投委會專欄

投委會 IFEC

靜觀市場波動 培養韌性投資心態

「韌」是指柔軟而堅實，不易折斷。想培養韌的投資心態，就要明白投資的基本知識，並遵從投資紀律。

投資要看長遠的價值，而非短期的價格變動。假使我們混淆了兩者的分別，就會容易受到資產價格短期波動的影響，作出情緒化和草率的投資決定，例如高位接貨和恐慌拋售。

價格的高低與投資的價值是兩回事，而資產價格的變動，也不一定會改變投資價值。明白這個道理，我們就能理性看待短期資產價格的變動，投資心態也會變得更韌。

四大方向提升心態

要令投資心態更具韌性，可留意以下四個重點。

其一、長線投資。較長的投資年期可減低短期價格波動的影響，從而提高投資者承受風險的能力。

其二、儲備應急錢。備有應急錢，就可避免因急需資金周轉，而要緊急沽貨套現。

其三、正視投資行為偏誤。過度自信、人云亦云，損失迴避和近因偏差，都會扭曲投資決定。正視和糾正這些行為，能令投資心態更韌。

其四、避免情緒化。不要因一些短期的市場噪音或社交媒體趨勢，而作出情緒化的投資決定，例如恐懼錯失機會（FOMO），又或者傾向持有虧損資產，並急於沽售獲利資產（處置效應）。

投資是一條漫長的道路，當中亦必定有高山和低谷，能夠在逆境中經得起風浪起跌可謂至關重要。我們需要知識和紀律，培養具韌性的投資心態，以實現既定的投資目標。

監管權力受約束 有利提升市場信心

滬港通錦囊

9月30日，中國證監會原主席易會滿涉嫌受賄案有新的司法進展。從財經視角看，此案受到市場高度關注，並不僅僅因為其個人曾擔任證監會主席，更因為證券監管部門掌握着發行上市、信息披露、併購重組、市場交易、機構監管等重要監管職能。資本市場本質上是信用市場，也是規則市場。監管權力是否能夠在公開、透明、可約束的制度框架內運行，直接關係到市場參與者對公平性的判斷，也關係到資本市場資源配置功能能否正常發揮。



宋清輝
經濟學家

因此，此案更值得討論的不是圍繞個案進行情緒化評價，而是如何通過個案追責進一步強化監管權力約束。金融監管具有高度專業性，同時又涉及巨大的經濟利益。如果審批權、監管權、執法權缺乏足夠清晰的程序約束和監督機制，就容易產生權力尋租空間。反過來看，對監管人員違法違紀行為依法追責，其制度意義之一，就是向市場釋放明確信號，即監管者本身同樣受到法律和制度約束，監管權不能成為脫離監督的特殊權力。

這一點對當前中國資本市場尤其重要。近年來，資本市場改革不斷深化，註冊制改革、退市制度改革、併購重組制度優化以及中長期資金入市等措施持續推進。改革越深入，市場機制發揮作用的空間越大，對監管制度質量的要求也就越高。市場化並不意味着弱化監管，而是要求監管更加規範、透明和依法實施。真正成熟的資本市場，應當既有充分的市場活力，也有清晰穩定的制度邊界。

個案追責轉化為制度約束

從中證監近年來公布的數據看，資本市場違法違規行為仍然是監管重點。證監會披露，2025年全年查辦違法違規案件701宗，作出處罰決定661份，罰沒金額154.74億元人民幣；其中查辦財務造假案件97宗，處罰65家上市公司、392名責任人。2026年4月，證監會繼續部署打擊和防範上市公司財務造假專項行動。此前兩輪專項行動累計查辦各類財務造假案件線索263條，已正式作出行政處罰決定107份。

這些數據說明，資本市場法治建設正在從過去相對側重事後處罰，逐步向行政監管、刑事追責、民事賠償和投資者保護相互銜接的方向發展。2026年證監會系統工作會議也明確提出，要堅決打擊財務造假、操縱價格、內幕交易等惡性違法行為，暢通行政刑事銜接機制，並推動特別代表人訴訟、先行賠付等機制進一步落地。

從市場運行邏輯來看，這種變化非常必要。欺詐發行、財務造假、內幕交易和市場操縱之所以破壞性強，並不僅僅因為部分投資者遭受直接經濟損失，更因為這些行為會破壞市場最重要的公共基礎——信任。一旦投資者普遍懷疑信息披露是否真實、交易規則是否公平、監管執法是否一視同仁，那麼資本市場的風險溢價就會上升，長期資金也會更加謹慎。最終受到影響的，不只是股票價格，更是資本市場支持實體經濟和科技創新的效率。

