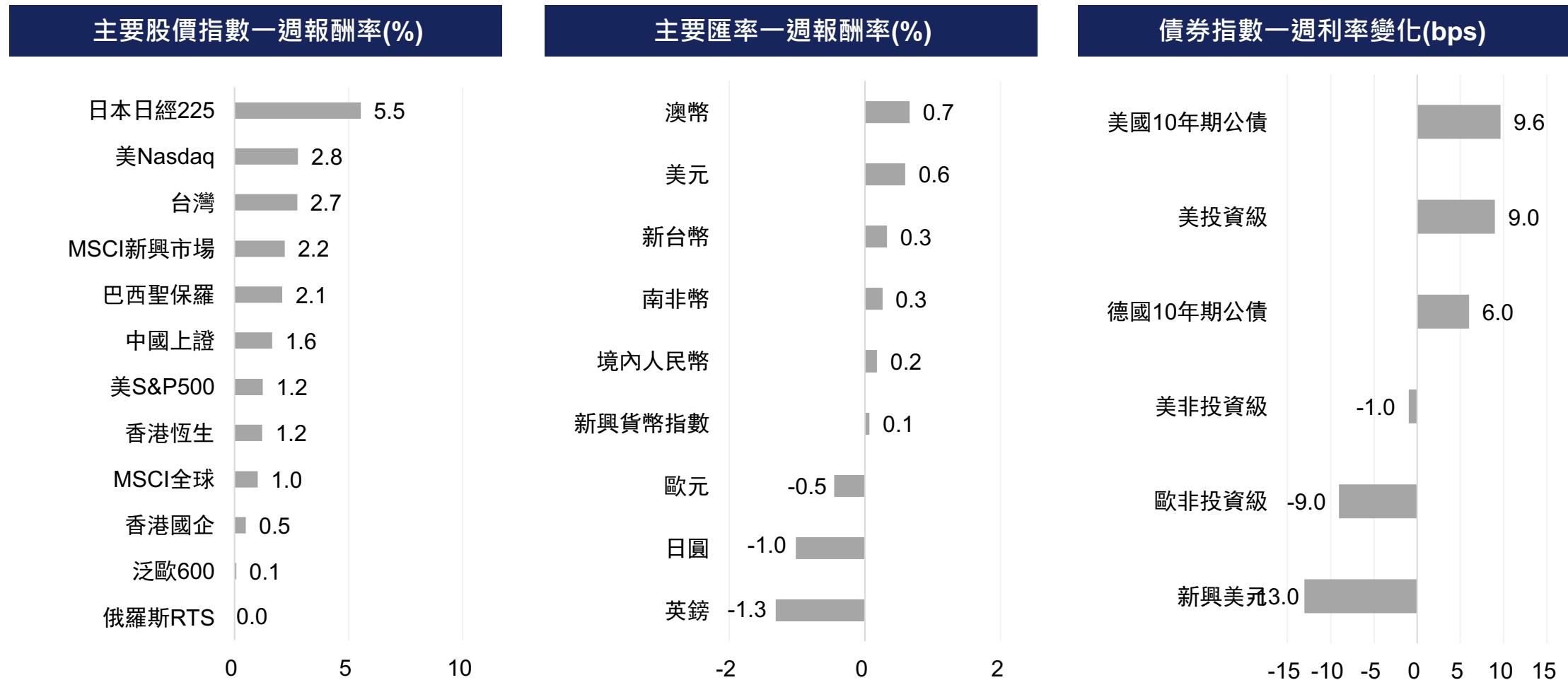




2025年10月31日

# 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。



資料時間：2025/10/23-2025/10/30

資料來源：Bloomberg。

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- 超級央行週(美、歐、日)：1)Fed今年二度降息，量化緊縮(QT)進入尾聲。2)ECB維持利率不變，重申Data-Dependent的政策路徑。3)「高市新政」導致日銀短期觀望，但預期BOJ維持中長期升息方向。
- 美股企業財報穩健，大型科技股接力：目前企業財報EPS優於預期比例達80%，支持美股多頭延續。大型科技業者持續加大資本支出，反映市場對AI運算能力的龐大需求。
- 輝達GTC大會強化AI應用前景：黃仁勳駁斥AI泡沫，推出NVQLink系統結合量子電腦與AI晶片，並擴大與交通運輸、生醫、能源、量子運算等領域合作，預計未來五季創造5000億美元營收。
- 美中達成貿易框架，緊張局勢緩和：川普下調針對芬太尼關稅至10%、終止《301調查》，以換取中國稀土限制鬆綁、恢復購買美國大豆。

### 2. 後續看點

- 數據：ISM製造業(11/3)、ADP就業變動(11/5)。財報：AMD(11/4)、NVIDIA(11/19)。

## 策略思維

1. 股市-留意短線震盪，長線多頭不變：降息帶動資金環境寬鬆、企業獲利反應景氣良好，惟高評價將影響指數震盪加劇，然而未來多頭趨勢未扭轉，逢拉回視為買進契機。
2. 債市-降息趨勢明確，利率緩步滑落：預防就業市場惡化，Fed延續緩降息步調。近期利率滑落幅度已大，留意短線降息預期過熱；殖利率曲線將隨逐次降息下移，但維持陡峭格局。
3. 匯市-美國海內外利差收斂，美元指數震盪下跌：聯準會延續降息節奏，而其他主要國家持續觀望，將引導美元中長期趨勢走貶。

**降息1碼符合預期**：政策利率區間下調至3.75~4.0%區間，以10:2通過。理事Miran支持降2碼、堪薩斯分行總裁Schmid反對降息。

**會議聲明**：「現有指標顯示，經濟活動持續以溫和步調擴張。今年就業成長放緩，失業率截至8月小幅上升但仍處低檔；近期指標與這些發展一致。通膨自今年稍早回升，並維持在略高水準。」持續凸顯雙重使命的兩難，加上**政府關門導致數據判讀困難**，委員會對**12月降息態度分歧**。

**12/1起結束QT**：取消公債每月到期不再投資50億美元限制。儘管MBS維持每月350億美元到期不再投資，不過到期後的本金將轉投於國庫券。

**展望未來**：靜待美國政府重啟開門，**若未來的數據支持，12月仍有望再降1碼**。2026年Q1應維持不變，以觀察今年降息後對總經的影響；2025年5月聯準會將迎來新任主席，明年Q2~Q3降息機率將提升。

### 12月仍有望再降一碼，明年路徑有望高於9月預估



註：預估採利率期貨路徑與2025/9點陣圖差異。

資料來源：Bloomberg預估。

### QT進入尾聲，資產負債表規模近6.6兆美元

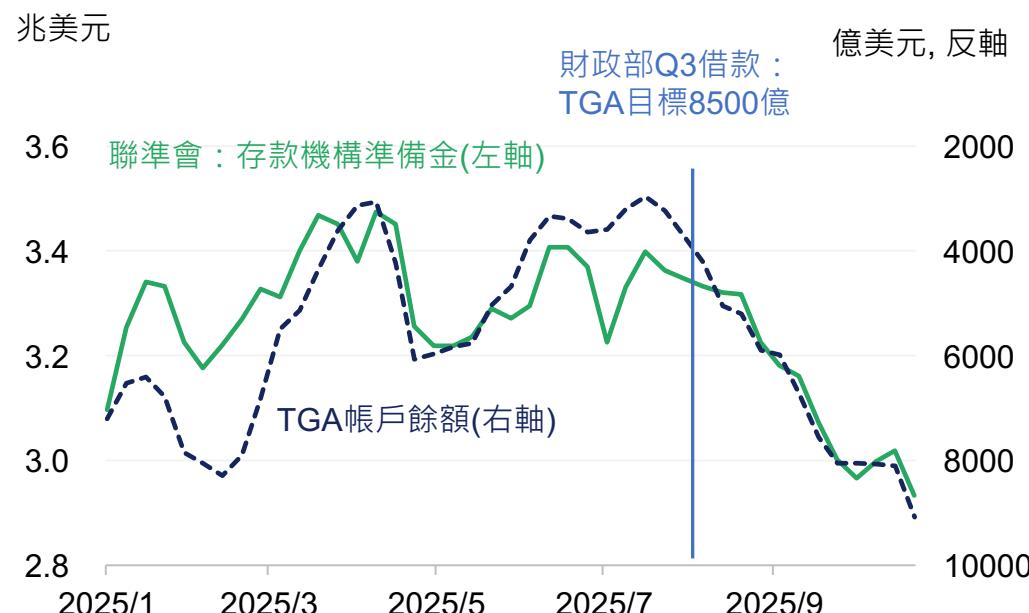


資料來源：Bloomberg。

**QT結束**的核心原因：**金融體系流動性壓力升高**。美國財政部第三季借款規模擴大至1.007兆美元，主要目的為**回補財政部一般帳戶(TGA)**餘額。自7月底以來，TGA餘額增加超過5000億美元，透過公債發行吸收資金，推升美債存量。然而，資金來源中相當部分來自**銀行準備金轉為持有美國公債**，導致整體準備金水位下滑逾4000億美元，並跌破3兆美元。

隨銀行準備金下滑，銀行資金量縮減，推升隔夜拆借成本。**SOFR與IORB利差於10/29時一度擴大近10bps**，凸顯流動性壓力。預期**Fed必要時採取措施**：1)**臨時公開市場回購操作(TOMO)**，增加短期流動性。2)**擴大調整常備回購工具(SRF)規模**，避免短天期利率的波動。

