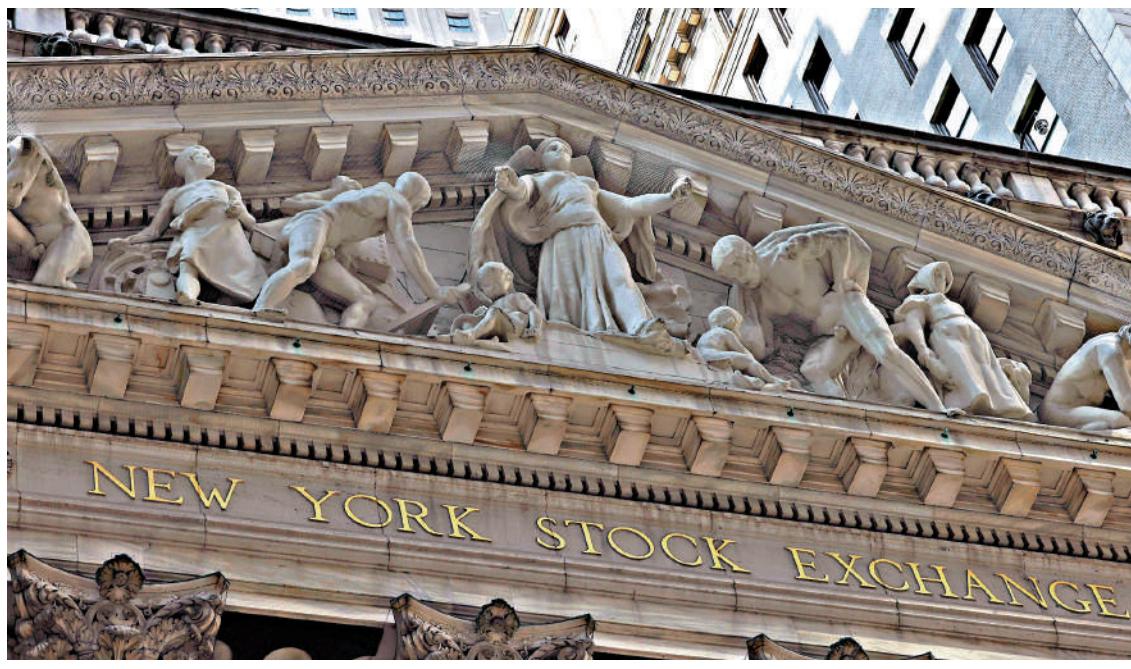


勢減弱並波及美股大盤表現。今年在企業估值高企、資本開支激進與現金流壓力上升，導致大型科技股上漲。



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



宏觀漫談
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。

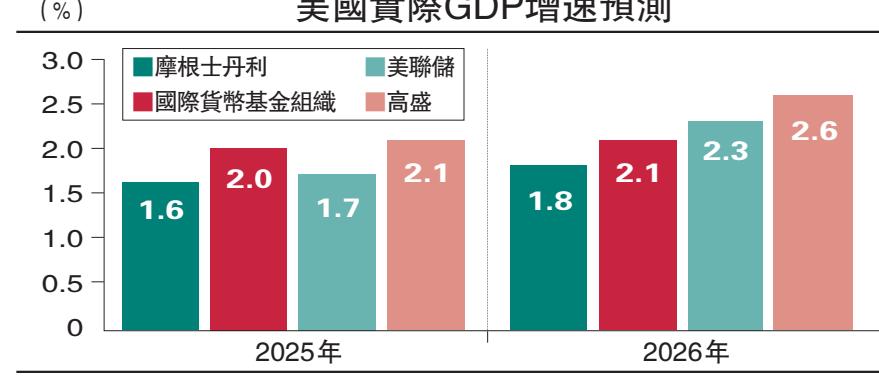
此外，美國企業AI投資進度存在不及預期的風險。一方面，儘管大型科技企業現金流充裕，但由於存在高端AI芯片、電力配套、數據中心基建等供應鏈瓶頸，相關投資未必能按計劃落地，形成「有錢也花不出去」的局面。另一方面，目前的資本開支計劃建立在高度樂觀的行業發展預期之上，如果科技龍頭盈利不及預期或地緣風險升級，引發市場預期調整，企業可能主動放緩AI相關投資。

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月的基本預測，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年的降息行動不及时。通常而言，貨幣政策

美國實際GDP增速預測



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該被忽視。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

（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，但靈活性低；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



美團的養老保險補貼方案，種介乎於傳統勞動關係與完全自主參保之間的新保障形態。

全球風向轉變 資金爭相湧港

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穩，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。教育機構成為市場一大

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）