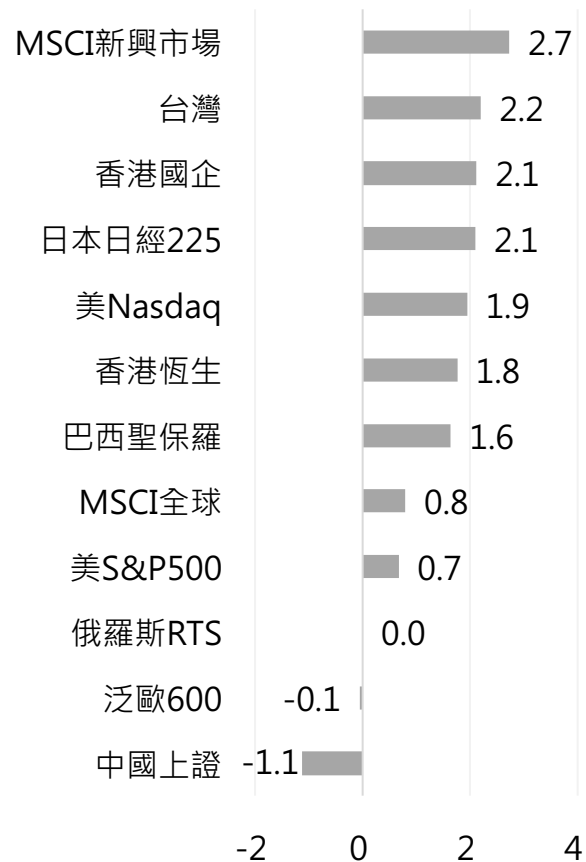


投資研究週報

2025年9月19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。

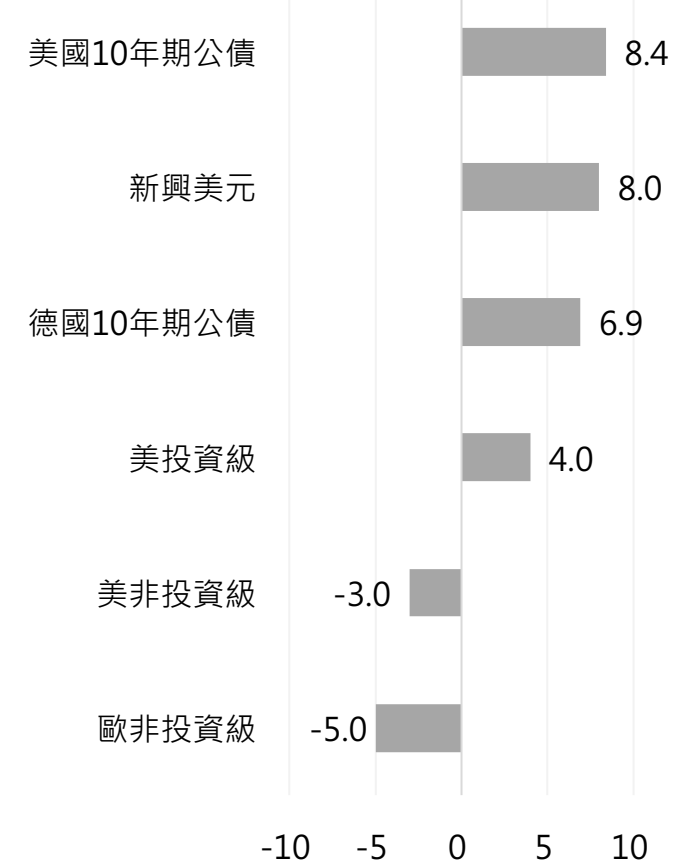
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/9/11 - 2025/9/18。 資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

- **Fed如期降息，但點陣圖路徑與市場預期分歧：**利率點陣圖顯示的降息路徑較市場預期保守，但隨明年關稅影響淡化、鮑爾主席屆滿卸任，Fed由新任鴿派主席掌舵後，屆時點陣圖將有進一步下移空間。
- **台灣央行按兵不動，維持房市管制：**將維持原先至今年Q4的銀行自主管理檢視機制，料明年Q1檢視今年成果時，才為合適的調整時機。今年經濟預估上調，但產業分歧大，故預期央行仍有轉鬆空間。
- **輝達入股Intel對台積電影響？**台積電部分製程恐受瓜分，但高毛利的先進製程仍難以撼動，另外，輝達入股英特爾，除緩解台積電產能吃緊問題，也降低遭指控壟斷的風險。

2. 後續看點

- 9/25 瑞士央行會議、9/26 PCE。

策略思維

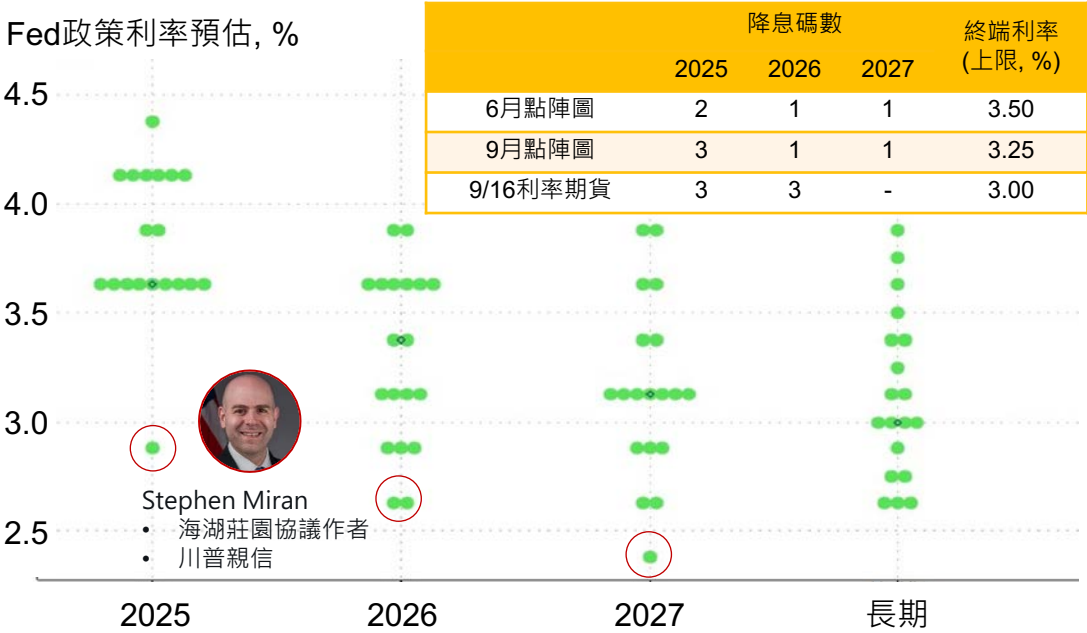
1. **股市-企業獲利仍佳，資金輪動：**降息大門再度打開，經濟展望穩健，為股市有利環境，但短線市場漲多，需留意漲多拉回擾動，屆時可視為加碼時機。
2. **債市-降息環境下，利率上方有壓：**短率與貨幣政策連動高，今年已大幅回落，需留意再投資風險。有鎖利需求者，仍以中天期債為主，長天期債為輔。
3. **匯市-美元偏弱格局，非美貨幣偏升看待：**Fed重啟降息、其餘主要央行按兵不動，利差收斂將令美元偏弱。

