



▲美伊交火再次證明，舊能源體系的地緣風險，依然是全球能源市場最核心的變量，霍爾木茲海峽封鎖一周，就能讓全球能源市場陷入恐慌。

經濟觀察家

美伊交火既是舊能源時代地緣衝突的延續，也是新舊能源體系切換過程中矛盾集中爆發的縮影，它以最激烈的方式揭示：能源安全早已不只是資源獲取問題，而是國家發展的底層邏輯與戰略主動權。

全球能源安全風險升溫



淵淵 淵淵

美伊交火不是孤立事件，它發生在全球能源體系從「化石能源主導」向「新能源主導」深度切換的關鍵節點。當前全球能源消費中，化石能源佔比仍接近80%，但可再生能源發電量佔比已達41%，新能源產業鏈成為全球經濟增長的新引擎，新舊能源體系的碰撞，不是簡單的替代關係，而是規則、權力、邏輯的全面重構，美伊交火則加速了這一重構進程。

新舊能源體系碰撞

儘管能源轉型已是全球共識，但舊能源體系的韌性遠超預期，在未來10至20年仍將主導全球能源供應。

一方面，化石能源的基礎設施、產業鏈、貿易規則已經運行百年，全球工業體系、交通體系、能源系統均圍繞化石能源構建，轉型不可能一蹴而就。全球80%以上的交通工具依賴石油，化工、航運、航空等核心產業無法脫離石油、天然氣，即便歐洲、中國大力推進新能源，短期內也難以完全替代化石能源的基礎地位。

另一方面，舊能源體系的地緣博弈、金融規則、權力結構依然穩固。油組（OPEC+）仍能通過減產、增產調控全球油價，石油美元體系仍是全球金融秩序的重要支柱，中東、俄羅斯等產油國的能源話語權依然強大。美伊交火再次證明，舊能源體系的地緣風險，依然是全球能源市場最核心的變量，霍爾木茲海峽封鎖一周，就能讓全球能源市場陷入恐慌，這種影響力是新能源短期內無法比擬的。

與舊能源體系的「資源霸權」不同，新能源體系的核心邏輯是技術霸權、產業鏈霸權、標準霸權。新能源的核心是光伏、風電、儲能、新能源汽車、電網系統，其發展不依賴地理資源稟賦，而是依賴技術研發、製造業能力、產業鏈整合能力，這徹底打破了「只有資源國才能掌控能源主導權」的舊規則。

在新能源體系中，權力結構發生根本性轉變：資源的重要性讓位於技術，產地的重要性讓位於製造，通道的重要性讓位於電網。鋰、鈷、稀土等關鍵礦產雖有一定地緣屬性，但遠不如石油天然氣集中，且可以通過循環利用、技術替代降低依賴；新能源發電可以分布式布局，每個國家都可以通過光伏、風電實現本土發電，擺脫對進口燃料的依賴；跨境能源傳輸從海上油輪運輸，轉變為特高壓電網互聯，安全系數大幅提升。

這種邏輯轉變，讓全球能源權力從少數資源國、通道控制國，分散到擁有新能源技術與產業鏈的國家，中國、歐洲、美國成為新能源體系的核心玩家，而中東等傳統產油國，不得不開始能源轉型，布局新能源、綠氫等產業，避免被時代淘汰。

新舊能源體系碰撞的核心矛盾，

是舊規則與新邏輯的不兼容。舊體系的參與者試圖用傳統地緣手段、金融手段維護利益，新體系的參與者則用技術、產業鏈構建新規則，兩種邏輯的衝突，導致全球能源秩序陷入短期失序。

在此背景下，全球能源安全的內涵發生根本性變化：傳統能源安全是「保化石能源供應、穩價格」，新型能源安全是「產業鏈安全、技術自主、系統韌性」，兩者疊加，讓中國的能源安全面臨雙重壓力、雙重挑戰，既需要應對舊體系的地緣風險，也需要搶佔新體系的戰略先機。

