

2025年10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。

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- 黃金黃金亮晶晶, 金價破4000：多個央行「增持黃金」, 加上各國債務與地緣風險影響, 黃金多頭未變。
- AI獨走, 各國在AI領域互有擅場：
  1. 台積電法說會在即, 台股2萬7關卡輕騎過關：由外銷訂單表現來看, 台積電法說應進一步揭示AI趨勢無虞, 再一次為AI題材定錨, 也顯示台股漲勢有「基」可循, 2萬7關卡輕騎過關。
  2. 輝達、AMD相繼搭檔OpenAI組隊：凸顯圍繞AI的題材不停歇, 硬體、軟體、協作三類別的題材持續輪動；就股指成份來看, 各國互有擅場, 尤其美股產業均勻, 受惠各類別題材。
  3. 日股展現「高市」行情, 多頭格局延續：高市早苗帶來政策寬鬆的期待, 日股延續多頭格局。
- 正負因素讓新台幣緩升：美元指數偏向弱勢, 但若台灣央行隨聯準會降息, 利差收斂放緩將限縮升值。

### 2. 後續看點

- 美國CPI、台積電法說會、中共四中全會、APEC會議。

## 策略思維

1. 股市-留意評價較高, 但可逢低布建：AI趨勢加上聯準會降息預期, 股市仍偏多, 可逢修正買進。
2. 債市-布局以中短債為先：就業趨弱、聯準會官員分歧擴大, 美債長線偏多趨勢不變。
3. 匯市-有利美元反彈, 但台幣有撐：日歐政治變化帶給日幣及歐元壓力, 美元反彈, 但台幣相對有撐。

**央行持續買入與儲備地位提升：** 央行是這場反彈中的主導力量之一，購買動機是投資多元化、擺脫對美元的依賴及保護資產免受敵對國家侵害。非美央行持有黃金市值「幾乎」已遠超其持有的美國公債總額。彭博統計，黃金已超越歐元，成為全球央行儲備的第二大資產。例如中國九月外匯存底增加165億至3.34兆美元，創2015年以來新高。其中，黃金持有部位增加4萬盎司，至7406萬盎司 (約2832億美元)，為連11個月加碼。

**ETF持股量仍有成長空間：** 自2024年中以來，已回升至約9700萬盎司，但距離疫情時高點約1.1億盎司仍距離，這對黃金多頭來說是個正面信號。

**深層次的結構性轉變：** 反映「投資者心理和資本流動的深層轉變」，如制裁、資產扣押和財政可持續性的擔憂，使資金轉向有形資產。

整體來看，**各國央行持續增持黃金，成為金價持續保持高位的主要原因**。鑒於主要國家**債務議題與地緣風險反覆已然常態化**，加上聯準會重啟降息，貨幣政策可望進一步加速寬鬆，金價、金礦股仍偏多看待。

### 央行連續三年淨買入超過千噸黃金

央行外匯存底的黃金部位，億美元      全球央行淨買入黃金累積(噸)



資料來源：Bloomberg。

### 近期金價突破4000大關

美元/盎司

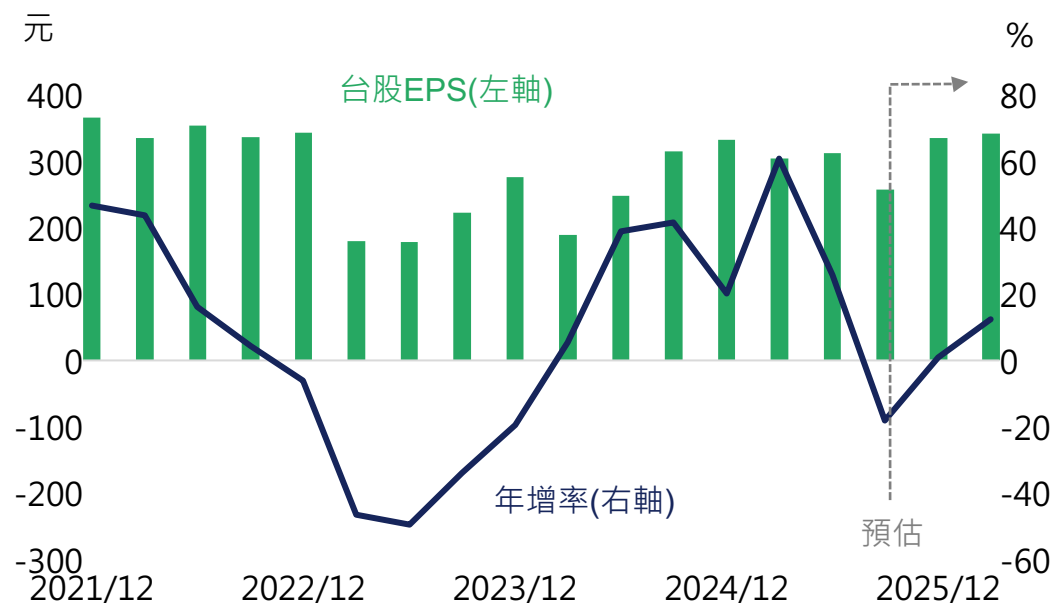


資料來源：Bloomberg。

受惠OpenAI與輝達、AMD合作協議, 台灣AI供應鏈股價保持強勢。隨AI供應鏈類股與電子權值股營收、獲利可望再創新高, 帶動台股Q3與Q4預估獲利持續成長, 明年預估獲利增至年成長19%。台積電明年獲利展望正向, 但即使以明年獲利衡量, 目前估值高於1倍標準差, 雖然未到極端, 但也不便宜。

