

AI大廠的「Gym房」生意經

投資全方位

一點靈犀

全球AI大廠這陣子似乎都在着急回水，繼SpaceX披露招股書後，Anthropic與OpenAI都提前了自己的上市日程。而國內大模型領跑者「豆包」，也在積極籌備付費版本的推出。為何互聯網／移動互聯網時代的流量紅利邏輯不再奏效了呢？

李靈修

其實多數人還未意識到，AI產業與互聯網的最大區別在於，前者的邊際成本遞減效應並不明顯。即是說，網頁或App每多服務一名用戶，所產生的額外成本幾乎為零。在此基礎上誕生了「流量經濟學」：商家採用先補貼、再變現的營銷模式獲客，甚至發明了「羊毛出在豬身上」的套路，僅靠賣廣告就足以實現盈利、毋須向用戶直接收費。

邊際成本難以遞減

但生成式AI無法實現資源複用，每多一名用戶提出問題，大模型就需進行一次獨立推理。譬如同樣是問「今日天氣如何？」，由於我家有小朋友，AI會分析溫度濕度環境、是否適合親子遊，而你是風帆愛好者，AI會側重回答風向風速條件、哪裏方便揚帆。特別是現在Chatbot追求長文本

Silicon 大模型詞元支出指數高位回落



(Long-Context) 能力，就是在比拼誰的答覆更加定製化。

那麼問題來了，大模型每次推理都要消耗算力、電力、帶寬與GPU折舊，這部分支出費用誰來買單？如果AI公司一味追求用戶規模，非但不會攤平成本，反而可能擴大虧損。DAU（日活躍用戶）上去了，ROI（投資回報率）卻在下降。

這正是讓全球科技大廠撓頭的事情，如何平衡業務增長與成本壓力的矛盾。一方面，AI競爭已到了刺刀見紅的階段，三家明星企業（SpaceX、Anthropic、OpenAI）都在提前IPO日程，而用戶規模又與市場估值直接掛鉤。另一方面，龐大的財務支出正在侵蝕賬面資金，企業只能靠借債度日。

據統計，2025年美國科企的債券發行額接近3000億美元，佔所有非金融公司發債規模的25%，創出歷史新高。

付費意願開始回落

在此背景下，AI大模型必然要走向訂閱付費制，內在商業邏輯類似於大家熟悉的「Gym房」。商家營造出舒適的鍛煉環境，用巨大落地窗吸引路人目光，甚至鼓勵健身KOL發布視頻內容，喚醒大眾的「身材焦慮」與「健康關注」。當用戶登門後一定是通過「年卡會員」方式鎖定營收，因為多數衝動消費者會高估自己的意志，一年去不了幾回健身房，極大延緩了場地器材折舊。最終雙方達成了



▲OpenClaw爆紅後，令大模型的Token調用成本大增。

一種默契：他賭你不會高頻消費，你賭他不會捲錢走佬。

年初隨着AI Agent的興起，舊有的固定年費模式受到衝擊。在OpenClaw爆紅之後，Anthropic立即封鎖了年費會員「跑龍蝦」的通道，要求必須轉向API計費模式（按照實際推理任務收取費用）。這是因為Claude Pro的訂閱用戶每月只需支付20美元，就能支持OpenClaw的運行，但這顯然無法覆蓋高強度的Token調用成本。Gym房只希望你羨慕健身達人，但不希望你成為健身達人。

然而，科技大廠的過度精明似乎出現了反噬，用戶的AI付費意願開始下降，Silicon 大模型詞元支出指數(Silicon LLM Token Expenditure Index)近期出現拐頭跡象（見配圖）。該指數衡量的是全市場每百萬LLM Token的支付價格，被視為監測AI行業真實景氣度的風向標。若指數上升，代表大家願意花更多錢買更強的AI；如果指數下跌，意味着用戶更加注重性價比，高階模型的吸引力不再。

Token支出的趨勢變化，又通過GPU算力、DRAM內存及數據中心需求的傳導鏈條，直接影響到芯片廠商及雲服務商的資本開支預期。這也部分解釋了近期AI板塊大跌的動因。

心水股

騰訊 (00700)

中移動 (00941)

建行 (00939)

兩利好帶動 騰訊逆市反彈

沈金

尋底的港股，昨日作第六個交易日下跌。恒指震盪下行，收市報24407點，跌157點或0.6%，六連跌共失去1631點。全日總成交3206億元，較上日多116億元。

二十隻熱門股的升降比率為：升者3隻，跌者17隻。三隻上升股為騰訊(00700)、美團(03690)和建滔集團(00148)。騰訊再度「殺出重圍」，引人注目，入市消息有二。一是微信與華為合作的微信鴻蒙版測試用戶的上限獲得提升，顯示參與測試者在增加中，這是好消息。二是美銀證券發表研報，認為微信AI助手推出取得更實質進展，更多開發者參與測試顯示系統的受歡迎程度。研報重申騰訊「買入」評級，視之為「中國互聯網板塊首選」。

