



▲DeepSeek的技術突破，改變了資本市場對中國科技資產的估值邏輯。

經濟觀察家

2025年開年以來，從國產大模型DeepSeek的工程化突破，到高端製造產業鏈資源的加速聚集，結構性重估的浪潮已悄然湧動。本篇文章試圖回答的問題是，在技術突破與復甦乏力的矛盾中，如何理解本輪國內AI投資熱潮？

DeepSeek的技術突破不僅重塑了國內AI產業的技術路線圖，更深刻改變了資本市場對中國科技資產的估值邏輯。隨著基礎模型實現關鍵技術自主可控，中國AI企業從「依賴國外平台構建產品」的模式，逐步走向「主導關鍵底層能力」的階段，資本市場開始基於其自主技術能力而非外部跟隨邏輯，重新評估其長期成長性和市場價值。

AI行業呈現「贏家通吃」格局



一個典
型例證是頭
部AI企業估
值水平的顯著提升，A股市場開始出現諸多「中國科技資產重估」的討論。數據顯示，2025年2月4日至3月18日，A股DeepSeek指數累計上漲41.6%，恒生科技指數累計上漲28.8%，但同期恒生指數、滬深300指數僅分別上漲22.3%、4.9%。這一區間資金明顯往科技，特別是AI板塊集中。

然而，這種技術突破帶來的估值重構並非均衡發生在整個產業鏈條上。恰恰相反，資本市場正在進行高度選擇性的價值重估，技術紅利和資金流向高度集中於少數頭部平台，形成了前所未有的「贏家通吃」格局。

以OpenAI、英偉達為代表的開發大模型的核心企業、設計專用芯片的公司及提供大規模算力服務的頭部平台獲得了絕大部分投資。從A股市場表現看，這種集中趨勢尤為明顯。以智算中心、芯片設計、大模型技術為核心業務的頭部上市公司股價大幅上漲，而其他AI概念股則表現平平。

資本集中頭部企業

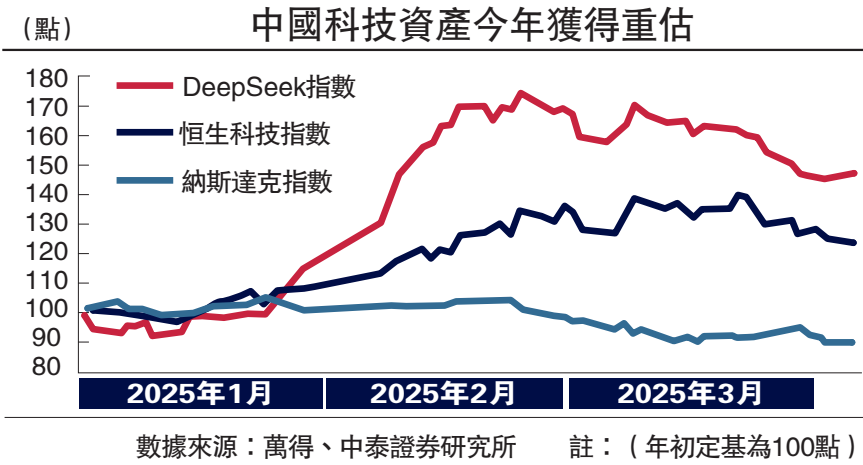
可以說，AI行業的競爭本質上遵循「贏家通吃」的結構邏輯。一旦大模型企業建立領先優勢，便能以更高效率獲取數據，優化模型，再次強化用戶基礎與資金吸引力，形成閉環式正反饋。這種累積性，使得後發企業幾乎沒有趕超空間。

儘管看上去AI投資熱潮仍在延續，應用層、垂直模型、輕量化工具層出不窮，但從資源分布和落地路徑看，大多數項目面臨三個困境：缺乏模型底座支持、算力採購與部署成本高、客戶變現路徑模糊。這些項目很難跨過樣板驗證，進入擴張周期。

因此，AI並非「一個點上跑贏」就能勝出的產業。它要求從數據清洗、模型訓練、工程部署到商業轉化的全鏈條協同，每個環節都需重資源、強集成、高整合能力。這決定了AI投資從一開始就是門檻極高、極度集中、極少數勝出的邏輯，而非平均機會。本輪AI投資潮的本質已非常清晰：不是普漲周期，而是結構性重估——只屬於少數能形成系統性能力的企業。

