



2026Q4投資部署

巨獸IPOx加息潮xAI股洗牌

- ✓ 拆解史上最大IPO
- ✓ 睇通Fed由鴿轉鷹
- ✓ 美日港三角一次講清
- ✓ 下半年實戰配置思路

免責聲明

兩位講者

蕭少滔：講者並非香港證監會（SFC）持牌人士。

馮宏遠：講者為華晉證券資產管理有限公司(證監會中央編號: ASZ577)持牌人，講者及其客戶及其所屬公司可能持有文中所提及之證券或相關產品，並可能隨時買入及賣出。

若干投資產品或買賣服務並非適合每一位投資者，投資者宜因應本身之投資經驗、投資目標、財政資源及其他相關條件，小心衡量自己是否適合參與此等買賣。投資產品的價格及其收益可升亦可跌。在若干情況下，投資者可能會損失全部資本。過往表現並不保證未來表現，而以其他貨幣結算之投資產品亦有可能涉及匯率風險。在作出投資決定前，投資者應詳閱適用之發售文件以了解有關詳情及所涉及之風險。此簡報資料僅供參考，並不對任何產品作任何形式的邀約、招攬、推介或表述。本簡報內容及資料如有任何更改，恕不另行通知。

本簡報並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。本簡報所包含的資料並非亦不擬提供作為專業投資意見或其他意見，閣下應在有需要時尋求適當之專業意見。



ALEX SHIU 蕭少滔

尚善同盟創辦人

- 前投資銀行家
- 《全球有租收：善用 REITs 投資優質物業》作者
- 擅長以制度與資產定價角度拆解宏觀變局，將複雜風險轉化為可執行的配置策略。



THOMAS FUNG 馮宏遠

新元資本創辦人

- 擅長宏觀經濟分析、長短倉及期權策略
- 《信報》專欄作家
- 筆名：老坑、阿米
- 電視台、網台常駐講者



Pricing Power & The Cost of Capital

中美AI價格戰 與全球利率再定價

定價權、算力再投資與資本成本重估

講者：蕭少滔先生

前投資銀行家



2026之後的市場，只有兩條主線。

01

AI打價格戰

打的是未來利潤。定價權一失，回本周期就變成融資問題

02

利率打資本成本

資金價格不會回到零息年代

兩條線最後在同一個地方相遇：科技股的估值分母同分子，一齊被改寫。

AI價格戰 打的是誰的利潤？

表面是模型能力競爭，實質是一場關於「定價權」的產業戰。

美國模式：高定價驅動再投資

循環的算術：capex對折舊

中國低價策略與可能的
產業影響

AI公共產品化的後果

中美AI大戰，不只是技術競賽

表面上，市場比較的是 Benchmark 分數、Context Window、Agent 能力；

但這些指標會快速更新，亦未必直接等於盈利能力。

真正需要關注的，是企業能否在技術快速迭代下，仍然維持足夠的定價權。

市場在看

邊個模型最強？

真正的戰場

每百萬 Token 能收多少錢？

投資人要問

這個價格，能否支撐未來數年的
CapEx(資本開支)？

技術差距可以追趕；但一旦定價權被打穿，整個資本回收循環都會被改寫。

美國AI產業循環：一個靠高定價驅動的飛輪

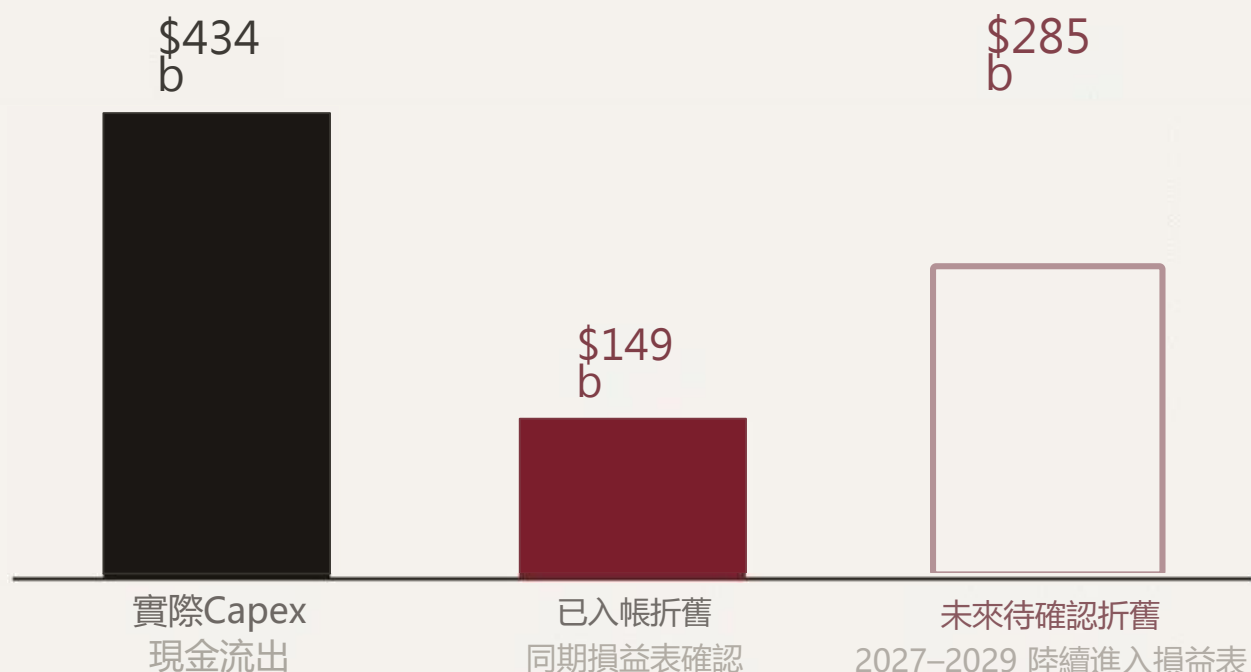
整個估值故事的前提，是這個飛輪不斷轉。



Capital Recovery不是終點，而是整個循環的樞紐。

今日投落去的錢，成本尚未反映在損益表

美國四大hyperscaler，截至2026年3月止四個季度（十億美元）



2026年四大公司capex指引合計約**7,000億**美元，較2025年的約4,100億急升。

算力資產佔 CapEx 比重：約 43% → 60%
短壽命資產佔比正在上升

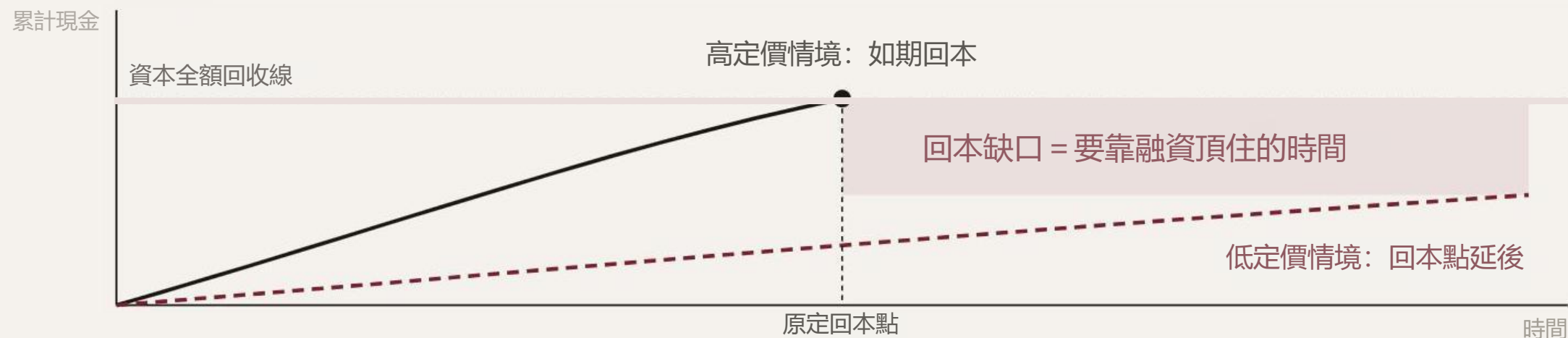
GPU現時假設5-6年折舊；若實際只有3-4年，折舊費用大幅上升。

Epoch AI 估算：若目前趨勢延續，整體 hyperscaler 現金 CapEx 或於 2026 年第三季高於營運現金流。

折舊之牆已經定了時間表，唯一變數是收入是否追得上。

價格一被打穿，回本周期就拉長

若價格下跌，而使用量及單位成本未能同步改善，資本回收期將顯著延長。



01

價格下降令單位收入受壓，若成本改善不足，資本回收速度將放慢。

02

回本時間延後，但債務期限不會同步延長，差額需要再融資填補。

03

當資本回收延遲，下一輪算力投資可能被迫延後，並傳導至整條供應鏈。

算力再投資斷裂，不一定因為需求消失，而可能因為資本回收速度追不上融資期限。

中國AI減價戰：三線同時壓低全球AI成本

三條線各自未必最強，但合起來足以改寫全球 AI 的成本基準。

1 / 模型

平價 LLM

DeepSeek V4 Flash 官方價格：

輸入：US\$0.14 / 百萬 tokens

輸出：US\$0.28 / 百萬 tokens

Cache hit：US\$0.0028 / 百萬 tokens

GLM、MiniMax、Qwen 等持續低價競爭，令「足夠好」模型價格下移。

2 / 軟件

Open-source agent

開放權重模型配合開源 Agent，令企業可自行部署，降低企業對單一海外 API 的依賴。

日常工作流更容易轉向低成本方案。

3 / 硬件

國產光刻機

浸沒式 DUV

2026 年進入產業化測試，預計交付中芯、華虹等驗證。

EUV

已有原型機，仍處測試階段；2030 前後較具現實性。

成熟製程自主化加速，但未全面追平 ASML。

成本競爭未必需要全面領先，只要讓「足夠好」變得足夠便宜。

同一條坐標軸上的中美價目

前沿模型 API 輸出標準價 (美元 / 每百萬 Token)



