

投資全方位

金針集

美歐日長債息升不停，觸發避險情緒高漲，掀起金融資產去槓桿浪潮。估值高、累積升幅大的美歐日韓股首當其衝，美國納指、法國CAC指數、日經指數及韓國綜合指數（KOSPI）下半年紛紛轉跌，拖累環球股市進入震盪周期。

大衛

美伊戰事恐長期化，國際能源價格漲勢未止，紐約期油上衝至103美元，美以計劃向伊朗發動新軍事行動，市場預期油價高位回調落空，美歐日通脹壓力難消，加息周期延至2027年或更長時間，這是投資者以至國際金融大行都始料不及。近周美歐日韓股市跌幅逐步擴大，繼而拖累環球股市，內地A股及港股亦分別失守3700點及24000點。

韓股近腰斬 美日股沽壓增

事實上，融資成本上升至二、三十年最高水平，去槓桿浪潮引發股市震盪。美歐日股市泡沫及債務風險尤其堪憂，隨時演變成金融危機。在AI熱潮下，美國、韓國、日本半導體股如英偉達、SK

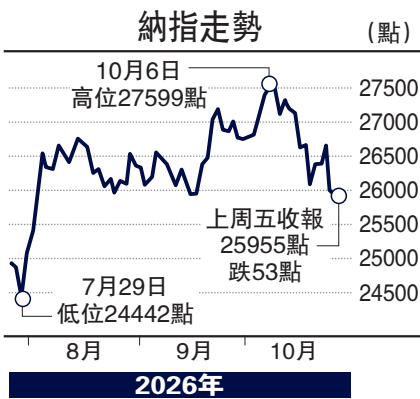
美歐日韓股去槓桿 震盪加劇



海力士、三星電子、鎧俠股價一度瘋漲，其中KOSPI在今年上半年曾勁升約1倍，高見9385點，但目前已大幅回調至5550點，高位急挫逾40%，近乎腰斬。日經指數今年上半年亦大升約40%，高見72831點，可是目前已回落至62693點，從高位下跌約14%，目前調整似乎仍有餘未盡。

AI熱潮降溫跡象明顯，韓國數據中心企業Elice

上市首日大跌。美企特斯拉亦下調2026年資本開支預測，由250億美元降至200億美元，增加市場對AI及機器人業務前景疑慮。而Facebook母公司Meta自2012年上市以來首次出現負現金流，股價單日下挫6.98%，投資者憂慮AI龐大資本開支，上周四美國納斯達克指數單日急挫2.6%，為六個月來最大單日跌幅。納指今年下半年至今累跌0.99%，



▲美股目前仍在歷史高位徘徊，並未充分反映各種利淡因素。 法新社

憂心高估值的美歐日韓股市下跌才剛剛開始，目前只是大調整的序幕而已。

最令人不安的是，目前仍在歷史高位徘徊的美股，並未充分反映能源價格高企、AI泡沫爆破風險，及美國中期選舉不明朗等利淡因素，特別是美國AI科技股或遲或早跟隨韓國股市大調整。

歐洲債務惡化 股債遭拋售

值得留意的是，歐洲債務持續惡化，利淡歐洲股債資產。近日出現示威騷亂的法國股債沽壓最沉重，法國CAC指數今年跌幅擴大至5%，10年期國債息上破5厘，為24年最高。

根據歐盟數據，截至今年第二季度止，歐元區政府債務佔國內生產總值的比重上升至88.8%，比首季的88.4%為高，歐盟債務比重亦由首季的82.5%上升至82.9%。在歐盟成員國之中，希臘債務率最高，達到140.8%，跟隨其後是意大利及法國，債務比率分別為139.9%及119.1%，比利時及西班牙債務率也在110%及100%，上述均超出60%警戒線，顯示歐債危機2.0爆發概率不低。

全球避險情緒高漲，去槓桿浪潮將持續衝擊美歐日韓股市，當心更大風暴還在後頭。

心水股

中國平安 (02318)

中銀香港 (02388)

中國電信 (00728)



大市維穩 內銀料成中流砥柱

沈金

頭牌手記

港股上周四個交易日三跌一升，恒指收報23093點，較前周跌1093點，是今年第二大大跌周（最大是6月22-26日的一周，恒指挫1253點）。

上周走勢風高浪急，恒指高點24139，低點22803，波動1336點，而22803則是今年第四低，次於第一低22518、第二低22685及第三低22783。往後要留意上述關鍵指數的防守能力。

事實上，對港股後市的演變，本周肯定甚為關鍵，因為這是十月最後一周，也是期指結算日。十月下跌已無懸念，問題是要跌多少？在這一下跌浪中，好友一方並未真正與淡友硬扛，亦即「勤王之師」仍枕戈待旦，本周處危急關頭，會否真正用上呢？

