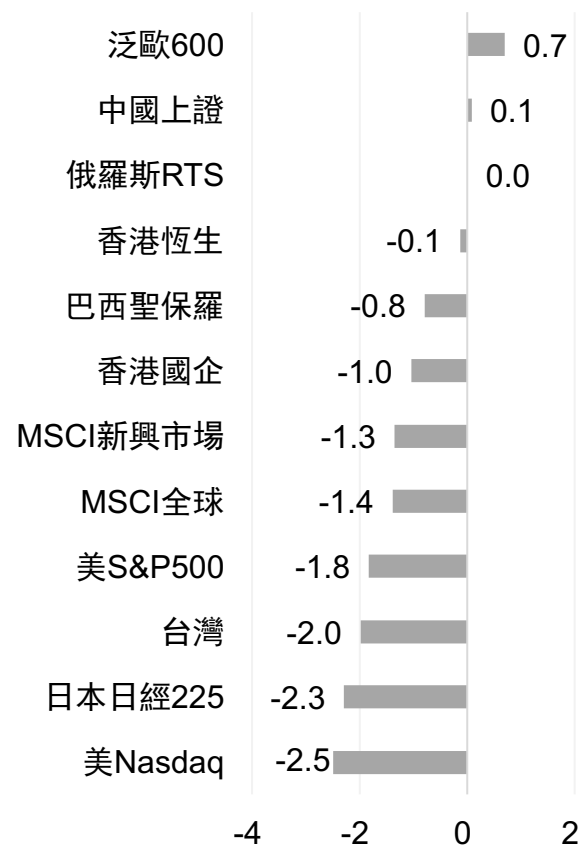


2025年12月19日

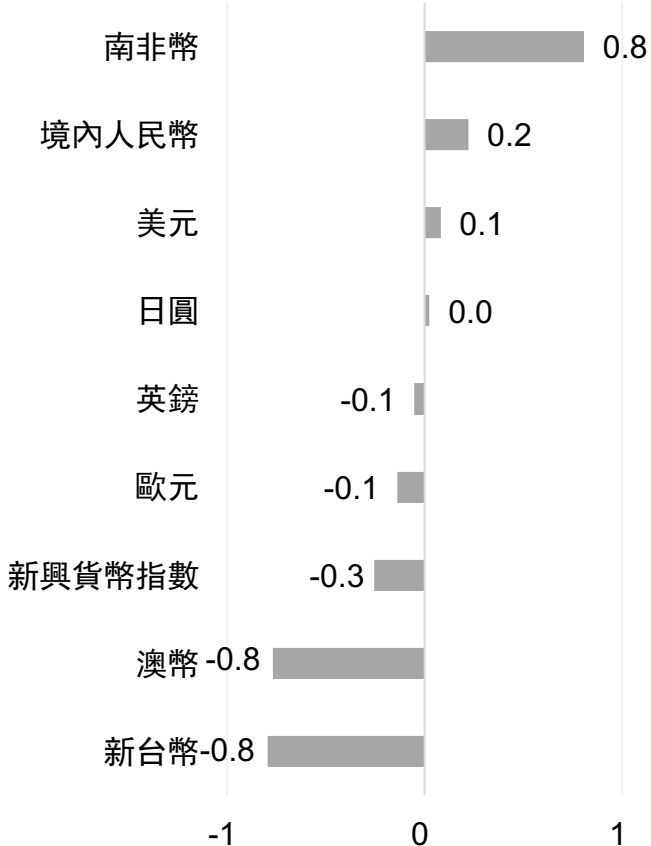
投資研究週報

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。

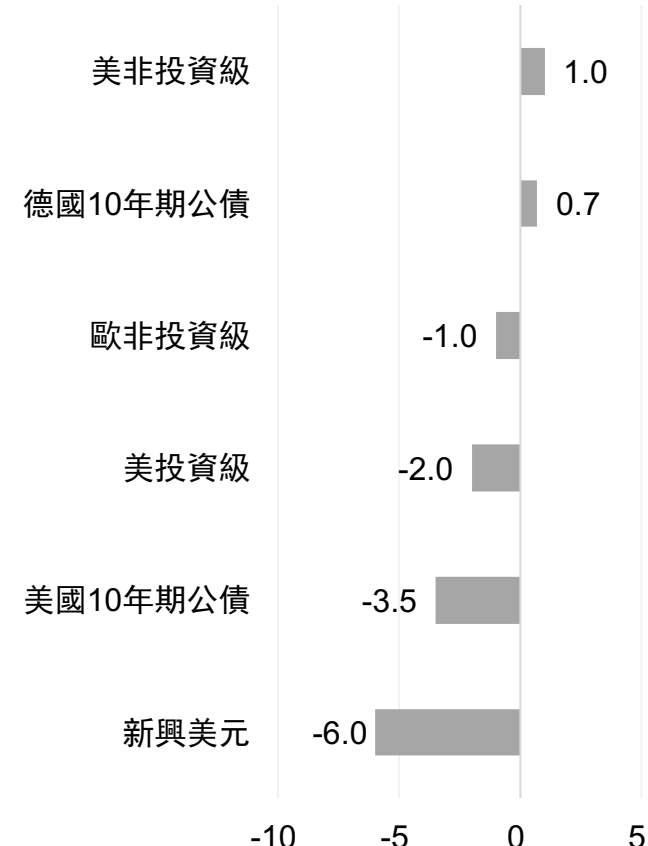
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/12/11 – 2025/12/18

資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

- **科技股大幅修正後，未來看法**—市場近期已消化AI利多，加上評價偏高以及博通毛利率下滑風險，導致近期科技股承壓。長期而言，預期AI需求維持強勁，並樂觀看待明年獲利成長，長線多頭格局未變。
- **央行會議—亞洲**：台灣維持利率不變，預料明年Q1可望釋出房市調整訊號；日本重啟升息，惟日圓走勢持續承壓。**歐洲**：歐元區利率維持不變、上調成長預期；英國降一碼，預期通膨走勢見頂。
- **美國總經數據**—1)11月新增非農回溫，惟失業率攀升至四年來新高，勞動市場動能仍疲。2)CPI增速下滑幅度大於市場預期，後續仍需觀察通膨降溫情勢。
- **FOMC後美元雙率走弱，而長率降幅有限**—官員談話依舊分歧，配合通膨降溫緩慢，預計短線上Fed進入政策觀望期，將使美債利率維持震盪，料長天期利率降幅有限，殖利率曲線進一步陡化。

2. 後續看點

- 美國Q3 GDP(12/23)、聯準會會議記錄(12/31)。

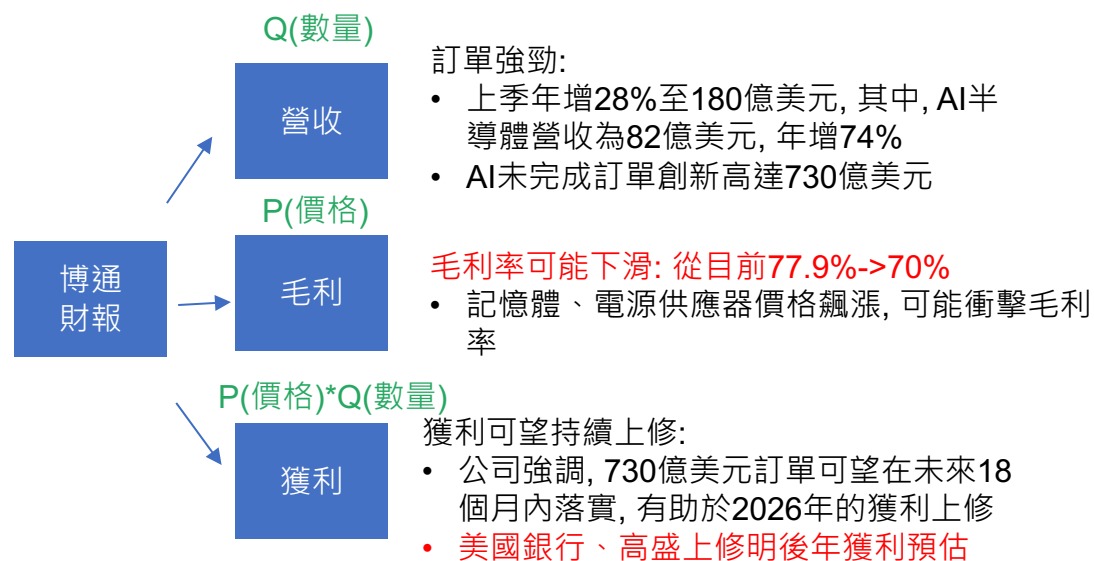
策略思維

1. **股市—留意短線震盪，長線多頭不變**：高評價易導致股市震盪，然而在2026年Fed延續貨幣政策寬鬆、減稅等財政刺激下，明年獲利表現將持續成長，有利美股多頭延續。
2. **債市—短線利率震盪，中長期料緩步滑落**：今年累計降息3碼後，短期內的降息門檻提高，同步影響市場情緒觀望。中長期而言，隨聯準會政策立場延續寬鬆，仍有利美債利率緩步滑落，惟長端利率降幅緩慢。
3. **匯市—美國海內外利差收斂，美元指數震盪下跌**：市場對BOJ升息空間不確定性、機構減碼日債，導致日圓走貶。聯準會短線觀望，限縮美元下行空間；但預計2026年美國降息步調居前，仍驅動中長期美元弱勢。

博通(12/12台灣凌晨5點)公布最新財報, 雖然營收與獲利均優於預期, 但股價仍重挫11%, 也導致其他AI股下挫, 主因有三, 1)市場預期太高, 並放大檢視各項數據, 2)市場擔心毛利率下滑, 可能是AI產品毛利下降所致, 進而質疑獲利成長性。3)博通的前瞻本益比一度來到40倍, 明顯超過輝達的33倍, 有高估之嫌。

