

# 聯邦全球市場趨勢週報

## AI估值是否過高引發市場擔憂，台股向下尋求支撐 20251124

# Agenda

01

一週債市：美國、亞洲

02

一週股市：亞洲、歐美、台灣

03

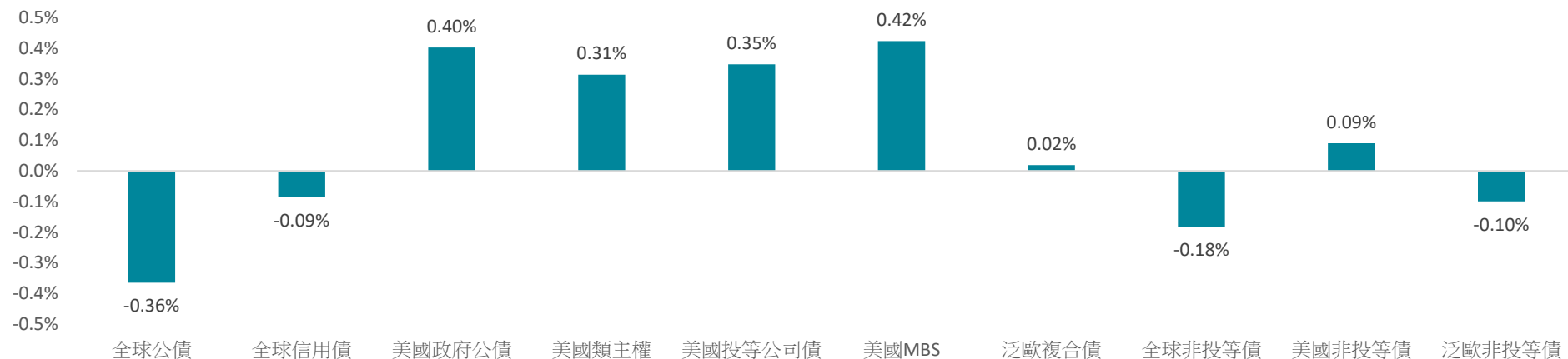
總結

04

本週焦點經濟數據

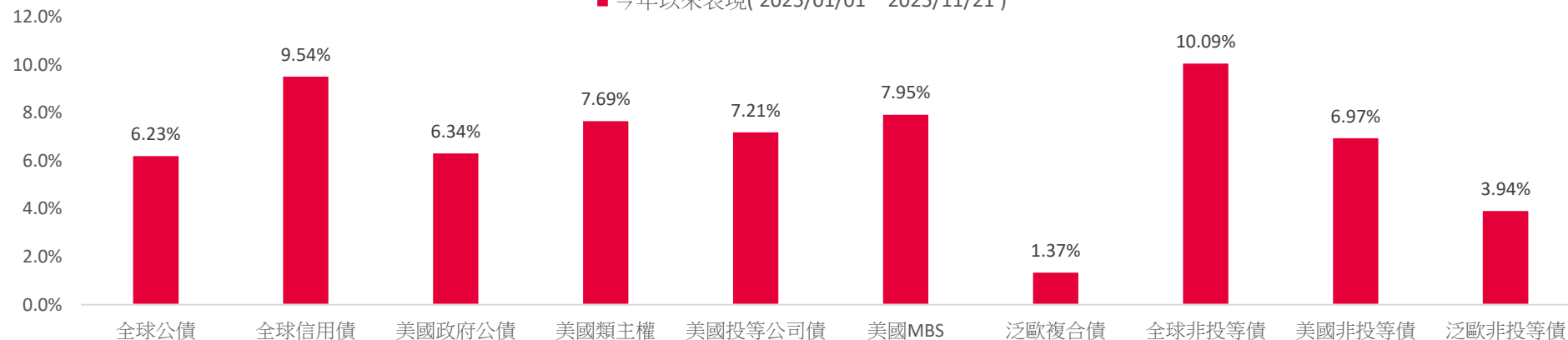
# 一週債市表現

■ 上週表現( 2025/11/17 ~ 2025/11/21 )



