

AI板塊仍待出清 警惕美股大波動

科技股表現分化 宜配置防禦類資產

美股上周先抑後揚，因亞馬遜財報強化「AI投入開始兌現」的預期，隔夜美股震盪走升。截至上周五收盤，標指、納指、道指分別收漲0.7%、1%和0.53%，全周計分別累升1.05%、1.59%和1.04%。整個7月，標指、納指分別累跌0.13%和3.2%，惟道指累漲0.32%。華爾街交易員指，在經歷動量股大幅回調，及AI龍頭估值有所修復後，美股輪動最劇烈階段或已過去。不過，在地緣衝突、油價波動、關稅風險升溫，以及聯儲政策不確定性背景下，科技板塊倉位或仍未達到預期的「出清」狀態，本月仍要警惕美股高波動風險。分析稱，全球AI整體滲透率仍偏低，加之科技巨頭資本支出的持續擴張，AI產業繼續處在景氣周期，惟內部子行業景氣分化料更顯著，建議在精選科技進攻性頭寸的同時，配置防禦類資產，以應對方向不明的震盪行情。

●香港文匯報記者 倪巍晨 上海報道

過去一周，美國科技股內部繼續分化，萬得美國科技七巨頭（Mag7）指數累升4.1%，費城半導體指數（SOX）累跌4.3%；當周，美股VIX恐慌指數累跌13.94%，處在「正常波動區間」。

三大因素促使美股在7月出現階段性調整。財經評論專業人士鄧宇分析，中東衝突仍處膠着期，短期並無預設結果，紛雜的信息反映了衝突難解。與此同時，聯儲議息會議連續「按兵不動」，表明其對加息或降息政策的謹慎態度。此外，前期大型IPO的獲利，以及科技巨頭業績和資本開支的分化，也是美股有盤面調整的需求。

科技巨頭業績「冰火兩重天」

上周Mag7中有4家發布業績，其中，蘋果公司第三財季總營收和iPhone收入略超預期，但第四財季營收增速或僅9%至11%區間，低於市場預期的12.1%，其拖累因素在於存儲價格的上漲。Meta第二財季表現喜憂參半，其營收同比增長28%略勝預期，但歸母淨利潤卻同比下降14%至158.48億美元，遠不及市場預測的185億美元，且公司自由現金流僅剩7.84億美元，較去年同期的85.49億美元縮水91%，創近四年來新低。

相比蘋果和Meta，微軟及亞馬遜的業績可圈可點。微軟的業績報稱，截至6月30日第四財季，公司營收、運營利潤均錄得18%的增長，雲業務營收同比增長27%，均優於市場預期，表明其收入增長並未被AI基礎設施投入吞噬。無獨有偶，亞馬遜的最新業績，強化了AI投入開始兌現的預期，公司第二財季淨銷售額、營收、淨利潤等同比分別增長20%、43%和245%，其AWS雲服務當季淨銷售額同比增長37%，為近18個季度以來最勁。

美股下半年料錄個位數小幅上漲

美股短期面臨三方面潛在壓力。招銀研究院資本市場研究所所長劉東亮強調，一是高估值壓力，標指前瞻市盈率雖較去年最高23倍有所回落，但絕對水平仍偏高，估值擴張空間有限。二是巨頭IPO帶來的潛在資金分流風險，市場普遍預期今年美股發行量將創紀錄，潛在大型科技公司上市及融資活動或階段性分流流動性。三是聯儲流動性預期的邊際收緊，將對估值構成壓制。他判斷，美股下半年仍處在由盈利增長驅動的上行通道，有望錄得個位數的小幅上漲，但短期擾動因素不容小覷，「真正決定中長期走勢的，是AI產業的景氣度而非估值水平本身」。

內地科企崛起 美巨頭前景受威脅

前海開源基金首席經濟學家楊德龍指出，在中國DRAM（動態隨機存取存儲器）龍頭長鑫科技成功上市並受資金追捧背景下，美股投資者憂心中國科技公司崛起或降低美國相關企業在中國的市場份額，「伴隨着美股風格的切換，交易員開始重新調整倉位」。他坦言，納指6月錄得歷史新高後，始終未向上突破，市場震盪下行態勢愈發明顯，近期部分科技巨頭的業績表現，使得越來越多投資者擔心AI泡沫破裂風險。

鄧宇直言，近期美國與韓國股市震盪行情的關聯風險有所擴大，其肇因是兩大市場在半導體等行業的深度綁定。另一方面，韓國股市的投機氛圍，反映在頭部科技企業的內部分化，包括韓國在AI產業鏈的供需矛盾，以及美股游資的加大活動，引發散戶大量加倉，並放大「羊群效應」，「目前暫難判斷本輪全球科技股的調整是否已經結束」。