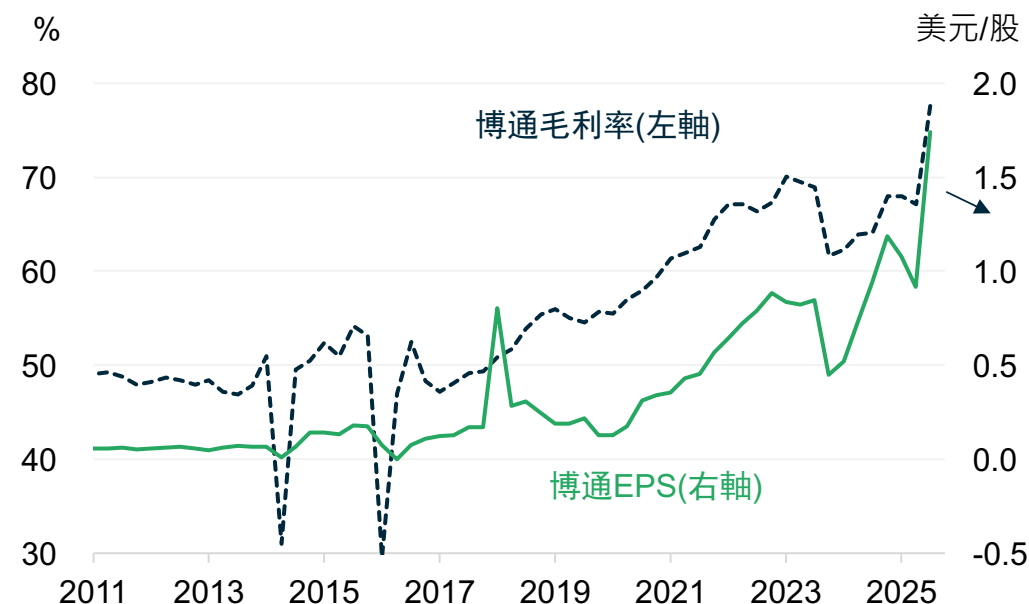
不過, 就基本面而言, 投資人無須過度擔憂, 理由如下, 1)博通**已成為系統供應商, 收入更多元, 短期雖承受元件上漲的壓力, 但非需求放緩**, 2) AI需求仍舊強勁, 上季AI晶片年增74%, 本季AI晶片成長率上看100%, 同時未完成訂單達730億美元(未來18個月內可望轉化為營收)。3)全球CSP業者持續上修資本支出, 明年上看6000億美元。因此, 即便股價重挫, 但**市場仍持續上修博通明年後的獲利預估。因此, 在基本面持續改善下, 股市拉回後仍可分批布建。**

市場對博通財報的疑慮分析



資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

博通獲利持續創高, 但毛利率短期可能下滑

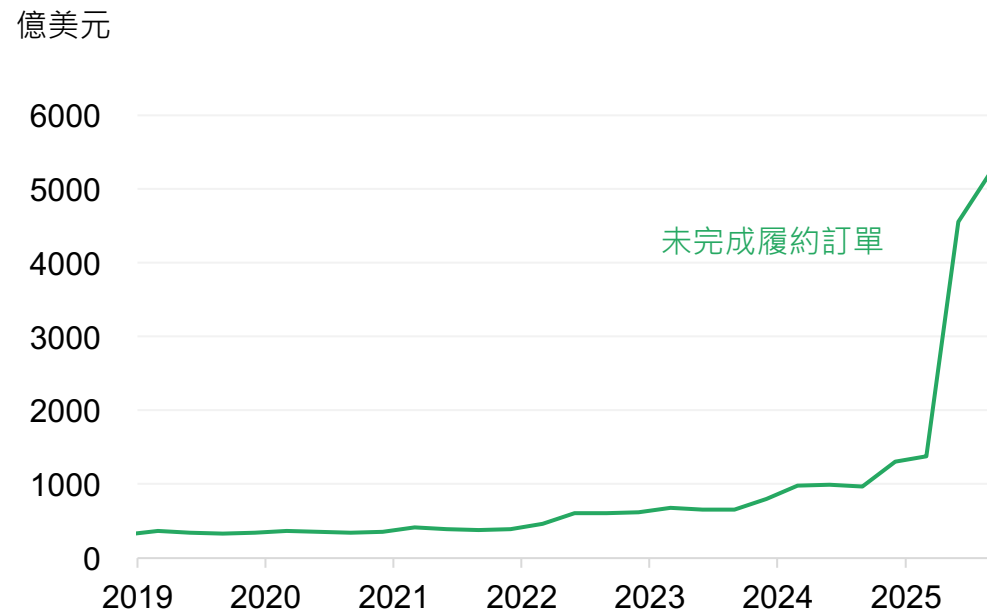


資料來源: Bloomberg。

繼財報之後, 12/17媒體報導, 甲骨文位在密西根州計畫的百億美元 AI 資料中心融資, 由於長期合作夥伴Blue Owl Capital並未出資, 引發投資者恐懼, 股價單日再度重挫5.6%。不過, 甲骨文隨後回應稱, 該專案如期進行, 該專案的開發合作夥伴Related Digital已經在多項競爭性方案中選定股權合作夥伴, 此合作夥伴並非Blue Owl Capital。

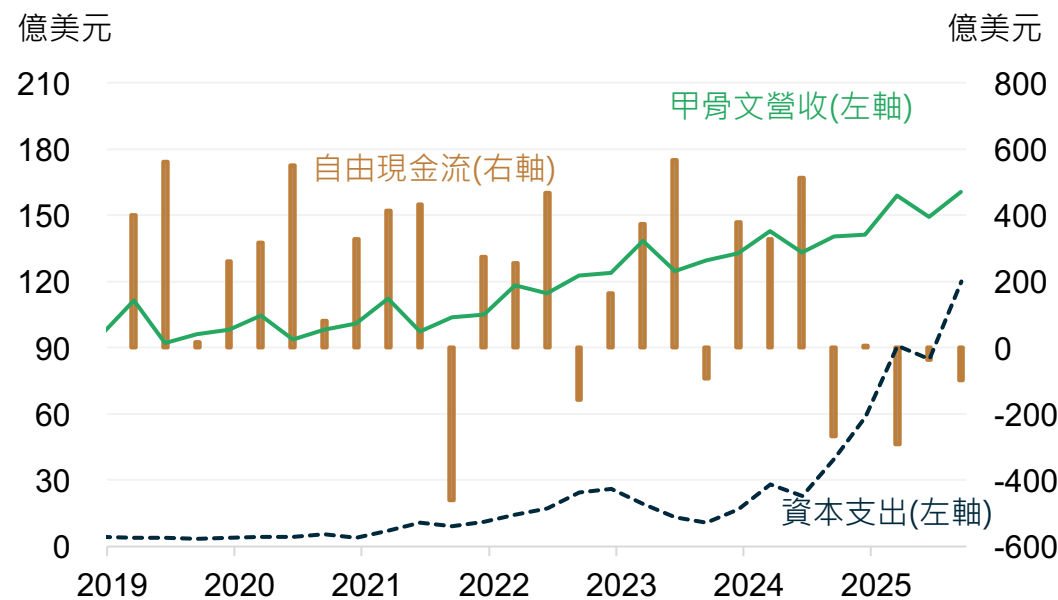
短期市場對甲骨文的擔憂, 可能維持數季, 但長期改善方向並未改變, 主因如下, 1)資料中心的建置, 可以用租的方式取代買斷, 降低資本支出, 2)甲骨文未完成履約義務訂單(RPO)尚未轉為營收, 但RPO代表需求已經「白紙黑字簽約», 並非口頭承諾, 且是複數年的合約, 隱含未來需求穩定, 同時主要需求方為政府、大型機構等, 3)現金流短期為負, 但預期1-2年後, 隨資料中心建置完成後, 營收將逐步上升, 可能在2027年之後才會顯著改善。整體而言, AI基礎設施需求依然強勁, 若想降低個股波動風險, 可考慮三大CSP業者為主。

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, 但自由現金流尚未轉正, 為市場隱憂

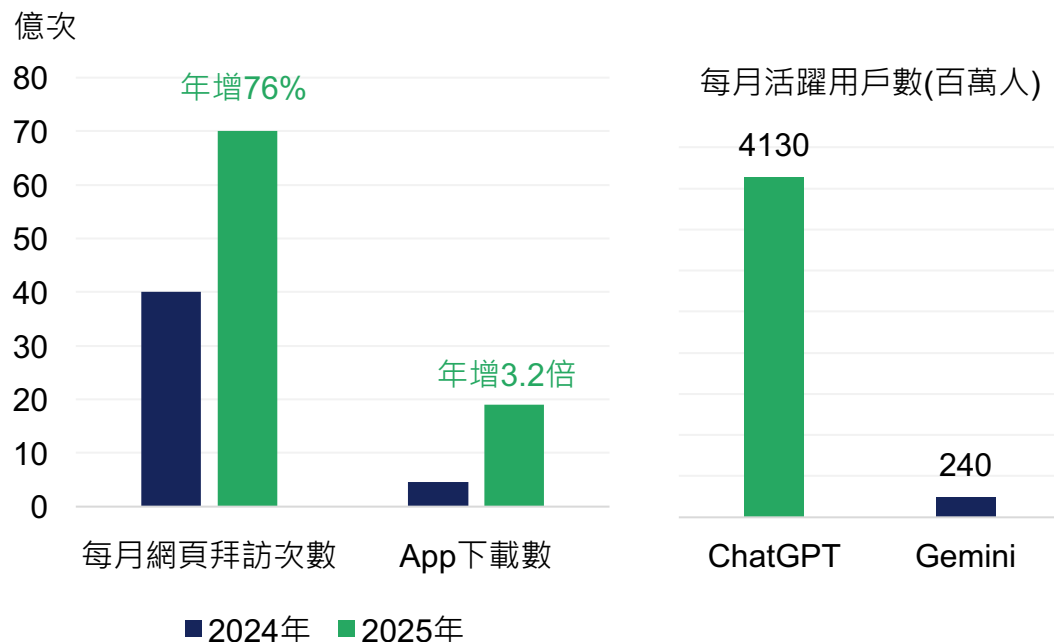


資料來源: Bloomberg。

近期AI類股持續震盪, 博通、甲骨文、CoreWeave股價大跌, 再度引發企業過度投資AI的擔憂, 將壓抑未來獲利並導致估值回調。此外, Gemini用戶大增, 是否代表著, 若未來ChatGPT市佔率下滑, OpenAI將面臨投資減少、合作夥伴遭拖累的風險? 觀察AI使用數據, 不論是生成式AI的網頁拜訪次數, 或App下載次數均大幅成長, 反映使用AI正逐漸進入日常生活, 隨終端應用增加, 算力需求仍在成長。而ChatGPT市佔率與Gemini落差極大, 預期短期內OpenAI的需求缺口持續擴大, 競爭者要追趕的難度更大。**OpenAI有實質需求支撐, 意味相關合作夥伴的中長期訂單能見度高、擁有高額市佔率。**

