

現，高能源價格對美國實際購買力的影響正在逐步浮現，眾多數據的惡化趨勢或將被進一步強化。



經濟觀察家

隨着中東局勢的緩和，以及投資者對短期波動的「脫敏」，回歸基本面將逐漸成為市場共識。而無論是實體生產的斷裂還是金融條件的收緊，戰爭所帶來的衰退衝擊影響都將變得更加顯性。

# 戰事和談未了 美衰退概率增

國金視野  
宋雪濤

無論美伊談判最終走向如何，對全球經濟增長的衝擊已經發生。衝擊將主要體現在實體生產環節的斷裂和金融條件的收緊：前者對應以美國為代表的消費型經濟體中「收入—消費—就業」循環的走弱，以及輸入性通脹對成本端的直接衝擊；後者對應全球緊縮預期的升溫、企業融資成本的上升，以及經濟順周期風險的暴露。

進一步的，不僅要關注實體與金融渠道已產生的影響，更需關注預期的變化。一方面是疫情後依然相對穩健的通脹預期是否會在又一次的供給衝擊中開始鬆動，這是聯儲行動的重要參考；另一方面，預期的貨幣緊縮及全球需求的下降如何影響AI敘事／融資的演進——可能存在一個需求放緩對經營性現金流下降，從而導致資本開支融資缺口擴大的不利走向。

備受關注的美國3月CPI數據符合預期，關注點多數放在油價的滯後傳導，但僅就核心通脹的超額結構來看，整體服務業去通脹的走勢仍在延續，這也呼應着美國服務業PMI（採購經理人指數）的連續降速。

從核心商品通脹貢獻率角度看，自2025一季起更加明顯且逐步擴大的趨勢，證明了商品關稅傳導的緩慢發生。換言之，我們此前提到的關稅傳導機制仍在生效：如果經濟進一步疲軟，企業將加大裁員力度，推動經濟加劇下行；如果經濟修復，企業將加快傳導，帶來更大通脹壓力。

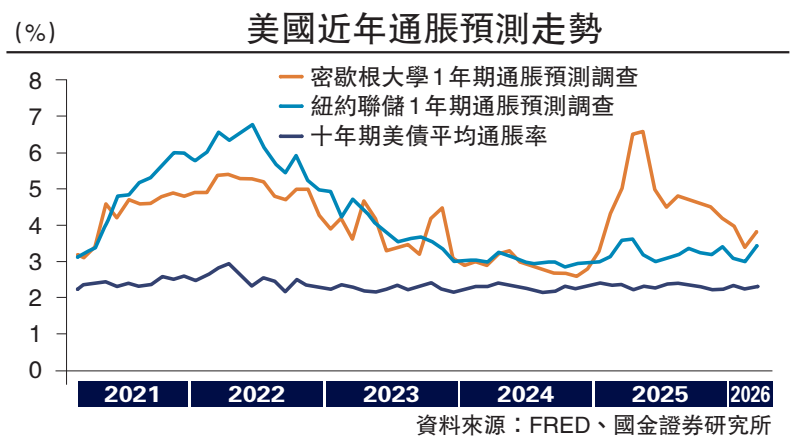
如果以服務消費價格作為供需的結果，同時觀察美國核心私人部門的就業強度，以及處於低位的儲蓄率水平，我們認為美國經濟增長的壓力依然在加劇，而非緩解。而如果從收入（實際購買力）的角度觀察，或得出一個更為悲觀的結論。過去三個月中，除轉移支付外的實際收入同比增速接近零。

## 燃油開支增 削家庭消費力

《大美法案》的退稅刺激被當作是2026年美國經濟的重要增長來源，但居民和企業面臨各自約束，其所帶來的增長刺激正逐漸被高能源價格的衝擊所抵銷。根據最新的美國國稅局數據（截至4月3日），個人退稅額平均比去年同期高約350美元；最終的增長預計在550至750美元。

但考慮到高油價的延續性，美國普通家庭的燃油消費成本也將增加。我們基於2025年數據，一個家庭全年的燃油消耗約為1000加侖，即每個月85加侖。過去一個月，美國燃油價格從3美元／加侖上漲至4美元／加侖，假設油價在4月衝高至4.5美元／加侖，隨後回落至3.5美元／加侖，則一個美國正常家庭全年的燃油賬單要增加約500美元——這大概是低收入群體年度收入的4%。

