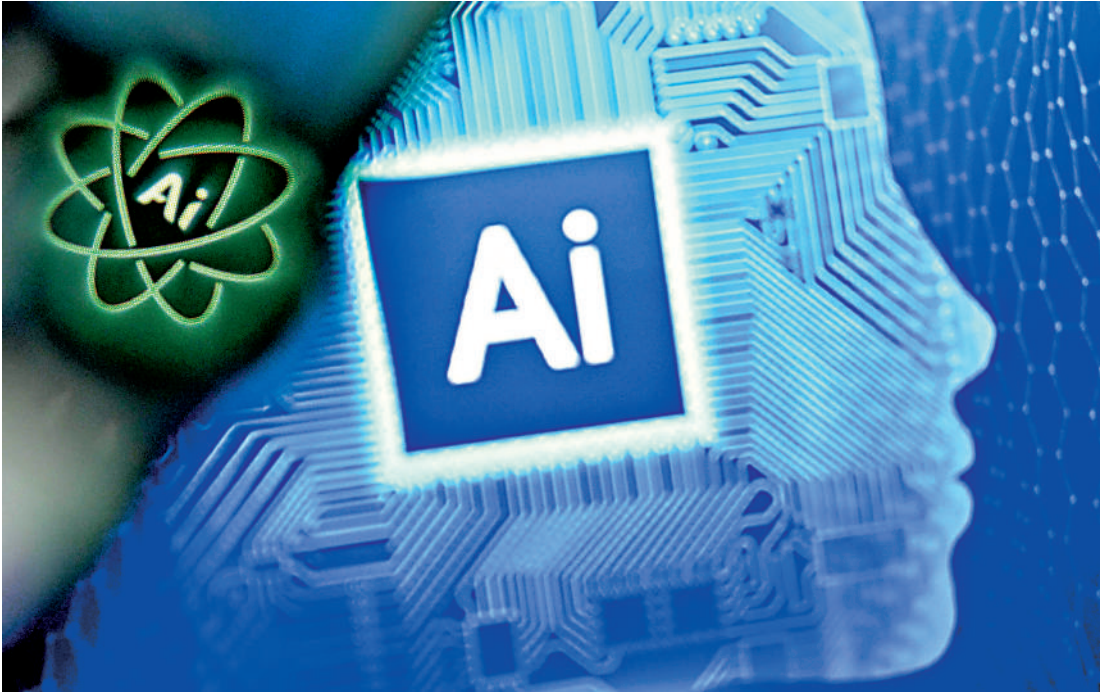




◀在應用AI初期，龐大投資或會推高通脹，但隨着生產力提升和供應增加，AI的應用又會帶來「去通脹」的效果。

資料圖片

經濟觀察家 與以往技術革命相比，人工智能（AI）革命的技術擴散更快，替代層級更高，預期分化更大，可能重塑勞動力市場，在需求側形成更強的「去通脹」壓力。因此，即使短期通脹有所抬升，中長期「去通脹」壓力可能高於以往技術革命。

AI革命如何影響通脹走勢？

經濟把脈 技術革命如何影響通脹，一個自然的分析起點是薩伊定律。技術進步首先表現為生產率提升和供給能力擴張，而其對通脹的影響，關鍵取決於新增供給能否同時形成與之匹配的需求。

古典經濟學中的薩伊定律後來常被概括為「供給創造需求」。其基本思想是，生產在創造商品的同時也創造收入和購買力；收入既可以用於消費，也可以形成儲蓄，只要儲蓄重新投入生產性用途，就不會造成總需求的永久損失。後來的古典經濟學進一步發展出由利率協調儲蓄與投資的理論。按照這一邏輯，生產擴張通常能夠形成與之相應的購買力，供給與需求因而可以大體同步擴張，持續而普遍的生產過剩難以長期存在。

工業革命与信息革命的經驗則顯示，兩次技術革命經驗表明，新供給確實能夠創造新的消費和投資需求，但不存在保證總需求與供給能力自動、同步擴張的機制。當供給能力擴張更快時，技術進步就會表現為去通脹壓力。