隨台股指數屢創新高, 投資人FOMO(錯失恐懼)情緒湧現, 加速資金流入股市, 融資餘額亦回升至2800億元以上。**AI需求強勁支持台股獲利成長, 融資水位上升但未出現過熱, 台股可望保持多頭, 惟指數創高後, 難免有震盪, 操作上避免過度追高。**

## 台股預估獲利可望維持成長



資料來源：Bloomberg。

## 以2026年獲利衡量, 台積電評價偏高

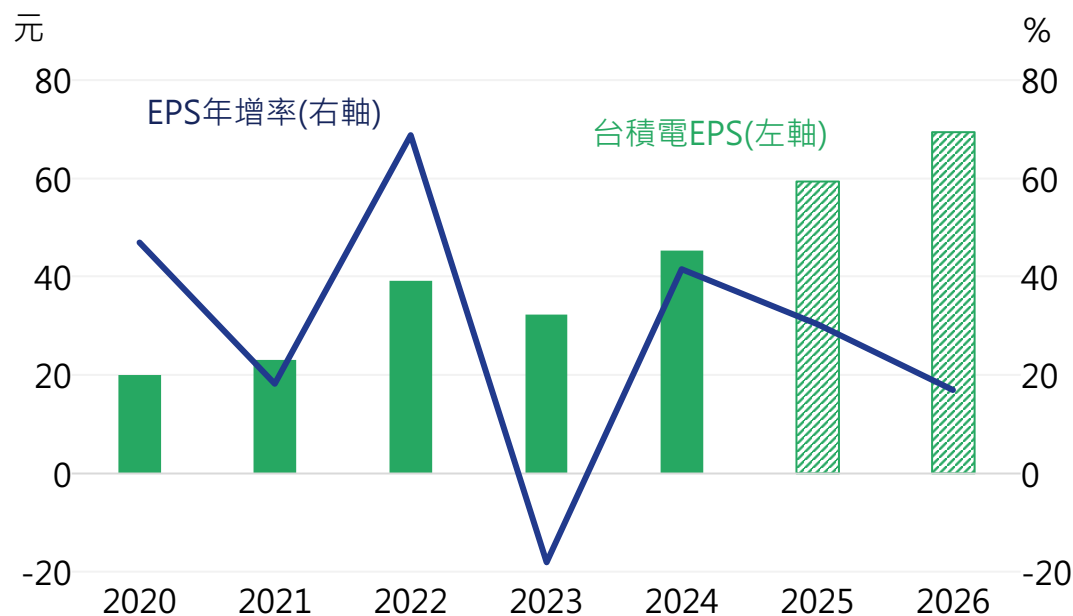


資料來源：Bloomberg預估。

台積電法說會將於10/16登場，Q3營收9890億台幣，預估EPS 15.63元，同創歷史新高。台積電先進製程與CoWoS產能原本就已供不應求，OpenAI與輝達、AMD的合作有助推升台積電未來營收能見度與增幅。此外，台積電醞釀調漲先進製程，使明年EPS上看70元。本次法說會聚焦：1)全年預估營收有無上調機會、2) CoWoS產能是否會加速擴張。

觀察近三年台積電法說會前、後股價變化，因AI需求強勁，市場普遍預期財報可超越預期，吸引資金在財報前湧入，短線追漲趨勢明顯。但法說會後賣壓浮現，股價經常出現小幅修正，惟拉長時間，股價上漲趨勢不變。台股乖離率已超過1倍標準差，追高風險增，宜有拉回再擴大布局。

台積電EPS穩定成長



資料來源：Bloomberg。

台積電法說會前，有追漲現象

22Q4~25Q2	T-20	T-5	T+5	T+20
台積電漲幅中位數 (%)	1.25	0.45	-1.73	3.86
台積電對台股的超額報酬				
中位數 (%)	2.48	-0.05	-0.46	0.73
平均 (%)	1.50	0.18	0.12	1.36
上漲機率	73%	45%	36%	64%

