

美國關稅政策爭議料增市場波動

大行透視

上周五，美國最高法院裁定特朗普政府根據國際緊急經濟權力法（IEEPA）加徵的所謂「對等關稅」違法。隨後特朗普宣布將依《1974年貿易法》第122條，臨時加徵15%的全球進口關稅。此舉給予特朗普150天的時間考慮其他補救措施，以彌補去年的對等關稅計劃。

金價或獲避險資金支持

未來特朗普的關稅政策是否仍將作為他談判的重要籌碼尚待觀察。儘管技術應用的難度增加，但還有其他條款或可支持特朗普執行關稅。過去兩天，各國對於美國最高法院判決的反應相對平淡，特朗普與各貿易夥伴的進一步討論需時間進行。短期來看，筆者認為特朗普與美國最高法院的關稅判決衝突或給市場帶來新的不確定性，美元可能略為走弱，黃金作為避險工具或再次得到追捧。

展望未來，隨著150日的15%臨時關稅到期，筆者認為美國國會不一定會支持特朗普繼續執行此15%關稅。雖特朗普有他既用的手段可針對特定商品包括鋼鐵、汽車、銅鋁等加徵關稅，但中長期來看，整體額外關稅的幅度、時效及影響力可能會隨時間逐漸減弱。

而這對美國國內通脹、美國消費者，以至依賴外國進口零件的工業和製造業，或許是利好消息。美國通脹壓力若下降，亦將為聯儲局繼續減息鋪路，對環球投資市場將會是正面的催化劑。今年以來，美股的板塊輪動相當明顯，從高科技等增長股轉向傳統價值股。在關稅議題的迅速演變下，筆者相信這會加強減息及經濟復甦將利好價值股的投資部署。

美國債息恐低位反彈

至於先前美國已經徵收的對等關稅是否將退還，目前雖未有定案，但整體來看，未來美國於關稅相關的預期收入或要打折折扣，這對美國的財政赤字問題不是好消息。美國10年期國債息於2月中曾經低見4厘水平，筆者料由於最新關稅合法化的爭議，可能令債息於低位作出反彈，投資者應審慎控制美元債券的投資年期，降低較長期美債利率出現波動對價值的影響。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議)

恒生銀行財富管理首席投資總監 梁君群

切勿低估 AI 恐慌對 A 股影響



過去數周，由「AI 顛覆」擔憂情緒引發的恐慌性拋售席捲美股。資金在科技、軟件、金融、傳媒乃至房地產板塊之間快速輪動，市場波動明顯放大，盤面最突出的特徵是投資者採取了近乎無差別的「先賣再問」。這一現象表面看是對 AI 替代風險的集體重估，實質上更接近一次情緒與風險模型共振下的流動性踩踏。

在當前市況下，投資思路正明顯向「不可替代資產」回歸。相對看多三條主線：其一，算力與半導體等 AI 基礎設施，受益於資本開支周期；其二，擁有數據、生態與平台優勢的大型科技公司，具備長期護城河；其三，能源、公用事業等現金流穩健、分紅能力強的防守性板塊。相對謹慎的方向則包括高估值、功能單一、易被生成式 AI 邊緣化的工具型 SaaS 公司，以及對宏觀消費彈性高度敏感的可選消費板塊。



宋清輝 經濟學家

從市場機制看，本輪調整並非基本面系統性惡化所致，而是敘事過度簡化後的定價衝擊。部分資金將複雜的盈利與估值邏輯壓縮為單一變量：「是否會被 AI 替代」，從而優先撤離不確定性資產。一旦市場進入情緒主導階段，行業相關性往往上升，短期價格容易出現過度調整。歷史經驗顯示，「先賣再問」的階段往往既是風險集中釋放期，也是中期資金重新布局的觀察窗口。

可分批布局龍頭科技股

在本輪震盪中，確實存在被「錯殺」的公司。尤其是那些擁有穩定現金流、企業級客戶黏性強的軟件與平台型企業，其長期競爭力並未因 AI 而削弱，反而可能通過嵌入 AI 功能提升產品價值與客戶單價。這類公司短期被情緒拖累，但中長期基本面並未破壞。對於「AI 替代論」接近尾聲、龍頭科技股「撈底」窗口打開的判斷，筆者認為可以部分認同。當前，情緒衝擊已較充分釋放，但是否形成明確右側機會，仍取決於盈利兌現節奏與宏觀流動性環境。因此，更合理的策略是分批布局，而非一次性激進押注。



