

美債風暴再起 美股難逃大跌

金針集 美債風暴再起，再有美聯儲委員表示不排除加息的可能，美國國債跌勢加劇，長期債息升近5厘的關口。美國長債息作為全球重要融資利率參考指數，債息持續高位，將衝擊美國以至全球經濟，還可能刺破資產泡沫，華爾街股市難逃大跌，其中道指已跌至一個月低位。

大衛

近期美股高位頻現震盪，半導體股王英偉達炒股份拆細，股價迭創新高，但可惜獨力難支，無法支撐市值逾50萬億美元的華爾街股市。最重要的是，美國經濟基本面不佳，股市上升根基並不穩固，稍有風吹草動，資金便會一窩蜂出逃，出現急速回調的險情。美國國債繼續流血不止，價格愈跌愈急，長期國債息反覆回升，10年期及30年期國債息分別升上4.7厘及4.6厘，接近去年底高位，成為美股大調整的催化劑，投資者不可掉以輕心。

聯儲委員放鷹 不排除加息

原本市場預期美聯儲年內降息，掀起全球大範圍減息潮，但受到地緣政治衝突持續、貿易保護主義情緒升溫、全

球極端天氣變化及美國實施對華經貿「脫鉤斷鏈」等因素影響，美國以至全球將持續呈現通脹上升壓力，美歐英等經濟體的減息潮隨時落空。此外，再有美聯儲委員發表利率鷹派言論，表示不能完全排除加息的可能性。這實際反映美聯儲委員對成功有效遏抑通脹的信心不大，有需要持續維持高利率，甚至有可能加息，結果美國國債跌勢加劇，長債息迅速抽升，逼近5厘重要關口，看來新一波美債風暴再起。

事實上，受累美債拋售潮，除了中國國債之外，全球主權債普遍受壓，例如德國及日本10年期國債分別升至6個月及12年新高。同時，長債息上升不利經濟與企業業績，美國以至環球股市也沒有運行，其中道指急跌至38000點附



▲道指近期反覆向下，已跌至38000點附近。

近，見4周低位，歐股出現一個月最大跌幅，亞洲股市亦全面走低，港股昨日則險守18200點。

短債標售差 預示利率未見頂

值得注意的是，美國政府拍賣國債的市場反應愈來愈差，冷風不單止在長年期國債之上，還吹至短年期國債。本

周初美國財政部標售兩批短期期的國債，一是690億美元的2年期國債，中標息率為4.917厘，為去年10月以來最高，投標倍數則為2.41，創下2021年11月以最低。二是700億美元的5年期國債，中標利率為4.553厘，高於市場預期，投標倍數只有2.47，為2022年9月以來最弱。上述兩批美國短期國債認購反應是兩、三



年來最弱，一方面反映市場對美國債務嚴峻的憂慮，另一方面則是預示美國利率未見頂，市場買入短債風險也不低。

對沖基金做空 押注美不減息

美債風暴作為全球融資利率的重要參考指標，長期高企之下，華爾街股市難逃大跌的厄運，有可能出現金融黑天鵝，刺破股債等資產泡沫，引發新一波金融震盪。據報有對沖基金押注今年不會減息，加上債務失控膨脹，必然持續推升債息，因而大手做空10年期美國國債，迄今已有不俗回報，不排除吸引更多炒家加入做空美債行列，食大茶飯。

美國國債跌勢不休令人不安，一旦長債息全面升破5厘，衝擊波不容低估，不單止華爾街股市有難，還會引起美國企業、個人信貸違約，迅速燃起銀行新風暴，繼而可能禍延環球經濟及金融市場。

心水股

建行 (00939) 中移動 (00941) 中海油 (00883)

港股吹淡風 18000點成支持位

頭牌手記 沈金

港股持續尋底之旅，昨日是第3日下跌，淡友有戳穿關鍵水位的強烈意圖，而好友亦不示弱，有低位守土之堅定決心。於是，恒指18200點至18300點區間，成為兵家必爭之地。淡友攻擊目標指向重磅內銀股，利用加大沽空比率製造「寒蟬效應」，最低潮時，18200點陷落，低見18163點，跌314點，收市報18230點，跌246點或1.34%。三連挫共失597點。總成交1255億元，仍然熾熱。

恒隆沽空率維持高企

5月期指昨日完成結算。以4月底的指數17763點計，到昨日的18230點，好友仍佔先467點，不過經3日逆襲，月初開倉的淡友損失已大為減輕。若在19000點以上造淡倉者，更撈

