

▲美聯儲於今年9月重啟加息，市場關注此舉會否引發AI泡沫的破裂。 路透社

經濟觀察家

如果美聯儲仍處於降息周期，一些關於人工智能（AI）基本面與AI「泡沫」的分歧或許仍可以被暫時擱置，如同2025年底展望2026年一樣。但是，2026年9月美聯儲已重啟加息、且未完待續，展望2027年，需要從宏觀和金融視角審視AI「泡沫」問題。

聯儲加息會戳破AI泡沫嗎？



趙偉 金融熱話

貨幣緊縮是金融泡沫重估的「必要非充分條件」，泡沫本身才是其重估的「充分必要條件」。歷史上，大量引發經濟危機的典型金融泡沫，貨幣緊縮都是泡沫破裂的重要觸發條件，比如美國1929年股市崩盤、1973年「漂亮50」泡沫、2000年科網泡沫與2008年次貸危機，或者日本1989年半導體泡沫、1990年房地產泡沫等。但更完整的經驗是，貨幣緊縮並非必然引發金融危機和經濟衰退，有時美國經濟可以實現「軟着陸」。所以，貨幣緊縮是否會刺破金融泡沫，要以泡沫真實存在為前提。

資本開支尚未狂熱

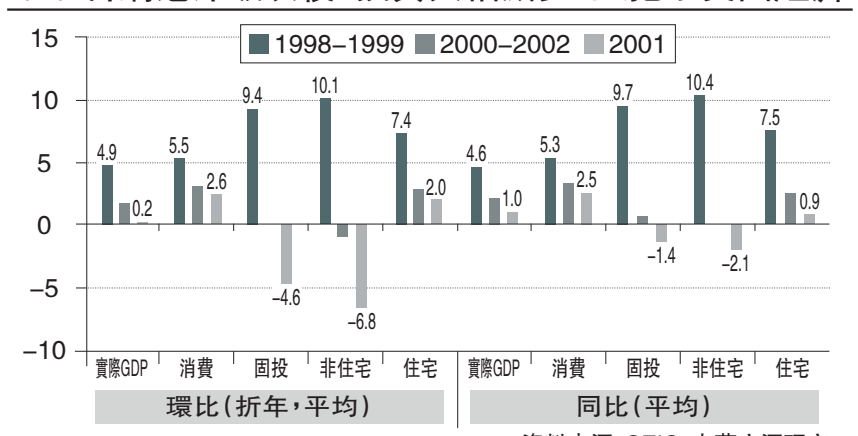
機制上理解，金融泡沫的表現之一是過度加槓桿，而泡沫破裂則對應着激進地去槓桿，區別僅在於主體、客體和中介。實體層面，美聯儲加息將提高融資成本，壓縮企業資本開支意願，減少其他企業的現金流（A的支出就是B的收入）。槓桿層面，利率上升會降低抵押品價值，提升槓桿率。所以，如果美聯儲持續加息，或將有愈來愈多的企業進入到明斯基（Minsky）定義的「龐氏融資」階段——現金流不足以覆蓋到期債務的利息，資本開支和信用擴張周期將被逆轉，泡沫也將被清算。

所以，首要問題是：AI「泡沫」是否存在，如果存在，有多大？本文並非探討股票估值層面的「泡沫」，因為如果僅僅是某個板塊的估值泡沫，風險往往是技術性的，而非系統性的。下文先從宏觀金融層面識別資本開支—信用擴張周期所對應的經濟衰退風險。

宏觀面，金融不穩定性來自於實體部門的過度借貸行為，企業部門多與產業投資有關，居民部門則多與住房按揭有關。AI資本開支擴張的斜率極為陡峭，但累計幅度依然不高，且美國企業部門總體上仍在去槓桿，畢竟2025年以前AI投資主要依靠自由現金流。2021至2026年上半年，美國非住宅投資佔國內生產總值（GDP）比重提升了約1.5個百分點，低於2010至2014年頁岩革命時期約2.3個百分點，與歷史上典型的科技投資浪潮比較，當前AI資本開支周期或仍處於偏早期階段，難言狂熱。

截至2026年11月5日，全球AI企業的償債能力依然穩健，基礎設施和應用端部分企業存在壓力。樣本企業的對沖融資、投機融資和龐氏融資佔比分別為72.2%、12.4%和15.3%，對沖融資仍佔主導。其中，芯片／半導體和能源／電力板塊最穩健，基礎設施、模型和應用板塊部分公司的償付壓力開始顯現。芯片／半導體企業對沖融資佔比為94.9%，能源企業為73.2%，二者債務情況相對穩健。基礎設施和AI應用企業龐氏融資佔比分別為12.5%和23.3%，模型企業為42.9%。總體看，上游設備及能源供應與下游算力建設、模型及應用企業之間，融資負擔呈現分化。