在地緣衝突、油價波動、關稅風險升溫，以及聯儲政策不確定性背景下，科技板塊倉位或仍未達到預期的「出清」狀態，本月仍要警惕美股高波動風險。

路透社



美股主要指數表現			
指數	隔夜	上周	7月
標普500	+0.7%	+1.05%	-0.13%
納斯達克	+1%	+1.59%	-3.2%
道瓊斯	+0.53%	+1.04%	+0.32%
整理：香港文匯報記者 倪巍晨			

亞馬遜財報強化「AI投入開始兌現」的預期，隔夜美股震盪走升。

資料圖片

高盛料美股缺乏「燃料」上行

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）高盛最新發布的《資金流向》報告稱，過去數周美股市場經歷明顯的動量回撤與持倉去化，機構整體倉位已有所清理，但實質性降險尚未完成。受限於季節性基金流出、機構進攻意願不足等，8月美股上行缺乏「燃料」，市場或續區間震盪格局。

SpaceX市值減半 AI熱度消退

楊德龍強調，科技巨頭天量資本開支確實增加了市場對芯片的需求，但AI應用端尚未產生很好的效益，「SpaceX上市初期總市值曾高見3萬億美元，但目前已不足1.5萬億美元，指向AI炒作熱度的逐步消退」。

他並提醒，前期美國科技股連續上漲後，科技板塊的市值迭創歷史新高，本輪AI科技革命雖具長期發展的確定性，但科技股漲幅過高極易催生泡沫破裂風險，美股今年恐有「見頂回落」之虞，建議審慎參與科技股炒作，以業績確定性作為選股的核心邏輯。

鄧宇相信，美股本月或現反彈回升趨勢，但高波動性或將延續。一方面，中東衝突反覆博弈令市場信息混亂，進而加劇股市「橫跳」風險，大量散戶押注頭部科技股容易放大集中度風險。另一方面，聯儲始終「按兵不動」，甚至9月亦可能維持現有政策基調，高利率環境將會維持。他建議，重點關注科技股回調的幅度和持

續性，以及新一輪AI產業鏈資本開支擴張的速度。

劉東亮團隊的研報指，回溯歷史，高估值與高頻融資，僅是泡沫形成的前置條件，估值頂點本就難以預測，泡沫的終點往往由景氣度見頂、流動性大幅收緊共同觸發。短期宏觀流動性難以大幅收緊，其對美股的影響更多體現為階段性衝擊，而不是趨勢性逆轉。市場見頂信號需基本面出現實質性惡化，包括超大规模雲商調降資本支出指引、API調用量增速顯著回落，或是流動性層面觸發重大政策收緊等。策略上，建議「標配」美股，科技板塊仍是主要配置方向，而順周期的工業、消費龍頭亦可作為配置補充。

整理：香港文匯報記者 倪巍晨

沃什陷「信譽危機」 聯儲政策進入審慎觀察期

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）美聯儲7月議息會議維持政策利率在3.5%至3.75%區間不變，會議聲明正文部分僅115個單詞，為近20年來最短。聯儲主席沃什坦言，PCE仍是關注指標，2%的通脹目標「沒有任何彈性空間」，若通脹保持高位，利率或是解決的手段之一。分析稱，沃什在記者問答環節的表現堪比「事故」現場，他一邊否認所謂的「軟通脹」目標，一邊卻遲遲不採取任何行動。考慮到沃什仍未清晰解釋「反應函數」，且現階段的政策行為無法自圓其說，沃什短期恐將遭遇「信譽危機」。目前看，下半年聯儲政策大概率繼續滯留在審慎觀察階段。

7月議息會議聲明重提「中東衝突」話題，並指通脹仍處高位、經濟穩步擴張，惟地緣政治因素加大美國經濟不確定性，未來將繼續「致力於實現價格穩定」。本次議息會議上，12位票委中，有9人贊同「維持利率不變」，其餘3位傾向加息25基點。

在例行記者會上，沃什暗示，長端利率上行已在一定程度替代聯儲完成收緊工作，目前無需主動加息。上述言論被市場解讀為「鴿派」，30年期美債收益率一度升見5.24%。有觀點指，沃什似乎放棄了對美債市場的任何掌控感，其簡化溝通的策略，已經



分析稱，沃什在記者問答環節的表現堪比「事故」現場，一邊否認所謂的「軟通脹」目標，一邊卻遲遲不採取任何行動。

路透社

開始適得其反。

申萬宏源證券首席經濟學家趙偉留意到，7月議息會議聲明內容與6月會議基本一致，3位聯儲票委投出反對票，一定程度指向沃什「領導力」的缺失。此外，沃什在記者會上對「反應函數」的描述模糊，且「表決心」的成分更大，整個問答堪比溝通「事故」現場。他相信，沃什的溝通框架改革，將把市場從「交易話術」推向「交易數據、情景和反應函數」。倘若未來聯儲不再提供前瞻指引，短端利率對數據或變得更敏感，而長端利率將更充分反映期限溢價、通脹可信度與財政風險。

