

# 標指納指連漲六周 AI股獨強暗藏風險

## 特朗普政策善變 中東局勢未明朗 美股警號未除

美國強勁的就業數據，疊加AI芯片交易熱潮，推動隔夜標指和納指再錄新高。截至上周五收盤，標指、納指、道指分別收漲0.84%、1.71%和0.02%，全周分別累升2.33%、4.51%、0.22%。華爾街交易員指，標指、納指已連漲六周，市場似乎正搶先定價中東衝突快速終結，但短期達成協議的可能性看起來並不高。近期美股上漲主要源於科技龍頭和AI股推動，大部分個股走勢不佳，這種結構性行情或暗藏風險。市場分析稱，美股當前仍具韌性，未來走勢取決於市場風險承載力、地緣局勢走向，以及美聯儲政策立場。倘若霍爾木茲海峽不能復常，高油價和金融壓力的攀升或令美國經濟承壓，並觸發衰退交易。

●香港文匯報記者 倪巍晨 上海報道



●近期美股上漲主要源於科技龍頭和AI股推動，但大部分個股走勢不佳。 彭博社

### 分析師看美股後市

上海金融與發展實驗室特聘研究員鄧宇

●美伊談判共識開始增多，美股市場恐慌情緒得以紓解，市場波動率有所下降。當前市況下，建議關注AI基建相關行業，以及AI實際應用行業。

申萬宏源證券首席經濟學家趙偉

●市場對「原油供給缺口尚未恢復、庫存拉響警報」的尾部風險定價不足，若海峽封鎖長期化，高油價與金融壓力提升或加速美國經濟下行風險，觸發衰退交易。

美銀首席策略師 Michael Hartnett

●當前美股持續上漲由政府大規模財政支出和AI投資共同驅動，一旦債券市場崩潰、30年期美債收益率升穿5%關鍵位，美股市場或迅速轉向。

都鐸投資創始人兼首席投資官 Paul Tudor Jones

●AI驅動的牛市尚未走到盡頭，當前AI發展階段與1995年互聯網商業化加速時期高度相似，預計美股「AI牛」行情已走約50%至60%的行程，還能再持續1、2年。

整理：香港文匯報記者 倪巍晨

過去一周，萬得美股七巨頭（Mag7）指數、費城半導體指數（SOX）分別累漲4.23%和11.14%。個股方面，特斯拉、英偉達、蘋果、谷歌A、亞馬遜、微軟、Meta等股價分別累升9.6%、8.44%、4.7%、3.92%、1.65%、0.16%和0.15%。芯片和存儲股走勢強勁，美光科技、閃迪、AMD、英特爾、西部數據、希捷科技、台積電等股價分別累漲37.73%、31.62%、26.25%、25.4%、11.23%、7.66%和3.52%。

### 就業數據勁 紓緩滯脹憂慮

美國勞工統計局（BLS）發布的4月非農就業增長11.5萬人，雖不及前值的17.8萬人，但仍優於市場預測值的6.5萬人。當月，美國失業率為4.3%，與前值持平。美國就業市場展現出的韌性，緩和了市場滯脹憂慮，也為聯儲在可預見的未來「維持利率不變」提供了空間。

上海金融與發展實驗室特聘研究員鄧宇表示，近期中東局勢逐漸趨於緩和，與特朗普政府加快推動衝突「降溫」有關。在各方促和的背景下，美伊談判共識開始增多，美股市場恐慌情緒得以紓解，市場波

動率有所下降，但短期能否達成和平協議仍存不確定性。考慮到伊方內部分歧，以及特朗普政府的「善變」基因，事件仍有再度發酵或擴散的可能，美股出現「跳水」的概率同樣存在。

### 三個因素決定美股後市

鄧宇補充說，在經歷多輪震盪後，美股具有一定韌性，未來是否會大幅回調取決於三方面因素。一是美股自身的風險承載能力和空間，目前看投資者情緒依然樂觀。二是美股交易集中度風險有利有弊，一旦中東衝突再次擴大化，利空消息的增多或將衝擊美股。三是聯儲局降息路徑出現新變化，特別是降息概率下降、加息聲浪放大，貨幣政策預期的調整亦將對美股帶來重大影響。

在鄧宇看來，美國科技巨頭在算力、數據中心等AI基建領域的投資持續擴大，並通過併購等方式迅速搶佔市場，加之AI開發成本的攀升，都將對全球AI市場帶來深遠影響。「目前美國所依賴的AI敘事仍有進一步發展空間」。策略上，建議繼續關注算力、數據中心等AI基建相關行業，以及具身智能等AI實際應用行業，上述領域

的增長潛力依然較大。

### 建議投資人民幣資產避險

鄧宇又指，中東局勢尚未穩定，疊加全球市場波動加劇，大類資產方面不妨聚焦具有防禦避險屬性的黃金和人民幣資產，這兩類資產具「安全錨」優勢，有助於對沖風險。另一方面，新能源、航天科技相關行業、上游大宗商品和貴金屬，以及銅、鋁、鎳、稀土等關鍵礦產同樣值得關注，「上述領域的稀缺性，將因供應鏈重構而進一步放大，並具投資價值」。

