

2025年11月25日

投資熱搜報

AI趨勢

解讀AI泡沫，投資布局如何扭轉頹勢？



剖析議題

- 近期，美股市場經歷了數月以來最為劇烈的全面性重挫。此次下跌並非由單一事件觸發，而是由多重因素疊加、逐層傳導的系統性拋售。投資人必須先了解引發這場市場動盪的四大核心驅動因素，才能應對當前高度不確定的投資環境。

投資聲明: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。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。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。

2025年11月25日

投資熱搜報

輝達財報救不了全村，Fed Williams重啟降息期望才止穩，美股可望持續反彈？

儘管Nvidia財報表現亮眼，CEO黃仁勳強調AI業務強勁成長，一度激勵美股反彈，然AI投資效益與風險仍讓市場保有疑慮，美股四大指數反攻後急轉直下。此外，Fed多數官員對12月降息維持保守態度，且內部對12月政策路徑看法分歧，加上延宕的9月非農就業數據雖優於預期，但失業率意外上揚至4.4%，使近期美股整體呈現震盪下行格局。雖上週五(11/21)僅次於Fed主席Powell、副主席Jefferson的核心官員-紐約Fed總裁Williams釋出鴿派訊號，市場重燃對Fed 12月降息預期，收斂美股部分跌幅，然四大指數週線仍難逃收黑。

結論：多重因素共振下的市場再平衡

本次市場的大幅下跌並非單一原因所致，而是總經面（聯準會鷹派轉向）、產業面（AI產業格局重塑與估值壓力）、資金面（散戶信心崩潰）以及市場程式交易（系統性拋售）四個層面因素相互疊加、共振的結果。

我們的核心觀點是：人工智慧的長期發展趨勢並未改變，但市場的價格與情緒在經歷了長達一年的狂熱後，股價已經出現一波大漲，需要恢復冷靜和再平衡。過高的估值需要向基本面回歸，過於擁擠的交易需要被清理，過度樂觀的情緒需要被修正。

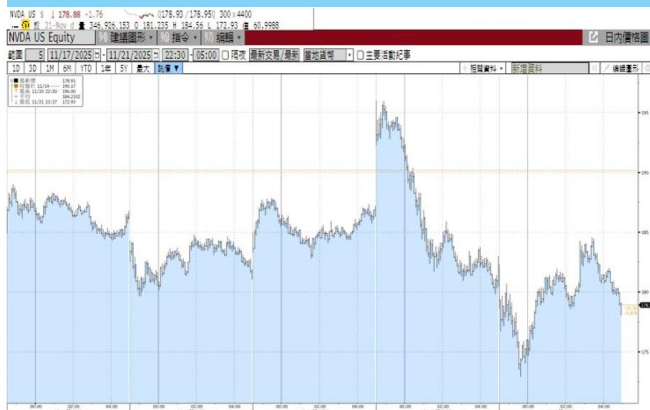
展望未來，市場能否止穩反彈，可能取決於以下四個條件的滿足。市場需要觀察到：(1)CTA等系統性基金的倉位被清理完畢；(2)散戶的過度多頭倉位被擠出市場；以及(3)加密貨幣市場趨於穩定，(4)聯準會釋放出明確的轉鴿信號。在這些條件達成之前，市場的波動或將持續。

