

AI巨頭突然踩剎車掣 華爾街如何重新估值AI神話？

銘察秋 毫

人工智能(AI)發展一向講求快，但踏入9月，全球AI產業突然出現一個耐人尋味的轉折：站在全球AI最前線的企業掌舵人，開始異口同聲提出「慢一點」。



●阿爾特曼等AI巨頭掌舵人近期異口同聲提出放慢步伐。 資料圖片



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

9月12日，OpenAI行政總裁阿爾特曼(Sam Altman)接受《財富》雜誌訪問時明確表示，OpenAI今年不會上市。他認為，在目前AI安全問題備受關注之際，2026年上市並不是適當時機，公司仍有大量安全及「alignment」(模型與人類價值對齊)工作需要完成。此前市場曾預期OpenAI最快今年啟動IPO，估值甚至可能向萬億美元級別邁進。

OpenAI押後上市引震盪

消息公布後，市場立即作出反應。日本軟銀作為OpenAI重要投資者，股價一度急跌13.2%；AI及半導體股份亦普遍受壓，顯示投資者開始重新評估AI

資本開支、企業估值以及未來增長速度。更重要的是，這並非OpenAI一家公司的決定。Anthropic行政總裁阿莫代伊(Dario Amodei)近日公開提出「Pace the Frontier」(有節奏地推進)理念，認為AI模型能力提升速度已經快到安全研究難以追上的程度。他特別提到AI遞歸式自我改進能力，以及OpenAI的AI智能體涉及Hugging Face的異常事件，認為如果模型能力繼續高速提升，AI系統可能在缺乏足夠防護的情況下產生難以預料的破壞性行為。阿莫代伊提出的並不是中止AI開發，而是「有節奏地前進」：由獨立第三方評估人員持續監督AI企業，再由業界共同制定安全標準，最終甚至需要政府及國際社會參與。阿爾特曼及馬斯克(Elon Musk)等亦公開表示支持。

安全與控制問題正浮現

為什麼一向互相競爭的AI巨頭，突然一致願意踩

剎車掣？過去AI主要是回答問題、生成內容，但今天的AI智能體已經可以執行多步驟任務、使用工具、寫程式，甚至在網絡環境中自主行動，人類能否控制一個比以前更自主的AI已成為一個共同問題。近期AI智能體出現未經授權的網絡操作，加上Anthropic研究人員公開警告AI可能造成極端風險，令市場及社會開始重新思考：科技發展速度是否已經超越監管、企業治理以及安全技術的發展速度？而AI軍備競賽本身形成所謂的「囚徒困境」。一家企業如果主動放慢，競爭對手可能趁機超前，因此誰都不願意首先踩剎車掣。阿莫代伊提出由整個業界共同制定標準，實際上正是希望把單方面減速變成集體減速，降低企業因安全措施而失去市場份額的風險。

不過，這裏又出現一個更大的矛盾：美國不敢真正放慢，因為中國正在身後加速追趕。美國總統特朗普目前仍強調AI競爭的重要性，主張避免過度監管，以免美國在與中國的科技競賽中失去優勢。這意味着未來AI政策很可能不是簡單的監管與否的問題，而是尋找一個平衡點：在維持美國技術領先的同時，提高安全門檻。

對資本市場而言，這次事件的意義尤其深遠。AI估值邏輯可能由速度溢價轉向安全溢價。過去投資者願意為AI企業高速增長、龐大數據中心及GPU需求支付高估值；但如果最前沿模型的發展速度需要放慢，市場便會重新計算巨額AI基建投資的回報周期。路透社指出，近期AI相關股份下跌，正反映投資者開始擔心龐大資本投入未必能轉化成相應回報。其次，美股IPO市場可能迎來重新定價。OpenAI押後上市，對Anthropic等準備進入公開市場的AI企業是一個重要信號。IPO投資者最關心的已不

只是估值，而是企業能否證明收入模式、盈利能力、資本開支及AI安全風險均可持續。換言之，AI公司上市後將面相比私募市場更加嚴格的季节業績及風險披露要求。

產業由競賽走向成熟

從另一個角度看，這次踩剎車未必代表AI泡沫爆破。恰恰相反，這可能是AI產業由技術競賽走向產業成熟的重要標誌。當企業開始重視模型安全、成本效益、推理能力及實際商業應用，資本可能由單純追逐最強模型，轉向AI應用、企業軟件、推理基建及高效能運算等領域。路透社分析亦指出，若前沿模型訓練速度放慢，市場資金可能轉向推理及更具效率的AI基礎設施。OpenAI押後IPO甚至可能是一個金融市場信號：AI巨頭已不再只是科技公司，而正在成為具有全球金融市場影響力的戰略資產。

