

# 硅谷巨頭正炮製資本泡沫

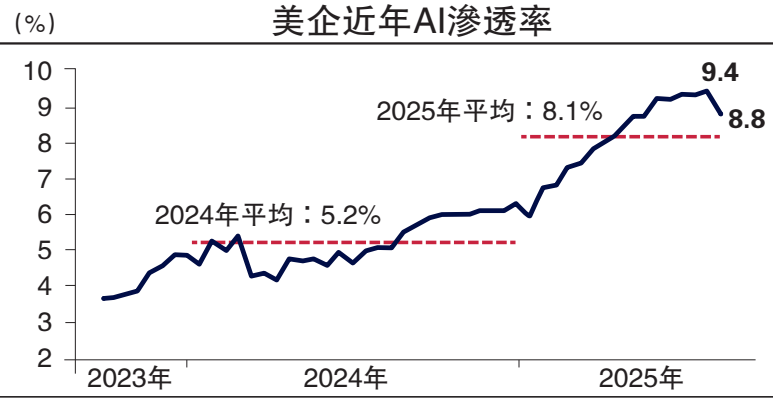
## 投資全方位 一點靈犀

美國科網公司正通過「AI算力證券化」與「現金流內循環」的方式，以極低成本撬動規模擴張。但這種「資本驅動」而非「需求驅動」的發展路徑，極易造成龐大的金融泡沫。硅谷巨頭須明白「芯用不炒」的道理。

李靈修

本周一，OpenAI與AMD宣布達成合作協議：前者計劃向後者採購高達6GW、價值900億（美元，下同）的GPU芯片。而作為促成合作的關鍵條款，AMD近乎免費授予OpenAI最多1.6億股的認股權證，這些權證將分批行權，最後一批權證需要AMD股價達到600元才能行權。

上述「股權換硬件」的交易方式，在資本市場上實屬罕見。這一安排更像是AMD將自家芯片證券化，變相為OpenAI提供了融資支持。根據測算，若AMD未來股價上漲至600元，OpenAI所持有的股份價值將達到960億元，恰好等同於芯片採購的對價。自此，OpenAI的



資料來源：Haver、華泰研究



▲AMD將自家芯片證券化，變相為OpenAI提供了融資支持。

算力擴張與AMD的長期估值緊密捆綁起來。

### 嵌套交易 循環墊資

AMD股價在合作消息公布前約為165元，周三開盤時已飆升至約222元。近兩年美股行情完全由「AI敘事」支配，並形成了強大的市場慣性，即資本開支愈高、股價漲幅愈大。其中最為活躍的OpenAI，今年以來已先後與英偉達、甲骨文、AMD等科網巨頭簽署算力協議，資金總額高達1萬億美元，規模遠

超自身營收水平（2024年為37億元）。

那麼，OpenAI如何解決資金來源問題呢？除了前文介紹的「AI算力證券化」，OpenAI還善於行業遠景轉化為現時購買力，說服供應商以非主流方式進行「墊資」。譬如，OpenAI先與英偉達簽署協議，後者承諾向其投資1000億元建設算力中心；OpenAI又斥資3000億元、分期五年向甲骨文採購算力資源；甲骨文再向英偉達購買價值400億元的GPU芯片。多重投資達成之後，三者之間搭建了一套現金流內循環體系，AI基

建規模藉此快速增長。

硅谷巨頭類似「梯雲縱」般的表演令人炫目，AI產業的發展空間彷彿沒有上限。但果真如此嗎？完全脫離實際需求的供給狂瀾，最終只能是一地雞毛。

### 估值炒高 股民買單

這很容易聯想到十年前的內房牛市。彼時在棚改貨幣化的政策刺激下，地產商通過金融槓桿大肆收購地皮、市場上地王頻現，地方政府又將賣地收入轉化為基建投資，推動地皮價格進一步

心水股 滙控 (00005) 阿里巴巴 (09988) 中移動 (00941)

