

宏觀財政轉向：從守成到布局未來

——評財政預算案的戰略意義

銘察秋毫

陳淦銘

特許公司秘書公會會員、榮譽法律師、EMBA、證監會負責人員牌照

財政司司長陳茂波周三公布的財政預算案，其政策取向與資源配置方式，標誌著香港公共財政思維的一次明顯轉向。與過去數年在疫情後重建與財政壓力下強調「審慎理財、量入為出」不同，今次預算案更強調策略性投資與長遠布局，透過發債融資及動用外匯基金支持大型基建與創科發展，為香港未來的經濟結構重塑奠下基礎。

最受關注的是政府續以發債作為重要資金來源，並自1984年以來首次動用外匯基金投放於大型發展項目。過往香港公共財政高度依賴地收入與稅收盈餘，並奉行低債務、厚儲備的審慎原則。然而，在全球經濟格局重組、土地收入波動加劇，以及大型基建與產業轉型資金需求日益龐大的背景下，單靠傳統收入模式已難以支撐結構轉型所需。今次透過有節制地發行長

期債券，配合外匯基金投資收益撥至基建工程，本質上是一種「以未來增長換取當下投資」的策略安排。只要資金投向具生產力與回報潛力的項目，便可成為撬動經濟的槓桿。

制度與資金並行培育創科生態

從宏觀層面看，這亦反映香港對公共財政理念的調整。過往外匯基金長期肩負穩定貨幣與金融體系的角色，甚少直接參與本地經濟發展項目。今次在風險可控前提下，將投資收益投入北部都會區等策略工程，象徵政府開始更積極地把龐大金融資源轉化為實體經濟動能。這種做法若管理得宜，不僅可加快土地與產業供應，更可提升基建落成的時間效率，縮短經濟轉型的滯後期。

預算案另一重點，是明確把人工智能與創新科技提升至戰略核心。政府提出成立AI+產業發展策略委員會及相關創新科技平台，推動AI與金融、物流、醫療及公共服務等領域深度融合。這不單是追逐全球科技潮流的政策宣示，更是回應全球產業革命的實際需要。

在美國與中國均大力布局人工智能、生物科技與高端製造的格局下，香港若繼續停留於傳統經濟結構，長遠競爭力勢必被削弱。今次預算案將資源集中於科研基建、人才培訓與產業應用層面，顯示政府決心透過制度與資金雙軌並行，培育具規模效應的創科生態圈。

毫無疑問，北部都會區的發展是整份預算案的重要戰略核心。該區不僅涉及土地與房屋供應，更承載香港融入粵港澳大灣區發展格局的重要功能。透過完善交通網絡、科研設施與產業園區布局，北部都會區可成為連接深圳創科資源與香港國際金融體系的關鍵節點。從城市經濟學角度分析，當土地供應與產業規劃同步推進，城市可突破長期以來因空間不足而形成的結構瓶頸。若相關配套與產業導入策略得當，北部都會區將成為香港經濟的新一輪增長引擎。

從「分配型財政」走向「發展型財政」

與過往預算案相比，今次最大不同之處在於政策重心由短期紓困與刺激需求，轉向長期供給側與結構性投資。過去數年，政府多次以一次性措施提振

消費與穩定民生，但這些措施對長期增長的作用有限。今次預算案把財政資源集中於基建、科技與產業升級，強調提升生產力與經濟質量，是從「分配型財政」走向「發展型財政」。

當然，發債與動用外匯基金亦伴隨風險。若未來經濟增長或項目回報不及預期，財政負擔將有所增加。因此，關鍵不在於是否發債，而在於投資效率與管治質量。政府需確保項目具清晰產業定位、嚴謹控制成本，並建立透明而合理可行的績效評估機制，避免資源錯配。

整體而言，這份預算案的戰略意義，在於為香港發展新的經濟支撐點。透過發債與基金運用強化基建與創科布局，由傳統「地產+金融」雙核心模式，逐步過渡至「金融+創科+產業」多元驅動結構。若政策執行得宜，既可穩固國際金融中心地位，更能培育新興產業群。這份預算案不僅是一份年度財政安排，更是一份面向未來的發展策略，傳遞的訊息清晰而明確：香港不再單純守成，而是以更積極的財政策略為未來鋪路。

人工智能需求擠壓記憶體芯片市場


方方

香港資訊科技商會榮譽會長、香港互動市務商會創會及榮譽會長

人工智能數據中心對記憶體元件的爆炸性需求，正把全球半導體供應鏈推向疫情後最緊張的狀態。中芯國際聯席CEO趙海軍近日直言行業已進入「危機模式」，即使廠商手上齊備其他零件，也可能因缺少記憶體而無法完成整機組裝，令整條電子製造鏈的排產與交付面臨更大不確定性。

