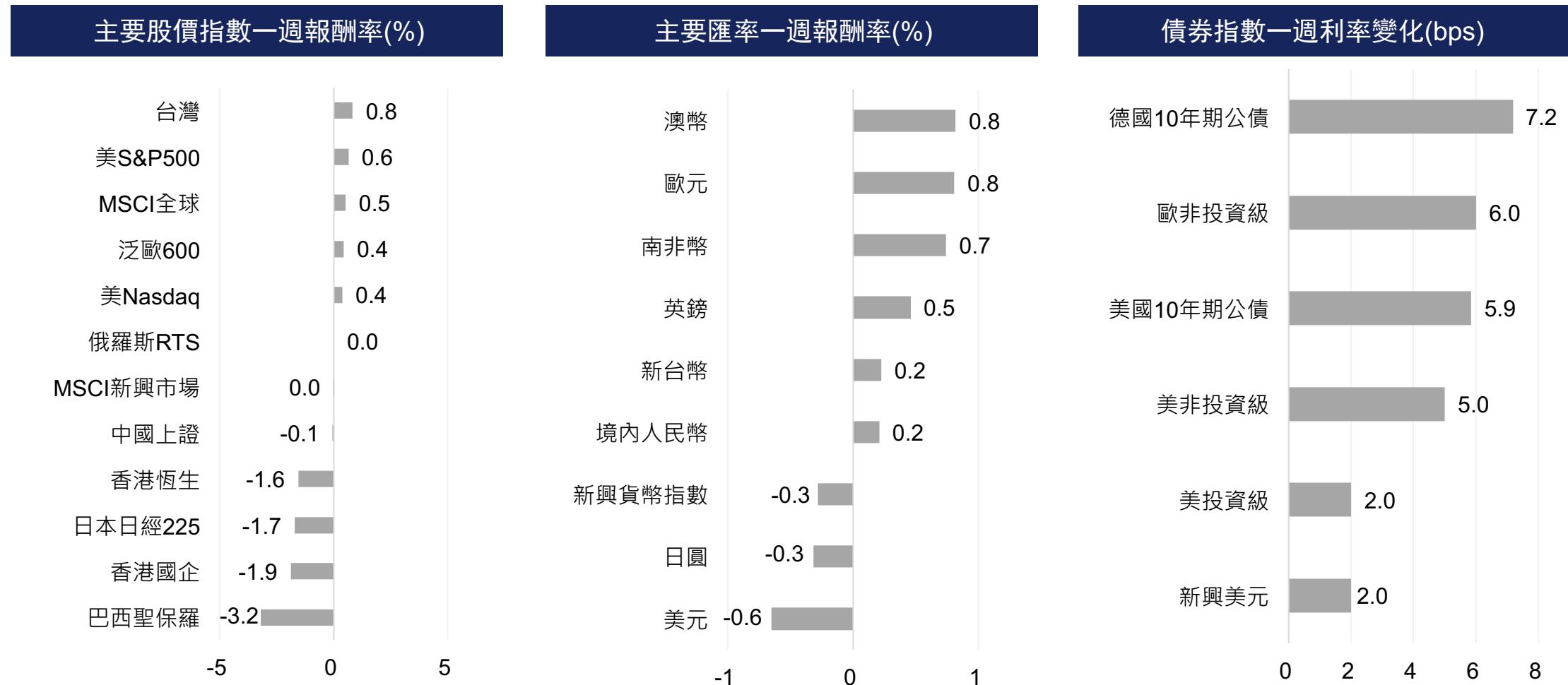




2025年12月12日

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：2025/12/4 – 2025/12/11

資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

- **聯準會如期降息一碼**：主席鮑爾稱政策立場重回中性，接下來將先觀望數據動向，意味著一月將按兵不動；但聯準會下修通膨預測、維持失業率不變，意味著明年仍有持續降息空間。
- **超級央行週緊接登場**：景氣可望回溫、日圓再度趨弱，日本央行料升息因應；經濟谷底緩升、通膨維持平穩，歐洲央行料按兵不動；AI帶領經濟起飛，台灣央行料維持利率不變，靜觀美台談判與傳產動向。
- **資金水龍頭逐漸轉鬆**：聯準會終止縮表，並將開始每月購買國庫券，配合財政部發債力道轉弱，有助於流動性情勢改善。此外，隨降息進程推進，銀行放款意願改善，過往而言皆有利於企業營運與股市評價。

2. 後續看點

- 12/16 美國就業報告、12/18 歐洲、台灣央行利率會議、美國CPI、12/19 日本央行利率會議。

策略思維

1. **股市-評價居高易震盪，長線多頭不變**：隨股市反彈、評價再度回升，消息面亦加劇市場震盪。然而在聯準會持續寬鬆帶動資金環境改善，以及預估明年企業獲利超過雙位數成長幅度，為長線多頭支撐。
2. **債市-中期降息方向不變，有助引導利率緩降**：明年初降息門檻提高，導致市場觀望未來政策節奏，亦影響近期利率震盪。中長期聯準會政策寬鬆方向延續，有利於美債利率緩步滑落，惟殖利率曲線維持趨陡格局。
3. **匯市-美國海內外利差收斂，美元指數仍將弱勢震盪**：儘管聯準會政策立場將暫時轉為觀望，但預計2026年美國降息空間仍大於全球主要央行，將帶動中長期美元偏弱震盪。

政策利率：下調至3.5~3.75%區間，投票委員中，Goolsbee(芝加哥)、Schmid(堪薩斯)認為應保持不變；理事Miran支持降息50bps。

降息路徑維持不變：點陣圖中位數預估2026、2027、2028年降息1、1、0碼。明年政策路徑的19名委員態度上，鷹派：維持不變(8→7)、鴿派官員：降息超過2碼(9→8)，各有一位轉為中性：降息1碼(2→4)。

經濟數據預測：大幅上調明年經濟成長至2.3%；失業率維持前次估值，後年緩步降溫；通膨較9月預估有所下調。樂觀成長態勢支撐Fed「緩降息」，預期日漸受控的通膨增速、維持高位的失業率使聯準會高機率維持中性偏向寬鬆的政策立場。

點陣圖中位數預測明年降1碼，態度持續分歧					
聯邦基金利率預測區間					
%	2025	2026	2027	2028	長期
4.25-4.50					
4.00-4.25					
3.75-4.00	6	3	2	2	1
3.50-3.75	12	4	2	2	2
3.25-3.50	1	4	3	2	3
3.00-3.25		4	6	6	3
2.75-3.00		2	3	3	6
2.50-2.75		1	2	4	4
2.25-2.50			1		
2.00-2.25		1			

資料來源：FOMC December Projections。

2026年：經濟成長堅韌、失業率持平、通膨滑落							
項目 (%)	2025年		2026年		2027年		
	9月	12月	9月	12月	9月	12月	
GDP	1.6%	1.7% (↑)	1.8%	2.3% (↑)	1.9%	2.0% (↑)	
失業率	4.5%	4.5% (-)	4.4%	4.4% (-)	4.3%	4.2% (↓)	
PCE	3.0%	2.9% (↓)	2.6%	2.4% (↓)	2.1%	2.1% (-)	
核心PCE	3.1%	3.0% (↓)	2.6%	2.5% (↓)	2.1%	2.1% (-)	

資料來源：FOMC December Projections。

10月FOMC(10/30)

- 委員會對**12月降息態度分歧**：1)政府關門導致經濟數據較不完整，增添判讀的不確定性。2)部分官員認為中性利率在3~4%之間，目前政策利率已降至該水平。
- 鮑爾重申貨幣政策**仍具適度限制性**，有助對抗通膨，但也造成就業市場降溫。(→暗示未來降息前景不變)。
- 通膨**：關稅對通膨的影響應為一次性的，**扣除關稅影響後**核心PCE增速為2.3%~2.4%，距2%通膨目標不遠。
- 就業**：1)初領失業金保持低位，**勞動降溫但未出現急遽下滑**。2)就業供給、需求減少。3)若剔除BLS重複計算，就業增長幾乎為0。
- 備用數據：PriceStats與Adobe價格數據、Indeed職缺與ADP就業報告。

12月FOMC(12/11)

- 本次調整後，政策已落入中性利率的預估範圍內，持續觀望後續經濟發展、風險平衡。
- FOMC內部分歧：官員在權衡「通膨過高」，「勞動力疲軟」上存在分歧。
- 經濟活動持續擴張**：消費保持韌性、財政政策支持、AI數據中心支出。
- 通膨受關稅影響**：商品通膨仍高，服務通膨逐漸受控。預計**明年Q1商品通膨增速達到峰值**。
- 就業市場降溫**：最新每月就業人口新增(4萬)可能高估(6萬)，實際增長恐為負值。
- 購買短期國庫券**，以維持充足的準備金水準，將於**12/12開始，首輪規模400億美元**。
- 取消常設回購操作(Standing Repo Operation)總額限制**，以提供流動性支持。