夯實長期運行基礎

在筆者看來，資本市場從來不是靠一輪行情建立信心，也不是靠幾次集中執法形成公信力。真正穩定的市場信心，來自投資者相信財務造假會被追究、內幕交易會付出代價、監管權力受到監督，合法權益受到侵害後能夠獲得救濟。易會滿案最終將如何判決，有待司法程序給出答案。但從更長遠的角度看，只有把個案追責進一步轉化為制度約束，把強監管進一步轉化為穩定透明的法治規則，才能使資本市場在提高活力的同時不斷夯實長期運行基礎。

作者為經濟學家，著有《中國韌性》。本欄逢周一刊出。

第四季港股投資展望：雲橫秦嶺

投資透視

建銀國際證券研究部宏觀策略團隊



●港股近月來調整壓力有所增加。圖為恒指上周五收市。 資料圖片

今年第三季，港股經歷了一輪較明顯的估值修復。7月市場快速反彈，8月隨着中期業績陸續披露，行情由普漲轉向結構分化，9月以來調整壓力有所增加。展望四季度，我們認為港股在前期盤整後，將再次進入方向選擇的重要窗口。「雲橫秦嶺」，既意味着市場仍有支撐，也反映未來數月不確定性明顯增加。本輪反彈初期，估值修復和空頭回補是兩項重要動力。恒生指數自6月低點一度反彈約15%，遠期市盈率由約10.3倍回升至11.8倍，賣空成交佔比亦顯著回落。目前港股整體估值尚未明顯高估，但「極度便宜」的階段已經過去，單純依靠估值擴張推動指數繼續上行的空間有所收窄。下一階段市場能否突破，關鍵將轉向盈利增長、資本回報及AI投資回報的實際兌現。

處業績驗證階段 分化或加劇

盈利層面亦呈現明顯分化。人工智能（AI）硬件、半導體及部分金融板塊盈利韌性較強，而互聯網、消費及部分傳統行業仍有壓力。從指數盈利預測修訂來看，今年4月以來恒指2026年盈利預期持續下調，中報後亦未明顯企穩。這意味着四季度市場更可能由「估值驅動」轉向「業績驗證」，行業及個股分化或進一步加大。外部環境是四季度最主要變量之一。中東局勢及油價走勢仍需高度關注。若油價持續高位，能源價格可能通過運輸、商品及服務價格形成二階傳導，使美國通脹壓力重新升溫，並強化高利率環境。與此同時，全球長端利率仍處高位，美債供給、財政壓力以及AI資本開支帶來的融資需求，都可能繼續推高久期壓力，高估值成長資產仍將受到約束。AI依然是中長期最重要的產業趨勢之一，但資本市場邏輯正在變化。大型科技企業資本開支持續擴張，AI基礎設施投資已進入萬億美元級周期，但資本開支增速明顯快於經營現金流增長。未來一至兩年，市場關注點將由「是否繼續投資AI」，逐漸轉向「投入能否轉化為收入、現金流和投資回報」。這並不意味着AI周期結束，而是意味着估值體系將進一步回歸盈利和ROI驗證。

資金面同樣值得關注。南向資金交易活躍度仍處歷史高位，但今年以來持續增配特徵明顯減弱，資金行為更趨波段化。海外資金方面，中國資產重新獲得關注，但仍主要由被動資金推動，長線資金尚未形成穩定、持續淨流入。更持久的海外增量配置，仍有賴於企業盈利、資本回報和股東回報進一步改善。內地政策環境則提供一定緩衝。隨着政策由前期「謀定」逐步進入「後動」，財政資金使用、項目施工及結構性融資工具有望在四季度加快落地，消費和固定資產投資的弱項有望邊際改善，為港股基本面提供支撐。

震盪調整 宜「守正出奇」

綜合來看，我們預計四季度港股仍以震盪調整為主，年底前可能再次面臨方向選擇。恒生指數預計主要運行於22,500點至26,000點區間，目前下行風險略高於上行風險，但結構性機會仍然豐富。配置上宜「守正出奇、積極防禦」：以高股息資產作為基礎配置，同時關注盈利支撐較強的硬科技龍頭、戰略資源、能源及相關航運股；此前相對落後的中資互聯網及內需板塊亦存在階段性估值修復機會，並可精選創新藥及高端製造領域的結構性機會。

