



▲到了硅基時代，AI企業可以創造比碳基更多的財富，推動GDP增長，但同時卻擴大貧富差距，同時還造成全社會新的就業壓力。

經濟觀察家

這兩天伯克希爾·哈撒韋(巴郡)正在召開股東大會，股神巴菲特在會上說，十年前花了350億美元買了蘋果股票，算上利息共為公司帶來1500億美元利潤，而他幾乎什麼也沒做。其背後原因很簡單，硅基時代(以AI及算力等產業推動經濟增長)來臨了。

硅基時代的機遇與挑戰



李迅雷 觀察家

客觀上講，像巴菲特這樣一個95歲的老人，要求他對硅基時代有一個超前而深睿的認識，實在是難為他了。其實十年前他買蘋果時，多半可能是把它作為高成長的消費股。

記得在十年前，全球半導體上游的原材料出現五年來的第一次漲價，或意味着硅基時代的來臨。筆者當時還和公司電子行業的首席展開了一次對話，他認為下游以HPC(高效能運算)、IoT(物聯網)、汽車電子為代表的新型需求推動第四波硅含量提升周期正式到來。上游硅片產能緊張與下游硅含量提升與需求形成閉環，存儲芯片作為閉環核心品種最為受益。

算力競爭加快技術創新

如今，AI的應用已經越來越廣，如以ChatGPT發布為標誌，大語言模型進入廣泛應用新時代。多模態大模型的出現，具備處理和生成多種模態的能力，彌補傳統大語言模型在視覺、聽覺等模態上的局限性；形態正從聊天機器人(Chatbot)向能夠獨立思考、調用工具、執行任務的智能體(Agent)演進。大國之間步入了算力競爭的時代，從CPU到GPU的短缺，再回到CPU的短缺；從光芯片到光模塊，再到CPO光互聯，光怪陸離，令人眼花繚亂。

從事證券行業的好處在於，不管你的學習能力強不強，你都得硬著頭皮，被硅基時代推着走。如果你不關心A股光通信板塊的爆發，有人就會叫嚷「站在光裏，不要光站着」。

相比之下，巴菲特的伯克希爾公司還是有定力，已經連續十個季度減持美股，如今已手持3970億美元現金。巴菲特認為，如今的美國股市像一個「附帶賭場的教堂」，估值水平太高了，要等到「沒有其他人願意接電話」時，才是合適的投資時機。

從估值的角度看，標普500的平均市盈率接近30倍，股息率只有1%，PB高達5.6倍，相比滬深300平均市盈率14.4倍和1.47倍的PB，以及2.62%的股息率，確實貴了，畢竟美國3月份的通脹率還是3.3%，而10年期國債收益率高達4.4%。

當然，這種基於碳基時代的估值方法可能過時了。在硅基時代，只有極少數公司才創造巨量價值，大部分公司注定要躺平。據統計，美國七巨頭2025年的利潤總額為5672.5億美元，而標普500的總利潤約為2.09萬億美元，則七巨頭的利潤佔比達到27.1%；而市值佔比則更高，約為33%至35%。

因此，可否認為，我們正處在一個越來越分化的時代，少數公司賺取了社會很大一部分利潤，毛利率高得驚人，這部分公司屬於硅基發展模式；而佔社會大部分的碳基公司則活得很累。這就是所謂的K型經濟。問題在於，K字母往上一撇的公司和個

人都屬於少數，而往下一捺的則是多數的。

也就是說，雖然我們已經步入了硅基時代，但生活方式仍將長期以碳基為主。例如，這幾天有五萬多人去奧馬哈「朝聖」巴菲特，坐飛機、住酒店、參觀伯克希爾公司、吃牛排、參加慢跑活動等，都屬於碳基消費。即便屬於硅基消費，也需要大量能耗化石能源，釋放大量二氧化碳。

貧富差距急速擴大

再來看一下分化時代的部分特徵，是否有利於經濟良性發展？首先是美國股市中資產的持有結構。據美聯儲的數據，美國前1%的富人持有的股票市值佔總市值的50%左右；後50%的人只持有總市值1%的股票。此外，美聯儲還說美國有1.24億人口拿不出400美元的應急金。

其次，儘管美國科技七巨頭市值佔比超過總市值的33%，但創造的就業數量卻相當有限。2025年，其就業總人數大約為250萬左右，亞馬遜一家就佔了156萬，而全球市值最大的英偉達，員工數量只有區區3.6萬。而且，這些巨頭們為了擴大資本開支而大量裁員，今年頭兩個月據說就裁掉了10萬餘人。

