

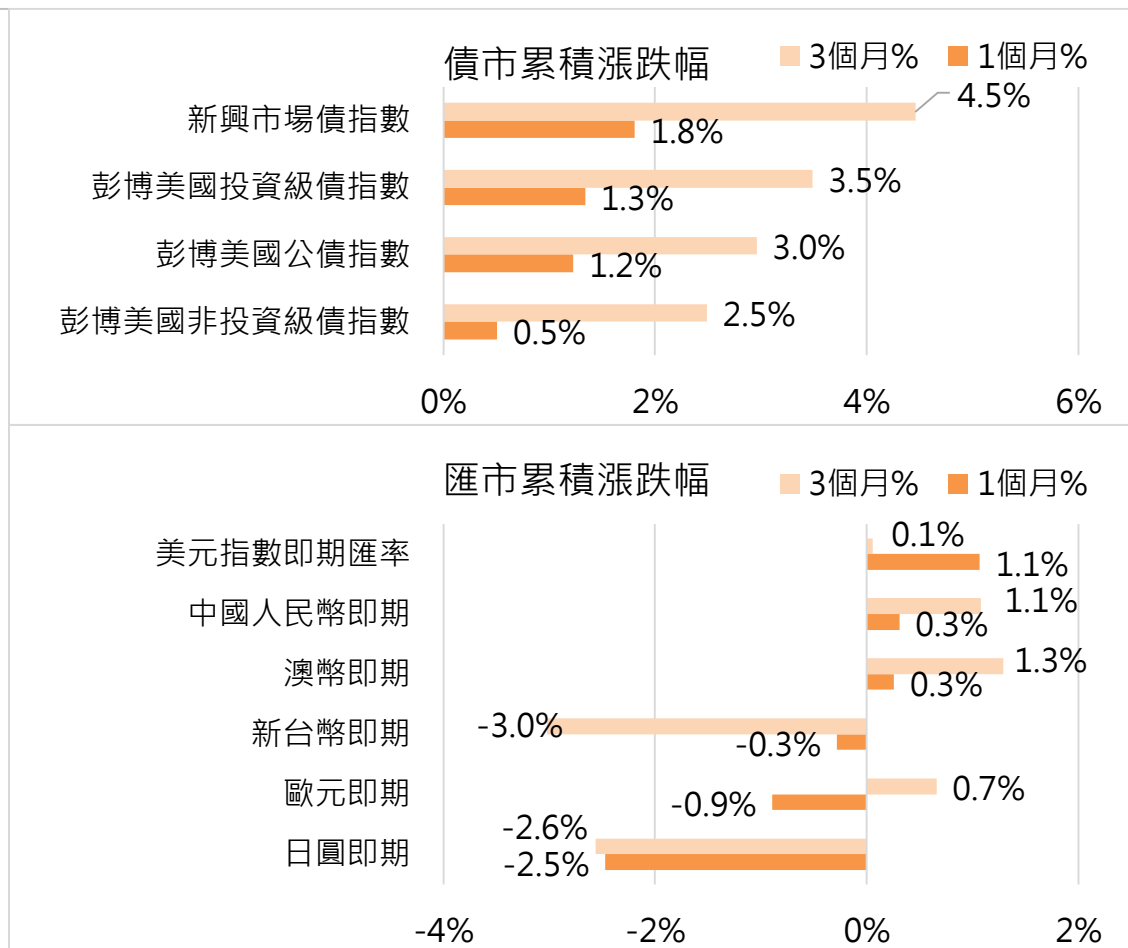
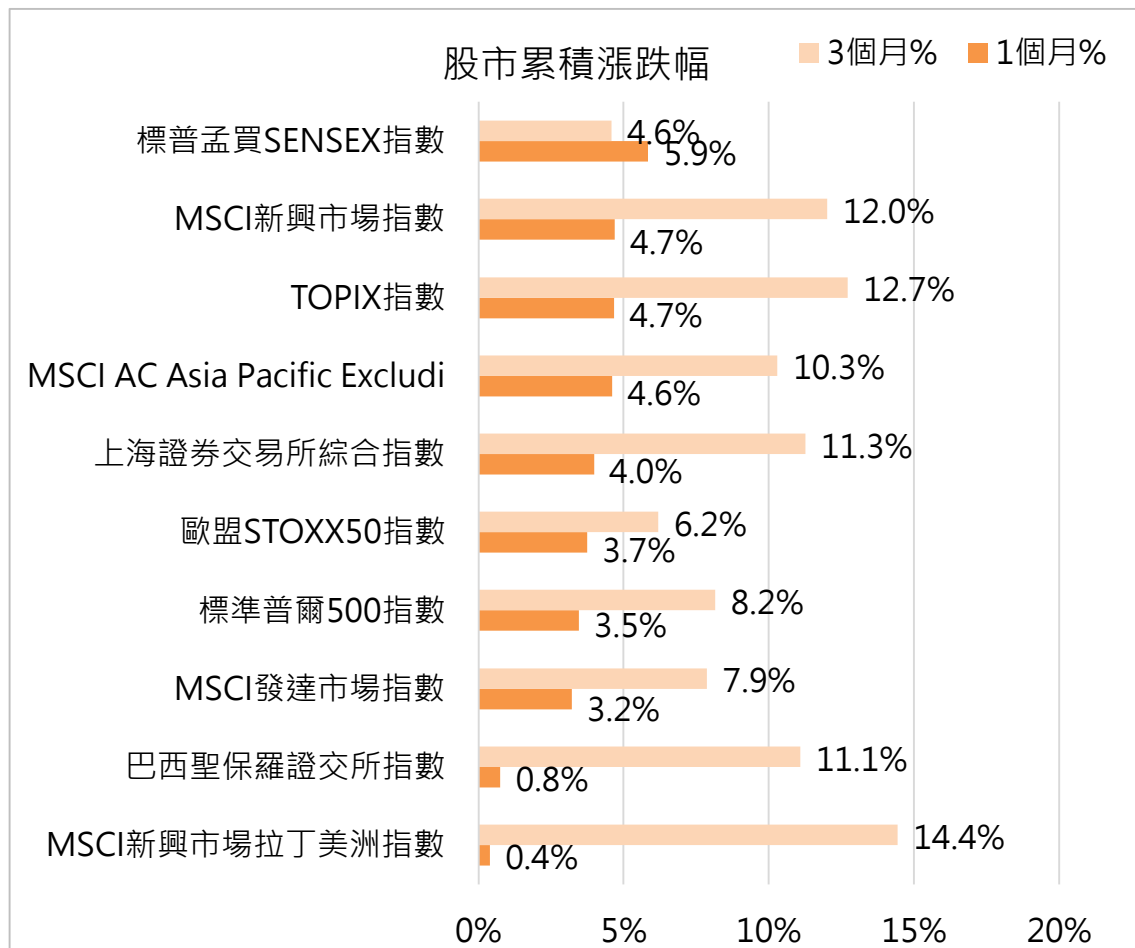


王道市場洞悉 O-Insight

Nov. 2025

全球金融市場表現

1. 美中關係和緩及AI需求令美股近日續偏上，債市則受降息及一些偏弱數據的支撐。
2. 10月底FOMC降息一碼至3.75% ~4.0%，預期年底及明年2026仍有降息空間。



央行大事紀

	2025年11月	2025年12月	2026年1月
美國		12/11 FOMC利率會議	1/29 FOMC利率會議
歐洲		12/18 歐洲央行利率會議	
	11/6 英國央行利率會議	12/18 英國央行利率會議	
日本		12/19 日本央行利率會議	1/23 日本央行利率會議
其他市場	11/4 澳洲央行利率會議	12/9 澳洲央行利率會議	

總結

市場	展望
總體經濟	➤ 整體市場氣氛趨於樂觀，中美貿易不確定性一度升溫後又降低，一些重要經濟數據因美國政府停擺而未公布。 ➤ 關稅引起的通膨上揚目前尚不明顯，9月整體及核心物價CPI均低於市場預期。
利率與債市	➤ 10/30 FOMC降息一碼至 3.75% ~4.0%，並將於12月1日起停止縮減資產負債表。 ➤ 缺乏經濟數據可能構成暫停利率調整的理由，Powell稱12月是否降息尚無定論，似乎想要抑制近日市場過度認為後續會再降息預期。 ➤ 過往在聯準會降息後(半年內)美債殖利率走勢大多傾向於偏下，今年以來債市表現穩健，新興債YTD報酬達+10.5%，非投資級債YTD+7.4%，投資級債YTD+7.0%。
股市	➤ 非衰退的降息對於股市相對有利，本波降息循環在9月啟動之後，美股表現與過去多數一樣呈現上漲。 ➤ 美股利多在於(1)科技股營運展望正面(2)美中貿易衝突又趨和緩(3)降息有利於股市評價(4)近期財報盈餘與營收多優於市場預期，中長期美股展望持續偏上。 ➤ 台股中長期繼續看好，台灣外銷訂單等基本面狀況良好，台積電權值股營運盈餘表現佳，AI相關需求殷切及營運穩健，台灣官方表示美台貿易談判應該會有很好的進展。 ➤ 日股中長期亦看好，市場期待新任首相早苗經濟學能持續帶動日本經濟成長及股市表現。
匯市	➤ 美元雖然處於降息，但預期中長期美元匯價將保持穩定，主因: (1)美國景氣展望並未弱於其他國家(2)美元穩定美債才能持續順利融資。今年以來台幣相對於日韓元相對升值，後續再升不大，匯價將保持動態穩定。
商品	➤ 金價此前漲勢過快而修正，後市預期盤整。 ➤ 油市面臨未來中期供過於求，然價格已低，油價後續漲跌空間均不大。



中美高級官員貿易談判近期達成共識 奠定川習會基礎

10/26~27美國財政部長貝森特和貿易代表格里爾與中國副總理何立峰及李成鋼達成框架協議，為雙方領導人後續會談創造較佳的氛圍。

	此前美中雙方較衝突期間	近日傳出雙方可能達成的共識
追加關稅	中國公佈新的稀土限制後，特朗普威脅從11月1日開始對中國商品追加100%的關稅。	貝森特稱實際上已經取消對中國100%的關稅加徵
芬太尼	美國指責中國未能遏制芬太尼及其前體的出口，加征20%的懲罰性關稅。	李成鋼暗示就此問題達成了共識，華爾街日本報導美國可能降低因芬太尼加徵的20%關稅，最高可減少10個百分點。
航運費	中國自10月14日開始對由美國所有和建造的船隻收取費用，同日美國對停靠其港口的中國大型船隻收費。	中國貿易特使李成鋼表示兩國將處理該問題，暗示雙方立場鬆動。
稀土限制	中國10月9日宣佈，海外企業出口含有極少量中國特定稀土的產品，也需獲得許可	貝森特稱中國將把擴大後的許可機制推遲一年，同時進行重新評估。
大豆採購	當前出口季開始以來，中國沒有購入美國大豆。	美國財長貝森特稱，中國將進行大量採購美國的大豆。
出口管制	美國擴大對華企業限制範圍，將目標瞄準已在美國實體名單上的企業的子公司，可能影響數千家公司。	中國商務部的一份公告顯示就出口管制達成初步共識，未作進一步闡述。

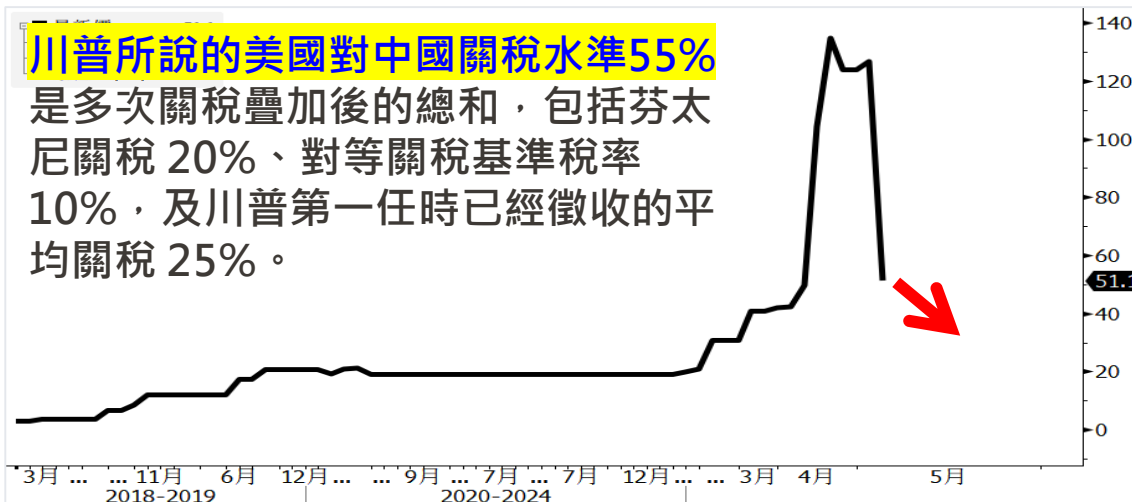


預計中美本輪談判的核心議題

(1)美國能否減少對中國管制及降低關稅 (2)中國是否放鬆稀土管制 (3)中對美大豆是否增加購買 (4)芬太尼管制

川普所說的美國對中國關稅水準55%

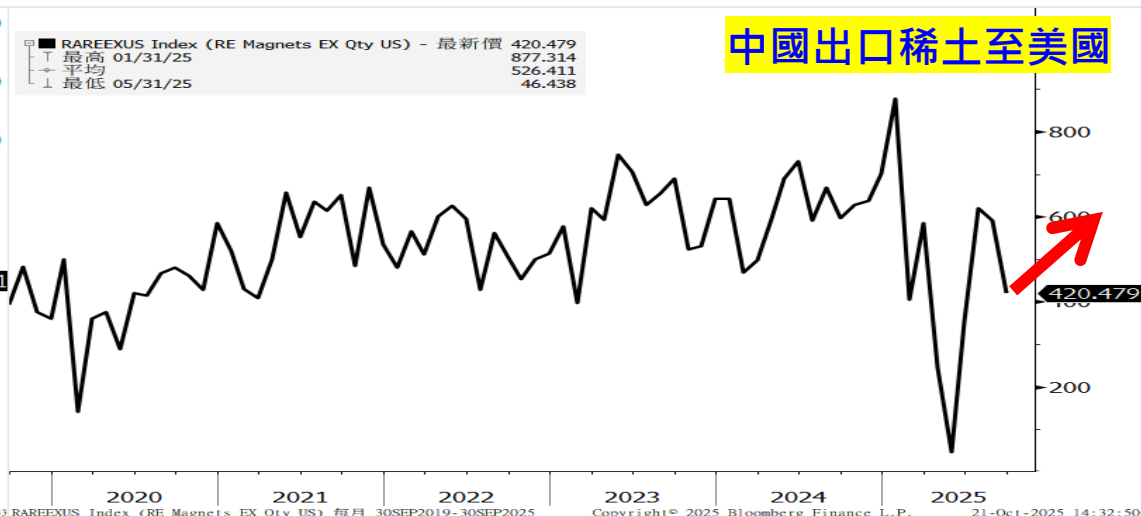
是多次關稅疊加後的總和，包括芬太尼關稅 20%、對等關稅基準稅率 10%，及川普第一任時已經徵收的平均關稅 25%。



