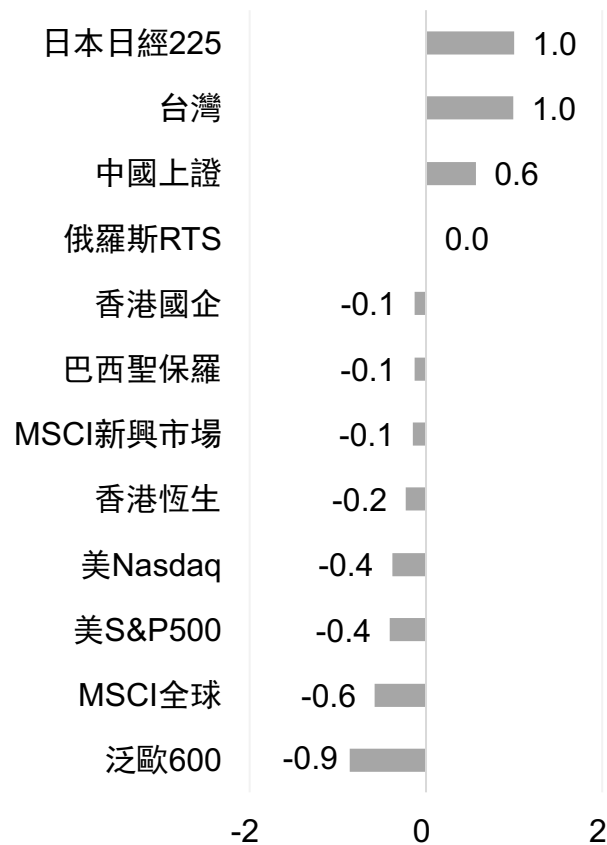


投資研究週報

2025年9月26日

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。

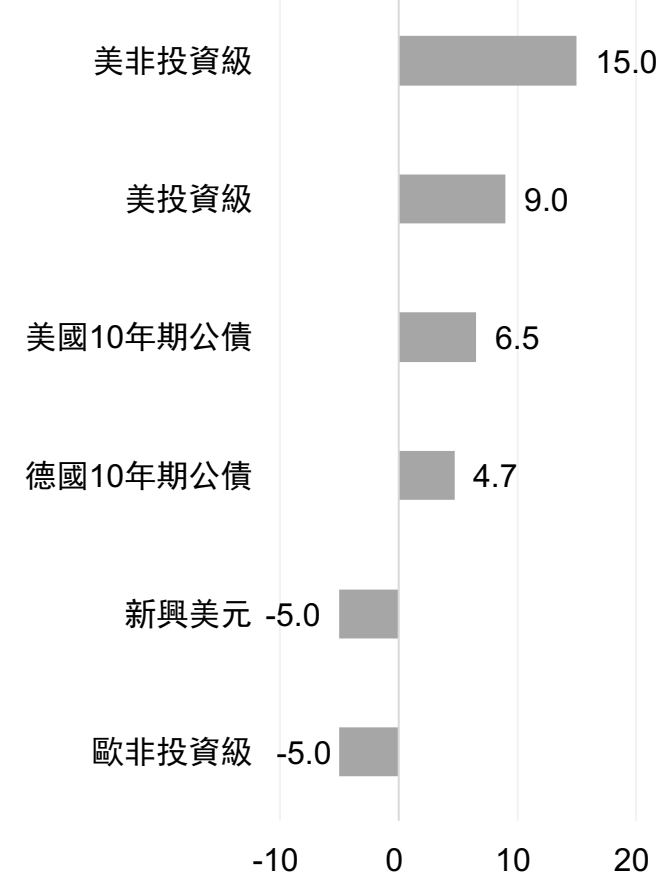
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/9/18 - 2025/9/25。 資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

- **AI資本支出延續, 台積電領軍台股創高**：AI題材持續發酵、台灣8月外銷訂單突破600億美元, 支撐台股創新高。短期面臨創高後的震盪風險, 但AI長期趨勢未變, 待回檔後逢低布局。
- **降息前景有利債市, 留意信用利差仍偏緊**：官員對降息幅度的意見分歧, 導致近期利率反彈。未來降息方向明確, 預期利率緩步下行；經濟成長動能放緩, 留意信用利差擴大風險。
- **美元隨同利率震盪, 瑞郎升值空間待觀察**：近期美元反彈, 但長線Fed降息方向明確, 預期美元前景震盪下行。瑞士央行維持零利率, 但政策立場往負利率靠攏, 恐限縮瑞郎升值空間。

