

「黑天鵝」憂慮難消 港股或下試26500

香港文匯報訊（記者 周紹基）美國總統特朗普與美聯儲衝突愈演愈烈，加之下一任美聯儲主席人選的不確定性甚高，令市場擔憂未來或會有更多「黑天鵝」（難以預測的極端事件）。近日美債受壓，拖累周五美股3大指數都向下，在美上市的港股預託證券（ADR）亦多數下跌。市場分析人士預計，今日恒指或下試26,500點水平；不過在A股整體投資氣氛向好支撐下，恒指短期仍有望維持橫行偏好的趨勢。

特朗普與鮑威爾的衝突持續升溫，美國司法部針對聯儲局大樓翻新案發出傳票。市場評估，鮑威爾的主席任期雖於5月結束，但其理事任期仍持續至2028年1月，故即便他卸任主席後，仍可能留在聯儲局理事會左右新主席決策，這可能令聯儲局快速「變鵝」的願景落空。

聯儲局新主席人選尚未明朗

下一任聯儲局主席人選的預期亦一再生變。特朗普上周五暗示，希望哈西特留任白宮國家經濟委員會主任。此番表態令市場預測哈西特出任聯儲局主席的概率，從35%大跌至15%；前聯儲局理事凱文沃什的當選概率則從44%升至58%以上。

此外，在美國司法部啟動調查後，博彩平台Polymarket的數據出現顯著波動，投資者預期鮑威爾在5月後離開聯儲局的可能性從原先的74%驟降至45%，顯示市場傾向認為，鮑威爾為了守護央行的獨立性，將扮演「影子主席」角色，並留在聯儲局與白宮作長期抗衡。

由於聯儲局主席人選的不確定性甚高，美債孳息率近日波動，美國10年期國債收益率漲5.75點，報4.2269厘，本周累漲5.96點。2年期美債收益率則漲3.03點，報3.5945厘，本周累漲6.24點。耀才證券研究部總監植耀輝表示，特朗普與聯儲局衝突愈演愈烈，投資者肯定不樂見，一旦聯儲局獨立性遭打破，影響將相當深遠；加上特朗普施壓手段層出不窮，未來繼任人如不聽命減息必定寢食難安，金融市場日後只怕會有更多「黑天鵝」。

恒指短期料維持橫行走勢

美債受壓，連帶拖累美股3大指數都向下，在美國上市的港股預託證券（ADR）方面，除滙控（0005）及渣打（2888）兩大外資銀行外，其他ADR及場外市場股份，也近全線下跌。其中阿里巴巴（9988）的ADR跌3%，美團（3690）亦跌



●恒生指數上周五（1月16日）收報26,844點，下跌78.66點或0.29%。

中新社

1.1%。預計今日恒指會因而低開270點，下試26,500點水平。

植耀輝認為，港股今年開局算很出色，恒指上周再次挑戰27,000點水平，支持港股其中一大助力為A股表現理想。雖然A股上周受融資融券保證金上調至100%影響，而略有震盪，但整體投資氣氛仍不俗，相信恒指短期可望繼續橫行偏好的格局。

投資理財

A股4100點風險或逼近臨界點



1月14日，A股市場成交額逼近4萬億元（人民幣，下同），再創歷史新高。同日早間，滬深北交易所同步發布通知，將投資者融資買入證券的最低保證金比例由80%提高至100%。在筆者看來，這一舉措或是「給股市降溫」的信號。然而，從當日收盤結果看，成交額不降反升，市場情緒依舊高漲。這一反差本身，就值得高度警惕，也讓筆者更加確信一個判斷，特別在當前環境下，A股站上4,100點之後，其風險正在快速累積。



宋清輝
經濟學家

從制度層面看，提高融資保證金比例，意味着監管層已經清晰感知到市場槓桿水平上升過快的問題。融資交易本身並非洪水猛獸，但在成交額屢創新高、情緒明顯亢奮的階段，槓桿往往會放大波動，而不是提高效率。歷史經驗反覆證明，市場頂部附近，成交量往往先於基本「失真」，資金交易本身開始成為推動指數的重要力量。一旦這種自我強化的邏輯形成，風險就不再以溫和的方式釋放。

市場恐過熱 指數背離基本面

更值得關注的是，在保證金比例上調的情況下，成交額依然逼近4萬億元，說明市場中的增量資金，並未因槓桿約束而明顯退卻。這至少傳遞出兩個信號：其一，部分資金並不依賴融資槓桿，而是以更直接的方式參與博弈；其二，市場短期預期已經從「理性配置」轉向「趨勢信仰」。簡而言之，

