黃金避險功能失靈嗎

投資全方位 —點靈犀

前兩年華爾街推崇的「槓鈴配置」策略：一手押注AI、一手緊握黃金，可以說是無往不利、賺得盤滿缽滿。但近期市場畫風大變，不僅AI板塊迎來巨幅回調，金價也一口氣跌破3600美元關口。二者似乎失去了對沖功能，出現了罕見的同步回撤。這又是為什麼呢？

李靈修





◀全球「去美元化」敘事，也為金價提供了上漲動力。 路透社

「槓鈴配置」的爆火反映出市場的糾結心態，既怕踏空AI科技革命，又怕地緣衝突與泡沫破裂。機構投資者認為，如果AI技術能夠實質性提升勞動生產率，則中性利率持續走高、黃金長牛邏輯會被打破。反之，AI技術在兌現資本開支回報預期之前，黃金存在不小的上漲空間。不過，這種「對沖關係」受到質疑，這主要是流動性踩踏造成的結果。

加息周期壓制行情

作為投資標的來說，不產生利息是黃金的最大屬性。也因此，沃倫・巴菲特（Warren Buffett）長期反對將黃金納入資產配置選擇，並認為其本質是一種非生產性的投機品。

對於普通投資者來講，持有黃金的機會成本就是失去利息收入，所以黃金價格一直與美債利率存在明顯的對應關係，即美債利率下降或市場風險上升時，金價往往走勢向好，這是由黃金的金融屬性決定的。

三季度以來，美國通脹黏性超出預期，聯儲隨之開啟加息周期。10月份CPI數據公布後，聯儲官員密集釋放鷹派信號，甚至提出12月加息0.5厘的建議，同時市場開始計入明年上半年繼續加息的可能。在此背景下，美國實際利率快速上行，強力壓制了黃金的金融屬性。

與此同時，強美元行情也對黃金構成了利空。首先是大幅提高了非美元地區投資者購入黃金的成本；其次，資金從黃金市場分流，湧入到以美債為主的美元資產中去。疊加黃金市場近年來積累了巨額獲利盤，一旦行情轉弱，獲利了結需求就會集中釋放。

去美元化敘事未變利金價

須注意的是，本輪黃金牛市並非僅依靠金融屬性的支撐，「去美元化」敘事也提供了上漲動力。2022年2月，美國凍結了俄羅斯約3000億美元的海外資產，部分用於向烏克蘭提供戰爭貸款。此舉被看作是美元信用的變相違約，各國政府意識到貨幣武器化的風險攀升，「雞蛋不能放在同一個籃子裏」。自此開始，全球央行爭相提高了黃金淨買入量。

目前來看，央行購金潮依舊，顯示出極強的穩定性。數據顯示，2026年三季度全球央行淨購金321噸，同比大增42%，創下2024年四季度以來單季最高值。其中，中國人民銀行已連續二十個月增持黃金，單月增持規模穩定在數十萬盎司級別。正是因為各家央行的用腳投票，金價將得到有力的承接。

展望後市，12月議息會議是一個重要觀察窗口。若聯儲釋放偏鴿信號，金價會迅速反彈；若釋放的是持續加息指引，則金價存在下探3500美元關口的可能。但無論如何，相信2027年實際利率的壓制因素將逐步弱化。

一旦AI投資回報不及預期，美國明年很可能面臨「增長乏力、通脹回落」的現實約束，屆時聯儲貨幣政策大概率轉向，黃金配置價值同樣將迎來修復行情。

心水股 京東集團（09618） | 奧克斯電氣（02580） | 中移動（00941）

港股調整未完 散戶宜先觀望

沈金頭牌手記

港股昨日作第7個交易天下跌，恒指先升後挫，22000點關再度失守，低位21915點，跌304點，收市報21966點，跌253點或1.14%，7連瀉共抹去1787點。全日總成交2300億元，較上日多174億元。

亞太區股市受美股納指隔晚下跌的拖累大部分低走，港股初段高開，呈一枝獨秀上升，與過去持續下跌已屆反彈時候有關，不過這一反彈為時只得半天，下午由升轉跌，還創出全年新低，顯示港股這一次「尋底之旅」還有延續的可能。

美AI股震盪牽動全球

事實上，這次由AI「燒錢」失控引爆的股災，始作俑者就是美國，各地股市現時只能視美股AI指數為馬首是瞻，美國亦深知問題嚴重，所以一再「行政干預」，後市如何，難以猜測，但密切關注美國科指走勢，已成不可忽視的因素。

從技術走勢看，港股是極之差劣的，特別是較長時期由一些「三無」AI股佔據熱門股市場，使大市有別於過去穩健的結構，暴露於風險與危機之中。試想想，一些由高點計跌逾90%的股份，居然被納入恒指成份股，成為「新貴」，於是理所當然的又再大跌，而一批追蹤指數的ETF再告「貶值」，連環失血，真不知伊於胡底！

