



中國大模型開源模式對全球AI的競爭格局帶來重大影響，推動市場朝着更公平的方向發展。

經濟觀察家

自ChatGPT發布以來，AI龍頭股價大幅跑贏市場。就美股而言，儘管相關企業盈利有較快增長，但風險溢價在極低水平，反映了投資者的樂觀預期。股票高估值使得近期關於AI相關資產價格泡沫的討論多起來，本文從資產價格、創新與宏觀經濟的關係出發提供一些思考。

關於AI投資泡沫的思考

中金點睛
彭文生

消化股票高估值的一個可能是利率下降，由此部分投資者把樂觀預期寄希望於美聯儲降息。傳統的思維是利率和風險資產價格是蹺蹊板的關係，無風險利率下降促使配置向風險資產傾斜，有利於股票估值。這樣的關係在當下是不是仍然成立，我們首先要解釋為什麼過去幾年美元利率上升，股價卻大幅上漲。

利率與股市的關係有三個可能。第一是傳統的利率是因、股價是果的關係。第二個是反過來，股市是因、利率是果。第三個可能是利率和股價都是果，都是由第三方力量驅動。AI主導的美股市场吸引了來自世界各地的資金，大家都在押注美國科技巨頭的股票，助長美國股市，相關財富效應刺激總需求，進而支撐了利率水平。

展望未來，就利率和股市的關係，關鍵是區分利率下降的原因。如果投資者對AI的樂觀預期下降或者被證偽，股票價格和AI相關資本開支下降，導致總需求下行，自然利率下行，促使美聯儲降息。在這種情況下，股價是因、利率是果，利率下降不能支撐股價。

投入產出比不甚理想

消化高估值的另一個可能是相關上市公司盈利的增長。這方面的一個直觀的疑慮是，目前為止價格上漲集中在少數股票上。從樂觀的角度看，AI是一項通用目的技術，就像過去蒸汽機和電力一樣，將逐步滲透到各行各業，這有一個過程，AI技術研發和上游機構首先獲利。按照這個邏輯，隨着時間的推移，盈利和股價上升的浪潮將延伸到大多數公司。但對於投資者當下而言，如何研判AI及其應用的投入產出比是關鍵。

本輪AI技術發展的特徵是，在應用層面技術成熟度低和預期利潤大並存，需要資本市場尤其股權投資的支持。投資者最終要考慮AI的成本收益比。第一個約束因素是創新需要的研發投入，成本端的一些支出是看得見的，比如大模型有研發成本和應用成本：研發成本主要包括算力成本、人員成本、電費成本、和其他項（數據獲取、模型維護等）；而應用成本中推理能耗是重要一項。

雖然有很多期待和預期，但AI在產業的應用到底有多大潛力？仍有不少爭議。大模型收益端的分析面臨很大的不確定性。不同應用場景的情況相差大，大模型帶來的直接經濟收益（如降本增效）和間接經濟收益（如提升競爭優勢）很難估量和加總。一個缺點是大語言模型給出不準確的答案，限制其在很多商業應用的價值。另外，大模型的應用價值在於用企業內部場景數據訓練，但很多企業還沒準備好或者說還不知道怎麼應用到自己的數據。

今年9月，中金研究院歐洲智庫行小組在巴黎拜訪了Philippe Aghion教授（2025年諾貝爾經濟學

獎獲得者）。Aghion教授和我們分享其對相關研究文獻的梳理，有兩種方法推算AI對經濟增長的影響。一是外推法(extrapolation)，將AI類比電力與IT革命，推測AI技術帶來的GDP增長，未來十年或能帶來0.8–1.3個百分點的年度額外增長。二是基於任務的方法(task-based approach)，Daron Acemoglu（2024年諾貝爾經濟學獎獲得者）以此估算為未來十年AI對TFP增速的影響僅為每年增加0.07個百分點。

Aghion教授認為由於沒有充分考慮AI的成本下降及AI能力的提升，基於任務的方法的結果存在低估。綜合文獻來看，AI帶來的年生產率增長應該在0.08–1.24個百分點之間，其中間值與IT和電力革命外推估算的貢獻相當。

