

中東戰火下的霍爾木茲海峽如何重塑中國經濟與香港定位

銘察秋 毫

美以與伊朗衝突持續升級，霍爾木茲海峽這全球能源命脈被封鎖，所引發的能源與地緣政治震盪已不再只是金融市場短期波動，而是全球供應鏈開始重新定價及改寫經濟秩序。油價與美元同步走強，正是反映避險情緒與供應鏈的衝擊交織。



陳淦銘

特許公司秘書公會會員、榮譽法律師、EMBA、證監會會員、人員牌照

首先，從結構上看，霍爾木茲海峽每日承載約2,000萬桶原油運輸，當中高達八至九成流向亞洲。換言之，這場危機可以說本質上是一場亞洲能源安全危機。包括中國、印度、日本及韓國等主要經濟體，均面臨能源供應中斷與成本急升的雙重壓力。

其次，若戰事持續，影響將從短期衝擊演變為多重連鎖效應。首先是通脹層面，能源價格上升將迅速影響到製造業、運輸業及消費市場，形成成本全面上升。正如澳洲央行所指出，衝突時間越長，資產價格重估與通脹壓力將同步擴大。其次是金融市場層面，美元走強將壓制新

興市場資產，資金回流美國，進一步收緊全球流動性。

第三層衝擊，則是供應鏈重塑與貿易保護主義抬頭。中國限制化肥出口、印尼擬對煤炭與鎳徵稅、越南優先內部煉油，均顯示各國正進入資源保護模式。然而，這類政策在歷史上往往適得其反。正如世界銀行研究所，糧食價格危機往往因出口限制反而加劇。當各國競相保護及緊縮資源，全球市場將面臨更劇烈的價格波動與供應緊縮。

中國早有準備 有望提升議價能力

對中國而言，短期風險主要集中在能源進口成本與工業生產壓力。中國作為全球最大製造業基地，對石油與天然氣依賴程度相當高。若油價長期維持高位，不單將壓縮製造業利潤，亦會削弱出口競爭力。同時，內需復甦亦可能因通脹壓力而受阻。

然而，中國能源戰略上早有兩手準備以應對能源供應鏈風險。首先是戰略石油儲備仍有調節空間，其次是能源供應來源多元化——包括俄羅斯與中亞管道供應。近期印度重新加大對俄油採購，某程度上亦反映亞洲國家正逐步因應地緣政治風險調整能源供應來源。這種趨勢，對中國而言既是機遇亦是挑戰：機遇在於可透過年期較長的合約與人民幣結算提升議價能力，挑戰則在於需在國際政治壓力與能源安全之間取得平衡。

至於香港，其經濟結構雖不直接依賴能源生產，但作為國際金融中心，對全球資本流動與市場情緒仍然高度敏感。在當前環境下，近期港股反覆尋底，正反映外資風險偏好下降與流動性收緊。美元強勢亦令港元資金成本上升，對本地資產價格構成壓力。

建議三大方向應對當前局勢

但危機之中亦蘊含機遇。首先，能源與大宗商品價格波動將推動相關衍生品與風險管理需求上升，香港可藉此發展能源金融與商品交易平台，強化其作為商品定價中心的角色。其次，在全球供應鏈重塑背景下，香港反而可更大發揮其「超級聯繫人」

功能，協助中國企業進行海外資源布局與融資。筆者建議，面對當前局勢，國家與香港可循三大方向應對：

其一，加速能源供應來源多元化與戰略儲備建設。中國應進一步擴大非中東能源供應來源，包括俄羅斯、中亞及非洲，同時加快可作替代的新能源，如風電、光伏及核能，降低對單一通道依賴。

其二，推動人民幣能源結算體系。在美元走強背景下，建立以人民幣計價的石油與大宗商品交易機制，將有助降低匯率風險，並提升中國在全球能源市場的定價權及話語權。

其三，強化香港金融避險與資產配置功能。香港應發展更多與能源、通脹掛鈎的金融產品，例如商品ETF、通脹掛鈎債券及能源期貨，吸引國際資金在波動市中進行配置，善用避險工具。

當霍爾木茲海峽這全球能源命脈被封鎖，全球經濟將不再只是面對短期波動，而是面臨結構性重組。對亞洲而言，這是一場能源供應的壓力測試；對中國內地與香港而言，則是一場關於戰略韌性與金融定位的考驗。誰能在這次危機中完成供應鏈重塑與資產定價權，誰便能在新一輪全球經濟秩序中佔據更有利位置。

