

投資全方位

金針集

特朗普的關稅政策嚴重衝擊美國的全球信用，更引致首季經濟陷入收縮。華爾街投資者紛紛發出嚴厲警告，全球正重估美元投資價值及持倉比重，有可能爆發貨幣危機，動搖美國在全球經濟的主導地位，最終成為大輸家。

大衛

特朗普上台百日，美國金融壞消息接踵而來，華爾街股市高台跳水，美國企業投資及消費收縮、零售商提價推高通脹等，市場形容為「特朗普百日之亂」。最新數據顯示，美國首季經濟環比收縮0.3%，呈現衰退跡象，通脹上升壓力增加，反映關稅政策自傷程度超出預期，美國民眾噩夢未知何時結束。客觀事實是，未見製造業大舉回流，反而出現美股債大撤資。據報美國4月份關稅估計增加數十億美元，但美股美債已出現千億美元的大走資，美國發動關稅戰，佔不到別人便宜，反損



自身利益。

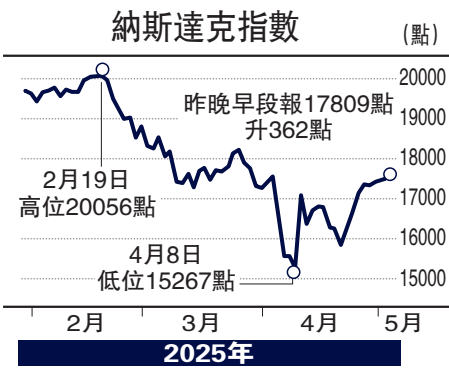
股債走資千億美元 得不償失

美國作為全球第一大經濟體，向全球濫加關稅，連盟友也不放過，與全世界對立，引起公憤，首當其衝是美國股債資產，成為拋售對象。高盛數據顯

示，3月以來，外國投資者合共淨沽出630億美元的美股，主力沽家是歐洲投資者。在特朗普美國優先政策下，歐洲投資者為分散風險而拋售美股，轉投中國與中東等股市，反映全球對美國信任度下降。

美債拋售壓力比美股更大，因美國

◀美國首季經濟環比收縮0.3%，呈現衰退跡象。



政府將有6.5萬億美元債務到期。市場對美債需求下降，進行再融資有一定難度。近期市場頻傳特朗普政府提出外國投資者持有的美債強制兌換為百年期零息債的想法，令美債壓力加劇，加上日本機構帶頭減持美債，單在4月首兩周已沽出200億美元的外國債券，相信大部分

為美債。粗略估計，近月外國投資者減持千億美元的美股債資產，規模前所未見，導致美元跌勢加劇。若美匯短期無法重上100點，將下試90至95支持位，美國恐爆發貨幣危機。

股債長期走弱 金融霸權地位危

關稅戰持續，美股匯債無運行，將陷長期弱勢困局，全球加快去美元化步伐，減持美元資產組合，美元佔全球外儲比重勢再創新低，未來可能降至57%以下的水平，代表美金融霸權急速衰落。正如大摩行政總裁Ted Pick指出，關稅影響美國在全球的信譽，動搖全球經濟主導地位。由此可見，特朗普2.0時代成為美元霸權地位盛極而衰的轉折點。事實上，特朗普上任僅百日，標普指數跌8%，市況為1974年福特接替尼克松出任總統以來最差的百日走勢。當前全球拋售美元資產浪潮非比尋常，股匯債跌跌不休，美元信心危機警號長鳴，隨時會釀成金融風暴。

心水股

滙控 (00005)

中銀香港 (02388)

中國平安 (02318)

港股五月可望守穩二萬二

頭牌手記
沈金
四月港股以恒指較三月下跌1000點收官。我認為表現已經不差了。因為四月乃特朗普舞弄關稅大棒張牙舞爪之時，全球股市均蒙上陰影，而港股最終埋單計數，只「蝕」千點，證明在內地維穩資金支持下，加上本地資本的努力，終於頂住壓力，沒有倒下。以此勢而步入五月，自然令投資者有更大的信心，一是守穩22000點關，二是以個別發展優者先行的方式「慢牛」推進，可望一點一滴取得成績。

