

投資總監慧眼

梁啟棠, 國際財富管理 首席投資總監

現在是抄底的好機會嗎？

*Time to Catch the Falling Knife? –
What Else Is Unknown to the Market?*

7 Aug 2026



股市沒有永遠的牛市

本輪全球同步的拋售潮由亞洲市場引爆，並迅速蔓延至美國市場

	最高價	最高價 (日期)	當前價格 (7/31)	修正幅度
Kioxia (285A JP)	108,700	2026/6/22	46,500	-57.2%
SanDisk (SNDK US)	2,335	2026/6/25	1,215	-48.0%
SK Hynix (000660 KR)	2,959,000	2026/6/22	1,718,000	-41.9%
Intel (INTC US)	141	2026/6/22	90	-36.0%
Micron (MU US)	1,214	2026/6/25	823	-32.2%
Samsung Electronics (005930 KR)	363,500	2026/6/18	259,000	-28.7%
South Korea (KOSPI)	9,115	2026/6/22	6,595	-27.6%
Philadelphia Semiconductor Index (SOX)	14,635	2026/6/22	11,311	-22.7%
AMD (AMD US)	581	2026/6/30	476	-18.0%
Nvidia (NVDA US)	236	2026/5/14	201	-14.8%
Dell Technologies (Dell US)	466	2026/6/1	405	-13.0%
Nasdaq Composite	27,094	2026/6/2	25,374	-6.3%

