

◀美國中期選舉結束，民主黨橫掃參眾兩院，市場對AI監管風險的擔憂上升。 新華社

經濟觀察家

美國中期選舉結果公布，民主黨大勝，市場擔心民主黨掌控國會後AI監管趨嚴。兩黨AI政策有何異同？選後哪些措施更可能落地，電費新規將如何影響AI投資與企業盈利？民主黨橫掃參眾兩院，市場對AI監管風險的擔憂上升。投資者擔心國會控制權變化影響資產表現，10月全球基金經理調查中，54%的基金經理認為民主黨橫掃將帶來美股下跌。從市場反應看，監管風險已影響AI基礎資產的定價。中期選舉後，民主黨可能推動哪些政策、這些政策如何影響AI投資，成為市場關注的重點。

中選後美國AI發展速度或生變



金融熱話
趙偉

市場擔心民主黨掌控國會後，可能推動四類更嚴格的AI政策。一是限制數據中心擴張。左翼政客伯尼•桑德斯就曾提出暫停部分20MW以上AI數據中心建設。二是增加電力成本。民主黨提出的《電網節約法》要求150MW以上大型用電項目全額承擔專用接網設施費用，減少居民分擔。三是提高AI企業稅負。部分民主黨議員提出對數據中心及AI服務徵稅、取消相關投資稅收優惠，可能壓縮企業利潤。四是強化監管和調查。民主黨議員主張保留州級AI監管權，若贏得眾議院，還可通過聽證、調查等方式加強對科技企業的監督。

民主黨為何提出更嚴格的AI監管主張？民主黨的鷹派主張與其監管傳統、選民態度有關。一是民主黨依賴高學歷、中產選民，AI對經濟、就業的衝擊直接觸及其基本盤。二是嚴監管在民主黨選民中明顯更受歡迎。9月民調顯示，民主黨選民反對建設AI數據中心的比例為75%，共和黨選民為47%，其政策訴求具有一定民意基礎。三是黨派博弈因素，特朗普傾向於寬鬆監管路線，AI嚴監管能讓民主黨在選舉中與共和黨形成清晰對比。四是傳統上民主黨長期傾向加強科技監管。拜登政府2023年的AI行政令，對前沿模型提出報告和測試要求；特朗普上任後撤銷該行政令，並推動放鬆監管、加快基礎設施建設。

兩黨在AI發展上存在較強共識，主流都支持美國保持AI領先地位，也要求數據中心承擔新增電力成本。一是支持維持美國AI領先地位。特朗普2025年7月發布AI行動計劃，通過三項行政令推動AI發展；眾議院民主黨也成立AI委員會，將保持美國競爭力作為重要目標。二是總體都支持AI基礎設施建設。24個民主黨州長執政州中，實施全州數據中心暫停令的僅有2個；桑德斯提出的全國暫停建設方案在眾議院僅有11名聯署人，全面暫停建設尚未形成民主黨主流立場。三是都支持數據中心承擔新增電網成本。兩黨均認為大型數據中心應承擔新增電力基礎設施費用，減少居民分攤。共和黨主導的《居民電價保護法》在眾議院以417：3通過，顯示這一原則獲得廣泛支持；但參議院57：43，未達到所需的60票，說明雙方在具體約束方式上仍有分歧。因此，中期選舉後，美國支持AI發展的總體方向預計延續，政策爭議可能集中在監管力度上。

AI相關四範疇料加稅

兩黨的政策分歧集中在對市場影響較大的三個領域：**一、稅收政策**方面，共和黨主張對AI減稅，民主黨主張加稅。共和黨2025年推出加速折舊永久化，數據中心是主要受益方。民主黨2026年已提出四類加稅主張，包括數據中心消費稅、收入稅、Token稅等、取消稅收優惠，民主黨已將AI徵稅列為重新掌控參議院後的優先事項。

二、調查監督方面，共和黨傾向放鬆AI監管，民主黨則主張加強企業調查。眾議院民主黨領袖傑弗里斯9月考慮設立擁有傳票權的AI特別委員會；參議院民主黨10月已就Meta利用研發抵免減少66億美元稅款提出質詢。總體看，加稅需要突破立法障礙，調查監督則更容易在選後推進。

三、電費方面，這是兩黨第三個分歧，電力成本分攤的方向較一致，分歧集中在約束強度與執行層級。一是約束力度不同。共和黨主張由各州自行決定是否要求AI企業承擔電力成本，民主黨主張全國強制AI企業承擔電力成本；二是執行層級不同，共和黨側重由州決定，民主黨強調聯邦統一規則；三是適用範圍不同，共和黨方案覆100MW以上數據中心，民主黨方案覆蓋150MW以上大型用電項目，項目即使中途關停，也需履行合同付款義務。