時隔9個月, Fed重啟降息循環：主席鮑爾表示, 儘管通膨上升且保持高位, 不過就業市場脫離Dual Mandate的目標值更大, 因此決議降息1碼, 將聯邦基準利率下調至4.0~4.25%區間, 11名投票委員支持此決議, 僅新理事Stephen Miran認為應降息2碼。

點陣圖較前次下移, 但仍高於利率期貨市場預估：點陣圖中位數將今年降息碼數升至3碼, 意味著本月降息後, 今年剩餘的10月、12月會議均有望各降1碼。而點陣圖顯示明後年各有1碼降息空間, 降息空間明顯少於市場預期, 為當日美債利率不降反升的原因。

展望：Fed主席Powell於2026/5卸任後, 川普無疑會安插鴿派人選, 意味屆時點陣圖將有再度下移可能, 不排除往目前利率期貨預期的終端利率(3%)方向靠攏。而被視為貫徹川普意志的Miran更是預期利率將降至3%下方, 須留意若此極端情境成真, 將會使利率、美元有進一步走低的可能。

預計今年共降3碼, 明後年各1碼



資料來源：Fed, Bloomberg, Wikipedia, 國泰世華銀行整理。

上調GDP及通膨, 但通膨維持降溫態勢不變

	2025年		2026年		2027年	
	6月	9月	6月	9月	6月	9月
GDP	1.4%	1.6%(↑)	1.6%	1.8%(↑)	1.8%	1.9%(↑)
失業率	4.5%	4.5%(-)	4.5%	4.4%(↓)	4.4%	4.3%(↓)
PCE	3.0%	3.0%(-)	2.4%	2.6%(↑)	2.1%	2.1%(-)
核心PCE	3.1%	3.1%(-)	2.4%	2.6%(↑)	2.1%	2.1%(-)

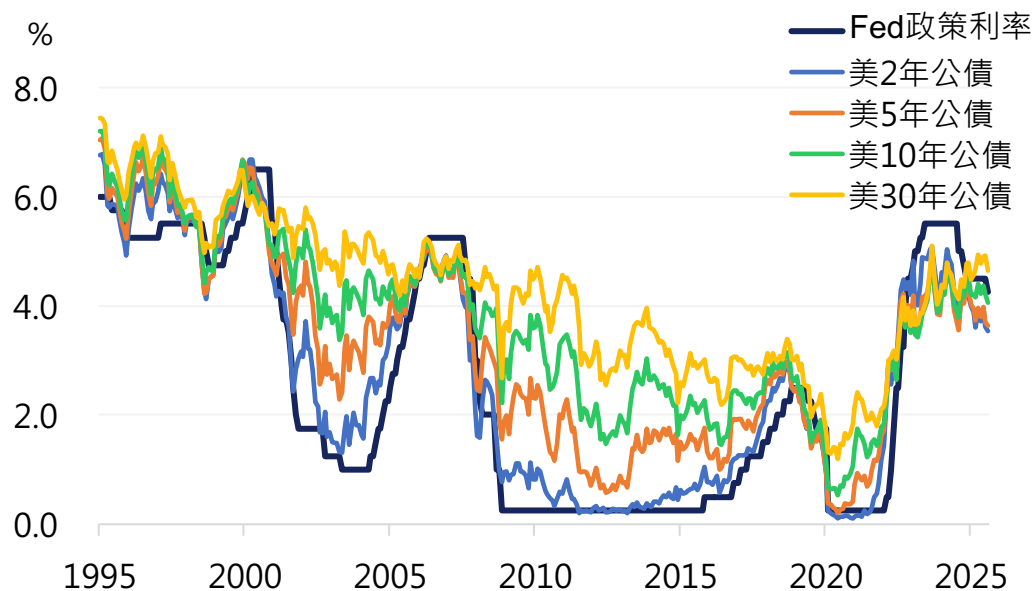
資料來源：Fed。

近期美國公債殖利率持續走弱, 反映: 1) 就業市場降溫, 降息空間增大; 2) 聯準會內部組成/立場轉鴿預期升溫, 引導市場對降息的預估逐步樂觀。

預期殖利率曲線維持陡峭化: 1) 短天期利率與聯邦基準利率高度連動, 短率具備更大下行空間。2) 中天期利率同步受貨幣政策引導, 具備同步下行的可能, 幅度相較短率溫和。3) 長天期利率更多的反映通膨預期、經濟前景, 儘管經濟成長趨緩, 未到衰退, 且財政赤字壓力仍存與對聯準會獨立性疑慮, 預期長短利差(10Y-2Y)仍維持50bps以上的陡峭格局。

