



▲今年中美AI在技術層面的共振和博弈加大，中國將分享AI研發投入階段的紅利。

情緒驅動下的股市波動



實話世經
程實

「機變隨物宜，妙道貴未然。」

市場情緒是投資者行為和資產價格波動的驅動力，尤其在極端情緒狀態下，市場情緒的突變往往加劇市場的非理性波動，使資產價格顯著偏離其內在價值。研究表明，當市場陷入極端恐慌或過度貪婪時，投資者的非理性行為會放大市場波動，使價格偏離長期均衡水準。

首先，情緒極端狀態是市場錯配的重要信號。市場情緒的波動是導致價格偏離基本面的因素之一，尤其在極端情緒狀態下，投資者的非理性行為往往會放大市場波動，使資產價格顯著偏離長期均值。

本文通過VIX指數的「Z得分」來量化市場情緒，並定義Z得分高於1.5為「極端恐慌」。實證資料顯示，自2000年至2025年初，市場多次經歷極端恐慌狀態，此類時期通常伴隨VIX飆升、投資者風險厭惡上升以及資產價格的非理性調整。這表明在情緒極端化時，市場價格往往因恐慌性拋售或投機性買入而大幅偏離基本面，使得短期內資產定價出現系統性失衡。

為了進一步解釋情緒與價格動態的關係，本文構建了基於情緒變數的動態模型。估計結果顯示，市場情緒並不呈現快速均值回歸，而是具有一定的持續性。這意味着，在市場經歷極端恐慌或貪婪時，情緒可能在一段時間內維持極端狀態，導致資產價格出現非理性錯配。

這一現象往往與市場的短期波動加劇有關，例如VIX飆升時，投資者因風險厭惡而大幅拋售資產，使得價格大幅偏離基本面。然而，市場情緒的波動性相對較小，暗示市場情緒雖有誤判，但並未進入持續劇烈震盪狀態。

其次，情緒反轉推動價格均值回歸。市場情緒在資產定價中扮演著雙刃劍的角色，一方面放大價格偏離，使資產定價出現顯著的非理性波動，另一方面又通過情緒的自我修正推動價格向長期均值回歸。本文通過回歸分析驗證了滯後VIX指數的Z得分對次日資產回報的影響，結果顯示回歸係數為0.0004（ $p=0.005$ ），表明情緒反轉在短期內對價格調整具有顯著作用。在極端恐慌狀態下，市場波動性明顯增加，收益率

的波動幅度顯著擴大。上述現象凸顯了市場情緒在極端狀態下對價格波動的放大效應，同時也驗證了價格回歸過程中市場的自我調節能力。當市場情緒達到極端狀態後，隨着情緒的修正，價格通常也會呈現回歸特性，從而促使市場逐步恢復均衡。但這一回歸過程並非線性，而是受到市場情緒強度和外部因素的共同影響。

為了進一步刻畫這一現象，本文提出了價格動態模型。模型估計結果顯示，價格並不具有強均值回歸特性，但VIX指數作為市場情緒的代表，仍在一定程度上影響價格調整方向。市場通常在經歷極端情緒後，會因恐慌情緒的緩解或基本面因素的回歸，使價格逐步回到均衡狀態。

過度反應扭曲價格

最後，在秩序與混亂之間尋求動態平衡。市場的運行本質上是秩序與混亂的交替。情緒的變化既能提供市場效率的提升空間，也可能引發非理性行為導致的價格扭曲。短期內，投資者的過度反應可能放大市場波動，使價格大幅偏離基本面，但長期來看，市場仍然受經濟基本面、政策環境及資金流向的約束。這種動態平衡決定了市場始終在理性與非理性之間擺動，而非處於完全的無序狀態或絕對的均衡之中。

對於投資者而言，理解這種市場特性至關重要。市場的秩序與混亂並非對立，而是共同塑造市場進化路徑和價格發現機制的重要力量。面對市場情緒的劇烈波動和資產價格的調整，應保持理性，避免過度解讀短期波動。從趨勢層面來看，市場價格的反轉並不意味着趨勢的穩定，而是市場尋求新均衡的階段性過程。關注點有以下兩項：

(1) 價格反轉通常伴隨高波動性，短期價格調整可能表現為快速拉升或急劇回落，市場情緒驅動的價格變動往往具有非線性特徵。投資者若僅憑市場情緒押注方向，可能陷入追漲殺跌的誤區。

