

博通和甲骨文公司的利空消息，重燃市場對AI（人工智能）泡沫的憂慮，疊加美聯儲釋放「未來降息門檻變高」信號，隔夜美股全線走跌。截至收盤，標指、納指、道指分別收跌1.07%、1.69%和0.51%。全周看，標指、納指累跌0.63%和1.62%，周線「兩連升」斷續，惟道指曾創48,886.86點歷史新高，周漲1.05%。華爾街對歲末美股走勢出現分歧，有謹慎分析認為，競爭加劇將削弱科技巨頭利潤優勢，建議「實質性減持科技股」；另有樂觀分析預期，美國經濟韌性、投資者為追趕業績增持美股，以及歷年12月偏強的季節性走勢，或續推高美股。分析稱，AI主線交易出現裂縫，部分資金轉向防禦板塊，鑑於AI軟約束風險可控，逢低買入策略仍有勝率。

●香港文匯報記者 倪巍晨 上海報道

投資者正在撤出科技板塊，上周美股科技七巨頭(Mag 7)指數累跌2.11%；具體看，Meta、英偉達、谷歌A、亞馬遜、微軟、蘋果單周分別累跌4.33%、4.05%、3.67%、1.46%、0.96%和0.18%，惟特斯拉股價周漲0.87%。

消息面上，博通財報提及「730億美元AI積壓訂單、AI業務毛利率較低」等問題，引發市場對AI投資可持續性的擔憂。甲骨文公司將部分為OpenAI開發的數據中心竣工時間從2027年推遲至2028年，也持續加劇科技股拋售潮。受此影響，上周甲骨文、博通股價累跌12.69%和7.77%。