中國自美進口大豆

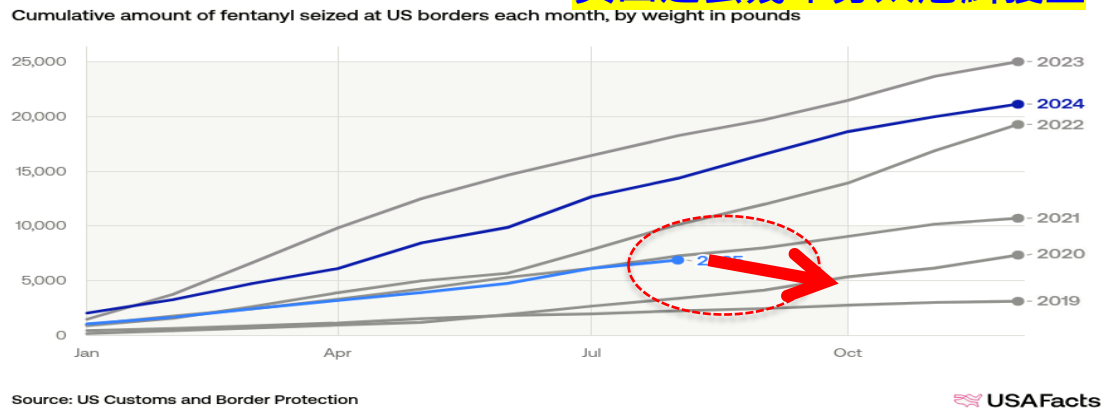


中國出口稀土至美國



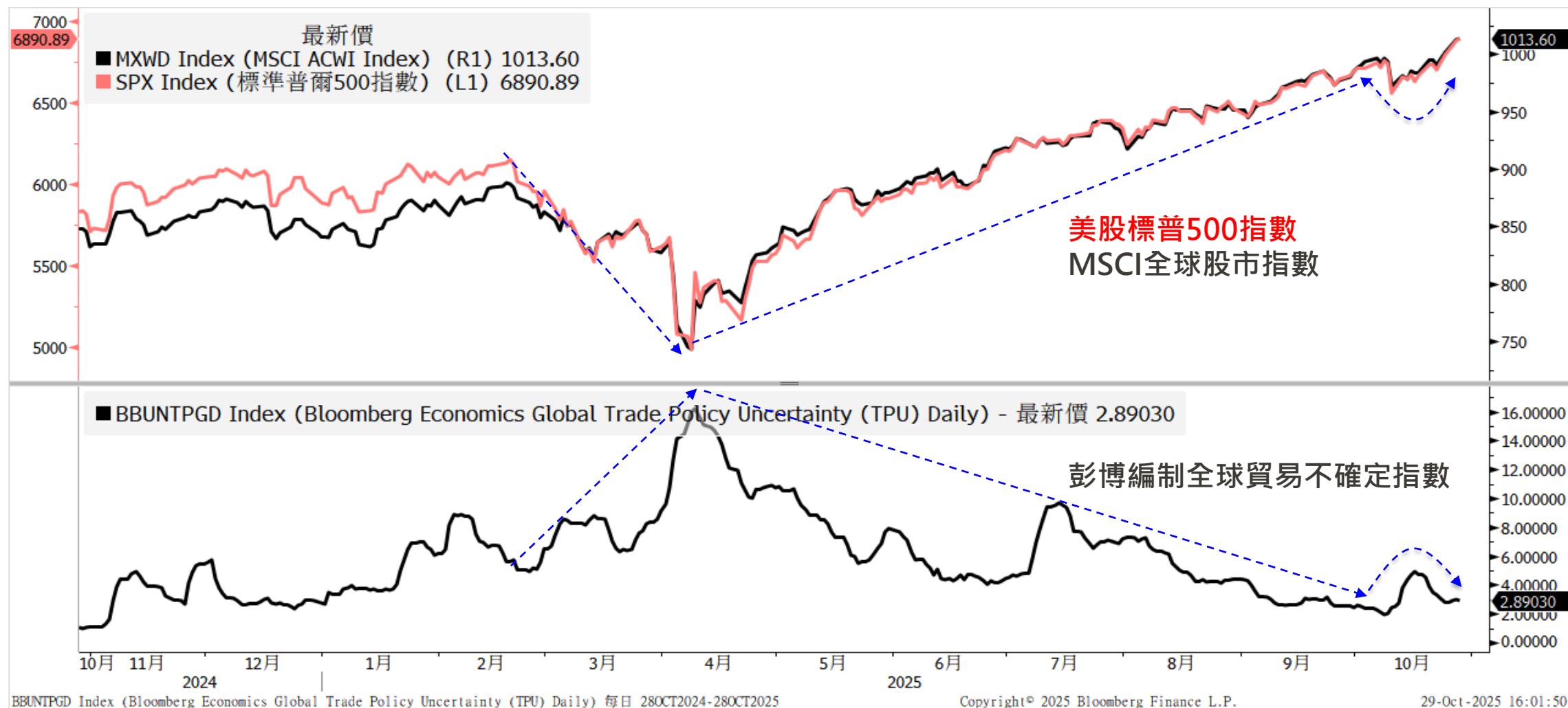
About 52% less fentanyl was seized by August 2025 than by August 2024.

美國過去幾年芬太尼緝獲量





美中關係又轉和緩 市場不確定性回落





美國政府關門 一些經濟數據未公布

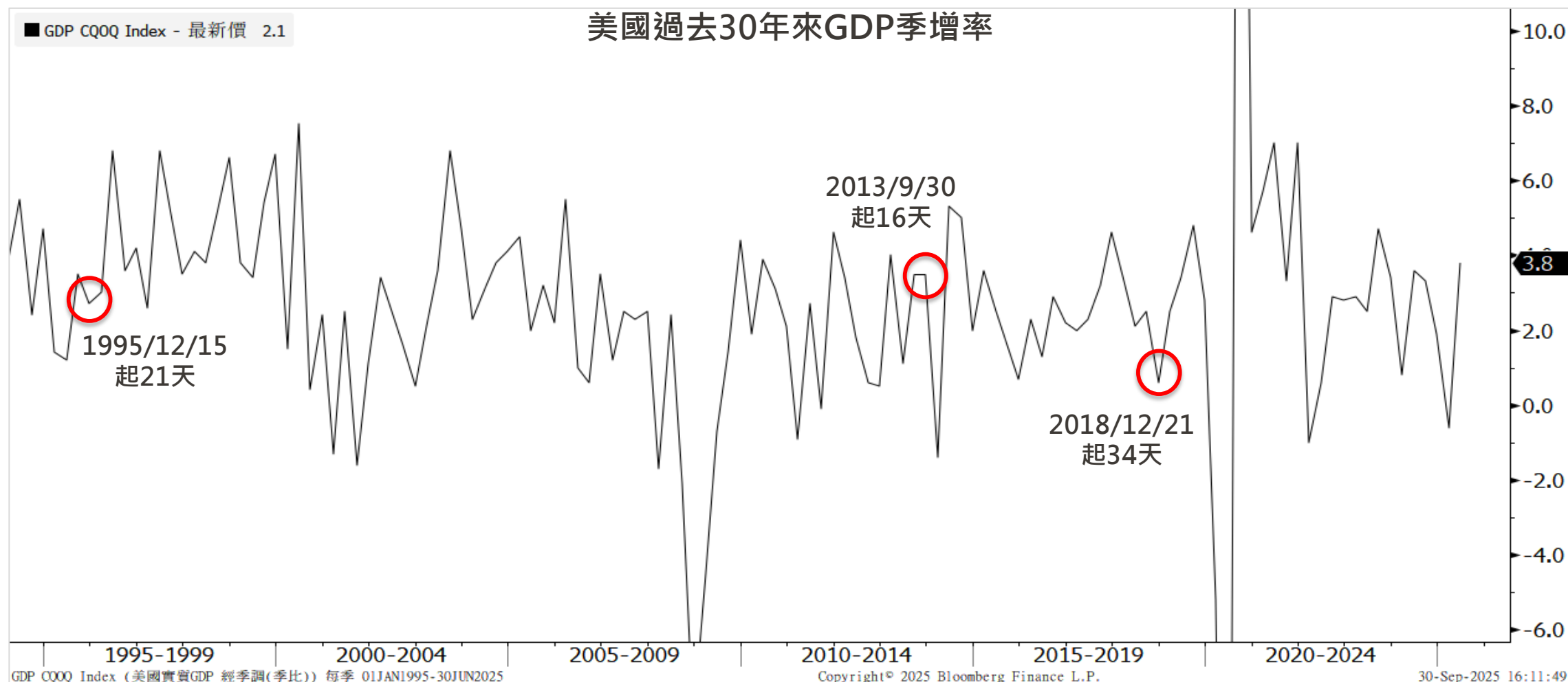
市場只能用其他數據作替代及評估

數據	來源	原始發布日期	重新安排的發布日期
建築支出 (八月。)	人口普查	2025年10月1日	待定
首次申請失業救濟人數 (截至 9 月 27 日當週)	勞動	2025年10月2日	待定
工廠訂單 (八月。)	人口普查	2025年10月2日	待定
非農就業數據 (九月)	美國勞工統計局	2025年10月3日	待定
貿易平衡 (八月。)	東亞銀行	2025年10月7日	待定
首次申請失業救濟人數 (截至 10 月 4 日的一週)	勞動	2025年10月9日	待定
批發庫存 (八月。)	人口普查	2025年10月9日	待定
實際收入 (九月)	美國勞工統計局	2025年10月15日	待定
零售銷售 (九月)	人口普查	2025年10月16日	待定
生產者物價指數 (九月)	美國勞工統計局	2025年10月16日	待定
首次申請失業救濟人數 (截至 10 月 11 日當週)	勞動	2025年10月16日	待定
商業庫存 (八月。)	人口普查	2025年10月16日	待定
房屋開工/建築許可 (九月)	人口普查	2025年10月17日	待定
進出口價格 (九月)	美國勞工統計局	2025年10月17日	待定
工業生產/產能利用率 (九月)	聯準會	2025年10月17日	待定
淨TICS流量 (八月。)	財政部	2025年10月17日	待定
領先指標 (九月)**	會議委員會	2025年10月20日	待定
芝加哥聯邦儲備銀行國民生產毛額指數 (九月)	芝加哥聯邦儲備銀行	2025年10月23日	待定
首次申請失業救濟人數 (截至 10 月 18 日當週)	勞動	2025年10月23日	待定
建築許可證修訂 (九月)	人口普查	2025年10月24日	待定
新屋銷售 (九月)	人口普查	2025年10月24日	待定
耐久財訂單 (九月)	人口普查	2025年10月27日	待定



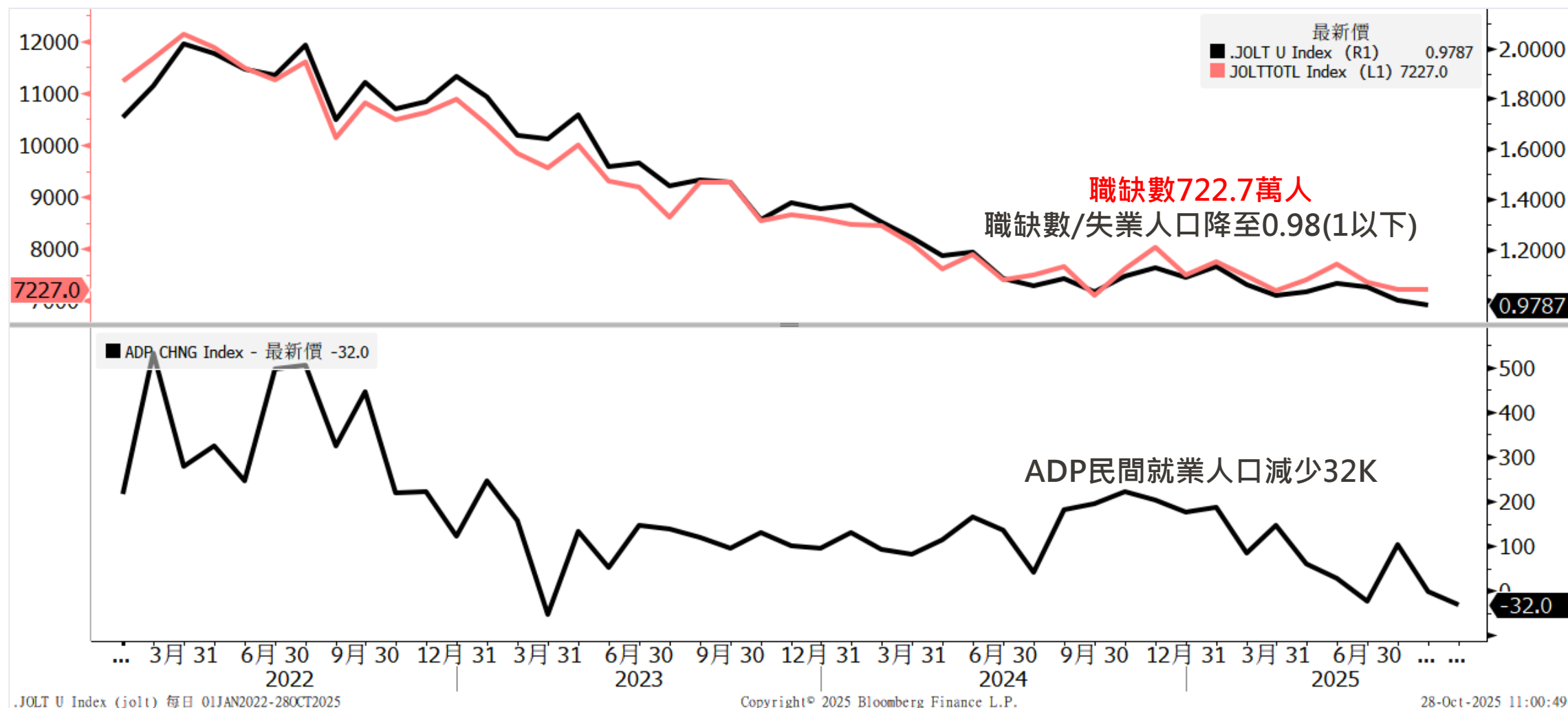
美國官員表示政府停擺 每週約損失150億美元

白宮經濟顧問委員會及財政部預估每週損失約150億美元 相對於美國單季GDP年化的0.2個百分點





官方就業報告未公布 替代性數據表現偏弱

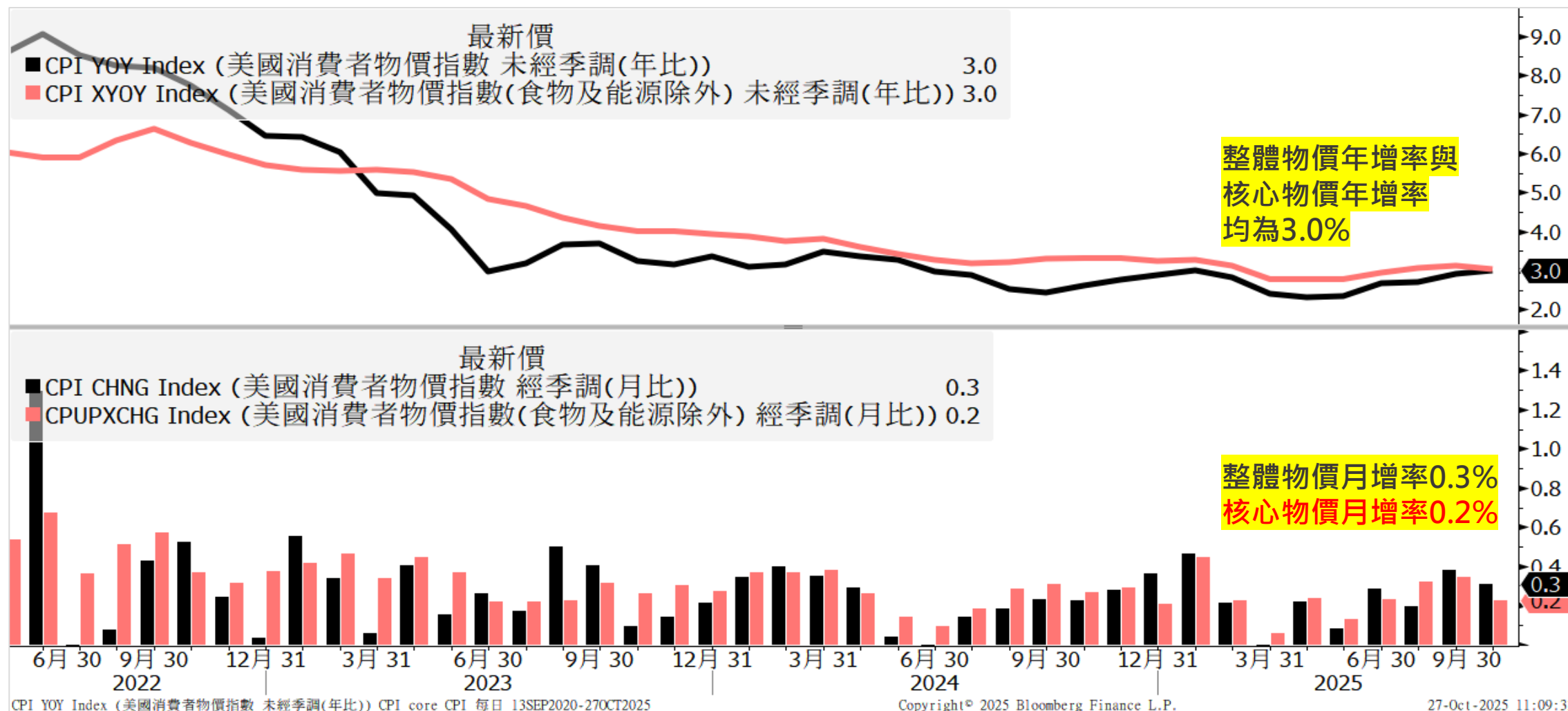






9月整體及核心物價CPI均低於市場預期

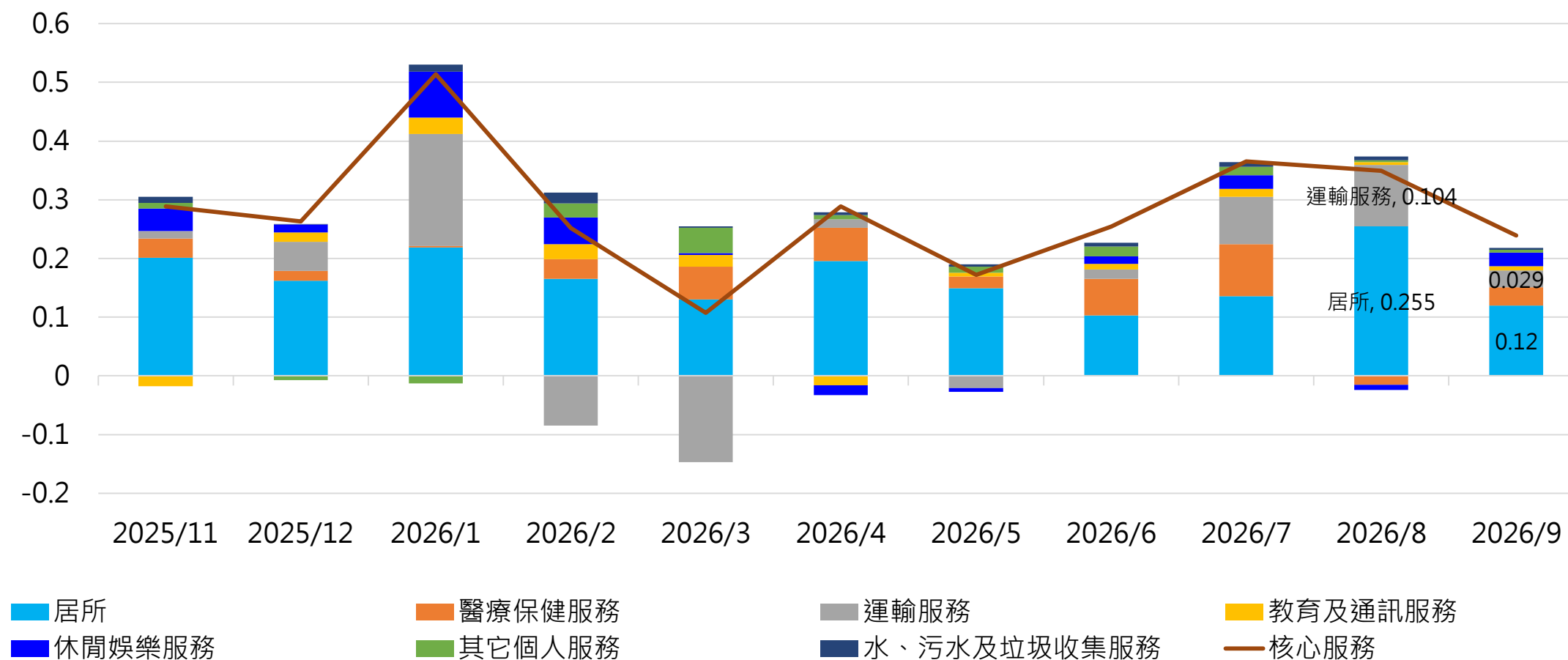
數據顯示關稅造成的通膨影響可控 後續預期仍有再降息的空間





核心服務的住宅房租與運輸通膨(貢獻)均顯著降低

核心物價各分項的貢獻度(單位:百分點)





