

全球價值鏈變局中的中國路徑

程實 工銀國際首席經濟學家

「相知無遠近，萬里尚為鄰。」全球價值鏈的縱橫交織，正是當今世界經濟相互依存的生動寫照。自加入世界貿易組織以來，中國深度嵌入全球分工體系，以全球價值鏈（GVC）為透鏡，可以看到中國產業體系躍遷的三點特徵：出口創造的增加值快速擴張，產業體系完整且具備較強國際競爭力，價值鏈位置持續向上游攀升。與此同時，技術壁壘、貿易保護主義和供應鏈重構增加了全球價值鏈的不確定性。面對縱向斷鏈與橫向重構壓力，中國正通過核心技術突破、產業升級、企業全球布局和區域合作，推動產業體系由參與全球分工向增強全球價值鏈掌控力轉變，在開放合作中提升產業鏈韌性。

從全球價值鏈視角看，中國產業體系躍遷具有三大關鍵特徵。第一，出口創造的增加值規模快速擴張。隨着產業升級和貿易夥伴不斷多元化，中國已由價值鏈參與者逐步成長為全球生產體系的重要樞紐，對全球產業鏈穩定的支撐作用不斷增強。第二，產業體系完整。中國是全球唯一擁有聯合國產業分類全部工業門類的經濟體，形成較強的產業縱深。2024年，以國內增加值衡量，中國躋身全球前十的製造業行業數量已超過德國、美國等傳統製造強國。

逐步轉向自主提供中間品

第三，在貿易升級和科技創新雙輪驅動下，價值鏈位置穩步向上游攀升。隨着產業自主性提升，加工貿易佔比持續下降，出口高新技術產品佔比則穩步提升。中國正由依賴進口中間品的後向參與，逐

步轉向自主提供中間品的前向參與。

然而，隨着中國的價值鏈位置不斷向上游攀升，縱向價值鏈的斷鏈風險隨之凸顯，中國掌握主動權的關鍵在於推動產業向高附加值環節全面升級。縱向價值鏈強調上游至下游的連續分工，雖然能夠提升效率，但也容易形成對關鍵技術、原材料和設備的單點依賴。「卡脖子」風險本質上正是關鍵上游環節受制於人的體現。因此，產業鏈安全不僅靠多元化進口，更需要提升自主創新和核心環節的價值創造能力。

AI 新能源等支撐產業升級

中國的中高端製造業正加速向產業鏈上游邁進，重點聚焦研發與核心技術突破。2017年，中國出口獲得的國內增加值中，中間品僅約為最終品的三分之一，到2024年已升至過半，顯示產業鏈上游能力

持續增強。與此同時，人工智能、新能源、生命健康等領域的技術積累，為產業升級提供了新的支撐。隨着基礎研究投入和關鍵核心技術攻關持續推進，中國產業體系有望進一步從規模優勢向技術和價值優勢延伸。不僅如此，現代服務業正成為推動價值鏈整體躍升的新動力。工業設計、技術諮詢、品牌運營等生產性服務嵌入製造環節，能夠提升產品附加值並拓展價值鏈下游。

全球生產網絡再配置成形

面對貿易保護主義下的橫向價值鏈重構風險，中國構建韌性的關鍵則在於優化全球布局和深化區域合作。近年來，回岸生產、近岸外包和友岸外包趨勢上升，全球跨境分工程度有所下降，價值鏈長度隨之收縮。對於深度參與全球分工的中國而言，這意味着傳統的集中化生產模式面臨新的調整壓力，也要求企業從單純出口產品轉向更加主動的全球產業鏈布局。在此趨勢下，中國企業正在以主動布局來化解風險，實現從產品出海到跨國建鏈的過渡。越來越多企業通過海外生產、組裝和營銷基地構建多點布局，將部分生產環節前移至目標市場，同時繼續掌握研發、品牌、核心零部件等高附加值環節。由此形成的並非簡單「產業外遷」，而是全球生產網絡的再配置，有助於分散貿易壁壘和供應鏈衝擊。