資料來源: Bloomberg,截至:2025/11/21

■ 今年以來表現( 2025/01/01 ~ 2025/11/21 )



資料來源: Bloomberg,截至:2025/11/21

參考指數: Bloomberg Barclays Global Agg Treasuries Total Return Index , Bloomberg Barclays Global Agg Credit Total Return Index , Bloomberg Barclays US Treasury Total Return Unhedged USD, Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD, Bloomberg Barclays US MBS Index Total Return Value Unhedged USD, Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR, Bloomberg Barclays Asian Pacific Aggregate Total Return Index , Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index, Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Index, Bloomberg Barclays Pan-European High Yield Total Return Index

本資料提及之經濟走勢預測不必然代表本公司系列基金之績效。本文提及之個股非為股票推薦之意，僅為示意參考，投資人須衡量自身之投資風險。本文提及之經濟或市場趨勢，不代表本公司之預測

# 美國失業率攀升重新點燃降息預期

- 美國非農新增就業11.9萬人，大幅高於市場預期的5萬人，就業成長主要集中在醫療保健、餐飲與住宿等領域，在運輸與倉儲、專業與商業服務以及聯邦政府等領域則呈現下降。9月失業率小幅攀升至4.4%，創下2021年10月以來最高水準，密大消費者信心指數降至51，創2022年中以來新低，反映家庭對未來支出的憂慮上升。由於政府關門期間無法蒐集家庭調查數據，因此本次就業數據成為FED在12月會議前唯一可參考的就業數據，就業增加數字優於預期，表面看似勞動市場仍在運作，但失業率上升與先前數據下修暗示勞動市場實際動能可能較為疲弱，就業數據的矛盾訊號增強了市場觀望情緒，推動12月降息機率走高。
- 長期而言，考量今年降息預期仍為市場共識，且近期的數據已逐漸轉向溫和，同時通膨增幅符合預期，未來將持續關注勞動力市場及消費是否出現回落，若明顯放緩則可預期聯準會將因應勞動市場放緩而持續降息。
- 未來展望：中長期來看經濟數據逐漸轉向溫和，市場預期降息大方向仍不變，預期長短天期債券殖利率仍以震盪向下為主。關注台幣匯率動向。

