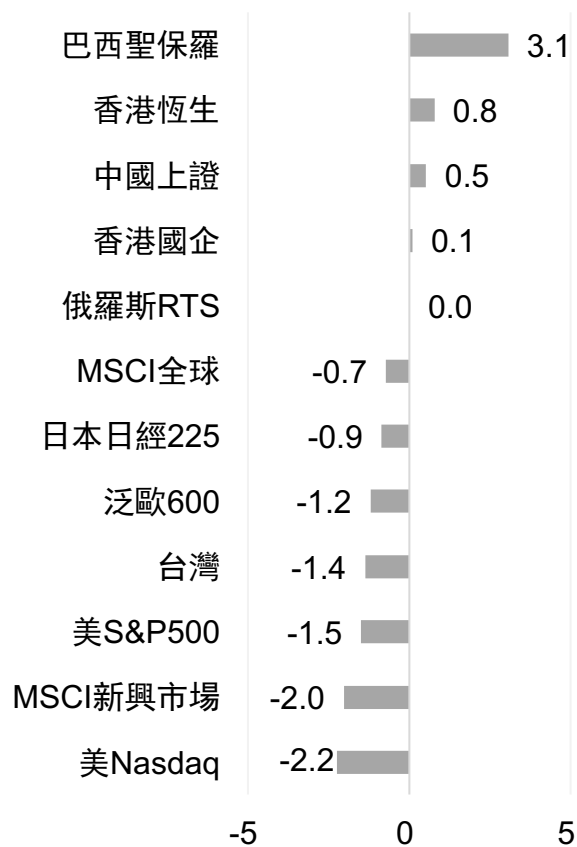


2025年11月7日

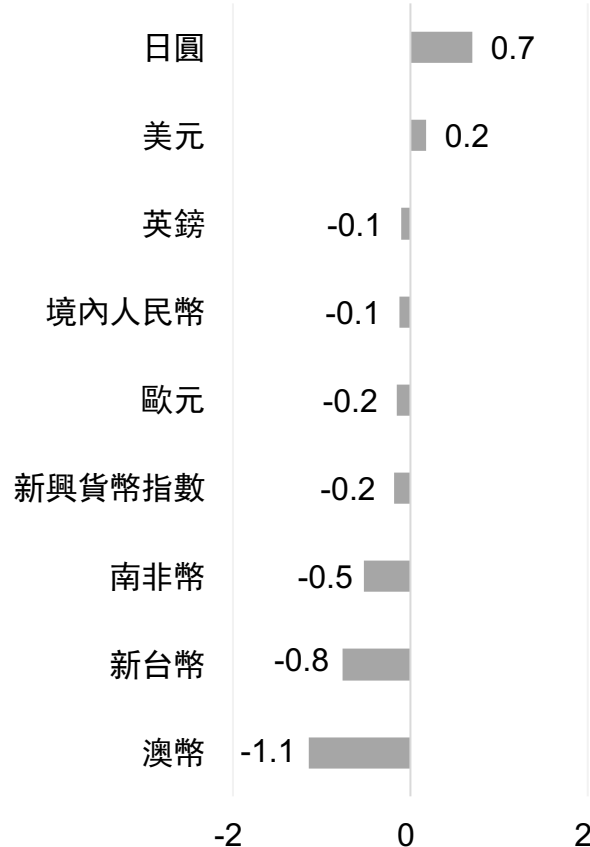
投資研究週報

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。

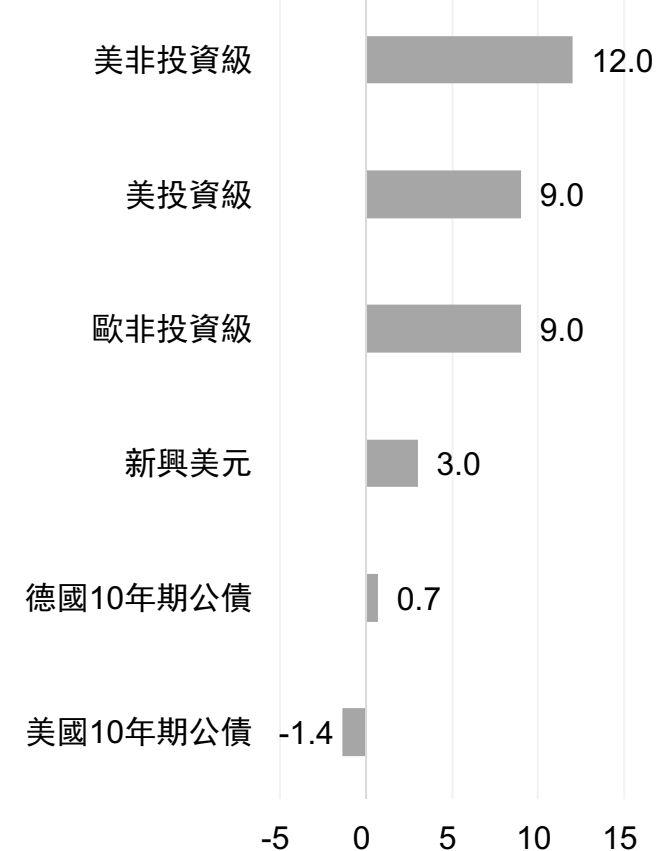
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/10/30 – 2025/11/6。 資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

- **雙率雙升**：官員言論不一，經濟數據分歧，令Fed年底降息預期搖擺，美10年公債殖利率反彈，美元指數走升、多數非美貨幣走弱，政府繼續關門，待政府重啟、數據支持降息預期重燃，有望重新引導雙率下行。
- **估值變數**：高估值市場易受消息面與經濟數據干擾而震盪。不過，若(1)雜音頻仍但經濟維持穩健、(2)聯準會轉鴿並持續寬鬆、(3)AI外溢效應擴大，帶動不僅科技、更多產業的資本支出與獲利改善，均衡上升將有助美股多頭延續。
- **AI基建**：算力競賽已延伸為電力競賽，帶動各國相關產業受惠。美國推動核能復興，帶動大型電廠獲利成長；日本取得多項美國電力合約；中國則掌握儲能與電力設備優勢。

2. 後續看點：

- **事件**：美國政府關門進度。**財報**：思科(11/13)、騰訊(11/13)、京東(11/13)、阿里巴巴(11/14)。

策略思維

1. **股市-留意短線震盪，長線多頭不變**：高評價易因事件擾動引發震盪，惟降息帶動資金環境寬鬆，AI效應擴散帶動企業獲利穩健增長，未來多頭趨勢未扭轉，逢拉回視為買進契機。
2. **債市-利率短線反彈，下行趨勢有望重返**：Fed官員意見分歧促12月降息存疑慮，流動性壓力增、若數據提供支持，12月降息預期將重啟，重新帶動殖利率下行，殖利率曲線重回陡峭格局。
3. **匯市-美元指數反彈**：伴隨聯準會再次透露寬鬆意圖，其他主要國家觀望，將引導美元指數重回弱勢。

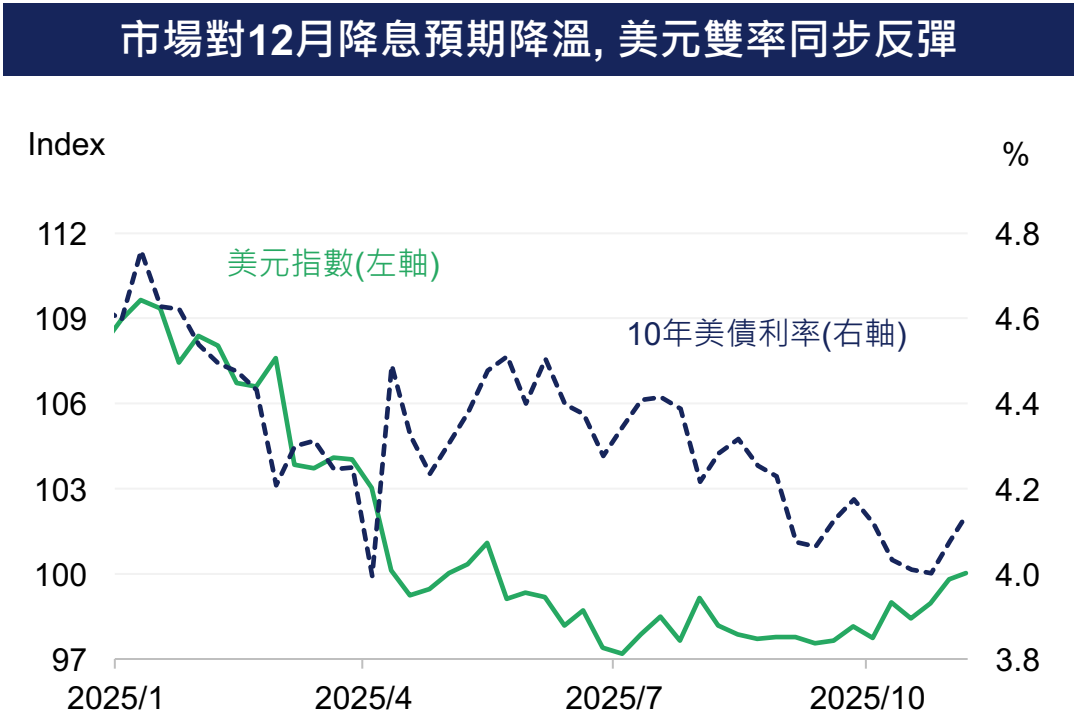
官員談話顯示對**12月降息的態度分歧**：1)代表川普意志的Miran重申對就業市場的擔憂。2)部分的地區性銀行總裁，如堪薩斯城的Schmid說明反對10月降息的理由，另有**兩位2026年輪值總裁**同樣表達謹慎立場。

官員談話令市場對降息的預期，延續10月FOMC後的保守態度，**10年美債利率一度重返4.1%、美元指數回升至100**，後續因民間數據透露裁員、**10月新增非農恐延續弱勢，帶動雙率升勢緩和**。儘管短期就業數據好轉，但部分產業仍顯示招聘需求疲軟，就業市場尚未獲得明顯提振。後續待政府重啟，若官方數據持續支持聯準會的寬鬆路徑，12月仍有降息可能。

短線受Fed降息預期調整，導致雙率呈現反彈；然而，隨未來降息步伐的延續、以及明年Fed人事異動，為牽動未來雙率市場的關鍵。研判在Fed緩降息節奏下，美國利匯率維持緩降格局。

FOMC會議後, 官員意見呈現分歧		
官員	談話內容	立場
Christopher Waller (理事, 潛在主席人選)	通膨終將回落, 眼下最擔心的是就業市場, 主張在12月持續降息。	鴿派
Stephen Miran (理事)	儘管ADP是意外驚喜, 重申利率需調降。	極鴿
Lisa Cook (理事)	勞動市場進一步走弱風險大於通膨上升風險。	鴿派
Jeffrey Schmid (堪薩斯城, 2025投票權)	反對10月降息。通膨擔憂仍存, 降息對就業幫助有限, 勞動市場大致處於平衡。	鷹派
Beth Hammack (克里夫蘭, 2026投票權)	傾向於在10月會議上維持利率不變。	鷹派
Lorie Logan (達拉斯, 2026投票權)	除非通膨回落比預期快, 或勞動市場更快降溫, 否則很難在12月再次降息。	鷹派