## 北水回歸 左右港股走向

### 頭牌手記

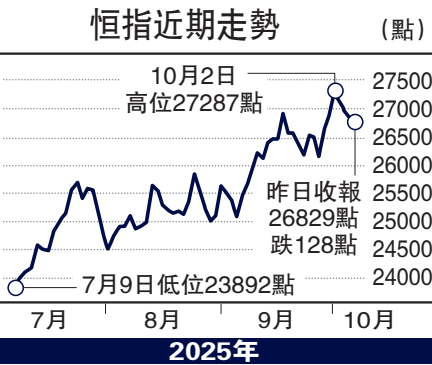
假後的港股，繼續調整。恒指低開57點之後，即拾級而下，曾見沈金 26517點，跌440點，其後有反彈，但未收復失地。買家仍多觀望，有所等待，等待什麼？等待今日內地A股長假後重開，到底如何走向。同時，「北水」恢復買賣港股，究竟是買多抑或沽多，將有分曉。

### 恒指三連跌 共挫458點

恒指收報26829點，跌128點或0.48%，是第三個交易日下跌。這三個交易日夾雜星期日及中秋節翌日假期，乃斷斷續續並不連貫，但總的氣氛是要整固，對回調有一定警覺性。三日下跌，共抹去458點，若從高點27381點起計，到最低點26517，共跌864點。不過，大家不要忘記，9月29日至10月3日的一周四

個交易日內，恒指寫下今年周線第三大升幅紀錄，漲了1012點。所以，即使計及上述回調的幅度，也不能用「跌過籠」來形容。當然，跌去升幅的80%，對投資者來講，自然是不願見到的事實。

今個升浪，仍是科技平台股、芯片股推動，加上金價一再創歷史新高，令投資者有目不暇給之感。後市會怎樣演變，很大的關鍵要看



今日A股市場和「北水」注港買賣的動向，我同意有些市場人士的看法，就是港股這三個交易日的回落，目的是將「球」交到「北水」那一邊，看看「北水」是在「低位」吸納，還是仍然拋售？鑒於已跌了這麼一大截，總的情勢還未到看淡的時候，相信「北水」做港股的好友，應比做淡友的機會大。

不過，股市如戰場，誰也不能一錘定音說「必然如此」，這就要觀察實際的演變。無論如何，作為投資者，做好風險管理應是己身的責任，這也是本欄早前建議在相對高位時計點賺錢數的原因。

昨日成交額回增至1738億元，說明既有人回吐，也有人願意接貨及博今日回升。昨日下午跌份數目較多，顯示整固意識比以往為大，對後市而言，並非壞事。

## 偉仕佳杰加碼AI投資 值得留意

### 股壇魔術師

### 高飛

偉仕佳杰(00856)業務涵蓋企業系統、消費電子及雲端運算三大板塊，業務覆蓋雲端運算／大數據、人工智能(AI)、資料儲存、網絡安全、方案交付、行動互聯、遊戲娛樂、物聯應用、穿戴式裝置及虛擬實境產品等十二大領域。上半年，收入達到485億元，按年增長約12%，創下歷史新高。這一增長主要受惠於雲計算、AI基礎設施及企業數碼化需求的強勁推動，特別是在內地及東南亞市場，前景可期。

公司服務市場涵蓋中國、泰國、新加坡、印尼、菲律賓、馬來西亞、柬埔寨、緬甸及老撾等9個國家，全亞太供應87個分公司、攜手50000家通路機構，服務19億人。偉仕佳杰是華為、阿里巴巴、騰訊、曙光、聯想等300多家世界500大科技企業的合作夥伴。2013年，公司成立雲端運算事業部，開始布局雲端運算業務。2015年，開始陸續與微軟、阿里雲、亞馬遜、華為、VMware等雲端廠商合作。2020年，公司收購專注於雲端管理和AI智算調度營運的軟體科技公司雲星資料(現名佳杰雲星)。在東南亞，公司作為英偉達的策略夥伴，協助多個重點專案落地。

