

東穩西盪 外資湧入中國國債避險

投資全方位 一點靈犀

本月中國財政部於離岸市場發行兩輪國債，資金認購熱情超乎預期，同時中日兩國10年期國債利差收窄至歷史新低，凸顯全球資產配置再平衡的趨勢。

筆者認為主要有兩個原因：一是中國債市內在吸引力的上升；二是主要發達經濟體財政風險的累積。即「東穩西盪」格局的形成。

李靈修

11月17日（周一），中國財政部在盧森堡發行40億歐元主權債券，包括4年期20億歐元與7年期20億歐元的高級債券，總共錄得25倍超額認購。必須注意的是，非亞洲投資者佔比高達65%，反映出國際資本對中國經濟的信心。而本月初（5日），財政部在香港發行40億美元主權債券，錄得近30倍超額認購。

從利率層面來看，中國國債的搶手程度亦十分明顯。截至昨日（11月21日），中國10年期國債收益率（1.82%）與日本同期限國債收益率（1.79%）的利差已收窄至3個基點，創下歷史最低水



平，出現倒掛似成定局。（見附圖）而在一年前（2024年11月）兩國10年期利差還有100個基點。

美日財政持續惡化

我們需要從境外與國內兩方面來分析這一現象：

首先，眼下發達經濟體的財政問題令人擔憂，美日資產過去「避風港」的定位發生動搖。自新冠疫情以來，七國

集團（G7）為應對經濟衝擊推出大規模刺激政策，導致政府債務激增，主權債發行量增幅甚至超過公司債規模。

出於對長期財政可持續性的擔憂，三大國際評級機構（穆迪、惠譽、標普）已全部下調美國主權信用評級，動搖了美國國債作為全球最安全資產的地位。而日本首相高市早苗近期批准的一份21.3萬億日圓的財政刺激方案，也引發國內債務水平持續惡化的預期，導致

日本國債收益率快速上升。

由於中國債市與發達國家的固定收益資產相關性較低，對於全球投資者而言，配置中國國債能夠有效降低投資組合的整體波動性，極大分散了投資風險，這對於追求穩健回報的主權財富基金，以及資產配置機構等穩健型資金而言，尤其具有吸引力。中國國債被視為一個低相關性、高流動性的優質資產，成為全球資產再平衡的核心選項。



◀中國國債已成為全球資產再平衡的核心選項。 AI製圖

數據顯示，截至2025年5月底，外國機構持有中國債券約5870億美元，接近紀錄水平，並錄得連續數月的持續流入。另據人民銀行上海總部簡報，截至10月末，境外機構持有銀行間市場債券3.73萬億元人民幣，約佔銀行間債券市場總託管量的2.2%。

中國金融改革釋放活力

其次，金融改革提升了中國債市的內在吸引力。例如，隨著「債券通」的不斷完善，降低了跨境資金流通限制；中國債市的交易機制日益成熟，極大地提高了境外機構投資的便利性和效率。而海外資金對中國債市的布局多偏向中長期配置，表明將其視為一種長期、戰略性的資產，而非短期投機工具。

站在宏觀視角來看，中國憑藉政策穩定、產業完備，以及持續的技術突破，吸引到大量穩健型資金的流入。年初以「DeepSeek時刻」為代表的硬科技高光，以及上個月中美貿易關係的緩和，均讓外界見識到中國經濟的創造力與韌性，「東穩西盪」格局正在逐步形成。

心水股 建設銀行 (00939) 小米 (01810) 網易 (09999)

二萬五關有支持 低吸內銀電信股

受美股「冧市」的拖累，港股昨日隨亞太區股市一齊滑坡，科技股再成拋售目標，揸家與炒家爭相走避，科技指數大跌3.21%，較恒指2.38%的跌幅為重。恒指最低見25178點，跌657點，收市接近低位，報25220點，跌615點。全日總成交因拋售與承接均給力而增至2857億元，較上日多406億元，為10月30日成交3538億元之後最大的單日交投額。

20隻熱門股跌19隻，僅小米（01810）成功反彈1%。小米之彈，亦是吃盡驚風散，高低價分別為38.9元和36.62元，上落2.28元，成交額排第三，有158億元，反映好淡作「盡地一煲」的博弈，險惡情狀，不言而喻。

下跌股中，以領展（00823）跌7.4%最重。此股公布業績後兩日內由

41.46元直插至昨日收市35.9元，重挫5.56元，跌幅13.4%。跌幅排第二的是中芯（00981）和華虹半導體（01347），同跌6%，而跌3%至5%的有阿里巴巴（09988）、南方恒生科技（03033）、寧德時代（03750）、網易（09999）、百度（09888）、安碩恒生科技（03067）等。