環球股市恐急風暴雨

自然，投資者不要期望會有特大的升市。雖然不少輿論認為，中美關稅戰首個回合已顯示特朗普敗下陣來，但此人絕不會認輸，一定會再鬥下去，尤其是時間已緊迫，六月是美國國債發新債換舊債之期，若搞不

定，美債定會急瀉，故五月對特朗普而言，是拚老命向各國收割關稅韭菜的時候，估計環球股市不會平靜，對於掀起的急風暴雨，大家要有心理準備。

以前我講過，保守的投資策略有兩個「竅門」，一是堅持選可持續派高息的優質股，二是按派息日期選股，先近後遠，買入、持有、收息，是這一段不明朗日子的戰略特色。

滙控吼低吸納及持有

五月優質高息股除淨的有不少。例如滙控(00005)，剛剛公布的第一次中期息派0.1美元，除淨日是5月8日。此股仍有6至7厘息，又繼續以30億美元回購股份，適合保守投資人吼低吸納及持有。

滙控附屬恒生銀行(00011)除淨日為5月14日，每股派1.3元中期息，有6.2厘息，合收息人士持有。

恒隆地產(00101)將派末期息0.4元，5月7日除淨，我認為頗值得一博，一來周息率高達8.2厘，二來經過一段日子牛皮，似有尋求向上突破之勢。今年是恒隆成立65周年，在上海恒隆廣場曾辦促銷活動，反應良好。以一隻收租股而言，現價6.37元，市賬率低至0.23倍，應該抵買。

中國平安(02318)末期息派人民幣1.62元，5月15日除淨，周息率5.9厘，可在低位吸納。

電能實業(00006)末期息派2.04元，5月26日除淨。現價51.35元，周息率5.5厘，為公用股穩健之選。

中銀香港(02388)派第一季中期息0.29元，5月14日除淨，我講過是本人最喜歡股份之一。

上述六股，都是穩陣之選，合收息用，風險應不大。

港交所季績超預期 目標價385元

大行觀點
花旗發表報告指出，港交所(00388)2025年第一季度淨利潤41億元，按季增長8%，按年增長37%，超出市場預期5%。總收入69億元，按季增長7%，按年增長32%，超出市場預期3%，因投資收入強勁。核心收入基本符合預期，而投資收入按季增長11%，按年下降1%，較市場預期高21%。營運支出為20億元，按季下降4%，按年增長7%，超出市場

預期4%，主要由於員工費用降低。EBITDA利潤率達76.6%，按年提高5個百分點。該行予港交所「買入」評級，目標價385元。

摩根大通發表研究報告指，港交所首季業績表現強勁，主要來自證券及衍生品日均成交額大幅增長，以及淨利息收入增長的推動。展望未來，摩通認為日均成交額可能回歸至正常水平，維持「中性」評級，預期市場交易量的持續變化、中概股回歸明確

時間表等將是左右港交所未來股價表現的潛在催化劑，目標價340元。

高盛的研究報告指出，港交所首季每股盈利達3.23元，按年升38%，勝該行預期2%。EBITDA稍稍高過該行預期2%，有效稅率16%，符合該行預期。除稅後純利則高過該行預期2%。該行給予港交所目標價378元，評級「買入」。港交所公布季績後股價造好，周三收市報340.8元，升5.4元。

平保逢低布局 中長線持有

財語陸陳永陸
中國平安(02318)近日公布2025年第一季度業績報告，儘管歸母淨利潤同比下降26.4%，但歸母營運利潤逆勢增長2.4%至379億元（人民幣，下同）。大家應留意，由於壽險及健康險大部分為長期業務，平保應以營運利潤指標予以衡量。期內，平保受包括平安健康納入集團合併報表時帶來的一次性損益、美元可轉換債券的轉股權價值重估損益等影響，而去年同期該類事項為以陸金所控股為標的的可轉換本票的價值重估損益，因此平保盈利能力並沒有倒退。

