

投資全方位

一點靈犀

三星電子(5930.KR)本周公布二季
度報，期內淨利潤同比漲逾13倍，
創下歷史新高；惟股價在7月累計下挫
逾21%，成為這波「賺得愈多、跌得
愈深」的行情縮影。為何超預期業績
撐不住AI估值，市場
真正的恐慌又是什
麼？

李靈修

由於新技術的突破與普及都是非線性的，難以
避免階段性供需錯配的發生，資本市場亦無法捕捉
到產業拐點。也因此，科技牛市常會伴隨「泡沫破
裂」的雜音。互聯網革命初期，美國同樣經歷過科
技投資熱潮及資產泡沫破滅，而技術帶來的生產
率改善，則是在21世紀頭10年中逐步顯現出來
的。

本輪AI板塊的全球性調整，源於投資者對大廠
支出回報周期的質疑。上游硬件供應商的確迎來利
潤爆發，不論是英偉達的GPU（圖像處理器），還
是SK海力士的HBM（高帶寬存儲），抑或光模
塊、PCB等環節，訂單增速都相當驚人。但換個角
度來說，這些都是AI大廠、雲計算公司真金白銀堆
出來的。如若前端應用不能從用戶手中賺到訂閱



▲雖然三星電子上季利潤大增，但股價在7月仍錄得逾21%的跌幅。

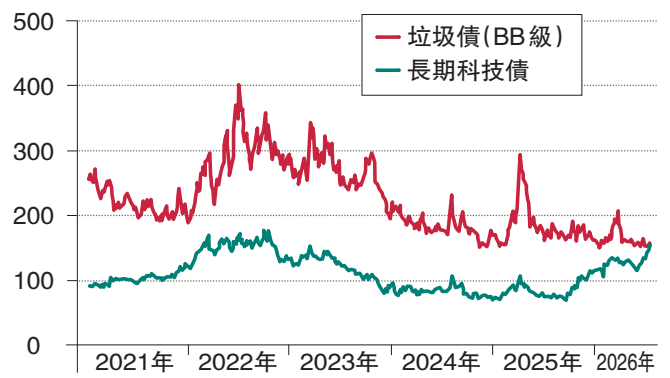
費，一切硬件訂單繁榮都會化作鏡花水月。

巨額研發 穩定派息成疑

如今市場最大的疑慮在於，下游AI大廠創造出
來的後續收入，能否匹配上游供應商的擴張規模，
這本質上是產業鏈的利益分配問題。畢竟沒有哪家
公司願意在市場上持續燒錢，只為英偉達、三星電
子等硬件供應商做嫁衣。

事實上，AI業績爆發模式打破了過去美股的長
牛邏輯。自金融危機以來，Buy Back（股票回購）

（基點） 長期科技債利差已接近垃圾債



策略是各家科技企業做市值管理的殺手鐮。大廠手
握大量現金，通過回購股票的方式、提升每股盈利
（EPS），強化資本回報正循環，也讓「價值投
資」這種事成為了可能。

但眼下大家為AI壓上了全副身家，賬上已經
沒錢去「取悅」股民，既沒有回購承諾，也沒有
穩定派息。如谷歌二季度財報數據依舊強勁，淨
利潤同比增近3倍，但自由現金流出現了歷史上的
首次負值（-58.5億美元）。而從去年下半年
以來，亞馬遜與甲骨文就因巨額投資雙雙出現了

負自由現金流。

大廠難證造血能力

缺錢的AI大廠只能將手伸向了債券市
場。據不完全統計，年內AI相關債券融資已
超過5000億美元，僅亞馬遜、Meta、
Alphabet和甲骨文四家公司就發行了1070億
美元的債券。而投資者也要求發債方給予更高
的回報補償，使得部分長期科技債的利差已
接近垃圾債（BB級）水平（見圖）。

現在看來，投資者並非「嫌棄」AI行業
賺的不夠多，而是在懷疑其賺錢的可持續
性。除非企業充分證明自身的造血能力，否
則股市債市很難觸底反彈。須強調的是，這已
經不是市場第一次提出抗議。去年10月，全球
AI板塊也曾歷過一輪估值下修，彼時大模型發
展沒有出現停滯，但「高投入、長回報」的燒
錢方式令股民感到恐慌。

