

地緣政治擾大市 投資者轉趨謹慎 美股或現結構牛 警惕高估值波動

地緣政治局勢再度擾動美股情緒，上周「TACO（特朗普總統是臨陣退縮）交易」主導市場，但投資者更趨謹慎。截至上周五收盤，標指、納指分別收漲0.03%和0.28%，惟道指收跌0.58%，全周計依次累跌0.35%、0.06%和0.53%。華爾街交易員指出，美國經濟增長強勁，美聯儲內料繼續提供流動性支持，但因市場情緒已由平靜轉為震盪，策略上宜「審慎看漲」，建議逢低買入、切忌追漲。分析稱，強勁盈利增長疊加偏鬆貨幣政策，可支撐美國經濟「軟著陸」預期，今年美股仍具韌性，但美國總統特朗普的政策不確定性和美國「中期選舉」，或對市場情緒帶來擾動，建議聚焦人工智能（AI）主線和「經濟復甦」相關資產。

●香港文匯報記者 倪巍晨 上海報道

上周美股僅四個交易日，但全周市場走勢跌宕。為爭奪格陵蘭島，美國、英國、法國、德國、荷蘭和芬蘭等8個歐洲國家的輪美商品加徵額外關稅。歐洲議會則計劃凍結「美歐貿易協議」批准程序予以反制。地緣局勢趨緊環境中，美股上週二復市後大幅殺跌，全美金融市場再現股債匯「三殺」格局。

需指出的是，特朗普上週三在達沃斯論壇上表示，暫不會按原計劃向歐洲8國加徵額外關稅，亦無意動用過激武力獲取格陵蘭島。上述消息雖再度觸發TACO交易，但特朗普政策的不確定性，使得投資者繼續評估貿易緊張局勢和地緣政治風險對後市的影響，美股指數呈現窄幅盤整行情。

科技七巨頭表現分歧

盤面上，美股科技七巨頭（Mag7）指數上周累升0.32%。其中，Meta、特斯拉、微軟、英偉達（或稱輝達）、亞馬遜周分別累漲6.21%、2.64%、1.32%、0.77%和0.02%，惟蘋果、谷歌A周跌2.93%和0.63%。當周，芯片股走勢分化，AMD周漲12.01%，博通、台積電周跌9%和2.2%。此外，過去一周存儲概念股保持強勢，閃迪、美光科技、西部數據、希捷科技周升幅依次錄14.56%、10.17%、6.72%、6.09%，上述公司股價皆創歷史新高。

渣打銀行全球首席投資總監布思哲（Steve Brice）直言，現階段圍繞「由AI熱潮引發股市泡沫」的討論甚囂塵上，但從投資規模、投資者盈利能力角度看，市場距所謂「泡沫」仍有一段距離；事實上，美股「科網股泡沫時期」並無盈利作為支撐。他續稱，「估值是否昂貴」將是今年投資者的一大核心爭論點，特別是當美股科技板塊未能錄得顯著超預期表現時，美股或現短期波動，投資者應避免將所有倉位集中於科技股。惟考慮到美國科技行業強勁的盈利增長表現，「AI投資」主題今年有望延續。

中國首席經濟學家論壇理事長、廣開首席產業研究院院長兼首席經濟學家連平認為，消費市場和勞動力市場的趨冷，將弱化美國經濟的增長動能。不過，得益於AI資本開支與減稅政策的支撐，今年美國GDP增速預計落在「1.8%至2.2%」區間。他相信，今年美股大概率進入「高估值、弱增長、強分化」的新階段，「結構性牛市」風險已經抬升，但尚不會出現由「AI泡沫」破滅，引發科技股大規模崩盤。

看好AI能源健康行業

展望後市，外電援引美銀首席投資策略師Hartnett的話說，在利率、稅收、關稅削減等政策環境中，「經濟復甦」相關資產有望獲益，包括中盤股、小盤股、房屋建築商、零售和運輸板塊。上述樂觀預期的持續性，取決於美國失業率是否會保持低位，以及特朗普能否通過降低生活成本提升支持率。

策略方面，連平提醒，AI板塊仍是長期主線，但考慮到美國頭部科技公司「市值集中度」過高問題愈發凸顯，疊加美聯儲「換帥」、美國「中期選舉」等，均可能對市場情緒構成擾動，建議警惕「高槓桿」與「表外融資」暴露的潛在脆弱性。

「基準情形下，今年美國經濟有60%概率實現「軟著陸」，標指年末預測目標為7,800點。」布思哲判斷，AI資本支出熱潮有望更持久地走高，今年超大型科技企業投資料顯著擴大至5,000億美元，強勁的盈利增長、寬鬆的貨幣政策等，可支撐美國經濟「軟著陸」預期，建議「超配」仍有韌性的美國股票，包括科技、公用事業、健康護理等行業。

布思哲解釋，由AI驅動的強勁盈利增長，將抵消科技行業偏高估值的利淡影響。與此同時，隨着「數據中心」能源需求的激增，公用事業行業與AI將有一定重疊，且本質上看更具防禦性。此外，監管不確定性下降，以及相對便宜的估值，或令健康護理行業直接獲益。

