KGI

投資總監慧眼

梁啟棠, 國際財富管理 首席投資總監

看懂市場，看懂未來

Deriving Insights From the Market –
Thinking Ahead of the Market

6 November 2026



市場正在透露什麼訊息？

價格反映市場的真實想法

1. **AI資本支出遭質疑 vs. 硬體設備商的現金流。**投入AI資本支出的大型雲端服務供應商及平台企業，股價表現已落後於藉由GPU、記憶體以及相關設備獲益之企業。(甲骨文：-25.8%；Meta：-7.2% ；騰訊：-35.3%。相較之下，AMD：+170%；SK海力士：+134%)。**若市場真的深信AI具長期成長潛力，為何反而懲罰那些積極投入AI建設的企業？**

2. **HBM龍頭僅獲週期股之市盈率。**儘管市場對高頻寬記憶體(HBM)需求的能見度已延伸至2029年，SK海力士目前仍僅享有個位數的市盈率，反映市場仍將其視為週期股，而非具結構性成長的溢價估值。**若AI已被視為結構性成長趨勢，為何SK海力士的估值仍停留在週期股水準？**

3. **蘋果的變現潛力獲市場賦予溢價。**在科技7雄中，蘋果投入的AI資本支出最少，卻享最高的預期估值。**市場願意給予具備龐大既有用戶基礎，且能持續推廣AI應用的企業更高的估值溢價。**

4. **市場對AI投資回報及財測不如預期的容忍度有限。**英特爾因財測展望疲弱創下歷史單日最大跌幅，Meta則因自由現金流及資本支出遭受賣壓，Google亦因AI資本支出擴大以及搜尋業務表現不如預期而承壓。這些現象顯示，市場對AI投資回報的要求門檻十分之高，對任何可能拖累投資回報之因素的容忍度有限。**市場正迫切期待過去大規模投入的AI資本支出能轉化為具體回報。**

5. **美國國債孳息率曲線趨平。**短端國債孳息率升幅高於長端國債孳息率，仍有大量國債將於2027至2028年到期，而未來12個月內到期的債券預計亦將以短期國債進行再融資。另一方面，若布蘭特原油維持目前水準，在基期效應影響下，其年增率可望於2027年初逐步回落。雖然勞動市場表現偏弱，但零售銷售與ISM製造業指數卻未顯示經濟出現全面性放緩。**市場已開始反映經濟成長放緩的預期。**

資料來源：凱基證券整理

投資策略

洞察市場下一步走向

- **當資金成本上升時，市場的檢視標準也會轉趨嚴格。**市場態度於今年7月的市場修正後出現轉折，當時市場對短期融資成本的預期轉趨鷹派，同時焦點轉向已開發市場的長天期孳息率攀升所帶來的影響。而孳息率攀升不僅會壓抑AI相關資產估值，也提高企業長期資本支出計畫的資金成本。