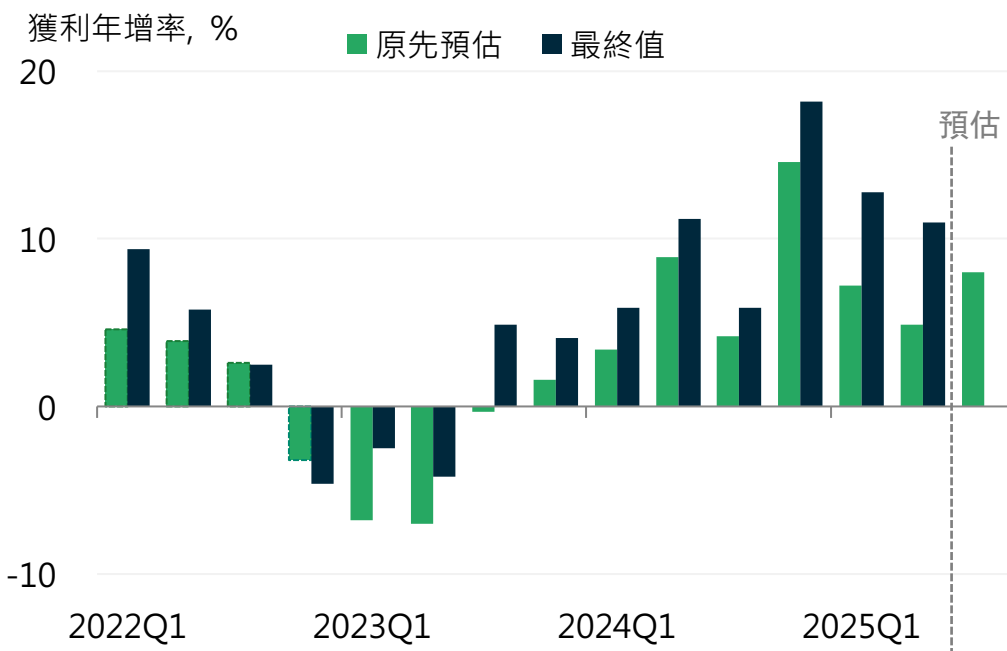
資料來源：Bloomberg。取台積電與台股指數報酬差。

美國Q3財報季即將展開，根據FactSet預估，標普500企業獲利年增率可望達8%，有望連續第9季維持成長。各產業中，科技類股仍是獲利成長的主要引擎，年增率高達20%，其中半導體族群更達45%。相對之下，能源類股表現疲弱，主因油價走跌所致，油價同期從每桶76美元降至64美元。

此外，隨著AI需求大幅攀升，帶動電力消耗上升，公用事業的獲利動能也明顯改善，其中獨立電力供應商獲利甚至翻倍。工業與材料類股則受惠於美國製造回流與國防自主政策推動，獲利亦呈現穩健增長。金融股方面，隨著聯準會進入寬鬆循環，加上金融市場交投熱絡，獲利增速仍維持在10%以上。

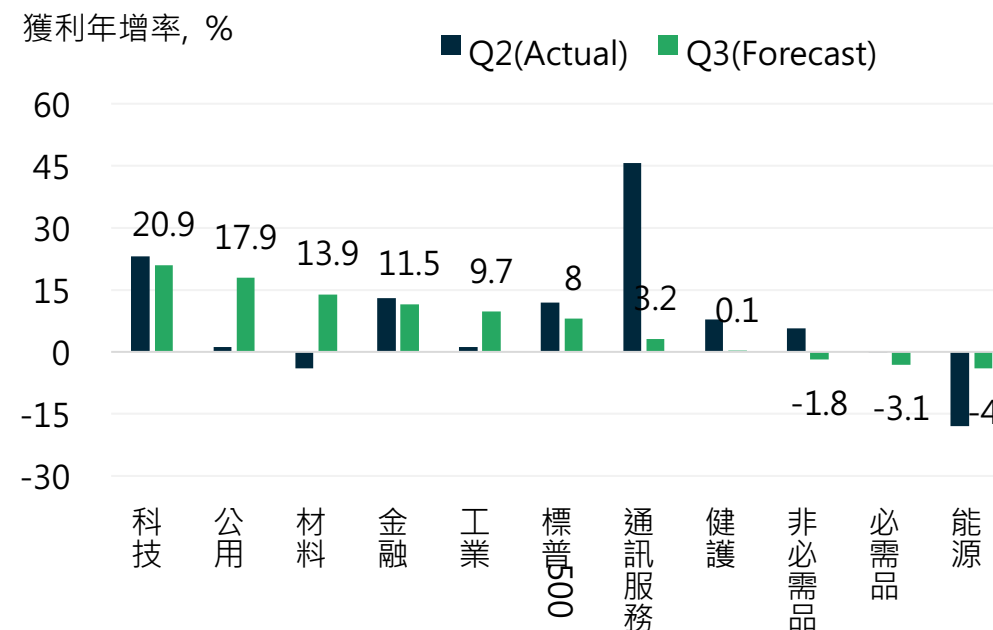
整體而言，企業獲利穩健，對股市形成有力支撐，美股可望再創新高。不過，目前市場評價並不便宜，若出現風險事件或市場情緒轉變，股市短線仍可能面臨回檔修正壓力。

