

通脹來襲 美債全線下跌



微觀經濟
周浩

上周全球債市出現共振式調整，利率快速上行不僅刷新階段高點，也打破了此前「通脹逐步回落+利率見頂」的主流敘事。從市場表現來看，此輪波動的核心特徵在於長端收益率的失蹙及通脹預期的再定價，背後則是宏觀基本、政策預期與地緣政治多重因素交織所形成的系統性衝擊。整體而言，債市正在從單一的貨幣政策交易，轉向更複雜的「通脹、財政、地緣風險」三維定價框架。

美國國債市場無疑是本輪調整的中心。收益率曲線整體上移的同時，期限結構呈現出明顯的熊陡化特徵，其中長端利率的上行尤為劇烈。2年期收益率上升至4.08厘，反映出市場對短期政策利率路徑的重新評估；但更值得關注的是10年與30年期收益率分別攀升至4.59厘和5.13厘左右，前者創出一年多新高，後者更是刷新近十八年來最高水平。

從驅動因素來看，本輪債市拋售的首要推手是通脹預期的顯著上修。費城聯儲的最新調查將二季度CPI預期大幅調升至6%，遠高於此前水平，同時長期通脹預期持續高於政策目標，這一變化直接衝擊了市場對「通脹已受控」的共識。在此背景下，美聯儲官員密集釋放偏鷹的信號，強調通脹仍是最主要的風險，進一步強化了利率「higher for longer」的定價邏輯。

與此同時，地緣政治因素成為重要放大器。圍繞霍爾木茲海峽的不確定性在本周明顯升溫，導致市場對原油供應擾動的擔憂加劇，油價快速上行。這一變化通過能源價格渠道強化了輸入型通脹壓力，也使債券市場開始計入「二次通脹」甚至通脹再加速的風險情景。歷史經驗表明，當能源價格衝擊疊加通脹預期抬升時，債券市場往往會迅速進行風險溢價重估，而本輪價格調整正體現這一邏輯。

除通脹與地緣風險之外，財政因素在長端利率中的影響正逐步顯性化。美國長期債券需求疲弱，多場國債拍賣結果不佳，顯示在當前高通脹和高利率環境下，投資者對長期固定收益資產的配置意願明顯下降。財政赤字和債務供給壓力也處於高位，疊加未來潛在的利率上行環境，使市場對美國財政可持續性的擔憂加劇。長端收益率的上升在某種程度上可以視為市場要求更高的「財政風險補償」。

從市場結構角度看，利率上行同樣伴隨著倉位層面的調整。期貨市場數

據顯示，10年期國債及聯邦基金利率合約均出現一定程度的多頭平倉，這意味着此前建立在「利率見頂」預期之上的倉位正在被快速清理。在流動性相對有限的背景下，這種被動去槓桿往往會放大利率波動幅度，形成「價格下跌、倉位平倉、進一步下跌」負反饋鏈條。

利率仍有上行空間

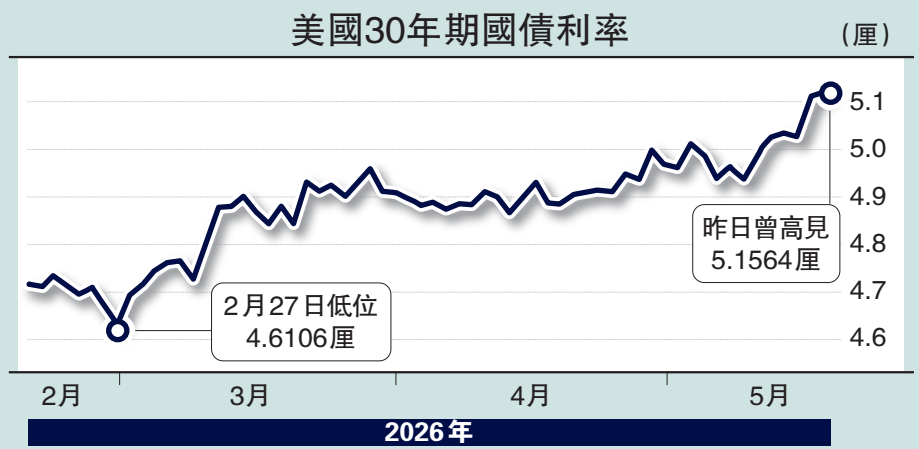
全球範圍內，債券市場的調整也呈現出明顯的同步性。日本30年期國債收益率首次觸及4厘，英國國債收益率在政治不確定性背景下下降至近三十年高位。這種跨市場共振表明，當前衝擊並非單一經濟體所獨有，而是全球範圍內通脹、財政壓力與政策不確定性共同作用的結果。此背景下，G7層面已開始關注債市波動問題，意味政策層面對金融條件快速收緊的風險高度警惕。

