美股步向熊市 資金恐慌出逃

投資全方位 金針集

美國擬進一步收緊出口芯片管制，只會衝擊自身半導體產業，加劇近日人工智能（AI）股跌勢，以科技股為主的納斯達克綜合指數對比高位累跌近20%，即將步入技術性熊市。華爾街股市總市值上周大幅蒸發6萬億美元（約47萬億港元），殺傷力頗大。

大衛





◀美股三大指數連日大跌，當中以納指的跌幅最顯著。 路透社

美國科技股大插水，但美國國債未見資金流入，債價依然反彈乏力，30年期國債息仍高企5.3厘，反映全球繼續看空美債，持續大手減持，包括各地央行在內的外國投資者，令人擔心美國國債拋售未完，拖累華爾街股市愈跌愈急。

納指年內轉跌 高點累跌18%

黃仁勳辭任英偉達（NVDA）行政總裁對美國以至全球半導體產業鏈影響持續，加上特朗普政府擴大芯片出口管制，甚至連三星電子、台積電為內地企業代工生產先進芯片亦可能受限，以致近日美國、韓國、中國台灣半導體股沽壓相當沉重，其中台股上周跌約18%，為1991年以來最大周跌幅。

Anthropic（ANT）上市認購反應比市場預期為佳，透過發售股份及私募配售合共集資1073億美元，打破SpaceX（SPCX）上市集資紀錄，但這對美股沖喜作用不大，反成為投資者賣股套現良機。Anthropic上周上市，道指、標指及納指三大指數連日大跌，上周五分別下跌1.93%、3.7%及5.3%，道指見逾半年低位，標指及納指則約為7個月最低，美股市值上周大幅蒸發6萬億美元至74.45萬億美元，單周市值損失折合約47萬億港元，相當於1.1個港股市值，殺傷力之大可見一斑。

事實是美股三大指數高位均下跌逾10%，進入技術性調整，其中納指年內已由升轉跌2.7%，亦從歷史高位下跌約18%，預料跌幅將擴大至20%，陷入熊市的機會很大。其實，美國AI泡沫爆破跡象明顯，例如甲骨文（ORCL）股價從2025年高位累跌70%，AI算力租賃企業CoreWeave（CRWV）股價亦高台跳水，大跌79%，傳出美國證監調查會計問題的芯片龍頭英偉達股價上周五崩跌14%，且由高點插水48%，市場投資情緒轉趨悲觀。

不過，從美國科技股恐慌出逃資金，未見流入美債市場，債價反彈乏力，進一步證明美國國債失去避險功能，甚至淪為高風險資產。美國共和黨失去國會控制權，政治內鬥加劇，削弱應對金融、經濟衝擊的能力，面對的債務風險比前更大。因此，全球各地繼續減持美債等美元資產。

債息居高不下 調整恐超預期

最新數據顯示，全球央行減持美債變本加厲、今年9月包括各地央行在內的外國投資者持有美國國債倉位大減755億美元至9.24萬億美元，為一年來最低，其中最大美國債主日本所持美債，減少52億美元至1.063萬億美元，為2024年以來最少，跟着是英國持美債倉位減少87億美元至9860億美元。至於中國，更大手沽出美債近270億美元至5640億美元，單月減幅高達4.5%，持倉是2008年以來最少，僅高於第四大美國債主加拿大4680億美元的美債持倉。由此可知，全球減倉復加聯儲局持續加息，美國國債走勢不妙，債息高處未算高，華爾街股市正面臨更大調整壓力，以目前走勢來看，今年底道指、標指及納指高位累積跌幅擴大至20%或以上、全面陷入技術性大熊市的機會不低。

美國國債流血不止，拖累華爾街股市進一步走低，股債金融資產價格形成螺旋式下跌形態，調整幅度恐遠超市場預期。

心水股 盈富基金（02800） | 阿里巴巴（09988） | 昆侖能源（00135）

北水調整策略 加倉高息優質股

沈金 **頭牌手記**

上周港股四跌一升，恒指失守23000點關，創出今年收市及中段新低。收市新低為22410點，較去年底的25630點低3220點，跌幅13%。至於中段新低則為22307點，較原低點22518低217點。

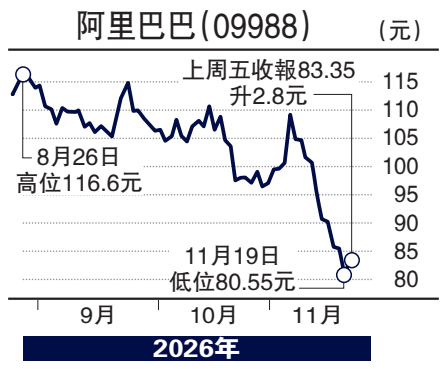
上周是今年跌幅次大的一周，跌去1227點，而今年6月22日至26日的一周則跌了1253點。從走勢看，恒指已連跌兩周，計及前一周所跌的844點，兩周抹去2071點。