當前美股不斷刷新歷史新高，市場沉浸在樂觀情緒中，對「原油供給缺口尚未恢復、原油庫存拉響警報」這一尾部風險的定價或相對不足。申萬宏源證券首席經濟學家趙偉提醒，高企油價對經濟的影響大致遵循從「成本衝擊」到「需求收縮」的次序，鑑於油價對美國核心通脹的傳導相對有限，投資者更需關注美國經濟的脆弱性。

趙偉認為，短期高油價對整體通脹的推升仍在持續，對居民出行鏈、利率敏感部門的衝擊或逐漸顯現，一旦海峽封鎖長期化，高油價與金融壓力的提升或加速美國經濟的下行風險，進而觸發衰退交易。

## 一旦債市崩潰 美股或迅速轉向

### 分析

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）

美銀首席策略師Michael Hartnett在最新報告中指出，AI投資貢獻了一季度美國GDP增長的75%，政府支出自2020年以來已累計攀升60%。當前美股持續上漲由政府大規模財政支出和AI投資共同驅動，這種「財政+科技」的雙輪驅動，令股市在名義繁榮中受益，「一旦債券市場崩潰、30年期美債收益率升穿5%關鍵位，美股市場或迅速轉向」。高盛衍生品交易專家Brian Garrett也在備忘錄中警告：「標指出現3%至5%的拋售『只是時間問題』」。

### 科企裁員 需留意就業市場變化

申萬宏源全球資產配置團隊的監測數據顯示，3月中旬後，美國國內的被動型資金快速回升，衝突爆發後主要投資美股的全球基金顯著流

入能源、工業、科技等行業，而流出行業包括醫療健康和金融，近期美國AI股加速上漲與AI產業鏈普遍漲價有關。

該團隊明言，今年以來，美國科技行業整體招聘數量雖增長，但甲骨文、Meta的裁員比例分別達18.7%和10.1%，且4月部分細分行業招聘開始放緩，建議關注後續美國招聘市場需求端變化。

展望後市，都鐸投資創始人兼首席投資官Paul Tudor Jones上周公開表示，由AI驅動的牛輪市尚未走到盡頭，當前AI發展階段與1995年互聯網商業化加速時期高度相似，預計美股「AI牛」行情已走約50%至60%的行程，「還能再持續1、2年」。未來指數若在現有基礎上再漲40%，美股總市值與GDP之比或升至300%至350%，屆時必然會出現某種令人窒息的大幅回調。

## 原油庫存跌至新低 油價中樞料長期抬升

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）美伊衝突激烈雖然降級，但中東地緣風險尚未解除。申萬宏源證券首席經濟學家趙偉指出，4月中旬以來，前期作為緩衝的「在途原油庫存」已消耗殆盡，波斯灣運出的原油到港量也已近「歸零」。從油價期限價差估算，OECD原油庫存較過去五年中樞的偏離度或已接近2022年以來新低。隨著霍爾木茲海峽繼續封鎖以及原油庫存的消耗，風險累積或呈指數級放大，「即使霍爾木茲海峽解除封鎖，國際油價中樞也將較中東變局前顯著抬升」。

### 油價波動率被顯著放大

趙偉在回溯歷史後發現，一旦原油庫存消耗至維持經濟運轉的相對低位，油價波動率就會被顯著放大。當原油庫存見底時，煉廠為維持設備不被「非計劃停機」，將在現貨市場不計成本地掃貨，這會

引發不同地區現貨油價的大幅分化，現貨市場「逼空」亦將直接傳導至期貨市場，帶動近月合約出現極端升水（遠期價高於即期）。他說：「當前原油低庫存狀態，意味著市場吸收衝擊的『海綿』已被榨乾，油價或面臨跳躍式上漲風險。」

衝突對原油供給的影響方面，趙偉指出，地緣衝突往往留下中長期原油生產缺口，1991年海灣戰爭後，科威特原油產量經過兩年才修復至戰前水平。另一方面，中東實物原油從裝船到煉廠投料有約30至40天滯後，即使衝突立即結束，供給完全恢復或仍需1、2個月時間，且油井長期停產後，恢復至滿產需數周乃至數月。此外，能源貿易路線或面臨重組，俄烏衝突後，俄羅斯原油貿易流向從歐洲大規模轉向亞洲，全球原油運輸半徑出現系統變化。另外，當前地緣風險仍高背景下，相關國家未必願意迅速且足量投放原油。美國頁岩油作為全球

最主要的邊際能源增產來源，其庫存井已降至低位。

趙偉補充說，即使海灣地區原油供給逐漸恢復，終端湧現的「安全冗余」補庫存需求也將對油價帶來一定支撐，國際油價中樞仍會比中東變局前顯著抬升。他認為，海峽封鎖一旦「長期化」，或者封鎖時間超市場預期，部分生產型經濟體面臨的將不止是價格衝擊，而是逐步逼近的物理斷供風險。

