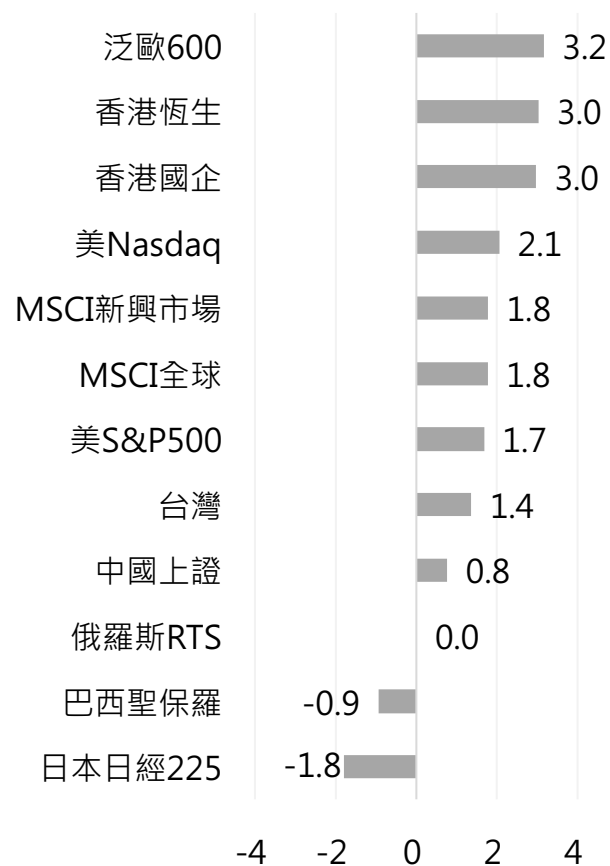


2025年10月3日

# 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。

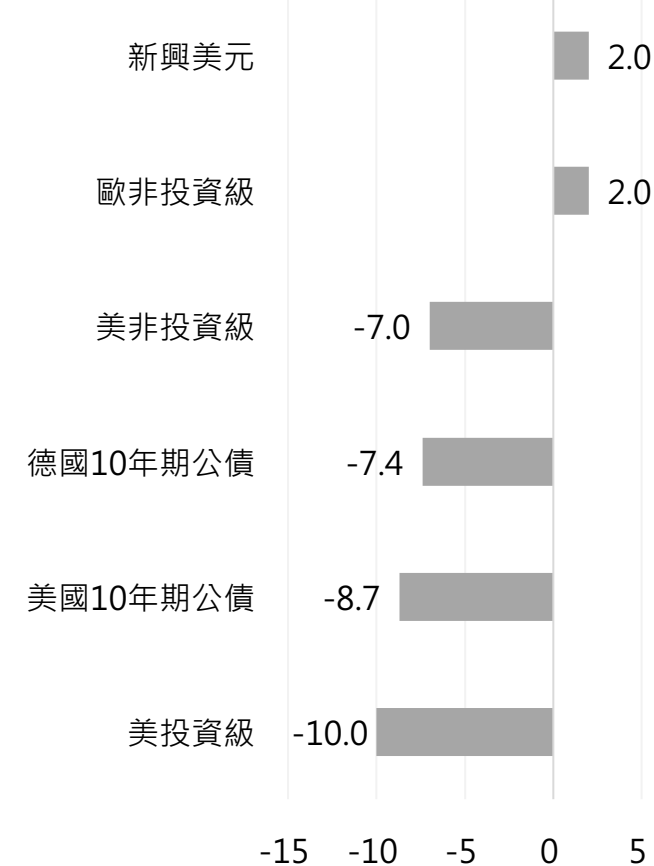
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/9/25 - 2025/10/2。

資料來源：Bloomberg。

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- **美股頻創新高, 泡沫將成型？** 解放日至今美股獲利成長幅度大於本益比, 顯示漲勢與基本面並未脫鉤。未來隨財政政策作多、貨幣政策放鬆, 皆有助獲利持續成長, 為美股長線多頭助力。
- **日本：最年輕首相 vs 首位女首相？** 高市早苗民調居高、有望出線, 其「高市經濟學」主張減稅並擴大政府支出, 為日股潛在有利因子。若小泉進次郎勝出, 預料將延續現行政策路線。
- **ADP、JOLTS表現相異, 如何解讀？** ADP新增就業連兩月負成長, 但裁員率持穩低檔, 反映企業雖暫停招聘、但暫無意大幅裁員。勞動市場延續溫和降溫, 預期聯準會10月將再降息一碼。

### 2. 後續看點

- 10/9 FOMC會議記錄、10/10起美股財報季、10/20-23 中共四中全會、10/31-11/1 APEC川習會。

## 策略思維

1. **股市-短線震盪加劇, 長線多頭不變：** 股市評價居高之際, 政府關門等負面因素恐加劇短線震盪壓力。所幸消費穩健支撐獲利成長, 美股長多格局可望延續。
2. **債市-官員立場分化, 利率若因此反彈可趁勢布局：** 9月FOMC會後多位官員談話雖確認降息方向, 但對於快速、大幅降息則無共識。留意短線上降息預期降溫的可能性, 若利率因此反彈可順勢鎖利。
3. **匯市-聯準會重啟降息, 美元維持弱勢格局：** 市場預期明年底前聯準會將再降息4碼, 其餘主要央行降息循環則大致抵達尾聲, 美國與海外利差收斂將令美元延續低檔偏弱格局。

## 市場回顧

美國8月職位空缺止跌回升，持穩於722.7萬人，裁員率1.1%則保持平穩，顯示企業暫無大舉裁員意願。然而，9月ADP新增非農就業人數減少3.2萬，除低於預期，更為連續兩個月負成長，反映勞動市場降溫情勢不變。影響所及，市場對於聯準會10月再度降息的預期升溫，抵銷美國政府自2019年以來再度關門的負面影響，S&P500指數與那斯達克指數週線分別上漲1.7%、2.1%，再創歷史新高。台股方面，輝達對OpenAI的千億美元投資，和輝達轉投資的CoreWeave接連獲得大筆訂單，再度擴展AI需求前景，與輝達合作密切的台灣伺服器供應鏈大漲，帶動台股週線上漲1.4%，再創歷史新高。雙率方面，降息預期升溫加以美國政府關門的不確定性擾動，引導各天期公債殖利率下跌；美元指數則在國內外利差收斂背景下同步下跌。

## 未來展望

共和、民主兩黨皆持強硬立場，政府關門情勢恐於短期延續。然而，回顧過往經驗，兩黨最終皆將達成共識，化解關門危機。美股於前述危機消除後，皆呈現止跌反彈創高走勢。基本面方面，美股Q3財報季將登場，市場預期獲利將成長7.1%，全年則達9.6%；明年起受惠於貨幣政策放鬆、財政政策作多，獲利成長可望加速至13.6%，高於長期平均的7~8%，基本面保持穩固將是美股長線多頭的一大助力。然而，隨股價創高、評價亦來到高檔，短線上的利空消息如政府關門、地緣風險乃至於降息預期的變化，皆有可能導致股市上下震盪加劇。策略上可採取拉回分散布局。債市方面，儘管經濟仍具韌性、通膨亦保持高位，但Fed立場已明顯轉向防範就業惡化，今年再降2碼為基礎情境。惟需留意，若Fed態度依然分裂，導致降息預期降溫，仍可能引發公債利率震盪。長線而言，降息趨勢已成型，可逢利率反彈階段布債，以把握高利環境的尾聲。

美國政府財年於9/30結束, 共和、民主兩黨對於短期支出法案意見相左, 導致法案於國會闖關失敗, 美國政府時隔7年再度陷入部分停擺狀態。

影響：**經濟** – 部分政府部門將暫停運作, 或維持營運但公務員暫停支薪, 待支出法案通過後, 即恢復運作與支薪。

**金融市場** – 1990年以來美國政府7度短暫關門, 美股於事件發生前出現短暫回檔, 但危機解除後皆止跌回升, 長期則不受影響。

## 美國歷史上經歷多次政府短暫停擺, 短期增添美股修正壓力, 但長期無影響

開始日期	結束日期	持續天數	標普500指數報酬率(%)					
			前一週	後一週	後一個月	後三個月	後六個月	後一年
1990/10/05	1990/10/9	4	1.8	-2.0	0.3	3.1	24.9	28.6
1995/11/13	1995/11/19	5	0.5	0.7	2.5	7.3	12.7	24.4
1995/12/15	1996/01/06	21	-0.2	-3.0	4.5	6.0	5.5	22.1
2013/09/30	2013/10/17	16	-0.1	1.1	3.8	6.6	7.5	7.5
2018/01/20	2018/01/23	3	0.9	-0.6	-4.9	-5.9	-1.1	-7.3
2018/02/09	2018/02/09	1	-5.2	4.3	6.2	4.0	8.9	3.4
2018/12/20	2019/01/20	36	-7.7	1.6	4.9	9.8	12.7	23.7
中位數			-0.1	0.7	3.8	6.0	8.9	22.1
平均數			-1.4	0.3	2.5	4.4	10.2	14.6

