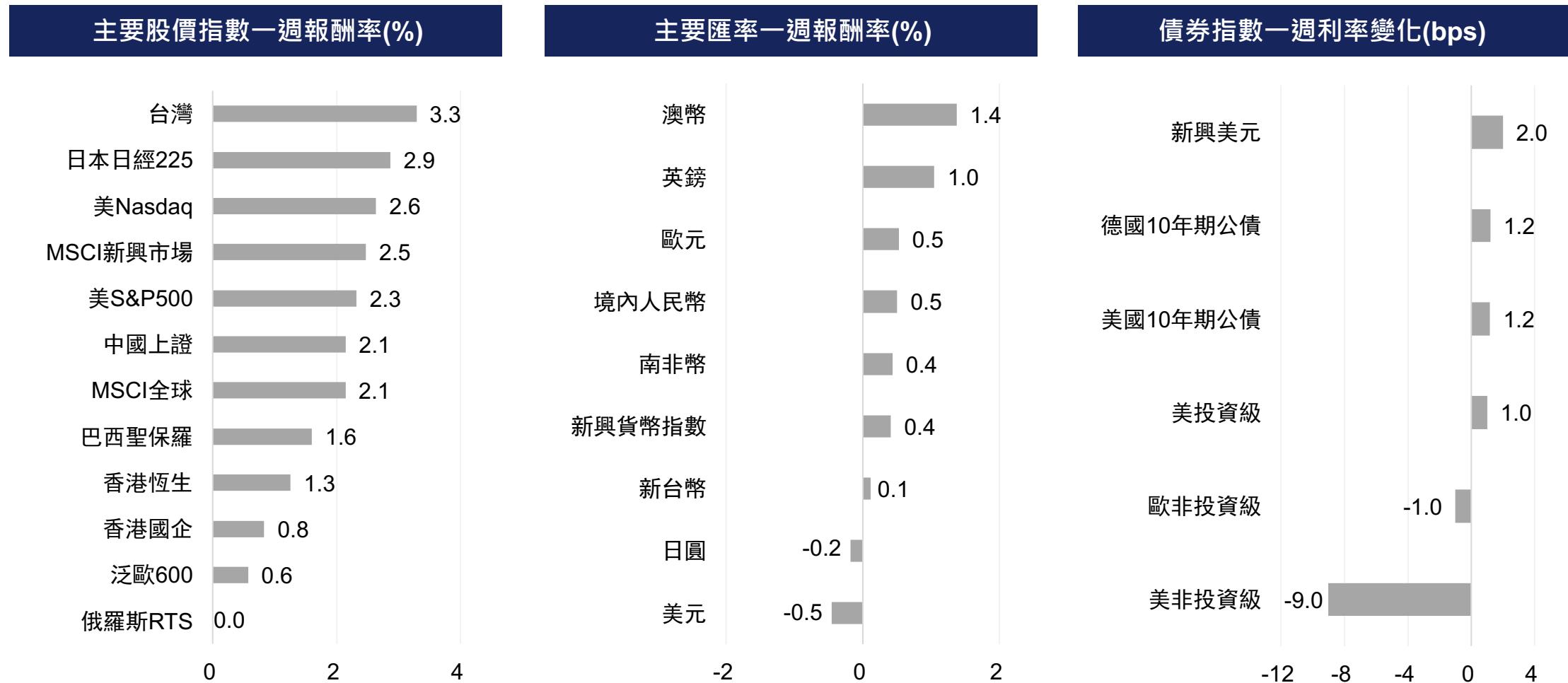




2025年12月26日

# 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：2025/12/18 - 2025/12/25。

資料來源：Bloomberg。

## 市場焦點

---

### 1. 市場焦點：

- **日債、匯市波動加劇**：日本公債殖利率走高，與擴大財政、公債供給增加有關，加上聯準會停看聽，美元轉趨盤整，日圓相應走貶。台幣來自壽險避險買盤減弱，出現類似上半年升勢機率降低。
- **Fed降息步調可能暫緩**：房租顯示下降趨勢，減輕通膨壓力，然而Q3 GDP年增4.3%，經濟強於預期使Fed暫緩下一步。
- **標普500獲利面有望擴散**：降息有利獲利復甦，漲勢有望由科技巨頭擴散至低基期股票，然標普評價已偏高，將使得波動加劇。

### 2. 後續看點

- 經濟數據：ISM、PCE。

## 策略思維

---

1. **股市-消息面影響波動加大**：股市評價在高檔，恐面臨震盪加劇，不過獲利展望好轉，下檔具支撐，以逢低布局為主。
2. **債市-1月預計暫停降息**：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-美元短期震盪**：聯準會降息停看聽，但美國經濟不差，對美元形成支撐，短期震盪，長期仍隨降息循環而趨於下行。

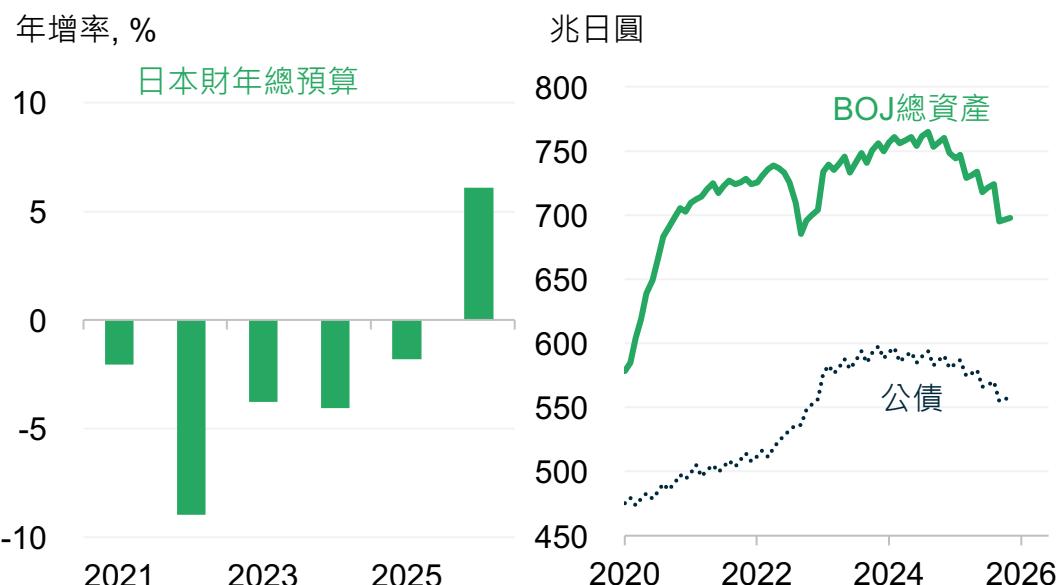
BOJ會議過後，各天期日債殖利率進一步走高，指標10年期利率更創下1999年初以來新高。展望後市，下列幾項因素恐持續對利率帶來上行壓力。

**BOJ升息終點不明朗**：總裁稱距離中性利率仍有距離(央行預估落於1.0-2.5%)，暗示升息空間至少仍有一碼，且**終點尚不明確**，導致投資人對於日債保持謹慎。以日本壽險業為例，本財年以來總資產成長約2%，日本公債部位規模卻下降1.5兆、占總資產的比重下滑1.1%。相反地，對於股市、海外債的配置則雙雙上升，占比分別提高0.8%、0.7%，即反映壽險業對於當前日債環境的審慎立場，進而導致需求降溫。

**公債供給將顯著提高**：高市政府將推動大規模刺激與投資計畫，國會則通過18.3兆日圓史上最大規模補充預算，其中六成將由增發公債籌措資金，2026財年預算將進一步提高至122兆日圓，年增6.1%，導致公債發行需求增加。

綜上所述，**考量公債供給可能大增、需求則未見改善，預料日債利率仍有上行可能**。未來可能的轉折點，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/放緩縮表，或明示升息循環結束/透露終點利率位置。