FOMC結論摘要與分析

FOMC

- ① FOMC以10票對2票決議將聯邦基金利率目標區間下調25個基點至3.75%-4%。理事米蘭主張一次性降息50個基點，而上月支持降息的堪薩斯城Fed行長Schmid則投票維持利率不變。
- ② 聯儲會也表示將於12月1日起停止縮減資產負債表，結束始於2022年的縮表計畫。目前聯準會資產規模約6.59兆美元，為2020年以來最低水平，佔美國名目GDP約22%左右。
- ③ 利率聲明重申他們對就業成長放緩的判斷，稱近幾個月就業市場風險升高，經濟成長溫和，通膨率自年初以來有所上升，目前仍處於較高水準。

後續利率展望

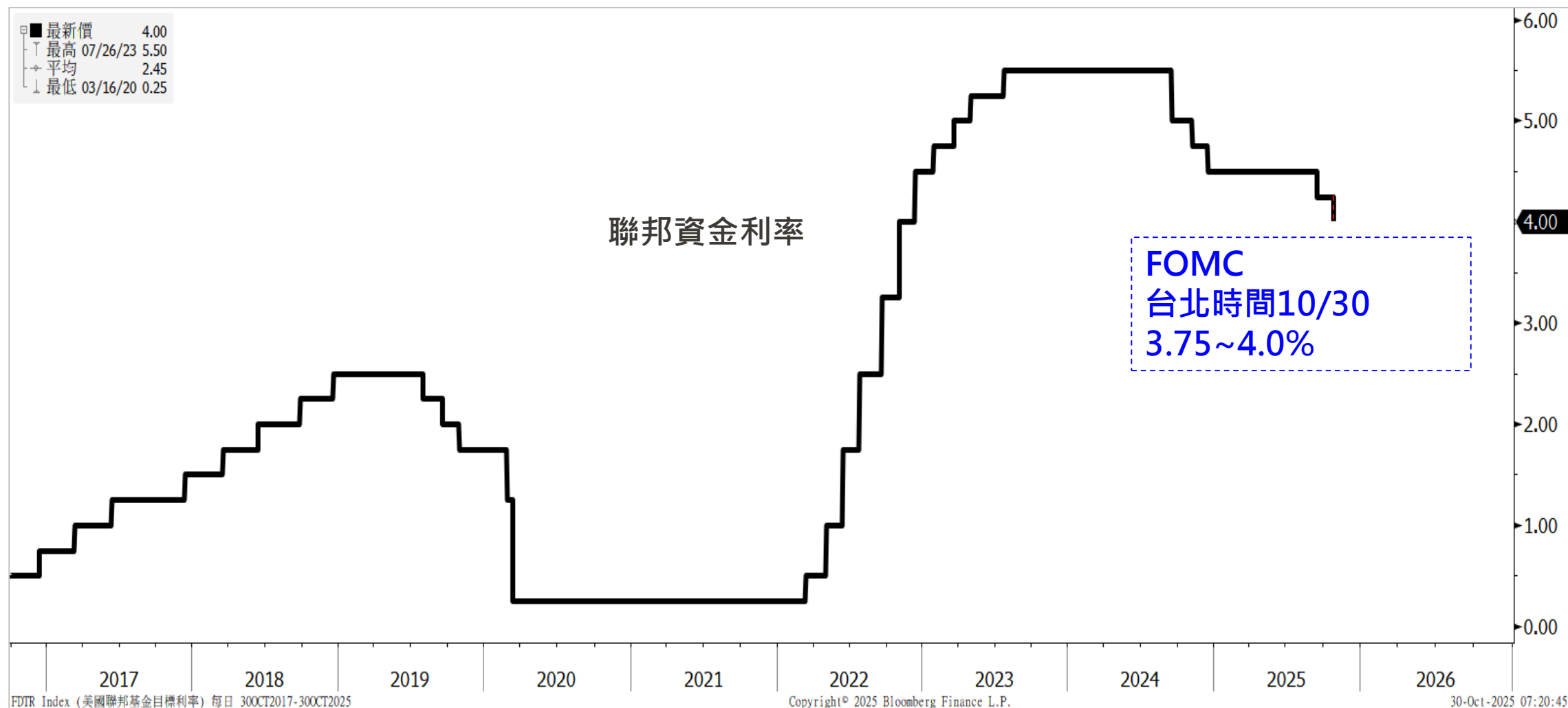
- ① 鮑威爾稱12月是否降息尚無定論，似乎旨在抑制近日市場過度認為後續會再降息預期。
- ② 經濟數據缺乏可能構成暫停利率調整的理由，在缺乏數據的情況下，可能有必要更加謹慎。

對市場影響

- ① 美債殖利率受到Powell 12月降息未定論而略走揚，殖利率較高的信用債仍相對穩定。
- ② 在科技股支持下，美股指數變動不大



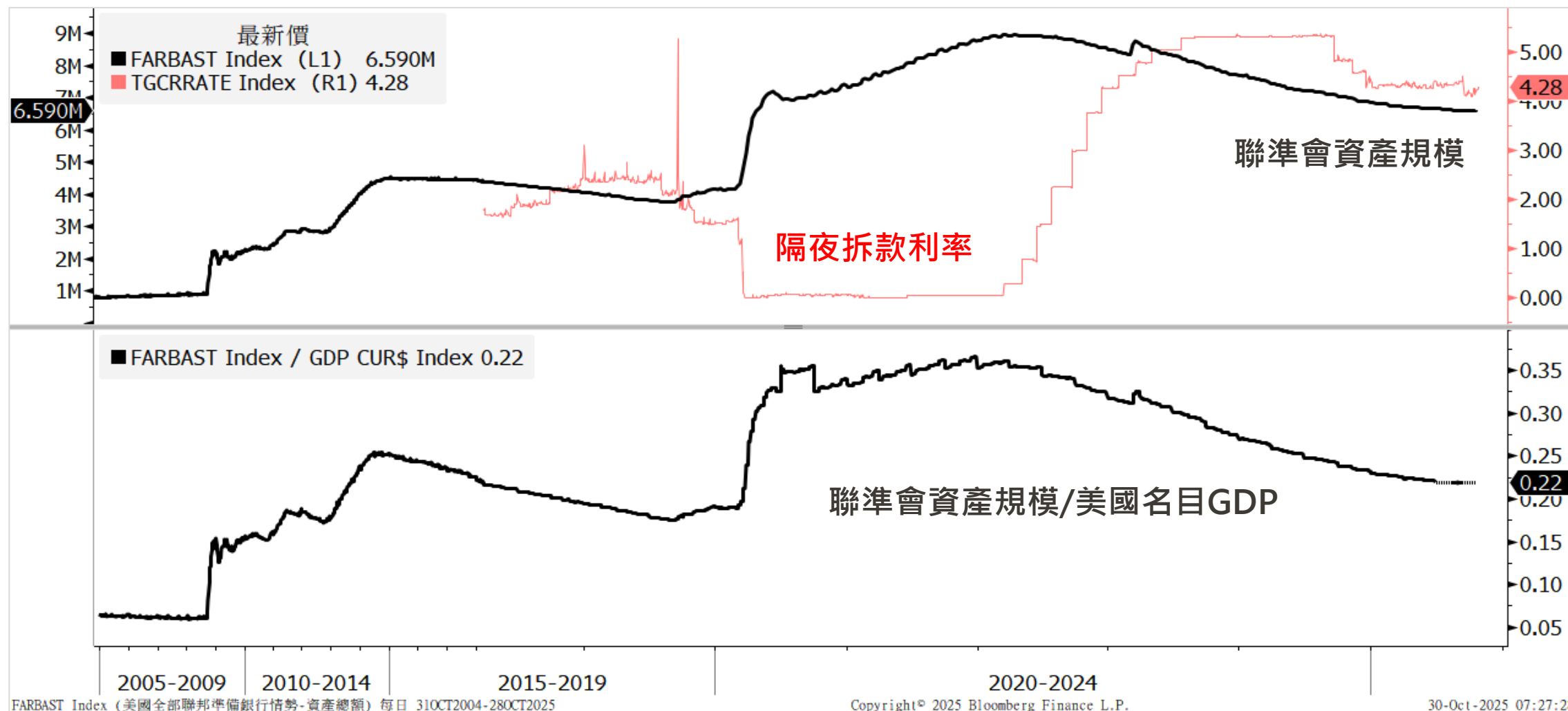
本週四FOMC(台北時間10/30凌晨)再降息一碼





12/1起停止量化緊縮(縮表QT) 避免流動性不足

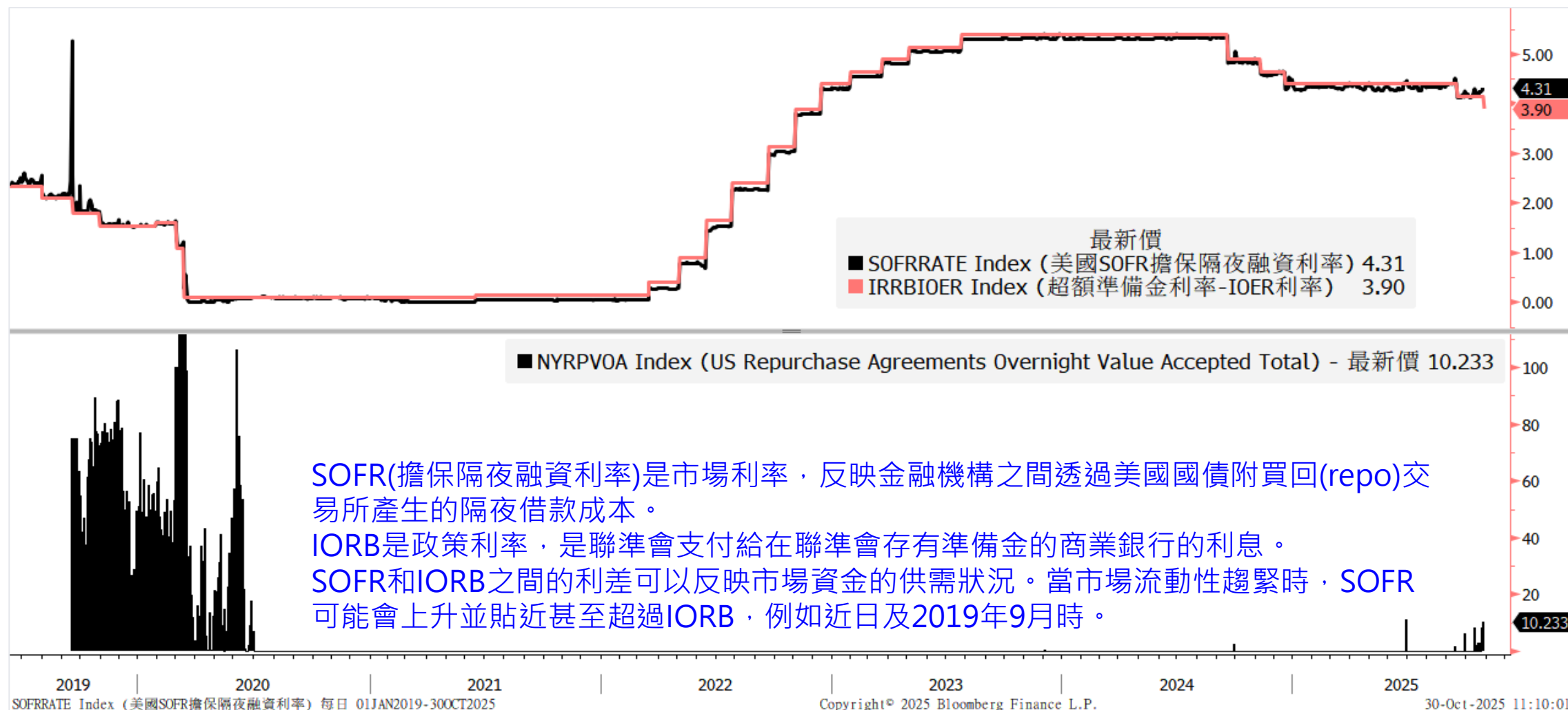
近期美國短期市場利率上行、Fed 常設回購使用量跳升，被視為金融體系流動性吃緊的訊號。





