



台股投資策略

焦點內容

1. 歷史顯示，緩升息後一年 S&P 500 平均上漲 9%，優於強升息的 2%。本輪更接近貨幣正常化下的緩升息循環。
2. 首次升息後 1 至 2 個月易震盪，但 AI Agent 帶動的獲利上修將支撐多頭。
3. 維持台股今年底前挑戰 50,000 點、未來一年 55,000 點目標。聚焦 Rubin Ultra、AI ASIC 與代理 AI 受惠族群。

緩升息有利股市，AI 驅動的獲利成長仍是多頭核心支撐

重要訊息

歷史顯示，緩升息後一年 S&P 500 平均上漲 9%，優於強升息的 2%。市場擔憂的並非升息，而是急升息，本輪更接近貨幣正常化下的緩升息循環。

評論及分析

歷史經驗顯示，緩升息後一年 S&P 500 平均上漲 9%，強升息僅上漲 2%；股市害怕的不是升息，而是過快的升息。近期聯準會正式結束前一輪降息循環，並於 2026 年 9 月重啟升息，市場對貨幣政策轉向的疑慮再度升溫。根據聯準會最新決議，聯邦基金利率區間上調至 3.75% 至 4.00%，反映決策官員對通膨風險仍保持警戒。

然而，回顧美國歷次升息循環可以發現，影響股市表現的關鍵並非升息本身，而是升息的速度與幅度。當聯準會採取漸進式升息時，通常代表經濟成長穩健、通膨壓力仍在可控範圍內，貨幣政策目的偏向預防景氣過熱，而非壓抑經濟活動；反之，若聯準會被迫快速且連續升息，往往反映通膨或經濟失衡問題惡化，市場將面臨流動性收縮與景氣下行風險升高的壓力。

根據我們統計，自 1970 年代以來的升息循環中，若以首次升息後一年內升息頻率相對較低者定義為「緩升息循環」（如 1977 年與 2015 年），其啟動後一年 S&P 500 平均漲幅約達 9%；反之，若以升息頻率與幅度明顯較高者定義為「強升息循環」（如 1973 年、1980 年、1984 年、1988 年、1994 年、1999 年、2004 年及 2022 年），其後一年平均漲幅僅約 2%。這顯示市場真正擔憂的並非升息本身，而是快速升息所伴隨的評價壓縮與景氣下行風險。因此對投資人而言，未來股市表現的關鍵，不在於聯準會是否持續升息，而在於本輪升息究竟是預防性的貨幣正常化，還是為壓制通膨而被迫採取的激進緊縮政策。

本輪升息更接近貨幣正常化下的緩升息循環，而非激進緊縮的強升息環境。展望後市，我們認為本輪升息環境仍較接近貨幣政策正常化，而非重演 2022 年的激進緊縮循環。雖然聯準會最新利率預測顯示年內仍有進一步升息可能，但整體升息幅度預估仍將明顯低於 2022 年大幅且連續升息的情況。儘管目前美國通膨仍高於聯準會 2% 的長期目標，但整體仍維持在相對可控範圍內，尚未出現必須透過大幅升息才能壓制的失控局面。

從通膨結構來看，關稅成本轉嫁、AI 基礎建設投資擴張及能源價格波動等供給面因素，近期確實對核心通膨形成一定支撐。其中，AI 投資主要透過電力、設備及相關勞動需求增加，對部分價格產生上行壓力。然而，我們認為上述供給面因素對通膨的影響有機會於 2026 年下半年至 2027 年逐步趨緩，進一步惡化的風險相對有限。換言之，核心通膨雖可能維持高於疫情前平均水準，但並未出現持續失控跡象，也代表聯準會未必需要透過激進升息來抑制需求，貨幣政策更可能沿著中性利率回歸路徑調整，而非進入長期且劇烈的緊縮循環。

