

投資全方位

一點靈犀

兩地股市今年漲勢喜人，相信散戶多有斬獲，但從零售數據來看走勢竟然完全背離。究竟牛市行情能否為消費市場帶來財富效應，又如何解釋內地與香港的消費差異，這是一個值得探討的問題。

李靈修

兩地消費分化是從5月份開始的，彼時內地社會消費零售總額同比增6.4%，創出2024年以來新高，但其後一路下滑，至8月份僅錄得3.4%；同期滬綜指累計上漲17%。香港方面，5月零售業總銷貨價值按年升2.4%，終結了連續十四個月的跌勢，6月、7月分別同比漲0.7%、1%，展現出良好的回暖勢頭；同期恒生指數整體走高11.6%。

股票佔家庭資產 遠不及物業

從上述統計中，未能看出股市與消費之間存在明確的映射關係。事實上，不論內地或是香港，家庭資產配置中的股票佔比都不高，自然相應的財富效應亦不明顯。

根據中金公司的估算，2021年內地

樓市表現比股市更能拉動消費



城鎮居民三大資產配置中，房地產佔比達74%，排名第一；低風險金融資產（銀行理財為主）佔比約為16%左右；高風險金融資產（股票為主）佔比僅9%左右。隨著樓市調整，居民配置股票意欲上升，但到了2025年三季度，高風險資產佔比也只有15%左右。（見配圖）

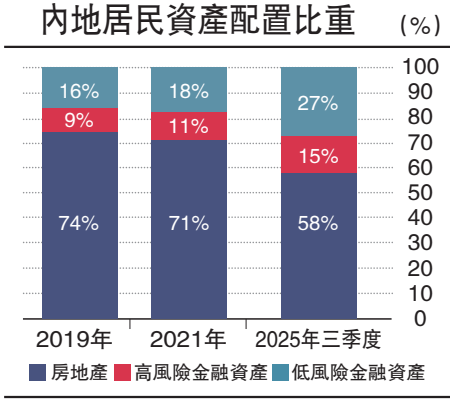
香港居民同樣執著於買磚頭。2024年《全球財富報告》顯示，住宅物業約佔香港家庭總資產的60%；若把非自住物業、工商舖位一併計入，房地產整體佔比可達70%左右。而股票及股票基金的配置比例合計佔約6%。相比之下，美

國家庭的股票資產佔比高達49%，大幅高於內地與香港。

美股慢牛行情對於居民收入的貢獻巨大。據美國國稅局（IRS）統計的截至今年7月中旬的納稅年度申報數據，美國居民淨資本利得總額達5300億美元，同比增長高達65%，在各類財政收入項目中增幅最大。這也部分解釋了在就業疲弱、利率高企的背景下，為何美國消費仍然保持韌性。

排除股市因素之外，解答兩地消費差異的原因還有很多。譬如，內地多個城市的「國補」政策暫停後，導致「以

心。只有樓市穩定才能增強居民消費信心。樓市帶來的財富效應遠高於股市，



舊換新」對於消費的拉動作用有所減弱。而今年美元貶值一成，使得港匯高估得以緩解，刺激了旅遊消費的回升。

而決定兩地消費走向的「勝負手」在於樓市。今年香港住宅市場全面企穩，首八個月住宅成交量同比增長9.98%，為近四年同期最高；樓價跌幅收窄至不足1%。內房市場則仍處在探底階段，特別是一線城市樓價連續下滑，8月全國住宅銷售面積與銷售額均創近五年新低，同期國有土地出讓金收入同比跌5.8%，在低基數的背景下未能實現正增長。

2021年，諾貝爾經濟學獎得主羅伯特·席勒（Robert Shiller）與卡爾·凱斯（Karl Case）和約翰·奎格利（John Quigley）在合著的論文《Comparing Wealth Effects：The Stock Market Versus the Housing Market》中，對於股市與樓市的財富效應曾做過深入研究。作者分析了14個發達國家在1975到1999年的家庭財富與消費總量的年度數據，結果發現無論股市是漲還是跌，消費都沒有什麼變化，但房價上漲對消費有着強烈、持續且顯著的正向影響。

