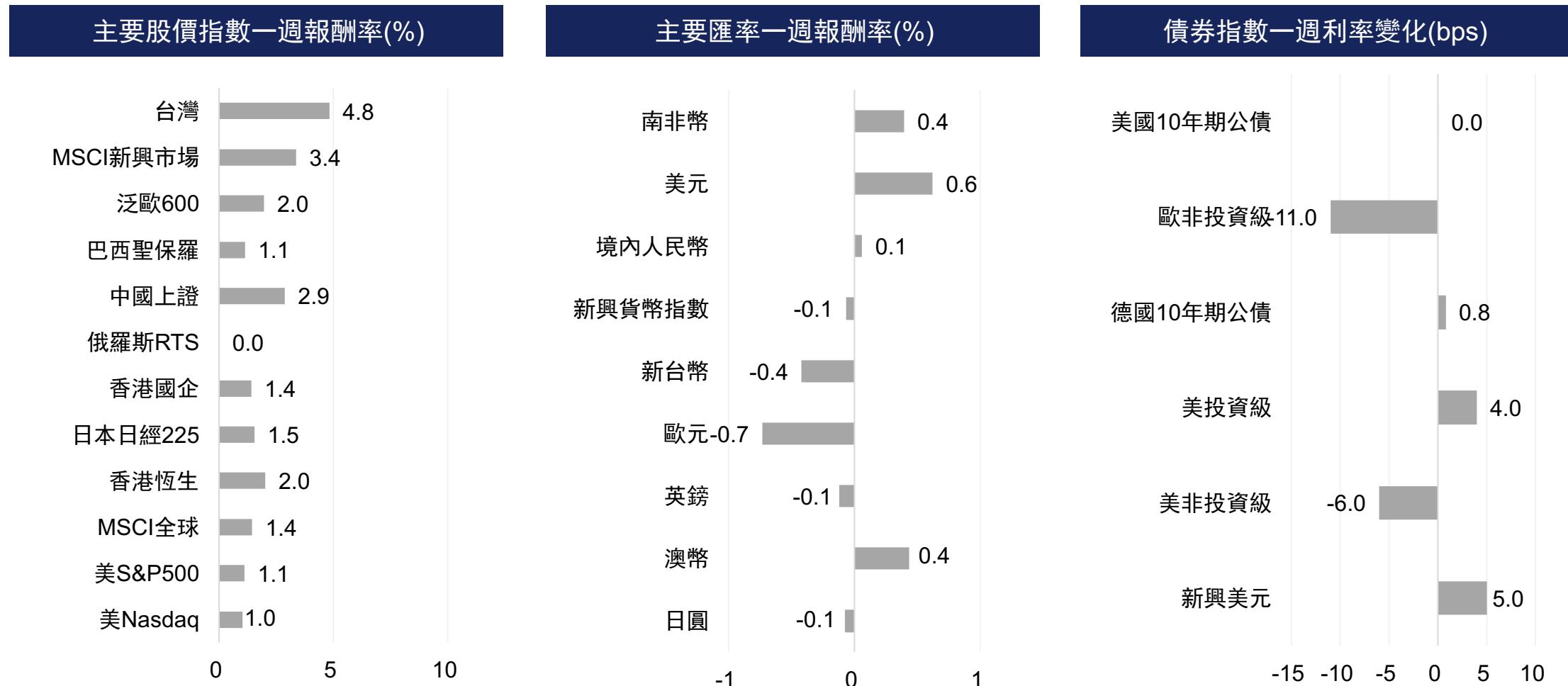




2026年1月9日

投資研究週報

揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



資料時間：2026/1/1 – 2026/1/8。

資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

- **台積電法說會在即，台股三萬點一馬當先**：市場預期台積電將上調全年資本支出，帶動台積電、台股接連創新高。預估台積電今年獲利維持雙位數增長，帶動台股獲利上調，後續仍有高點可期。
- **輝達Rubin晶片在CES展亮相**：黃仁勳表示AI需求仍在成長，且新一代晶片將使AI運算成本下降，加速實體AI推進。
- **美國代管委內瑞拉，油價長期下跌壓力增加**：全球原油供需情形已是供過於求，隨美國欲提高委內瑞拉產油量，長期原油供給增加，加深油價下跌可能。

2. 後續看點

- 美國CPI(1/13)、台積電法說會(1/15)、英/德國GDP(1/15)。

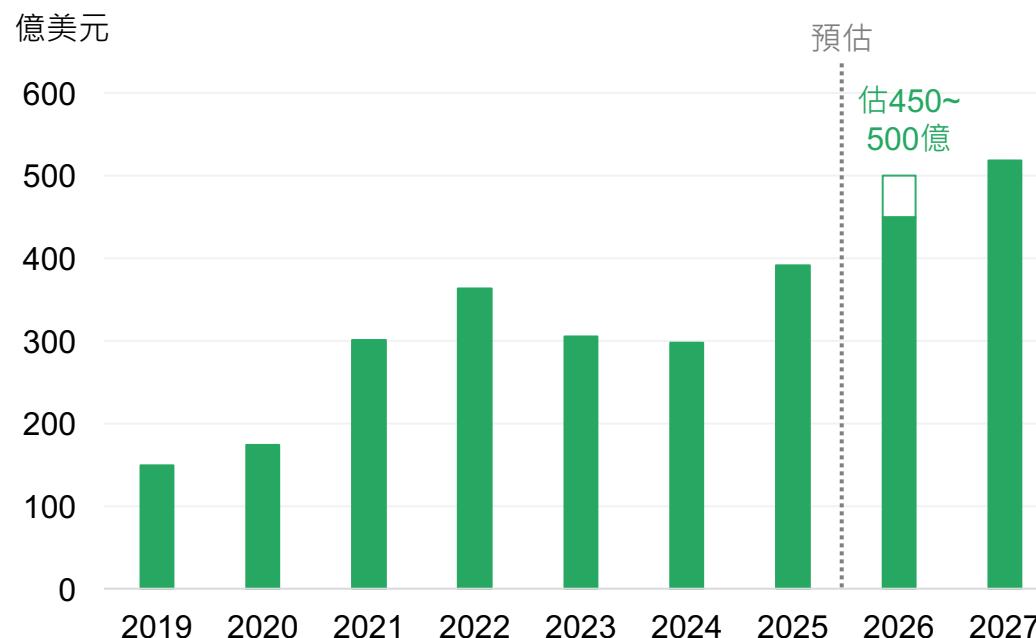
策略思維

1. **股市-股市屢創新高，但短線急漲易震盪**：股市評價在高檔、投資人樂觀預期攀升，企業獲利稍有缺失，恐加劇震盪風險，不過獲利展望強勁，提供下檔支撐，拉回後仍可分批布建。
2. **債市-短線利率震盪，中期降息方向不變**：降息門檻提高，導致市場觀望未來政策節奏，使近期利率高檔震盪。中長期聯準會政策寬鬆方向延續，有利於美債利率緩步滑落，惟殖利率曲線維持趨陡格局。
3. **匯市-美元指數震盪**：儘管聯準會政策立場將暫時轉為觀望，但預計2026年聯準會貨幣政策仍較日、歐央行寬鬆，將驅動美元指數中長期弱勢。

台積電法說會將於1/15登場，隨市場提高對台積電的獲利展望，台積電股價近期也不斷創下新高。本次法說會的三大觀察重點，資本支出上調幅度、今年營收預估雙位數成長、毛利率能否維持在60%高水準。市場預期台積電今年資本支出達450~500億美元，且明後年依然保持近500億美元的資本支出，台積電調高資本支出意味客戶的需求缺口仍高，且供不應求趨勢將延續至未來數年，進一步推升台積電長期獲利前景。

