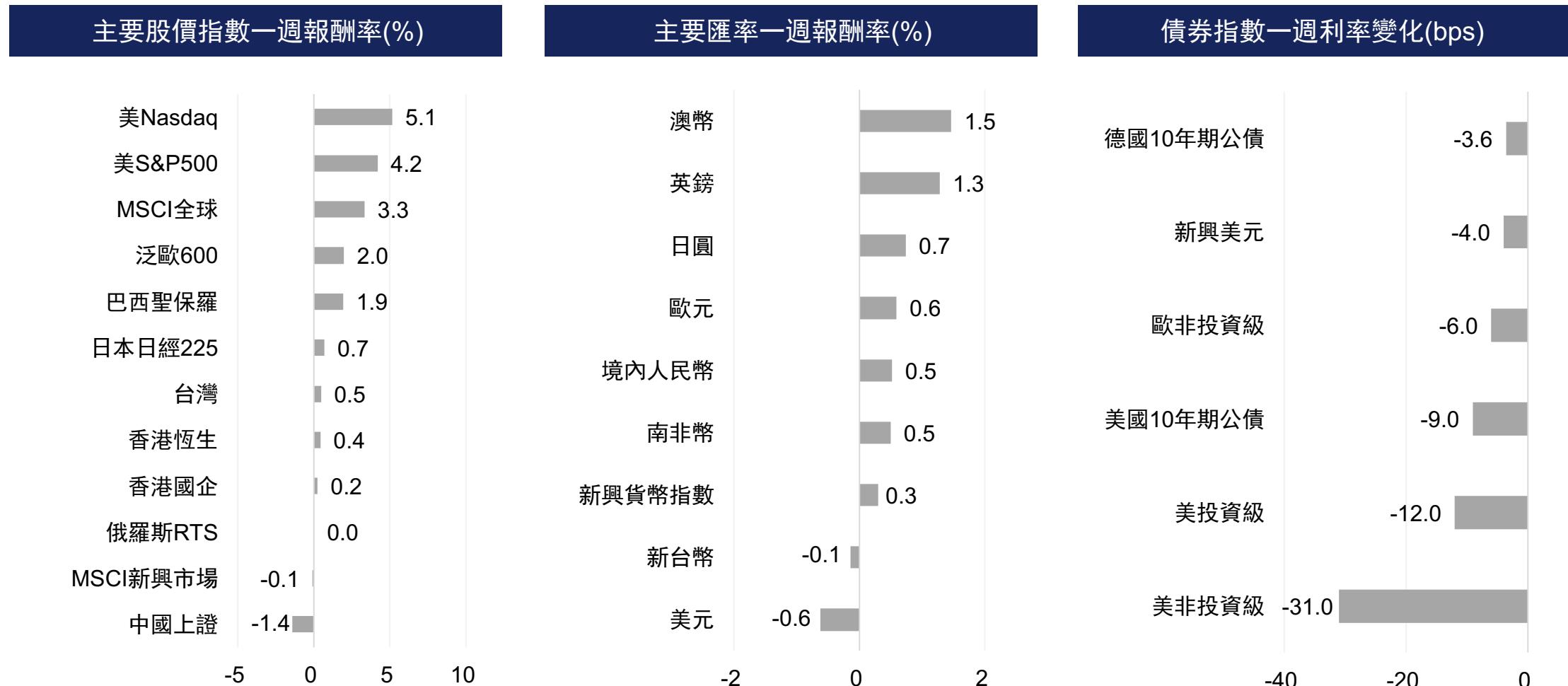




2025年11月28日

# 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：2025/11/20 – 2025/11/27。

資料來源：Bloomberg。

## 市場焦點

---

### 1. 市場焦點：

- **谷歌自研晶片崛起，挑戰輝達壟斷地位？**：市場擔憂谷歌TPU將侵蝕輝達壟斷地位，造成毛利率、估值下修，但AI晶片市場仍在高速成長，兩者將共存共榮，長期輝達仍是AI晶片龍頭，投資價值穩固。
- **就業市場疲弱、消費降溫，12月降息1碼機率大增**：ADP新增就業及消費者信心雙雙下滑，Fed褐皮書亦指出消費支出降溫，促使Fed朝12月降息1碼靠攏。
- **美元偏弱震盪，亞幣浮現止貶趨勢**：降息預期反彈，美債殖利率下滑，帶動美元震盪下行。日圓因口頭干預貶勢趨緩，新台幣轉為震盪，惟亞幣後續走勢視Fed降息動向而定。

### 2. 後續看點

- 經濟數據：ISM製造業(12/1)、ADP非農就業(12/3)。央行會議：印度央行(12/5)、FOMC(12/11)

## 策略思維

---

1. **股市-短線震盪加劇，長線多頭未變**：AI題材持續發酵，長期偏多趨勢未見轉向，股市反彈仍可布局，AI硬體相關題材仍是明年股市布局重心。
2. **債市-Fed緩降息方向不變**：Fed官員釋出鴿派言論，加上就業市場疲弱、消費支出整體下滑，12月降息預期重燃，帶動美債殖利率下滑。
3. **匯市-降息預期反彈，美元轉弱勢震盪**：Fed降息預期反彈，加上日本口頭干預後，日圓順勢止住貶勢，支撐美元區間震盪。

Meta傳出向Google洽談採購數十億美元的自研AI晶片TPU，引發市場對輝達AI壟斷地位的擔憂，擔心將侵蝕輝達毛利率、評價面下修。然而Google的TPU晶片專門用於特定AI工作，旨在降低AI模型推論成本，和輝達通用型GPU的應用場景及定位並不衝突，反而將形成雙軌並行的成長趨勢，有助AI應用發展加速與降低成本，更多AI硬體供應鏈可受惠。

雖然CSP擴大採用自研晶片將使輝達市佔率略為下滑，但AI算力供不應求，整體AI晶片需求仍在高速成長，預估至2030年市值將再度翻倍，輝達營收將隨市場擴大而增加，估值亦受獲利驅動上揚，輝達的技術護城河仍深，長期依然是AI晶片龍頭。隨AI應用日益發展，CSP可能朝AI硬體雙軌制轉型，投資人可擴大布局不同陣營的AI晶片相關個股，以把握AI題材輪動機會。

### AI晶片市場仍在成長，輝達與Google營收均可續揚



### Google TPU和輝達GPU比較

	輝達GPU	Google TPU
產品定位	通用型AI晶片	專用型AI晶片
靈活度	靈活性高，適合開發不同運算法及語言模型	功能單一，只能針對特定運算運作
耗能程度	較高，晶片功能與設計複雜，導致功耗較高	極低，去除所有不必要的架構，只保留特定功能
優點	不論AI模型架構如何變化，皆能支援運算、擁有CUDA護城河	成本低、省電，可大幅降低資料中心部署及運算成本
弱點	單價非常昂貴、功耗高	一旦AI模型架構升級，既有的TPU可能完全不能使用

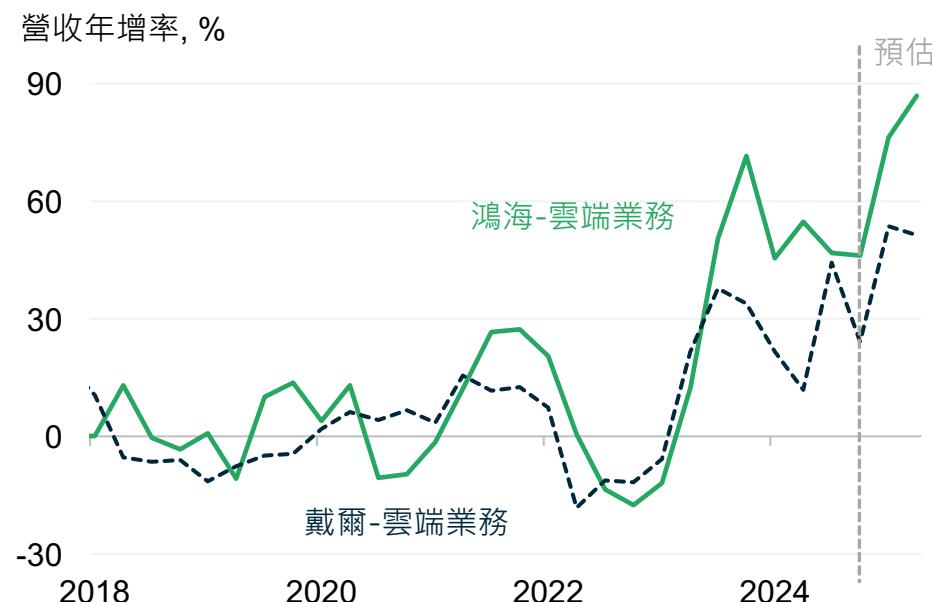
資料來源：MS預估。

資料來源：國泰世華銀行整理。

戴爾公布最新財報，第3季營收達270.1億美元，年增10.8%，其中，基礎架構解決方案部門（包含儲存、軟體及伺服器業務）營收為141.1億美元，年增24%，成為整體營收成長的主要動能，相較之下，個人解決方案部門（主要為個人電腦）僅小幅成長3%，至124.8億美元。展望第4季，在AI需求強勁帶動下，戴爾預期營收可望達310-320億美元，顯著高於市場預期的275億美元，並同步上修全年財測。同時，未完訂單規模仍大幅高於已實現訂單，顯示營收成長動能依舊強勁。

