AI熱潮冷思考：資本壓力與盈利挑戰

滬港通錦囊

當前，全球人工智能產業正迎來從技術突破向商業化競爭加速轉型的關鍵階段，同時資本市場也開始重新審視人工智能企業的增長潛力與投資風險。在這一背景下，美國人工智能（AI）巨頭Anthropic近日正式向美國證券交易委員會公開提交首次公開募股（IPO）申請，計劃以「ANT」為股票代碼在納斯達克上市，市場預計最快於11月份完成上市。



●人工智能巨頭Anthropic近日啟動美國上市計劃。有分析認為，市場正開始審慎分析人工智能公司的基本面。 法新社



宋清輝
經濟學家

招股說明書顯示，公司今年上半年營收達到162.86億美元，按年增長約13倍，同期核心虧損仍達約6.93億美元。諸多市場分析人士認為，這一高速增長與虧損並存的局面，或正折射出人工智能產業繁榮背後的資本壓力與盈利面臨挑戰。

在筆者看來，Anthropic選擇此時上市，主要基於資金需求、行業競爭和資本市場環境的綜合考量。當前，全球人工智能競爭正從技術研發轉向規模化商業應用，算力、能源、數據中心和人才成為決定企業競爭力的重要因素。儘管市場對人工智能投資泡沫的擔憂升溫，但頭部企業仍具有較強的資本吸引力。Anthropic希望借助上市拓寬融資渠道，增強資金實力，同時搶佔資本市場先機。不過，在市場情緒趨於謹慎時上市，也意味着企業必須以扎實的經營業績獲得投資者持續認可。

投資者重視財務風險

從財務表現看，Anthropic營收高速增長主要得益於Claude模型在企業辦公、軟件編程、自動化服務和應用程序接口等領域的廣泛應用。當前，人工智能正從技術嘗鮮轉向生產工具，企業對效率提升和成本優化的需求日益增加，這亦為Anthropic創造了增長空間。不過，早期收入基數較低也是增速驚人的重要原因。

相比收入增長，算力投入帶來的財務壓力更值得關注。筆者觀察到，招股文件涉及的算力與基礎設施合同規模約6,370億美元，合作夥伴包括微軟、谷歌、亞馬遜等科技企業。相關合同具有不同期限和付款條件，並非全部需要立即支付，但其中仍包含大量長期採購承諾。筆者認為，這種安排有助於保障算力供應、緩解短期資金壓力，但卻也可能形成長期成本約束。未來，一旦人工智能需求增長不及預期，巨額投入就可能成為沉重的財務負擔。

值得注意的是，算力基礎設施建設還存在交付不確定性。近期，美國部分數據中心合同出現每天高達數百萬美元的延期交付賠償安排，保險機構也開始介入相關風險保障。這意味着人工智能基礎設施建設正形成更加複雜的金融風險鏈條。數據中心延期不僅可能影響模型訓練和商業服務，還可能造成成本上升、收入延後。保險雖然能夠轉移部分損失，卻無法消除行業過度投資風險。

經營風險同樣不容忽視

橫向比較來看，谷歌、Meta等科技巨頭擁有成熟的廣告、雲計算等業務，能夠利用相對穩定的經營現金流支持人工智能投資。而Anthropic收入高度依賴人工智能業務，對技術迭代、市場需求及外部融資更加敏感。雖然公司目前擁有較為充裕的現金儲備，但其長期風險承受能力仍受到業務結構相對單一的制約。未來資金實力能否覆蓋研發和基礎設施投入，是其必須面對的問題。

與此同時，客戶集中度同樣值得關注。招股文件顯示，Anthropic前五大客戶貢獻約四分之一收入。這反映出大型企業客戶對其技術和產品的認可，但部分重要客戶同時也是雲計算供應商或潛在競爭對手，雙方利益關係較為複雜。一旦主要客戶減少採購或調整合作模式，就可能對營收產生明顯影響。未來，或需要通過擴大客戶基礎、提高續約率，降低經營風險。

除財務風險外，Anthropic還面臨監管、法律和技術安全等挑戰。人工智能模型可能涉及數據版權、私隱保護、信息安全及不當使用等問題，各國監管制度也在不斷變化。同時，模型更新速度極快，技術領先優勢並非一勞永逸。即使企業在招股文件中充分披露風險，也不意味着風險已經得到有效控制。投資者更應重視企業實際的風險管理能力。