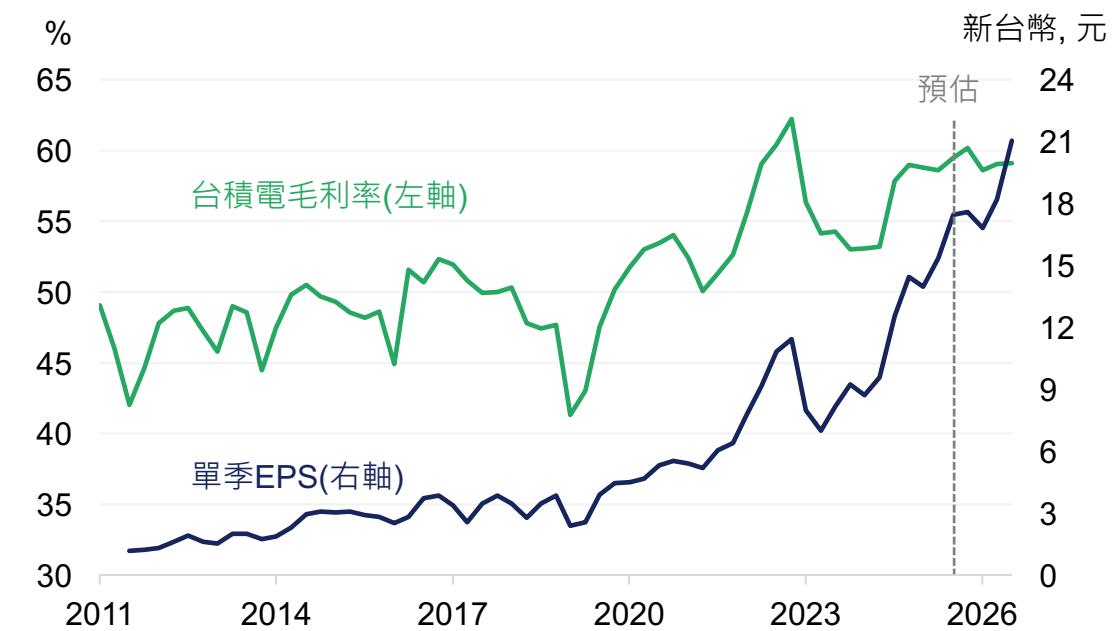
台積電美國廠建廠進度超前近1年，且海外擴廠對毛利率稀釋的影響遞減，在先進製程漲價與AI晶片供不應求推助下，預估未來1~2年毛利率能保持在60%左右的高水準，使台積電EPS維持雙位數以上成長，預估台積電2025年全年EPS可達65元，今年全年EPS則將站穩80元以上。

台積電今年資本支出再創新高



資料來源：Bloomberg預估。

台積電高毛利率料可延續，2026全年EPS站穩8字頭

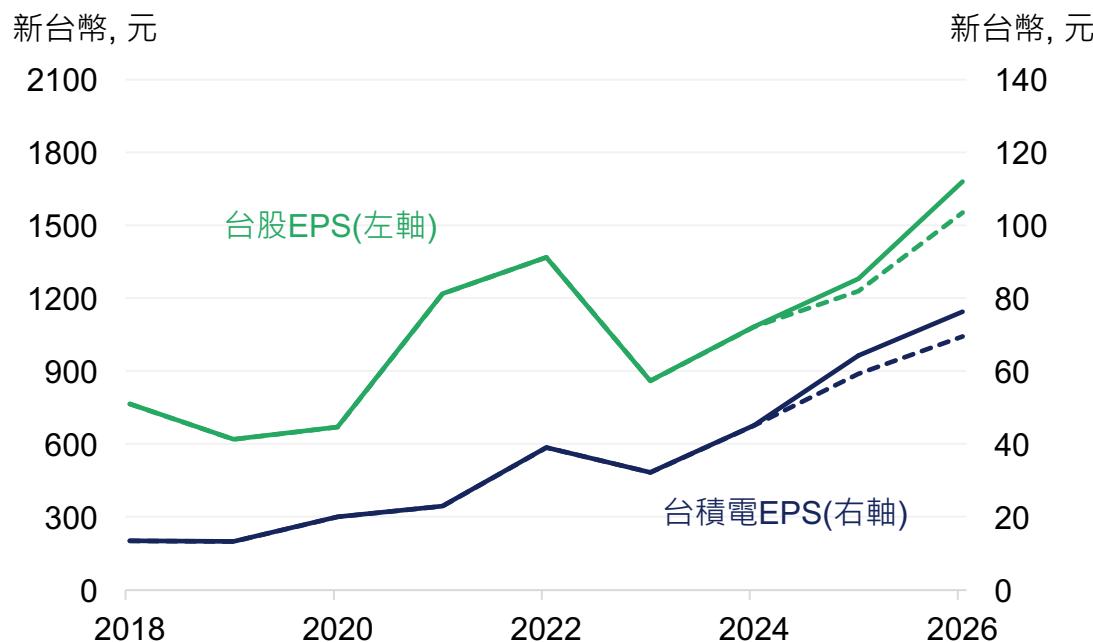


資料來源：Bloomberg預估。

由於AI硬體需求供不應求，過去數季台積電的獲利屢超預期，市場也持續上調對台積電的獲利展望，2025年Q4原本預估2025全年EPS落在55~60元，目前預估有望達65元，2026年全年EPS則有望上看85元新台幣。隨台積電在台股指數權重已來到43.1%，連帶推升台股獲利預期上修，預估2025年台股全年EPS從1230元上修至1281元，年增18.14%，**今年預估台股EPS達1681元，年增31.2%**。

強勁的獲利成長動能是支持今年多頭行情的重要推手，**因此目前AI需求仍保持高速成長，台股EPS仍有成長空間，支持台股後續高點可期**。但台股融資餘額已創去年4月以來新高，加上投資人預期心理拉高，市場易放大解讀事件風險，短線上不需追高，以分批布局參與長期多頭。

