



國泰世華銀行
Cathay United Bank

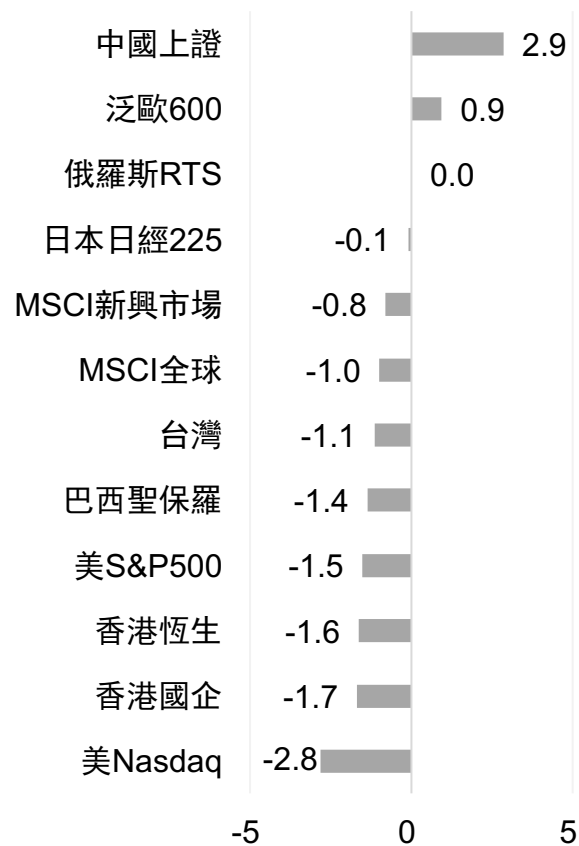
2025年8月22日

投資研究週報

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。

一週市場變化

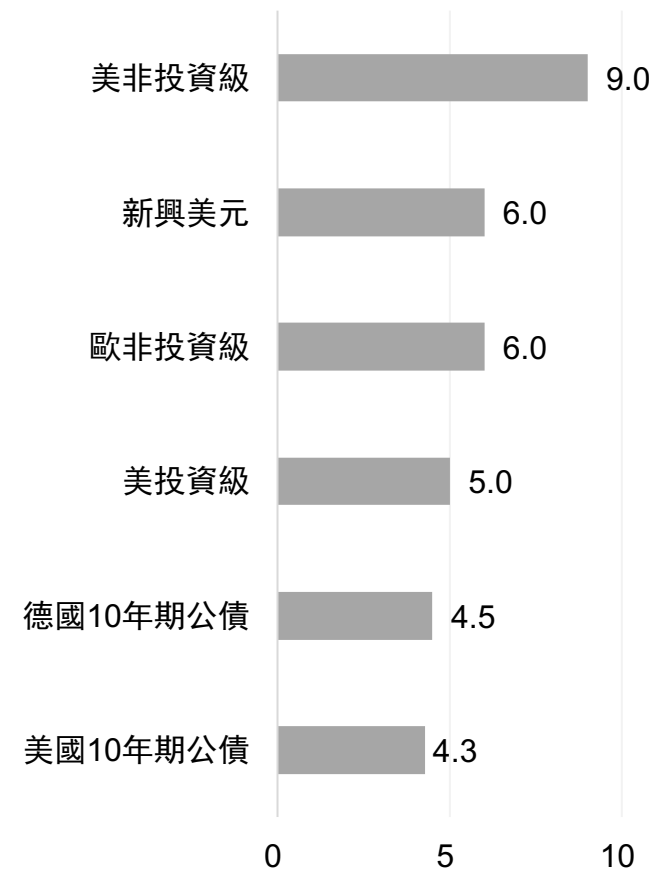
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/8/14 – 2025/8/21。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- **全球央行年會落幕，9月重啟降息？** 關稅對通膨影響尚不顯著，但勞動市場下行風險升溫，預料9月降息一碼，全年降息兩碼。惟需留意若通膨續升，恐令降息步伐放慢，為美債利率帶來短線反彈風險。
- **新台幣下探三個月新低，後市怎麼看？** 聯準會降息不確定性、台股消息紛擾，是新台幣短期不利因子。然而，在長線美元趨弱背景下，預料新台幣大貶空間有限。
- **補助換股權，台積電變美積電？** 美國對台積電補助金額占市值比重低，且入股仍需經台灣投審會審查。另外，台積電技術優勢穩固，即便美國入股英特爾，仍無礙台積電成長前景。

2. 後續看點

- 輝達財報(8/28)、美國PCE(8/29)、美國就業報告(9/5)

策略思維

1. **股市-企業獲利前景改善，但評價居高導致波動加劇：** 關稅風險降溫、各國將加大對美投資與採購，市場持續上修獲利，有利美股多頭延續。但短線上評價偏高，消息面紛擾恐令波動加劇，操作可採拉回後布局。
2. **債市-降息預期反覆擺盪，利率區間震盪：** 未來數月通膨仍可能上揚，意味著聯準會重啟降息後，幅度、速度有不及預期的可能性，為利率帶來反彈空間。但長線政策放鬆方向明確，可趁勢逢高鎖利。
3. **匯市-國內外利差將收斂，美元仍是低檔偏弱：** 聯準會料於下半年重啟降息，但主要央行則將放慢降息步伐，利差收斂將令美元維持低檔偏弱情勢。



