



▲由於美國政府停擺，上月約有260億美元的聯邦商品和服務支出被暫停。

經濟觀察家

美國經濟目前正處於一個特殊的「三期疊加」之中——經濟周期性下行、政府臨時性關門導致的財政收縮、AI（人工智能）對消費者與非AI企業的結構性擠出，三者共同作用，創造了一個前所未有的複雜滯脹環境。

三股力量交疊 美難逃滯脹

與此同時，AI已將美國經濟、股市、債權市場、美聯儲、財政，乃至加密貨幣深度捆綁，迫使決策者短期內必須維持泡沫和敘事，但也使得長期金融體系變得更加脆弱和危險。「全民上船AI」的狀態，使得AI的任何波動都會通過這一複雜的鏈條，引發更廣泛的經濟動盪。

關稅透支經濟活動

自年初以來，美國經濟的周期性下行趨勢日益明顯，此前「軟數據差、硬數據好」的現象被打破，尤其從年中開始，「軟硬數據」趨於一致，硬數據開始走弱，特別是就業、消費、服務業等關鍵指標持續下滑，收入下降、消費收縮、就業疲軟的負面連鎖反應不斷強化。

這一周期性下行受到關稅政策的顯著擾動。年初對等關稅的擔憂，打亂了正常的經濟節奏，導致企業和居民活動前置。在3月和4月，經濟活動表現異常旺盛，但進入5月後，無論是居民消費、企業庫存積累，還是進口需求都開始連續下滑，庫存進入持續消化期。作為零售景氣度風向標的瓦楞紙箱銷量，在今年三季度創下歷史10年新低，反映了美國商品消費的低迷現狀。

最明顯的例證是聖誕備貨期的空前提前。由於擔心後續關稅和90天過渡期結束，商家提前開始備貨。通常在8至9月採購完畢的聖誕商品，在7月就已達頂峰，隨後回落。來自義烏的反饋也證實了訂單下發提前且旺盛，這種由關稅擔憂在5月、6月提前釋放的效應，使得庫存比往常多累積了一到兩個季度，實際上是透支了未來幾個月的經濟活動。

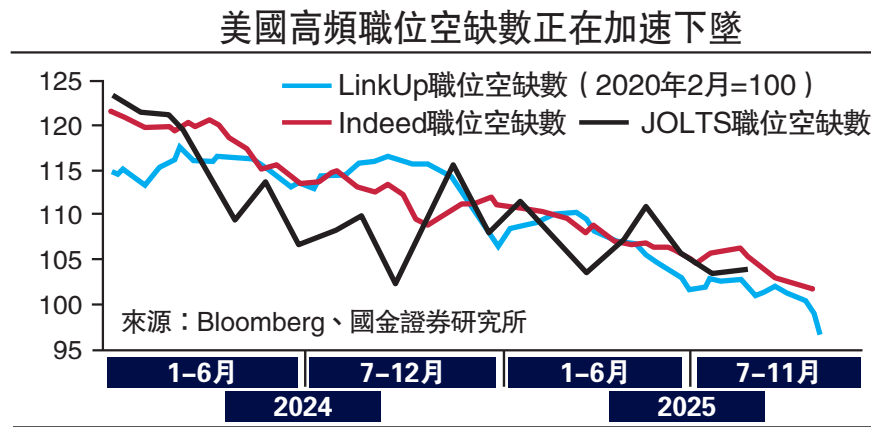
在當前數據真空期結束之後，官方發布的就業和消費數據大概率將比市場預期更為難看。其他就業數據，比如ADP、挑戰者調查（私營部門裁員數據）、首次申請失業救濟人數，以及職位空缺人數都呈現持續下滑趨勢，這些指標預示着經濟基本面的持續惡化。

「收入—消費—服務業增長」的經濟大循環被切斷，導致更多人失業和收入減少。當前，消費者信心指數已創下自2022年6月以來的最低水平，11月份的密歇根消費信心指數僅為50.3（以100為基準）。

種種跡象表明，美國的消費和經濟表現正在惡化。特別是對於中產階級（去Whole Foods消費，吃Chipotle午餐，穿Lululemon衣服），面臨着不低的利率和更大的貸款壓力（包括未還清的學生貸款），就業情況不佳，使得當前的美國經濟滯脹表現的擔憂愈來愈大。

美國政府停擺已成為一項重大的經濟和民生危機，其持續時間達到43天，超過上次2018年12月起35天的最長紀錄。

停擺對就業市場造成巨大壓力。聯邦政府僱員（不含郵政）共計約230萬人，其中有75萬人被強制無薪休假，另有多達一兩百萬政府承包商也處於沒有收入的狀態。對於機場調度員等無法關閉的關鍵崗位，員工必須無薪工作，處於「手停口停」的困