資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

非單一因素引發：五大催化劑匯聚

01

超大型雲端業者
資本支出的資金缺口

6,900億至8,000億美元
的AI資本支出已超越其
自由現金流

02

利率上升與
CDS利差擴大

聯儲局鷹派立場與甲骨文
信評遭降，推升融資
成本

03

中國AI與半導體
競爭

Kimi K3模型與中國國產
DUV曝光機量產

04

日圓套利交易平倉

日圓升破160，同時日本
銀行BOJ釋放進一步的升
息訊號

05

去槓桿與追繳保證金

創紀錄的融資餘額迫使
跨市場遭到清算

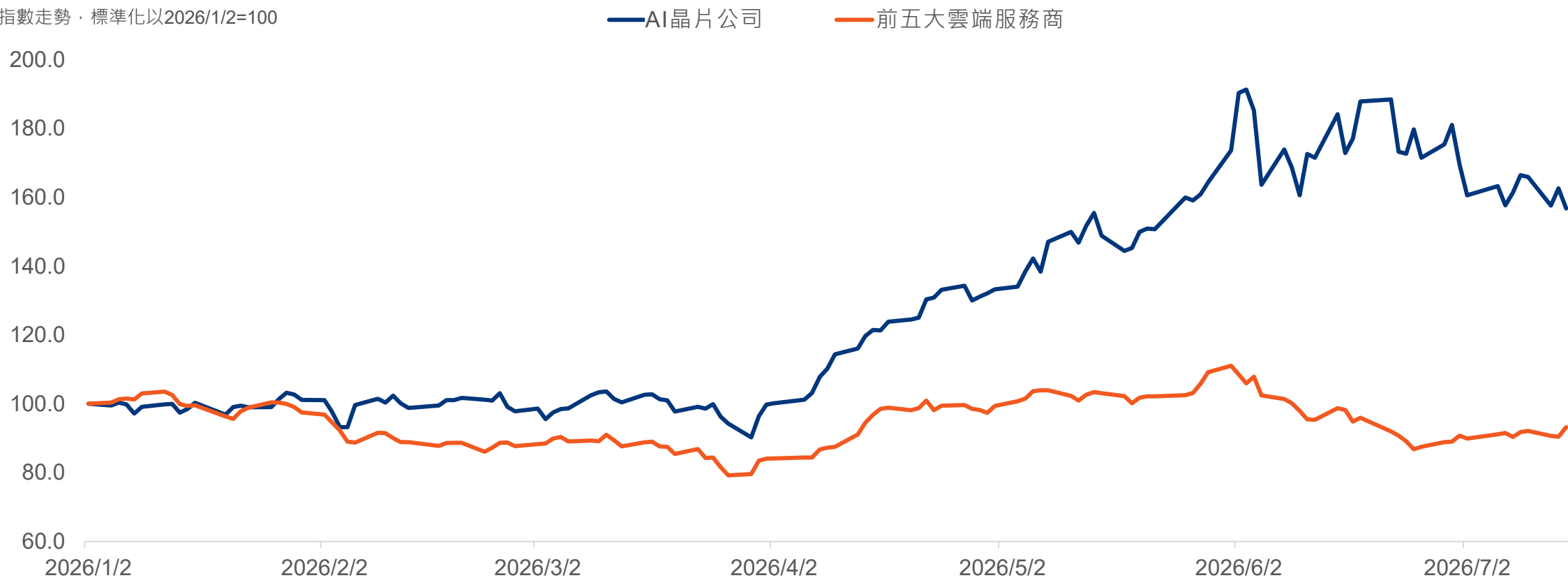
關鍵要點

AI硬體股在2025至2026年期間的漲勢「過於猛烈」，導致估值過高，使得市場在一連串的負面催化劑下容易受到打擊。上述個別因素或許只會引發小幅回檔；但當它們匯聚在一起時，便引發了連鎖修正，在短短數週內便抹去了數億美元的市值。

晶片製造商大勝；超大型雲端業者大失血

市場訊號比以往任何時候都更明確 – 對AI投資回報持續存疑

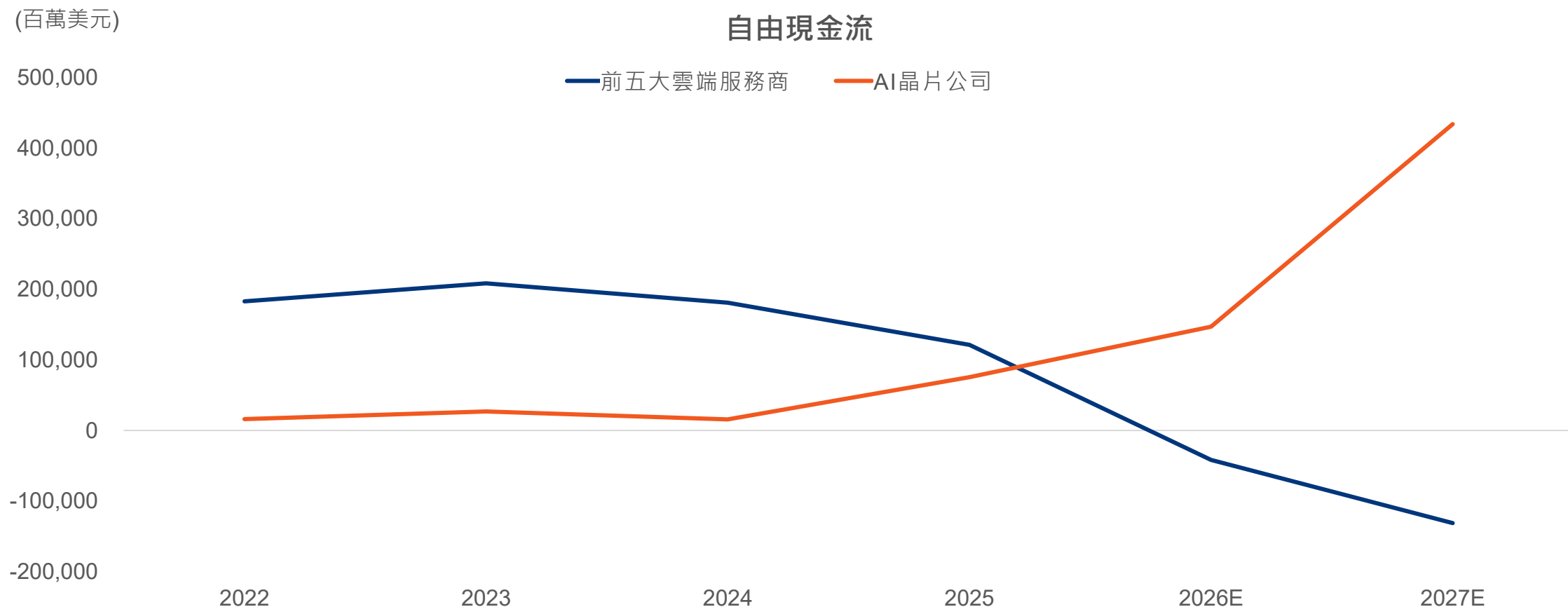
指數走勢，標準化以2026/1/2=100



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，註：AI晶片公司包含Nvidia、Micron、Broadcom、Marvell；前五大雲端服務商(CSP)包含Amazon、Alphabet、Meta、Microsoft、Oracle