資料來源：國泰世華銀行整理。

今年以來美股上漲逾10%, 4/2解放日低點至今則大漲逾3成, 引發部分投資人對於美股進入泡沫的疑慮。

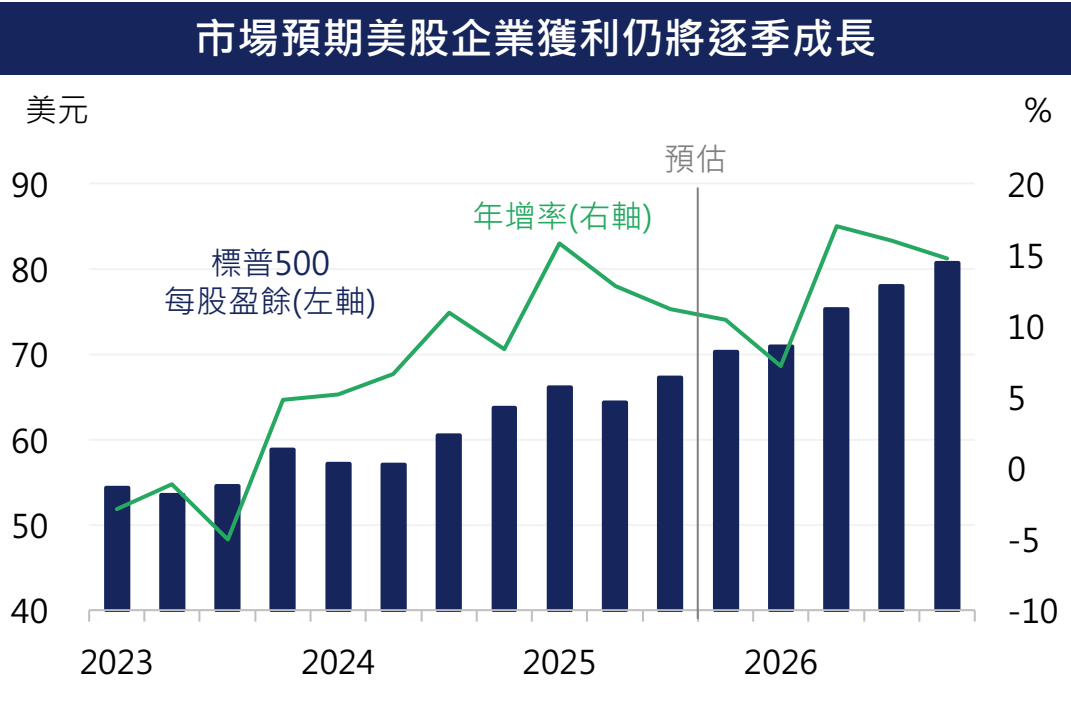
觀察驅動股價上漲的兩大因子：盈餘、評價, 今年以來前者漲幅明顯高於後者, 且4月至今無論是預估盈餘或是實際盈餘皆持續上修, 與2006年股價飆漲時的狀況明顯不同, 顯示**本波美股漲勢並未與基本面脫鉤**。

展望後市, 1)川普政策作多：大而美法案減稅、稅收抵免提高刺激投資、去監管、2)降息循環重啟, 有利資金環境與經濟前景, **預料可望支持企業獲利延續成長, 是美股長線多頭的助力**。

需要留意的是, **隨美股創高, 評價亦升至高位, 短線上的利空消息如政府關門、地緣風險乃至於降息預期的變化, 皆有可能導致股市上下震盪加劇, 策略上可採取拉回分散布局**。

今年以來美股三大指數盈餘漲幅皆高於評價擴張幅度			
股價指數	年至今變化,%	貢獻來源 <sup>1</sup>	
		股價	未來12個月 預估每股盈餘
標普500	12.4	8.0	4.4
道瓊工業	8.0	3.2	4.8
那斯達克	15.4	12.1	3.3
2006/7-2007/10			
標普500	26.0	13.1	12.9
道瓊工業	31.0	10.2	20.8
那斯達克	36.5	-16.8	53.3

註：<sup>1</sup>根據本益比公式可得：股價 = 每股盈餘 \* 本益比, 等號兩端取對數可計算變化率。  
 資料來源：Bloomberg預估。



資料來源：Bloomberg預估。

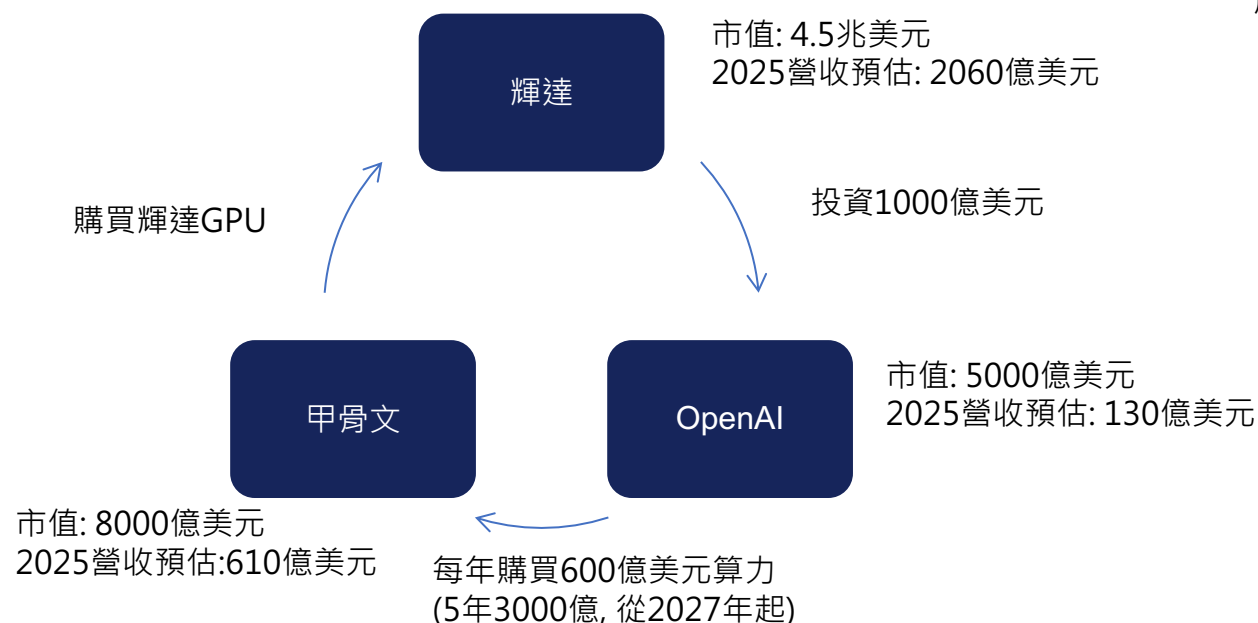


近期, 輝達、OpenAI和甲骨文之間的合作關係引起廣泛關注。首先, 輝達投資OpenAI 1000億美元, 接著OpenAI再向甲骨文購買算力, 最後, 甲骨文採購輝達晶片擴建資料中心。受此影響, 輝達市值突破4.5兆美元, 甲骨文股價一度暴漲40%。

從目前趨勢來看, AI需求仍處於擴張初期, 輝達今明兩年營收增速仍可達5成, 加上市值超過4兆, 投資1000億美元並不會造成財務壓力。相較之下, OpenAI目前營收僅130億美元, 若未來每年需支付600億美元, 則必須依賴營收高速成長, 仍具不確定性。甲骨文則加大資本支出, 明年將提高至260億美元, 但可能仍難以完全支應OpenAI的潛在需求。

整體而言, AI需求預期將持續高速成長, 並帶動相關公司營收上揚。然而, 甲骨文在財務面恐難完全支撐, 且估值偏高, 投資上不宜追高。反觀輝達, 財務體質健康, 估值亦屬合理, 具備更強的成長支撐力。

## 輝達、OpenAI、甲骨文的金三角關係



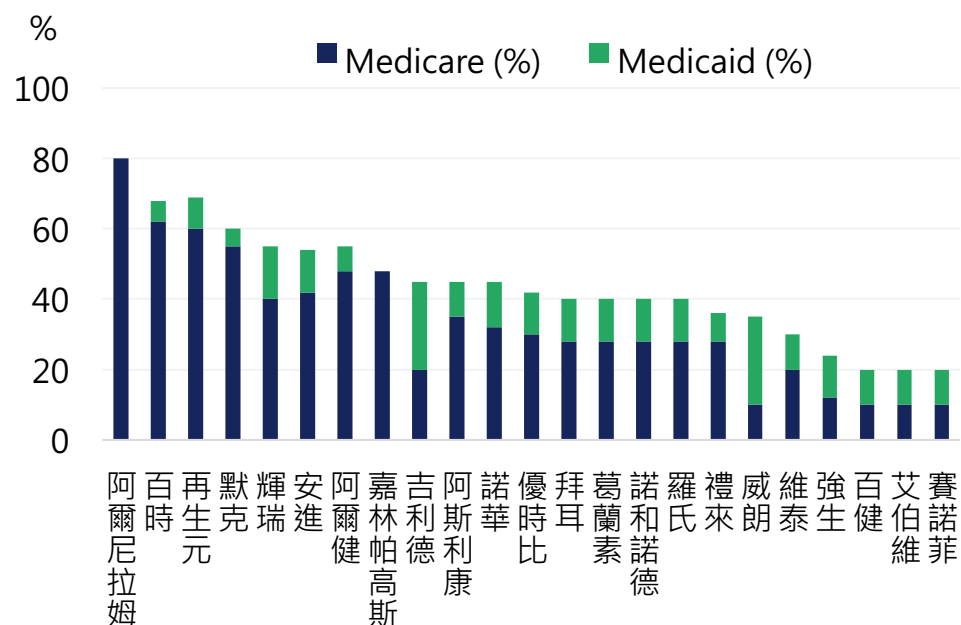
## AI成長性高, 但部分公司估值有偏高疑慮



輝瑞於9/30與川普政府達成關稅豁免協議, 同意將Medicaid處方籤價格降至與其他開發國家相同水準(即MFN水平), 並承諾投資美國700億美元, 以取得3年的豁免。另外, 川普計畫於2026年成立新藥品直銷平台(TrumpRX), 以平均50%折扣讓美國民眾直接購買, 同時, 輝瑞宣布將異位性皮膚炎、骨質疏鬆、風濕性關節炎等3款藥品大幅降價。受此消息影響, 輝瑞股價上漲6.8%。

