「黃」者回歸：淺析黃仁勳復職對英偉達與AI生態的巨大影響

銘察秋毫

英偉達（NVIDIA，又名輝達）行政總裁黃仁勳在辭職不足兩星期後突然獲董事局一致批准復職，事件不但震動全球科技界，更令美國人工智能（AI）股票市場重新燃起投資熱情。黃仁勳的價值，遠遠超越一般科技企業行政總裁。他既是英偉達的創辦人，也是全球AI產業供應鏈的重要組織者。他所建立的不只是GPU芯片生意，更是包括CUDA軟件生態、Blackwell及新一代運算平台、伺服器系統、網絡設備和開發者社群在內的完整技術體系。



陳滓銘
特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會負責人員牌照

英偉達的競爭優勢，並非單純來自芯片性能，而是來自整個生態系統的網絡效應。大型雲端服務商、AI模型開發商及企業客戶一旦投入相關技術平台，轉換供應商便須承擔龐大成本。因此，對於黃仁勳早前的離開，市場所憂慮的並非管理職位空缺，而是公司戰略方向、客戶關係、技術路線及資本配置能否維持連貫。就此，筆者一直反覆強調，企業領袖的私人感情生活，不應被錯誤地放大至其領袖能力、業務能力及技術能力層面，成為被政敵攻擊的武器。

股價反彈 更多為信心修復

今次復職消息公布後，英偉達股價單日急升約31.5%，單日市值增加逾9,500億美元，並帶動標普500指數及AI相關科技股反彈。這種市場反應反映投資者對黃仁勳個人領導能力的高度依賴，也說明現階段AI投資仍然具有相當程度的創辦人溢價。

不過，不應把這次反彈簡單理解為AI產業基本面突然改善。英偉達在11月17日公布的第三季度業績已顯示，收入達1,158億美元，數據中心收入達1,076億美元，業務增長依然強勁。復職帶來的是管理層不確定性下降，而不是新增一批AI訂單或技術突破。股價上升，本質上是市場重新降低了對英偉達領導層失序的風險折讓。

從全球產業角度看，黃仁勳復職有助穩定AI基建投資信心，對中國台灣芯片代工、韓國記憶體、美國雲端服務商，以及全球數據中心設備供應商均有正面溢出效應。然而，投資者必須分清楚AI產業的長期增長與AI股票的短期估值。當市場已經對未來數年的AI資本開支作出大量預期，任何增長放緩、客戶削減投資或競爭者推出替代芯片，都可能引發估值調整。

今次事件最具爭議的地方，是特朗普公開聲稱自己曾直接及間接游說英偉達董事局，促成黃仁勳回歸。他更以美國經濟及國家科技競爭力為理由，強調美國不能失去這位AI產業領軍人物。從國家戰略角度看，特朗普的考慮並非全無道理。AI已經成為美中科技競爭的核心戰場，英偉達更是美國維持全球AI芯片領先地位的重要企業。但問題在於，私人上市公司的行政總裁任免，原本應由董事局按照受信責任、公司利益及股東權益作出獨立判斷。當總統公開宣稱自己促成企業高層復職，甚至將國家利益與個別企業領袖的去留直接掛鈎，便容易形成危險先例。

特朗普介入 存利益衝突疑雲

更值得關注的是，特朗普本人亦持有英偉達股票。當總統一方面介入影響企業重大決策，另一方面又可能從相關股價上升中獲益，便自然引發利益衝突及政府權力是否被適當運用的質疑。即使未有證據證明存在不當交易，透明度及公眾信任亦已受到考驗。投資者最不應忽略的，是今次復職並沒有替黃仁勳取得全面的法律及監管豁免。英偉達已明確表示，獨立調查將繼續完成，並會配合政府正在進行的調查及查詢。公司更成立專責國家安全及出口管制委員會，顯示董事局仍然認為相關風險需要制度化處理。

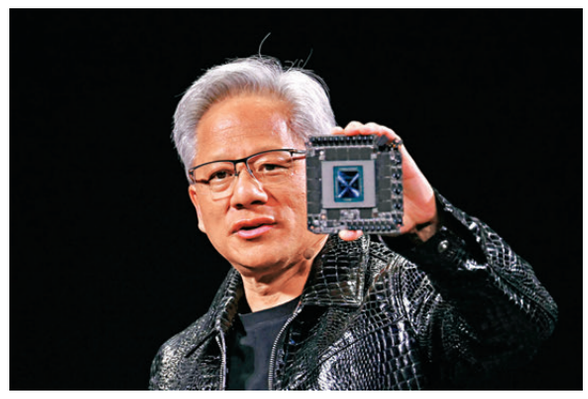
事件至少存在三項後續不確定因素。第一，獨立調查會否指控黃仁勳與所謂「疑似外國情報活動人士」的接觸，曾涉及公司機密、客戶資料或技術信息。第二，英偉達與相關海外企業的芯片交易、出口管制及供應鏈安排，會否引起更深入的監管審查。第三，美國國會是否會就白宮介入企業復職，以及英偉達的國家安全風險舉行聽證會及進一步調查。