12/1起停止量化緊縮(縮表QT) 避免流動性不足

近期美國短期市場利率上行、Fed 常設回購使用量跳升，被視為金融體系流動性吃緊的訊號。





美債殖利率上揚 因Powell認為12月降息未定論

由於政府持續停擺導致缺乏經濟數據以供判斷，決策將更加謹慎，Powell表示就像在霧裡開車，速度會減慢



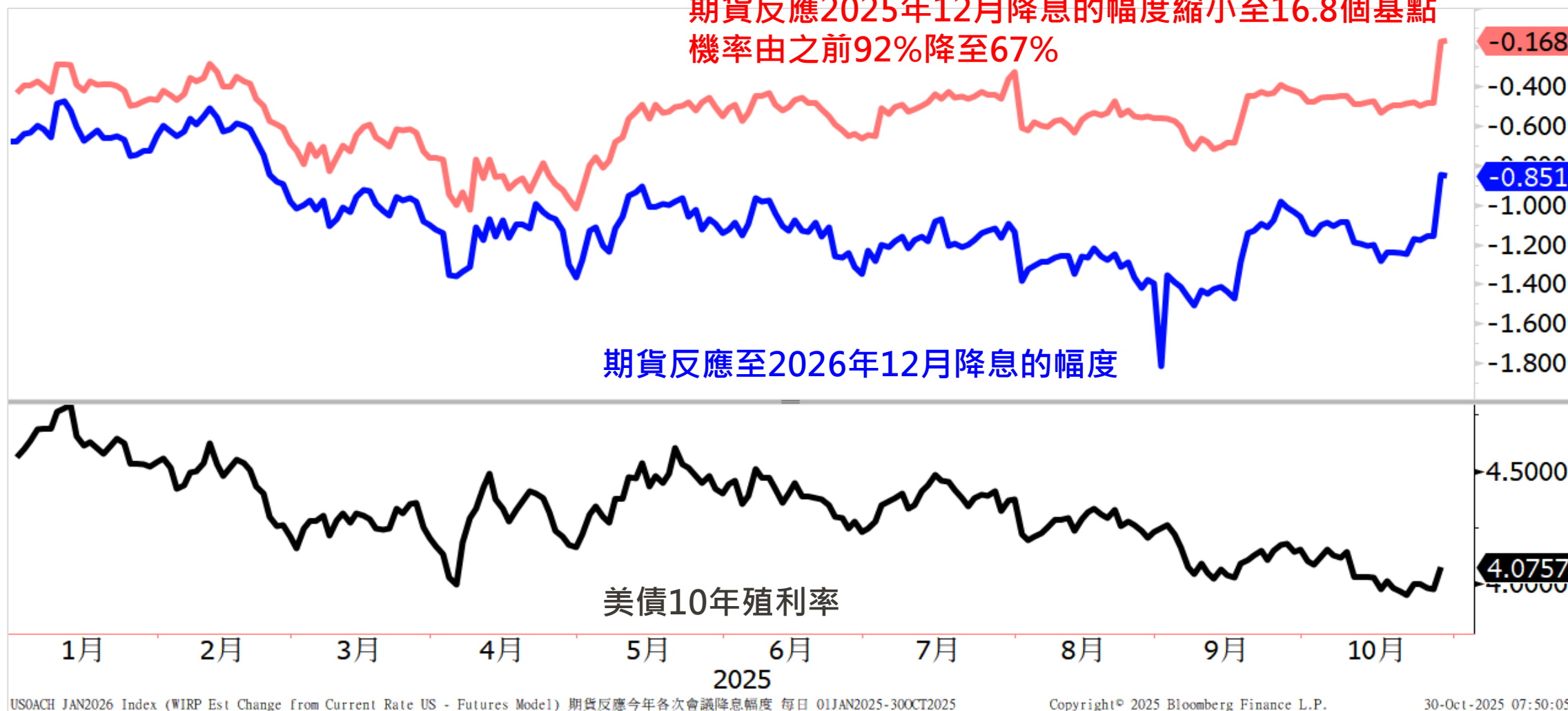


12月利率未定論導致後續市場降息預期縮減

期貨反應2025年12月降息的幅度縮小至16.8個基點
機率由之前92%降至67%

期貨反應至2026年12月降息的幅度

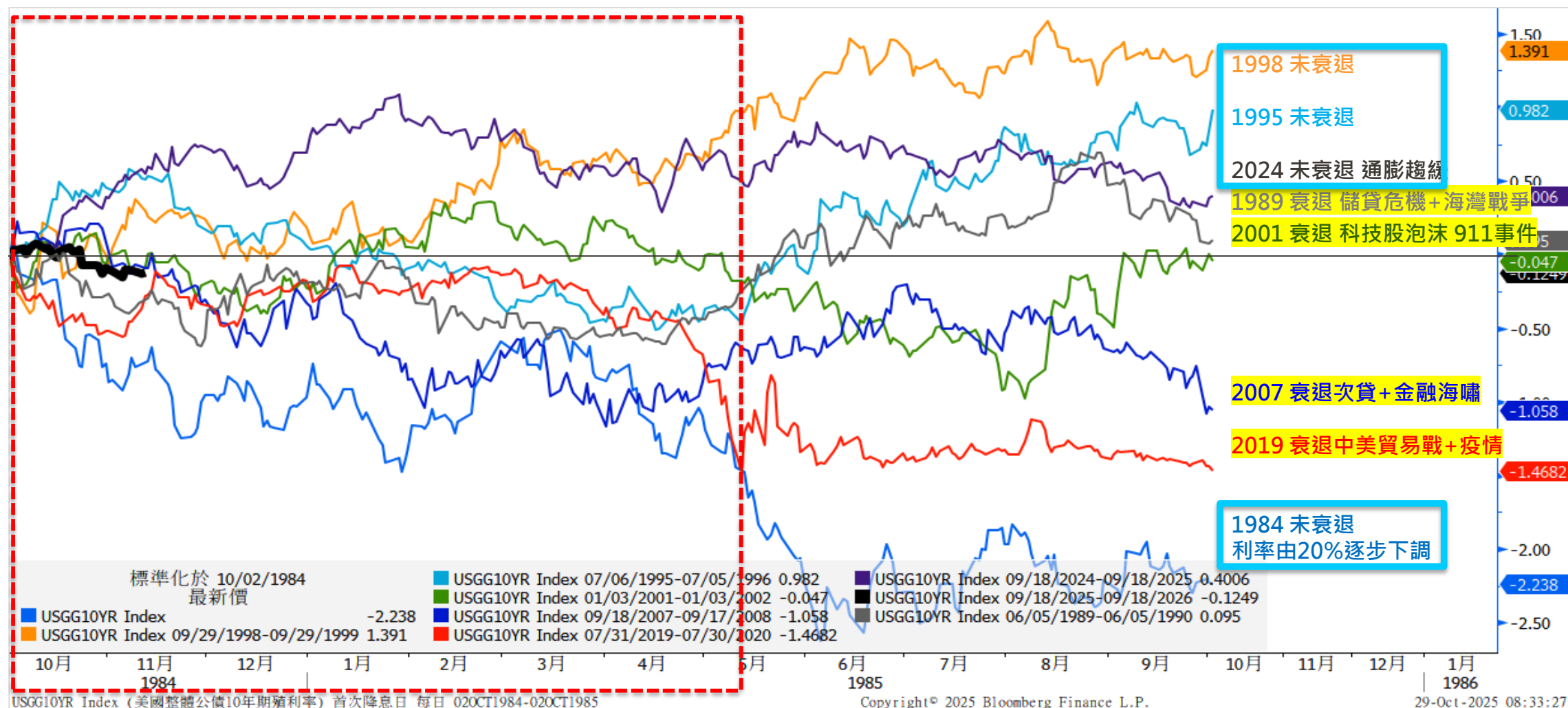
美債10年殖利率





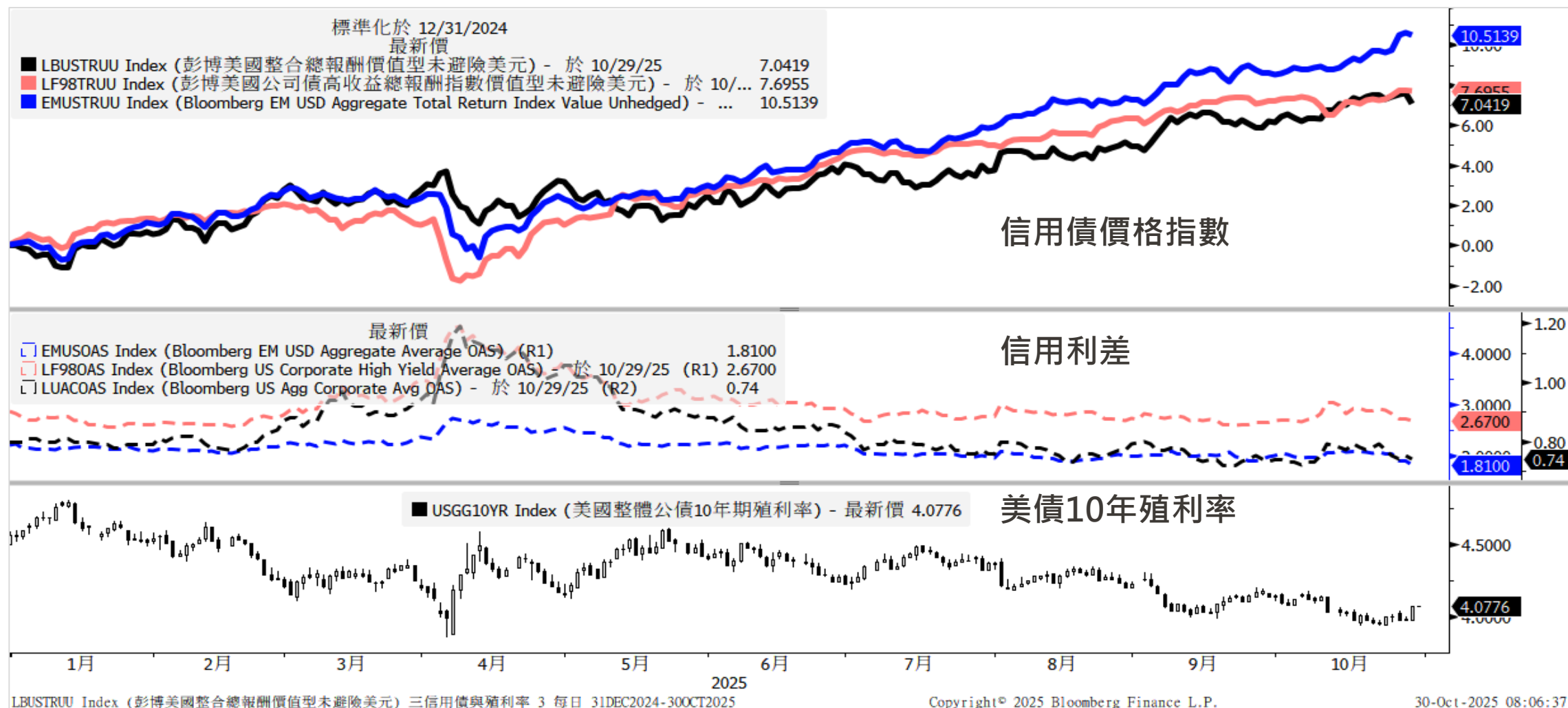
降息後半年內 美債殖利率走勢傾向於偏下

本波首次降息後(9/18~10/28) 殖利率也小幅走低了13個基點 (4.10%=>3.98%)





殖利率較高的非投資級債及新興市場債價格指數仍穩定





近期美國區域銀行貸款損失 預期後續衝擊不大

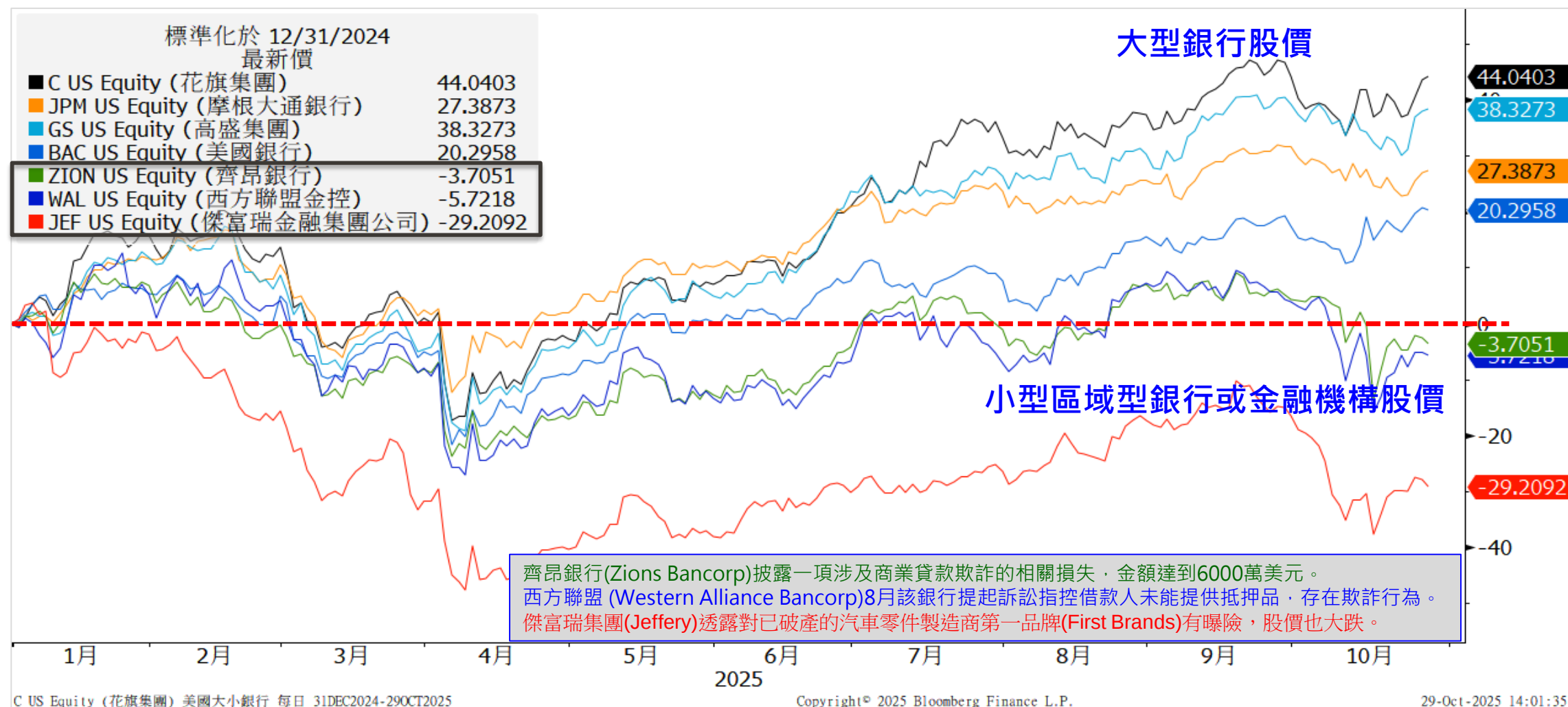
令人聯想到2023年矽谷銀行事件，不過由於過去一段時間美國金融業並沒有明顯全面性資產價格減損的狀況，尚不至於演變為系統性風險，衝擊已經淡化

2020~2022年美債殖利率大幅走高，2023年初美國一些小型或區域型銀行帳上債券價格大幅減損，最終導致爆發危機，後續導致Fed必須短暫重啟QE提供流動性，殖利率也下跌70~80個基點左右，標普金融類指數大跌15%，