本欄已一再發出忠告，就是AI失控，後患無窮，監管當局不能視而不見，不聞不問。要注意有一至多個投機集團，日日將AI概念股炒上炒落，既殺淡友又殺好友，參與者無不損手爛腳。投機集團採用的是「極限手法」，先將某股推上倍數計的高度，以吸引小戶注意，然後由高位反覆散貨，推跌八、九成甚至更多。沿途參與者幾難有全身而退的機會。

昨日二十隻熱門股升者僅3隻，跌者17隻。三隻升股是嗶哩嗶哩（09626）、網易（09999）、小米（01810）。下跌股有7隻跌幅達雙位數，包括跌24%的壁仞科技（06082）和南方海力士（07709）等。

印象中，最長氣的跌市是連跌十一日，近年有過一次連跌九日，現在已連跌七日，希望「適可而止」吧，這個紀錄不創也罷！

大市非常「超賣」，但走勢極為惡劣，下行壓力大，AI失控風暴還在發酵，在可測性低的前提下，我認為作「旁觀者」好過做「參與者」了。



RCEP國家優勢互補 引領全球經濟增長

工銀智評

隨着區域經濟一體化持續深化，全球經濟增長重心正向亞太區傾斜。區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP）主要成員國佔全球GDP比重由2017年的29.0%穩步攀升至2026年的32%，預計2027年繼續保持在32%左右。當中以東盟國家表現尤為突出，受產業鏈轉移和區域貿易深化支持，經濟體量持續擴大。

與此同時，RCEP主要成員國對全球增長貢獻顯著，預計2026年佔比達42%左右。高基數等因素影響下，主要國家2027年經濟增速或略放緩，2027年增長貢獻或溫和調整至38%左右。其中，中國經濟延續中高速增長轉型；日本、韓國等部分東亞經濟體GDP增速預計溫和放緩；東盟經濟雖受外部需求、能源成本等因素制約，依然保持增長韌性。

根據核心增長動能分類，RCEP主要成員國整體呈現製造型、資源型和服務型等三大發展格局。展望2027年，中國、日本、韓國、越南等製造型國家內外需或均面臨一定增長挑戰。具體來看，中國經濟延續中高速增長轉型，憑藉出口韌性增長和產業升級，同時積極政策提振內需溫和修復。

相比之下，印尼、澳洲和新西蘭等資源型國家有望延續韌性增長。雖然資源品價格回落，但銅等關鍵礦產有望維持強勢，通脹緩和亦有助提振內需。具體看，受益於居民消費、基礎設施投資和資源下游加工，預計印尼增長保持較強韌性，但政府支出預計由超高增速逐漸回歸正常化。

新加坡、馬來西亞、泰國和菲律賓等服務型國家增長未來或趨向分化。雖然全球通脹降溫利好消費和服務業，但各國的家庭債務、就業狀況及財政空間、AI熱潮獲益程度各有不同，拉大經濟表現差異。

整體而言，RCEP國家擁有龐大的內需市場、互補的產業分工以及持續深化的區域貿易合作，亞太區依然是引領全球經濟穩定前行的核心引擎，亦為國際投資者帶來廣闊的跨區域合作與發展機遇。

（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）

美元上揚 油金齊受壓

鄭振輝實德攻略

港股11月初的升幅只屬曇花一現，因為美國中期大選後，美股道瓊斯指數，由高位53356點不斷下挫直至近期低見48147點，其間下跌逾5000點。亞洲股市亦不能幸免被拖累下挫。當中包括港股由11月5日的24871點跌至昨日最低見21916點。

由於12月初外圍及本地加息氣氛濃烈，相信港股能夠站穩已經不錯。股票市場十分反覆。但美匯指數卻延續上月的強勢。現時美匯指數已升至104.44的高位，創18個月新高。

首先市場數據顯示，押注12月加息0.25厘的比率已升至約95%，甚至有聯儲局委員直言支持加息0.5厘，加息氣氛濃烈，成為美元的一大底氣。最後，歐元的疲弱亦成為美元向上的動能，要知道在美元指數中，歐元佔比份額高達57.6%，因此在天秤效應下美元自然受惠。

金價支持位約3500美元

最後在美元強勢的背景下，過去一個月，普遍國際大宗商品價格均有明顯的壓力下挫。例如黃金價格便從11月初的4146美元一直下跌至月底時低見3502美元，即月內下跌超過600美元。國際油價亦從104美元下跌至執筆時的79美元。

由於上面已提及美元強勢短期可能持續，加上亦有資料顯示伊朗出口原油的數字已回升至美伊戰爭前的八成了。所以除非中東局勢再度急速惡化，否則原油價格有望再測試低位。反而黃金市場在11月中，印度傳統的排燈節過後，將進入約兩個月的傳統季節需求高峰，有望抵銷部分來自美國加息預期的壓力，因此3502美元的低位可能已經成為短期底部了。