### 補充預算增加公債發行量、需求則減弱



資料來源：BOJ、日本財務省。

### 過去半年日本壽險業減碼日債，並加碼股票與海外債

日本人壽 總資產	2025/09		2025/03		期間變化
	金額, 兆元	占比, %	金額, 兆元	占比, %	
總資產	426.5	100.0	418.5	100.0	8.0
現金	7.8	1.8	8.4	2.0	-0.6
證券	354.2	83.1	347.2	82.9	7.1
-日本公債	162.2	38.0	163.7	39.1	-1.5
-地方政府債	4.9	1.2	5.0	1.2	-0.1
-公司債	24.8	5.8	24.8	5.9	0.0
-海外債	109.0	25.6	105.3	25.2	3.7
-股票	33.5	7.9	29.9	7.1	3.6
貸款	27.4	6.4	28.2	6.7	-0.8
其他	37.1	8.7	34.8	8.3	2.3

註：金額之單位為兆日圓。

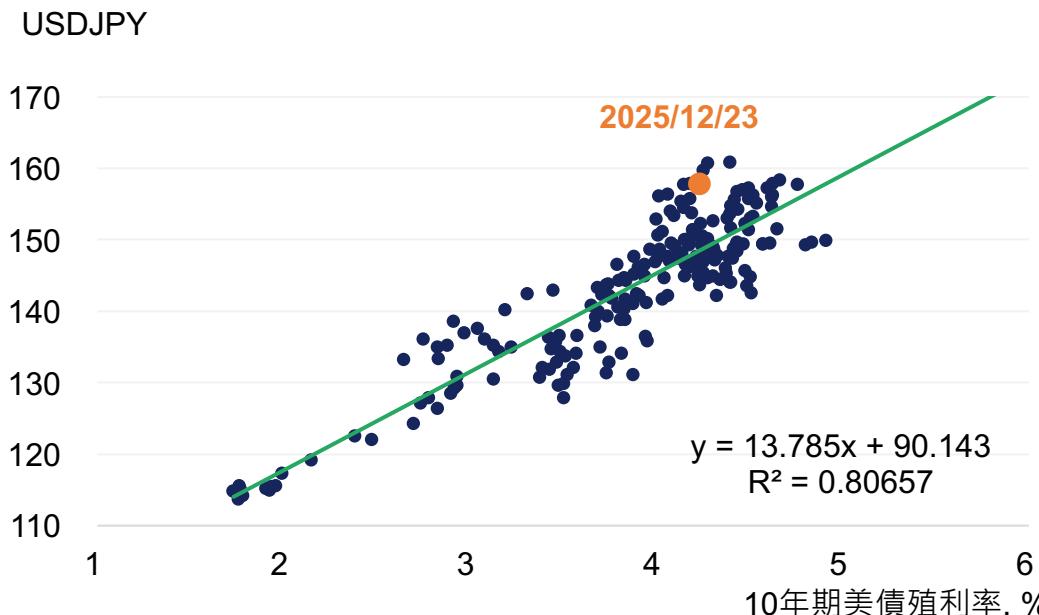
資料來源：The Life Insurance Association of Japan。

BOJ升息一碼後，日圓不升反貶，一度突破157創下今年初以來新低，推測主因：

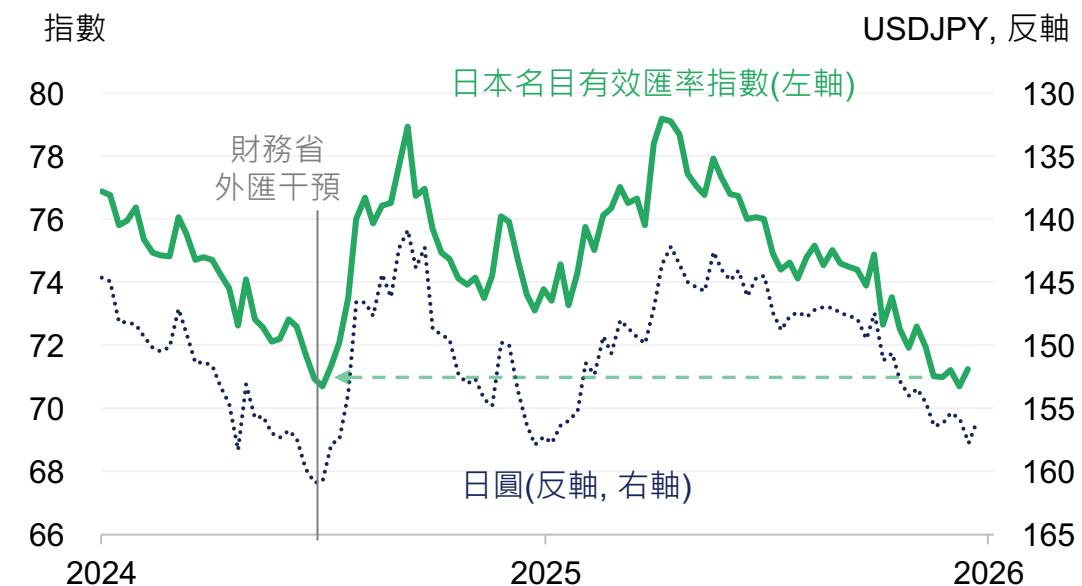
- 1) **下次升息時點不明**：相較此前總裁明示將升息，本次會議雖維持政策正常化方向不變，但對下次升息時間並未著墨。市場預期明年BOJ升息步伐仍將緩慢且溫和，下次升息時點落於明年Q3之後，升息題材的提振效果減弱。
- 2) **美元利率居高不下**：短期內聯準會政策立場轉趨觀望，引導美債殖利率持穩相對高檔，海外高利的誘因，亦限縮日圓升值空間。

上述因子影響下，預料短線上日圓延續高檔震盪偏弱格局，轉折時點須待1)BOJ升息路徑明朗、預期轉強，抑或2)聯準會降息預期回溫、美元利率下降。至於日圓是否大幅走貶，開啟新一波貶值趨勢？研判可能性不大，因12/19日圓短線急貶後，財務省再度口頭干預穩定市場，且當前日本名目有效匯率逼近去年4、7月財務省進場干預的水平，意味著若日圓續貶，政府採取實際行動的可能性提高，降低日圓持續貶值的空間。

