

# 歐美收緊AI監管 影響廣泛



創科宇宙 梁穎宇  
創業投資者聯盟召集人

正當蘋果智能手機iPhone 16以AI（人工智能）為賣點引起全球消費者熱議時，蘋果總部所在地——美國加州政府通過了一項人工智能法案，試圖為高風險的AI大模型建立明確的安全標準，以防止其被濫用或引發嚴重後果。此前已正式生效的歐盟《人工智能法案》將AI系統分為4個風險等級，通過全面的監管框架出規管。歐美相繼收緊AI監管，對從AI大模型開發到AI在各行各業的應用均產生深遠影響。

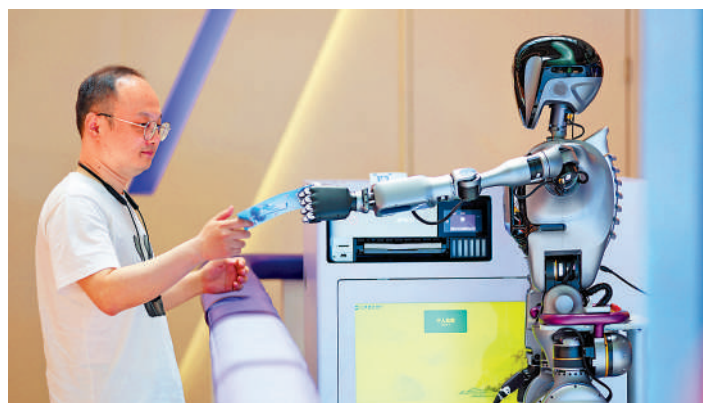
美國加州的州議會於8月28日通過一項《前沿人工智能模型安全創新法案》，如獲州長於9月30日前簽署，將成為美國第一個針對大型AI模型制定全面安全措施的地方政府。該法案要求開發AI大模型的企業在向公眾發布AI系統前，必須進行嚴格的安全測試，並採取適當的保護措施和政策，以防止嚴重的危害。若AI系統造成多人死亡、或者5億美元以上的財產損失等，可對AI系統的開發者處以巨額罰款。

法案同時提出建立一個國家實體來監督這些模型的發展，但最具爭議性的是賦予州檢察長向開發商提出訴訟的權力。加州匯聚OpenAI、Meta、谷歌、蘋果、亞馬遜等AI領頭公司，是全球AI創新和發展最主要的中心，一旦落實對美國甚至全球的科技行業政策產生重大影響。

## 涉AI產業鏈上各營運者

歐盟《人工智能法案》比美國更早立法，已於8月1日生效，並分階段執行，具有更全面的監管覆蓋範圍。歐盟採取風險管理導向的方法，把AI系統分為四個風險等級：不可接受風險、高風險、有限風險和最小風險，對社會帶來危害的風險愈高，監管要求就愈嚴格。歐盟法案適用於AI產業鏈上的各個環節，主要包括AI系統提供者、部署者、進口商和分銷商，對不遵守其規定的企業處以最高3500萬歐元、或企業上一年度全球營業額7%的罰款。只要AI系統本身在歐盟上市或被使用、AI系統產生之結果在歐盟被使用，不管供應商是在歐盟或第三國設立登記，都必須要受到歐盟的人工智能法的管制。

不要以為為新法規只是歐盟的事，也不要以為自己沒有從事AI開發，就事不關己。法案廣泛的適用範圍和嚴厲的處罰，對企業帶來了新的合規要求。



◀ 隨著世界各地陸續推出監管AI的法例，企業未來出口相關產品，將受到一定程度的影響。

首當其衝的是正在加速出海的AI大模型企業，根據法案對AI產業鏈上各經營者角色的定義，判斷一家AI大模型企業屬於何種經營者需結合其商業模式判斷。「提供者」是指以自身名義首次將AI系統投放到市場者；為「提供者」提供AI演算法技術支援者，如果在開發演算法後，以自身名義向歐盟企業出售演算法，並且該AI演算法也符合歐盟法案下AI系統的定義，亦有可能構成AI系統「提供者」。

AI大模型企業還需要判斷所經營的AI大模型的風險級別。譬如同一個大語言模型，如果其用於開發操控兒童心智的AI伴聊工具，應屬於被禁止的AI系統；若其用於發布有針對性的招聘廣告、分析和過濾求職申請以及評估候選人，應屬於高風險AI系統；若用於生成小說，應屬於有限風險的AI系統。

