

美債為何不再視為避險資產

投資全方位

一點靈犀

特朗普在關稅談判上的「極限施壓」，成功地試出了自己的「極限」所在——美債拋售是其無法承受的痛。而今次美債暴跌的原因：短期來看，源於對沖基金的被迫平倉；長遠來說，則是「美元大循環」的逐步瓦解。

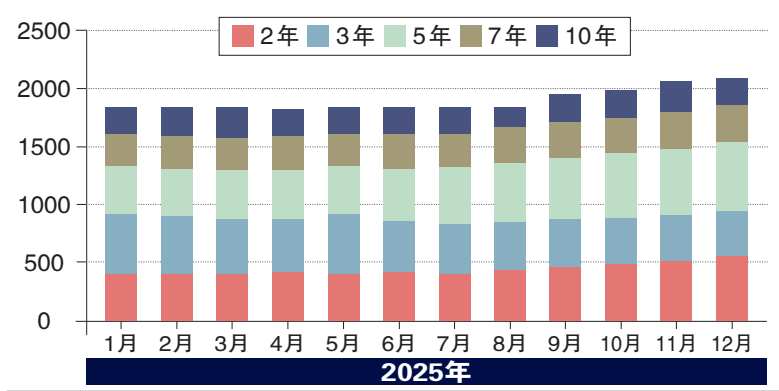
李靈修

長久以來，美債都被視為全球資產的壓艙石，也是市場上最重要的避險資產。眼下美國出現股債匯三殺，美債完全沒有起到對沖美股的作用，資金轉投歐元、日圓、瑞士法郎「避險」，這波操作邏輯不同尋常。

對沖基金被迫平倉

關於誰是拋售美債的推手，坊間傳出諸多猜測，但背後最為激進的賣家，並不是主權國家央行，而是美國本土對沖基金。過去十年間，美債市場的活躍投資者結構發生顯著變化，海外主權基金、保險公司和養老金機構的佔比整體下降，個人散戶和對沖基金的佔比迅速

2025年美債到期具體情況和分布



上升，分別達到了10.3%和19.3%。

但上述新玩家的資本實力較弱、風險承受力有限，較為容易出現資金踩踏。首先，目前對沖基金的主要交易策略，是通過做多美債現券與做空美債期貨進行套利，而一旦債市波動率大幅上升，這種利差交易將會被迫平倉。其次，美債短期內連續暴跌，也會促使投資者沽出美債頭寸，用來填補股票的保證金缺口，同樣也會擠兌美債市場的流動性。

而拋售美債更底層的原因，其實與逆全球化背景下「美元大循環」的瓦解有關。過去由美元主導的全球化，主要由三大支柱構成：歐美日轉輸出技術與資本，以中國為代表的製造大國輸出商品，以俄羅斯、沙特為代表的資源大國輸出能源。在此框架下，貿易順差國積累了大量的美元儲備，又通過投資美債等資產、最終回流美國，形成了美元大循環，也是美國低利率、高消費模式的基石。



▲美債短期內連續暴跌，促使投資者沽出美債頭寸，用來填補股票的保證金缺口。 AI製圖

不過，中美貿易戰、疫情大爆發、俄烏衝突、關稅戰爭持續推動逆全球化進程，產業鏈、資金鏈、技術鏈脫鉤斷鏈的風險上升，國際貿易體系與全球金融體系分崩離析，極大削弱了美元作為國際結算貨幣的重要性。

美元循環面臨瓦解

與此同時，美國償債壓力愈發沉重。眼下聯邦政府一年的財政收入是5萬億美元，國債利息支付超過1萬億美元，付息佔比達到兩成。而今年美債到期的壓力不小，全年規模約7.8萬億美元，這也是促使特朗普從「美債總統」轉變為

「買債總統」的核心原因。

特朗普急切需要減支增收、壓縮赤字，但各項措施的效果並不理想，DOGE（政府效率部）的減支行動明顯後勁不足，馬斯克很難兌現自己「減赤1萬億美元」的承諾。內憂外困之下，特朗普只能選擇最為激進的方案實施「對等關稅」政策。