債市的劇烈波動迅速向其他資產類別傳導，權益市場首當其衝。美股在上周五出現明顯回調，三大指數均錄得超過1%的跌幅，其中科技股與高估值板塊承壓更為顯著。從定價邏輯看，利率上行直接抬升貼現率，對依賴遠期現金流的成長型資產構成壓制。與此同時，傳統防禦板塊如公用事業亦出現較大跌幅，反映在高利率環境下，穩定分紅類資產的相對吸引力下降。更重要的是，近期由AI主題驅動的風險資產上漲邏輯，正面臨利率擾動的挑戰，一旦無風險收益率持續抬升，估值擴張空間將受到明顯制約。

展望後市，市場的關鍵變量仍在於通脹路徑與政策回應之間的動態博弈。一方面，美聯儲會議紀要、房地產與消費者信心數據，將為判斷經濟韌性與通脹壓力提供新的線索；另一方面，若能源價格繼續維持高位或進一步上行，通脹預期可能繼續強化，從而推動利率進一步上移。短期內，收益率曲線或維持高波動狀態，長端利率仍有測試更高區間的可能。

綜合來看，本輪債券市場調整不僅是一次短期情緒驅動的拋售，更可能標誌著市場定價框架的階段性切換。從「通脹回落與政策寬鬆預期」轉向「通脹黏性與結構性風險重估」，意味著利率中樞與波動水平都可能進入新的區間。在此背景下，資產配置邏輯需要隨之調整，久期風險管理的重要性顯著上升，而跨資產之間的聯動性也將進一步增強。對於投資者而言，理解本輪利率上行背後的結構性驅動，將是應對未來市場波動的關鍵。

（作者為國泰海通旗GTJAI首席經濟學家）



豪宅市場升溫 連錄高價成交



樓語縱橫
楊永健

在一年前，呎價達5萬元以上的豪宅成交，已經是相當難能可貴的高價。大家亦明白自四、五年前，樓價開始回落，追捧豪宅物業的資金退場後，豪宅成交顯著回落。成交價超越1億元的豪宅，或是呎價超越5萬元的成交，在市場上鳳毛麟角。

政府今年落實向超級豪宅加徵稅款，將超過1億元的豪宅印花稅稅率，由原來的4.25%上調至6.5%，猶如向豪宅市場「潑冷水」。

今年初市場錄得呎價超越10萬元的超級豪宅成交，淺水灣南灣坊的單幢豪宅一口氣售出6伙分層豪宅，成交價高達8.6億元，最高呎價突破10萬元。奈何2月底豪宅釐印費突然調高，對準買家構成一定的心理影響。措施推出後，逾億元的豪宅成交確實大減，但連月來豪宅市場已重新升溫，接連錄得大宗高價成交。近月港島半山超級豪宅天御、中環雅盈峰、赤柱One Stanley錄得多宗成交，連帶黃竹坑站6期Deep Water South，亦錄得個別呎價逾5萬元的高價成交，隨著超級豪宅新盤賣少見少，新近連帶二手市場亦錄得罕有大額高價成交。

本地企業家高振順，新近以高價售出有亞洲樓王之稱的山頂超級豪宅Mount Nicholson，剛售出為第二期高層A及B室，實用面積分別為4566平方呎及4289平方呎，均為四房兩廳，分別以4.6億及4.4億元成交，平均成交呎價約為10.1639萬元，業主於2017年1月以6.52億元購入該兩伙單位，當時成交呎價僅約7.3萬元，持貨9年賬面獲利2.48億元，期內大幅升值38%。

近年新盤市場上超級豪宅賣少見少，過去西半山的天御以至中環雅盈峰等豪宅新盤，項目均取得理想的銷售成績，整體呎價更一浪高於一浪。稍後九龍區以至香港區均有超級豪宅新盤計劃於下半年展開推售，其中由九龍倉及會德豐發展的九龍塘龍庭里8號，項目早前已正式定名為The Monet，項目僅僅提供133伙豪宅單位，遠眺維港海景，勢必成為九龍豪宅新地標。

山頂新盤呎價料創新高

另外由九龍倉、會德豐等合作發展的港島山頂文輝道項目，物業分為兩部分，其中文輝道2號分三期合共41伙超級豪宅；而文輝道15至23號亦提供16伙單位，呎價有機會再創新高。