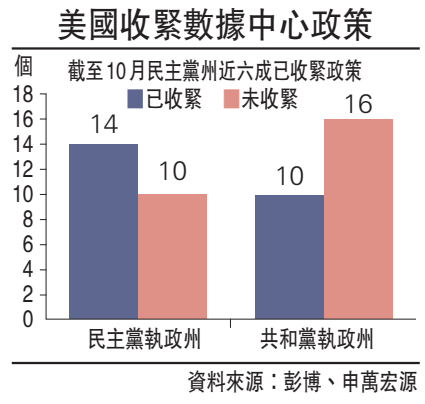
民主黨拿下兩院，AI監管壓力上升，議會將獲得更多調查、撥款和人事任命審查權，但多數普通法案仍需參院60票，並面臨總統否決權約束。市場可能將橫掃看作2028年政黨輪替的前兆，提前計入加稅和加強AI監管的風險。

其實在州級選舉層面，無論哪黨勝出，各州對AI數據中心的監管都可能進一步收緊。一是州級政策具有較強的獨立性。在AI物理基礎設施（算力基建、電費分攤、土地與環評）及具體應用場景監管上，州級的決定權已經超過了聯邦層面。數據中心選址、建設審批和電價仍主要由州和地方管理。二是兩黨候選人都在往收緊方向走。11個競爭性州裏，8個州兩黨候選人都主張設限，合計約佔新增容量的四成。

2027年AI政策，電力成本分攤可能推進，全面徵稅與全國暫停建設仍面臨較大阻力。一是電費分攤最有可能取得進展。兩黨均支持數據中心承擔新增電力成本，州級規則有望繼續推進，聯邦立法的約束力度則取決於國會格局；二是調查監督和審批政策受選舉影響較大。民主黨控制眾院後，針對AI企業的調查和聽證可能增加；共和黨守住兩院，則有利於推動審批提速和聯邦統一AI規則；三是全面徵稅與全國暫停建設的落地阻力較大。立法面臨參議院60票門檻與總統否決權約束，民主黨內部也需協調不同政策方案。

電費新規推高成本

中選後，數據中心電力成本可能進一步上升，數據中心為用電多付的錢來自五類費用。中選之後，兩黨折中版的電費方案可能落地，並推廣到全國。數據中心新增成本可能包括：1）接電和電網升級費，為接入數據中心新建線路和變電站的費用，每MW約60萬美元。2）輸電和容量費，每年分攤電網和備用電廠的錢。新增的是既分攤已有電網，也付為它新建的部分。3）最低用量付費：部分地區要求按合同容量的80%–90%支付最低費用，合同期約12–15年；4）擔保和退出費：建設前先交押金，關停後仍要付清。新增的是足額擔保寫入聯邦法，每MW約30萬–45萬美元。5）自帶電源和可中斷供電，州可要求數據中心自建電廠，或在用電緊張時讓路，但不做全國強制。全國加權看，聯邦立法新增成本約每MW5萬–15萬美元，由於州規則覆蓋面小，更可能落在上半區間。



資料來源：彭博、申萬宏源

總體來看，電費新規預計使AI數據中心投資成本增加約1%–3%，難以改變AI投資擴張趨勢，但會加大部分企業的現金流壓力。首先，單位投資成本增加。基準情景下，每MW電力費用上升至約60萬美元，較現有成本增加40萬美元。嚴格情景下，電力費用升至150萬美元／MW。其次，單位運營成本每年持續增加。考慮容量費、專項稅及擔保資金成本，每MW每年成本提升至13萬至19萬美元，會壓縮企業利潤。全生命周期的電費約佔含GPU總投資的2%到4%。最後，從總量看，宏觀總成本相對可控。基準情景下，一次性電力費用約佔AI總投資的1.3%，嚴格情景下為3.3%左右。按美國每年新增16GW數據中心測算，且全部適用電費基準新規，基準情景下一次性總額約96億美元。

