

▶全球數通光模塊市場規模持續增長，全球前十光模塊廠商裏面，中國企業佔據七席。中際旭創、新易盛穩定居全球前兩位。 資料圖片

經濟觀察家

美國中期選舉，不會在一夜之間顛覆全球光模塊產業格局，但在未來幾年，中國光模塊產業很難再回到過去單純依靠北美市場快速增長的時代。國內企業需要在全球貿易規則博弈中，構建起兼顧海外商業訂單和國內算力需求的雙循環產業鏈。

光模塊產業變局猜想



袁淵 經濟把脈

光模塊這個產業鏈的結構非常特殊：整機製造、組裝、測試在中國企業手中；核心DSP芯片、高速EML激光器、磷化銦襯底等高價值上游原材料，大量依賴美國、日本廠商；最大客戶群體，則集中在北美雲廠商與算力硬件巨頭。這種格局決定了，美國政治變動會直接傳導到國內光模塊企業的訂單、研發路線、產能布局，甚至企業長期估值。

管控方向不會逆轉

美國中選結束之後，國會各個委員會主席將換人，立法議程、聽證會安排、預算審批權隨之轉移。很多人容易陷入一個誤區：政黨輪替，對華科技政策就會全面轉向。但在光模塊這類與AI國家安全相關的領域，民主黨和共和黨擁有跨黨派共識，分歧不在於要不要管控，而在於用什麼樣的工具、多快節奏實施管控。

民主黨掌控參眾兩院，意味着行政部門已經推出的管制規則，更容易固化為正式法律。過去幾年針對光模塊的監管，大多依靠FCC（美國聯邦通信委員會）的設備授權規則、商務部的出口管控，屬於行政命令。行政令的特點是，總統換屆就有可能調整，企業還可以預判政策鬆緊。一旦國會由民主黨主導，會推動法案把安全審查、供應鏈溯源、聯邦採購限制寫入成文法律，政策的穩定性會大幅提升，未來想要鬆動的難度顯著變大。民主黨更擅長多邊外交，會持續聯合盟友，形成統一供應鏈審查標準，同時鼓勵美國本土產業補貼落地，扶持Lumentum、Coherent等本土光器件企業，搭建替代供應鏈。

無論哪個政黨掌握國會，針對敏感系統的供應鏈安全管控方向不會逆轉。2026年9月，跨黨派參議員聯合提交S.5548《保護國家安全系統免受中國光收發模塊影響法案》，這份提案同時獲得民主黨、共和黨議員聯署，這本身就說明，在「聯邦涉密、國防相關系統限制採購中國光模塊」這件事上，兩黨不存在根本矛盾。這份法案目標並不是禁止商業雲採購，只是鎖定國家安全相關場景，並且設置長達五年的過渡期。中期選舉只會改變這份法案被推進審議的速度，很難直接否決它。

選舉帶來的政策傳導存在明顯時間差。新當選議員次年1月才正式就職，法案起草、聽證、投票、總統簽署，往往要持續半年到一年。不會選舉結束立刻落地新規。但是資本市場、海外客戶、跨國供應商，會提前根據選舉結果調整預期。對國內光模塊企業來說，最先感受到的衝擊往往不是正式法規，而是客戶的採購策略調整、下一代產品的認證節奏、上游芯片廠商供貨優先級變化。

要理解選舉帶來的影響，首先看懂整條產業鏈的分工。光模塊產業鏈從上到下，分為光芯片、光學無源器件、DSP電芯片、模塊封裝組裝、下游數據中心客戶。

難以切斷中國聯繫

從市場的份額來看，LightCounting行業數據顯示，全球數通光模塊市場規模持續增長，全球前十光模塊廠商裏面，中國企業佔據七席。中際旭創、新易盛穩定居全球前兩位，疊加光迅科技、海信寬帶、華工正源等企業，國內廠商合計市場份額超過64%。在800G、1.6T這類AI高速光模塊賽道，國內廠商出貨佔比達到70%。中國廠商的核心優勢，不在芯片底層研發，而在光電協同設計、自動化封裝產線、良率管控、大規模交付能力和快速響應客戶迭代需求。北美雲廠商迭代算力架構，國內模塊廠商可以快速同步迭代產品，在交付周期、成本控制上，海外廠商很難追趕。