金一把。蓋5月的高位指數上落多達1700點也。

我說沽空是跌市的「助燃品」，乃有根有據者。就以被龐大沽空打壓的恒隆地產(00101)為例。我知道的故事是這樣的。首先，已有一些大戶不斷的加倉沽空該股，然後在其除息0.6元的當日，就重槌拋售，使其一日內大跌8%，接着，大行報告發表，唱淡恒隆地產，將目標價調低至8元，翌日瘋狂沽空再起，就這樣持續下跌，昨日收7.27元，總跌幅18%。一隻藍籌股遭此災劫，也實在出人意料之外。眾所周知，大行報告由撰寫完成到公開發表，其間的知悉權有先有後，第一知悉者是大行高層，第二是大行的大客戶，到最後才公開發表，讓小投資者知道。這個時間差會引起什麼效應，大家一想亦會明白。

恒隆地產昨日的沽空率為42%，

非常非常之高，連一向被人作對沖用的盈富基金(02800)昨日沽空率也只37%而已。這說明恒隆地產的「盤腸大戰」，乃是有組織有意圖的造淡行動，我以前講過已到「目中無人」、「肆無忌憚」的境地。以前該股每日成交額約二、三千萬元，現在加大近十倍，昨日成交額2.7億元，可見參與者是「飛機大炮」重武器齊發。這場仗如何收科？我不知道，我只想講，沽空異常，有關方面是否也要管一管呢？

回說大市，18000點至18200點的區間，是好友要力守的防區，加上淡友衝着高息內銀股而來(筆者按：農行(01288)昨日沽空率38%)，確是不懷好意，有心作賊也。我不相信有7至8厘高息的內銀股可以被輕易「唱淡」，但任何博弈，都是從實力地位出發，靠沽空造淡若被大股東一一接收，你猜猜沽空之人還能得甚麼？

美團新業務虧損收窄 前景向好

慧眼看股市

馮文慧

內地外賣巨頭美團(03690)業務主要分為「核心本地商業」和「新業務」兩大分部。本地商業包括外賣、到店、酒店旅遊，還有美團閃購、民宿及交通票務等。新業務包括美團優選、小象超市和美團單車等。

2023年財年集團全年收入為2767.45億元(人民幣，下同)，按年增25.8%。期內錄得溢利138.57億元，而2022年則為虧損66.85億元。期內核心本地商業分部收入按年增長28.7%至2069.07億元。經營溢利按年增長31.2%至386.99億元；2023年財年新業務分部收入按年增18%至698.38億元。

2023年財年業績表現勝預期，成功扭虧為盈，主要有兩大亮點：一是毛利較高的佣金及在線營銷服務收入增長顯著；二是新業務虧損大幅收窄。受惠內地旅遊出行人次在假期期間大幅上升，毛利較高的到店、酒店及旅遊業務2023年財年交易金額按年增長超過100%，年度交易用戶及年度活躍商家按年增長分別超過30%和60%。集團



外賣業務為主要收入來源，整體盈利能力有保障，為業績扭虧為盈關鍵之一。至於包含社區團購業務「美團優選」的新業務虧損按年收窄，反映集團戰略調整見成效。而新業務具增長潛力，料年內虧損收窄趨勢可延續。

集團整體基本面向待改善，估值具修復空間。加上今年1月首次進行回購，回購政策或成為股價向上的催化劑。業績表現穩健，新業務戰略轉型見成效，有利股價反彈。

(作者為致富證券研究部分析師、證監會持牌人士，並沒持有上述股份)

第四範式大模型增長勁 股價看高一線



財語陸 陳永陸

第四範式(06682)公布了首季業績，期內在行業季節性影響及市場波動下，公司核心業務表現出色，增長穩健，總收入為8.3億元(人民幣，下同)，同比增長28.5%。

最新AI平台版本應用廣

第四範式於3月底發布了最新「先知AI平台5.0」版本，這是十年以來的第5個版本，最新版本以預測下個任意模態為技術原理，基於各行業場景的不同模態資料，構建行業大模型，極

大拓展了行業大模型應用領域。公司最新產品為企業提供充足大模型供給，解決戰略升級、業績增長、競爭力提升等核心需求，數字化智能化轉型，提升企業核心效率。5.0版本打造了涉及汽車製造、醫療健康，以及災情預防等領域應用，持續推動生成式AI技術及大模型產品的商業化進程，在越來越多企業的核心業務中發揮作用。

期內，公司與國內某智能製造企業合作，通過人工智能實現工廠運行資料的全面整合，令其工廠整體生產效率提升了11.4%；另外，公司提高了某標準化代謝疾病管理中心對心腦血管、心血管、腦卒中、糖尿病、高



血壓等五種常見高發慢性進行3年內的風險評估，準確率大大提升了3倍。第四範式的行業大模型有強勁的增長動力，公司前景及股價可以睇高一線。(作者為獨立股評人)