2. 後續看點

- **經濟數據**：10/1 ISM製造業、10/3 非農就業。**央行會議**：9/30 澳洲央行。

策略思維

1. **股市-短線高評價震盪, 長線多頭趨勢不變**：降息前景帶動**資金寬鬆**, 以及**AI資本支出**, 為美股支撐；惟評價面已至高位, 宜逢拉回布局, 或多元分散至評價相對合理、同時具備獲利潛力的市場。
2. **債市-官員立場分化, 宜逢利率反彈布債**：儘管短線利率反彈, 不過未來隨新主席上任後, 將引導降息預期變化。債市布局**逢高鎖利**, 留意**長短利差維持擴張**格局。
3. **匯市-降息循環進行中, 美元維持弱勢格局**：美國降息步調幅度大於其他央行, 將引導美元震盪區間下移。

AI熱潮已持續2年，基礎設施的投資還在增溫。除了4大雲端服務業者之外，甲骨文、輝達轉投資的CoreWeave、Nebius，都大舉增加資本支出，來提供AI算力，甚至連過去資本支出不多的蘋果，今年都預計投資近140億美元，年增4成，用來發展AI相關計劃。輝達執行長黃仁勳表示，AI投資潮遠未結束；麥肯錫更預估到2030年，資料中心的資本支出將超過1.7兆美元。但需留意市場一片樂觀之際，明年成長率將難維持今年水準。

台積電股價突破1300元，帶動加權指數同步創歷史新高。需留意，台股股價淨值比也達到2.8倍的歷史新高，觀察過去該數值超過2.5倍時，往往出現劇烈震盪，因此宜提高風險意識，無需過度追價。

考量AI基礎設施的投資仍有成長空間，台積電2026年獲利挑戰70元、2027年獲利有望挑戰75元以上來估算，前瞻本益比則在18.5及17.3倍左右，仍有想像空間，可等待拉回時機布局。

科技大廠競相增加資本支出



註：統計微軟、亞馬遜、谷歌、Meta、甲骨文、蘋果、CoreWeave、Nebius資料。
資料來源：Bloomberg預估。

台股股價淨值比超過2.5倍，評價偏高易出現拉回



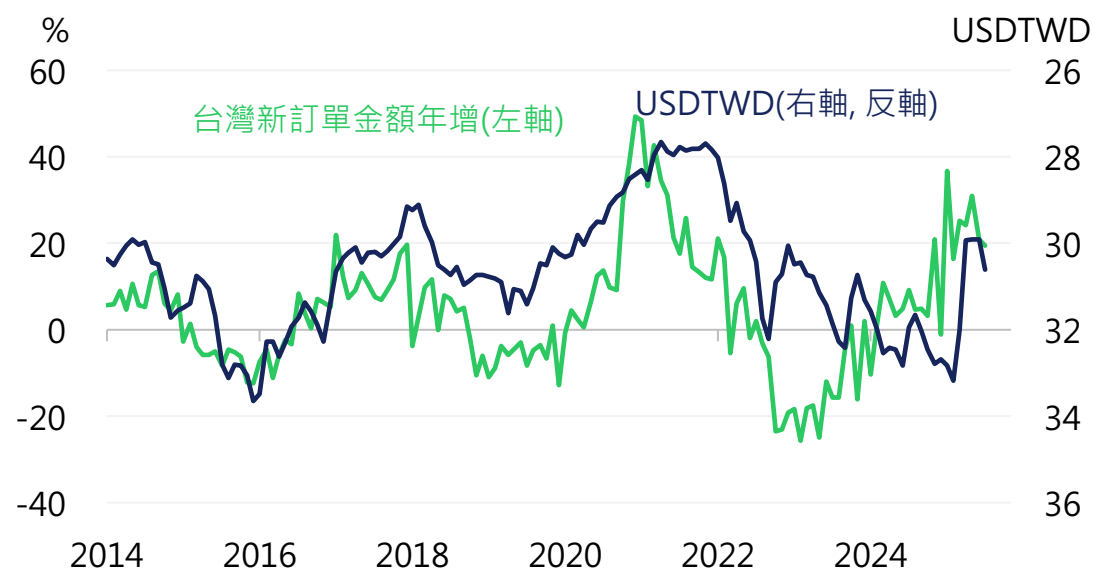
資料來源：Bloomberg。

台灣8月外銷訂單600.2億美元, 年增19.5%, 主因仍是AI需求熱, 電子資通訊訂單年增31%, 其他類別則呈現年減1%, 除了產業分化狀況持續, 統計處處長表示, 雖第四季為歐美市場傳統旺季, 目前未接獲廠商反應出現「備貨潮」。

