

基金經理專欄

Fund Manager Column

2025 年 3 月

有關基金經理最新市場展望，
請掃描右方二維碼觀看影片：



人工智能發展迅速下的股市配置

去年環球主要股市中，美國股市表現頗為突出，其中標普 500 指數和納斯達克指數的回報分別達 25%及 29.8%。這一方面固然得益於美國經濟數據年內大多保持堅挺，未有如不少經濟學家於 2023 年底時預期般陷入衰退；另一方面，以上兩條指數中科技股權重較高，相對能夠受惠於被稱為「七雄」(Magnificent 7)的七家科技巨頭和普遍半導體企業的優異表現，而這批企業表現領先的基礎，某程度上建基於投資者相信它們在人工智能上具備技術優勢，且財政健康足以支撐研發的鉅額資本開支，並憧憬人工智能在未來能推動相關企業收入及利潤上的增長。

然而，當一家名為 DeepSeek 的中國人工智能初創企業，於近期推出一款新的開源大型語言模型(LLM)後，則對以上投資邏輯構成了衝擊：DeepSeek 這款新模型的效能可媲美其它頂尖人工智能模型，惟相關成本及算力需求據報卻僅需現存模型的一小部分，其卓越的「性價比」使市場普遍接受的假設——人工智能主導地位需要大量資本開支——面臨挑戰，也證明了透過優化演算法來提高整套模型的效率之可行性；這觸發市場對美國科技相關企業的高估值能否持續產生疑慮，尤其是這種估值背後的假設，乃人工智能基礎設施的龐大支出具備理想的投資回報率(ROI)。有鑑於此，一家美國人工智能相關晶片的巨頭於 DeepSeek 推出後，其市值單日錄得大幅下挫，而科技股主導的納斯達克 100 指數該週亦走低。相反，中國內地和中國香港股市在投資情緒得到明顯提振下雙雙從低位回升，其中人工智能與自動駕駛相關股份的表現更是顯著領先。

的確，DeepSeek 或許能夠帶動環球投資者重新把目光投向中國內地和中國香港股市。最近幾年，在地緣政治因素、中國內地經濟放緩以及政策監管等擔憂籠罩下，國際投資者普遍對配置於中國內地和中國香港股市有所保留，導致估值出現較大折讓：以科技股為例，在 DeepSeek 面世前，代表中國科技股的恒生科技指數之市盈率，相對代表美國同業的納斯達克 100 指數，折讓幅度在三成左右；隨著 DeepSeek 反映出中國於人工智能領域上的進步，增強了投資者對中國科技創新的信心，有望使市場重新審視中國與現有頂尖技術之間的實際差距，進而成為推動對相關企業甚至整體股市作出估值重估的關鍵催化劑。

儘管如此，倘若部分投資者單純因 DeepSeek 出現，便貿然對組合內投資部署作大幅調整，此舉卻有待商榷。誠然，DeepSeek 之崛起提升了運算效率，無疑會對人工智能投資和供應鏈需求造成深遠影響；但隨著市場進入門檻降低，更多人工智能研究企業能開發自己的模型及應用程式，而此趨勢可能會加速人工智能繁榮期由第一階段（人工智能巨企、圖形處理器和基礎設施等）過渡至第二階段（人工智能應用程式和軟體）。最終，個人和小型企業均有機會以合理的價格使用人工智能解決方案。直觀地看的話，當市場資金湧向第二階段的受惠者，以半導體公司與科網巨頭為代表的第一階段人工智能企業，股價短期內可能會因而受壓。



中銀國際
BOC INTERNATIONAL



PRUDENTIAL
保誠集團

中銀保誠資產管理
BOCI-Prudential Asset Management



雖然近年科技巨企在美國股市中愈加舉足輕重，但還有一項不容忽視的因素，或許一直潛在地支撐著美國股市：我們的研究顯示，美國生產力除了在新冠疫情期間時受到影響外，多年來整體呈現上升的趨勢，目前似乎更有加快跡象，不排除與人工智能的蓬勃發展有關；一般而言，生產力提高不但有利經濟增長，亦不會對通脹構成壓力——而上述正是「金髮女孩經濟」(Goldilocks Economy)的關鍵要素，估計將有利包括股市在內的美國風險資產表現。

何況，經濟學理論當中的傑文斯悖論(Jevons Paradox)，指出隨著技術革新大幅提高效率，在成本降低及應用擴大下，整體資源消耗有機會不減反增；若將此理論套用在人工智能的層面，代表著 DeepSeek 的出現或許會加速人工智能應用的普及化，從而使環球的總運算資源需求增加，反過來重新刺激對第一階段相關企業的需求，為它們再度帶來結構性利好。因此，如果立足於中長期的角度，DeepSeek 似乎未必會對美國科技行業或整體股市，造成沉重打擊。

總括而言，儘管投資市場對 DeepSeek 的面世作出了迅速反應，但在人工智能發展堪稱日新月異的背景下，我們相信即使是目前在行業佔有主導地位的參與者，可能很快便會面臨新技術突破的挑戰，故投資配置上不妨還原基本步，從估值及企業盈利兩方面著手。儘管美國股市估值對比其他地區股市存在一定溢價，但在企業盈利普遍維持增長、生產力穩步向上和當地經濟有望實現「軟著陸」下，我們對其仍維持中性配置。而 DeepSeek 的推出和近期政府與民營企業的座談會，一定程度上提振了投資市場情緒，帶動中國內地和中國香港股市的估值修復至較合理水平，我們會密切關注接下來公佈的企業業績、經濟數據及政策變化，對其同樣維持中性配置。我們認為，投資者在組合內股票投資的地區分佈上，適宜保持多元化及分散，對歐洲、日本、亞太等地區亦要有所涉獵，以應對關稅政策、利率走向等不確定性。

重要資訊

投資涉及風險，並可受市場波動及一切固有風險所影響。對新興市場進行投資涉及特殊的風險和考慮。投資者作出的投資可能並無回報及/或蒙受重大的虧損。過去的表現並不代表未來的表現。

本文件之資料是根據相信是可靠的來源而編制，但並未有獨立查證。中銀國際英國保誠資產管理有限公司並不就當中所載之任何資料、意見或推測，或任何此等意見或推測之基礎作出任何明示或默示的申述、保證或承諾。任何人士因信賴本文件而招致之損失，本公司概不負責。本文件所載之資料、意見及推測均反映刊發日的情況，並可能在沒有作出事前通知的情況下作出變更。

本文件所載之資料、意見及推測只提供資料性用途。以上基金經理評論只反映基金經理於本文件刊發日期時之意見、看法及詮釋。投資者不應僅依賴有關資料、意見及推測而作出投資決定。投資者作出任何投資決定前，應適當地尋求獨立的財務及專業意見。不可翻印或傳送本文件(全份或部份)予第三者作任何用途。

本文件並不構成任何分銷或任何買賣產品之建議、要約、邀請或游說。

本文件由中銀國際英國保誠資產管理有限公司刊發，並未經證監會審核。