



▲AI技術的普及在重塑全球經濟格局的同時，亦帶來不同層面的「K型分化」。

新華社

經濟觀察家

當前，人工智能（AI）技術革命正在重塑全球經濟，但發展紅利並未普惠所有行業、企業與家庭，反而催生了愈發顯著的「K型分化」。中美兩國都面臨着相似的挑戰，但其中又體現出彼此的差異性。

AI時代下的經濟挑戰



羅志恒

宏觀漫談

中美K型分化的成因有相似性，均發生於新一輪技術革命之下，資源集中湧入新興行業、流出傳統行業，由此衍生出增長與就業分化、實體與金融分化、宏觀與微觀背離等一系列分化。但另一方面，中美K型分化也存在一定差異：中國的分化主要源於行業間分化，內嵌於新舊動能轉換的歷史進程；美國的K型分化則更突出表現為群體間分化，核心是居民資產負債表的分層效應。

分化本是經濟運行的常態，但當前的K型分化打破了傳統經濟周期中不同行業、不同群體、不同地域同向波動的規律，而是從發展快慢的分化逐步走向發展方向的分化、擴張與萎縮的分化，如新動能人工智能高增長與舊動能房地產負增長、外需出口高增長與內需投資負增長。

分化特徵存在差異

K型分化是新一輪技術革命背景下全球主要經濟體共同面臨的現象。當前，中美均呈現出「AI相關產業增長、資本開支和資產價格表現較強，而傳統部門和普通居民感受相對偏弱」的現象。但由於中美所處經濟發展階段、宏觀環境和產業基礎不同，兩國的經濟總量表現和K型分化特徵存在差異。

首先，K型分化的表現不同。中國的K型分化以行業間分化為核心主線，內嵌於新舊動能轉換的歷史進程。新動能端，AI與高技術產業成為增長引擎，2026年1至8月高技術製造業增加值同比增長14.2%，顯著快於規模以上工業5.3%的整體增速；AI產業鏈商品出口同比增長52.9%，對整體出口增量的貢獻率達到50.1%。舊動能端，房地產及相關產業鏈持續調整：1至8月房地產開發投資同比下降19.9%，70城新房和二手房價格同比仍在下跌，並通過鋼鐵、建材、家電等上下游產業鏈，以及居民財富、地方財政、就業收入等渠道向經濟全局傳導。總量層面看，新動能尚難以完全對沖舊動能缺口，需求不足與物價低迷並存。

美國的K型分化則更突出表現為群體間分化，核心是居民資產負債表的分層效應。AI浪潮推動資本開支擴張與資本市場繁榮，AI相關技術、設備投資直接拉動經濟增長，財富效應支撐消費。但過程中群體間分化加劇，近3年美國家庭股票資產累計增長約70%，由於前10%財富水平人群持有約九成的股票和基金，AI牛市的財富效應主要流向少數人。與此同時，中低收入群體卻面臨高通脹與高利率的雙重擠壓，大部分居民工資收入增長放緩，中小企業就業顯著承壓，消費者信心指數屢創歷史新低。最終形成總量經濟有韌性、但群體嚴

重分層的格局。

其次，中美所處的經濟發展階段不同。譬如，AI發展對經濟周期的影響程度不同。美國AI產業聚焦上流芯片設計、大模型、雲計算等環節，資本開支規模大、產業鏈條長，且頭部企業現金流充裕，AI投資呈現明顯的「利率脫敏」特徵，足以對經濟周期形成支撐甚至「扭曲」。而中國AI資本開支高速增長但絕對規模低於美國，企業更加側重工程優化而非堆砌算力，且AI產業優勢主要在中下游應用環節，商業模式建立和投資需求釋放更需要時間。此外，AI對經濟的拉動更多體現在生產端與出口端，尚未形成完整的內需正向循環，對總量經濟的拉動相對有限。

又如，傳統部門對經濟的拖累程度不同。中國傳統部門的收縮是新舊動能轉換期的結構性、趨勢性調整。房地產作為過去幾十年經濟增長的核心引擎，關聯產業鏈長、覆蓋就業廣、對地方財政影響大，其深度調整同時衝擊企業、居民、政府三大部門資產負債表，形成系統性的需求收縮，拖累效應顯著。而美國傳統部門的壓力主要來自高利率的階段性抑制，房地產市場在次貸危機後已完成深度調整和去庫存，當前整體庫存處於歷史低位，對經濟的拖累程度可控。