## 美10年期公債殖利率走勢圖



## 美國投資等級債利差走勢圖



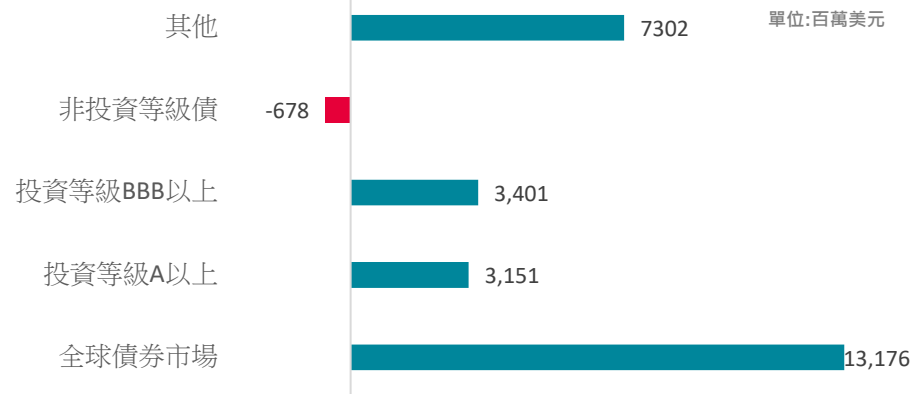
# 中日因台海與自衛權爭議升溫

- ▶ 台灣10月外銷訂單為歷年同期新高紀錄，受惠AI產業、高效能運算及雲端產業需求旺盛，相關電子及資訊通訊產品新訂單動能續強，10月接單分別年增35.9%及28.4%，全年外銷訂單金額有望創下歷史新高，首度突破7,000億美元，全年年增率上看2成。
- ▶ 日本第三季GDP下滑至-1.8%，為六個季度以來首見萎縮，由於私人住宅投資大減及出口萎縮，GDP季減0.4%，在消費支出、企業設備投資及公共投資等項目則呈現增長。
- ▶ 日本首相高市早苗發言涉及台海安全與集體自衛權，引發中國強烈反彈，中國採取外交與經濟反制措施，包括呼籲國內公民「暫勿赴日」，並發布旅遊警示、暫停進口日本水產品，中方外交代表在局長級磋商中，要求日本糾正言論，強調高市的言論必須有實際動作收回，雙方在東海安全與軍演問題上摩擦加劇，區域地緣政治風險升高，緊張局勢可能對雙邊貿易與投資情緒造成短期壓力。
- ▶ 展望後市，短期亞洲市場尤以中國為首經濟數據出現築底跡象，目前資金持續流入債券市場，且中國政府開始加強振興措施，整體利差仍呈收斂態勢，同時評價面而言具有吸引力，唯獨中美緊張關係是否緩解為關鍵點，故整體以中性看待。
- ▶ **未來展望：基於中國政策持續寬鬆，持續觀察經濟數據，預期經濟增長將溫和改善。信心回穩下亞債已有觸底反彈跡象。**

## 亞洲非投資等級債利差走勢圖



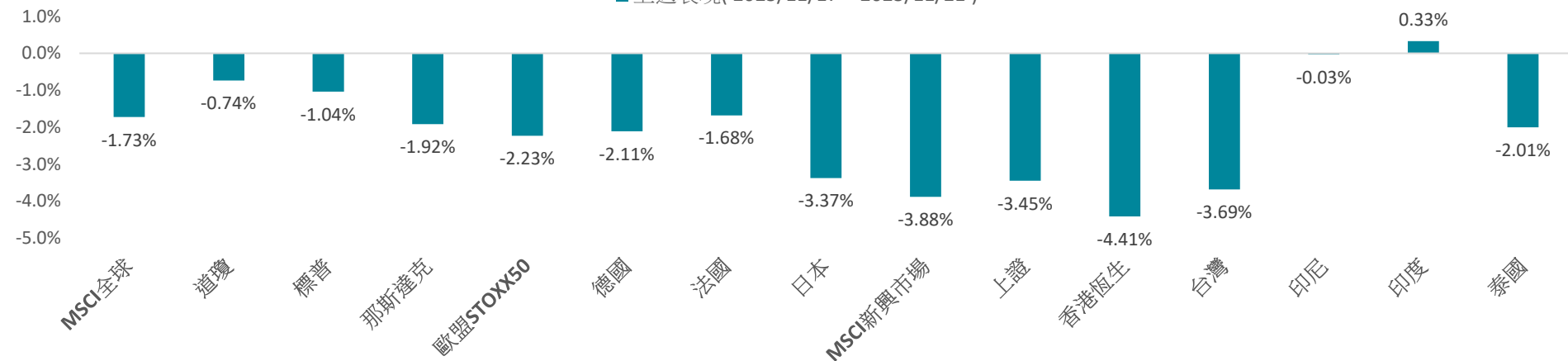
## 一週債券資金流向(ETF)