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行整理。



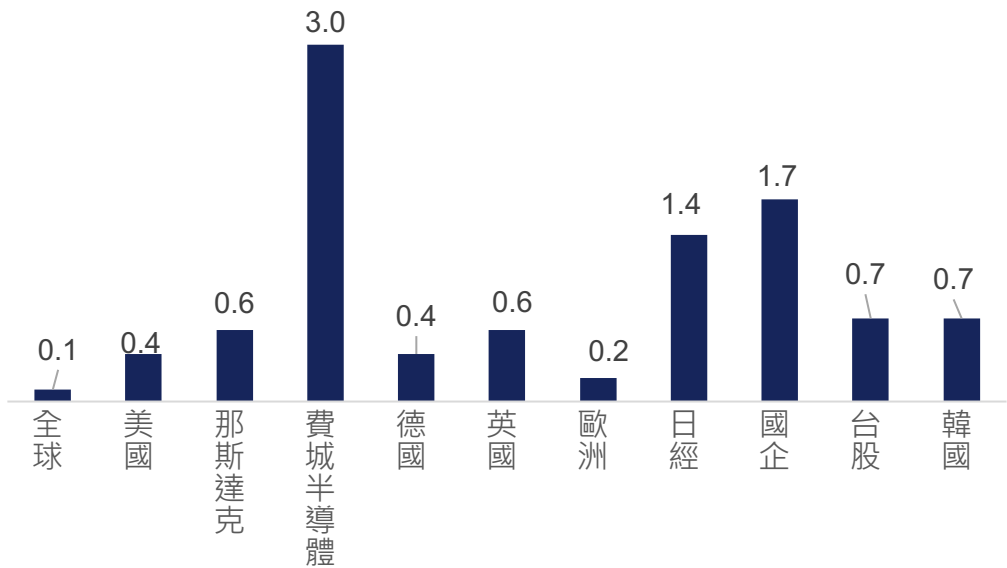
資料來源：Bloomberg。

美國最高法院正審理《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)是否授權總統實施全球性關稅。多數法官對此持保留態度, 認為IEEPA僅賦予「管制進口」權限, 而「徵稅」屬國會職責。首席大法官Roberts質疑行政部門能否以緊急權力繞過立法程序, Barrett與Gorsuch則進一步挑戰IEEPA是否明確授權徵收普遍性對等關稅。市場樂觀期待關稅違憲判決, 最終結果仍待出爐。

若關稅遭判違憲, 將帶來退稅與政策不確定性。即便如此, 美國仍可依《貿易法》第122條, 將全球進口關稅提高至15%, 並在150天內啟動232與301調查, 針對特定產業與國家課徵關稅, 總統亦可延長122條款一次或兩次, 這些替代措施提供政府操作空間, 但也可能加劇市場波動。

市場期待關稅審理無效結果

單日報酬*, %



資料來源：Bloomberg, 2025/11/6。*亞股為11/6漲幅, 其他為11/5。

美國可因應做法

法條	用途與限制
1974年 《貿易法》第122條	為矯正重大貿易逆差或美元貶值, 可課最高15%關稅, 最長150天, 延長需國會批准。
1930年 《斯姆特-霍利關稅法》 第338條	對歧視美國商品的國家課稅, 無需調查, 稅率上限50%。但從未被使用, 具爭議性。
1974年 《貿易法》第301條	對違反貿易協定或歧視美企的國家課稅, 須先協商並徵詢意見。稅率無上限, 4年後需重新審核。
1962年 《貿易擴展法》第232條	針對威脅國安的進口商品(如鋼、鋁、汽車等)課稅, 須由商務部調查確認, 稅率與期間無上限。

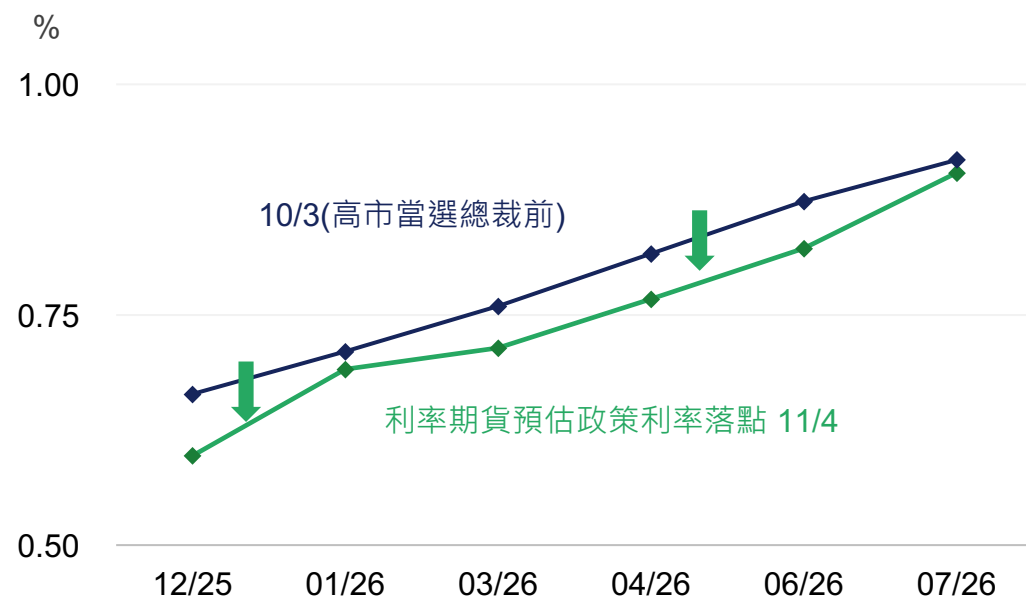
資料來源：Bloomberg, 2025/11/6。

隨高市早苗走馬上任, 以及日銀再度按兵不動, 「高市交易」的題材持續發酵, 拖累日圓貶至今年2月以來新低。

值得注意的是, **日圓已逼近去年4月財務省購匯干預的水平(155~158)**, 財務大臣片山皋月亦已採取口頭干預。意味著若日圓續貶, 日本政府採取實際行動的可能性提高。此外, 隨美日貿易談判底定, 企業信心與經濟活動雙雙改善, 日銀總裁稱「央行預期的經濟前景實現的可能性上升, 且預期明年春門工資調漲幅度將如今年般強勁」, 雙雙暗示**緩步升息的方向不變**。與此同時, 美國財長貝森特近期稱「日本政府應給予央行政策空間」, 再度展現**美國希望「日本升息、日圓升值」的立場**。對於期望與川普建立良好關係的高市來說, 此一需求恐怕不得不納入考量。

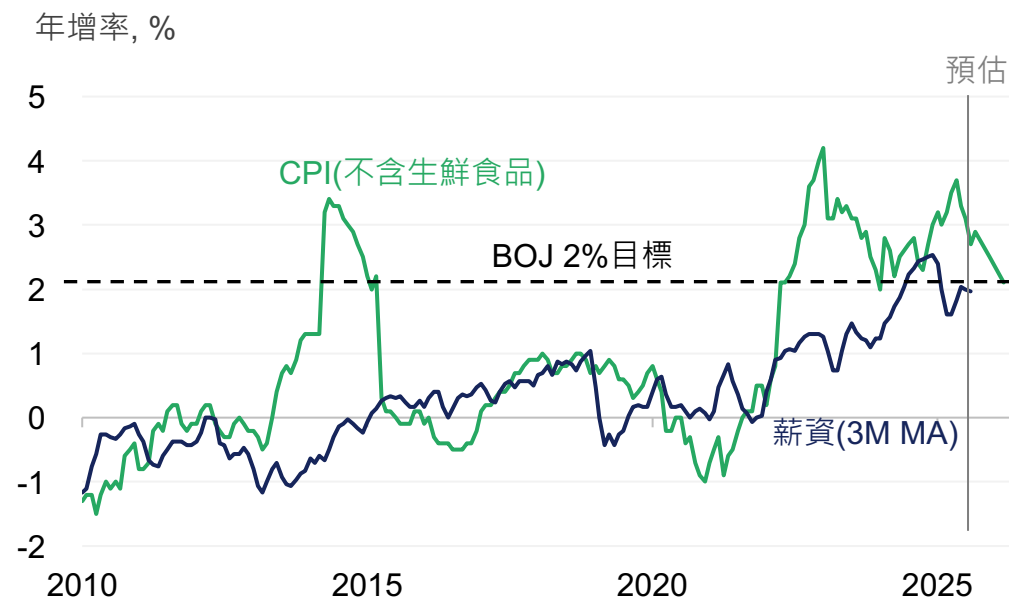
綜上所述, 短線若新政府未對貨幣政策釋出鷹派訊號, 寬鬆預期恐難以消除, 加以聯準會12月降息預期降溫、美元雙率反彈, 日圓恐延續偏弱走勢。但考量1)財務省對匯率的示警、2)日銀退出寬鬆政策方向不變、3)來自美國的壓力猶存, 預料日圓再創新低的可能性不大, 未來隨美日貨幣政策再度分化、利差收斂, 屆時日圓仍可望止貶回升。

市場預期日銀升息時點將延後



資料來源：Bloomberg預估。

通膨有望逐步降溫, 仍高於日銀目標水平

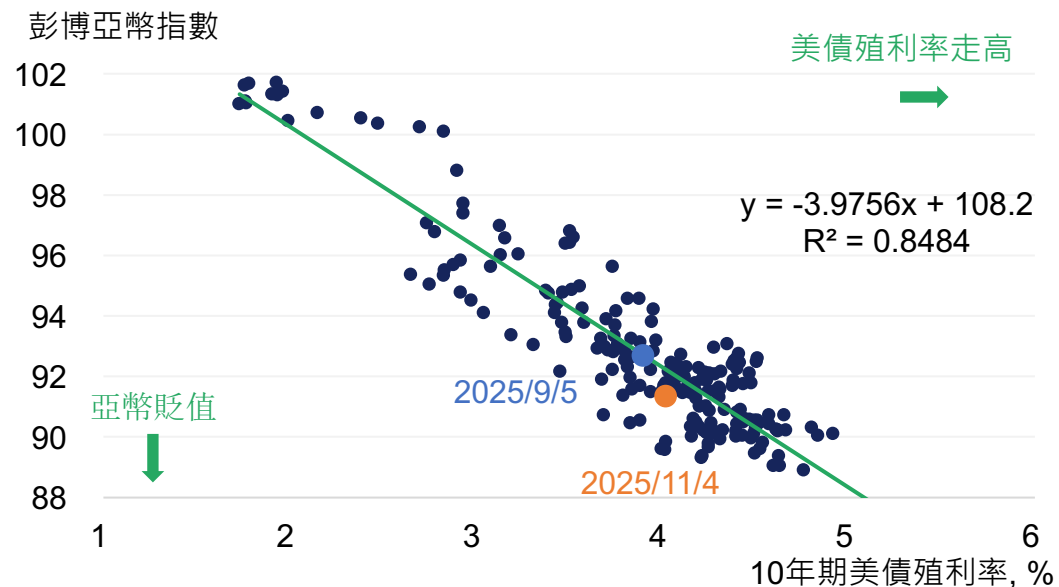


資料來源：Bloomberg預估。

美國政府持續停擺, 經濟數據缺失導致聯準會政策立場趨於謹慎, 12月降息預期降溫, 帶動美債殖利率、美元指數連袂反彈。影響所及, 亞幣普遍走弱, 日圓創下2月中以來新低、人民幣亦自波段高點明顯回落。

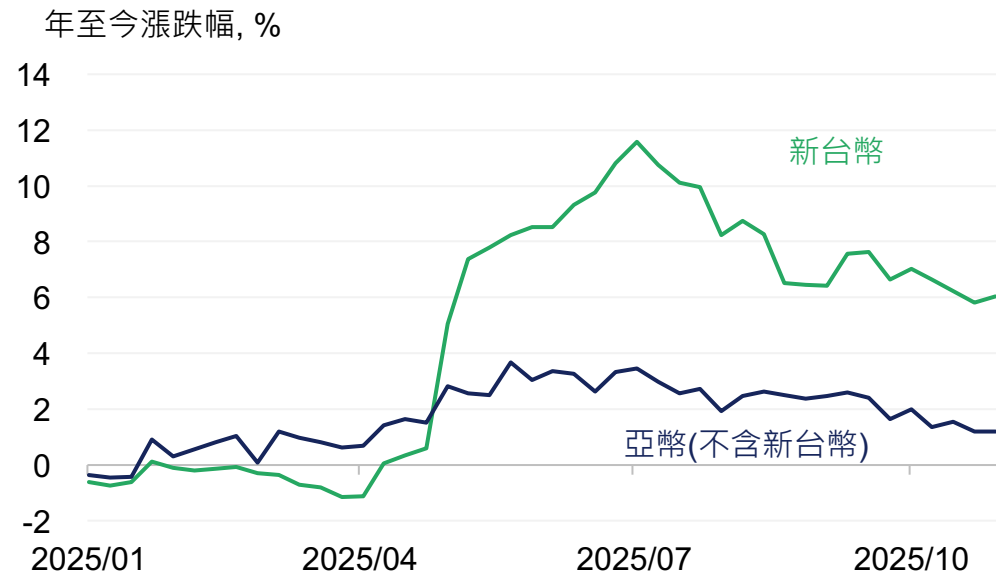
然而, 考量1)AI需求強勁, 台灣貿易盈餘巨幅成長(前9月貿易順差創下歷史同期新高, 較去年同期大增67%或398億美元), 以及2)未來美國政府恢復運作、數據重新公布後, 聯準會降息方向不變, 有利於亞幣止貶與美台利差收斂。