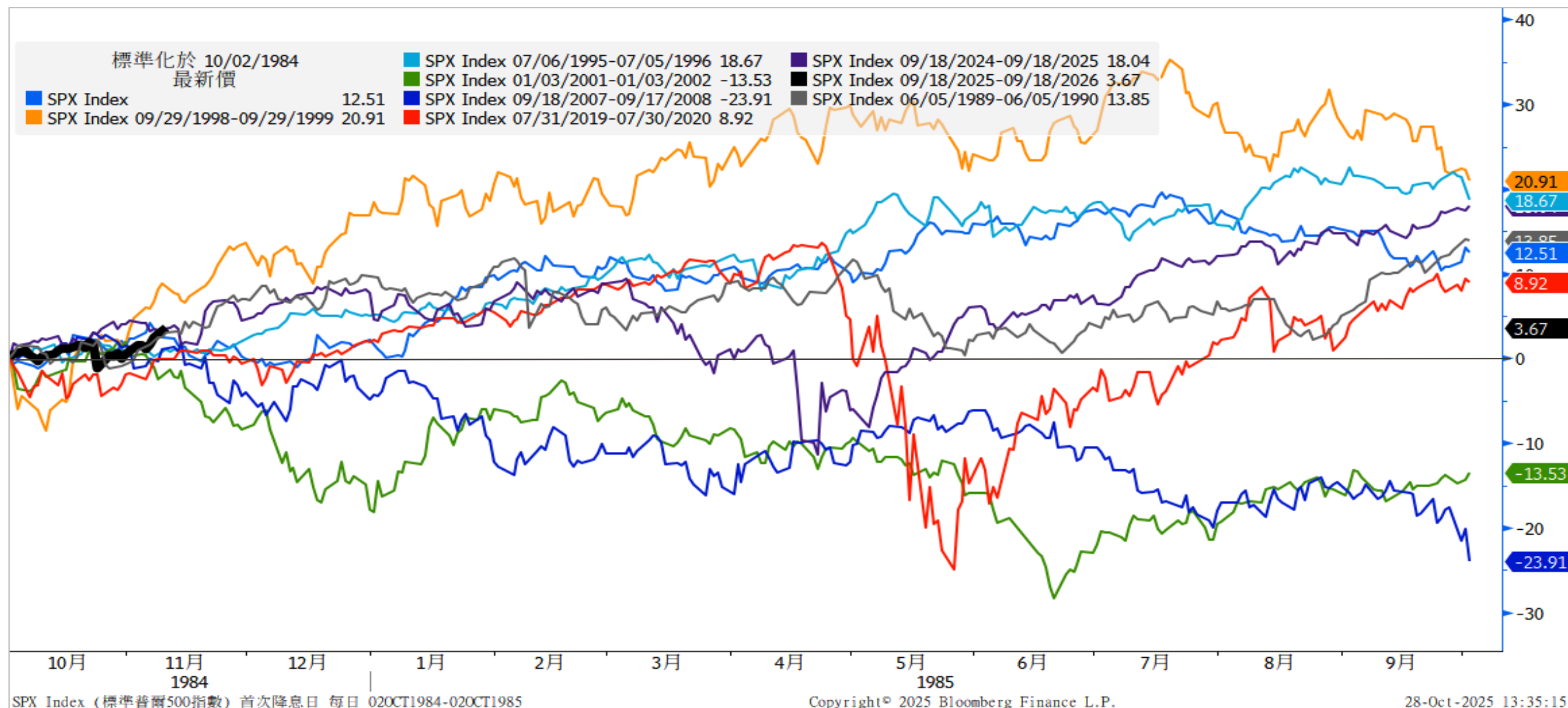


美國大型銀行營運穩健 近日小銀行爆發遭受貸款損失





本波9月首次降息後 美股與過去多數一樣呈現上漲





本季美股財報公布 盈餘與營收多優於市場預期

市場對於業績不如預期的公司 股價明顯較弱

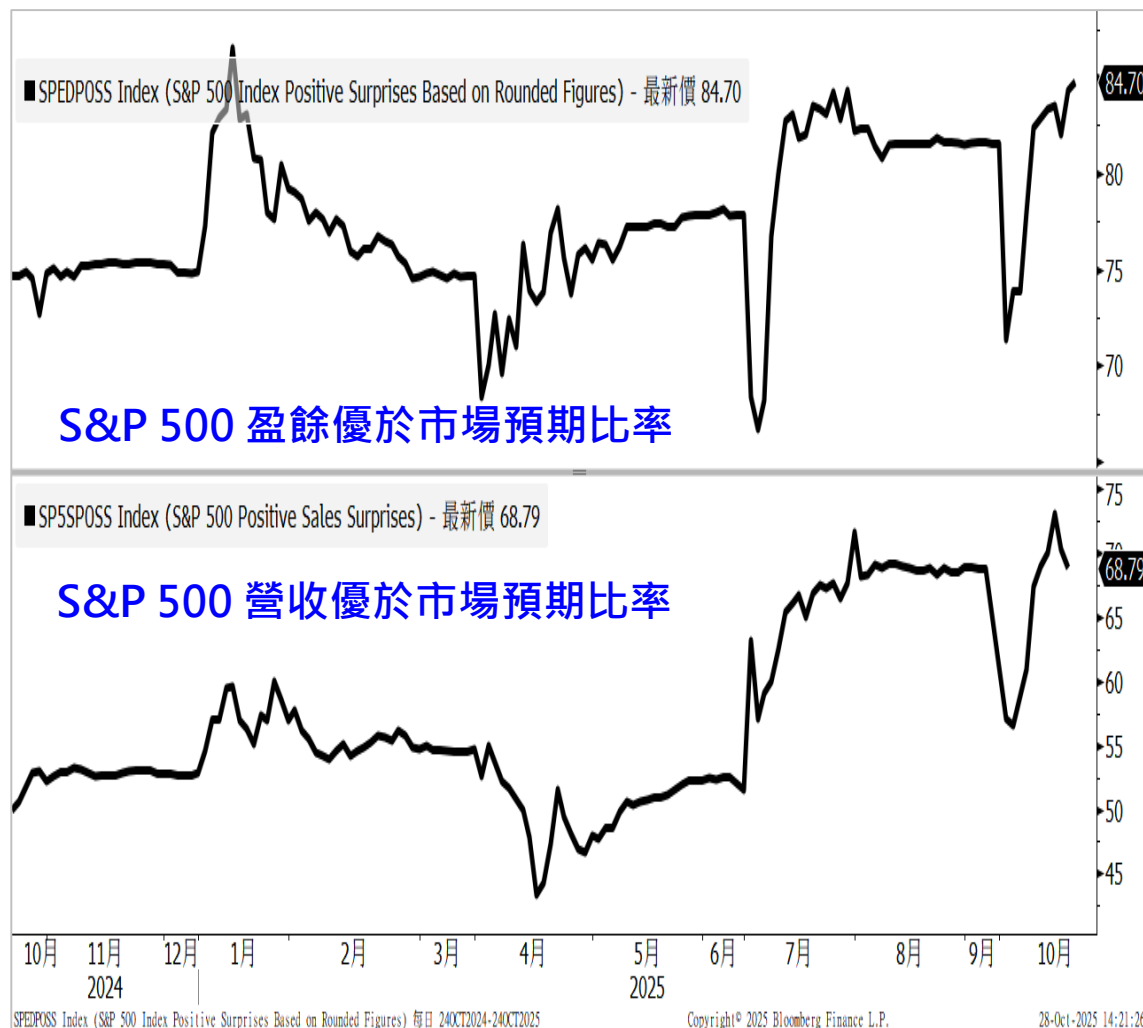
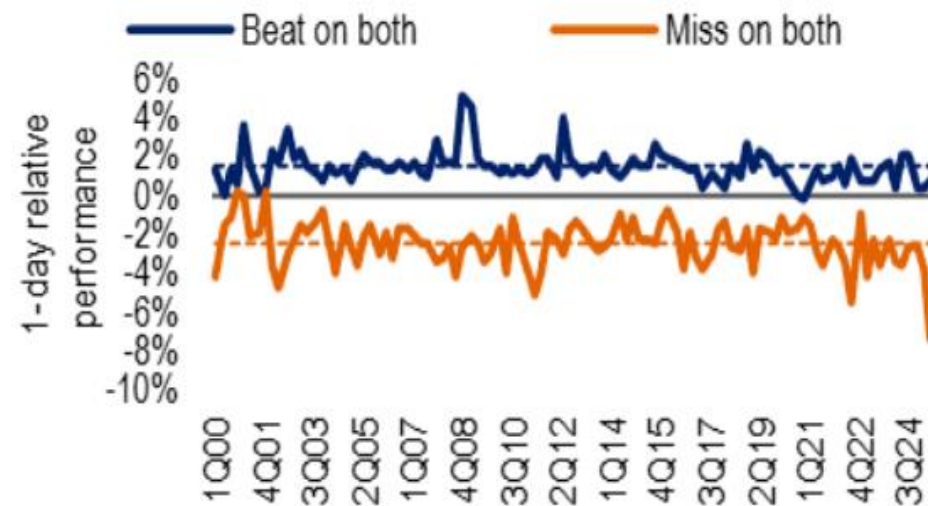


Exhibit 15: Reward for beats is slightly below average, misses getting punished much more than usual
Rel. 1-day post-reporting performance (vs. S&P 500) on EPS & sales surprise (1Q00-3Q25)



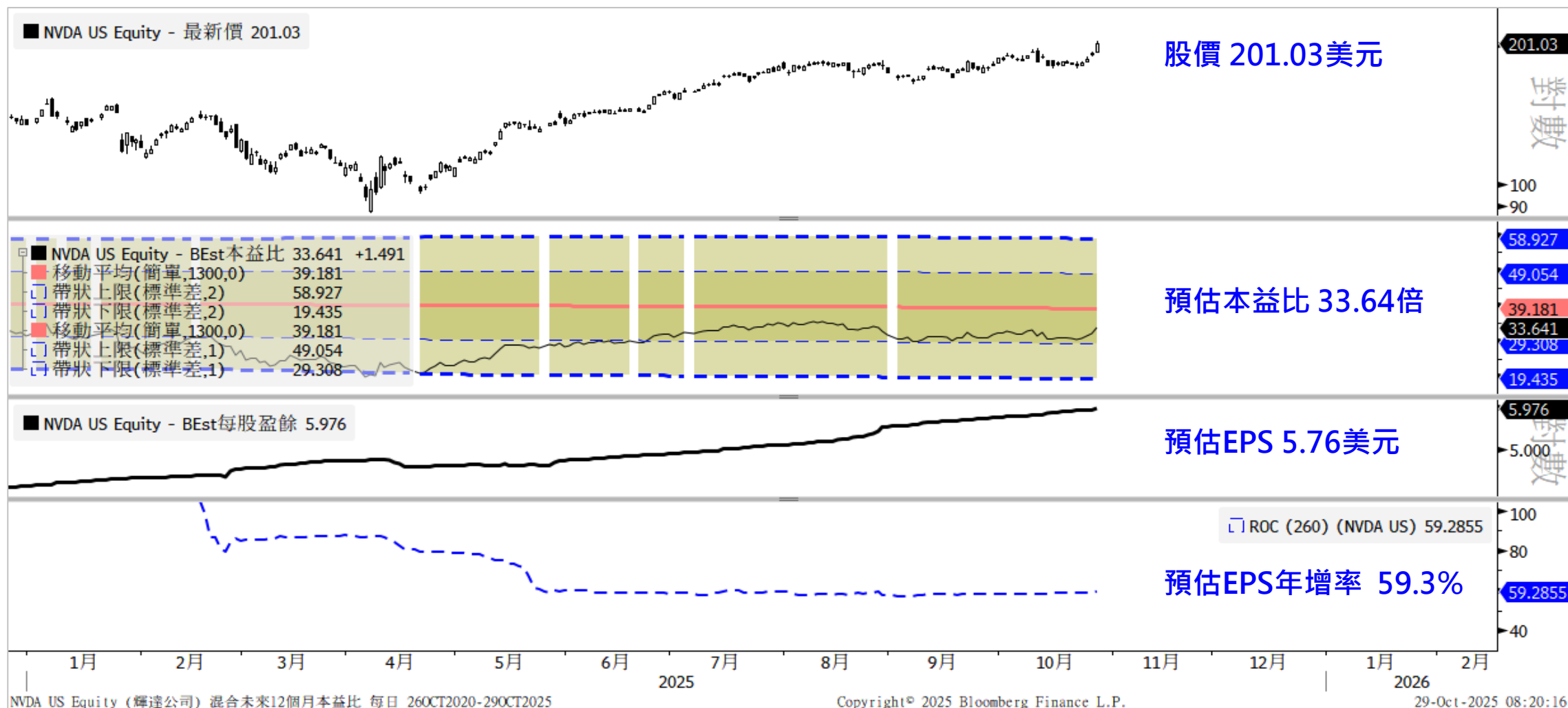
Source: FactSet, BofA US Equity & Quant Strategy

BofA GLOBAL RESEARCH



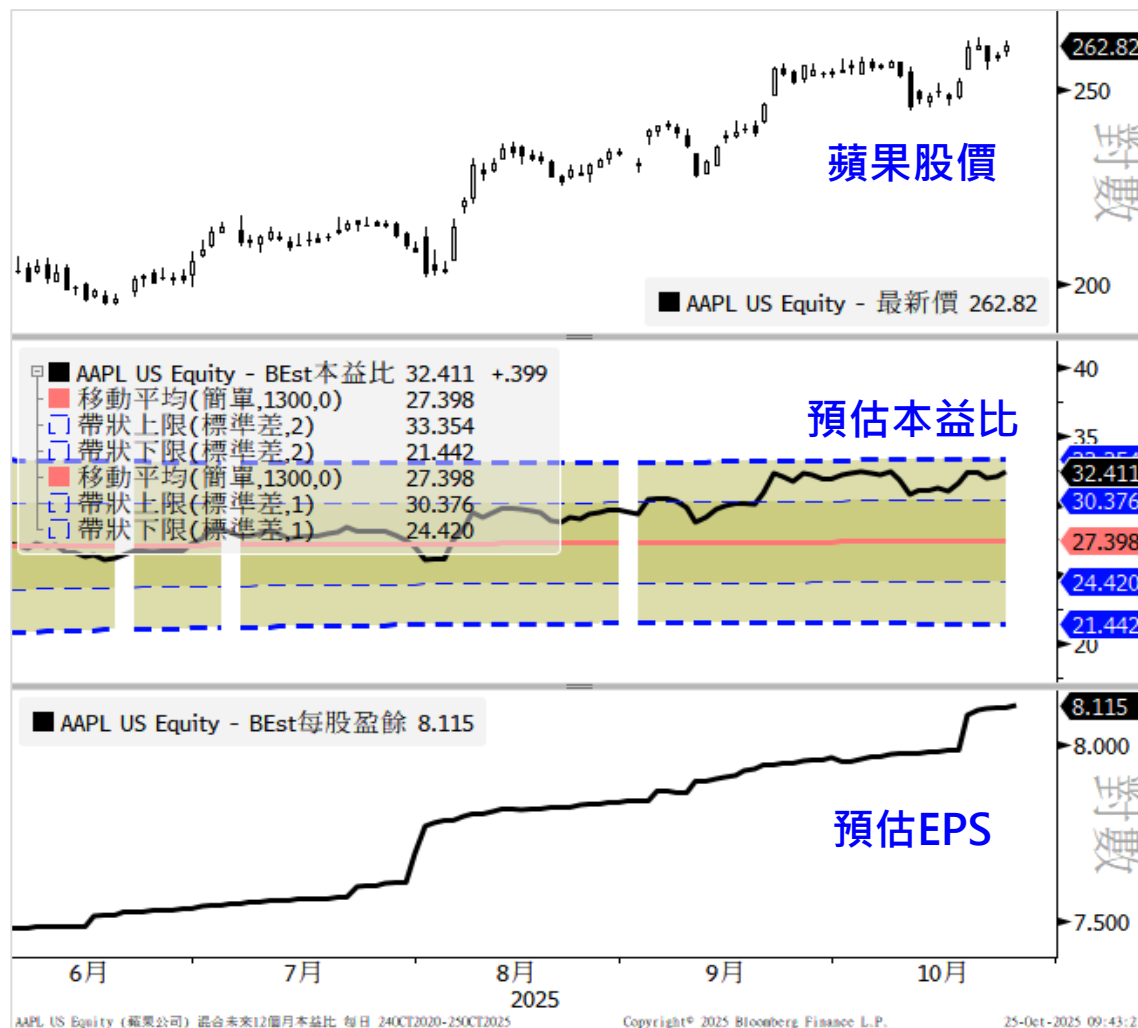
輝達股價大漲 CEO對訂單展望樂觀 不認為AI是泡沫

GTC(全球技術大會)上宣布2026年底GPU銷售將達到5000億美元 該公司FY2025營收1300億美元

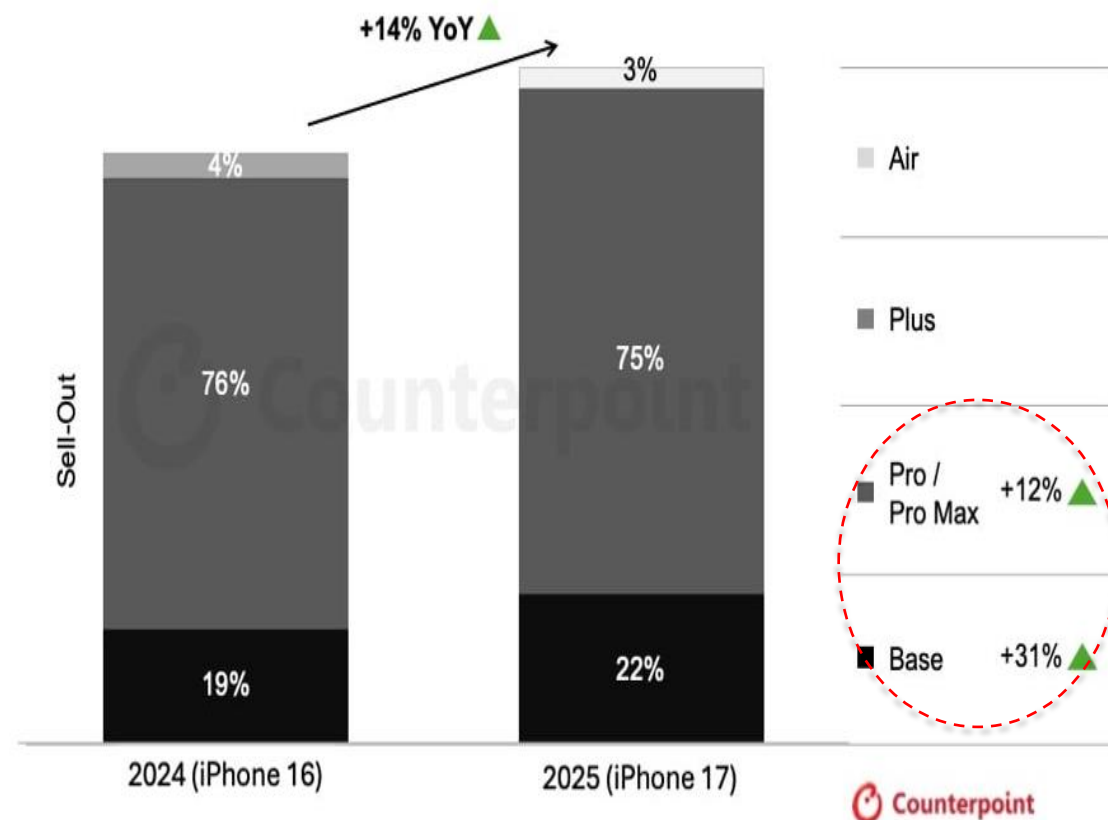




蘋果iPhone 17系列上市初期熱賣 帶動股價上揚



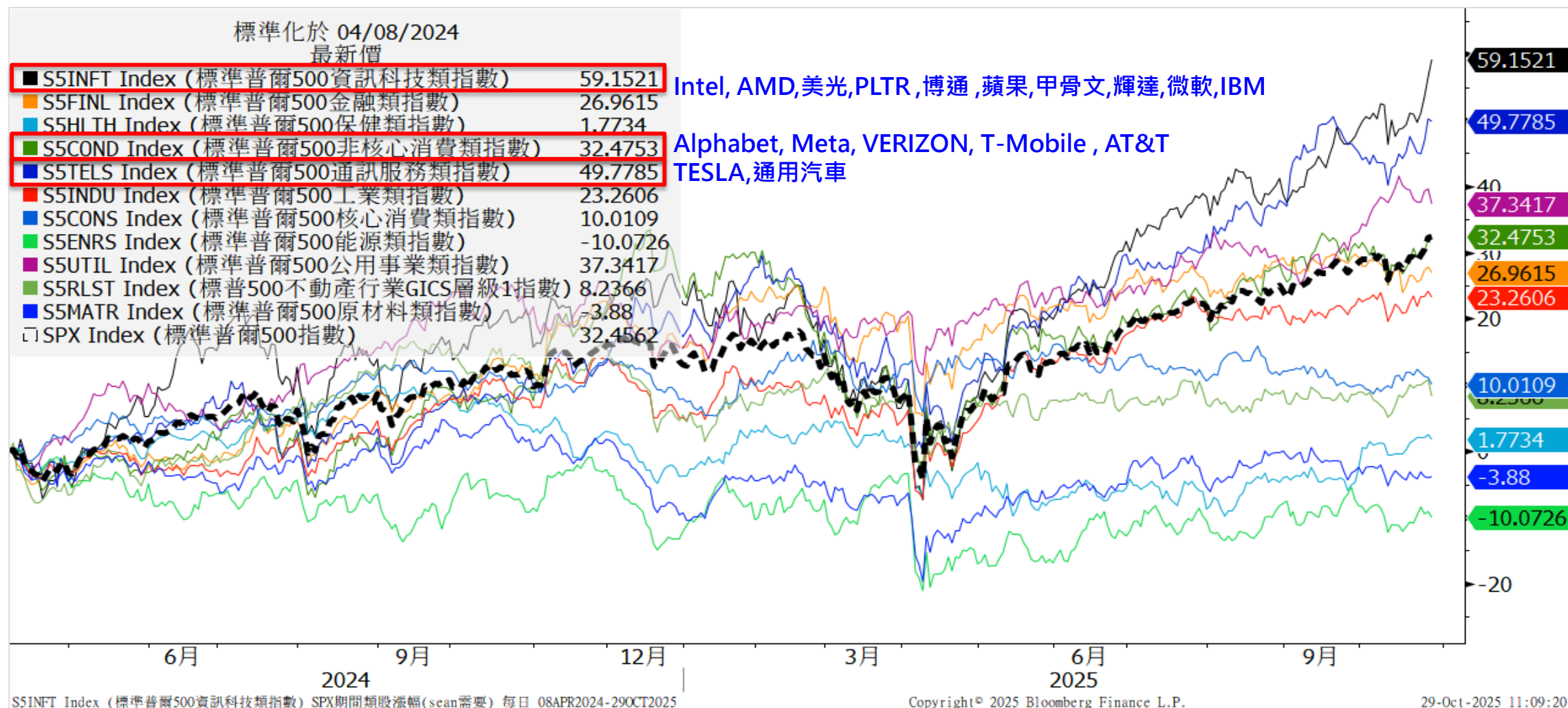
China & US Market iPhone 16 & 17 Sell-Out, First 10 Days Availability