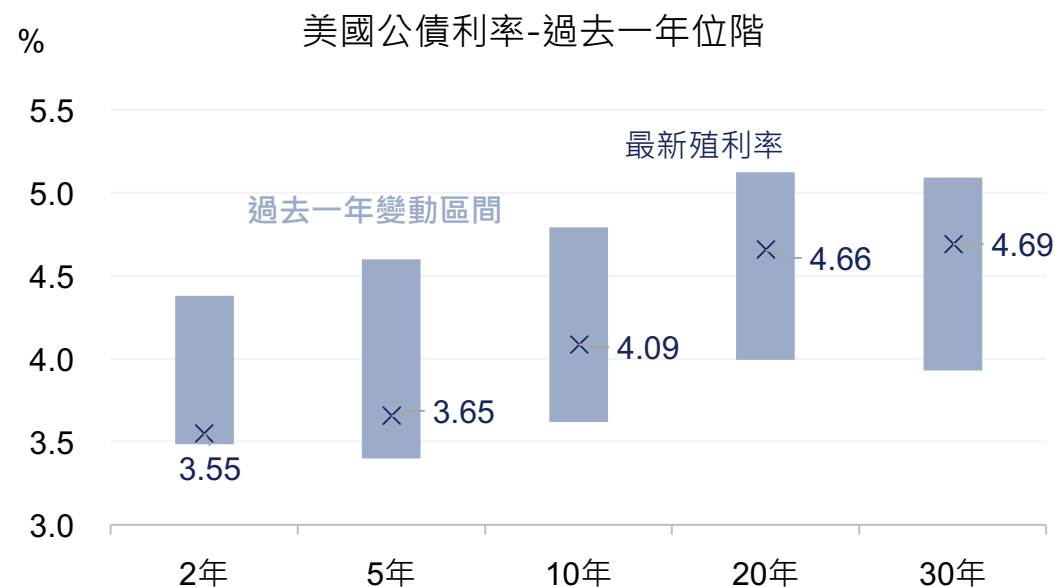
縱使短率仍具下行空間, 惟考量今年已大幅回落, 投資人應留意短天期債券領息期間短、再投資風險升高等因素, 在降息循環背景下, 短債到期後可能面臨更低的收益率環境, 有鎖利需求者, 仍以中天期債為主, 長天期債為輔。

降息對公債利率上方壓力



資料來源: Bloomberg。

短端下行幅度大, 長端維持高位

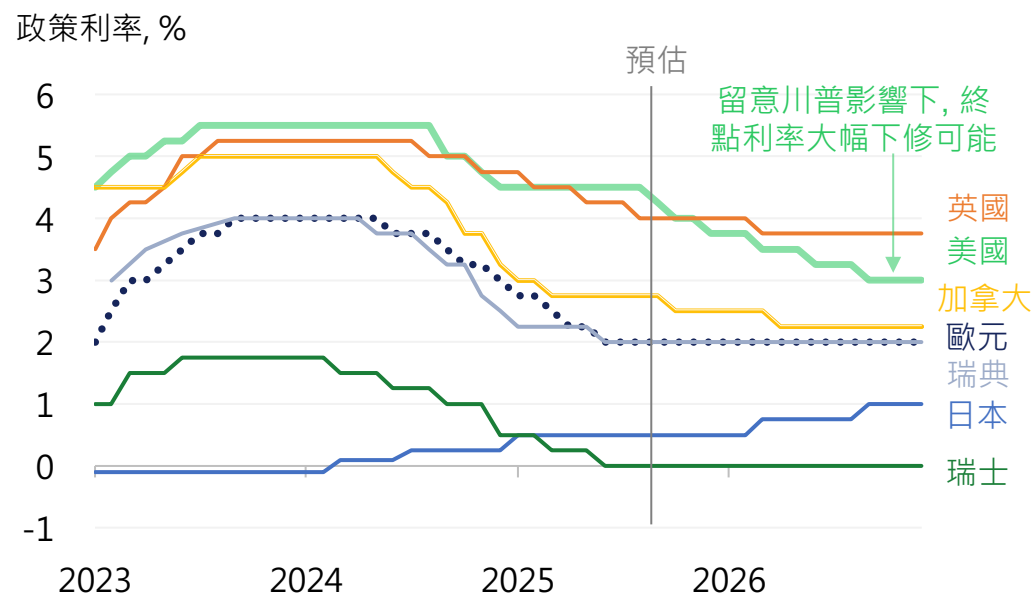


註: 統計自2024/9至2025/9。
資料來源: Bloomberg。

聯準會如市場預期降息一碼, 同時下修今年年底利率預測值, 暗示未來降息空間加大。目前利率期貨市場預期明年底前聯準會將降息5-6碼, 終點利率落在3%左右。與此同時, 其餘主要央行已陸續進入寬鬆週期尾聲, 意味著美國利率與海外利率將持續收斂。

對於美元的影響而言, 國內外利差收斂將令美元指數延續低檔偏弱情勢。另外, 需留意川普持續插手聯準會人事, 恐於未來數季帶來兩大風險: 1) 聯準會如川普預料大幅降息、2) 投資人對於聯準會獨立性的擔憂進一步升溫。前述因子若實現, 恐導致美元下跌壓力進一步加劇。

聯準會將重啟降息, 其餘主要央行則多按兵不動



資料來源: Bloomberg 預估。

國內外利差收斂, 將令美元延續低檔偏弱格局



註: 藍線為2年期美債利率減2年期加權海外利率(以美元指數權重對德國、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之公債利率加權計算)。

資料來源: Bloomberg。

會議重點：1)維持利率及房市管制不變, 2)房市有降溫跡象(量縮價穩), 銀行自主管理的環境不變, 將在Q4進行總檢討, 再決定是否延長3)考量上半年經濟成長優於預期且AI相關產品需求續旺, 全年經濟成長率由6月預測之3.05%上調至4.55%。物價方面, 因進口物價大幅下降, 全年CPI、核心CPI年增率預測值由6月之 1.81%、1.69%, 分別下調至1.75%、1.67%。

數據解讀：面對火熱的出口數據、及剛開始出現降溫的就業市場, 為央行9月按兵不動主因。然從台灣出口組成、占製造業大宗的非電子資通的產業出口持續負成長, 恐使就業狀況惡化、衝擊國內消費, 加上進口物價下降, 皆為通膨進一步下修的背景。

未來展望：通膨壓力減弱、關稅影響下景氣壓力升溫, 若美國加快降息步伐, 帶動非美貨幣升值壓力時, 將進一步加壓台灣非電子資通相關出口。因此預期央行年底貨幣政策或有轉鬆空間。

