

投資全方位

一點靈犀

中美經貿高層會談結果超预期，疊加4月美國通脹降溫，刺激美股迎來大漲。但與此同時，美元美債卻進一步走弱，打破了市場慣例。這背後反映出，散戶與機構之間對於後市出現了明顯分歧。

李靈修

從中美達成的協議來看，雙方取消了4月8日及之後的報復性關稅，並將對等關稅中的24%暫停90天。瑞士會議結束後，美國對華關稅從145%降至30%，其中20%的「芬太尼關稅」有望通過兩國進一步磋商，不排除短期內降低或減免的可能。

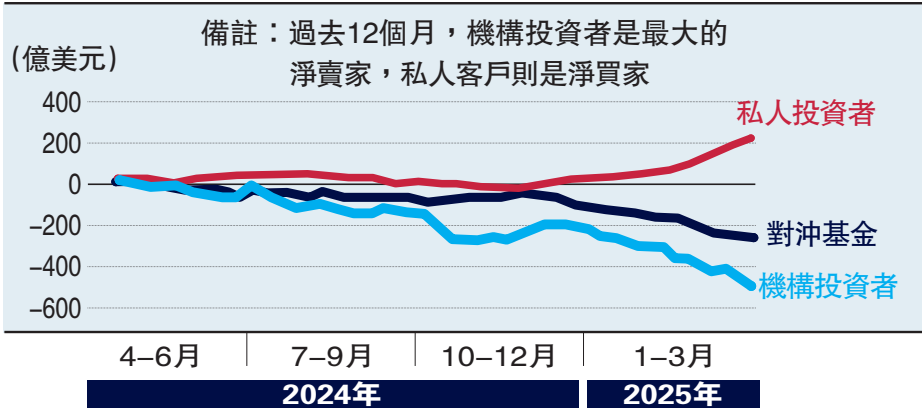
美元美債意外走低

相比於稍早公布的美英貿易協議，中國沒有做出購買美國商品、增加對美投資等實質性「讓步」。上周六（5月10日），筆者撰文《特朗普關稅談判「露出馬腳」》指出，隨著美國經濟壓力顯現，特朗普急於想從「對等關稅」議題中脫身。這也成為了今次談判結果超預期的最大誘因。

中國在美國掀起關稅戰後，採取對

美股大漲背後的資金分歧

2024年4月至今不同投資者累積流動性走向



等反制的強硬策略，最終在協商中取得重大進展，這對其他國家也形成了一定示範效應。在中美發布經貿會談聯合聲明數小時後，印度也宣布對部分美國商品徵收關稅，以回應美國對印度鋼鐵和鋁製品加徵關稅。此外，日本首相石破茂在多個場合表態強硬，聲稱日本將持續要求美方徹底取消關稅。

關稅戰緩和的消息極大刺激了市場情緒，美國三大指數均現大漲。其中，納指兩日內累升6.03%，標普500走高4%，道瓊斯指數升2.16%。但美債、美元走勢背離，反而進一步走軟。美國30年期國債收益率逼近5算大關。通常情況

下，美債收益率上升時，美元也應該走強。今次詭異的市場表現，或反映出外資對於美元的信心產生了動搖。拋售多年累積的美元資產時引發一波美元拋售浪潮。

機構減持散戶抄底

筆者5月8日撰文《亞幣飆升因「海湖莊園協議」？》曾指出，亞洲出口導向型經濟體多年來對美貿易順差，出口商手持大量盈餘沒有結匯，金融機構超配美元資產缺乏對沖。如果未來貿易格局生變，上述群體會拋售美元後回流增持本幣。

產，私人投資者卻積極入市撈底，兩者操作可謂南轅北轍。



除了非美資金與美國資金出現分歧，市場上的散戶與機構投資者也有着南轅北轍的操作。從數據上看，二者自今年2月份就開始顯著背離（見配圖）。特別是在特朗普公開唱好後，個人投資者爭相入市抄底。

