

巴菲特最後的股東信：價值投資終章與新啟示

銘察秋 

傳奇投資者股神巴菲特宣布將於今年底退休，結束掌舵享譽全球的投資旗艦巴郡（Berkshire Hathaway）60年的傳奇生涯。他在2025年度《致股東信》中，總結其一生的投資哲學、交代接班安排與慈善計劃，這封或許是他最後一封股東信，為全球市場以及投資者留下深刻啟示。價值投資的信念回歸巴菲特再次強調他的金句：「在合理價格買入具長期競爭力的企業」，並以時間換取複利回報。



陳淦銘
特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會持牌人

巴菲特將交棒予非保險業務副主席格雷格·阿貝爾（Greg Abel），象徵巴郡從股神巴菲特與拍檔芒

格（Charlie Munger）時代走向制度時代。阿貝爾重視穩健現金流與綠色能源布局，其接班也標誌着巴郡投資文化的延續。

從個人神話到制度傳承

這對全球投資者的啟示在於：企業傳承要依靠制度，不靠個人魅力或特質。許多科技巨頭過度依賴創辦人個人魅力，反而增添風險。巴菲特式的分權與簡潔治理，為企業可持續經營提供了良好企業管治的範例。

資本與社會的第三重使命

巴菲特在信中重申，財富只是暫時的保管物，並



● 巴菲特宣布將於今年底退休。圖為巴菲特出席2024年度股東大會的場景。路透社

計劃把99%以上財富回饋社會。這種慈善觀反映他對資本責任的理解：企業價值不僅在於盈利，更在於社會回報。在全球推進ESG（環境、社會、管治）的大趨勢下，巴菲特的「投資即責任」理念提醒投資者：長期價值來自誠信、可持續性與人文精神。

對世界經濟的思考：雖未直接作出宏觀預測，巴菲特仍表達對經濟韌性的信心——「樂觀是理性的選擇」。這種信念可延伸至亞洲市場。中國、東盟及

香港的長期潛力依然可觀，只要市場尊重法治與創新，資本終將回歸實體。

對香港市場的啟示：港股近年被視為「估值窪地」，恒指市盈率長期低於10倍，市場信心疲弱。但巴菲特的理念提醒投資者：價格可低估，價值終會回歸。香港不少擁有穩健現金流、分紅穩定的企業，符合巴菲特式「護城河」標準。長期資金應重新審視這些被低估的資產，而港股要重拾吸引力，關鍵在於提升企業管治與增加市場信任，讓投資者重新相信「長期持有優質公司」仍能致富。

投資與人生的共鳴

巴菲特在信末寫道：「每天能與你喜歡的人共事，就是成功。」這句話點出投資與人生的核心為共同信念與價值。在情緒主導的年代，他以最後一封信提醒世人：理性、誠信與長遠眼光，才是最終勝出的力量。巴菲特的退休，是一個時代的結束，也是一種精神的傳承。他的投資哲學如「買企業，不買股票、讓時間成為朋友、以簡取繁」等仍是全球投資者的座右銘。當市場喧囂、資金躁動之時，巴菲特的最後一封信如同一面鏡子，映照出真正的智慧，不在預測市場，而在理解時間與價值的力量。

停擺迎結束 美股指數反映事態

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



● 美股指數走勢已即時反映美國政府停擺結束的利好。法新社

或會在什麼情況下逆轉。先說同步，若道指持續受惠於停擺後復常的好處，而標普和納指持續受制於高估值之憂，則相關部署的可行性便增加。再說逆轉，可以設想，停擺不再，一切復常，則美聯儲有數據可依，可以減息，刺激經濟，以增市場風險胃納。相比之下，美股科技龍頭高估值多時，反而不易一下子逆轉。

多空倉建拆須同步

美國聯邦政府停擺結束，而近期美股指數的分歧呈更明顯。反映傳統行業舊經濟為主的道指，

連日來反彈，不難想像，當中很大程度上，基於上述好消息帶動。另一邊廂，較多比重反映科技行業新經濟的，例如標普指數和納指，則明顯跑輸。

此之所以，可以憑同時長倉於道指而短倉於標普納指的做法，爭取一個交易策略的可行落實，以押注於上述事態的預測變化。當然，箇中關鍵是兩邊同步去做，否則便沒有太大意思，而只是個別的看好看淡，做多做空而已。

