



◀中東局勢緊張，能源價格高企，國際物流受阻，國出現輸入性通脹，有助於實現物價合理回升。

經濟觀察家

中東局勢緊張，能源價格高企，國際物流受阻，將加大輸入性通脹。但鑒於中國物價長期低位運行，這或有助於實現物價合理回升，即再通脹。統計顯示，到今年2月份，中國PPI同比跌幅連續3個月收斂，國際能源、有色金屬價格上漲有重要貢獻。

# 中國物價顯現合理回升趨勢



管濤

輸入通脹導致物價回升，日本就是前車之鑒。受累於資產泡沫破滅，日本經濟長期停滯。儘管日本央行先後於2013年和2016年祭出了量寬質鬆和負利率的大招，但經濟遲遲未走出通縮陷阱。直到2020年疫情大流行造成的全球供應鏈中斷，以及2022年俄烏衝突引發的國際大宗商品價格上漲，形成持續的輸入性通脹，才治癒其通縮頑疾。2021年4月至2023年9月，日本PPI(生產者物價指數)通脹抬升到2%以上，並推動CPI(消費者物價指數)通脹自2022年4月起連續45個月超過2%的通脹目標。

## 借鑒日本再通脹經驗

日本通脹開始爆發時，正值以美聯儲為代表的全球主要央行激進緊縮抗通脹。然而，直至觀察到國內通脹預期抬升、「工資—物價上漲」的螺旋確認，日本央行才於2024年3月提高政策目標利率20個基點至0.1厘，退出了負利率時代。此後，分別於2025年8月加息15個基點，2026年1月和12月各加息25個基點，並逐步減少購債，穩步推進貨幣政策正常化進程。

再通脹重置了日本經濟，帶來了一系列積極影響：

- 一是改善了經濟增長質量。2022至2025年，日本實際GDP(國內生產總值)年均增長0.75%，名義GDP年均增長3.72%。而2013至2019年，日本實際GDP年均增長0.74%，名義GDP僅年均增長1.42%。
- 二是減輕了全社會債務負擔。2022年二季度至2025年二季度，日本非金融部門槓桿率累計下降39.8個百分點，其中居民、非金融企業和政府部門槓桿率分別下降2.2、3.1和34.5個百分點。而2015年二季度至2022年一季度，日本非金融部門槓桿率累計增加52.6個百分點，其中居民、非金融企業和政府部門槓桿率分別增加20.8、6.6和25.2個百分點。
- 三是提振了資產價格。2022至2025年，日本股市迎著日圓匯率創三十多年來新低逆勢上漲，日經225指數迭創歷史新高，累計上漲75%，年均上漲15%，快於2013至2021年年均上漲12%。

在日本CPI通脹達標前一年的2021年，中國CPI(居民消費價格指數)年均通脹為0.9%，PPI(工業生產者出廠價格指數)通脹為8.1%，日本則分別為-0.3%和4.6%。顯然，中國再通脹的基礎要好於日本。2021年起全球高通脹回歸，日本稍後於2022年迎來了再通脹，中國卻失之交臂。

中國和日本對大宗商品進口均有一定的依存度，只是程度不同。日本是一個資源貧乏的國家，原油、鐵礦石、銅鋁的進口依存度均接近100%，而中國為65%至85%；日本煤炭的進口依存度為82%至90%，而中國只有5.7%。相關性分析顯示，2018年1月至2026年2月，中國PPI通脹與國際商品價格通脹為中



等程度正相關0.718，日本為強正相關0.813。日本的正相關性高於中國，顯示日本因進口依存度更高，輸入性通脹效應更為明顯。

2021年和2022年，面對國際大宗商品價格劇烈波動、全球通脹高企及國內疫情散發等多重挑戰，中國政府採取了一系列保供穩價的措施，保障重要民生商品和基礎能源的供應與價格穩定。如針對煤炭、電力供應緊張，深化燃煤發電上網電價市場化改革，擴大價格浮動範圍，提升電廠發電積極性；依法約談煤炭、鋼材、銅鋁等重點企業，遏制囤積炒作；實施大宗商品期現貨市場聯動監管，嚴厲打擊哄抬價格、惡意炒作等行為。