### 美債利率若持穩高檔，將限縮日圓升值空間

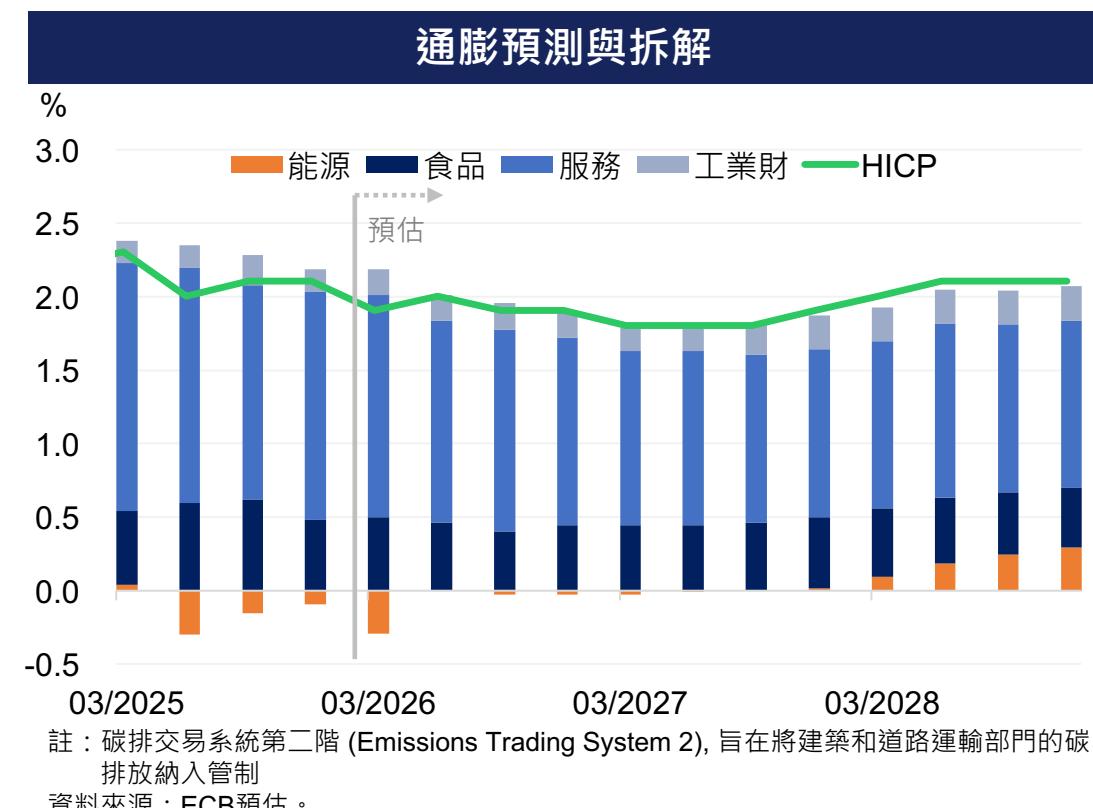


### 日圓匯率再度逼近此前財務省進場干預的水平



**歐洲央行在降息決策上面臨顯著掣肘**。當需求面動能得益於自國防與基建支出，這類財政刺激在2026–2027年對GDP的邊際拉動約+0.16個百分點，顯示**公共投資將在中期內成為增長主力**。意味著，歐元區仍能維持約1.2%~1.4%的年增率。然而，通膨的黏性問題不容忽視，服務項仍居高不下，反映工資增長與勞動成本壓力。到2028年，能源貢獻轉正，加上ETS2\*碳政策推升能源價格，整體通膨回到約2%，甚至存在上行風險。

這種「**核心黏性+政策性能源衝擊**」使物價難以快速回落至穩定區間，ECB政策空間極為有限。在財政刺激尚未退場的情況下，需求韌性與通膨僵固意味著過度寬鬆可能重新點燃價格壓力。換言之，**貨幣政策必須維持謹慎，採取「數據導向、逐次會議」策略**，而非快速降息，以避免在通膨尚未完全受控時過早釋放寬鬆訊號。



觀察2021到2024，德國最大保險Allianz的利率敏感性投資市值，從4512億歐元降至3674億歐元，同時估算存續期由約11.1年縮短至8.5年。反映在**全球升息浪潮中，積極調整存續期以減輕利率風險，維持Solvency II Own Funds\***的穩定。然若2026年短端利率不變、長端利率緩升的進一步陡峭化，保險公司面臨再投資風險與資本穩定性兩難。長期債券票息更具吸引力，但伴隨市值波動與資本比率風險，必須在收益與風險間取捨。策略上可能採取「防禦中帶選擇性進攻」：逐步拉長存續期，鎖定更高票息但避免一次性大幅增持長端；控制存續期mismatch，透過利率交換或期貨對沖降低淨暴露；同時增加浮動利率與短期工具，保持流動性與彈性。在此背景下，**保險公司多半會「停看聽」，暫緩大規模長債配置，以及新增發債的供給壓力，長端買盤可能顯得不足。**

安聯投資部位利率敏感分析				
年度	市值 (十億歐)	-100 bps 價值增加	+100 bps 價值減少	存續期 (取中值)
2021	451.2	54.2	46.1	11.1
2022	347.1	32.1	27.7	8.6
2023	360.7	32.4	27.7	8.3
2024	367.4	33.8	28.6	8.5

註：Own Funds = 保險公司可用來滿足監管資本要求的資本(類似「淨資本」)2025Q1-3  
存續期：8.5、8.5、8.4。

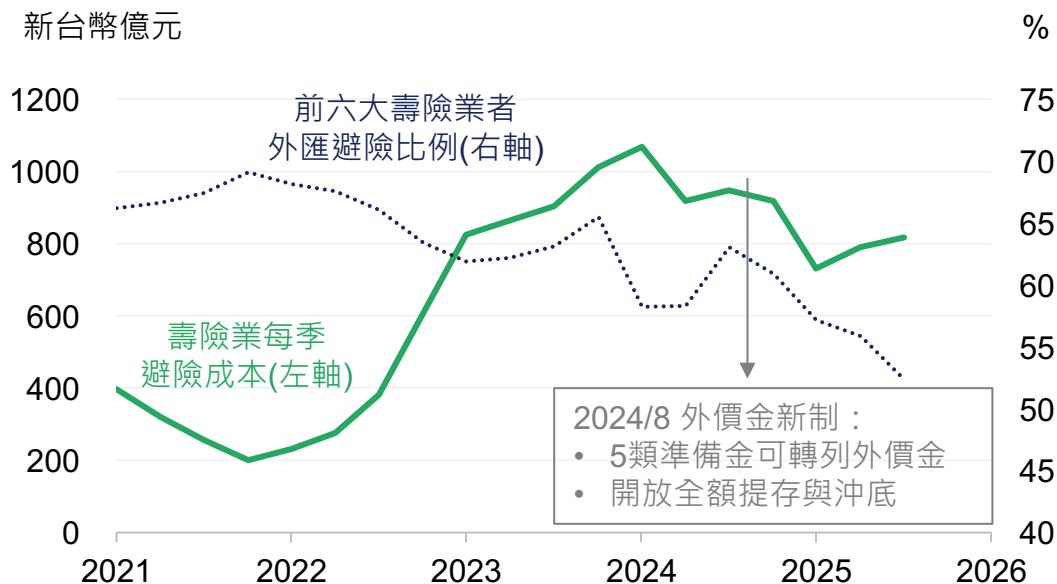
資料來源：Allianz年報。



**壽險債券匯率評價方式將改變、外價金上限將提高**：金管會公告明年起壽險業在AC(按攤銷後成本衡量的金融資產)項下的「債券投資部位」採匯率攤銷評價法(當年度債券評價因匯率波動而出現的損益，將依債券剩餘年限平均攤銷)，**將有助降低匯率對損益造成的劇烈影響**。另外，保險局亦促請保發中心研議外匯價格變動準備金(外價金)配套措施，若通過，外價金將得以大幅提高，**增添抵禦匯價波動的能力**。上述政策之調整，預估影響包含：

- 1)**壽險業外匯避險比率下滑**：匯率波動對損益的影響將因攤銷而下降、2)外價金水位提高將強化緩衝匯率影響的能力，降低壽險業者維持高避險比率的必要性。而隨避險比率降低，每月避險成本將隨之下滑。
- 2)**新台幣避險成本下降**：11月中下旬起隨政策調整預期發酵，各天期新台幣NDF換匯點明顯上移(因壽險業對NDF需求下降)，意味著承做新台幣避險的成本(以NDF換匯點除以新台幣現貨價之比率衡量)下降。未來NDF曲線可望相對高於政策調整前水平，若企業有新台幣避險需求，政策之調整反倒為此提供更有利的環境(避險成本下降)。

### 壽險業避險比例可望持續下滑，降低避險成本壓力



### NDF換匯點創下9年新高，新台幣避險成本下降



**債市方面**，即便美國11月CPI降幅優於預期，且失業率上升，均有利貨幣政策偏向寬鬆。但隨**Q3成長強韌、市場認定聯準會進入觀望、聖誕假期交投清淡**，將帶動短期**美債利率持續震盪**；中長期需待聯準會釋出更明確的鴿派訊號，方能推動殖利率重回下行軌道。