在供應鏈部分，鴻海作為AI伺服器代工龍頭，其雲端業務部門持續高速成長，目前營收占比已提升至41%，並連續2季超越手機等消費性代工部門，預期此一趨勢將延續。**整體而言，受惠於AI浪潮持續發酵，相關供應鏈仍具強勁營收成長動能。**

### AI驅動供應鏈出貨動能加速



資料來源：Bloomberg預估。

### 戴爾AI伺服器未完成訂單持續創高

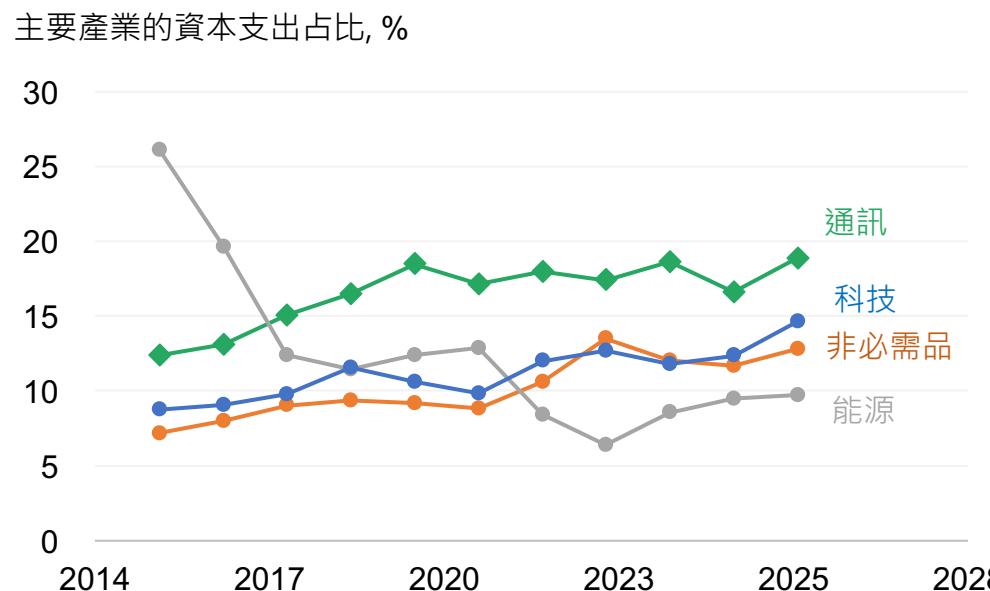


資料來源：Bloomberg預估。

OpenAI於2022年底推出ChatGPT以來, 生成式人工智慧(Generative AI)迅速成為全球科技與產業焦點, 這場技術革命加速科技巨頭在AI基礎設施上的資本支出擴張, 除科技業外, 汽車業的特斯拉(非必需品產業)也不落人後, 加大AI投資, 預期未來將持續推動全球資本支出成長, 並重塑企業競爭格局與創新模式。

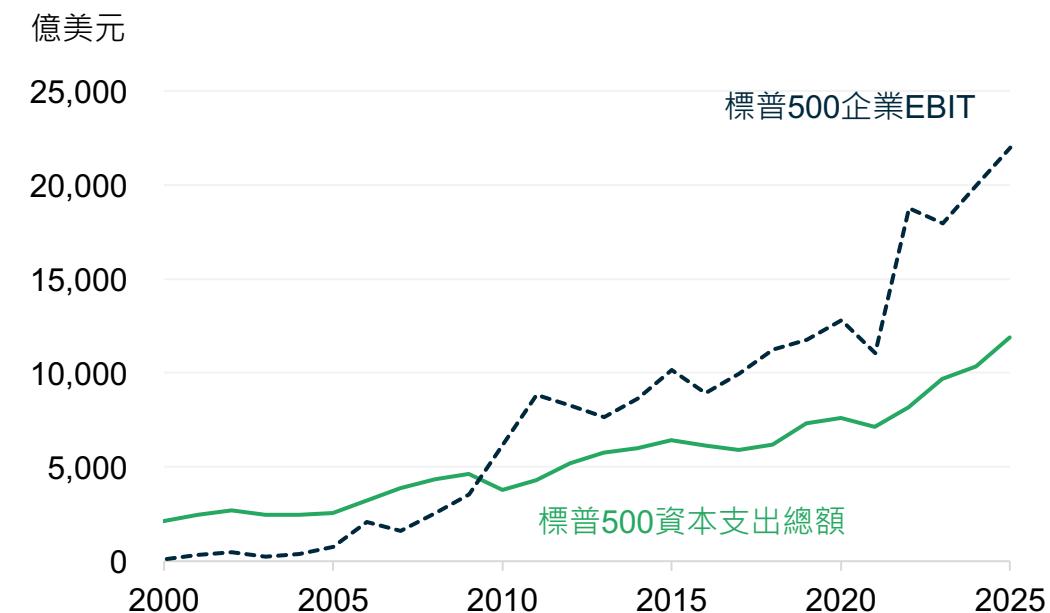
不過, 即使如此, 現在有別於2000年網路泡沫, 當時企業獲利疲弱, 商業模式尚未成熟, 以舉債支應資本支出, 風險累積迅速升高。然而, 本次AI投資週期中, 商業模式逐漸落地, 企業財務體質明顯改善, 2025年全球資本支出預估達1.2兆美元, 而企業獲利也已突破2兆美元, 因此, 不致重演2000年的網路泡沫。

### ChatGPT問世, 驅動科技、非必需品產業加大資本支出



資料來源：Bloomberg。

### 美國企業財務體質仍良好, 不致重演網路泡沫



資料來源：Bloomberg。

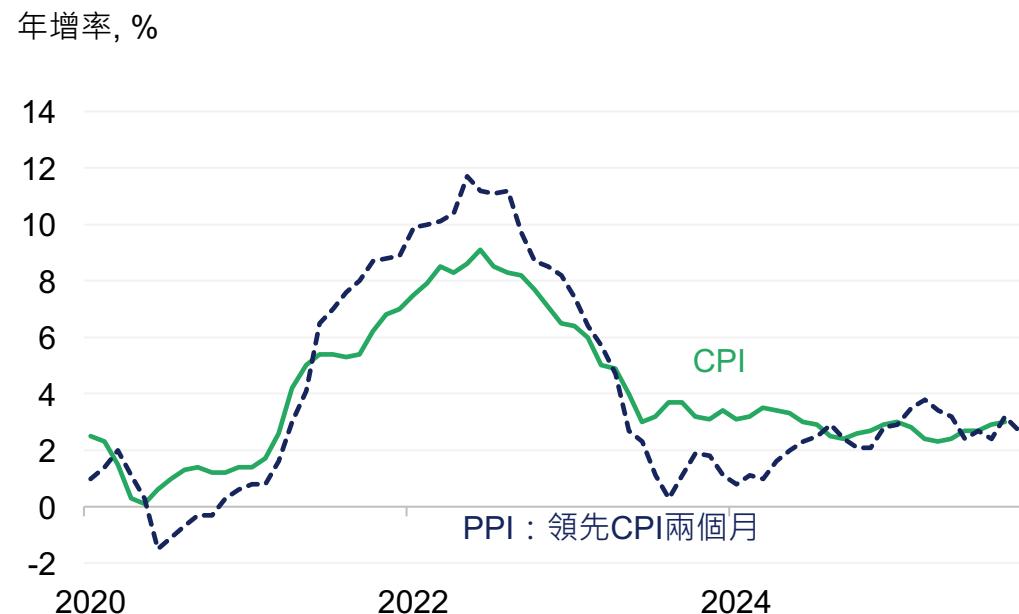
**通膨壓力仍存：9月PPI月增率上升至0.3%(前值-0.1%)**, 主要受**能源上漲3.5%**、**食品升高1.1%**帶動, 反應批發商品的價格壓力；服務價格則持平。但應留意, 加工產品的「中間需求」**月增維持偏高的0.4%**, 暗示上游供應商、中間商的成本壓力, 可能在未來數月傳導至下游, 乃至終端消費者。

**消費動能、信心同步降溫**：1)零售銷售月增率降至0.2%、核心零售銷售(扣除汽車、汽油)月增率0.1%, 反映Q3末支出動能減弱。2)受物價壓力影響, 密西根大學消費者信心已連續4個月下滑, 其中18~34歲的**年輕族群**跌幅最顯著。

而從**企業財報**亦可看出**消費分化**：沃爾瑪(Walmart)受惠電商爆發、**高收入**族群支撐, 帶動Q3營收增長6%至1795億美元。家得寶(Home Depot)卻警告, 大型裝修工程減少, 消費者傾向「小型修繕」購物活動暫緩, 反映耐用品需求下滑, 導致連續第三季EPS不如預期。

