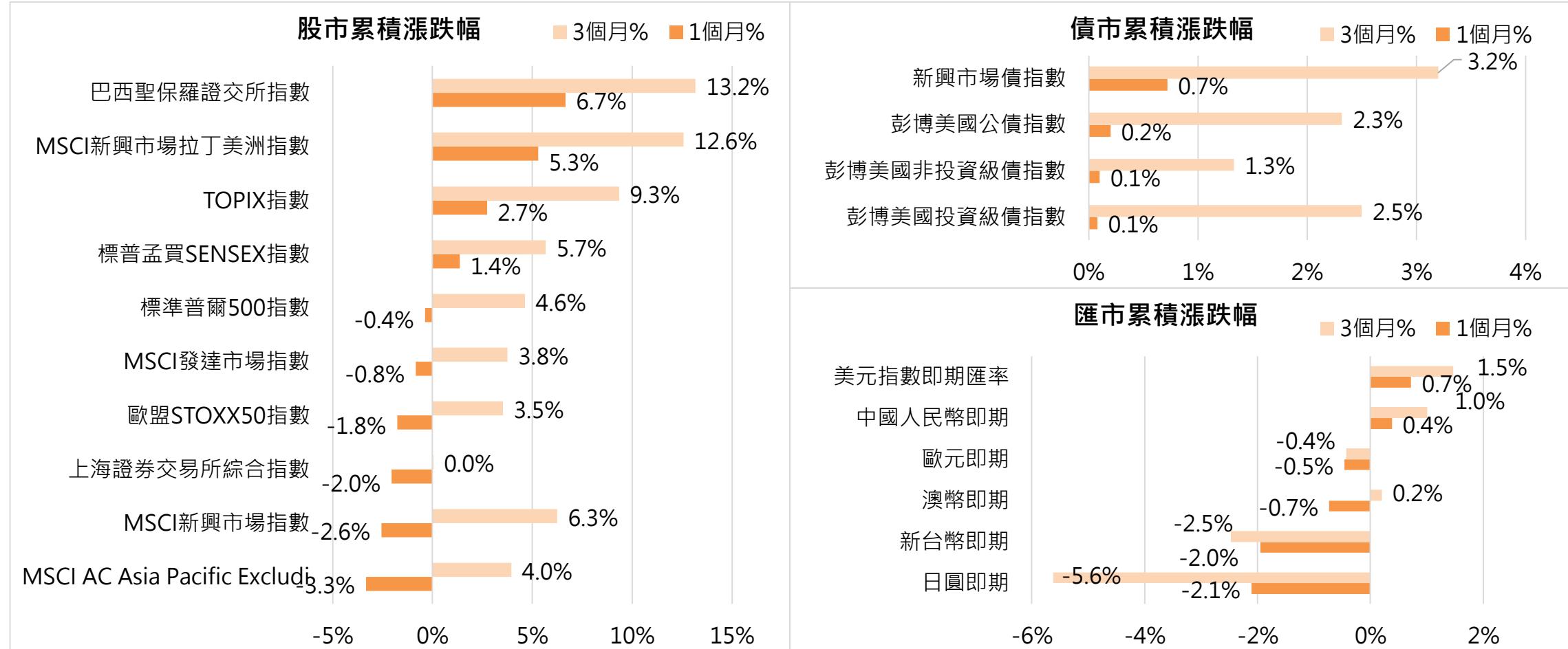


# 王道市場洞悉 O-Insight

Dec. 2025

# 全球金融市場表現

1. 美股(尤其是部分科技股)近日修正，預期後市將逐步止穩並開始反彈。
2. FED官員立場仍然分歧，但支持降息的聲勢略有提高，美財長表示未來中長期逐步調整美債發行結構。



# 央行大事紀

	2025年12月	2026年1月	2026年2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		2/5 歐洲央行利率會議
	12/18 英國央行利率會議		2/5 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	12/9 澳洲央行利率會議		2/3 澳洲央行利率會議

# 總結

市場	展望
總體經濟	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 美國整體數據表現略偏弱，例如來自於製造業展望趨緩、就業較低迷、零售動能平平、物價壓力不高等。</li><li>➤ 台灣景氣將呈現外熱內溫，(1)出口保持強勁趨勢 (2)內需受惠於普發現金利多。</li></ul>
債市	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ FED官員立場仍然分歧，但目前支持12月降息的聲勢略有提高，期貨反應降息的機率由回升至8成以上。</li><li>➤ 近日美國財長Bessent表示未來中長期將逐步調整美債發行結構，暗示將多發短債而少發長債，有助於長率穩定。另方面，短率則將受惠於預期穩定幣長期規模提高的對應儲備需求。</li><li>➤ 白宮國家經濟委員會主席Hassett 任FED新主席機率高，預期將積極配合川普政府降息。</li></ul>
股市	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 此前市場對美國科技股有一些雜音，質疑部分科技公司過度舉債及AI投資回報具不確定性等，不過近期隨著期市場對Google AI模型看法正面、輝達優於預期財報以及一些AI科技需求的回溫、年底傳統消費旺季的帶動，我們預期美股將逐步止穩並開始反彈。</li><li>➤ 由於 1.基本面無損，景氣衰退機率不大 2.評價股價已修正，降息機率提高 3.川普對股市支持，美股中期展望仍正向。</li></ul>
匯市	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 新台幣無視經濟學人及台美聯合聲明，外資近期多賣超台股及美元略偏強，致台幣匯價續貶至31.4。</li><li>(1)台美聯合聲明僅是由半年改為按季公佈干預活動，實質的影響有限。</li><li>(2)美與其他國家近期都發布類似協議，不只有台灣。</li><li>(3)此前Q2匯市已遭遇過川普發表對等關稅及米蘭海湖莊園協議的衝擊後，市場對此的免疫力提高。</li></ul>
商品	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 金價此前漲勢過快，機構大多預估盤整一段時間後，有機會再往上。</li><li>➤ 中期油市仍面臨較大的供過於求，2026年區間預估在50~60美元/桶。</li></ul>



# 東歐的地緣政治風險:川普28點和平計畫

分類	計畫重點內容
領土主權	<b>割讓領土</b> ：要求烏克蘭割讓克里米亞、頓巴斯地區（包括盧甘斯克和頓涅茨克全境）給俄羅斯。
軍事與安全	<b>放棄加入北約</b> ：烏克蘭需從憲法中刪除加入北約的目標，且北約承諾永不接納烏克蘭。 <b>限制軍力</b> ：將烏克蘭軍隊人數上限設定為 60 萬人。 方案明確禁止烏克蘭擁有長程打擊武器 <b>停止北約東擴</b> ：北約組織同意停止進一步東擴。 <b>北約不駐軍</b> ：北約部隊不得在烏克蘭境內駐紮。 <b>簽署互不侵犯協議</b> ：要求俄羅斯、烏克蘭與歐洲國家簽署協議。 <b>恢復俄羅斯地位</b> ：取消對俄羅斯的制裁，並恢復俄羅斯在七國集團 (G7) 中的地位（恢復為 G8），以及恢復在聯合國安理會的正常運作。
安全保障機制	<b>方案承諾若俄羅斯再次入侵，美國將採取果斷的協調軍事反應並重啟對俄制裁</b> 。該保證附帶了嚴苛的失效條款：若烏克蘭攻擊俄羅斯本土，或向莫斯科、聖彼得堡發射導彈，該保證將自動失效。在 100 天內烏克蘭需舉行選舉，參與戰爭各方可獲得全面赦免；戰俘遺體交換與人道措施。
執行機制	從歷史經驗來看，俄羅斯(包括蘇聯時期)提出的許多所謂「和平計畫」或簽署的和平協議，最終往往未能維持持久和平。
歷史經驗	主要例子包括： <b>布達佩斯備忘錄 (1994年)</b> ：俄羅斯與美英共同向烏克蘭提供安全保證，以換取烏克蘭放棄核武器，保證尊重其領土完整和主權。 <b>明斯克協議 (2014年和2015年)</b> ：旨在結束烏克蘭東部的戰鬥。 <b>車臣的和平協議</b> ：在第一次車臣戰爭中，俄羅斯與車臣達成停火協議後恢復軍事實力，隨後發動第二次決定性的攻擊。





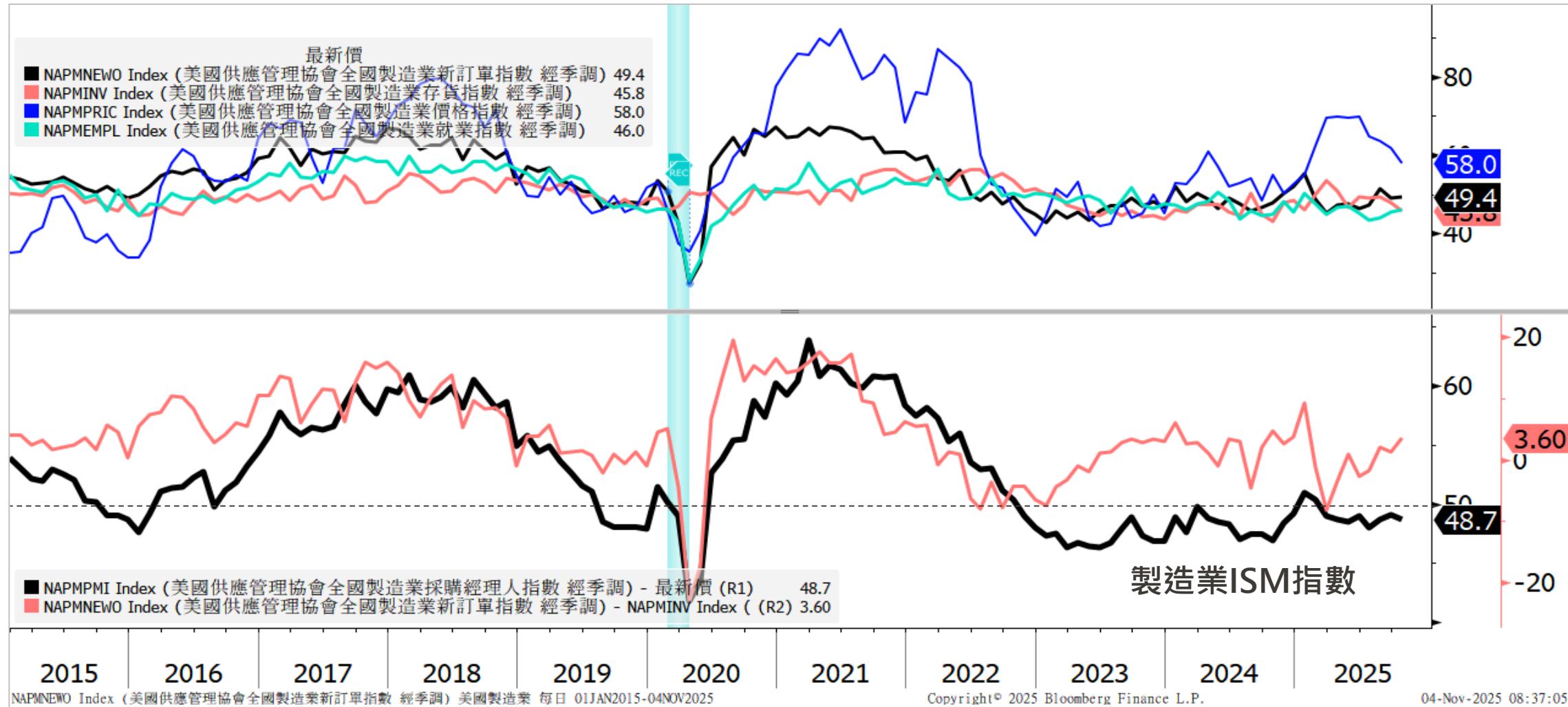
# 東亞的地緣政治風險:美中與美日領導人通話

近日日本首相高市早苗答詢時表示如果中國大陸武力攻打台灣，台灣有事可能構成日本的「存亡危機事態」，根據日本的《和平安全法制》，一旦認定為存亡危機事態，日本就可以行使集體自衛權，暗示日本可能會武力介入台海衝突。此番言論引發了中國一系列外交抗議和制裁，導致了近期的中日外交風波。	關鍵面向	川普-習近平 通話 (11/24 晚)	川普-高市早苗 通話 (11/25 上午)
	通話發起方	習近平主動促成	川普 主動提出(旨在穩定盟友信心，進行危機管理)
	通話時間點	發生在中日「台灣有事」外交爭端升溫之際。	發生在川習通話結束後數小時內，具有緊急反應性質。
	台灣議題 (中方論述)	習近平強調：「台灣回歸」是戰後國際秩序的重要組成部分。	中方論述間接透過川普轉達給日方。
	台灣議題 (美方反應)	川普隻字未提台灣(公開聲明)，聚焦自身經濟利益。	高市早苗：外界普遍認為是為協商中日台爭議的後續因應。
	美方關注點	經貿優先：芬太尼、大豆、農產品的執行與進展。地緣政治：俄烏戰爭的和談進展。	同盟優先：確保美日同盟的緊密合作關係與區域安全。
	公開關係評價	川普稱美中關係「超級強勁」。	川普稱高市是「極為親密的朋友」，隨時可聯繫。
	後續議程	習近平邀請川普於明年4月訪北京(並準備直接討論台灣問題)。	雙方確認了日美之間的緊密合作關係。
	戰略意圖	中方：試圖利用中日爭端分化美日同盟，並在台灣問題上向美國施壓，設定未來談判基調。	美方：穩定盟友信心，展現美國在複雜局勢下處理雙邊與同盟關係的靈活性。



