

國債牛市為何引發監管擔憂？

【一點靈犀】債市不顧決策層多次「示警」，今年以來頻現短炒行情，背後深層次原因在於「資產荒」與「緊財政」。相信隨着政府債券加快發行，市場供求有望趨於平衡，國債價格的波動範圍將逐步收窄。

李聖修

隨着房地產市場的持續調整，實體經濟的投資回報率整體下行，內地也進入到新一輪的降息周期。在此背景下，低風險資產受到追捧，居民、銀行、外資爭相湧入債市。具體來看，可分為三部分原因。

居民缺乏投資標的

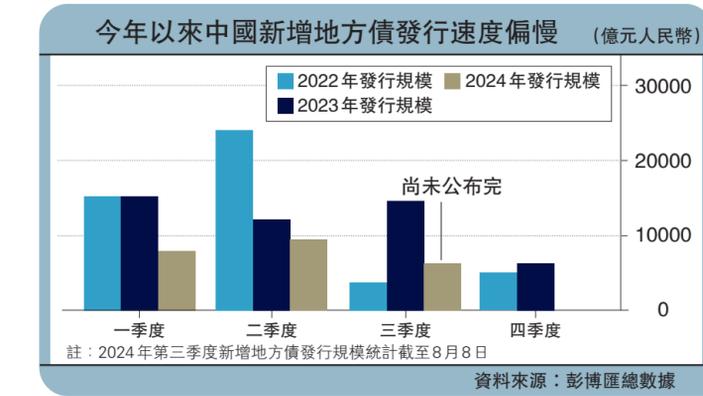
其一，居民部門主動去槓桿。在過去的中國家庭資產配置中，地產投資佔比近七成，但近年來房價普遍下跌，家庭淨資產規模縮水，使得居民降低自身負債的傾向較高，提前還貸的現象也變得普遍。這一趨勢從社融數據中也有所表現：居民中長期貸款陷入低迷，反映出家庭投資不再青睞樓市，轉而投入債券型基金或銀行理財的懷抱。

其二，政府部門發債進度慢。今年

前7個月，地方新增專項債累計發行進度約45%，而2019至2023年同期平均水平高達66%。此外，國債、一般債、城投債的發債執行均低於預期。一方面，債市供給不足為資金炒高債券價格提供動力；另一方面，政府公共支出的減少也會拖累企業的收入，壓低外界對於經濟增長的預期，體現在債市層面就是長期國債利率的下行。

其三，人行購債預期升溫。今年4月財政部於《人民日報》撰文指，支持在人行公開市場操作中逐步增加國債買賣。其後人行有關部門負責人接受《金融時報》採訪時也明確，即將在二級市場開展國債買賣。

人行下場購債意味着國債需求端的擴張，也為投機資本帶來炒作空間。特別是國內的農商行與城商行，由於自身



的吸儲成本較高，為了維持淨資產規模只能增加非利息收入，順勢投入到本輪的國債炒作之中。

各路資金瘋搶國債，自然也會引發一系列金融風險，官方已多次提示長債利率風險。6月19日，人民銀行行長潘功勝陸家嘴論壇講話中明確提到：「當前特別是要關注一些非銀主體大量持有中長期債券的期限錯配和利率風險。」7月13日，《金融時報》引述專家觀點，批

評瘋搶國債行為，實質上是在做空中國經濟。

吸取硅銀爆雷教訓

8月9日，人行發布《二季度中國貨幣政策執行報告》指出：「今年以來，部分資管產品尤其是債券型理財產品的年化收益率明顯高於底層資產，主要是通過加槓桿實現的，實際上存在較大的利率風險。」



▲人行購債預期升溫，會導致國債需求端的擴張，並為投機資本帶來炒作空間。

那麼，官方反覆警示的利率風險是什麼呢？筆者認為，決策層主要還是擔心，去年3月爆發的「硅谷銀行事件」會再次上演。

新冠疫情爆發初期，美國政府為激活需求大規模注入流動性，使得市場利率趨近於零。當時以硅谷銀行為首的中小銀行手握天量資金，但苦於缺乏適合的投資標的，只能持續購入國債及MBS（抵押支持債券）。

但等到美聯儲激進加息後，造成債券價格下跌，銀行手中的這些安全資產受到衝擊，同時負債端成本也顯著上升，致使儲戶信心動搖、大批存款流出，造成「資產一負債」雙殺局面，最終釀成金融風險。也正因此，眼下的國債搶購風潮引起了決策層的高度重視。

心水股

阿里巴巴 (09988) 京東 (09618) 中海油 (00883)

港股突破阻力位 下周走勢成關鍵

【頭牌手記】港股昨日在昂貴量齊升下，昂然穿越頑固的17300點關，並以全日接近高點的17430點報收，升321點或1.88%，全日總成交重上千億水平，達到1014億元，較上日多135億元。

