

石油美元體系的十字路口

投資全方位

一點靈犀

霍爾木茲海峽重開遙遙無期，中東利益格局也面臨巨變。美國長期維繫的「石油美元體系」，實質是用海灣地區的軍事保護換取石油交易的美元結算，但在如今軍事實力衰退的背景下，該體系的重整幾乎無可避免。

李靈修



▲霍爾木茲海峽重開遙遙無期，美國長期維繫的「石油美元體系」已出現動搖。

幣的信用價值就愈高。正是基於這個原因，1974年6月8日美國與沙特發布聯合聲明，宣布成立美沙經濟合作聯合委員會。這就是後世所謂的「石油美元協議」。

須強調的是，兩國僅是商定沙特以美元為石油出口定價，並將石油收入投資於美國國債。該協議

既沒有強制石油交易要用美元結算，也沒有明確提及任何到期時間。但石油作為全球大宗商品的執牛耳者，也是各國經濟發展的動力源泉。誰搞定了石油結算，誰就是貨幣王者。

「石油美元」幫助美元穩固了全球霸權，沙特出售石油賺取美匯後，購買美國債券、美國武器，以及美國的安全保障。然而，「石油美元」近年來出現了不少裂痕。特別是頁岩氣革命後，美國從石油淨進口國轉為淨出口國，其從海灣國家的石油進口份額，從上世紀70年代的35%一路回落到2025年的8%。中東國家在美國能源安全框架中的地位大幅下滑。

重新評估資本配置

本周五（1日）阿聯酋正式退出OPEC（油組）及OPEC+。該國長期困擾於產能擴張與配額約束之間的矛盾，且在區域利益方面和沙特存在衝突。但最為現實的挑戰在於，如果伊朗對霍爾木茲海峽的

收費正常化，這將意味着更高的石油運輸成本與更大的國防財政支出。阿聯酋需要拿回石油收入的自主權。

相應地，美國無法為海灣產油國的航空安全提供保護，反映其軍事實力已無法和當年海灣戰爭時期相比，科技水平也面臨中國的追趕，全球資金、特別是中東資金需要對資產配置的框架選擇重新評估，石油美元的基礎出現動搖。

當然，眼下美元資產作為資金「避風港」的地位仍然穩固，但從中長期看，美國全球布局的戰略收縮，以及財政赤字之不可持續，均會抬升美元信用的風險溢價，造成金融市場的大幅波動。

過去由美元主導的全球化，主要由三大支柱構成：以美國為代表的科技大國輸出技術與資本，以中國為代表的製造大國輸出商品，以海灣國家為代表的資源大國輸出能源。

在此框架下，貿易順差國積累了大量的美元儲備，又通過投資美元資產回流美國，幫助美國形成了低利率、高消費的經濟模式。未來資本流動將呈現出更強的分散化和區域化特徵，非美資產的重要性將會得到提升。

心水股

中銀香港 (02388)

中國平安 (02318)

中國人壽 (02628)

5月除淨期 趕搭收息尾班車

沈金

本周股市四個交易日中，三跌一升，恒指收報25776點，較上周跌202點，是第二周下跌，兩周共抹去384點。本周恒指高點26133，低點25609，上落波動524點。四個交易日之中，有三日升跌在200至400點，震盪較劇烈。

綜觀已過去的4月股市，屬先低後高的格局。低點是2日的24902，高點為21日的26529，高低上落1627點。我講過，如無意外，今年上半年的低點已經出現，高點是否已出現？我認為尚待觀察。由於港股仍較外圍市落後，在上半年剩下的兩個月內，並非沒有穿越4月高點的機會。一般小戶測市有個毛病，就是見淡唱淡，見好唱好，殊不知股市的特性是跌到一定程度就會止跌回升；同樣地升到某個水平亦一定會「見頂回落」。我們要關注的是資金的流向，買賣宜在股價回跌之時，而不宜見高追高，玩「搶帽子」遊戲，很多小戶被套牢，

多栽在「見高追高」之上。

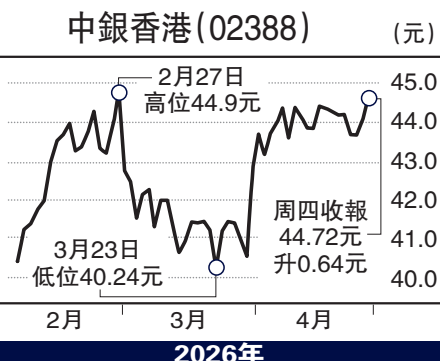
有人問：「五月窮」的「傳統智慧」今年是否管用？我認為還得分析大勢觀察市場動向，才能作出預測。「五窮六絕」只是一個口訣，供大家測市時參考，其命中率只是「五五波」而已。翻查最近兩年的資料，可以發現：2024年5月，恒指由17763點起步到18079點收官，該5月升了319點。又如2025年5月，恒指由22119點起步，到月底收23289點，上升1170點。

