

日資看淡美債

轉買中國國債

投資全方位 金針集

今年首兩月日圓成為表現最佳的主要貨幣，兌美元累計約半成，反映日資加快從美元資產班師回朝。更重要的是，日資持續出現大手減持近年表現令人失望的美國國債，轉買穩性高、回報吸引的人民幣債券，其中中國國債成為主要吸納對象。

美國特朗普政府落實向中國、加拿大、墨西哥加徵關稅，挑動大規模貿易戰，加速資金從美元資產出逃。近期國際資金流向出現明顯變化，一是DeepSeek大模型震撼全球科技界，引證中國科技進步，不讓美國專美，資金乘勢由高估值的美歐股市轉投包括港股在內的亞洲股市。二是日圓匯價走勢由弱轉強，兌美元升破150關，企於149水平，見近3個月高位，導致日圓套現交易進一步拆倉，即沽出包括美國股債在內等金融資產，套取資金償還日圓借貸，令美股、美債價格持續受壓。

日圓套息拆倉 美元資產沽壓增
值得注意的是，踏入2025年以來、



美元資產價格進一步受壓，美股、美債、美元同步走弱，美國總統特朗普的關稅政策衝擊全球，不得人心，削弱各國持有美元資產信心。美國對加拿大、墨西哥加徵25%關稅如期推進，又無理對中國再加徵10%關稅，並可能加大對華芯片業限制，但上述連串措施只會反損美國企業利益及產業發展，且遭遇報復性關稅的打擊，美元資產最終成為全球沽售對象，從標普指數、納斯達克指數相繼在年內由升轉跌可以反映出來。

值得注意的是，特朗普表明不滿日圓持續貶值，對美國不公平，看來日圓兌美元弱勢將會逆轉。其實，日本貨幣長期貶值不利自身投資及消費，近月核心消費物價指數升幅為3%，為16個月以來最高，有進一步加息需要，遏抑通脹之餘，更有助支撐貨幣匯價回升。今年首兩個月，日圓兌美元上升5%，成為表現最突出的非美元主要貨幣，市場增加押注日央行進一步加息，日本30年期國債息曾上升至2.37厘，為2008年10月以

人民幣債券不單穩定，而且回報吸引，這些都是中國國債成為外資吸納對象的主要原因。



來最高，似乎投資者預期年內日本利率再加息一至兩次，迫使日圓套息交易加快拆息，即沽出股債等金融資產，套現償還日圓貸款，預期美債沽售壓力持續加大。

人民幣債券受捧 港金融受惠
美債禍不單行的是，近年愈來愈多日本資金鍾情中國國債，一定程度增加美債沽壓，出現沽美債轉吸人民幣債券的情況。據美國媒體報導，已有日本基

金帶頭買入中國國債，相信起着牽引作用，吸引更多日資流入人民幣債券市場，香港金融市場也將受惠其中。事實上，中國國債穩定性、回報率相較美國國債更加吸引，去年不計匯率因素的中國國債整體回報達9%，與近年美國國債平均回報普遍見紅成強烈對比，難怪日本央行持續減持外匯儲備中美債比重。去年12月日本再拋售273億美元的美債，持倉降至1.06萬億美元，很快會跌破萬億美元大關。

美債務恐爆煲 須警惕黑天鵝

美債危機顯現，全球投資信心不斷下降。美國10年及30年期國債沽壓頗大，近日債息續在4.5厘及4.3厘的高位徘徊。在高息環境持續下，美國出現債務爆煲的可能性愈來愈高。紐約聯邦儲備銀行發表家庭債務和信貸報告，去年第四季信貸拖欠率上升至3.6%，為2020年第二季以來最高，可見美國家庭無力還債問題逐步惡化，需提防債務黑天鵝。

美債危機四伏，已失卻避險功能，包括日資在內的環球資金轉投中國國債趨勢將會持續，增強人民幣作為國際儲備貨幣的功能。

心水股 工商銀行 (01398) 中銀香港 (02388) 聯想集團 (00992)