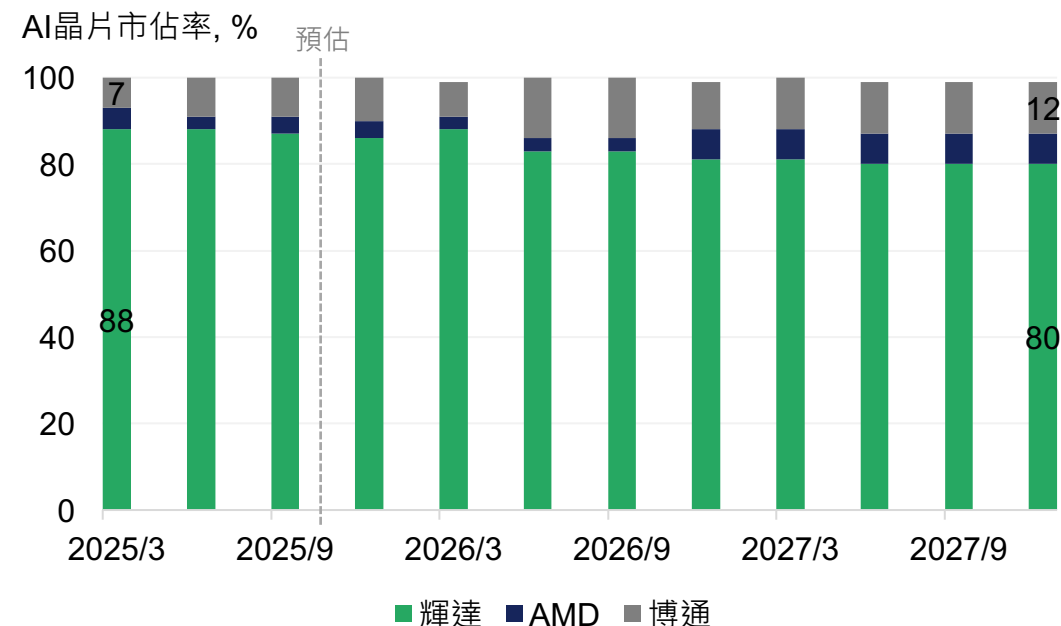
AI晶片方面, CSP業者為了降低電力成本, 勢必將擴大配置ASIC。高盛預估到2027年, 博通ASIC晶片市佔率將從9%增至12%, 並受低基期影響, 預估明後年的出貨成長速度將超過輝達GPU, 成為未來AI硬體重心之一, 故除輝達GPU供應鏈, 博通ASIC供應鏈也是未來布局重心。**整體而言, AI晶片需求仍高, 高營收與高現金流, 使AI硬體龍頭股的波動風險較低, 逢低可優先布局。**

AI轉變成日常行為、ChatGPT仍是AI模型龍頭



資料來源: similarweb。統計期間: 2023/10~2025/9。

ASIC需求擴大, 在AI晶片市場佔一席之地

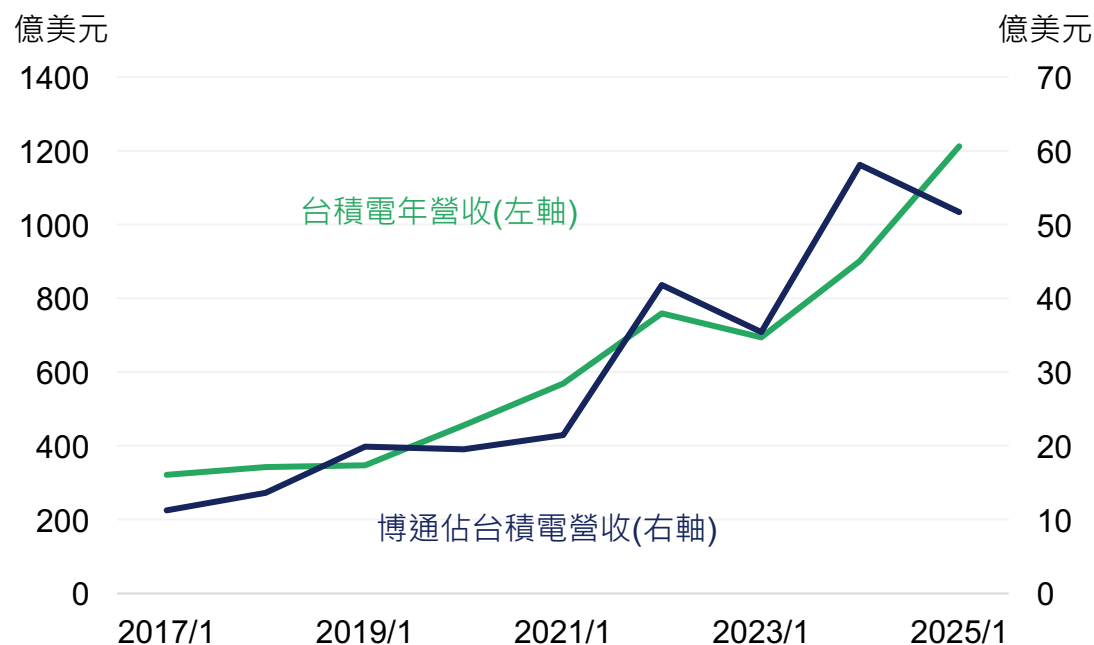


資料來源: 高盛預估。

博通財報電話會議指出, 因AI晶片及AI伺服器週邊硬體訂單大增, 對先進製程與先進封裝的需求持續上調, 意味作為博通主要供應商的台積電, 未來營收具有進一步上調空間, 獲利前景仍佳。此外, **即使博通擴大AI產品範疇, 亦不與台灣AI供應鏈互相搶食訂單, 反而將是擴大台廠AI訂單**。博通主要擴大的AI產品, 如網路交換器、網通及存儲產品, 多由美國主導研發與設計, 台灣為上游供應商, AI需求愈強對台灣電子股愈有利。

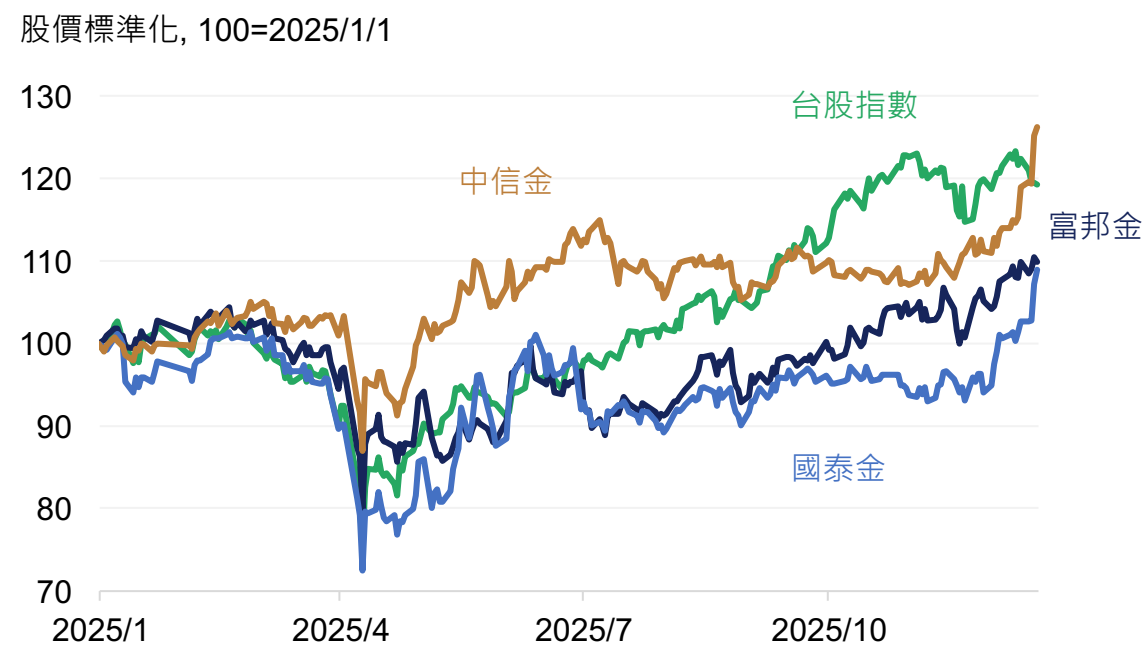
AI需求保持熱絡, 台股基本面無虞, 惟近期美國科技股震盪, 台灣電子股易遭牽連, 但**拉回修正應站在買方思考, 擴大布局長線部位**。對保守型投資人而言, 若想在市場風險偏好下降時, 降低股票波動, 可布局部分金融股。台灣明年經濟溫和成長, 有助金融股獲利, 股價位於較低位階、現金流穩定, 也是近期市場偏好金融股的原因。

作為博通主要供應商, 有助台積電營收長期增長



資料來源：Bloomberg。

科技股高檔震盪下, 金融股相對抗跌



資料來源：Bloomberg。

英國央行貨幣政策委員會12月18日會議中，5:4票的結果使**基準利率由4%再降一碼，今年第四度降息(之前2.5.8月)**，延續漸進寬鬆政策。此前總裁Andrew Bailey曾支持不變，12月則轉向寬鬆成關鍵一票，原因來自他對通膨的解讀。例如11月CPI年增3.2%(低於預期與10月3.6%)，月減0.2%，核心CPI亦降至3.2%，秋季預算加稅措施進一步壓抑需求，以及凍結鐵路票價與處方費、減免能源帳單，預計降低未來通膨。但會後聲明提到**中性利率和勞動薪資成長率**的看法，使得市場開始遞延明年降息預期。

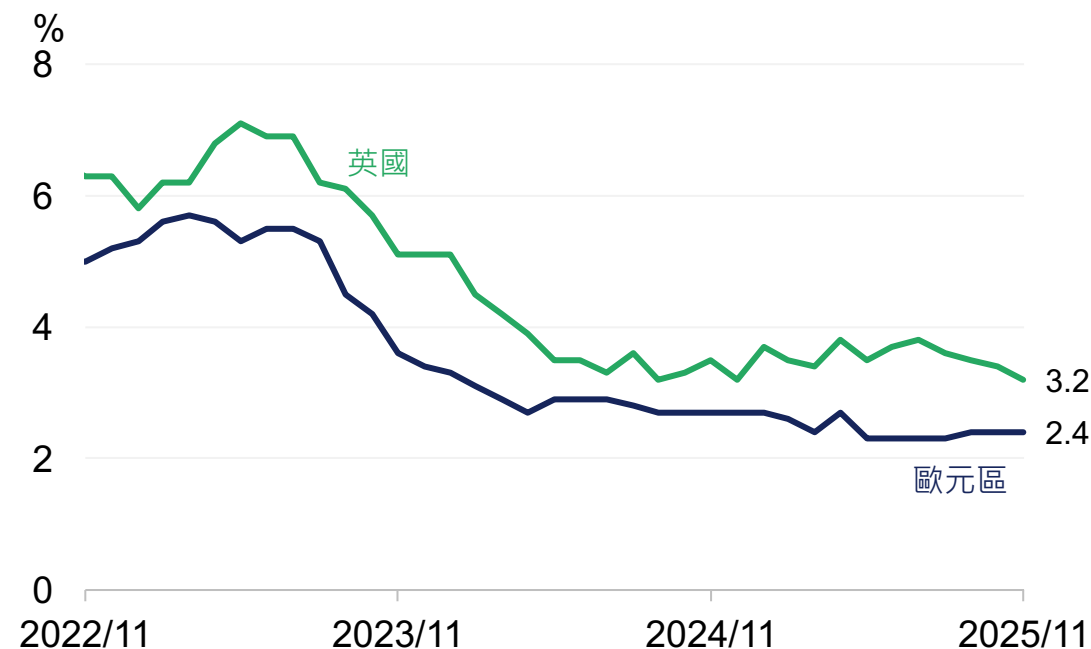
ECB利率不變，主因區內通膨微溫，11月HICP物價升至2.2%，核心通膨2.4%。服務業通膨仍係頑強的3.5%，貢獻當月物價1.58百分點。GDP成長溫和，第三季增0.3%，主要受內需支撐，以及製造業與政府支出影響。當前歐洲央行利率已處中性水平，通膨接近2%目標，**本月不調整後，2026年OIS利率交換市場顯示寬鬆機率仍低**，預計歐元受相對不降息的中性預期支撐。