FedWatch顯示Fed 12月降息機率逼近70%

MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/12/10				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.4%	30.6%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.3%	56.9%	20.8%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	33.2%	45.5%	14.2%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	18.1%	38.4%	32.2%	8.2%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.5%	26.9%	35.8%	21.9%	4.7%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.8%	6.3%	20.1%	32.3%	27.3%	11.4%	1.8%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	2.5%	10.5%	23.8%	30.8%	22.4%	8.5%	1.3%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.0%	5.3%	15.2%	26.3%	27.8%	17.5%	5.9%	0.8%	0.0%
2026/12/9	0.3%	2.0%	7.6%	17.8%	26.6%	25.4%	14.8%	4.7%	0.6%	0.0%
2027/1/27	0.4%	2.4%	8.3%	18.4%	26.6%	24.7%	14.1%	4.5%	0.6%	0.0%
2027/3/17	0.4%	2.1%	7.5%	17.1%	25.5%	24.9%	15.5%	5.7%	1.1%	0.1%
2027/4/28	0.6%	3.0%	9.0%	18.3%	25.4%	23.5%	14.0%	5.0%	0.9%	0.1%
2027/6/9	0.6%	2.9%	8.8%	18.1%	25.2%	23.6%	14.3%	5.2%	1.0%	0.1%
2027/7/28	0.5%	2.5%	7.9%	16.7%	24.1%	23.8%	15.7%	6.6%	1.7%	0.2%
2027/9/15	0.5%	2.5%	7.9%	16.6%	24.1%	23.8%	15.8%	6.7%	1.7%	0.2%
2027/10/27	0.5%	2.3%	7.4%	15.8%	23.4%	23.9%	16.5%	7.5%	2.2%	0.4%

資料來源: CME · 永豐投顧整理，製表時間:2025.11.24

輝達的亮眼財報只支撐了半天行情



資料來源: Bloomberg · 永豐投顧整理，製表時間:2025.11.24

投資聲明: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。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。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。

2025年11月25日

投資熱搜報

總體面逆風：聯準會政策轉向與利率不確定性

穩定的貨幣政策預期，是支撐高估值成長型資產的基石。然而，近期聯準會一連串官員的鷹派談話，與充滿矛盾的經濟數據，徹底澆熄了市場對於Fed會在12月「持續降息」的樂觀共識，成為引發本輪市場動盪的第一張骨牌。

- 預期降溫：儘管部分經濟數據顯露疲態，但最新的就業報告顯示勞動市場仍具韌性，9月新增非農就業來到11.9萬人，遠超於預期的5萬人，雖然失業率略為升高至4.4%，仍使得市場對聯準會12月降息的預期劇烈波動。在鷹派官員紛紛表態後，降息機率一度崩跌至30%以下；儘管紐約聯儲主席威廉斯在11/21的鴿派言論曾短暫將其推回至70%以上，但市場的整體基調已明顯轉冷，研究部認為以基本面來看12月的降息機率應該相當低。

- 內部觀點分化：聯準會內部的分歧正在加劇，市場的關注點已從尋求共識轉向對個別官員的「計票」。數據指出，在12名擁有投票權的官員中，已有5人公開表示傾向於下月維持利率不變，這使得12月的利率決議成為多年來最為勢均力敵的一次表決。鴿派與鷹派官員的矛盾表態，凸顯了決策的高度不確定性。

- 鮑爾的沉默：面對內部分歧，聯準會主席鮑爾（Jerome Powell）選擇保持沉默。前聯準會經濟學家Claudia Sahm分析指出，鮑爾的沉默是為了讓委員會成員的多元聲音能被市場充分聽見。這雖是一場健康的政策辯論，卻也無可避免地加劇了市場的「計票」行為與短期波動。

- 數據延遲的影響：因先前政府關門導致的關鍵經濟數據發布延遲，進一步增加了聯準會政策制定的複雜性，使其不得不在信息不完備的情況下做出決策。

總而言之，利率預期的劇烈搖擺，直接衝擊了高成長股。這種宏觀層面的不確定性，為高度集中的高估值AI板塊創造了一個極易引爆的「火藥桶」環境，使其對任何負面催化劑都顯得極度脆弱。

產業震央：AI敘事轉變與估值壓力

(1)核心矛盾：高估值下的「利多出盡」

AI板塊作為本輪牛市的核心引擎，其內部動態是理解市場情緒的關鍵。然而，過高的估值、過熱的籌碼結構，使得即便利多的財報也無法再提振市場，反而成為了投資者獲利了結的導火線，上演了典型的「sell the news」行情。