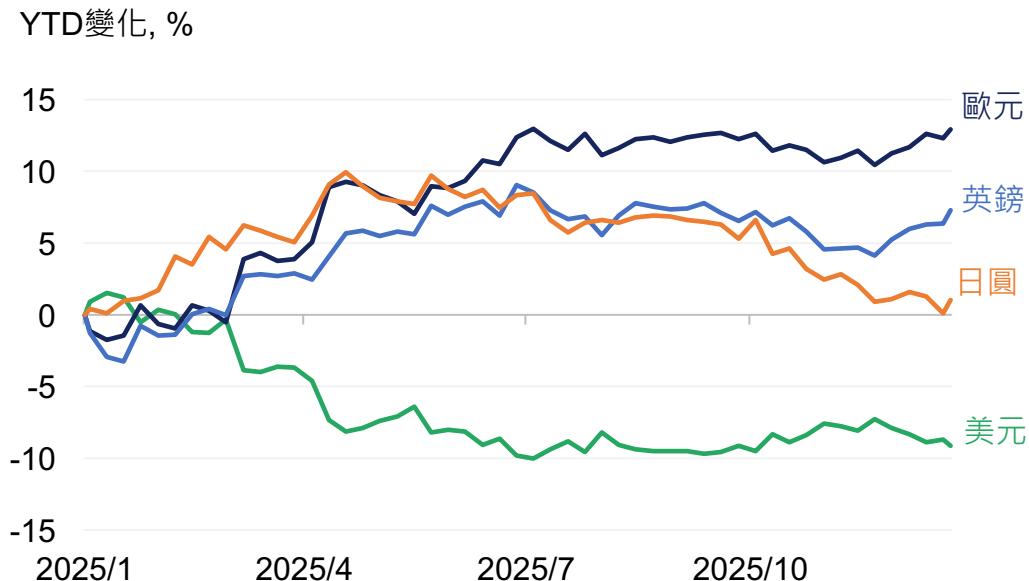
**匯市方面**，美元指數(DXY)跌至98下方。主要受**日圓止貶回穩、歐系貨幣續強的影響**，日本財務官員警告匯率「單方面且劇烈」波動，並暗示必要時將採取「適當措施」，市場解讀為干擾訊號。**展望後市**：1)短線Fed降息預期淡化，美元進一步貶值空間有限。2)日銀(BOJ)貨幣趨於正常化，惟日債供給增加、需求減弱，增添日本市場前景不確定性。3)歐洲央行(ECB)立場中性偏鷹，理論上支撐歐元；但德國擴大國防支出引發赤字疑慮、英國財政改革實際進度，為歐系貨幣帶來多空交雜。**綜上所述**，**美元走勢仍呈偏弱整理，但不至於大幅走貶，非美貨幣上行空間有限**。

### 市場持續觀望2026年利率落點，美債利率震盪



註：隱含利率為聯邦基金期貨對未來EFFR的月平均值預估。  
資料來源：Bloomberg。

### 非美貨幣走強；Fed進入觀望，限縮美元大幅下行空間

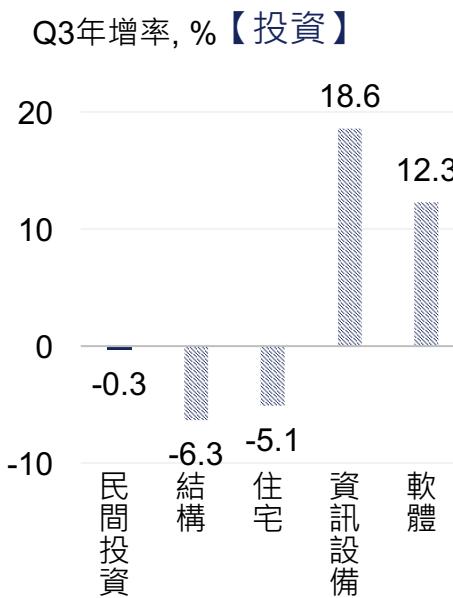
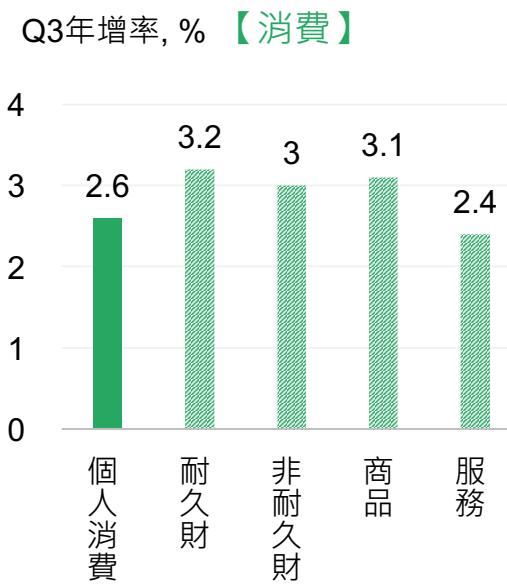


註：美元採DXY指數，各國匯率以兌美元變化計算。  
資料來源：Bloomberg。

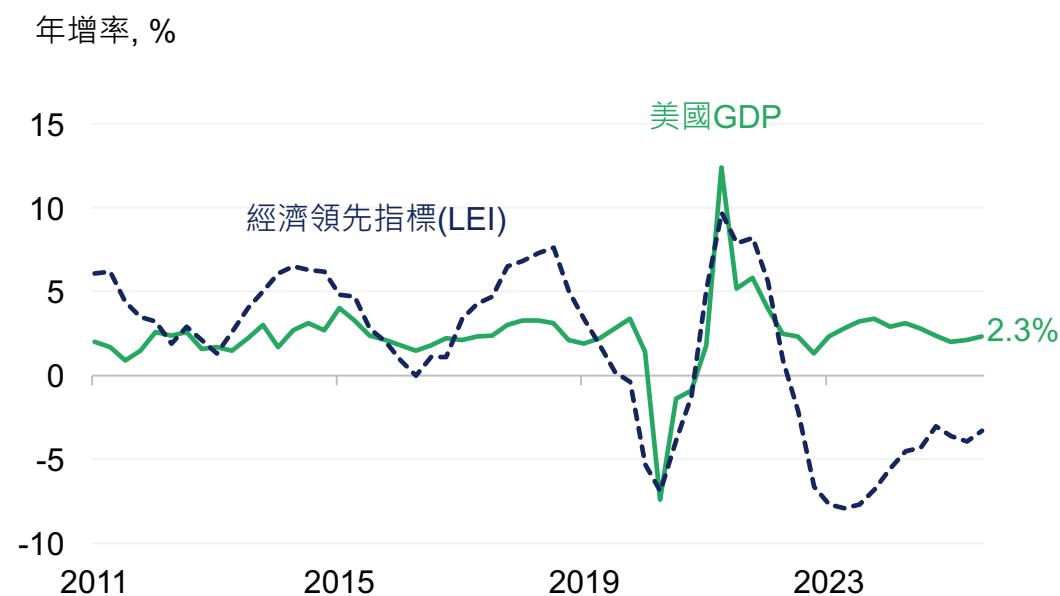
美國第三季GDP年增2.3%、季增年率4.3%優於市場預期。以細項觀察，1)個人消費：家庭支出維持穩健，服務消費持續擴張。耐久財消費年增放緩，不過汽車(1.6%)、家具(0.7%)維持正成長，消費力仍具韌性。2)出口年增率1.5%，主要受汽車以外的資本財(機械設備、半導體製造設備)支撐。3)民間投資：雖然AI資本支出仍強勁，集中於智慧財產與研發，但住宅與商業的結構投資下滑，拖累民間投資動能。展望第四季，在AI產業的持續發展下，有助於成長動能維持正向，惟應留意政府關門造成的負向衝擊。