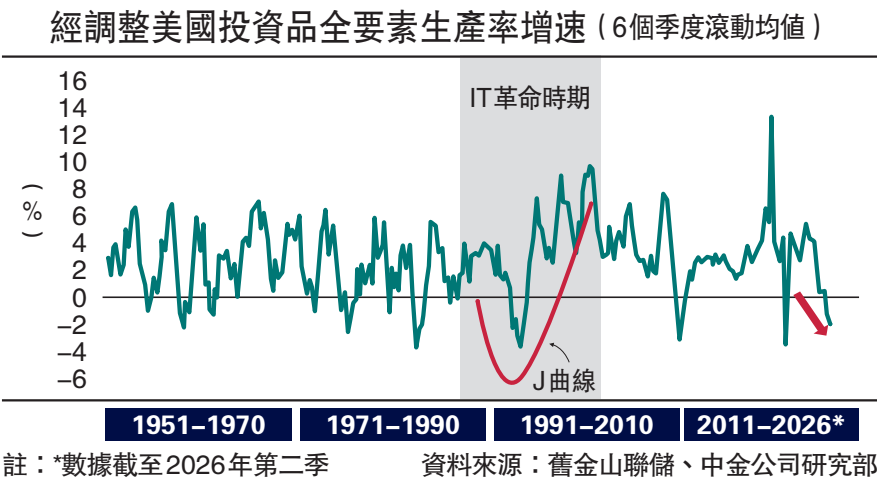
短期推高 長期壓低

ChatGPT 誕生不到4年，AI已經迅速進入居民生活和企業生產。當前美國成年人中，接近一半已經使用過AI聊天機器人，就業人口中使用AI處理工作任務的比例也已接近四成，明顯快於個人電腦與互聯網發展初期的滲透速度。更快的技術擴散意味着AI對經濟的影響也可能以更快的速度體現出來。

但在宏觀層面，AI提高生產率的證據尚不充分，供給效應仍待釋放。首先，近年美國勞動生產率確實有所加快，但AI資本開支快速增長本身就在大幅增加資本投入。相比之下，更能反映技術進步的「經產能利用率調整的TFP（全要素生產率）」仍處於相對低位。換言之，當前宏觀數據中已經能夠看到AI資本開支帶來的資本深化，卻尚未看到與之匹配的全要素生產率躍升，AI真正的供給效應仍有待釋放。

其次，需要區分「AI投資推高GDP（國內生產總值）」與「AI提高生產率」。近兩年AI資本支出快速增長，本身已經對美國經濟增長形成顯著拉動。聖路易斯聯儲估算，美國AI相關四類投資對2025年前三季度實際GDP增長的貢獻合計達到39%。但這主要反映資本形成直接進入GDP，而不是AI已經通過提高TFP顯著擴大經濟的供給能力。換言之，當前宏觀層面率先兌現的是「投資紅利」，而非「生產率紅利」。

AI時代，對技術進步的預期呈現出「供給樂觀」與「替代／分配悲觀」的明顯分化。一方面，AI能力快速提升、滲透速度遠快於以往技術革命，使企業和投資者對未來生產率、利潤和經濟增長保持高度樂觀，並推動AI相關資本開支持續擴張；另一方面，技術能力愈強，對勞動替代的擔憂也愈突出，勞動者對未來就業、工資和職業安全的預期反而可能趨於謹



慎。同一項技術，一端形成對未來增長的強烈樂觀，另一端卻形成對未來收入和就業的擔憂，這是本輪AI革命非常突出的預期特徵。

這種預期分化已經體現在投資與消費行為的背離中。當前美國製造業資本開支預期處於歷史較高水平，而消費信心則相對低迷。兩類預期對通脹的作用方向恰好相反：企業對技術紅利的樂觀預期推動資本開支前置，在未來供給尚未形成之前增加當期需求，並進一步強化芯片、存儲、電力等領域的瓶頸效應；居民對就業和收入的擔憂則可能提高預防性儲蓄，使家庭不願根據「尚未兌現的未來生產率紅利」提前擴大消費，從而削弱前述預期效應。

