AI投資料放緩 美股明年難有運行

張憶東：產業維持長期發展 惟回報與開支存時間錯配

投資人語 自美國中期選舉以來，市場波動幅度明顯增強。海通國際首席經濟學家張憶東接受《大公報》專訪時表示，考慮到人工智能（AI）應用的盈利回報與相關基建開支存在時間錯配風險。雖然產業長期發展趨勢未變，但AI浪潮很可能會從1.0向2.0過渡。明年美股行情大概率是一個「小年」。

大公報記者 鄭旭榮、李靈修



◀由於民主黨在美國中期選舉取得優勢，相信數據中心的建設將會減慢。 法新社



►為發展AI產業，美國科企不斷增加資本開支，導致自由現金流承壓。 路透社

過去數年間，AI儼然成為美國經濟的重要引擎，但這一情況在明年或出現轉變。在張憶東看來，AI浪潮的1.0時代已進入尾聲，主要源於三方面原因：

首先是AI巨頭的高額資本開支刺激了美國內生通脹，而私人企業大規模融資舉債、與美國國債「搶資金」，又推升了長端收益率。雙重壓力下，市場情緒從「怕踏空」轉向「防風險」。張憶東指出，AI敘事與高通脹、高利率環境是不能自洽的。

AI融資急增 股東不願買單

其次，股東回報文化會對AI資本開支形成強約束。張憶東舉例稱，過去連續32年，美國非金融企業的股票淨發行都是負值，這是因為上市公司持續在回購註銷股票。但這一紀錄在今年終止了，上半年五大雲廠商在極大融資的同時，回購卻減少了74.5%。但公司自由現金流承壓、回購計劃縮水時，相信股東很難再願意為大規模資本開支買單。

再次，以得克薩斯州為代表的多個紅州翻藍。政局變化將極大限制美國本土數據中心的建設。張憶東算過一筆賬，全美數據中心項目儲備總規模大約346GW，僅得州就有93GW；再考慮其他幾個政治格局可能變化的州，合計大約143GW，接近全美項目儲備的一半。

張憶東強調，美國AI投資進度放緩，並不意味着市場泡沫破滅，更不代表股市會進入危機模式。他預計，明年二季度後，美國市場很可能呈現「三弱」特徵：經濟增長放緩、美元指數走弱、美債長端利率走低。屆時匯率敏感型資產都會相對受益。



◀張憶東認為，AI浪潮很可能會從1.0向2.0過渡。 大公報記者林少權攝

「明年民主黨入主國會後，中東局勢有望緩和，畢竟一個巴掌拍不響。」張憶東指出，能源價格對美國通脹的擾動將隨之放緩，核心通脹也有望回落。但油價能跌多少，與全球經濟與地緣政治相關。

美經濟減速 息率或從加轉減

站在美聯儲的角度，明年很可能是先鷹後鴿。「在我看來，美國12月沒有必要加息。」張憶東表示，但在貨幣政策慣性之下，明年首季或許還會加一次息。而隨着美國經濟放緩、通脹回落，聯儲傾向可能從加息轉向降息。美債長端利率在上半年高位震盪，之後開始溫和下行。

長期來看，AI板塊依然有投資機會。張憶東暢想，也許3至5年後，AI商業化應用迎來爆發、正式開啟2.0時代。不僅軟件生態繁榮、生產力大幅提升，AI硬件也會迎來新一波行情。

張憶東最新觀點

AI產業
• AI的1.0時代已進入尾聲，投資進度放緩
• 3至5年後，2.0時代或正式開啓，AI商業化應用迎來爆發
經濟展望
• 明年二季度後，美國或呈現「三弱」特徵，即經濟增長放緩、美元指數走弱、美債長端利率走低
• 核心通脹有望回落，油價跌幅視乎全球經濟與地緣政治
利率走向
• 美聯儲明年或先鷹後鴿，首季料加息一次
• 明年或從加息轉向降息