就業面, 8月失業率3.45%, 連3月走升, 且不記入失業率的放無薪、工時不足就業者也有所增加。未來需觀察撇除8月畢業潮因素, 9月就業狀況是否進一步惡化, 過去20年僅2008年9月失業率較8月走高, 因此需觀察若9月失業率進一步走高, 可能意味關稅衝擊已發酵。

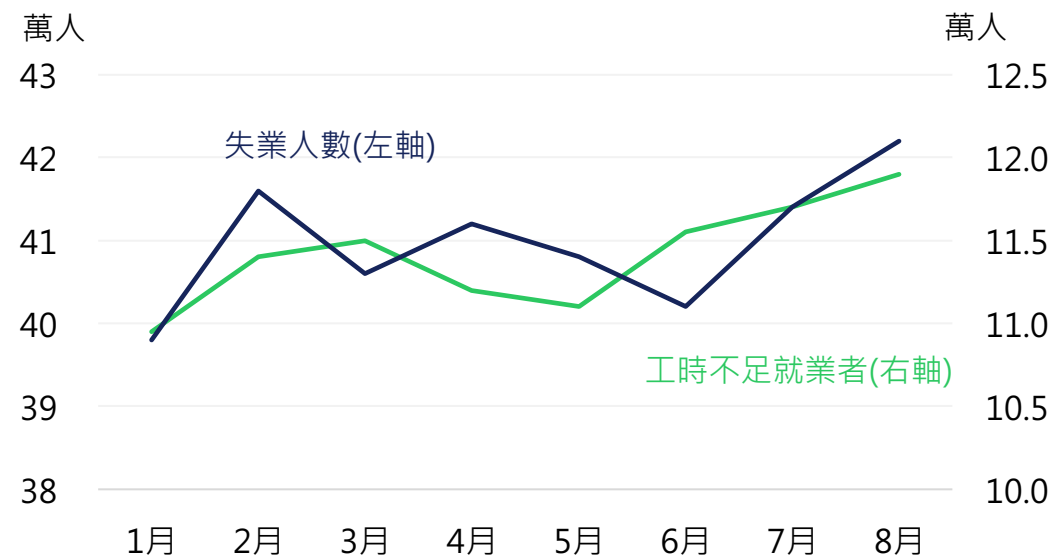
整體而言, 訂單火熱、Fed降息為有利新台幣升值的因素, 然而出口分化、以及就業壓力增溫背景下, 將提供央行轉鬆空間。

新訂單數據為新台幣匯價提供支撐



資料來源：Bloomberg。

若就業市場進一步降溫, 將提供CBC轉鬆空間



註：今年勞動力市場狀況。
資料來源：主計總處。

在當前的市場環境中, 隨著Fed降息循環逐步展開, 金融情勢正朝寬鬆方向發展。資金成本下降有助於提升市場流動性, 並對風險性資產形成支撐, 推動資金行情延續。在此背景下, 將為股市中長期的利多, 尤其在流動性改善的背景下, 資金動能將持續踴躍。

然而, 需審慎看待美股的評價水準。前瞻本益比已處於歷史高檔區間, 反映市場對企業獲利的高度期待。雖然資金面支撐多頭格局, 但高估值也可能加劇短期震盪風險。相較之下, 歐洲評價面相對合理, 新興市場也同步低估, 其中, 台灣、韓國作為AI供應鏈的要角, 在資本支出持續擴張的背景下, 具備同步成長的空間。