因此，與理論模型中相對單一的「技術樂觀預期」相比，現實中的AI預期效應本身就是分化的。資本端的樂觀推高投資，勞動端的悲觀抑制消費，兩種力量相互抵銷，使預期效應對總需求和通脹的淨影響難以簡單判斷。這也是我們認為，當前AI帶來的短期通脹壓力更多來自已經發生的資本開支和供給瓶頸，而非單純來自對未來生產率的樂觀預期。

AI革命對通脹的影響具有明顯的階段性：短期可能先推高通脹，中長期則更可能轉向去通脹。其背後並不是作用機制發生改變，而是不同機制的相對強弱會隨着技術革命的推進而變化。

短期看，AI仍處於「投資先行、生產率後到」的階段，通脹效應可能佔據主導。當前任務層面的效率提升尚未充分轉化為宏觀TFP增長，供給效應仍然有限；企業和居民對AI前景的預期明顯分化，對總需求的淨影響尚不明確；勞動替代已經開始從招聘等就業流量層面顯現，但對工資和總收入的影響仍較有限。與此同時，AI投資快速增長，對芯片、存儲、電力和數據中心等關鍵生產要素形成集中需求，而這些要素短期供給彈性有限，使供給瓶頸成為當前最明顯的通脹力量。因此，在技術革命早期，需求擴張快於供給能力釋放，AI可能首先推高通脹。

長期看，隨着企業完成生產流程和組織結構調整，任務層面的效率提升逐步轉化為宏觀TFP增長，供給效應明顯增強。與此同時，芯片、存儲、電力和數據中心等關鍵投入品的供給能力逐漸擴張，早期瓶頸效應隨之消退。勞動替代也可能進一步由招聘流量傳導至工資和勞動收入份額，並通過收入分配和消費需求影響總需

求。隨着供給效應和替代效應逐漸增強，而瓶頸效應逐步減弱，AI對通脹的淨影響可能由前期的通脹轉向中長期的去通脹。

擴散更快 替代更廣

與以往技術革命相比，本輪AI革命最大的差異可能不在供給側，而在需求側。供給側的基本機制並沒有改變：電力革命、信息革命同樣經歷了「投資先行、生產率後到」的J曲線，也都曾在技術擴散初期面臨資本和關鍵投入品的供給約束。AI的主要不同在於擴散速度更快，因此早期投資和供給瓶頸可能更加集中，而一旦組織調整和配套資本形成完成，生產率紅利也可能更快向全經濟擴散。

需求側的差異則更加結構性。以往技術革命雖然同樣替代部分勞動，但替代主要集中於特定技能層級，同時新產業、新職業和新任務不斷形成，為勞動力提供新的就業和收入來源。信息革命時期，計算機和自動化大量替代規則化任務，但軟件、互聯網等新產業也持續創造編程、系統設計、數據庫和網絡維護等新的勞動需求。

AI的不同之處在於，替代層級明顯上移。生成式AI已經能夠進入語言、代碼、分析、推理等過去主要由高技能勞動者完成的認知任務，高工資、高技能職業的技術暴露度明顯提高。這意味着AI不僅可能替代部分中低技能常規任務，也可能削弱高認知職業的技能稀缺性和工資溢價，使技術衝擊更廣泛地傳導至工資、勞動收入份額和收入分配。一旦其收入增長和就業預期受到影響，對總需求的拖累也可能更加明顯。

與此同時，AI擴散速度更快，又更容易嵌入現有工作流程，使舊任務的自動化可以迅速推進，而新任務、新職業以及相應的制度調整則需要更長時間形成。當前已經出現「總量堅挺、入口凍結」的特徵，新增就業和工資增長有所放緩。如果未來新任務創造和勞動收入增長持續滯後於生產率提升，技術紅利將更多向資本端集中，居民收入和消費需求的增長可能進一步落後於供給能力擴張。

因此，與以往技術革命相比，AI一方面可能更快釋放生產率紅利，另一方面也可能通過更高層級、更快速度的勞動替代，對就業、工資和收入分配產生更強影響。兩者共同作用，使本輪技術革命中長期的去通脹壓力可能更大。

