

# 美爆撤資潮 提防黑天鵝突襲

## 投資全方位 金針集

特朗普關稅政策激起滔天巨浪，3A信用評級被摘觸發「拋售美國」浪潮，美股跌勢重現，美國國債拍賣反應差勁，債價進一步插水，長期債息升穿5厘，信貸成本在經濟步向衰退之下大幅上升，有可能觸發大規模債務爆煲，飛出意料不到的金融黑天鵝。

大衛

美國國債持續成為暴風眼，成為環球資金主要減持對象，特別是美國全面失去3A信用評級之後，投資者對美國國債更有戒心，加上特朗普政府正計劃推動減稅法案，屆時財赤及債務將進一步惡化。值得留意的是，由於美國國債不再擁有最高信用評級，相信會有退休基金、壽險資金等長線投資者被迫減持美國國債持倉，令美債市場雪上加霜。

### 失3A信用評級 負面衝擊浮現

即使美國財長貝森特淡化失去3A信用評級，反指穆迪不可靠，降級屬於滯後指標，與前拜登政府過去4年大幅的開

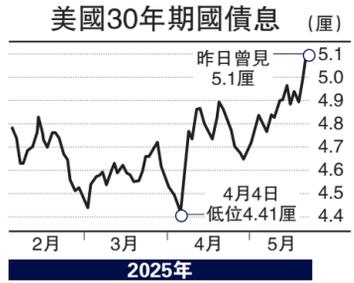


支有關，但市場確實出現「拋售美國」(sell America)的浪潮，華爾街股市反彈告終，正開展新一輪跌浪，周三道指急挫逾800點，美匯指數又再跌破100大關，低見99水平。表現最差勁是美國國債，10年及30年期國債價格持續走低，債息分別升上4.5厘及5厘，其中30年長債息逼近2023年的5.18厘高位，當時創下2007年以來最高。換言之，美國

債息接近18年高位，以目前全球對美債投資信心下降來看，未來還有進一步上升的可能。

### 美債拍賣反應慘淡 危機加深

事實上，美國財政部本周三拍賣160億美元20年期國債，需求十分疲弱，市場反應慘淡，中標利率創出5.047厘的紀錄新高，顯著高於過去六次拍賣的4.613



◀市場出現「拋售美國」浪潮，華爾街股市正開展新一輪跌浪。

厘平均利率，意味美國發債利息負擔進一步加重，深化財政及債務危機。

同時，特朗普關稅政策引發高通脹及信用評級下調，導致美債拋售持續，不排除美國長債息升上6、7厘水平。有聯儲局委員認為關稅政策對通脹影響尚未浮現，經濟處於新一輪價格上升的邊緣，暗示聯儲局不急於減息。因此，美國國債價格跌勢未止，特別是要面對日

本退休基金、壽險企業等長線資金大手沽售壓力。

### 對沖基金做空美股 十年最狠

特朗普關稅政策激起滔天巨浪，近期華爾街大行紛紛發出美國資產面臨大撤資的警告。例如貝萊德行政總裁Larry Fink預期未來90日面臨市場波動，資金已開始由美國流向歐洲、亞洲。無獨有偶，高盛資產管理亦發出相若警告，該行客戶日益要求將資金撤離美國市場，認為美國市場不再像6個月前認為安全而且佔有主導地位。同時，愈來愈多客戶關注美股是否已見頂及將投資焦點轉向歐洲、中國市場。其實，華爾街股市已出現新一波跌浪，有交易數據顯示，對沖基金對美股看淡，悲觀情緒是十年來嚴重，近期沽空金額高達250億美元，為至少10年來規模最大。

全球對美國投資信心急速下降，當前美元資產撤資規模是前所未見，美國股債匯隨時崩跌，釀成金融風暴並非危言聳聽。

心水股 工商銀行 (01398) 健倍苗苗 (02161) 網易雲音樂 (09899)

## 港股合理回調 內銀穩健

### 頭牌手記

沈金

受到美股指隔晚大跌逾800點的影響，港股昨日低開低走，恒指借勢作出調整，最低時回到23470點，下跌356點，收市報23544點，跌283點(1.19%)，乃對連升兩日漲494點後的調整。全日總成交1982億元，較上日少180億元，反映有部分投資者採取觀望態度。