約 180×

最高與最低標準輸出價的倍數差

80.2-80.6%

主流 Coding Benchmark 已經很接近，但價格相差5倍

價格差仍然顯著

成本敏感型工作負載更有誘因轉向低成本模型

價格差未必反映同等幅度的性能差距，卻足以改變邊際工作負載的流向。

來源：各供應商官方價目頁，經morphllm (2026-06-28) 及layer3labs(2026-07-31)核對

中國真正目標未必是追平技術，而是壓縮利潤池

低價競爭不必全面領先，只要持續削弱高價模型的資本回報，便足以改變再投資循環。

01

如果目標是追平技術

成功條件是持續做出更強的模型——難、慢，而且技術領先仍可能被追趕。

02

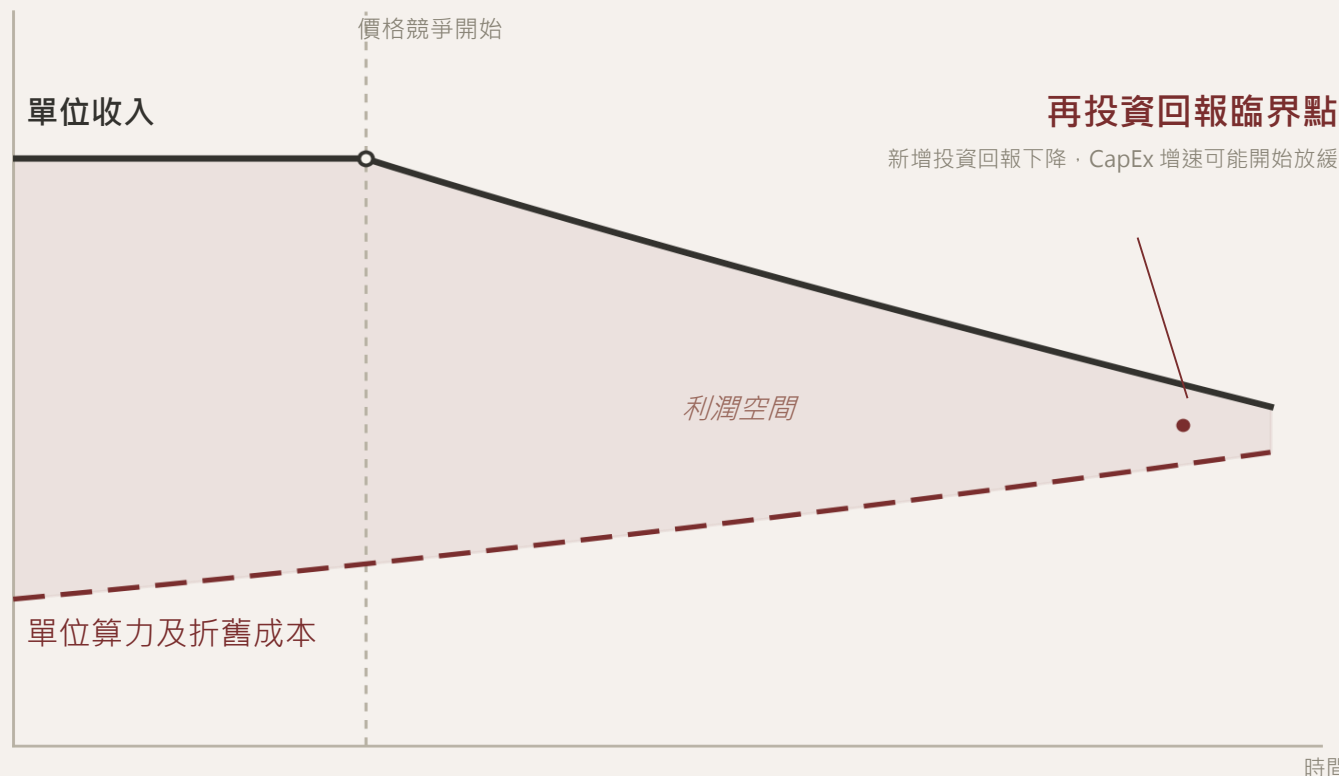
如果目標是壓縮利潤池

只需將價格壓至對手不願持續跟價——速度較快、成本更可控，而且不必全面領先。

這是一場成本與資本回報之戰，
而不只是模型能力之戰。

單位收入 / 單位成本

概念示意圖 | 非實際數據



利潤池一旦被持續壓縮，原本的再投資飛輪，便可能逐步轉化為融資壓力。

把AI變成低價公共產品

公共產品化的意思，不是免費，而是難以長期維持高溢價。

如果 AI 保持溢價產品

投資邏輯：平台、護城河、定價權

- 毛利率較高
- CapEx 回收期較快
- 平台與護城河更容易支撐高估值

如果 AI 趨向公共產品

投資邏輯：規模、成本控制、營運效率

- 毛利率被壓縮
- CapEx 回收期拉長
- 估值邏輯由「成長股」轉向「公共股」

中國要達成的目標，並非要贏AI，而是令美國的AI資本循環失效。

美國靠高定價推動再投資， 中國用低價格打斷循環。

美國的勝利條件

在價格被打穿之前完成回本，並用新一代能力重建溢價。

中國的勝利條件

不需要贏，只需要令對手的回本期長過融資期。

所以第二條主線就變成決定性因素：融資，值幾錢。

利率架構轉變

資金成本不再回到零息年代——這不是一次加息周期，而是一次架構重設。

Fed：收水，不是截流

政策手段：QT加溫和加息

曲線新格局

市場影響

資金成本不會回到零息年代

現況：2026年8月4日美國國債收益率

2年期 4.21%	10年期 4.63%
30年期 5.20%	10年減2年 +0.45
7月Fed按兵後創19年高	百分點，已由倒掛轉正

長債利率維持高位

國債供應、通脹風險與期限溢價，正成為重要驅動因素。

政策預期仍反覆

7月FOMC按兵不動，三名官員投反對票；市場現時定價9月加息25點的機會約六成半。

對 AI 而言，重點不是再加多少次息，而是高息環境令AI估值長期受壓。

零息年代的假設，是過去十年所有成長股估值模型的地基。

收水，不是截流

目標

抑制過剩流動性

降低過度寬鬆金融條件對資產價格的支持。

約束

避免引發信用危機

政策需要收緊，但不能引發信用市場或流動性失序。

結果

慢、久、不急轉向

資金成本保持偏高，而非快速回到零息環境。

7月 FOMC 維持利率不變，三名官員主張加息；政策聲明亦刻意減少對未來路徑的預測。