不過，必須留意的是，這個同步而行，包括建倉，亦自然包括拆倉。一開一關，視乎事態發展。

道指已率先反映 小心科技股突反彈

比方說，萬一整體市場風險胃納增加，連科技股也有重大反彈，無視或甚至擺脫近期外界對於AI泡沫的憂慮或高科技龍頭的估值擔憂，則根本無必要再為標普指數及納指進行短倉，尤其道指既已率先反彈反映好消息，之後升勢可能放慢，則若標普指數及納指突然反彈，其短倉損失，未必可以被道指長倉的獲利所抵消，得不償失。故此，一切必須隨機應變。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

進出口溫和改善 建議香港四方面積極應對不確定性

龐溟 經濟學博士、香港大學亞洲環球研究所亞洲環球學人

供應鏈的整合。類似的趨勢也體現在香港與泰國的貿易數據上，反映出東盟市場在香港貿易格局中的地位正在系統性提升。美國和日本等傳統發達市場的表現則有明顯的分化趨勢，反映出不同經濟體的需求復甦強度存在差異，也受到匯率波動及貿易政策的影響。

值得注意的是，在貿易壓力和不確定性提升的情況下，香港已成為中國內地進出口重要的目的地和中轉地，內地市場對香港貿易具有雙向拉動效應。2025年9月份與2024年同月比較，輪往中國內地的整體出口貨值上升16.7%，而來自中國內地的進口貨值亦上升19.4%。香港從內地的進口增速高於整體進口增速，香港對內地的出口增速也高於整體出口增速，反映出內地市場對香港貿易的重要性仍在強化，也體現了兩地在全球貿易格局中日益深化的分工協作與互補共贏的關係。

儘管香港9月份貿易數據表現亮眼，但經季節性調整的數字顯示，2025年第三季與對上一季比較，商品整體出口貨值下跌了0.7%，同時商品進口貨值僅大致維持不變。環比數據的下滑表明真實的貿易增長動能可能不如表面數據顯示的那樣強勁，與同比數據的強勁增長形成鮮明對比，部分原因可能是上年同期的低基數效應。

預計2025年第四季度，香港出口將保持溫和增長態勢，全年增長幅度有望維持在12%-14%的區間。全球需求不確定性及地緣政治風險仍是主要制約因素，需要特區政府和商界保持警惕，積極應對。

一是鞏固中轉貿易地位：香港應進一步強化其作為內地商品國際化的首站平台功能，提供貿易融資、物流優化、質量認證及市場推廣等全鏈條服務，提升通關效率，降低貿易成本。

二是實行市場多元化戰略：加大對東南亞、中東及金砖國家市場的開發力度，通過組織更多專項貿易促進團、參與當地專業展會、商簽更全面的貿易促進協定等方式，幫助港商拓展新興市場。

三是貿易數碼化轉型：香港應加速推動貿易行業的數碼化升級，提高貿易融資安全性與效率，發展數字貿易平台，降低中小企業參與全球貿易的門檻。同時，應加強收集和分析貿易大數據，為港商提供更精準的市場情報服務，幫助其把握全球需求變化，優化貿易決策。

四是供應鏈韌性建設和貿易產業結構優化：在維持傳統轉口貿易優勢的同時，香港應積極向貿易價值鏈高端環節延伸，大力發展產品設計、品牌管理、市場營銷、售後服務、供應鏈管理服務等高附加值的貿易相關服務。

且是少數會互相幫助的動物。今日，無論公私營部門，都得準備好接受創業精神教育。

(4) 蝴蝶：蝴蝶種類很多（全世界至少有一萬多種不同的蝴蝶），牠們踴躍在花叢上，自由自在。在商業社會，小型的地方性公司稱為蝴蝶。這類創新型公司隨處可見，每天主動創造改變。如德國有遍佈全國具創新精神的中小企，成就突出，被譽為「隱形冠軍」。