依據現行政策, 川普的MFN政策主要針對Medicaid, 也就是對低收入戶處方籤進行降價, 而非針對更廣泛的Medicare, 因此獲利衝擊低於先前預估。就健護類股而言, 今年獲利因關稅等議題而大幅下滑, 但展望明年, 隨著關稅壓力緩解, 再加上獲利回升, 股價出現大幅修正的空間有限。此外, 從評價面來看, 健護類股的估值已明顯低於大盤, 長線價值投資機會浮現。

## 各公司營收來源比重



資料來源：高盛。

## 健護類股明顯偏低, 投資價值浮現



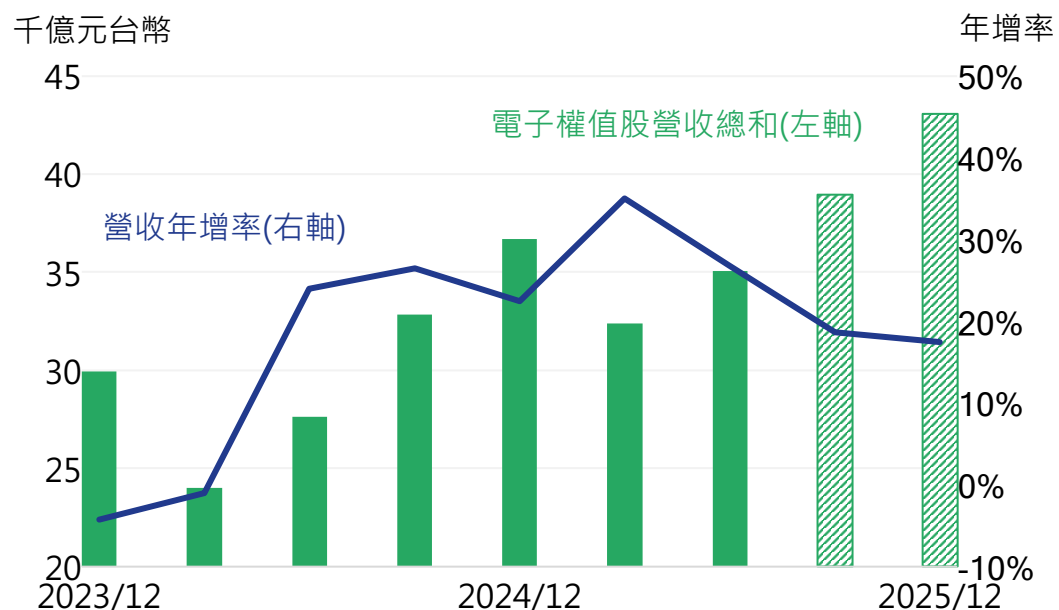
資料來源：Bloomberg。



美國商務部長盧特尼克提出「晶片製造五五分」構想, 計畫要求業者在美國製造的晶片數量, 要與客戶自海外進口的數量相當。估算台積電2027年美國產能約僅占約3.6%, 即使台積電美國廠區全數落成後的產能也只有30%, 短期內美國產能難以追上台灣, 五五分為難以實現的目標。

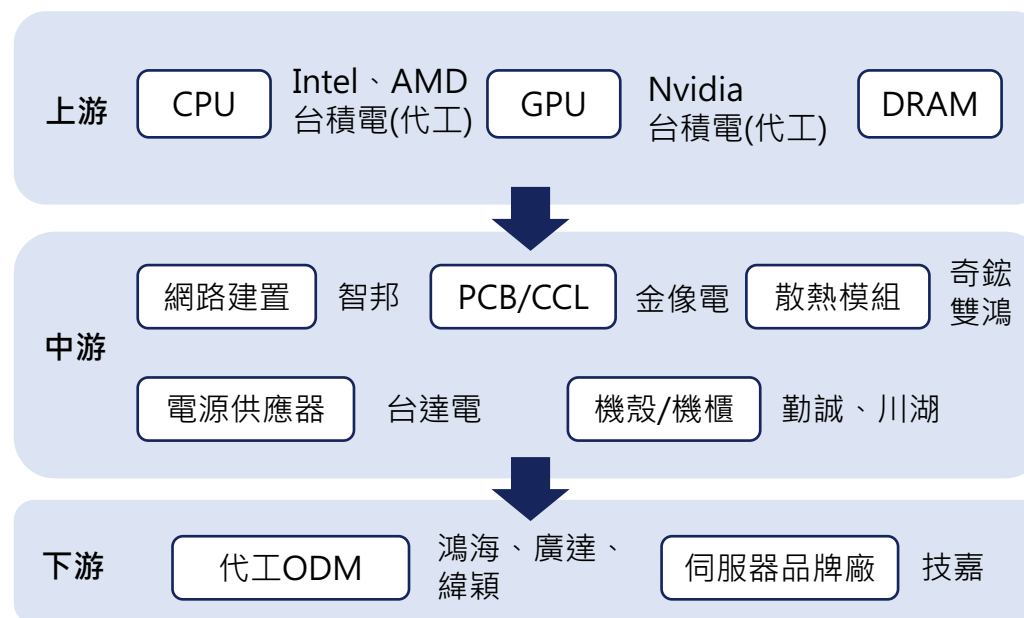
輝達對OpenAI的千億美元投資, 和輝達轉投資的CoreWeave接連獲得大筆訂單, 再度擴展AI需求前景, 與輝達合作密切的台灣伺服器供應鏈大漲。台灣電子權值股營收屢創歷史新高, 而輝達超乎預期的千億美元投資案, 反映**AI基礎設施投資持續升溫, 台灣科技股在伺服器供應鏈布局完善, 也是輝達的重要合作夥伴, 相關廠商的長期營收成長可期。**

### 電子權值股營收屢創新高



資料來源：Bloomberg。取台積電、鴻海、台達電、聯發科、廣達營收總和。

### 台廠掌握伺服器供應鏈多數市占



資料來源：國泰世華銀行整理。

台積電不斷創新高, 9月迄今大漲17.2%, 漲勢驚人, 台股連帶急漲, 短線因此面臨漲多壓力, 200日均乖離率已超過1倍標準差。在Q3美股財報季前, 若AI投資熱度消退, 同時又缺少新的資本支出進一步推升AI需求, 利多出盡後, 股市陷入震盪的可能增加。

目前台股前瞻本益比17.45倍, 高於近2年平均, 但相較前波估值高點的19.1倍仍有距離, 評價面偏貴但未到極端。操作上無須過度追價, 待股市震盪擴大分批布局, 或以時間換取空間, 待均線墊高, 緩和乖離率偏高風險, 再分批佈局。

### 台股短線漲多, 乖離率超過1倍標準差






資料來源：Bloomberg。

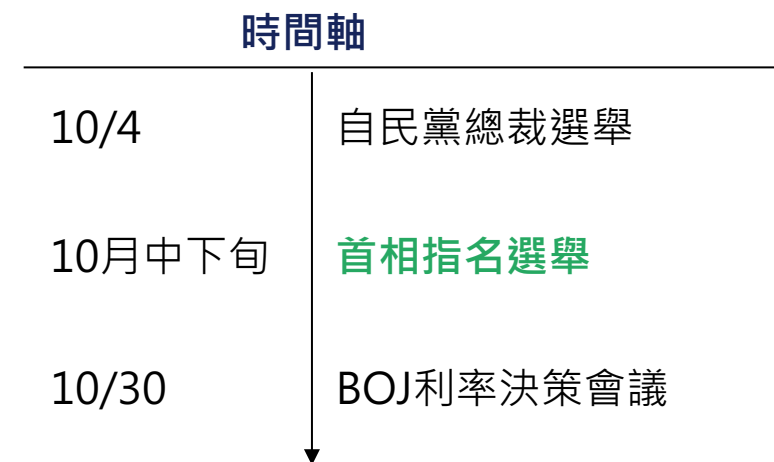
### 前瞻本益比偏貴, 但未破前高



資料來源：Bloomberg預估。

	高市早苗	小泉進次郎	林芳正
主要候選人			
年齡	64	44	64
民調	34%	25%	14%
貨幣政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>相對鴿派</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>尊重央行獨立性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>支持政策逐步正常化</li> </ul>
財政政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>積極擴張</li> <li>支持減稅、補貼</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>重視財政紀律</li> <li>改善公共財政</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>務實、穩定</li> <li>無大規模財政主張</li> </ul>
稅務政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>提出所得稅減稅</li> <li>調整燃油稅</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主張擴大稅基</li> <li>未提大幅減稅</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>無特別表態</li> </ul>
外交立場	<ul style="list-style-type: none"> <li>親美、對台友好</li> <li>對中偏強硬</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>親美、對台中性</li> <li>對中立場務實</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>親美</li> <li>相對他人親中</li> </ul>
特色	<ul style="list-style-type: none"> <li>女性候選人</li> <li>若當選或成首位女首相</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>年輕、年長者支持度高</li> <li>前首相小泉純一郎之子</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>前外相、官房長官</li> </ul>