港股好淡爭持激烈 銀行股穩陣

頭牌手記 沈金
港股昨日好淡激烈爭持，恒指低開328點之後，好淡即進入「陣地」展開「白刃戰」。低點見22547點，跌459點；高點23051點，升45點，收市報22941點，跌64點(0.28%)，全日總成交2695億元，較上日少323億元。

最矚目的消息是「新能源車王」比亞迪(01211)配股集資433.83億元，配股價335.2元，折讓7.8%。該批股份將批給6個投資者，集資所得用作研發投入、海外業務發展、補充營運資金以及作一般用途。消息公布後，比亞迪最低見334元，低過配售價，收市339元，跌6.7%，仍較配股價為高。由於配股，惹來「空軍」光顧。昨日該股的沽空率達57%，即在成交173億元中沽空就有93億元。

另一個消息是：國家商務部與工商銀行(01398)簽訂協議，將促成

中方企業對外投資。所有融資將由工行負責辦理，這是一項新型的合作，目的是解決民營企業走出去時的借貸問題，有了這項協議，工行將有不少新增的業務。不過，昨日工行卻未受此消息刺激，收5.48元，反跌4仙。有人說是擔心「壞賬」，我認為既然有此機制，商務部不會隨便推薦向外投資的企業，加上銀行也有自己的審核標準，故成功的機會遠比失敗為



高。工行已為此擴大了二級資本，一展拳腳已做足準備。

中銀跑出 留意工行建行

3月份過了兩個交易天。首日升64點，次日跌64點，於是恒指仍收報2月底時的22941點，沒有變動，這也可視為罕見的異數。對後市，有一些沽空者又躍躍欲試，以吸納熊證為主打，而我頭牌則相信這一段期間仍將以個別發展之勢代替齊升齊降。與其冒險沽空，不如選心儀而走勢好的股份。我舉內銀股為例，建行(00939)、工行都在反覆調整中，這正好給大家一次擇低吸納的機會。這一行動我頭牌昨日已經展開。試看中銀香港(02388)，牛皮了一大段日子，近日才揭竿而起，昨收28.7元，創52周新高。暫時乃本地銀行股的表现好過內銀，但假以時日，相信內銀亦會跟上去。

深度融合DeepSeek 聯想可低吸

板塊尋寶 費華
聯想集團(00992)股價自近10年高位13.6元回落，跌穿10天和20天移動平均線，估計50天線10.64元具支持力，不妨考慮低吸作中線部署，後市有力再闖高峰。

上季多賺逾倍 收入增二成

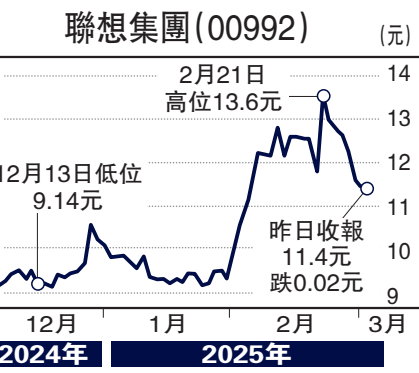
2024年12月底止第三季度，聯想權益持有人應佔溢利增長105.64%至6.93億元(美元，下同)，季度每股盈利5.66仙，淨溢利率錄得連升4個季度；期內，收入187.96億元，按年增長19.56%，為3年來最高季度銷售額，亦是歷來第二高的銷售額。三大業務的收入連續第3個季度實現雙位數增長，非個人電腦業務在整體營業

額中佔比46%，按年升4個百分點。期內，聯想現金結餘按年增加14%，現金周轉期亦有所改善；研發費用增加14%，以支持人工智能(AI)創新。公司嚴格執行開支管理，使經營開支與收入比率按年減少56個基點至12.1%。

