

投資全方位

一點靈犀

經濟全球化推動國際間產業分工細化，造就小型開放經濟體的迅速崛起。但如今經濟民族主義興起，關稅保護、經濟制裁大行其道，經貿不對等依賴問題突出。本文就以瑞士為例，談談當前小型開放經濟體所面臨的挑戰。

李靈修

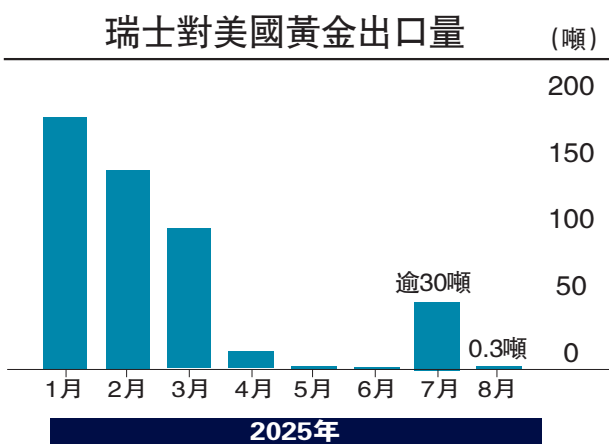
1980年代初，經濟學家克魯格曼提出了「新貿易理論」，並因此獲得了諾貝爾經濟學獎。該理論強調規模經濟（Economies of Scale）、不完全競爭（Imperfect Competition）與產品差異化（Product Differentiation）在國際貿易中的作用。克魯格曼建議各國政府積極參與全球化分工、大力支持具有正外部性的新興產業，藉此降低成本、擴大規模、提升競爭力。

「新貿易理論」的背景正是新自由主義的黃金時期，全球商品貿易與跨國直接投資快速增長，各國經濟逐步整合為一個深度關聯的全球循環網絡。在此過程中，小型開放經濟體通過吸引海外資本與技術，對接全球市場、實現規模效應，提高本國人均收入與消費水平，

逆全球化時代的「瑞士困境」



◀瑞士作為世界最大的黃金精煉和貿易中心，每年處理約全球三分之二的黃金出口量。圖為瑞士首都伯爾尼的城市風光。



完善社會福利體系，形成了「小而美」的發展模式。

經濟民族主義興起

但在2008年全球金融危機後，經濟民族主義逐漸抬頭。該股思潮認為，政府應當通過強硬干預來維護本國的經濟利益，手段包括關稅保護、技術管制、經濟制裁、限制外國投資等。此舉無疑是將經濟安全置於效率之前，重塑了全

球經貿關係及產業鏈格局。

須注意的是，多年來的跨國合作使得各國經濟聯繫不斷加深，但是彼此之間的依賴程度通常是不對等的，即斷絕經貿聯繫而產生的退出成本有所不同。小型開放經濟體由於資源稟賦、人口規模、自然資源的不足，在競爭博弈中往往處於弱勢的一方，受到逆全球化的衝擊也更大。

瑞士是公認的全球化程度最高的國

家之一，該國出口佔GDP比重超過70%，國際貿易、金融服務對外依賴度都十分顯著。國際貿易方面，瑞士作為世界最大的黃金精煉和貿易中心，每年處理約全球三分之二的黃金出口量，其黃金出口主要涉及進口未精煉黃金（如礦產金）、進行精煉加工後再出口成品金條或金幣。

正是由於瑞士發達的黃金再加工業，其對美國常年錄得高額的貿易順

差。特朗普以此為由，向瑞士出口徵收39%的對等關稅，遠高於日本(15%)、韓國(15%)、越南(20%)、印度(25%)等製造業大國的水平。

受此影響，瑞士黃金對美出口在今年上半年激增，其後在對等關稅落地後又陷入停滯。據瑞士海關數據顯示，今年8月份瑞士對美國的黃金出口量從上月的30多噸暴跌至僅0.3噸，跌幅超過99%。（見配圖）