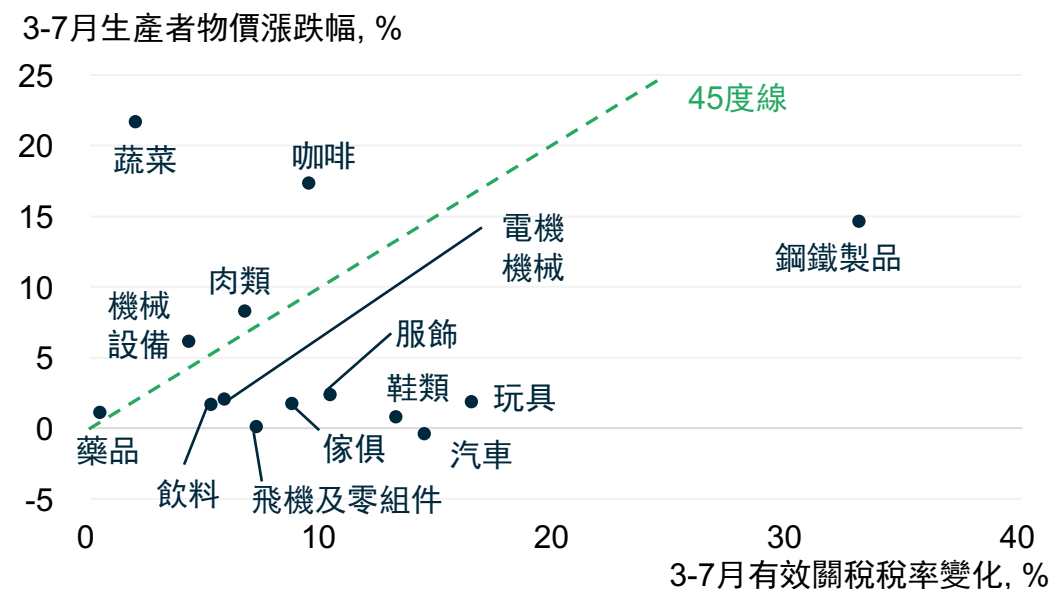
通膨 | 企業轉嫁關稅的趨勢未結束, 通膨仍有上行風險

觀察過去5個月進口物價指數, 部分商品跌價, 反映外國出口商吸收部分關稅成本, 但幅度、種類有限, 意味著**多數關稅仍由美國進口商吸收**。另一方面, 國內PPI各類產品的價格上漲, 反映企業轉嫁關稅成本。值得注意的是, **多數商品漲價幅度低於關稅增幅**。

未來企業是否向客戶轉嫁關稅成本, 是影響物價的關鍵。根據紐約Fed調查, 約5成企業考慮完全轉嫁, 或至少轉嫁半數關稅成本於客戶。考量當前企業漲價/轉嫁幅度有限, **未來幾個月PPI仍有進一步上升的可能性**。

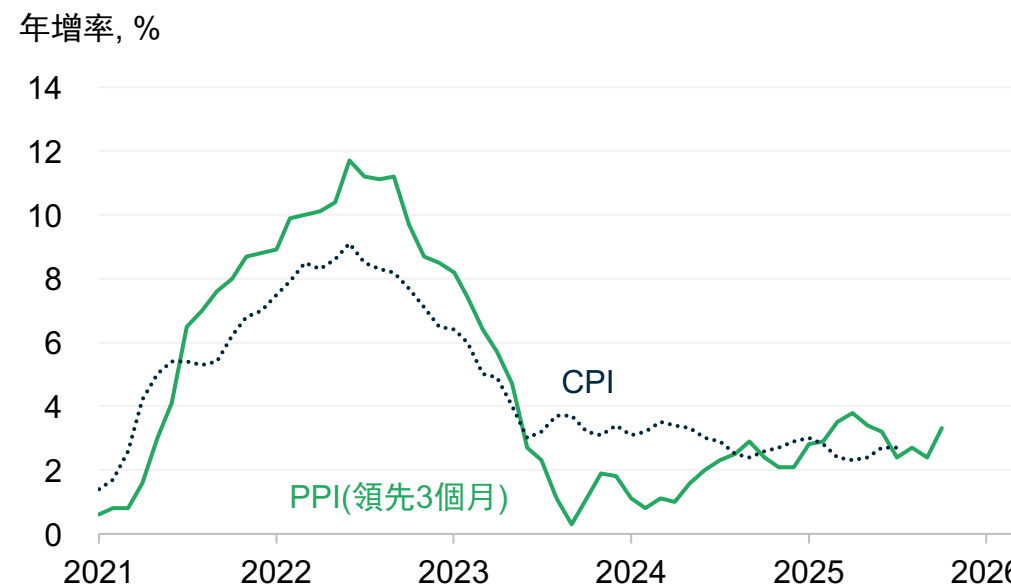
過往而言, PPI與CPI呈現高度正相關, 且前者領先後者約3個月(核心部分則為6個月), 意味著一旦未來進口商等上游企業持續轉嫁成本, 帶動PPI上揚, CPI將於後續隨之上升。故**6、7月CPI雖然升幅有限, 但難以斷定關稅的影響已結束**。

PPI產品漲幅低於關稅, 顯示轉嫁幅度有限



資料來源: Bloomberg。

PPI領先CPI, 且前者仍有上升風險



註: 2011/1-2025/7兩者相關係數為0.92。

資料來源: Bloomberg。

勞動市場 | 整體狀況仍屬平穩, 但下行風險有所升溫

7月就業報告發布後, 引發市場對於勞動市場的疑慮。

聯準會關注的失業率, 過去幾個月大致維持於4.2%。其他數據如: 初領失業金維持低檔、每週工時保持穩定, 皆顯示企業暫無大舉裁員的意圖。然而, 企業招聘意願確實降溫, 反映在就業動能放緩、職位空缺數下降的情勢之上。意味著**未來若企業對於經濟前景的信心出現惡化, 後續恐有裁員的壓力。**