若超大型雲端業者決定削減資本支出？

如果AI投資放緩，這僅意味著晶片公司的自由現金流(FCF)面臨下行風險



資料來源：JP Morgan、UBS、凱基證券整理，註：AI晶片公司包含Nvidia、Micron、Broadcom、Marvell；前五大雲端服務商(CSP)包含Amazon、Alphabet、Meta、Microsoft、Oracle

華許展現抗通脹態度，而非鴿派立場

2026年6月17日的FOMC記者會令市場預期瓦解

- 市場先前已將華許定價為會配合特朗普政策進行減息的鴿派人物 – 然而這一觀點在他於2026年6月17日首次主持的FOMC記者會上徹底瓦解。
- 華許在會中反覆強調「物價穩定」，並正式從政策聲明中刪除了「寬鬆傾向」的表述，同時啟動了針對通脹框架的內部專案小組 – 此舉象徵並實質地展現了鷹派轉向。
- 6月份公佈的經濟預測摘要(SEP)將2026年PCE預測值上調至3.6%，並將2026年聯邦基金利率中位數上調至3.8% – 這是三年來最鷹派的一次修正。
- 芝商所FedWatch工具目前顯示，市場定價2026年9月升息的機率已達67%；而市場隱含的長期利率結構則暗示，高利率環境將一路延伸至2027年。

關鍵要點

華許執掌的聯儲局已確立了抗通脹的清晰使命。減息已排除在選項之外；2026年下半年重啟升息的可能性正在急遽攀升。

如何為AI資本支出大趨勢籌資？

公司債市場的供給量可能將會增加

- 根據國際清算銀行(BIS)的數據，前五大超大型雲端業者在2025年至2026年底期間的投資總額預計將突破1兆美元。這些企業的年度AI相關資本支出預計將超過7,440億美元，年增率高達80%。
- 以亞馬遜(Amazon)為例，其2026年的資本支出預估高達1,990億美元，而其自由現金流(FCF)僅約950億美元 – 資本支出與自由現金流的比率高達2.1倍。許多企業已經將80%至90%的FCF砸向資本支出，帳面上幾乎沒有留下任何實質緩衝空間。
- 據估計，2026年超大型雲端業者的整體自由現金流缺口將超過1,500億美元，迫使它們在資金成本全面飆升的時點上，仍須向外部尋求融資。
- 三大融資槓桿的現況：1. 自由現金流(FCF)：已耗盡80%至90%。2. 債務融資(Debt)：額度依然可行，但發行成本越來越貴。3. 股權融資(Equity)：從高市盈率(P/E)的角度來看，發行股票理論上成本較低，但由於企業普遍認為公司未來仍有巨大的上檔空間，因此不願在此時大量賣出股權。

