



〔投資研究報告〕

2026/4/29

OpenAI 拿掉排他條款， 雲權力重估

目錄

- 一、 Azure 失去的是新增流量的獨占斜率，不是既有工作負載的黏著力
- 二、 AWS 與 Google 拿到補位權，但先付出的可能是毛利代價
- 三、 OpenAI 正在把雲平台商品化，但前提是它得持續領先
- 四、 四月二十九日真正要看的，是下一季語氣與資本支出承諾

Azure 失去獨占斜率後，新增流量、GPU 採購與平台定價權同步改寫

2026/4/29 新光投顧

過去兩年，市場之所以願意給 Microsoft 較高的人工智慧溢價，很大一部分來自一個簡單而有力的事實：OpenAI 的商業化幾乎與 Azure 深度綁定，無論模型上線、推理承載、企業導入還是代理工具擴張，Azure 都像是最先、也最重要的入口。

四月二十七日，這個框架被正式改寫。Microsoft 與 OpenAI 同步公告，Microsoft 仍是 OpenAI 的主要雲夥伴，OpenAI 產品原則上仍先在 Azure 上線；但 Microsoft 對 OpenAI 模型與產品的授權已改為非獨家、期限延至二〇三二年，Microsoft 不再向 OpenAI 支付分潤，OpenAI 對 Microsoft 的分潤則延續到二〇三〇年，但設有總額上限。這代表 Azure 仍握有優先權，卻不再是唯一的大型商業化通道。

若把時間往前推兩個月，這次修約背後的推力就更清楚。二月二十七日，OpenAI 與 Amazon 公布新的策略合作：AWS 取得 OpenAI Frontier 的獨家第三方雲端分發權，雙方共同開發具狀態執行環境，OpenAI 並將使用約 2GW Trainium 容量，Amazon 另承諾投資五百億美元。後續媒體報導顯示，Microsoft 一度就這筆合作可能抵觸既有排他安排表達強烈關切，而四月二十七日的協議正是為了拆除這層法律與商業障礙。這是一場由巨額資本介入所推動的多雲爭戰。

從現在開始，雲端 AI 的勝負風向會更明顯地往三個方向移動：新增流量如何分配、承接 OpenAI 流量時的算力資本回報率如何變化，以及模型供應商能否反過來把雲平台推向更接近承載管道的位置。這三條線，會直接決定 Microsoft 的本益比溢價、AWS 與 Google Cloud 的補位能力，以及台灣硬體供應鏈接下來的受惠排序。

目錄

- 一、 Azure 失去的是新增流量的獨占斜率，不是既有工作負載的黏著力
- 二、 AWS 與 Google 拿到補位權，但先付出的可能是毛利代價
- 三、 OpenAI 正在把雲平台商品化，但前提是它得持續領先
- 四、 四月二十九日真正要看的，是下一季語氣與資本支出承諾

一、 Azure 失去的是新增流量的獨占斜率，不是既有工作負載的黏著力

Azure 這次受到的衝擊，應該拆成存量與增量兩部分來看。存量端，企業工作負載的黏著度依舊很強。原因並不神祕。Azure OpenAI 與 Microsoft 生態的綁定，早已超過單純的模型 API。Microsoft Learn 文件顯示，Azure OpenAI 可透過 Microsoft Entra ID 受管身分進行身份驗證與存取控制；Microsoft Purview 也把 Microsoft 365 Copilot、Microsoft Foundry、ChatGPT Enterprise 等生成式人工智慧應用納入同一套資料安全與合規治理框架。對多數大型企業來說，綁在 Azure 裡的，是身份、權限、資料保護、稽核、合規、Microsoft 365 流程與 AI 工作流，而不只是推理端點本身。這一層的遷移摩擦非常高。

需要重估的，是新增流量的集中度。舊框架下，OpenAI 幾乎天然映射到 Azure 利用率與 Azure AI 收入；新框架下，OpenAI 雖然原則上仍先在 Azure 上線，但產品已可提供到任何雲，授權也改為非獨家。這會讓 Azure 過去享有的獨占斜率開始收斂。這種收斂對短期 EPS 的傷害未必立刻出現，但會先體現在市場願意支付給 Microsoft 的壟斷溢價減少，也就是 Forward P/E 的收縮壓力高於盈餘斷崖風險。這是估值需要重新校準的地方。

二、 AWS 與 Google 拿到補位權，但先付出的可能是毛利代價

AWS 是目前最直接的補位者。四月二十八日，Amazon Bedrock 宣布提供 OpenAI 模型、Codex 與 Managed Agents 的 limited preview，並強調企業可沿用既有 AWS commitments、IAM、PrivateLink、加密與 CloudTrail logging。Google Cloud 雖未以同樣方式把 OpenAI 模型做成單一商品化事件，但 Vertex AI 已提供 OpenAI libraries 相容介面，Model Garden 與 MaaS 文件也顯示其第三方模型承載能力成熟。這表示 AWS 與 Google 都已具備承接 OpenAI 流量的商業化入口。

但補位權不等於高毛利。短期內，AWS 與 Google 若要快速承接 OpenAI 流量，最穩妥的路徑仍是準備足夠大的 NVIDIA GPU 叢集，而不是立刻把工作負載全面搬到 Trainium 或 TPU。這使它們更像是在做一種防禦性降維：寧可先

承受較高的 GPU 折舊與較低的基建毛利，也要防止企業客戶因為需要 OpenAI 而把整體資料管線、代理框架與治理體系鎖進 Azure。這種策略在商業上合理，在財務上卻是雙面刃。若後續 OpenAI API 定價因多雲競價而下滑，雲平台承接這些流量的 CapEx-to-Revenue 比例就會更受市場檢驗。只要投資人看不到「以量補價」的證據，雲平台估值就會更快轉向審視 ROI，而非單純獎勵流量成長。這一段屬於基於公開合作條款、現有雲端產品能力與硬體生態的推論。

