

# 美私募信貸風險高 恐成金融炸彈

## 投資全方位

金針集

滙豐控股(00005)首季業績受私募信貸拖累，反映美英私募信貸潛在風險不低。據報美國財政部要求金融機構提交參與私募信貸業務資料，顯然事不尋常。事實上，摩根大通、美銀、花旗等大型美國銀行涉及私募信貸風險敞口近2000億美元，恐怕成為定時金融炸彈。

大衛

市場憧憬美伊停戰和談，環球股市強勁反彈，迅速收復3月的失地，其中美國標普指數更創新高，但實際上中東局勢處於高度不確定性之中，而全球經濟繼續受到能源價格高企的衝擊，其中美歐日通脹急速升溫，例如3月美歐消費物價指數分別上升3.3%及2.6%，高於2%通脹目標，令減息預期降溫，加息壓力增加，美歐經濟將進一步走下坡，難以支撐起估值高昂的股市。

### 滙控大增撥備 提前釋放壓力

中東戰事爆發，今年3月包括美股在內的環球股市急挫，美國科技股沽售明顯，大大增加規模高達1.8萬億美元的美國私募信貸爆煲風險，即使近期



美股回升，但市場對私募信貸風險疑慮揮之不去，加上續有私募信貸基金限制客戶贖回，例如凱雷集團(Carlyle Group)旗下有私募信貸基金採取限制客戶贖回措施。由此可見，美國私募信貸市場危機未除。事實上，滙控首季增加撥備，其中為英國私募信貸欺詐而撥備4億美元，反映美英等私募信貸潛在風險不低，隨時會中伏。

值得注意的是，美國私募信貸市場有如影子銀行，為高風險而高回報的投資提供信貸融資，對美



◀美國私募信貸問題引起各界關注，隨時成為金融炸彈，導致美股大跌。

國科技股瘋漲起着重要支撐作用。當前市場十分關注華爾街股市反彈行情能否持續，現時可能是趁高沽貨的時機，有華爾街知名投資者追沽美國科技股，加碼英偉達看跌期權。

### 美大銀行風險敞口近萬六億

事實上，私募信貸問題引起美國當局關注，繼聯儲局之後，據報美國財政部要求金融機構提交涉及私募信貸業務資料，多間美國大銀行自爆參與私

募信貸業務規模，摩根大通、富國銀行、花旗、美銀涉及的金額分別是500億美元、362億美元、220億美元及200億美元。市場粗略估計，美國大型銀行涉及私募信貸風險敞口近2000億美元(約1.56萬億港元)，但這未有包括投行、券商、資產管理及保險公司在內。因此，美國私募信貸透明度較低，若然出現最壞情況，信貸違約率可能大升至15%，產生衝擊波實在不容低估。對美國而言，私募信貸猶如潛在定時金融炸彈。

### 美長債息升或成爆煲導火線

令人不安的是，美國長期國債息抽升，推高信貸成本，隨時成為私募信貸爆煲導火線。雖然市場憧憬美伊停戰和談，但美國國債市場未有跟隨華爾街股市反彈，債價反彈乏力，債息高企，10年及30年國債息仍在4.3厘及4.9厘，主要是美國通脹升溫，國債規模又逼近40萬億美元大關，加上財政部要為加徵關稅進行退稅，涉及1680億美元，美國財政赤字進一步惡化，需要再增發國債填補赤字，因而投資者對美債存有戒心，憂心長債息繼續衝高，掀起私募信貸風暴。

總而言之，美國金融持續不穩，私募信貸潛藏危機不容低估，恐釀成新一波投資市場震盪。

## 心水股

中國海外 (00688)

中國銀行 (03988)

舜宇光學 (02382)

# 港股慢牛格局未變 瞄準高息股

沈金 頭牌手記  
 港股昨日先跌後回，反覆靠穩，恒指低位為26219點，下跌174點，高位為26427點，升33點，收市報26406點，升13點或0.05%。全日總成交2885億元，較上周五多87億元。