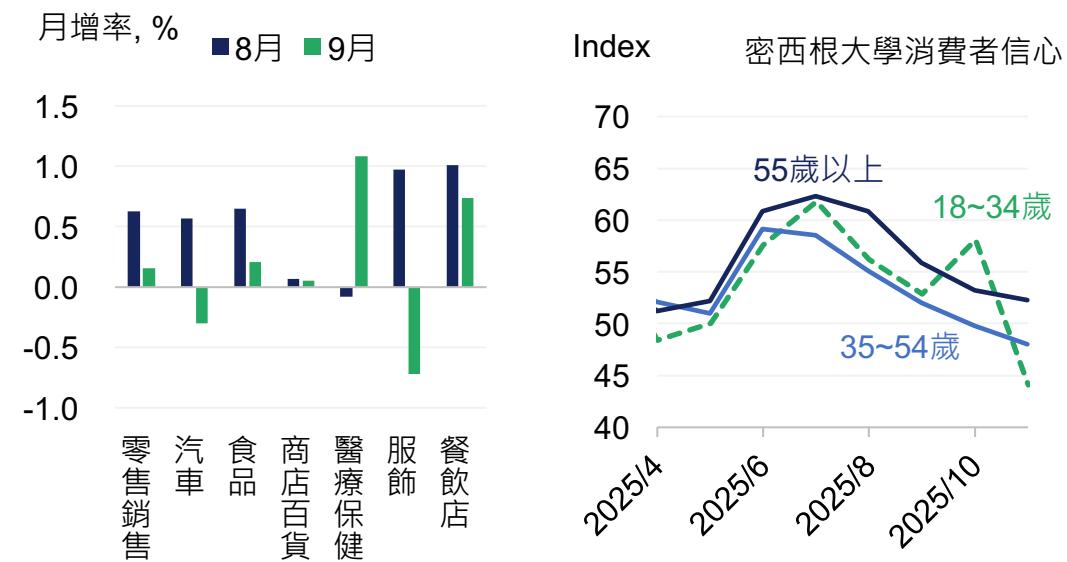
儘管高關稅導致消費者、生產者物價指數偏高, 引發**鷹派聲浪**興起；但關稅侵蝕消費信心、帶來潛在經濟放緩風險, 為**鴿派官員**的主張立場。

### 9月PPI增速偏高, 持續反應物價壓力



註：近5年PPI領先CPI 2個月相關係數為0.94。  
資料來源：Bloomberg。

### 零售銷售反映消費動能降溫, 年輕族群信心降溫顯著

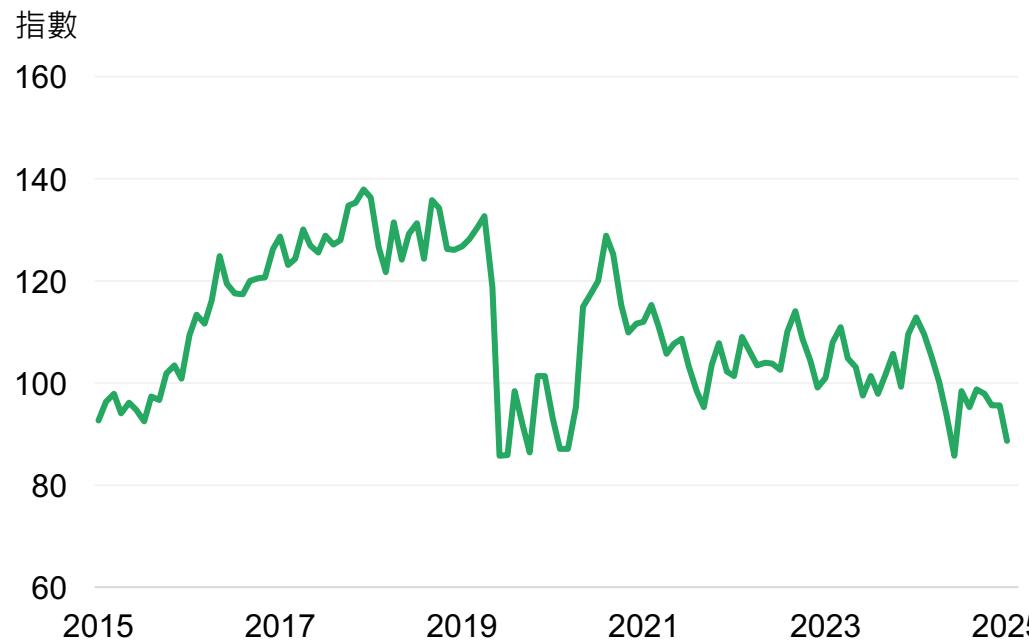


資料來源：Bloomberg。

11月經濟諮詢局消費者信心指數從前期的95.5降至88.7，低於預估的93.3，反映企業減少招聘、求職難度增加，讓消費者對經濟現況及未來預期信心下滑，進一步降低消費支出意願。ADP的最新就業報告亦呼應就業市場降溫的情形，至11/7的4週平均新增就業減少1.35萬人，前一週的數據也從減少2500人，擴大下修至減少7500人，反映就業市場在9月短暫的反彈後，10月下旬再度陷入疲弱。

低招聘與消費者信心轉弱，反映勞動市場持續降溫將侵蝕消費動能，增加經濟下行的風險。儘管通膨尚未完全回落，但考量就業與消費支出雙雙放緩，加上紐約Fed總裁Williams表示「近期仍有降息空間」的鴿派訊號，為了預防勞動市場疲弱、經濟過度下滑，研判12月Fed將降息1碼。

### 11月消費者信心指數低於預期，整體消費支出放緩



資料來源：Bloomberg。

### 就業市場緩步降溫



資料來源：Bloomberg。

自11月中旬開始，鷹派聲浪一度澆滅降息預期。然而，紐約Fed總裁Williams表示「近期仍有降息空間」，再加上主席熱門人選Waller支持「**12月降息，1月後逐次觀察**」。欲支持12月降息並非毫無依據，最新褐皮書(Beige Book)指出「**近一半地區就業需求減弱，中低端消費受更大衝擊**」，在勞動、支出雙雙走弱的情勢下，仍提供聯準會於年底採取行動的理由。

**近期數據已具延遲性，加上部份官員對12月的立場分歧，難免造成短期債市波動**。中長期而言，隨著就業趨勢降溫、消費力持續受高物價衝擊；未來聯準會的寬鬆方向仍不變，研判明年通膨走勢降溫後，將為進一步支撐持續降息的理由，屆時美債利率的下行趨勢才將更為顯著。

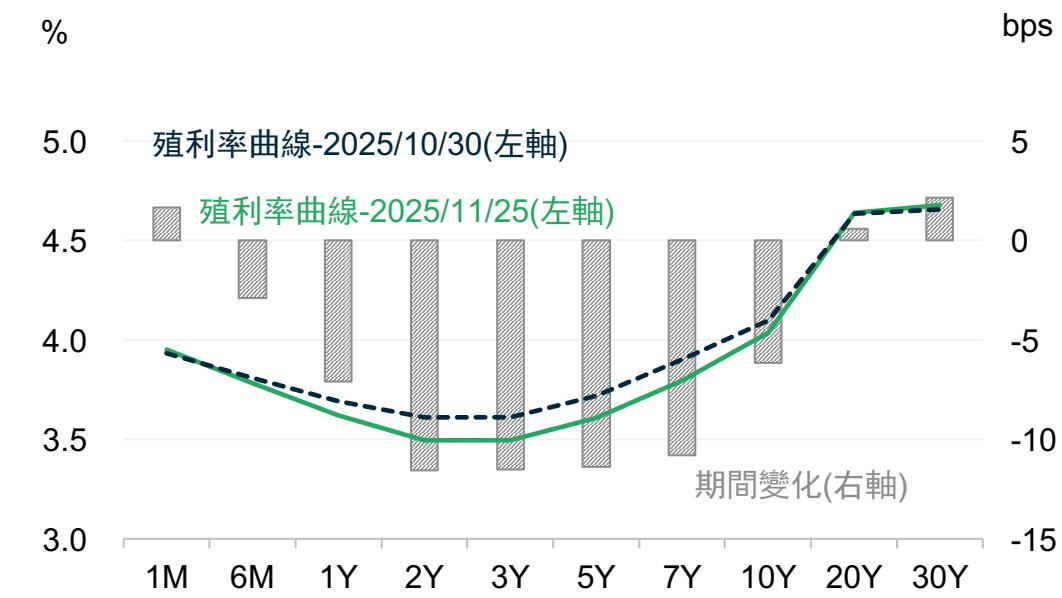
**利率曲線陡峭**：前次FOMC會議後，美債殖利率溫和下滑，長短利差(10Y-2Y)近一個月擴大(54bps)，反映市場認為貨幣政策將持續偏鬆，但同時也預期美國「軟著陸」、以及債務攀升的擔憂，導致長率下滑緩慢。**天期方面**，儘管短率滑落幅度大，但中長天期利率能提供較穩定的現金流。

