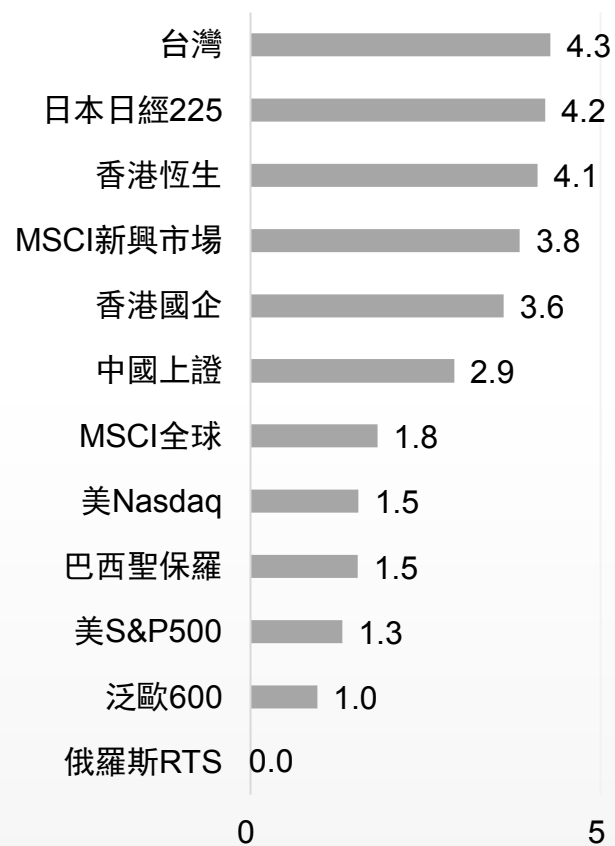


投資研究週報

2025年9月12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。

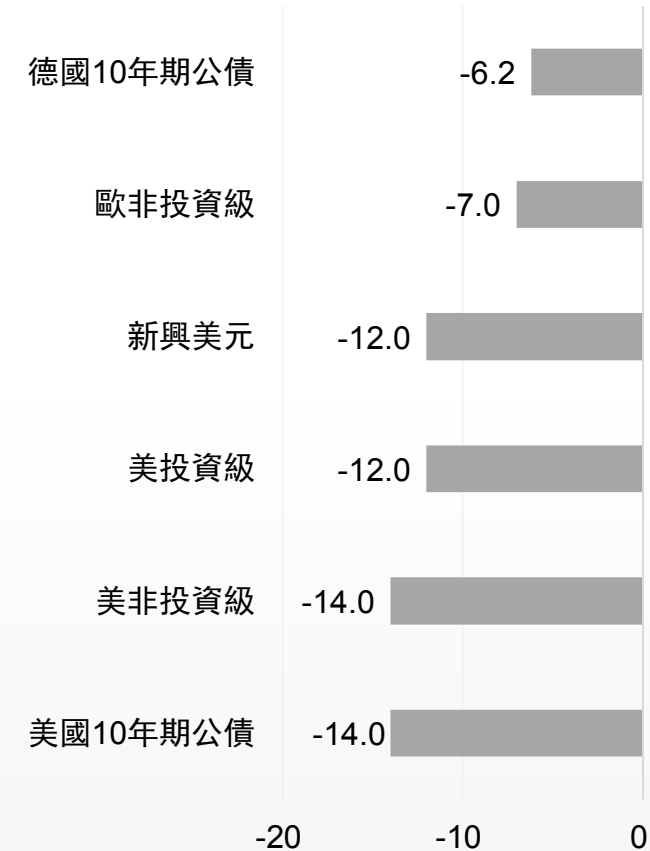
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/9/4 - 2025/9/11。

資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

- **FOMC前瞻及利率動向**：就業數據疲軟，強化9月降息預期，市場關注降息路徑變化以及長短天期債券殖利率走向。
- **其他貨幣動態**：日本首相請辭、自民黨總裁改選將帶來不確定性；台灣放寬房貸管制，資金環境有望轉趨寬鬆？ECB會議維持利率不變下，歐元及瑞郎動向。
- **蘋果新機發表**：蘋果新品今年主打輕薄化、AI功能，雖亮點有限，但預期後續仍將推出摺疊型手機，加上年底換機潮加溫，蘋果旺季效應升溫，預期公司股價仍有望落後補漲。