阿里巴巴的好淡角力似乎暫時分了勝負，淡友將之質低4.6%，雙方的交投額達209億元，成交排熱門股之首，可見其激烈程度。

中電信信置逆市上揚

逆市上升的股份鳳毛麟角。較為人熟悉的有中電信（00728），升0.6%，信置（00083）升1%。信置之升料與其開售的樓盤「柏景峰」首批150伙全部沽清有關。

昨日又可以講是好淡火併的一個

交易天，雖然最終以近全日低位收市，淡友成功描繪出「黑色星期五」的嚇人圖畫，但我相信回到25000點關口的港股，再大跌的可能性應該不大了。昨日所見，大好友已在低位出動「勤王之師」，有序地化解淡友的瘋狂攻勢，從走勢看，現指數已回到今年8月29日收25077點之後最低水平，在該低位，即24900左右，曾在8月份徘徊一段日子，故有理由相信24900至25100點區間會是下一個支持位。港股對美股的滑坡已作充分反應，投資者應理性看待，不要盲目跟隨美股走。「北水」肯定會繼續支持港股。

我頭牌的策略不變，續在低位吸納內銀股和內地電信股，所買的貨將持有到明年首季。11月份的充分調整，對明年首季的股市有利。港股的「慢牛」仍在，調整過後肯定又是「一條好漢」。

智能家居動能強 海爾前景看俏

海爾智家（06690）在今年雙11購物節再度展現其在家電市場的領導地位，實現連續14年蟬聯全網銷售冠軍。在理性消費成為主流的市場環境下，海爾憑藉創新科技與精準的市場策略，在多個品類、渠道及高端市場均取得領先地位，反映公司持續以用戶需求為核心的發展戰略成效顯著。

海爾智家2025年第三季度營運表現亮眼，實現營業收入775.60億元（人民幣，下同），同比增長9.51%；歸屬於上市公司股東的淨利潤53.40億元，同比增長12.69%。前三季度累計營收達2340.54億元，同比增長9.98%；淨利潤173.73億元，同比增長14.68%，顯示公司盈利能力持續提升。這一強勁增長勢頭主要得益於公司在產品創新與市場拓展方面的雙重



努力。

雙11套系銷售突破40億

在產品策略方面，海爾成功打造多款人工智能（AI）科技爆品，如搭載AI全空間保鮮科技的麥浪冰箱、Leader統帥懶人三筒洗衣機等，均在各細分領域取得銷售榜首。更值得關注的是，套系家電銷售成為新的增長引擎，雙11期間套系銷額突破40億元。

從市場分布來看，中國市場第三季度收入同比增長10.8%，其中空調業務表現尤為突出，單季度收入增長超過30%。海外市場第三季度收入同比增長8.25%，其中歐洲市場暖通業務單季度增長超30%。

展望未來，海爾智家憑藉強大的研發實力、完善的產品線布局與持續深化的數字化轉型，在全球家電市場的競爭優勢將進一步鞏固。隨著AI技術與智能家居的快速發展，公司前瞻性的產品布局與品牌戰略，將為長期增長提供持續動力，在國際市場的拓展也將開啟新的成長空間。

投資者宜關注公司在高端化、套系化與數字化方面的持續進展。（作者為香港股票分析師協會主席、證監會持牌人士，並無持有上述股份）

數碼化蛻變 美的有力突破百元

家電巨頭美的集團（00300）試圖從傳統製造業的「規模之王」蛻變為以科技驅動的「智能生態領航者」。這場變革不僅體現在其產品線的智能化升級，更深入到組織架構的調整、數位化底座的重塑，以及對未來增長曲線的積極探索。

雲計算解決傳統企業痛點

美的集團首席信息安全官兼軟件工程院院長劉向陽指出，人工智能（AI）的基礎是數碼化，而數碼化的基礎是數碼化底座。集團已投入資源建設一整套雲計算能力，實現了雲下數據中心與公有雲的統一技術體系，從根本上解決了傳統企業面臨的成本高昂、多雲孤島和系統無法聯動等痛點。

在AI應用方面，美的研發效能平台已取得顯著成果，其AI代碼生成的採納率達到30%，入庫率達到20%，處於國內業界領先水平。AI算力平台

的應用率也從傳統的10%提升至40%，極大地提高了資源利用效率。這些技術上的突破，不僅是內部降本增效的利器，也為集團未來在智能家居（To C）、商業及工業解決方案等（To B）領域的業務拓展奠定了堅實的技術基礎。

美的2025年第三季度實現營收1119.33億元人民幣，按年增長10.06%；歸母淨利潤118.7億元人民幣，按年增長8.95%，至於前三季度淨利潤已達到378.83億元人民幣，按