# 製造業展望持續平緩(ISM 48.7)

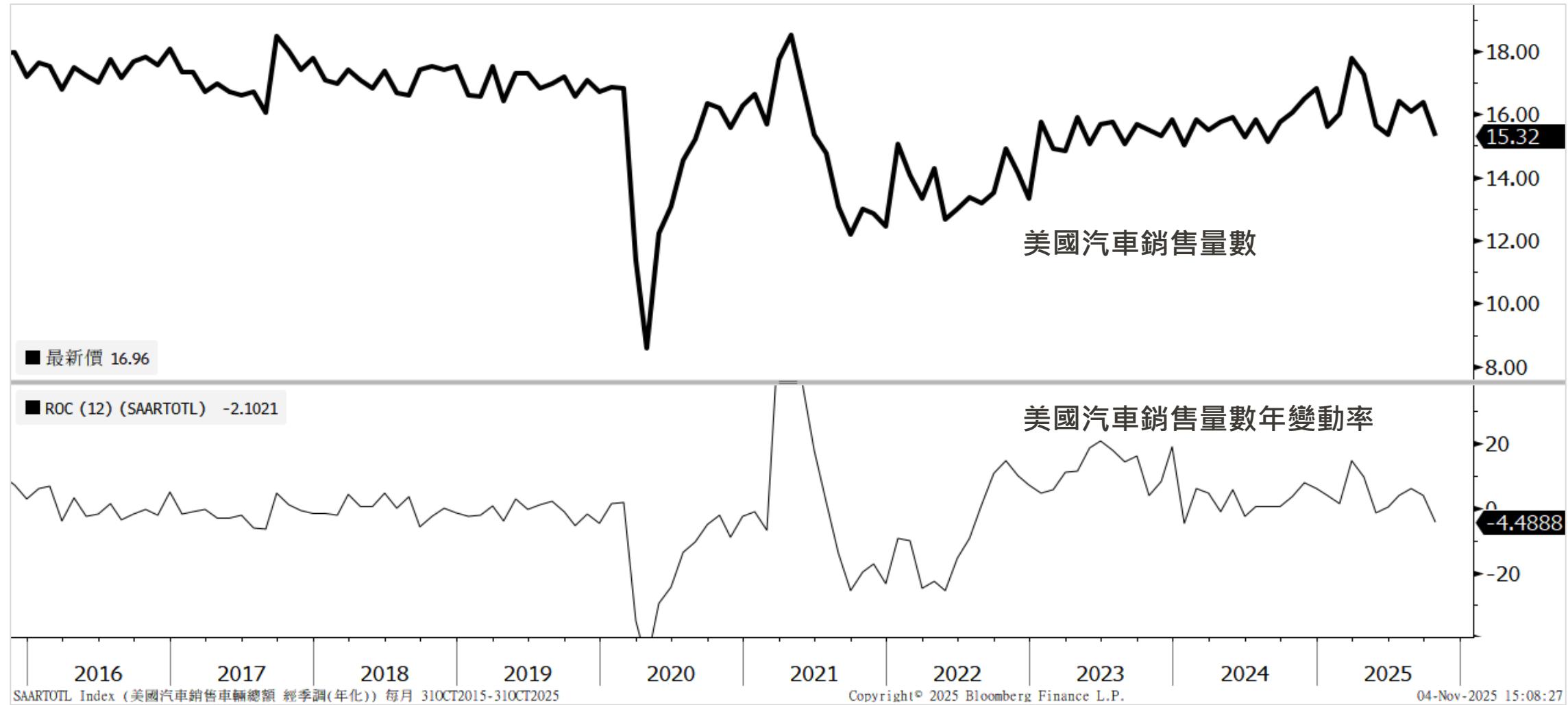
自三月以來已經連續八個月低於50榮枯分界點





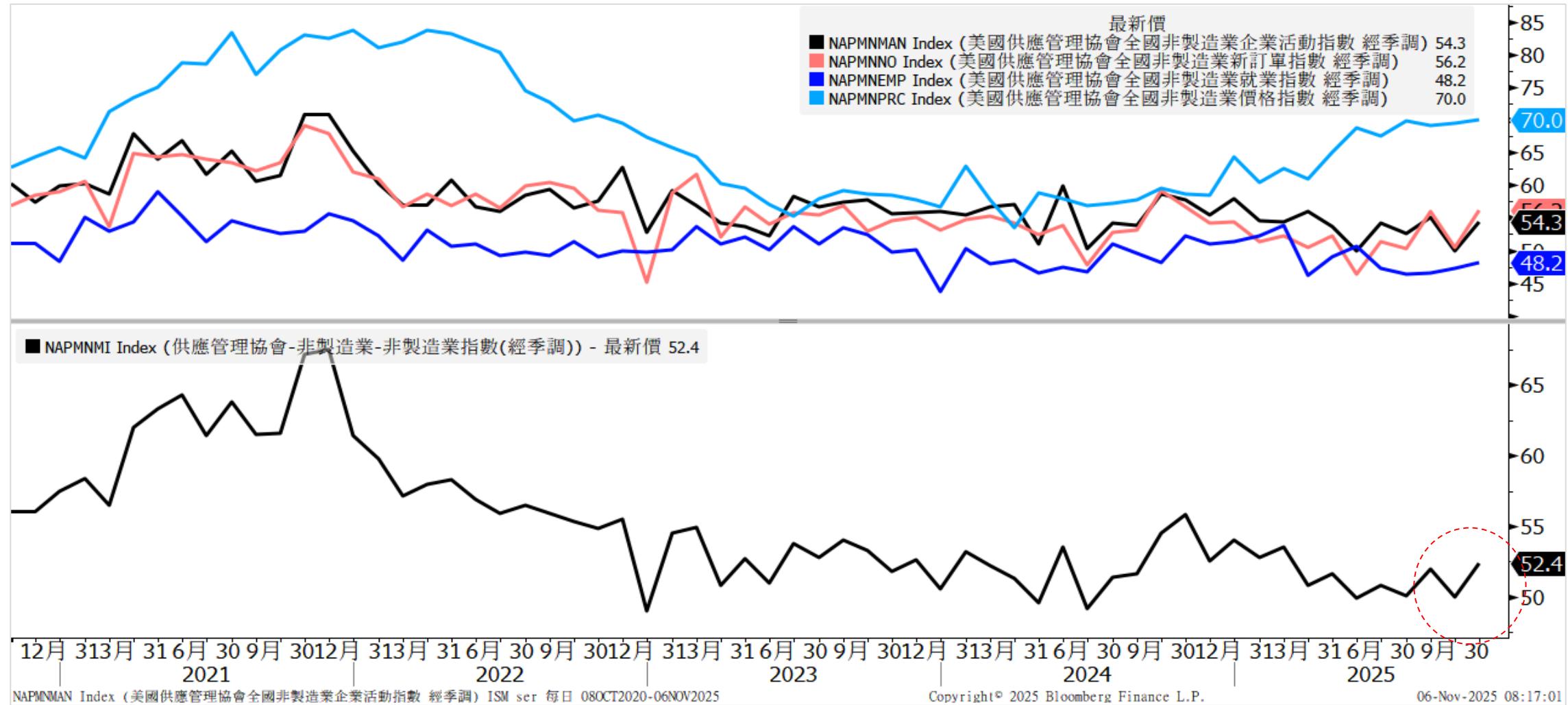
# 電動汽車補貼政策終止後汽車銷售放緩

隨著7,500美元電動車購車補貼政策在9月30日終止，10月美國汽車銷量放緩至近兩年最低





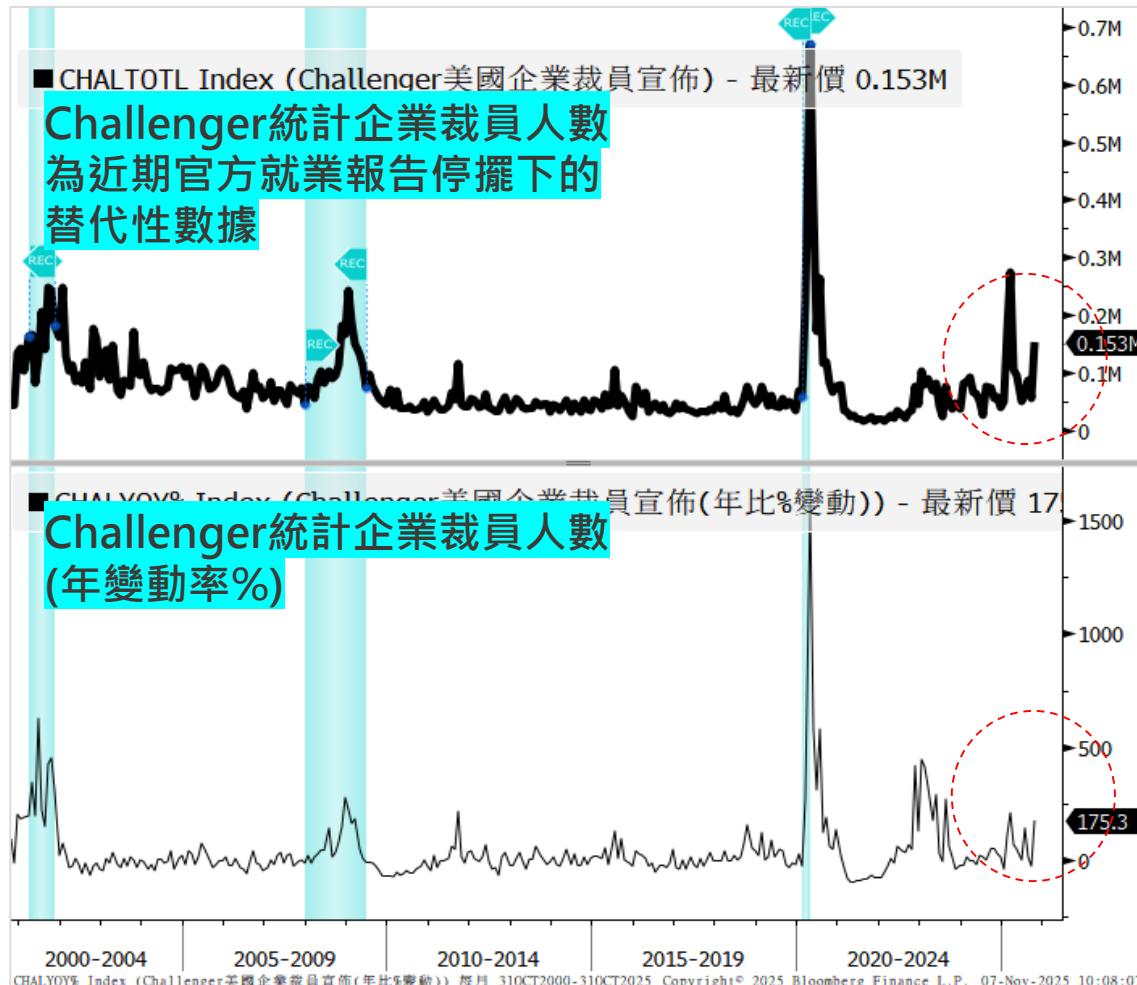
# 佔比較高的服務業展望回溫至52.4





# Challenger公司統計美國企業裁員人數提高

Challenger裁員報告的調查範圍一般以中大型公司為主，尤其是會主動對外發布裁員公告、發表新聞稿或做出投資人說明會披露的大型企業。



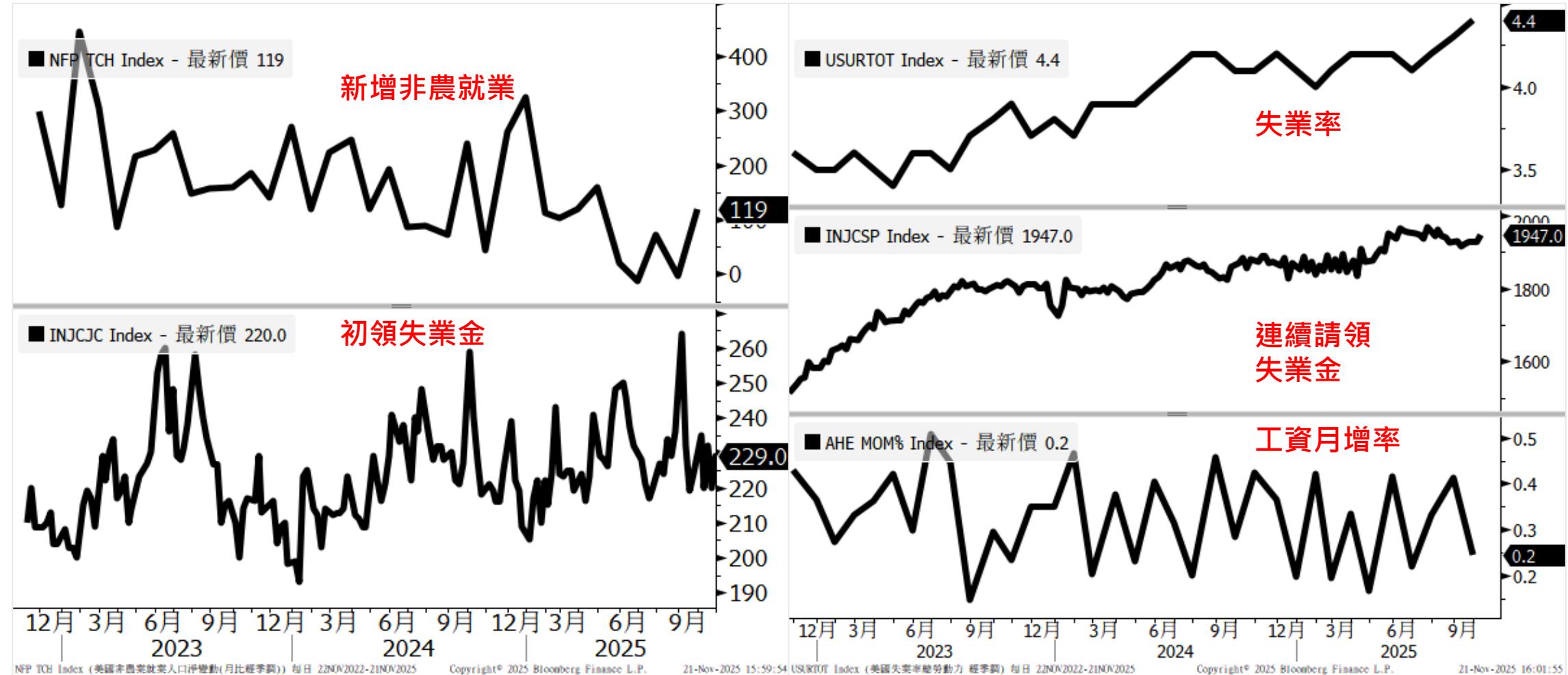
產業	10月裁員人數	裁員原因	裁員消息補充
倉儲物流業	47,878	疫情時期增長之後，行業仍存在產能過剩和以自動化為驅動的重組情況。	亞馬遜大規模裁員白領，季節工招聘仍持續；UPS等物流企業也進行人力調整。
科技業	33,281	隨著企業在人工智慧整合、需求放緩以及效率壓力下進行組織重新改造。	微軟、Meta、亞馬遜等科技巨頭實施大規模白領裁員，聚焦推進AI轉型與精簡運營。
食品業	10,622	供應鏈挑戰與成本增加，市場需求變化	食品製造和配送業因物流及原料成本上升調整人力。
工業製造業	8,157	全球經濟放緩與供應鏈再調整	福特、通用等汽車製造商及機械製造企業裁員，調整產能及成本結構。
政府相關行業	7,883	政府預算削減及部門精簡	多個州及地方政府因預算限制，裁撤公務員職位與合約工。