2. 後續看點

- 央行會議：9/18FOMC、BOE、台灣央行, 9/19 BOJ。經濟數據：9/16 零售銷售、9/26 PCE。

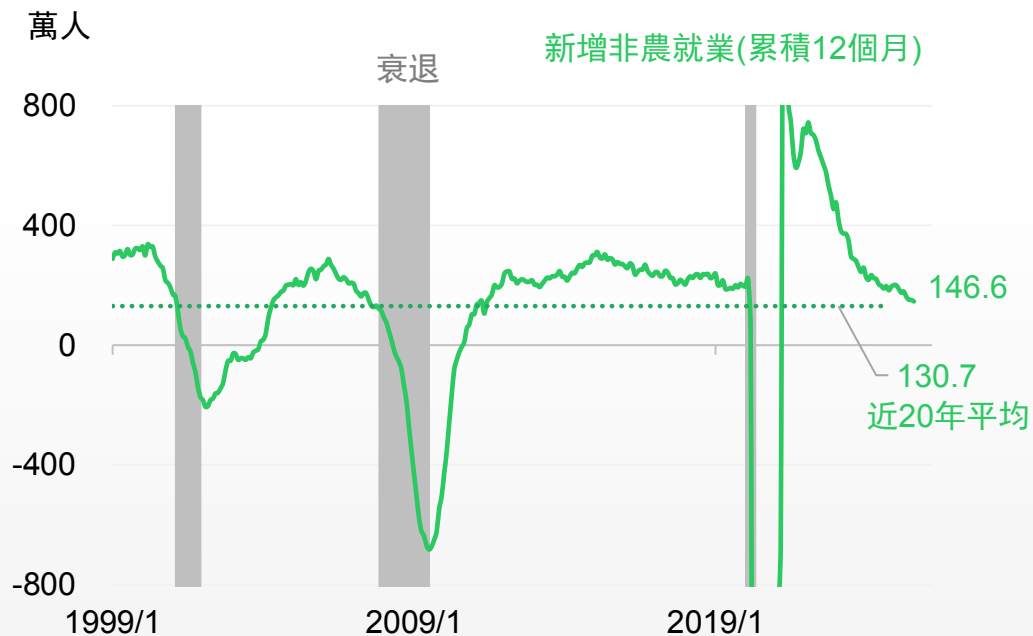
策略思維

1. **股市-企業獲利仍佳, 資金輪動**：企業獲利漸入佳境，但股市評價較高容易震盪，資金有望轉入低基期族群。
2. **債市-布局以中短債為先**：Fed 9月雖有望降息，但官員態度分歧，降息路徑充滿不確定性，布局以中短債為主，長天期債券則可逢高鎖利。
3. **匯市-美元震盪偏弱**：聯準會有望重啟降息，美元上方空間有限。

8月非農就業僅2.2萬人, 遠低於市場預期, 也較上調過後的7月7.9萬人大幅下降。9/9勞工統計局再度下調2025/3為止, 過去12個月的非農就業人數91.1萬人, 雖然在市場預期之內, 但更證實了美國經濟早已出現疲態的事實。就業數據往往是經濟的落後指標, 但就業惡化可以做為經濟衰退的證據, 回顧過去數據, 一旦累積12個月的非農就業人數低於長期平均的130.7萬人, 往往與經濟衰退同時發生, 而目前這個數據已降至146.6萬人。

