

▲日本央行對AI風險高度關注，該行指出，如果投資者下調對AI相關項目盈利能力的預期，大戶可能調整資產組合，產生的市場波動將會向日本傳導。 法新社

經濟觀察家 **在人工智能（AI）時代，全球央行所關注的不僅是堅定實施抗通脹的目標，而且兼顧AI等大規模投資可能引發的監管新挑戰，以及潛在的金融風險或科技泡沫危機等。這無疑對央行貨幣政策轉型及監管改革提出新的課題。**

AI產業成央行幣策新考量



金融觀察 鄧宇

在AI持續滲透實體經濟、深度參與市場和投資等過程中，全球央行須提前做好充分的貨幣政策和監管機制儲備，但也面臨全球央行「去監管」和「強監管」分化的挑戰，需要全球各央行加強溝通協調，共同推進貨幣政策框架轉型與金融監管改革。

全球央行貨幣政策框架的調整和轉型是一個循序漸進的過程，同時也高度依賴宏觀經濟治理和金融監管趨勢，需要較強的前瞻性和適配性。其中，包括美聯儲、日本央行等在內，貨幣政策調整具有創新和試驗的特性，比如量化寬鬆、低利率及負利率等政策試驗，其副作用同樣顯著。從未來趨勢看，全球央行一方面將更加重視利率傳導機制建設，貼合宏觀經濟的實際需求並關注市場的波動，注重精細化預期管理，另一方面也更適應外部不確定性環境的變化，通過創新貨幣政策工具確保政策調控的穩健和靈活性。

除了貨幣政策目標之外，全球央行其中很重要的一項職能在於金融監管。評估全球金融業的發展趨勢，金融「非銀化」的趨勢更加突出。近期比較受關注的是美國的私募信貸領域潛在的擴散風險。統計顯示，截至2024年末，美國私募信貸市場規模約1.3萬億美元，佔美國投資級以下企業債務融資總規模的30%，該比例較2008年全球金融危機時期提升了近17個百分點。顯然，私募信貸已成為「影子銀行」，華爾街主要銀行首次系統性披露對私募信貸行業的貸款規模，合計逾1000億美元。

在年初以來持續遭遇贖回壓力的美國私募信貸市場風波不斷，引發監管高度關注。類似2023年美國局部區域性銀行的擠兌和破產倒閉危機，本輪私募信貸市場的風險持續傳染或擴散，將對銀行業帶來負面衝擊，因而美聯儲提出將私人信貸相關問題納入對主要銀行的日常監管流程，重點摸排銀行相關債務融資敞口。

產生通脹與金融風險

AI發展備受關注，大規模資本開支及在金融領域的滲透和應用逐漸擴容。近期，IMF（國際貨幣基金組織）發布的《全球金融穩定報告》將人工智能相關資產估值過高、行業槓桿上升、政府借貸成本增加和大規模網絡攻擊列為金融市場面臨的突出風險，指出人工智能市場調整可能通過企業間融資聯繫和投資者風險敞口傳導至全球市場。針對AI治理，之所以引發全球央行關注，主要有三點考量：

一是AI大規模應用及擴張對宏觀經濟治理的深刻影響。AI對宏觀經濟的影響日益加深，成為宏觀經濟的新變量，雖然AI對拉動經濟增長帶來經濟效應，但不穩定和潛在的泡沫風險對通脹、金融穩定等帶來的衝擊，也將重構央行貨幣政策框架。

二是AI資本開支及金融化現象。由於AI資本開支的擴張，吸引包括債券及貸款等大範圍參與AI領域。按不完全統計，今年前三季度AI相關債務發行約4660億美元。值得關注，AI的借貸風險過度可能因潛在泡沫危機而放大。研究測算，AI相關的債務融資已增至近5000億美元。

三是AI在金融業務領域的滲透引發的治理風險。金融業通過AI賦能拓展業務及強化反洗錢、智能風險防控的同時，也可能帶來包括數據漏洞、算法偏見及倫理風險等，如何加強AI治理成為監管和金融機構關注的熱點。

AI對貨幣政策的影響將持續發酵。兩方面看：一方面是AI時代宏觀經濟和市場的發展打破了傳統的線性邏輯，比如AI對美國經濟增長帶來的紅利是否可持續，以及對美股和全球資本市場造成的集中度和高波動風險加劇。樂觀估計，AI對傳統生產、貿易和投資的改變日漸擴展，但內在的治理困境也愈發凸顯。