### 降息預期反轉，10年美債利率回落



資料來源：Bloomberg。

### 10月FOMC至今，殖利率曲線更趨陡峭



註：期間10Y-2Y利差由48bps上升至54bps。  
資料來源：Bloomberg。

阿里巴巴財報不盡理想，呈現「AI大超車、電商踩剎車」。雲業務在AI帶動下(在阿里雲上做二次開發或訓練專屬模型)營收持續增長，成為市場焦點；反觀佔過半營收的電商業務(如淘天集團)，包含客戶管理收入(CMR, 廣告費與傭金)則年增速趨緩，且首席財務官徐宏表示「由於基數效應明年上半年還會更慢」，顯示電商產業壓力仍大，也凸顯現階段處於營收動能轉換的尷尬點：AI業務還不足以扛起整個估值，傳統電商卻因價格戰、即時零售補貼而利潤崩塌(源於對美團、京東的「外賣大戰」反擊)。財報公布後，阿里ADR也因而小幅收低。

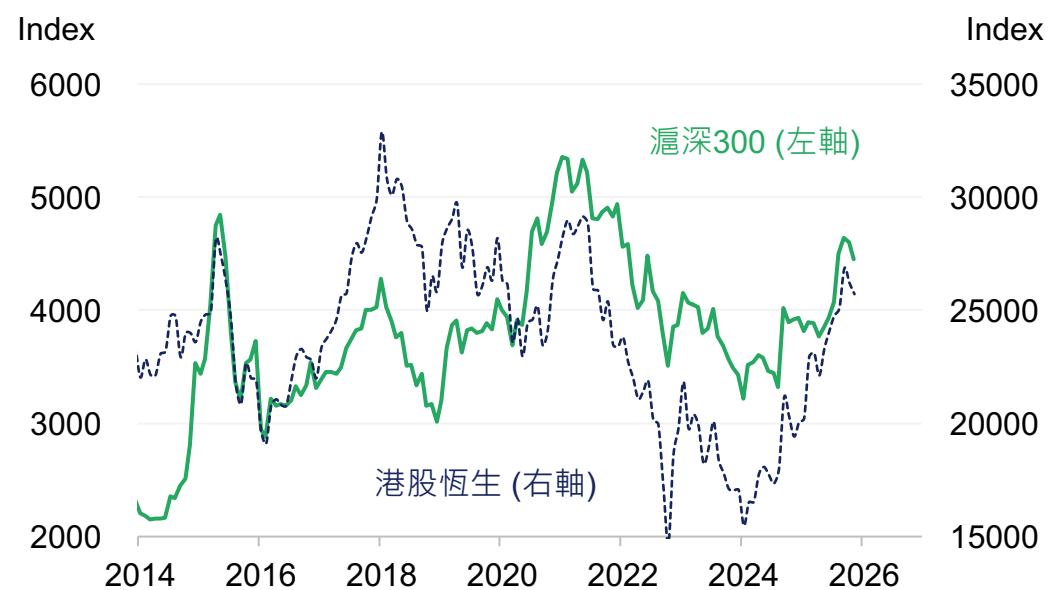
另一方面，近期傳出美國商務部考慮放行NVIDIA H200 GPU對中國大陸的出口管制，市場解讀，這意味美國對中國AI算力封鎖出現鬆動，原本因管制而受惠的中芯國際、華虹等晶片股瞬間成為「受害者」，並對大盤形成拖累。不過，這並不表示「國產替代」的敘事已然失敗；相反的，在十五五規劃下，強調科技自主，提升晶片自製率仍為長期政策，雖然短期因晶片股評價較高，容易出現震盪狀況，但並不影響官方政策對其挹注。

短線而言，先前急漲下使得投機氣氛濃烈，籌碼面過於凌亂，大盤需時間整理；長線而言，AI趨勢、官方支持，仍是中港科技股的支撐。

### 阿里巴巴財報不盡理想，但雲業務營收亮眼



### 中港股大盤隨國際股市氣氛轉向震盪



由美國起草的28點烏俄和平協議進入最後談判，包括領土、賠償及重建問題，烏俄雙方都需進行妥協，若雙方達成共識，持續3年多的烏俄戰爭有望畫上句點。對於烏克蘭重建概念股將是正面利多，對工業、銀行、歐洲消費類股也有助益，此前因歐洲計劃大幅提升軍備的國防軍工股則遭逢賣壓。

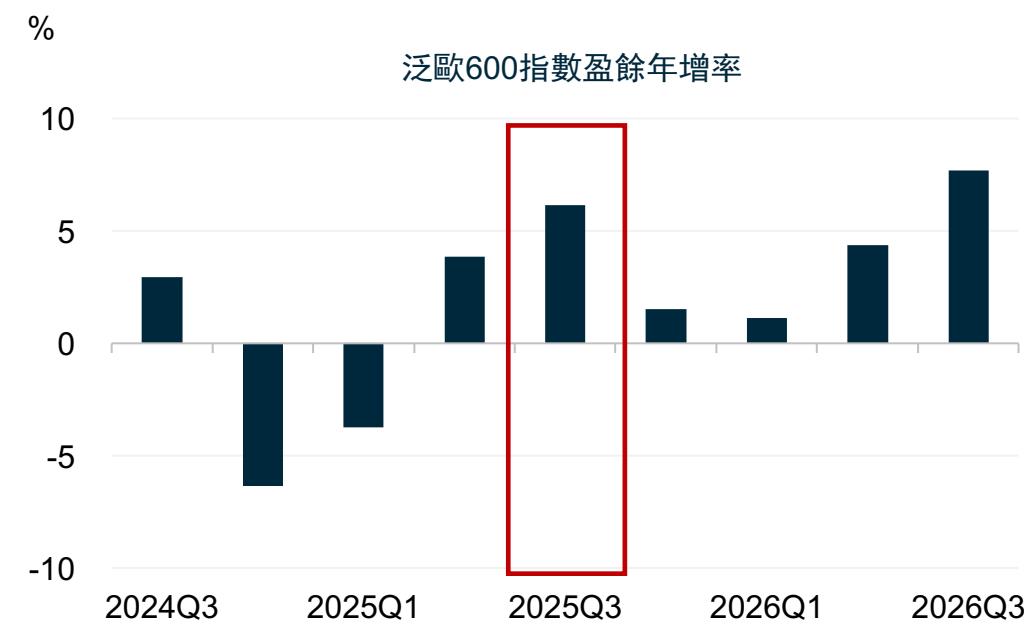
短期歐股雖出現消息面主導的風格轉換，不過北約大幅擴充國防支出的計劃應不致受到影響，相關族群仍有望長期受惠。**Q3財報中，泛歐600企業獲利年增6.1%，創近5季來新高，主要也是工業、科技及金融類股帶動，在區域重拾和平及重建需求帶動下，歐股2026年獲利仍有望逐季成長，對股市而言形成下檔支撐。**