機構料下半年「不加息」

瑞銀財富管理投資總監辦公室（CIO）研報指，7月議息會議上，大

部分聯儲官員傾向繼續觀察並等待通脹的進一步改善，聯儲政策正處審慎觀察期。鑒於目前收益率上行和資本開支趨勢強勁，政策利率之外的金融條件收緊，或使聯儲能在更長時間內維持利率不變，並持續觀察未來通脹進展。該行預計，隨著關稅擾動的消退，美國商品通脹或進一步回落，並推動核心PCE在下半年出現更多「反通脹」進展，年內聯儲政策利率有望維持不變。

中國首席經濟學家論壇國際金融研究院資深研究員劉濤提醒，較之前幾任聯儲主席，沃什的政策表態有顯著的「外鷹內鴿、言行分化」特徵，因此很難簡單用「鷹派」或「鴿派」的二元標籤定義。7月議息會議，沃什強調抑制通脹「無法一蹴而就」等，表明其強硬表態下實則暗藏寬鬆的緩衝空間，「下半年聯儲加息概率並不大」。

趙偉判斷，在關稅滯後效應逐步消退、房地產市場疲弱、地產租金通脹低迷，以及工資延續下行背景下，美國核心通脹降溫的趨勢暫時並未被打破，基準假設下「年內聯儲政策或續『按兵不動』」。他補充說，下半年加息至少需要兩種情形，一是AI和工資通脹表現超预期強勁，二是美國債市持續懲罰聯儲的「寬鬆」立場，如10年期美債利率持續攀升。

韓股上月跌22%「救市」初顯效

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）過去一周韓國股市再現巨震，截至上周五收盤，KOSPI指數收報6,595.45點，全周累跌1.42%，較6月創下的9,385.59點歷史峰值跌去約29.7%。單看7月，KOSPI指數累挫22.19%，跌幅僅次於1997年10月創下的27.2%的歷史紀錄。不過，上周五當天，因韓國政府出台「救市」措施，KOSPI指數升幅錄得創紀錄的17.91%，市場情緒大幅改善。分析稱，上周五韓國股市的強勁反彈，主要得益於悲觀情緒的修復，以及外資回補空頭。儘管監管部門的維穩政策降低了市場的資金集中度風險，但短期股市能否完成趨勢反轉尚待觀察。

記者留意到，上周韓國股市波動加劇，並兩度觸發熔断。具體看，周一KOSPI指數收漲0.97%，但翌日KOSPI指數卻收跌10.84%，盤中因跌幅過大觸發熔断。周三，KOSPI指數跌穿6,000點收報5,663.24點，單日跌幅5.98%，盤中出現年內第九次熔断，且為有紀錄以來首次連續兩個交易日觸發熔断，周四KOSPI指數跌幅收窄至1.23%。

韓國財政部長具潤哲上周三在國會質詢中就「單隻股票槓桿ETF在未經充分審慎論證情況下倉促推出」一事公開致歉。同日，韓國金融服務委員會委員李億遠表示，監管部門考慮將相關產品的准入，限制在專業投資者範圍內，並着手研究下調槓桿倍數，以及探討如何保障投資者權益。

上周五，韓國交易所收緊單股槓桿ETF交易門檻，同步啟動SideCar（側邊車）

機制，程序化交易暫停5分鐘。維穩措施下，韓國股市成交量縮水75.3%，但KOSPI指數卻大漲17.91%，升幅為歷史最勁，6,500點整數關得以收復，SK海力士、三星電子股價分別上漲30%和26.81%。當日，外資在韓國股市淨買入7.2萬億韓圓，淨買入規模為歷史之最。

市場數據顯示，5月27日單隻股票槓桿ETF推出以來，韓國散戶淨買入規模達14萬億韓圓，遠超外資約2萬億韓圓的淨買入量。隨着近一個月來韓國股市的暴跌，上述散戶已深陷虧損泥潭。青瓦台政策室室長金容範指出，本輪暴跌是市場尋找均衡點的「再評估過程」，政府正密切監控市場。

摩通：「去槓桿」或近尾聲

摩根大通上周三的研報指，此前高槓桿資金在韓國股市下跌時的強制賣出，放大了KOSPI指數的波動，並帶動其他投資者同步減倉。目前，韓國市場相關槓桿ETF的「去槓桿」過程已基本完成，對沖基金約完成90%的「去槓桿」調整。目前看，在估值已降至低位、盈利動能猶存背景下，韓國股市的倉位結構已較此前更具吸引力。

「外資『機械性拋售』和散戶單隻股票槓桿ETF『爆倉』，是本輪韓國股市暴跌的元兇。」野村證券的報告強調，韓國股市基本面沒有惡化，隨着「去槓桿」接近尾聲，市場下一輪估值重估邏輯將從前期「流動性與槓桿驅動」切換到「基本面與企業回購驅動」，維持今年KOSPI指數目標區間10,000至11,000點的預測不變。