

AI 泡沫還是新工業革命?熱潮背後投資者須看清的真相

銘察秋 毫

近一年來，人工智能（AI）已成為全球資本市場最炙手可熱的投資主題。從晶片、雲端運算，到大型語言模型（LLM）、機械人及AI應用軟件，相關企業股價屢創新高，市值不斷刷新紀錄。然而，伴隨市場狂熱，另一種聲音亦愈來愈響亮——AI是否正重演2000年科網泡沫？近期半導體板塊出現明顯調整，加上市場開始質疑大型科技企業動輒數千億美元的AI資本開支能否帶來相應回報，AI泡沫論再次成為華爾街焦點。



陳淦銘
特許公司秘書公會會員、榮譽法律學士、EMBA、證監會會員、人員牌照

市場之所以出現泡沫疑慮，主要有三個原因。

第一，是估值持續攀升。過去一年，美國大型科技股幾乎主導整個美股升勢，資金高度集中於少數AI龍頭企業。不少企業即使盈利增長理想，但市場給予的估值倍數已遠高於歷史平均，投資者實際上是在提前反映未來數年的高速增長。一旦企業盈利稍低於市場預期，股價便容易出現大幅波動。

第二，是AI基建投資規模空前巨大。全球科技巨頭近年持續大幅加數數據中心、GPU、網絡設備及能源設施投資，市場預期未來數年AI相關資本開支仍將維持高位。然而，市場開始關注，企業究竟能否透過AI服務及應用，真正產生足以覆蓋龐大投資成本的現金流？若AI商業化速度低於預期，便可能出現供應過剩及投資回報下降的情況。

第三，是市場情緒開始過度樂觀。每當市場進入單一主題投資熱潮，往往吸引大量資金追逐概念股，不少與AI只有間接關係的企業，只要宣布涉足AI業務，股價便可急升，形成典型的「概念溢價」。這種現象，正是歷次資產泡沫形成的重要特徵之一。

AI與科網泡沫存本質差異

然而，若因此便斷定AI只是另一場科網泡沫，則可能過於簡化問題。

與2000年互聯網泡沫相比，今天AI龍頭企業最大的不同，在於它們擁有真正盈利能力。當年不少科網公司只有概念，沒有收入，更遑論盈利；今天主導AI浪潮的企業，無論是晶片設計商、雲端服務供應商，還是大型科技平台，大多擁有穩定現金流及龐大利潤，AI投資亦建立在成熟商業模式之上，而非純粹依靠市場幻想。部分國際投資銀行亦認為，目前AI龍頭企業盈利增長仍然支持其估值，與當年互聯網泡沫存在本質差異。

更重要的是，AI並非單一產品，而是一場具備平

台效應的技術革命。由晶片、算力、模型、數據，到企業數碼化、自動駕駛、智能製造、生物科技及金融科技，AI正逐步滲透各個產業，其影響力遠超過單一科技產品。從歷史角度看，每一次工業革命初期，都曾伴隨資本市場出現過度投資及估值泡沫，但真正改變世界的技術，最終仍會創造巨大經濟價值。

因此，市場今天面對的問題，可能是「AI泡沫存在於哪些環節」？

釐清產業層次 警惕概念炒作

筆者認為，目前AI產業可大致分為三個層次。第一層，是提供核心基礎設施的企業，包括GPU、高頻寬記憶體（HBM）、光通訊、數據中心及電力設備，這類企業短期仍受惠於全球AI投資周期。第二層，是大型AI平台及雲端服務供應商，其競爭力取決於模型能力、企業客戶及生態系統。第三層，則是大量AI應用及概念公司，部分企業尚未建立穩定商業模式，但估值卻已反映多年後盈利預期，這正是未來最容易出現泡沫破裂的領域。

另一方面，全球監管機構亦開始留意AI可能帶來的金融風險。部分央行及監管機構指出，若市場過度集中押注AI概念，加上高槓桿及相似交易策略，一旦市場重新評估AI盈利能力，可能放大金融市場波動，值得投資者保持警惕。

對投資者而言，現階段最重要的並非猜測AI泡沫何時爆發，而是建立更理性的投資框架。首先，要區分真正受惠於AI的企業與純概念炒作公司；其次，要重視企業盈利能力及自由現金流，而非單純