20隻熱門股中，上升者3隻，下跌者16隻，無變動1隻。這3隻逆市上升的股份是小鵬汽車(09868)，升5.8%；泡泡瑪特(09992)升3.3%；滙豐控股(00005)升一格。無升降的是建設銀行(00939)。下跌股中，以百度(09888)、三生製藥(01530)、阿里巴巴(09988)跌得較重，跌幅3%至4%。

「熱到爆」的寧德時代(03750)在升了兩日共漲逾30%後，昨作出調

整，收329.8元，跌2.3%。對於昨日的回調，我頭牌想講兩點。一是借勢整固，走勢合理，加上又逼近24000點大關，「按例」難以第一次闖關即升越，所以關前卻步，可視為「慣性舉措」。二是在美國政經環境不斷惡化、弱化之際，美股的下跌幅度可能陸續有來。

投資者要考慮的是：港股是否一定「生鴿拖死鴿」——被美股拖累呢？能否擺脫其影響，建立較獨立的走勢？我們不是認同「東升西降」嗎？「西降」成「常態化」，「東升」也應該逐漸「常態化」。

自然，說一點也不影響，未必實際，但影響可以減少，則絕非苛求。

以昨日為例，我喜歡的一些愛股、好股，亦能夠力敵跌市，逆流上升。比如內銀板塊，基本上就發揮中流砥柱、定海神針的作用。股價上升

者有工商銀行(01398)、農業銀行(01288)、中信銀行(00998)、交通銀行(03328)、郵儲銀行(01658)。

### 美的下月染藍 短線值博

有一點提醒，就是大家不要太着重於恒指能否衝破24000點關，除非你是買實期指，否則基於「炒股不炒市」以及個別發展互有升降的原則，應把主要精力放到發掘股票之上，而本人按「買入、持有、收息」的原則選美的(00300)為短線最佳博股。該股已公布每股派3.5元股息之除淨日為6月3日，同時6月6日是美的收市後加入恒指成份股的大日子，相信會是高潮所在，屆時必有被動資金大手吸納。現價82元，大行報告最新目標價為90元。本欄在77元水平時曾提及，現在觀其走勢確實美妙，將續以「心水股」視之。

## 中美關稅戰角力未完

### 財經縱橫

凌昆

中美互減關稅顯示特朗普對華實施的高關稅策略已大幅回調。這本非意外，但出乎意料者是回得這麼早，幅度這麼大。極右分子白宮貿易顧問納瓦羅力推對華高關稅，反對者馬斯克與之大吵，而特朗普聽了納瓦羅的意見。其後財長聲稱中美關稅戰不可持續，特朗普轉軟，認同了財長之說。情況急變的原因、影響及今後中美關係的發展等值得探討。

### 美國跪低 聲望大跌

特朗普之變實為形勢所迫，卻也反映了他的務實態度，不會擇錯固執。他變態的原因包括：(一)經濟承受巨壓。不單衰退及滯脹的預期急升，企業倒閉收縮及裁員的浪潮亦正打來，各行業及民間怨聲載道。(二)恐會引發金融風暴。不單是金融市場大幅波動震盪難止，更嚴重的是在加關稅下，美元美債急挫，與原本預期相反，這顯示美元資產已非避風港，反而成為風險源頭，隨時會觸及金融市場崩盤。(三)國內政治不利因素大升。不單特朗普民望受壓，共和黨內的反對聲音亦日高，害怕連累明年中期選舉的選情，因此亦動搖了特朗普的權力基礎。(四)國際反響巨大。不單反對聲音日大，中國抗爭引起共鳴，連美國與盟友間矛盾亦激化。美國迫各國選邊站與中國財經脫鉤，英國卻成了第一個跳出來表明反對的西方大國。