今年5月又如何呢？我認為當前市情最大的特點是：上市公司均已宣

布去年全年業績及派發末期息，同時亦公布今年首季經營情況，個別的還派發季息（如中銀香港（02388）將派季息0.29元），為此，投資者有充足的資料可深入研究擇優而吸納之，加上5至6月是除息的日子，對喜歡收息的投資者是一個例常的選股期，我對有些人不重視收股息感到難以理解，希望大家要真正樹立投資的觀念，而非短線炒賣。當你研讀公司年報，衡量股價高低和投資價值，就會得出應否購進的結論。買股收息對沖當前銀行存款利率的低迷狀況，當會感受到只要選擇正確，收股息跑贏定期存款的利息，絕對不是難事。

中銀將派末期及季息

且以中銀香港為例，若持有此股，將在兩個月內收兩次股息。一次是5月13日除淨的2026年季息0.29元，另一是6月29日除淨的2025年度末期息1.255元，兩次共收息1.545元，定存在兩個月內肯定不能收到這麼高的利息者也。



資金轉炒美減息 港股有望向上

容道

周四美股道指勁升790點，但另一邊廂美匯指數則突然出現急跌，至周五初段竟然差不多連98都跌穿，日圓兌美元從160.7急升近500點子，曾見155.51，相信不少美元兌日圓的好會被即時斬殺，以盤路來說，是西方資本自己互鬥的結果，筆者向來很少碰衍生工具，在匯市更加是不會用槓桿，所以影響不大，主要是吃花生的旁觀者，而觀察所得主要是透過西方主要的貨幣兌美元的震動去窺探各路資本的真實買賣方向。以周四博弈的結果來看，市場將轉炒美國會進一步減息，以這個敘事方式推算，可以預見下周一港股會有一波新的向上爆發。

因此，如果周五晚美股仍然維持樂觀氣氛，則周一港股好大機會會反殺爆上衝破26000點關口！如是者則恒生指數暫時可脫離向下補裂口的危機，甚至有機會衝上27000點。

至於A股，下周三才復市，現在去判斷有點過早，主要關鍵是看中東局勢和石油價格的變化，以最近國內宏觀經濟數據的公布及結合本人的投資系統分析，上證指數總體的波動區間已經往上移到4000點之上，本人預計未來一波的振幅會介於4000到4300點之間，所以持倉不是太多的投資者，可以適度進行全方位加碼。

油價居高不下 滯脹風險增

其實，從美匯指數周三到周五上躡下跳的情況來看，我預計中東再度

爆發大規模戰事的可能性已經大幅度下降，如果連着這個周末的未來5天都沒有再爆發激烈衝突，那麼美伊再次爆發大衝突的機會基本上不存在了。因此，之後中東是戰是和將很快揭曉。

不過，就算戰爭不打了，但最近中東各石油出口國的紛爭也越發浮到水面，石油出口國的定價機制和石油霸權都會有新的局面出現，未來的油價相信也不會因為戰爭的消停而出現大幅度的下降。之後，最有可能出現的場景是石油價格繼續在高位運行，但是經濟增長會因為各種各樣的因素而不會恢復到戰前的寬鬆和樂觀情況，這樣，滯脹或會無可避免地出現！

（微博：有容載道）

內銀經營環境改善 四大行看高一線

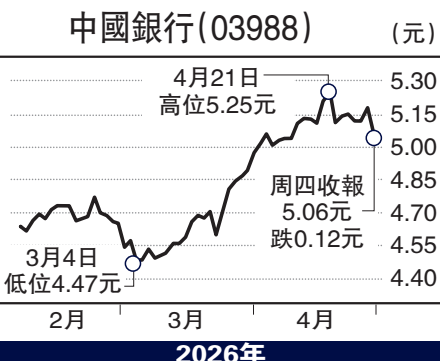
大行報告

瑞銀研究報告指，內銀首季業績中，國有銀行在收入及盈利方面均勝預期；國有銀行平均收入增長8.5%，為2021年以來最快速度，高於該行預期的4.6%，主要受惠於淨息差反彈勝於預期、穩健的手續費收入，以及部分銀行的交易收入基數較低。部分撥備前利潤（PPOP）的強勁增長被減值支出增加所抵銷，但平均盈利增長仍高於市場預期。

盈利增長料加快

另外，地區性銀行的業績大多符

合預期，而股份制銀行的業績則好壞參半。個別股份方面，四大銀行表現明顯優於同業，而股份制銀行普遍遜於市場預期。



整體而言，該行認為首季業績確認了內銀業的經營環境正在改善。同時，首季穩健的GDP增長減低了目前進一步貨幣寬鬆的迫切性，國有銀行今年盈利增長或可獲輕微上調。

該行仍對股息收益率較高的防守性銀行股持正面看法，偏好建設銀行（00939）、中國銀行（03988）、工商銀行（01398）、中信銀行（00998）等。

滙豐環球研究報告亦指，內銀首季業績好過預期。該行表示，中國銀行、建設銀行、工商銀行及農業銀行（01288）表現好過同業，而郵儲銀行（01658）及招商銀行（03968）則落後。