儘管多頭格局延續, 但建議採**分散布局策略**, 降低對單一市場或資產的波動風險。

降息前景有利資金行情

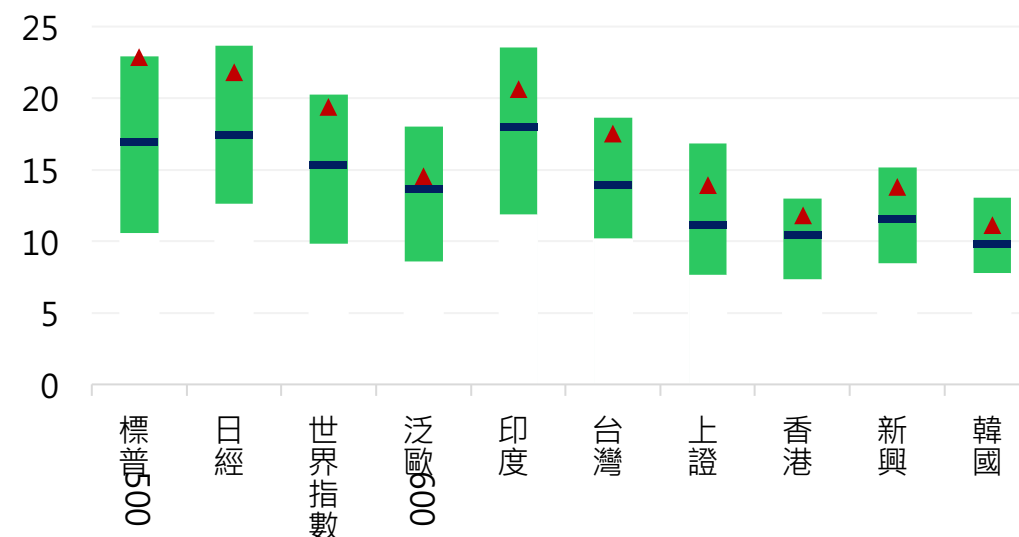


資料來源：Bloomberg。

主要產業評價位階：留意美股本益比已高

前瞻本益比, 倍數

■ 最高與最低 ▲ 目前 — 中位數



註：時間為2010/1-2025/9。

資料來源：Bloomberg。

AI需求強勁, 除了對GPU與高速傳輸記憶體需求大幅提高外, 目前也持續擴散至傳統記憶體, 因為AI需要高速運算之後, 也需要大量空間作儲存。美光最新財報顯示, 上季營收年增逾4成至113億美元, 毛利率較去年同期增加17%至44%, 均大幅優於預期。展望本季, 預期需求持續看好, 營收可望季增10%, 同時, 毛利率進一步拉高至51%。

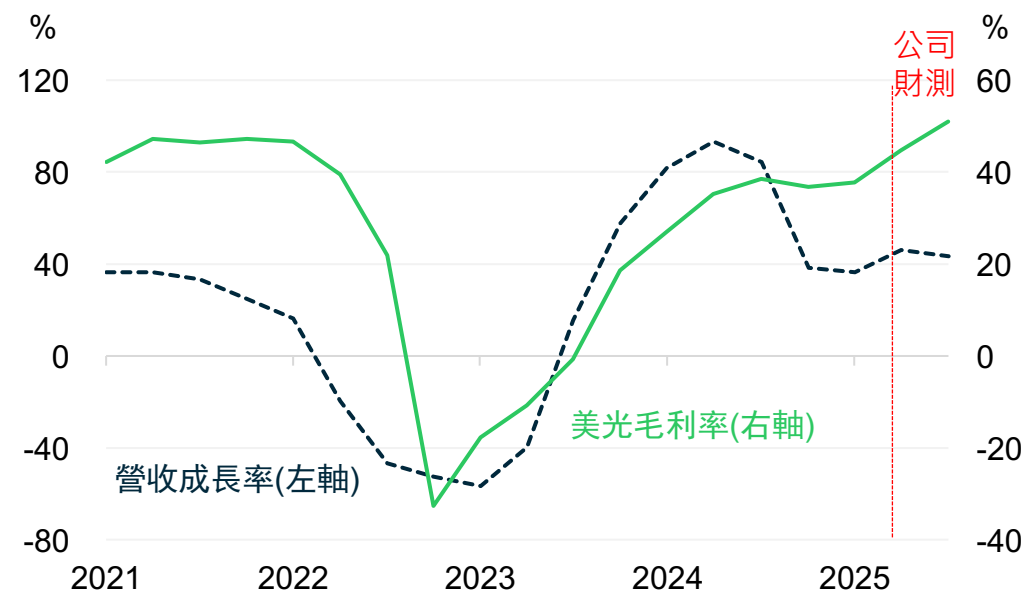
以記憶體產業而言, 雖然高速傳輸由海力士支撐, 但AI的需求龐大, 傳統記憶體也可望受惠, 以DDR4報價而言, 目前持續飆升, 甚至, 產能排擠效果, 使得傳統記憶體報價仍有上漲的空間。因此, 美光股價短期急遽拉升之後有回調壓力, 但預期仍有上升空間。

記憶體報價飆漲, 激勵美光股價創新高



資料來源：Bloomberg。

AI需求強勁, 帶動美光財報大幅改善



資料來源：Bloomberg, 美光財測。

儘管Fed已啟動降息，近期美債利率卻反彈，10年期公債殖利率在4.1%上下徘徊，反映聯準會內部對降息幅度的分歧：1)主席Powell立場偏向中性，認為政策仍有適度限制性，透露著寬鬆前景不變，但未明確表態降息時程。2)Bowman、Miran主張大幅降息，以應對勞動市場疲軟的現狀。3)Musalem、Hammack與Bostic等則更擔憂通膨保持高位的壓力，認為降息空間有限。

