



▲中國正式打開降息通道，開啟新一輪逆周期調節。

中通社

6月份，中美兩國貨幣政策均有「大動作」。中國人民銀行重啟降息，下調7天逆回購利率、常備借貸便利操作利率（SLF）、中期借貸便利操作利率（MLF），市場貸款報價利率（LPR）也相應下調。美聯儲則按下加息「暫停鍵」，此舉意味着過去一年多的激進加息政策進入收官階段。

人行有望開啟降息周期

簡本社

大學之道 清和

智本社社長

從貨幣政策周期的角度來看，中美兩國貨幣政策共同迎來「拐點」。中國正式打開降息通道，開啟新一輪逆周期調節。美聯儲在停止加息後，關注聯邦基金利率（5-5.25厘）能否達到限制性水平，以確定下一步的貨幣政策走向。外界已經開始憧憬下一輪的降息周期。

從跨周期到逆周期

去年，中國經濟受疫情影响，下行壓力較大，中央政府實施了典型的逆周期調節政策，其中包括：實施寬鬆的貨幣政策，兩次降息、兩次降準；財政支出明顯擴張，全年一般公共預算支出同比增長6.1%，超過同期GDP增速3%。

今年一季度，經濟復甦勢頭明顯，GDP同比增長4.5%，固定資產投資、社會零售、房地產均有所改善。通常，此時逆周期政策逐步退出。但進入4月、5月，經濟復甦步伐放緩，消費、投資和出口增速均有所回落，CPI分別降到0.1%和0.2%。

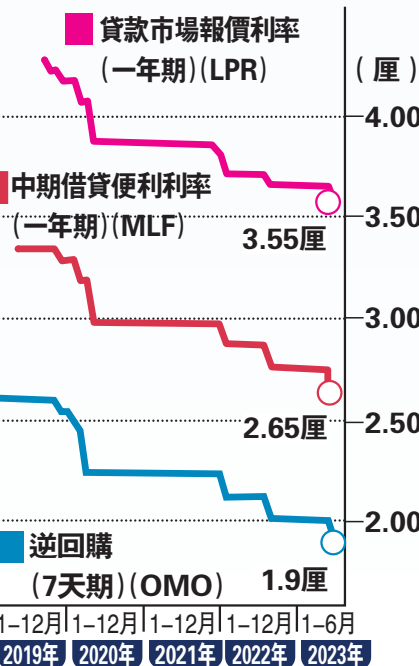
我們如何判斷當前的經濟形勢，決定了下一步的宏觀經濟政策是順周期還是逆周期。

今年一季度貨幣和債務擴張力度較大，呈現逆周期特徵。3月末，廣義貨幣（M2）供應量同比增長12.7%，社會融資規模存量同比增長10%；一季度社融增量超過14萬億元（人民幣，下同），為去年全年增量的43%。財政政策靠前發力，發債節奏前置，一季度地方債發行2.11萬億元、同比增長15.62%，發行規模再創歷史新高。

但令市場感到困惑的是，擴張性政策在市場上的實際效果未及預期，甚至還出現順周期特徵。尤其是到5月份，貨幣發行、財政支出、社融及債務擴張的力度明顯下降。

從貨幣指標來看，政策性利率下降幅度比通脹率下降幅度更小。今年前五個月，政策性利率未下調，市場貸款報價利率（LPR）已經連續九個月「按兵不動」，而CPI下降了2個百分點左右，如此市場上的真實利率反而上漲，實際償債負擔反而增加。

人行下調各類型市場利率



從財政指標來看，廣義財政支出增速比GDP增速更低。一季度，廣義財政支出增速只有0.6%，低於同期的GDP同比增速4.5%。另外，5月末，專項債發行規模約1.9萬億元，發行進度50%，低於去年同期的56%。5月份，企業債券淨融資減少2175億元，城投債淨融資減少401億元。

從以上兩個指標來看，今年的貨幣政策和財政政策似乎又是收縮的。所以，宏觀經濟政策到底順周期還是逆周期？

今年4月份，人行在一季度例會上沒有提逆周期調節，而是強調「搞好跨周期調節」。從跨周期調節到逆周期調節，雖只有一字之差，但內涵迥異。逆周期聚焦於短期，主要通過財政和貨幣政策解決當下問題，政策直接、見效要快，效果顯現後退出。跨周期考慮的是長期目標，目標比較模糊，工具也比較多。

