

投資全方位

一點靈犀

製造業回流是美國政府多年夙願，旨在重塑全球產業鏈格局，打造出「去中國商品化」的貿易體系。但在中國對美直接出口下降的同時，「紐帶經濟體」仍在加強兩國之間的製造業聯結，假性脫鉤可能是更為準確的描述。

李靈修

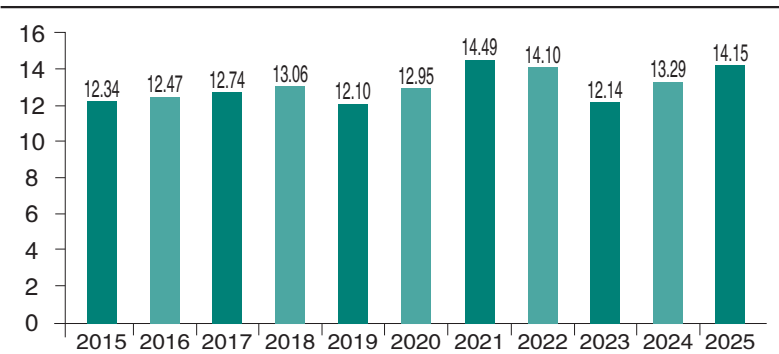
國際諮詢公司科爾尼從2013年開始對美國製造業回流進行追蹤，據其最新發布的報告顯示，2025年美國製造業回流指數(RI)出現小幅回升，由-115升至-86，但仍處於負值區間，意味着離岸外包依然大於製造業回流產值。期內，美國自14個亞洲國家及地區的進口總額增加600億美元，同比增長6%，而美國國內製造業總產值(MGO)減少280億美元，同比下降0.4%。整體製造業進口比率(MIR)升至14.15%的近年高位。(見配圖)

基建不足 投資難到位

若將通貨膨脹與美元匯率因素納入考量，美國製造業的真實情況可能更糟糕。回顧2025年美國

中美製造業聯結減弱了嗎？

美國製造業進口比率走勢



PMI (製造業採購經理人指數)數據走勢，1月(50.9)和2月(50.3)曾短暫超越榮枯線，但在隨後十個月時間裏均低於50，並在12月跌至47.9，創下全年最低紀錄。

這份《美國製造業回流指數》報告中依然有些許亮點，譬如美國製造業資本支出的月均規模從2022年約8200萬美元提升至2025年約2.24億美元。很明顯，過去四年大量資本流入美國製造業，年度投資規模已是疫情前的兩至三倍。不過，移民政策趨嚴、基建配套不足、審批制度繁複等因素也在持續阻撓投資落地。

自上世紀90年代資訊技術革命興起，美國製

造業的經濟支柱性地位逐漸讓位於服務業。2008年金融危機爆發後，聯邦政府意識到產業結構「空心化」問題的嚴重性，密集出台了一系列扶持政策，但效果並不顯著。到了2009年，時任美國總統的奧巴馬首次提出要把「重振製造業」作為重要經濟戰略。2017年，特朗普進一步強化了製造業重振計劃，對外公布《製造業就業主動性計劃》。拜登履職後，產業鏈安全議題也被提升至關鍵位置，並於2022年相繼通過了《通脹削減法案》與《2022年芯片與科學法案》。2025年，特朗普二次入主白宮後立即發動貿易戰2.0，全面加徵進口關稅。



▲去年美國製造業回流指數出現小幅回升，但仍處於負值區間。

在此背景下，白宮近年來大力倡導供應商多樣化(Diversification of Suppliers)及在地化(Reshoring)、近岸(Nearshoring)及友岸生產(Friend-shoring)策略。統計顯示，從2017年到2025年，中國對美出口佔比由19%降至11%左右。但事實上，中國商品通過「紐帶經濟體」間接完成了對美貿易，這也是筆者多次撰文指出的「中美貿易假性脫鉤」。

中美貿易假性脫鉤

譬如，目前中國和東盟已基本形成了成熟的產業分工，中國佔據產業鏈的中上游，東盟集中在產業鏈的中下游。中國對美國損失的出口份額很快會通過東盟出口彌補回來。根據摩根士丹利基於亞洲開發銀行(ADB)數據的研究，在亞洲各經濟體的製造業出口中，越南和菲律賓嵌入的中國增加值含量最高，分別達到了17%和14%。