上周中，聯想在YOGA AI PC新品鑒活動上宣布，通過深度融合DeepSeek端側大模型，聯想天禧個人智能體系統(天禧AS)迎來重大升級。至此，聯想成為全球首家在AI PC端側本地部署和運行DeepSeek大模型的AI終端品牌。

AI蓬勃發展，聯想勢將抓住巨大機遇，尤其是DeepSeek模型以其更高的推理效率和更低的算力成本，為

AI平民化和應用落地提供了更加現實的路徑，有助加速端側智能及邊緣側智能的成熟進程，正好符合集團的混合式AI願景，相信未來將對創新持續投入，通過富有韌性的全球營運，料可進一步提升業績。



日央行料持續加息 圓匯上試147

能言匯說
日本內閣府去年第四季經濟數據顯示，受外部需求推動以及商業投資和淨出口的帶動下，當地去年第四季國內生產總值(GDP)按季增長由第三季的0.4%加快至0.7%，優於預期的0.3%，並連升三季。第四季度年化GDP則較前值增長2.8%，亦遠遠優於市場預期的增長1.1%。2024年名義GDP首次突破600萬億日圓，達到已故首相安倍晉三約10年前所訂下的目標。

1月物價升勢超預期

除此之外，受食品價格飆升影響，日本通脹創一年半來高位。扣除

新鮮食品但包含能源價格的全國1月核心消費者物價指數(CPI)按年上漲3.2%，創下2023年6月以來的最高位，增速比去年12月高0.2個百分點，且高於市場預測的3.1%。扣除新鮮食品和燃料成本的核心通脹在1月按年升2.5%，創下去年3月以來最快增速。全國整體通脹按年升幅則由去年12月的3.6%擴大至4%，錄得兩年以來最大升幅。

日本央行1月議息會議曾符合市場預期，宣布加息25個基點，將短期利率升至0.5厘，創下18年來最大加幅。央行表示若經濟和物價走勢符合預期，將繼續提高利率。而最新公布的經濟和通脹數據則加強了市場對於

日本央行繼續上調利率的預期。

受經濟數據及加息預期影響，日圓最近表現一騎絕塵，一個月來升幅超出3%，表現暫列G7貨幣之首。執筆之時，日圓匯率已經升穿每美元兌150日圓水平大關，並一度高見148.57，創下去年12月以來的最高位。不過，投資者需留意獲利回吐盤從而令到日圓小幅整固。唯技術指標來看，日圓已先後超越50天及250天移動平均線，並仍然於年初以來形成的下降通道軌當中上落，我們認為第一季度結束前日圓或有機會上試147水平。

(光大證券國際產品開發及零售研究部)

美股美匯下跌 美國資產風光不再

政經才情 容道
周一(3日)美股大跌，道指和納指分別下跌649點和497點，雖然以百分比計跌幅不是太大，但按美國指數的構成來看，不少個股是跌得很慘烈的，尤其是幾隻龍頭科技股，經常是美國股民扎堆重倉的地方，那麼，這個跌幅對市場的輸錢效應無疑是擴大了，就是令到市場上面可流動的資金大幅減少。

正如之前本欄常常說有不少大戶和熱錢正在陸續地從美股撤資，執筆時，已經看見美匯指數跌到106.1的水平，這已經是2025年美匯截至今天為止最弱的時候了，所以這種股匯雙殺的情況，就更證明筆者之前的判斷是正確的。

早前預言美國總統特朗普現在對全球各國進行的加關稅行動，其實就是一套「七傷拳」！在過招之下，誰受的傷害比較大？那就要看看自身的內功怎麼樣了。以過往這麼多年中美之間的比拼來看，中國在應對關稅方面是愈來愈有取勝的把握。

