

灣區瞻勢

詹培勳 | 瞻行資本創始人



以耐心資本重塑科技競爭力

國家創業投資引導基金的正式啟動，並非一次常規性的政策加碼，而是一個清晰的時代信號：在人工智能深刻改寫全球科技與產業格局的背景下，中國正以更大規模、更長周期、更系統性的資本工具，回應新一輪科技革命帶來的挑戰與機遇。

從政策設計來看，該基金聚焦種子期、初創期和早中期企業，設置長達20年的存續期，強調市場化運作、不設地域返投要求，並以「耐心資本」陪伴科技企業長跑。這一定位，直指當前中國創投體系中最突出的結構性短板——長期資本不足、早期風險承擔能力薄弱。

人工智能打開的，不只是單一產業窗口。當前，人工智能不再只是資訊技術領域的一項工具性突破，而正加速向新材料、生物科技、量子計算、能源、先進製造等基礎與前沿領域滲透。算法、算力與數據的深度融合，正在重塑科研範式，壓縮「從發現到應用」的時間尺度。

在這一背景下，科技創新的不確定性顯著上升，單一項目的投入周期更長、風險更高，卻也可能產生顛覆式回報。

筆者近年曾在粵港澳大灣區多地，參與多場聚焦「投早、投小、投硬科技」的創投專場活動，無論在深圳、廣州還是香港的科研與投資對接場合，都能明顯感受到初創投資生態正在加速完善。高校科研成果更願意走向市場，政府與產業雙方對硬科技的理解亦在加深。

同時也必須看到，不同區域、不同產業之間，獲得資本青睞的程度仍存在明顯差異。一些真正處於技術早期、尚未形成清晰商業模式的項目，即便具備長期潛力，在現實中仍面臨「活不過早期」的資金壓力。這正是耐心資本最稀缺、也最關鍵的環節。

以制度化耐心，放大大國體制優勢。放眼全球，美國之所以在人工智能、生命科學、半導體等多個前沿領域保持領先，除了其全球頂尖高校體系與開放科研環境外，也離不開美元資本長期、持續與高風險容忍度的投入機制。從國防高級研究計劃局（DARPA）模式到高校基金會，再到成熟的風險投資生態，耐心資本始終是源頭創新的重

要支撐。我國在此時啟動國家創業投資引導基金，正是在全球科技競爭白熱化的關鍵窗口期，補上「長期資本」這塊短板，可謂一場及時雨。

與過去以產業補貼或單點扶持為主的政策工具不同，此次引導基金更強調「標杆性」與「示範性」。政府不直接干預具體投資決策，而是通過政策導向、期限設計與風險分擔機制，撬動市場力量深度參與。

這種做法，本質上是將我國的大國體制優勢，轉化為一套更接近國際一流創投體系的資本配置方式——用制度安排對沖不確定性，用長周期對抗短期波動。

香港：在源頭與終局兩端發力。在這一國家級戰略布局中，香港的角色尤為關鍵，也尤為獨特。

一方面，香港擁有國際一流的大學與科研基礎，在人工智能、生物醫藥、量子科技等領域具備深厚的源頭創新能力；另一方面，香港同時擁有成熟、開放的金融市場與專業服務體系，是連接全球資本與中國科技企業的重要節點。

近年來，香港已陸續推出「創科產業引導基金」、「產學研1+計劃」、港投公司等政策工具，方向清晰，重點在於持續做實，避免短期化。

未來香港可在三個層面持續發力：一是發揮國際人才樞紐功能，強化科研人才與內地創新場景的雙向流動；二是提升產學研轉化效率，讓科研成果更快對接內地龐大的產業體系；三是在資本市場端，為長周期科技投資提供更友善的制度與退出環境。

服務國家所需，貢獻香港所長。國家創業投資引導基金的啟動，標誌着中國科技創新投資正式進入「拚耐心、拚體系、拚協同」的新階段。這不僅是一項財政或金融政策，更是一場關乎未來產業主導權的長期布局。

對香港而言，能否在這一進程中找準自身定位，關乎自身創科轉型的深度，也關乎融入和服務國家發展大局的高度。在源頭創新與資本市場這首尾兩端發力，正是香港最具優勢之處。

香港以國際化、專業化、制度化的方式深度參與耐心資本體系建設，既是在回應國家所需，也是在發揮自身所長。

AI 泡沫論的估值和財務憂慮釋疑

吳煒

近幾個月來，AI 泡沫論在資本市場流傳，導致市場陷入波動狀態。筆者於本文梳理AI 泡沫論的估值和財務憂慮的主要觀點及其論據，並探討其中的邏輯真偽，以期釐清AI 投資的未來方向。

