



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

# AI爆發電力需求

Power Crisis : AI Energy Boom

21 November 2025



## 01 本週焦點圖表

輝達財報雖佳，  
但科技股面臨估值過高檢視



## 02 市場回顧

金融資產漲多回調，  
市場短期著重流動性、波動升



## 03 熱門議題

聯準會12月降息預期下滑，  
黃金承壓，長線看多



## 04 投資焦點

AI需求爆發，  
長期電力設備供不應求



焦點圖表

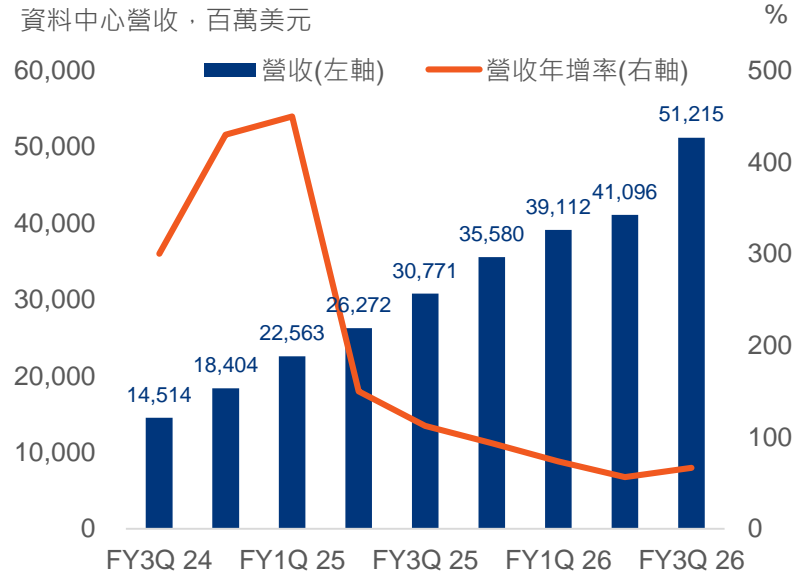
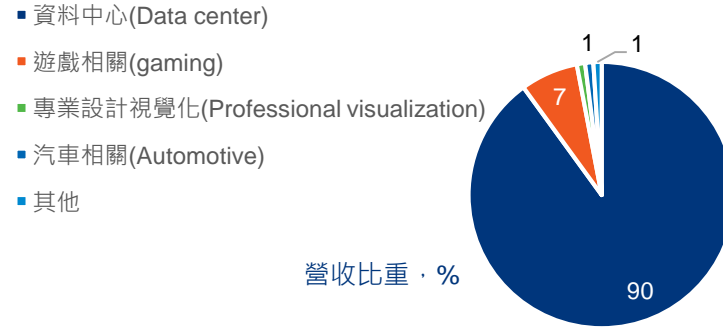
# 輝達財報雖佳，但科技股面臨估值過高檢視

▶ 輝達短暫扮演全村的希望，第三季營收達570億美元，季增22%、年增62%，優於市場預期，主因供應鏈交貨效率提升和GB300銷售超越GB200。其中，資料中心第三季營收512億美元，創歷史新高，占營收比重約9成，季增25%；來自運算(GPU)的營收季增27%，打破市場對GPU成長減速質疑，網路營收年增162%，運算、網路營收都刷新歷史紀錄。供應鏈效率提升，縮短交貨及訂單間差距，使預估獲利上修，輝達強勁財報展望，短暫激勵AI股大反彈，但細究財報中應收帳款金額，從230.65億美元增至333.91億美元，再度牽動AI是否能創造足夠獲利以支撐目前龐大支出，市場對AI泡沫疑慮未歇。

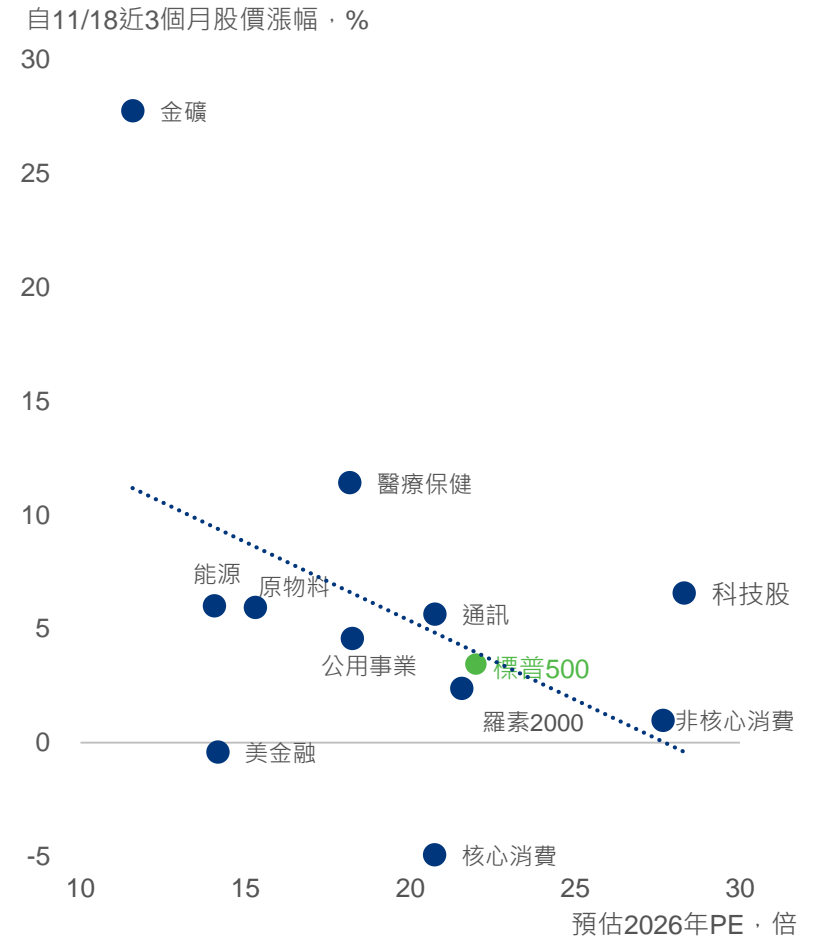
▶ 觀察近期市場情緒轉向Risk off，全球股市從高檔震盪修正，且多由估值偏高的產業族群為首，包括科技股、非核心消費等，資金轉向青睞估值偏合理的醫療保健、通訊、公用事業與能源等。留意接近年底股市波動加劇，或可部分獲利了結且多元分散配置。