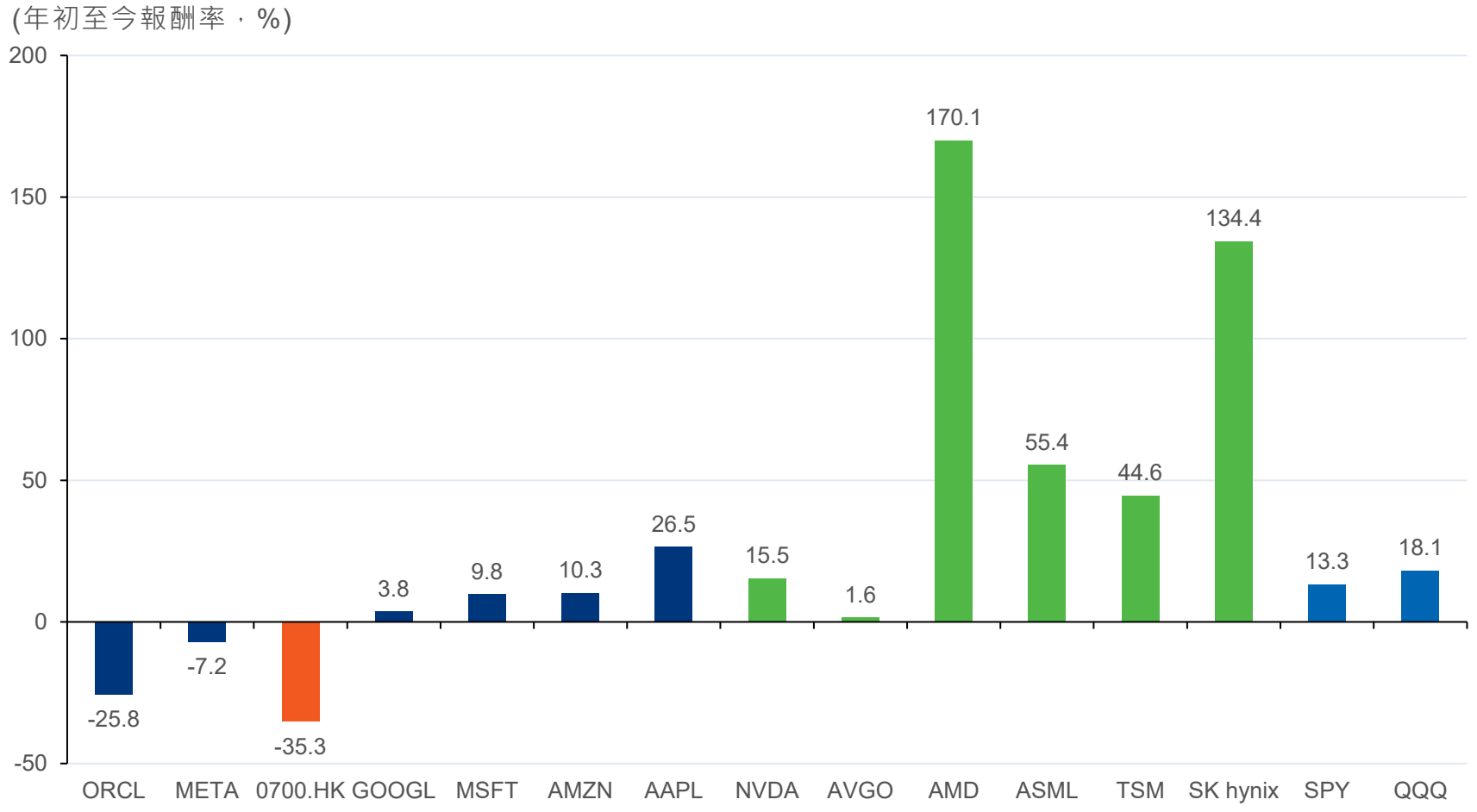
- 要打破當前僵局，關鍵在於AI投資回報前景進一步改善，或資金成本出現下降。我們認為AI資本支出的投資效益仍需時間驗證，而能源供給、政治環境及社會接受度等現實限制，短期內仍可能制約AI投資回報表現。**好消息是，隨著經濟成長動能放緩，長天期融資成本的下降速度已快於市場原先預期**，這有助改善當前偏悲觀的市場情緒。

- 對股票投資人而言，我們建議**把握流動性環境改善前的反彈機會，適度調整AI相關部位，並進一步分散配置於醫療保健、再生能源、國防及必需消費品等品質與防禦型產業**。對債券投資人而言，目前市場錯價反而提供布局機會。預期新興雲端業者(Neo-clouds)的影響不至於擴散至大型科技股，資金有望持續輪動至傳統投資級公司債以及長天期美國國債。