與此同時，中國正在以區域合作的深度化，為全球布局注入制度性的穩定力量。區域全面經濟夥伴關係協定與共建「一帶一路」倡議持續深化中國與

東盟及其他夥伴的經貿聯繫，東盟已成為中國第一大貿易夥伴。貿易與投資網絡的持續拓展，使中國能夠在更廣範圍內配置資源、拓展市場，也為全球價值鏈重構提供新的連接節點。未來，中國產業體系的競爭力將不僅取決於鏈上位置，更取決於縱向技術升級與橫向全球布局的協同，以開放塑造韌性、以創新提升價值。

（文章所載的意見純粹是分析員對有關證券或發行人的個人看法；彼以往、現在或未來並無就其研究報告所提供的特別建議或所表達的意見直接或間接收取任何報酬。）



●中國已由價值鏈參與者逐步成長為全球生產體系的重要樞紐。圖為奇瑞汽車智造工廠總裝車間。 中新社

美聯儲新主席新變化：外溢效應與香港選擇(三之三)

傅臨 經濟學博士、經濟學家

美聯儲改變溝通方式的決定，不僅是簡單的、技術性的政策工具調整，更是全球金融結構的重大變化。前瞻指引和點陣圖曾經是市場解讀利率走勢的重要依據，如今美聯儲希望減少過度前瞻指引，強調「數據依賴」。這意味着政策將更具靈活性，但也更難以預測，將迫使市場和企業重新構建預期框架。對香港商界而言，這一變化的外溢效應不容忽視。

四大應對方向

其一，改變溝通方式將提升市場的不確定性。在過去十餘年中，點陣圖雖然常被批評為「缺乏準確性」，但它無疑為市場提供了一個具備高度共識的透明參考系，讓全球企業在制定中長期資本開支、發行債券或進行大宗跨國併購時，能夠有一個相對清晰的利息成本預估區間。一旦這個「政策錨」被抽離，市場將失去直觀的預期抓手。對香港而言，美元利率的不確定性直接影響港元資金成本，港元聯繫匯率下的港元資金成本的波動性將顯著加劇。商業銀行在釐定最優惠利率及銀行同業拆息時，將面臨更高的對沖成本與流動性管理壓力。

對於高度依賴資金融通的香港本地商界而言，特別是對房地產、大型基礎設施建設以及高科技初創企業來說，資金成本的「不可預測性」將成為核心的經營風險。企業在進行跨境融資、海外資產配置以及跨境貿易結算時，過去那種簡單的固定利率鎖定策略

可能不再奏效，這迫切需要市場提供更加靈活、多元化且成本可控的利率風險管理工具與衍生品。

其二，改變溝通方式將迫使商界提升宏觀分析能力。商界將更密切關注美國通脹、就業和消費數據，並結合官員表態形成判斷。這不僅是金融機構的任務，也是實體企業制定投資和融資策略的必修課。香港在金融顧問、獨立研究機構、國際法律服務以及會計審計等領域，擁有數十年積累的國際化人才庫與深厚底蘊。面對市場對「不確定性管理」的強烈需求，香港的金融和專業服務業應當主動從傳統的「合規與交易執行」角色，升級為「全球宏觀風險導航者」，以便在全球資金流重組中找到新的定位。

其三，改變溝通方式的外溢效應將改變全球資金流動。由於美聯儲政策能見度的降低，美元資產的吸引力將不再呈現單邊線性特徵，而是隨着宏觀數據的陰晴不定而出現更為頻繁的雙向波動。這種資金成本與匯率的雙重不確定性，將迫使全球跨國企業重新評估其供應鏈布局、跨國投資地點以及海外資產的安全邊界。資本的流向將不再單純追逐短期利差，而是更加看重資產的避險屬性、政策環境的穩定性以及融資渠道的多元化。當美元資產的波動風險上升時，全球企業和投資者自然會尋求其他具備深度與穩定性的金融市場來分散風險。

香港應當全面發揮自身在全球資金流動中的重要角色和全球最大離岸人民幣業務中心的獨特優

勢。通過加速推進離岸人民幣債券市場擴容，優化人民幣計價股票與衍生品的交易機制，大力發展綠色金融與可持續債券市場並吸引中東、東南亞等新興經濟體的發行主體，不僅能分散單一貨幣與單一市場帶來的結構性風險，提供有效對沖美元利率風險的替代融資平台，更能在這一過程中提供全方位的專業金融服務與政策對接，在全球企業追求資產安全與地域多元化再定位的進程中，扮演不可或缺的關鍵角色。