歐元區、英國央行一覽

歐洲央行(ECB)	英格蘭銀行(BOE)
<ul style="list-style-type: none">● 三大利率不變: DF 2.0%、MRO 2.15%、MLF 2.4%● 近兩月總裁拉加德聲明都使用了「委員會決心確保通膨在中期穩定在2%的目標」的詞彙● 皆強調將遵循「數據依賴和逐次會議的方法」，並且「不預先承諾特定的利率路徑」	<ul style="list-style-type: none">● Bank Rate 4%→3.75%，因通膨見頂、效果顯現● 財政預算案與補貼幫助明年通膨下降，薪資成長趨勢levelled out是後續挑戰● 強調對進一步政策寬鬆的判斷將成為一個「更難的決定」，這暗示了利率正接近中性水平(Neutral Rate)

資料來源：Bloomberg。

英國與歐洲核心CPI物價



資料來源：Bloomberg。

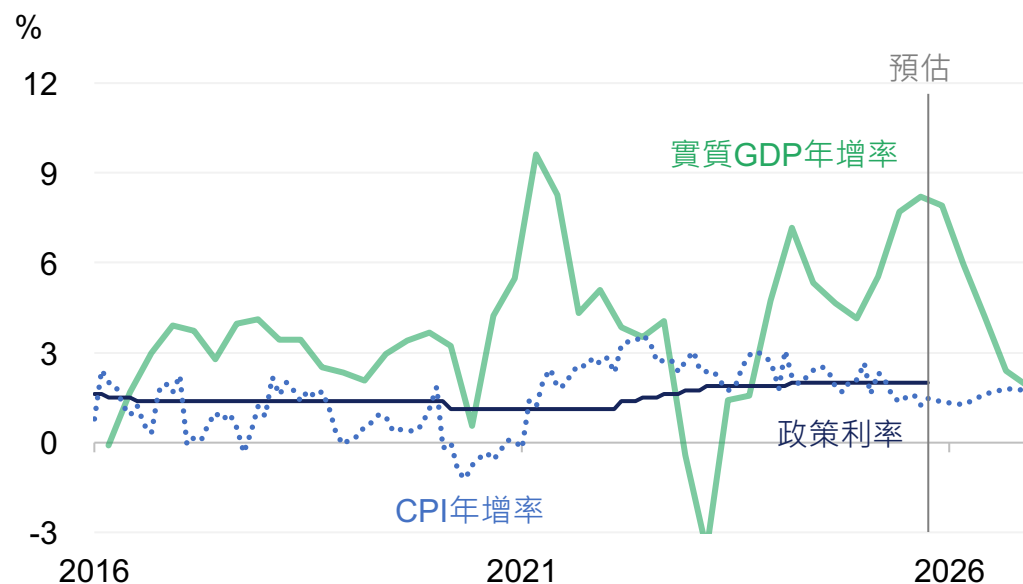
台灣央行：經濟穩健、通膨平穩，**央行維持利率不變，26H1按兵不動可能性高**。

- **景氣看法維持正向**：AI需求強勁，出口表現優於預期，央行上修今、明年GDP，通膨預測值則變化不大。明年景氣雖放緩，但主因基期墊高而非需求惡化；傳產景氣疲弱，但負面影響未見外溢，後續美台達成協議可望帶動情勢改善。有鑑於此，預料明年上半年央行仍將按兵不動。
- **信用管制措施**：明年首季央行將檢視銀行自主管理成效，考量房市降溫、房貸增速與占比皆下滑，預料最快26Q1可望釋出政策調整訊號。

日本央行：經濟前景改善、通膨居高、日圓偏弱，**央行升息一碼至0.75%，釋出未來持續升息訊號**。

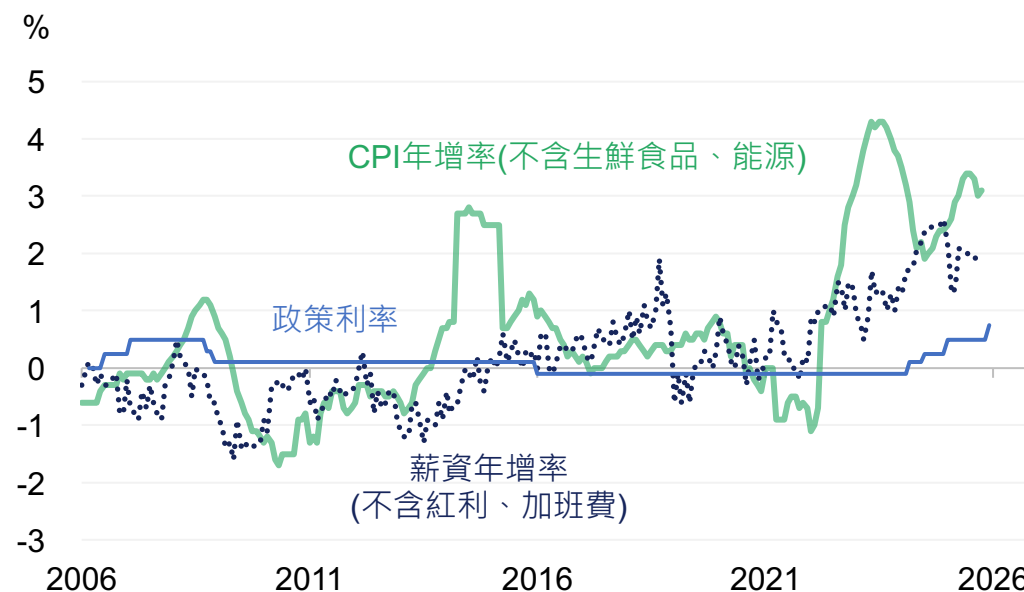
- **預期景氣將回溫、通膨先降後升**：關稅不確定性消退，企業投資、出口出現改善。政府推動補貼措施、薪資成長對消費的提振料逐步顯現，BOJ預料明年通膨下滑後，27H1仍將回到與2%目標一致的水平。
- **對前景信心增強**：預期明年三月春鬥將再度大幅調薪，強化薪資、通膨的正向循環。BOJ對經濟展望實現的信心提高，且稱實質利率仍低、目前利率具中性水平仍有一些空間，若展望順利實現，將進一步升息。

台灣：經濟穩健、通膨持穩，央行26H1料持續按兵不動



資料來源：台灣央行預估, Bloomberg。

日本：若薪資維持高增長，將助長通膨持續居高風險



資料來源：Bloomberg。

FOMC會議過後，美元指數走貶，新台幣為何不升反貶？研判主因：**美股科技股持續整理**：甲骨文、博通財報發布後股價大幅下滑，反映市場對於AI相關資本支出，以及企業未來能否順利變現的疑慮猶存。受此影響，台股同步修正，**外資則由買轉賣，同時匯出部分資金，從而影響新台幣**。若美股科技股再度回檔修正，台股、新台幣恐連帶承壓。

後續研判：除了日圓維持貶勢外，其餘貨幣如人民幣創波段新高、馬幣及泰銖走強等，帶動整體亞幣止跌反彈。與此同時，隨时序步入年底、農曆年前，員工分紅的季節性資金需求，過往多帶動出口商拋匯力道轉強。

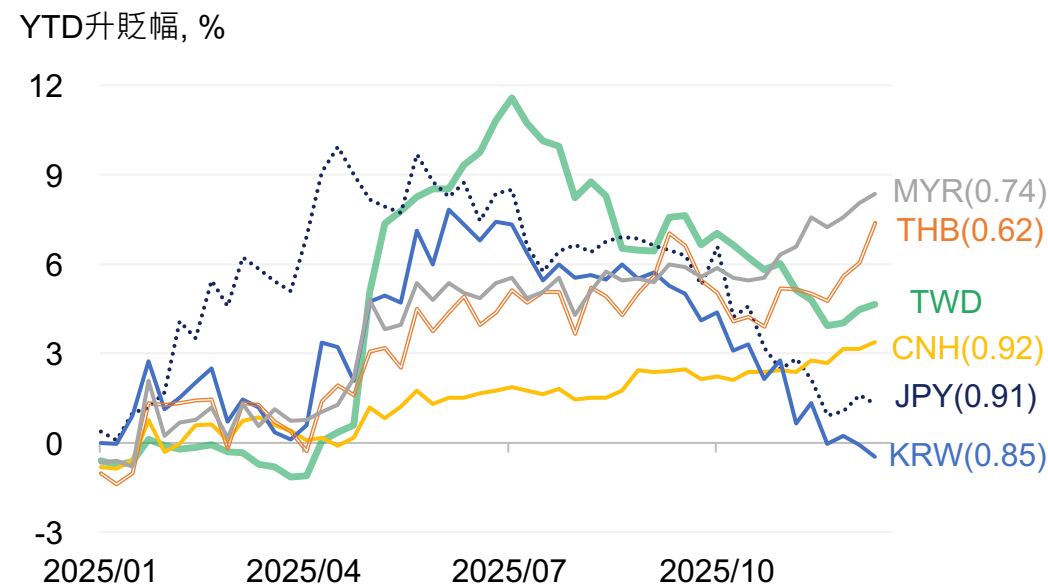
綜上所述，科技股調整引發的外資賣壓恐持續影響新台幣走勢，然亞幣回穩以及季節性拋匯轉強，料有助緩和前述影響。

