

Fed 降息步調或略放緩，惟市場多頭格局不變

2025 年 11 月

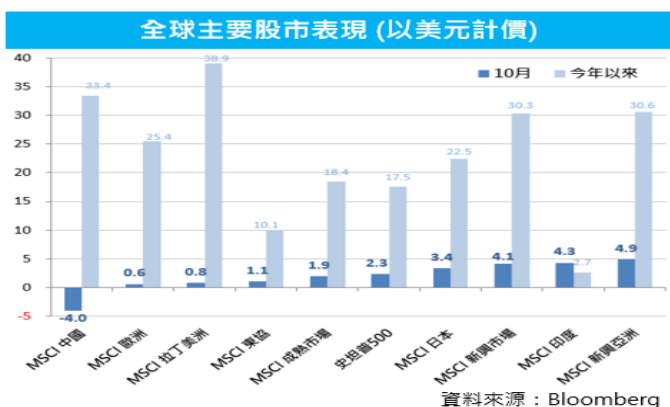
以美元計價的 MSCI 全球主要股市指數 10 月普遍上漲，其中又以 MSCI 新興亞洲指數表現最為強勁，主要因為美韓關稅談判有所進展加上全球記憶體缺貨推升三星、海力士股價帶動 MSCI 南韓股票指數單月漲幅高達 21%，MSCI 印度指數與 MSCI 台灣指數當月亦上漲約 4~5%，不但完全抵消佔比最大的中國股市當月下跌之負面影響，更使新興亞洲股指漲幅躍居所有主要國家/區域之冠。MSCI 中國指數同月在全球股市中表現最為弱勢，主要因川普 10/10 宣布自 11 月起對中國額外徵收 100% 關稅並對關鍵軟體實施出口管制以回應中國 10/9 進行稀土管制，導致股市大跌。儘管隨後市場氛圍有所和緩，川習也於 10/30 達成暫緩實施的協議，然因市場預期兩國競爭仍將持續且中國政府的十五五的規劃並未見新亮點，使其股市反彈相對有限。

在債市方面，新興市場債 10 月上漲約 1.72%，主要因許多新興市場央行早在已開發國家降息前便收緊貨幣政策，從而與成熟市場利率形成了顯著利差，加上美元偏弱亦有利於新興債市發展。另一方面，儘管高市早苗當選或使日本央行升息步調略微放緩，但其擴張性財政政策的主張不利該國債信且日元貶值也使日本公債報酬率約下跌 3.7%，從而拖累了全球主權債券指數當月表現。

近期市場主要的風險事件來自於 Fed 對於後續貨幣政策的態度。FOMC 10/29 決議調降聯邦資金利率 1 碼至 3.75%~4.0% 區間，並宣布 12/1 起停止縮減資產負債表。然而，FOMC 以 10 比 2 的投票結果創下近六年來首次出現正反雙方都持反對意見的情況-米蘭主張應降息兩碼，而堪薩斯 Fed 總裁施密德主張維持利率不變，凸顯 Fed 內部對於貨幣政策立場分歧加劇。

由於市場先前已消化川習會及科技財報的利多，但此次 Fed 會後聲明論調偏鷹及隨後官員談話均降低了市場對 FOMC 12 月降息的預期，導致會後市場出現賣壓，先前漲多的科技股修正幅度較大。然而，考量美國基本面穩健、AI 需求殷切，加上 Fed 降息循環仍將持續將給予股市中期支撐，故仍可逢低以分批或定時定額方式逐步將資金配置到科技類股、日股等具長期成長潛力的標的。

雖 FOMC 12 月降息機率下滑，但料降息循環仍將持續，適度配置受惠於降息且具避險特性的黃金及債券有利降低整體投資組合波動，惟黃金走勢波動較劇烈，故建議衡估自身風險承受度並以分批方式作配置。在債券方面，因潛在關稅疑慮仍可能推升通膨，建議以 10 年期上下的美國公債或投資級債作為選擇。此外，美元中長期弱勢預期不變，非美中期投資級債券亦可作為資產配置的選項。



本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

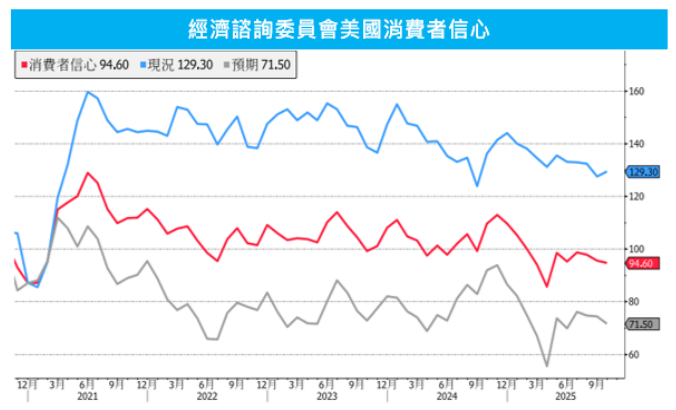
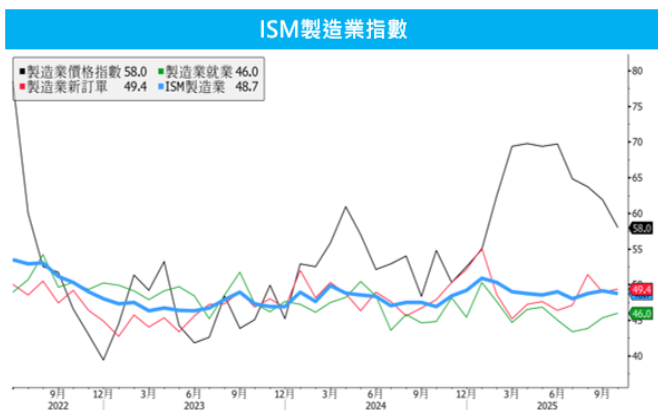
美國股市：AI 產業前景明朗，但政府關門恐抑制景氣動能

10 月美股受惠於 AI 題材，標普 500 指數一度來到 6890 點歷史新高位置。領漲族群涵蓋輝達、亞馬遜、蘋果、Alphabet、博通、超微、禮來、美光、卡特彼勒等；領跌標的包括 Meta、波克夏海瑟威、網飛、Fiserv、甲骨文、林德、家得寶、菲利浦莫里斯、AT&T 等。影響美股市場重要事件包括第三季標普 500 財報優於預期，目前已從財報公布前預估第三季盈餘年增 7.4% 上調至 13%，其中科技、金融、國防產業獲利大幅優於預期，疊加川普訪問亞洲並與中方達成短期協議，與聯準會於 10 月利率決策會議降息 1 碼，支撐市場續強。