上述保價穩供的措施取得了一定效果。疫情期間，國際紐卡斯爾現貨動力煤價格指數(NEWC)月均最高價較最低價上漲了7.6倍，而國內環渤海動力煤綜合平均價格指數(BSPI)最多僅漲了40%。之後，國際煤價最多回撤了78%，國內煤價只回撤了10%。這也削弱了輸入性通脹對中國的傳導。自2022年10月起，中國PPI通脹領先國際商品價格通脹5個月轉為負值，到2026年2月連續41個月為負。

## 未來機遇與挑戰並存

隨著美伊衝突持續升級，全球能源市場動盪加劇，而且其影響或不限於衝突期間。高盛的最新研報揭示，別盯著霍爾木茲海峽了，物理毀滅才是全球油價真正的死穴。如果伊朗及波斯灣周邊的石油基礎設施在炮火攻擊中遭遇結構性物理損毀，其修復周期或是要按「年」計算，這才是決定未來油價中樞是站在70美元還是站在110美元雲端的分水嶺。近期牛津經濟研究院的一項模擬結果顯示，如果全球油價在兩個月內平均保持在每桶140美元左右，疊加金融市場條件顯著收緊、供應鏈持續中斷及集體信心不斷惡化等連鎖效應，將導致歐元區、英國及日本出現溫和收縮，美國經濟則接近衰退邊緣。

可見，高油價的持續可能超出預期，同時這既可推高全球通貨膨脹，也可能拖累世界經濟增長。對中國的物價走勢來講，有正反兩面的影響。前者會加大輸入性通脹壓力，推動中國物價加速回升，有助於中國再通脹。有市場機構預測，中國PPI通脹或於2026年4月轉正，全年PPI和GDP平減指數通脹也有望轉正。後者則會抑制中國產品的外部需求，加劇國內供強需弱的矛盾，又可能拖累中國物價回升。

面對複雜嚴峻的外部環境，要對物價回升保持一定的容忍度。2025年

底中央經濟工作會議提出繼續實施適度寬鬆的貨幣政策，並首次把促進經濟穩定增長、物價合理回升作為貨幣政策的重要考量。這向社會提前釋放了哪怕經濟增速達預期，但只要通脹不達標，支持性貨幣政策就不會退出的信號。

如前所述，日本央行並沒有通脹一達標就退出負利率，而是直到通脹預期催生「工資—物價上漲」的螺旋才審慎退出。若未來物價回升，人民銀行也應及時向市場進一步釋放這類信號，特別是在成本推動型的通脹背景下，更要等到需求拉動型通脹的確認，才可以考慮政策退坡。2021和2022年，中國PPI年均通脹分別為8.1%和4.2%，但CPI年均通脹分別僅為0.9%和2%，距離3%左右的CPI通脹目標尚有一定差距。當時，根據宏觀政策「不急轉彎」的統一部署，人民銀行不僅沒有緊縮，反而繼續降準降息。事實證明，人民銀行的謹慎是對的。

當然，這次或需做好兩手準備，若中東局勢惡化引發全球經濟放緩乃至衰退，貨幣政策還要與財政政策協同發力。面對外部環境變化影響加深，要堅決落實以國內循環的穩定性對沖國際循環的不確定性。圍繞建設國內強大市場，堅持問題導向、結果導向，強化改革舉措與宏觀政策協同，用改革的辦法打通經濟循環的卡點堵點，將政策效果轉化為經濟內生增長動能。

與此同時，要進一步縱深推進全國統一大市場建設，疏通PPI通脹向CPI的傳導。要規範地方政府經濟促進行為，出台地方政府招商引資鼓勵和禁止事項清單，規範稅收優惠、財政補貼政策，減少無效供給、過度供給；堅持法治化、市場化原則，綜合運用產能調控、標準引領、價格執法、質量監管等手段，繼續深入整治「內捲式」競爭。

此外，美伊衝突前景不明增加了市場不確定性，高油價情景加劇了主要央行貨幣政策預期波動，導致近期全球股債匯及商品市場動盪。通過外需、跨境資金流動、投資者預期等渠道，正對中國金融市場產生溢出效應。國內各方需密切關注評估外部衝擊的影響。有關部門要動態完善應對外部輸入性風險的政策工具箱，適時運用宏觀審慎和金融穩定政策工具，及時弱化或阻斷外部風險傳染。境內市場主體也要在加強對國內外形勢監測分析的基礎上，摸清自身對外風險敞口的底數，積極識別和管理風險，完善應對預案，有備無患。