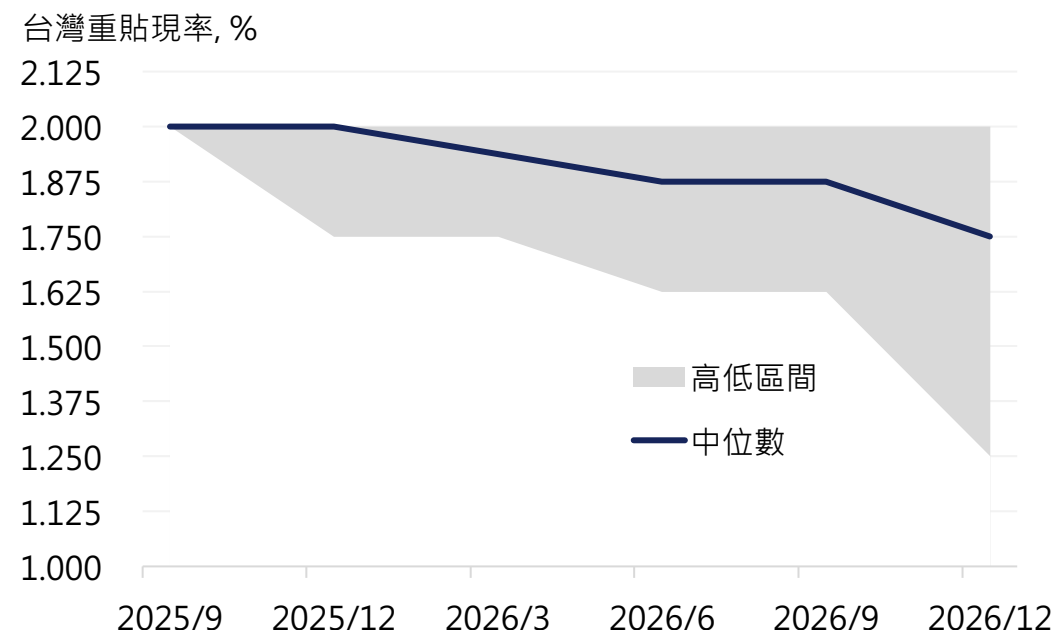
台灣央行上修全年經濟成長, 通膨卻進一步下修

2025全年				
單位：%	GDP年增	CPI年增	核心CPI	
6月預估	3.05	1.81	1.69	
9月預估	4.55	1.75	1.67	
變化方向	▲	▼	▼	

yoy經濟成長率之貢獻(百分點)	經濟成長率 (C=A+B)	內需 (A)	國外淨需求 (B)	未來1~2季關注內容
上半年	6.75	3.41	3.34	<ul style="list-style-type: none"> 台灣是否進一步開放國內市場換取關稅調降 普發現金對消費刺激效果 是否有延後購車潮
下半年	2.51	0.14	2.37	
全年	4.55	1.71	2.84	

資料來源：台灣央行預估。

市場預期今年底或明年初央行有轉鬆的空間



資料來源：Bloomberg預估。

在經歷上半年新台幣失速強漲後, 7-8月新台幣出現回調的狀況, 可觀察台日韓中國匯率, 上半年表現愈強勢的亞幣, 截至8月回調的狀況就越明顯。而9月隨Fed降息將近, 非美貨幣又重起漲勢。

由央行重視的新台幣有效匯率來看, 較貿易夥伴大幅升值的狀況已有所改善, 意味匯率對出口負面影響有所減弱, 應也是目前央行仍有底氣維持政策利率的原因。

長線來看, 9月Fed主席鮑爾關注焦點也明顯更偏重景氣、川普持續為Fed灌入鴿派勢力等背景, 意味美國未來降息空間可能不小。**美降息趨勢明確, 美元偏弱預期下, 非美貨幣將須留意升值的風險。屆時若新台幣升勢過猛, 進一步加壓出口, 央行將有降息空間來緩和經濟及匯率壓力。**

下半年新台幣較貿易夥伴大幅升值的狀況已有所改善

TWD名目有效匯率(NEER)

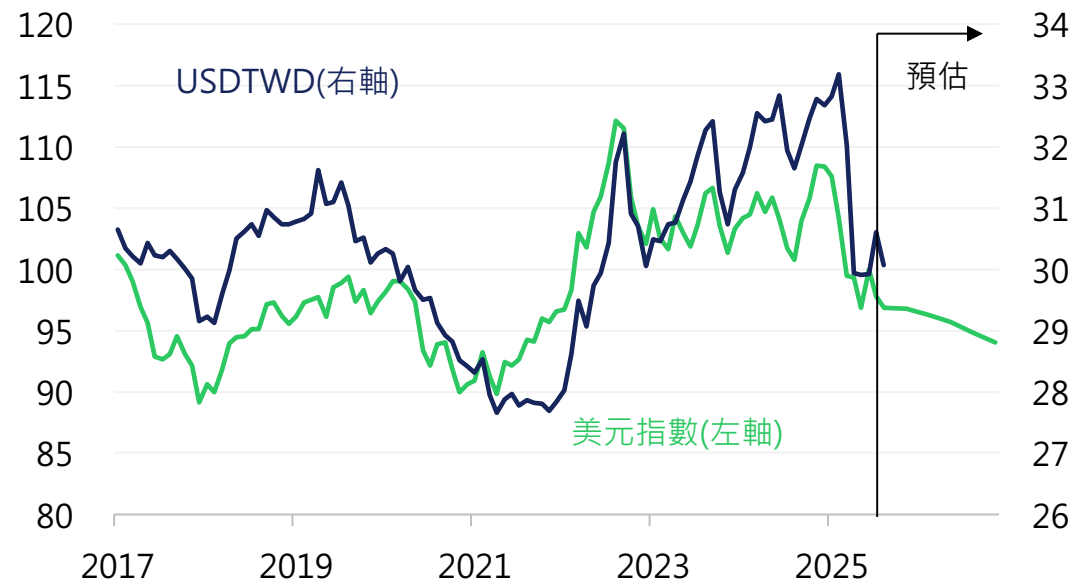


註：依過去經驗央行多採36個月(約600個交易日)移動平均作為基礎。採花旗台幣名目有效匯率(NEER)。NEER指數走升表示該國貨幣相對一籃子外幣的加權平均價值上升。

