

▶美國限制數據中心的主張早已越過黨派界限，兩黨的分歧在於限制的方式，而非是否限制。 路透社

經濟觀察家 **未來人工智能數據中心（AIDC）監管將提高企業成本，但不會改變美國持續投入AI的方向。中美競爭仍將圍繞先進芯片、基礎設施和應用商業化展開，股市能否重新走強，取決於AI應用能否兌現收入。**

中選結果難改美AI發展方向



金融觀察 宋雪濤

美國中期選舉後，民主黨拿下參眾兩院。市場意外的並非誰贏誰輸，而是民主黨贏的幅度，以及在傳統紅州州長選舉中的突破，其中得州最典型。民主黨候選人Gina Hinojosa以約53%對46%擊敗現任州長Greg Abbott，競選花費只有Abbott的八分之一左右。她是1995年Ann Richards卸任後得州第一位民主黨州長，也是得州第一位拉丁裔州長。

得州州長換人，對AI產業的影響遠超一般的地方選舉。Hinojosa在競選中主張暫停新的數據中心審批，取消部分稅收優惠，而得州是全美數據中心規劃最集中的州。據Cleanview統計，得州規劃容量88.4吉瓦，約佔全美的兩成多，是俄亥俄(21.9吉瓦)和佐治亞(20.2吉瓦)兩州之和的兩倍多。得州之外，還有八個州的州長主張暫停或延長已有的暫停措施，九州合計規劃容量158.6吉瓦，約佔全美的41%。這些項目的審批、電力建設和投資節奏都需要重新評估。

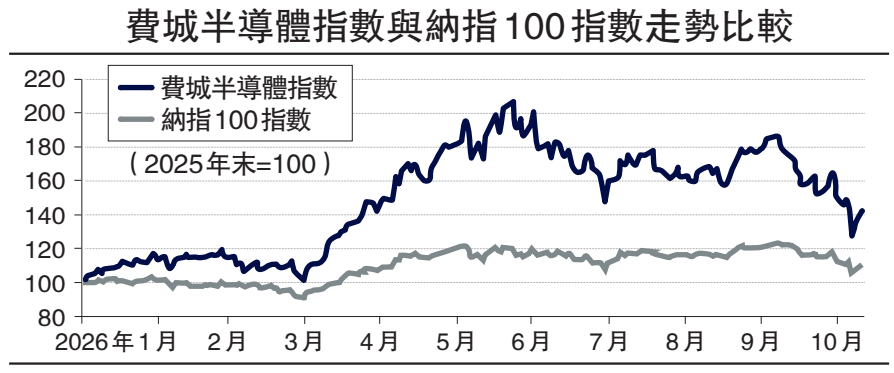
得州翻藍最受關注

AI和數據中心是本次中期選舉中影響選民投票的重要議題。NBC全國出口民調顯示，56%的選民認為AI數據中心是影響其國會投票的關鍵或重要因素，76%的選民反對在自己的社區新建數據中心。反對者中64%投票支持民主黨，但仍有34%投票支持共和黨，可見反對情緒並不局限於民主黨選民。這種情緒在選前已有相當基礎。得克薩斯大學8月的民調顯示，57%的得州登記選民反對在本社區建設數據中心，農村和郊區選民的反對比例均為60%，共和黨選民中支持與反對的比例也基本持平。

限制數據中心的主張早已越過黨派界限，兩黨的分歧在於限制的方式，而非是否限制。從競選立場看，Data Center Watch跟蹤的36個州74名州長候選人中，超過九成支持禁止、暫停或附條件開發，在得州、俄亥俄、密歇根等八個州，兩黨主要候選人都主張某種形式的暫停。民主黨候選人更傾向於直接暫停，約六成持此立場，但共和黨候選人中也有三成支持。這種立場最終延續到了選舉結果中，在已出結果的州長選舉中，34名勝選者有32人支持加強監管或限制建設。這意味着無論哪黨執政，數據中心都將面臨更嚴格的審批和更高的成本分擔要求，政策差異更多體現在選擇暫停審批還是附加條件。