資料來源：凱基證券整理

大型雲端服務供應商及平台企業表現落後AI硬體類股

市場尚未完全買單AI的長線成長願景，反而更著重於現金流表現

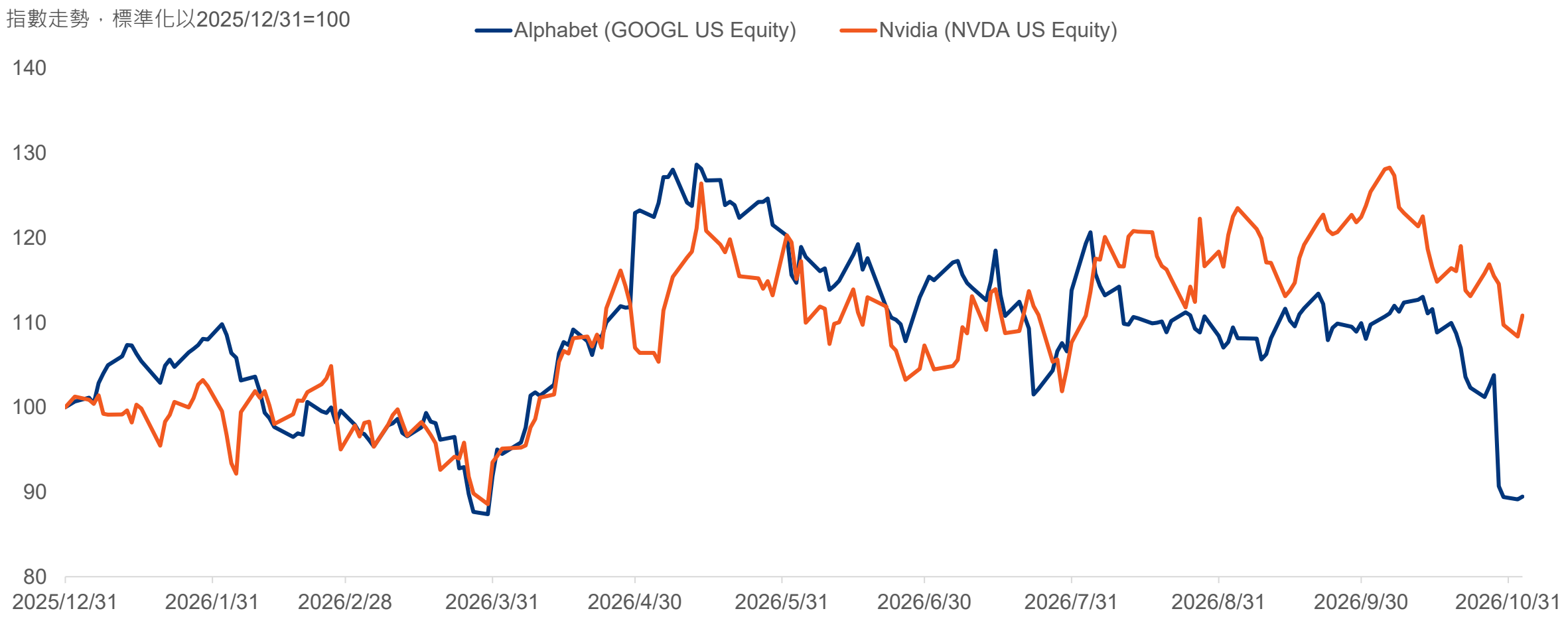


- 目前市場領漲的是已開始產生實質營收的硬體供應商，包括AMD (+170%)、SK海力士(+134%)、ASML(+55%)及台積電(+45%)。
- 而負責投入資本支出的企業：甲骨文(Oracle)、Meta及騰訊的YTD為負報酬，而微軟及亞馬遜的表現亦落後標普500及納斯達克100指數ETF。
- 下一個值得關注的問題是：若AI資金環境趨緊，硬體供應商是否會延長客戶的付款期限？而企業的實際現金流能否跟上帳面獲利成長？

資料來源： Yahoo Finance(截至2026年10月28日至29日之年初至今報酬率)。0700.HK以港幣計價；000660.KS以韓元計價；其餘標的以美元計價；凱基證券整理

歷經7月市場修正後，市場觀點出現轉變

英偉達表現落後其他硬體類股，其龐大市值反成沉重包袱



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

儘管訂單需求強勁，SK海力士的市盈率仍維持個位數

市場將其定價為週期性企業，而非結構性成長

6.71×

歷史市盈率(Trailing P/E)

股價 ÷ 過去12個月盈餘 – 約需以當前獲利水準持續7年，才能「回本」。

2.99×

預估市盈率(Forward P/E)