趙海軍在投資者電話會議中指出，AI基建投資正引發記憶體供應鏈的結構性轉變：企業難以預估實際能取得多少記憶體芯片，因而在第一季採取保守下單策略。這種謹慎心態正牽制手機、汽車及各類消費電子產品的產量，擾亂整體生產計劃。
 供需失衡已迅速反映在價格上，研究機構集邦科技(TrendForce)於2月2日大幅上調2026年第一季預測，傳統DRAM合約價按季或飆升90%至95%，遠高於先前估計的55%至60%；NAND快閃記憶體預計上漲55%至60%，企業級SSD亦可能上升53%至58%，多個類別都能創下單季漲幅新紀錄。背後關鍵在於記憶體廠把產能優先投向AI數據中心所需的高頻寬記憶體(HBM)，而非消費設備常用的傳統芯片。三星、SK海力士與

美光掌握全球逾九成記憶體產能，三者2026年的HBM產能基本售罄，令手機與PC品牌陷入資源錯配、供應難求的困局。

緊張局勢亦蔓延至伺服器處理器。英特爾(Intel)與超微半導體(AMD)已通知中國內地客戶供應受限：英特爾部分伺服器CPU交期或延至六個月，超微部分產品交付周期亦拉長至八至十周。CPU短缺推動英特爾伺服器產品在中國內地的價格上漲逾一成；而中國內地市場佔其總收入超過兩成，供應收縮對其市場營運影響不容忽視。第四、第五代至強處理器尤為稀缺，在未完成訂單積壓下，英特爾亦需限制出貨節奏。

科技產業正經歷深層結構調整

在終端市場，預算型及中階設備廠商首當其衝，尤其是中國智能手機與PC製造商。集邦科技指出，戴爾與聯想計劃在2026年初把價格上調最多20%以抵消成本上升；Counterpoint Research亦預計，今年全球先進智能手機芯片出貨量將下跌7%。趙海軍同時提醒，AI基建建設或已超前於實際需求：企業嘗試在一兩年內建成「十年容量」的數據中心，但算力最終要投入哪些應用場景，未必已充分規劃。未來或難避免出現產能過剩與市場調整。

從產業角度看，這次「記憶體擠壓」突顯AI浪潮下供應鏈的脆弱，與資源重配的副作用。記憶



●AI基建投資正引發記憶體供應鏈的結構性轉變。圖為工業機器人在海信視像青島工廠智能裝配線上忙碌。資料圖片

體廠轉向HBM固然有利短期利潤，卻可能擴大消費電子端的供給缺口，削弱中小型製造商競爭力，並進一步鞏固少數巨頭的議價與支配地位。對依賴穩定供應的品牌而言，分散供應、調整產品組合與採購策略，已成為迫在眉睫的課題。

這場危機可能預示著全球科技產業正經歷另一次深層結構調整。正如趙海軍所警告，過度投資和需求不確定性，可能在未來引發新一輪的市場波動。對依賴穩定供應鏈的消費電子製造商而言，尋找替代供應商和調整產品策略已成為刻不容緩的課題。

以綜合金融服務覆蓋創科企業全生命周期

龐潔 經濟學博士、經濟學家

近日，中國人民銀行宣布了一系列支持科技創新的舉措，如：將科技創新和技術改造再貸款額度從8,000億元(人民幣，下同)增加至1.2萬億元，並將研發投入水平較高的民營中小企業等納入支持領域；將此前已經設立的民營企業債券融資支持工具、科技創新債券風險分擔工具合併管理，合計提供再貸款額度2,000億元。

筆者認為，此次再貸款政策最大的變化，不在於簡單多投了4,000億元，而在於把「研發投入水平」作為民營中小企業能否獲得政策性資金支持的關鍵門檻。這與以往更多依據資產規模、抵押物、信用紀錄等靜態指標的做法有明顯不同。過往的科技金融政策雖強調支持創新，但往往是「先看資產、再談創新」，銀行授信實踐中仍難以擺脫對抵押物、盈利規模等傳統財務指標的依賴，導致愈成熟、愈有抵押物的企業越容易獲得支持，而大量真正處在技術攻關前沿、高研發投入、資產偏輕、現金流不穩定的初創型企業容易被擋在門外。

打通「民營」與「創科」兩類支持邏輯

將「研發投入水平」作為核心篩選標準，是首次在國家級金融政策層面，正式認可企業的智力資本和創新活動本身的市場價值與信用實質，實現了用「願不願意真金白銀投研發、投創新」來篩選對象，引導金融機構建立基於創新潛力而非僅是既有財力的風控模型，從「看抵押」轉向「看研發、看技術、看成長性」，使金融資源向「看不見抵押物、但看得見研發投入」、真正做長期創新、承擔不確定性的企業傾斜。