整體而言, **勞動市場仍屬穩健, 但下行風險較此前有所提高。**

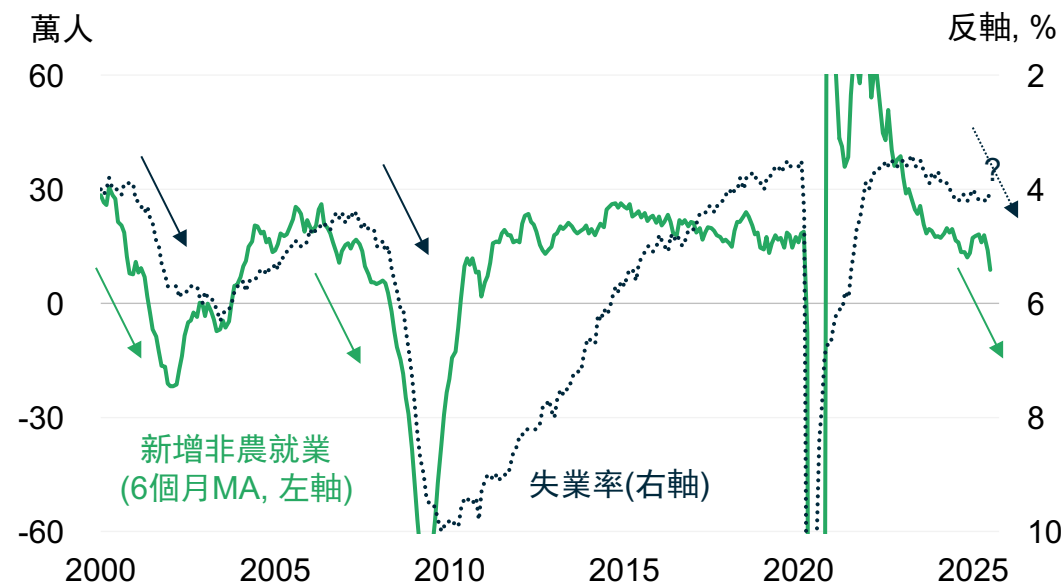
企業暫且保持觀望, 尚未大舉裁員



註: 裁員率為當月裁員人數占總就業人數比重。

資料來源: Bloomberg。

就業動能率先放緩, 可視為勞動市場警訊



註: 2000/1至今兩者相關係數為0.45。

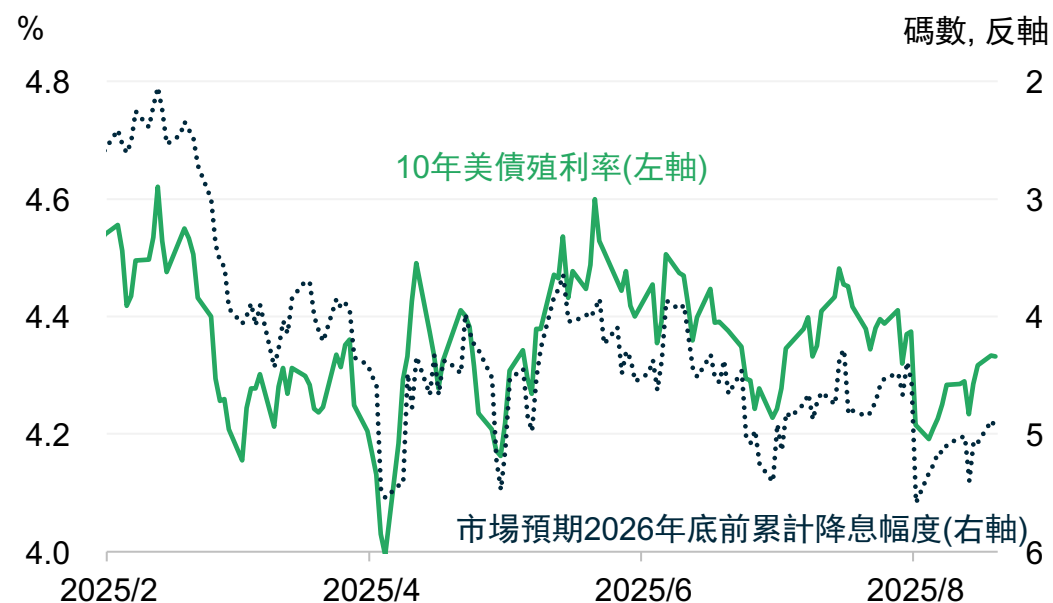
資料來源: Bloomberg。

債市 | 9月料降息一碼，後續步伐尚有不確定性，留意利率反彈風險

貨幣政策：考量關稅對通膨的影響尚不顯著，但勞動市場下行風險升溫，**預料9月將降息一碼，12月再降息一碼，全年共兩碼**。然而，需要留意近期多位聯準會官員談話，雖由觀望轉向支持政策調整，但態度並未如市場預期般鴿派，意味著**9月過後的降息步伐，目前仍存在不確定性**。

債市：若後續關稅持續推升物價，引發通膨疑慮，可能導致降息預期下修，需留意利率反彈風險。中長期而言，關稅對物價的影響料將淡化，且明年起川普的提名將令聯準會立場更加趨於鴿派，意味著降息空間有加大的可能，仍將引導利率回降。操作上，**可待利率出現反彈後逢高鎖利**。

降息預期修正，導致短線利率反彈



資料來源：Bloomberg預估。

Fed態度分化：部分官員仍對通膨感到擔憂

官員	談話內容	立場
Michelle Bowman (副主席, 理事)	若沒有關稅, 6月核心PCE年增應下滑至2.5%。雙重使命上應更重視就業風險。	極鴿
Christopher Waller (理事)	價格上漲應為一次性, 通膨上行風險有限, 不應等勞動市場惡化才調降利率。	極鴿
Stephen Miran (川普將提名為理事)	通膨得到控制, 通膨降溫正在醞釀中, 消費者尚未看到關稅帶來的實質性上漲。	極鴿
Alberto Musalem (聖路易斯, 2025年投票權)	擔憂關稅的潛在影響, 若FOMC採取更大幅度降息, 將與現行經濟數據不符。	鷹派
Jeffrey Schmid (堪薩斯城, 2025年投票權)	經濟展現動能、商業信心回穩, 貨幣政策偏緊為合適, 支持利率維持不變。	鷹派
Austan Goolsbee (芝加哥, 2025年投票權)	就業增長放緩可能反映移民的下降, 對於CPI中服務通膨上升感到擔憂。	中立