Fed 的政策取向，不是製造流動性緊縮事故，而是在維持金融穩定下，讓資金成本保持約束性。

兩大工具，一個方向

資金成本未必持續上升，但政策亦不會快速回到寬鬆。

資產負債表政策

QT/縮表

直接減少銀行體系準備金與過剩流動性，主要作用在流動性數量，而非政策利率本身。

副作用：抽走的流動性同時削弱長債的邊際買盤，令期限溢價偏高。

政策利率

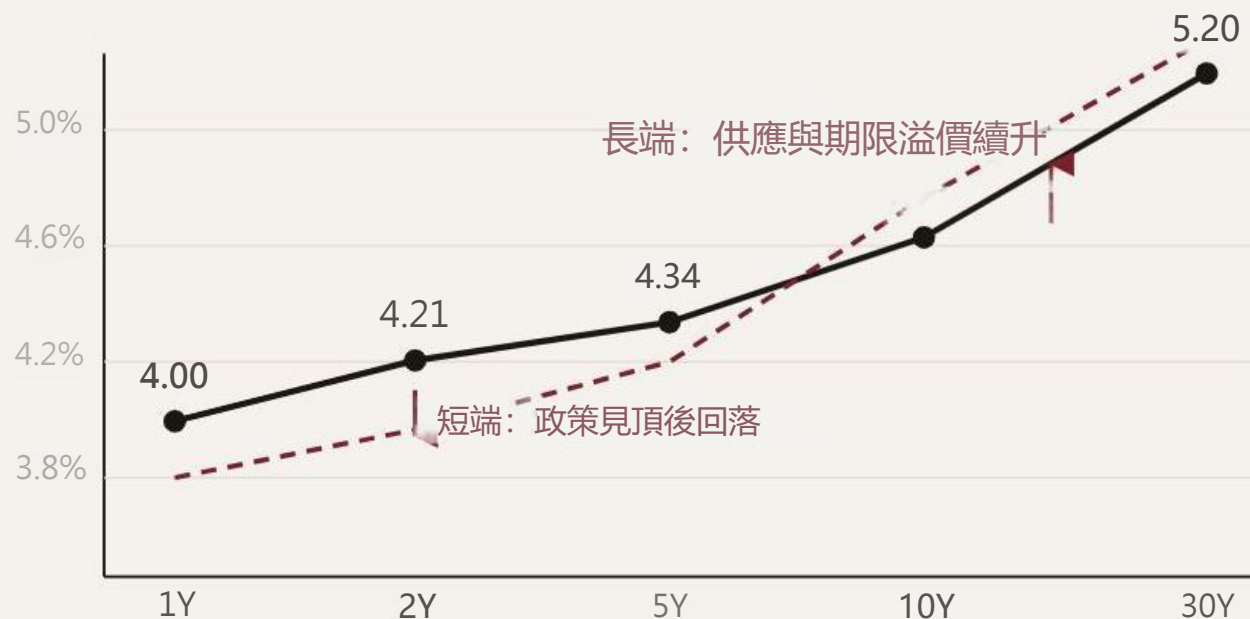
維持限制性利率 / 視數據調整

主要作用在資金價格與市場預期，向市場傳遞「資金成本不會快速回到零息年代」。

要留意的組合：短端由政策決定，長端由財政與供應決定——兩者可以背馳。

短息回落、長息維持高位：曲線重新變陡

實線為2026年8月4日實際收益率；虛線為講者對未來方向的預期。



短端

政策見頂後，2年期率先反映未來政策放鬆預期。

長端

國債供應、通脹風險與期限溢價，令長息未必隨Fed 同步回落。

形態

Bearsteepening為主的變陡，而非減息帶動的變陡。

含意

長久期資產的折現率，由曲線最陡的那一段決定。

同樣是曲線變陡，短端下跌與長端上升，對股票估值的含意並不相同。

同一個折現率，三種承壓方式

資金會重新評估「增長故事」的折現率——而重估通常一次過發生。

01

高估值AI股

盈利較集中於遠期，折現率上升時估值對長端利率更敏感；若同時面對價格競爭，盈利預期亦會受壓。

監察指標： CapEx / 營運現金流比率

02

高槓桿交易

融資成本上升加波動率上升，等於保證金要求上升。被迫平倉的時間表由貸款人決定。

監察指標： 信用利差 / 波動率

03

長期資產

長債、地產、基建等遠期現金流資產，對長端收益率與期限溢價尤其敏感；即使基本面穩定，價格波動仍可能放大。

監察指標： 30年期收益率 / 期限溢價

投資故事未必改變，但折現率一變，估值可以先被重寫。

AI價格戰壓縮未來利潤，利率再定價抬高資本成本

兩者合流，重塑的不是某一隻股，而是整套科技股估值框架。



2026之後，估值不再只看「增長有多快」，而是看「你能否等到增長兌現」。

框架講完，下一步：如何落地部署

Leopold事件

睇喺方向，仍可以輸在結構

三大巨獸 IPO

三間公司，三種估值判斷

2026Q4投資部署

配置、風控與時間表

今日帶走的不是一張股票名單，而是一套可以反覆使用、持續更新的投資決策框架。

由 Leopold 爆倉到三巨獸 IPO

Claude BY ANTHROPIC

為何仍可能輸掉倉位？

結構、估值與生存能力，比單一投資故事更重要



什麼是Leopold基金？

Situational Awareness LP—由前 OpenAI
研究員創立的AI主題對沖基金
資產管理規模一度突破 US\$20B

「AI先知」

Leopold Aschenbrenner
前OpenAI研究員



半導體與記憶體

AI 算力底層的硬體根基

數據中心

AI 算力落地的核心載體

電力與能源

算力擴張背後的物理
約束

AI私募企業

包含 Anthropic 等
核心股權

