



投資總監慧眼

梁啟棠, 國際財富管理 首席投資總監

中美AI估值差距會不斷收窄

*Narrowing of The AI Valuation Gap: China Vs. US –
Sustainability of AI Business Model Should Warrant More Market Attention*

18 June 2026



永續性與能見度驅動終端價值乘數

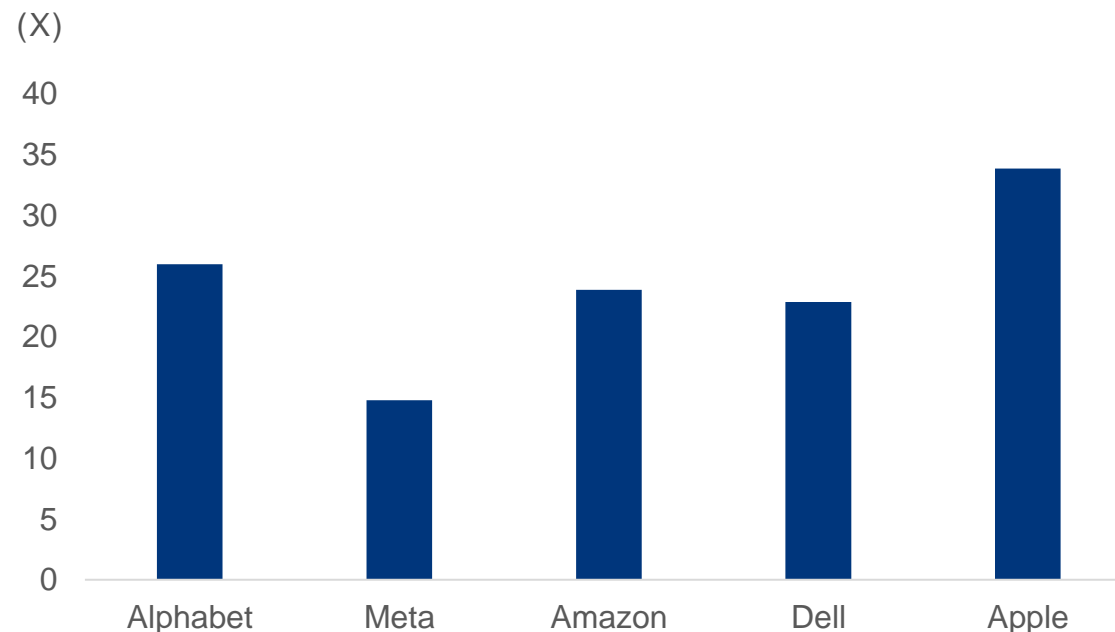
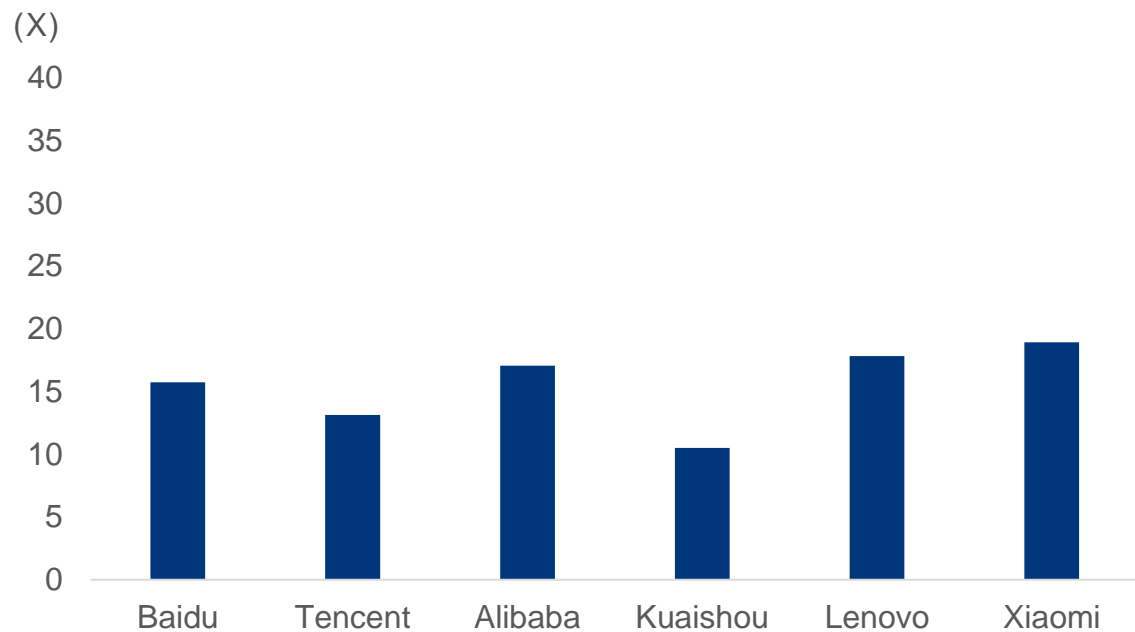
這將成為中國AI板塊長線價值重估的潛力所在