OpenAI的估值、軟銀的投資、GPU及記憶體需求、數據中心建設、能源需求，以至美國與中國的科技競爭，已經形成一條龐大的資本鏈。一家AI公司的技術決定，可以透過投資、股票、半導體、能源及基建市場產生連鎖反應。所以，這次真正值得關注的，是AI產業正在進入另一個階段：由比拚速度轉變為比拚控制。對投資者而言，這是一個重要提醒。AI革命大概不會因為一次安全警告而結束，但過去憑AI概念便獲得高估值的時代，也正在慢慢過去。未來最具全球競爭力的AI巨頭，不一定是模型最強的一家，而是技術、安全、商業模式、資本回報及國家戰略能力都能取得平衡的一家。而這，或許才是AI巨型企業由科技新貴走向全球金融市場核心資產的真正分水嶺。

GPU算力金融化產業鏈全景 (四之四)

李阿婷 HashKey Capital研究員

加密演義

本欄把是次內容拆開了4部分，但一條貫穿始終的事實是——應有機制均已到位，但GPU算力金融化產業市場尚未大規模放量。指數在發、合約設計好了、期貨轉現貨交易(EFP)機制也宣布了、信貸有了樣本，然而整個市場還待監管、缺流動性，關鍵節點還掌握在少數幾家手裏。以下進行簡單的分析性情景。未來12—24個月市場長成什麼樣，主要看三條變量怎麼解決：基準能不能獨立可信、集中度會不會被制衡、信貸周期穩不穩。這三條的不同組合，指向三種完全不同的走向。

市場往哪走：三種情景

情景一：基準成型（建設性）。三件事同時發生才觸發：監管批准首批算力衍生品、某一兩個指數被市場公認成獨立可信的結算基準（治理跟最大受益方分開、方法論能復現）、做市商帶着資產負債表進場。路徑上，現金結算期貨先放量、價格發現開始有真成交撐着；然後ETF、結構化產品、遠期曲線跟上，EFP慢慢把實物交割補齊。意味着：算力真成了一個能對沖的資產類別，融資層拿到客觀估值和殘值對沖工具，「設備金融」往「可銀行化資產」實打實邁一步。信號：CME/ICE合約上線且有可查成交量、某個指數被多家合約一起採納、基準的獨立治理安排落地。

情景二：碎片停滯（停滯）。基準之爭遲遲收不了尾，或者收尾的方式本身有問題：要麼多家指數並立、沒一個有公信力；要麼單一指數雖被採納，卻因為集中度过高（指數商/做市商/現貨是同一方）招來信任或監管質疑。再加上基差太大、對沖沒用，市場就卡在場外遠期和小額事件合約上——衍生品熱度很高、故事很熱鬧，但沒有真流動性、沒機構進來。意味着：算力「可交易」停在概念和小規模試點，融資層拿不到靠譜的對沖曲線，規模長期上不去。信號：沒有單一基準勝出，監管一直壓着、掛牌合約成交清淡、EFP還是孤例。

情景三：信貸衝擊（尾部風險）。這條的觸發來自基本面的、不是市場結構：GPU租金快速回落，加上長尾neocloud在交付或利用率上爆雷，引爆以GPU/數據中心抵押的債務重定價。路徑：殘值假設被認偽一抵押品估值下修一再融資困難一違約和資產拋售。意味着兩頭：一頭對沖需求會驟升（誰都想給殘值上保險），一頭流動性可能同時枯竭（出事時沒人願意作對手方），疊一塊最考驗評級質量 and SPV隔離的真成色——CoreWeave那種「投資級+客戶合約鎖現金流」的結構扛得住，長尾扛不扛得住就是未知數了。信號：長尾新雲違約或展期、二手GPU價格跳水、GPU抵押債利差走闊、評級機構重估GPU抵押結構。

到底哪種會發生，就看上面那三條變量——最關鍵是「基準能不能獨立」，它既是「基準成型」的前提，又是「碎片停滯」的反面，還間接決定信貸層能不能拿到可信的殘值對沖。算力最後是成為下一個萬億級大宗商品、還是停在一個熱鬧但很薄的早期市場，答案就係在這。

結語：2026年年中，GPU算力正被改造成一個可定價、可對沖、可融資、可交易的商品資產類別，但這場改造還處在早期階段。

前幾章下來，幾條主線很清楚。一，金融化有一條嚴格的依賴鏈——物理現貨出價格、聚合成指數、指數撐起衍生品、衍生品的殘值對沖最終解鎖信貸。二，市場還很小、玩家高度集中——同一批公司、甚至同一批人，用垂直整合、資本布局、單點專精、能力平移四種方式參與，最關鍵的定價、結算、交割、做市，掌握在少數幾家手裏。

