

投資全方位

金針集

近期部分美國科技股抽水，影響投資氣氛，拖累今年標普指數跑輸全球。事實上，關稅政策衝擊與政治內鬥之下，美國就業市場惡化，通脹持續高於經濟增幅，陷入滯脹，目前美股超高估值不可持續，面臨巨大下修壓力，股市狂牛將盡。

大衛

特朗普上台以來，實施貿易保護政策對全球經濟造成衝擊。不過，全球股市卻好景，其中美歐市場更創出歷史新高，推動MSCI環球股指年內升20%以上，這有賴美歐不斷放水、減息、擴大財政開支，為股市注入大量流動性。其實，股市大升只是表面風光，與疲弱的實體經濟表現呈現背馳，美國加徵關稅的負面影響浮現，物價上升已影響私人消費，遲來公布的10月零售銷售環比持平，原本預期溫和增長0.1%，9月零售銷售增長向下修至0.1%，可知道美國加徵關稅得不償失，打擊消費意慾，拖累

# 美股跑輸全球 狂牛盛宴將盡



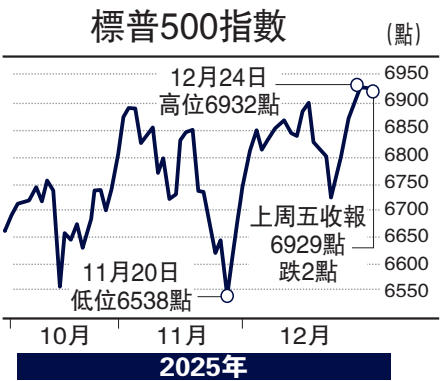
經濟表現。同時，美國政治內鬥不停，明年1月底財政撥款爭拗，可能再導致政府停擺，將進一步影響消費信心，未來數月零售數據難以樂觀。

即使今年美股再創新高，但三大指數上升動能明顯減弱，今年來只有納指追上同期MSCI環球股市指數約22%的升幅，道指及標普均跑輸全球股市，這是

多年來未見的情況，相信是美國經濟基本轉差，影響美股表現，呈現走弱跡象。考慮到美股估值過高及企業業績走下坡等風險因素，美股盛宴已到尾聲，明年下行壓力很大。

事實上，美國經濟狀況比市場預期為差，從就業市場急速惡化可以反映出來。由於政府停擺影響數據收集，美國

◀分析指出，AI投資泡沫疑慮增加，2026年將是美股調整之年。



不會有10月失業率數據，而11月非農就業僅增6.4萬個，失業率則升至4.6%，為2021年來最高，較9月的4.4%升0.2個百分點，分析指，美經濟不明朗，就業市場不妙，失業率可能升破5。

人力資源機構估計，美國企業裁員增加，10月按月增加1.8倍至15.3萬人，反映企業看淡經濟前景，失業率有

可能升至5%或更高水平。值得注意的是，明年中任期滿的聯儲局主席鮑威爾，最近在議息會議記者會上爆料，直指勞工部採集企業招聘數據有困難，主要透過模型進行估算，令官方就業數據可能被嚴重誇大，每月高估多達6萬個就業職位，成為聯儲局12月再減息理由之一。因此，美國就業數據存在水分，令市場高估美國經濟表現。

## 高估值難持續

愈來愈多投資者看淡美股前景，目前超高估值不可持續，由2009年至今的大牛市已持續了16年，看來升浪將走到盡頭，美國標普500指數平均市盈率逾27倍，高於過去5年平均區間19.5倍至25.4倍。有華爾街大行報告預期美股未來十年回報率持續跑輸歐亞股市，陷入「失落十年」的低谷。因此，美股跑輸全球股市可能出現常态化，環球資金有更大誘因流入A股、港股市場，追逐高收益。

