

投資者沽美元資產 美債岌岌可危

投資全方位

金針集

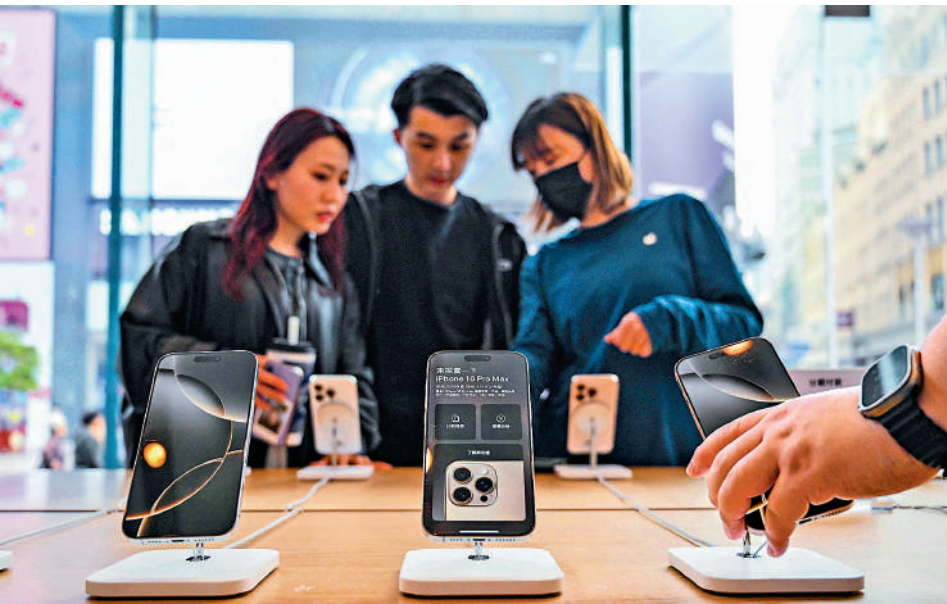
特朗普政府陣腳大亂，頻頻調整關稅政策。繼暫緩實施所謂對等關稅之後，又對手機、電腦等電子產品給予徵稅豁免，反映美國對全球加徵關稅得不償失，如同自毀金融及經濟，導致美債危機一觸即發，以及美國科技王牌行業面臨致命性衝擊。

大衛

美元、美股及美債驚現齊齊插水的場面，市場對美元資產投資信心潰散，正在動搖美國金融霸權的根基。近日美國金融市場動盪的表現，正是市場向特朗普錯誤的關稅政策發出怒吼，例如美元匯價急跌至三年低位、美國科技股陷入大熊市，以及美國國債出現四十多年來最大震盪，尤其是美債市場岌岌可危，缺乏買盤支持，已出現流動性危機的不祥之兆。

資金換馬買德債避險

事實上，關稅政策引發美國經濟衰退及嚴重通脹，對美元、美債構成巨大衝擊。今年美匯指數已跌8%，對於近年回報頻頻見紅的美國國債市場更是雪上



加霜，目前走勢異常兇險，跌勢一發不可收拾，恐釀成金融風暴。持有美國國債資產的投資者，隨時面對蝕價又蝕匯的雙重損失，可以預期美債沽壓持續增加。

除了日本、中國可能進一步減持美債之外，近期已見有國際資金沽出美國國債，轉買德國國債。

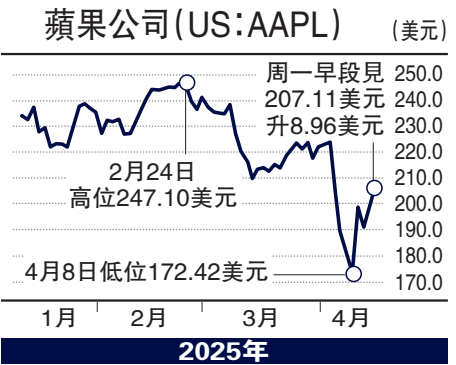
其實，近周美國政府債券拍賣反應出乎意料之外的冷淡，債息上升仍未見

買家增加，市場呈現需求不足，拖累30年期國債息率一度抽升上5厘，似乎美債出現流動性問題，外國投資者對購買美國國債意欲低落，顯然是對美國貿易霸凌行為作出無聲抗議與抵制。