歐洲央行(ECB)：按兵不動

經濟：溫和擴張，但服務、製造業分化
通膨：通膨持穩，服務業仍具黏性

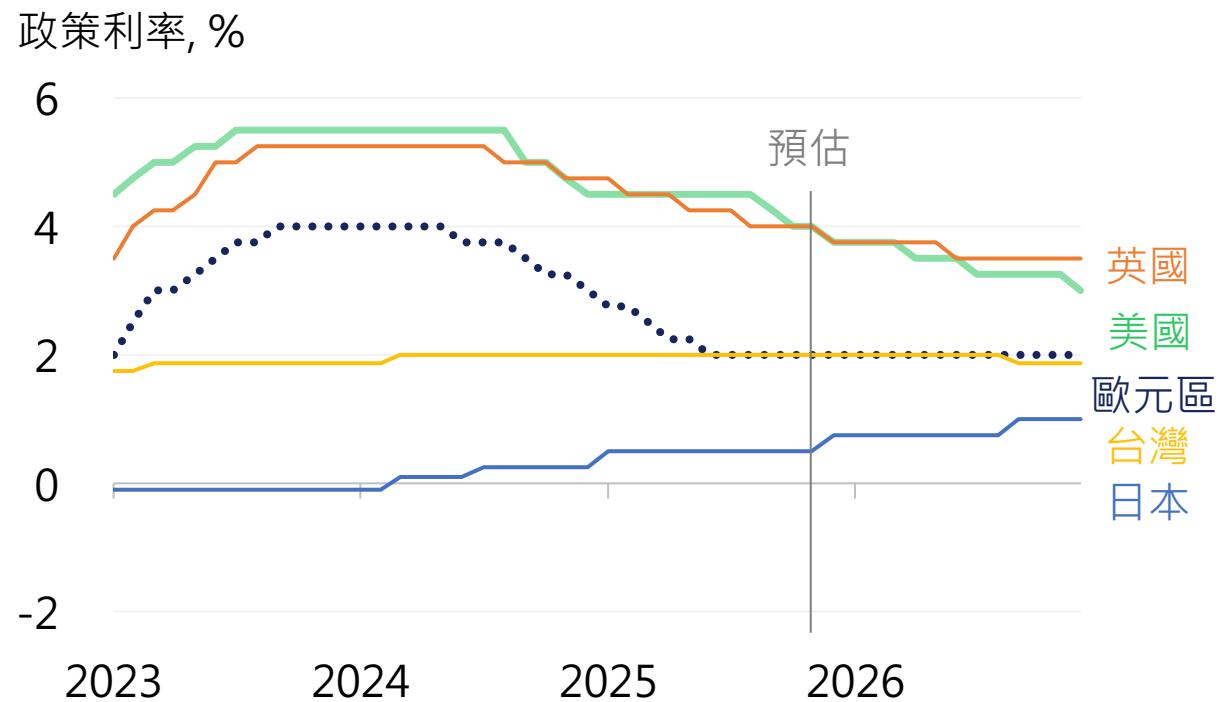


日本央行(BOJ)：升息一碼

經濟：關稅底定，企業接單、出口回升
通膨：薪資成長續強，通膨預期居高

台灣央行(CBC)：按兵不動

經濟：出口強勁，今明年GDP上修
通膨：維持溫和，普發現金增添回升可能

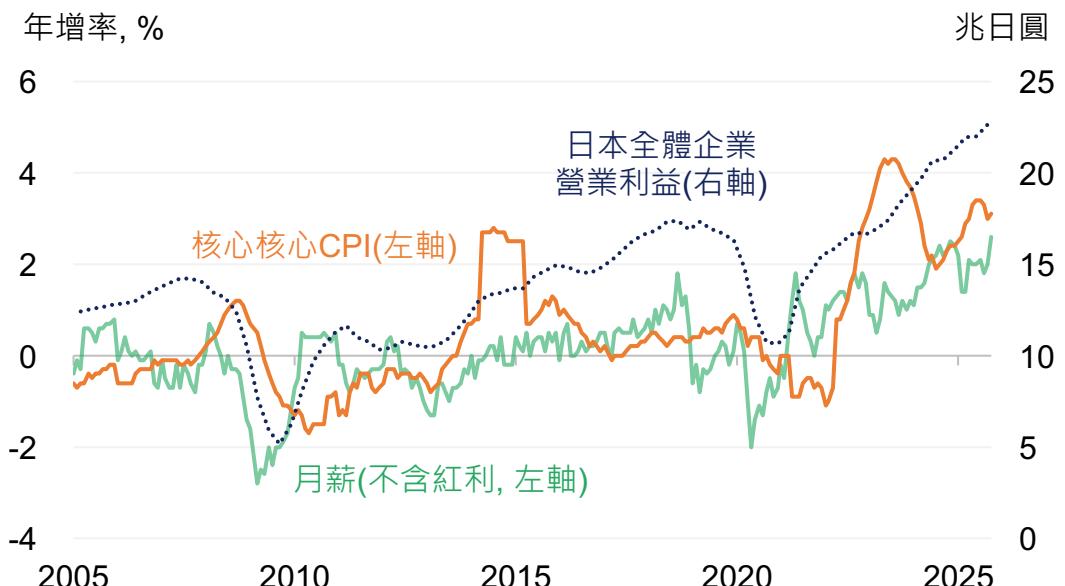


BOJ利率決議將於12/19公布, 此前植田總裁稱將於本次會議考慮升息的利弊, 如此做法與今年1月升息前的模式相同, 預料BOJ將升息一碼, 主要著眼於: 1)關稅不確定性淡化, 景氣出現回溫跡象, 通膨則仍高於目標水平、2)10月起日圓重拾貶值趨勢, 增添進口物價、通膨上行風險。

展望後市, 預料BOJ將強調觀察3月春鬥(勞資薪資協商)後, 企業是否再度大幅調漲薪資。若此, 則將強化BOJ對於「薪資、通膨」形成正向循環的信心, 配合著總裁強調日本實質利率仍低、政策立場仍屬寬鬆, 意味著明年仍有再次升息的空間。

至於升息步伐, BOJ雖有上述考量, 但1)政府將再度推行能源補貼, 市場預期通膨明年前三季通膨將降至1.5-2.0%, 負實質利率將自然收斂, 且2)高市政府偏好寬鬆政策的政治壓力, BOJ恐不得不納入評估。兩項因素意味著BOJ明年升息步伐、力道仍將是緩慢且溫和的。

企業獲利持續創高, 增添春鬥持續大幅調薪可能性



註: 2002/1至今薪資、營業利益相關係數為0.78, CPI、薪資相關係數為0.55。
資料來源: Bloomberg預估。

明年起通膨下滑將引導實質負利率收斂, 緩和緊縮壓力



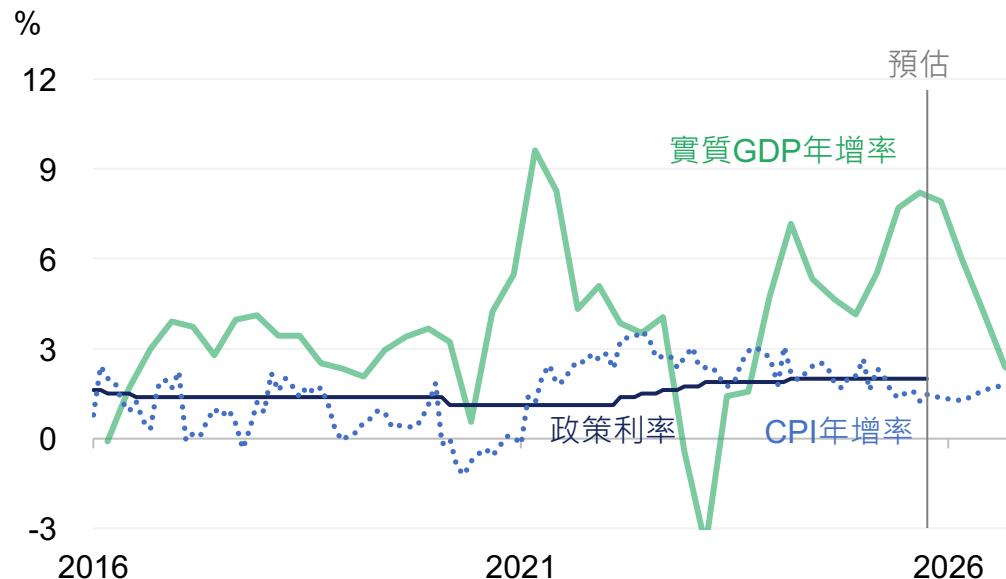
註: 假設BOJ 12月升息一碼、明年六月再升息一碼。實質利率為政策利率減CPI。
資料來源: Bloomberg預估。

CBC理監事會議將於12/18登場, **預料再度按兵不動**, 主因Q2、Q3景氣強勁, 通膨則未見下行風險。考量AI需求優於預期, 提振出口與投資, 預料央行將上修今明年GDP。

展望後市, **明年經濟成長雖將放緩, 然主因基期墊高而非需求惡化**, 且傳統製造業雖因對等關稅持續承壓, 但1)政府推出金融補助, 並協助企業升級/轉型, 且2)美台貿易談判有望於未來數月敲定, 並調降對等關稅, 應有助降低傳產負面衝擊外溢的風險。在此背景下, **預料明年上半年利率政策持續按兵不動的可能性提高**。

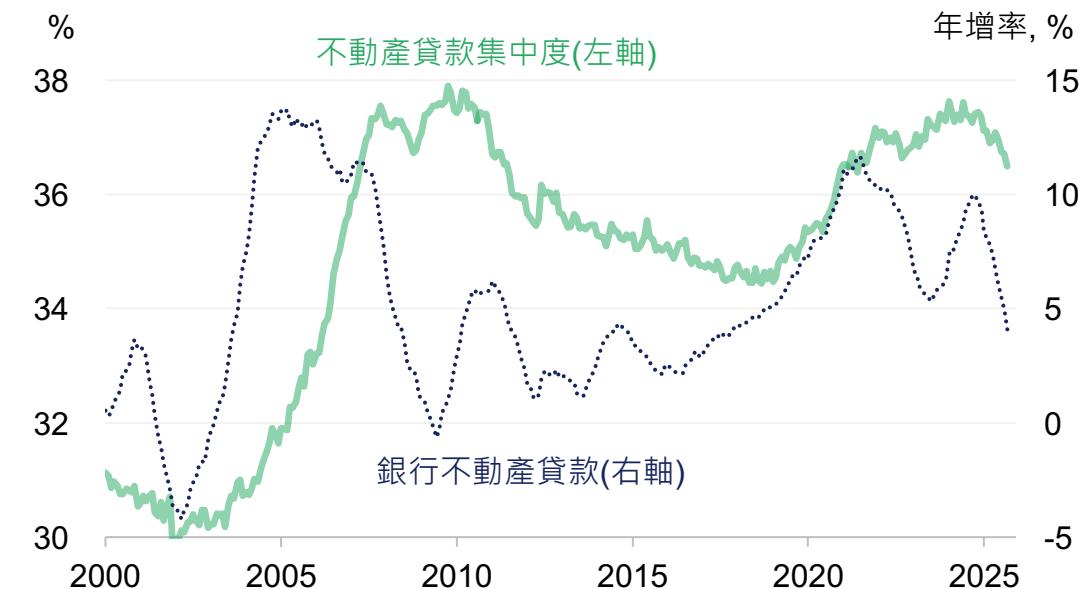
至於房市信用管制方面, 考量銀行仍處於自主管理期間(24Q4-25Q4), 預料央行相關政策將維持不變。觀察近期房市動向, 價格雖未明顯修正, 然成交量已大幅下滑。而央行關注的不動產貸款集中度與增速, 亦脫離本波循環高峰, 凸顯政策已然奏效。由此來看, 待**26Q1央行檢視前述銀行自管理成效後, 信用管制可望迎來階段放鬆的可能性**。