### TGA餘額升至9千億，銀行準備金跌破3兆



註：銀行準備金指金融機構存放於聯邦準備體系(Federal Reserve)帳戶中的資金，以符合準備金要求、流動性管理。

資料來源：Bloomberg。

### 銀行間的拆借利率持續升高

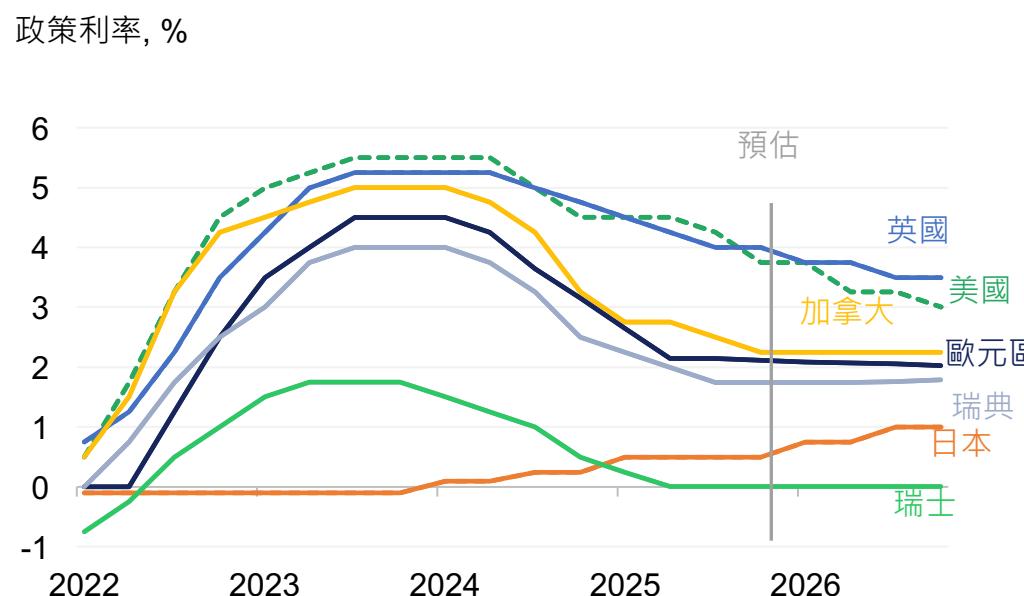


註：SOFR為銀行間的隔夜拆借利率，IORB為聯準會給付於帳戶準備金的利率。  
資料來源：Bloomberg。

美元指數(DXY)於10月震盪走升，主要受到：1)「高市交易」影響，市場預期BoJ升息時點延後，推動美元兌日圓(USDJPY)走強。2)法國政局動盪推升法債利率波動，壓抑10月歐元兌美元(EURUSD)升勢，並於1.18以下震盪。3)**鮑爾淡化12月降息預期，10月FOMC會後美元重返99上方**。

若聯準會未來降息幅度大於預期(明年底是否跌破3.0%)，美元才有進一步走貶的空間。趨勢上，聯準會未來一年的寬鬆幅度，將大於其他主要央行，使美元欲升空間有限；特別是隨著各國與美國的利差有收斂空間，若美國降息至3%以下，美元將偏震盪弱勢格局。

## 預期美國降息步調大於主要國家



資料來源：Bloomberg預估。

## 美國海內外利差持續收斂，引導長線美元趨弱



註：利差採2年期美債利率減2年期加權海外利率(以美元指數權重對德國、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之公債利率加權計算)。

資料來源：Bloomberg。

利率期貨原反應12月降息1碼，但在鮑爾表示仍在未定之數下，導致各天期美債利率反彈。最新市場預期：10月FOMC會議後，對12月降息1碼機率由原先逾90%回落至70%下方。

未來降息趨勢明確，將帶動公債殖利率緩步下行，惟**利率曲線應延續陡峭格局**：1)短天期利率與**聯邦政策利率**連動性高，將隨著未來降息而持續滑落。2)隨**穩定幣規模增加，強化對90天期以下國庫券的買盤**，有助短天期利率進一步下滑。3)**長天期利率則反映景氣以及美債發行規模而有較多變數，限縮下行空間**。

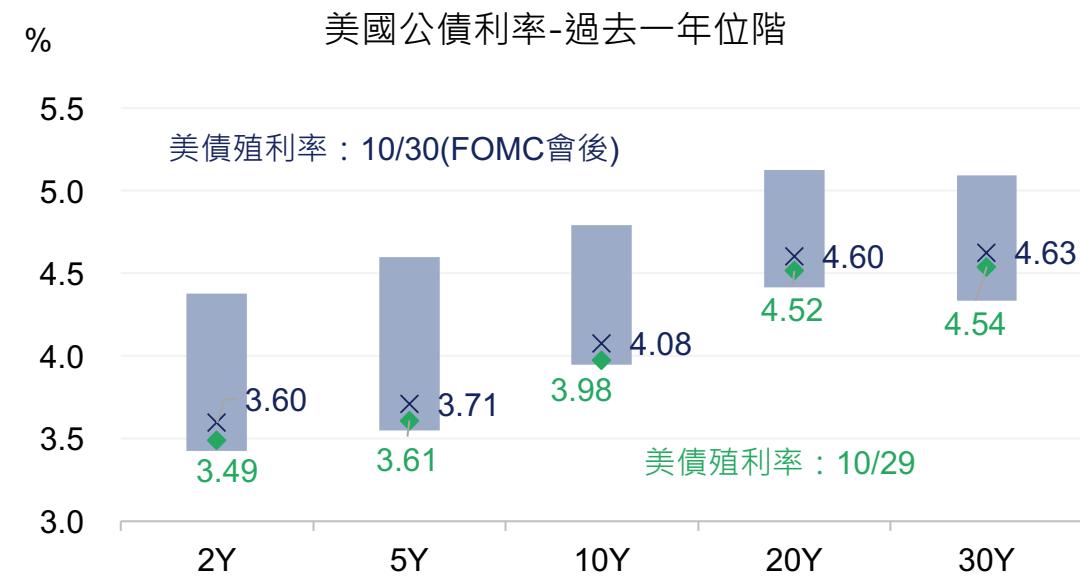
布局上，儘管預期短率下滑較大，惟考量天期較短的再投資風險，可適度拉長持有天期。

### FOMC會議後，市場降息預期回調



註：降息預期以期貨市場隱含年底利率位階換算。  
資料來源：Bloomberg。

### 美債殖利率於近一年低點反彈，陡峭格局延續

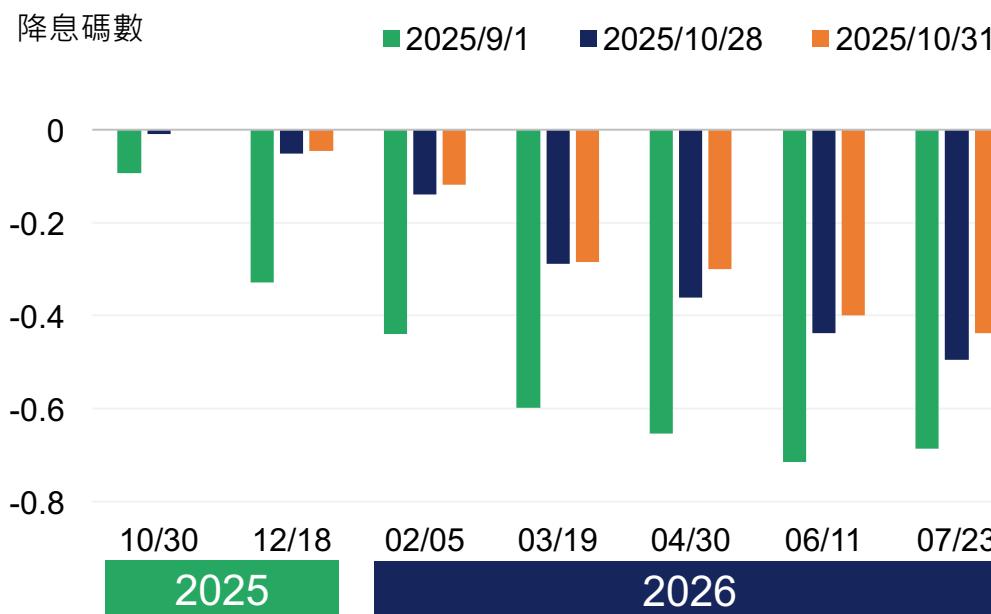


註：統計自2024/10/30至2025/10/30。  
資料來源：Bloomberg, 資料截止至10/30 5:00。

綜合最近的歐洲經濟數據、上半年關稅衝擊的淡化和ECB官員的表態，歐洲中央銀行(ECB)在10月31日的利率決策會議上**維持現行利率不變**，不採取降息行動。此決策反映了ECB在面對經濟數據的微妙變化時，仍傾向於**保持貨幣政策的靈活性和謹慎性**。

總裁拉加德表示：1)歐元區經濟延續溫和成長，2)強勁的勞動市場，3)私部門資產負債表穩健，4)先前的降息效應為支撐經濟韌性的來源。維持利率不變能讓ECB贏得更多時間，觀察更多關鍵數據(如GDP細節數據、核心通膨走向以及信貸調查報告)，以確保通膨能穩健地持續向2%目標靠攏。而ECB仍將重申其數據依賴(Data-Dependent)的政策路徑，並強調將保持高政策靈活性，為未來幾個季度的政策調整預留空間。