財富管理格局生變

瑞士的金融服務業聞名全球，該國機構管理着全球約25%的跨境資產。然而，地緣政治不穩、加密貨幣爆發等因素，正在加劇侵蝕瑞士的「資金避風港」優勢。譬如在俄烏衝突爆發後，瑞士政府跟隨美歐對俄實施制裁，打破了瑞士長期營造的政治中立形象，導致客戶擔憂資產安全性。據估計，瑞士此前管理約1500億瑞郎的俄羅斯資產，到2025年已縮減至129億瑞郎。

相比之下，香港憑藉市場穩定性，政府持續支持，以及中國內地龐大的高淨值人群，有望在2027年之前、超越瑞士成為全球最大的離岸財富管理中心。

心水股	江西銅業（00358）	三花智控（02050）	中移動（00941）
-----	-------------	-------------	------------

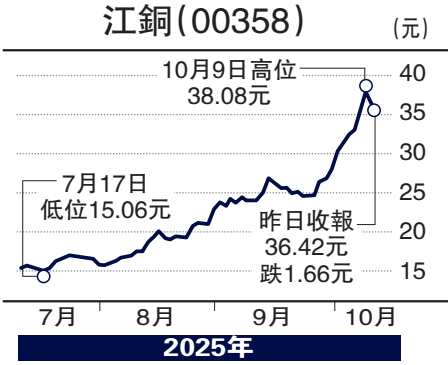
銅價看漲 江銅估值續提升

經紀愛股
鄧聲興
近期國際金價一度突破4000美元大關，銅價同步走強，推動有色金屬板塊熱度顯著升溫，工業金屬指數單周上漲達5.6個百分點。在此市場環境下，江西銅業（00358）股價連續三個交易日上升，累計漲幅超過20%，充分反映市場對銅產業前景的樂觀預期。

從全球戰略布局觀察，美國政府近期宣布收購Trilogy Metals公司10%股權，投資金額達3560萬美元，旨在開發阿拉斯加Ambler礦區的銅礦資源。該礦區被譽為全球最富銅礦的多金屬礦帶之一，此舉凸顯銅作為關鍵戰略資源的地位日益重要。

與此同時，中國八部門聯合印發的有色金屬行業穩增長工作方案，明確提出推動銅資源開發及再生金屬產量突破2000萬噸的目標，為行業發展提供強勁政策支持。

江西銅業2025年上半年財務數據顯示，雖然營業收入為2569.59億元人民幣，同比下降4.94%，但歸屬股



東淨利潤逆勢增長15.42%至41.75億元，顯示公司盈利能力持續改善。主要產品產量方面，陰極銅產量達119.54萬噸，同比增長1.74%；銅加工產品產量95.65萬噸，同比增長9.72%；白銀產量703.71噸，同比增長11.14%。

在戰略布局方面，江西銅業積極推進全球資源網絡建設，不僅成為SolGold Plc第一大股東，更成功投產哈薩克斯坦巴庫塔錫礦項目與江西電纜500KV超高壓項目。從技術創新角度觀察，公司參與的兩個科研項目

入圍國家科技進步獎提名，並持續推進關鍵金屬選冶與高純製程全國重點實驗室建設，這些投入將為公司長期發展提供強勁技術支撐。

受惠能源轉型與數字經濟發展

隨着全球能源轉型與數字經濟發展，銅在電網建設、AI算力中心、新能源汽車等領域的需求持續增長，銅的戰略價值已從傳統工業金屬轉型為數字時代的關鍵基礎材料。

綜上所述，江西銅業憑藉其完整的產業鏈布局、持續優化的財務結構、積極的全球資源戰略與技術創新能力，在銅價長期向好的趨勢中處於有利地位。投資者應重點關注公司海外項目的進展情況、技術創新成果的轉化效率以及在全球銅資源整合中的戰略機遇，這些因素將共同推動公司價值持續提升，在新能源與數字經濟雙輪驅動的時代背景下實現跨越式發展。