(%) **科網泡沫破裂後 投資大幅減少，並拖累美國經濟**



資料來源：CEIC、申萬宏源研究

償付風險總體可控

動態看，近年來，樣本企業的償付能力有所改善，相較於2000年初科網泡沫時期有一定的「安全邊際」。截至2026年11月5日，全樣本龐氏融資佔比由2020年二季度的21.9%下降到了15.3%，顯著低於科網泡沫時期39.1%的峰值。分板塊看，應用、能源和半導體企業的融資覆蓋狀況改善，基礎設施企業變化不大，模型企業惡化，但主要受到新增企業納入樣本的影響。

具體而言，AI應用企業龐氏融資佔比由42.9%降至23.3%，軟件企業的訂閱收入持續增長、費用率下降，融資壓力有所緩解；能源企業對沖融資佔比由43.5%升至73.2%，半導體企業由84.6%升至94.9%，盈利覆蓋能力均有所增強；AI基礎設施企業龐氏融資佔比由18.5%小幅降至12.5%，融資覆蓋狀況基本穩定。AI模型企業龐氏融資佔比由零升至42.9%，其中谷歌和Meta仍保持對沖融資狀態，融資壓力更多集中於新進入的模型企業。

展望2027年，AI企業或面臨收入、盈利和利率的三重壓力測試，在各情景下，龐氏融資佔比均上升。本文測試三種單一衝擊及聯合情景：衝擊一：收入增速下調20個百分點；衝擊二：利潤率下降5個百分點；衝擊三：風險中性利率上行100個基點；衝擊一將使龐氏融資佔比從15.3%提升至36.4%，接近科網泡沫破裂時期的峰值39.1%。聯合情景下，龐氏融資佔比升至49.8%。分板塊而言，風險主要集中在基礎設施和應用兩組，觸發點在AI收入兌現不及預期，利率僅起到放大作用。

總結而言，截至今年11月5日，**AI產業鏈企業的償付風險總體可控，微觀企業的尾部風險或仍是非系統性的**。原因主要包括：1）雖然AI資本開支擴張的速度較快，但累積強度有限，且2025年之前主要依賴於自由現金流；2）2001年初以來，由於盈利的高速增長，美國企業全口徑槓桿率持續下降，償債率處於歷史低位；3）AI企業的償債能力依然穩健，企業債還本付息的壓力主要在2030年之後。

所以，我們認為，應當密切關注AI產業鏈的金融脆弱性，但也應警惕「AI泡沫即將崩潰論」。

警惕信用周期收縮

歷史上，通用技術革命幾乎無一例外地以資產泡沫破裂、金融危機和經濟衰退而終結。前文的論述表明，從資本開支和信用周期角度看，截至目前，AI「泡沫」尚未演化到「一發不可收拾」的程度，部分企業的融資風險或仍是非系統性的。但從長周期視角看，歷史經驗顯示，通用技術革命與金融泡沫是一組孿生現象，而當泡沫演繹到一定程度後，終將走向清算。

從資產價格見頂到資本開支增速見頂，或標誌着經濟與信用周期從正循環向負循環切換，此後從微觀到宏觀，金融脆弱性或將不斷強化。美國2000年初科網泡沫破裂前夕依次經歷了「美聯儲加息—金融條件收緊—股價見頂—資本開支增速見頂—經濟放緩—經濟衰退」，再往前則是始於九十年代初的資本開支和信用擴張周期。類似地，無論是1929年美股泡沫的破裂及「大蕭條」的發生，還是1989至1991年日本半導體和房地產泡沫的相繼破裂及之後「失去的十年」，都經歷了從正反饋到負反饋的切換。

值得強調的是，科網泡沫之後，美國經濟實際上經歷了一次「深度衰退」和漫長的無就業復甦（jobless recovery）。按照NBER（美國全國經濟研究所）的定義，美國經濟的衰退區間為2001年4至11月，歷時8個月，2001年一季度和三季度實際GDP環比分別為–1.3%和–1.6%（折年），但全年維持正增長。