## 烏俄和談在望，歐股風格轉換



資料來源：高盛, 瑞銀, Bloomberg。

## Q3財報表現佳，2026年仍有成長空間



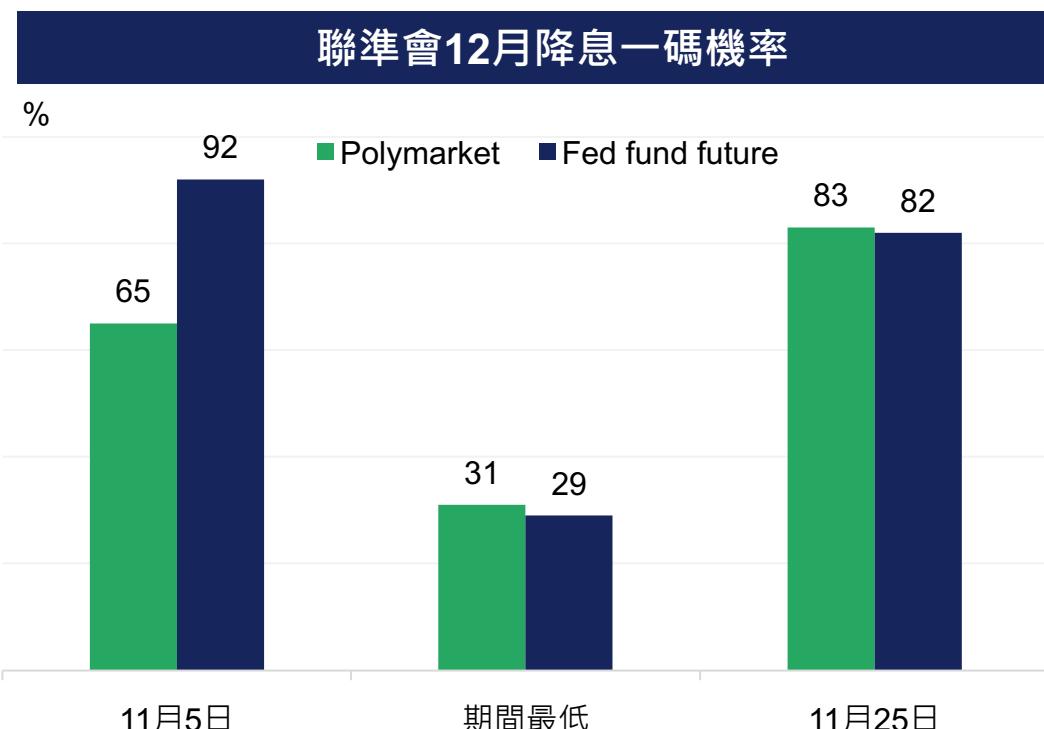
註：季度資料。

資料來源：Bloomberg預估。

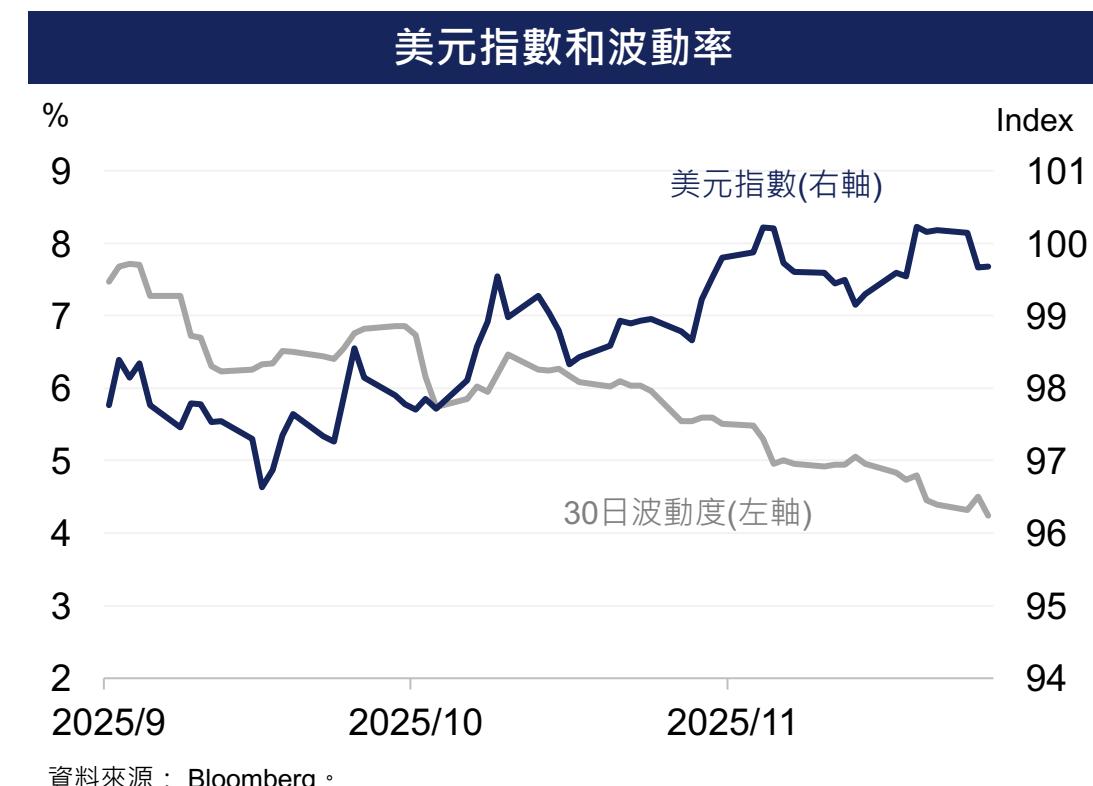
Fed 官員在近期「鷹與鴿」間反覆切換：偏鷹者如 Kashkari 與 Musalem 強調通膨仍具韌性，降息時機未到；而 Waller 與 Williams 則釋放鴿派信號，支持年底前有降息空間。政策指引分歧，導致市場降息預期頻繁大幅波動，連帶加劇美元的短期震盪。

此外，美國零售銷售與生產者物價指數放緩，加上消費者信心轉弱，對比德國 IFO 商業景氣指數 11 月降至 88.1，低於預期，也暴露企業信心持續疲弱，難兄難弟交互影響，在各自基本面壓力與政策不確定交織下抵銷；反倒是日本央行釋出可能升息的政策訊號，推動日圓短線反彈，以及英國財政紀律被市場正面解讀，前述加總的混合力道，整體略壓低了美元指數位階。

然觀察百元關卡來回穿透且波動率逐步下降，顯示決定性的趨勢尚未出現。中期來看，美國經濟數據公布時程飄渺不定，以及步入會議前緘默期下，這波整理態勢或將持續至 12 月上旬。



資料來源：Bloomberg, Polymarket。



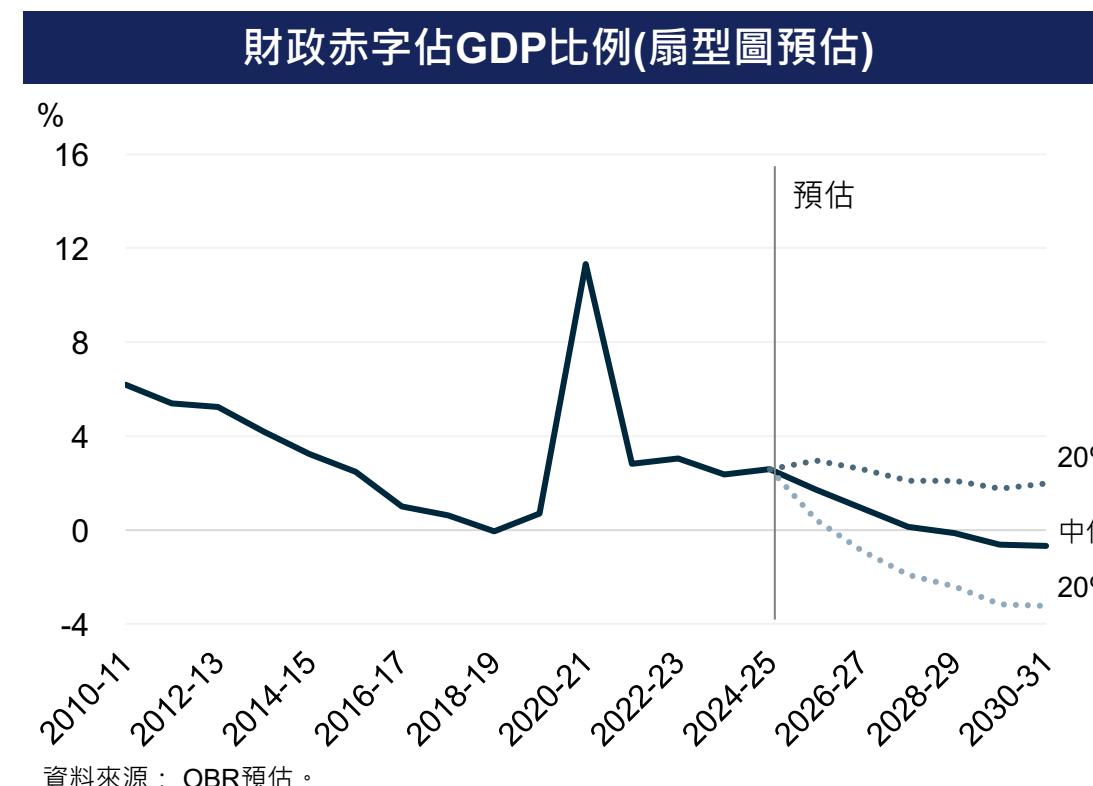
資料來源：Bloomberg。

工黨大增稅，這些措施涵蓋了個人所得稅、國民保險、投資收益稅、企業稅、環保及交通相關稅收等多個方面。部分措施如凍結稅率門檻和對薪資犧牲退休金供款徵稅，屬於結構性調整，將長期影響稅收基礎。其他措施則針對特定領域，如電動車里程稅和賭博稅改革，反映政府對新興經濟活動和社會問題的回應。屆時2029-30財政年度，政策預計將增加約260億英鎊的稅收收入。其中，個人稅務變動就佔了149億，恐對內需形成排擠壓力。

但隨著財政部在秋季預算中提振財政穩定，市場對公共赤字改善抱有期待。即使政策執行度存疑，短期市場對這些多元措施，填補預算缺口和縮減政府借款舉措仍報以正面態度視之，長天期英債利率下滑和英鎊皆小幅走揚。緩和了過去一段時間市場對財政政策缺乏方向的擔憂。

英國稅率級距			
稅率級距	應稅收入 凍結延長3年	稅率	儲蓄、股息租金 稅率
個人免稅額	首 12,570	0%	~
基本稅率	12,571 至 50,270	20%	20→22%
較高稅率	50,271 至 125,140	40%	40→42%
額外稅率	超過 125,140	45%	45%

