

视像访问记录

焦点访谈：解读全球科技股轮换 — 半导体、软件和超大规模云服务商的前景如何？

Neha Sahniz，商业领袖洞见主管兼环球市场策略师，投资总监办公室；以及Alastair Pinder，特许财务分析师、新兴市场及环球股票策略主管，汇丰环球投资研究

于2026年9月4日发布

Neha：

大家好！

欢迎收看新一集投资总监《焦点访谈》，我们将探讨当前市场和投资者关注的热点议题。尽管人工智能主题仍然主导市场，但在2026年期间，市场一直在多个互相角力的人工智能观点之间反复转向，使半导体、超大规模云服务商和软件板块出现明显的轮换。

为了更全面审视近期的人工智能轮换，并了解投资者在长线投资的同时，应如何应对市场观点突然转向，今天我与汇丰环球研究的新兴市场及环球股票策略主管Alastair Pinder一同探讨上述议题。

Alastair，欢迎并感谢您的参与。

市场一直在截然不同的人工智能主题之间反复转向，从人工智能狂热，到超大规模云服务商投资过度，以至投资者大幅削减人工智能持仓。面对市场观点突然转向，投资者应采取什么实际策略？投资者应如何调整其人工智能配置？目前应配置于哪些领域？是半导体、超大规模云服务商、基础设施和电力，还是软件？

Alastair：

Neha，这是一个好问题。

单在过去几个月，市场的担忧便在中国竞争、超大规模云服务商投资过度，以及市场持仓过度拥挤之间反复转向。现阶段，我们首选半导体股，因其有望受益于超大规模云服务商的庞大资本支出。事实上，在您刚才提到的资本支出中，接近70%投放于芯片、图像处理器（GPU）和人工智能服务器，而且估值看来仍具有吸引力。

我们也青睐超大规模云服务商，但相对而言，看好程度较低。我们相信这些企业有能力变现其人工智能投资，尤其是通过云业务。不过，无可否认，市场存在大量不确定性，并对竞争感到担忧。至于软件股，我们看好的程度较低。我们认为，软件企业长远仍需面对人工智能颠覆性创造带来的挑战，而且目前的估值不算便宜。

虽然估值已显著下调，但如果考虑到其未来12个月的来年市盈率仍约为22倍，依然较半导体板块昂贵。

Neha：

随着人工智能资本支出到2027年料将接近1万亿美元，市场担忧超大规模云服务商在人工智能方面投资过度，并担心其融资结构看来形成循环。然而，云需求今年已增至原来的三倍。那么，市场对超大规模云服务商投资过度的担忧是否言过其实？在未来6至12个月，哪一项指标最能证明人工智能的变现潜力，从

而为这场争论定断？

Alastair：

我认为，目前最大的长期争论，在于超大规模云服务商能否有效变现其资本支出。这些担忧在某程度上有其理据，但忽略了几项重要因素。

首先，市场对人工智能模型的需求仍然非常强劲。近期有报道显示，截至7月，Anthropic的年均收入运行率已接近惊人的800亿美元。其次，超大规模云服务商的变现渠道远不止模型本身；这些企业显然正藉由云平台工作负载增加，将人工智能投资变现。就此而言，我们将密切关注其剩余履约义务。这项指标实际上反映各家超大规模云服务商的未完成订单，相关金额在第二季度已达到约2.35万亿美元，高于一年前的8,000亿美元。第三，运算市场的定价仍然反映供应稀缺，而非供应过剩。

因此，在未来6至12个月，另一项值得关注的变现指标，是Ramp AI所提供的数据。这些数据追踪中位数企业每名员工每月在人工智能方面的支出，在未来几个季度这项支出能否持续上升，将十分关键。

Neha：

美国数据中心正面临实质的政治和社区阻力，多个州份已宣布暂停批准相关项目，今年涉及数据中心的立法议案数目也增加数倍。如果阻力进一步扩大，在这轮人工智能建设中，哪些领域将会成为赢家？哪些则成为输家？

