政府可能希望通过对日圆、韩元等表现太弱的货币定点干预，借机削弱美元。

展望未来，日圆在上半年内可能处于窄幅震荡的状态，下半年或有反弹可能性。

（1）本次美日联合行动，短期内料将大幅削弱日圆空头力量，但若无新一轮干预，日圆自身也缺乏升值动能，可能在153-157震荡。

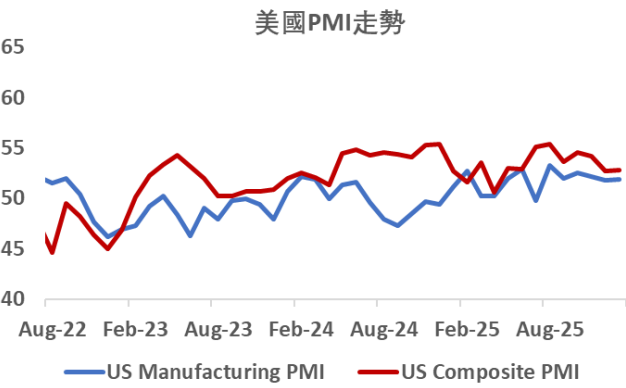
（2）上半年日本经济基本面不确定性较高、加息节奏缓慢，限制日圆升值。由于日本经济基本面还不够稳固以及市场对财政可持续性担忧，日央行可能在6月份才会迎来下一次加息。若在此之前财政刺激未能有效提振日本经济，日圆还是会延续缓慢贬值的趋势。如果日本国会在3月底前审议通过了2026财年的财政预算，可能在短期内强化日圆贬值压力。

（3）下半年美日利差进一步收窄，日圆有反弹可能性。根据当前期货市场定价，美联储、日央行大概率均在6月调整政策利率，届时美日利差或进一步收窄，日圆将进入升值区间。但升值空间或有限，需要根据日本经济恢复和通胀的走势判断。

如果今后美日汇率突破160，日本当局有较大可能性会实施外汇干预。

美国

美国经济现显着韧性，多项关键指标超预期

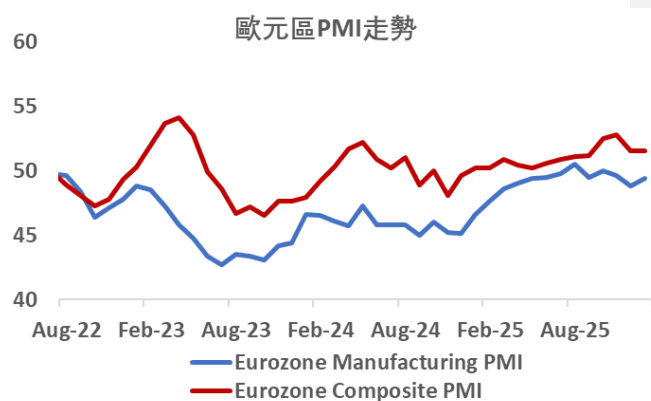


来源: Bloomberg

- 近期美国经济展现出显着韧性，多项关键指标超预期。2025 年第三季度 GDP 年化季环比终值录得 4.4%，略高于市场普遍预期，创下近两年来的最高增速。消费者支出在该季度按年化计算增长 3.5%，剔除食品和能源价格波动后的核心个人消费支出（PCE）物价指数同比上涨 2.9%，与预期一致，显示通胀压力整体保持稳定。
- 美国 1 月标普全球制造业、服务业 PMI 均扩张，但小幅低于预期。美国 1 月制造业 PMI 初值 51.9，预期 52，1 前值为 51.8；服务业 PMI 初值 52.5，预期 52.9，前值为 52.5；综合 PMI 初值 52.8，预期 53，前值为 52.7。PMI 初值显示，美国经济在年初仍保持持续增长，但当前的扩张速度已明显降温。调查显示，12 月和 1 月美国的年化 GDP 增速约为 1.5%。

