

◀分析指出，AI資本開支擴張與商業回報兌現之間的錯配，可能引發科技股估值和信用風險重新定價。 資料圖片

經濟觀察家

面對2027年，全球經濟的變化或許並不只體現在增長的速度，更體現在舊結構如何延續、新機制如何形成，以及二者在持續更替中最終塑造出怎樣的經濟運行形態。辨別這場發生於連續性之中的結構轉換，正是我們把握2027年全球經濟演化方向的重要線索。

2027年警惕科技股信用風險

宏觀分析 周程實 烽

如果一艘船不斷更換損壞的木板，直至最初的材料被全部替代，它是否仍然是原來的那艘船？「忒修斯之船」的古老悖論，為我們理解當下全球經濟演化提供了哲學視角。

如今世界經濟增長仍展現出較強韌性，但穩定的全球總量背後，是正在加速的內部分化。該分化主要受到地緣政治與技術變革兩股力量的共同驅動：一方面，地緣衝突通過能源價格上漲形成負向供給衝擊，加劇能源進口經濟體的通脹與增長壓力。另一方面，人工智能相關投資通過算力基礎設施、半導體及國際貿易形成正向需求衝擊，為科技產業鏈參與度較高的經濟體提供增長支撐。

不同經濟體在能源依賴程度、科技價值鏈分工及技術吸收能力上的差異，進一步擴大了增長表現的分化。**這一演化過程體現出複雜經濟系統的三重特徵：**

一是表面的同一性與內在的異質性。持續運行的系統表面看似波瀾不驚，其內部結構可能已經悄然重構。經歷疫情衝擊、通脹反覆、地緣衝突、貿易摩擦與貨幣緊縮之後，全球經濟並未如市場普遍擔憂的那樣陷入深度衰退，但不同經濟體和產業的增長貢獻已發生明顯分化，宏觀總量的韌性與微觀結構的調整並行。

二是舊系統的延續性與新結構的擴張性。過去數年全球經濟之所以能夠反覆承受衝擊，一方面得益於既有經濟體系積累的資產負債表緩衝與制度韌性，另一方面源於新能源、新技術及供應鏈調整逐漸形成新的適應能力。舊結構尚未退出，新結構已經生長。

三是演化過程的漸進性與結構結果的躍遷性。系統的質變往往並非發生於某一個清晰可辨的時點，而是隱藏在無數局部調整與邊際變化之中。因此，判斷的關鍵並非在於某一塊「木板」的變化，而是這些局部變化能否最終匯聚為整體結構的重塑，並形成更有效率、更具韌性的均衡。

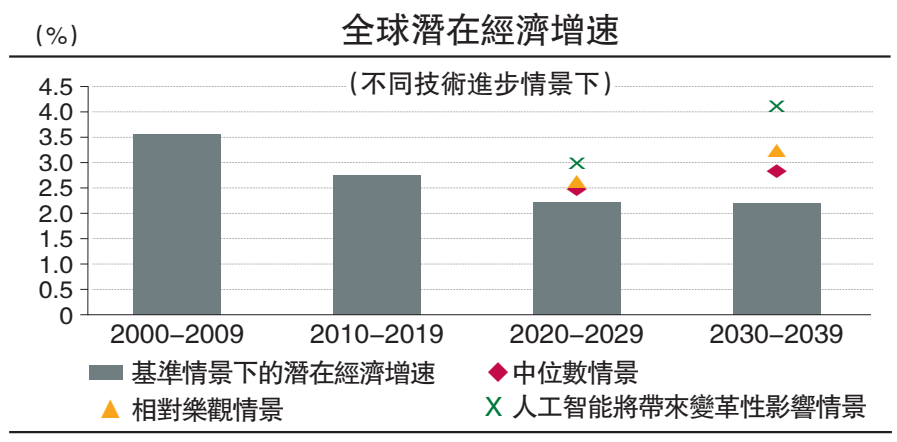
全球經濟三大變化

具體而言，這艘穩健航行的全球經濟之「船」，正面臨三大變化：

首先是增長動能之變。過去數十年，人口紅利、全球化、資本深化與相對廉價的能源共同支撐全球潛在增長，但人口老齡化、資本邊際回報下降及能源約束增強，正在削弱傳統要素紅利。而以人工智能為代表的新一輪技術革命正成為新舊增長動力轉換的重要變量。在不同技術進步情景下，人工智能有望推動2030–2039年全球潛在經濟增速由基準情景下的約2.2%提高至2.6%–4.1%。但技術投資與生產率釋放之間仍存在時間差，現階段AI短期內首先表現為一輪強勁的需求衝擊，而廣泛的生產率提升仍在進程之中。