最後，筆者想以本地設計師與藝術家麥雅端（Prudence）創立Chocolate Rain事跡為例子，她憑着肯做及創意於2000年營造自家品牌，最終成為香港IP（知識產權）先行者之一，並走出香江，揚帆海外。

創業精神像廚藝一樣，只要用心學習觀摩，就可以透過實踐和磨練而成才。香港中小企宜主動適應形勢變化，多思考如何闖出一片新天地。

借世界互聯網大會契機 香港有望加快AI產業化



方保僑
香港資訊科技商會榮譽會長、香港互動式商務會創會及榮譽會長

2025年世界互聯網大會烏鎮峰會日前於杭州烏鎮舉行，吸引超過1,600名來自逾130個國家和地區的嘉賓雲集，再次展示中國在網絡技術、數字經濟和人工智能等領域的國際影響力。十年前，國家主席習近平創造性

地提出「構建網絡空間命運共同體」的理念，成為大會多年來的指導思想。回望這十年，內地以推動互聯網深化創新、數字經濟高質量發展為主題，在數字治理、安全和技術創新等方向取得顯著突破。

今年烏鎮峰會主題為「共築開放合作、安全普惠的數智未來」，聚焦數字經濟、網絡安全、人工智能等前沿議題舉辦二十四個論壇，並與「互聯網之光」博覽會一併融入，展示全球互聯網領域最新發展成果。人工智能議題尤為熱烈，反映業界對AI賦能產業、提升生產力及風險治理高度重視。「互聯網之光」博覽會以「人工智能+」為展示重點，吸引超過670家來自世界各地的企業和機構參展，展示新一代AI、機器人及健康醫療等科技成果，鞏固深圳、香港、杭州等地作為全球創新科技樞紐的地位。

香港方面，特區政府創新科技及工業局副局長張曼莉在「海峽兩岸暨港澳互聯網發展論壇」指出，香港政府已將AI列為未來核心產業，致力建設本地AI生態圈，並推動「AI產業化、產業AI化」雙軌並進。近年特區政府持續加強支持，從科研創新、算力基建到開放數據政策，助企業與科研機構拓展國際市場。

香港依託大灣區科技集群，發揮「一國兩制」優勢，既能把握國家政策紅利，又順暢對接國際標準，促進數據流通、跨境算力、金融融合、醫療創新等應用落地。政府並藉標準合同便利措施推動大灣區個人信息安全流動。於「網絡安全技術發展與國際合作論壇」，副數字政策專員（數字基建）張宜偉強調威脅情報共享與協同防禦，推進國際合作以保障數字化發展安全。特區政府代表團更走訪杭州多家科技園區及人工智能企業，深化政企合作，吸引優質產業落戶香港，共建「全球AI產業高地」。

多元政策助力鞏固競爭優勢

香港欲借世界互聯網大會的契機，進一步推動AI產業集群的建設，關鍵在於多元政策、國際夥伴合作、基礎設施優化及人才培育。政府於施政報告中明確提出以人工智能為核心產業，設立人工智能研發院，並投放前沿科技研究，旨推動研發與應用融合，完善產業鏈發展。其次，算力基建是產業集群穩步擴張的基石，政府除在數碼港及北部都會區打造超算中心，亦鼓勵公私營機構聯網，讓科研及初創企業能以優惠政策獲取算力和數據資源，降低技術創業門檻。透過政策與制度創新，香港有望在全球AI競賽中鞏固優勢，以開放、協作和創新的姿態，為區域及世界數字經濟注入新動力。



● 2025年世界互聯網大會烏鎮峰會於杭州烏鎮舉行。作者供圖

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

聯邦政府停擺結束，美股行情馬上有反應。投資者需要小心美股指數出現先高後低格局，即好消息一出，固然已反映相關刺激，但同樣地，既有等待此時機已久的套牢者，亦有部分對事態不太樂觀者，不一而足，但都為收窄大市升勢出了一分力。

外界憂AI產業估值偏高

以此觀之，投資者不妨小心繼續留意，若美股未來幾天都是先高後低，則撤除停擺有望結束的好消息，AI泡沫或科技龍頭高估值擔憂未除，繼續以VIX指數產品作對沖，在股指大上落但非單邊大跌市有效。

