

本微軟、亞馬遜等企業，將面對AI的挑戰。



## 經濟觀察家

通脹是明年美國中期選舉的硬約束，特朗普會在選前盡量避免通脹再起，但金融環境又是AI敘事的硬約束。特朗普需要平衡好選票（中期選舉）與股票（AI敘事）之間的關係：既要維持美國K型經濟的下層基礎，又要避免造成AI泡沫破裂。

# 美經濟面臨滯脹壓力



國金視野

宋雪濤 從長期  
視角來看，  
美國經濟的  
K型分化不僅是疫情以來「中產返  
貧，富人更富」，更是資本份額的持  
續提升。我們觀察到的就業與增長的  
短期背離，不同層級財富差距的擴  
大，以及消費量與消費意願的差距都  
是分化的「結果」。

這種長期性的失衡也體現在股權  
類資產佔淨資產比重的擴大。從2023  
年一季度到2025年二季度，居民資產  
負債表中企業權益類資產貢獻了約20  
萬億美元的財富增長，金融資產的佔  
比隨即上升至30%，接近2020年的歷  
史最高水平；我們也很難看到這種財  
富積累結構在2026年的扭轉。

從短期視角來看，美國經濟的分  
化表現為AI經濟的一枝獨秀，而後又  
通過上述金融渠道構成了貧富差距擴  
大的循環。2025年上半年，AI相關投  
資拉動美國實際GDP增速1.57個百分  
點，超過了私人消費的拉動率（1.06  
個百分點）。如果從季度視角看，AI  
相關投資在2025年一季度對GDP的拉  
動達到1.3個百分點，已經超過了科網  
泡沫時期的峰值。

考慮到1999年美國實際GDP增速  
較高（4.5%左右），實質上當下AI相  
關投資對美國經濟的影響比科網泡沫  
時期更大。換言之，私人消費強度已  
不再是美國經濟增長唯一的「金指標」。

當下的AI高景氣度與GDP的高增  
僅僅是大規模資本開支的直接結果，  
高景氣度的外溢主要體現在三個領域：  
建築業、電力部門、計算機設備；但更廣義的實體經濟則並沒有明  
顯受益，反而正在更加明顯的感受到  
AI投資的「資源擠壓」。

## 內部供需矛盾尖銳

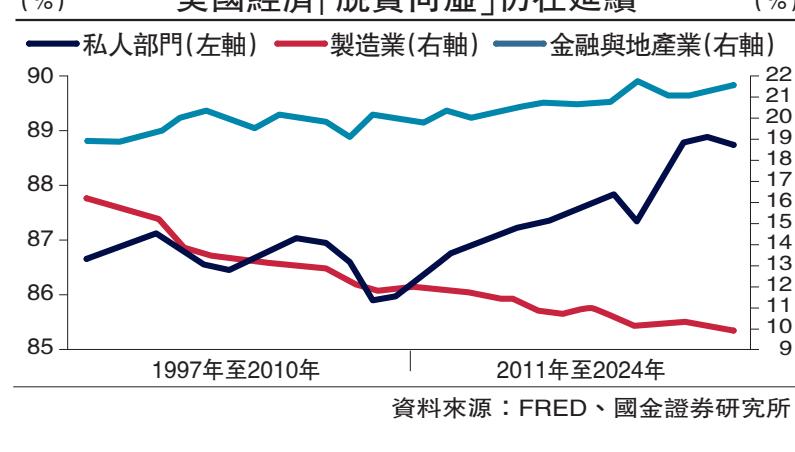
表觀下的美國經濟在2026年可能  
面臨一個更加滯脹的結果，寬貨幣與  
寬財政僅能托住K型經濟的「下層基  
礎」不進一步坍縮，但無力改變收入  
與分配失衡問題，為了強行維持經濟  
結構的穩定，在短期供給約束很難跟  
上的情況下，注入過度的「總量需求  
(流動性)」將會造成通脹（資產價格）  
的進一步上行。

經濟內部供需的矛盾變得更加尖  
銳，我們重點關注三組矛盾：勞動力  
、產業結構及發展主體。

第一個供需矛盾是美國勞動力缺  
口。淨移民率的差異對美國勞動力市  
場產生了重大影響：自1995年以來，  
海外出生的人口每年增長2.8%，本地  
出生者僅增長0.6%。因此，淨移民佔  
勞動力增長的近一半，使得2024年海  
外出生勞動力的比例從1995年的不到  
12%上升到近16%，突破歷史最高水  
平。