（作者為中金公司首席經濟學家）

聯儲不具備連續加息基礎

傑克遜霍爾年會落幕後，全球市場進入到一個政策預期與資產定價高度博弈的階段。首先美聯儲似乎對加息「躍躍欲試」，而且經濟數據也開始恰逢其時的「走強」。就業市場一改前期偏弱態勢，8月新增非農高達16.2萬人，核心通脹環比也突破市場的心理閾值0.25%。因此，聯儲加息似乎已經是「板上釘釘」的事情，通脹數據落地後，CME（芝加哥商交所）利率期貨定價顯示9月加息概率一度上行至約90%。

但資產價格並未持續走弱，反而把「壞消息」當做「好消息」：市場在短期消化利空衝擊後迅速反彈，黃金一度上探4400美元，美股三大指數集體衝高。我們理解，這一行為的核心在於，市場已充分定價了單次加息的影響。對市場而言，單次加息並非新增風險，而是不確定性落地的過程；利空兌現之後，壓制因素反而隨之解除。

當前，美國經濟處於一種「可以加息、也可以不加息」的狀態。按歷史慣例，相對果敢的美聯儲班底往往傾向於採取預防式加息：先發制人地管理通脹預期，但也會引發市場波動；反之則可能給市場一個更具負責色彩的觀感。

那麼接下來，我們現在需要思考的核心問題在於，美國經濟究竟能否經得起連續加息？如果答案是否定的，那麼9月預防式加息只是將美聯儲政策「彈藥庫」裏相對不重要的「子彈」提前打出去。按照這個邏輯，我們不難理解市場為什麼將「壞消息」定價為「好消息」，其本質還是因為市場判斷美聯儲不具備持續加息的基礎。

任何政策均有其目標與代價：加息的目標在於抑制通脹，代價則在於經濟的走弱和就業市場軟化。因此，從歷史上來看，過熱的就業基礎是美聯儲持續加息的必要前提，而就業過熱具有明確的可觀測標準，除了常識上我們公認的非農持續高增和失業率下行以外，還有幾個重要標準：其一，原本不應實現就業的人群獲得就業，表現為用工標準放鬆與勞動參與率上升；其二，企業主為挽留熟練工人而加薪，表現為時薪尤其是實際薪酬（薪酬減通脹）的持續上行。

就現實情況而言，美國就業讀數尚可，但遠未達到過熱程度。從近幾個月的邊際數據看，非農就業雖有所修



▲市場普遍預期，美聯儲本周將加息0.25厘。

路透社

特區持續造地增土儲 為未來做準備

樓市新態 董建華先生逝世，筆者作為香港人，對他的貢獻致敬。本文通過回顧「八萬五」等土地供應政策，為港人提供更多理據去繼續開來。

首先我們弄清楚一個事實，「八萬五」本來是港人在1997年前提出的要求。回歸前，香港民間已經形成了增加供應的共識，例如1988年及1989年，每年已有約八萬五的房屋供應。董先生只是回應社會訴求。

董建華先生在2000年接受電視專訪時，被問到會否修訂「八萬五」目標。他回應稱：「從1998年就再沒有說過八萬五這個字眼，你說還存不存在？」事實上，如果市場欠佳的時候，根本沒有承接力，那麼幾多供應其實都沒有意義。1997年爆發亞洲金融風暴，一定程度上「八萬五」成為了代罪羔羊。當時，取消「八萬五」又是樓市下跌之後市民的要求。

值得討論的就是，香港特區政府在1999年推出勾地政策，並在2004年全面取代舊有的定期主動拍賣土地機制，這也是順應群眾要求的。何謂勾地政策？簡單地說，就是土地正式掛牌出讓前，由該土地有興趣的單位向特區政府表明購買意向，並承諾願意支付的土地價格。

