

# 「AI敘事」續強化 科技巨頭領升大市 美息口走向未定 股市忌單邊押注

美國與伊朗上周三簽署諒解備忘錄，隨着60天談判窗口期的開啟，已有多艘油輪穿越霍爾木茲海峽，能源供給回歸預期令油價下挫，並提振美股情緒。美股上周五因「六月節」休市一天，截至上周四收盤，標指、納指、道指依次收漲1.08%、1.91%和0.14%，全周計分別累升0.93%、2.43%和0.71%。華爾街交易員指，上周的地緣政治風險緩解推動美股反彈，惟美聯儲議息會議釋放的「鷹派」信號限制了指數漲幅，鑒於半導體相關板塊仍受投資者青睞，短期「AI（人工智能）敘事」料續強化。分析稱，當前美股情緒雖然高漲，但對潛在政治風險仍須保持警惕；由於投資策略調整周期變得更短，事態明朗前切忌單邊押注。

●香港文匯報記者 倪巍晨 上海報道



## 分析師對美股後市展望

### 財經評論專家鄧宇：

美國與伊朗均會繼續朝著縮小分歧的方向努力，拉鋸戰越久，對美股越不利。AI敘事的結構性行情仍有增量空間，短期留心軍工股回調壓力。

### 申萬宏源證券首席經濟學家趙偉：

當前Mag7的淨資產收益率、淨利率、現金除以市值等指標均強於科網泡沫時期的頭部公司，AI模型能否持續進步，或是AI投資持續性的關鍵。

### 招銀研究院資本市場研究所所長劉東亮：

盈利增長驅動的上升通道雖未關閉，但經歷月初短期衝擊後，市場容錯率有所降低，波動恐加劇，真正的風險是「產業景氣見頂+流動性大幅收緊」。

### 美銀首席策略師Michael Hartnett：

當前美股情緒雖然高漲，但對潛在政治風險仍須保持警惕。倘若美國總統特朗普支持率在9月前未能出現明顯反彈，市場多頭情緒將變得「焦慮不安」。

●高估值壓力為美股短期問題之一。  
彭博社

整理：香港文匯報記者 倪巍晨

## 沃什首秀釋「通脹鷹」 加息與否待觀察

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）美聯儲6月議息會議全票維持「3.5%至3.75%」的聯邦基金利率目標區間不變。作為沃什（Kevin Warsh）履新美聯儲主席後的首秀，此次會議聲明文本大幅縮減，並新增「生產率增長和資本開支強勁」的表述。聲明指，美國經濟活動仍穩健擴張，失業率變化不大，惟通脹仍在上升，部分反映了能源供給衝擊的影響。

分析稱，6月點陣圖整體上移，惟沃什未提供指引，預示點陣圖的參考意義已顯著下降，且沃什在記者會上釋放「通脹鷹」的信號。目前看來，年內沃什的政策立場大概率回歸「逆風而行」規則，即該「按兵不動」就保持定力，需要加息或降息時，就更早落地政策，「年內降息基本無望，但加息與否尚待觀察」。

美聯儲6月議息會議將今年美國PCE、核心PCE從2.7%，分別調高至3.6%和3.3%，並將今年GDP增速預期小幅下調0.2個百分點至2.2%。對於年內政策，聯儲委中有9位支持「至少加息1次」，有8位認為「維持利率不變」，僅1位支持「降息1次」。

### 市場呈現「緊縮交易」特徵

議息會議後，市場呈現「緊縮交易」特徵，2年期美債利率收盤升至4.2%，10年期美債利率重回4.5%，美元指數亦重新站上100整數關，華爾街交易員定價「美聯儲或於明年首季前加息2次」。