與此同時，具有領先性質的經濟領先指標(Leading Economic Index, LEI)年增率雖仍呈負值，但跌幅已持續收斂，反映：就業市場偏弱但尚未急遽惡化，金融條件持續改善(信用利差緊縮、股市維持高檔)，以及消費者信心漸有築底回升之勢。未來隨貿易政策逐步明朗、財政政策利多持續發酵之下，仍將樂觀看待2026年的成長前景。

### Q3 GDP顯示支出穩健；AI強勁支撐投資



### 領先指標反映景氣動能升溫



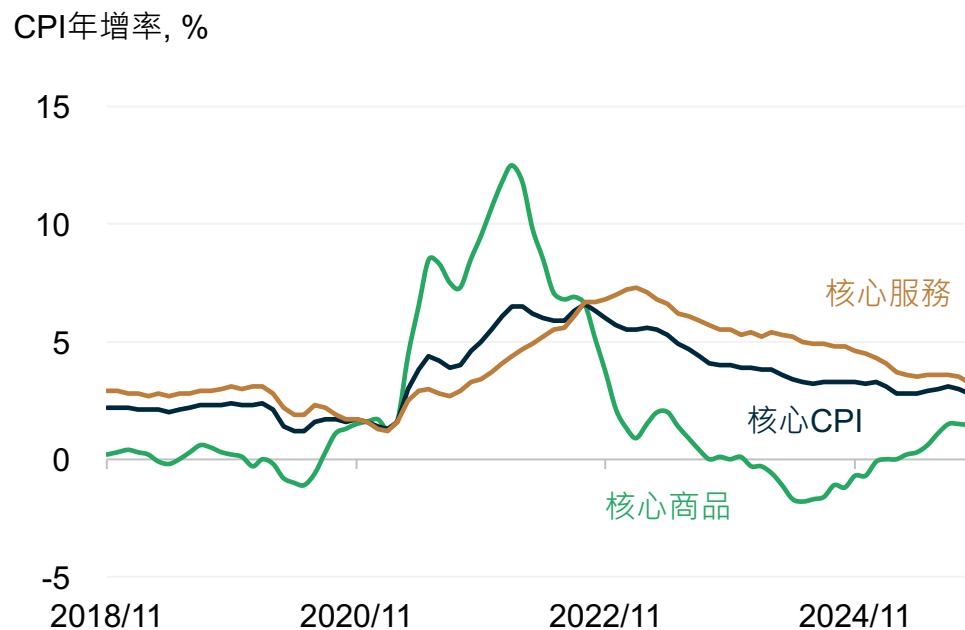
資料來源：Bloomberg。

註解：LEI涵蓋製造業、勞動市場、金融情勢、信心指標等10項領先數據。  
資料來源：Bloomberg。

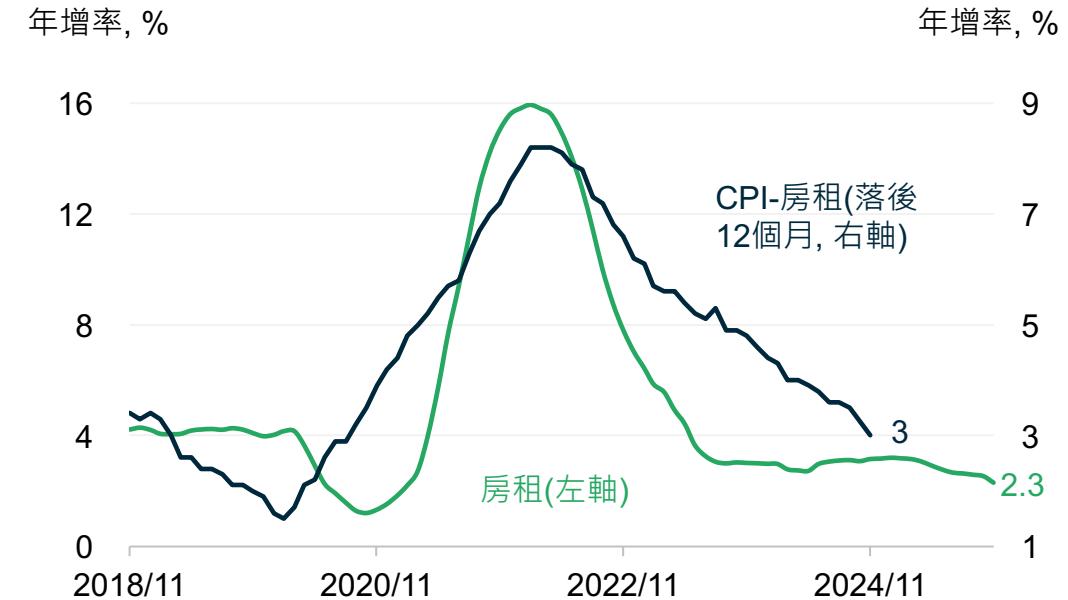
11月核心CPI年增率雖由9月的3%降至2.6%，但一般認為與10月美國政府關門導致數據失真有關，因此，市場研判聯準會將觀察後續經濟數據變化再採取行動。12月降息後，聯準會官員對於後續降息態度也趨於保守，使得美國10年債殖利率呈現反彈走勢。

若觀察核心商品通膨，可發現數據自2025/6反彈向上，應與對等關稅相關，然而這個階段核心CPI維持橫盤走勢，顯示關稅衝擊有限，且進口商品佔整體消費比重約在10%上下，主要影響核心通膨的因素仍以薪資通膨和房租通膨為大宗。在就業市場放軟，薪資增速下行的環境下，房租年增率也有持續下行趨勢，根據Zillow線上租房網站統計，**美國11月房租年增率2.3%**，顯著低於疫情前平均年增4%左右水準，預料將持續帶動CPI下行。

### 核心CPI緩降，關鍵因素仍在服務通膨



### 房租走降有望帶動CPI下行



資料來源：Bloomberg。

標普500指數2025年上漲16%，若與過去兩年比較，漲幅略有收斂，主要漲幅是由獲利成長推動，評價的擴張僅有1.6%。雖然聯準會自9月起重啟降息，資金面有望轉趨寬鬆，然而美股評價偏高的問題，將使得2026年本益比續揚空間有限，甚至會因為評價偏高，而出現劇烈波動的風險。

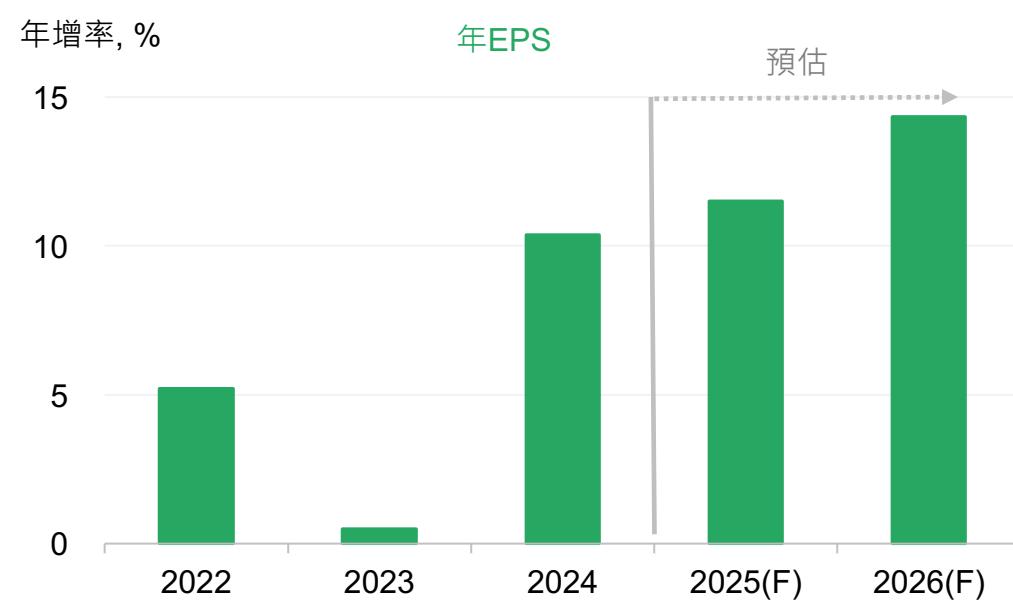
儘管近期受到AI資本支出恐有過度擴張的疑慮，而使AI股出現拉回，但AI應用逐步擴散，將促使企業生產力提升，提高獲利。加上川普減稅及放鬆監管帶來的效應，**標普500企業2026年獲利增速有望較今年進一步提高，也形成股市下檔的強勁支撐。**

