



▲研究顯示，過去五年美國勞動者薪酬總額佔GDP的比重持續下滑。 法新社

經濟觀察家

討論美國當代經濟，最近有兩個觀點值得討論，一是「美國經濟例外論」，二是「美國斬殺線」。前者表現在美國經濟未出現外界所預期的硬著陸，而是保持了超預期的增長韌性，後者反映在美國經濟社會的「K型分化」以及不平等現象。之所以如此，根本在於美國經濟存在的失衡，可謂「失衡的繁榮」。

美經濟失衡 加劇貧富懸殊

金融觀察
鄧宇

當前美國實體經濟和基本面嚴重錯位，經濟增長放大了收入差距，同時加劇了不平等。美股的高度集中問題側面反映經濟的結構性失衡，少數科技企業壟斷了資本流向和財富分配，經濟增長的成果最終僅少數企業或資本佔有，中低收入群體的財富增長極為有限，反而因高通脹和人工智能（AI）的擴張而出現失業上升，勞動報酬的佔比進一步下降，製造了新的貧富差距。

展望未來，美國經濟的結構性困境在持續發酵，有關美債危機的討論甚囂塵上，突出地反映美國經濟長期「脫實向虛」的問題。因此，需要汲取美國經濟的經驗教訓，在關注經濟數量增長的同時，要更加重視增長的內涵和意義，在制度改革和政策制定上將減少不平等納入議程。

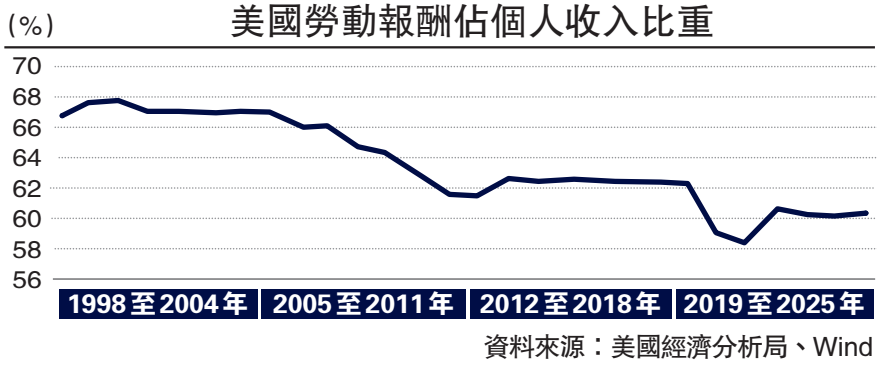
政府財政失衡 製造業外移

美國經濟「K型分化」表現日益突出，引發了更嚴重的結構性失衡，主要表現在三點：一是財政失衡。美國聯邦政府債務首次超過40萬億美元，意味着每名美國人背負約11.6萬美元債務。如此大規模的債務，加劇美國債務型經濟增長模式，近期美國財政部干預美債市場就受到反噬，導致美債長端收益率進一步攀升。二是產業結構失衡。美國製造業大量轉移至國外，導致國內物質生產地位下降、經濟結構失衡，目前美國製造業佔GDP比重已從1953年的28.3%降至2023年的約10.3%，製造業就業佔比不足8%。AI產業投資集中少數巨頭，加劇了企業盈利分化。三是貿易失衡。美國2025年商品貿易逆差達到創紀錄的12409億美元。

進一步研究發現，過去百年影響經濟增長的主要力量愈集中在資本和科技。從美國的經驗證據觀察，這兩大要素放大了收入不平等。在資本領域，製造業、互聯網及AI產業，無一不依賴資本的高投入。近年來興起的AI相關產業，在算力、電力和數據中心等AI基建板塊亟待大規模資本開支的投入。比如，標普500指數的上漲主要集中在科技信息、人工智能、平台經濟和芯片製造板塊，指數中市值最大的10家公司佔比超過40%。根據世界不平等數據庫的數據，1980年代以來，美國財富和收入不平等在不斷加劇。其中，財富不平等的分化更為嚴重，美國前1%人群的財富份額上升至35.88%，1978年這一比例為21.54%。有觀點認為，每一次技術革命均印證了技術的偏向性，從未實現絕對平等。