AI 動能延續。10 月重點包括 Nvidia GTC 大會以及雲端服務業者維持強勁資本支出指引。蘋果上季營收、獲利優於市場預期，且 iPhone 17 系列全球銷售強勁，公司也給出正向展望；NVIDIA 發表下一代 Vera Rubin 超級晶片(整體算力提升逾 3 倍，預計 2026 年下半年量產)，意涵 AI 巨頭仍需高額資本支出才能維持算力領先，供應鏈至 2026 年業績無須看淡；Meta 除擴充 AI 算力產能，積極推出搭載內建顯示器的 AI 眼鏡，並與 Blue Owl Capital 合資位於路易斯安那州的資料中心園區，以支應龐大的人工智慧基礎設施需求。整體而言，各家科技龍頭持續擴大年度資本支出金額、布署更大規模的 AI 算力，將加速產業技術演進，讓 AI 加速普及。

部分經濟數據因政府關門欠缺，但 10 月 ISM 製造業採購經理人指數由 49.1 降至 48.7，低於市場預期的 49.5。分項中新訂單指數由 48.9 上升至 49.4，價格由 61.9 下降至 58.0，就業由 45.3 上升至 46.0；經濟諮詢委員會消費者信心 10 月份指數降至 94.6，為 4 月以來低點；對未來六個月展望的預期指標下滑至 71.5，為今年 6 月以來最低，市場對經濟前景仍偏保守，其中政府關門是重要因素之一，同時關稅對實體經濟的傳導亦持續發酵。

政策面臨諸多不確定性。首先是聯準會雖於 10 月貨幣政策決議降息一碼，這次決議出現兩張反對票，且兩名官員立場兩極，後續降息路徑仍無共識；若美國政府關門持續，政治僵局導致聯邦資金凍結，將壓抑消費與就業動能，且聯準會將缺乏關鍵經濟數據做決策；美國最高法院即將審理川普關稅的法源依據，若最終判定 IEEPA 關稅違法並要求退稅，將造成美國政府財政收入驟減與退款壓力，使美國財政惡化與國際貿易不確定性升高。目前標普 500 本益比估計在 25.9 倍，短期評價雖然偏高，但 AI 產業展望強勁，且美國在 AI 產業領先優勢明確，若遇利空造成市場拉回，美股長線仍可逢低布局。



資料來源：Bloomberg，2025/10/29

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

科技：AI 基礎建設持續擴張，科技股估值雖高但獲利成長可期

人工智慧 (AI) 基礎建設的需求正在以前所未有的速度擴張。儘管市場對估值和潛在風險有所討論，但從近期企業數據、產業趨勢到總體經濟環境分析，強勁的獲利增長和紮實的基本面為科技股提供了堅實的支撐，預期中長期仍有一定的上漲空間。

近期企業財報有力地印證了 AI 基礎建設的強勁擴張。Oracle 最新的財報數據顯示，其剩餘履約義務 (RPO) 激增至 4,550 億美元，規模約為谷歌訂單的四倍。這龐大的數字反映了與 OpenAI、xAI、Meta、Nvidia 等多家 AI 巨頭簽署的大型合約正在強力推進。這種趨勢並非單一現象，而是整個產業的縮影。各大市場研究機構普遍預估，全球前五大雲端服務供應商 (CSP) 的資本支出將持續增加，預計 2026 年總金額將超過 4,500 億美元。主要動能來自 AI 伺服器需求的擴張，以及對 NVIDIA GB300 等新一代 GPU 解決方案和自研 AI ASIC 晶片的採購需求，顯示 AI 基礎建設的投資潮正處於高峰期。

雖然 AI 基礎建設的投資如火如荼，市場上也存在對其前景的討論。OpenAI 執行長 Sam Altman 承認 AI 產業存在「泡沫化」現象，但也強調其驚人的創新潛能。儘管 OpenAI 的商業模式被部分評論形容為「循環融資遊戲」，但其規模已使其成為 AI 領域不可或缺的關鍵參與者。市場普遍認為，AI 技術的快速發展為科技產業帶來了堅實的基本面和成長動能，為未來企業獲利和整體產業的發展提供了強大的想像空間。

美股「七巨頭」的估值確實偏高，但與 2000 年科技泡沫時期的估值水準相比，仍有相當大的差距。在低利率環境、全球高儲蓄等總體經濟環境下，目前的估值水準是多重因素疊加的結果，而非單純的非理性繁榮。當前的 AI 基礎建設投資浪潮，主要是靠 CSP 業者維持歷史高檔的資本支出，但其自由現金流量仍穩定呈現正成長，反映企業財務體質依然健康。目前的 AI 資本支出成長屬於企業營收成長與現金流可以負擔的良性循環，而非大量依賴外部貸款的泡沫性擴張。

獲利成長的樂觀前景進一步鞏固了對科技股的信心。以那斯達克 100 指數為例，彭博預估每股盈餘 (EPS) 年成長率可達 15%，隨著 EPS 增長速度可能快於股價，預估本益比有望逐步下降，這表明獲利成長足以支撐目前的高估值。同時，聯準會降息帶來的寬鬆貨幣政策預期，為市場提供了流動性。基本面的強勁成長與資金面的寬鬆預期相結合，為那斯達克 100 指數提供了堅實的上升動能。

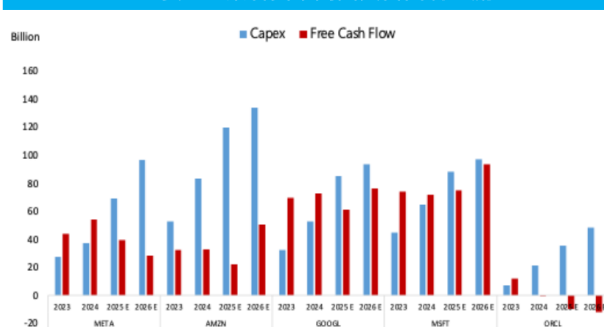
綜合以上，雖然科技股估值偏高，且 AI 發展仍有不確定性，但目前強勁的基本面、獲利成長預期、良好的資產負債表以及寬鬆利率環境下，預期科技類股仍有機會延續中長期上漲趨勢，前景仍佳。