資料來源: Bloomberg,截至:2025/11/21

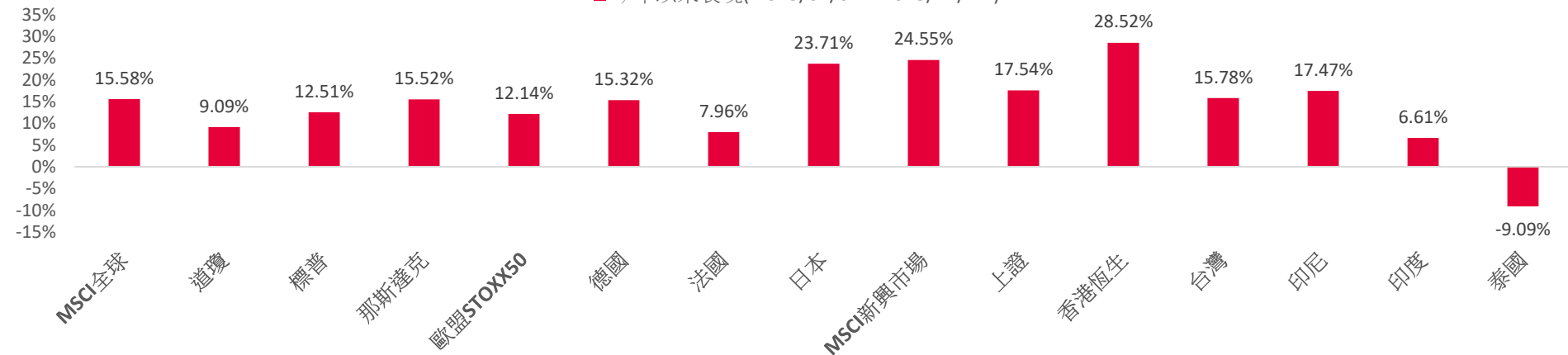
# 一週股市表現

■ 上週表現( 2025/11/17 ~ 2025/11/21 )



資料來源: Bloomberg,截至:2025/11/21

■ 今年以來表現( 2025/01/01 ~ 2025/11/21 )



資料來源: Bloomberg,截至:2025/11/21

本資料提及之經濟走勢預測不必然代表本公司系列基金之績效。本文提及之個股非為股票推薦之意，僅為示意參考，投資人須衡量自身之投資風險。本文提及之經濟或市場趨勢，不代表本公司之預測

# AI估值是否過高引發市場擔憂，台股向下尋求支撐

➤ **AI估值是否過高令市場擔憂：**先前“大賣空”原型人物Michael Burry大量買進Nvidia的看跌期權批評美國大型科技股嚴重低估折舊，一顆Nvidia的GPU實際年限僅有1-3年，但大型科技公司卻以6年來攤體折舊，使得財報數字更為亮眼。再來市場開始懷疑永動機循環其實本質上是輝達提供投資資金給這些大型科技公司或合作夥伴來購買自家產品，亮眼的第三季財報讓市場抱持著一絲懷疑的態度。因此儘管輝達繳出如此優異的財報，台灣股市上週五盤中還是一度下殺幅度來到1000點左右。

➤ **台股受到雜音影響，等待短期利空消除：**現階段台股仍有向下尋求支撐的壓力；不過，本波台股自歷史高點(28,554點)拉回點數不少並伴隨指標已見低檔背離，短線醞釀跌深反彈條件並不差，而下檔翻揚季線目前扣抵25,000點下相對低檔，暫時亦無反轉疑慮，倘若本波美股修正能夠盡快回穩，預期台股在月線或季線間進行築底機會還是不小。

➤ **台灣10月外銷訂單連9紅：**經濟部11/20公布10月外銷訂單年增25.1%，連9紅並創歷年10月最高；累計今年前10月外銷訂單5937.4億美元，年增22.6%；經濟部預估，新興科技應用需求強勁，2025年全年外銷訂單金額可望首度突破7000億美元創歷史新高，年增率上看2成。