首次升息後 1 至 2 個月易震盪，但 AI Agent 普及帶動的獲利上修仍將主導中長期趨勢。歷史經驗顯示，聯準會首次升息後的 1 至 2 個月通常是市場最敏感的階段。主要原因在於投資人需要重新評估利率水準、資金成本及後續貨幣政策方向，因此股市往往面臨評價修正與波動升溫的壓力。然而，隨著市場逐步消化貨幣政策變化，股價最終仍將回歸企業獲利與景氣基本面。以過去多次升息循環經驗來看，只要經濟未陷入衰退，企業盈餘仍能維持成長，股市中長期表現往往仍偏向正面。

就本輪而言，我們認為後續升息空間相對有限，對本益比的壓抑效果可望維持在可控範圍內。另一方面，AI 需求持續強勁，帶動台股企業獲利預期自 2023 年以來不斷上修並屢創新高，成為支撐本輪多頭行情延續逾三年的核心動能。展望未來，隨著全球大型 CSP 持續擴大 AI 資本支出，以及 Meta AI 代理 Muse 快速竄紅帶動 AI Agent 加速普及，未來五年 AI 算力需求成長重心可望由模型訓練逐步轉向推論，進一步推升企業投資與獲利成長。我們預期，台股在今年盈餘大幅成長 53% 後，明年仍有望再成長 24%，且獲利預估將隨財報發布持續上修，進而抵銷利率上升對評價面的壓力。

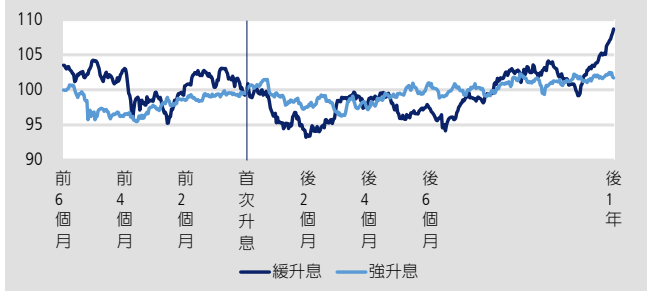
投資建議

歷史經驗顯示，緩步升息環境下，股市表現通常優於快速升息循環。根據我們的統計，緩升息循環啟動後一年 S&P 500 平均漲幅約達 9%，明顯高於強升息循環的 2%，顯示市場真正擔憂的並非升息本身，而是過快升息所帶來的流動性收縮與景氣下行風險。我們認為，本輪升息更接近貨幣政策正常化下的緩升息循環，而非 2022 年大幅且連續升息的激進緊縮環境。雖然首次升息後 1 至 2 個月通常為市場震盪敏感期，但在 AI 需求持續擴張帶動下，台股企業獲利展望仍有機會進一步上修，可望抵銷利率上升對評價的壓力。因此，我們認為短期震盪並不改變中長期多頭趨勢，投資策略宜採取逢回布局、避免追高操作。我們維持台股年底前挑戰 50,000 點、未來一年上看 55,000 點的目標不變；此目標係建立於企業獲利持續上修，以及市場評價維持歷史均值以上水準的基礎假設之上。

投資方向方面，除聚焦於 NVIDIA Rubin Ultra 平台帶動的散熱、電源供應器、銅箔基板、ABF 載板、導軌及光通訊等硬體升級商機外，大型 CSP 持續擴大 AI ASIC 布局，亦將帶動 IC 設計服務、先進封裝、高速傳輸及測試介面需求成長。此外，隨著 AI Agent 快速普及，AI 產業成長動能將逐步由訓練轉向推論階段，除 GPU 及 AI 伺服器需求持續增長外，伺服器 CPU、高速網通、光通訊、資安、資料管理及企業軟體等族群，亦可望成為下一波 AI 投資浪潮的重要受惠者。

