

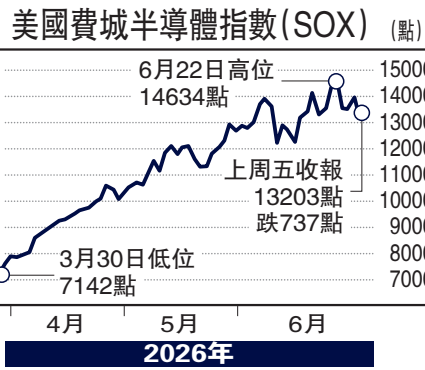
美股高危 科技股走資破紀錄

投資全方位

金針集

SpaceX完成破紀錄上市集資，華爾街股市隨即高位急回，呈現「散水」跡象，美光科技、英偉達等當炒半導體股，股價大幅抽水，近周美國科技股出現破紀錄的走資。

大衛



◀截至6月24日止一周，美股基金淨流出85億美元。

值得注意的是，今年累積升幅最大的記憶體、存儲芯片股成爲跌市重災區，即使AI基礎設施對高頻寬記憶體HBN及DOR5需求強勁，預測DRAM及NAND記憶體、存儲芯片供不應求周期延續到2027至2028年，而芯片代工龍頭台積電，即使3至7納米先進製程芯片提價，但股價卻連日下跌，顯示投資者對美日韓半導體股價值高估很大戒心，尤其是美股上升狂潮波及實體經濟，背後主要依賴美企對AI投資只升不跌，一旦AI投資熱潮受到融資成本大漲或前景不透而出現降溫、甚至呈現收縮情況，美國科技股估值將會被下修，引發華爾街股市大冪。

美國費城半導體指數(SOX)本周二單日急挫7.8%，其中美光科技跌13%、閃迪挫逾13.6%、安謀(Arm)跌逾10%、英偉達跌4%，對投資者而言是一個重要警號。

美國科技股危殆乎，費城半導體指數從歷史高位迅速回落10%，進入技術性調整。美股呈現告急，全面性拋售潮一觸即發。

落。二，美科技股集資潮接踵而來，上市集資750億美元約一周的SpaceX，再伸手發債集資250億美元，連不缺錢的英偉達，亦計劃發債集資250億美元加入抽水行列，頻密的集資，將影響市場流動性。三，華爾街大行紛紛發泡洩沫風險警示，美企瘋狂

押注AI，市場對此憂慮加劇。根據高盛數據，對沖基金五周以來首次淨沽出全球股票，可見醒目資金大舉從股市出逃。截至6月24日止的一周，美股基金淨流出85億美元，科技股基金淨流出93億美元，走資潮前所未見。

SpaceX英偉達發債抽水

華爾街股市出現三個短期見頂信號。一，SpaceX完成史上最大規模上市集資後，股份衝高回

心水股

滙豐控股 (00005)

中國移動 (00941)

中國銀行 (03988)

恒指22000為重要心理防線

沈金 頭牌手記

還有今明兩個交易日，六月股市就告完結。由於今日是期指結算，「慣例」上落波動難免，投資者仍得繫好安全帶，小心應對震盪。

六月市迄上周五止，共度過19個交易天。升降比率為：升者5天，跌者14天，弱勢顯著。以點數計，六月由五月底的25182點起步，到上周五的22671點，跌去2511點，總跌幅9.97%。至於上周的跌幅就達1253點，為今年跌得最重的一周。事實上，近期已是連續7周下跌，恒指由26393起計跌去3722點，總跌幅高達14.1%。