## ECB持續觀望，短期內降息難度大



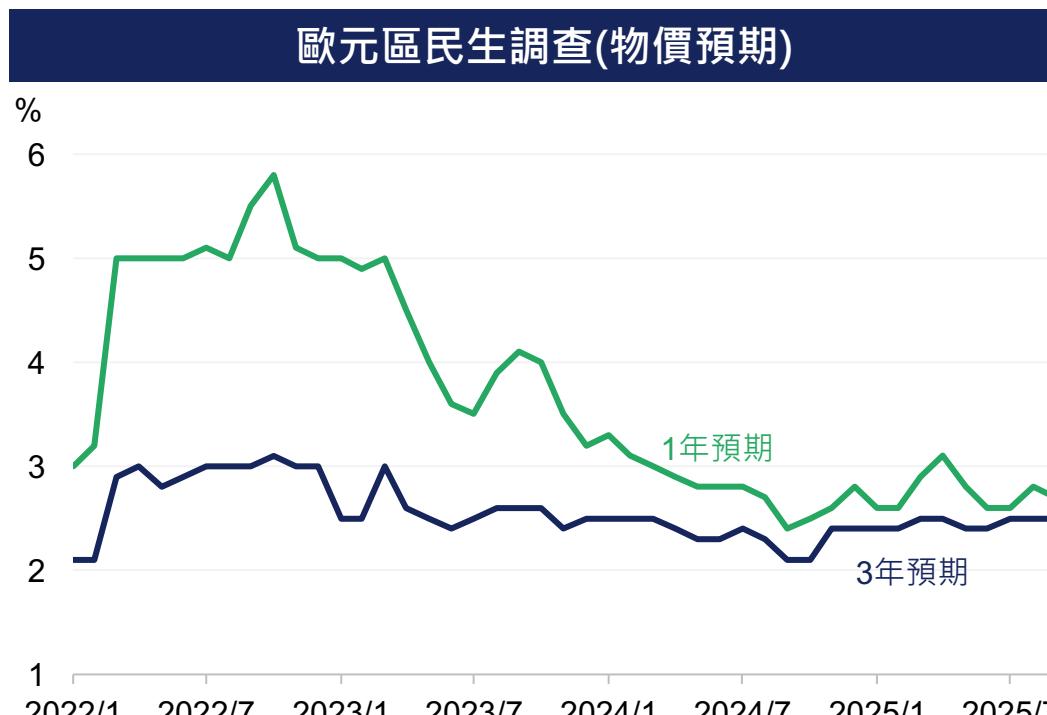
## 預期歐元維持震盪緩升格局



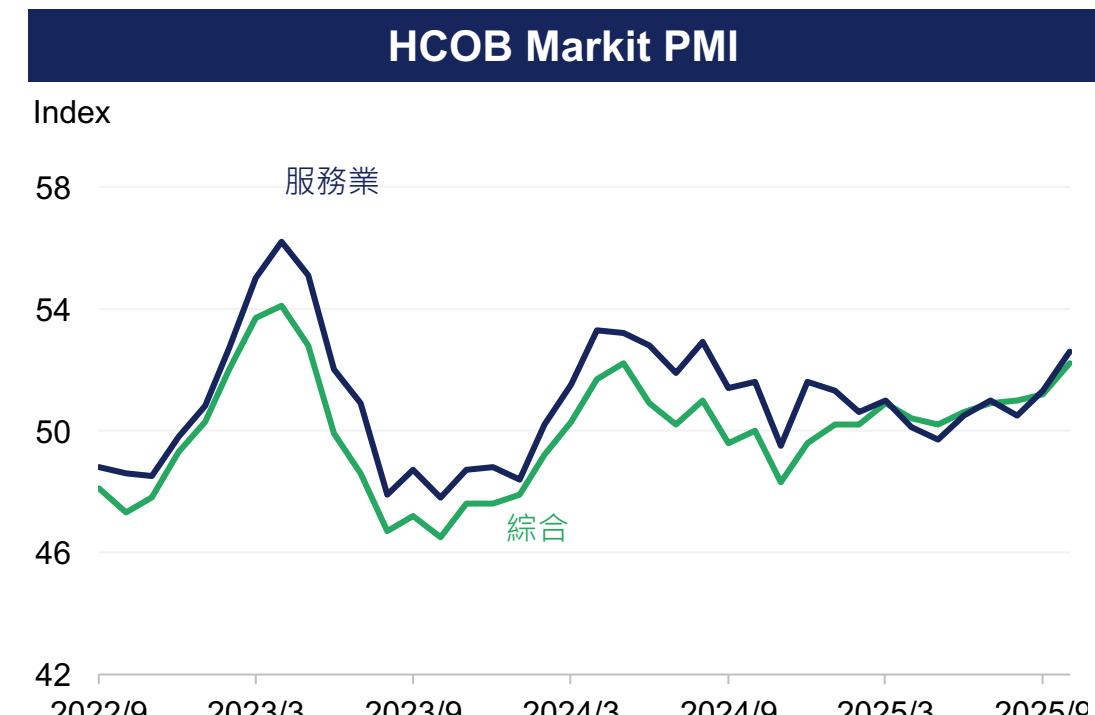
資料來源：Bloomberg。

根據ECB公布的9月CES調查，過去12個月通膨預期：維持在3.1%，已連續八個月不變。未來12個月通膨預期：略降至2.7%(8月為2.8%)，三年後預期：維持在2.5%。短期預期略有回落，但長期預期仍高於目標，顯示**通膨「黏性」問題依舊存在**。**ECB的核心目標是將通膨率穩定在2%的挑戰依舊持續**。

此外，綜合PMI創17個月新高(52.2)：這是自2024年年中以來最快的擴張速度，並且連續第十個月維持在50榮枯線上方。數據遠超市場預期，表明**歐元區經濟在第四季度伊始展現出超乎預期的強勁增長動能**。服務業PMI創14個月新高(52.6)，顯示其仍是歐元區經濟擴張的主力。新訂單的強勁增長是服務業活動加速的關鍵，印證了國內需求依然具有韌性。但這也呼應了服務業通膨較難下降的背景因素。



資料來源：Bloomberg。



資料來源：Bloomberg。

**BOJ維持政策利率於0.5%，與市場預期相符。然而，2位委員持相反意見，支持升息一碼，凸顯BOJ內部對於重啟升息的聲量轉強。**BOJ小幅上修今年GDP，反映Q3末AI需求帶動出口動能止跌，以及美國汽車關稅調降的有利因素；通膨預測值則大致不變，預期未來一年先降後升，2026下半年起將再度高於2%目標。

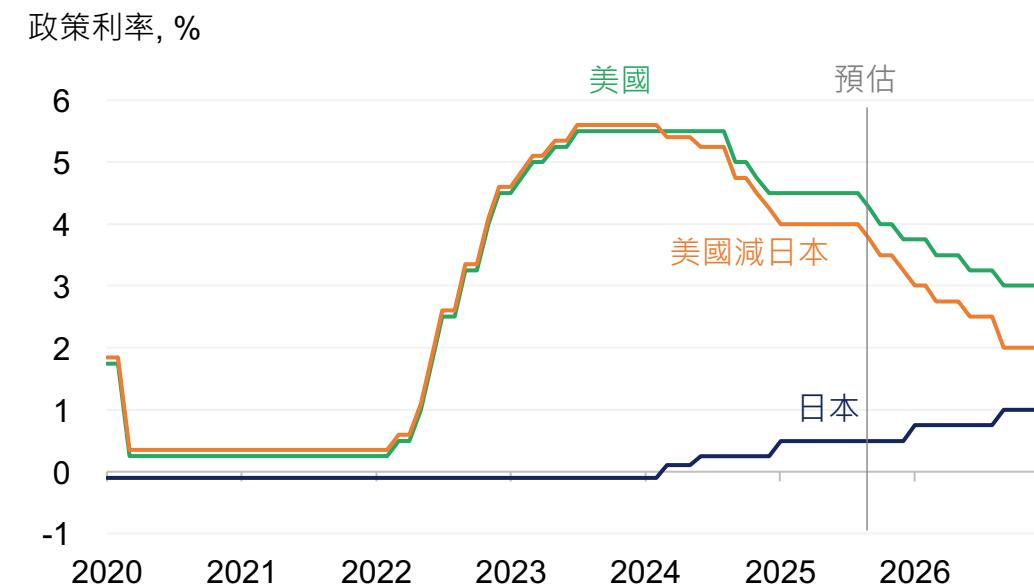
經濟前景有所改善，加以近期日圓走弱、薪資成長維持較快增速，導致通膨持續高於目標的可能性不減，故BOJ重申「若情勢發展符合預期，將再度升息」，意味著逐步退出寬鬆政策的方向不變。而**本次會議按兵不動，或許是考量新政府上任，國內政治、政策仍具不確定性，暫且保持觀望，避免市場波動加劇。待未來數月政策趨於明朗，預料BOJ將重啟升息，市場預期時點將落於今年12月或明年1月。**

對於日圓的影響而言，BOJ延後升息，加以短期內「高市交易」發酵，日圓恐延續偏弱走勢。未來待美日貨幣政策重新分化、利差收斂，日圓仍可望止貶回升。

### 今年GDP、明年核心核心CPI預估上修

BOJ預測, %	會議	2025	2026	2027
<b>實質GDP</b>	10月	<b>0.7</b>	0.7	1.0
	7月	0.6	0.7	1.0
<b>CPI(不含生鮮)</b>	10月	2.7	1.8	2.0
	7月	2.7	1.8	2.0
<b>CPI(不含生鮮、能源)</b>	10月	2.8	<b>2.0</b>	2.0
	7月	2.8	1.9	2.0

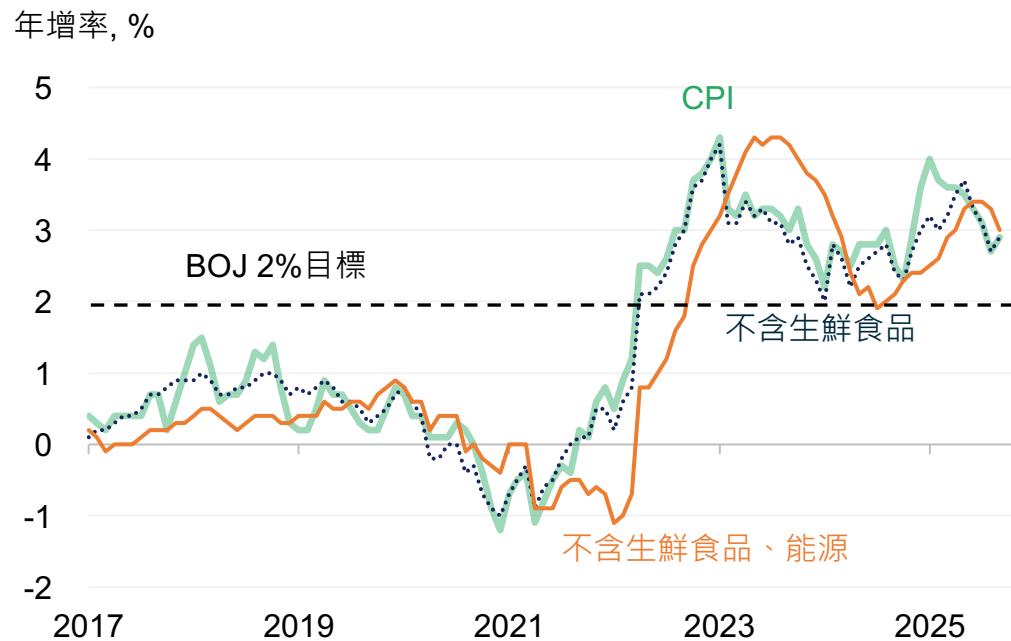
### 市場預期美日貨幣政策仍將於年底、明年初開始分化



日本9月通膨止跌反彈，BOJ關注的核心CPI(不含生鮮食品)年增率自2.7%回升至2.9%，核心核心CPI(不含生鮮食品及能源)雖自3.4%降至3.0%，但兩者皆持續高於2%目標水平。其中，商品價格回升至4.2%，雖低於前8月的5.2%，但仍明顯高於長期水平；服務通膨下滑，主要反映東京都托兒費減免政策，惟受到休閒消費項目價格上漲影響，服務類通膨降幅有限，反映薪資持續成長的背景下，服務通膨壓力猶存。