（作者為香港股票分析師協會主席，未持有上述股份）

布局機器人產業鏈 三花智控伺機吸納

毛語倫比
毛君豪
近期，隨着特斯拉積極推進其人形機器人Optimus的量產計劃，全球目光再次聚焦於相關產業鏈。作為特斯拉機器人執行器總成的核心供應商，三花智控（02050）股價應聲大漲，表現強勢，成為資本市場矚目的焦點。這家從傳統製冷零件起家，成功轉型為全球熱管理龍頭的企業，正憑藉其深厚的技術積累和前瞻性的戰略布局，在新能源汽車熱管理、人形機器人及液冷伺服器三大前沿領域，開拓全新的增長曲線。

雙主業穩健發展

三花智控的成功非偶然，而是建立在數十年來穩健發展的雙主業之上。公司核心業務分為「製冷空調電器零部件」和「汽車零部件」兩大板塊。前者是公司傳統優勢領域，產品涵蓋四通換向閥、電子膨脹閥等多種製冷控制元器件，成為全球市場的領導者。汽車零部件業務則專注於新能源汽車熱管理系統，憑藉技術優勢與多家頭部車企深度綁定，其汽車零部件業務已成為公司第二大增長引擎。

根據公司發布的2025年上半年財報，三花智控實現了強勁的業績增長。報告期內，公司總營業收入達到162.63億元（人民幣，下同），按年增長18.9%；歸屬於母公司的淨利潤更是高達21.10億元，按年大幅增長39.3%。其中，製冷空調業務營收為103.89億元，按年增長25.5%，而汽車零部件業務營收為58.74億元，佔總營業收入比重提升至36.1%，顯示



增長，三花智控也積極拓展液冷伺服器業務。公司的閥、泵、換熱器等產品在技術上與液冷伺服器需求具有同源性，能快速切入市場。公司表示，正持續推進與液冷相關企業的合作，把握AI算力爆發帶來的市場紅利。

三花智控從單一的製冷元件供應商，到全球領先的熱管理專家，再到如今積極擁抱人形機器人、液冷伺服器 etc 等未來產業的創新型企業，三花智控始終走在技術和市場的前沿。憑藉雙主業驅動、強勁的財務表現以及在新興賽道的先佔優勢，三花智控未來發展空間充滿想像力，在全球智能控制系統領域的領軍地位將愈發穩固。

三花智控今年6月上市，股價累升逾倍，近日股價高見46.5港元。若認為除現有業務外，公司投入更多前沿領域而又能取得成功，可伺機於10天線41.6港元買入，中長線以不跌穿50天線可繼續持有。（作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無持有上述股份）



◀三花智控製冷空調業務今年上半年營收逾103億元，按年增長25.5%。

美匯反彈 亞太股市震盪

政經才情
容道
周五港股大跌462點，以點數來看是近一個月來跌幅較大的，而且跌勢是連續跌了幾天，而這一波的下跌以盤路來看是被外國投資者精準追擊的結果。

在過去一個星期，周邊先是美元大漲，美匯指數先從97左右於數天之內暴升200多點子，直衝99.5水準；全球主要貨幣兌美元都下跌，中間還加了一個泰國有可能爆發新一輪經濟危機的消息，使整個亞洲股市都瀰漫着一點點不樂觀氣氛。周四匯控（00005）宣布計劃私有化恒生銀行（00011），這個令人意外的消息，被有心人作為造淡的藉口，到周五情況進一步發酵，大戶把前段時間積蓄的大價股和藍籌股瘋狂拋出，然後再利用周五A股科創板的大跌，進一步放大跌勢，最後恒指也就差不多以全天的低位收市。

不過，對本人的實操而言，這次外資的打壓正好給予筆者低位撈貨的好機會，正如筆者上期一文說過的邏輯和

堅定擁抱人民幣資產的中長期策略，再結合之前對後市的預測，現在買進，預計未來會有不錯的上升空間。以本人的投資系統分析來看，這一波回撤最差的情景會是恒生指數25500點。