資料來源：右圖Bloomberg，凱基證券整理

輝達業務營收佔比，預估資料中心營收增速放緩



科技股面臨估值過高檢視，近期資金青睞低評價產業



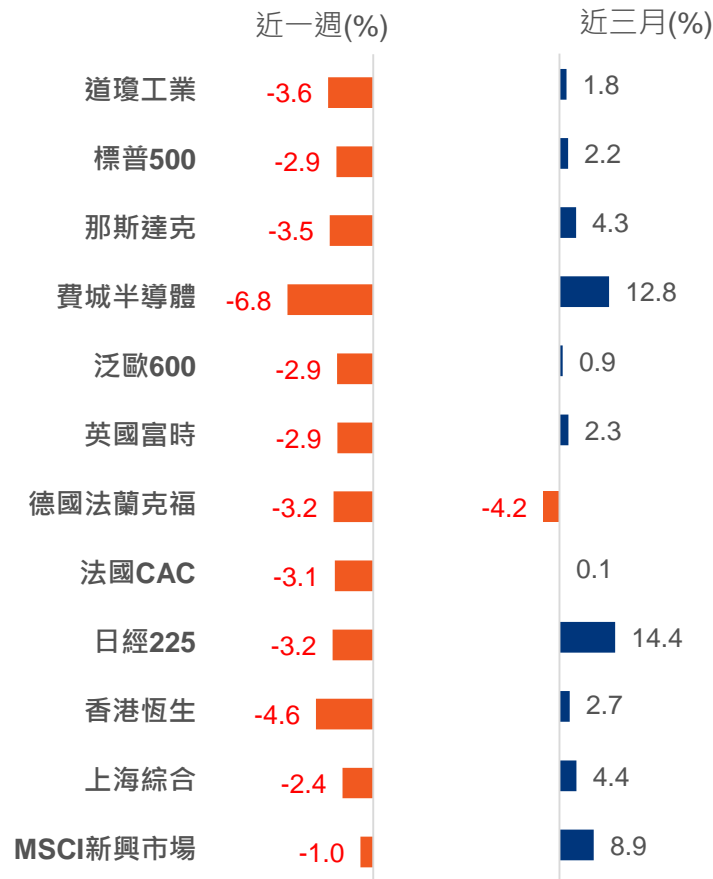
市場回顧

# 金融資產漲多回調，市場短期著重流動性、波動升

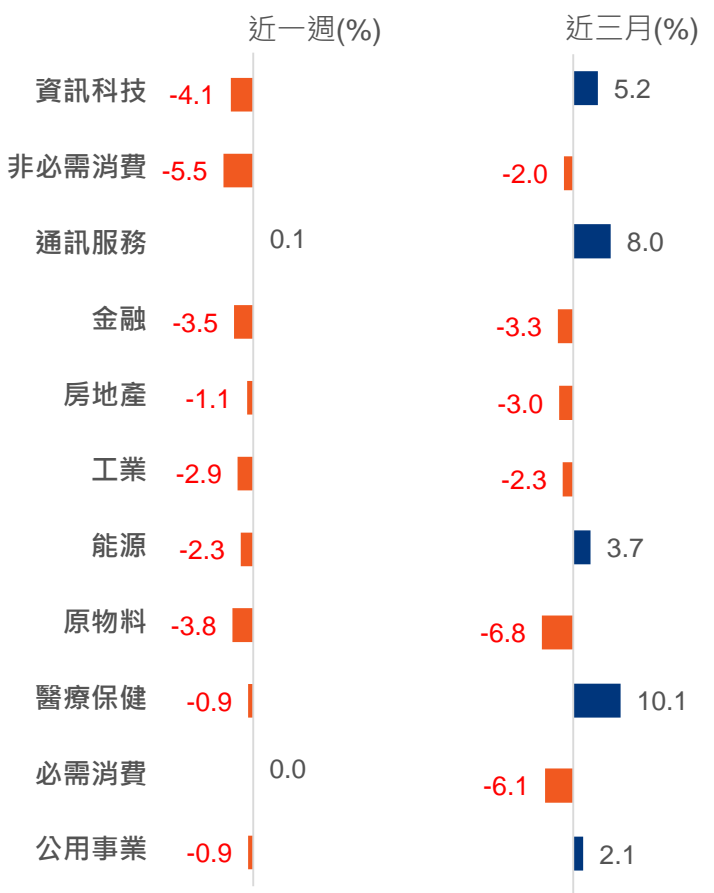
- ▶ 美國10月中旬的初領失業救濟金人數23.2萬人，為兩個月來最高。9月非農就業人數跳增119,000人優於預期，失業率上升至4.4%，創2021年10月以來新高。經濟數據疲弱，加上12月降息預期下滑，AI變現能力疑慮，金融市場面臨漲多回調，估值最高的費半指數跌幅最重，市場短期著重流動性、波動上升。日本政府欲通過總合經濟對策，內容包括發放2萬日圓兒童津貼等；總合經濟對策規模預估逾20兆日圓，大規模財政刺激引發通膨與財政惡化疑慮，日本10年期公債殖利率上升至1.8%，創近17年半來新高，日圓貶值、日股通週隨國際股市下挫。
- ▶ 除輝達財報亮眼、激勵股市外，零售巨頭目標百貨(Target)業績和財測不如分析師預估，消費者優先購買價廉商品，使其銷售遜於同業沃爾瑪；全球居家修繕用品零售業龍頭Home Depot，全年淨利估值不如預期，股價下跌。股市高位修正，部分避險資金回流傳統防禦股，包括醫療保健、通訊、電信等。

資料來源：Bloomberg · 2025年11月21日

各地區指數表現(%)



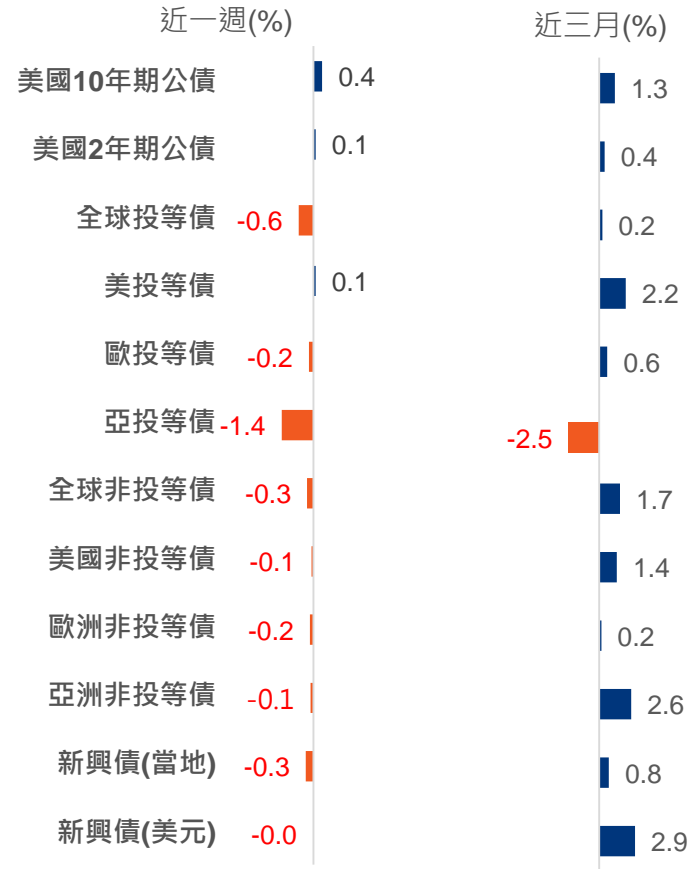
美股各產業指數表現(%)



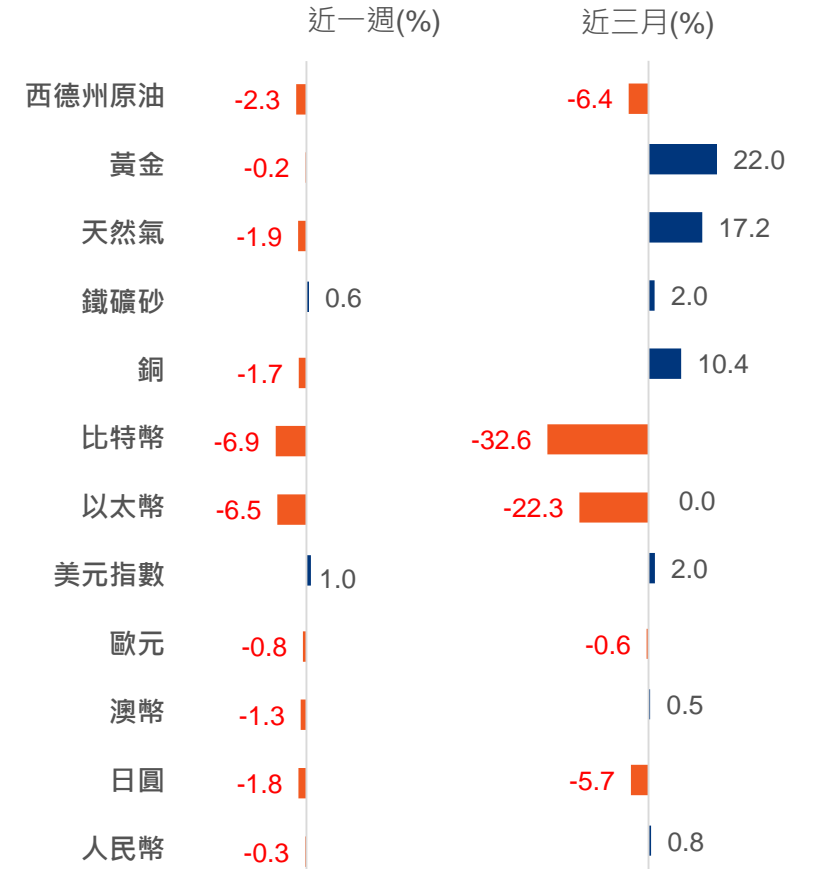
# 聯準會內部意見分歧，美元重回百元關卡、商品承壓

- ▶ 聯準會理事Waller支持12月降息，副主席Jefferson則稱需保持謹慎，聯準會內部立場分化。此外，最新會議紀錄顯示，部分官員警告降息可能增添通膨對經濟的衝擊，並對通膨和勞動市場看法分歧，加上此前面臨美國政府關門，使10月非農就業報告將併入11月份公布，時間在12月FOMC會議後；市場預期聯準會在經濟能見度不高情況下，12月降息機率大幅下降。利率期貨顯示，市場預期聯準會12月降息一碼機率降至39.1%，按兵不動的機率為60.5%，美國雙率上揚。
- ▶ 美元指數重回百元關卡，商品普遍承壓，西德州油價回落至每桶59.1美元，黃金重返每盎司4,000美元附近整理。英國10月通膨年增率為3.6%，低於前月的3.8%，英國央行12月降息機率上升，英鎊、歐元貶值。加密貨幣市場也面臨估值重估現象，比特幣在10月初創新高後，遭逢金融市場流動性緊縮，槓桿交易被迫追繳保證金、ETF資金外流等，跌破9萬美元，創近7個月新低。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



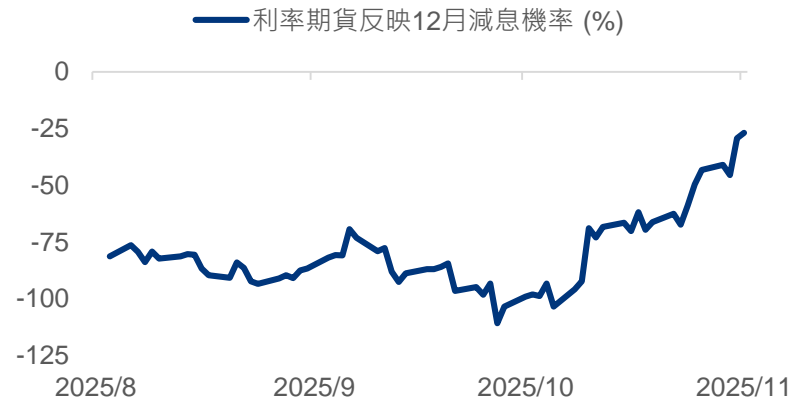
資料來源：Bloomberg，2025年11月21日

# 聯準會12月降息預期下滑；金價短期承壓，長線看法不變

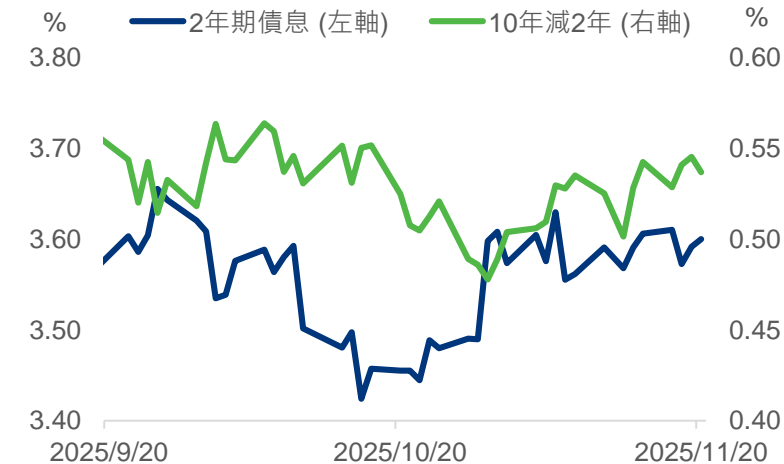
- ▶ 本週多位原先傾向鴿派的官員態度轉向含糊或鷹派，加上週三公布的10月會議紀要顯示，「多數」官員認為今年剩餘時間宜維持利率不變，市場對12月降息預期縮減至不足30%，一個月前為接近100%。不過，市場對明後兩年降息預期未有太大變化，2年期公債殖利率維持於3.60%，同期10年期公債殖利率處於4.14%，利差大致平穩。
- ▶ 聯準會降息預期略減，市場憂慮科技股估值過高及重新公布經濟數據的風險，恐慌指數(VIX)在週二曾經升至23以上。然，輝達公布第三季財報，收入及獲利成長約60%，緩解對AI熱潮及估值的不安，同時帶動全球科技股短暫回彈。
- ▶ 傳統避險資產黃金受上述影響近期震盪偏弱，因金價對利率敏感度較高，降息預期下滑，短期阻礙金價漲勢，但美國仍處於降息循環，同時預期M2維持成長，加上QT即將結束，貨幣供給續增利多為支撐金價關鍵。

資料來源：Bloomberg

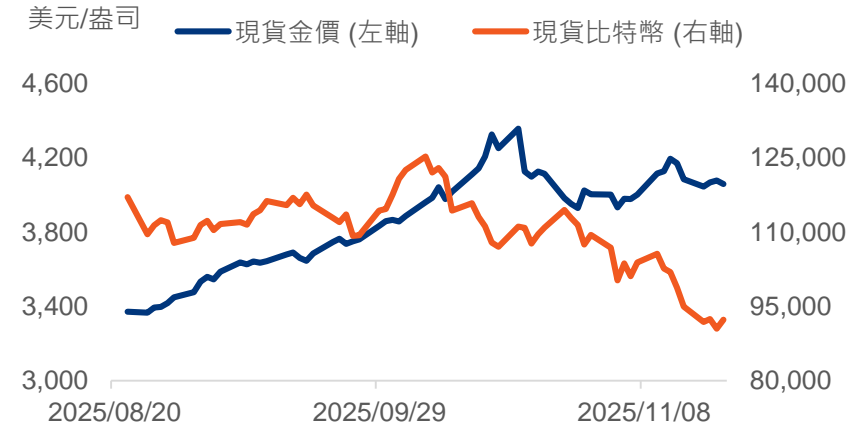
### 聯準會12月降息預期約30%



### 明後兩年降息預期未有太大變化



### 金價走勢相對虛擬資產平穩



### 貨幣供給續增，長期支持金價因素仍存



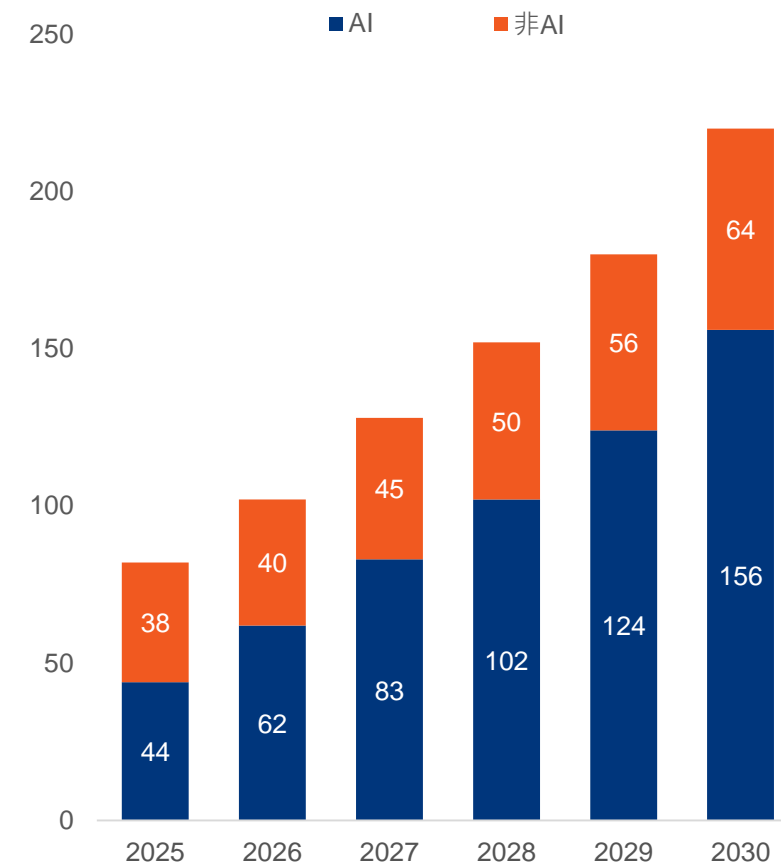
# 算力競賽延伸為電力競賽，AI基礎建設需求大增

- ▶ 過往通訊建設主要是基地台與光纖網路等為資訊的傳達，現在資料中心與AI晶片的運算需求，一躍成為新型核心基礎建設。美國能源部預估，資料中心用電占全美用電量比例，將由目前約5%到2030年成長為12%，顯示能源結構正面臨重大轉型。自2025年全球AI相關用電需求約44GW，預估到2030年將成長至156GW，成長超過3.5倍。細究電力供需失衡的主因，為發電廠的建設速度，發電效率與乾淨能源的要求，使發電供給增加緩慢，遠不及AI應用大量電力需求激增。
- ▶ 預期AI算力基礎建設至2030年年複合成長率超過30%，美國科技巨擘投入鉅額資本支出進行算力競賽，包括Google、微軟、亞馬遜等皆表示，目前關鍵轉捩點必須積極建置AI，全球雲端資本支出明年上看5,820億美元，年增率31%。此外，不止限於美國，全球主要資料中心用電需求皆大幅成長，包括歐洲、中國及其他區域電力需求到2030年呈現倍幅躍增，算力競賽已演變為電力競賽。

資料來源：左圖Mckinsey & Company 2025、右圖IEA，凱基證券整理

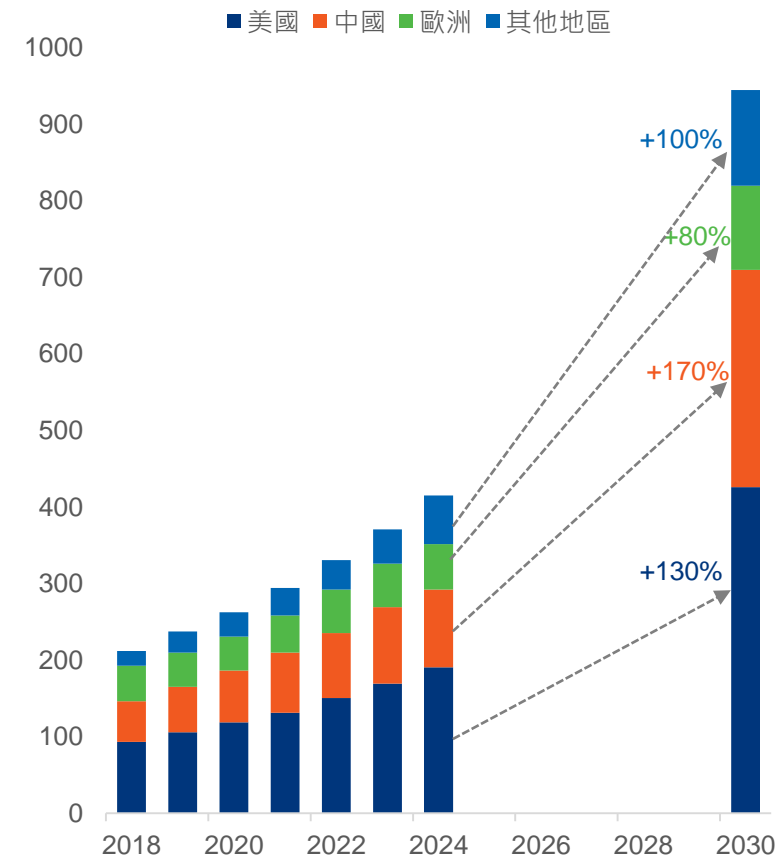
## 預期至2030年能源供應需求至少成長3.5倍

全球資料中心用電量預估(GW)



## 不只美國，歐洲、中國及其他區域電力需求也激增

資料中心用電需求，兆瓦時



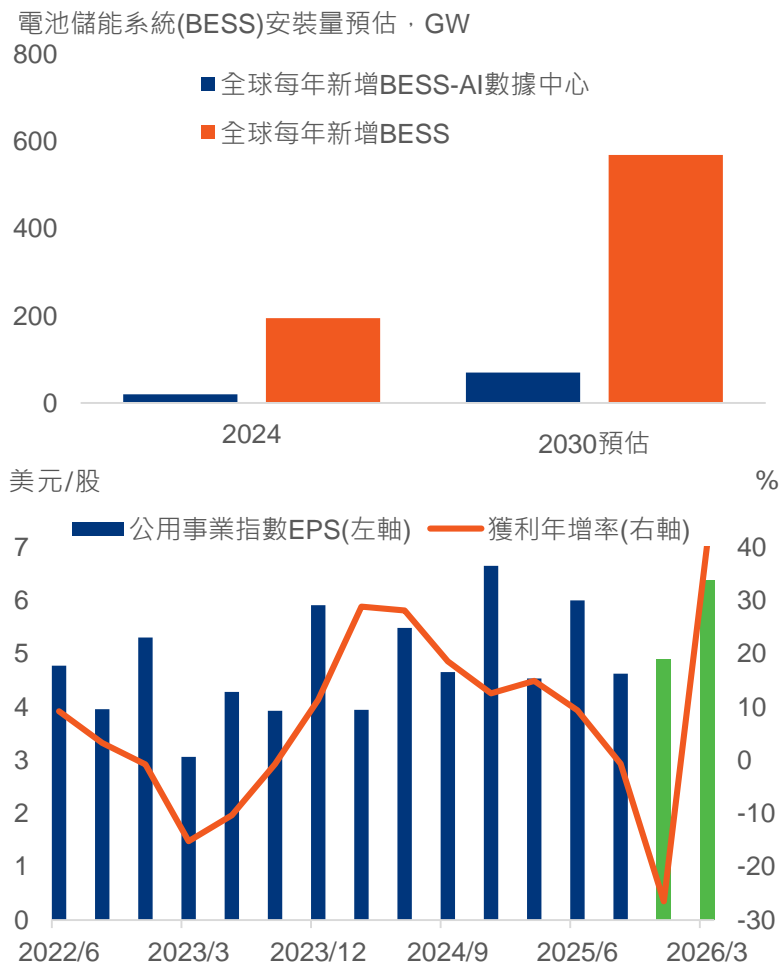
# AI應用產值倍增，帶動公用事業股盈餘上揚

▶ 預估AI相關應用商機未來產值將倍數成長，以提供晶片與資料中心運行所需的大規模、可持續性電力。多數AI資料中心電力需求達到兆瓦級電力，AI運算已從單純的晶片短缺，擴大為電力短缺，足夠的電網容量與接入許可，為資料中心的重要考量。因此，科技企業多與大型電廠簽訂長期供電合約，使其獲利穩健，明年預估獲利續升。在運算資料於AI機櫃內的交換、運算完成之後傳輸出去至大型語言模型、軟體平台與其他產業應用，推動相關光通訊、網路等對外基礎設施建設，形成整體AI生態圈網絡，甚至包含緊急備援、整合型儲能及機櫃內電池備援單元(BBU)等的電池儲能系統(BESS)，未來也以複合年成長率20%的速度擴大。

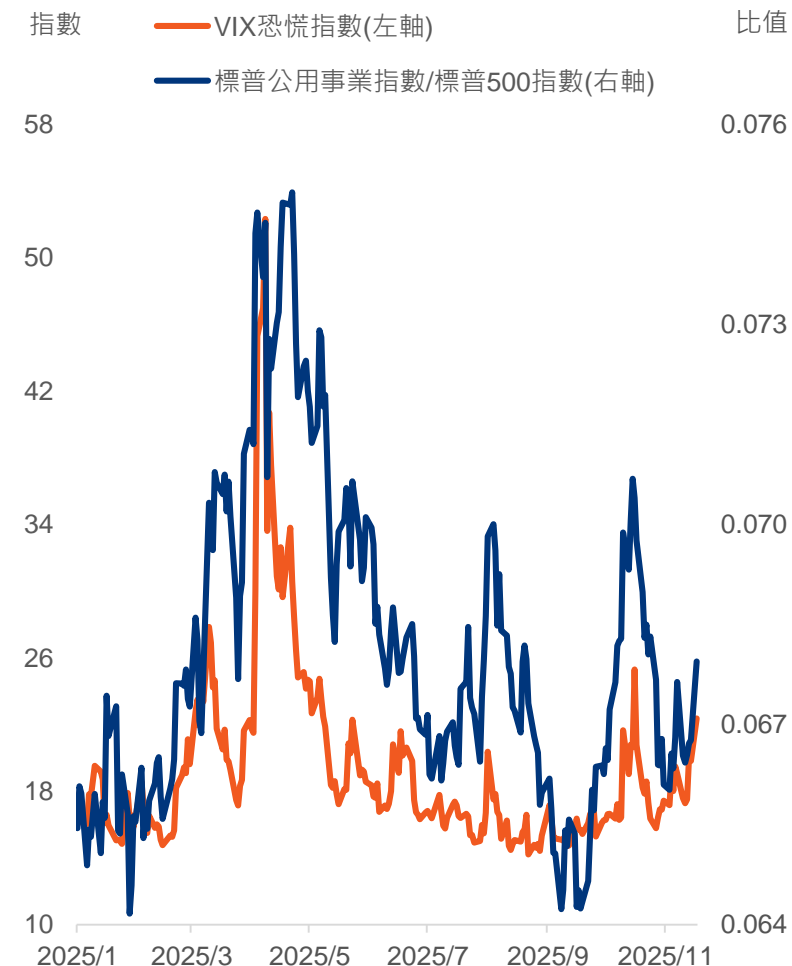
▶ 在現金與營收充裕下，預期基礎電力公司產能擴建，企業估值被重新定價，由純防禦類股兼具成長潛力股，但另一方面，在股市高位波動期間，亦能發揮相對大盤抗跌特性，看好AI投資人可逢回分散布局。

資料來源：左上圖美林、左下圖和右圖Bloomberg，凱基證券整理

## AI數據中心增加儲能需求，整體公用事業獲利上揚



## 過去股市震盪時，公用事業股表現抗跌



# 市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 眾所注目的輝達財報亮眼，但市場對AI獲利疑慮猶存，金融資產漲多回調，市場短期著重流動性、波動上升。美股財報多為正向，股市高檔震盪壓力顯，建議投資產業平衡配置，並保持資金彈性以因應市場波動。現階段可增持高品質股，逢股市回落、估值轉趨合理時，長線投資人可分批布局AI題材與科技股，以參與未來發展趨勢。</li> <li>◆ 歐元區以貿易衝擊小的英股和德股較佳，可作為分散配置的參考。日本高市早苗擴大財政政策以刺激經濟，有利日股發展，惟短期投資人須留意匯率波動風險。</li> </ul>	<p>策略風格：短期波動加大以高品質股因應，長線AI題材與科技股可逢回分批布局</p> <p>區域：歐洲股、英國股、日本股、新亞科技股</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 景氣放緩、勞動市場降溫，長短天期利差陡峭，投資公債與投資等級債券以鎖利領息為主，投資級債以信評A級以上龍頭企業較佳，風險調整後利差較高的產業包括金融、公用事業、工業等。</li> <li>◆ 美元長期有貶值疑慮，可增加非美貨幣債券分散風險，如歐元、新加坡幣計價的投資級債券。</li> </ul>	<p>期間：中短天期公債、高信評債鎖利</p> <p>種類：高信評債鎖利，以金融、工業、公用事業較佳</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 聯準會內部意見分歧，明年美國仍有降息3碼預期，侷限美元大幅升值空間，中長期維持偏弱格局。</li> <li>◆ 高市早苗大舉擴大財政支出，日圓短期偏貶，中長期反應經濟與升息或緩升；歐元、英鎊震盪偏升。</li> </ul>	<p>美元短期反彈，中長期偏弱調整</p> <p>日圓、歐元、英鎊震盪偏升</p>
商品	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 美元短期反彈，降息預期下滑，使金價短期有壓；通膨隱憂及財政赤字壓力支持長期黃金上漲。長線投資人可把握逢回進場時機，將黃金納入投資組合中，分散投組集中度。</li> </ul>	<p>黃金中長期偏多</p>

## ▶ NOV 2025

17

Monday

- 日本第三季GDP年增率初值  
(實際:-1.8% 預估:-2.4% 前值:2.3%)
- 日本9月工業生產月增率終值  
(實際:2.6% 前值:-1.5%)

18

Tuesday

- 美國10月工業生產月增率  
(實際:待公布 前值:待公布)
- 美國8月耐久財訂單月增率終值  
(實際:2.9% 預估:2.9% 前值:-2.8%)

19

Wednesday

- 歐元區10月CPI年增率終值  
(實際:2.1% 預估:2.1% 前值:2.2%)
- 歐元區10月核心CPI年增率終值  
(實際:2.4% 預估:2.4% 前值:2.4%)
- 日本9月核心機器訂單月增率  
(實際:4.2% 預估:2.0% 前值:-0.9%)

20

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數  
(實際:220k 預估:227k 前值:228k)
- 美國9月非農業就業人口變動  
(實際:119k 預估:53k 前值:-4k)
- 美國9月失業率  
(實際:4.4% 預估:4.3% 前值:4.3%)
- 歐元區11月消費者信心指數初值  
(實際:-14.2 預估:-14.0 前值:-14.2)
- 臺灣10月外銷訂單年增率  
(實際:25.1% 預估:28.0% 前值:30.5%)

21

Friday

- 美國11月標普全球製造業PMI初值  
(預估:52.0 前值:52.5)
- 美國11月密大消費者信心指數終值  
(預估:50.6 前值:53.6)
- 歐元區11月製造業PMI初值  
(預估:50.1 前值:50.0)
- 日本10月全國CPI年增率  
(實際:3.0% 預估:3.0% 前值:2.9%)
- 日本11月標普全球製造業PMI初值  
(實際:48.8 前值:48.2)
- 日本10月出口年增率  
(實際:3.6% 預估:1.1% 前值:4.2%)

24

Monday

- 臺灣10月失業率  
(前值:3.35%)

25

Tuesday

- 美國9月零售銷售月增率  
(前值:0.6%)
- 美國9月PPI年增率  
(前值:2.6%)
- 美國11月經濟諮詢委員會消費者信心指數  
(預估:93.3 前值:94.6)

26

Wednesday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數  
(前值:220k)
- 美國9月耐久財訂單月增率初值  
(前值:2.9%)
- 日本10月工具機訂單年增率終值  
(前值:11.0%)
- 迪爾(DE)財報

27

Thursday

- 歐元區11月消費者信心指數終值  
(前值:-14.2)
- 歐元區11月經濟信心指數  
(前值:96.8)

28

Friday

- 日本10月失業率  
(預估:2.5% 前值:2.6%)
- 日本10月求才求職比  
(預估:1.2 前值:1.2)
- 日本10月東京CPI年增率  
(預估:2.7% 前值:2.7%)
- 日本10月工業生產月增率初值  
(預估:-0.6% 前值:2.6%)
- 臺灣第三季GDP年增率初值  
(前值:7.64%)

資料來源：Bloomberg

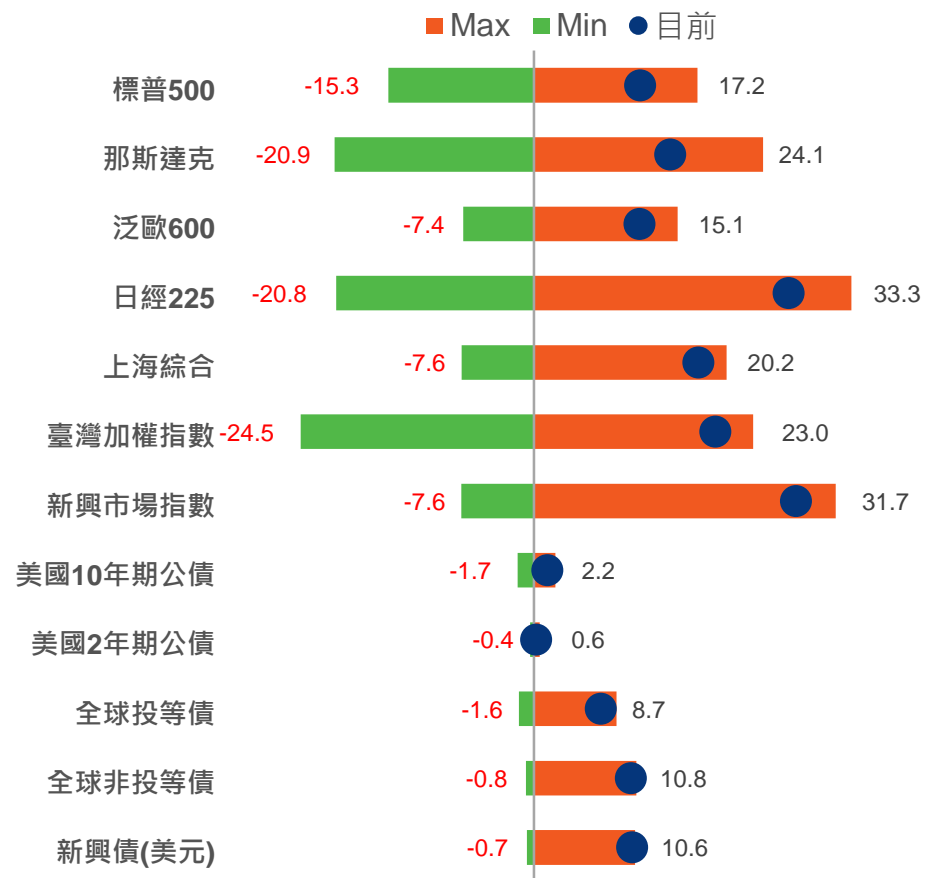
## 財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2025/11/18	家得寶公司(HD)	41.18B	41.4B	3.84	3.74	V	
2025/11/18	美敦力公司(MDT)	8.87B	9B	1.31	1.36	V	V
2025/11/19	羅威公司(LOW)	20.85B	20.81B	2.97	3.06		V
2025/11/19	TJX公司(TJX)	14.84B	15.1B	1.23	1.28	V	V
2025/11/20	輝達公司(NVDA)	54.89B	57B	1.25	1.3	V	V
2025/11/20	Palo Alto Networks Inc (PANW)	2.46B	2.5B	0.89	0.93	V	V
2025/11/20	沃爾瑪公司(WMT)	177.45B	179.5B	0.6	0.62	V	V
2025/11/21	直覺公司(INTU)	3.76B	3.9B	3.09	3.34	V	V

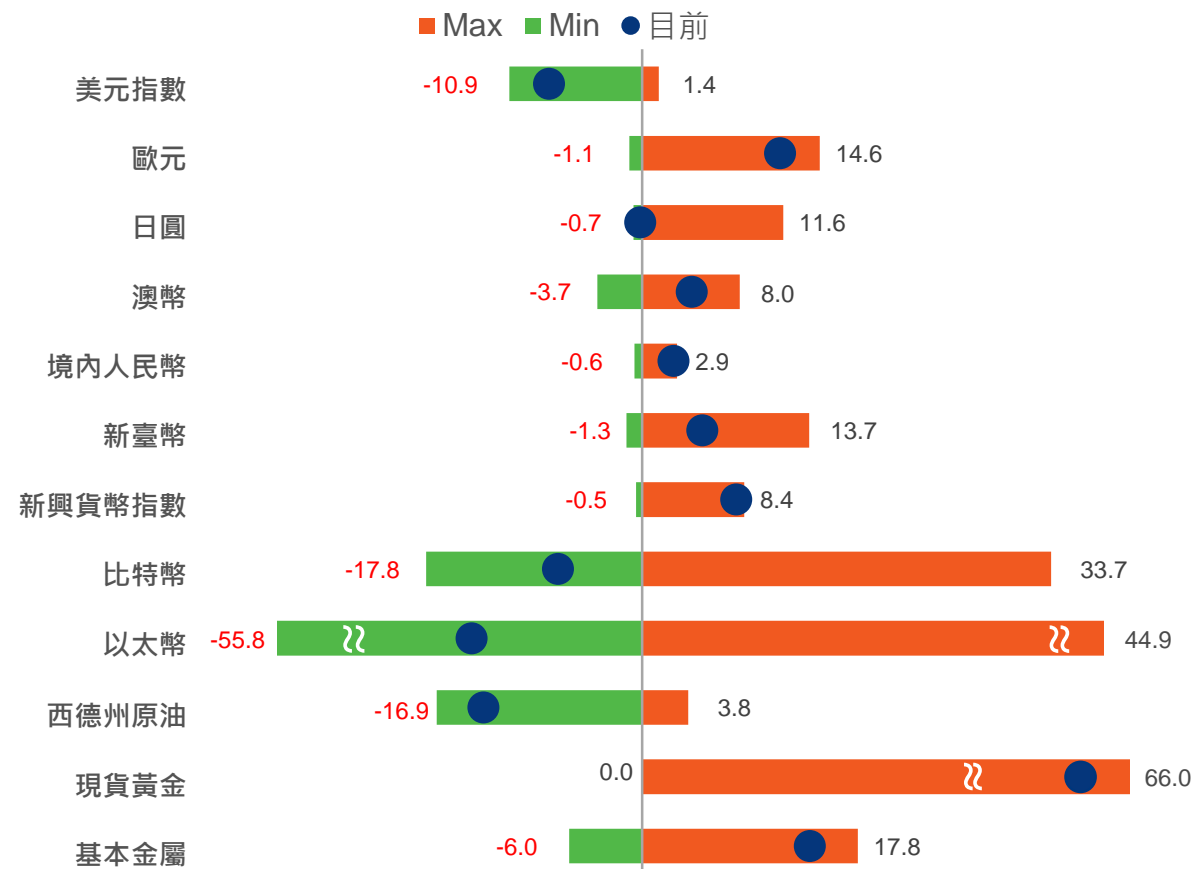
資料來源：Investing.com

# 年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



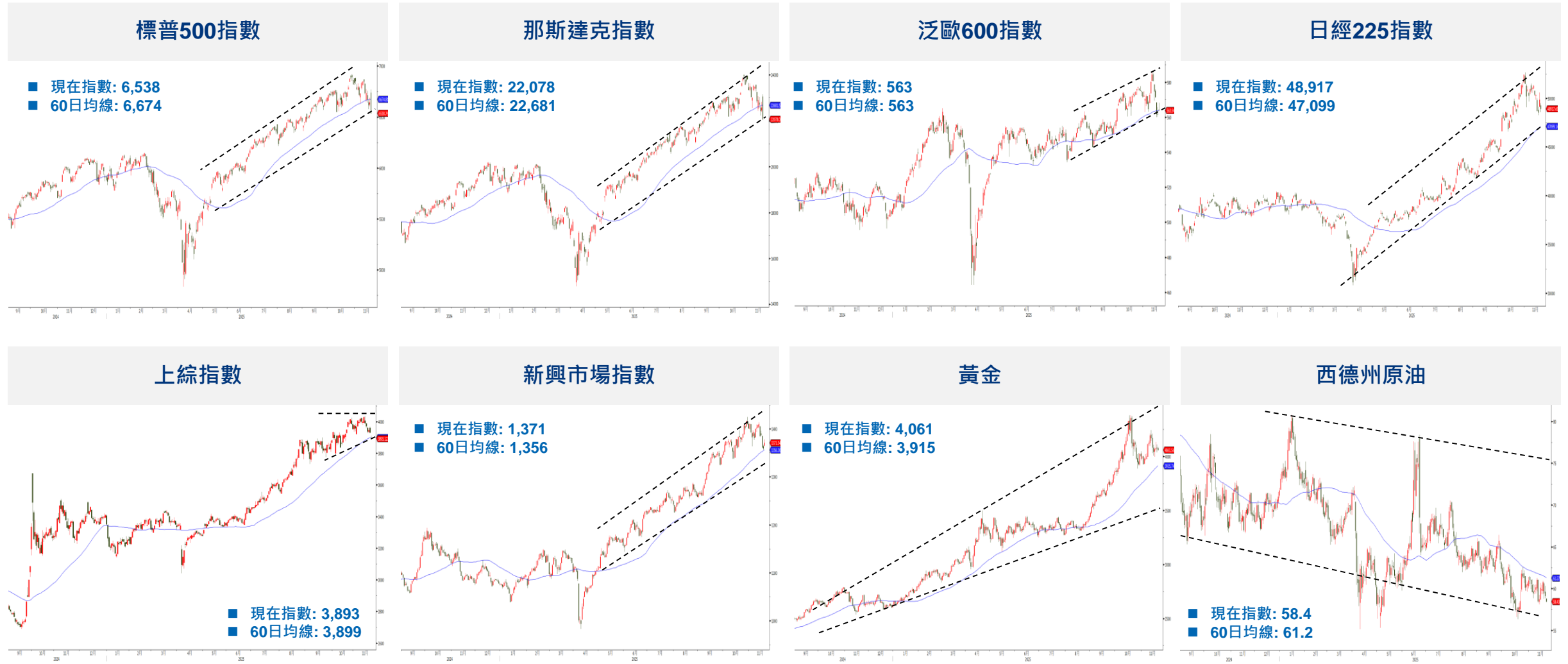
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年11月21日

# 技術分析

60日線



資料來源：Bloomberg · 2025年11月21日

# 市場觀測

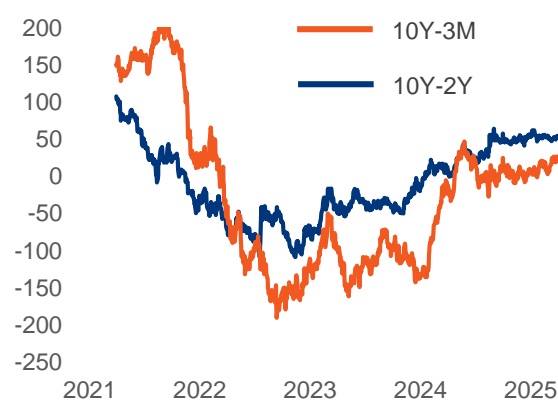
美國物價指數年增率(%)



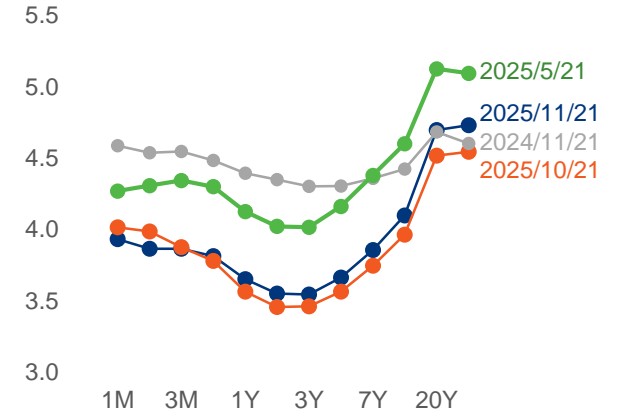
美國10年期公債殖利率(%)



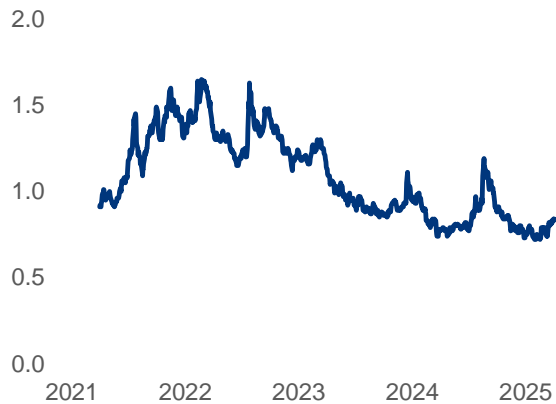
美國公債利差(bps)



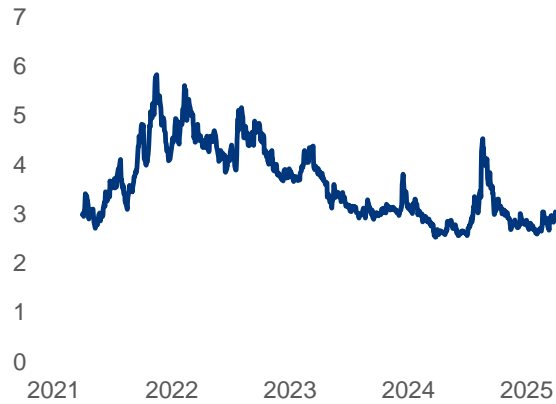
美國公債殖利率曲線(%)



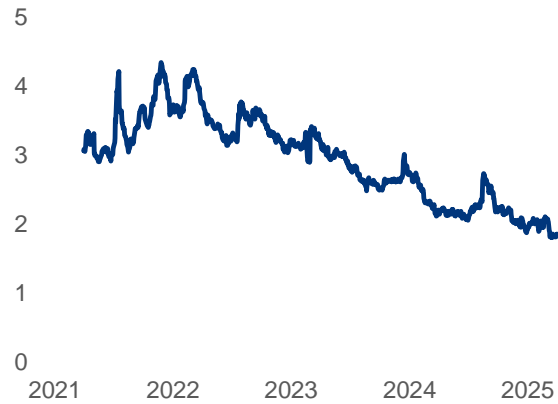
美元投資級公司債利差(%)



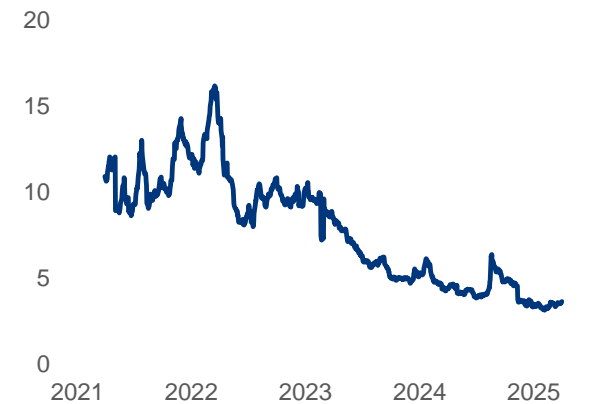
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)

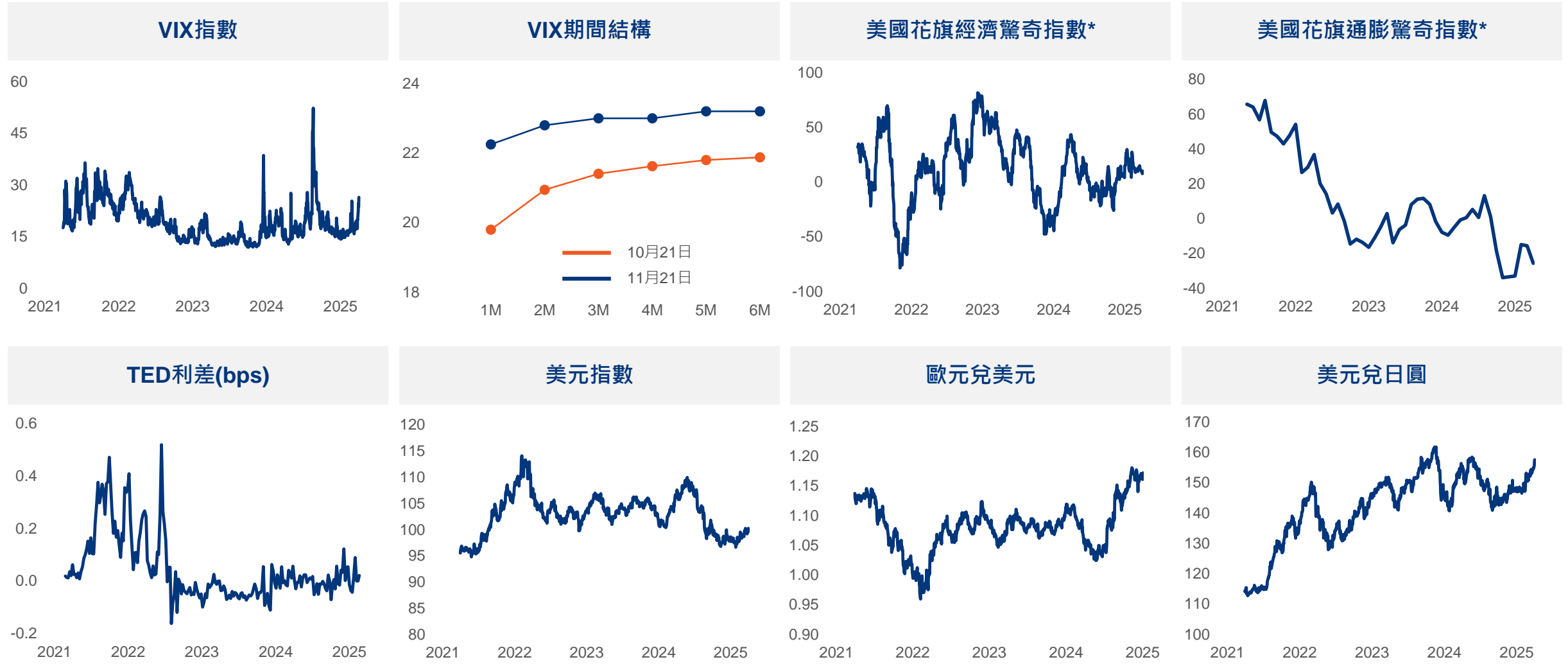


美元亞洲非投資級債利差(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年11月21日

# 市場觀測



資料來源：Bloomberg · 2025年11月21日；\*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通膨向上幅度超過市場預期

# 美元兌新臺幣歷史走勢圖(日資料)

## 2005年以來美元兌新臺幣歷史資料

美元兌新臺幣

— 每日收盤價      — 近10年滾動平均      — 近20年平均



資料來源：Bloomberg · 2025年11月21日

## 免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬凱基金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。