## 標普500 Q3財報季即將開跑，預估達成連9季成長



資料來源：Bloomberg, factset。

## Q3各產業獲利增速預估



資料來源：factset。

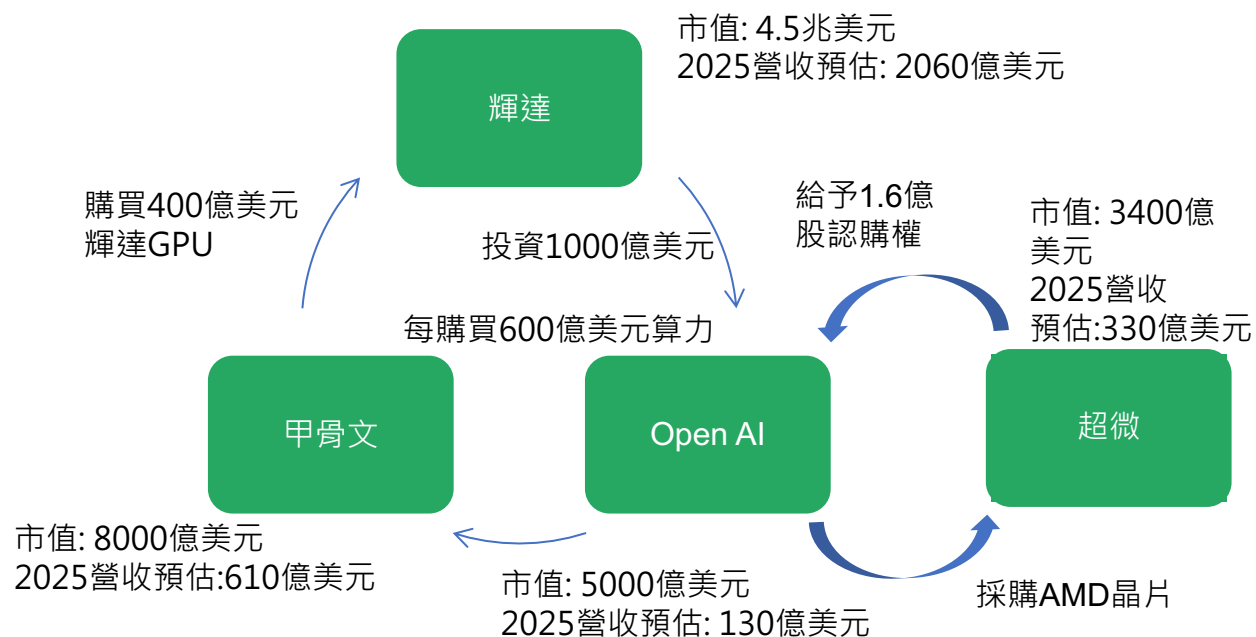


繼輝達之後, OpenAI與AMD達成晶片合作協議。根據協議, OpenAI將向AMD採購數十萬顆晶片, 同時, AMD將向OpenAI發行認股憑證, 允許OpenAI在協議期間, 以每股0.01美分的價格, 購買最多1.6億股AMD股票, 約當AMD股權的1成。首批認股權證將於1GW算力部署完成後生效, 隨後將隨著OpenAI達成6GW部署與其他商業里程碑陸續歸屬。

此次合作堪稱雙贏。對OpenAI而言, 除了拓展晶片供應來源、降低成本壓力外, 僅以約160萬美元的成本, 便可獲得價值逾330億美元的潛在持股。對AMD而言, 獲得OpenAI的採用與認可, 不僅有助於強化品牌地位, 有望縮小與輝達之間的差距。

從營收角度觀察, 受AI需求快速成長帶動, AMD近年GPU營收占比已達20%, 若雙方合作自2027年起全面生效, GPU營收比重可望進一步提升至約4成。然而, 仍需關注AMD最新MI450晶片尚未正式量產, 市場驗證與供應進度仍存在不確定性。

## Open AI與輝達和超微, 分別建立不同的策略聯盟



資料來源: Open AI營收由該公司預估。國泰世華銀行整理。

## 合作細節框架

### 輝達、Open AI合作

輝達分階段注資Open AI, 並獲得**不具控制權的股份**

共同宣布要**10年內部署10GW規模**的算力, 其中, Open AI每布建1GW, 就取得輝達100億美元的注資

根據估算, **每1GW的算力需500億美元**的成本, 其中約需7000個機櫃(約50萬顆GPU)

### 超微、Open AI合作

雙方共**布建6GW**的算力, Open AI每布建1GW(採用MI450晶片), 可以分階段取得AMD股票選擇權

Open AI最高**可取得1.6億個認股權證**, 每個認股權證僅0.01美元, 同時最終一批股價需達600美元才能兌現

資料來源: 國泰世華銀行整理。

AI產業的快速發展持續推動全球股市多頭行情。**AI發展分三類別題材：基礎硬體、軟體技術及人機協作**，正形成題材輪動，持續為市場注入動能。

1) 硬體需求(如輝達GPU及台積電晶圓代工)因AI訓練需求激增；2) 軟體技術(如微軟的Azure及Google的Vertex AI)加速企業數位轉型；3) 人機協作(如Meta的AR/VR及Anthropic的對話模型)深化應用，帶動消費與醫療領域創新。

美股產業分布較為均勻，三個類別題材都有所受惠。中國境內外有所差異，其中境外指數涉足軟體技術比重較高。台灣受供應鏈優勢支撐，韓國半導體記憶體亦表現強勁，二者都以基礎硬體為主。整體而言，AI宇宙的題材輪動確保多頭續航，即便美股有評價較高之虞，但這也顯示整體產業打擊面廣的基本面優勢。**由於各國指數各有擅場，若跟不上AI類別題材快速切換，則以產業最為均勻的美股，為涉足AI題材最佳的抉擇。**

三大類別的題材輪動

AI宇宙的不同類別及題材		
類別	關鍵題材	代表性概念股
人機協作	語言處理與聊天機器人 協作機器人與自動化 AR/VR介面 (如Meta的Oculus)	微軟、Meta、Anthropic等 商湯科技、優必選、雲從科技等 軟銀、發那科、鴻海、研華等
軟體技術	機器學習 (如TensorFlow) 大數據處理與儲存 MLOps平台 (機器學習)	微軟等巨頭、甲骨文、Palantir等 阿里、百度、DeepSeek等 富士通、NEC等
基礎硬體	GPU等高效能晶片 伺服器與資料中心建置 雲端與網路基礎設備	輝達、AMD、寒武紀等 台積電、海力士、中芯、華虹等 廣達、緯創、美超微等

資料來源：Bloomberg。

各國在AI領域的表現，各有擅場		
國家	主要指數	說明
美國	道瓊 標普500 納斯達克	硬體聚焦GPU及邊緣運算, 軟體整合大模型如Llama, <b>產業發展較為均勻, 三大類別的題材都有涉及</b>
中國	MSCI中國 滬深300	境內外指數受AI題材覆蓋的差異較大, 尤其境外指數中, <b>如阿里、百度等涉足軟體技術的比重較高</b> , 在軟體技術及人機協作方面越受重視
日本	TOPIX	AI應用聚焦於 <b>機器人及半導體材料</b> , 偏向硬體
德國	DAX	硬體依賴 <b>工業電子</b> , SAP等AI軟體服務成長性高
台灣	加權指數	全球 <b>AI硬體樞紐</b> , 半導體及伺服器主導
韓國	KOSPI	硬體為主, 半導體及 <b>HBM記憶體</b> 需求為主