短期來看，對於相關公司而言，如何縮小當下的巨額支出與未來利潤不確定之間的差距是一個挑戰，這也是部分投資者擔心這個行業過熱的原因。雖然不確定性使得我們需要謹慎對待任何具體的估算數值，但基於經濟學學理的分析有助於我們思考相關問題，規模經濟是一個關鍵概念。

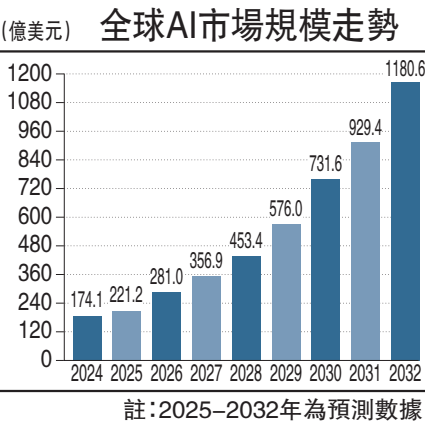
傑文斯悖論得到驗證

DeepSeek的突破在於以算法架構的改善來彌補算力的限制，簡單來講就是用7納米芯片做4納米芯片的事。這對先進半導體巨頭企業是什麼含義，當時有兩派觀點。悲觀一派認為算法改善對先進芯片有替代作用，英偉達股票價格有幾個交易日出現明顯下跌。樂觀派則引用歷史上的傑文斯悖論（Jevons Paradox），即當技術進步提升要素使用的效率時，收入效應大於替代效應，導致整體需求增加。從英偉達股票價格後面的走勢來看，傑文斯悖論似乎得到印證。

1865年傑文斯在著作《煤炭問題》中提出，瓦特改良的蒸汽機相較早期紐科門蒸汽機，大幅提升了煤炭利用效率，讓煤炭成為更具性價比的動力源。這使得蒸汽機被廣泛應用到更多行業，即便單個應用場景的煤炭消耗量減少，但整體的消耗量卻顯著增加，這和當時人們認為「效率提升會減少煤炭消耗」的直覺認知相悖。

自DeepSeek以來，中國的AI研發企業在通過算法改善來彌補算力不足方面取得了更多進展。傑文斯悖論仍然有效嗎？把煤炭的邏輯套用到芯片，我們需要問一個問題，同樣是投入要素，芯片和煤炭的經濟屬性有什麼不同。芯片作為製造品具有規模經濟的特徵，即單位成本隨着生產規模的增加而下降，在充分競爭的市場環境下，價格隨着邊際成本而下降。煤炭作為自然稟賦，具有規模不經濟的特徵，採礦業的供給彈性低（勘探需要時間、需要挖的更深、交通不便利等），由此需求增加導致價格上升，才能引導更多的資源投入採礦以增加供給。

同樣面對需求增加，規模不經濟意味煤炭生產企業的收入不僅得益於產量擴張，也得益於價格上升，而規



模經濟意味芯片生產企業得益於產量的增加，但價格是下降的趨勢。當然，芯片行業尤其先進製程芯片不是充分競爭的市場，寡頭壟斷下規模經濟可能使得大型企業在一段時間獲得熊彼特利潤或者壟斷利潤，但長遠來看這改變不了規模經濟的趨勢性影響。

上述的邏輯可以從芯片延伸到大模型，我們可以把大模型看成投入，大模型應用創造價值（產出）。規模定律隱含要素投入比如算力、數據、電力等呈現規模報酬遞減的特徵，由此對模型性能的追求只能通過增加要素投入來實現。對AI大模型及其應用的樂觀預期促進了相關的資本投入需求，而給定技術（比如算法）條件下的規模報酬遞減意味着，需求的增加在一定程度上只能靠價格的上漲而不是供給的提升來平衡，由此帶來上游公司的盈利和股票價格的上升。

規模報酬遞減和盈利增長之所以同時發生，反映了相關企業的定價能力。規模定律帶來的投入門檻要求意味巨型科技企業處在有利地位，問題是這樣的壟斷利潤能持續多久？一個可能是公共政策反壟斷法規監管，但AI相關的商業模式是新現象，如何界定壟斷以及如何反壟斷有很大爭議，而且在地緣競爭新形勢下，國家之間的競爭增加了內部反壟斷的複雜性。