產品或服務應用了AI系統的企業，也需打起十二分精神。如果汽車搭載自研的AI系統，那麼車企可能屬於AI系統提供者；當汽車搭載第三方供應的AI系統，並允許技術供應商顯名，則第三方可能變成AI系統提供者，車廠成為AI系統「部署者」；當「高風險AI系統」構成汽車的安全組件時，整車廠屬於生產者角色，亦變成高風險AI系統「提供者」。

AI系統在醫療健康行業應用也愈來愈多。對於醫療器械企業，如果所出口的AI系統本身即構成一種醫療器械，或AI系統構成了醫療器械的安全組件，製造商可能被界定為AI系統「提供者」；對於製藥企業，如果企業僅利用AI工具輔助藥物研發或藥物生產，但出口產品是藥物，考慮到AI系統本身並未進入歐盟市場或向歐盟市場提供服務，製藥企業可能不受法案約束；醫院部署以AI系統作為安全組件的醫療器械則可能被視為AI系統「部署者」。

此外，AI系統在電商平台應用廣泛，涵蓋了商品和廣告的個性化推薦、智能客服、繪製精準用戶畫像、智能比價等多個場景。電商平台企業在運營過程中，常常利用積聚的用戶數據自行訓練演算法並開發AI模型，當這些電商平台將自研AI模型投放市場或用以提供服務時，即屬於AI系統的「提供者」；並在採用自研AI模型時，同時成為AI系統的「部署者」；其他採用其自研AI模型的商家或電商平台則屬於AI系統的「部署者」。

歐美率先立法，相信會有更多國家跟進，有意出海的AI大模型企業、汽車企業、生物醫企與電商平台等，必需高度關注監管發展，在複雜環境中找出路，將會是未來的重大挑戰。

▶ 在市場信心下行，居民預期收入轉差的情況下，消費能力和消費意願都會受到抑制。



今年7月中央政治局會議提出，「國內有效需求不足，經濟運行出現分化，重點領域風險隱患仍然較多，新舊動能轉換存在陣痛」。隨着全球經濟維持復甦態勢，中國面臨的外部衝擊整體可控，未來政策重心更應該放到國內方面，尤其是應對內需不足帶來的經濟下行壓力。

# 穩增長重心在於內循環



交銀觀察 唐建偉  
交通銀行金融研究中心  
首席研究員

三季度以來，中國經濟以下4個領域的壓力有所加大：

## 打破需求收縮循環

一是需求不足問題已經影響到生產端。製造業PMI（採購經理人指數）連續4個月低於榮枯線且持續下降，8月為49.1，創2008年以來的同期新低。新訂單指數為48.9，已經連續5個月下降、且連續4個月低於榮枯線，表明需求不足壓力持續加重。受此影響，生產指數連續4個月下降，近15個月首次降到榮枯線以下，企業生產預期明顯減弱。

二是供給過剩壓力加大，PPI（工業生產者出廠價格指數）逆周期性走弱。從歷史周期規律來看，今年處於PPI上升周期。然而，三季度以來PPI回升勢頭明顯減弱，6、7、8月PPI同比為-0.8%、-0.8%、-1.8%，年初以來的回升勢頭被打破。PPI逆周期性走弱的根本原因是供給過剩壓力持續加大，並且愈來愈多的行業面臨供大於求問題。當前宏觀政策仍然着力於擴大供給，勢必會進一步加重供需錯配問題，尤其是重視部分行業借助高技術產業政策便利而過度擴張。

三是房地產調整壓力加大，開發投資、市場成交和房價等仍然低迷。投資方面，房地產開發投資維持弱勢，累計同比降幅繼續擴大，1至7月累計開發投資6.1萬億元（人民幣，下同），同比下降10.2%。房屋開工方面，施工、新開工和竣工面積分別同比下降12.1%、23.2%和21.8%。拿地方面，依然是維持疲軟態勢，300城土地成交建面和價款同比降幅在-38%和-42%的低位。成交方面，商品房銷售累計降幅有小幅縮窄跡象，但降幅仍然較大，1至7月全國新建商品房銷售面積、銷售額分別同比下降18.6%和24.3%。

四是市場信心下行壓力加大，消費者和中小企業預期明顯下降。在經濟放緩壓力下，居民收入預期較差，消費能力和消費意願受到抑制。國家統計局的7月份消費者信心指數降到86點，為2022年末以來的最低值；

就業指數降到71.6點，連續6個月下降且創歷史最低值。渣打銀行發布的8月份中小企業信心指數降到49.6點，同樣為2022年末以來的低點，並且現狀指數和預期指數均走弱。