圖 1: 歷史顯示，緩升息後一年 S&P 500 平均上漲 9%，優於強升息的 2%；市場怕的不是升息，而是急升息

S&P 500 於聯準會首次升息前後表現 (升息前一日取基期 100)，點

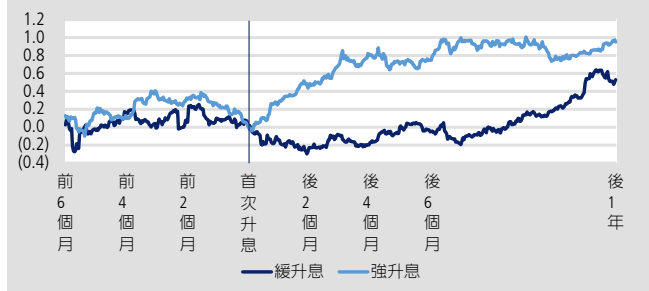


資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：緩升息係指聯準會平均每次升息之間至少間隔一次會議；強升息則指多數甚至幾乎每次會議皆升息的貨幣緊縮循環

圖 2: 緩升息下，殖利率溫和走升，對股市評價壓力有限；強升息則伴隨殖利率急升，壓縮本益比並加劇市場波動

10 年期美債於聯準會首次升息前後表現 (升息前一日取基期為 0)，基點

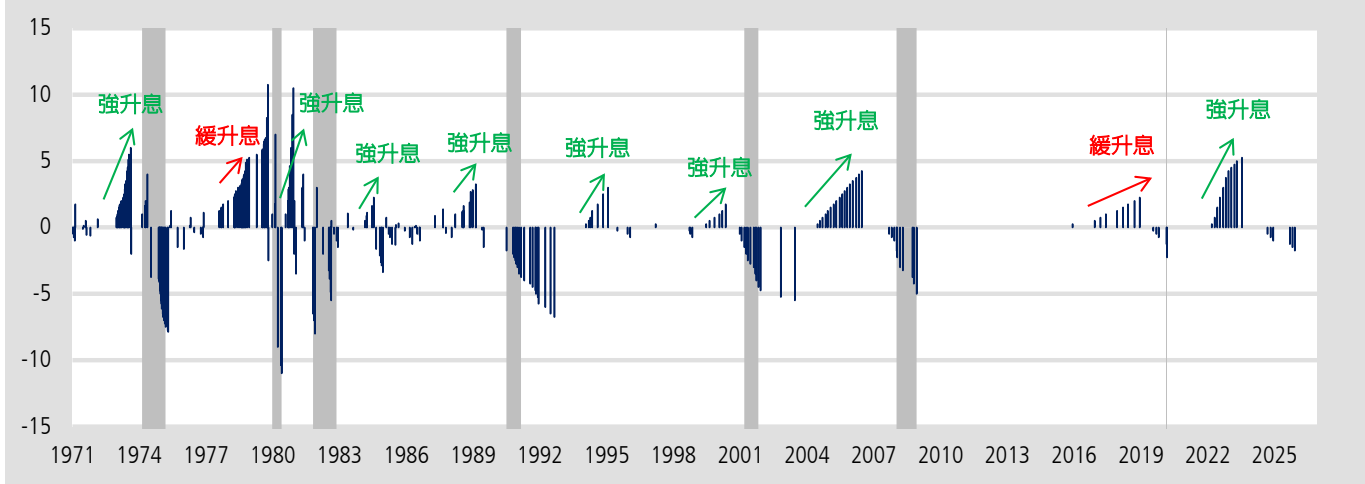


資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：緩升息係指聯準會平均每次升息之間至少間隔一次會議；強升息則指多數甚至幾乎每次會議皆升息的貨幣緊縮循環