推動創新成果共享

理性看待K型分化，並非所有分化都是壞事，有些分化本身就是政策推進的目標，應區分結構轉型中的正常分化與需要警惕的失衡分化。一方面，合理的分化是產業升級的必經之路。新舊動能轉換過程中，資源從低效的傳統部門向高效的新興部門集中，舊動能逐步退坡、新動能加快成長，是產業結構升級的必經之路，是經濟高質量發展的應有之義，是政策推進的目標，有其合理性和必然性。但另一方面，必須警惕分化過度與固化帶來的風險，也就是「好的太好、差的太差」的失衡局面。「好的太好」好不好？從上行端看，新興產業過度繁榮可能引發資源極化與泡沫化風險。如果AI等熱門領域出現盲目跟風、概念炒作與低水平重複建設，不僅會浪費財政金融資源，還可能催生局部資產泡沫。一旦預期發生逆轉，泡沫破裂不僅會衝擊新興產業自身，還可能通過金融鏈條傳導至整個經濟體系。更重要的是，資源過度向少數行業集中，會擠壓其他產業的發展空間，不利於創新的擴散與產業生態的平衡。

「差的太差」行不行？從下行端看，傳統部門過度收縮可能引發總量承壓與民生風險。房地產、傳統製造業等部門吸納就業的能力顯著高於新興科技產業，也是保障民生剛需的重要載體。如果傳統部門收縮過快、調整過深，不僅會拖累經濟總量，導致

總需求持續不足，還會引發就業壓力加大、居民收入放緩、家庭資產負債表惡化等一系列民生問題。

因此，治理K型分化的核心，不是消除分化、阻礙轉型，而是把握好分化的「度」，防止正常的結構分化演變為長期的結構失衡，推動K型的上下兩端逐步向中間收斂、經濟總體長期向上進步。

面對K型分化，政策的總體目標應當是在支持新動能加快成長的同時，緩衝舊動能調整的衝擊，促進創新成果更廣泛地擴散與共享，實現結構轉型與總量穩定的動態平衡，防止分化固化為階層與區域的發展鴻溝。

第一，完善宏觀調控與政策評估框架，兼顧總量指標與微觀體感。改變單一依賴GDP（國內生產總值）、工業生產等總量指標的評價體系，建立涵蓋居民就業收入、企業現金流、地方財政運行的多維度常态化監測機制，精準識別結構分化下不同主體的實際狀況。政策制定既要關注新興產業的增長亮點，也要重視傳統部門的調整壓力，避免宏觀數據與微觀感受的持續背離。

第二，保持總需求基本穩定，為轉型營造適宜的宏觀環境。在新舊動能完成有效接力之前，絕不能陷入「有了AI就不需要總需求政策」的誤區。要多措並舉擴大內需，彌補總量缺口。宏觀調控工具運用要注重總量與結構並重，結構分化不能只靠結構性政策，總量政策也需要適時加力。穩定傳統部門的基本需求，避免舊動能過快收縮形成過大的需求缺口。

第三，推動AI創新擴散與產業融合，增強新動能的帶動效應。一方面，加大對基礎研究、關鍵技術攻關的支持力度，補強核心零部件、關鍵設備、基礎軟件等薄弱環節，繼續推動資本市場改革，完善融資支持體系。另一方面，推動AI技術向傳統製造業、服務業廣泛擴散應用，提升傳統產業的生產率與競爭力，延長產業鏈條，拓寬就業吸納渠道。

第四，完善收入分配與社會保障體系，促進轉型收益全民共享。健全工資合理增長與最低工資動態調整機制，推動勞動者報酬與勞動生產率增長基本同步，規範靈活就業人員勞動權益保障，讓技術進步的成果更多轉化為勞動者收入。完善養老、醫療、失業等社會保障制度，推進公共服務均等化，降低居民預防性儲蓄動機，釋放消費潛力。

K型分化是技術革命時代的全球性挑戰，也是中國經濟轉向高質量發展階段必須跨越的關口。分化本身不可怕，可怕的是分化的固化與失衡。唯有在創新中包容，在轉型中平衡，才能讓技術進步真正成為惠及全體人民的動力，推動中國經濟在結構優化中實現行穩致遠。

