

# 〔投資研究報告〕

2025/12/4

## 利率天花板 vs. AI 地板： 誰主導行情？

### 目錄

- 一、 利率天花板：為什麼「升息結束」不代表壓力解除？
- 二、 AI 地板：從「題材行情」變成「資本支出週期」的真實托底
- 三、 美股：高利率壓估值、AI 撐 EPS，「雙軌行情」會走多久？
- 四、 台股：AI 是基本面主軸，國際利率決定節奏與波動
- 五、 投資結論：在利率天花板與 AI 地板之間，如何調整布局？

# 股市不再只看「降不降息」，而是看「誰撐得住高實質利率」

2025/12/4 新光投顧

過去十多年，只要央行降息、印鈔，市場自然朝多頭走。但現在的環境完全不同：

- 名目利率雖然見頂，但實質利率仍在高檔，估值上行空間受壓。
- AI 資本支出進入長週期，企業獲利與景氣底部被墊高。

這形成一個新局：

上面有「利率天花板」壓著估值，

下面有「AI 地板」托住獲利與景氣。

結果就是：

多頭不敢太樂觀，空頭也不敢太用力放空。

要看懂 2025 之後的美台股行情，不是只看「會不會降息」，而是要拆解三條關鍵推論鏈：

1. 通膨結構 → 實質利率走勢 → 金融環境究竟有沒有真正變鬆？
2. AI 資本支出 → 企業獲利結構 → 哪些產業真的獲利上修？
3. 利率與 AI 的交叉 → 估值中樞 → 資金偏好如何再分配？

以下，我們就沿著這三條推論鏈，一步一步把局勢拆開。

## 目錄

- 一、 利率天花板：為什麼「升息結束」不代表壓力解除？
- 二、 AI 地板：從「題材行情」變成「資本支出週期」的真實托底
- 三、 美股：高利率壓估值、AI 撐 EPS，「雙軌行情」會走多久？
- 四、 台股：AI 是基本面主軸，國際利率決定節奏與波動
- 五、 投資結論：在利率天花板與 AI 地板之間，如何調整布局？

## 一、利率天花板：為什麼「升息結束」不代表壓力解除？

### 1 | 名目利率見頂，真正關鍵卻在「實質利率」

一般投資人習慣盯著聯準會的政策利率：

- 升息 = 壓力
- 降息 = 利多

但資金市場真正感受到的是：

**實質利率  $\approx$  名目利率 - 通膨率**

現在的問題在於：

通膨從高檔滑落，但利率下來得慢，導致**實質利率被往上「擠」**。

邏輯是這樣的：

1. 疫情後通膨高漲 → 名目利率被迫一路升。
2. 現在通膨回落 → 名目利率只緩步往下修正。
3. 如果通膨下滑速度 > 降息速度 → 實質利率往上走。

換句話說，市場看到降息預期，但經濟體感卻可能更緊縮。

### 2 | 「通膨只掉到接近 2%」就足以造成壓力

現階段的主流預期是：

- 通膨從 3%+ → 回到 2%~2.5% 區間
- 聯準會政策利率可能從 4%多 → 緩步降到 3%~3.25%

若我們代入這種更貼近共識的場景：

**實質利率  $\approx$  3% - 2% = 1%**

這個 1% 代表什麼？

1. 相對過去十多年「零利率 + 2%通膨」的環境，時代完全改變。
2. 即便名目利率往下，企業折現未來現金流的利率仍明顯高於過去。
3. 對成長股、長久期資產而言，估值乘數自然很難回到 2021 年那種「泡沫級」水準。