CSP業者資本開支年增率

YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Amazon	158.3%	17.2%	57.4%	46.4%	13.7%
Meta	35.4%	13.3%	36.6%	90.6%	40.7%
Microsoft	59.4%	42.1%	57.8%	36.9%	21.9%
Google	69.0%	2.4%	62.9%	61.8%	17.0%
Oracle	97.4%	9.7%	99.7%	95.3%	48.4%
Tesla	10.4%	24.3%	27.4%	13.1%	8.7%
Total	8.7%	-2.6%	54.9%	54.8%	21.7%

資料來源：元大投顧

主要CSP業者資本開支與自由現金流



資料來源：元大投顧

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

歐洲股市：歐洲經濟溫和回穩，法國政治僵局落幕

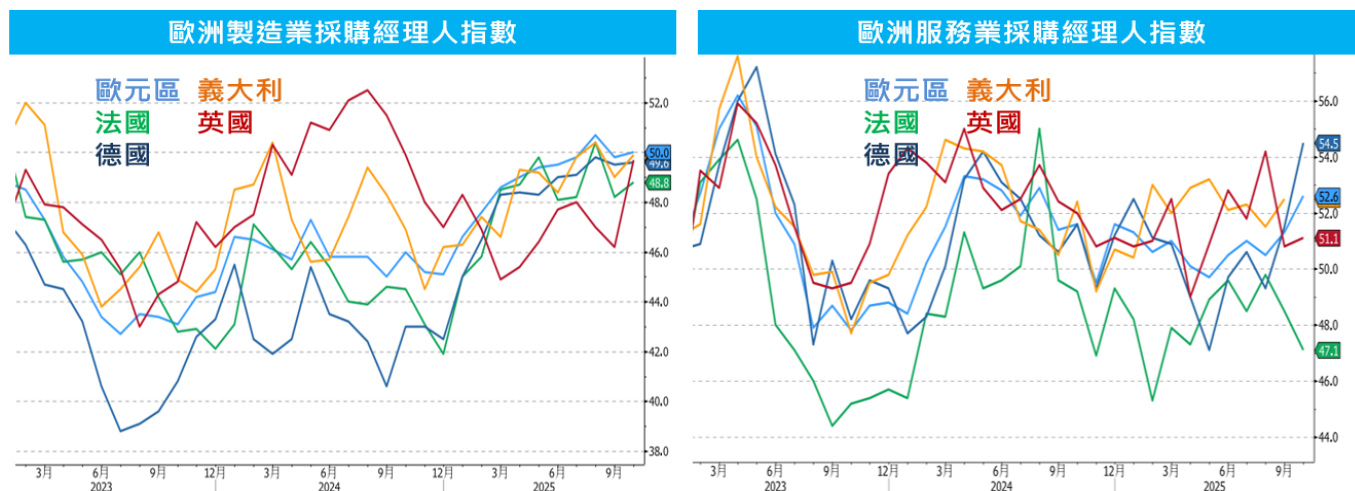
10 月歐洲市場反映財報利多，泛歐 600 指數一度來到 577 點歷史新高。領漲標的包括艾司摩爾 (ASML)、酪悅·軒尼詩-路易·威登、阿斯特捷利康、依視路羅薩奧蒂卡、西門子、雀巢、殼牌、賽諾菲、空中巴士、諾基亞等；領跌標的包含萊茵金屬、諾和諾德、法國巴黎銀行、法拉利、德意志電信、英國航太系統、安盛、瑞銀、勵訊等。法國方面，馬克宏重新任命之前下台的勒科努出任法國新任總理，勒科努回任後暫停推進養老金改革，藉此挺過不信任案投票，使法國政治僵局暫告段落。

歐元區 10 月製造業採購經理指數由前值 49.8 升至 50，創兩個月高點，惟新訂單疲弱及就業減少限制製造業增速；英國 10 月製造業採購經理指數由前值 46.2 快速上升至 49.7，仍處收縮區間；服務業方面，歐元區以德國表現最佳，服務業採購經理人指數來到 54.5，但法國回落至 47.1，整體來看歐洲經濟溫和回穩，雖非強勁復甦，但也未出現衰退訊號。

在 AI 產業進度上，媒體報導輝達與德國電信準備投資 10 億歐元於德國建設資料中心，以推動歐洲 AI 基礎設施。歐洲決策當局與科技大廠都強調，歐洲必須建立自有 AI 生態系，以追趕美國與中國大陸的競爭對手，但目前對於經費分配、執行主體等細節都付之闕如，歐盟在 AI 上的布局僅止於規劃，速度遠落後美、日及部分亞洲與中東國家。另傳英國前首相蘇納克加入美國 AI 公司，擔任微軟與人工智慧初創公司 Anthropic 的兼職高級顧問，蘇納克過去執政時強調要監管 AI 而非積極推動產業發展，其跳槽選擇美國 AI 公司而非歐洲科技大廠，此舉反應其自身對歐洲 AI 產業的看法並不樂觀。

利率政策方面，歐洲央行管委會於 10/30 決議維持三大關鍵利率不變。歐洲央行總裁在會後記者會表示，理事會對通膨前景的評估大致不變，歐元區通膨率仍接近 2% 的中期目標，本次貨幣政策決定為一致通過。拉加德指出，儘管全球環境充滿挑戰，歐元區經濟仍延續溫和增長，強勁的勞動力市場、私營部門資產負債表穩健，以及先前的減息效應，仍是支撐經濟韌性的關鍵來源。然而，考量外部不確定性依舊(全球貿易摩擦與地緣政治緊張)，央行將依賴數據、逐次會議評估的方式來設定適當的政策立場，不會預先承諾特定的利率路徑。

泛歐 600 指數本益比來到 16.11 倍，評價相對合理，然而考量地緣政治風險(俄烏戰爭仍無落幕跡象)，且歐洲在 AI 產業缺乏成績、也沒有看到政府或企業採取積極作為，對歐股維持謹慎態度。