➤ **關注以下電子族群：**半導體、AI伺服器、記憶體、矽光子等。傳產關注，重電、無人機和機器人等題材。

➤ **未來展望：**拉長時間來看，目前仍是AI應用和投資週期的早期階段，這應能持續支持雲端服務供應巨擘、半導體公司及AI相關業者的獲利持續增長，過往網路泡沫時期股價飛漲且估值爆炸性增長，EPS則呈現萎縮，然而現今市場主要AI股的EPS正以每年大幅成長的速度擴張，強勁的盈利增長，支持這些大型AI成長股當前估值仍在相對合理區間，對於AI未來的發展依然維持正向看待，靜待雜音清除，全球股市再拉出新一輪漲勢的可能性非常高。



# 受日圓走貶與美股修正影響，日股短線震盪

- ▶ 隨日相高市早苗祭出寬鬆財政政策，日圓短期呈現弱勢格局，預期日央可能隨時出手干預日圓貶勢，使外界對日本央行12月底升息的機率加大，而利率定錨的變化，連動引起風險資產的部位調整，進而放大日股短線波動性。
- ▶ 美股指數呈現技術修正格局，連帶影響日經走勢，自10/31至11/21共14個交易日，日經225短線回檔修正7.2%，雖全球整體 AI 需求趨勢仍存，但短線漲多個股引起投資人擔憂，對於估值溢價部分，投資想法轉為審慎保守。除日圓走貶、美股修正，日相高市早苗還深陷政治紛擾之中，其台海存亡發言，使中國軟性控管赴日旅遊人數，對於日本觀光收入占比 20% 的中國來說，其連帶影響力不可小覷，目前事態雖無上升到極端臨界點，但缺少中國觀光客的部分，將對日本旅遊、百貨、迪士尼等觀光產業造成顯著負面影響，野村目前預估日本GDP成長恐因此降0.36%。預期政治紛擾短線無法消弭，投資人仍須保持股市回調警戒。
- ▶ 未來展望：日本觀光短期受政治因素影響、日央12月升息可能上升。目前除半導體受惠AI趨勢以外，其他行業尚無明顯利多，短線保守看待日股修正，待指數估值具吸引力後參考布局。

