

AI 牛市遇上槓桿狂熱 SK 海力士股價及韓股危機是 AI 泡沫新警號？

銘察秋 毫

近期全球金融市場圍繞人工智能的投資熱潮持續升溫，市場一方面相信 AI 將帶來新一輪科技革命，另一方面亦開始擔憂估值過高、資金過度集中所形成的 AI 泡沫。韓國股市近日的急跌，正好為全球市場提供了一個值得深思的案例。這場風暴表面上由 SK 海力士股價劇烈波動引發，但背後真正值得關注的，卻是槓桿 ETF 如何放大市場情緒，令本來健康的牛市演變成高波動、高風險的投機市場。



陳淦銘
特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會負責人員牌照

若單純分析 SK 海力士，其基本面其實沒有出現重大改變。作為全球第二大 DRAM（動態隨機存取記憶體）及 HBM（高頻寬記憶體）生產商，SK 海力士目前仍然是 NVIDIA（輝達/英偉達）及 AMD（超微半導體）等 AI 晶片的重要供應商。隨着大型語言模型、AI 伺服器及資料中心持續擴張，HBM 需求仍然供不應求，公司盈利能力處於歷史高位。在美國上市後，更大幅提升國際知名度，令全球投資者能直接參與其股份交易，令大量資金流入。

問題並非企業本身，而是資本市場對 AI 概念的追捧速度，遠遠超越企業盈利增長的節奏。今年以來，大量國際資金湧入 AI 產業鏈，市場普遍形成「AI 必勝」的單向預期。SK 海力士股價短時間內大升，其於美國 ADR 上市後更吸引全球基金公司爭相推出以 SK 海力士為標的兩倍槓桿 ETF 及反向

ETF，令投資工具層層加碼，形成股票推動 ETF，ETF 再推動股票的循環。

目前市場最大的風險，是估值已經開始反映未來數年的樂觀預期，一旦出現任何不及預期的消息，股價調整幅度將遠超基本面變化。

個股槓桿 ETF：放大市場波動的金融加速器

真正令韓國監管機構高度警惕的，是近年迅速發展的單一股票槓桿 ETF。傳統 ETF 主要追蹤整體指數，具有一定分散風險作用；然而單一股票槓桿 ETF 則集中押注一家公司，並利用掉期、期貨等衍生工具，將每日漲跌放大兩倍甚至更多。問題在於，這類產品每天收市前都需要重新平衡（Daily Rebalancing）。當股價上升時，ETF 需要進一步買入現貨或相關衍生品維持槓桿比例；相反股價下跌時，又需要被迫沽貨。這種「升市追買、跌市追沽」的機制，本身便會形成循環，放大市場波動。

近月韓國市場出現極端情況，SK 海力士及三星電子相關槓桿 ETF 成交異常活躍，令兩隻股票的波動遠高於基本面應有水平。市場普遍認為，ETF 每日

被動調倉，已開始左右現貨市場價格，而非單純追蹤市場。正因如此，韓國金融委員會（FSC）最終承認當初批准相關產品屬判斷失誤，並迅速推出一系列監管措施，包括將最低保證金由 1,000 萬韓圓提高至 3,000 萬韓圓、只接受現金作保證金、禁止新的單一股票槓桿 ETF 上市、禁止券商宣傳及推廣相關產品，以及加強價格偏離管理機制，希望降低市場過度投機。

不少投資者開始將目前 AI 熱潮與 2000 年的科網泡沫相提並論，但兩者其實存在本質差異。當年的互聯網企業大多仍未建立成熟商業模式，盈利能力有限，市場主要依靠故事推動估值。今天的 AI 龍頭，例如 NVIDIA、SK 海力士、台積電等企業，均擁有真實盈利、穩健現金流及龐大訂單支持，AI 需求亦確實正在推動全球企業數碼化及生產力提升。

然而，即使基本面真實存在，也不代表股價可以無限上升。當市場槓桿資金愈來愈多，ETF、融資、期權及衍生工具共同推高資產價格時，估值便容易脫離盈利增長速度。一旦市場出現利率變化、企業盈利未達預期，或 AI 資本開支增速放緩，市場便可能由擔心錯過（FOMO）轉變為恐慌性拋售。韓國近日的急跌，正是市場由流動性推動轉向風險管理的一次典型示範。