從2024年年中開始，拜登政府限  
制了各類庇護和假釋項目的入境人  
數。2025年1月以來，特朗普政府進  
一步取消了驅逐保護，撤銷工作許  
可，停止接受庇護申請，停止釋放在  
邊境遇到的移民，同時加大了對滯留  
美國非法移民的遣返工作。2025年淨  
移民流量的估計存在高度不確定性。

美國勞動力增長的急劇放緩甚至  
逆轉，將對2026年的就業和GDP增長  
產生負面影響。其中，海外出生的勞  
動力佔食品生產和加工工人的30%，  
建築工人的28%以及休閒酒店業的



20%，且這些崗位中有相當一部分由  
非法移民擔任。

第二個供需矛盾是美國的產業缺  
口。這既是過往美國經濟「脫實向  
虛」的延續，又是勞動力矛盾所帶來  
的衍生結果。從名義附加值的角度  
看，製造業產出佔名義附加值的比  
重在2024年錄得9.98%。這是自1995  
年統計該數據以來，製造業附加值首  
次跌破10%。

如果從（人均）真實附加值的角  
度看，受到AI相關投資的推動，過去  
兩年數據處理服務的人均真實附加  
值增速高達12.66%，比2013-2019年  
間的平均年化增速高近6個百分點；  
其餘相關行業的增速也反映出了AI的  
高景氣度。製造業雖也有所提升，但  
是與AI相關行業相比顯得「微不足  
道」，過去兩年年化複合增速僅有  
1.56%。

第三個供需矛盾是特朗普推動的  
國企化戰略，抬高了關鍵生產要素的  
使用成本。特朗普政府已通過入股多  
家企業實施國企化戰略，包括美國鋼  
鐵、英特爾、Trilogy Metals及稀土  
開採企業MP Materials，還要求從英  
偉達和AMD在華芯片銷售的收入中抽  
取分成。

美國的國企化，以及全面押注AI  
的短期結果就是美元信用和科技企業  
信用的合二為一。美債實質上被理解  
為科技企業債券ETF：背後對應的是  
一籃子科技企業債券的償付能力，因  
為傳統的美國經濟部門還在延續着低  
效率衰敗進程。

當然，特朗普進一步的國企化進  
程也僅限於那些「值得拯救」的領  
域：槍炮、糧食、能源與科技，這  
是長期以來的結果。而美國的國企化也  
是圍繞着這些領域而展開，在這個  
過程中，用入股後的企業分紅代替稅  
收，用國家權力調整供需失衡。

## 通脹壓力難以迴避

2026年的經濟風險包括了對AI敘  
事的進一步懷疑，以及宏觀環境的極  
端化演進（過冷或過熱）所帶來的再通  
脹風險。最顯性的風險是AI企業自身  
開支可持續性的下降——這些數據中  
心到底是廣泛的基礎設施，是21世紀  
新的高速公路，還是特質化的設備，  
在還未形成盈利能力前便迅速折舊。

微軟、Meta、亞馬遜、谷歌和甲  
骨文，都面臨各自的挑戰。第一關是  
資本開支佔經營性現金流的比重正在  
持續上升。META、谷歌和甲骨文在  
2025年都開始增加了對外部融資的依  
賴程度，這引發了更大規模AI企業融  
資的擔憂，尤其對壓力更大的亞馬  
遜，以及幾乎「孤注一擲」的甲骨文  
外部融資條件的關注。

第二關是對於那些更早布局AI的  
企業（例如微軟），其折舊／總收入

比重正在迅速上升。此前部署的芯片  
與服務器在尚未明確產生收益時，便  
開始大量累計折舊，微軟的折舊／總  
收入比重從去年同期的11.3%上行至  
16.8%；對於其餘公司，尤其是亞馬  
遜（AWS）而言，這亦是一個無法逃  
避的過程。

2026年美國實體經濟則面臨極端  
化（過冷或過熱）的風險，其中又以  
再通脹風險最為突出。這既可能源自  
經濟持續走弱後，聯儲超預期的持續  
降息，也可能源自特朗普「全力拚中  
選」所推行的更寬鬆的財政政策。無  
論如何，再通脹風險將引發對AI敘事  
的進一步懷疑、宏觀環境的極端化演  
進以及更大的預期波動。

在美國財政和貨幣微操的過程  
中，通脹是中選的硬約束；在明年11  
月前避免明顯的再通脹，以及不必要的  
緊縮預期是特朗普的「明牌訴求」。  
考慮到我們的基準情形是美國  
經濟先冷後熱，明年一季度才能看到  
非農與經濟整體企穩，可能從二季度  
開始我們將看到「債券義警」的回  
歸：用更陡峭化的美債曲線與更高的  
10年期美債利率對美國潛在的通脹壓  
力形成無聲的抗議；如果美國滯脹嚴  
重，不排除10年期美債利率重返  
4.5%以上水平。

