

▲中國面對美國芯片管制漸進收緊，AI產業鏈不能單一依賴某一條路線，需要構建「應急緩衝、中期替代、長期原始創新」三層體系。 新華社

經濟觀察家 **英偉達換帥，是美國對華芯片管制周期裏的一個重要催化劑，而不是管制轉向的根本原因。美國遏制中國先進人工智能（AI）算力的戰略目標沒有改變，變化的是美國硅谷內部商業游說力量的強弱，管制收緊的概率顯著抬升。**

短中長期策略 緩解算力管制



袁淵 經濟把脈

過去數年，美國對華AI芯片管制始終存在一組內在矛盾：華盛頓的國家安全訴求，與英偉達、AMD等美國芯片廠商的商業利益訴求持續拉扯。黃仁勳作為英偉達掌舵人，長期在白宮、商務部和國會之間持續游說，反覆向美國政策層傳遞一個核心判斷：一味全面切斷對華算力供給，不會阻止中國AI產業發展，只會加速中國本土算力芯片生態成熟。

但美國國會強硬派、部分情報機構、財金部門官員長期質疑英偉達對中國合規，並且持續推動更加嚴苛的立法與執法收緊。疊加正在推進的《AI Overwatch Act》、《Chip Security Act》、《MATCH Act》三項法案，試圖把出口審批權向國會轉移，英偉達換帥恰好成為強硬派加速推進管制議程的契機。

美勢收緊芯片出口

需要明確的是：對華芯片管制的底層邏輯，從來不是由英偉達CEO決定，而是美國國家戰略優先。英偉達管理層變化，改變的是政策博弈中的阻力大小，而不是美國遏制中國先進AI算力的戰略目標。**以下是筆者關於美國管制收緊的兩種情景推演：**

首先是基準情景：補漏洞、強化審批，H20/H200許可大幅收縮。這是最有可能在未來3至6個月落地的版本，不需要全新立法，BIS（美國商務部工業與安全局）依靠現有行政權力即可完成，也是換帥事件之後優先推進的方向。

此前H200採用「個案審核＋安全承諾」模式，部分頭部雲廠商、科研機構可以拿到許可；在基準情景下，BIS將提高安全審查標準，要求客戶提供算力使用日誌、集群隔離方案、第三方持續審計，許可發放數量大幅縮減，不再批量放行，優先拒絕面向通用大模型訓練的採購申請，僅對部分工業仿真、醫療影像等限定場景少量放行。

強化離岸算力、第三國轉運的穿透式執法，落實《Chip Security Act》中的位置驗證、芯片溯源機制。美國監管機構會嚴禁中國企業通過海外殼公司、託管機房遠程調用英偉達高端GPU算力。這也是市場最擔憂的一環：硬件買不到，遠程租算力的後門也被關上。

細化HBM、高速互聯芯片、配套服務器組件的管制細則。不再只盯着GPU本身，把HBM3E、高速交換機、光模塊配套芯片、板卡互聯芯片納入配套審查，限制單獨出口高規格HBM給國內算力集群；同時要求英偉達等廠商完善供應鏈台賬，每一批芯片流向、最終用戶信息留存備查。

在基準情景下，中國企業還能少量拿到合規的降級版算力，但獲取成本顯著抬升、交付周期拉長、使用場景被嚴格限制，「靠海外GPU支撐主力大模型迭代」的模式難以為繼。

其次是加碼情景：法案落地，審批權轉移國會，盟友管制對齊。如果《AI Overwatch Act》、《MATCH Act》在年度國防授權法案中捆綁通過，管制將進入加碼階段，管制權力結構發生根本性變化，管制的政治屬性壓倒產業理性。

《AI Overwatch Act》生效：出口許可審批不再由商務部技術官僚主導，重大對華芯片出口需要提前30天通報國會，國會有權聯合決議否決許可。相比於商務部，國會更受到選舉、輿論、國家安全敘事驅動，審批的通過率會顯著下降，幾乎不再批准面向通用大模型訓練的芯片出口，商業游說的空間被極大壓縮。

《MATCH Act》強制盟友同步管制：要求荷蘭、日本、韓國等半導體供應鏈國家對齊美國管制標準，對含有美國技術、美國IP的設備、芯片、材料統一執行限制，封堵「盟友差異化放行」的缺口。比如此前部分海外晶圓廠可以有限度承接中國芯片流片、HBM封裝訂單，在加碼情景下，這類訂單會被嚴格限制。