預期轉謹慎 促估值回落

此外，從估值看，此前市場對Anthropic的估值預期一度達到2萬億美元，近期部分討論已回落至1.5萬億美元左右。這反映出投資者正在重新審視人工智能企業的成長空間與潛在風險。不難發現，IPO定價不僅取決於營收增速和技術優勢，還取決於利潤率改善、算力成本控制、現金流穩定性及市場風險偏好。如果估值過度透支未來增長，即使企業經營持續改善，股價仍可能面臨調整壓力。

一言以蔽之，Anthropic上市既展現了人工智能產業的商業潛力，也揭示出技術革命背後的資本約束。當前，投資者既不能因為虧損否定其發展前景，也不能因為收入暴漲忽視潛在風險。因為，最終決定企業長期價值的，不是市場給予多高的估值，而是能否持續將技術優勢轉化為真實利潤和穩定現金流。

作者為經濟學家，著有《中國韌性》。本欄逢周一刊出。

厄爾尼諾與內地消費：行業龍頭或迎機遇

行業透視

杜韵翹、陳亞雷 建銀國際證券研究部

超強厄爾尼諾來襲。厄爾尼諾是一種自然氣候現象，表現為赤道中東太平洋海表溫度持續異常偏高，並伴隨大氣環流變化。本輪厄爾尼諾增強速度異常迅速，據中國國家氣候中心所述，本輪事件僅用5個月便達到超強級別，而此前3次超強事件分別耗時7至15個月。海溫異常指數峰值預計達到3.2℃至3.5℃，高於此前2.8℃的峰值紀錄。若預測兌現，本輪將成為有監測紀錄以來最強的厄爾尼諾事件。

厄爾尼諾對中國內地消費企業利潤率的影響呈結構性分化。厄爾尼諾改變區域降雨和高溫分布，並不會導致全球農業供應同步下降。投資分析需要區分兩類原料：產地集中的熱帶農產品，其供應擾動可能直接收緊可供出口量；糧食和油籽則可能通過不同產區的增減產相互對沖。作物所處生長階段、灌溉條件及庫存水平共同決定最終影響。實際供應變化可能滯後，但商品價格可能在減產兌現前提前反應。

原料成本承壓 龍頭顯定價優勢

對中國消費市場而言，進口依賴度較高的原料面臨最大敞口，而內地主糧生產、政策調節及充足的豬肉供應，有助於降低食品價格全面持續上漲的風險。企業經營表現將主要取決於採購成本、定價能力和季節性需求，而非氣候事件的強度本身。

美國國家海洋和大氣管理局（NOAA）10月8日發布的展望指出，至2027年1月至3月維持超強厄爾尼諾狀態的概率超過83%。魚粉已體現出成本壓力：聯合國糧農組織（FAO）數據顯示，2026年5月秘魯超級蒸汽魚粉報價達到每噸2,500美元，同比上漲約79%。棕櫚油是即食麵和烘焙企業面臨的主要滯後成本風險；咖啡和糖則需要分別評估降雨、庫存及其他出口國的供應變化。高溫有利於飲料及製冷需求，而暖冬可能壓制冬裝消費。

關注需求受益者與成本優勢企業。我們偏好相關原料直接敞口較低，或具備明確採購與定價優勢的企業。需求偏弱、品類競爭激烈時，企業往往需要率先自行吸收成本壓力，表現為毛利率收縮。具備品牌、渠道或產品差異化優勢，同時擁有較強供應鏈議價能力的企業，則可通過調整標價、促銷力度、包裝規格及產品組合，轉嫁部分成本，維持利潤率韌性。

鍛造全球價值鏈新韌性

宏觀分析

程實 工銀國際首席經濟學家

「潮平兩岸闊，風正一帆懸。」在國際環境錯綜複雜、變數疊加的背景下，「十五五」規劃繼續提出擴大高水平對外開放，釋放出中國內地堅持開放合作、互利共贏的信號。自加入世界貿易組織以來，中國深度嵌入全球分工體系，快速發展為製造強國、貿易強國。這不僅體現於產出與貿易規模的跨越式擴張，更深植於產業與貿易結構的嬗變之中。

中國全球價值鏈地位持續提升

一方面，以全球價值鏈（Global Value Chain，GVC）框架解析中國出口的增加值沉澱，可以描繪出中國產業體系躍遷的三大關鍵特徵：規模擴張、體系完備、鏈位上升。