特朗普即使公開表示黃仁勳沒有國家安全風險，也不能代替獨立調查、執法機構或國會的法定職能。總統的政治表態不等於司法裁決，更不代表公司可以免除法律責任。

風險並未消失 角力仍繼續

黃仁勳復職，穩定了投資者信心，也再次證明他在全球AI產業的非凡影響力。然而，一家市值數萬億美元的全球科技龍頭，若其企業價值及市場信心過度集中於一位創辦人，從長遠而言並非健康的企業管治模式。經過今次危機，英偉達真正需要證明的，不只是黃仁勳仍然能夠帶領公司前進，而是即使面對創辦人個人風波、政治壓力及國家安全審查，公司仍能維持董事局獨立性、有效內部監控及可持續的技術競爭力。

對投資者而言，今次股價暴升可以視為一次信心修復，卻不應被視為風險消失。AI革命仍在繼續，但科技霸權、政治干預與企業管治的角力，才是決定下一階段AI投資價值的重要變數。



●黃仁勳 資料圖片

加密幣熊蹤已現？盈利與信用為最終防線(三之一)

加密演義



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

11月20日，標普500收於6,910點，較10月6日的高點回落11.6%，進入技術性回調；納指當周下跌約10%，年內漲幅清零。比特幣一度跌到5.58萬美元，較去年10月的高點縮水約56%。本輪暴跌究竟是一次短暫恐慌，還是漫長寒冬的開端，市場仍在爭論。本文旨在為讀者剖析是次跌勢背後多重成因。

跌勢由利淡觸發 資金結構放大

市場對這輪下跌的導火索已有共識——12月加息概率被定價至約97%，AI投資回報受到質疑，美國中期選舉又帶來監管擔憂。但這些利淡消息只能解釋下跌的方向，解釋不了下跌的連續性：標普500連續七個交易日收跌，為2020年2月以來最長連跌。

比特幣自2025年10月見頂後反覆破位，2026年7月1日觸及57,748美元，隨後反彈至8.7萬美元附近，11月再度跌穿。利淡消息是離散的，下跌卻是連續的，說明價格的主要驅動力已從消息轉向資金結構。

要理解這種連續性，首先要弄清楚賣出的是誰。俗稱恐懼指數的VIX周五盤中觸及40，收於35.89，為2025年4月以來最高，「高盛恐慌指數」也升至9（滿分10）。但彭博指出，市場整體並未出現明顯的恐慌跡象。指標極端而盤面有序，這種背離排除了散戶集體踩踏的解釋，更符合機構按風控紀律撤退的特徵。既然賣出的是遵循紀律的機構，分析的重點就應放在倉位與交易規則上。

真正的問題出在倉位擁擠。高盛數據顯示，對沖基金對七巨頭的淨敞口一度佔其美股總敞口的約22%，處於歷史高位，總槓桿約310%，接近五年高點。10月8日至14日的五個交易日裏，對沖基金淨賣出全球AI股票，抹去了2025年初以來的全部淨買入。進入11月，高盛客戶的總槓桿一周下降9個百分點，是2020年3月以來的最大降幅，摩根士丹利稱這是十多年來最快的減倉。性質也在變化：對沖基金的賣出已從先前加空頭避險，轉向直接清倉多頭。

退潮的是倉位 不是基本面

緊隨其後的，是規則驅動的賣盤。高盛估算，過去一個月趨勢跟蹤基金累計賣出約570億美元股票，淨頭寸已轉為約190億美元的淨空頭；另據第三方研究機構Sophos Alpha測算，波動率目標基金在一個月內削減了超過1,100億美元的標普500敞口。這類資金按波動率或趨勢信號調整倉位，跌得越快、波動越大，賣得越多，下跌因而自我強化。這正是「連續」的機制：不是每天都有新利淡消息，而是每一次下跌，都在為下一次賣出提供理由。

供給端的壓力也在疊加。Anthropic的IPO最終募資935億美元，超過SpaceX今年約860億美元的紀錄，據市場機構估算，本周美股新股發行達1,250億美元，為近十年來單周最大。

