

美國「股強匯弱」的啟示

2025年8月1日

美國不是全面牛市

「強者越強」意味很濃

納斯達克指數



標普500指數



Russell 2000指數



道瓊斯指數

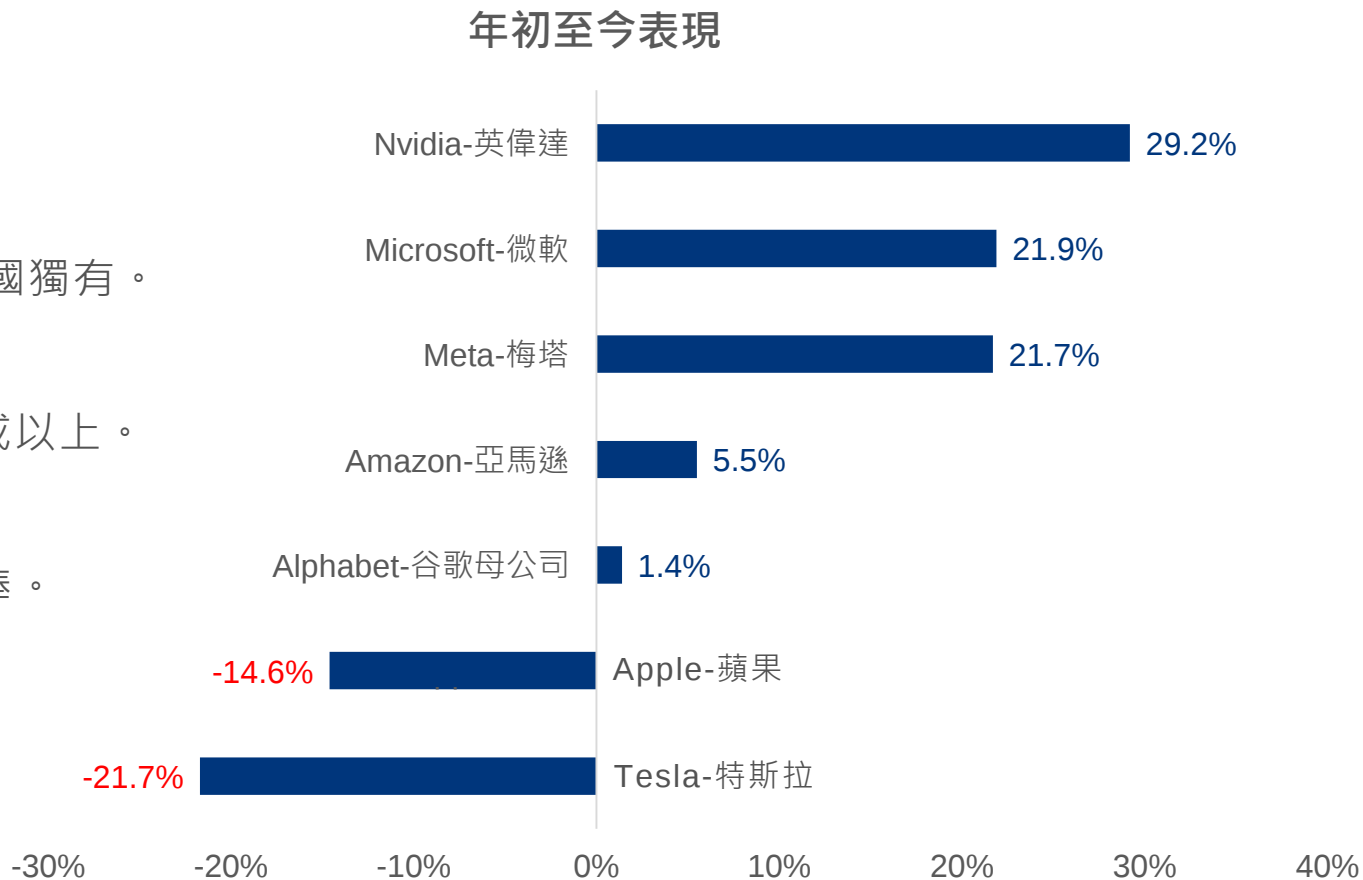


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

買股不買市

美股七雄裏面，有英雄，也有狗熊

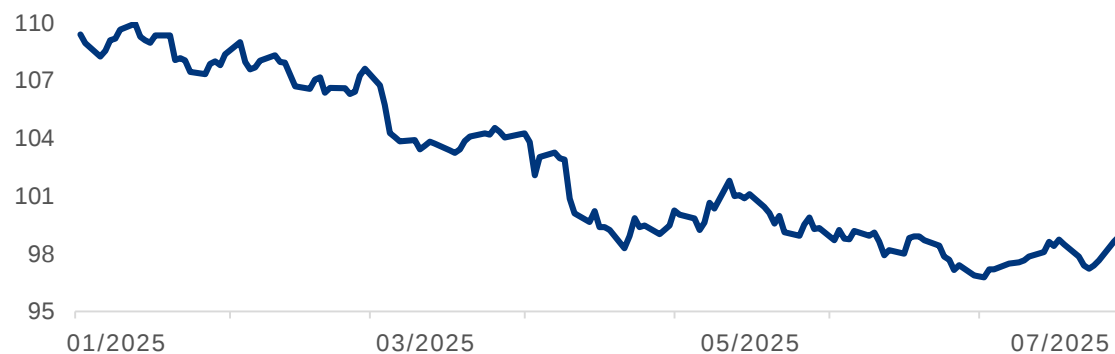
- 「美國例外論」不是聖經，但有些公司卻真是美國獨有。
- 美國獨有的公司在各自的領域最少領先對手五年或以上。
- 在別無他選的情況下，這些公司繼續受投資者追捧。



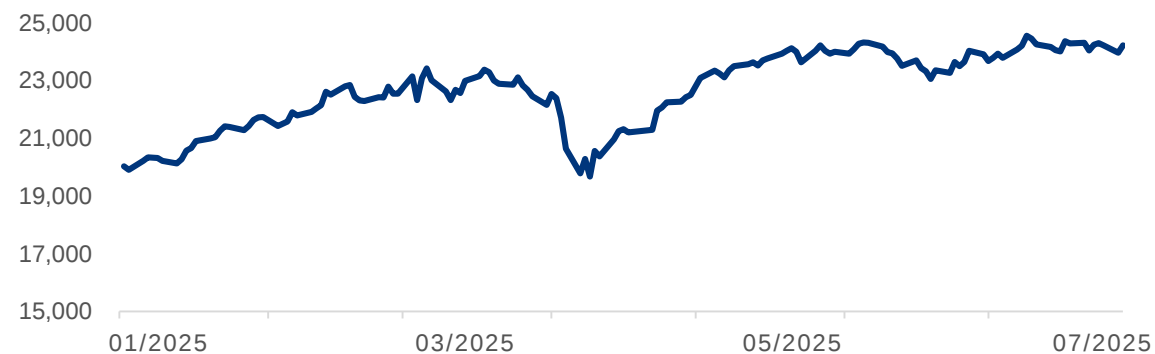
美股上升不代表資金流入

美元指數才是資金流向最誠實的反影，弱勢美元為全球資本市場提供充裕資金

美元指數



德國DAX指數



韓國KOSPI指數



香港恒生指數



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

特朗普對美元的看法顯示出一定的矛盾性

7月18日

- 特朗普在7月18日曾表示「**聰明的總統不會讓美元貶值**」。

7月25日

- 特朗普在前往蘇格蘭前接受記者提問時表示，他個人偏好強勢美元，但也承認弱勢美元對美國經濟的潛在好處。他提到：「我喜歡強勢美元！**但弱勢美元能讓你賺更多錢。**」他認為弱勢美元有助於提升美國製造業的出口競爭力，並促進旅遊業發展，特別指出中國和日本等國家通過弱勢貨幣政策獲得經濟優勢。