但是產業鏈的價值高點，大量掌握在海外企業手裏。DSP電芯片是高速光模塊的核心，負責信號糾錯、均衡處理，400G以上高速產品市場，Marvell、博通兩家合計佔據85%左右的市場份額，國內高端DSP還處在追趕階段。高速EML激光器、磷化銦襯底，主要由日本廠商供應。這些上游芯片和材料，佔據模塊BOM成本的一半左右，屬於整條產業鏈的「卡脖子環節」。

客戶結構的風險同樣突出。國內頭部廠商海外營收佔比普遍超過90%，新易盛海外營收佔比接近96%，核心客戶集中在Meta、谷歌、亞馬遜、英偉達等北美企業。商業AI數據中心，是當前高速光模塊最大的需求來源。這意味着，雖然中國企業掌握製造能力，但訂單的定義權、規格迭代權，掌握在北美客戶手中。

「整機強、上游弱，製造強、客戶集中」的獨特格局，決定美國政策不會簡單一刀切。美國本土Coherent、Lumentum、AAOI產能總和，只能覆蓋北美市場不到兩成需求。就算美國希望替換中國供應商，本土企業擴產、客戶認證，至少需要兩到三年周期，短期內很難填補巨大產能缺口。

這就是這場博弈最核心的矛盾：美國想要降低供應鏈依賴，但AI算力建設又離不開中國的大規模交付能力。政策的方向，大概率是「隔離敏感場景，管控下一代產品，保留商業市場供給」。

加強安全穿透審查

中期選舉之後，國會權力變化，會改變四類政策工具的使用強度，不同工具對國內產業鏈的衝擊程度完全不同。

第一，聯邦採購禁令，也就是S.5548這類法案。該法案目標是禁止美國國家安全系統採購指定中國廠商光模塊，適用範圍限定在軍方、情報、涉密政務系統，不包含普通商業雲數據中心。這個市場體量不大，對國內企業營收直接影響有限，但具備極強的信號意義。如果民主黨掌控國會，跨黨派法案更容易進入聽證流程，落地節奏加快；共和黨掌權的情況下，法案同樣可以推進，但會附加更多豁免條款。即便法案落地，五年過渡期給企業留下充足調整窗口。它最大的影響，是形成示範效應，推動海外其他國家效仿，在政府項目中設置供應鏈審查門檻。

第二，FCC設備授權與供應鏈穿透審查。FCC 26-50新規已經生效，這套規則採用組件穿透邏輯，不是只看模塊組裝產地，而是核查模塊內部邏輯硬件組件來源。也就是說，哪怕模塊在泰國組裝，如果內部核心芯片來自受管控企業，也會面臨授權限制。中期選舉後，如果民主黨主導國會，會推動FCC進一步細化規則，針對3.2T、下一代NPO/CPO新型模塊，強化元器件溯源、供應鏈審查。這會抬高國內廠商新品認證成本，拉長送樣周期。而共和黨更傾向於簡化監管流程，避免監管拖累本土AI產業發展，FCC規則加碼的節奏會放緩。

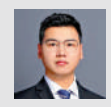
第三，出口管制與上游芯片、材料的供給約束。美國商務部BIS的出口管制權限，會受到國會監督。兩黨都支持管控先進技術，但側重點不同。民主黨會推動把光通信相關高端芯片、IP納入管控清單，同時施壓日本，限制磷化銦襯底、高速激光器的出口許可。共和黨更偏向審查投資行為，限制美國資本投資中國光芯片初創企業。兩種路徑最終結果一致：國內模塊廠商採購高端DSP、EML芯片的合規審查變多，供貨周期拉長，上游廠商可能優先保障美國本土模塊企業的訂單。

第四，友岸外包與本土產業扶持。美國《芯片與科學法案》同樣覆蓋光器件配套產業。民主黨傾向足額發放補貼，扶持Lumentum、Coherent擴產，推動北美雲廠商建立雙供應商體系。共和黨很多議員反對大額政府產業補貼，可能壓縮補貼預算，本土擴產進度會變慢。無論哪個政黨，都會持續推動供應鏈多元化，引導客戶把訂單分給美國本土、日韓廠商，降低對中國企業單一依賴。