比較而言，這似乎是最溫和的衰退。但與1998至1999年相比，2000至2002年美國GDP和固定資產投資增速都出現了斷崖式的下滑，實際GDP環比增速從4.9%下降到了1.7%（2001年為0.2%），固投、住宅投資和非住宅投資環比增速分別從9.4%、10.1%、7.4%下降到了0.0%、–1.1%和2.9%（2001年分別為–4.6%、–6.8%和2.0%）；而且，即使2001年底便開始了「復甦」，但失業率上行趨勢及非農就業人數的下行趨勢一直延續到了2003年中才反轉。這是一次典型的「無就業復甦」。一般而言，典型的金融泡沫破裂後會導致私人部門資產負債表受損和信用周期的收縮，經濟損失不可低估。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）

APEC峰會深化港深五維度合作



方璇 一方之言

2026年APEC領導人峰會落戶粵港澳大灣區，形成了香港承辦財長會議、深圳舉行領導人峰會的獨特格局。作為APEC獨立成員經濟體，香港具備國際規則對接、環球財資運作與專業服務輸出的核心優勢；深圳則坐擁全產業鏈體系、硬科技創新與數字經濟產業底座。

兩地稟賦互補、功能錯位，本屆APEC峰會不僅是一場國際盛會，更是港深深化一體化、共同布局亞太市場的戰略窗口期，有望將短期外事流量轉化為長遠的產業增量、規則增量與開放增量。

對香港來說，本次APEC系列會議是鞏固亞太國際財資中心、專業服務樞紐地位的關鍵契機。長期以來，香港是APEC區域跨國投融資、風險管理、商事仲裁與會計法律服務的核心平台。依託峰會多邊財金對話機制，香港可集中展示離岸人民幣業務、綠色金融、ESG合規認證、可持續投融資等核心能力，進一步拓寬與東盟、東北亞等APEC經濟體的金融合作網絡。

與此同時，香港可充分發揮「超級聯繫人」功能，為深圳，以致大灣區高新技術企業出海鋪路，搭建「內地研發生產、香港國際融資、全球市場布局」的成熟產業合作範式，強化自身服務實體經濟、對接亞太經貿的核心價值。

對深圳來說，承辦APEC最高級別峰會，是其對外展示高質量發展成果、集聚全球高端創新資源的重要里程碑。作為全國數字經濟、先進製造、新能源產業的核心載體，深圳可藉峰會國際舞台，輸出科技創新與產業升級經驗，對接APEC成員經濟體的科研機構、跨國企業與產業資本，推動跨境聯合研發、高新技術產業合作落地。同時，峰會帶來的國際化辦會標準，將持續倒逼深圳優化口岸通關、國際人才服務、涉外商務配套等軟硬基礎設施，進一步提升城市國際化治理水平與全球資源配置能力，讓前海、河套等制度型開放平台的改革成果，成為APEC區域開放合作的示範樣本。

立足峰會戰略機遇，港深可從五大維度深化高層次協同，打造大灣區參與亞太區域合作的核心引擎。

其一，共建亞太可持續金融合作體系。兩地可發揮各自監管與產業優勢，香港負責對接國際ESG標準、綠色債券認證、離岸綠色融資服務，深圳負責綠色產業項目落地、技術驗證與場景應用，以前海為核心試點，構建「國際融資—項目落地—標準輸出」的閉環模式，擴大大灣區在亞太綠色金融市場的話語權。

其二，強化深港創新鏈跨境協同。以河套深港科技創新合作區為核心載體，對接APEC人工智能治理、數字貿易、數據安全等前沿議題，落地跨境科研數據安全流動試點，延續「香港基礎科研攻關、深圳產業化落地轉化」的經典協同模式，聯合參與亞太新興產業規則與技術標準制定。

促進智庫成果轉化

其三，聯合拓展亞太數貿與知識產權服務。整合香港國際商事服務、知識產權保護、跨國爭議解決優勢，搭配深圳跨境電商、供應鏈貿易、數字產業優勢，共同服務APEC區域中小企業國際化發展，推動區內電子認證、電子簽章、貿易便利化規則互認互通。

其四，布局新興產業區域合作標準。針對低空經濟、新能源、節能減排等前沿賽道，港深可聯合打造產業示範場景與最佳實踐案例，借助APEC多邊交流平台，參與亞太新興產業行業標準研討，搶佔新質生產力領域的區域合作先機。

