

地緣局勢升溫推高油價，疊加長端美債收益率的走升，以及投資者對美國消費降溫的憂慮，令美股風險偏好降溫。上周，標指、納指、道指分別累跌1.43%、2.05%和0.85%，市場劇烈拋售後，資金轉向金融、醫療、能源等板塊，隔夜美股全線反彈，標指、納指均收漲0.43%，道指更錄得0.98%的單日升幅。華爾街交易員指，當前美股公司基本面依然強勁，AI基礎設施需求持續暢旺，但在油價高企、美債長端收益率居高不下等因素壓制下，市場短期容錯空間或極有限，高估值科技股首當其衝。分析稱，科技巨頭龐大AI資本開支與自由現金流之間的錯配正加劇財務壓力，而長端美債收益率的反彈亦對高估值資產構成壓制，短期須警惕熱門科技股估值回調和市場流動性風險。

●香港文匯報記者 倪巍晨 上海報道

過去一周，科技股整體承壓，費城半導體指數(SOX)、萬得美股七巨頭(Mag7)指數分別累跌5.45%和1.58%；美股VIX恐慌指數周漲6.18%至15.13，仍處於溫和樂觀區間。個股方面，上周Meta、英偉達、微軟、亞馬遜、谷歌A分別累跌6.77%、4.64%、2.45%、1.53%、0.31%，僅特斯拉、蘋果周漲6.02%和1.12%。當周，希捷科技、西部數據、閃迪、SK海力士、美光科技等存儲股分別累跌12.68%、9.7%、2.74%、1.76%和0.5%；英特爾、AMD、博通、台積電等芯片股單周跌幅分別達12.13%、8%、6.24%和1.74%。

上周美股調整是估值壓力與宏觀變量共振的結果。內地經濟學家宋清輝分析，美股前期持續上漲後，科技股估值已處高位，部分投資者開始獲利了結。另一方面，長端美債收益率居高不下，以及油價的走高，使得高利率預期進一步升溫。此外，沃爾瑪業績數據暴露的「美國消費降溫」跡象，增加了投資者對經濟韌性的擔憂。他續稱，標指年內仍保持兩位數漲幅，加之VIX指數仍在溫和區間，信用市場亦未見明顯的系統性風險，「上周市場更多屬於階段性調整，而非行情的趨勢性反轉。」

融資成本增 AI投資恐受壓

宋清輝補充，當30年期美債收益率達到5.25%左右水平，美股尤其是高估值成長股需提供更高的風險溢價，否則資金將重新考慮股票與債券之間的配置關係，近期美債收益率的飆升無疑是科技股調整的重要觸發因素。他又指，長端美債收益率高企環境中，科技公司將提高未來現金流的折現率，其遠期利潤現值將隨之下降，估值中樞受到壓縮。同時，由於企業融資成本的提高，AI資本支出龐大的科技公司，恐面臨更大的融資壓力。

記者留意到，標指成分股中已有超90%的公司完成業績披露，AI驅動淨利潤率從14%升至接近16%，且越來越多非科技行業上市公司，在財報電話會上明確量化AI帶來的實際效益。從近期美股公司續後股價反饋看，凡能證明AI投入正產生現金回報的公司，往往獲得了市場獎勵，反之則受到懲罰。外電援引Nationwide Funds Group首席策略師Mark Hackett的話說，過去五年，AI對大多數企業而言是成本中心，僅超大規模雲商能從股價層面獲益，但今年是個拐點，「AI開始真正充當利潤中心」。

宋清輝表示，近期美股資金正從「高估值、高擁擠」板塊向「業績確定性更強、產業景氣度更高」的方向遷移。前期科技行情中，頭部科技公司和部分芯片龍頭的股價已錄得較大漲幅，其估值充分反映了未來的增長預期，在利率上升環境中，上述板塊成為拋售的重點。他強調，資金並非簡單逃離科技資產，而是在科技股內部進行再定價與再配置，未來美股AI行情或從「全面上漲」逐步進入「業績驅動、強者恒強」的結構性行情。

標指二季度成分股的盈利增速約32%，顯著優於財報季開啟前23%的市場預期。伴隨着近期市場樂觀情緒的高度擁擠，美銀「牛熊指標」也處在9.3的「賣出」信號區間，表明投資者對意外利空消息或更敏感。