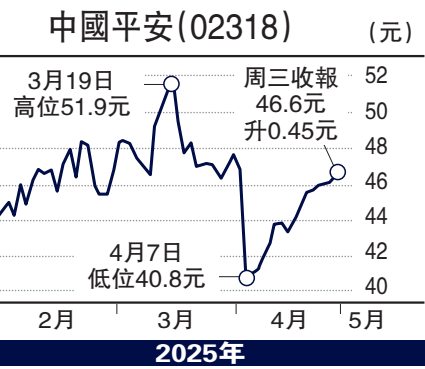
新業務價值表現理想

另外，期內新業務價值(NBV)更大幅增長34.9%，反映其「綜合金融+醫療養老」戰略轉型成效顯著。在當前低估值背景下，平安的長期投資價值正逐步浮現。期內，壽險及健康險業務營運利潤增長5.0%，成為主要驅動力，而且其新業務價值強勁反

彈，NBV同比增長34.9%至129億元，新業務價值率(NBV Margin)亦大幅改善10.4個百分點至32.0%，顯示產品結構優化與渠道改革成效。

此外，其綜合金融優勢深化，個人客戶數達2.45億，持有4個及以上合同的客戶留存率高達98%，客均合同數企穩，驗證生態協同效應。再者，期內平保風險管控能力突出，產險綜合成本率優化3.0個百分點至96.6%，銀行不良貸款率維持1.06%，核心一級資本充足率提升至9.41%，資產質量穩健。

事實上，平保在壽險改革已進入收成期，代理人渠道人均NBV同比增長14.0%，銀保與社區金融渠道NBV分別飆升170.8%及171.3%，顯示多元化渠道策略成功。此外，醫療養老服務(覆蓋75城、19萬客戶)強化客戶黏性，推動高價值保單銷售。通過「一個客戶、多種產品」模式，中國平安在低利率環境下分散風險的能力優於同業。銀行、資管等業務貢獻穩定現金流，科技賦能進一步降本增



效。估值修復空間顯著：當前股價對應的P/EV處於歷史低位，且股息率具吸引力。

隨著資本市場回暖及壽險NBV持續改善，若全年NBV增速維持20%以上，將顯著提振估值，股價有望重拾升軌。平安的營運利潤增長為股息提供保障，當前股息率超過5.7厘，具一定防守性。平保的「金融+服務」生態獨特性難以被複製，中長期配置價值突出，市場近日誤解其業績表現，反而造就逢低布局的長線好機會，值得大家留意。（作者為獨立股評人）

中國反擊美國及時必要

財經縱橫
凌昆
中美關稅戰，第一輪早在特朗普首任時爆發，今次第二輪看來更為激烈，西方評論亦驚訝於中國的強硬。本來在特朗普推出20%的「芬太尼」關稅時，西方以為中國的反應還是節制的，只選擇了一些重點產品（如農產）作反擊。但到推出34%的「對等關稅」後，中國的反應完全不同，正如官媒所稱，中國是第一個站出來全面反擊的，其他許多國家都提出讓步並尋求談判。這顯然驚動了特朗普，惱羞成怒下不斷升級關稅戰，中國亦以牙還牙「奉陪到底」。

中國反應由較溫和轉向強硬引起了西方議論，最具代表性的是《華爾街日報》一篇文章，指特朗普上任首月，中方曾試圖接觸要求商談未果，故到「對等關稅」出台後便不再強忍全力反擊，德國之聲中文版文章亦指出，特朗普班子內眾多反華鷹派不斷發言攻擊中國，又連番推出打壓中國措施，最終引致中方的「對等對抗」。