圖 3: 自 1970 年代以來，我們將升息循環區分為 2 次緩升息（1977、2015 年）與 8 次強升息（1973 至 2022 年間）

美國聯準會連續累積升息／降息幅度，百分比

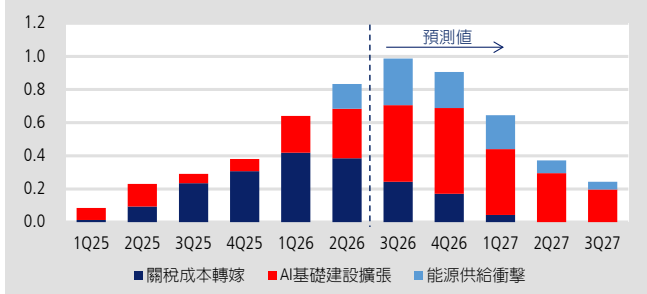


資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：陰影區域為美國經濟衰退期間

圖 4: 供給面通膨壓力可望於 2026 年下半年至 2027 年逐步趨緩，降低聯準會採取激進升息的必要性

三大供給面因素對美國核心 PCE 年增率的影響貢獻，百分比

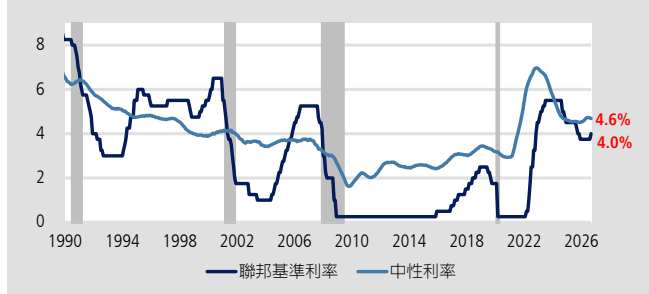


資料來源：Oxford Economics；凱基整理

附註：2026 年第 3 季(含)以後之數據為預估

圖 5: 聯準會利率升至 4%，已接近市場預估的 4% 至 5% 名目中性利率，顯示激進升息空間有限

美國聯邦基準利率與中性利率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：陰影區域為美國經濟衰退期間

圖 6: 歷史顯示，首次升息後利空漸鈍化，短期震盪難免，中長期仍偏多

S&P 500 於聯準會首次升息前後的表現 (升息前一日取基期 100)，點



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 7: AI 熱潮帶動台股企業獲利預期不斷上修並屢創新高，成為支撐台股本輪多頭行情延續逾三年的核心動能

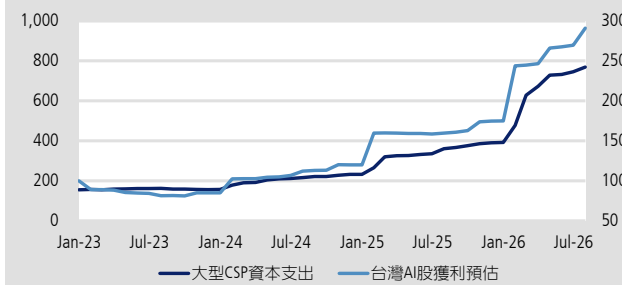
台股預估 EPS，點(左軸)；台灣指數，點(右軸)



資料來源：FactSet；凱基整理

圖 8: 大型 CSP 持續上修資本支出，推動 AI 供應鏈盈餘展望持續上調，為台股本輪盈餘持續上修的核心動能

美國大型 CSP 資本支出預估，10 億美元(左軸)；台灣 AI 股獲利預估，點(右軸)