過去一年多的非農數據顯示，美國經濟在經歷一個私人部門就業零增長的環境，薪資增速也保持在3.5%至4%區間並未明顯增加。過去幾個月，美國製造業PMI的反彈所對應的非住宅商業投資復甦勢頭也可能受阻，即戰爭的衝擊影響短期內企業資本開支意願。因此，高能源價格對實際購買力的影響正在逐步展現，眾



多數數據的惡化趨勢或將被進一步強化。

對於聯儲而言，儘管美國通脹已連續五年超調，但通脹預期的相對穩定是其長期以來的「遮羞布」。

在疫情後依然相對穩健的通脹預期是否會在又一次的供給衝擊中開始鬆動，這將會成為聯儲行動的重要參考；尤其是對於美國居民部門而言，他們不會「高屋建瓴」地分析特朗普到底有多少籌碼，因為日常生活體感就可以給予最好的反饋。即使關稅被判定非法，也僅僅是企業獲得關稅的返還，但消費者無法得到任何補償。

我們已經看到居民調查中通脹預期再次波動，疫情期間通脹預期的錨定與大緩和時代低通脹環境息息相關。如果地緣衝突變多，帶來大宗商品波動的加大，這可能比服務通脹更加致命——這既是地緣的大波動時代，又是物價的大波動時代。

基於不同的WTI期貨價格路徑，在不考慮替代效應的情況下，總體CPI同比讀數高點很難突破4%，大概率落於3.5%至4%（乃至不及3.5%）的區間水平且呈現單峰回落。值得注意的是，油價走勢越悲觀（高點越高），對經濟的反噬越大，很有可能加速帶動緊縮及衰退預期的回歸，從而促使CPI水平低於預期走勢。

當然，可以鬆一口氣的是，當前美國不存在「工資—物價」螺旋的客觀條件；因此聯儲應對預期的方式也僅局限在推遲降息，而非加息。

美伊開戰至今，我們已經看到了全球央行緊縮預期的升溫、企業融資成本的上升，以及經濟順周期風險的持續暴露，這些是衰退衝擊之於金融市場最顯性的路徑。尤其是那些「宏觀金融風險」並未被化解：私募信貸、商業地產、AI融資需求、全球財政赤字等，反而在戰爭環境下放大了其脆弱性，進而加大了美國（以及全球）的廣義金融壓力。

無論是「私募信貸」還是「商業地產」，本質上都是美國經濟的順周期風險。儘管商業地產的「熱度」在過去半年逐漸被「私募信貸」所掩蓋，但是無法掩蓋的是CMBS（美國商業不動產抵押貸款證券）違約率在3月已經達到11.7%，處於歷史第二高水平，比2012年創下的峰值高出1個百分點。

「私募信貸」也是類似。當經濟增長強勁時，借款公司擁有更高的利率覆蓋率水平，放款的非銀部門也擁有更高的容忍度；但隨着增長放緩，兩端都將受到擠壓。需求的下降對應中小企業現金流收入的放緩（私募信貸的借款主體），而緊縮預期的升溫對應非銀部門風險厭惡的升溫。

儘管商業地產中，各類違約率仍在續創疫情後的新高水平，但相較於

銀行部門，以非銀部門主導的私募信貸近期顯然承擔了更大的壓力（更多的限制贖回事件）。對於幾家頭部近期遭遇私募信貸領域贖回壓力的資管機構，其股價相較於2025年初下跌近40%，某種程度已經在定價其所蘊含的資產持倉風險。

上述事件的零星發生已經開始引起聯儲重視，近期召集多家非銀金融機構可以被視作一次全面摸底。但一旦出現連帶性，聯儲的下場救助亦存在巨大的道德風險——疫情期間通過信貸便利工具直接介入一級（PMCCF）與二級（SMCCF）市場的投資級企業債以及商票融資便利（CPFF）已經被看作「越界」。

更何況，如果私募信貸爆雷，其信用主體實質遠超不上「投資級」，且承壓主體是相對間接的非銀部門——換言之，聯儲的兜底可能並不會第一時間出現。

## 融資成本增 科企勢削投資

戰爭以來科技股呈現出了明顯避險屬性，背後的核心原因是AI大廠的融資計劃與資本開支仍將按計劃推進，AI硬件和基建業績存在更大的確定性。然而，AI大廠在歐洲地區發債的成本將不可避免的提高，核心還是基於歐央行其單一的物價穩定目標所帶來的更高的加息概率。

高收益科技債利差在2月的Saas衝擊後一路走高，但對於AI硬件廠商而言，2026年的發債壓力才剛起步。3月初，亞馬遜發行了約370億美元以及145億歐元（歐元市場歷史上規模最大的企業債發行紀錄）的企業債；而稍早前的谷歌則因為發行了「百年英鎊債」同樣得到了大量關注。