本欄想講清的是：算力金融化能不能成、以什麼形態成，取決於三件還沒落定的事——一個獨立可信的結算基準能不能立起來、集中度和利益衝突能不能被制衡、信貸周期穩不穩。當下真正的瓶頸從來不是技術或概念，而是監管批准和真實流動性的形成。等這三件事有了答案，我們纔會知道：算力到底是成為下一個萬億級大宗商品，還是停在一個故事很響、成交很薄的早期市場。（完）

美通脹續升溫 本周加息居多

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

對於加息與否，言人人殊，而背後涉及客觀事實之外，亦有主觀價值判斷，不一而足。然而，有一點不容否認，就是金融市場的押注，基於自利，會盡用所有信息，故此具獨特參考價值。

連日來即月紐約期油往上推進猶未止，日前每桶94美元，再跳上98美元，其後升穿100美元，同時中東局勢升溫的消息紛至。不難想像，由2月底開始的美以伊之戰，儘管大家意識到，其開打的真正理由，很可能是衝着美國中期選舉而來，而不是伊朗方面有何問題。

這亦可能是特朗普最失算之處。「開打」之後，顯然無法速戰速決，曠日持久之戰事，導致原來看來一閃即逝的油價急升，變為相對頑固恒常的狀態，影響所及，物價指數以至通脹預期，甚至最終連央行的議息決策，也因原本主流是減息，變為目前似乎不加不成。

拆倉頻波動增 美股匯債恐跌

上周公布美國通脹數據方面，繼續明顯升溫，

如此一來，9月份議息，相信美聯儲一眾官員，都是以加息居多。難怪最新押注加息概率的已達大多數。幾個因素互相影響之下，再加上美國本身債台高築，目前長短債息俱升的形勢之下，另一邊廂又有日圓轉強，美股匯債齊跌，各方面利差交易拆倉平仓的活動轉趨頻繁，短期內一眾資產波動性增加，而非單獨任何一個資產可以抵受得住，作為避險工具。是的，即使單憑數據為本的技術官僚傾向，美國聯儲局官員大可純粹按本子辦事，亦根本不用考慮什麼政治現實，包括但不限於快將舉行的美國中期選舉，仍可以有足夠理據，在本周的議息中，投下加息的一票。

雙重政策目標 未必時刻配合

事實上，美國通脹已經歷很長時間，未能降低至中長期目標水平即2%，換言之，就算真的加息以降通脹，亦是大有理據，之前沒有這樣做，只能反映出，當局所謂兩大政策目標，即平衡失業與通脹，可能是原則上兩者未必時刻配合到。

經濟周期性變化，經濟學界早有公論，偶一為之，短暫的逆周期，是有可能做到，但要持續刺激經濟，例如透過所謂通脹帶來的貨幣幻覺，在上世紀七十年代已經實驗過，最終導致滯脹，皆因人們有理性預期，騙得一時，騙不了一世。

選舉周期使然 央行包底財赤

何況，基於當地幾年一屆的選舉周期，每屆美國政府根本無意減開支增稅收，最終拖字訣，以後代為此買單，舉債以外，背後實需央行協助，美聯儲間接包底財赤，令各種財政方案保送成功。美國近四十多年雙赤持續向上，根本不能歸咎於個別偶然發生的供求震盪，而是貨幣供應持續增長的結果。沃什早前發言，大方承認這一點，外界以為鷹派想壓通脹，聽不明其所指，捉錯用神。

（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。）

香港有條件在防範「漂綠」上主導亞洲標準

黃偉棠 寰宇天融投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

建議政府設法定標準

上學期在香港都會大學商學院講授環境、社會與治理(ESG)金融課程時，一位本科生曾敏銳地問及本地金融機構在可持續發展中的「漂綠」現象，這恰好切中當前亞太資本市場的關鍵痛點。隨着ESG資產估值成為全球企業資本管理的核心，香港部分銀行與投資基金在產品包裝上，不免出現將常規信貸業務生意硬套至綠色標籤的傾向。這種現象不僅扭曲真實的企業價值，也暴露出信息披露不透明與認證標準不一的結構性漏洞。若任由金融產品名不符實，將會嚴重削弱香港作為國際綠色金融中心的公信力，甚至引發資金撤離的系統性風險。