美國政府為了擺脫對中國供應鏈的依賴，也試圖扶持印度成為新的全球製造中心。然而，印度對華進口依賴也在同步加深，特別是在生物製藥與半導體行業。2023至24財年，印度從中國進口的API和藥物中間體達33億美元，而電子元件進口則達到121億美元，幾乎是5年前的三倍。

心水股

中芯國際 (00981)

建設銀行 (00939)

滙豐控股 (00005)

市況調整 伺機增持優質高息股

沈金

港股昨日出現顯著回調，恒指26000點關不保，最低見25847點，跌542點；收市為25962點，跌426點或1.6%。全日總成交3254億元，較上日多187億元。

港股之跌，乃隨亞太區股市一齊「潛水」。昨日日股跌1.99%，韓股重創6.12%，都對港股投資者有一定的心理影響，加上內地A股連跌兩日而未見反彈，遂使一些大戶趕在周末拋售套現，尤其是近期升得多而炒味濃的股份，所受壓力甚大，不少都錄得5至10%的跌幅。

二十隻熱門股跌了18隻，只2隻上升。這兩隻上升股是騰訊(00700)和金輝控股(09993)。騰訊趕在除淨日才反彈，高位見462.6元，收市456.4元，升0.33%。至於金輝，則

是一隻內房股，昨日由0.85元起步升至2.63元報收，大漲205%，此股仍處虧損階段，突然炒到「天花板」，小心接火棒也！

下跌熱門股不少是「熟口熟面」者，如長飛光纖(06869)跌12%，華虹半導體(01347)跌8%，跌7%的有建滔積層板(01888)和瀾起科技(06809)，跌5%的是紫金礦業(02899)，跌3%至4%的有阿里(09988)、美團(03690)等，從上述名單可以見到，昨日的回落包含大戶「割韭菜」和趁勢埋單計數在內。

25690點低位不容有失

應該承認，從走勢看，這次恒指再落到26000心理關口之下，表現並不理想。現指數乃5月5日收25898點之後最低。該日的低點為25690，因此下一個支持位就退到25600至

25800區間。5月股市過了一半，這個月的低點就是25690，所以好友不宜掉以輕心，否則整個形勢會改寫，由「先低後高」變為「先高後低」，就並不美妙了。

對投資者來講，這個回合仍可「穩坐釣魚船」，優質高息股即使有調整，幅度也可控，不會像那些炒股那樣大起大落。為此，在回調市中，伺機增持的仍以優質高息股為主，凡有5至7厘息的好股，都是目標。自然，穩中求勝，我會繼續關注內銀股、電訊股。如果說，在大公司紛紛公布首季業績之後，已無重大消息披露，則港股進入一個相對平靜的階段，也是可以理解的。在我的「投資手冊」裏，將界定為「投資期」，即俗稱「有得揸冇得炒」。對揸家來講，這正是一次難得的伺機低吸收息機會。

受惠AI芯片本地化 中芯前景俏

鄧聲興

中芯國際(00981)近日公布2026年第一季度業績，按國際財務報告準則，季度收入達25.05億美元，環比增長0.7%；毛利率為20.1%，環比增加0.9個百分點。歸屬於上市公司股東的淨利潤為13.6億元人民幣，同比微增0.4%。公司對第二季度給出樂觀指引，預計收入環比增長14%至16%，毛利率提升到20%至22%。

高端產能佔比持續提升

從運營數據看，一季度銷售品圓數量為251萬片，產能利用率維持在93.1%的健康水平。月產能達107.8萬片，較去年同期增長10.8%，為承接第二季度更大規模出貨奠定基礎。毛利率環比提升主要受惠於銷售單價上升和產品結構優化，在供不應求的產品類別，公司已與客戶協商上調定價，漲價效應逐步體現。應用結構方面，工業與汽車領域佔比由去年同期的9.6%大幅升至14.0%，成為增幅最顯著的細分板塊。12吋晶圓收入佔比達76.4%，高端產能佔比持續提升。