資料來源：Bloomberg。

美元長線偏弱的背景, 留意非美貨幣升值可能

美元指數



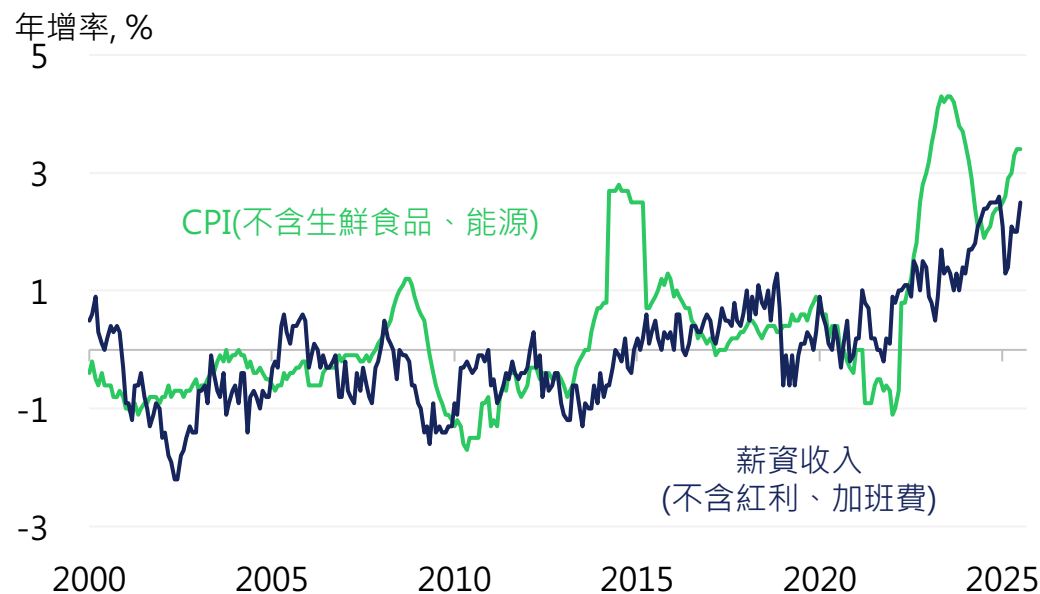
資料來源：Bloomberg預估。

BOJ維持政策利率於0.5%不變, 受到美國關稅影響, BOJ預期經濟、通膨存在短期降溫風險。然隨關稅底定, 民間信心出現改善跡象, BOJ預料負面影響可望於未來幾季持續淡化。因此, 預期通膨將於明年下半年逐步重回2%目標。另外, BOJ將於必要準備工作完成後, 以每年3300億、50億之步伐減持ETF與J-REITs部位(目前兩者帳面規模約合計約37.8兆日圓)。

長線而言, 薪資持續成長, 成為物價上漲推手, BOJ退出寬鬆政策的方向不變。然而, 短中期內面臨1)關稅影響未完全浮現：出口連三月衰退, 企業仍需時間調整供應鏈以應對關稅、2)國內政治風險：十月將迎來自民黨總裁選舉以及後續的首相指名選舉, 政治不確定性升溫。預料BOJ未來一季將持續按兵不動, 觀望上述風險因子明朗。

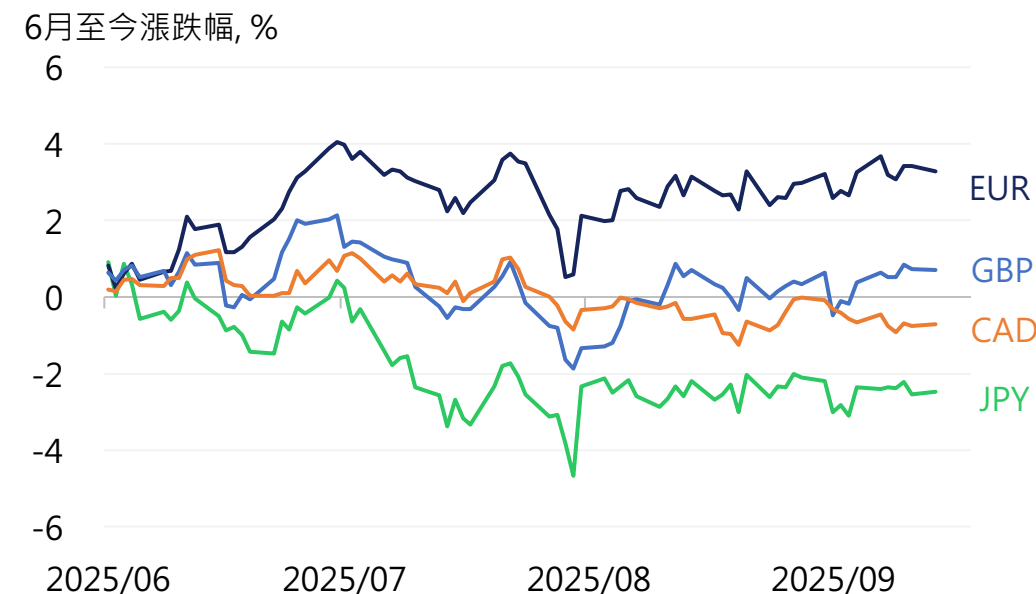
對於日圓的影響而言, BOJ雖延後再次升息的時點, 但聯準會即將重啟降息, 仍有利美日利差收斂。然而, 短期內日本面臨政治不確定性升溫, 以及市場對於財政前景惡化疑慮猶存。正負因素交錯下, 在美元趨弱背景下, 日圓有望走升, 但幅度恐落後歐元等主要貨幣。