其四，香港需要加強制度創新。取消點陣圖後，市場的不確定性增加、外部環境的透明度下降，香港內部制度的透明度、穩定性與彈性，就成為吸引全球資本最核心的「安全防線」。這要求香港在制度設計上提供比以往更具確定性、更為完善的制度保障。一是升級金融監管框架，金融監管部門需要針對利率波動加劇的新常態，進一步完善動態壓力測試機制，確保香港金融體系與金融機構具備充足的流動性緩衝與資本充足率，以抵禦極端外部宏觀衝擊。二是提升市場微觀透明度，通過優化信息披露標準、利用金融科技等手段提升跨境資金流與大宗交易的透明度，讓全球投資者在香港市場能夠獲得最即時、最真實的數據支持，從而降低信息不對稱帶來的交易溢價。三是強化與國際金融機構及多邊組織的合作與常態化溝通機制，共同開發跨境多貨幣結算系統與新型風險管理工具。（完）

美中期選舉前 料多奇招怪招

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨着全球債息趨升，對國債沉重者而言至關重要。美國本身債台高築，當然關注。眾所周知，美國政經緊密互動，未來幾個月，尤其中期選舉前，金融市場勢添不明朗。特朗普班子究竟有何應對良方，會否一再出招，變招拆招，在主流以外，輔以更多另類方法，市場參與者對此自然極為關注。

美聯儲未信服通脹受控

自從特朗普去年再任總統至今，關稅貿易戰掀起，已是其前任所不可能如此明目張膽而為之，最終結果能否如願是一回事，但最初宣布時，對於外界造成極大震盪，見諸金融市場，有目共睹。

及至今年，連串實體戰軍事行動，初時在委內瑞拉似嘗到甜頭，但在伊朗一役，遠非如意算盤的速戰速決，反而由此令油價趨升，通脹升溫，令加息壓力增加，可能是始料不及。

儘管近日油價已回到警戒線之下，但似乎美聯儲決策官員不太信服通脹受控。一來，美國通脹指標始終未達中長期2%目標水平，這是客觀可

見；二來，地緣政治危機持續，央行亦無法預知這些事件的全面影響；三來，全球債息持續走高，美債息尤其如此，這不是央行大員可以單方面說了算，更何況美聯儲最新公布議息會議紀錄，很多委員傾向加息為上。

回購美債降孳息效用屬短期

藉着美日聯手干預日圓跌勢，順手減慢美債公開拋售及美債孳息向上之餘，最新更以美國財政部回購美債行之，可以說是用盡方法。

以上兩個做法，短期有助債息短暫回落。風險胃納增，尤其金價特別敏感，馬上急升，可見一斑。但長遠而言，反而看出美方在短期戰術干預行動之餘，無長期戰略上的可行之道，以解美債危機，更見其於年中中期大選前，可能連番奇招怪招，勢必令市場添不明朗。

外界時刻要留意習慣特朗普言行翻來覆去，金融市場中人固然追逐新聞消息，反應疲於奔命。背後一切，卻又可能跟市況有關，例如每當人人

以為向北走，結果便向南行，反之亦然。

當地傳媒多次揭露，美方官員曾經出現以內幕消息圖利，這已經不只是某一個人的問題，而是整體團隊出現的情況。細心配對，美方行動包括是否決定作戰，以至暫時和談，甚至如今特朗普聲言可能不再談，會否跟其時金融市場異動有何關係，便有一番體會。

類似行動進退反覆無常，地緣政治事件從未間斷，但投資者不見得會無止境為此煩惱，通常只會在一開始時有較大震撼，隨後在估值中打個較深的折扣，之後回復正常，才是常見理性做法。

目前看來，油價儘管向上，但仍未到90/100美元警戒線，而VIX持續走低多時，反彈實屬正常，亦見諸美股指數的正常波動，包括AI科技相關股份估值調整等。現貨金價為時一周有多在4,400美元關口反覆測試，時而得而復失，時而失而復得，梅花間竹，今次乘機突破關口，亦是合理。

