

# 四重約束 美債利率易上難下



悉與君知  
周君芝

美伊衝突正進入「打打談談」的第三階段，市場敘事正在從TACO (Trump Always Chickens Out, 特朗普總是臨陣退縮) 切換至NACHO (Not A Chance Hormuz Opens, 霍爾木茲海峽重開沒望)，而眼下推升美債利率的最重要原因有四個：

第一，美伊衝突交易進入新階段。圍繞美伊衝突的市場交易敘事已從第一階段(全面軍事行動高峰)、第二階段(特朗普TACO和停火談判)演進到當前的第三階段——「打打談談」的不穩定均衡階段，三方核心利益分歧未消除，但都有避免全面失控的現實約束。但市場已經不再滿足於特朗普單邊釋放出的談判信號，而是關注霍爾木茲海峽開放通行的實質性進展。

美伊衝突第三階段的特徵不是緩和，而是「長期化」。市場敘事正從TACO切換到NACHO，NACHO的本質是TACO的反面，反映出市場對特朗普在地緣政策可信度上「用腳投票」。這種長期化對債券市場意味着：美債期限溢價中需要持續定價一個「伊明右尾風險」，而不是把它看作可以快速消失的一次性衝擊。

第二，人工智能(AI)新舊經濟同時推升美國通脹和經濟。超大規模雲廠商2026年資本開支規模進一步上升，預計全年資本開支7550億美元，按年增長83%，這是本世紀以來規模最大的「新經濟」資本開支周期。AI是互聯網泡沫以來規模最大的一次基建周期，而新經濟和舊經濟在交替的初期，新舊經濟同時對通脹和經濟數據形成支撐。

與此同時，如此規模的資本開支，對舊經濟產生外溢影響。例如數據中心建設外溢到電力基建和傳統建築業，AI電力需求正在反向激活美國電網現代化、燃氣發電廠復建、SMR小型核反應堆等長期擱置的電力基建項目。傳統藍領工種出現強勁的需求擴張：數據中心建築工的時薪較非數據中心高出32%，年薪8.18萬美元；部分德州數據中心電工年薪達24萬至28萬美元。

第三，全球央行轉向加息和沃什上台。隨着布蘭特原油站穩110美元，在多年高通脹的背景下，主要央行可能難以忽視此次原油衝擊，英倫銀行行長5月初公開表態「伊朗帶來的強烈價格

壓力意味着加息是合理的」，市場已經計入6月歐央行加息的預期，同時美聯儲年內減息預期再次歸零。

美聯儲新主席沃什上台，其在今年4月參議院聽證會上的表態偏鷹。沃什稱「通脹仍然是美國家庭的核心問題」，「美聯儲需要一個新框架來應對持續性通脹」，「央行疫情後的政策錯誤直接推升了價格壓力」。市場定價沃什在政治壓力下的「反向獨立性」，通脹面臨約束時，沃什反而比鮑威爾後期更難做出減息決策。但從中長期來看，沃什關於「AI提升生產率壓力通脹」的言論為2027年轉鴿留有空間。

最後，全球債務外溢。疫情後，美、日、歐主流經濟體財政擴張，至今深陷財政整頓困境，全球財政易鬆難緊，長債利率易上難下。

地緣的不確定性進一步迫使歐日啟動「能源補貼+國防擴張」的財政加碼。日本財政部新一輪能源價格補貼方案出台，推升日債利率進一步接近債務不可持續的水平。英國被迫為家庭能源成本援助預留更多財政空間，使秋季預算的缺口進一步暴露。英國工黨在地方選舉慘敗，黨內施壓首相辭職，英鎊連跌五個交易日，英債收益率已接近2008年最高點。