另一方面在於AI對貨幣政策運作方式和工具的影響。美聯儲現任主席沃什的觀點比較樂觀，他認為AI將改變央行執行貨幣政策的方式。相比於過去高度依賴舊有模型來研究宏觀數據，如今央行得以引入全新的分析模型。這一技術層面的迭代，使得政策制定者在面對複雜的經濟環境時，對經濟趨勢的研判和政策推進更具信心。

值得警惕的是，越來越多的貨幣當局和監管部門開始呼籲重視AI對貨幣政策和金融監管的衝擊，強調做好AI治理的政策儲備。歐洲央行監管機構指出，AI正在壓縮漏洞發現與被利用之間的時間，要求銀行評估變化後的威脅環境，形成包含具體措施、資源、責任分工和實施時間的行動計劃。日本央行對AI風險高度關注，日本央行在半年度金融體系報告中指出，如果投資者下調對AI相關項目盈利能力的預期，海外非銀行金融機構可能調整資產組合，相關市場波動便可能被放大，並向日本傳導。

宏觀審慎管理的重要性不言而喻。兩個維度看：一方面，現代經濟和金融體系的深度互聯及技術應用的深化已經深刻改變了金融機構的運營、財務、資本以及風控模型，地緣風險、大國博弈和科技革命對金融行為、金融方式的影響是深遠的、迅速的，且在不確定環境下更易擴散和傳染風險，傳統金融和新型金融互相滲透，亟待宏觀審慎監管。國際清算銀行（BIS）和IMF的研究發現，更嚴格的宏觀審慎監管可以降低國內生產總值增長對風險變化和資本流動衝擊的敏感性，提高貨幣政策對全球金融衝擊的反應能力。

另一方面，實體經濟和金融市場、虛擬資產等逐漸互聯，貨幣政策的傳導不僅限於實體經濟領域，而且通過利率傳導、前瞻性指引和互聯網傳播等路徑深刻影響市場的波動，債券、金融及外匯市場的信息敏感性更強，須依託宏觀審慎監管加強金融壓力測試，敦促金融機構增加或補充相應的風險資本，增強應對外部衝擊的資本韌性。其中，非銀金融活動的監管以及新型金融的湧現對宏觀審慎監管也帶來了壓力。歐洲央行提出，對非銀行金融中介領域持續存在的流動性和槓桿脆弱性需要採取全面的政策應對措施。展望未來，包括央行、財政和產業、貿易部門在內，如何協調推進宏觀政策，迫切需要各方發揮協調合力，推動對宏觀經濟和金融政策更全面的評估，以幫助更新完善宏觀審慎監管框架。

加強宏觀審慎監管

目前來看，全球央行針對宏觀審慎監管的理念和共識增強，在具體操作方面互相借鑒，但也有一些差異。比如美國方面，在「去監管」的政策框架內，比如數字資產的「事後響應」、銀行監管的「程序簡化」等是具體表現，但放鬆大型銀行包括資本要求、減少壓力測試等監管規則的調整也可能引發爭論，或加劇潛在的AI泡沫、私募信貸風險。

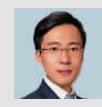
歐洲央行除關注傳統的宏觀審慎監管框架，更加重視技術對宏觀審慎監管的影響，比如：AI的廣泛採用也可能對金融體系產生系統性影響，以及金融機構對第三方複雜技術應用的高度依賴；量子計算的進步可能會對我們基於加密的金融系統構成嚴重威脅。對此。歐洲央行建議將包括AI在內的技術範疇納入宏觀審慎監管框架，全方位評估、監測技術風險如何影響整個金融體系的相互聯繫和脆弱性，並進行情景預測和壓力測試。

金融市場方面，貨幣基金、債券及大宗商品交易等非銀業務的不斷擴容引發全球央行的關注，一方面是越來越多的銀行機構通過發展這類業務拓展市場和客戶，但地緣環境和市場高波動下帶來的震盪也在加劇，對宏觀審慎監管構成潛在威脅，另一方面是非銀機構深嵌傳統金融體系，跨境、跨市場以及貨幣錯配等引發的潛在風險不可忽視。

IMF和BIS認為，宏觀審慎監管應從「被動應對金融周期風險」轉向「主動構建跨周期韌性」。可見，未來宏觀審慎監管框架的更新將有望納入包括加密貨幣、AI、量子科技等新興技術，以及各類跨境交易、跨市場等非銀金融活動。