註：自民黨總裁選舉候選人尚有茂木敏充、小林鷹之, 民調支持度為5%、4%, 未列於上方。  
資料來源：Nikkei, wiki, 國泰世華銀行整理。



- 未來觀察重點
- 美日貿易談判動向：
    - 高市稱若不符合日本利益, 將重談協議
  - 貨幣政策正常化步伐：
    - 選後政治不確定性降溫, 可能重啟升息

日本景氣好轉, 日銀公布的Q3短觀調查中, 大型製造企業信心由13提高至14, 非製造業則維持34的高檔。顯示企業認為經營環境良好的企業多於認為惡化的企業, 即使9月標普全球日本PMI指數下滑至48.5, 呈現連3個月低於50的景氣收縮格局, 但在關稅議題、自民黨總裁選舉一一落幕後, 企業經營的干擾縮小, 有利於股市回歸基本面。

日股創新高, 除了企業獲利逐步上揚之外, 今年以來主要是評價的提升, 目前前瞻本益比已來到21.6倍, 僅次於2020年疫情期間及2024年初的高點, 預期評價來到高位, 恐使得指數震盪加劇, 不宜追高。長期而言由於日本受惠AI成長、製造業復甦, 加上NISA制度激勵國內小額投資人持續加碼, 形成買盤支撐, 可逢低加碼布局。

## 日本景氣逐步好轉, 但製造業復甦緩慢



資料來源：Bloomberg。

## 日股評價來到高位, 震盪恐加劇



資料來源：Bloomberg預估。

9月ADP調查新增非農就業人數減少3.2萬人, 明顯低於市場預期的增加5.2萬人, 同時前月亦由新增5.4萬人下修至減少0.3萬人。合計Q3僅新增6.9萬人, 創下疫情以來次低水平。除教育與醫療業就業成長外, 其餘產業普遍下滑。

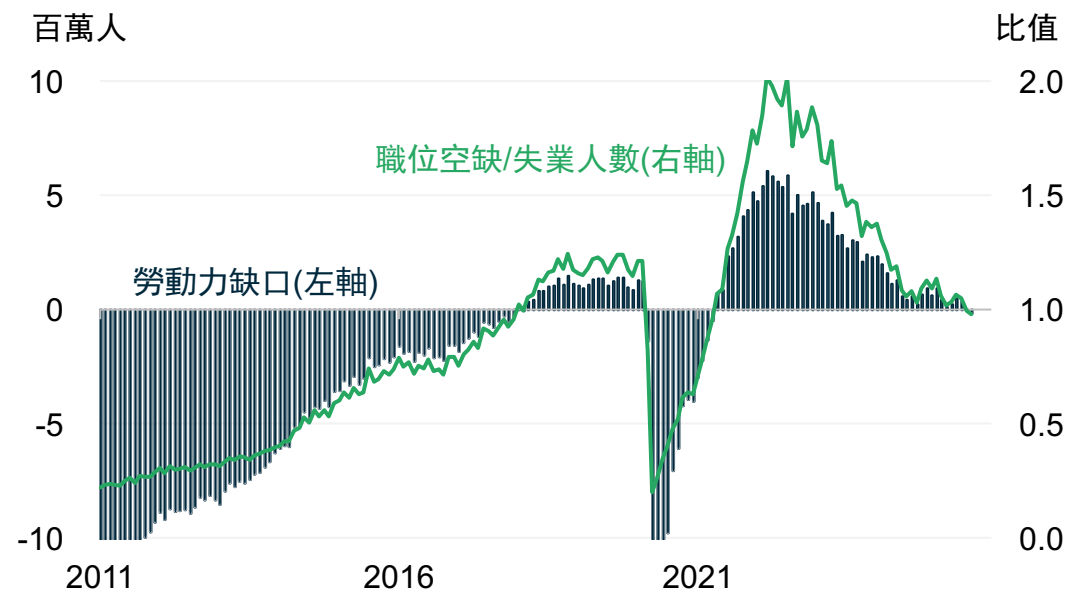
另外, 勞工統計局亦公布8月JOLTS報告, 職位空缺雖回升至722.7萬, 但幅度有限(+1.9萬), 導致勞動供給(即勞動力)連續兩個月高於勞動需求(職位空缺數加總就業人數), 是過去四年來首見, 顯示**勞動市場就業動能持續放緩, 供過於求的情勢逐漸成型**。

### 過去幾個月就業動能持續放緩, 反映企業觀望立場



資料來源: Bloomberg。

### 7月起勞動供給已大於需求, 凸顯勞動市場降溫



資料來源: Bloomberg。

近期美國經濟數據好壞參半：

**GDP**：Q2季增率終值上修至3.8%，消費支出優於初估。然而，民間投資卻呈萎縮，且留意Q2數據具滯後性。

**通膨**：8月PCE年增率2.74%、核心PCE年增率2.91%；雖受關稅政策影響而走升，但整體漲幅未超出市場預期。

**就業**：1)8月JOLTS職缺數722.7萬，較前值小幅上升，但8月職缺/失業比進一步下滑至0.97。2)9月「小非農」ADP就業人數-3.2萬(市場預期+5.1萬)。就業數據持續反映**勞動需求疲弱**，持續對景氣形成下行壓力。

儘管經濟仍具韌性、通膨亦保持高位，但Fed立場已明顯轉向防範就業惡化，**今年再降2碼為基礎情境**。惟需留意，**若Fed態度依然分裂**，導致再降息時點由10月延至12月，**仍可能引發公債利率震盪**。**長線**而言，降息趨勢已成型，可逢利率反彈階段布債，以把握高利環境的尾聲。

## 9月FOMC會後, 美債利率走勢震盪



資料來源：Bloomberg。

## 市場已高度反映10月降息



註：期貨市場對10月降息1碼、12月再降1碼(今年累計3碼)的機率。  
資料來源：FedWatch。



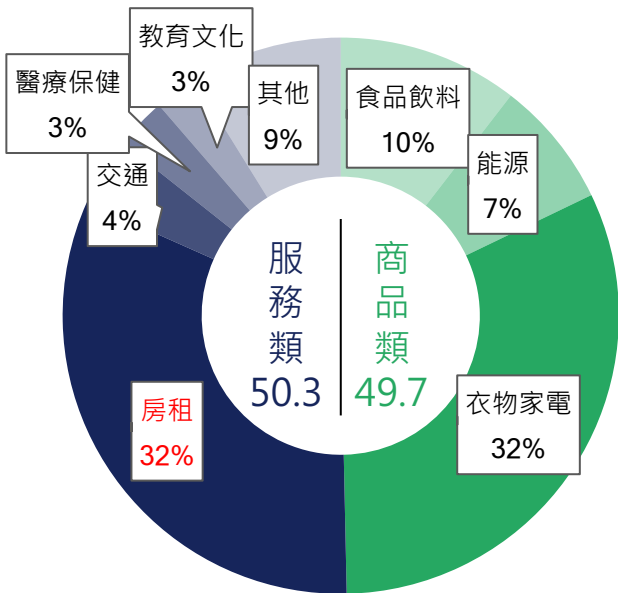
德國最新通膨數據為**ECB官員的謹慎態度提供了佐證**。當月CPI年增率達2.4%，核心通膨更高達2.8%，均超乎市場預期。數據顯示物價壓力仍在持續，尤其是房租成本導致服務類價格上漲3.4%，成主要推動力。據統計，德國房租平均漲幅達到18.3%，首都柏林更以42%的漲幅位居全國之首。背後成因來自地產開發商融資壓力致使暫停新建項目，市場上新增住房供應顯著減少，導致租房市場供不應求。

近期歐洲央行**官員們採取「逐次會議、依據數據」的謹慎立場，避免預設路徑**。偏鷹的德裔Schnabel明確表示，「再次降息的門檻非常高」，暗示當前利率已足夠合適，不宜輕易寬鬆；而首席經濟學家Lane則強調政策重點是防止新風險；Lagarde則稱決策將依據最新數據而定。

結論：穩定觀望，綜合**ECB官員的態度**和德國通膨數據，短期內極可能選擇「按兵不動」。在通膨壓力尚未完全消退、且經濟仍具韌性的情況下，**維持現行利率是確保通膨目標可控的審慎做法**，此舉也為ECB保留了未來應對不確定性的政策彈性。

德國物價數據與比例拆解

9月分項	年增率
整體 CPI	+2.4%
核心 CPI 扣除食物能源	+2.8%
服務類	+3.4%
商品類	+1.4%



資料來源：Bloomberg。預期2.3、前值2.2。

近期歐央官員重要談話

官員	立場傾向	核心觀點與政策方向
Lane (理事) 9/29	中性偏鴿	通膨衝擊已緩解，政策需防範新風險，依據數據決策，不預設方向
Schnabel (理事) 9/29	鷹派	降息門檻高，核心通膨穩定，歐元升值影響有限，支持維持現狀，不急於寬鬆
Lagarde (行長) 9/30	中性偏鴿	利率處於好位置、強調數據導向與政策彈性；保留降息可能、不急於行動。