旗下佳杰雲星作為華為雲的軟體

供應商，攜手華為，為科技部批准建設的9個國家級智算中心中的7個提供產品和服務。佳杰雲星自主研發的AI算力管理與調度解決方案，協助南昌人工智能超算中心，杭州、寧波、天津、長春等人工智能運算中心落地。2024年，公司AI業務收入37.8億元，年增42%。

### 雲收入佔比增至28%

上半年，公司淨利潤約8.3億元，增長18%，毛利率由去年同期的4.9%提升至5.2%，顯示在產品結構優化及高附加值業務拓展方面取得成效。值得注意的是，雲服務及解決方案業務的收入佔比進一步上升至總營收的28%，成為增長核心引擎之一。隨著企業客戶對混合雲、AI算力及網絡安全的需求日益增長，偉仕佳杰透過與阿里雲、華為雲、微軟Azure等主流雲服務平台的深度合作，成功把握市場機遇，擴大了其在雲生態系統中的影響力。

總體而言，偉仕佳杰在傳統IT分銷業務的穩固基礎，成功轉型為一家以雲與AI為核心的綜合科技服務供應商。展望下半年，公司管理層表示將繼續加大在AI、邊緣計算及企業數碼化解決方案方面的投資，並尋求更多策略性合作與併購機會，以進一步提升長期增長潛力與股東回報，值得留意。

## 海峽石油優化管治 重建市場信心

### 先見之明

### 利高

海峽石油化工(00852)主營石油化工業務，根據9月30日發布的獨立法證調查報告，新任管理層展現對公司管治改革決心與執行力，採取了專業化的危機管理策略。公司委聘國際頂尖會計師事務所展開獨立調查，彰顯了對資訊透明度的高度承諾。透過第三方權威機構的專業審核，有效重塑了市場信心。

根據獨立調查報告，海峽石油化工在費用報銷程序方面存在疏漏，但未證實涉及故意挪用或重複申領。相關問題主要歸因於疫情期間人力短缺與內部監控不足。前行政總裁姚國梁聲稱簽名遭偽造之說法，經考慮多個

因素例如長期未曾提出異議而難以採信。此外，個別子公司涉嫌不當轉移和涉嫌在交接過程中不合作的指控均未能獲證實。

姚國梁於任職期間安排個別子公司投資中藥基金，最終因法律程序介入而未能落實，姚國梁於任職期間轉移的800萬美元款項，經法律程序介入後亦獲得保全。就特別股東大會後公司出現資產遺失一事，雖然發現兩名員工刪除郵件紀錄，法證調查員未能發現可直接將嫌疑人與失竊案確立關聯的證據。至於Santron清盤人提出的8300萬美元索償，經查缺乏法律與事實基礎，且未於法定期限屆滿後提交清盤申請。

公司已於今年1月25日通過特別

股東大會解除姚國梁的董事職務。從企業管治角度而言，海峽石油積極配合調查，展現對任何懷疑不當行為也絕不姑息的立場。這個透明且專業的處理方式，不僅有助恢復市場信任，亦可爭取監管機構與投資者的長期支持。

新管理層上任後，更引進凱晉等專業顧問強化內部風控，顯示其不僅致力解決現有問題，更着眼於建立可持續的合規治理機制。此次事件雖帶來重大營運挑戰，卻也促成企業推動深度改革。公司正進行復牌進程，只要新管理層完善制度並重建市場信心，海峽石油仍具重新發展的潛力。透過專業的危機管理，公司可望在治理整頓後重新贏得市場認可。

## 加息預期降 英鎊下試1.3280

### 實德

### 攻略

### 郭啟倫

英國第二季度國內生產總值錄得1.4%的增長，高於普遍預期，是自2022年第三季錄得1.9%增長，以及2024年第四季度的1.5%增幅以來，最近3年間第三高的經濟增長幅度。另一方面，英國第二季度整體商業投資去年同期比較錄得3%的增長，遠高於預期及上次的0.1%增幅，是過去八個季度以來第三高的季度增長。