欧洲

欧元区经济增长动能边际减弱，企业担心地缘政治不确定性



来源: Bloomberg

欧元区 1 月的经济活动持续扩张，但增长动能边际有所减弱，综合 PMI 维持在前月的 51.5，略低于预期的 51.9；而制造业 PMI 虽然小幅回升至 49.4，但仍处于萎缩区间，服务业的扩张也有所放缓。

德法两个大国经济增长继续分化，德国综合 PMI 上升至 52.5，服务业支撑了复苏；但法国服务业 PMI 则跌至 48.6，但其制造业明显有所反弹，并且上升至近四年的新高。

欧洲央行行长拉加德表示，特朗普关税威胁令不确定性卷土重来，美欧之间的信任正受到破坏，并补充说两地企业目前试图搞清楚新关税措施的连锁反应。

中国

中国经济数据欠佳，扩大内需为首要任务



来源: Bloomberg

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。

乐观中保持审慎

市场回顾

在本期的股票专题，我们先回顾一下 1 月环球市场的表现，然后再分享我们对这个资产类别的看法。在 1 月，对环球股票市场而言并非一个太差的月份，以 MSCI 环球指数作为代表，期内回报为 3.51%，其中，新兴市场跑赢成熟市场，代表新兴市场的 MSCI 新兴市场指数，期内回报为 10.71%，而代表成熟市场的 MSCI 世界指数，期内回报则为 2.62%，新兴市场相对明显跑赢了。而新兴市场的强势表现，除了和弱美元有关外，亦和产业趋势有关 — 由于庞大的人工智能需求碰上产能的物理瓶颈，导致包括内存、晶圆代工等环节供不应求，在未来业绩确定性大幅提升及不同程度的涨价的前提下，相关企业的股价亦大幅上升，而有关产业的于韩国及中国台湾这两个新兴市场的占比亦相对高，也拉动了新兴市场指数的表现了。而从环球市场表现排名中也可看到 — 年初至今，环球区域市场表现排名第一的是韩国 KOSPI 指数，期内回报 24.7%，排名第二的则为巴西圣保罗指数，期内回报为 13.66%，再次则为中国台湾证交所指数，回报为 10.7%，远跑赢标普 500 指数同期 1.8% 的表现，亦可看到有关市场的表现是如何强势了。

展望

先说结论，对股票这个资产类别，我们的方向是偏多的，如我们之前所言，环球市场目前是处于系统性牛市 — 在环球股票市场方面，我们观察到在 29 个市场

中，有 28 个正处于牛市，虽然至执笔时，整体动力有所减弱，在 29 个市场中，只有 10 个市场过往两周曾创下新高（1 月中时是 21 个），反映虽然环球市场方向虽然仍为向上，惟广度及动力有所减弱，但整体向上方向仍然未变。我们看到近来相对慢下来的主要是欧洲市场，新兴市场整体仍维持动力 — MSCI 新兴市场指数至执笔时才刚创新高；而代表环球股市整体的 MSCI 环球指数，亦是刚创新高，反应股市这个资产类别仍然处于牛市了；而在资金流向上，我们观察到年初以来一个大趋势，是资金从大型科企（Mega Tech）中流出，流往其他市场及板块 — 在区域市场方面，资金流了往新兴市场（尤其是日本、韩国、中国台湾），在美股内部方面，资金则流向了小型股及高弹性股票（i.e. 去年 11 月小爆破，然后跌残了的股票），然而，有关趋势至执笔时有所转变，我们看到在 1 月底时，资金重新流入权重股 — 考虑到 1 月最后一周中，美股七雄有四家企业会发业绩，而在整个 1 月，有关股票的表现是相对落后的，反映没有太多利好预期在里边，在此情况下，业绩会反而容易有惊喜，有机会令以美股七雄为首的标普 500 指数亦对应转强并破顶了。

话虽如此，我们对美股市场是否一面倒看好，认为指数破顶后便一帆风顺呢？那又不是。以整个 2026 年来看，我们对美股的确是看多，但预期整个上升过程以全年看，不一定会一帆风顺，因此我们对大市整体是怀有一定戒心的，主要原因有几个：