### 2025年標普指數上漲，然而PE擴張有限



資料來源：Bloomberg預估。

### 標普500企業2026年獲利有望再上層樓



資料來源：FactSet預估。

美股7巨頭在過去幾年累積巨大漲幅，除了獲利大幅成長以及AI紅利之外，海量的現金流也使得這些科技巨頭受到高利率的影響甚微。不過自今年下半年起，7巨頭表現已明顯落後於標普500指數，持有科技巨頭的報酬率表現已不再獨領風騷。

若觀察科技巨頭獲利成長性，2026年仍是20%以上成長率，不過相對的標普其他493檔個股的獲利年增率，也由過去兩年的5.1%、9.4%，進一步回升至2026年的12.5%，與7巨頭的距離拉近，也代表**其他493檔個股，不僅有望受惠AI生產力提升的效益，也有低基期的優勢，若評價可因為獲利成長性而獲利進一步提升，2026年仍可望表現突出**。

### 下半年以來7巨頭表現落後標普500

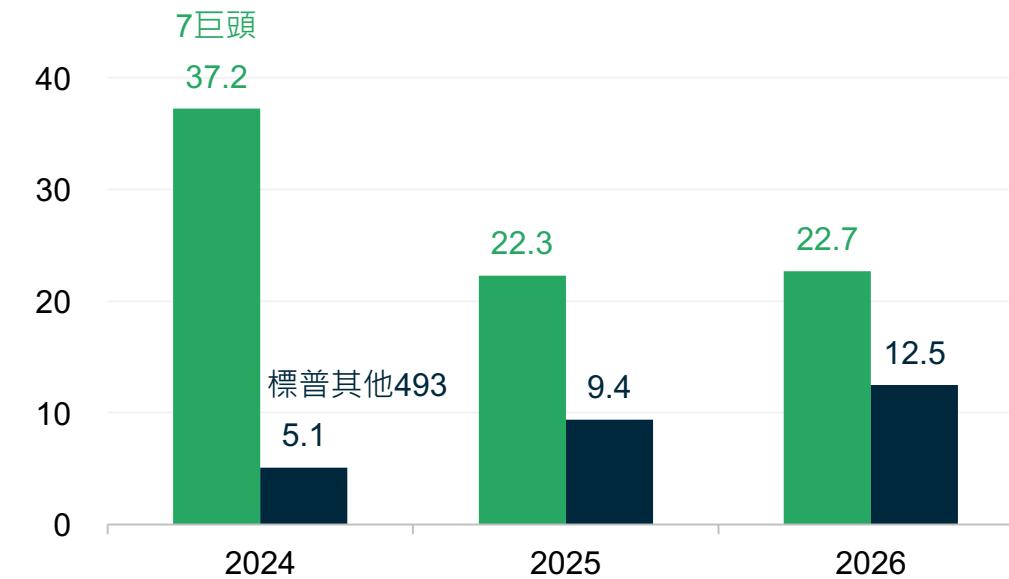
比值標準化, 2024/12=100



資料來源：Bloomberg。

### 7巨頭仍維持獲利高成長，但其他493增速上升

獲利年增率, %

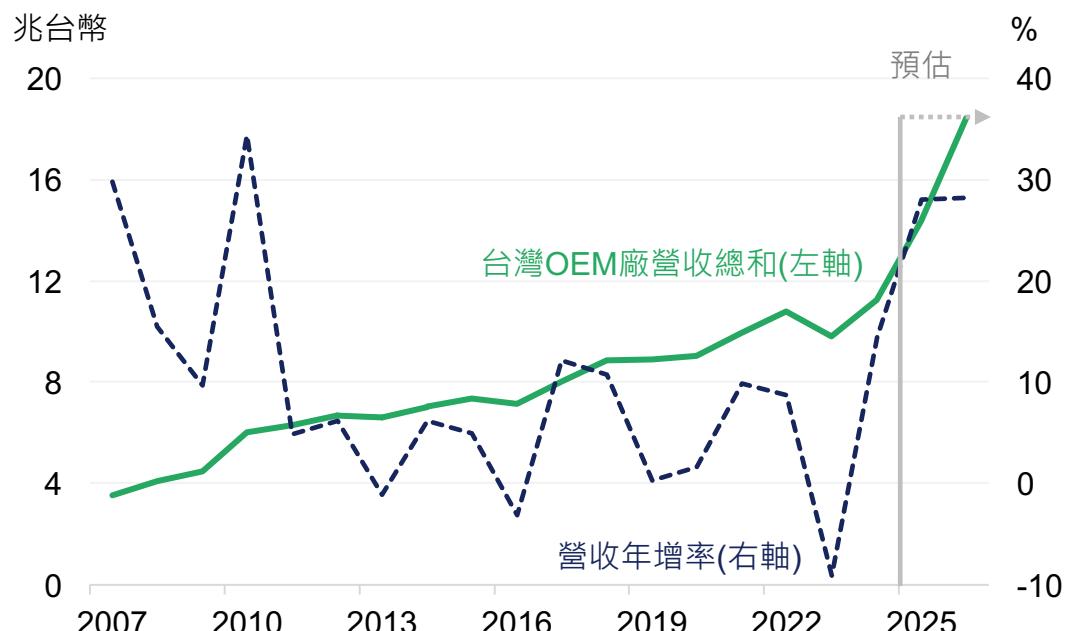


資料來源：FactSet預估。

隨輝達GB300伺服器在今年第三季開始出貨，台灣OEM(AI伺服器組裝廠)營收再度大幅成長，預估今年台灣6大OEM廠營收總計年增28%。展望明年，伺服器代工業者的產能持續擴增，並且輝達Vera Rubin伺服器將於下半年量產、ASIC伺服器需求亦同步增加，加上美國CSP業者仍在擴大資本支出，三大利多趨勢均促成明年OEM廠營收延續強勁成長，預估明年營收總和年增率仍可達28%，上看18兆台幣。