高度集中於AI主題

不分散、不做對沖

結合股票、期權及槓桿

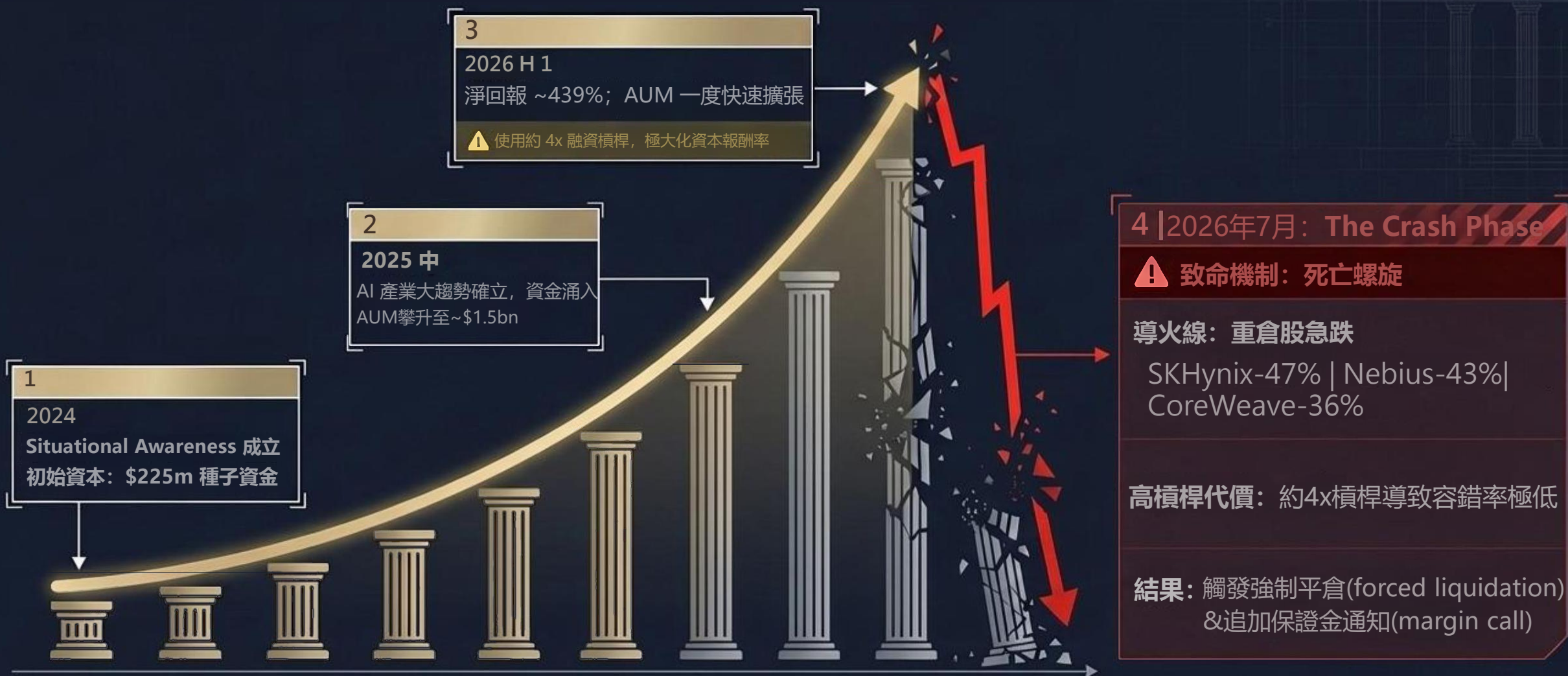
同一方向放大注碼

將AI 趨勢轉化為投資部署

完全基本面投資

SA 對沖基金興衰史：成也槓桿，敗也槓桿

看中趨勢，卻輸在槓桿與流動性結構。



爆倉後，最終問題出在哪？

高槓桿觸發追加保證金要求 → 被迫減倉 → 投資組合結構重整

1. 高槓桿觸發Margin Call

被迫減倉

3. 出讓Anthropic 救倉

核心私募資產一度面臨出售壓力

現況

清除所有公開市場槓桿 → 全額資金配置
→ 繼續保留 Anthropic等私人市場資產

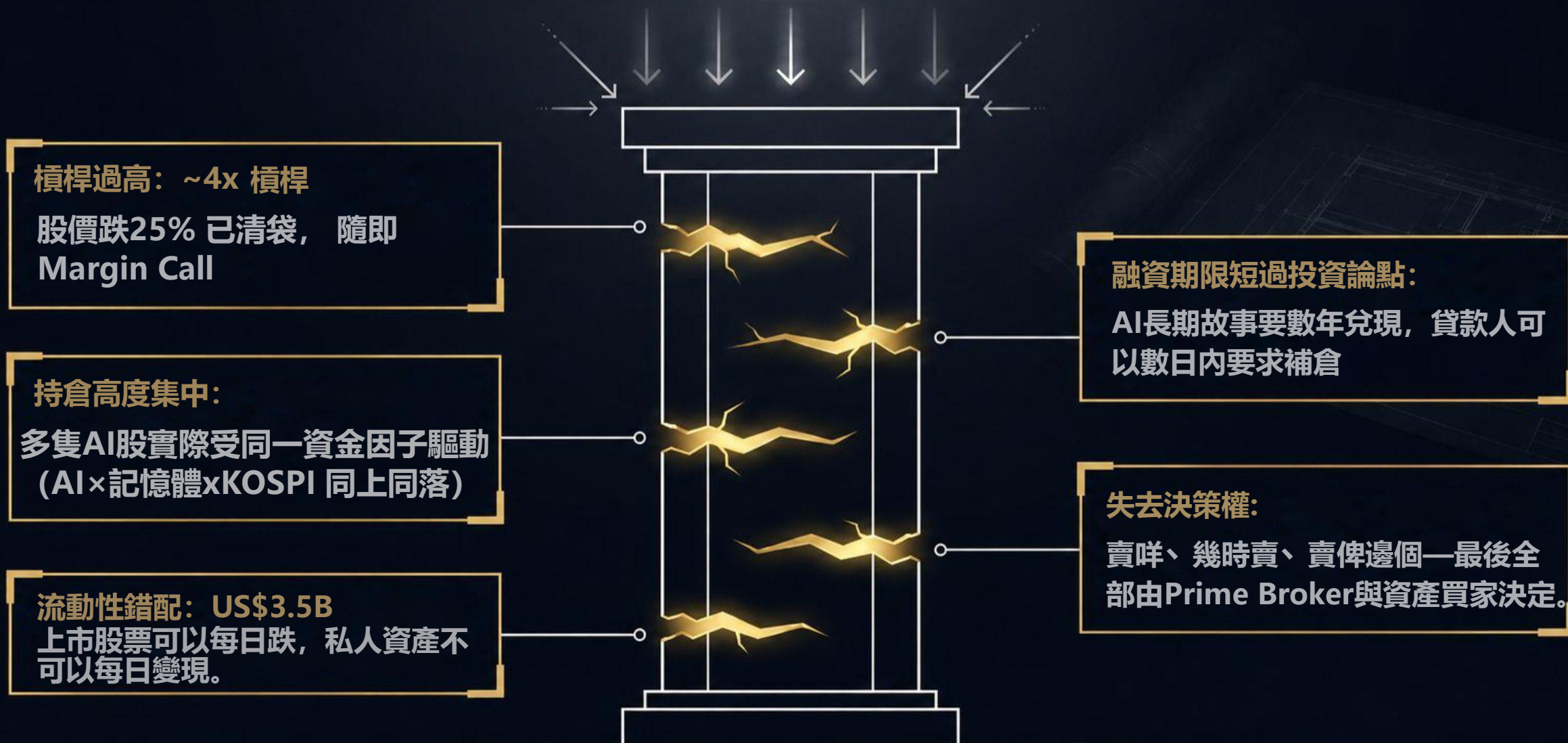
Aschenbrenner已向投資人承諾吸取教訓。

2. Citadel 折讓執貨

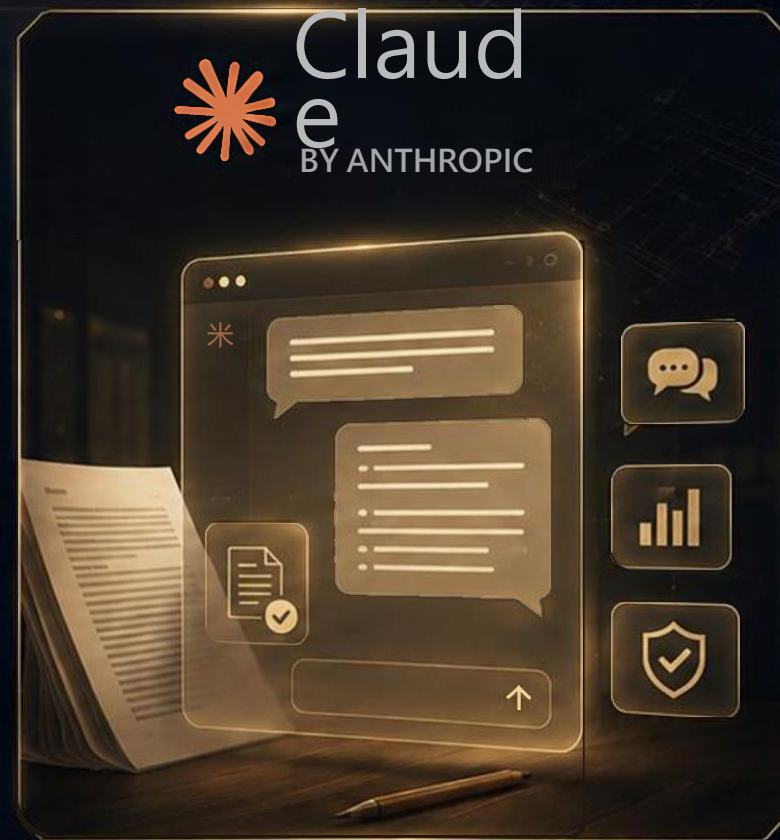
流動性壓力削弱議價能力

「真正致命的，不是判斷錯誤，而是投資結構令你無法等待判斷實現。」

SA基金五大死因



三大巨獸IPO



「睇好公司，唔等於接受任何IPO估值。」



三大巨獸 IPO：公司質素 × 估值 × 投資取態



公司	狀態	公司質素看法
SpaceX	已上市 (6/12) IPO: US\$135 / 估值 US\$1.77tn 現價約 US\$115	稀缺資產與垂直整合能力突出， 但估值及資本開支風險仍高
OpenAI	已提交保密上市文件 傳延至2027 最新私人估值約 US\$852bn	品牌、模型能力及生態領先， 但資本效率、虧損與治理仍待 驗證
Anthropic	已提交保密上市文件 最快 26 年第四季； Series H 後估值約 US\$965bn	企業市場定位清晰，Claude 在專業及企業應用具吸引力

投資取態

看淡

中性/一般

看好



SpaceX: 我不是看淡 Starlink, 而是看淡「這個價格 + 這個結構」

\$135 → ~\$115

IPO 定價 → 目前股價: 約-15%

\$1.77T vs \$780B

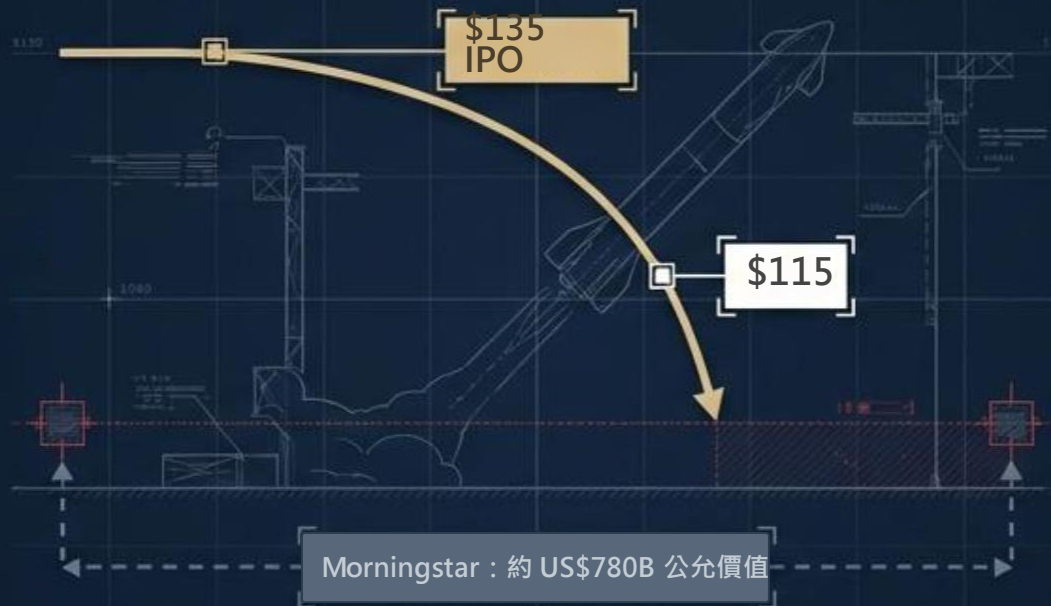
IPO估值 vs Morningstar 公允價值估算

\$7.8B / \$18.4B

2026 Q2 Revenue / CapEx

我承認，它確實很強

- **Starlink 成為核心增長引擎**
Q2 用戶約 1,200 萬，按年接近翻倍
- **發射能力與垂直整合具稀缺性**
火箭、衛星、Starlink 網絡形成完整生態
- **收入增長仍然非常強勁**
2026 Q2 Revenue US\$7.8B, +92% YoY, 顯示基本業務仍處於高速擴張階段。



點解我仍然看淡

- **估值已預知高速增長**
US\$1.77T vs Morningstar 約 US\$780B
- **資本開支持續高企**
Q2 CapEx 約 US\$18.4B
- **市場要求回報兌現**
關注現金流、盈利及投資回報