簡言之，到了硅基時代，AI企業可以創造比碳基多得多的財富，推動了GDP增長，但同時卻擴大了貧富差距，同時還造成了全社會新的就業壓力。那麼，硅基時代已經來臨，未來將如何發展，會帶來哪些問題？其實大家都在思考，卻難有明確的答案。

在美國市值超過萬億美元的，除了沃爾瑪，其他多屬於硅基企業了。在過去三十年裏，傳統製造業、能源、電信和金融業等都已退出了前十大市值公司。即便放眼全球，市值萬億美元的公司，除了美國的七巨頭加上博通、伯克希爾和沃爾瑪，還有屬於中國台灣的台積電、韓國的三星和沙特的阿美，中國內地卻沒有一家上榜。

比較中美兩大股市，發現一個顯著的不同，就是A股的超大公司市值不夠大，分化程度不如美股那麼突出。且全球化程度普遍不高，大公司交易佔比低，估值相對便宜，小公司估值相對貴，交易活躍。此外，美國大企業多是通過不斷併購而做大做強，這方面國內大公司的成功案例不多。

當然，中國過萬億人民幣市值的公司還是不少，只是以傳統產業和國企為主，這些超大型企業對應着幾萬人乃至幾十萬人的就業。而且，中國國企拉動的實際就業人數是被低估的，因為除了正式工以外，國企還存在大量的勞務派遣工或是服務外包用工，其用工數量在某些央企甚至數倍於正式工。

在那些互聯網大廠之間，就業數量差距因商業模式的不同而拉大。舉例來說，騰訊的市值是京東的13倍，2025年淨利潤為2200多億元人民

幣，但就業人數只有10多萬，只有京東的九分之一左右。也就是說，評估一家企業，不僅要看其商業價值，還得看其社會價值。尤其在硅基時代對就業帶來的衝擊越來越大的時候。

巴郡套現準備過冬

2000年互聯網時代來臨後，線上交易越來越活躍，對實體店帶來了巨大衝擊，同時隨着快遞和外賣業務的普及，又導致了大量的「白色污染(包裝袋、包裝盒和膠帶等)」。而且，大廠之間的價格戰又帶來了社會資源的錯配和浪費。如今，中國靈活就業人口估計為2.87億(截至2025年11月，數據來自天津市政協官網)，佔總就業人口7.25億的近40%。靈活就業數量過大，是否會對將來的就業和社保帶來怎樣衝擊，也需要作充分的評估。

當AI產業高成長期結束之後，未來這些高盈利、低就業的硅基企業還能維持那麼大的市值水平嗎？如今，美國的各大AI企業都在瘋狂擴大資本開支，2026年美國七巨頭的資本開支額預期在7000億至7500億美元之間，比2025年增長70%至80%，助推美國GDP轉軸投資增長，而中國AI企業資本開支也將大幅增長。

有一種說法，不擴大資本開支，其結果一定是死，但擴大資本開支，並不一定就能活。在這樣一種勝王敗寇的激烈競爭氛圍下，AI泡沫破滅恐怕是早晚的事，就像當年互聯網泡沫破滅一樣。如巴菲特已經持續減持股票，持有越來越多的現金，為嚴寒到來做準備。

拉長歷史看，各種泡沫的破滅其實都是好事，可以讓投資者和市場回歸理性，通過優勝劣汰來進一步提升勞動生產率和資源配置的效率。如2001年美國互聯網泡沫破滅後，互聯網進一步得到了普及，並由此讓一批科技巨頭崛起，引領全球步入硅基時代。

就全球經濟和社會而言，AI革命正推動着勞動生產率的提高和人類進步，改寫着傳統的經濟學和社會學等學科。例如，站在現代發展經濟學理論看，一致認為人口老齡化必然帶來經濟減速，尤其到了超老齡化階段，經濟減速會進一步降至3%以下。

而今年一季度，已經步入超老齡化階段的中國台灣的經濟減速居然達到兩位數；同樣步入超老齡化的韓國，經濟減速也不差。因此，硅基時代的科技發展仍將推動歷史的車輪滾滾向前，儘管會揚起塵埃，甚至可能壓塌路基。

從互聯網+到AI+，我們都需要提前做好應對之策，如何面對社會、行業、企業和居民部門分化的加劇，去減輕由此帶來的劇震；如何通過大力發展各類服務業，來創造新的就業機會，以應對硅基時代對就業需求大幅減少的衝擊；如何未雨綢繆，以降今後可能出現的AI泡沫破滅對各行各業帶來的風險。

(作者為中泰證券首席經濟學家)