現實迫使特朗普低頭，中美互減

關稅對兩國及世界均有重大影響。對美國而言有如下主要效果：(一)短期間經濟及金融市場風險下降，或可避過即時危機，但其他負面因素仍在。關稅戰亦未根除，不確定性仍高，仍會影響長線投資。(二)從中期看將影響美國財政。特朗普採取高關稅政策目的之一是增加稅收以助財政平衡，減關稅自有不利影響。(三)對特朗普班子及其極端政策或有衝擊。高關稅乃特朗普極端政策重要一環，如今受阻而納瓦羅亦聲沉，今後大政策取向值得注視。特別是更為瘋狂的一些「海湖莊園方案」措施，或許會更難於出台。(四)令美國與其他國家的經貿及關稅協議更難實現，一些國家包括盟友已採取更強硬立場。(五)從長遠看更嚴重者是美國的國際軟硬實力均受損。經此一役，美國的威望及世人對其信心與信任均大降，且難以完全恢復。其霸主地位隨之削弱，更難於號令天下。

今後關稅戰的發展需要注意以下幾點：(一)美國的關稅新政策構未變，保留了特殊產品關稅(如鋼鋁汽車等)、對等關稅及對中國的芬太尼關稅等。(二)90日後如何？對等關稅暫免的24%會否補回？(三)特別產品稅方面，日本、印度、加拿大及歐盟等均有所反擊，中國又如何？總之，中美關稅戰硬碰硬一回，但仍未終結角力繼續。目前形勢對中國較有利，但最終結果還看中國能否繼續反制向美方施壓。此外非關稅戰方面也須留意，新的火頭已經點起。

## 健倍苗苗優化銷售見效 藥品內地受捧

### 財語陸

陳永陸

健倍苗苗(02161)近日發布全年盈喜，預計截至2025年3月31日止年度，股東應佔綜合溢利按年增幅不低於50%，或可高達1.95億元。增長主要歸因於核心品牌藥及中藥產品的銷售量上升，尤其是品牌藥何濟公、品牌中藥保濟丸及飛鷹活絡油。

健倍苗苗線上線下協同的精準行銷策略，成功啟動了香港、澳門及大灣區重點內地城市的市場需求，同時通過跨境電商擴展產品覆蓋範圍。核心品牌何濟公、保濟丸及飛鷹活絡油成為業績增長支柱，這些產品兼具藥效認知度高與消費屬性強的特點，在老齡化加劇及健康意識提升的背景下，精準契合了家庭常備藥市場需求。公司通過當地語系行銷，強化港澳市場地位，並借助大灣區政策紅

利(如中醫藥國際化試點)拓展內地市場，形成「區域品牌→全國化潛力」的遞進路徑。

健倍苗苗通過「線下終端覆蓋+線上流量轉化」模式優化銷售效率。值得注意的是，其跨境電商品類擴張策略已顯成效，抓住了內地消費者對港澳及國際醫療保健品的需求缺口。2024年內地跨境電商市場規模達2.1萬億元人民幣，按年增長15%，公司有望通過差異化選品(如中藥OTC(非處方藥))進一步擴大份額。

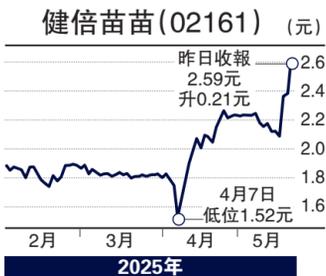
### 派息比率超過45%

受惠國家政策，大灣區規劃明確提出支持中醫藥產業創新發展，簡化港澳傳統中藥內地上市流程，為公司產品進入內地市場提供便利。再者，後疫情時代消費者對「治未病」理念接受度提升，中藥類保健品及OTC藥

物需求剛性增強。

健倍苗苗的盈喜預告驗證了其「品牌+管道」策略的有效性，核心產品的區域優勢與跨境電商的增量潛力構成雙重安全邊際。再者，公司向派息慷慨，過去派息比率均超過45%。過去我一直推薦此股，近日股價受盈喜帶動上升，建議繼續中長線持有。未有持貨可伺機調整吸納。

(作者為獨立股評人)