股價 ÷ 未來12個月預估盈餘 – 低於3倍的預估市盈率反映市場仍將記憶體產業視為會隨景氣循環之產業，而非具結構性成長之產業。

+134%

2026年以來漲幅(韓元計價)

以韓元計價的股價今年以來上漲134%，然其估值仍停留在個位數，反映單憑績效表現尚不足以讓市場重新評估其週期性定位。

市盈率為衡量投資回收週期的指標(簡易解析)。市盈率大致可理解為，目前股價反映市場願意用多少年的當前盈利來投資這家公司。僅個位數的市盈率顯示市場對企業在本輪景氣上行週期之後的增長能見度仍相對有限。

什麼因素能帶動股票估值重估？市場已廣泛預期HBM需求將延續至2029年，相關樂觀預期也大多已反映於市場預估之中。若要推動估值持續提升，市場需要看到2029年後更具說服力的成長前景。在此之前，個位數的市盈率仍意味著市場持續以週期股的邏輯評價記憶體產業。

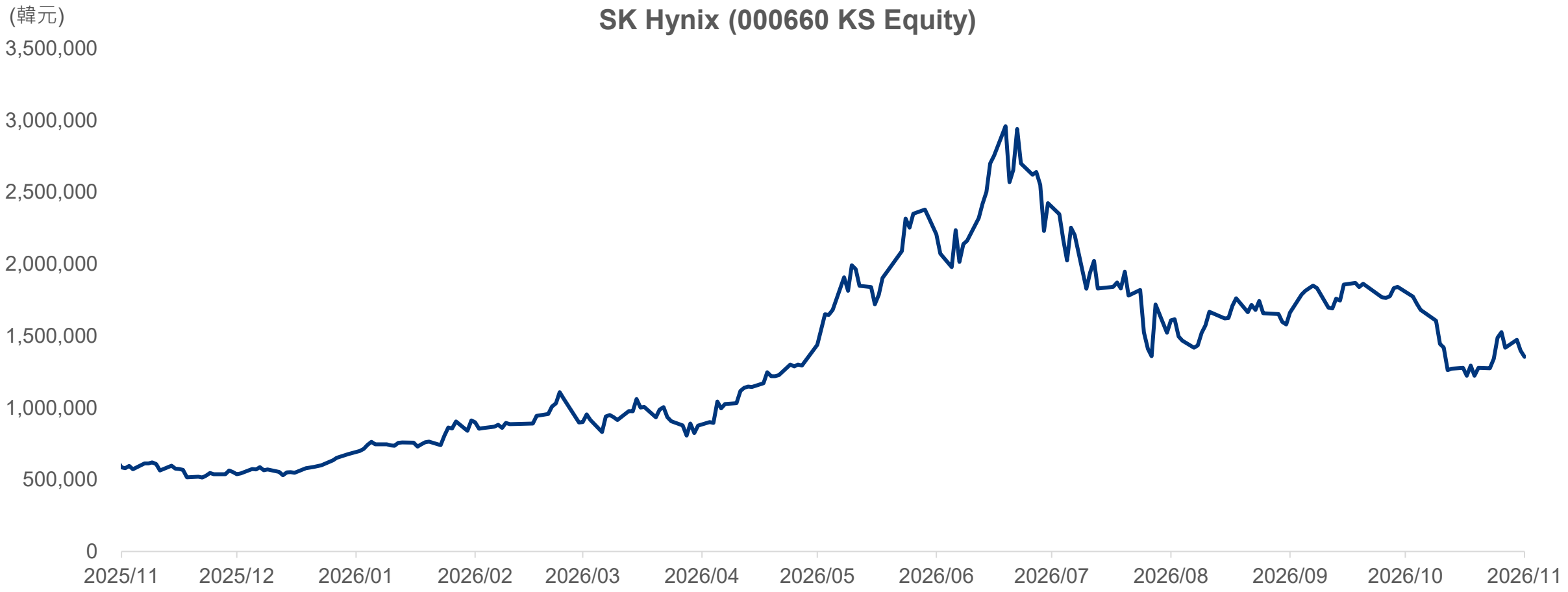
年初以來的強勁漲勢未能重塑市場對其估值定位。儘管SK海力士以韓元計價的股價今年以來已上漲134%，但其歷史市盈率仍僅為6.71倍、預估市盈率更僅為2.99倍，顯示市場仍將其視為週期股，而非結構性成長企業應有的估值溢價。**週期股的最佳買點通常出現在估值最高之時(獲利循環谷底)；最佳賣點則往往出現在估值最低之時(獲利循環高峰)。**