(i) 美股是以高估值的姿态进入 2026

我们做过回溯，从 2009 年开始计算（即后 QE 时代开始），标普 500 指数平均的历史市盈率是 19.45 倍，如果每年开局时高于这个水平，该年平均回报会降至

11.61%，8 年中有 2 年是负回报（25%机会）；而如每年开局时的市盈率是低于有关水平，则该年平均回报会升至 15.53%，9 年中只有 1 年是负回报；换言之，开局时的估值高的话，该年的预期回报及赢率均会减少（逻辑上也很容易理解，就是估值打得太满，市场整体的容错空间减低了），而 2026 年标普 500 指数开局历史市盈率是 27.3 倍，为 2022 年以来最高，因此，我们认为有提高戒心的必要了；

(ii) 连续数年高回报对市场表现有可能构成压制

同样地，我们做过回测，自 1950 年以来，标普 500 指数连续三年回报超过 15% 的话，除了 1995 至 1999 这五年，可以是以年回报分别为 34.1%、20.26%、31.01%、26.67%、19.53% 般维持五年外，其余年份如连续三年超过 15%，第四年便是调整年；而 2023 至 2025 年，已经连续三年超过 15%，回报分别是 24.23%、26.78%、16.39%，因此 2026 年亦有提升戒心的必要了；

(iii) 如参考总统周期，2026 年美股回报亦不应给予过高期望

参考美国的总统周期，在有中期选举的第二年，历史上胜率是四年中最低（只有 54.2%），回报也是最低（3.3%），叙事角度看，原因和该年有中期选举，因此政治不确定性有关，惟不论原因是否成立，数据显示第二年美股表现往往相对弱势，应提高审慎度，而 2026 年正是总统任期第二年，相对小心亦是合理了；

然而，我们是否看淡美股呢？答案是明确的「不是」。参考卖方共识及其他数据，从基本面角度看，2026 年

向前展望，美股仍处于盈利扩张周期，目前没有理由支持我们看淡，在此前提下，我们对美股的观点仍然是偏多，且预期 2026 年会有正数回报了——如果 2026 年盈利如预期增长 15%，在估值不变的前提下，标普 500 指数的预期回报亦是约 15%；而若估值回归至五年平均，预期标普 500 指数回报则会为 5.8%，因此，以标普 500 指数作为代表，美股今年预期回报为 5.8% - 15%，对应目标价处于 7,242.5 至 7872.3 点了。因此，简要而言，我们对美股的方向是看多，预期 2026 年美股会有正回报，回报区间处于 5.8% - 15%，然而，由于一系列因素，包括估值相对较高、总统周期、已经历连续数年高回报等，美股的脆弱性相对较高，因此较大幅度的调整成为可能，在此情况下，我们认为美股方向是要做多，但在操作上（包括在择时及选股方面），均要保持戒心，随时应对可能的调整了，同时，由于美股整体方向还是向上，因此一旦出现调整，应做的是趁机买进，而非恐慌抛售了。

而就着港股，我们的方向也是看多。简要而言，在目前全球处于系统性牛市的情况下，除非中港市场有特殊的情况，否则基本情境（base case scenario）还是应该看多。另一方面，在预期及资金面有关，对中港市场亦是倾向利好——预期方面，自前年 9 月底中央政治局会议后，市场对政策预期已明显转向，而参考过往绩，就中港股市，内部因素比外部因素更为重要，这从 2020 年中美贸易战期间仍有牛市可见；而在资金方面，就着环球资金，如上文所言，今年初以来，资金有从美国大型科企流往非美市场的倾向，而有关流向的背后逻辑，亦相当好理解——美股的大型科企无庸置疑是好公司，然而估值已充份反映它们的好，在此情况下，资金自然往其他具性价比的地方寻找机会，