## 原油短缺風險升溫

去年對等關稅、今年美伊衝突後，特朗普TACO的表態均觸發了市場的V形反彈。但隨着美伊衝突進入新階段，美債利率創下新高。我們認為，今年特朗普地緣TACO與去年關稅TACO的本質區別在於：市場對特朗普重新打通霍爾木茲海峽的能力普遍懷疑，把霍爾木茲海峽受阻當作持續性的宏觀背景而非短期地緣衝擊來定價，而在此過程中，原油存在實實在在的供應短缺。時間愈久，霍爾木茲海峽的影響不會像關稅一樣愈小，反而可能面臨油價非線性上漲的尾部風險。

美債當前已定價了布蘭特原油85美元的中樞油價水平和消費物價指數逾3%的通脹環境，10年期美債4.5%的中樞與這一基本面是相符的。但霍爾木茲海峽的不確定性懸而未決，決定了短期10年期美債利率易上難下。

往前看，美債利率的兩個預期差在於：1) AI對經濟影響的敘事轉變為就業替代失業率上升，還是新舊經濟繼續同時推高通脹？2) 新主席沃什的底色是鷹是鴿？

中期(6-12個月)維度下，逾4.5%的10年期美債會對經濟和美股形成負反饋，過去幾年多次驗證這一規律。這一負反饋會成為美債6至12個月維度下高位回落的最重要內生機制。

長期(12個月+)維度下，全球債務難解，期限溢價繼續抬升，高位區間長期震盪。我們認為，美債將在4%至5%高位區間長期震盪，很難下降到4%以下的區間。

(作者為中信建投證券首席宏觀分析師)



# 港樓暢旺 新盤成交升破萬宗



樓市智庫  
陳永傑

本港樓市再掀狂潮，新盤市場吸金力驚人。今年首5個半月，整體一手成交量已衝破一萬宗大關，寫下2013年一手新例實施以來，最快達成「破萬」紀錄的歷史新章。

回看去年上半年，在全面撤辣的帶動下，一手市場迎來報復式反彈，成交高達9300宗，市況本已相當暢旺，但仍要到7月才突破一萬宗大關。豈料今年樓市狂潮「沒有最旺，只有更旺」，單是首季成交量已多達6300宗，按年升逾四成。今年短短5個半月便率先衝破萬宗大關，反映市場購買力澎湃，市民生怕遲買更貴而爭相蜂擁入市，搶盤氣氛熾熱。

事實上，這股狂潮早在今年初已埋下伏線。今年大市步入升軌，傳統的「小陽春」更打破常規，提早於1月農曆新年前爆發。根據差估署最新數據，3月私宅樓價指數按月再升1.39%，連升10個月；單是今年首季樓價已累升4.4%，一舉超越去年全年升幅。

在「價量齊升」的夾擊下，市場氣氛急劇升溫，買家追價入市；眼見市況轉趨積極，發展商紛紛採取快馬加鞭的推盤策略，務求以全速「去庫存」收割市場購買力。

縱觀2013年一手新例實施以來，上半年一手成交量衝破萬宗的年份極為

罕見。過去十多年，僅得2019年大旺市時錄得約11652宗，其次為2017年的約9775宗。反觀2022年受疫情及中美貿易戰雙重夾擊，上半年成交曾跌至不足5000宗的低谷。

## 資金避險 磚頭吸引

去年一手市場錄約20211宗，創一手新例後新高。今年僅用不足一半時間，成交量已然「過半」，若下半年發展商持續以貼市價推盤，全年大有機會再度衝破2萬宗大關。

當前中東局勢陰雲密布，油價高企令通脹揮之不去，市場憧憬的減息今年恐難兌現。然而，外圍風高浪急，反而吸引全球資金流入本港實物資產，令香港樓市成為新一輪「資金避風港」。這股一手狂潮在下半年仍將勢不可擋，連續兩年挑戰2萬宗的高位水平。

(作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁)



▲本港新盤成交暢旺，吸金力驚人。



▲AI對就業的影響，並不只是一次技術升級，而是一場關於「增長如何分配」的制度考驗。

## 經濟觀察家

人工智能(AI)技術正以前所未有的速度，從輔助性工具演變為關鍵生產要素，並迅速改變勞動力市場結構。在此背景下，一個核心問題已經無法回避：當AI替代速度系統性快於新崗位創造與勞動力再配置速度時，傳統就業政策工具是否仍然足夠？