(2) 市場的自我修復能力往往與政策干預之間存在錯位。在市場試圖通過自然調整來修正資產價格偏差時，政策干預可能改變市場原本的出清機制。這種政策與市場自發修正的相互作用，使得市場調整路徑並非單一，而是受到情緒、政策及流動性條件的綜合影響。

(作者為工銀國際首席經濟學家、董事總經理)



◀市場情緒在資產定價中扮演著雙刃劍的角色，一方面放大價格偏離，另一方面又通過情緒的自我修正推動價格向長期均值回歸。

「供平過租」樓市延續小陽春



主樓布陣
布少明

美國聯儲局公布最新議息結果，一如市場預期維持息率不變，本港三大發鈔銀行亦維持最優惠利率（P）不變；然而，自去年9月美聯儲啟動減息周期以來，自去年12月份香港銀行已合計減息3次，累減0.625厘，已經對樓市呈明顯利好作用。隨着減息效應持續發酵，加上2月底財案公布利好樓市措施後，多個新盤錄亮麗銷情，不少項目首輪銷售更即日沽清，樓市出現小陽春。

據美聯物業研究中心綜合「一手銷售網」資料及市場消息，3月首19日一手成交量錄逾1900宗，較2月全月1220多宗高出約55%，暫已創5個月高位。個人相信，隨着近期一手銷情持續火熱，料3月份一手成交有望錄得約3000宗水平，並將創出去年3月後的一年新高。

說回息口問題。根據差餉物業估價署公布最新2025年1月A類單位（實用面積430平方呎或以下）的租金回報率約3.6%；同時，1月份經絡按揭利率指數報3.52%，即細單位租金回報率較按揭利率輕微高出約0.08%，是自22年9月後再現時單位租金回報率超越按息的情況。

與此同時，美聯「租金走勢圖」2月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約37.81元，按月回升約0.4%，租金相信將進一步向上，而「租升息跌」

將促使愈來愈多屋苑出現「供平過租」。以得寶花園為例，該屋苑今年2月平均呎租約43.8元，假設該屋苑一個282平方呎單位，每月租金約12352元，同月屋苑平均呎租約10709元，即樓價約302萬元，若以承造七成按揭、30年還款期、P按3.5厘計算，每月供款約9493元，以此推算，買家每月供款較每月租金的開支低出約23%。

除了得寶花園外，尚有不少屋苑有顯著的「供平過租」的情形，例如河畔花園及花園城每月供款較每月租金支出低逾2成；至於淘大花園、美孚新邨、南豐新邨、沙田第一城等大型屋苑的每月供款較每月租金的支出，低出介乎約一成至逾一成半。

美今年料減息2次 港跟隨

現時市場普遍預期，今年美國將進一步減息2次，相信香港息率亦大有機會「跟減」。可以預期的是，假如樓價未有出現明顯反彈，屆時各屋苑「供平過租」的幅度勢擴大，屋苑數量亦將同步與日俱增，進一步吸引買家入市。

「供平過租」持續擴大，配合各利好因素持續湧現，以及近日香港股市急速回勇，樓市「追落後」上升的憧憬，相信當下樓市「小陽春」情況將有力延續，甚至由一手進一步蔓延至二手市場。

(作者為美聯物業住宅部行政總裁)

經濟觀察家

春節後中美資產經歷了一輪明顯的交易轉向，美股走弱、美債走強；中國AH股強勢反彈，中國債券顯著回調，「東升西降」敘事再度流行。資本波動引發市場討論，中美資產的宏觀敘事是否發生根本性變化？全球資產定價的轉折是否已經到來？

「東升西降」敘事 中國資產迎大轉折



悉與君知
周君芝

回答上述兩個問題之前，我們首先來理清一個問題，過去一個多月，中美資產在定價什麼？

2024年中國內需最大主線是有效需求不足。典型指標包括2024年城投預算外同比收縮約3.7萬億元（人民幣，下同）；居民信貸同比收縮約1.55萬億元。內需收縮同時在企業盈利（分子端）和金融條件施加壓力，所以2024年中國資產整體表現是風險資產產弱，避險資產產強。

2024年美國資產最大的主線是人工智能（AI）驅動科技革命向上，所以美國資產可以克服全球需求向下的大趨勢，美股一再突破歷史高峰。全球的資金也在定價「美國佔優」敘事，美國和非美資產的引力差加大。