这对中港市场也是个利好了，同时，传统上美汇偏弱利好新兴市场，这对中港市场也是个利好因素了。而就境内资金，港股市场亦有其吸引力，简要而言，在境内低息环境下，港股市场的高息股，对境内资金包括险资在内亦是一个出路，这对港股亦是一个支撑因素了。

而去到更具体的操作方向，我们认为既然美股及港股方向均是向上，则进行偏多操作（long）是合理的，然而，不同板块的操作方式或有所不同，就着美股的大型科企，考虑到目前估值相对增长并不便宜，如买入长期是会赚钱的，但可能赚的幅度不大，则有关企业可能以待调整买进的方式更好，且即使能在调整买进，亦应视为稳定增长股，不要期望有太大升幅了；然而，即使美股大市风险存在，部份板块机会仍然存在，例如商品相关板块 — 考虑到金、银、铜、铝等贵金属及工业金属，虽然向上逻辑不同（黄金向上的逻辑主要是作为美元替代；银的逻辑在美元替代部份，和黄金有重叠的地方，但同时银有工业属性，令到其需求弹性更大，表现也会更波动；铜的逻辑则是在人工智能中心、欧美电网更新、电动车方面均有对铜的需求，而老矿山品位下降，铜供求趋向失衡；铝的逻辑则是作为当铜价过高时，其作为铜的替代有可能有增量需求；），但方向均是向上，在此情况下，和有关商品有关的板块，如金矿板块、铜矿板块、铝矿板块等，均有留意价值了。而在中港市场方面，除了科网企业是一个潜在值得留意的对象外，高息类企业也值得留意了。

债券

管理好久期风险为重中之重

市场回顾

在刚过去的 1 月，债券市场整体表现不俗，以环球综合债券作为代表，期内回报 1.15%，而就着环球高收益债券，期内表现则为 1.03%，反映环球不论是投资级别还是非投资级别债券，表现俱为正数。而如以地区细分，亚洲高收益为表现最佳的地区，其次则为中国高收益及新兴市场本地债，三者的表现分别是 1.49%、1.47%及 1.3%，而就着表现最差的板块，则是新兴市场美元债、美国高评级债券及美国国库券，回报分别为 0.41%、0.24%及-0.04%了。

展望

而就着债券，向前展望，我们观点还是一如以往，偏好相对短年期的债券，而有关想法主要缘于我们对长端利率的潜在波动性的担心 — 为了展述有关观点，我们可以先简单说说债券市场的基本信息，以更让大家可更明确地理解有关逻辑。

在债券的世界，无风险利率是定价之锚，而无风险利率，指的就是美国国债的孳息率，所以认为有关利率是无风险，原因是理论上，由于美国政府及美元在世界上的地位，美国政府不会违约，而即使债台高筑，其地位亦容许其印钞还债。而在此情况下，所有非美国政府发行的美元债，理论上其利率均要高于美国国债，因为美国政府以外的发债主体，由于没有印钞特

权，理论上均是有信用风险。因此，只要美国国债孳息率上行，所有其他发债主体，即使基本面没有任何变化，其债券的孳息率亦要上行，这就是美元体系下的其中一个游戏规则，亦是美国国债孳息率对债券市场为何重要的原因。

而就着美国国债，由于不同国债的年期不同，有些国债是一年后还本，有些是五年后还本，有些是十年后甚至三十年后还本，那自然不同国债的孳息率会不同。正常而言，年期愈短的，孳息率愈低，年期愈长的，

孳息率愈高，这也非常符合常理 — 试想一朋友甲君向阁下借款，一个月后还本，和十年后还本，阁下要求的利率也会不同，十年后才还本，中间太多不确定性，自然利率要高些才足够补偿承担的风险。有关原理放诸于美国债券，道理亦是相同，年期愈远，利率理应愈高，将不同年期的美国国债的孳息率连结起来，我们便得出所谓的孳息曲线，而所谓的长端利率，则指的是这条曲线上，比较后端的，即十年期以上的美国国债的利率了。