展望未來，韓國監管部門今次迅速介入，相信短期有助降低市場過度槓桿，令 AI 概念股回歸基本面定價。全球 AI 投資熱潮並不會因此結束。美國、韓國、日本及中國均正加快 AI 基建投資，HBM、高端 GPU、AI 伺服器及資料中心需求仍將維持增長。

因此，AI 仍然是未來數年的主要投資主題。而對投資者而言，最重要的是區分「AI 產業趨勢」與「AI 股票價格」。

AI 革命是真實存在，但任何革命都不會只有直線上升。當市場情緒、槓桿資金及衍生產品過度集中於少數明星股份時，即使最優秀的企業，也可能因資金流向而出現遠超基本面的劇烈波動。真正值得長期持有的是 AI 帶來的產業變革，而不是利用槓桿追逐短期升幅。當市場愈瘋狂，風險管理便愈重要。建立在過度槓桿上的牛市，往往亦最容易演變成下一場風暴。



●SK 海力士等科技企業相關槓桿 ETF 成交異常活躍，放大韓股波動。 資料圖片

積極把握人民幣國際化最新機遇

傅臨 經濟學博士、經濟學家

7 月 7 日，中國人民銀行行長潘功勝在「香港固定收益及貨幣峰會暨債券通論壇」上表示，香港的金融業穩定繁榮與社會穩定進入了一個良性的循環狀態。下一步人民銀行將配合香港特區政府和金融管理部門，聚焦深化金融市場互联互通、支持發展多元化的金融市場、鞏固離岸人民幣業務的樞紐地位、堅定維護金融穩定與金融安全等四個重點方向，繼續建設好、鞏固好和發展好香港國際金融中心。

上述措施中，債券通「南向通」年度投資淨額度由 5,000 億元（人民幣，下同）提升至 8,000 億元，並納入回購支持範圍，覆蓋港幣與人民幣債券，同時延伸至澳門市場。這一擴容不僅是數量上的提升，更是制度上的突破，配合回購機制引入、產品範圍拓展、人民幣業務資金安排擴容等舉措，意味着境外資金通過香港進入內地債市的渠道更加暢通，香港在全球固定收益市場的樞紐作用進一步強化。

香港作為全球最大離岸人民幣業務中心，人民幣貸款保持增長，國債與央票常態化發行，金融產品體系日益豐富。人民銀行支持香港推出離岸人民幣國債期貨，擴大人民幣債券作為合格擔保品的使用範圍，並推動黃金、大宗商品市場的互联互通。這些舉措不僅豐富了香港的金融產品體系，也為人

民幣資產的全球定價提供了更多工具。

香港憑藉開放的市場環境、成熟的金融基礎設施以及背靠內地的優勢，將在人民幣國際化和全球資本分散化配置中繼續扮演橋樑角色。潘功勝行長的講話釋放出明確信號：人民幣國際化的步伐正在加快，而香港不僅是人民幣國際化的試驗場，更是全球資本市場多元化發展的關鍵節點。

制度創新始終是香港保持金融競爭力的核心要素。過去幾年，香港在債券通擴容、人民幣資金池建設以及常備互換安排的完善方面不斷取得突破，這些舉措為市場提供了堅實的制度基礎，也為人民幣國際化進程奠定了穩定的框架。債券通的擴容不僅意味着境外資金進入內地債市的渠道更加暢通，還使香港在全球固定收益市場的樞紐作用進一步凸顯。人民幣資金池的擴展與互換機制的強化，則為市場提供了長期、穩定的流動性支持，使得香港能夠在國際資本流動中保持韌性與吸引力。

冀加快拓綠色金融與可持續債券

然而，制度創新不能止步於現有成果。未來，香港需要在此基礎上進一步推動綠色金融與可持續債券的發展，積極引入符合國際標準的環境、社會與治理（ESG）產品，滿足全球投資者對責任投

資的需求。同時，跨境風險管理工具的開發也至關重要。隨着人民幣資產在全球範圍內的配置比例不斷提升，香港必須為投資者提供完善的風險對沖機制，涵蓋匯率、利率以及信用風險，以增強市場的穩定性與透明度。只有形成完整的金融生態，香港才能在國際金融競爭中保持領先。

