



▲AI技術本身對於整個就業市場的破壞程度被高估了，非科技行業的AI滲透率依然有限，難以帶來根本性的就業市場變革。

經濟觀察家

人工智能（AI）是否造成美國就業疲軟，成為過去一段時間市場關注的焦點。筆者認為，上一輪加息周期帶來的滯後性反饋，以及美國經濟軟着陸減少了企業裁員的動機，共同造成了當前美國「低僱傭、低裁員」的就業環境。而AI技術還遠未達到對就業產生影響的時刻。

AI造成美就業疲軟嗎？

國金視野 美國進入2025年之後，非農新增就業明顯放緩，且年輕人和高學歷勞動力的就業表現持續較差，因此這部分人群面對AI具有更大脆弱性。而從更宏觀的角度看，美國疫情後就業的修復速率拐點與ChatGPT推出時點較為一致，近期陸續發布的學術論文也觀察到AI對於資淺（Junior）職位的替代較為明顯。

筆者認為有必要進一步理解AI與美國勞動力市場結構性變化的相互作用，既可以尋找美國就業疲軟的真正原因，也是探索AI技術在實體經濟的具象化影響。

關於理解AI與就業的動態關係，提出一個4R觀察模型，即Retraining（再培訓）、Revaluation（再評估）、Recalibration（再調整）及Revolution（AI革命）。不同行業（規模）的公司其所處的周期位置並不同步，但大多數公司仍處於再培訓階段。

例如對於科技類公司，他們毋須「再培訓」，因為AI的本身就是對冗餘人力的直接替代，因此他們更多處於「再評估」與「再調整」階段；硅谷大型科技公司，以及一些傳媒業公司已經開啟了人員精簡過程，這會直接帶來「降本增效」。

而對於大多數實體企業（服務業、製造業），當下對於AI時代的適應依然是以「再培訓」為主，在利潤率仍有保障的情況下，拒絕盲目的裁員，選擇跟隨技術突破的「右側」。最新的紐約聯邦儲備銀行的調查也證明了這一點，AI最主要的效用仍是「信息搜尋」，其次才是「市場營銷」。而大家認知中真正提升生產力的技術，一般對應着應用新流程（New Workflows）和流程自動化（Process Automation），但這兩者的使用佔比並不突出。

AI商業應用滲透率極低

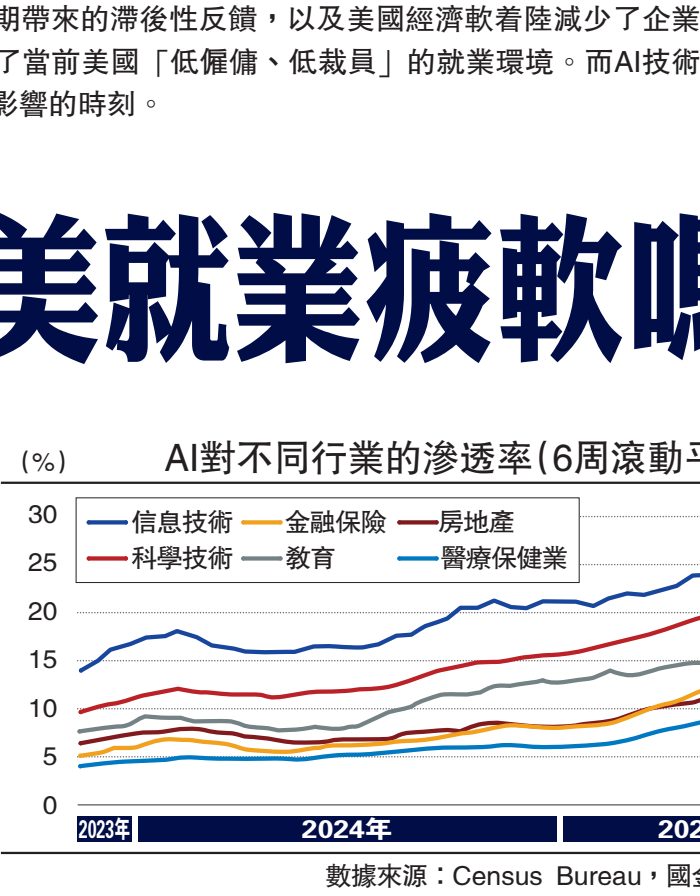
實體經濟相關企業在回復中也並未對裁員（layoff）產生更濃厚的興趣，而更多是以「再培訓」為主。包括美國聯儲局主席鮑威爾及近期地方聯儲舉辦的相關研討會，都着重強調於「再培訓」對於就業的重要性。這些都符合傳統的勞動經濟學理論，即應對新技術的正面供給衝擊，最平滑的解決方式是提供技術培訓，以提升整個社會的總供給水平。