本周一（4月7日），白宮經濟顧問委員會主席斯蒂芬·米蘭（Stephen Miran）發表最新觀點，大談美債作為「全球公共產品」付出了高昂的成本。他並向海外債權國給出五項建議：1）接受對美國關稅且不得反擊；2）開放市場並增加美國商品進口；3）增加國防開支並採購美國的國防商品；4）直接在美國投資建廠來「避開」關稅；5）直接向財政部「開出支票」，為持有的美債支付費用。

但試想一下，如果美債持有成本大幅上升，債主國將會選擇抽走，從而掐斷美元大循環，美債規模必定會出現全球性收縮。到那時，美債將不再成為避險資產。

心水股 中芯國際 (00981) 比亞迪 (01211) 建行 (00939)

港股4月下半場 進入區間上落

頭牌手記

沈金 港股作第四日回升，恒指在內銀、汽車、半導體板塊上升的帶動下，一度衝過21000關，高見21127點，升446點，其後有回吐，升降趨向個別發展，昨日低點為20444，跌237點，高低上落683點，收市報20914點，上升232點升幅1.13%，四日連揚共收復1086點的失地，為周一下挫3021點的36%。

成交量2764億元，較上日減少191億元。

熱門股升幅最大的是華虹半導體(01347)，收市報34.45元，大漲14%。市場人士估計晶片被「卡脖子」的情形逐漸被克服，國產晶片自主研發成為趨勢，並已取得成果，所以半導體股備受寵，除華虹外，中芯國際(00981)也漲5.9%。

新能汽車龍頭比亞迪(01211)昨日也領銜汽車股上升。該股收368.8元，升7%。小鵬(09868)收75.95元，升6.6%，吉利(00175)收15.88元，升6.4%，

理想(02015)收90.15元，升5.5%。

內銀股昨日走勢悅目。市場人士估計維穩「工具箱」中的「降準」可能不久就出台。這一板塊有個特點，就是大部分股份都在4至6月除淨，亦即現在買入等收高息，時間「啱啱好」。

在四大國有商銀中，最快除淨的是中國銀行(03988)，除淨日為4月22日，末期息派0.1216元人民幣，派息日為5月23日。也就是說，現時買中行股份，持有約7個交易天，就可以確定末期息屬於買家了。想想，



「搶息派」是否會「食指大動」呢？又如建行(00939)，除淨日為4月30日，末期息派0.206元人民幣，派送日為5月28日，同樣等一個月左右就可以收到股息了。

昨日所見，所有內銀股都上升，其中，建行升4.1%最標青，其餘升幅均在2%以上。

支持位19260點

本地銀行股大勢為偏軟。滙控(00005)、渣打(02888)、恒生(00011)均跌，能上升者有中銀香港(02388)、東亞(00023)、大新金融(00440)。

經過本周的好淡角力，似可確定4月份股市的風向。高點為4月3日的22998，低點為4月9日的19260，高點相距3738點，估計4月下半個月，恒指的上落當離不開上述範圍，而現時指數大約是高低波幅的一半水平。特朗普的「嚇」，嚇不散內地和香港股市，其韌性之強將可令投資者一新耳目。

高關稅自傷 美股匯債三殺

政經才情

容道

特朗普挑起的關稅戰玩到今天，已經應驗了本欄早前的判斷：自傷七百，唯只能傷敵三百！美國這波操作絕對是自作自受，而且很明顯是「玩脫」了，現在還不知如何收場呢。

周四美債開始出現崩盤之象，美債道指不能延續周三的升勢而呈現較大的跌幅，道指周四晚跌1014點，收39593點，而近來對消息更為敏銳的納指更是大跌4.3%，收16387點；同時，美債指數立刻向下擊穿101重要心理關口，迅速下插至100水平徘徊，但掙扎不到一天，至周五中午時段就被巨量成交擊破失守，突破2023年中的最低位99.5，最低殺至99.0086的三年新低！這是最生動又真實地揭示了全球拋售美國資產，資金全方位地從美股、美債及美元一同流出的畫面。