股市波動大 難建立消費信心

樓市帶來的財富效應要遠高於股市，這是由於證券價格極易波動，人們更多視其為「紙上富貴」。而炒股大戶都是富裕階層，他們的邊際消費傾向也更低。房產在居民經濟行為中扮演着抵押品的角色，直接對家庭的借貸能力形成約束。也因此，股市上漲可以讓股民心情愉悅、願意在各類群組中暢談炒股心得，但只有樓市穩定才能增強支付信心、讓居民心甘情願掏錢出來消費。

觀望氣氛濃 恒指26300點成支持位

頭牌手記 港股昨日呈牛皮淡局，恒指在狹窄通道上落，一時小升又一陣小跌，方向感未明，交投縮減，除了周末市短線客照例減少入市外，亦同經過多場「大戰」，好淡都覺「人馬疲乏」，於是觀望者增，入市者減。

同前日特大成交4133億元比較，昨日的總交投只得3768億元，減865億元，減幅8.8%。

恒指方面，科技、國企、工商三大板塊保持上升，加上創業板轉強，撐起成為好友一條風景線，而下跌板塊則是金融、公用、地產等傳統行業。也可以講，新經濟股仍然凌駕於傳統經濟股之上，儘管不少新經濟股都沒有股息派，或在「燒銀紙階段」，又或以回購股份代替派息的方

式處理，對這些現象，熱衷於短線買賣的人士，並不介懷，炒出炒入，繼續以「賺價位」為目標。

入市炒波幅 風險頗大

對上述的情況，老投資者肯定看不慣，也難以理解。不過現今投資股市五花八門，各師各法，價值投資雖被捧為「宗師」，也有人「嗤之以鼻」，認為賺錢太慢，喜歡一日之內大上大落大波動的股份。對這些朋友，我個人能講的只是一句話：祝君好運。希望幸運之神永遠與閣下同在。

我不妨舉昨日一個例子，那就是山高控股（00412）。兩天前此股公告擬斥資一億美元進行股份回購，股價大漲二成，昨日遭證監會質疑其股權高度集中，於是一瀉千里，重挫76%收盤。昨日該股的總成交多達

59.65億元，入熱門股二十大內，想一想參與其間，風險何其大！

恒指昨日上上落落，高位見26637點，升93點；低位26414點，跌130點，波動223點。收市報26545點，微升0.25點。

大市阻力位27058點

由於昨日的低位仍守在恒指26300點以上，故技術性表現仍然良好，十天移動平均線守得住，沒有戳穿，日後，這將是大市去留的一個指標。因指數已處高位，故移動平均線的作用應予重視。

向上望，仍然感覺27058點的「小山頂」有點「高聳難登」，除非有中美方面的消息足以令市場認為有「突破進展」，否則現水平的無方向感上上落落，也許還要經歷一段日子。

避險升溫 黃金挑戰3700美元

金日點評 美聯儲降息落地、美元大幅震盪以及地緣局勢再度惡化的共同作用下，金價呈現高位劇烈波動格局。周初金價一度突破3700美元刷新歷史新高，但隨後受美元反彈與就業數據意外強勁的壓制回吐漲幅。周四金價最低回探3650美元，周五整體維持頂部震盪態勢。

地緣局勢再度升溫

基本面上，地緣風險仍是黃金的重要支撐。以色列空襲卡塔爾、俄羅斯無人機進入波蘭領空，令中東與歐洲局勢緊張再度升級，推升市場避險需求。歐盟亦宣布制裁以色列，增加市場不確定性。

美聯儲降息25個基點，符合市場預期，但內部分歧加大。主席鮑威爾



會後表示，本次降息是「風險管理式」措施，並對勞動力市場與滯脹風險保持憂慮。言論削弱了市場對激進寬鬆的押注，美元短線反彈，對金價形成壓制。美匯指數在降息落地後大幅震盪，先跌至10周低位點後快速反彈收復97，令金價自高位急速回調。