（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。）

轉型為信息、硬體企業，並跨足實體渠道事業，建立一個獨立的生態。

(2) 由一家企業主導，並與多家企業整合的產業數字生態，如台灣鴻海所搭建的電動車平台MIH。MIH整合不同的企業，協助電動車軟硬件和周邊開發者，降低開發門檻，縮短開發周期，以快速進行商業創新和掌握市場契機。

波士頓顧問公司指出，全球十大最有價值的企業中，有七家是以數字生態作為其商業模式之核心。

工業4.0時代，數字生態帶來的效益不限於工業，還外溢至實體經濟其他領域。筆者認為，現代的企業家必須認識如何激活數據的潛在價值。（節錄）

中國人工智能大模型帶動全球科技洗牌



方保僑
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

在短短約七十天內，內地九大科企連環推出十款新一代人工智能模型，由智譜的GLM-5.2、美團的LongCat-2.0、騰訊的Hy3、月之暗面的Kimi K3，到阿里巴巴的Qwen3.8-Max，及最新登場的DeepSeek V4 Pro，幾乎每隔數天便有新「大模型」面世。過去提及生成式AI，大眾的目光往往聚焦於OpenAI、Google、Anthropic等美國名字；而如今提及AI大模型，Kimi、Qwen、DeepSeek這些「中國關鍵字」已頻繁出現在國際科技媒體、SEO搜尋結果中，反映國際關注度明顯升溫。

從性能數據看，這股迫趕並非空穴來風。以DeepSeek V4 Pro為例，在人工分析智能指數v4.1.1上取得53分，雖仍落後GPT-5.6 Sol的61分與Claude Opus 5的63分，但差距已收窄至可接受範圍。更重要的是成本：每項任務平均約0.06美元，只是Claude Opus 5約2.34美元的零頭。在生成式AI應用日益強調「規模化」及「場景化」的今天，中國AI模型在性價比上已展現明顯優勢，成為企業實際部署AI時最現實的考量。當模型能力不再是「遙不可及」而是「差距有限」時，成本與算力效率便成為新的競爭焦點，也正是中國大模型近年來努力優化的方向。

技術突破的影響力並未局限於中國本土，而是逐步滲透到跨國企業的科技策略中。蘋果公司在中國市場引入阿里巴巴及百度的AI服務，表面是因應內地監管機制，實際卻承認了中國AI生態在語言、數據、合規上的成熟度。此外，美國福特與寧德時代在電池技術上合作，配合美國密歇根州35億美元工廠計劃，從能源技術到智能製造，都顯示「中美科技合作」並未因地緣政治而完全停擺，而是改以更務實、更分工的方式持續發展。這種「競爭中有合作，合作中帶競爭」的格局，直接影響未來幾年生成式AI、智能汽車、智慧城市等領域的發展方向。

中國AI模型並非「低價取勝」

更甚的是，歐洲企業評估中國AI模型時的考量，已逐漸打破僅靠「低價取勝」的刻板印象，展現更具前瞻性與多元化的視角。IDC針對歐洲市場的調查顯示，企業採用中國AI方案的首要考量並非價格，而是安全性、合規性與性能表現。IDC中國董事總經理Kitty Fok接受CNBC訪問時直言：「西方企業因為中國AI價廉而蜂擁採用」的說法顛倒了因果，現實是性能先達標，再檢視是否符合當地的監管要求，價格只是後續加分項。此番說話，不僅為中國AI模型的國際形象平反，也突顯了當今AI競爭已從盲目燒錢比拚規模，轉為「性能+合規+成本」三者兼備的結構性轉變。

全球AI產業正邁向「碎片化」但務實的階段。過去外界幻想由兩個「全球通用超級模型」，主宰所有應用場景；現實卻顯示，不同地區各有語言、文化、監管需求，本地化模型與跨平台協作反而更為重要。中國的開源大模型，結合美國與歐洲在雲端基礎設施、行業認知、合規經驗等優勢，正在形成既競爭又合作的多極生態。對企業來說，未來部署AI服務，不再採取單一陣營抉擇，而是要懂得在多個模型之間靈活切換，混合編排，以達至最佳性能與成本平衡。

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。