當然，在早前美國聯邦政府的停擺出現結束跡象時，金融市場近日的部署已不敢怠慢，馬上反映相關事態變化。

明顯地，對於美股大盤走勢而言，相關因素對於道指較為受落，相反，正如本欄一直指出，對於標普指數或納指等，更為關鍵的因素，反而是外界對於AI泡沫的擔憂，以至目前美股科技龍頭的高估值，滿是質疑。

如此一來，其中一個可行的交易，便是針對兩者的分別，對於道指期貨建立好倉，對於標普指數或納指建立淡倉，以反映上述觀點。

關鍵考慮是，究竟相關因素的變化是否同步，抑

根據香港特區政府統計處的最新數據，2025年9月份本港整體出口和進口貨值均按年升幅分別為16.1%和13.6%，相比8月份按年升幅分別提高了1.6個和2.1個百分點。今年以來，首九個月的商品整體出口貨值和進口貨值分別較2024年同期上升13.4%和13.1%，為本港經濟活動超預期走強貢獻了重要動能。

分出口目的地來看，與2024年9月份相比，今年9月份輪往越南、中國台灣、印度、阿拉伯聯合酋長國、泰國、韓國、美國和日本的整體出口貨值分別錄得50.9%、31.9%、19.5%、15.1%、9.6%、8.0%、4.8%和0.7%的升幅。而在進口主要目的地中，9月份來自越南、新加坡、日本、泰國和美國的進口貨值則分別錄得68.7%、33.2%、12.9%、11.0%和5.9%的按年升幅。

出口市場正呈多元新格局

筆者認為，香港出口市場正在形成多元並舉的新格局，傳統市場與新興亞洲市場共同推動本港出口增長。尤其值得注意的是，越南作為東盟重要成員，不僅在香港出口市場中增長最快，在香港進口來源地中增速也位居榜首，凸顯出在全球產業鏈重構的大背景下，香港與越南之間貿易聯繫的深化和

創業家面面觀：香港中小企宜多觀摩多實踐

財經淺談

陸宏立 香港理大工商管理博士、香港銀行學會審核委員會委員、香港董事學會培訓委員會委員、香港學術及職業評審局專責

創業家精神的定義為「敏捷、破壞性創新與樂觀的力量」，為21世紀全球經濟之關鍵推動力。我們活在充滿不確定因素的時代，無論是經濟、社會，還是工作崗位，都不再是一成不變，改變已成為新常態。經濟要上新台阶，需要一批又一批的創業家。本文就是從這個角度，闡述四類創業家的強弱點及得失。

創業家各式各樣 適應形勢方為關鍵

Linda Rottenberg 的《不瘋狂，成就不了夢想》（Crazy is a Compliment）（2015）一書，將創業家的型態分為四類：

(1) 瞪羚：「瞪羚」一詞（gazelles）由經濟學家伯奇（Birch）於1994年首度引用，意指營收每四年增加一倍的高成長企業。不過，他們往往拓展太快，經營失焦而失敗。如美國Fab.com是設計類商

品的閃購（Flash Sales）網站，與設計師一同找尋酷炫商品，並搭配限時特惠與高折扣、低庫存的方式來吸引消費者。Fab.com注重設計師的個人故事及背景，讓每件商品不像大量製造的產品，都有自己的特色。然而短時間內讓大量設計曝光，反而讓產品失焦，加上無節制揮霍現金，業績從此一落千丈。

(2) 鼯鼠：鼯鼠是指大企業負責「透過有把握的冒險和創新，將構想轉為可獲利成品」的人。這個名詞來自洛克希德公司（Lockheed）在二次世界大戰的一個秘密部門，叫做鼯鼠工廠，從事長期加班而又工作條件艱苦的工作，如台積電，工人都要穿着尿片上班，因為他們每更只可進出工作間一次。

(3) 海豚：海豚指的是公共部門裏的逆向操作者，他們願意突破傳統、鼓吹真正的改變。為什麼叫做海豚呢？因為海豚很聰明，又高度社會化，而