市場觀望氣氛轉濃，其一是中東局勢不明朗；其二是中方正式宣布美國總統特朗普訪華；其三是大型科技平台股受壓，買盤較集中在芯片、算力股及印刷電路板塊之上。

20隻熱門股中，升者13隻，跌者7隻。韓股再創新高，使在港上市的南方海力士(07709)漲23.6%，為升幅最大熱門股。漲幅雙位數的有AI電路板股勝宏科技(02476)，漲13.7%，瀾起科技(06809)升11.4%。下跌股方面，阿里巴巴(09988)跌3.7%，百

度(09888)跌3%，快手(01024)跌2.6%，均跑輸大市。

### 內房復勇 內銀穩健

內房股個別表現出色。作為龍頭的中國海外(00688)和華潤置地(01109)繼續推上，越秀地產(00123)亦步亦趨，爭取成為「鼎足」。此外，內地建築業龍頭中國建築國際(03311)也不示弱，收9.57元，升2%。此股周息率仍有6.5厘，屬可攻可守的選擇。

地方政府窗口股續呈強勢，我相信這同內房股復勇有一定關係。因為地方政府很大一部分收入來源都與土地及房屋有關，若樓市盤活，對地方政府當然有好處。昨日所見，粵海投資(00270)大漲3.5%，上海實業(00363)亦升1.6%，上實離52周高位

16.09元只差0.19元而已。

內銀股普遍穩好，繼續發揮定海神針作用。四大國有商銀中，中國銀行(03988)升1.2%跑得最快，次為農業銀行(01288)升1%，而建設銀行(00939)及工商銀行(01398)齊升0.9%。本欄日前提及的中信銀行(00998)升得最勁，收8.55元，漲2.5%，因5月18日除息，派0.193元人民幣，「搶息」行動已經出現。本地銀行方面，中銀香港(02388)、滙豐控股(00005)雙雙推上。

展望後市，中美元首會晤自是關注焦點，從走勢觀察，「慢牛」格局未變，肯作中長線投資的資金，正源源不斷入市。所有高息股均有好表現，證明「買入一持有一收息一候市」這四部曲，已成穩健投資者的策略，並多次證明有效。

# 舜宇光學雙輪驅動 盈利進修復期

徐歡 股海篩選  
 近期港股市場風險偏好明顯修復，科技、半導體及人工智能(AI)相關板塊成為資金追逐主線，增量資金對科技成長方向的關注升溫，其中舜宇光學(02382)科技的高端化與車載光學雙輪驅動，盈利修復進入新階段。

舜宇光學2025年營收432.3億元(人民幣，下同)，按年增長12.9%；淨利潤46.4億元，大增71.9%；毛利率升至19.7%。剔除與歌爾光學換股收益後，核心淨利潤仍達37.2億元，按年增長37.8%，顯示盈利改善並非單靠一次性收益，而是來自產品結構升級及高毛利業務佔比提升。

手機業務仍是舜宇的基本盤。2025年手機產品收入273億元，按年增長8.6%。雖然手機鏡頭及攝像模組出貨量下滑，但ASP明顯提升，帶動手機業務毛利率升至14.7%。玻塑混合鏡頭、潛望鏡頭及潛望模組收入分別大幅增長，說明公司正由規模驅動轉向價值量提升。隨着高端安卓模型影像升級延續，加上海外大客戶項目取得突破，手機業務仍有望實現結構性增長。

### 車載光學業務有望分拆上市

車載光學是公司中長期最具想像空間的第二曲線。2025年車載產品收入73億元，按年增長21.3%；車載鏡頭出貨量達1.3億件，增長27%，毛利率維持在31.9%的較高水平。隨着