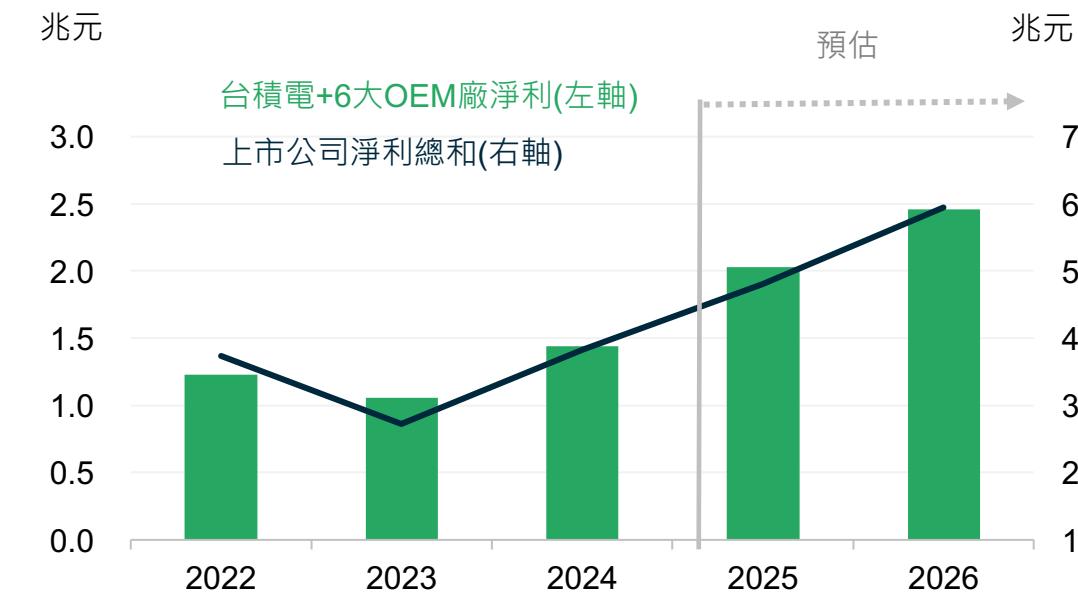
除了OEM廠商營收大增，台積電明年營收表現預估亦保持亮眼，在AI作為台灣出口動能的重要性日益提升之下，AI伺服器組裝商、晶圓代工的強勁營收展望將支撐台灣明年出口，因此仍對明年出口成長樂觀看待。由於AI伺服器規格要求嚴苛，若輝達要如期量產新一代AI平台，必須與供應商從設計階段就深度合作，保障了與輝達合作密切的台灣電子業者訂單穩定性與成長，支持台股明年正向發展。

### 產能擴增、GB300擴大出貨，帶動OEM廠營收強勁增長



註：6大OEM廠取鴻海、緯創、緯穎、廣達、仁寶、英業達營收。  
資料來源：Bloomberg預估。

### AI需求強勁，台灣上市公司獲利成長



註：6大OEM廠取鴻海、緯創、緯穎、廣達、仁寶、英業達。  
資料來源：Bloomberg預估。

中國人民幣11月下旬至今，兌美元匯率出現加速升值走勢，境外匯價近期甚至一度升破7.00整數關卡，為2024年9月以來首見，美元走弱及官方每日公布的中間價持續走升，或為主要原因。

中國銀行代客結售匯金額，自3月起轉為順差，儘管近兩個月金額，相較9月出現明顯減少跡象，但隨人民幣升值預期逐漸增加，增加出口廠商售匯需求，將扮演未來進一步升值動能。

聯準會明年寬鬆路徑仍有爭執，但降息仍為目前主要假設，中國政策雖朝寬鬆方向前進，但兩國利差仍有望收斂，若美國降息幅度高於預期，將有利於人民幣升值。

### 人民幣升值預期，增加未來售匯想像空間

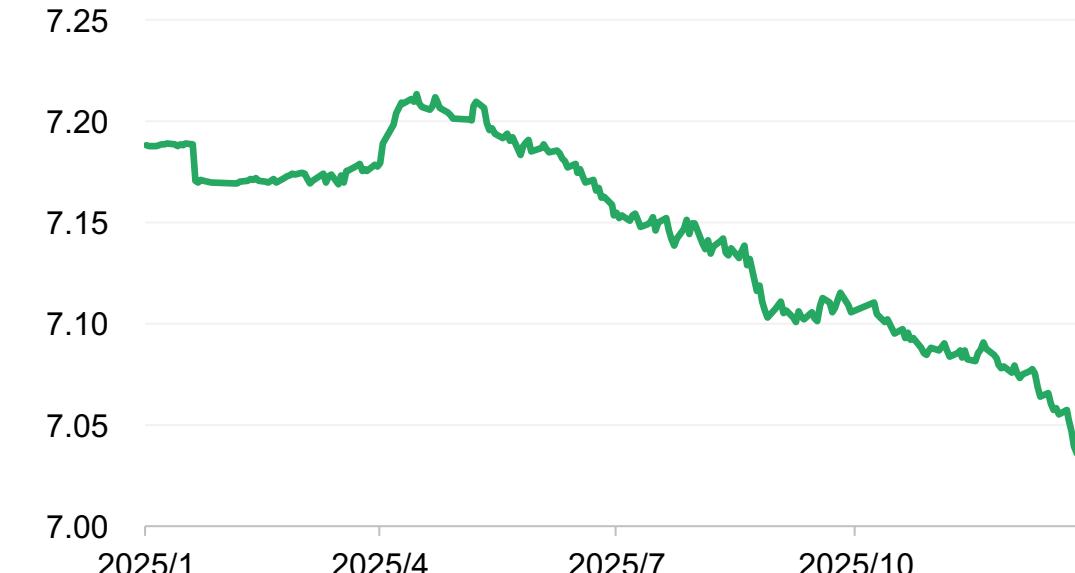
中國銀行代客結售匯順差，億美元



資料來源：Wind。

### 中國官方引導人民幣匯率升值

美元兌人民幣官方中間價



資料來源：Bloomberg。

原訂於12月15日到期，金額20億元人民幣的「22萬科MTN004」，三項展期方案未於12月12日通過。經過5天寬限期後，債權人本週一（12/22）決議，將寬限期再延長30個交易日，至明年1月28日止，但「本金展期一年」提議，僅獲得20.2%支持，未能達到需要的90%以上門檻。

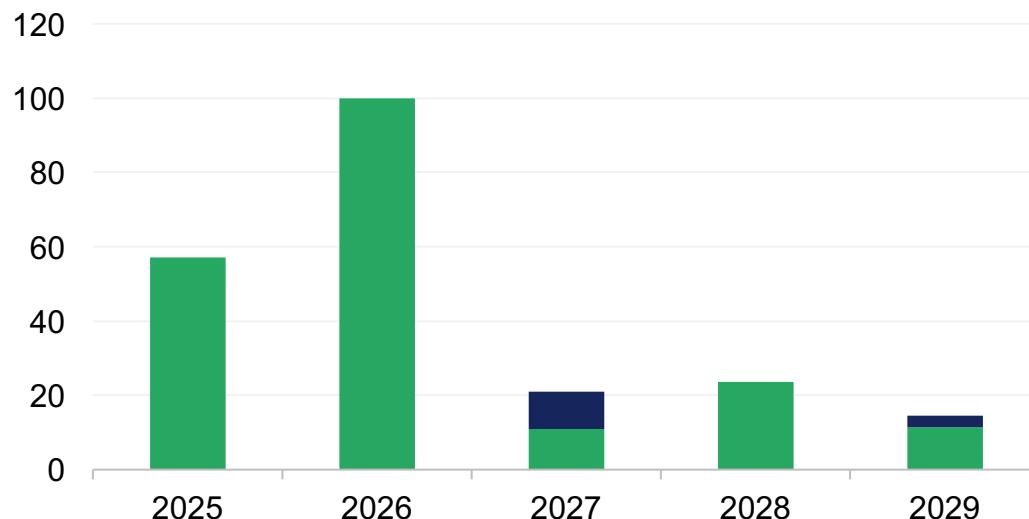
即將於12月28日到期，金額37億元人民幣的「22萬科MTN005」，目前同樣尋求展期中，前途未卜。另外，除前述債務外，該公司未來四年，還有146.16億元人民幣債券陸續到期，未來償債壓力仍然相當龐大。

萬科今年前三季累計銷售額年減44.6%，至1004.6億元人民幣，同期間母公司帶息債務3544.31億元人民幣，帳面貨幣資金656.8億元人民幣，看似足以因應近期到期債券本息，但實際可動用資金僅8.6億元人民幣（大部分資金受「專款專用」限制，主要用於支應保交樓、支付工程款等），後續到期債務若未能成功展期，或獲得外部資金挹注，恐面臨債務重組挑戰。