AI 泡沫與估值過高論調

AI 泡沫論是指，當前人工智能領域的投資熱潮，已經呈現出類似於上世紀九十年代末互聯網泡沫的股票市場泡沫，AI 行業的估值和投資規模已遠超其實際技術和商業價值，這種表面的非理性繁榮可比歷史上的投機泡沫，最終將導致過剩產能和金融崩潰。這一觀點在今年，尤其是近幾個月，隨着科技巨頭公布巨額資本支出計劃和初創公司高估值，引起了愈來愈多市場人士的關注。

風險投資近年湧入AI 初創公司，2024 年投資金額增長62%，但估值不少有炒作嫌疑，而且難以用收入、盈利、現金流等可持續回報指標衡量。例如由OpenAI 前執行長Mira Murati 新創的AI 公司Thinking Machines，其在無產品情況下的最新估值已達500 億美元，意味着公司長期發展的最樂觀年度盈利，需要達到100 億美元才可以消化。同時，大型科技巨頭如亞馬遜、Meta、谷歌、微軟、甲骨文等的資本支出，在最新季度合計達1,060 億美元，未來可能出現數據中心和算力過剩。

AI 與互聯網泡沫不同

筆者認為上述論據不無道理，但有以偏概全之嫌。Thinking Machines 估值確實偏高，但AI 行業的投資現狀和互聯網泡沫時期相比，還是有很多不同的。首先，在2000 至2002 年互聯網泡沫爆破及之前時期，並沒有成型的互聯網龍頭公司出現，即使是後來的代表公司亞馬遜也是到2003 年才開始盈利。而目前的AI 相關各賽道，均有市場地位穩定、競爭優勢突出的龍頭公司，包括英偉達、博通、微軟、谷歌等。

其次，彼時在納斯達克指數上市的互聯網公司，絕大多數是處於虧損狀態下的估值過高，而不是盈利狀態下的估值過高，從而導致市場綜合市盈率高達100 倍。而目前的AI 龍頭公司均有穩定的收入、盈利和現金流，整個市場的綜合預期市盈率在40 倍以下，未到狂熱。

再者，彼時的資本市場股市槓桿率過高，槓桿斷裂時出現了多米諾骨牌的衝擊效應，導致了最終暴跌74% 的泡沫爆破危機。而目前市場整體槓桿率處於健康水平，價格支持的相當部分來自盈利企業的巨額股票回購和派息，給予了市場信心。

因此，目前的極端泡沫跡象，更多出現在上市前的私人股本（PE）和風險投資（VC）市場，且集中

在個別公司，而並非公開市場的系統性現象。已上市的龍頭公司雖然估值不低，但在流動性充裕、行業前景廣闊、企業競爭優勢持續情況下，不斷增長的收入、利潤和現金流會逐漸消化高估值。投資者此時應該警惕的，是為自己的投資負責，仔細甄別沒有基本面支持的具體個別公司的估值泡沫，而非整體性的估值恐慌。

留心資本支出的健康性

對企業在數據中心和算力的資本支出的健康性評估，亦因應不同公司而異。從財務指標比率看，有強勁經營現金流入的微軟、谷歌的資本支出水平是適當的，而且均有廣大的用戶基礎受益於人工智能部署；亞馬遜、Meta 都有穩定的經營現金流入，即使公布的資本支出計劃較激進，但均處於可調節範圍。唯有甲骨文當前的主業經營狀況難以支持巨額資本支出，因此負債率節節上升，市值的支持來自於其利用美國政府關係，瓜分TikTok 收入的預期，這樣的標的應盡量迴避。

甲骨文亦是AI 泡沫論者所指責的，循環融資和虛假增長的主角之一。前一段時間，英偉達投資OpenAI，後者向甲骨文購買算力資源，而甲骨文再向英偉達購買芯片的閉環交易，形成了至少3,000 億美元的行業需求，受到市場關注。泡沫論者指其不是真實外部需求，而是為了市值管理營造的表面繁榮，一旦其中一家公司出現財務崩潰，將連鎖地對其他參與企業產生負面影響。