資料來源：Bloomberg。



自民黨於10/4舉行總裁選舉，高市早苗於第二輪投票中以185票擊敗小泉進次郎的156票，成為自民黨新總裁、首位女總裁。

國會預計於10/15臨時會舉行首相指名選舉，自民黨雖無國會過半席次，但考量在野黨意見分歧難以整合，執政聯盟(自民黨與公明黨)仍擁有國會最多席次(220席，國會共465席)，**預料高市早苗仍將贏得首相選舉，成為日本新首相、首位女首相。**

高市早苗主張「**負責任的積極財政**」，支持擴大政府支出，並採取稅制改革、減稅等方式共同刺激經濟成長，更稱必要時更將舉債因應支出。貨幣政策方面，其此前曾抨擊BOJ升息政策，近期雖改稱貨幣政策應由BOJ制定，但偏向鴿派的立場不言而喻。

觀察總裁選舉首輪投票，高市所得之議員票僅位列第三，凸顯其政策理念尚未獲得黨內廣泛支持。此外，執政聯盟仍面臨朝小野大的問題，皆意味著**未來高市施政方向需有所折衷與妥協，方得以順利推進**。因此，首相選舉後的內閣團隊名單，將是觀察高市政府政策走向的風向球。

高市與小泉晉級次輪投票，前者勝選

票數	第一輪投票			第二輪投票		
	合計	議員票	黨員票	合計	議員票	黨員票
高市早苗	183	64	119	185	149	36
小泉進次郎	164	80	84	156	145	11
林芳正	134	72	62	-	-	-
茂木敏充	49	34	15	-	-	-
小林鷹之	59	44	15	-	-	-

資料來源：Bloomberg。

高市政策理念與安倍相近，支持擴大財政、寬鬆貨幣



高市早苗

年齡 • 64歲

貨幣政策 • **相對鴿派**

財政政策 • **積極擴張**  
• 支持減稅、補貼

稅務政策 • 提出所得稅減稅  
• 調整燃油稅

外交立場 • 親美、對台友好  
• 對中國偏向強硬

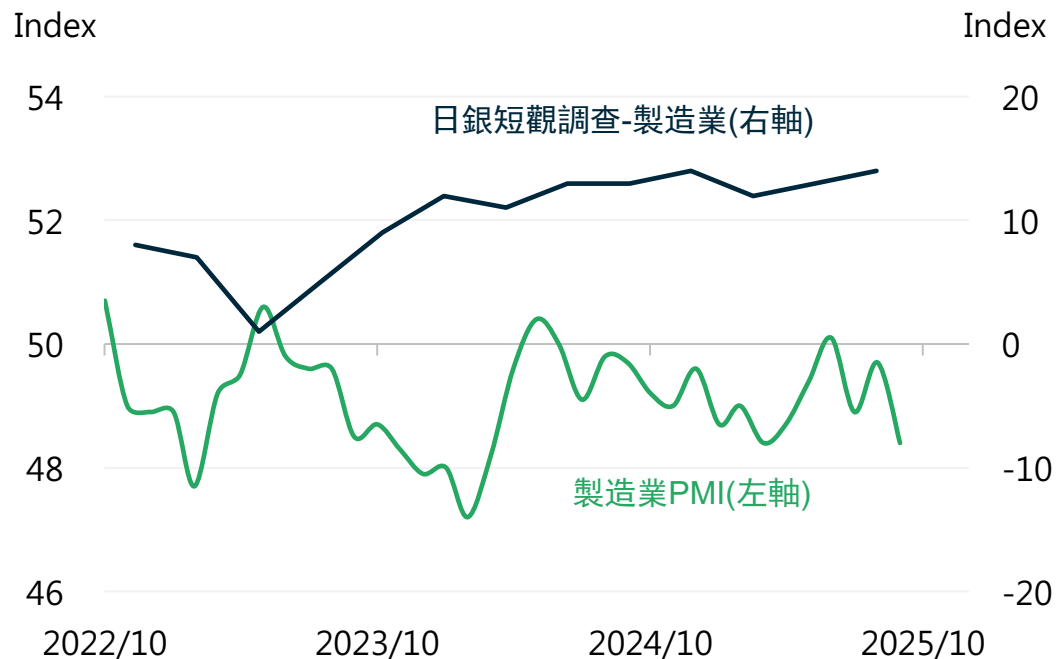
特色 • 有望成為首位女首相

資料來源：Bloomberg, 維基。

日本景氣好轉，然而復甦的情形卻呈現兩極，日銀公布的短觀調查顯示，製造業有好轉跡象，但由標普全球編制的製造業PMI卻連3個月呈現萎縮。產業復甦緩慢，且分布不均的情形仍然嚴重，在新任首相上任後若有較積極的財政政策以提振景氣，將為景氣復甦添加柴火。

日股反應高市早苗當選的潛在預期而創新高，但是評價的提升過速，前瞻本益比已來到23倍，逼近2020年疫情期間的歷史高點，恐使得指數震盪加劇，不宜追高。不過長期而言，由於日本受惠AI成長、製造業復甦，明年企業獲利展望明顯優於今年，加上NISA制度激勵國內小額投資人持續加碼，形成買盤支撐，可逢低加碼布局。