隨美債利率反彈, 亞幣承壓走弱



資料來源：Bloomberg。

亞幣普遍趨弱, 對新台幣帶來壓力

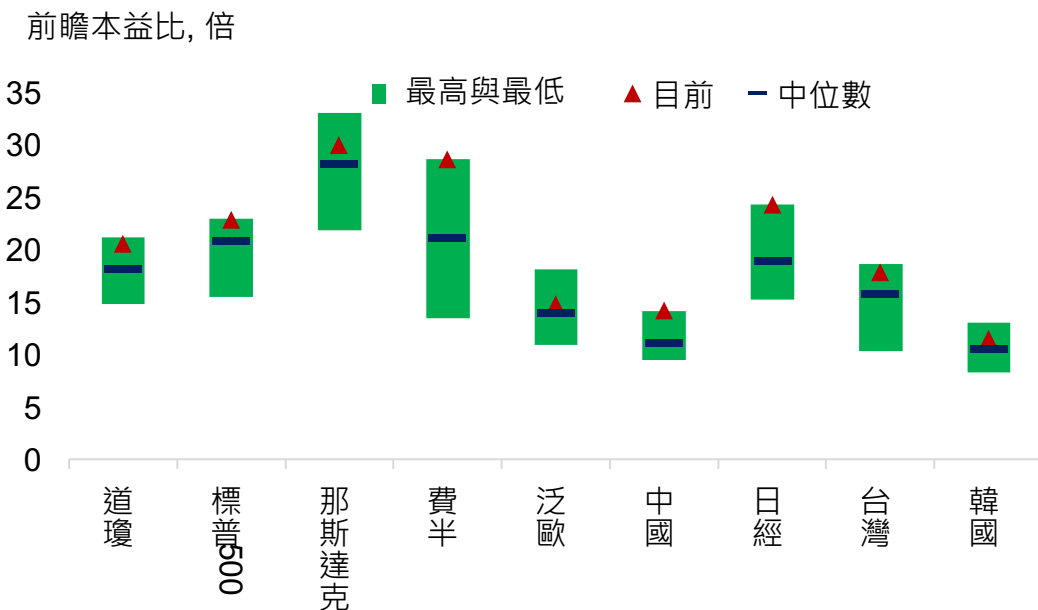


註：亞幣採JPY、CNH、KRW、THB、PHP、MYR、IDR、SGD、VND、INR加權平均計算。
資料來源：Bloomberg。

4月的對等關稅雖然讓全球股市一度重挫, 不過, 隨著美國與各國達成貿易協議, 全球主要股市也紛紛走高, 加上AI熱潮延續, 使得科技股帶頭反彈, 費城半導體指數今年以來的漲幅也高達4成, 韓國Kospi指數受惠記憶體大廠三星與海力士股價的飆漲, 今年漲幅更是高達6成, 居全球之冠。

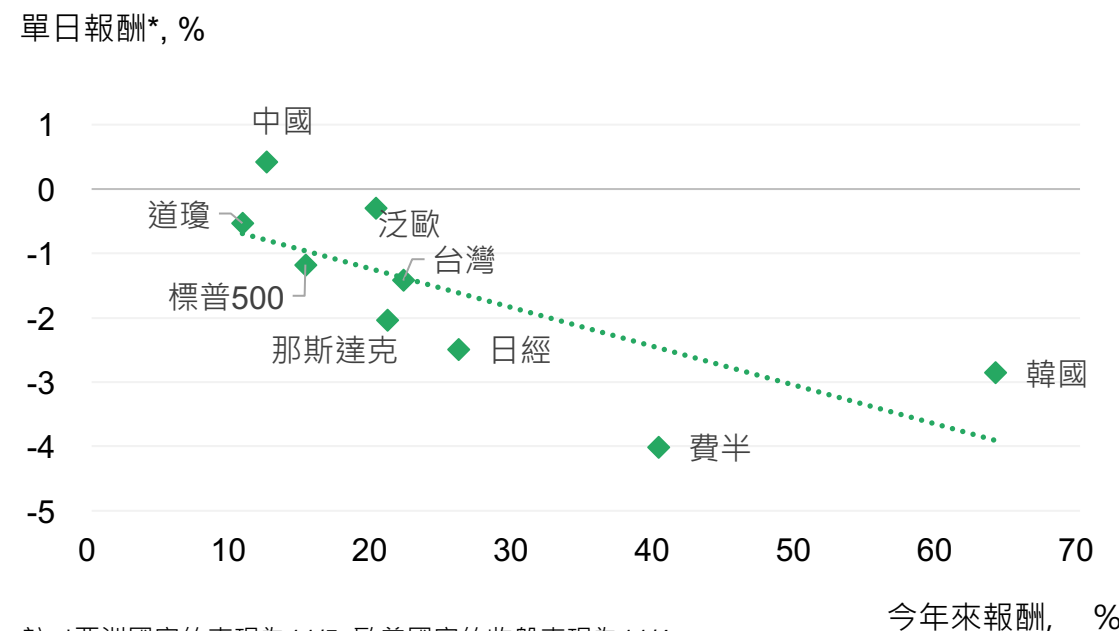
隨著漲幅拉大, 市場也開始意識估值偏高的問題, 以美股標普500為例, 前瞻本益比逼近23倍, 幾乎是近5年來的高位, 費半亦然。另外, 日經225指數的本益比甚至來到24倍, 超過標普500, 使得今日(11/5)跌幅亦有2.5%。韓國評價雖未異常飆高, 但短線漲幅過度, 當日跌幅一度逾5%。**整體而言, 今年受惠AI題材、且漲幅集中由半導體產業拉動的市場, 短期易因相關負面雜音出現大幅波動。**

全球主要指數評價都不便宜



資料來源：Bloomberg。資料期間：2020/1~2025/11。

高估值加漲幅大, 易受消息擾動出現波動

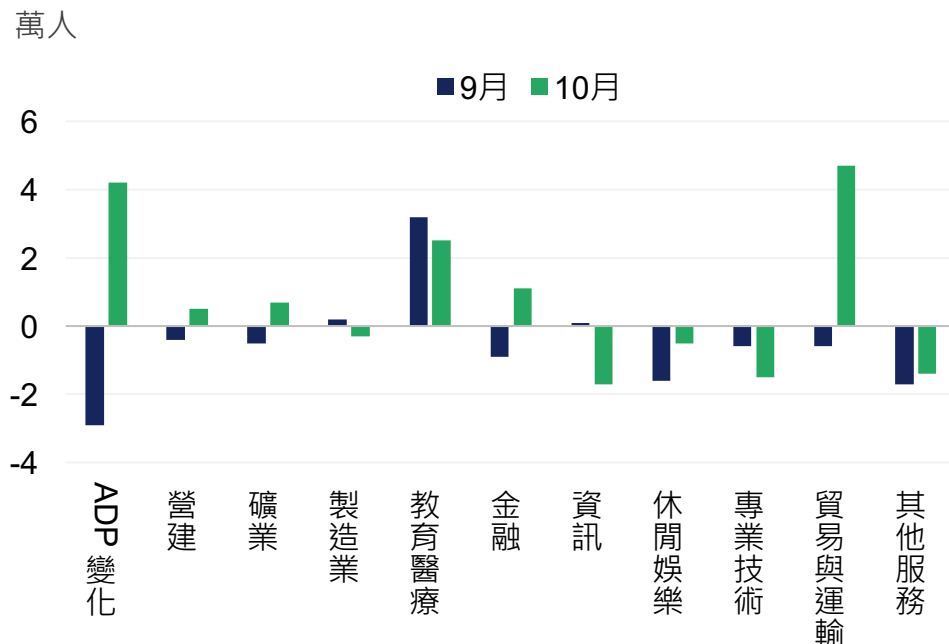


註: *亞洲國家的表現為11/5, 歐美國家的收盤表現為11/4。
資料期間：Bloomberg。

因官方就業數據暫缺, 民間調查的「小非農」ADP成為市場焦點。**10月ADP就業新增4.2萬人, 優於預期3萬人, 主要由貿易運輸、教育醫療等產業支撐; 然而, 製造業、資訊業情勢進一步惡化, 也揭露出產業分化。**

ISM製造業指數已連續八個月低於50, 市場對景氣疑慮升溫。然而, ISM指出, 只要高於42.3, 長期仍與經濟擴張相符。本期數據呈現產業分化: 紡織、服裝、傢俱等12個行業萎縮, 但基礎金屬與運輸設備等6個行業維持擴張, 帶來支撐。本季美國大型銀行財報顯示, 除摩根大通增加壞帳準備外, 其他銀行並未顯著擴大提存, 市場原先擔憂的信貸惡化風險稍緩解, 後續需關注產業輪動與信貸質量變化。

ADP新增4.2萬人, 惟有多項產業萎縮



資料來源: Bloomberg, 2025/11/6。

製造業溫吞, 信貸問題稍緩



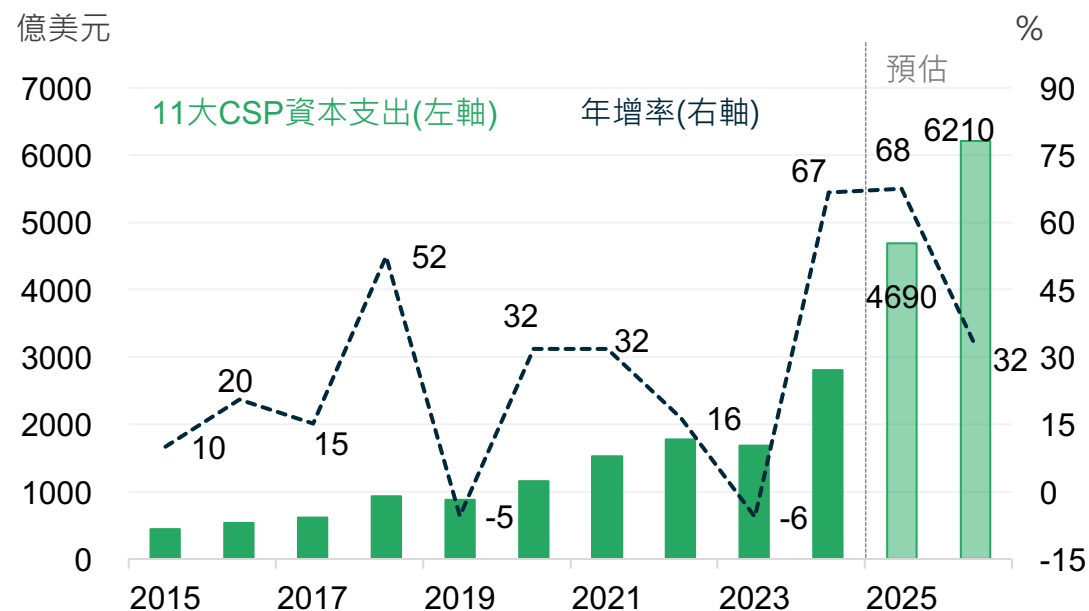
資料來源: Bloomberg, 2025/11/6。

	壞帳準備 億美元	變動
摩根大通	31	9%
富國銀行	6.81	-36%
花旗銀行	24.5	-8%
美國銀行	13	-16%

除企業獲利報喜外，雲端服務業者不斷擴大資本支出，也是讓股市創新高的原因，包括谷歌、微軟、亞馬遜皆然，根據統計，11大CSP業者今年的資本支出已高達4689億美元，明年甚至上看6000億美元。不過，此一利多市場已有一定程度的反應，加上明年增速可能從68%下降至32%，可能讓資本支出未來的利多效益，有逐步遞減的現象。