境。這不僅嚴重打擊他們的消費意願和能力，甚至威脅到公共安全。例如，臨近感恩節旅行高峰期，航空壓力巨大，但空中交通指揮員無薪上班，已導致近期美國航空問題頻頻發生，引發廣泛擔憂。

停擺打擊消費意欲

政府停擺直接導致上個月約240億美元的聯邦商品和服務支出被暫停。初步估計，政府關門一周對經濟的影響約為0.1%，但這種影響會隨著時間推移而不斷放大。CBO（國會預算辦公室）估計停擺導致四季度的美國經濟增長下滑兩個百分點。

此外，政府停擺間接影響了金融市場的流動性。由於政府關門，240億美元的支出無法用於實際使用，導致TGA賬戶淤積，財政資金無法流出，從而產生了被動的緊縮效應。這是導致上周美元一度突破100的重要原因之一，與其他政治事件（如聯儲鷹派降息、法國政治風波、日本高市早苗交易）共同助推了美元反彈。流動性收緊對風險資產並非好消息，導致黃金、比特幣、美股等風險資產集體下跌。

經濟壓力正在從中產階級蔓延至低收入群體。從11月份開始，SNAP（食品券）的金額開始減半，每月發放金額從以前的80億美元左右減少到約40億美元。美國大約有八分之一的人口依賴食品券，而這部分人群平均每月補助在187美元。補貼減半加上政府停擺的影響，使得過去依靠政府救濟的窮人也開始感受到經濟的壓力。據估計，這一衝擊將對零售業銷售造成1.5%至2%的衝擊，加劇了整體消費的下滑程度。

當前全球對美出口正呈現明顯的K型分化，即與AI相關的領域表現異常強勁，而傳統消費品出口則持續走弱。這種分化在亞洲經濟體對美出口數據中表現尤為突出：AI的受益者，比如中國台灣省10月對美出口激增了144.3%，拉動其整體出口增速達到49.7%；其中顯卡帶動信息、通信、音視頻產品（ICT）增速達142%。韓國也因HBM和DDR5等高端存儲芯片的需求，10月半導體出口增長了25.4%。相比之下，越南和東盟其他國家則正在承受美國非AI進口需求減弱的壓力。

這體現出美國經濟的K型結構。一方面，AI投資拉動了芯片、存儲，以及配套的電力設備、儲能和上游電網電氣設備需求，部分地皮甚至因未來籌建發電廠的需求而被熱炒。由於美國電網分散，許多新增發電站傾向於建設「孤網」以滿足算力中心用電，進一步帶動了周邊地皮的炒作。

另一方面，AI算力中心巨大的電力需求，已經開始對其他經濟領域產生擠出效應。比如過去半年美國居民電價出現算力中心用電激增而出現上漲，目前算力中心的電力消耗量約佔全美發電量的5%，大致相當於整個加州的用電量。

科企裁員押注AI

AI算力投資也對就業形成擠出。儘管AI可能替代中後台部門的工作崗位，但更廣泛的裁員是科技企業為了現金流可持續，對疫情期間過度僱傭的冗餘僱員進行裁撤。例如，Amazon計劃裁掉約3萬人（約佔其辦公室職員的十分之一），Meta也經歷了多輪裁員。馬斯克在X(Twitter)的裁員證明了即使裁掉70%的人員，公司仍可高效運行，進一步加劇了「大廠員工」對AI投資威力的感受。

在當前的滯脹環境下，社會貧富差距正在持續拉大，體現為消費的兩極分化：

高端消費依然強勁：奢侈品相關消費表現良好，例如三季度航空公司財報中，頭等艙銷售強勁；LVMH等奢侈品牌在美國區的消費表現也很好。低端消費降級：相比之下，年輕中產面臨高利率、高貸款壓力，不得不降級消費，例如「吃不起飯」或減少外出餐飲（例如麥當勞依靠「超值套餐」來提升性價比），更多人轉向沃爾瑪甚至更便宜的超市。

隨着愈來愈多的資源湧向AI投資，重資產企業（通常是利率敏感且資產負債率較高）的債務擔憂正在加劇，例如甲骨文CDS（信用違約互換）快速跳升，最近OpenAI等高層人員在播客中無意提到政府可以擔保AI算力投資（類比擔保銀行等「大而不倒」的實體）的言論，以及對於微軟折舊攤銷（佔總營收比重）的迅速提升所帶來的利潤壓力；這些都正在被更加密切地觀察。