大公報記者整理

AI處過渡階段 留意「類可轉債」股票

專家教路

在AI產業發展的過渡階段，張憶東建議關注現金流強、分紅表現好的「類可轉債」股票，以及美債、軍工、稀土等資產的結構性機會。

對於內銀板塊，張憶東認為，現時資金擁擠程度較高，警惕抱團鬆動的風險。

張憶東眼中的「類可轉債」股票，未必處於高速增長的行業，但經歷優勝劣汰之後，已經建立品牌、渠道、技術或規模優勢的龍頭，只要能夠維持相對穩定的盈利，同時減少新增產能建設和其他資本投入，自由現金流反而可能改善，為增加分紅和回購創造條件。

至於美債，張憶東表示，10年期債息前期衝高後進入震盪階段，市場對宏觀風險的定價已較為充分。隨着明年美國經濟降溫壓低長端利率中樞，利好美債市場走出慢牛。

中國經濟韌性強 A股有望改善

此外，估值整體偏低、基本面平穩的亞洲新興市場明年有望跑贏發達國家股市。特別是中國、印度等國家經濟韌性強，匯率波動較小，其資本市場表現有改善的機會。

黃仁勳回巢 難言扭轉市況

產業觀察

黃仁勳重掌英偉達（NVDA）帥印，極大提振市場投資情緒。但在張憶東看來，後市行情是反彈抑或反轉，最終還是取決於基本面的走向。

防火牆已建 再難獨攬大權

「一旦利益受損，各方都會糾錯。」張憶東笑稱，黃仁勳的回歸讓大家看清美國以利益為中心、以利益為導向的本質。政治從來都是妥協的藝術、交易的藝術，經濟利益才是核心。特別是美國財長貝森特與國務卿魯比奧對黃仁勳的態度均出現變化，可見特朗普在白宮的影響力仍然穩固。

但張憶東同時提醒，英偉達已經在內部搭起了「防火牆」，如成立由獨立董事參與的國家安全與出口管制委員會，未來還可能新設首席合規官。這些舉措都意味着，黃仁勳不會像以前那樣大權獨攬。不排除經過此番波折後，黃仁勳在對華業務方面會變得更為謹慎。

張憶東認為，11月初以來資本市場超預期調整，是因為外界擔心以英偉達為中心的全球人工智能（AI）產業鏈及信用體系將面臨收縮，甚至崩塌的風險。而現在避免了最壞結果的發生，極大改善了風險偏好。

不過，從基本面來看，市場預期依然會有擾動。一方面，針對黃仁勳的獨立調查沒有結束，民主黨的追責還會繼續；另一方面，明年1月份開始民主黨州長陸續就職，美國數據中心的建設問題會重新受到關注。

張憶東指出，股市經歷一波急跌之後，大概率會因為估值殺過頭而出現修復行情。但後續走勢充滿不確定性：一是市場情緒再受衝擊，開啟新一輪下跌；二是風險偏好持續回升，反彈變為反轉。目前來看，美聯儲釋放加息周期結束信號之前，市場反轉的條件仍不充分。

瑞銀對港股審慎樂觀 明年目標26000點



▲陳志立（右）預計，銀行業未來有5%至10%盈利增長是來自AI效率提升。 大公報記者邵淑芬攝



▲恒指昨日上升260點，收報22226點，重上二萬二關口，大市總成交2124億元。 中新社

瑞銀最新市場展望

經濟預測	
本港經濟	今年香港GDP增長約4.5%，明年增長3.5%
本港樓價	今年香港樓價升5%至10%，明年持平，看好豪宅及中環甲級寫字樓市場
美國利率	美國12月及明年1月各加息0.25厘
本港利率	本港同業拆息隨美息同步上漲，但處相對平穩水平，香港最優惠利率有上調機會

投資建議

- 明年市場預計持續波動，恒指明年底料見26000點水平
- 看好銀行股、高息高收益股，以及AI相關公司
- 看淡地產發展商和澳門博彩業

大公報記者整理

【大公報訊】隔晚美股低開高走，市場信心改善帶起亞太市場，恒指昨日升260點，收報22226點，重上二萬二關口，北水則趁反彈減磅淨流出200億元。瑞銀預期，港股明年波動持續，估值難再明顯擴張，指數表現須靠盈利增長推動，恒指明年年底或見26000點。板塊方面繼續看好銀行、人工智能（AI）相關運輸及高息股，對房地產開發商和澳門博彩業則保持審慎。