但到了6月7日，人行行長易綱在上海一個座談會上再次強調「加強逆周期調節」。接着，人行下調政策利率，推動LPR下調，重啟逆周期調節。

人行為什麼重啟逆周期調節？一般來說，抗通脹，政策利率需要跑贏通脹率；抗通縮，政策利率下降的速度要比通脹率更快。通常，通脹能夠稀釋債務，實際償債負擔下降，而通縮容易推高償債負擔和融資成本。當政策性利率不變，通脹率快速下降，真實利率沒有下降反而上升，債務風險反而增加。

美國上世界三十年代大蕭條就是一個經典的案例。米爾頓·弗里德曼在《美國貨幣史》中提出一個驚人的觀點：大蕭條蔓延的真正原因是美聯儲實施了錯誤的貨幣政策——加速收縮貨幣。美聯儲過度緊縮政策「額外」加劇了流動性緊張，加速市場價格下跌，增加償債負擔，惡化債務風險，導致市場出清更加艱難、更加漫長，陷入了「債務—通縮螺旋」。

今年進入5月份，經濟復甦放緩，CPI迅速下降至零附近，真實利率反彈，實際償債負擔增加，債務風險增加。因此，宏觀經濟政策需要調整，重啟逆周期調節，下調政策利率，推動市場利率下調。

今次降息試圖緩解兩個問題：一是降低償債負擔，避免債務惡化，降低債務風險；二是降低融資成本，提高市場投資積極性，推動大量滯存在銀行內部的資金流入市場。

降息化解債務風險

中國是否將開啟新一輪降息周期？筆者認為，化解債務可能是下一個階段貨幣政策的主要任務。

截至2022年末，中國政府的整體槓桿率約100%，低於美國的145%、日本的260%，低於意大利、加拿大、法國、英國。不過，中國政府債務以地方政府債務為主，地方債佔GDP的比例高達74%，而美國、德國均低於30%，法國、英國均低於10%。

當前的挑戰在於負債率上升，借新債還舊債的比例越來越高。至5月份，社融存量達到361萬億元，其中銀行貸款、政府債券、企業債券合計接近90%。換言之，新增社融相當於

新增債務。而在新增社融裏面，借新還舊的比例持續上升。2010年，利息佔新增社融的比重只有15%左右，去年這一比例增加到36%。去年新增社融一共32萬億元，去掉利息之後，新增社融只有20萬億元，比2021年、2020年的新增社融還少。今年新增社融規模大，但扣除借新還舊，投入到真實項目和市場中的資金，可能比去年還少。

借新債還舊債的比例增加，資金大量滯存銀行，投資和消費需求被擠出，經濟面臨緊縮壓力，CPI和PPI持續下跌，真實市場利率上升，家庭、政府和企業三大部門的實際債務負擔上升；同時，商業銀行的負債端承壓，大量存款滯存，付息成本上升。為了降低付息負擔和債務風險，商業銀行選擇降低存款利率，人民銀行選擇了降息操作。

日本在泡沫危機之後，其貨幣政策就被「債務—通縮螺旋」牽引。日本最後走向低利率的邏輯是，當負債率逼近極限，經濟持續通縮，真實利率、實際債務負擔加重，債務風險增加，最後日本央行選擇降息稀釋降低債務負擔。由於債務稀釋的過程很漫長，價格修復的過程很漫長，日本央行不得不多次降息，最後進入長期低利率時代。

不過，持續降息給匯率下跌帶來壓力。去年美聯儲激進加息，日本實施量化寬鬆政策，日圓匯率大幅度下跌。降息操作化解了債務風險，但可能惡化匯率風險，二者構成一組內外不平衡的矛盾。這可以稱之為廣義的「米德衝突」。