美債息飆升 華府再融資吃力

值得注意的是，現時美國公共債務規模超過36萬億美元，隨著債息不斷上升，發債成本上升持續增加，每年債務

▲美國科技業高度倚賴海外產業鏈及供應鏈，而iPhone真的在美國生產，每部生產成本會由目前1000美元倍數上上升至3500美元。



利息支出已超逾萬億美元，債務利息佔國內生產總值佔比上升3%，為1995年以來最高。若然美債繼續潰淪、價格不斷下行，發債融資填補赤字日益困難，並需要支付更高息率，才能吸引足夠債券買家，終有一日美國支撐不住，出現債務違約。

眼見美債瀕臨爆煲，相信特朗普被迫向市場力量屈服，暫緩實施所謂對等關稅，由此暴露出美國其中一大「死

穴」，脆弱的美債根本無法承受關稅戰的衝擊。

企業投資萎縮 科技業大倒退

同時，發債融資成本大漲，無可避免窒礙企業研發、投資萎縮，美國科技業面臨大倒退。更重要的是，美國科技業高度倚賴海外產業鏈及供應鏈，如手機、電腦、芯片電子等產品不獲徵稅豁免，恐怕會給予蘋果公司、英偉達等美國科技龍頭企業致命打擊，企業壓根不可能將生產製造工序搬返美國本土，由此只會往死胡同裏鑽。

例如市場估計在美國生產iPhone，每部生產成本會由目前1000美元倍數上上升至3500美元，蘋果公司根本無法再生存下去，股價跌勢有餘未盡。因此，特朗普關稅政策不止令美國科技業倒退十年，甚至會有滅頂之災。如果特朗普落實對半導體產品（包括電子產品）加徵關稅，就如同自殘經濟行為，隨時親手將美國科技強國地位摧毀。

總之，美債市場脆弱，加上美國科技巨企高度依賴包括中國在內的海外產業鏈和供應鏈，成為美國兩大「死穴」，特朗普關稅政策損害美國以至世界利益，注定一敗塗地。

心水股	泡泡瑪特 (09992)	商湯 (00020)	華潤電力 (00836)
-----	----------------	--------------	----------------

股份升勢均勻 恒指五連漲共進1589點

頭牌手記 港股昨日昂然進入第五個交易日上升。恒指高開後節節推進，回吐被一消化吸收，恒指有序上揚，越21000關而且直逼21600點水平，最高為21517點，升603點，低點為21224。收市報21417，升502點或2.4%。五連漲共進賬1589點，為上周一下挫3021點的52.6%。能收回一半以上失地，值得大家高興。成交額略減，有2533億元，較上周五少231億元，可以講是回復正常水平。

憧憬中概股回流 看好港交所

二十隻熱門股中，有十九隻升，只小米（01810）下跌。小米回軟2.3%，或與旗下一家科技公司發行200億元人民幣債券有關。也可講乃

「借勢回調」，畢竟前一段日子小米已升了許多了。上升股中，排頭位的是港交所（00388），收334元，升6.9%。利好因素是市場憧憬在美上市的中概股很快會回來香港作第二上市。大家都知道，在當前的環境，中概股加快回歸步伐，是安全和戰略的需要。事實上，香港有關部門也已公開表示歡迎，並為此作好準備。港交所有這一批精英股加盟，可謂如虎添翼，擴容目標可達，並有望促進成交額。港交所上升，十分合理。

同港交所升幅相近的有小鵬汽車（09868）漲6.7%；泡泡瑪特（09992）漲6.4%。此外，升4%至5%的還有中石油（00857）、友邦（01299）、滙控（00005）、阿里巴巴（09988）。

近日大市有個特點，就是升幅較

全面，惠及不少股份；同時上升也有規有矩，間中有回吐，令即市走勢保持穩定及健康。以內銀股為例，昨日都是有多个上升及調整浪後最終以升浪結尾。這樣的走勢培育股份的韌性，使得升市可以延續，不會「一招了」。對此，我頭牌表示欣賞。

特朗普的瘋狂關稅戰已愈來愈顯出其荒謬、無知、狂妄、無能的特性。「搬起石頭砸自己的腳」是最佳寫照。在這一役裏，內地A股的表现一直有條不紊，有序緩升，顯示越來越成熟、穩重。似乎，「國家隊」更着重於掌握一個「度」，即每次推上，都有度數，每次調整，同樣關注其幅度，即使內地A股之升幅比港股慢，我也不認為是力有不逮，其所以如此，只是「刀法有別」，運用的戰術戰略有所不同而已。