經濟穩健、通膨持穩, 央行政策料按兵不動



資料來源：主計總處預估, Bloomberg。

24Q4以來不動產貸款增速放緩、占比下滑

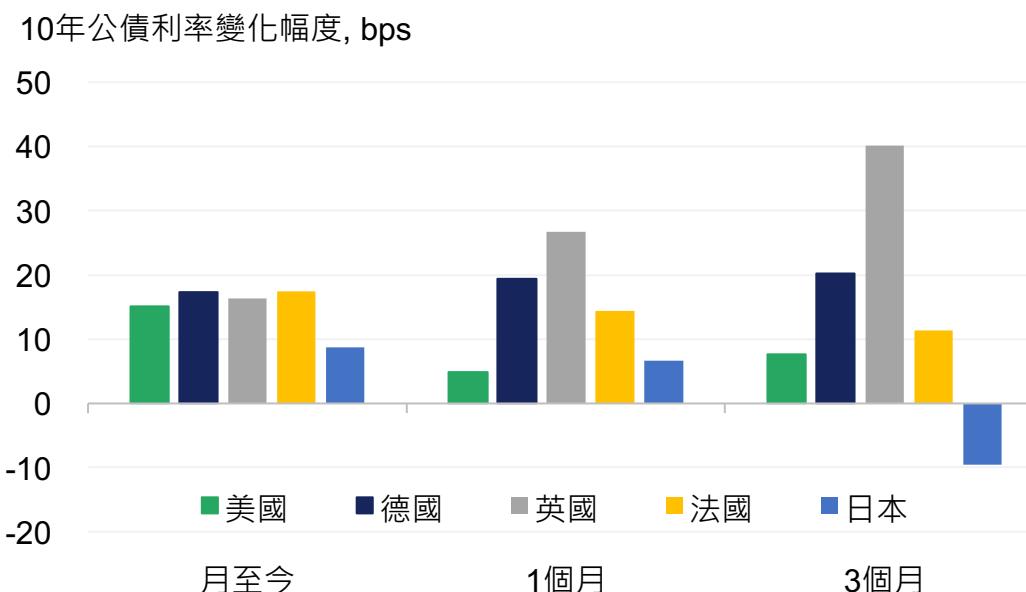


資料來源：Bloomberg。

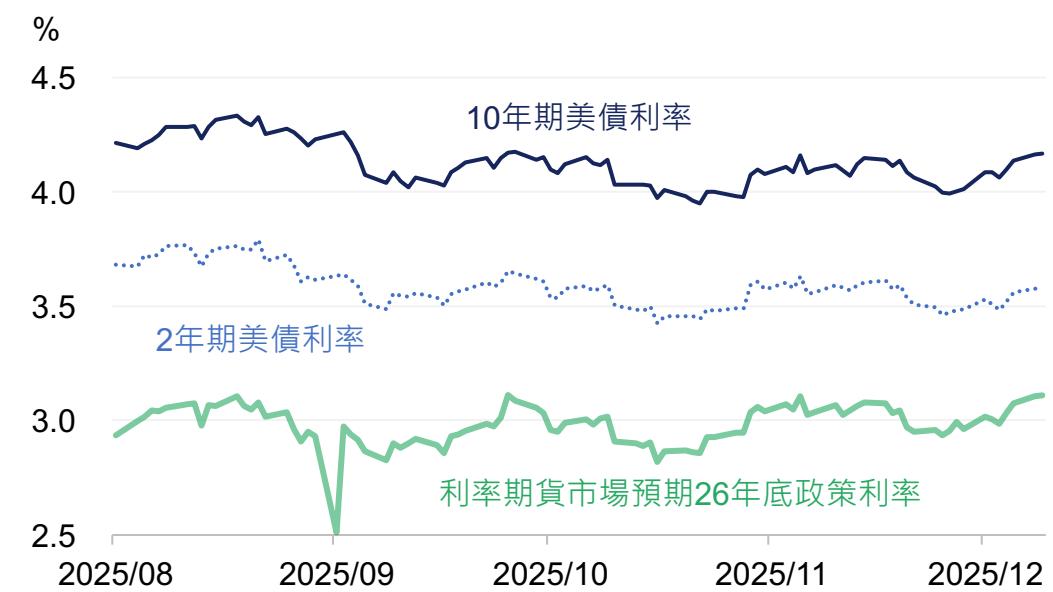
聯準會今年第三度降息，然而過去一週公債殖利率卻一度上探近月新高，推測主因：

- 1) **明年降息路徑仍具不確定性**：9月數據顯示通膨未見明顯改善、勞動市場則無快速惡化跡象，令聯準會內部立場分歧的狀況遭放大解讀，明年降息預期隨之降溫。
- 2) **海外利率齊揚**：日本高市交易持續發酵、德國上修新財年借款幅度等因素驅動下，過去一段期間日、歐債利率齊漲，美債利率同步走揚，但漲幅相對較低。

海外利率齊漲，引導美債利率同步走高



明年降息前景尚不明朗，引導公債利率擺盪



資料來源：Bloomberg。

資料來源：Bloomberg。

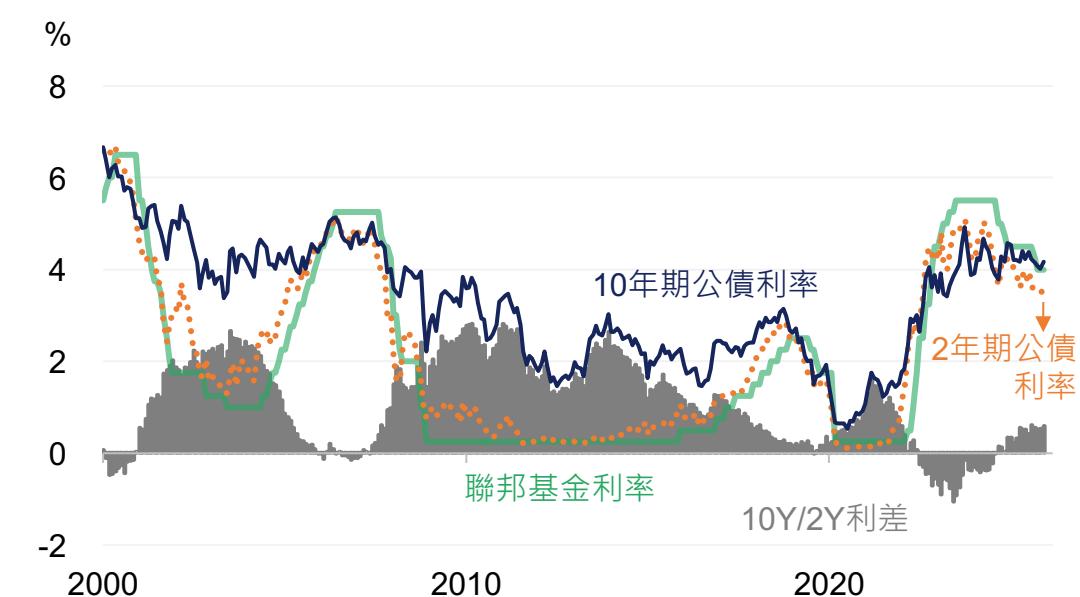
即使聯準會暫且轉趨觀望立場，但預測2026失業率將維持在高位不變，通膨則低於前次預估，雙雙暗示降息循環仍將延續。

過往而言，隨政策利率下移，將引導美債殖利率波動下行。惟需留意，聯準會寬鬆伴隨著期限溢價回升，料短天期利率(2Y)下滑幅度將大於長天期(10Y)，**牛陡趨勢延續下，長端大幅下跌空間應當有限，投資人應以穩定息收為主要考量**。