未來市場會盯緊大廠的ARR（年度經常性收
入）走勢，這也是支撐當前AI敘事的重要憑據。
只有AI應用繼續提升用戶生產效率，用戶也心
甘情願花錢購買Token，大廠前期投入的資本
開支才會帶來正現金流，大模型的商業模式才
能形成閉環。

外圍風高浪急 內銀穩陣之選

連升四日的港股，昨日按下「回調鍵」，
恒指在26000點關前卻步，最低見25622點，
跌236點；高點則為25917，升59點。收市報25884點，
升25點或0.1%，全日成交額3282億元，較上日多233億元。

炒AI股要非常貼市

7月是「翻身月」已寫下圓滿句號。這個月共漲3003點，升幅13.12%。高位為7月30日的中段高點25971，低位為7月2日的低點22953，二者相距3018點，可見波動極大。這給小戶的教訓是：波動將成為港股的「副產品」，見諸於以美股為首的環球股市，很多都是大上大落，飛沙走石，大生大死。因之，小戶要練就應對的本領。鑒於這一類波動股集中在科技人工智能（AI）板

塊，如果自問非「身手敏捷」之輩，則自保之法是少參與或不參與，穩穩陣陣還是以投資為本，作中長線持有高息優質股而可以「有覺好瞓」。

回看昨日的港股，又是一次波動市的「典型示範」。外圍環境是美股反彈，內地A股也升，但港股就低走，並分開兩條賽道，一條是近日跌到七彩的人工智能相關股份，昨日來一個「鯉魚打挺」大幅反彈，兩隻韓股的反彈高達五成至七成。另一條賽道是傳統經濟股，昨日普遍下跌，有的一跌就是2%-3%，包括內銀股在內，但是本地銀行股的滙控(00005)卻一枝獨秀再創歷史新高。此外，科技平台股的阿里巴巴(09988)突然躍上，高見119.3元，升6.7%，收市報117元，仍升4.6%。這一役輪到阿里比騰訊(00700)勁。騰訊昨日先跌後穩，遠不及阿里活躍。

首程控股(00697)持有的宇樹

科技在上海證券交易所上市已有日期，為8月10日中購。首程受消息刺激，升3.5%。有關新股上市消息已傳出多時，現在才落實，但總覺予人以嫻嫻來遲之感。

恒隆地產(00101)公布中期業績，營業總收入按年升23%，但因為內地的銷售物業要作減值撥備，加上資本化利息減少導致財務費用上升，致使純利最終跌約10%，但每股派息與去年相同，為0.12元，即7厘周息率不變。此股昨日下午挫，我認為願意作中長線投資者，可以考慮「撈底」，估計下半年會有改善。原因之一是已聘得新行政總裁，新人事新作風，可以期待。中期息於8月16日除淨，9月25日派發。

有見於內銀股回軟，本欄認為是低吸機會。昨日在低位買入多隻內銀股，包括中國銀行(03988)、中信銀行(00998)在內。

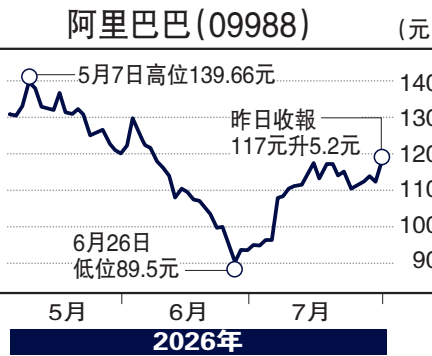
通義千問接入蘋果 阿里料可享固定授權費

阿里巴巴(09988)近期迎來兩項重大催化，標誌著其人工智能（AI）業務正從「技術布局」加速邁向「商業化兌現」階段。

首先，7月15日，Apple智能正式完成網信辦備案，取得內地監管運營許可。阿里巴巴確認，旗下通義千問將作為AI能力集成至Apple智能，為iOS、iPadOS、macOS和visionOS的內地用戶提供智能體驗。消息公布後，阿里巴巴美股急升7%。

參考海外Apple Intelligence與谷歌Gemini的商業模式，市場預期蘋果將向阿里支付固定年度授權費(參考谷歌每年10億美元)、算力Token按量計費收入以及電商轉化分成。內地存