當然，特朗普還有很多手段可以  
應對潛在的通脹壓力，包括了關稅豁  
免範圍的擴大，永久性的降低乃至廢  
除部分關稅，以及進一步的保持低油  
價水平。

我們沒有把美國的財政負擔（付  
息壓力）當作推動降息的基準因素，最  
主要的原因是這是一個「治標不治本」  
的慢變量；以DOGE（政府效率部）為  
首的美式化債1.0已經結束，通過AI可  
以更緊密的綁定盟友，形成化債的2.0  
階段。換言之，降低利息支出壓力僅  
僅是推動降息的「眾多由頭」之一，在  
35萬億存量債務的絕對數字面前，降  
低利率無法帶來赤字率的扭轉。

此外，明年才是AI對就業市場衝  
擊更加顯性的一年，從「低招聘，低  
裁員」，到「低招聘，多裁員」。宏  
觀經濟的風險其實指向了一個更窄的  
「路徑」：過熱的經濟帶來強烈的再  
通脹再收緊預期，整個越發依賴外部  
融資的債務鏈條將承受更大的壓力；  
但過冷的經濟將導致企業主營業務放  
緩，內部融資——AI投資鏈條形成坍  
縮。

明年上半年偏冷的宏觀環境將有  
利於AI敘事的延續。在此過程中，一  
個重要的宏觀觀察節點是特朗普何時  
轉向「中選模式」，這將意味着他對  
抗通脹有更大訴求，貨幣政策的寬鬆  
屆時也將面臨阻力，對資產價格的分  
母端帶來衝擊。

（作者為國金證券首席經濟學  
家）

# 全球氣候行動何去何從？

氣象萬千  
齊曉

今年11月初，當近六萬名氣候活動  
家和195個國家和地區的談判代表湧入  
巴西貝倫市時，他們對貝倫大會的期待  
遠遠超過了對這座陌生、偏遠且略帶神  
秘的亞馬遜城市的好奇。他們期望第  
30屆聯合國氣候變化框架公約締約方  
會議（UNFCCC COP30）成為全球氣候  
行動的轉折點。

在大會召開前，聯合國秘書長呼  
籲各國領導人做出正確選擇，讓貝倫大  
會成為真正的轉折點。而會議主席國對  
此早已做出承諾。當漫長而疲憊的會議  
塵埃落定後，人們不禁要問：貝倫真的  
能成為轉折點嗎？

今年的聯合國氣候變化大會  
(COP30)標誌着氣候變化談判30周年，  
也是被廣泛認為取得巨大成功的第  
15屆聯合國氣候變化大會(COP15)  
10周年。2015年，各國領導人還在聯  
合國通過了「2030可持續發展」目  
標。回想當年巴黎之夜，當全體會議終  
於通過巴黎協定時，各國代表興奮、滿  
足、喜極而泣的畫面歷歷在目。而10  
年之後，聯合國秘書長以前所未有的坦  
率說出一個殘酷無情的現實：在確保升  
溫不超過1.5°C的目標上，我們功虧一  
簣！

《巴黎協定》設定了長期目標，  
引導所有國家大幅減少全球溫室氣體排  
放，將全球氣溫保持在比工業化前水平  
高出2°C以內，並努力將升溫限制在  
1.5°C之內。實現這項目標最為關鍵的  
承諾和行動就是國家自主貢獻  
(NDC)。在COP30之前，約120個  
國家更新了NDC。UNFCCC發佈的  
《國家自主貢獻綜合報告》估計，即便  
目前所有的國家自主貢獻如期全部實現  
其溫室氣體減排效果，到2035年也僅  
僅能在2019年的基礎上下降12%，  
而要實現1.5°C目標需要減排幅度提  
高5倍。因此，科學家警告，2030年前  
全球短暫突破1.5°C的機率極高。若不  
採取緊急強而有力的減排行動，巴黎目  
標必成泡影。

要控制升溫，必須大幅減排溫  
室氣體，因而化石能源退出是基本  
前提。在迪拜COP28最重要的貢獻  
或許就是那個扭扭捏捏的「逐步淘  
汰化石能源」。儘管有所保留，當時仍令與會代表歡呼雀躍。在貝倫大會前，  
人們期望本次大會能夠出台關於逐步淘  
汰化石能源的路線圖。但在貝倫大會決  
議中，關於化石能源的表述悄然消失。  
原因不言而喻，無非是依賴化石能源的國家  
和勢力強烈反對。對於熱衷溫室氣  
體減排的國家和代表而言，這樣的