# 延遲公布的就業數據整體偏弱 呈現兩好三壞

新增就業提高至11.9萬人 初領人數維持在22萬人較低的水準

不過失業率提高至4.4% 工資月增幅僅0.2% 且連續請領失業金人數趨勢偏上

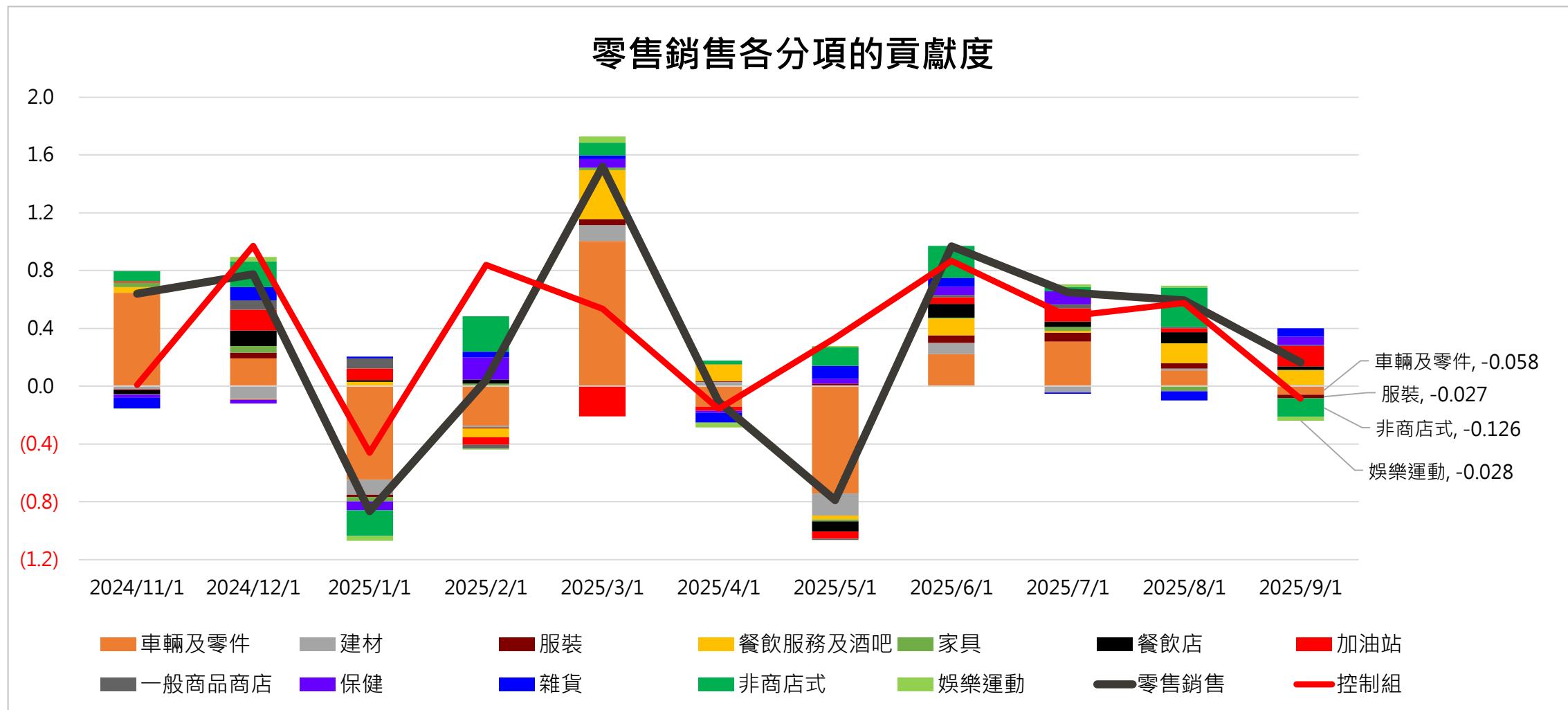




# 9月零售表現平緩 整體及核心月增率僅0.2%/0.1%

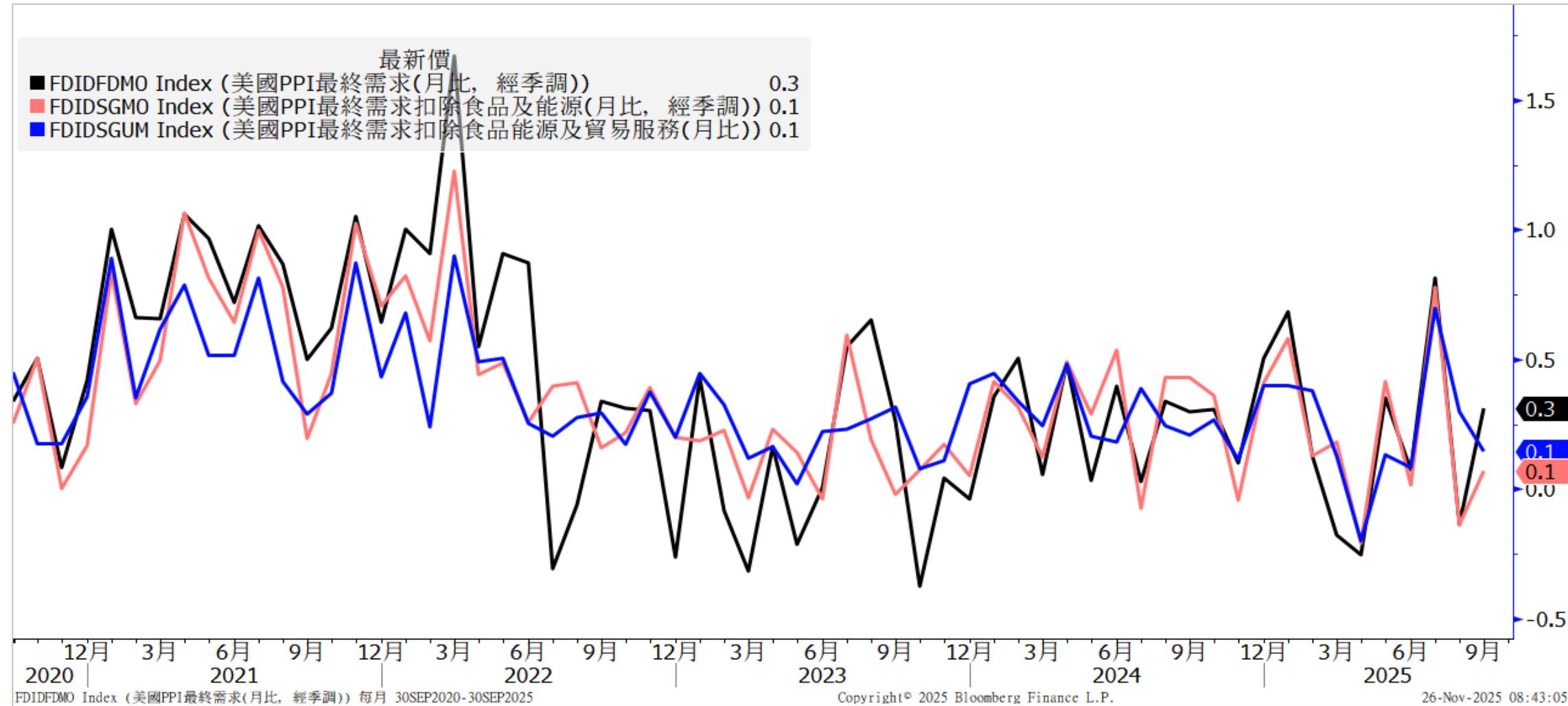
主因線上購物(非商店式),服飾,車輛及娛樂等銷售表現偏弱

## 零售銷售各分項的貢獻度



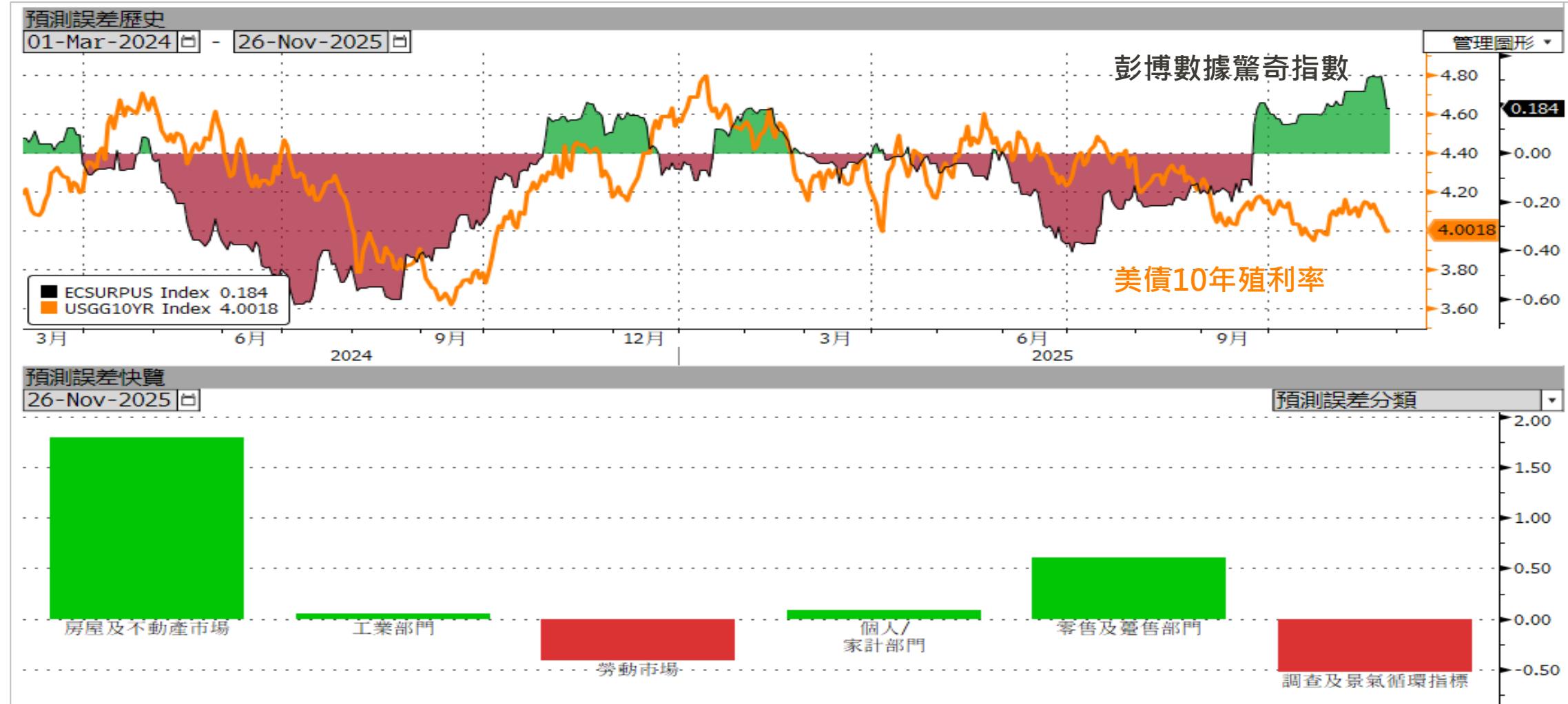


# 9月生產者物價增速偏低 核心月增率僅0.1%





# 整體數據表現轉弱 主要來自於景氣指標及就業的拖累





# FED官員立場仍分歧 12月將是反對票最多的一次

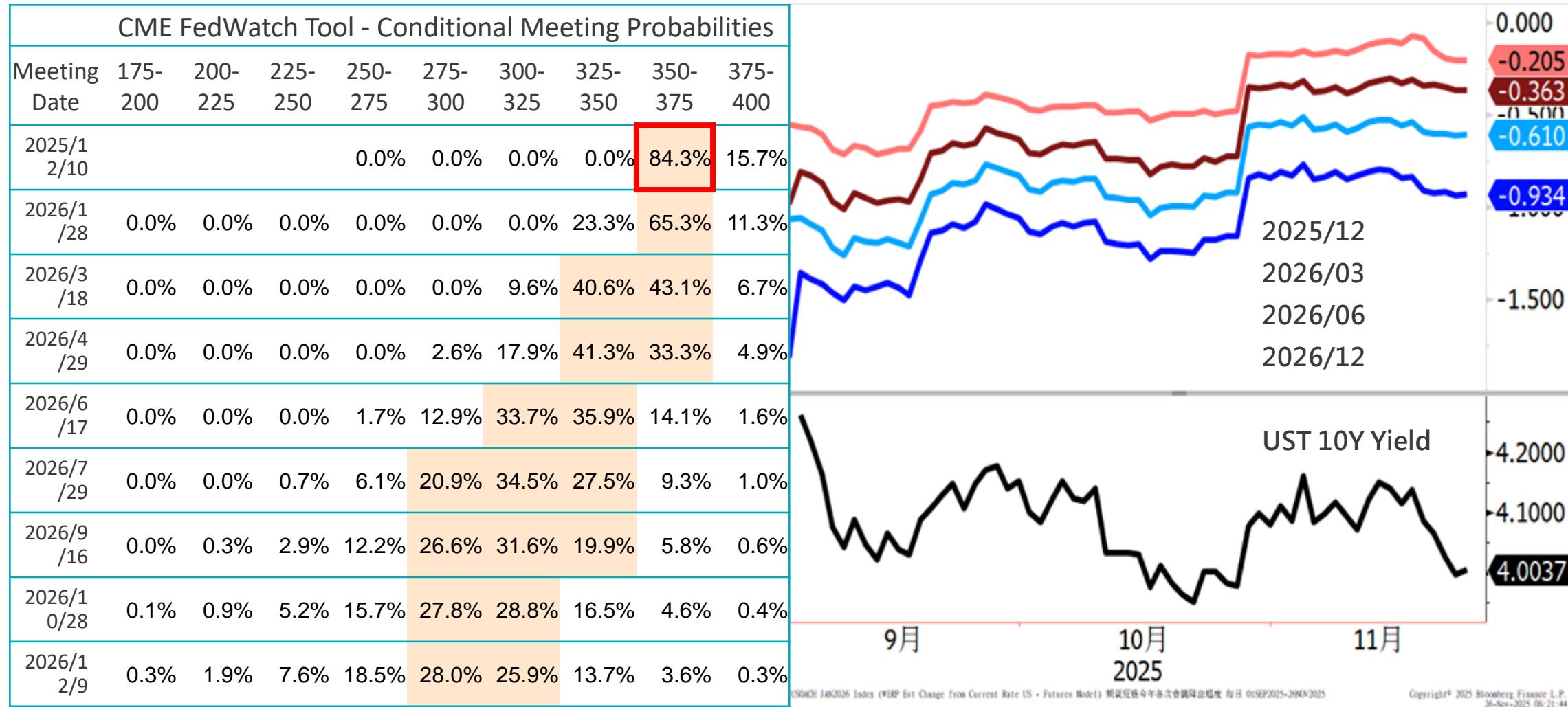
下表為FOMC有投票權的委員共12位官員(FOMC共19位,7位無投票權) 鴿派(降息)勢力略有提高  
紅色表示較支持降息4位,橘色略傾向支持降息2位,藍色傾向於維持利率不變3位,未表態或仍謹慎3位

Jerome H. Powell, 主席	10月底FOMC時表示12月降息非定論
John C. Williams, New YorkFED行長及副主席	評估就業下行風險有所增加，而通膨上行風險則有所降低，認為短期內仍有再次降息的空間。市場很可能將他的言論解讀為反映了Powel的想法，這也是降息機率由30%上升至70%的原因。
Michael S. Barr, 理事	未明確反對再次降息，但表示央行在考慮進一步降息時需謹慎，通膨率仍在3%左右而目標是2%，對降通膨進展停滯的擔憂。
Michelle W. Bowman, 理事	計劃將銀行監理部門裁員約30%。他是川普對於下一任聯準會主席五位候選人之一。
Susan M. Collins, BostonFED行長	對於在下次政策會議降息表達遲疑的態度，在通膨仍在高檔的情況下，對於調降利率不應躁進。
Lisa D. Cook, 理事	認為勞動市場進一步疲軟的風險大於通膨上升的風險，但並未明確支持下個月再次降息。
Austan D. Goolsbee, ChicagoFED行長	表示對於在央行 12 月的會議上再次降息仍然感到擔憂。在通膨背景下，提前實施降息措施令人不安。
Philip N. Jefferson, 理事	表示就業面臨的下行風險有所增加，但在利率接近中性水平時應謹慎行事。
Stephen I. Miran, 理事	重申認為貨幣政策過於緊縮，應該將利率調整到接近中性水平，他認為在12月舉行的下一次政策會議上降低利率是合適的。
Alberto G. Musalem, St. LouisFED行長	表示鑑於通膨率高於央行2%的目標，應謹慎對待進一步降息。
Jeffrey R. Schmid, Kansas CityFED行長	表示進一步降息可能會加深高通膨風險，而非有效支撐勞動力市場。
Christopher J. Waller, 理事	FED理事Waller主張在12月降息，但從明年1月起，聯儲會在獲得更多經濟數據後或許可以採取逐次會議評估的方式。



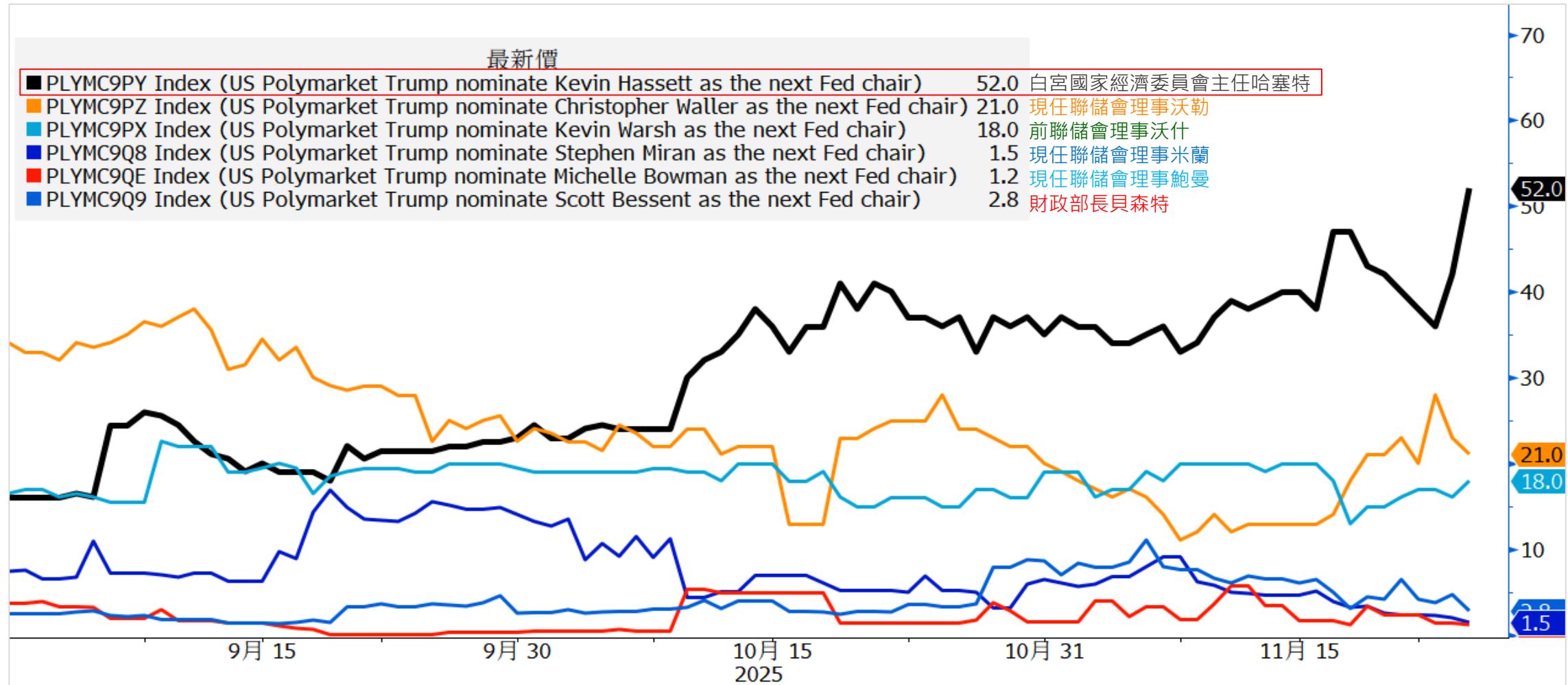
# 近日期貨反應12月降息機率又提高至80%以上

主要是因為官員的發言提高降息的機率





# 白宮國家經濟委員會主席Hassett 任FED新主席機率高





# 1.高度忠誠 2.政策辯護 3.觀點一致 4.行政經驗

全名	Kevin Hassett 凱文哈塞特	
現任職位	白宮國家經濟委員會 (National Economic Council) 主任 (2025/1至今)	
主要學歷	賓州大學 (University of Pennsylvania) 經濟學博士	
學術經驗	曾任哥倫比亞大學商學研究院副教授、紐約大學法學院客座教授、胡佛研究所研究員	
政府/智庫經驗	曾任聯邦準備理事會 (Fed) 高級經濟學家、美國企業研究所 (AEI) 經濟學家	
川普政府經歷以及與川普的關係	<ul style="list-style-type: none"><li>- 總統經濟顧問委員會 (CEA) 主席 (2017-2019)</li><li>- 總統高級顧問 (協調疫情數據相關決策, 2020)</li><li>- 白宮國家經濟委員會 (NEC) 主任 (2025-)</li><li>- 經濟政策發言人</li><li>- 高度忠誠，長期且密切的顧問關係</li><li>- 制定並捍衛 2017 年減稅與就業法案 (TCJA)</li><li>- 支持並捍衛貿易政策</li><li>- 大而美法案也是 Hassett 在川普團隊協助推動的重大經濟政策的延續和具體實現。</li></ul>	
貨幣政策立場	<ul style="list-style-type: none"><li>- 傾向支持大幅降息以刺激經濟</li><li>- 提倡採用貨幣政策規則且以數據為基礎，提高聯準會的透明度</li></ul>	



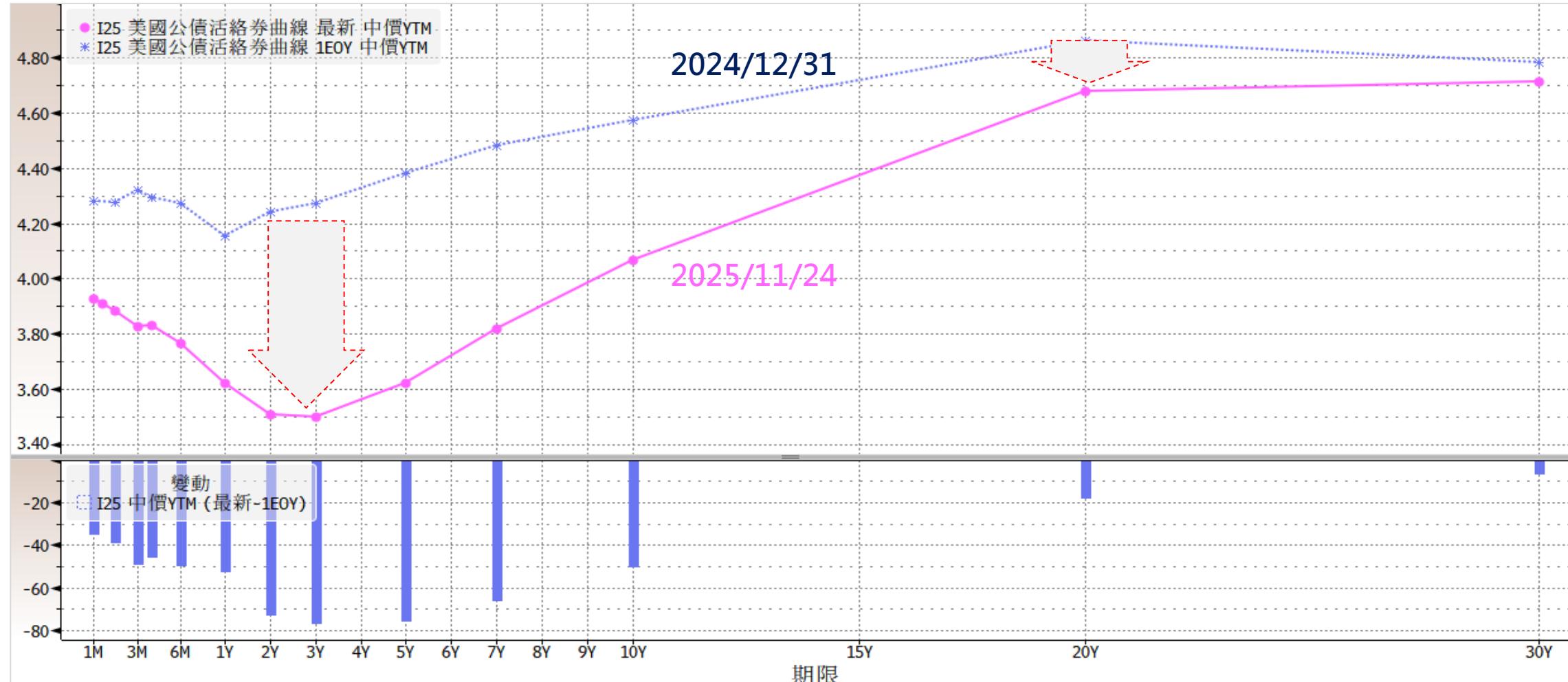
# 明年(2026)整體FOMC輪值投票委員的立場

以12位票委過半要7,目前川普可掌握有3理事+1新主席,又多了D(Paulson) 加上川普可再施壓換人

貨幣政策立場	成員姓名	職位	2025	2026
MH	Elizabeth M Hammack, Cleveland(2026)	區域行長		2
MH	Jeffrey R Schmid, Kansas City(2025)	區域行長	2	
H	Lorie K Logan, Dallas(2026)	區域行長		1
H	Alberto Musalem, St Louis(2025)	區域行長	1	
H	Thomas I Barkin, Richmond	區域行長		
N	Jerome H Powell, Chair 任期至2026年5月15日	理事主席	0	0
N	Philip Nathan Jefferson, Vice Chair	理事副主席	0	0
N	Michael S Barr, Governor	理事	0	0
N	Neel Tushar Kashkari, Minneapolis(2026)	區域行長		0
N	Susan M Collins, Boston(2025)	區域行長	0	
N	Austan Dean Goolsbee, Chicago(2025)	區域行長	0	
N	Raphael W Bostic, Atlanta	區域行長		
D	Lisa DeNell Cook, Governor	理事	-1	-1
D	Anna L Paulson, Philadelphia(2026)	區域行長		-1
D	John Carroll Williams, New York	區域行長	-1	-1
D	Mary Colleen Daly, San Francisco	區域行長		
MD	Michelle White Bowman, Governor	理事	-2	-2
MD	Stephen Miran, Governor	理事	-2	-2
MD	Christopher J Waller, Governor	理事	-3	-3
整體 FOMC 有投票權委員鷹鴿派分數 ( 正值表示鷹派 負值表示鴿派 )				
MH非常鷹派:2	偏鷹派H:1	中性:0	偏鴿派:-1	非常鴿派:-2
				-6
				-7