發債成本的邊際上行並不是最大的挑戰，真正面臨挑戰的是緊縮預期下，全球風險偏好的下降，科技債一級市場流動性的下降。這可能並不會體現在頭部大廠的融資活動中，非頭部科技企業更可能首當其衝，面臨運營現金流緊缺的地步。

截至當下，硬件與基建仍在提供AI領域業績的確定性，而軟件（Saas）則面臨着浪潮式的生存衝擊，AI領域的避險屬性也在進一步縮圈。但可能存在一個需求放緩對經營性現金流下降，從而導致資本開支融資缺口擴大的不利走向，屆時要麼面臨資本開支削減，要麼面臨融資規模擴大。

經濟可能因為特朗普的「懸崖勒馬」而避免了更大幅度的降速，但增長的短期，乃至中期放緩已成為最大的確定性事件；實體「滯脹」加深，金融交易「衰退」，等待寬鬆貨幣政策的信號再次釋放。

（作者為國金證券首席經濟學家）

# AI時代新標準 智能經濟看詞元

共創共享  
戈峻

早前國家數據局明確將AI領域的Token翻譯為「詞元」。數據顯示，2024年初，中國日均詞元調用量只有1000億，2025年底躍升至100萬億，到今年3月底更突破140萬億。在官方正名、用量倍增的當下，標誌着以詞元為核心的價值體系與商業邏輯正在形成，讓AI服務的商業化路徑變得清晰可循，而詞元調用量的多寡，也將成為AI時代下企業能力的新標準。

所謂詞元，實際上就是人工智能大模型處理信息的最小單元，可以是一個漢字、一個標點，抑或是一個詞彙、一個段落；用戶每一次向AI提問、AI生成的每一段內容、識別的每一幅圖像，本質都是詞元的調用與運算，可以說，詞元就是智能時代的基礎資源。

據官方數據，中國日均詞元調用量在今年3月底已突破140萬億，國家數據局專家諮詢委員會委員張向宏形容，日均超140萬億詞元調用量，相當於1000萬億個中文詞彙，也相當於250個國家圖書館的資源量。

詞元對智能經濟之所以重要，可從企業和用戶兩個層面去分析。首先，作為人工智能大模型處理信息的最小單元，詞元就好像一塊積木，調用量的增長意味着催生更多新應用形態、新商業模式需要到大模型驅動。其次，縱向而言，即是大模型能力的提升，詞元用得越多，反映AI大模型的運算能力更強，能應付更複雜的任務。換句話說，詞元消耗量就是人工智能產業發展的「晴雨表」，企業提供的AI服務能力越高、應用越廣泛，產品越豐富，需要使用的詞元便越多。

因此，在互聯網+的時代，流量是量化一間科網企業能力的標準，而在AI時代，詞元就是我們衡量一個產業、一間公司能力的新指標。

詞元也是AI大模型進一步普及的關鍵，一套以詞元計費為基礎的新型商業邏輯將得以加速演進。我們要知道，長期以來AI服務面臨一大困境便是結算難

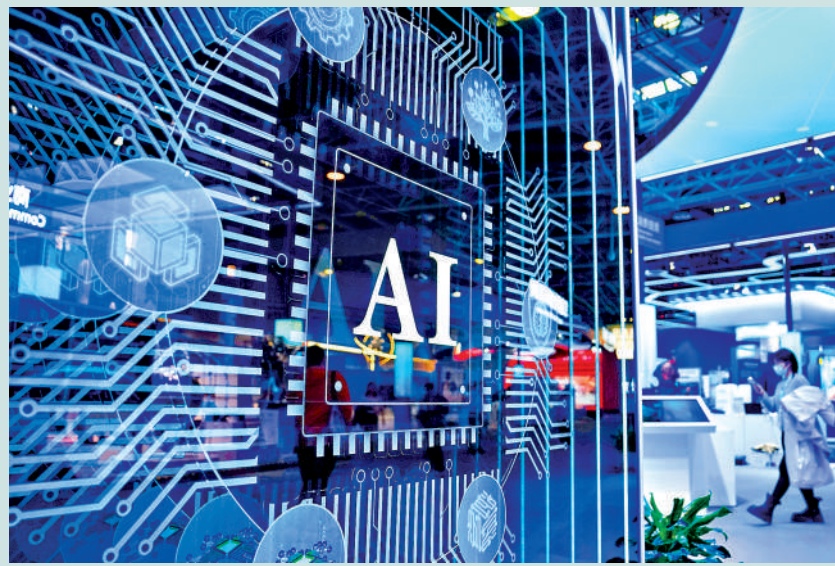
題，算力成本高昂，模型調用難以量化，用戶要使用大模型，就需要支付一整套整體的服務固定費用，這也是中小企業推動智能化的一大挑戰。然而，詞元本身就是一種可計量的最小單位，具備讓AI服務可量化的「結算貨幣」功能，有了這項功能，AI服務不單可以定價、可以交易，而且付出更精確，就如同我們按流量繳付上網費、按度數繳納電費，企業日後也可以按實際消耗的詞元數向用戶收費，用戶也可以根據自身需求和可承擔水平，靈活選擇服務規模，用多少詞元，就付多少費用。這種標準化、精細化的計費模式，讓用戶不用再為冗餘詞元買單，使AI服務更趨大眾化、平民化，從而激活整個產業鏈的商業化路徑，也標誌着以詞元為核心的價值體系與商業邏輯正在形成，過去我們會說「流量為王」，未來則將會是「詞元為王」。