服務業的擴能提質（二之一）

宏觀分析

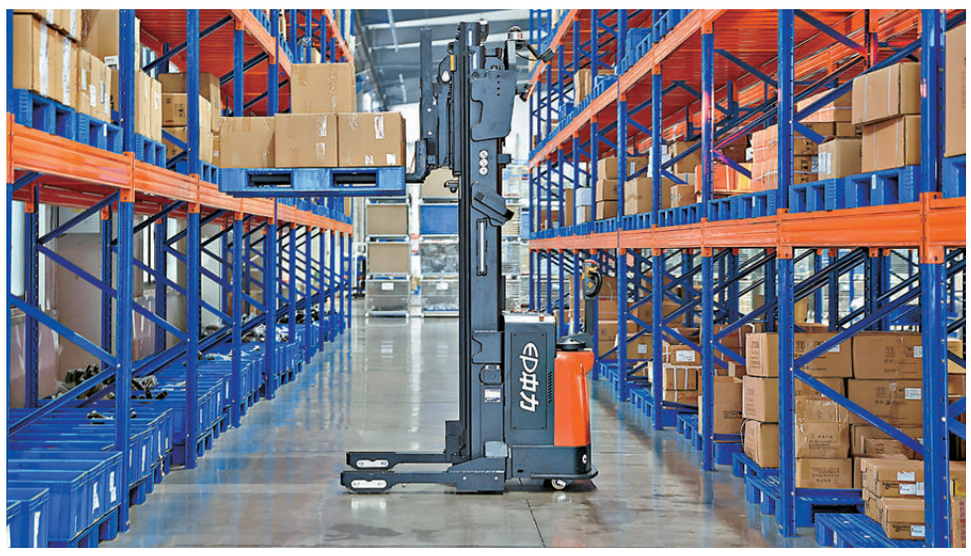
工銀國際首席經濟學家 程實

「富有之謂大業，日新之謂盛德。」國家「十五五」規劃綱要提出實施服務業擴能提質行動，「擴能」強調擴大服務供給的可獲得性、覆蓋面和承載能力，回應的是內需釋放過程中供給接不住的現實問題。「提質」則強調專業化、標準化和附加值提升，避免服務業陷入低端化、同質化擴張。

生產性服務業作為企業生產的重要中間投入，是提升產業體系運行效率、增強價值獲取能力和推動服務貿易發展的關鍵環節。生活性服務業則直接面向居民終端消費，承擔穩就業、穩收入和改善民生的重要功能。「十五五」期間生產性和生活性服務業的發展路徑將分別對應效率提升與需求釋放兩條主線，協同驅動服務業實現長遠的高質量發展。

三大方向提升效率

筆者認為，生產性服務業應以提質為導向的效率型擴能。生產性服務業是指主要為各類市場主體的生產活動提供服務的部門，涵蓋批發業、交通運輸和倉儲、信息傳輸與軟件、金融、租賃和商務服務等領域。從「十五五」規劃建議看，生產性服務業是服務業擴能提質行動中更具供給側改革含義的領域，主要從「向專業化和價值鏈高端延伸」「與先進製造業、現代農業融合發展」「服務業數智化」三個方面展開部署，通過高質量供給提升實體經濟的整體運行效率。



●「十五五」規劃綱要提出實施服務業擴能提質行動，有分析認為，生產性服務業應以提質為導向的效率型擴能。 資料圖片

首先，推動生產性服務業向專業化和價值鏈高端延伸，是提升價值獲取能力的核心路徑。生產活動的價值分布通常呈「微笑曲線」，上游研發設計與下游品牌服務價值密度最高，中游製造組裝附加值相對有限。中國製造業在中游環節具備絕對的規模優勢，但是下游生產性服務業增加值佔GDP比重仍低於主要製造型國家的水平，且高端生產性服務供給能力相對不足。對中國而言，補齊生產性服務業專業化短板，是提升價值鏈地位和發展服務貿易的重要基礎。

其次，深化生產性服務業與先進製造業、現代農業的融合，是提升全要素生產率（TFP）的重要支撐。從國際比較看，中國生產性服務業與製造業的融合效率明顯低於美國、德國及日本等主要製造型國家。「十五五」時期，推動服務更深層次嵌入產業鏈關鍵環節將成為建設現代化產業體系，尤其是傳統產業提質升級的重要抓手。

