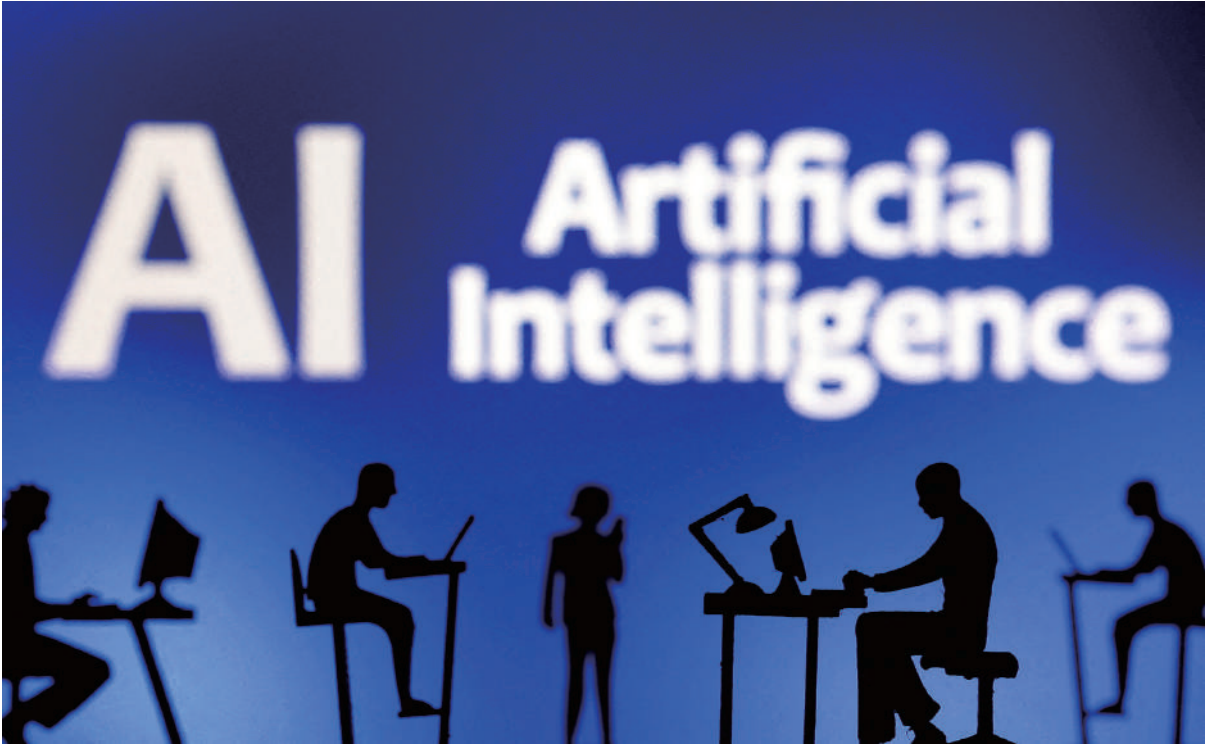




▲全球AI產業規模持續擴張，為數字經濟轉型升級注入動力。

經濟觀察家

當前，全球人工智能（AI）產業規模持續擴張、應用場景持續拓寬、資本市場熱度高漲，為數字經濟轉型升級注入強勁動力。但同時技術概念炒作氾濫、市場估值虛高、社會認知非理性、監管制度滯後等問題集中凸顯，行業「虛熱」與結構性泡沫逐步制約產業從規模擴張向質量提升轉型。

四維度理解AI泡沫風險

青年論壇
曾錚

經濟泡沫的核心內涵是新產業賽道的資產評估市值持續背離內在價值，溢價虛高、過度透支長期收益。當前AI賽道已呈現同類失衡特徵：不少尚未實現持續盈利的大模型企業估值對標頭部成熟科技企業，算力硬件、AI題材股價短期大幅衝高，估值缺乏商業化落地與盈利基本面支撐。

但綜合來看，未來可能出現的人工智能泡沫，不屬於單一維度風險，而是技術預期失真、資本投機炒作、群體情緒非理性、監管規則供給滯後共同催生的複合型泡沫，可借助四條演化曲線開展分層解析。