薪資維持高速增長, 成為通膨中長期壓力來源



註：1991年至今兩者相關係數為0.67。
資料來源：Bloomberg。

7月參院大選前後, 政治風險與財政疑慮令日圓表現落後

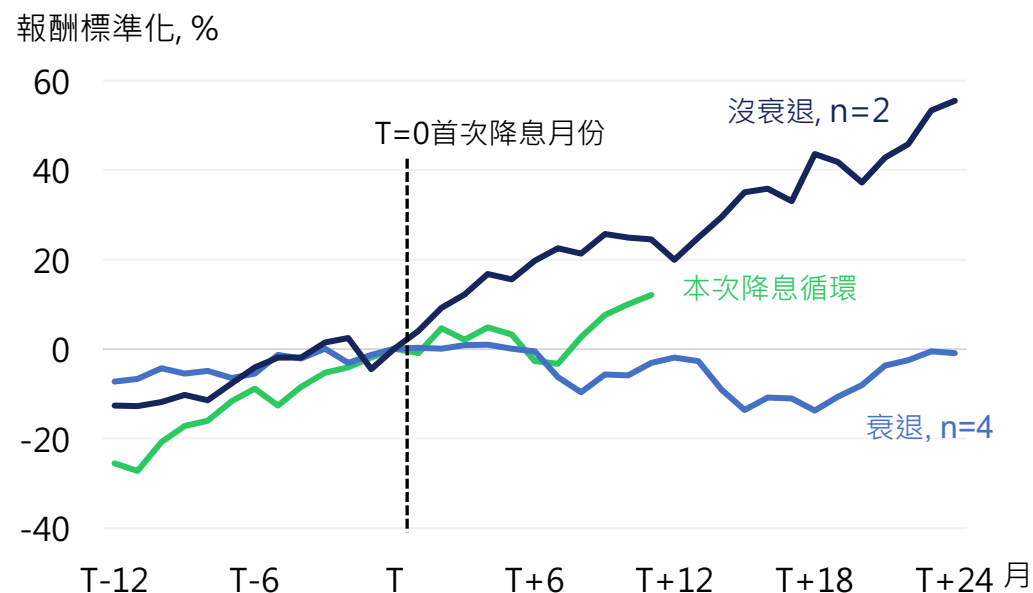


資料來源：Bloomberg。

隨著就業市場放緩, 聯準會於9/18再度啟動降息節奏, 股市也因為降息預期而屢創新高, 但投資人擔心, 這次的降息是否是利多出盡? 就過去的經驗來看, 降息循環啟動後, 是否是股市的轉折點, 關鍵在於景氣是否陷入衰退。以目前的經濟環境而言, 衰退風險有限, 加上企業獲利持續上修, 預期股市後續仍將有機會再創歷史新高。

隨著股市創新高, 標普500指數也突破6600點, 除了年線乖離達到10%外, 短線RSI相對強弱指標已達70, 顯示市場有超買現象, 留意股市有漲多拉回壓力。操作上, 目前不宜追高, 但拉回後仍可布建。

經濟衰退風險有限, 重啟降息不改股市多頭格局



註：過去首度降息且後續衰退的時間點為1989/6、2001/1、2007/9、2019/7。
過去降息但沒衰退的時點為1995/7、1998/9。本輪首次降息時點為2024/9。
資料來源：Bloomberg。

短線有超買現象, 短期面臨漲多拉回壓力



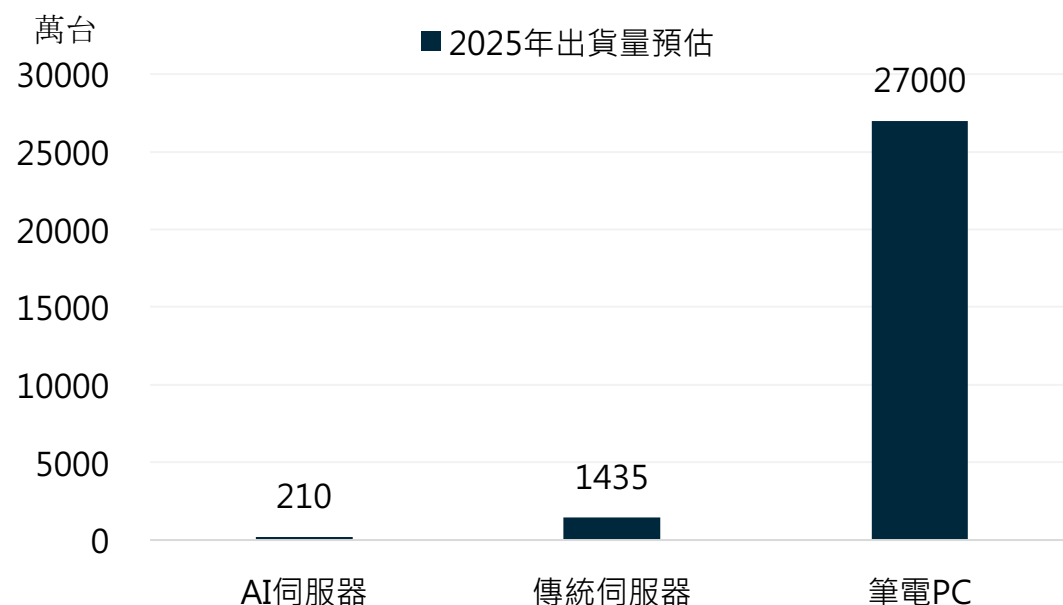
註：RSI為過去14天的相對強弱指標, 若大於70, 隱含市場有超買現象。
資料來源：Bloomberg。

對英特爾而言: 由於AI晶片賽道落後, 加上先進製程推進不順, 市佔率持續被瓜分, 無論伺服器晶片或客戶端CPU皆遭AMD強烈競爭。透過與輝達合作, **可望避免市佔進一步流失, 甚至扭轉連續五季虧損的困境。**

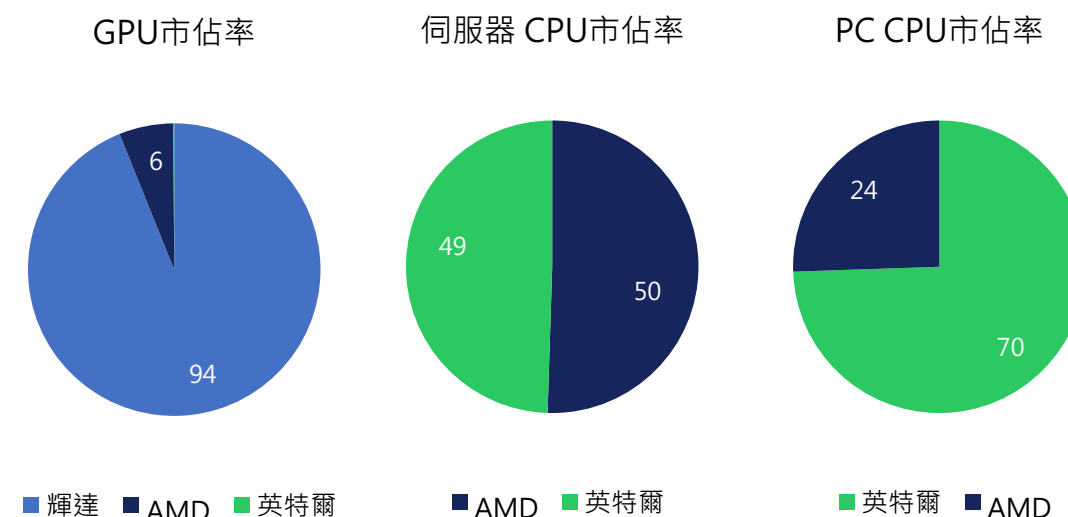
對輝達而言: 僅出資**50億美元**, 就可獲得**多重利好**, 包括1)若GPU能整合至CPU, 有助於從伺服器快速延伸至終端市場, 2)CUDA軟體生態及開發者黏著度將進一步強化, 3)NVLink可望加速普及, 4)借助英特爾製造產能, 有助於解決供給不足的問題(特別是中低端產品)。