資料來源： StockAnalysis、S&P Global Market Intelligence(估值資料，截至2026年10月28日)；Yahoo Finance(年初至今股價表現，以當地貨幣計價，其中SK海力士採韓元(KRW)計價)；凱基證券整理

KGI

本輪修正原因部分源自於去槓桿壓力

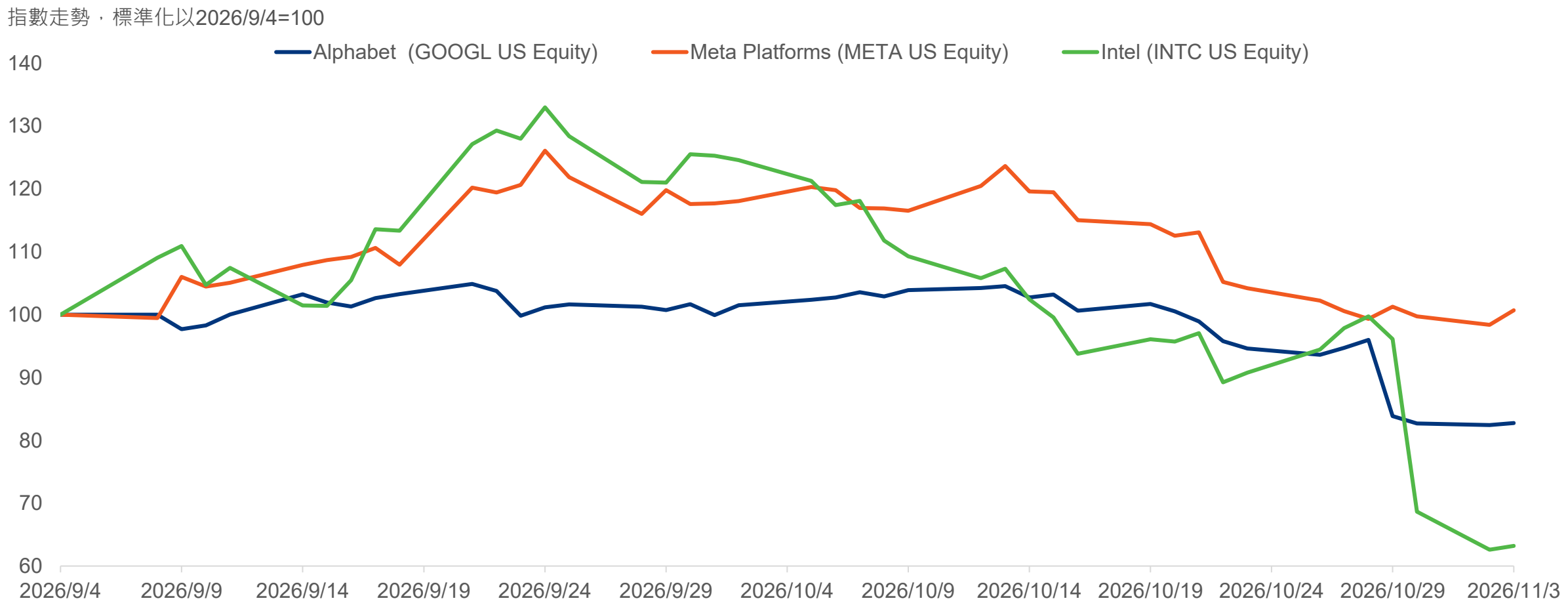
關鍵問題在於：什麼因素能驅動股價突破目前水準？



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

市場不斷提高審視標準

AI投資正邁入驗證期，單憑成長題材已不足以換取市場耐心



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

市場對AI投資成果兌現的耐心有限

英特爾：高標準檢驗下，市場無法接受疲弱展望

-28.58%

2026年10月30日單日跌幅28.6% (Yahoo Finance收盤價由92.07美元跌至65.76美元)，創下自1970年代、亦即1974年以來單日最差表現。