發展新質經濟 創科帶動增長

財經縱橫

凌昆

近月在中國如何發展新質經濟成了熱議話題，也確實有必要就此作出剖析，以便引導政策工作。新質可解讀為「創新優質」，相關發展策略包含了近年提出的兩大原則：以創科帶動增長，以及推動政策重心由量轉質。新質要求涵蓋經濟中的供求雙方。供應方面無論生產要素、生產方式及產品等均要新質化，即有高創科含量和要升級換代。需求方面，消費要有新質模式及新質產品。投資則要有新質項目，帶來新質產能，並要有新質的資本貨品及中國產品作配合。總體來看經濟各方面都要革新求變，包括較根本及深層的改變。因此現行管理、交易及商業模式均要有所調整。

人口紅利轉向人才紅利

這將是建設一個未來世界。由生產、產品、要素到生活都會有許多現時未有或只存在想像空間的事物出現，無論在生產側或生活側、供給側或需求側都會有深度及廣泛的變革。勞工方面要有高質素，包括學識及態度上的增值。工作方式將趨多樣化(包括在家上班工作的結合)。僱用方式同樣趨多樣化，除簡單的僱主員工關係外還有各類的合夥、自僱及員工持股安排，僱主及員工間的關係或有所模糊。更重要的是要求人類智能及人工智能的有機結合和協調分工，人類推理創新與數字化互相配合，並由過去的人似機器轉向機器似

人，令生產也由Mass Production轉向Mass Customization。勞力優勢將由人口紅利轉向人才紅利。資本亦要作出轉變。最根本的一條是資本主義將蛻化為智本主義，資金必須配合智識運作。在新質經濟中科技是第一生產力，人才是第一要素，智權是第一資產，創新創意是第一活動，故資金必須環繞智權交易及創新創意項目來營運。同時資本市場必須切實支持實體經濟，擺脫當前西方尤其美國所主導的虛擬金融資本主義模式，要壓抑短線炒作及過分的「題材」炒作，過度的金融活躍，如過度的股份回購、併購及衍生工具操作等。要減少「紙上企業家」(paper entrepreneurship)行為，即無謂地在法律、政制及虛擬金融的密圈中兜轉，而不務實業。

一般經濟中投資與消費互動：投資帶動消費，反之亦然，故投資與消費須並重且平衡，不能持續搞消費優先。但在新質經濟中投資必須作主導，創新及提質本身就是投資活動。擴大消費只能帶動現有水平的生產，基本上是有增長無發展。但投資可帶來全新的消費：如有了飛機便開拓了民航消費，有了電池便開拓了電動車消費。現時飛行汽車的研製又將帶來新的交通消費，並助力開拓低空經濟。AI及生物工程將帶來更多新消費機會。消費增長點將建立在新消費產品開發上。幾十年來中國家電、手機及電動車的消費便證明了此點，也顯示供給帶動需求而非相反。

快手估值具上升空間 逢低布局

個股解碼 方心怡

內地領先內容社區及社交平台快手(01024)，2024年首季總收入為294億元(人民幣，下同)，同比增長16.6%；毛利率同比增長18.1%至54.8%；經調整淨利潤為43.9億元，同比大增10347.6%。

快手用戶流量穩健增長，AI加持賦能業務發展，龐大的用戶基數在存量搶奪的背景下依然保持增長，流量端呈現出健康可持續發展態勢。快手致力於推動智慧行銷解決方案的應用，穩步推進自研大語言模型研發訓

練賦能多個業務場景提升效率。AIGC行銷素材單日消耗峰值達1000萬元，依託AI及大語言模型能力，智慧行銷解決方案持續升級。

下沉市場優勢摸索錯位競爭。新線城市(三至五線城市及以下)具有龐大的消費潛力。而快手在新線城市有較高的用戶黏性及參與度，在一線至新二線城市的用戶約佔40%，新線城市佔比60%。快手通過針對性的低價好物策略滿足站內用戶更多樣化的需求，通過全域流量協同增長、上線銷售託管功能等策略，幫助商家提升經營的確定性和效率。憑藉用戶基本

盤以及商業生態全鏈路布局，快手在下沉市場的行業優勢有望帶來本地業務持續增長。

隨着快手商業化進程推進，電商和廣告業務有望延續高增長勢頭，在收入結構調整的情況下繼續實現毛利率的提升。同時公司宣布160億港元的回購計劃，加強股東回報。目前快手遠期PE為10.9倍，低於1年均值18.7倍，估值仍有上升空間。建議投資者逢低布局。

(作者為招商永隆銀行證券分析師、證監會持牌人士，並無持有上述股份)