台積電獲利上修，推升台股獲利



台股融資餘額偏高



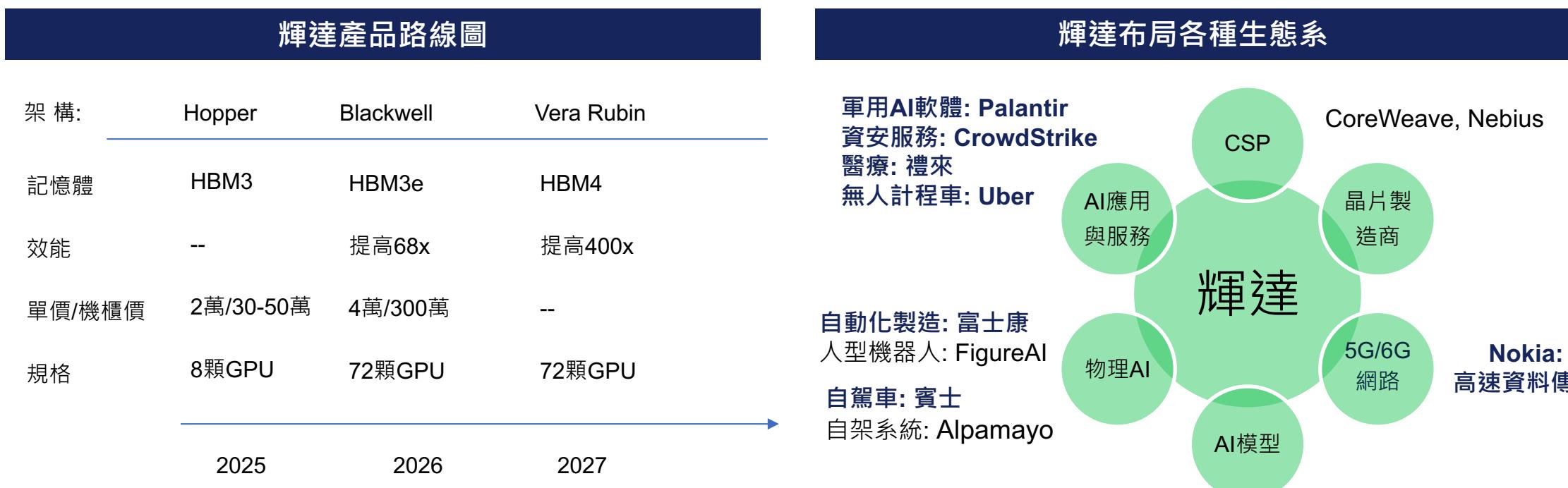
資料來源：Bloomberg預估。

CES 2026 正式登場，輝達執行長黃仁勳於台灣時間1/6清晨5時發表長達90分鐘的主題演說，重點可歸納如下：

重點一：AI問世後，Token數量每年增加5倍。 NVIDIA 將AI發展分為感知AI, 生成式AI, 代理式AI與物理AI。其中，代理式AI將成為企業應用核心，不僅能回答問題，更可將目標拆解為多個子任務，動態調用模型，資料庫與工具，反覆推理以產生最佳結果，使推理階段算力需求呈爆炸性成長。輝達預估，**全球Token使用量將每年成長5倍，但單位成本可望下降9成**。

重點二：Rubin問世，實體AI加速落地。 因應推理與訓練需求大增，輝達推出下一代**Vera Rubin運算平台**，預計於**2026年下半年供應合作夥伴**。黃仁勳指出，這象徵「實體 AI 的ChatGPT 時刻已經到來」，並同步展示多款機器人，以及用於自駕車與機器人開發的Alpamayo系列開源AI模型，加速AI走向實體世界。

整體而言，市場需求大增，公司營收也將進一步放大，輝達財務長預估，至2026年底，累計訂單將超過5000億美元。



註：效能提升指相對H100晶片。

資料來源：輝達，國泰世華銀行整理。

資料來源：CES、國泰世華銀行整理。

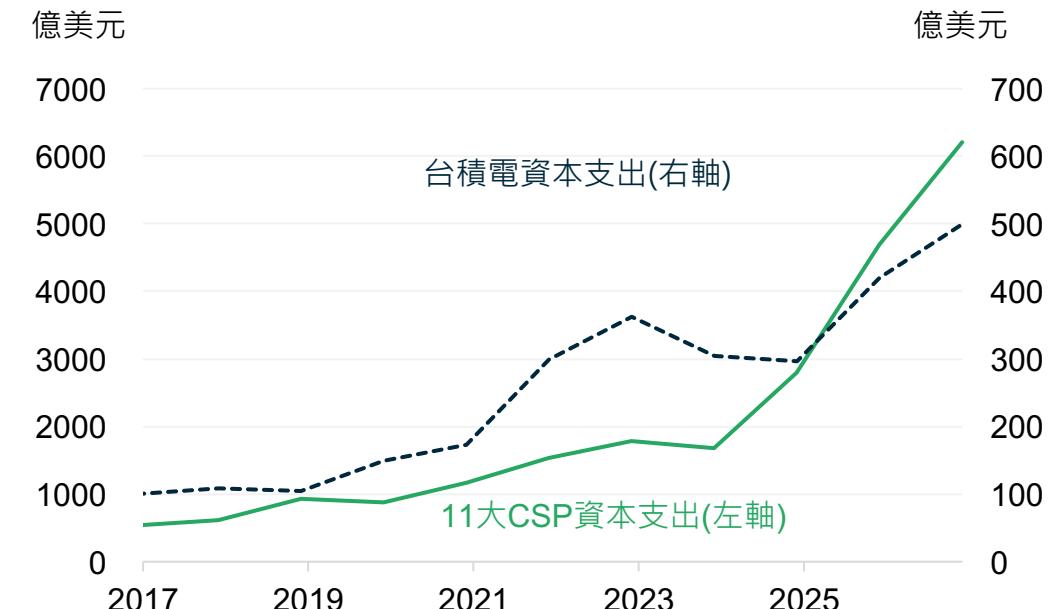
受惠於AI應用與基礎設施建設持續擴張，市場上修2025年全球半導體產值至7750億美元，年增率達25%。同時，2026年銷售規模可望進一步攀升至9750億美元，年增幅亦維持25%。成長動能主要來自邏輯晶片與記憶體需求大幅提升，其中邏輯晶片年增率上看37%，較先前預估提高8個百分點，記憶體年增率則達28%，皆由AI應用、計算需求與資料中心基礎設施持續擴張所帶動。

在此趨勢下，市場傳聞台積電資本支出上看450~500億美元，高於去年的400~420億美元，年增幅約10~22%，以因應雲端服務供應商今年約6000億美元的資本支出規模。整體而言，AI仍處於發展初期階段，半導體需求動能可望持續擴張，科技股仍是中長期布局的重要主軸。

AI需求強勁，全球半導體銷售大幅上修



台積電上修資本支出，因應CSP的資本支出



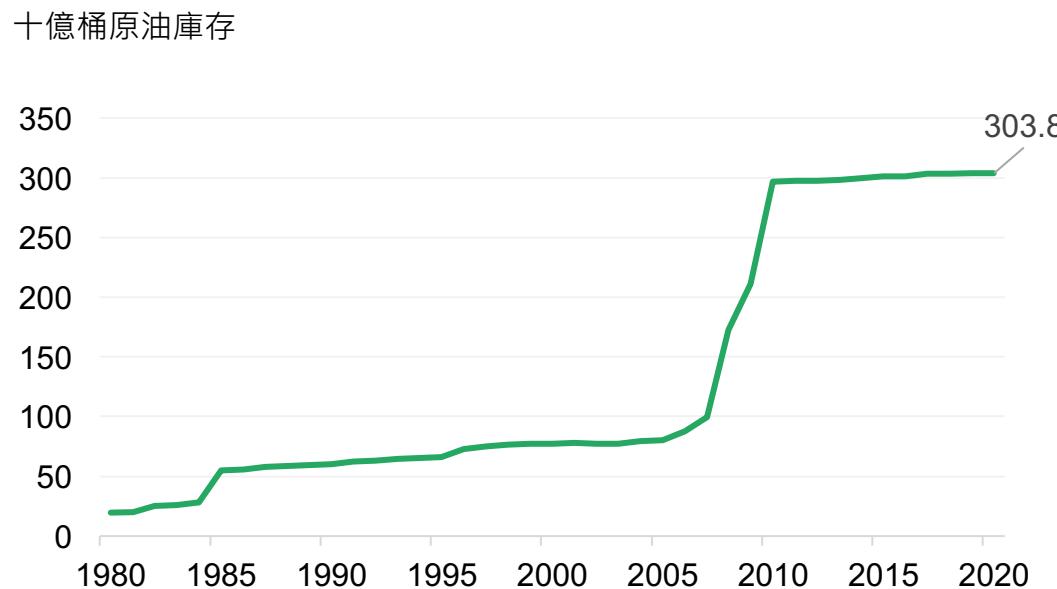
資料來源：Bloomberg預估。

資料來源：Bloomberg預估。

市場對委內瑞拉政局變化的反應，可能與過往預期相反。雖短期波動難免，但若美國扶植的過渡政府穩定，委內瑞拉具備全球最大石油儲備(約3030億桶)，因多年管理失序與基建崩壞，現產量僅占全球不足1%。若產能能逐步提升每日150–200萬桶，將顯著增加供給，對油價形成下行壓力，長期基本面偏弱，西德州原油、布蘭特原油易維持60美元/桶以下水位，此亦有助於美國達成通膨降溫期望，創造更多貨幣政策空間。

