



經濟觀察家

筆者於2016年寫了一篇文章《換美元不如買黃金》，指出各國為了應對經濟不振的難題，基本採取了超發貨幣的對策，且遠超黃金產量的增速。但當時這一觀點受到很多的批評。正是因為有質疑，我才開始認真研究黃金，越研究越覺得黃金作為一種避險和保值工具，或具有長期持有價值。

黃金大牛市還會持續嗎？

察股觀經 研究二
李迅雷 戰後的全球各國經濟狀況，筆者發現面對經濟下行壓力，大部分國家採取的對策基本相同，通過財政部門發債來緩解經濟失衡，然後讓央行來購買國債，由此帶來央行擴張，於是形成貨幣超發。這就是所謂的MMT（現代貨幣理論），或稱為財政赤字貨幣化。

如美聯儲持有美國國債的比重超過美聯儲總資產的60%以上，日本央行則持有本國國債比重更多，而中國央行持有比重大約在4%左右，這是否意味着以後增持空間很大？

印鈔容易 改革難

政府財政舉債的目的是解決經濟失衡問題，而經濟失衡的原因往往是經濟結構的扭曲，要麼是貧富差距的擴大導致消費不振、產能過剩；要麼是供給短缺導致通脹惡化；要麼是資產泡沫破滅後引發的債務危機。應對這些問題的最好辦法是推進經濟體制改革或收入分配體制改革，但改革必然會觸動利益、阻力很大，而通過貨幣超發的方式不直接觸動利益，皆大歡喜。

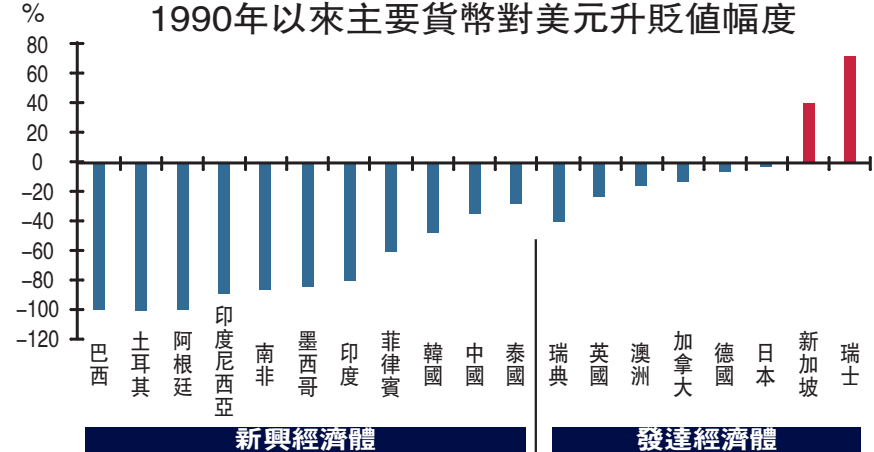
從布雷頓森林體系解體、美元與黃金脫鉤之後，新興市場貨幣對美元整體貶值幅度達90%以上，而美元又對黃金貶值90%以上。從配圖中發現，1990年以來，只有瑞士法郎和新加坡幣對美元是升值的，全球貨幣的普遍超發和貶值，使得人們對紙幣氾濫的擔憂進一步加深，增大了人們對黃金這種天然具有貨幣屬性資產配置比例的需求。因此，黃金上漲的長期邏輯應該是成立的。

在過去這些年裏，每次筆者推薦黃金，總有人提醒：比特幣將取代貨幣，黃金將不具有貨幣屬性，只剩下消費屬性。那麼，我想問的是，比特幣真的能替代黃金嗎？從字面看比特幣是貨幣，也具有貨幣的基本特徵，如交易、結算和儲備等，但它的最大問題是缺乏法定貨幣的相對穩定性。

如2016年11月末，比特幣的價格只有742美元，2021年11月比特幣的最高價到6.9萬美元，而一年以後，它最低跌到了1.6萬美元。2024年末，它又大漲至超過10萬美元，之後在大家的一片看好聲中，回落到現在的8.5萬美元。世界上哪一種貨幣具有如此大的波動性？

