



▲香港的第一個五年規劃必須建立在對大灣區核心平台的精準定義上，前海、河套、南沙不再是傳統的經濟技術開發區，它們是香港「底層能力」的跨境延伸。

經濟觀察家

當香港特區政府開始醞釀其歷史上的第一個五年規劃時，全球政治經濟地理正經歷自二戰以來最深刻的範式轉移。傳統的全球化正在解構，而以人工智能（AI）為核心的新質生產力正在重組人類的價值創造鏈條。

粵港一體化的長遠價值

——香港五年規劃戰略抉擇(五)



港股觀察
席春迎

長期以來，社會各界對香港轉型的理解仍停留在「產業升級」的線性邏輯中——即如何在金融、貿易之外多加一點「創科」撥備。但這種觀點忽略了一個核心事實：香港真正的轉型，不是孤立的「升級」，而是「重新嵌入國家生產力體系」的結構性重組。

過去四十年，香港的繁榮建立在「外部性連接」之上，即作為中國與世界之間的「超級聯繫人」。然而，在AI與算力定義主權、數據與Token定義價值的今天，單純的「連接」已失去稀缺性。未來真正決定一個城市地位的，是其組織生產力的能力、定義規則的權力和配置新要素的效力。

香港第一個五年規劃的本質，是香港從一個「單點運行」的自由港，演變為「粵港澳大灣區超級生產力共同體」的核心樞紐。這不僅是香港的自救，更是國家在面對全球存量博弈時，祭出的最強「制度與產業集成系統」。

港深結合優勢互補

市場習慣用「深港競爭」的零和博弈來看待兩地關係。這種認知在工業時代尚有餘地，但在AI時代則顯得極其陳舊。實際上，深圳與香港已演化為一種互為因果的「半系統關係」。

一方面，深圳的「硬核底色」是全球最強的工程化母體。深圳擁有全球獨一無二的製造業體系。這種體系不只是規模，而是其「產業密度」與「反應速度」。在AI機器人、低空經濟、新能源汽車等領域，深圳具備將一個科研原型在24小時內轉化為供應鏈原型的能力。它是全球新質生產力的「工程化中心」。

另一方面，香港的「制度高地」體現在全球價值的合法性定義權。香港擁有普通法系、自由港地位、成熟的國際金融體系及跨國人才庫。更重要的是，香港擁有國際公認的「價值定義權」。一個AI模型，在內地可能只是工具，但在香港的制度環境下，它可以被資產化、證券化，並最終在國際資本市場完成價值閉環。

深圳缺的是「制度信用與國際槓桿」，香港缺的是「物理載體與產業腹地」。兩者的結合，不是1+1=2，而是形成了一個具備「研發（香港）—工程化（深圳）—規模化生產（南沙／東莞）—資本化與全球定價（香港資本市場）」完整閉環的超級系統。這是波士頓、矽谷，甚至倫敦都不具備的集成競爭力。

香港的第一個五年規劃必須建立在對大灣區核心平台的精準定義上。前海、河套、南沙不再是傳統的經濟技術開發區，它們是香港「底層能

力」的跨境延伸。

其一，河套解決「從0到1」的跨境制度摩擦。河套的意義在於「制度特區」。這裏要解決的是AI時代最核心的要素流通問題：數據跨境。如果香港要建設國際創科中心，核心不在於蓋多少樓，而在於能否在河套實現「科研要素的無感通關」，包括算力資源的跨境調度、生物樣本的自由流動，以及知識產權的跨境雙向保護。河套是香港研發能力的「離岸加速器」。

其二，前海是金融與規則的「軟銜接」。前海承擔的是「深港現代服務業深度融合」的重任。在AI金融、數字貿易規則定義上，前海是香港專業服務走向內地的橋頭堡，也是內地企業利用香港規則「出海」的實訓場。