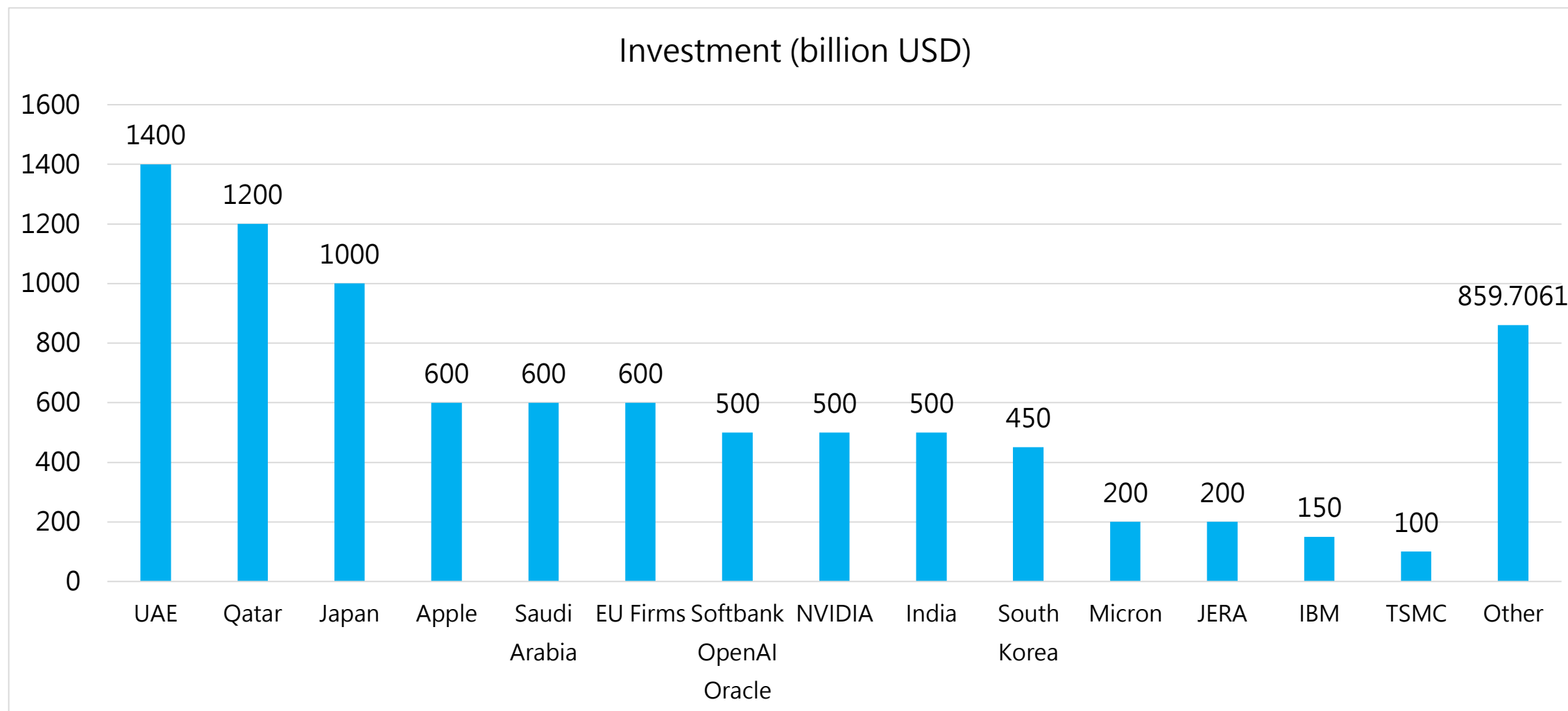
美股主要由資訊科技+通訊+非核心消費類股所帶動

原物料與能源類股表現則相對較差





各國及各公司承諾投資美國金額續增目前接近9兆



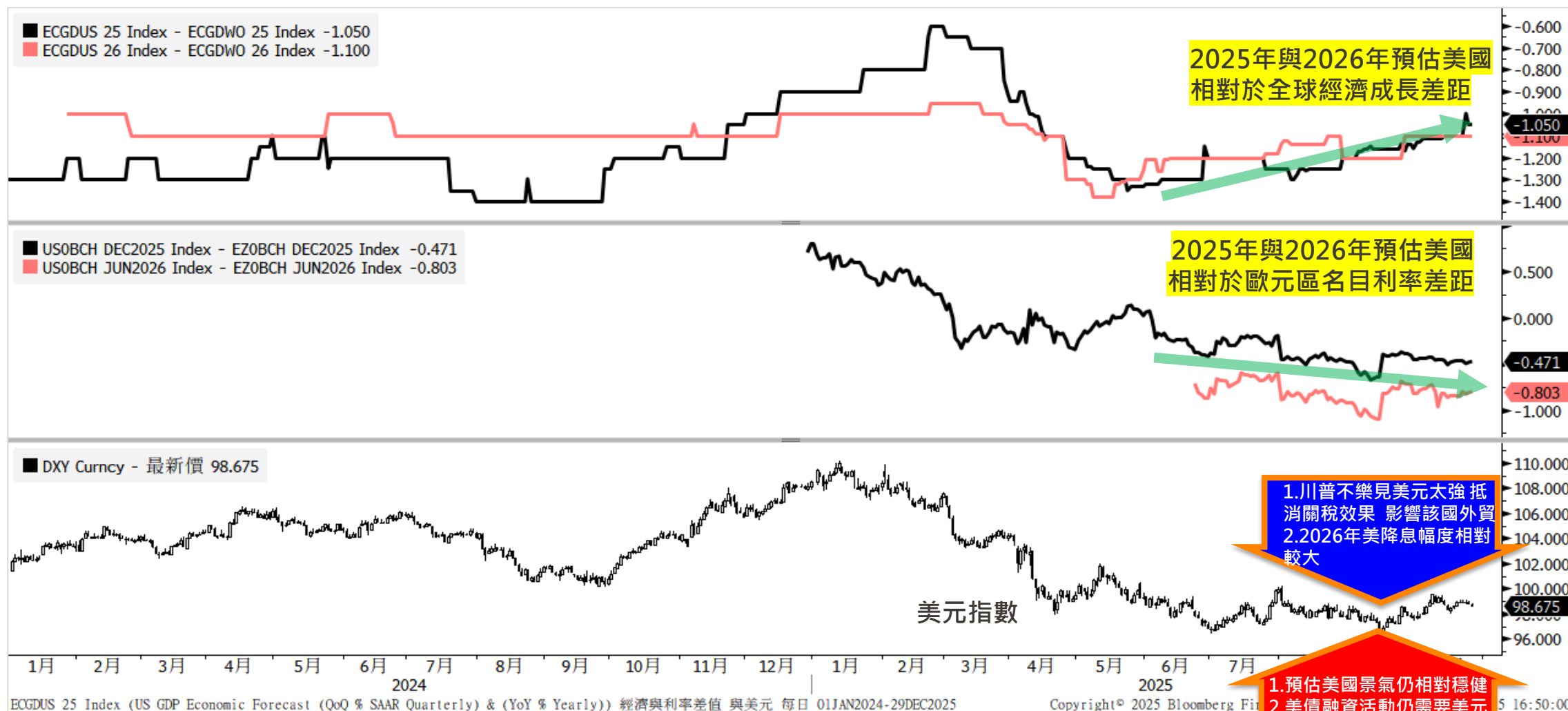


美股雖然有眾多利好因素 但須留意本益比相對偏高





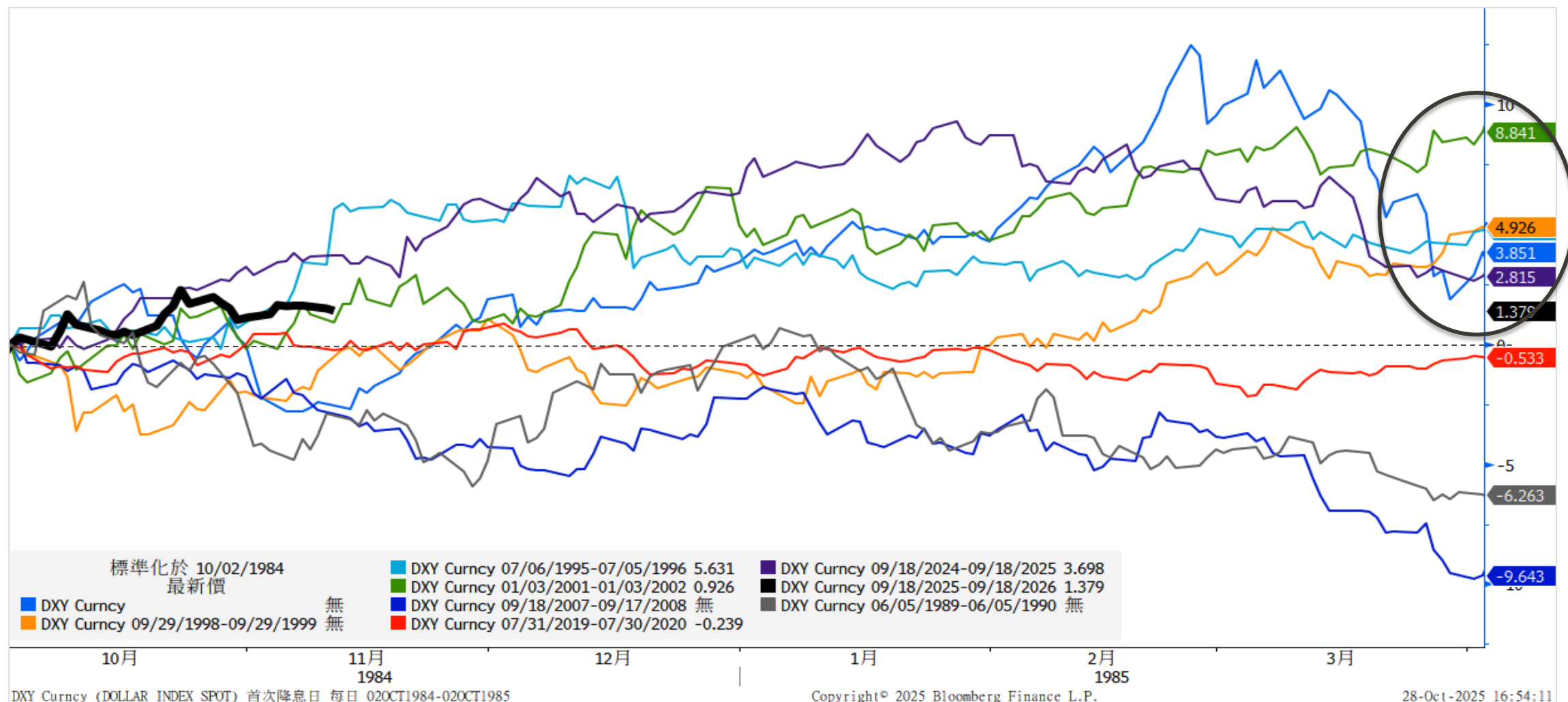
預估美國景氣將相對改善 但有較多降息空間 美元趨穩





根據過往長期經驗降息後半年 美元未必貶值

而且過去四次未衰退降息後半年 美元指數小幅回升2.8~5.0%

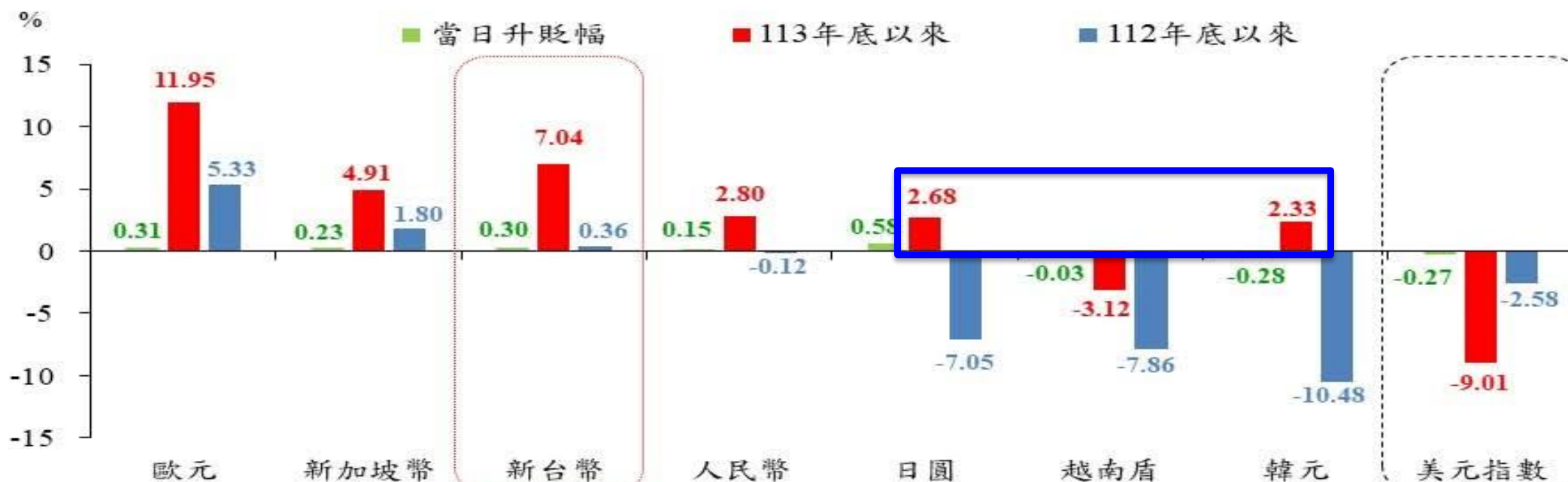


今年以來台幣兌美元匯價升幅高於日韓

根據央行公布資訊 新台幣匯價2024年底以來升值(7%)幅度仍高於日幣(2.7%)韓圓(2.3%)
在過往匯率升貶及關稅較高考量下 台幣將維持相對穩定

主要貨幣對美元升貶幅

112年底迄今(114年10月28日)，美元兌一籃子貨幣(美元指數*)貶值2.58%，新台幣對美元升值0.36%。



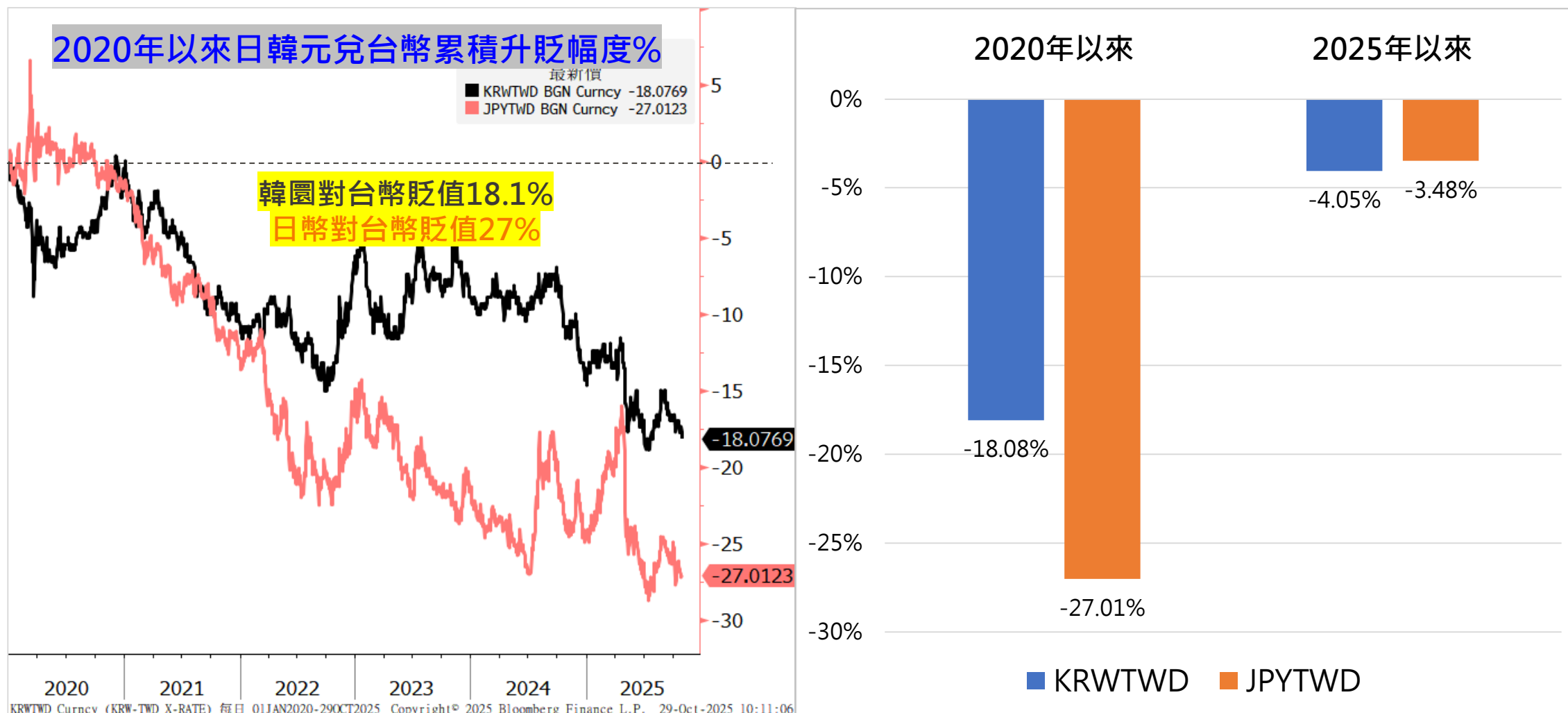
*美元指數(DXY)之組成權重分別為歐元(57.6%)、日圓(13.6%)、英鎊(11.9%)、加幣(9.1%)、瑞典克朗(4.2%)及瑞士法郎(3.6%)。