## 製造業景氣好轉？數據顯示復甦不均



資料來源：Bloomberg。

## 2026年日本企業獲利展望較今年明顯提升

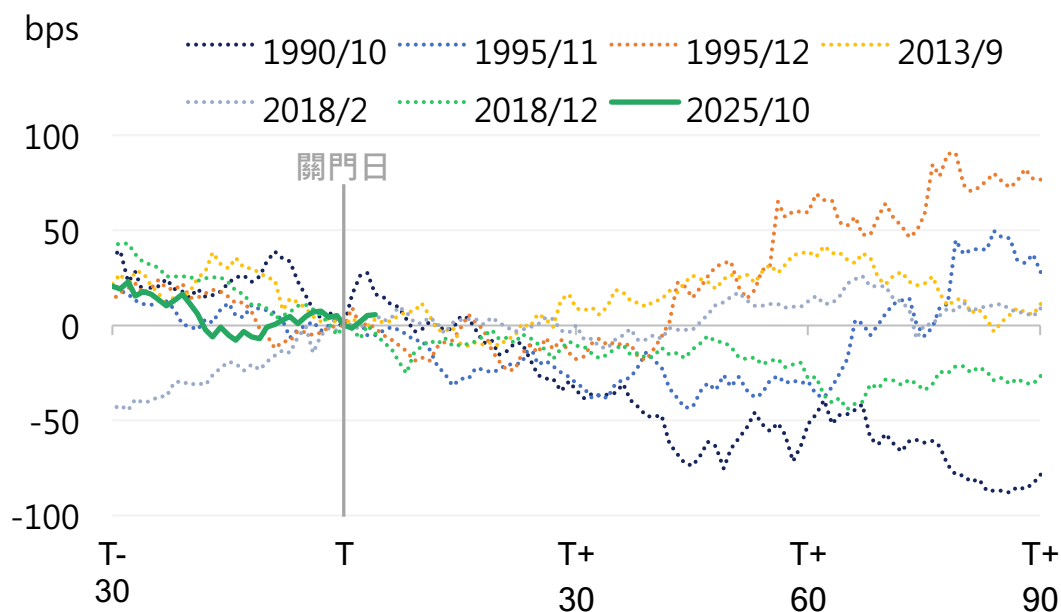


資料來源：Bloomberg預估。

美國政府自10/1起正式關門，以歷史經驗觀察，政府關門對公債殖利率的影響並無一致規律。本次關門亦導致官方經濟數據發布的中斷，使市場在研判聯準會政策方向時面臨資訊真空。然而，在當前的總經背景下，就業需求惡化，市場對未來降息已形成共識，預期美債利率走勢仍偏下行。而近期美債利率的反彈，則主要受海外債市波動所牽連。1)日本：高市早苗當選自民黨新任總裁，其選前主張的財政政策擴張、維持貨幣政策寬鬆，使市場對日銀升息預期降溫。2)法國：總理勒克努公布內閣名單引發朝野不滿，最終僅上任27天後辭職，法國政局依舊動盪。自10/3~10/7，日本30年公債利率反彈逾15bps、法國30年公債利率上升約7bps，對美債市場產生外溢壓力。

回歸美國債市本身，9月FOMC會議紀錄與官員談話仍凸顯聯準會態度分歧；然而，在就業市場持續放緩、以及聯準會的結構性轉變(主席鮑爾將於2026/5卸任)，不排除明年的降息空間有望大於9月點陣圖預估。天期方面，短天期利率與聯邦政策利率連動性高，具備較大下行空間；長天期則受限於通膨預期仍高、美國經濟韌性，預期期限溢價仍偏擴大。

### 統計歷史美國政府關門前後，10年美債利率走勢不一



註：統計前六次美國政府關門前30日~後90日，10年美債利率變化。  
資料來源：Bloomberg。

### 9月FOMC後美債利率反彈，曲線結構仍偏陡



資料來源：Bloomberg。

法國總理勒科努的閃電辭職，將該國政治危機再次升高，1個月的短命總理也寫下第五共和國最速歷史。馬克宏總統在2027年5月任期屆滿前，成功任命一位穩定且具執行力的總理的可能性極低。

危機核心在於財政問題和預算案爭議，只要國會僵局持續，法國的財政赤字難以有效控制，長天期財政風險也將持續升溫。信用市場對法國的關注度顯著提升，而標普在 11/28日評級決策的將是下一個關鍵。

觀察十年期法國國債與德國國債的利差，近一年出現兩次急遽擴大，來自國會重選後的三黨皆未過半以及9月遭惠譽降評一事。不可諱言，該情況對歐元或形成部份壓力，但投研認為是事件型衝擊居多，隨看守內閣釋出善意，且近期9月之後，歐元匯價也與法德利差擴大脫鉤，顯示市場係將焦點擺在歐美利差的走勢預期，故基於ECB和聯準會的貨幣政策路徑差異，歐元兌美元中期仍有上行機會的看法並未改變。

今年法國總理更動、最新三大信評看法

官員	任期	下台原因
貝胡 (Bayrou)	2024/12~2025/9	欲透過信任投票通過預算案，最後被國會大幅否絕。
勒科努 (Lecornu)	2024/9/9~2024/10/6	新內閣名單遭國會強烈反對，未經投票即辭職。

機構	最新評級	展望	評級日期	下一次審查
惠譽	A+	穩定	2025/9/12	未知
穆迪	Aa3	穩定	2024/12/14	2025/10/24
標普	AA-	負面	2025/5/30	2025/11/28