管制向軟件生態延伸：對CUDA（統一計算架構）、編譯器、高性能算子庫、調試工具、模型優化框架實施出口管控，限制英偉達向中國客戶提供底層軟件支持、技術培訓、集群調優服務。這一層的殺傷力遠大於硬件：就算少量拿到GPU，缺少配套軟件棧支持，集群利用率、訓練效率會大幅下降，硬件價值被削弱。

加碼情景不是全面禁絕，而是高端訓練算力的通道基本鎖死，推理算力持續受限，軟件配套同步切斷，中美AI算力體系走向明確的「雙軌、生態隔離」。

自主創新 尋找換道超車

面對管制漸進收緊的長期趨勢，中國產業鏈不能單一依賴某一條路線，需要構建「應急緩衝、中期替代、長期原始創新」三層體系，政企、科研、產業協同推進。

短期應急：做好存量算力調度，多元化算力來源，管控算力風險。對於頭部大模型企業，需要建立算力多元化底座，提前鎖定國產算力集群產能，做好算力儲備；建立算力分級機制，超大模型訓練、基礎科研、行業推理、測試環境分開調度，把稀缺高端算力優先分配給核心基礎模型研發；合規管理離岸算力，嚴格穿透核查算力主體，規避出口管制合規風險。同時，加大算法優化投入，通過稀疏、量化、蒸餾、高效數據過濾，降低算力消耗，提升現有算力產出效率。

中期攻堅：以市場換生態，形成國產算力軟硬件閉環。芯片廠商不能只比拼硬件參數，必須把生態建設放在同等優先級，聯合雲廠商、大模型企業、開源社區共建算子庫、適配主流開源大模型、降低遷移成本；推進異構算力調度平台建設，兼容不同架構國產加速卡，屏蔽底層硬件差異；產業鏈抱團，芯片設計、封測、HBM、服務器、軟件框架、算力運營企業形成聯合體，共同解決集群穩定性、互聯瓶頸、配套短板問題。

長期突破：攻克上游底層供應鏈，降低製造、IP、設備對外依賴。算力芯片的根瓶頸在於製造、先進封裝、HBM、EDA軟件、半導體設備。持續加大先進製程、封裝技術、存儲芯片、EDA工具的研發投入，培育本土設備、材料、IP供應鏈，降低管制向上游傳導的風險；布局非美路線供應鏈，拓展不依賴美國IP、美國設備的技術路線；同時布局於下一代算力架構，存算一體、光子計算、量子計算等前沿方向，尋找換道超車的機會。

完善算力布局 訓練人才

制度與人才配套方面，完善算力基礎設施布局，補齊生態人才缺口。持續推進全國一體化算力網絡、國家智算中心布局，統籌算力資源，避免低水平重複建設；高校、企業聯合培養異構算力、算子開發、分布式訓練人才，補齊國產算力生態人才短板；完善算力交易、算力調度的公共平台，提升算力流轉效率。

當下需要客觀認識到，國產算力短期很難在所有指標上對標英偉達旗艦芯片，更現實的路線是分層適配：基礎大模型、前沿科研使用最高規格國產算力集群；行業微調、推理場景用成熟國產算力；邊緣端、嵌入式場景用輕量化芯片。不求一步到位全面超越，而是在絕大多數商業化場景實現可用、穩定、性價比可控，逐步縮小代差。

今次美國管制收緊對中國AI產業鏈是一次壓力測試：短期帶來高端算力缺口、大模型迭代放緩、綁定海外GPU的配套企業承壓；但中長期倒逼整個產業鏈加速國產算力替代，重塑算力供給格局，推動行業從單純堆算力的內捲，轉向算法創新、垂直落地、生態建設。

未來中國AI產業的勝負，不再僅僅取決於能不能買到海外高端GPU，而是取決於國產算力芯片、HBM、軟件框架、集群運維、算法優化組成的全棧生態成熟速度。

在外部封鎖持續長期化的背景下，自主可控算力體系已經不是可選項，而是中國AI產業持續發展的底線。產業鏈各方需要放棄短期僥倖，以長期主義投入底層生態與供應鏈短板，在壓力之下完成技術體系的獨立重構，走出一條適配中國產業需求的AI算力發展道路。