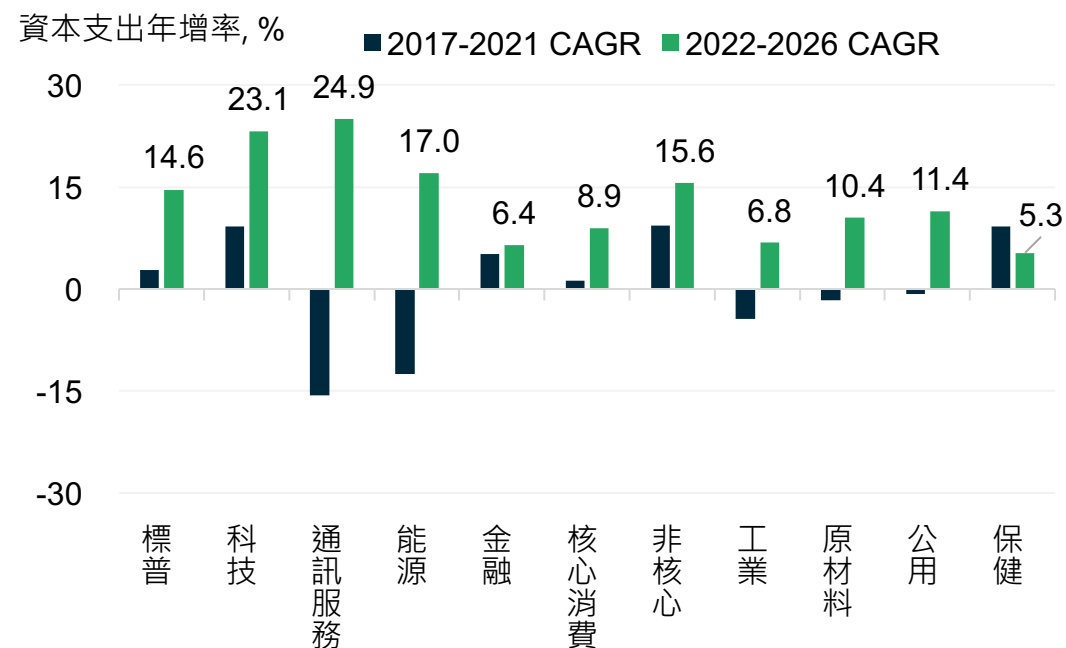
OpenAI於2022年底推出ChatGPT以來，生成式人工智慧(Generative AI)迅速成為全球科技與產業的焦點，這場技術革命促使科技巨頭在AI基礎設施上的資本支出大幅增加。傳統產業如金融、製造、醫療與零售，也開始加碼投資AI應用，這波AI驅動的資本支出浪潮，可望在未來數年持續推動全球支出成長，並重塑企業的競爭格局與創新模式。

更多CSP加入投入資本支出之列



資料來源：摩根士丹利預估。11大CSP指微軟、Google、亞馬遜、Meta、騰訊、阿里、百度、Corewave、Apple、IBM、甲骨文等雲端服務業者。

資本支出持續擴張



資料來源：Bloomberg預估。

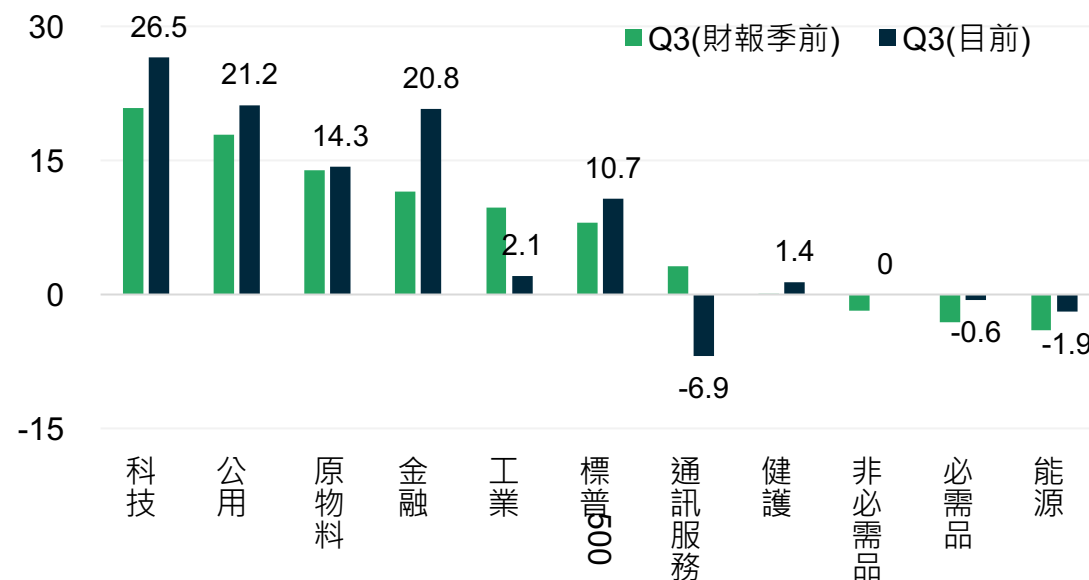
美國Q3財報季陸續展開，目前已公布6成，優於預期比例高達8成，獲利增速也持續上修，根據FactSet預估，目前獲利增速已達10.2%，已高於先前預估的8%，有望連續第九季維持成長。各產業中，科技類股仍是獲利成長的主要引擎，年增率高達26%，其中半導體族群更達48%。受惠交易熱絡，金融獲利增速也高達20%，也顯示關稅對信貸影響較市場擔憂放緩。

值得注意的是，過往非成長代表的公用事業、原物料族群，本季獲得雙位數、高於大盤的增速預期，且伴隨財報陸續揭露，進一步獲得上修，顯示AI浪潮推動下，受惠產業範疇延展，若趨勢持續擴張，推動整體指數獲利穩定與均衡，扮演高估值修正後再次上行推力。

當前美股評價並不便宜，易因風險事件或市場情緒擾動，出現短期宣洩波動回調，但在基本面穩定，利率環境轉向寬鬆，企業獲利穩健增長產業擴張下，逐漸形成股市走高更穩定支撐，推動指數走揚，可以透過逢回布局，參與長期向上動能。

獲利穩健，成長率改善產業增加

標普500盈餘成長率，%



資料來源：Bloomberg, FactSet預估。取標普500指數。

公用事業股估值獲提振

標普公用事業本益比，倍



資料來源：Bloomberg, 2025/11/6。

過去十年全球電力需求穩定成長的趨勢正被顛覆，高耗能AI資料中心崛起成為主要推力。美國能源部(DOE)預估，資料中心用電占全美用電量比例將由目前約5%提升至2030年的12%，顯示能源結構面臨重大挑戰。為滿足需求，美國積極推動核能復興，透過政府直接採購、資金支持及簡化部署流程，**扶持本土及盟國鈾礦與核燃料供應鏈**。10月底，美國與加拿大能源巨頭Cameco、Brookfield宣布**啟動總額達800億美元的核能反應爐建設計畫**，目標2030年前完成多座西屋電器新世代反應爐，為冷戰以來最大規模核能投資。

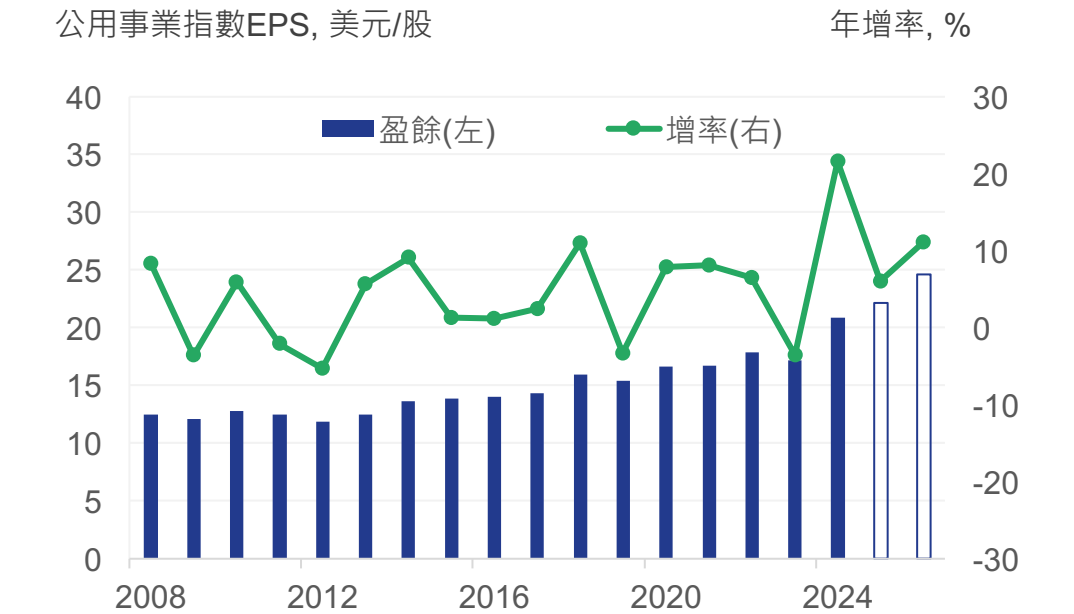
大型電廠在現金與營收充裕下，具備擴建能力，並與科技企業簽訂長期供電合約，確保成長潛力。與此同時，該些企業估值被重新定價，由純防禦類股轉變成成長潛力股。

美強化核能供應鏈自主安全

受扶持企業	作法
Energy Fuels (UUUU)	<採購契約>向政府提供價值 1850 萬美元的鈾濃縮物
Uranium Energy(UEC)	<採購契約>向政府提供價值 1785 萬美元的鈾濃縮物
Centrus Energy (LEU)	<開發資金>美國高豐度低濃鈾 (HALEU) 國內主要生產夥伴，持續獲DOE(能源部)資金。
西屋電器*	<巨額合同、融資和監管便利>推動在美建造800億美元新核反應爐，加速AP1000 和 AP300 SMR 反應爐部署。

*加拿大Cameco (CCJ) 與 Brookfield 共同擁有。
資料來源：Bloomberg，公司財報，2025/11/6。

大型電廠盈餘穩增長



資料來源：Bloomberg，2025/11/5。

美國積極推動核能復興，以應對AI資料中心帶來的爆發性電力需求，但仍面臨核反應爐零組件供應不足與老舊電網基礎設施兩大挑戰。為加速能源安全，美國採取外包策略並深化與日本合作。根據最新協議，日本承諾投資5,500億美元於美國，其中近八成資金集中在電力與能源領域，涵蓋核能反應爐、電網升級及AI資料中心供電系統。

此合作將直接惠及日本重工業龍頭，包括三菱重工、日立及三菱電機。三菱重工在核能領域具領導地位，擁有大型壓水式與小型模組化反應爐設計能力；日立在電網與高壓直流輸電技術居全球前列；三菱電機則專注於電力系統與核電廠控制設備。此跨國整合不僅降低設備長交期風險，也強化美日能源供應鏈韌性，並推動日本企業股價重現成長動能。