美國銀行上月進行調查顯示，164位機構投資者持有的美股淨敞口在兩個月內下降了53個百分點，為有史以來的最大跌幅。但摩根大通的數據表明，從特朗普宣布所謂對等關稅到4月16日，個人投資者淨買入價值210億美元的股票和

ETF，與基金經理的普遍唱淡形成鮮明對比。

此外，外資大行近期也都發布了看空報告。花旗銀行本周發布研報稱，特朗普原計劃通過政府效率部（DOGE）削減財政支出，同時加徵關稅增加財政收入，但兩者在實施過程中出現了嚴重混亂，導致政策迅速撤回或逆轉。雖然這對風險資產是利好，但也意味着美國政府將面臨比預期更龐大的財政赤字，未來主導市場的敘事將從關稅問題轉向財政風險。

心水股	京東物流（02618）	吉利汽車（00175）	中遠海發（02866）
-----	-------------	-------------	-------------

市場信心轉強 港股延續升浪

頭牌手記
沈金
港股昨日再現壯升場景，恒指在連升八日之後，歇了一日，昨日即急不及待再登征途，收市為全日最高指數，報23640點，升532點，完全收復前日441點的失地，還升突91點，充分顯示港股的韌力和彈性，也說明投資者對後市保持信心。

恒指昨日的升幅達2.3%，是3月24日收23905點後最高的收市指數，挑戰24000點已箭在弦上。昨日成交額有2228億元，較上日多30億元。航運板塊異軍突起，原因是中國的貨輪已全面開動，將貨物運往美國，港口貨物堵塞待運的情形已不復見。中遠海發（02866）升逾12%，太平洋航運（02343）升7%，東方海外（00316）升5%，都是量價齊增。其中，中遠海發過去積極回購股份，累計達2350萬股，而第一季淨利潤達

48億人民幣，增長7.6%，就因為數據悅目，昨日一度成為航運股中唯一進入二十大熱門股行列的股份。據悉，有企業一夜間收到近百封訂單，付貨人爭相付運，使得航運市場倉位爆滿，並排期至5月底6月初。以地區計，上海的貨量增長尤其顯著。

寧德下周二掛牌 大市交投料放量

除航運板塊外，保險板塊也呈強勢。中國平安（02318）今日除淨，派末期息1.62元人民幣。昨日所見，趕搭尾班車「搶息」者眾。該股最高見49.65元，收49.5元，升4.2%，同級的中人壽（02628）更為活躍，收16.26元，升6.5%。此外，中人保（01339）升6%，新華保險（01336）升4.9%，中國太保（02601）升6.7%，中國財險（02328）升3.5%，同樣出色。還有是美資友邦保險（01299）亦

漲5%，均為受益者。有人質疑近日大市上升，但成交額只屬一般，未見太熾熱的情況，是否有什麼問題阻礙了投資者或投機者「放手一博」呢？我認為，這可能同寧德時代招股有關，因這隻新股「大大隻」，吸資力強，凍結的資金亦不少，所以大市要成交額放量增加，有待寧德時代上市買賣之時，由於交易所簡化手續，新股由招股到上市，大大縮短了日程。寧德新股上市訂下周二（5月20日）開始買賣，屆時就有不同的觀感了。

5月大市已過一半，恒指比4月底的20225點上漲逾3415點，傳統口訣的「五月窮」幾可肯定不適用。今年港股月線圖是升三個月後回落一個月，然後又再上升，強勢顯現。我再講一次：2025年是「股票年」，已昭然可見了。

政局多變 白銀較黃金「抵買」

實德攻略
鄭振輝
中美經貿高層會談後，雙方把關稅分別大幅降至30%及10%水平並維持90天，給予雙方足夠時間進行第二輪談判，並希望達成永久協議。因此在這90天內的談判進度將會牽引着股市的走勢。