其次是合作秩序之變。全球經濟合作正由效率優先的全球化分工，逐步轉向區域經濟一體化與跨區域多元協作並行的新格局。地緣衝突與貿易摩擦推動全球供應鏈重新布局，區域內部產業配套與貿易聯繫日益凸顯。能源領域同樣體現出這一變化，霍爾木茲海峽運輸受阻後，顯著緩衝了供給衝擊。企業也越來越多通過供應來源多元化、庫存調整和市場重配提高適應能力。

再次是宏觀治理之變。過去長期低通脹、低利率環境為財政擴張和貨幣寬鬆提供了較大空間，而連續衝擊之後，全球經濟正轉向高債務、高融資成本與通脹更易反覆的新約束。當前主要經濟體公共債務仍處高位，2025年全球公共債務已經接近GDP的94%，IMF（國際貨幣基金組織）預計按照當前趨勢將在2029年前後達到100%。與此同時，主權債券收益率抬升，人口老齡化、能源安全和國防等支出需求持續增加，也使得財政與貨幣政策的容錯空間顯著收窄。



來源：世銀及工銀國際整理

新舊結構四重錯配

新舊結構交替帶來四重錯配。舊體系尚未退出、新體系又在加速形成，使全球經濟的主要風險越來越表現為不同變量調整速度之間的錯位。

一是財政擴張與融資約束之間的錯配。過去低利率時期積累的大量公共和私人債務正在進入更高利率環境，而財政赤字、產業投資和公共支出需求仍然較高。高政府債務與再融資風險尚未得到解決，長期國債收益率上升既受到政策利率預期推動，也受到財政擔憂和期限溢價上升影響，使主權債市場更容易受到通脹和財政衝擊。OECD（經合組織）數據顯示，2025年成員國政府債務再融資需求達到13.5萬億美元，佔政府總借款約80%。其中存量固定利率債券約有三分之一將在2026–2028年到期。

二是AI投資與盈利兌現之間的錯配。人工智能正在推動半導體、數據中心、雲計算和電力基礎設施形成大規模資本開支，但投資擴張明顯快於生產率和盈利兌現。IMF指出，AI核心企業融資槓桿正在上升，自2024年以來大型雲計算企業佔全球投資級公司債發行的比重已由不足1%升至約10%。部分AI循環融資交易形成約3000億美元股權投資、6500億美元債務與1.4萬億美元未來收入承諾。一旦生產率和盈利改善慢於資本投入，當前的新增長動能也可能轉化為資產價格和信用風險。

三是金融擴張與風險承載的錯配。金融風險正在更多從銀行體系轉向對沖基金、私人信貸、保險和養老金等非銀金融部門。全球對沖基金總資產已由2013年的約4萬億美元增至2026年初的約13萬億美元。保險和養老金對非流動性資產的配置增加，私人信貸借款人槓桿也處於較高水平。槓桿、擁擠交易和脆弱融資結構可能在市場壓力時期放大價格波動。平穩時期看似充裕的市場流動性，在去槓桿過程中可能迅速消失。

四是技術創新與監管建設之間的錯配。金融技術和市場結構演進的速度正在快於監管、法律和基礎設施的調整。資產代幣化能夠降低發行和結算成本、支持24小時交易並提高自動化程度，但當前市場仍面臨法律確定性、監管清晰度、互操作性和結算資產不足等約束，同時可能放大槓桿、流動性和關聯性風險。

增長機遇與潛在風險並存

展望2027年，全球經濟將在技術創新、政策調整與地緣政治變化的交織影響下，呈現增長機遇與潛在風險並存的格局。

從增長機遇來看，人工智能投資周期有望逐步由算力基礎設施建設向應用普及與生產率提升延伸，推動亞洲半導體產業鏈升級，並通過數據中心、電網及能源基礎設施投資帶動相關產業發展。與此同時，全球產業鏈區域化重組將為東南亞等地區經濟體創造新的製造業投資機會，科技投資向非科技行業擴散、財政投資與產業升級有望進一步拓寬全球企業盈利增長來源。若地緣政治風險逐步緩解，隨着部分主要經濟體通脹壓力逐步緩解，全球貨幣政策寬鬆及金融條件改善有望降低實體經濟融資成本，為企業投資、居民消費及全球經濟復甦提供進一步支撐。