所以我們可以這樣總結：

通膨趨緩 → 名目利率緩降 → 實質利率仍偏高 → 估值中樞難大幅上移 → 股市上漲更仰賴「EPS 真成長」，不是「PE 擴張」。

### 3 | 高實質利率怎麼具體壓縮股市？三個層次

#### 第一層：DCF 模型直接壓估值

折現率 = 無風險利率 + 股權風險溢價。

當無風險利率（美債殖利率）在 4% 上下徘徊時，就算風險溢價不變，股票的合理本益比就會被壓低。

註：「DCF 模型」是一種把企業「未來能賺到的現金」全部折算回今天，用來估計公司真正價值的方法。

#### 第二層：企業融資成本墊高

高實質利率下，企業要借錢擴張、併購、回購股票的意願都會降低。

這會拖累中小型成長股、重資本產業（如房地產、傳產、公共建設）估值。

#### 第三層：資金在「股 vs 債」之間重新計算風險報酬

當投資人手上就可以拿到 4~5% 的美債殖利率時，

股票要吸引資金，就必須提供更高的預期報酬，

甚至不須用到「市場情緒」來解釋，這是非常現實且直觀的數學——

→ 股權風險溢價若壓得太低，價值型資金會自然轉向債券。

因此，即使升息結束、降息在望，「利率天花板」仍然存在，且是結構性而非短暫現象。

## 二、AI 地板：從「題材行情」變成「資本支出週期」的真實托底

### 1 | AI 資本支出已經被認知不只是「投資題材」，真的是「長週期投資計畫」

AI 之所以形成「地板」，關鍵不在於市場多興奮，而在於：

- 科技巨頭不斷宣布 多年度 Capex 計畫，而不是一次性支出。

- 投資標的是 **長壽命的基礎設施**：資料中心、伺服器、加速器晶片、高速網路。

其實背後邏輯是：

1. AI 模型越大 → 算力需求呈非線性成長。
2. 算力不足 → 服務品質、產品競爭力直接落後。
3. 因此，**不投資 = 被淘汰**，而不是「投資看看能不能賺」。

這種「不得不花」的性質，使得 AI Capex 更接近過去的：

4G/5G 網路建設、電力基礎建設、雲端資料中心擴張

——它不是短線題材，而是一整輪「設備投資週期」。

## 2 | 資本支出如何傳導到股市？三環結構

可以把 AI 投資的影響拆成三環：

1. **內圈：美國科技巨頭 EPS 成長**
  - 透過 AI 雲服務訂閱、AI 加值功能、廣告效率提升等，
  - 讓「營收成長 + 毛利率改善」同時發生。
2. **中圈：台灣、韓國等供應鏈的實體訂單**
  - 晶圓代工、先進封裝、伺服器 ODM、散熱、載板、光通訊...
  - 直接反映在營收與毛利率上，EPS 實質上修。
3. **外圈：宏觀層面的投資與就業**
  - 半導體廠擴產→建廠支出、設備投資、就業增加；
  - 這又回饋到當地經濟活動與稅收。

結果是：

即便傳統消費電子、部份製造業疲弱，

AI 投資週期仍能托住整體景氣與企業獲利的谷底，形成「景氣地板」。

## 3 | 利率與 AI 的交會：高利率時代，為何 AI 反而成為「資金集中地」？

這裡有一條重要推論鏈：

1. 高實質利率 → 資金對風險資產要求更高的「確定性回報」。
2. 大部分成長故事在高利率折現下，NPV 變得很不吸引人。

註：NPV（淨現值）是把投資未來會產生的所有現金流折算回現在，扣掉成本後得到的「這項投資現在值不值得」的指標。

### 3. 只有少數具備

- 技術門檻
- 規模經濟
- 壟斷 / 寡占地位

的 AI 龍頭公司，仍能在高利率環境下展現足夠的 EPS 成長。

因此，資金自然集中到：

**AI 核心龍頭 + 關鍵供應鏈**

導致指數表現亮眼，但市場內部「廣度」偏弱的結構性行情。

## 三、美股：高利率壓估值、AI 撐 EPS，「雙軌行情」會走多久？

### 1 | 指數創高，卻不是「全面牛市」：結構性原因是什麼？

美股現在呈現的畫面是：

- 指數由少數科技巨頭推上去（AI 七巨頭、雲端龍頭）。
- 多數傳統產業股、景氣循環股、純題材成長股表現疲弱。

這背後有三個關鍵邏輯：

1. 高利率壓縮估值乘數 → 散戶、成長型資金的「故事股」空間被擠壓。
2. 資金風險預算縮小 → 資金只願意押在「確定性最高的成長股」。
3. 被動資金與指數化投資 → 只要少數權值股漲，指數就被拉高，掩蓋了內部疲弱。

所以，美股目前比較接近：

「AI 核心多頭 + 週邊普遍震盪」，而不是全面牛市。

### 2 | 樂觀情境 vs 悲觀情境：兩條未來路徑

**樂觀情境（偏多）：**

1. 通膨持續往 2% 靠攏，Fed 緩步降息。
2. 實質利率從高檔小幅回落 → 折現壓力緩解。

3. AI 投資產生實質現金流，EPS 年增維持雙位數。
4. 結果：指數可以靠「EPS 成長 + 少量 PE 修復」再創高。

悲觀情境（偏中性甚至偏空）：

1. 通膨卡在 2.5% 左右，Fed 降息幅度有限。
2. 實質利率維持在高檔 → 估值中樞無法上移。
3. AI 投資報酬率落後市場預期（Capex 先花太多）
4. 結果：
  - EPS 雖成長，但低於市場先前樂觀假設。
  - 估值從 30 倍往下修至 20 幾倍。
  - 指數出現 10~15% 的估值修正，但長線趨勢不至於反轉。