## 日圓走勢 USD/JPY



資料來源：元大證券，2025/11

## 日經225指數

### 近3個月日本日經225指數走勢



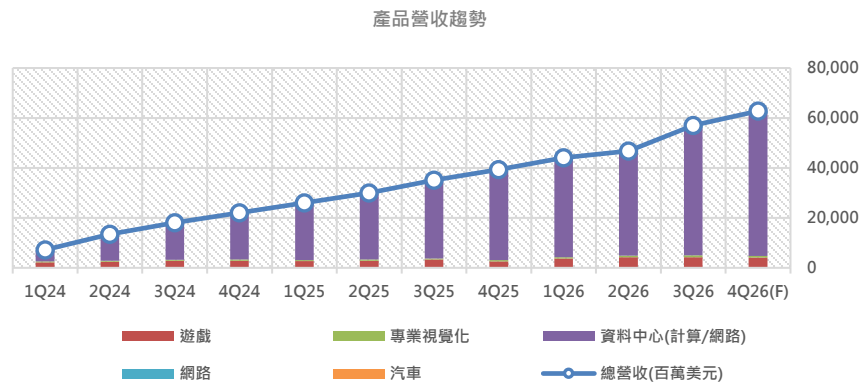
資料來源：富邦證券，2025/11



# 輝達展望樂觀，持續支撐股市動能

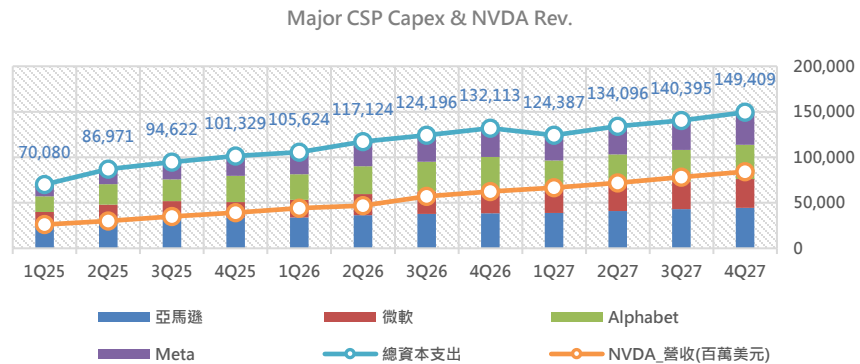
- ▶ 全球GPU大廠輝達(NVIDIA)公布最新會計年度，營收570億美元，年增62%，所有業務營收類別年增長顯著。目前GB300占Blackwell總營收三分之二，穩定出貨放量推升營收。因產品組合關係毛利率達73%以上水準。
- ▶ 展望未來，持續由Blackwell推升營收成長，其Rubin平台按計畫於2026年量產。四大CSP業者資本支出，目前仍保持穩健擴張，為輝達營收動能帶來良好的增長挹注。
- ▶ 目前輝達陸續與多家公司達成合作協議，隨著與沙國、Anthropologie 及其他公司合作，整體 AI產業需求仍然強勁，預期 2026 仍是成長主流。其Blackwell產品將由上至下帶動其他公司成長，如先進晶片的台積電、記憶體的海力士，與其他伺服器機櫃、滑軌等台股公司。
- ▶ 未來展望：先進製程、HBM、NAND 需求仍強，展望 2026 年產業表現持續成長。

## NVIDIA營收趨勢



資料來源：Bloomberg，2025/11

## CSP資本支出趨勢



資料來源：Bloomberg，2025/11

# 聯邦精選基金

基金名稱	類型	基金特色
聯邦民生基礎建設股票入息基金 (本基金並無保證收益及配息且配息來源可能為本金)	股票型	<ol style="list-style-type: none"><li>1. 聚焦平均股利6%以上之優質企業，以實質息收對抗通膨。</li><li>2. 投資範疇涵蓋民生事業及新型態基建，掌握雙重紅利。</li></ol>
聯邦低碳目標多重資產基金	多重資產型	<ol style="list-style-type: none"><li>1. 聚焦全球符合「低碳目標」投資概念的國家與企業所發行之有價證券，尋找收益機會也兼顧永續發展目標。</li><li>2. 從經濟價值與風險控管角度，發掘因應氣候變遷風險具競爭優勢標的，追求長期穩健資產收益。</li><li>3. 提供新臺幣、美元計價級別，及手續費前收型與後收型機制，滿足投資人資金配置需求。</li></ol>
 聯邦金鑽平衡基金 2020理柏台灣基金獎 - 新台幣平衡混合型 - 十年期 2018理柏台灣基金獎 - 新台幣平衡混合型 - 五年期 2015理柏台灣基金獎 - 新台幣平衡混合型 - 三年期	平衡型	<ol style="list-style-type: none"><li>1. 採彈性波段操作，靈活掌握股票與債券雙重獲利契機。</li><li>2. 針對股市多空變化，因應市場變動調整最佳股、債投資比例。</li><li>3. 台灣股票搭配可轉換公司債操作，發揮「追漲抗跌」最大效益機會。</li></ol>

資料來源：聯邦投信。資料日期：2025/11/24。

本資料提及之經濟走勢預測不必然代表本公司系列基金之績效。本文提及之個股非為股票推薦之意，僅為示意參考，投資人須衡量自身之投資風險。本文提及之經濟或市場趨勢，不代表本公司之預測