分析師艾夫斯認為，這筆交易的成功在一定程度上抽走了其他科技股的流動性。也有觀點認為，機構為認購新股而賣出了包括加密貨幣在內的其他資產，不過另有分析師指出，這並非單一原因，英偉達的下跌、收益率走高、美元走強和加密市場自身的槓桿同樣在起作用。

英偉達把這些力量集中到一點：周五收盤大跌約14%，創18個月來最低收盤價，此前有報道稱其面臨美國證券交易委員會（SEC）的會計調查，其遠期估值已降至2002年以來的最低。估值便宜，並不能阻止一個擁擠的標的被賣出。

加密市場上，同一條鏈條更陡峭。現貨比特幣ETF一周流出近13億美元，已是連續第三周超過10億美元，貝萊德IBIT在11月20日單日流出5.41億美元，為該基金推出以來最大；過去24小時近35萬人爆倉，其中多單佔比高達91%。

此外，MSCI已決定自11月30日收盤後，將Strategy等公司移出多隻基準指數，被動資金面臨賣出。股票、黃金與加密貨幣同步下跌，黃金一周下跌超過9%，美元逼近19個月高位，說明被賣出的是一切能變現的資產，而不是某一類資產。

歸納而言，利空是起點，擁擠的倉位是放大器，規則化賣盤與被抽走的流動性讓跌勢連成一線，這輪跌幅因此有相當一部分來自機械性出清，而非基本面變化。

（待續）

舟行木易——2027年全球經濟展望(四之三)

宏觀分析

程實 工銀國際首席經濟學家、周燁 工銀國際宏觀分析師

本期將繼續聚焦在全球經濟整體穩定之下，各個經濟表現分化正在加速的原因。

因時而變：新舊結構交替 帶來四重錯配

舊體系尚未退出、新體系又在加速形成，使全球經濟的主要風險越來越表現為不同變量調整速度之間的錯位。**一是財政擴張與融資約束之間的錯配。**過去低利率時期積累的大量公共和私人債務正在進入更高利率環境，而財政赤字、產業投資和公共支出需求仍然較高。高政府債務與再融資風險尚未得到解決，長期國債收益率上升既受到政策利率預期推動，也受到財政擔憂和期限溢價上升影響，使主權債券市場更容易受到通脹和財政衝擊。OECD數據顯示，2025年成員國政府債務再融資需求達到13.5萬億美元，佔政府總借款約80%。其中存量固定利率債券約有三分之一將在2026年至2028年到期。

二是AI投資與盈利兌現之間的錯配。人工智能正在推動半導體、數據中心、雲計算和電力基礎設施形成大規模資本開支，但投資擴張明顯快於生產率和盈利兌現。IMF指出，AI核心企業融資槓桿正在上升，自2024年以來大型雲計算企業佔全球投資級公司債發行的比重已由不足1%升至約10%。部分AI循環融資交易形成約3,000億美元股權投資、6,500億美元債務與1.4萬億美元未來收入承諾。一旦生產率和盈利改善慢於資本投入，當前的新增長動能也可能轉化為資產價格和信用風險。

三是金融擴張與風險承載的錯配。金融風險正在更多從銀行體系轉向對沖基金、私人信貸、保險和養老金等非銀行金融部門。全球對沖基金總資產已由2013年的約4萬億美元增至2026年初的約13萬億美元。保險和養老金對非流動性資產的配置增加，私人信貸借款人槓桿也處於較高水平。槓桿、擁擠交易和脆弱融資結構可能在市場壓力時期放大價格波動。平穩時期看似充裕的市場流動性，在去槓桿過程中可能迅速消失。**四是技術創新與監管建設之間的錯配。**金融技術和市場結構演進的速度正在快於監管、法律和基礎設施的調整。資產代幣化能夠降低發行和結算成本、支持24小時交易並提高自動化程度，但當前市場仍面臨法律確定性、監管清晰度、互操作性和結算資產不足等約束，同時可能放大槓桿、流動性和關聯性風險。

增長機遇與潛在風險並存

展望2027年，全球經濟將在技術創新、政策調整與地緣政治變化的交織影響下，呈現增長機遇與潛在風險並存的格局。從增長機遇來看，人工智能投資周期有望逐步由算力基礎設施建設向應用普及與生產率提升延伸，推動亞洲半導體產業鏈升級，並通過數據中心、電網及能源基礎設施投資帶動相關產業發展。與此同時，全球產業鏈區域化重組將為東南亞等地區經濟體創造新的製造業投資機會，科技投資向非科技行業擴散、財政投資與產業升級有望進一步拓寬全球企業盈利增長來源。

