

投資全方位 一點靈犀

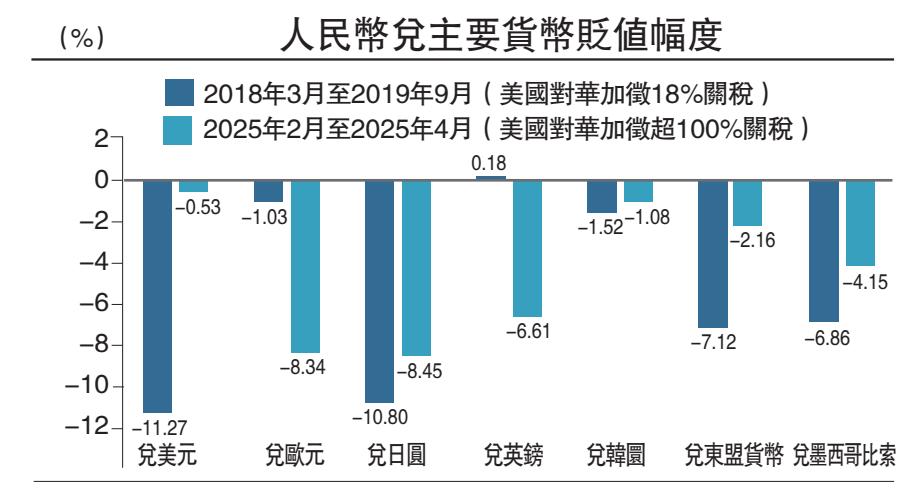
相對於首輪中美貿易戰時期，今次人民幣展現出強大韌性。而在關稅戰中保持匯率穩定，其實更加有利於中國獲得主動權。貨幣政策方面，短期內降準的可能性更高，降息則要視美聯儲寬鬆操作而定。

李靈修

由於美國「對等關稅」政策的大超預期，曾引發人民幣匯率的劇烈波動。4月8日，人民銀行將匯率中間價設定在7.2038水平，為2023年9月以來最低水平；離岸人民幣盤中跌破7.40關口。4月9日，人民幣在岸即期匯率盤中最低跌至7.3506。但隨着美元指數繼續走弱，人民幣匯率反彈，筆者此前判斷的7.35「底線」依然牢固。（詳見1月11日撰文《美債反常 美股高危》）。

貶值並非利於出口

形成強烈反差的是，2018年開始的首輪貿易戰，導致人民幣兌美元出現兩位數貶值（見配圖）。目前匯率走勢



▼人民幣匯率走勢的堅韌，折射出中央政府應對思路的轉變，即主動貶值並不一定能夠緩和出口壓力。

AI製圖



的堅韌，折射出中央政府應對思路的轉變，即主動貶值並不一定能夠緩和出口壓力。

眼下中國製造業已深度融入全球產業鏈之中，國內廠商以美元計價進口原材料，以人民幣計價出口商品，屬於「兩頭在外」的生產銷售模式。人民幣貶值雖然有利於出口，但同時也提高了進口價格，影響因素會相互抵銷。說到

底，中美外貿競爭的關鍵指標是「供給可替代性」。

當然，在超高關稅水平之下，匯率的邊際作用非常有限。何況，人民幣若主動大幅貶值反而會引發外資出逃，為中國經濟帶來更廣泛的負面影響。考慮到中國正與非美國家協商貿易事宜，人民幣貶值不利於全球反美關稅統一戰線的建立。

值得關注的是，近期外資配置人民幣債券的熱情高漲。據中債登數據顯示，3月境外機構增持中國國債364億元（人民幣，下同），託管量升至約2.06萬億元。另據上清所數據，境外機構3月增持同業存單1411億元，持有規模升至1.28萬億元，創下歷史最高紀錄。