貝倫大會顯然不及期望，甚至是巨  
大的失望。

也許大會的主辦方從一開始就無  
意去啃溫室氣體減排這塊硬骨頭，而是  
通過議程設定去推動他們認為更為優先  
的領域。主辦方將COP30定位為真相和  
實施的大會，把森林保護列為本次大  
會的重中之重，凸顯其國家特點和利益  
考量。

在減排倡導者眼中，森林僅僅是  
吸收大氣二氧化碳的碳匯。而對巴西這  
樣擁有世界上舉足輕重的熱帶雨林的大  
國而言，森林就是生計、生態和生活的  
基礎資源。從早年的《京都議定書》僅  
認可造林和再造林為碳匯，到《巴黎協  
定》首次把減少發展中國家毀林和森林  
退化排放（REDD+）正式納入條約，再到  
貝倫大會啟動熱帶森林永久設施  
(TFFF)，制訂「毀林治理路線圖」，保護  
自然已然站到氣候變化舞台中央。

## 貝倫大會通過公正轉型機制

全會通過的「公正轉型機制」或  
許是貝倫大會最突出的亮點。該機制首  
次把人民與公正置於應對氣候變化的中  
心。特別是發展中國家的人民，他們從  
來都是氣候變化的最大的受害者。而在溫  
室氣體減排的一片喧囂中，稍不留神就  
會被大潮裹挾，成為氣候轉型的犧牲  
品，而付出更多代價。公正轉型機制試  
圖從制度上保護弱勢群體，讓轉型更為  
公正。

縱觀整個大會，討論的焦點已經  
從原來的集中於減緩悄然轉向了適  
應。在日益嚴重的全球氣候變化脅迫  
下，各國及其社區和人民與其等待溫  
室氣體減排帶來的氣候減緩，莫若立  
即行動以減少氣候變化的危害。氣候  
談判從原來規則的制訂和目標的承諾  
轉向具體行動的機制以維護人民的生  
活、生計和尊嚴。能力建設、知識轉  
移和協作互助成為新的共識。在這個  
意義上貝倫成為一個真正的轉折點良  
好開端。

人們有理由期待，舊式的COP正  
逐步退出舞台，而一個以人為本、基於  
技術、市場和社區的氣候適應和能力建  
設的自下而上的COP終將到來。有媒  
體引述一位歐洲談判代表表示，「這可  
能是最後一屆舊式COP，也是新一屆  
COP的開端。」在一個變幻莫測、紛  
爭不斷、經濟低迷、矛盾叢生的國際政  
經背景下，全球合作舉步維艱，關注當  
下、關注生計、關注自然，多做能做之  
事是無奈之舉，亦是變局中的智慧所  
在。或許，這才是未來氣候行動的方向  
所在。

（作者為大學講師教授）



▲今年聯合國氣候變化大會(COP30)在巴西亞馬遜城市貝倫舉行，全會通過的「公正轉型機制」或許是今次大會最突出的亮點。

# 患難之中 港人守望相助

樓市強心針  
廖偉強

大埔宏福苑驚天大火這幾天佔據新聞版面，死傷人數之多、規模之大，實在令人痛心。香港多年未曾發生如此嚴重的火災，今次不僅震撼全城，更令港人再次彰顯守望互助精神。消防、救援人員奮不顧身，市民亦自發趕赴現場協助，運送物資分發災民，體現出「一方有難，八方支援」的真諦。

受災居民多達一千八百戶，本港及內地各大商業機構迅速伸出援手，短短時間內已籌得數十億元。筆者公司亦立即發起愛心捐助行動，除了由公司帶頭捐出大額款項，同事們亦踊躍參與、集腋成裘，為災民提供經濟上的支持。

觀乎今次市民和商界的反應，誰能再說香港欠缺人情味，商業社會冷漠無情呢？

事實上，香港一直擁有眾多優  
勢，較其他國際大都會絕不遜色。香

港是一個面向世界的櫥窗，任何品牌打進香港，便等於放了一個面向全球的廣告牌。香港的地理環境穩定，沒有頻繁的天災，亦沒有極端宗教或政  
治動盪，生活方式相對自由隨意。完善的法制、安全、低稅率、領先的醫療，以及享譽亞洲的高等教育，都是香港不可替代的優勢。

更重要的是，這座城市的人具備  
良好的素質，也有人情味。這裏的人有  
善心、有同理心，亦有自發性。雖然香  
港的生活節奏急促、摩擦難免，但在危  
難時刻，大家總願意放下成見，伸出援  
手。

土生土長的香港人，與近年來港  
發展的各地人才，皆能在這裏找到家  
的感覺，並漸漸融入，落地生根，建立屬  
於自己的家庭和事業。

今次的特大火灾雖然令人痛心，  
但同時也讓人看見香港的溫度與希望。

（作者