所以，降息需要關注美聯儲的貨幣周期。6月份美聯儲按下了加息「暫停鍵」，人民幣貶值的壓力有所下降，降息的 외부空間稍微寬鬆一些。下半年，美聯儲是否再次加息？5月份，美國CPI同比上升4%，比4月份下降了0.9個百分點。美國通脹率下滑速度較快，但預計到四季度可能有所反彈。美聯儲當前的策略是先停止加息，將聯邦基金利率5.25%維持一段時間，觀察通脹走勢、金融風險，然後再決定下一步的貨幣政策操作。

下半年，如果美聯儲堅持不降息，美國經濟大概率技術性衰退，更準確說是結構性衰退，房地產、金融、科技、製造業較快速下降。最終，決定是否降息的最主要因素是金融風險。如果爆發金融風險，美聯儲大概率降息救市。如果美聯儲降息，中國人行降息的空間擴大，可能會加大降息的步伐。

所以，化解債務風險可能是人行下一個階段貨幣政策的重要任務。為了降低債務負擔、扭轉經濟緊縮，人行將實施逆周期調節，可能會實施多次降息的政策。

降息操作的節奏可能是：今年6月份是貨幣政策的拐點，美聯儲停止加息，激進加息政策收官，中國開始降息，打開降息通道。今年年底或明年，如果美聯儲降息，中國可能將加速降息，進入利率下行通道。未來兩三年，如果美聯儲開啟新一輪低息周期，重新回到量化寬鬆時代，那麼人民幣貶值壓力降低，低息外部空間擴大，中國可能進一步降低利率，進一步降低債務風險。

AI助力「智慧醫療」落地



創科宇宙 梁穎宇

創業投資者聯盟召集人

由ChatGPT引爆的生成式AI熱潮，大半年過去了，話題熱度依然高漲。更可喜的是，討論範圍愈來愈廣、也愈來愈深入。各行各業都在探討如何運用這種創新技術去提升營運效率，甚或找出新的發展路向。5月時，筆者赴上海參加了一個探討生成式AI與醫療健康的論壇，見到內地醫療AI（人工智能）初創在不同醫療場景的應用均取得突破，深受鼓舞。

醫療健康領域引入AI非自今日始，近年來隨着醫療健康產業數字化有成，AI技術在藥物研發、醫療影像判讀、基因組資料採擷等方面已有長足發展。早年投資的一些相關項目亦成功推出產品，運用AI技術在新藥發現、提升疾病檢測和診斷方面，輔助醫生進行精準診斷和治療。

但至今為止，相對成熟的AI醫療應用大多面向醫生或業內專家，以取代或輔助大量重複性的行政工作或臨床診斷。如AI醫學影像判讀可協助醫生篩檢數以萬計的醫療影像，大大減少人手檢視所需的時間，而且事先標註出現問題的地方，列出可能的病症，讓醫生可以集中精力，更快速、準確地診斷疾病。

至於一些面向患者、互動性強的應用，在生成式AI大受歡迎前，發展相對較緩慢。如發展已有一段時間的互聯網醫療，問診界面大多只是讓用戶從關鍵字選擇病症，再根據其與AI程序的對話文本，分診至值班線上醫生。由於問題是預先設定的，往往比較概略，未能按用戶病徵作出個性化提問，更遑論做出初步診斷。

以ChatGPT為代表的生成式AI劃破長空，擁有強大的自然語言處理能力、知識圖譜構建和深度學習等技術特點，能夠更好地理解用戶輸入的內容之餘，更精準的生成能力也展現出強大的「創作」能力。由於可採用「大模型+插件」模式廣泛應用在不同領域，具有高度可擴展性和適應性，被視為醫療健康領域的一股變革力量。

非常欣慰的是，筆者這次出席上海論壇，看到內地AI與醫療健康創業者已充分做好準備。如北京智譜華章科技展示了其可對標OpenAI GPT3的超大規模預訓練模型，模型以中文為核心、擁有千億級別參數，且非常注重對國內科研及企業合作與支持，並通過融合GPT

和BERT兩種訓練框架，同時支持生成式和填充式下游任務的需求。今年3月模型開源以來，全球累計下載量超200萬，此類本土化大模型將能大大降低下游參與者的成本，讓各行各業用較低的成本用起來，實現技術普惠。