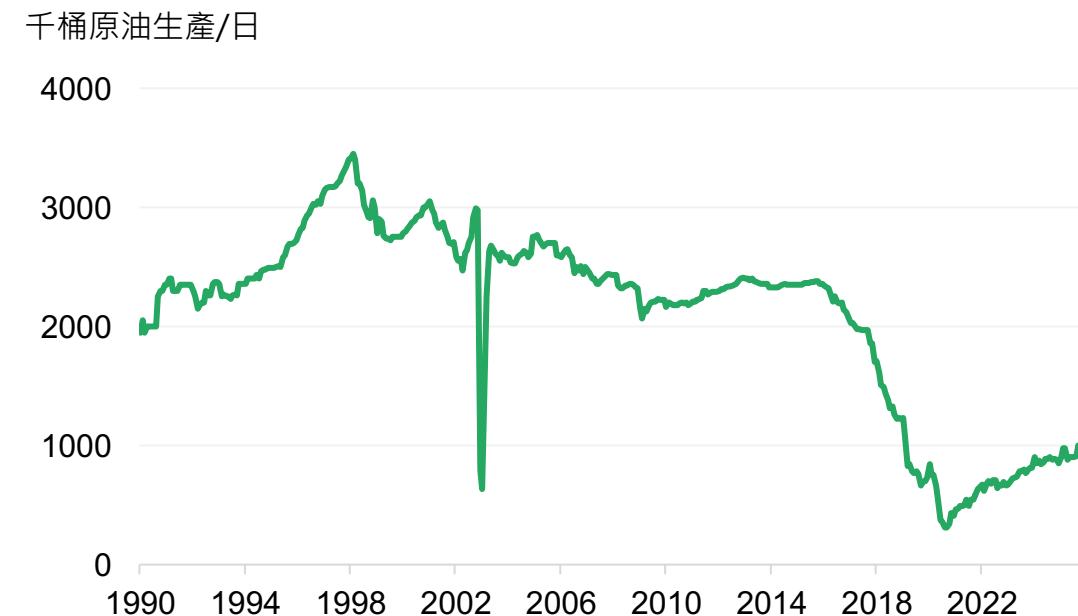
此次行動凸顯美國「能源霸權」邏輯：以地緣政治換取經濟利益，川普總統在突襲成功後、公開表示，將引入美國大型石油公司修復基礎設施，並掌控委內瑞拉資源。雪佛龍(Chevron)或成最大贏家，因其早已獲美國財政部豁免，目前仍持續在委國運營。若美企全面進駐，全球最大儲備將成美國能源戰略核心，壓低油價並強化「美國優先」政策，具提煉重油設備與技術之美企容易受惠。

潛藏庫存讓油價反應異於過往



資料來源：Bloomberg，統計截至2020年底。

委內瑞拉原油生產歷史變化



資料來源：Bloomberg, 2026/1/5。

川普宣步將投資委內瑞拉當地原油基礎建設以提升原油產量, 使原本就已疲弱的油價前景雪上加霜, WTI油價震盪後持續走弱。根據EIA預估, 2025年原油供需情形已轉為供過於求, 未來隨美國擴大投資委內瑞拉, 短期對原油供給影響有限, 但長期原油供給可能增加, 使油價長期承壓。此外, 川普亦宣布要將扣押的5000萬桶石油轉賣至美國, **將產生委內瑞拉原油從出口中國為主, 成為出口美國為主的結構性變化**。

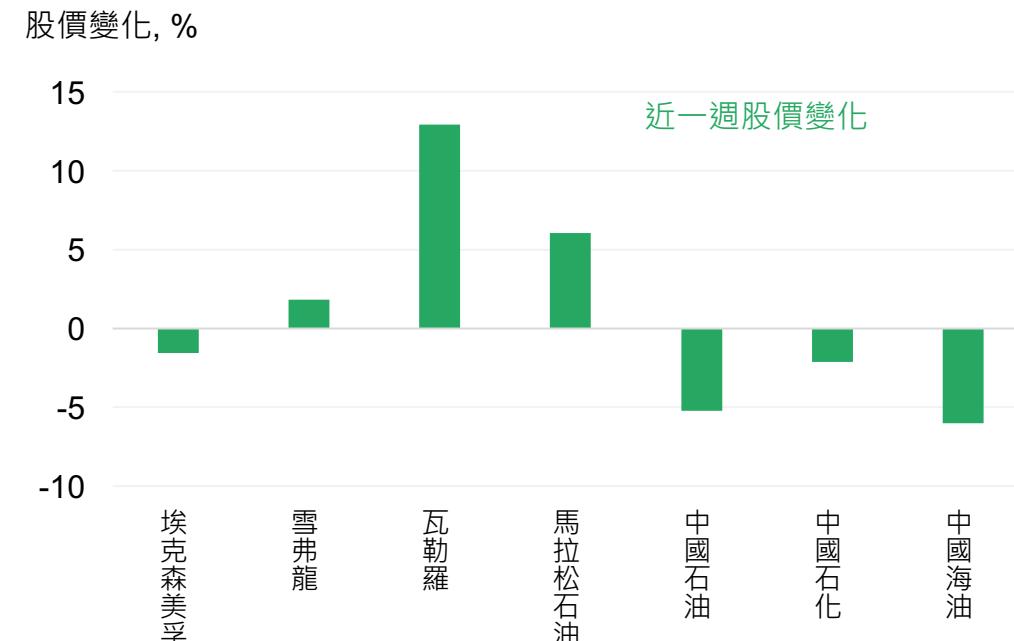
對中國能源股而言, 進口原油的不確定性增加, 且油價下跌將侵蝕企業獲利, 使中國主要能源股股價出現回落。另一方面, **美國能源股則有望因政策支持, 獲得開採設備投資補貼、擴大市佔率, 股價相對持穩**。其中, 美國煉油廠, 如瓦勒羅、馬拉松石油, 煉油成本有望隨油價走低下滑, 股價漲幅居前。

原油供過於求情形加劇, 但美國能源股不跌反漲



資料來源：Bloomberg。

油價走低, 但對美、中能源股影響分歧



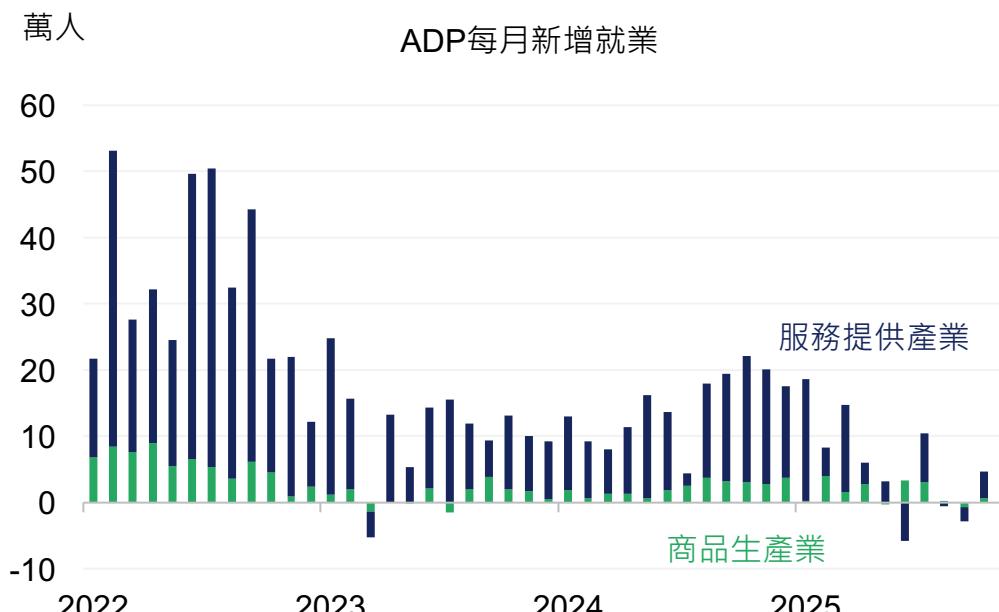
註：股價區間為2025/12/31~2026/1/7或1/8。

資料來源：Bloomberg。

12月ADP就業新增4.1萬人低於預期(5萬人)，不過相較前月-2.9萬改善。增長主要來自**服務業**：教育醫療+3.9萬人；休閒、餐飲+2.4萬人；貿易、運輸及公用事業+1.1萬人。相較之下，**商品生產業**合計-3000人，其中製造業-5000人為主要拖累。**數據反映在關稅影響下，美國服務業仍展現韌性，製造業因成本壓力而在人力配置上保守**。規模方面，本次大型企業僅新增2000人，中小型企業動能有所回暖。