警惕中東地緣尾部風險



趙偉 金融熱話

中東地緣風險尚未解除，美股卻不斷刷新歷史新高，市場對地緣尾部風險的定價或相對不足。4月中旬以來，隨着美伊停火協議的達成，市場逐步轉向了TACO(特朗普總是在臨陣退縮)交易，美股也在這一背景下不斷刷新歷史新高。然而，霍爾木茲海峽的封鎖仍在延續，風險並未解除。

事實上，在市場沉浸於樂觀情緒的同時，原油的庫存卻在發出「警報」。3月以來，霍爾木茲海峽的原油通行量已見底，僅在個別交易日釋放了少量原油；但前期，尚有3月前出港的「海上在途」原油提供支撐。然而，4月中旬以來，前期作為緩衝的「在途庫存」已消耗殆盡，波斯灣運出的原油到港量已接近「歸零」。從原油價格的期限價差來看，OECD(經合組織)原油庫存的偏離度或已接近2022年以來新低。

值得關注的是，隨着封鎖的延續、庫存的消耗，風險並不是「線性」累積，而是「指數級」被放大。當庫區見底時，煉廠為了維持裝置不被非計劃停機，將不計成本地在現貨市場掃貨，導致不同區域間現貨油價大幅分化；同時，現貨逼空會直接傳導至期貨市場，導致近月合約出現極端升水。當前的低庫存狀態或意味着，市場吸收地緣衝擊的「海綿」已被榨乾，油價隨時面臨跳躍式的上漲風險。

即便霍爾木茲海峽封鎖解除，相較戰前、原油價格的中樞或也有顯著抬升。首先，熱戰可能緩和，但供給傷痕未必同步消失。1)地緣衝突往往留下中長期原油生產缺口。2)貿易路線可能重組，原有的最低成本供給鏈條可能難以完全恢復，航行周期拉長。3)中東實物原油從裝船到煉廠交付存在30至40天左右滯後，即使衝突立即結束，供給完全恢復也可能需1至2個月。4)油井長期停產後，恢復至滿產需要數周甚至數月時間。

其次，原油增量的供給釋放，受制於「剩餘產能」與前期資本開支，有一定的滯後性。一方面，當前油剩餘產能處於低位，解封後實際可在短期內充分動用的安全墊並不充裕，在地緣風險仍高的環境下，相關國家也未願迅速、足量投放。另一方面，後續若要進一步擴產，需依賴新一輪鑽井、完井

及配套油服投入，而從資本開支啟動到產量兌現通常存在一年甚至更長時滯。

再次，即便供給逐步恢復，終端湧現的「安全冗余」補庫需求也會對油價有一定支撐，導致油價中樞難以大幅回落。此次地緣摩擦後，部分經濟體尤其或將更為深刻地認識到當前地緣環境的脆弱性，這將導致在供給恢復後，部分經濟體增加「安全冗余」性補庫需求。而這一增量需求的支撐，疊加供給的緩慢恢復，或導致油價中樞難現回落。

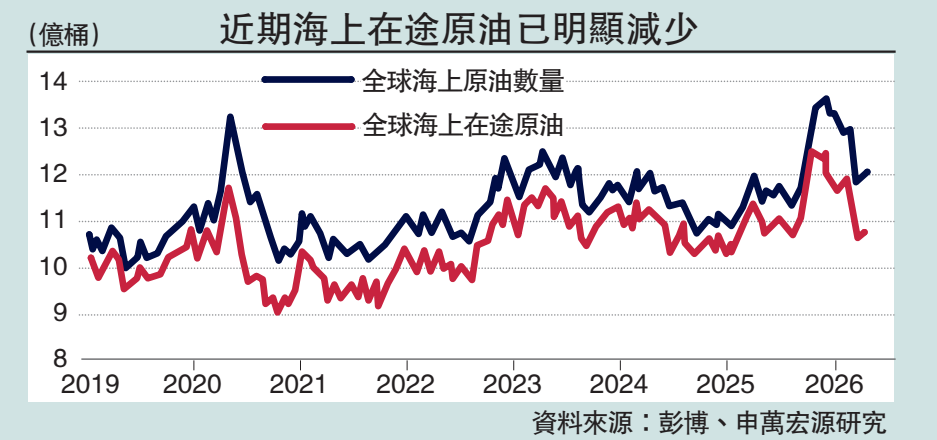
能源缺口難以填補

如果霍爾木茲海峽封鎖「長期化」，部分生產型經濟體面臨的已不止是價格衝擊，而是逐步逼近的物理斷供風險。東南亞、日韓等生產型經濟體，一方面能源結構中油氣佔比較高、且自給率較低；另一方面，其原油和LNG(液化天然氣)進口高度依賴波斯灣，替代採購半徑更長、成本更高、速度更慢。雖然多數經濟體仍保有一定儲備庫存，但可用天數大多僅在100至200天區間。隨着封鎖持續、海上在途原油被不斷消耗，當前庫存已在持續縮水。