過去幾年，「自主可控」、「核心技術突破」成為政策與市場的雙重主線，高端製造在資本市場中的地位持續攀升。從技術角度看，隨着製造業邁向更高端領域，其對企業研發實力、系統集成能力和產業鏈整合水平的要求大幅提升。以EUV光刻機為例，其涉及光學、精密機械、材料、控制系統等十餘個學科交叉領域，單個企業難以獨立攻克全部技術難點，只有具備強大資源整合能力的頭部企業才能組織起「舉國體系」級別的攻關力量。

高端製造與AI的集中化有一個本質差異——政府的引導作用更為直接。中國的高端製造發展路徑具有鮮明的「舉國體制+市場競爭」雙輪驅動特徵。在此模式下，政策資源天然傾向於支持少數具備規模和技術積累的



龍頭企業，以實現關鍵領域的突破。

高端製造的集中化並非源於中小企業創新能力的不足，而是由於高端製造日益依賴完整的產業鏈配套、規模化產能控制，以及與政策導向高度協同的戰略執行力。擁有穩定現金流、核心專利和客戶黏性的龍頭企業，在產業升級和政策分配中具有天然優勢。

從財務數據來看，2024年A股工業母機板塊中市值排名前五的企業市盈率平均提升超過20%，而二線設備廠商估值則出現下滑，部分項目融資困難，技術迭代停滯。而2025年一季度，A股高端製造板塊中，行業前10家龍頭企業市值增長7.3%，而其餘企業平均市值下滑1.1%。

資本不再像十年前那樣分散下注、鼓勵廣泛創新，而是主動將資源向「確定能成功」的方向集中。這種「少數人繼續進化，大多數人逐步退出」的格局，不僅出現在製造業的頭部環節，在原本高度分工的產業鏈內部也同樣明顯。隨着頭部企業完成產能擴張和市場卡位，其上下游開始圍繞它形成新的配套閉環，使得本應鼓勵多種技術路線的高端製造行業，在結構上變得「只剩少數正確答案」。

傳統的「專精特新」模式因此面臨嚴峻挑戰。隨着頭部企業向產業鏈上下游延伸，許多細分領域的獨立市場空間被不斷壓縮。2024年數據顯示，高端製造領域中小企業的平均ROE（淨資本回報率）比2020年下降了5.4個百分點，而同期龍頭企業的ROE反而有所提升。

總體來看，高端製造的集中化既是技術演進與資本邏輯共同作用的結果，也是應對國際競爭和供應鏈挑戰的戰略選擇。但這種趨勢正與AI投資領域的集中化形成共振，構成了一個更為宏大的科創投資格局重構過程。

宏觀政策托底就業

在外部環境持續擾動、出口和製造業承壓的背景下，國內宏觀政策正進入一段更具方向性與選擇性的「結構調控階段」。與以往依靠強刺激快速托底不同，當前政策強調穩定預期與結構性修復並重，更加注重托底質量與內生動力釋放。

對內來看，就業承壓、居民收入分化仍是制約消費恢復的核心障礙。高校畢業生總量持續走高，服務業與中小企業擴張動力不足，就業市場結構性緊張仍未緩解。與此同時，地方財政空間有限、地產下行慣性仍在延續，使得傳統的財政乘數效應難以放大，實體經濟的總需求修復速度明顯

滯後。

在此背景下，政策目標面臨兩難的「相機抉擇」：一方面，要全力突破「卡脖子」技術，實現以AI、芯片、新能源為代表的戰略產業自立；另一方面，也必須通過穩就業、保基本盤來維持宏觀社會穩定和消費信心。如何在「科技突破」與「就業托底」之間平衡，構成了當前政策制定的內在博弈框架。

因此，政策正在從過去的「總量托底」向「結構主導」轉型。可以看到，財政端更傾向於採用產業基金、專項債、貼息貸款、稅收退還等方式對重點領域進行精細化扶持，聚焦製造業轉型、綠色能源升級、城市更新與核心科技領域建設。同時，在貨幣端，則依舊維持中性偏鬆的節奏，通過結構性工具釋放流動性，避免系統性風險形成。這種「寬財政+定向信貸」的組合，體現出當前政策對經濟節奏與政策效率的高度重視。

市場對政策意圖的理解也在發生變化。雖然短期內難以看到「大水漫灌式」的強烈刺激信號，但政策托底意圖已經通過「預期管理」機制逐步釋放。自2024年4月以來，從央企集中回購、產業資本增持，到監管層對資本市場多次窗口指導、鼓勵長期資金入市，政策正在通過連續、可感知的信號修復投資者信心。

這類以股市為錨的「預期修復機制」成為政策托底的新路徑。不同於傳統政策通過擴基建、放地產直接拉動經濟，本輪政策更加重視資本市場對企業端信心與投資行為的傳導作用。這不僅增強了企業的資本開支意願，也帶動了部分成長板塊估值修復，資本市場底部已逐步顯現。