（作者為世紀21星鑄總經理）



▲全球競爭的核心賽道轉向以AI為核心、以算力為基礎的科技話語權爭奪。中國主張開放包容、多元共治的全球算力格局。

經濟觀察家

中美元首今次會晤超越了常規外交互動，成為觀察全球科技格局、產業話語權博弈的核心窗口。

在諸多議題中，算力產業競爭無疑是最關鍵、最尖銳的一環。當下，算力已從單純的技術指標升級為「國力核心支柱」。

中美科技博弈 聚焦算力競爭



淵謀遠略
袁淵

進入21世紀第三個十年，全球競爭的核心賽道已從傳統的軍事、經濟、地緣博弈，轉向以AI為核心、以算力為基礎的科技話語權爭奪。算力，簡單來說是數據處理、模型訓練、信息運算的能力，如今已成為支撐AI大模型、自動駕駛、生物醫藥、智能製造、金融科技等高端產業的「核心發動機」，更是數字經濟時代的「新石油」。

三大核心競爭矛盾

中美算力產業相關的博弈，集中體現為三重不可調和的核心矛盾，也是兩國競爭的關鍵焦點。

第一重矛盾：技術封鎖與自主突破的對抗。美國將高端算力芯片（英偉達H200、B200等）、半導體製造設備、AI基礎軟件生態視為「核心霸權工具」，自2022年起不斷收緊出口管制，層層圍堵中國獲取高端算力的通道。2025年更新的管制規則，進一步擴大禁令範圍，不僅限制芯片出口，還禁止美國企業協助中國訓練頂級AI模型，甚至嚴防芯片通過第三國「繞道」流入中國。美國的核心邏輯很明確：只要卡死高端算力供給，中國AI產業就會陷入「無源之水」，永遠無法實現底層突破。

而中國的核心訴求，是算力自主可控。面對封鎖，中國放棄「依賴進口」幻想，全力推進國產算力芯片研發、算力基礎設施建設、軟件生態搭建。從華為昇騰系列芯片實現對英偉達的替代適配，到DeepSeek、文心一言等國產大模型完成純國產算力全流程訓練，再到「東數西算」工程構建全國一體化算力網絡，中國正以「廣積糧、高築牆」的策略，突破美國技術壁壘。這種「封鎖一突破」的對抗，是中美元首會談中算力議題的核心矛盾，也是兩國科技博弈的底層邏輯。

第二重矛盾：全球算力霸權與多元格局的博弈。美國憑藉英偉達、谷歌、微軟等科技巨頭，掌控全球約60%的AI算力，壟斷78%的高端AI芯片，形成「一家獨大」的算力霸權格局。美國的目標是維護這一霸權，主導全球AI治理規則、算力技術標準，將算力作為「經濟制裁、科技遏制」的工具，鞏固其全球霸主地位。

中國則主張開放包容、多元共治的全球算力格局。中國認為，算力是全人類共同的技術財富，不應被少數國家壟斷，更不能成為遏制他國發展的工具。中國推動算力領域的國際合作，與「一帶一路」沿線國家共建算力基礎設施，分享算力技術成果，本質上是挑戰美國的算力霸權，推動全球算力格局從「單極主導」向「中美雙強、多元參與」轉變。這種「霸權維護」與「格局重塑」的博弈，貫穿於中美元首會談的全過程，也是全球科技秩序變革的核心體現。

第三重矛盾：產業利益爭奪與規則主導權的較量。算力產業已成為全

球增長最快、利潤最高的核心產業之一。2026年全球AI算力投資總額預計突破1萬億美元。對中美兩國而言，算力產業不僅關乎科技安全，更直接關聯巨大的經濟利益——從芯片製造、服務器生產、數據中心建設，到AI應用落地、軟件服務輸出，算力產業鏈覆蓋數千億美元市場，帶動數百萬就業崗位。

短期博弈側重硬件與技術

中美元首會談後，兩國算力產業競爭短期烈度有所緩和，避免全面對抗，局部領域開放合作窗口，核心體現在三方面。

首先，高端芯片管制邊際鬆動。會談後，美國雖未全面解除高端算力芯片對華出口管制，但批准英偉達H200芯片對華有限出口（數量受限、性能閹割），同時允許AMD向中國出口MI250等中高端芯片。這一調整，短期緩解中國高端算力短缺困境，為國產芯片研發爭取緩衝時間——中國可利用進口芯片訓練大模型、積累技術經驗，同時加速國產芯片迭代，避免「完全斷供」導致的產業停滯。