立法層面的變化更能說明問題。兩黨爭論的焦點已不再是是否支持數據中心建設，而是建設成本由誰承擔。聯邦層面，民主黨在今年1月提出《Power for the People Act》，要求數據中心承擔因其接入而新增的輸電成本，並單獨設立電價類別。9月共和黨主導的《Ratepayer Protection Act》在眾議院以417票對3票通過，要求大型數據中心承擔為其新建的發電和輸電成本，僅有3名民主黨議員投下反對票。但這些立法的力度仍然有限。聯邦法案只要求各州審議相關標準，並不強制採納。但從政策方向看，「誰受益、誰付費」已成為兩黨共識。

費城半導體指數與納指100指數走勢比較



資料來源：FMP，國金證券研究所

數據中心增速勢放慢

地方反對已開始影響具體項目。Data Center Watch統計顯示，二季度全美至少45個數據中心項目因地方反對受阻，涉及計劃投資近680億美元。據媒體報道，選舉當天，46項限制數據中心的地方公投獲得通過或預計通過，其中至少17項直接禁止大型數據中心。

選舉對數據中心建設的影響，關鍵不在於各州政策收緊到什麼程度，而在於項目處於哪個階段。已獲得許可、完成融資並進入建設階段的項目受影響有限，尚未完成許可、電力接入和投資決策的項目則更容易受到新政策約束。

SemiAnalysis測算，2027年新增規模排名前二十的州計劃新增容量33.8吉瓦，其中約四分之三已經開工，選舉結果難以改變這部分產能的投產節奏。真正的擾動來自得州的許可凍結。如果凍結延續至2027年州議會常會結束，暫停將從9月起持續約八個月，等到新規則夏末生效，則接近一年。暫停期間廠房建設仍可推進，但新增發電設備無法獲批安裝，部分已在建園區的後續供電階段可能因此延誤。這類影響集中在個別項目的投產節奏上，對2027年整體新增容量的衝擊有限，壓力主要留給尚未開工的2028年項目。

2028年的情況明顯不同。SemiAnalysis預計全美2028年淨新增62.2吉瓦，新增規模最大的13個州合計43.5吉瓦，佔全國的70%，其中約40.5吉瓦尚未開工，佔比達93%。得州一州新增18吉瓦，接近全國的30%，同樣有93%仍處於規劃階段。SemiAnalysis在選前測算，若主張暫停的候選人全部勝選，涉及2028年計劃投產容量約30吉瓦，若僅附條件派全部勝選，則約為5.7吉瓦。從得州、佐治亞等州的結果看，實際情況更接近前者。2027年面臨的主要是工程問題，2028年面臨的則是政治問題，最終影響大小取決於各州暫停的持續時間。

從資本開支看，預計選舉結果可能使科技公司2027年約1.4萬億美元的AI基礎設施投入減少5%至7%，最多10吉瓦數據中心容量無法按期投產。這一估計比SemiAnalysis更悲觀，可視為2027年的下行情形，但削減的主要是邊際增量，大部分支出已有訂單和在建項目支撐。如果建設成本上升、投產節奏放緩，2028年資本開支增速可能低於此前預期。

11月5日美國科技股的大幅下跌，在AI產業鏈內部呈現明顯分化。存儲和光通信跌幅最大，明顯超過同日的費城半導體指數，新型雲廠商也受到較大衝擊，大型雲廠商跌幅則相對有限。但把時間線拉長看，11月5日並不是下跌的起點。費城半導體指數自6月22日見頂，到11月5日收盤已累跌38%，其中選舉前已較高點回撤近三成。資金層面的撤離同樣早已開始。高盛主經紀商數據顯示，截至10月15日當周，對沖基金減持科技股的速度為至少十年來最快，半導體是賣出金額最大的板塊，淨槓桿率降至一年來低點48.6%。

估值處於高位、現金流轉弱、增速邊際放緩，美國AI股的結構性擠泡沫並不意外。主因是估值和現金流，催化劑是選舉，放大器是倉位和槓桿。未來AI投資的重要變化，是資本開支增速逐步讓位於真實收入、現金流和算力利用率。

硬件需求最終來自模型和應用。如果模型廠商無法持續擴大付費收入，雲廠商就難以長期維持高額的算力採購和數據中心建設。反之，如果AI能在企業軟件、編程、科研、創新藥和機器人等場景實現商業化突破，就能提升模型收入、Token用量和算力利用率，為硬件產業鏈提供更穩定的需求。AI投資機會將逐步從硬件擴散至模型、軟件、互聯網應用、AI for Science和物理AI等能夠產生持續現金流的領域。

