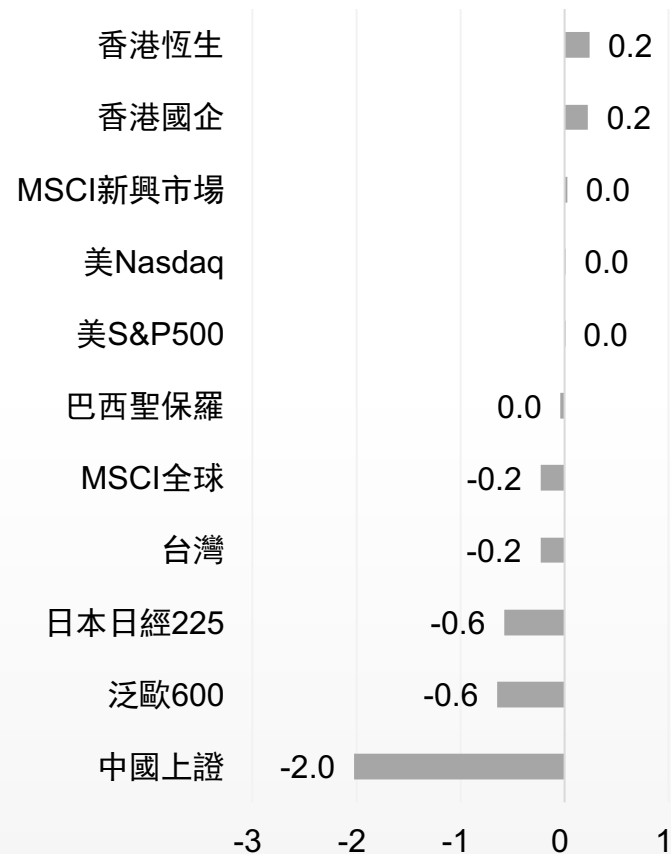


投資研究週報

2025年9月5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。

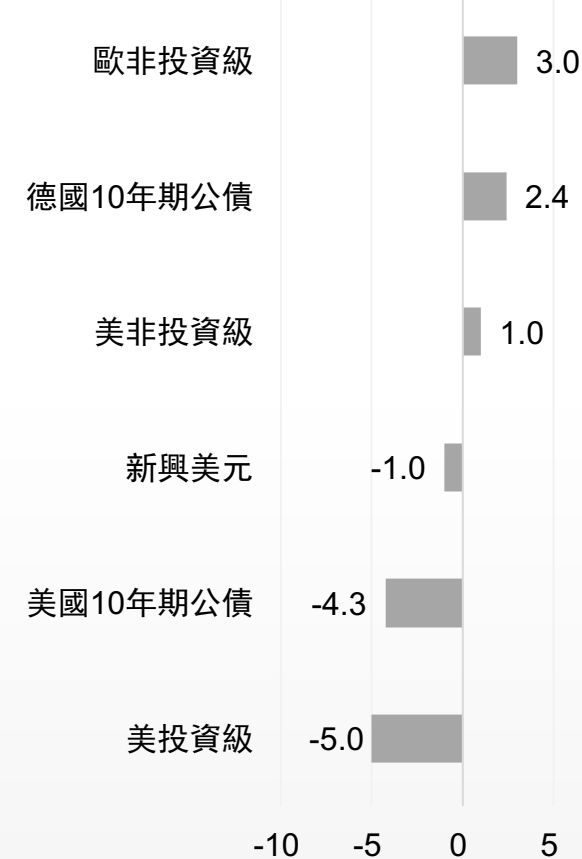
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/8/28 - 2025/9/4。

資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

- **就業數據放緩，引導短率走低**：繼5-7月非農數據大幅下滑後，加上7月職缺數明顯下降，補足勞動缺口，9月降息幾乎已成定局，若後續就業市場持續放緩，今年降息有望超過2碼，有利短端利率逐步下滑。
- **歐洲政經風險，帶動長端利率上彈**：歐洲政治與財政陷僵局，法國總理在9/8信任案投票中恐被迫下台，英國財政赤字持續擴大，需透過減支或增稅因應，引發市場擔憂，歐洲長端利率短期恐維持高位震盪。
- **股市高位之際，類股快速輪動**：Marvell、Dell財報不佳，美國晶片新令，加上阿里自研晶片，使科技股動能轉弱。另一方面，羅素2000受惠降息預期，獲利可望大幅改善，有利股價續創波段新高。

2. 後續看點

- **央行**：9/11 ECB、9/18 FOMC、台灣央行。**經濟數據**：9/10 PPI、9/11 CPI。

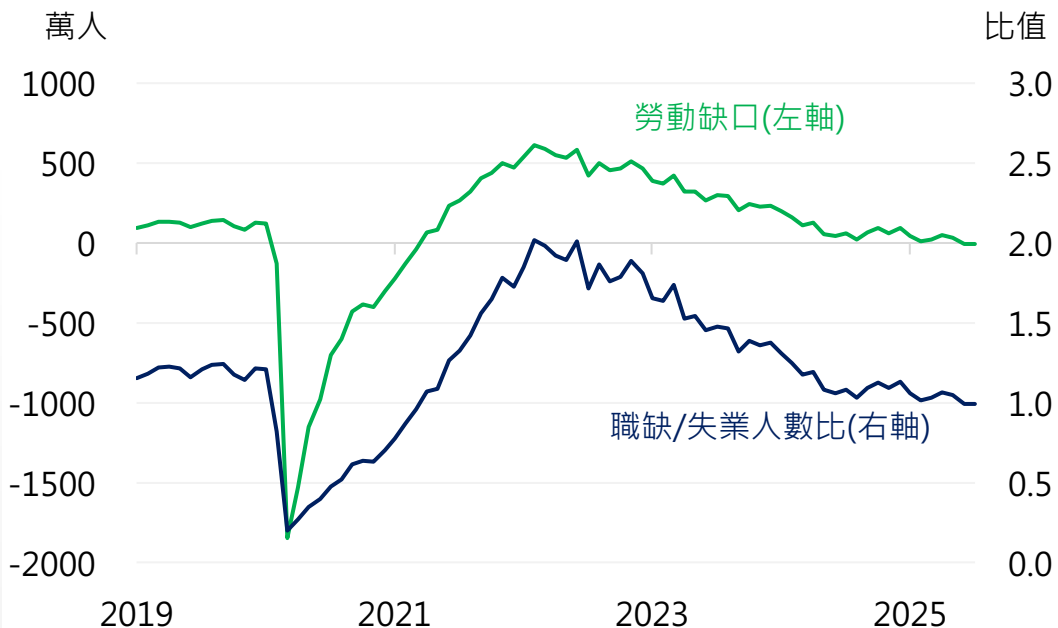
策略思維

1. **股市-企業財報報喜，可逢低布建**：企業財報報喜，有利後續表現，但股市評價較高容易震盪，拉回後再逢低布局，並分批、多元配置。
2. **債市-布局以中短債為先**：就業數據放緩，降息節奏逐步明朗，有利中短天期殖利率逐步往下。
3. **匯市-美元短線反彈，但仍將逐步轉弱**：歐洲政治與財政風險，使得歐元轉弱，驅動美元反彈。不過，聯準會降息循環可望重啟，美元將逐步轉弱。

JOLTS報告顯示, 7月就業市場出現明顯轉折, 職缺數降至10個月來最低水準, 僅718萬個, 且首次低於失業人數, **顯示勞動市場已由供給不足轉為小幅過剩**, 進一步印證勞動市場逐步放緩的跡象。Fed理事華勒於9/3表示, 央行應在9月的政策會議開始降息, 並在未來幾個月內多次調降。