投資取態: 看淡 / 暫不追價

- 等待兩個訊號:
1. 估值重新建立安全邊際
 2. CapEx 開始轉化為可見回報

好公司可以繼續變好，但估值仍然可以太貴。

OpenAI: AI 用戶最強，但股東回報能見度仍不足

US\$852B

最新私人市場估值

US\$2B / month

目前月收入 | 約 US\$24B annualized

近 1B WAU / >40%

ChatGPT 每週活躍用戶 | Enterprise 收入佔比

我認同的地方

全球最強 AI 用戶入口

ChatGPT 已建立龐大分發網絡

收入已證明可規模化

Consumer、Enterprise、Developer 多線增長

平台延伸空間極大

AI Agent / 工作入口仍有巨大延伸空間

我為何仍然中性

估值已包含 IPO Scarcity Premium

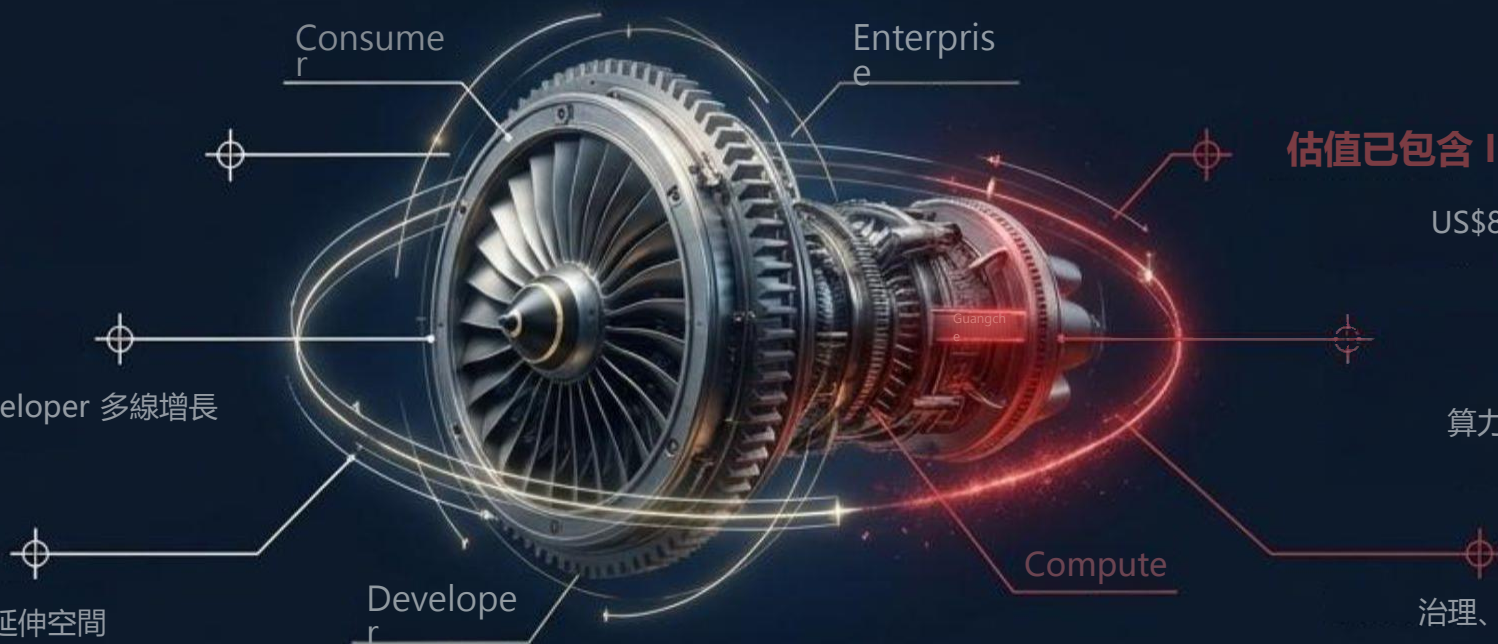
US\$852B 已反映大量未來增長預期

算力優勢亦是資本負擔

算力投入巨大，FCF 能見度仍有限

股東權益不明

治理、資本結構及經濟權益仍需釐清



投資取態：中性 / 觀望

等待三個訊號：

① 毛利率 ② 自由現金流 ③ 治理與股東權利

需求毋庸置疑，真正要等待的是股東回報能否跟上業務增長

Anthropic: 三者中，相對最看好

企業市場定位更清晰，但估值仍是關鍵

US\$965B
Series H 後估值

6月1日
已提交保密上市
文件

最快 Q4 2026
市場預期上市窗口

我相對看好的原因

1. 企業及專業用戶定位清晰

Claude 更容易嵌入企業日常工作
流程

2. B2B 收入質素較吸引

企業客戶黏性較高，流程整合後轉換成本上升

3. 產品策略較集中

安全、可靠及合規定位明確

收入質素提升

更高轉換成本

工作流程

企業客戶

估值紀律

我仍然關注的地方

1. 估值已非常進取

好公司仍然可能買得太貴

2. 算力及融資需求龐大

仍需持續投入大型雲端及
算力資源

3. 業務護城河不強

企業客戶可同時使用多個
AI 模型

投資取態：相對看好

商業模式最好，不代表估值沒有上限。



美股IPO決策圖

2026 Q4 部署方針：生存優先，估值為王

Q4 最昂貴的錯誤：並非選錯個股，而是錯判市場、時間與投資主題



市場層

哪個市場面對最大的折現率壓力？
(美 / 日 / 港)



行業層

哪些產業已具備部署條件？ 哪些仍需等待？



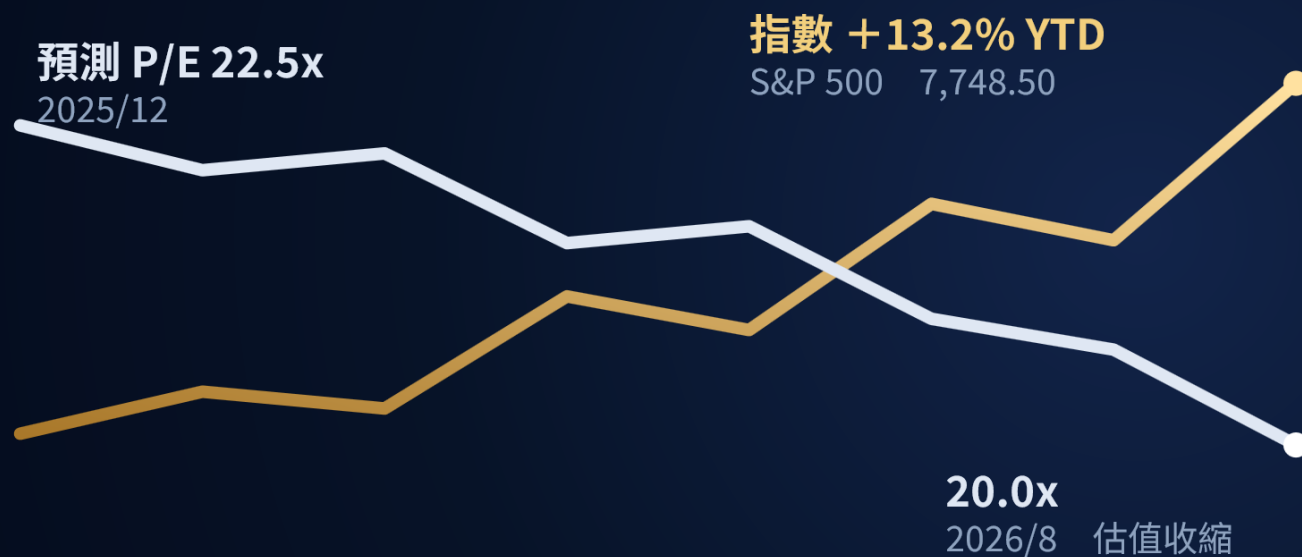
個股層

只是表達工具——3 隻，不是推介名單

五大核心拷問

- 1 盈利增長由甚麼因素驅動？
- 2 資本需求有多大？
- 3 企業是否具備定價權？
- 4 自由現金流何時出現？
- 5 哪些數據代表投資邏輯已經失效？

美股升勢仍然穩健，但今年回報更依賴盈利，而非估值擴張



盈利端

Nasdaq 100 8/12 升近 1%，創一個月高位（YTD 約 **+18%**）； S&P 500 至 8/7 錄得 **25 次** 歷史新高收市

Q2 混合盈利增長 **50.4%**（含一次性股權收益）

估值端

Mag7 預測 P/E 28.1x → 約 **23.9x**

Mag7 對「S&P 493」溢價由 30%+ 收窄至約 **10%**，十多年最平

折現率壓力

30 年債息 **5.25%**（8/10），2007 年以來最高；10 年 4.69%、2 年 4.25%

7 月 CPI 符預期後，9 月加息定價回落至 **50% 以下**、12 月約 **75%**

7 月 CPI（8/12 公布）整體 +3.4%、核心 +2.5% 按年，均符預期。聯儲現行 3.50–3.75%，2026 年至今零次加息；7 月 29 日會議 9–3，三票主張加息。市場已開始為加息定價，不等於已進入加息周期。

日股值得長線部署；惟日圓定價正愈來愈受政策主導

長線：四線結構改善

+1.6% 實質工資連續第 6 個月正增長 (2026 年 6 月)

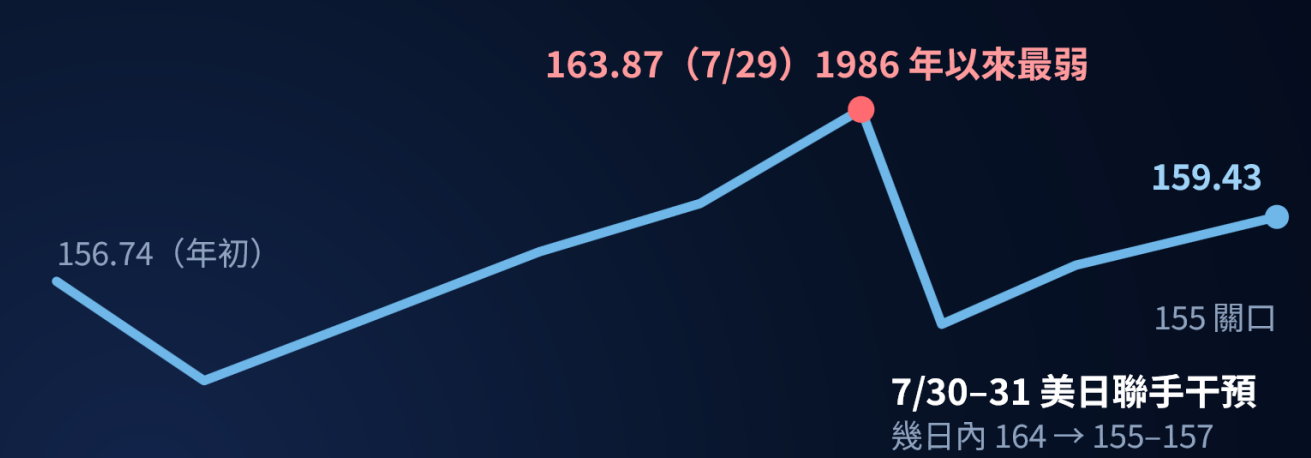
+70% 4–6 月期上市企業純利按年增長

18.7兆 FY2024 回購創新高；FY2025 首 9 個月 14.2 兆

11.7兆 外資 YTD 淨買入，去年同期僅 7,421 億

日經 **68,470** (YTD +36.0%) / TOPIX 4,139 (8/11 +21.4%)

Carry trade：借入低息日圓、配置高息資產的交易仍然活躍。一旦日圓急升，平倉壓力可能同時衝擊匯率、債券及風險資產。



2026 年累計干預 **\$1,332.7 億**，超越 2024 年 \$990 億舊紀錄

對沖基金日圓淡倉 **124,575 張** (約 \$95 億)，倉位極擁擠

部署三條
分注、長線、避免槓桿；避開 BOJ 會議前重倉 (9/17–18、10/29–30、12/17–18)；要想好貨幣風險如何處理。

BOJ 現行 1.00% (6/16 加息)，7/31 維持 8–1。USDJPY 8/12 紐約收 159.43，日圓 YTD 貶值約 1.7%；未發生 2024 年 8 月式全面拆倉。