各國央行的貨幣政策都有一個基本目標，就是維持幣值穩定，如果比特幣成為一國貨幣，央行有能力做到幣值穩定嗎？如果企業或個人簽訂商業合同，把比特幣（假設是合法）作為支付、結算貨幣的佔比會有多少？

比特幣等加密貨幣是一種使用分布式賬本的區塊鏈（Blockchain）技術開發出來的交易媒介，由於每個人都可以創設加密貨幣，就像每個人都可以設立公司並有可能上市一樣，因此，加密幣可能缺乏稀缺性和穩定性，但它們確實具有虛擬資產屬性。



虛擬貨幣的歷史不到二十年，未來的命運如何，至少還得觀察一百年吧？但黃金成為貨幣至少有三千年以上的歷史，如今仍是各國央行的貴金屬儲備。此外，黃金與比特幣之間不存在此消彼長的關係，甚至在過去十年裏都呈現上漲趨勢。

人類通常容易犯的錯誤是短視，這是人類的生理特徵所決定的，因為我們的壽命短暫。在趨勢外推時，總是給予當下過大的權重，總是不斷地宣稱自己正在迎接歷史性、劃時代的大拐點到來，誤把浪花當成浪潮。

唐朝詩人劉禹錫一首詩中的兩句話：「千淘萬漉雖辛苦，吹盡狂沙始到金」。說明淘到金子要歷經千辛萬苦，太不容易了。但歷經數千年變遷，黃金的貨幣屬性已經難以撼動。

經濟放緩 風險增

2019年筆者寫了一篇文章《為何全球將進入低增長高動盪模式》，主要觀點是：和平時間久了，就會出現社會和經濟結構的扭曲、財富的分化和貧富差距的擴大，人類歷史上遇到的諸多危機，大多不是通過自身改革來修復的，而是通過革命或戰爭推倒重來。

為何和平時間越久，社會和經濟問題越多呢？因為就像一個人年紀越大，器官就會老化，基礎病就會越來越多一樣。都說改革是一副良藥，但為何改革成功的案例卻極少呢？都說以後隨着醫療水平的不斷提高，人類壽命可以越來越長，因為各種器官都可以移植了，但終究還是屬於量變（移植器官），而非質變（改變基因）。如全球超過100歲的人極少，超過110歲就十分罕見了。

當今世界，新興經濟體的增速普遍快於發達經濟體，但總體看，增速都在下降。因為從二戰結束到現在已經八十年了，而一戰結束到二戰開始的間隔時間只有二十一年。這意味着全球患有「基礎病」國家的數量越來越多，風險在加大，經濟增速在放緩，震盪在加劇，如2020–2022年的三年疫情，2025年開始特朗普發起的全球性對等關稅。而黃金作為具有保值和避險功能的投資品，是高震盪、低增長時代最合適的避險工具之一。

應該說，去年黃金的表現已經夠強了，主要原因是各國央行增持黃金。增持的原因主要是擔心美元信用問題，即對美國聯邦政府的債務居高

不下的擔憂。2024年黃金是在美聯儲加息的背景下出現了大牛市，如倫敦金的全年漲幅超過25%。

截至2025年3月末，中國央行黃金儲備量達到2292.33噸，較2024年底的2279.57噸增加約12.76噸。這一增長是自2024年11月以來連續五個月增持的結果。儘管如此，中國的黃金儲備與經濟體量相比還是偏少。

今年初特朗普再度當選總統以來，試圖以對外加關稅、對內減稅、節省政府開支和減少對外援助等手段來改善財政狀況，但由此對長期形成的國際國內秩序帶來巨大衝擊，更進一步引發國際社會對美元信用和美債信用的擔憂，近日來美匯指數暴跌、美債收益率高企，這又進一步促使黃金價格大漲。

俗話說，亂世黃金、盛世珠寶。近年來全球藝術品、奢侈品價格走弱，但黃金價格逆勢上揚。由於中國GDP對全球GDP的增量貢獻都保持在30%以上，故2021年後中國房地產長周期的下行實際上對全球經濟產生了明顯影響，而這方面往往被大家忽視了。2021年至今中國藝術品價格指數跌幅超過40%，與房價平均跌幅或土地出讓金收入的累計跌幅基本一致。