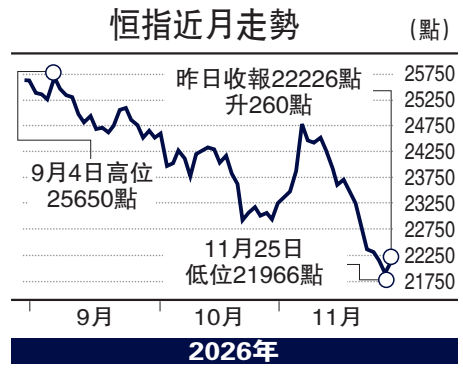
看好銀行及AI物流鏈板塊

瑞銀全球研究部香港研究部總監兼香港策略師陳志立預期，香港本地生產總值（GDP）增速將由2026年的4.5%放緩至2027年的3.5%，但指貿易表現超出預期。他解釋指，香港作為貿易中心，又鄰近AI供應鏈，受惠於AI資本開支增長，此勢頭預料可延續至明年。瑞銀對2027年全球AI資本開支的預測較市場共識略為樂觀，預計增長七成。他認為可繼續為香港經濟帶來增長動力。不過，他預計美國在下月及明年1月各加息0.25厘，將令香港金融市場受壓，內地海外投資政策及年中出現的追稅情況，亦對市場情緒造成影響。

估值方面，陳志立指港股於2026年整體較平穩，2027年估值可能略見下行壓力。MSCI香港指數盈利2026年增長約16%。在高基數效應下，2027至2028年預測盈利年複合增長率約3%至5%，而明年MSCI香港指數增長料為中單位數水平，而恒指明年年底料見26000點。

此外，陳志立提出三個支撐香港市場的主題。第一是金融業擴張，他指過去6個月，對沖基金在香港擴展業務並增聘人手，並可能帶動中環核心區寫字樓、優質旅遊及豪華住宅的需求；第二是AI相關貿易，香港可繼續受惠於AI相關貿易需求，航空公司亦可能受惠於貿易增長；第三是銀行業的AI效率，AI降低成本可能成為未來5年的順風，預計銀行盈利增長中有5%至10%來自AI效率提升。

恒指近月走勢



港銀下月或加息 樓價明年大致持平

【大公報訊】市場預期美國聯儲局12月很大機會加息0.25厘，本港亦可能跟加。瑞銀全球研究部香港房地產分析師梁展嘉表示，該行預期本港樓價今年上升5%至10%，明年則大致持平，這已計及本港上調最優惠利率0.125厘的因素。

梁展嘉指出，本港樓市今年5月後轉靜，一手銷售6月亦明顯回落，9月因部分發展商減價而恢復，二手市場則未見同步復甦。他表示，估值是該行看淡樓價的主因，指香港住宅租金回報約3.2厘至3.3厘，定息按揭約2.9厘，P按上限約3.2厘，若香港銀行上調最優惠利率，租金回報可能低於置業資金成本，形成負利差，租樓可能比買樓划算。

商廈租金 明年續揚

梁展嘉續稱，本港住宅落成量預計要到2029年左右才開始回升，但未來數年的供應短缺已部分反映在樓價中，是以雖然利率仍有上行可能，但樓價未見明顯下跌。隨着人才簽證來港人數跌幅不大，他預期部分內地來港人士傾向「先租後買」，導致短期租金仍有上升空間。寫字樓及零售方面，梁展嘉看法則較為正面。他指，中環寫字樓今年租金升幅可能達5%至10%，明年預計仍有中單位數增長；零售相關指標亦見復甦，勢頭預計延續。區域前景方面，瑞銀看好豪宅表現，主因不少企業來港拓展業務，員工隨遷來港，料相關需求持續。

責任編輯：呂泰康 美術編輯：馮雨佳