其三，南沙是香港「再工業化」的終極戰略腹地。南沙是香港最被低估的「戰略變量」。如果說河套是「實驗室」，那麼南沙就是「超級工廠」。香港談「再工業化」多年，受制於土地與電力成本，進展緩慢。南沙擁有廣闊的物理空間、深水良港，以及已經成熟的生物醫藥與航空航天產業群。南沙不是香港產業外移的「垃圾桶」，而是香港「數字工業化」的底座。未來，大批香港孵化的硬科技項目，其大規模製造與中試基地應錨定南沙。

打造算力金融中心

在AI時代，能源與算力即是主權。香港過去依靠房地產定義城市價值，未來必須依靠「算力底座」定義數字價值。位於北都的沙嶺，與深圳羅湖近在咫尺。這裏不應只是一個數據中心聚集區，而應被定義為「全球算力金融中心」。其核心作用包括：

1) 能源與空間的對價：香港利用其穩定的能源保障與獨特的地理位置，承接大灣區乃至全球的AI算力需求。2) 算力資產化：我們應探索將算力通過Token或專項基金的形式進行證券化，讓算力成為一種像石油一樣的可交易、可質押、可流動的金融資產。3) 「數字工業化」的實現路徑：依託沙嶺的算力優勢，香港可以跳過傳統工業，直接進入以「AI設計+虛擬仿真+雲端製造」為特徵的數字工業階段。

如果資本市場不改革，香港的產業重構將只是無米之炊。當前的港股市場面臨嚴重的流動性分層與「中等市值陷阱」。香港第一個五年規劃必須在資本市場改革上祭出重拳。首先，深化18C章程，定義「專精特新」定價權。香港應利用18C章程（特專科技公司上市規則），深度對接內地的「新質生產力」企業。不僅要吸引它們上市，更要通過引入AI算

法賦能的流動性管理，解決中小市值公司被邊緣化的問題。

其次，構建「AI投行」。傳統的投行模式已無法有效評估AI企業的未來價值。香港應率先發展基於大模型的「AI投行系統」，通過對產業鏈數據的深度解析，為科技企業提供精準估值。同時，推動「AI港股通」，讓內地資本能更便捷地配置全球領先的AI科技資產。

再次，資本市場的「系統級併購」。支持存量上市公司跨界併購AI資產。通過「傳統產業+AI賦能」的邏輯，重塑存量上市公司的PE倍數。這是盤活港股活水的關鍵所在。

告別過去重裝上陣

香港第一個五年規劃，必須與國家的「十五五」規劃深度協同。在國家戰略棋盤上，香港不僅是一個經濟城市，更是一個「價值對沖與風險管理中心」。具體表現在以下幾個方面：

其一，全球AI治理的「中國窗口」。在美歐分別建立AI監管框架的背景下，香港可以利用其法律優勢，建立一套兼容並蓄的「AI倫理與安全標準」，成為中國AI技術走向全球市場的「國際認證站」。

其二，人民幣國際化的「數字化引擎」。通過數字港元（e-HKD）與內地數字人民幣的跨境協同，香港可以構建一套基於RWA（現實世界資產代幣化）的跨境結算系統。這將極大提升人民幣在東南亞及「一帶一路」國家的資源配置效率。

其三，全球價值鏈的「定名權」。未來的競爭是關於「誰能定義什麼是高價值」。香港應通過其法律、金融、專業服務的一體化輸出，為中國的新質生產力——如綠色能源標準、智能製造標準、生物醫藥准入標準——提供全球公認的定價與合規框架。

香港的第一個五年規劃，不應只關注本地的GDP增長或失業率，它應該是一份「系統集成宣言」。它宣告了香港從一個孤獨的自由貿易港，正式轉身為一個超級生產力系統的「操作系統」。在這個系統中：河套是研發內核、深圳是動力馬達、南沙是承載底盤、香港資本市場與法律制度，是這台巨型機器連接全球價值池的「通用協議」。

未來的競爭，從來不是城市與城市之間的競爭，而是系統與系統之間的博弈。粵港澳大灣區正在形成的，是全球第一個「制度差異下的超級生產力共同體」。香港，必須成為這個系統最重要的全球接口。這不僅是歷史的機遇，更是香港作為國家戰略資產的終極宿命。