+312.9%

財報公布前兩年股價已累計上漲約313%(2024年10月30日22.30美元升至2026年10月29日92.07美元)。即使財報後大跌，年初至今漲幅仍達78.2%，低於財報公布前的149.5%。

財報表現 vs. 市場反應

第三季財報表現優於市場預期(調整後每股盈餘(EPS)為0.52美元，高於市場預估的0.40美元；營收165.1億美元，亦大致符合市場預期)。然而，引發股價重挫的主因為第四季展望：公司預估第四季營收為150至160億美元，低於市場預期的171億美元；調整後EPS為0.25美元，亦低於市場預估的0.43美元。(數據來源：LSEG，經CNBC報導)

主要拖累因素：PC市場需求疲弱

公司表示PC的總潛在市場(TAM)需求疲弱(預估2026年及2027年將分別衰退約12%及10%)、記憶體成本壓力，以及以色列晶圓廠事件影響約6億美元營收，均對未來展望造成壓力；同日戴爾(Dell)股價亦下跌10.8%。

市場的容忍度有限

當標準被抬高時，疲軟的財測展望會遭到市場強烈懲罰。過去多年和年初至今的估值重估未能換取市場的寬容 – 單日近29%的跌幅，顯示市場對於業績不如預期的容忍空間有限。

資料來源：Yahoo Finance，CNBC (Intel財測展望)，Bloomberg close broadcast (CASE_STUDIES.md)，凱基證券整理

市場對AI投資成果兌現的耐心有限

Meta與Alphabet：市場對AI資本支出的容忍度有限

	Meta (META)	Alphabet (GOOGL)
財報公布 / 市場反應	10月21日盤後 → 10月22日	10月28日盤後 → 10月29日
財報後首日漲跌幅	−6.98%	-12.64%(媒體報導約 -13%)
後續表現	5個交易日累計下跌12.19%	市值蒸發約5,000億美元；5日表現 N/A
AI資本支出指引	FY2026：1,350~1,450億美元(調高下限)	FY2026：1,950~2,050億美元；2027年仍將大幅增加
現金/自由現金流(FCF)	第三季自由現金流為 -21.2億美元	第三季自由現金流為 -90.7億美元
市場擔憂焦點	雖營收優於預期，但自由現金流持續惡化	搜尋業務表現不如預期，加上AI Mode侵蝕核心搜尋業務的疑慮

