本文件內容只供友邦內部參考，不得向公眾(包括零售投資者，現有或準客戶) 轉發或分發。

理財專訊

2026年8月5日

【路博邁】AI盈利高升是「蟒蛇腹中的豬」嗎？

股市近期的震盪使AI從蒸蒸日上，轉變為逐日的戲劇性波動

- 究竟AI是否一次性的週期，在大舉投放結束後便回復往昔，還是正在發展成為更持久的交易？這問題意義重大，而為了釐清情況，投資者聚焦在市盈率中的盈利表現乃理所當然。兩者的差別對大部份已直接受惠於AI建設的業者舉足輕重：
- 如果AI資本支出是有限量的脈衝，那麼在AI中週期性較強的板塊尤其是半導體、晶片設備與記憶體，估值倍數較低將是合適的。以此角度來看，2026年以至大概是2027年的盈利也許看來強勁，但有可能扭轉回到2024年的水平，以致今天所謂的「相宜」估值，只是盈利基礎暫時膨脹所產生的錯覺。
- 投資團隊認為，現正建立的這些盈利基礎將較為持久，就算過去兩年極高的按年增長率無可避免地將下降，但有關盈利的辯論只是源於市場在短期出現大幅波動，並無關於盈利表現本身。

以數字解釋實況

- 現時反映全球AI投資氣氛的韓國綜合股價指數（KOSPI），在截至7月27日的最近10個交易日中，大部份交易日的變動幅度超過5%；至於晶片業權重顯著的台灣股市指數，也呈現類似的形態。
- 韓台兩地市場的共通點在於受到大量槓桿操作影響：持倉已經擁擠且大量槓桿投資押注於未來的升勢，令這些倉位平倉時的影響程度與速度，比起基礎因素所合理反映的來得強而快。這便提醒了投資者，動能因子投資出現劇烈變動，主要由持倉與估值倍數而非基礎因素主導，並不受相關盈利的任何變化所影響。
- 此前市場已經消化了極為樂觀的預期，如今即使公司仍交出強勁業績，市場也要求更多。所謂「強勁季度」的門檻已經提高，以至於即使是健康的盈利，如今換來的信心也不如從前。
- 半導體股在今年3至6月份期間大升94%之後，出現了約18%的回撤（以費城半導體指數衡量），這大部份反映獲利回吐活動而非投資信念改變：很多在2026年上半年獲利豐厚的宏觀趨勢和長/短倉投資者尋求鎖定利潤， 加上流入半導體主題的零售資金減少（當中一些因SpaceX發行新股而轉向投資於個股。該股現已低於發行價，單是此動態已壓抑投資者對股價高漲股份的承險意欲。）
- 值得留意的是，純長倉投資者和資產擁有人大體上留守投資，顯示即使短線交易商回撤，但這些長期投資者對於相關投資主題的確信度保持不變，而投資團隊的信念也相同。

測試看跌的理據

- AI基礎設施與工具的需求維持殷切，艾司摩爾（ASML）、三星和台積電最近均業績強勁，印證需求保持暢旺，而相關建設顯然繼續推出，不論每日的市場氛圍為何。
- AI應用本身仍處於初期推展階段：從簡單的聊天機械人發展至代理型AI（能夠理解和執行行動的系統，而非限於回應），在未來幾年將需要大幅增加運算容量和推理力。當AI應用持續發展，對算力的要求將不是一次性提高而是持續升級，而轉向更自動化、理解能力更強的系統之每一個階段，都比上一個系統版本需要更多的算力。
- 這便是為何超大規模數據中心業者包括Google、微軟、Meta和亞馬遜明年投資於算力的支出，預期合計將達到近1萬億美元，當中一部份是由於AI引致的晶片、勞工與元件成本上升，但較多是反映真正需求：這些企業現正擴充雲端AI基礎設施，原因是他們預期回報將隨之而來。從這維度來看，近期的波動較像是週期中段的調整：股價純粹上升過快，而基礎因素未能趕上。
- 最明顯的求過於供跡象來自買家本身。OpenAI財務總監表示，該公司的運算容量截至2027年底已全部售罄；Anthropic已轉向xAI以獲得額外的算力，而Meta在建設AI數據中心作自用之後，現在也出售額外的算力予其他業者。這些企業皆爭相趕上需求，並不是正為需求突然縮減作準備。
- 股價高升者跌宕不定最為矚目，但廣泛市場的行情卻較為令人鼓舞。股票之間的表現相關性下降，表現差異擴大，這是由於領先股份持續輪換和升勢的參與面拓展，並不是出現系統性風險。VIX波動率指數與VIXEQ個股波動率指數之比率（衡量在指數層面的波幅對比成分個股的波幅）現時處於接近歷史低位，顯示指數的波動性遠低於個股，可見投資者是基於企業的特定風險而進行買賣，而不是在定價時預期將發生廣泛的震盪。