今年不到四個月的時間裏，美國COMEX黃金價格的漲幅已經接近30%。那麼，這輪黃金上漲還有多大空間呢？從歷史上看，黃金價格的上漲可以從1971年布雷頓森林體系解體後算起：1972年至1979年那一波牛市漲了1781.48%，之後二十年下跌了69.51%，再之後的十年又上漲了644.3%。最近一輪下跌是在2011年7月至2015年12月，COMEX黃金價格跌至1060美元，跌幅達到42%。

從2016年1月至今，黃金的漲幅已經達到2.12倍，上漲時間為九年零三個月。上漲時間已經不算短了，但漲幅遠低於之前的兩輪大牛市。如果說第一輪黃金大牛市是對美元與黃金脫鉤的回應。那麼，這輪黃金大牛市可否認為是對美元信用的擔憂，或者是對美國作為橫跨兩個世紀全球霸主、其地位可能發生動搖的預期？

所有的猜測都不會有答案，歷史的大拐點也不太可能被我們巧遇，但二戰後持續八十年的和平基礎似乎不再穩固，全球性的結構性矛盾，包括社會、經濟和政治都越來越突出，黃金受追捧具有一定的歷史記憶性。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

算力需求並非「越便宜、越擴張」

實話世經 程實

「初景革緒風，新陽改故陰。」

DeepSeek的出現，不僅為AI的發展提供了更多技術路徑的選擇，也為行業應用的多樣化奠定了基礎，使人工智能走出了「規模至上」，擺脫了過去單一路徑的局限，進而拓展了邁向更廣闊空間的可能性。這一變革的意義，恰好可以從「傑文茲悖論」的視角加以審視。

首先，算力增長的內在邏輯在於模型邊界的階梯式突破，以及應用場景的不斷演進。在人工智能發展的浪潮中，底層模型的邊界正逐漸顯現。儘管近幾年大模型的規模持續擴張，無論是文本生成、圖像理解，還是跨模態能力的拓展，底層模型的發展始終存在物理和理論上的邊界。這些邊界不僅源於算力和資料的限制，更涉及認知能力、泛化性、安全性等多方面的挑戰。

視乎應用場景開發程度

算力的增長並非簡單的線性積累，而是階梯式突破邊界，並推動其在現實場景中的應用落地。每一階段算力的提升，都會伴隨着底層模型能力的躍升，同時也意味着上一階段模型的邊界被突破，催生出更廣泛的應用場景。大規模算力的投入使得長文本生成、邏輯推理、多輪對話成為可能。

然而，算力需求的持續增長，並不能僅依賴於底層模型參數規模的無序擴張，而需要建立在應用場景的開發。一方面，應用場景演進的軟性需求在於同質性場景的挖掘。這些場景不僅有較高的算力需求，同時也能夠大規模複用已有的模型能力，從而提高算力投資的回報率。另一方面，應用場景演進的硬性輔助在於交互能力的升級。而這些新型對話模式將大幅提升算力需求，因為它們涉及更複雜的即時計算、低延遲推理、多模態融合等技術要求。

其次，傑文茲悖論成立的關鍵在於算力需求的價格彈性。傑文茲悖論的核心在於，技術進步所帶來的資源利用效率提升並不會減少資源消耗，反而會導致資源總消耗量的上升。這一現象的邏輯基礎在於需求對價格的高度彈性——即當某種資源的獲取成本下降時，市場需求的增長幅度足以抵銷技術進步帶來的節約效應。

例如，在19世紀的英國，蒸汽機技術的革新大幅提高了煤炭的燃燒效率，但這並未減少煤炭的使用量，反而因工業規模擴大，推動了煤炭需求的急劇上升。類似的現象在能源、交通、製造等多個領域屢見不鮮，成為經濟學中一個廣為討論的悖論。當這一理論被應用到算力領域時，形成了一個類似的假