市場評估降息步伐，美債利率震盪



降息循環期間，利率下行但長短利差擴大



資料來源：Bloomberg。

資料來源：Bloomberg。



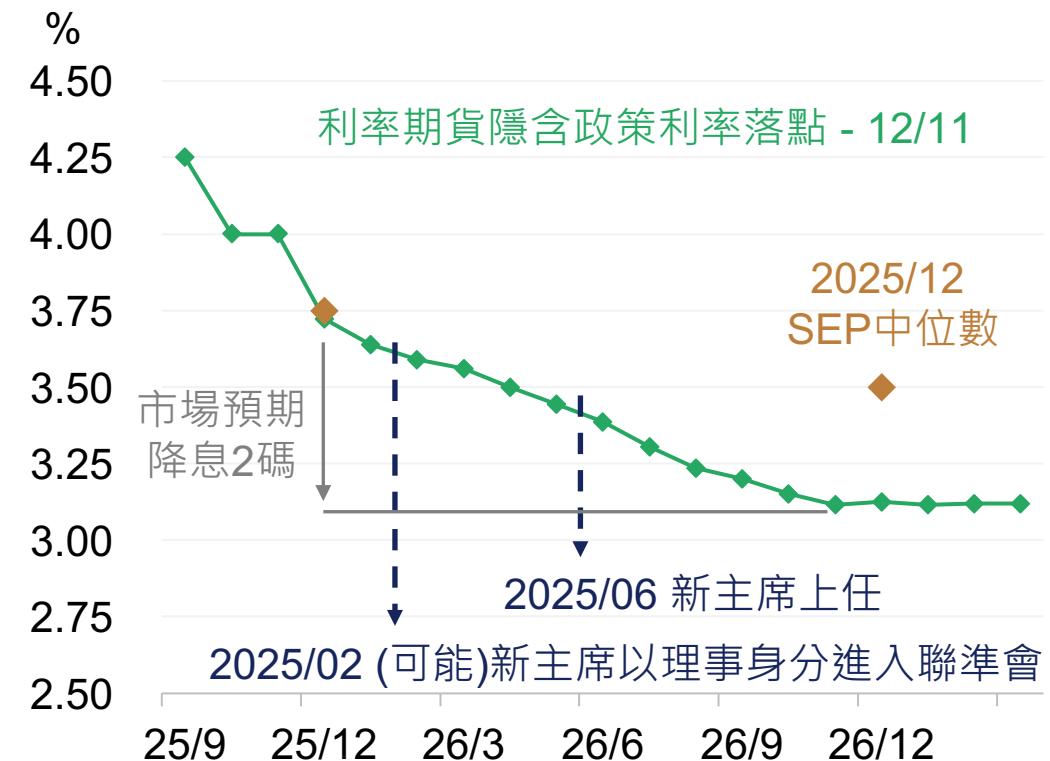
潛在主席人選
Kevin Hassett

- 1990 賓州大學 經濟學博士
 - 1989-1993 於哥倫比亞商學院當任經濟學助理教授
- 1992 聯準會研究與統計部門 經濟學家
- 1997 美國企業研究所(AEI) 學者、主任
 - 保守派、供給側經濟學(減稅、去監管、低利率)
 - 總統候選人經濟顧問：
 - 小布希(2004), 麥肯(2008), 羅姆尼(2012)
- 2017 經濟顧問委員會(CEA) 主席
 - 評估與推動2017減稅與就業法案
- 2025 國家經濟委員會(NEC) 主任
 - 總統經濟事務首席顧問
 - 主導政策推動時的跨部門協調

註：紅色字體表示為(傾向)共和黨。
資料來源：wiki，國泰世華銀行整理。

未來觀察重點

- 3月點陣圖：(可能)隱含新主席利率路徑看法
- 6月點陣圖：觀察新主席在內部的公信力、達成共識的能力



資料來源：Bloomberg預估，國泰世華銀行整理。

德國展現財政擴張：2026財年預算高達5245億歐元，政府總計將借貸約979億歐元，較8月初估的899億續增，其雖有「逃逸條款-national escape clause」降低合規指標壓力，但名目赤字仍高於3%歐盟上限；而債務可能上升至約占GDP的 69%，加上Rentenpaket(退休金改革法案)於12/5成功闖關，確保中期養老金「相對工資不低於職涯平均48%」，修補育兒期認列年資；使成本移轉到更高的繳費率與長端債務。

財政政策的推動：投資人因擔憂德國借貸規模與財政永續性而推高，天期越長者顯著反應，此一動向亦與全球長端債市同步反彈，如日本與法國均受同樣因素影響。德國30年期公債殖利率攀升至自2011年以來新高，10年期利率也達到近九個月新高。在「財政供給上行 + ECB偏鷹」的組合下，德國長端利率的上檔風險仍在。

德國預算赤字與總債務GDP佔比

年份 / %	2024	2025	2026	2027	2028
一般政府財政收支	-2.7	-3.25	-4.75	-4.25	-3.75
納入逃逸條款後財政收支	-	-2.75	-3.75	-3.25	-2.5
總債務比率	62.2	65	69.25	73	76.5

資料來源：德國財政部。

德國長天期債券



高市啟動擴張性財政政策：日本政府向國會提交2025財年補充預算案，規模創下歷史新高18.3兆日圓，較去年的13.9兆大增32%，主要用以支應此前高市內閣提出的大規模刺激經濟振興方案。補充預算中，11.7兆(占比64%)將藉由增發公債籌措資金，如此規模之下，將導致**日本政府本財年發債規模明顯上升，並創下歷史新高**。

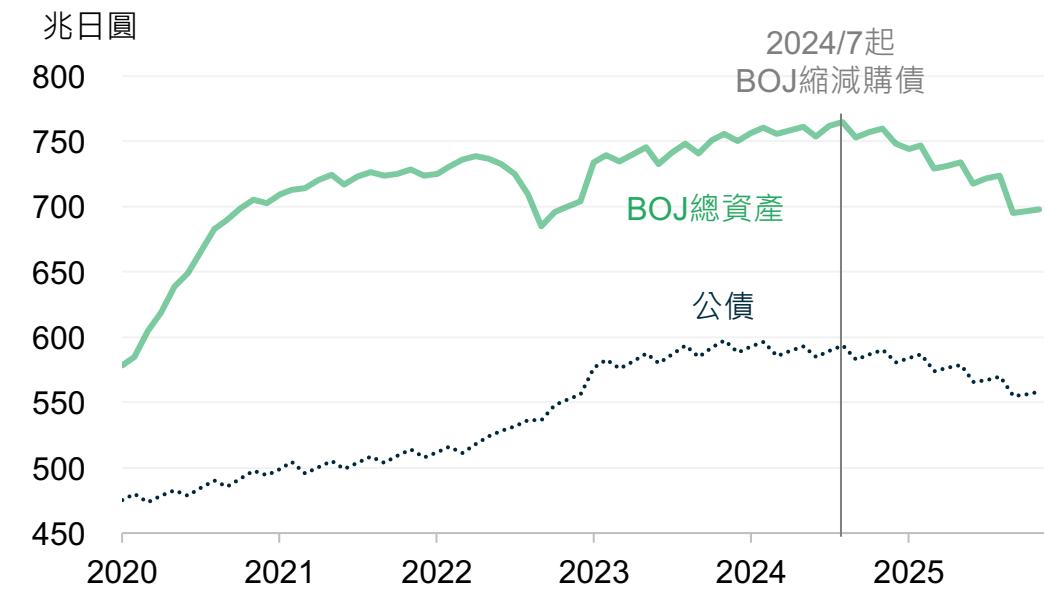
日債供需兩端齊遭衝擊：公債發行量大增，意味著公債供給持續增加，與此同時，BOJ持續放緩購債，令公債買盤減弱，以及貨幣政策正常化之下，助長利率上揚預期(即債券價格下跌預期)。**供需兩端利空因素，恐令日債利率延續震盪偏升趨勢**。至於未來可能的轉折時間點，可觀察：1)高市政府擴張性政策立場是否調整，2)景氣動能轉強，帶動日本稅收增長，3)BOJ停止或放緩縮表，並明示升息循環結束。

公債供給將大幅提高，增添日債利率上行壓力



資料來源：日本財務省。

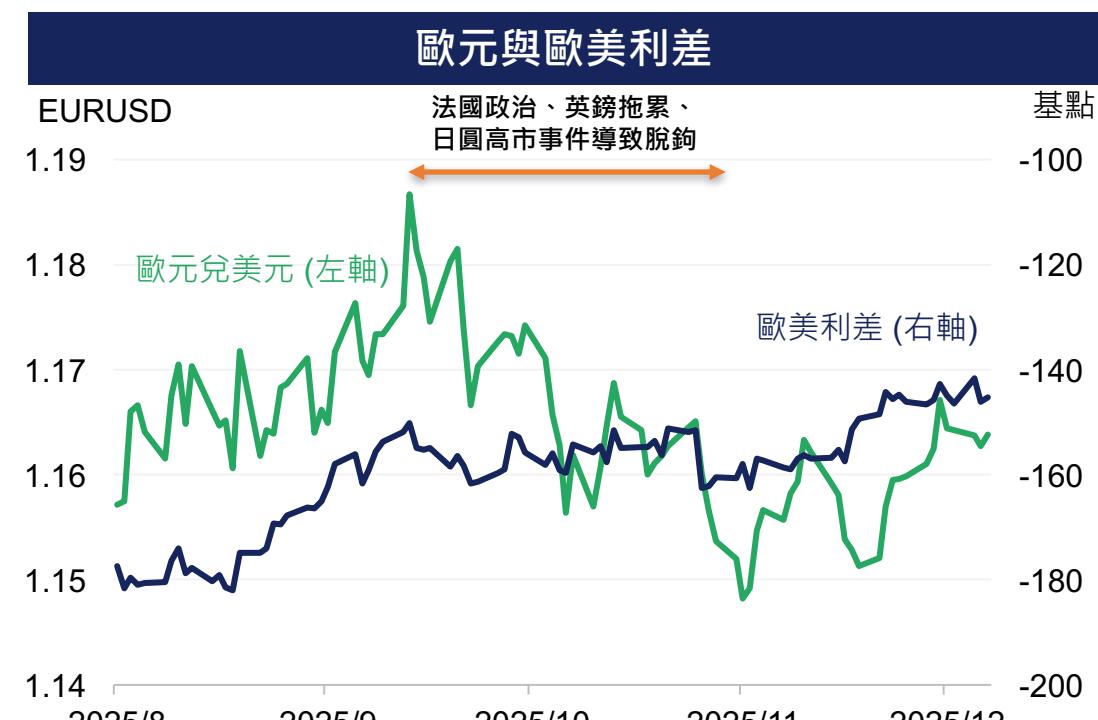
BOJ縮表至今，資產規模已縮減近10%(67兆日圓)