# 聯邦精選基金

基金名稱	類型	基金特色
聯邦精選科技基金	股票型	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 鎖定投資「重要科技事業」，掌握高科技產業成長趨勢。</li> <li>2. 以「選股不選市」挑選業績成長股布局，攻守兼具、積極成長。</li> <li>3. 挑選質優個股，追求長期投資利得之機會。</li> </ol>
 <b>聯邦中國龍基金</b> <b>第25屆金鑽獎 -</b> <b>大中華股票基金類別 - 3年期</b>	股票型	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 國內第一檔鎖定投資「中國概念股」的基金。</li> <li>2. 經理人動態調整，靈活配置持股內容。</li> <li>3. 挑選質優個股，追求長期投資利得之機會。</li> </ol>
聯邦美國優選投資等級債券基金(本基金有一定比重得投資於非投資等級債券且配息來源可能為本金)	債券型	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 投資美國：最大經濟體，利率政策領頭羊。</li> <li>2. 聚焦優質：投資等級債、高品質與收益兼具。</li> <li>3. 高度精選：精選高市值、獲利良好的產業領頭公司。</li> </ol>
<b>聯邦環太平洋平衡基金(本基金有相當比重投資於非投資等級之高風險債券且基金之配息來源可能為本金)</b> <b>第26屆金鑽獎 -</b> <b>混合型基金類別 - 3年</b> <b>第25屆金鑽獎 -</b> <b>環球平衡型基金類別 - 3年期</b>	平衡型	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 投資於亞太區債券、可轉換公司債、股票等多元資產，同時重視利息收益與追求長期資本增值。</li> <li>2. 提供累積型及配息型供客戶自由選擇。</li> </ol>

資料來源：聯邦投信。資料日期：2025/11/24。

本資料提及之經濟走勢預測不必然代表本公司系列基金之績效。本文提及之個股非為股票推薦之意，僅為示意參考，投資人須衡量自身之投資風險。本文提及之經濟或市場趨勢，不代表本公司之預測

# 總結

## 美國債市

失業率上升暗示勞動市場實際動能可能較為疲弱，就業數據的矛盾訊號增強了市場觀望情緒，推動12月降息機率走高。市場預期降息大方向仍不變，預期長短天期債券殖利率仍以震盪向下為主。關注台幣匯率動向。

## 亞洲債市

美股指數呈現技術修正格局，連帶影響日經走勢，自10/31至11/21共14個交易日，日經225短線回檔修正7.2%，雖全球整體 AI 需求趨勢仍存，但短線漲多個股引起投資人擔憂，對於估值溢價部分，投資想法轉為審慎保守。

## 歐美股市

目前輝達陸續與多家公司達成合作協議，隨著與沙國、Anthropologie 等合作，整體 AI 產業需求仍然強勁，預期 2026 仍是成長主流。未來展望：先進製程、HBM、NAND 需求仍強，展望 2026 年產業表現持續成長。

## 亞洲股市

日本觀光短期受政治因素影響、日央12月升息可能上升。目前除半導體受惠AI趨勢以外，其他行業尚無明顯利多，短線保守看待日股修正，待指數估值具吸引力後參考布局。

## 台灣股市

現今市場主要AI股的EPS正以每年大幅成長的速度擴張，強勁的盈利增長，支持這些大型AI成長股當前估值仍在相對合理區間，對於AI未來的發展依然維持正向看待，靜待雜音清除，全球股市再拉出新漲勢的可能性非常高。

資料來源：Bloomberg、聯邦投信整理。資料日期：2025/11/24。

本資料提及之經濟走勢預測不必然代表本公司系列基金之績效。本文提及之個股非為股票推薦之意，僅為示意參考，投資人須衡量自身之投資風險。本文提及之經濟或市場趨勢，不代表本公司之預測

# 本週焦點經濟數據

公布日期	國家	月份	經濟數據	市場預估值	前次公布值
11/25	美國	9月	生產者物價指數(PPI)	2.7%	2.6%
11/25	美國	9月	零售銷售 (月環比)	0.4%	0.6%
11/26	日本	10月	企業服務價格指數(同比)	2.7%	3.0%
11/26	美國	9月	核心PCE物價指數 (同比)	2.9%	2.9%
11/26	美國	9月	耐用品訂單 (月環比)	0.2%	2.9%
11/28	日本	10月	失業率	2.5%	2.6%