資料來源：OBR。

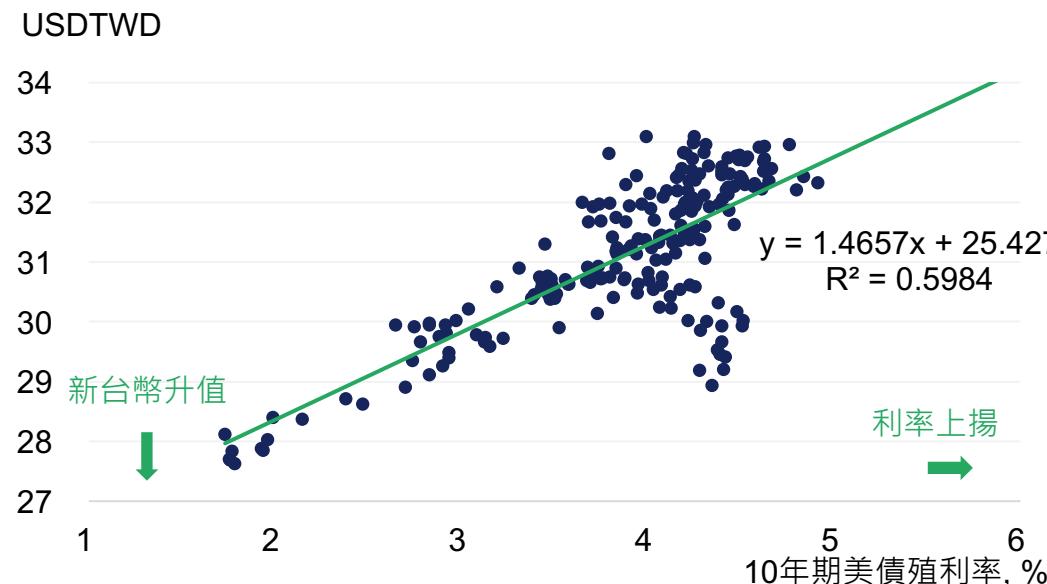


近期新台幣走勢續弱，一度貶至5月以來新低31.4，展望後市，關鍵仍在於：

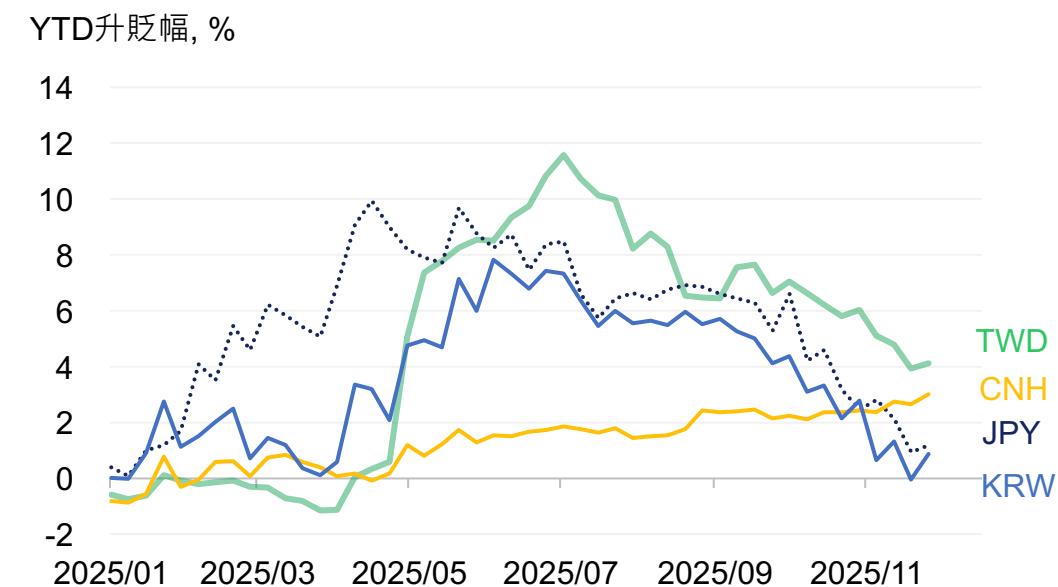
- 1) **美元利率動向**：10月FOMC會議過後，部分聯準會官員立場轉趨觀望，導致降息路徑不確定性提高、美元雙率則一度反彈。後續待12月會議落幕、美國缺失的經濟數據陸續公布，貨幣政策可望再度趨於明朗，且預期降息方向不變，將有助緩和亞幣、新台幣續貶壓力。
- 2) **亞幣動向**：日本財務大臣再度針對日圓貶勢採取口頭干預，並稱進場干預將是選項之一，穩定匯率的立場較此前更加強硬，可望緩和日圓貶值步伐；人行持續調升中間價，引導人民幣升值，創高波段新高7.08；韓國財政部與央行陸續發出口頭干預，並與韓國國民年金公團(NPS, 全球第三大退休金)組成工作組，增添進場干預可能性，有助引導韓元貶勢趨緩。主要競爭對手貨幣貶勢若趨穩，將是新台幣止貶的正向因子。

整體而言，上述**利多因子應該有助新台幣貶勢趨緩、轉為區間震盪**。至於未來回升空間，則需留意明年聯準會降息步伐。

### 12月降息預期再起，美10Y利率自4.15%降至4.0%



### 主要亞幣出現止貶跡象，有助穩定新台幣貶勢

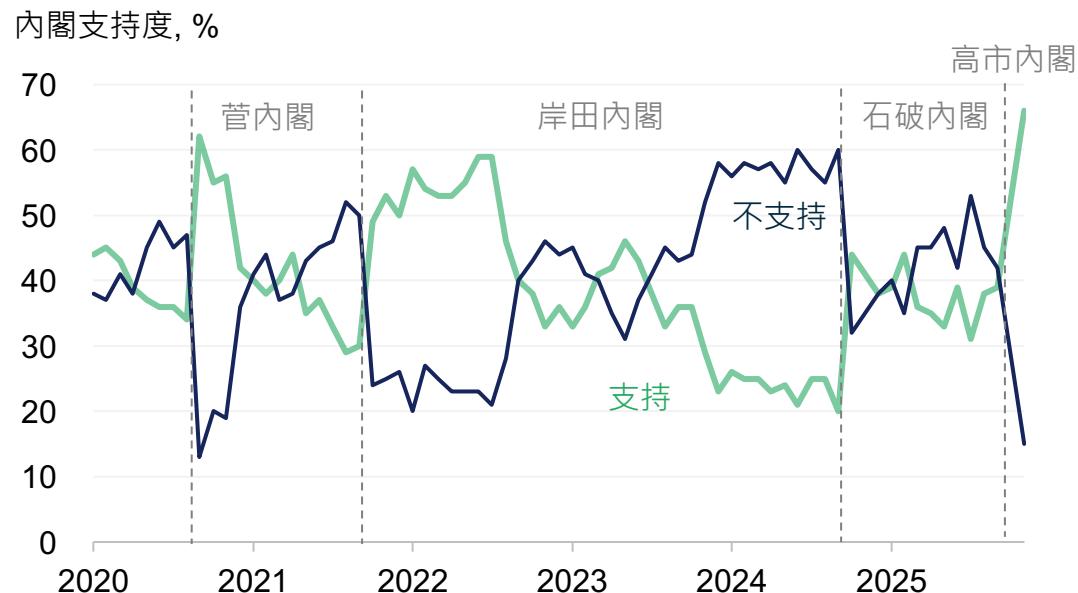


近期日圓走勢仍弱，徘徊於1月中以來新低。展望後市，觀察重點擺在：

- (1) **美元利率**：聯準會12月降息預期回升，且考量美國勞動市場下行風險猶存，明年降息方向料不會改變，有助引導美元利率緩降。
- (2) **BOJ政策動向**：考量新政府偏好寬鬆政策、日中衝突升溫增添景氣不確定性，預料12月會議BOJ將再度按兵不動。然而，考量薪資與通膨逐漸形成正向循環，預料明年BOJ貨幣政策正常化的方向不變，但在政治壓力背景下，後續重啟升息的時點、力道，仍具較大不確定性。
- (3) **高市政策**：考量高市內閣獲得民眾廣泛支持，增添執政黨與在野黨的談判籌碼，用以支持21.3兆日圓刺激方案的補充預算將有望通過，意味著市場對於財政與貨幣政策同步寬鬆的預期將難於短期內消除，甚至存在進一步發酵的可能，將是日圓、日債的不利因子。