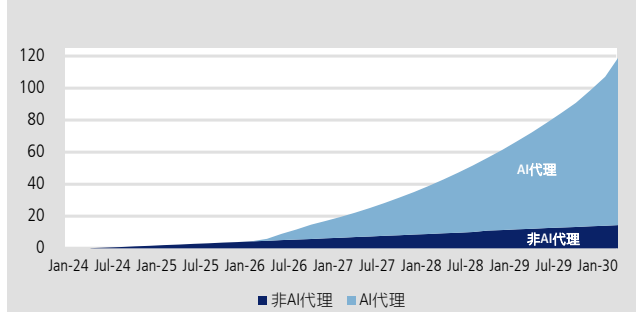


資料來源：TEJ；Bloomberg；凱基整理

附註：獲利預估以 2022 年底為基期 100

圖 9: Meta AI 代理 Muse 爆紅可望加速 AI 代理普及，推動未來 5 年 AI 算力需求重心由訓練轉向推論

AI 的 Token 月消耗量，千兆 Token



資料來源：凱基整理

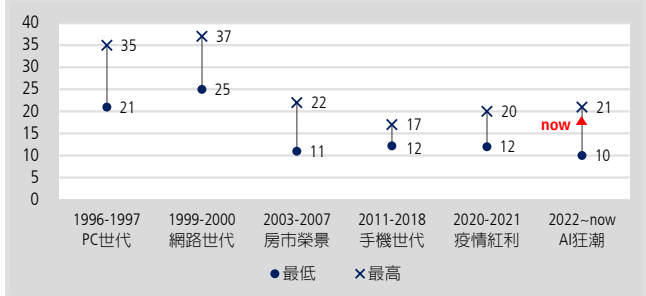
圖 10: 台股成分股預估獲利與評價

稅後淨利 (10億元)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
台股	3,917	3,771	2,682	3,780	4,344	6,659	8,240
台股(扣除台積電)	3,320	2,755	1,844	2,607	2,626	3,852	4,630
電子股	1,914	2,147	1,698	2,249	3,101	4,891	6,412
電子股(扣除台積電)	1,317	1,130	860	1,075	1,383	2,083	2,801
台積電	597	1,017	838	1,173	1,718	2,807	3,610
盈餘年增率 (%)							
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	40.9	14.9	53.3	23.7
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	41.4	0.7	46.7	20.2
電子股	51.7	12.2	(20.9)	32.4	37.9	57.7	31.1
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	25.1	28.6	50.6	34.5
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	46.4	63.4	28.6
P/E (x)							
台股	40.2	41.8	58.7	41.7	36.3	23.7	19.1
台股(扣除台積電)	27.9	33.7	50.3	35.6	35.3	24.1	20.0
電子股	66.8	59.5	75.2	56.8	41.2	26.1	19.9
電子股(扣除台積電)	47.8	55.7	73.2	58.5	45.5	30.2	22.5
台積電	108.7	63.8	77.3	55.3	37.7	23.1	18.0

資料來源：凱基整理與預估

圖 11: AI 熱潮推升台股本益比一度達 21 倍，目前回落至 19 倍，評價仍處歷史多頭市場合理區間

台股歷年多頭 PE 區間(未來一年)，倍



資料來源：TEJ：凱基整理與預估

圖 12: 台股評價與指數對照表

2026年 預估PE	約當指數位 置(點)	2027年 預估PE	約當指數位 置(點)	26與27年 平均預估PE	約當指數位 置(點)
15x	30,533	15x	37,780	15x	34,157
16X	32,569	16X	40,299	16X	36,434
18x	36,640	18x	45,336	18x	40,988
20X	40,711	20X	50,373	20X	45,542
21X	42,746	21X	52,892	21X	47,819
22X	44,782	22X	55,411	22X	50,096
23X	46,817	23X	57,930	23X	52,373

