

►今年在企業估值高企、資本開支激進與現金流壓力上升等背景下，股票投資者可能更加謹慎，導致大型科技股漲勢減弱並波及美股大盤表現。



## 經濟觀察家

展望2026年，國際主流機構對美國經濟增長持相對樂觀的看法，多數預計美國經濟增長仍將超過2%，且增長表現好於2025年。例如，IMF（國際貨幣基金組織）預測，2026年的美國GDP增速將較2025年上升0.1個百分點至2.1%。

# 市場低估了美國經濟風險

綜合來看，外界對美國經濟的樂觀理由主要來自三個方面：一是AI投資繼續擴張並拉動GDP增長，二是美國「大而美」減稅法案落地並形成新一輪需求刺激，三是美聯儲繼續降息呵護經濟。但這些有利因素最終能在多大程度上支撐美國經濟，還需要觀察。

### 三大利好不及預期

首先，根據美國大型科技公司公布的資本開支計劃，2026年AI相關投資仍將進一步增長，但是同比增幅可能縮窄，這也意味着其對GDP增長的拉動可能減弱。據高盛統計，美國七大科技公司的資本開支將由2025年的約4490億美元，增加至2026年的5880億美元，但同比增速將由72%顯著回落至29%。

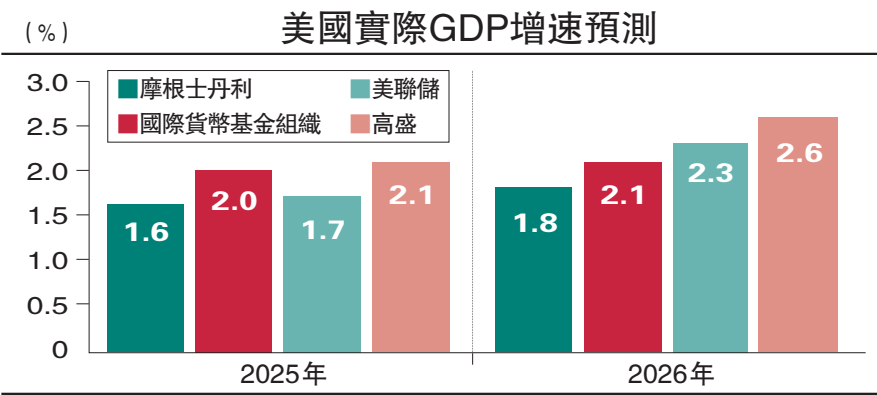
而且，這些資本開支並不完全用於美國本土投資。雖然美國AI相關的軟件支出以本土為主，但芯片、數據中心設備等硬件支出高度依賴進口（主要依賴中國台灣、墨西哥、韓國等）。這些用於購買外國設備的投資將不會拉動美國的GDP增長，在GDP核算時，相關進口增長將抵銷私人投資增長的拉動。

此外，美國企業AI投資進度存在不及預期的風險。一方面，儘管大型科技企业現金流充裕，但由於存在高端AI芯片、電力配套、數據中心基建等供應鏈瓶頸，相關投資未必能按計劃落地，形成「有錢也花不出去」的局面。另一方面，目前的資本開支計劃建立在高度樂觀的行業發展預期之上，如果科技龍頭盈利不及預期或地緣風險升級，引發市場預期調整，企業可能主動放緩AI相關投資。

其次，「大而美」減稅法案預計將明顯增加美國2026財年赤字規模。特朗普政府於2025年7月簽署了《大而美法案》，核心內容是減稅，將增大未來十年的財政赤字，屬於擴張性財政政策。美國預算辦公室（CBO）測算，相較2025年1月的基準預測，該法案將在未來十年增加美國預算赤字3.4萬億美元（不含利息支出）。再參考美國稅務基金會（Tax Foundation）測算，考慮到法案對經濟增長的提振可能幫助消化部分赤字，「大而美法案」在未來十年將較基準情形增加美國財政赤字合計3.0萬億美元。

不過，赤字增長對GDP的拉動不宜高估。赤字增長不一定顯著拉動經濟增長，還需要考慮財政乘數，這就需要具體分析「大而美」法案的實施細節。「大而美」法案的核心內容是延長2017年減稅法案（TCJA）的大部分條款，這些政策原本於2025年底才到期。上述機構對於2026年增量赤字的測算，主要體現減稅政策「延期」與「不延期」的情景差異，而不是2026年相較2025年的增量政策影響。如果2026年減稅政策延期的話，與2025年相比，並非增量政策。