（作者為粵開證券首席經濟學家）

中資券商發力國際化 港擔當平台

戰略規劃部

中銀國際

金融觀察

2026年上半年，上市中資券商的國際業務迎來戰略性投入增長的新拐點，整體進入重資本深耕階段。國際子公司淨利潤同比增長97.6%，高於收入增速，盈利彈性充分釋放。筆者注意到，國際業務在集團收入、利潤與資產負債表中的分量正在加重，已從集團的附屬板塊，變成拉動集團增長的第二引擎。

隨着跨境投行、機構經紀與資本中介等高毛利業務的收入佔比上升，利潤率隨之抬升，重資本業務的收入貢獻也明顯擴大。中資券商的境外業務正由「賣通道」轉向「拚資本」，收入增長的高質量導向更加明確。這條路徑既指向券商自身的盈利增長點，也指向中國企業走出去的重要金融服務支點。

頭部中資券商的盈利表現最為突出，利潤增速普遍快於收入，部分機構利潤增速是其收入增速兩倍以上；體量較小的機構利潤增長同樣可觀，呈現基數小、彈性大的特徵。筆者判斷，未來國際化走得愈遠的機構，愈能吃到跨境生意的規模效應與定價能力。

從國際化程度看，大型中資券商與國際大型投行的距離在收窄。部分頭部機構的國際業務收入已佔集團收入四成以上，接近國際同業水平。但多數機構的國際業務仍處在起步階段，境外業務類型與客戶結構也相對單一。

整體而言，大型中資券商的國際化進程站穩腳跟，且頭部集中的趨勢正在強化，按營業收入及淨資產規模計算，前四大平台的收入與利潤佔比都已超過行業整體的八成。這一格局有它的現實基礎：國際業務對資本實力、業務牌照、客戶網絡的要求遠高於境內，運營與合規成本也更高，中小機構短期在同等條件下的競爭壓力更高。

需求端的支撐是最為根本的因素。中國企業正從產品出口轉向產業鏈全球化，跨境上市、跨境併購和離岸融資需求集中釋放。香港資本市場業務明顯回暖，上半年新股集資額同比接近翻倍，日均成交金額大幅放大，經紀、託管和資本中介的收入隨之增厚。從推薦數量看，中資機構在港股IPO保薦及承銷環節已佔據主導地位。

培育一流投資銀行

政策與資本也是重要推力。國家持續推進金融高水平對外開放，國家「十五五」規劃提出要培育一流投資銀行和投資機構，中國證監會提出到2035年形成兩至三家具備國際競爭力與市場引領力的投資銀行和投資機構。中資投行境外子公司的資本補充通道也同步打開，上半年境外子公司增資的規

模與密集度都創下歷史之最。融資工具種類豐富，包括大股東定向增發、零息可轉債，以及自有資金直接注資等多種渠道。境外業務整體更高的回報率，也推動頭部中資券商的資本配置不斷向國際業務傾斜。

規模擴張仍會繼續。頭部中資券商的經營槓桿明顯低於國際同業，資產負債表還有擴張餘地；增資到位後，重資本業務的容量隨之打開，市場預計總資產快於淨資產擴張的態勢將大概率延續。中資券商的全球網絡也在加快鋪開，東南亞布局明顯提速，中東市場實現持牌突破，頭部機構的服務網絡已延伸至十多個國家和地區的數十個金融市場。

香港的樞紐作用在全球化布局中尤為突出。作為國際金融中心，香港擁有健全的法治環境、自由的資金流動和成熟的專業服務，與內地市場形成良好互補。隨着粵港澳大灣區建設和「一帶一路」倡議深入推進，香港金融市場的制度優勢與區位優勢將隨之釋放，社會經濟持續繁榮穩定，中資券商立足香港、輻射全球的路徑也更加清晰。

競爭格局上，行業分層結構趨於穩定，整體呈現健康、可持續的增長趨勢。龍頭機構憑藉資本、牌照與客戶結構的綜合優勢繼續領跑；第二、三梯隊的機構走區域深耕和特色業務的路子，同樣能夠打開空間；中小機構也可通過與頭部機構的合作，共享跨境業務的發展機遇。