資料來源：Bloomberg。

官員放話導致波動加劇：12/18ECB會議前緘默期前，Schnabel(執委，永久票)稱下一步是升息，暗示下週經濟預測可能上修，並願角逐下一任總裁。即使Simkus(立陶宛)與Galhau(法國、12月無票)表態並主張利率維持不動，均認為通膨成長均衡且無急於調整利率。但人微言輕，OIS市場目前對明年中旬政策不抱期望(10月中降息機率逾八成)，加上德國長債term spread拉扯，間接推高短端利率和歐美利差。

歐元區經濟數據的支撐：進一步提高投資者押注強歐元的信心。例如歐元區第三季GDP季增0.3%，高於預期0.2%，受投資與消費推動，同時德國第四季初工廠訂單激增，顯示產出有望反彈。此外，本月上旬的11月通膨數據中，服務項目的底層壓力仍強。在此基礎下，ECB極可能維持中性至偏緊策略，在利差與匯價重拾較高相關性之際，使歐元有望在美元疲弱與外資預期上升的驅動下進一步上揚。



美日貨幣政策保持分化：聯準會今年第三度降息，配合BOJ總裁暗示下週升息，將有助美日利差收斂，給予日圓短線反彈空間。至於升息後是否重演去年8月日圓套利平倉的極端升勢？研判可能性不大，主因1)BOJ已率先預告升息(如同今年1月)、2)日圓投機部位仍是淨多單，與此前大量單空情勢明顯不同。

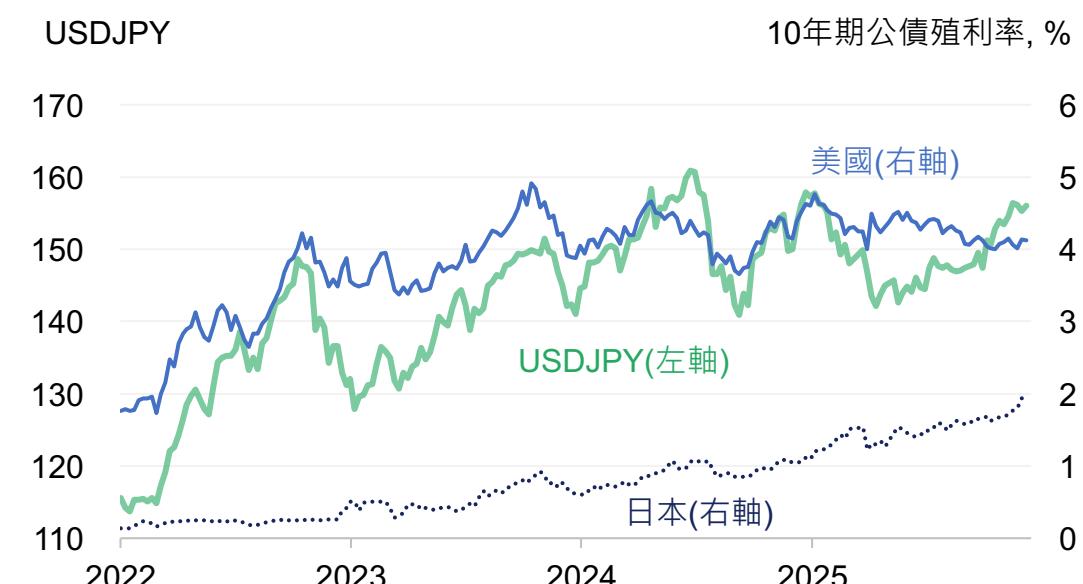
高市交易仍未解除：值得留意的是，與歐元、英鎊等主要貨幣相比，Q4以來日圓匯率表現明顯較弱，關鍵仍在於「高市政府政策立場」，包含1)大規模政府支出，勢將加劇財政壓力，以及2)高市偏好寬鬆貨幣政策，對於BOJ造成政治壓力。在政府緩解市場對於財政面的疑慮，及展現對於央行獨立性的全然尊重前，前述因子恐持續成為日圓表現落後的壓力來源。

籌碼動態與去年明顯不同，日圓難複製先前漲勢



資料來源：Bloomberg。

高市上任後日圓貶、日債利率走揚，反映財政疑慮加劇



資料來源：Bloomberg。

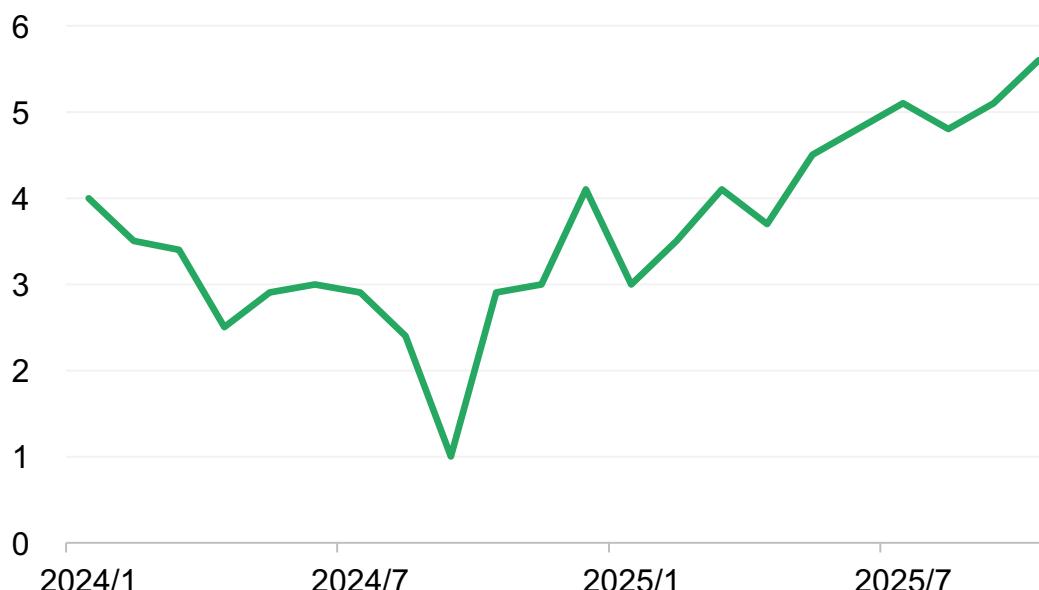
澳洲央行周二維持政策利率3.6%不變，符合市場預期。澳洲央行總裁布拉克在會後記者會提及，考量近期國內通膨出現回溫跡象，未來再進一步降息的可能性不高，同時針對媒體提問近期升息預期增溫看法，未見明確否認態度，增加貨幣政策轉向想像空間。

澳洲10月家庭消費支出年增5.6%，高於前月的5.1%，及市場預期的4.6%，創下自2024年1月以來最快增速。受惠於民間消費動能持續成長，除有利國內經濟復甦動能外，近期回升的通膨恐難降溫，限縮央行未來寬鬆意圖。

澳洲11月就業人數意外減少2.13萬人，勞動市場浮現雜音，在上述數據公布後，期貨市場預期明年升息時點延後，維持目前貨幣政策時間將延長。然而，考量聯準會明年降息預期仍為基本假設，但澳洲央行貨幣政策將漸朝升息方向前進，仍有利於澳幣兌美元走升。