再者，生產性服務業的數智化轉型具有明顯的結構優勢和現實基礎。作為典型的知識密集型行業，生產性服務業高度依賴知識積累、專業判斷與信息處理能力，本身就是數據、算法與決策模型密集應用的場景。通過數智化改造和模式創新，使服務由輔助性環節向核心能力模塊轉變，不僅有助於提高服務附加值，也有助於避免低價競爭和重複建設，進一步強化其對產業升級的支撐功能。

（待續）

強積金管理：從主動檢視到複利滾存

基金投資

光大證券國際 EVERBRIGHT SECURITIES INTERNATIONAL
光大證券國際產品開發及零售研究部

強積金制度推行了接近26年。同一制度之下，有人視之為負累感——每月薪資被扣去一筆，退休回報看似遙遠；有人卻累積出百萬資產。有數據顯示，截至2024年底，累積100萬港元或以上的強積金（MPF）賬戶數目已達12.5萬個。這些百萬賬戶究竟掌握了什麼財富密碼？差距不在運氣，而在管理方法與心態。

切勿因情緒頻繁操作

許多人累積不到財富的根源，在於對強積金採取「放任自流」的態度，甚至連自己有多少個個人賬戶、投資了什麼基金都一無所知。香港人一生轉換數次工作，往往留下數個處於「半孤兒」狀態的個人賬戶。主動管理的第一步，是釐清自己擁有什麼。積金局已推出「積金易」平台，整合12個受託人的強積金計劃行政系統，成員可一站式掌握資產配置。每年至少檢視一至兩次，觀察所選基金的收費水平、風險與長線回報是否與年齡相符，這是主動管理的基礎動作。

然而，「主動」不等於「頻繁操作」。檢視的目的是確認配置仍然符合人生階段與風險承受能力，而非追逐市場熱點。所謂理性管理，是根據自身的年齡、收入穩定性與風險承受能力，設定一個長線的資產配置框架，然後定期確認這個框架是否仍然適用；所謂衝動交易，則是因為市場短期波動、媒體標題或他人意見而作出反應。前者有紀律，後者有情緒。不要因市場恐慌或貪婪而作出頻繁的轉換決定，以免打斷平均成本法的運作，削弱複息效應的累積基礎。

善用累積機制增加回報

強積金最核心的累積武器，是平均成本法。透過定期定額投資，市場大跌時，同樣的供款額能買入更多基金單位；市場回升時，這些低價買入的單位便會迎來價值釋放。這一機制的有效性，恰恰建立在「不預測」之上——它不要求你判斷下個月的市場走勢，不要求你決定何時加碼或減倉。選擇適合自己風險承受能力的長線組合後，保持定力，讓定額供款自動完成「低買多、高買少」的操作。

但平均成本法要發揮作用，前提是供款本身要有足夠的規模。單憑僱主與僱員合共10%的強制性供款，累積的本金基數本身便限制了結果的上限。

百萬結餘的達成，很大程度上取決於是否在強制性供款之外作出了額外供款。自願性供款正是為此而設——它讓成員在強制性供款之外，按自身財務狀況增加投入，直接擴大平均成本法運作的資金基礎。

其中，可扣稅自願性供款更兼具稅務扣減功能，扣稅上限為每年6萬元，以最高稅率17%計算，每年最多可節省10,200元稅款。可扣稅自願性供款可不定期、不定金額，成員可因應個人情況隨時調整，是一項可以按人生階段動態調整的持續行動。

換言之，平均成本法決定累積的效率，自願性供款決定累積的基數。兩者結合，才是百萬結餘的完整路徑。

需克服「中途放棄」或「急功近利」

累積百萬強積金最需要克服的困難，是「中途放棄」或「急功近利」。強積金是一筆在65歲前非必要不能動用的專款，這項制度本意就是透過強制性的紀律，鎖定一筆不可動搖的退休底氣。因此，投資心態上必須戒急用忍。不要因為短期的市場波動而焦慮，將目光放遠到二十年、三十年後的退休生活。當正確的心態建立起來，便會發現，原來在不知不覺的朝九晚五之間，那份百萬結餘的退休安全感，早已輕鬆握在手中。強積金從來不是打工仔的負累，只要運用正確的管理心得，它便是退休路上最忠誠、最可靠的資產放大器。



●累積100萬元或以上的強積金賬戶數目於2024年已突破10萬個。 資料圖片