增強能源供給韌性

面對美伊交火的短期衝擊，中國首要任務是穩住能源供應底線，化解通道、成本、金融風險，保障國內經濟社會穩定運行。

一是強化供應保障，加大俄羅斯、中亞、沙特、阿聯酋等合規原油、油源的進口力度，快速填補伊朗原油缺口；充分發揮原油戰略儲備的調節作用，適時投放儲備原油，平抑國內油價波動；協調國內油氣企業加大勘探開發力度，提升本土油氣產量，降低對外依賴。

二是保障通道安全，啟動海上航運應急預案，組織油輪繞行安全航道，加強與航運企業、保險機構的合作，降低航運風險與成本；提升陸上能源通道的輸送能力，滿負荷運行中俄、中哈、中緬管道，最大限度分流海上運輸壓力；加強與巴基斯坦、緬甸等沿線國家的合作，保障陸上通道的安全穩定。

三是緩解成本壓力，實施針對性的宏觀調控政策，通過財政補貼、稅收優惠等手段，降低製造業、物流行業的能源成本；加強國內市場價格監管，防止油價惡意炒作，保障民生用品價格穩定；推進煤炭、天然氣等替代能源的保供穩價，發揮煤炭的兜底保障作用。

四是維護金融安全，擴大能源貿易人民幣結算範圍，加快與中東產油國的人民幣結算合作，規避美元制裁風險；完善跨境支付體系，依託數字人民幣、多邊央行數字貨幣橋，構建安全高效的能源金融結算網絡；加強外匯儲備管理，降低匯率波動對能源進口成本的影響。

中期來看，中國必須加快能源進口多元化、能源結構多元化步伐，逐步擺脫對中東化石能源、海上運輸通道的過度依賴，增強能源體系的韌性與抗風險能力。

在進口多元化方面，持續優化原油、天然氣進口來源結構，提升俄羅斯、中亞、拉美、非洲等地區的能源進口佔比，降低中東進口比例；深化與「一帶一路」沿線國家的能源合作，擴大海外權益油氣產量，構建「全球能源供應網絡」；加快中巴經濟走廊、中吉烏鐵路等項目建設，完善西部能源進口通道，破解「馬六甲困局」。

在結構多元化方面，大力提升天

然氣在能源消費中的比重，天然氣作為清潔低碳的過渡能源，2026年佔比將提升至9.3%，到2030年升至9.9%，發揮天然氣調峰、替代的作用；穩定煤炭產能，發揮煤炭作為主體能源的兜底保障作用，推進煤電清潔高效利用；加快非常規油氣開發，提升頁岩油、頁岩氣、煤層氣的產量，增強本土能源供給能力。

能源安全是國家安全的重要組成部分，中國必須將能源安全提升至國家戰略高度，統籌發展與安全，構建全方位的能源安全保障體系。

首先，堅持能源自主戰略，始終將能源飯碗牢牢端在自己手裏，既要保障傳統能源供應穩定，也要加快新能源轉型，實現能源供應自主、技術自主、產業鏈自主。

其次，加強國際能源合作，秉持中立、公正的立場，積極斡旋中東衝突，推動地區和平穩定；深化與俄羅斯、中亞、中東等能源夥伴的合作，構建長期穩定的能源合作關係；積極參與全球能源治理，推動能源地緣政治衝突的和平解決，營造良好的國際能源環境。

再次，完善能源安全法治與應急體系，制定完善的能源安全法律法規，明確能源安全責任；構建能源安全監測預警體系，實時監測全球能源市場、地緣政治動態，提前防範風險；完善能源應急響應機制，提升應對極端情況、突發衝突的能力。

主動引領能源變革

今次美伊交火讓全球看清，以化石能源為核心的舊能源體系，注定充滿衝突、動盪與依附，而以新能源為核心的新能源體系，代表着自主、穩定、共贏的未來。中國作為全球最大能源消費國、新能源產業鏈領導者，身處新舊能源體系交替的核心位置，既是舊體系風險的承受者，也是新體系的構建者。

該事件對中國能源安全的衝擊，表面是供應、通道、成本的短期壓力，本質是對中國能源戰略、能源結構、能源自主能力的全面考驗。應對這場考驗，中國不能走傳統能源消費國的依附之路，也不能走資源國的霸權之路，而是要走出一條「自主可控、多元協同、綠色低碳、合作共贏」的特色能源安全之路。