## 美聯儲建工作組推動改革



●美聯儲主席沃什表示，當前SEP（經濟預測摘要）不適合政策制定。  
法新社

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）在剛過去的美聯儲議息會議上，值得一提的是，新任主席沃什（Kevin Warsh）在記者會上強調「當前SEP（經濟預測摘要）不適合政策制定」，將組建五個工作小組，全面審視溝通、資產負債表、數據、人工智能（AI）與就業、通脹框架，為後續潛在變革鋪路。

### 擬引入新數據彌補不足

在中國首席經濟學家論壇理事長、國際金融研究院院長連平看來，美聯儲組建五個工作組，旨在推進一系列改革措施。具體看，溝通工作組將全面重構聯儲對外溝通體系，重估點陣圖機制。資產負債表工作組負責測算長期合意資產負債表規模、銀行安全準備金中樞，明確縮表終極區間等。數據來源工作組將研究引入更多高頻實時新數據，彌補現有宏觀數據在決策依據上的不足。生產力和就業工作組將研判AI等科技革命對勞動生產率、勞動力市場的中長期供給側衝擊，修正政策判斷基準。通脹框架工作組負責評估各類通脹衡量指標、論證截尾均值PCE納入政策決策體系的可行性、搭建分層通脹跟蹤框架並設計指標權重方案。

### 未來美通脹壓力或回落

另一方面，連平指出，在就業市場表現較強勁，核心PCE、CPI等傳統通脹指標總體反彈背景下，美聯儲內部「轉鷹」變化明顯。他強調，儘管年內美聯儲降息的概率相對較低，但對通脹擔憂的階段性升高，並不一定導致加息的重啟，「年內仍待觀察」。事實上，隨着美伊諒解備忘錄的簽署、霍爾木茲海峽的料將全面開放，疊加關稅效應的基本消退，下半年至明年，美國通脹壓力很可能逐步回落。

瑞銀財富管理投資總監辦公室發給香港文匯報的研報指，美伊諒解備忘錄的簽署，有助於油價在未來數季逐步回落，進而舒緩通脹壓力。儘管市場預期聯儲或將收緊貨幣政策，但政策預期的逆轉容易對美元構成壓力，至少目前看「美聯儲仍有望在明年3月和6月各降息1次」。

過去一周美國科技股走勢總體偏強，存儲和芯片股表現尤為搶眼。具體看，美股科技七巨頭（Mag7）指數、費城半導體指數（SOX）單周分別累升1.5%和7.26%。

個股方面，上周SpaceX、英偉達、亞馬遜、蘋果、谷歌A、Meta分別累漲14.94%、2.68%、2.45%、2.36%、2.32%和1.9%，惟微軟、特斯拉累跌2.9%和1.46%。當周，西部數據、美光科技、希捷科技、閃迪等存儲股分別累漲32.56%、15.52%、14.95%和10.34%；台積電、博通、英特爾、AMD等芯片股單周升幅分別達9.01%、7.66%、7.56%和5.04%。

### 流入美科技股資金破頂

外電引述美銀首席策略師Michael Hartnett的話說，美伊衝突結束、超大規模雲計算公司在AI基礎設施領域的巨額投入，提振美股信心。上周流入美國科技股的資金規模為192億美元，為歷史新高；截至6月17日當周，流入美國股票基金的資金規模達創紀錄的1,192億美元，按年化估算，今年全年美國股票基金有望吸引7,390億美元資金，有望創歷史紀錄。

財經評論專家鄧宇分析指，美伊簽署諒解備忘錄、伊朗發布霍爾木茲海峽通行新規、科技公司超級IPO的強勢行情，以及美聯儲「按兵不動」預期的企穩等，對美股流動性和安全性起到雙重激勵效應。與此同時，科技巨頭繼續強勢領頭，及第二季良好的業績預期，均對美股帶來積極支撐。他補充說，原定上周五在瑞士舉行的美伊會談突然延期，雙方談判的複雜性愈發凸顯。當前不確定性在於伊朗內部分歧，以及以色列的不同聲音。短期看，美伊均會繼續朝著縮小分歧的方向努力，「拉鋸戰」越久，對美股越不利。

