

▲阿聯首退出油組及油組+，本身未必導致油價立刻大跌，但中期而言偏利淡，油價波動也會放大。

經濟觀察家

過去幾十年運行相對穩定的原油定價體系，正在同時受到實物端與制度端的雙重衝擊。霍爾木茲危機不是新一輪油價長期牛市的起點，而是舊定價機制鬆動後的風險再定價，雖然會帶來階段性中樞抬升，但需求決定了高油價難以長期站穩。

全球油價難有長牛行情



宋雪濤

國金視野

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

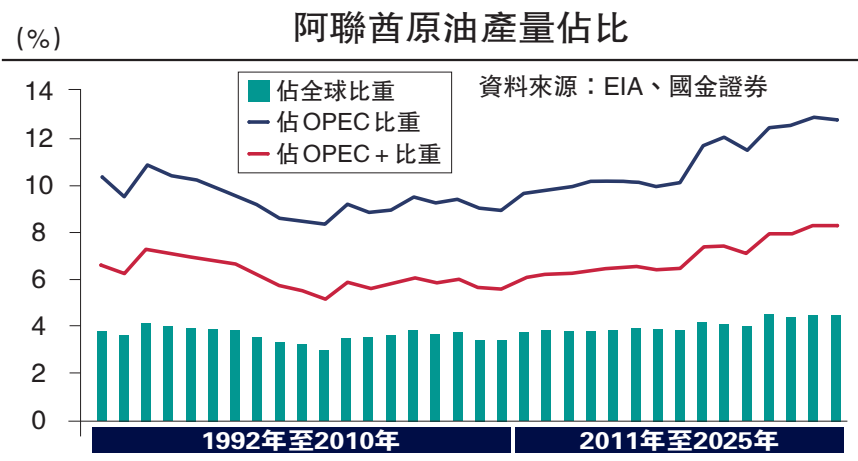
宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤

宋雪濤



量。中國加入 WTO 後，亞洲工業化和城鎮化加速，全球石油消費重心從歐美轉向亞洲，需求曲線持續右移，支撐油價中樞在這一階段持續抬升。

但 2020 年之後，油價的需求邏輯已經發生變化。全球石油需求雖然從疫情衝擊中修復，但增速明顯放緩，逐步從高速擴張轉向低速增長。從數據看，全球石油需求年度增量已從 2023 年日產約 168 萬桶，回落至 2024 年的 135 萬桶、2025 年的 117 萬桶。

新的需求增長點正在向印度、東南亞等新興市場切換，但這些經濟體的體量、工業化強度和能源消費彈性，仍難以複製 2000 年代中國帶來的需求衝擊。與此同時，新能源替代效應持續累積，電動車、天然氣、可再生能源等在終端消費中的佔比上升，也在壓制石油需求的長期增長空間。因此，需求端已不再支持油價中樞長期、單邊上移。

但終端需求低速增長，並不意味著危機後油價會平滑回落。霍爾木茲危機期間被消耗的高庫存需要重建，各國戰略儲備也可能進入補庫階段，危機後會形成一段額外需求。需要強調的是，這類需求本質上是一次性的存貨修復，並不是可持續的流量增長。因此，危機後的需求強度是「借來的」，並不改變終端需求長期低速增長的判斷。

以美國為例，俄烏衝突期間，美國大規模釋放戰略石油儲備 (SPR)，庫存到 2023 年中降至約 3.5 億桶，為 1983 年以來最低水平。但此後補庫進展極其緩慢，背後主要有三重約束：一是財政約束，2022 年緊急銷售所得資金並未完全用於後續回購，部分被用於聯邦預算安排；二是價格約束，美國能源部更傾向於在每桶 67 至 72 美元區間補庫，高於這一價格區間時回購節奏往往放緩；三是設施約束，儲備設施老化和維護需求也限制了快速、大規模補庫能力。

不同於 2022 年俄烏衝突，霍爾木茲危機後各國補庫意願可能更強，尤其是戰略儲備相對薄弱的能源進口國，或傾向於提高安全庫存水位。但補庫意願並不等於補庫能力，實際節奏仍受油價水平、財政承受能力、國際收支壓力及儲備容量、注入能力等物理條件約束。因此，戰略儲備補庫對油價的影響更可能體現為長尾托底，而不是短期集中的強脈衝需求。

因此，本輪並不是新的需求牛市。供給衝擊可以將油價推至階段性高位，庫存重建和戰略儲備補庫也會延緩油價回落，但在缺乏終端需求持

續承接的情況下，油價中樞很難長期維持在高位。從價格形態看，本輪既不同於 1973 年式的定價權轉移，也不同於 2000 年式的需求超級周期，更可能表現為風險溢價驅動的階段性中樞抬升：衝高更快、回落更慢、難以完全回到衝擊前水平，波動率中樞也會隨之抬升。

衝高更快，是因為期貨和期權市場會迅速把供應中斷概率打進價格。回落更慢，是因為價格可以快速反映風險，但實物鏈條修復需要時間。難以完全回到原位，則是因為霍爾木茲風險一旦從短期通行問題轉為通道信用問題，市場可能長期保留一部分風險溢價。波動更大，則來自期貨市場和實物市場反應速度差異帶來的反覆修正。