從潛在風險來看，全球主權債務持續累積與融資成本居高不下，可能推動長期國債期限溢價上升，並與非銀金融機構去槓桿形成共振，放大金融市場波動。美國中期選舉後，民主黨贏得國會參眾兩院控制權，2027年美國行政與立法部門之間的權力制衡及政策協調機制面臨調整。一方面，財政撥款、政府融資及債務上限等議題可能面臨更複雜的跨黨派談判，增加財政政策執行與政府運作的不確定性。另一方面，國會監督加強及立法空間收窄，可能改變美國貿易、產業及對外經濟政策的實施節奏，並通過政策預期、企業投資和國際資本流動向全球經濟傳導。

AI資本開支擴張與商業回報兌現之間的錯配，可能引發科技股估值和信用風險重新定價。中東能源衝突反覆及全球電力供需錯配，可能通過能源供應、生產成本與產業鏈調整對增長和通脹形成雙重擾動。此外，歐洲政治碎片化與安全壓力、日本利率正常化引發的跨境資本再配置，以及金融技術創新伴隨的網絡安全風險，也將增加全球金融體系的不確定性。

（作者程實為工銀國際首席經濟學家，周燁為宏觀分析師）

銀行如何應對融資結構轉換挑戰

市場脈搏 唐建偉

2026年6月17日，人民銀行行長潘功勝在陸家嘴論壇以「中國金融結構的變遷和金融市場現代化」為題發表演講，指出「貸款降速提質或將成為宏觀運行的新常態之一。」從數據上看，中國融資結構也的確在加速轉換。2025年社會融資規模增量中貸款佔比45%，債券加股票的直接融資合計佔比47%，首次超過貸款。

今年的數據表明融資結構轉換還在加速。今年前10個月，社融增量28.61萬億元（人民幣，下同），同比少增2.29萬億元。其中對實體經濟發放的人民幣貸款10.91萬億元，同比少增3.61萬億元，佔比降至38.13%。企業債券淨融資3.1萬億元，是上年同期增量的1.7倍；政府債券淨融資11.49萬億元，非金融企業境內股票融資5705億元。

債券和股票融資合計15.16萬億元，佔比52.99%，超出貸款佔比13.87個百分點。直融與間接融資佔比從去年47%對45%的兩個百分點差距，擴大到今年前10個月接近14個百分點。

轉換的深層原因是產業結構切換。房地產、基建等重資產行業投資規模大、抵押物充足，天然對應中長期貸款需求；科技創新、高端製造等新興產業的資產形態是技術、數據與人力資本，輕資產對應低負債，單位經濟增長所需的貸款密度隨之下降。

融資結構轉換對商業銀行規模層面的衝擊整體可控，而真正的衝擊在於定價權。把兩個數字放在一起看會更清楚：今年10月企業新發放貸款加權平均利率約2.9%，11月上旬3年期AAA級中期票據的收益率約1.6%。對高等級發行人，債券市場給出的價格比貸款加權平均利率低約130個基點。即便考慮大企業貸款利率低於加權平均口徑、發債另有承銷費用，二者價差依然顯著。優質企業放棄貸款而選擇債券融資，不是情緒主導，而是成本考量。

這從根本上改變了銀行的定價機制。過去貸款定價的錨是LPR（貸款市場報價利率）加點，LPR由報價行在政策利率基礎上加點形成，整條鏈路以銀行為中心、以季度為節奏。現在，高等級企業的邊際融資成本由信用債二級市場決定——收益率由投資者交易形成，逐日波動，不受LPR調整節奏約束。企業拿着債券市場的報價回來談判，貸款利率的市場化程度被動抬升。

定價機制轉換還會帶來以下連鎖反應：一是商業銀行的FTP（內部資金轉移定價）曲線的有效性下降。FTP以政策利率體系為基準，當邊際客戶的價格錨變成信用債曲線，分行對客報價與總行資金成本之間出現裂縫，定價基準開始漂移。二是貨幣政策傳導鏈條轉換。結合此前央行政策利率換錨至DR001的改革落地，資金定價的傳導鏈條從「政策利率—LPR—貸款—實體」變為「DR001—國債—信用債—實體」，政策利率直接傳導至市場定價，傳導環節減少，效率更快，而銀行在定價體系中的作用被削弱。三是客戶關係重構。高等級客戶從授信額度管理轉向多層次比價，銀行從資金供給方變為融資方案的競爭者之一。

