

2025年10月23日

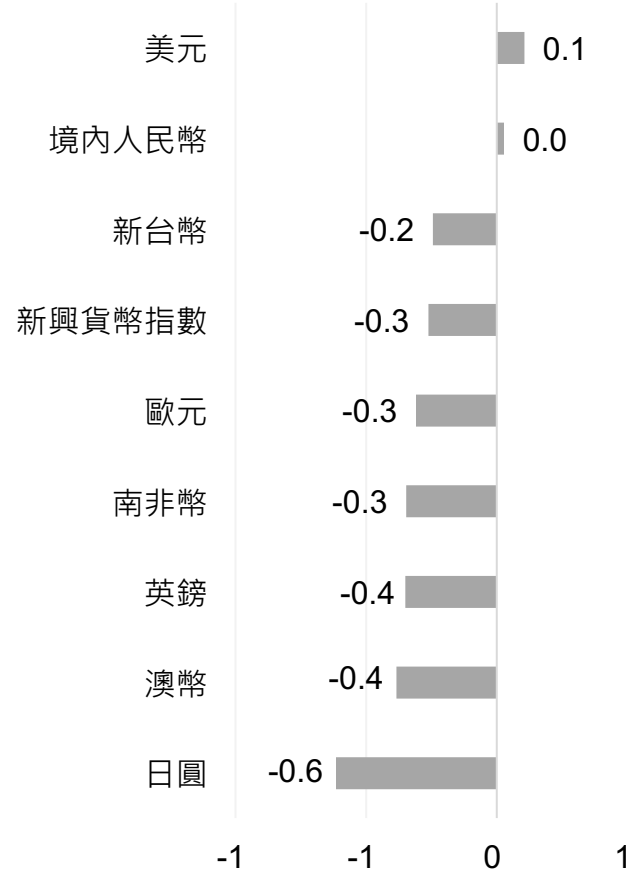
投資研究週報

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。

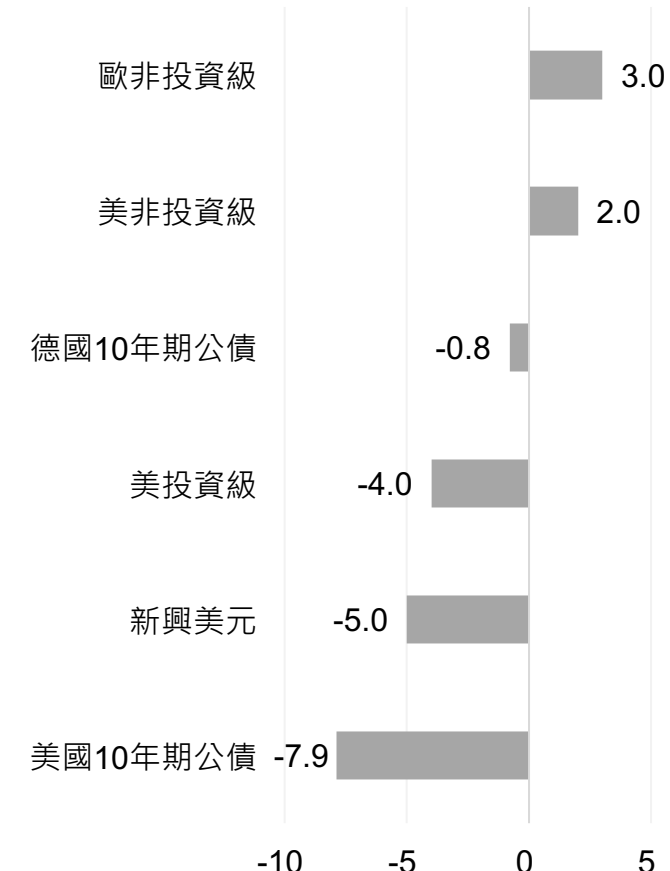
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/10/15 - 2025/10/22。

資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

- **財報季到來，關注科技巨頭AI投資**：算力需求推動AI資本支出高速成長，由標普500企業資本支出佔現金比例維持穩定、及台積電擴產仍趕不上客戶需求來看，AI熱潮仍將持續一段時間。
- **FOMC會議前瞻**：本月降息幾成定局，短線預期過熱或引發10年公債殖利率波動，長線緩降趨勢不變。
- **日本迎來首位女首相**：「高市交易」料再度發酵，然而BOJ退出寬鬆政策方向不變，日圓短線承壓，後續有望緩步回升。股市短期漲多震盪，長期看好企業獲利穩步回升及NISA帶動本土投資意願。
- **美中貿易談判**：川普和中國雖各自放話，但可能是為了談判增加籌碼，月底川習仍有望會面。

2. 後續看點

- 企業財報：10/29 - 微軟、Google、Meta, 10/30 - 蘋果、亞馬遜。

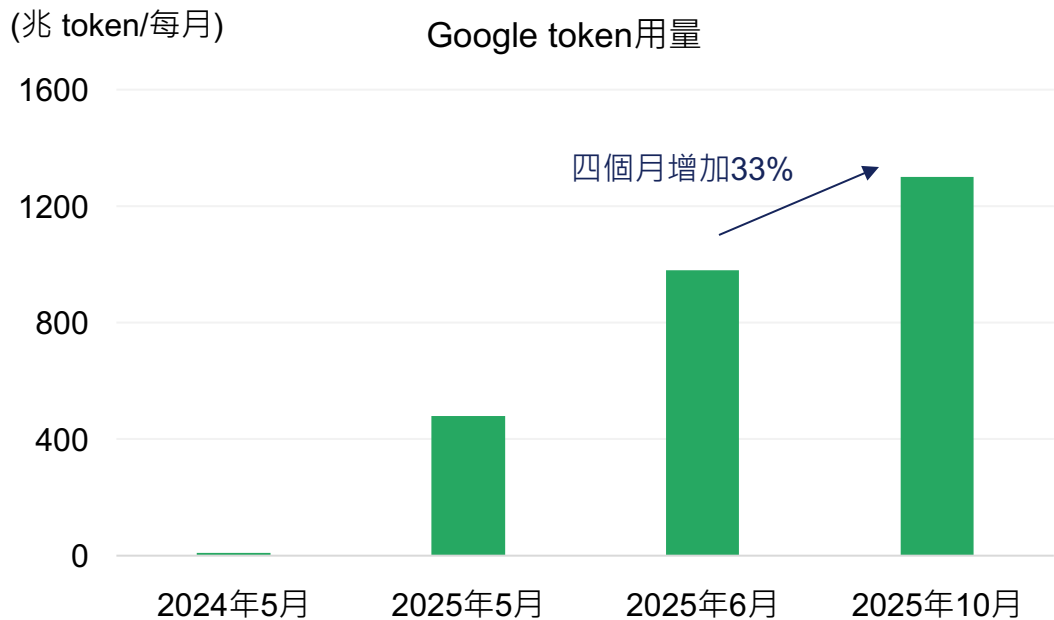
策略思維

1. **股市-消息面影響波動加大**：美中貿易緊張、地緣政治風險，使得股市在高檔震盪加劇，不過企業資本支出增加、財報展望好轉，下檔具支撐，以逢低布局為主。
2. **債市-10月預計再降息1碼**：Fed傾向緩步降息，10年債殖利率狹幅震盪，採取逢高鎖利策略進行配置。
3. **匯市-降息形成美元向下壓力**：聯準會重啟降息循環，雖未鬆口大幅降息，但趨勢對美元形成上檔反壓，非美貨幣可望緩步走強。

要推動AI應用技術突破，算力是最核心且不可或缺的資源，這也使得算力的基本記量單位-token消耗量呈指數級增加。根據Google 5月的資料，每月token的使用量較去年同期成長近50倍，今年10月的最新資料更是增加到1300兆。同時，OpenAI的每月token消耗量也達到1040兆個，驗證算力需求仍在高速成長，CSP業者與其客戶對token的需求持續增強，將延續CSP業者加速部署AI基礎設施。

而大量的算力正投入代理型AI的廣泛應用中。觀察OpenAI的token用量破兆級的客戶產品類型，以提升生產力和效率、優化客戶服務為主。企業藉由開發AI客服、AI工程師、AI顧問等數位勞動力(digital labor)，改變營運生態。代理AI將成為這些企業的營收核心動能，亦為推動算力需求持續攀升的基礎。

Token用量呈現指數級成長



資料來源：Google。

代理AI朝「數位勞動力」推進

產品 / 服務類型	OpenAI 主要客戶
企業級軟體與生產力工具	Salesforce(CRM/業務雲端軟體), Zendesk(客戶支援), HubSpot(CRM/行銷自動化), Data Dog(數據分析)
AI基礎設施與開發工具	OpenRouter(AI模型路由平台), CodeRabbit(AI程式碼審查), Warp.dev(AI終端機), Cognition(AI軟體工程師), iSolutionAI(AI顧問服務)
AI核心產品	Perplexity(AI搜尋工具), Genspark AI(AI引擎開發), Read AI(自動會議摘要), Abridge(AI醫療轉錄), Harvey(法律支援), Delphi(投資市場分析)
消費者服務	Duolingo (語言學習), Uber, Canva(設計平台), Shopify(電子商務平台), T-Mobile(電信服務)

資料來源：數位時代, 國泰世華銀行整理。

OpenAI啟動多方合作架構, 再一次推升AI基礎設施的投資規模, 包括半導體、伺服器製造商、電源供應器及電力傳輸等採購需求, 也帶動整體標普500對於資本支出的年增率連2年呈現雙位數成長。依據高盛資料顯示, 2026年標普500企業資本支出將達1.5兆美元, 年增17%, 由於資本支出代表企業獲利的先行指標, 對於未來2年的獲利成長保持樂觀。

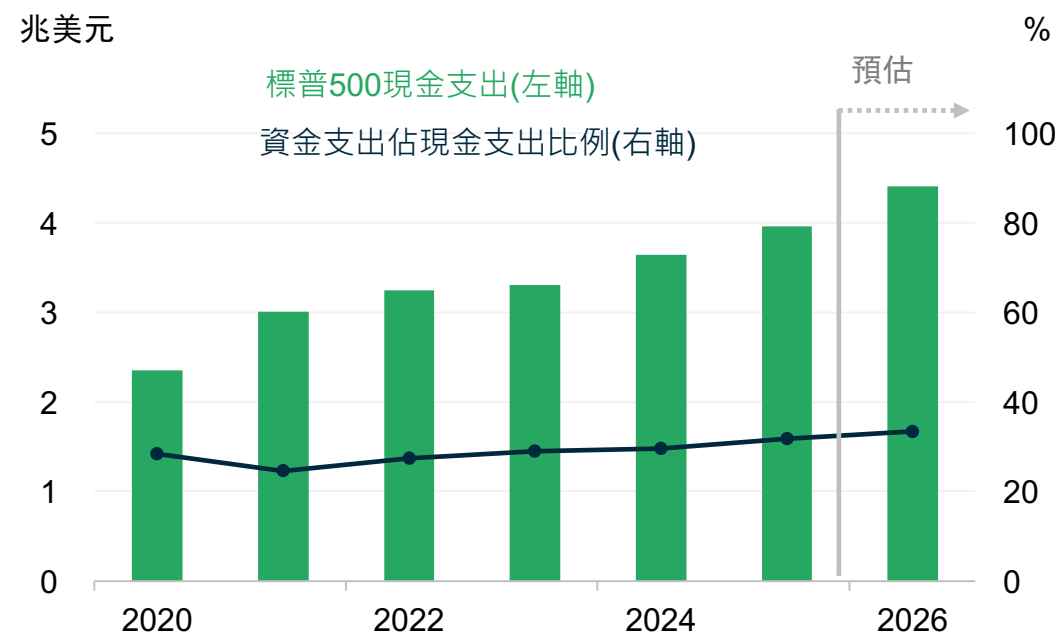
依照過去經驗, 若企業資本支出佔現金支出比例急速拉高, 代表投資熱情過於旺盛, 一窩蜂投入下容易出現供過於求的情形。而以今年標普企業資本支出佔現金支出比例來看, 約略維持3成左右水準, 顯示擴充投資來自自有現金的增加, 此外, 台積電因應客戶需求擴充, 但產能仍難以滿足, 顯示整體AI投資熱潮仍將持續一段時間。

標普500資本支出將連2年雙位數成長



資料來源：高盛預估。

資本支出佔現金比例維持3成左右水準



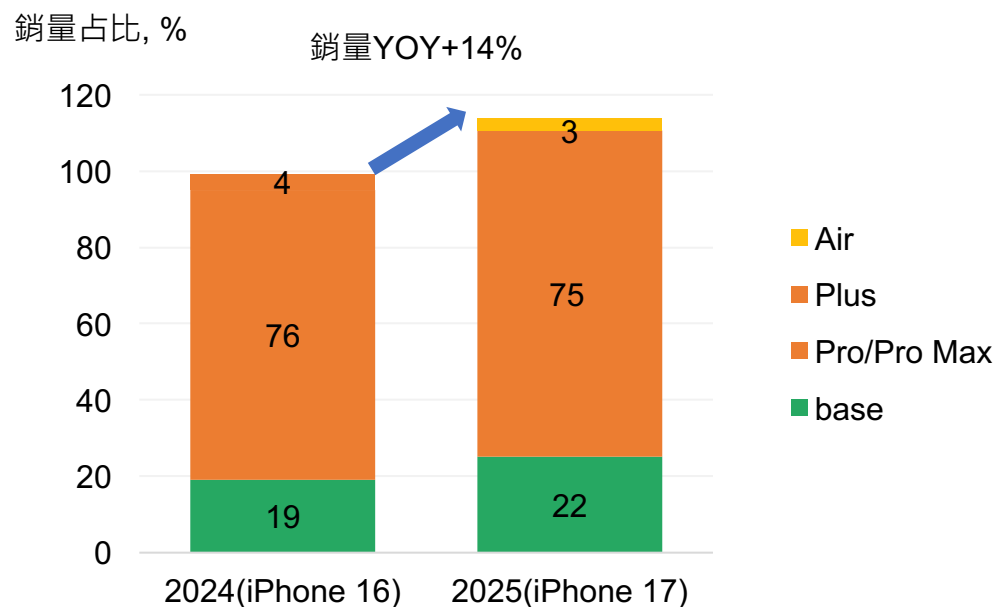
資料來源：高盛預估。

根據Counterpoint Research, iPhone 17系列在美國和中國上市前十天的銷量分別比iPhone 16系列同期高出14%, 其中, 最基礎款的機型人氣大增, 主因為售價相同, 但顯示螢幕更好、儲存空間更大以及升級的A19晶片。

蘋果即將於10/30公布, 受惠於新機的熱銷, 蘋果的營收也不看淡。以蘋果的營收結構來看, 有50%為iPhone收入, 市場預估因為手機的熱銷量, 營收動能可望保持10%的成長, 可望連2季保持在雙位數成長。展望Q4, 消費旺季, 整體營收動能也將保持在10%左右。

整體而言, 蘋果雖然在AI領域表現落後, 但也相繼跟Open AI與Google合作, 預估Apple intelligence在明年也將逐步上線, 加上摺疊機將陸續推出, 蘋果前景仍不看淡。

iPhone 17熱銷, 高於上一代



資料來源: Counterpoint。

iPhone熱銷, 將推動銷售動能上看10%



資料來源: 高盛預估。

10月FOMC會議前瞻：市場普遍預期聯準會將在下週會議(10/30)上降息1碼。上週鮑爾談話雖提及「在提振就業的同時抑制通膨」的政策兩難, 但也指出「招聘放緩將反映至失業率」, **顯示政策重心已擺在預防就業市場進一步惡化, 強化市場對降息的信心**。另方面, 政府持續停擺加劇市場對景氣疑慮, 10年美債利率跌破4.0%。

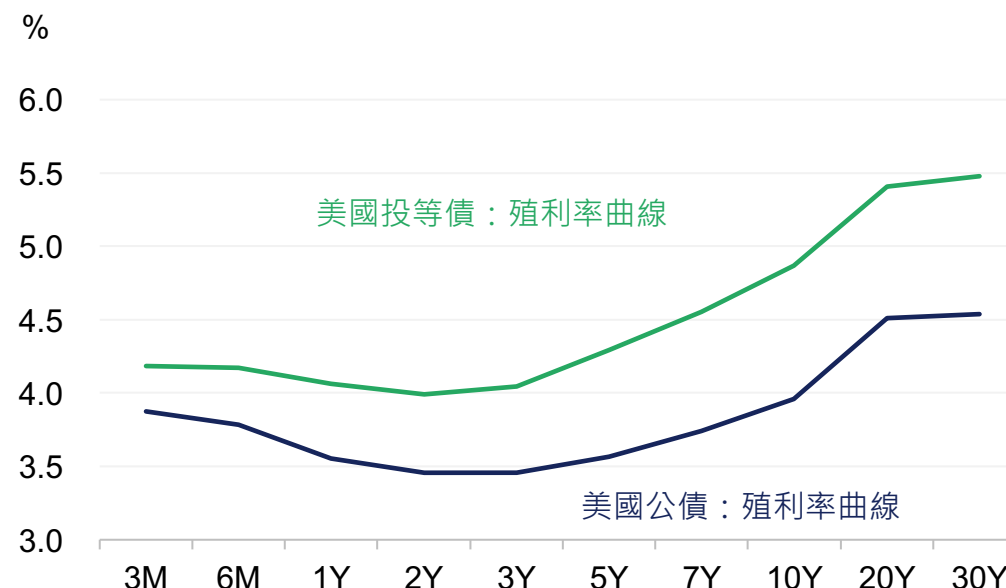
FedWatch Tool顯示市場已充分反映10、12月各降1碼, 甚至開始推測12月降2碼的可能性。儘管勞動疲軟支撐政策寬鬆, 但今年降幅仍不致過大, 主因：1)關稅政策導致通膨回落速度偏緩, 預期9月CPI增速持平；2)鴿派官員Bowman、Waller表態年底前應降2碼, 僅Miran支持超大幅度降息。短期而言, 1)美中情勢緩和使得避險情緒降溫, 2)市場寬鬆預期相對積極, 需留意美債殖利率波動。中長期而言, 聯準會降息趨勢明朗, 且明年新主席上任後將再提振市場降息預期。**債市布局逢高鎖利, 惟短率跌幅已大, 未來將面臨再投資風險, 可適度拉長持有天期**。

降息預期充分反映, 10年美債利率跌破4.0%



註：市場預估12月聯邦政策利率降至3.5~3.75%區間(累計今年3碼)的機率。
資料來源：FedWatch, Bloomberg。

降息趨勢明確, 債市布局逢高鎖利, 適度提高持有天期



資料來源：Bloomberg。



高市早苗 Takaichi Sanae

出生 1961年, 奈良縣

政黨 自民黨, 清和政策研究會 (與安倍同派閥, 於2024/1解散)

政治光譜 右派、保守派

學經歷 神戶大學經濟學部、松下政經塾 (孕育日本多位政治家, 如立民黨黨魁野田佳彥)

美國國會研究員

朝日新聞主播、主持人

經濟產業省副大臣 (如台灣經濟部副部長, 負責經濟、產業、貿易、能源政策)

總務大臣 (如台灣內政部長, 負責國家行政、地方自治、資訊通訊)

自民黨政務調查會長 (黨政策中樞, 黨內第3號人物)

經濟安全保障擔當大臣 (行政院政務委員與推動小組招集人, 負責國家經濟安全)

政策立場 財政：主張擴大財政支出、積極財政以刺激經濟成長

貨幣：支持日本央行維持寬鬆政策，反對過早升息

稅制：支持減稅以活化經濟

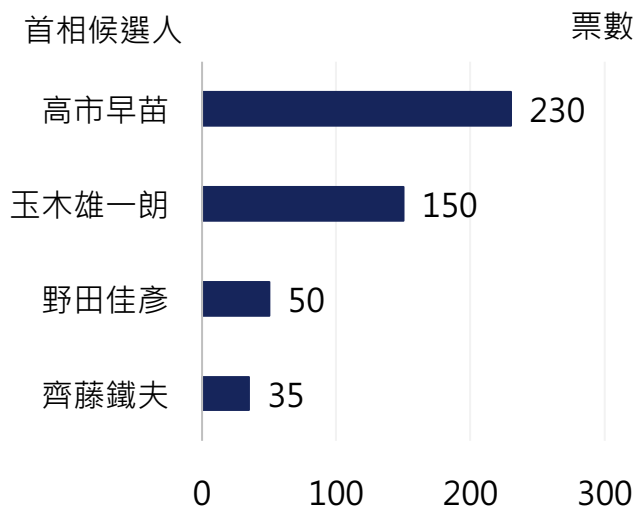
外交：親美、重視台灣安全保障、對中立場強硬

個人特色 日本首位女性首相、自民黨首位女總裁

被視為「保守派」代表人物, 並多次參拜靖國神社

形象強硬、擅長政策辯論

前首相安倍晉三關係密切, 政策理念相近



新執政聯盟仍需異中求同：自民黨與維新會組成聯盟，兩黨多數政策立場一致，但對於財政政策應擴大支出抑或減稅看法有所相異。

少數黨執政的情勢仍未改變：執政聯盟於眾議院、參議院合計席次231、120席，仍低於過半所需的233、125席。

高市政策需做出妥協：考量執政聯盟政見有所差異、在野黨席次亦形成制衡力量，預料高市支持「積極財政政策、寬鬆貨幣政策」的立場，勢將做出部分調整，以利獲取支持、推進政策，意味著**大規模財政刺激恐難於短期推出**。後續關注高市內閣名單，將是未來政策風向球。

執政聯盟

主要在野黨

日本主要政黨政策立場									
政黨	眾議院席次	參議院席次	政治光譜	財政政策	貨幣政策	稅制政策	修憲（第9條）	外交政策	核能政策
自民黨	196	101	右派	策略性擴大支出	支持適度寬鬆	不主張大幅降低消費稅 傾向補貼措施	支持修憲	親美、部分派系友台、反中	傾向擁核
日本維新會	35	19	極右派	結構性改革、控制支出	支持改革以配合經濟成長政策	支持減稅提高可支配所得	支持修憲	親美、友台	相對傾向擁核
立憲民主黨	148	38	中間偏左	擴大社福支出	偏好貨幣寬鬆以支撐就業與成長	支持低所得與食品減稅或補貼	反對修憲	親美、對中務實	傾向零核
國民民主黨	27	22	中間偏右	策略性擴張支出	必要時採寬鬆政策	反對提高消費稅、支持降低中產稅務負擔	傾向支持修憲	親美	務實中間派
公明黨	24	21	中間偏右	社福優先、對大規模支出較謹慎	支持央行獨立	支持食品或民生項目消費稅減免	傾向維持現狀	傾向中間派	傾向限制核能
令和 新選組	9	6	左派	擴大民生與社福支出	支持財政與貨幣配合， 傾向寬鬆	降低或減免食品消費稅 對富人加稅	反對修憲	傾向中間派	偏向反核
日本共產黨	8	7	極左派	擴大社會福利、提高公共支出	偏好貨幣寬鬆以支撐就業與成長	富人與大企業加稅、支持消費稅減免	反對修憲	相對不親美	支持零核

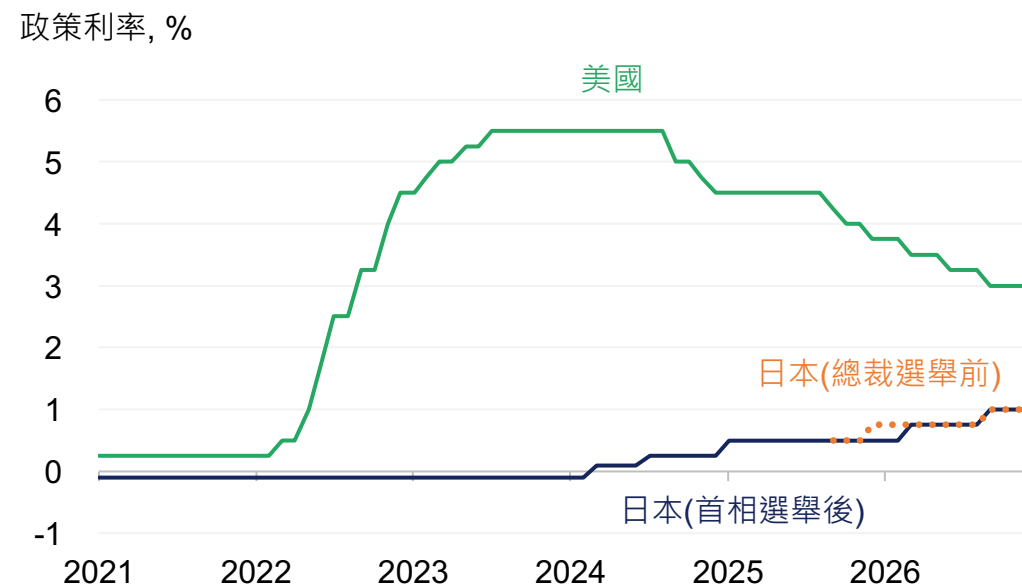
資料來源：Wiki, 國泰世華銀行整理。

大選落幕，但市場動盪可能延續：在高市首相的內閣名單、施政方向明朗前，市場可能持續反映「高市交易」(寬鬆貨幣政策、擴張財政政策)，財政前景惡化、BOJ延後升息的可能性，將帶來中長天期日債利率走揚，以及日圓走貶的風險，加劇日本金融市場動盪。

BOJ可能因此延後升息：考量前述風險，預料BOJ短期內將持續按兵不動，靜待市場波動趨緩，以及高市團隊與政策細節趨於明朗。中長期而言，通膨預期揚升、薪資高速成長，成為通膨持續高於2%目標的風險來源，預料BOJ在前述不確定性消退後，緩步退出寬鬆政策的方向不變。

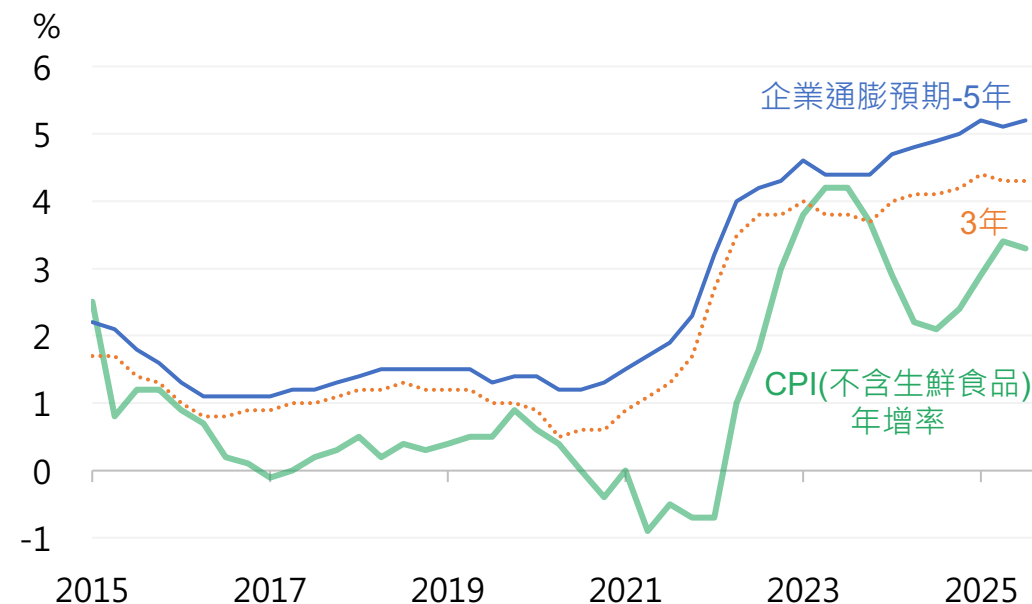
日圓短期偏弱，未來仍可望回升：短期內「高市交易」的發酵，恐為日圓帶來偏弱的壓力。待明年Q1 BOJ央行重啟升息，聯準會亦穩定展開降息循環後，美日利差收斂的趨勢，可望成為日圓止貶回升的推手。

市場預期BOJ將延後升息時點



資料來源：Bloomberg。

薪資成長高於長期水平，成為通膨居高的潛在風險



資料來源：Bloomberg。

自民黨總裁高市早苗順利成為日本第一位女性首相。由於高市一貫支持前首相安倍晉三的政策, 市場將她視為「安倍經濟學」的擁護者, 這意謂日本有望擴大財政刺激及維持寬鬆貨幣政策。在政治不確定性下降及政策面有利經濟下, 股市也大漲回應, 日經本益比修復了今年以來的跌幅, 回到年初的高點, 但**需留意在評價衝高的同時, 基本面的提升相對較慢, 可能出現漲多拉回的情形。**

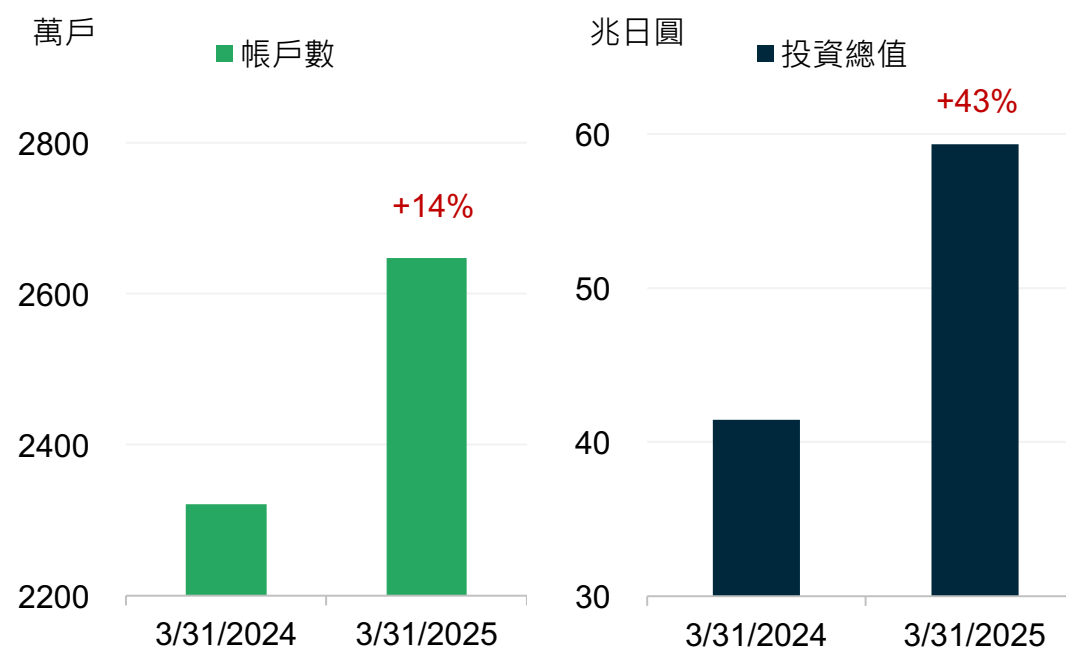
長期而言, 日股確實具備本益比提升的空間, 首先, 在擺脫長期通縮環境後, 日本企業恢復獲利成長動能; 公司治理加強, 企業配發股利也更加大方。而在NISA(小額免稅帳戶)的推波助瀾下, 也大幅提升了本土投資人對於日股的投資意願, 金融廳更規劃將未成年人納入NISA的適用對象, 以推廣長期投資的觀念, 對於日股而言將是長期買盤的支撐力道, 可分批逢低布局。

日股創新高, 評價面抬升為主要原因



資料來源：Bloomberg預估。

本土投資意願提升, NISA帳戶明顯成長



資料來源：日本金融廳。

信用評級機構標準普爾全球(S&P Global Ratings)於2025年10月17日美國收盤後意外宣布，將法國的長期主權信用評級從AA-下調。這次降級屬於非預定(unscheduled)行動，S&P 認為，在缺乏「重大額外預算赤字削減措施」的情況下，法國政府的中期財政鞏固進程將有風險：

高額預算赤字持續：儘管法國政府有望達成2025年的預算赤字目標(約佔GDP的5.4%)，但標普預計其後續改善速度將趨緩。初級預算赤字(Primary Deficit)，不含利息支出預計也將緩慢改善，意味著公共財政壓力長期存在。

政府不穩與改革受阻：總理Lecornu在上週雖然度過了兩次不信任投票，但代價是**暫停了備受爭議的2023年養老金改革方案**。這種為了維持執政而犧牲財政改革的行為，被標普視為財政整合能力不足的明確信號。

最新三大信評看法				
機構	最新長期評級	評級日期 (2025 年)	評級展望	關鍵差異點
惠譽 (Fitch)	A+ (原 AA-)	9 月 12 日	穩定 (Stable)	早於標普降級，理由相似：債務持續上升、財政赤字未見改善及國內政治動盪。
標準普爾 (S&P)	A+ (原 AA-)	10 月 17 日	穩定 (Stable)	突襲降級。主要擔憂財政鞏固緩慢及政治不確定性。展望調為「穩定」平衡了其巨大的經濟優勢。
穆迪 (Moody's)	Aa3	預計 10 月 24 日發布	穩定 (Stable)	仍維持最高的「雙 A」評級 (與 S&P/Fitch 的 AA- 同級)。市場正高度關注穆迪是否會跟隨 S&P 和 Fitch 採取降級行動。

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

在三大機構中，法國目前已失去其中兩家的AA級評級，A+評級與西班牙和義大利等國家處於同一等級。觀察信用市場，**法國公債和信用違約交換對標普在2025年10月17日的反應相對有限**，但對惠譽(Fitch)在9月12日的降級反應較大。

市場已經「提前定價」：首次破壞臨界值，標誌著法國主權信譽首次跌破AA級門檻，給市場帶來了實質的新消息和心理衝擊；本次S&P的降級雖然是突襲式，但多數人認為既定評級11/28本難逃一劫，加以法國內閣為了信任案妥協的額外風險，本身已視為預料之中的事。

但無論如何，未來法國利率持續高位震盪的態勢並未改變。另**需留意，一些投資標準極其嚴格的基金未來拋售法國國債之可能**，進而對法國借貸成本持續造成壓力，市場焦點現已轉向至穆迪，等待其即將在10月24日發布的決定(預計本次展望將從穩定下調至負向)。

法國CDS與長天期債券利率



資料來源：Bloomberg。

歐洲主要國家信評與債券殖利率

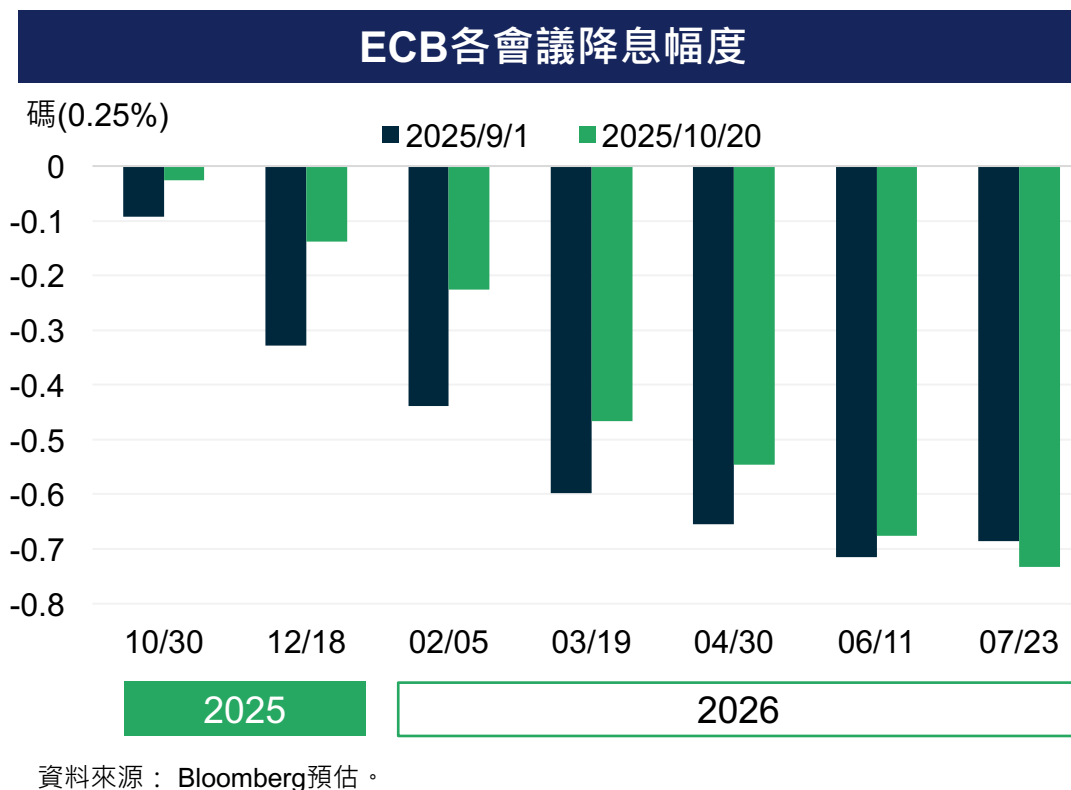
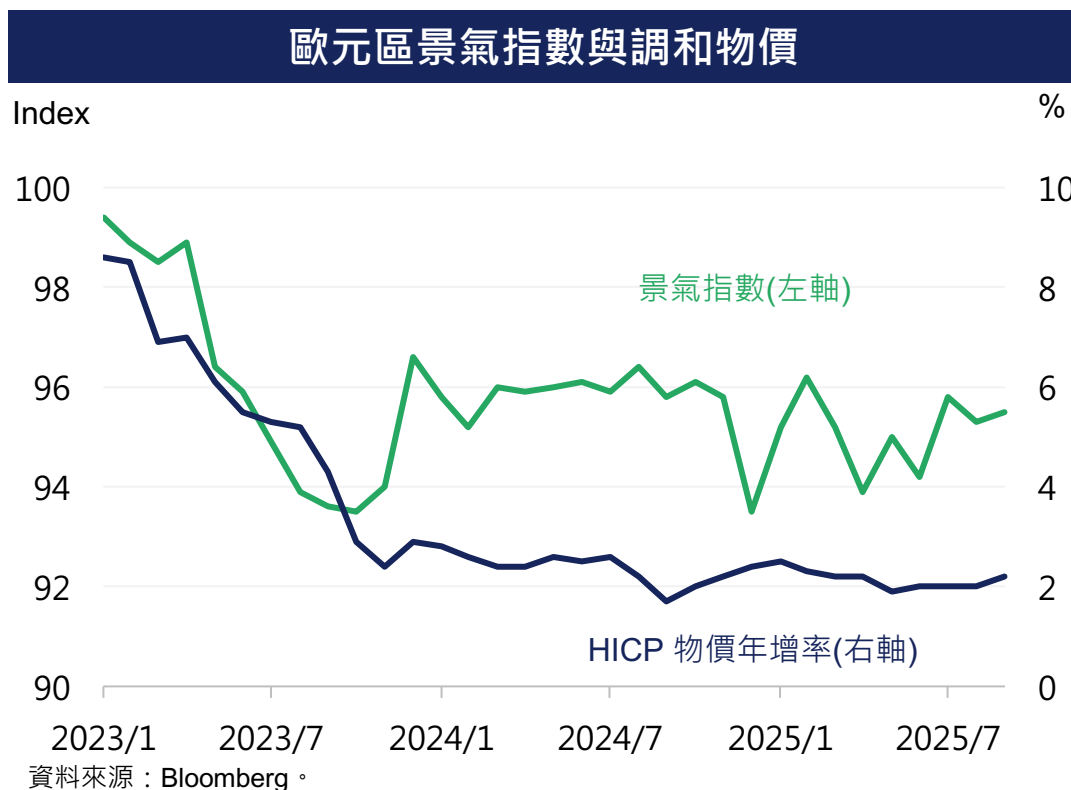
國家	最高長期主權信評	十年債利率 (Yield)
德國	AAA (三大)	2.59%
法國	Aa3 (Moody's)	3.32%
西班牙	A+ (S&P)	3.07%
義大利	A- (Fitch)	3.38%

資料來源：Bloomberg, 截至2025/10/20。

歐元區經濟景氣指數是歐盟執委會經濟與財政事務總署每月發布的綜合指標，旨在衡量歐元區內企業和消費者對未來的信心水準。分為五大面向如工業、服務業、消費者、零售業、營建業(權重大至小排序)。

根據9月最新數據為95.5，較8月的95.3略微上升，也略高於預期的95.2，顯示該區經濟景氣呈現出緩慢回升的態勢。歐元區總體HICP(2.2%)和核心HICP(2.4%)均高於歐洲央行2.0%的中期目標，來自服務業價格的僵固，表明該區的价格壓力尚未完全消除。

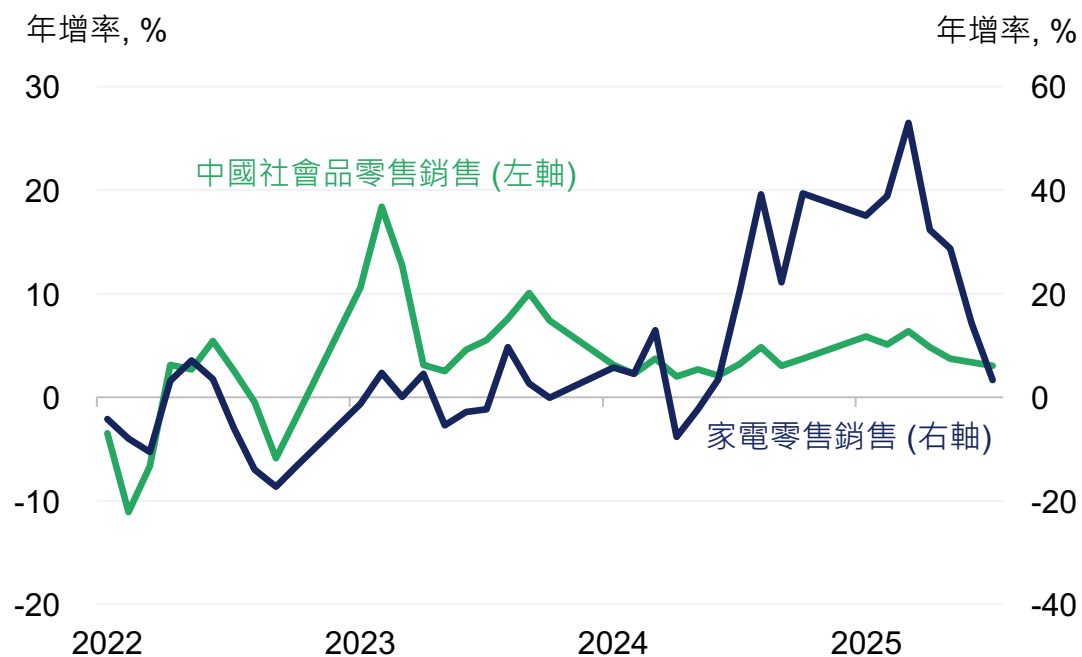
加上近期**官員談話態度皆指向數據導向的按兵不動**，這使得**ECB難以考慮在短期內放寬貨幣政策**。因此，ECB預計將在年底前維持現有政策不變，即使明年中的降息機率相較於9月初法國降評事件前微幅上升，但屆時的調整仍目前未及一碼。



中國9月社會消費品零售總額年增率為3.0%，低於前月的3.4%，主要原因有二：一是受到基期因素影響（去年中秋節在9月），二是「以舊換新」政策剩餘額度有限，限縮提振消費動能（家電零售銷售年增率，自8月的14.3%，下滑至3.3%）。**考量去年9月「以舊換新」正式推出，Q4開始發酵，增加未來社會消費品零售總額年增幅進一步放緩壓力。**

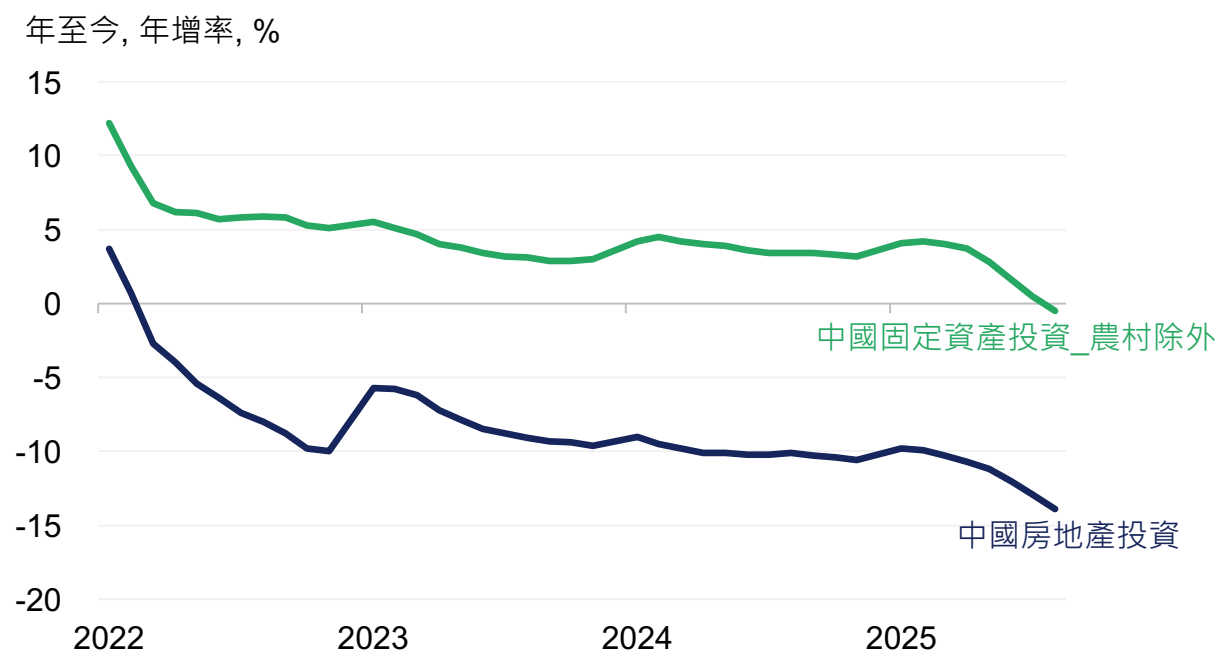
中國前9月固定資產投資年增率驚見負值（-0.5%），較前月回落1個百分點，同期間製造業投資年增率為4.0%，低於前值的5.1%，除受美中關稅不確定性因素干擾外，「反內捲」政策持續推動，同時影響產能過剩產業投資意願。另外，**房地產投資持續低迷，前9月年增率進一步下降至-13.9%，後續政策力道將扮演扭轉頹勢關鍵。**

中國零售銷售浮現放緩跡象



資料來源：Bloomberg。

中國固定資產投資持續低迷

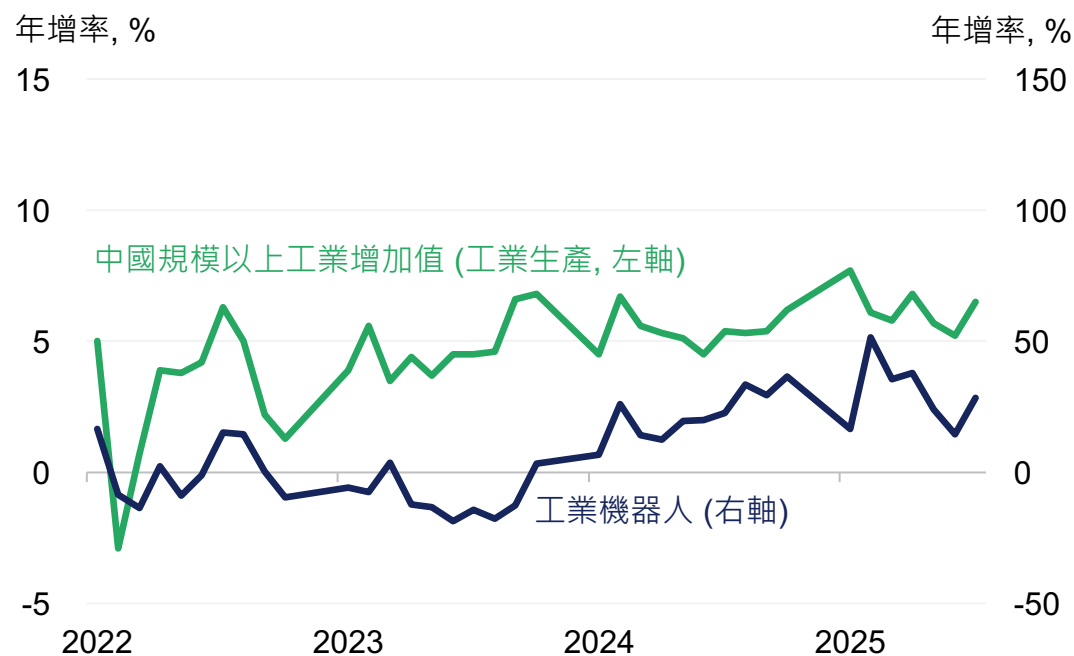


資料來源：Bloomberg。

受惠於出口成長動能，中國9月規模以上工業增加值（工業生產）年增率為6.5%，高於前月的5.2%，及市場預期的5.0%。若以產業別區分，汽車製造業年增率自前月的8.4%，成長至16.0%；若以產品別區分，工業機器人年增率自14.4%，成長至28.3%，扮演主要推升動能。然而，儘管累計前9月年增率為6.2%，但若美中關稅談判出現不利發展，影響出口成長動能，恐衝擊Q4表現空間。

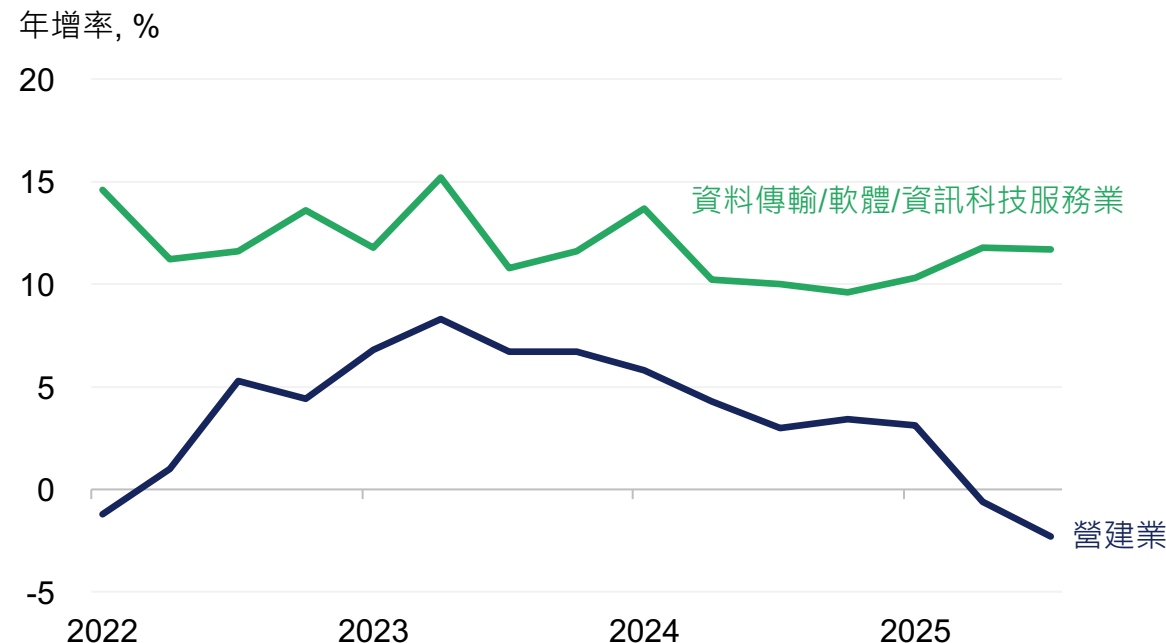
中國Q3 GDP年增率為4.8%，低於前季的5.2%，消費、投資增速放緩為主要拖累。然而，產業歧異逐漸顯現，資料傳輸/軟體/資訊科技服務業維持兩位數成長動能（11.7%），但與不動產相關的營建業卻每況愈下（-2.3%），未能擺脫下滑頹勢。展望Q4，在消費、投資、出口挑戰未減的情況下，當季經濟成長率恐有放緩可能，但考量前3季GDP年增率為5.2%，再加上中國政府「穩增長」政策提供支撐，全年仍然有望達到「5%左右」目標。

中國工業生產維持穩健成長動能



資料來源：Bloomberg。

中國經濟成長動能出現分歧走勢



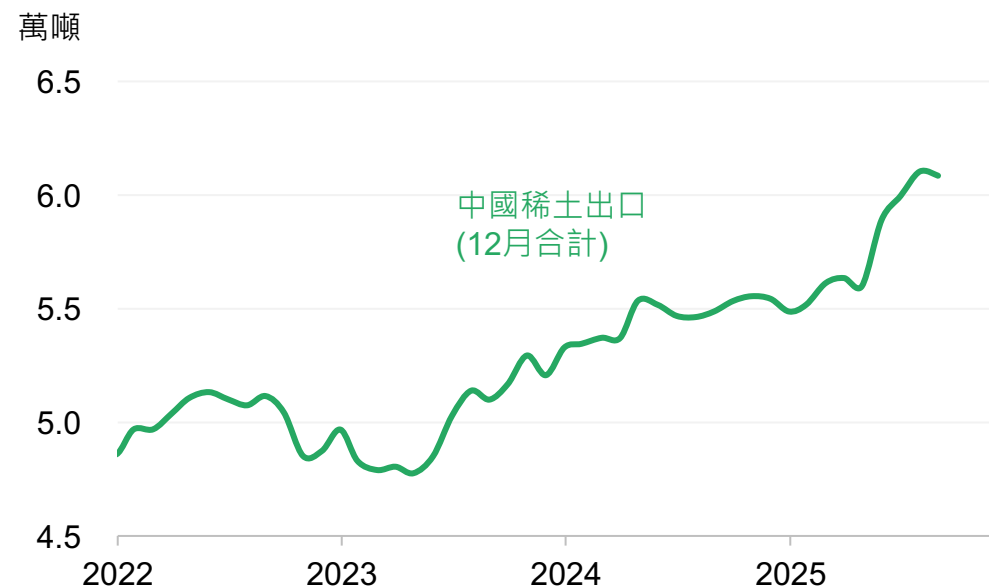
資料來源：Bloomberg。

川普於10月19日強調，不容中國在稀土出口上「玩遊戲」，並要求北京強化芬太尼管制、恢復大豆採購。中國自10月9日起擴大稀土管制，美國視為供應鏈威脅；芬太尼問題上，美中國相互指責；而大豆則成農業貿易籌碼，中國暫停採購回應美方壓力。雙方立場僵持，談判成關鍵。

基於美中雙方互有弱點，叫囂為談判手段而非目的：美國依賴中國稀土供應國防與科技產業，芬太尼危機需北京合作執法，大豆出口則支撐中西部農民經濟；中國則面臨美國市場與技術封鎖，稀土管制雖展現戰略自主，卻恐損信譽並自傷出口。雙方經濟高度互補，全面脫鉤代價高昂，故雙方強硬表態，實為談判桌上施壓策略，旨在爭取有利籌碼，而非真正開戰。

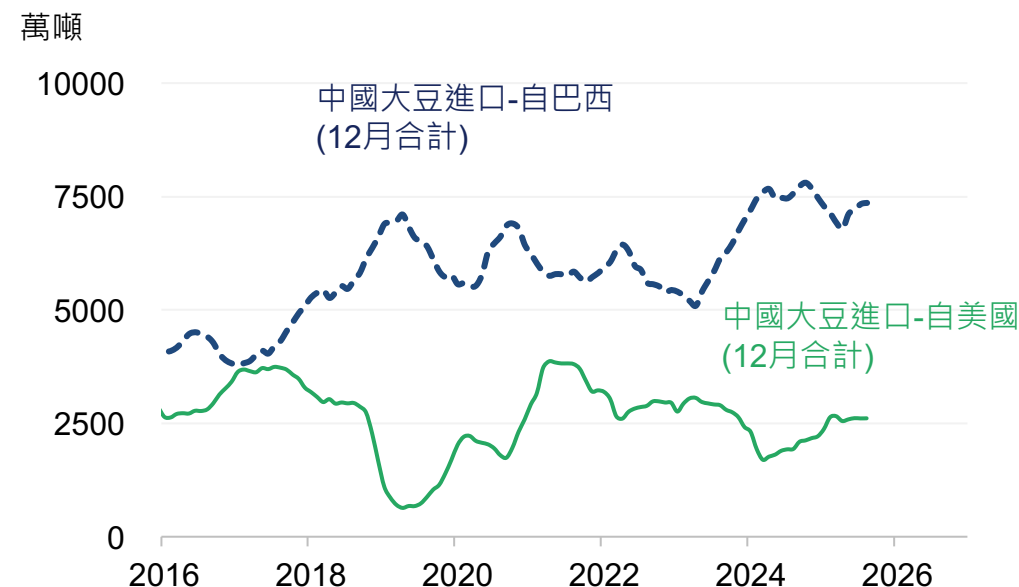
走向「低盪模式」：基於美中互有弱點，後續應走向「低盪模式」(Détente，即冷戰時美蘇透過克制對抗，維持穩定關係，偶有衝突但皆尋求避免升級的模式)，避免零和對抗轉向務實合作。預期談判應促成稀土放寬換關稅緩衝、芬太尼聯合執法及大豆採購重啟，APEC峰會川習會晤的可能性仍存在。

貿易戰2.0後，廠商趁豁免期間加速囤貨，稀土出口攀升



資料來源：Wind。

貿易戰1.0後，中國明顯改由巴西進口大豆



資料來源：Wind。

四中全會10/20~23連四天在北京召開，其中一項議程是審議「十五五規劃」，涵蓋2026年至2030年的經濟發展藍圖。根據9月底中共中央政治局釋出會議提要，就指出「以新安全格局保障新發展格局」，亦即以「安全大格局」(國安)去統率「發展大格局」(經濟)。

但因為中國將通過三個五年的努力，以到達「2035年基本實現社會主義現代化」的目標，「十五五」正是承上啟下的關鍵五年，因此，儘管「安全先於經濟」的大宗旨不變，但「打經濟燈、轉政治向，形勢終究比人強」下，四中全會應透露與過往幾年不同的操作基調，故後續官方近一步推出增量政策的動機將會上升。而政策選項中，安全與經濟兩相交集的產業項目，會是「十五五」考核地方到中央所有公務員KPI的重要項目，各項新質生產力領域如人工智慧AI、國防工業、航天技術、半導體或量子科技等，都會是後續國家資源積極投注之所在。

綜上，國家資源投入會是持續性的利多，而隨著美中科技股對標的過程將會持續，對AI相關概念等科技股延續多頭格局將有所幫助，主要的龍頭股多頭格局仍不變。

四中全會重點及「十五五規劃」方向

- 四中全會三大觀察重點：「舉旗幟、畫藍圖、修框架」
- 1. 是否單獨以「習近平新時代中國特色社會主義思想」為指導
 - 2. 審議「十五五」規劃
 - 3. 黨內人事調整 — 觀察補位邏輯(政工、傳統軍種, 抑或新軍種)