那为何我们会担心长端利率的潜在波动风险呢？这就和美国政府虽然没有信用风险（理论上可印钞还债），但有其他风险有关，而市场目前相对担心的，似乎是「美元内含价值风险」。简要而言，由于（i）美国政府债台高筑，（ii）美国总统特朗普偏好宽松货币政策，且为此会对联储局作出施压，（iii）全球地缘政治上有碎片化和不稳定性增加的倾向，包括美国由于自身利益，开始对传统盟友施压，这些原因都动摇到美元长

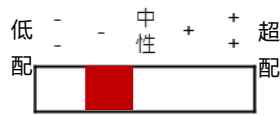
期持有者（如十年期以上美国国债持有者，因为十年后才以美元形式还本）的信心——就（i）和（ii），既然美国政府债台高筑加上赤字严重，只依靠联邦政府的收入是还不了债，同时，特朗普又偏好宽松的货币政策，那在此情况下，美国会否有通胀化债的可能？即透过接受更高的通胀，稀释美元的内含价值，今天1美元能买到1个苹果，10年后1美元只买到0.5个苹果，那实际上以实物计算，便还少了0.5个苹果了——如果是这样，投资者自然倾向不持有长年期美国国债而持有其他资产，这便会令长端利率走高；而就（iii）美国目前不单是对地缘政治对手施压，对传统盟友亦会施压，在此情况下，不论是传统盟友还是地缘政治对手，可能对持有美国国债的倾向会有所减少，这也会令长端美债债息有上行压力了。而上述趋势，在市场中已见端倪，包括我们看到今年以来，贵金属尤其是黄金价格的大幅上升，及美汇指数的持续下跌，这正是反映市场对美元长远价值的不信任。在此情况下，作为远期美元的代表，长端美国国债的利率自然有上升压力了。而正如我们刚才所言，长端美国国债利率是债券的定价之锚，一旦美国国债利率上升，其他企业债券的利率也要对应上升，如此一来，长端债券市场便会面对价格压力了。而就短端债券，情况则反过来，除了相对不受市场对长期美元价值担忧的影响外，更重要一点是，正因为美国政府债台高筑，因此才更需要降息，而这更有利于短端债券的表现了，这也是为何我们相对偏好短年期投资级别债券的原因。当然，考虑到随着联储局政策利率今年内会继续下降，短年期投资级别债券的收益率，预期在今年内会逐步下降，因此，就着部份投资者，如果不介意承担多些信用风险，选择短年期高收益债券，也是可考虑之选了。最后，虽然长年期投资级别债券价格或会比较波动，但

同时也会创造交易机会，对部份身手灵活而又愿意承担利率风险的投资者，也不失是一个操作的选择了。

外汇及商品

美联储如期暂停加息；地缘政治局势升温导致“弱美元”卷土重来；美日联合干预，短期对日元构成支撑；澳洲高通胀和稳固就业数据支持上半年开启加息；人民币继续温和升值；黄金仍有长期配置价值。

美元



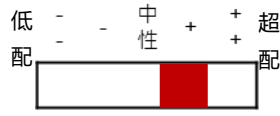
美联储如期暂停降息，短期内降息门坎明显提升

- 美联储在 1 月议息会议上宣布将联邦基金利率区间维持在 3.50%—3.75% 不变，符合市场普遍预期。这是美联储自 2025 年 9 月起连续三次会议降息后首次暂停行动。会议声明整体略有偏“鹰”，鲍威尔并未对后续降息做出明确指引，对经济活动的看法从“扩张速度缓和”转变为“稳步扩张”，同时删除了有关“就业下行风险已上升”的表述，改为“失业率已显现出一些企稳迹象”。这也反映出，在累计 75 个 bp 的降息后，美联储政策立场已趋近中性区间，短期内降息的门坎明显提升。