值得注意的是，中國區收入佔比進一步升至88.9%，較去年同期的84.3%明顯擴大；美國區佔比則由12.6%收窄至9.3%。這一變化反映了在地緣政治不確定性加劇的背景下，國內客戶為確保供應鏈安全，加速向本土工廠轉移訂單的趨勢。更深層的催化

劑在於AI芯片本地化進程。據市場消息，華為已確認DeepSeek V4模型由其Ascend 950 PR AI芯片驅動，而中芯國際被認為是唯一有能力及產能以N+3製程支持該芯片的中國企業。先進製程預計在2027年後貢獻中芯約30%的收入，反映其境內代工市場的稀缺價值，賦予其更強的定價能力。

綜合而言，中芯國際正處於多重利好交匯點：短期看，消費電子及物聯網需求復甦帶動產能利用率維持高位，漲價效應逐步體現；中期看，工業與汽車電子需求結構性接力，為成熟製程提供增長動能；長期看，AI芯片本地化趨勢不可逆轉，中芯作為國內先進製程代工的稀缺產能，將成為核心受惠者。管理層強調將「緊密跟蹤客戶需求，靈活調配資源，加快產品響應速度」，在外部環境複雜多變的背景下，中芯的戰略價值與盈利能力正迎來重估。

(作者為香港股票分析師協會主席，證監會持牌人士，並未持有上述股份)



美通脹升溫難減息 金價支持位4350美元

彭博

本周黃金市場的樂觀情緒遭遇了現實的無情重擊，價格從上週的4700美元上方一路潰敗，目前已跌至4553美元水平。這場由14點備忘錄點燃的和平曙光，隨着伊朗正式拒絕美方提案以及特朗普完全不可接受的強硬回擊下，迅速暗淡下去。金價的連續走低，反映出市場在地緣溢價重估與美聯儲加息威脅之間的劇烈掙扎。

基本上，地緣博弈的層次已從外交辭令升級為全方位的資源與安全鎖死。在這種外交大門半掩、導彈隨時升空的背景下，黃金的避險屬性雖然在對沖極端風險，但美方的軍事強

硬姿態卻推升了美元的避風港地位，從而對金價形成了顯著的擠壓。

數據面上，美國經濟正深陷於一場由戰爭能源衝擊引發的通脹風暴中。4月CPI年率衝上3.8%創三年新高，而PPI更是以6%的同比增長宣告了生產端成本的全面失控。這對黃金多頭而言是雙重打擊：一方面，能源價格飆升直接推升通脹，理論上利好實物資產；但另一方面，這種「令人失望」的通脹走勢徹底堵死了聯儲局短期降息的路徑。

隨着沃什正式獲得參議院確認進入美聯儲理事會，以及官員對通脹趨勢的悲觀定調，利率期貨已開始為年底的防禦性加息定價，黃金作為無息

資產的持有成本在4500美元上方顯得日益沉重。

技術面上，金價本周的走勢圖堪稱一場多頭的滑鐵盧。自失守4700美元心理關口後，價格呈現出明顯的下行通道特徵。目前4553美元的實時價格已跌穿了多條短期均線的支撐，且在周四觸及4644美元後並未出現像樣的反彈，顯示空頭力量正佔據絕對主導。從技術結構上看，4500美元整數關口已成為短線最後的心理防線，若此位置在下周伊斯蘭堡談判無果的情況下失守，下方的技術支撐位將直接至4350美元區域。

(作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk)

奈飛AI戰略轉型 應對娛樂產業變革

毛語倫

串流媒體巨頭奈飛(NFLX)近期一系列的戰略舉措，不僅鞏固了其在娛樂產業的領先地位，更揭示了其對未來內容生產、發行模式及技術倫理的深遠思考。從收購AI初創公司、調整電影發行策略，到領導層對人工智能影響的獨到見解，奈飛正積極應對行業變革，並為其長期發展奠定基礎。