AI投資泡沫疑慮不斷加劇，不利科技股，加上經濟基本面脆弱，2026年將是美股調整之年。

|     |              |              |              |
|-----|--------------|--------------|--------------|
| 心水股 | 國壽 ( 02628 ) | 滙控 ( 00005 ) | 農行 ( 01288 ) |
|-----|--------------|--------------|--------------|

## A股八連升 港股上望26000

頭牌手記

沈金

長假後港股今日重開，面對的是2025年最後兩個半天交易，而十二月港股是升是降，迄今還未有定論，因而這餘下的日子就顯得更為關鍵，加上明天是期指結算日。好淡還有一場博弈，是以雖已到年末，「戲碼」仍然引人入勝，不可小覷也。

好淡有如「歡喜冤家」，在十二月份可以講門個你死我活，難解難分。現指數25818點，較十一月底的25858點低40點，相信好友一定會賣其餘勇，「彎道超車」實現超越，以當前內外環境看，這個條件是具備的，所以年終看高半線，是合理預期。

首先是內地A股、上證指數連升8日，拾級而上，氣勢如虹，今日「北水」恢復注港，對港股應有支持和提振功效。眾所周知，現時「北水」已佔港股總成交的40%-50%，可謂舉足輕重。在這佔了半邊天的底氣支撐下，年終港股有望完成挑戰26000點

關的宏願。畢竟現指數距這一心理大關只182點，並不遙遠，只要大好友有決心，肯堅持，這一關重頭越過，應不是太難之事。特別是過去已多次在門檻前掠過，這一段路途並不陌生，故適時崛起，也非奇事。作為好友，自是希望能成就此美事，即年終收復26000點關，為2025年畫上一個完滿的句號，亦為即將開始的2026年打下更強的根基。

為達到此一目標，相信入市資金會適時增加，傳統經濟股與新經濟



股，高息優質股與新紫科技股相互輝映，就能成就這一「偉業」，投資者對此寄予厚望矣！

## 資金已部署「炒業績期」

自然，上述都是筆者的主觀願望，一切還得看現場好淡大戶如何操作。有一個利好因素就是：明年首季將踏入「炒業績期」，這對業績好的企業有利，而一般估計，企業盈利保持正增長的機率仍然是高的，故炒業績有利大企業和高息優質股，加上保持派息及適當增加分紅，已成為企業主管者的共識，相信2026年會與2025年同步繼續此一分紅傳統。

以本地銀行股、內銀股、內險股為例，估計將可以繼續其適當增派股息的政策。這也是滙控（00005）、中銀香港（02388）、工行（01398）、建行（00939）、中行（03988）、農業銀行（01288）、中國平安（02318）、國壽（02628）以及港交所（00388）股價堅挺呈強的原因。

## 遊戲業務亮眼 騰訊營收看俏

券商報告

招商證券發表研究報告，維持騰訊（00700）「強烈推薦」評級。指騰訊核心業務表現穩健，AI領域投入加速，賦能主業應用空間廣闊，公司持續在AI領域加大投入並取得獲益。

該行指騰訊遊戲優質、儲備豐富，PVE射擊新作《逆戰：未來》正式定檔26年1月13日上線，《洛克王國》IP新作《洛克王國：世界》定檔26年3月26日正式上線，還有《王者榮耀世界》、《粒粒的小人國》等。

AI驅動廣告部門效率提升

招商證券指，騰訊核心業務表現穩健，AI驅動廣告部門效率提升。三季度公司廣告業務同比增長21%，主要來自廣告曝光量提升，得益於用戶

參與度，廣告加載率提升，以及AI驅動的廣告投放效果優化帶來eCPM增長。公司近期推出AI智能投放產品矩陣「騰訊廣告AIM+」，由「場景化產品」、「單點能力產品」和底層「AI決策」構成，旨在全方位提升廣告投放的效能與效率。目前通過騰訊廣告AIM+，廣告主平均每萬元投放費用，對應所需的操作次數降80%，減少大量的人工成本。以途遊遊戲為例，通過騰訊廣告AIM+，其廣告基建數量與消耗規模實現數倍增長，新素材測試周期縮短50%至70%。