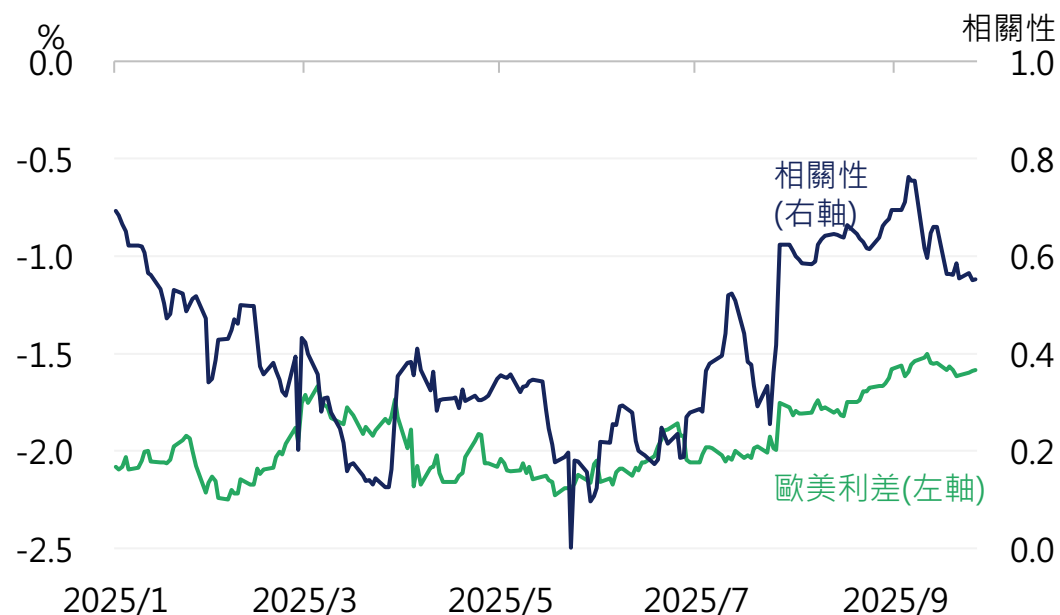
資料來源：econostream-media、國泰世華銀行整理。

**ECB政策路徑變得確定(維持利率不變), 德國殖利率的相對不墜提供了歐元的支撐底線**, 但該國殖利率與同天期美債之差異, 對歐元的影響近期反而是被漸漸消化。觀察該利差與歐元兌美元匯價30日輪動相關性從0.75回歸到0.55, 暗示匯價陷入整理, 須待周末非農能否指引新方向, 但初步判斷美國就業數據將疲且遭市場消化降息碼數, 研判歐元仍有中期走強機會。

瑞士法郎在**短期內難以大幅走強, 主要是受到經濟基本面的拖累**。最新公布的 9 月製造業 PMI 暴跌至 46.3, 遠低於預期且收縮幅度擴大, 顯示瑞士出口導向的製造業景氣嚴重惡化, 正飽受全球需求疲軟和貿易關稅主義的衝擊。

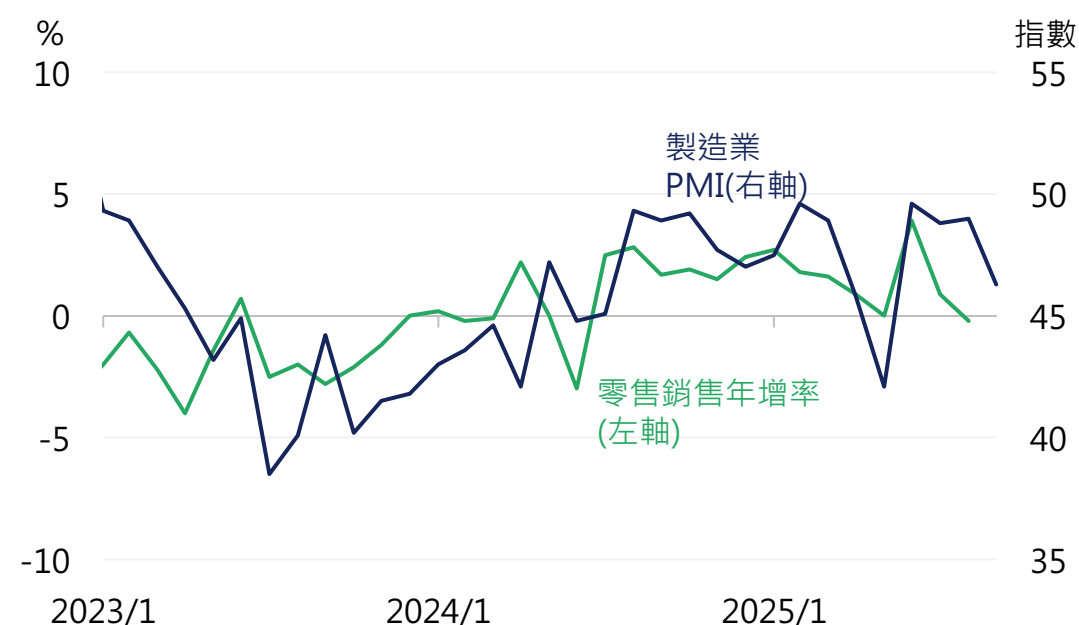
同時, 8 月實際零售銷售年增率轉為-0.2%, 則證實了強勢法郎鼓勵跨境購物, 使國內消費支出受到侵蝕。這兩項數據共同描繪了一幅**瑞士經濟內外皆疲的圖景, 該國缺乏穩定的前景**來支撐法郎的內在價值。在經濟壓力增大之下, 法郎的避險魅力難以形成持久的升值趨勢。

## 歐美利差相關性消退



資料來源：Bloomberg。

## 內外皆疲不利瑞士匯價



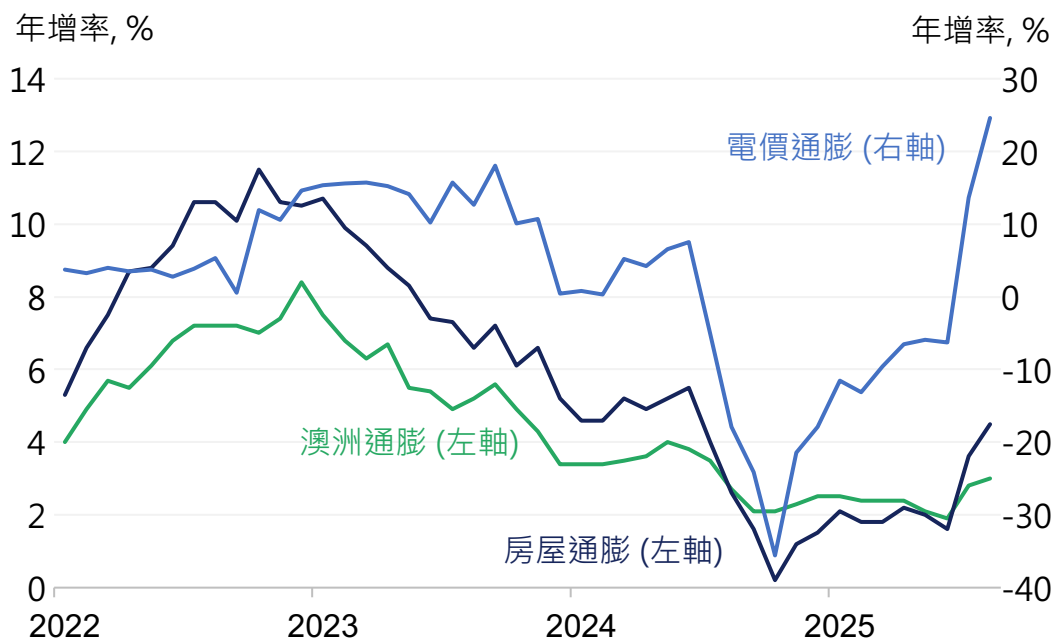
資料來源：Bloomberg。

澳洲第二季通膨雖下降至2.1%，但**八月CPI年增率卻上升至3%，創一年來高點**。其中，權重約占三成的房屋通膨，年增率回升至4.5%，同期間電價通膨甚至高達24.6%，因為州政府電費補貼政策結束或縮減，及電廠反應成本上升，調整國內電價，扮演推升物價上漲的主要原因。

澳洲央行周二舉行利率決策會議，維持目前政策利率3.6%不變，符合市場預期。會後聲明雖持續強調，全球經濟仍面臨不確定性風險外，但**警告第三季通膨恐有回升疑慮**，同時提及先前降息的寬鬆政策效果，尚未完全浮現。