ADAS及高階智駕滲透率提升，車載鏡頭、攝像模組、激光雷達相關光學模組需求有望持續擴張。若車載光學業務分拆上市順利推進，將有助釋放業務估值並強化全球化布局。

創新業務方面，XR短期仍受行業需求疲弱及大客戶新品節奏影響，但公司與歌爾光學整合後，在AR光波導、光機及波導鏡片量產上具備後續看點。泛IoT、機器人及光通信則為遠期增長提供新空間，其中AI工業相機、AI可穿戴相機已實現開發與量產，機器人業務亦在頭部客戶實現穩定出貨。

舜宇光學正處於盈利修復與估值重塑交匯期。手機高端化提供現金流支撐，車載光學提供成長彈性，泛IoT及光通信則打開中長期空間。舜宇的投資邏輯，已從單一手機光學龍頭，逐步轉向多場景光學平台型公司。投資者短期需關注手機需求波動、XR復甦節奏及港股風險偏好變化；中長期則應聚焦海外大客戶突破、車載分拆及新業務放量進度。(作者為獨立股評人)

### 舜宇光學(02382) (元)



# 商湯輕量級模型登場 降本增效突圍

連敬涵 經紀愛股  
 商湯(00020)上周五(5月8日)發布輕量級模型SenseNova 6.7 Flash-Lite，核心賣點是極致的「降本增效」。它採用原生多模態架構，取消「視覺轉文本」的中間環節，將Token消耗直降60%，並實現毫秒級響應。同時，商湯推出首月每5小時1500次免費調用，並將辦公技能包在GitHub上開源，瞄準中小企業與開發者。

現時大模型行業已進入「工業化落地」階段，誰能拉低成本，誰就能掌握話語權。商湯正面臨「雙線夾擊」：向左看，百度(09888)、阿里巴巴(09988)等巨頭擁有無限現金流；向右看，月之暗面、智譜(02513)AI等新興獨角獸沒有歷史包袱。因此，商湯選擇用極致性價比搶佔下沉市場，並通過開源生態形成開

發者鎖定，最終轉化為訂閱制收入。

### 商業模式轉向「賣訂閱」

這次策略調整可能成為轉捩點。其商業模式正從「賣授權」轉向「賣訂閱」。商湯已規劃公测後推出Lite與Pro等付費方案，當前的免費策略是「以空間換時間」的市場培育。此外，在高端芯片受限下，商湯的「極致省錢」能力為其在國產算力底座上構築了壁壘。

然而，這場轉型潛藏風險。首先是「增收不增利」的陷阱，商湯2025年淨虧損收窄58.6%，但很大部分來自出售附屬公司等非經常性收益。高昂的算力運營成本(曾激增163.5%)依然是包袱。其次是巨頭的消耗戰，最後，商湯推行「1+X」戰略，將智能汽車、醫療等業務拆分，並削減研發開支，可能損害下一代技術儲備。

SenseNova 6.7 Flash-Lite是商湯一次「以價換量、以生態換市場」的背水一戰。若能通過Lite與Pro等付費方案實現規模化盈利，它將完成絕地反擊；反之，則可能面臨新舊動能轉換失敗的危機。成敗如何，大家拭目以待。

(作者為香港股票分析師協會理事，並無持有上述股份)

### 商湯(00020) (元)



# 緊盯中東局勢 金價支持位4563美元

文翼 指點金山  
 上周美匯指數收跌，油價走弱，現貨黃金小漲。中東局勢反覆拉鋸，令油價維持高位震盪；美聯儲減息傾向有所鬆動，非農數據理想強化按兵不動預期，美元與美債波動進一步左右貴金屬走勢。本周除關注地緣局勢外，中美歐核心通脹等數據集中發布，主要央行高官密集發言，原油市場三大報告將出爐，多重因素疊加或引發市場短期劇烈調整。