在這條道路上，傳統能源是底線保障，確保中國經濟社會發展的基本能源需求；新能源是戰略核心，讓中國擺脫舊體系的枷鎖，掌握未來發展的主動權；多元化是關鍵路徑，分散地緣風險，增強體系韌性；自主創新是根本支撐，讓中國在全球能源競爭中立於不敗之地。

未來隨着新能源體系的不斷完善，全球能源權力將徹底重構，資源霸權、通道霸權將讓位於技術霸權、產業鏈霸權，中國將從全球能源安全的「被動應對者」，轉變為「主動引領者」。

（作者為外資投資基金董事總經理）

港股人民幣為何走勢背離？



張瑜 財經點評

人民幣匯率走出獨立走強行情，而港股、尤其是恒生科技指數卻持續表現疲弱。1月28日至2月27日，人民幣即期匯率由6.95升值至6.86，累計升值1.3%；恒生科指卻由5900點跌至5138點，累計跌幅12.9%；恒生指數累跌4.3%。二者的背離有悖於市場投資者的直覺。

市場通常認為，人民幣升值往往伴隨外資流入、港股上漲，因而人民幣匯率與港股應該傾向於同漲同跌，同向運行。那麼，如何理解這一背離現象？

在解釋本輪背離之前，有必要先釐清：為何過往多數時間二者傾向於同向運行？筆者認為，這主要源於港股與人民幣匯率在定價框架上共享兩個核心驅動變量——國內基本面和美元流動性：

其中，港股定價的兩大因素包括：盈利（與國內基本面同步）、估值（取決於美元流動性）；而匯率定價的三大因素包括：內部供需（淨結匯=貿易順差×淨結匯率，趨勢取決於國內基本面），外部響應（美元指數強弱，取決於美元流動性），政策調控等其他因素。

由此可見，當國內基本面和美元流動性方向一致時，港股與人民幣匯率往往將趨於同向波動。國內經濟高景氣疊加美國金融條件整體寬鬆，則人民幣與港股共同走強，如2017年，美聯儲雖然全年加息3次，但美國整體金融條件仍在不斷改善，同時國內製造業PMI（採購經理人指數）趨勢性回升後維持高位。反過來說，國內經濟趨弱疊加美聯儲收緊政策，則二者同步承壓，如2015年4月至2016年5月，美聯儲加息，同時國內PMI趨勢性回落後低位震盪。

經濟基本面影響估值

那麼，我們應該如何理解過往港股行情與人民幣匯率的背離走勢？

首先，宏觀條件來看，國內PMI處在相對前期而言的較低位，同時美國金融條件大幅趨緊。受此影響，港股盈利貢獻微弱，估值貢獻明顯轉弱，行情變化主要由流動性主導；而匯率方面，明顯強於基本面整體的強勢出口，則構成了支撐匯率的核心獨特力量。具體而言：

國內基本面方面，經濟下行壓力逐漸顯現，疊加監管政策密集落地及房企債務違約，港股承壓明顯。但與此同

時，出口增速仍維持高位，為人民幣匯率提供支撐。數據顯示，2021年9月至2022年3月，中國製造業PMI整體在49.9（榮枯線附近）震盪，明顯低於2021年1月至8月中樞50.9。與此同時，出口增速由2021年三季度兩年平均同比15.9%小幅回落，但2022年一季度同比仍維持在14.5%左右的高位。

美元流動性方面，美國通脹持續飆升，美聯儲逐步轉向緊縮。2021年9月，聯儲議息會議聲明措辭調整，暗示Taper（縮減購債）即將啟動；11月正式宣布Taper落地；12月加速縮減購債規模。進入2022年，緊縮節奏進一步提速：1月，鮑威爾在新聞發布會上明確釋放3月加息信號；3月，美聯儲正式開啟加息周期。