資料來源：DXY取自Bloomberg報價；114年10月28日資料係台北外匯市場下午4時收盤時之匯率。



日圓韓圓匯價相對於台幣呈現均貶值

預期央行將維持台幣匯價動態穩定 避免影響出口競爭力

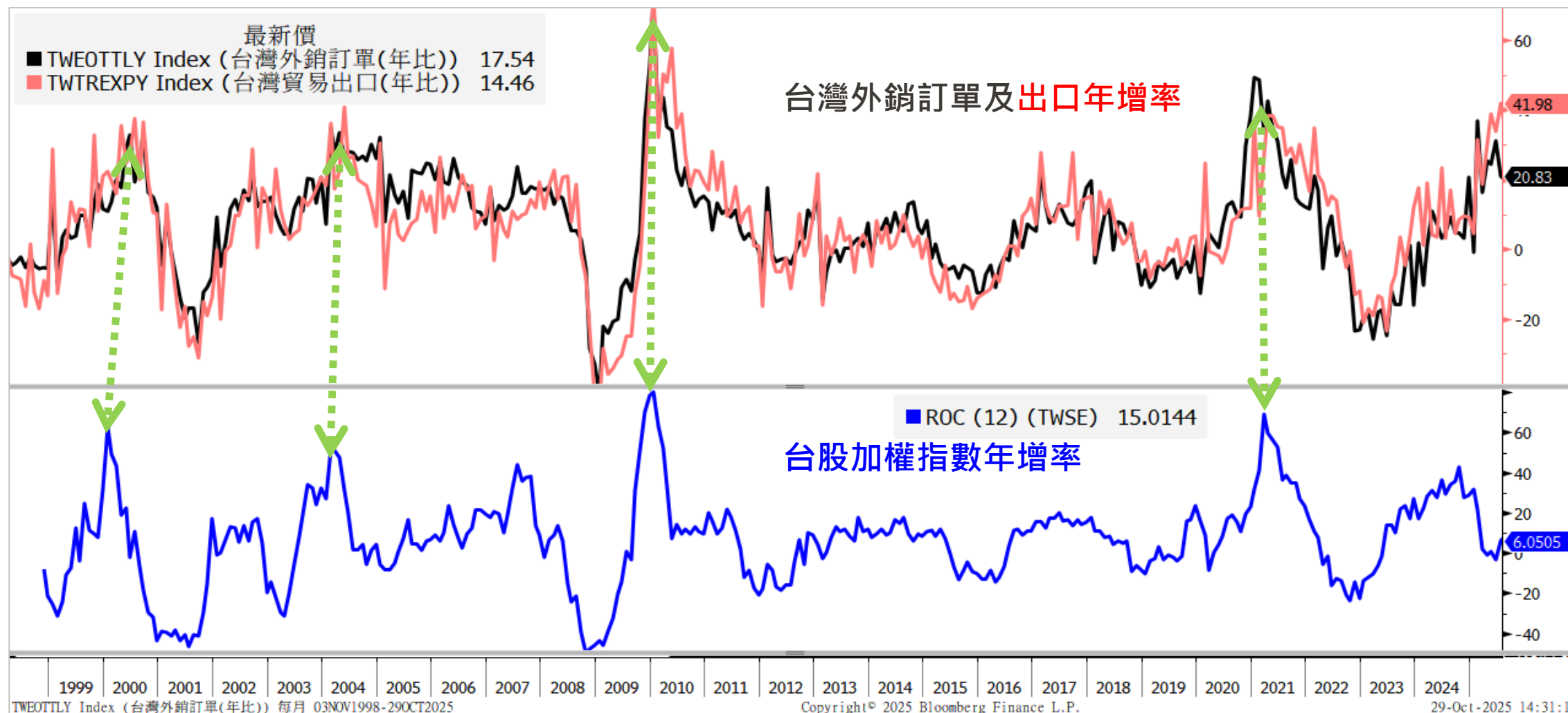




台灣9月外銷訂單年增30.5%優於預期 基本面狀況佳

主要仍由資訊通信33%及電子產品46%所帶動

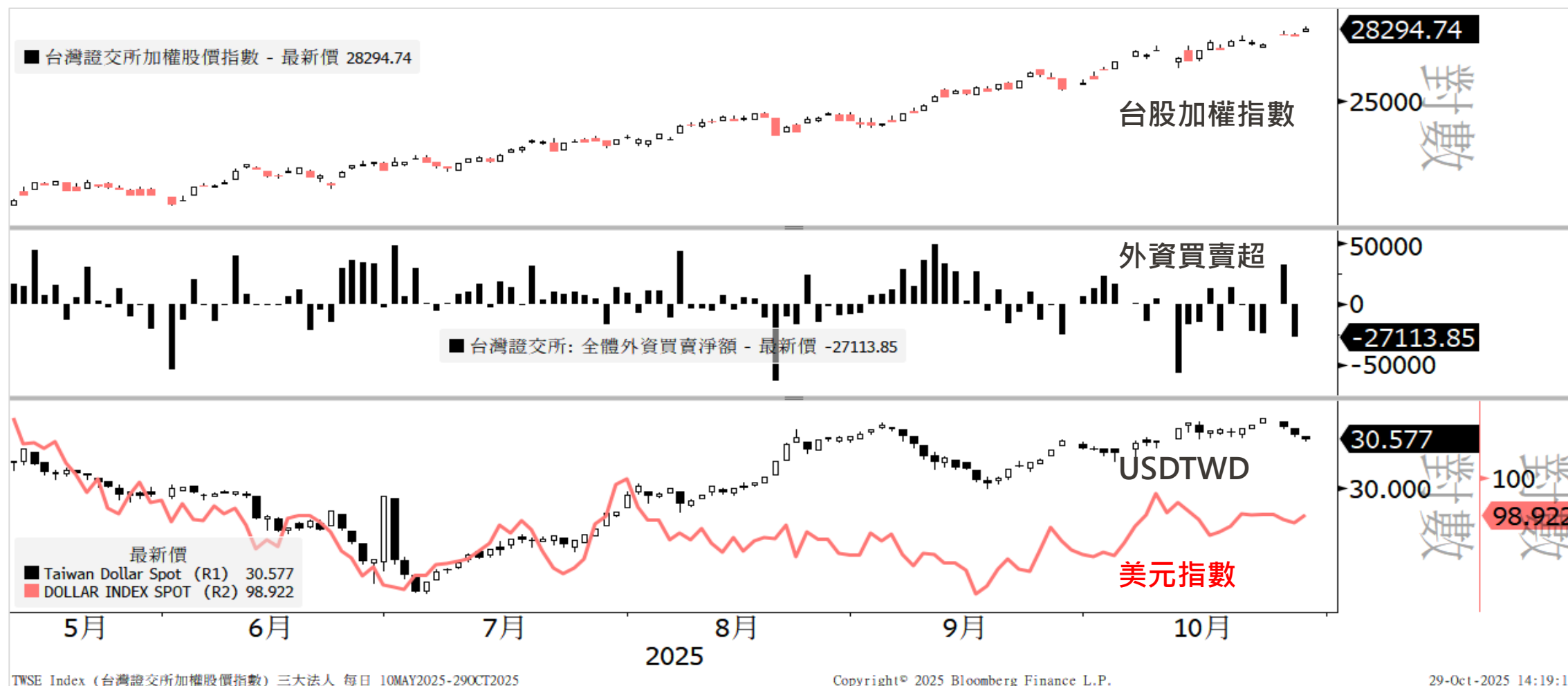
對美國的訂單則較去年大增40%





賴總統近日表示美台貿易談判應該會有很好的進展

- (1) 朝降低關稅20%且不疊加努力(2) 未涉及至匯率(意謂美方並未施壓台幣升值)
- (3) 232條款稅率等獲得最惠國待遇(主要針對於未赴美建廠投資的台廠 也希望適用到較低的關稅)





台積電財報Q3財報再傳佳音 營運展望正向

(1)營運數據優於預期 毛利率提高 且獲利創新高(2)展望營收成長提高 對AI信心增強(3)產能吃緊

- 台積電2025年Q3營運及財務數據再次表現顯著優於市場預期，Q3營收達9899億元年成長30.3%，季成長6%；毛利率59.5%，高於市場預期約57%；稅後純益4523億元，年成長39.1%，季成長13.6%；每股盈餘17.44元創新高，且大幅優於去年同期的12.54及前一季的15.36元。
- 提高2025年美元營收(成長30%=>34~36%)及資本支出目標(380~420=>400~420億美元)。
- 從產品結構觀察，先進製程持續主導營收。第三季N3製程占晶圓營收23%、N5為37%、N7為14%，合計N7以下製程比重達74%、雖然海外擴產將帶來2~3%毛利的稀釋，高階製程結構性獲利能力佳，長期毛利率仍有支撐。
- 台積電產能非常吃緊，加速美國產能擴張，對人工智慧大趨勢的信心正在增強。

台積公司 2025 年第三季合併財務報表營收獲利情形：

單位：除每股盈餘外，為新台幣佰萬元

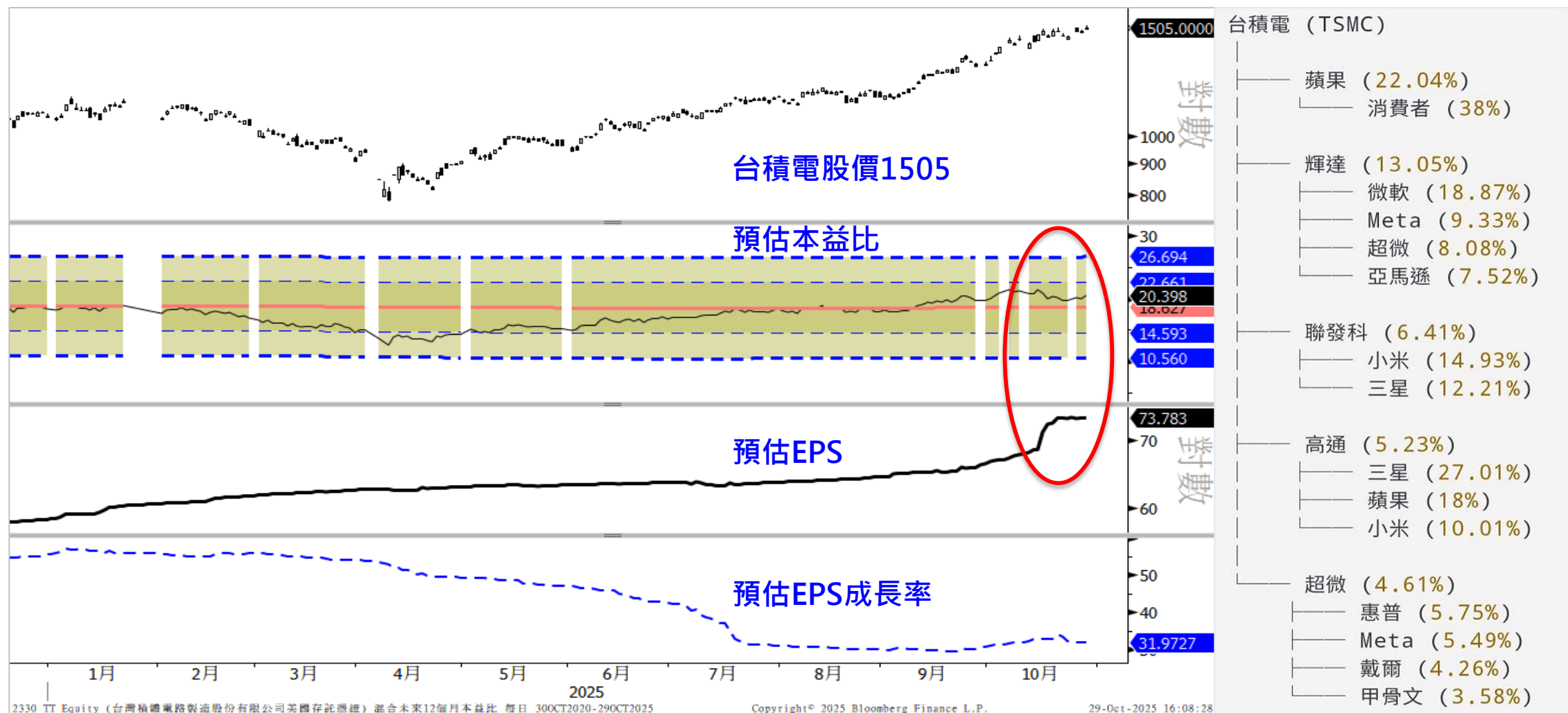
項目	2025年 第三季 ^a	2024年 第三季	年增(減) %	2025年 第二季	季增(減) %
營業收入淨額	989,918	759,692	30.3	933,792	6.0
營業毛利	588,543	439,345	34.0	547,369	7.5
營業利益	500,685	360,766	38.8	463,423	8.0
稅前純益	525,369	384,187	36.7	493,036	6.6
稅後純益	452,302	325,258	39.1	398,273	13.6
每股盈餘(元)	17.44 ^b	12.54 ^c	39.0	15.36 ^d	13.6

	1) Headline	2) Headline Growth	3) Company-Specific		
	Q3 2025 實際	Q3 2025 預估	Q4 2025 預估		
	09/30/2025	09/30/2025	12/31/2025	#	#
3個月末					
11) 調整後每股盈餘+	17.440	15.800	15.414	38	37
12) GAAP每股盈餘	17.440	15.769	15.363	36	35
13) 營收	989.918B	967.697B	960.970B	38	37
14) 毛利率 %	59.500	57.126	57.045	34	35
15) 營業淨利 (EBIT)	500.685B	458.094B	451.633B	34	34
16) EBITDA	663.472B	643.349B	636.249B	17	17
17) 稅前淨利	525.369B	481.420B	472.973B	33	33
18) 調整後淨利+	452.302B	407.085B	395.520B	35	34
19) GAAP淨利	452.302B	405.472B	389.770B	27	26



市場分析師平均預期未來盈餘將再提升

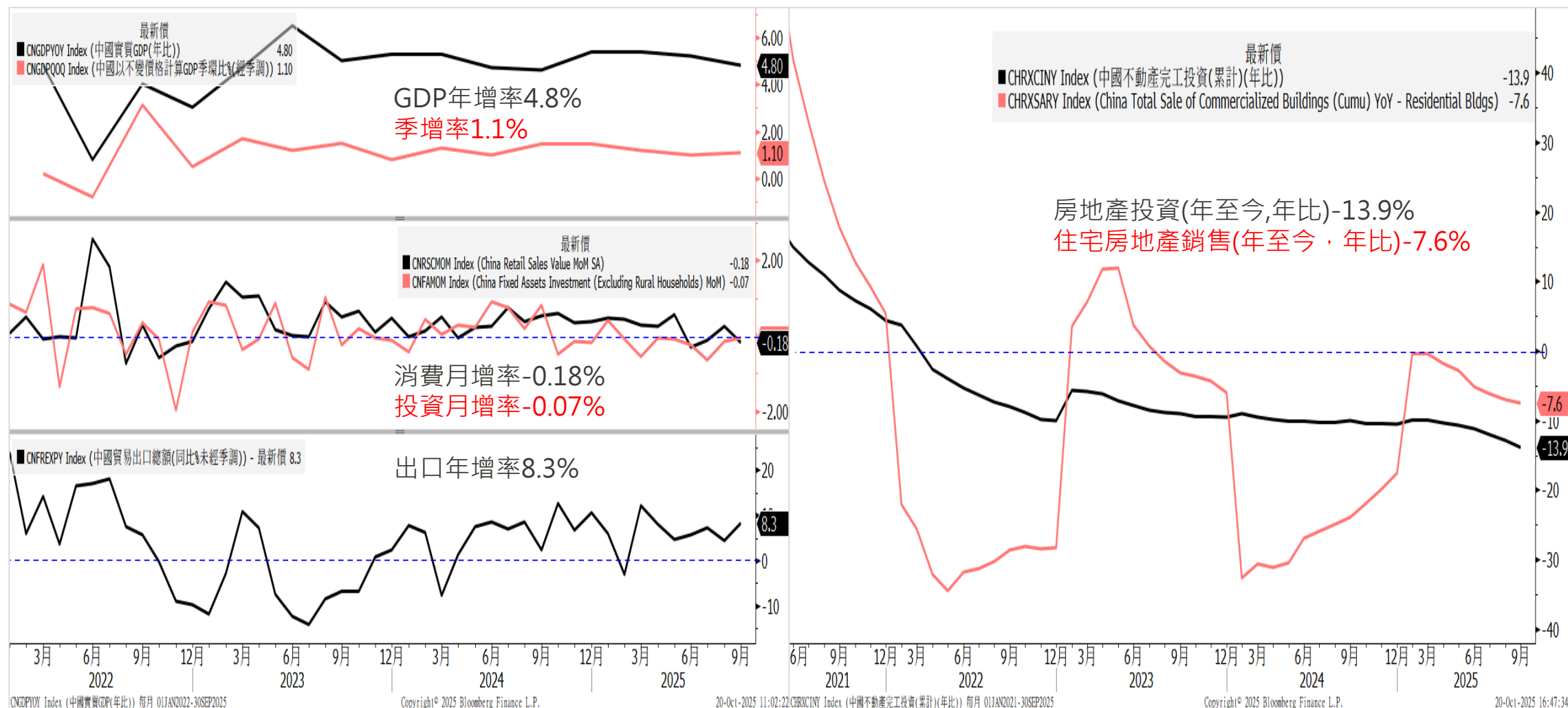
過去四個季度EPS合計61元，未來四個季度預估合計74元，根據目前的EPS成長率，預估尚合理





中國Q3GDP 4.8% 內需不佳 主要受美國以外出口帶動

Q3消費投資幾乎停滯，投資負成長，出口年增率8% 房地產投資 與房屋銷售持續負成長 且負值擴大





中國過去五年規劃期間股市表現 短線預期有政策激勵

中國高層即將開會討論新的十五五年規劃(2026~2030)，市場關注科技,消費,反內卷等議題

中国历次五年规划期间上证指数表现



Source: 彭博

SHCOMP Index (上海證券交易所綜合指數) 线图 每日 17OCT2000-17OCT2025

Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

Bloomberg

20-Oct-2025 08:52:52



女力崛起！ 高市擔任日本首位女首相

高市一向被視為前首相安倍政治傳人，市場也在觀察高市是否會延續安倍 財經政策以及 抗中親美友台路線

最新價 51307.65
最高 10/29/25 51412.97
平均 19933.54
最低 10/28/08 6994.90



安倍1.0
2006/9~2007/9
日股漲幅5.1%



安倍2.0
2012/12~2020/9
日股漲幅133%
平均每年11.5%

+129.47% (+11.35%ann.)

