

港股為何走出獨立行情？

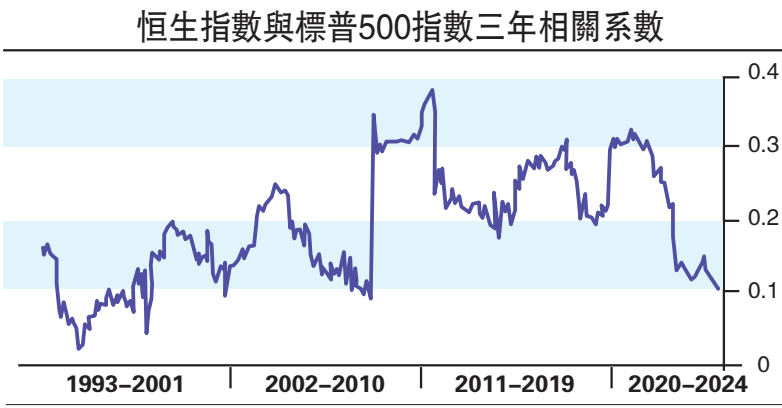
投資全方位 一點靈犀

春節過後，港股市場表現強勢，相對美股形成「東升西降」反差，在歷史上極為罕見。截至目前，恒生指數與標普500指數的相關係數已處於2008年以來的最低水平（見配圖）。何人是背後重要推手？獨立行情又能持續多久？值得投資者認真思考。

李聖修



◀春節過後，港股市場表現強勢；反之，美股出現明顯下跌，當地科技龍頭公司平均回撤幅度超過20%。



鑒於白宮在關稅政策上的搖擺不定，疊加效率部（DOGE）在削減支出上的肆意妄為，造成近期美股的連續下挫，有關資金外流中國的猜測十分盛行，甚至有外媒報道起題為《特朗普讓中國股市再次偉大》（Donald Trump makes Chinese stocks great again）。

企業資本開支暴漲

但從數據上看，本輪牛市的資金主力並非來自境外。截至2025年2月中旬，外資被動型基金淨流入中國股市（包括A股及港股）的規模約為150億美元，遠低於2024年的高點水平。與此同時，外資主動型基金出現獲利了結跡象，淨流

出額達約480億美元。事實上，北水才是港股獨立行情的主要推手，高峰期主板成交額的三分之一都來自於南向通。上周一（10日）單日淨流入296億港元，刷新港股通成行以來單日新高。另據統計顯示，2024年全年，南向資金流入8078.7億港元，日均34.7億港元；今年截至3月中旬，南向資金累計流入3755.3億港元，日均81.6億港元，是去年的兩倍還要多。北水為何選擇此時大舉增持，筆者

認為涉及三點原因：其一，國產AI爆發刺激市場投資熱潮。花旗發布研報預計，今年中國科網股將大幅增加資本支出約九成，預計達3750億元（人民幣，下同）。其中，AI領域增量資本支出料達約1800億元。剛公布業績的騰訊（00700）也計劃進一步增加資本開支，預計佔收入兩位數百分比，用於繼續投資於自家研發AI模型。這與此前美股七巨頭的上漲邏輯相通，自然獲得資金追捧。

其二，內地險資急需穩定投資回報。自內地經濟進入化債周期，銀行息口拾級而下，實體經濟回報率整體下行，直接壓縮了險資的盈利空間。而香港上市公司派息勢頭良好，逐步形成了「港特估」環境。數據顯示，港股中資企業今年一季度支付的中期股息將達到129億美元，將創下同期歷史紀錄。

內地資金棄債買股

其三，內地債牛行情出現鬆動，避

險資金抱團湧入股市。去年債市異常火爆、頻現短炒行情，甚至引來官方風險提示。去年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。但今年隨着國債收益率快速飆升，多隻債券型基金公告指產品出現大額贖回現象。