技術面上，黃金在3700美元上方

受阻後快速回落，短線形成高位震盪區間。下方支撐關注3640美元（周內低點），若跌破或回測3610至3620美元區域；上方阻力在3685至3700美元，突破後有望重新挑戰新高3730美元。

綜合分析，黃金當前行情進入高位震盪期，短線或維持區間整理。若後續經濟數據持續強勁，金價可能承壓回測3620美元；反之，若地緣風險升級或市場重燃激進降息預期，黃金仍有機會再度衝擊3700美元關口。

短線以區間操作為主，關注3640至3685美元區間。回踩3640至3650美元可逢低布局多單，上方在3685至3700美元區間考慮止賺，提防數據面突發波動導致大幅洗盤。

（作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk）

適度減持港股 加倉A股

政經才情 上證指數上衝3900點失敗後，周四、周五連跌兩天，暫時向下調整尋找支持位，周五上證指數收3820點，成交量出現一個比較大幅度的收縮。雖然意味高位沽壓不是很大，但也在另一面說明買盤不是太強勁，簡單說就是呈現一個好淡膠着的狀態。

這波市場回撤，主要是一些前期炒高的熱門題材股出現較大幅回吐所引起，輸錢效應出現，氣氛就轉差，而且因為前段時間各路資金過度集中在某些賽道上，所以現在很容易出現一個爭先恐後踩踏的骨牌效應。不過我發現在本周尾段部分藍籌及優質股

的價格表現十分硬朗，有小部分更是迭創新高，所以在輪炒的大格局之下，資金仍短期留在場內尋找機會，後市不會出現太大的跌幅，以筆者的投資系統計算，短期最差的情景回到3750點，如果大家有心水選股的話，不妨在下周低位出現時就逢低吸納。

至於港股，也是在周四出現衡高回落，在上衝27000點不成功後，市場就趁美聯儲減息塵埃落定，出現一波資金撤出，過去兩日的港元拆息再次被扯高，反映香港真實資金流動情況。總之，本欄上一期提出出現階段恒指很難站穩在26800點之上，筆者亦都緊按自己的策略見高就沽貨減磅套利，現時筆者的港股投資組合內的現

金水準也創出近期新高，已經差不多去到78%了。

美股短期料見調整

預計後市港股的防守力比A股較弱，因為之前的升浪主要受到周邊普升及資金流入的助力，觀乎現在美股差不多到達了我早前預計這一輪升浪的目標位（道指46500點），且有部分資金或暫時撤出股市，綜合各因素計算，恒指可能回到25500點，高配港股的戰友們要懂得行止也。

美股近日走勢跟我預測的一致，以外圍目前氣氛，美股再爆升一陣應該沒問題，但中期就要謹慎點了。（微博：有容載道）

快手AI商業化提速 成第二增長曲線

毛語倫比 快手（01024）正站在一個由AI技術與商業化加速構成的十字路口。在公布了創下歷史新高的2025年第二季度業績後，公司不僅首次宣布派特別股息，更向市場清晰地展示其以AI為核心驅動力，全面提速商業化進程的戰略雄心。然而，在亮眼數據的背後，核心技術人才的流失與新業務的挑戰，也為其未來發展增添了變數。

市場更關注快手AI領域布局。快手的影片生成大模型「可靈AI」，被視為公司未來的「第二增長曲線」。可靈AI不僅被提升為與主站、電商並列的一級業務部門，其商業化進程也是超出市場預期。截至7月底可靈AI全球用戶突破4500萬，並在第二季度實現了超過2.5億元人民幣營收，其中海外用戶貢獻高達70%收入。快手預計可靈AI今年收入將較目標翻倍，公司也因此追加了在AI推理算力方面的投入。可靈AI不僅在技術上持續迭代，從文生影片到推出「靈動畫布」等一站式創意工具，更在商業化上取得了初步成功。儘管其營收貢獻尚少，但對主營業務的賦能作用已開始顯現。