過去一周，美伊軍事衝突仍在持續，各方外交圍繞停火、霍爾木茲海峽航運及伊核問題持續斡旋，該海峽航運受限致油價高位震盪。周內美聯儲官員表態整體偏謹慎，美國4月非農

新增就業11.5萬遠超预期，失業率穩於4.3%，勞動力市場放緩但韌性猶在，削弱美聯儲緊急減息訴求，支撐其維持利率不變。利率互換顯示年內維持利率不變，2027年4月加息概率約40%。地緣風險偏好回暖，美匯指數連續兩周走弱，十年期美債利率維持4.4%高位，貴金屬反彈收漲。

### 美通脹數據惹關注

本周需重點緊盯地緣衝突，尤其伊朗局勢進展，若達成相關協議，將推升避險情緒，利好黃金、美元等避險資產。宏觀層面，中美歐系列重磅數據將出爐，美國4月CPI、零售銷售數據受關注，是美聯儲政策核心錨點。市場預計美國4月CPI按年升幅或

達3.8%，若超预期將強化加息預期；零售銷售反映消費動能，對美股及美匯指數有重要指引。央行動態方面，美、歐央行官員密集發聲，超預期政策信號或擾動匯率與債市。同時原油庫存及EIA、IEA、OPEC四大能源報告將出爐，能源價格波動或加劇通脹黏性，壓制風險偏好。

技術分析，黃金周線BOLL通道收窄、KD死叉；日線在中軌附近震盪、KD金叉，短期有震盪修正跡象。重要阻力在每盎司4758至4847美元，企鵝4847美元仍有上攻空間；關鍵支撐4563至4633美元，失守4563美元有下行風險。

作者為(第一金(福而偉金融控股集團成員)高級分析師)

# 太保經營穩健 市盈率吸引

高飛 股壇魔術師  
 中國保險業正面臨利率中樞持續下行、優質資產供給減少、新會計準則實施的三重挑戰。在此背景下，中國太保(02601)透過優化期限結構管理與建構資產協同機制，探索出一條因應市場波動的穩健路徑。另從其業績可見，公司經營紮實穩健，抗周期特性較強，展現優於同業的經營穩定性。目前市盈率不足6倍、息率超過3厘，有吸引力。

在資產端收益承壓、負債端成本剛性的雙重擠壓下，利差空間收窄成為產業共同難題。中國太保選擇以精細化期限管理為突破口，針對不同產品類型實施差異化負債久期策略，有效控制利差損風險。資產配置方面，長期利率債成為核心抓手，公司建立多維度評估體系，透過持續強化資產負債雙向連結，提升財務穩健性。

### 資本回報率領先險企

在操作層面，堅持分批配置與動態交易結合，避免一次性集中建倉，透過市場波動中的持續優化，實現持倉結構與配置效率的雙重提升。數據顯示，自2018年以來，公司資產負債久期缺

口持續收窄，期限匹配度顯著改善。

業績方面，由2015至2025年間，其資本回報率(ROE)標準差為2.6%，在7家上市險企中穩定性領先；經營性現金流韌性突出，從2015年的408.9億元(人民幣，下同)穩步攀升至2025年的1955.2億元。

中國太保堅持長期策略轉型，當中，「長航行動」精準針對產業管道、組織痛點，「北極星計劃」則緊扣康養爆發、數智化滲透的產業新需求；執行層面，核心管理層長期深耕公司、認知深度契合，以班底保障了策略落地的延續性與一致性，有效規避了經營周期中的波動性；內部營運層面持續深化資產負債匹配管理與專業化投研體系建設，全方位夯實穩健經營底色，為長期價值發展保駕護航。

長江證券於4月底發表的研究報告指出，在產業深化改革、回歸價值的大背景下，中國太保憑藉極致穩健的經營底色與前瞻性的策略布局，已完成從陣痛轉型到價值釋放的關鍵切換。截至4月28日收盤，公司股價對應2026年預測內涵值為0.48倍，處於2012年以來估值分位的18.1%，處於歷史底部區間，配置性價比突出。