### 萬科面臨債券到期壓力

萬科到期債券金額，億元人民幣

■ 境內 ■ 境外

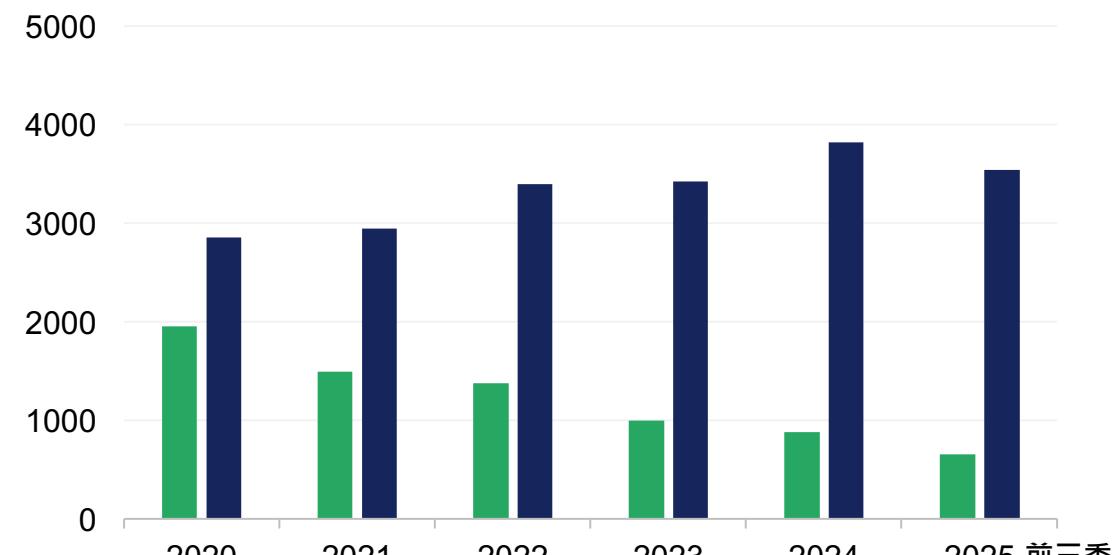


資料來源：Wind預估。

### 萬科帳上現金恐難因應龐大債務壓力

億元人民幣

■ 帳面貨幣資金餘額 ■ 母公司帶息債務



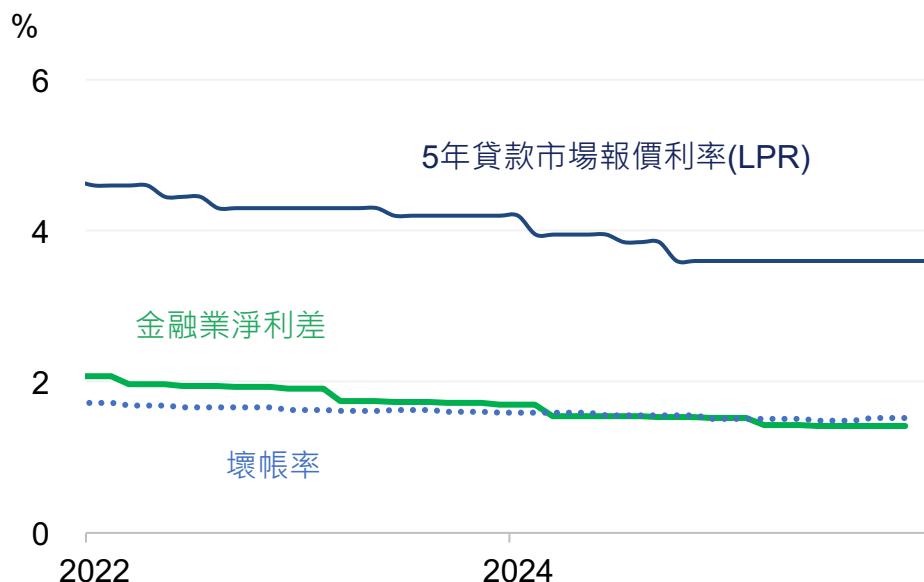
資料來源：Wind。

當前總經環境疲弱的背景下，中國金融業面臨挑戰。2025年銀行業淨息差持續收窄，已處於歷史低位，主要受低利率政策延續、房地產市場低迷及內需不足影響。銀行依賴利息收入的結構下，不利盈利展望。

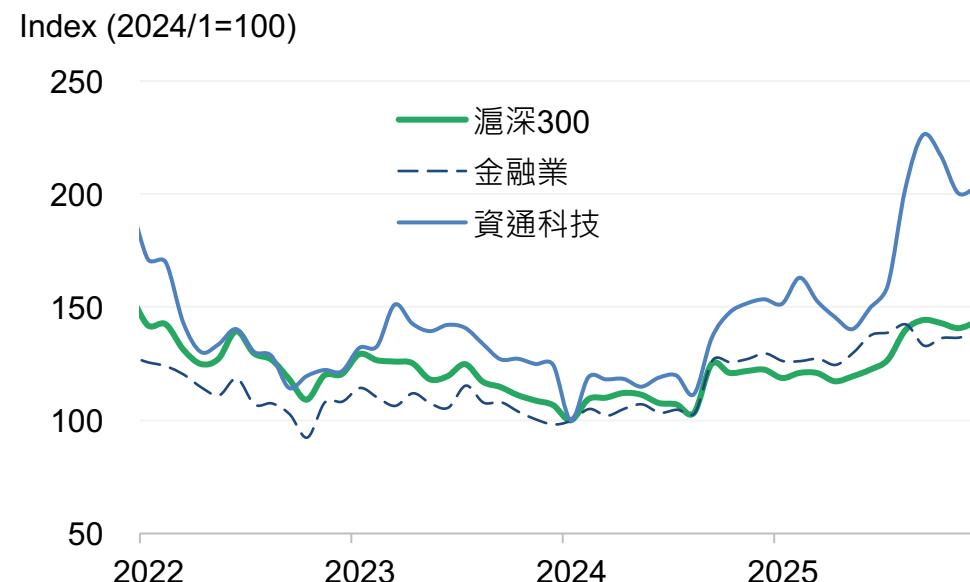
股價方面，A股類股表現分化，金融股明顯落後科技股。科技板塊受人工智能、半導體及高端製造驅動，類股快速上升。反觀金融股，受利差收窄及不良貸款隱憂拖累，漲幅有限，近期多檔大型銀行股甚至回調至半年線至年線一帶。反映資金偏好科技賽道，而非傳統金融板塊。

從盤勢來看，年底A股可能面臨回檔整理壓力。雖然兩會前市場期待更多刺激訊號，如提高赤字率至4%、擴大專項債限額及超長期特別國債發行，以提振消費與投資，但若官方態度維持謹慎，未見大幅加碼跡象，大盤恐需更長時間橫盤消化。金融類股方面，財政收入需要國有行繳庫的需要下，人行進一步降息降準的機會可能降低，搭配國有行股價已明顯回調至半年線至年線一帶，應會吸引收益率需求的資金進駐。

### 總體環境疲弱下，金融業淨利差受影響



### 今年以來，類股表現有所差異



29 Monday	30 Tuesday	31 Wednesday	1 Thursday	2 Friday
美國成屋待完成銷售 達拉斯Fed製造業展望 中國工業利潤	美國FHFA房價指數 美國MNI芝加哥PMI	美國FOMC會議紀錄 美國初領失業金人數 中國製造業PMI 中國非製造業PMI 德國、日本、巴西、泰國、 印尼休市	元旦休市	美國標普全球製造業PMI 歐元區HCOB製造業PMI 德國HCOB製造業PMI 英國標普全球製造業PMI 日本休市

## 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。