這裏的判斷核心在於，釐清OpenAI 大模型發展是否真的需要甲骨文的算力資源服務，而1,000 億美元訂單對英偉達收入貢獻是否顯著，以及投資和訂單的具體落實情況等。客觀來說，我們沒有證據否認有關公司市值管理的動機。這到底是三家企業的戰略互連還是市值管理，留待投資者對公司管理層定性的專業和人品判斷。不過須知道，如果某企業管理層專業和人品有問題，該企業從一開始就不值得投資。

但有一個憂慮是定量數據可以疏解的，即企業為數據中心等資本支出導致的負債水平，不論是表內以發債募集資金，還是表外通過SPV（特殊目的實體）募集資金，行業整體的企業負債率還是健康的，多數科技巨頭也仍處於淨現金狀態。因此，對企業的槓桿水平的擔心更多的還是在個別公司層面，如前述的甲骨文。

綜上所述，AI 泡沫論的估值和財務憂慮雖然有一定道理，但細究下來更多是屬於個別或少數公司情況，而非行業的整體性現象，這時候如果過度恐慌而迴避行業的整體投資機會是不理智的，只是需要更多的公司篩選能力，避免核心競爭力不強卻估值高企的公司。

創科新視野

新田科技城的產學研共創之道



趙汝恒 | 香港理工大學高級副校長(研究及創新)、科技及創新政策研究中心主任

新田科技城作為香港未來科技產業發展的重要戰略計劃，涉及土地規劃、基礎建設、人才吸引、產業生態等多個關鍵領域。本文就新田科技城的定位、時程與政策配套提出建議，旨在以可量化的里程碑評估，在既定十年窗口內達成特區政府創科目標的可行性與關鍵風險；釐清土地與基建投資如何高效轉化為研發動能、人才集聚與企業生態；並提出分階段、可落地的政策工具與治理安排，以提升企業入場意願與長期承諾。決策部門、產學研夥伴及投資界需要形成一致的期望與行動路線，加速新田科技城由「基建就緒」邁向「創新就緒」與「市場就緒」。

十年發展與挑戰

從土地供應、基礎建設與產業定位角度，在《新田科技城創科產業發展規劃概念綱要》的發展策略下，十年時間足以完成首期建設、落地第一批重點企業，並形成可衡量的研發活動與產業聚集，特別是在先進製造、綠色科技、智慧交通、生物醫藥等高潛力方向。這些都是香港當前的戰略性機會窗口。然而，要在十年內完全達成所有創新科技目標，例如將研發總開支相對本地生產總值的比率提升至2%、創科人才規模達10 萬人、先進製造業GDP 佔比5%、培育或引入約30 家具國際競爭力企業，以及推動高強度產學研融合與土地、人才結構性問題的改善，仍具高度挑戰性。

這需要強化多項關鍵配套，方能顯著提升成功機率，包括長期且穩定的創科投資機制、持續引入國際與內地高端人才、深化大學與科研機構及企業的協同研發，以及具競爭力的稅制與土地監管安排等。若特區政府能公布明確階段性目標與量化KPI，並推出企業友善政策（如研發稅務抵免、穩定和透明的用地制度、跨境科研便利措施，以及智慧製造、綠色能源、AI 等大型示範中心與中試平台），將有助於釋放明確政策信號，增強企業信心並促進投資與研發承諾。

從基建轉化為創新動能

需要強調的是，雖然新田科技城的開發規模與建設速度具體且可觀，但從「土地/基建」到「人才/企業生態」的成熟，通常需要7 至15 年的滾動養成期。以公布的規模（約210 至600 公頃、I&T 用地

佔較大比例）計算，十年內可完成大量基建與首期園區，但要將基建轉化為持續產出的研發能量與創業生態，仍需制度韌性與長期投入。研發總開支相對本地生產總值比率及人才目標的實現，高度依賴私營研發投入與高端人才淨流入。特區政府能提供土地與資金，但若將私營研發比例提升至約60%，並把研發總開支相對本地生產總值的比率推升至2%，仍須企業作出中長期研發承諾，同時配合稅務與金融誘因。

人才方面，中高階研發及技術管理人才的流動性受多重非經濟因素影響，包括居住品質、國際教育資源、跨境便利及文化氛圍。若要在十年內不僅吸引，還要留住及壯大關鍵人才群體，必須提供清晰且具預期性的居住與教育政策、醫療保障及通關便利，並打造具吸引力的國際化社區。否則，即使園區建成，人才黏性與研發深度仍可能不足，影響長期創新效益。