美國CSP與新雲端業者2026–2027年預估資本支出

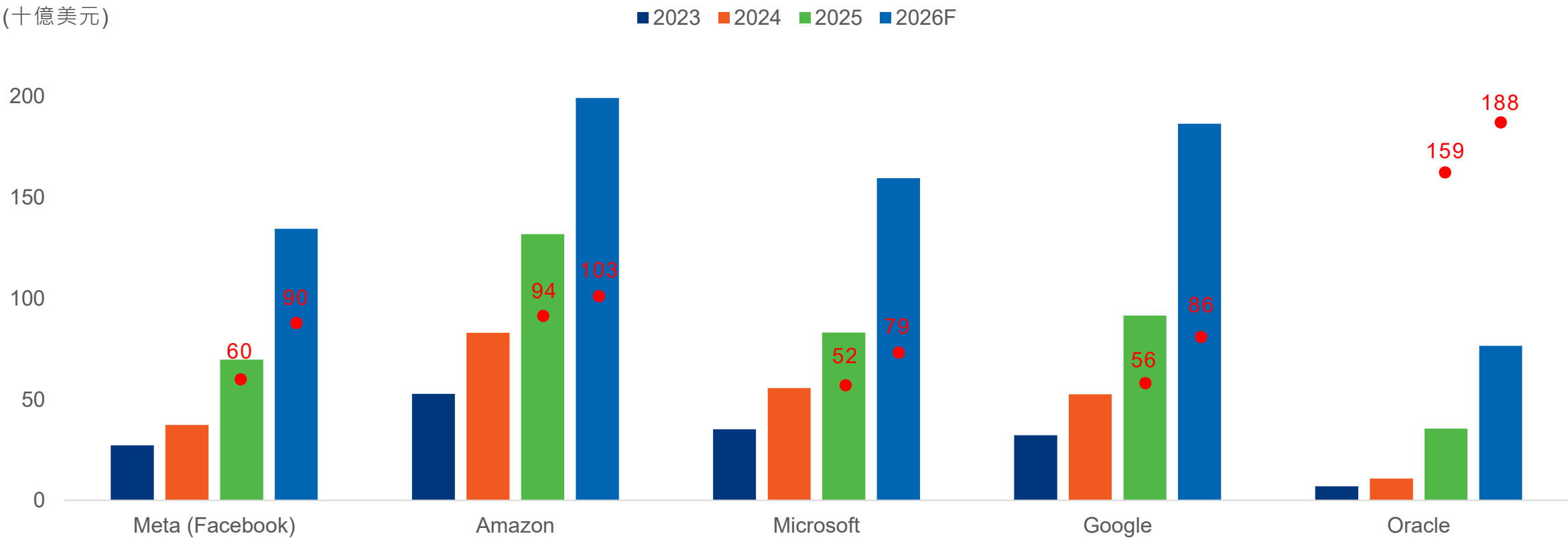
十億美元 (US\$bn)	2024	2025	2026F	2027F
Amazon	83	132	199	228
Google	53	91	187	242
Microsoft	56	83	158	192
Meta	37	70	135	162
Oracle	11	35	66	77
美國前五大CSP	239	412	744	902
YoY (%)	60	72	81	21
中國CSP	21	32	38	41
YoY (%)	135	49	19	7
新雲端與企業	24	37	77	89
YoY (%)	30	50	111	15

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

資金需求達到史無前例高點

美國雲端服務供應商(CSP)的資本支出；資本支出 / 營運現金流 (點)

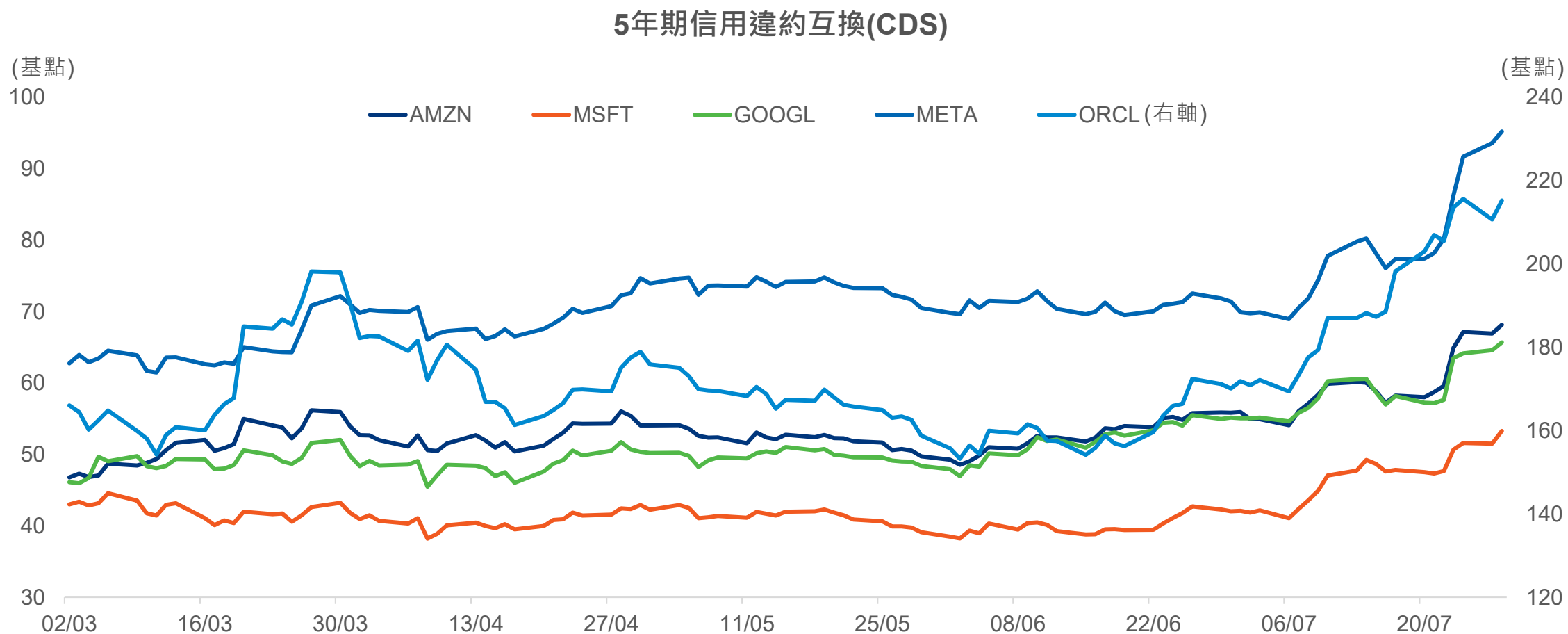
(十億美元)