未來的降息趨勢明確，將帶動利率緩步下行，過程的潛在利多/利空：

債市利空(利率反彈)：1)通膨下滑幅度緩慢，Fed官員態度仍分歧。2)川普干擾聯準會獨立性，利率有震盪可能，長天期利率受影響幅度更大。

債市利多(利率下行)：1)觀察就業市場的下行風險。2)新任聯準會主席是否將配合川普總統，去主導更積極的寬鬆幅度，影響市場降息預期變化。

官員態度分歧, 影響近期利率震盪		
官員	談話內容	立場
Jerome Powell (主席, 理事)	未表明10月立場, 通膨偏高、就業疲軟的雙向風險仍存, 沒有零風險的政策路徑。美股估值已相當高。	中性
Michelle Bowman (副主席, 理事)	隨著勞動市場走弱, FOMC需要果斷行動, 並在未來幾個月更快降息。	極鴿
Stephen Miran (理事)	支持大幅降息, 預估中性利率為2.5%, 關稅、邊境、稅收政策使中性利率應下修。	極鴿
Alberto Musalem (聖路易斯, 2025投票權)	上週降息為針對就業市場走弱的保險措施, 通膨仍偏高, 進一步降息空間有限。	鷹派
Beth Hammack (克里夫蘭, 2026投票權)	儘管就業成長放緩, 勞動市場仍強勁(裁員數量少、低失業率), 通膨已連續4年高於2%目標, 過度寬鬆恐引發經濟過熱。	鷹派

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

降息趨勢明朗, 若明年降息力度增加, 有助利率緩步滑落



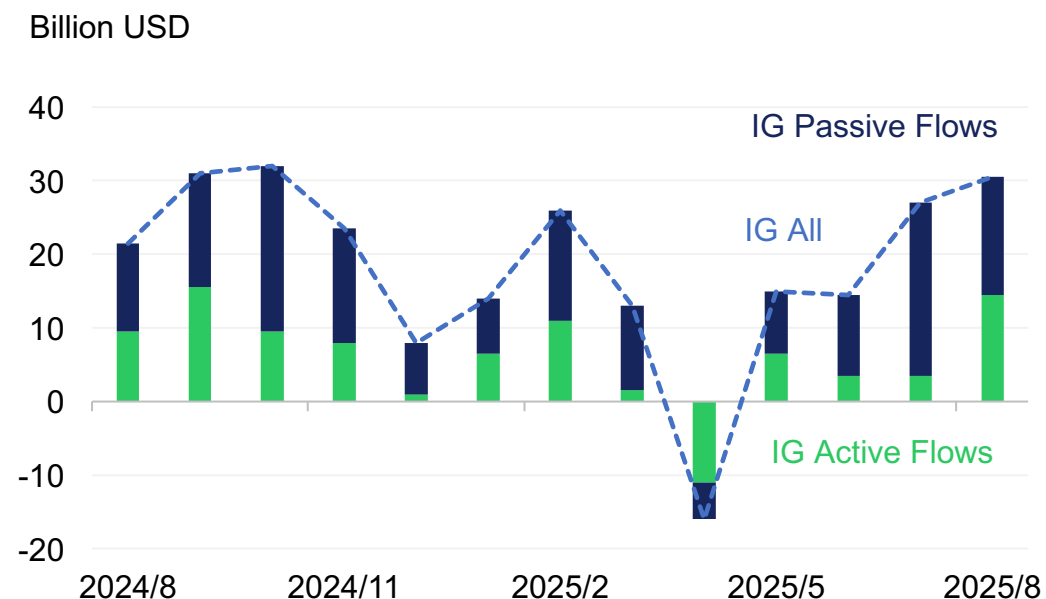
註：政策利率路徑採9月點陣圖中位數。
資料來源：Bloomberg, Fed預估。

政策寬鬆持續進行, 宜逢利率反彈階段布債。儘管預期短率下滑空間更大, 但應留意再投資風險; 對於**長期鎖利需求者, 以中天期主, 長天期為輔**。

債券供給升溫: 隨著企業再融資需求升高, 近兩年信用債的發行規模持續上升, 反映企業的再融資需求依舊旺盛。所幸, **需求面保持穩健**: 根據摩根大通統計, 自2024/9啟動降息後, 全球投等債基金持續呈現**淨流入**趨勢, 僅在今年4月「解放日」曾出現短暫淨流出。

整體而言, 降息循環再起、市場對風險性資產偏好升溫、**流動性逐步放寬**(Fed放緩縮表, 逐漸朝結束QT邁進), 皆為**信用債的前景利多**。然而, 在景氣動能放緩的背景下, 應留意處在歷史低點的信用利差有擴大的可能性, 體質穩健的發行人具備較強的抗震能力。