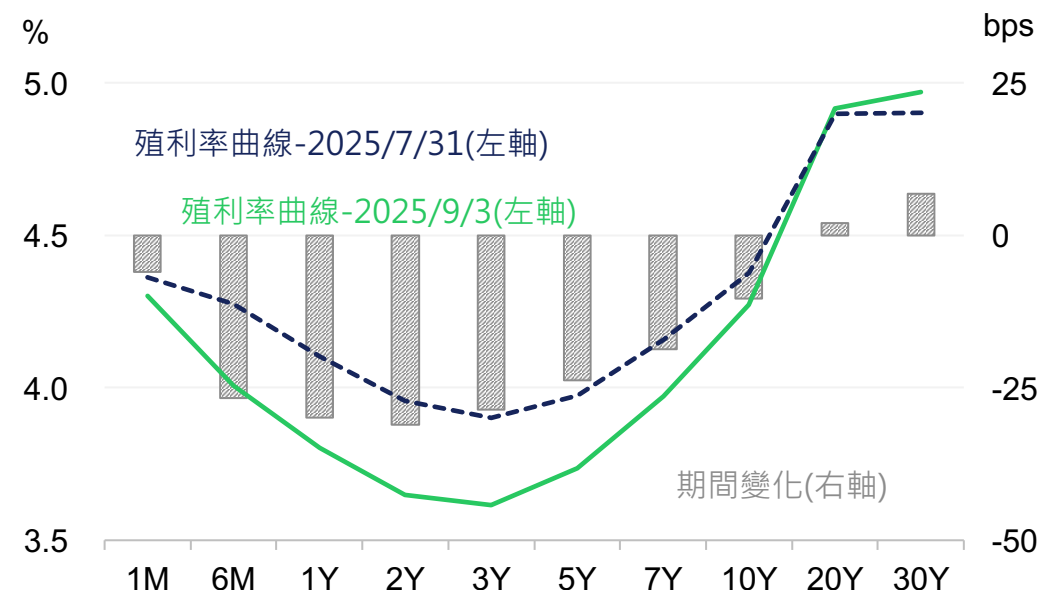
債市方面, 自7/31非農公布以來, 2年期美債殖利率已下滑近35個基點, 加上JOLTS職缺數不如預期, 短端利率跌破3.6%, 逼近一年內低點。若未來就業數據持續放緩, 聯準會全年降息幅度可能擴大至3碼, **短端利率仍有下滑空間。不過對長端利率而言, 通膨預期仍偏高, 財政赤字憂慮加重, 聯準會獨立性仍受關注, 使得未來下降空間相對有限, 殖利率曲線更偏陡峭。因此, 目前債市配置上仍以中短天期為主。**

職缺數大幅降低, 勞動缺口已補齊



資料來源：Bloomberg。

公債殖利率曲線維持陡峭



資料來源：Bloomberg。

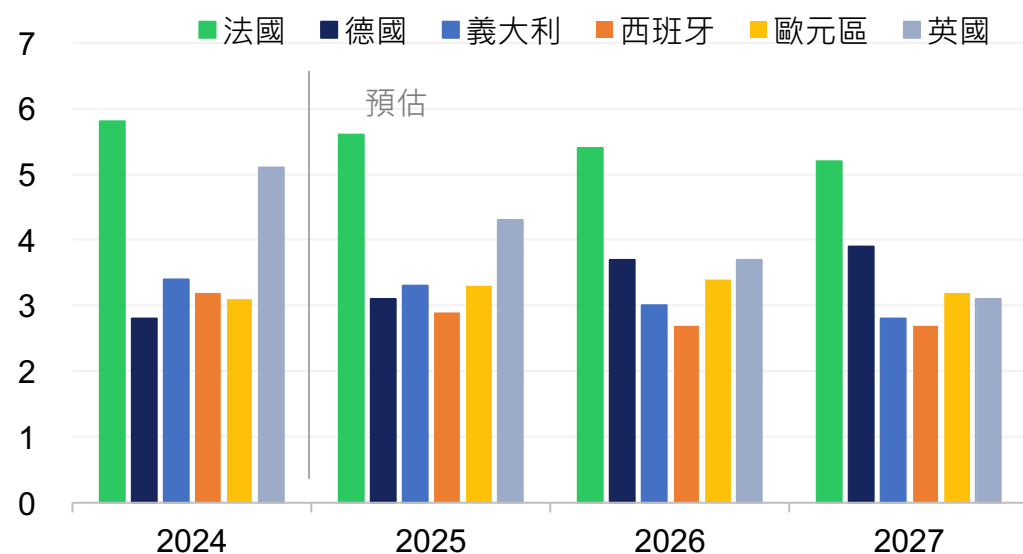
法國總理信任投票風險：總理Bayrou為了推動削支計畫, 主動提出信任投票(9/8), 但無論是左派的社會黨或是極右翼政黨「國民聯盟」均表態將投下不信任票；若Bayrou敗選, 將成為法國兩年內第四位倒台的總理。短期財政問題難解, **德法10年公債利差上升至今年的高點**。

英國內閣重組、預算案前景不明：首相Starmer重組內閣, 任命原外交大臣Cleverly為內政大臣, 並邀請前首相Cameron回鍋出任外交大臣。另一方面, 市場焦點轉向秋季預算案, 由於財政大臣Reeves 於7月提出的**削支計畫未獲首相支持**, 市場預期預算案將轉向以**增稅為主軸**, 恐加重企業負擔。**英鎊與英債承壓**：英國10年公債殖利率自8/28以來上升11bps, 而英鎊於9/2單日重貶逾1%, 反映市場對財政政策的擔憂。

歐債布局上, 目前也以中短天期為主, 長天期債券因政治與財政僵局, 仍偏高位震盪。

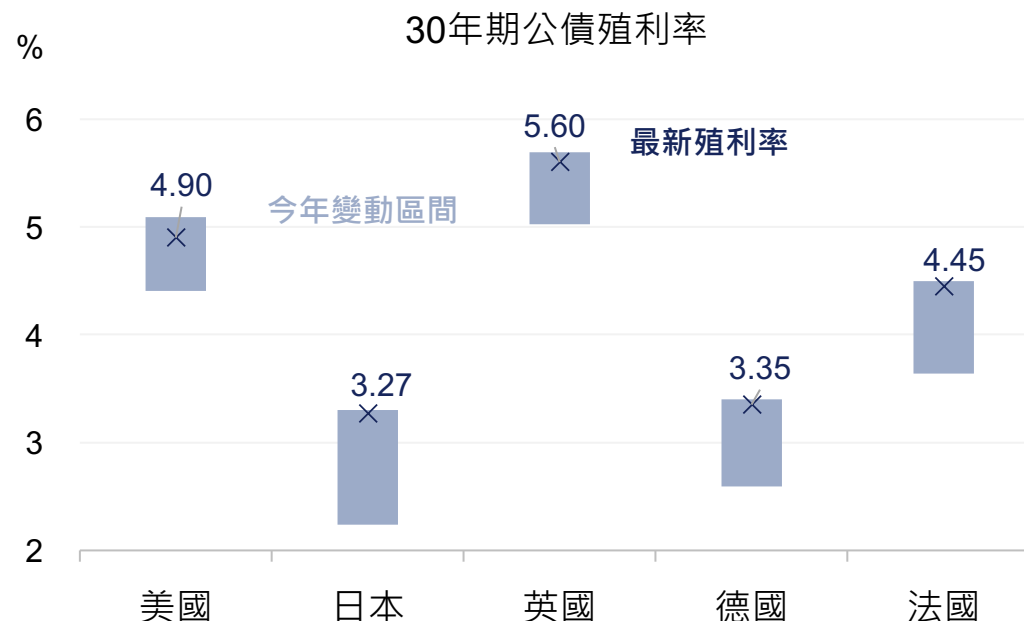
英法債務偏高, 但改革之路不順

赤字/GDP, %



資料來源：Bloomberg預估。

財政議題影響, 30年公債利率紛紛走高



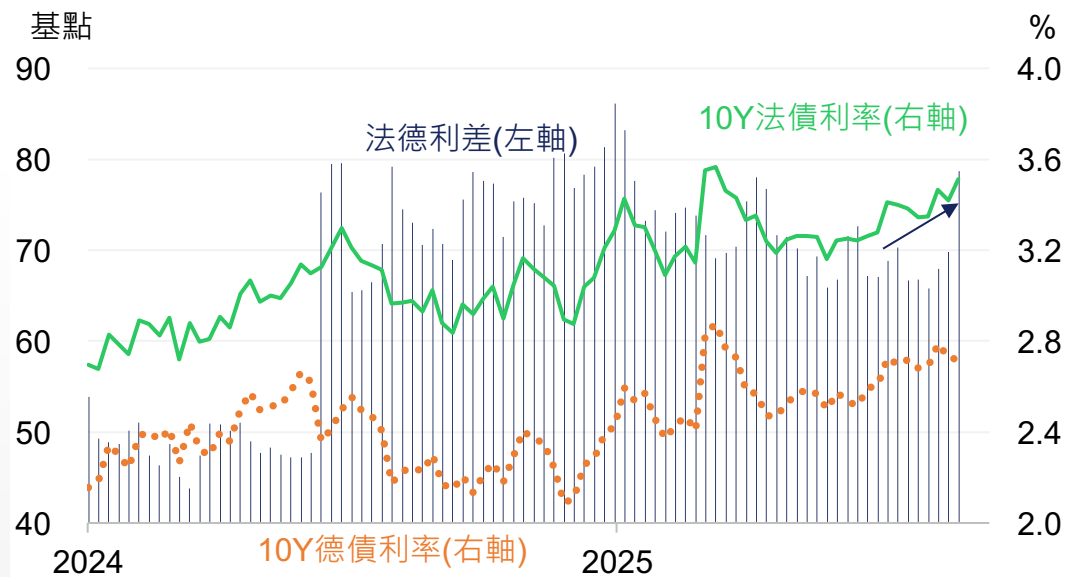
資料來源：Bloomberg。

法國再度陷入預算僵局, 從而衍生總理下台的政治不確定性。政治風險升溫、財政前景惡化的可能性, 推升中長天期法債利率揚升, 30年期更創下16年新高。與德國之利差亦明顯擴大, 逼近去年Q4(同為預算僵局)的高位。