資料來源：Bloomberg、聯邦投信整理。資料日期：2025/11/24。

本公司系列基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。本公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；本公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，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。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書，本公司及各銷售機構備有公開說明書，歡迎索取，或可自行至本公司官網([www.usitc.com.tw](http://www.usitc.com.tw))、公開資訊觀測站(<http://mops.twse.com.tw>)下載。**

投資人應注意基金投資之風險包括匯率風險、利率風險、債券交易市場流動性不足之風險及投資無擔保公司債之風險；基金或有因利率變動、債券交易市場流動性不足及定期存單提前解約而影響基金淨值下跌之風險，同時或有受益人大量贖回時，致延遲給付贖回價款之可能。基金非投資等級債券之投資占顯著比重者，適合能承受較高風險之非保守型之投資人，**不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損，投資人應審慎評估。基金可能投資美國Rule144A債券（境內基金法定投資比例最高可達基金總資產15%），該債券屬私募性質，易發生流動性不足，財務訊息揭露不完整或價格不透明導致高波動性之風險。**部分可配息基金配息前先扣除應負擔之相關費用，且基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。基金配息或配息金額不代表基金實際報酬，且過去配息不代表未來配息；基金淨值可能因市場因素而上下波動，投資人於獲配息時須一併注意基金淨值之變動。基金經理公司不保證本基金最低之收益率或獲利，配息金額會因操作及收入來源而有變化，且投資之風險無法因分散投資而完全消除，投資人仍應自行承擔相關風險。投資人可至本公司官網查詢最近12個月內由本金支付之配息組成項目。各期間報酬率(含息)是假設收益分配均滾入再投資於本基金之期間累積報酬率。內容涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度較高，且政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，可能使資產價值受不同程度之影響。

本公司系列基金包含新台幣及外幣計價級別，如投資人以非基金計價幣別之貨幣換匯後申購基金，須自行承擔匯率變動之風險。此外，因投資人與銀行進行外匯交易有賣價與買價之差異，投資人進行換匯時須承擔買賣價差，此價差依各銀行報價而定。由於中國大陸地區實施外匯管制，基金可以透過經理公司申請獲准之合格境外投資機構者(QFII)之額度直接投資中國大陸地區當地證券市場，QFII額度須先兌匯為美元匯入中國大陸地區後再兌換為人民幣，以投資當地人民幣計價之投資商品，使得結轉匯成本因此提高。而人民幣匯率波動可能對該類型每受益權單位淨資產價值造成直接或間接之影響，故申購該類型受益權單位之受益人需承擔人民幣匯率變動之風險。投資人應特別留意，基金因計價幣別不同，投資人申購之受益權單位數為該申購幣別金額除以面額計算，於召開受益人會議時，各計價幣別受益權單位每受益權單位有一表決權，不因投資人取得各級別每受益權單位之成本不同而異。基金外幣計價之受益權單位，於銀行國際金融業務分行(OBU)或國際證券業務分公司(OSU)銷售者，其銷售對象以非中華民國之居民為限。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

**本資料提及之經濟走勢預測不必然代表本公司系列基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。以過去績效進行模擬投資組合之報酬率時，僅為歷史資料模擬投資組合之結果，不代表本投資組合之實際報酬率及未來績效保證，不同時間進行模擬操作，結果可能不同。本資料提及之企業、指數或投資標的，僅為舉例說明之用，不代表任何投資之推薦。**

**有關基金之ESG資訊，投資人應於申購前詳閱基金公開說明書所載之基金所有特色或目標等資訊，該基金ESG資訊可至本公司官網(<https://www.usitc.com.tw>)及ESG基金專區([fundclear.com.tw](http://fundclear.com.tw))查詢。**

**[聯邦投信獨立經營管理]**

**聯邦投信地址：台北市南京東路二段137號6樓服務電話：(02)6618-9901**