再次，美聯儲在2025年的降息行動不算及時。通常而言，貨幣政策



對實體經濟的傳導存在時滯，如果降息過晚過慢，可能帶來政策「劑量不足」的風險，增大未來經濟下行壓力。基準情形下，疲弱的就業態勢和相對穩定的通脹走勢，可能支持美聯儲在2026年再降息2次、合計50個基點，使得政策利率下降至3%左右。如此，美國政策利率僅會下降「中性利率」附近，貨幣政策可以為經濟「鬆綁」但難以形成「刺激」。

目前市場對更大幅度的降息抱有一定期待，因為特朗普政府加大了對貨幣政策的干預。但筆者認為，白宮未必能真正干預美聯儲決策，即便干預成功也可能對經濟產生「反作用」。關於下一任聯儲主席的遴選，近期一個有趣的變化是，市場擔心哈塞特與特朗普關係過於密切，所以前美聯儲理事沃什獲得了更多來自華爾街的支持，二人在博彩市場上的當選概率基本打平，並階段性引發債券利率下行。這恰恰說明，美聯儲獨立性對美國金融市場和經濟穩定至關重要。

### 緊盯三大風險

首先，特朗普關稅政策框架基本成形，但經濟影響仍有待觀察。誠然，特朗普的關稅政策已經走過了最不確定的時期，當前關稅框架已基本清晰，且總統的關稅權力還可能面臨法律限制，未來再次大幅度、全方位加徵關稅的可能性相對不高。但是，本輪關稅政策的絕對力度和廣度不應被忽視。據美國稅務基金會（Tax Foundation）測算，美國對全部進口商品的「有效關稅」在2025年內上升了約9個百分點至11.2%，創1943年以來新高。該機構預測，現有關稅政策和貿易夥伴潛在的反制措施將削弱美國長期經濟增速0.7個百分點。

本輪關稅對美國物價的影響相對複雜，通脹上行風險猶存。一方面，美國消費者承擔的關稅比例仍有上升空間。由於前期進口商企業囤貨、觀望，關稅向終端消費者的傳導偏慢，但隨着庫存和利潤的下降，企業未來可能會繼續提價。另一方面，進口商品價格上漲可能帶動美國本土生產的商品價格上漲，形成更廣泛的通脹壓力。根據哈佛大學Cavallo等（2025）研究，進口商品價格的上漲對於國內生產的同類商品具有外溢效應，因為加徵關稅減弱了國內企業面臨的競爭壓力、拓寬其漲價空間。

其次，就業市場疲弱可能拖累收入增長，約束居民消費。展望2026年，政府減員、限制移民等政策衝擊可能減弱但難以逆轉，AI對「人」的替代也可能進一步體現，使得美國就業市場維持弱勢。筆者預計，2026年美國失業率可能在多數時間裏達到

4.5%左右，高於4.2%的長期失業率水平；美國月均新增非農可能仍然不足10萬人，顯著低於2015至2019年均值的19萬人，處於歷史偏弱水平。

就業疲弱可能導致居民勞動收入增長放緩，拖累總收入及消費增長。由於存在外生性擾動，本輪就業市場已經不再是經濟增長的「滯後指標」，反而可能影響經濟增長。具體來看，美國就業市場降溫已經導致居民勞動收入增長放緩。美國居民總收入中，勞動報酬佔60%，其餘為財產性收入和轉移性收入等；2025年9月，美國居民總收入同比增速較2024年同期下降了0.6個百分點至4.8%，其中勞動報酬收入同比增速下降1.2個百分點至4.2%，貢獻總收入增速降幅的0.7個百分點。

再次，美股投資回報可能下降，財富效應可能弱化。2025年，美股標普500指數累計上漲16.4%，但在2026年，美股投資回報大概率難以復刻強勢表現。

一是美股「AI敘事」可能面臨更多波折。2025年四季度，有關美股「AI泡沫」的擔憂升溫，谷歌搜索引擎針對「AI泡沫」的搜索頻率大幅上升，一度引發美股階段性調整。2026年，在企業估值高企、資本開支激進與現金流壓力上升等背景下，股票投資者可能更加謹慎，導致大型科技股漲勢減弱並波及美股大盤表現。