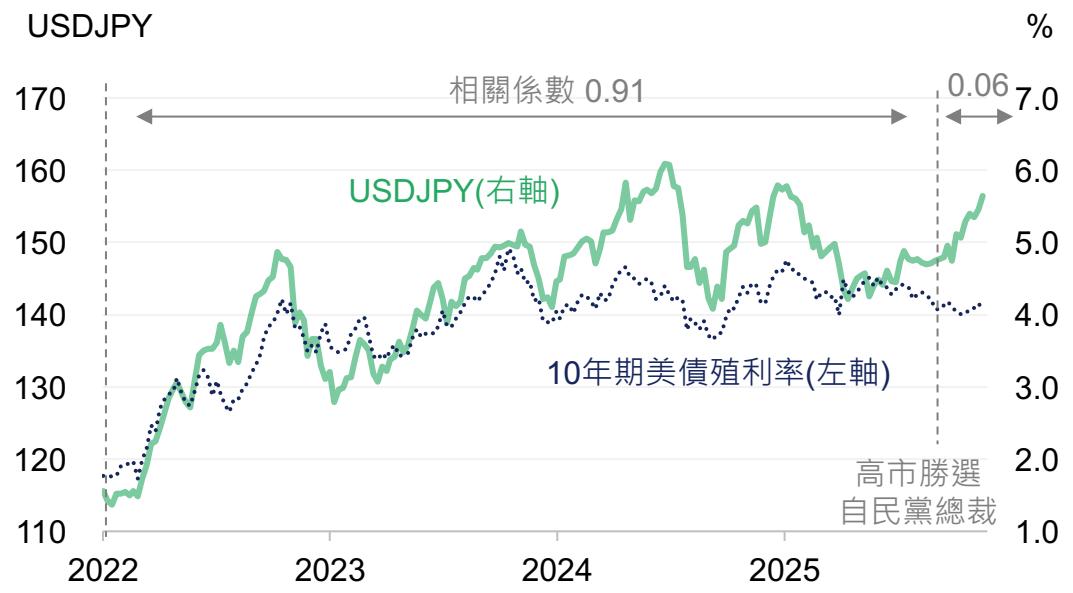
綜上所述，**美元利率下滑，可望緩和日圓續貶壓力，但在國內政策疑慮猶存的背景下，將令前述因子提振效果減弱**。

### 高市內閣支持度創下2013年來新高，有利政策推動



資料來源：NHK。

### 日圓與美元利率相關性下降，恐需待高市調整施壓立場

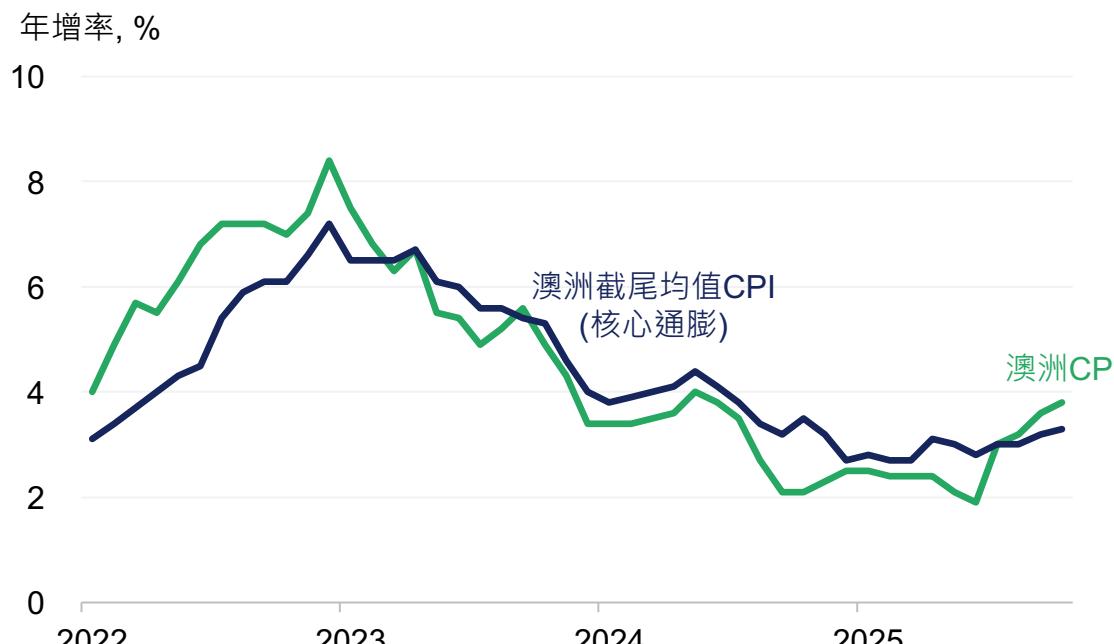


資料來源：Bloomberg。

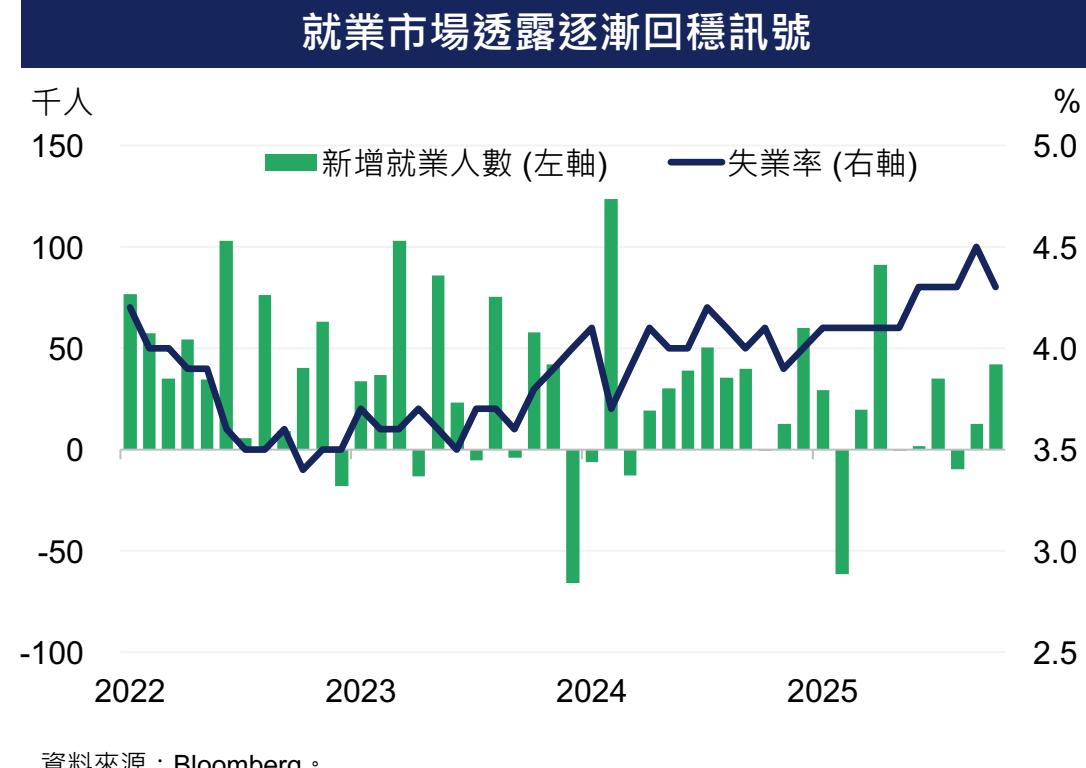
澳洲10月CPI年增率為3.8%，高於前月的3.5%，主要由房屋(+5.9%)、食品和非酒精飲料(+3.2%)、娛樂和文化(+3.2%)類別貢獻。同期間，央行關注的截尾均值(trimmed mean) CPI年增率(類似核心通膨)，自前月的3.2%，小幅回升至3.3%，連續第二個月高於央行目標(2-3%)，顯見澳洲國內通膨壓力尚未出現降溫。

澳洲10月就業人數新增4.22萬人，連二月增加，同時高於市場預期的1.7萬人。同期間，失業率自前月的4.5%，下滑至4.3%，勞動參與率維持67%不變，勞動市場透露出回穩訊號。考量近期通膨持續呈現上揚走勢，就業市場逐漸扭轉先前放緩跡象，澳洲央行有望維持目前政策利率不變，若聯準會未來加速降息，將有利於推升澳幣走揚。