但投資者也要意識到，美股的跌跌不休也在壓制港股上漲空間。截至目前，美股科技龍頭公司平均回撤幅度超過20%，特斯拉（TSLA）股價從歷史高點打了對折。七巨頭的美股市值佔比降至26%，對應的盈利佔比為21%。相較之下，港股十巨頭的市值佔比28%，但對應盈利佔比僅為18.2%。兩個市場的估值差距大幅收縮，也會迫使資金做出平衡，但未來是向上修復、還是向下修復，就見仁見智了。

此外，港股的定價權迄今還在外資手中。中金公司估算，現時北水持股市值接近4.5萬億港元，若今年再流入8000億港元，資金總規模將達到約5.3萬億港元，佔全部港股通標的市值的15%左右。然而，外資在港股市場的整體持股佔比達25%，仍高出南向資金不少。

心水股	建設銀行（00939）	美的集團（00300）	華潤啤酒（00291）
-----	-------------	-------------	-------------

美的研發機器人 伺機吸納

頭牌手記

沈金 港股昨日以穩健的步伐，展開向恒指25000點進逼的行動。我講「進逼」不講「挑戰」，因為還未到此階段。投資者都知道，要挑戰這個大關，非比尋常，加上一些「醒目錢」揚言上此關即沽貨，所以大家都不心急馬上攻關，而是一步一個腳印的迂回前進。昨日高點為24874點，升134點，低點為24601點，跌139點，收市報24771點，升30點，再創今年雙新高，同時也是第4日連漲，4日共升1309點。全日總成交2718億元，較上日減少141億元。個別發展成為主調。二十隻熱門股中，上升的8隻，下跌的12隻。升得最勁的是造機器人的越疆（02432），一度漲22%，後有回吐，收市報72.7元，仍升6%。其次

是比亞迪（01211），收417元，升3.8%，創歷史新高。華潤啤酒（00291）收30.05元，升5.4%。三隻股代表了機器人、新能源車、內需等主題，是當炒當旺項目。提起機器人，原來國家早在去年5月已確立此為「戰略科技」，由工信部與上海市政府合作建「國家地方共建人形機器人創新中心」，據悉相關基金亦已設立，可對四大項目作投資。從這一消息可以見到，機器人與實體經濟的進一步融合，以代替部分人手操作，將會很快成為各行各業所擁抱的新獸。目前，機器人就分有「機器狗」、「人型機器人」、「機械臂」等。其中，有家電製造王牌之稱的美的集團（00300）也披露正研發人形機器人，並稱此款機器人不但能握手、跳舞，還能聽懂語音指令及

按指令完成操作。受此消息刺激，美的前日曾升10%，昨日回調1.8%，收78.7元。美的之優勢是有電器業務的主打，所以一定有息派，不似其他機器人公司，發展初階時恐怕難以派息。美的今年高價101元，低價58元，現價78.1元，仍有4厘息，可在回落時伺機吸納。

港股下一目標24906點

恒指經過4日上升後，收市指數已是2022年2月17日收24792點之後最高，按圖表顯示，下一個挑戰目標是該年2月11日的收市指數24906點，可見「關卡」之緊要。現時，大市以步步為營之勢進逼重要關卡，這比一哄而上穩陣得多。大市繼續個別發展，按業績分優劣、定去留，應是這一階段的基調。

建行盈利增長平穩 上望7.8元

經紀愛股

余君龍 回顧港股近期走勢，出現根本的投資文化變遷，從過去30多年的扭曲現象逐步轉正過來。港股市況未受外圍走勢直接影響，屢次擺脫外圍弱勢逆流上升，而且交投活躍，反映有策略沽盤入市同時，也有策略買盤投入。港股向上的動力強，對撼後優勝劣敗，恒生指數從19000點以下水平彈升至目前的24000點以上水平，而且闖上近3年的高位，可作為重踏長線上升軌道的啟示。

中資股或主導港股方向

至於資金流向，大市交投暢旺，顯示港股市場資金結構出現很大的變化，美資及其跟風的大小投資機構，力量已大幅減小，對市場的影響力大不如前，再加上主權背景的資金入市，預料資金已步入良性循環，中資股尤其是內銀股和新經濟板塊，勢將主導港股方向。