資料來源：彭博；2025/11/4

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

日本股市：高市鞏固美日同盟，日銀可能延後升息時點

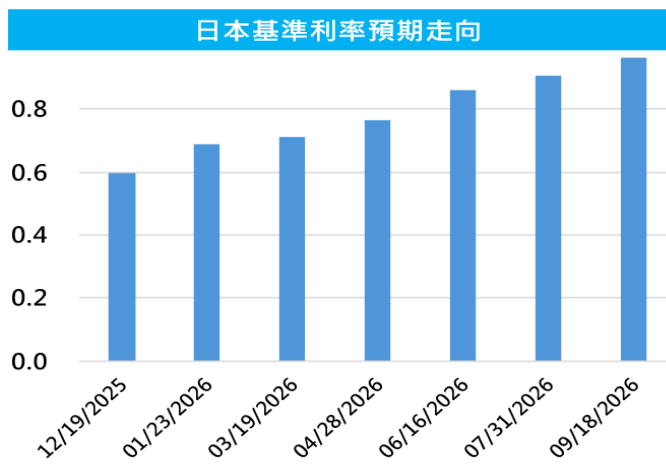
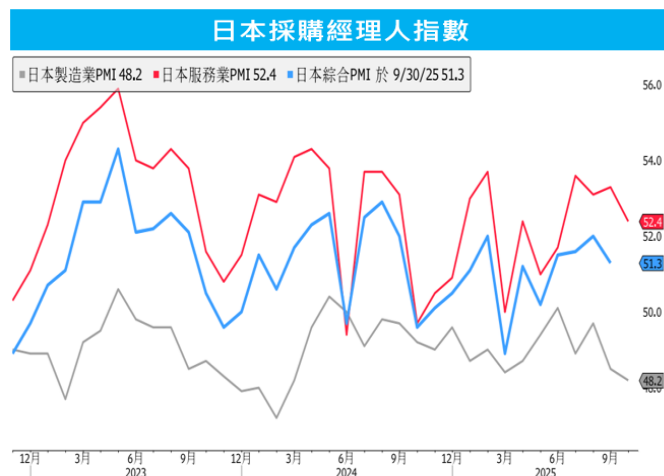
10月日股利多頻傳，TOPIX指數創下歷史高點一度來到3331點。領漲標的包含軟銀、日立製作所、愛德萬測試、東京威力科創、豐田汽車、三菱重工、豪雅股份、永旺、迅銷、藤倉等；領跌股涵蓋東京海上控股、三菱UFJ金融、日本電產、東方樂園、瑞可利控股、東海旅客鐵道、信越化學、第一生命控股、武田藥品、海灣流諮詢等。股市走強主因包括高市早苗當選首相、日本鞏固與美方關係、AI產業發展與日圓貶值等多重因素推動。

高市早苗與川普首次會晤，雙方確認將強化美日同盟。川普表示，日本為最高級別盟友，高市早苗亦表示希望實現日美同盟新黃金時代。有鑒於高市早苗任命石破茂政府內負責日美貿易協議談判的經濟再生擔當大臣赤澤亮正，擔任經濟產業大臣，成為美國商務部長盧特尼克的對口官員，預計日本將持續履行貿易協議內中的投資承諾，會後公布日美投資聯合情況說明書，內容涉及四大項目，涵蓋能源、人工智慧電力開發、人工智慧基礎建設強化及重要礦物產品。整體而言，美日兩國確認更緊密的外交、經濟合作關係，將保障日本企業在美國的貿易權益，也消除了今年以來美日關稅的不確定性，對日本經濟有正面助益。

景氣方面，日本10月製造業採購經理人指數從9月的48.5降至48.2，還創下2024年3月以來最低；服務業採購經理人指數同樣呈現下滑來到52.4。由於高市政府著手調整「外國人政策」，針對外國人未繳納社保費用及非法滯留者等問題提出應對方案，且高市過去發言對中國向來採取相對鷹派態度，預料訪日外籍觀光客人數將面臨回落壓力，不利短期日本消費動能。

考量關稅對景氣的影響仍具不確定性，日銀再次維持政策按兵不動。日本央行連續第六次會議按兵不動，高田創及田村直樹兩位官員投下反對票，認為應將政策利率調高至0.75%。日本央行總裁植田和男談話表示，不認為央行落後於物價情勢，且對明年春鬥薪資談判仍缺乏訊息，打壓日圓走貶，由於2026年調薪訊息恐怕要到第一季末才會釋出，讓市場推估升息時點可能延後至明年第二季，這也呼應高市希望寬鬆的貨幣政策。

TOPIX指數續創新高，但本益比僅在18.7倍。新一輪財政刺激政策即將推出，升息時點再度延後、日圓短期走貶(美元兌日圓近期來到153位置)，有利日股表現。



資料來源：彭博；2025/11/4

新興亞洲：AI 供應鏈需求穩健，亞洲股市仍具吸引力

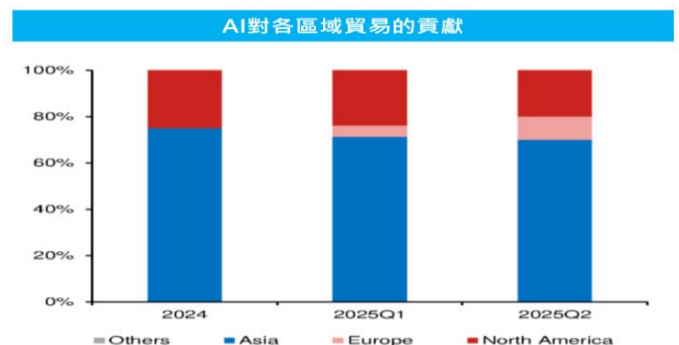
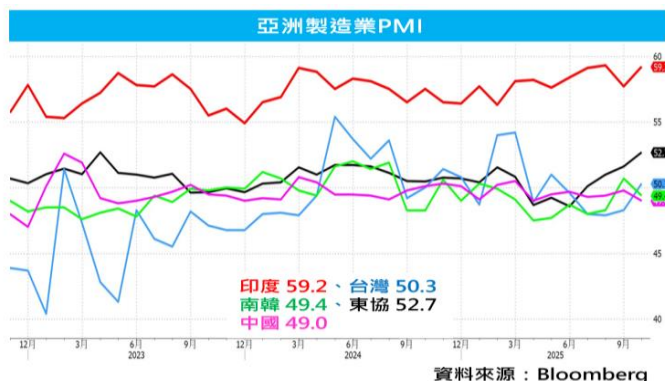
亞洲股市 10 月繼續上漲。截至 10 月底，亞洲不含日本指數 (MXAPJ) 單月上漲 2.81%，科技題材再度成為主流，台、韓領漲亞股。中國上證指數 10 月表現穩定，上漲 1.85%。但香港國企股 10 月下跌 4.05%，主要受大型科技股業績不如預期、「十五五」規劃未見明確政策，加上先前漲多導致投資人調節持股的影響。台灣加權指數 10 月上漲 9.34%、南韓 KOSPI 指數上漲 19.94%，表現驚人，主要歸功於 AI 題材持續發酵，尤其是記憶體缺貨讓南韓記憶體權值股三星、海力士大漲。