### 航空煤油面臨緊迫短缺

「全球石油庫存正逼近8年來最低點，其消耗速度令人擔憂。」高盛上周的研報也警告稱，儘管今年夏天全球石油總庫存不太可能跌破最低運營水平，但真正的危機在於局部地區和特定成品油的嚴重短缺。石化原料、航空煤油正面臨最緊迫的短缺風險，除中國外的亞太地區和歐洲將成為重災區。



●黃金投資需求強勁，金條比金飾更受歡迎。 資料圖片

香港文匯報訊 中國黃金協會昨發布數據顯示，今年一季度，中國黃金消費量為303.292噸，同比增長4.41%。儘管黃金消費總量保持增長，但細分領域明顯分化，其中黃金首飾消費量為84.62噸，同比下降37.1%，跌幅創2024年以來最大；金條及金幣消費量為202.062噸，同比增長46.4%；工業及其他用金消費量為16.61噸，同比下降7.43%。

### 金價高企 打壓金飾需求

中國黃金協會表示，受國際金價高位運行且大幅波動的影響，內地黃金首飾消費持續承壓，黃金首飾消費量繼續下滑。與此同時，黃金投資需求強勁，金條、金幣成為市場熱門投資品類，銀行銷售渠道金條銷量大幅增長。此外，高金價推高了工業企業用金成本，黃金的需求也隨之出現一定程度的下降。

內地金飾消費已連降兩年多。國際金價自2024年初以來從2,000美元/盎司一路向上至今已翻1倍多，內地金飾消費量則一路下行，2024年全年同比下降24.69%，2025年同比再降31.61%，今年一季度同比又下降37.1%。

金價持續高企下，全球各主要市場金飾需求亦普遍降溫。世界黃金協會發布的《全球黃金需求趨勢報告》顯示，今年一季度，全球金飾消費需求同比下滑23%至300噸。不過，黃金整體需求仍在上漲。今年一季度，全球黃金總需求（含場外交易）達1,231噸，同比增長2%。

## 瑞銀：避險需求減弱 美元中期看跌

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）美伊衝突初期，地緣風險升高驅使避險資金湧入美元，推動美元兌大部分主要貨幣走升。瑞銀財富管理投資總監辦公室（CIO）團隊表示，隨著中東局勢趨於緩和，市場焦點從「危機部署」轉向經濟基本面和主要央行政策決策，「近期美元避險需求正在減弱，美元指數幾乎回吐衝突以來的所有漲幅」。該行預計，短期美元兌大部分G10貨幣仍有望保持堅挺，但大幅上漲空間有限；中期看，地緣衝突或令重倉美元資產的投資者加快多元配置，從而壓縮剩餘資金投向美國資產的需求，美元匯率將逐步走軟。

瑞銀研報指，當前市況下，投資者不會僅僅依據地緣政治消息來交易美元，而是權衡主要經濟體的增長、通脹、利率等前景進行布局。短期看，只要美國經濟數據保持強勁，且聯儲局維持謹慎的寬鬆政策立場，美元指數就仍有支撐。不過，隨着其他主要央行已邁入政策正常化階段，疊加全球風險情緒的逐步回穩，美元大幅上漲空間似乎有限。隨着未

來數月聯儲釋放「恢復降息」信號，外匯市場中的美元淨多頭倉位或被削減至淨空倉。

### 投資者加快多元化配置步伐

「展望中期，美元料逐步走軟。」瑞銀CIO團隊解釋，中東衝突背景下，由於市場對大部分主要央行的政策預期較聯儲局更為「鷹派」，導致美元與澳元、英鎊和挪威克朗等貨幣之間的利差進一步走闊。與此同時，衝突或促使重倉美元資產的投資者加快多元化配置步伐，同時激勵各國增加國防和能源領域支出，這無疑會壓縮其剩餘資金投入美國資產的需求。

### 亞太地區貨幣跑輸G10貨幣

值得一提的是，由於大部分海灣地區原油供給亞洲市場，霍爾木茲海峽航運的受阻，對亞洲經濟體的影響最為顯著。瑞銀數據顯示，本輪中東衝突以來，亞太地區貨幣持續跑輸G10貨幣，亞太貨幣兌

美元跌幅一度達3.9%，目前雖扳回部分跌幅，但平均跌幅仍約2.2%；相比之下，G10貨幣兌美元曾跌3.7%，但目前僅較衝突前水平跌0.9%。

瑞銀CIO團隊認為，隨着地緣政治緊張局勢的緩和，以及美元避險需求的消退，亞太地區貨幣有望進一步回升。幣種選擇方面，建議關注人民幣、韓元、新加坡元、馬來西亞林吉特等具一定韌性的亞洲貨幣，上述貨幣兌美元有望進一步升值2%至4%。中國、韓國、新加坡、馬來西亞有相對較高的能源儲備，可在能源貿易長期遇阻環境中提供緩衝；其中，中國、韓國、新加坡估計有3至6個月的燃料庫存。

瑞銀預計，受宏觀基本面疲軟拖累，泰銖、印尼盾、印度盧比、菲律賓比索或面臨下行風險。泰國的能源貿易逆差佔其GDP的5.2%，這是泰銖承壓的主因，能源價格上漲30%至40%，便可能使其小幅的經常賬戶順差被全數侵蝕，且泰國央行並不樂見匯率升值。