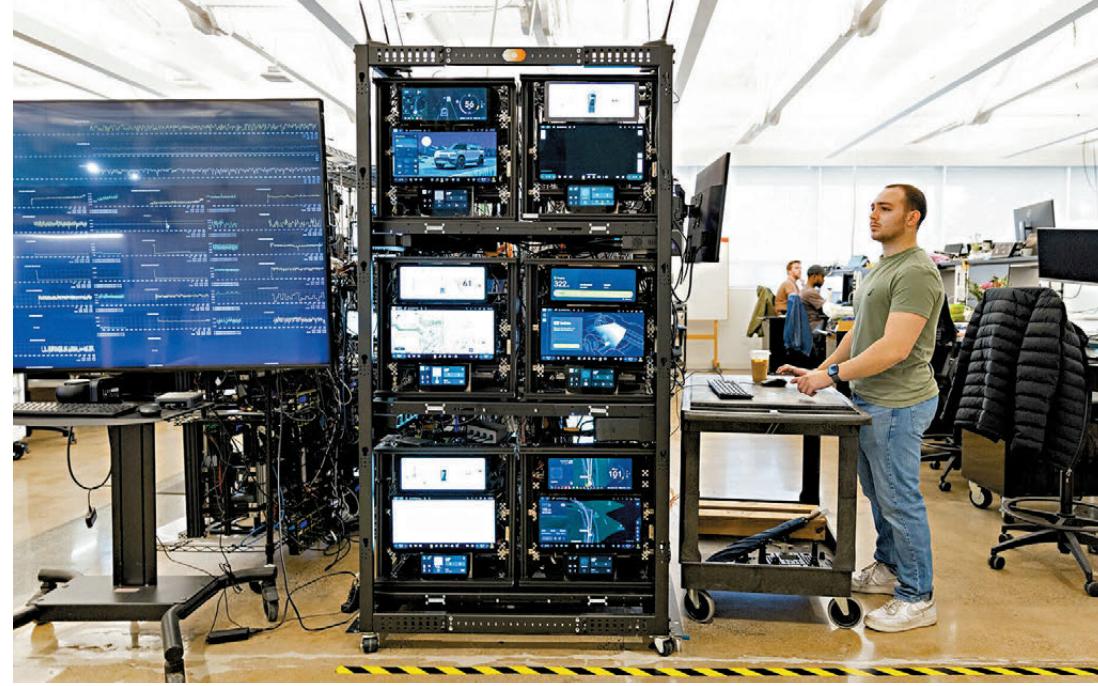
#### BIS預警美股存修正風險

「美股正經歷估值與風格的『再平衡』，這並非趨勢反轉。」內地經濟學家宋清輝分析，AI概念股此前已積累巨大「預期溢價」，博通AI業務低毛利率和甲骨文相關項目延期的消息，成為市場對「預期溢價」重估的催化劑。另一方面，在聯儲局政策不確定性增高環境中，投資者傾向選擇現金流穩定、盈利確定性高，且估值相對較低的板塊進行防禦性配置。他補充說，「降息門檻變高」的信號，意味着「高利率環境」或維持更長時間，這將直接推高未來的無風險利率。對高成長、高估值的科技股而言，其後續盈利的現值被大幅削弱，估值泡沫也進一步擠壓。

在申萬宏源證券資產配置首席分析師金倩婧看來，美國相關經濟數據的不及預期，使得美聯儲本月如期降息，全球市場流動性有所修復。不

# 憂AI泡沫科技股遭拋售 美股衝高回落後市現分歧

建議減持科技七巨頭 關注穩定現金流公司



●市場對AI投資可持續性的擔憂，引發美股全線下跌。圖為美國加州一公司正測試人工智能駕駛芯片。

彭博社

過，從美股資金流向看，本月初資金大幅流入消費、工業品、醫療保健等行業，科技板塊則出現較大的流出。

記者留意到，近期市場對美股估值過度拉伸的擔憂與日俱增。國際清算銀行(BIS)的最新研報指，散戶正助推黃金和美股市場同步走向「泡沫區域」；鑑於散戶易出現「羊群效應」，一旦出現拋售潮將加劇市場價格的波動，甚至「可能威脅未來市場穩定性」。報告稱，市場修正發生的時間框架具可變性，且可能持續較長時間，「當前市場格局或維持一段時間，但修正風險猶存」。

#### 市場調整或持續較長時間

展望後市，金倩婧坦言，目前市場對「AI泡沫」的憂慮，主要是「新技術帶來經濟規模效應的時間，與資本市場對新技術投資回報樂觀期待」之間的落差。中性假設下，明年美股「AI軟約束」風險可控，建議關注現金流穩定、擴張相對穩健的公司，並重點觀察B端企業滲透率能否提升。她並指，考慮到硬約束的擾動往往引發

AI板塊以「季度」為單位的階段性調整壓力，因此「逢低買入美股」仍具勝率。

宋清輝強調，在「AI泡沫擔憂」和「降息門檻變高」雙重約束下，市場對年末美股走勢已現分歧，建議適度保持現金倉位，策略上聚焦平衡防禦性、經濟韌性，以及結構性投資機會。操作層面，對於「七巨頭」倉位過度集中的投資者，應考慮實質性減持，鎖定年內盈利，並將關注點轉向建築、重工業、基建等「經濟韌性」主題。此外，盡量規避單純依賴概念或長期預期的高風險AI股，轉而聚焦大型製藥、醫療器械、零售、食品飲料等當前盈利確定性高、現金流健康的標的。

有「華爾街老兵」之稱的亞德尼研究公司總裁Ed Yardeni在最新研報中指，2019年末以來，「七巨頭」指數已累升逾600%，同期標指漲幅約113%。考慮到競爭加劇將削弱科技巨頭的利潤優勢，建議實質性減持科技七巨頭公司股票。他強調，美股盈利增長正朝着金融、工業、醫療等板塊轉移，投資者不妨提高金融和工業板塊的超配比例，並對醫療保健板塊採取超配立場。