- 常規的股票研究框架通常會以狹隘，並以硬體導向的視角來評估AI – 因半導體供應鏈受限制，不利中國AI資產之評價，同時基於不受限的算力資源，給予美國大型權值股(Mega-caps)成長溢價。這種框架從根本上錯估了這兩種商業模式的長期永續性。
- 在經典的現金流折現(DCF)估值理論中，終端乘數(Terminal Multiple)並非僅由短期成長決定。它同樣取決於獲利的永續性與未來營運的能見度。一個商業模式在政治、制度與社會方面的可預測性越高，其股權資金成本(Cost of Equity)就越低，其合理的終端乘數也就越高。
- 我們認為AI變現的最終限制將不會是硬體運算處理能力、GPU或大型語言模型(LLMs)，真正的上限將取決於制度與社會。若以千年歷史超級週期來衡量大國霸權的興衰，美國的AI部署模式正處於不穩定、並具高度顛覆性的資本優化，這種優化違反了社會制度的基礎。而中國的AI生態系統，從一開始便旨在實現B2B的產業整合與國家主導的結構性設計，從而獲得了極高的監管能見度與獲利永續性。

美國科技與AI股的估值比中國貴53%

中國AI營收模式的永續性仍未體現在估值之中

未來12個月預估市盈率



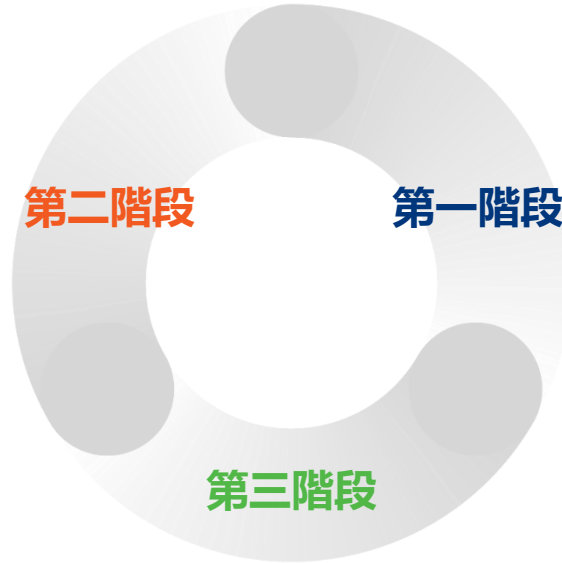
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

AI技術將打破當前的經濟平衡

伴隨通脹與主權債務問題，美國的折現率勢必上升

將通脹作為軟性違約(間接課稅)

當名目債務的規模超越實質經濟產出時，主權國家便會轉向貨幣貶值。透過擴大貨幣基數來稀釋大眾購買力，等同執行了一場「軟性違約」(Soft-default)，這不僅讓資本階層得利，更透過侵蝕實質購買力，對勞動階級強制徵收了隱性的累退稅(Regressive tax)。



生產力與薪資的權衡

隨著技術成熟，AI的角色將從勞動力的互補乘數轉變為高度集中且資本密集的勞動力替代品。企業寡頭壟斷了100%邊際生產力收益，而廣大勞動階級的實質薪資卻陷入停滯，最終形成撕裂社會契約的「K型經濟」。