另一個視角是大模型的開源與閉源。中國大模型開源模式對全球AI的競爭格局帶來重大影響，推動市場朝着更公平的方向發展。開源模式大幅提升了中國在全球AI領域的話語權。中國的開源模式還倒逼OpenAI重啟開源。開源的低成本優勢吸引了全球開發者，助力發展中國家搭建本土化AI應用，讓全球AI創新力量更均衡。

股票高估值不可持續

綜合以上討論，當前美國AI相關股票的高估值可能有兩個載體，一是投資者對未來長期的盈利增長（和AI的應用關聯）過度樂觀，導致股票價格相對當前的盈利偏差很大。二是當前的盈利本身(和當下AI相關資本開支相關)不可持續。

泡沫的破裂可能體現為芯片產業規模經濟的作用，再疊加競爭格局的變化，比如中國先進半導體產業發展，導致技術壁壘被打破。另一個可能是，AI大模型的應用及其創造的經濟效益不及現在的樂觀預期。這些都有待時間驗證。

（作者為中金公司首席經濟學家）

《大而美》法案埋藏財政禍根

實話世經
程實

「下貧則上貧，下富則上富。」今年7月4日，美國總統特朗普正式簽署《大而美》法案，該法案旨在通過政府財政擴張，以應對經濟增長放緩與結構性調整的壓力。理想情境下，若大規模財政刺激能有效轉化為實際經濟產出，那麼稅基的擴大可能在一定程度上可以補償政府財政收入，從而對沖法案附加的財政可持續性壓力。然而，高財政乘數也意味着刺激性政策對總需求的快速推升，若供給彈性不足，則通脹壓力將同步上行。

首先，名義增長與實際產出背離。名義GDP增速的抬升並不等於實際產出的改善。在通脹驅動的名義增長中，居民實際購買力未必改善，企業利潤也可能因成本上升而受到壓縮，甚至可能出現經濟空轉的賬面繁榮。若經濟刺激效果有限，赤字與債務則可能以更快的速度累積，形成「經濟放緩、債務加速」的財政陷阱。

在此情境下，財政刺激非但未能穩定宏觀基本面，反而可能加劇財政脆弱性。參考IMF（國際貨幣及基金組織）發布的工作報告，財政乘數的大小受到經濟體結構性特徵與所處經濟周期的共同影響。其中，「財政—貨幣」政策組合是一個關鍵解釋變量。當財政政策積極擴張、而貨幣政策保持寬鬆（即財政主導型組合）時，市場預期政府不會迅速加稅還債，從而提升了消費和投資意願，財政乘數顯著上升；反之，如果貨幣政策主導、對財政擴張反應強烈（例如保持高利率甚至加息控通脹），則財政刺激往往被抵銷，乘數效果將明顯減弱。

結合當前美國的宏觀環境來看，政府債務佔GDP比重已處於歷史高位，美聯儲政策利率中樞長期維持在4%以上，當前財政政策刺激在總需求中的撬動能力可能受到結構性制約。

其次，美麗粉飾下財政失衡與社會分化。《大而美》法案在帶來短期名義增長的同時，其背後潛藏的中長期結構性代價不容忽視。一方面是財政可持續性的惡化。美國負責聯邦預算委員會的測算顯示《大而美》法案到2034財年將增加美國債務總額4.1萬億美元，並將美國聯邦社會保障和醫療保險的破產期限提前一年至2032年。另一方面是社會不平等的加劇。《大而美》法案的設計結構上傾向於中高收入群體。隨着財政支出的大幅度增加，受益群體主要集中在高收入階層，而低收入群體並未能獲得同等程度的福利提升。

根據耶魯大學預算研究所分析，

本次通過的法案提出的稅收、醫療補助和食品福利支出變化將使得美國底層五分之一人口的收入下降2.9%，頂層1%人口的收入則將增加1.9%。這可能進一步加劇美國社會的財富不平等。參考IMF和OCED（經合組織）的工作報告，中低收入群體的收入增長對經濟增長更具正向推動力。相反，當收入高度集中於高收入群體時，經濟增長往往更為乏力。