從發行、承銷到風險管理，香港亟需打造一套全鏈條的服務體系，不僅包括傳統的債券發行與交易平台，還應涵蓋清算、結算、信息披露、評級服務以及跨境法律與稅務配套，為全球投資者提供一站式的金融服務。隨着跨境貿易結算、離岸人民幣貸款、人民幣資產定價等功能不斷擴展，香港的金融生態將更加完善，人民幣資產的國際化也將更加深入。

潘功勝行長的講話，不僅是對香港戰略定位的確認，更是對人民幣國際化進程的加速推動。在全球金融格局多極化的背景下，政策層面的擴容與市場層面的需求相互呼應，共同推動人民幣資產的國際化，也助力香港在這一進程中構建核心角色。展望未來，香港應積極把握人民幣國際化的最新機遇，通過制度創新與產品創新的結合，打造完整的金融生態，既滿足國際投資者的多樣化需求，又為人民幣國際化提供堅實的支撐，進一步鞏固國際金融中心地位和離岸人民幣中心角色。

貨幣政策與戰事時機 觀市況見端倪

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

綜觀全球金融市場，目前由兩大因素主導，一為貨幣政策，關乎所有資產價格估值，以至經濟周期的短期起伏，另一為地緣政局，嚴格來說，去年特朗普重新上場之後，由挑起關稅貿易戰，到今年攻打委內瑞拉以至之後攻打伊朗，都屬於此範疇。

即月紐油警戒線在 90 至 100 美元

兩大因素之間實際有交集。去年至今年初，美聯儲局內以至外界主流觀點，本來是以減息為主，但特朗普下令攻伊，油價不是慣常的地緣政治短暫避險，一下子急升又馬上急跌，卻是持續高企，令物價指數飆升，帶動通脹預期，以至貨幣政策主調，竟由減息變為加息。

有趣的是，特朗普決策往往可從市況可見端倪。一個多月以前，大家想像不到和談順利，結果，他有撤軍之舉，以至油價持續回落；但差不多談得攏之際，又以霍爾木茲海峽有事為由告吹，油價從低位急速反彈。油價警戒線即月紐約期油在每桶 90 美元至 100 美元水平，參考 2 月底戰事開展

後，升抵此關站穩後，通脹加息預期增加。

通脹數據滯後 未計及近期衝突

話分兩頭，投資者亦不應太一面倒介入主觀喜惡，對於特朗普這種惹火人物，尤其要保持冷靜理性。比較客觀的，還是如美聯儲過去幾年強調，數據為本，看看因素交互影響下，最終數據如何。

最新美國消費物價指數，按月整體回跌幅度比預期大，而即使單計扣除食品及能源的核心，相對外界估計的向上，最終是無升跌，顯示隨着一個多月以來，美伊戰事稍見緩和，油價拾級而下，已為通脹降溫。不只按月如是，即使按年計，不論整體或核心，均低於市場預期，印證同一形態有效。以上數據影響所及，加息概率略降，風險資產回穩。一不離二，最新公布的美國生產物價指數 PPI，亦有類似情況，令投資者進一步降低對於短期內美聯儲加息的戒心。

風險胃納增，風險資產價格反彈，見諸股匯債商品，整體大致符合。這點進一步印證，當然是

VIX 持續走低，短期內美股標指，以期權角度看，引伸波幅下降，雖然一般人對此指標印象而言，傾向集中留意下跌風險，則美股標指短期大跌風險亦較低。

避開隨機震盪 降槓桿看長線

必須強調，通脹數據反映的始終是美伊和談相對順利時，油價明顯持續走低的通脹情況。本質上是滯後，而前一兩周，特朗普叫停和談，中東局勢又成焦點。

說到底，特朗普言行有如隨機震盪，不認真對待不行，但從另一角度看又認真不得，故此風險管理上，只能預算較大的出錯空間，降低槓桿，看較長線方向。如上所述，貨幣政策與地緣政局互相影響，而特朗普決策時機往往與當前金融市場有關，互為因果，互相放大，投資者更應小心管理本身組合風險。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）



李婉茵
高力香港研究部及零售顧問主管

日前，特區政府教育局局長蔡若蓮宣布，洪水橋三幅大學城用地將在兩個月內招標，用地總面積由原定 9 公頃增至 22 公頃，最大一幅達 12.7 公頃，採分期發展；核心校園區更擴至 300 公頃，並稱之「戰略留白」，以滿足日後發展需要。筆者樂見政府是次安排，正呼應了去年業界所提倡的「動態規劃」思維的採納，並為北都未來的發展方針，立下政府業界間良好的合作基礎。