阿里續後上揚 帶起科技股

昨市之升，一方面是美日的股市大漲的刺激，另一方面亦同恒指經過多次上落之後，已打穩基礎，故可憑一點點好消息，便借勢推上。昨日的好消息是阿里巴巴(09988)續後上揚，帶起科技股，與此同時，聯邦制藥(03933)發盈喜，市場即時有好反應，聯邦制藥大升10%，而一眾醫藥股也齊齊賀喜，使這一板塊有出色表現。

20隻成交值最高股份中，上升的

有17隻，下跌的僅3隻。上升壓倒一切。升得最好的是京東(09618)，收108.2元，大漲8.9%，次為升5%的美團(03690)和銀河(00027)，還有升4%的阿里巴巴和創科(00669)，升3%的中海油(00883)等都惹人好感。

相信很多人會問：大市是否醞釀向上突破？我的看法是：有此苗頭，一切運行都在向好的方向走。自然，為免「表錯情」，觀察下周的走勢，定能提供答案。因為大市升越17300點阻力後，馬上面臨17600至17800點區間的另一阻力，這也是不易穿越的。以昨日僅僅超過千億元的能量水平來講，似乎就不夠力攻第二關，需要再積累能量方易為攻。這也是我頭牌要觀察下周表現的原因。

不過，無論如何，今次打破宿命，締造8月份恒指新高，亦是非常值

得高興的事。8月1日恒指收17304點，就是這個月的原高點，昨日收17430點，高出126點，創出本月新高，還有更具意義的事，乃這一高點已升越7月31日收市指數17344點，較之高86點，乃第一次升越上月收市指數，令8月份的走勢來個180度大轉變——由原先的先高後低變為先低後高。希望下周還有更高的指數出現，以印證我這估計無誤。

從周線圖看，本周為第二周上揚，合共進賬485點；即無論日線、周線、月線，昨日之升已形成新走勢，值得投資者多加關注，留意其動向。

長和系主席李澤鉅說不會賭香港經濟長期低迷，這句話是香港經濟運行的規律性總結，相信大家有同感，由治及興的香港一定能交足功課，令世人耳目一新、刮目相看之感！

電商市場份額穩 阿里看高一線

經紀愛股

鄧聲興

內地在今年首6個月全國網上零售額近7.1萬億元（人民幣，下同），按年增長9.8%。其中，實物商品網上零售額5.96萬億元，增長8.8%，佔社會消費品零售總額的比重為25.3%。電商龍頭企業阿里巴巴(09988)可高看一線。

集團發布截至今年6月30日止季度（2025年第一財季）業績，期內營收2432.4億元，較上年同期的2341.6億元增長3.9%；調整後息稅折舊及攤銷前利潤511.6億元，同比下滑1.7%；調整後淨利潤406.9億元，同比下降9.4%。期內調整後每ADS收益為16.44元，上年同期為17.37元。

分業務板塊來看，淘天集團提升用戶體驗的有效投入帶來健康增長，市場份額穩定。季度收入雖然同比下降1%，但主要由於按早前計劃減少直營業務所致。季內88VIP會員人數突破4200萬，同比增長達雙位數。在保持用戶訂單以及GMV增長的趨勢下，集團開始有節奏地推進商業化進展的速度，預計2025年財年下半年會逐步推出與新的產品機制和平台演算法相匹配的商業化產品，進一步提升以客戶管理收入（CMR）為核心的營收增長。

雲智能集團得益於公共雲收入雙位數增長，AI相關產品收入三位數增長，帶動本季收入同比增長6%，是

2023年9月份季度重組以來最快增長。調整EBITA增長155%至23.37億元，主要由專注於公共雲應用和運營效率提升以改善產品組合所帶動。未來相信集團將繼續對客戶和技術進行投入，尤其是在AI基建方面，以提升AI領域的雲採用量，並維持市場領先地位。阿里雲的商業化營收（不計來自阿里巴巴併表業務的收入）有望在2025財政年度下半年恢復雙位數增長，並逐步加速。

9月有機會納入港股通

此外，預期阿里巴巴8月底完成雙重上市後，9月有潛在納入「港股通」機會。另一方面，集團上半年已回購106億美元股份，仍有餘下261億美元回購額，回購計劃繼續進行，料對股價反映正面，值得關注。

（作者為香港股票分析師協會主席，證監會持牌人士，未持有上述股份）



港股上望17800點 A股目標3080點

政經才情

容道

周五，A股及港股都錄得升市作結，港股更是大升321點，雖然成交仍略為偏低，但技術走勢方面已走出令人期待的方向，不少技術指標都預示升勢可以持續，以筆者的投資系統看，港股已開始突破自從5月起形成的下降軌，轉入反攻向上的形態，初步目標是17800及18100點，若大市整體成交和氣氛能維持，18500點應是中短期能夠到達的。