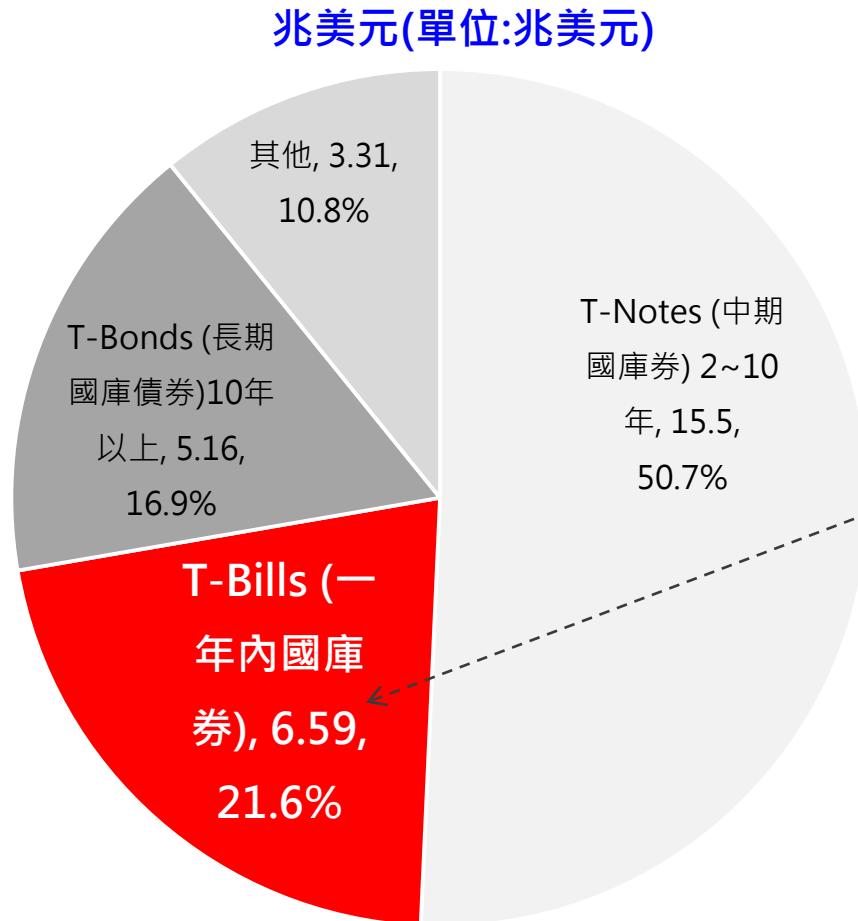
# 今年以來美債長率下跌較少 Yield curve變陡峭



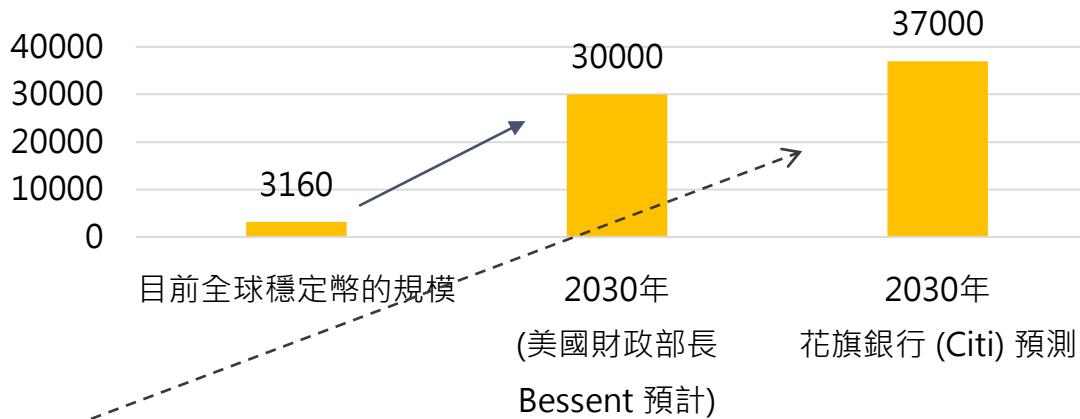


# 美財長表示將逐步調整美債發行結構 暗示多發短債

截至2025年10月美國未償公共債務合計30.57



未來中長期穩定幣預估規模(億元)

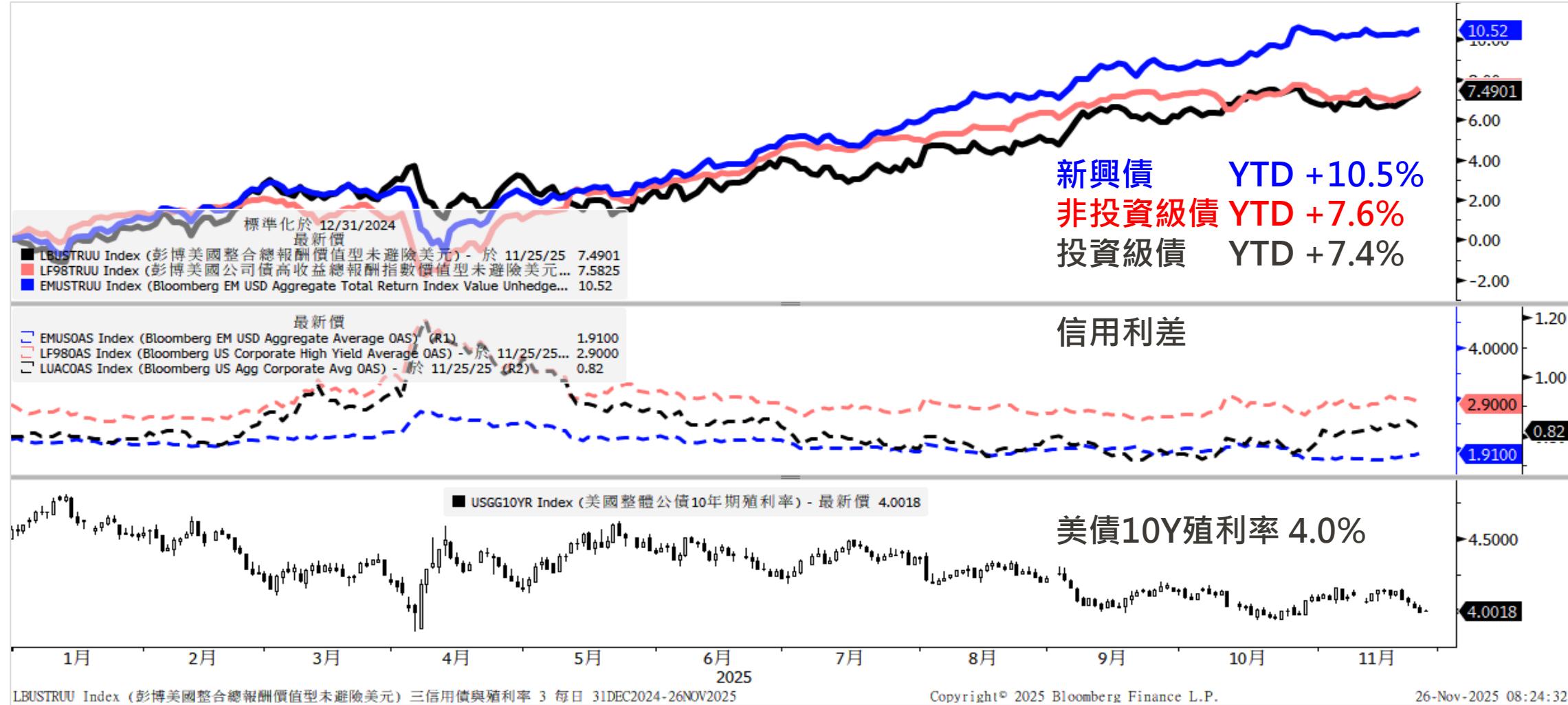


美國必須要發債，貝森特想多發短債，我們認為理由如下：

- (1)未來穩定幣規模與需求將越來越大，花旗與美國財長預估2030年將達到3兆美元以上，而穩定幣發行的儲備(1:1)大多以短期國庫券為主，所以其實短債未來不太擔心需求。
- (2)美國截至 2025 年 10 月的數據顯示，美國公開持有的市場流通債務(Marketable Debt)其中國庫券的金額為6.59兆美元(佔21.6%)。雖然增加發行短債可能推高短率，但另方面預計穩定幣規模提高(3兆以上)而衍生對短債需求，預計對於短率的上揚有抑制效果。



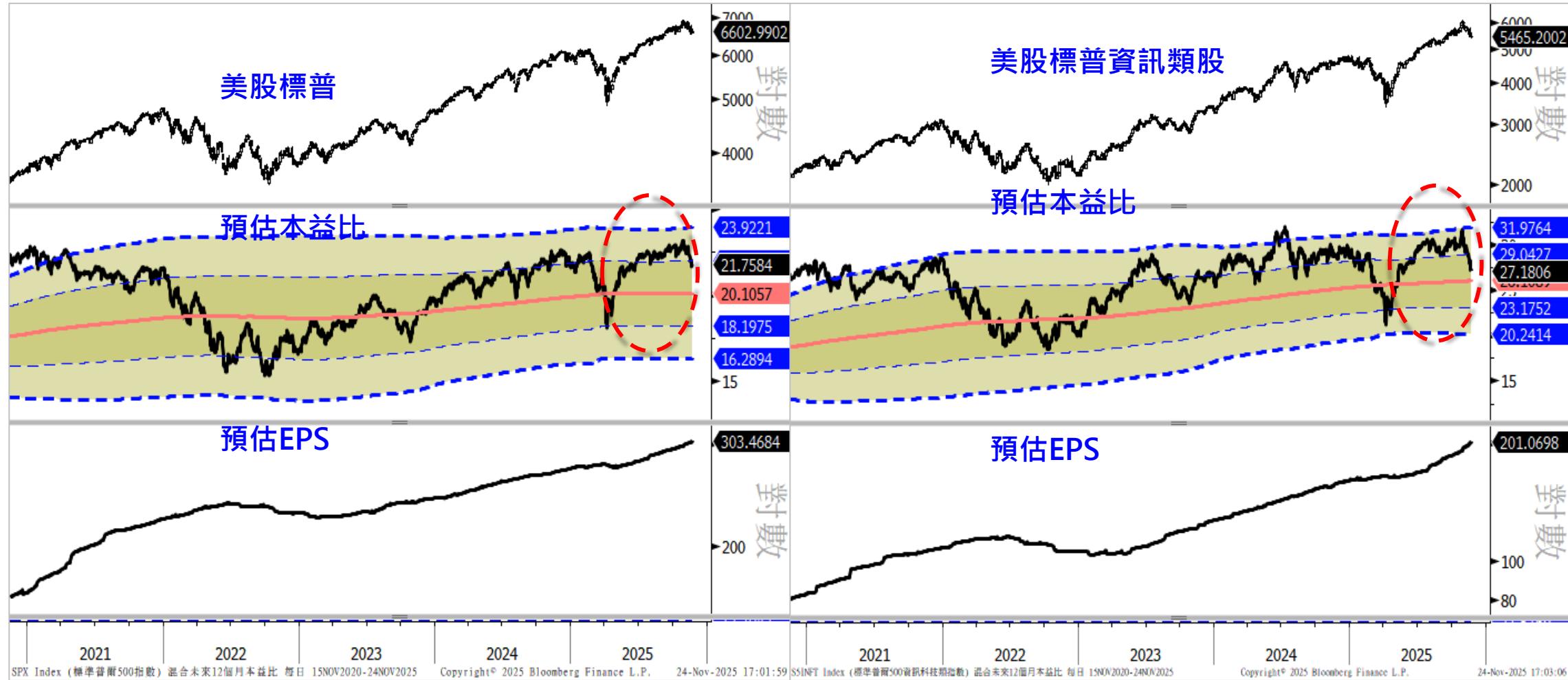
# 美債殖利率重回至4% 信用債價格指數重新回升





# 美股修正原因:美國科技股因AI題材漲勢過快 評價貴

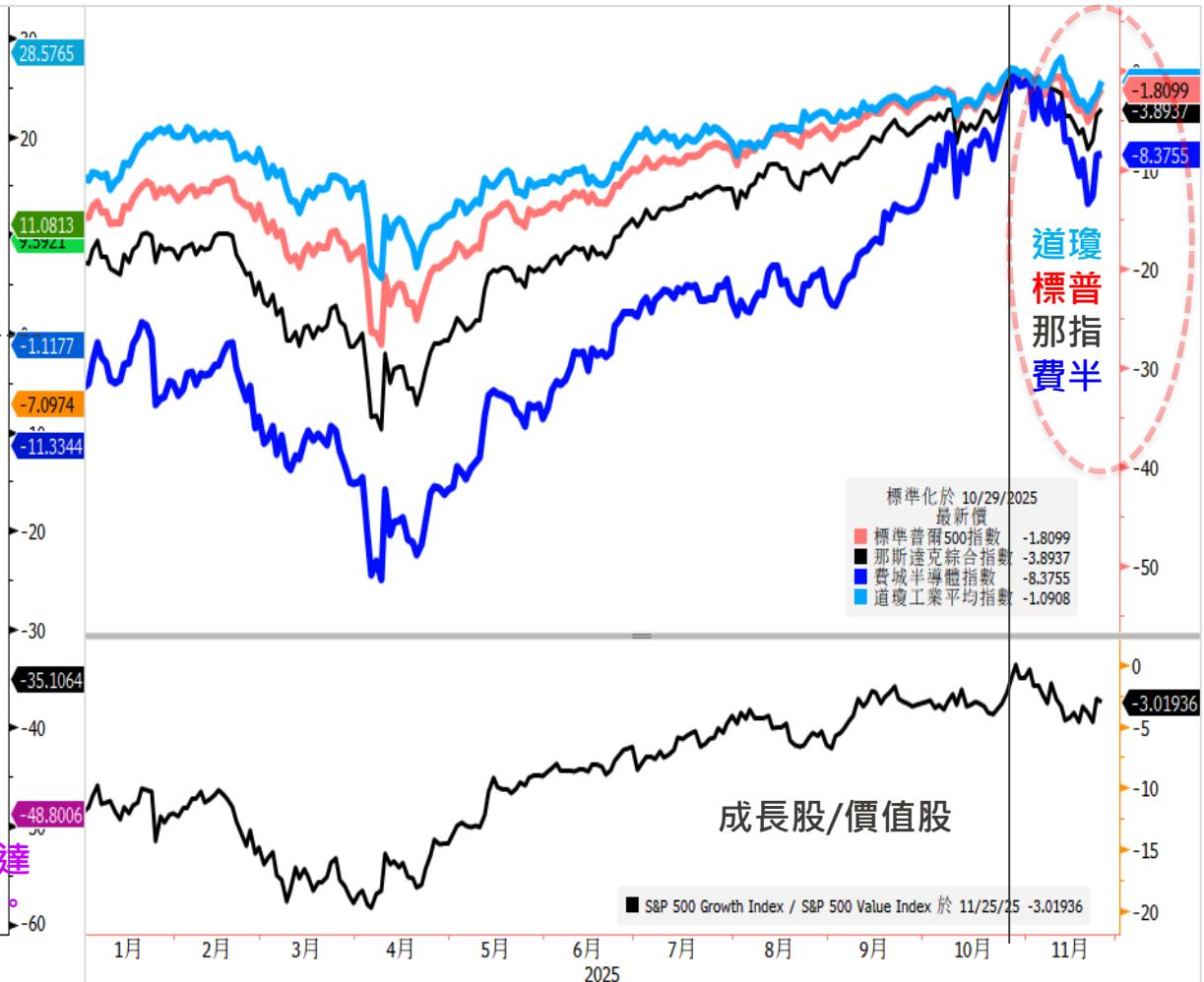
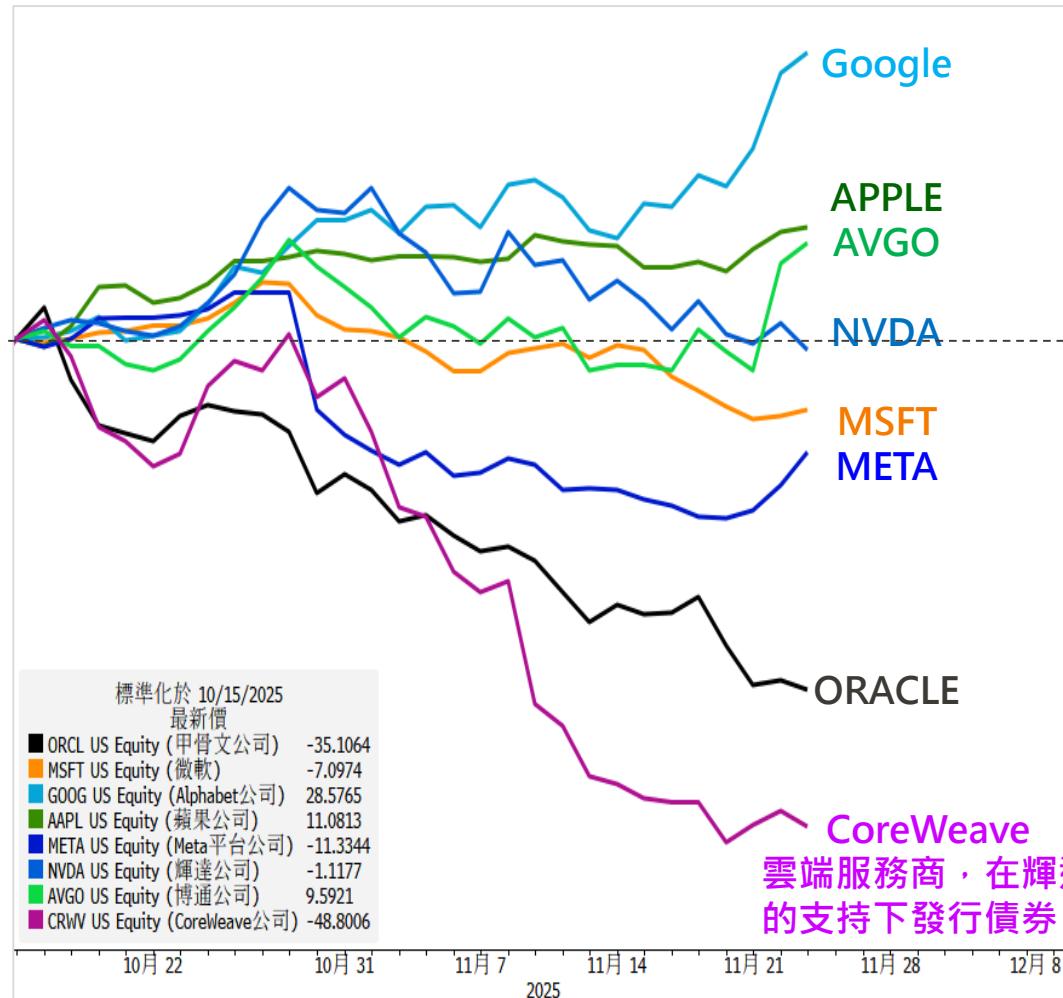
美股標普資訊類股預估本益比一度在10月底達到31.7倍 達到過去五年平均值以上兩倍標準差  
目前已經降至27.2倍 接近平均值26.1倍