從技術走勢分析，建設銀行（00939）近期走勢強勁，股價多次逆市爬升，由第一季初的5.8元起步，展

開中期升浪，昨日更曾突破7元的心理關口。此股已遠離谷底，確定完成漫長的調整期，重踏上升軌道。

建設銀行的基本分析強，傳統銀行業務收益穩定，具一定的盈利質素，而且預測此股盈利維持平穩增長，所以獲基金及投資機構吸納。以現水平計算，此股的預期市盈率在6倍左右，反映股價偏低，上升潛力強。

伺機在7元以下水平吸納，第一個上升目標為7.5元，中期浪頂料在7.8元以上出現，下線參考位在10天線的6.8元。

（作者為獨立股評人）



理士奪鐵塔項目 現價吸引

股壇魔術師

高飛 理士國際（00842）昨日宣布，近日在中國鐵塔（00788）2025年度關控式密封鉛酸蓄電池產品招標中，獲選為第一中標人，取得項目的30%中標份額，該項目總金額達約4億元人民幣。根據項目招標要求，理士將向中國鐵塔提供包括2V及12V系列在內的高品質鉛酸蓄電池產品，應用於內地的通信基站及其他關鍵基礎設施。是次中標是中國鐵塔年度重要集採項目之一，顯示集團產品方案和成熟的技術競爭力。受消息刺激，理士股價昨天上升6%，現價市盈率6.5倍、息率

3.8厘，有吸引力。據機構調研信息顯示，數據中心鉛酸備電龍頭廠供給緊張開始凸顯，訂單已排期到9至10月；而從部分大廠亦得到驗證，鉛酸備用電池是當前除柴發機組外，其次緊張的環節。機構預測，隨着國內大廠資本開支持續上修，短期將加劇鉛酸備電供不應求狀態，或帶來漲價潛力。

擴產受限 料開啟漲價周期

廣發證券發布研報稱，由於擴產受限，而且下游的客戶認證周期較長，供需錯配下產能緊平衡延續，漲價周期有望開啟。該行指出，理士主要產品為鉛酸電池及鋰離子電池，主

要應用於儲能電池、啟停電池和動力電池領域。根據集團2023年年報，當年備用電池（包括鉛酸電池）板塊收入62.84億元人民幣，備用電池客戶包括全球排名靠前的通信運營商（前十大佔八家）、數據中心、電力及設備運營商。

作為全球能源解決方案提供商，理士深耕通信儲能領域多年，通過有競爭力的產品、服務設計，以滿足客戶的各種需求，業務涵蓋數據中心用電池、通信電池、起動電池、動力電池、能源存儲系統及鉛回收等，料受益於人工智能、大數據、通信儲能及新能源車等領域的發展紅利，值得留意。

應對關稅摩擦 中國外貿趨多元化

工銀智評

自2001年加入世界貿易組織以來，中國對外貿易呈現「總量高增，結構上擴展」的特徵，2024年中國出口金額為2001年的13.4倍，貿易差額更達2001年的44倍。而結構方面，中國與不少國家建立新的貿易關係，包括拓展了28個出口目的地，新簽訂23份自由貿易協定（FTA），涵蓋新西蘭、韓國、瑞士、澳洲等發達國家，以及智利、秘魯、柬埔寨、毛里求斯等新興市場國家。部分FTA在近年得到深化，例如中國—新加坡、中國—新西蘭、中國—東盟自貿協定升級版等。中國現有貿易夥伴的貿易規模亦不斷上升，對美出口佔比先升後降，對東盟、南亞、中東、非洲等市場的出口佔比提升。

參考以往「特朗普1.0」對華關稅政策呈現「先輕後重、逐步加徵、稅率超調」幾個特徵。從時間上看，2018年上半年以局部加徵關稅為主，2018年7月至9月大幅度加徵關稅；2019年6月至9月關稅摩擦進一步升級，第一階段經貿協議前美國對中國平均稅率已由3.1%大幅抬升至21%。具體包括：清單1（340億美元）以機械、電子產品、運輸設備為主；清單2（160億美元）進一步將化工行業納入；清單3（2000億美元）將加徵關稅商品自資本品擴大至農林產品、金屬、紡織品等消費品並大幅增加應稅化工品種類；清單4A（1200億美元）是對清單3在農產品、