利率走勢：隨歐、日債利率走升，美債亦受牽動，美國10年公債利率一度反彈至近4.2%。後續因12月ADP小幅低於預期、JOLTS職缺數下滑至714萬(預估764萬人)，帶動10年美債利率有所回落。惟需考量**Fed官員偏向短期審慎**：1) Kashkari指出政策利率已近中性，未來動向視經濟數據而定；2) Paulson認為目前政策略為緊縮，預計下半年通膨將往2%靠攏，暗示條件成熟前保持耐心。隨**Fed釋出「等待數據」訊號，市場降息預期維持觀望，使美債利率維持震盪**。

12月ADP就業回升，服務業改善、製造業仍疲



註：12月商品生產業-3,000人、服務提供產業+44,000人。

資料來源：Bloomberg。

降息預期觀望，料10年美債利率維持震盪



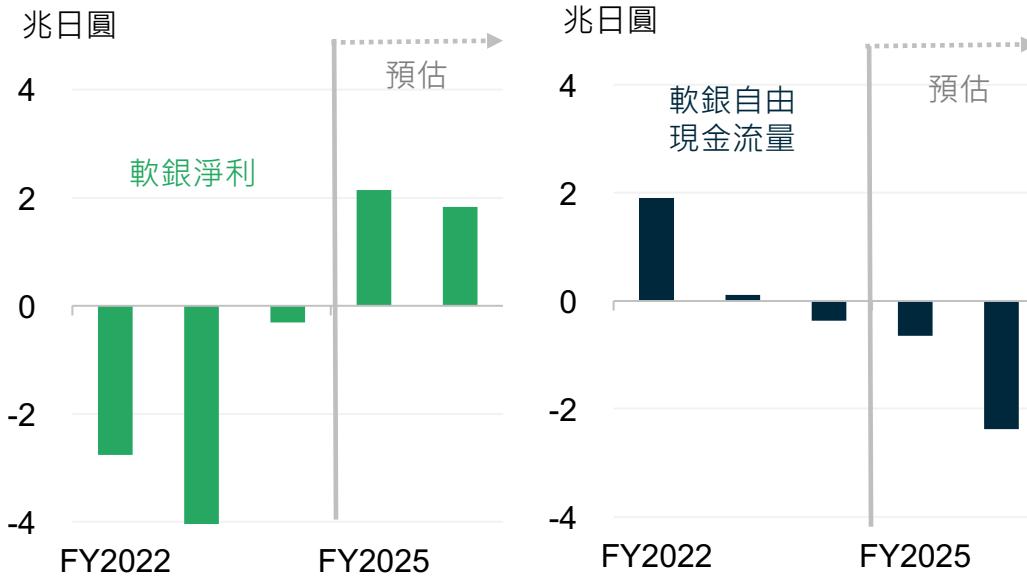
註：現階段利率期貨隱含2026年降息2.4碼。

資料來源：Bloomberg。

軟銀於2025年底完成對OpenAI追加出資225億美元，累計出資額達347億美元，成為出資比重約11%的OpenAI大股東。有別於愛德萬測試、東京威力科創或台積電等「賣鏟子」的公司，軟銀直接投資在大語言模型公司，甚至為籌措資金，軟銀於2025/10以58.3億美元出清持有的輝達股票。

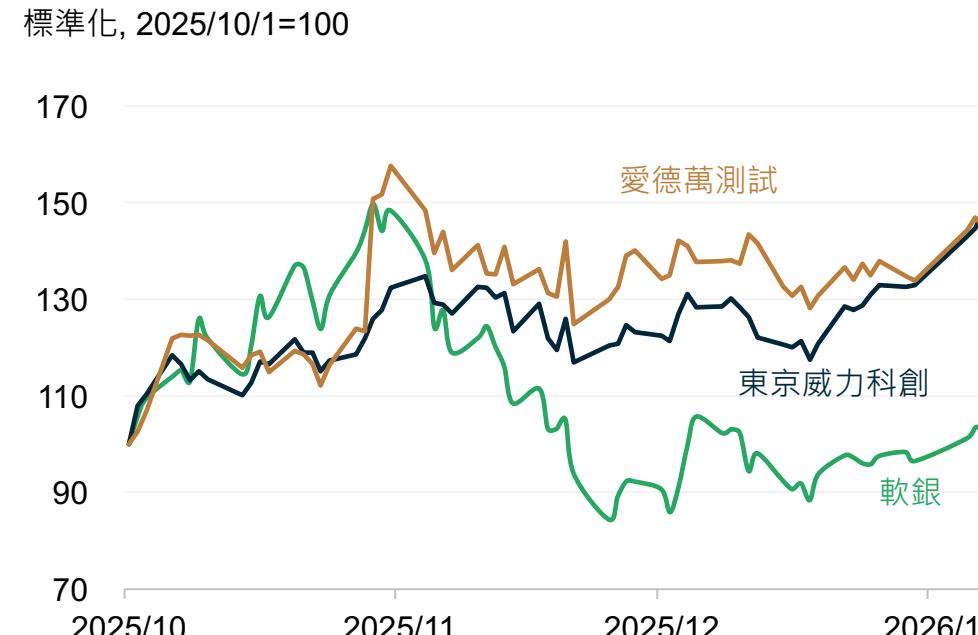
OpenAI大舉投資1.4兆美元在AI算力。透過向微軟、甲骨文採購雲端服務、與輝達、AMD策略結盟以確保晶片供應，更與博通合作自研晶片以建置自有算力。主要就是看到AI強勁的成長潛力，為確保能滿足客戶需求，並爭奪大語言模型的主導權。**軟銀做為OpenAI大股東，將受惠其成長趨勢，但投資初期回收有限，資金壓力卻不小，股價可能大幅震盪，可利用拉回時布局，由於AI成長趨勢不變，將帶動日股上漲空間。**

