

EP17 CLEC James 漫談 | 美債利率趨勢分析、NVIDIA 財報展望與 AI 產業融資疑慮解析 | 2026-09-02

逐字稿內容

大家好，這裡是 CLEC James 漫談，今天應該是第 17 章，日期是 9 月 2 號。

我們今天要談的幾個重點都跟金融有關：

1. 美國國債的利率以及全球的利率問題。
2. NVIDIA（輝達）的業務財報與未來的營收狀況。
3. 人工智慧（AI）所謂的「循環貸款」問題。

一、全球利率趨勢與債券投資風險

現在美國的長債利率都在慢慢墊高。這個墊高的原因，不是因為美國國債的信用問題，也不太像是未來的通膨預期問題，比較像是全球資金不足的問題。

所謂資金不足，是因為現在股市發展熱絡，股市的風險貼水（回報率）比較高。舉例來說，過去股市回報率是 10%，債券回報率如果是 4%，對投資人來說債券的風險貼水還可以接受；但當股市的回報率達到 15% 甚至更高時，一般的債券投資人就會認為 4% 的風險貼水相對於股市回報太低了，進而拉高對債券回報的期望。

第二個原因是，因為人工智慧的發展帶動股市熱絡，大部分資金都要投入人工智慧的開發，以獲取未來的高回報。資金都被人工智慧公司所發行的公司債所吸收。也就是說，在資金總量有限的情況下，如果像 Meta、Oracle、Google 等科技巨頭所借的利率達到 6%、7% 時，買美國國債的資金就會相對減少，使得美國國債的利息面臨上升壓力，美國國債的風險貼水就要拉高。

這就造成很多投資美國國債的朋友會有極大的資本損失，因為美國國債利息拉高，美國國債的價格就會下跌。這也會牽涉到很多公司債的下跌。所以為什麼我一直跟大家講，買公司債跟買美國長期國債是一個風險極高、極高、極高的資產，不要去碰。很重要的事情講三遍：不要去碰美國長期國債，也不要去碰美國的公司債。你最好的選擇就是投資美國的股權收益，也就是 QQQ 股票資

產，這樣你會得到比較好的風險貼水，不只可以抗通膨，又可以取得資產的增值。

未來全球因為人工智慧的大量資金投入，全球的資金就會相對緊縮，這會造成利息拉高。所以很多台灣的朋友，如果你們有信貸或是房貸，不要感受到利息升高而感到棄餒或害怕，你們的資金還是相對便宜的。當美國七大巨頭所借的公司債都要達到 5%、6% 以上的時候，台灣的資金還在 3%、4%，是相當便宜的。就算借出來放在貨幣市場基金（如 00865B）都相對安全，因為未來的利息應該是走升的。未來的資金需求會非常高，因為景氣會變得非常的好。

二、NVIDIA（輝達）財報展望與供應鏈優勢

再來就是我們談人工智慧裡面最關鍵的一家公司：NVIDIA（輝達）。

輝達在財報裡面很重要的一個重點，就是它對未來一整年的財務預測都做出來了。它對未來的成長率維持在 70% 以上，毛利率也可以預估到 74% 左右。

它之所以能夠預估未來的毛利率，是因為輝達已經將所有零件供應廠商的單子都下單買好了，也就是未來一年的單子它都下了，對於 HBM 記憶體의 訂單它都下了，也就是它把市場上的貨全部掃光了。這樣子它就可以保證它的成本，也可以預估它的毛利率，因為它的訂單應該都是在手上了。所以它敢把單子下給它的供應商，鎖定貨源。

那其他的公司，做 PC 廠的，或者是當初斤斤計較、想要砍零件廠價錢的公司，可能這次就會吃虧，而且可能拿不到貨，或者會被逼著用更高價的價錢才可以買到他們要的零件。所以這就是輝達的高瞻遠矚，它可以知道——因為它本來就是第一線接觸這些人工智慧公司建場的訂單，所以它的能見度最高，它可以預估到底有多少單子已經下到它的廠區了、買它的 IC 了，未來一年有多少貨是準備該出的，它就可以控制它的銷售跟它的成本，所以它可以預估未來一整年的成長率跟毛利率。對輝達這家公司來說，這方面是非常透明的。