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

市場對AI融資成本上升的擔憂加劇

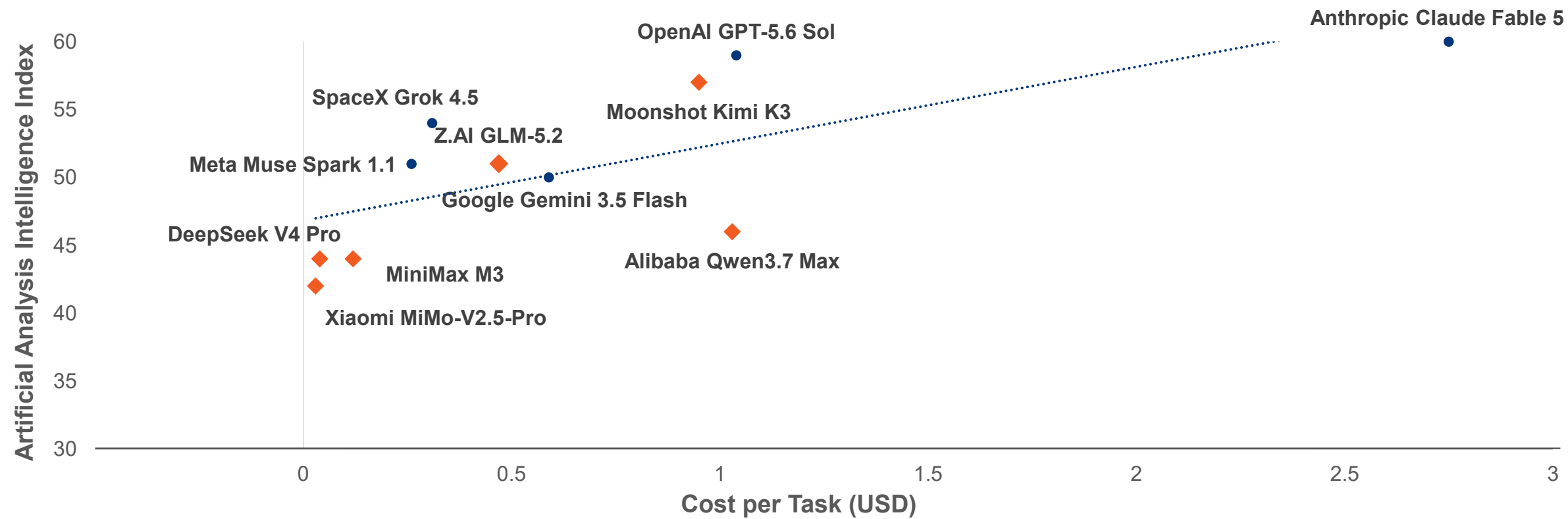
若AI回報前景如此亮眼，為何市場仍存憂慮？



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

中國開源AI模型正獲取全球市占率

這進一步讓人懷疑實現合理AI投資回報的可能性

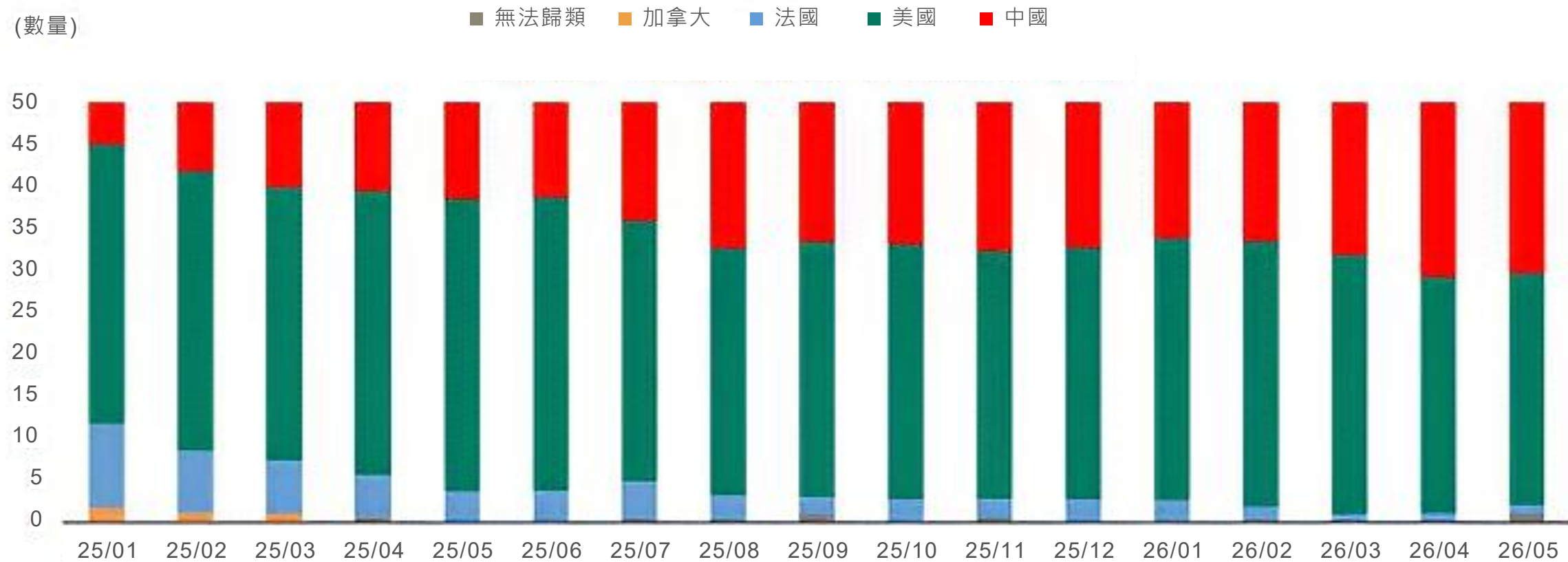


資料來源：凱基證券整理

美國可能對中國AI模型實施制裁

制裁或將放緩中國模型在美國的發展，但美國相對全球的成本劣勢將進一步擴大

全球最常用的50個AI模型來源地

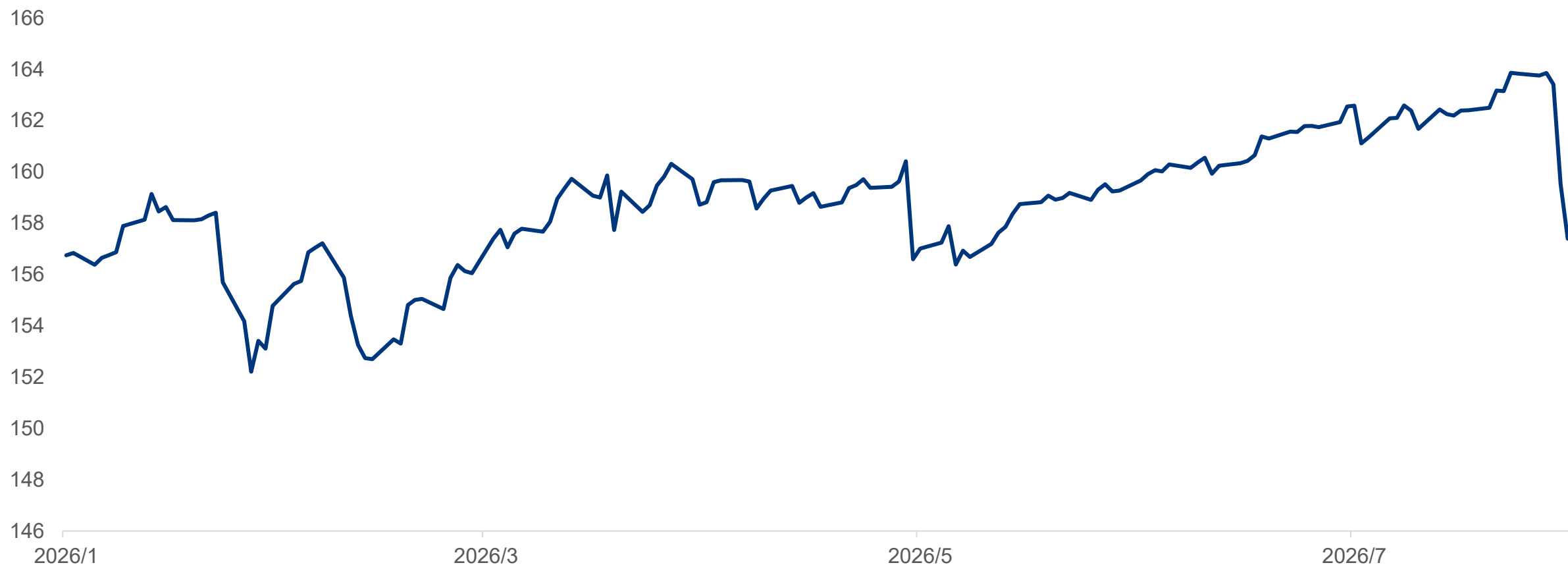


資料來源： OurWorldinData.org · Apollo Chief Economist · 凱基證券整理

日圓於6月貶破160，引發市場對升息的擔憂

日本銀行升息與日圓急劇反彈將驅動套利交易平倉

美元兌日元



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

美日聯合外匯干預

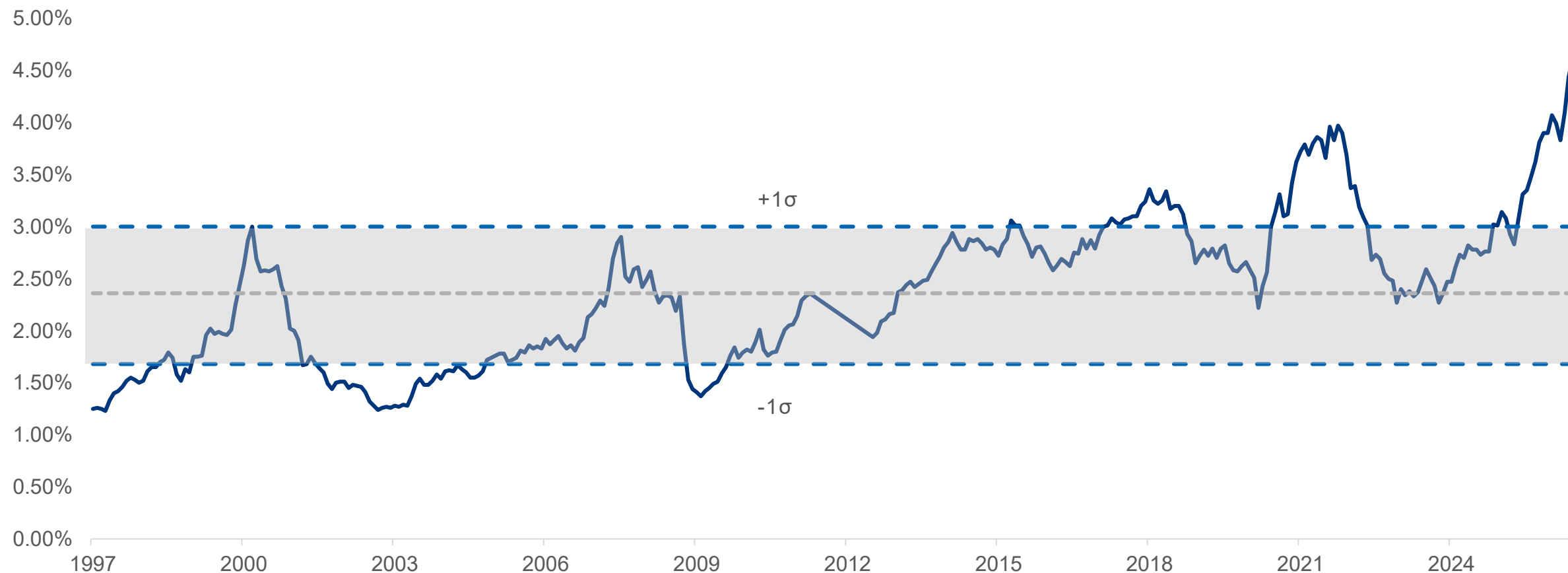