對於歐元的影響而言, **短期內法國預算僵局難解、政治動盪延續, 恐對歐元帶來回檔調整壓力**。中長線而言, 1)法國政治僵局終將落幕、2)德國大舉擴張財政支出的2026財年預算可望於Q4下旬通過, 有助明年歐元區景氣加速回溫、3)川普布局下, 聯準會有加大降息力道的空間。**預料歐元長線偏升的趨勢不變, 若有分散美元部位需求, 可待歐元短線承壓進行布局**。

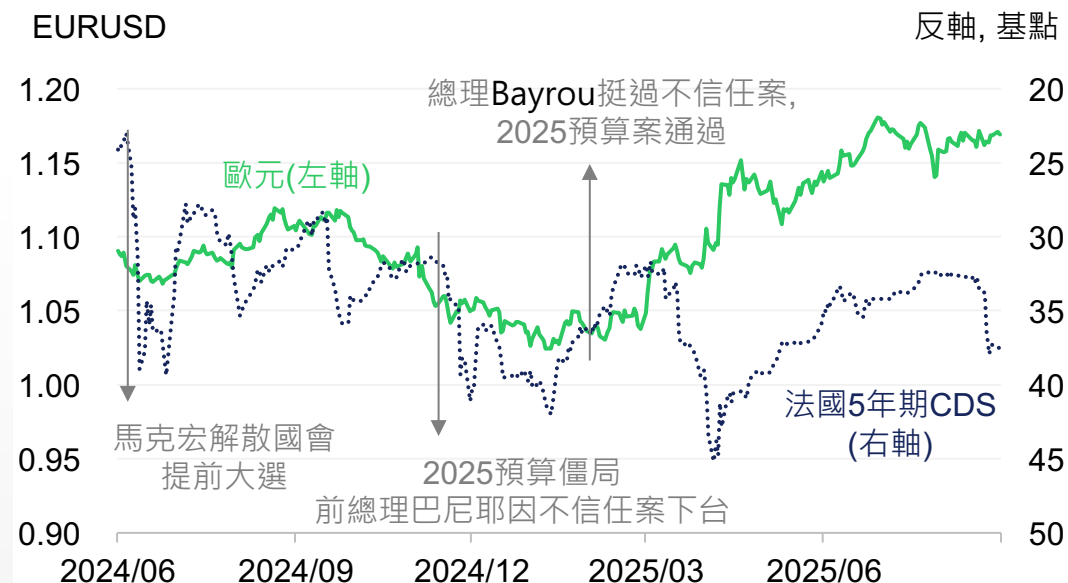
對美元而言, 短期因為法國政治風險升溫引發歐元回檔修正, 帶動美元高盤, 但聯準會將重啟降息循環, 且明年存在加大降息力道可能性, 意味著美元中長線仍將呈現低檔偏弱格局。

法國風險升溫, 法德利差顯著擴大



資料來源：Bloomberg。

過往法國政治風險升溫, 歐元皆短暫承壓



資料來源：Bloomberg。

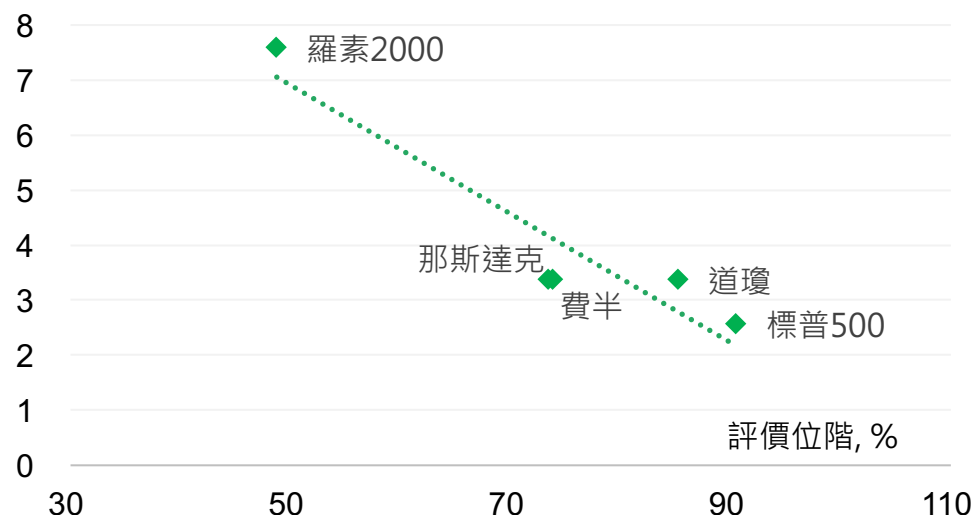
隨著貿易戰暫告尾聲, 加上市場對聯準會降息的高度預期, 美股屢創新高。但自8月以來, 市場雜音再度升溫, 包括半導體新禁令, 使得自4月以來最為強勢的科技股漲勢明顯轉弱。另一方面, 小型股卻開始轉強, **主因有三, 1)評價面位階相對偏低, 2)受惠於減稅及政策利多, 明年獲利展望顯著改善, 3)小型股對利率敏感度較高。**

以小型股羅素2000為例, 其主要成分以工業與金融類股為主, 預估明年成長率可望超過20%。此外, 能源類股因基期偏低, 明年獲利成長率甚至可能翻倍, 帶動2026年整體獲利成長率將從今年的17%, 進一步提升至39.6%。