技術層面：過度炒作概念

Gartner技術成熟度曲線將新興技術發展劃分為：技術觸發期、期望膨脹期、幻滅低谷期、啟蒙爬升期、生產力成熟期五個階段。自2022年底生成式人工智能爆發以來，以大語言模型為核心的AI技術整體處於期望膨脹期，概念熱度遠超落地能力，技術泡沫特徵顯著。

首先，技術概念過度炒作，核心能力存在短板。當前行業對於通用人工智能、全場景AI賦能等概念過度渲染，但底層技術仍然存在邏輯推理薄弱、算力成本高、模型穩定性不足、數據依賴度高硬傷，與真正的通用人工智能存在顯著技術差距。

其次，應用場景重樣板、輕規模，商業化落地受阻。行業各類AI示範項目、試點工程遍地開花，但多數難以規模化複製和持續盈利，AI應用多集中於文案生成、智能客服等低附加值領域，在高價值場景中，尚未形成穩定可持續的商業模式。

再次，投入產出失衡，創新趨於浮躁。行業企業持續加碼算力採購、模型訓練、數據中心建設，整體資本支出與營收比例遠高於歷次技術革命同期水平，大規模投入未能轉化為對等商業回報，單純比拼模型參數、算力規模的「內捲式創新」氾濫，進一步加劇技術泡沫化問題。

市場層面：估值脫離現實

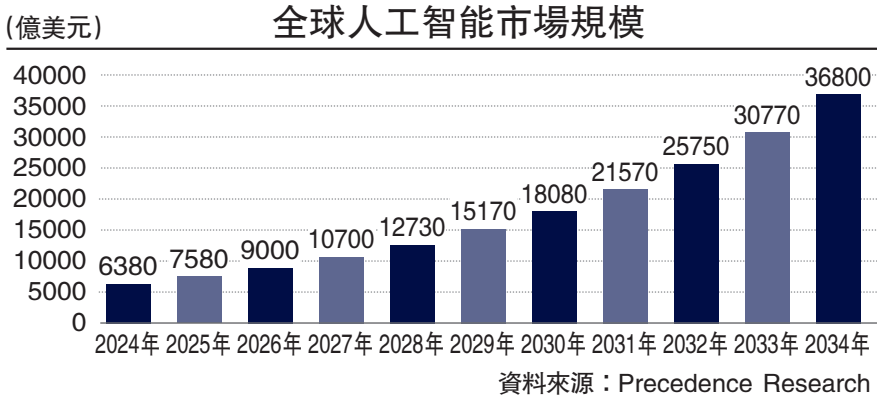
風險對數周期幂律曲線(LPPL)源於非線性物理臨界破裂理論，核心特徵是資產價格幂律上漲疊加對數周期震盪，波動頻率持續加快，抵達臨界點後泡沫快速破裂。當前全球AI板塊股價與一級市場估值高度擬合LPPL曲線特徵，行業進入泡沫臨界區間。

首先，估值有所脫離基本面，資本泡沫風險加大。AI頭部企業超過四成估值源於遠期賽道預期，完全脫離營收、利潤、現金流等核心基本面指標，營收與估值嚴重倒掛。

其次，市場震盪加劇，臨界信號持續顯現。2023至2025年，AI概念股、算力標的呈現暴漲暴跌、板塊輪動加速、資金快速流出的特徵，價格波動幅度與頻率持續提升。

最後，槓桿資金無序湧入，系統性風險隱患攀升。寬鬆流動性環境

當前，全球人工智能（AI）產業規模持續擴張、應用場景持續拓寬、資本市場熱度高漲，為數字經濟轉型升級注入強勁動力。但同時技術概念炒作氾濫、市場估值虛高、社會認知非理性、監管制度滯後等問題集中凸顯，行業「虛熱」與結構性泡沫逐步制約產業從規模擴張向質量提升轉型。



下，信貸資金、場外槓桿、私募股權資金大規模湧入AI賽道，企業普遍依靠高槓桿擴張布局，一旦市場預期轉向、融資收緊，高槓桿主體極易出現資金鏈斷裂、債務違約問題，風險將沿產業鏈和資本市場快速傳導。

社會層面：非理性狂熱

集體情緒曲線闡釋了個體情緒經社會互動匯聚為群體共識的演化過程，將新技術發展的社會情緒劃分為理性觀望、樂觀升溫、狂熱跟風、失望降溫、理性回歸五個階段。人工智能發展初期，媒體宣傳疊加資本造勢催生群體非理性，形成情緒與泡沫雙向助推閉環，持續抬升技術炒作與資本市場泡沫。