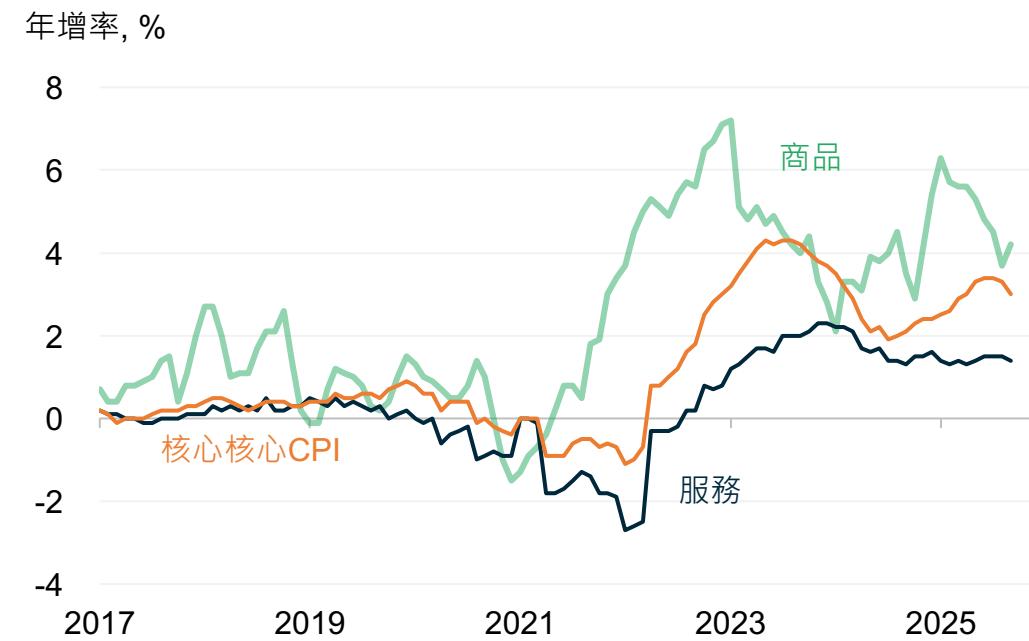
展望後市，1)7至9月**夏季電費補貼措施退場**，加劇能源價格回升風險，加以2)**日圓再度走貶，助長進口物價壓力**，預期Q4通膨落在2.5-3.0%，持續高於央行目標。

### 主要通膨指標持續高於央行2%目標



資料來源：Bloomberg。

### 商品通膨居高，服務通膨亦無明顯改善



資料來源：Bloomberg。

美股持續創新高，受惠於：1)美中達成貿易框架，貿易不確定性降溫。2)聯準會今年二度降息，未來將持續貨幣寬鬆。3)第三季企業財報表現亮眼，目前近半數的企業已公布財報，其中EPS優於預期比例超過80%，獲利年增率也持續上修。

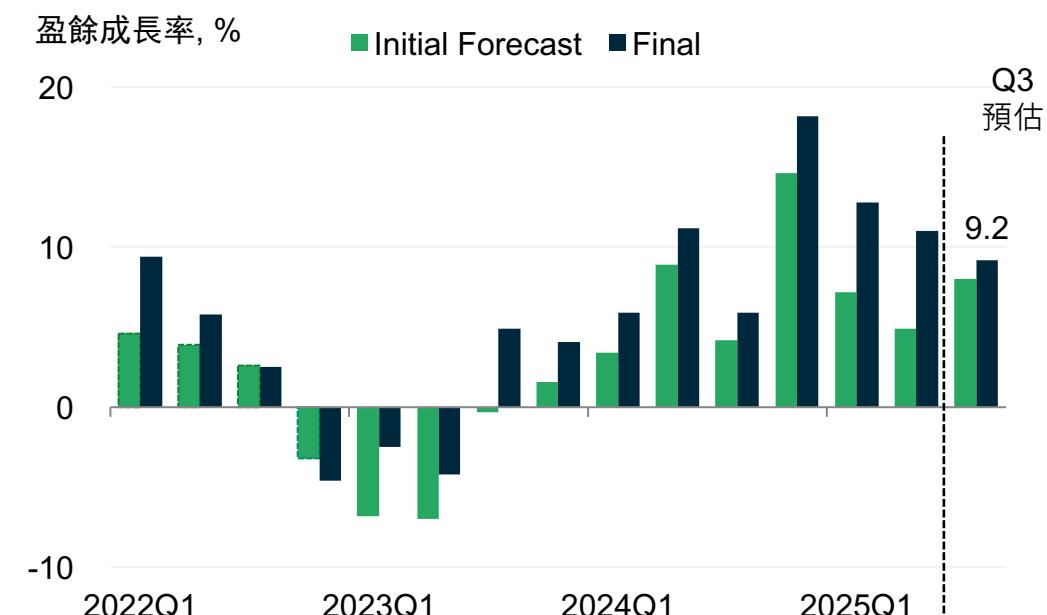
美股短線漲勢迅猛，標普500的前瞻本益比已突破23倍，需留意高評價導致的震盪風險。然而，隨AI趨勢帶動大型科技業持續增加AI資本支出，亦帶動對未來獲利成長的樂觀預期：彭博預估2026年度的EPS年增率13%，未來12個月EPS達298美元。

預期企業獲利持續升溫、高利環境緩解，以及AI趨勢的延續，有利股市維持長線多頭格局。策略上，宜逢拉回過大之際分批買進，高成長的科技類股仍為布局首選。

### 市場環境寬鬆，持續推高評價



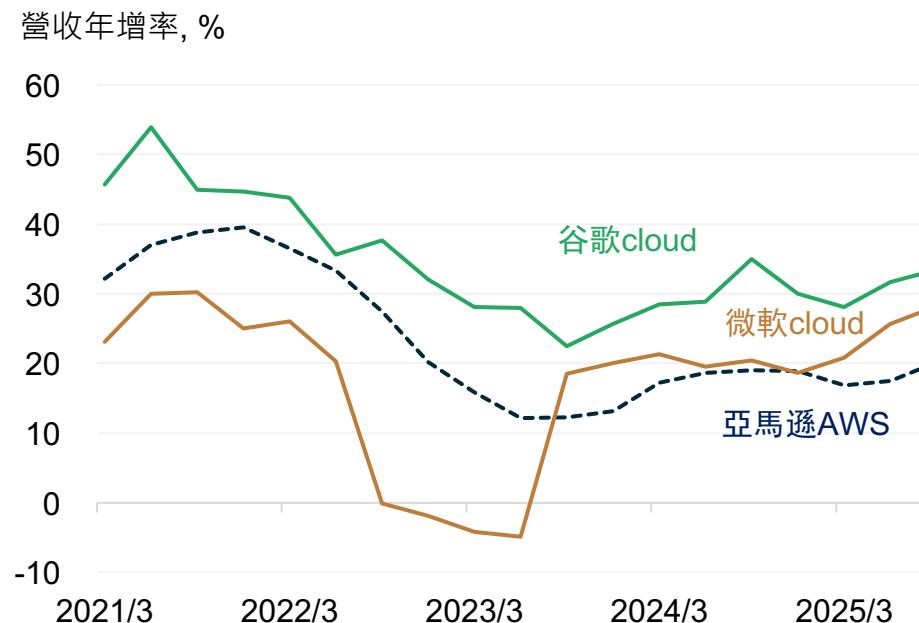
### 第三季EPS成長優於初估



科技股巨頭財報陸續登場，谷歌第三季營收首次突破1000億美元，遠高於市場預期的850億美元，年增16%，其中雲端收入因為AI需求大增而上升至151億美元，年增率進一步走揚至34%。此外，微軟也公布最新財報，營收成長18%至777億美元，亦高於市場預期的750億美元，其中智慧雲端業務部門Intelligence cloud大幅成長28%，已成為公司成長力道最快的部門。最後，雲端市佔率最高的亞馬遜，其AWS收入達330億美元，年增20%，亦高於預期。

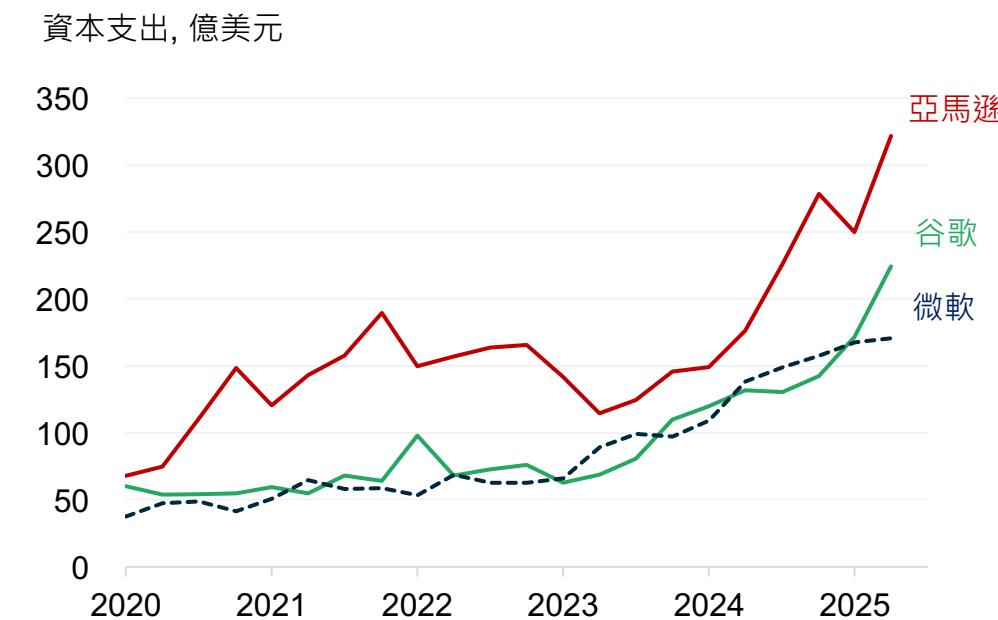
關於資本支出方面，谷歌加碼AI相關投資，將2025年資本支出從850億美元提高至910-930億美元間，主要用於擴建數據中心以支持AI模型的開發及運行。微軟Q3資本支出也從前期的240億美元，大幅攀高至349億美元，全年資本支出將超過先前預估的720億美元。亞馬遜亦重申資本支出將持續提高。展望未來，如同微軟表示，資本支出暴增反映市場對AI運算能力的龐大需求，目前仍難以全數滿足，顯示現在AI的發展仍處在初始階段。