## 網易雲音樂盈利能力佳 伺機入市

### 個股解碼

劉雅珉

以用戶規模及參與度計，網易雲音樂(09899)是領先的在線音樂平台之一。2024年，網易雲音樂收入錄得79.5億元(人民幣，下同)，按年增長1.1%。其中，在線音樂服務收入53.5億元，增加23.1%。會員訂閱服務收入增長22%至44.6億元，受益於加強會員服務所提供產品及內容，在線音樂服務月付費用戶增加。社交娛樂服務及其他收入26億元，按年減少26.2%。2025年第一季度，網易雲音樂淨收入19億元，按年減8.4%，主要由於社交娛樂服務淨收入減少。

網易雲音樂2024年的盈利能力進一步改善，這受益於會員規模擴大所帶來的規模效益、核心在線音樂業務的強勁變現水平，以及持續的成本優化措施。毛利率由2023年的26.7%升至33.7%，經調整淨利潤增逾1倍至17億元。展望未來，網易雲音樂仍專注於提供卓越的音樂體驗、培育繁榮的社區、提升用戶參與度及夯實其運營能力。

### 有望拉近與騰訊音樂差距

今年以來，網易雲音樂的股價表現優異，其對應2025年的市盈率為25倍。從估值上看，目前不算便宜，但是

市場對網易雲音樂樂看高一線。主要原因是對比騰訊音樂(01698)，在會員數方面，騰訊音樂為1.22億，而網易雲音樂為6000萬，兩者還有一倍差距。在會員每付費用戶平均收入(ARPPU)方面，騰訊音樂為11元，而網易雲音樂為7元，仍有不少提升空間。比照騰訊音樂的發展路徑，網易雲音樂可以通過會員數和會員ARPPU的雙增長來拉動整體表現，從而拉動估值。網易雲音樂約440億港元估值，對比騰訊音樂近2000億港元的估值相差近4倍，長期仍有追趕空間。建議可在估值降到20倍左右對網易雲音樂進行布局。

(作者為招商永隆銀行證券分析師、證監會持牌人士，並沒持有上述股份)



## 恒瑞創新藥惹憧憬 長線看出海進度

### 慧眼看股市

馮文慧

內地創新藥一哥恒瑞醫藥(01276)今日在港上市。1970年成立的恒瑞醫藥，一向專注研發、生產及推廣高品質藥物的創新型國際化製藥，產品覆蓋腫瘤、代謝和心血管疾病、免疫和呼吸系統疾病、神經科學等多個領域。現時手握19款國產首仿藥，研發管線規模進入全球製藥25強。

集團過去13年豪擲460億元(人民幣，下同)進行研發，國際權威機構Citeline連續4年點名表揚，實力足以挑戰跨國藥企。這家創新藥企正進行400項臨床試驗，90多款自研新藥排隊等批文。未來3年將有47項創新成果面世，當中包括全球首創的AI製

藥技術。加上去年狂砸82億元布局14個海外實驗室，旨在將「中國智造」打入歐美市場！

### 毛利率86% 媲美國際藥企

再看其成績單，增長幅度更是驚人。去年全年營收為280億元，按年增23%；淨利潤增47%至63億元。最誇張是毛利率高達86.2%，盈利能力堪比全球頂尖藥企，相比優質白馬股貴州茅台(600519)逾90%的毛利率只是差幾个百分点。最關鍵的是，創新藥收入佔比首次突破五成，意味成功轉型為創新科技藥企。

恒瑞今次H股上市集資主要用於「創新+國際化」雙核戰略。適逢中東主權基金近年瘋狂掃貨中國資產，

加上東南亞獨角獸排隊來港上市，市場傳聞多間巨企等已對這隻醫藥龍頭虎視眈眈。若成功打入海外的醫藥市場，增長前景實在不容小覷。

今次招股價較A股折讓近兩成，歷史市盈率約42倍，H股估值相對於A股具吸引力。但要注意，A股近半年股價走勢溫和，短期靠AH價差收窄炒作空間有限，長線則要看其創新藥出海進度。創新藥股的估值向來像坐過山車，建議投資者宜控制投資注碼。倘若其海外臨床數據理想，股價或有望複製藥明生物(02269)當年上市後一度倍升的神話。

(作者為致富證券研究部分析師、證監會持牌人士，並沒持有上述股份)