

視像訪問記錄

焦點訪談：解讀環球科技股輪換 — 半導體、軟件和超大規模雲端服務商的前景如何？

Neha Sahni，商業領袖洞見主管兼環球市場策略師，投資總監辦公室；以及Alastair Pinder，特許財務分析師、新興市場及環球股票策略主管，滙豐環球投資研究

於2026年9月4日發佈

Neha：

大家好！

歡迎收看新一集投資總監《焦點訪談》，我們將探討當前市場和投資者關注的熱點議題。儘管人工智能主題仍然主導市場，但在2026年期間，市場一直在多個互相角力的人工智能觀點之間反覆轉向，使半導體、超大規模雲端服務商和軟件板塊出現明顯的輪換。

為了更全面審視近期的人工智能輪換，並了解投資者在長線投資的同時，應如何應對市場觀點突然轉向，今天我與滙豐環球研究的新興市場及環球股票策略主管Alastair Pinder一同探討上述議題。

Alastair，歡迎並感謝你的參與。

市場一直在截然不同的人工智能主題之間反覆轉向，從人工智能狂熱，到超大規模雲端服務商投資過度，以至投資者大幅削減人工智能持倉。面對市場觀點突然轉向，投資者應採取甚麼實際策略？投資者應如何調整其人工智能配置？目前應配置於哪些領域？是半導體、超大規模雲端服務商、基建和電力，還是軟件？

Alastair：

Neha，這是一個好問題。

單在過去數月，市場的憂慮便在中國競爭、超大規模雲端服務商投資過度，以及市場持倉過度擁擠之間反覆轉向。現階段，我們首選半導體股，因其可望受惠於超大規模雲端服務商的龐大資本支出。事實上，在你剛才提到的資本支出中，接近70%投放於晶片、圖像處理器（GPU）和人工智能伺服器，而且估值看來仍具吸引力。

我們也青睞超大規模雲端服務商，但相對而言，看好程度較低。我們相信這些企業有能力變現其人工智能投資，尤其是通過雲端業務。不過，無可否認，市場存在大量不明朗因素，並對競爭感到憂慮。至於軟件股，我們看好的程度較低。我們認為，軟件企業長遠仍需面對人工智能顛覆性創造帶來的挑戰，而且目前的估值不算便宜。

雖然估值已顯著下調，但若考慮到其未來12個月的來年市盈率仍約為22倍，依然較半導體板塊昂貴。

Neha：

隨着人工智能資本支出到2027年料將接近1萬億美元，市場憂慮超大規模雲端服務商在人工智能方面投資過度，並擔心其融資結構似乎形成循環。然而，雲端需求今年已增至原來的三倍。那麼，市場對超大規模雲端服務商投資過度的憂慮是否言過其實？在未來6至12個月，哪一項指標最能證明人工智能的變現潛力，從而為這場爭論定斷？

Alastair：

我認為，目前最大的長期爭論，在於超大規模雲端服務商能否有效變現其資本支出。這些憂慮在某程度上有其理據，但忽略了數項重要因素。

首先，市場對人工智能模型的需求仍然非常強勁。近期有報道顯示，截至7月，Anthropic的年均收入運行率已接近驚人的800億美元。其次，超大規模雲端服務商的變現渠道遠不止模型本身；這些企業顯然正藉由雲端平台工作負載增加，把人工智能投資變現。就此而言，我們將密切注視其剩餘履約義務。這項指標實際上反映各家超大規模雲端服務商的未完成訂單，相關金額在第二季已達到約2.35萬億美元，高於一年前的8,000億美元。第三，運算市場的定價仍然反映供應稀缺，而非供應過剩。

因此，在未來6至12個月，另一項值得關注的變現指標，是Ramp AI所提供的數據。這些數據追蹤中位數企業每名員工每月在人工智能方面的支出，在未來數季這項支出能否持續上升，將十分關鍵。

Neha：

美國數據中心正面臨實質的政治和社區阻力，多個州份已宣佈暫停批准相關項目，今年涉及數據中心的立法議案數目也增加數倍。若阻力進一步擴大，在這輪人工智能建設中，哪些領域將會成為贏家？哪些則成為輸家？