来源: Bloomberg

欧元



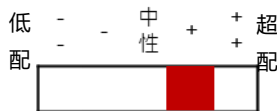
欧洲央行或结束本轮降息周期

- 市场预期欧洲央行已经完成了本轮降息周期。
- 但特朗普在格陵兰岛和对欧关税问题上反复，对欧洲的指责依旧，拟达成的协议也对欧洲不利。特朗普称先前威胁的 10% 关税将推迟，也不会寻求用武力强占格陵兰岛。取而代之的是，美国和欧洲很可能在格陵兰岛问题上达成一份包括主权安全、矿产资源 and 军事战略的协议框架。尽管避免了最坏结果，但这一框架可能削弱欧洲的利益。



来源: Bloomberg

英镑



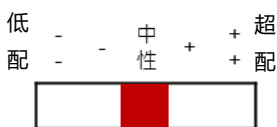
英国宽松周期未结束

- 英国零售销售下滑态势短暂缓和，但前景依然黯淡。最新行业调查显示，英国零售销售的下滑速度在 1 月份显著放缓，但行业整体预期仍处于悲观区间，预计当前的短暂改善难以持续。低迷的信心与谨慎的消费行为持续抑制着家庭支出。
- 与欧洲央行相比，英国央行仍有降息空间。



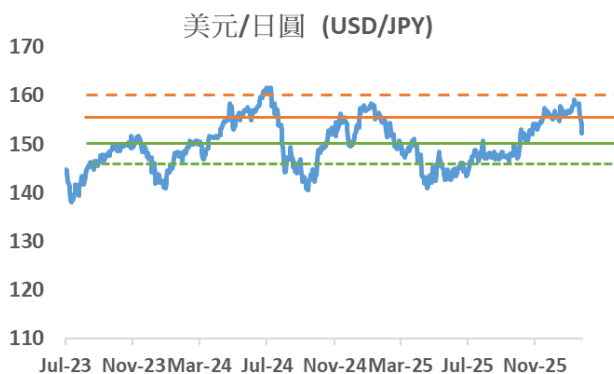
来源: Bloomberg

日元



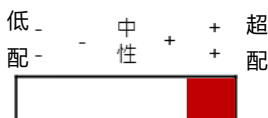
跨国联合外汇干预支持日元，160 或为干预关口

- 日本央行在 1 月议席会议维持利率不变和观望态度，日元一度走弱。美日时隔 15 年重现跨国联合行动，纽约联储对多家外资行进行了 USDJPY 的汇率检查，短期内料将大幅削弱日元空头力量。该举措通常被视为正式外汇干预的前兆。
- 但若无新一轮干预，日元自身也缺乏升值动能，可能在 153—157 震荡。如果今后美日汇率突破 160，日本当局有较大可能性会实施外汇干预。
- 加息预期分化添不确定性，机构对下次加息时点预判不一。隔夜掉期市场显示 4 月加息概率达 58%，较 12 月的 38% 大幅上升；经济学家更倾向 6 月。



来源: Bloomberg

澳元



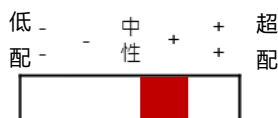
通胀和就业数据支持澳洲央行于 2 月加息

- 澳洲第四季度核心通胀超预期，市场呼吁储备银行 2 月加息。作为衡量核心通胀的关键政策指标，澳洲第四季度经调整的平均 CPI 环比上涨 0.9%，高于预期的 0.8%；这一数据推动该指针年增长率升至 3.4%，创下五个季度以来的最高水平，且远高于澳洲央行设定的 2% 至 3% 目标区间。澳洲 12 月份总体 CPI 环比上涨 1%，为去年 7 月以来的最大单月涨幅，同比增速也从 11 月的 3.4% 升至 3.8%，高于此前 3.6% 的预期增幅。



来源: Bloomberg

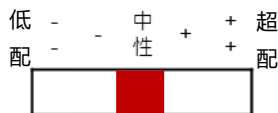
纽元



新西兰央行或结束降息周期

- 随着经济复苏持续推高物价，新西兰第四季度通胀率突破了央行 1%—3% 的目标区间，这提高了今年利率上升的风险。新西兰第四季度消费者价格指数 CPI 同比上升 3.1%，高于第三季度的 3%。经济学家预期升幅为 3%。强劲通胀数据证实新西兰宽松政策几乎肯定已结束，并进一步表明到 2026 年底可能前可能需要提高利率。市场普遍预期 2 月将按兵不动，但定价已反映 2026 年 9 月前加息 25 个基点的可能性约 80%。