從四個層面推動改革

在此背景下，**商業銀行要從以下四個層面推動改革**。

一是重構定價體系。把國債與信用債收益率曲線納入FTP體系，對可發債客戶按「債券利率加銀行綜合服務成本」定價，讓貸款報價直接掛鉤市場錨，而不是等LPR調整再被動跟隨。

二是切換角色與收入結構。從信貸供給者轉向「承銷、投資、風險管理」的綜合服務商，把融資遷移從客戶流失轉化為收入切換——部分利差收入變成承銷費、投資收益與做市收入。重點是要加強銀行內部的協同：企業發債時，牽頭的是投行條線，投資的是金融市場條線，維護關係的是分行，三條線如果仍然各算各的賬，綜合報價就拚不過專注的承銷機構。

三是做好客戶分層分類管理。高等級客戶接受市場定價，競爭的是現金管理、對沖、跨境結算這些服務能力；而對於下沉客戶——他們沒有債市准入，銀行的信息生產與風險定價優勢仍然成立。分層的真實含義是重新配置風險資產額度：對頭部客戶，授信額度不再是稀缺資源，服務能力才是；把額度從低回報的大企業授信中騰出來，投向仍有定價權的客群，是存量博弈中守住息差的現實路徑。

四是加強風險管理與資產負債表的適配性。資產從貸款科目搬進投資科目後，風險形態也跟着變了，信用風險並沒有消失，又疊加市場風險——債券估值逐日波動，利率上行期投資盤的浮虧會直接侵蝕資本與利潤。賬戶擺布、久期管理與資本佔用測算，要與資產遷移同步規劃，而不是等資產到位再補課。同業存單發行節奏與投資久期的匹配、包銷失敗的頭寸預案，都是遷移途中真實會遇到的題目，如何解題也需要提前做好規劃。

（作者為資深金融研究人員）

港經濟復甦 新盤連月熱銷

樓市新態 廖偉強

本港樓市走勢可謂冷暖分明，一手市場的熱與二手交投的冷形成強烈對比。筆者粗略點算，過去三個月全港焦點新盤在公開發售中，有近15次是「一Q清枱」（即單輪價單推售當日全數沽清），估計涉及逾2100個單位。這些項目不少每輪推售規模都超過百伙，部分焦點樓盤更是連續兩輪或以上均能即日售罄。這種高頻率、跨區域且具持續性的銷情，印證了目前本港樓市基本面依然穩固，購買力深厚，也令「樓市將再步入寒冬」的淡友預言站不住腳。

短短三個月內，新盤十多次即日沽清的表現，已不能僅僅以發展商開價貼市及銷售策略成功來解釋，背後更反映置業者的心態。儘管美國加息似乎已迫在眉睫，但市場主流共識皆認為，美國現時步入的只是一個漸進式「小加息周期」，息口波動幅度與2022至2023年的暴力加息完全不同，買家對供樓開支的可預測性大增。



▲過去三個月焦點新盤發售有近15次「一Q清枱」，估計涉及逾2100伙。 資料圖片

此外，本港經濟正穩步復甦，多家機構普遍預測今年全年經濟增長可達4.8%至5.1%左右。買家不會只困於息口陰霾，反而更着重物業的長遠價值及自身居住需要，果斷趁發展商貼市開價的時機入市。

近月即日沽清的項目，分布港島、九龍及新界不同板塊，涵蓋上車盤以至市區中大型項目，充分顯示市場客源不絕，未見「後勁不繼」的跡象。過去市場曾擔心購買力在首輪開售後便會迅速消耗，但近期熱賣項目不僅首輪售罄，連帶次輪甚至第三輪加推，依然能在開售當日獲市場全數承接。

更難得的是，各大發展商的新盤相繼登場，卻未見互相攤薄客源的情況，正說明樓市的剛性需求及投資需求皆十分龐大，不論上車客、分支家庭、換樓客，還是看準可觀租金回報的長線投資者及內地買家，都成為了一手樓市穩步向前的動力。

筆者公司研究部的最新報告顯示，10月份一手私宅買賣登記雖由9月高位輕微回軟5%至1376宗，但仍連續兩個月企穩千宗以上的強勁水平。受惠於10月下旬至11月初多個新盤銷情理想，預計11月份登記量可望反彈約兩成至1650宗左右，挑戰近五個月新高。

二手交投未失活力

雖然二手市場交投表現，對比一手市場確實遜色，但這絕非代表失去了活力，市場其實正逐步累積龐大的購買力，筆者相信，待美國息口預期更趨明朗，以及新盤向隅客逐漸回流時，二手市場就可以接力而上。

（作者為利嘉閣地產總裁）