種種數據都顯示港股處於極為嚴重的「捱沽階段」，上周五更演變為「全面報跌」，連一向被資金熱炒的人工智能股也逃不過大跌厄運。

當炒股逆市場 泡沫巨大

可以講淡態已發揮得「淋漓盡致」。有人問：這算不算「股災」？我個人的看法是：今天的連綿跌市，恐怕比單純一次「股災」更難對付。

過去的「股災」特點是大幅度急挫，大部分股份都難逃跌市厄運。現在的跌市，卻出現「冰火兩重天」的分化現象——有個別熱炒股竟然被捧到「天花板」般高，其炒賣之狠勁，似是「師承華爾街」，乃美式瘋狂的翻版。與此同時，日、韓股市也同樣瘋漲，並隨之而至的是大上大落的「過山車」走勢，我要講的只有一句話，就是從任何角度看，都形成泡沫，「爆煲」已在眉睫，風險不容低估。所以，對這些瘋炒股，已不宜沾手，儘管某些板塊「預期銷售與利潤大增」，但卻無人能提出有說服力的數據支持有關的估值，是否「炒過龍」，到業績公布時就會大白於世。事實上，不少熱炒股的股價已遠超大



行的「目標價」，「炒過火」的可能性甚大。從「投資安全」的角度看，若這些資金能引渡分散到其他的優質股，或會有新的局面。不過講真的，這個可能不大。

抗跌「三部曲」資金業績信心

從今年高點28056點計，現已跌了5385點，若跌6000點，會見22056；若跌幅收窄至5500點就是22556，這在上周五時其低點22518已到埗，故22000-22500區間是另一條心理防線，希望有力守穩，否則就要退至21500-21800區間。至於支持因素仍然是資金、業績和信心「三部曲」。五月「窮」過，六月嘗盡「絕」之滋味，則只要業績理想，派息增加，就一定能吸引真正投資的資金入市。現時六至九厘的優質股數目大增，足以與跌市抗衡。世界上沒有只跌不升的股市，港股也不例外，對投資優質港股的信心應保持堅定。

◀港股的跌市出現「冰火兩重天」的分化現象，個別被捧到「天花板」般高，風險不容低估。

地緣未明朗 保持資產組合平衡

陳志華 會長視角

近期國際金融市場最矚目的事件，莫過於美國與伊朗達成的臨時停火協議，當中允許伊朗重新以美元計價外銷石油。市場普遍解讀這是美國在中東影響力減弱、被迫向伊朗低頭的象徵。然而，若從全球貨幣霸權與資產定價的深層邏輯審視，這一步棋絕非軟弱退讓，反而是美國為鞏固石油美元體系、延續美元霸權周期的一招「以退爲進」之妙着。

美伊協議實質延續美元霸權

過去多年，伊朗被排除在美元結算體系之外，被迫以人民幣、歐元甚至以物易物的方式進行石油貿易。試想，若主要產油國都能繞開美元進行結算，石油美元體系的根基便會逐漸侵蝕。美國此次允許伊朗重新使用美元通道，表面上是放鬆制裁，實質上是將這個長期游離於系統外的玩家重新拉回牌桌上。一旦伊朗的原油貿易重新鑄定美元，其資金流動、外匯儲備及交易收入將被納入美國金融監控的視野之內，華爾街與白宮便能重新掌握其經濟命脈。這不是向對手妥協，而是將其馴服於一個更容易被影響和管控的框架之中。正如一個在你客廳活動的對手，永遠比一個遊走於視野之外的敵人更容易應對。

這步棋的精妙之處在於其連鎖效應。伊朗原油重返國際市場，必然增加全球原油供應，爲近期疲弱的油價增添下行壓力。油價下跌，一方面即時壓低了市場的通脹預期，削弱了資金透過黃金對沖通脹的需求，這是近期金價受壓的其中一個關鍵因素。另

一方面，油價疲弱將直接衝擊沙特、俄羅斯等資源型國家的財政收入。當這些國家的「保本油價」無法達到，財政赤字擴大，它們對美元融資的需求便會上升，從而更加牢固地被綁定在美元體系之中。同時，美國此舉向全球所有正在考慮「去美元化」的國家釋放出一個強烈而清晰的信號：脫離美元體系，將面臨原油滯銷、外匯動盪、經濟邊緣化的巨大代價；而回歸美元體系，則能換取貿易順暢與金融穩定。一個天堂，一個地獄，這套精密的心理威懾與利益引導，目的只有一個，重塑全球對美元的信任，捍衛美元在大宗商品定價中的絕對話語權。