追逐市值增長；第三，要避免過度集中持有單一AI板塊，適當分散投資，以降低市場調整帶來的風險。

歷史告訴我們，每一次科技革命都會孕育泡沫，但泡沫破裂後，真正改變世界的企業往往仍能脫穎而出。互聯網泡沫催生了今天的全球科技巨頭；AI浪潮亦很可能孕育下一代世界級企業。因此，投資者既無須因市場狂熱而盲目追高，也不應因「泡沫論」而完全錯失AI帶來的長期機遇。

真正成熟的投資，不是押注市場情緒，而是看清技術變革與企業基本面的真正價值。AI或許會經歷估值修正，但人工智能推動全球新一輪生產力革命的大方向，相信仍然不會改變。



●人工智能並不是單一產品，已廣泛應用在醫療保健、教育、食品安全及減少災害風險等領域。
新華社圖片

香港國債期貨啟航：對接「十五五」規劃的戰略新支點

王斌 香港中資期貨業協會副會長，中泰國際期貨董事



2026年8月3日，香港市場將迎來一個標誌性時刻——五年期中國國債期貨正式掛牌交易。這不僅是香港金融產品版圖的一次重要補白，更是香港在金融領域對接國家「十五五」規劃、深化兩地金融市場互聯互通的重大舉措。對於香港期貨行業而言，這既是機遇，也是責任。

補齊拼圖：從「能買」到「能管風險」

過去十年，「債券通」「互換通」等機制先後落地，國際投資者參與中國債券市場的通道日益暢通。截至2026年5月底，境外機構持有中國國債規模已達約2萬億元人民幣。現券配置的大門敞開了，但風險管理的工具箱卻始終缺一件趁手的「利器」。

此前，境外投資者對沖人民幣利率風險，主要依賴場外利率互換（IRS），不僅存在對手方風險、交易成本偏高，還需面對swap spread等額外風險敞口。香港國債期貨的推出，恰好填補了這一空白。作為交易所標準化產品，其期貨保證金槓桿的特性，資金效率更高，操作摩擦更低。

香港證監會主席黃天祐博士明確指出，推出國債期貨是香港在金融領域對接國家「十五五」規劃、進一步推進與內地金融市場互聯互通的重大舉措，也是香港助力人民幣國際化、發展為全球固定收益及貨幣市場中心的里程碑事件。

戰略落地：從「完善」到「爭定價權」

2026年正值國家「十五五」規劃開局之年。規劃明確支持香港鞏固提升國際金融中心地位，強化全球離岸人民幣業務樞紐、國際資產及財富管

理中心、國際風險管理中心的角色。國債期貨的推出，正是這一戰略方向的具象落地。

行政長官李家超表示，隨著市場對人民幣計價產品和相關避險金融工具的需求日增，在香港推出國債期貨是一個重要的發展里程碑，將進一步吸引國際投資者參與內地債券市場並長期持有人民幣國債，鞏固香港債券中心地位。

從更宏觀的視角看，這一產品的戰略意義體現在三個層面：

其一，完善人民幣資產的風險管理基礎設施。國債期貨與「債券通」「互換通」形成協同效應，構建起從現券投資到利率風險對沖的完整閉環。國際投資者可在香港一站式完成人民幣債券的配置與風險管理，操作複雜度與合規成本顯著降低。

其二，鞏固香港離岸人民幣樞紐地位。滙豐亞太區主席王冬勝指出，足夠豐富的境外人民幣投融资渠道，可以增加海外企業和投資者繼續使用和持有人民幣的意願。國債期貨正是這一生態建設的關鍵一環。

其三，助力爭奪人民幣資產定價權。香港證監會行政總裁梁鳳儀表示，中國國債正逐漸成為非美元資產配置的重要選項。離岸國債期貨的活躍交易，有望增強中國國債收益率曲線的國際定價屬性。

2017到2026：從「試水」到「戰略配置」

這並非香港首次嘗試國債期貨。2017年4月，港交所曾推出五年期中國財政部國債期貨，但市場反應冷淡，合約成交與持倉均不理想，當年底便告暫停。

時移世易。彼時境外機構持有中國國債僅約8,000億元，如今已增長至2萬億元；彼時「債券通」剛剛起步，如今「互換通」已平穩運行數年，兩地監管協作機制日趨成熟。更重要的是，