### 通膨持續呈現回升走勢



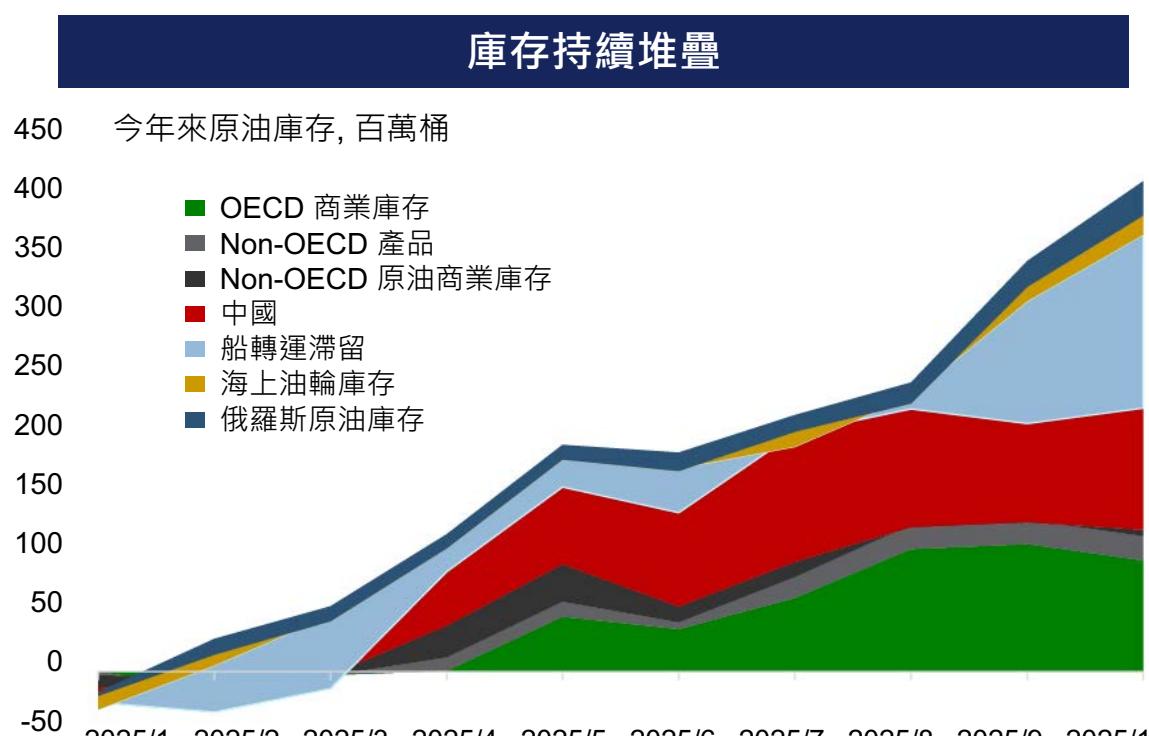
### 就業市場透露逐漸回穩訊號



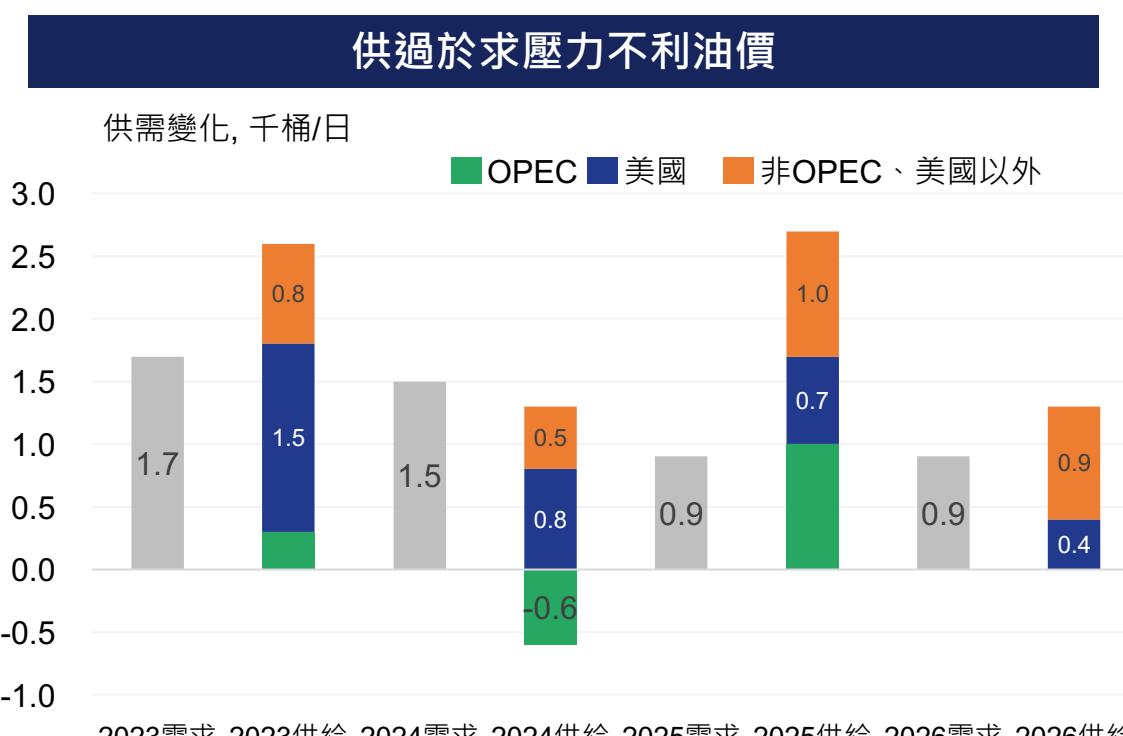
資料來源：Bloomberg。

俄烏戰爭有望透過談判落幕，市場預期若達成和平協議，針對俄羅斯的制裁與出口限制可能逐步放寬，進一步增加全球供應。同時，自 12 月起 OPEC+ 將啟動每月約 13.7 萬桶/日的增產計畫，市場氛圍轉趨觀望，油價波動加劇。供給過剩疑慮持續升溫，壓抑能源價格表現。指標顯示，海上原油運量顯著增加，OECD 原油及成品油庫存回歸正常，今年累積庫存增幅已超過 4.2 億桶，對價格形成下行壓力。年初至今，西德州原油及布蘭特原油分別下跌 18% 與 17%。

需求面方面，疫情後的強勁復甦已趨於正常化，全球原油需求仍維持溫和成長，但在經濟放緩背景下，2026 年需求增幅預期將低於今年。供給面則過度充裕，來自美國及其他非OPEC產油國的大規模供應持續湧入市場，2025 年原油市場已出現過剩情況，預期延續至2026年。本月底 OPEC+ 部長級會議將成市場焦點，若未暫緩增產，供給過剩結構難以扭轉，油價恐維持弱勢整理。



資料來源：Kpler, IEA, EIA, PAJ, JODI, 摩根大通。



資料來源：IEA, EIA, 摩根大通。

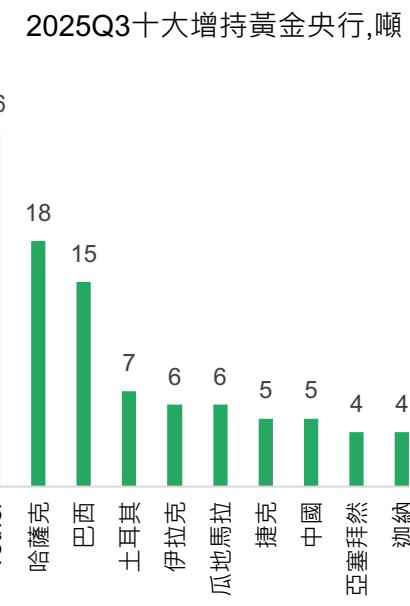
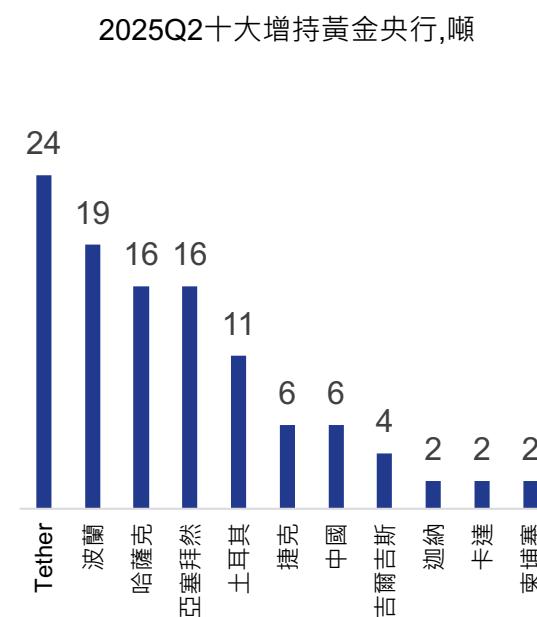
今年前三季，黃金投資需求顯著攀升，主要受地緣政治風險與「疑美論」影響，避險情緒推動資金湧入，北美前十大黃金ETF累積淨流入約58億美元，顯示市場對安全資產的強烈偏好。然而，隨著部分地緣風險緩和，加上美國聯準會(Fed)年底降息預期一度出現鬆動，黃金市場短暫遭遇獲利了結，ETF資金流出峰值接近四分之一規模。隨美國就業與經濟數據顯示疲弱，期貨市場顯示年底Fed再降息的機率回升至75–85%，實質利率下行預期再度推升黃金吸引力，黃金投資熱潮再度升溫，ETF資金流入又起。

截至9月底，各國央行外匯準備新增634噸黃金，雖低於過去三年同期，但仍高於2022年前平均水準，全年預估750–900噸。此外，穩定幣巨頭Tether已成全球最大非央行黃金持有者，儲備量接近韓國、匈牙利等小型央行，佔全球黃金需求約2%，相當於央行購買量的12%。央行與非央行購買力正逐漸成為黃金價格中長期需求來源，有助支撐金價震盪走高。

### 投資需求重新被激勵



### 穩定幣巨頭加入增持行列



資料來源：Bloomberg，統計2021/7以來，北美十大黃金ETF資金流向。

資料來源：World Gold Council, Jefferies。

1 Monday	2 Tuesday	3 Wednesday	4 Thursday	5 Friday
韓國進出口 中國RatingDog製造業PMI 台灣製造業PMI 美國ISM製造業PMI	歐元區HICP 歐元區失業率	南韓GDP 澳洲GDP 中國RatingDog非製造業PMI 美國ADP非農就業 美國ISM非製造業PMI	澳洲進出口 歐元區零售銷售 美國進出口 美國申請失業金人數	印度央行利率決策 台灣CPI 加拿大失業率 美國密大消費者信心

## 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。