自動生成醫療病歷

至於面向患者的醫療應用，在生成式AI爆紅後，也呈百花齊放。微軟的語音識別子分公司Nuance於3月發布支援語音的醫療病歷生成應用程式DAX（Dragon Ambient eXperience），是首個將會話和環境AI與GPT-4結合的全自動臨床文檔應用程式，可通過「聆聽」醫患就診時的對話，在患者就診後幾秒鐘內自動形成可接入電子病歷系統的臨床筆記。4月份，微軟和Epic Systems又宣布將把GPT-4人工智慧語言模型引入醫療保健領域，以幫助醫護人員回覆患者資訊和分析醫療紀錄。

當然，內地也有醫療AI創業家擬進軍同一領域，自2020年起就將GPT技術應用於醫療Chatbot等場景的「左手醫生」，4月起也針對醫生臨床中「寫病歷」的需求，快速推進新應用的研發，並在論壇上演示了生成式醫療模型如何生成病歷，引領未來醫療資訊化、數位化和智慧化的發展。

更令人振奮的消息還有，專注於肌骨康復和骨與運動醫學領域的醫療創新企業，把康復治療與生成式AI結合應用，開發出可透過患者端的App為患者做初步評估和診斷；再通過SaaS平台讓醫生和康復師為患者進行評估，並在系統後台生成康復方案的智慧醫療應用。甚至可配合自研的可穿戴動作捕捉器，遠程指導患者完成康復訓練，為患者提供普惠的個性化、定制化的康復治療。

多種多樣的實驗室應用，印證「生成式AI大模型+外掛程式」模式醫療AI應用，已進入全新發展階段。新技術在智慧醫療領域的應用，使得患者可以獲得更加精準、個性化的醫療服務，儘管在真正應用過程中依然面臨數據壁壘、倫理阻礙、法律監管、技術鴻溝等問題，隨着一個又一個成功案例的出現，新一代人工智慧技術將繼續推動醫療行業的技術創新，優化醫療資源配置，提高患者的就診體驗。

未來，我們期待生成式AI以及更多的相關技術能夠為醫療行業帶來更多的改革與突破，為人類的健康事業作出更大的貢獻。期待在不久將來，患者可以通過線上問診、智慧診斷、遠端會診等方式，享受到更便捷高效的智慧醫療服務。



◀近年來隨着醫療健康產業數字化有成，AI技術在藥物研發、醫療影像判讀等方面已有長足發展。新華社在藥

樓價長線看升 置業勝租賃



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

新冠疫情令到香港及世界各地的經濟遭遇重創，很多國家及地區都需要時間慢慢復原，香港自然也不例外。自今年內地及香港恢復通關後，整體經濟明顯反彈，而各行各業的生意亦轉旺，港人消費力正在提速增長。

但經過這幾年的困境，香港人花錢已不如往日般「豪爽」；再加上這兩年股市積弱，市場的資金亦蒸發了不少，那些願意消費的香港人，亦可能變得有心無力。

雖然近月遊客區店舖的零售額明顯增加，奢侈品牌亦開始陸續進駐黃金地段，很多女士仍喜歡購買名牌手袋。但目前經濟不景氣，收入未必能回到從前，很多女士就算有心儀的新款名牌手袋，往往亦只能在櫥窗瀏覽一番，而不

捨得入手。筆者多年前在文章提出建議，只要有購買一個手袋的資金，就可以每一季都換到新款。做法很簡單，用完一季，就將手袋以八折的價錢賣給二手店，然後補貼20%的價錢買另一個新袋。每季如是，就可以用一個手袋的成本，在一年內轉換五個新款名牌手袋。

其實，置業也有低成本的方法，而且頗為划算。如果是初次置業人士，只要購買樓價在1000萬元的以內的物業，就可以透過按揭保險計劃借足樓價的九成。基於槓桿原理，當樓價上升一成的時候，就已經是你付出本金的一倍升幅，可以說是以小博大。當樓價下跌的時候，情況自然是相反。

既然是自住，短暫的跌幅絕對不會構成打擊，只要有能力繼續負擔供樓開支，對你現有的財富其實沒有影響，總比將資金花費在租樓上值得多。畢竟樓價長線而言，仍總會累積升幅，最終都是贏家。