# 中國AI方案 着重創造而非替代



勞動經濟學  
張丹丹

本研究團隊基於約163萬條智聯招聘在線招聘文本構建的AI-LLM職業暴露度指數顯示，白領崗位更多集中於高AI暴露風險職業；同時，職業暴露風險愈高，用人單位對初級崗位求職者的進入門檻提升愈明顯。AI不僅正在重塑職業結構，也正在職業發展的起點階段強化勞動力市場分化。

更值得關注的是，這一輪技術衝擊與人口老齡化、青年就業壓力上升、靈活就業擴張等趨勢相互疊加，使到「就業優先」戰略面臨新的治理挑戰。

## 影響的廣度大與速度快

在討論具體公共政策選項之前，需要先討論政府介入AI就業重構治理的必要性。當決定是否使用AI替代員工時，每一家企業只計算自身的收益——例如節省了多少工資成本、提高了多少運營效率，而忽略了「社會成本」——被替代勞動者收入下降後，消費能力同步減弱，而需求收縮最終會以訂單減少、銷售下滑等形式，重新反饋至整個經濟體系。

換言之，企業自動化所帶來的成本節約收益，往往由企業自身獨享；而由就業收縮引發的需求下降，卻由全社會共同承擔。這意味着，在分散競爭的市場結構下，單個企業出於理性決策推動的自動化進程，難以形成社會整體最優的結果。競爭愈充分、企業愈分散，個體企業愈難「內化化」(internalize)自身行為對整體需求的影响，就業替代引致的「總需求外部性」(aggregate demand externality)就愈強。

而本輪AI技術革命的特殊性，在於其「廣度」與「速度」同時顯著超過歷史上大多數技術變遷，使得這一總需求外部性的邏輯變得尤為重要。歷史上的技術革命，通常具有相對明確的行業邊界，即便部分崗位被替代，勞動者往往仍擁有相對充足的時間與空間，向其他行業或職業遷移。例如，工業自動化主要衝擊製造業崗位；計算機普及則更多改變辦公室行政流程。

但這一輪以大語言模型為代表的AI技術，則呈現出高度橫向擴散的特徵。文案寫作、客戶服務、初級編程、法務初稿、翻譯、研擬撰寫等大量認知型崗位，正在幾乎同時進入AI可替代範圍。技術衝擊不再局限於單一產業，而開始跨行業、跨職業層級同步展開。

本輪AI技術革命的特殊性，在於其「廣度」與「速度」顯著超過歷史上

與此同時，技術擴散速度也遠超歷史經驗。電力完成工業體系滲透大約用了30年，個人電腦普及經歷了20年左右，互聯網擴散大致用了10年；而大語言模型一經上線，便能夠依託雲計算平台和數字化基礎設施，在全球範圍內迅速部署和複製。這意味着，當AI對勞動的替代速度，系統性快於經濟體系創造新崗位、勞動者完成再培訓與職業遷移的速度時，技術進步所帶來的問題，就不再只是短期摩擦性失業，而可能演化為持續性的總需求不足與社會福利損失。

也正因此，「外部性」視角為公共政策提供了理論上的介入空間。AI的使用本身並非企業行為「失範」，恰恰相反，它往往是市場競爭壓力下的理性選擇；問題在於，當所有企業都沿着「降低人工成本」的方向同步推進時，個體理性可能通過類似「囚徒困境」的機制，累積為整體性的社會福利損失。

而這種由市場機制自身難以修復的總需求外部性，正是制度介入最具正當性的領域之一。從這個意義上說，政府、企業與勞動者之間圍繞AI轉型建立新的協作機制，不僅具有社會穩定意義，也具有糾正外部性、提升整體經濟效率的含義。