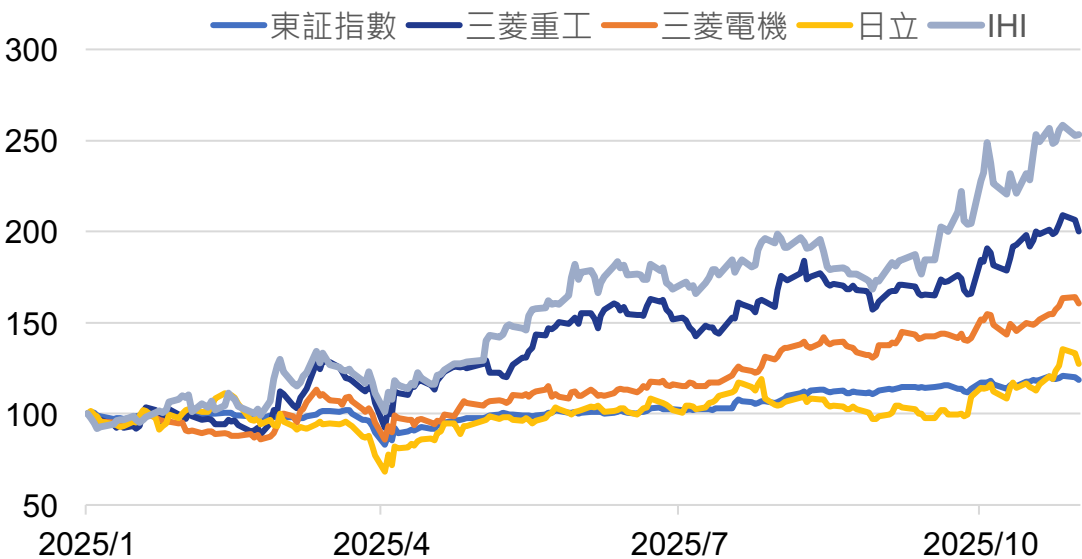
直接間接與電力相關成為投資核心

預估金額	日企投資合作項目
1000億美元	三菱重工、東芝集團及日本IHI與西屋電氣合作, 共同打造核能反應爐AP1000。
1000億美元	日立與奇異維諾瓦(GE Vernova)與合作, 打造BWRX-300小型模組化核能反應爐。
1000億美元	四項各計最高250億美元的投資案, 牽涉輸電配電網、發電渦輪機、能源基礎設施與其他建設施工。日立、三菱電機、三菱重工皆扮演主要角色。

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

電機工業股有望重拾成長動能

今年來指數(股價)表現, 標準化2025/1/6=100



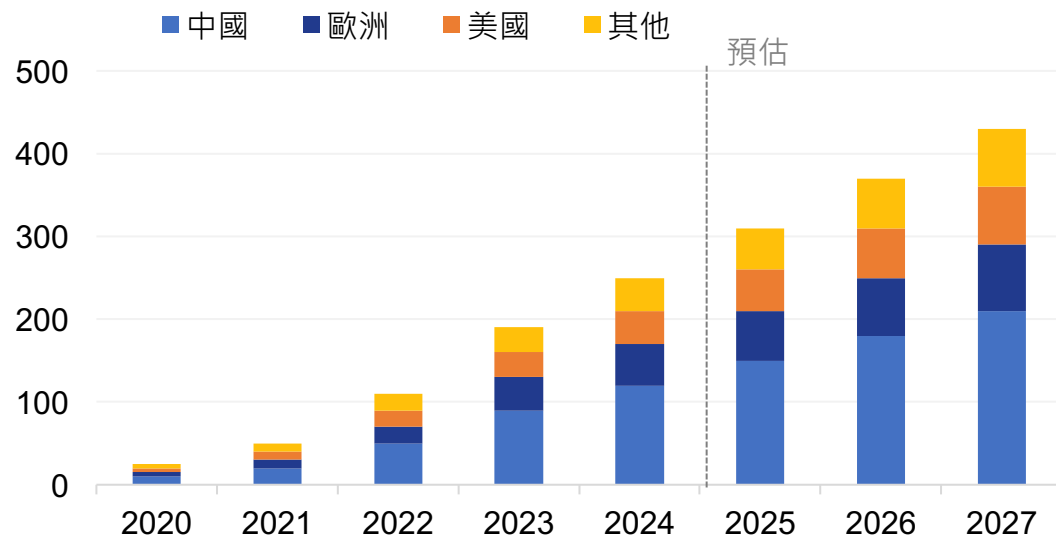
資料來源：Bloomberg, 2025/11/5。

相較美國及歐洲，中國在AI能源供應具明顯優勢：電力容量充足、成本低、可再生能源占主導，並擁有強大電網與設備供應能力。面對**全球核電、基礎設施及儲能需求**上升，加上「反內捲」政策推行，相關產業龍頭營收有望提升。

電池儲能系統(BESS)在AI數據中心應用涵蓋三大場景：緊急備援、整合型儲能及機櫃內電池備援單元(BBU)，且需具備高功率輸出、快速反應與長時儲能能力。中國在BESS領域居全球領先，2024年安裝量占全球約50%，其中90%來自國家級項目，歐洲、中東及澳洲為主要客戶。伴隨AI基建升級，中國計劃至2027年新增180GW新型儲能，並在「十五五規劃」中強調構建新型電力系統，預期將推動設備製造、系統集成與運營服務快速成長。

電池儲能系統開拓海外市場

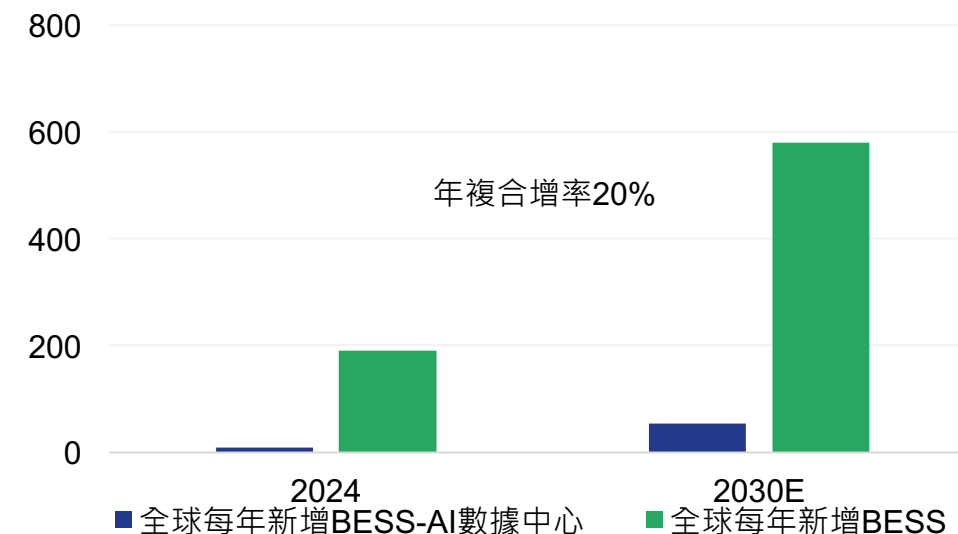
全球電池儲能系統安裝預估, GW



資料來源：CNESA, SPE, Woodmac, EESA, Bloomberg, 2025/11/5。

AI數據中心增加儲能需求

電池儲能系統(BESS)安裝量預估, GW

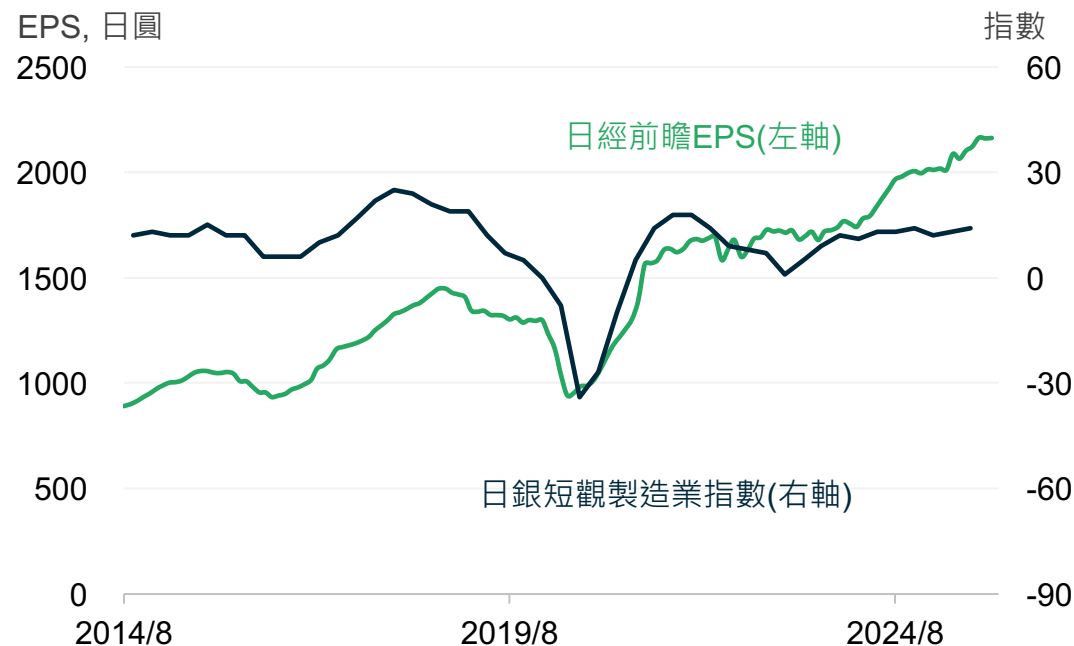


資料來源：美林, 2025/11/5。

高市政府成立「日本成長戰略本部」，將重點投資造船、國防等17個戰略領域，以推動經濟成長，這符合上月川普訪日時雙方簽訂的合作備忘錄，以及高市提高國防支出預算到佔GDP 2%的承諾。除了期待AI帶動經濟之外，航太、國防產業及重要礦物的投資也是重點項目。

工業佔日股權重24%，是佔比最大的類股，五大商社是其中的代表個股，其次是非必需消費(19%)，第三才是資訊科技(13%)。受到製造業景氣逐步好轉，企業獲利也持續成長，加上高市政府積極推動國防工業、以及AI對電力基礎建設的需求，都有望帶動工業類股業績，過去五大商社雖然獲利穩健，但本益比偏低，未來若因成長動能轉強，有獲得本益比上調的空間，對整體日股而言仍值得分批布局。

日本製造業景氣好轉, 預估EPS穩定上揚



資料來源：Bloomberg。

五大商社評價有機會提升

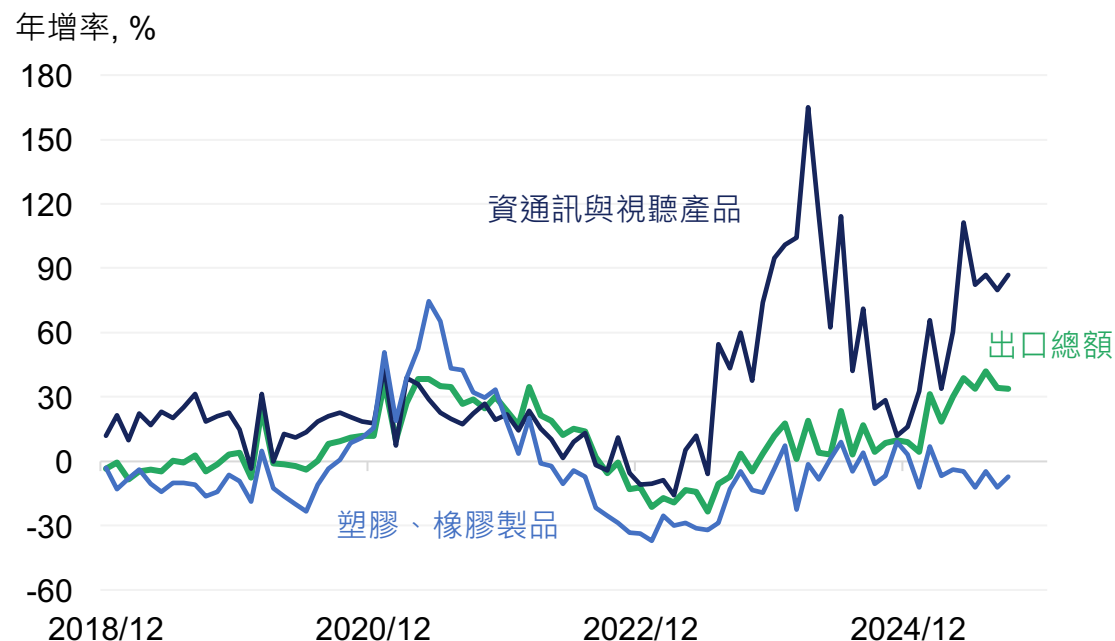


註：五大商社係三菱商事、三井物產、伊藤忠商事、住友商事、丸紅。
資料來源：Bloomberg。

最新一季的美股財報指出, AI運算到明年仍供不應求, 推估資通訊與視聽出口成長保持高檔, 加上AI帶旺記憶體、iPhone 17銷量優於預期, 電子零組件拉貨潮可望延續至年底。財政部預估10月出口可達528~549億美元, 年增率28~33%, AI強勁需求抵銷傳產疲弱, 整體出口保持高成長。