(作者為中銀證券全球首席經濟學家)

# 美國AI發展的三大挑戰



沈艷

青年論壇  
近期諮詢公司Teneo對350多家上市公司首席執行官(CEO)的調查顯示：超過三分之二的受訪者計劃在下一年度增加人工智能(AI)支出，但這種「加倍下注」的態勢並不能平息日益增長的投資者質疑。例如，去年夏天，麻省理工學院(MIT)一份研究報告指出，高達95%的企業AI試點項目未能成功。事實上，市場正在從對技術的單純信仰，轉向更苛刻地審視其投資回報率(ROI)與規模化盈利能力。

技術競爭格局劇變，核心基礎設施成為戰略制高點技術領導力格局正經歷劇烈洗牌。OpenAI的領導地位曾無可爭議，但近期已被谷歌Gemini等競爭對手的強勁表現動搖。與此同時，在芯片(GPU)等底層基礎設施方面，谷歌等巨頭正試圖打破英偉達的壟斷。企業客戶正從依賴單一供應商轉向採用多元化的模型組合，這預示着前沿模型市場將進入一個更具競爭性的「戰國時代」。

能源已取代資本或人才，成為制約AI算力擴張的最緊約束。國際能源署(IEA)及電力研究協會根據最新數據分析指出，美國人工智能發展帶來的電力需求激增已成為國家能源系統的重大挑戰，2024年美國數據中心的年耗電量佔全國總用電量的4%，一個典型的AI專用超大規模數據中心年耗電量相當於10萬戶美國家庭的年用電總量，而目前在建的大型AI數據中心項目預計耗電量將達到現有典型中心的20倍。未來美國AI產業發展的關鍵因素，將圍繞核能(如微軟重啟三英里島核電站)、地熱等新能源的投資，以及政策支持的效果。

AI對勞動力市場的衝擊凸顯，結構性失業風險抬升AI對就業的影響已進入實質性「崗位替代期」。亞馬遜CEO安迪·賈西公開表示，AI將導致企業總人員減少，這一表態標誌着企業的人才戰略從追求「囤積」轉向「優化」。其影響呈現出兩個危險的結構性特徵：

一是入門級白領崗位首當其衝面臨失業危機。針對應屆畢業生和初入職場的年輕求職者的職位大幅縮減，可能切斷一代人職業發展的傳統起點，造成長期的人力資本錯配。

二是持續裁員可能成為新常態。微觀上，AI技術驅動企業生產率持續提高，導致企業裁員可能不再偶發，而是變為持續的「點滴式」人員優化。從宏觀角度看，儘管AI可以帶來新增崗位，但這些職位往往要求高度專業化的AI技能，無法完全抵銷大量傳統崗位消失的

負面影響，導致勞動力市場長期處於不穩定狀態。

2026年美國AI發展將處於一個關鍵的十字路口。技術競賽和基礎設施(能源、芯片)建設將繼續高速推進，但美國社會經濟的適應性調整將面臨嚴峻考驗，這些挑戰主要集中在三大領域。

一是能源與數字基建領域：要讓AI技術發展能夠兌現預期的盈利，美國必須將升級國家電網、鼓勵能源創新和優化數據中心布局提升至國家戰略競爭力高度。

二是勞動力轉型與安全網領域：需要建立大規模、高效的技能重塑體系，並探索適應「持續就業波動」的新型社會保障與收入分配機制。

三是防範系統性風險：警惕資本市場因「效益鴻溝」而產生的劇烈波動，並深入研究自動化對總需求可能產生的抑制效應。

## 電網容量跟不上需求

即便美國將對上述挑戰的關注提升到國家戰略高度，其後續發展仍存在嚴峻挑戰。以能源和數字基建為例，一是「遠水是否能解近渴」。美國老舊電網的擴容速度遠跟不上需求，一些地區的新項目需等待長達7年才能接入電網，運營商已警告「根本沒有新增發電容量滿足需求」。儘管政府試圖加速審批，但電力系統的物理建設周期與AI算力的指數級增長之間存在難以彌合的時間差。