債券到期 美匯6月或再受壓

政治因素是最難預測的，因此今期筆者只能建議大家保持克制，因為恒生指數升幅過急已出現短暫「超買」狀況，假如真的想增持則建議防守力較強的中資銀行股，除卻有不錯的派息外，近日人民銀行再降低存款準備金；加上人民幣近期轉強，所以是今期唯一給予大家的建議。

受惠中美經貿會談，俄烏和平會議及美國聯儲局主席鮑威爾本月初表示，不會因壓力而減息助力美元，相信短期內美匯指數保持上升趨勢。只是筆者相信升幅有限，因為從技術上分析美匯指數在103.4附近已有很大的阻力。而且步入6月美國有大批債券到期，屆時美匯可能再度受壓。至於國際商品市場最矚目的金價，單計5月首9個交易日，已有4天單日波幅是超過100美元的。美國債市在4月遭受大幅拋售，黃金成為唯一避險所而重上3400美元的水平；近日回落到3233美元附近。後市如何部署呢？

筆者建議另一隻貴金屬產品——白銀，白銀於工業用途遠比黃金尤

多，隨着綠色科技產業發展，白銀需求越來越大，因為無論太陽能發電板；新能源汽車等等均需要白銀作為原材料。實質數字更顯示白銀過去4年均出現供不應求的缺口。可是白銀過去一年的升幅遠遠落後黃金，因此在追落後的策略下，白銀潛力更高。下列數據以作參考：

黃金價格除以白銀價格的比例，稱為金銀比，過去五十年的平均為57，過去二十五年平均為64，過去十年平均為66，至於過去一年平均卻為80。從比例數字反映過去一年白銀遠遠落後於黃金，可說是更加「抵買」。

（作者為實德金融策略研究部高級經理）

智能電動車交付增倍 吉利上望22元

經紀愛股
余君龍
縱使過去數個月市勢反覆，但資金回流的步伐變化不大，這個全反映在大市交投活躍，承接力強之中。而資金的投向，除較早前一直受捧的銀行板塊外，周期性的股份也受追捧，可作為港股已重納入長線上升軌道的先兆。

從技術走勢漂亮，吉利汽車（00175）最近走勢漂亮，股價由谷底的12.94元喘定反彈，重返50天移動平均線，而且沿10天線組成上升軌道，目前兩線分別在16.88元及17.56元，而且10天線剛升破50天線出現上升信號，配合股價挑戰中期浪頂的



19.44元，預測此股稍作鞏固，可再展升勢，直指20元心理關口。

至於吉利汽車的基本面分析強，集團在內地生產製造汽車及汽車零部

件，傳統業務具一定的盈利質素，而市場卻憧憬高端智能電動車市場的發展，預期電動車市場日趨成熟時，可帶動集團未來的業務發展。集團於上個季度智能電動車增長強勁，交付量幾近倍，增強投資信心，以現水平計算，預期市盈率在12倍左右，在憧憬集團業務處於高速發展的階段，市場可以接受15倍以上的市盈率，成為投資機構入市吸納的根據。

投資吉利可伺機在19元邊緣吸納，第一個上線目標為20元心理關口，中期浪頂可在22元以上水平出現。而下線參考位在10天線的17.56元。

（作者為獨立股評人）

虛資託管服務推動金融創新

工銀智評
特區政府持續支持資產代幣化發展，金管局亦積極開拓探索央行數字貨幣（wCBDC）的應用。資產代幣化主要指將傳統賬簿上的資產進行代幣化處理，以分布式分類賬技術（DLT）平台進行交易。資產代幣化創新並豐富了市場可交易資產品類，承載着香港打造虛擬資產中心、鞏固資產和財富管理中心地位的雙重願景，亦是打造WEB 3.0生態的關鍵舉措，為香港國際金融中心多元化注入活力，因此獲得特區政府、監管機構和金融同業的廣泛關注。