一旦出現實質性斷供，短期內能源缺口很難通過其他能源形式有效替代。原油不僅對應交通燃料，還廣泛嵌入發電、石化原料、航運物流、工業熱能等多個部門。對於高度依賴進口油氣的經濟體而言，短期內無論是煤炭回補、天然氣改配，還是可再生能源補位，都難以在規模、時間和基礎設施約束下迅速填補缺口。此外，替代性能源價格同樣也會共振大漲，進一步加劇經濟的滯脹風險。

當供給衝擊已無法通過庫存、替代或增產對沖時，「需求衝擊」式的被動出清或將演繹，這可能將部分經濟體推向「硬著陸」。歷史回溯來看，油價對全球經濟衝擊是「非線性」的，以美國為例，歷史上當油價相對過去三年高點漲幅超過20%時，未來四個季度美國GDP平均增速會降至零附近，當前二季度WTI油價已處於該閾值附近，即「需求衝擊」區域。根據OECD對2026年經濟增速預測，中東局勢對發達經濟體衝擊力度排序為：歐元區>日本>美國；地區層面，OECD亞太地區所受衝擊或最大，其中製造業權重較高、外需依賴較深、能源進口敞口較大的經濟體或需關注。

(作者為申萬宏源首席經濟學家)



港經濟勢頭勁 新盤旺市延續



馬泰陽 樓市朝陽

近期有人仍以零售、旅遊或飲食行業表現尚未全面復原為由，斷言「近期樓市反彈後繼無力」。但數據會說話，香港經濟正展現強勁、廣泛而全面的復甦勢頭。

政府統計處最新公布，首季本地生產總值按年增長5.9%，遠超市場預期，創近五年最佳表現。其中，貨品出口大增23.4%，入口增長29.9%，訪港旅客量亦上升17%至1430萬人次，顯示出口、消費及旅遊業均同步強勁復甦，不僅為整體經濟注入強大動力，更為樓市帶來堅實的基本面支持，令上述相對偏頗的觀點不攻自破。

在宏觀環境明顯改善的背景下，一手樓市表現突出。今年截至5月4日，一手住宅成交量已錄得8754宗，總成交金額突破1004億元，成為2013年一手銷售條例實施以來最快破千億的一年，反映市場資金對新盤的強烈追捧。

單月數據同樣亮眼，4月單月一手成交逾2200宗，連續兩個月維持逾2000宗的高活躍度。5月第二個周末，發展商更一口氣推售超過500伙，預料5月新盤市場將繼續「圍城」，維持「一手天下」的熾熱局面。

貨尾銳減 料善價而沽

與此同時，市場一向關注貨尾高企壓力正逐步緩解。據美聯物業研究中心資料顯示，最新4月份累積貨尾量錄

得約1.74萬伙，創出三年次低，與去年1月高位約2.31萬伙相比，減少約5649伙，跌幅高逾24%。發展商去貨暢順，「善價而沽」重新成為主流，樓市供求趨於平衡，為樓市帶來明確利好訊號。

多重正面因素亦獲國際機構認同，如日前摩根士丹利將本港全年樓價預測升幅，由1月時預計升10%上調至升12%；國際評級機構標準普爾則預期，今年香港樓價最多可升一成。至於花旗調查顯示，在逾800名平均年齡約39歲的「百萬年薪」受訪港人中，有65%表示看好後市；近七成(約69%)計劃在未來一年內入市，置業信心明顯增強。

樓市回暖直接帶動就業市場。地監局最新數據顯示，截至4月底，全港持牌代理人數最新報3.7948萬人，連升兩個月，創十三個月高位。面對市況蓬勃，美聯作為業界龍頭，正加快靈活擴充分行及人才布局。繼今年首季分別於屯門和天水圍等北部都會區重點區域落戶後，今季進一步於九龍東啟德和將軍澳等地區擴充據點；同時亦在九龍灣及馬鞍山等增設分行及增聘人手，全面提升服務覆蓋及市場佔有率。

展望樓市，在經濟穩健復甦，以及新盤旺熱的雙重強勁推力下，香港樓市前景相當樂觀。若中東局勢進一步緩和，加上美國聯儲局減息步伐更趨明朗，屆時整體樓市定必進一步向上。

(作者為美聯集團行政總裁(住宅))