全球地緣政治格局深刻變化，人民幣資產的「避風港」屬性日益凸顯。這一次，市場土壤已然不同。從2017到2026年，變化的不僅是市場規模，更是市場邏輯本身——從「被動持有」走向「主動管理」，從「試水布局」走向「戰略配置」。香港國債期貨的再次推出，恰逢其時。

港期貨業：從「託管做市」到「套保套利」

國債期貨的推出，對香港期貨行業而言意味着多重機遇：

一是產品生態的豐富。港交所主席唐家成指出，這是香港固定收益及貨幣（FIC）產品生態圈建設的重要里程碑。國債期貨將與現有的人民幣產品形成互補，讓投資者更高效地管理利率風險。

二是國際資金流入的催化劑。高盛研報測算，若外資持債佔比從目前的2%提升至10%，港交所相關衍生品年收入可增厚約36億港元。對行業而言，這意味着交易量、託管量、清算量的全面提升。

三是專業能力的淬煉。從託管做市到套保套利，從跨境期現聯動到為客戶提供「現券+互換+期貨」的一站式方案，香港期貨機構將在服務國際投資者的過程中錘煉自身核心競爭力。

結語：香港國債期貨的推出，不是簡單的產品擴容，而是人民幣債券市場從「能買」走向「能管風險」的關鍵一步。它不會在一夜之間帶來巨量資金流入，但它將讓外資配置中國債券這件事變得更專業、更穩定、更可持續。

對香港而言，這是鞏固國際金融中心地位的又一重要基石；對業界而言，這是對接國家戰略、服務實體經濟的歷史性機遇。2027年香港回歸三十周年在即，國債期貨的啟航，正是這座城市金融創新與「一國兩制」優勢的又一次生動註腳。

穩定幣、金融科技與新興市場增長機遇（三之三）

梁澤明 Hashkey Capital 研究員

本欄有關穩定幣、金融科技與新興市場三者聯動發展的分享來到尾聲，本文會聚焦在新興市場的穩定幣與金融科技機遇。

新興市場有望成為穩定幣賦能金融科技的最關鍵應用場景之一，原因在於該地區的痛點更易被識別。在非洲，由於銀行服務覆蓋率和信用卡持有率較低，移動支付快速發展。這類數字錢包相比傳統銀行服務更易獲取，也更貼近當地用戶需求。

儘管美元是全球最主要的貿易結算貨幣，但在新興經濟體中，獲取美元的渠道仍然十分有限。大西洋理事會報告顯示，全球54%的出口貿易以美元結算，高達88%的外匯交易以美元計價，因而獲得美元儲備成為全球企業維持運轉的必要條件。然則，在嚴格的外匯管制下，新興市場企業獲取美元十分困難，尤其是在撒哈拉以南非洲等地區。由於非洲各國貨幣之間流動性較差，區域內跨境支付成本高、效率低，因而不得不借道美國銀行中介機構完成交易，但也帶來了結算延遲和中轉費用的新問題。而自2011年以來，支持跨境資金流動的活躍代理銀行網絡縮減了約40%，進一步加劇了這一問題。美元獲取只是問題的一部分。

對於向海外擴張的發達市場企業而言，資金匯回同樣面臨諸多挑戰。企業在新興市場以當地貨幣收款後，不僅需要承擔波動較大的匯率風險，還必須依賴中介機構將資金匯回總部，並支付高額手續費、承受數日的結算延遲以及較高的外匯兌換成本，從而導致資金使用效率下降並增加貨幣風險。

穩定幣為金融普惠助力之一

在這些市場中，穩定幣既能服務零售消費者，又能滿足企業客戶的需求。以尼日利亞為例，該國不僅是非洲最發達的經濟體之一，也是非洲穩定幣交易規模最大的市場。

尼日利亞央行已設定目標，於2028年前將金融普惠率提高至95%，反映出監管對數字金融和普惠金融發展的積極支持。PalmPay等移動優先的金融科技平台具備天然優勢，能夠充分受益於穩定幣整合帶來的疊加效應，因為它們本身已連接龐大的用戶和商戶網絡。PalmPay同時覆蓋B2B與B2C支付場景，提供零手續費轉賬、繳費、儲蓄賬戶、即時信貸服務，以及面向消費者與商戶的支付處理服務。目前，該平台在非洲多個市場擁有逾110萬商戶及逾3,500萬用戶，年化交易規模達近千億美元。