三、AI 產業融資模式與「循環貸款」疑慮釐清

再來就是市場上所擔心的「循環貸款」問題，好像輝達把錢帶給 AI 人工智慧的廠商，人工智慧廠商再回來買輝達的 IC，那這個是不是一個循環貸款？

其實依據我過去對於產業之間金融融資問題的了解，我解釋給大家聽。

第一個，在差不多十年前（2016、2017 年左右），亞馬遜（Amazon AWS）就

已經開始在做融資的功能。那個時候有很多雲端廠商需要用 Amazon 的 AWS，但因為都在西雅圖（Seattle），要運算數據上傳下載比較慢，所以很多公司想要將很多雲端放在自己公司內部。

很多公司不想直接買斷雲端伺服器，他們想要用租的。可是銀行不太想貸款給這些公司，因為銀行對房地產很清楚，但對於中小型公司，銀行就不敢把錢貸給他們去買雲端設備。這些雲端設備，小公司又不想一次花幾百萬、幾千萬付出去，希望銀行可以貸款給他們。但銀行如果不敢放款給他們，他們就沒辦法去買雲端伺服器放在自己公司去執行 AWS 這些功能。

所以那時候亞馬遜就提出擔保，將機器放在客戶的公司內部，由中小企業公司去向銀行貸款；如果銀行不敢貸，就透過亞馬遜的擔保，跟銀行講：「沒關係你貸給他們，如果有問題，那個伺服器由亞馬遜接收。」這樣子銀行就不用擔心說，這些公司如果倒閉，拿了一堆伺服器不知道怎麼辦。因為銀行可能還懂得如何處理房地產拍賣，但拿了一堆伺服器，他們真的沒辦法去處理這些鐵殼子。

所以他們需要有亞馬遜的擔保。亞馬遜擔保後，機器貸給小企業、資金融通，如果之後公司財務有問題，付不出貸款，輝達（亞馬遜）就可以將機器取回，繼續放在其他需要的公司，並支付銀行的貸款。這就是間接擔保的問題。

有時候是亞馬遜將機器質押給銀行，放在客戶端，收取客戶端的月租費，這是另一種商業模式。所以輝達的商業模式應該有兩種：一種是雲端設備廠商向銀行貸款，銀行不知道設備廠商如果倒了、拿回來幾千億的雲端設備對銀行來說是非常陌生的資產，所以輝達先幫忙向銀行擔保，因為輝達知道這些設備的價值與運用。如果雲端設備廠商資金出了問題，這些設備輝達可以接收轉租給別人。輝達知道這個需求是很旺盛的，賣出去的東西是有價值的，它需要擔保的原因就是「銀行不懂科技」，不敢借錢給這些設備廠商，所以需要輝達出來擔保。

輝達牽頭拉了五個金融巨頭，開始放款給這些人工智慧廠商。因為銀行對雲端運算的伺服器不熟悉，如果幾千億的貸款最後還給他們一堆伺服器，銀行真的不知道怎麼處理。現在有輝達出面，承諾如果有人倒債或付不出貸款，輝達可以接過來轉租或用在內部運算，金融業的擔憂就解除了，資金就流出來了。

所以這不是循環貸款的問題，這只是金融融通，以及解決金融業對於不懂產品估值的放款疑慮。這樣輝達第一可以保證廠商有錢買它的 IC 與伺服器，二來

也可以讓許多雲端廠商綁定輝達的 IC，不會去買 AMD 或 Google 的晶片。

總之，輝達這樣做解除了銀行業的疑慮。輝達對於伺服器的價值很清楚，知道怎麼變現，所以敢做這件事。大家不用太擔心人工智慧循環貸款的泡沫問題。

人工智慧現在沒辦法泡沫，因為人工智慧不是無限量可以擴充的。它有很多煞車機制（瓶頸）：

1. **HBM 記憶體限制：**高頻寬記憶體（HBM）受限於產能，想吹大泡沫都沒那麼容易，因為記憶體不夠。
2. **電力與場地限制：**建廠沒辦法無限量蓋，因為電能不足、場地不足，許多美國城市也在抗議。

所以人工智慧有實體資源的限制，發展受到物理條件約束，大家不用太擔心泡沫化的問題。