外資由買轉賣同時匯出，影響新台幣



資料來源：Bloomberg。

FOMC會後，多數亞幣止跌甚至回升



註：括號內數字為2022/1至今該貨幣與新台幣之相關係數。

資料來源：Bloomberg。

BOJ升息一碼、聯準會降息一碼, 日圓卻未見明顯升勢, 表現依舊偏弱, 甚至逆勢走貶, 研判主因：

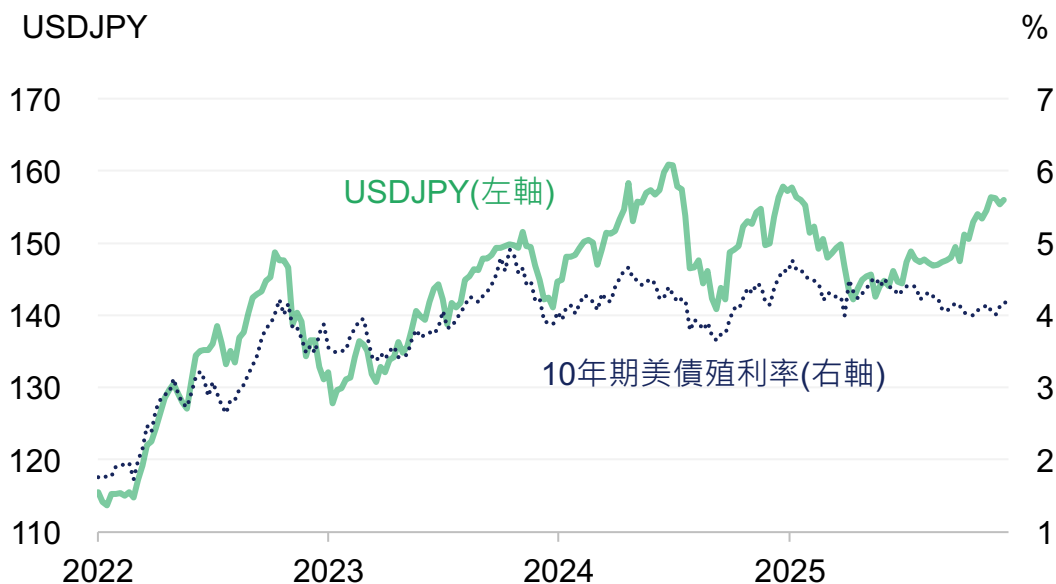
下次升息時點不明朗：本次會議雖透露升息方向不變, 但未提及具體時間, 如此表述相較於本月初植田總裁明示即將升息的做法來得溫和。

美元利率降幅有限：聯準會有意等待缺失的經濟數據補足, 導致美元利率降幅有限。在市場對於明年降息預期進一步升溫前, 利率恐難大幅下行。

日債賣壓延續的負面影響：日債供需兩端分別面臨壓力, 導致日債利率仍有上行壓力。若日本壽險業者等機構投資人因此持續減碼日債, 並將資金流往海外布局, 將為日圓匯價帶來壓力。

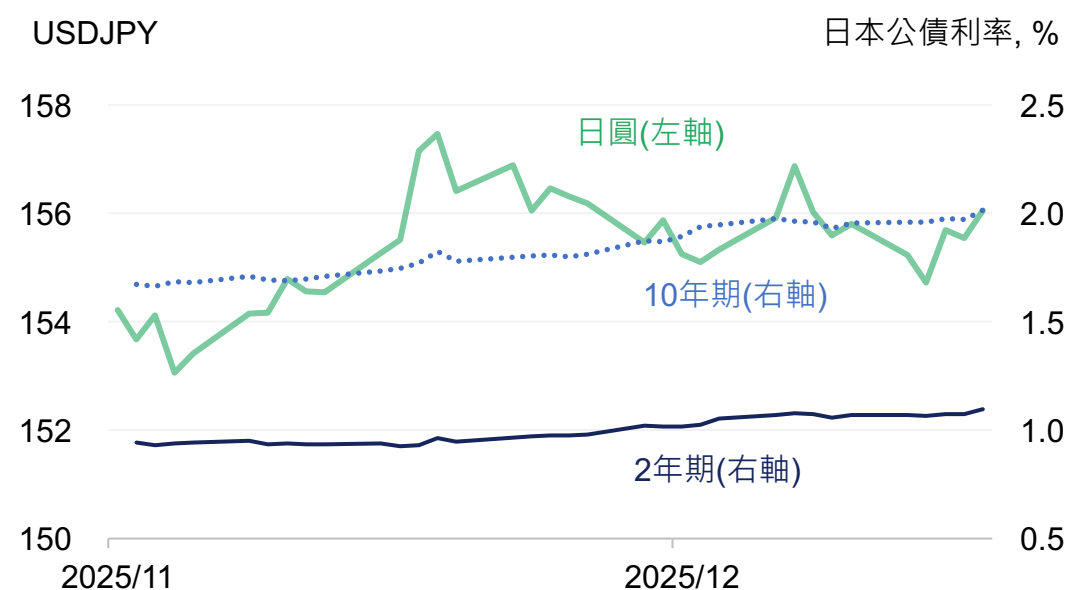
綜上所述, 美元利率暫且持穩, 日債市場空頭引發的資金流出可能延續, 預料日圓表現仍將相對偏弱, 落後於歐元等主要貨幣。

美債利率若持穩, 將緩和日圓回升動能



資料來源：Bloomberg。

近期日債日圓齊跌, 或反映資金流出壓力



資料來源：Bloomberg。

11月新增非農6.4萬人，優於市場預期，並相對於10月 -10.5萬人修正值有所改善。細項觀察：1) **政府部門持續萎縮**，反映川普縮減政府人力成本的政策發酵，「延後辭職方案」正式從聯邦員工名冊中移除；2) 11月整體**私部門看似穩健**，但增幅主要集中在醫療、營建類，**其餘產業增幅動能偏弱**，顯示企業擴張意願有限，勞動市場的回暖力道不足。

勞動市場指標：**失業率意外上升至4.6%**高於預期，並創下4年多來(2021/9)以來新高，失業人口增加至783萬人。若搭配上週JOLTS報告更新：1) 職缺數雖回升，但整體仍偏低迷，**企業招聘動能未明顯改善**；2) 離職率連2個月下滑，**勞工轉職信心不足**。

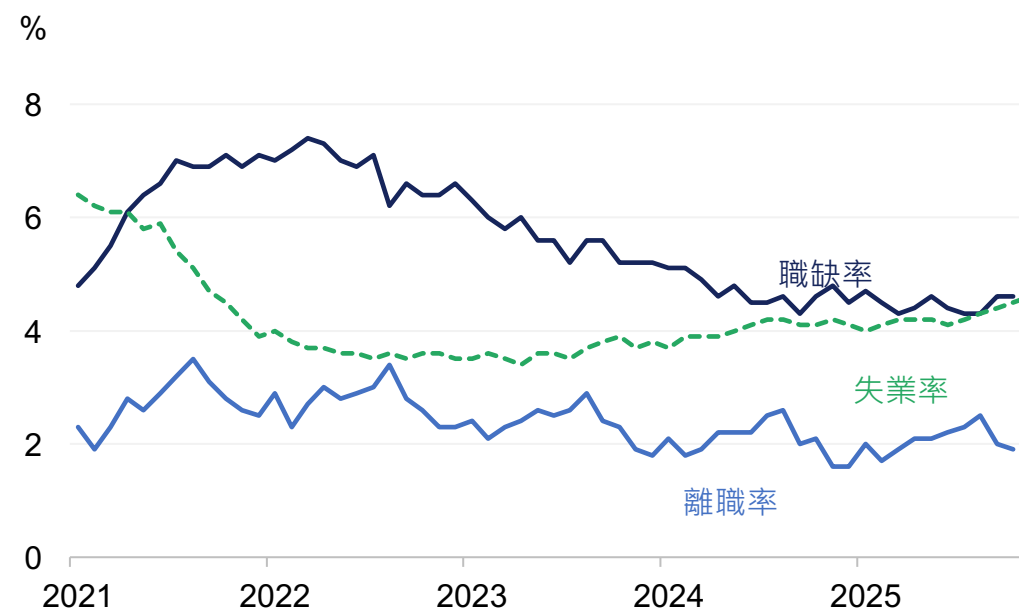
整體**勞動市場呈現「表面穩定，但內部需求與信心降溫」**訊號，顯示結構性疲弱，支撐**中期**聯準會延續政策「**中性偏鬆**」的立場。

非農就業：10月大幅減少，11月溫和回升



資料來源：Bloomberg。

失業率升至4.6%，職缺與離職率均反映就業市場降溫



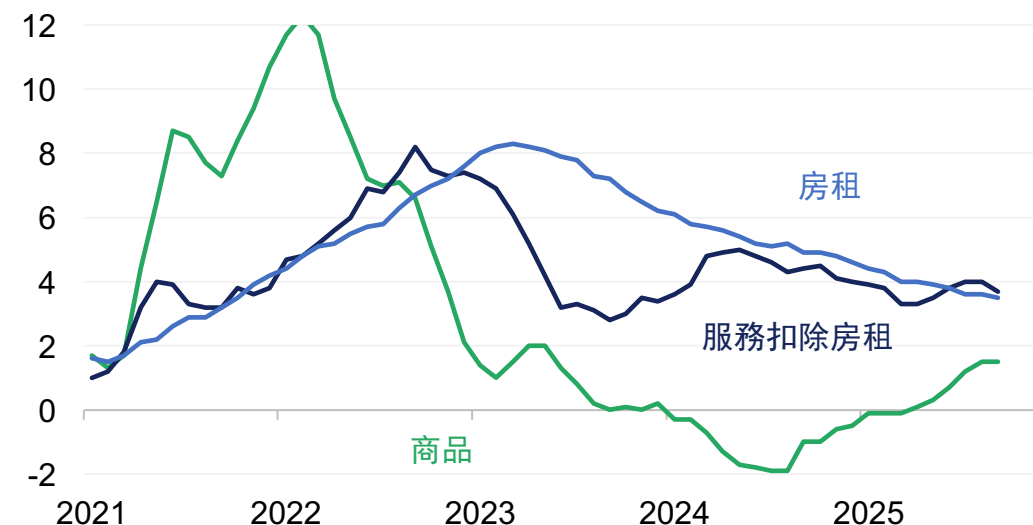
資料來源：Bloomberg。

美國11月CPI年增2.7%(預期3.1%)，核心CPI年增2.6%(預期3.0%)，細項而言：受關稅影響程度較大的商品、服務價格由高點回落，租金更是延續下行趨勢，稍微緩解市場對通膨的擔憂。然而，摩根士丹利認為10月CPI數據缺失，使BLS採用9月變化填補10月數據，進而導致數據偏低，甚至不排除12月通膨數據升溫的悲觀看法。

預計在關稅對通膨的影響逐漸發酵後，美國通膨再大幅上升的空間有限。如同聯準會理事米蘭提及「住房、服務價格降溫將抵銷商品價格的上漲」，短期通膨風險仍存，但不至於失控攀升。**勞動下行風險仍高，但市場仍需持續觀察通膨的降溫速度，CPI公布後，利率期貨市場預期明年1月降息機率僅有26%，反映市場對聯準會12月降息後進入「觀望期」仍有較高共識。**