2025年11月25日

投資熱搜報

主要案例與數據分析如下：

- 輝達財報利多只支撐了半天行情：輝達 (NVIDIA) 財報公布後的市場反應極具戲劇性。儘管其第三季營收高達570億美元 (年增62.5%)，淨利成長65%至319億美元，EPS \$1.32(年增68.6%)雙雙優於市場預期，其中，資料中心業務營收512億美元，優於市場預估的493億美元。且第四季財測樂觀上調至約650億美元，優於分析師平均預估的616.6億美元，但其股價卻從盤前大漲5%快速地轉為收盤重挫超過3%。**當真正的好消息沒有得到回報時，通常是一個壞兆頭。這清晰地表明，市場早已提前定價了極度樂觀的預期。**
- 板塊全面下殺：此次下跌並非個股現象，而是整個AI生態系的普遍性重挫。數據顯示，11/17~11/21當週輝達與費城半導體指數 (SOX) 皆大跌近6%，超微 (AMD) 重挫17.4%，Palantir亦重挫11.0%。與此同時，高估值的雲端軟體股如Snowflake和Datadog均出現8.9%、14.8%的跌幅，顯示資金正在全面撤出高估值科技領域。
- CEO的兩難處境：輝達CEO黃仁勳在會議上的無奈發言，精準地捕捉到了市場情緒的脆弱性。他表示，無論公司業績好壞，市場都可能將其解讀為「AI泡沫」的證據-業績不佳是泡沫的證明，業績出色則被視為在助長泡沫。這種「進退兩難」的處境反映出，當前市場情緒已極度敏感，難以承受任何風吹草動。

(2)競爭格局重塑：「贏家通吃」的憂慮浮現

市場對AI產業的敘事正在發生深刻轉變，投資邏輯正從過去的「普漲」格局，轉向對「贏家通吃」的重新定義，這加劇了投資者的不確定性。

- 焦點轉向谷歌：市場目前最看好的AI業者，已悄然從輝達轉向Google及其新發布的Gemini-3模型。該模型的突破性進展被視為可能重塑AI生態的「顛覆性力量」，它可能導致其他AI公司的產品開發週期被迫延後、資本支出需求被動上升，最終使得投資回報率 (ROI) 變得更加不確定。
- OpenAI的挑戰：OpenAI執行長Sam Altman在內部信中罕見承認，谷歌在預訓練等方面的技術進展已對公司構成「暫時的經濟逆風」，其一度遙遙領先的技術優勢正在縮小。同時，Anthropic等強勁競爭對手的崛起，也預示著OpenAI一家獨大的局面正面臨嚴峻挑戰。

(3)財務壓力檢視：AI是否正在重演網路泡沫？

面對AI的狂熱投資與高估值，市場不禁將其與2000年的網路泡沫進行比較。通過客觀的歷史視角，我們可以發現其中的異同之處。

2025年11月25日

投資熱搜報

- 不同之處（基本面）：美聯儲副主席Philip Jefferson的觀點為基本面提供了支撐，他指出兩次熱潮存在根本性區別：
 - ◆獲利能力：當前AI企業普遍擁有成熟且持續增長的收入來源，而網路泡沫時期的公司大多僅停留在概念階段，缺乏實際盈利。
 - ◆市場廣度：本輪熱潮更集中於約50家核心AI企業，而非當年上千家良莠不齊的“.com”公司。
 - ◆債務槓桿：AI企業迄今對債務融資的依賴有限，這降低了風險通過信貸市場傳導的可能性。
- 相似之處（財務壓力）：然而，從財務壓力指標來看，當前AI科技七巨頭的資本支出強度，已接近甚至超過了2000年科技龍頭的峰值水平。
- 資本成本的隱憂：儘管基本面更為穩固，但一個潛在的風險不容忽視。AI基礎設施建設需要巨額且持續的資本投入，且正逐漸轉向債務融資。谷歌AI基礎設施負責人便坦言，公司「必須每6個月將算力翻倍」以滿足需求。在當前利率偏高的宏觀環境下，不斷上升的資本成本，可能成為制約未來增長的一大瓶頸。

