

OpenAI「內鬥」的外溢衝擊波



創科瞭望 陳迪源

香港創科發展協會主席

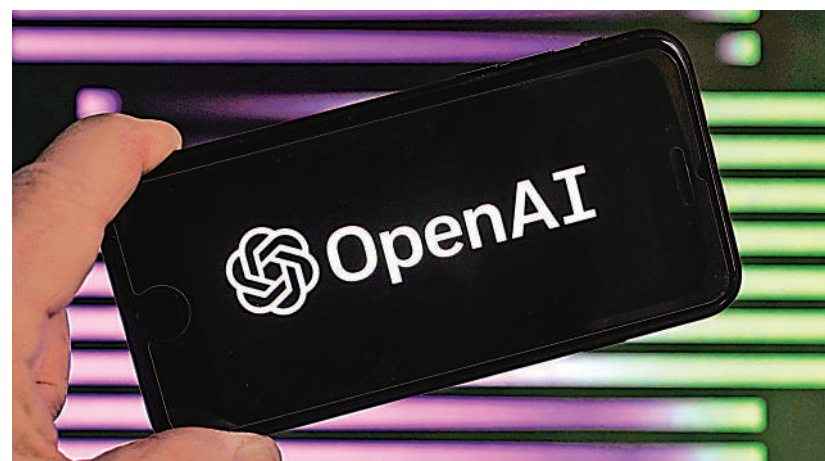
人工智能（AI）業界上周發生了一場大地震。OpenAI——這家居AI研究領先地位的公司，其始創人之一、行政總裁阿爾特曼（Sam Altman）被解僱。這次劇烈且霧裏看花的人事變動對整個產業造成了巨大衝擊，並引發對OpenAI未來方向的嚴重疑慮。

OpenAI董事會的行動如閃電般出乎所有人的意料，他們毫無預警地解僱了被譽為「ChatGPT之父」阿爾特曼。根據董事會發布聲明，解僱理由為阿爾特曼「與董事會溝通時的不坦誠」。其後，聯合創辦人之一、董事會主席布羅克曼（Greg Brockman）也被解除董事職務；雖然聲明中他的其他職務被保留，但他最終選擇與阿爾特曼聯袂離開。阿爾特曼和布羅克曼是OpenAI的靈魂人物，突然離開使得員工和整個產業都在質疑董事會的動機。而在董事會委任不到兩天便決定由首席技術官穆拉蒂（Mira Murati）出任臨時行政總裁，繼而委任串流視頻平台Twitch聯合創辦人希爾（Emmett Shear）出任後，700名OpenAI員工中已有超過500名員工聯署要求董事會總辭並讓阿爾特曼和布羅克曼復職，否則便會跳槽到微軟。

據傳策動這次政變的是OpenAI首席科學家蘇茨克沃（Ilya Sutskever），身為董事之一的他竟也參加了聯署。雖然蘇茨克沃後來在其社交媒體中表示對在董事會行動中的角色感到遺憾，「我從未有過傷害OpenAI，我熱愛我們共同建立的一切，我會盡我所能團結公司。」然而，傷害已經造成，這些道歉顯得力不從心。

OpenAI人才流失料加劇

目前，希爾暫時接替了這個位置，並承諾將透明地處理此事，包括聘請獨立調查員公正地查明導致領導層變動的事件經過。然而，員工信任和士氣已經受到損害。希爾明確表示董事會解僱阿爾特曼並非因為在AI安全協議等技術問題上的分歧。然而，OpenAI董事會在不透明的決策過程中，需要回答許多內部的問題。阿爾特曼和布羅克曼被迫離職的原因缺乏透明度，進一步損害了領導階層的信任。如果問題不能妥善處理，人才流失可能成為一個嚴重的問題。



OpenAI董事會在不透明的決策過程中辭退阿爾特曼和布羅克曼，為業界掀起波瀾。

人海戰術加劇代理業競爭



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

地產代理減佣和回佣的事件，引起公眾討論！減佣問題的出現，源於諸多粥少和競爭激烈，而且行業內都奉行人海戰術！筆者試用博奕論的「公用地悲劇」去描述人海戰術的興衰。

任何一個市場的發展空間其實都是有限的，筆者以「放牛食草」來比喻市場成交和競爭行為！開發時期，例如公用地充滿青草可令數量不多的牛飽食！但這階段如果人將大量的牛加入草地，他們將得益最大，等於常見的所謂人海戰術！當土地上的草日益減少而牛隻日益增加後，導致市場進入飽和及粥少！這之後，博奕論中的「公用地悲劇」就出現了！