資料來源：TEJ：凱基整理與預估

圖 13: 推薦個股

族群/概念	公司名稱	代碼	投資評等	目標價 (元)	市值 (US\$mn)	股價 (元)	漲跌幅 (%)	每股盈餘 (元)		每股盈餘YoY (%)		本益比 (倍)		PEG (倍)		股價淨值比 (倍)		淨值報酬率 (%)		現金殖利率 (%)	
								2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
半導體	台積電	2330 TT	增加持股	3,200	2,017,053	2,475.0	29.3	108.25	139.22	63.4	28.6	22.9	17.8	0.4	0.6	8.4	6.1	43.0	39.9	1.2	1.3
	聯發科	2454 TT	增加持股	6,600	266,567	5,285.0	24.9	71.34	123.26	7.9	72.8	74.1	42.9	9.4	0.6	21.7	18.5	28.7	46.3	1.3	1.4
	世芯-KY	3661 TT	增加持股	6,180	10,225	3,770.0	63.9	130.60	171.62	89.8	31.4	28.9	22.0	0.3	0.7	6.2	5.3	23.5	25.9	1.7	2.3
	創意	3443 TT	增加持股	5,870	35,904	8,525.0	(31.1)	50.99	130.40	81.3	155.7	167.2	65.4	2.1	0.4	57.8	35.3	41.8	67.0	0.4	1.1
	順邦	6147 TT	增加持股	280	4,996	213.5	31.1	5.30	7.45	41.6	40.8	40.3	28.6	1.0	0.7	3.0	2.8	8.2	11.2	1.9	2.6
	鴻勁	7769 TT	增加持股	9,000	32,062	5,670.0	58.7	129.97	226.71	89.2	74.4	43.6	25.0	0.5	0.3	14.6	10.8	36.6	49.7	1.6	2.8
	旺矽	6223 TT	增加持股	10,000	16,674	5,415.0	84.7	76.08	137.53	134.7	80.8	71.2	39.4	0.5	0.5	31.3	24.8	47.3	70.3	0.8	1.5
AI伺服器	奇鋐	3017 TT	增加持股	4,340	44,064	3,555.0	22.1	107.68	173.61	119.9	61.4	33.0	20.5	0.3	0.3	20.6	13.2	74.5	77.3	1.3	2.1
	健策	3653 TT	增加持股	7,365	32,013	6,920.0	6.4	70.19	146.88	95.2	109.3	98.6	47.1	1.0	0.4	37.7	28.6	41.4	69.1	0.6	1.3
	台達電	2308 TT	增加持股	2,505	155,918	1,910.0	31.2	40.57	66.29	75.3	63.4	47.1	28.8	0.6	0.5	14.0	10.5	33.9	41.7	1.1	1.7
	富世達	6805 TT	增加持股	2,685	5,451	2,530.0	6.1	63.66	103.26	105.3	62.2	39.7	24.5	0.4	0.4	18.1	12.9	52.0	61.3	1.1	1.8
	台光電	2383 TT	增加持股	7,625	56,867	5,050.0	51.0	108.84	190.64	166.2	75.2	46.4	26.5	0.3	0.4	24.7	15.3	63.1	71.4	1.3	2.3
	欣興	3037 TT	增加持股	1,175	61,207	1,185.0	(0.8)	16.10	32.71	283.4	103.1	73.6	36.2	0.3	0.4	14.4	11.0	22.6	35.8	0.6	1.2
	臻鼎-KY	4958 TT	增加持股	685	16,700	475.5	44.1	15.61	26.33	155.0	68.6	30.5	18.1	0.2	0.3	3.1	2.8	12.1	17.0	1.6	2.8
	勤誠	8210 TT	增加持股	1,440	3,541	897.0	60.5	48.10	67.10	68.4	39.5	18.6	13.4	0.3	0.3	8.1	6.2	48.4	52.3	2.7	3.7
	川湖	2059 TT	增加持股	15,000	36,987	12,350.0	21.5	336.97	500.02	226.4	48.4	36.7	24.7	0.2	0.5	26.6	17.3	88.8	84.7	1.4	2.1
其他	緯穎	6669 TT	增加持股	7,750	37,281	2,115.0	266.4	370.69	566.42	34.8	52.8	5.7	3.7	0.2	0.1	2.5	1.9	49.2	58.7	9.6	14.7
	緯創	3231 TT	增加持股	300	19,887	184.5	62.6	17.65	26.40	101.4	50.3	10.5	7.0	0.1	0.1	2.7	2.2	28.2	34.8	5.6	8.5
	南亞科	2408 TT	增加持股	720	54,540	503.0	43.1	75.16	130.67	3775.8	75.9	6.7	3.8	0.0	0.1	3.7	2.0	86.9	74.3	4.5	7.8
	禾伸堂	3026 TT	增加持股	1,000	4,223	810.0	23.5	14.85	39.73	125.6	167.6	54.6	20.4	0.4	0.1	11.5	8.2	22.6	46.9	1.4	2.5
其他	環球晶	6488 TT	增加持股	1,500	14,244	948.0	58.2	16.69	59.99	9.2	259.4	56.8	15.8	6.2	0.1	4.8	4.0	8.5	27.5	0.9	3.2

資料來源：凱基整理與預估

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888-傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888-傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888-傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188-傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其
未評等 (R)	中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。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，本報告所載的資料，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。於本報告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。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應該將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。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、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。