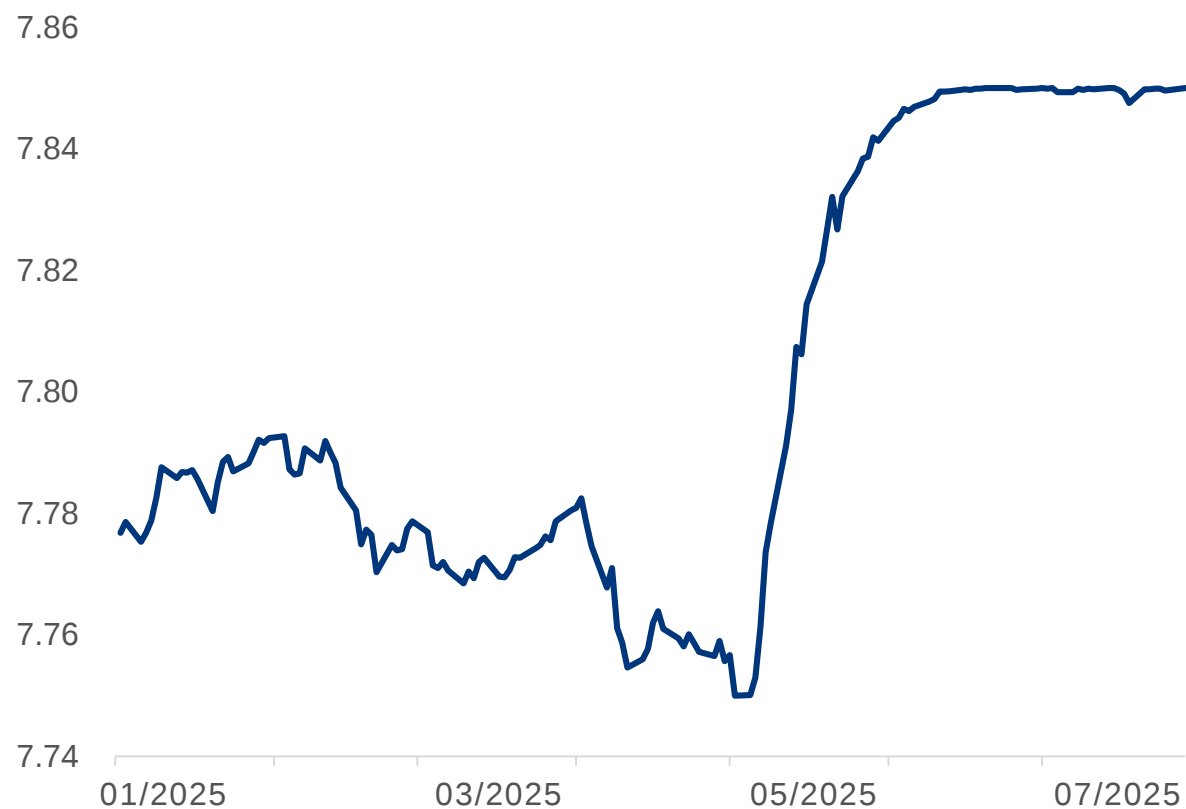
之所以矛盾，是因為強勢美元有國家戰略與金融好處，弱勢美元則有貿易及就業促進作用。川普希望享有兩者優勢：一方面不願公開給市場過度看淡美元信號，另一方面又在實際政策與對話中容許美元適度走弱，藉此刺激經濟。