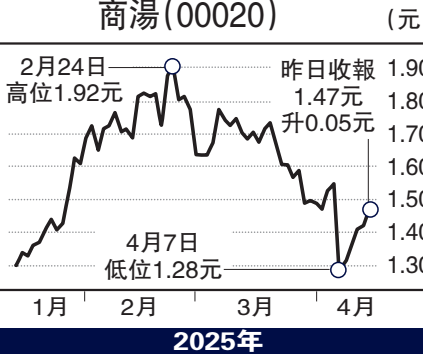
商湯實現盈利在望 目標1.7元

經紀愛股 在人工智能(AI)發展浪潮中，商湯(00020)上周四在上海舉辦「2025商湯科技交流日」發布「日日新V6」(SenseNova V6)多模態大模型，為產業注入新動力。「日日新V6」特色鮮明，實現多模態深度融合。其突破傳統語言模型對文字的依賴，借助影像、影片等資料提升能力，讓模型更能理解複雜世界。

技術層面，「日日新V6」建構多模態長思維數據，可處理長達64K的上下文，超越主流模型。融合的多模態強化學習引擎，能和現實互動獲取知識，具備全局記憶能力，可連貫思考。推理能力尤其突出，在理科推理和數據分析上領先國際頂尖模型。商湯積極推動科技落地應用。在

財務審核報銷、商品比價、教育、影片內容創作等領域，「日日新V6」展現強大實力，提升效率、簡化流程，也提供使用者個人化服務。

基於此模型，商湯推出許多創新產品。有專為兒童打造的Ling AI學伴機，還有具備全景視界感知、情緒互動及心理健康篩檢功能的「飛燕」機器人等，盡顯模型在多領域的應用潛力。



「日日新V6」應用潛力大

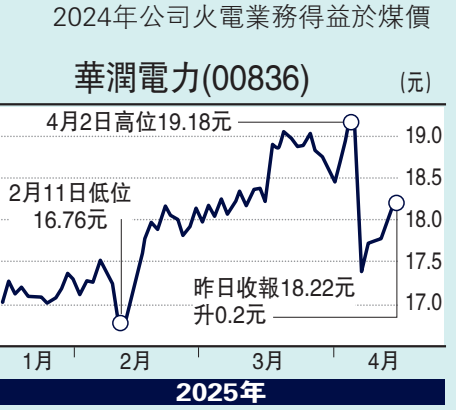
商湯聯合創辦人、董事長兼首席執行官徐立表示：「AI之道，在於百姓之日用。『日日新V6』已跨越多模態邊界，釋放推理與智能的無限可能。」同時並透露，雖然多模態模型投入大，但預計明年實現經調整獲利，這是上市後首次轉盈。他對生成式AI業務成長率樂觀，相信多模態模型差異化能力會隨技術和用戶量增加而強化。商湯股價近期雖有波動，但已重上250天線，可望在技術、產品和策略優勢帶動下反彈。投資者可考慮在1.4元買入，目標1.7元，跌破1.25元止蝕。

（作者為香港股票分析師協會理事，並持有此股）

波動市選公用股 潤電攻守兼備

股海篩選 美國關稅大棒仍未落下，建議投資者還是以防禦為主，增加防守性股份持倉佔比，可關注受經濟政策環境波動較小的公用類公司，在宏觀環境不明朗的情況下，電力及公用事業板塊憑藉需求剛性、現金流穩定、政策護城河等特性，屬於理想的防守型投資，華潤電力（00836）作為兼具火電盈利修復確定性及新能源高成長潛力的龍頭，在關稅擾動與經濟轉型的雙重變局中，具備「攻守平衡」價值。

在貿易緊張局勢和經濟放緩中，仍看到電力股基本面的高度穩定性及確定性，其中潤電在收益率上具備更大確定性及更好的營運效率，並將繼續受益於煤炭價格下降。潤電的發電利用小時數一直領先於同業，因此享有更高的盈利能力。



的下降，燃料成本下降6.8%，盈利能力得到進一步修復。公司預計2025年單位燃料成本再降7%至8%，標煤單價可能跌破每噸900元人民幣，對沖部分火電年度長協電價下降影響。隨着2026年容量電價執行標準上調，還將為公司進一步提供穩定現金流，按照現有規劃，2026年公司容量電價收入規模有望達到60至70億元人民幣的規模。

但公司憑藉大量新增裝機帶動可再生能源售電量同比增長19.2%，對沖了部分電價下降的影響。公司目前項目儲備充沛，在建風電裝機9856兆瓦，在建光伏裝機8861兆瓦，2025年目標新增裝機10吉瓦。公司項目集中在中東部地區，市場化電價水準高，綠電需求旺盛，未來新能源項目盈利能力有望得到一定保障。