港股本輪升勢主要由資金驅動，而非盈利周期反轉——適合交易，未宜視作長線配置

資金回流跡象明顯

+153.9% 首 7 個月 IPO 集資 HK\$3,282 億

104 家新上市，已達 2025 全年 1.14 倍；最大宗中際旭創約 HK\$534 億

摩根士丹利 8/5 上調恒指目標 27,500 → **28,400**，形容 Q3 為加倉「黃金窗口」

宏觀數據不弱：Q2 GDP **+4.3%**、失業率 3.7%、上半年零售 +9.6%

價格表現未完全反映資金改善

-0.8%

恒指 25,440 YTD

-13.4%

恒生科技 4,776 YTD

恒指 TTM P/E **12.3 倍**，高於長期平均 10.65 倍 **15.5%**
「港股永遠平」在 2026 年不成立

資金面才是主要問題

銀行體系總結餘 HK\$1,641 億 → **HK\$541.6 億**；

HIBOR **2.61%** 遠低於美息 3.50–3.75%；港匯 7.8471 貼近弱方保證

南向 YTD 淨流入 HK\$2,808 億，但 5 月出現今年首個單月淨賣出 HK\$35.5 億

香港資金成本三重奏

2.61% HIBOR 1M → **H+1.3%** 新造按揭 → **3.25%** 鎖息封頂

港股估值具吸引力，資金亦開始回流；但資金改善尚未等同盈利周期反轉。

8/12 恒指收 25,440 (-0.83%)、恒生科技 4,776 (-0.99%)，主板成交 2,167 億；HIBOR、總結餘為 8/11 數。

三大市場投資觀點總覽

	美股	日股	港股
今年發生甚麼	升 13.2% ，但預測 P/E 由 22.5 → 20.0 倍——升市靠盈利	日經 +36% ，實質工資、回購、外資流入同步改善	恒指 -0.8% 、恒科 -13.4% ，但 IPO 集資按年增長+153.9%
主要風險	折現率：30 年債息 2007 年以來最高；12 月加息定價約 75%（9 月已回落至五成以下）	日圓政策干預 + BOJ 加息，隨時急升；淡倉擁擠	總結餘剩 541 億、HIBOR 低過美息、港匯貼近 7.85
Q4 取態	維持核心配置，避免追逐估值高位	長線分注部署，避免槓桿，留意 BOJ 政策窗口	以資金流交易為主，暫不視作長線核心配置

同一加息預期，在三個市場就是三種完全不同的風險。

數據截至 2026-08-12 收市

AI 軟件及平台：需求已獲驗證，關鍵在於回報何時兌現

當 AI 產品逐步成為企業標準配置，投資邏輯就要由「平台、護城河、定價權」轉向「規模、成本控制、營運效率」。所以不是選擇模型公司，而是選擇有核心現金流托底的平台。

01 收入質素：經常性、嵌入 workflow、轉換成本高

02 收入增長能否擺脫硬件及 capex 周期

03 核心業務現金流托底，支撐持續 AI 投資

行業最大矛盾

平台企業同時亦是主要資本開支承擔者。

Alphabet 全年 Capex 指引約 \$195–205bn，Q2 單季 \$44.9B（按年 +100%），業績後股價跌 3.65–5%。

需求愈強，短期折舊與資本回報壓力亦愈大。

三個行業監察指標

Cloud 增長 vs 折舊增長

 **+82%**

Alphabet Q2 Cloud——目前最強的證據

企業 AI 支出轉化率

觀察試用需求是否持續轉為經常性開支

Token 成本下降對毛利的影響

成本跌是利好，還是通縮壓價？

部署原則：可留意 = 可以開始建倉，但分注、留子彈；睇折舊周期入場；同時，不宜將任何上市公司視為 AI 模型企業的純粹替代投資。

AI 硬件：長線需求未變，但入場時點仍需耐心

晶片及記憶體

周期 + 資金結構雙重壓力，7 月剛經歷去槓桿

取態：等

電力及電氣設備

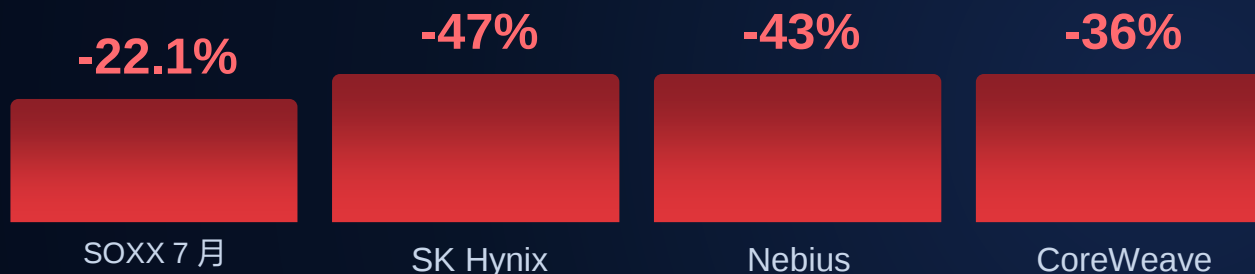
訂單能見度高，但估值已高 + 高息壓工業股

取態：持有，暫不追價

三個入場觸發條件

- 1 Hyperscaler Q3 業績確認 2027 年 Capex 不減（10–11 月出）
- 2 記憶體現貨價 / 合約價止跌企穩
- 3 去槓桿完結訊號：融資成本回落、相關股之間的相關性下降

7 月去槓桿期間的價格壓力



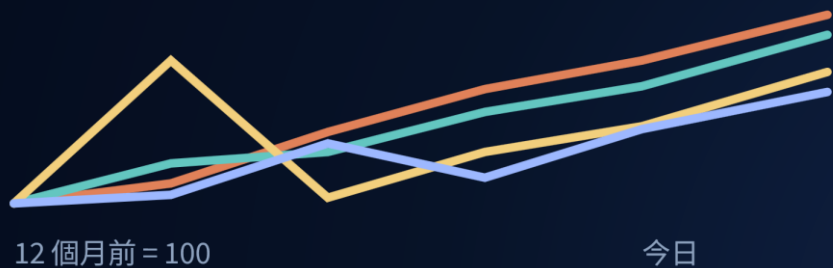
Epoch AI：整體 hyperscaler 現金 CapEx 可能在 2026 Q3 高過營運現金流。買方自己現金流最近一季，不會是賣方的好時機。

2026 年主要 Hyperscaler Capex 合計約 \$700bn，較 2025 年約 \$410bn 明顯增加。

AI 硬件不是壞資產，但好資產未必等於好時點；現階段應等待風險釋放，而非追逐反彈。

截至 2026 年 3 月止四季，已確認折舊約 \$149bn；另有約 \$285bn 折舊將於 2027–2029 年陸續入帳，未來盈利仍面對持續折舊壓力。本頁不點名任何個股。