威脅聯儲局降息，除了降息可以刺激經濟外，也可以令美元適度走弱。我們覺得**弱勢美元是實際政策**。強勢美元言論只是嘗試維持市場信心。

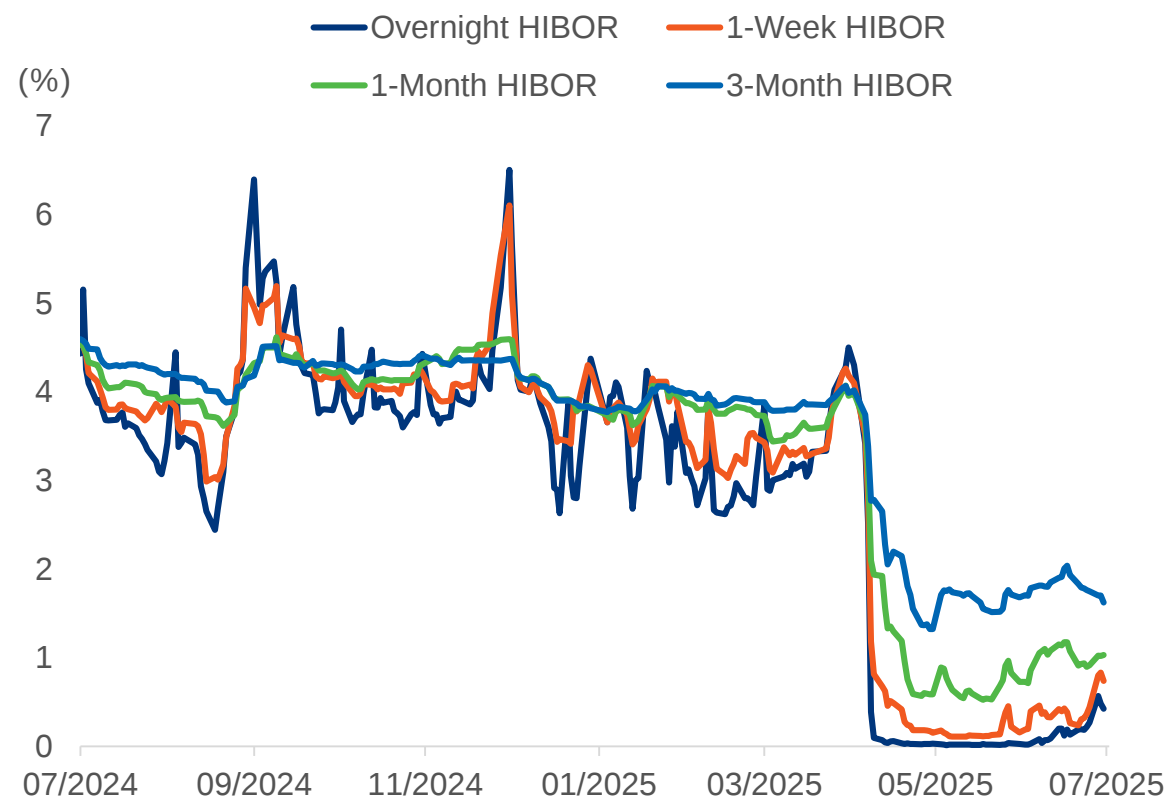
港元需處於弱方保證區，港息仍然可以維持偏低水平

證明預期美元下跌的風險遠大於「套利」可達致的利潤。

美元兌港元



香港銀行同業拆息



日本及歐元區跟美國達成的貿易框架

貿易「不確定性」的消除長遠將會為日圓及歐元帶來新的支持

美元兌日圓



歐元兌美元



美國10年債息的吸引力，亦不能引領資金流入

美國資金輪動，轉到企業債為投資焦點

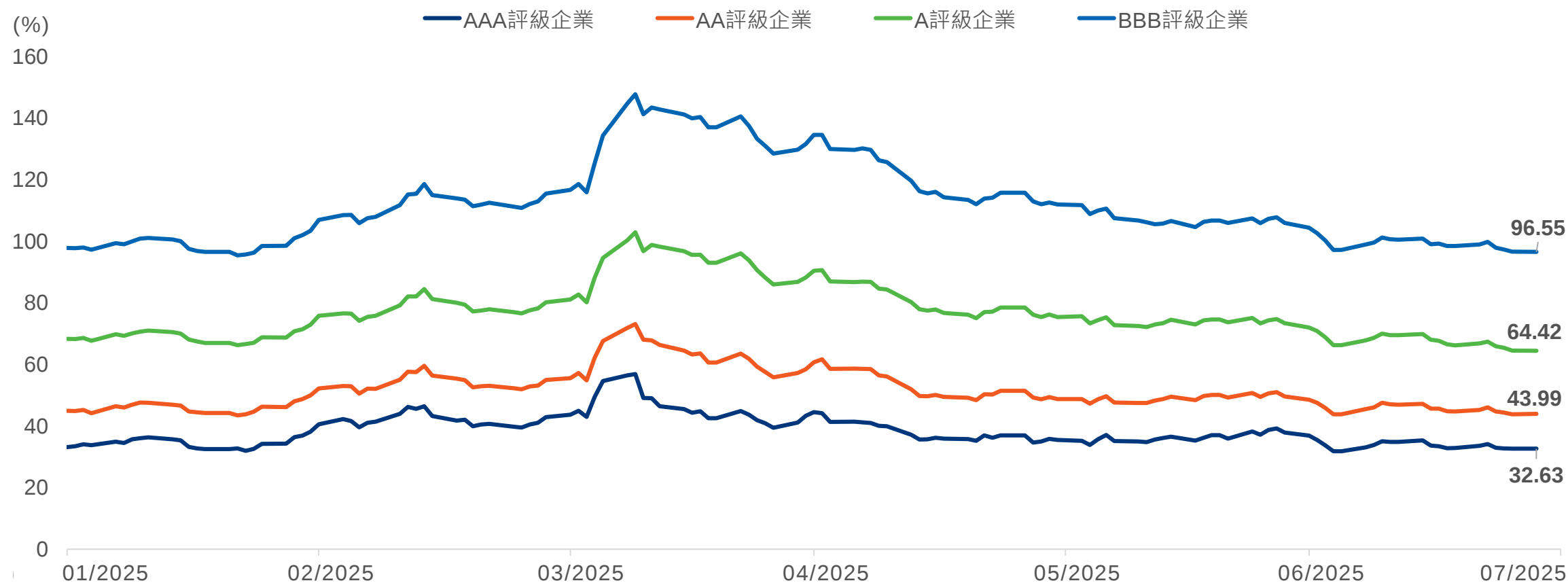
美國10年期國債孳息率



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

美國內部資金輪動，從國債轉到企業債

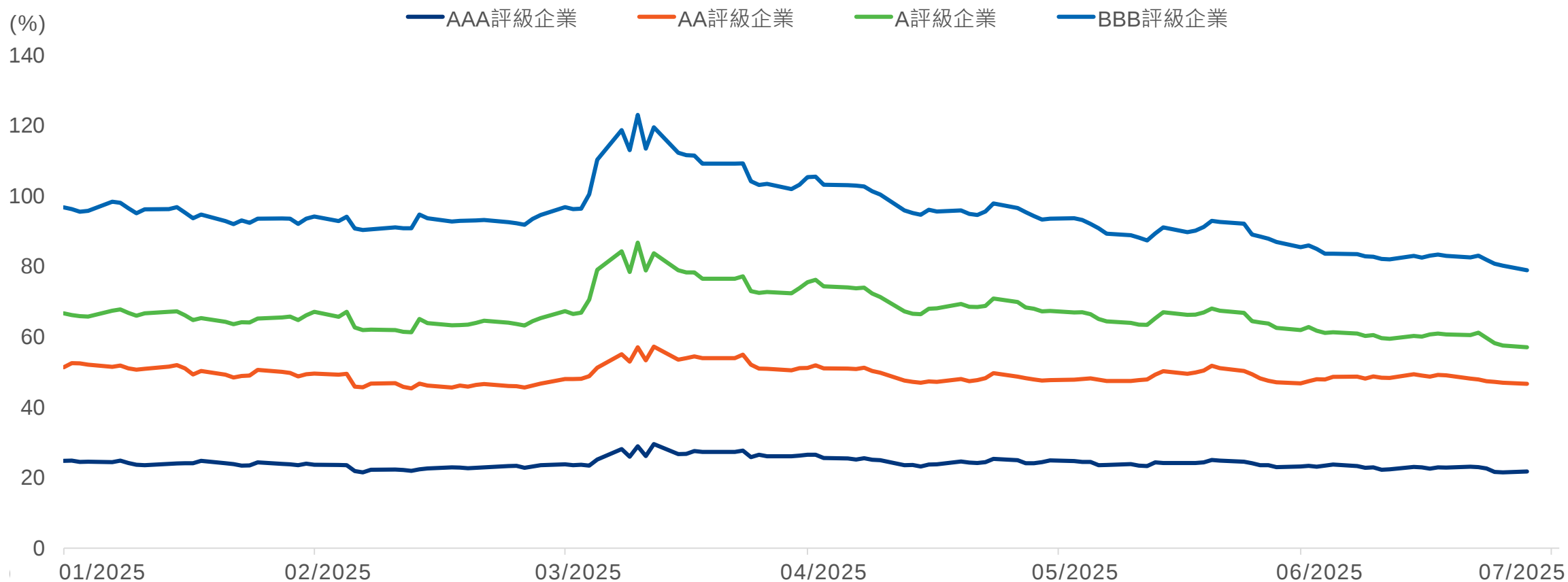
企業債信用息差急速收窄，反映投資人避險情緒仍處於高位。