（作者為財經評論專業人士。本文僅代表個人觀點）

為何市場擔憂AI融資風險？



國金視野 宋雪濤

美國AI融資風險近期再次成為市場關注焦點。類似的擔憂曾在去年10月至今年1月持續出現，當時市場主要質疑AI企業之間的循環融資、巨額資本開支以及未來回報能否覆蓋投入。但到了今年2–3月，Coding能力出現明顯提升，Agent應用快速擴張，市場看到AI可能帶來更大收入以後，融資風險擔憂逐漸下降。近期隨着新應用亮點減少、融資規模繼續上升，去年曾經討論過的信用和資本回報問題又重新浮現。

當前AI產業中對利率和信用條件最敏感的，主要是高槓桿新型雲廠商和AI數據中心開發商。這些企業大量依靠債務和資產抵押進行融資，抵押資產不僅包括已經建成的數據中心、購買的GPU，還包括從模型廠商和下游客戶獲得的長期計算服務訂單。企業可以依靠未來訂單取得融資，再用融資購買GPU、建設機房和電力設施，形成持續擴張。這一融資模式與過去房地產開發存在一定相似性。

房地產企業可以通過土地、在建工程以及未來銷售預期獲得銀行開發貸款，AI數據中心開發商則利用土地、機房、GPU和長期算力訂單獲得融資。AI項目還需要配套建設電廠、電網、冷卻系統、建築和各種設備，因此其中一部分項目開發環節確實具有較強的固定資產融資特徵。但AI也不能簡單類比房地產。房地產長期需求主要取決於人口、家庭形成和城市化率，這些都是變化較慢的變量，而AI模型訓練與推理能力存在快速提升甚至跨越式突破的可能。一代新模型推出後，能力可能突然提高，迅速創造新的應用和收入，也可能在下一代模型出現之前經歷較長時間的緩慢增長。

因此，AI的「分子」不是一個穩定、線性變化的變量，而是可能在一段時間停滯後突然實現躍升。融資風險的判斷不能只看債務規模和融資成本，還需要觀察模型能力和商業收入能否在較短時間內實現新的突破。

AI的收入增速之所以重要，是因為當前AI融資體系已具有明顯的飛輪特徵——更大規模的模型訓練和數據中心建設需要更多融資，融資需求提高又推動長期利率和企業融資成本上升，企業必須取得更快收入增長才能覆蓋成本。

企業要獲得更高收入，就需要推出更強模型、擴大推理需求和應用範圍，而前沿模型能力持續提升又通常需要增加訓練投入。由於訓練端的直接盈利能力弱於推理端，更多訓練投入往往意味着進一步增加融資需求，使投資規模、利息支出和模型研發相互推動。融資需求越大、資金成本越高，對收入增速的要求也越高，整個體系越來越需要依靠模型能力和商業收入持續突破維持運轉。

循環融資放大波動

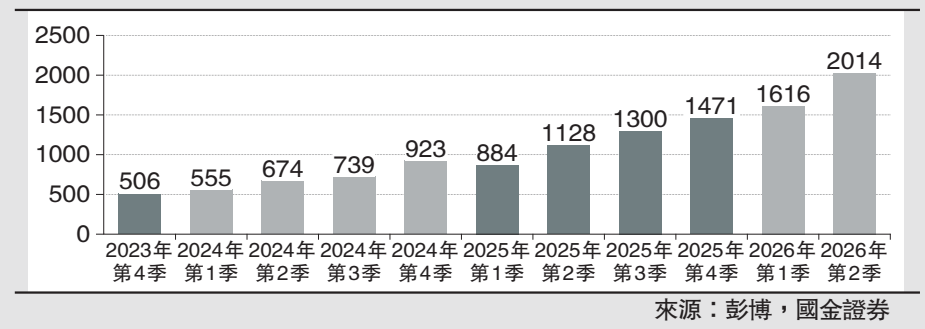
循環融資和信用擔保又進一步提高了這一體系的複雜性、放大了波動。英偉達、芯片企業和雲廠商向模型公司投資，模型公司隨後又將部分融資用於購買這些企業提供的芯片和計算服務。如果從經濟實質上看，一筆資金可能在產業鏈不同企業之間反覆流轉，並分別形成投資、收入和訂單。雲廠商再利用這些訂單進行抵押融資，擴大GPU採購和數據中心建設，從而進一步放大信用創造。