降息前景支撐下, 債市買氣穩健



資料來源: J.P. Morgan, EPFR。

債券供給上升, 不過信用利差維持低點



資料來源: Bloomberg。

瑞士央行(SNB)維持利率不變, 美國對瑞士課徵39%高額關稅, Q2起瑞士出口明顯降溫, SNB預期影響將持續發酵, 因而下修明年經濟成長率 ; 通膨方面, 2019年以來瑞郎長期走升, 壓抑進口物價, 間接引導通膨走低, 導致通膨長年徘徊於0%附近(2022年受油價大漲影響, 全球通膨同步走高)。Q2以來瑞郎更進一步走升, 帶來通膨下行壓力, SNB預期今年通膨大致呈現0成長。

展望後市, 經濟基本面疲弱, 加以瑞郎走強, 兩大因素使得整體通膨下行風險猶存。總裁施萊格爾稱若有必要, 央行將再度降息。綜上所述, **預料SNB將於未來一季暫且按兵不動, 但密切關注美國關稅衝擊幅度, 以及瑞郎走勢。若景氣動能續降, 亦或瑞郎續升導致通縮壓力升溫, SNB將不排除再度降息, 進入負利率政策。**

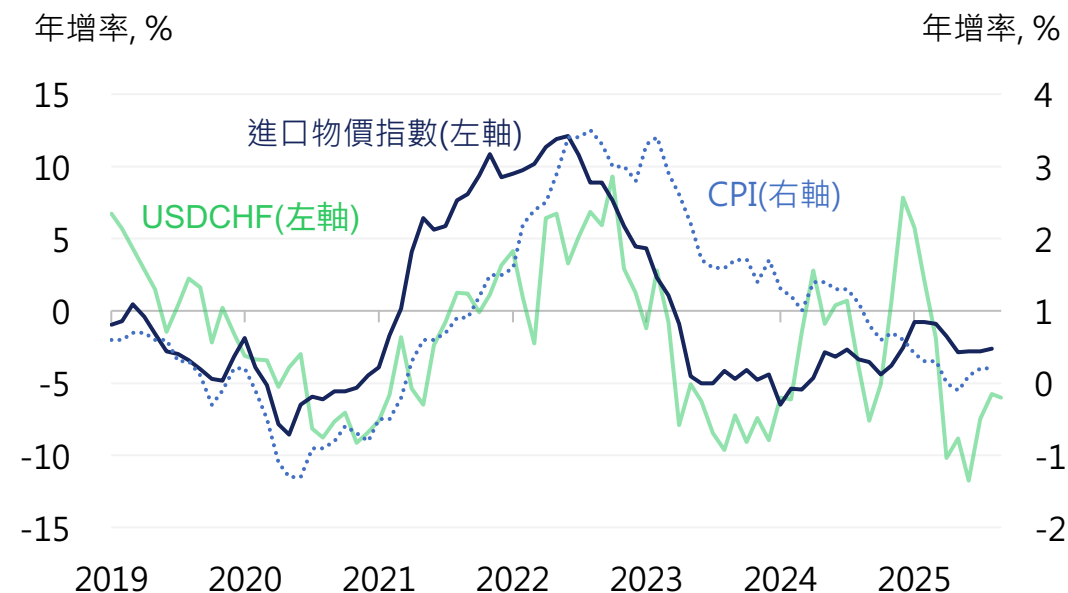
對於瑞郎的影響而言, 聯準會重啟降息、美元趨弱, 將是瑞郎升值的推手。然而, 負利率政策可能性猶存, 加以全球地緣風險未進一步升溫, 緩和投資人避險需求, 則降低瑞郎吸引力。**正負因素交錯下, 預料瑞郎隨主要貨幣升值之際, 升勢將放緩。**

下修2026年經濟成長率、通膨預估維持低位

SNB預測	會議	2025	2026	2027
實質 GDP(Y/Y,%)	9月	1.0-1.5%	<1.0%	
	6月	1.0-1.5%	1.0-1.5%	-
CPI (Y/Y, %)	9月	0.2	0.5	0.7
	6月	0.2	0.5	0.7