把再貸款支持對象擴展到「研發投入水平較高的民營中小創科企業」，有助於直接、有效地緩解這類企業「輕資產、重研發」帶來的現金流壓力。增額擴圍後，央行以低成本再貸款資金引導商業銀行加大信貸投放，可切實降低企業端利率和利息負擔，為持續研發和經營提供現金流支持。

在筆者看來，央行將「民營企業債券融資支持工具」和「科技創新債券風險分擔工具」合併管理，既是構建一個規模更大、用途更明確的統一風險資金池，也是在制度層面打通「民營」與「創科」兩類支持邏輯，形成更統一、更有彈性的風險分擔框架，更是向市場傳遞支持具備「科技+民營」雙重屬性企業的堅定決心和明確信號。合併之後，兩種工具統一管理、統一配置，提高資金使用效率；兩種工具可以更好更準地支持「既是民營、又是創科」的主體；兩種工具可以通過統一的風險分擔安排，增強市場對民營、尤其是科技型民營債券的信心，降低風險溢價。

對企業而言，合併後管理規則的統一與簡化，能提高金融機構參與業務的便利性，擴大合格企業範圍，讓更多中高信用、具備成長性的民營創科企業獲得以前難以觸及的債券市場融資機會，提升市場接受度、發行成功率和融資可獲得性，真正實現「發得出」。另一方面，統一的徵信支持能直接降低民營創科企業發行債券的信用利差，改善其債券的二級市場流動性，從而降低綜合融資成本，壓縮風險溢價空間，使債券利率更可承受，讓有需要的企業「借得起」。

港可借鑒發展知識產權質押

總的來說，這兩項政策舉措，分別聚焦信貸端和債券端，構成了銀行貸款和直接融資雙輪驅動、面向科技創新領域的立體化金融增量體系。

從成本層面看，再貸款通過降低銀行資金成本，引導銀行以更優惠利率向創科企業發放中長期貸款，廣泛降低企業的貸款利息支出；債券風險分擔工具則通過分擔信用風險，提升市場信心，降低債券發行利率與承銷費用，幫助企業以更優利率、更長期限發行債券。

從資金結構看，信貸更適合早期、成長期、以項目為主的融資需求，主要滿足企業日常研發、技改和營運的流動性需求，強調穩定性和持續性，解決其從0到1的生存與初步發展問題；債券更適合規模擴大、資產相對成熟階段的企業，為中長期項目提供規模大、期限匹配的資本，滿足其「做大做強」和跨周期布局的資金需求，實現從1到10、100的跨越式發展。

筆者認為，香港在規劃設計金融支持創科科技發展時，也可參考學習，針對科技創新的高風險、長周期特點，覆蓋創科企業從實驗室到產業化、從小微到壯大的全生命週期和不同發展階段，大力發展「股債債保」聯動的綜合金融服務：銀行提升對科技型企業的風險識別與評估能力，通過知識產權質押、投貸聯動等方式突破局限；保險機構開發科技項目研發費用損失險等產品分散風險；資本市場則為創科企業提供更為便捷的上市融資通道和債券發行渠道。

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。

特朗普擅長搞事 市況即如過山車

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

金融市場馬年喜訊，美國最高法院宣判，美國總統特朗普所謂對等關稅舉措非法，全球各地美國貿易夥伴舒一口氣，美國當地居民減低生活壓力。

純粹行政觀點，表面上看，關稅似由出口國生產商負擔，實非完全這樣，美國消費者負擔不少，這是簡單經濟學。

若純以為對外徵收多少關稅，人家便乖乖奉上，恐怕只是一廂情願，主觀願望而已。真實情況卻是，美國消費者補貼美國生產商，皆因後者不夠競爭力，沒有外國出口商生產商那麼有效率而已。