從歷史經驗來看，政府干預的長期效果有限

- **通膨動態與匯率壓力：**日本今年迄今通脹仍低於日本銀行(BOJ)2%目標。由於缺乏升息的急迫性，促使美元兌日圓在6月突破160的關鍵關卡，這加劇了市場對日本銀行將被迫升息以捍衛匯率的預期。此外，伊朗地緣政治緊張局勢再度升溫，導致原油價格維持高位更長一段時間，使日本的通脹前景構成了關鍵的上行風險。
- **套利交易清算與聯合干預：**日本銀行若快速或激進升息，將引發龐大日圓套利交易的突然平倉，造成嚴重的金融穩定風險。由於突如其來的平倉會迫使全球投資人結清海外部位以回補日圓計價負債，日美貨幣當局將面臨更大壓力，需透過聯合外匯干預來緩和極端的匯率波動，同時避免破壞金融體系的穩定。
- **美國的理想情境(日圓有序升值)：**對美國而言，由溫和的市場再平衡(而非激進且具破壞性的日本銀行升息)所驅動的日圓升值，才是最佳的結果。受控的日圓升值能降低日本機構因需要匯回資金或回補槓桿部位，而被迫拋售美國國債與股票的風險，從而在穩定外匯市場的同時保護美國的流動性。

美國融資餘額占GDP比率已超越網路泡沫高點

目前的槓桿率已超過平均值兩個標準差以上

美國融資餘額占GDP比率



資料來源：FINRA，凱基證券整理

韓國融資餘額在七月前創下歷史新高

槓桿率急降後短期內難以再度直接回升

