

中國國債抗跌力強 避險之選

投資全方位

金針集

能源及食品價格急漲，加劇通脹及推升利率，觸發環球債券市場拋售，多國主權債息升上二、三十年最高，甚至創出紀錄新高，儼如一場債災，惟中國國債抗跌力強，債價逆勢上升，彰顯作為國際資金避險港的地位。

大衛

由於全球各國加大財政刺激，以提振經濟，令債務總額創出新高。據國際金融協會（IIF）最新報告，全球債務總額上升至353萬億美元歷史新高。市場關注主權債務風險，掀起環球債券市場拋售風暴，出現債價急跌、債息抽高的險情，令人憂心債務危機隨時一觸即發。截至5月中，追蹤環球具投資級別的企業債、國債的環球債券指數，今年來累跌2%，計入債息實際上仍呈現負回報0.81%，打擊投資信心，未來有可能引發更大規模拋售。

能源食品價漲 高通脹或重臨

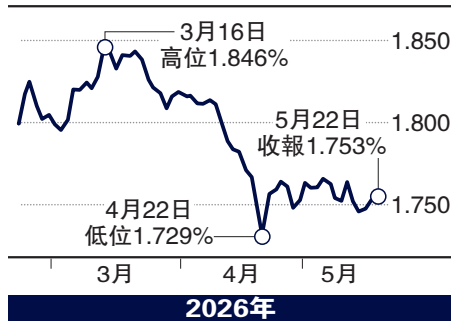
美伊未知何時達成停戰協議，油價持續高企。國際能源署報告指出，霍爾木茲海峽航運受阻，海



灣產油國累計損失10億桶原油供應，預期2026年全年每日石油供應減少390萬桶，呈現石油供不應求。與此同時，受到地緣政治局勢及極端天氣變化的影響，根據聯合國糧農組織數據，今年4月全球食品價格指數創下三年新高。換言之，能源及食品價格猛漲，全球高通脹或重臨，利率將易升難跌，對利率十分敏感的環球債市十分不利，最壞情況或

未到來。

中國十年期國債利率 (%)



全球能源及食品價格猛漲，高通脹或重臨，美國國債遭拋售，而中國國債展現強抗跌力。

此外，今次環球債市跌勢如一場債災，債息升上二、三十年高位，甚至創出紀錄新高。例如日本30年期國債升上4.15厘新高、英國10年期國債息高見5.19厘，升上2008年高位、德國10年期國債息升至3.187厘的2011年最高，債息上升代表融資成本急漲，政府債務負擔加重，爆發主權債務危機加劇。

經濟基本面良好 資金湧入中國債市

商品大王羅傑斯（Jim Rogers）再發警告，在各國債務持續增加下，史上最嚴重金融危機或在今年席捲全球，全球避險情緒高漲，國際資金積極找尋避風港，在環球債市拋售潮之中，中國國債是少數上升的市場。例如今年來中國10年期國債債價錄得漲幅，債息則回落10多個點子至1.75厘，主要是中國經濟基本面良好，創新發展與外貿出口強，加上通脹保持溫和，中國國債成為理想避險之選。標普中國政府債券指數今年來呈現逾1.55%正回報，吸引更多資金湧入中國債市。

總之，環球債市一片風聲鶴唳，中國國債價格逆勢上升，展現出強抗跌力，避險功能角色進一步強化。

美債拋售猛烈 恐引爆新危機

高通脹疑慮加劇，環球債券市場掀起新風暴，美國國債拋售尤其猛烈，30年期國債息直逼2007年的5.4厘高位，高融資利率在當年便引爆次按風暴及之後的金融海嘯，投資者要保持高度警覺性。

心水股

中銀香港 (02388)

聯想集團 (00992)

麥當勞 (MCD)

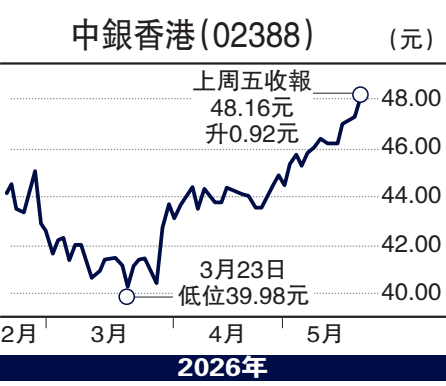
經濟穩中向好 港股也放晴

上週港股三日跌二日升，恒指失守25500關，曾見過低位25342點，收市報25606點，較前周跌356點，是第二周下跌，兩周共失去787點，出現一定程度的壓力。

人工智能大模型、算力、晶片股表現出色，不少股份價量齊升，盡領風騷。比較之下，以往科企股「龍頭」，都不斷受到拋售，股價不升反降，與上述一批新興中小型科企股成強烈對比。

揀對實力股 要堅定持有

傳統經濟股和本地銀行股走勢呈強，特別是中銀香港（02388），屢創歷史新高，成為銀行股的一盞明燈。此股早前已除淨0.29元季息，還有去年的末期息訂六月二十九日除淨，每股派1.255元，相當有吸引。本欄曾不厭其詳叫大家多留意此股，