量iPhone約2.2至2.5億部(IDC數據)，隨著AI功能常態化使用，Token算力收入規模有望超越固定授權費。通義千問承擔了約65%的核心任務，千問從自有場景走向全球頭部廠商級商業化驗證，不僅印證了其模型性能與端側適配能力，更為未來客戶擴展及Token調用量增長奠定基礎。



雲業務進入商業化周期

此外，市傳DeepSeek計劃在內蒙古烏蘭察布建設1GW級數據中心，阿里雲作為其核心算力合作夥伴將直接受益。2026財年第四財季，阿里雲AI相關產品錄得89.71億元（人民幣，下同）收入，連續11個季度保持三位數同比增長，年化經常性收入突破358億元，佔外部商業化收入比重首次突破30%。阿里雲百煉MaaS平台年度經常性收入已達80億元，預計2026年底將達300億元。管理層此前明確表示雲業務已走出高額投入期，正式進入商業化兌現周期。

（作者為香港股票分析師協會主席，證監會持牌人士，並未持有上述股份）

韓股大幅波動 凸顯港股強韌性

韓國股市在經歷幾天連續殺跌後，周五出現了石破天驚的暴漲。在筆者這股壇老兵的近20年的記憶裏，成熟股票市場似乎未見過單日如此巨大的太陽燭，KOSPI指數差不多升了兩成，絕對算韓國股市的「大奇跡日」。

不過，放諸百多年股市歷史，這種瘋狂對當地股市並非好事；在超短時間內不斷出現大輸大贏、大賺後又迅速翻車，就像一個完全不成熟的初生資本市場。這種市場從來不是長線資金持續投放之所，最終都會淪為割韭菜的場地。

韓國這輪由9300點跌至5600，再單日飆升兩成的救市式交易，波幅

之巨令人咋舌，恰恰說明定價已脫離基本面。

周五亞太股市大漲，主因是周四晚美股，尤其是科技股的報復性上升。但在場投資者都該明白，美股那翻雲覆雨的變化，很大程度上是資本來回收割的操作，加上做局者之間的劇烈鬥爭；此刻絕非用基本因素與業績理性分析的時候，散戶若盲目追高，往往成為做局者的燃料。

日央行傳干預 圓匯弱勢難改

除美國科技股大漲，還有一則很多人忽略的新聞，便是日圓兌美元的劇烈震動。周四晚日圓兌美元曾彈升逾500點，不少日圓空倉即時爆倉，市場傳聞是日本央行對匯市出手干

預；超短線上似是有些作用，但中長期看絕非好徵兆。周五日圓又回到160之上，未完全扭轉其中長期疲弱趨勢，反而從技術分析看，是釋放了此前的部分超買壓力與美匯的回調壓力。

至於周四同受重創的A股科技股，也出現較大反彈，全市逾4700隻股票上漲，科創50又回到1600點之上，實際效果是給重倉科技股的投資者一個回血機會。而香港恒生指數，因近期與韓國的蹺蹺板效應，並未出現大漲，最終微升0.1%，收25884點，呈現穩守突擊的態勢。港股這份韌性，在亞太暴升暴跌的動盪中再度獲得印證，也呼應了筆者早前所言全球資金對人民幣資產的難捨難離。

（微博：有容載道）

美聯儲按兵不動 金價4080遇阻力

彭博今日點評

本周國際金價在美聯儲議息與一系列關鍵通脹數據的交織下呈現先抑後揚的格局。金價於周初一度攀抵約4130美元的兩周高位，其後在議息結果公布前的觀望氣氛中回落，並多次試探4000美元整數關口的支撐，最低觸及約3945美元一帶。隨着聯邦公開市場委員會於7月30日公布利率決議後市場情緒轉趨明朗，金價迅速反彈並向4100美元邁進，現貨黃金報約每盎司4100美元水平。綜觀全周，金價大致於3945美元至4173美元的區間內波動，儘管期間震盪加劇，但憑藉尾段的收復失地，周線整體維持溫和偏強的態勢，反映買盤在回調中持續承接。