今年商品升勢源於供應約束，而非需求擴張；加息亦難以直接解除供應瓶頸



石油

+42%

WTI 約 \$83 / Brent
約 \$89

黃金

+31%

\$4,467 / YTD +3.4%

銅

+47%

\$6.64 / lb (8/11) ,
YTD 約 +17%

農產品

+27%

小麥 644 美仙 / 蒲式
耳

石油

荷姆茲海峽危機未解決：8 月每日
僅 8–15 艘船通過，戰前約 130 艘

OPEC+ 9 月增產 18.8 萬桶 / 日是
2026 年最後一次，之後配額凍結

風險：伊朗協議一旦達成，可以單日
插雙位數

黃金

Q2 央行購金 289 噸創季度紀錄（
按年 +74%），但上半年合計 345
噸是四年來最低

7 月 ETF 淨流入 \$30 億，亞洲是最
大流入來源，北美 YTD 仍淨流出

今年是橫行消化：1 月高見 \$5,589，
最大回撤約 -27%

銅

智利產量預測由 +3.7% 下調至 -2%
；Grasberg 爬產推遲至 2027 年底

硫酸短缺影響全球逾 15% SX-EW
產能；LME 現貨明顯backwardation

就算不買 AI 硬件股，都可以透過銅
表達 AI 電力需求

農產品

NOAA：81% 機率 10–12 月出現「
極強厄爾尼諾」，97% 持續至
2027 初春

FAO 預測 2026/27 世界穀物產量
29.82 億噸，按年 -2%；食品價格
指數 131.1 三年高

尿素自 2 月 +80%，但美國零售端已
轉弱——上下游背馳

在供應瓶頸持續的情況下，商品價格對加息的敏感度相對較低，Q4 仍可作為組合中的分散風險配置。

油、金報價截至 2026-08-12 收市；銅及農產品為 8/11 數

Uber的戰略佈局：透過Autonomous Solutions鎖定百億級供給網絡

投入超100億美元鎖定合作夥伴

龐大乘客流量與輕資產擴張

Uber Autonomous Solutions

調度/車隊管理/保險/融資數據

Lucid + Nuro

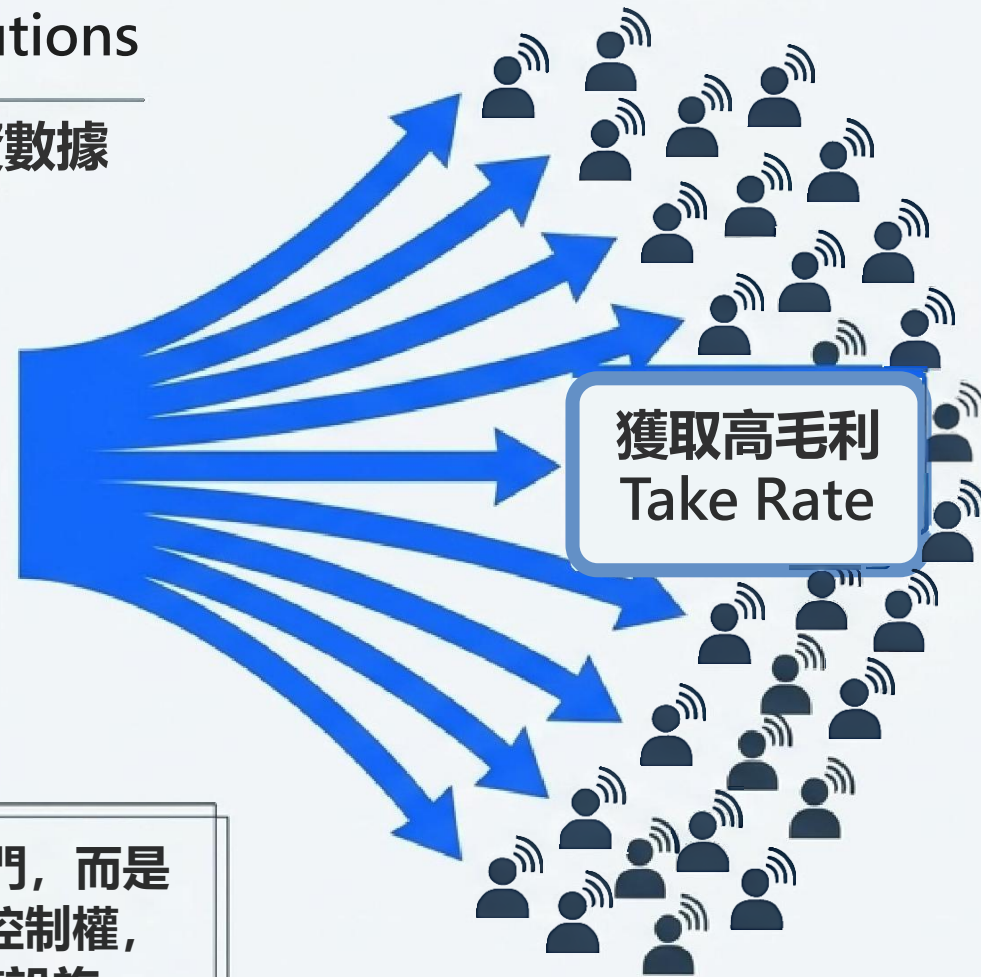
Rivian

WeRide
等二線開發商

赋能資金有限、需專注
核心演算法的AV開發商



Uber不再被動等待技術公司上門，而是
訂單與資本買下未來的AV供給控制權，
讓合作夥伴不必自建昂貴的基礎設施。



UBER的戰略躍遷：放棄AV技術競賽，成為終極AI出行平台

透過聚合自主供給並掌握需求層，Uber正重新定義Robotaxi的商業化路徑，但「去中心化」的長期風險依然存在。

1 核心論點：戰略樞紐轉移



過去：依賴司機供給的
共享出行平台



未來：憑藉 Autonomous
Solutions業務，成為終極
AI出行平台

核心邏輯：成本革命與平台經濟

Uber不需承擔龐大的AV資本支出（CapEx）。透過掌握最高的網絡效應（用戶/需求），並開放其調度、支付與車限管理系統，Uber將自己打造成所有Robotaxi車隊不可或缺的「底層操作系統」。誰掌握需求，誰掌握利潤。

2 自動駕駛供給矩陣（Autonomous Supply Hub）



戰略風險矩陣: Platform vs. Operator

情境 A：供給碎片化造就Uber霸權		情境 B：營運商直接掌握終端客戶 (BypassRisk)	
動態	隨著AV供應規模擴大且品牌日益分散，消費者傾向使用單一聚合應用程式 (Uber) 來呼叫Waymo、WeRide或Zoox。	動態	當自動駕駛營運商的車隊規模達到臨界點，他們是否會繞過Uber，建立自有App以掌控客戶關係與數據？
財務影響	鞏固Uber的定價權與TakeRate (抽成率)，實現極高的資本效率 (Capital Efficiency)	財務影響	營運商奪走完整的ContributionMargin (貢獻利潤)，將Uber降級為邊緣化的備用需求來源。

核心結論：Uber的終極戰役並非AV技術研發，而是一場與時間的賽跑——必須在AV營運商建立起強大的2C品牌之前，徹底鎖定用戶習慣與平台依賴

兩條截然不同的商業路徑：輕資產平台模式對決重資產直營模式

Robotaxi未來版圖的終極選擇：你想做賣鏟子的人，還是自己挖金礦？

營運商  輕資產平台模式	AV平台  重資產直營模式
優勢 (Pros) ✓ 極高的資本回報率(ROIC) ✓ 無車輛購置與折舊包袱 ✓ 透過服務層 (SaaS) 抽取利潤	優勢 (Pros) ✓ 100%掌握數據與用戶體驗 ✓ 完全控制37%的核心營運節點 ✓ 無需與平台分潤
風險 (Cons) ⚠ 對供給端控制力較弱 ⚠ 需耗費鉅資綁定合作夥伴以防流失	風險(Cons) ⚠ 資本支出強度 (CapEx) 極高 ⚠ 擴張速度受限於實體基礎設施的建設

評估Robotaxi賽道贏家的5大核心財務與營運KPI



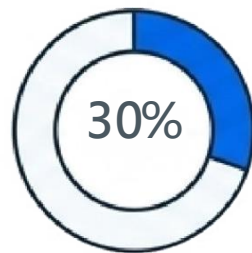
Fleet Utilization
車隊利用率

決定單車收入與資本回報率 (ROIC) 的絕對命脈。



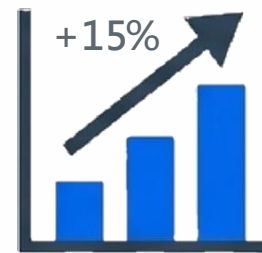
Cost per Mile
每英里成本

判斷其何時能跨越「低於人工駕駛」的商業化拐點。



Take Rate
平台抽成

檢驗平台對於龐大訂單流量的議價霸權與獲利能力。



Contribution Margin
貢獻利潤率

確認無人駕駛訂單是否在單位經濟上真正比真人訂單更賺錢。



CapEx Intensity
資本支出強度

觀察企業是否能維持輕資產神話，成功將購車與維護成本轉移。

三隻股：表達工具，不是推介名單

GOOGL AI 軟件及平台

投資重點並非模型排名，而是其將 AI 商業化並分發至多個產品的能力。

\$343.80 25.9x

YTD +10.0% forward P/E

Q2 收入 \$119.8B (+24%) / Cloud \$24.8B (+82%) / 單季 Capex \$44.9B

失效條件： Search 增長跌穿雙位數 / Cloud 增速持續放緩 / 折舊增速高於 Cloud 利潤增長

COP 石油

投資邏輯毋須建基於油價持續上升；只要油價維持在具盈利能力的水平，現金流仍可支持股東回報。

\$125.92 12.8x

YTD +35.6% forward P/E

Q2 經營現金流 \$74 億 / 回饋 \$30 億（回購 \$20 億） / 盈虧平衡 WTI 約 \$45，安全邊際一倍

失效條件： WTI 持續低於 \$60 / 回購中斷 / Willow 或 Kirkuk 資本開支超支

FCX 銅. 高 Beta

作為銅供應收緊的高 Beta 表達工具，同時亦承受 Grasberg 項目的執行風險。

\$69.10 \$1.97

YTD +37.0% 單位淨現金成本 / 磅

全年指引：銅銷約 31 億磅 / 單位成本降至 \$1.90 / 經營現金流約 \$83 億

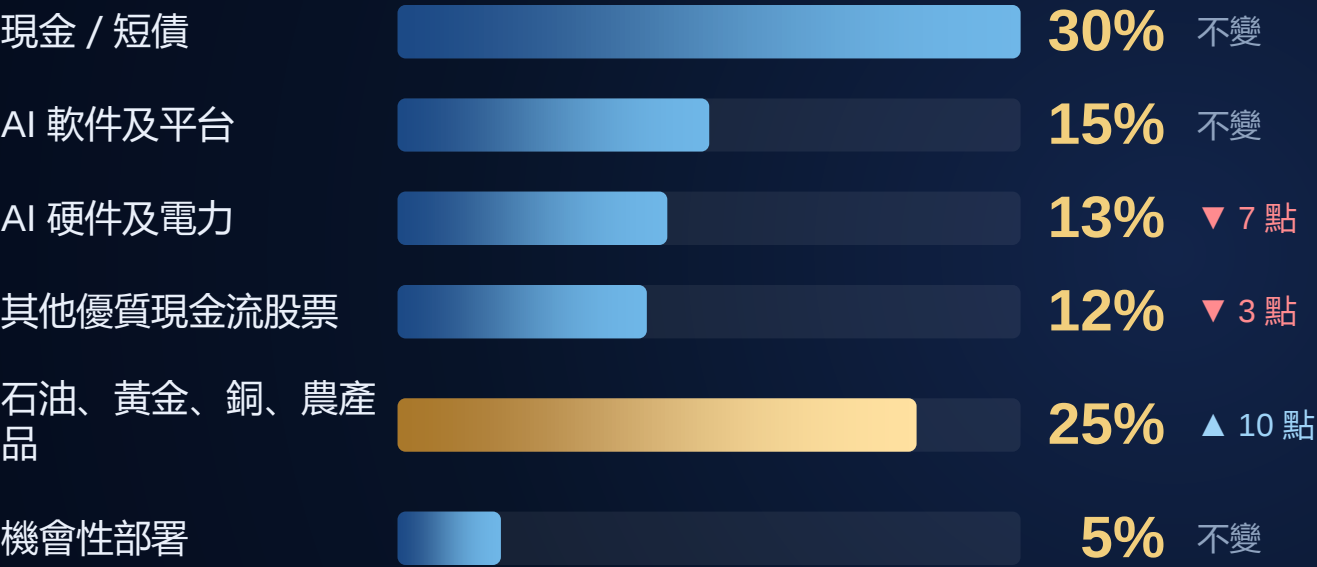
失效條件： Grasberg 再延 / 銅價跌穿 \$5.50 / 單位淨現金成本升穿 \$2.10