（作者為香港中小上市公司協會主席）

美股AI泡沫走到哪一步？



金融熱話
趙偉

當前市場對AI邏輯的核心擔憂，主要集中在「泡沫」與「可持續性」上，尤其將其與2000年互聯網泡沫相類比。但從投資強度、融資壓力及企業財務狀況等維度綜合對比來看，現階段斷言AI泡沫破裂仍為時尚早。2000年3月互聯網泡沫破裂前後，出現了美聯儲加息、金融條件收緊、經濟與資本開支擴張周期見頂的特徵。但多領域數據顯示，當前美國科技企業產業邏輯尚未出現崩壞跡象，產業資本仍處於擴張周期。

首先，基於歷史比較而言，AI資本擴張的強度或仍有提升空間。自2022年四季度以來，美國AI相關投資佔GDP比重累計提升近1.0個百分點，而上一輪互聯網革命累計提升1.4個百分點。不過，此輪AI投資佔GDP比重提升速度遠快於互聯網革命時期，對應頭部科技企業資本開支對經營現金流的佔用程度節節攀升。

其次，雖然美國頭部科技企業開始轉向外部融資，但目前擔憂融資需求的強度和違約風險均為時尚早。隨着AI資本開支規模增加，美國科技企業自由現金流承壓，2025年上述企業開始大規模發行企業債券。1) 以淨負債/EBITDA衡量，2026年一季度，美國頭部科技企業債務壓力明顯較低；2) 歷史比較而言，2000年一季度，美國企業債券、貸款、權益融資流合計佔GDP比重高達5.4%，而2025年底這一水平僅為1.6%；3) 2000年互聯網泡沫前期，美國企業的三大融資需求（債券、貸款、權益）分別於1998年一季度、1999年一季度、2000年三季度見頂，企業從加槓桿轉向去槓桿，而截至2025年底，三大融資渠道均未釋放過度融資的信號。

再次，美股頭部科技公司的財務指標表現穩健。1) 對比科網泡沫時期與當前頭部科技公司的市值、淨利潤變化可見：互聯網革命時期，頭部科技公司市值漲幅遠超利潤；而2022年以來，頭部公司市值漲幅與利潤仍相對匹配，這表明股市上漲及資本開支加碼背後有盈利支撐；2) 從財務數據來看，Mag7公司現金/市值、ROE（股東權益回報）、淨利率均高於科網泡沫時期的頭部公司，說明當前AI科技領域投資建立在穩健的財務基礎之上。

聯儲加息概率較小

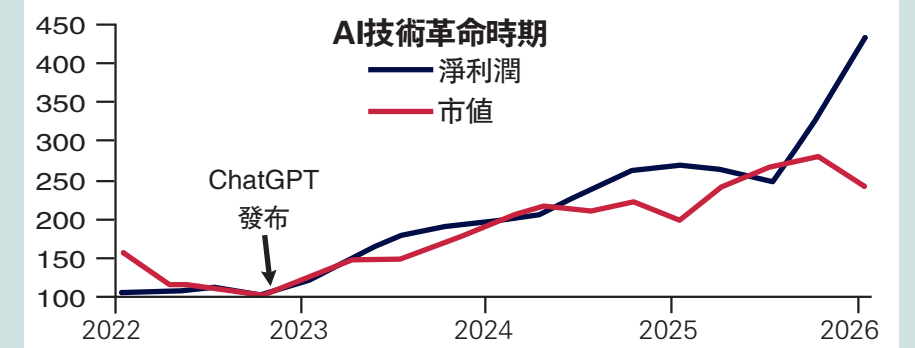
但基於三大因素，當前美聯儲加息預期對AI投資邏輯的衝擊整體可控。其一，年內加息落地仍是小概率事件，除非出現長期通脹預期脫錨、工資物價螺旋此類「二次通脹」的跡象，美聯儲往往傾向於「看穿」油價上漲的暫時性通脹影響。當前，美國就業市場雖然趨於穩定，但是仍然偏弱，工資物價螺旋或難以形成，而中長期通脹預期亦維持穩定。因此，美聯儲加息仍然是小概率事件。