以上4個方面的壓力加大，呈現出的就是企業和居民信心不足，不願意投資和消費帶來的內需不足，且需求的收縮開始向生產端傳導。這種信心不足與需求收縮的負向循環一旦形成就可能自我強化，從而進一步加劇經濟的下行壓力。為了保證全年經濟增長目標的完成及打破這種自我強化的負向循環，必須有超常規的宏觀政策組合來穩增長同時提振市場信心。

## 做大做強國債市場

鑒於上述經濟壓力，筆者認為，未來宏觀政策重心應該是打破信心不足與需求收縮的負向循環。具體來看，包括以下4個方面。

首先，繼續加大國債發行規模，做大國債市場。在當前環境下，做大國債市場規模意義重大：

有利於解決當前中國經濟需求不足問題。在當前內外不確定性因素較多，企業和居民對未來的預期和信心轉弱，主動加槓桿投資和消費意願不強的大背景下，貨幣政策寬鬆的效果並未彰顯，必須依靠積極的財政政策來主動創造需求。而考慮到房地產市場調整和地方政府債務風險上升，積極財政政策的資金來源只能靠中央政府加槓桿，即加大國債的發行來實現。

有利於降低地方政府債務風險。中央金融工作會議指出當前中國金融領域面臨的三大風險來源主要是：地方政府債務、房地產領域和中小金融機構。這三大風險其實是緊密相連的。比如房地產就是地方政府債務的抵押品，二者其實是同一個問題的兩種體現。當前情況下，要完全依靠市場力量來化解風險難度較大，未來很大可能性還是需要依靠中央財政來支持。所以國債作為成本更低，期限更長、信用更好的一種債務方式，其規模的擴大也將有利於降低整體經濟的金融風險。

有利於為全社會提供更多安全資產。近年來一直困擾中國老百姓的問題就是：如何在樓市調整、股市下跌、理財產品虧錢的背景下，實現財富的保值增值。這其實就是安全資產缺乏的問題。居民部門的應對之策是把錢全部存到銀行，而且存的是定期。但隨着存款利率的不斷下降，收益其實並不高。而國債作為最主要的安全資產，其規模的擴大應該能在很大程度上彌補這種安全資產供給不足的問題。

有利於中國基礎貨幣投放機制的改革，以及中國財政與貨幣政策的協同。中國央行基礎貨幣的投放方式，從1998年以前的基於再貸款，到1998至2014年的基於外匯佔款，再到2014年至今的基於MLF（中期借貸便利）等結構性貨幣政策工具的轉變。目前結構性貨幣政策操作也面臨一些約束。未來加大國債發行力度，並將央行在二級市場買賣國債納入貨幣政策操作工具，藉此實現中國基礎貨幣投放機制與國際主流接軌，同時也實現了中國財政政策與貨幣政策的

協同。有利於中國金融開放與人民幣的國際化。制約中國金融對外開放的質量及人民幣國際化進程的一個共同因素就是，中國債券市場可為海外投資者提供的人民幣計價的高質量債券（特別是國債）供給不足。因此，未來在岸與離岸市場加大中國國債的發行規模，既有助於增加政府融資來源，又有助於中國金融的高水平對外開放，更有助於推進人民幣的國際化進程，可謂「一舉三得」。

## 提振微觀主體信心

其次，建議國債資金使用重點，應該在於幫助修復居民和企業的資產負債表，提振微觀經濟主體的信心。

美國經濟疫後復甦持續超預期，韌性主要來自於政府加槓桿籌集資金，再把這些錢通過發放補貼和轉移支付等方式給到居民和企業。美國疫情期間推出三輪總計6萬億美元的財政刺激計劃，通過直接現金補貼向居民轉移支付8700億美元，約佔GDP（國內生產總值）的4%，通過薪酬保護貸款計劃向企業部門轉移支付了7000億美元。此舉保證了微觀經濟主體的資產負債表不但未受到疫情衝擊，反而變得更加穩健。同時，美國資本市場和樓市的良好表現又通過財富效應進一步支撐居民擴大消費和企業擴大投資，當然這也帶來通貨膨脹和政府債務上升等問題。