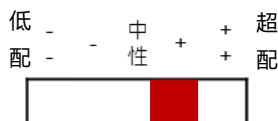
加元



加拿大央行担心贸易不确定性

- 加拿大央行在 1 月议息会议上维持基准利率在 2.25%，强调高度不确定性。这也是加拿大央行连续第二次选择按兵不动。央行行长蒂夫·麦克勒姆表示，当前经济环境面临异常高的不确定性。加拿大央行维持了对 2026 年和 2027 年经济温和增长的判断，报告指出，企业仍需要时间来适应美国关税政策的影响，招聘意愿持续疲软。加拿大央行认为本土经济依然高度暴露于美国贸易政策变化和地缘政治风险之中。

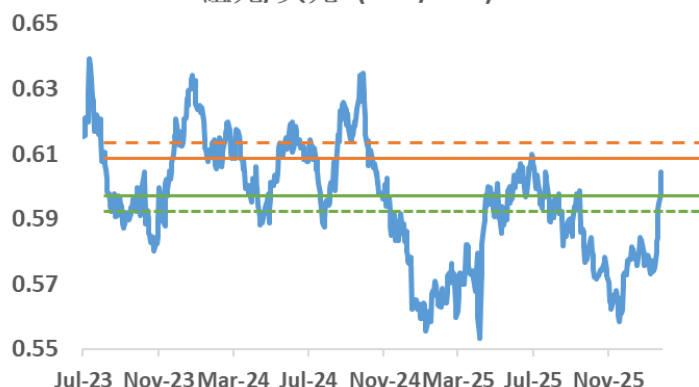
瑞郎



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。

紐元/美元 (NZD/USD)



来源: Bloomberg

美元/加元 (USD/CAD)



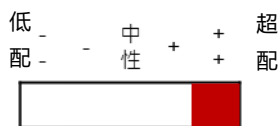
来源: Bloomberg

美元/瑞郎 (USD/CHF)



来源: Bloomberg

人民币



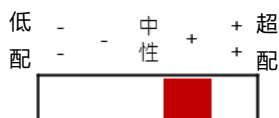
结汇因素推动人民币稳步迈向 6.9

- 人民币继续保持小幅升值，在主要货币中表现居靠前，依旧受季节性等因素支撑。2025 年 12 月银行代客结售汇差额升至 999 亿美元，为历史新高水平，体现了出口强韧、结汇意愿抬升及外资偏好境内股市等多重因素共振。12 月出口同比增速达 6.6%，规模为 3,577.8 亿美元，刷新单月历史新高水平。同时，12 月银行代客货物贸易涉外收入占出口比例升至 114%，年内仅低于 2 月，并刷新历史同期高点。出口商出口收入的明显增加配合其将外币收入汇回意愿的明显抬升，推动了人民币汇率在 12 月的加速升值并突破 7.0。



来源: Bloomberg

黄金



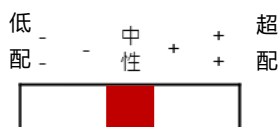
黄金仍可中长期配置

- 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，黄金成为不少资产组合里面必不可少的一环。



来源: Bloomberg

石油



油价走势取决于地缘政治问题进展

- 地缘危机加剧。特朗普此前有报道称特朗普政府考虑对俄罗斯施加新制裁，选项包括针对运输俄油的所谓“影子船队”油轮以及促成相关交易的贸易商。近期传出特朗普可能对伊朗展开行动，消息带动油价上升。
- 油价走势取决地缘政治问题进展，短期波动会加大。



来源: Bloomberg

重要资料及免责声明

本档由中国建设银行(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。