AI產業內部的高估值、激烈競爭與資本壓力，使其成為市場拋售的「震央」。而加密貨幣市場的崩盤，恰好扮演了點燃脆弱情緒的「火花」，引爆了針對高Beta科技資產的全面拋售。

情緒催化：加密貨幣崩盤與散戶信心動搖

加密貨幣市場作為散戶風險偏好的「晴雨表」，其劇烈下跌不僅造成了直接的財富損失，更重要的是引發了廣泛的情緒傳染，從根本上動搖了過去一年支撐高風險資產的散戶信心。

加密貨幣市場崩盤，比特幣跌至近8萬美元



資料來源: Bloomberg · 永豐投顧整理 · 製表時間:2025.11.24

市場情緒轉差，VIX大幅上升



資料來源: Bloomberg · 永豐投顧整理 · 製表時間:2025.11.24

投資聲明: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。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。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。

2025年11月25日

投資熱搜報

其影響傳導機制如下：

- **資產價格暴跌：**數據顯示，比特幣價格由高點12.6萬美元跌至8萬美元在短短7週內跌幅超過36%，如此劇烈的跌幅對市場情緒造成了沉重打擊。
- **高Beta資產的連動性：**對沖基金與量化交易模型，常常將比特幣、AI題材股、無獲利科技股等歸為同一類高Beta資產（即對市場整體波動性反應更為劇烈的資產）。當其中一類資產出現暴跌時，會觸發風控模型，導致對整個資產組合的強制性減碼，從而引發跨市場的連鎖拋售。
- **散戶行為模式的質變：**過去兩年，散戶投資者中盛行的「越跌越買」的行為模式，在此次下跌中發生了根本性逆轉，變成了主動砍倉的「拋售者」。這種從堅定持有到恐慌拋售的轉變，是市場結構脆弱的重要信號。
- **恐慌情緒的外溢：**這種恐慌情緒迅速從幣圈蔓延至股市。以Palantir的股價走勢為例，其股價在11/20開盤大漲5.5%，卻隨著市場情緒惡化而迅速轉為下跌10%，顯示散戶信心崩潰如何引發踩踏。

跌勢放大器：系統性交易策略的機械式拋售

市場在缺乏重大利空消息的情況下出現急速跳水，其背後不僅僅是人類投資者的恐慌，更被由量化模型驅動的「機械式拋售」所放大。當人類投資者的信心防線崩潰後，市場的主導權便交由冰冷的演算法邏輯接管。前述的恐慌情緒，直接成為了系統性交易策略的輸入信號，並進一步扮演了無差別加速拋售的角色。這些策略在市場波動性加劇時，會自動降低風險暴露，從而形成一個自我強化的下跌螺旋。

其運作機制主要包括：

- **CTA基金的倉位反轉：**根據高盛的報告數據，趨勢跟蹤基金（CTAs）自8月以來一直持有超過5000億美元的龐大多頭頭寸。然而，一旦股指跌破其交易模型設定的關鍵技術點位，這些基金就會觸發連續的、大規模的自動賣出指令，對市場造成沉重賣壓。
- **波動率控制策略的影響：**當被視為「恐慌指數」的VIX飆升至28附近時，採用波動率控制（vol-control）策略的基金會根據演算法自動、機械地調降其股票持倉水位，以將投資組合的整體波動性維持在目標範圍內，這進一步增加了市場的拋售壓力。
- **市場結構的崩塌：**最終，這些系統性資金的集體拋售，導致市場原有的「低波動穩定結構」瞬間崩塌。技術性賣盤由此演化為全面的系統性拋售，這也完美解釋了為何市場會在沒有具體重大利空驅動的情況下，出現斷崖式的下跌。市場短期內能否穩定，很大程度上取決於這些系統性資金的拋售壓力是否被完全消化，以及其倉位是否被徹底清理。