軟銀獲利改善，但為投資OpenAI現金需求大增



資料來源：Bloomberg預估。

日本AI相關股票近一季走勢



資料來源：Bloomberg。

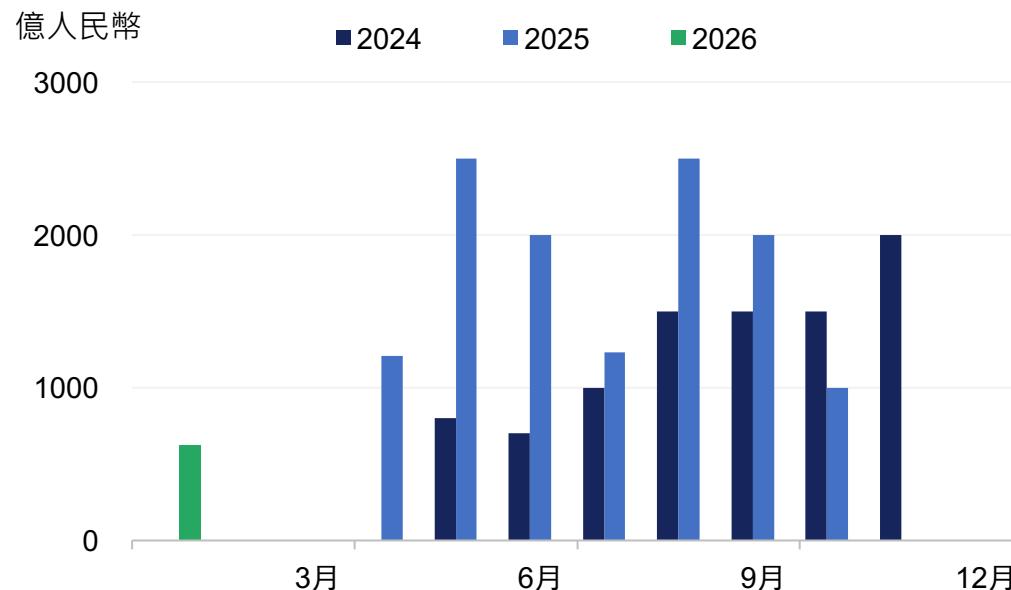
2026年中港股開紅盤，國際股市氣氛為首因。首先，全球**AI類股亮眼**，晶片股一馬當先，顯示市場對AI樂觀預期不減。這也讓中港股延續壁仞科技在香港IPO的火熱氣氛。而這股AI熱潮也連帶使市場預期線材需求大增，讓銅鋁等有色金屬價格連連走揚，並推升礦業類股。

其次，2025年12月下旬公布數據不佳，反而讓官方警惕，較過往兩年提早推出措施(向前發力)。發改委會等「向地方提前下達**2026年第一批625億元超長期特別國債支持消費品以舊換新**」，以期支持春節消費、開門紅，市場也因而期待兩會能宣布新發債水準能超過前兩年。惟須留意，官方雖提早步伐，但機制更嚴格，如**縮減補貼(3000億降至2500億)**、嚴打騙補等以優化資金分配，因此**對整體消費效果應是托底多過拉抬**。

此外，雖然美國近期對委國總統的逮捕行動，削弱對中國的能源供應，並間接影響中國對外影響力。不過，鑑於**川普預定4月將到北京進行國事訪問**，此前美中雙方應不易出現重大摩擦。

綜上，中港股延續偏多格局，但留意官方有加強監管以維持股市慢牛節奏，而產業走向與晶片國有化政策推動下，AI概念股仍是中港股較佳的標的。

超長期特別國債發行狀況



去年以來大盤走揚，但類股呈現K型走勢



近期台股續強，頻創歷史新高，新台幣卻表現溫吞，呈現股匯分化走勢，推測成因包含：

1) **外資動向**：即便台股創高，外資卻未見大幅加碼，去年12月更合計減碼603億，並淨匯出36億美元資金，成為拖累新台幣表現的一大主因。

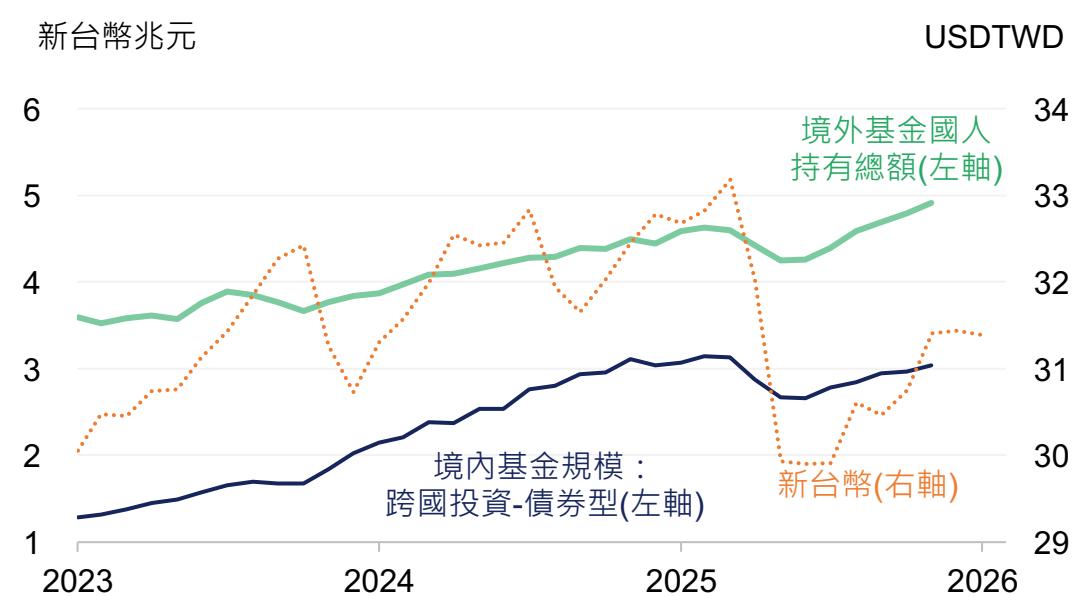
2) **國人對外投資需求**：5月後關稅疑慮降溫、疑美論消退，6至11月台灣境外基金持有總額、跨國投資債券型境內基金規模皆止跌回升，分別創下新高、逼近前高，反映美元利率持續偏高的背景下，**國人對外投資意願回升，資金外流布局連帶牽制新台幣動向**。

展望後市，外資是否持續逢高調節，動向較難掌握。因此，重點仍擺在美元利率的變化之上，短期內聯準會維持觀望立場，利率恐難出現較大幅度下移，將令新台幣延續現行走勢。

外資近月持續減碼台股同時匯出



境外基金、跨國投資境內基金之規模連月回升



資料來源：Bloomberg。

註：2022年起綠、藍線與橘線之相關係數為0.27、0.53。
資料來源：Bloomberg。

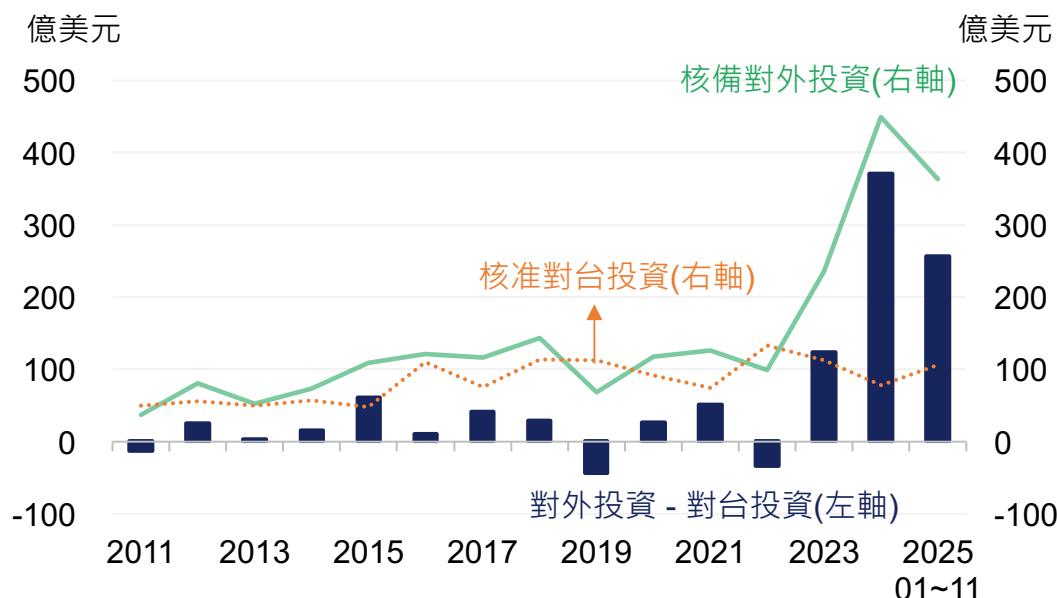
去年台灣出口動能強勁，貿易盈餘隨之大增85%，然而，龐大的外匯收入卻未如預期帶動新台幣升值，推測主因：