MSCI 東協指數 10 月上漲 1.96%。印尼在政局逐漸穩定後，外資回流，JCI 指數上漲 1.93%。泰國新總理上台並推出政府刺激措施，加上旅遊業的逐步恢復，為股市提供了一定支撐，SET 指數溫和上漲 1.18%。新加坡股單月上漲 0.61%。菲律賓國內腐敗醜聞持續，政治不確定性拖累馬尼拉指數單月下跌 3.42%。馬來西亞股市在九月上漲後，10 月出現獲利回吐，小幅下跌 0.67%。印度 SENSEX 指數上漲 4.57%，主要受惠於美印之間關於俄羅斯原油關稅懲罰的解決，加上強勁的經濟表現支撐股市上漲。

中國官方製造業 PMI 為 49.0，較上月下降 0.8 個百分點，連續七個月處於收縮區間，顯示製造業景氣持續回落，第四季經濟開局不利，經濟下行壓力加大。印度製造業 PMI 上升 59.2，顯示其製造業經營環境持續改善，美印關稅影響有限。台灣製造業 PMI 為 50.3%，終結了連續數月的萎縮態勢，轉為擴張，主要得益於 AI 需求的助攻和電子業的缺貨漲價潮。南韓 PMI 再度跌破 50，來到 49.4，顯示出產業復甦的不一致性。東協整體製造業 PMI 指數上升到 52.7，顯示區域內多數經濟體製造業活動普遍升溫，處於擴張區間。整體而言，亞洲經濟目前並非全面性的強勁復甦，而是呈現各國及各產業分化的局面，顯示全球經濟前景仍存在不確定性，影響各國的復甦步伐。

儘管美國加徵關稅帶來不確定性，亞洲經濟仍展現出顯著韌性。強勁的人工智慧 (AI) 相關需求成為主要驅動力，持續推動科技出口和股市上漲。野村證券表示，亞洲是受惠於 AI 零組件及產品的主要區域，其中台灣、南韓、馬來西亞、新加坡等地受益於 AI 投資和供應鏈多元化，出口不減反增。

在貨幣政策方面，印度和東協部分國家，由於預期經濟成長將進一步放緩且通膨壓力較低，進一步降息的可能性很高。市場普遍預計印度、菲律賓、印尼和泰國將再降息 1~2 碼，其餘國家將維持利率不變。整體而言，關稅雖對亞洲不利，但隨著談判的進行，局勢逐漸好轉，影響可控。亞洲各國普遍準備了刺激政策，加上 AI 相關供應鏈需求穩健，台灣等地區居於 AI 產業核心，企業獲利預期強勁增長，顯示儘管有外部挑戰，部分亞洲股市在 AI 浪潮的推動下仍具吸引力，仍可布局。



本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

中國：經濟面臨多重挑戰，復甦之路任重而道遠

近期中國經濟數據顯示，儘管有部分領域出現改善跡象，但經濟復甦動力依然不足，整體好轉預期不高。內需疲軟和房地產市場低迷持續構成下行壓力，市場對進一步的宏觀政策支持需求增加。中國 10 月官方製造業 PMI 為 49.0%，連續第七個月處於榮枯線（50%）以下，反映製造業景氣水平持續回落。非製造業 PMI 則為 50.1%，勉強維持在擴張區間，但服務業擴張動力不足。若內外部需求無明顯改善，製造業景氣短期內難以顯著回升。服務業的擴張動力仍受到消費意願和房地產市場的制約，增長前景不容樂觀。

9 月份中國進出口數據表現出一定韌性，整體出口年增 8.3%，進口年增 7.4%，雙雙高於市場預期。然而，對美出口仍連續第六個月衰退，顯示中美貿易摩擦壓力持續。中國出口重心正向東協、歐盟等其他地區轉移。值得一提的是，川習會後貿易戰暫時緩和，彭博估計美方將芬太尼相關關稅下調 10%。彭博估計，美國對中國整體平均關稅稅率將從 40.8% 降至 30.8%，這會將中國對美出口損失從約 70% 降至 50% 左右，為雙方貿易帶來些許喘息空間，但並不代表兩國之間的對抗關係有任何根本改變，未來中國對美國的出口仍然具有相當的不確定性。

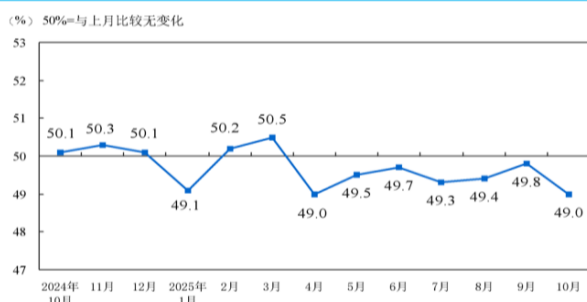
至於內需則持續疲軟，9 月零售銷售年增 3.0%，增速為一年來最慢；固定資產投資年減 0.5%，是 2020 年 8 月以來首次轉為負成長。儘管工業增加值表現強勁，主要得益於長假提前備貨效應，但整體經濟呈現工業生產強勁，而內需和投資低迷的兩極化現象。

通縮壓力仍在但略有緩和，中國 9 月 CPI 年比下滑 0.3%，較 8 月的 -0.4% 的降幅略為收斂，月比方面，CPI 回升 0.10%，小幅轉正，整體顯示通縮壓力仍在，但似乎有緩和跡象。通縮壓力雖有減緩但仍未根本扭轉；政策對通縮的擔憂恐加重，未來仍需要寬鬆措施以刺激內需、穩定物價

中國經濟對進一步宏觀政策支持的需求正在增加，但普遍預期不會有超大規模的刺激政策。中共四中全會核定了「十五五」規劃建議大綱，重點包括科技自強、擴大內需，但缺乏具體措施。高盛分析指出，政策優先順序著重於技術、穩定和風險控制。房地產市場持續低迷是經濟下行壓力的關鍵因素之一，但會中並無太大著墨，預期短期房市將難有改善。預計政策將以精準和穩健為主，而非大水漫灌，經濟穩定和復甦仍充滿挑戰，需要更長期的結構性調整。

總結來說，中國經濟面臨內外需不足等多重挑戰。儘管 9 月外貿數據亮眼，但製造業的持續萎縮和國內消費投資的疲軟，表明經濟復甦基礎並不穩固。在缺乏超大規模刺激政策預期下，經濟好轉將是一個緩慢且任重道遠的過程，未來經濟走勢仍充滿不確定性，不利股市繼續上行。