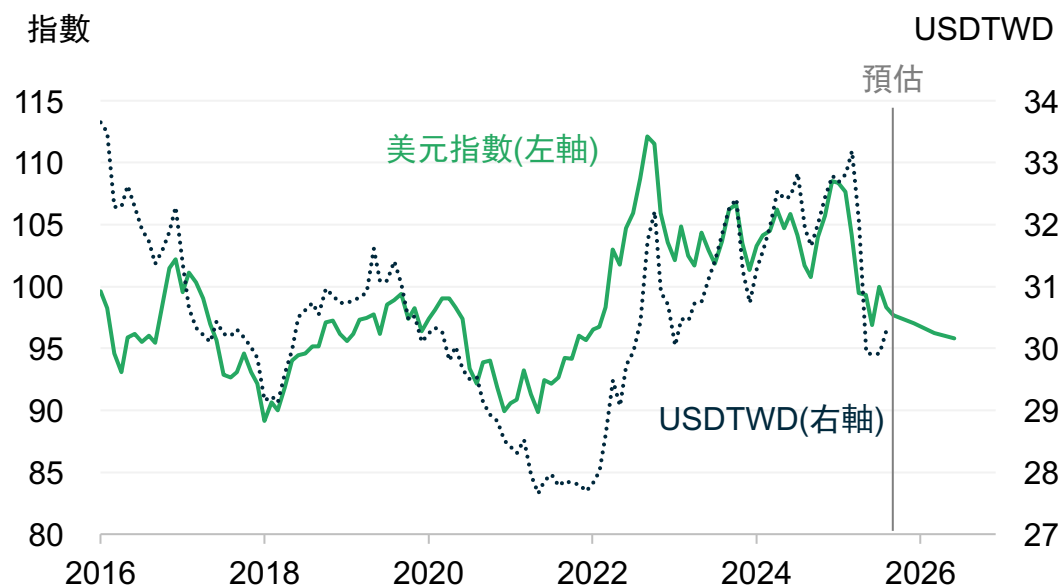
資料來源：國泰世華銀行整理。

新台幣 | 短期不利因子擾動, 但長線美元趨弱, 亞幣大貶空間有限

短期間聯準會降息路徑的不確定性、台股消息面紛擾, 是新台幣的不利因子。然而, **預料大貶空間有限**, 主因今年以來出口動能強勁, 貿易順差較去年同期大增290億美元(71%), 基本面提供有利支撐。

中長線而言, 聯準會政策寬鬆方向明確, 且明年川普提名新任主席與理事後有加大降息的空間, 將導致**美元長線趨弱, 預料新台幣回檔調整後, 後續仍有再走強的空間**。值得注意的是, 1)隨聯準會重啟降息、傳產與內需趨弱、房市降溫等, 都給予CBC政策寬鬆空間, 加以2) Q2新台幣大幅升值, 不利出口競爭力, 皆意味著後續亞幣的升勢料較上半年和緩。

Fed組成漸轉鴿派, 為美元長線偏弱、非美升值的背景

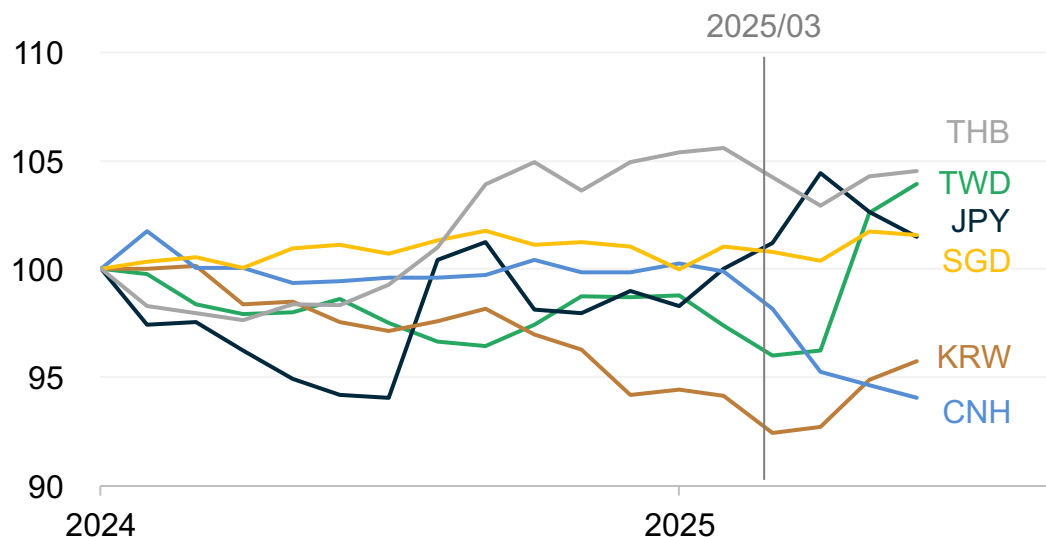


註: 2016/1至今兩者相關係數為0.61。

資料來源: Bloomberg預估。

新台幣Q2有效匯率升值8.3%, 遠高於競爭對手

實質有效匯率指數, 2024/1=100



資料來源: Bloomberg。

美股 | 基本面前景改善有利股市多頭格局, 惟評價居高恐令波動加劇

隨關稅不確定性趨於明朗, 加以大而美法案闖關, 以及各國承諾加大對美採購與投資, 市場持續上修美股獲利預測值, 預期今、明兩年將成長9.2%、12.7%, 雙雙高於過去30年平均水平8%, 是美股多頭延續的有利因子。