## 算電協同 提供可靠能源支撐

但要進一步推動詞元使用，從而加速邁向智能經濟時代，除了企業和用戶，政府層面也是不能缺少。詞元消耗量的增長，相對地等於對電力資源有更高需求，因為除了算力，能耗是詞元調用的另一個關鍵成本，讓每個詞元用更少的算力和更少的能耗，重點就在於智算中心等基礎設施的生產能力和效率，以及優勢的綠色發電。這就好像互聯網+，我們需要強大的基站，需要全面鋪設的光纖，網絡供應商才能給用戶提供網速快又低廉的互聯網服務。今年政府工作報告首次將「算電協同」列為新基建工程，正是為詞元的海量調用提供穩定且低成本的能源支撐。

我們也須深刻明白，詞元調用量的大幅增長、「算電協同」降低詞元調用成本等等，反映的是AI應用規模、使用熱度和門檻降低，是一把為企業打開進入智能經濟時代大門的鑰匙，但在這個新時代如魚得水，依靠的始終是原始創新能力，企業在抓住詞元調用量大幅增長帶來的機會同時，強化原始創新能力建設，力爭關鍵核心技术突破，才能在新一時代中恆久致遠。

（作者為天九企服董事長兼CEO）



在AI時代，詞元就是我們衡量一個產業、一間公司能力的新指標。

# 投資者尋寶 銀主盤去貨加快

樓市智庫  
陳永傑

近期樓市氣氛回暖，上車盤及平價盤已迅速被市場吸納，二手筭盤買少見少。不少準買家發現，以往可以慢慢揀的平價已絕跡，部分購買力因而轉向銀主盤尋求機會。這種「水向低流」的現象刺激了成交，令全港住宅銀主盤存貨量在三年間首次跌穿200個關口。

截至3月底，經中原放盤的全港住宅銀主盤存貨量已跌至190個，按月跌逾7%，更是連續六個月錄得跌幅。對比去年6月高位達300個的規模，短短大半年間，銀主盤存貨量已大減近四成。

## 債主趁旺市 沽貨套現

銀主盤變搶手，主因是二手盤源緊縮，不少業主見市好，間間地反價3%至5%，形成「你加我又加」的局面。反觀銀行及財務公司為求積極去庫存，並未跟隨這股加價潮。這種價格落差，讓買家在升市中仍能挖掘到低於市價的筭盤，自然吸引大批上車客與投資者轉戰銀主盤「尋寶」。

以往樓市淡靜時，銀主盤成交零星，但今年情況卻明顯不同。今年首季，整體銀主盤（含工商舖、車位及地皮）成交量連續三季突破200宗。在全面撤辣等政策推動下，住宅板塊的復甦明顯快於工商物業。以上季為例，住宅銀主盤佔整體成交比例高達88%，反映住宅市場仍是帶動整體氣

氛的核心力量。目前整體銀主盤存貨量之中，住宅佔比已由過往逾八成，跌至不足五成。現有貨源以叫價1000萬元以下的中小型單位為主，當中不乏「親民」之選，如屯門良景邨一個未補地價單位，財務公司開價僅43萬元。

隨着樓價由低位反彈逾一成，與2021年歷史高位的差距已收窄至不足兩成。去年四季負資產宗數大幅減少逾三成，顯示斷供風險及市場壓力正在舒緩。若經濟持續改善且樓價全年升幅達15%，銀行收樓的壓力將進一步降低。預計到年底，住宅銀主盤放盤量有望回落至雙位數水平。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



銀主盤存貨量比去年6月時高位已大減近四成。