自由貿易有利各地齊齊多賺錢，自然減少紛爭，有生意做，自然少點打仗，絕對是人類歷史的常識兼共識。不論從出口當地企業利益着眼，抑或入口當地消費者着眼，都是好事。

扭盡六王 為關稅戰找理據

至於那末能在自由貿易中競爭的，倒該把資產引導其他領域，方為正着，才是善用自由市場機制，作資源配置指導信號。

顯然，美國最高法院的裁決，在情理都在預計之內，只是特朗普非等閒之輩，早有部署，接近裁決公布，率先上映美伊之爭，成功轉移視線，盡力在其他方面搞事。

其在可行範圍內，安排各種應對，絕不坐以待斃，束手就擒。關稅方面，祭出極冷門舊法案，從無總統如此用，亦借來一用作理據，說明扭盡六王，找任何可乘之機。

配合其出身背景，不難理解，商場打滾多年，數度因盲目樂觀過度借貸，旗下企業破產，幾上幾落，練就一手本領，拿少許可供翻身之用槓桿倍大，以圖扭轉乾坤。

先威脅後談判 拿好處立收兵

如此一來，自然以各種手段，先威脅震懾對手，後談判拿好處，再鳴金收兵，絕不大動干戈，因花費代價大，而其節省成本，由當年經商至今，性格非常統一。

有見及此，本欄早於去年底及今年初，已提出溫馨提示預警，特朗普不斷出招，對全球投

資者而言，不斷有風險事件，市況如斯，單邊看好長期持有，未必短暫走位，候低把握大幅回落時買入，轉瞬間，雨過天晴。查實這種情況，其任內屢見不鮮。

基於特朗普潛在出招，風險事件層出不窮，投資者防不勝防，只能主動地降低槓桿，有別於單邊長期看好，要兩手準備，多空靈活，風險管理方合宜。

單邊長期看好效果固然不彰，單邊長期看淡亦未盡合宜，最好早有心理準備，三朝兩日頻改動，金融市場如過山車，最終又打回原形，既非一面倒看好，亦非一面倒看淡。

此為環球宏觀多元資產配置帶來另類機會。純為分散而分散，今ETF大行其道，不同資產類別以至地區，無大難度，只是風險管理而言，期貨長短倉或較靈活有效率，亦更具市場深度，值得思考。

(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。)

大腦資本與大腦經濟

陸宏立 香港理工工商管理博士、香港銀行學會評審委員會委員、香港學術及職業評審局專家

財經淺談

上世紀六十年代，管理學大師杜拉克(Drucker)首倡「知識型經濟」：一個倚賴知識產權多於自然資源或有形資產的經濟系統。今天情況起了很大變化，單是知識型經濟並不足以保持生產力持續增長。

「大腦資本(Brain capital)」為一個新興的經濟學概念，將大腦健康、心理健康、神經認知能力及情緒智商視為重要的經濟資本，強調腦部健康對社會生產力、創造力與經濟持續發展的關鍵作用，而「大腦經濟(Brain economy)」則為一新興的經濟模式，聚焦於大腦資本，以優化人的潛能來提升生產效率、創意及團隊精神。

本文乃淺析以大腦資本為核心的大腦經濟如何將人類經濟提升台階，並用案例說明其實踐及意義。

大腦經濟反映價值觀念轉移

大腦經濟的概念反映出價值觀念的轉移，即經濟成長不單是依靠有形資本或數碼基建，同時也

倚靠大腦健康及大腦衍生技巧，即清晰地思考、適應轉變、有效協作，及在複雜環境下作出明智決策的能力。簡單來說，就是知識+健康情緒+軟技巧(包括溝通、談判及同別人相處之道)。這些都是達至企業可持續發展的重要元素。大腦經濟強調由大腦設計經濟、社會的運作方式，因此改變人類如何與代理、機器人及超級AI一起工作的whole architecture變得十分重要。

大腦經濟提供增強生產力途徑

現時，提高生產力的增長是一個基本的經濟挑戰。生產力提高了，一些困擾的問題如扶貧及環保變得更易於解決。大腦經濟可以提供一個增強生產力的途徑。它結合知識經濟的最新均見，以及賦於大腦資本及其他以大腦科學為基礎的科技、經濟及有關政策更多動力，這些都是提高生產力的新槓桿。
 大腦經濟的概念為應對廿一世紀的複雜挑戰提供

關鍵元素。將大腦資本融入新經濟架構，充分利用內蘊的人力資源，造成一個更富韌力、創意、同理心及繁榮的社會。四方精創董事長周志群將其公司取名「四方精創」，寓意匯聚四方八面的精英前來創業。他的管理哲學足以說明大腦資本的作用：重視團隊力量，凡事多站在對方(客戶及同事)立場思考，以求發揮他們的潛能，達至雙贏。周志群創業初期，公司曾一度面臨現金流短缺，無法準時發薪。他和太太商量後，先從家中儲蓄調出部分資金支付同事薪水。客戶見到他的公司陷於低潮也和員工共渡時艱，欣賞他腳踏實地的處事態度，紛紛投下信心一票。由於擁有可靠的員工及客戶，公司的後續發展順暢進行。

邁進2026年，我們必須持續釋放資源在大腦科學，並善為運用，作為支撐大腦經濟的支柱。建議產業界釐訂妥善的產品、服務及其融資策略，並設定業績衡量指標(KPI)，從而充分發掘大腦經濟之潛力。