

投資全方位

金針集

全球規模最大主權基金挪威政府退休基金計劃降低環球政府債券投資比重，估計減持價值約800億美元的美國國債，反映全球債市風險上升，美債已非安全度高、投資具吸引的金融資產，美債風險升級。



儘管有聯儲局委員出口術，認為如果9月11日公布的消費物價指數沒有意外大升，可以暫時不加息，但美債價持續疲弱，沽壓愈來愈大。目前美國長債息升至4.8厘至5.2厘的二十年高位，仍然難吸引買家積極入市，從而壓低債息，相信背後有多項因由：

挪威退休基金擬大手沽美債

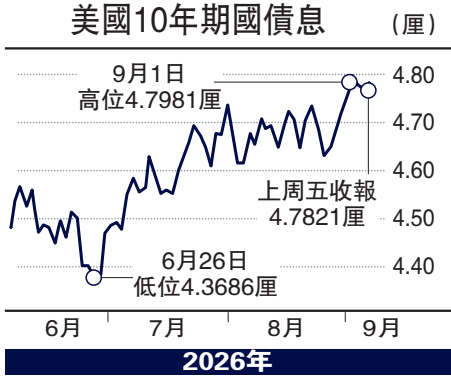
一是美債違約並非天方夜譚，危機的確已近在眼前。美國40萬億美元公共債務，政府每年債務利息高達1.2萬億美元，負擔沉重，特朗普政府有可能宣布暫停向國債持有人繳付利息，這等同債務違



約。因此，醒目資金紛紛減持美債以規避風險。

二是全球加快去美元化，各國央行降低美債投資比重已是鐵一般事實，令人意外的是，包括主權基金等長資也加入看空行列。據英國金融時報報

道，全球規模最大、管理2.3萬億美元資產的挪威政府退休基金，計劃下調基金組合中的環球政府債券比重，由70%降至50%，估計因而要沽出約800億美元總值的美債，將加劇危機。



◀全球加快去美元化，主權基金等長資也加入減持美元資產行列。美聯社

特朗普施壓減息料適得其反

三是特朗普在社交平台發文向聯儲局施壓減息，否則會切斷與美國有貿易順差的貿易。這暴露出特朗普對聯儲局主席沃什失去耐性，同時增加聯儲局在本月15、16日議息會議上支持不減息的可能，以展示聯儲局的獨立性。其實，美國通脹上升壓力大，加息機會增，近日美伊互相襲擊油輪，紐約油價恐再次升上100美元，債市拋售潮勢擴大。

挪威退休基金罕有大手減持包括美債在內的環球政府債券，折射全球債市風險大增，憂債務危機捲土重來。近年美歐日國債跌跌不休，投資回報見紅，美債已不是安全避險資產，在地緣政治衝突不斷增加之下，美債發揮不出避險作用。過去五年，美債價平均跌幅逾16%，計入債息收入後，仍然呈現負回報4%，嚴重打擊長期投資者的信心，主權財富基金被迫減倉，投降認輸。

挪威主權基金大手減持美債，震撼環球市場，料掀起更猛烈拋售潮，當心演變成金融風暴。

心水股

騰訊 (00700)

阿里巴巴 (09988)

匯控 (00005)



港股價量齊升 挑戰二萬六

沈金頭牌手記

港股上週四跌一升，恒指收報25650，較前周升66點，扭轉了九月開局初段的劣勢，並呈現由低向高走的可能，雖然這一方還未篤定，需要本周進一步向上方能確認，但上周五「價量齊升」的圖景，足以令投資者有更多的憧憬。

首先回顧一下現時面對的經濟環境。美國九月將議息，加與不加，是大件事。中國內地最新出台房地產長期治理政策，提高售樓花門檻，有利於現貨樓的交易，有關細節稍後出台，肯定引人關注。香港股市方面，大公司中期業績已經公布完成，開始迎來股息除淨的日子，亦即會引發「搶息派」有所行動，預期「買入持有收息」的投資行為將進一步普及。還有，近期大市的成交額飄忽不定，上周一的成交高達3148億元，但周四的成交卻低至1994億元，二者頗有天淵之別。要成交回增至「合理」水平，大市的方向感要確立，即要麼就向下考驗支持，要麼就向上突破阻