二是美聯儲政策不確定性較高。2026年，關稅對美國物價的影響有待觀察，使得美聯儲降息空間和節奏存在不確定性。此外，新任美聯儲主席是誰、鮑威爾會否留任理事、美聯儲會否受白宮擺布等問題更是懸而未決。貨幣政策的不確定性容易引發美股調整。

三是美國中期選舉可能加大美股波動。2026年將迎來美國的中期選舉，國會兩院面臨改選。歷史經驗顯示，美股在中期選舉年份的回報率和投資勝率普遍低於其他年份。2025年以來特朗普政府支持率走低，使得共和黨在2026年中期選舉後可能至少丟失眾議院，特朗普執政面臨「跛腳」風險，導致經濟政策不確定性增大，繼而可能觸發美股調整。

2025年美國股市繁榮帶來的財富效應，是居民消費的一個關鍵支撐，貢獻了約四分之一的居民消費增長。2026年，如果美股投資回報下降，又或者居民出於規避風險而減少股票等高回報資產的配置，都可能引發財富效應的弱化，抑制消費和投資需求。

（作者為粵開證券首席經濟學家、研究院院長）

## 外賣騎手社保改革的深遠意義

勞動經濟學 張丹丹

美團日前將養老保險補貼方案推向全國，各地騎手陸續收到社保補貼，同時平台也公布了在職業傷害保障、線下服務網絡等方面的新進展。這一舉措，再次讓新就業形態勞動者的社會保障問題成為焦點。

此舉更深層的價值在於向規模龐大卻日益碎片化、缺乏長期規劃的零工群體，傳遞出一個清晰信號：你們可以被正規體系接納。這一點，甚至比補貼金額更重要。

當前，靈活就業人員在中國城鎮勞動力中已佔相當比例。有研究表明，城鎮就業中可能有半數屬於零工形態。傳統就業模式穩定、有保障，但靈活度低；而平台型靈活就業則高度自主，以「靈活性」為核心吸引力，代價則是穩定性與保障的缺失。

在這種模式下，個體意志佔主導，勞動者之間在心態與行為上差異顯著。研究顯示，零工群體在勞動供給上存在明顯的內部斷層。以外賣騎手為例：約20%的騎手（多為專送或「樂跑／優選」）完成了近80%的訂單。他們工作強度大、收入較高，部分城市月收入常穩定在1萬元人民幣以上。其餘80%的騎手則多屬於「眾包」形式，工作零散、收入有限，持續性與穩定性較弱。

製造業零工領域同樣呈現「內捲」與「躺平」並存的狀態。有人連續工作數月，也有人頻繁換工、「三天打魚兩天曬網」。2025年在蘇州、深圳等地的調研顯示，選擇日結的年輕人普遍表現出短視傾向：他們對社保、落戶、成家等長遠規劃缺乏考慮，呈現出一種社會性疏離。

靈活就業已佔據城鎮勞動力的半壁江山，卻因缺乏外部監督與制度約束，高度依賴個人自律與內在動力。這使得部分動力不足的人勞動者容易滑向「零工化生存」的慣性軌道，如同落入「漏斗」，難以重返常態就業。大量青年的集體性社會疏離，不利於社會持續健康發展。

美團的養老保險補貼方案，正是在此背景下展開的一次重要探索。其價值具有雙重內涵：第一，模式創新。該方案將平台補貼與個人自願參保結合，打破了以往平台不直接承擔社保支出的常規，構建出一種介乎於傳統勞動關係與完全自主參保之間的新型保障形態。其參保門檻——近6個月內有3個月收入達到當地社保繳費基數下限，既兼顧零散就業的現實，也鼓勵持續接單與收

入穩定。

僅以收入為繳費基準、支持異地參保的靈活繳納方式，也為其他靈活就業群體提供了參考。未來應進一步推動社保繳納方式多樣化，允許浮動繳費、降低參保門檻，同時完善跨地區社保轉移接續機制，避免勞動者因流動而喪失保障。

第二，信號與引導。該政策的核心效力，不只在於短期內吸引多少騎手參保（目前參保積極性較高的仍多為年齡較大、有家庭負擔的群體），更在於其長期補貼機制所傳遞的社會示範意義。「政府引導、平台補貼、個人自願」的參與模式，實質上是將騎手群體納入制度化保障軌道，為更多靈活就業者鋪就一條「可觸及」的正規化路徑。