商品、服務小幅下滑，租金通膨持續降溫

年增率, %



資料來源：Bloomberg。

CPI公布後，市場對明年1月降息的押注仍有限

%



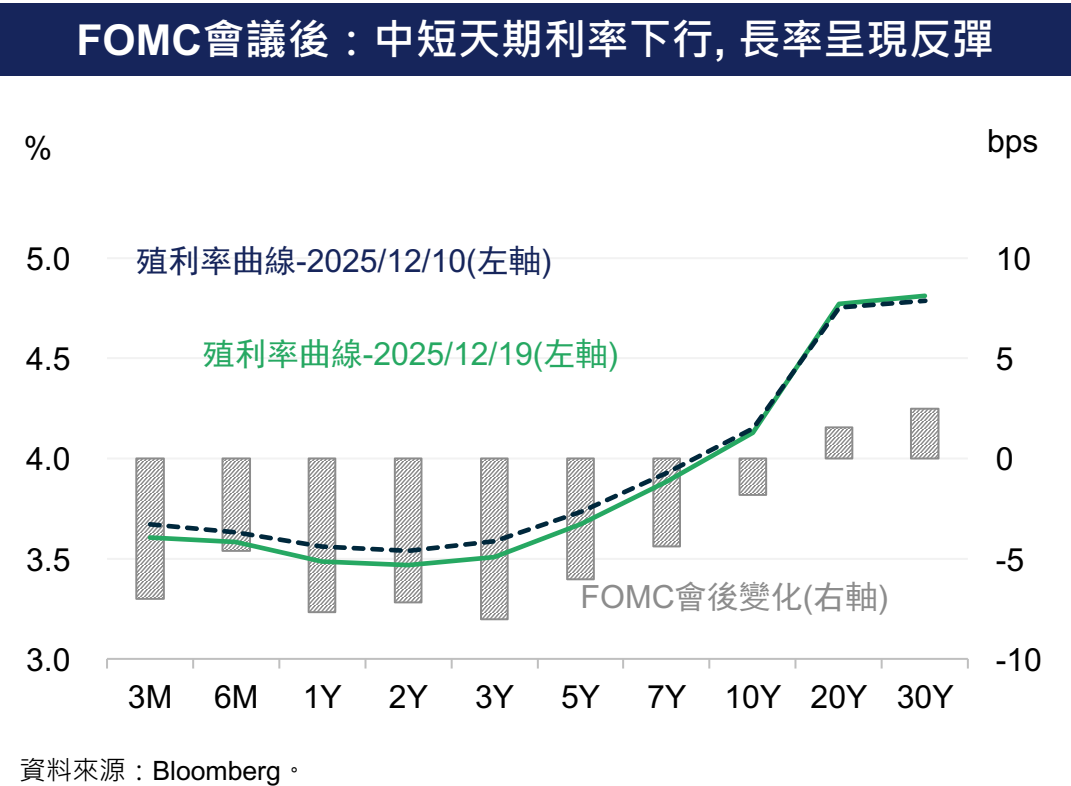
資料來源：FedWatch。

官員談話脈絡：1) **鴿派聲浪佔據主導**：多名官員Waller、Miran、Williams維持鴿派立場，Paulson亦更擔憂就業疲軟風險。2) **鷹派聲音仍存**：Goolsbee、Hammack認為應維持適度限制性，以壓抑通膨走勢。預估**聯準會中長期維持寬鬆立場，但在今年累計降息3碼後，市場對Fed短期觀望的共識增強，恐淡化未來一季的降息預期，美債殖利率料維持震盪。**

展望2026年，第一季維持政策利率不變的機率偏高；自第二季起隨新主席上任，市場降息預期有望回升，推動中長期利率走勢重回下行軌道。然而，**長短天期利率料呈現分化**：1)短端利率與聯邦政策利率連動性高，在本月Fed降息後，短率下滑幅度顯著；2)長端利率近期回升，反映美國財政紀律持續受市場檢驗，並在軟著陸情境下，市場維持對經濟成長的樂觀預期，同時關注通膨降溫速率。

近期投票委員談話一覽		
官員	談話內容	立場
Stephen Miran (理事)	認為基礎通膨率低於2.3%，預計住房、服務通膨的下降將抵銷商品價格的上漲。	極鴿
Christopher Waller (理事)	支持進一步降息，帶動利率回到中性水平，但不需操之過急。	鴿派
John Williams (紐約, 永久)	具限制性的立場已轉中性，預期2026年經濟成長2.25%、通膨降至略低於2.5%。	鴿派
Anna Paulson (費城, 2026)	對於勞動市場疲軟更為擔憂，預計明年通膨有相當大的可能回落。	鴿派
Beth Hammack (克里夫蘭, 2026)	傾向於略微緊縮，以持續對通膨施壓。	鷹派
Austan Goolsbee (芝加哥, 2025)	希望等待更多數據，以證明關稅對通膨的影響是暫時的。	鷹派
Susan Collins (波士頓, 2025)	12月時認為風險平衡改變，通膨再上升可能降低，但維持高檔的風險依然存在。	中性

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

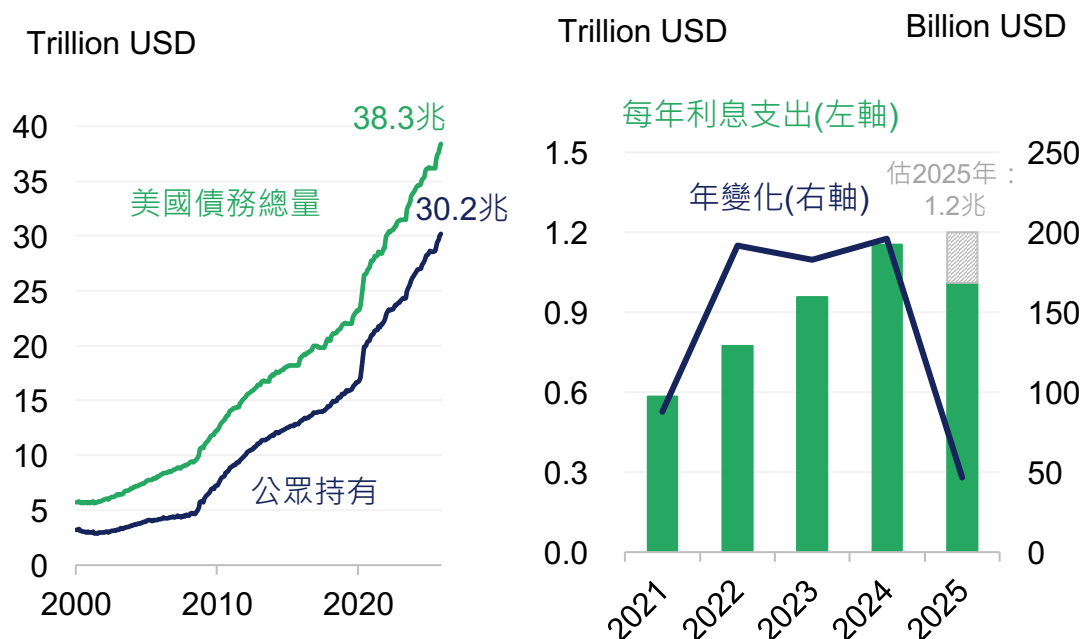


截至2025年11月, 美國債務總量已攀升至38.3兆美元, 其中公眾持有(可交易部分)突破30兆, 再度引發市場對債務可持續性的擔憂。財政部預估**2025財年利息支出將達到1.2兆美元**再創新高; 雖債務規模擴張, 但在貨幣政策寬鬆的背景下, **利息支出年增幅已放緩(今年僅增加500億美元)**。展望2026年, 隨聯準會新主席上任, **Fed立場維持鴿派背景下, 有利於緩解利息支出壓力**。

另方面, 川普政府也正透過**提高增加關稅**(10月342億美元, 換算每年增加4000~5000億)以及**未來十年減少Medicaid(醫療補助)、食品券(SNAP)合計約8300億美元**。國會預算辦公室(CBO)預估, 今年赤字將降至1.78兆(低於2024年1.83兆), 並預期未來數年赤字比率持續下降。

儘管川普政府積極推動財政改革, 但同時仍提出「Trump Account」(新生兒存款)、普發2000美元關稅退稅, 仍難免**影響市場對美國財政的信心, 進而限制長端利率的下滑空間**。

公眾持有債務突破30兆, 降息減少利息支出增幅



註: 債務總額=公眾流通(Treasury Outstanding)+政府信託基金持有(社會安全信託基金、醫療保險信託基金、公務員退休與傷殘基金、軍人退休基金)。

資料來源: Bloomberg, 美國財政部預估。

CBO預估美國預算赤字逐步改善

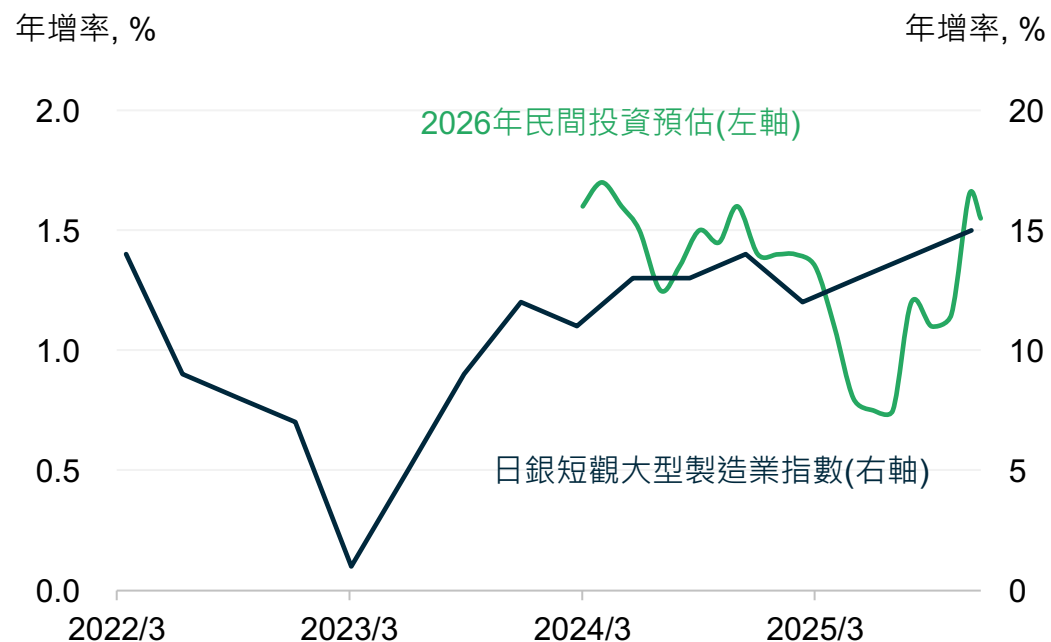


資料來源: Bloomberg, 國會預算辦公室(CBO)預估。

日本國會參議院通過2025財年補充預算案, 總額達18.3兆日圓, 較2024財年補充預算案增加31%。除了大舉擴充國防預算外, 首相高市早苗也計劃擴大對科技及戰略領域的投資, 以期帶動民間投資, 依彭博調查, 日本2026年民間投資年增率預估1.6%, 較2025/7調查明顯走揚。