其次，就港股而言，下跌主要來「殺估值」，盈利反而小幅回升。譬如，2021年9月至2022年3月，恒生指數估值累跌13.4%。

筆者認為，本輪背離的核心原因或在於，當前處於「美元流動性不鬆+基本面周期尚待驗證」的組合，疊加人民幣走強背後主要受獨特因素驅動，走出了獨立於美元的升值行情，所以無法一起帶動港股共同走強。

首先，從宏觀條件來看，國內PMI均在相對前期的低位震盪徘徊，同時美國金融條件邊際趨緊。

其次，對匯率而言，當前偏強的出口也構成了人民幣升值的基礎支撐。與此同時，近期人民幣升值提速背後也離不開短期脈衝性的「獨特因素」，包括春節錯位導致出口脈衝，季節性淨結匯，積壓待結匯釋放等。

再次，針對美元流動性，雖然美聯儲仍處於降息周期，但近期流動性整體或並不寬鬆，反而邊際趨緊。1）美國金融條件指數2月邊際趨緊，由1月0.78降至2月0.5。2）美元並未大跌，美元指數上周整體位於97.7至97.8窄幅區間震盪。3）比特幣、白銀等對全球流動性極度敏感的資產近期均出現顯著調整，或也證明全球流動性相對脆弱、實質偏緊。

最後，從港股風格表現來看，本輪背離期，恒生科指顯著跑輸，紅利防禦穩中有升，恒生指數則小幅下跌。2026年2月2日至3月2日，恒生科指累計下跌8.5%，恒生指數下跌1.8%，恒生滬深港高股息低波指數累計上漲5.4%。

（作者為華創證券首席宏觀分析師）



註：EPS（每股盈利）；PMI（採購經理人指數） 資料來源：Wind、華創證券

豪宅提高印花稅 無損需求熱度



廖偉強 樓市強心針

樓市在2025年逐步走出低潮，重新踏上回升軌跡。在市場氣氛明顯改善的背景下，最新財政預算案中沒有再推出任何刺激樓市的措施，完全符合市場預期。特區政府現階段更希望讓市場自行調整，避免過度干預，以免令樓市升勢過急，反而造成不必要的風險。與其再在樓市政策上著墨，不如把政策重心放在經濟與民生發展，為整體復甦奠定更穩固的基礎。

財政預算案將1億元以上住宅的從價印花稅由4.25%提升至6.5%，是否意味重新「加辣」？答案顯然是否定的。這類超級豪宅雖然成交金額龐大，但佔整體市場僅約0.3%，對一般市民毫無影響；而相關買家財力雄厚，稅率調整對其入市意欲幾乎沒有影響。因此，這項措施與其說是調控樓市，不如說是政府在財政壓力下作出的策略性安排。

近年政府面對「開源節流」的需要已是不爭事實，而增加稅收是開源的重要手段。樓市經歷多年低迷，近年才見復甦，政府自然不會再推出任何可能削弱市場信心的政策，反而要減少干預，維持現有的回暖勢頭。在這種考量

下，提高億元豪宅印花稅成為一個既不損害樓市、又能增加庫房收入的折衷方案。

政經穩定 吸引資金流入

有發展商在措施公布後亦表示，新增稅項不會影響億元豪宅的需求，預期今年相關的成交量仍會再創新高，這種看法不無道理。筆者早前亦指出，歐美在治安、政治與經濟方面的不確定性升溫，令不少富裕人士重新審視海外置業的風險。相比之下，香港在法治、金融體系及資金流動方面仍具優勢，加上低息環境的推動，超級豪宅自然成為內地及亞洲富豪，甚至全球家族辦公室的追逐目標。

筆者相信，政府掌握相關數據後，亦預視到今年億元豪宅成交將持續增加，因此調高此類物業的印花稅，既能為庫房帶來可觀收益，又不會破壞樓市復甦，是一個相對平衡的決定。若把近兩年的《財政預算案》一併觀察，更可看出政府在物業印花稅上的「頂加底減」思路：高端市場適度加稅，基層及中產則提供更多上車空間，讓更多市民有機會脫離「無殼蝸牛」的困境，並推動樓市健康發展。

（作者為利嘉閣地產總裁）