

理性看待科技赛道估值分化 耐心资本要靠制度滋养

——访上海交通大学上海高级金融学院金融学讲席教授朱宁

证券时报记者 韩忠楠 余世鹏

2026年是“十五五”开局之年,也是中国经济转型升级的关键之年。当下,内需潜能正在激活,产业对外开放逐步深化、人工智能深度重塑产业变革……多重主线交织并进,共同勾勒出一幅机遇与挑战并存的图景。证券时报记者近日就此专访上海交通大学上海高级金融学院金融学讲席教授朱宁,围绕市场周期规律、宏观政策路径与科技金融变革等核心议题展开深入解读。

学界和业界对朱宁并不陌生,他因“刚性泡沫”分析被市场熟知,但很少有人知道背后的经济逻辑和思想底色。在朱宁看来,市场波动的底层逻辑始终植根于人性与预期的变化。当市场共识高度趋同时,短期价格必然上涨。但过快过猛的涨幅往往催生泡沫,市场需高度警惕阶段性回调风险,理性看待科技赛道的估值分化。



朱宁,上海交通大学上海高级金融学院金融学讲席教授,曾任清华大学讲席教授、美国加州大学金融学终身教授、早稻田大学访问教授。

朱宁的研究领域是行为金融学、中国宏观经济与金融市场,卖空、破产与重组及公司财务与收购兼并。他曾在顶级国际期刊发表高水平学术论文20余篇,著有《刚性泡沫》《投资者的敌人》和《投资者的朋友》等著作,并被翻译成多种语言。2018年朱宁教授获孙治方金融创新奖著作奖,2021年—2025年连续5年入选爱思唯尔(Elsevier)“中国高被引学者”榜单。

经世济民,在真实世界中理解市场与人性

证券时报记者:您在北京大学求学阶段受林毅夫等学者启蒙,赴耶鲁深造时,师从行为经济学奠基人、诺贝尔奖得主罗伯特·席勒。这些学者分别给您带来怎样的影响?您又是如何融会贯通,搭建起自成体系的宏观经济分析框架?

朱宁:我是非常幸运的学者,1993年进入北大求学,恰好是中国经济思想争鸣的活跃期,林毅夫、周其仁等学者从海外带来前沿理论,且结合中国经济改革实践做出很多研究,给我带来关键的学术研究启蒙;经济学家陈岱孙那句“经济学是经世济民之学”的教诲,则让我始终关注现实问题。彼时,我们一边

学习现代经济学,一边直面国企改革、银行业变革等现实课题,这让我在研究初期,就比较拒绝“黑板经济学”,坚持理论回应真实社会问题。

如果要概括我的思想底色,核心两点:第一是实事求是,不过度依赖数理模型分析,而是在厘清事实的基础上,客观还原市场;第二是注重人文视角和博弈思考,既关注人的非理性行为,也关注市场和政府之间的互动反馈。

证券时报记者:您的从业经历横跨国内外高校和各类大型金融机构,对国内外金融市场也有持续跟踪研究。现实中的金融市场

和行为经济学中的描述,有哪些异同点?您所建立的研究框架,结合中国市场做了哪些动态调整?

朱宁:任何理论的发展都需要假设,但如今顶尖的经济学期刊几乎全是公式、图表,与凯恩斯时代的研究风格截然不同。这种范式转换让经济学研究离现实越来越远,它没有真正面对人的非理性、政策传导和交易成本等问题。现实中的金融市场与行为经济学中的最大差异体现在两方面:一是行为因素。物理世界的变化不以人的意志为转移,但股市估值和经济活动都会受到人的心理和情绪影响。简单套用

物理学范式来研究经济学,未必有助于理解现实;二是博弈思维。美联储研究货币政策时已在考虑“溢出效应”,中国作为世界第二大经济体,更需要这种博弈思维。

关于研究框架的动态调整,以房地产为例,我写《刚性泡沫》时最早警示房地产风险,但2022年我公开呼吁要救房地产,很多人不理解,但其实我的底层框架没变。就像凯恩斯所说“现实改变了,政策推荐也要随之改变”。泡沫形成后,如何避免刺破它就成了更重要的目标。政策必须随阶段而变,甚至需要180度转向。

以史为鉴,要警惕科技赛道滋生新泡沫

证券时报记者:您此前曾在《刚性泡沫》中列举多个中国市场的泡沫领域,如地产、地方隐性债务、影子银行等。从当前情况来看,这几个领域有了哪些新变化?哪些领域泡沫的“刚性”有所松动,哪些在持续固化?背后的深层次原因有哪些?

朱宁:最明显松动的是房地产领域。过去十几年全民形成“房价只涨不跌”的刚性预期,部分居民加杠杆投机,房地产企业无序扩张,不断强化这种预期。2021年“三道红线”政策出台后,这种预期逐渐被打破。

与之相对的是:AI、硬科技赛道的刚性预期正在持续固化。如果大量投资者不深究技

术壁垒、企业基本面,盲目跟风炒作AI相关标的,将和十年前全民炒房的群体行为高度相似。这在行为经济学中是一个比较高风险的信号,当所有人都认为一个资产必涨,短期确实会涨,但速度过快、幅度过大,往往意味着之后的大幅调整。

证券时报记者:您近期翻译著作《1929》复盘了美国大萧条时期的投机泡沫过程。这些历史,可以给当下带来哪些启发和警示?