### CSP業者的雲端需求高速成長



資料來源：Bloomberg。

### CSP業者加大資本支出



資料來源：Bloomberg。

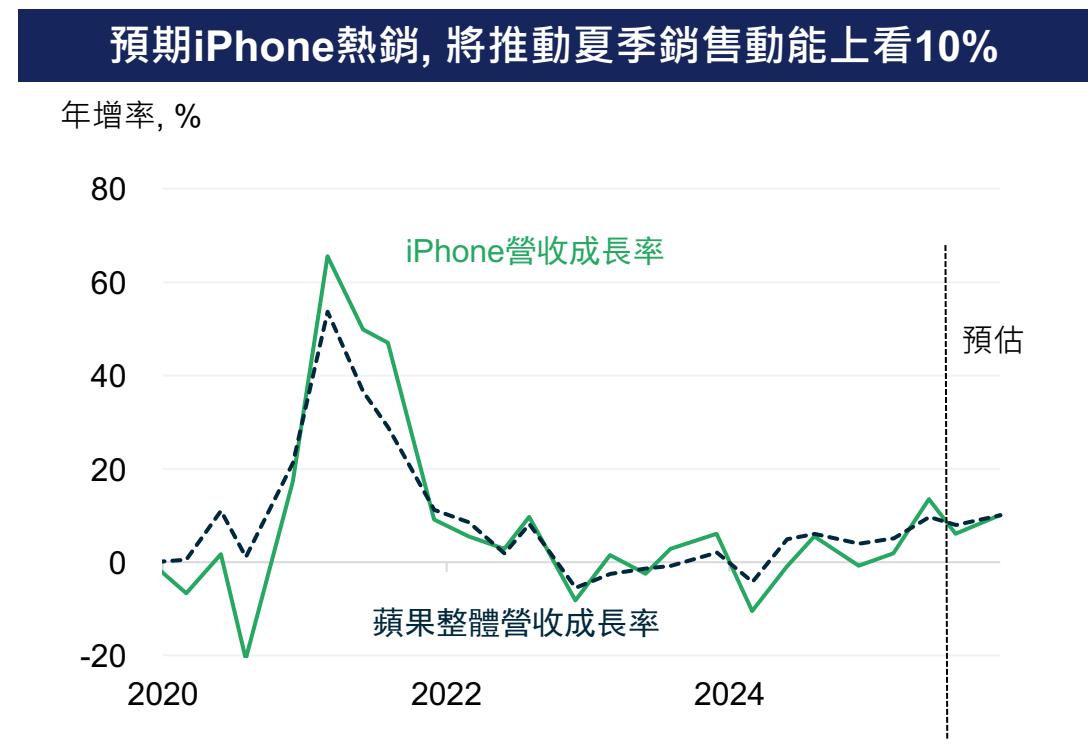
蘋果公布Q3財報，儘管iPhone銷售僅成長6%，不如市場預期，但在服務收入成長15%的帶動下，營收仍達1024億美元，創下歷年同期新高。同時，毛利率進一步上揚至47%，抵銷關稅帶來的衝擊，整體EPS為1.85美元，年增13%。

**財測方面，公司預期下一季營收將顯著成長，年增率介於10%至12%，遠高於市場預估，主要受惠於消費旺季來臨，並指出iPhone 17與iPhone 17 Pro成功點燃市場對蘋果產品的強勁需求。**另外，蘋果已推出全新M5晶片，有望帶動Mac筆電銷售持續成長，Q3年增率達12.7%，顯示市場對新一代晶片的高度信任。

整體而言，蘋果雖然在Apple Intelligence布局上相對落後，但隨著與Google及ChatGPT的合作推進，AI應用將逐步落實於終端裝置，再加上消費旺季的到來，市場普遍預期蘋果長線成長動能仍不看淡。

蘋果收入分布狀況					
單位:億美元	2024Q3	2025Q2	2025Q3	季比(%)	年比(%)
手機	462.2	445.8	490.3	10.0	6.1
筆電	77.4	80.5	87.3	8.5	12.7
平板	69.5	65.8	69.5	5.6	0.0
穿戴裝置	90.4	74.0	90.1	21.7	-0.3
硬體	699.6	666.1	753.4	13.1	7.7
軟體	249.7	274.2	287.5	4.8	15.1
總營收	949.3	940.4	1024.7	9.0	7.9

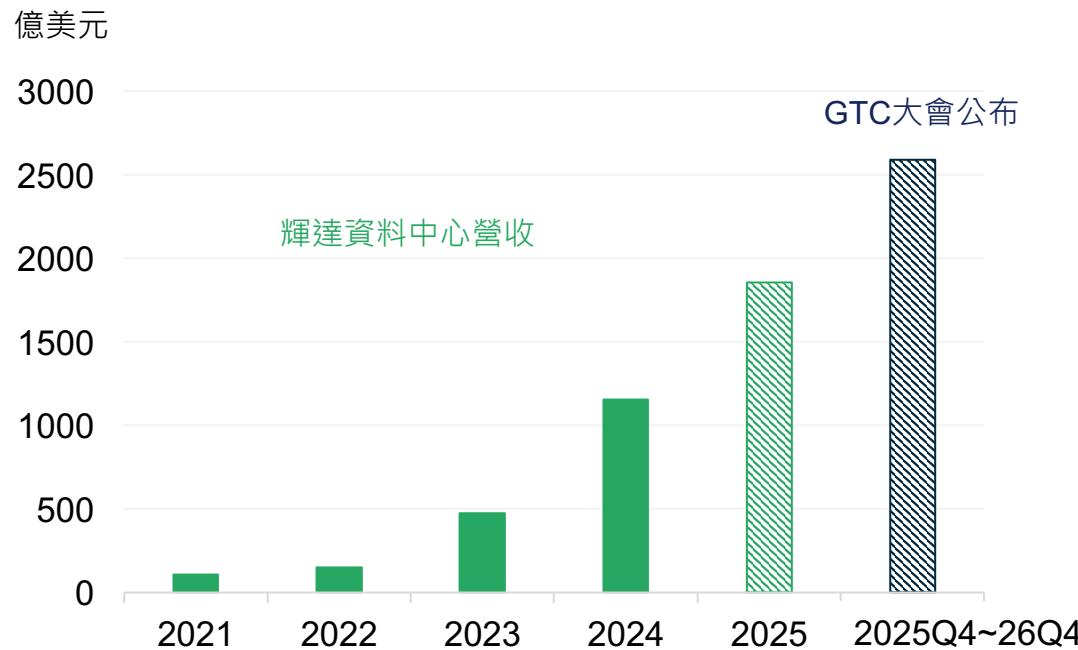
資料來源：蘋果官網。



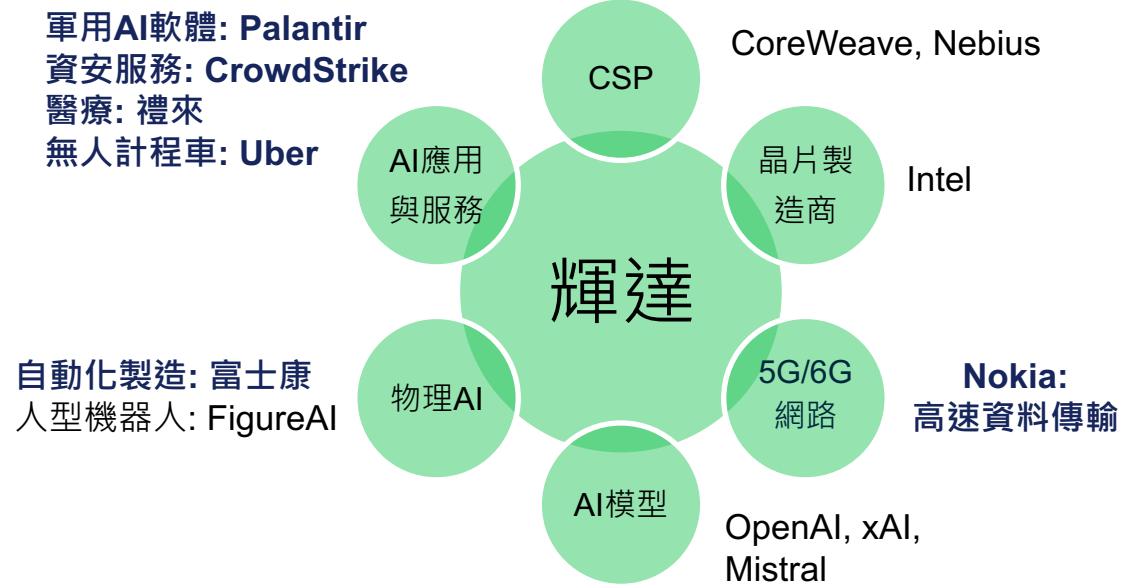
輝達GTC大會首度移師華府，突顯AI是國家戰略資源的一環，並強調美國在科技與通訊的主導地位。本次GTC大會的重點包括：1) **2025Q4~2026年資料中心營收總計可望達5000億美元**，遠高於市場預期，反映出市場對GB200/300、VR晶片的強勁需求。2) **投資Nokia 10億美元**，以每股6.01元入股Nokia，發展無線網路系統，提升無線傳輸效能和AI運算能力。3) 輝達與美國能源部合作，打造7台超級電腦。4) 推出NVQLink，推進量子運算發展。

輝達近期積極投資合作夥伴與AI新創，擴大在AI生態鏈的影響力。從CSP客戶、晶片製造商、AI軟體與服務，再到具備讓AI生態系統升級的關鍵技術夥伴Nokia，皆是輝達的投資合作對象。輝達正從AI晶片研發商，逐步轉為AI產業領導企業，在技術和應用服務範疇上持續領先。

### 輝達資料中心今、明年營收可望遠優於預期



### 輝達積極布局AI生態鏈



資料來源：輝達、Bloomberg。粗體為此次GTC大會新宣布。

近期川普拜訪亞洲各國的行程, 與各國的會談內容成為市場焦點：

- 1)於ASEAN峰會中完成礦產(稀土)協議, 達到美國稀土進口多元化, 以降低對中國供應鏈的依賴, 並確立馬、泰、越、柬關稅幅度為19~20%。
- 2)與日韓領袖會面, 確立對美投資金額、細項, 同時與日本簽署礦產協議、承諾協助韓國製造核潛艇, 確立了最終稅率均為15%。
- 3)於10/30美中APEC峰會前, 美國財政部長貝森特、中國國務院副總理何立峰於吉隆坡已達成貿易框架, 顯示雙方已取得階段性共識。最終, 美中雙方均釋出善意, 川普表示「是一場非常棒的會面」, 習近平指出「中美有摩擦很正常」, 美國對中國關稅下調10%, 整體貿易緊張局勢降溫。

## 川普亞洲行重點一覽

- ASEAN峰會**  
【10/26 吉隆坡】
- 簽署礦產/稀土供應鏈合作框架
  - 見證泰國、柬埔寨停火協議
  - 東南亞輸美商品關稅19~20%  
(與馬、泰、越、柬達成協議)

- 美韓會談**  
【10/29 慶州】
- 韓國承諾投資美國3500億美元  
(現金投資2500億+造船廠投資1500億)
  - 美國協助韓國建造核潛艇
  - 韓國輸美商品關稅15%



- 美日會談**  
【10/28 東京】
- 簽署礦產/稀土供應鏈合作框架
  - 日本承諾投資5500億美元  
(能源、半導體、AI、電動車、國防)
  - 日本輸美商品關稅15%