若地緣政治風險逐步緩解，隨着部分主要經濟體通脹壓力逐步緩解，全球貨幣政策寬鬆及金融條件改善有望降低實體經濟融資成本，為企業投資、居民消費及全球經濟復甦提供進一步支撐。從潛在風險來看，全球主權債務持續累積與融資成本居高不下，可能推動長期國債期限溢價上升，並與非銀行金融機構去槓桿形成共振，放大金融市場波動。美國中期選舉後，民主黨贏得國會參眾兩院控制權，2027年美國行政與立法部門之間的權力制衡及政策協調機制面臨調整。一方面，財政撥款、政府融資及債務上限等議題可能面臨更複雜的跨黨派談判，增加財政政策執行與政府運作的不確定性。另一方面，國會監督加強及立法空間收窄，可能改變美國貿易、產業及對外經濟政策的實施節奏，並通過政策預期、企業投資和國際資本流動向全球經濟傳導。AI資本開支擴張與商業回報兌現之間的錯配，可能引發科技股估值和信用風險重新定價。中東能源衝突反覆及全球電力供需錯配，可能通過能源供應、生產成本與產業鏈調整對增長和通脹形成雙重擾動。此外，歐洲政治碎片化與安全壓力、日本利率正常化引發的跨境資本再配置，以及金融技術創新伴隨的網絡安全風險，也將增加全球金融體系的不確定性。

（待續）

加息周期未完 減持壓力難免

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

一如本欄所分析，美股當前跌勢，絕非只針對新近發生的某位人工智能（AI）產業領軍人物的醜聞，以及相關板塊估值偏貴，而是普遍適用於所有資產類別。重點在於利率向上，既有美聯儲作為央行，以貨幣政策角度，加息壓通脹的一部分，也有歐美各地國債孳息計向上，反映當地公共財政逐漸失衡，以致債權人失去信心等。

利率趨升 資產估值降

隨着利率向上，在投資界普遍應用的現金流折現模式下，各類資產估值必須下調，至於下調幅度則各有不同，而過程中亦有先後次序，愈是沒有實在的現金流，例如股息債息等支持，則難免先行回落，此點甚為明顯，但這不等於大家口中的高息股不受影響，只是往往要到下一波。始終，利率向上，意味着投資者需比較同樣資產，原本看來吸引的風險回報比例，變得吸引力下降，機會成本影響決定。



●美股近期出現明顯持續跌勢，有分析指出，根本在於利率趨升。 路透社

港股當然亦在其中，只是之前看來跟美股離得較遠，甚至日韓台股先行回吐，皆因港股在人家漲翻天的日子沒表現，故一般來說，其跌幅也理應合乎此比例。

議息前恒指易跌難升

話分兩頭，港股過去十多年，由金融海嘯量寬超低息年代至今，都有着先天下之憂而憂的格局，人家漲未必跟漲，人家跌港股跌更多，這樣一來，短期沽壓當然未除，繼跌穿年中低位22,518點之後，短期反覆再往下，相信是本月主旋律，恐怕要等12月美聯儲議息前後，才可真正喘定。

近期跌跌不休的當然也包括金價。上周五現貨金開盤每盎司3,634美元至3,635美元，表面看，高於上周四收盤3,626美元至3,627美元，但千萬別單憑即市高開少許，便作為升市甚至反彈的充分理據，反而要留意，整體大方向如何，以至即市高低波幅變化如何，是否跟當前基本面和技術面，甚至消息面，配合成合理指標。

對於即市先略為高開，再高見即市高位3,636美元至3,637美元區間，絕不令人意外，但即使到達這一水平，仍未及3,700美元大關，更遑論上周四的即市高位3,758至3,759美元區間，以至更高的3,800美元關口。由日前3,500美元和3,600美元等整數關口，逐級打上去，絕對尚未成功，仍需努力，才可攀上3,900美元至4,400美元這一重大區間，過去大半年來真正重要參考位置。

金價待重上3600守穩

向上突破不成，自然反覆走低，一度低見3,502美元至3,503美元，勉強守住3,500美元底線，收盤3,532美元至3,533美元，跟開盤相比，低一大截，足足100美元。由此可見，若單憑高開而殺入去，不單不能殺出重圍，反而是自綁之路。大波幅而方向走低，這個指標所指出的方向，較為可靠。

當然未必全是黃金問題，固然其無息可收，央行加息周期下更明顯，但更重要的是，作為風險資產一員，AI拖低股市，各界大幅減持資產，黃金難倖免。即市而言，待先重上3,600美元並守穩，才有下一段挑戰。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。