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

歐元國債也受到政府財務負擔困擾，企業債信用息差同樣收窄

因歐元升值潛力，信用息差處於美元企業債之下，但AA級債是唯一相對比較便宜的類別。

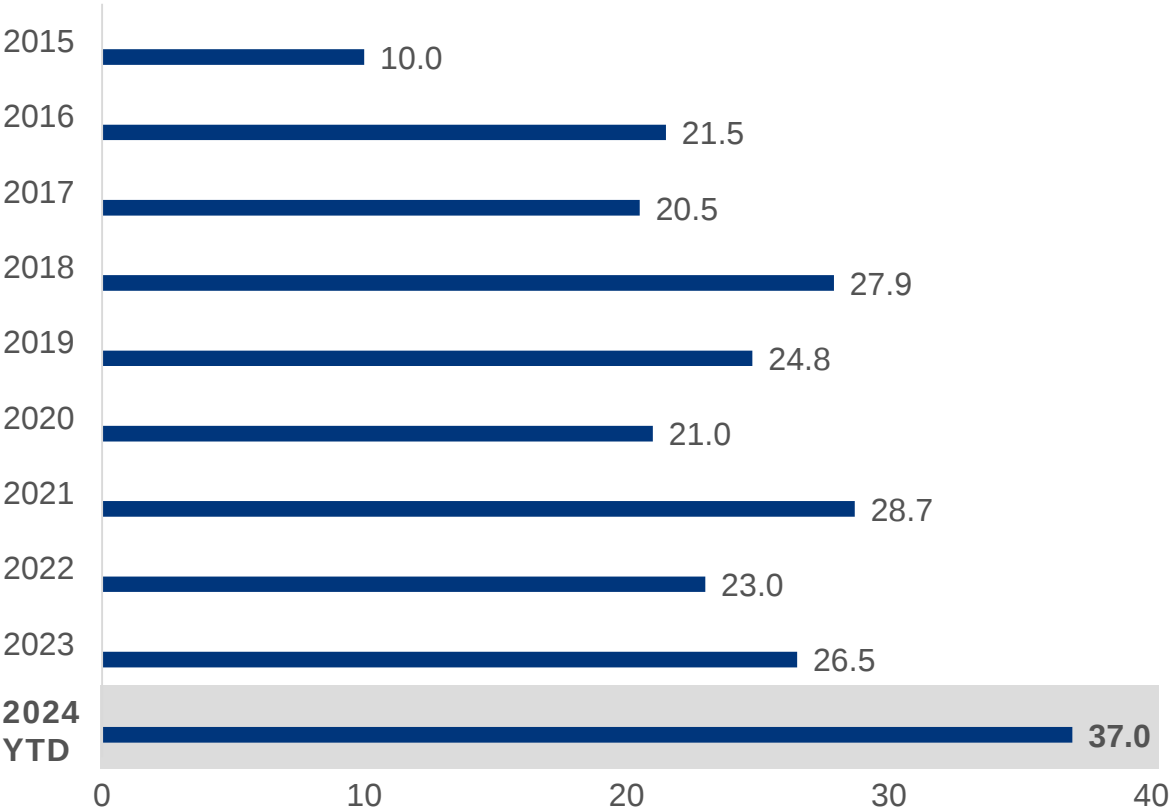


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

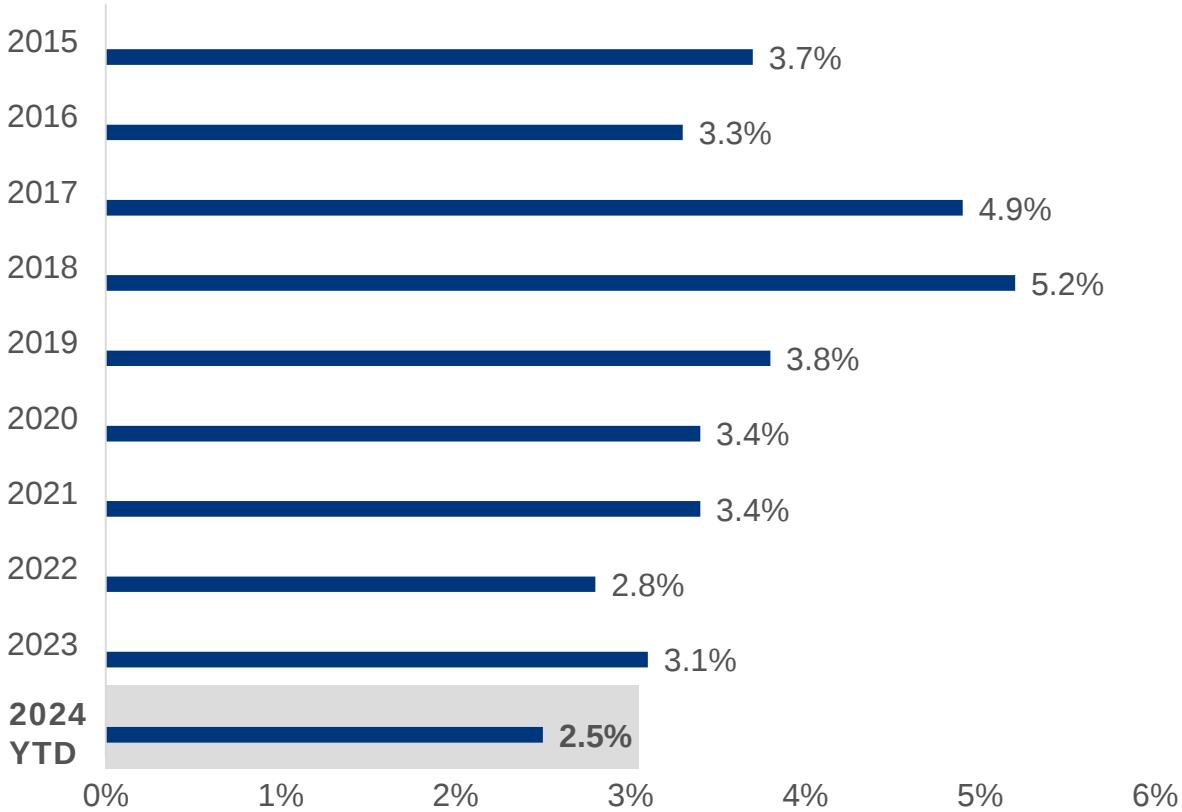
全球熊貓(人民幣)債發行狀況

外國企業推動熊貓(人民幣)債券的激增

全球銷售狀況
(十億人民幣)



平均票面利率



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

越來越多國家跟美國達成貿易框架協定

是利淡還是利好？

利好

- 關稅收入可幫補美國財政收入，減低財政赤字預期，利好長期國債。
- 無論政策多壞，也比政策的不確定性為佳。