● 美股投資者擔憂多個行業會受「AI 顛覆」影響，而引發恐慌性拋售。美聯社

值得注意的是，華爾街主要投行的最新策略已出現明顯共識。無論是高盛還是摩根士丹利，都在強調同一核心框架：真正受益 AI 的將是算力、數據與平台基礎設施提供者，而非容易被自動化替代的流程型軟件公司；同時，具備物理資產、監管壁壘、網絡效應與專有數據的企業，將成為新的價值錨。在筆者看來，這類研究雖然無法消除短期波動，但為投資者提供了穿越情緒噪音的有效篩選坐標。

A 股春節後開市或受影響

美股圍繞 AI 的劇烈波動，通常會通過風險偏好與估值錨兩條路徑傳導至 A 股。春節後開市階段，A 股往往面臨「情緒追漲或補跌」的窗口。如果美股 AI 鏈條逐步企穩，A 股算力、半導體、AI 應用等成長方向有望迎來風險偏好修復；反之，若美科技股繼續震盪，高啤打（high beta）題材可能先行承壓。

不過，從結構上看，A 股 AI 行情的資金屬性更偏交易驅動，波動通常被放大，但中期未必完全跟隨美股節奏。只要內地穩增長政策延續、產業資本開支維持、國產算力、AI 硬件及部分應用場景仍具備相對獨立的基本面支撐。因此，對 A 股而言，短期看情緒聯動，中期仍取決於產業兌現與政策環境。

近期市場上頗受關注的「做多能源+做空可選消費」策略，本質是一種宏觀對沖思路。能源板塊受益於供給約束、地緣不確定性及強現金回報，在高利率環境下具備相對優勢；而可選消費更容易受到融資成本高企與需求放緩的壓制。如果今年宏觀環境維持「弱增長+高利率」，這一組合仍有獲取相對收益的勝算。但風險同樣清晰：一旦經濟實現軟著陸並進入減息周期，可選消費的反彈彈性可能超預期；若油價明顯回落，能源股盈利支撐也會減弱。因此，這一策略更適合作為階段性交易工具，而非長期核心配置。

總體來看，本輪由 AI 敘事觸發的市場動盪，既是一次估值壓力測試，也是一次資產質量的重新排序。當市場從恐慌回歸理性，真正具備數據、算力、現金流與護城河的公司，仍將是長期資金的主要歸宿。對投資者而言，當下最重要的或許不是判斷 AI 會淘汰誰，而是識別誰能夠真正駕馭 AI。

作者為經濟學家，著有《中國韌性》。本欄逢周一刊出。

人民幣基金具長線投資價值

基金投資



光大證券國際產品開發及零售部

踏入馬年，謹祝各位讀者一馬當先，順心如意！在外匯市場中，人民幣走勢仍然強勢！人民幣在 2025 年全年至 2026 年初期間的表現顯示出顯著的升值潛力，結束了從 2022 年到 2024 年的連續貶值趨勢。在 2025 年，美元兌人民幣匯率在 6.98 至 7.42 的範圍內波動，全年累計升值約 4%。

於 2025 年初，在美國關稅政策的影響和美元指數的強勁表現下，使得人民幣一度貶值，甚至在 2025 年第二季度觸及 7.40 的關卡。但隨著中美貿易談判的改善和市場情緒的回暖，人民幣匯率逐漸回穩，最終在 2025 年 12 月強勢突破 7.05 水平，再於 12 月 30 日突破 7.0 的整數心理大關，至截稿時已觸及 6.88 水平。人民幣的走勢受以下幾個主要因素影響：首先，美元指數的波動。在 2025 年上半年，美元指數從 110 回落至約 98，下跌接近 10%。雖然美元指數在 11 月出現反彈，但中美貿易關係緩和的影響，抵消了這一短期的壓力。

2026 年初，美國對外政策的緊張局勢，促使美元指數再次回落，投資者紛紛減持美元資產，為人民幣提供了有利的升值因素。此外，中國人民銀行的政策旨在支持經濟復甦，儘管短期內可能對人民幣造成走勢波動，但若政策有效提升經濟表現，將利好人民幣的長期走勢。人民幣的國際化也是重要因素，隨着人民幣在全球貿易結算中的使用增加，與其他國家的貨幣互換協議日益增多，人民幣有望在長期內保持穩定。