AI迄今為止對就業衝擊有限的另一個證據是依然較低的滲透率。從行業視角看，在二十餘個大類行業中僅有六個的整體滲透率突破10%，其中信息技術業滲透率最高，滲透率約為25%。

基於約2900個職業的調查，可以發現通用AI對當前美國職業的提升呈現出明顯分化：幾乎沒有提升的職業佔比約42%，具有提升空間的職業佔比為44%，這也說明了AI對於就業的潛在衝擊並不是全面的——哪怕這些衝擊已經發生，也無法解釋總體的就業變動。

進一步深入到行業層面，當前美國就業市場最大的贏家「醫療保健

業」和最大的輸家「建築業」，受AI的可替代性都處於全行業末尾水平。從此視角下來看，AI可能並非就業市場的決定性因素。



業」和最大的輸家「建築業」，受AI的可替代性都處於全行業末尾水平。從此視角下來看，AI可能並非就業市場的決定性因素。

行業視角下，AI使用率與其佔非農就業比重也呈現出不均衡性。基於對Claude Token（大語言模型處理文本的基本單元）使用量的統計，計算機相關行業佔全美就業人口約3.4%，但調動了37.2%的Claude Token；傳媒相關行業僅佔全美1.4%的就業人口，使用量也佔到10.3%，亦即5%的就業人口使用了約50%的AI數據用量。這也證明哪怕有衝擊，也更多是結構性的。對於絕大多數行業，其行業人口和Claude（人工智能助手）使用量並不匹配且失衡明顯。

仍在探索與工作流程融合

此外，AI對不同規模企業的滲透率也有明顯差異。AI與互聯網時代不同的一點是，AI技術並沒有太高的使用壁壘，反而AI的用途就是降低任務的難度。因此，當下最受益AI技術的依然是兩頭：要麼是微型公司——小作坊不需要複雜的流程，AI能夠直接帶來變化；要麼是超大型公司，通過AI優化內部繁瑣的流程。但對於中型的非科技類企業而言，應用範圍受限，亦不需要大規模布置AI以削減行政成本。

與紐約聯邦儲備銀行調查相悖的是，近期不少學術論文都得出了較為完美的結論，即ChatGPT的推出成為就業市場結構性分化的拐點。傳播最廣的莫過於哈佛博士生Hosseini和Lichtinger的論文觀點：認為AI技術（生成式AI）對於資淺職位供給造成了極大負面影響。從統計意義上固然具備結果的顯著性，但這似乎並不符合常識與邏輯。

例如ChatGPT推出的早期（2022年11月），全世界的使用者都處在一個網絡卡頓、流程緩慢、答非所問的階段，哪怕是計算機行業從業者都需要時間去適應，更不用說對於更廣義的非科技行業的影響。哪怕在三年後的今天，大多數使用者依然在探索如何將AI與工作流程更好的融合。

更何況，2022年底的勞動力市場依然十分緊張，企業的勞動力囤積也尚未結束。在此情況下，新技術的推出很難立竿見影的產生衝擊，即行政管理者很難迅速地基於對AI代替人力及提升效率的信任而縮減招聘。在競爭對手繼續囤積勞動力，不捨得裁員的情況下，單憑一個ChatGPT 1.0就帶來招聘意願的拐點，顯得過於理想

化，而並不太符合日常感知。

當前非科技行業（約佔非農就業人口的90%以上）較低的滲透率，以及企業管理者對員工再培訓的積極姿態都意味着，目前為止的就業動態更可能是周期性的結果，而非AI技術對於就業生態產生衝擊的產物。

既然AI衝擊不是就業疲軟的主要責任人，那為何ChatGPT推出的節點與美國就業放緩相對一致呢？我們認為2022年底至今美國就業市場的放緩與加息效果的滯後性顯現、勞動力供給受限及移民政策的大開大合有關。事後看，美國新增非農就業的放緩早已開始，2022年底正處於放緩「途中跑」階段，直至2023年中穩定在15萬人左右水平。

年輕人就業壓力增大則主要是企業在疫情期間囤積大量勞動力後，選擇謹慎裁員的結果。疫情的特性（勞動力市場過緊）及對高通脹、高利率時代40年未見所帶來企業決策的恐懼，使得企業利潤率放緩後保持了「低僱傭、低裁員」的狀態，這種組合對年輕人就業的影響最大。

坊間高估AI對就業衝擊

2022年初美聯儲迅速加息之後，美國非金融企業（尤其是製造業）的利潤率見項回落減少了企業的招聘需求，但勞動力囤積的習慣使得企業也沒有大幅裁員，因此我們看到低僱傭率與低離職率共存的現象。