整體而言, **當前股市位處高檔, 波動加劇, 類股輪動加快, 投資人不妨採取多元分散配置, 並將小型股納入投資組合, 以掌握成長機會。**

股市高位之際, 資金流向評價偏低的小型股

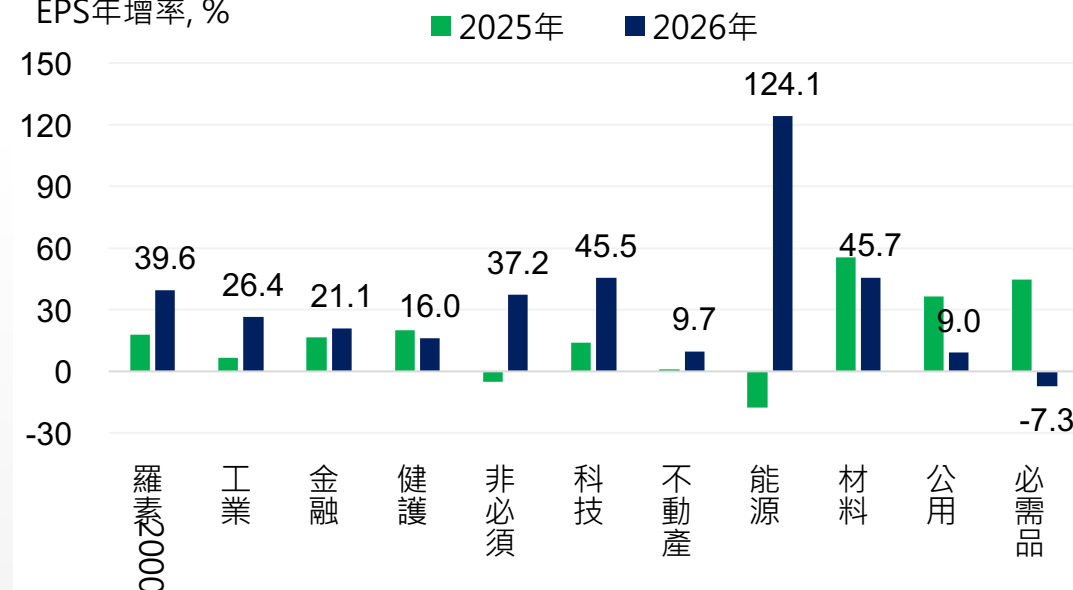
8月至今, %



註：評價位階指前瞻本益比在過去1年的相對位階, 數值越高表示評價偏高位。
資料來源：Bloomberg。

受惠政策利多, 小型股明年獲利成長性明顯改善

EPS年增率, %

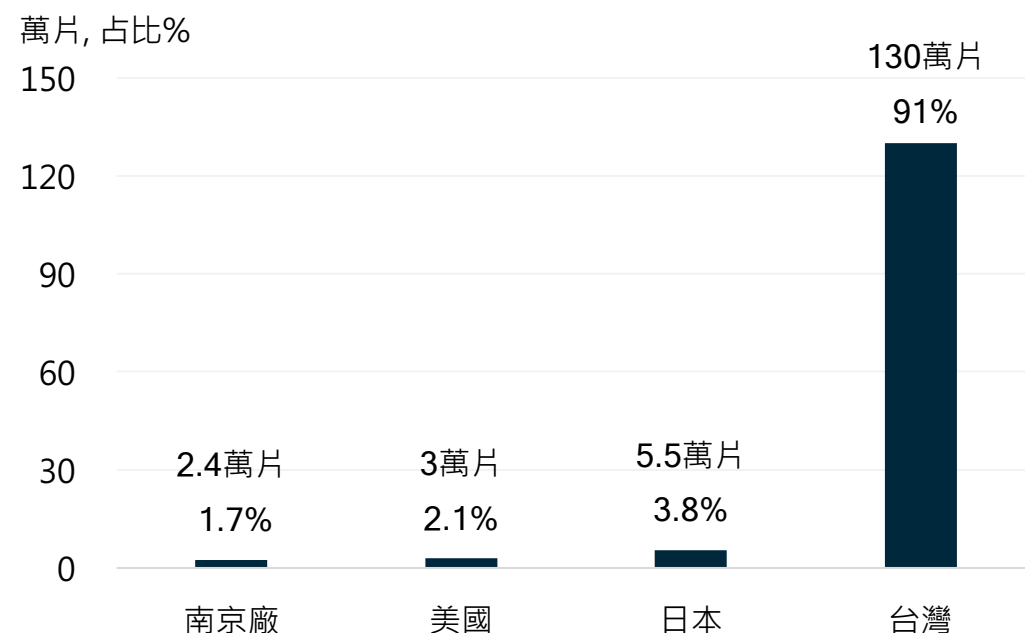


資料來源：Bloomberg預估。

繼三星與海力士之後, 美國政府也撤銷台積電在中國設廠的「設備豁免權」, 此新規定將在120天後生效, 意味著未來這些公司若要在中國擴大或更新晶圓廠設備, 都必須先向美國商務部申請許可。以台積電的產能分布來看, 南京廠每月產能僅約2.4萬片, 佔整體產能不到2%, 尤其隨著美國產能持續擴張, 中國產能占比將進一步弱化。

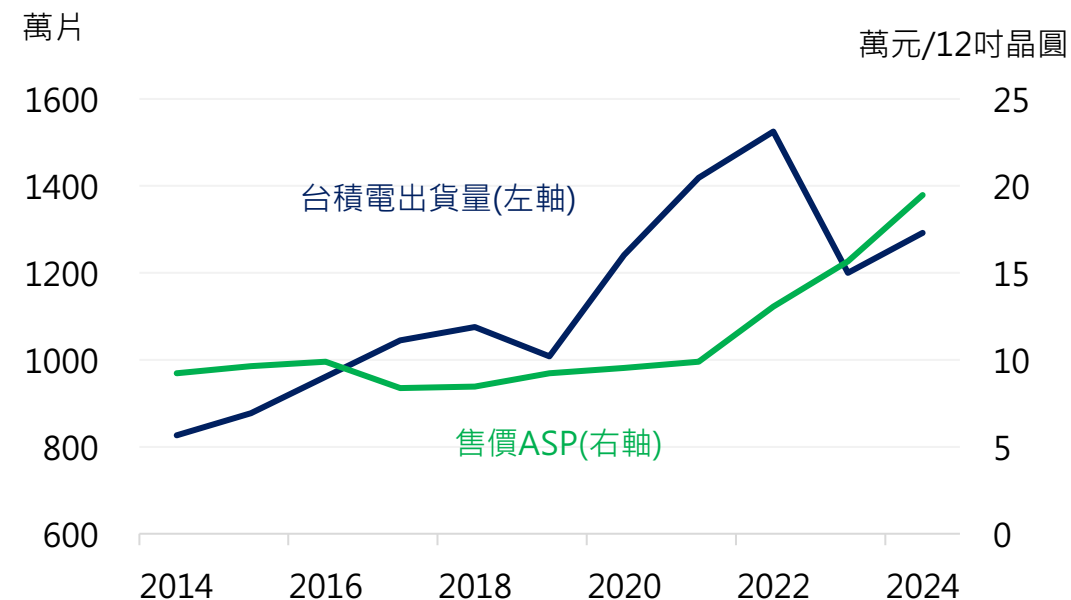
即便中國產能受影響, 台積電憑藉技術領先, 仍具備價格話語權, 代工售價持續看漲, 過去3年的ASP均超過20%。展望未來, 台積電的市場地位可望進一步鞏固, 並推升營收與獲利持續創高。

川普新禁令, 對台積電產能影響有限



資料來源：台積電財報。

台積電技術與市占率具有領導地位, 前景仍看俏



資料來源：Bloomberg。

分析原因在於：

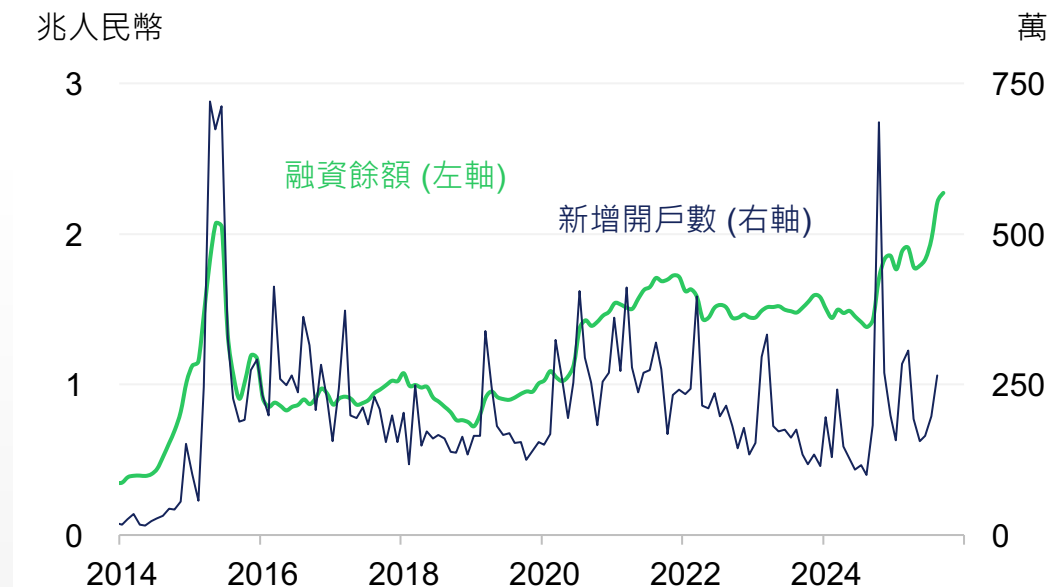
1. 傳聞官方降溫：因擔心市場急轉恐對散戶造成重大損失，傳聞監管單位考慮抑制投機性交易。
2. 指數調整：1)上海證券交易所與中證指數有限公司決定調整科創50等指數樣本，於9/12收盤後生效。2)上證科創板50指數編制方案顯示，單一樣本權重不超過10%，前五大樣本權重合計不超過40%。截至9/2，寒武紀權重為15.42%，前五大權重合計已達46.23%，因此寒武紀、中芯國際將面臨調整。
3. 籌碼因素：1)融資快速爬升：計算5~8月滬深300上漲約18%，但融資增長已近28%。2)新開戶數連兩月跳升：經歷Q2川普解放日震撼後，新開戶數下滑，但隨行情回溫，7、8月連續兩月新開戶數大增。