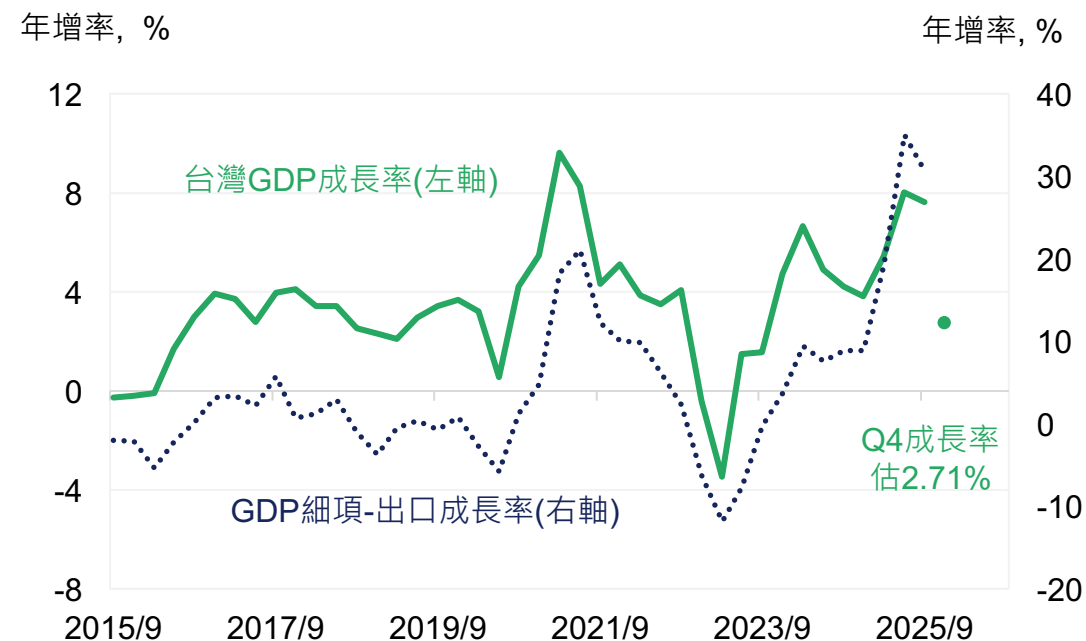
台灣第3季GDP年增7.64%, 遠優於預期的2.91%, 主要受惠AI需求強勁, 加上半導體關稅和對等關稅的衝擊有限。內需部分, 民間消費年增0.92%表現偏疲, 但11月無薪假人數出現減少、製造業景氣回穩, 失業率偏低將支撐民間消費, 全年經濟成長將由出口帶動, 中經院預估台灣第四季GDP年增率2.71%, 全年經濟成長率為5.45%。

成長不均, AI需求助全年出口創新高



資料來源：Bloomberg。

強勁出口支撐, 全年經濟成長穩健



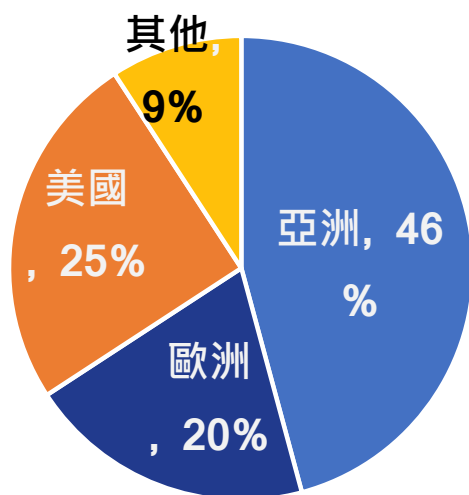
資料來源：Bloomberg, 中經院預估。

隨資料中心快速建設, 供電需求爆發, 從發電、輸配電、電流轉換, 再到AI伺服器的電源供應器都面臨產能供不應求和供電規格需大幅提升的情形。但全球主要輸配電設備市場由中國主導, 其次為歐洲、日本, 美國長期缺乏投資重電產業, 美國電網設備約80%仰賴進口, 特別是高壓電變壓器, 進口比例更高。

美國境內的資料中心佔全球44%, 連帶有龐大電力與電網設備需求, 除此之外, 美國大部分電網設備 (31%的輸電線路和46%的配電設施), 已超出設計壽命, 汰舊換新必要性迫在眉睫。在中美貿易戰之下, 美國持續降低中國變壓器進口, 擴大向日本、台灣採購。以台廠中, 外銷營收比例最高的華城為例, 上季營收年增33%, 後續還有美國星際之門訂單挹注長期營收, 長線利基穩健。

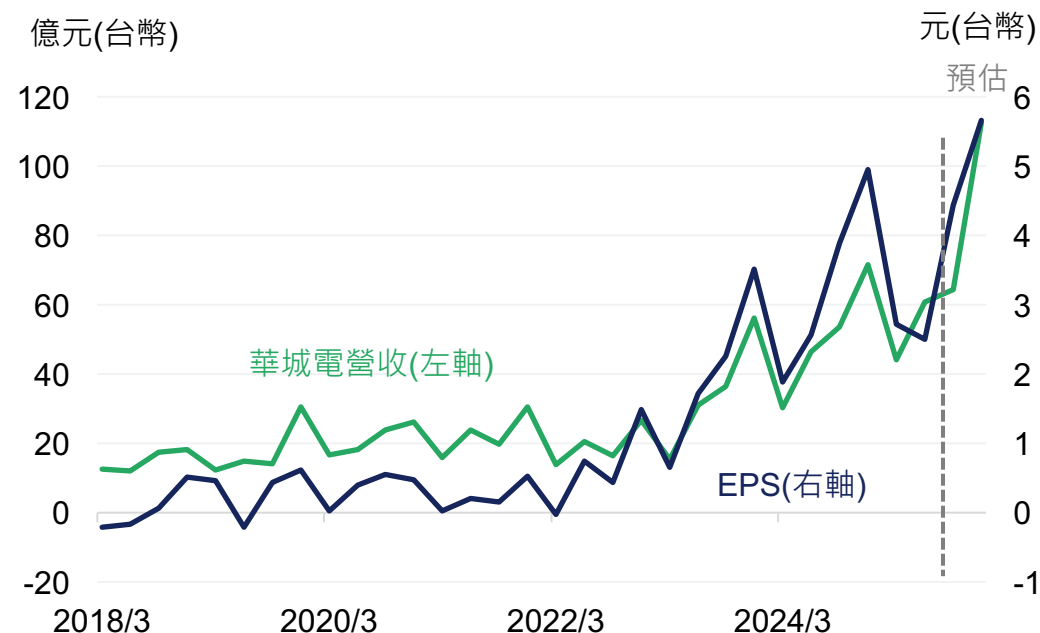
台、日成非中供應鏈替代選項

全球輸配電設備市占率



資料來源: Market Research Future, 國泰世華銀行整理。

訂單滿載, 轉換盈利續航力



資料來源: Bloomberg。

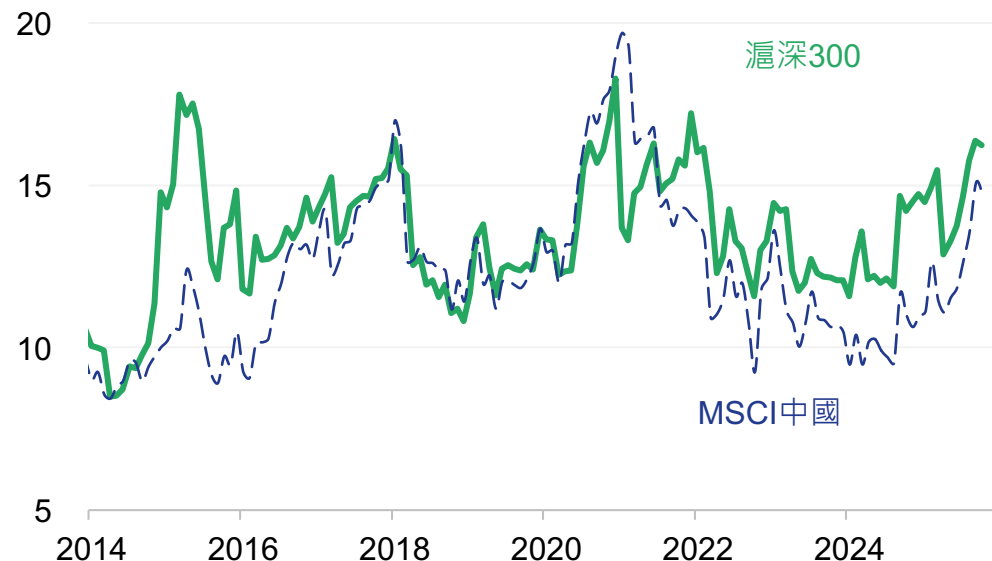
2025年至今, 中國股市在科技股領軍下漲勢驚人, 不過今年大部分公司估值水準明顯墊高, 尤其相關領域搭上全球AI熱潮, 股價屢創歷史新高。目前本益比已非年初水準, 難再稱為低估, 短線走勢來看, 不免增添震盪的狀況。

另一方面, 中國股市正經歷結構轉變。過去十年, 金融及房地產股佔指數權重逾四成; 如今, 隨官方持續強調「要加快推進原創性、顛覆性科技創新」, 半導體、新能源、AI與生物醫藥等板塊快速崛起, 2025年資通科技與醫藥等新經濟類股的佔比已逼近30%, 較2020年翻倍。鑒於新經濟概念股屬於成長股範疇, 市場往往給予較高的評價水準, 因此, 該轉變將有助陸股評價較過往提升。

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。中國官方除推行反內捲, 「十五五」規劃則更加著重需求面表現外, 將引導企業聚焦技術突破, 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, 也持續支持中港股市多頭格局。類股方面, 「十五五」提到的重點, 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。