至於熱門股中的下跌股，仍以兩隻韓國股挫12%至13%最為慘烈，次

為近日升得多的聯想(00992)和長飛光纖(06869)，二者齊齊回吐9.3%。

儘管大市氣氛低沉，但仍然有逆市上升的股份，說明個別發展這支主題曲一直在奏，並沒有停響，問題在於你能否選中這些硬淨的好股而已。我頭牌所用的標準是要「穩陣高息」者，例如昨日的內地電訊三雄——中移動(00941)、中電信(00728)、聯通(00762)，就「打破玉龍飛彩鳳」，齊齊展翅高升，當中以中電信



和聯通憑其「身輕」優勢，上升3%，中移動收82.45元，升近0.2%。外電消息報道，中國計劃在未來五年內投資二萬億元人民幣在全國範圍內建設數據中心，計劃由國家發改委主導，將使用國產技術，預期中移動、中電信、華為等巨企均會參與，就是這一消息，令內地電訊股一哄而上，價量齊升。

大市超賣 守好24200點

對後市的看法，我提三點。一是既已連跌六日，已經「超賣」，現時暫以個別發展展現升降不同走勢，可以接受。二是恒指24200點是重要防線，昨日已觸及，希望守好，最後的「護城河」是24000點。三是每到危急關頭，「國家隊」從不缺勤。昨日內銀股的穩打穩紮，若干國企股的堅守城池，均予人良好印象。我再講一次，這只是深度調整，與外圍的震盪絕不在同一條線上。

建行股息率逾5厘 上望11元

余君龍

恒生指數於月前一度衝上26800點水平，其後掉頭回落，連番跌至日前的24400點水平方見喘定。然而中美高峰會之後，美方在外圍連番作出小動作，引發政局不明朗，令投資氣候持續不濟，有利拋空造淡。指數期貨出現大幅低水，全面反映跟風做淡的市勢。中東局勢仍顯詭異，與此同時，貿易戰前景持續不明朗，整體投資情緒影響資金流向，表現偏向審慎。

然而，從市場動向觀察，主權資金在過去一季從未停步，為下一個反彈升浪增添動能。預期長線資金將逐步投入，市場對估值修復的信心正慢慢顯現。一旦環球政局稍趨明朗，疊加人民幣升值預期，定將帶動資金加快回流中資股，而對人民幣強勢敏感的板塊，上升潛力可期。

從技術走勢分析，建設銀行(00939)中期升浪攀上9.05元浪頂後，出現技術調整回落，雖然一度跌穿50天移動平均線，但迅速完成調整，隨後重返此線進行鞏固，目前此線在8.65元，10天線卻在8.6元，是下線

參考位。料股價在這水平完成整固後，可突破上個中期浪頂，挑戰10元心理關口可待。

建設銀行的業務是提供傳統銀行服務，是全球十大銀行之一，業務遍內地，香港和大中華區，以至世界各地，基本面強勁，以現水平計算，此股預期市盈率不及6倍，而預期周息率更逾5厘，以大型銀行股份分析，歷史數據及慣性平均市盈率在12倍以上，因此上升潛力強，料投資機構在主權資金帶動下，隨後跑贏大市。

伺機在8.8元上下水平吸納，突破歷史高位9.05元後，下個中期浪頂可望在11元水平出現，下線參考位在8元。

(作者為獨立股評人)



比高拓「AI+IP」值得關注

高飛

雖然近日港股走勢疲弱，但影星周星馳控股的創業板娛樂科技公司比高集團(08220)卻逆市價量齊升，主要受與字節跳動旗下的火山引擎宣布達成「AI+IP」深度合作的好消息帶動，值得留意。

作為香港喜劇著名演員及資深電影人，周星馳近年來在科技與新興娛樂領域的布局可謂極具戰略遠見。從早期的Web3元宇宙、中短劇到劇本殺項目，比高集團早已不再是一家傳

統的電影製片公司，而是逐步轉型為聚焦「AI+內容+IP」的娛樂科技企業。如早前戰略投資杭州極逸人工智能科技(SOON平台)，旨在跑通從AI生成到商業級遊戲落地的完整鏈路。

昨日正式宣布的合作，則是將這一系列布局推向高潮。雙方基於火山引擎的Seedance 2.0視頻生成大模型，結合周星馳頂級經典電影IP(《喜劇之王》、《長江7號》及《食神》)進行AI內容創作與名場面二次創作，並獲得「授權—保護—審核—

分發—變現」全鏈路合作機制，為IP在AI場景下的合規使用與商業價值挖掘提供全新參考模式。

這一連串的動作表明，比高集團已經建立起一個從底層AI技術、互動影遊開發，到頂級IP版權商業化的完整鏈路，其科技版圖已然成型。未來AI內容創作料屬真正的贏家，因為不用動輒投入數十億美元進行底層大模型研發與承擔高昂算力成本，只需要擁有核心版權，能直接將IP轉化為應用場景就可以生成產品與獲利。