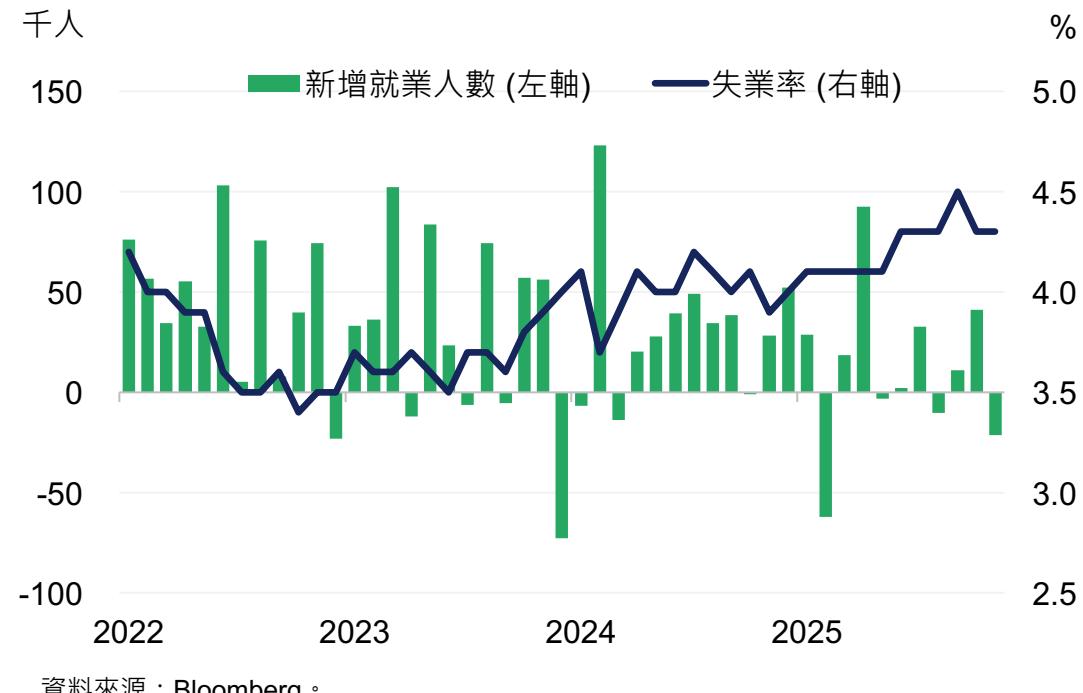
澳洲家庭消費支出持續成長

澳洲家庭消費支出年增率, %



資料來源：Bloomberg。

澳洲就業市場意外放緩



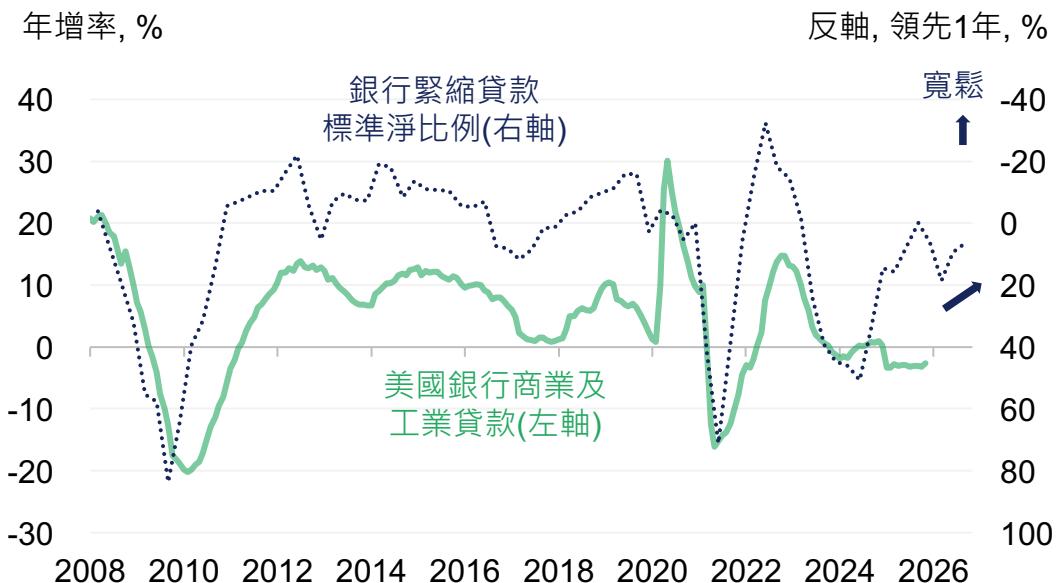
資料來源：Bloomberg。

銀行放款與否攸關企業營運與評價位階：回顧過往經驗，若銀行放款成長，將有利於企業營運(資金成本下滑)表現，而企業基本面改善則為股市評價面帶來支撐。隨降息循環持續推進，以及川普政策不確定性下滑，銀行放款已意願連續兩季改善，可望帶動未來貸款規模重回成長。

額外有利因子：(a)12月起聯準會終止縮表，同時將於每月購買400億美元國庫券，為銀行體系注資，與此同時，(b)財政部一般帳戶(TGA)水位高於預設水平，財政部因而降低國庫券發行量，從而減輕資金自銀行體系抽離的壓力。兩項因素皆有助緩和過去兩個月流動性偏緊的壓力。

綜上所述，流動性環境可望有所好轉，有望為股市評價面帶來正向支持。

隨降息推進，銀行放款意願回升



註：2008年至今兩者相關係數為-0.65。

資料來源：Bloomberg。

持續降息有利資金環境寬鬆



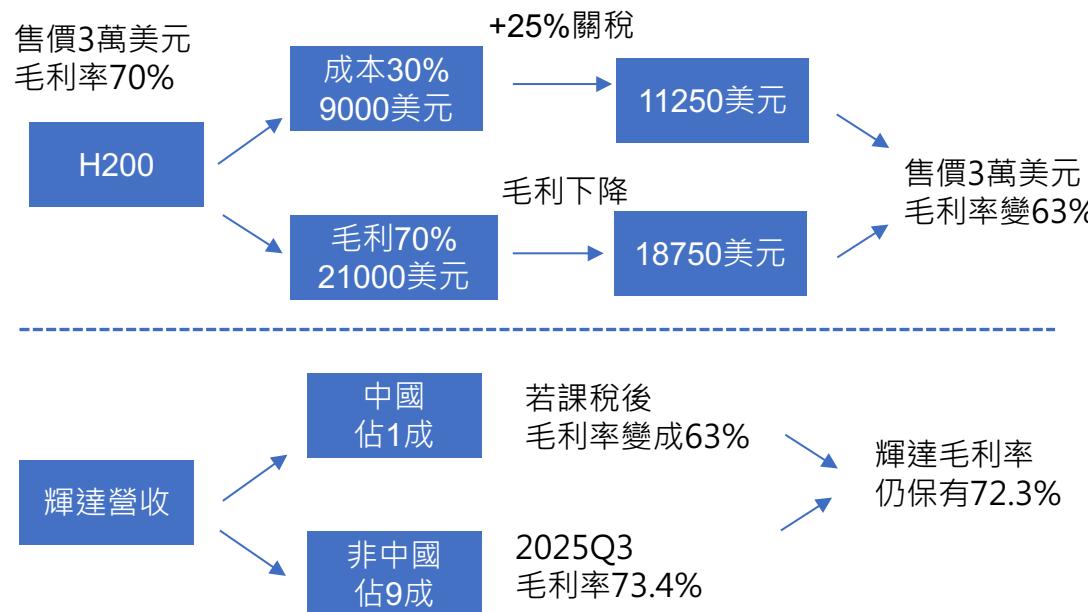
註：金融情勢指數採Fed Financial Conditions Index(G Model)。寬鬆：利率下滑、信用利差收斂、股市上漲、美元走弱、波動率指標(VIX)回落。

資料來源：Bloomberg。

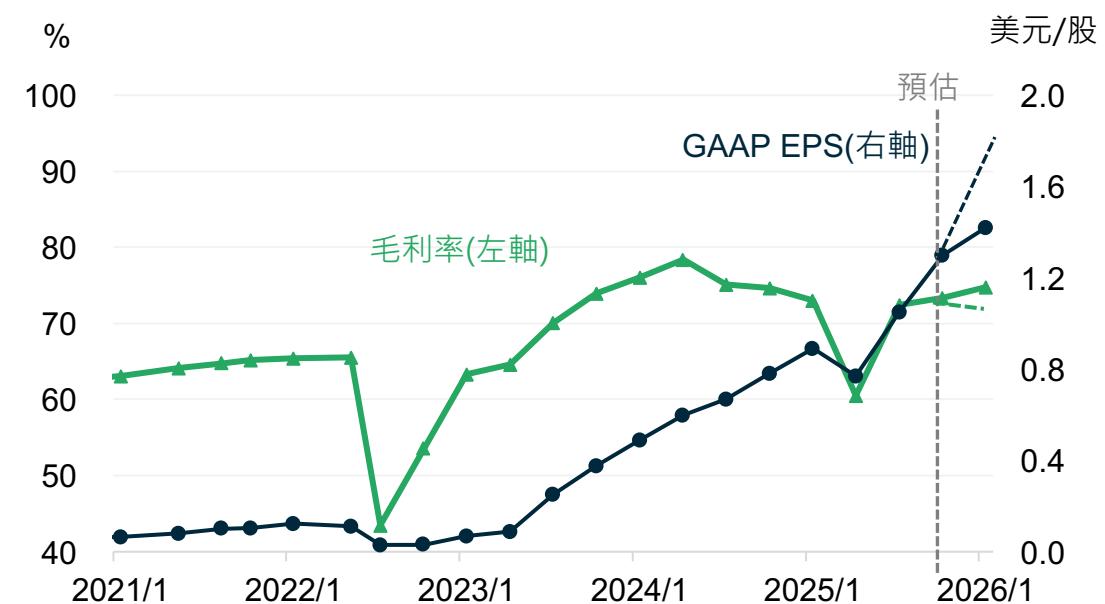
美國總統川普12月8日於自家媒體宣布，已同意輝達向中國及其他國家的合規客戶出口H200 AI晶片，但必須繳付銷售額的25%給美國政府。美方規劃，這25%分潤費可能以進口稅形式收取，也就是在台灣製造商將晶片送往美國進行國安審查時徵收。因此，假定此關稅由輝達全部吸收，若H200售價為3萬美元，以輝達毛利率70%估算，在台灣生產的成本約為9000美元(30%)，若再加上25%關稅，成本將升至11250美元，最終使該產品毛利率降至約63%。

在中國禁令發布前，中國市場對輝達的營收貢獻最高達13%，若後續能回到接近1成，雖可能使整體毛利率略微下降，但影響幅度仍屬可控。此外，黃仁勳多次強調，中國高階GPU的潛在市場規模約為500億美元，若輝達重新取得20%至50%的市佔，可望帶來100億至250億美元的營收，並為每股EPS貢獻約0.2至0.5美元(以50%獲利率估算)。

H200解禁的代價，對輝達毛利率的影響



輝達的獲利將持續提升



資料來源：國泰世華銀行整理。

註：虛線為H200解禁後的影響。
資料來源：Bloomberg預估。

甲骨文公布2025Q3財報, 整體呈現「營收加速、雲端爆發、訂單爆量」的強勁成績, 包括營收年增13%至161億美元, GAAP EPS達2.1美元, 年增86%, 其中最大亮點是未完成履約義務(RPO)爆增至5233億美元, 年增433%, 較上季增加680億美元, 反映大型AI客戶加速簽訂多年期雲端合約, 包括Meta、NVIDIA等巨頭, 並推動公司上調2027年營收預期。