收入不平等對經濟增長具有統計意義上顯著的負面影響。如果「美」的代價是赤字膨脹與社會分化，那麼「大而美」或許只是表象之美。在更深層的價值維度上，該法案值得重新審視。

債務擴張不可持續

最後，債務的無序擴張終將走向自我償還。從凱恩斯主義視角出發，債務擴張本身並非原罪，其主要掣肘因素在於通脹穩定性與市場信心。對擁有貨幣主權、債務以本幣計價的國家而言，財政空間理論上更為寬裕，政府可通過貨幣手段調節利率與融資。

不過，我們認為美國債務問題的根本挑戰，並不在於債務比重的絕對值，而在於其增長的方向與速度（「債務的二階導」）。更直觀地說，債務擴張的本質是對經濟動能不足的補償。當經濟內生增長乏力，需要依賴債務手段強行拉動需求。

債務擴張真正的意義應在於打破經濟的負向循環，重建內生增長機制。以日本為例，儘管政府債務／GDP比重遠高於美國，但由於其擴張路徑長期穩定，債務用於穩定內需與社會保障體系，市場預期並未顯著動搖。但若經濟的結構性困局未被改寫，債務擴張呈現高斜率、低質量的特徵，缺乏如技術躍遷、社會福祉等結構性目標，則將削弱市場對償債能力與政策理性的信任基礎，債務復甦終將走向自我償還。

（作者為工銀國際首席經濟學家）



《大而美》法案帶來短期名義增長的同時，其背後潛藏的中長期結構性代價不容忽視。

樓市回暖 發展商投地轉積極

樓市強心針
廖偉強

今年香港地產市場氣氛明顯回暖，尤其是最近兩季，成交明顯暢旺，而近月發展商投地及補地價的意欲也重現，這對於樓市是一個重要的信號。事實上，過去幾年發展商因樓市不濟，加上資金壓力所限，對於投地或補地價都變得十分保守。幾年前政府推出的地皮，十之八九都流標收場，反映出發展商在當時普遍都看得很淡，只望盡早套現，減少在高息環境下的支出，見步行步。

隨着經濟逐漸復甦，樓市早已脫胎換骨，發展商對樓市的取態，也在今年初至年中時，開始逐步轉向，轉守為攻。華懋最近就以24.7億投得荃灣住宅地，每呎地價5692元，高估值上限26%。新地早前亦奪得港鐵屯門第16區站第一期項目，預計總投資額高達60億元；而信和置業則以高於市場估值近四成的價錢，投得屯門海珠路住宅地。另外，新世界及華潤亦完成元朗南項目第一期補地價。

發展商向來「鳳凰無實不落」，他們的舉動已顯示出對本港地產市場前景的看好。現實一點來看，除非是一心打算退出市場，否則發展商也必定要在

適當時機入市買地，而要儲備彈藥買地，就當然要積極出貨套現。

全年物業成交宗數料創四年高

現時很多發展商的資金壓力逐漸舒緩，銷售的態度未必會像早幾年般大刀闊斧提供優惠，一心要散貨套現，但他們總希望趁目前市場回穩不久的局面，盡量吸納優質地皮，以供日後繼續發展，賺回這幾年輸的錢。因此，目前的新盤仍然是以吸引價來銷售。

發展商的盤算和思路，其實也十分值得置業者們參考和借鏡。須知道，現時市場信心已迅速地恢復，不少有實力的資金，在之前兩季已先知先覺，迅速部署。根據不同機構的預測，2025全年整體物業的成交宗數將介乎7.8萬宗至8萬宗之間，勢將創下近四年的新高；而且當經濟穩步前行，各項利好消息紛至沓來，旺勢必定會在明年繼續，樓價回升速度亦可望加快。

所以，置業者就算錯過了最低位，也不能守株待兔，應該趁發展商還在積極賣貨套現時，把握機會入市買得心頭好，就正如發展商在適合的時機下，出手投地也會快狠準。

（作者為利嘉閣地產總裁）



發展商現時轉趨積極拿地的盤算和思路，其實十分值得置業者們參考和借鏡。