監管趨嚴已成大勢

市場去槓桿也可能推動資產配置的變化。選舉後美債收益率下行，國際油價一周內大幅回落，此前受能源和融資成本壓制的消費、醫藥、化工、房地產和部分周期行業有望改善。AI內部的投資也將從高度集中的硬件交易，逐步擴展至軟件、模型和應用，形成更加分散的增長來源。

民主黨在地方選舉中主張更嚴格的AIDC監管，並不意味着其反對AI產業發展。AI推動大型科技企業的收入和估值增長，科技股吸引全球資本流入美元資產，支撐美國資本市場和長期融資能力。在政府債務規模龐大、需要持續吸引海外資金的背景下，科技領先對經濟增長、資本市場和國家競爭都至關重要，兩黨都缺乏主動放棄AI領先優勢的動機。如前文所述，兩黨的分歧主要在於數據中心的電力、水資源和基礎設施成本由誰承擔，這意味着未來AIDC監管將提高企業成本，但不會改變美國持續投入AI的方向。

（作者為國金證券首席經濟學家）

建抵押品機制 人民幣國際化關鍵一步



市場脈搏 唐建偉

11月2日，港交所旗下期貨結算公司與聯交所期權結算所開始接受合資格人民幣定息資產作為非現金保證金抵押品，範圍包括債券通「北向通」持有的中國國債、政策性銀行債，以及財政部在境外發行的國債，融通費同步下調至年率0.15%。首日7家機構提交，總值超4億元（人民幣，下同）。

該事件值得注意的不是4億元的金額，而是「抵押品」這三個字。人民幣資產的國際競爭正在從收益率轉向抵押品。收益率決定別人願不願意買，抵押品資格決定別人願不願意長期留着，美元、歐元、日圓都走過這條路。

由此可見，抵押品才是貨幣國際化的「深水區」。第一，黏性來自資產負債表嵌入。收益率競爭是流量競爭，利差一變倉位就變；抵押品是存量競爭，一旦進入機構擔保品池，就寫進風控參數、折扣率表、日內補倉流程和對手方協議，切換要改制度、改系統、重簽合同。BIS（國際清算銀行）統計全球場外衍生品名義本金846萬億美元（2025年6月末），ISDA（國際交換暨衍生性商品協會）口徑下主要中央對手方收取的初始保證金4235億美元、非清算保證金合計1.6萬億美元。這是萬億美元級的抵押品需求池，人民幣佔比接近於零，差額就是空間。

第二，抵押品需求不是市場自發形成，是制度創造的。歐元單一清單把合格資產清單從各國各自為政變成全歐統一，ECMS（歐洲央行抵押品管理系統）再把操作搬上統一平台，供給創造需求。美元強制清算同理：監管每提高一次清算要求，抵押品需求池就擴大一圈。人民幣要進入這個循環，靠的不是票息比美債高多少，而是有沒有一套讓境外機構敢用、易用的制度。

第三，可得性是使用率的天花板。抵押品競爭力不在公告裏，在三張表裏：違約處置時擔保權益的跨境法律確定性；折扣率相對美債、日債的水平，折扣率若高出幾十個基點，0.15%的融通費優勢立刻被吃掉；跨境調用能否覆蓋全球時區。日圓卡在第三張表，人民幣三張表都剛起步。

國際化的老三樣——貿易結算份額、儲備佔比、SWIFT排名——量增長到一定程度就會邊際鈍化，因為它們衡量的是「別人用不用」，意願會隨利差、周期、政治風向擺動。抵押品功能衡量的是「別人能不能不用」：一旦境外機構的保證金、回購、衍生品敞口建立在這類資產上，人民幣就從可選項變成基礎設施。儲備份額5%的日圓能在機構金融裏佔住位置，原因也在這裏。對人民幣而言，抵押品化是從周期的錢升級為制度的錢的那道門。

吸引長線資金沉澱

港交所這次安排有連續鋪墊：2025年1月場外結算公司接受債券通持倉作北向互換通抵押品，2025年3月擴至全部場外衍生品；2026年7月人民銀行、香港金管局、香港證監會公布11項措施；9月25日港交所公告，原定年底前，最終11月2日落地。從政策方向到操作安排不到四個月，節奏本身在傳遞信號。

