

林俊泓 , CFA

研究主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

## 經濟月刊

2026 年 2 月 12 日

### 柿子挑軟

- 企業能否完全自主開發軟體？某些鴻溝可跨越，某些則不可。
- 若人工智慧代理能在無視覺化輸入的情況下完成工作，便無需保留原先執行此任務的人力。人類點擊操作消失了，視覺化介面的服務授權同樣不復存在。
- 部份供應商之所以在商場贏得一席位，因為它能解析海量數據、驗證請求、發送通知，把活動上線，同時構建基礎架構層。其產品按每次事件、每次查詢或每次申請計費。
- 我們認為，相較於贏家，輸家更容易辨識。成長的過程，本來便免不了抉擇。

## 主題研究

在過去一季，市場難得轉趨平靜。好景不長，二月伊始，一眾軟體巨頭便遭遇重挫。Claude Opus 4.6發佈後，市場接受生成式人工智能的發展程度，已至足以瞬間理解法律與合規要求，並僅憑文字提示便能生成圖像與影片。這種自助式賦能可能蠶蝕軟體供應商的既得利潤。嗅感敏銳的做空者，自然嗅到水中的血腥味。

圖表1: iShares擴展科技軟體類股交易所買賣基金



資料來源：彭博、上海商業銀行

然則，企業能否完全自主開發軟體？某些鴻溝可跨越，某些則不可。

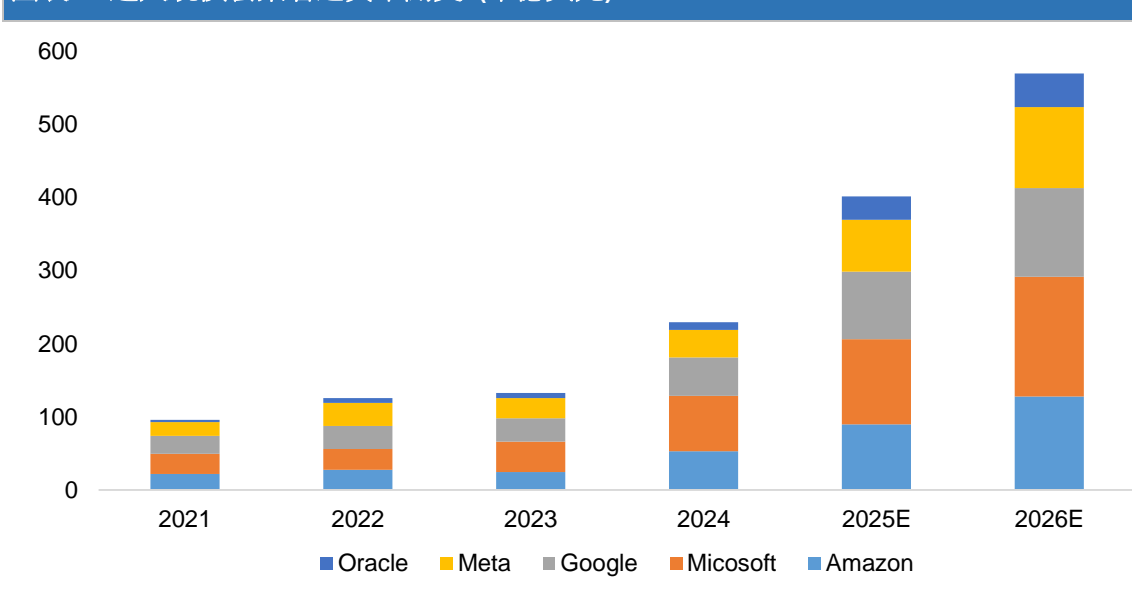
更具體來說，某些軟體依靠人類點擊操作，例如儀表板與項目管理工具。若人工智慧代理能在無視覺化輸入的情況下完成工作，便無需保留原先執行此任務的人力。人類點擊操作消失了，視覺化介面的服務授權同樣不復存在。

然而，不分青紅皂白，全盤否決資本支出亦不合理。軟體供應商一般被歸納被同類，但其實當中千差萬別。剔除對改變的恐懼，部份供應商之所以在商場贏得席位，因為它能解析海量數據、驗證請求、發送通知，把活動上線，同時構建基礎架構層。其產品按每次事件、每次查詢或每次申請計費。當人工智能變得無處不在時，其需求爆發的條件也日趨成熟。

但丁曾在迷茫中徘徊，直到維吉爾引領前行。科技投資者正於這分叉市場中，摸黑探路。分叉市場並非不同的敘事，而是存在雙層的軟件生態環境。遲早有一天，人機介面與機器/基礎設施供應商之間差異的容錯空間將日益縮減。

樂見與否，資本開支急遽膨脹都將自然買家逐出市場。須知商品市場存在「天然」買家，包括生產商品的工業家與消耗商品的消費者。至於股票，唯一天然買家便是企業本身，其需要往往衍生於併購需求，或透過回購股票來提升財務比率。

圖表1: 超大規模雲業者之資本開支 (十億美元)