首先，宏大敘事氾濫，公眾認知脫離現實。媒體與機構過度渲染樂觀敘事，神化技術能力，導致公眾、企業經營者對AI的能力邊界形成過高且脫離實際的預期。

其次，群體焦慮蔓延，非理性跟風頻發。AI替代就業、行業重構的輿論持續發酵，催生職場就業焦慮、企業轉型焦慮、投資者「踏空焦慮」，造成行業資源嚴重錯配。

再次，情緒極化凸顯，理性聲音被邊緣化。在全民狂熱氛圍中，揭示技術短板、警示泡沫風險的理性觀點傳播受限，誇大技術價值、製造熱點的內容佔據輿論主流，社會認知陷入惡性循環，情緒泡沫持續膨脹並向技術、資本領域傳導。

監管層面：約束滯後風險

監管周期曲線源於監管鐘擺理論，核心邏輯是市場監管隨行業發展呈現寬鬆包容、局部收緊、全面嚴管、適度放鬆的周期性波動。人工智能技術迭代速度遠超傳統行業，制度滯後成為泡沫滋生的重要誘因。

首先，頂層規則存在空白，全鏈條監管體系尚未成型。全球尚未形成統一的AI監管框架，中國在大模型數據合規、算法透明度、AI內容版權、隱私保護、倫理約束等領域仍存在規則漏洞，導致數據濫用、算法歧視、內容侵權、虛假宣傳等亂象頻發，行業野蠻生長態勢明顯。

其次，前期包容度過高，剛性約束不足。行業發展初期，各國普遍採取包容審慎監管，降低准入門檻、減少行政干預，對企業估值炒作、無序擴張、資源浪費、違規宣傳等行為缺乏有效約束，放任泡沫持續擴張。

再次，跨部門協同不足，治理效

能偏低。人工智能跨行業、跨領域的特性，使其監管涉及多個部門，各部門存在權責不清、信息不通、執法不同步等問題，監管壁壘突出，難以形成治理合力，進一步放大監管漏洞。

泡沫出清 價值重構

四條演化曲線並非獨立運行，技術能力決定資本估值基本面，資本炒作放大社會非理性情緒，社會輿情倒逼監管提速，監管約束又反向抑制資本投機、倒逼技術落地、引導情緒回歸理性。

短期來看，泡沫全面出清，行業回歸理性。未來一段時期，四條曲線可能將同步迎來拐點，行業進入深度調整周期，多維泡沫逐步消解。在流動性收緊、監管加碼、業績不及預期三重壓力下，AI高估值體系面臨重構，一級市場融資熱度驟降，二級市場持續消化估值，算力產能過剩、價格戰、企業虧損、裁員違約等問題集中顯現，資本泡沫逐步出清。而行業風險集中爆發倒逼監管提速，監管周期進入局部收緊階段，各國密集出台大模型安全審查、算法備案、數據合規、知識產權保護等規則，監管從全面寬鬆包容轉向審慎包容。

中期來看，行業價值重構，提質增效發展經過短期深度調整後，四條曲線同步進入修復攀升階段，行業擺脫泡沫干擾，回歸技術創新與商業本質，邁入高質量發展周期。在技術層面，行業完成洗牌，優質企業聚焦於核心技術攻關，算力成本、模型穩定性等短板持續改善，高價值場景實現規模化落地，技術價值持續釋放。在資本層面，市場回歸基本面定價邏輯，資本摒棄短期熱點炒作，持續流向擁有核心技術、穩定現金流和可持續商業模式的優質企業，一、二級市場估值趨於合理，實現產業與資本良性互動。

長期來看，四條曲線全部進入成熟穩定區間，人工智能完成從新興熱點到支柱產業的轉型，深度融入經濟社會全領域。底層技術全面成熟，通用人工智能雛形顯現，算力、算法、數據形成完備產業生態，技術成本大幅下降，AI成為類似水電、互聯網的基礎性社會資源。集體情緒進入價值認同期，AI深度融入生產、生活、公共服務，持續創造民生與產業價值，公眾形成包容、善用AI的社會文化，人機協同模式全面普及。