主權債務陷阱與政治僵局

當債務本息的償付增速超越名目GDP成長時，國家必須持續舉借新債，以償還過去的債務利息。嚴重的政治兩極化導致立法陷入僵局；此時，財政當局將實質綁架貨幣當局(央行)，迫使債務持續貨幣化(Monetization)，直到最終引發資本外逃。

技術進步總會導致社會動盪

透過1,000年的歷史揭示霸權國家如何走向衰退

時代 / 霸權國家	巔峰期與債務結構	第一階段： 科技與薪資的脫鉤	第二階段： 通脹作為間接稅	第三階段： 主權債務陷阱與最終狀態
宋朝 (西元1050-1279)	巔峰期：約西元1100年。透過發行無準備金支持的紙鈔來進行債務融資。	工業冶金與水力機械化將財富高度集中於國家特許的菁英寡占集團中。	為了資助邊境防禦而過度印製「交子」與「會子」，導致惡性通脹並掏空中產階級。	王安石的改革派和保守派之間的政治僵局；財政完全依賴貨幣貶值；最終貨幣體系崩潰。
西班牙帝國 (西元1556-1659)	巔峰期：約西元1580年。爆發多次主權違約(西元1557、1575、1596年)。	跨大西洋航運與汞齊法提煉白銀使王室特許壟斷企業致富；國內製造業與勞動力基礎遭到掏空。	白銀大量湧入引發「價格革命」。為全球戰爭進行的赤字支出對國家債務造成軟性違約(Soft-default)，同時壓垮了實質薪資。	議會(Cortes)因貴族免稅問題陷入僵局；王室不斷貶值銅幣(Vellón)；最終徹底喪失國際信用。
荷蘭共和國 (西元1688-1795)	巔峰期：約西元1720年。各省債務超過稅收規模的200%。	工業鋸木廠與福祿特帆船(Fluyt)航運極大化了東印度公司(VOC)的企業財富；金融化將資本從勞動力轉移至全球信貸市場。	過剩的資本流入推升了資產通脹，對面臨結構性薪資停滯的國內勞工而言，形同徵收間接稅。	奧蘭治派(Orangists)與愛國者派(Patriotten)之間嚴重兩極分化；結構性財政僵局；阿姆斯特丹銀行爆發擠兌與崩潰。
大英帝國 (西元1870-1947)	巔峰期：西元1910年。二戰後債務佔GDP比重飆破240%。	工業機械化與全球供應基礎設施使企業生產力與城市勞動力脫鉤。	暫停英鎊兌換黃金，透過貨幣擴張引發的結構性通脹，對戰時債務進行軟性違約。	工黨與保守黨之間的體制僵局；英格蘭銀行貨幣化政府債務；蘇伊士運河危機引發英鎊資本外逃。
美國 (西元1971-2026)	巔峰期：西元1999年。國家債務超過34兆美元；債務佔GDP比重超過120%。	數位架構、軟體自動化與生成式AI(Generative AI)將企業資本利潤率最大化；勞動力被系統性地脫鉤。	長期的量化寬鬆(QE)與M2貨幣供給擴張引發了具僵固性的結構性通脹，嚴重侵蝕勞動階級的購買力。	國會兩黨的政治僵局；財政永久依賴聯準會(Fed)的債務兜底；全球去美元化(De-dollarization)趨勢浮現。

資料來源：凱基證券整理

資本回報率持續上升 – 對企業有利(+Ve)

勞動力佔GDP的比重不斷流失。然而不幸的是勞動力仍為主要支柱。

美國勞動力獲得的經濟份額創歷史新低。

在2025年第三季，勞動力佔GDP比率下降至自1940年代統計以來之最低水平。



資料來源：Bureau of Labor Statistics · 凱基證券整理

政治人物對監管AI企業的聲浪日益高漲

- 美國政府可能會持有AI公司的股份(透過AI公司捐贈)。美國總統於6月5日向記者表示，他近日與主要AI實驗室討論了一項協議，聯邦政府將「實質上成為這些公司的合作夥伴」。特朗普表示，包括Anthropic、OpenAI與xAI在內的大型科技集團，將在白宮進一步討論該提案。
- 雖然特朗普可能將政府持股視為賺錢的方式，但下一屆政府或許會把AI公司的持股當作推動社會議程的工具。
- 同時，參議員伯尼·桑德斯(Bernie Sanders)表示，他將提案對AI實驗室的股票徵收一次性的50%稅款，並將所得資金用於建立美國主權財富基金。桑德斯表示，此舉「將保證AI創造的數兆美元財富，被用來改善我們所有人的生活。」