鑒於經濟疲軟的深度（10年來最低的瓦楞紙箱銷量）、消費者基礎的廣泛坍塌（SNAP減半、青年失業率），以及維持系統性金融穩定（AI支柱），以及維持系統性金融穩定（AI支柱）的政治必要性，美聯儲的貨幣政策路徑已經被鎖定，再無收緊的空間，聯儲與其他市場參與者一樣，都已在「AI敘事」的船上。

當前，AI已將美國經濟、股市、債權市場、美聯儲、財政，乃至加密貨幣深度捆綁。結構性依賴迫使決策者短期內必須維持泡沫和敘事，但也使得長期金融體系變得更加脆弱和危險。「全民上船AI」的狀態，使得AI的任何波動都會通過這一複雜的鏈條，引發更廣泛的經濟動盪。

（作者為國金證券首席經濟學家）

「高市經濟學」對市場影響幾何？



經濟把脈
梁中華

日本首位女首相高市早苗的上台，引發市場出現「高市交易」。本文將對高市早苗上台後的經濟政策主張及如何影響資產進行分析展望。

高市經濟學短期側重於需求側管理，包括應對輸入性通脹、通過擴大財政支出和維持貨幣寬鬆來刺激總需求，同時也強調了結構性供給側改革目標，支持重點產業發展，來為日本建立新的經濟增長點。

在財政政策方面，高市早苗表示會實施「擴張性但負責任的財政政策」：一是，通過投資戰略成長產業來擴大稅基。高市早苗主張通過增稅收和利用政府現有資金來籌資，在不提高稅率的情況下，隨着企業盈利的增長增加稅收，以控制日本未償債務餘額的增長速度。不過，高市早苗短期內仍需依賴債務融資來支持其擴張性的財政政策，且其也公開表示會在必要時通過發債來支持重要項目。

二是，結構性減稅和補貼，以緩解通脹壓力。高市早苗在競選時承諾，其就任後的首要任務是應對通貨膨脹問題，包括引入可退稅稅收抵免和提高基本所得稅抵扣額、廢除汽油和柴油臨時稅率等減稅措施。同時，11月13日起增加燃油補貼，從每升10日圓逐步增至每升25.1日圓。

三是，增加國防開支。日本政府計劃將國防開支增至GDP（國內生產總值）2%的目標，高市早苗決定加速推進，將其完成時間從原定的2027財年提前至2026財年。為順利推行刺激政策，11月高市政府將會尋求在今年臨時國會會期內通過的2025財年追加預算，補充預算規模可能超過前一年的13.9萬億日圓。若追加支出高於預期，高市政府或發行新國債來彌補赤字。展望2026年，日本財政赤字率有望進一步提升，但是受限於債務風險，整體擴張規模或相對有限。

在貨幣政策方面，擴張性的財政政策需要相對寬鬆的貨幣政策配合，儘管高市早苗態度偏鴿，但通脹約束下2026年央行或將繼續加息，並放慢縮表步伐。

高市早苗強調政府與央行協調的政策性，傾向於維持寬鬆貨幣政策以支持經濟增長，並且在競選初期多次明確反對加息，隨後態度有所緩和。但考慮到日本當前通脹仍在高位，實際利率仍處於負區間，繼續加息仍有必要。日央行行長近期發言表示，日央行將依據經濟和通脹數據做出利率決策，同時從

2025年三季度至2026年1季度按計劃削減購債規模，2026年二季度開始放慢縮表步伐。

加息空間並不大，或為30至50個基點。2025年日央行僅加息一次，加息幅度為25個基點，且加息後政策利率與2007年最高值持平。同時考慮到經濟數據明顯改善面臨的約束較多，且財政擴張需要寬貨幣支持，高市早苗初期明確反對加息，未來日央行做出利率決策時可能更偏謹慎。當前衍生品市場定價1年後政策利率水平為0.95厘，全年日央行整體加息幅度或為30至50個基點。

維持股牛債弱格局

由於高市早苗執政基礎並不穩固，面臨較多政治壓力，因此在執行層面，整體政策力度或較為溫和。其一，新成立的執政聯盟在議院方面仍不具優勢。目前自民黨和維新會在眾議院的總議席為231席，不到總議席的一半，在參議院席位共119席，未達半數，因此執政聯盟順利通過強硬政策的概率偏低。其二，執政聯盟內部結構鬆散。儘管高市早苗最新黨內支持率達到82%，已超過同期安倍晉三，但在目前執政框架下，由於維新會成員並不加入內閣，若兩黨在重大政策上產生分歧，維新會可能隨時撤回支持，導致聯合政府垮台。