# 美股修正原因:過度投融資或舉債 回收具不確定性

如甲骨文,CoreWeave股價偏弱,下左圖為大量舉債以支持人工智慧(AI)相關投資的科技股

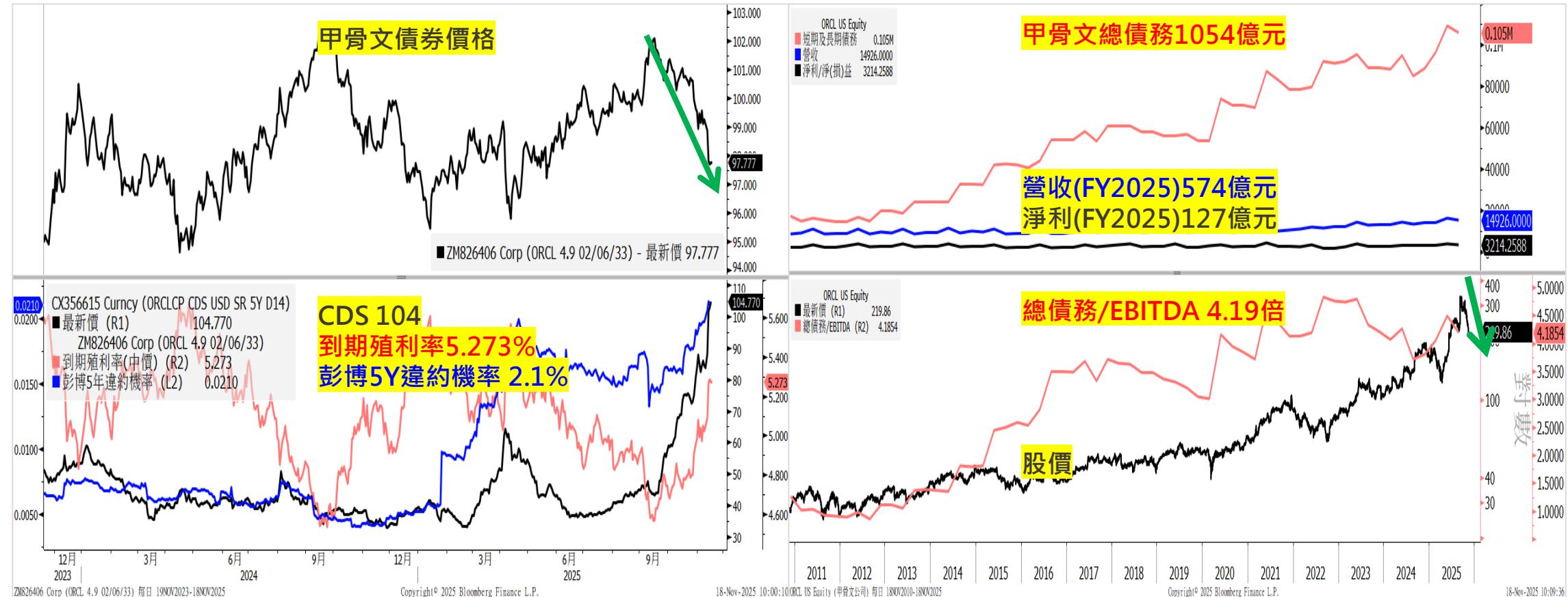




# 美股修正原因:部分科技股訂單集中與債務增加

例如甲骨文股票及債價格均回落 信用風險提高

- (1)2025年9月甲骨文發行了**180億美元的公司債**，據報導還有一筆與數據中心相關的**380億美元高評級貸款**。
- (2)穆迪2025年9月指出在甲骨文與OpenAI簽訂3000億美元的合約，**業務目前主要集中在少數客戶，而非不斷擴張**。
- (3)2025年11月巴克萊銀行發布報告指出甲骨文為履行其**龐大的AI契約**而進行的**資本支出**，嚴重依賴外部融資。





# 美股修正原因:推測股市欲施壓Fed降息(不降息就下跌)

股市似乎在美國聯準會Fed施加壓力要求其降息，否則可能以市場下跌作為威脅，不給糖(降息)就搗蛋(下跌)





# 美股修正原因:漲多自然修正 正常且健康的現象

過去幾年美股漲30~40% 通常會有一些5~10%修正





# 上月月會已提醒美股雖有利好因素 須留意本益比偏高





# 等待利多匯集 營造反彈契機:輝達財報營運優於預期

	Q3 2026 實際	Q3 2026 預估	Q4 2026 預估	
3個月末	10/31/2025	10/31/2025	# 01/31/2026	#
11) 調整後每股盈餘+	1.300	1.259	48	1.441
12) GAAP 每股盈餘	1.300	1.208	30	1.395
13) 營收	57.006B	55.189B	51	62.133B
14) 毛利率 %	73.600	73.657	44	74.664
15) 營業淨利 (EBIT)	37.752B	36.486B	40	42.035B
16) EBITDA	38.504B	36.873B	14	42.391B
17) 稅前淨利	38.325B	36.945B	29	42.468B
18) 調整後淨利+	31.767B	30.886B	43	35.183B
19) GAAP 淨利	31.910B	29.656B	32	34.047B

## 主要表現摘要：

- 营收创新高：本季营收570 億美元，年增 62%，季增 22%。
- EPS超预期：調整後 (non-GAAP)EPS 為 1.30 美元，高於分析師預期的 1.26 美元。
- 下一季財測樂觀：預計當前第四季營收約為 650 億美元，同樣高於分析師平均預期的 620 億美元。
- 數據中心業務強勁：關鍵的數據中心業務營收達到 512 億美元，年增 66%，超過分析師預期的 493 億美元。
- 市場反應：受此利好消息激勵，輝達盤後股價上漲5%。
- 執行長評論：執行長黃仁勳表示市場對其最新 Blackwell 架構產品需求爆表，且雲端 GPU 已經售罄，顯示人工智慧 (AI) 生態系正在快速擴展。
- 總體來看，輝達的盈餘表現和前景展望成功消除了市場對於 AI 晶片需求放緩或存在泡沫的擔憂。



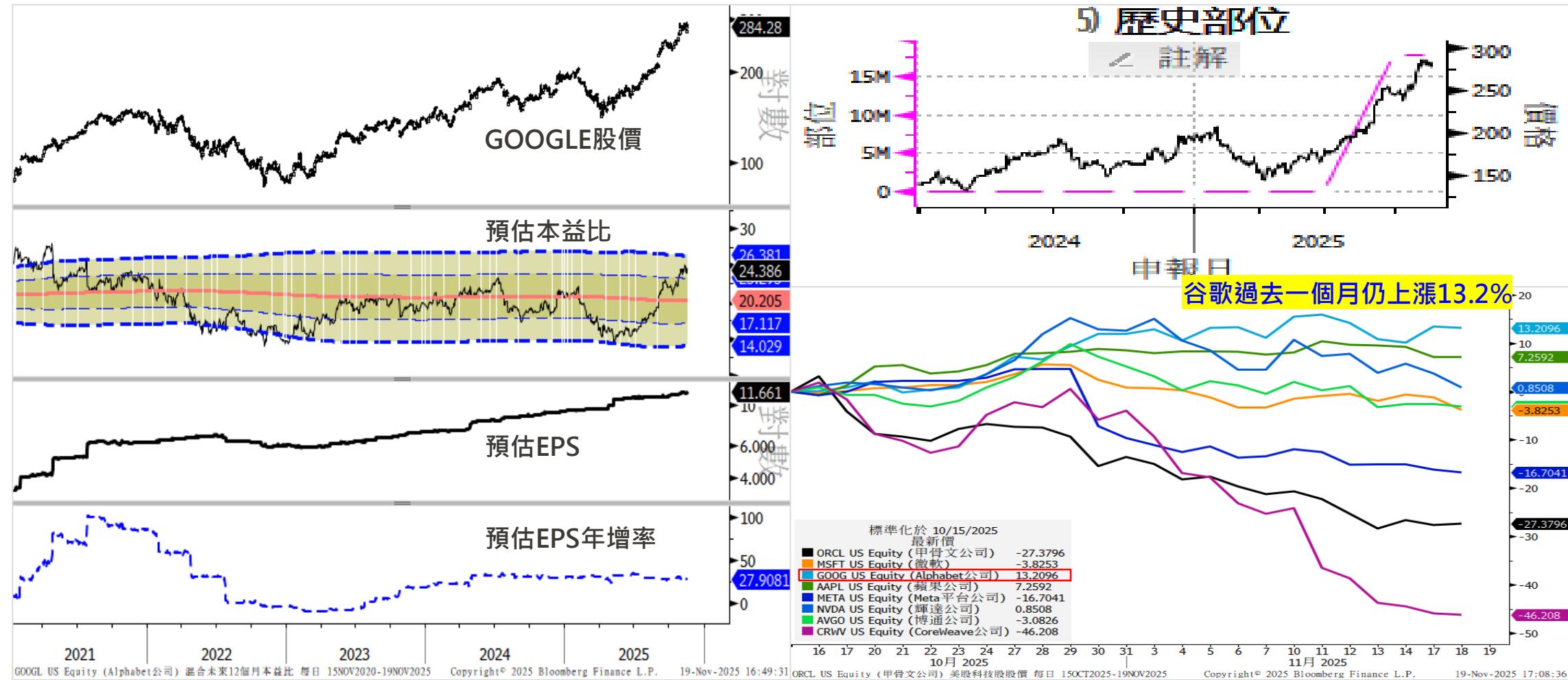
# 等待利多匯集 營造反彈契機: Google發表Gemini 3 被視為AI 資本支出的強心針

優勢		市場評價	
優勢	描述	重要市場人士	評價
「深度思考」模式 (Deep Think Mode)	在被稱為「人類最後的考試」(Humanity's Last Exam) 的超高難度基準測試中，Gemini 3 (Deep Think) 取得了 41% 的分數，顯著領先 GPT-5.1 的 26.5%。	馬克·貝尼奧夫 (Marc Benioff) Salesforce CEO	評價：我回不去 ChatGPT 了 (I'm not going back)。」這位企業軟體巨頭的公開背書，直接證實了 Gemini 3 在企業級應用上的統治力
		山姆·奧特曼 (Sam Altman) OpenAI CEO	評價：恭喜 Google，這是一個很棒的模型。市場解讀為 OpenAI 感受到了前所未有的壓力。矽谷圈內人認為，這迫使 OpenAI 必須加速下一代模型的發布時程。
原生多模態「直覺」(Native Multimodality)	在 Video-MMMU 測試中得分 87.6%。你可以上傳一段 3 小時的會議影片或複雜的物理實驗影片，它能精準識別說話者、提取結構化數據，甚至指出影片中網球選手的動作瑕疵。	伊隆·馬斯克 (Elon Musk) Tesla / xAI CEO	評價：對 Google DeepMind 團隊表示「幹得好 (Nice Work)」。
		華爾街分析師 (Melius Research, Morningstar)	評價：Google 的護城河回來了。Gemini 3 的成功證明了 Google 龐大的資本支出 (Capex) 是有回報的。



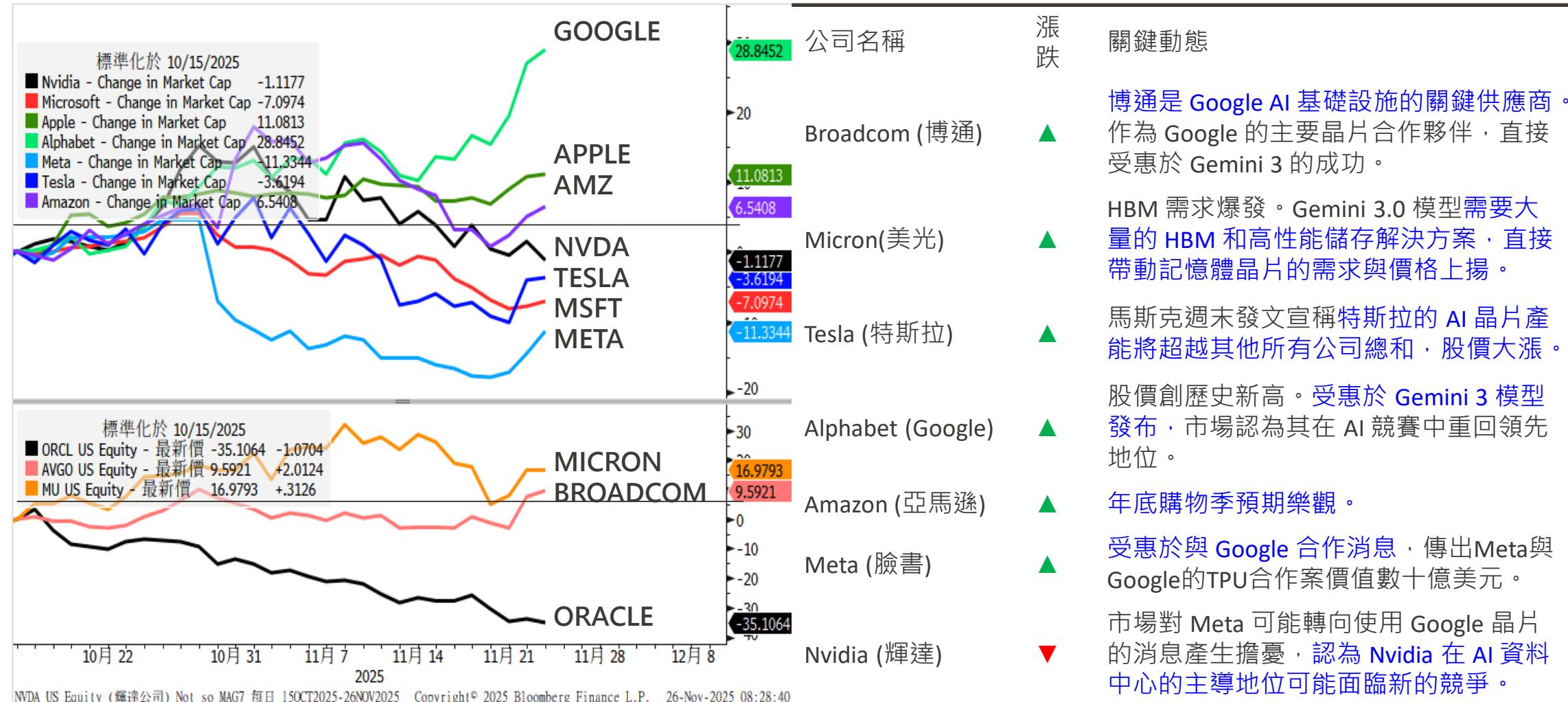
# 等待利多匯集 營造反彈契機:波克夏購Google43億美元

Google被納入波克夏的前十大持股，本次共計買入17,846,142股，佔Google流通股本的0.31%。  
2019年波克夏股東會上巴菲特就曾公開表示當年沒買下該Google股票是少數後悔的決定。