金屬、紡織品領域的進一步深化。中美於2020年初達成第一階段經貿協議後，美國降低清單4A稅率並取消對清單4B商品加徵關稅計劃，對中國平均稅率略微降至19.3%。

中國商品出口的國別結構近年變得更加多元化，至2024年，受關稅摩擦、俄烏衝突後產業鏈重組、歐盟內需疲軟等國際市場因素影響，中國對歐美出口依賴度顯著下降，但仍為核心出口市場，合計佔比超過30%。另一方面，受區域產業合作提速，尤其是2022年區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP）通過降低雙邊關稅、簡化通關手續、區域內原產地累積規則降低貿易壁壘等有利因素帶動，東盟出口份額顯著提升，2024年佔比超過16%。

新興市場份額提升 降出口集中度

值得注意的是，拉美、「一帶一路」沿線地區等新興市場對擴大中國出口、降低出口集中度有重要意義，例如巴西對中國「新三樣」（即太陽能面板、鋰電池和光伏產品）需求增加，「一帶一路」倡議落地亦推動中國對非洲、中東等新興市場的工業製成品（如機電、紡織等）出口的增長。隨着貿易網絡集中度逐步減低，發達國家貿易佔比下降、新興市場份額上升，相信有助減低關稅摩擦對中國對外貿易的影響。

（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）

跨國資金換馬 拋美股買港股

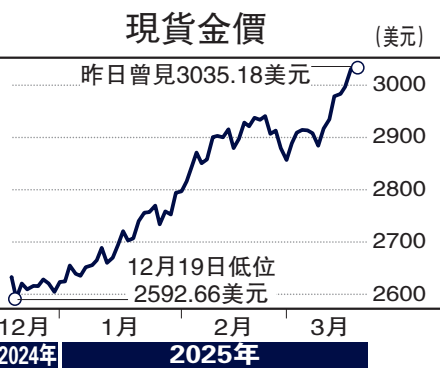
實德攻略

鄭振輝 上期筆者預計港股經歷一波由科技股帶領的急升後可能會出現回吐勢頭，但結果恒生指數卻是風乘火勢再度創出高位，現在進一步突破24000點水平站穩。但其實，筆者亦沒有完全估計錯誤，因為部分科技股的確出現疲勞逆市下跌的狀態，反之，這個月的主要升幅來自內地消費板塊所帶動，可說是代替了科技股主角的地位。

隨着美國政府於3月正式開始徵收中國額外關稅，各方認定中美貿易戰將會愈演愈烈。中央政府明白這將肯定影響經濟增長，因此在過去一個月的多項會議上表明將會主力推動內銷，成為未來經濟增長的主要動力來源，並有信心地繼續設定今年經濟增長目標為5%左右。在這種情況下，難

怪內銷板塊在近日勢如破竹。近日有外報報道，一些跨國大型投資者，出現明顯的「換馬」行動，美銀及瑞銀分別引用數據證明近日「高估值」的美股遭拋售，繼而換入估值較便宜的本港上市股份。這樣一來港股升勢能否持續真的要拭目以待了！

至於外匯市場走勢，美元指數延續2月中後下跌的勢頭，更創出本年



新低。原因包括近日最新公布的數據均意外顯示通脹有回落的狀況，重燃美聯儲降息的憧憬；另外多個國家公布向美國實施貿易反制措施，包括美國傳統聯盟的加拿大、歐盟等。貿易戰甚至令歐洲多國反思與美國的關係是否應該重新定位。

俄烏現停戰契機 金價或回落

最後是屢創新高的黃金。筆者執筆時國際金價已經突破3000美元大關，美元弱勢；貿易戰開打；以色列再次襲擊加沙地帶等，均成為金價上升的動力。但跟上一期一樣，要提醒投資者小心，因為俄烏戰爭再次迎來停戰契機，所以就算投資者對金市信心十足，亦應當作好風險管理的準備。（作者為實德金融策略研究部高級經理）