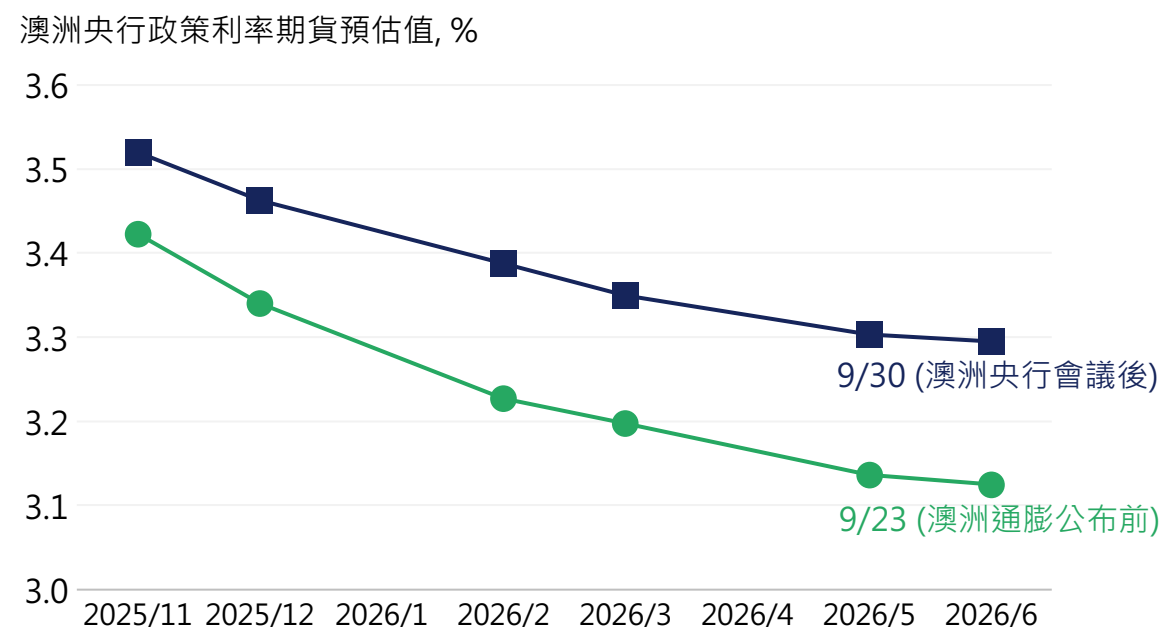
受到高於預期的通膨數據，及澳洲央行總裁布洛克在記者會中，透露稍偏謹慎言論影響，**市場預期澳洲央行下次降息時間點，將自今年底延後至明年第一季**，推升近期澳幣兌美元走強。後續觀察10/16公布的就業數據，及月底公布的第三季CPI數據 (10/29)，牽動未來貨幣政策變化。

## 澳洲通膨出現回升跡象



資料來源：Bloomberg。

## 澳洲央行今年降息機率降低



資料來源：Bloomberg預估。

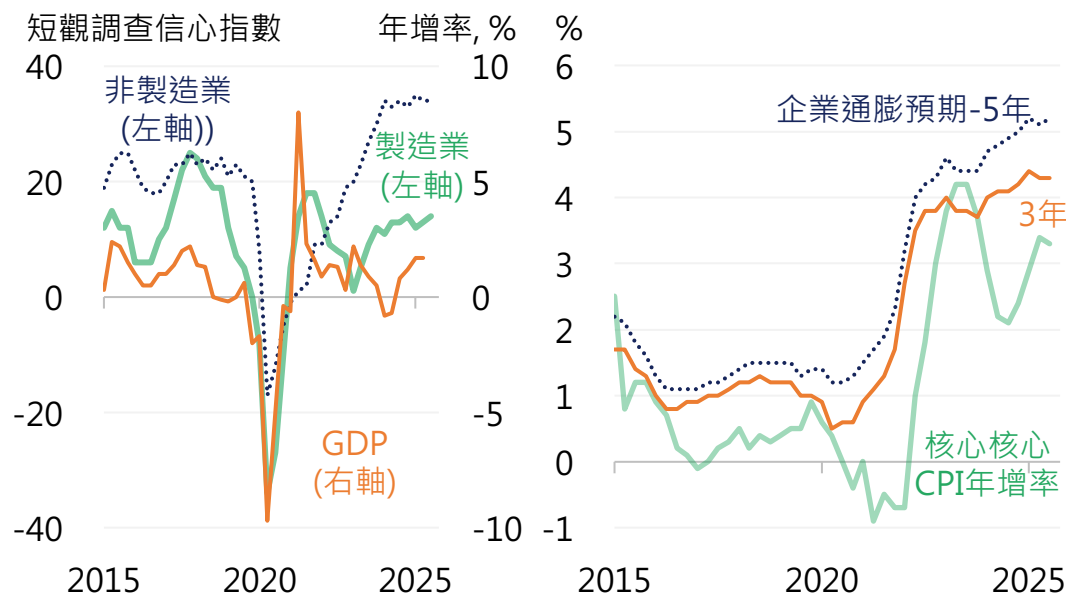
日本Q4大型製造業信心為升至3年高位14、非製造業則維持於34年高點34。此外, 大型企業預期本財年提高資本支出12.5%, 高於前季11.5%、去年同期的10.6%, 雙雙反映關稅不確定性降溫後, 日本企業對於前景的看法改善。

另外, 企業對於未來5年通膨的看法升至歷史新高5.2%, 對於1年、3年則維持高位、變化不大, 反映經濟展望改善、薪資維持高速成長的影響, 成為未來通膨持續高於2%的壓力來源。

考量: 1)企業營運穩健, 薪資持續成長引導通膨預期升溫、2) 9月BOJ宣布減持ETF與J-REITs, 釋出貨幣政策持續正常化的訊號、3) 植田總裁對景氣看法正向, 稱經濟與通膨走勢符合央行此前預期。若自民黨總裁選舉後, 金融市場未出現異常波動, 前述因素將支持BOJ於10月升息一碼。

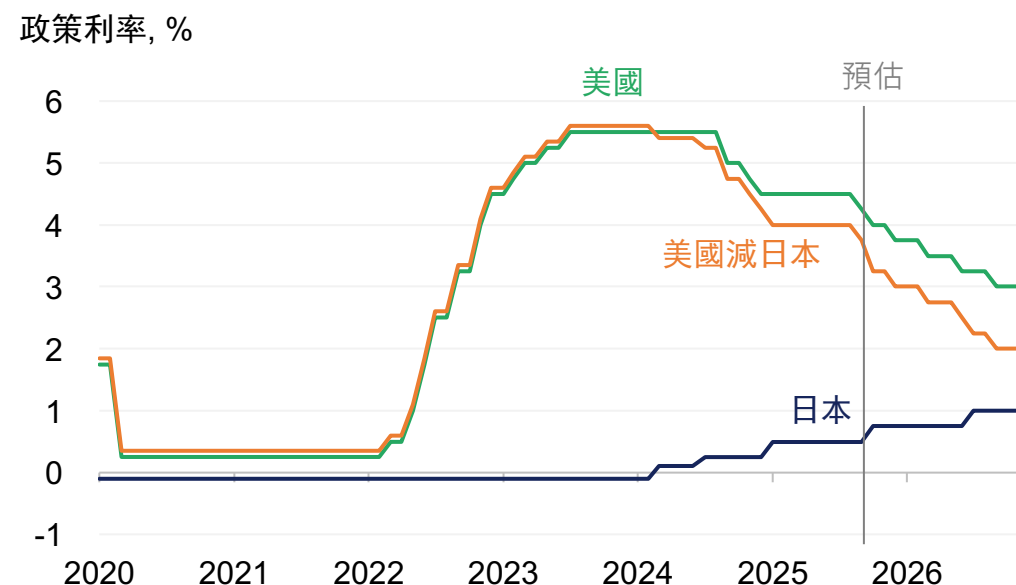
美日貨幣政策將再度進入分化, 引導兩國利差持續收斂, 日圓有望緩步走升, 挑戰7月以來下方支撐146關卡。

### 企業信心維持高位、通膨預期亦未下滑



註: 核心核心CPI為CPI扣除生鮮食品與能源。  
資料來源: Bloomberg。

### 市場預期10月BOJ重啟升息, 有利美日利差收斂



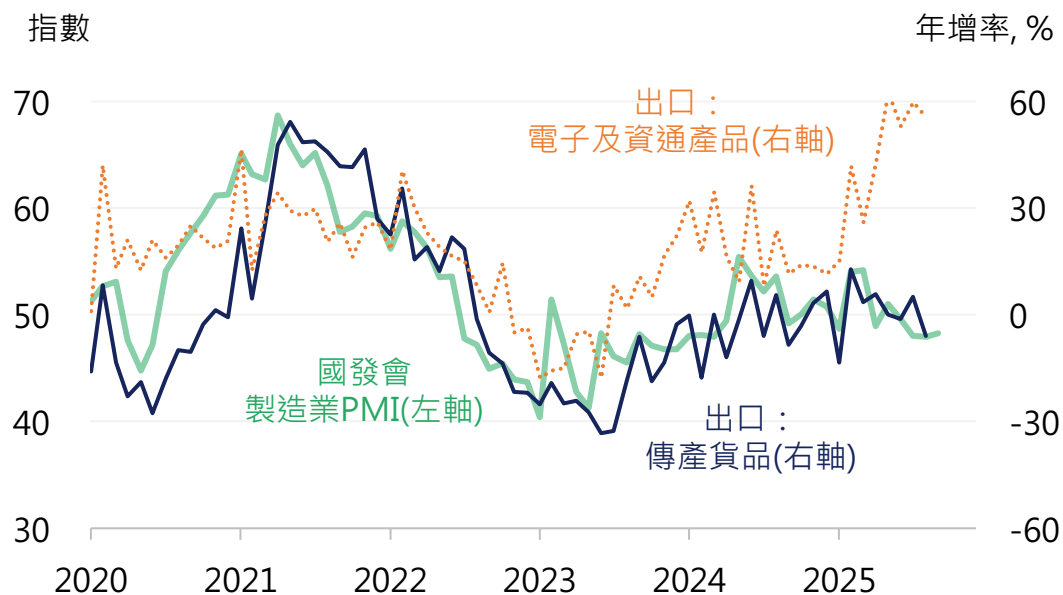
資料來源: Bloomberg預估。

國發會公布9月製造業PMI自47.9小幅回升至48.3, 仍低於上半年平均的51.1。新訂單、生產指數小幅回升, 但仍連續6、4個月處於萎縮區間, 就業指數則創下兩年次低水平；產業方面, 六大產業除電力及機械設備業外全數萎縮, 皆凸顯**對等關稅的巨大衝擊**。影響所及, 9月減班休息(無薪假)人數創下20個月新高8505人。其中製造業高達8070人(佔比94.8%)。**若記入無薪假人數, 9月失業率預估創下兩年新高3.55%**。