## 被動關注轉向主動干預

中國對人工智能與就業關係的認識，正在加速進入制度化階段。近年來，對「AI與就業」的政策表述明顯從「關注影響」轉向「主動治理」。

2024年5月，國家主席習近平在中央政治局第十四次集體學習時明確提出，要「增強新技術創造就業的正面效應，防止替代效應短期集中釋放」；同年，《國務院關於深入實施「人工智能+」行動的意見》提出，要建立人工智能應用就業影響評估機制，防範和緩解技術衝擊。隨後，中共二十屆三中全會與「十五五」規劃相關部署，又進一步強調「促進高質量充分就業」「構建就業友好型發展方式」，並提出系統應對新技術變革對就業結構帶來的影響。

與部分國家主要聚焦「限制替代」不同，中國當前政策邏輯的一個重要特點，在於更強調「增強創造效應」。換言之，政策目標並不僅僅是延緩AI對既有崗位的衝擊，更重要的是通過產業擴張、新業態培育與技能升級，加快形成新的就業需求和收入來源，盡可能使技術進步形成「造血機制」，而非單純的「替代機制」。這一思路與中國長期以來強調發展與穩定協同推進的治理邏輯高度一致。

在這一背景下，中國圍繞AI與就業的政策框架，也正在逐漸從零散應對走向系統構建。其核心方向，並非簡單限制技術擴散，而是在推動AI發展的同時，建立一套覆蓋風險評估、就業緩衝、技能轉換與社會保障適配的綜合治理體系，使技術進步與勞動市場調整能夠相互協調。

從國際比較看，中國的探索正在形成一種更強調「發展中治理」的路徑：既不同於美國相對依賴市場自發調整，也不同於歐盟側重程序監管，更不同於新加坡高度依賴三方協商機制，而是試圖在保持技術擴散速度的同時，將就業穩定、技能升級與社會保障同步納入國家發展框架。

展望未來，下一步政策設計的重點，或許需要從「被動應對技術衝擊」，進一步轉向「主動構建互動補償機制」。所謂「互動補償」，其核心並不是簡單的收入再分配，而是在制度上建立技術受益方與技術受損方之間更穩定的調節機制，使AI所創造的效率紅利，能夠部分回流至承擔轉型過程的勞動者群體，從而緩解技術擴散過程中的結構性失衡。

## 搭建全方位政策框架

圍繞這一目標，未來可以逐步形成「一基金、兩支柱、三配套」的政策框架。

首先，「一基金」是探索建立人工智能就業補償專項基金。其資金來源可以採用多元籌資方式，包括財政支持、失業保險結餘、企業繳費及與數據、算力相關的附加性收入安排等。基金重點不在於普惠性現金發放，而在於定向支持穩崗擴崗、轉崗培訓、再就業扶持以及重點群體幫扶，使技術紅利能夠部分反哺勞動力市場調整。

其次，「兩支柱」對應短期緩衝與長期制度建設。短期層面，應建立基於AI暴露度的就業風險監測與預警體系，在高風險行業探索更加靈活的工時與收入支持安排，並針對青年勞動者、低技能勞動者等重點群體提供更精準的轉型支持。中長期層面，則需要推動終身學習體系與技能積累機制制度化。例如探索「技能賬戶」、「學習賬戶」等安排，使培訓資源能夠隨勞動者流動；同時，逐步將AI就業治理納入《就業促進法》及未來相關人工智能立法框架，提高政策連續性與制度穩定性。

最後，還需要推動社會保障體系與AI時代勞動結構相適應。重點包括完善靈活就業與平台勞動者保障，拓展失業保險在技能轉換與職業過渡中的功能，並進一步探索如何將AI帶來的生產率紅利，更穩定地反哺養老與社會保障體系。

歸根結底，AI對就業的影響，並不只是一次技術升級，而更是一場關於「增長如何分配」的制度考驗。技術進步本身並不自動決定社會結果。真正決定AI最終是擴大社會繁榮，還是加劇社會分化的，仍在於制度如何協調技術、資本與勞動之間的關係。

(作者為北京大學國家發展研究院副院長)