中國官方製造業PMI



資料來源：中國統計局

十五五建議規畫重點

十五五規劃建議重點

規劃期間 2026年～2030年

主要目標

高質量發展取得顯著成效，科技自立自強水平大幅提高，進一步全面深化改革取得新突破

現代化產業

堅持智能化、綠色化、融合化方向，構建以先進製造業為骨幹的現代化產業體系

科技自立自強

催生新質生產力，加強原始創新和關鍵核心技術攻關，推動科技創新和產業創新深度融合

強大國內市場

堅持擴大內需，堅持惠民生和促消費，增強國內大循環內生動力和可靠性

資料來源：經濟日報

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

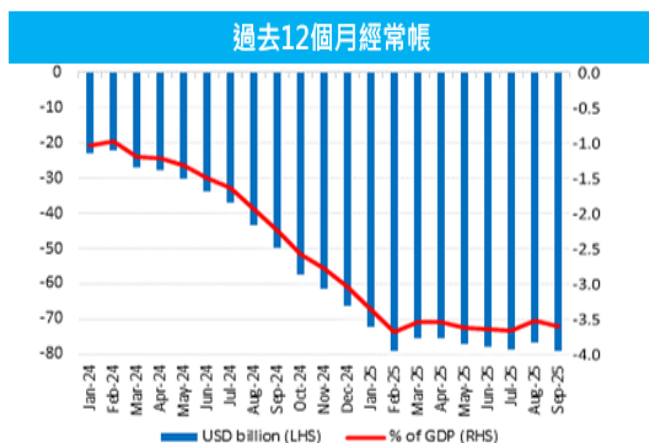
拉美股市：貿易協議樂觀情緒主導市場，通膨改善仍不足以啟動降息

巴西市場 10 月出現 V 型反轉，主要受惠於巴西政府對美國政府態度出現 180 度反轉，不再堅持不向美國妥協，轉而積極尋求與美方政府展開貿易談判，以求降低先前美國對巴西施加的 50% 關稅，帶動市場樂觀情緒上升。10/26 巴西總統魯拉與美國總統川普在東協峰會會面，會後魯拉指出，兩國將達成貿易協議，且協議將「比任何人想像的都還要快」達成。川普則向記者回應會考慮在適當的情況下，降低對巴西的關稅。11/4 魯拉更進一步表示，如果在本月巴西主辦的聯合國氣候會議 COP30 結束前，兩國之間的談判沒有進展，他將再次致電給川普，巴西副總統 Geraldo Alckmin 與財政部長 Fernando Haddad 也已準備好與美方進行新一回合的談判，必要時可以前往美國，展現出對於達成貿易協議的積極態度。

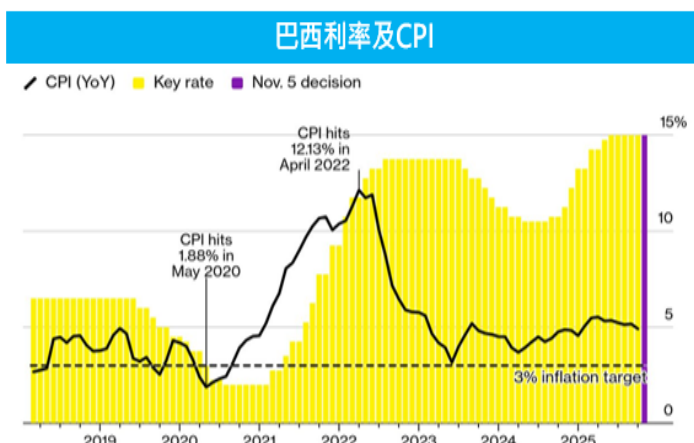
與此同時，巴西通膨數據出現好轉跡象，也提振了市場信心。巴西十月 IPCA-15 月增 0.18%，低於市場共識的 0.21%，年增率 4.94% 亦較九月 IPCA 年增率 5.17% 有所下降。核心通膨部分，月增 0.22%，年增率則下降 0.21% 至 4.88%。十月通膨數字下滑，主要受益於住宅電力費率下降，同時服裝和外出費用亦出現改善。受此影響，市場對於 2025 全年通膨預期也出現進一步改善，預估 2025 年通膨為 4.56%，較此前預期下降 0.14%，2026 及 2027 年通膨預期亦下滑至 4.2% 及 3.82%，對於 2025、2026、2027 年底 Selic 利率的中位數預期則維持在 15.00%/12.25%/10.50%。

雖然通膨略有改善，但仍不足以驅動巴西央行啟動降息。巴西貨幣政策委員會 11/5 召開第三次會議，仍一致決議將基準 Selic 利率維持在 15%，為自 2006 年 7 月以來的最高水準。委員會在聲明中指出，巴西經濟情勢仍如預期的溫和成長，勞動市場展現出強勁的表現，雖整體通膨率與核心通膨的衡量指標有所改善，但仍高於通膨目標。委員會評估，維持目前的利率水準相當長的一段時間，將足以確保通膨向目標收斂，且未來的貨幣政策步伐可視情況調整，若有必要，將毫不猶豫地恢復升息循環。整體聲明維持鷹派立場，也使市場對於降息預期有所下降。

另一方面，巴西九月份經常帳出現 98 億美元的大幅赤字，高於去年同期的 74 億美元赤字，赤字擴大主因貿易餘額下降以及外企利潤和股息匯出增加，截至 9 月的近 12 個月名目赤字占 GDP 亦高達 7.81%，雙帳赤字持續擴大，預料未來一旦市場避險情緒升溫，巴西股市將有較高回落風險，然而短期內可能與美國達成貿易協議的樂觀情緒料將主導市場，有望為巴西股市帶來支撐。



資料來源：巴西央行



資料來源：彭博

能源類股：俄油制裁事件增加市場波動，供過於求趨勢未變

原油市場本月延續供給過剩壓力主導的格局，油價持續在低位徘徊，本月中美國宣布加大制裁俄羅斯原油消息一度帶動油價上漲，最終仍承壓於 \$ 62 美元下，整體而言受制於供給過剩議題影響。