力，希望這個「上落市」可以盡快轉為「單邊市」。本欄認為反覆向上突破的機會比較大。

上周五，重磅股的表現不弱，包括騰訊(00700)、阿里巴巴(09988)、滙控(00005)、中銀香港(02388)、建行(00939)、工行(01398)、中行(03988)、中國平安(02318)、中國人壽(02628)等，都足以托起恒指，增添動力。例如內房政策繼續利好，則內房及本地地產股也將為升市添上助力。

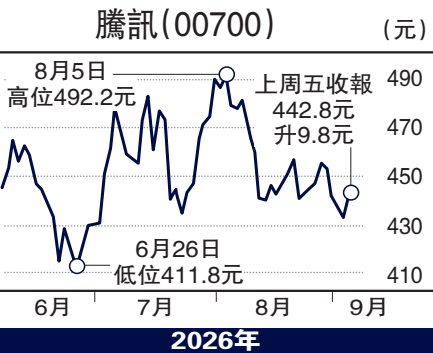
上周還有一個特點，就是上升股種擴散，比下跌股為多。資金已不再高度集中在幾隻熱炒股之上，而是惠

及其餘。實力二線股上升，為這一變化作出有力佐證。

25200–25300區間有支持

本周大市能否挑戰25800–26000區間的阻力，將是大家注目的焦點，過去多次觸及25800水位就無功而返，希望今個回合不是這樣。不過，若仍行舊旅，也只是又一次上落市的重現而已，相信25200–25300的區間已有支持。

大市上落波動總有結束之日，大家持優質股者，多給點耐性等候可也，九月港股應可審慎樂觀，是為本欄之判斷。



建立投資系統 做有紀律執行者

會長視角 陳志華

投資者最常問的問題，往往不是「買什麼」，而是「幾時買」。這種對「預測時機」(Timing)的執迷，正是許多人陷入虧損循環的核心困境。我們必須認清一個殘酷的現實：市場的短期走勢，由非理性的集體情緒主導，其複雜程度遠超任何個人或模型的預測能力。這種「時機迷思」的心理根源，在於「損失厭惡」(Loss Aversion)的人性弱點。人類天生對虧損的恐懼遠大於對收益的渴望，這種恐懼導致決策癱瘓。投資者錯誤地將目標設定為「追求完美入場點」，而非「參與長期增長」。這就像男士擇偶時諸多要求，要女方樣靚，又要身材好，又要溫柔賢淑，入得廚房，出得廳堂。完美從不存在，市場亦如是。這種心態令投資者在跌市時最終在恐慌中斬倉；升

市時又恐懼回調，白白錯過升幅。

股市最大風險是「錯過」

數據是打破迷思最有力的武器。回顧標普500指數由1993至2023年的30年數據，若全程持有，年化回報率為10.2%。但只要錯過表現最好的10個交易日，回報率便暴跌至6.5%；若錯過30個最佳交易日，回報更會變成負數。全年大部分盈利，可能只集中在極少數關鍵日子，而這些日子通常發生在市場最恐慌之時。2020年疫情爆發，股市一度暴跌34%，但在150個交易日後完全反彈並創下新高。恐慌離場者鎖定虧損，等待更低位者錯過整個反彈。事實證明，最大風險並非「買錯」，而是「錯過」。

因此，我們的責任不是做一個預言家，而是做一個有紀律的執行者。我們必須放棄捕捉時機的幻想，轉而建立一個無論市況升跌都能堅持的

「投資系統」。根據不同投資者狀況，有三種可執行的策略。資金充足且心理承受力強的人，可考慮「直接入場法」(Lump Sum Investing)，數據顯示在三分之二時間內，一次性投入的回報會跑贏分批投入。對市場波動敏感的上班族，應採用「平均成本法」(Dollar-Cost Averaging, DCA)，「蒙頭入閘」透過定期定額投入平滑成本，消除擇時壓力。極度規避風險的退休人士，則適合「長期持有效」(Buy and Hold)，利用複利威力，目標持有資產10年以上。

贏家不是預測最準的人，而是留在市場最久的人。與其等待一個永遠不會來的完美時機，不如今天就行動，選擇適合自己的策略並堅持執行。時間，永遠比時機重要。

(作者為香港證券及期貨專業總會會長，本文僅為個人觀點，不構成投資建議。)