### 改變零工短視心態

此舉向數千萬尤其是處於「躺平」狀態的年輕勞動者表明：你們始終擁有融入城市保障體系的「可行選項」。這一選項本身，就是一種溫和而有力的社會干預，有望潛移默化地改變部分人的短視心態，引導他們從「過一天算一天」轉向「或許我可以在此扎根」。這種轉變，無論對個人發展還是社會整合，都具有深遠意義。

為推廣該方案，美團在全國設立超過600個線下服務點，並根據騎手反饋優化發放流程——補貼自動到账，無需單獨申領。此類做法值得延續。接下來，平台應在人社部門指導下，進一步加強精準宣傳，用好線下窗口與數字媒介，講述參保帶來的長期價值。

更重要的是，應構建一條清晰、漸進的正規化階梯，將社保與技能提升、職業發展、城市融入等服務有機銜接，讓「未來可期」變得具體而可信。這一切，都需要秉持長期主義理念，意識到觀念培育與行為轉變絕非一日之功，必須依靠持續的資源投入、制度支持與文化營造，防止此類探索淪為短期公關或數字政績。

此次實踐，已超越企業行為的範疇，觸及如何讓規模龐大的新就業形態勞動者更好融入社會結構、建立歸屬感與未來預期的深層命題。這不僅是平台的責任，也需要政策制定者、學術界、媒體等共同關注、持續研究、協同推進。唯有形成社會合力，才能構建更具包容性與安全感的就業生態，助力社會實現長期和諧與穩定。

（作者為北京大學國家發展研究院副院長）



▲美國的養老保險補貼方案，構建出一種介乎於傳統勞動關係與完全自主參保之間的新型保障形態。

## 全球風向轉變 資金爭相湧港

樓市強心針 廖偉強

過去一年，本港住宅樓市強勢難擋，成交與樓價齊升，市場氣氛明顯回暖。踏入2026年，這股升勢不但沒有放緩，反而更有力度，節節向上。另值得關注的是，工商舖市場在過去一年亦迎來久違的生機。利息回落、借貸成本下降，加上內地經濟逐步企稳，股市暢旺，這些因素共同推動市場進入新周期。

早於去年中，工商舖市場的轉勢已開始浮現。商業擴張活動重新帶動市場的租賃及買賣，例如字節跳動落戶中環IFC，簡街資本預租恒基地產中環新海濱項目第一期逾22.3萬方呎樓面等。近期，富途證券亦擴充辦公室，租用太古廣場4.2萬方呎樓面，並計劃兩年內在港增聘50%職位。這些企業的動作，反映出金融科技與創科企業對香港的信心正在回升，亦象徵着香港作為區域樞紐的吸引力再度提升。

教育產業在過去一年亦成為推動商廈及商舖市場一股不可忽視的新力量。東華學院租用葵涌九龍貿易中心全層物業，科大斥資3.54億元購入統一中心樓面，城市大學更以19.6億元購入又一城四層寫字樓。教育機構成為市場大

戶，反映政府推動「留學香港」品牌的政策已開始見效，為商業地產帶來新的需求。

物業資產全面上衝

筆者近期與多位知名商舖投資者交流，明顯感受到市場心態的轉變。一年多前，他們普遍受高息壓力困擾，加上零售市道疲弱，對前景悲觀，只會想着如何盡早沽貨離場。然而時移勢易，利息回落、旅客回流、零售氣氛改善，他們的態度已截然不同。如今不但不再悲觀，甚至開始積極物色「執平貨」的時機與目標。

投資者風向的轉變，將成為2026年市場的主旋律。國際局勢不穩，美國的霸凌搶劫行為令不少投資者對新興小國資產失去信心。反觀香港，背靠祖國，法規完善，資金進出自由、安全穩定，這些都是其他市場難以複製的優勢。全球資金需要出路，而香港正處於經濟由低位回升、息口回落的黃金時期，房地產自然成為最具吸引力的投資選擇。筆者相信，不論住宅、寫字樓或商舖，2026年都將是企穩後上衝的一年，市場表現絕對會全面優於去年。

（作者為利嘉閣地產總裁）