勞工薪酬增長跑輸生產率

一份研究提到，當前美國經濟與收入不平等程度已創30年新高，「富者愈富」的畸形發展態勢。兩項數據觀察：一是美國國民收入分配格局的顯著變化，過去五年勞動者薪酬總額佔GDP的比重持續下滑，2025年末降至約42%。研究測算指出，1979



至2025年，美國勞動者薪酬累計增長33.6%，同期生產率大增92.4%，薪資增幅長期落後於生產率。另外，2025年美國勞動報酬佔個人收入比重下降至60%左右，而2000年該比值為68%。同時，企業利潤佔GDP的比重則呈現上升趨勢，從2020年的約9%攀升至12%附近的高位。二是美國的財富增量集中在科技和金融板塊。以金融為例，2025年美國銀行業實現近3000億美元的利潤，創歷史新高。科技行業方面，超威半導體、博通、亞馬遜等美國科技巨頭的10年年化股東總回報率超過30%。經濟增長的成果更多地流向了資本方。

從美國經濟增長的歷史看，美國的經濟增長和收入不平等始終處於波動之中，其間不斷製造貧富差距。其中，有三項重要的影響變量。一是勞動力的快速增長。美國異常高的人口自然增長率和從1940年代開始的高淨移民率，抬高了資源和資產的價格，特別是土地購置價格相對於工資的水平，進而引發不平等的上升。二是有利於工業和城市發展的快速技術進步。工業、運輸及貿易、金融等產業發展加快，增長的速度和收入的積累要快於農業，工業發展不平衡又直接影響到城市化發展進程，最大受益者是城市建設者和居民，而之前城市群體的收入已很高，工業化和城市化加速加劇了不平等。三是金融發展。金融業的快速發展使得收益不成比例地流向根基更深厚的地區及掌握金融財富和金融技能的頂層人群，最終推動了不平等的加劇。即便在2008年金融危機時期，美國不少大中型銀行處於危機邊緣，但各大銀行近600位高管每人每年所獲得的工資、獎金和福利平均可達260萬美元。

關稅戰擾亂全球貿易秩序

經濟史提出了兩個問題：第一，現代經濟增長是否會不可避免地加劇收入不平等？第二，收入不平等促進還是阻礙了經濟增長？在回到這兩個問題之前，需要進一步深究經濟增長的內涵和意義，比如正視投資於人的理念、矯正資本的價值導向等，更加重視經濟增長對社會福利的改善。客觀上，引發不平等的因素，包括技術進步、貿易和金融發展等，但並不是否認這些要素對經濟增長的積極意義，但也不能忽視經濟過程中可能造成的財富分配不平等，這就是經濟增長的悖論——同樣的機制在創造偉大財富的同時也帶來財富分配不均的現象。就美國而言，特朗普政府第二任期發動的關稅戰，引發全球貿易秩序

紊亂，美國最高法院裁定相關關稅違法，已經表明「對等關稅」政策的失敗。「美國例外論」並不能持續，依靠債務驅動和AI資本開支僅維持了低增長，但難掩「高利率+高通脹+高債務」困境，以及「美國斬殺線」背後的增長脆弱性。

從發展的角度看，沒有可持續的經濟增長支撐，不平等問題將很難解決。過去20年，全球經濟在 globalization、跨國資本和科技革命的共同驅動下獲得巨大的發展，但同時也遭遇到了數次重大危機，2008年全球金融危機、2019年新冠危機、2022年俄烏衝突引發的地緣危機等，外部不確定性增加，製造了新的不平等。統計顯示，全球69%的財富由發達國家掌握，發展中國家的財富則不足三分之一，1%的人擁有全球金融資產的43%。針對收入不平等，這裏需要強調兩點：一是國際治理層面，美國等發達經濟體存在的「逆全球化」思潮主要滲透到科技、金融、人文等各個層面，無疑導致各要素流動更困難、成本更高。二是政策層面，過於激進的加息、超預期的緊縮政策造成復甦不均衡、生產和投資受阻、全球性企業大面積裁員，使得不同群體的收入差距、財富分配等產生了分化。