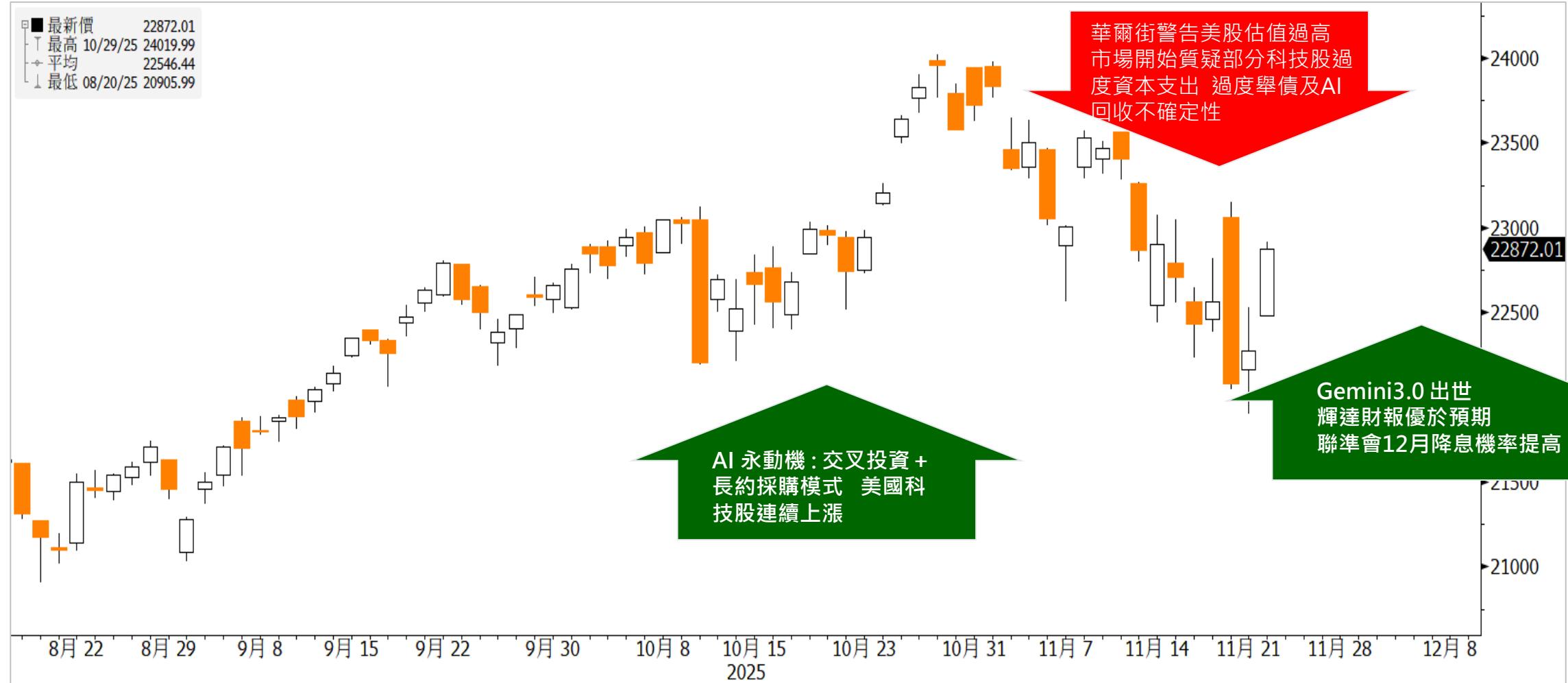


# 美國科技股近日各擁題材 股價大多反彈



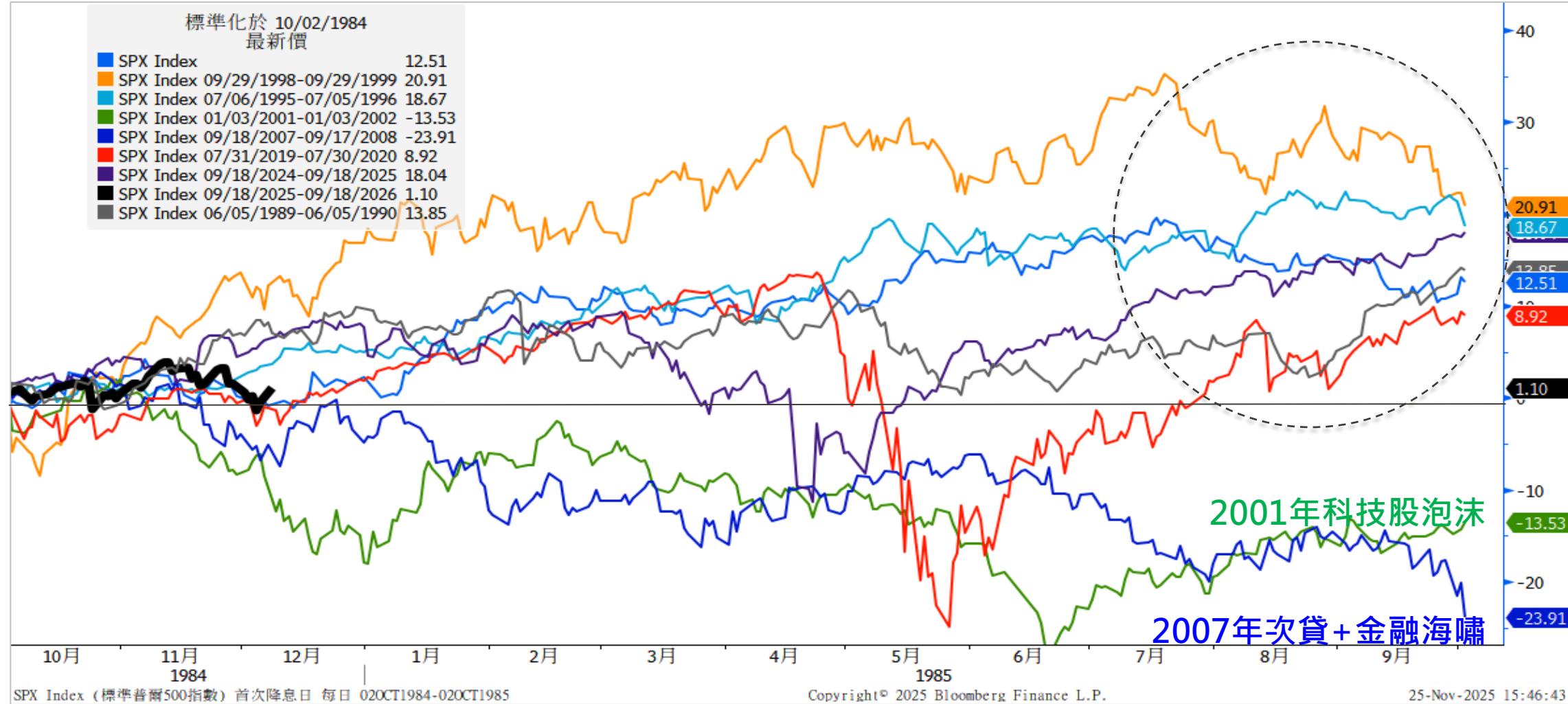


# 股市利多逐漸積累 逐步醞釀反彈動能



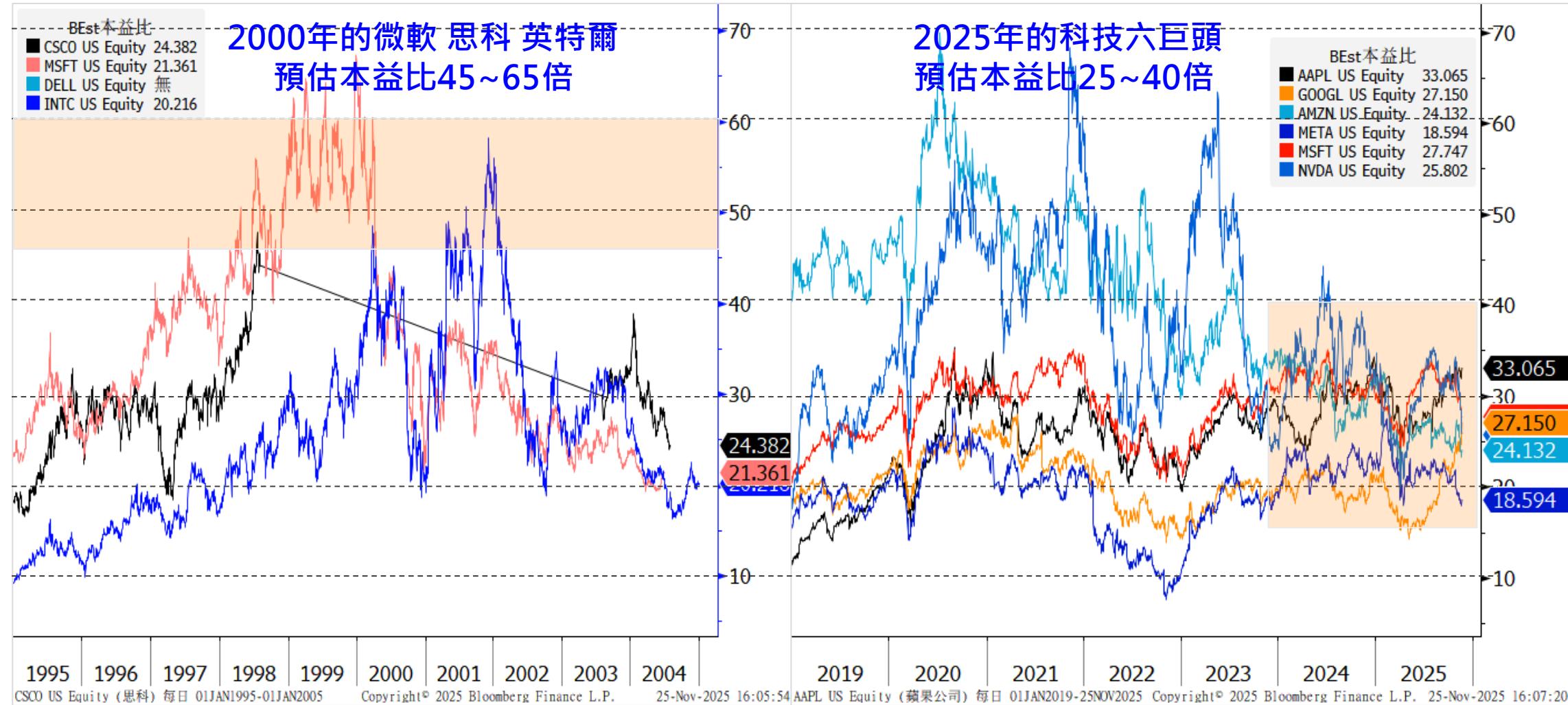


# 等待利多匯集 營造反彈契機：降息+未衰退=美股上漲



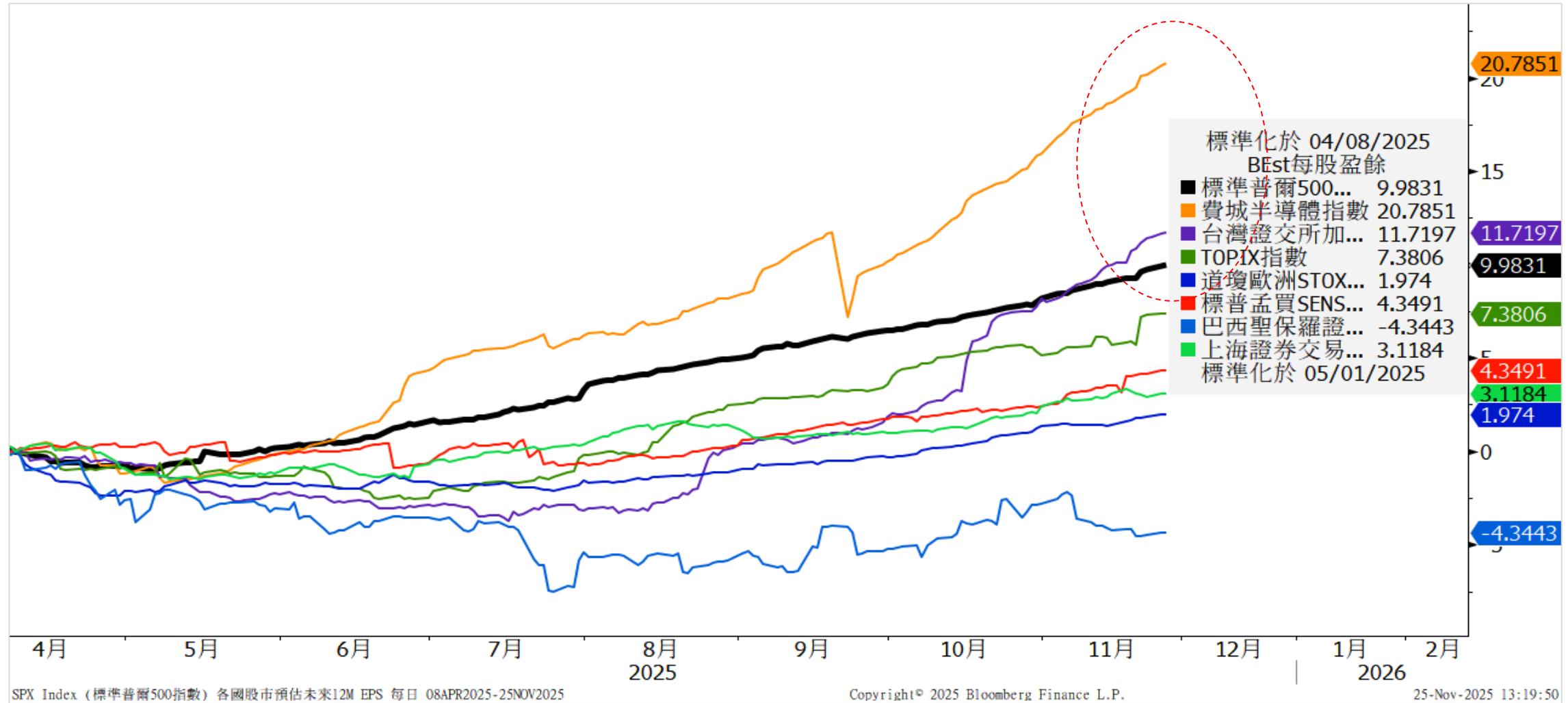


# 相對於2000年科技股泡沫高本益比 目前仍有差距





# 仍相對較看好美股及台股 企業盈餘成長性佳



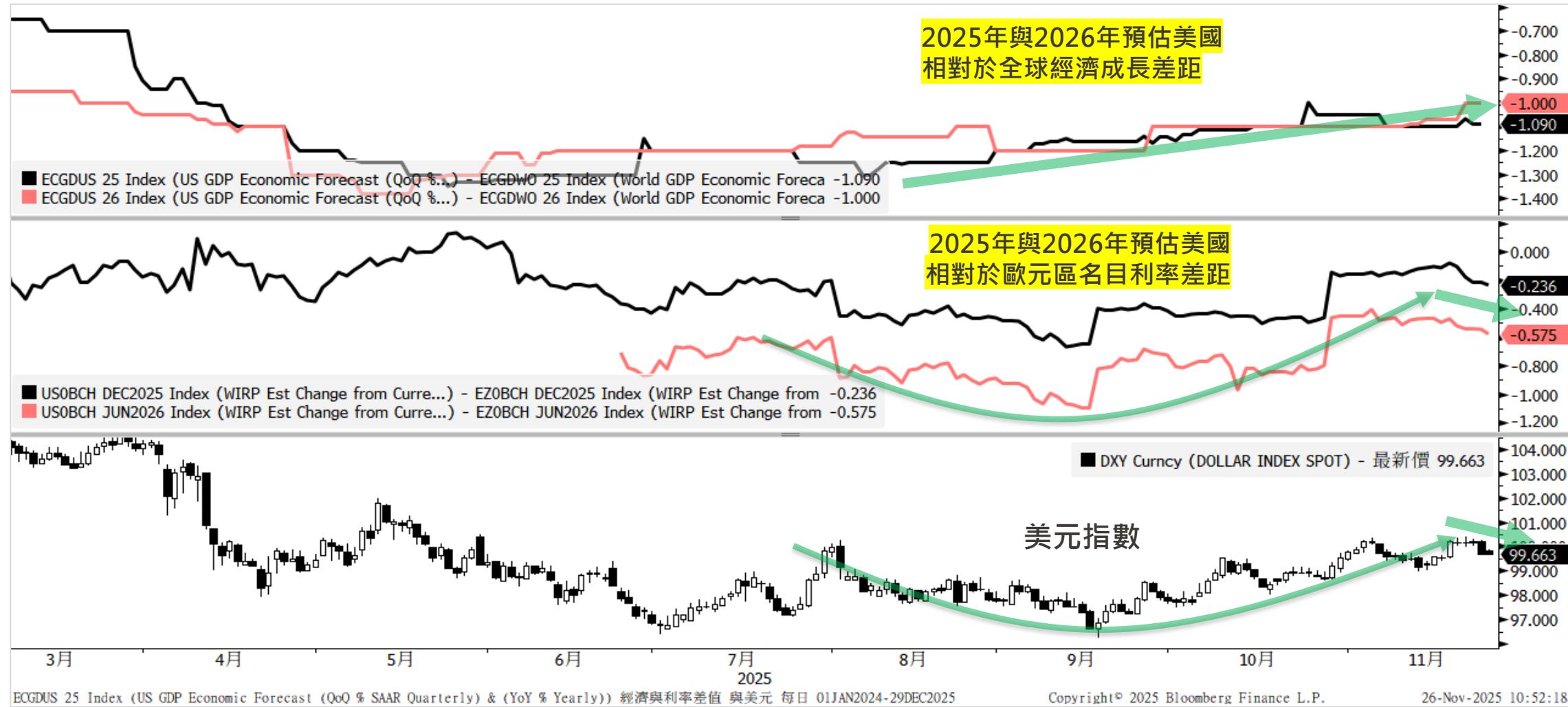


# 美元指數走勢與利率息前景預期(升降息消長)有關





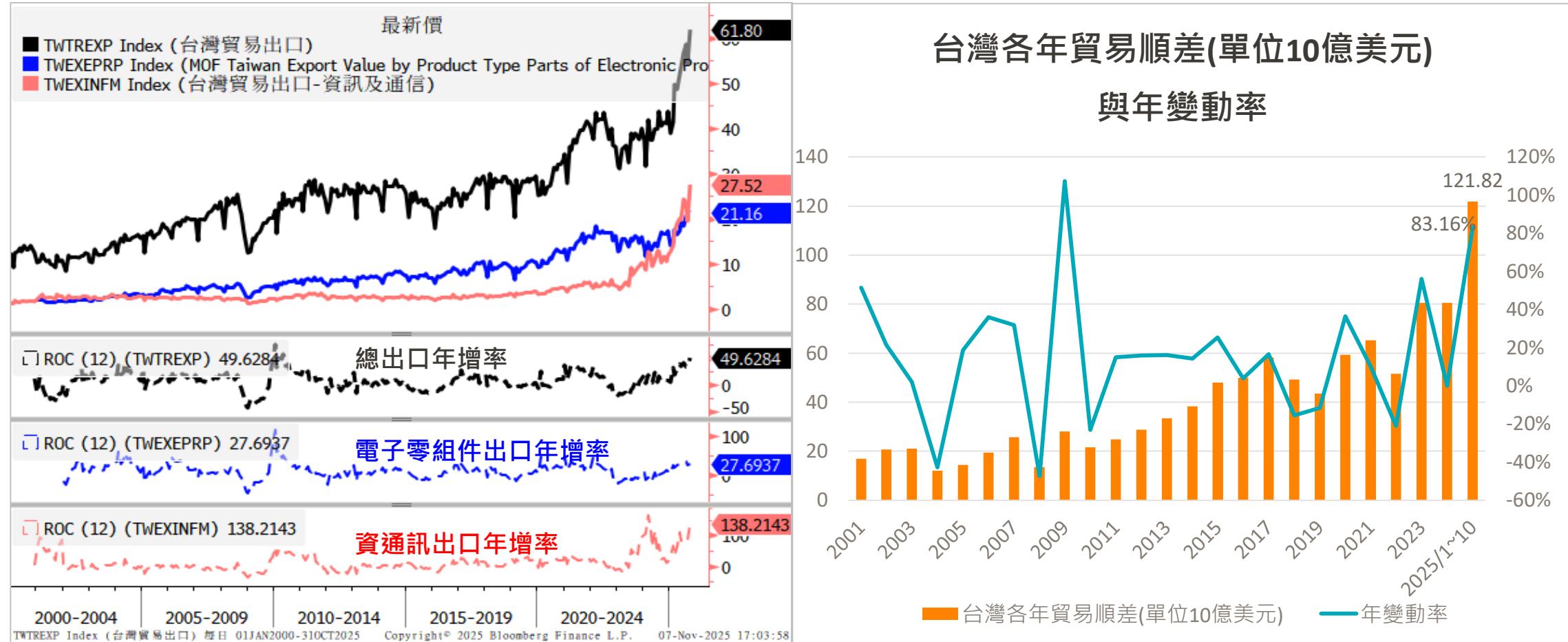
# 預估美國景氣將相對改善 惟仍有降息空間 美元趨穩





# 台灣景氣將呈現外熱內溫(1)出口保持強勁趨勢

隨人工智慧(AI)商機持續熱絡，加上消費性電子新品拉貨效應發酵，科技產品出貨動能益發強勁，整體10月出口年增率49.7%，其中兩大類資通訊及電子零組件分別成長138.2%及27.7%，2025/1~10月貿易順差已超過1200億美元(年增率高達83%)，遠高於去年全年800億美元