其二，若油價對美國實體經濟衝擊逐步顯現，則降息預期可能提升。相比2022年，眼下美國經濟脆弱性更顯著。若海峽封鎖長期化、油價持續高位波動，美國經濟可能放緩，進而觸發「衰退交易」，推升市場對降息的預期。

其三，美國科技企業債務壓力可控，對於債務融資的依賴程度尚未達到極端水平。根據上文數據，以淨負債/EBITDA指標衡量，美國頭部科技企業債務壓力明顯較低。雖然2026年AI相關投資級企業債佔整體發行額已達到49%，但納斯達克100公司（投資級企業債發行額/資本開支）比重仍低於40%，顯著低於2017年、2020至2021年水平。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）

美國領先科企市值具備盈利支撐



資料來源：彭博、申萬宏源研究；選取亞馬遜、微軟、谷歌及META作參考

三大催化劑助港樓展升浪



樓市強心針
廖偉強

2026年上半年已進入倒數，邁向下半年，香港樓市的運行軌跡愈發清晰。回顧上半年，私人住宅成交量暫已創下14年同期新高，一手與二手市場相輔相成，交投熾熱。差估署樓價指數自2025年首季觸底反彈後，至今年4月已累積約11%的漲幅，市場多家金融機構更上調全年的預測。

展望未來，支撐樓市走強的基石已經穩固，人口結構性需求、宏觀地緣政治紅利，以及地產代理界的品牌價值重疊，將成為推動樓市進入下一階段增長的關鍵引擎。

香港正積極邁向「千萬人口城市」的目標，人口流入帶來的結構性需求是樓市向好的基石。政府持續推動的人才輸入計劃，若能與內地政策配合，預計未來五年將新增約50萬人口。按照平均每戶三人計算，每年新增的住屋需求高達3萬餘宗，遠高於目前的供應水平。

目前本港人口約在730萬至750萬之間，人才南下及資金流入不僅帶動了租務市場，更直接轉化為置業需求。尤其在一手新盤方面，內地買家入市態度積極，顯著加快了庫存消化速度。在供需長線不平衡的背景下，鎖定具剛性需求的優質住宅，將是配置資產的最佳時機。

地緣政治的演變一直是影響金融市場的關鍵變數。隨着美伊談判進入尾聲，全球能源格局有望迎來調整。一旦

局勢緩和，油價趨穩將有效減輕通脹壓力，進而提升市場對減息的預期。宏觀環境的改善，對於樓市而言具有雙重利好：一方面直接減低業主的借貸成本，增加置業負擔能力；另一方面，財富效應將進一步釋放市場購買力。上半年樓市已驗證了「價量齊升」的趨勢，若下半年外部環境持續改善，樓市的上升動能將愈發穩健，為樓價提供強而有力的支撐。

買家群體愈發多元

在房地產競爭日趨激烈的時代，「名牌」不僅是商業標識，更是客戶選擇時的信心承諾。優質品牌依靠嚴謹的服務標準、透明的專業流程以及長期的口碑累積，在市場中建立了不可替代的競爭優勢。

當前買家群體愈發多元，從內地投資者、國際人才到本地換樓客，均傾向選擇具有品牌背書的代理行。優質品牌不僅能穩定獲取優質客源，更能在市場波動中展現出更強的抗跌能力。隨着下半年市場成交量擴大，打造或依託具備實力的品牌代理，將成為從業人員與置業者爭取最大收益的關鍵節點。

2026年的香港樓市，已不再是單純的價格漲跌，而是一場由人口變遷、宏觀環境改善與品牌價值重疊共同驅動的價值回歸。上半年奠定的漲勢，加上下半年預期的多重利好共振，全年樓價錄得雙位數增長將具備極高的確定性。

（作者為利嘉閣地產總裁）