

# 解讀AI泡沫-震盪下創造美股的布局潛力

2025年11月21日  
市場特報

## 重點摘要

- 投資者定位擁擠可能是賣壓來源，但擁擠領域的定位已變得不極端
- 近期重新走高的波動度與潛在流動性可能是拋售原因
- 維持美股相對正向觀點，對於2026年底達成目標價7600點仍樂觀看待。

## 11/20 相關重要事件

- NVDA開財報，從盤後以及開盤時反應可知，初步看來，至少它已經達到預期了，後續盤中跌幅與基本面無太大關係
  - 電話會議上，黃仁勳著重強調了三點: (a)晶片已售罄；(b)需求依然遠超預期；(c)計算/電力資源受限的環境下，晶片的使用壽命正在延長。基本上回應了市場近期對AI存在泡沫的相關質疑。很難說因此就足以打消市場疑慮，但鑑於其強勁的基本面，短期內有望緩解一些關於人工智慧泡沫的擔憂。
- 9月非農就業穩健，但不太可能大幅影響十二月降息機率
  - 美國9月NFP新增就業11.9萬人優於預期，但失業率升至2021以來高。
  - FOMC 十月會議紀要指出，關於委員會十二月的政策決定存在「強烈分歧的觀點」。紀要指出，「幾位」參與者認為十二月降息「很可能合適」，而「許多」參與者認為保持聯邦基金利率不變很可能合適。紀要還指出，「大多數」參與者認為進一步降息「隨著時間推移」很可能合適，但「大多數」參與者擔心進一步降息可能「增加通脹更高的風險」或「被誤解為暗示政策制定者對聯準會 2% 目標的承諾不足」。

SPX近期回檔後，廣度略有改善，技術面來看仍有修正空間



資料來源：Bloomberg

投資聲明:1.本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎重考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。2.投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。3.未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

## Systematic positioning是風險，但擁擠領域的定位已變得不極端

- 十月中旬以來的這波拋售是由高Beta動能因子和AI類股以及未盈利科技所主導，這反映本輪修正部分原因是由投資人部位過度壅擠(或是說廣度不佳)所帶動的。儘管如此，根據高盛近期Prime Book的數據指出，中期動能因子暴露不再極端，且從今年迄今峰值已顯著下降，儘管相較歷史仍高（近1年76個百分位，近5年88個百分位）。
- 根據高盛Prime Book的數據，自十月中旬以來的資金流反映了動能以外的風險轉移情緒。投資機構的空頭部位，在過去一個月急劇上升，顯示對大盤指數的謹慎以及對沖活動增加。雖然美國單一股票整體看到對沖基金持續買入，但資金流指向11月迄今流入醫療保健+金融，並流出資訊科技+能源。
- 如果市場繼續走低，按高盛估計管理期貨基金(CTAs)可能在下週賣出約650億美元（每天約130億美元）；如果再進一步下跌，估計CTAs可能在下個月賣出約2200億美元全球權益（每天約100億美元）。其閾值水平參考值（短期/中期/長期）：SPX 6700 / 6400 / 6000。