外資機構的跨境套利操作如下：先是通過外匯掉期交易，在即期市場賣出

美元、買入人民幣，再利用換得的人民幣購入中國同業存單，從而獲取較高的利息收益。當同業存單到期後，機構再按照之前外匯掉期約定的匯率換回美元。

幣策堅持以我為主

上述交易隱含了境外機構對於人民幣資產升值的預期。隨着人民幣的跨境支付、投融資、儲備等國際貨幣功能逐步增強，已成為全球第四大支付貨幣和第三大貿易投資貨幣。外匯管理局數據顯示，3月份以人民幣發生的跨境收款和付款分別高達約2.7萬億和2.5萬億元，雙雙創下歷史新高。折合美元計算，人民幣在全幣種跨境收付款總額中的比重超過了2023年8月創下的前高，達到54.3%。

此外，4月份的中央政治局會議上，在貨幣政策方面表述突出「以我為主」。筆者預計短期內或實行降準操作或加大買斷式逆回購的力度，降息的時點還須關注美聯儲動向，增量政策的窗口期取決於出口數據的走向。

心水股 腾訊控股 (00700) 中國鋁業 (02600) 比亞迪 (01211)

下周期指結算 好淡必有激爭

頭牌手記 港股昨日高開，一度重上22000點大關，最高時報22267點，升358點。不過，到了這個水平，已有後繼乏力之感，淡友乘勢反擊，好淡多番爭持，到下午終被淡友截穿22000關，形成先高後低格局，最低時見21923點，只升14點，收市報21980點，升70點。全日總成交2080億元，較上日微增33億元。

大市的主調仍然是個別發展升降互見。20隻熱門股中，上升者12隻，下跌者8隻，升幅最大的是地平線機器人(09660)，漲3.7%，次為升1.7%的比亞迪(01211)。下跌股中，融創中國(01918)跌6.6%，華虹半導體(01347)跌6.2%，泡泡瑪特(09992)跌4.3%，都是「重災戶」。

港交所季績料增長三成

市場不少人談論港交所斥資63億元向香港置地公司購入交易廣場物業作為永久總部的消息，認為反映了兩

點現狀。一是港交所有充足的資金，二是對業務發展有信心。港交所昨日曾升至344.8元，後受回吐影響，收報338.6元，升0.8元。此股下周將公布今年首季業績，市場以每日成交額激增作估計，認為增長可能高達三成。

首季業績報捷的股份看來還不罕有。中國鋁業(02600)首季淨利潤就達35.38億元人民幣，同比增長58.8%，受此消息刺激，該股昨日曾推高至4.42元，收市升幅收窄，報4.3

元，仍升2.1%。以去年的業績計，此股市盈率5倍，周息率6.4厘，若今年實現一如首季般的增長，數據會「靚到爆」。

昨日的入市消息中，最為矚目的是中共中央政治局召開會議，討論議題包括維持房地產市場的持續穩定和持續活躍資本市場。這些都是大家關心的，若有詳細報道，值得投資者細閱。我個人認為對大市會有明確方向的提振作用，估計減息和降準，已在日程內。

從近日港股的走勢看，恒指22000點的確有一定阻力。本周曾有三日觸及這一水位，都告無功而還，計周三高點22138點、周四高點22093點和昨日的高點22267點，均難穿越，所以大市還要有一個再整固的過程，加上下二期指結算，好淡必有激爭，大市不宜「過勇」，穩定就好，應是此時的戰術要求。下望支持位，第一個是21800點，第二個是21500點，料不中亦不遠矣！



股神押注短期美債 預示減息將至

近期美國關稅戰等系列風險，帶來的全球股災及資本市場動盪。令今年內美股市場已蒸發了約數萬億美元的市值，各大指數亦多遠離高點，美元資產的信心正在減弱。在這種情況下，「股神」巴菲特的動作將對市場有一定指引。從近期來看，繼過去積極布局科技、金融類股後，巴菲特在2024年上半年就加碼了1660億美元的美債。近期數據顯示，其資金仍主要留在國庫券收利息，或在等待時機。或顯示巴菲特都擔心市場的不穩定及潛在的波動。