國壽新業務價值大升75% 超同業

鄧聲興

中國人壽（02628）公布今年第一季度業績，歸屬母公司股東淨利潤按年下跌32.3%至195.05億元（人民幣，下同），略優於市場預期約35%的跌幅，當中多項核心經營指標表現亮眼，尤其是新業務價值同比大幅增長75.5%，遠超同業水平，反映集團業務結構轉型與價值創造能力的顯著提升。

從保險業務看，首季總保費收入達3584.78億元，創歷史同期新高，同比增長1.1%。其中，長險新單保費856.6億元，同比大增29.9%，增速為2017年以來同期最高；短期險保費427.02億元，增長2.9%。首年期交保費同比大幅增長41.4%，10年期及以上首年期交保費佔比較上年同期提升4.4個百分點，業務結構持續優化。更為關鍵的是，浮動收益型業務首年期交保費佔比提升，新業務負債剛性成本同比進一步下降，直接推動新業務價值實現75.5%的跨越式增長。退保率為

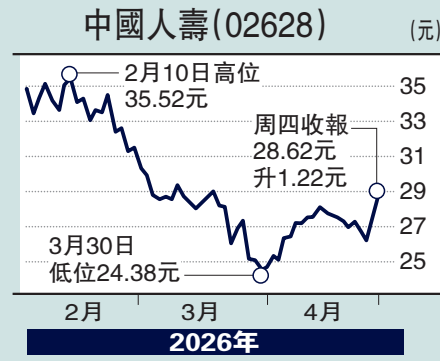
0.24%，同比下降0.05個百分點，顯示客戶黏性增強。

銷售隊伍建設亦是亮點。截至3月底，總銷售人力達64.4萬人，其中個險銷售人力59.4萬人，較上年末實現增長，穩居行業首位。投資端方面，一季度債券利率低位窄幅震盪，股票市場受外部衝擊波動加大。中國人壽堅持長期投資、價值投資理念，固收投資加大長債配置力度，權益投資推進均衡多元策略。期內實現總投資收益355.36億元，總投資收益率為2.21%，按年下降0.5個百分點。年化ROE仍達13.1%，維持不錯水平。

引入AI 加快數智化轉型

展望未來，中國人壽正積極深化資產負債聯動，推進「保險+服務」生態建設，在機構養老、城心養老、康養旅居三大產品線持續布局，已累計在16個城市布局20個機構養老項目。同時，數智化轉型加速，AI（人工智能）賦能代理人展業，智能理賠佔比超75%，一站式理賠直付超530萬件。2026年是「十五五」開局之年，公司錨定高質量發展，有望憑藉強勁的新業務價值增長、穩固的銷售隊伍及持續優化的業務結構，在行業復甦周期中率先受益。雖然短期盈利受市場波動影響，但長期配置價值依然突出。

（作者為香港股票分析師協會主席，證監會持牌人士，並未持有上述股份）



營運與派息穩健增長 平保上望90元

毛君豪

中國平安（02318）於2026年第一季度展現了穩健的經營態勢，儘管面臨複雜的市場環境，其核心業務仍保持增長，並持續深化「綜合金融+醫療養老」戰略，在營運利潤與派息方面取得了良好表現。

壽險及健康險業務在第一季度保持了良好的增長態勢，營運利潤達到296.96億元（人民幣，下同），按年增長6.4%。新業務價值（NBV）表現尤為亮眼，按年增長20.8%，達到155.74億元。在「存款搬家」趨勢下，居民對保險儲蓄需求的旺盛，推動了人身險保費的景氣增長。此外，公司持續深化「保險+服務」布局，醫療養老服務客戶數達到1829.8萬，並積極布局高品質康養社區，將醫養服務加速打造為公司的第二增長曲線。

關注「綜合金融+醫療養老」戰略

銀行分部歸母淨利潤按年微降4.2%至247.11億元。然而，平安銀行持續加強風險管控，資產質量整體保持平穩，不良貸款率和撥備覆蓋率均表現良好。值得關注的是，平安健康作為「綜合金融+醫療養老」戰略的關鍵一

環，2025年實現營業收入54.68億元，淨利潤3.8億元，按年增長3.66倍，剔除股份支付及匯兌損益後的調整後淨利潤為4.14億元，其發展有助於集團構建差異化服務競爭壁壘，並賦能綜合金融主業增長。

中國平安壽險業務在銀保渠道的帶動下實現了新業務價值的快速增長，財險業務則在車險改革和新能源車險的推動下實現了承保利潤的顯著提升。長期而言，公司持續深化「綜合金融+醫療養老」戰略，其「保險+服務」的布局成效日益顯現，構建了深厚的競爭壁壘。儘管市場存在負債端改革不及預期、長端利率超預期下行、權益市場大幅下滑以及保障型產品需求復甦不及預期等風險，但公司目前的估值和股息率提供了充足的安全邊際。預計未來幾年，中國平安的新業務價值仍將保持穩健增長，有望推動盈利持續改善。

股價走勢方面，以周線圖去分析，股價沿着50周線上升。若投資者相信中國平安能於其壽險、財險及銀行業務繼續達到「互惠互利」效果的話，不妨於60港元買入，博日後中線上望90港元水平，跌穿45港元止蝕。

（作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並未持有上述股份）