



▲隨着外部環境複雜性和內部結構性風險上升，美國經濟「硬着陸」概率增加，極端情景下可能出現衰退。

經濟觀察家

2024年美國經濟全年實際增長2.8%，高於過去十年平均增速，主要經濟數據好於預期，但經濟增長出現放緩趨勢，而且經濟「不着陸」的背後卻潛藏諸多結構性風險，特別是特朗普主義的回歸將加劇包括巨額赤字風險、泡沫資產風險及愈發極端的關稅貿易政策風險。

警惕美國經濟「硬着陸」風險

金融觀察
鄧宇

特朗普第二任期的內外政策不確定性，美國經濟將很難維持長久的增長韌性。預計未來四年美國經濟將面臨震盪波動風險，一方面是經濟政策不穩定性，財政擴張受限於高企的赤字及債務上限，減息路徑更加曲折，居高不下的利息支出和利率環境，加劇對經濟增長的掣肘，另一方面是美國採取孤立主義政策將遭到全球主流社會的抵制，關稅貿易戰和「退群」將損害美國的國際影響力。極端情景下，美國通脹反彈和債務危機顯現，以及引發資產泡沫的概率大增，由此將制約美國經濟增長。

一、美國經濟「不着陸」的主要支撐動力

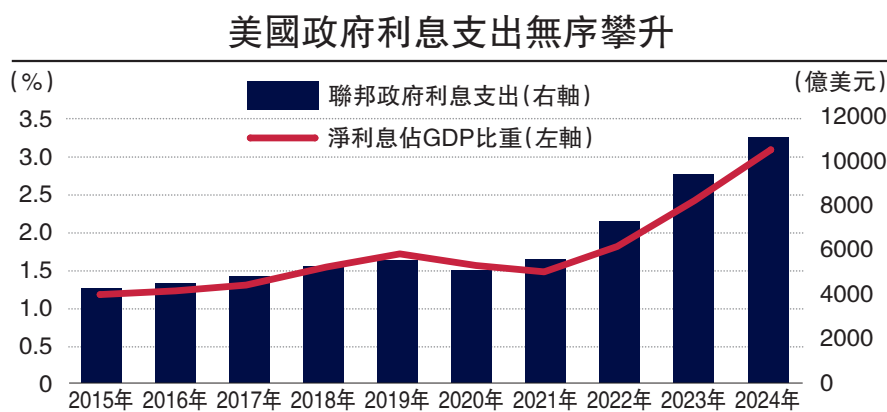
一方面，非常規刺激政策效果仍在發揮作用。過去三年，歐美主要發達經濟體不同程度陷入經濟衰退或放緩困境，但美國經濟表現超預期，暫時走出「硬着陸」風險。儘管美國經濟持續在高利率環境運行，但消費、就業和投資等出現較好的增長勢頭。2024年9月美聯儲累計降息1厘，開啟寬鬆貨幣政策周期，一定程度上減緩高成本融資壓力，加上財政擴張提振投資和消費信心。自新冠疫情以來，美國政府連續推出財政刺激計劃，大幅補貼中小企業和家庭住戶，從而緩解了經濟下行的風險。大規模的刺激計劃，幫助美國擺脫了經濟「硬着陸」的陰霾。

另一方面，科技投資和製造業保持較快增長。美國大舉推進前沿科技發展和製造業復興，AI等新興科技興起，帶動投資熱潮。截至2024年第三季末，美國創業公司年內累計融資超過1280億美元。過去四年，美國電子製造業的投資額超過此前30年的總和，整體規劃投資約4500億美元。美國標準與技術研究院（NIST）發布《美國製造業經濟2024年度報告》顯示，2017至2022年美國製造業增加值複合年增長率1.5%，高於部分發達國家，人均製造業增加值在十大製造業國家中排名第二。