對股市來講，內地頒布有關政策是非常具影響力的。鑒於A股和港股都處極度低迷狀況，政策扶持就顯得

極為重要。希望在這關鍵時刻，內地有關部委會及時推出利好政策，以協助穩定股市。

首要守牢23000關

本周還有一個特點，就是內銀股集中在月底披露第三季度業績，帶頭的是中信銀行（00998），本月29日（周四）公布，而其他的內銀，幾乎全部在30日（周五）公布。此外，內險股也是月底派成績表。中國平安



（02318）訂本周三宣布，中人壽（02628）則是周五公布。還有，本地銀行股也陸續披露業績，滙控（00005）早至本周二公布，中銀香港（02388）則是周五報佳音。

面對一連串內銀內險巨頭的業績公布，市場預期基調應不會太差，會否為大市注入多一點積極元素，要市場及大戶如何解讀而定，但若大好友要「借力打力」對付淡方，這一招可謂手到拿來，相當好用。

從走勢看，大市的確「警鐘常鳴」，上周五的小小反彈，欠缺氣勢，希望本周可以改善。首先要守住22800-23000的防線，最好是令重拾的23000關可以守牢。往下望，最後防線是22500，若連這一關都不保，22000的防線會馬上受考驗！

按圖索驥，依書直說，本周都要維穩資金做點工作，內銀股一直是中流砥柱，這也是要發揮作用的時刻了。

保護受害投資者 須「精準追責」

陳志華

會長視角

茶百道被暫停交易，表面上是單一上市公司的事件，實則把香港新股市場一個更基礎的問題擺上桌面：IPO認購需求是否真實。香港證監會指茶百道首次公開招股可能曾被人為操縱，並就涉嫌IPO欺詐計劃對兩個集團採取行動，相關資產限制金額合計逾46億港元，其中涉及孫然及8家公司的限制達43.79億港元，創同類案件新高。

及時保全真正責任人資產

事件同時涉及撥展視雲及天聚地合，說明監管關注的並非某一家公司的經營好壞，而是發行、配售及交易環節的廉潔底線。

從公開資料看，茶百道上市時香港公開發售僅約0.5倍認購，國際配售略為超額，卻出現承配人高度集中、少數承配人承接大額股份的異象。若部分IPO所得款項透過未披露協議轉出，再以所謂金融產品投資名義回流

至主要承配人或其關聯人士，市場所見的「需求」便可能並非真實投資者以自有資金承擔風險所形成的需求。這將扭曲價格發現，誤導投資者對市場需求及證券價值的判斷，損害市場公信力。

必須強調，停牌是預防及市場保護措施，並不等於監管機構已認定上市公司違法。最終事實與責任仍須經調查及司法程序確認。然而，上市公司不能僅以「不知情」排除自身責任；責任認定應取決於誰設計、批准、受益及隱瞞相關安排，並沿資金鏈穿透至發行人、控股股東、承銷商、配售機構及其他中介機構。監管亦應及時保全真正責任人的資產，避免調查完成時違法所得已被轉移。

追究惡意造假實際受益人

對投資者而言，凍結資產、罰款、停牌以至除牌，均不等於賠償。香港下一階段需要補上的，是更完整的「精準追責、資產追償、投資者賠償、企業修復、分層退出」機制。對

於惡意造假或操縱發行的大股東及管理人員，應把責任穿透到具體自然人及實際受益人；對於無過錯股東，則不應該其獨自承擔特定責任人的違法成本。與此同時，若企業仍有真實業務、資產及持續經營價值，應研究透過更換責任管理層、重組董事會、追回資產及市場化重整恢復上市條件，而非簡單以停牌或除牌替代追責。

香港作為國際金融中心，競爭的不僅是上市公司數量及融資額，更是全球投資者對規則執行、程序公義及監管可預期性的信任。發行節奏可以提速，但廉潔底線不能讓步；市場風險可由投資者承擔，欺詐成本卻不應由投資者獨自承受。停牌可以阻止新的傷害，除牌可以清理市場，但兩者都不能代替對責任人的追究，更不能代替對受害投資者的實際救濟。唯有把「誰造成損失、誰承擔責任、受害者如何獲得救濟」回答清楚，投資者保護才不會停留於口號。

（作者為香港證券及期貨專業總會會長）

中電信主營業務韌性足 目標價5.7元

大行報告

瑞銀發表研究報告指，中國電信（00728）今年第三季收入按年跌2.9%至1219億元（人民幣，下同），EBITDA按年跌3.9%至337億元，純利按年跌14.7%至66億元；收入及EBITDA跌幅較第二季按年跌5.5%及7.7%收窄，純利跌幅則大致企穩。

該行指出，剔除增值稅影響後，首季主營業務收入3593億元，按可比口徑大致持平；智能收入達462億元，佔主營業務收入12.9%。

全年派息比率料維持75%

第三季網絡營運開支及銷售、一般及行政開支分別按年跌11%及10%，部分抵銷收入下滑；剔除折舊

及攤銷後的營運開支按年跌2.5%。

管理層對今年展望維持不變，續預料2026年收入、EBITDA及純利在剔除增值稅影響後保持穩定增長，全年派息比率與2025年相若（75%），資本開支強度持續下降。該行微調2026至2028年純利預測0%至2%，並將目標價由5.6港元輕微上調至5.7港元，維持「買入」評級。