關稅失利轉實體戰 資金縱回美不久留

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

打從去年重新掌權，特朗普治下的美國，擺明車馬要擺脫「前朝」的傳統，一改作風，某程度上，正是其支持者投票選他上台的目的，就是要嘗試改變現狀。最終是否成功，倒還是其次，最重要是不斷嘗試，有行動有聲音，勝於完全沒回響。此之所以，在既有選舉人票，又有普選票，再加上國會參眾兩院的控制權，這些天時地利人和之下，難怪特朗普竭盡所能，把原有秩序來個天下大亂，方為其答謝他本身的支持者，而非為整體美國人謀真正福祉，更別談全球各地人類和平。

憂滯脹難減息 抵消戰事刺激

過程中衍生出很多以前不能想像的，例如去年的關稅戰便是一例，完全破壞跟美國所有貿易夥伴的關係，是以多國央行外匯儲備層面不太可能再有以往跟美國的共生關係，美元及美元資產沾之而後快，就算不沾也不會再買，更不會大手買入。

特朗普經過關稅戰一役失利後，轉到實體戰，反而是向前朝歷任總統偷師「抄橋」，某程度上迫使資金重新回流美元美債，這一點，恐怕其選民也沒話好說，基於美國債台高築的現實，還可怎樣？

只是戰事推高油價，油價高企，影響通脹預期，滯脹成隱憂，美聯儲反過來不易減息，部分抵消了

大動干戈刺激資金回美的好處。一旦停戰，油價跌，美元美債跌，金股反彈可期。

隨着中東局勢可能有轉機時，部分投資者逆轉其原有倉位，見諸環球宏觀多元資產配置，股金俱有反彈，而油價由高位回落。

正如本欄去年起一直指出，美匯指數和美國國債孳息率等，原本多年被視為穩定可靠的避險指標，如今其穩定性和可靠性存疑，自當另論。

高開低收作風 冀增談判籌碼

在環球宏觀多元資產配置的過程，時有不同挑戰，而特朗普重新上場，以其擺明車馬干預市場的行動而言，當然是風險所在，但亦可能是有危有機。此話何解？

最關鍵是理解其行事為人的邏輯。大家與其事先預設這樣那樣的關係，倒不如客觀讓其呈現。比方說，由去年關稅戰開打，之後雷聲大雨點小，相比起開始時對關稅的規模，高開低收，明顯之至，但其志在以這些誇張手段取得談判籌碼，在其他領域拿好處的意圖，便更明顯。

控好槓桿 不為所動

同樣明顯地，便是每當市場賠率反映某個方向，

他會刻意攻另一方，以其大軍壓境之力量，改變市場預期，但當市場真的以為他會持續進行攻擊，他又鳴金收兵。以此所見，兩者之間，賠率改變幅度之大，不從陰謀論去推測有人從中獲利，近乎不合常識。

以此觀之，中長期投資者，控制好槓桿比例，大可不為所動；相反，短線好手可把握其推進時點，每到極端一刻，便又逆轉，同樣有利可圖。

(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持有SPDR金ETF(2840)。)



●特朗普政策及行動不確定性高，有分析認為中長期投資者大可維持原有計劃。 法新社

警惕內地增長表象背後的財政「結構收縮」

傅臨 經濟學博士、經濟學家

如果說2025年的內地宏觀經濟運行速度保持穩定，財政收入的變化則揭示了另一種深層現實。雖然國內生產總值(GDP)的同比增速維持在5%，但全國一般公共預算收入卻按年下降1.7%。財政收入與經濟增長方向相反，這是過去十年中極為罕見的組合，不僅意味着稅基結構發生變化，也意味着經濟運行的底層邏輯正在重塑。

財政收入通常與經濟增長保持同步，甚至在多數年份，財政收入增速會略快於GDP。這是因為稅收來源於企業利潤、居民收入、商品交易和資產流轉，而這些活動在經濟擴張期往往增長更快。然而，2025年的財政收入卻出現了逆勢下滑，這種背離並非偶然，而是多重因素疊加的結果。

政策讓利 促民間經濟活動

減稅降費政策的持續實施對財政收入形成了直接影響。全年為企業和居民減負超過5,000億元，增值稅、企業所得稅等主體稅種的減收幅度明顯。減稅降費的初衷是穩企業、保就業、促活力，但在短期內必然壓縮財政收入空間。財政收入的下降並不代表經濟活動減少，而是政策主動讓利的結果。