台灣晶片、伺服器需求旺盛, 支撐出口景氣。然而, 在美國對等關稅衝擊下, 傳統產業已明顯承壓。此外, 傳統製造業雇員占總就業高達17%, 若情勢持續惡化, 影響恐擴散至內需消費。有鑑於此, **若對等關稅遲未調降, 加劇景氣下行風險, 預料台灣央行最快將於今年Q4重啟降息**。

對新台幣的影響而言, 聯準會降息、美元指數偏向弱勢, 加以貿易盈餘巨幅成長, 將有助新台幣升值。然而, 若傳產情勢惡化、台灣央行跟隨聯準會降息, 美台利差將收斂。**正負因素交錯下, 預料新台幣呈現震盪走勢**。

傳產出口疲弱, 企業信心持續低迷



資料來源：Bloomberg。

對等關稅衝擊傳產業, 無薪假人數續升



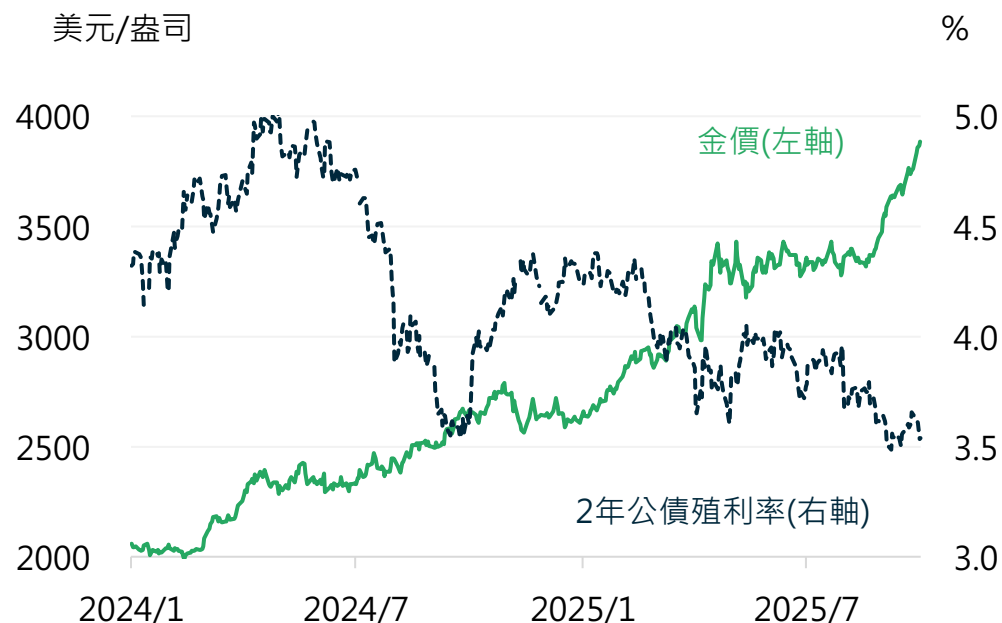
資料來源：Bloomberg。

美國政治僵局, 導致政府關門, 加上ADP就業數據大幅下修, 導致聯準會再度降息機率高漲, 根據統計, 10月底FOMC降息機率高達9成, 使得2年期公債殖利率持續下滑, 也進一步推升金價再創歷史新高。

此外, 自從2022年俄烏衝突以來, 全球央行的風險意識也明顯攀高, 根據黃金協會統計, 過去3年, 全球央行每年的需求量都超過1000噸, 佔需求比重高達22%, 遠高於此前的10%上下。

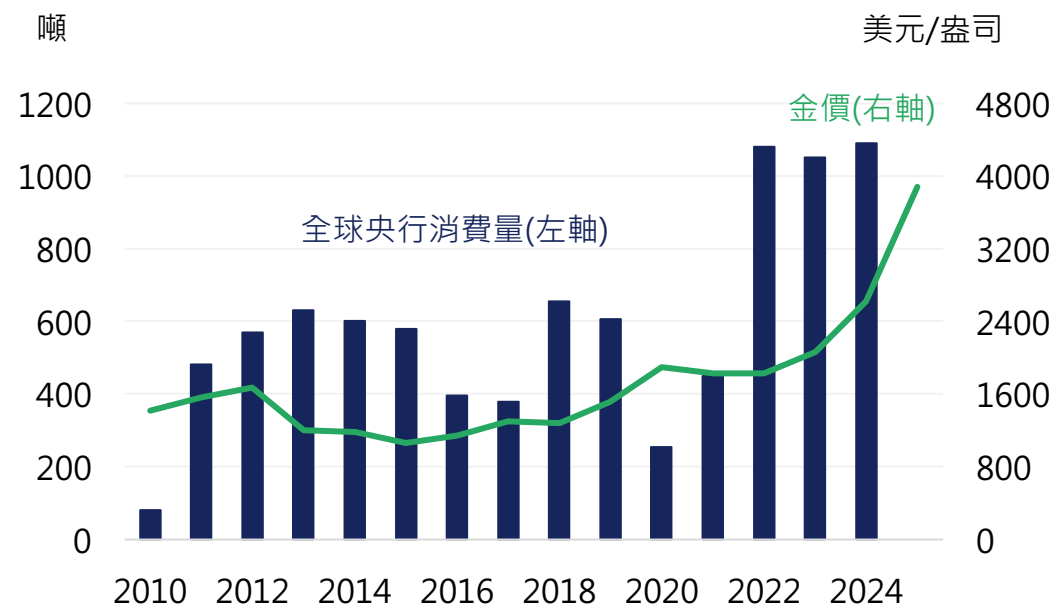
整體而言, 聯準會降息趨勢持續加上全球地緣風險尚未淡化, 預估黃金仍有機會續創新高。

### 公債利率走低, 推升金價



資料來源：Bloomberg。

### 全球地緣風險未除, 央行金價需求大增



資料來源：Bloomberg, 世界黃金協會。



在中國經濟步入新階段之際，中共中央政治局於2025年9月會議初步定調「十五五」規劃(2026-2030年)，除延續「十四五」規劃的脈絡，更多展現對當前內外部挑戰。相較「十四五」作為後疫情時代的轉型奠基，強調「雙循環」格局與結構調整，「十五五」則將焦點置於「新質生產力」，並更為強調統一領導與安全體系。這六大「堅持」——黨的全面領導、人民至上、高質量發展、全面深化改革與開放、有效市場與有為政府結合、統籌發展與安全——作為指導原則，確保政策連續性，卻在細節上強化了領導權威與安全體系，凸顯北京對地緣政治風險的警覺。

整體而言，「十五五」規劃不僅是經濟藍圖，更是戰略回應。在延續高質量發展的同時，強化黨中央領導與安全底線，以期能在全球競爭中穩健前行。不過，因為社保新規推出，除了基數調整外，官方還要求強制繳納，政策執行將增添民間負擔，不免抵銷部分政策刺激的效果。

9月中共中央政治局會議揭示「十五五」規劃方向		
六個面向	領域說明	十五五規劃重點(2026-30, 初步定調)
黨的領導	堅持黨的全面領導、維護中央權威	堅決維護黨中央權威和集中統一領導，強化黨對經濟社會發展的全面領導。
民生福祉	堅持人民至上	以人民為中心，提升就業、教育、醫療等民生福祉，強調人民至上理念。
科技及創新	堅持高質量發展	聚焦新質生產力，因地制宜推進經濟建設，應對國際競爭與內部挑戰。
產業與經濟	堅持有效市場和有為政府相結合	優化市場與政府協同機制，促進新質生產力發展，提升市場效率與政府治理能力。
深化改革	堅持全面深化改革，擴大高水平開放	深化改革，擴大高水平開放，優化區域協調發展，積極融入全球價值鏈。
安全與治理	堅持統籌發展和安全	構建安全體系，統籌經濟發展與風險化解，應對地緣政治與國內外挑戰，確保穩定。

「十四五」 vs. 「十五五」：

- 相似性：均可歸納為六個「堅持」為指導原則，體現政策連續性。
- 差異及轉變：「十四五」作為後疫情時代轉型規劃，著重奠基(如雙循環)；「十五五」則因應內外部挑戰，更強調統一領導與安全體系。

資料來源：Wind。

社保新規 vs. Q4將推出5000億政策刺激			
月薪5000為例			
項目	2024年 基數下限	企業負擔	員工負擔
養老	5,284	793	423
醫療(含生育)	5,996	270	120
失業	5,284	26	26
工傷	5,284	26	0
住房公積金	2,360	350	350
合計		1,465	919
項目	2025年 基數下限	企業負擔	員工負擔
養老	5,500	880	440
醫療(含生育)	6,236	281	125
失業	5,500	28	28
工傷	5,500	28	0
住房公積金	2,520	350	350
合計		1,566	942