寫了一大堆數據，旨在說明這次跌市可謂來勢洶洶，由人工智能（AI）失控引發的股災，還有可能繼續發酵而令指數往下深潛。

首先要明白，這次AI失控，指的是過度「燒錢」而未有如何回本的良策，導致不少AI概念股進入負自由現金流階段，亦即「缺錢」可能無法「燒下去」。這個問題是環球性的，由美國開始引爆，所以一旦爆雷，災難同樣環球性，無一能避免。

阿里AI商業化受捧

有人問：如此下去，燒錢伊於胡底？我之答案是：一定要煞車，現時AI的發展不是求速度，而是講效率、講落地、講與實體經濟配合，也講回報，如果不解決這些問題，AI將可能「胎死腹中」，還好的是：已有不少人知道問題的根源，所以阿里巴巴（09988）也強調利用AI商業化，並逐步取得成績，該股上周五（20日）的反彈，說明已有大戶對之作正面解讀，而不是「黑漆一片」的負面效應。



11月恒指高點是24871，低點暫時為22307，波動2564點，相信波幅還有擴大的可能。以波動3000點計，有可能見21871的低位，若波幅擴大到4000點，就是20871了。

自然，上述只是算術題，不是必然會發生的，但環境惡劣就是事實。好在今次股災，科技股是被打擊目標，擴散開去幾率不算高，因有金融股、公用股、高息優質股，都能守住邊界，未受太大影響。

還有，就是內地資金正進行策略調整，明顯地減少投資一些還未有息派的科技股，加倉基礎穩固，目標明確的大型優質股。另外就是適當增加注碼，穩住基本盤，靜待風暴過去。

我頭牌經歷過多次股災，應對之法是：按兵不動，靜觀其變。因所持都是高息優質股，經得起考驗，有固定股息收入，故不必胡亂拋售。至於是否「撈底」，要看個人的資本配置。股市乃「閒錢投資」之所，千萬不要動用「應急錢」去冒投機之險，老生常談，仍要多講兩句。

高利率新常態 資產重新定價



陳志華 **會長視角**

全球利率環境正處於結構性轉折。2008年金融危機後，主要央行以零利率及量化寬鬆穩定金融體系，廉價資金長期充斥市場，令政府、企業及家庭逐步提高槓桿，資產價格亦在低息預期下持續上升。疫情期間各國再度加碼寬鬆，進一步延長低利率周期。然而，供應鏈受阻、地緣政治衝突及貨幣供應過剩等因素疊加，通脹於2022年顯著升溫，美聯儲被迫展開激進加息，歐洲央行同步收緊，日本近期亦逐步調整超寬鬆政策，象徵全球低利率時代已告一段落。

高利率環境下，市場正對過往依賴廉價資金的結構進行調整。持有大量低息債券的金融機構面臨賬面虧損及流動性壓力；缺乏穩定現金流支撐的資產估值受壓；依靠借新還舊維持運作的企業，融資成本上升後違約風險增加。同時，美元利率高企引發資本回流，外匯儲備不足及外債沉重的經濟體承受較大衝擊。這些現象並非孤立事件，而是全球資產價格正常化過程中的必然調整。市場與其說恐慌於單次加息幅度，不如說是對長期低息環境終結重新定價。

即使通脹日後回落，利率亦難以重返過往十餘年的極低水平。當前主要經濟體債務規模龐大，人口老化、逆全球化及科技資本開支上升等因素，均令通脹具較強黏性。若大幅降息，可能再次催生債務及資產泡沫；若持續加息，政府及企業利息負擔亦會加重。因此，未來數年較大機會出現高利率、高波動及低增長的組合，借貸成本與無風險收益底部均會高於過去水平。央行政策亦將更受債務約束，難以隨意回到零利率。

宜審慎理財 控制槓桿

對香港而言，聯繫匯率制度下的利率走勢受美元影響，企業及投資者需更審慎管理利率風險。高息環境對本地樓市、企業融資及資產估值均帶來壓力，但香港金融體系資本充裕、監管穩健，具備承受波動的能力。業界宜加強投資者教育，提醒公眾避免以過往低息經驗推算未來供款負擔，並審視自身現金流與負債水平。金融機構亦應做好壓力測試，管理利率及流動性風險。

投資者不宜再以零利率重臨為假設，亦不應在不明朗環境下盲目增加槓桿。判斷政策走向時，應重點觀察通脹是否持續回落及就業市場是否降溫，而非單憑央行表態。市場恐慌釋放期間，現金可為日後配置被錯殺的優質資產提供空間，但同時須注意分散風險及維持流動性。利率是資金流動的總閥門，唯有理解其底層邏輯，方能在新常態下妥善管理風險與機遇。面對高利率新常態，審慎理財、控制槓桿及提升現金流質素，將是個人與企業穩健前行的關鍵。

（作者為香港證券及期貨專業總會會長）

分段吸納盈富 捕捉港股反彈機遇

子石 **集股淘**

市場有一種說法：跌出黃金坑。股價跌得多，獲利機會就慢慢浮現。然而，實際情況經常是愈撈愈低。此外，少數股份屬於愈撈愈抵，包括盈富基金（02800）。

五個下跌裂口待回補

恒指今輪跌浪始於11月5日，當天指數收報24796點，上周五收報22410點，累跌2386點；不足一個月時間竟然遺留五個下跌裂口，例如上周18日至19日，留下23208點、23049點間159點裂口；19日至20日22772點、22593點間179點裂口。