從場外到場內是層級躍升。場外結算公司口徑下人民幣債券佔保證金總額約16%（2026年9月），但那是雙邊、按額度、參與者有限的安排；場內結算所每日盯市中央對手方、全體結算參與者可用，調用頻率不在一個量級。機制關鍵是「在岸債券不出境、抵押功能出境」：債券託管鏈條留在境內，結算所層面承認其擔保價值，0.15%的融通費標的是使用成本而非票息，省下的資本效率發生在機構資產負債表上。

基礎也已初步具備：境外機構持有銀行間債券3.19萬億元（2026年9月末，約佔託管量1.7%）；香港離岸人民幣存款加存款證約1.3萬億元，香港金管局人民幣流動性安排額度增至5000億元、日間資助300億元。但對照以上三條經驗，人民幣目前要補的短板也比較清楚：使用率要經時間檢驗，場外從2017年起步到佔比16%用了九年，場內首日4億元說明不了問題，六到十二個月的餘額佔比、機構家數、日均調撥筆數才是觀察窗口；配套市場要跟上，5年期國債期貨今年8月才上市，10年期、30年期仍是空白，回購與對沖工具不全，抵押品功能就沒有周轉土壤；時區覆蓋要補，CMU與CIPS處理窗口仍以亞洲時段為主，日圓「紐約等東京」的教訓就在眼前。

收益率把錢吸引進來，抵押品讓錢留下來。美元用每天近8萬億美元的抵押品機器證明後者才是地基；歐元靠制度供給在衍生品市場後來居上；日圓證明資格先行可行、可得性決定上限。11月2日港交所的通知意味着人民幣資產邁出成為國際市場抵押品的第一步，未來在制度建設方面還有很長的路要走。

（作者為資深金融研究人員）

新盤市場旺 全年成交額料破頂



樓市新態 陳永傑

本港樓市下半年一二手交投均見放緩，但新盤銷售氣氛依然熱鬧。發展商低價搶客，部分新盤頻頻「一Q清」，吸引買家爭相入市，反觀二手市場交投轉靜，樓價反覆偏軟。

中原城市領先指數(CCL)最新連跌四周，累積跌幅約1.3%。上半年25周中有20周上升，下半年17周中卻有11周報跌，由升多跌少變成跌多升少。

二手市場並非缺乏購買力。今年首十個月二手住宅登記38780宗，涉及金額3107億元，已較去年全年2919億元高出6.4%。不過，上半年平均每月約4468宗，7月至10月回落至約2993宗，減少約三成三，可見二手市場由旺轉靜。

不少二手業主持貨能力較強，未急於減價，買家則眼見新盤低價搶客，轉投一手市場。雙方互不讓步，二手交投自然受壓。

相比之下，發展商推盤進取，部分新盤更以低於周邊二手樓價招徠，開售即日沽清屢見不鮮，帶動一手登記連續兩個月重上千宗。二手業主普遍只持一個單位，大可慢慢等；但對發展商而言，樓盤動輒數百甚至逾千伙，既要加快資金回籠，又要維持銷售勢頭，自然更願以價換量。

雖然下半年交投放緩，但受惠上半年暢旺，全年表現仍不俗。今年首十個月，一二手私人住宅登記合計5.58萬宗，涉及金額5292億元，金額已超越去年全年。預料全年登記有望達6.5萬宗，涉及金額6200億元，按年分別升7.7%及約20%。

其中，一手市場吸金力尤其強勁。首十個月一手登記17062宗，涉及金額2185億元，按年增長約兩成，距離去年全年金額只差約70億元。若發展商繼續積極推盤，全年一手登記有望達2萬宗，連續兩年企穩2萬宗水平；金額更有望達2500億元，升穿2017年2428.8億元高位，創歷史新高。

購買力將回流二手市場

不過，新盤持續熱賣，有望進一步帶動市場信心，部分購買力或逐步回流二手市場，令一二手交投重新活躍，帶旺整體入市氣氛。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▶新盤熱賣有望進一步帶動市場信心，部分購買力或逐步回流二手市場，帶旺整體樓市氣氛。 資料圖片