反觀A股、港股及人民幣於周五的走勢，則是受到全球資本的追捧，全線

上升，A股上證指數及香港恒生指數分別上升0.45%及1.13%，收報3238點及20914點，個股基本上呈普漲狀態，指數則在技術上開始收復早前下跌形成的負面趨勢線，若下周反彈持續，則有利於促成新一波上升浪的到來。至於人民幣，過往一周，已從低位狂升超過一千點子，對中國資產持堅定信心的投資者，於周初買入人民幣債券可獲豐厚利潤。

執筆時美元兌日圓已跌至142.6水平，日圓的大升預示全球熱錢拆倉潮會繼續及加速；同時，歐元兌美元則升至1.14的4年新高，意味西方的資本終於有了重置超大資金配置的決心，勢之所至，絕非一人一時所能阻也。故此，特朗普及美國的內外交困將會加深，美元資產仍會繼續受到四面八方減持的沽壓，總價值會不停地縮水。

對於我們，最重要是保持定力，前瞻性地做好資產配置，最後價值肯定是水漲船高。（微博：有容載道）

甲骨文跑入AI算力賽道 雲服務前景俏

毛語倫比

毛君豪

近期，甲骨文(ORCL.US)在得克薩斯州阿比林市為OpenAI建造的超大規模資料中心因工程延期引發關注。若無法按時交付，可能導致雙方合作危機，甚至威脅到雙方聯合發起的「星際之門」項目，這項計劃投資高達5000億美元的AI資料中心專案被視為甲骨文轉型AI雲服務商的核心布局。甲骨文高管已對承包商施壓，要求不惜成本加速建設，突顯其在AI算力競賽中的緊迫性。儘管項目推進受阻，甚至傳出OpenAI可能終止合作的消息，甲骨文董事長在近期財報會上透露，集團即將簽署首份「星際之門」合同。不過分析指出，OpenAI同時在與甲骨文競爭對手洽談合作，且特朗普政府的新關稅政策可能推高設備成本，這為專案前景蒙上陰影。

為鞏固AI雲服務商地位，甲骨文正從多方面着手。(1)與多方巨頭合作：與微軟、谷歌(GOOG.US)共建資料庫服務，過去3個月相關收入增長92%，以及與AMD(AMD.US)深度合作第五代EPYC處理器驅動的OCI計算，實例性能提升2倍；(2)垂直整合：通過自研晶片優化AI訓練與推理效能，降低對英偉達(NVDA.US)的單一依賴。

甲骨文已於3月11日公布2025年第三季業績，收入141.3億美元，按年增加6%，低於市場預期的143.9億美元。管理層強調，與OpenAI、英偉達等頭部AI公司的合作訂單將推動2026財年收入增長15%，並預計2027財年增速提升至20%。

甲骨文正經歷從軟體巨頭向AI基礎設施領導者的艱難轉身。儘管短期業績波動與運營挑戰不容忽視，但其

在雲服務增速、訂單儲備與技術反覆運算上的表現，仍顯示出戰略轉型的初步成效。未來兩年，隨着「星際之門」項目推進與資料中心產能釋放，甲骨文有望躋身全球雲服務四強，但這場5000億美元的賭局能否兌現，仍取決於其能否在速度、成本與可靠性之間找到最佳平衡點。

137美元內收集

股價走勢方面，甲骨文於上年12月曾高見歷史高位近198美元，其後因關稅戰造成美股大調整而低見118美元，近期已作出反彈。若看好甲骨文5000億美元專案能成功轉型為AI雲服務商的話，可於10天線137美元買入，中長線可望重回歷史高位，跌穿110美元止蝕。（作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無持有上述股份）