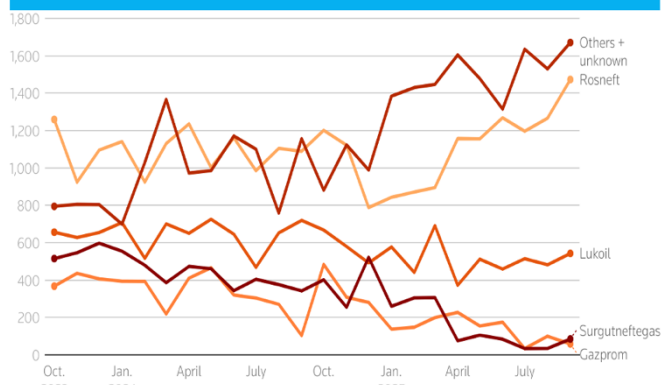
10/22 美國總統川普突然宣布取消原預計要與俄羅斯展開的雙普會談，他指出俄羅斯現階段無意停戰，不想與普丁進行一場徒勞的會議，同日美國財政部宣布將俄羅斯前兩大石油巨頭，俄羅斯石油 (Rosneft)、路克石油 (Lukoil) 及兩者實際持有的子公司列入實體清單，凍結其在美國資產，並禁止所有美國企業與之往來。這兩家石油巨頭單日出口約 300 萬桶原油，約佔俄國原油出口的 45%，更是印度 70% 俄油進口來源。先前川普曾稱印度總理莫迪已向他保證印度會停止購買俄油。本次的制裁，一方面是在提高俄國石油出口難度，一方面也是直接向印度施壓，迫使其停止購買俄油。然而市場普遍預估，雖然這次的制裁會部分影響俄羅斯原油出口，但這些被制裁的石油公司，仍能靠著其他貿易商或煉油廠轉移出口，例如在拜登時期受到制裁的俄羅斯石油生產商 Gazprom 及 Surgutneftegaz，這兩家公司在受到制裁後，雖然石油出口量明顯下滑，然而數據顯示俄國其他石油出口商出口量隨即大幅上升，可以推估在受到制裁後，這些石油商仍能依靠其他辦法轉移出口。

另一方面，俄油最大買家中國也不會因制裁而停止購買俄油，俄羅斯能源部數據顯示，俄羅斯只有 5% 的石油出口是以美元結算，主要仍是以人民幣結算，占約 67%，故即便俄羅斯石油公司遭到制裁而無法使用美元交易，對於中國進口商影響仍有限。預估俄羅斯原油制裁議題，雖短期內會造成油價波動加劇，但仍只是短期影響，未對中長線原油產業供過於求趨勢造成實質改變。

供給部分，OPEC+ 於 11/2 會議決議，將在 12 月增加產量 13.7 萬桶/日，反應全球經濟前景穩健且目前市場基本面健康，然而由於季節性因素，OPEC 八國亦決定將暫停在 2026 年 1 月、2 月及 3 月的增產計劃。市場預期本次 OPEC+ 決議將在 2026 年第一季暫停增產，僅是配合淡季做出的技術性調整，中長期 OPEC+ 仍保持增加市佔策略不變，預期 OPEC+ 在明年第一季後，可能決議再次上調生產配額。

展望後市，短線油價預料在俄油消息的影響下，波動加劇，惟目前看來整體供過於求趨勢仍未改變，且一旦市況出現劇烈變動，OPEC+ 仍有剩餘產能能夠即時開出，以壓抑價格，故對於能源類股後市仍應保守看待。

俄羅斯海上原油出口



資料來源：路透社 Ron Bousso

至2026年3月OPEC 8國生產配額

Country	Production Increments (kbd) Dec 2025	Required Production (kbd)			
		Dec 2025	Jan 2026	Feb 2026	Mar 2026
Algeria	4	971	971	971	971
Iraq	18	4,273	4,273	4,273	4,273
Kuwait	10	2,580	2,580	2,580	2,580
Saudi Arabia	41	10,103	10,103	10,103	10,103
UAE	12	3,411	3,411	3,411	3,411
Kazakhstan	7	1,569	1,569	1,569	1,569
Oman	4	811	811	811	811
Russia	41	9,574	9,574	9,574	9,574
Total	137				

資料來源：OPEC

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

黃金類股：漲多出現回落，仍具資產配置吸引力

本月黃金市場出現較大的波動，10月20日現貨金價一度飆升至每盎司 4,381.21 美元的歷史新高位，然而隔天即出現單日 5.31% 的下跌，創 12 年來最大單日跌幅紀錄，亦為歷史上第 15 大單日跌幅，所幸即便回落幅度不小，整月報酬仍然呈現上漲。這樣的短線高位震盪，主要源自於聯準會 9 月降息帶動市場短線情緒過度樂觀，使黃金價格出現大幅上漲導致極大的乖離出現，同時遇上川習會和解預期，避險情緒下降疊加市場獲利了結賣壓，從而引發了較大的跌勢。

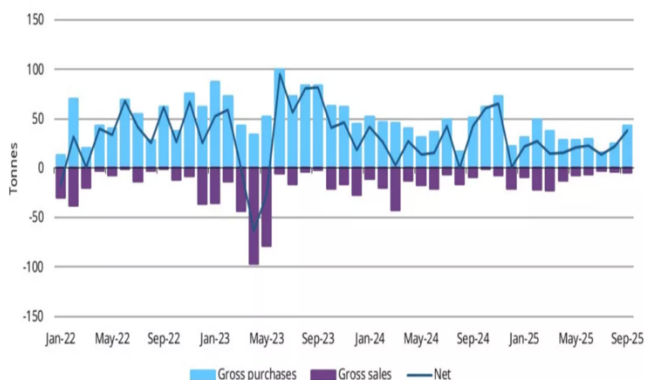
檢視黃金基本面因素，仍未看到利多趨勢出現改變。世界央行增持黃金趨勢持續，9 月全球央行淨購買黃金達 39 噸，較上月增長 79%，創下 2025 年單月最高紀錄。年初至今，央行累計淨買入已達 200 噸，雖較 2024 年同期的 215 噸略有下滑，仍彰顯世界央行增持黃金的步伐仍未停止。9 月巴西央行以 15 噸的淨購入成為當月最大買家，其後是哈薩克國家銀行 8 噸和瓜地馬拉央行 6 噸，這些新興市場央行增持黃金，凸顯出對美元體系的擔憂外，也展現出各國為避免被制裁風險所做的準備。

另一方面，世界黃金協會報告指出，回顧歷史，黃金 ETF 自 2003 年問世以來，共出現兩次長達數年的牛市，兩次分別始於 2008 年及 2015 年，時間分別持續了 221 週和 253 週，期間黃金 ETF 持倉量分別激增了 1,823 噸和 2,341 噸。然而，當前這輪從 2024 年 5 月啟動的漲勢，到目前為止，僅經過約 77 週，持倉量亦僅增加約 788 噸。相比前兩輪牛市的平均水準，這一增幅量僅佔過往水準的 30% 至 40%，顯示出投資者的參與度仍處於相對低位，未來仍可期待有進一步上升空間。