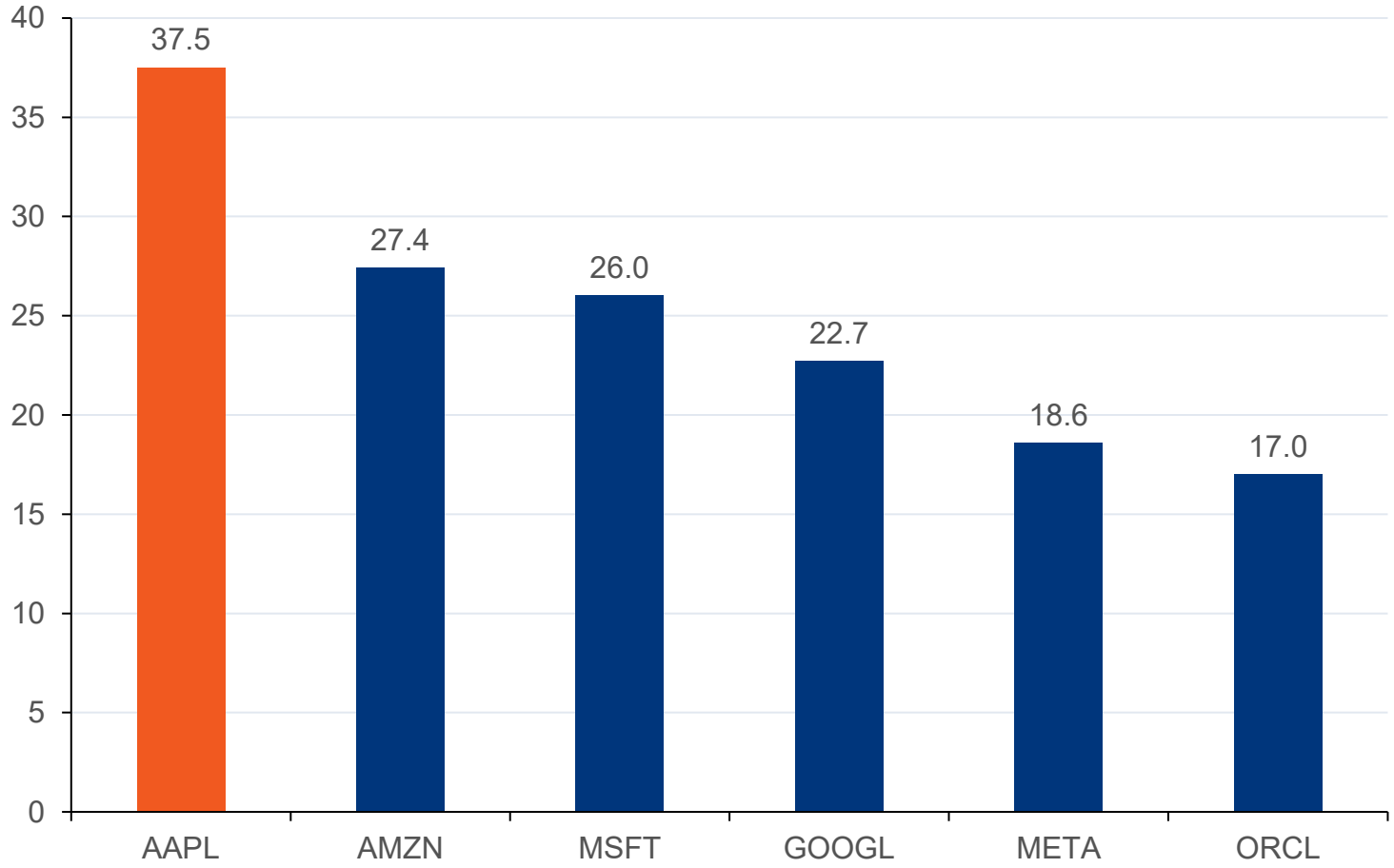
核心主軸。市場對AI變現的商業化前景抱持高度期待，但當資本支出持續提高、自由現金流表現不如預期時，投資人的容忍度會明顯下降。即使Meta繳出優於預期的營收表現，仍因自由現金流轉負及進一步上調AI資本支出下限而遭市場下調評價；Google則在龐大的AI資本支出、核心搜尋廣告業務表現疲弱，以及市場擔憂AI Mode可能侵蝕搜尋業務影響，創下上市以來單日最大跌幅。

資料來源：Yahoo Finance，Meta新聞稿及CNBC，Alphabet相關資料引自CNBC及Reuters，凱基證券整理

KGI

蘋果的溢價來自AI應用，而非擁有AI基礎設施

科技7雄(特斯拉除外)預估市盈率



資本支出投入最小，卻享最高的估值溢價

相較於大型雲端服務供應商，蘋果在AI基礎建設上的投入僅占其一小部分。其在2026財年前九個月，用於不動產、廠房及設備(PPE)的資本支出僅約68億美元；相較之下，四大雲端服務供應商單季資本支出仍普遍高達數百億美元。

市場溢價背後的原因

約37.5倍的預估市盈率，為科技7雄(特斯拉除外)中最高。市場願意給予溢價，並非因其擁有AI基礎建設，而是看好其能將AI整合至產品生態系，並向龐大的既有用戶群實現商業化變現。