研究表明，不平等現象嚴重的國家經濟增長水平較低，增長期較短。美國經濟失衡和不平等的教訓深刻，減少不平等不能單純依靠市場機制，仍需要在制度改革和政策機制層面有務實舉措。對此，有三點經驗啟發：第一，經濟增長和不平等問題同等重要。既強調經濟增長的可持續，同時更加需要關注減少不平等，進一步健全社會保障制度，推動收入分配改革，比如提高勞動報酬佔比，大力實施「收入倍增計劃」，促進中低收入群體增收，加快改善收入和財富分化狀況。第二，正確地引導技術創新和金融發展。在美國不平等進程中，這些要素有推波助瀾的作用，但關鍵還是教育水平的地區差異、金融監管的放鬆和缺位。對此，要重視引導科技向善和金融向善，推動科技向善惠的方向發展，引導資本發揮應有的價值使命，積極發展普惠金融。第三，重視經濟政策和社會政策的協調，要汲取美國等發達國家的高福利、高債務模式的教訓，強調政策更多惠及民生、擴大居民消費的導向，把投資於物和投資於人更好結合起來，推進物質資本積累與人力資本提升協同發力，為減少不平等而持續努力。

（作者為財經評論專業人士。本文僅代表個人觀點）

讀《騰訊傳》中國科技發展有感

經營之見
李勤

閱讀是我的一大享受，最近閱畢《騰訊傳1998-2016中國互聯網公司進化論》，得以更多了解中國新科技的發展進程，並頗有啟發。作者吳曉波為財經作家，長期從事中國企業史和公司案例研究，著作兩次入選《亞洲周刊》年度最佳圖書。他用「十年磨一劍」的認真、細緻精神，花了5年多時間，走訪了60多位騰訊的各級管理者，並進行了多輪次的百人級外圍訪談。本書的創作是一次大規模的「田野調查」，同時也是現場即景式的目擊記錄。他還走訪了互聯網業界的從業者、觀察家和騰訊的競爭者。書的前半部趣味十足，平淡無奇的事經他妙筆生花，變得趣味十足。

在本書的開頭，作者寫了一段富有詩意、而又發人深省的文字作為序言：「這一代人，一個個像懸崖邊的孩子。在青春的荒原上，他們忽然看見了光。他們猛力奔跑，觸足之地，或陷泥濘，或長青草，驚心動魄間，天地舒展成一個以自由命名的花園，大河山川，各自生成。時間是玫瑰，他們是玫瑰上的刺。」這就概括地描述中國在1978年末改革開放後湧現的新一代企業家的成長道路，既曲折又艱辛，儘管荊棘滿途，仍努力向前，成就得來不易。本書全面地記述騰訊崛起的背景、經過及波折，並以互聯網的視角詮釋中國在融入全球化進程中的種種努力和獨特性。騰訊由1998年開始創業成為世界級互聯網巨頭，以即時通訊工具起步，逐漸進入社交網絡、互動娛樂、網絡媒體、電子商務等領域，在超高速發展的同時亦飽受爭議，在「3Q大戰」的激烈衝突之後又進一步走向開放。騰訊的發展路徑，亦是中國互聯網企業成長的縮影。

本書指出，騰訊在發展的初期，做對了三件事。第一，它對ICQ的模仿建立在微創新的基礎上，把信息存儲從客戶端轉移到服務器端，從而適應當時中國的上網環境。第二，騰訊很早就提出「用戶體驗」的概念，它富有創意地推出了「會員服務」，一切建基於滿足用戶的需要及用戶體驗，使他們的客戶流量來了不想走。第三，馬化騰在創業不久後便開始謀求資本市場的支持。騰訊是第二家在香港上市的互聯網公司。作者概括出馬化騰團隊所形成的極具個性的核心能力，它們包括：(1)產品極簡主義；(2)用戶驅動戰略；(3)內部賽馬機制；(4)試錯迭代策略；(5)生態養成模式；(6)資本整合能力；及(7)專注創業初心。

本書寫的是騰訊，而實際上寫的是中國互聯網波瀾壯闊的發展史。讀懂騰訊，便讀懂中國互聯網。沒有互聯網

的美國不是今天的美國，而沒有互聯網，中國的今天也大不一樣。今天的中國，建基於ICT網絡，以AI為引擎的第四次技術革命正將我們帶入一個「萬物感知、萬物互聯、萬物智能」的世界。中國的互聯網人在對應用迭代和對本土消費者行為了解上，找到了自己的處理辦法，並躋身世界前列。