估值壓抑漲勢, 等待獲利動能催化

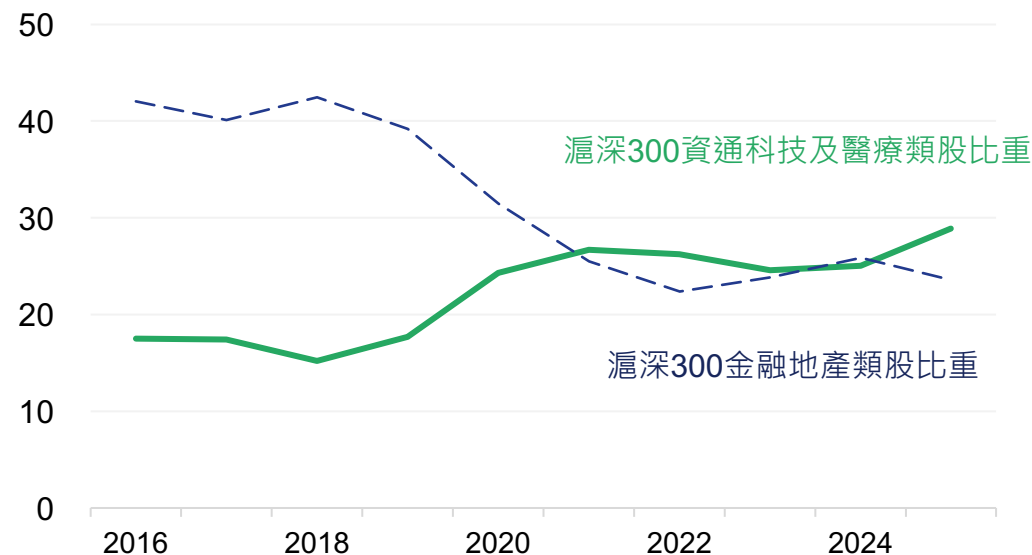
本益比, 倍



資料來源: Bloomberg。

結構轉變, 有望促成估值創高

權重, %



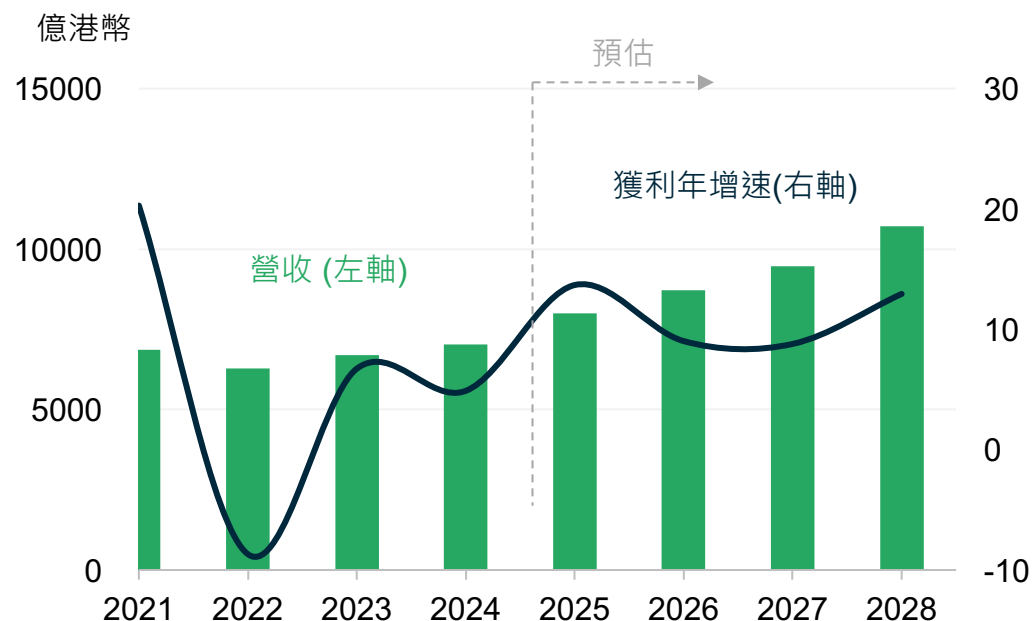
資料來源: Bloomberg。

回顧騰訊2025年Q2財報持續成長並優於預期(Q1:1800億人民幣、Q2:1845億人民幣), 其中1)增值服務(含遊戲及網絡社交, 營收占50%)繼《王者榮耀》後,《三角洲行動》全球版上線,《沙丘 (Dune) 》遊戲正待開發, 讓增值服務維持雙位數增長; 2)廣告收入(營收占20%), 受惠於WeChat視頻號廣告帶動; 3)FinTech及雲端服務(營收占29%)也受惠AI優化投放效率, AI大模型需求推動雲端增長。

上述也吻合先前馬化騰與劉熾平對於整合AI、WeChat生態持續擴張、AI已貢獻遊戲及廣告營收的說法。尤其數字產品(如遊戲、WeChat支付)屬低價格敏感度的產品, 因此總經通縮、消費降級的影響較不顯著, 因此企業展望仍舊積極正面, 營收增長將延續增長態勢。

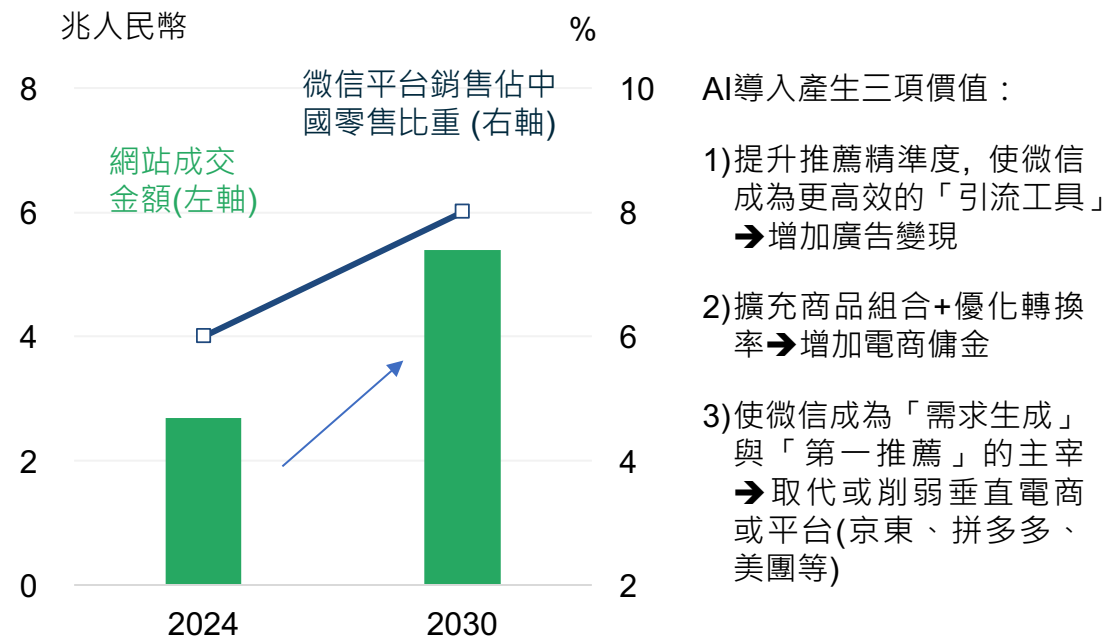
另一方面, 藉由AI導入產生三項價值, 包括1)提升推薦精準度、2)擴充商品組合+優化轉換率、3)成為「第一推薦」的主宰, 可望提高微信在中國零售的佔比, 有助騰訊營收持續長期成長的態勢。

騰訊營收應延續成長態勢



資料來源：Wind預估。

電商業關注的GMV(網站成交金額)有望受惠AI帶動



資料來源：小摩預估。

AI導入產生三項價值：

- 1)提升推薦精準度, 使微信成為更高效的「引流工具」
→增加廣告變現
- 2)擴充商品組合+優化轉換率→增加電商佣金
- 3)使微信成為「需求生成」與「第一推薦」的主宰
→取代或削弱垂直電商或平台(京東、拼多多、美團等)

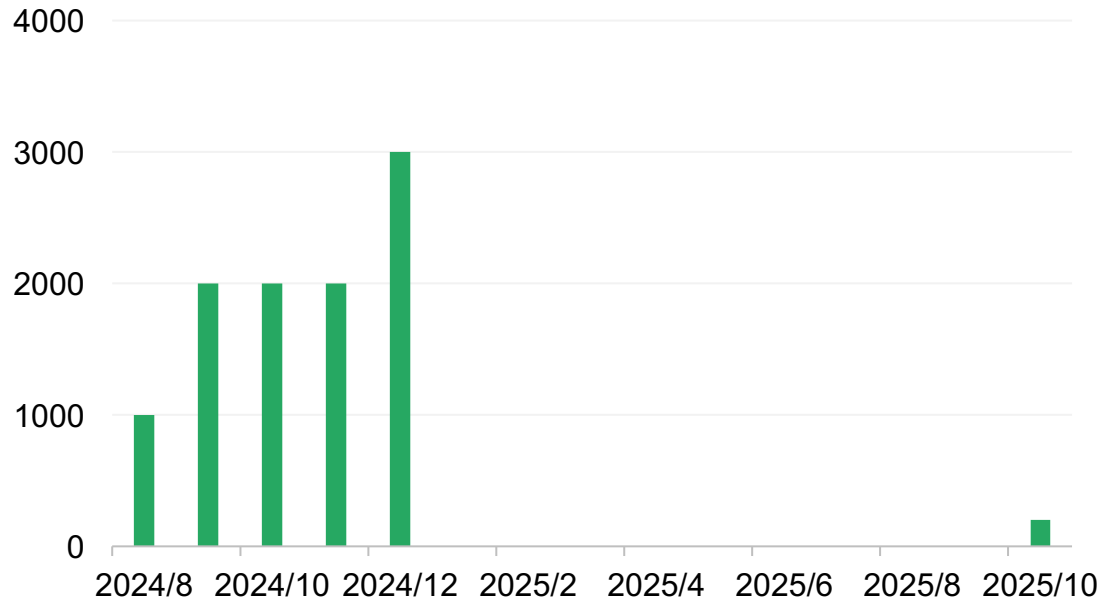
中國人行行長潘功勝10月27日宣布, 將重新恢復公開市場國債買賣操作。甫公布的數據顯示, 10月購債金額為200億元人民幣, 看似低於去年8-12月期間的1000-3000億元人民幣規模, 但若以每日平均購債量50億元人民幣角度觀察, 其實不如大家想像中的低。

受到前述消息影響, 中國10年債殖利率出現下滑走勢, 但考量10月購債金額, 相較於當月淨融資金額5282億元人民幣比重偏低, 影響其實相當有限, 「央行購債」預期心理發酵, 或許才是主要原因之一。

中國人行重新恢復購債, 隱含貨幣政策持續偏向寬鬆, 但預期11、12月政府債供給規模, 分別為1.2兆元人民幣、7200億元人民幣 (信達證券預估, 10/28), 流動性增幅空間有限。另外, 中國人行未來可透過控制購債規模方式, 避免出現債券殖利率出現過快下滑現象, 同時有助於維持人民幣匯率的穩定性。