對於 2026 年，市場對人民幣的預測普遍樂觀，人民幣更是光大證券國際上半年的精選貨幣。加上，中國出口增長的韌性，儘管全球經濟形勢波動，中國的出口仍顯示出強勁的增長潛力；其次，外資對人民幣資產的重新配置，隨着國際投資者對中國市場的信心加強，資金流入有望持續增加；最後，美元指數的結構性疲弱，儘管美元有反彈的短期波動，但從長期趨勢來看，美元指數面臨較大的下行壓力。

助力捕捉 A 股及人民幣雙重機遇

在這一背景下，中銀香港推出的「全天候在岸人民幣股票基金」便是一個不容錯過的投資機會。該基金主要投資於中國 A 股，專注於「新經濟」類別的股份，如互聯網、高科技工業和消費行業。隨着滬港通及深港通的開通，投資者將可直接參與內地市場的增長潛力。該基金既能利用人民幣的升值潛力，也能抓住內地經濟轉型所帶來的機會。該基金透過合格境外投資者（QFII）或深滬港通投資於中國 A 股，廣泛覆蓋不同行業。投資策略強調「投資組合構建」，以平衡投資組合與指數在細分行業權重的差異，及關注大型政策出台對組合的影響為基準作持續監測。

總的來看，人民幣過去一年的強勁升值趨勢，受到內外多重因素的支持。隨着中美經濟關係的改善，以及人民幣國際化步伐的加快，投資者無論是在外匯市場還是在資本市場，都能從中獲益，值得投資者密切關注。

元朗區體育會會員周年大會
謹訂於二〇二六年三月十八日（星期三），下午四時正，假本會 3 樓會議室（地址：元朗體育路 8 號）舉行元朗區體育會 2025/2026 年度會員周年大會。尚祈本會永遠會員撥冗出席。如未克出席者，請按組織章程授權代表出席為荷！此致
各永遠會員

元朗區體育會
會長：馬富威 謹啟
(義務秘書：徐寶玲 代行)
二〇二六年二月二十三日

中國於全球價值鏈攀升之結構坐標

行業分析

工銀國際首席經濟學家 程實

在全球價值鏈深度重構與價值分配格局加速重構的背景下，中國正站在由規模擴張轉向價值躍遷的關鍵節點上，在縱向分工序序中校準結構坐標——從承接加工裝配的下游參與者，進階為掌握中間品供給與關鍵環節的綜合型節點。中國在全球價值鏈（GVC）中的坐標正穩步向上游遷移，2017 年至 2024 年間由以進口中間品為主的後向參與，逐步轉向中間品供給能力增强的前向參與，反映產業體系完整性與中間投入供給能力的持續增強。

對中國而言，價值鏈位置的攀升具有雙重戰略意義。一方面，這是產業提質升級、實現高質量發展的內在邏輯。生產活動的價值分布呈「微笑曲線」，上游研發設計與下游品牌服務價值密度更高。隨着加工貿易佔比回落、高技術製造業和高新技術產品出口比重上升，中國

正向高附加值環節移動，規模優勢加快向價值優勢轉化。另一方面，價值鏈攀升也是應對外部價值鏈變遷與技術約束的戰略選擇。技術進步與服務深化推動微笑曲線陡峭化，增加價值進一步向研發、核心技術和品牌環節集中，中游製造利潤空間承壓，「卡脖子」風險上升。在製造業主導出口的結構下，沿微笑曲線左側向上攀升是高效路徑。

但 GVC 位置並非越高越好，而是需要與一國產業結構的內在稟賦深度適配。資源型國家因初級產品出口而呈現較高的國內增加值佔比，但並不同於價值創造能力強。發達經濟體的高增加值更多源於中高端製造和服務，新興經濟體獲取增加值的能力差異較大，主要來自於產業結構和發展模式的顯著不同。中國憑藉較為完整的產業體系，GVC 位置已接近結構相對均衡的發達經濟體，並具備進一步提升增加值獲取能力的現實基礎。

分行業看，中國價值鏈的攀升路徑表現出由

中游率先突破、向高端逐步延伸的梯度特徵。勞動密集型行業更多體現為規模優勢的延續，在價值鏈層面的躍升空間相對有限；資本密集型和中國製造環節則成為 GVC 位置上移的中堅力量，通過替代進口中間品提升了內在增加值留存。技術密集型行業已具備較強國際競爭力，但在部分高黏性基礎環節仍面臨邊際提升難度較高的約束。

加強高附加值領域三建議

站在當前節點上，中國價值鏈向高端延伸的挑戰與機遇並存。展望未來，價值重塑的核心在於攻克高黏性環節和探索高附加值環節：一是以原始創新夯實關鍵技術自主可控，二是推動製造業與高附加值服務業深度融合，三是依託完整產業體系打造不可替代的關鍵供應黏性。通過由規模向價值的持續躍遷，中國有望在全球分工深度調整中穩固自身的技術與戰略坐標。