復，但薪資增速持續回落：8月時薪同比僅增長3.1%，相較3.4%的消費物價指數（CPI）同比增速明顯跑輸，實際薪酬已轉入負增長區間；勞動參與率亦自2025年初的62.6%回落至61.6%，勞動力供給持續收縮，與「過熱」圖景相去甚遠。由此，就業約束的收緊程度可見一斑。在此背景下，單次25個基點加息的影響相對可控，但若連續加息，則可能對經濟增長動能形成持續侵蝕。

除了就業維度之外，持續加息還將顯著抬升美債收益率與人工智能（AI）相關融資成本，這一點市場共識其實更強。就財政層面而言，美債負擔已上升為當前亟待解決的核心問題。美國國債總額已超過40萬億美元，年付息支出逾萬億美元；一旦進入持續加息通道，存量債務的滾動再融資與新發債務或將承受更高的利率中樞，付息負擔也或將呈加速擴張之勢，財政騰挪空間隨之收窄，並反向制約貨幣政策的操作餘地。

就產業層面而言，AI參與者正依託大規模債務融資支撐長期資本開支擴張。截至2026年二季度，五大雲廠商（包括微軟、谷歌、META、亞馬遜、甲骨文）長期債務高達7000億美元，較2025年年初幾乎翻倍。強行加息意味着，AI科技企業須頂着巨額融資成本推進軍備競賽，不僅侵蝕相關企業的現金流與投資回報，亦可能動搖AI產業資本開支的可持續性，使得美國目前的經濟增長支柱遭到侵蝕。

明年或調頭降息

綜上所述，我們不難理解當前的市場定價行為。市場不願與美聯儲主席沃什展開「膽小者遊戲」式的對賭，但完全能夠接受回合制「俄羅斯輪盤賭」式的政策節奏。身着「防彈衣」提前定價加息的市場，在承受「第一槍」（單次加息）之後，即可從容面對後續的政策預期。

往更深一層看，所有的降息空間不都是加出來的嗎？當前市場計價至2027年底的加息預期約兩次，倘若加息在年內逐步兌現，明年貨幣政策進一步收緊的壓力將顯著緩解。同樣，從議息會議（FOMC）地方聯儲投票輪值角度看，今年擁有投票權的洛根、哈馬克、卡什卡利、保爾森將全部換屆退出投票席位，其中前三者均為立場極強的鷹派委員。而2027年輪值投票主席為古爾斯比、戴利、巴爾金，以及亞特蘭大聯儲新任主席（博斯蒂克卸任，繼任人選尚未敲定）。對比2026年這一輪投票委員，上述幾位近期表態整體更偏向中立，意味着2027年再度加息的政策門檻或更高。

由此可見，年內加息落地之後，明年貨幣政策進一步緊縮的空間已相對有限；若屆時經濟動能再度走弱，降息預期反而有望隨之打開。

（作者為國聯民生證券研究所首席宏觀分析師）

（作者為祥益地產總裁）

（作者為中金公司首席經濟學家）

（作者為祥益地產總裁）

當時人們陷於「八萬五」的過分恐慌之下，竟要求特區政府什麼也不做，原意是想將土地供應交給市場互動，但最後卻將土地供應的主導交給發展商，發展商不勾地就沒有增加供應，供應不足就令原本持有的土地變得奇貨可居。

後來，土地供應不足、加上樓價上升，特區政府發覺根本沒有足夠的土地供應拍賣，於是2013年時任特首梁振英撤銷長達14年的勾地政策，恢復由特區政府主導的定期賣地機制。

我們發覺，由追求「八萬五」到抗拒「八萬五」，再到追求勾地政策取代拍賣地皮，然後到後悔勾地政策，其實全部都是民意需要。但市民認知是否正確，這點至關重要。

熟地按市況推出

筆者認為，市民應該支持特區政府長遠造地，特區政府的責任是不斷將生地開發成為熟地，這是供應的基礎，但熟地推出多少到市場，則應該彈性根據市況而推出，只要保持熟地儲備，讓市場去決定吸收多少供應的話，這才是長遠市民的福祉。市民不應該好像過去那樣隨波逐流，被媒體、政客帶着走，應該堅持一個合理的政策原則。在這方面，特區政府到現在是做得很有進步的，希望大家共同努力。

（作者為祥益地產總裁）