Alastair：

隨着2026年美國中期選舉臨近，興建數據中心的阻力確實持續加劇，並已成為民主黨的一項相當重要的競選議題。當然，若資本支出開始放緩，數據中心相關股份，尤其是工業和公用事業板塊，便可能表現遜色。然而，我們認為，即使數據中心監管收緊，仍然有一些領域可望表現領先。

我認為其中一個重要的主題是，若數據中心監管收緊，超大規模雲端服務商便會設法提升現有及在建數據中心的效率和運算能力。因此，我們應聚焦於能夠協助數據中心基建升級，以及提升電力供應效率的企業。

Neha：

在人工智能模型層面，中國的開放權重模型在成本和速度方面具競爭力，美國的前沿人工智能實驗室會否面臨被迎頭趕上的風險，尤其是企業正設法減低詞元（token）支出？抑或由於受監管企業需要重視安全、管治，並確保符合美國相關規則，美國企業仍可保持競爭優勢？

Alastair：

Kimi 3推出後，有關中國競爭的觀點明顯升溫，並進一步引發市場憂慮，擔心中國模型可能使競爭加劇，從而對美國超大規模雲端服務商的投資回報構成壓力。目前，中國模型在美國的採用速度加快，也加劇上述憂慮；部分估算甚至顯示，中國模型已佔美國詞元使用量接近50%。

目前，雖然這些憂慮值得關注，但我們認為市場忽略了數項重要的抵銷因素。首先，中國模型進取的定價策略，未必如許多人預期般能夠長期維持。例如，深度求索（DeepSeek）最近便宣佈大幅上調其模型價格。此外，未來有可能進一步收緊監管，屆時企業或會再度優先採用美國模型，而非中國模型。另一點是，隨着代理式人工智能逐漸普及，擁有更強運算能力和智能水平更高的模型所帶來的競爭優勢將會顯著擴大。這也有利於美國模型。

最後，企業使用人工智能時，也會優先考慮安全和內部數據保護，尤其是考慮到企業必須讓這些模型存取其數據庫。從這個角度來看，企業在實際選用模型時，也可能傾向使用美國模型，而非中國模型。

Neha：

展望未來3至5年，在市場時而憂慮人工智能投資過度，時而大幅減持相關持倉的情況下，你認為投資者應如何作出長線部署？哪些企業能受惠於人工智能帶來的經濟效益？是模型供應商、雲端平台，還是採用人工智能的企業？在人工智能生態系統中，你會對哪些領域持偏高比重？此外，你會如何分散投資於

人工智能以外的領域，以免過度依賴單一且擁擠的投資主題？

Alastair：

在人工智能相關投資當中，我們認為半導體和記憶體領域的經濟效益最佳。

這些領域的盈利預測正大幅上調，同時也增加股份回購和派息。我認為，縱觀整體市場，最被低估的一個領域，仍然在人工智能板塊之內。不過，利用人工智能提升生產力或降低成本的企業值得注視，我們認為這將成為未來推動利潤率擴張的重要因素。

從這個角度來看，銀行和醫療保健板塊可能是長遠最大的受惠者之一。

Neha：

以下是滙豐私人銀行對人工智能的看法。

市場一直在人工智能狂熱與憂慮投資過度之間反覆轉向。因此，我們的策略是在整個人工智能產業鏈維持多元化配置，但在不同的人工智能層面慎選持倉，並適當調整配置比重，避免因市場觀點轉向而受挫。

短期而言，半導體和記憶體股的基本因素最清晰。超大規模雲端服務商可通過雲端業務變現，但其利潤率可能仍然受壓。由於雲端未完成訂單依然充裕，而且人工智能運算需求仍然緊張，需求訊號顯示人工智能的應用仍處於初期階段。

因此，我們在投資組合維持充足的人工智能配置，但通過金融和工業等人工智能採用者分散投資，因為這些領域已展現明顯的生產力提升效益。

Neha：

感謝你的參與。

期待於新一集《投資總監焦點訪談》再與大家見面。