年增長20.18%，增速領跑主要競爭對手。

然而，在增長背後，美的面對智能家居業務的毛利率輕微下滑，以及來自小米（01810）等的跨界競爭對手的壓力，促使管理層加速戰略調整。美的正積極推進DTC（直接面向消費者）直營轉型，並進行密集的人事變動，例如智能家居事業群總裁專注於智能化戰略，以及提拔年輕幹部。這些舉措都旨在為智能化時代轉型鋪路，以應對市場的快速變化。

股價走勢方面，美的近日高見90元以上，離其歷史高位96.6元不遠。如投資者對美的能夠於未來找到新的增長亮點的話，可考慮於50天線83.5元買入股份作中線持有。短中線要升穿100元料難度不大，跌穿250天線75元才止蝕。

（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）

中金：網易「跑贏行業」睇275元

券商觀點 中金發表報告指，網易（09999）第三季收入按年增8%至284億元人民幣，非公認會計準則（Non-GAAP）淨利潤按年增27%至95億元人民幣，略低於該行預期。中金認為主要由於部分產品當季產生流水尚未完全確認且營銷費用支出高於預期。每股派息0.114美元，同時宣布目前在運行的回購計劃（不超過50億美元）有效期延長至

2029年1月，該計劃截至第三季末已回購共20億美元。

中金維持對網易利潤預測，維持「跑贏行業」評級及目標價275港元。此外，中銀國際報告認為，網易將持續致力於提升遊戲研發和運營的資源分配效率，聚焦於數量更少但潛力更大的新遊管線及關鍵長青遊戲的運營。維持網易「買入」評級，港股目標價由270港元下調至265港元。

美股風險外溢 散戶宜先觀望

政經才情 容道 周四晚美股來了一個高開低走的狙擊好友大行情，道指上下波幅超過1000點（震幅約2.5%），納指更是達到誇張的上下波幅超1200點（即震幅約5%）；場中的投資者也就隨之表現得十分兩極，不是贏到亢奮（沽空者），就是輸到頹喪（尤其是開市追入者）。而早前各種財經媒體對英偉達業績公布後的預測和理論，大都顯得蒼白無力，場內的真理最終就只能由勝和負去決定。

各種場內消息和美股收市後的馬後炮分析滿天飛，無論是對所謂的人工智能（AI）泡沫，還是利率的後向，甚至是歐洲、美洲及亞洲的地緣變化，都莫衷一是，但偏淡的肯定佔主流；總之就是有一隻大手唯恐天下不亂，要攪亂市場和製造恐慌，把金融的風險指數漫延開去！

其實，對比股市，比特幣的崩跌才是周五最震撼及最大衝擊的金融事件，執筆時比特幣已見跌破20000美元，距離本周一（17日）時已狂跌超過1萬美元了！而其周五的下跌是雪崩式的，即日錄得超過5%的下跌，過去24小時全球爆倉人數據約近40萬人，那財富瞬間消失的破壞力實在太大了！

反觀美元，則在此時節節攀升，執筆時已見近數月的新高100.3水平（也驗證了早數期筆者對美匯會走出短期新升浪的判斷）。總之，全球金融風險在急速上升中，各類資產價格仍然會急遽波動，散戶最好暫遠離市場，隔岸觀火為宜；而專業投資者或操盤手不妨富貴險中求，按心水資產標的，果斷做投機性交易，在火中取栗一把！

誠然，筆者上期告知已開始身體力行增持A股及港股，更說好了對人民幣資產愈跌愈買，此時更是無懼市況低走，在堅定國家有美好前景的信心下，奮勇買進，這才不會辜負早前儲備好的彈藥呢！（微博：有容載道）

港股受累 科技股最傷

市況到周五，亞洲的日本股及韓國股開市，就出現急速下跌，尤其是首爾綜合指數，全天領跌整個亞洲股市，收跌3.79%；上期本欄目說過，這兩個市場在技術形態出現了小圓頂，已是進一步發揮其殺跌的威力！而日韓股市的崩跌，就直接引發了A股和港股投資者的恐懼心態，跟風沽貨，其中以科技

尋人啟事

本人羅偉向華人永遠墳場管理委員會申請，將先人黃瑞華的骨灰加放於荃灣墳場第二靈友閣10樓24245號。現尋該靈友閣之原申請人羅向東，其最後地址為新界青衣長安邨安洋樓。如有反對上述申請或得知其下落者，請於2025年12月22日前致電華人永遠墳場管理委員會（3719 7785）或經華永會網頁在線查詢www.bmccp.org.hk與配處何先生聯絡。如委員會於該日期前尚未收到任何消息，則作無人反對論，並考慮接受本人之申請。