財赤加劇 利息負擔沉重

二、美國經濟面臨的主要結構性風險

一是財政赤字壓力以及巨額利息負擔。財政擴張不是無止境，既有國家信用風險，也存在道德風險，美國的巨額債務持續攀升，高利率環境下債務負擔加重，利息支出隨之大增。2024財年，美國政府公債的利息支出達1.1萬億美元，按年增29%。2024年美國聯邦政府利息支出亦升至11014億美元，突破萬億美元，比2018年增長逾倍，同期淨利息佔GDP的比重升至3.06%。這兩組數據表明，美國財政擴張的代價不但高昂，而且不可持續。最新數據顯示，2025財年美國聯邦預算赤字將達1.9萬億美元，2035年將攀升至2.7萬億美元，凸顯未來十年財政政策面臨的挑戰。特朗普第二任期宣布對外加徵關稅，對內減稅，但政策效果存在未知數，而且兩項政策實施的副作用難以估算，將



很難抵銷未來4年的剛性支出。隨着美國財赤膨脹導致債務上限不斷提升，政府再次面臨停擺的威脅。惠譽此前曾作警告，美國將在2025年面臨「重大財政政策挑戰」，包括債務上限、預算撥款及稅收政策等。

二是通脹反覆帶來的美聯儲減息節奏。美聯儲公布2024年12月議息政策會議紀要顯示，美聯儲官員對通脹和特朗普政府的政策可能產生的影響表示擔憂，考慮到這些不確定性，未來減息的行動和步伐可能會放慢。另外，通脹和就業兩項關鍵數據來看，通脹反彈及就業強勁，導致減息政策制定難度加大。2025年1月，美聯儲暫停減息，其中透露出對美國經濟前景不確定性的憂慮。市場擔憂的是，特朗普第二任期內加徵關稅等政策可能加劇通脹風險，而且可能干預美聯儲政策，打亂本不清晰的減息計劃，這些複雜因素導致未來減息節奏和幅度可能超預期。中性情景下，美聯儲即便在2025年減息兩次共1厘，屆時美國實際利率仍遠高於2008年金融危機時期。惠譽評級表示，通脹風險和實際利率上行壓力已導致美國期限溢價上升。

貿易逆差難改 關稅自損經濟

三是逆差擴大造成的貿易失衡風險。特朗普第一任期發動關稅貿易戰未能扭轉美國貿易逆差，拜登任期內推行「去風險」和「脫鉤斷鏈」政策，雖然借助「近岸外包」和「友岸外包」政策減少對中國商品進口，但未能改變逆差擴大的趨勢。由於美國製造業產業鏈外遷及大量初級商品生產缺乏且產能有限。統計來看，美國在全球生產中的佔比為15%，在全球消費中的佔比為29%，由此導致美國長期存在的貿易逆差問題難解。數據顯示，2024年美國商品貿易逆差攀升至1.21萬億美元，按年增長14%。雖然美國推行「去風險」政策，降低自中國商品進口，將進口轉向墨西哥、加拿大及部分東盟國家，但逆差均有擴大趨勢。2024年美國對墨西哥、中國的商品貿易逆差在未經調整的基礎上分別擴大至1718億美元和2954億美元。美國持續的貿易逆差導致其國際收支嚴重失衡，對經濟增長造成拖累。但解決貿易逆差問題僅靠關稅貿易戰將無濟於事，反而會惡化美國貿易逆差問題，而且貿易戰將削弱美國經濟的增長空間，加劇通脹和貿易失衡風險。

四是企業和居民違約風險繼續上升。雖然美國經濟增長好於預期，整

體金融體系保持穩健，但潛在的信用違約風險並未解除，企業和居民債務擴張勢頭不減。2024年共有694家美國企業宣布破產，按年增長9.29%，為2010年以來新高。數據還顯示，至少有30家美國企業在2024年宣布破產時有高達10億美元的債務。另外，美國商業地產的風險隱患仍存，包括空置率上升、租金增長放緩及借貸成本增加等，將擴大美國銀行機構的風險敞口。2024第三季美國商業地產貸款的拖欠率已從2023年第一季的0.78%上升至1.52%；同期美國信用卡貸款違約率由1.67%升至3.23%，創2010年以來新高，這表明在經歷了多年的高通脹後，低收入消費者的財務狀況正在迅速惡化。企業和居民信用違約風險將衝擊中小銀行的流動性。