同時，這種政策安排也帶來了市場結構的分化：受益於政策傾斜的板塊（如國企估值重塑、高端科技、核心裝備製造）獲得了更明確的方向性支撐，而對傳統周期行業、地產鏈條等依賴總量驅動的板塊而言，估值重估過程可能仍將持續，市場表現也更具波動性。

從政策動機來看，當局正在構建一種新的「發展—安全」均衡模式：既不盲目刺激、避免資源錯配，也不放任調整失速，關鍵在於通過高信用平台與資本市場互動，形成「穩信心—保流動性—調結構」的閉環式傳導機制。

儘管經濟總量層面仍面臨壓力，但資本市場的結構性機會正不斷湧現，尤其在政策支持與產業趨勢高度耦合的領域，投資趨勢或逐漸明顯。（作者為中泰證券首席經濟學家）

香港自動駕駛迎來新紀元



創科瞭望
陳迪源

近日，則關於「蘿蔔快跑」在香港擴大北大嶼山測試區域的新聞，引起筆者關注。全球自動駕駛研發已是趨勢，香港憑藉其基建、法治、國際網絡及大灣區優勢，有望在商用車推廣方面展現卓越潛力，但亦需審慎應對挑戰，確保技術惠及民生，提升城市整體競爭力。

全球自動駕駛發展普遍「商用先行」，香港尤為明顯。

首先，商用場景作業環境相對單純且高度可控，為早期安全落地提供了理想試驗場。例如機場物流、碼頭運輸、封閉式工業園區及特定公交路線，路徑固定、環境變數少，有利於系統積累本地化營運數據。北大嶼山測試可收集如突發暴雨、濃霧等惡劣天氣，以及應對「人車路」高度混合的複雜路況時傳感器的實際表現，並針對香港特有的密集且細小的路面標識的識別能力，這些獨特數據對優化算法至關重要。香港特區政府早已提出推動自動駕駛車輛測試，並積極研究設立更多指定測試區域，例如科學園及大學校園周邊。

其次，專業化運營團隊的集中管理與即時遠程介入是初期安全運行的核心保障。商用車隊可設遠程監控中心，通過5G網絡實時追蹤，一旦遇上突發情況，車上的人員或遠程安全員可迅速接管，彌補系統不足，紓緩公眾疑慮。

再者，高端自動駕駛系統初始投入成本高昂，但在商用領域的經濟效益潛力使其具備商業可行性。例如L4級以上系統成本高昂，私家車短期難普及；但商用車隊若能提升運營效率、節省人力成本（尤其在司機短缺的香港）、優化能耗及降低事故率，高昂投資有望通過運營效益回收。又如機場物流、跨境貨運及特定公共小巴服務等領域潛力巨大。

商用先行 逐步擴展

最後，市民對新興科技的接受程度與期望管理需循序漸進。在特定可控商用場景成功應用，逐步展示其效益與安全，能有效教育公眾，提升信心。「商用先行」是香港發展自動駕駛的務實且關鍵策略。

自動駕駛技術將對香港的產業結構、經濟增長及就業市場產生深遠影響，有望催生全新的高科技產業生態系統，涵蓋高精度地圖、傳感器研發、AI算法與車載計算平台設計、系統集成、V2X（Vehicle-to-Everything）設施運維、網絡安全及相關專業服務。

香港在資訊科技、AI研究、金融等領域有基礎，若能布局高附加值環節（如V2X應用、數據分析），有望培育

新增長引擎。全球自動駕駛市場規模有望在2030年達數萬億美元。特別是在物流運輸和公共交通領域，自動駕駛的降本增效潛力尤為突出。

不過，傳統司機崗位面臨衝擊，解決方案在於「創造新崗位」與「提升舊技能」並舉。自動駕駛產業會創造系統維護工程師、遠程監控員、數據標註師等新職位，單是數據標註已在全球創造數十萬就業，香港亦可積極發展相關的數據處理服務。政府、行業及教育機構需合作提供轉型培訓，如針對司機提供安全監督員或車隊管理培訓，鼓勵學習新技能。同時需關注社會公平，為難轉型者提供社會保障與再就業支援。

自動駕駛技術最令人期待的地方，在於提升道路安全的巨大潛力，能消除或大幅減少人為失誤導致的交通事故。V2X技術能夠實現「群體智能」，如車輛間共享位置、速度和意圖，有效避免碰撞，提升交通效率。然而，系統可靠性、在香港常見極端天氣或複雜混合交通下的應對能力仍待大規模實際路面驗證。