對外投資額大幅成長：隨ChatGPT於2022年末問世，AI晶片需求暴增，導致相關產品供不應求，與此同時，考量地緣風險、客戶需求等因素，台灣廠商自2023年起加大對外投資力道。去年前11月核備對外投資金額累計363億美元，雖低於去年同期水平，但顯著高於2018-2022年平均的111億。然而，外商對台投資金額基本持平。兩大因素影響下，導致**外匯(美元)需求大幅成長**。

企業結匯力道轉弱：在此背景下，即便企業因出口熱絡而賺取大量外匯收入，但賣匯(售出外匯，換取新台幣)比例卻連三年下滑，去年下半年更創下歷史新低，即反應企業保留外匯、用於海外投資的狀況。

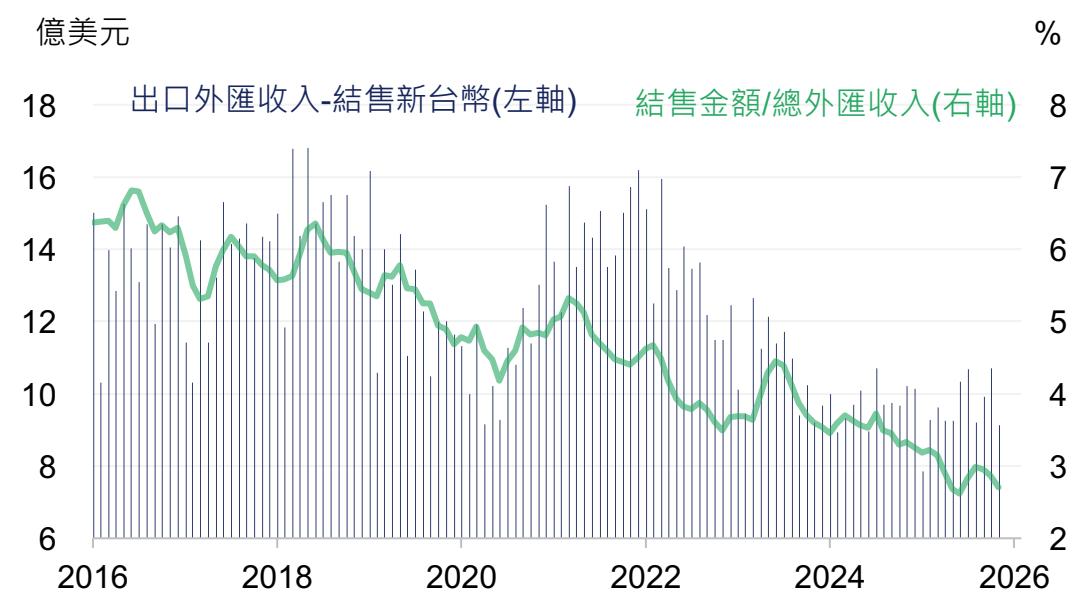
展望後市，考量AI需求依舊強勁，且美台貿易談判很可能要求台灣加大對美投資，意味著**上述趨勢恐難於短期內反轉，間接降低市場對於新台幣的需求**。影響所及，**若欲見到新台幣扭轉近期偏弱走勢，恐需等待聯準會降息預期再度回升、美債利率進一步走低，減少國人資金外流布局的需求**。

2023年起台灣對外投資金額大增，今年或延續此一趨勢



資料來源：經濟部投審會。

過去三年企業賣匯比重下滑，導致新台幣需求減弱



註：結售新台幣指企業將外匯收入售予銀行，換取新台幣。

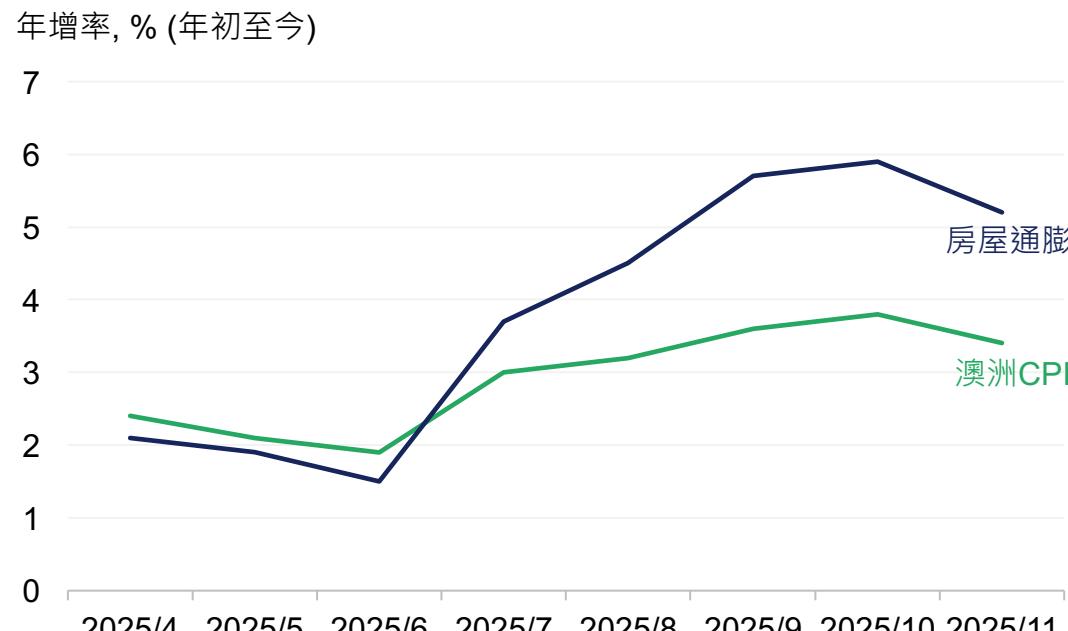
資料來源：CBC。

澳洲去年11月CPI年增率為3.4%，低於前月的3.8%，及市場預期的3.6%，但仍高於央行目標2-3%。同期間，截尾均值通膨年增率，自前月的3.3%，略微下滑至3.2%。其中，權重最大的房屋通膨，自5.9%下降至5.2%，扮演物價漲幅放緩的關鍵因子。

澳洲統計局自去年11月26日起，將衡量通膨指標，自季度CPI調整至月度CPI。同時，自2024年4月起，擴大每月搜集資料範圍（自50%增加至87%），雖造成該數據波動容易擴大，但有利於與主要國家接軌。

儘管澳洲最新公布的物價數據低於預期，但央行副總裁Hauser有關通膨超過3%仍然太高，希望能夠控制在2-3%區間的言論，期貨市場目前仍預期(1/7)，今年有機會升息1-2碼，考量聯準會政策寬鬆，仍為基本假設，提供澳幣兌美元升值動能。