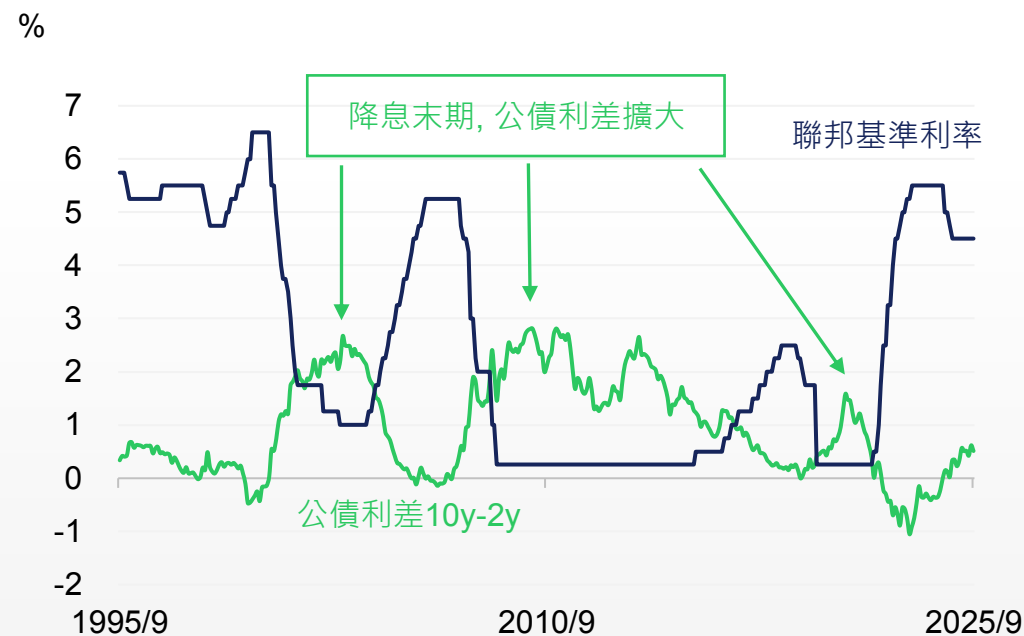
經濟有衰退疑慮, 使得聯準會9月幾乎確定會降息, 甚至降息2碼的機率也有7.5%, Fed重啟降息循環, 關鍵是會降到哪裡? 若以利率期貨來看, 市場預期2026年底前將降息6碼, 聯邦基準利率將跌破3%。然而降息對於短天期的公債殖利率影響較明顯, 長天期公債殖利率則受經濟、通膨的影響更大。一般而言, 降息尾聲長短天期利差將擴大。

非農數據跌至衰退的臨界點



資料來源: Bloomberg。

9月重啟降息, 但長短天期利差有擴大空間



資料來源: Bloomberg。

勞動市場疲弱, 強化降息預期：1)美國勞工統計局(BLS)公布8月新增非農就業僅2.2萬人, 失業率升至4.3%；與此同時, 將2024/4~2025/3期間的就業人數遭大幅下修91.1萬人。2)JOLTS職缺數走弱、失業人數持續攀高, 導致職缺/失業比跌破1.0, 顯示勞動市場供需逐步失衡。

儘管聯準會已將政策焦點轉向**就業下行風險**, 近期數據亦支持此趨勢, 但**短期內仍需留意利率反彈的可能性**：1)降息預期已提前反映、市場是否過度樂觀? 2)關稅政策對物價的影響仍具不確定性, 使得通膨回落緩慢。3)9月FOMC會議上, Fed是否下調本輪降息終點(longer run rate)。

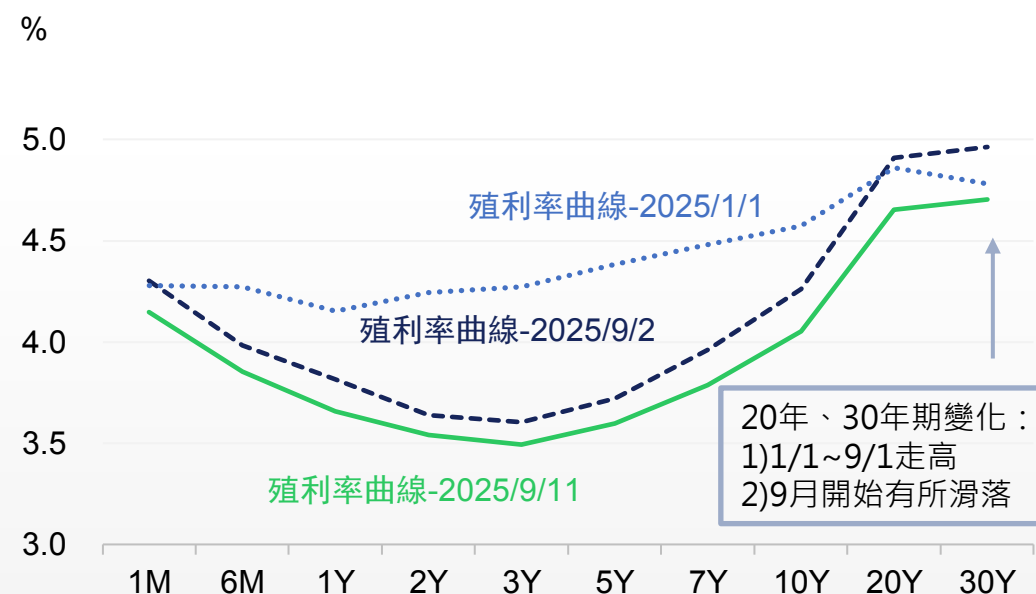
值得注意的是, **9月以來長端利率有所補跌**, 緩解今年初以來的利率曲線陡峭化趨勢。不過, 受**美國及主要國家財政疑慮**、**Fed獨立性挑戰**, 以及**降息循環**利於短端利率下滑等因素影響, 預期**長短利差仍將維持擴張**；布局債市仍以中短天期為主, 長天期債券則可逢高鎖利。