通脹難下 高息環境恐持續

三、前景展望

美國經濟強勁增長的背後，潛藏諸多中長期結構性風險挑戰，其中包括巨額債務負擔。IMF預計，到2034年，美國每年的利息支出將達到1.7萬億美元，未來十年的累計利息成本近12.9萬億美元。展望未來，美國經濟雖仍能維持一定的增長水平，但增速逐漸放緩，更大風險在於特朗普第二任期將可能實施的一系列破壞性或顛覆性政策，一方面對全球經濟貿易環境帶來衝擊，另一方面也對美國經濟自身構成新挑戰。世界銀行表示，全球宏觀經濟模型的模擬結果顯示，2025年美國對所有貿易夥伴的關稅增加10%，將使全球經濟增速下降0.2個百分點，而其他國家和地區的相應復措施可能會加劇經濟所遭受的打擊。特朗普第二任期宣布多項內政外交政策，包括退出《巴黎氣候協定》及世界衛生組織等，隨即遭到內外強烈反彈，表明「特朗普2.0」不得人心。整體來看，支撐美國經濟增長的主要動力減弱，較高利率和通脹居高不下，將拖累經濟增長。

現階段，美國的財政擴張不具有可持續性，而且貨幣政策回歸正常化的進程滯後，減息節奏偏慢導致利率長期高位運行，美國經濟「韌性」背後的「脆弱性」將逐漸凸顯。雖無法預測未來四年美國經濟是否「硬着陸」，但隨着外部環境複雜性和內部結構性風險上升，美國經濟「硬着陸」的概率將隨之增加，極端情景下可能出現超預期的經濟衰退或加劇泡沫危機。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點）

DeepSeek刺破美科技股泡沫



廟堂江湖
沈凌

美國股市長牛不止。尤其是疫情後指數再次暴漲一倍以上，其主要貢獻來自於高科技公司，即所謂的七大科技股，在這其中又以英偉達的迅速崛起最為耀眼。大家現在都相信人工智能（AI）是一次新的科技浪潮，而英偉達的圖形處理器（GPU）是這次新科技浪潮中不可或缺的工具。

英偉達把GPU賣給高科技公司獲得豐厚回報，所以盈利良好。作為買家的高科技公司用GPU構建未來的算力大模型，講述美好願景，促成投資者把大量資金聚集到高科技公司身上，然後推高股價，繼續維持美國經濟的穩定增長。而美國的經濟增長又會維持其對高科技的繼續投入，形成了一個良好閉環，無法證偽。

很多投資者對比這次高科技大牛市和上次互聯網行情，都認為這次的行情有堅實的業績基礎，不像當初互聯網企業，僅憑「市夢率」講故事。所以，他們認為現在的大牛市不是泡沫。這樣的對比不無道理，也不全有理。

美科技七雄市盈率達50倍

任何一次牛市，上漲時間愈長，市場情緒愈高，對企業的估值就愈高。關鍵在於這個高估值能不能在未來得以維繫，能不能用未來的業績增長去實現現在的虛高估值。

現在美國七大高科技企業的平均估值已經達到了差不多50倍市盈率，雖然不像上次互聯網泡沫時期那樣的毫無盈利基礎，但是這個市盈率對企業的盈利增長率要求也是相當高的，一旦不達預期，同樣會是一地雞毛。那麼，英偉達、特斯拉這樣的高科技企業還能繼續高歌猛進嗎？

2024年特斯拉銷量小幅下降，告別了過去五年的高速增長。這或許是整個西方發達國家的正常狀態。但是對新能源汽車的中國對手而言，情況卻非如此。比亞迪、理想汽車繼續保持30%至40%的高速增長，和特斯拉的停滯形成鮮明對比。

不僅如此，這些中國競爭對手在研發投入上也不遺餘力，其研發投入和淨利潤的比例都遠超特斯拉。如果這個趨勢繼續保持，我們很難理解為什麼特斯拉還可以維持100倍的市盈率？而它的中國競爭對手的市盈率則只有20至30倍？因為從製造業角度來看，中國企業的市場佔有率將會遠遠高於特斯拉；從高科技角度看，中國企業的研發

投入也將會遠遠高於特斯拉。除非投資者認為中國的人力資本質量遠低於特斯拉，或者高科技人才的組織管理機制遠遠落後於特斯拉，否則，憑什麼中國企業投入巨大，高科技的進步卻會遠遠遜於特斯拉？