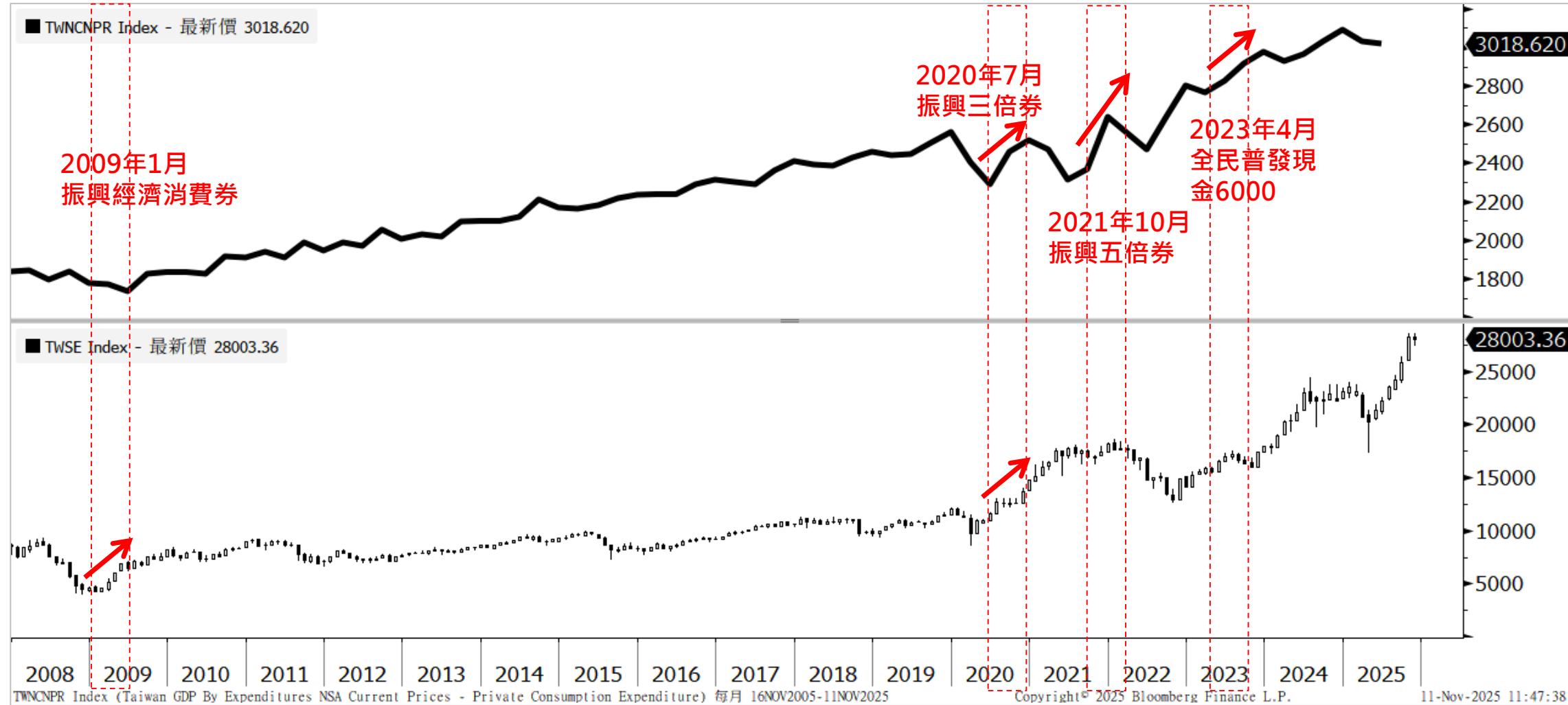
# 台灣景氣將呈現外熱內溫(2)內需受惠於普發現金利多

歷次發消費券,現金對GDP帶動效果 經濟部與國發會預估本次普發現金對GDP的貢獻約0.4~0.5個百分點

日期(年份)	方案名稱	每人金額(新台幣)	總發放金額(預算規模)	官方預估對GDP的帶動效果(百分點)
2009年1月18日(農曆年前)	振興經濟消費券	3,600元	約 857 億元	約 +0.6 個百分點(透過消費乘數估算)
2020年7月15日開始使用	振興三倍券 (民眾先付1,000元購買3,000元券)	實質 3,000元	國庫撥付約 510 億元	約 +0.2 至 +0.3 個百分點
2021年10月8日開始使用	振興五倍券 (直接領取等值5,000元券)	實質 5,000元	國庫撥付約 1,000 億元	約 +0.3 個百分點以上(預估帶動總效益逾2000億)
2023年4月6日 (登記入帳首批)	全民普發現金	6,000元	特別預算約 1,400 億元	約 +0.3 個百分點
2025年11月11日後陸續入帳 (登記入帳)	全民普發現金	10,000元	特別預算約 2,360 億元	稅收超徵全民共享經濟成果、刺激內需與消費。 國發會預估此政策對GDP貢獻約 0.415 個百分點。 經濟部長龔明鑫則認為有機會到0.5個百分點。

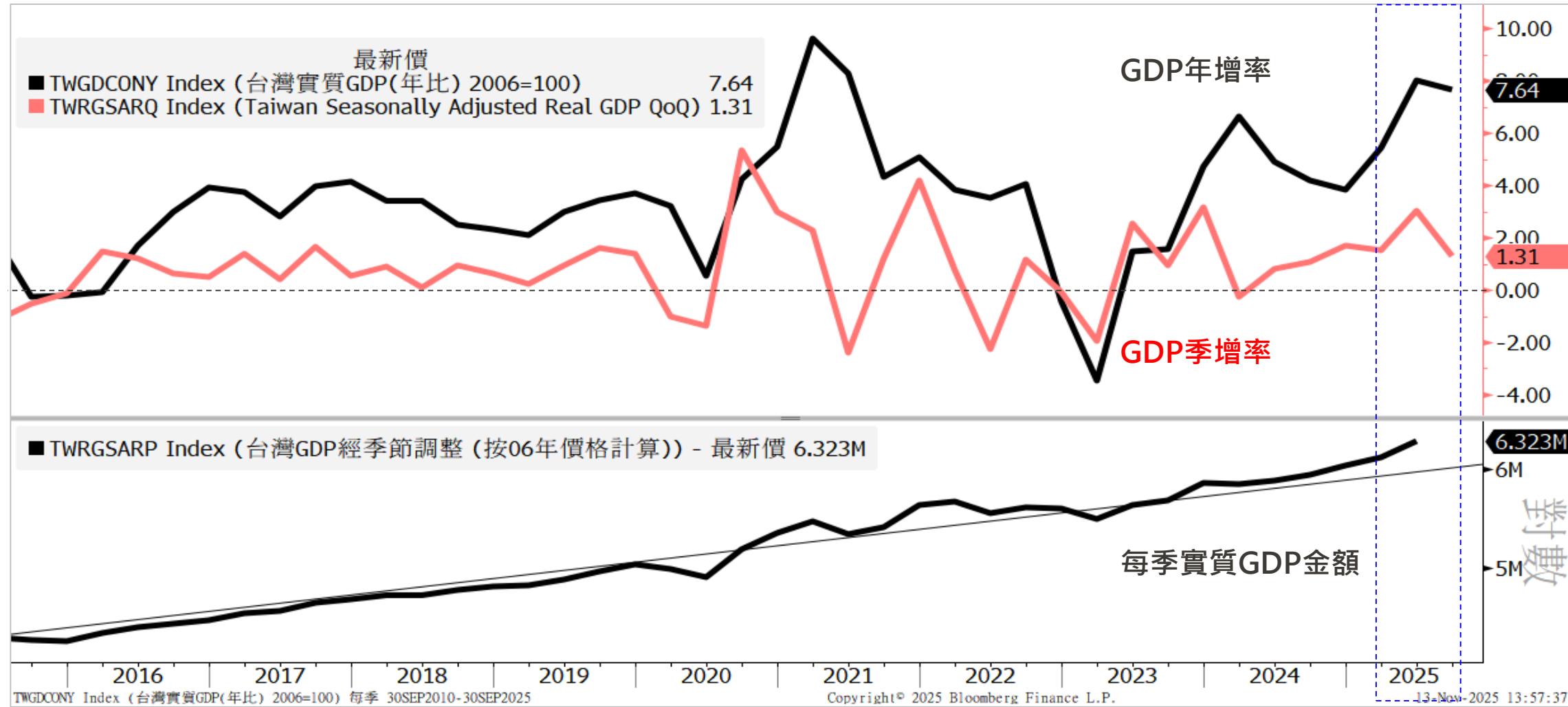


# 歷次發消費券,現金普發對台灣消費動能多具正面效果





# Q2及Q3GDP分別為8.0%及7.6% 已連兩季加速擴張





# 經濟學人指出台灣病 以及 台美國發布聯合聲明

## 經濟學人指出台灣經濟四大失衡

極度低估的匯率	<p>根據經 GDP 調整後的<b>大麥克指數計算</b>，新台幣對美元被低估了高達 55%，低估程度已顯著偏離了台灣基本面。</p> <p>2025 年迄今的經常帳順差已擴大到 GDP 的 16%，遠高於 2010 年代的 10%。<b>在這樣強勁的數據支撐下，台幣的理論走勢應是升值，但現實顯然並非如此。</b></p>
社會層面的失衡	經濟成長的果實並未被公平分享，弱勢台幣推高了進口成本，這份代價最終從普通家庭轉移到了出口商的利潤上。經濟在成長，薪資卻顯得停滯，勞工在整體經濟產值中所獲得的相對佔比在縮小。
資產價格的泡沫化	為了維持低匯率，台灣央行持續在外匯市場購入美元，這向金融體系釋放了巨額的新台幣流動性，並長期壓低利率。過剩資金最終大量流向了房地產市場。自 1998 年以來，台灣房價上漲了 4 倍。目前台北的房價所得比中位數已達 16 倍，其負擔壓力甚至超過了倫敦與紐約。
潛在的金融系統性風險	近年來台灣央行為降低干預色彩，避免被貼上匯率操縱國的標籤，部分順差資金被巧妙地引導至壽險業，再由壽險業投資海外。壽險公司以新台幣計價的負債，卻是依賴美元計價的資產來支撐。這種「貨幣錯位」極度危險。一旦匯率出現劇烈變動，例如新台幣被迫快速升值，壽險業將遭受重創，可能引發系統性金融危機。

## 台灣央行與美國財政部官員發布聯合聲明

不應操縱匯率，以避免阻礙國際收支之有效調整或取得不公平的競爭優勢

干預匯市係以因應匯率的**過度波動或失序變動為主，且宜採雙向干預**。事實上，前述原則與本行現行匯率政策之實務操作一致。

經與美方磋商後，台灣央行承諾自本年 12 月底起，有關干預匯市金額等資料之發布頻率，**將由現行每半年改為每季公布一次**。

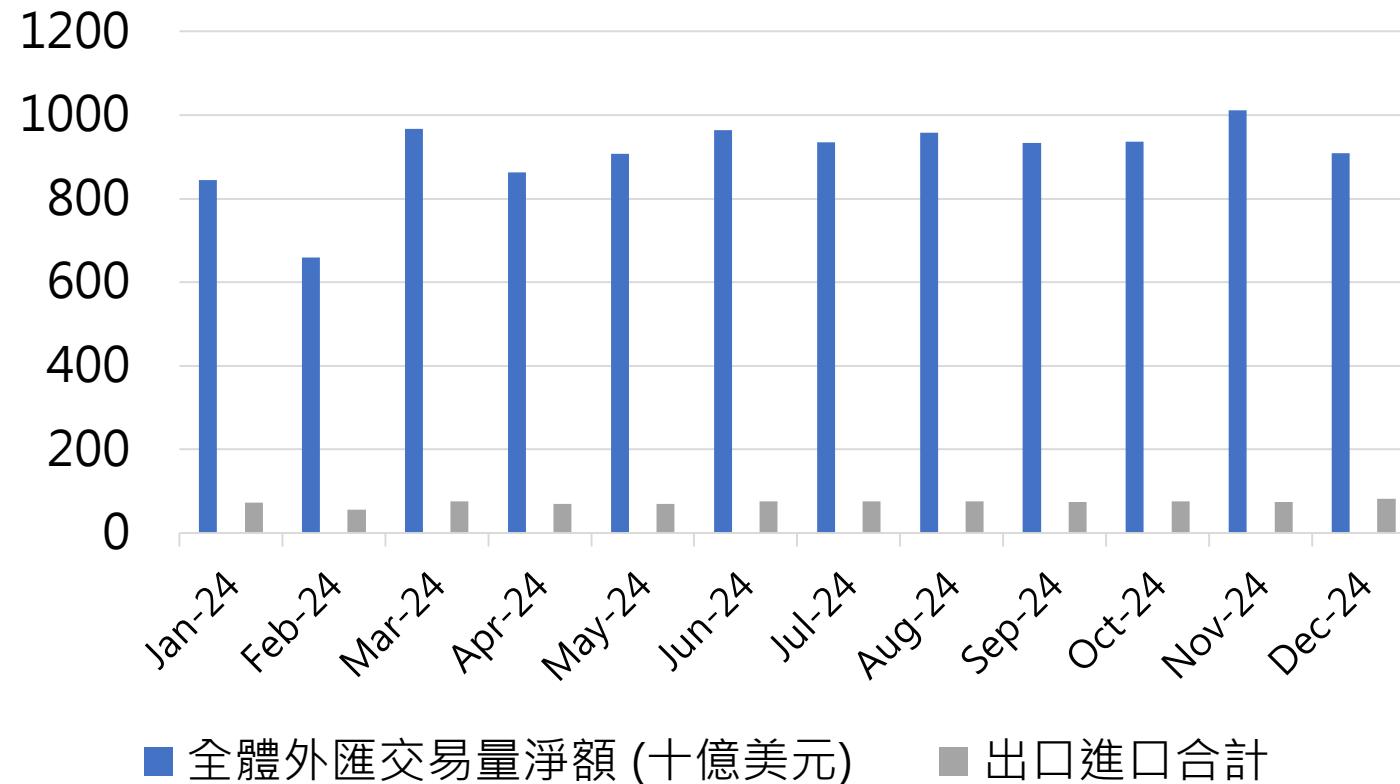
雙方磋商過程中，美國財政部**從未要求新台幣升值**。



# 貿易佔匯市交易比重不高 跨境資金移動才是主因

2024年各月外匯交易量與各月進出口貿易合計(單位10億美元)

全年進出口總額(8700億美元)佔外匯交易量(10.9兆美元)僅佔8%



## 台灣央行的反擊

一、過往《經濟學人》已坦承大麥克指數並不適合用來評估一國匯率是否高(低)估。

若利用其他單一商品指數來評估一國通貨匯價是否高(低)估，亦可能出現截然不同的結果。例如以最新 iPhone 售價換算，新台幣對美元匯率仍高估 17.1%，與《經濟學人》大麥克指數顯示新台幣對美元匯率低估 55% 之結果背道而馳。