自2022年《有關香港虛擬資產發展的政策宣言》發布後，在2023年成功發行首單代幣化政府綠色債券。金管局和證監會合作強化代幣化資產監管，聯合推出虛擬資產監管指引並啟動Ensemble項目。2025年《財政預算案》說及將發布第二份發展虛擬資產政策宣言，並逐步完善穩定幣發行、場外交易（OTC）及託管服務等領域的監管。

發展代幣化的重要基礎之一，是打造成成熟、清晰的虛擬資產交易平台監管框架。首先，虛擬資產交易平台的運營採用「雙牌照」模式，即營運者需向證監會申請第1、7類受規管活動牌照，以及虛擬資產服務提供商（VASP）牌照。目前共有10家平台獲得虛擬資產交易所牌照。其次，明確虛擬資產交易、諮詢及資管服務機構需遵

循的特定監管要求。截至2025年5月，全港可提供虛擬資產交易服務的機構有38間、可就虛擬資產提供意見的機構有36間、持有第9類牌照且管理組合中虛擬資產佔比超10%的機構有38間，主要為券商、資管機構及虛擬銀行。

金融創新助鞏固金融中心地位

另一方面，全方位完善資產代幣化業務相關制度規範也是重中之重。一是明確穩定幣發行人牌照制度。2024年3月，金管局啟動穩定幣發行人「沙盒」計劃，試點涵蓋支付、供應鏈管理和資本市場等場景，在12月通過憲報刊登《穩定幣條例草案》並提交立法會一讀，預計2025年正式推出。二是籌劃虛擬資產場外交易牌照管理。預計2025年內就相關牌照制度進行公眾諮詢。三是規範虛擬資產託管發牌制度。金管局於2024年2月發布《有關認可機構提供數字資產保管服務的預期標準的指引》，指導虛擬資產、代幣化證券等數字資產託管業務，下一步計劃於2025年推出虛擬資產託管服務發牌制度草案。

特區政府持續推進金融創新的長遠目標，有效發展多元化經濟和投資重要基建，吸引全球機構和投資者參與，進一步鞏固、提升香港國際金融中心地位。

（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）

IP股賽道新星 小黃鴨德盈可期

股壇魔術師
高飛
泡泡瑪特（09992）第一季業績表現驚人，收益按年增長165%至170%，海外市場增速更達475%至480%，亞太、美洲及歐洲市場均錄得數倍增長。強勁業績推動股價在兩年內累漲超過4.5倍，市值突破2500億港元。市場開始尋找下一隻泡泡瑪特，近期動作頻頻的小黃鴨德盈（02250）有望成為IP賽道的新星。

「IP+文旅+科技」成增長動能

小黃鴨德盈近日公布兩項重大戰略升級：一是與貴州黃果樹旅遊區達成十年合作，打造全球首個B.Duck小黃鴨主題漂流項目；二是進軍AI大模型領



域，成立合資公司開發智能IP產品。這兩大舉措標誌着公司從傳統IP授權向「IP+文旅+科技」的多元化生態轉型，未來增長動能值得期待。在文旅板塊，「黃果樹×B.Duck多彩漂流樂園」將於6月1日正式開園，全長4.2公里，融合自然景觀與IP元素，提供漂流、美食、露營等沉浸式體驗，突破傳統漂流項目的季節限制，有望成為黃果樹景區的新名片。

在科技領域，自2023年起積極布局AIGC技術，利用多模態大模型提升IP設計與商品開發效率。新成立的合資公司將專注於開發AI驅動的智能IP產品，涵蓋硬體、互動軟體等類別，進一步強化IP的科技屬性與變現能力。

相較泡泡瑪特專注於盲盒潮玩，小黃鴨德盈的商業模式更加多元，涵蓋商品零售、生態文旅及遊戲文娛三大業務，並透過「IP+」策略持續拓展邊界。雖然目前市值遠不及泡泡瑪特，但其IP運營的創新性與跨界整合能力，使其在未來的IP經濟競賽中具備獨特優勢。若公司能持續強化文旅項目的落地與AI產品的商業化，或許真的能成為市場期待的下一個爆款IP股。