治理架構與產學研協同

在企業層面，投資信心取決於治理架構與風險共擔安排，例如專屬開發公司、公私營合作模式、租約機制及知識產權制度。特區政府近日宣布成立產業園公司，並參與洪水橋約23 公頃產業園發展，正體現此方向：透過多元公私合營結構結合市場機制與政策導向，既發揮商業效率，又保障公共利益與長遠目標。而洪水橋片區開發採用「雙信封制」招標，其中七成屬非價格建議的評審準則，在「企業及科技園」用地的發展，讓特區政府能更好地利用開發商與大型投資者的力量，找出最有利於創科產業發展的規劃方案，讓新田科技城能更貼合企業的實際需求。若後續能提供政策沙盒、稅務優惠、土地彈性與績效掛鉤租金減免等措施，將可降低企業決策門檻，推動更多落地項目。

新田科技城要在十年內由「基建就緒」邁向「創新與市場雙就緒」，關鍵在於以里程碑管理導向的政策組合、可預期的企業激勵、具黏性的國際人才生態，以及高效透明的治理架構。其核心是提升跨部門協作，確保政策落地與資源整合。特區政府全資擁有的產業園公司和片區項目的招標模式體現了這一核心理念。唯有如此，方能讓土地與基建投入轉化為長期的創新動能、產業升級與全球競爭力。

教聯筆陣

履行立法會使命責任 推動安全制度革新

張惠達 | 香港教育工作者聯會理事

大埔宏福苑火災的教訓深刻而沉痛，反映出城市治理中需要持續完善的環節。香港社會歷來具備在逆境中奮起、在挑戰中前進的寶貴韌性。新一屆立法會議員將於明天宣誓就任，他們肩負的不僅是法定的監督職責，更是引領社會凝聚共識、重建信心，並在「一國兩制」框架下展現制度優越性的重要使命。

反思治理短板 鞏固社會信任

此次火災反映了法律更新與風險演變之間的節奏落差，不同部門協作中的責任銜接空隙，以及部分市民長期對公共事務參與的疏離感。這種感受若長期積累，可能影響社會互信，動搖市民對治理效能的信心。在「一國兩制」之下，香港的繁榮穩定既建基於其獨特制度優勢，也離不開市民對於制度能夠保障其安全、權益與福祉的堅定信賴。

此時此刻，我們更需準確理解和發揮「一國兩制」的內在力量。「一國」是根本，意味着在香港特區面對困難時，中央始終是堅強後盾，全力支持特區依法施政、服務民生；「兩制」賦予香港特區高度自治權，使其能夠靈活、務實地應對自身社會發展中的具體問題。

立法會作為特區治理體系的重要組成部分，正成為匯聚這一力量的關鍵平台。面對突發事件，立法會議員迅速展開跨黨派協作，深入社區聽取民意，在議會內以專業態度追問事故成因、監督特區政府應對——這正是「愛國者治港」原則下落實團結協作、為民負責的生動寫照，體現了在「一國兩制」之下，香港社會能夠聚焦民生、協力解決問題的合力。

完善選舉制度後，立法會的角色進一步

凸顯，並從監督者轉向建設者，從應對危機轉向引領制度完善。立法會議員應以更廣闊的視野，促進社會各界理性對話，將悲劇帶來的警醒轉化為對提升老舊樓宇安全、城市應急管理體系現代化等議題的切實共識。這要求議員以專業、務實的態度，鎖定關鍵短板，推動制定清晰的改革時間表。

完善制度與監督 築牢安全體系屏障

強化監督效能，確保政策落實，是立法會的重要職責。立法會既要「立法」，也須「問效」。筆者建議設立專項監督機制，跟進特區政府對火災調查報告所提建議的執行進度，尤其要聚焦全港舊樓消防改造計劃的撥款運用、工程進展與品質管控。通過公開聽證、進度報告及官員問責等方式，確保改革承諾落到實處，重建市民對執行力的信任。

搭建特區政府與市民的溝通橋樑，促進社會協作，亦是立法會應發揮的關鍵作用。未來，立法會應推動建立更暢通的民意吸納與回饋機制，在政策形成過程中廣泛諮詢業主、物業管理公司、專業團體及居民組織。同時，可鼓勵並協助社區建立自主的安全預警與互助網絡，將自上而下的制度設計與從下而上的民間參與互相結合，讓安全防護意識深植社區。

從悲劇中汲取的教訓並從而作出的改革，最終要體現為市民重獲的安全感與對未來的信心。這份信心，來自看到消防設備不斷得到更新提升，來自看到法律執行更加有力，來自特區政府各部門協作更高效透明，也來自市民意見受到重視、權利得到保障的實際感受。