中國電力需求增長具強韌性

2024年全社会用電量增速預計達6%至7%，顯著高於天然氣需求（受工業出口疲軟拖累）。潤電新能源裝機則受益於中國能源自主戰略，受國際貿易摩擦直接影響有限，成為宏觀不確定性中的理想配置標的，此外，投資者還需關注潛在的中美貿易談判及中國寬鬆政策的加碼對整體市場的提振。

（作者為獨立股評人）

映恩布局多種創新藥 前景看俏

股壇魔術師 近年有不少18A生物醫藥公司上市，但受市場矚目的明星公司則寥寥可數。本季終於打開缺口，迎來了獲15家重磅基石投資者入市支持的明星18A公司——映恩生物（09606）今日在港掛牌，將有望打開抗體偶聯藥物（ADC）創新藥企的新篇章，後市值值得看好。

市值料超千億元

雖說近期美國關稅渾政帶來的波動，而且對恒生指數的殺傷力絕不亞於歷史上任何一次股災，然而，大型及長線基金仍然樂於舉牌入市，說明映恩生物的潛在價值巨大，未來或有望成為下一家市值千億的創新醫藥巨企。

映恩生物昨天公布招股成績，國際配售錄得近15倍的認購佳績，成為了自2022年以來國際配售認購倍數最高、集資規模最大的18A生物科技港股上市項目，募資金額更從1.83億美元提高至2.11億美元，充分反映市場對其價值的高度肯定。假設後續在完全行使「超額配售選擇權」（也稱為行使「綠鞋機制」、「綠鞋配售」）的情況下，最終募資金額更將攀升至2.43億美元。

根據其定價及發行股數計算，已成為歷史上5000萬元或以上項目中估值升幅最大的18A公司，超過300%。

公司成立僅五年，憑藉卓越的在研藥物管線，過去幾年已達成了數項對外授權許可及合作，夥伴包括BioNTech、Adcendo 百濟神州（06160）、Avenzo Therapeutics及GSK等鼎鼎大名藥企，交易總值逾6億美元。截至3月28日，已收到約5億美元的前期付款；1月亦通過其附屬公司與三生製藥簽訂合作協議。可見實力冠絕港股ADC同儕。

ADC技術領先全球

映恩生物目前擁有全球領先的ADC技術四大平台，即映恩免疫毒素抗體偶聯平台（DITAC）、映恩創新雙特異性抗體偶聯平台（DIBAC）、映恩免疫調節抗體偶聯平台（DIMAC），以及映恩獨特有效載荷抗體偶聯平台（DUPAC），廣泛覆蓋兩大腫瘤及自身免疫疾病的治療領域進行針對性的創新藥物開發布局。迄今已建立由12款自主研發的ADC候選藥物組成的極具創新及差異化的管線，包括7款臨床階段的ADC候選藥物。

指點金山 美匯指數上周創三年新低，國際原油下探四年低點後回升，現貨黃金巨震上揚衝破3200美元。市場受國際貿易局勢、美聯儲會議紀要、美國通脹數據等主導，政策不確定性與貿易衝突加劇全球資本再配置。特朗普關稅政策走向仍是本周市場的核心變數，同時，美國零售銷售、新申領失業救濟金及多國消費物價指數（CPI）等數據，將揭示經濟動態；美聯儲主席鮑威爾講話或暗示利率前景，歐加央行利率決議可能調整政策路徑，疊加澳洲聯儲紀要公

布，市場波動風險上升。多重因素交織下，金融市場波動性或延續。美國2月批發銷售月率意外大增，3月末季調CPI年率創半年低位，生產價格指數（PPI）低於預期，4月密歇根消費者信心暴跌，通脹預期飆漲。貿易戰加大經濟衰退風險，投資者擔憂重重，交易員押注美聯儲6月恢復降息；美債、美匯大跌，大宗商品價格分化，黃金避險與抗通脹功能凸顯。

特朗普試圖通過關稅來推動製造業回流，解決貿易赤字，但政策實施混亂，引發全球投資者對美國資產信

任崩塌，加速去美元化進程，致美匯和美債大跌。

金價首關挑戰3320美元

技術分析，黃金周線運行於BOLL上軌外且KD高位鈍化，日線圖BOLL通道擴張，KD黃金交叉，短期仍有上攻動能但需警惕衝高回落。重要阻力在3267至3320美元，無法突破並企穩3320美元，可能回撤修正；關鍵支撐在3203至3147美元，不破3203美元仍有上攻機會。

（作者為第一金（福而偉金融控股集團成員）高級分析師）