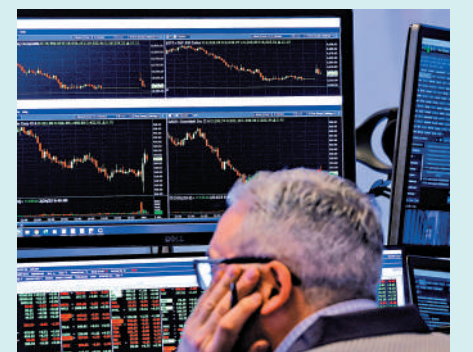
大家看到周二(4日)A股和港股的表現相對來說是強韌的，雖然受到周一晚美股大跌的影響，A股和港股也是大幅低開，但很快行情就穩定下來，而且是逐步走高，最後A股上證指數更錄得升幅收市；港股的恒生指數最終也就是微跌64點，總的來說，兩市相對美

股都是顯得十分強勢，這就從另外一個角度印證了我說不少熱錢靜悄悄的流進中國資產的邏輯了

人民幣保持穩中有升

同時，雖然恒生指數下跌，但也是在可控的範圍之內。我上一期說過，恒生指數支持位在22500點，現在看來這個支持位是發揮了一定支持力的，而A股更因為預期兩會好消息不斷，大家對無論是消費還是科技創新的元素都有着美好預期，所以市場的資金還是源源不斷，有着更強勁的支持，故此大市就能企穩收在3300點之上，同時，人民幣匯率也保持強勁，在黃金虛擬貨幣美元上躡下跳的時候，還能保持穩中有升，這個對建立作為全球國際儲備貨幣的信心是很重要的。

(微博：有容載道)



▲美股三大指數於周一下跌，其中道指和納指分別跌649點和497點。

大市波動 短線留意績優股

股海一粟 谷運通
周二港股遭遇兩大負面消息衝擊：全球電動車龍頭配股集資高達430億元，納指大跌2.6%，不過市場先跌後回升，更一度出現倒升，港股的表現顯示市底不俗。雖然如此，部分強勢股紛紛跌破10日線，走勢仍然整固為主。港股已進入年報發布期，可關注業績可能性超預期的個股，其中包括地區性(廣州、深圳)的教培龍頭、中醫診斷和生物創新藥龍頭等。

港股在上周五急回近800點後，周一和周二表現靠穩，隨着全國兩會即將召開，市場氣氛趨向觀望，但美股的暴跌和焦點股的抽水，令樹欲靜而風不止。只是恒指從1月低點18671點急升至上周的24076點，在近一個半月時間內累積升幅高達5400點，升勢過急難免引來回吐壓力。以往年「兩會」港股表現不溫不火的特點，正好讓大市有時間調整。盤面所見，部分細價強勢股已回落至20天均線以下，但大價強勢股才剛剛失守10天線，技術上還有進一步的下調壓力。

行業方面，過去幾個月升幅驚人的機器人、AI(人工智能)等科技類

主題開始震盪回調。外圍方面，美國發出進一步加徵關稅的威脅，全球貿易摩擦增加，全球經濟增長不確定性提升。雖然中國經濟也會受到衝擊，但從近期發布的一些月度數據來看，比如製造業指數、內房銷售等，顯示國內經濟已出現平穩回升的跡象，若「兩會」再有政策加持，相信將提振投資者對中國經濟基本面的信心。

中長線布局AI產業鏈板塊

今年「兩會」可以關注供需兩端的結構性政策：需求側重點關注以舊換新加力擴圍、中低收入群體增收減負、提高養老金、提高醫保補助、提高生育補貼等潛在政策方向；供給側政策則有望推動部分產能錯配的舊經濟行業出清，另一方面有望支持AI+引領的新質生產力加速發展。其中鋼鐵、光伏可能是受益供給側政策的兩個行業。

整體而言，短期留意績優股，中長期繼續留意AI產業鏈調整帶來的機會，特別是跟雲相關的細分行業龍頭，以及數據中心供應商等，若相關個股調整至20至50天平均線，可考慮分階段吸納。