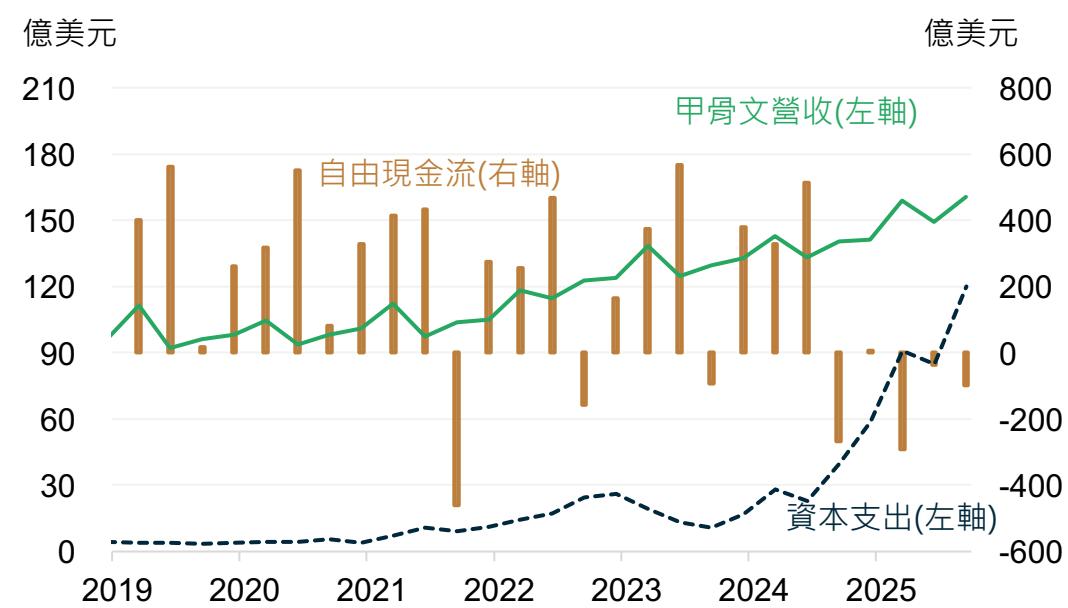
雖然財報展現強勁成長, 但高額資本支出導致自由現金流轉負, 使得盤後股價大跌10%。公司指出, **Capex壓力可能不如市場想像中沉重**, 因為**「客戶自帶GPU」或「供應商出租硬體」的模式, 能有效降低前期資金需求**, 然而, 大規模訂單仍需時間轉化為實際營收。整體而言, 甲骨文當前估值偏高, 市場情緒容易因消息波動, 短線股價大幅震盪的機率較高, 但AI基礎設施需求依然強勁, 若想降低個股波動風險, 可考慮三大CSP業者為主。

AI需求強勁, 甲骨文未完成履約訂單再創新高



資料來源 : Bloomberg。

訂單滿載, 但尚未使自由現金流翻正, 為市場隱憂

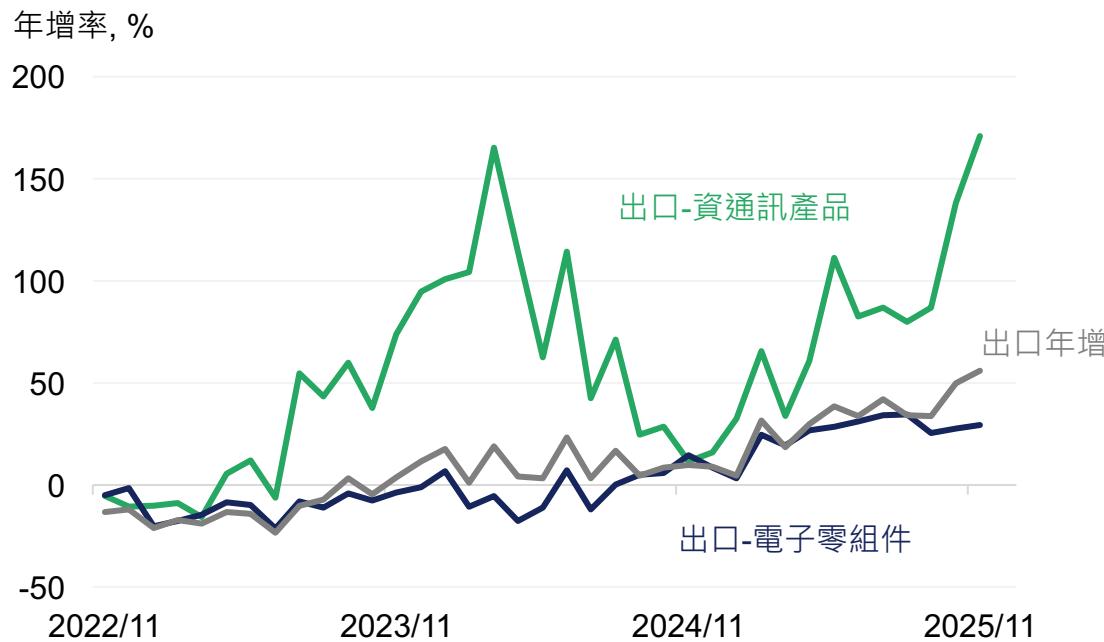


資料來源 : Bloomberg。

台灣11月出口依舊亮眼，出口額640.5億美元續創單月新高，年增56%，其中資通訊產品出口283.6億美元，年增1.7倍，電子零組件保持擴張趨勢，年增29.3%，反映不只是AI需求強勁，非AI的電子零組件出口亦隨消費旺季及DRAM價格大漲帶動上揚。AI帶動台灣出口暢旺，以台積電為首的台灣電子股未來營收與獲利展望穩健，使台股未來高點仍然可期。

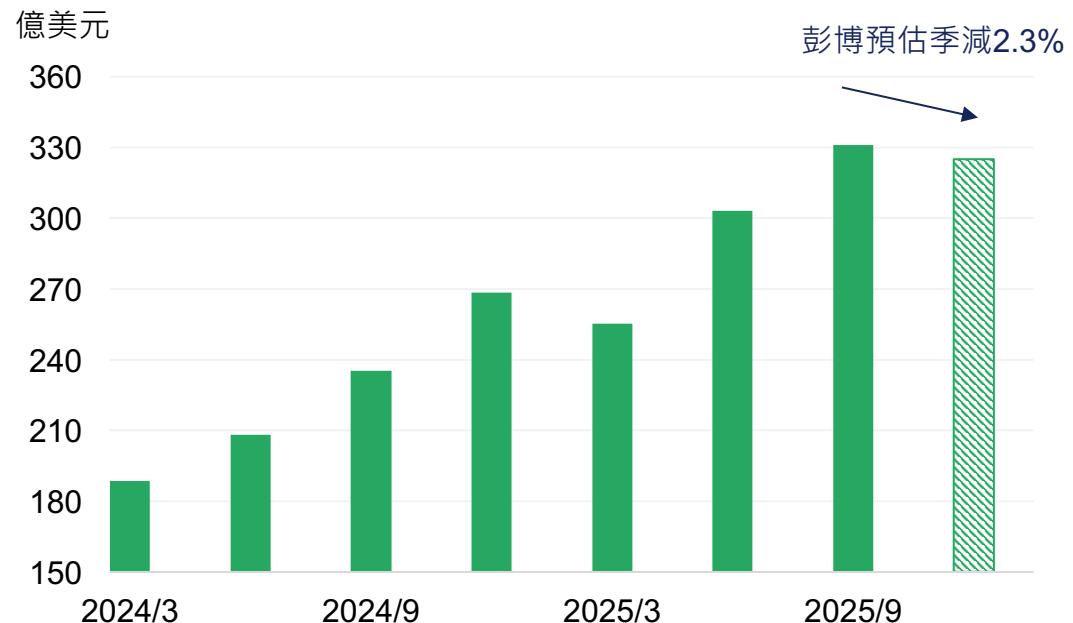
另一方面，彭博預估台積電Q4營收323.5億美元，年增20.5%，季減2.3%，惟台積電10、11月營收表現優異，加上CoWoS擴產後仍供不應求，預估12月營收表現仍佳，將帶動Q4新台幣營收季增3~5%，以平均匯率30.6估算，Q4美元營收有望季增0.7~2.4%，優於公司預估的季減2.7%至季增0.9%。台積電Q4營收可望優於預期，加上台幣貶值有助維持高毛利率，使台積電Q4單季EPS上看18元、全年EPS逼近65元。

11月出口再創新高，資通訊、電子零組件齊揚



資料來源：財政部。

市場預估台積電Q4營收季減，惟實際營收有望超預期

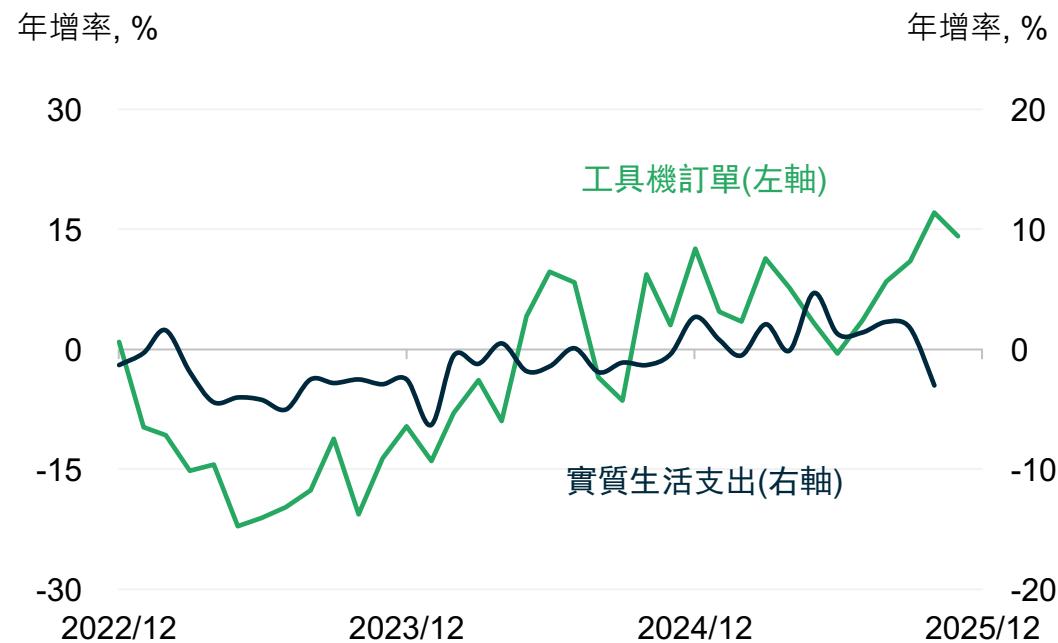


資料來源：Bloomberg預估。

日本11月前20天出口年增5.7%，較上月3.5%好轉，主要受惠半導體設備、動力機械出口增加，工具機訂單也連3個月呈現雙位數成長。然而經濟分化的態勢明顯，日本10月實質工資年減0.7%，連10個月下滑，民眾實質支出在10月份也衰退3%，外溫內冷的經濟情勢，也促使日本政府積極擴大財政因應，本週提出18兆日圓的2025年度補充預算案，逾6成財源將通過追加發行國債來填補。