創新是一個民族的靈魂

我讀畢《騰訊傳》的一個感受是，創新是一個民族的靈魂。騰訊的成功，在於勇於創新。在第九屆新加坡金融科技節上，騰訊刷掌技術獲得大會唯一的大獎Thematic-AI Quantumn Champion（主題——人工智能、量子冠軍）獎項。藉此機會，騰訊順勢介紹其刷掌支付技術，並選定新加坡作為出海首站。這一項新技術具備更高的安全性和便捷性，用戶只需將手掌放在特定的感應器上，即可完成身份驗證。此次出海計劃中，騰訊與Visa合作，將刷掌技術引入國際支付市場。新加坡星展銀行、華僑銀行率先加入支援，試點用戶可以在新加坡Alchemists咖啡店使用刷掌支付技術。未來，項目還將進一步擴展。

一分耕耘，一分收穫，沒有人能隨隨便便就能成功。成功總是汗水換來，這是顛撲不破的通則。每個人的心中都蘊藏着無限的潛能。只要用心去做，一切皆有可能。

筆者知悉，近年互聯網已由消費互聯網演變至工業互聯網。「智能產線、萬物互聯」。愈來愈多的專業詞彙如信息物理系統(CPS)、預測性維護、柔性定製掛在實業家的口上。

工業互聯網為製造業系統以協同為本，依賴各部分長期穩定協作，而工藝高度差異化，工藝、設備、材質、精度各有標準，產品交付後仍有後續技術、服務協同支援。

勇立潮頭的領先企業，藉工業互聯網將成千上萬設備及系統（如製造執行系統MES及企業資源系統ERP）連接，彼此協作，展現高運作效率。中國為製造業大國，正是基於此。

（作者為理大工商管理博士、資深金融家）



▲在《騰訊傳1998-2016中國互聯網公司進化論》一書中，可更多了解中國新科技的發展進程。 網上圖片

樓價估值回升 轉按申請大增(下)

談樓說按
王美鳳

上期(刊8月24日A14)提及，受惠樓價連同物業估值逐步回升，加上多家銀行近月上調按揭現金回贈，促使轉按及物業套現之誘因有所增加。

不同屋苑或不同單位的樓價升幅不盡相同，以業主持有港島海怡花園一個實用面積約600多方呎的單位為例，尚餘按揭額約550萬元，去年銀行估值曾降至786萬元，若申請轉按套現，以估值計算七成按揭之貸款額為550萬元，未有可供套現之水位；目前單位之最新估值升幅跑贏大市達25%至980萬元，可借按揭額以七成計增至686萬元，可騰出之套現水位高達136萬元。

銀行上調現金回贈吸客

樓市復甦基礎穩健，今年銀行樓按取態正面積極，近月市場上多家銀行先後上調按揭現金回贈，令轉按吸引力增加。然而，目前轉按貸款量仍未返回過往活躍水平，原因是2023年期間銀

行曾上調新造按揭計劃息率，於2023年之前已供樓的業主大部分享有息率比現時還要好，例如2021至2022年期間銀行批出的按息大致上較現時低0.75厘，即現時仍為2.5厘，這些業主若申請轉按，按息便會由2.5厘上調至目前H按息3.25厘，轉按意欲自然不大。

儘管如此，由2023年第四季起，近兩年多之新造H按計劃息率至今維持穩定，而一般為兩年之罰息期陸續屆滿，開始吸引這些業主申請轉按賺銀行回贈。尤其今年銀行進一步上調按揭回贈，加上樓價上升，誘因疊加下，推動多些業主申請轉按。

舉例，業主尚餘按揭額600萬元，申請平手轉按，轉按後之按息與現時不變為3.25%（H+1.3%；H按封頂息P-2%；P現為5.25%），但轉按後銀行提供現金回贈高達7.8萬元，扣除轉按律師費（約8000元計）後，仍有高達7萬元回贈金額。在可觀的銀行回贈作為誘因下，同步亦吸引一些本身已有潛在轉按需求的業主，由觀望轉為行動申請轉按。

（作者為中原按揭董事總經理）



▲隨着本港樓市穩健復甦，銀行樓價估值亦積極。 資料圖片