中美如此敘事在波折中持續約一年，這也是2024年市場選擇的主流定價模式。8月美國一波「薩姆規則」引發的資產波動之後，中美資產敘事得到強化。11月特朗普宣布勝選重返白宮以來，市場聚焦於「強美元一強美股」的特朗普預期交易，將美國和非美資產裂差、美元潮汐湧向美國的交易推向極致。

DeepSeek擊破美壟斷優勢

2024年8月以後形成的中美資產一致預期，在年初中國AI大模型DeepSeek衝擊之下開始鬆動。DeepSeek衝擊之後，中國一線和強二線地產銷售也展現出令人意外的韌性。市場開始重新定價中國內需邏輯：雖然市場認為仍觀望未來基本面的反彈，但資金開始傾向定價基本面向下行斜率較2024年改善。恰逢央行收緊流動性、改變基礎貨幣投放方式（暫停國債購買），2024年擁擠的債券多頭交易終於在春節過後迎來一波回吐，債券利率顯著回調。

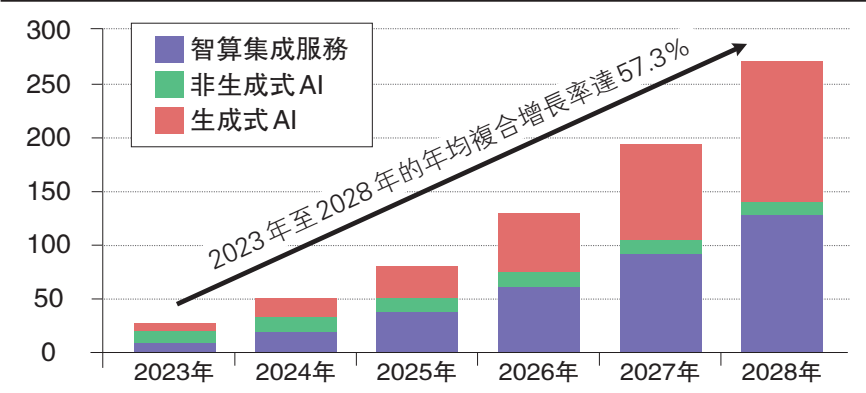
美國資產的敘事也是在節後迎來一波反轉。DeepSeek動搖了過去兩年美國「例外論」的基礎——AI科技美國獨享壟斷權。1月20日之後，特朗普交易從預期走向現實，特朗普上任之後連續推進的關稅及財政支出削減，缺乏透明規則，市場開始擔憂美國經濟脆弱性。加上偏弱的經濟和就業數據，美國衰退敘事水到渠成。美股連跌四周，美債利率下破4.3%，美元指數重回特朗普交易之前水平。

回顧過去一個月，中美資產逆向走勢，本質上是市場對2024年一致預期的中國內需疲軟和美國例外論進行了一次修復：中國經濟可以修復，哪怕斜率偏低；美國似乎不再例外，至少不如過去兩年那麼好。

回溯2023年至今，市場見證了幾個極端的資產定價——黃金歷史新高、納指歷史新高、中債利率新低（過去二十年以來），還有創近二十年新高的美債利率及美元指數。這些趨勢頻繁暗示，疫後全球正在經歷一輪少見的全球秩序重塑，並非短周期可以充分解釋。

2025年納指、中債、美債和美元，不約而同啟動了方向調整。市場開始興奮，全球資產定價的大轉折是否已經到了？我們用四個視角來評估中美資產定價的主線。中國內需、美國周期、美元潮汐流向、全球製造業

中國智算服務細分市場規模預測



周期。2022年之後，中美處在各自長周期中。

美國的長周期底層驅動因素在於新一輪科技革命（即AI），也是全球新周期的驅動力。地產是中國長周期重要決定因素，中國地產連年牽引着財政框架和金融體系，中國內需的種種複雜性，內需政策節奏和內需提振機制不同以往，均與地產長趨勢變化有關。

中國地產有望走向新模式

2022年以來，中美長趨勢的分野，也帶來全球美元潮汐流向和全球製造業格局的大圖景。對於中美經濟走向、全球資產定價，我們維持五點判斷，也是從更長周期視角觀察中美資產得到的結論。