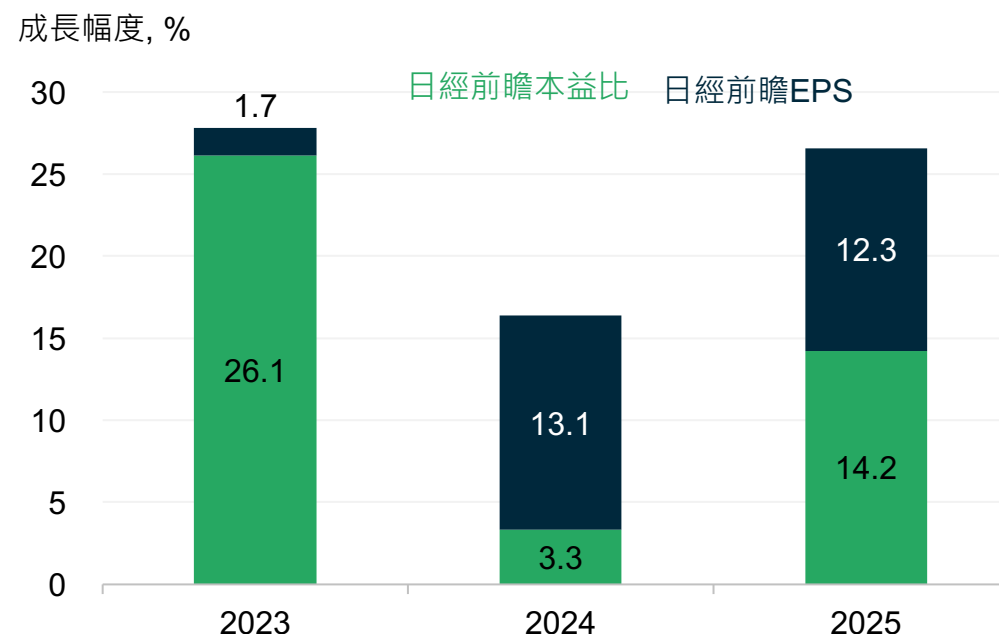
同時, 日銀短觀調查顯示大型製造業信心也呈現連3季走揚, 日銀指出, 2025財年日本大型製造業設備投資額年增將達17.5%, 較前次調查上修1個百分點。企業擴大投資, 有望推動獲利持續成長, 對日股形成有力支撐。今年以來, 日股上漲逾25%, 除了企業獲利成長, 評價面的提升也是一大貢獻, 過去日本陷在低通膨、低成長的低本益環境, 若「早苗經濟學」奏效, 投資人信心加溫, 預料能進一步帶動日股上漲動能。

短觀指數好轉, 預估2026年民間投資成長



資料來源：Bloomberg預估。

評價提升、獲利成長皆為今年日股漲勢帶來貢獻



註：前瞻本益比及EPS成長幅度係與前一年度相比。
資料來源：Bloomberg預估。

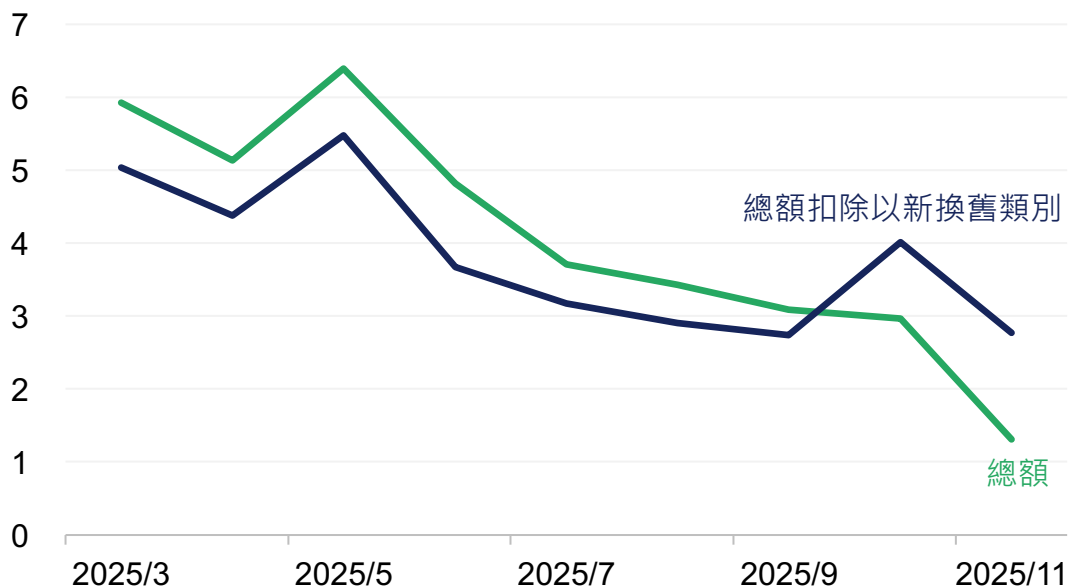
中國11月社會消費品零售總額年增率為1.3%，低於前月及市場預期的2.9%，同時創2023年2月以來新低。其中，家電、建築裝潢、汽車領域受去年下半年「以新換舊」基期因素，及政策效應逐漸遞減影響，年減幅分別為19.4%、17.0%、8.3%，成為拖累內需消費動能主要原因。但是，如果扣除前述類別，社會消費品零售總額年增幅，亦自4.0%下滑至2.8%，顯見民間消費確實呈現放緩跡象。

中國1-11月固定資產投資（農村除外）年減2.6%，低於前10月的-1.7%，及市場預期的-2.3%。其中，製造業投資累積年增率，雖進一步下滑至1.9%，但單月年減幅收斂至4.4%，出現略微改善跡象。同期間，房地產投資持續低迷，累積年減幅擴大至15.9%，同時公布的中國70大城市新屋、中古屋房價，年減幅分別為2.78%、5.70%，房市未見好轉跡象。

中國消費出現放緩跡象，企業投資同遇挑戰，房地產依舊低迷，國內經濟雜音浮現。政府為維持景氣穩定，後續有望推出相關振興政策，或採取寬鬆貨幣政策。但是，考量中共中央經濟工作會議態度，近期釋放大規模刺激政策機率低，或許要觀察明年兩會前的氛圍狀況。

中國內需消費持續低迷

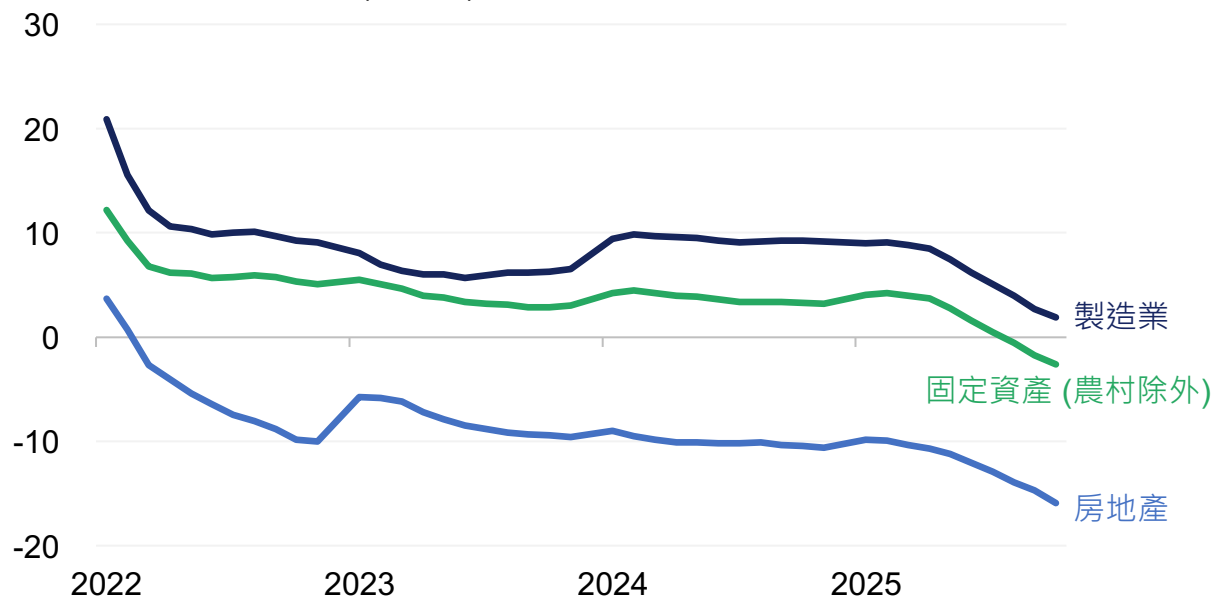
中國社會消費品零售年增率, %



資料來源：Wind。

中國企業投資未見好轉跡象

中國企業投資年增率, % (年至今)



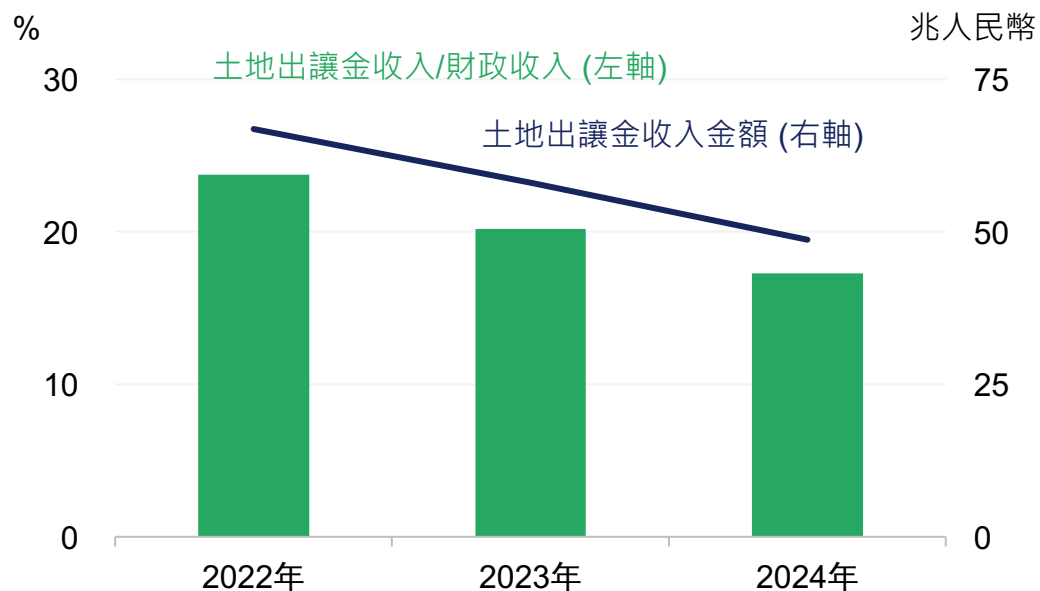
資料來源：Bloomberg。

中國官方公布11月各項數據後，顯示總體經濟狀態仍疲，尤其內需確實不振。其中，房市下行導致土地出讓收入連帶下滑，直接衝擊地方財政，許多地方政府面臨收支矛盾加劇、債務壓力上升的困境。雖然中央再三重申支持基層「三保」(保工資、保運轉、保民生)支出剛性強勁，尤其近日閉幕的中央經濟工作會議，雖提升內需的任務順位到首位。然而，細察會議對財政政策的表述，卻顯示出一定程度的謹慎與保守。