朱宁:我觉得没有两个经济体是一样的,也没有两个历史事件是一样的。正如马克·吐温所说,历史从来不重复,虽然它本身历史的韵脚很工整。我们一定要理解,没有两个事件是完

全相同的,但我们可以从更深层次的行为、政策、社会方面汲取经验,吸取教训。

翻译这本书最大的收获,是进一步看懂泡沫、萧条从来不只是利率、监管问题,底层永远是人性问题。《1929》的故事发生在一个非常复杂的国际环境、技术进步和美国社会自身变化的背景之中。美国当时是贸易顺差国,加工制造实力全球无出其右,同时金融行业高速发展,但财富和机会分配严重不均。当年美国胡佛政府放任市场出清、拒绝主动托底,最终拉长十年大萧条。这也在提醒我们:财富分配失衡会放大资产投机的社会副作用,同时当市场形成“政策兜底”共识,投机行为会进一步扩

张。然而,当预期转向,其修复过程往往是漫长的,居民、机构的风险认知需要数年重塑,其间市场会持续伴随信心不足、风险偏好下行等现象,这需要政策既关注风险,也要搭建风险缓释工具。

同时,这让我们意识到金融市场的脆弱,也让我们对人类重新充满乐观。即使股市下跌50%、超过一半金融机构破产,经济还是恢复了。埃隆·马斯克所说的“宁肯乐观而错误,也不愿悲观而正确”,我现在也更倾向于这个心态。我10年前写《刚性泡沫》时希望“悲观而正确”,但现在随着宏观经济变化,我的心态也有所转换,信心和预期是第一位的。

内需激活不能只靠“脉冲”,出海与人民币国际化需稳中求进

证券时报记者:“十五五”开局之年,扩大内需,提振消费是稳增长、惠民生的核心抓手。从行为经济学独特研究视角来看,我们应当如何精准施策,持续释放居民消费潜力,稳步提升大众生活的获得感与幸福感?

朱宁:过去五年,中国外贸出口取得高速增长,反映了中国制造业在全球产业链上的地位在不断升级。但我们也应该看到,过去两年间,全球贸易环境在恶化,贸易摩擦进一步加大,仅靠外贸还不足以支撑经济的长期增长,只有靠内需才能进一步推动中国经济的发展。过去我们一直在积极促消费提振内需,居民消费意愿与长期消费信心,根植于家庭资产预期、社会保

障完善度与整体经济发展预期的综合作用。

当前,要想持续激活消费市场,不能仅依靠短期补贴、消费券等脉冲式刺激手段,更要依托长效机制建设稳定大众预期、夯实民生保障根基:一是持续优化房地产相关配套政策,平稳居民家庭核心资产预期,夯实大众消费的资产底盘;二是持续完善养老、多层次医疗保障体系,适度拓宽个人养老金税收优惠等政策覆盖面,减少居民预防性储蓄的后顾之忧;三是多维度展示产业升级、新质生产力培育带来的发展机遇,传递长期向好的发展态势,凝聚全社会稳定乐观的发展预期。

证券时报记者:当前,国内制造业依托完备

产业链加快出海布局、海外产能落地,与此同时人民币国际化稳步推进。从长期视角来看,其中蕴藏哪些机遇和挑战?

朱宁:过去几年外贸出口持续亮眼,完整的产业链是我们核心竞争力。外贸的快速发展,对于下一阶段我国在全球的竞争力以及科技创新地位的塑造,都会产生非常重要的助推作用,企业出海布局产能是大势所趋,既能对冲内需压力,也能缓解海外关税、地缘壁垒带来的贸易摩擦压力。但企业出海之路同样存在长期挑战:当下全球地缘冲突持续加剧,不少国家针对外来投资、技术落地出台限制性政策;同时海外产能布局也会带来国内就业结构

调整,社会就业观念、职业教育培养体系也需要同步适配、迭代。

随着中国的经济体量越来越大,中国的贸易顺差也越来越大,人民币在全球无疑会扮演越来越重要的角色。但是从过去五年来看,人民币在国际结算中的比例还没有明显增加。人民币最终成为全球主要的储备货币,一定是一个漫长的过程,不宜急于求成。

现阶段推进人民币国际化有几条清晰路径:一是丰富离岸人民币债券等固收产品,搭建稳定的海外人民币投资渠道,实现跨境资金良性循环;二是依托新能源、高端制造外贸场景扩大人民币跨境结算规模。

AI正重塑各行各业,耐心资本需靠制度滋养

证券时报记者:当下,人工智能(AI)正深度影响各个行业。您认为,人工智能对金融体系的影响已经进入哪一阶段?