激進的勞工保護措施

對自動化工作流程徵收懲罰性稅賦(如「機器人稅」)，以及強制實施人機協作的立法防護網，以防範勞工被取代。

反壟斷與法律責任

加強針對科技巨頭的監管行動，加上複雜的版權與數據來源訴訟，這些都將持續干擾企業獲利的能見度。

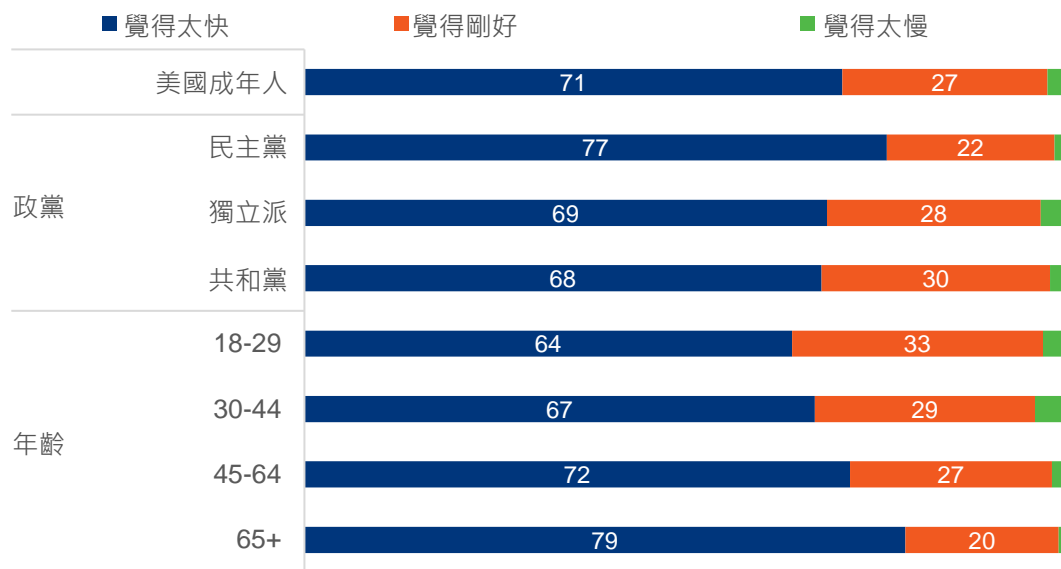
社會動盪

廣泛的民粹主義動亂，要求建立由科技企業直接出資的「全民基本收入」(UBI)框架，以維持社會凝聚力。

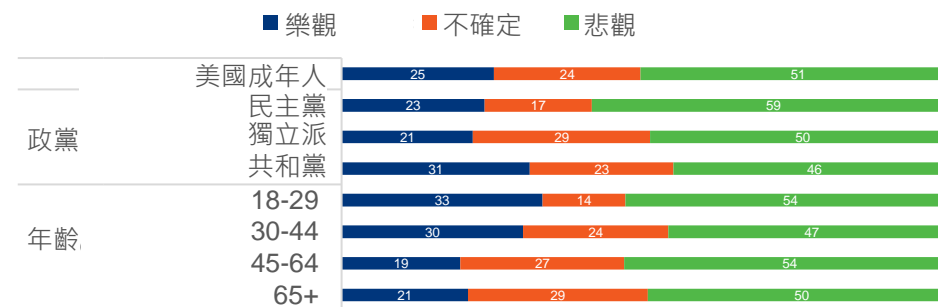
民調顯示大眾對AI的擔憂日益加劇

- 路透社於6月3日至8日進行的調查顯示，在4,531名受訪者中，有53%擔心他們的家庭成員會因為人工智慧(AI)而失業。
- 根據經濟學人/YouGov的民調顯示，63%的美國人認為AI將導致就業機會減少，僅有7%認為AI會創造更多工作機會。