關稅工具反而不是最主要風險。民主黨勝選的核心議題是通脹與生活成本，對AI基礎設施徵收高額關稅，會推高雲服務成本，與降低通脹目標衝突。因此全面加徵關稅概率較低，政策重心會放在供應鏈安全審查、政府採購限制，而不是普遍關稅壁壘。

（作者為外資投資基金董事總經理）

聯儲下月加息0.5厘機會微



武朔 金融觀察

美聯儲理事沃勒的鷹派「宣言」與CPI的超預期讓市場開始重新審視當前的加息路徑。12月單次加息50基點的政策選項一度進入市場視野，而緊縮預期的升溫也帶動了10年期美債利率再度觸及5%的關口。就目前而言，考慮到融資條件的壓力及傳統經濟的承受能力，筆者依然對12月單次加息50基點保持謹慎。但倘若激進加息兌現，明年經濟預期走弱及降息預期升溫的節奏，可能快於我們此前的判斷。

具體來看，沃勒的鷹派擔憂其實並非「空穴來風」。10月非農和CPI接連超預期，就業市場的韌性給了聯儲加息的底氣，而通脹也呈現出明顯的擴散跡象。CPI年化環比增速超過3%的分項佔比從前值的52.2%再度上升至54.5%，而8月這一數值僅為36.3%。在此背景下，沃勒支持12月加息50基點的邏輯，本質是提前防範通脹擴散、鞏固美聯儲抗通脹的政策公信力。

但即便如此，一次性加息50基點目前也並不是委員會的一致傾向。從其他票委的公開表態看，多數委員仍傾向漸進式調整；即便是立場偏鷹的洛根，在CPI數據公布後也更偏好分兩次加息25基點、之後轉入觀察，而非一步加息50基點。委員群體更願意保留觀察窗口，依託高頻數據驗證通脹反彈的持續性，規避一次性大幅加息引發政策超調。

由此來看，12月落地50基點加息面臨較高投票門檻，委員會內部很難形成多數支持。市場定價也在一定程度上反映了這一分歧：CPI數據落地後，12月加息已基本被充分計價，但加息50基點的概率僅約13.2%，屬於典型尾部情景。

對比經濟與通脹的底色，本次討論50基點加息，和2022年的大幅加息環境存在本質差異。2022年5月美聯儲加息50基點時，CPI同比攀升至8%以上，核心CPI環比持續位於0.5%-0.6%區間，通脹持續升溫；而彼時聯邦基金利率不足1%，實際利率深度為負，快速大幅加息是向中性利率靠攏、壓制通脹的重要選擇。

反觀當前，核心CPI環比連續三個月穩定在0.3%附近，通脹更多是維持黏性而非持續加速。且當前政策利率已經處於3.75%-4%的高位，利率偏高下，同等加息幅度對實體經濟與金融條件形成的邊際緊縮衝擊，明顯大於2022年，這也是我們審慎看待加息步幅的結構性原因。

市場影響上，單次加息50基點本身並非穩妥的政策選擇。50基點屬於強度極高的政策信號，容易直接擾動資產定價中樞，引發股債匯短期劇烈波動。如果美聯儲的核心目標是修復政策可信度、錨定通脹預期，對沖10月暫停加息滯後於通脹的風險，那麼12月、1月連續兩次加息25基點，也可實現持續收緊的效果，對市場的擾動更為溫和，並不一定要在12月一次性加碼。

後續行情的兩種可能

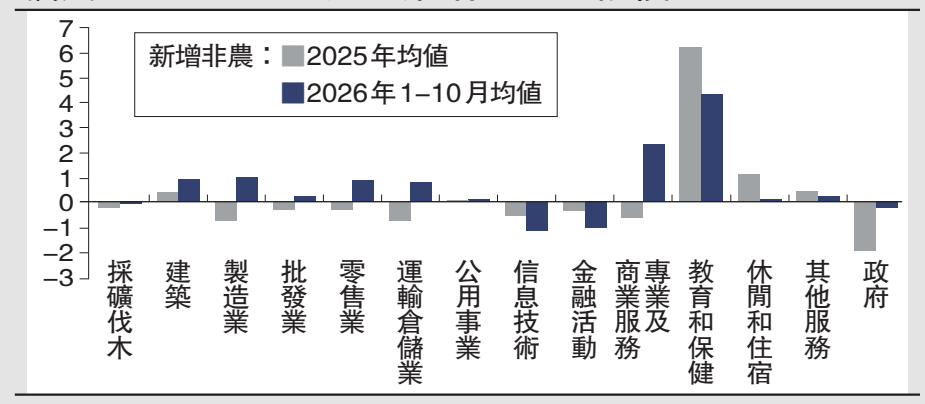
那麼，倘若50基點加息超預期兌現，會帶來哪些市場影響？當然，短期內流動性資產或將迎來衝擊，尤其是美股可能尚未充分定價這一尾部風險。不過，後續資產的走向仍取決於聯儲的定調和表態，可以分為兩種情形：