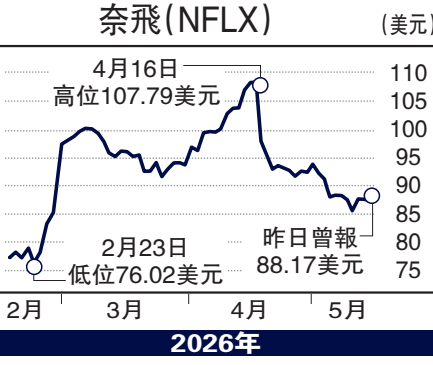
收購AI初創 調整發行策略

奈飛近期完成了一項引人注目的收購，將由知名演員兼導演本·阿弗萊克於2022年創立的AI初創企業InterPositive納入麾下。InterPositive專注於開發影視製作領域的人工智能工具，旨在解決傳統AI視頻生成技術的局限性。此次收購不僅彰顯了奈飛

對AI技術在內容生產環節的深度投入，更預示着未來電影製作流程將因AI介入而變得更高效率、更具創造性。

在內容發行方面，奈飛正進行一項重大戰略調整。該公司宣布，由葛薇格執導的《納尼亞傳奇：魔法師的外甥》將於明年2月12日進行為期七周的全球院線獨家上映，隨後於4月2日才在奈飛平台上线。這標誌着奈飛首次在全球範圍內對一部大製作電影採取荷里活式院線發行模式。

此外，奈飛的商業模式創新也對其他科技巨頭產生了影響。據報道，OpenAI正考慮借鑒奈飛的「低價訂閱+廣告植入」混合模式，以應對ChatGPT日益增長的算力消耗和研發投入。這表明奈飛在平衡用戶體驗與盈利能力方面的策略，已成為跨行業的參考範本。



總體而言，奈飛正透過在AI技術、發行策略、商業模式創新以及領導層對未來趨勢的洞察等多個維度進行戰略布局。這些舉措不僅應對了當前市場挑戰，更為其在不斷變化的全球娛樂和科技格局中保持競爭力。(作者為富達證券高級策略師，證監會持牌人士，並未持有上述股份)

大市欠方向 操作宜高拋低吸

容道

中美元首會晤於周五結束，從新聞媒體看，特朗普全程熱情高漲，表情很嗨，而隨團的美國文武百官及商家巨賈都似是「劉姥姥入大觀園」；中這一回合的交鋒已經由現代數字媒體迅速而極有效率地傳播到地球村的每個角落，中國的軟實力又再上一個台階，中國的強大及自信已經無法被傳統的西方媒體所掩蓋，這真正體現到現在中國的體量及實力已經大到自己想收藏也藏不住的地步了。全球大中小國家都緊盯會談場內的每個細節，好使自己以後在全球地緣政治格局中尋覓到更好的定位；同時，全世界不同產業的老闆們更緊張研判中美商談所涉及的經貿等部分對其自身行業的影響如何。而周五的股市似乎表現出資本本對後向不太樂觀的看法。

周五，亞洲股市以韓國股市領跌開始，首爾綜合指數即市中段跌出個熔斷來，最終收報7493點，跌6.12%，而日經指數也大跌1244點，即1.99%，及至港股開市也即低開低走，最低跌超過500點，最終跌426點，恒生指數收報25962點。至於A股上證指數也跌1.02%，收4135點，仍守在4100整數點之上。歐洲股

市在初段基本上是普跌狀態，英法德意四國股市都跌約1.3%至1.8%左右，西方資本大致的判斷基調是覺得中美商談的結果未必對歐洲有利。

若以周四、五的行情看，除了美股外，似乎各地股市都錄得跌幅，但若對比上周五的指數位置，則印證了本欄近來判定這段時期整體是沒有太大升跌，也不會出現大方向突破，市場主要是炒波幅的波段交易期，最好做法是高拋低吸，不要太貪心就可以不停做沉悶但穩勝的交易。當然有人解讀周五A股的回調跟會談有關，那就想多了，很容易被人帶節奏而做錯投資決定。

A股目標上望4300點

由上，筆者在周五下午時段開始在低位掃入港股及A股，是全方位買進，無論大藍籌，價值股，二三線，還是熱門題材中的科技和資源類股，都是買貨或增持標的；在市場資金充足，估值及產業前景清晰，沒有黑天鵝的預期下，我很有信心下周大家冷靜下來後又會重新買上。相信A股上證指數仍有機會上衝4300點，而恒指則相對弱於A股，但個股透明度較高和較便宜，比較好交易，指數則仍可以27000點為目標。(微博：有容載道)