房地產市場的深度調整對財政收入也帶來了結構性衝擊。房地產開發投資下降17.2%，土地出讓收入同步減少，與房地產相關的契稅、土地增值稅、房產稅等稅種也隨之下降。房地產作為過去多年財政收入的重要來源，其調整對財政的影響遠超單一行業，而是通過土地市場、金融體系和地方政府預算多重渠道傳導。土地財政的收縮不僅影響地方政府的財力，也影響其債務償付能力和公共服務供給能力。

工業品價格低位運行，更是使名義稅基增長弱於實際經濟增長。GDP以不變價核算，而財政收入以現價核算，工業品價格的持續下行壓縮了企業利潤空間，也壓縮了稅收來源。名義稅基增長弱於實際經濟增長，是財政收入下降的重要原因之一。工業企業利潤承壓，稅收自然難以同步增長。

財政收入的下降並不一定意味着經濟衰退，而有可能是經濟結構調整的結果，但這一現象對未來的財政政策也提出了更高要求。過去十年，財政政策在穩增長中發揮了關鍵作用，而未來財政空間的收緊意味着政策工具的可用性下降。在收入下降與支出剛性並存的情況下，財政的逆周期調節能力將受到限制，基層財政運轉和民生支出也可能面臨壓力。

財政收入的變化不僅反映了經濟結構的調整，也反映了增長動力的變化。消費增速偏弱，投資負增長，外貿成為唯一快於GDP的動力來源。這種結構性錯位意味着經濟增長的內生動力不足，增長對外部環境的依賴度上升，抗風險能力相應減弱。財政收入的下降進一步放大了這種結構性矛盾，使得經濟增長的可持續性面臨更大挑戰。

財政壓力的加大也暴露出地方治理體系的脆弱性。地方政府債務規模龐大，債務結構複雜，償債壓力不斷上升。土地財政的收縮使得地方政府的收入來源更加單一，財政風險進一步累積。地方政府在公共服務、基礎設施建設和民生保障方面的支出剛性強，而收入下降使得財政平衡更加困難。財政壓力不僅影響地方政府的運轉能力，也影響其推動經濟發展的能力。

財政收入的下降還反映出產業結構的變化。傳統產業利潤空間收窄，新興產業尚未形成足夠的稅

基，經濟結構轉型的陣痛在財政收入中得到體現。新經濟領域的增長雖然迅速，但稅收貢獻有限，難以彌補傳統產業稅收的下降。產業結構的調整需要時間，而財政收入的變化則是這一過程的直接反映。

建議兩方面着力優化

筆者認為，要實現財政可持續性，必須從政策層面進行系統性重構，重建財政可持續性。財政政策不僅要穩增長，更要穩預期，通過合理安排支出結構，提升財政資金的乘數效應，讓財政政策真正成為穩增長、調結構、促轉型的關鍵力量。

首先，應優化財政支出結構，提高資金使用效率，財政資金的使用效率直接影響財政政策的效果，提高資金使用效率是緩解財政壓力的重要途徑，必須優先保障民生、教育、醫療等關鍵領域的支出。

其次，應穩妥化解地方債務風險。地方債務風險不僅影響地方政府的財政能力，也影響金融體系的穩定性。必須通過規範舉債、優化債務結構、提升債務透明度等方式增強財政可持續性。

稅制改革也是提升財政可持續性的關鍵。稅制改革不僅是財政收入的需要，也是經濟結構調整的需要。通過優化稅制，可以促進經濟結構的優化升級，提升經濟增長的質量和可持續性。必須擴大穩定稅源，提升稅收制度的公平性和效率。

財政政策與產業政策的協同也至關重要。財政政策不僅要穩增長，更要調結構，通過財政資金的引導作用，推動經濟結構的優化升級。財政資金應引導社會資本投向製造業、科技創新、新能源等關鍵領域，提升經濟增長的質量和可持續性。

加大創科步伐：上海做法對香港之啟示

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

在邁向「中國式現代化」新征途中，科技創新於全局中的地位愈見關鍵。2026年美國拉斯維加斯消費電子展上，南極星品牌公司首席執行官栢爾芒捷表示：「中國展現出眾多創新產品和技術，展現出強大的創新能力。」為配合國家「十四五」規劃所定下的發展香港成為國際創新科技中心的願景，特區政府在2022年制訂《香港創新科技發展藍圖》，和國家高新科技產業開發及數字經濟發展規劃互相呼應。「十五五」規劃訂出國家未來五年之攻堅點、轉折點，其中更重申香港此項任務。本文是淺析上海在創新道路上的努力及成果，以及香港可借鑒及協作的地方。