當投資者開始普遍相信指數「只能漲、不會跌」，風險往往已經不在價格本身，而在預期結構。

從估值和基本面角度來看，當前A股並不存在足以支撐指數快速躍升至4,100點以上的全面性邏輯。部分板塊的業績修復是客觀存在的，但這種修復更多體現為「邊際改善」，而非「趨勢反轉」。當前，宏觀經濟仍處在結構調整期，企業盈利的整體彈性有限。在這種背景下，若指數依賴流動性推動而快速上行，實際上是用短期資金熱度，透支中長期回報空間。

在此必須指出，成交額創新高，並不天然等同於「健康牛市」。在成熟市場中，真正可持續的上漲，往往伴隨著成交結構的優化，而非單純的放量。若成交的主要來源是頻繁換手、短線博弈和情緒驅動，那麼高成交額反而意味着風險在加速集中。尤其是在指數逼近關鍵整數關口時，市場參與者的行為更容易出現一致性，這種一致性一旦反轉，調整幅度往往超出預期。

監管層出手釋溫和信號

站在政策角度看，監管層顯然並不希望看到市場

在短期內「失速上漲」。融資保證金比例的調整，本質上是一種溫和而明確的信號管理工具，目的並非打壓市場，而是防止風險過度累積。但如果市場選擇無視這種信號，繼續在高成交、高情緒狀態下推升指數，那麼後續政策工具的使用空間，反而可能被動擴大。這對市場而言，並非好事。

當前，A股4,100點之所以成為高度敏感的數字，不只是心理關口，更是風險定價的分水嶺。A股站上4,100點，意味着市場必須給出一個足夠有說服力的長期邏輯，包括盈利持續改善、制度紅利兌現以及投資者結構明顯優化。如果這些條件尚未成熟，那麼指數越接近4,200點這一位置，市場的脆弱性就越高。

對普通投資者而言，此時更需要警惕「踏空焦慮」帶來的非理性決策。成交額屢創新高，很容易製造一種「不買就錯過時代」的情緒，但資本市場從不缺機會，真正稀缺的是在高波動階段保持理性的能力。歷史已經多次證明，風險往往並非來自壞消息，而是來自好消息被過度定價。

總體而言，當前A股並非沒有上漲空間，但上漲的質量和節奏，顯然比點位本身更重要。在成交額逼近4萬億元、槓桿約束趨嚴的背景下，若市場仍執意向4,200點發起衝擊，其所累積的，不只是指數高度，更是潛在調整的能量以及隨時都可能會破裂的泡沫。作為長期專注研究資本市場的經濟學家，筆者更願意看到一個慢一點、穩一點、與基本面更加匹配的市場，而不是一個在狂熱中快速逼近高點、卻忽視風險的指數遊戲。對於A股而言，真正的考驗，或許並不在是否站上4,200點，而在於，當風險逐步顯現時，市場是否還具備自我修復的能力。

作者為經濟學家，著有《中國韌性》。本欄逢周一刊出。

美國小型股及價值股板塊表現出色

恒生銀行財富管理首席投資總監 梁君詠

■ 大行透視

觀察今年以來美股的表現，除了標普

500指數繼續上行試圖再創高位，更要留意的是，小型股指數的大幅攀升。代表美國小型股的羅素2000指數今年首兩周大漲8%，大幅跑贏標指及科技納指(兩者升幅低於2%)，明顯看出環球投資者正在重新部署對美股的投資。

過去數個月的美國經濟數據顯示，雖勞動市場出現放緩趨勢，惟居民消費仍然保持強勢。未來特朗普將推出更多措施以控制物價上升，也正試着將信用卡利率上限降低，及控制樓價等舉動來減輕家庭負擔並提振消費。還有，聯儲局減息今年仍有望持續進行，上述因素將支持中小企業板塊今年盈利進一步復甦。筆者先前於本專欄曾數次提及，勞工成本佔美國中小企業，尤其是工業股和消費股收入的比例高，勞動市場放緩，其薪資成本上升的壓力將下降，加上減息可幫助中小企降低借貸成本，整體利潤率將得到改善，過去利潤受壓的中小型企業有望因此較快復甦。而事實上，小型股已漸漸開始受到關注，於去年下半年，羅素2000

指數整體跑贏標普500指數4個百分點。

資金料將轉向傳統價值股

筆者認為，過去幾年美股的投資者注意力僅集中於美國大型科技股，但科技股估值已高而盈利增長面對過去的高基數今年也勢將放緩。受惠減息及大而美等財政刺激法案，料美國經濟將繼續保持高於歷史平均的增長，市場資金有望向小型股部署以尋找跑贏大市的機會。同時，筆者也料更多資金由高增長股開始轉向傳統價值股。彭博預測標普500指數今年盈利增長14%，而增長動力將擴散至傳統價值板塊，包括原材料、能源、工業、必需消費及健康護理股等。過去幾年價值股的股價表現遠落後於科技等高增長股，目前其估值比起過去十年歷史平均，仍然處於偏低水平。許多大型的傳統價值股保持穩定的派息，也能幫助提高投資組合的防守性。於美國經濟表現強勢，聯儲局減息步伐繼續下，相信美國小型股及價值股等都將重新受到資金青睞。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議)