隨着教育局宣布的新規劃綱領，很大程度地採納了專業界別，包括議員、智庫、學界、測量、規劃、房地產顧問等跨界共創建議，服務於香港的長期轉型發展策略，反映了政府開放接納業內意見的態度，使重大規劃提速發展，並為北部都會區的發展模式，建立一個政府與業界合作的里程碑。而更重大的意義在於此合作框架，可遷移至北都其他的規劃項目，起承先啟後的作用。

新規劃大大提升變化靈活性

回看洪水橋/廈村規劃自 2018 年決定以來，多層現代產業大樓用地招標及原址換地申請，都曾因規劃與市場因素的滯後導致延期，反映舊有規劃

模式或欠面對市場變化時的靈活性。當局今次採用「預先批核、分期開發」的模式，也正正與北都用地的「雙信封」招標方式理念不謀而合，可應用作他日區內土地行政、審批時的標準執行方案。

北都大學城承載的是香港邁向亞洲教育樞紐的長遠機遇。隨着本地大專院校的全球競爭力加強，加上政策鼓勵海內外學生來港升學，近年從教育事業上反映到香港的環球吸引力及兼容度。如今，同等的包容、創新及靈活特質亦反映在土地政策與規劃上時，正正是由於發展結構上融入了公共行政上的創新元素，是北部都會區作為香港未來創新引擎定位所需要的內在元素。

過去，企業比拚的是「人、機、料、法」的優化效率，而現在及未來，企業比拚的是「數、算、智、能」的綜合能力。對製造業來說，「能效」早已不再是生產線的能耗 KPI，而成為具有戰略意義的結構性能力——連接着成本控制、產品設計、智能運營，乃至未來生存空間的核心競爭力。本文旨在就此作出淺析。

重塑戰略坐標的三個維度

（1）從「低成本製造」轉向「高能效智造」

AI 時代，企業的核心問題不再是「我能不能再省 1% 的電費」，而是「我能不能通過算法調度，讓 1 度電產生 2 倍的智能產出」。因此，企業模型可能在未來 5 至 10 年間轉化為「能效模型」，在下述 3 個關鍵指標上進行戰略升級：

智能決策密度：每度電可以驅動多少高質量決策？

復用率（模型部署×場景適配）：是否構建了可遷移的智能資產體系？

智能滲透率（決策鏈條覆蓋率）：有多少關鍵業務流程已被 AI 接管？

這三者共同構成「AI 驅動製造指數」雛形，成為未來製造企業的增長坐標。

（2）從「能源消耗者」變成「智慧生產節點」

AI 時代，製造企業可以轉型為網絡中的「智慧生產節點」。這要求在設備層、流程層、工廠層這三大系統實現轉型。

每一台機器，不只是執行者，更是能效感知的傳感器。

每一段工藝流程，不只是執行路徑，更是可自我學習與調優的「微型智能體」。

每一座工廠，不只是建築物，更是集算力、數據、算法的「智慧變電站」。

（3）建立企業「能效飛輪」：讓數據驅動持續增長

真正有戰略價值的能效系統，是一個可積累、可複利、可變現的「企業智能資產飛輪」，其工作機制為：數據採集構建對工藝、設備、流程的感知閉環。算法驅動實現預測性調度。推理反饋在每一次生產決策中優化能源效率。資產沉澱智能模型持續復用，形成能效資產庫。

能效定價從「產品導向」走向「智能服務定價密度」。

這個飛輪，不光能幫助企業持續提升「每度電的價值密度」，更可以讓數據、算法、工藝本身變成長期的可運營無形資產，走向「智能製造的本體運營」，如華潤啤酒了解到 AI 為引領未來發展的關鍵驅動力，制定「AI+」專項行動方案，推動 AI 全面、深度地融入啤酒與白酒產業，達成高質量發展。近期，內地當局正進一步推廣 AI 結合消費品，以 AI 驅動新一代智能產品，如小米汽車實現手機、汽車、家居設備的無縫連接與協同，大大豐富用戶體驗。現在，製造企業要構建一個以能效節點、「算法調度+數據循環」為核心的飛輪系統，逐步積累智能資產。AI 驅動下的製造企業，宜不再把能效當作後台 KPI，而是前台的戰略資產。它們的未來，在於能「以多高的能效」，用更聰明方式，創造出「多智能的價值」。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。