1) 以月薪5000假設，新規前企業及員工負擔合計為2384元，新規後合計為2508元。

2) 2025年中國勞動力總數約7.34億人，完整繳納「五險一金」約1.71億人，人社部預計2026年增至2.5億人。

3) 因此整體繳納金額將由4503億元，增加2217億元至6270億元。

結論：依2025年中國GDP約達130兆人民幣，則保守估計約影響GDP 0.17%，將部分抵消Q4推出政策刺激的幅度。

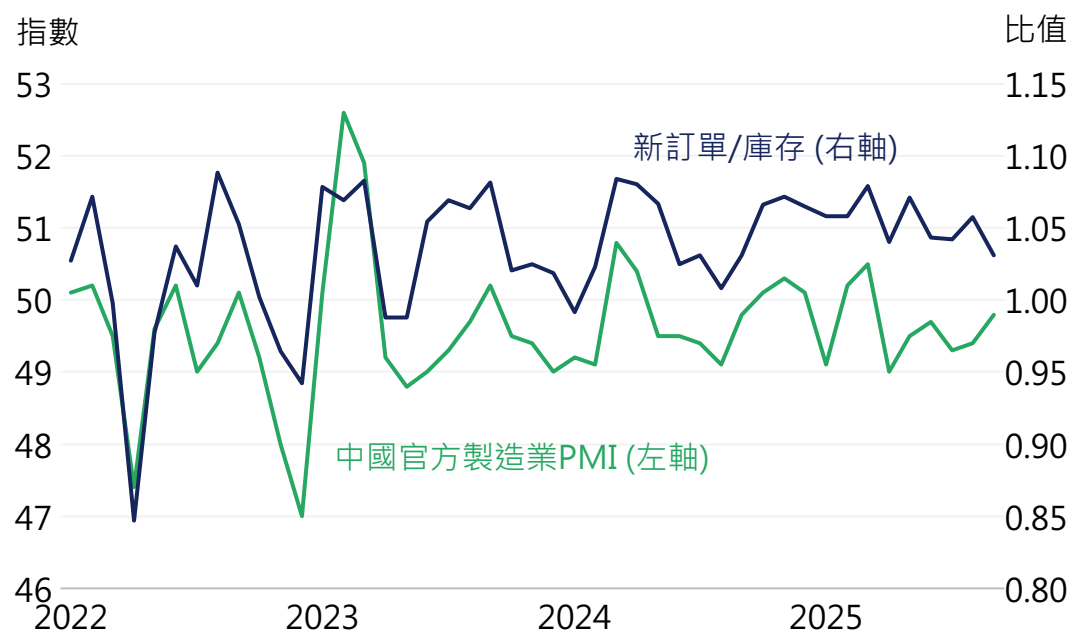
註：以廣東省為例。  
資料來源：Wind, 國泰世華銀行整理。

中國九月官方製造業PMI指數為49.8，雖仍低於象徵景氣榮枯擴張點的50.0，但高於前月的49.4，及市場預期的49.6。同期間，公布的民間RatingDog製造業PMI指數，自前月50.5上升至51.2，高於前月50.5，當地製造業浮現止穩跡象。

中國製造業景氣看似逐漸好轉，但不同企業氛圍有別。其中，大型製造業者表現較佳 (50.8)，中/小型製造業者雖持續低於50.0，但後者出現回升走勢 (48.2, 前月：46.6)。另外，**新訂單與庫存比值尚未見明顯回穩，增添後續復甦雜音。**

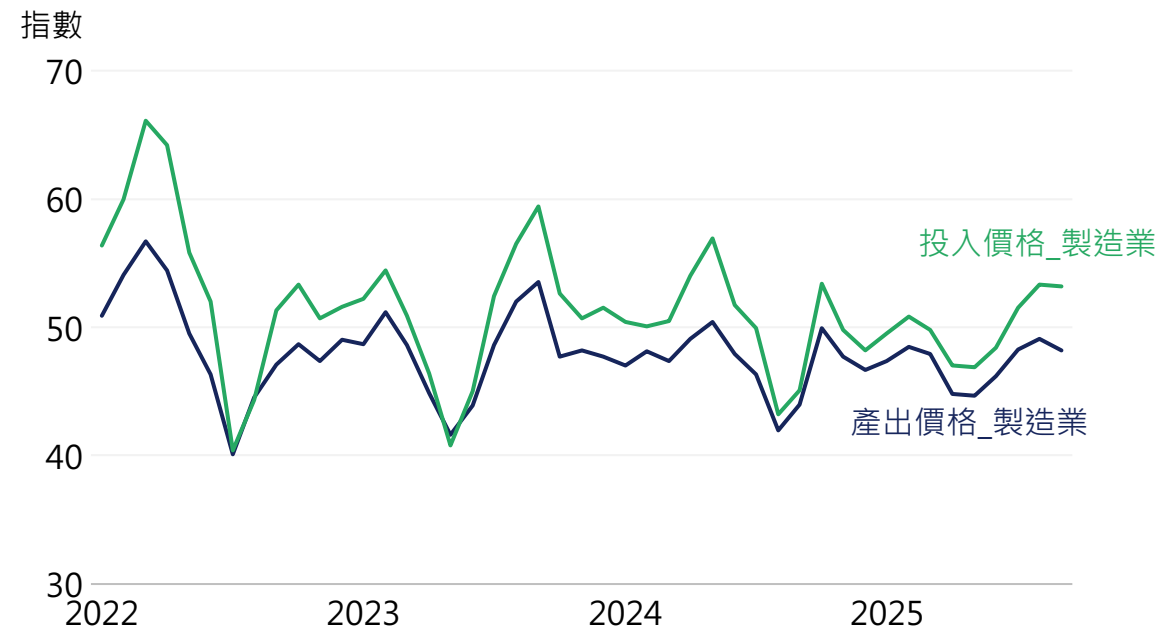
若進一步觀察細項內容，中國九月製造業投入價格雖然略微下滑，但仍然維持在相對高檔區 (53.2)，產出價格卻進一步下滑至48.2，顯見在原材料、營運成本偏高的情況中，目前**廠商售價恐難完全進行轉嫁，限縮企業獲利成長空間。**

## 中國製造業景氣看似回穩, 但仍見雜音



資料來源：Bloomberg。

## 中國製造業利潤面臨壓力

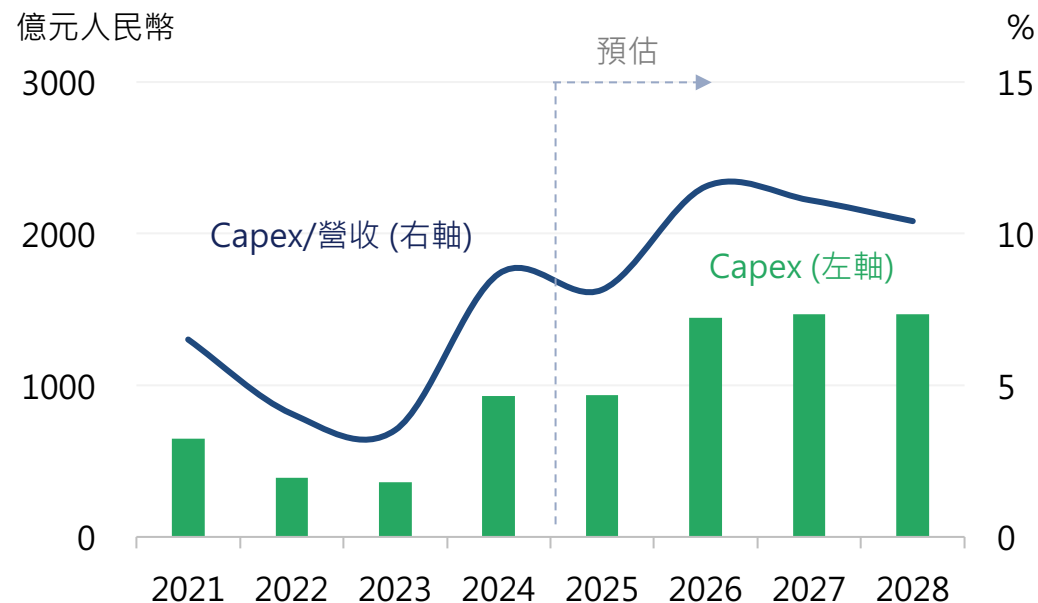


資料來源：Bloomberg。

日前阿里巴巴在雲棲大會宣布將持續增加資本支出, 強化雲計算與AI技術布局, 引發市場熱烈反響。受此利好消息推動, 阿里巴巴股價領漲, 帶動中港股市在長假期前延續強勢表現。雲棲大會展示的技術創新與生態擴張, 凸顯阿里在雲服務與數位化轉型領域的領先地位。市場分析認為, 阿里加大資本投入不僅提振投資者信心, 也為中港科技股注入新動能。中港股指在假期前夕的強勁表現, 反映市場對科技業的樂觀預期。

後續, 除了關注10月底川習於APEC峰會會晤, 中共四中全會也在10/20召開, 將給予十五五規劃的方向。長線而言, 1)AI產業趨勢、2)金融股息收優勢、3)官方政策支持(反內捲及寬鬆政策)下, 此外, 先前投資人憂心的美中關係, 如今也有轉圓的跡象。因此, 整體持續有利中港股長線走勢。

### 阿里巴巴在雲棲大會表態資本支出將持續增加



資料來源：Wind, MS預估。

### 阿里巴巴股價領漲, 推升中港股指長假前延續強勢



資料來源：Wind。

6

Monday

歐元區消費者信心指數  
台灣休市  
中國休市

7

Tuesday

美國進出口數據  
日本家計單位支出  
台灣外匯存底  
中國外匯存底  
中國休市

8

Wednesday

美國消費信貸  
日本勞工現金收入  
台灣CPI  
中國休市

9

Thursday

美國FOMC會議記錄  
台灣出口

10

Friday

美國密西根大學消費者信心  
美國財政收支月報  
台灣休市

## 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