對台積電而言: 1)台積電整體代工市佔率達7成, 先進製程市佔率甚至達9成, 輝達入股英特爾, 部分製程恐受瓜分, 但高毛利的先進製程仍難以撼動, 2)緩解產能吃緊問題, 3)降低遭指控壟斷的風險。**整體而言, 台積電受到的衝擊有限。**

終端產品出貨量比較



主要產品市佔率比較



房地產市場依然是顯著的短板：儘管政府積極出台多項穩定政策，但市場信心恢復緩慢，房價與房屋存銷比狀況持續不佳。房市低迷下，導致居民財富效應減弱，民眾購房意願與能力下降，進而抑制了其他大宗消費支出。這種情況不僅影響了房市自身，更對內需形成拖累。

民間消費復甦力道依舊疲弱：儘管官方持續透過降準降息等政策工具，然而信貸投放主要流向政府部門與國企。這種「官方拉動社融」的模式，雖能有效支撐總體經濟數據，但民間部門，尤其是中小企業與普通民眾，尚未觀察到有所起色。此外，日前官方9月起實施**強制**社保(五險一金：養老、醫療、失業、工傷、生育加住房公積金)」，雖然立意良善，但在民間需求低迷之際，恐讓員工(尤其低薪者)面臨更需勒緊腰帶的狀況。

當消費需求無法有效提升，企業生產意願與投資信心自然受到影響。現階段，尚未看到中國經濟全面性的復甦，後續觀察重點在於，如何將信貸資源更有效地導向民間，讓消費與投資成為拉動成長的雙引擎，而非單純依賴官方政策的推動。

民間消費還是偏弱，官方還是拉動社融的主要動能



資料來源：Wind預估。

五險一金基數調整，反而增添低薪者的負擔

項目	2024年 基數下限	月薪10000		月薪5000	
		企業負擔	員工負擔	企業負擔	員工負擔
養老	5,284	1,500	800	793	423
醫療(含生育)	5,996	450	200	270	120
失業	5,284	50	50	26	26
工傷	5,284	50	0	26	0
住房公積金	2,360	700	700	350	350
合計		2,750	1,750	1,465	919
項目	2025年 基數下限	企業負擔	員工負擔	企業負擔	員工負擔
養老	5,500	1,600	800	880	440
醫療(含生育)	6,236	450	200	281	125
失業	5,500	50	50	28	28
工傷	5,500	50	0	28	0
住房公積金	2,520	700	700	350	350
合計		2,850	1,750	1,566	942

註：以廣東省為例。
資料來源：國泰世華銀行整理。

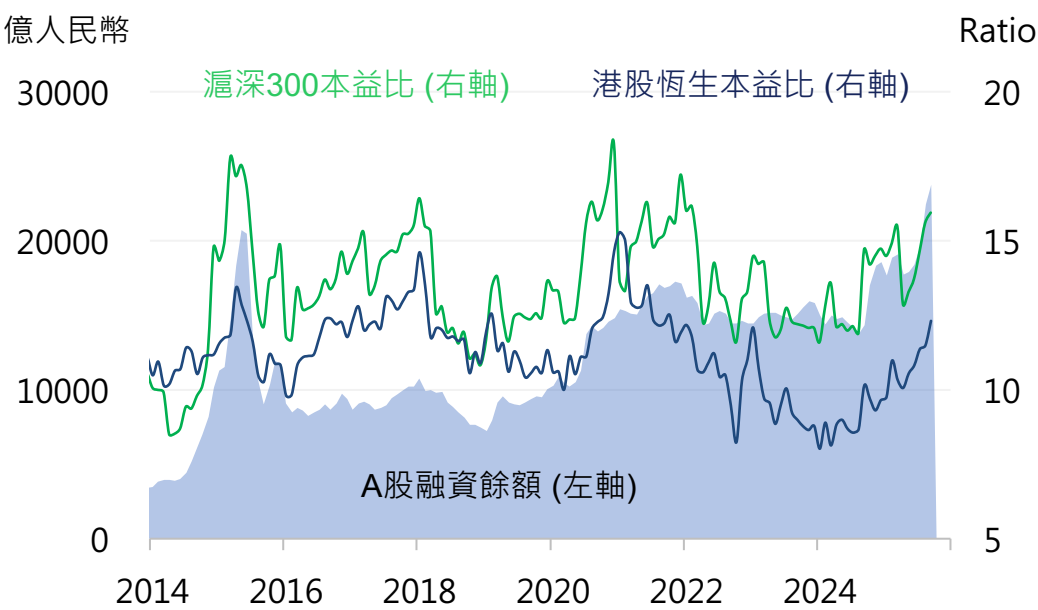
低薪者負擔反而增加

近期中港股市在官方政策與AI產業趨勢的雙重加持下，走勢相當強勁。特別是科技股板塊，受惠於官方態度轉向，及AI產業的蓬勃發展，呈現出顯著的成長動能。

不過，在樂觀的氛圍中，仍需保持審慎，避免追高。尤其近期**融資餘額快速升高**，顯示槓桿資金積極進場，這在短期內確實為市場增添動能，但同時也累積了風險。一旦市場情緒或外部環境發生變化，大量高槓桿資金可能導致拋售壓力陡增，也就是俗稱「多殺多」的情況，容易引發震盪。

長線來看，中國科技股的投資邏輯依然成立。官方政策從監管轉向支持，AI技術的快速演進也為科技龍頭企業提供了新的成長空間。儘管短期內可能面臨波動，但只要**官方支持政策與AI產業趨勢延續**，中國科技龍頭的長期投資價值仍然值得期待。