### 泡沫破裂條件尚不充分

SpaceX上市後雖表現不俗，但難掩市場對美股科技泡沫問題的擔憂。有觀點指，美國科技行業正迎來更多大型IPO，而行業巨頭股票回購節奏卻大幅放緩，上述變化或限制市場表現，使美股迎來更多震盪。

申萬宏源證券首席經濟學家趙偉觀察到，4月以來AI引發的美股科技股「一騎絕塵」，得益於芯片設計和製造等「硬科技」公司超預期的業

績和資本開支上修。他續稱，2022年第四季以來，美國AI投資在GDP中的佔比累計提升1%，相比互聯網革命時期1.4%的佔比仍有提升空間。另一方面，美國頭部科技公司雖開始轉向外部融資，但以「淨負債除以EBITDA（息稅折舊及攤銷前利潤）」衡量，尚未釋放過度融資的信號。此外，當前頭部科技公司財務指標穩健，Mag7的淨資產收益率、淨利率、現金除以市值等指標均強於科網泡沫時期的頭部公司。

「美股短期面臨高估值壓力、科技巨頭IPO引發的資金分流，以及市場流動性邊際收緊等擾動因素。」招銀研究院資本市場研究所所長劉東亮相信，由盈利增長驅動的上升通道雖未關閉，但經歷月初短期衝擊後，市場容錯率有所降低，波動恐將加劇。回溯歷史，高估值和高頻融資僅是觸發泡沫的前置條件，真正的風險是「產業景氣見頂+流動性大幅收緊」。他並指，今年北美「雲商」的資本開支指引維持在7,000億美元以上，AI大模型的規模定律依然有效，加之AI智能體興起有望進一步打開推理側算力需求，因此產業景氣度仍穩固，「泡沫破裂的條件尚不充分」。

## 美銀警示政治風險 選情或掀連鎖反應

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）展望後市，申萬宏源證券首席經濟學家趙偉坦言，在就業市場「弱平衡」環境中，美聯儲年



●有專家認為，美伊談判將持續一段時間。  
路透社

內加息機率不高。今年Mag7資本開支增勢有望超60%，建議關注明年增速能否延續高增長；同時，電網瓶頸、設備短缺、居民對數據中心建設的反對意見等，或令AI投資項目延期乃至取消，這些掣肘AI投資的因素也需關注，且AI模型能否持續進步，或是AI投資持續性的關鍵。

「當前美股情緒雖然高漲，但對潛在政治風險仍須保持警惕。」美銀的研報指出，倘若美國總統特朗普支持率在9月前未能出現明顯反彈，市場多頭情緒將變得「焦慮不安」。此外，共和黨若在11月失去參議院控制權，或將觸發「美元大跌、收益率下行、股市下挫」的連鎖反應。

財經評論專家鄧宇留意到，美伊談判預計將持續一段時間，短期內迅速談成的可能性雖有所下降，但美股面臨的地緣衝突壓力有望減緩。他續稱，AI敘事的結構性行情仍有增量空

間，AI股出現資金集中度和風險集中度持續放大的同時，投資策略的調整周期變得更短，短期應留心軍工板塊的回調壓力。

### 「景氣度透支」或成焦點

當前美股盈利質量與應用落地正面臨更嚴苛的審視，「景氣度透支」成為市場焦點。招銀研究院資本市場研究所所長劉東亮認為，AI基礎設施公司高盈利的本質，是對下游應用端潛在回報的提前兌現，隨着估值受到利率的壓制，應用端能否帶來真實的生產率提升和商業閉環變得至關重要。倘若企業級AI應用落地遜於預期，由資本開支驅動的投資循環將面臨斷裂風險。