地緣局勢升溫推高油價 市場憂打擊消費信心 美股三大指數上周齊跌 警惕熱門科技股估值回調



●分析師指，短期須警惕熱門科技股估值回調和市場流動性風險。

路透社

分析師看美股後市

內地經濟學家宋清輝

●美股正處在高位震盪和估值消化階段，建議關注AI基礎設施中有真實訂單和現金流支撐的存儲、光通信、電力、數據中心，以及金融、能源等得益於經濟和利率環境的板塊。

興業證券策略研究中心總經理張啟堯

●「強美元」敘事的降溫，以及海外流動性預期的邊際改善，為非AI板塊估值修復營造良好環境，有利於市場風格從「極致AI交易」向更加擴散的結構演繹。

美銀首席投資策略師Michael Hartnett

●美股仍處在強勢區間，盈利增長、財富效應、AI資本開支等均對「多頭」構成支撐，鑒於市場資金和倉位顯著偏向上漲，中期選舉結果若遜預期，美股波動恐被放大。

整理：香港文匯報記者 倪巍晨

「中期選舉是美股AI牛市的關鍵分水嶺。」美銀首席投資策略師Michael Hartnett的署名研报指，美股仍處在強勢區間，盈利增長、財富效應、AI資本開支等均對「多頭」構成支撐，鑒於市場資金和倉位顯著偏向上漲，中期選舉結果一旦遜於預期，美股波動恐被放大。他相信，倘若共和黨守住參議院，且得州州長Greg Abbott成功連任，美股尤其是AI板塊有望進一步走強，並可能在明年演繹「泡沫式」行情，反之「美股或現逾10%的大跌」。策略上，報告建議同時做多AI科技，以及被市場長期冷落，但在名義GDP最終沖頂期有望被拉升的超跌周期性資產。報告還建議，投資者在跨市場布局方面不妨繼續「做多」黃金和港股的房地產板塊。

興業證券經濟與金融研究院院長助理、策略研究中心總經理及首席策略分析師張啟堯指出，科技巨頭新一輪財報再度驗證了AI產業的景氣，市場對科技基本面的態度也更趨客觀理性。當前「強美元」敘事的降溫，以及海外流動性預期的邊際改善，為非AI板塊估值修復創造良好環境，有利於市場風格從「極致AI交易」向更加擴散的結構演繹。他並提醒，美國關鍵就業和通脹數據的下行、加息預期的緩釋，為更廣泛的市場修復提供邊際寬鬆的流動性環境，建議關注本月末聯儲主席沃什在「傑克遜霍爾全球央行年會」上釋放的指引。

提防加密資產相關股票風險高

宋清輝相信，美股短期正處在高位震盪和估值消化階段，市場仍面臨三大風險。一是長端美債收益率的繼續上行，二是高油價將重新推高通脹、壓縮聯儲降息空間，三是美國消費、企業盈利，以及AI資本開支回報率出現低於預期的信號。投資策略上，建議重點關注AI基礎設施中有真實訂單和現金流支撐的存儲、光通信、電力、數據中心，以及金融、能源等得益於經濟和利率環境的板塊。他並提醒，加密資產相關股票近期因監管環境改善預期走強，但短期波動同樣極大，僅適合有較高風險承受力的投資者。

美財政部出手 擋不住長債息升勢

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）市場對美國通脹風險、財政赤字擴張，以及聯儲政策不確定性的深層憂慮，推動長端美債收益率持續走高。上周，美國10年和30年期國債收益率分別曾升見4.75%、5.33%，各創2025年1月及2007年6月以來新高。為穩定長端美債收益率、改善老券流動性狀況，平滑資金波動，美國財政部上周三宣布，對長期美債的流動性支持回購規模將「至少擴大一倍」，即由20億美元提高至40億美元，回購對象涵蓋10年至30年期債券。市場人士指，上述操作既未消除政府融資需求，亦沒有解決投資者對美債供應的憂慮，且對利率中樞的影響有限。中長期視角下，長債的擴容疊加AI發債衝擊，將推動長端美債中樞進一步抬升。

申萬宏源證券首席經濟學家趙偉觀察到，截至本月7日，10年期美債利率從4.19%升至4.65%，升幅46個基點，同期10年期實際收益率同步上行46個基點。考慮到美國10年期盈虧平衡通脹仍保持2.25%，美國實際利率是長債收益率上行的主要驅動力。另一方面，美國7月非農數據意外減少2.3萬人後，市場仍保留聯儲年內加息1.2次的定價，這也推動利率的抬升。