回到香港投資者關心的黃金市場。近期金價回落，正是上述美元強勢、油價下跌、通脹預期降溫三重壓力疊加的結果。美元走強直接壓制以美元計價的黃金，油價下跌則削弱了黃金作為抗通脹資產的核心敘事。然而，投資者必須清醒認識到，當前壓制金價的每一股力量，本身都存在巨大的脆弱性。美元的強勢是建立在高



▲目前各國央行爲分散儲備風險而持續增持黃金的長期趨勢，並未因短期金價波動而根本逆轉。

利率基礎之上，而美國聯邦債務已突破39萬億美元，每年超過9000億美元的利息支出正成爲財政不可承受之重。高利率這台引擎每運轉一天，都在侵蝕美國自身的續航能力。油價亦不可能長期低於主要產油國的財政平衡線，一旦OPEC+啟動減產等反制措施，通脹預期隨時可能反撲。目前各國央行行爲分散儲備風險而持續增持黃金的長期趨勢，並未因短期金價波動而根本逆轉。可以說，現在壓制金價的力量越猛，未來一旦美元周期反轉，黃金積蓄的反彈勢能將越強勁。

定期審視四大宏觀警報

對於香港投資者而言，此刻最危險的並非市場波動，而是陷入兩種極端思維：一是看見美元短期強勢便全面追入美元資產，忽視物極必反的規律；二是因美元霸權的結構性問題而孤注一擲押注黃金，低估了美元體系強大的歷史慣性。明智之舉是保持資產組合的平衡，美元資產與黃金均可持有，但切忌超越自身風險承受能力的高度集中。同時，帳面上必須預留足夠的流動性現金，以應對任何非線性的市場衝擊。此外，每月定期審視日圓匯率、美國國債拍賣認購倍率、地緣石油供應政策以及全球央行購金數據這四大宏觀警報，將有助我們把握大方向，避免被短期的市場情緒牽着走。歸根結底，這是一場圍繞全球財富定價權的長期博弈，我們每一個人的資產都已置身其中。認清底牌，克制貪婪與恐懼，才是穿越風浪的關鍵。

(作者爲香港證券及期貨專業總會會長)

Token成本高昂 服務收費是必然

李靈修 財經分析

豆包作爲國內月活用戶最多的AI應用，正式於本周三(24日)上線付費訂閱版本，三檔月費定價分別爲68元(人民幣，下同)、200元、500元。這也是豆包自2023年上線以來首次面向C端用戶收費。

豆包官方表示，專業版基於最新的豆包2.1系列大模型，面向需要處理複雜工作和生產力場景的專業用戶，免費版日常功能和額度則不受影響。

今次豆包流量變現之舉，折射出較爲尷尬的局面。截至上半年，每天有2億多人使用豆包，但每天實現營收不足百萬元，其中主要來源是對電商抽佣。據媒體報道，豆包每天促成電商交易額約1000萬元，而電商平台再按照一定比例向豆包支付佣金。

但參照火山引擎公開的API價格，結合豆包大模型的毛利率、用戶使用習慣等參數推算，豆包每天消耗的Token規模價值數千萬美元。即是說，豆包日均支出是收入的十倍，這還未計入算力基礎設施成本。國聯民生證券5月研報測算，以最便宜的豆包模型計算，豆包提供一天免費AI服務的成本高達1.32億至2.4億元。

筆者於6月11日撰文《AI大廠的「Gym房」生意經》指出，AI產業與互聯網的最大區別在於，其邊際成本遞減效應並不明顯。由於無法實現資源複

用，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。雖然DAU(日活躍用戶)上去了，ROI(投資回報率)卻在下降。豆包就是這種典型案例。也因此，向用戶收費是必定要走出的一步。