公司層面，電費新規對科技巨頭影響有限，風險主要集中在高槓桿的新興雲廠商和轉型礦企。一是電費對科技巨頭的影響較小。基準情景下，年化電力費用約佔微軟、谷歌、Meta和亞馬遜營業利潤的0.3%–0.7%，嚴格情景下也不超過1.6%。二是甲骨文和數據中心出租商壓力居中。甲骨文電力費用佔營業利潤的0.9%–2.4%，但債務規模較大，新增擔保可能加重融資壓力；三是新興雲廠商壓力較大。基準情況下，CoreWeave的電力成本佔經營收益的約6%，嚴格情景下進一步升至14%。正常算力需求下，其利息覆蓋倍數由現行規則的1.68倍降至折中電力方案的1.60倍、嚴格情景的1.49倍；若收入下降15%，嚴格情景下僅剩1.05倍；若下降30%，即使電費規則不變，也降至0.82倍。

電費新規可能進一步壓縮高槓桿企業的償債空間，若2028–2030年算力需求兌現不足、債務再融資難度上升，風險可能集中暴露。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）

AI發展應充分發揮人的價值



創科瞭望
陳迪源

本周二（11月3日）在世界互聯網大會烏鎮峰會開幕式上，中國國務院總理李強出席並發表主旨演講。本屆峰會以「開源開放　共建共享——攜手構建網絡空間命運共同體」為主題，提出一個值得深思的問題：當技術愈來愈能替人做事，我們如何確保人仍然掌握方向？

李強總理指出，互聯網「不僅是一種信息載體，更是智能生成力量」，同時強調，技術應增強人的能力、拓展人的選擇，而不能讓人成為技術的附庸。這是功能的拓展，不是信息傳播被智能生成取代。筆者認為，創新與人的主導性必須一起理解：只看效率，容易把發展縮減為自動化率；只看風險，又可能錯失改善生產力與生活的機會。以人為本不是智能化的附加條件，而是發展的根本尺度。

過去上網的目的主要是查資料，隨着智能體AI發展，部分系統開始可以在授權下調用工具，協調不同軟件，甚至執行任務。從提供一個答案，到採取一個行動，改變的不只是速度，更是責任。AI愈接近真實世界，授權與問責便愈不能含糊。這種轉變值得積極擁抱。人機共創的意義在於重新分工，讓人的專業價值更充分發揮。不過，職位與工作內容會隨之改變，培訓和轉型支援亦須同步，不能只把效率紅利算在企業一方，把適應成本留給員工。

真正的難題，是我們常把「有人覆核」當成「人仍作主」。若前線人員看不懂系統是如何做出決定，沒有足夠時間查證，亦無權否決，只能按下確認鍵，那不是人機協作。真正的人機協作，必須讓負責人看得懂、攔得住，並有能力改正錯誤。監督不能只是流程末端的一個勾選框，而要在設計之初便配好信息、權限與資源。

人的主導權還包括訂立目標。企業若只要求縮短服務時間，流程便可能忽略需要多作解釋的客戶；公共服務若只追求最快結案，也可能忽略問題是否真正解決。因此，效率指標必須連同服務質素、公平與補救成效一起設計。不能一面說以人為本，一面讓系統只按速度評分；更不能把人的價值選擇，藏在技術設定裏。

這也不代表所有工作都要逐項人手批准。低風險、容易還原的任務，可以提高自動化程度；涉及付款、敏感資料或重大權益的行動，便應收緊權限，設定核實和停止條件。例如AI可以草擬供應商回覆，但若來信要求更改收款戶口，就不能只憑文字看來合理而執行。系統應停下來，由獲授權的人透過可靠渠道核實。不是把AI綁住，而是讓它知道什麼時候可以前進、什麼時候必須交還決定。

筆者一直說的「科技翻譯官」，正是在這方面發揮作用。他們不只能把技術名詞說得淺白，更要懂行業流程與AI邊界，把企業痛點轉成可執行任務，把責任要求轉成操作規則。有人問「可否用AI提升效率」，他們應先找出哪個交接最易出錯、什麼資料可用、結果如何驗證，以及由誰跟進例外。模型能力只有接上這些條件，才會變成可靠的解決力。