這個結構推演下，最直接的近端受益者仍是 NVIDIA 供應鏈。只要 Azure、AWS、Google 都必須為了 OpenAI 流量預先布建更大的 GPU 容量，就會形成一輪新的多雲 GPU 軍備賽。這會優先抬升 GPU 伺服器、HBM、先進封裝、高速網通、液冷與配電需求。反過來看，CSP 一旦面對更高的 ROI 壓力，也會把成本管理要求往上游傳導。這使供應鏈未來更可能出現「營收成長與毛利分化」並存的局面：具備定價權的絕對瓶頸，例如 HBM 與先進封裝，仍較容易維持盈利能力；系統組裝、機構件、部分液冷與周邊零組件，則更可能成為被砍價的承壓環節。TSMC 的 CoWoS 平台與 SK hynix 的 HBM4 都明確服務 AI 訓練與推理高效能整合需求，這兩類環節的議價能力明顯高於中下游整機與子系統供應商。

三、OpenAI 正在把雲平台商品化，但前提是它得持續領先

若把視角再往上提一層，這場變局最大的權力位移其實發生在 OpenAI 本身。OpenAI 去排他化之後，不只提高了對多家 CSP 的議價能力，也更有條件把雲平台往「高階承載管道」的位置推。未來它可以根據容量、價格、地域覆蓋、企業入口與工具整合狀況，在不同平台之間調節流量。這會讓價值汲取點逐步往模型擁有者、代理框架與應用層移動，而不是完全停留在 IaaS 與 PaaS。

但這套戰略要能成立，有一個很關鍵的前提：OpenAI 的模型能力必須長時間維持代差級別的領先。若開源模型逐步逼近 frontier 水準，CSP 絕不會坐視自己被模型供應商商品化。這時候最有可能出現的反制，就是平台大規模補貼開源模型生態，藉由低價 API、免費微調工具、既有企業資料接入與低治理摩擦，把企業客戶從 OpenAI 導向自家偏好的開源路線。這條反制路徑並不是假設。Meta 已經發布 Llama 4 系列，並強調可下載、可透過合作夥伴分發；AWS、Google Cloud 與 Azure 三家也都已正式把 Llama 4 納入各自的平台商

品目錄。也就是說，CSP 手上其實一直握有一套可以用來牽制 OpenAI 議價權的替代武器。未來若開源模型的能力逼近夠快，OpenAI 把雲平台商品化的速度也會被反向制衡。

這也是為什麼未來幾季該盯的，不只是哪一家雲承接了多少 OpenAI 流量，還包括 OpenAI 是否主動投入跨硬體適配，以及開源編譯器與執行層的成熟度能否加快「非 NVIDIA 化」。OpenXLA 的目標，是把來自不同框架的模型在 GPU、CPU 與 ML 加速器之間做更通用的最佳化；這種工具若持續成熟，會加速 OpenAI 對多平台、多硬體路徑的主動掌控。換句話說，編譯器層的突破速度，會直接決定 GPU 獨占紅利與單一雲綁定紅利消退的斜率。

四、四月二十九日真正要看的，是下一季語氣與資本支出承諾

四月二十九日的 Microsoft 財報，本身不會反映四月二十七日修約對實際營收的直接衝擊。這一季公布的是一到三月業績，本質上仍屬於舊框架的延伸。因此，我們不用看本季 Azure OpenAI 的季增速有沒有立刻轉折，但須注意管理層在法說會上的前瞻語氣。Microsoft 已公告 FY26 Q3 財報會議將在四月二十九日舉行。公司對下一季 Azure AI 需求、optimization、利用率、CapEx 強度與 GPU 採購節奏的表述須被注意。若失去獨占授權後，Microsoft 依然維持積極的 AI 基建投入與強勢的需求語氣，市場會更願意相信既有企業存量與 Microsoft 生態的黏著度足以支撐下一輪資本支出。若語氣轉向謹慎，則會加快「壟斷溢價剔除、估值乘數收縮」的過程。

這也是為什麼 Microsoft 接下來更可能面對的是 multiple compression，而不是短期獲利衰退。既有工作負載仍在，Azure 的企業治理與存量黏著仍然很強，短期 EPS 未必立刻受損；但市場原本願意為「獨占全球最強模型入口」所支付的壟斷性溢價已經動搖。隨著排他性解除，Microsoft 的估值會更依賴 Azure 本身的企業入口、Copilot 分發能力與平台治理效率，而不是完全靠 OpenAI 的結構性獨占故事支撐。這條傳導路徑更冷靜，也更符合金融市場的實際反應方式。這段屬於基於合約條款與估值邏輯的推論。

結論

OpenAI 去排他化之後，雲端人工智慧的權力結構已經出現真正的位移。Azure 失去的主要是新增流量的獨占斜率，既有企業工作負載的黏著度仍然很強；AWS 與

Google 拿到的是更大的補位空間，但補位初期要先承受 GPU 資本支出與雲端毛利率的壓力；OpenAI 本身則成為這場變局中的權力核心，因為它正在把多家雲平台往更接近承載管道的位置推。未來一段時間，最該追的是四條更關鍵的線：Microsoft 對 Azure AI 與 CapEx 的前瞻指引、AWS 是否把 OpenAI 流量轉成高品質平台收入、Google Cloud 是否加快第三方模型商業化、以及 CSP 是否開始用開源模型發動反制焦土戰。只要這四條線持續演進，雲端 AI 的護城河就會從模型獨家，轉向平台承載、代理框架、企業治理、編譯器成熟度與算力成本管理。這才是四月二十七日修約真正需要被市場定價的地方。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告