招商證券指，騰訊在AI賦能下廣告等各業務條線效益顯著提升，微信小程序升級下電商生態也逐步完善，雲業務有望逐步起量，同時高毛利業務佔比上升有望持續支撐公司利潤率改



善。該行看好騰訊社交流量優勢下各項AI相關業務推進，疊加股份回購下股東回報可期。預期2025至2027年營收達7535、8325、9077億元，經調整歸母淨利潤2602、2936、3254億元，對應PE分別為20.3、18.0、16.2倍，維持「強烈推薦」評級。

## 貴金屬交易熾熱 未來波動風險增

拔萃觀點

鄭雪曦

上周受聖誕假期影響，港股僅有兩天半天交易日。三大指數小幅收漲，但成交繼續回落，市場整體仍受資金面與風險偏好制約。外部環境方面，美國三季度GDP年化增速超預期增長達4.3%、核心PCE約2.9%，令降息節奏預期反覆，但受此前政府停擺，相關數據連續性不足，對中期判斷的參考價值有限。市場很快完成交易層面的再定價，美股隨後反彈，顯示外部不確定性已被階段性消化。與此同時，離岸人民幣走強，

一度升破7，儘管部分來自年末結匯需求，但匯率企穩通常有助於緩解港股風險溢價。然而，在年末增量資金不足、成交走弱、機構倉位管理偏向防禦的背景下，港股對風險情緒的波動更敏感，整體表現仍顯偏弱。

## 白銀短期或回調

與港股形成對照的，是年末大宗商品的顯著走強。貴金屬方面，現貨黃金突破每盎司4500美元，白銀波動更為劇烈，聖誕節後首个交易日單日漲幅接近10%，價格一度逼近每盎司

80美元，明顯跑贏黃金；銅價亦持續上行，倫銅歷史上首次突破1.2萬美元。其中白銀交易尤為受到關注。其上漲同時受到基本面與交易面推動：礦山產量增長乏力，光伏等工業需求保持高景氣，結構性供需缺口尚未緩解；大量現貨被提前鎖定，使可流通庫存偏緊，放大了價格彈性。在金融屬性強化、散戶資金集中湧入後，交易所上調保證金並強化風險控制。當前階段，白銀的中長期邏輯仍具支撐，但短期回撤風險已明顯上升。

（作者為拔萃資本集團分析師）

## 耐心等待關鍵點

投資趨勢的秘訣

胡總旗

看懂了大勢，也認準了一批好股票，這仍然不能保證我們一定賺錢，或者說賺大錢。我們的目的是要賺大錢，否則怎麼能夠快樂投資、快樂生活呢？買股除了用好價格買入好公司以外，好的買入時機也很重要。股市關鍵的時間只有幾天。市場不是均衡有序運行，而是波動跳躍式運行。股市漫長，但關鍵時刻只有幾天，一旦你錯過漲幅最大的幾天，僅僅是幾天，你的總收益率就會大幅降低。

查爾斯·艾里斯在其經典名著《贏得輸家的遊戲》中用數據說明漫長的股市中短短短幾天有多麼關鍵。1980至2000年，標普500指數複合收益率年均為18%。如果扣除漲幅最大的10天（僅佔整個評估期間交易日總數的1/400），年均複合收益率從18%降到15%，降幅超過1/6。如果扣除漲幅最大的20天（僅佔整個評估期間交易日總數的1/200），年均複合收益率從18%降到12%，降幅高達1/3。如果扣除漲幅最大的30天（僅佔整個評估期間交易日總數的3/400），年均複合收益率從18%降到11%，降幅超過1/4。