期金突破5000美元 油價抽高近3%

香港文匯報訊（記者 黎梓田）美國或本月底對伊朗發動攻擊，投資市場避險情緒升溫，金價、銀價齊破頂，金價逼近每盎司5,000美元關口，現貨金高見4,987美元，期金突破5,000美元關口，現貨銀首度衝破100美元關，國際油價同時彈升近3%。

避險資產受追捧，現貨金價高見4,987美元；紐約商品交易所(NYMEX)3月期金突破每盎司5,000美元心理關口，日內高見5,008.6美元，升2.12%。紐約期油彈升2.88%，每桶收報61.07美元，布蘭特期油漲2.84%，收報65.88美元。倫敦期油收市報65.88美元一桶，升1.82美元，漲2.8%。



●華爾街交易員指出，市場情緒已由平靜轉為震盪，策略上宜「審慎看漲」，建議逢低買入、切忌追漲。法新社

各界看美股後市

廣開首席產業研究院院長兼首席經濟學家連平：

美股今年大概率進入「高估值、弱增長、強分化」的新階段，「結構性牛市」風險已抬升，市場波動率或上升，AI仍是長期投資主線，目前尚不會出現由「AI泡沫」破滅，引發的科技股大規模崩盤。

渣打銀行全球首席投資總監布思哲：

美國經濟有60%概率實現「軟著陸」，受科技行業強勁盈利增長支撐，「AI投資」主題有望延續。基準情景中，標指年末目標為7,800點，建議「超配」美股，關注科技、公用事業、健康護理等行業。

方舟投資創始人Cathie Wood：

美股市盈率雖處在歷史高位，但隨着AI、機器人等技術推動的生產力爆發，企業盈利增長將消化高估值。得益於放鬆管制、減稅、穩健貨幣政策，以及創新技術的融合，美股將迎來另一個「黃金時代」。

美國銀行首席投資策略師Hartnett：

美國特朗普政府推動的全球財政擴張，或催生「新世界秩序=新全球牛市」的格局。在利率、稅收、關稅削減等政策環境中，經濟復甦相關資產有望獲益，包括中盤股、小盤股、房屋建築商、零售和運輸板塊。

整理：香港文匯報記者 倪巍晨

美聯儲換帥在即 人選或本周揭盅



●里德爾(Rick Rieder) (左)與沃勒(Christopher Waller) (右)為美聯儲新一任主席的兩大熱門人選，特別是前者在預測網站上的勝出概率已從6%升至49%。

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）美國財長貝森特上週透露，目前「有四位出色候選人」角逐美聯儲主席職位，最快本周宣布。美國總統特朗普也公開宣稱，希望找一位「既忠誠於白宮、又能獲得市場信任」，推動長期借貸成本下降的候選人。分析稱，當前美國經濟基本面並不支持大幅降息，即便白宮有屬意的美聯儲主席，實際降息決策時也會面臨多重約束。有學者更提醒，今年美聯儲降息前景或存較大變數。

貝森特提及的美聯儲主席候選人，包括白宮國家經濟委員會主任哈塞特(Kevin Hassett)、貝萊德集團全球固收首席投資官里德爾(Rick Rieder)，以及美聯儲理事沃勒(Christopher Waller)和前任理事沃什(Kevin Warsh)。特朗普上週在達沃斯論壇上表示，希望聯儲新主席能像前主席艾倫·格林斯潘(Alan Greenspan)那樣，並稱「里德爾和沃什都是不錯的人選」。

事實上，記者亦留意到，被視為債券市場「全球主義者」的里德爾，以及「美聯儲體制派」代表沃勒，成為目前

的兩大熱門人選，特別是里德爾在預測網站上的勝出概率已從6%升至49%。不過，市場仍憧憬新主席能在實現通脹目標的同時，具備抵禦白宮政治干預的能力。

市場預期本月不降息

特朗普重掌白宮後，多次對美聯儲施壓，除明確要求降息200基點至250基點，以刺激經濟和就業增長外，還不遺餘力地尋求改變美聯儲的成員結構。就在上週三，美國最高法院就「特朗普總統試圖解僱聯儲理事庫克(Lisa Cook)」的案件舉行聽證會，其間沒有一位大法官對罷免庫克的論點表示理解。特朗普任命的大法官Brett Kavanaugh更警告，總統的立場或「粉碎」美聯儲獨立性。作為當事人，庫克在聽證會後直言：「只要還在美聯儲任職，就會捍衛獨立原則。」

申萬宏源證券首席經濟學家趙偉認為，美聯儲主要基於長期中性利率和短期的泰勒規則，做出政策利率決策。美聯儲主席須在統一成員意見、防止投反對票等方面發揮重要作用。從歷史經驗