面向	「六個堅持」說明	十五五規劃重點(2026-30, 初步定調)
黨的領導	堅持「黨的全面領導」、維護中央權威	堅決維護黨中央權威和集中統一領導，強化黨對經濟社會發展的全面領導。
民生福祉	堅持「人民至上」	以人民為中心，提升就業、教育、醫療等民生福祉，強調人民至上理念。
科技及創新	堅持「高質量發展」	聚焦新質生產力，因地制宜推進經濟建設，應對國際競爭與內部挑戰。
產業與經濟	堅持「有效市場和有為政府相結合」	優化市場與政府協同機制，促進新質生產力發展，提升市場效率與政府治理能力。
深化改革	堅持「全面深化改革」，擴大高水平開放	深化改革，擴大高水平開放，優化區域協調發展，積極融入全球價值鏈。
安全與治理	堅持「統籌發展和安全」	構建安全體系，統籌經濟發展與風險化解，應對地緣政治與國內外挑戰，確保穩定。

資料來源：新華網，國泰世華銀行整理。

科技領域「對標」，官方支持各領域等追趕美股巨頭

領域	中國	年迄今股價變化, %	美國	年迄今股價變化, %
社交媒體、雲服務	騰訊	53	Meta	147
電子商務、雲計算	阿里巴巴	103	亞馬遜	-1.3
搜索引擎、人工智能	百度	42	Google	36
智能手機、物聯網設備	小米	37	蘋果	4.7
AI晶片設計	寒武紀	104	輝達	36
電動車製造	比亞迪	18	特斯拉	10.8

巨頭年迄今股價變化 中位數 約48% 中位數 約23%

註：截至2025/10/20。
資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行整理。

2025年迄今，中港股市在科技股帶動下表現亮眼，今年多數企業評價面顯著上升，特別是相關產業受惠於全球AI風潮，股價屢創新高。展望來年，企業獲利預期多呈現雙位數成長，顯示基本面穩健支撐市場信心。儘管如此，目前本益比位階已經與年初不同，不能再以便宜視之，後續漲勢可能放緩，需等待獲利成長逐步追上估值，進一步墊高指數。

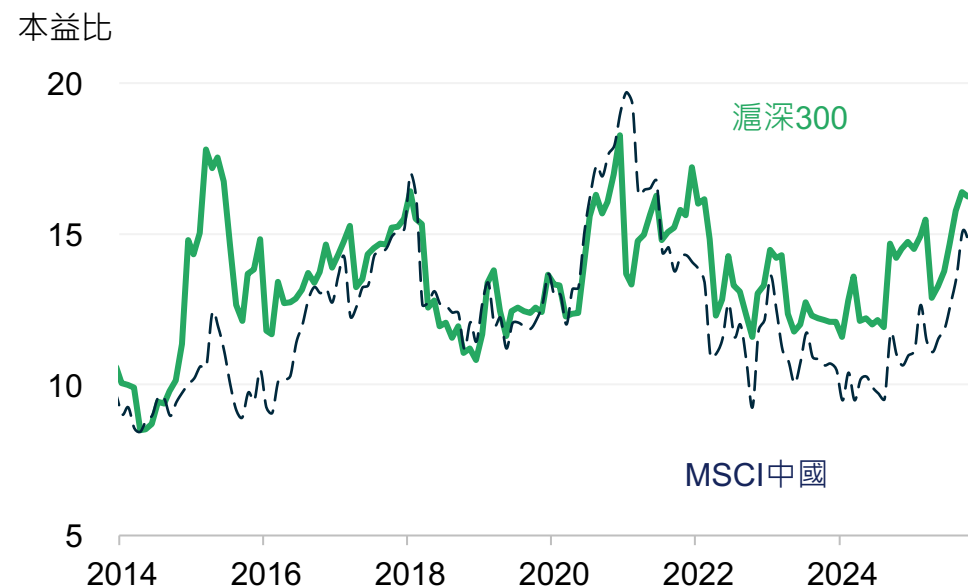
從長期趨勢來看，中港股市受惠於AI產業的結構性成長及官方政策支持。中國政府積極推動反內捲政策，鼓勵企業專注技術創新，並加速採用國產晶片，降低對外依存度。此舉不僅提振科技產業信心，也為中港股市長線多頭走勢奠定基礎。尤其在AI應用擴展至智能製造等應用領域，相關企業有望持續受惠。

今年多屬評價面上升，但來年獲利增長多有雙位數成長

	2024年 EPS	2025年 EPS	2026年 EPS	2025年 EPS增長	2026年 EPS增長
騰訊	25.57	29.53	33.52	15.4	13.6
阿里巴巴	8.85	6.97	9.47	-21.2	35.9
百度	10.26	7.18	7.87	-30.0	9.6
小米	0.99	1.77	2.29	78.8	29.4
寒武紀	-1.09	5.10	10.93		114.3
比亞迪	4.91	5.17	6.61	5.3	27.9
中位數				5.3	28.6

資料來源：Wind。

目前本益比已不便宜，後續漲勢放緩，等待獲利跟上



資料來源：Wind。

美國現貨黃金ETF的資產管理規模今年來快速成長，資金流入集中在過去一季，同時紐約商品交易所黃金未平倉合約創五年新高。金價短期急速大幅上漲後，因技術性調整和ETF擁擠交易而出現修正、且波動上升。後續應關注金價能否守住4000美元/盎司的價位。一旦市場趨穩，先前觀望的資金可能重啟流入，惟短期波動劇烈，宜待震盪收斂再行布局。

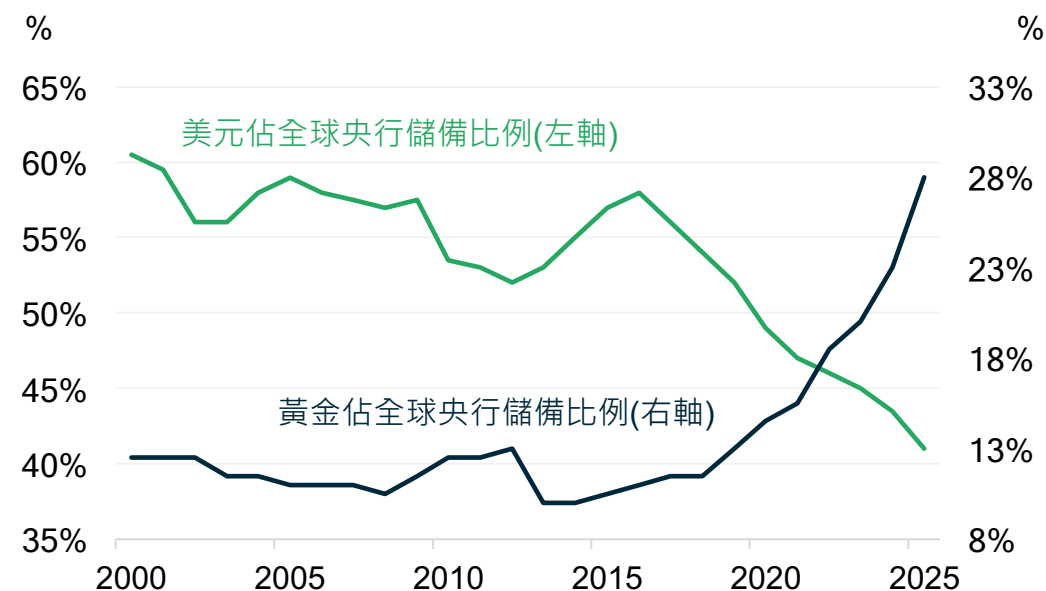
中長期來看，推動金價上漲的驅動結構性因素並未改變，包含：1)央行購買趨勢：黃金在全球央行儲備中的地位正發生歷史性轉變，目前佔全球外匯儲備總資產的比例已逼近30%，央行增持趨勢仍在持續，成為中長期支撐金價的主題。2)去美元化與避險需求增加：美國國債總額首度突破38兆美元，弱化美國長期信用，恐進一步助長去美元化趨勢，加上頻繁的地緣風險所帶來避險需求，也促使資金流向黃金。

黃金ETF規模短期快速成長



資料來源：Bloomberg, 2025/10/17。

央行持續調整儲備結構



資料來源：World Gold Council, Haver Analytics, 德意志銀行。統計至2025/9/30。

27 Monday

美國耐久財訂單
達拉斯Fed製造業展望
中國工業利潤
德國IFO企業景氣指數

28 Tuesday

美國FHFA房價指數
美國經濟諮商局消費者信心
里奇蒙Fed景氣狀況

29 Wednesday

美國成屋待完成銷售
日本消費者信心指數
香港休市

30 Thursday

美國FOMC利率決策
美國初領失業金人數
美國GDP
ECB利率決策
歐元區GDP
歐元區CPI
BOJ利率決策

31 Friday

美國核心PCE
中國製造業PMI
中國非製造業PMI
日本零售銷售
日本工業生產

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牴觸之情事；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牴觸為由，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