並強調策略是買入後持有，收取季息及末期兩次股息，現在中銀香港股價已漲一成多，加上豐厚的股息，肯定兌現「財息兼收」的預期，亦間接證明選對實力優質股，要有堅定持有的信心，中銀香港即為一例。

這一段日子，新股幾乎無間斷地上市，使得港交所高踞全球新股IPO吸資前茅，可喜可賀。不過，在應對熱火朝天的環境的同時，投資者現宜保持冷靜和清醒的頭腦，要作出精準

選擇，要記住：不是每一隻新股的質素都值得持有，而作性價比的分析就更為重要。

本周是五月股市最後一個交易周，將度過期指結算和月底結算兩個大日子。期指結算在周四，估計好淡會有一番格鬥，淡友能否延續先手的優勢，好友會否「絕地反擊」殺出一條血路，均將有答案，而五月是否「窮」，六月會否「絕」，亦將有啟示。

我個人對短期市況波動上落並不太過上心，原因是着眼於中長線投資，就算真的「五窮六絕」也不過是上升長河中的一點迂迴和浪花而已。內地和香港經濟穩中向好已有兆頭，國家在大國外交上的成就更是世人所稱頌，已決心參與國家「十五五」規劃大局的香港特區，一定能開拓一個嶄新的局面，從這一點出發，香港大有可為。香港股市作為經濟晴雨表，向晴的機會應不存在太多的疑問。

美聯儲下月料按兵不動

商品動向 徐惠芳

創新高，標指揚0.37%，納指彈0.19%。

中證監嚴懲非法跨境炒股，納斯達克中國金龍指數滑落2.21%，富途ADR瀉27.5%，老虎ADR挫25.3%。受伊朗戰爭影響，美國5月密歇根大學消費信心指數終值報44.8，低於初值，並創紀錄新低；未來一年通脹預期為4.8%，高過原先公布的4.5%。

CME美聯儲監測工具顯示，市場預期，美聯儲6月17日利率會議，維持利率3.5至3.75厘不變的機會達96%。

現貨金4400美元有支持

現貨金價上周五曾跌1.13%，低見每盎司4492.06美元，收報4509.41仍挫0.75%。下方支持每盎司4400、

4320美元。紐約期油一度升3.2%，高見每桶99.43美元，收市反覆靠穩；布蘭特期油彈0.94%收報103.54。紐約期油下方支持96.20、92.80美元。

歐元上周整體呈現下行偏向，跌破1.1600關口，觸及多周低點。歐洲央行（ECB）將於5月28日公布會議紀錄，隨後發布最終消費者信心指數和消費者通脹預期。歐元上方阻力1.1680、1.1760、1.1840。

英國財赤遠超預期

英國國家統計辦公室公布，4月公財赤升至243億英鎊，是2020年以來同期最高，遠超當局3月估計。英鎊上周一度成功回升至1.3400區域。英國本周經濟日曆較為清淡，5月26日將公布英國零售商協會（BRC）商店價格通脹數據及英國工業聯合會（CBI）分銷貿易數據。英鎊上方阻力1.3480、1.3560、1.3680。

（作者為獨立外匯分析員）

利好因素多 半導體板塊迎新機

宏觀洞察 Ryan Davies

半導體是今年全球股票市場最受矚目的板塊之一，其回報表現顯著跑贏整體市場。這股強勁勢頭不僅僅集中於產業單一角落，而是由人工智能運算與圖形處理器、記憶體、模擬與功率半導體，以及支援晶片生產的設備與製造工具等多個領域共同錄得升幅。

推動這波強勁動能的關鍵因素，首要在於全球人工智能基建建設的持續加速，促使企業紛紛加大投資以獲取訓練與運行人工智能模型所需的運算能力，進而帶動半導體生態系統多個環節的需求同步上升，不僅最受注目的人工智能晶片企業受惠，幕後的連接、供電與製造等層面亦同步增長。此外，記憶體行業重新進入產能擴張與價格走勢有利的階段、盈利動能轉強令市場上調盈利預測，以及半導體設備資本開支週期的改善，皆有力支持了市場情緒。

在人工智能熱潮之外，半導體週期的演變也值得關注。非人工智能市場在經歷數個季度的消化後，許多領域正步向穩定或改善，尤其是工業及

汽車終端市場似乎處於復甦初期，儘管整體仍低於上一輪周期高位。

在工業市場方面，製造業採購經理指數近月有所改善，多個地區重回擴張區間，且航空航天與國防開支以及機械人等長期主題亦持續構成正面推動力。汽車領域的庫存水平則已回復至接近目標水平，這將有助市場增長更貼近每輛車所含半導體價值穩步上升的「含晶量增長」基本趨勢。

相比之下，消費相關市場則較為分化，由於記憶體價格上升，個人電腦與手提電話市場仍然較具挑戰，預測顯示2026年兩大類別的出貨量或錄得約雙位數下跌。這突顯出半導體並非單一周期，不同終端市場可在同一時間朝不同方向發展。