Paga的發展則提供了另一個值得關注的信號。該公司近期與Crossmint達成合作，將多鏈穩定幣基礎設施引入非洲市場，這反映出非洲金融科技企業正逐步探索，將可編程錢包和穩定幣結算網絡嵌入既有支付體系。作為拉丁美洲最大的經濟體，巴西佔據了該地區近60%的金融科技市場份額，且超過80%的線上支付通過數字錢包完成。與其要求用戶下載獨立的加密錢包，不如將穩定幣能力直接嵌入用戶熟悉的金融科技產品後台。借助這些平台既有的用戶基礎、競爭壁壘及網絡效應，穩定幣有望更快實現規模化應用。

結論：展望未來，金融科技行業的競爭焦點將逐步轉向誰能夠在統一平台上提供穩定幣原生銀行服務、可編程資金管理、跨境支付與貿易、數字錢包以及創新信貸產品等綜合能力。

新興市場依然蘊藏著巨大的增長潛力，而那些已經建立規模效應和用戶信任的企業，有望將先發優勢進一步轉化為長期競爭壁壘。（完）

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

通脹致短期加息 長期減持美債趨勢難改

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

美國與以色列對伊朗戰事欲斷難斷，幾星期相對平靜，看來趨於和談成功，突然又取消，時機剛是特朗普跟北約成員會面，表達不滿，希望各方負擔更多防衛開支，向美國購買軍備等。換言之，究竟伊朗在霍爾木茲海峽做什麼或不做什麼，未必重要。

油價未重上90美元關 暫不悲觀

雖說戰火重燃，實際上外界不太悲觀。起碼油價未重回戰事初期的每桶90美元至100美元區間，當時正是由此導致通脹向上，催生通脹預



●美國加息預期升溫，長債收益率高企。有分析認為投資者須面對美國長期債台高築的難題，減持美元美債趨勢難改。
資料圖片

期，各地央行貨幣政策取態，由減息轉為加息基調。

對於美元美債等，在環球多元資產組合的配置，長中短期，各有不同考慮。長期而言，美債危機，愈演愈烈，已成為長期結構難題，美國官方實際上無計可施，幸好過去40多年，美國與各貿易夥伴，有著共生關係，貿易夥伴出口到美國，賺取外匯，從外匯儲備中，撥出部分買美債，支撐日益膨脹的美債規模，即使同一時間，美國官方財政根本不可能大動作減開支或增稅收。問題是，當上述自由貿易的關係轉差，一切自然有變。

關稅戰破壞共生 美元資產失信心

而觸發此變者，跟特朗普去年發起關稅貿易戰，關係至深。外界驚訝，竟可把原本行之有效的方式放棄，改為兵行險著，以較為激進的方式，作出實驗嘗試，結果一試出事，金融市場的反應最客觀真實，美元資產股匯債俱跌，拖累全球資產急跌。市場人士擔心共生關係因此完全改變，對美元美債失去大家信任，絕非一時三刻之事。

短中期而言，早前因中東戰事刺激油價，然後帶起通脹和加息預期，加息有望為美匯爭取一點支持。但，這又並非絕對。因為很簡單，美聯儲

可加息，歐央行或英倫銀行一樣可以，甚至更進取。故此，以應付通脹而加息，帶給美匯之優勢，未必真的那麼明顯。

長債息高企 結構難題在

綜合而言，30年期美債拍賣息率於5月份突破5厘關後持續反覆高企；歐央行則認為6月加息不應視為純粹買個保險，而是穩健做法，在政策展望，已有接近3次各25點子的加息預期在內，整體通脹預計在2027年上半年之前，仍將大幅高於歐央行目標水平；日本方面，10年期債息亦見三十年高位，甚至令日本官方據悉打算修改貨幣政策措詞，以免被誤解為對日央行施壓云云。

誠然，短期加息周期形成，相信已漸反映。上述債息高企現象，正好符合債價債息反向關係的基本原理，亦意味着即使有美以伊戰事，但並未掩蓋投資者面對美國長期債台高築的結構難題，延續去年開始的減持美元美債行動，至於過程中是否加速增持黃金，抑或保持均速，並不礙事。

總的來說，由央行外匯儲備，到機構投資者，甚至老百姓個人，大家都在減持美匯美債，這點維持不變。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）