據伯克希爾公司最新財報顯示，截至今年3月底，巴菲特通過伯克希爾·哈撒韋公司鎖定了價值3008.7億美元的短期美債。現時整個美國國庫

券市場的總規模為6.15萬億美元，這意味着伯克希爾控制了大約4.89%的份額，相當於市場上流通的每20美元國庫券中，就有1美元屬於該公司。

同時，美聯儲目前僅持有略高於1950億美元的國庫券，故巴菲特通過伯克希爾在國庫券市場上的持倉比美聯儲這一央行還要高。也意味着其手中逾3340億美元的現金中，有約九成都存放在國庫券中。

擔心美股波動 暫無意入市

截至今年4月，美國國庫券收益率約為4.35%，以目前的利率水平來看，伯克希爾當前的持倉可為其帶來約超過130億美元的穩定利息收入，可提供穩定的現金流。而巴菲特當前暫時沒有向其他資產出手，或顯示其

目前也在擔心美股的波動，當下或主要考慮避險資產、更關注安全性和流通性。

此外，面對關稅等系列風險引發的市場對美國經濟衰退的擔憂及對美元資產信心降低等因素下，長債屢被拋售，而短債則是更安全的選擇。從近期美債市場的表現可以看出，近期短期美債表現更強，連同巴菲特目前的持倉情況，或顯示資金更加追逐安全邊際看似更高的短債，同時亦表明市場或仍存對於長期通脹的隱憂。同時，由於短債對息口反應較敏感，根據以往歷史數據來看，連同巴菲特的持倉情況，抑或預示「減息」將至。

（作者為香港股票分析師協會主席，證監會持牌人士，並未持有上述股份）

金價震盪向上 同機3200美元買入

昨日黃金在強彈後出現技術性回落，最新報價為3300美元，較前日收市價3348美元下跌逾1.5%。本周金價震盪劇烈，市場交錯消化避險情緒、降息預期與政策風雲，令金價在高位大幅波動。

基本上，美聯儲官員鴻派言論升溫降息預期。市場對6月與7月降息的機率迅速升高，美債收益率普遍下行，10年期與2年期國債收益率雙雙回落至4.325%和3.805%，強化黃金中期支撐。關稅與地緣局勢牽動避險情緒，中美貿易政策持續成為市場焦

鍵上方壓力區為3367美元（昨日高點）及3430美元（周一高點），而下方支持區為3230美元（前期整理區）及3260美元（周三低點）。

黃金處於震盪調整階段，短期缺乏單一明確主線，受消息面影響劇烈。基本面偏多未變，但技術面修正尚未結束。短線操作建議以區間交易為主，耐心等待方向突破。中線投資者可伺機於3200至3225美元區間尋找買入機會，靜待美聯儲政策轉向與貿易局勢進一步明朗。

（作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgahk）

點。

數據面上，美國經濟數據疲弱，衰退疑慮升高。亞特蘭大聯儲GDPNow預測美國首季GDP增速為-2.5%，創新低，加上4月標普全球綜合PMI創16個月新低，顯示美國經濟放緩壓力明顯。

技術面上，黃金目前處於高位震盪調整階段。日線圖分析上，金價短線遭遇上方賣壓，RSI自超買區下行至約65，顯示動能減弱但未完全反轉。MACD出現高檔背離信號，紅柱縮短，動能收斂。價格重回布林帶中軌下方，短線轉為區間震盪格局。關

AI驅動生態擴張 腾訊上望547元

毛語 倫比 毛君豪

騰訊控股 (00700)

已於3月19日發布2024年第四季度業績，收入達1724.46億元（人民幣，下同），按年增長11.1%；非國際財務報告準則（Non-IFRS）淨利潤553.12億元，按年增長29.6%，接近市場預期上限。

分業務看，遊戲業務表現亮眼：受益於《無畏契約》《金錢鏟之戰》等長青遊戲的穩定貢獻及新作《地下城與勇士：起源》的發力，國際市場遊戲收入按年增長15%至160億元，本土市場遊戲收入增長23%至332億元；廣告業務收入按年增長17%至350億元，主要得益於視頻號商業化提速及AI推薦技術的應用；雲服務AI相關收入接近翻倍，成為新增長點。值得關注的是，騰訊全年研發投入達707億元，資本開支按年激增2.21倍至767億元，主要用於AI算力基礎與模型研發。管理層表示，2025年資本開支佔比將進一步提升至收入的「低兩位數百分比」，顯示對AI戰略的堅定投入。

