



►微軟、亞馬遜等布局AI的美國企業，將面對資本開支佔經營性現金流的比重持續上升的挑戰。

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」。

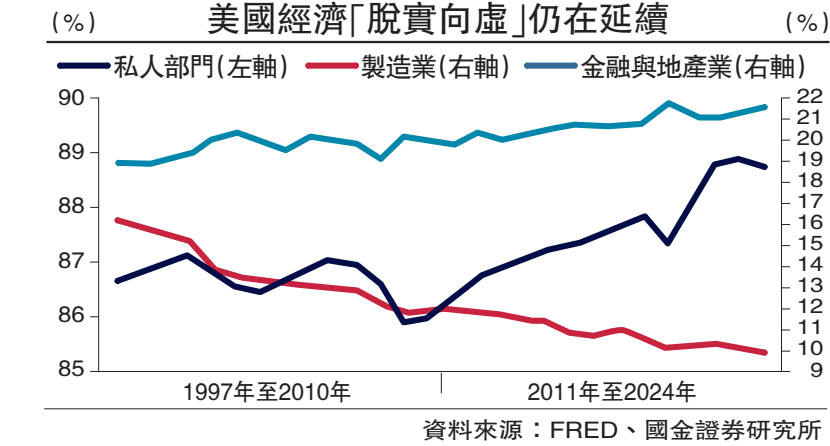
內部供需矛盾尖銳

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」不進一步坍塌，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。而美國的國企化也正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穩健，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投資鏈條形成坍塌。

明年上半年偏冷的宏觀環境將有利於AI敘事的延續。在此進程中，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攔，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 齊曄

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℃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℃以內，並努力將升溫限制在1.5℃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發布的《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℃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℃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。

（作者為大學講座教授）



▲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，同事們亦踴躍參與、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。

今次的特大火災雖然令人痛心，但同時也讓人看見香港的溫度與希望。（作者為利嘉閣地產總裁）