

AI企業吸金潮 是泡沫還是基建競賽？

銘察秋 毫

近期全球資本市場出現一股AI吸金潮。英偉達宣布聯同貝萊德、黑石、高盛及KKR等金融巨頭，建立算力融資平台，目標是為AI基礎設施動員超過5,000億美元第三方資金；軟銀則計劃在日本發行最多1萬億日圓零售債券，為其龐大的AI投資及對OpenAI的承諾提供資金；阿里巴巴亦趁香港資本市場氣氛熾熱，以每股112.7港元配售7.1億股，集資約800億港元，市場認購需求更達280億美元（約2,184億港元）。三宗交易看似形式不同，一個是引入私募資本，一個是發債，一個是配股，但背後其實指向同一個現象：AI競賽已經由技術競賽，正式升級為資本競賽，更是一場基礎設施競賽。



陳澤銘

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

問題是，如此大規模、近乎不計成本的融資，到底是因為AI企業燒錢速度驚人，現金流已不足以支撐擴張；還是反映AI需求巨大，企業必須趁競爭對手尚未建立護城河之前，先搶佔算力、數據、人才與市場？

筆者認為兩者皆是。AI的確是一個極度燒錢的產業。過去互聯網時代，一家科技公司只要建立平台、開發軟件，便可以利用網絡效應快速擴張，新增一個用戶的邊際成本相對有限。但生成式AI不同，無論是訓練大型模型，還是日後持續提供推理服務，都需要大量GPU、數據中心、電力及網絡設備。AI並非單純的軟件革命，而是軟件＋半導體＋電力＋數據中心的綜合性基礎設施革命。

AI產業融資迎轉變

這也解釋了為何英偉達今次的動作尤其值得注意。英偉達不只是賣晶片，而是試圖將算力本身金融化、資產化，讓保險公司、退休基金及長線機構投資者，可以透過不同融資平台參與AI基礎設施建設。換言之，AI產業正在尋找一種新的融資模式：不能再單靠科技公司自己的資產負債表，而要把整個金融市場拉進來。

從產業角度看，這是一個重要轉變。因為AI基建所需資金，已經大到即使是現金流強勁的科技巨頭，也開始需要重新考慮融資結構。英倫銀行近期便指出，市場對AI超大規模企業未來資本開支的預測持續上調，2028年的年度資本開支估算已由不足6,000億美元，大幅提高至超過1萬億美元。

因此，阿里巴巴的800億港元配股，也不能簡單理解為缺錢。更準確地說，是阿里正在進行一次戰

略性的資本再配置。面對美國科技巨頭持續增加AI投資，中國科技企業若不加快投入，可能會在下一輪科技競爭中失去位置。阿里已承諾大規模投資AI及雲基礎設施，而今次配售獲近三倍認購需求，亦說明大型機構投資者並未因AI泡沫論而全面退縮。

投資者需保持警惕

但另一方面，市場也不能對這股融資潮過度樂觀。真正值得警惕的，並不是企業花很多錢，而是投入資本的回報率能否追上投入資本的速度。

AI企業買GPU、建數據中心、增加電力供應，都是真金白銀；但最終有多少企業願意為AI服務支付足以覆蓋成本的價格，商業模式能否產生持續而穩定的現金流，仍然需要時間驗證。尤其值得留意的是，科技巨頭正逐漸由過去主要依靠自由現金流投資，轉向更積極地運用債券、私募融資及其他結構性融資工具。市場資料顯示，美國超大規模科技企業今年的發債規模大幅增加，反映AI資本開支正開始改變整個企業融資市場的結構。

這正是AI產業潛在風險所在。如果未來AI服務收入快速增長，今天的大量投資便可能被視為超前部署；但如果市場需求增速放緩，或者AI服務價格因競爭而持續下降，過度建設的數據中心和算力設備便可能變成沉重的資產負擔。更重要的是，AI晶片與傳統基礎設施不同。高速發展的技術意味今天最先進的GPU，數年後可能已經被新一代產品取代。因此，若金融市場將算力完全視作與高速公路、機場或電網一樣的長期穩定資產，當中其實存在技術折舊與融資期限不匹配的風險。

進入重資產化階段

不過，這並不意味着AI必然是一個泡沫。歷史上，鐵路、電力、互聯網發展初期，都曾經出現過度投資、企業倒閉及資產價格泡沫，但最終並沒有阻止相關技術改變世界。真正需要區分的是：AI產業本身可能是真正的技術革命，但AI相關股票、估值和融資模式，卻完全可能在某一個階段出現泡沫。

從目前這輪大規模融資來看，市場反映的更像是AI進入了重資產化的新階段。過去投資者買的是AI概念；現在企業要真正付錢買晶片、建機房、搶電力、發債和配股。這代表AI競賽已由講故事進入考驗資產負債表的階段。對企業而言，未來勝負不再只取決於誰的模型最聰明，更取決於誰有能力以最低成本取得算力、最有效率地把AI轉化為收入，以及在燒錢與盈利之間找到平衡。



●阿里巴巴近日公布配股集資800億港元計劃。圖為阿里巴巴展位。 資料圖片

GPU算力金融化產業鏈全景(四之一)