然而, 隨美股再創新高, 評價亦來到高檔。高評價雖不必然造成股市回檔修正, 但恐令投資人趨於謹慎, 需留意消息如聯準會降息步伐可能不如市場預期、半導體、藥品、銅等232調查待公布、美國政府入股企業等的擾動加大市場波動幅度。

因此, 操作上**可採買進持有策略, 若短期有拉回修正, 可趁勢再提高布局比重。**

關稅風險降溫、川普政策作多, 企業獲利持續上修



資料來源: Bloomberg預估。

本益比創高之際, 風險因子擾動恐加劇股市波動



註: 2025年至今兩者相關係數為0.81。累計降息幅度以聯邦基金利率4.25至4.50%與市場對於年底之預測值之差距計算。

資料來源: Bloomberg預估。

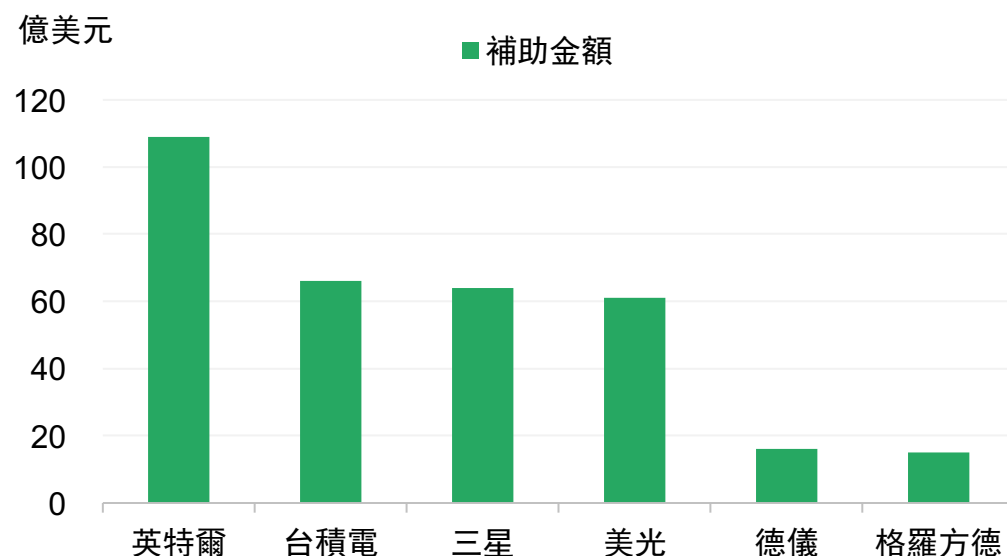
台股 | 美國政府擬入股英特爾與台積電，後續如何看？

美國商務部長盧特尼克19日表示，美國正與英特爾洽談收購10%股份。知情人士透露，美國擬以相同方式以補助換取股權，涉及美光、台積電及三星。其次，美國政府入股英特爾後，可能施壓美國主要IC設計公司向英特爾下單，引發台積電及其主要客戶股價下跌。

對英特爾而言，1) 美國政府補助100億美元，而英特爾市值僅1000億美元，美國政府可望成為最大股東，2) 若美國政府向輝達、蘋果施壓，確實有助於英特爾訂單提升，3) 然而，美國入主並無法解決技術落後問題，且英特爾IDM模式是否涉及剽竊客戶技術，仍存疑慮。

對台積電而言，1) 美國政府補助66億美元，但台積電市值已逾1兆美元，即使換股權，對經營層面影響不大 (占台積電市值僅0.7%)，2) 若英特爾能突破良率瓶頸，對客戶而言並非壞事，也有助於緩解台積電產能吃緊，3) 台積電技術領先且市佔率高，仍是台股首選。

美國晶片法案補助金額



註：英特爾補助金額另包含額外的國防預算訂單約30億美元。

資料來源：國泰世華銀行整理。

台積電客戶恐面臨向英特爾下單壓力

台積電前10大客戶	8/19~20漲跌幅, %
蘋果	-0.1
輝達	-3.5
聯發科	-3.9
高通	-1.7
AMD	-5.4
博通	-3.6
亞馬遜	-1.5
英特爾	+7.0
Sony	-1.1
Marvell	-6.1

資料來源：Bloomberg。

台股 | 指數見高拉回, 前高附近恐震盪

台股加權指數一度突破2024/7的歷史高點, 成交量也逐步放大, 然而以中小型股的上櫃指數距離高點則仍有一段距離, 顯示本波行情仍由重量級權值股主導。無獨有偶, 上市加權指數觸及歷史高點的壓力區, 上櫃指數也反彈至2024/7高點以來的下降壓力線, 指數漲幅已大, 且觸及壓力區, 可能使得追價買盤縮手, 以及解套賣壓湧現, 行情恐轉為震盪走勢。

台股4個月急彈7千點, 雖然科技龍頭股獲利成長性佳, 但本益比的急速拉升, 也使得評價面來到近期高點, 尤其過去台股本益比高於1倍標準差多屬於相對高位, 投資人可以等待指數適度拉回再進行布局。