（作者為外資投資基金董事總經理）

中國AI商品出口明年料增20%



宋雪濤 金融觀察

今年首三季度中國出口累計同比增長21.3%，淨出口拉動GDP同比1.2個百分點。出口增速超預期的背後是人工智能（AI）和能源化工商品出口的高增。首三季度，AI、能源化工、其他商品（ITC粗口徑）分別拉動出口12.6、2.1、6.5個百分點，相比於去年同期分別提高1.8、10.4、2.9個百分點。

分量價來看，首三季度，AI、能源化工、其他商品、全部商品的出口價格增長29.1、4.9、–4.4、7.1%，出口數量增長10.8、19.1、15.3、14.1%。AI商品出口高漲的背後是全球AI投資擴張帶來的量價同漲。能源化工商品出口高漲則受益於地緣衝突下，中國穩定的能源化工商品供應鏈。ITC口徑下，上半年中國能源化工商品出口份額相比於去年同期提高1.2個百分點。

明年中國出口能否保持高增長，主要看AI出口需求。今年上半年全球AI商品貿易貢獻貨物貿易近一半增量，增長主要來自亞洲地區，需求則主要來自北美。具體到中國，AI對出口貢獻率超過50%。首三季度，AI相關商品（HS細分口徑）出口同比增長53%，拉動出口同比11.8個百分點，佔出口商品份額從2025年的22%上行至27.9%。

美國AI資本開支是拉動中國AI出口的主要原因。2026年美國主要雲廠商資本開支規模從2025年的4160億美元升至8000億美元左右。但AI資本開支增速的放緩將是必然，主流機構預計明年主要雲廠商資本開支增速將從2026年的92%回落至37%。以此估算，明年中國AI出口增速也從今年的53%回落至20%左右，對出口增速的拉動從12個百分點回落至6個百分點。中性假設下，AI商品出口價格增速12%，出口數量增速8%。

今年中國能源化工商品出口高漲主要受益於份額抬升，上半年沙特、阿曼等中東地區能源化工出口份額相比去年同期下滑9個百分點，美國、中國、荷蘭是主要受益方，中國能源化工商品出口份額從5.2%上行至6.4%。

能源化工商品出口恐減少

參考2021年經驗，供應鏈衝擊帶來的份額上行在衝擊緩和後會部分回吐，預計明年地緣衝突緩和，沙特等中東地區產能修復，中國能源化工出口份額或小幅回落至約6%，拖累能源化工出口同比6.3個百分點。但能源化工商品庫存偏低，明年貿易摩擦緩和將帶動全球能化商品補庫，今年上半年全球能源化工商品貿易同比回落2.6%，明年重回弱正增長，部分對沖份額的下滑。

此外，能源化工商品漲價幅度將明顯放緩，明年油價回落到70至90美元的情況下，能源化工商品出口價格指數將同比轉負。綜合量價來看，能源化工商品明年出口增速回落至–5%，拖累出口同比0.4個百分點，相比於今年明顯下滑。

中歐貿易摩擦是明年出口的擾動因素之一，預計將是「低烈度、多點、可控」的結構性摩擦常態化，而非大規模摩擦。受中歐貿易摩擦影響較大的主要是新能源車。2026年中國對歐盟混動及插電混動出口預計超過80萬輛，如果2027年歐盟將進口配額限制在35萬輛以內，則同比降幅超56%，拖累中國對歐盟出口1.3個百分點，拖累總出口0.2個百分點。

考慮到出口關稅彈性較低（預計出口關稅彈性在0.8左右）和摩擦涉及商品品類較少，目前看中歐貿易摩擦對明年整體出口的影響依舊較小。綜合來看，在2026年的價格高基數和潛在的中歐貿易摩擦背景下，2027年出口增速回落是大概率事件。但美國AI資本開支的持續性和中國出口份額的韌性，才是決定出口增長的主要邏輯。