市場對財政惡化的擔憂日益提升，日本國債拋售潮導致長天期利率走升，不過對於長期低利率的受害者—金融業而言，利率正常化有助於獲利提升，股價也同步反應。整體而言，日本利率走揚雖不利高本益比的科技成長股，不過近期AI股已走穩，長期AI趨勢下仍看好，積極財政擴張有利工業、國防、原物料族群，加上金融股助攻，日股拉回宜站買方思考。

工具機訂單好轉，但日本民眾支出逆勢下行



日債殖利率走高，金融股強勢

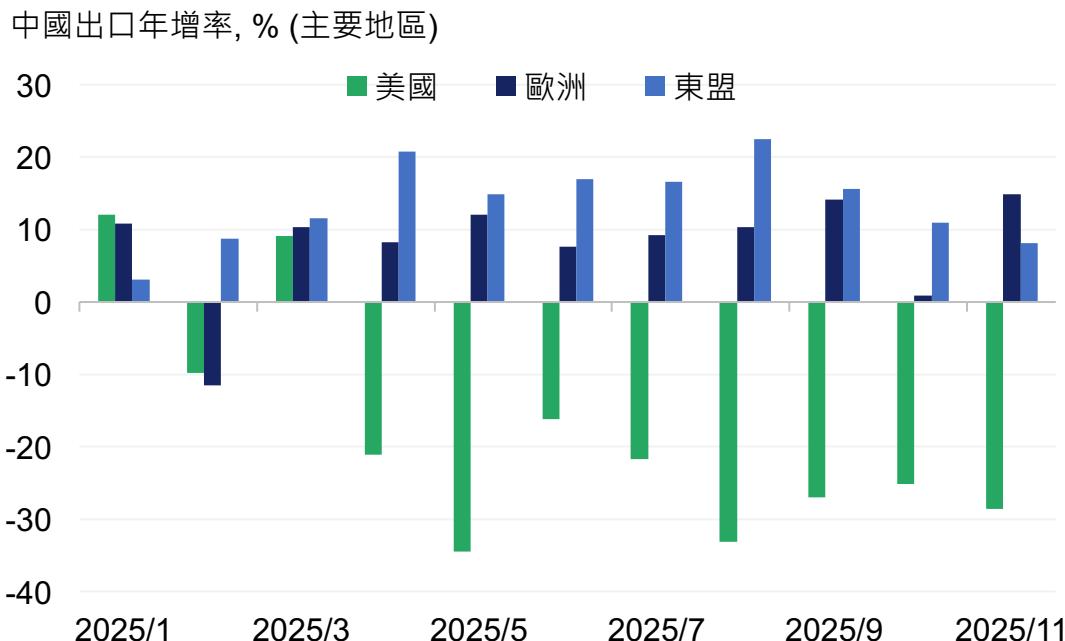


中國11月出口年增5.9%，扭轉前月負成長泥淖 (-1.1%)，累計前11月年增5.4%；進口年增1.9%，雖高於前月的1.0%，但累計前11月年減0.6%。同期間，貿易順差1116.8億美元，重回千億關卡。

中國出口恢復正成長動能，但區域表現歧異。美中貿易爭執雖稍見降溫，但未來角力難免，年減幅接近三成，連續八個月下滑。同期間，歐洲重回兩位數增速，新能源車、鋰電池、太陽能板零組件，受惠當地加速能源轉型、環保需求，成為主要成長來源，扮演穩定出口關鍵因子。

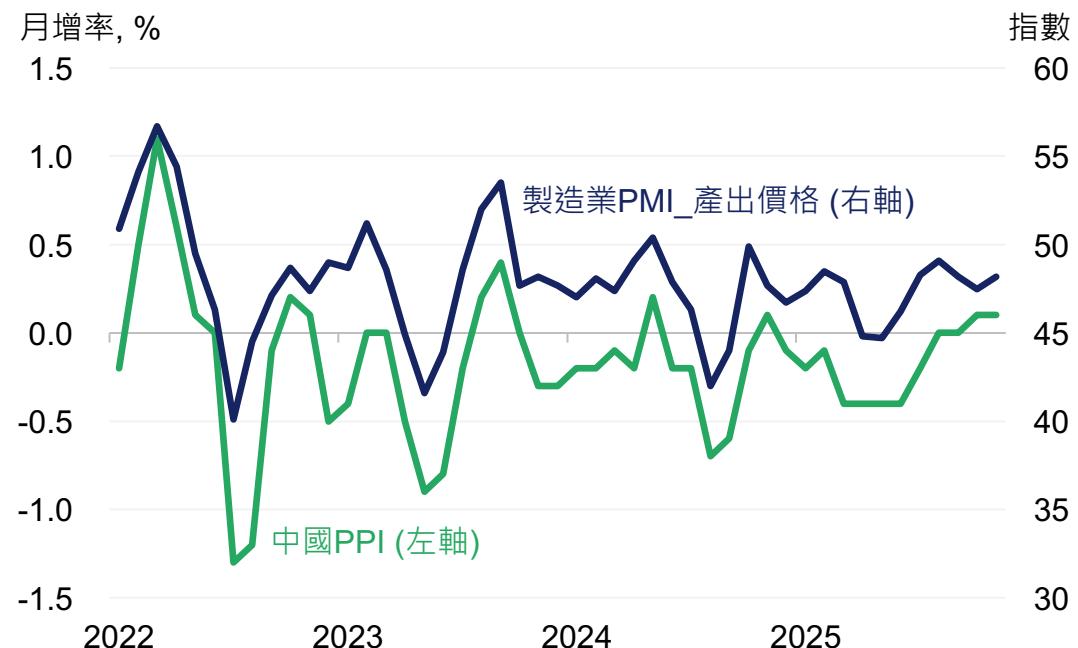
中國11月CPI年增率為0.7%，高於前月的0.2%，主要由食品及工業消費品價格（如黃金）上漲帶動。同期間，PPI年減2.2%，雖低於前月的-2.1%，但若以月增率角度觀察 (+0.1%)，仍延續前月的正成長動能，與前月製造業PMI中的產出價格止穩現象相符合，顯見當地通縮疑慮逐漸降溫。

中國出口雖見成長，但區域有別



資料來源：Wind。

中國PPI略見回穩跡象



資料來源：Bloomberg。

中共中央經濟工作會議，大致跟隨先行的政治局會議定調，形勢判斷轉向較為正面。基調上，提到“穩中求進、提質增效”，顯示“穩”字下，更強調結構。要點中，1)八項工作任務首位擺上內需；2)如政治局會議，認為重點領域風險化解取得積極進展，並將風險的順位下調至工作任務的末位，顯示近期內就祭出大規模刺激的可能性恐有所降低，對市場氣氛而言，可能就不如2024年底人行祭出大規模刺激下來得振奮。

另一方面，川普解禁H200晶片出口中國，鬆綁拜登以來的AI晶片管制。中芯國際等國產晶片股延續先前修正後的整理格局，但這應是市場漲多修正的藉口，不意味「國產替代」敘事失效；相反的，傳「工信部」不僅將禁止公部門購買H200晶片，還將華為和寒武紀科技在內的中企AI處理器加入政府核准的供應商名單，以促進官方對國產晶片的使用，顯示科技自主、提升晶片自製率仍為長期政策。

先前急漲下使得投機氣氛濃烈，1)融資餘額仍偏高，大盤需時間整理；再者，2)領頭羊阿里巴巴的財測透露未來兩季的營收年增長可能還會縮減，加上3)12月政治局暗示短期內政策刺激力道可能不會太大。因此，短期內盤勢偏向震盪；長線而言，AI趨勢、官方支持，仍是中港科技股的支撐。

12月中共中央經濟工作會議 要點	
基調	穩中求進、以進促穩、先立後破；高質量發展與長期向好趨勢
任務	<ol style="list-style-type: none"> 內需引領+擴大國內市場 創新驅動+新動能(AI擴張) 改革攻堅(統一大市場+反內卷) 開放+多領域合作 協調發展(城鄉融合) 「雙碳」綠色轉型 以人民為中心(就業+生育) 守底線化解風險(樓市穩)
政策	<ol style="list-style-type: none"> 財政政策：維持赤字與支出，優化結構 -與2024年比較，2025年維持基調，但未提具體提高赤字或增加債券發行，轉向優化結構與規範管理，強調科學管理與紀律。 貨幣政策：適度寬鬆，靈活運用工具 -與2024年比較，2025年延續寬鬆基調，但更強調把物價合理回升作為貨幣政策的重要考量。
風險	「守底線、化解關鍵風險」排八大任務最後一位，表達明顯淡化

資料來源：中國共產黨新聞網，國泰世華銀行整理。



資料來源：Bloomberg。

15	Monday	16	Tuesday	17	Wednesday	18	Thursday	19	Friday
美國紐約州製造業指數 歐元區工業生產 日本日銀短觀調查 中國工業生產		美國就業報告 美國零售銷售 美國製造業PMI 歐元區製造業PMI 日本製造業PMI		歐元區CPI 日本出口		美國CPI 美國初領失業金人數 歐元區ECB利率會議 英國BOE利率會議 台灣CBC理監事會議		美國成屋銷售 日本BOJ利率會議 日本CPI	

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。