這兩個數據結果，應該會減少投資者對英國經濟後市增長展望的負面情緒，對英鎊能夠擺脫10月初開始的反覆回落走勢，並逐步重現從9月下旬開始反覆向好的勢頭。然而，英鎊短期間可能仍需要在低位整固後，方能重拾升勢。首先，市場人士關注英倫銀行會否在短期間加息，若英倫銀行釋放出加息信號的話，趁低吸納英鎊的意欲會升溫，從而利好英鎊在低位反彈。

根據英倫銀行上次貨幣政策會議後的會議紀錄，英國今年整體通脹率的上升主要受食品價格的上漲影響。8月核心CPI通脹率為3.6%。英倫銀行預計英國今年下半年CPI通脹率將維持在3.75%左右，9月將達到4.0%的暫時峰值，與8月報告的預測一致。這繼續反映出近期通脹面臨的一些上行壓力，主要來自食品及服務價格，預計2025

年第四季核心商品和能源通脹率的略微下降將抵銷這一壓力。既然英倫銀行對英國今年第四季度的通脹不會持續上升的預期已經有所肯定。英倫銀行今年進一步加息的機會下降，這短期會對英鎊造成沽壓。

此外，英倫銀行亦指出，標普全球英國綜合PMI產出指數8月升至53.5，僅略低於歷史平均水平，這得益於服務業活動的回升。然而，調查報告顯示，商業信心仍然低迷，預計，直到2026年，商業活動才會大幅回升。

因應短期英倫銀行無加息的迫切需要，以及英國整體經濟氣氛並不熾熱的影響下，英鎊短期間或反覆下試1.3280的水平，當英鎊跌至低位才會吸引投資者入場。

(作者為實德金融集團首席分析師)

### 英鎊兌美元走勢 (美元)



## 迪拜科技展設香港館 吸引中東企業與資金

### 貿發

### 焦點

香港貿易發展局將於10月13日至10月17日，與香港科技園公司(香港科技園)聯手，在迪拜舉行的全球海灣資訊科技展(GITEX Global 2025)兩個場地設館，帶來共22家創科企業展示人工智能(AI)及機械人、物聯網(IoT)及綠色科技範疇的最新產品及解決方案。現場將舉辦推介會及交流晚宴，協助業界在快速增長的中東市場探索潛在合作商機，同時展示香港創科實力及獨特優勢。

貿發局在今屆GITEX Global設立香港科技館，協助香港創科企業聯繫中東，以至國際市場的潛在合作夥伴；同時，設立香港科技館亦有有助吸引中東及來自世界各地的投資者和創科公司，以香港作為切入點，開拓大

灣區，以至更廣闊的內地市場，以及東南亞等高增長市場。

在迪拜世界貿易中心場館設立的香港科技館帶來12間香港展商，當中不少均專注AI服務。展商TradeMonday提供零售行業專用的生成式AI數據分析平台，能自動化零售分析與工作流程，透過預先訓練的AI代理模型，將數據轉化為驅動利潤的決策。該平台已獲得來自美國、土耳其及香港的創投基金支持。

另一展商倬詠技術拓展有限公司，旗下數位分身(Digital Twin)解決方案屢獲殊榮，融合AI、物聯網數據及空間智慧，應對建築、工程、施工及營運產業的應用，協助塑造更安全及可持續的智慧城市。

至於GITEX Global另一活動

Expand North Star，將在10月12至15日於迪拜港場館舉行，亦設有香港科技館，由香港科技園率領10間園區企業展示創新方案，當中有參展初創成功晉身大會舉辦的「Supernova Challenge」募投大賽準決賽，將與國際初創一較高下。

### 安排12場推介會拓商機

香港貿發局將於10月14日與香港駐迪拜經濟貿易辦事處合辦交流晚宴，邀請約80位來自當地及國際的業界代表參與，屆時，香港展商可與當地同業共拓商機。貿發局亦將在展會期間安排12場推介會，讓參展企業有機會向投資者、企業及政府機構展示其創新方案，拓展潛在合作。

(香港貿易發展局)