#### 機構看美股前景

內地經濟學家宋清輝

●美股正在經歷估值與風格的「再平衡」，這並非趨勢的反轉。在「AI泡沫擔憂」和「降息門檻變高」約束下，建議適度保持現金倉位，聚焦平衡防禦性、經濟韌性，以及結構性投資機會。

申萬宏源證券資產配置首席分析師金倩婧

●明年可關注現金流穩定、擴張相對穩健的公司，重點觀察B端企業滲透率能否提升。硬約束的擾動往往引發AI板塊以「季度」為單位的階段性調整壓力，「逢低買入」仍具勝率。

國際清算銀行

●散戶正助推黃金和美股市場走向「泡沫區域」，市場修正發生的時間框架具有可變性，且可能持續較長時間，這意味着當前市場格局或維持一段時間，但最終修正風險依然存在。

亞德尼研究公司總裁Ed Yardeni

●競爭的加劇將削弱科技巨頭的利潤優勢，建議在標普500指數配置中，實質性減持科技七巨頭公司股票，提高金融和工業板塊的超配比例，並對醫療保健板塊採取超配立場。

整理：香港文匯報記者 倪巍晨

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）

美國就業市場「需求衝擊」問題引發市場關注。申萬宏源證券首席經濟學家趙偉表示，目前美國就業市場正面臨結構性需求矛盾，該國企業AI（人工智能）採用率已從兩年前的3.7%，升至今年9月的10%，AI對就業端的結構性衝擊主要集中在高薪崗位、職場年輕群體，及「高AI暴露行業」。他並指，需求趨弱雖是美國就業市場的短期核心矛盾，「但明年美國就業端有望逐步實現『再平衡』」。

#### AI對美整體就業拖累有限

AI對今年美國整體就業的拖累有限。趙偉向香港文匯報表示，美國企業AI採用率的提升幅度，與就業增速變化的負向關聯性較弱，美國民眾職業結構的調整尚未見加速跡象。此外，在應用AI的美國企業中，僱主更傾向重新「培訓」員工，而非裁員。他續稱，今年美國就業市場供需均走弱，並呈現「低招聘、低裁員」特徵。由於就業市場供給收縮的速度與需求轉弱速度基本匹配，美國勞動力市場基本維持「低增長平衡」格局，直至近期才有鬆動跡象。

「移民和政府裁員對美國就業的影響可能更大。」趙偉分析，從供給角度看，美國CBO（國會預算辦公室）及舊金山聯儲預測，今年美國非法移民淨流入量較去年下降「160萬至200萬人」，基本解釋了今年非農新增就業降溫50%左右；另一方面，受特朗普政府收緊移民管控政策影響，今年「盈虧平衡就業」回落到「3萬至8萬人」。

#### 美失業率短期易升難降

至於需求端，趙偉指出，政府部門對今年非農就業降溫的影響約佔37%，前期美國政府「停擺」影響或在後續數據中進一步顯現。此外，今年美國「關稅敏感型就業」增速較去年放緩約66%，且影響仍續擴大，而白領行業對非農就業走弱的解釋力僅7.6%。

短期看美國失業率數據易上難下。趙偉解釋，今年下半年以來，美國失業率緩步攀升，勞動需求已成為其經濟的「短板」；關稅衝擊、政府「停擺」，及AI替代效應，短期將對勞動需求構成壓制，並加劇美國失業率上行風險。他相信，勞動力需求短期走弱，是美國就業市場面臨的核心矛盾，但明年就業市場有望逐步實現「再平衡」。

申萬宏源宏觀團隊的研報指，2026年特朗普移民政策易繁難，明年目標遭返的非法移民預計百萬人。另一方面，美國政府裁員已暫告一段落，關稅對就業的衝擊有望弱化，惟AI對就業的「替代效應」繼續存在，「美國勞動力市場或呈現『低增長平衡』」。