最近，杭州一個小企業DeepSeek爆出了一個大新聞。它集中了一批中國高校應屆畢業生，用美國同類企業5%的成本，創造出了一個技術水平與之比肩的AI大模型。

這個新聞的意義非同一般。因為這意味着中國企業的高人才素質和組織能力都遠高於美國同行。如果假設這個個例是一個趨勢性和代表性的事件。那麼是不是可以認為，搞AI並不需要美國高科技公司所宣揚的那麼多的GPU芯片？那只是他們愚蠢的組織管理能力的體現，或者他們吹出來的泡泡？如果AI的發展僅僅需要原先預計的需求量的5%，那麼現在對英偉達的估值是不是就高估了20倍？這是一個可怕假設，一旦成立，就意味着現在的50倍市盈率英偉達和當年的「市夢率」互聯網企業也沒什麼實質上的區別。那些被美國高科技企業囤積居奇的高性能GPU芯片，雖不是一堆廢鐵，也是一堆價不實實的庫存。

技術封鎖反激發更新換代

其實，任何的技術封鎖都有可能促進技術更新換代的加速。不同的技術路徑一定存在，如果某個路徑被封殺，另外的路徑就會被發現。這是一個被歷史不斷證明的鐵律。

曾經的大航海大發現，不就是為了繞開奧斯曼土耳其封鎖的陸路通道嗎？當然，能夠繞開奧斯曼土耳其發現通往東方的新航路，還是需要一種全新的資本和人才組織形式的。否則，這個高風險高回報的投資，怎麼就會單單落在西班牙和葡萄牙人身上呢？

DeepSeek和其他許多中國高科技企業一樣，依靠了本土高科技人才和資本市場的支持，其成功令人意外，尤其是讓一眾中外「老錢」意外，或許有更加積極的意義。從三來一補（來料加工、來樣加工、來件裝配和補償貿易）和出口勞動密集型產品起家的中國「老錢」，或許難以理解這些創新，所以他們對中國經濟增長的悲觀是帶着時代特色的。未來中國經濟轉型升級，一定是新一代人才的崛起，讓「老錢」匹配「新人」，才能促進這個經濟轉型升級的成功。

（作者為德國波恩大學經濟學博士）



▲DeepSeek推出的AI大模型，成本僅為美國同類大模型的半成，市場憂慮英偉達的高端芯片需求受影響。

解說建期110%按揭(上)



談樓說按
王美鳳

去年12月金管局推出一次性特別安排，幫助買入建築期樓花但現時估值不足的買家上會，按揭成數提升至高達八成，供款佔入息比率上限提高至60%。市場上最新有一個按揭保險以外、由一家金融服務公司推出的高成數按揭計劃，同樣適用於2021年至2023年買入建築期樓花之買家，按揭成數按估值高達110%，以成交價高達90%為上限，幫助之前買入建築期樓花之買家因估值下跌而出現估價不足，仍能以足夠按揭成數上會。

有助估價不足買家上會

樓價自2021年高位下跌約27%，而當中近年買入樓花並選用建築期的買家，若現時準備申請按揭上會，或因樓價已下跌10%至逾20%而出現估價不足，銀行計算物業可按揭成數以成交價及估值之低者為準，若買家購買樓花選用建築期付款，樓花期或長達一至逾兩年不等，其間若樓價下滑導致買家申請按揭上會時物業估值下跌，買家可

獲批之實質按揭成數便會減少，須補付首期差額上會。

以2022年推售之數個一手新盤為例，現時估值對比成交價已下跌約15%，例如買家於2022年以1600萬元買入一手樓花單位，計劃申請七成按揭，但目前估值下跌15%至1360萬元，以估值計之七成按揭金額為952萬，對比成交價之七成1120萬元，買家須補首期差額168萬元。

與七成按揭作對比，若申請金管局特別安排銀行之高達估值八成按揭，若樓花物業單位估值下跌幅度不多於12.5%，樓花買家可以毋須補付首期差額而上會；換言之，若樓價及估值下跌幅度較大，買家仍須預備資金補付差額，但差額負擔已大幅減少。

上述例子計，若成功申請八成按揭，買家可獲之實質按揭成數等同成交價之68%，首期差額已大幅由168萬元減少至32萬元。而若選用這個110%按揭計劃，買家的首期負擔更可大幅減輕，毋須首期差額便可獲高達成交價之九成按揭。

（作者為中原按揭董事總經理）