受惠金銅價上漲 紫金迎價值重估

經紀愛股

鄧聲興

近日，美國關稅風險拖累全球市場和多個行業，市場持續波動。「避險王牌」黃金雖一度在整體市場崩潰時出現回吐，但其後繼續上揚。4月，黃金曾升至3167美元，之後跌至3000美元，昨日再創新高。料未來黃金可繼續受益多重因素，具備中長期支撐。

本月初金價回吐或主要受累於短期市場流動性衝擊，及對美聯儲政策預期的變化等。隨着經濟衰退預期升溫及全球市場震盪，已有多國央行逐步開啟減息，美聯儲減息預期亦回升。全球政治和經濟的不確定性下避險資產需求增加，多國央行持續購金，市場「去美元化」情緒等，將為黃金提供動力。

核心金屬增量項目持續推進

紫金礦業(02899)是少數能貢獻銅增量的金生產企業，可受益黃金及銅的雙行情。集團2024年銅、金產量全球排名再度提升，並實現量價齊升。集團2024年礦產金業務毛利率增至56%，產金量同比增長8%至73噸，位居全球前六。同時，集團2024年金均價同比增長24%至每克557元，礦產

金單位銷售成本同比增長3%至約每克231元。銅方面，紫金礦業2024年礦產銅業務毛利率同比增加0.6%至61%，位列全球前四。2024年滬銅均價同比增長10%至每噸7.5萬元，礦產銅單位銷售成本同比減少1%至約每噸2.3萬元。此外，紫金礦業核心金屬資源量亦再度實現突破。2024年集團擁有資源量銅11037萬噸，金3973噸，鋅(鉛)1298萬噸。相信隨着集團銅、金、鋁等核心金屬增量項目持續推進，料未來可貢獻增量。

此外，紫金礦業表現穩健，2024年營收增長3%至3036億元，四季度營收增長7%至732億元；全年扣非歸母淨利潤同比增長47%至317億元，四季度扣非歸母淨利潤同比增長24%至79億元；全年公司綜合毛利率達20%，礦產品毛利率達58%。同時，期內集團黃金業務毛利佔比有所提升，四季度礦產銅毛利佔比及礦產金毛利佔比分別為43%及34%，主要得益於金價快速上漲及集團礦產金產量持續增長，或令集團迎來價值重估。

總結本周，滬指累跌103點或3.1%。港股市按周跌1935點或8.47%。全周在19260點至21211點間波動，上下波幅1951點。

今年首季，美國大型公司申請破產的速度為15年來最快，共188家大型公司申請破產，創2010年同期254家以來的最高紀錄。去年同期為139家。下周關注數據：4月15日，美國將公布製造業生產量。4月16日，中國將公布國內生產總值及失業率、美國將公布工業生產指數及製造業生產量。（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）



騰訊基本面穩健 關稅戰影響有限

大行觀點

匯豐

匯豐研究發表報告指，騰訊(00700)基本面穩固，美國關稅影響有限。公司遊戲業務在宏觀不確定性下展現韌性，以及管理層的質素有別助維護投資者信心。該行維持其目標價630元及評級「買入」，料公司今年逾800億元回購計劃與強勁的自由現金流生產能力可為估值提供進一步支持。

騰訊將於5月14日公布首季業績，料收入及非國際財務報告準則(non-IFRS)經營溢利按年分別升11%及13%，本地及國際遊戲業務收入按年分別升19%及18%。由於比較數較高，料首季廣告收入按年升12%。

麥格理發表報告指，料騰訊在遊戲業務的優勢和廣告錢包的市佔率將為今年首季的健康展望提供支持，料

期內的經調整純利按年增長24%至621億元人民幣。公司積極將人工智能融入至其生態圈，改善的廣告科技帶動更好的轉化率及支持進一步套現。

該行指，相信公司改善的成本結構將繼續提高整體毛利，上調今明兩年的盈利分別3%及2%，將目標價由651元升至676元，維持評級「跑贏大市」。