與美國大廠相比，豆包開出的訂閱費用處於同一水平。譬如ChatGPT提供的三檔月費定價分別爲8美元(Go版)、20美元(Plus版)、100美元(Pro版)。不過，OpenAI的CEO薩姆·奧特曼曾公開表示：「即便Pro訂閱一個200美元，OpenAI也是虧錢的。」可見，全球最頭部AI公司也很難從C端用戶手上獲取滿意的收入。

大模型公司財務壓力明顯

大模型公司的財務壓力是顯而易見的。今年以來，智譜、MiniMax、Kimi、阿里雲相繼收緊免費用量，或調整了Token計費方式。可以預見，如果豆包付費模式得到理想的市場反饋，千問、元寶等都有可能加入收費大軍，行業競爭格局或隨之巨變。

總體來說，字節跳動在國內AI大廠中仍處於較爲領先地位，特別是聚焦於企業服務的Seedance，爲公司帶來了足夠的競爭底氣。據悉，Seedance目前年化收入(ARR)規模已達20億美元(約143億元)，單月超10億元水平。該款應用已成爲國內AI短劇、漫劇的重要生產力工具。

科技股高位震盪 關注高股息資產

鄭雪曦 拔萃觀點

上周港股繼續回調，三大指數集體下跌。板塊上，蘋果產業鏈、互聯網權重、AI應用股跌幅較大；從市場結構看，港股本周壓力集中在高彈性資產，反映外部流動性擾動、全球科技股回調的共同影響。

宏觀層面，美國5月PCE同比升至4.1%，核心PCE同比升至3.4%，降息預期繼續後移，美元利率高位仍壓制港股估值和外資回流。中東局勢月初推升油價和避險情緒，隨後油價回落，但能源價格反覆仍影響通脹預期。資金面上，6月底臨近季末再平衡，摩根大通估算組合調整可能帶來最高約1650億美元股票賣壓，與前期科技股獲利回吐疊加，放大了本周全球市場波動。

港股自身缺少強流動性和基本面支撐，資金更容易流向美股AI硬體、日韓半導體和存儲鏈條等更確定的方向。因此，當前港股的結構重點仍在全球科技鏈條映射。上周五，全球科技和半導體股普遍回調，調整主要發生在前期漲幅較大、倉位較擁擠的方向，疊加季末調倉，短期波動明顯放大。但從產業層面看，AI硬體鏈條仍有基本面支撐，尤其是存儲仍是景氣度最突出的方向。

存儲龍頭仍在加大投入

美光最新財政Q3業績顯著超預

期，收入414.6億美元，調整後EPS爲25.11美元；公司披露與16家戰略客戶簽署約220億美元多年期客戶承諾，安排中包含提前鎖量、現金存款和價格下限，並預計存儲供應緊張可能持續到2027年之後。AI伺服器對DRAM、HBM等高端存儲需求繼續提升，市場也繼續上修存儲周期判斷。SK海力士推進美國ADR上市計劃，擬融資最高約290億美元，用於AI存儲產能、先進封裝及EUV設備投資，進一步反映存儲龍頭仍在加大擴產投入。存儲漲價已開始向消費電子傳導。蘋果近期因記憶體和存儲晶片成本上升，上調部分MacBook和iPad價格；路透援引FT稱，蘋果正向特朗普政府尋求許可，以採購長鑫存儲晶片，相關事項尚未落地。

其他板塊修復仍偏弱。攜程近期在業績和市場情緒影響下再次承壓，疊加此前反壟斷調查帶來的波動，反映消費服務類資產預期仍不穩定。傳統價值股受宏觀需求、油價和盈利修復節奏影響，缺少強催化；恒科和創新藥仍需等待更明確的業績、政策或融資端信號。

展望後市，港股仍以結構性機會爲主。全球AI硬體仍是最清晰的主線，重點關注存儲、半導體、光通信、先進封裝和PCB等港股映射；同時控制倉位、保留現金，防禦方向關注紅利和高股息資產。

(作者爲拔萃資本集團分析師)