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

## 美中達成貿易框架, 不確定性降溫

Index



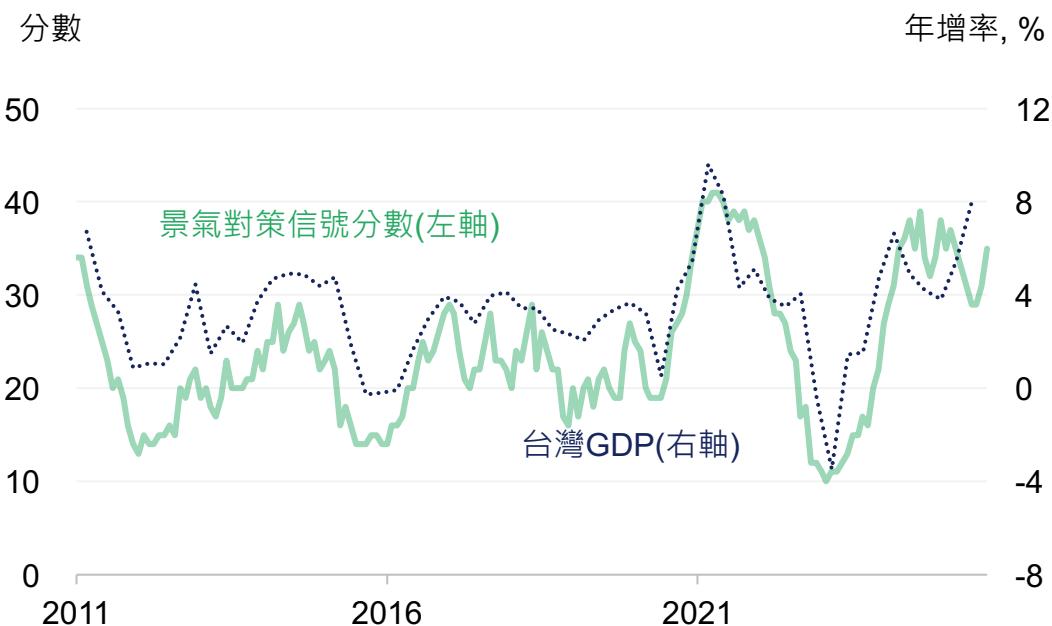
資料來源：Bloomberg。

9月景氣對策信號分數自31升至35分，燈號由綠燈轉為黃紅燈。其中，台股上揚帶動股價指數轉為黃紅燈，以及AI需求熱絡帶動製造業銷售量以及批發、零售及餐飲營業額轉為紅燈、黃紅燈，是本月數據回升的主因。Q3平均分數達31.6，高於2010-2019平均的22.9，凸顯景氣仍舊強勁。

另一方面，9月失業率自3.44%降至3.38%，徘徊於24年低檔，主因畢業生陸續找到工作；勞動參與率略降至59.51%，仍處於33年高位，反映勞動市場依舊穩健。然而，截至10月中旬，減班休息之企業家數432家、實施人數8543人，雙雙創下2年新高。若加計前述因子，失業率料升至3.52%，凸顯產業表現分化、傳產持續疲軟的背景下，勞動市場已有降溫壓力。

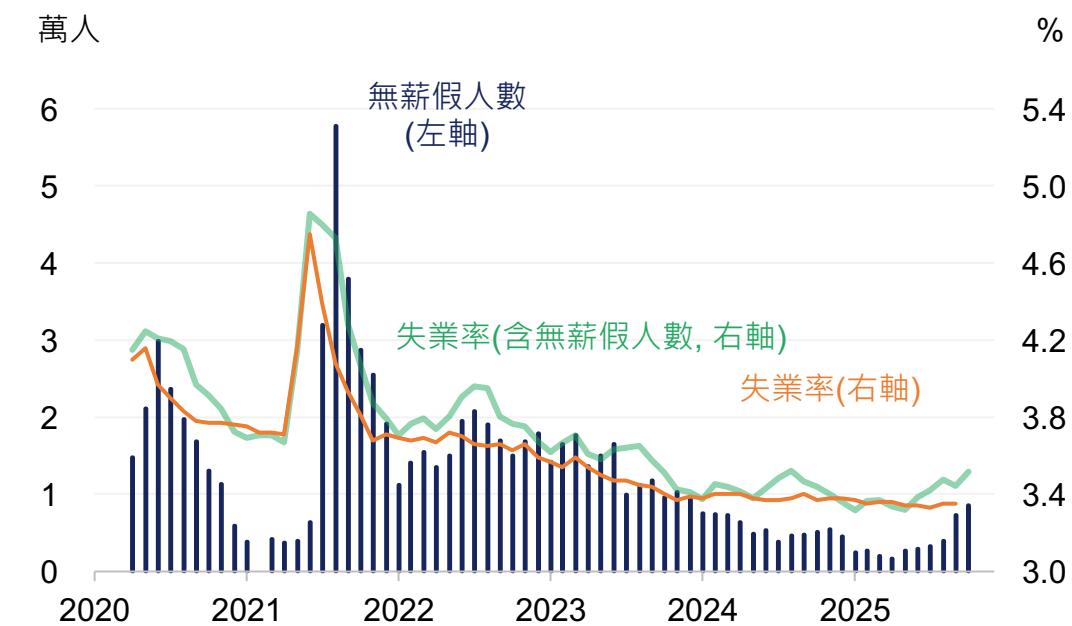
有鑑於此，在通膨回升壓力有限的背景下，預期未來台灣央行政策焦點或更多擺在經濟基本面。若傳產情勢進一步惡化、衝擊就業與消費市場，台灣央行政策料逐漸往寬鬆方向做出調整。

### 景氣對策信號分數回升，凸顯基本面仍舊穩健



資料來源：Bloomberg。

### 無薪假人數持續創高，實際失業率緩步脫離低位

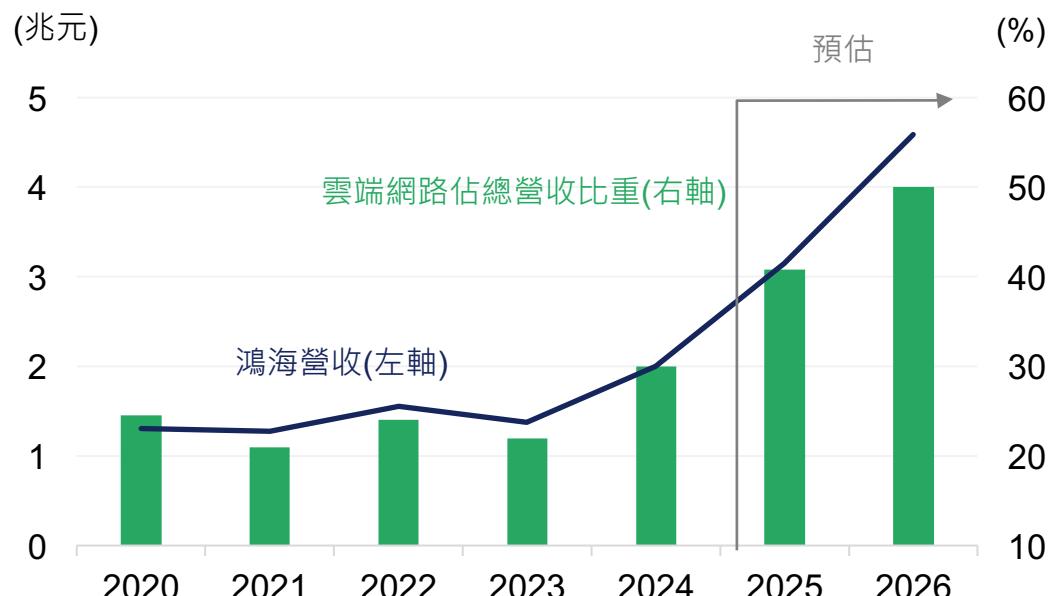


資料來源：Bloomberg。

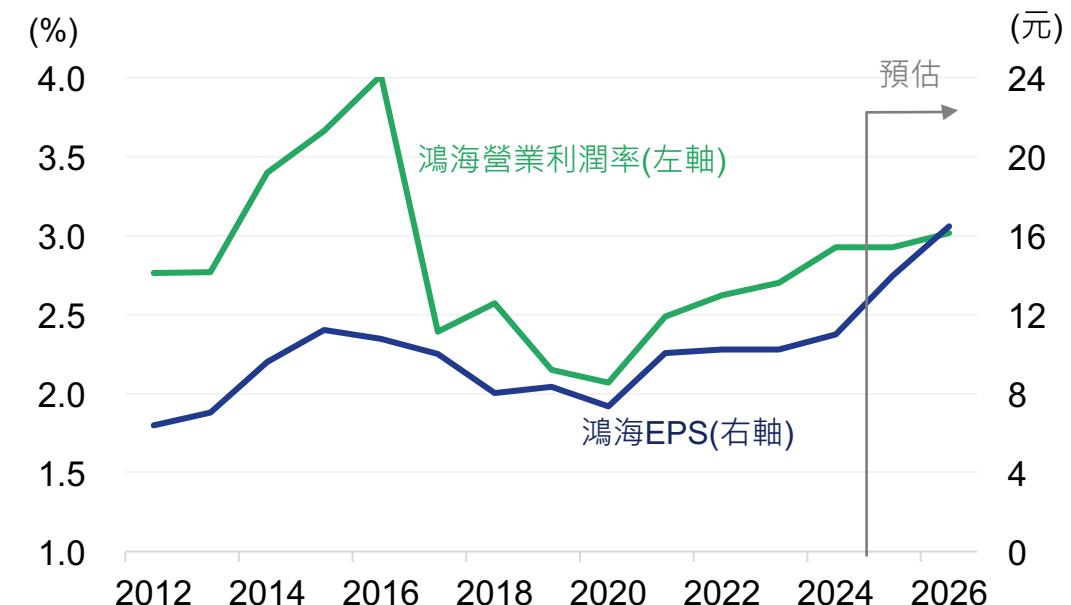
受惠AI拉貨與消費動能回暖，台灣9月景氣對策信號從綠燈回升至黃紅燈，而9月外銷訂單突破700億美元，創下歷史新高，年增30.6%，反映AI需求出口動能將延續至年底，支撐台股多頭趨勢。

一台搭載GB200的伺服器機櫃平均售價300萬美元，預估GB300機櫃至少貴上三成，鴻海作為全球伺服器組裝龍頭，預估未來營收將受惠伺服器售價持續上升而穩步走揚，**雲端網路產品將取代手機成為鴻海主要營收來源，同步帶動鴻海營益率、EPS成長，具長線成長利基**。但需留意，ODM代工廠營收與AI供應鏈深度綁定，若出現供應鏈瓶頸、需求下滑的負面消息，股價回檔幅度恐高於輝達、台積電等AI硬體核心企業，**操作上勿追高，逢拉回分批布局**。