關稅裁決後美元升勢放緩

金匯出擊

英皇金融集團 黃楚淇

美元上周五走低，在美國公布去年 12 月通脹數據高過市場預期後，美元原本延續過去四日的升勢，但美國最高法院，裁定總統特朗普所謂「對等關稅」政策違法後，美元掉頭下跌。此外，美國第四季國內生產總值（GDP）環比增長率僅為 1.4%，遠低於經濟學家預估的 3% 增速，主要因為政府停擺對數據造成負面影響。

美元兌瑞郎上週錄得五日連升，最高觸及 0.7773 瑞郎，尾盤見於 0.7750 瑞郎水平。技術圖表顯示 RSI 及隨機指數已見回升；此外，匯價在 1 月 27 日觸及 0.7604，到兩周前仍可繼續守住重要的 0.76 瑞郎關口，其後則見逐步走高，故短線料見美元兌瑞郎仍有上升動能。不過，當前要留意 2 月 2 日高位 0.7818 瑞郎，此位置可視為雙底型態的頸線位置，若然可破位將可望匯價反彈力度加大，延伸看至 0.7780 瑞郎，而去年 12 月守住的 0.7850 瑞郎將是另一重要阻力，其後參考 0.80 瑞郎及 11 月 5 日高位 0.8124 瑞郎。支持位回看 0.7720 瑞郎及 0.7650 瑞郎，關鍵則留意 0.76 瑞郎水平，進一步參考 0.75 瑞郎關口。

日本政府可能於本周公布日本央行審議委員會兩個空缺一人的提名。這一決定將成為觀察首相高市早苗在多大程度上容忍進一步加息的關

鍵視窗。據知情人士透露，政府最早將於 2 月 25 日向國會提交兩位候選人提名，需經參眾兩院批准。此次提名旨在填補央行九人政策委員會中的兩個空缺，審議委員野口旭的任期將於 3 月底結束，審議委員中川順子則將於 6 月退休。

美元兌日圓呈雙底型態

上周五公布數據顯示，日本 1 月核心消費者價格指數（CPI）同比上漲 2.0%，合乎市場預期，但較去年 12 月的 2.4% 明顯放緩，創下兩年來的最低增速。剔除生鮮食品但包括能源成本的核心 CPI 漲幅收窄，表明成本推動型通脹壓力正在減弱。此外，剔除生鮮食品 and 能源的 CPI 同比上升 2.6%，為 2025 年 2 月以來最低同比漲幅。通脹放緩可能使日本央行關於何時加息的決策變得更加複雜。

美元兌日圓上週持續回升，周五曾升見至 155.65 日圓，但隨後回吐漲幅至 155 日圓水平附近。匯價本月中旬於 152 日圓水平上方位置觸底，2 月 12 日低位 152.26 日圓，1 月 27 日低位 152.09 日圓，在技術上似乎築起了一組雙底型態，再者，RSI 及隨機指數亦為向上，可望美元兌日圓短線仍見上漲空間。較近阻力先留意 50 天平均線 156 日圓及 157.20 日圓，再而指向 157.80 日圓及 158.50 日圓，下個關鍵為 159.50 日圓至 160 日圓區域。較近支持料為 154.50 日圓及 153 日圓，再而繼續留意 152 日

圓及 151 日圓水平，其後將會關注 150.50 日圓及 250 天平均線 149.80 日圓水平。

(以上專欄內容乃筆者個人專業意見，誠供讀者參考；謹提醒讀者金融市場波動難料，務必小心風險)

今日重要經濟數據公布

時間	國家	數據項目
05:45	新西蘭	第四季核心零售銷售季率，前值+1.2%
		第四季零售銷售季率，預測+0.6%，前值+1.9%
15:30	瑞士	1 月生產者/進口物價指數月率，預測+0.1%，前值-0.2%
		1 月生產者/進口物價指數年率，前值-1.8%
17:00	德國	2 月 IFO 企業景氣指數，預測 88.4，前值 87.6
		2 月 IFO 企業現況指數，預測 86.1，前值 85.7
		2 月 IFO 企業預期指數，預測 90.5，前值 89.5
21:30	美國	芝加哥聯儲 12 月全國活動指數，前值-0.04
23:00		去年 12 月工廠訂單月率，預測+1.1%，前值+2.7%

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。