科創50成分股

科創50成分股	產業分類	權重
寒武紀	半導體	15.4
中芯國際	半導體	10.2
海光信息	半導體	9.4
瀾起科技	半導體	6.6
中微公司	半導體	4.6
金山辦公	計算機	3.7
聯影醫療	醫療	3.7
芯原股份	計算機	2.7
石頭科技	耐用消費品	2.2
九號公司	耐用消費品	2.0

資料來源：上海證券報。

A股融資、新開戶數近期快速爬升



資料來源：Wind。

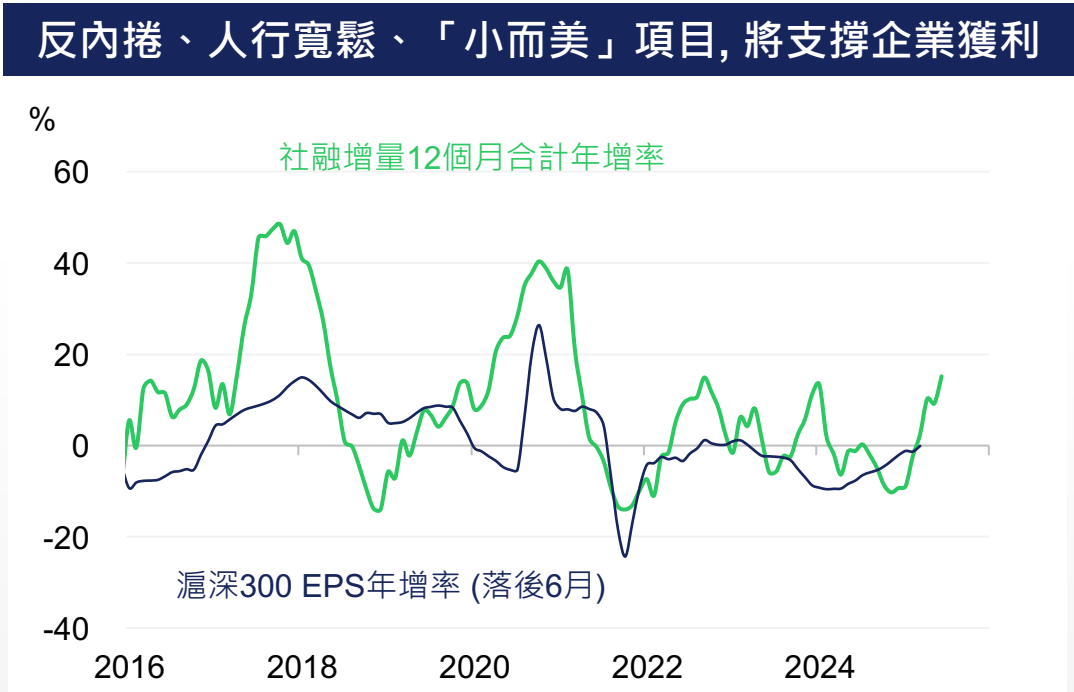
上海合作組織(SCO)是一個由中、俄、印等10國組成的國際組織, 2001年成立。成立目的: 1)安全方面, 打擊恐怖、分裂主義等; 2)經濟方面, 促進成員國之間的貿易、投資與基建; 3)國際方面, 加強國際事務中有更大話語權。今年上合會格外引人矚目的原因在於, 在川普單邊主義、關稅戰盛行之際, 傳統奉行不結盟政策的鄰國印度, 也由總理莫迪親時隔七年再次訪中, 會議也通過《關於支持多邊貿易體制的聲明》。

此外, 習近平承諾提供資金支持, 包括: 1)計劃在成員國實施100個「小而美」民生項目(如建小學、診所、小型太陽能及風能發電及水處理站等); 2)今年內向成員國提供20億元人民幣無償援助, 未來3年對成員新增發放100億元人民幣貸款; 3)明年起, 增加國際職業教育合作培訓人數。

操作上, 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, 持續有利中港股長線走勢。大盤急漲急跌下, 短線仍會震盪, 需要時間讓凌亂的籌碼沉澱, 可待股市拉回逐步布建。

上海合作組織成立開發銀行, 習近平承諾提供資金支持		
面向	上合開發銀行(計畫中)	亞投行(AIIB)
成員	限於成員國(10國)及部分觀察員國, 範圍較小, 聚焦歐亞地區。	全球110個成員國, 涵蓋亞、歐、非、美洲, 範圍廣泛。
地理	主要集中於中亞、俄羅斯及「一帶一路」沿線國家, 服務SCO成員國的區域合作。	聚焦亞洲, 但也支持全球基礎設施項目(如非洲和拉美的項目)。
資金規模	尚未確定, 預計資本規模小於AIIB, 可能數百億美元。	資本額1000億美元, 已投入運營, 2024年批准第300個項目。
治理結構	中俄影響力較大, 但具體結構未定。以多邊融資支持SCO下的項目, 與「一帶一路」高度相關。	中國持有約27%投票權, 為最大股東, 但遵循國際標準, 治理結構較成熟, 強調可持續基礎設施。
政治意圖	強化地緣政治與經濟聯盟, 減少對西方金融體系的依賴, 促進本地貨幣結算。	提升中國在全球金融治理中的話語權, 挑戰西方主導的金融體系, 但更注重國際合作與規範。

資料來源: 國泰世華銀行整理。

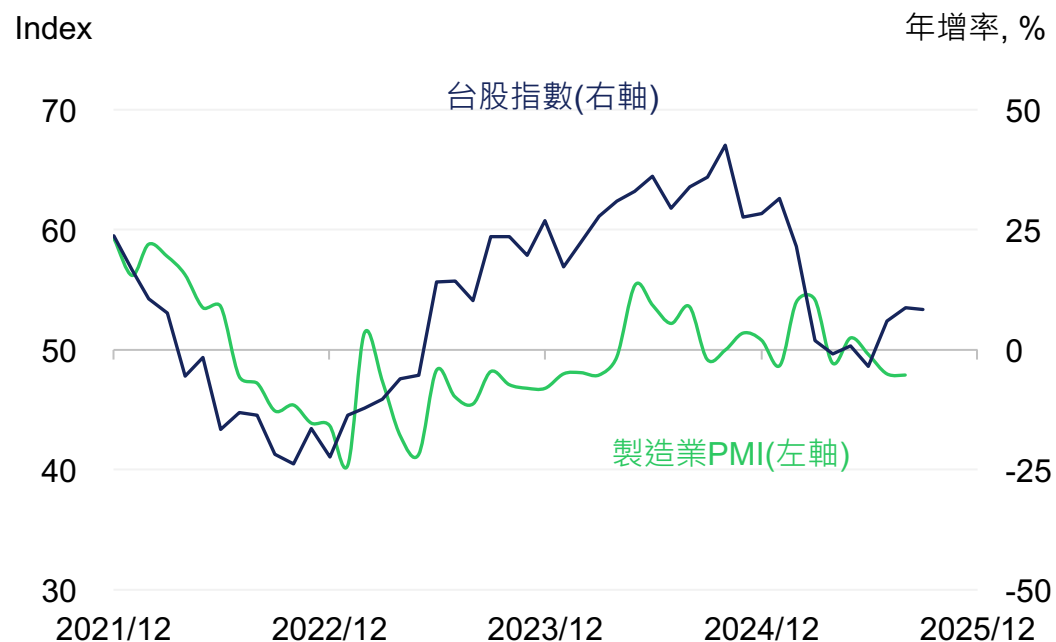


資料來源: Bloomberg。

上半年川普關稅、台幣強升衝擊台灣出口行業, 只有AI伺服器及相關的半導體、電子零組件需求暢旺, 因此呈現出口金額創新高, 而製造業採購經理人指數跌落景氣收縮區間的窘境, 單單依靠AI相關個股帶動台股指數創新高, 就行情而言並不是健康的走勢。