（作者為中國金融四十人青年論壇會員）

霍峽再封鎖 推升油價與加息概率



宋雪清

國金視野

時隔一個月，霍爾木茲海峽再度關閉。7月12日，伊朗再次宣布關閉霍爾木茲海峽，起因是7月8日伊朗襲擊了嘗試在海峽靠阿曼一側通行的商船，隨後美軍針對伊朗目標發動了多輪打擊。實際上，從衝突第一天開始，伊朗就在限制海峽流量，至7月10日已經下滑至6月18日簽署諒解備忘錄之前的水平。

與4月上旬停戰以來的象徵性衝突並不相同，這一輪衝突的意義在於可能決定霍爾木茲海峽控制權的歸屬。由於美伊在此議題上存在難以調節的矛盾，本輪衝突的強度和時長可能會超出市場預期，即便軍事衝突在可控範圍內，海峽復航依然可能遷延日久，直到通脹風險和民調壓力回升到特朗普難以承受的程度。

對於市場來說，如果未來幾周油價和通脹風險明顯回升，美聯儲主席沃什可能無法在9月議息會議說服美聯儲委員，導致加息落地。

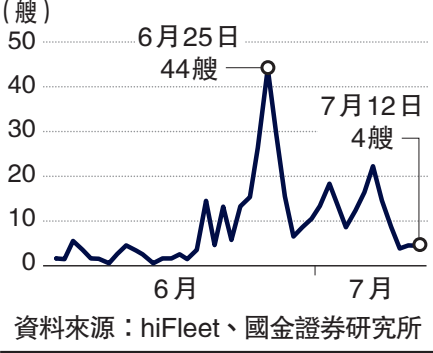
2月底戰爭爆發後，隨著推翻伊朗政權等戰略目標逐個熄滅，過去幾個月特朗普政府幾乎唯一目標就是想盡辦法打通海峽。3月放棄奪島登陸戰；4月啟動海上封鎖，嘗試以經濟壓力迫使伊朗妥協；5月啟動海軍護航，依然收效甚微；進入6月，原油庫存持續消耗，特朗普無奈簽訂諒解備忘錄，換取伊朗主動開放海峽。

諒解備忘錄的留白給本輪衝突埋下了伏筆。諒解備忘錄主要聚焦於軍事停火、解除封鎖和制裁，以及60天的核談判，沒有明確海峽安排。根據備忘錄，伊朗僅承諾盡力確保商船在60天內免費安全通行，同時將與阿曼和其他海灣國家協商，以確定海峽的長期安排。由於海峽在阿曼和伊朗一側均可通行，伊朗收費的和平選項是與阿曼協商，但圍於國際壓力，作為中立國的阿曼很難與伊朗協同，美軍也一直在引導船隻從阿曼通行。因此，伊朗選擇襲擊從阿曼通行的商船，迫使大部分商船從伊朗通過，強行實現對海峽的管理。

雙方在此議題上存在難以調和的矛盾。伊朗要的不是停戰，是牢牢攥住海峽通行管理權，既然歷史已經證明特朗普政府難以強行打通海峽，必然會強烈索取控制權，本輪衝突就是要把控制權坐實。而對於特朗普政府來說，海峽控制權會成為巨大政治包袱，因此斷然不會輕易拱手相讓。

哈梅內伊的葬禮儀式結束是一個關鍵時點。對於革命衛隊官員來說，這場儀式既是團結伊朗民眾和什葉派穆斯林的宗教盛事，更具有關乎權力傳承的

霍爾木茲海峽通行量又回落



暑假交投放緩 後續有力再上



陳永傑

樓市智庫

2026年上半年本港樓市表現強勁，在低息環境、股市造好及市場購買力持續釋放帶動下，一手及二手住宅市場同步暢旺，交投與樓價雙雙向上。整體住宅買賣登記錄得49955宗，創近10個半年度新高。其中，一手成交金額更刷新半年度歷史紀錄。

一手市場延續旺勢，今年上半年共錄12457宗成交，涉及金額1505.2億元，較去年下半年分別增加10.8%及16.2%。成交宗數創2004年上半年錄得15467宗以來的22年同期新高；成交金額則突破2019年上半年1358.3億元的舊紀錄，寫下半年度歷來新高。