晶苑反覆向上 伺機小注跟進

子石 集股淘

東方港灣董事長但斌在微博發文，一語概括現時投資者操作的慣性：「靈活高拋低吸」。

雖然市場充斥短線操作熱錢，但也有個別股票股價屢創新高；例如與中國國債掛鉤的ETF，包括PP國債-U（09817）、安碩中國國債-R（082829）；又例如美元貨幣市場ETF，包括AGX美元（03137）、A南方美元（03096）。當然這些ETF的底層資產並不屬於股票類別。海港企業（00051）、晶苑國際（02232）上周股價都見過高位。本周討論晶苑國際。

晶苑屬於傳統製衣代工廠商，很難向投資者推銷一些誘人故事。晶苑國際股價先是在今年2月份創出2018年以來



通脹高企 基建和能源資產看俏

高沛樂 宏觀洞察

實物資產涵蓋能源網絡、關鍵基建、通脹掛鉤證券及部分房地產，屬環球經濟的重要環節。在地緣政治風險高企下，供應鏈重組、通脹憂慮持續，這類資產可在傳統市場受壓時提供韌性及分散風險。

不過，高息正改寫其投資邏輯。市場預期聯儲局進一步收緊政策，實質孳息率上升，美元轉強；融資成本高昂，新項目難以落成，單純持有與物業或商品掛鉤的資產已經不夠。我們看好能產生穩定收益、供應受限並有長期需求支持的資產。

高息對物業並非全是壞事

固定收益吸引力回升，我們增持短期信貸及政府通脹掛鉤債券，後者可提供扣除通脹後的潛在收益，短年期亦減低息口敏感度。同時，我們減持對利率較敏感的房地產投資信託基金（REITs），並略減金屬及採礦配置。上市實物資產中，續看好基建及能源，



▲AI帶動數據中心需求增長，但若審批放緩，新供應將會受限。 資料圖片

新高，其後股價經過數個月整固，在8月又再試頂，可惜未能成功；直到上周三（21日）股價報升2%，收在7.9元，創出歷史新高。然而，整體港股周四插水超過700點，獲利盤迫於市勢沽出晶苑，在大成交下，股價跌4.3%。

翻查晶苑業績，2018年至2025年間，收入由24.96億美元增至26.41億美元，但年度收入波動較大，2018年錄得14.6%增幅，但2020年下跌18.2%，2021年上升17.9%，2023年又跌12.5%。這種升升跌跌絕不健康。股東應佔溢利的增長路徑同樣比較波動，2018年至2025年間，由1.49億美元增至2.24億美元，但2020年錄得28.8%倒退，2021年則增長50.9%。

收入盈利向好 股息增加

雖然不知道股價破項的原因，但股價以月線角度，呈現反覆向上形態；該公司收入、盈利同樣反覆上升；第三是股息整體亦不斷增加。

入市策略方面，現時市場投資意欲低迷，任何部署都不太合適，尤其是見股價突破而追貨的行動。小股民控制不了股價升跌，但可控制入市注碼。因此，不妨等待晶苑股價企穩在8元以上，再考慮投入小注碼買入。

兩者受惠全球大趨勢及地緣政治因素，需求剛性、供應受限，並能創造收益。

一般認為高息不利REITs，因為融資成本上升會侵蝕盈利，債息上升亦令物業收益失色。然而，高息加上人工、材料及土地成本上漲，令新項目成本大增，部分或會延遲甚至取消。新供應減少，長遠反而有利優質現有物業的出租率及租金。

數據中心尤其突出：AI帶動需求增長，容量卻仍緊絀，若審批放緩，新供應將更受限。美國住宅過去一年的大量新供應已大致被吸納，若落成放慢，租務前景可望改善。醫療物業防守性較強，部分零售物業基本因素亦相對穩定，惟需審慎揀選。

實質孳息率上升、美元轉強及聯儲局偏鷹，近期蓋過了黃金的避險角色。不過，央行（尤其中國內地）持續增持，加上今年第四季至明年初的印度節慶、婚嫁旺季及農曆新年需求，我們對黃金維持中性而非看淡。

油價方面，柴油等成品油庫存持續下降，航運受阻及中東局勢等風險未除。和談消息或令油價短暫急跌，但供應狀況未有實質改善。美國頁岩油增長亦可能已過高峰，令長壽命能源資產更具價值，能源股中期仍有機會。

總括而言，不明朗市況下實物資產仍有角色，但在高息持久環境下，選擇性比廣泛配置更重要。服務長期需求的稀缺資產，或蘊藏較吸引的長遠機會。

（作者為宏利投資管理亞洲區多元資產執行總監，客戶投資組合管理主管）