騰訊正加速構建「自研+開源生態」的AI體系。自研混元大模型已迭代至T1和Turbo S版本，接入700多個內部場景，並與DeepSeek合作推出的雙模引擎（混元+DeepSeek-R1），已應用於元寶AI助手、微信生態及騰訊文檔等產品。截至2025年第一季，元寶MAU達4164萬，躋身國內AI應用前三，並於4月正式入駐微信聊天界面，支持公眾號解析、文檔處理及日常交互，標誌着微信生態向「AI操作系統」升級。在產業端，騰訊雲推出大模型知識引擎，率先接入MCP插件生態，覆蓋邊緣計算、位置服務等場景。汽車領域方面則與SoundHound AI（SOUNDHOUND）合作將對話式AI整合至騰訊智能座艙解決方案，提升車載語音交互體驗。

今年回購至少800億

儘管騰訊於AI驅動廣告變現效率提升、雲業務重估、混元大模型與產業場景深度融合及微信生態戰略下開啟新的增長曲線，但仍需應對以下挑戰：首先，遊戲行業競爭加劇；新品成功率承壓；其次，雲服務面臨阿里（09988）、華為的激烈份額爭奪；最後，海外合規與本地化運營成本上升。公司同時通過回購提振市場信心，2024年累計回購171億港元，2025年計劃回購規模不低於800億港元。

股價走勢方面，騰訊控股於近日低見419港元之後便企穩展開反彈，已收復多條移動平均線。若看好騰訊未來AI生態體系的話，可於10天線452港元買入作中長線持有，可先上望至今年3月高位547港元，跌穿400港元止蝕。

（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）

騰訊(00700) (元)



優化組合 增持中線倉

政經 才情 容道

上期本欄目預期港股應該在量能趨勢不變的情況之下會很快達到恒指22000點的目標，事實上，這個目標轉眼就於周三已經實現，跟着周四及周五也一如預期，整個盤面都在做一個波段交易，中間縱然是熱炒題目不斷，但是基本上沒有大漲大跌的情況，只是各路英雄趁着題材的熱度做一個輪炒的動作，指數維持在22000點上下200點震盪，這也就是最近我常說的有利於專業投資者去操盤的原因。

外圍走勢方面，雖然美股連續反彈了幾天，但是港股基本上沒有承接美股的升勢，主要是循着熱錢的流向和整個亞太股市的方向來走，至於A股更像跟美股脫鉤一樣，走出自己的形態，在上證指數3300點受到比較大的阻力，各路人馬都在觀望政策的出爐和市場的解讀，既沒有大舉入市，也不敢輕易減倉，怕錯失了這個東升西降的機會。

筆者的操作相對簡單又樸實無華，基本上就是換馬，優化組合和適度

增持，策略就是增持中線倉，再用短線倉捕捉短線的波幅和熱點。

我還是重申強調，無論是A股還是港股，主旋律還是補裂口，只要80%以上的裂口還沒補完，那麼新的一波上升或下跌浪都不會明顯的出現。

資金撤離美國趨勢不變

而關於全球資本的走向，部分資金撤離美國的趨勢是不會變的，但是速度那就未必如大家所想的這麼快。所以過去幾天，美匯指數已經緩緩升到99.5上方，以現在的量能看，反彈回到101附近水平應該不難。雖然歐元最近漲了，但是歐洲國家開始發現了箇中的利弊，雖然升值表面上是贏了面子，但實際上歐洲貨幣的漲勢會影響到歐洲商品出口競爭力，這倒也是美國以及特朗普想看見的，所以歐洲的資本和他們後邊的超級大戶其實都未必想歐元漲得這麼快，一步一步來吸引資本轉移，同時能維持競爭力，是他們的最優選項。

（微博：有容載道）