- 受科技與半導體類股急劇修正以及散戶大規模去槓桿化的影響，韓國的融資餘額自2026年6月下旬將近38.6兆韓元的頂峰，降至7月下旬約32.7至33.2兆韓元。
- 散戶投資者積極利用槓桿型ETF來獲取市場曝險。他們並非使用傳統融資貸款，而是透過證券帳戶直接投入基金內嵌的金融衍生品(如期貨與總報酬交換)，以放大槓桿並追求短期資本利得最大化。

南韓KOSPI指數 – 融資貸款餘額

(百萬韓元)

35.00

30.00

25.00

20.00

15.00

10.00

5.00

0.00

1999 2002 2005 2008 2011 2014 2017 2020 2023 2026

政府正密切關注過度投機行為

- 個人持倉上限：個人投資者配置單一個股槓桿型ETF不得超過其總投資資產的20%，以降低高集中度的投機部位。
- 提高保證金要求：交易單一個股槓桿型ETF的最低初始保證金由1,000萬韓元提高至3,000萬韓元(約21,600美元)。
- 交易限制：最低交易單位從1股增加到20股，並暫停單一個股槓桿型ETF新產品的上市與行銷。
- 投資者資格與風險評估：強制引進模擬交易系統和更嚴格的投資前教育要求；監管機構進一步檢討是否僅限專業投資人可申購。

投資策略