降息預期擴大, 市場觀望今、明年是否均降息3碼



資料來源：Bloomberg。

利率曲線持續下滑, 不過走勢依舊陡峭



資料來源：Bloomberg。

在行政院呼籲金融水龍頭要開大一點後，各主管機關多有所回應，1)金管會主委彭金隆9/1表示全力支持自住首購族。2)9/4行政院最新決議將青年安心貸款排除《銀行法》72-2的不動產放款比率限制，並回溯自9/1生效。3)9/8央行也將換屋者售屋期限延長至18個月。

考量目前房市量縮價穩，**房市溫和降溫的背景**，且央行趕在9/18理事會前放寬部分管制，意味**預期9月理監事會再放鬆房市管制的機率不高**。而央行要求銀行為期一年的自主管理逐季檢視的機制，至年底才到期，**預期待2026Q1檢視25Q4結果後，才是比較可能調整房市管制措施的時點**。

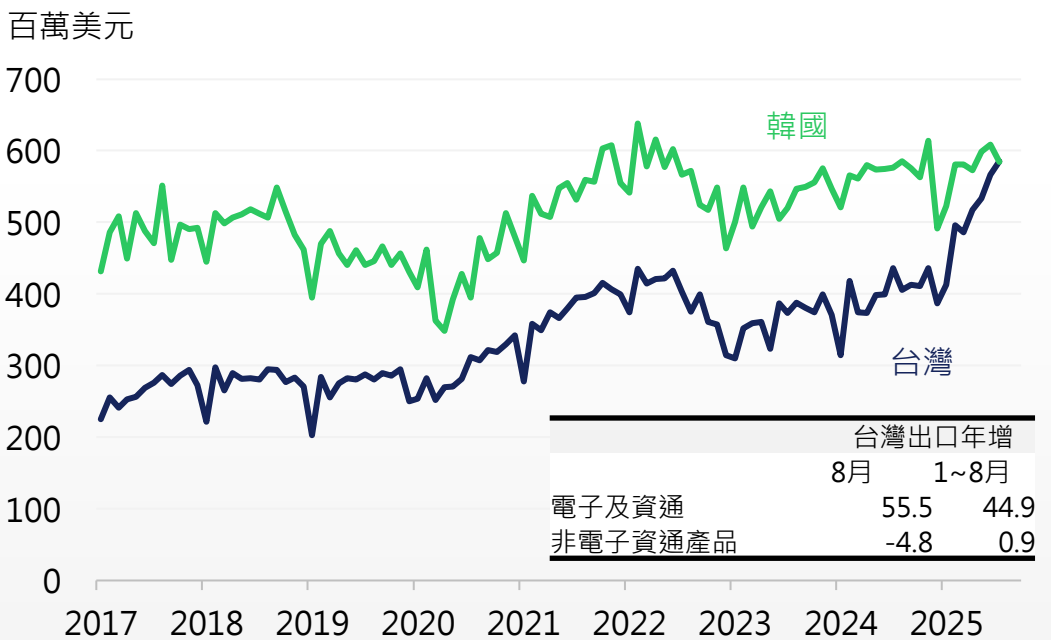
景氣面，8月台灣出口金額創新高，除了大幅優於預期外，更是超越韓國。**面對火熱的出口數據、及剛開始出現降溫的就業市場，預期央行9月降息機率不高**。然從台灣出口組成、**占製造業大宗的電子資通外產業出口持續負成長**，恐使就業狀況惡化下，**預期央行對景氣著墨將增加，若就業進一步惡化，央行年底貨幣政策或有轉鬆空間**。