李阿婷 HashKey Capital研究員

加密演義

本欄會將GPU算力金融化產業鏈拆開四部分剖析，第一，需求從哪來，第二，縱向金融鏈條怎麼層層依賴，第三，玩家用哪四種方式參與，第四，市場往哪走：三種情景。

一、市場為什麼存在：需求與參與者

對一個幾乎尚未上線、無流動性數據的市場而言，「誰有真實敞口、為什麼非有這個市場不可」取決於它是否具備天然的兩邊對手盤。算力市場它的兩邊對手盤天然存在。

(1) 算力買方——多頭、怕漲。算力的最終消耗方，包括前沿模型實驗室、超大廠自用部門、企業AI團隊與AI-native SaaS。它們把算力當作核心生產投入，最大的經營風險是「明天的算力成本上漲」——訓練排期已定、卻要在數月後才鎖定GPU，每次漲價都在降低整條產品線的毛利。因此它們的訴求是把未來的算力成本「鎖在今天」，天然是價格上漲的對沖需求方。

(2) 算力賣方——空頭、怕跌。持有或在建大量GPU產能並對外出租的一方，包括新雲(neocloud)、GPUaaS、託管商(Colo)，以及把閒置產能溢租的超大廠。它們的收入等於GPU租金，最大風險是「租金下跌打穿回本與償債」；而且往往在項目開工前數年就要為在建產能找到遠期買家，擴張才具備可融資性。因此它們要為未來產能鎖定售租價格，天然是價格下跌的對沖需求方，也是最迫切需要這個市場的一方。

(3) 放貸方——對沖殘值下行。為算力基建提供債務資本的一方，包括私募信貸、PE基建基金、項目融資方與資產抵押放貸方。它們賬上持有以GPU/數據中心為抵押的貸款，痛點是抵押品殘值無法市值計量、只能全額自擔；它們想要一個真實可交易的對沖工具，來對銷所持債務裏的殘值風險，把「設備金融」升級為「可銀行化資產」。其對沖方向與賣方一致（都需做空殘

值），因此賣方與放貸方是同一邏輯的兩面——這正是本報告「融資是最剛性需求」論點的落點。

(4) 投機者/套利者——雙向、提供流動性。前三類是具備真實敞口的套保方，第四類不持敞口、專以承險換取價差。不持有真實算力敞口、專門承險換取價差的一方，包括做市商、宏觀基金、CTA、自營台與散戶。做市商用自身資產負債表吸收買賣雙方在時間與方向上的錯配、提供「即時性」；宏觀基金與CTA對AI算力周期做方向性配置；套利者捕捉不同場所、不同期限間的價差。若無這些參與者，套保方難以發現對手方、買賣價差過大、難以成交。

二、金融化依賴鏈：

物理現貨→價格指數→衍生品→融資

本欄沿縱軸自下而上拆解供給側。每一層嚴格依賴前一層：物理現貨產生真實成交價，聚合成價格指數，指數成為衍生品的結算標的，衍生品的殘值對沖最終解鎖信貸。

物理現貨三類持有方

持有方	超大廠	新雲	自用大集群
份額	最大（壓倒性）	小	大
指數數據貢獻	低	幾乎全部為指數提供數據	不向指數提供數據
天然方向	雙向（體量主導方）：一邊承擔巨量GPU折舊敞口一想空殘值；一邊擴張需更多算力一想多算力成本。唯一有資產負債表可吸收大額對沖的一類	賣方/空頭：重資產、高槓桿，收入=GPU租金。租金下跌直接侵蝕償債能力一天然要賣出對沖	買方/多頭：純消耗方，最大成本項是算力，因擔憂無法獲取而天然買入對沖
對市場的意義	未來「深度」來源：GPU殘值的主要壓制方；新雲需求的上游	基準可信度的決定者；最迫切的市場需求方	短期收緊現貨、推高價格；長期最主要的買方對沖來源

美官方干預雖增 美債危機實難解

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

近日全球市場焦點，儘管美國官方嘗試各種手段干預市場，包括月初美日聯手干預日圓跌勢，以及上周公布美債回購計劃，以減慢市場對於美債拋售以至美債息升勢。不過此等措施似乎只是短期戰術，僅能震懾或阻嚇市場人士，卻無真正長遠策略用處。明白結構如斯，自可理解，這邊美債息略由高位回落，轉眼重返高位，升勢未完。

憂股匯債齊跌 看好金債者增

事實上，隨著特朗普愈多出招，愈令外界意識



●金融市場對於美國財政部擴大回購美債計劃反應短暫。 資料圖片

到，其管治團隊似乎並無太多可行之道以真正應對問題，而只能「頭痛醫頭，腳痛醫腳」，甚至正因為這些行動，反而令外界因應此結構性難題，加大押注於美債拋售和美債息升勢之上。

觀乎上周三美國財政部提出回購美債，金銀石油價格向上，VIX指數向下，但當其時美股指並不真的太受惠，反過來，上周四看清形勢，美股指復跌，說明投資者並非真的樂觀。以此觀之，短期重新看好金債者料有增加。