資料來源：彭博、上海商業銀行

當科技巨頭們宣布缺乏商業藍圖的天價支出計劃時，市場正上演這般景象。未來數週，精明的投資者將嚴格審視超大型企業究竟能揮霍多少資金，以及這將如何導致回購規模縮減。

我們認為，相較於贏家，輸家更容易辨識。成長的過程，本來便免不了抉擇。

### 英國

就業人數再度收縮，其中服務業領域更是疲態畢露。下次減息25個基點料將於三月實施。

### 歐盟

近期一系列指標顯示經濟持續展現強勁態勢，但力度不及去年第四季。基礎建設與國防支出增加可望帶來正向動能，並逐步反映於經濟數據中。

### 日本

自民黨憑藉其絕對多數地位所獲得的政治資本，可用作迅速推動政策。後端利率將持續要求較高的風險溢價。



### 美國

美國經濟在新一年強勢出擊，單在1月便創造了13萬份職位。其背後的主要動力來源為公共財政支持及創新浪潮。

### 中國內地

儘管 2025 年第四季 GDP 表現穩健，官方投資斷崖現象仍需審慎解讀。金融市場持續高漲的熱度，可能使北京當局對刺激干預裹足不前。

## 外匯展望

美元



增持

中性

減持



在特朗普取消對歐盟加徵新關稅，且提名鷹派人士沃什出任聯儲局主席後，美元正經歷一輪反彈行情。我們仍認為美元前景面臨的風險偏向下行：聯儲局遭政治操控、對人工智能開支計畫的審視，以及就業市場再呈疲態的擔憂，仍揮之不去。

歐羅



增持

中性

減持



投資者願意接受當地緣政治衝突升溫，歐元應當走高的邏輯。美元的看跌走勢，有助推動歐元再創新高。

英鎊



增持

中性

減持



優於預期的數據表現打破了悲觀共識。自年初以來，英鎊終端利率定價已上調約 10 個基點，推動英鎊升至四年高點。然而，政治風險仍是英鎊持有者的首要考量。鑑於今年首相更迭的可能性並非遙不可及，英鎊進一步跑贏大盤的空間有限。

人民幣



增持

中性

減持



美元兌人民幣匯率跌破 7.0 關口，緩解了市場對人行堅守防線的擔憂。資金流入內地與企業海外匯回資金的步伐皆似有所加快。特朗普短期內可能訪港進行國事訪問，或將為人民幣看漲者提供更多信心支撐。

日圓



增持

中性

減持



由自民黨和公明黨的執政聯盟取得壓倒性勝利，可能導致日本政府債券發行量增加。再者，受惠於日本個人儲蓄帳戶（NISA）稅收優惠及日圓貶值，投資信託基金（toshins）流入外國資產強勢未改，料將對日圓構成逆風。

澳元



增持

中性

減持



與人工智慧相關的基礎建設擴張，澳洲似將迎來的正向需求衝擊。考慮到澳元即將成為成熟經濟體中收益率最高的貨幣，對沖資金流動可能成為另一項正向驅動力。

紐元



增持






























中性

減持



寬鬆的金融環境似乎正有效發揮作用，經濟復甦勢頭明顯增強。對紐元可持謹慎樂觀態度。

## 近期研究報告

否極泰來 	2026 年 2 月 3 日
不動如山 	2026 年 1 月 29 日
明目張膽 	2026 年 1 月 22 日
2026 年全球經濟及外匯形勢展望 	2026 年 1 月 13 日
蒙福季節 	2025 年 12 月 11 日
操千曲而後曉聲 	2025 年 10 月 30 日
蕭規曹隨 	2025 年 10 月 6 日
如雲變改 	2025 年 9 月 22 日
順水推舟 	2025 年 9 月 18 日
舊酒新瓶 	2025 年 9 月 9 日
以儆效尤 	2025 年 9 月 2 日
暗渡陳倉 	2025 年 8 月 19 日
雪泥鴻爪 	2025 年 8 月 1 日
寧靜致遠 	2025 年 7 月 31 日
攻心為上 	2025 年 7 月 21 日
作繭自縛 	2025 年 7 月 18 日
以靜制動 	2025 年 6 月 19 日
葉公好龍 	2025 年 6 月 12 日
明鏡難懸 	2025 年 6 月 2 日
其動也闢 	2025 年 5 月 26 日
高曲和寡 	2025 年 5 月 15 日
寧遲勿謬 	2025 年 5 月 8 日
皇權長存 	2025 年 5 月 6 日
慍而致戰 	2025 年 4 月 29 日
草木皆兵 	2025 年 4 月 11 日
兵連禍結 	2025 年 4 月 3 日
以身入局 	2025 年 3 月 26 日
如箭在弦 	2025 年 3 月 20 日
人生正道是滄桑 	2025 年 3 月 14 日
疾如風、徐如林 	2025 年 3 月 6 日
牛刀小試 	2025 年 2 月 27 日
金鼓雷鳴 	2025 年 2 月 20 日

### 注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情况。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深股通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議（定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍），本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。





債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯，證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得傭金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為平確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保証此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵





權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

### 利益衝突披露

本行及其內的附屬公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有本檔所述全部或任何外匯、證券或投資的倉盤，亦可能會以其名義買賣全部或任何該等證券或投資項目，或擁有與相關內地ETF有關的財務權益；亦可能與相關內地ETF或相關內地ETF的管理公司有業務往來或其他關係。本行可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。