關鍵就在於：

AI 帶來的 EPS 成長曲線，能不能「超過」高利率對估值的壓縮？

## 四、台股：AI 是基本面主軸，國際利率決定節奏與波動

### 1 | 台股的結構優勢：AI 就是 EPS 的硬底

台股與美股最大的差異在於：

- 美股 AI 受惠股 = 終端品牌 + 雲端平台
- 台股 AI 受惠股 = 製造與供應鏈，EPS 傳導更直接

當美國科技巨頭簽下多年度 AI Capex 訂單時：

- 台積電、先進封裝廠、載板、伺服器 ODM 幾乎是「跟著吃」的第一順位。
- 傳統電子需求疲弱（手機、PC）→ 被 AI 相關訂單部分對沖。

因此，對台股來說，AI 拉動的不是「想像力」，而是：

損益表上看得到的營收與毛利率，直接推升 EPS 水準。

這就是為何在全球景氣仍有不確定的情況下，多數機構仍願意給台股中長線偏多的評價。

### 2 | 台灣利率溫和，重點在「外資 + 匯率」這條傳導

台灣央行的作法是：慢、穩、不搶戲。

- 基準利率維持在約 2%
- 不急降息，也不配合 Fed 大幅升息

這種做法有幾個效果：

1. 本地金融條件相對穩定，對股市估值不構成直接壓力。
2. 台美利差維持在  $\pm 3$  個百分點附近 → 新台幣偏弱，但不至於失控。
3. 外資在評估台股時，更多是看：
  - AI 長線題材
  - 台灣出口與訂單數據而非單純利差。

因此，台股真正的波動主因，在於美債殖利率與美元走勢：

- 美債殖利率快速下滑 + 美元轉弱 → 外資回補新興市場，台股彈得特別快。
- 美債再衝高到 5% 附近 → 外資傾向獲利了結、回流美債，台股就面臨壓回。

### 3 | 台股未來的幾種情境

可以簡化成三種劇本：

#### ( 1 ) Fed 溫和降息，通膨往 2% 靠攏 ( 偏多 )

- 美債殖利率下行，全球資金願意增加股市比重。
  - AI 訂單持續進帳，台股 EPS 緩步上修。
- 台股有機會走「震盪創高」格局。

#### ( 2 ) 通膨黏在 2.5% ~ 3%，降息有限 ( 偏中性 )

- 美債殖利率高檔盤旋，股市估值難擴張。
  - AI 支撐台股獲利成長，但指數拉升空間有限。
- 台股呈現「區間震盪、類股輪動」，好股漲、壞股被丟包。

#### ( 3 ) 通膨反彈或外部風險爆發 ( 偏空但機率較低 )

- Fed 被迫延後或縮減降息，甚至再談緊縮。
  - 美債殖利率再次大幅抽高，美元走強。
- 外資短期撤出，台股修正幅度加大，但 AI 核心族群中長線仍相對抗跌。



## 五、投資結論：在利率天花板與 AI 地板之間，如何調整布局？

### 1 | 核心邏輯：未來的報酬，更多來自 EPS 而不是 PE

在高實質利率時代，我們可以把股市報酬拆成兩塊：

1. **EPS 成長：**
  - 。來自 AI 資本支出、技術升級、產業集中度提高。
2. **PE 變化：**
  - 。被實質利率與風險溢價牢牢限制。

過去十年，**PE 擴張是主角**；

未來幾年，**EPS 成長才是主軸**。

對投資人來說，代表：

我們不能再只問「會不會降息？」

而要問：「這家公司在 AI 或結構變化中，EPS 能不能持續成長？」

### 2 | 實務配置思路：三層結構

#### 第一層：防禦 + 收益（債券、穩健收益資產）

- 在高實質利率架構下，**收益資產本身就變得有吸引力**。
- 適度配置中長天期債券或高評級信用債，可以平衡股市波動。

#### 第二層：AI 供應鏈與核心受惠股（結構成長）

- 台股：半導體先進製程、先進封裝、ABF/CCL、伺服器 ODM、散熱、光通訊。
- 美股：雲端巨頭、關鍵 GPU/CPU/ASIC 廠商。
- 核心思維是：找得到訂單、看得到 EPS 的那一群，而不是只喊 AI 題材的一群。

#### 第三層：選擇性成長與題材部位（高風險預算）

- 像邊緣 AI、應用服務、新創平台等，
- 比較適合作為小比例「選擇權」部位，而不是資產核心。

### 3 | 風險控管：接受「波動變正常」，而不是期待「一路大多頭」

在利率天花板仍在、AI 地板支撐的架構下，

未來幾年的股市比較像是：

「有基本面支撐的震盪多頭」，

而不是疫情後那種「流動性大水推著走」的直線多頭。

這代表三件事：

1. 回檔不等於空頭，更多是估值調整或情緒重置。
2. 漲多後被修正是常態，重點是 EPS 是否仍在線。
3. 選股比選市重要得多：錯的產業，指數創高也未必幫得到你。

點我加入新光證券官方 Line 帳號，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告