台股上市及上櫃指數觸及壓力區



資料來源: Bloomberg。

台股評價來到近期高點



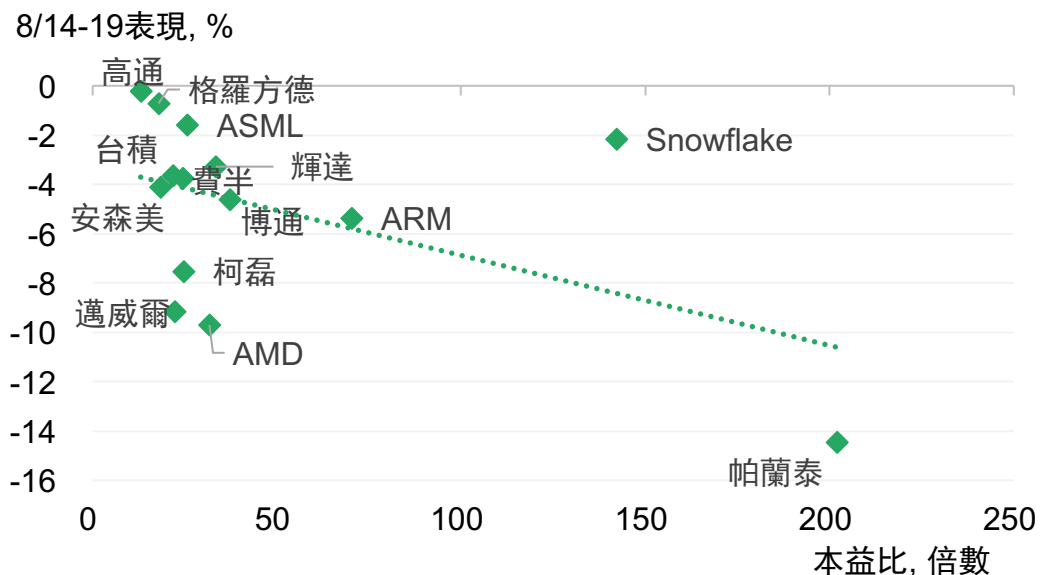
資料來源: Bloomberg。

科技 評價偏高成為修正的理由，但整體獲利穩健，股市拉回後可分批增持

Open AI執行長Altman受訪表示，新創公司估值過高，Palantir遭放空機構鎖定等利空因素，股價單日重挫9%，此外，美國政府入主英特爾，市場擔憂影響台積電前景，也使得科技股近日開始回調，費城半導體指數波段跌幅約4%。自4/8以來，科技股已大幅反彈，費城半導體指數更是暴漲65%，遠高於標普500的30%的漲幅。因此，近日的回調，可視為漲多回落，反而是股市的良性循環。

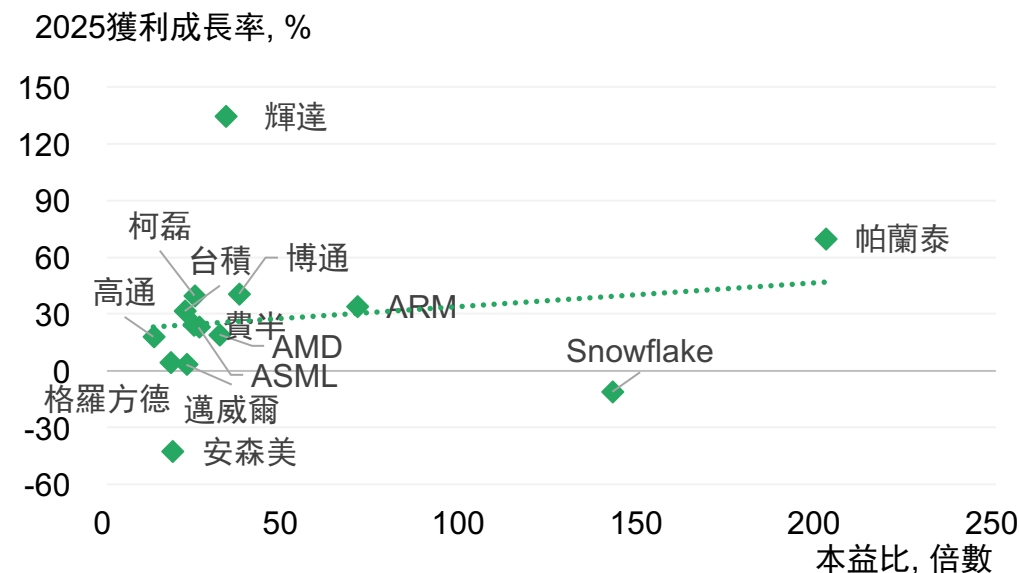
展望未來，部分科技估值確實偏高，如Palantir前瞻本益比高達200倍，確實可能成為空頭狙擊的對象，但AI趨勢未變，大型半導體公司獲利也穩健，包括台積電預估成長31%，博通成長40%，輝達更是上看134%。股市操作上，若科技股波段跌幅逾5%，可考慮分批進場。

部分公司評價偏高，成為市場修正的理由



資料來源: Bloomberg。

多數半導體公司獲利穩健，支持股價走勢



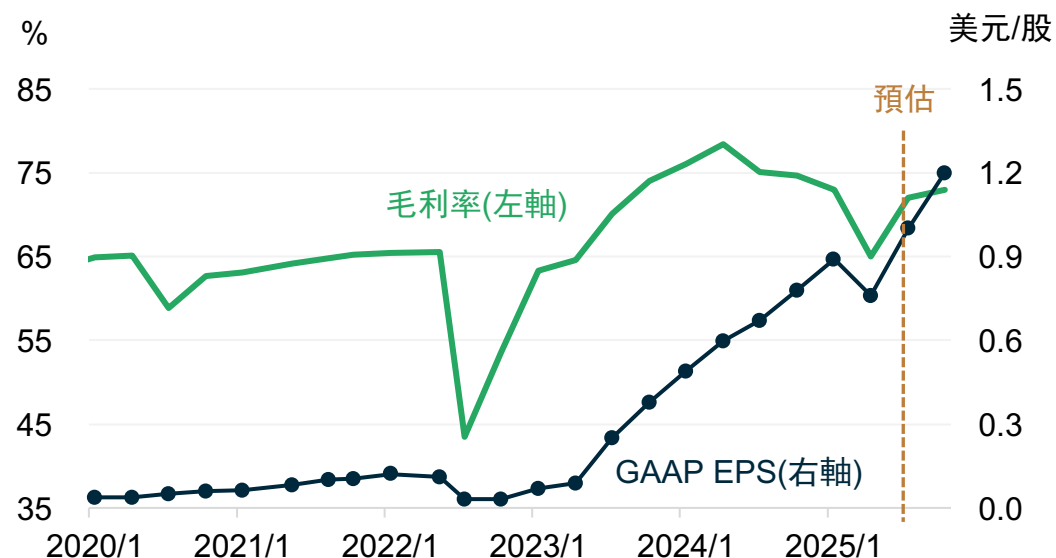
資料來源: Bloomberg。

科技 輝達財報前瞻：H20解禁有助獲利提升，仍有高點可期

輝達預計於8月28日盤後公布最新財報，研判營收將再創新高，從前期的440億美元提升至460億美元。此外，受到H20解禁影響，先前的庫存損失將重新認列為獲利，推升EPS大幅彈升，同時毛利率也有望重回70%關卡。市場同時關注：1) Blackwell下半年產能提升狀況與下一代Rubin的推出時間，2) H20產能提升的時程及其未來貢獻。