美元強勢難持續 留意日圓白銀

鄭振輝

步入5月中後，香港恒生指數明顯走弱，現時更跌破25000點的心理關口位置。主要下跌原因包括：美伊局勢飄忽不定，每次傳出和平協議進程理想後的一兩天，往往便再出現雙方互相攻擊新聞，又讓情況陷入僵局甚至緊張，這種難以捉摸的氣氛本已令股市有一定的壓力。

緊接6月初，美國公布非農就業數據大幅超過預期做好，勞動市場狀況佳令投資者相信美聯儲毋須再「減息」甚至年底更有機會「加息」。

不過，美匯指數卻因為以上的消息而受惠。首先中東局勢的不穩，反而增加了市場對美元作為避險工具的

需求。另外市場因應美國極為出色的勞動數據，改變預估美國聯儲局貨幣政策立場的方向，從「預期降息」變為年底有機會「加息」，這正是美元的強心針。因此，美匯指數由5月12日的98水平逐步攀升至現在約100.2水平，短期升幅高達3%。

日歐勢加息 利淡美元

但本人卻對美元持續強勢有所保留，因為聯儲局主席才剛換屆，大家也知道新主席沃什是特朗普的代言人，肯定不會一上任便跟主子唱反調，因此美聯儲短期內加息的可能性極低。相反本月內歐洲央行以及日本央行卻極有機會加息，美元的息差優勢將會因此而收窄，利淡美元。

所以筆者反而有個建議，便是買入日圓。因為現在日圓已處於對美元160的水平亦是對上一次日本央行干預的位置，加上本月加息可能性極高，實在有不錯的潛力。

至於國際商品方面，黃金於5月中至現在下跌趨勢明顯，從5月中約4700美元水平下跌至現時約4300美元。今期筆者於金價預測沒有太大的意見，因為太被動了！反而白銀價格絕對有吸引力，首先已經連續六年，全球出現供不應求的情況，加上6月份是環球工業生產商進口白銀作為原材料的高需求期，因此可以把握白銀現在的低位部署，成為中長線的組合。

(作者為實德金融策略研究部高級經理)

全球債市顯著調整 料續高位震盪

工銀智評

今年5月以來，全球債券市場顯著調整，主要發達經濟體國債利率普遍上行並觸及階段性高位。美債10年及30年期利率一度分別升至4.5%及5.0%以上；日本10年期利率創自1997年以來新高，30年期創自1999年發行以來新高；歐洲方面，法國、德國10年期利率回升至歐債危機時期水平，英國10年期利率接近2008年金融危機水平。

本輪債市波動的主要特徵之一為全球共振顯著增強，5月上中旬，美債與日、英、法債利率同步上行，相關性明顯提升，美日、美法、美英10年期利率相關性分別升至95.7%、94.6%、85.1%，遠高於年初水平。另一特徵是美債收益率曲線趨於走平，短端利率小幅上行而長端略回落，反映市場對長期增長與政策前景存在分歧。

受「再通脹」及鷹派美聯儲共同影響，美國4月消費物價指數(CPI)、生產者價格指數(PPI)分別同比上漲3.8%及6%，顯著高於預期，市場重燃年內加息預期；加上主張收緊貨幣政策的沃什正式接任美聯儲主席，帶動本輪利率上行。能源價格衝擊推升通脹預期，例如10年期通脹預期升至約2.5%以上，與此同時，服務通脹滯降、PPI顯示上游成本再度累積，反映「再通脹」由預期逐步走向現實。

主要發達經濟體普遍面臨財政擴

張壓力：美國財政赤字仍處高位，利息支出佔比持續上升；英國赤字擴大，日本與德國亦加大財政支出力度。從債務水平與增長對比來看，日本、美國、法國債務率較高，部分經濟體名義增速低於利率水平，債務可持續性承壓，成為中長期利率上行的重要約束因素。

留意兩條核心主線

總括而言，儘管全球債市出現明顯拋售，本輪波動更似短期衝擊，而非系統性利率危機。當前利率上行主要源於通脹與政策預期調整，而非基本面失控。隨着中東局勢趨於緩和，能源衝擊可能減弱，全球不會重現2022年的全面高通脹。同時，全球經濟面對「K型分化」格局、需求走弱及財政壓力，也將對利率形成約束。未來需留意兩條核心主線：一是央行政策路徑，在美聯儲偏鷹背景下，美債利率或維持高位震盪；若經濟數據走弱，存在階段性回落空間。英國或採取一次性加息，日本或實施「加息+放緩量化緊縮(QT)+預期管理」的組合。二是地緣衝突變化。若中東局勢緩和、油價回落，有助「再通脹」預期降溫並帶動利率回落；反之，若衝突升級、能源價格再度上行，全球債市或再次承壓。總體來看，全球債市仍處高波動階段，利率在政策與能源價格雙重驅動下，料於高位震盪。

(中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心)