（作者為實德金融集團首席分析師）

奧克斯海外業務高增長 值得留意

高飛股壇魔術師

恒生指數昨天輕易跌穿22000點，拖累大部分股份都要下跌，可以在逆市上升的股份尋找實力股，當中，在內地生產及銷售家電的奧克斯電氣（02580）上升3.2%，現價動態市盈率7.4倍、息率高達15.6厘，值得留意。

息率高達15.6厘

消息面上，美國聯儲局好大機會在12月加息，疊加AI投資熱情降溫，近期銅價出現大幅回調，本月至昨天倫敦金屬交易所（LME）銅價累跌超過16%，有望助推空調利潤率的修復彈性。招商證券研究報告指出，展望下半年，內外銷預計均處恢復態勢。預計第三季公司外銷年比恢復高成長（去年同期低基數），考慮到第四季度隨着美國中期大選結束推動中東戰爭降溫、局勢或趨於平穩，預計公司出口將延續高成長。

奧克斯電氣是空調製造商，主營家用空調、中央空調與散件業務，2025年實現營業收入300.5億元（人民幣，下同），其中，海外佔比49.1%，內銷居大眾市場第一品牌、出口量居行業第三。公司2017年在業界首創網批模式，以工廠直連中小型零售商的扁平分銷壓縮省代、二批等中間層級，截至去年第一季末，小奧直賣平台已覆蓋7283家經銷商、覆蓋率98.4%，銷售費用率降至5.3%，以成本較低去面對大眾市場增長放緩的風險。

另一方面，海外空調快速滲透，新興市場提供廣大空間。全球空調滲透率區域分化明顯，印度、東南亞、拉丁美洲等新興市場及歐洲滲透率仍處低位，全球空調增量重心正由內向外溢。公司海外收入2025年達147.4億元、佔比49.1%，已與內銷並重，出口量約986萬台居行業第三，自有品牌佔比提升與新興市場渠道擴張共同打開海外收入與盈利空間，中央空調佔比已達六成，並正向重型商用與數據中心溫控場景，海外業務有望成為未來空調的發展重心。

國內市場短期承壓，靜待後續經營拐點。國家補貼退坡疊加2024年高基數，2025年內銷需求趨於回落、2026年上半年家用空調行業內銷量同比下跌5.59%，行業短期承壓；2025年第三季度以來銅價大幅上行，疊加行業價格競爭，公司的需求和成本端亦受到影響。展望後市，預計今年內銷空調節奏前低後高，下半年增速可望逐步修復，公司作為內銷份額第四的品牌，也有望跟隨家電行業整體表現迎來經營拐點，業績得到改善。

東方證券預測，公司2026到2028年歸母淨利分別為14.96、16.47及18.94億元，每股盈利分別為0.94、1.04及1.19元。公司兼具通路效率與海外成長雙重因素，業績彈性顯著，參考同業可比公司，給予2027年預測市盈率8倍的估值，對應目標價為9.69港元，首次給予「買入」評級。

京東盈利收益具質素 上望130元

余君龍經紀愛股

踏入第四季後，市場投資氣氛差強人意。地緣政局陰霾不散，外圍硝煙不斷，油價高企，影響環球經濟的基本面。而且最近兩周人工智能行業出現大震動，導致新科技板塊下挫，加深短期調整幅度，恒生指數22000點心理關口水平受考驗。而港股的交投量，尤其是指數成份股的平均成交金額，在近兩個月普遍減少，反映主權財富基金的活動正處於資金流正弦波的下半波周期，有待交投量增加，動力增強，才可扭轉頹勢，擺脫中長線下降軌道。

至於跨市場套戥活動仍在，策略盤買入美股、沽空港股，成為港股主要沽售壓力來源，而這些沽盤，重點是拋周期類股份，新經濟板塊壓力重重，但推低至現水平已普遍超賣，短期內出現技術反彈可待。



環顧新經濟板塊，京東集團（09618）的技術走勢相對較強，股價自130.9元見頂後，反覆回落，呈現典型技術調整，日前低見95.25元，卻有見底的跡象，料短期可反彈挑戰10天移動平均線，如果動力增強，推高股價重返50天線，則可確認中期調整完結，重組上升軌道可待。而兩線目前分別在101.7元及104.3元，成為短期反彈目標。

估值低 股價上升潛力強

至於京東集團的基本面強，核心業務是於中國經營線上零售及電商平台業務，以及提供物流服務，盈利收益具一定質素。而且市場預測盈利高增長，以現水平計算，預期市盈率只有8倍左右，料當市勢轉趨平穩時，市場可以接受一個12倍市盈率，因此帶來一定的憧憬，股價上升潛力強，成為投資機構及基金吸納的根據。

伺機在100元左右水平吸納，第一個上線目標是前次反彈高位的114元水平，中期升浪可挑戰130元，而下線參考位則在95元。

（作者為獨立股評人）

責任編輯：許偉生