香港地產代理總共有4萬多個持牌人士，而實際執業的評估約有2.5萬個至3萬個，平均每月住宅成交量只有約3750宗（以2023年頭10個月為例），但行業人海戰術仍然繼續下去，所謂裁員其實同時亦是進行挖角，同業都希望用壓倒性的人數去搶佔生意，個別公司的地產代理數目等於市場成交的倍半至兩倍！即是說在結構上，旗下較

題。

與此同時，微軟及行政總裁納德拉（Satya Nadella）迅速抓住混亂的機會，聘請了阿爾特曼和布羅克曼領導其新設立的高級AI部門，並承諾提供需要的所有資源。這個策略性的動作使微軟在AI研發領域的地位更加堅固，並允許聘用OpenAI頂尖的AI人才，同時規避OpenAI董事會的政治混亂，並防止人才落入競爭對手之手。雖然微軟似乎在當前的局勢中佔據優勢，但仍面臨不確定性。如果在新領導下，優先順序出現變化，合作可能受損。

OpenAI董事會成員的其他科技公司，例如由董事會成員Adam D'ngelo同時也是在香港頗受歡迎的AI平台POE的擁有者。然而，考慮到OpenAI董事會的最新變動，D'ngelo在OpenAI的未來角色現在變得不確定。如果D'ngelo也離開，可以推測這將影響POE獲取OpenAI最新技術的途徑。在筆者撰稿時，就傳出OpenAI董事會建議合併競爭對手企業Anthropic的消息。筆者認為成功機會不大，而D'ngelo卻可能會轉向與Anthropic有更深入合作，以確保POE繼續獲得最新的AI技術。

在這次事件後，未來充滿了不確定性。OpenAI想恢復領導穩定性、員工士氣和公眾信任將是一個艱巨的任務。公司的核心使命也處於岌岌可危的境地；像阿爾特曼和布羅克曼這樣為了推動AI造福人類而奮鬥的創始人，是難以被取代的。或許在OpenAI改組董事會的機遇下，他們可以代表微軟重返集團也是解決方法。

微軟藉機提升AI水平

微軟將利用OpenAI的動盪提升自身在AI領域的能力。有了具有遠見的人物如阿爾特曼和布羅克曼來領導微軟新的實驗室，有望在盡責的情況下推動技術邊界。微軟最終可能會發展出自己的領先AI模型，減少對OpenAI的依賴。

這次事件引起了全球的高度關注，反映出AI技術的重要性。對於香港自身的發展，AI超算中心將在2026年之前陸續完成並投入服務；這對於AI產業和生態系統的發展至關重要。AI不僅僅是一種技術或工具，將深深影響社會、經濟甚至道德規範。由此，需要更加重視AI的研發和應用，並建立一個健康、開放和公正的AI生態系統。



中國國有企業資產規模去年大概為339.5萬億元，可通過盤活國有資產來優化資產負債表。

從歷史數據看，每當全國工業生產者出廠價格指數（PPI）為負的時候，民間投資增速一般都會下降，甚至變負。擴內需是長期策略，其中促消費遠比擴投資重要。討論資產負債表問題可從靜態和動態來看：從靜態來講，中國當前不存在資產負債表的衰退問題，因為現在企業部門、居民部門和政府部門的槓桿率水平仍在抬升，根據中國社科院金融研究所統計，上半年中國實體部門槓桿率上升10.8個百分點，其中：非金融企業部門上升6.9個百分點，政府部門上升2.3個百分點，居民部門上升1.6個百分點。但從動態角度來看，為了經濟平穩增長，仍然應該進一步擴表、進一步加槓桿的問題可從三方面入手。