網絡安全 重中之重

自動駕駛的網絡安全問題是重中之重，筆者建議《保護關鍵基礎設施（電腦系統）條例》盡快研究將自動駕駛系統，特別是公共交通和大型物流車隊的中央控制系統，納入規管。一旦被黑客攻擊，癱瘓交通甚至造成傷亡，後果不堪設想，必須從立法層面加強防護。此外，事故的法律責任界定和倫理困境亦需社會各界深入探討，完善法規框架，為自動駕駛的廣泛應用掃除障礙。

香港應堅定推動「商用先行，逐步擴展」的路徑，並借鑒國際經驗。大力發展並投資於V2X智慧道路基礎設施，如在主要幹道及意外黑點鋪設路側感知單元，提供實時交通信息；建立與時並進且具前瞻性的法規與監管框架，制定符合香港高密度城市實際的測試標準、安全認證和商業營運指引，明確數據安全和私隱保護要求；積極應對就業轉型，大力投資未來人才培育，鼓勵本地大學和職業訓練機構與業界合作，開設跨學科課程，培養專業人才。

北大嶼山和其他的測試僅是起點，預示香港智慧出行新時代的來臨。儘管挑戰不少，如高密度路況下的安全保障、個人私隱等，但只要策略得當，勇於創新，香港定能在全球智慧出行變革中，抓住機遇，提升城市競爭力和市民生活品質，貢獻「香港經驗」，打造更安全、高效、環保的未來出行模式，開創智慧城市新紀元。

（作者為香港創科發展協會創會主席）

本季新盤成交料創六年高



主樓布陣
布少明

過去一周環球經濟最大亮點，是中美之間貿戰談判取得重大進展，兩國協商大幅削減及暫緩相互關稅，並達成90日的「休戰」協議，相關消息在全球財金市場引發激烈回響。於本港而言，這一利好消息與中央政府近期「放水」提振兩地市場，以及香港銀行同業拆息（HIBOR）急劇回落相輔相成，為樓市及股市注入新動能，對新盤市場的刺激作用更是可見一斑。

隨着貿易緊張局勢緩解，一手交投明顯轉活。如西沙熱爆新盤連續四輪開售均火速售罄，當中不乏大手客踴躍支持，發展商更即時加推新一輪385伙單位應市。新盤熱潮，彰顯樓市持續轉好。美聯研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料及市場資料，今年截至5月13日止，一手成交量錄約6277宗，雖然較去年同期7420宗，按年下跌約15%，但仍是過去6年同期第二高水平。

港匯走強 H按急跌

其實今次「貿易戰2.0」對樓市影響相對有限，一方面由於內地及香港早已就貿戰爭端做好心理及經濟準備，減輕衝擊。另一方面，當前香港樓市指標與「貿易戰1.0」時期相比已顯著改善。現時無論本港銀行存款、租金水平及細單位租金回報率等，均較「貿易戰1.0」有所提升。此外，香港特區政府去年已全面撤辣，消除買家入市重要的顧慮，為市場持續向好奠定基礎。

更令人振奮的是，港元近期表現

強勢，吸引外資流入，帶動與樓按掛鉤的一個月HIBOR急速回落，日前更一度跌至約1.33厘，遠低於上月底高位約4.1厘。這不僅減輕供樓人士的負擔，結合租金持續上升帶來的回報率提升，正進一步刺激買家入市，為樓市帶來多重正面效應。

雖然樓市短期前景漸趨向好，但一手貨尾量高企仍是影響樓市中長期走勢的關鍵因素。近年政府減少賣地，預計未來三至四年一手私宅供應將呈下降趨勢。根據房屋局公布最新資料，未來3至4年一手供應（包括已批出土地可隨時動工（熟地）、已落成未售出單位數目（現樓貨尾）、建築中未售出單位數目）於今年首季合共錄得約10.5萬個單位，連跌四季並創七個季度新低，最新數量較去年一季度紀錄高位11.2萬伙減少約7000伙，估計隨着本財年潛在土地供應創有紀錄的15年低位，而且預期發展商實際吸納土地會跟隨減少。在此情況下，土地供應將逐步回落，支撐樓市表現。

展望二季度，在「貿易戰2.0」陰霾未散下，預期樓市大致靠穩，「供平過租」促使更多租客「租轉買」及投資者入市下，一手成交料按季升約13.7%，錄得約5000宗水平，創6年新高；二手成交則估計有望錄約1.1萬宗，按季升約6.2%，達一年高位。至於租金及樓價走勢方面，受惠租務旺季來臨，以及人才及留學生持續來港利好租務市場，料二季度租金升約3%，而樓價則輕微回調，延續「租升價跌」的情況。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）