中國人行重新恢復購債

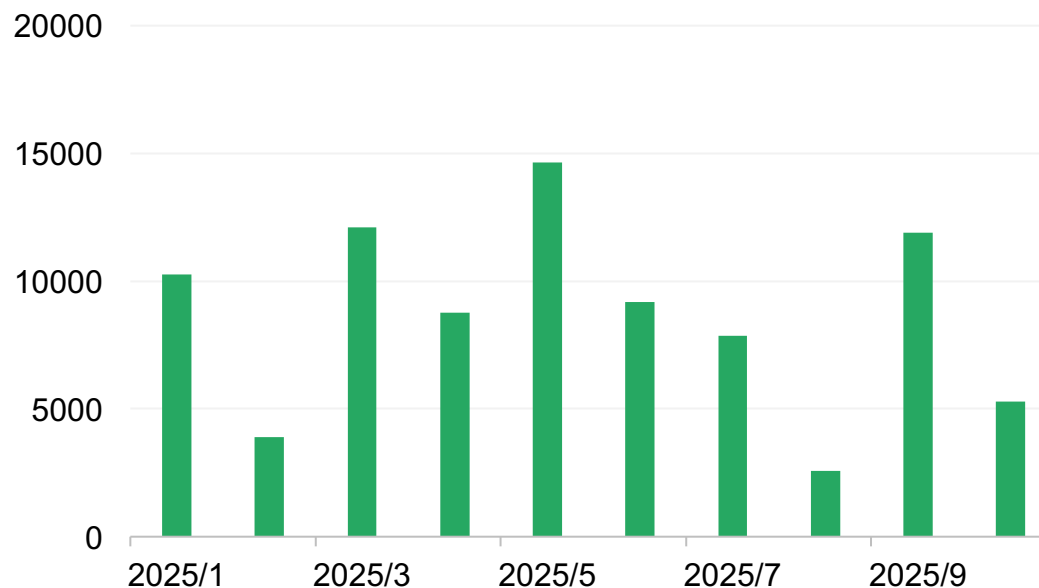
中國人行購債金額, 億元人民幣



資料來源: Bloomberg。

中國政府債券今年前10月淨融資金額變化

中國政府債券淨融資金額, 億元人民幣



資料來源: WIND。

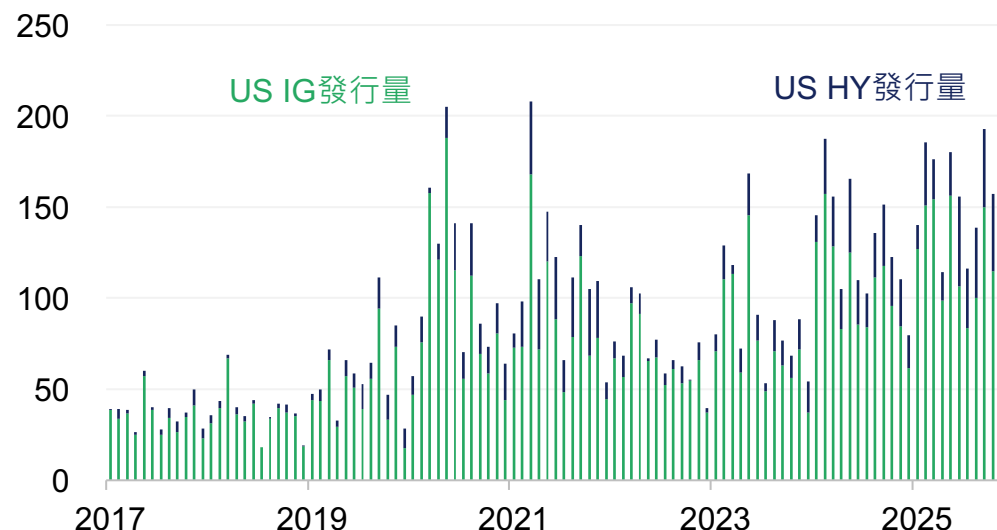
隨著聯準會持續降息, 將政策利率由5.25~5.5%下調至3.75~4.0%區間(累計降息6碼), 帶動固定收益市場的成長。從2024下半年至今, 美國投等債(IG)、非投等債(HY)、新興美元(EM US)債含息報酬均超過10%, 凸顯**降息循環對債市的支撐**。

短期市場動盪: 11月初信用利差擴張情勢, 主因, 1)聯準會態度分歧, 市場降息預期降溫導致債券拋售; 2)供給面壓力持續墊高, 近期**科技業持續發債**, 帶動整體發行規模持續走高, 根據彭博統計, **2025年(1~10月)已發行1.68兆美元公司債(IG+HY), 已超越2024全年的1.57兆美元**。

儘管近期市場情緒波動, 使信用利差自歷史低點略有反彈, 但目前總體經濟基本面仍維持穩健, **在衰退風險有限的情境下**, 系統性信用危機的可能性不高。

信用債發行量逐年上升

Billion USD



註: 2023年發行1.08兆美元, 2024年發行1.57兆美元, 2025年(至10月)發行1.68兆美元。
資料來源: Bloomberg。

短期IG、HY利差反彈, 但仍處歷史低點震盪

bps



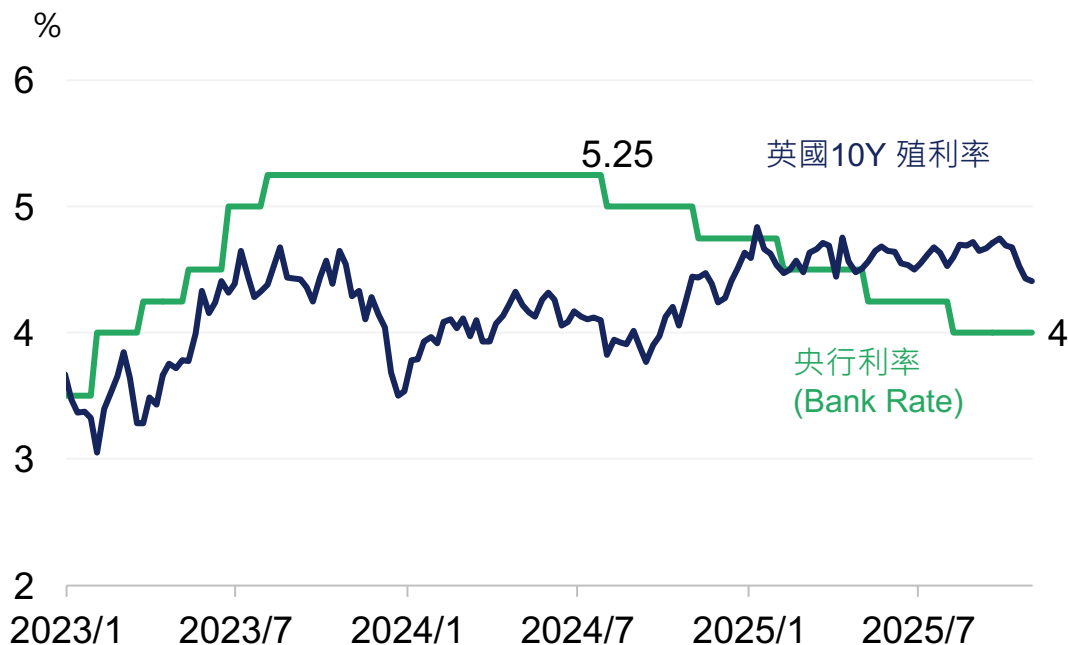
資料來源: Bloomberg。

英國央行(BoE)11月會議決定維持利率在4%，連續兩次會議不變，符合市場預期。但投票結果回到了微弱多數 (5不變- 4降息)，與 9 月的投票結果 (7-2)相比略顯鴿聲，儘管委員們的意見分歧。同日公布的經濟預測則是同步下修年底經濟成長和物價，卻上修失業率。

會後聲明措辭出現重要訊號，例如持續性通膨的風險最近變得不那麼明顯，而中期通膨受到需求疲軟影響的風險則更加明顯。進一步，暗示未來降息的可能性：「如果通膨緩解進展持續，銀行利率可能會繼續逐步下降的道路」。這是在風險判斷轉為「平衡」後，對市場發出的更明確指引。

降息空間和預期逐漸強化下，反映了英鎊近來帶領非美貨幣領跌，雖然該國利率仍為主要央行中最高，且數據且戰且走，政策轉向壓力正在累積，在美國反其道而行的對比下，後市恐將面臨震盪走弱。

英國央行利率與十年債殖利率



資料來源：Bloomberg。

央行經濟預測

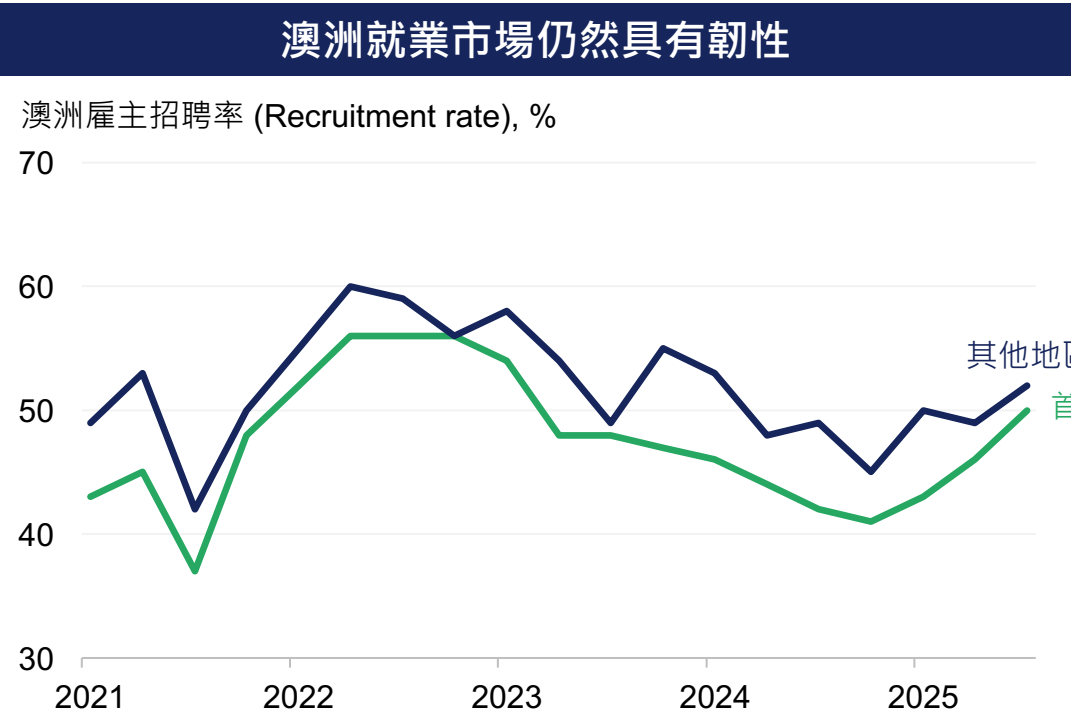
項目	2025 Q4	2026 Q4
GDP	1.4 (1.5)	1.4 (1.3)
通膨	3.5 (3.6)	2.5 (2.5)
失業率	5 (4.9)	5 (4.9)

資料來源：Bloomberg, 括弧為8月預測值。

澳洲央行周二維持目前政策利率**3.6%**不變，符合市場預期，同時公布最新的經濟預估。其中，**GDP**成長率及失業率，穩定維持在**1.9-2.0%**、**4.4%**左右，但將明年6月**CPI**年增率、截尾均值**CPI**年增率預估值，分別自**3.1%**、**2.6%**調高至**3.7%**、**3.2%**，顯見當地通膨短期內恐難降溫，限制澳洲央行未來貨幣政策寬鬆空間 (央行預期明年僅再降息1碼)。

澳洲近期就業市場雖然傳出些許雜音 (失業率上升至**4.5%**)，但考量當地雇主招聘率出現止穩回升跡象 (首都、其他地區分別上升至**50%**、**52%**)，同期間公布的**2025**年職位短缺率，自**2023**、**2024**年的**36%**、**33%**，下降至**29%**，顯見當地勞動市場目前仍然具有韌性，提供央行政策暫且觀望空間。儘管澳幣近期因為美元轉強而稍弱，但考量聯準會未來持續降息，仍為目前多數市場共識，但澳洲央行降息循環逐漸接近尾聲階段，提供未來澳幣上漲動能。

澳洲央行調高未來通膨預期					
	2025/12	2026/6	2026/12	2027/6	2027/12
GDP 成長率, %	2.0 (1.7)	1.9 (2.0)	1.9 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
失業率, %	4.4 (4.3)	4.4 (4.3)	4.4 (4.3)	4.4 (4.3)	4.4 (4.3)
CPI 年增率, %	3.3 (3.0)	3.7 (3.1)	3.2 (2.9)	2.7 (2.6)	2.6 (2.5)
截尾均值 CPI年增率, %	3.2 (2.6)	3.2 (2.6)	2.7 (2.6)	2.6 (2.6)	2.6 (2.5)
政策利率, %	3.6	3.4	3.3	3.3	3.3



資料來源：RBA。括弧數值為先前預估值。

資料來源：Jobs and Skills Australia。

10	Monday	11	Tuesday	12	Wednesday	13	Thursday	14	Friday
日本央行會議記錄 日本PPI 歐元區CPI		英國就業數據 德國ZEW調查預期		日本短觀 德國CPI		首次申請失業救濟金 美國CPI 澳洲就業		美國PPI 美國零售銷售 中國七十大城市售價 中國零售銷售	

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