會議強調繼續實施「更加積極的財政政策」，**保持**必要的財政赤字等，同時重點提及「**優化**地方政府專項債券用途管理」，**而非大幅擴大**專項債新增額度或推出大規模刺激計劃。這意味政策重心更偏向於盤活存量、提升效率，如優化「兩重」、「兩新」項目實施，**而非大舉增發債券注入「增量」資金**。對於深受房地產調整影響的地方政府而言，這種「優化」而非「擴容」的態度，或難以徹底緩解財政壓力。

相較2024年底規劃時祭出各項積極措施，2025年規劃**僅靠「延續」既有政策**，恐難以實現內需的強勁反彈。市場期待的超大規模刺激或專項債大幅增發，並未在會議中明確體現，可能會讓內需偏弱的態勢延續更長的時間。

房地產下行降低土地出讓金收入，明顯影響到地方財政



資料來源：Wind。

中國歷年財政赤字率目標與新增專項債等限額



資料來源：Wind。

自從11月下旬阿里巴巴公布財報不盡理想，呈現「AI大超車、電商踩剎車」的現象後，大型網科股普遍喪失上攻氣勢。尤其首席財務官徐宏表示「由於基數效應明年上半年還會更慢」，讓市場對官方公布的經濟數據關注度增加，也讓市場對12月中旬公布連串數據疲弱的狀況較為擔憂。與此同時，12月中共中央經濟工作會議對經濟情勢看法，較去年底至今年上半相對正面，但也顯示近期官方釋出大規模刺激舉措的機率較低。另一方面，股市融資餘額居高難降，也讓籌碼面居於劣勢，加上評價面來看，估值已經不便宜，也讓風險氣氛翻轉下，容易出現「多殺多」的狀況。綜上，市場明顯因**1)阿里財報、2)總經情勢態度轉為保守**。即便《求是》雜誌發表習近平的文章《擴大內需是戰略之舉》，以凸顯撐內需的態度。但比對2024、2025年兩次中共中央經濟工作會議，對文字不若2024年積極(從“全方位擴大”到“持續擴大”內需、從“增加”到“優化”專案債券發)，**3)透露大規模刺激政策機率較小**。盤勢而言，可能面臨回檔整理，應**觀察明年兩會前是否進一步加大刺激的消息出籠**(如赤字率、新發專項債限額等)，若官方態度未變，則大盤可能會需要更長的整理時間。

8月以來，融資餘額仍居高位

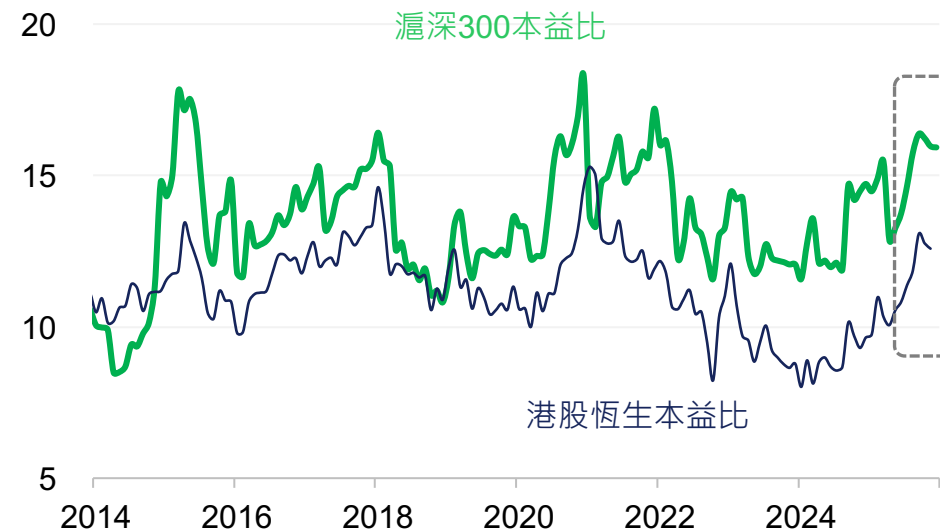
億人民幣



資料來源：Wind。

評價面不算便宜，也讓盤勢容易出現震盪

本益比



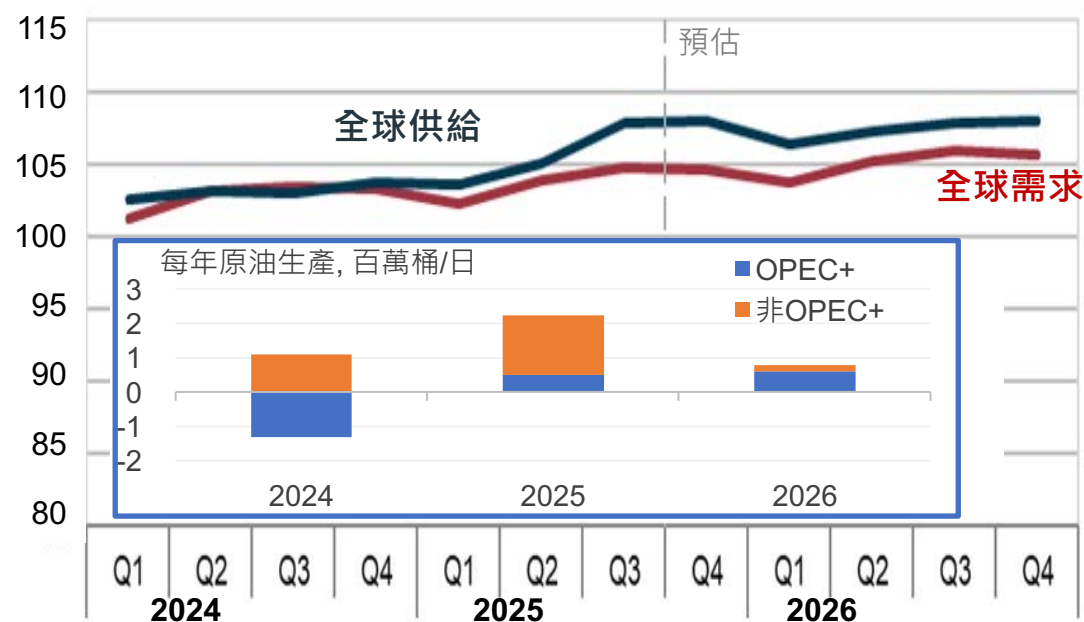
資料來源：Wind。

2025年原油由平衡轉為供過於求, 供給增加動能其一來自非OPEC+國家, 美國頁岩在監管鬆動下增產, 巴西、圭亞那釋放新產能, 另一動能來自OPEC成員、逐步恢復自願減產的產量, 以捍衛市占與財政。相對之下, 關稅擾動與中國消費走弱, 使全球需求大致持平、增速落後供給, 結構性過剩壓抑油價。美國能源訊署(EIA)預估, 明年全球產量將再增80萬桶/日, 持續對油價帶來壓力, 期貨市場預估, 明年區間在55-60美元/桶機率高。

近期油價波動加劇, 源於**OPEC+產量政策**、**美國制裁執行力度**(委內瑞拉、俄羅斯), 及**俄烏戰事前景的反覆定價**, 造成金融市場風險偏好急轉擺盪, 油價波動度被放大。展望明年, 非OPEC供給續增、需求僅溫和成長, 庫存去化有限, 基本面仍呈現供過於求的狀況, 油價料弱勢區間震盪。若無重大供給中斷, 且OPEC恢復產量或俄羅斯制裁放鬆, 波動度上升、區間恐下移。

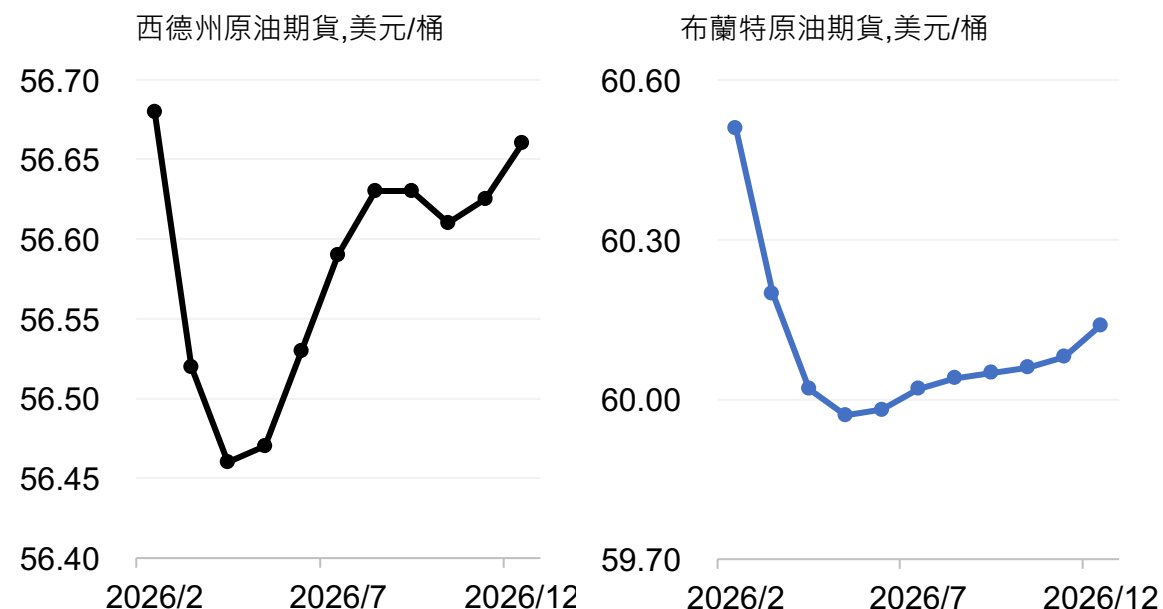
原油供需平衡狀況逐漸改變

2024-2026(預估)每年原油供需, 百萬桶/日



資料來源：EIA預估, 2025/12/17。

基本面結構令油價承壓



資料來源：Bloomberg, 2025/12/17。

22

Monday

美國芝加哥Fed經濟活動
美國營建支出(月比)
英國GDP(季比)
中國1年貸款基放利率
台灣失業率

23

Tuesday

美國GDP(季比)
美國耐久財訂單
美國里奇蒙Fed製造業指數
美國經濟諮商局消費者信心
台灣出口訂單(年比)

24

Wednesday

美國MBA貸款申請指數
美國初領失業金
日本景氣動向指標

25

Thursday

日本新屋開工
美國、歐洲休市(聖誕節)
台灣休市(行憲紀念日)

26

Friday

日本東京消費者物價指數
日本零售銷售(年比)
歐洲、英國、香港休市
(聖誕節翌日)

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。

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