信用債市場有何啟示

- 信用債市場也如股市般出現重新定價活動，但沒有那麼激烈。超大規模數據中心業者的信貸息差已擴闊約10-20點子，而基於信用債市場氣氛跟隨股市，因此息差變動主要源於技術性而非基礎因素。
- 部份投資者認為，超大規模數據中心業者的發債量與槓桿比率大增，是AI融資泡沫的早期預警跡象。投資團隊視此為須密切監察的風險，但在現階段並不認為這是支配近期市場變動的因素。
- 在一些情況下，息差擴闊只是反映市場消化不良：超大規模數據中心業者在今年的發債額預測達到3,500億美元，雖然規模龐大，但此前已有充分的市場預期。
- 一小撮業者（包括輝達、SpaceX和亞馬遜）在短時間內相繼大規模發債，考驗了投資者對科技/超大規模數據中心業者的AI信用債之吸收容量，但這是由於市場需要一下子消化大量債券，而不是信貸壓力加深的信號。優質發債人仍有空間承擔更多債務，但超大規模數據中心業者正成為投資級債券市場最大發債人之一。投資團隊相信，直至超大規模數據中心業者的新債供應對市場構成明顯壓力之前，投資級債券市場在未來一段時間仍有能力將之吸收。
- 從多元資產的投資視角來看，投資團隊對信用債的投資取向維持中性，並繼續偏好股票，相信股票仍然是體現AI主題的較理想資產，風險回報比率較佳。投資團隊看好科技股，包括在亞洲、新興市場和美國得益於AI發展大勢的股份，並低配較少涉及此投資主題的地區，包括歐洲。投資團隊密切關注以下重要趨勢：能夠繼續確證需求、資本支出軌跡 ，以及算力限制的證據。

以上資料由路博邁提供，2026年8月

免責聲明及使用條款

- 閣下確認此資料/文件/短片擁有人為友邦保險（國際）有限公司（於百慕達註冊成立之有限公司) (以下簡稱「友邦香港」或「公司」)。閣下使用、複製或下載此資料/文件/短片，即表示閣下已同意及接受下述所有條款之約束：
- 這是一份友邦香港內部文件，不構成任何邀請或招攬購買 (或認購) 任何保險或金融產品，並只供友邦香港、其僱員、財務策劃顧問及友邦香港認可的銷售伙伴作內部培訓使用，不能傳播或分發予友邦香港以外的任何第三方包括任何公眾人士、客戶或準客戶，亦不得使用此資料/文件/短片作銷售或招募面談或說明或其他相類似之用途。
- 除非事先獲得友邦香港同意，否則任何人一律不可擅自將此資料/文件/短片再發放或使用於其他用途或目的。若未得到友邦香港獲授權人士事先書面同意，閣下不可修改、更改或變更此資料/文件/短片的部份或全部內容。
- 此資料/文件/短片是友邦香港經搜集內外資料製作而成，更新版本日期列印於資料上。此文件之數據及資料是經搜集內外資料編纂製作而成，友邦香港將盡力確保資料/文件/短片內容準確、完整及為最新的資訊，但不會就資料/文件/短片來源的準確性、完整性及適時性或因而引致的損失負上責任及作出任何保證或陳述。此資料/文件/短片或有由講者提供的內容，任何該內容僅代表講者/相關資料提供者之個人/相關公司觀點而並非友邦香港之觀點。在任何情況下，友邦香港不會就資料使用者負上任何責任。
- 在任何情況下，友邦香港不會就資料使用者負上任何責任。若閣下使用此資料/文件/短片之資料，即閣下同意賠償及承擔對友邦保險（國際）有限公司（於百慕達註冊成立之有限公司)及其母公司、分公司和子公司、董事、高級職員、營業員、僱員、合伙人及持牌人的任何索償或遭第三者追討因使用或違反使用此資料/文件/短片所造成損失或損害的責任。
- 請注意如閣下並無持有就有關提供證券意見之資格或牌照，閣下不能向客戶提供任何有關證券或投資意見。因此，此文件或在任何情況之下不應被視作為其專業知識或專業建議。本文件亦不應被視作要約或遊說、認購、買入或出售任何證券或集體投資計劃。如閣下需要查詢任何有關證券、投資及/或非營業代表專業知識之詢問時，閣下應尋求及向有關具該項專業資格之人士查詢。 於此文件的內容是按着一般情況而言，只作一般參考，並未考慮到任何人士或團體的投資目標。請勿依賴作投資決定。 投資涉及風險，投資表現及回報可升可跌，過往表現並非將來表現的指引或提示。
- 財務策劃顧問需持有卷五牌照方可進行投資相連壽險保單之銷售活動。於介紹任何投資相連壽險產品之前，財務策劃顧問必須跟客戶進行財務需要分析（FNA）及風險承擔能力問卷（RPQ），以確認客戶的投資需要、保費負擔能力及風險承擔能力。而在整個銷售過程中，財務策劃顧問亦不可向客戶提供任何投資建議。投資相連壽險保單只適合有人壽保障需要及投資需要的客戶購買。
- 如需了解有關投資選擇（現金股息）的內容和風險，請參閱相關投資相連壽險產品產品資料及資料。
- 派息基金的股息不應視作主要或唯一的收入來源。現金股息不應被演繹為固定的收入或可抵銷固定支出(例如: 其他保單保費或日常開支)的收入。投資選擇(現金分派)並不保證現金股息的分派；並不保證分派的頻率；及亦不保證現金股息的金額或息率。從投資收益，資產增值或資本中撥付的現金股息可能會導致連繫基金的淨資產下降，並令保單的戶口價值下跌。
- 實際的股息付款日期可能因爲友邦不能控制的事情而有所延誤，這些事情包括但不限於 (i) 連繫基金的基金公司通知股息派發時間表有所改變/延誤通知 (ii) 相關銀行基於時差或內部處理款項手續而導致的延誤等 (iii) 颱風 / 特別假期 (iv) 發生其他不可抗力的事件 。

[AIA - INTERNAL]