策略上，他建議保持耐心，靜候半導體階段性泡沫出清後的「黃金坑」，倘若標指完成10%至20%的回調，半導體板塊超漲水分被有效擠出，將是重新配置的較佳時機。

## 專家：全球HALO交易熱將延續

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）「今年以來，AI（人工智能）發展速度遠勝預期，AI亦朝着AI Agent（AI智能體）方向發展，未來或顛覆很多現有行業，市場將從『獎勵AI公司』轉向『獎勵AI顛覆』。」申萬宏源研究海外策略資深高級分析師董易在接受香港文匯報專訪時表示，全球AI浪潮下，市場對AI基礎設施重新定價，電力、芯片、存儲等具較高確定性的AI鏈實體需求受到關注，投資者開始追捧HALO（重資產、低淘汰率）資產。他又指，全球HALO交易熱已持續半年，當前市場擁擠度雖處高位，但HALO交易驅動力在未來1年至3年內仍有望延續。

董易坦言，過去兩年投資者更多聚焦軟件類公司如何借助AI技術發展賦能其他行業，在此環境中，AI鏈實體需求具有較高的確定性。今年以來，全球AI技術發展速度遠超預期，疊加市場開始計價「美聯儲年內不降息，甚至重啟加息」，預期有穩定現金流的實體資產，以及不可複製性資產是較好的投資方向，HALO交易熱度由此升溫。

### 重資產具三大顯著特徵

在談到如何定義「HALO」資產時，董易認為，「重資產」具有三大顯著特徵，一是有較高的資本密度；二是建設周期較長，最早涉足行業的玩家將享受較長的資源溢價；三是進入門檻高，包括電力、存儲等均有較高技術壁壘。至於「低淘汰率」，一個重要的衡量維度是「AI能否通過代碼複製，取代資產的經濟功能」，或者某個資產所處的是實物世界抑或虛擬世界，「若是前者，至少目前被AI取代的概率相對較低，但後者被AI替代的風險確實較高」。

董易說，HALO交易熱度已持續半年，儘管市場擁擠度已處高位，但從未來1年至3年中期維度看，HALO交易驅動力有望延續。他分析，當前全球AI需求依然暢旺，AI對能源的需求亦在偏高位置。與此同時，從海外利率環境、全球供應鏈重構、各國對實物資產保護等角度看，AI安全溢價有望維持偏高水平。不過，若將投資視角拉長到未來5年至10年，市場對AI長期的定價尚不充分，不知道哪家AI公司將脫穎而出。

董易補充說，中期視角下，HALO交易風格有望延續，在AI虛擬世界最終贏家出現前，全球投資者料繼續給予確定性的重資產更高溢價。倘若虛擬世界終局贏家逐步嶄露頭角，市場交易重心或從「獎勵重資產」回歸到「獎勵輕資產領域的贏家」。

市場交易重心或從「獎勵重資產」回歸到「獎勵輕資產領域的贏家」。

### 美股港股平台公司差異大

需指出的是，今年以來美國HALO資產表現亮眼，高盛還將電網、運輸基礎設施、重型機械等廣泛納入HALO交易範疇，強調「網絡基礎設施類資產複製成本極高，不易被淘汰」。

HALO交易熱也從美國傳導至中國市場。董易提醒，今年港股市場有明顯HALO交易的影子，包括公用事業、芯片和半導體等科技硬件受到投資者青睞，A股中的科技硬件、電力資產等標的同樣表現不俗。

董易進一步指出，港股平台類公司相比美國同業有較大差異，其價值更多在於O2O業務，本質仍扎根於實體經濟，而非完全寄居於虛擬世界。上述差異使得投資者對港股HALO資產的理解出現偏差，「港股HALO交易的底層驅動力更多與消費相關，不能將港股平台公司簡單地視為輕資產企業」。至於A股HALO資產佈局，「韜定律」帶來的投資機會，有望在中國半導體發展周期中逐步顯現，由於中國科技公司採取另一條技術路徑，未來更多利好國產半導體和芯片公司。