說起來，若美債真的出事，又或者外界對美元信心下降，最終亦有可能重複去年關稅戰宣布時，股匯債一起跌的情況。

相比美債規模 回購杯水車薪

想深一層，若真有類似危機時刻，美聯儲決策官員反而有可能因為非常時期而用非常手段，作出先發制人的減息，幫特朗普一把。否則，以目前數據為本的傾向，加上美聯儲議會議紀錄所見，不少與會者傾向加息，不利特朗普推展其大計，更別談其中期選舉的情況。

無論如何，經過一個周末的消化討論，似乎外界對於美國財政部上周的回購美債計劃，包括打算規模加大，並不太受落，認為僅屬杯水車薪。的確，市場參與者普遍認同，即使有任何輕微影響，都是短期性，而且只能暫時打擊一下沽空

者，而不可能真正抑止壓龐。

聽沃什發言 測與當局貌合神離

歸根究底，箇中長遠結構因素，特別是美國公共財政的惡化，而且從政治現實上不容易解決，只剩減息一途。但觀乎美聯儲新主席沃什的取態，似乎對於非常時期非常手段的量寬工具，不太支持，希望在正常時期可以回歸正途，盡快收縮資產負債表。

此外，對於美國通脹指標遲遲未回復到局方中長期目標水平2%，他亦頗不以為然，傾向先加息以壓通脹，而不是對他委以重任的特朗普所一直聲言的減息。

如此一來，在8月底全球央行行長年會之上，沃什發言有何表態，投資者甚為關注，究竟是否跟美國總統特朗普以至美國財長貝森特貌合神離，屆時便有好壞。

果如是，小心市場對於兩者的分歧太大，更加深美債危機欲救無從的觀感，加速外界拋售美債甚至日圓，火燒連環船，不少資產回報或策略存在正相關，由目前至中期選舉，全球市場風險難免增加。

(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。)

從納斯達克全天候交易看香港資本市場制度重塑

黃偉棠

寰宇大瀾投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

當美國納斯達克交易所正積極邁向每日23小時全天候交易時代，香港交易所卻仍受限於歷史包袱，反覆探討是否保留傳統午間休市。這強烈對比不僅是交易時間的表面差異，更深刻反映香港資本市場在底層運營系統、人力結構及交易慣性上的深層制約。當全球頂尖市場以無縫對接流動性吞吐資本時，香港若僅停留在表面規則微調，將難以在全球金融搏弈中維持核心競爭力。

近年來，特區政府與港交所常將爭奪全球新股融資榜首視為重要施政績效。但資本市場健康發展不能僅靠新股數量堆砌。若缺乏大量新增長期資金，單純依靠現有資金池消化海量上市項目，市場極易陷入流動性枯竭。行為金融學研究指出，當資金池深度不足以支撐密集新股發行時，投資者往往傾向採取「打新抽獎」的短線策略。這種首日買入、次日拋售的模式，容易將本應作為長期企業融資與價值發現的公開市場，異化為短線搏弈的投機場所，這對香港國際金融中心的長期穩健發展絕非好兆頭。

在追求金融創新時，香港市場常積極引入歐美複雜機制，例如於2011年參考芝加哥期權交易所的波動率模型推出恒指波動率指數(VHSI)，或是早於1993年便借鑒倫敦及東京等交易所電子化訂單驅動交易機制邁向自動對盤。但數據基建尚呈滯後。時至今日，港交所仍高度依賴傳統靜態格式(如PDF)披露企業財表，在普及標準化的機器可讀格式(如XBRL)上落後於國際及內地市場，推動改革力度有待加大。這種數碼化滯後，不僅增加國際投資者與量化機構解析數據的阻力，更降低資訊透明度，成為隱藏在交易系統背後的重重摩擦成本。

在上市審批的監管架構上也有改善之處。在美國，證監會(SEC)作為絕

對獨立的第三方機構，直接負責新股審核，交易所僅提供掛牌平台。反觀香港，目前實行雙重存檔制度。雖然香港證監會在幕後握有最終否決權，近年也積極充當安全閥，但站在最前線主導上市審批的，卻是同樣作為營利性上市公司的港交所。這種既是監管者又是營運者的雙重身份，意味着港交所所負負着向股東負責、追求上市宗數與交易量的商業目標。在缺乏美式集體訴訟等強大民間制衡機制環境下，這種商業取態容易產生潛在的利益衝突，未必與廣大中小股東長期權益完全契合，也讓證監的獨立把關角色顯得較為隱蔽與被動。

冀政府牽頭加快重塑

要真正鞏固香港的國際金融樞紐地位，政府及監管機構應將目光轉向底層基礎設施與監管架構的實質升級。當局可加速推動上市公司資訊披露的數碼化與標準化，全面摒棄落後的文件報告，接軌國際最高標準的數據格式。此外，證監亦可考慮在上市審批前期，發揮更具主動性與可見度的獨立把關作用，理順監管權責。只有透過修復系統漏洞與強化獨立監管，香港資本市場才能真正吸引具備長期投資意願的全球資本，為社會經濟發展提供最堅實的支持。

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。