資料來源：國泰世華銀行整理。

法、德國利差擴大與歐元表現



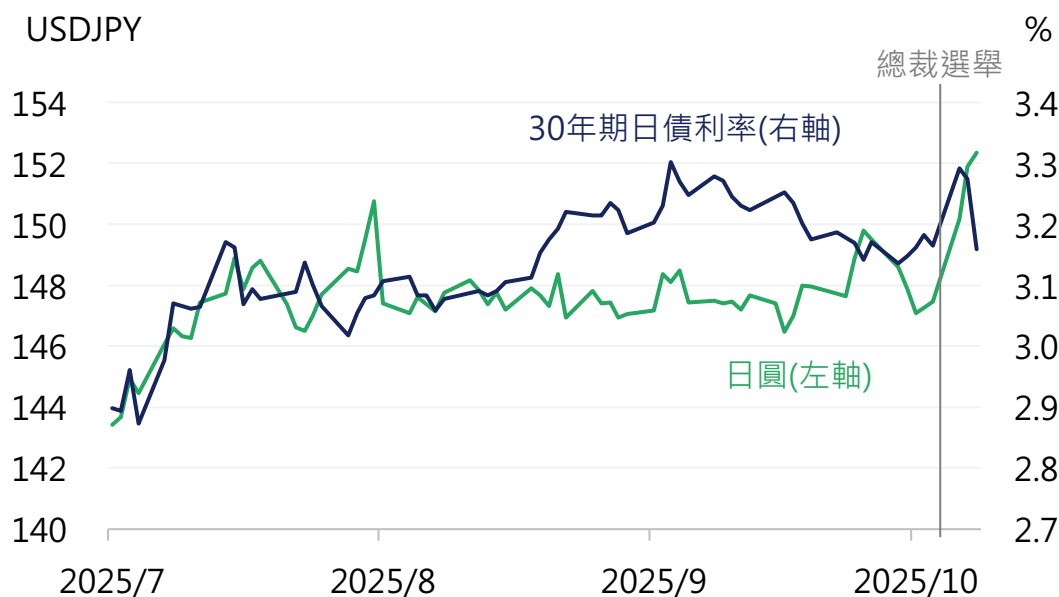
資料來源：Bloomberg。

高市早苗當選自民黨新任總裁，日圓隨之貶破150，創下8個月新低。高市總裁師承前首相安倍晉三，且過往曾批評日本央行升息之舉，在其施政團隊未定、政策細節尚不明朗之際，**市場投資人恐放大檢視高市總裁過往支持寬鬆貨幣政策的立場，為日圓帶來短期偏弱的壓力。**

值得注意的是，選前至今高市總裁已不再評斷BOJ，改稱貨幣政策將由央行決定，且其經濟顧問本田悅朗受訪時雖稱不贊同10月升息，但對於12月升息則未持反對意見，雙雙凸顯**高市團隊對於貨幣政策的立場已有所調整、不若此前極度鴿派，此將有助限縮日圓大幅度貶值的空間。**

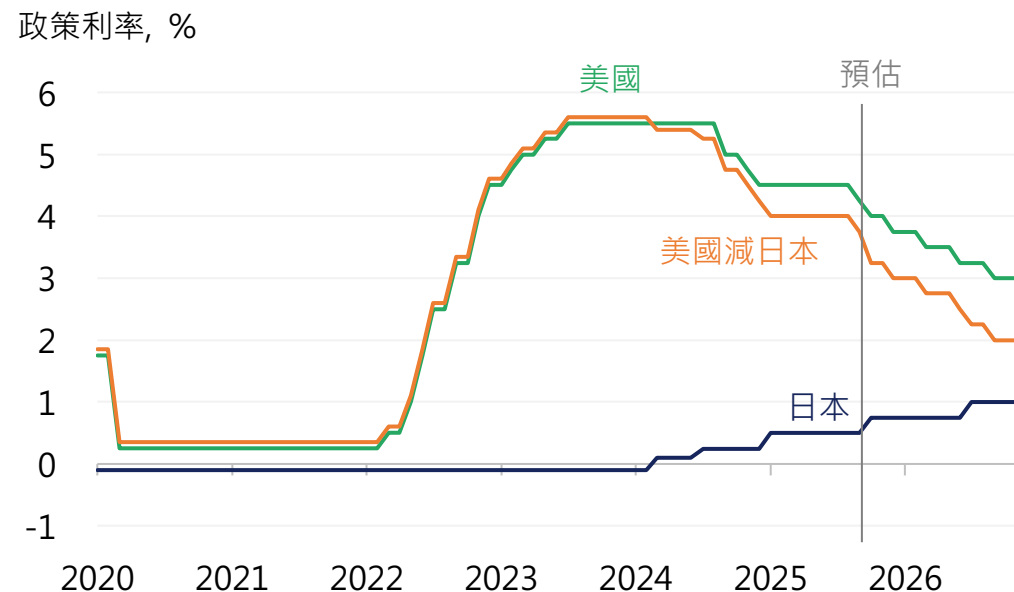
另外，考量：1)企業營運穩健，通膨與通膨預期居高、2) 9月BOJ宣布減持ETF與J-REITs，釋出貨幣政策持續正常化的訊號，預料**BOJ長期退出寬鬆政策的方向亦不會因選舉而改變**。未來隨美日貨幣政策再度分化、兩國利差收斂，預期**日圓仍可望止貶回升**。另外，留意若美國Q4勞動市場持續轉弱、市場對於聯準會降息節奏加快的預期升溫，美日利差收斂仍有利日圓中長期緩升。