面對此一治理挑戰，等監管機構亟需在制度層面展現更大作為，破除現行部分不夠公平或缺乏靈活性、難以適應新興綠色資本發展的過時規則。特區政府應積極推動以「共同綠色分類目錄」(CGT)為核心的本地化法定標準，並建立中央綠色金融數據共享平台，將主動披露的要求由大型上市公司，加速延伸至中小型金融機構與零售基金，從源頭杜絕選擇性披露。監管單位亦應設立具追溯力的第三方合規審查機制，建立市場「漂綠紅線」，將違規行為與實質性的資本充足

率要求、發牌資格或行政懲戒直接掛鉤。同時，應進一步釐清與國家綠色標準及國際可持續披露準則的跨境對接機制，協助中小型企業降低參與綠色融資的隱形成本，消除市場壁壘，從而引導真正的國際資本精準注入高增長的可持續項目。

倘若香港能堅守全球領先的綠色監管標準，短期內雖會提高合規成本，但長遠而言必將為本地經濟注入龐大的發展動能。嚴格的防「漂綠」框架將使香港成為亞太區最具信任度的資本避風港，吸引追求高質量發展的國際長線資金與主權基金進駐，進一步鞏固特區作為離岸人民幣綠色債券發行樞紐的龍頭地位。

以AI科技破解物管痛點 驅動北都綠色出行

數碼港 智 敢想 能普惠

隨着全球邁向零

排放，香港電動車普及率正呈幾何級

數增長。特區政府《香港電動車普及化路線圖》已明確指出未來將停止新登記燃油私家車。然而，這場綠色出行革命背後，隱藏着巨大的PropTech（房地產科技）挑戰：香港的電力與實體基建，準備好迎接龐大的充電需求了嗎？

目前香港推動電動車充電網絡正面對兩大核心痛點，首先是「電網容量的瓶頸」。傳統樓宇並未預留龐大電力供數十甚至過百輛電動車同時快充，大規模加裝充電樁往往需要動輒數以百萬元計的電網升級成本。其次是「用戶體驗的碎片化」與「前線行政負擔」。目前市面的充電系統各自為政，車主跨區充電均需下載不同應用程式(App)、繁瑣註冊及預先充值，產生「App疲勞」，一旦面對系統故障或付款問題，物管前線往往首當其衝，需處理大量投訴及求助，加劇日常營運壓力。

AI識別車牌車型 實現「即插即充」

單靠硬件不足以解決上述痛點，關鍵在於軟硬件的深度整合。oneCHARGE自2017年成立以來，一直致力研發企業級的智能充電生態系統。為徹底消除車主「App疲勞」，我們引入融合人工智能(AI)的實時車牌識別(LPR)及車型辨識技術，真正實現「即插即充」(Plug-and-Charge)的無縫體驗。當電動車駛入車位，AI視覺系統即時精準辨認車牌及車款，後台自動核實身份並啟動充電。車主全程無需掃描QR Code或操作App，泊車插槍即可離開，不僅大幅提升充電樁流轉率，也減輕物管人員的客服壓力。電力負載方面，我們自主研發的雲端管理平台chargeOS引入了動態負載平衡技術。系統實時監測大廈的整體用電量，智能分配可用電力至活躍充電樁。物管人員能在不進行昂貴電網升級的前提下，最大化停車場的充電車位數量，有效控制資本開支。

科技的價值在於落地應用。oneCHARGE已成功打入頂尖汽車品牌的供應鏈。我們為國際車廠提供定製充電方案，如支援Mercedes-Benz(e-Mobility)、為Kineta Charge及BMW Charging提供充電平台及建站服務。近期更於啟德商場AIRSIDE部署小鵬汽車首個360kW的超充站。在商業基建領域協助英之傑及加德士完成全港首個傳統油站轉型為現代化充電站的標誌性項目。此外，我們早前參與由數碼港與香港房屋協會合辦的「房地產科技概念驗證計劃」(PoC)。透過嚴謹驗證，確保chargeOS內置的自動化計費與實時用電數據分析功能高度穩定，證明系統能直接解決高密度屋苑的營運痛點，並達到無縫對接大型公營機構的嚴格標準。

北都成光儲充一體化實驗室

隨着「北部都會區」藍圖逐步落實，該區將成為實踐PropTech及綠色基建的絕佳舞台。我們不應再將充電樁視為孤立的配套，應將其融入微電網策略中。北都的物業及基建發展應積極引入「光儲充」一體化系統，結合太陽能發電、電池儲能與智能充電網絡。透過chargeOS綜合能源管理平台，物業可在日間儲存潔淨太陽能，夜間用電高峰時期輸出至電動車，甚至實踐V2G（車對網）技術反向為大廈供電，實現社區級能源自給自足，減輕主電網壓力。

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。