央行料繼續增持黃金

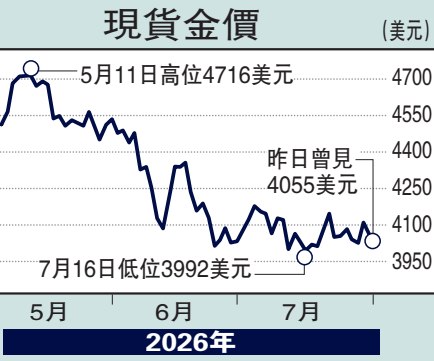
基本面與地緣政治因素本周繼續為金價提供堅實的下方支撐。中東局勢依然緊張，能源價格在供應憂慮下維持高企，進一步強化了市場對通脹黏性的預期。官方需求層面依舊穩健，各國央行於今年首季淨購入約244噸黃金，而多達近九成的儲備管理機構預期未來一年全球央行持金量將續增；中國於6月的黃金進口量更飆升至約173噸，上半年累計約820噸，顯示以儲備多元化與地緣對沖為主導的結構性需求方興未艾。與此同時，資金流向呈現東西分化，西方資金於6月錄得可觀的實物黃金交易所買賣基金贖回，而亞洲相關基

金於上半年則吸納創紀錄的資金流入。

宏觀數據與貨幣政策依然主導本周金價走勢。通脹方面，美國6月消費者物價指數年率放緩至3.5%，較5月的4.2%明顯回落，而市場關注的核心個人消費開支平減指數年率仍高踞約3.7%，顯示通脹回落之路仍不平坦。經濟增長動能有所減弱。美聯儲於7月30日的議息會議上連續第五度按兵不動，維持利率於3.5至3.75厘區間，惟決議以九比三通過，三位委員傾向加息四分之一厘，凸顯內部分歧。

技術面而言，金價經歷議息前後的劇烈波動後，短線多空力量趨於均衡。下方支撐依次見於4021美元的橫向與上升趨勢線交匯處，其下為3963及3914美元，而本周低位所在的3945美元亦構成重要防線。上方阻力則分佈於4080美元、代表200周期指數移動平均的4132美元，以及本周高位4173美元，更高目標指向4220美元一帶。

（作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk）



特斯拉巨額投入轉型 盈利能力恐受損

毛語倫比

特斯拉（TSLA）近期發布的財報呈現出一種極具張力的矛盾：一方面是創紀錄的282億美元營收與12個月滾動營收首破千億大關；另一方面則是令人瞠目的財務數據，運營利潤按年暴跌57%，利潤率僅剩1.4%，不僅遠低於市場預期，更引發市場對其盈利能力的擔憂。然而，這並非特斯拉經營不善的結果，而是行政總裁馬斯克一項大膽戰略轉型的體現。特斯拉正將其龐大的資本開支，從汽車製造業務轉向AI算力、Optimus人形機器人，以及Robotaxi等前瞻性領域。第二季度高達57.9億美元的資本開支，按年增長1.42倍，研發和管理費用也大幅上漲47%，明確指出資金流向了德州的AI算力集群擴容、奧斯汀的自研晶片工廠，以及弗里蒙特工廠Model S和Model X生產線拆除後改建的Optimus人形機器人專屬產線。

特斯拉目前的處境甚為激進，它正在用汽車業務這台「現金奶牛」產出的燃料，去點燃兩個尚未被驗證需求的巨大火堆。市場對此的反應是分化的：220倍的市盈率說明投資者認可其「全

球最大AI機器人公司」的期權價值，但財報後股價一直大跌，揭示了市場對燒錢速度與變現周期的集體焦慮。

新項目遲遲未能變現

展望未來，有三個關鍵數字將比任何敘事都更為重要：Robotaxi的車輛增速、Optimus能否按時投產，以及汽車毛利率的變化。Robotaxi在各城市的投放速度、單車日均訂單和單英里成本的改善，將決定其「2027年產生重大影響」的承諾能否兌現。Optimus若能如期在年底啟動弗里蒙特產線，並達到每周1000台甚至更高的產量，將是其兌現承諾的關鍵一步。而汽車毛利率若持續下滑，而Robotaxi和Optimus的變現又遲遲未能實現，特斯拉將面臨巨大的資金壓力。

特斯拉正處於一個自我製造的荒謬境地：它宣稱不再是汽車公司，但其所有資金來源仍是汽車銷售。舊身份正在拆解，新身份正在建立，而這兩者之間，是1.4%的利潤率所代表的巨大風險與機遇並存的轉型期。

（作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無持有上述股份）