至於A股，雖然仍在階段底部徘徊，未有重大向上攻的勢頭，但這個磨底過程更令人期待，本人在過往半

個月內已靜靜地調整了近五分之一的持倉組合，同時默默地有序加倉，整套操作下來，基本上都把偏弱股份全部換出，現在手上全是有題材又具中線價值的股票，正是進攻退可守，持貨十分安心呢！若以指數看，上證未來中短期上攻至2975點應是無難度也，樂觀一點的，更可以3080點作為目標，若果配合適當的選股策略，我相信強勢當炒股份應會有超過20%的利潤空間！

地緣緊張 金價再破頂

最後，簡單談一下我的黃金持倉

和操作。老讀者都知道我現在就只剩一注黃金，準備在2525美元之上做完這個完美的放風箏套利過程。按現在全球的地緣政治局勢來看，整體風險只會持續增加，並最起碼維持多一個季度，所以，以各資金盤路的走向看，黃金創新高後亦有上升空間。當然，亢龍有悔，我看2650美元是中短期都不會逾越的位置，而下方則要盯緊2350大關，若跌破，則黃金的中期上升浪就宣告結束！明乎此，在此亂世，各位買點實貨黃金倒無所謂，但紙黃金炒作就不要亂碰了。

（微博：有容載道）

美衰退風險降 料下月只減息1/4厘

金日點評

彭博

本月初，受惠於中東地緣局勢點燃避險情緒，避險資金流入推動黃金大幅走高，曾一度站上2480美元大關，其後回落，但撰文時依然能夠震盪回升，暫徘徊於2462美元水平。本周主要關注數據上的影響，基本上只有美聯儲降息預期和地緣避險情緒的消息。

本周數據主導市場走勢，強勁的美國經濟數據導致交易員削減對美聯儲的降息押注。美國7月整體CPI（消費者物價指數）年率錄得2.9%，是2021年3月以來首次重回「2字頭」，略低於預期的3%。同時，7月核心CPI年增率降至3.2%。美國7月零售銷售增

長遠超過預期，這可能有助於緩解金融市場對經濟急劇放緩的擔憂。

數據需求沒有崩潰的跡象可能促使金融市場降低對下月降息50個基點預期，但由於7月通脹溫和上升，筆者認為降息25個基點可能性仍然較大。

重要支持位2438美元

技術分析方面，黃金在觸及歷史新高2480美元附近後出現大幅回落，上方2480美元一線位置的壓力效果非常明顯，價格兩次上攻未能成功取得突破，最低一度回落至2438美元水平附近位置。隨着昨天的重新回升，目前金價回到了短期均線的上方，而且均線組呈現的是完美多頭排列，這意

味着後市將獲得密集的支撐保護，未來上漲空間依然比較樂觀，下方2438美元為一大支持位置。

（作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk）



雲業務強勁 亞馬遜170美元可吸

毛語倫比

毛君豪

目前亞馬遜 (US: AMZN) 是美國市值第五大公司，在電子商務和雲端計算領域上持續保持着領導地位。

亞馬遜已公布2024年第二季業績，隨着各大企業繼續對基礎設施進行現代化改造並遷移到雲端，雲計算需求持續增長。亞馬遜雲端服務（AWS）成長的持續加速，令其銷售額飆升至262.8億美元，按年增長19%，AWS的增長率從上一季度的17%加快，不過AWS業務的利潤率卻下降了2個百分點至36%，AWS本季的固定資產較去年同期增加了50%達176億美元。

此外，AWS宣布計劃擴大其在印度特倫甘納邦海德拉巴的數據中心業務，並擁有3個營運數據中心，位於海德拉巴的AWS區域將在支持雲服務成長方面發揮關鍵角色，而且今年AWS一直在環球進行重大擴張，今年早些時候為沙特阿拉伯的基礎設施地區投資了53億美元，亦宣布在墨西哥數據中心投資50億美元，並在日本進行150億美元的雲端計算擴張。

亞馬遜成長故事的另一個關鍵因

素是其廣告業務，視頻廣告具有巨大的潛力，廣告部門的收入按年增長20%，並且Prime Video產品中也存在機會。亞馬遜廣告收入歸入其北美和國際部門核心零售業務的持續國際擴張和獲利率的提高，收入為128億美元，大大超過了53億美元的總營業利潤。隨着廣告收入的成長持續超過亞馬遜零售業務的成長，預計北美和國際營業單位的獲利率將進一步擴大。

市盈率35倍 稍高於大市

除了未來幾年內快速增長收益外，雲計算在全球範圍內的採用率不斷提高，向在線零售的長期轉變以及國際擴張機會，而且還具有強大的長期增長潛力，亞馬遜股票的市盈率为35倍，比納斯達克100指數估計的28倍略有溢價。技術走勢方面，股價自從2023年1月低見81美元後開始沿着50周線上升至201美元歷史高位，近期業績後大跌逾10%之後回穩，可趁股價調整至200日線170美元買入，中線上望至201美元，跌穿8月5日152美元止蝕。

（作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無擁有上述股份）