看，美聯儲在既定立場上，有一定的政策緊縮自由度，且對收益率曲線形態有較顯著控制力。

芝商所的「美聯儲觀察」工具顯示，美聯儲本月降息25基點的概率僅5%，且到3月累計降息25和50基點的概率分別為15.4%、0.6%。上海金融與發展實驗室特聘研究員鄧宇判斷，上半年現任美聯儲主席或處在「靜默期」，下一任主席可能發揮一些「影子主席」的預期作用。綜合美國通脹、就業，及關稅壓力的有所減輕，美聯儲為避免過度刺激市場，可能不會「快速降息」。

降息前景仍存在變數

今年美聯儲降息前景仍存較大變數。中國首席經濟學家論壇理事長、廣開首席產業研究院院長兼首席經濟學家連平分析，隨着美國「中期選舉」的臨近，白宮對美聯儲政策的施壓將繼續加大，屆時降息次數或超市場預期的2次，幅度也可能達到100基點，甚至更高。另一方面，美國核心PCE年中若再度反彈至3.5%以上水平，美聯儲局為避免長期通脹預期「脫錨」，或被迫「踩剎車」。他強調，今年絕非美國貨幣政策的「單向寬鬆之年」，而是存在「先降後升」非線性路徑的可能性，「一旦聯儲利率政策出現超預期大幅波動，勢必對全球金融和大宗商品市場帶來重大衝擊」。

至於美國財政政策，連平提醒，《大美法案》或推動今年美國財政赤字率走闊至6.9%。鑒於「中期選舉」後特朗普政府需兌現其經濟承諾，教育、醫療、養老、保障性住房等有望成為美國財政支出的核心導向。

中美AI博弈 國產大模型從「跟跑」邁向「並跑」



●中國大模型在垂直行業知識、中文語境、本土文化理解等特定領域已處於領先地位。圖為百度上週公布的文心5.0正式發布會。

香港文匯報記者章蘿蘭 攝

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）中國大模型有望從美國的「跟跑者」邁向「並跑者」。廣開首席產業研究院產業研究員陳兵向香港文匯報表示，發展路徑上，美國優先研發高性能通用大模型，再通過開放API（應用程序編程接口）吸引開發者構建垂直應用，形成「自上而下」的發展模式。中國則憑藉超大規模市場、完整產業體系及豐富應用場景，走出了「行業應用

導向型」的差異化發展道路。他強調，在垂直行業知識、中文語境、本土文化理解等特定領域，中國模型已處於領先地位。

本土AI芯片有望供需平衡

在陳兵看來，今後一段時間，中美人工智能(AI)技術端料有巨大迭代升級潛力。一是應用更強的「上下文窗口」實現記憶與認知躍升，將使智能體能夠維持長期計劃、記憶和環境感知能力。二是多智能體(MAS)將共同完成單個智能體無法有效處理的複雜任務。三是世界模型推動AI從虛擬數字世界走向物理世界。他預計，今年中國AI芯片或仍需依賴進口，但明年芯片自供率有望升至57%，「到2028年本土AI芯片有望實現供需平衡」。

瑞銀證券中國互聯網行業分析師熊璋提醒，中國AI公司持續推動模型的快速迭代，國產模型平均智能水平與美國最先進模型能力間的差距逐步收窄。此外，中美AI應用端有相似「變現」路

徑，「雲、廣告」是兩大最直接且確定性最高的變現領域，「今年中美AI應用場景料更豐富，包括智能體商業、AI原生廣告、多模態、邊緣AI等」。

熊璋留意到，目前美國AI變現在消費端的發展相對更優，中國AI變現在消費端的訂閱收入暫發展緩慢，該現象今年將延續。要改善狀況，中國企業需持續推動技術迭代、豐富產品形態，並發掘優化AI具體落地場景。她又指，中國用戶整體AI付費意願和能力尚不及發達市場，企業在相關產品成熟或大規模普及前貿然收費，效果恐遜預期。

中國AI行業未見泡沫隱憂

在談到「中美AI行業泡沫」話題時，陳兵指出，AI價值創造或變現能力，無法產生足夠現金流，且資本支出和經營現金流持續攀升，最終無力承擔數據中心不斷的大額資本支出，泡沫就會出現。他說，技術發展潛力、應用貨幣化能力、電力基礎設施或GPU芯片供應鏈，是判斷AI行業

拐點的三大重要維度。

「中國AI行業出現泡沫的概率小得多。」熊璋分析，相比美國模型廠商，中國企業沒有太多「循環融資」現象，很多中資企業通過自有現金流業務產生的可持續資金，支持AI研發及投入，因此中國AI泡沫的基礎比美國更可控。另一方面，中國目前不存在數據中心建設過度問題，相關企業在自建數據中心時多持「循序漸進」策略，去年下半年以來，中國數據中心平均使用率仍保持較高、較穩定的狀態。

熊璋特別提及，去年中國頭部互聯網大廠資本開支合計約4,000億元人民幣，僅相當於同期美國同行支出總額的約10%。即便如此，中國科網巨頭仍有能力加快模型迭代，且中美在AI模型能力層面沒有太大差距。她認為，中國科技企業在AI資本開支方面的策略較美國同業更謹慎務實，且關注研發效率和投入產出比。簡而言之，中國企業將AI視為長期戰略進行持續投入，美國公司側重AI投入產出比和算力本身的利用效率。