情景一：加息50基點之後，美聯儲釋放信號，認定此前三輪預防性降息帶來的寬鬆效應已基本收回，後續暫停加息、轉入觀察窗口（類似於沃勒與達拉斯聯邦儲備銀行行長洛根表態的結合）。在此情形下，「一步到位」可能比「走走停停」更好，市場在短期震盪消化後，資金會提前交易經濟下行壓力，降息預期也將隨之升溫，有望支撐風險資產修復。

情景二：如果美聯儲延續偏鷹基調，明確表態加息進程尚未終結、保留繼續加碼的選項，「高利率維持更久」的敘事將進一步鞏固，實際利率易上難下，流動性資產的調整壓力還將持續。

（作者為國聯民生證券研究所宏觀經濟分析師）

美就業增長明顯修復



資料來源：iFind、國聯民生證券研究所

今年港樓市量穩價升 來年仍樂觀



楊永健 樓市新態

自去年年中開始，香港樓價逐步由跌轉升。樓價去年成功尋底以至緩步反彈，升幅不足百分之五；今年樓市則是先急升、後整固的一年。整體而言，今年樓價升幅仍然相當顯著，全年升幅勢必達至雙位數。來年的情況又會如何？是繼續「爆升」，還是「尋頂回落」？大家不妨留意，「逢七必升」的規律又再來臨啦！過去四十年每逢七字尾的年份，無論股市或樓市例必上升，來年樓市理應「睇升」多於「睇跌」。

當然「逢七必升」頂多是歷史上的巧合，但無可否認，從1987年至2017年最新四次七字尾年份，股市確實是逢七必升。87年1至10月恒指急升50%，當然之後出現股災；97年同樣先升後回，下半年更出現金融風暴爆破；2007年全年股市急升近40%，這一年10月恒指更升至31958點的歷史高位；17年的升幅同樣顯著，從年初的22000點升至年底約近3萬點。接近十年後的今日，恒指已重返23000點左右的低位，是否代表來年恒指有力重上3萬點呢？

至於過去四十年的樓市情況，樓價指數同樣是「逢七必升、並無例外」。87年全年樓價升幅達21%；1997年尾樓價出現顯著回落，但全年樓價仍維持約有一成的升幅；08年金融海嘯前07年樓價升幅顯著，全年升幅達25%以上；2017年樓市剛經歷超過十年的最長升浪，2015至16年樓價出現整固，但2017年樓價重拾升浪，全年樓價升幅約達15%。

低息持續 剛需依然強勁

至於來年的股市、樓市走勢，雖然確實存在一定的變數，但「逢七必升」效應確實有機會再度出現。隨着整體經濟改善，加上股市近兩個月一直在24000點以下的低位徘徊，如果地緣政治緩和，股市確實有力大幅反彈。樓市的情況同樣，經過過去數月間的整固，相信未來新盤市場會再度暢旺起來，加上樓市基調整固，低息環境持續，剛需依然強勁，來年樓市仍然樂觀。

2026年快將過去，股市持續放緩，連帶近月的樓市成交亦顯著減少，但樓價升幅仍然顯著，今年樓市是量穩價升的一年。相信大家都期望2027年可以是股樓齊升的一年，股市重新暢旺引發財富效應或會再度出現，大家需要為來年的「股樓齊升」的格局做好準備。

（作者為世紀21星鑄總經理）



▲本港樓市基調整固，剛需依然強勁，來年樓市仍然樂觀。 資料圖片

責任編輯：許偉生