第一，出口創造的增加值規模快速擴張，中國已成為全球生產分工的關鍵樞紐。2000至2017年，中國內地在全球生產分工網絡中迅速由邊緣走向中心。近年來，隨着科技創新與產業升級的加速推進，出口所沉澱的國內增加值再度實現快速擴張，並多年穩居全球首位。中國與更多經濟體之間形成了更具韌性的雙向貿易聯繫，從原本的價值鏈參與者逐步成長為全球生產體系的中樞之一，對全球貿易的穩定發揮着日益顯著的支撐作用。

第二，產業體系完整，多項製造業門類躋身全球前列。中國是全球唯一擁有聯合國產業分類下全部工業門類的經濟體，這一「全譜系」特徵構成了產業縱深的底盤。以國內增加值（Domestic Value Added，DVA）衡量，2024年中國躋身全球前十的製造業行業數量已超過德國、美國等傳統製造強國，完整體系與規模優勢清晰可見。更重要的是，這些行業的全球增加值份額平均達到22%，顯著領先其他經濟體，顯示出扎實的市場競爭力。

第三，在貿易升級和科技創新雙輪驅動下，價值鏈位置穩步向上游攀升。一般而言，生產活動中的價值分布呈現「微笑曲線」：上游的研發設計與下游的品牌服務價值密度最高，中游的製造組裝附加值相對有限。改革開放初期，加工貿易的「兩頭在外」模式承載了中國邁向世界工廠的第一步。隨着貿易自主性提升、產業結構迭代加快，加工貿易在出口中的佔比不斷回落。與此同時，高技術製造業增加值持續跑贏製造業整體，科技含量與複雜度顯著提升。

推動產業向高附加值升級

另一方面，隨着中國的GVC位置不斷向上游攀升，縱向價值鏈的斷鏈風險隨之凸顯，中國掌握主動權的關鍵在於推動產業向高附加值環節全面升級。全球價值鏈的分工模式可以抽象為兩個基本類型，縱向（蛇形）與橫向（蜘蛛形），不過現實世界多呈混合形態。縱向價值鏈以商品從上游到下游的順序流動和逐級增值為主要特徵，強調垂直專業化分工和高效率的全球資源配置。不過，在地緣競爭不斷升溫的當下，這種模式由於依賴單一來源或關鍵節點，脆弱性可能放大。

所謂「卡脖子」，正是源於上游關鍵技術、原材料、專用設備的壟斷者，藉助出口管制、實體清單等行政工具，對下游價值鏈實施針對性約束，尤其對中高端製造業構成掣肘。因此，中國的中高端製造業將加速向產業鏈上游邁進，重點聚焦研發與核心技術突破。從微觀企業實踐來看，路徑已經十分清晰：不只停留在傳統加工製造的中游，而是持續向上游的研發設計、核心零部件製造升級。出口結構的變化便是最直觀的寫照，2017年，中國通過出口獲得的國內增加值中，中間品只佔最終品的三分之一，到2024年，這一比例已升至過半，顯示出口結構快速向價值鏈上游轉變。技術端的突破，為這一躍升提供了堅實支點。

2025年，中國首次進入全球創新指數前十，在人工智能、新能源、生命健康等重點領域儲備的一批高價值核心專利夯實了產業突破的技術底座。不僅如此，現代服務業正成為推動價值鏈整體躍升的新動力。生產性服務業積極向價值鏈下游的品牌服務拓展，生活性服務業持續擴容提質。工業設計、技術諮詢、品牌運營等服務嵌入製造，為製造業捕獲更高的利潤空間，帶動整個鏈條向高端延伸。

更廣泛的層面上，商務部的研究顯示，單位服務貿易出口帶來的國內增加值遠高於貨物出口。隨着入境遊增長、信息技術研發擴張、數碼內容走向全球，中國在GVC中的價值獲取能力將被進一步激發。

北上就醫的保險配套：從「事後理賠」到「提前鋪路」

基金投資

光大證券國際 EVERBRIGHT SECURITIES INTERNATIONAL 光大證券國際產品開發及零售研究部

近年來，「北上」已從周末消費娛樂，演變成港人的一種生活範式。在這股熱潮中，跨境醫療正悄然興起：內地三甲醫院現代化發展，醫療成本相對合理，輪候時間極具競爭力，越來越多港人將目光投向深圳及大灣區其他城市。據香港特區政府統計處估算，2025年年底通常逗留在廣東省的香港居民約有60萬人，持續推動對內地醫療服務的需求。