●美國就業市場正面臨結構性需求矛盾。圖為Meta公司員工在工作。

## 美聯儲明年首季或再降息25基點



●圖為美聯儲辦公樓。

資料圖片

態」，即上修GDP增速預測，並下修通脹預測。

就業市場走弱是美聯儲降息的主因。廣開首席產業研究院資深研究員劉濤稱，本月議息會議上，贊同降息的有9票，反對的有3票，主要反對理由是對通脹反彈的憂慮，預示「後續降息壓力或越來越大」。

#### 後續降息門檻料變高

瑞銀財富管理大中華區投資總監及亞太區宏觀經濟主管胡一帆指出，美聯儲本月25基點的降息符合預期，但鮑威爾主席的講話指向，未來降息門檻

檻將更高。聯儲局強調「就業面臨下行風險」，表明後續降息可能性仍大於加息，美國政策利率進一步調整的幅度和時機，取決於「即將到來的數據、不斷變化的前景，以及風險平衡」。

展望未來，胡一帆相信，為應對勞動力市場的疲軟，以及關稅調降對美國通脹的影響，聯儲局明年首季有望繼續降息25基點。他補充說，明年上半年美元或續走弱，美國經濟也有放緩之虞，人民幣兌美元匯率有望延續「穩中有升」勢頭，「2026年下半年人民幣兌美元或走升至6.9左右」。

趙偉認為，就業風險是美聯儲降息的主要動力，未來降息門檻可能變高。他判斷，美國勞動力市場的「鬆弛化」，仍是聯儲局短期政策決策的關注重點，鑑於美國經濟「K型」分化態勢難以改變，明年降息決策將面臨兩難，「2026年美國理論降息空間預計有限」。

劉濤判斷，美聯儲降息目標是「向中性利率靠攏」，亞特蘭大聯儲主席博斯蒂克更強調「名義中性利率目標區間或在『3%至3.5%』」。若以此衡量，本輪降息周期中，聯儲局降息幅度或在「100至125基點」，鑑於年內已經落地75基點的降息，理論上明年至少有「25至50基點」的降息空間，「未來降息時點存在更大不確定性」。

「市場強勁的盈利增長預期，有望推動明年全球股市進一步上漲。」瑞銀CIO團隊分析，當前全球股票估值雖已處歷史高位，但盈利增長才是衡量未來股票投資回報的更重要指標。明年全球股市整體盈利增速預計在「7%至14%」的穩健水平，該盈利狀況將為全球股市短期上漲提供支持。

全球股票配置方面，瑞銀CIO團隊建議，對股票資產配置不足的投資者，不妨考慮增加股票敞口。具體操作上，美國市場可關注科技、醫療保健、公用事業、銀行等板塊；歐洲市場可關注，未來得益於政策和結構性增長的「歐洲領軍者」。至於亞太地區股市，瑞銀團隊看好中國、日本、澳大利亞等市場，「尤其看好中國的科技資產」。

## 降息進程開啟利好全球股市

處在有利環境中。報告強調，9月美國失業率升至近四年來新高，11月消費者信心卻跌至今年4月以來新低，預計美聯儲政策整體寬鬆的傾向不會改變，這對中期全球股票投資前景至關重要。

#### 瑞銀看好中國科技資產

瑞銀CIO團隊指出，當前美國家庭資產負債表依然健康，高頻信用卡數據也印證，美國穩健的整體支出水平，事實上「現時美國消費者債務負擔為近40多年來最低（不含全球疫情期间數據）」。該行預計，在針對性減稅等財政刺激下，美國經濟增長有望在明年下半年重新加速。考慮到全球主要發達經濟體的財政刺激和基礎設施投資，均可能助力經濟增長加速，上述因素為風險資產提供了有利環境。

#### 美聯儲政策寬鬆傾向料不變

瑞銀CIO團隊發給香港文匯報的研報稱，當前美國經濟未見衰退，從歷史經驗看，美聯儲在經濟未衰退時開啟降息進程，全球股市表現往往最佳，而最新經濟數據也進一步凸顯了全球市場正