開源成就智慧共享

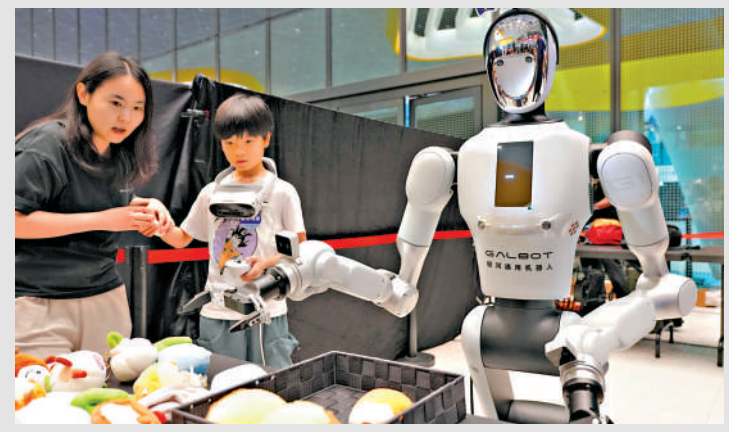
李強總理談到的「數智鴻溝」，更須放在國際發展不平等的脈絡理解。他指出，全球仍有二十多億人未接入互聯網，各國在大模型、高質量數據集、高性能算力和高速網絡方面差距甚大。AI的馬太效應，可能進一步擴大南北失衡，形成「時代裂痕」。這不是多開幾個AI賬戶便能解決，而要讓較弱經濟體取得基建、人才和應用能力。香港可藉專業服務與國際網絡，參與面向全球南方的能力建設，把國家技術成果轉成當地用得上的方案。

峰會的「開源主題生態體驗館」展示DeepSeek、通義千問（Qwen）等開源成果。李強總理明確提出「反對構築『數字鐵幕』」，同時尊重各國合理的網絡安全關切。安全不應成為封閉的藉口，開放也不能省略責任。開放模型讓更多團隊測試、找出弱點和共同改良，配合審計與持續維護，有助提升安全，卻不等於開源便自動安全。

這正是「開源開放 共建共享——攜手構建網絡空間命運共同體」的實際意義。開源讓科研團隊和企業站在巨人肩膀上，在既有成果上改良，減少重複投入；開放則讓人才、知識與應用場景跨境合作。對國家而言，既能吸收全球智慧，也能讓中國成果服務世界；對香港而言，不必凡事從零訓練模型，而可讓不同模型百花齊放，把國家開源能力與本地專業知識結合，發展可信應用。憑藉普通法制度及大灣區協作，香港更可把這些成果接到國際市場，從聯繫走向增值。

共建共享，不是大家使用同一套答案，而是共同改善基礎能力，讓更多人創造自己的答案。開源擴大參與，治理建立信任，人機共創才有更廣闊的空間。AI愈能替人辦事，人就愈要掌握辦事的目的；技術的成績，終究要由人的實際得益來證明。

（作者為香港創科發展協會創會主席）



◀當AI愈來愈能替人做事，如何確保人仍然掌握方向，是一個值得深思的問題。 資料圖片

樓價反彈 負資產宗數年半縮九成



樓市新態
陳永傑

本港樓價逐步回穩，負資產個案亦跟隨大縮水，掀起上岸潮。金管局最新數據顯示，今年三季度末住宅負資產宗數跌穿4000宗，降至3819宗，按季再減逾一成，連跌六季。相比去年首季逾4萬宗的高峰，短短一年半已大減逾九成。

期內再多537宗「上岸」，涉及貸款金額由上季196億元縮減至173億元，雙雙創十三季新低。早期跌入負資產池的多為高成數按揭，樓價一回升便能及早上岸，人均貸款額亦由高峰期逾505萬元回落至453萬元。

回想去年首季，樓市仍然受壓，負資產宗數一度高達40741宗，創沙士後近二十二年新高，涉及貸款金額達2059億元。隨着樓價反彈，至今累計多達36922宗已成功上岸、脫離負資產一族，涉及金額更大減逾1800億元，雙雙縮水超過九成。

樓價回升，是負資產大減的重要推動力。中原城市領先指數（CCL）由去年首季末136.82點，回升至今年三季度末160.10點，累計反彈約17%。物業估值水漲船高，部分原本「資不抵債」的業主，亦有望逐步擺脫負資產。換個角度計，期內樓價指數平均每上升1%，負資產宗數相當於減少約2170宗，足見樓價回暖與負資產改善的關係密切。

年底料徘徊約3000宗

133個CCL成分屋苑中，有30個最新呎價較2021年8月歷史高位跌幅不足一成，但仍有42個屋苑較高位低逾兩成，復甦步伐不一，部分業主仍面對負資產風險。過去幾年，樓價與負資產此消彼長。樓價跌，負資產增，業主難套現；樓價升，宗數便回落，供款及成數亦有影響。雖然三季度CCL按季回落，負資產仍續跌，反映前期升勢的滯後效應正逐步浮現。

展望四季度，受美國加息及觀望氣氛影響，樓價升勢或放慢，負資產跌勢料減慢，維持3000至4000宗水平。可見樓價一升，確能救不少人。近年政府全面撤辣及放寬按揭等救市措施，助更多業主重返正資產行列，財富效應改善下更願消費，亦有望帶動換樓潮，有利經濟步向復甦。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）