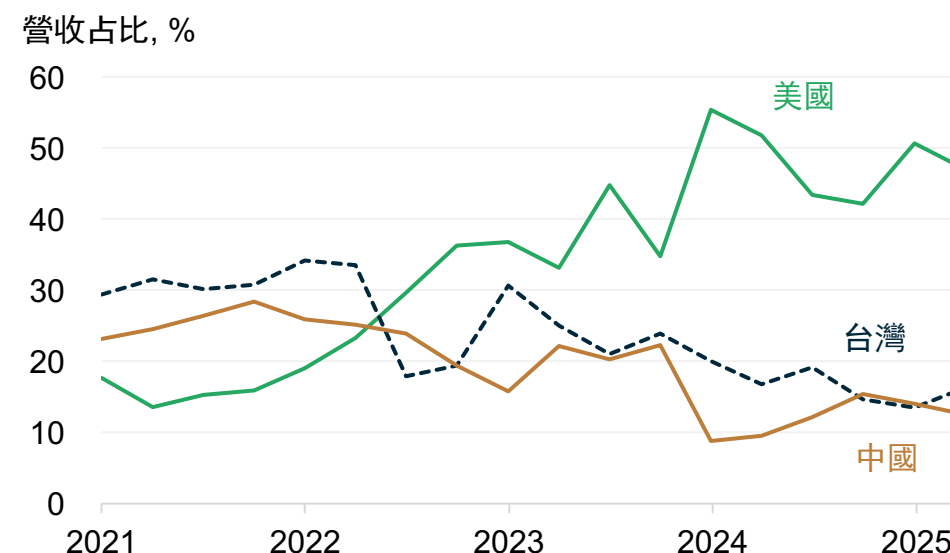
根據報導，輝達已與美國政府達成協議，將中國低區收入的15%上繳以換取禁令放寬，預期中國地區收入將逐步回升。此外，自Q2財報以來，主要CSP業者仍持續擴大資本支出，有助於強化輝達未來的營收動能。因此，隨著政治風險降溫與營收動能增強，輝達長線仍具投資吸引力，但短期可能因評價偏高而面臨回檔。

H20解禁後，輝達獲利與毛利將明顯回升



資料來源：Bloomberg預估。

輝達營收占比



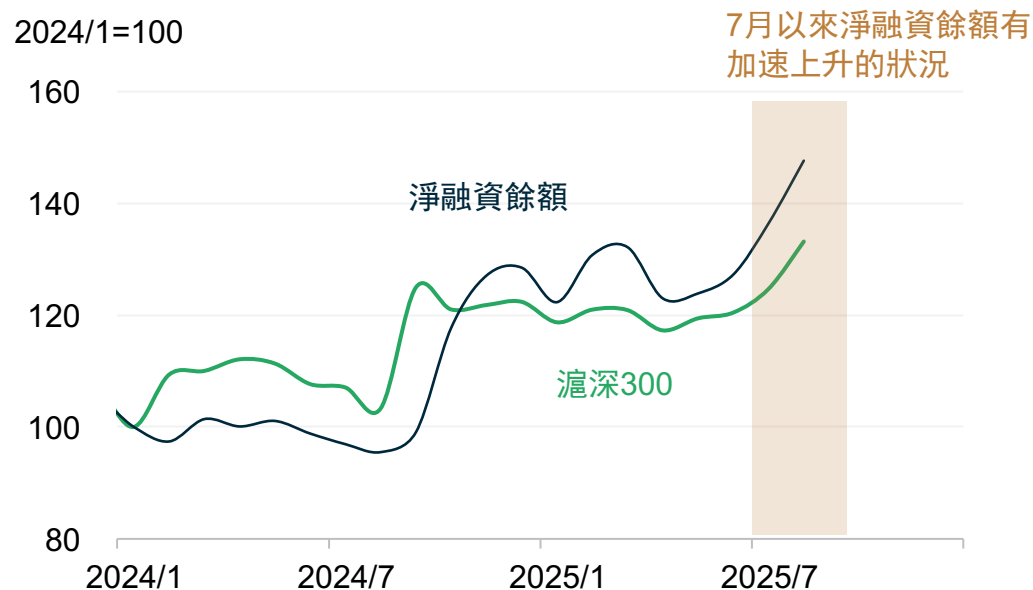
資料來源：Bloomberg。

中國 A股創十年新高, 惟利多政策陸續出爐後, 需留意短線行情過熱

1)中國財政部、人行等聯合發佈《個人消費貸款財政貼息政策實施方案》，自2025年9月1日起實施，暫訂一年。該政策針對居民使用消費貸款(不含信用卡)的部分，**提供年化1%貼息(中央承擔90%、地方10%)**，每人累計貼息上限3000元。為首次中央實施個人消費貸款貼息，意在降低借貸成本，激發消費。2)人行也在Q2貨幣政策執行報告中，將「**促進物價合理回升**」作為**重要目標**，服務消費的價格穩定被視為防通縮關鍵。