對於剛畢業的年輕人這是一個困難的時代，沒有大幅失業就沒有勞動關係重構，也就進一步擠壓了就業職位的供給水平。否則，我們將看到更高的失業率；在這個複雜的宏觀環境中形成了一個腦力的買方市場和體力的賣方市場。

AI技術本身對於整個就業市場的破壞程度被相對高估了，非科技行業的AI滲透率依然有限，難以帶來根本性的就業市場變革。對於科技公司，可能他們正在經歷再評估到再調整的過程，這帶來了一些基於「科技本源性」的人力替代，但是對於絕大多數公司而言，僅僅處在再培訓這一最初步驟。

迄今為止的證據依然難以將就業疲軟歸咎於AI技術的發展，反而ChatGPT等應用的推出很可能通過財富效應推動了宏觀（敘事）環境的穩定，進而帶來了正向的就業預期；至少AI技術本身對於就業市場而言，不全是負面衝擊。

（作者為國金證券首席經濟學家）

鮑威爾在貨幣政策上「走鋼絲」

微觀經濟 周浩

在美國費城舉行的全美商業經濟協會年會上，美國聯儲局主席鮑威爾在進入本月議息會議靜默期前發表了講話，語氣相對克制。在降息和通脹預期交織的背景下，鮑威爾正在小心翼翼地調整貨幣政策，試圖在多個目標之間找到平衡。

政策轉向「有節制的寬鬆」

過去兩年，美聯儲以控制通脹為主要任務，維持高利率並持續量化緊縮，來保持整體的緊縮基調。但最近的跡象顯示，這一緊縮周期可能接近尾聲，政策開始向「有節制的寬鬆」方向轉變：一方面考慮有節制地降息，避免通脹預期抬頭；另一方面也在通過資產負債表操作來避免流動性緊張。

鮑威爾明確指出，雖然政府關門導致部分經濟數據缺失，但現有信息顯示，就業和通脹的趨勢與一個月前差別不大，經濟增長甚至略強於預期。不過，勞動力市場也出現了一些疲軟跡象，比如招聘放緩、職位空缺減少。雖然失業率仍處於低位，但未來可能面臨上行壓力。鮑威爾坦言，「就業的下行風險似乎有所增加」，這句話引發了市場的廣泛關注，也被認為是暗示本月將再次降息0.25厘。

聯儲內部對減息有分歧

但美聯儲總體仍將保持謹慎。鮑威爾強調，任何政策選擇都存在風險：降息太快可能導致通脹反彈，太慢則可能影響就業。最新的利率預測圖顯示，今年可能會有一到兩次降息，但內部意見並不一致：有些官員希望更快行動，有些則擔心關稅和供應鏈問題帶來的價格壓力，還有一些人主張「降一次就夠」。這種分歧正體現了鮑威爾在政策上的「走鋼絲」。

與此同時，另一項政策也在悄然推進。鮑威爾暗示，美聯儲可能很快就會停止縮表。雖然銀行體系的準備金仍然充足，但回購利率上升等跡象表明市場流動性正在收緊。他表示，美聯儲將謹慎操作，避免重演2019年回購市場的劇烈波動。當時隔夜利率一度飆升至10%，引發市場恐慌。停止縮表不僅是技術性調整，更是為了在不依賴過度降息的情況下，通過改善流動性來穩定市場。

在資產負債表方面，鮑威爾花了不少時間解釋準備金制度的重要性。面

對部分人士對於為準備金支付利息的批評，他回應稱，如果美聯儲無法繼續支付準備金利息，可能會失去對利率的控制，甚至不得不大量拋售國債和抵押貸款支持證券，從而推高市場利率，影響金融穩定。這不僅是技術問題，更關係到貨幣政策的有效性。他的解釋也回應了近期國會對這一機制的質疑，強調這是維持市場穩定的關鍵工具。

關於通脹，目前美國核心PCE（個人消費支出物價）指標仍在2.9%左右，略高於年初，主要受到關稅影響下商品價格上漲的推動，而住房相關服務的通脹則在下降。鮑威爾提醒大家，在政府數據缺失的情況下，替代數據並不能完全替代官方統計，因此對價格走勢的判斷需要更加謹慎。他也避免對黃金價格發表評論，以免引導市場預期。

在市場解讀方面，素有「新美聯儲通訊社」之稱的美國記者Nick Timiraos指出，鮑威爾的講話表明美聯儲仍在考慮降息，但會根據數據和風險進行調整。這種策略既是對當前經濟狀況的回應，也是對市場預期的管理。鮑威爾強調，政策不會照搬過去的路徑，而是根據每次會議的情況做出決定。