延伸解讀：當AI投資回報的前景仍具不確定性時，市場更願意為具明確變現能力的企業給予溢價。

資料來源：StockAnalysis(截至2026年10月28日預估市盈率資料)，Apple向SEC提交之10-Q季報(PPE資本支出資料)、KGI ai_capex_snapshot；凱基證券整理

市場擁擠於短天期債券配置，但事實上短端利率的升幅更快

自7月底以來孳息率曲線趨平，2027-2028年將面臨再融資高峰

期限	2026/7/31	2026/10/28	變化
2年期	4.28%	4.67%	+39個基點
10年期	4.75%	5.05%	+30個基點
2年期-10年期利差(2s10s)	0.47%	0.38%	趨平

孳息率曲線趨平反映什麼訊號。2026年7月31日至10月28日期間，2年期美國國債孳息率上升39個基點，高於10年期國債孳息率的30個基點升幅，使2年期與10年期利差(2s10s)由47個基點收窄至38個基點。換言之，本輪孳息率曲線趨平主要源自短端孳息率上升，而非僅由長端國債所帶動。

龐大的國債再融資需求。美國約有5.43兆美元的可流通國債將於2027年到期，另有3.74兆美元將於2028年到期。此外，未來12個月內到期的國債規模約達10.64兆美元。這些短天期國債到期後，均會依照當時的短端利率水準進行再融資。

對債券價格的影響。當短端國債孳息率上升時，短天期國債及國庫券價格將面臨下跌壓力。由於未來數年存在龐大的國債到期與再融資需求，意味著更多國債將以較高的短端利率重新定價；在短端利率明顯回落之前，整體融資成本仍將維持較高水準。

5.43兆美元
2027年到期國債

3.74兆美元
2028年到期國債

10.64兆美元
未來12個月內到期

資料來源：Treasury.gov(2026/7/31、2026/10/28孳息率資料)、Treasury Fiscal Data、MSPD Maturity Calendar(截至2026/9/30)；凱基證券整理

孳息率曲線趨平反映經濟成長放緩

油價年增率逐步回落，經濟表現仍呈現分化，並非全面性放緩的預期

原油 / 總經數據	數值	解讀
布蘭特原油(2026/10/28)	**約115.32美元/桶**	當前油價水準
布蘭特原油年增率	**約77%~79%**	相較2025年10月底約64~65美元
情境分析(油價持平)2027年3月中旬年增率	**約2.8%**	若油價維持目前水準，年增率將回落至接近零至低個位數水準
非農就業人口(2026年9月)	**+2.9萬人**	就業數據偏弱
失業率(2026年9月)	**4.2%**	較前月4.1%上升
密西根大學消費者信心指數(2026年10月)	**48.0 vs 53.6**	較去年同期明顯下滑
零售銷售(月增率，2026年9月)	**+0.8%**	消費動能尚未明顯轉弱
ISM製造業指數(2026年9月)	**54.5**	仍處於擴張區間

油價基期效應將逐步顯現。截至2026年10月28日，布蘭特原油價格約為每桶115.32美元，年增約77%至79%(以單日價格計算年增率為79.1%，相較2025年同期的64.40美元；若以週均價路徑估算則約為77%)。2026年油價飆升將逐步納入未來能源CPI年增率的基期計算。

價格持平情境。若油價維持在115美元附近不變，至2027年3月中旬時，受基期效應影響，油價年增率將回落至約2.8%。此僅為情境推演，並非預測。

經濟成長呈現分化，而非全面轉弱。勞動市場已有降溫跡象，2026年9月非農就業人口僅增加2.9萬人，失業率升至4.2%，而密西根大學消費者信心指數亦由去年同期的53.6降至48.0。然而，部分經濟數據仍展現韌性。9月零售銷售月增0.8%，ISM製造業指數則為54.5，持續處於擴張區間。整體而言，目前總經數據尚未顯示經濟全面轉弱，各項指標所傳遞的訊號仍趨於分化。

資料來源：Yahoo Finance(布蘭特原油期貨 BZ=F)，macro_slowdown.csv(BLS、CNBC、UMich、ISM及零售銷售)，凱基證券整理

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、 財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據) 未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失（如適用）。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。