然而，跨境就醫並非似買一張高鐵票那麼簡單。醫療體制差異、病歷互通、跨境資金申報，以及最關鍵的「保險能否理賠」，是令港人卻步的四大痛點。因應市場要求，香港保險公司近年積極將自願醫保及高端醫療險的保障範圍對接大灣區，並推出了大量創新且極具針對性的配套服務。這些隱藏在保單背後的新增配套，正逐漸成為港人北上就醫的強大後盾。

一站式跨境醫療配套

為了回應港人跨境就醫的顧慮，香港保險公司正打破傳統保險僅負責「事後理賠」的框架，將「資金直付、醫療網絡、行政對接、緊急救援」四類核心配套整合，覆蓋診前、診中、診後的全流程。在診前與出發階段，保險公司先協助客戶跨越資訊壁壘與交通障礙：面對內地三甲醫院龐大的科室與「一號難求」的權威專家，旗下的健康管家會先進行遠程初步分診，並透過與內地醫療平台合作的綠色通道，為香港客戶優先預約特需門診或國際醫療部的專家；對於部分行動不便或年長的受保人，部分高端保單涵蓋跨境私家車接送，提供由香港市區直達深圳或大灣區網絡醫院的點對點服務。當客戶抵達內地醫院進入治療階段，配套則聚焦於優化就醫體驗與解決資金壓力：不少保險公司提供在地個案經理陪診，由熟悉內地醫院運作的人員協助辦理掛號、檢查及繳費；更核心的是「大灣區醫療費用直付服務」，受保人提前申請並獲得預先批核，出院時屬保單保障範圍內的醫療費用由保險公司與內地醫院直接結算，打破傳統異地就醫「先墊支、後理賠」的流程，患者無需在現場支付人民幣。

治療結束之後，配套延伸至診後理賠與行政對接。過去，內地公立醫院出具的出院小結和病程紀錄，常因不符合香港保險對醫療報告的嚴謹要求，導致理賠一波三折；如今，保險公司與網絡內的內地醫院達成文件標準化共識，由院方提供符合香港理賠標準的規範化診斷證明，減少補件反覆。至於突發情況，隨保單提供的二十四小時全球緊急醫療救援服務，已將跨境陸路轉運流程標準化，能協助安排具備跨境牌照的救護車進行點對點轉運，與政府推動的跨境救護車轉運試點形成互補：政策處理制度通道，商業配套處理執行細節。

須指出的是，上述配套目前集中於少數保險公司，覆蓋醫院名單各異，同時直付安排在多數保單中屬行政安排，而非保障條款。消費者在投保或續保時，應明確核實以下事項：計劃涵蓋的內地網絡醫院數量、直接支付是否須預先批核、陪診服務屬標準配置抑或附加條款。

對於香港市民而言，在規劃未來的醫療保障時，保險公司能否建立起足夠寬廣的內地醫療網絡與深度的配套服務，顯然已成為不容忽視的決定性因素。跨境就醫的時代齒輪已經轉動，唯有善用這些與時俱進的保險配套，港人在擁抱大灣區優質醫療資源時，才能真正做到心中有數、免除後顧之憂。

有關規劃許可申請的通知

現特通知新界大埔丈量約份第9約補租地段第1167號（部分）的擁有人，本公司計劃根據《城市規劃條例》第16條，於上述地段申請規劃許可，作「擬議臨時商店及服務行業及公眾停車場（貨櫃車除外）連附屬電動車充電設施」（為期5年）。

昌盛達國際貿易有限公司

2026年11月2日

有關規劃許可申請的通知

現特通知新界大埔丈量約份第9約地段第1171號餘段（部分）的擁有人，本公司計劃根據《城市規劃條例》第16條，於上述地段申請規劃許可，作「擬議臨時商店及服務行業及公眾停車場（貨櫃車除外）連附屬電動車充電設施」（為期5年）。

昌盛達國際貿易有限公司

2026年11月2日

關於黃添財遺囑的查詢

姓名：黃添財（英文：WONG TIM CHOI，簡體字：黃添财），性別：男，香港身份證號碼：XXXX631(2)，死亡日期：2021年5月26日。

如任何人士曾為上述死亡人士黃添財立下遺囑或存有黃添財的遺囑、遺囑修正或其他遺囑文件正本或複印本，請於今日起1個月內，聯絡及知會譚子玲律師行，地址：香港中環德輔道中121號遠東發展大廈12樓1201室，聯絡人：譚子玲律師，電話：2541 1400，檔案編號：2026/12/3/2701。

日期：2026年11月2日

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。