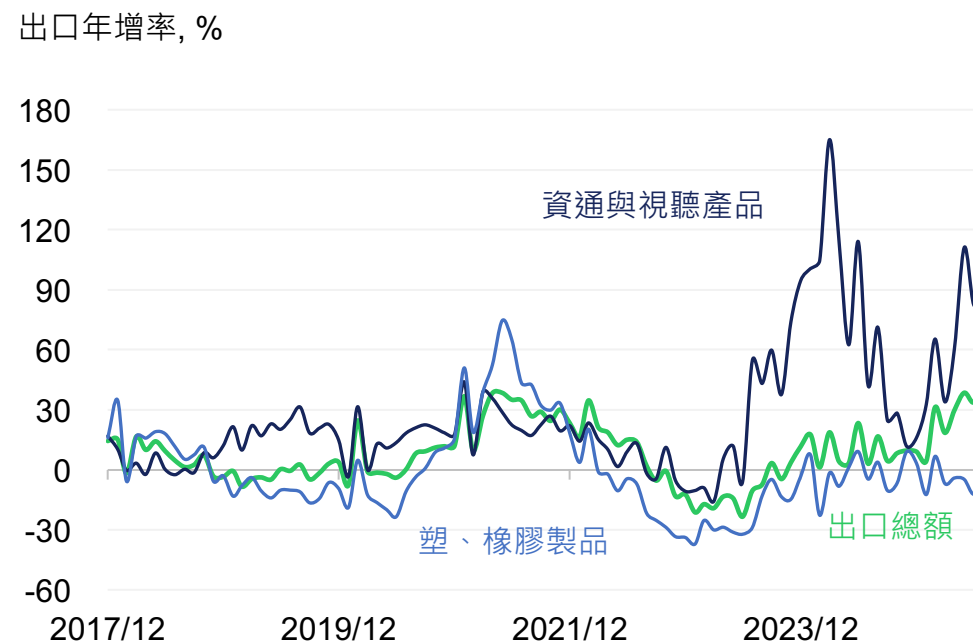
各國關稅稅率定案, 有助於台灣出口業者重新調整接單策略及生產鏈, 營運有望在1~2季後逐步回溫, 股價也有落底反彈的機會; 然AI相關廠商由於出貨及股價基期皆處於高檔, 雖然長期成長看俏, 但增速可能趨緩, 對整體股市而言, 短期拉回進行修整, 有利於Q4多頭走勢再起。

股市挑戰新高, 但製造業景氣反向走弱



資料來源: Bloomberg。

電子出口強勁, 傳產出口自谷底回升

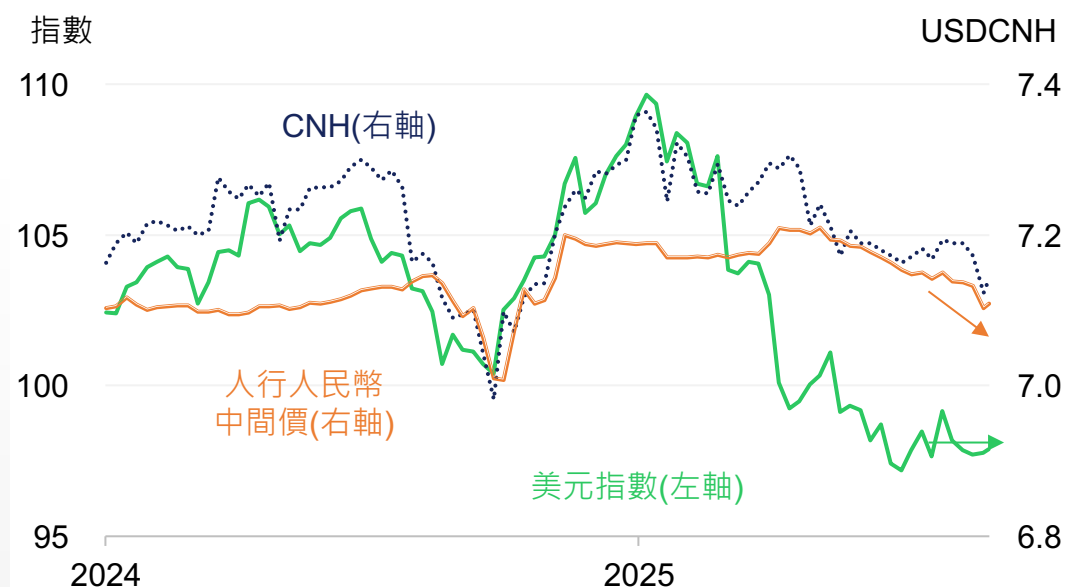


資料來源: Bloomberg。

近期人民幣升破7.15, 創下川普當選以來新高, 推測主因：

- 1) **人行政策引導**：6月上旬美中於倫敦確認日內瓦共識後, 雙邊衝突風險降溫, 人行自此持續調升人民幣中間價, 對市場產生引導效果。值得注意的是, 中國商務部國際貿易談判代表兼副部長李成鋼於8/27-29訪美, 期間**中間價調升幅度創下一年新高**, 或意在回應美國對於人民幣升值的需求, 為後續美中談判釋出友善訊號。
- 2) **股市表現亮眼**：陸股價量齊揚, 上證指數創下十年新高, 風險偏好改善吸引資金回流, 帶動陸股與人民幣的相關性提高, 呈現股匯齊揚情勢。