■ 基金投資



光大證券國際產品開發及零售研究部

2026年伊始，亞洲和美國科技股以強勢開局，吸引了投資者的注意。隨著人工智能需求激增，亞洲和美國科技股在全球半導體供應鏈中具備盈利增長潛力，使得長期投資者不斷增持這類股票。在智慧城市的背景下，這些科技公司的發展尤為重要。智慧城市充分利用信息通信技術（ICT）和物聯網（IoT），來改善城市的運行效率和居民的生活質量。無論是在交通管理、能源使

用，還是公共安全和環境監測上，這些技術都能發揮顯著作用，實現資源的精準配置和高效服務。

儘管智慧城市的前景光明，但其發展過程中依然面臨着許多挑戰。資金問題依然是主要障礙，如何平衡預算並確保投資回報是政府和企業共同面臨的難題。此外，數據安全和隱私問題也愈發成為焦點，隨着數據收集和分析的增加，如何保護市民個人信息成為城市管理者的重要任務。

智慧城市美股看俏

要實現智慧城市的願景，各方的合作至關重要。

數字人民幣邁「存款貨幣時代」香港宜發揮好橋樑角色

Web3世界

IDA愛達首席執行官 梁兆恩

中國人民銀行最近宣布，自今年1月1日起，數字人民幣錢包餘額將按存款計息，並正式納入銀行資產負債及存款準備金管理體系。這項看似技術性的制度調整，實際上標誌着數字人民幣角色的由支付工具，升級為真正具備金融中介屬性的基礎貨幣。

放眼全球，多數央行數字貨幣仍停留於概念驗證或有限試點階段，內地卻已完成從技術研發、制度設計到大規模應用的全流程落地。截至去年11月底，數字人民幣累計交易達34.8億筆、金額約人民幣16.7萬億元；個人錢包數量達2.3億個，單位錢包亦接近1,900萬個。其應用場景早已滲透零售消費、公共服務、交通出行及企業結算，形成可持續運行的生態。

引入按活期存款計息機制，意味着數字人民幣不再只是「電子現金」，而開始具備價值儲藏功能，有助提升用戶黏性與資金沉澱能力，並為其在零售與企業金融中奠定更穩固的基礎貨幣地位。由此可見，內地並未將數字金融視為獨立發展的科技產

品，而是主動將其嵌入貨幣政策與金融監管框架之中。央行在相關行動方案中明確提出「全局一本賬」的雙層運營架構，商業銀行錢包中的數字人民幣屬於銀行負債，標誌着其由「現金型1.0」正式邁向具備存款屬性的「貨幣型2.0」，旨在將數字人民幣推向金融體系的核心。

當數字人民幣餘額納入存款準備金基數、非銀行支付機構須實施100%保證金制度時，其監管邏輯已十分清晰：創新不能以犧牲金融穩定為代價。制度先行、風險前置，使數字金融不再是監管套利的空間，而是可被長期信任與使用的金融基礎設施。

港平台可助力國際化

在跨境支付層面，內地的布局同樣走在前線。多種央行數碼貨幣跨境網絡（mBridge）項目，利用分布式賬本技術實現多法幣即時清算，大幅壓縮跨境支付成本與時間。截至去年11月底，項目已處理逾4,000筆交易，總金額超過3,800億元人民幣，其中數字人民幣交易佔比超過九成。這不僅展現人民幣在數字跨境結算上的效率優勢，也為未來多邊數字貨

幣體系提供了可行路徑。

在此過程中，香港的角色尤為關鍵。作為國際金融中心與「超級聯繫人」，香港既熟悉國際金融規則，又具備與內地制度對接的獨特優勢。作為mBridge的重要參與方，金管局亦正與其他中央銀行，包括人民銀行數字貨幣研究所、泰國中央銀行、阿拉伯聯合酋長國中央銀行和沙特中央銀行，旨在分析分布式分類賬技術在不同地域及全天候的情況下，實現跨境外匯交易即時同步交收的功能，並探討相關商業用例。同時，香港亦可在跨境合規、法律適用及資本流動安排等方面，協助數字人民幣更順暢地走向國際。

總體而言，數字人民幣由「現金」走向「存款貨幣」，並非單一產品升級，而是對未來金融秩序的系統性布局。若香港能在制度銜接、國際協調與應用創新上發揮橋樑作用，不但可助力內地數字金融邁向新階段，也可以推動代幣化存款和穩定幣在港的發展，有望為自身國際金融中心地位開拓新的增長動能。

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。