其五，優化跨境流通與智庫成果轉化。依託APEC國際商務往來需求，進一步推動港深口岸通關便利化、商務人才跨境流動機制優化，聯合舉辦配套工商論壇，實現國際嘉賓「一訪兩城、資源共享」。同時整合兩地智庫資源，聯合發布亞太經濟、區域合作研究成果，跟進落地APEC各項合作共識。

整體而言，APEC峰會的價值不在於一時的曝光度，而在於長效的機制建設與成果轉化。未來港深需建立峰會後常態化合作承接機制，依託前海、河套先行先試優勢，循序破解跨境監管、要素流通、規則對接等痛點，將本次峰會的區域合作契機，轉化為大灣區深度融入亞太經濟體系、參與全球高標準經貿合作的持久動能。

（作者為香港中國企業協會財會專業委員會常務副秘書長）

港租金續升 上車與投資者入市增



馬泰陽 樓市朝陽

若想前瞻香港樓市走向，租金絕對是最具參考性的領先指標之一。雖然近月傳統租務旺季已過，但本港住宅租金非但未見回軟，反而徘徊歷史高位，成為牽動整體物業市場回暖的「引擎」之一。

數據最能印證這股強勢。差估署早前公布的9月份私人住宅租金指數持續破頂，今年首9個月累升約5.8%，持續破頂；若參考更貼近市場最新脈搏的美聯「租金走勢圖」，10月份平均實用呎租報約40.84元，按月再微升約0.05%，連續3個月穩守約40.8元以上高位，續創歷史次高水平。綜觀首10個月，美聯「租金走勢圖」累漲達約5.45%，不僅遠超去年全年約2.8%，亦跑贏2024年的5.16%，創近3年同期最強升勢。

事實上，近年這股租務熱潮已非單純短期季節現象，而是源於人口結構與本港教育政策的深層轉變。隨着特區政府各項輸入人才計劃持續吸納人才到港，加上政府積極打造「留學香港」品牌，外來住屋需求正節節攀升。

然而，本港八大資助院校宿位長期供應緊絀，不少負笈來港的學子，甚至本地學生亦需轉投私人市場物色居所。據估算，本學年全港學生宿位缺口超過6萬個，這批龐大且具承租力的剛需，直接為私人屋苑注入持久動力。在供需失衡短期難解下，未來租賃需求及租金走勢依然看俏。

在強勁剛需支持下，全港指標屋苑租金呈現「全面開花」之勢。以傳統十大屋苑為例，今年首10個月平均呎租無一例外全線報升，其中6個屋苑更跑贏大市。港島區表現最為凌厲，康怡花園呎租期內急升約12.8%傲視同儕，海怡半島與太古城亦分別錄得約9%及8.7%的顯著進賬；九龍區黃埔花園同樣錄得約11.6%的雙位數升幅；新界區映灣園及沙田第一城則分別上揚約7.2%及6.6%，至於其餘屋苑亦錄得穩步增長，足證租務旺勢正全面覆蓋各區及各階層物業。

租金持續攀升，更進一步引發「租轉買」與長線投資的連鎖反應。對不少租客而言，當前「供平過租」的誘因已達近年頂點，與其每年承受加租壓力，不如趁勢「轉租為買」鎖定居住成本；而對於長線投資者來說，現時不少屋苑享有約4厘甚至以上的租金回報率，這份穩定現金流在環球政經充滿不確定性下別具吸引力，促使資金加速流向收租物業。

信心轉強 豪宅成交破頂

除了中小型住宅受惠外，這股「磚頭吸金潮」更在頂級豪宅市場產生協同效應。面對外圍環境波動，環球高淨值資金視香港為資產避風港，推動今年截至11月9日逾億元一手超級豪宅成交急增近五成至150宗，吸金約286億元，雙雙改寫2013年一手新例實施以來紀錄。西半山天御、寶峰及九龍緹外等指標豪宅相繼錄得天價成交，反映頂尖購買力正競相入市。

市場信心轉強，亦體現在國際大行與發展商的積極部署上。花旗銀行最新預測明年本港樓價及租金將雙雙再升6%，一手成交量有望重上2.2萬伙。發展商方面，新世界與華潤置地合作的元朗南第二期早前便斥逾8.74億元完成補地價，每呎樓面補價較第一期大升近24%，而新世界近兩年於北部都會區累計補地價更逾31億元，反映其以真金白銀看好後市。

總括而言，當租金升勢確立「供平過租」格局，配合人才剛需釋放與資金加速流入等各項因素持續發酵，本港樓市已具備由租務帶動買賣的穩定基礎，後市表現值得看高一線。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）

責任編輯：呂泰康