近期美元走勢持平, 但人行中間價明顯調升



資料來源：Bloomberg。

隨中國股市趨熱, 股匯市相關性再度提高

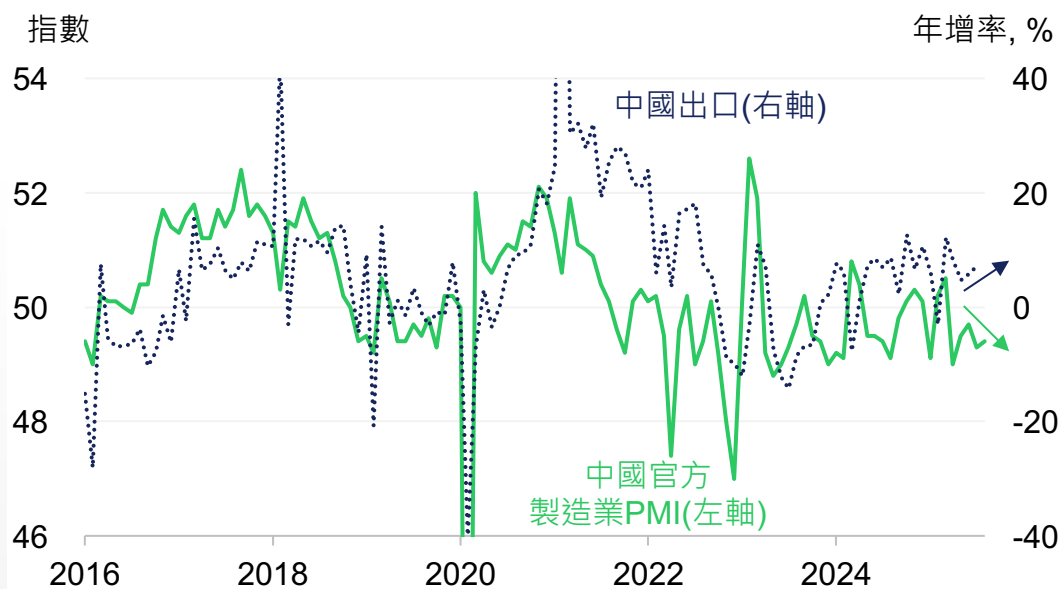


資料來源：Bloomberg。

展望後市, 短線上聯準降息預期高漲、陸股市場熱絡, 有利人民幣偏強。中長期而言, 考量下述三點, 預料人民幣升勢有限, 仍是高檔區間格局。

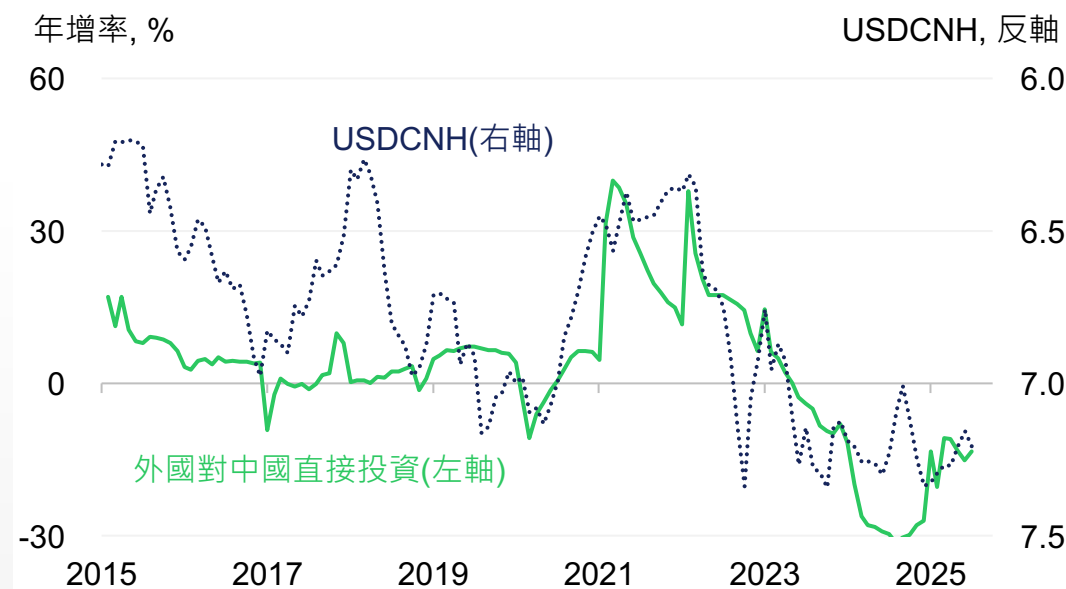
- 1) **基本面**：中國面臨經濟結構轉型、美中競逐下供應鏈分散布局, 2023年起外國直接投資轉為衰退, 是人民幣匯價弱勢的一大主因。降低過度競爭、促進內需的政策仍需時間發酵, 加以美中衝突雖降溫, 但長期對抗格局不變, 預料**短中期內吸引外資企業大舉回流布局的難度較大**。
- 2) **美中利差**：聯準會將重啟降息, 有助引導美債利率回降、美元指數續弱。然而, Q3起中國景氣壓力有增無減, 反映在消費與投資續降、企業信心低迷的情勢之上, 意味著人行仍有寬鬆空間。正負因素交錯下, 預料**美中利差收斂步伐緩慢**。
- 3) **人行立場**：即便近期人行引導匯價走升, 但主因人民幣年內落後非美貨幣、亞幣, 存在補漲空間。人行8/15公布的Q2貨幣政策報告中稱, 將「穩定市場預期, 防範匯率超調風險」, 意味著**一旦人民幣升勢加劇、升值預期升溫, 人行亦將透過中間價反向調整, 避免人民幣過於強勢**。

關稅效應刺激出口, 但製造業景氣依舊疲弱



資料來源：Bloomberg。

過去三年FDI持續衰退, 令人民幣匯價偏弱



註：2015/2起兩者相關係數為-0.8。

資料來源：Bloomberg。

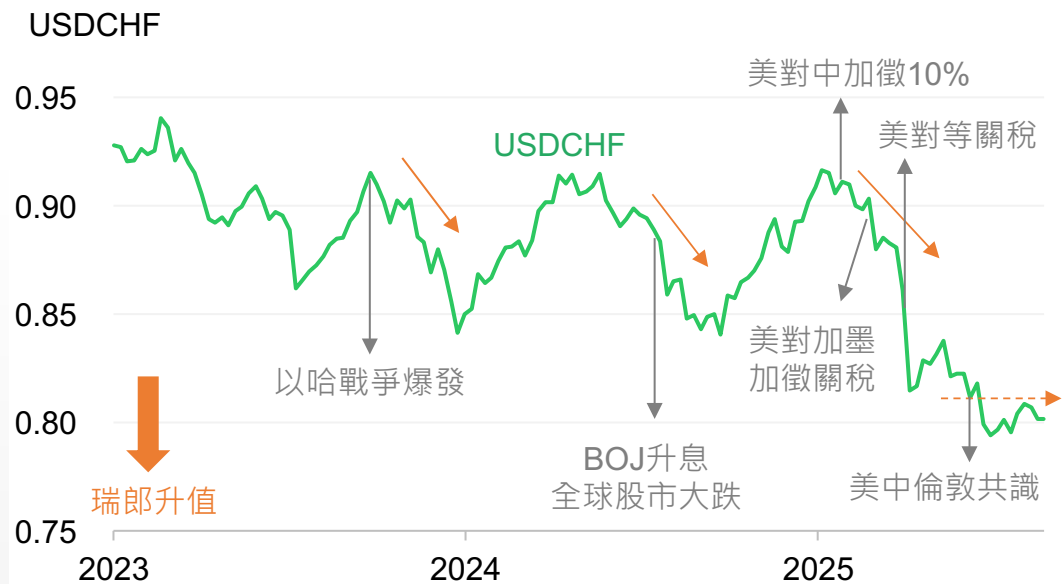
瑞郎今年以來上漲12.6%, 表現優於多數主要貨幣。然而, 考量下述兩點, 預期瑞郎升勢料將趨緩, 轉為震盪整理格局。

1) **貨幣政策**：內需消費趨弱的影響下, 今年以來瑞士通膨持續徘徊於0%水平。與此同時, 3月以來瑞郎升值逾10%, 以致進口物價持續下跌, 雙雙增添通縮風險。值得注意的是, 此前央行總裁稱若通膨持續下降, **央行可能回歸負利率政策**。

2) **避險需求**：隨美國關稅政策大致明朗, 以及美中衝突降溫、烏俄局勢有望改善等, 國際政經不確定性降低, 有助緩和投資人避險需求。

綜上所述, 在聯準會將重啟降息、美元偏弱的背景下, 是瑞郎的有利因子, 惟考量1)通縮風險猶存, 瑞士可能重返負利率政策、2)地緣風險有望降溫, 皆將限縮瑞郎漲勢。正負因素交錯下, 預料瑞郎將轉趨區間波動格局。

國際政經風險降溫, 有助緩和瑞郎升值壓力



資料來源：Bloomberg。

市場預期未來幾季瑞郎將呈現區間波動

USDCHF 預測值	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
彭博中位數	0.81	0.81	0.80	0.80
Citi	0.79	0.79	0.79	0.81
Barclays	0.80	0.81	0.82	0.81
JP Morgan	0.77	0.76	0.75	0.75
Nomura	0.84	0.87	0.87	0.87
Wells Fargo	0.79	0.79	0.80	0.81

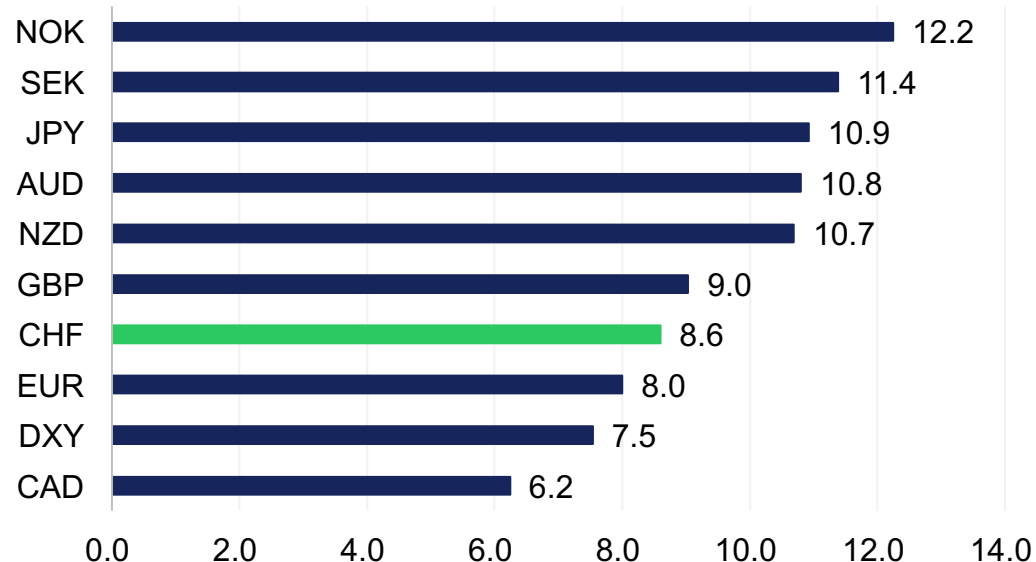
資料來源：Bloomberg。

關於瑞郎, 以下兩點特色值得留意：

- 1) **波動率相對低**：川普上任後, 政策不確定性導致全球匯市波動加劇。然而, 觀察1個月、3個月、1年、3年之歷史波動率, 瑞郎於G10貨幣中排名居後, 波動率僅高於加幣、歐元, 低於英鎊、日圓, 以及澳幣、紐幣等商品貨幣。
- 2) **利率長期偏低**：瑞士通膨長期低而穩定, 即便疫情後曾短暫高於央行目標, 但2023年後已迅速回落, 目前徘徊於0%上方, 令瑞士央行再度重回低利率政策, 基準利率僅0%(美國4.25-4.5%、英國4.0%、歐元區2%)。影響所及, **瑞士公債利率長年徘徊低檔, 意味著1)資金成本相對低於其餘主要國家、2)海外各國對瑞士存在較大利差。**

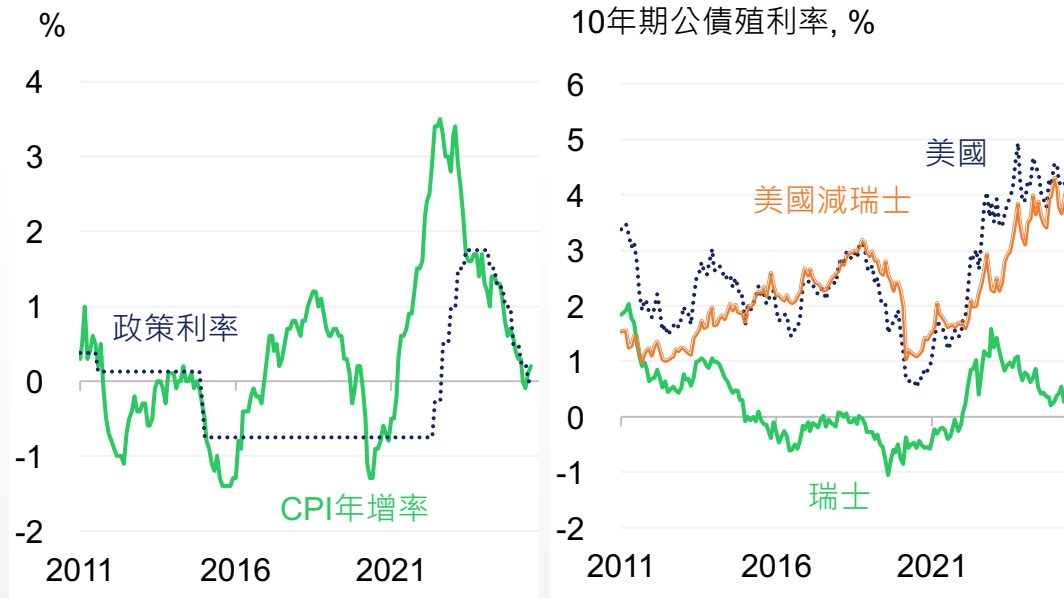
過往而言, 瑞郎波動度低於多數G10貨幣

過去三年波動率, %



資料來源：Bloomberg。

瑞士通膨長期偏低, 以致利率水平亦低於主要國家



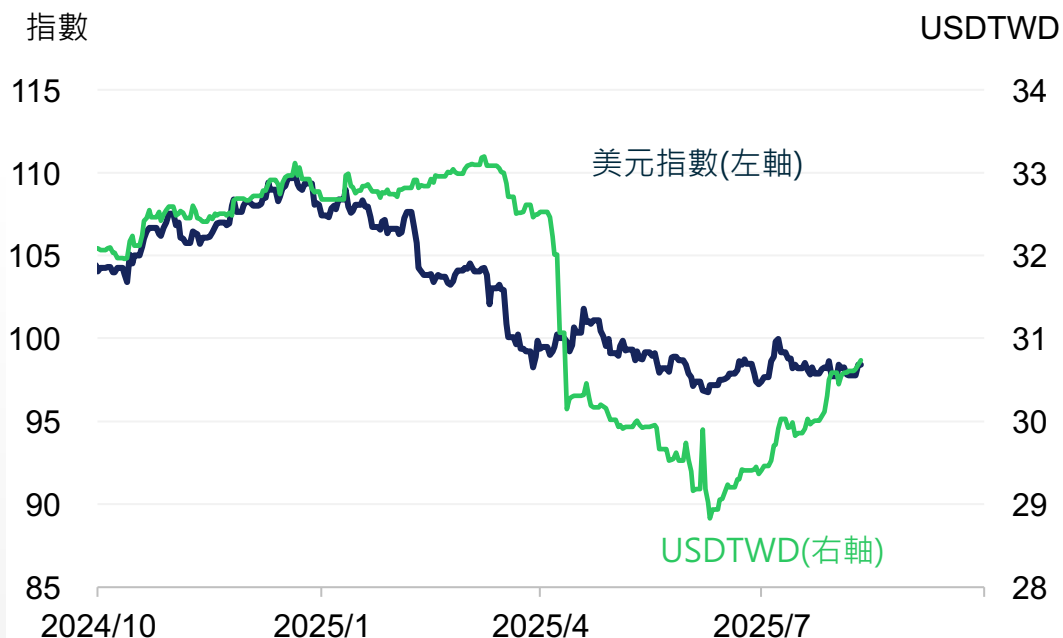
資料來源：Bloomberg。

英法財政問題, 引發市場避險情緒、有利美元, 短線使非美貨幣多走弱。景氣面, 由全球出口領先指標—韓國出口數據來看, 雖然8月半導體年增高達27%, 但受關稅影響整體出口年增僅剩1.3%, 大幅低於預期3%, 揭開了在關稅衝擊下, 下半年景氣偏緩的序幕。

雖以出口額而言, 台灣電子資通訊占出口比例占7成, 表現持續亮眼, 但以製造業就業人口來看, 受關稅影響大的非電子資通就業人口才是大宗。整體而言, 台灣製造業PMI數據已連續3個月下滑, 非資訊電子業放無薪假人數正在走高, 意味台灣景氣也難逃走弱壓力。

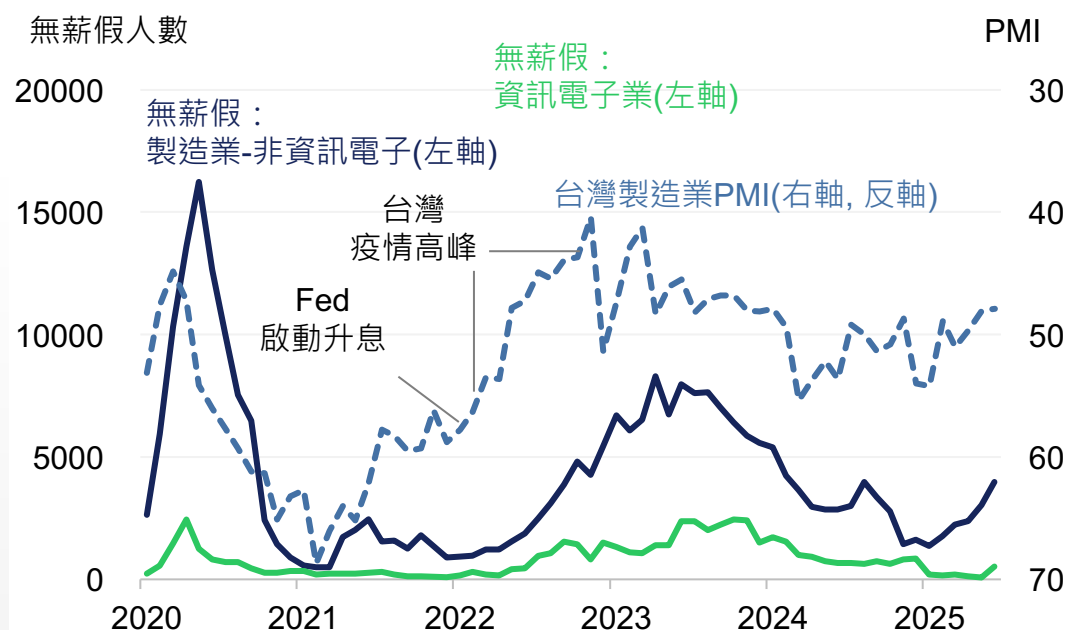
貨幣政策面, Fed組成漸轉鴿派, 美元長線偏弱背景, 非美貨幣大貶空間有限。而台灣房市管制已見成效, 而受關稅影響就業、景氣壓力增大, 將提供CBC年底轉鬆空間的背景, 預期新台幣難複製H1強勢狀態。

短線避險情緒有利美元, 新台幣順勢走貶



資料來源：Bloomberg。

台灣景氣壓力漸大, 將提供CBC年底轉鬆空間



資料來源：勞動部, 中華經濟研究院。

8 Monday 中國進出口	9 Tuesday 美國PPI 台灣進出口	10 Wednesday 美國CPI 中國CPI 中國PPI	11 Thursday 美國初領失業金人數 ECB利率決策會議 英國RICS房價指數	12 Friday 美國密大信心調查
-----------------------------	---------------------------------------	---	---	---------------------------------

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