在整個新框架下，油價上沿和下沿都在重估。上沿方面，需求低速增長本身會限制高價持續性。高油價一旦持續，更容易通過需求放緩和補庫降溫實現自我修正，因此價格上沿更多取決於需求能否承接，而不是單純由供給衝擊決定。

下沿方面，短期看，油價下沿仍由「OPEC+政策托底+頁岩成本線」共同支撐。OPEC+減產仍是重要支撐，但阿聯首退群和成員國配合意願下降，會削弱市場對石油聯盟集體減產能力的信任，使油價下沿更依賴沙特單邊選擇。如果沙特仍願意減產托底，油價下沿仍有政策支撐；但如果沙特難以約束非沙特成員，或者不願長期犧牲市場份額，油價就會面臨跌破原有政策底的尾部風險。

與此同時，頁岩成本線仍然構成低油價階段的輔助支撐。當油價跌至美國主要頁岩盆地新井盈虧平衡區附近時，美國油企擴產放緩，新增供給收縮，也會對油價形成成本支撐。

中長期看，如果美國通過本土頁岩油修復和海外資源再組織，獲得更多非 OPEC+ 供給份額，美國體系內的實際成本逐步成為新的成本錨。但這成本底不是絕對底。如果 OPEC+ 內部從保價轉向搶份額，供給釋放可能壓過成本支撐，使油價下探更深。

因此，霍爾木茲危機不是新一輪油價長期牛市的起點，而是舊定價機制鬆動後的風險再定價，雖然會使油價較衝突前基線更難完全回落，並帶來階段性中樞抬升，但需求決定了高油價難以長期站穩。最終結果不是單邊上行，而是價格區間變寬、波動率中樞上移、尾部風險增加。

(作者為國金證券首席經濟學家)

AI產業如何拉動中國經濟？



經濟哲思 盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

盧哲

在新的發展階段，人工智能 (AI) 對中國經濟增長的貢獻已經不單是簡單的資本投入，而是通過相關產業規模的直接增長、對上下游行業的拉動以及通過出口滿足外部需求等多個維度共同實現，即當下AI對中國經濟增長的拉動主要有AI拉動的投資、AI拉動的生產和消費，以及AI拉動的出口三條路徑。

首先，人工智能作為一項顛覆性技術，其相關產業規模的爆發式增長已經成為經濟增長的重要增量之一。根據中國信通院相關測算數據，2024年中國人工智能核心產業規模已達9000億元 (人民幣，下同)，而2025年有望達到1.2萬億元，在保持高速增長的同時對經濟增長的貢獻程度日益提升。

自2025年以來，中國科技企業針對人工智能發展的投资力度顯著提升。2025年字節跳動投入1600億元用於AI相關研發，而在今年5月份，字節跳動進一步將2026年AI資本開支預算增加至2000億元，同比增長25%。

我們進一步拆解上市公司數據來看，自2025年以來AI相關行業上市公司的資本開支明顯提速且顯著高於非AI相關行業上市公司，2025年AI相關行業上市公司資本開支同比增速錄得9.3%，較2024年的-7.0%提升了16.3個百分點，而在今年一季度AI相關行業上市公司資本開支同比增速進一步增長到了11.1%，凸顯出中國上市公司AI相關投資仍處於加速上行的階段。

其次，人工智能對經濟增長更為重要的作用體現在對傳統行業的全方位賦能，在降低生產成本的同時帶動了全要素生產率的提升。在第一產業方面，通過農業大模型的構建，可以精準預判農作物的產量，此外智慧農機裝備應用也顯著提升農業生產效率，助力農業降本增產；第二產業方面，人工智能正加速與實體經濟深度融合，在研發設計、生產製造和供應鏈管理等全鏈條對生產活動進行賦能，推動中國製造業智能化升級，通過數據、算力等要素重塑生產函數，帶來全要素生產率的加速提升。

與生產端相對應的是，人工智能與傳統領域產品的結合催生了新業態相關的消費需求。消費端的新需求主要由智能終端硬件的迭代、智能設備的深度互聯以及個性化服務的普及等多方面推動，隨着大模型輕量化技術的成熟與邊緣計算能力提升，AI手機、AI電腦以及AI眼鏡等新型智能終端正加快普及。根據IDC的預測數據，在AI設備的賦能下，中國PC、平板和智能手機出貨量在2026年-2030年的複合增長率將分別達到2.6%、1.0%和1.3%。

再次，全球AI投資擴張帶來的相關產品需求增長使得中國的出口競爭優勢

進一步凸顯。在全球AI投資擴張的帶動下，AI相關需求對全球需求的拉動持續超出市場預期，在伊朗衝突導致油價走高的衝擊下，全球製造業PMI (採購經理人指數) 仍逆勢增長，2026年4月全球製造業PMI環比回升1.2個百分點至52.6%，而作為半導體出口大國的韓國在前五個月也經歷了出口增速的「狂飆」。