近期中港股走勢凌厲, 但須留心融資餘額快速升高



資料來源：Wind。

官方政策、AI產業趨勢加持, 中國科技龍頭仍是焦點

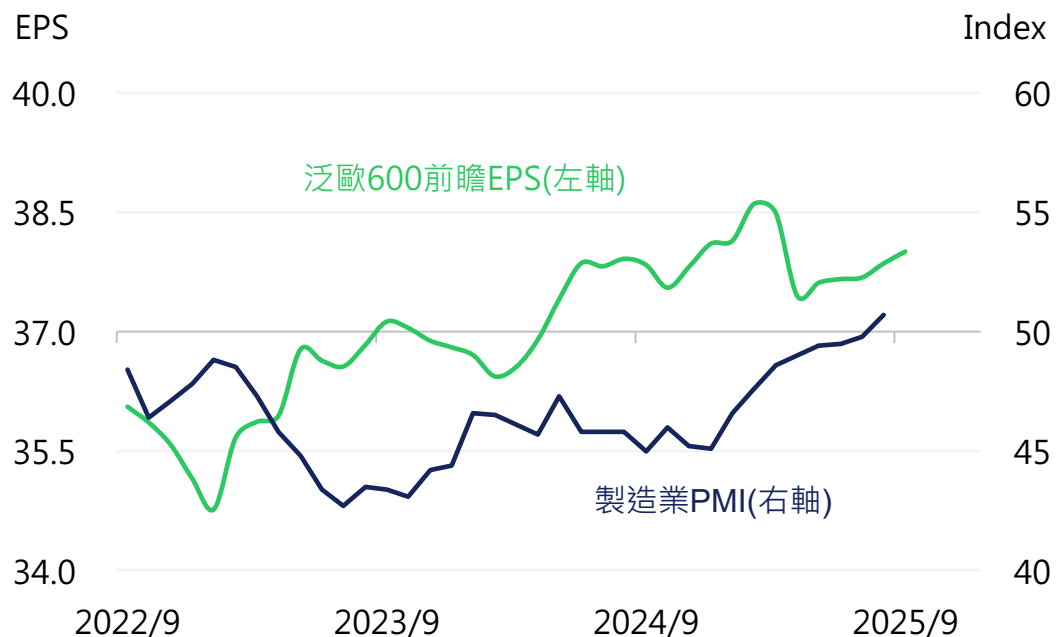
領域	中國 Big Tech	2026年EPS 年增長, %	美國 Big Tech	2026年EPS 年增長, %
社交媒體、雲業務	騰訊	13.5	Meta	6.1
電子商務、雲業務	阿里巴巴	28.1	亞馬遜	13.8
搜索引擎、雲業務	百度	9.5	Google	7.1
智能手機、設備	小米	29.4	蘋果	8.0
AI晶片設計	寒武紀	94.2	輝達	40.8
電動車製造	比亞迪	27.4	特斯拉	43.9
	中位數	27.8	中位數	10.9

資料來源：Wind預估。

美歐關稅衝突暫告段落, 歐洲獲得汽車關稅降至**15%**, 做為交換, 歐盟提案取消美國工業品關稅。企業獲利預估受到關稅戰影響頗大, 不過隨著關稅議題落幕, 製造業景氣自谷底翻揚, 將有望推動歐洲企業獲利緩步走強。

美國聯準會重啟降息, 而**ECB**則已在連續**1**年的降息行動中將利率大幅降低至**2.2%**, 降息除刺激經濟外, 也對股價評價面有提升的效果, 隨著美歐主要央行維持寬鬆, 加上獲利穩步成長, 歐股仍有向上空間, 短期受到法國政治不確定性及英國預算案可能加稅的消息面衝擊, 或許是逢低布局的機會。

製造業景氣好轉, 企業獲利有望持續成長



資料來源：Bloomberg。

降息有助歐股本益比上升



資料來源：Bloomberg。

惠譽將法國主權債信評由AA-調降至A+, 展望調整為穩定, 調整主因1)**債務比率高企**: 預期未來三年政府債務比重將持續攀升, 且後續亦無明確的穩定前景、2)**政治動盪**: 去年國民議會改選以來, 已更換三任內閣, 政治動盪削弱財政改革的能力。

現況方面, 新總理勒科努宣布將取消「減少2個公眾假期」的政策, 以期緩和民怨, 並拉攏野黨支持。然而, 隨總統馬克宏民調創下任內新低, 右派在野黨已率先表態反對, 並持續呼籲提前大選; 左派在野黨則訴求大幅提高企業與富人稅率, 與當前民意不符。**在左右兩難的背景下, 新總理恐仍難於短期內解決預算僵局。**

展望後市, 法國政治動盪持續, 增添後續穆迪、標普調整法國信評或展望的可能性, 需**留意法債利率再度揚升風險**。對於歐元的影響而言, 長線1) 聯準會降息帶動美歐利差收斂、2) 歐洲擴大國防支出提振景氣等利多因子不變, **歐元仍是長線看升, 但短期法國政治風險升溫, 恐對歐元帶來震盪整理的壓力。若有分散美元部位需求, 則可趁勢進行布局。**

政治動盪加劇財政惡化疑慮, 法國評等仍有調降風險

機構	評等	展望	備註
惠譽	AA- ↓ A+	穩定	<ul style="list-style-type: none"> 債務比率不斷攀升, 且未來並無債務穩定的明確前景, 降低財政狀況應對衝擊的能力 國內政治日益分化且趨於兩極, 削弱財政改革能力, 難以實現2029年債務比降至3%的目標
穆迪	Aa3	穩定	<ul style="list-style-type: none"> 10/24公布法國信評
標普	AA-	負面	<ul style="list-style-type: none"> 11/28公布法國信評

資料來源: 惠譽, Bloomberg。

法政治風險恐令歐元短暫承壓, 但長線利差收斂仍有利



資料來源: Bloomberg。

22

Monday

台灣失業率
歐元區 消費者信心

23

Tuesday

美國標普全球製造業PMI
美國里奇蒙Fed製造業PMI
歐元區製造業PMI
英國製造業PMI
德國製造業PMI
台灣出口
日本休市

24

Wednesday

日本製造業PMI
日本工具機訂單
德國IFO預期

25

Thursday

美國初領失業救濟金
美國耐久財訂單
美國躉售存貨
美國GDP

26

Friday

美國密西根大學預期
美國個人所得/支出
美國PCE
日本東京消費者物價

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