未來競爭的焦點，也在從網點和牌照轉向全球網絡、產品能力和綜合服務。業務重心同步遷移，投行業務的主導地位已經穩固，未來的增量將轉向資本中介與資產管理：衍生品做市、機構經紀等條線仍是外資強項，也是彈性最大的增量方向；資產管理條線基數低、增速快，頭部券商正通過收購和自建加快補齊。業務結構由此更均衡，抗周期能力也更強。

從前瞻角度看，中資券商國際化仍有充足的發展潛力。一是目前業務與資產較多集中於香港地區，東南亞、中東、歐美等市場尚處於開拓階段，可供拓展的市場空間很大，每一地的牌照、客戶與產品線都對應一輪新的業務增量。二是合規能力也在從成本項轉變為競爭力，早期投入將轉化為長期的信任優勢。三是隨着增資效果在承銷、衍生品、財富管理等業務線逐步兌現，市場預期中資投行的海外業務收入有突破千億元的潛力。

在培育具有國際競爭力的投資銀行這一目標之下，中資券商正加快融入國際金融市場，既服務國家高水平對外開放大局，也為香港國際金融中心的繁榮穩定貢獻力量。

生育率會影響樓市嗎？

樓市新態

陳永傑

新一份施政報告提出11項鼓勵生育措施，其中合資格家庭在生育前一年或後兩年內購入住宅，可獲減免最多2萬元印花稅；有新生嬰兒的白表家庭申請者，最高按揭成數提升至95%。以400萬元單位計，首期可少準備20萬元。

鼓勵生育能否帶動樓市？中原地產住宅部整理的2006至2025年數據顯示，出生人數與住宅成交部分時期走勢相近，但關係並非直接。近20年出生人數最多的六年為2007至2012年，每年介乎7.09萬至9.55萬人；住宅成交最多的6年則為2006至2011年，介乎8.25萬至13.58萬宗。當中5年重疊，反映出生人數較多時，樓市亦曾相當活躍。

不過，同期興旺不代表生育增加帶動成交。2011年出生人數升至9.55萬人的期內高峰，住宅成交卻減至8.45萬宗，按年跌近38%。整段期間19次按年變化中，兩者出現10次同升同跌，約佔53%，難言穩定同步。

出生數字亦受政策影響。2013年實施雙非孕婦零配額後，出生人數由上年的9.16萬人急跌至5.71萬人；同期住

宅成交由8.13萬宗減至5.07萬宗，但樓市亦受需求管理措施及市場環境影響，不能將兩者下跌歸因於同一政策。近年分歧更明顯。2025年成交達至6.28萬宗，按年增加18.3%，出生人數則減少13.7%至3.17萬人，為期內最低。可見，不能單憑生育數字判斷市況。

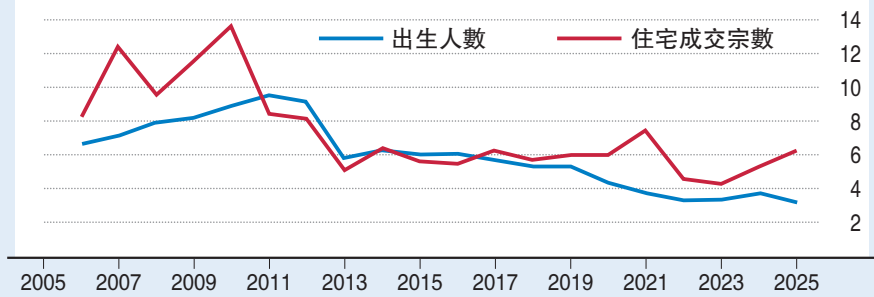
短期或引發換樓潮

其實，人口與住屋的關係，要分開短線與長線看。新生嬰兒形成獨立置業需求，往往是20多年後的事；較即時的影響，是家庭因生育而置業、租大一點或由2房換3房。今次措施可減輕首期壓力，部分家庭或可提早上車。印花稅減免亦可減少交易開支，但家庭生育或換樓仍要考慮育兒及生活成本，政策未必全面推高成交。

長線而言，若家庭能負擔上車，也能隨子女增加改善居住空間，再配合託兒服務及穩定就業，便有望減少生育顧慮，支持家庭客市場。要期待「多人生仔，樓市較旺」，關鍵是讓家庭有能力置業，也有餘力養育下一代。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）

本港出生人數與住宅成交



資料來源：政府統計處、中原地產研究部