值得一提的是，美國財政部出手干預債市，為長端債券托底的行動，未能改變長債收益率居高不下的格局。截至上周五收盤，10年和30年期美債收益率分別收報4.73%、5.27%，惟債券收益率波幅顯著收斂。

外資減持美債 5個月最多

瑞銀美洲首席投資官Ulrike Hoffmann-Bur-



●聯儲政策不確定性刺激長端美債收益率走高。路透社

美日聯手干預難扭日圓走弱趨勢

香港文匯報訊（記者 倪巍晨 上海報道）美日聯合干預匯市後，日圓兌美元匯率總體偏弱，截至上周五收盤，8月日圓兌美元仍累跌0.86%，盤中一度走軟至159.77日圓。不過，日本7月通脹數據的回升，強化了日央行加息的預期，美元兌日圓匯率上周累升0.23%至158.93日圓，終結周線兩連跌。分析稱，日本實際利率繼續處在負值區間，該國央行亦難推出激進式加息，加之聯儲政策仍具不確定性，政府的匯市干預並未改變日圓匯率走弱的底層邏輯。短期看，9月美元兌日圓匯率或進一步升見162日圓，但此後有望在160日圓上下波動。

申萬宏源研究資產配置首席分析師金倩倩表示，本輪日圓匯率貶值周期始於2022年後，其肇因是日本貿易賬戶和財政政策的雙重惡化，且該國央行政策獨立性偏弱。此外，日本政府面臨的財政信任危機、地緣衝突引發的高油價，以及美日高利差帶來的「套息交易」空間，進一步加速日圓貶值。

市場數據顯示，7月日圓兌美元加速貶值，一度跌見163.97日圓，美日政府為穩定市場罕見聯合干預，日圓匯率曾反彈至155.22日圓。不過，本月日圓匯率仍反覆搖擺，儘管上周錄得小幅升值，但匯

率面臨的基本面壓力並未消除。

防美債遭拋售 美國托舉日圓

金倩倩分析，目前日本是美國國債海外最大持有國，日圓匯率的持續貶值，或迫使日本拋售美債護盤，進而推升美債收益率。正因如此，美國採取「拋售歐元、買入日圓」的創新操作托舉日圓。她並指，日本外儲中，外幣的儲備規模約萬億美元，隨着干預代價的增加，未來日本干預能力也將下降，「年內日本匯市干預窗口已經有限」。

瑞銀財富管理投資總監辦公室(CIO)團隊指出，政府層面的匯市干預，一定程度上限制了日圓短期內大幅貶值的空間，

使得市場投機性日圓淨空頭頭寸顯著回落。不過，近期日圓匯率的再度波動，表明投資者可能正在重新測試政策制定者捍衛日圓匯率的決心。

CPI連升59個月 最快下月加息

日本總務省上周五發布的7月CPI同比上漲1.9%，創年內新高；當月，日本能源價格同比由6月下降0.4%轉為上漲0.6%，剔除食品和能源價格後的「核心CPI」同比上漲1.8%，已連續59個月同比上漲。日本通脹數據的進一步走高，強化該國加息預期，交易員押注日央行最快或於9月加息，且不排除年底前加息兩次的可能性。

展望未來，瑞銀的研报指，美日聯合干預匯市並未改

變日圓匯率走弱的底層邏輯。一方面，當前日本實際利率仍處於負值區間，未來日本央行或將以漸進方式推動貨幣政策正常化。另一方面，美國經濟數據表現，以及聯儲政策路徑，仍是未來決定日圓匯率變動的關鍵變量。短期看，9月美元兌日圓匯率或進一步走升至162日圓，但12月有望回落至160日圓左右，並在明年上半年進一步回調至158日圓。倘若日圓匯率貶至163日圓或以上水平，建議投資者賣出一個月期限的美元兌日圓看漲期權。

金倩倩對日圓未來走勢給出三種假設，一是地緣局勢若能緩和，將帶動油價回落、美國通脹壓力走低，聯儲亦將獲得降息空間，屆時日圓兌美元會有序溫和升值。二是美國經濟衰退預期升溫，且日本央行超預期加息，觸發美日利差收窄，「套息交易」逆轉背景下，日圓兌美元或惡性大幅升值。三是地緣衝突變成「持久戰」，油價高位時間拉長，疊加日圓基本面的脆弱，殃及日圓匯率繼續貶值。她並提醒，隨着美國中期選舉窗口期的臨近，美債利率被市場多次試探，成為特朗普團隊「選戰」期間的重要掣肘，日圓匯率進一步大幅貶值的概率邊際下降。