高市宣布參選(9/18)以來約
一個多月期間日股漲幅13%

+13.25%

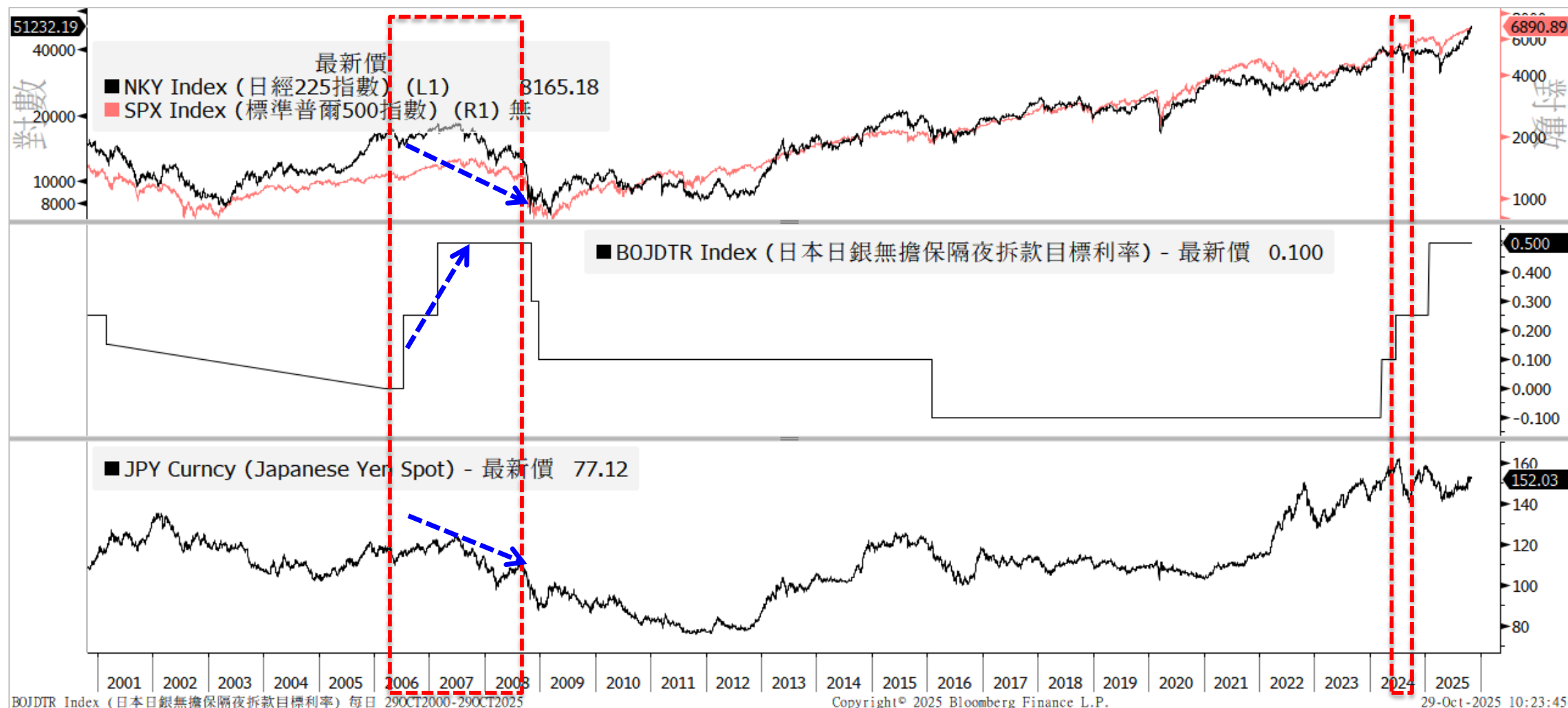
51307.65





過往升息造成市場動盪的經驗 將使得BOJ更謹慎而行

去年6月中的升息後續導致日圓走升及股市下跌(當時認為利差交易平倉) 當時導致日本股市大跌20%以上

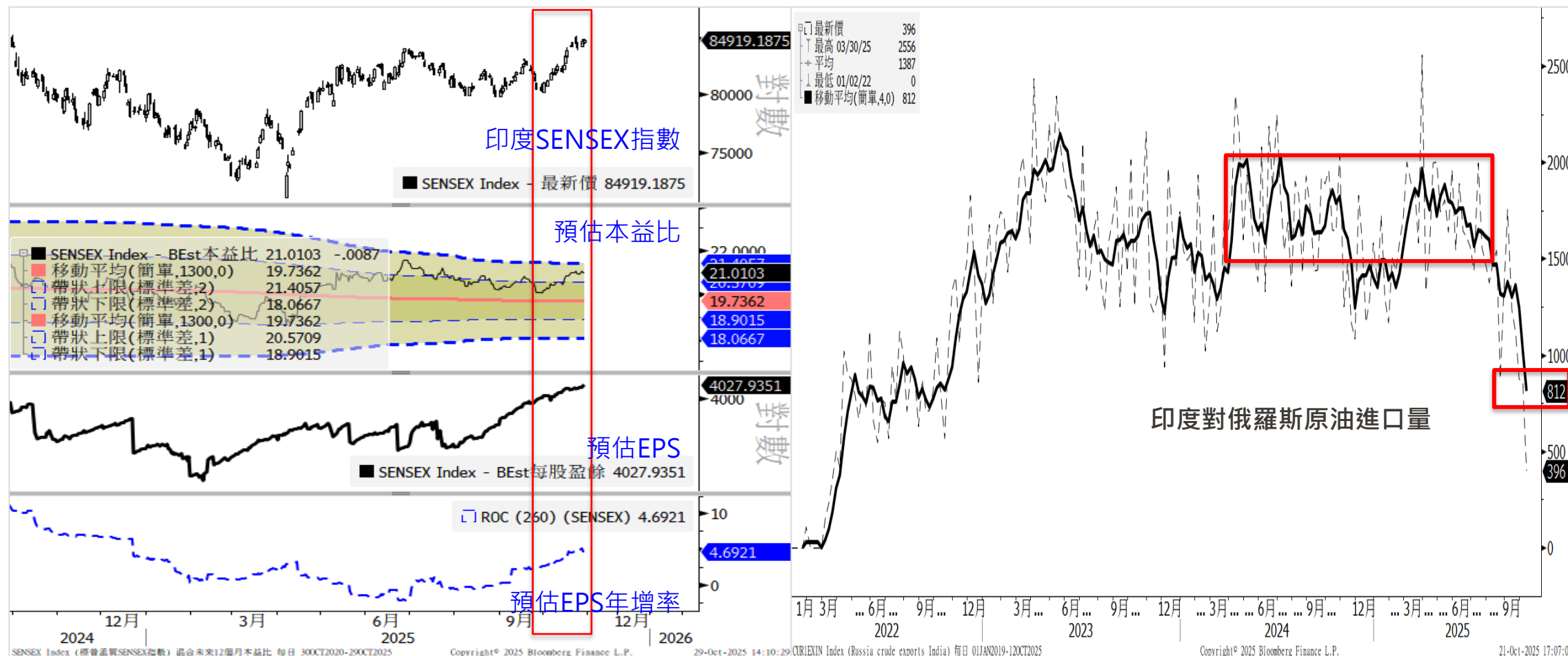




美印表示雙方關係有所改善 印度股市近日略回穩

川普再度聲稱莫迪同意減少採購俄羅斯，印度稱與美國在貿易協議上的分歧正在縮小，預計減少對俄羅斯的能源採購，數據顯示由之前每週150~200萬桶，過去四週平均每週僅為81.2萬桶，或有空間購買更多的美國石油。

據印度媒體報導稱雙方正接近達成一項貿易協議，該協議有可能將印度出口商品的現行關稅從50%下調至15-16%。





未來幾季油市持續面臨較大的供過於求 壓抑油價





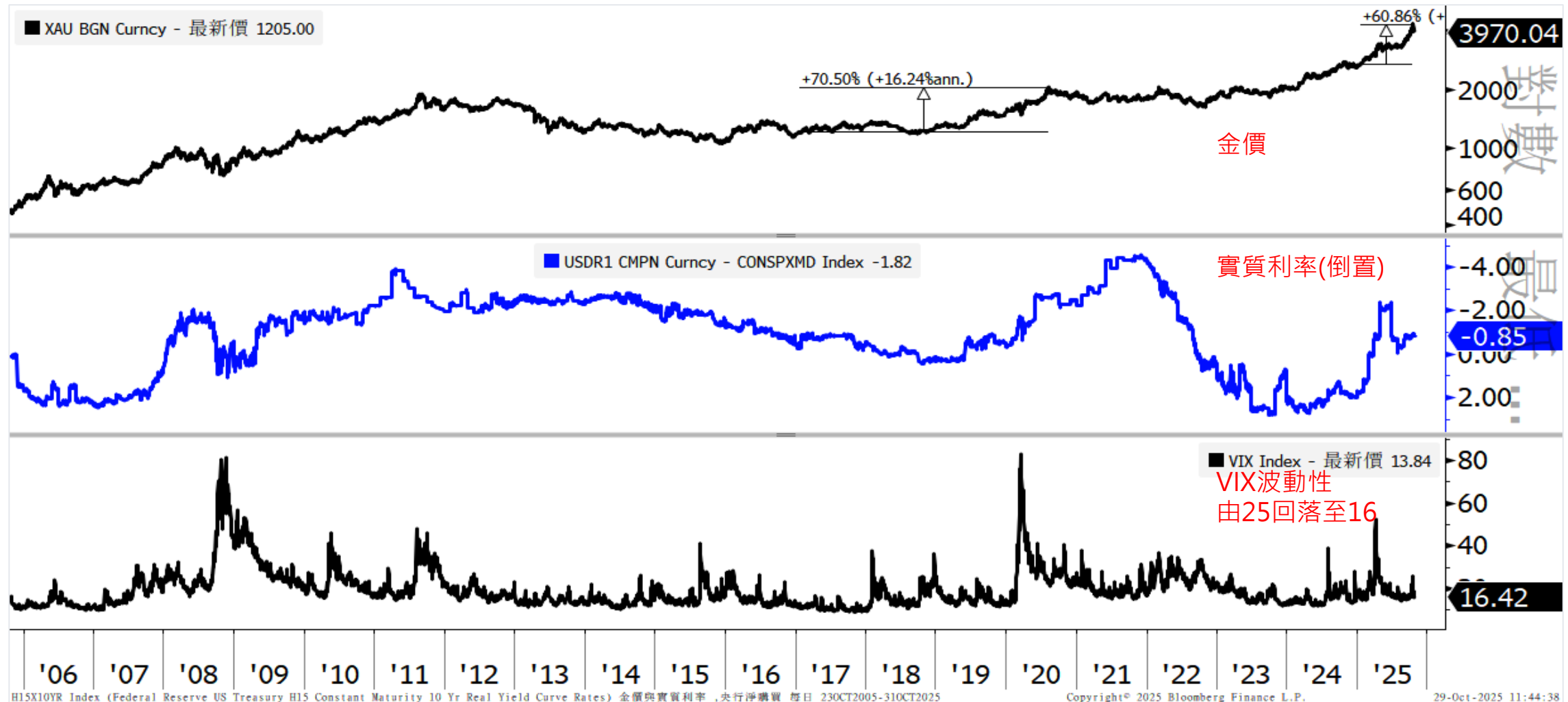
總體經濟

股票市場

利率,債市

商品市場

金價短線漲勢過快而回落



資產配置建議

商品類別	商品細項	風險屬性	配置比重		單筆	定期定額
			積極型	穩健型		
固定收益 - 債券	投資等級債	保守	10%	20%	V	
	非投資等級債	穩健	15%	20%	V	
	全球債	穩健	15%	20%	V	
商品	黃金	積極	5%	0%	V	V
股市-DM	美國	穩健	20%	15%	V	V
	日股	穩健	10%	5%	V	V
股市-EM	台灣	積極	15%	10%	V	V
	陸股 印度等新興股市	積極	10%	10%	V	V

2025年11月投資市場評等

		偏空	中性 偏空	中性	中性 偏多	偏多
區域型	全球股市				◎	
	新興股市				◎	
	新興亞洲股市				◎	
	新興歐洲股市				◎	
	拉丁美洲股市			◎		
成熟 國家	美國股市				◎	
	歐洲股市			◎		
	日本股市				◎	
新興 國家	中國股市			◎		
	印度股市			◎		
	巴西股市			◎		
	台灣股市				◎	

		偏空	中性 偏空	中性	中性 偏多	偏多
債券	全球債				◎	
	美國公債				◎	
	投資等級債				◎	
	非投資等級債				◎	
	新興市場債				◎	

		偏空	中性 偏空	中性	中性 偏多	偏多
商品	能源			◎		
	黃金			◎		

注意事項

1. 王道商業銀行投資顧問服務係無償提供，投資建議乃由王道商業銀行分析人員根據各項市場資訊加以整理彙集及研究分析，內容僅供參考，如有涉及有價證券或金融商品相關記載或說明，並不構成要約、招攬、宣傳等任何形式之表示。投資人知悉且同意其所作成之任何交易均不得視為係王道商業銀行為其作成之投資決定，且須由投資人自己承擔投資相關風險。
2. 王道商業銀行並未且不得代理投資人為任何決定、處理投資事務或從事證券投資行為，且王道商業銀行並未亦不得與投資人為證券投資收益共享、損失分擔之約定，投資人應基於獨立判斷自行決定是否依投資建議進行交易，投資人如參考或接受投資顧問服務之投資建議進行相關交易時，應自行承擔所有投資風險(包括但不限於投資金之損失、價格波動、匯率變動及政治等風險等)，王道商業銀行並不保證投資人之獲利或負擔損失。
3. 基金之交易特性與存款、股票及其他投資工具不同，投資人於開戶及決定交易前，應審慎評估本身之財務狀況與風險承受能力是否適合此種交易，並充分瞭解下列事項：
 - 1) 基金買賣係以投資人自己之判斷為之，投資人應瞭解並承擔交易可能產生之損益，且最大可能損失達原始投資金額。
 - 2) 投資建議之基金均經金融監督管理委員會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責該基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書及投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書，並衡量自身之風險承擔能力。
4. 除公開資訊外，非經王道商業銀行同意，投資人不得將本研究報告或投資建議內容之一部或全部加以複製、轉載或散布或洩漏予他人。

王道商業銀行股份有限公司 經105.11.10金管證投字第1050045584號函及106.01.26金管證投字第1060002690號函核准兼營證券投資顧問業務及經營外國有價證券投資顧問業務
地址:台北市內湖區堤頂大道二段99號 24小時客服專線:(02)8752-1111

A vertical bar on the left side of the slide, composed of 15 circles in various colors: teal, yellow, white, white, yellow, grey, white, yellow, grey, white, teal, grey, grey, grey, and orange.

ALL FOR YOU

www.o-bank.com