澳洲通膨略見放緩跡象



澳洲年底前升息機率仍高

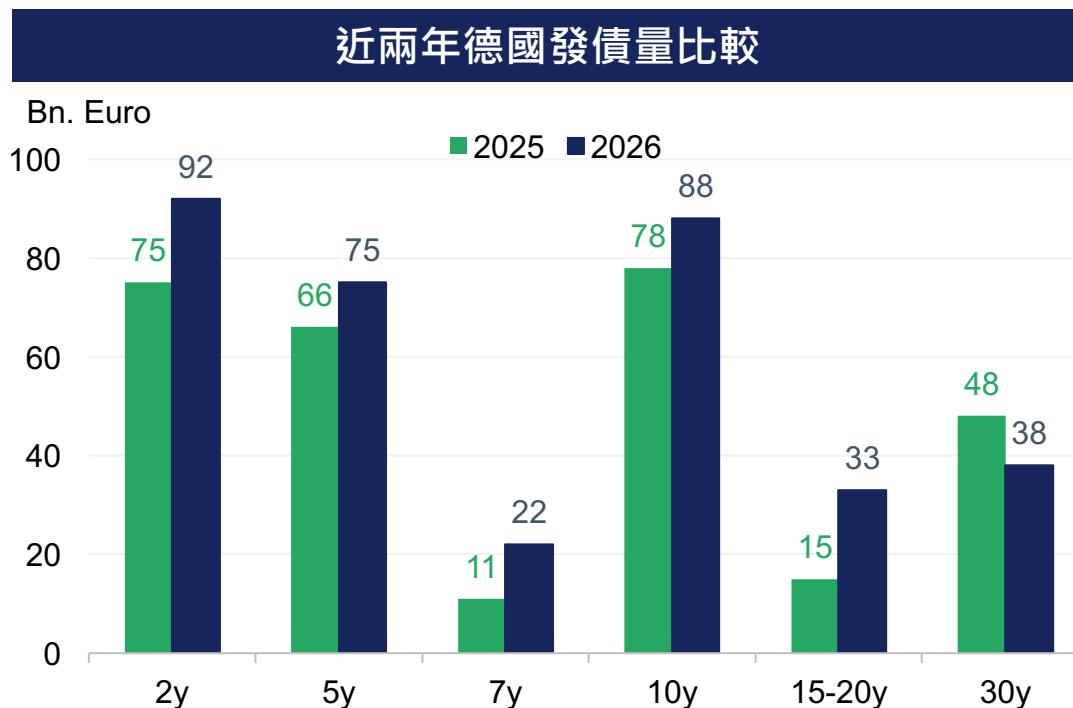


資料來源：Bloomberg。

資料來源：Bloomberg, 2026/1/7。

德國聯邦融資署近期公布2026年發債計畫，整體供給呈現「前高後低」的特徵，對殖利率曲線的潛在影響值得關注。根據官方預估，總籌資規模將達約4710億，較2025年顯著增加，總量上升難免推高期限溢酬，其中傳統債券拍賣約3480億(vs 2920)，短期工具bill亦擴大至1230億(vs 960)。結構方面，30年期供給占比下降，而7年與15–20年段顯著增加，平均存續期(WAM)為8.6年較一年的10.4略降。此外，今年首次引入20年期，旨在填補曲線空白並分散超長端壓力，供給壓力的改變且集中於長端「腹部」。

綜合而言，德國今年發債政策不僅擴大規模，更透過期限調整與工具多元化，強化靈活性與市場適應度，對投資人而言，策略重點在於捕捉曲線變化，區間呈現陡峭化趨勢，尾端樣態趨向平坦化的布局方式，成為歐元區利率交易的重要分水嶺。



資料來源：德國聯邦融資署DMO, 2026為預估值。

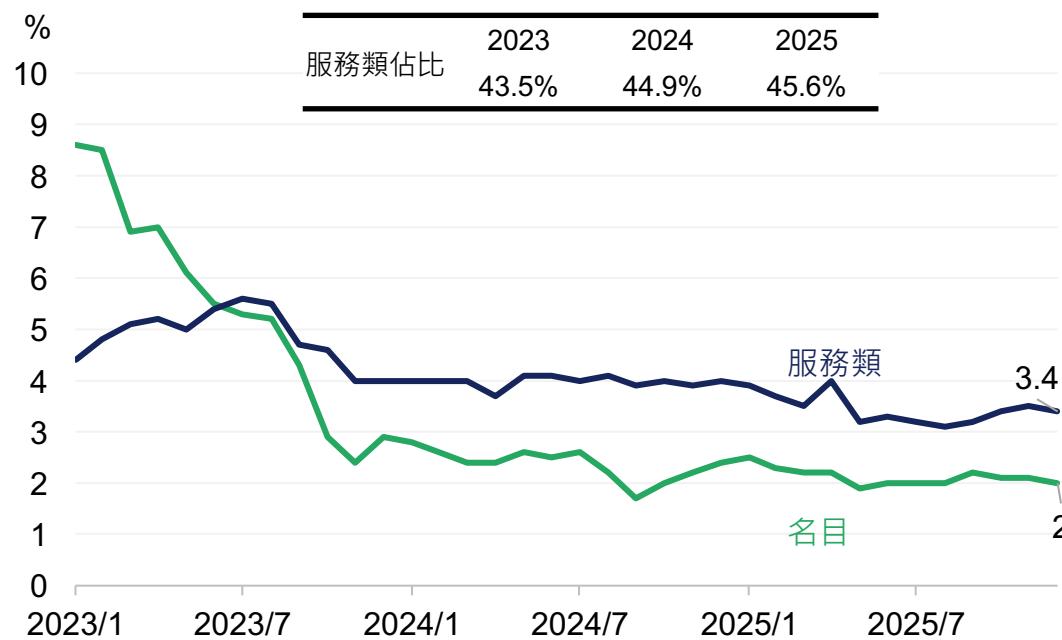


資料來源：Bloomberg。

區內通膨微溫，12月HICP降至2.0%，核心通膨2.3%，雙雙低於預期0.1%。服務業通膨仍係頑強的3.4%，貢獻當月物價達1.55百分點。這幾年來，服務類佔整體HICP比重續增，增添其僵固性，且 **2026年OIS利率交換市場顯示ECB寬鬆機率仍低，到今年6月前約莫80-90%維持利率不變**。

觀察過去一季、半年與一年資料，歐元兌美元走勢與兩年期歐美利差的相關性皆高於十年期利差，原因在於短端利差更直接反映市場對政策路徑的預期，對匯率影響即時且敏感；相對而言，十年期利差受中長期通膨與成長預期影響，傳導至匯率的相關性與強度均較弱。承前述，歐元區通膨與服務類價格壓力猶存，使ECB難以轉鴿。綜合判斷下，在短端利差擴大與通膨壓力猶存的背景下，短期內歐元相對美元具備更高吸引力。

歐元區名目物價與服務價格



資料來源：Bloomberg。

歐美利差與匯率關係(以近6個月為例)

歐	美	利差 變動
2Y 現在	2.10	3.46
2Y 6個月前	1.83	3.89
10Y 現在	2.84	4.17
10Y 6個月前	2.6	4.38

資料來源：Bloomberg。

相關性	2Y利差	10Y利差	EURUSD
2Y利差	1	0.85	0.483
10Y利差		1	0.358
EURUSD			1
Beta	2Y利差	10Y利差	EURUSD
2Y利差	1	0.842	2.75
10Y利差		1	2.059
EURUSD			1

12 日股休市 印度CPI	Monday	13 美國CPI 美國ADP就業報告 美國新屋銷售	Tuesday	14 中國進出口 美國PPI 美國成屋銷售	Wednesday	15 美國聯準會褐皮書 英國GDP月增率 德國GDP全年年增率 美國申請失業金人數 美國零售銷售	Thursday	16 馬來西亞GDP 美國工業生產指數	Friday
---------------------	--------	------------------------------------	---------	--------------------------------	-----------	---	----------	---------------------------	--------

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及記者媒體之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供之資訊可能有不一致或相抵觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。