盈利確定性高 金融板塊續走強

拔萃觀點 鄭雪曦

上周港股先抑後揚，宏觀利率預期仍是市場最核心的定價變數。周初美伊衝突推高國際油價，能源價格上升重新強化通脹擔憂，同時美國、歐洲、英國及日本長端國債收益率普遍走高，全球市場重新交易利率維持高位甚至進一步加息的風險，高估值成長資產因此受到壓制。周四美聯儲理事沃勒釋放偏鴿信號，表示若通脹延續放緩趨勢，傾向於9月維持利率不變，市場加息預期隨之降溫，美債收益率回落，帶動美股及全球風險資產修復，周五港股明顯反彈。周五晚公布的美國8月非農就業新增16.2萬人，遠高於市場預期約5.6萬人，失業率維持4.1%，此前兩個月數據亦合計上修5.5萬人，強勁就業數據再次提高市場對9月加息的押注，美債收益率和美元回升、美股回落。短期政策方向仍需等待本周CPI通脹數據的最終確認。

港股的大金融板塊持續走強，銀行、保險等低估值、高股息板塊明顯跑贏市場，主要受中期業績和資金面的支撐。銀行板塊上半年經營表現整體穩健，隨着存款成本下行，淨息差邊際企穩，疊加較高且穩定的分紅水準，高股息和盈利穩定性繼續提供支撐。保險板塊上半年業績同樣較強，壽險新業務價值保持增長，部分中資險企亦受益於權益市場回暖帶來的投資收益改善。券商則直接受益於資本市場活躍度提升，今年以來港股成交、IPO及融資活動明顯回暖，帶動經紀、投行和自營業務改

善，業績彈性較為突出。整體來看，在海外利率及地緣不確定性較高的環境下，資金更傾向於配置盈利確定性較高、現金回報穩定的大金融板塊。

AI產業商業化繼續提速

科技板塊整體仍以存量資金震盪為主，但AI產業競爭和商業化繼續提速。海外方面，頭部模型廠商進入新一輪密集迭代期：OpenAI本周正式發布GPT-6 Astra，其網絡安全能力首次達到公司最高級別的「關鍵」閾值；Meta推出Muse Spark 1.3，重點強化編程及Agent能力；Google則發布Gemini 3.8 Flash及網絡安全版本Flash Cyber，距離上一代Flash發布僅三周，已是六周內第三次更新。模型迭代周期進一步縮短，競爭也由通用模型能力快速擴展至Coding、Agent、網絡安全等具體應用場景。國內的變化則更多集中於商業化管道，智譜在天貓開設官方旗艦店，直接銷售Coding Plan等AI訂閱服務，隨後天貓上線AIToken充值中心，進一步接入Kimi、MiniMax等模型服務；又傳出Kimi、MiniMax、階躍星辰等廠商正在洽談開設官方旗艦店。同時，月之暗面推進香港IPO，Anthropic進入上市準備後期，DeepSeek亦存在上市預期，模型廠商在產品、商業化和資本市場三個維度的競爭正在同步加速。

展望本周，重點關注美國8月CPI及PPI數據對9月美息口影響，全球長端國債收益率以及日本央行政策預期變化。(作者為拔萃資本集團分析師)

智譜收費仍有上升空間 目標1985元

大行分析

滙豐研究發表報告指，智譜(02513)正預訓練較大參數模型，計劃於今年稍後推出，模型迭代節奏將進一步加快；其模型系列包括擅長複雜及長周期任務的旗艦模型，以及定價更低、速度更快的flash版本。該行認為，目前需求仍然強勁，甚至超出現有算力可服務範圍，因此12月度經常性收入24億美元的指引屬保守；Token定價相對於美國同業仍有可觀上調空間，GLM-5.3基本輸入及輸出價格僅相當於Claude Opus 5

的18%至28%，而且企業客戶對智能提升的付費意願強。API毛利率按年明顯改善，但仍受GPU租賃成本上升壓力。

該行維持智譜「持有」評級及目標價1375元不變，因大型語言模型市場競爭加劇。

招銀國際發報告指出，上調智譜目標價32%，從1503.9元升至1985元，維持「買入」評級。

該行表示，智譜業績展現公司穩健的ARR增長趨勢、強勁的增長前景，有關用戶規模和參與度的新增揭

露，更強化了其正面看法。該行認為，智譜在模型迭代速度、智能水平與單任務成本之間實現有效平衡，展現出持續處於大語言模型產業帕累托前沿的強大能力，有望為長期商業化打開可觀空間。

鑒於客戶對智譜基座模型的採用勢頭強勁，基礎設施能力提升可望進一步推動效率改善，該行將2025–2028收入複合年增長率預測由此前的199%上調至275%，並預計2028年總收入將達到381億元人民幣。