除了可靈AI的獨立商業化探索，AI技術正全面滲透快手的核心業務。新推

出的「OneRec」端到端生成式推薦模型，通過更精準的內容分發，有效提升了用戶的平均使用時長和留存率。在廣告業務上，AI的應用帶來了點擊率和轉化率的提升；在電商領域方面，AI則優化了人貨匹配效率，助短視頻電商全年商品交易總額（GMV）增30%，這些都印證AI作為快手「第二增長曲線」乃至整體引擎的關鍵地位。

上季業績表現強勁

根據最新財報，快手2025年第二季度財務表現強勁，多項核心數據均超出市場預期。總營收達到350.46億元，增長13.1%。經調整淨利潤56.18億元，增長20.1%，淨利潤率達16%；毛利率亦升至55.7%，雙雙創下歷史新高，這很大程度歸功於AI技術在各業務線的深度融合。

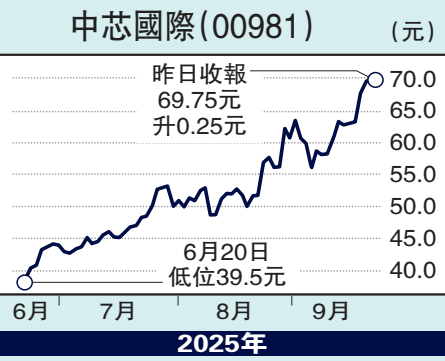
快手正處關鍵轉型期。AI技術的成功應用為主業注入新活力，「可靈AI」商業化前景廣闊。這「AI故事」能否真正重塑公司的增長路徑，還取決於其能否穩住技術核心團隊，並在激烈的市場競爭中，將技術優勢有效轉化為持續且規模化的商業回報。（作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無持有上述建議股份）

內地算力需求大 中芯前景看俏

經紀愛股 全球半導體產業正迎來人工智能驅動的增長新周期，中國科技企業積極布局自主算力生態系統。華為率先公布未來三年AI芯片路線圖，計劃推出四款昇騰系列芯片，從昇騰950到970的迭代規劃，充分體現中國高端算力需求的快速擴張。這一戰略布局為本土半導體製造企業帶來重大發展機遇，中芯國際（00981）作為領先的晶圓代工廠，直接受益於這波國產化浪潮。

中芯國際2025年上半年總營業收入達323.48億元人民幣，同比增長23.14%，歸母淨利潤大幅增長39.76%至23.01億元，經營活動現金流同比激增81.7%至58.98億元，展現公司營運效率的持續提升。從業務結構來看，中芯國際成功把握多個高增長領域的市場機遇。消費電子類產品收入同比增長53.80%至123億元，佔總收入38.28%，繼續保持主力地位；汽車電子領域表現尤為突出，收入大幅增長65.15%至30億元，佔比提升至9.48%，成為新的增長引擎。

公司積極優化產品組合，智能手機相關產品收入保持穩定，電腦與平板相關產品增長33.31%，顯示出均衡的發展態勢。主要得益於公司持續的技術投入和產能優化，第二季度收入環比僅微降1.56%，遠優於預期，第三季度更預計實現5%至7%的環比增



長，毛利率將維持在18%至20%的健康水平。

持續提升技術 擴張產能

中國政府大力推動半導體產業自主可控，為本土企業創造了良好的發展環境。中芯憑藉7納米製程量產能力和持續擴張的成熟製程產能，成為中國AI芯片設計企業重要合作夥伴。公司資本開支計劃保持穩定，2025年將與2024年73.3億美元的水平和基本持平。通過持續優化現有產線和提升技術水平，公司能夠更好地滿足市場需求。

中芯國際在中國半導體產業發展中扮演日益重要的角色，公司不僅為國產芯片設計企業提供可靠的製造保障，更通過技術創新推動整個產業鏈的升級。隨着人工智能、汽車電子等新興領域的快速發展，公司未來增長空間廣闊，發展前景令人期待。

（作者為香港股票分析師協會主席，未持有上述股份）