除了潛在上漲空間外，黃金作為資產配置工具用以分散風險的吸引力亦在上升，道富環球投資研究指出，在當今市場中，傳統股債配置正面臨考驗，因為美股與美債的相關性自 2021-2022 年通脹飆升以後即轉為正相關，削弱了債券的對沖功能。在此背景下，黃金的價值重新浮出水面，因為相較於其他替代投資選項，從 2009 年自今，黃金與傳統 60/40 股債配置組合的相關性僅約 0.22，低於其他具避險特性的資產，使黃金成為理想的資產分散工具，有利於分散整體部位風險，尤其當美元出現走弱跡象，黃金即成為替代的投資工具。

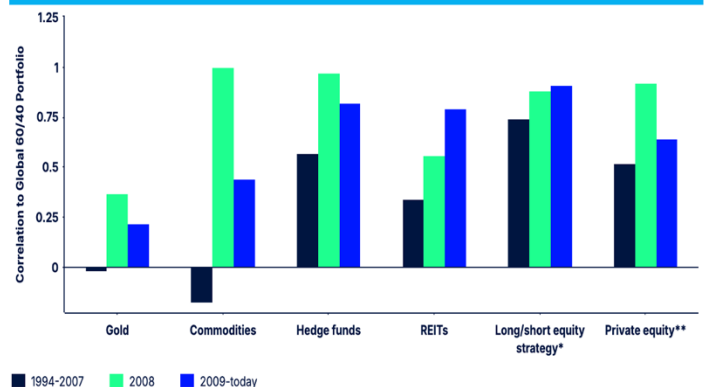
展望未來，即便短線波動劇烈，我們仍未看到基本面出現明顯改變，世界央行增持黃金趨勢不變、降息循環對金價的助益亦未消失，美中雖達成貿易協議，但僅只是暫時停戰，未來衝突仍可能再次爆發，故在當下的市場中，將黃金資產作為資產配置的一環以分散風險，仍是值得考量的選項。

世界央行黃金買賣變化



資料來源：世界黃金協會

各類資產與 60/40 股債配置的相關性



資料來源：道富環球投資

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

固定收益：Fed 12 月降息不確定性升高，惟無礙寬鬆貨幣政策續行

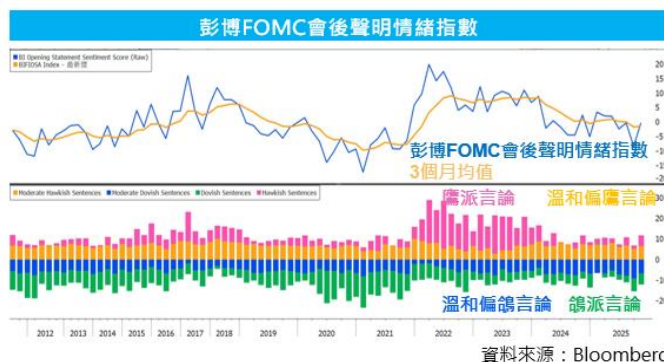
近期市場主要的風險事件來自於 Fed 對於貨幣政策的態度。FOMC 10/29 決議調降聯邦資金利率 1 碼至 3.75%~4.0% 區間，此為今年第二次降息。Fed 同時也宣布 12/1 停止縮減資產負債表，結束自 2022 年啟動的資產縮表計畫。然而，FOMC 投票結果為 10 比 2，為近六年來首次出現正反雙方都持反對意見的情況-米蘭主張應降息兩碼，而堪薩斯 Fed 總裁施密德主張維持利率不變，凸顯 Fed 內部對於貨幣政策立場分歧加劇。

若就彭博的 FOMC 會後聲明情緒指數來看，此次聲明明顯較先前態度更加鷹派，鮑爾也在會後記者會上強調「12 月會議進一步降息並非板上釘釘」，隨後回答記者提問時，更補充說「越來越多的人(委員)認為，或許應該至少等待一個週期」，再採取下一步行動。

在該次會議之後，今年仍具有投票權的 FOMC 成員發言對後續貨幣政策立場並不一致。芝加哥 Fed 主席 Goolsbee 表示目前通膨仍距離 2% 目標尚遠，故不急於再次降息。川普所提名的新上任理事 Miran 則認為現行政策「仍然過於限制性」，他更擔心經濟下行風險，所以傾向於更快、更多的降息。然而，理事 Lisa Cook 則抱持中性看法，認為「如果利率太高，就可能導致勞動市場急劇惡化；如果降得太快，就可能導致通膨預期失控」，因此 12 月降息不是已定。

同時，因美國政府 10 月開始停擺，若這樣的狀況持續，包括非農、PCE 及之後的 CPI 等重要的就業與通膨數據均將無法產出，因平衡就業與通膨為 Fed 的主要兩大任務，而官方政府數據缺乏的情況下，大大增加了 Fed 決策的難度。綜合上述各項因素，截至 10 月底為止，利率期貨所隱含的 Fed 12 月降息機率由會前一週的 103.4%(降息幅度超過 1 碼)大幅降至 74%，而明年底前降息的預期幅度也從會前一週的 4.7 碼大降至 3.3 碼。

儘管此次 FOMC 會後 Fed 態度轉向鷹派帶動近期公債殖利率上揚。然而，我們認為即便 Fed 降息時程略有放緩，但其寬鬆的貨幣政策方向不致有變，尤其明年 5 月現任聯準會主席鮑爾的任期即將屆滿，不斷公開呼籲聯準會大幅降息的川普勢將提名符合其要求的鴿派人選接任，料將使市場對 Fed 進一步降息的預期再度升溫，因此我們認為即便 12 月暫停降息，這對 Fed 的降息循環來說只是「頓點」而非「句點」。因此，近期市場走向雖對短線的債市走勢或造成影響，但降息循環對於經濟及股債市中期支撐力道仍在，投資人無需對此感到擔憂。不過，美國債務體質偏弱對存續期間較長的債券可能造成影響，建議以 10 年期上下的中長期美國公債與投資級債券為標的。同時，美元中長期弱勢料將持續，但法日等國財政也有疑慮，全球較長天期公債料偏震盪，故非美投資級債券的選擇上亦以 10 年左右標的為宜。



本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。