房市溫和降溫的背景, 央行解除第七波信用管制機率低

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	買賣移轉動數(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。

台灣出口創新高、超越韓國, 但非電子資通仍疲弱

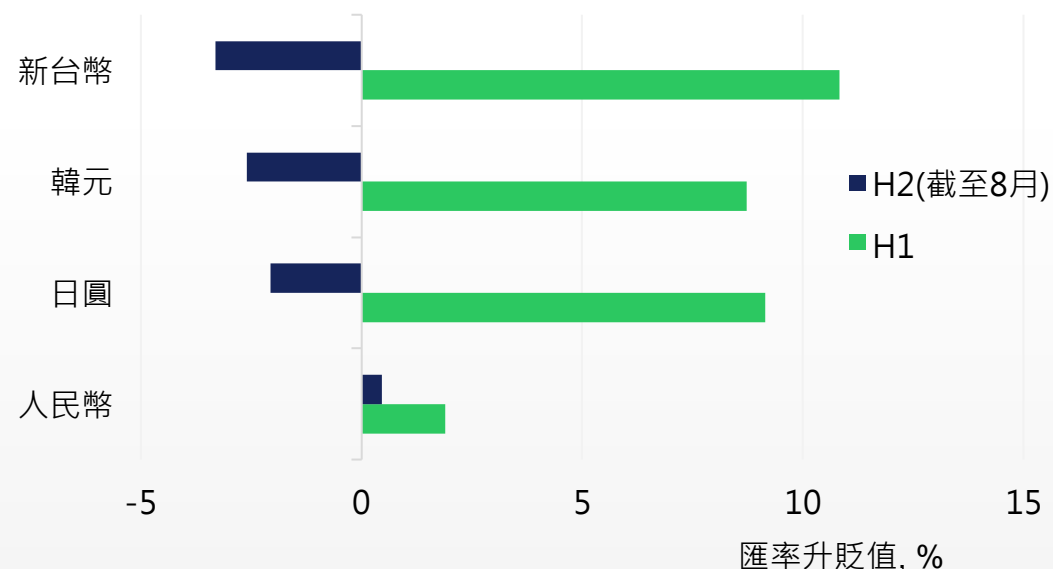


資料來源：Bloomberg。

在經歷上半年新台幣失速強漲後, 下半年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**。然而預期新台幣大幅貶值的空間並不大, 從近期市場就可看出一點端倪。

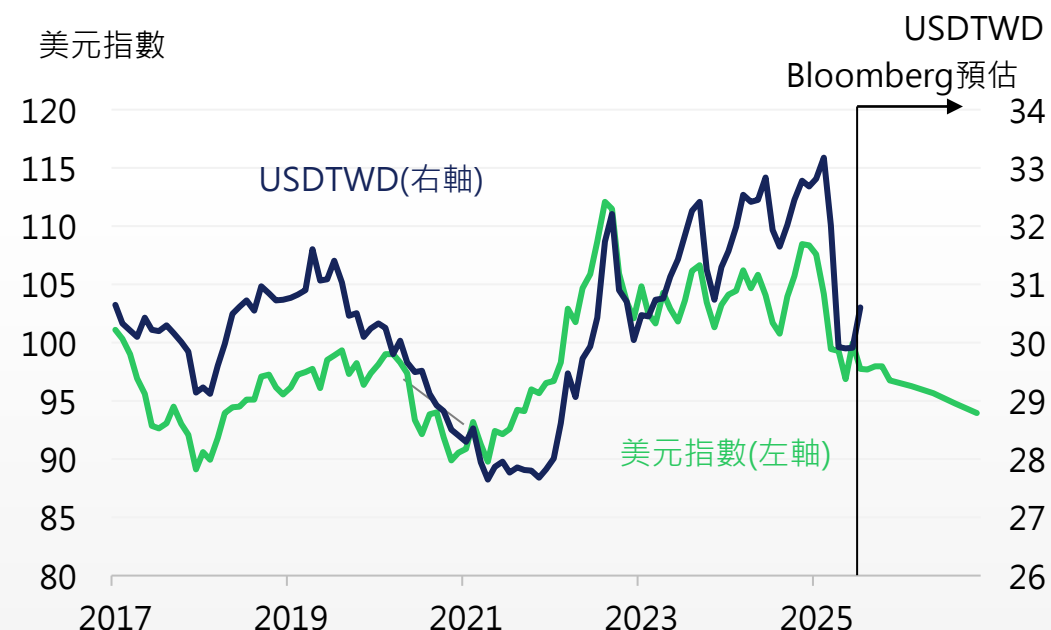
美國幾份偏弱的就業數據、近期又全面下修過去一年的非農數據, 使市場開始意識到Fed降息將近, 而且未來降息空間可能不小。**美國降息背景有利新興股市, 近日外資連續買超台股**, 是新台幣止貶回升的背景, 而長線**美降息趨勢明確, 將使美元偏弱的態勢下, 提醒投資人需留意非美貨幣升值的風險**。