- **經濟逆風持續：關鍵的結構性壓力** — 龐大的AI資本支出資金缺口、高利率環境下伴隨CDS利差擴大，以及來自中國的競爭加劇 — 短期皆難以消散。雖然日圓短線反彈或可緩解目前的市場壓力，但政府聯合外匯干預的長期效果仍存不確定性。此外，儘管美國與韓國的融資餘額 (可保守視為總槓桿率的領先指標) 或已有所收斂，但立即重新放大的槓桿週期不太可能推動市場上行的動能。
- **半導體展望：什麼因素能推升半導體類股？** 雖過去兩個月AI的核心基本面並未改變，但若沒有持續、爆發性的獲利上修來抵銷總體經濟逆風，股市很難重返歷史高點。儘管強勁的散戶參與可能會引發技術性反彈，但我們建議投資者利用累計認售期權策略(Decumulator strategy)來鎖定這些反彈獲利。
- **類股輪動與風險：**近期的修正使資金從擁擠的AI交易轉動至具現金流的產業，如能源、國防與醫療保健。金融股雖然年初至今表現優異，但當前估值已反映過度樂觀情境。對此我們將保持謹慎態度，因持續的資本市場去槓桿最終可能壓縮金融機構資產負債表。

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，投資者應該該要約審慎行事。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可，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。

債券並不同於定期存款，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。