上海的科創部署

上海已建的國家重大科技基礎設施逾14個，先後建設了期智研究院、腦科學及類腦研究中心等一批聚焦世界前沿的高水平研究機構，並制訂「基礎研究特區計劃」，以加快培育更多的「從0到1」的重大原創性項目。在上海，多個科創試驗區、創新港建成投用，利用區域優勢資源，建成不同的科創特色園區，其中閘北區的上海馬橋人工智能創新試驗區面積最大。

上海亦已建立覆蓋各層級的人才培育選拔機制，聚集的外國人才和高端人才數量在全國居首位，更舉辦多次國際重量級活動，例如從2018年起每年舉辦世界頂尖科學家論壇，迄今已成功舉辦多屆。在第五屆大會期間，世界頂尖科學家論壇永久會場所在的國際創新協同區和海智國際研發社區揭牌。到2025年已建成及啟用多個聯合實驗室。

從2021年到2025年，上海浦東圍繞產業發展的瓶頸問題開展全鏈條綜合改革試驗。從C919大飛機翱翔藍天，到首艘國產大型郵輪乘風破浪，這些「硬核」成果的背後，都彰顯浦東從應用創新轉向創新策源地進軍的決心。

滬港在科創領域合作

香港和上海的經濟關係源遠流長，香港工業起飛在很大程度上是得益於上世紀中期從滬來港發展的工業家，如唐翔千、田元灝。2022年的世界智能大會(WAIC)上，上海表示希望通過發揮香港國際化的區位優勢，作為WAIC連通世界的橋樑，為科創企業提供多樣化的融資渠道。這精準地概括了香港能為內地經濟作出貢獻的「內聯外引」的重要作用。今年1月，香港大學張江基地啟用儀式在浦東科學城舉行，率先引入港大計算與數據科學學院，聚焦AI、量子資訊科學等前沿領域。這是滬港創科協作的新篇章。

特區政府最新一份財政預算案的主調是「創科驅動」「金融賦能」，並推動「AI+」及建設北都國際創科新城。滬港各有長所：上海製造業實力雄厚，工業部門齊全，政府積極採取各種有效措施，大刀闊斧，而香港有基礎科研實力及吸引國際創科資源匯聚的資本市場，兩者在創科上尚能互相持久協作，將相輔相成。

財經淺談



●香港正加快科創發展，有專家認為，香港可借鏡上海相關經驗。 資料圖片

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。

能源衝擊加劇環球央行政策失誤風險

Arif Husain 普徠仕環球固定收益主管兼首席投資總監

近期由中東緊張局勢引起的能源價格急升，令環球原有通脹壓力進一步加劇，使政策制定更為困難。筆者認為，各國央行可能出現兩類政策失誤：部分央行或在不適當時收緊政策，從而抑制經濟增長；另一些央行則可能忽視能源價格上升帶來的影響，導致通脹進一步升溫。

筆者特此提醒，近期市場波動部分源於擁擠及槓桿倉位的平倉，加上市場流動性偏低，令價格走勢未必完全反映基本面，亦增加政策判斷的難度。在應對政策失誤風險的部署上，筆者認為外匯及

利率市場均存在機會。在外匯市場，預期波動性上升及套息特徵或會帶來超額回報的機會。美元近期走強並非單純反映避險需求，而主要受倉位平倉及油價以美元計價所帶動，美元中長線轉弱的趨勢未有改變。至於利率市場，跨市場相對價值及分化程度已回到接近2008至2009年金融危機前的水平。

跨市場配置機會浮現

審慎配置短端利率差異，或對風險與回報結果帶來正面影響。過去數年市場主要依賴判斷孳息率及

曲線走向，而現時跨市場配置的機會正逐步浮現。

不宜單獨看待是次衝擊

最後，投資者不應忽視衝突前的經濟基礎。當時多個經濟體的通脹已高於目標水平，中國帶來的通脹效應逐步減弱，而在政策支持下，美國經濟增長動能亦有望改善。同時，人工智能對通脹的影響仍存在不確定性，短期成本壓力與長期生產力提升之間存在拉鋸。因此，今次能源衝擊需結合既有趨勢一併理解，而非單獨看待。