以上標的僅用作表達前述三項行業觀點，並須通過既定投資框架評估。本頁數據為公開資料，取態為個人獨立判斷。

FCX 為 2026-08-12 收市價，GOOGL、COP 為 8/11 收市價。

資產配置框架：比例示例

四個假設：通脹有黏性 / 經濟未深度衰退 / 聯儲保持偏鷹 / AI Capex 持續但股票分化擴大



減持的並非 AI 主題本身，而是其中對折現率及去槓桿最敏感的資產；同時提高實物資產配置，以分散利率與估值風險。

AI 硬件 13% 入面

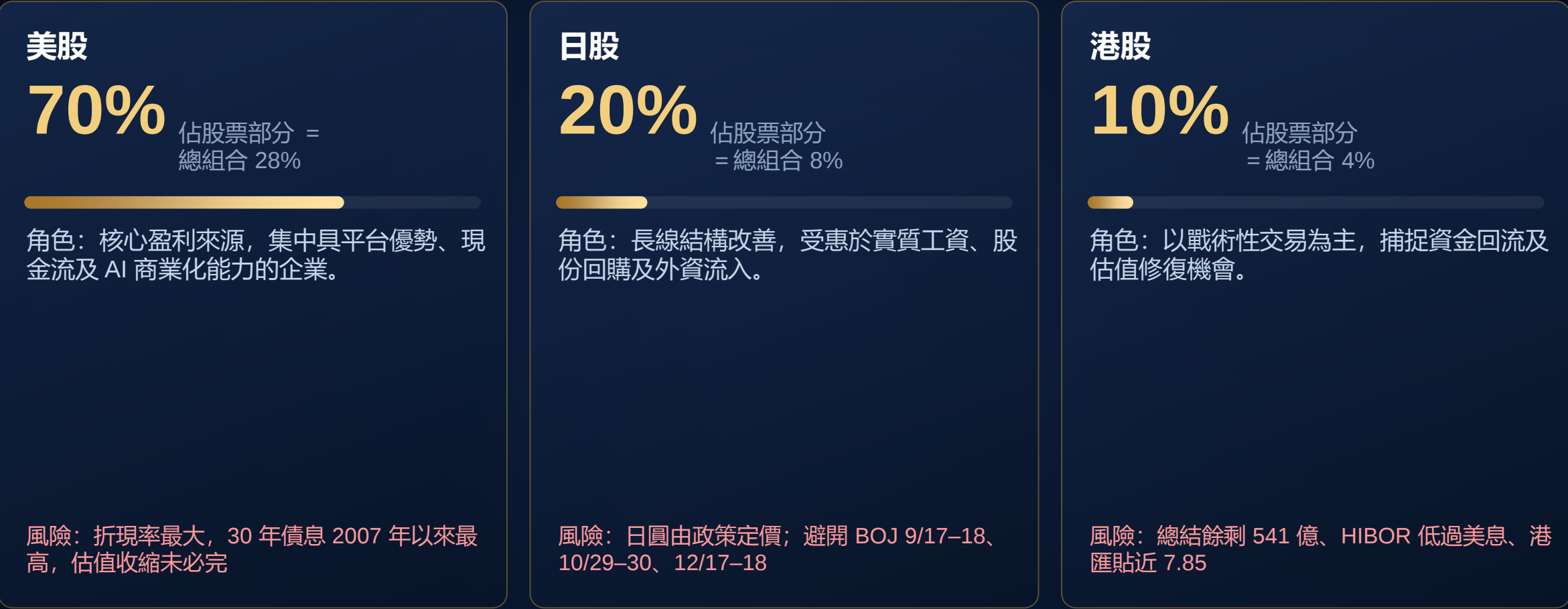
5% 為未部署預留，以現金持有，等三個入場觸發條件出現。

現金框架維持 25–40%，目前 30% 處於區間中位。

比例示例，合計 100%。並非推薦組合，亦非個人化投資建議。

股票配置的地區分佈示例

本頁僅拆解股票部分，合計佔組合 40%，包括 AI 軟件及平台、AI 硬件與電力基建，以及其他優質現金流企業。



三個市場承擔不同角色：美股作核心配置、日股作中長線部署、港股則以機會為主。

商品 25% 不按地區劃分；現金 / 短債 30% 以美元短債為主
比例示例

五大死因 ↔ 五項紀律

診斷：SA 基金五大死因

槓桿過高 ~4x (跌 25% 已清袋)

持倉高度集中 (AI × 記憶體 × KOSPI 同上同落)

流動性錯配 US\$3.5B (私人資產難即時變現)

融資期限錯配 (長期 thesis 遇上短期追繳)

失去決策權 (持倉最終由買家承接)

處方：五項紀律

不以槓桿彌補買入價過高

同一投資主題設定整體倉位上限

私人資產不應視作現金替代品

IPO 前後重新檢查估值及流動性

間接代理不可視為純曝險

真正的分散並非持股數量，而是風險因子之間是否具有足夠獨立性。
AI 軟件、AI 硬件、AI 電力甚至銅，亦可能同時受相近資本開支周期驅動。

公司質素決定是否值得研究；估值決定是否值得投資；倉位管理決定能否等到投資判斷兌現。

Q4 投資部署時間表

8–9 月

確認加息預期，觀察 AI 硬件去槓桿是否完成

- Jackson Hole | 8/27–29
- FOMC | 9/15–16 (附 SEP) : 加息定價約 50%
- BOJ | 9/17–18 : 年底前或加至 1.25%
- 日圓干預與美日息差變化
- HIBOR、港匯 7.85、銀行體系總結餘
- 確認 AI 硬件去槓桿壓力是否消退

10–11 月

Capex 指引月與 IPO 關鍵窗口

Hyperscaler Q3 業績與 2027 Capex 指引
Cloud 增長 vs 折舊及自由現金流轉化
BOJ | 10/29–30 (有展望報告)
OpenAI、Anthropic 招股資料 (最快 10 月)
OPEC+ 9 月後配額凍結實際執行
北半球收成與 WASDE; 厄爾尼諾是否轉「極強」

三項入場條件的主要驗證期

12 月

年度檢視與再平衡

FOMC | 12/8–9 (附 SEP) : 加息定價約 75%
BOJ | 12/17–18
2027 年盈利預測; 信用利差
年末基金去槓桿情況
按風險 / 回報重新平衡組合

按結果再平衡

Q4 2026 投資部署

當資金變貴，市場不只是重新定價公司，而是重新定價投資者可以等多久。

蕭公子

Leopold 的教訓並非不相信 AI，而是就算睇對 Anthropic，都不可以用錯誤的槓桿與流動性結構去等待答案。

馮總

Q & A

Q & A

新元資本

NEOYEN CAPITAL

離岸投資管家服務 | 與老虎證券（新加坡）合作

投資理念

離岸安全 | 宏觀經濟 | 科技及AI

- ☞ 風險分散
- ☞ 增長型投資
- ☞ 國際視野



為何選擇我們？

- 新加坡當地監管
- SIPC保障(50萬美金)
- NASDAQ上市公司
- 無任何附加稅項



Whatsapp/Mobile: (+852) 5781-2435
Email: neoyen@chinarisec.com.hk
地址：香港北角英皇道510號港運大廈10樓

全球財富管理架構指南： 跨國資產整合與數位化管理流程

階段1：資金入口

個人財富

公司資金

匯集來自香港或其他地區的個人財富與公司資金，作為整體架構轉型的起點。

階段2：架構設立

設立新加坡私人有限公司 (SPV)

作為以新加坡稅籍居民為目標的實體與控股架構，並同步開設私人銀行及財富管理帳戶。

建立治理與合規體系

確保所有運作均符合當地法規要求，為保證與長期管理提供法律保障。

階段3：集中管理中心 一站式財富管理樞紐

建立集中化的資產管理中心，提供跨資產類別、跨地區的合併報表與即時管理服務。

階段4：多元配置

傳統資產

數位資產

另類資產

涉及私募股權、私募信託，以及透過新加坡可變動資本公司 (VCC) 架構設立的基金。

階段5：最終目標 統一財富與資產平台

提升資產辨識與管理效率，並在符合合規標準下實現有效的風險分散。



收費價格詳情



MAS監管👉新加坡離岸投資賬戶

入場金額👉USD250,000/HKD2,000,000

管理費用👉年度1.5% (p.a.)

表現費用👉按高水位計算盈利部分15%

新元資本 NEOYEN CAPITAL

預約1v1對話

ETF轉換執行 | 協助開立新加坡賬戶 | 稅務諮詢



Whatsapp/Mobile: (+852) 5781-2435
Email: neoyen@chinarisec.com.hk
地址：香港北角英皇道510號港運大廈10樓

2026 Q4投資部署

巨獸IPO × 加息潮 × AI股洗牌



完成後即可獲得本次研討會簡報



THANK YOU



<https://www.patreon.com/c/OpusConcentus/>

本簡報並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

本簡報所包含的資料並非亦不擬提供作為專業投資意見或其他意見，閣下應在有需要時尋求適當之專業意見

聲明

講者為證監會持牌人士，講者和其客戶及其所屬公司可能持有文中所提及之證券或相關產品，並可能隨時買入及賣出。本報告的資料僅作參考之用，並不構成任何投資建議，或構成任何回報保證，並且有關內容可能隨時更新。

本公司並不保證所載資訊之公平、準確性、及時性、完整性、效用或其任何其他方面，也不會對任何該等內容負責。本文包含之部分陳述，反映本公司於截至表述當日之看法及對未來之預測；此等前瞻性陳述乃建基於多項假設、當前估算及預測而作出，以及一些外圍因素，而該等因素在本公司控制範圍以外，並可能受重大風險及不穩定情況之影響，故實際情況可能與該等前瞻性陳述有重大落差及／或不利的分別。

本公司並無義務就日後相關事件或情況發展更新此等前瞻性陳述。過往表現或任何估計或預測並非將來表現的依據。目前並無保證運用所述的任何策略將導致所述的指定目標得以達成。過往表現會因特定客戶的投資目標和情況而有所不同，因此過往表現僅供參考。