設——隨着晶片製造工藝的提升、雲計算的普及以及平行計算架構的優化，算力的成本正在持續下降。理論上，這一趨勢將刺激更大規模的算力消耗，進而形成「越便宜、越擴張」的迴圈。

然而，傑文茲悖論能否成立的關鍵在於，算力需求是否具有足夠的價格彈性。換言之，如果單位算力的價格下降，需求必須以足夠快的速度增長，才能抵銷單位效率提升所帶來的節約效應。而現實情況並非如此簡單。算力需求的增長不僅受價格驅動，還受到資料可得性、演算法複雜度、行業適配度等多重因素的制約。因此，僅僅依賴算力成本的下降，並不足以推動所有行業全面進入「算力消費爆炸」的階段。

最後，算力市場的現實困境在於需求彈性的非對稱性。從實際市場表現來看，算力需求的價格彈性呈現出顯著的非對稱性，不同市場主體的反應存在較大分化。

一是，模型參數數量並不能無約束地擴張，同時DeepSeek的發展也表明，在提升模型性能方面，參數數量的增加並非唯一途徑。通過引入創新的架構和訓練方法，DeepSeek實現了高效的計算和卓越的性能。

二是，對於普通企業和個人開發者而言，算力需求的增長受到諸多限制。1）資料治理的範式困境。AI模型的訓練依賴於大量高品質資料，而資料獲取的成本和合規風險在許多行業都極為嚴峻。2）技術躍遷的生態壁壘。並非所有企業都具備深度學習的專業能力，許多中小企業難以建立高效的AI開發流程，即便算力成本下降，也無法有效利用這些資源。3）創新週期的效益拐點。AI模型的參數規模達到一定閾值後，算力投入的邊際收益遞減。因此，在未來的算力革命中，技術創新的重心可能不再是單純擴展計算能力，而是提升算力利用效率。需求彈性也將從「野蠻擴張」步入「理性收斂」的新階段，算力市場的發展邏輯或將發生深刻變革。

（作者為工銀國際首席經濟學家、董事總經理）



▲DeepSeek通過引入創新的架構和訓練方法，實現了高效計算和卓越性能。

港樓價整固 長線投資時機到

樓市新態 汪敦敬

香港樓市發展到目前情況，已是完全解決所謂的「上車問題」。

因為樓價已是平民價或者說是實用價，在用家的角度看，是物有所值。換言之，樓市的投資潛力其實是算附送的了。現在樓價已低過建築成本，政府難以在賣地上獲取收入，用現時的樓價減去息口及建築成本，發展商已難用高溢價買地。

供樓開始平過交租，買樓收租開始變得吸引，回報率趨升。與汽車市場比較，一輛汽車使用十年後再賣出去會出現大折讓，但買樓自用或收租，十多年後的樓價正常應該升很多，假設不升也很難出現大折讓。

現在的樓價既然是實用價，只要香港的金融中心之路不變，來自世界各地不同的長、短線居住人口也會不斷出現，租金上升是大勢所趨，樓宇升值潛力不會消失。現在極可能是樓價最平的一個時段，如作為一名投資者，目前或

是較佳入市時機。

買樓有風險，但不買的風險亦在繼續增加。有些人的邏輯是「樓價跌，持有物業的人就會破產，所以唱跌的人將來會得益。」但如果他們真的要得益，首先要確定買了樓這班人會破產，如果不是因為借貸過多，買樓收租足夠供樓，要原本買樓的人破產並不容易。

即是說，按目前市道，只有借貸過高的人才有可能蝕錢，才有可能面對財務考驗。從數據所見，香港絕大部分人不都不屬於借貸過高。

大家都知道，外國人用不同的話題及手段對付香港，筆者認為，應該要小心一些外資銀行有否將在香港運作的金融，包括Call Loan（收回貸款）武器化？以上的疑問其實沒人可以肯定，但亦沒人可以否定。有些銀行過分收緊貸款不排除是對中國經濟存在偏見。因此，本港應該更積極爭取主動，維持金融市場穩定。

（作者為祥益地產總裁）



▲本港樓價回落，買樓收租開始變得吸引，回報率趨升。