其次，算力應用領域合作重啟。兩國在AI應用落地、算力服務貿易、數據中心建設等非核心技術領域達成合作共識，重啟中斷的合作項目。例如，英偉達與阿里雲、騰訊雲達成合作，為其提供H200芯片算力服務；中美企業聯合開發垂直領域AI應用（醫療、教育、工業），共享算力資源與應用場景。這種合作雖不涉及核心技术轉讓，但能推動中國算力應用升級，同時為美國算力企業打開中國市場，實現「利益互換」。

再次，避免全面脫鉤，維持「有限競爭+局部合作」格局。會談明確，兩國算力產業競爭「不脫鉤、不斷鏈、不全面對抗」，避免因技術封鎖引發全球算力產業鏈斷裂。美國不再無差別打壓中國所有算力企業，中國也暫停極端反制措施，雙方維持「高端技術封鎖、中低端合作」的良性競爭邊界。這種格局，短期為中國算力產業創造相對穩定的發展環境，避免「封鎖升級一反制加劇」的惡性循環。

中期競爭轉向生態與規則

短期緩和背後，中美元首會談進一步明確了中期競爭焦點，算力產業博弈從「硬件封鎖」轉向「生態爭奪+規則主導權」，競爭更趨激烈、更具深層性。

首先，軟件生態成為核心戰場。會談後，美國意識到，僅靠硬件封鎖無法阻止中國算力產業崛起，必須從軟件生態層面遏制。美國加強對CUDA生態的保護，禁止美國企業向中國轉讓生態技術、協助國產框架適配，同時拉攏盟友構建「排除中國」的AI生態聯盟。中國則加速推進國產軟件生態建設，加大對華為CANN、百度飛漿等平台的投入，推出「國產算力+國產框架」一體化解決方案。

其次，全球算力規則主導權博弈白熱化。會談中，兩國就AI治理、算力標準、數據安全、技術倫理等規則議題展開激烈交鋒，分歧難以調和。美國推動美歐日AI聯盟，試圖將西式規則強加於全球，主張「技術領先者主導規則」，維護算力霸權；中國主張開放包容、平等協商的規則制定機制，兼顧發展中國家利益，反對技術霸權與規則壟斷。未來，兩國將在聯合國、G20、金磚國家等國際平台，圍繞算力規則展開長期博弈。

再次，產業鏈重構加速，「去美國化」與「聯盟化」並行。會談後，中國堅定推進算力產業鏈「去美國化」，加大對國產芯片、國產設備、國產軟件的扶持，構建自主可控的產業鏈體系，降低對美國技術的依賴。美國則拉攏盟友（歐盟、日韓）構建「算力聯盟」，將高端算力技術、芯片製造、軟件生態局限於聯盟內部，形成「技術隔離圈」，孤立中國算力產業。這種產業鏈重構，將加劇全球算力產業的「分裂化」，從「兩國對抗」升級為「兩大陣營博弈」。

長期產業格局重塑

從長期（5-10年）看，中美元首會談是全球算力格局重塑的轉折點，美國算力霸權逐步瓦解，中國算力產業加速崛起，全球算力格局從「單極主導」向「中美雙強、多元參與」轉變。

首先，中國算力產業實現從追趕至並跑、局部領先。依託政策、資本、市場、算電協同四大優勢，中國算力產業將持續快速發展：2028-2030年，國產高端算力芯片性能將追平英偉達同期產品，軟件生態完善度接近CUDA水平；2030年後，中國AI算力份額將提升至30%至40%，與美國形成「平分秋色」的雙強格局。在算力應用、算電協同、數據中心建設等領域，中國將實現全球領跑。

其次，美國算力霸權逐步瓦解，優勢持續弱化。受電力危機、市場依賴、盟友離心、技術迭代放緩等因素影響，美國算力霸權難以長期維持：高端芯片壟斷將被逐步打破，軟件生態面臨國產框架的強力競爭，全球算力份額逐步下滑。同時，美國「技術霸權+規則壟斷」的做法，引發全球多數國家不滿，盟友離心傾向加劇，難以形成穩固的「反華算力聯盟」。長期來看，美國將從「算力霸主」降級為「算力強國」，與中國形成「雙強競爭」格局，霸權時代終結。

再次，全球算力格局多元共治，規則更趨公平合理。隨着中國算力產業崛起、美國霸權瓦解，全球算力格局將告別「單極主導」，形成「中美雙強、歐盟/日韓/印度等多極參與」的多元共治格局。這種格局，將推動算力技術成為全人類共同的財富，促進全球數字經濟均衡發展，避免少數國家壟斷技術、遏制他國發展。

（作者為外資投資基金董事總經理）