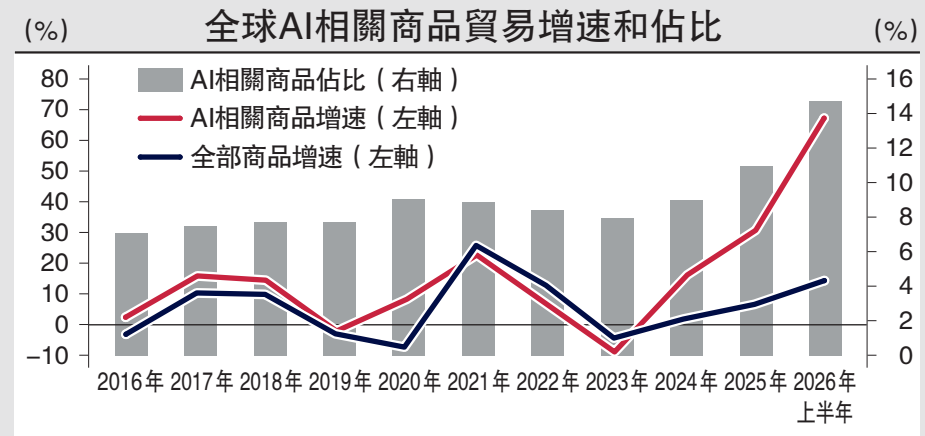
2026年1至8月中國佔主要地區的出口份額為16.9%，高於去年同期0.5個百分點。在非AI商品出口中，也表現出了份額的持續擴張，預計2027年份額對出口的支撐將延續。

AI商品在高基數上對出口的支撐並未結束，料AI出口增速依然有20%左右，拉動出口5個百分點。價格對出口的支撐幅度小幅回落，預計全年出口價格指數增長仍有5%。預計明年中國出口增速為5%至10%。受價格高開低走和基數因素影響，節奏上預計2027年出口增速前高後低。

此外，中國貿易結構從低附加值的勞動密集型消費品向高附加值的中間品和資本品優化轉型，是貿易順差保持高位的保證。雖然明年出口增速大概率回落，但貿易順差規模並不會下滑，淨出口對GDP的拉動料仍有1個百分點。

（作者為國金證券首席經濟學家）

全球AI相關商品貿易增速和佔比



內地客入市港樓現新常態



楊永健 樓市新態

近年本港樓市撤辣後，內地買家一度成為市場焦點。然而，隨着內地對跨境資金流動的監管持續嚴謹，坊間不時傳出「新制度下內地客難以再將資金調配來港，本港樓市將失去重要購買力」的悲觀論調。事實上，目前安排只是「堵偏門、開正門」，是規管並非堵塞。再者，從近半年的實況觀察，內地資金並未絕跡，只是在資金管制框架下，內地買家的入市邏輯、資金籌措方式及心態正經歷深層次的轉變，並逐步演化為本港樓市的新常態。

首先，從市場數據與前線交投來看，近半年依然不乏內地買家入市承接，無論是一手豪宅，抑或是鐵路沿線的半新盤及中小型住宅，均有普通話拼音買家的身影。這足以證明，資金管制並不等同於「全面封關」，真正受影響的，往往是過去依賴非正規渠道、追求短線資金快進快出的投機性熱錢。在合規要求日益提高的環境下，純粹抱持「炒賣」或「盲目掃貨」心態的買家確實大幅減少，取而代之的是更為審慎、講求長遠規劃的實質買家。

其次，我們不能將所有內地買家一概而論，因為他們背後有着截然不同的背景與需求。過去市場習慣將內地客標籤為單一的「投資客」，但現今來港置業的內地客群已相當多元。當中一部分是早年已在香港或海外擁有資產配置的高淨值人士，他們本身具備境外資金池，調動資金不受單一跨境額度限制，入市主要着眼於資產保值及分散風險，對本港超級豪宅或核心地段物業依然情有獨鍾。

自用與長線配置並行

更為關鍵的一股新興力量，則是透過「高才通」及各類輸入人才計劃來港的新移民。這批買家擁有高學歷及高收入背景，不少人在港已有穩定工作或創業發展，子女亦在本地入學。對他們而言，在港置業並非單純的財務投資，而是扎根香港、解決居住及家庭生活安排的剛性需求。在「先租後買」的過渡期後，隨着他們在港建立起本地收入證明及銀行信貸紀錄，加上本港銀行對專才按揭的支持，他們完全有能力透過合規的本地按揭槓桿入市，毋須完全依賴內地一次性全數匯款。

總括而言，內地資金管制確實改變了遊戲規則，令過去那種爆發式、純靠熱錢推動的入市潮成為歷史。然而，將此解讀為「內地客無法再入市」顯然忽略了買家結構的演變。在合規化與剛性需求的雙重驅動下，內地買家已從昔日的「短線投資主導」轉型為「自用與長線配置並行」。這種更為健康、穩健的入市心態，正是未來一段時間本港樓市必須適應的新常態，隨着買家需要時間適時新安排，短期內買家或會傾向「先租後買」，令市場出現租金升、樓價回的短線走向。

（作者為世紀21星鑄總經理）

責任編輯：陳少文