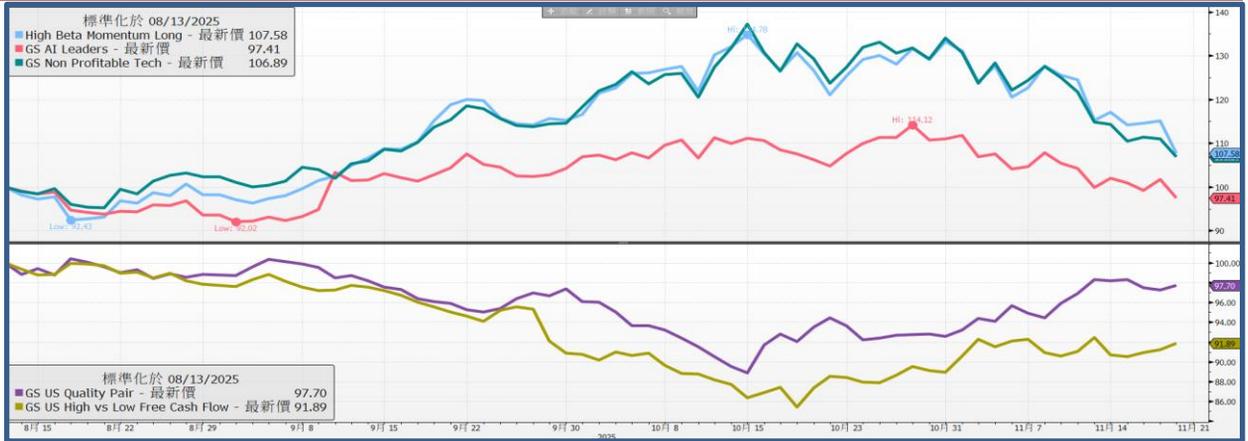
## 關於近期重新走高的波動度與流動性

- 除了8月5日前後以及解放日之外，目前波動率處於近兩年來的最高水準，這反應了宏觀經濟情勢依然不明朗，且隨著波動率的重新走高，這會增加去槓桿的壓力。
- 流動性從此時開始可能改善：美國財政部回購利率在過去一個月左右更高且更波動，儲備降至本週期最低水平。這促使聯準會在十月會議中宣布，量化緊縮將在本月之後結束。下週隨著財政部的現金餘額下降和儲備重建，情況可能會有一些緩解，同時利率市場暗示，流動性的緩解與支持將在明年年初顯現。

## 中長期觀點

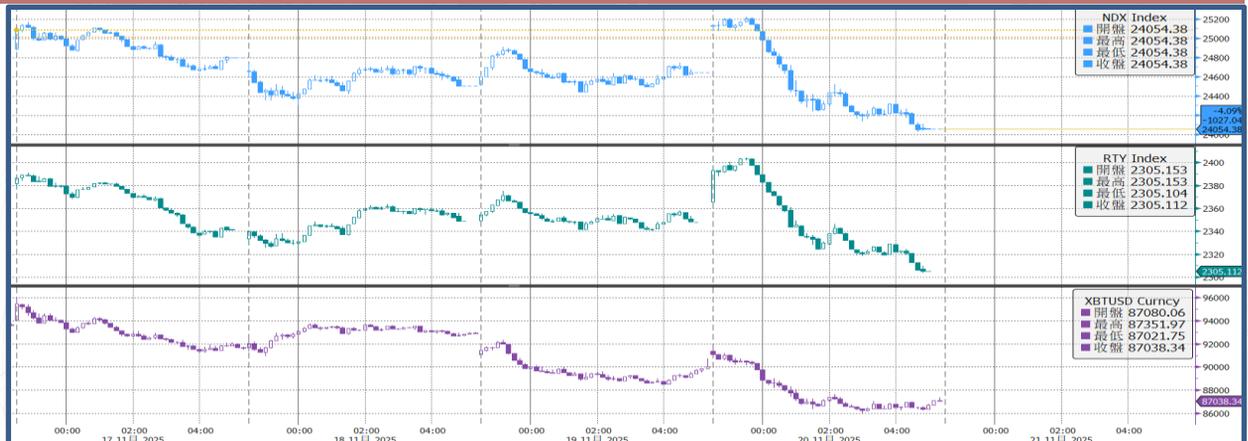
- AI需求強勁，惟資本支出基期墊高，市場對於能否收回足夠的回報抱持懷疑態度，預計牛熊的爭論不會太快得到驗證，短期波動更多受制於資金定位、流動性緊縮等影響。中長期來看，以指數成分結構而言，巨頭占比高，盈利能力強勁估值尚且合理，隨著降息支撐，預計本輪回檔深度相對有限。
- FED處於漸進式降息循環週期，AI仍處於資本支出加速週期，與市場對抗並不明智，同時定調基本面並未出現太大變化，2026年企業盈利成長的遠景不變。維持美股相對正向觀點，對於2026年底達成目標價7600點仍樂觀看待。

十月中旬以來的這波拋售是由高Beta動能因子和AI類股以及未盈利科技所主導



資料來源：Bloomberg

從上到下為NDX、RTY、BTC的近4個交易日內走勢: 三者出現高度一致性



資料來源：Bloomberg

波動度重新走高，反應不確定性再次上升



資料來源：Bloomberg

投資聲明:1.本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。2.投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。3.未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。