### 選後美元兌日圓、日債利率雙雙上揚



資料來源：Bloomberg。

### 市場預期年底前BOJ重啟升息，有利美日利差收斂



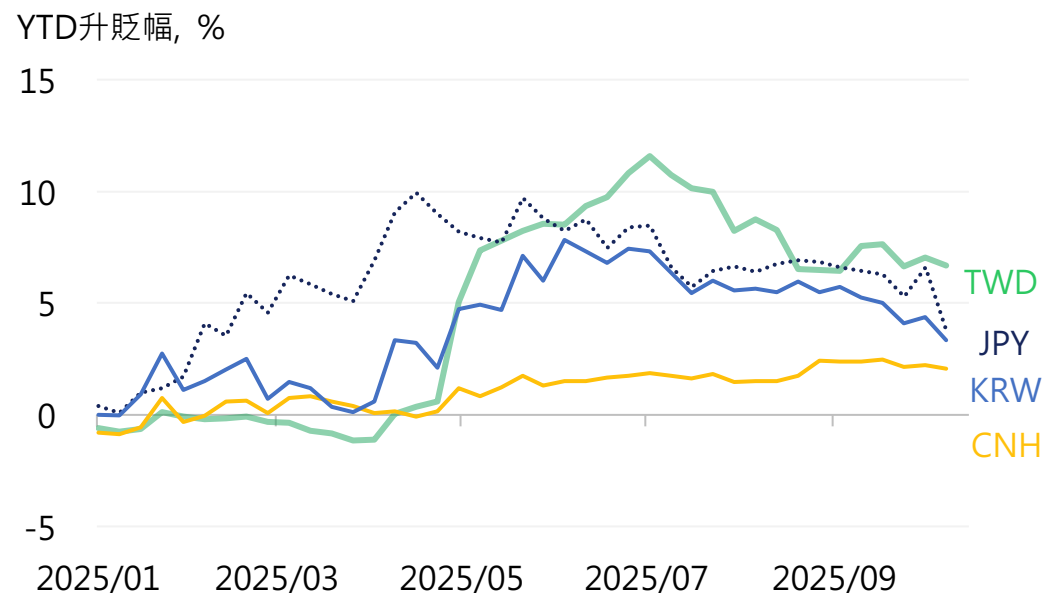
資料來源：Bloomberg預估。

美元指數逼近99塊關卡，創下8月初以來新高，主因1)法國政治局勢動盪導致歐元承壓，以及2)過往政策立場傾向鴿派的高市早苗可望成為日本新首相，日圓貶破150關卡所致。

在美元短線回升，以及日圓、韓元、人民幣等競爭對手相繼走貶的影響下，新台幣亦難以置身事外，過去一週跌多漲少貶至30.5。在**前述影響消散前，新台幣料隨亞幣延續短線偏弱的格局**。

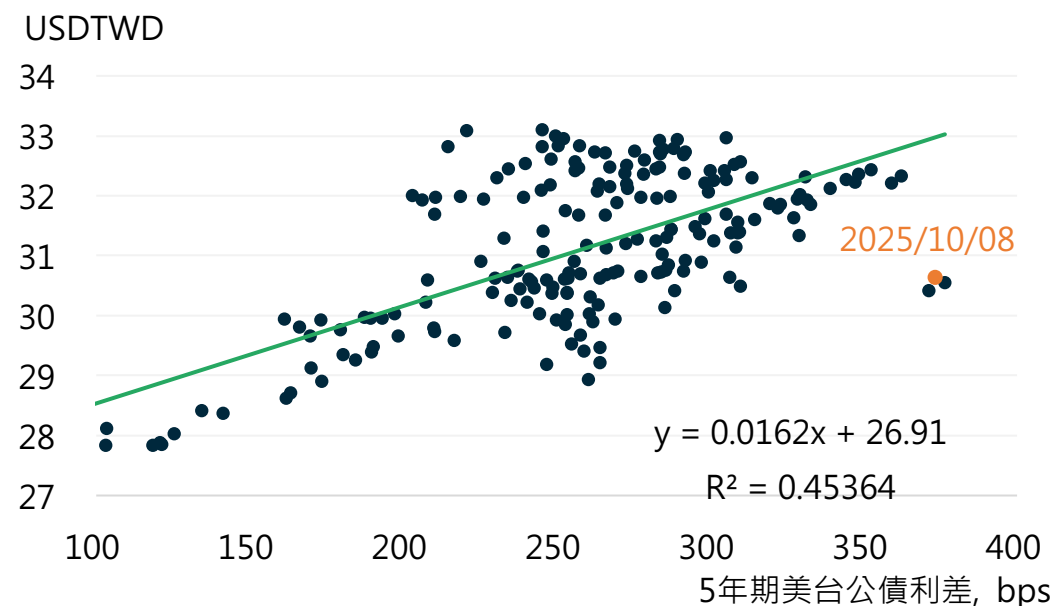
中長線而言，聯準會重啟降息的背景下，美元指數料不改區間偏弱的方向，加以AI發展需求帶動貿易盈餘巨幅成長，預料新台幣後續仍可望止貶回升。值得注意的是，若傳產情勢惡化、台灣央行跟隨聯準會降息，屆時美台利差收斂速度放緩，將限縮新台幣升值空間。

### 主要競爭對手齊貶，新台幣同步走弱



資料來源：Bloomberg。

### 美台利差若僅緩降，新台幣升勢亦將平緩



資料來源：Bloomberg。



13

Monday

中國貿易帳  
日本、加拿大、泰國休市

14

Tuesday

美國中小企業樂觀程度指數  
德國ZEW經濟景氣指數  
英國失業率  
以色列休市

15

Wednesday

美國CPI  
中國CPI  
中國PPI

16

Thursday

美國PPI  
美國零售銷售

17

Friday

美國新屋開工  
美國營建許可

## 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。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函 | 台北市松仁路7號B1 TEL：+886 8722-6666