其實事情很簡單，在美國不斷進逼下，中國終有一天要全力還擊，退一步已非海闊天空而是懸崖峭壁。前法國總統奧朗德指出，對美國說理沒用討好也沒用，只能反擊。德法領導亦分別提議歐盟以最強手段還擊美國。對於新一輪關稅戰，劉兆佳教授

指出，美國方面認為中國勢力已見頂，並正面臨極為嚴重的經濟困局，在此時全力出擊可打垮中國。他認為以當前中國的實力加上全國團結抗外，而美國內部分裂嚴重，中國可打贏此戰。

筆者認同教授說法，亦早已預計中美決戰終會到來，想不到就來了。對此次經貿世界大戰必須舉全國之力應對，並做好周詳及全面的部署，一要發動民眾講解情況，统一思想樹立信心。筆者前文已說明，中國有優勢美國有劣勢，何況中華民族在壓力下必將奮起應戰且戰之能勝。

針對困難點作部署 減輕損失

二是針對困難點要精心部署以減輕損失。在這方面有兩點尤需注意，首先是就業問題。去年中國對美直接出口達4400億美元，有估計間接的繞道出口亦亦有約1600億，涉及大量中小企業及以百萬計員工，許多將受巨壓甚至會出現大量的倒閉裁員。當局必須及早做好扶助工作，包括協助企業轉型及員工轉業等。通過投資創造新企業新就業更屬必需。

其次是所持有的大量美元資產，包括國債。美國的政經亂局及關稅戰已給美元及美債等帶來巨大壓力，且情況會持續惡化，對如何減持相關資產更應及早仔細計劃以減損失。

泡泡瑪特全球化IP策略奏效 盈利增長可觀

慧眼看股市
馮文慧
潮玩巨頭泡泡瑪特(09992)近日公布首季營運數據，揭開其全球化戰略的驚人成效。第一季度海外收益同比激增480%，其中美洲市場暴漲900%，歐洲市場亦飆升605%，顯示「盲盒經濟」已突破文化疆界，成為全球Z世代追捧的新消費現象。

歐美市場倍數增長

歐美市場倍數增長，美洲地區收入增幅近9倍；歐洲市場突破6倍的增速，反映泡泡瑪特將「開盲盒」的體驗植入北美消費文化，更打破過往「東方文創難進西方主流」的印象。值得關注是，其海外擴張並非依賴單一市場，亞太地區維持350%的穩健增長，港澳台與海外直營門店數目已突破300間。巴黎旗艦店開業，限量盲盒引發消費者排隊潮，TikTok上LABUBU in Paris話題累計播放量達2.3億次，印證其「全球化IP」策略成功。LABUBU展現出超乎預期的文化穿透力，LABUBU從潮玩IP升級為社交貨幣。有调研顯示，海外消費者中，38%因社媒种草首次購買，25%為收藏限定款復購。繼宣布在北京興建主題樂園後，另計劃與製片商洽談LABUBU動畫項目，或複製「漫威」的IP開發模式。有分析指，這種「實體產品+沉浸

體驗+數字內容」的三維攻勢，有望將其毛利率從當前66.8%推升更高水平。

儘管勢頭強勁，泡泡瑪特仍需應對多重考驗：如何維持LABUBU的新鮮感？受到仿品衝擊，2023年下架跨境電商平台仿品超12萬件；地緣政治持續波動，如何分散供應鏈風險等。

根據摩根士丹利的預測，因應最新公布的首季經營數據強勁，上調今、明兩年泡泡瑪特盈利預測15%及14%，並預期第二季將維持倍數增長，下半年增長幅度將較上半年溫和，估計增長約50%。可見這家中國潮玩企業正改寫全球文創產業的規則——不再只是「製造出口」，而是實現「文化運營」的真正全球化。

（作者為致富證券研究部分析師、證監會持牌人士，並沒持有上述股份。）