投資者都非常希望自己不會錯過市場最好的那幾天，並且又能夠足夠幸運地躲過市場最糟糕的那幾天，可是無論是5天、10天還是25天，在整個交易時間段裏都只是百裏挑一甚至是千裏挑一，且這幾天並不連續，全部抓住的概率連百萬分之一也不到，比中彩票還要難。所以，艾里斯提出了著名的論斷：「當閃電打下來的时候，你必須在場。」換句話來說就是，當極其罕見的好運黑天鵝事件來臨時，你一定要在股市裏待着。因為幸運黑天鵝事件哪一天突然來臨，誰也無法提前預測。這就是我們要重視關鍵點的原因。

耐心等待關鍵點出現需要耐心。除非市場發出了明確的關鍵點信號，利弗莫爾會盡力避免採取行動，這是其成功的關鍵。正如他所描述的：「不論何時，只要耐心等待股市到達我所說的關鍵點後才動手，我就總能從交易中獲利豐厚。為什麼？因為這種情況下，我選的正是標誌着行情即將啟動的心理時機。」

## 突破最小阻力線 捕捉新趨勢

我的目標絕不是在最低價或者接近底部時購買股票，而應該是在非常正確的時間點開始購買股票，這意味着我必須學會等待一隻股票攀升，在做出初步確認前的買點開始交易。這個點就是最小阻力線的起點。最好的買點是利弗莫爾講的，必須等待股價突破「最小阻力線」。我認為利弗莫爾說的最小阻力位是一種順勢思維。就是行情在上漲的時候遇到的空頭阻力比較小，那麼它上漲就比較順利。行情在下跌的時候遇到多頭的阻力比較小，那麼它跌得就比較猛烈。

我三十多年的炒股經驗足以驗證上述理論。我真正從股票投機中獲取的利潤，都來自那些從頭開始就一直盈利的倉位。只要我耐心地等待市場到達我所說的關鍵點後才動手，我就總能從交易中獲利。這個時刻的市場力量是如此之大，形成了一個明顯的運行趨勢。這隻股票的趨勢之所以能夠延續，不是因為我的操作，而是因為它背後這股力量如此強大，趨勢只能慣性繼續往前衝。這時候我唯一要做的就是靜觀其變，任由市場自動展開行情演變的過程。曾經有很多時候，我也像許多其他投機者一樣，沒有足夠的耐心去等待這種百發百中的時機。這個時候我往往就會虧錢，因為這些似是而非的機會的失敗概率實在是太高了！

## 打折與需求疲軟 滔搏純利料承壓

個股點評

麥格理發表報告，下調滔搏（06110）目標價5%至3.9元，評級「跑贏大市」。麥格理下調對滔搏2026財年純利預測4.2%，下調2027財年預測3.9%，主要是需求疲軟之下收入預測降低，導致支出比率升高。

該行表示，該公司2026財年第三財季銷售額下降符合管理層預期，和第二季相當，該行相信線下門店客流量依然受壓，12月需求疲弱持續。其主要品牌耐克表示，中國的重置需要時間，滔搏和耐克緊密合作構建長期增長基礎。該行相信這將轉變為對滔搏的持續支持，形式包括批發折扣及庫存回購。

該行表示，折扣持續的線上渠道可能在第三季增長超過線下零售渠道，導致渠道組合的折扣力度更大。儘管如此，該行認為負面影響正在減弱，因為

線下零售折扣同比變化幅度有所縮小。該行預計，2026財年下半年，費用控制措施將持續緩解毛利率壓力。該行目前預計，2026財年下半年度收入將下降10.8%，淨利將增12%至4.59億元人民幣，這意味着2026財年淨利潤將同比減3%。

## 瑞銀削目標價至3.85元

瑞銀發表研究報告指，滔搏第三財季的零售及批發業務之總銷售金額按年錄得高單位數跌幅，遜於預期。期內，零售業務表現優於批發業務，線上業務表現持續勝於線下業務，但與2026年上半年財年相比，兩者差距因基數效應而收窄。該行下調滔搏2026至28財年的淨利潤預測7%至14%，以反映公司的銷售壓力，目標價由4.06元降至3.85元，維持「買入」評級。