### AI伺服器營收大增，帶動鴻海營收組成轉型



### 鴻海營益率改善，推升未來EPS



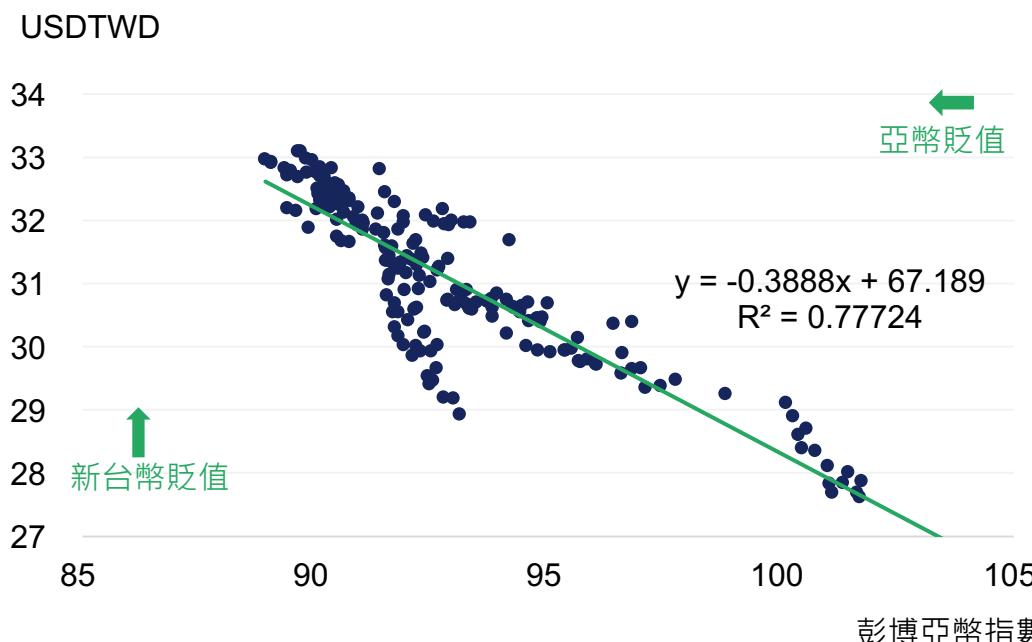
資料來源：Bloomberg預估。

資料來源：Bloomberg預估。

高市早苗當選日本新首相，「高市交易」恐導致日圓短線持續承壓，除對亞幣造成壓力外，亦對新台幣造成影響。

中長線而言，聯準會重啟降息，料將限縮美元指數反彈空間，且美台利差可望收斂，配合AI產業發展貢獻巨大貿易盈餘，皆為新台幣後續止貶回升的有利因子。惟需留意若聯準會降息步伐未進一步加快，或台灣央行跟隨聯準會降息，皆將令前述激勵因子減弱。

### 亞幣若持續走貶，新台幣恐隨之波動



資料來源：Bloomberg。

### 美台利差緩步收斂，為新台幣正向因子



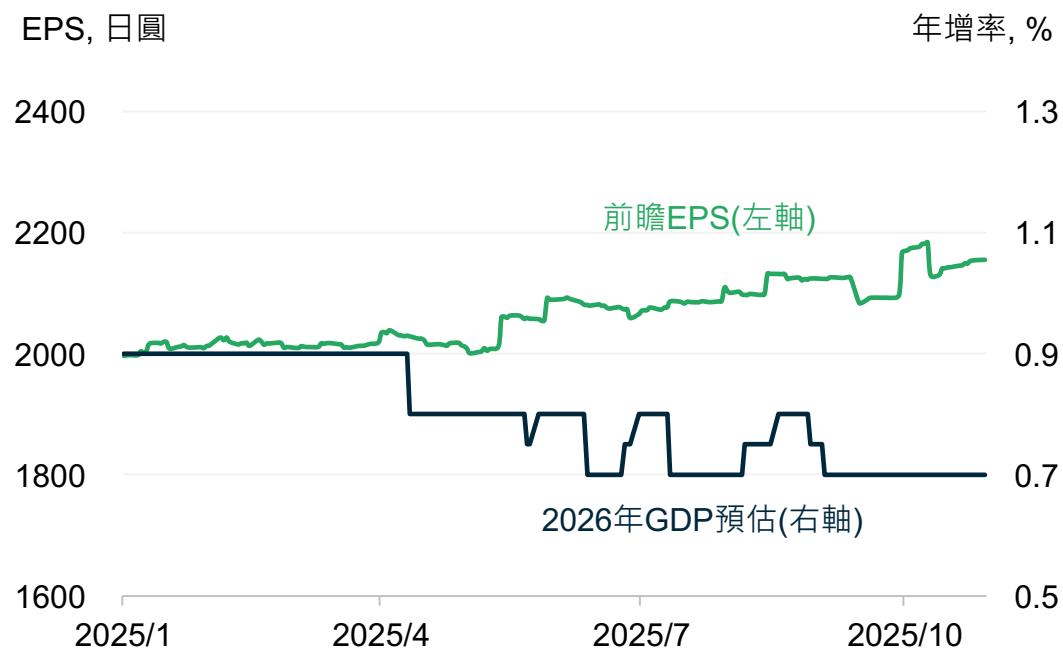
註：2022年至今兩者相關係數為0.7。

資料來源：Bloomberg。

日股突破5萬點，創下歷史新高，資本市場雖然一片欣欣向榮，但經濟展望受到通膨居高不下及全球貿易緊張局勢影響下仍然低迷。彭博中位數預估2026年日本GDP年增率僅0.7%，低於2025Q2的1.7%及全年預估1%的水準，然而企業獲利則有所改善，在商社、工業、科技類股表現不俗下，帶動獲利預估小幅走升。

AI熱潮也使得日本科技股受惠，除了電子零組件、化學材料外，半導體設備也在AI晶片需求強勁、台積電大舉擴充產能下表現突出，特別是愛德萬測試今年以來2度上修財測預估，並宣布買回庫藏股，激勵股價單日大漲22.1%，也成為日股持續上攻的要角。整體而言，科技佔日股權重不高，但在企業獲利與經濟呈現分化走勢下，具成長題材的族群有望帶動日股持續走揚。

### 日股EPS與經濟呈現分化走勢



資料來源：Bloomberg預估。

### AI投資火熱, 日本科技股領軍上揚



資料來源：Bloomberg。

**框架協議**：美財長Bessent表示1)協議將避免美國對中國商品徵收100%額外關稅；2)促使中國推遲對稀土出口的限制；3)中國對美國農產品的大規模採購；4)針對芬太尼的合作。基於美中互有弱點，後續走向「低溫模式」(克制對抗，維持穩定關係，偶有衝突但皆避免升級)，避免零和對抗轉向務實合作。

**四中全會重點**：**1)一個定位**，係指未來五年是實現社會主義現代化進程中具「承前啟後」重要地位；**2)六項原則(堅持)**，即堅持黨的全面領導、堅持人民至上、堅持高質量發展、堅持全面深化改革、堅持有效市場和有為政府相結合、堅持統籌發展和安全；**3)兩大目標**，即五年目標—高質量發展、科技自立自強、國家安全鞏固等；中遠期目標—2035年綜合國力及國際影響力躍升，人均GDP達中等發達國家，基本實現社會主義現代化。

整體而言，「以新安全格局保障新發展格局」如9月政治局會議所擬定，但考量十五五具有承先啟後的意味，因此，與過往幾年操作基調仍有不同，鑑於Q3 GDP偏弱，而**十五五建議稿明確點出「需求側不足」，故增量政策出台機率上升**。此外，安全與經濟兩相交集的戰略性產業項目是「十五五」重點，**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。

## 四中全會重點

審視「四中全會」三大觀察重點：

- 未單獨表列「習近平新時代中國特色社會主義思想」：未如二中全會單獨列出「習思想」為指導，而是延續三中全會從「馬克思到習近平」的演進序列，表現出典型「正統性敘事」，可視為理論升格過程中，在「當下唯一正統」與「正統性敘事」間取得平衡、安全感的表徵。
- 黨內人事調整：補齊「一正二副」，回到作戰、政戰/紀委分立的狀態；拔擢張升民為中央軍委紀委書記兼監委主任，成為中央軍委排名第二的副主席，取代被原中央軍委副主席何衛東，**傳遞軍隊中政治控制與紀律監察的優先地位**。
- 十五五規劃要點：1)**「安全統率發展」未變**；2)第三季GDP數據凸顯公報中“錯綜復雜的國際形勢和艱巨繁重的國內改革發展穩定任務”的描述，為滿足承先啟後的定位，**需正視形勢比人強的現實狀況**，也透露官方發力的動機，方能達到「增強國內大循環內生動力和可靠性」；3)堅持擴大內需的戰略基點、增強國內大循環內生動力等，**象徵拉內需的重要性被往前挪**。

資料來源：Wind。

## 十五五規劃 vs. 十四五規劃的重點轉變

方面	十五五規劃重點轉變
結構總覽	新增內容主要集中於需求側與風險防控，整體更精煉聚焦
發展環境	從「供給側瓶頸」轉向「需求側總量不足」，預示「十五五」將擴內需置於更優先位置
發展目標	1)科技與安全單獨成條 2)「經濟發展」變為「高品質發展」 3)「治理效能」變為「國家安全」
產業發展	1)傳統產業從「附帶」升為首條 2)新增低空經濟，推動量子科技等 3)基建從「統籌推進」升級為「建構體系」
科技創新	1)從「打基礎」到「見拐點」 2)明確「研發費用加計扣除比例」、「政府採購自主創新」，兩項政策紅利
擴大內需	1)從「供給創造需求」到「新需求引領新供給」 2)雙循環合併為「統一大市場」

資料來源：Wind, 國泰世華銀行整理。

2025年至今，中港股市在科技股領軍下漲勢驚人，不過今年大部分公司估值水準明顯熱高，尤其相關領域搭上全球AI熱潮，股價屢創歷史新高。放眼明年，企業盈餘預估普遍達雙位數增幅，凸顯基本面強勁支撐市場樂觀情緒。惟須留意，當前本益比已非年初水準，難再稱為低估，後市上漲力道恐趨緩，需待獲利成長逐步跟上估值，才能進一步推升大盤。

從長線角度觀察，中港股市受惠於AI產業結構性擴張與政策大力扶持。中國官方積極推行反內捲措施，引導企業聚焦技術突破，並加速國產晶片導入，減少對外依賴。這不僅提升科技板塊信心，也為中港股市長期多頭格局打下根基。特別是「十五五」重點，各項**新質生產力**領域如人工智能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。

### 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。

### 明後年企業獲利持續成長，為股市的基本面支撐

EPS	本益比\EPS年增長	0%	10%	20%	30%
		12	3402	3742	4082
600	14	3968	4365	4762	5159
400	16	4535	4989	5442	5896
200	18	5102	5612	6123	6633