大多數美國人認為AI的發展速度**過快**。
你對AI發展速度的感受如何？(%)



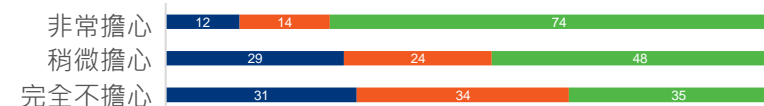
美國人中對AI長期影響抱持**悲觀**的人數是**樂觀**者的兩倍。
整體來看，你對AI的長期社會影響是樂觀還是悲觀？(%)



對於AI是否能創造惠及全民經濟收益的看法



擔心AI會否取代工作



資料來源：YouGov · 凱基證券整理

具中國特色的AI發展

中國AI具備「由上而下」及政府從一開始便參與的特徵

- 政府在這裡並非扮演對成熟技術施加限制的事後監管者；相反地，它作為基礎架構師，預先定義了AI部署的結構性發展方向。
- AI並非獨立的收益來源，而是被整合進既有的商業生態系統。中國AI的戰略核心在於有系統地地強化既有的工業、製造業與企業生態，而非作為顛覆性、以取代人力來攫取利潤的工具。中國企業利用AI來推動系統性效率，並在傳統產業中創造新的商業機會。
- 由於這一發展路徑是結構性升級，而非單純的替代作用，因此對國內勞動市場造成的負面外部性在結構上被降至最低。AI作為一種具抑制通脹的效率乘數，扮演的是支持既有社會契約的角色，而不是破壞它。

戰略面向	美國AI模式	中國AI模式
政府角色	事後監管者	基礎設計者
主要部署路徑	勞動替代(B2C)	產業增強(B2B)
勞動市場影響	高度顛覆性	結構性最小化
與社會契約之一致性	背離	強化
監管可見度	低 / 不可預測	高 / 嵌入規劃
盈利可持續性	結構性受限	結構性支持

投資策略

- **中國AI/科技板塊屬於低Beta但具高Alpha潛力的投資選項：** 損益表上所謂的「AI營收」項目並不顯眼。取而代之的是因部署AI提升了現有業務效率，進而帶動營收與營業利率的改善。
- **應用重於技術：** 過去幾年來，市場對AI的關注大多集中在技術本身。當一項技術處於成長期時，這是完全可以理解的行為，如同90年代末的互聯網崛起。在1990年代中期，網景(Netscape)是將互聯網從學術界與科技圈推向大眾的催化劑。但這家公司現在已經銷聲匿跡。
- **能善用技術的公司才是贏家：** 真正能勝出的，是那些最能善用技術的公司。不同於Facebook (Meta)、Amazon、Microsoft和Google等企業。Apple在AI投資上並未投入與同業相同規模的AI資本支出。這場資本支出戰並非人人能玩。Apple的策略是利用市場上最具成本效率的AI模型，因為它的核心優勢仍在於應用開發。
- 因此，我們認為在中國擁有最龐大的生態系統公司(如iOS系統的主導地位)，將成為這場AI競賽中的長線受惠者。

重點關注AI供應鏈下游企業

我們認為硬體與大型語言模型(LLM)公司的股價相關偏貴

公司名稱	市值(億港幣)	股價	營收成長(%)	每股盈餘成長	預估市盈率	預估市銷率
百度	313	115.2	7.7	18.0	13.4	1.9
騰訊	4,206	461.0	9.4	11.0	11.9	4.0
阿里巴巴	2,094	109.0	11.4	54.0	12.4	1.5
快手	201	46.3	6.9	13.6	9.3	1.1
小米	682	26.3	16.3	29.8	14.6	1.0

2027財年預估

公司名稱	預估EBIT利潤率(%)	預估股東權益報酬率	自由現金流(億港幣)	預估自由現金流孳息率(%)	90日波動率(%)
百度	11.5	5.8	14.8	4.7	45.8
騰訊	33.1	18.6	234.7	5.6	38.0
阿里巴巴	10.9	10.4	-23.2	-1.1	45.6
快手	12.0	16.3	10.9	5.4	50.0
小米	7.5	12.6	43.2	6.3	40.5

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據) 未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及之風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。