二、當前外匯市場供需主要與金融交易相關，以台灣為例，2024年外資及本國資金進出合計金額是商品貿易金額的 19.3 倍，故不宜作為判斷匯率高估或低估的標準。



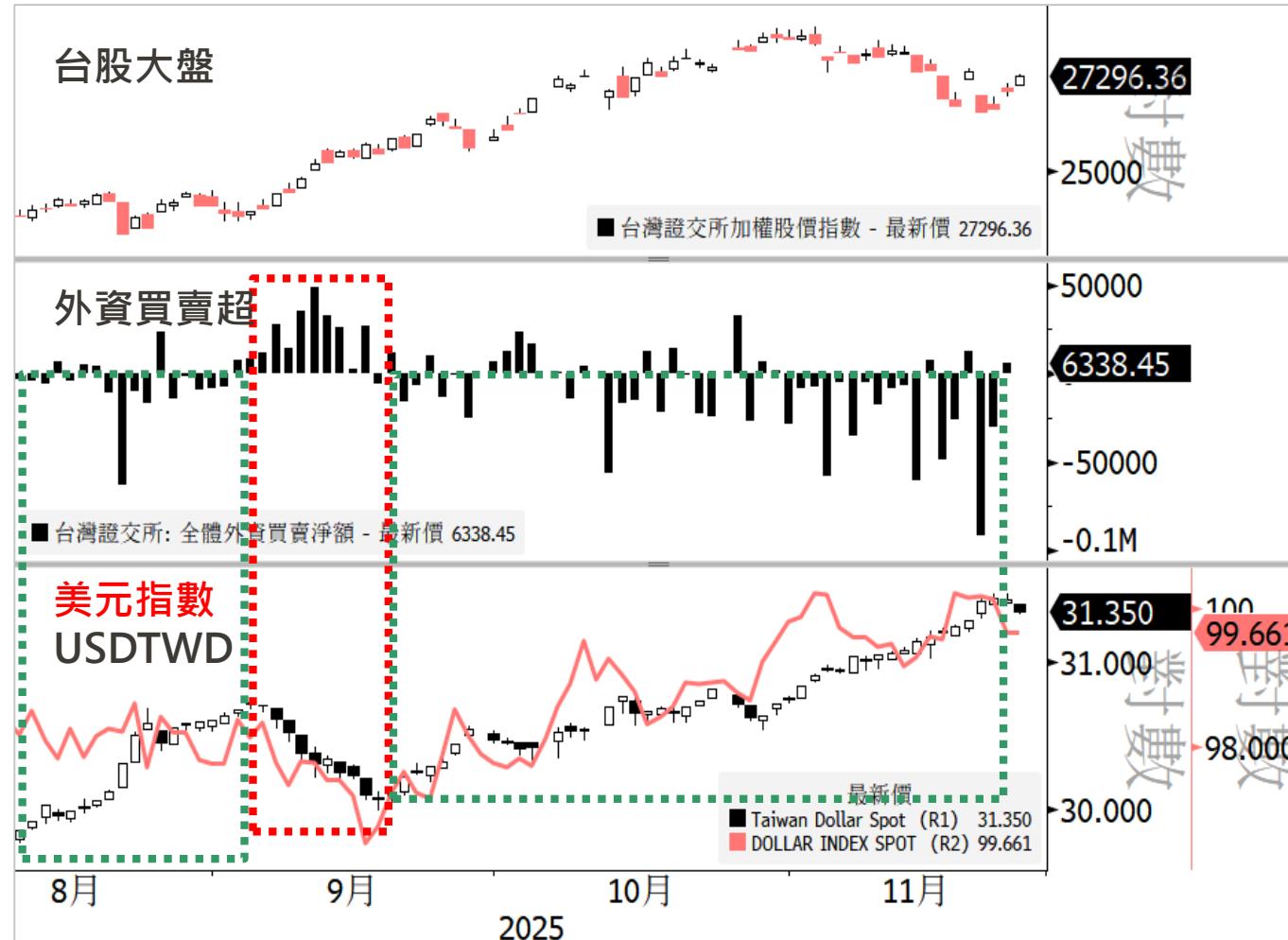
# 關於美國財政部的三項匯率干預指標 台灣滿足兩項

Table 1. Major Foreign Trading Partners Evaluation Criteria

	FX Intervention			Current Account			Bilateral Trade
	Net Purchases (% of GDP, Trailing 4Q) (1a)	Net Purchases (USD Bil., Trailing 4Q) (1b)	Net Purchases 8 of 12 Months† (1c)	Balance (% of GDP, Trailing 4Q) (2a)	3 Year Change in Balance (% of GDP) (2b)	Balance (USD Bil., Trailing 4Q) (2c)	Goods and Services Surplus with United States (USD Bil., Trailing 4Q) (3)
Mexico	0.0	1	No	-0.3	0.0	-6	169
Canada	0.0	0	No	-0.5	-0.5	-11	28
China	0 - -0.9 *	-7 - -165	No	2.3 **	0.3	424	264
United Kingdom	0.0	0	No	-2.6	-2.2	-97	-15
Germany	0.0	0	No	5.7	-1.3	264	89
Japan	-2.5	-99	No	4.8	0.9	192	64
Korea	-0.6	-11	No	5.3	0.9	99	55
Ireland	0.0	0	No	17.2	4.9	99	25
India	-2.2	-84	No	-0.8	0.2	-32	46
Taiwan	-2.1	-16	No	14.2	-1.1	113	74
Switzerland	0.1	1	Yes	5.0	-2.0	47	17
Netherlands	0.0	0	No	9.9	-0.1	122	-73
France	0.0	0	No	0.4	0.1	14	21
Vietnam	-1.8 ***	-8	No	6.1	8.3	28	122
Singapore	5.3	29	Yes	17.5	-2.3	96	-30
Italy	0.0	0	No	1.2	-1.0	27	48
Brazil	-1.8	-39	No	-2.8	-0.4	-61	-29
Australia	-0.1	-2	No	-1.9	-4.3	-35	-34
Thailand	0.5 ***	3	No	2.1	4.2	11	45
Malaysia	-2.1 ***	-9	No	1.4	-2.4	6	23
Memo: Euro Area	0.0	0	No	2.8	0.1	460	134

- 2024年台灣經常帳盈餘達1,140億美元，佔GDP 14.2% > 3%。(符合)
- 台對美貨物服務貿易順差達創紀錄的740億美元 > 150億美元。(符合)
- 根據台灣央行資料截至2024年12月的四個季度內，淨賣匯164億美元(佔GDP的2.1%)，其中上半年賣出91億美元，下半年賣出71億美元。此次干預似乎旨在抵禦新台幣在此期間的貶值壓力(不但沒有買美元還賣美元以支撐台幣)。(不符合)
- 美國財政部用於判定匯率操縱國的三項量化指標標準如下：
  - (1)對美國商品及服務貿易順差：超過150億美元。
  - (2)經常帳順差對GDP比率：超過3%。
  - (3)持續性單邊外匯干預：淨買匯金額對GDP比率超過2%，且在觀察期間，通常為12個月中有8個月以上進行淨買匯。
- 只要經濟體符合上述三項指標中的兩項，就會被列入美國財政部的「觀察名單」；若三項指標全部符合，則可能被正式認定為「匯率操縱國」，並可能面臨後續的貿易協商或制裁壓力。
- 台灣近年來經常觸及前兩項標準，因此持續被列入觀察名單。

# 無視EIU及台美聯合聲明 外資近期多賣超 新台幣續貶



市場對於經濟學人的台灣病以及台美聯合聲明的反應對台幣影響不大(台幣並無大幅升值)。理由如下:

- 公股銀行積極買進美元，近期台股修正，外資在台股多站在賣方；
- 台美聯合協議僅是由半年改為按季公佈干預活動，實質影響有限
- 美與其他國家近期都發布類似協議，不只有台灣

2025年9月29日 美國財政部、瑞士財政部和瑞士國家銀行就宏觀經濟和外匯事宜發表的聲明

2025年9月30日 美國財政部、韓國經濟財政部聯合聲明

2025年10月28日 美國財政部和馬來西亞國家銀行的聲明

2025年10月28日 美國財政部和泰國銀行的聲明

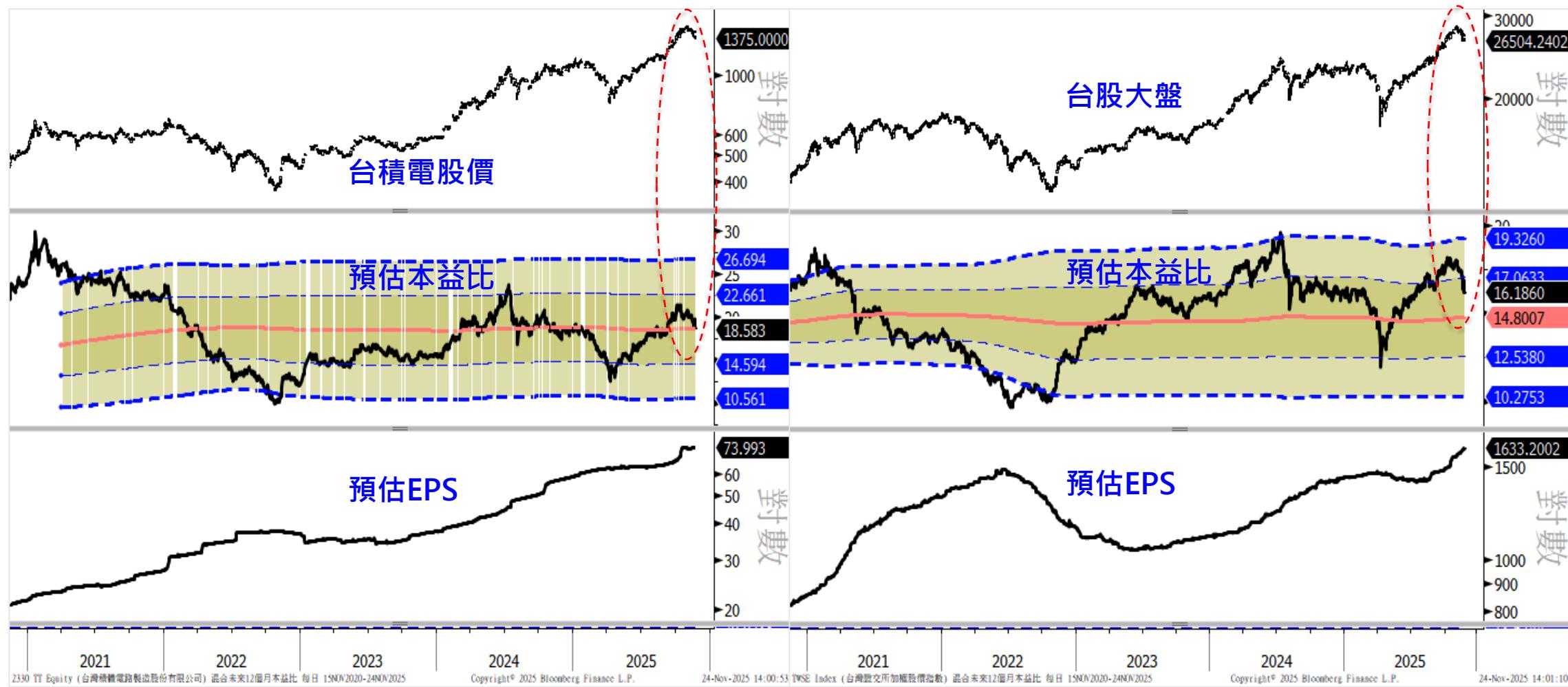
2025年11月14日 美國財政部和台灣央行關於匯率政策聲明

- 此前Q2面臨過川普發表對等關稅及米蘭海湖莊園協議(去美元化)的衝擊後，市場對此的免疫力提高。

# 台積電與台股之預估本益比 近期均顯著修正至合理水準

台積電預估本益比由21倍以上修正至目前18.6倍 已經接近五年平均值

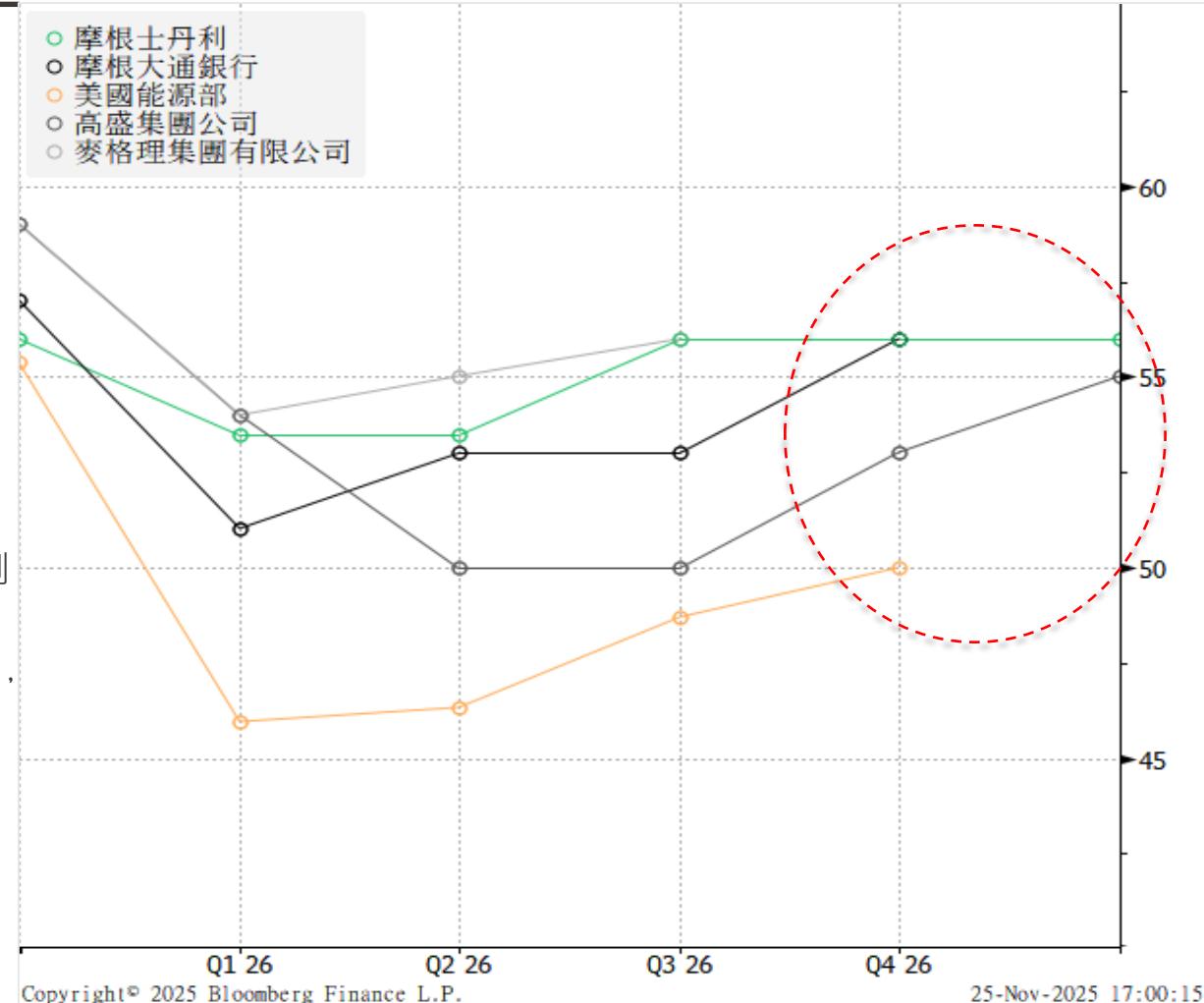
台股由18倍以上修正至16.2倍 略高於五年平均值14.8倍





# 中期油市仍面臨較大的供過於求 區間預估在50~60

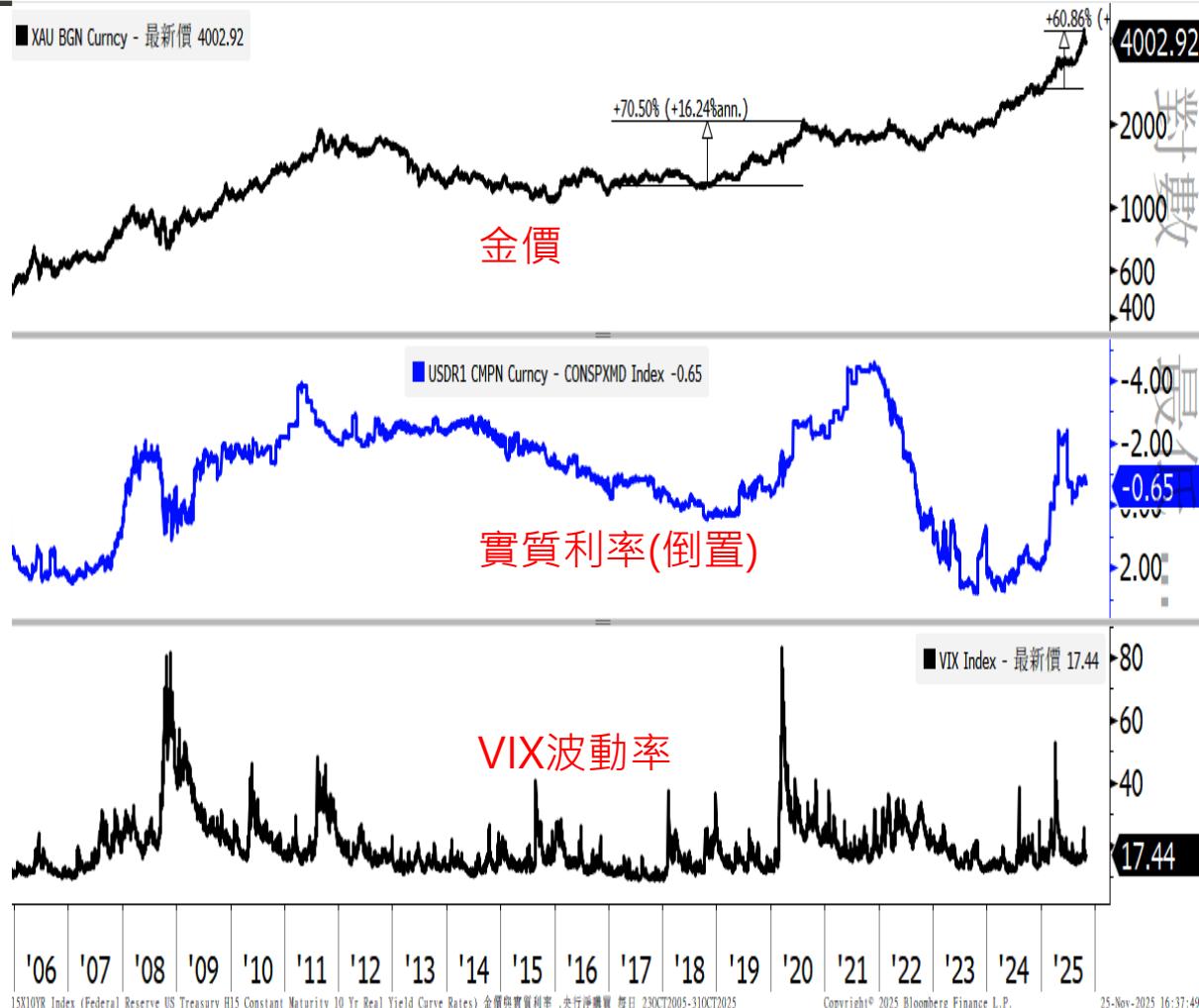
機構 (Institution)	2026年WTI 主要預測理由 (Rationale)	
	均價預測 (USD/桶)	
美國能源資訊署 (EIA)	\$51.26	非OPEC+地區 (特別是美國) 供應持續強勁增長；全球市場將處於供應過剩狀態；預計低油價將抑制美國未來石油鑽探活動。
高盛 (Goldman Sachs)	\$53	預計市場將出現每日約 200 萬桶的顯著供應過剩；全球供應浪潮主要來自延遲的長週期投資項目；預期 2026 年是此過剩週期的尾聲。
摩根大通 (J.P. Morgan)	\$54	市場面臨結構性供應過剩壓力，需求增長可能放緩，預計油價將在過剩環境中承壓。
麥格理 (Macquarie)	\$57	因擔憂全球供應過剩以及宏觀政策的不確定性，下調了對 2026 年 WTI 原油的價格預期。





# 金價此前漲勢過快 機構多預估盤整一段時間後再上

機構	2026年預測價格 (USD/盎司)	主要預測理由 (Rationale)
高盛	\$4,900 (2026年底)	維持看漲預期，主要受央行持續買入黃金的推動，以及ETF資金流入和散戶投資者配置增加。
摩根士丹利	\$4,500 (2026年中)	全球經濟前景不明朗，加上ETF和央行持續買入，推升金價。近期回檔被視為健康調整，為進場創造機會。
摩根大通 私人銀行	\$5,200-\$5,300 (2026年底)	主要由新興市場央行持續買入驅動，以實現資產多元化。黃金作為保值資產的吸引力依然強勁。
瑞銀	\$4,500 (2026年中)	調高預期，理由包括聯準會降息預期、持續的地緣政治緊張、財政風險上升以及來自央行和ETF的強勁需求。
美國銀行	\$4,538 (2026年均價), \$5,000 (潛在目標)	宏觀驅動因素持續有利，包括財政赤字增加、通膨加劇和利率下降。同時，礦產供應緊張和避險需求持續。



# 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	25%	20%	V	V
股市-EM	台灣	積極	20%	10%	V	V
	陸股 印度等新興股市	積極	10%	10%	V	V

# 2025年12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				◎	
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



ALL FOR YOU

[www.o-bank.com](http://www.o-bank.com)