經驗告訴大家，不管是上升或下跌裂口，指數日後出現回補的機會極大。當然，這可能是一個月內回補裂口，也可能是一年後才會回補。這是買入盈富基金的最粗淺理由，只是必須具備長線持有的心理準備。

第二個理由是市盈率的均值回歸。恒指現價預測市盈率約10.33倍，過去13年預測市盈率的平均值為10.8倍，而約有45%時間均值是高於10.8倍，約20%時間均值高於12倍。現價預測市盈率開始低於均值。

再看TTM（過去12個月）市盈率，現價為11.5倍，過去10年TTM市盈率的平均值為11.7倍，而約有35%時間均值是高於11.7倍，約15%時間均值高於13.3倍。**（註：不同平台提供的預測／TTM市盈率會有差異）**



總結，投資者在低於平均值入市吸納作為恒指代表的盈富基金，是勝算概率較高的操作方法。當然，在稍低於均值購入，潛在利潤空間不會太大。舉例說，在10.33倍預測市盈率入市，恒指升抵12倍沽出，獲利空間只有16%。況且，恒指由10.33倍升至12倍預測市盈率，可能是盈利下跌，而非指數上升。

因此，投資者適宜採取分段吸納方法。恒指跌穿22000點，買入第一注；再後，每跌1500點買入一注，分開5注入市，最後一注在16000點買入。他日，當恒指升抵26000點，再分段沽出。這種簡單獲利方法，最大難度是耐性。

結合經濟周期靈活配置 關注優先證券

Joseph Bozoyan **宏觀洞察**

美國聯儲局9月展開新一輪加息，10月暫停。勞動市場溫和放緩，但能源成本上升，通脹壓力未消。筆者團隊預期，聯儲局會繼續審慎行事。10月份避險需求上升，帶動美國國債孳息率回落，優先證券亦輕微上升，但不同類別表現仍然分化。

展望2027年，我們認為有三項因素值得投資者關注：利率政策或迎來轉捩點；收益率高企，同時可管理利率風險；以及發行人質素較高，估值相對吸引。

期貨市場預期，聯儲局在2027年中前會再加息兩次。若預期成真，今輪周期的時間及加息幅度，均會低於1990年代以來的五輪周期。歷史上，優先證券在加息初段往往跟隨環球債券走弱。不過，最後一次加息後，優先證券通常強勁反彈。過去五輪周期中，其後12個月平均回報達14.6%，跑贏環球債券。

高息優質 攻守兼備

優先證券的到期孳息率約7.6%，處於近年高位，在投資級別債券中屬最高，而且超過85%發行人屬投資級別。美國高收益及投資級企業債的信貸息差已接近10年低位。相比之下，優先證券的信貸息差雖然略低於10年平均水平，但仍較美國投資級企業債為闊。較闊的息差在升市時或有較大的收窄空間，在市場受壓時亦有助提供一定緩衝。

優先證券的另一優勢，在於不同類別各有特性，可結合宏觀經濟及商業周期靈活配置。利率及通脹上升時，以定息轉浮息為主的機構優先證券有助對沖利率風險。經濟放緩時，可轉向質素最高的後償證券。利率回落時，存續期較長的定息零售優先證券料較受惠。經濟復甦時，與股票掛鈎的強制可轉換優先證券則具上行潛力。

現時息口仍高，定息轉浮息優先證券仍具吸引力。其浮息特點可提供一定保障，並降低存續期敏感度。倘若政策利率維持高企或波動持續，這類證券仍有望提供具吸引力的收益機會，同時有助減輕利率風險。隨着利率及經濟周期轉變，亦可透過不同類別的優先證券靈活調整配置。

（作者為宏利投資管理投資組合經理）

莎莎銷售表現佳 上望1.81元

大行報告

富瑞發表研究報告指，莎莎國際（00178）截至9月底止的上半財年純利較此前盈喜預告高出13%，銷售勢頭維持強勁，主要受港澳線下業務增長49%所帶動。該行將莎莎2027至2029財年純利預測分別上調30%、34%及29%，銷售預測分別上調12%、16%及16%，目標價相應由1.4元上調至1.81元。

該行又指，莎莎估值吸引，且能提供約7%股息回報率，維持「買入」評級，繼續視莎莎為香港零售板塊的首選股。

受惠訪港旅客增長

花旗發表研究報告指，莎莎上半財年錄得純利1.7億元，符合其純利逾1.5億元的盈喜。純利增長受惠於銷售按年回升30%，由訪港旅客增長、美容產品組合改善，以及有效的線上線下營銷策略帶動。毛利率擴張0.3個百分點至38.2%，受獨家品牌銷售佔比提升推動。派息比率維持73%，預期往後保持穩定。

此外，該行又指，第三財季迄今港澳線下銷售按年增長仍強勁，達49%，同店銷售增長38%。該行給予莎莎「買入」評級，目標價1.2元。