朱宁:现在AI在金融行业的作用早已超越“智能客服、内部风控”这类工具性赋能阶段,正在从底层重塑金融运行逻辑。AI大幅降低金融服务门槛,推动金融普惠,小微企业、中小投资者都能低成本获取信贷、智能投顾服务。

如果谈担忧,我会高度关注AI算法的集中度。目前,全球主流大模型掌握在少数机构手中,全市场共用同类算法会出现同步买入、同步抛售的情形,可能会放大系统性波动。我特别呼吁全球AI治理要尽早形成协调机制,因为很多国家没有AI产业但影响广泛。我们要帮助更多人正确理

解AI,不能盲目怀疑或信任。从金融监管角度,国内监管层已经开始准备,为AI可能引发的系统性风险做好准备。如果出现AI失灵、幻觉或被他人操纵,集体买卖造成巨额波动,监管者应持什么态度、用什么方式限制和约束AI影响,这非常关键。

证券时报记者:AI持续迭代,不仅在重构着各行各业,对于就业和投资的影响也非常广泛。您此前表达过一个观点,即“投资AI最好的时点不是现在,而是三年前”,您认为,面对AI浪潮,普通人该如何把握AI带来的机遇和挑战?

朱宁:我的核心判断是几乎没有行业能够完全阻隔AI的替代,这一轮的技术变革方向和趋势非常明确,我们要做的是积极拥抱,学会与AI协同共生。对于普通投资者来说,如果看好AI赛道,第一坚持长期分批定投,坚决不加杠杆、不全仓押注单一AI赛道;第二做好多元资

产配置,搭配稳健固收类资产对冲科技板块波动,不要被短期行情裹挟。

对于青年职场人,我个人的建议首先肯定要持续地提升自我,AI给我们带来的改变和重塑不仅仅是技术上的,还有思维上的,所以我們可以在拥抱AI的过程中,更加关注自己的创造能力和关键性思考能力。另一个视角,建议深耕垂直行业,将AI工具和制造、医疗、金融等细分产业场景深度融合,预计接下来产业+AI复合型人才会长期稀缺,立足原有赛道的数字化升级,远比盲目跨界更稳妥。

证券时报记者:对AI的讨论,只是观察科技变革的一个横截面。您认为,耐心资本该如何支持AI产业以及背后更广泛的科技创新?耐心资本的培育和壮大,需要怎么样的机制保障和市场环境?

朱宁:耐心资本要在收益和风险之间做权衡,保持长期持有。从金融学视角来看,要让耐心资本保持可持续性,核心就是要降低整个系统的风险性。这就需要在宏观政策上保持稳定性和一致性,这是壮大耐心资本的基石;其次,良好的激励机制也非常重要。以公募基金为例,他们的考核和薪酬体系非常透明,如果能够进一步强化激励考核,那么大家可能会更有耐心投长期;对于PE、VC而言,如果能拉长考核周期,完善容错机制,他们能更敢于投早投小。耐心不是靠呼吁出来的,是靠制度“养”出来的。



对于普通投资者来说,如何把握AI赛道机遇?

01 坚持长期分批定投,坚决不加杠杆、不全仓押注单一AI赛道

02 做好多元资产配置,搭配稳健固收类资产对冲科技板块波动,不要被短期行情裹挟

AI时代对青年职场人有何建议?

深耕垂直行业,将AI工具和制造、医疗、金融等细分产业场景深度融合,预计接下来产业+AI复合型人才会长期稀缺,立足原有赛道的数字化升级,远比盲目跨界更稳妥

要持续地提升自我,AI给我们带来的改变和重塑不仅仅是技术上的,还有思维上的,所以我們可以在拥抱AI的过程中,更加关注自己的创造能力和关键性思考能力

现在AI在金融行业的作用早已超越“智能客服、内部风控”这类工具性赋能阶段,正在从底层重塑金融运行逻辑。AI大幅降低金融服务门槛,推动金融普惠,小微企业、中小投资者都能低成本获取信贷、智能投顾服务。

图片来源:AI生成

如果大量投资者不深究技术壁垒、企业基本面,盲目跟风炒作AI相关标的,将和十年前全民炒房的群体行为高度相似。

过去两年间,全球贸易环境在恶化,贸易摩擦进一步加大,仅靠外贸还不足以支撑经济的长期增长,只有靠内需才能进一步推动中国经济的发展。

人民币最终成为全球主要的储备货币,一定是一个漫长的过程,不宜急于求成。

几乎没有行业能够完全阻隔AI的替代,这一轮的技术变革方向和趋势非常明确,我们要做的是积极拥抱,学会与AI协同共生。

全球AI治理要尽早形成协调机制,因为很多国家没有AI产业但影响广泛。我们要帮助更多人正确理解AI,不能盲目怀疑或信任。

耐心资本要在收益和风险之间做权衡,保持长期持有。从金融学视角来看,要让耐心资本保持可持续性,核心就是要降低整个系统的风险性。这就需要在宏观政策上保持稳定性和一致性,这是壮大耐心资本的基石;其次,良好的激励机制也非常重要。