資料來源：SNB。

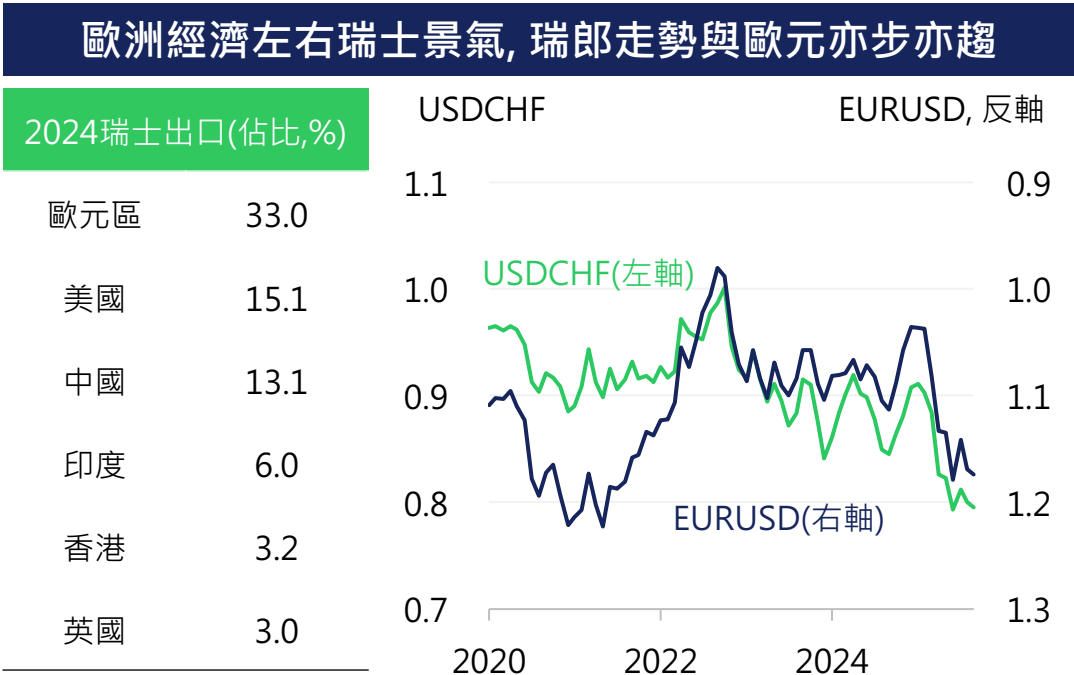
瑞郎長期走升壓抑進口物價, 同時緩和國內通膨壓力



註：2019/1至2025/8USDCHF年增率與CPI、進口物價指數相關係數為0.45、0.58。
資料來源：Bloomberg。

瑞士經濟以金融、製藥、精密機械、製錶等行業見長，同時產品大量外銷(2024年出口占GDP比重為69%，遠高於美國11%、德國46%、法國32%、英國31%等已開發國家)。其中，歐元區為第一大出口夥伴，占整體出口比例高達33%，意味著歐洲景氣強弱將顯著影響瑞士經濟與瑞郎動向，形成歐元與瑞郎走勢高度相關的情勢。

此外，瑞士以其永久中立國，以及銀行與資產管理聞名，促使瑞郎成為金融市場公認的避險資產，此一情勢亦導致瑞郎與黃金價格走勢呈現高度相關。2022年後地緣風險頻傳，包含烏俄戰爭、以巴衝突等，近期則有川普關稅戰等，金價突破2000美元長期壓力，創下歷史新高，瑞郎亦一舉升破0.90關卡，創下14年新高。



資料來源：Bloomberg。



資料來源：Bloomberg。

1. 主要大行財報不差, 但仰賴非利息收入拉抬：2025年上半年, 中國主要大型銀行(如工商銀行、建設銀行等)的財報顯示, 儘管整體盈利受淨利差(NIM)收窄影響而表現不佳, 但非利息收入的增長為部分銀行的收入提供了重要支撐。而如招商銀行等零售業務強勢的銀行, 仰賴數位化平台(如手機銀行App)推動財富管理與消費金融, 也是非利息收入增長的原因。
2. 房地產低迷、總經展望偏保守：由於中國銀行業的資產中, 房地產相關貸款佔據了相當大的比重(趨勢向下但2024年底仍佔貸款約20.7%), 這使得市場擔憂不良貸款會大幅增加；另一方面, 人行政策利率應該持續壓低, 也不利NIM的走向, 進而影響銀行的獲利和資產品質的展望。