三方面觀察AI基建機遇

至於地緣政治風險，目前評估認半導體供應鏈仍穩健，干擾的風險相對可控，且去全球化趨勢所驅動的本土韌性反而被視為有利於設備開支。同時，現時觀點認為出口管制的風險已較一年前為低，預期不會對整體半導體行業造成重大影響。

要理解投資機遇可能在哪些方向擴大，可以將人工智能基建拆解為運算、網絡與電源管理三個部分來觀察。目前一個核心信念在於網絡，隨着人工智能系統變得更複雜，大型營運商愈來愈重視韌性與連接能力。當運算節點數量增加時，網絡連線數量常以更快速度增長，將為連接相關半導體方案帶來強勁需求曲線。在運算方面，除圖形處理器外，中央處理器在「代理式」人工智能走向更自主、以任務為導向的系統時，其需求可能顯著上升，甚至令中央處理器與圖形處理器的比例隨時間推移大幅提高。

整體而言，人工智能投資機遇遍及不同地區及細分領域，並特別聚焦於數據中心連接與資本設備板塊，同時機遇亦不局限於硬件。部分在數據管理與保安領域基本面良好的人工智能輔助軟件公司同樣具備選擇性機會。不過投資者仍需留意消費端疲弱的短期挑戰，且若終端需求、價格或資本開支假設發生變化，半導體周期仍可能迅速轉向。

（作者為宏利投資管理高級投資組合經理）

麥當勞業績韌力強 伺機撈底

集股洵 子石

3月份以來，美國餐飲股再度呈向下趨勢。事實上，部分股份跌浪由來已久，譬如Jack in the Box Inc. (JACK) 股價跌浪始於2021年；個別跌浪則剛剛由3月份開始，例如Yum! Brands (YUM)、麥當勞 (MCD)。覆巢之下豈有完卵。

在整個板塊「見熊」的情況下，難有股份可以逆市向上，只是當市場重新關注餐飲股，「質地」較好股份的股價便會跑出。本周將推介具備業績韌性的麥當勞。

高通脹蠶食美餐飲股利潤

麥當勞於5月初公布的首季業績，期內收入65.2億美元，按年升9%，高於市場預期的64.7億美元；淨利潤19.83億美元，增長6%；經調整每股盈利2.83美元，增長6%，高於市場預期的2.75美元。公布業績後，華爾街大行集體下調麥當勞的目標價；綜合10券商報告，八家下調目標價，兩家維持不變。箇中原因是公司管理層預告業務前景有挑戰。

首先，麥當勞全球同店銷售額增

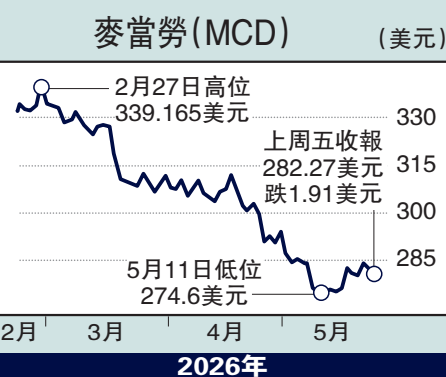
長3.8%，其中美國業務同店銷售額同比增長3.9%，去年同期下跌3.6%，但在美國的自營店利潤按年跌25%。麥當勞坦言因美國通脹導致成本壓力增加，以碎牛肉批發價格為例，在過去12個月增加48%；而汽油價格上漲，居民支出收縮都可能影響餐飲消費。

麥當勞 CEO Chris Kempczinski 表示，美國消費者信心沒有改善的跡象，甚至可能持續惡化。

沃爾瑪盈利受擠壓

美國零售、餐飲業者普遍苦於應付經營難關，上周公布季績的沃爾瑪（WMT）同樣苦於面對通脹對盈利的擠壓。消費行業對經濟敏感度較高，在周期向下的時候，企業業績表現良好或優於同業，顯示企業質素較佳，值得投資者關注。

麥當勞股價自2月下旬觸頂339美元，季績公布後在5月中旬見271.98美元，屬於短線底部，其後喘穩回升，上周五收報282.27美元。止蝕位可定於271美元。至於買入位，不妨再等待下一個季績公布，觀察其他零售、餐飲龍頭公司管理層對前景看法，若麥當勞股價呈現回穩上升，屆時便可以買入。



聯想AI收入勝預期 高盛維持買入評級

大行報告

高發發表報告指，聯想集團（00992）季度業績勝預期，淨利潤按季下降5%至5.21億美元，分別較該行及市場預測高出269%及63%，主要受惠於強於預期的收入及毛利率。收入按季下降3%，儘管處於

淡季且記憶體成本上升，但仍分別較該行及市場預期高出20%和13%。

聯想毛利率維持在16.4%，與2025年12月季度相同，高於該行預測的14.9%，帶動毛利按季增長6%，較該行和市場預測分別高出32%和24%。營運開支比率為12.3%，符合

該行預估的12.3%。

高盛對聯想維持「買入」評級，目標價12.53元。

花旗則指出，聯想人工智能相關收入佔總收入38%，成功推動上季業績高於市場共識，但指近期股價表現強勁，已提前反映業績強勁因素。