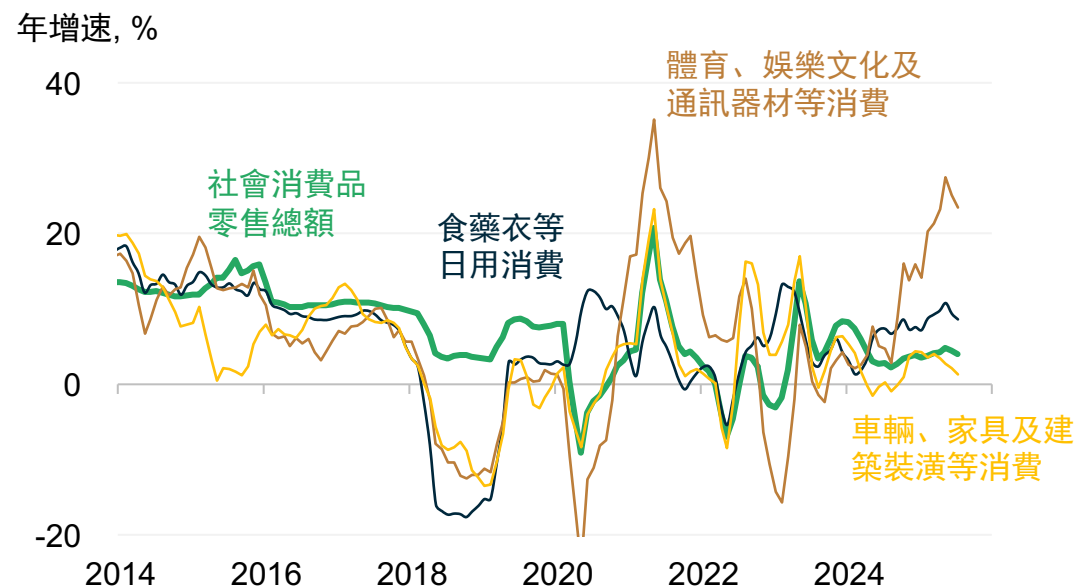
受惠於7月政治局以來，官方陸續推出反內捲、拉消費等政策，評價面回升、A股突破今年3月壓力，惟**7月以來淨融資餘額有加速上升的狀況**，宜留意短線行情可能過熱。另方面，由近期的消費數據可看出：汽車與房地產等相關支出年增速持續疲弱；反之，**體育、娛樂及通訊器材等消費則呈現大幅成長**，與今年騰訊線上遊戲等營收亮眼相輝映，凸顯消費降級下，低單價的消費影響較小。雖然官方政策讓A股落後補漲，但總經背景影響下，**網科類股比重較高的H股**，應該還是選股的主流，可待指數拉回10日線、月線一帶再逢低買進。

A股創十年新高, 惟留意短線行情過熱



資料來源：Wind。

今年以來, 消費類別差異甚鉅, 也反應在類股表現差異



資料來源：Wind。

台灣 經濟成長強勁但結構呈現分化；傳產承壓、房市降溫, 預期年底CBC有寬鬆空間

主計總處8月預估上修台灣全年GDP1.35個百分點至4.45%，由成長率貢獻度來看，主要受到AI火熱趨勢，帶動出口大幅上修所致，然而**GDP結構出現明顯分化**，在出口火熱同時，國內消費則遭下修。細究其原因，1)與受惠AI的資通及電子從業人員占總就業不到10%，而受到關稅拖累較大的**傳產業**，已零星開始出現減班的狀況，2)國內消費類又被國外消費所排擠，3)**房市降溫**，**財富效應減弱**，皆為國內消費疲弱的原因。

下一次央行理監事會(9/18)，即為第七波信用管制滿周年之際，觀察央行**重視的不動產集中度已由高點緩步回落**、**房市交易量明顯萎縮**、**中古屋價格微跌**、**新成屋價也幾乎走平**，顯示信用管制已具成果，加上今年4月以來對等關稅、新台幣大漲使傳產業承壓、國內消費轉弱下，預期**央行關注重點將由房市、通膨，轉向景氣**，雖**9月按兵不動機率高**，但愈往年底走台灣央行應有機會啟動降息循環。

GDP結構出現明顯分化, 外熱(出口)、內冷(消費)

yoy經濟成長率之貢獻 (百分點)	經濟 成長率	民間 消費 (C)	固定資本 形成 (I)	政府 消費 (G)	國外 淨需求 (X-M)
114全年(5月預估)	3.10	0.77	0.78	0.32	1.23
114全年(8月預估)	4.45	0.40	1.03	0.31	2.71
114全年經濟成長預估 貢獻度變化(8月-5月)	1.35	-0.37	0.25	-0.01	1.48

	114全年	Q1	Q2	Q3	Q4
民間消費年 成長率(%)	0.85	1.32	0.49	0.63	0.96

資料來源：主計總處預估。

第七波信用管制具成果：房市熱潮降溫

類別	項目	2024/9	2025/6	變化, %
房貸面	不動產貸款集中度(%)	37.4	37.0	-0.4
	房貸餘額年增率(%)	11.3	7.4	-2.9
交易量	買轉移轉動數(12月移動平均, 萬棟)	35.9	30.4	-15.3
	預售屋成交件數(件)	7141	3348	-53.1
價格面	信義房屋房價指數(多反映中古屋)	168.5	164.39	-2.4
	國泰房價指數(多反映新成/預售屋)	158.99	161.67	1.7

資料來源：Bloomberg, 國泰建設, 信義房屋。

Aug 2025

25

Monday

美國新屋銷售
菲律賓休市**26**

Tuesday

美國耐久財訂單
台灣工業生產**27**

Wednesday

中國工業利潤
澳洲CPI**28**

Thursday

美國GDP
美國初領失業金人數
歐元區貨幣供給
歐元區ECB會議記錄**29**

Friday

美國PCE
歐元區消費者通膨預期
日本失業率
日本零售銷售

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及媒體記者之參考資料，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