第一，中美資產必將迎來大拐點。中國終將走出地產傳統模式對內需的拖累，美國也終將結束AI研發階段一枝獨秀帶來的美國例外論。

第二，中國資產大拐點如何到來？關鍵在地產。我們秉持此觀點，中國資產大拐點取決於利率是否降至適配水平，地產走出老模式（金融屬性佔優模式），走向新模式（消費屬性佔優模式）。

地產對於中國內需的重要性，地產傳統模式終將翻篇，對於這兩點市場較早凝成共識。市場現有分歧主要集中在於地產拐點需要的條件——中國能否避免（或者應該避免）一次日本低利率經驗，能否走出一條中國特色的需求提振之路，這或許是當前市場對中國債券、A股內需板塊及中國黑色系大宗商品走勢分歧的根源所在。

第三，美國資產大拐點何時到來？關鍵在科技。決定美國經濟周期走向的主要有三個因素：科技、信用和財政。歷史經驗顯示，科技革命驅動的產業周期是美國經濟和資產最根本性的決定力量。一旦美國啟動新一輪科技革命，科技革命早期階段美國研發保持絕對領先地位，全球定價美國科技，美國資產2023年至2024年優於其他非美國家。哪怕此時美國槓桿周期向下，美國財政吃緊，都不影響美國風險偏好資產上行趨勢。

當AI結束研發投入階段（科技革命的第一階段），美國經濟和美國資產絕對優勢地位下降，美國與非美資產的差距開始縮窄。對應到本輪科技革命，AI真正走向應用（科技革命的第二階段）時，美國「例外論」終結，美元潮汐也將迎來真正大逆轉。

第四，DeepSeek以黑馬之姿宣告中美科技博弈推進，這既是近期新現象，也是本輪科技革命不同以往之處。我們復盤1970年代以來歷次科技革命，美國均在第一階段（研發階

段）佔優，並且佔據絕對優勢。而在本輪AI驅動的科技革命中，2022年至2024年美國佔據絕對優勢地位，然而2025年伊始DeepSeek標誌着中國科技開始在第一階段挑戰美國科技壟斷權。2025年中美AI在技術層面的共振和博弈加大，中國將分享AI研發投入階段的紅利，這是我們復盤1970年代以來幾輪科技革命，較少遇見的情況。

第五，需要重視特朗普2.0關稅帶來的全球生產製造重塑。本輪關稅背後湧動的不再是簡單的中美產業博弈，更涉及疫後全球製造業秩序重塑。本輪關稅涉及面、稅率及動用的關稅手段，或超過2018年。

當下仍未有足夠證據顯示，中國地產已經徹底迎來趨勢反彈。按照筆者的判斷，中國需要將利率降至適配水平，才能夠真正重構地產消費品屬性，屆時才是地產的大拐點。我們對地產反彈期待，需要保持更多耐心。

DeepSeek挑戰美國在AI研發投入領域的絕對壟斷優勢，但AI尚未進入到真正的應用階段。歷史經驗顯示，科技研發階段，美國概率上保有相對優勢。由此來看，開年這一定價美國資產大拐點也略顯過早。

中國地產供需長期趨勢終將切換，模式切換過程中地產對經濟的影響也將消滅。因為地產模式呼應的是快速城鎮化向新型工業化轉型的大趨勢，這是中國必然經濟發展趨勢。而美國終將結束過去兩年在AI研發投資領域中的絕對領先地位，背後是科技驅動產業革命演繹的必然規律，從研發到應用，再到全面提升生產效率。

立足長期，中國終將擺脫地產負向拖累，中國資產的大拐點漸行漸近。從歷次科技革命演繹趨勢來看，AI將從美國走向全球，從研發走向全面應用，美國資產及美元潮汐的大拐點也漸行漸近。如果未來中國擺脫地產拖累，屆時大規模承接AI應用，則中國資產迎來一波波瀾壯闊的「大轉折」。

美政策不明朗 全球波動增

站在當下，2025年真正大轉折到來之前，中美資產難免高波動。2025年中國重要的變量是：DeepSeek標誌科技浪潮已至，以及傳統經濟探尋走出谷底的出口。2025年中國股票、債券和大宗商品可以有各自敘事，不必是交易同一方向，股債可以雙強。2025年美國或繼續推進AI資本開支，特朗普政策牌將逐一鋪開，如關稅、財政，美國乃至全球不確定性仍在，資產難免高波動。

(作者為中信建投證券首席宏觀分析師)