Alastair：

随着2026年美国中期选举临近，兴建数据中心的阻力确实持续加剧，并已成为民主党的一项相当重要的竞选议题。当然，如果资本支出开始放缓，数据中心相关股份，尤其是工业和公用事业板块，便可能表现逊色。然而，我们认为，即使数据中心监管收紧，仍然有一些领域有望表现领先。

我认为其中一个重要的主题是，如果数据中心监管收紧，超大规模云服务商便会设法提升现有及在建数据中心的效率和运算能力。因此，我们应聚焦于能够帮助数据中心基础设施升级，以及提升电力供应效率的企业。

Neha：

在人工智能模型层面，中国的开放权重模型在成本和速度方面具有竞争力，美国的前沿人工智能实验室会否面临被迎头赶上的风险，尤其是企业正设法减低词元（token）支出？还是由于受监管企业需要重视安全、治理，并确保符合美国相关规则，美国企业仍可保持竞争优势？

Alastair：

Kimi 3推出后，有关中国竞争的观点明显升温，并进一步引发市场担忧，担心中国模型可能使竞争加剧，从而对美国超大规模云服务商的投资回报构成压力。目前，中国模型在美国的采用速度加快，也加剧上述担忧；部分估算甚至显示，中国模型已占美国词元使用量接近50%。

目前，虽然这些担忧值得关注，但我们认为市场忽略了几项重要的抵消因素。首先，中国模型进取的定价策略，未必如许多人预期般能够长期维持。例如，深度求索（DeepSeek）最近便宣布大幅上调其模型价格。此外，未来有可能进一步收紧监管，届时企业有可能再度优先采用美国模型，而非中国模型。另一点是，随着代理式人工智能逐渐普及，拥有更强运算能力和智能水平更高的模型所带来的竞争优势将会显著扩大。这也有利于美国模型。

最后，企业使用人工智能时，也会优先考虑安全和内部数据保护，尤其是考虑到企业必须让这些模型存

取其数据库。从这个角度来看，企业在实际选用模型时，也可能倾向于使用美国模型，而非中国模型。

Neha：

展望未来3至5年，在市场时而担忧人工智能投资过度，时而大幅减持相关持仓的情况下，您认为投资者应如何做出长线部署？哪些企业能受益于人工智能带来的经济效益？是模型供应商、云平台，还是采用人工智能的企业？在人工智能生态系统中，您会高配哪些领域？此外，您会如何分散投资于人工智能以外的领域，以免过度依赖单一且拥挤的投资主题？

Alastair：

在人工智能相关投资当中，我们认为半导体和储存器领域的经济效益最佳。

这些领域的盈利预测正大幅上调，同时也增加股份回购和派息。我认为，纵观整体市场，最被低估的一个领域，仍然在人工智能板块之内。不过，利用人工智能提升生产力或降低成本的企业值得注视，我们认为这将成为未来推动利润率扩张的重要因素。

从这个角度来看，银行和医疗保健板块可能是长远最大的受益者之一。

Neha：

以下是汇丰私人银行对人工智能的看法。

市场一直在人工智能狂热与担忧投资过度之间反复转向。因此，我们的策略是在整个人工智能产业链维持多元化配置，但在不同的人工智能层面慎选持仓，并适当调整配置比重，以免因市场观点转向而受挫。

短期而言，半导体和存储器股的基本因素最清晰。超大规模云服务商可通过云业务变现，但其利润率可能仍然承压。由于云未完成订单依然充裕，而且人工智能运算需求仍然紧张，需求信号显示人工智能的应用仍处于初期阶段。

因此，我们在投资组合维持充足的人工智能配置，但通过金融和工业等人工智能采用者分散投资，因为这些领域已展现明显的生产力提升效益。

Neha：

感谢您的参与。

期待于新一集《投资总监焦点访谈》再与大家见面。