二手市場同樣理想，上半年錄得26813宗成交，總值2122.4億元，較去年下半年分別升25.5%及34.1%。無論成交宗數或金額，均創2021年上半年錄得29261宗及2649.3億元以來的5年同期新高。樓價亦同步回升，反映二手樓價走勢的中原城市領先指數(CCL)，上半年累升11.56%，錄得自2018年以來、近8年最大的同期升幅。

踏入6月份，樓市猶如提早「放暑假」。由於過去一年市場已經消化大量

政治色彩，是此前的首要事項，因此願意擱置海峽問題以換取儀式順利舉行。而就在7月8日伊朗境內儀式結束、哈梅內伊靈柩運往伊拉克的當天，革命衛隊立刻對海峽商船發動襲擊，足見其已無忌憚。接下來，伊朗有大把精力可以耗在海峽問題上，可以持續把海峽封鎖作為脅迫特朗普政府的手段。

相比之下，特朗普這邊是時間不等人，首要任務仍然是中期選舉。上半年的經驗已經表明，特朗普無法負擔奪島登陸戰帶來的重大傷亡風險，而且近期美國海軍在伊朗周邊的部署力量有所減弱，「福特號」航母已經返回美國，搭載第31海軍陸戰隊的「的黎波里號」近期也離開阿拉伯海駛向印度洋。因此，寧可簽署備忘錄也要逃離的特朗普，軍事上重新深度捲入伊朗事務的意願非常有限。

爭奪控制權 美國處劣勢

但面對丟失海峽控制權的歷史包袱，可能也不得不再一次想盡辦法、極限施壓，包括重啟對伊朗的海上封鎖、石油制裁、武力護航等，直到通脹風險和民調壓力再度回升。這一過程可能需要幾周時間，衝突不會大打，但封鎖會持續數周，直接推升油價與加息概率。

美伊圍繞海峽控制權的爭奪，與過去幾個月的故事並無本質不同，雙方比拚的不是武器多先進、轟炸多猛烈，而是耐力、韌性，以及政客對戰爭成本的耐受力。中期選舉當前，特朗普在這些方面都處於劣勢。美伊停火、油價回落之後，特朗普的民調沒有繼續下滑，但也沒有回暖。通脹物價仍是美國人第一關心的事，特朗普不敢大幅加碼中東戰事。距離選舉只三個多月，無論是特朗普的選舉壓力，還是他面對伊朗所能採取的手段，都沒比之前的處境更好。

即便到中期選舉之後，特朗普也很難捲土重來。一旦共和黨至少丟失眾議院，在第二任期丟失國會控制權的總統，內政和外交影響力都將大幅減弱，屆時即便特朗普想要重返伊朗，其所能調動的政治資源也大打折扣，美軍在中東所面臨的處境也不會比現在更好。

實際上，如果共和黨丟失眾議院，特朗普後面恐怕要在兩件事上花費不少精力。一是特朗普家族的未來安排，包括商業帝國和政治傳承；二是民主黨人對特朗普的彈劾訴訟，民主黨只需要眾議院的簡單多數票就可以對特朗普發起彈劾，雖然彈劾成功的概率不高（需要參議院三分之二以上票數），但足以給特朗普製造不少麻煩。拚耐力的霍爾木茲海峽博弈，大選周期注定美國拖不過伊朗。

（作者為國金證券首席經濟學家）



▲霍爾木茲海峽再度關閉，刺激國際油價急升。

購買力，加上CCL由2025年3月的低位134.78點，今年6月一度重上160點水平，樓價累積反彈近兩成，部分買家開始轉趨審慎，入市步伐有所放慢。與此同時，世界盃舉行期間，發展商普遍暫緩推售大型新盤；暑假亦陸續展開，不少市民外遊，二手業主放盤步伐放緩，筭盤供應減少，令一、二手市場交投同步降溫。

僅為季節性因素影響

6月份一手成交回落至不足900宗，創16個月新低；踏入7月，一手市場仍然淡靜，平均每日僅錄十多宗成交，較今年1月至5月平均每日約70宗大減逾八成，反映樓市只是受季節性因素影響而短暫放慢。

展望下半年，近期樓市交投放緩相信只是受世界盃及暑假等季節性因素影響，並不代表市場需求轉弱。隨著賽事結束，市場焦點將重新回到樓市，多個新盤亦部署接力推售，購買力有望逐步釋放。若低息維持、股市靠穩，預料一、二手交投可望保持活潑，樓價亦有望維持平穩向好的走勢。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）