二是相應建設帶來的資源和社會公平維度的挑戰。巨大的電力與水資源消耗，不僅對地方生態和碳減排目標構成雙重挑戰，而且這些巨額基礎設施成本正通過電費賬單不成比例地轉嫁給普通家庭和小企業，可能加劇地區不平等。

美國還面臨由激烈的內部政治與社會分裂構成的制度性內耗問題。聯邦政府以限制撥款脅迫各州放鬆監管的做法可能引發憲法訴訟，加劇聯邦與州的對立。同時，為追求發展而大幅弱化AI倫理、安全治理及環保標準的做法已引發廣泛批評，並可能使美國在國際治理標準制定中陷入被動。

綜上所述，美國雖展現出強大的戰略意志與資源動員能力，但其國內基礎設施的老化、政治社會的極化，以及經濟結構的失衡等深層次矛盾，構成了其贏得這場長期競賽的根本性障礙。上述對美國人工智能發展趨勢的分析顯示，技術的演進速度可能會遠超社會制度的適應能力。

(作者為北京大學國家發展研究院教授、數字金融研究中心副主任)

# 置業階梯清晰 房屋資源用得其所



汪敦敏

樓市新態  
香港房屋局擬議2026/27年度的公屋入息限額平均上調2.8%，當中一人入息不得多於13230元，二人家庭入息限額20680元。

在3月16日召開的立法會房屋事務委員會會議上，有議員指「雙職家庭」容易超出二人家庭公屋的入息限額。房屋局副秘書長章景星回應稱，超出公屋入息限額者可考慮買居屋，「上車不是這麼難」。她並強調，公屋並非擁有自置居所的唯一出路，倘公屋申請者入息超出上限，可考慮買資助出售房屋。以新居屋為例，每平方呎6000多元，料約200多萬元即可自置物業，而且房委會可以提供九成按揭。章景星重申未來資助出售房屋供應增加，料抽居屋的機會並非如以往般難。

以上信息反映了幾個公屋制度的重點：

一、特區政府釐定了十分清晰的置業階梯，因此能清楚分配好什麼人有較大機會申請到公屋，什麼人有條件申請居屋。政府官員有能力準確地去分清這個界線。如此這樣，我們才能夠運用社會資源的最大效益，即是最多市民受惠。

二、超過申請公屋入息上限的人士，特區政府有提供足夠的機會，包括平均每平方呎6000多元，料約200多萬元的一手居屋，並提供九成按揭。只要真的有月薪20680元能買得到的單位出售，這就有了準備分配給市民。

三、公屋並不是人人都可以申請到的，必須要合乎收入限制和有關規

定。即是說，公屋是針對草根階層的房屋政策，房屋資助的概念並非單一階梯的永久安置，當年制定的初心是有上流階梯的機制。資助房屋階梯是「活」的，是幫助受眾力爭上游，住戶入住公屋期間，當儲蓄足夠金錢及收入改善到一個水平時，就應該上游到居屋，並交出公屋給更需要的人。筆者認為議員與官員都應該弄清楚資助界線，這樣社會資源才可以得到最多人受惠。

## 居屋九成按揭助上車

看看數據，以樓價250萬元及實用400呎的物業為例，呎價約6250元，假設九成按揭、30年期和3.25厘利率計算，入息20680元剛好能買250萬元物業，兼可符合入息要求。對年輕夫婦而言，他們有條件透過努力工作而達到人均入息中位數的收入。

統計顯示，截至去年底根據統計處25-34歲組別的就業人士每月就業收入中位數(不包括外籍家庭傭工)是24800元，兩口子收入合共49600元，每月儲蓄三成收入，約3年多可儲蓄到價值約610萬物業的首期資金，並且可符合入息要求。目前，屯門碼頭區兩房私樓400萬元以下仍有選擇，而天水圍嘉湖山莊3房500萬元以下仍有選擇。

四、置業階梯有了清楚規劃和界線，就能成功落實幫助最需要的草根人士上樓。重要的是，若轉流率這方面做得好，社會便有用之不盡的上游空間，筆者認為大家都應該要保護好房屋資助的福祉，不要使其概念模糊，亦不要令其變質。

(作者為祥益地產總裁)