- 公司層面的能見度提高，這可有效幫助企業的策劃，甚或提高資本開支的可能性。

利淡

- 關稅貿易框架確定後，聯儲局更有理由按兵不動，靜觀關稅對通脹影響才作減息決定。
- 雙輸局面。徵稅國家：受通脹影響，經濟活動及需求減少。被徵收出口關稅的國家：出口貨量將會減少。
- 增加購買美國的出口和在美的投資需時敲定詳細執行方案，短期影響微乎其微。

總結

因為關稅框架的確定，而導致美國企業的盈利預測往上修的可能性，可說是微乎其微。對歐洲，日本甚或中國而言，可能是一個短期回調的藉口。

沒有資金推動的升市，絕對不是牛市

這個時候，錢是沒有那麼容易賺。



選股比看市更加重要

1. 那些股票的「護城河」最深最闊，在行業中擁有領先地位，競爭對手難以追趕。
2. 盈利增長的動力必須一浪高於一浪，下行的增長動力足以令估值萎縮。
3. 市場對其盈利的預期沒有過高的期望。
4. 好東西，不便宜。但估值必須不太過分。
5. 管理層要有做好，做大，做長久的能耐



切忌

1. 只買「故事」，但公司沒有基本因素支持。
2. 當所有人正在做同一件事的時候，找「負面」比找「正面」因素更為重要。

資金流進的地方才有牛市的條件

「慢牛」比「快牛」來得更持久

「快牛」給你一個驚天動地的牛市，但它來得快，去得也快。不是每個人也可在「快牛」賺錢。它的快速調整令很多紙上財富在短時間內蒸發。

- 除了資金流入的配合，重要的宏觀主題也是一個「快牛」市的催化劑。
- 它的特點是雞犬皆升。每一隻股票也有一個動聽的故事。
- 「快牛」市通常在越加頻繁的集資活動之下而爆破。

「慢牛」沒有一個石破天驚的宏觀主題作為催化劑，相反，客觀環境上還沒有到達一個完美的地步。但它有資金流進作為最強後盾。

- 板塊輪動相對較慢，但估值的重估空間較大。
- 傳統防守性較高板塊會開始跑輸大市。
- 由於升幅較慢，集資活動也會相對收斂。

港股絕對是一個「慢牛」的格局，預計短期回調後，牛市可持續到明年，剔除防守性選擇的公用事業

免責聲明和重要說明

本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失（如適用）。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。