

費半指數罕見連8跌，AI布局時機浮現

重點摘要

- 費半下跌速率快速，回測7月底的低點
- OpenAI年度經常性收入低於預期是反應會計認列標準的不同
- Token 消耗維持指數型增長，需求端長線仍具支撐

事件背景

近期全球科技股與半導體族群遭遇劇烈回檔，**市場壓力核心正從單純的需求驗證轉向商業化進度落差與供應鏈的製造瓶頸**。在需求端，外電披露 OpenAI 截至 9 月底的年度經常性收入 (ARR) 近 500 億美元，大幅低於先前市場預期的 700 億美元，直接引爆投資人對生成式 AI 變現節奏與高昂資本支出的疑慮，成為觸發避險賣壓的關鍵導火線。與此同時，硬體端雜音同步湧現：長鑫存儲發表全新 4F² DRAM 架構引發市場對記憶體獲利見頂的擔憂；微軟自研晶片轉向台積電先進製程牽動商用 GPU 需求結構變化；疊加 ASML 未上調 2027 年展望及資料中心的電力建設受限等問題，促使資金對本益比偏高的硬體族群加速獲利了結。

更深層的衝擊則來自總體流動性與信貸市場的緊縮共振。龐大的政府公債發行伴隨科技業巨額融資計畫，使資本排擠效應加速浮現；高度依賴融資的新型雲端業者在 5 個交易日內重挫 20%，特定 AI 企業的信用違約交換 (CDS) 利差與 CCC 級高收益債利差顯著走擴，反映中間商正面臨嚴峻的資金成本與信用壓力。加上高油價推升通膨黏性、美國 10 年期公債殖利率維持高檔，促使先前擁擠的「做多 AI、做空公債」部位爆發劇烈平倉，避險基金大幅降低曝險並輪動至防禦性與循環類股，令整體科技權值板塊承擔沉重的去槓桿壓力。

投顧觀點

面對市場對商業化變現與資本壓力的質疑，近期科技股的劇烈回檔更偏向預期落差與籌碼面的去槓桿，而非實質算力需求出現反轉。OpenAI 揭露的 500 億美元 ARR 低於預期，本質在於會計認列標準僅計算直接向 OpenAI 採購的金額，未納入透過微軟 Azure 等雲端平台分銷所取得的銷售額，忽視企業普遍習慣透過既有的雲端平台合約，額外加購或調用 API 的採購慣性；從第三方數據觀察，主流模型 Token 消耗量在單季內呈現倍數爆發，高階代碼生成需求更高度集中於旗艦模型，印證終端應用仍在加速擴張。此外，即便長鑫存儲擴產與客製化晶片崛起，亦僅促使競爭與整體運算規模同步放大，**硬體本益比修正反映的是電力荒與融資端的供給面瓶頸，並非需求基本面的萎縮**。

在總體環境與資金面上，新型雲端業者拋售潮與高收益債利差走擴，反映借款人在長天期公債發行排擠下的信用壓力擴大，但這反而更加確立掌握已供電算力與充沛自由現金流的超大型雲端巨頭之長期優勢。隨著主動型基金淨曝險降至歷史低檔、公債殖利率在經歷動盪後逐漸企穩，先前「做多 AI、做空公債」的擁擠交易去槓桿已告一段落，利空因素多已反映於估值之中。**只要 Token 消耗維持指數型增長，待市場重新校準供應鏈交付節奏，具備資產負債表韌性的基礎設施核心標的將重獲支撐，維持 AI 科技板塊多頭的觀點，建議逢回檔可透過定期定額等方式進行分批佈局**。