滬深300 EPS



資料來源：Bloomberg預估。

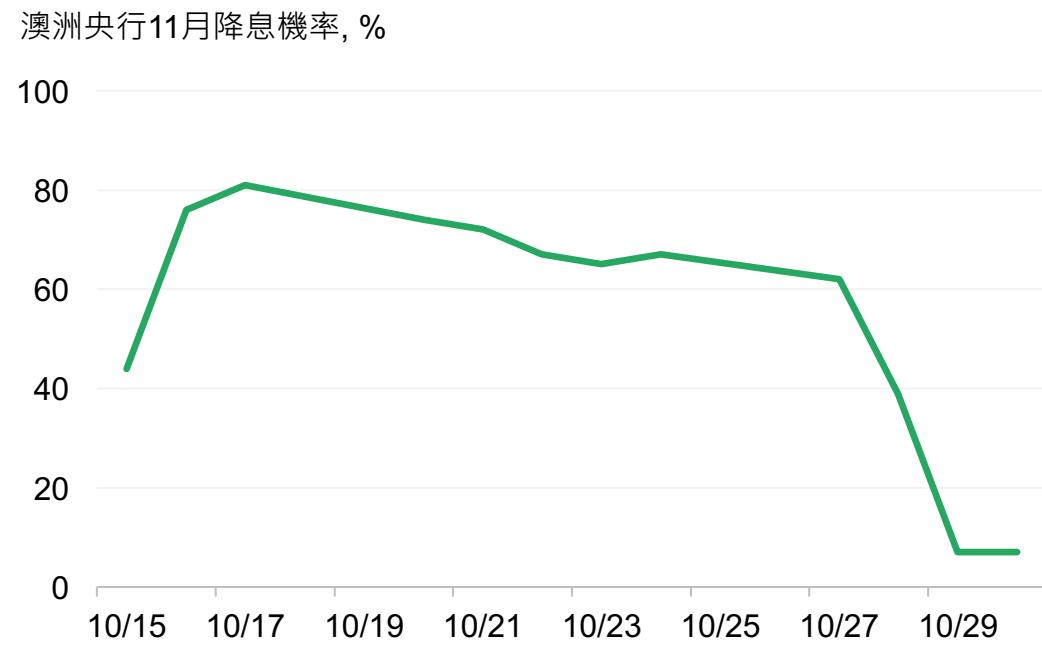
澳洲Q3 CPI年增率為3.2%，高於前季的2.1%，及市場預期的3%，其中電價(23.6%)、房屋領域(4.7%)為主要推升力道。同期間，**央行關注的截尾均值(trimmed mean)CPI年增率(類似核心通膨數據)**，自前季的2.7%回升至3%，觸及央行通膨目標(2-3%)上緣，顯見當地物價出現回溫跡象，限縮澳洲央行未來貨幣政策寬鬆空間。

澳洲9月就業數據顯示，失業率意外上升至4.5%，勞動市場出現雜音，一度推升澳洲央行11月降息1碼機率接近八成，但總裁布洛克近期言論提及，單月數據波動較大，就業市場仍然具有韌性，目前尚未見到急速放緩風險，但卻關注核心通膨可能回溫的疑慮，似有意降低市場過度寬鬆預期。**在前述通膨數據公布後，下月降息機率甚自四成左右，大幅下滑至7%(10/30)，年底前再次降息幾乎無望**。在聯準會今年還有2次降息可能，但澳洲央行將暫時按兵不動的情況下，將有助於提供澳幣上漲動能。

### 澳洲通膨出現回升跡象



### 澳洲央行11月降息機率大幅下降



資料來源：Bloomberg。澳洲截尾均值 (trimmed mean) CPI：排除波動性最高的30%商品與服務價格 (如食品、能源等) 的極端值，準確反映當地通膨趨勢 (央行衡量核心通膨關鍵指標)。

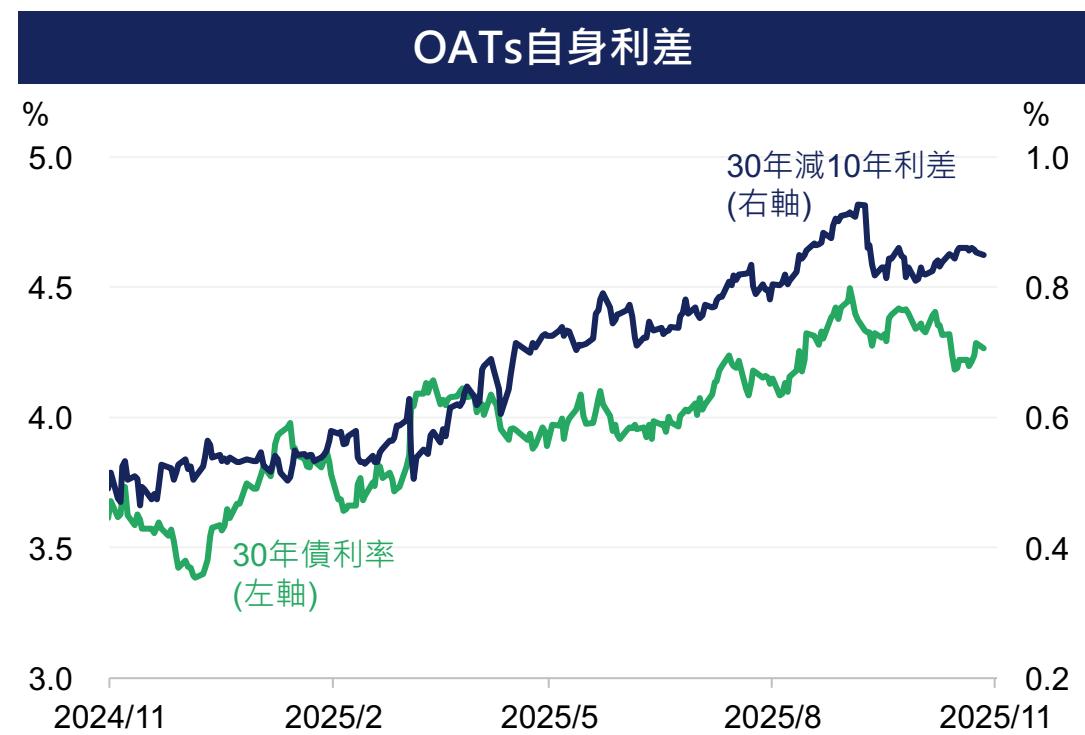
資料來源：RBA Rate Tracker, 2025/10/30。

根據穆迪(Moody's Ratings)於2024年10月25日發布的評級行動報告，確認法國政府本幣和外幣長期發行人及本幣高級無抵押評級為「Aa2」，但將法國政府的長期債信評等展望從「穩定」調降至「負向」。穆迪對法國日益膨脹的公共財政支出提出嚴厲警告，同時凸顯法國少數派政府在國會推動預算案的極度困難。如果法國因應信用挑戰的能力持續出現「受挑戰」的跡象，或者中期財政戰略未能扭轉不利的財政趨勢，穆迪未來可能會考慮降級。

穆迪此次調降展望，還在投資人預期之中，有趣的是，塵埃落定後，市場對於法國的政治不確定性下降，長天期公債利率也是呈現下滑，短期沒有進一步不利消息下，OATs將往歐盟其他較低信評國家進行比價。而信評事件對歐元的壓力消退後也對匯價有所支撐。



資料來源：Bloomberg。



資料來源：Bloomberg。

**信用利差方面**，美國投等債、非投等債信用利差在「解放日」後持續收緊，目前於歷史低位狹幅震盪(IG : 75bps、HY : 280bps)，反映現階段信用風險相對可控。非投等債的**違約率、危難比率均維持低點**，加上聯準會政策寬鬆的支撐下，提供發行人更低的融資成本，形成基本面支撐。

自2022年以來，信用債的發行量已連續三年呈現上升，整體融資需求上升。然而，需留意當前的信用利差處歷史低點，在債券供給量上升背景下，地緣/信用性事件仍可能引發零星違約情事，導致利差擴大風險。對於穩健布局的投資人而言，應以**信評高、現金流穩健發行人為主**，以同時兼顧收益率與防禦性。

### 現階段信用風險仍相對可控

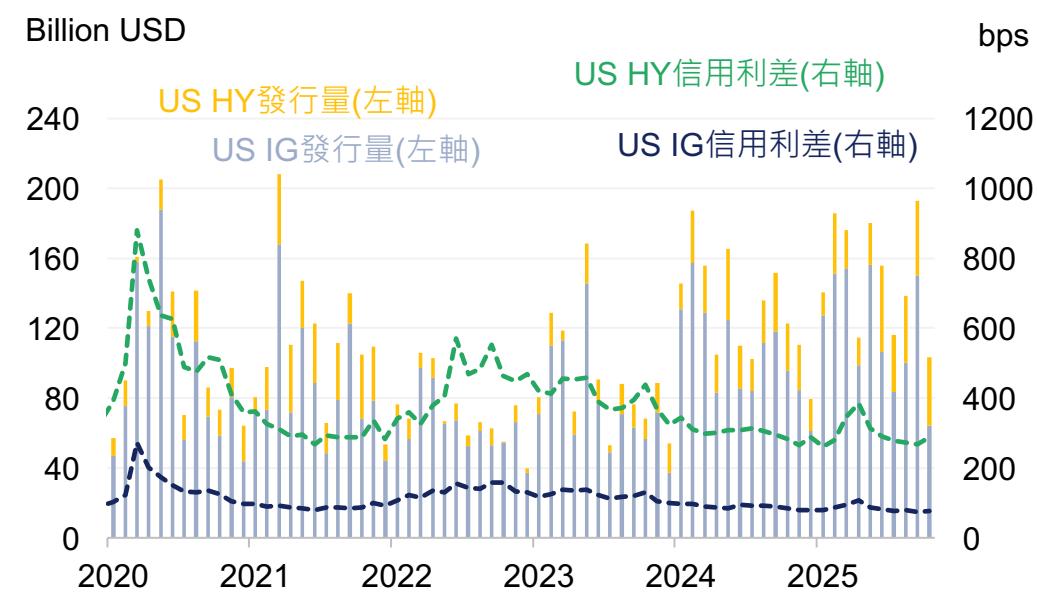


註1：過去12個月內，違約債券的面額總額佔總發行面額的比例。

註2：危難比率(Distressed Ratio)指處於困境(OAS超過1000bps)債券之佔比。

資料來源：Bloomberg。

### 信用利差收緊，留意發債量仍持續升溫



註：統計US IG、US HY每月發行金額。

資料來源：Bloomberg。

<b>3</b>	Monday	<b>4</b>	Tuesday	<b>5</b>	Wednesday	<b>6</b>	Thursday	<b>7</b>	Friday
美國標普製造業PMI(終值) 美國ISM製造業 歐元區HCOB製造業PMI 中國RatingDog製造業PMI 日本休市		澳洲RBA利率決策 韓國CPI		美國ADP就業變動 美國標普服務業PMI(終值) 歐元區HCOB服務業PMI 歐元區PPI 中國RatingDog服務業PMI 印度休市		歐元區零售銷售 日本實質現金收入 台灣CPI		美國密大消費者信心 美國密大通膨預期 中國進出口 台灣進出口	

## 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之資訊可能有不一致或相抵觸之情事；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抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。