恒指下望25500點 A股逢低買

至於A股，就完全實現了本人早前設定好的目標：上證指數3930點，且能在長假回來之後繼續創新高，雖然周五A股出現較大回調，但相對早前超勁的升幅，現在就看作是一個健康調整罷了，進二退一未嘗不是對後市發展更有好處呢！簡單說，上證4000點的目標不會遙遠，我的操作策略很簡單，逢低必買（預計這一波回撤不會低於上證3800點），下不設限。

對於美匯趨勢，以技術分析來看，中短期很難有效衝破100大關，因此，持有美元或者港元的讀者，不妨趁匯率較高的時候兌換一些外幣或者人民幣做好資產配置。

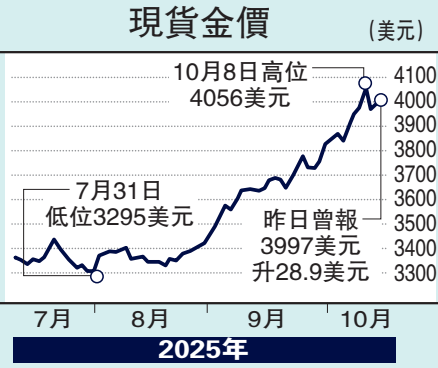
（微博：有容載道）

金價短線漲勢料放緩 支持位3900美元

金日點評
彭博
本周黃金在美國政府持續停擺、地緣局勢動盪與美聯儲降息預期升溫的多重推動下，再創歷史新高，曾突破4000美元關口。周初金價受避險買盤強力支撐，連續三日刷新紀錄高位，最高觸及4041美元，惟隨着以哈停火協議落地及美元反彈，周四自高位回落，目前亞洲盤報3965美元，整體維持高位震盪格局。

基本面方面，美國政治與政策不確定性仍是推動金價上行的動能。參議院再度否決兩黨提出的臨時撥款法案，政府關門進入第二周，白宮經濟顧問警告或啟動裁員，市場憂慮經濟活動受阻。特朗普表態自11月起將對中重型卡車徵收25%關稅，貿易政策再度引發市場不安。另一方面，美聯儲9月會議紀要顯示官員對降息步伐分歧加劇，顯示政策前景仍具不確定性。地緣方面，中東局勢出現重大轉折，特朗普促成以哈雙方簽署第一階段和平協議並宣布停火，但俄烏戰火再度升溫，普京警告若美提供「戰斧」導彈將破壞俄美關係，地緣避險需求仍居高不下。

數據面上，由於美政府停擺導致部分經濟指標延遲公布，投資者對美國經濟走勢維持謹慎，避險需求持續支撐金價。技術面上，黃金自上周突破3890美元後加速上行，本周接連突破3970與4000美元整數關口，創下歷史新高至4041美元。日線圖顯示，金價短線出現高位震盪整理，RSI自超買區回落至70附近，動能略顯疲軟。下方支撐關注3950與3920美元，若跌破或



回測3880至3890區域；上方阻力在4020與4045美元，若突破可上看4070美元。4小時圖顯示，均線膠着但趨勢仍偏多，短線或維持震盪偏強。

美停擺後繼續發展左右金價

綜合分析，黃金創歷史新高反映市場對美國政治僵局與經濟放緩的深層擔憂。基本上美國政府停擺、地緣風險與降息預期共同構成支撐；數據面因停擺導致資訊真空，投資者傾向持有實體資產避險；惟技術面顯示金價短線漲勢放緩，需警惕高位回調。

短線預計金價將於3920至4040美元區間整理，若政府談判繼續僵持或美聯儲明確寬鬆，金價有望再度挑戰4070美元；反之，若美元延續反彈或停擺危機緩解，金價或回測3900美元支撐。操作上建議高拋低吸，關注3920至4040美元區間，嚴守止損，留意美國政府進展及CPI發布節奏對市場的突發影響。

（作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk）