

把握AI核心指標 投資方可進退有據

專家：觀察用戶用量增速 睇實科企巨頭投資變化

衡量AI硬件周期七項指標

- 1 頭部科技企業是否會持續加大資本投入
- 2 硬件價格是否持續提升
- 3 AI行業是否持續擴張
- 4 Token定價、用戶使用量能否跟上行業產能擴張速度
- 5 AI大模型市場滲透率能否持續提升
- 6 優先看Token總使用量，而非單價
- 7 跟蹤AI用戶使用規模變化

悠閒理財

環球AI硬件股暫別單邊向上走勢，轉向大上大落格局。AI硬件股後續是整固後再上，抑或今輪大牛市即將完結？易方達香港高級策略師譚智樂指出，捕捉行情變化可以注視大型科技企業是否繼續加大AI相關資本投入；Token（詞元）使用量增長速度是否與行業產能擴張速度匹配；硬件價格能否保持上行趨勢。

此外，譚智樂進一步指出，投資者更應該留意大型科技企業的業績表現，對AI相關業務的取態，以及AI大模型企業的利潤率變化。

大公報記者 劉鑛豪



譚智樂表示，Token生產成本將下跌，關鍵在於觀察成本是否大於售價。

全球AI硬件股升升不息，港股市場先後出現眾多「倍升股」，以老牌工業股建滔積層板（01888）為例，年初以來，股價累升超過5倍。然而，市場的題材不斷在轉換，例如新消費股、電動車股等曾經炙手可熱的板塊，如今紛紛回歸「平淡」。儘管現時判斷AI硬件行情結束尚言之過早，但認識市場信號，可避免接下「燙手山芋」。

譚智樂指出，上半年市場有兩大核心主題：半導體、算力基建升級，相信依舊是下半年市場核心焦點；只要硬件價格持續上行，行業繼續擴張，半導體超週期的行情就能夠延續。AI硬件股確實累積相當大股價漲幅，可是預測市盈率顯示估值處於合理水平。

然而，他認為，如果AI行業出現以下三種情況，就有可能存在景氣反轉的風險，首先是用戶使用量跟不上行業產能擴張速度，這是最重要的；其次是頭部企業是否持續增加AI資本開支；最後是硬件價格開始回落。投資者如何找到這些資訊，譚智樂建議，投資者可以跟進大型科技企業的季績，觀察未來在AI業務投入狀況。

Token減價不等於行業見頂

對於近期有大型科企降低Token價格，是否預示行業發展出現「紅燈」。譚智樂表示，高盛等投資銀行和市場已預告Token生產成本將會下跌，近期價格下跌，關鍵在於成本降幅是否大於售價。如果成本降幅大於售價降幅，企業利潤率反而會持續提升。因此，投資者應

該留意企業利潤率的變化，不宜單單看Token的價格升跌，作為行業景氣的變化信號。

用戶規模助算力變現

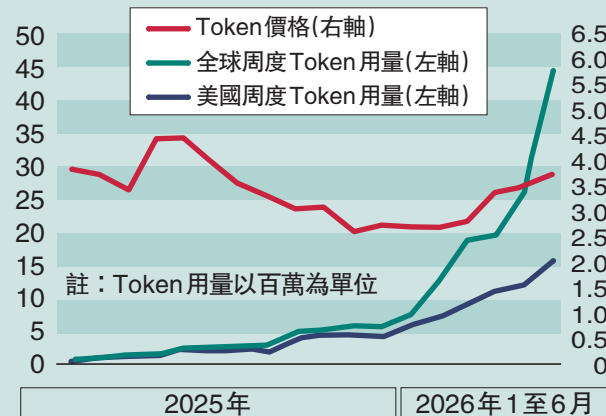
他補充指出，行業長期景氣度最終落腳點是AI大模型市場滲透率能否持續提升。如果AI用戶規模持續增長，龐大的算力、基建資本開支需求就能持續兌現，行業景氣度便能夠維持。

相反地，如果用戶使用量觸及增長瓶頸，或者AI落地需求不及預期，大量在建算力基建項目將會延期，極端情況下項目甚至擱置，硬科技板塊行情邏輯便會徹底轉變。因此，投資者要留意的是Token總使用量，而非單價。

總括而言，譚智樂認為，跟蹤AI用戶使用規模，只要AI滲透率持續提升，市場短期利空雜音都無需過度擔憂。如果用戶使用量出現下滑，需求放緩，企業減產、產品降價等消息，導致企業估值面臨巨大壓力，屆時行業周期或會隨之改寫。

▲如果AI用戶規模持續增長，半導體行業景氣度便能夠維持。

Token用量與價格走勢 (美元)



資料來源：OpenRouter、摩通



▲近期有大型科企降低Token價格，未必預示行業發展出現「紅燈」。

經濟穩步向好 本港地產股看俏

加息預期

市場上月重新聚焦於美國加息預期，拖累本地地產股受壓，直至近日才稍為喘穩。易方達香港高級策略師譚智樂指出，利率變動只是影響地產股的其中一個因素，但不是唯一。其他值得留意的因素，包括實際需求，例如外來人才流入香港的規模，外資企業進入香港數量，內地企業赴港拓展業務情況，這都是影響租金、房價的關鍵因素。

宏觀層面判斷，香港整體經濟環境並沒有想像疲弱，雖然不少市民北上消費，對零售業構成壓力，但負面衝擊正逐步淡化，去年同期數效應越來越弱。再者，今後北上消費港人數目出現大幅增加的機會不大，零售業最差時間大概率已經過去，本地地產板塊整體走勢有望跑贏恒生指數。選股方面，譚智樂表示，投資本地地產股要留意資產負債表，過往數據顯示，若果公司的負債較低，財務較穩健，股價表現也會較強。

選內房股先看財報

內房股方面，譚智樂稱，前段時間華潤置地（01109）、中國海外（00688）等內房股股價上漲，主要因為內地一線城市房價出現回暖跡象。內地「貸款市場報價利率（LPR）」多次下調後，現水處於十年低位，惟內房股的核心向上驅動力，依舊是商品房價格。

內地各城市分化明顯，部分城市行情回暖，一些城市持續低迷，走勢高度依賴各地政策。整體行情與宏觀經濟綁定，內地房地產市場是反映整體經濟，尤其是一線城市景氣度的重要指標。篩選內房股核心看資產負債表。財務狀況穩健的企業，市場對債務、違約的擔憂會大幅減弱，估值會得到抬升。一旦宏觀環境回暖、房價上行，這類企業股價彈性會更高，漲幅更可觀。

總結來說，不管是香港地產股抑或內地房企，只要擁有市場認可的健康資產負債表，清晰穩健發展規劃，中長期行情就不用過度擔憂。



▲利率變動只是影響地產股的其中一個因素。

啞鈴配置策略 投資組合攻守兼備

配置方法

「啞鈴策略」是許多券商建議的資產配置方法：啞鈴的一端配置科技股，啞鈴另一端配置高息股。易方達香港高級策略師譚智樂認同，把資金分配該兩類資產，是值得參考的投資方案。不過，科技股與

高息股都對宏觀經濟有較高敏感度，先決條件是宏觀經濟沒有預期那樣差。高息股提供高回報的背後是高風險，所以投資者應該認識到高息股屬於風險偏高類別。

他補充稱，今年高息股股價表現不俗，背後核心原因不單只是加息、減息周期，關鍵在於宏觀經濟整體環境穩定。當經濟環境偏向正面，對經濟波動敏感度高的高貝塔板塊都能受益，而高息股個股是貝塔系數偏高類別。

重點跟蹤AI股與高息股

高息股板塊集中在金融、能源兩大行業。銀行股方面，過去市場曾經預期環球央

行減息，今年又進入加息周期，可見利率並不是影響銀行的最關鍵因素，真正核心是全球經濟基本面。能源股被視為高息股，背後邏輯是現金流穩定，大多數能源企業不會盲目大幅擴大資本開支，經營策略偏穩健。

港股市場科技與高息ETF產品		
科技股ETF名稱		跟蹤指數
GX中國半導體	(03191)	FactSet中國半導體指數
南方港韓科技	(03431)	富時ETF通香港韓國科技+指數
易方達亞洲半導體	(03486)	Solactive亞洲半導體精選指數
易方達AI	(03489)	富時定製全球人工智能精選指數
高息股ETF名稱		
		跟蹤指數
恒生高息股	(03466)	恒生高息股30指數
GX恒生股息	(03110)	恒生高股息率指數
華夏亞洲高息股	(03145)	彭博亞太高股息40淨回報指數
易方達高股息	(03483)	MSCI亞太精選高股息指數

譚智樂表示，高息股、AI股都是兼具較強超額收益與市場行情彈性，值得投資者重點跟蹤，不妨採用「啞鈴策略」進行配置。對於「啞鈴」兩端的資產配置比例，譚智樂稱，組合搭建完全取決於個人風險承受能力，沒有統一標準；高風險承受能力（進取型投資者）可以提高半導體、AI相關資產的持有佔比；中等風險承受能力（平衡型）兼顧進取需求同時規避波動，適當提高高息股比重；低風險承受能力（穩健保守型）可以加入貨幣基金等低風險避險資產的配置比例。

譚智樂建議，利用ETF產品分配資產，勝於買入個別股份。他解釋稱，高息股、AI股前期漲幅都不小，市場一旦出現回調，很容易出現明顯回撤，或者單一銀行、能源企業調整分紅方案，股息派發不及預期，個股短期內很容易急跌，造成賬面虧損。譚智樂建議，投資者可以選擇ETF，適度分散持有，有效平滑價格波動。

A股半導體行情 長鑫上市成催化劑

倪相仁

過去一周，AI板塊大起大落，韓國記憶體芯片龍頭三星電子業績「觀爆」，股價卻現反高潮，拖累韓股數度「熔斷」。這邊廂，國產存儲一哥長鑫存儲（全球排名第四）獲批本月A股上市，刺激中國半導體板塊大幅回升。不過，隨着長鑫正式上市，A股市場對AI板塊的熱情有可能跟隨外圍市場，進入調整和再平衡。展望下半年，市場仍期待下個月推出新型算力芯片後，為中國展開AI基建打好基礎，而政策面落實「算力網」建設的概率甚高，料屆時中國AI板塊走出獨立行情並不出奇。

長鑫存儲上市被認為是今年A股

市場的重頭戲，上市之後不僅估值望衝萬億，其對A股的影響力也不亞於Space X上市對美股的帶動作用。根據投行的分析，長鑫今年的預期收入，可能會超過500億美元。如果這一目標實現，意味着今年的收入，比去年同比增長6倍以上，並且保持自2023年以來收入翻一番的增速。隨着其規模和盈利能力的雙重提升，這家巨無霸領頭羊角色不容質疑，因對整體半導體行業的影響將是巨大的。

另一方面，隨着外圍AI板塊估值充分反映，投行把目光轉向其他有潛力的市場。無獨有偶，外資大行高盛最近挖掘到中國AI行業的新故事。在最新的報告《投資策略：做多中國AI價值鏈》中，分析師強調，中國AI行

業已正式進入他們關注的視野之中，原因在於「大規模國家支持、激增的全球需求以及結構性資本輪動的空前結合，使得中國AI成為當今科技領域最引人注目的增長故事之一」。

高盛看好中國AI板塊

高盛給出了看好中國AI板塊的三個核心理由。第一，中國AI存在明顯的估值錯配。自2022年底以來，全球AI相關上市公司累計新增市值約34萬億美元，而中國AI相關公司的總市值約為4萬億美元，與中國在全球AI產業中的地位並不匹配。

第二，中國AI產業鏈具備被市場低估的獨特競爭優勢。過去幾年，中國持續推進科技自主可控，在算力基

礎設施、半導體、數據中心、電力等多個環節不斷投入。中國AI通過提高效率 and 創造新利潤帶來的潛在經濟效益，可能比當前AI股票價格中所反映的預期高出50%至100%。第三，近來中國AI板塊表現相對其他中國資產更強，資金正在結構性增配，儘管目前仍大幅跑輸美國AI板塊。中國硬件行業國內格局正發生結構性轉變，並認為當前的上漲趨勢具有結構性而非暫時性的特徵。

AI硬件上市公司多集中在A股，加上政策嚴控資金外流，令A股的短期投資環境優於港股。不巧的是，港股流動性現時正受到多方面的衝擊，包括大量新股解禁、解禁後又迅速進行大規模集資，加上美息看漲、北水

流入減緩等，令市場熱點難以持續，細價股更有巧婦難為無米炊之感。

港股上月調整（科指月跌8%，港股通互聯網指數跌13%），7月開局恒生科指走出反彈行情，但持續性有待觀察。短期看，政策紅利落地的節奏至關重要，因關乎能否為市場注入長期動能。人行行長潘功勝較早前的言論，為港股的中長期前景帶來鼓舞。他在香港的一個公開論壇上致辭提到，將持續支持優質企業赴港上市發債，拓寬兩地股、債、理財、衍生品等市場互聯互通渠道，深化粵港澳大灣區金融合作；同時國家外匯儲備後續還將進一步提升港股配置比例，從頂層政策與長期跨境資金兩方面穩定港市場發展預期。