正向擴張階段，循環融資和信用擔保可以提高投資速度，但如果最終需求低於預期、訂單被削減，信用收縮也可能沿着產業鏈逐層放大。下游雲廠商融資出現問題，會影響其GPU採購和數據中心開發，隨後進一步影響芯片供應商、擔保企業和投資方的信用狀況。在高槓桿、高周轉環境下，正向時信用是加速器，反向時去槓桿同樣可能成為放大器。因此槓桿本身具有中性特徵，關鍵在於融資資金是否真正提高生產效率和商業收入。如果資金用於高回報投資，融資能夠加速增長；如果主要用於填補虧損和維持低效率項目，高槓桿最終會加大風險。判斷融資是否合理，最重要的始終是借來的錢能否形成足夠高的未來回報。

AI模型公司收入增長如果低於預期，雲廠商首先會受到影響。模型廠商減少新增訂單、調整計算資源使用計劃以後，雲廠商產能利用率下降，已有GPU和數據中心面臨閒置壓力，資本開支也可能被迫壓縮。雲廠商減少GPU採購以後，上游芯片、服務器、光模塊和電力設備訂單也會受到影響；再向上游傳導，則可能影響半導體設備、材料和關鍵零部件廠商。這一過程具有典型的「牛鞭效應」：下游需求下降一部分，上游為了防止庫存積累可能減少更多採購，而此前根據高增長預期擴張產能的企業，還要承擔新增固定資產和庫存成本，因此上游利潤和估值受到的壓力甚至可能超過下游。

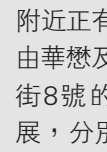
（作者為國金證券首席經濟學家）

(億美元) **美國科技大廠與新雲廠商季度資本開支規模**



來源：彭博，國金證券

明年新盤供應 東涌成焦點



樓語縱橫 楊永健

還有不足兩個月，2026年就要過去。即使踏入下半年新盤市場稍稍回落，但整體而言，2025年及2026年都是新盤熱賣的年份。去年全年新盤銷售超越2萬伙，創下自2013年一手新例實施以來的新高，今年至今整體新盤銷售已達至1.7萬伙，預計全年銷售亦可達至1.9萬伙水平，與去年2萬伙的高位相差無幾，預告2027年新盤市場仍會相當熱鬧，多個大型新盤已蓄勢待發。

近年新盤供應重鎮，隨着啟德跑道區新盤賣少見少，基本上區內僅餘最後一個壓軸新盤長實的花語海。而過去一年新盤重鎮，主要來自北都概念的上水古洞及紅磡、土瓜灣區一帶新盤。明年將有下一輪新盤供應，供應重鎮屬於十年未有新盤登場的東涌區，多個新盤於2027年排隊登場。

大嶼山東涌可說是一個不斷轉變的新社區，隨着備受期待的東涌綫延線（包括設立東涌東站）正全速推進，興建中的東涌東站最快於2029年通車，附近正有多個大型新盤準備登場，其中由華懋及港鐵合作發展，位於東涌喜東街8號的配電站項目，物業分2期發展，分別提供691伙及387伙單位，正等待預售樓花同意紙的批出，最快2027年展開推售。

此外，東涌區尚有多個新盤陸續登場，新地於去年初投得的填海區地皮，項目亦將興建745伙單位，發展商已安排於明年展開推售，未來的東涌新盤亦包括有南豐及港鐵合作發展的東涌東站上蓋1期共600伙單位，以及盈信控股於今年5月投得的東涌106A區的臨海地皮，提供約990伙單位，新地亦於東涌西站發展9幢住宅項目，合共提供約1800伙單位。

事實上，東涌內對上一個新盤已經是約近十年前，2017年初推售的新地東涌東環，當時首批平均呎價為1.0963萬元，另外於2013年底推售的南豐新盤昇薈，當時呎價更低見9686元，最新呎價已較當時顯著上升，再加上區內的東堤灣畔、映灣園、藍天海岸等第一代私人屋苑已有一定的樓齡，現時區內已具一定的換樓需求。

五項目共5200伙待售

綜合而言，東涌未來將有五大新盤，超越5200伙新盤單位將排隊登場，作為大型新盤重鎮，勢必成為來年新盤市場的一大重點地區，擁有充裕的發展腹地和清晰的鐵路規劃藍圖，更兼具完善的社區配套與大灣區樞紐優勢。對於實力買家、換樓家庭以至長線投資者而言，「下一站東涌」將會是一個焦點供應新區。

（作者為世紀21星鑄總經理）