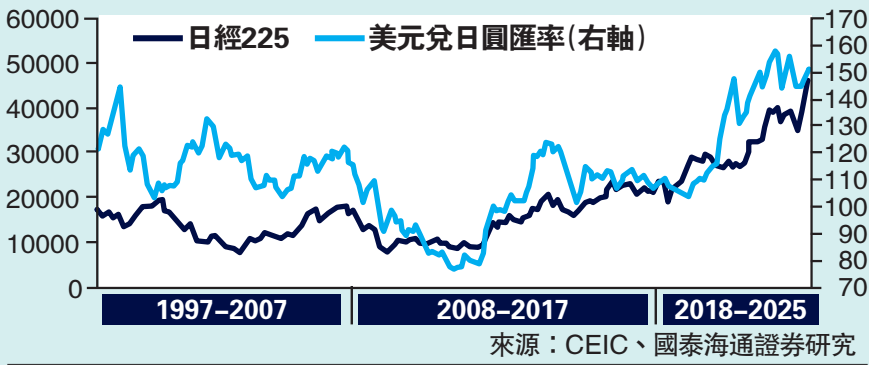
在高市經濟學框架下，2026年筆者延續對日本市場股牛、債弱的判斷。

日債：日本國債市場波動或上升，日債收益率上行壓力有望持續。一方面，日央行或仍將加息；另一方面，日債供需矛盾或將持續。供給端，高市早苗擴張性財政政策一定程度上仍需要依靠發債，國債供給難以回落；需求端，隨着政治和經濟政策不確定性上升，日圓資產避險屬性下降，日債持有者需求或繼續回落，日央行2024年開始縮減購債規模，並且壽險公司、銀行類機構及海外投資者對於日債的需求也邊際回落。

日股：展望2026年，在日圓偏弱、全球科技敘事持續及高市財政擴張的背景下，日股或震盪走強。不過，日圓貶值也會對沖日股投資收益。日本股市的強勁表現，一是得益於全球AI和算力投資熱潮；二是源於日圓貶值對出口企業的利好；三是高市經濟學的財政擴張傾向引燃市場樂觀情緒，推升了日股盈利預期。筆者判斷，2026年在日圓持續偏弱、全球科技敘事持續的背景下，日股或震盪走強。

（作者為國泰海通首席宏觀分析師）

日股和日圓相關性



樓市釋放U型反彈信號



樓市智庫
陳永傑

春江水暖鴨先知，樓市氣溫回升，發展商最早感受到。近日奪得港鐵屯門第16區站一期項目物業發展權的新地，近兩年透過官地招標及私人市場等，已取得最少9個項目，可提供約8000個單位。大型地產商積極出手，正反映對後市前景信心漸增。

中原城市領先指數（CCL），於2021年8月曾創191.43點歷史高位。其後受息口急升、經濟放緩及地緣政治等因素夾擊，樓價跌勢持續，今年3月一度低見134.89點，較高位累跌近三成。

但隨着美國減息，供平過租重臨，加上特區政府去年果斷「全面撤辣」，購買力逐步釋放，加上大量專才與學生來港推高租金，亦為樓價止跌提供支持。近期CCL連續五周企穩140點以上，反映跌勢受控，樓價正逐步走出谷底。

市場普遍預期樓價將呈「U型反彈」。所謂「U型反彈」，即樓價在下跌後於低位徘徊一段時間，當信心恢復、經濟改善後便逐步回升，屬溫和而具持續力的升勢。相對而言，「V型反彈」則是急跌急彈，回升速度快但波動較大。於2015至2017年間，樓價受美

國加息及供應上升影響一度下跌約一成，其後在低位橫行約半年，最終重返升軌，正是「U型反彈」的其中一個例子。

新盤頻見豪客掃貨

今次走勢或與2015至2017年相似。樓價經過長期調整，在低位築底時間較長，市場信心正緩步修復，預示今輪復甦將以溫和而持久的「U型」回升展開。數據進一步印證市況轉旺。2025年首10個月，一、二手私人住宅合共錄得49302宗買賣登記，按年急升逾兩成。其中，一手登記達16979宗，已超越去年全年16869宗，全年勢破2萬宗；二手市場亦見回暖，錄得32323宗登記，較去年同期增加19%，全年料約3.9萬宗，較去年多出一成。

綜合目前形勢，息口見頂、經濟改善、政策支持延續，樓價下跌空間有限，反而有望在低位築底，逐步展開「U型反彈」升勢。若購買力持續，預期年底或明年首季樓價可再升約3%至5%。樓市回暖信號愈趨明顯，發展商與買家皆已聞風而動，新盤更頻見大手客掃貨，二手筭盤更是買少見少，正印證——春江水暖，鴨先知。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）