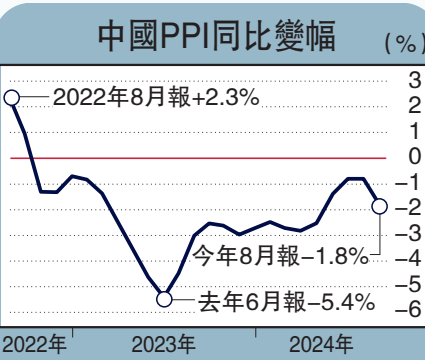
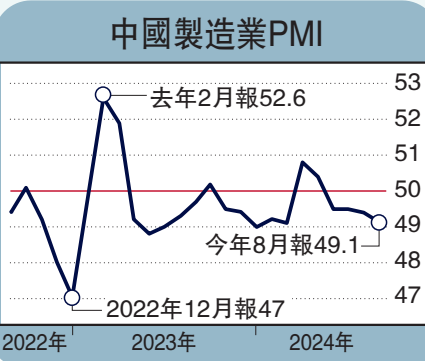
反觀中國，我們主要通過銀行加大信貸投放的方式來穩增長，但受疫情「疤痕效應」的影響，企業和居民信心不足，消費和擴大投資的意願都不強烈，錢又通過存款的方式存回到銀行，沒能真正流入實體經濟，這也是中國經濟復甦過程中面臨總需求不足的根本原因。

未來國債大量發行之後，資金的使用方向將是短期穩增長政策能否見效的關鍵點。重點應該將資金用於幫助修復居民和企業受損的資產負債表，提振微觀經濟主體的信心。另從債務可持續性角度分析，國債的抵押品是稅收，而稅收的主要來源就是企業和居民，從這個角度來看，國債的使用也必須要以能夠長期提升企業和居民的稅收創造能力作為着力點，這也是確保國債自身抵押品安全和債務可持續性的根本。

再次，做好政策的預期引導，要協同發力形成合力。去年年底的中央經濟工作會議要求：「2024年要堅持穩中求進、以進促穩、先立後破，多出有利於穩預期、穩增長、穩就業的政策，在轉方式、調結構、提質量、增效益上積極進取，不斷鞏固穩中向好的基礎」。會議還提出要「把非經濟性政策納入宏觀政策取向一致性評估，強化政策統籌，確保同向發力、形成合力」。落實中央經濟工作會議的要求在當前形勢下非常有必要。

最後，堅持市場化改革的方向來凝聚共識。二十屆三中全會已經做了全面部署，目前正在全國形成全面學習貫徹的熱潮。後續應該通過全面深化改革來形成堅持市場化方向改革的共識，提振市場信心，打破需求收縮的負向循環。

（文章只代表作者個人觀點，與所在單位無關）



# 美國減息臨近 港樓市見曙光



樓語縱橫 楊永健  
世紀21·Q動力總經理

中秋佳節，祝大家「人月兩團圓、中秋節快樂」。今年中秋節剛好是美國聯儲局的議息會議，連續兩日的議息會議，最快於香港時間周四（19日）凌晨公布結果。現階段尚未正式減息，但已是不可逆轉的定局。

雖然市場預期聯儲將減息0.25厘，但亦有意見認為減息幅度將達至0.5厘。按最新利率期貨顯示，減息0.25厘以至減息0.5厘的機會參半，現階段確實難以知道最終降幅，但減息肯定是會逆轉的定局。

美國展開減息後，香港確實未必會即時跟隨。日前本港銀行業界亦表明，基於現時港美息差較闊，在過去兩年的加息周期中，美國前後加息共11次，累計加息幅度達5.25厘，同期香港銀行僅5次調高最優惠利率（P），加上由於美國每次加息0.25厘至半厘，而香港每次加息幅度只有0.125厘，因此期間僅加息0.875厘，一般估計今次美國減息，香港銀行未必會即時跟隨。

不過，聯儲局於年內尚有兩次議息

會議，分別是11月及12月，相信仍會減息兩次，連同本周的減息，累計減息幅度可達0.75厘至1厘，港美息差將大幅收窄。市場已普遍預期年底前香港將跟隨減息，減息幅度應為0.125厘。

## 按揭或重返3厘以下

儘管現階段難以估算今次減息周期會維持多久，最終亦要視乎美國經濟的未來走向，但猜測美國減息周期至少維持2至3年，以現時香港滙豐銀行的最優惠利率是5.875厘計算，相信香港的最優惠利率或重返5厘的水平。再以現時實質按揭利率約4.125厘計算，相信未來實際按揭利率降至3.5厘水平。

假設本地銀行拆息持續減息，按揭利率計算的按揭利率，未來本地實際按揭利率或有機會重返3厘以下的低水平。

減息可令買家供樓負擔減輕，自然有助一、二手成交的回升，但香港展開減息時間待定。換言之，短期內香港樓市仍處於觀望狀態，加上現階段市場供應充足，無論一、二手市場均有一定選擇，短期內香港樓市或仍處於整固期，但隨着減息周期的展開，供不應求重現，樓市氣氛自然逆轉，樓價亦將回升。