在此背景下，中國作為全球AI全產業鏈的重要生產和供應國，出口競爭優勢得到了進一步的凸顯，今年前四個月，中國與AI相關度較高的產品出口總額錄得15345.8億元，同比增速高達36.9%，對中國前四個月出口增長的貢獻高達43.6%，凸顯出AI相關產品已經成為拉動中國出口增長的核心動力。而從佔比來看，今年前四個月中國與AI相關度較高的產品出口份額約為16.5%，較去年同期增長3.1個百分點，進一步推動中國出口結構向新向優升級。

三方法測算增長幅度

那麼，我們該如何定量測算AI對經濟增長的拉動幅度？

方法一：GDP貢獻測算，AI投資拉動率+AI淨出口拉動率。以該方法測算，2025年人工智能對中國GDP的拉動約為0.3個百分點，截至2026年4月份，人工智能對中國GDP累計拉動約0.1個百分點，對應全年對GDP的拉動仍有希望維持在0.3個百分點左右。

方法二：投入產出測算，AI相關行業對上下游產業的拉動。根據我們的測算結果，人工智能相關行業整體對經濟增長的拉動係數為2.07倍，對應2025年人工智能對中國GDP的拉動約為0.4個百分點。假定2026年中國人工智能核心產業增速仍保持20%-30%的高增長，則2026年人工智能對中國GDP的拉動約為0.4到0.5個百分點。

方法三：海外機構測算，AI將對中國中長期經濟增長形成有力支撐。根據部分海外機構的測算結果，AI在短期內對經濟增長的拉動可能相對較小 (2026年-2027年約為0.2-0.3個百分點)，但在中長期將對中國經濟形成有力支撐 (2035年潛在GDP增速較無AI情景提升3.5個百分點)。

(作者為東吳證券首席經濟學家)



▲中長期看，AI將對中國經濟增長形成有力支撐。

港人供樓負擔降 置業門檻改善



樓市朝陽 馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

馬泰陽

要評估樓市未來走向，數據「含金量」往往勝過「印象流」。近期本港物業市場接連出現多個由發展商與銀行以「真金白銀」建構的正面信號，正悄然透露出香港樓市穩步復甦的「底氣」。

市場嗅覺向來最為靈敏，例如早前批出的東涌住宅地皮樓面地價每呎約3052元，不僅較半年前毗鄰地皮高出逾倍，更創下東涌賣地住宅地價新高。自去年第二季至今，政府售出的6幅住宅用地中，5幅以高於市場估值上限成交。發展商的「集體樂觀」，反映專業資金對後市前景的進取態度。

與此同時，銀行貸款意欲明顯回暖，按揭市場競爭升級。近日不乏大型銀行針對「細碼」按揭大幅調高現金回贈，積極爭奪市場份額，這側面襯托出業界對整體經濟與樓市風險的評估已全面趨向正面。

儘管市況及經濟因素持續釋放積極信號，而本港樓價亦由歷史高位回落後見反彈，目前與高峰期仍有一段距離，但坊間仍有「樓價偏高、難以負擔」的聲音？日前有國際顧問機構公布年度「國際樓價負擔能力報告」，指香港的樓價與收入比率約為14.1倍，連續16年高踞「全球最難負擔城市」榜首。然而，單憑單一比率便斷言置業難度，未免流於以偏概全。首先，港人「供樓負擔」已經連續4年改善，「14.1倍」已較數年前高峰期的「23.2倍」大幅下降。與全球第二位澳洲悉尼

的14倍相差不大，顯示樓價修正後，置業門檻明顯優化。其次，報告忽略香港擁有成熟且廣泛的公屋及資助房屋 (如居屋) 補貼階梯，這為私人市場分流大量剛需，令私人住宅價格更具針對性。更重要的是，合資格本地首置買家，根本無需「一筆過Full Pay」。透過按揭證券公司保險計劃，買家可承做高達9成按揭。以一個總樓價約500萬元の上車盤為例，在「9成」之下，買家只需約50萬元首期 (未計雜費) 即可入市。這種高成數按揭的靈活性，是報告未有談及的關鍵。故此，對有心置業的本地家庭而言，上車之路「說易不易」，但同樣「說難不難」。

新盤市場料持續旺勢

物業價值向來與地方競爭力緊密相關。香港資產價是「高得冇道理」，尤其近年政府大力推行各項人才計劃，高才、專才及內地學生湧港，為經濟注入動力，並帶動住租買需求。香港背靠祖國、面向全球的獨特經濟地位，有助支撐著本地物業長遠價值。總括而言，樓價自高位修正後的合理回彈及靈活的高成數按揭配套，大幅優化置業門檻。展望6月世界盃即將開鑼，雖然過往曾有「世界盃樓市例靜」的說法，但個人預期本月新盤市場可承接5月旺勢，一手成交量有望挑戰2000宗，並連續4個月售逾2000伙，勢創一手例後最長旺市。對於有意置業的市民而言，應把握當前入市良機。(作者為美聯集團行政總裁 (住宅))