多管齊下 優化資產負債表



察股觀經 李迅雷

中泰證券首席經濟學家

總體而言，中國資產負債表仍處於穩定擴張狀態。其中非銀企業部門的抬升速度更快，這可能和去年疫情影響相關。現在中央政府發行1萬億元特別國債加槓桿，而地方政府則被要求通過化債來降槓桿。從中國宏觀槓桿率水平看，確實在全球處於較高水平，和發達經濟體的平均槓桿率水平相當。根據社科院李揚團隊測算，中國宏觀槓桿率水平在283%左右。

內房調整期未完

至於擴表、加槓桿有以下三點。

第一，中國房地產進入長周期的下行階段。儘管房價目前的跌幅不算太大，但隨着人口老齡化加速和城市化進程放緩，房地產調整時間可能會較長。如果參照日本、美國、歐盟房地產周期的案例，調整時間均超過10年，故應該做好充分應對準備。

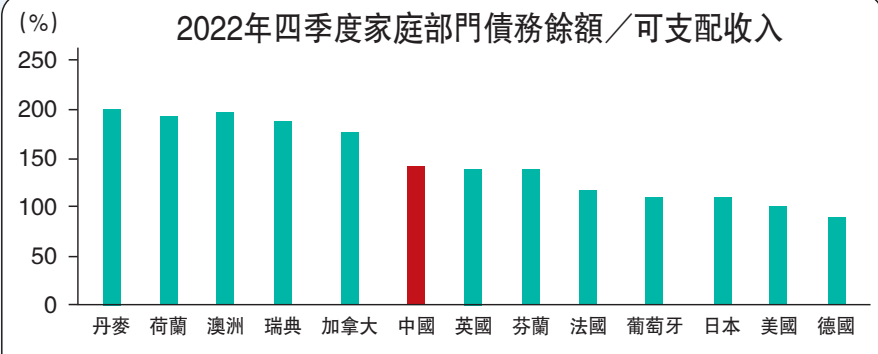
第二，地方政府債務壓力較大。現在不少地方政府面臨債務到期能否按時償還的風險，同時，未來債務的還本付息壓力難以化解，而利息支出進一步影響財政支出、投資等決策。

第三，人口老齡化加速。自2022年以來，始於60年代初的第二次嬰兒潮中出生的人口已經步入「退潮」期，60歲以上老人的數量增加，加大社會保障、醫療、養老等方面的支出壓力，因此，政府部門還需要加槓桿。

所以，不能僅僅關注當下資產負債表有否衰退問題，更要思考可能出現的問題應如何解決。中國面臨情況和日本當年並不一樣，1994年日本「在失去三十年」開始之時，65歲以上人口超過14%，與中國的2021年一模一樣，但1994年日本人均國內生產總值（GDP）水平已經接近4萬美元，是現在中國人均GDP水平的3倍。但1994年日本槓桿率水平非常低，現在中國槓桿率水平加上地方政府隱性債務大概在100%以上。所以，面臨兩大壓力：未富先老和未富先債。

今年很多行業在收縮過程中都出現流動性壓力。如10月狹義貨幣（M1）同比增長1.9%，增速分別比上月末和上年同期低0.2個和3.9個百分點。M1今年一路下行，說明企業的流動性非常緊張，在PPI同比持續負增長之際，融資性現金流入有限，企業加槓桿意願不強。同時，居民部門的儲蓄增長依然較快，今年1月份居民定期存款是868923億元（人民幣，下同），9月份是963710億元，增加了94787億元，反映加槓桿的意願都顯不足。此際只有靠中央政府加槓桿了。

中國三季度GDP實際增速5.2%，名義增速只有3.45%，即GDP的平減指數為-1.75，經濟收縮的現象初現端倪。如果在這種情況下繼續降槓桿，後果就會比較嚴重。此外，去槓桿和加槓桿的效果不僅方向相反，而且同樣比例的去槓桿和加槓桿，去槓桿的「殺傷力」要高於加槓



桿正面影響。因為經濟收縮過程降槓桿，乘數效應會更大。

對於資產負債表是否存在擴表過快問題，可以從總量和結構兩方面討論資產負債表問題。構成中國資產負債表的總表，無非就是居民部門、企業部門和政府部門的三張表。其中，非金融企業的槓桿率水平是偏高的，雖然不能認為全球較高的水平，但加槓桿空間不大了。居民部門槓桿率為63.5%，也已經達到發達經濟體的平均水平，且償債壓力較大。