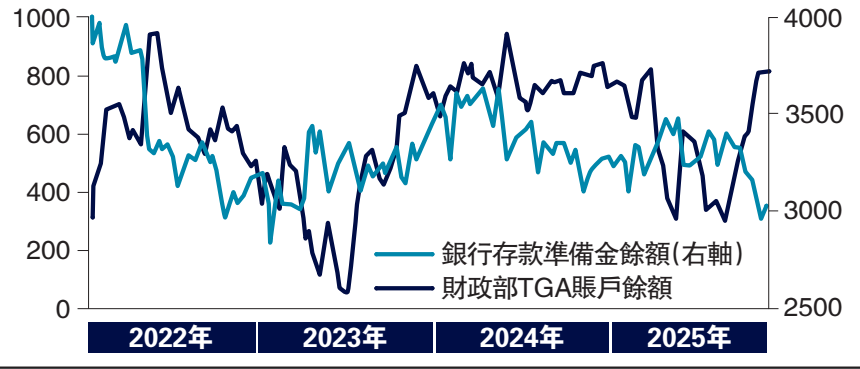
這場政策上的「平衡術」，不僅體現在利率和資產負債表之間，也涉及到政策溝通和政治邊界。鮑威爾重申，美聯儲不會介入政治事務，比如移民政策，但他也承認，勞動力增長放緩和入境人數減少可能影響就業市場。他還引用諾貝爾經濟學獎得主羅伯特·索洛的話，提醒大家不要過度解讀人工智能對短期生產率的影響。

未來幾個月，美聯儲在有節制降息和停止縮表上的雙軌操作將成為市場關注的焦點。對投資者來說，理解這種政策平衡，比單純押注某一項政策更為重要。鮑威爾的策略，既是對經濟現實的回應，也是對市場心理的調節。

對於市場而言，長端利率在這種「平衡下」會顯得較為黏滯，這似乎也意味着美元指數很難快速下滑，甚至可能在較為慵懶的長端利率環境下顯得易上難下。短端利率則可能因為類量化寬鬆的操作而出現下行，卻可能因為現實中的流動性間歇緊張（否則美聯儲也不會考慮類量化寬鬆政策）而出現反抽。在這種情況下，市場最佳的選擇，反而是在流動性緊張的時候買入長債，因為這時候反而是美聯儲最需要表達寬鬆立場的時刻。

（作者為國泰君安國際首席經濟學家）

美聯儲存款準備金呈現下行態勢



資料來源：Bloomberg，國泰君安國際

樓市根基穩固 今年升勢未止

樓市強心針 廖偉強

本港樓市經過過去兩季的旺勢，市況及樓價均已回穩。雖然部分人認為9月份揭盅多項利好消息，包括施政報告及減息，已屬「利好出盡」、「煙花放完」的狀態。加上港股短期或有調整壓力，樓市升勢或告一段落。

人才流入刺激剛需

筆者對此不以為然，這種看法過於以「純炒作」來看待樓市，同時也低估了實質動力。過去數月的利好消息，固然為市場注入信心，更重要的是，這些因素正逐步築起樓市的穩固根基。

總體來說，本港房屋的剛性需求依然存在，而且隨着人口持續流入，尤其是高技術人才及專業人士，對住宅的實質需求不容忽視。這並非短期炒作所能支撐，而是實質性的推動力。

根據幾年來不同的分析，影響樓市信心的兩大障礙，其一是「經濟復甦不似預期」，其二則是「利息持續高企」。不過，這兩大因素都會隨着時間及環境而逆轉。其中，本港經濟情況近年已陸續見到曙光。政府統計處公布的8月零售銷售額按年增3.8%，高於市場預期的2%，亦高於7月的1.8%，連升

四個月，是2023年12月後的新高。銷售量亦按年增3.2%，同樣超出預期，反映消費氣氛逐步穩定。

盛事經濟的持續推動，部分香港零售業轉型，以及本地消費漸次回穩等等，都開始令本港消費氣氛趨穩，這對住宅市場的信心都有提振作用，加上近期受益股票牛市的人多，消費市場及樓市就更直接受惠。

港息有望繼續下行

至於利率的問題，就更是巨大的轉變，美國及香港息口在去年開始，不但趨勢轉為下行；而今年9月份亦已減息，而且減息行動已經完成。美國將分別於10月、12月，以及來年的1月進行議息。最樂觀的情況下，未來四個月內再減息2至3次，這對於本港地產市場來說，當然甚具刺激作用。今年中期拆息回落時，不但明顯地提振市場的入市信心，就算持重貨的投資者，壓力亦有所紓緩；若短期內港息再度下行，交投勢必更為熾熱。

本港樓市毫無疑問已築底完成，毋須靠短期利好消息炒作來維持熱度。今年餘下時間，不論樓價及成交量都有足夠條件進一步向上。

（作者為利嘉閣地產總裁）