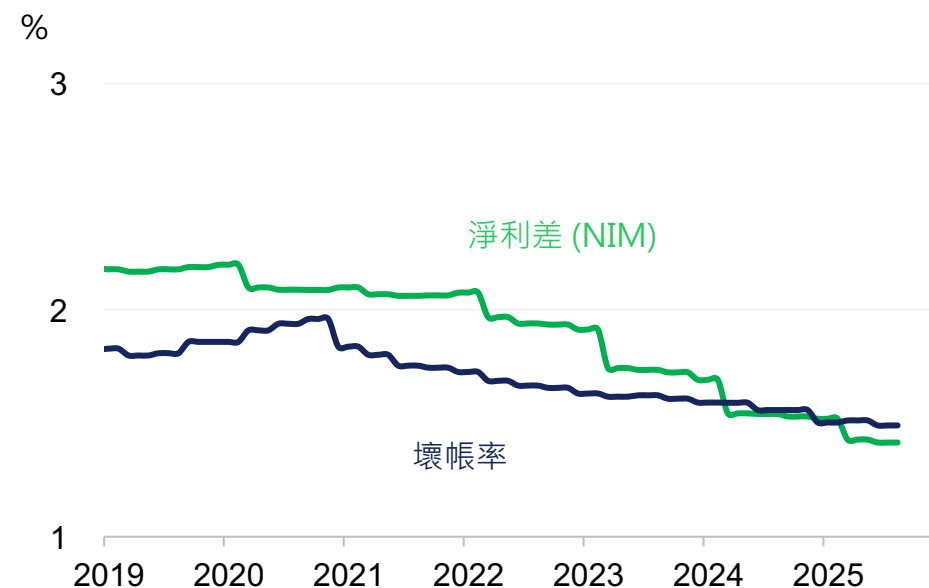
中國當前通縮環境下, 市場對穩健收益的需求日益增加, 金融股因穩定息收特性而受益。隨著市場波動導致股價修正, 金融股股利率得以回升, 提升其吸引力。此外, 中國大行具備官方色彩, 資本面有官方支持不至於出現壞帳拖垮資本的問題。另方面, 中國政府積極推動穩經濟政策, 金融業作為經濟支柱, 預計將受益於政策支持。儘管通縮壓力影響短期盈利, 金融股憑藉其穩定的商業模式與股息回報, 具備吸引資金進駐的潛力。

非利息支撐今年營收動能



資料來源：Wind。

淨利差趨勢仍是偏下



資料來源：Wind。

9/19, 川普與習近平通話, 宣布達成TikTok協議, 化解美國對其安全疑慮。協議允許TikTok在美運營, 避免關閉危機, 協議內容包括: 1) TikTok在美業務將由一個美國的實體負責營運, 母公司「字節跳動」持股降至20%以下; 2) 甲骨文負責管理美國用戶資料。

此舉顯示雙方在科技爭端上的妥協, 這是兩人近期以來首次直接溝通, 川普稱之「成果顯著」。這也為後續外交關係開路, 包括: 10月底APEC峰會雙方將會晤, 明年初川普擬訪華、習近平也將回訪美國, 都顯示美中雙方領導人都有意為先前劍拔弩張的外交狀態降溫。

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, 如今也有轉圜的跡象。因此, 整體持續有利中港股長線走勢。惟須留意近期中港股大漲後, 短期走勢震盪機率增加, 因此操作上可逢低布建, 避免追高買進。

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月召開, 7月政治局定調「研究制定國民經濟和社會發展十五五規畫的建議」。

川習近期歷次通電結果

日期	會議	備註
1月17日	習近平「應約」祝賀	劃下台灣問題界線。習近平「應約」通電祝賀川普, 強調台灣問題「事關中國國家主權和領土完整」, 希望美方慎重處理。
6月5日	雙方為貿易戰破冰	2月起因芬太尼問題徵收關稅, 4月實施高額對等關稅, 5月協議後互相指責違約。川普與習近平通話, 為貿易戰破冰, 川普形容通話「非常愉快」, 有助貿易談判。
9月19日	對TikTok交易拍板	川普與習近平再次通話, 川普宣布達成TikTok協議大致架構。TikTok在美由美國實體負責營運, 字節跳動持股降至20%以下, 甲骨文管理用戶資料。

資料來源: 國泰世華銀行整理。

滬深300與金融類股指數的走勢分歧



資料來源: Bloomberg。

29	Monday	30	Tuesday	1	Wednesday	2	Thursday	3	Friday
美國達拉斯Fed製造業展望 歐元區消費者信心 台灣休市		美國FHFA房價指數 美國JOLTS職缺 美國經濟諮商局消費者信心 中國官方PMI		美國ISM製造業 美國ADP就業 歐元區CPI 日本短觀調查 中國、香港休市		美國初領失業金人數 美國工廠訂單 美國耐久財訂單 歐元區失業率 中國、印度休市		美國非農就業(NFP) 美國失業率 美國ISM服務業 歐元區PPI 中國、韓國休市	

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