地方債壓力增

從政府槓桿率總水平來講，中國明顯低於日本、美國等發達經濟體，個人推算美國聯邦政府加上州政府的槓桿率在145%左右，日本則高達260%左右，而中國加上隱形債後，中央加地方的槓桿率滿打滿算在110%左右。中國政府僅國有企業淨資產就達到95萬億元，還不包括土地及各種礦產、森林等資源類資產。不過，中國政府債務存在明顯的結構性問題，即地方債佔比過高，這與其他發達經濟體的情況是相反的。

目前，中央政府部門槓桿率僅為21.4%，距離60%的警戒線尚有較大提升空間。在其他主體擴表意願不足的情況下，逆周期政策適時加碼的必要性上升，這也是7月份中央政治局會議直面困難，強調「加強逆周期調節和政策儲備」的題中之義。

地方政府債務壓力大，加上平台債等各種隱性債後，槓桿率可能高達90%左右。所以，改善政府債務結構十分必要，這不僅可以降低地方政府的債務壓力，而且會使政府的付息成本下降。中央政府的信用是最高的，所以其舉債成本最低，債務利息也較低。相比之下，地方政府的融資成本非常高，估計平均在6%左右。

今年以來貸款市場報價利率（LPR）不斷下調，融資成本持續降低，對於實體融資需求的提振作用並不明顯，顯然應該加大財政政策調控力度。目的在於幫助其他部門加快資產負債表修復，避免出現債務「通縮螺旋」的結構性風險。所以，應通過增發特別國債或者擴大地方再融資債規模進行置換，進而大幅減輕地方政府的還本付息壓力，改善政府債務的結構。

今年1-10月份國有土地使用權出讓收入只有34992億元，同比下降20.5%，相比2021年全年的87051億元，估計全年比2021年下降50%以上。也就是說，過去20多年地方政府高度依賴的「土地財政」收入大幅縮水，支出也相應大幅下降。

宏觀經濟是系統性、全面性的，僅僅通過提高中央政府的槓桿率水平和降低地方政府槓桿率不足以解決當下尤其是未來面臨的嚴峻問題。因此，有必要以優化股權財政為目標之一，推進國企改革，尤其是率先推進央企改革。

例如，在人口老齡化加速的背景下，可以通過提高國有股權劃撥給全國社保的比例來部分彌補養老缺口。目前A股市場央企整體的估值水平較低，為了使央企股權能夠提升估值水平、更好發揮央企在資源整合、併購重組中的作用，監管部門領導在去年年末的時候提出，要探索建立中國特色的估值體系。

2010年，央企的市值佔整個A股市場的市值是50%，而2022年這一比重僅為27%，這可能和民企不斷上市有關，但也與央企的估值水平在過去10多年來持續下降有關。

根據權威部門的數據，2022年中國國有企業資產規模大概為339.5萬億元，與房地產總市值規模接近。故可以通過盤活國有資產來優化資產負債表。

稅制改革促進消費

具體來看，如今民企投資意願不足，因為PPI為負之際，實體經濟的投資回報率持續下降。最近國資委出台相關文件，鼓勵民企積極參與到國企混改、戰略性重組和專業化整合，這樣既可以通过混改，讓民企參股，甚至在完全競爭性行業讓民企控股，以此來改善民間投資意願不足問題。同時，國企還可以通過完善公司治理結構，如股權運作（例如股權激勵等）提升國有企業估值水平，這樣既可以優化企業部門的資產負債表結構，也能優化政府資產負債表的結構。

此外，稅制改革對改善經濟結構也能帶來積極作用，進而有利於縮小收入差距，促進消費。例如可以提高直接稅比重。中國稅制結構以間接稅為主體，由於間接稅的稅負轉嫁效應，價格引導資源優化配置的功能受到弱化，而且因為直接稅比重較低，現行稅制很難真正起到調節收入分配的作用。未來應該通過健全以所得稅和財產稅為主體的直接稅體系，逐步提高佔比，有效發揮直接稅籌集財政收入、調節收入分配和穩定宏觀經濟的作用。

總體來講，儘管中國現在不存在資產負債表的衰退問題，但需要着眼未來，是有必要進行結構優化，這對於經濟轉型、避免發生系統性風險、提升投資者信心、促進消費等都有一定的支持作用。