上半年表現愈強勢的亞幣, 截至8月回調的狀況就越明顯



資料來源：Bloomberg。

美元長線偏弱的背景, 留意非美貨幣升值可能



資料來源：Bloomberg 預估。

現任日本首相自民黨總裁石破茂宣布辭職, 自民黨將於10/4舉行總裁選舉, 待結果底定後, 國會仍需舉行首相指名選舉, 始得確立新首相。考量在野黨立場分化, 難以共同支持一位首相候選人, 意味著自民黨仍可望延續執政立場。因此, 未來焦點落在總裁選舉, 將影響後續政策動向。

根據日經調查, 新總裁選舉中, 前經濟安全保障大臣高市早苗、農林水產大臣小泉進次郎民調分居一二。然而, 若高市順利勝選並接任首相, 其相對小泉與石破更加支持擴張財政支出以刺激景氣, 市場對於日本財政前景惡化的疑慮恐難於短期消除, 將不利於日債價格, 並對日圓形成貶值壓力。

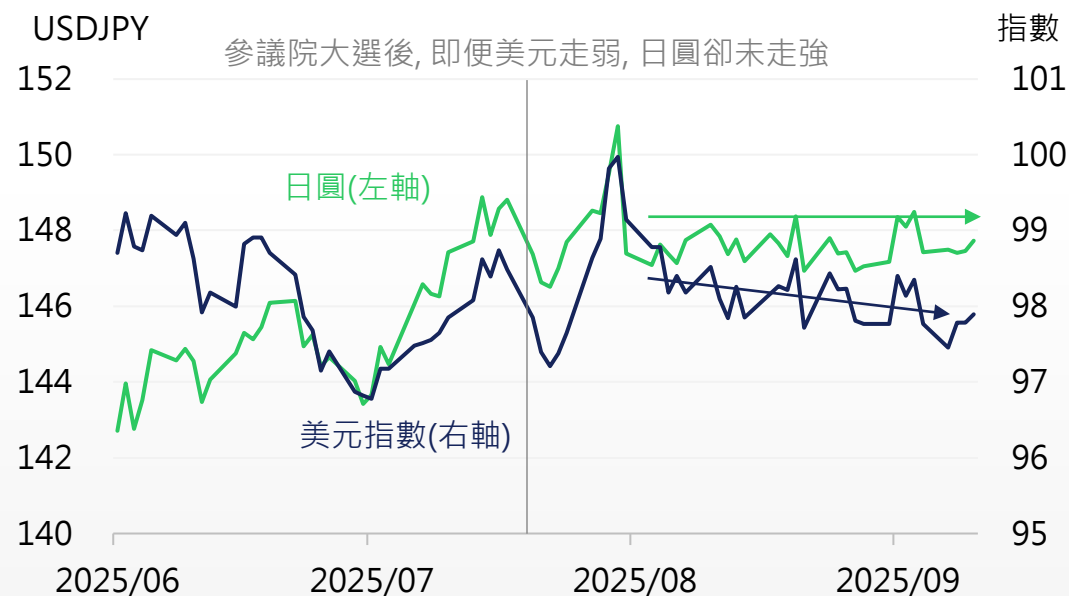
對於BOJ的影響而言, 在總裁選舉、首相指名選舉結束前, 日本政壇將陷入空窗期、不確定性升溫, 與此同時, 美國關稅對於基本面的衝擊仍在發酵(出口連三月衰退、消費動能減弱), 預料BOJ將於下週利率會議上再度按兵不動。日圓方面, **BOJ重啟升息時點延後, 加以財政風險猶存, 皆為日圓的負面因子。受此影響, 在美元偏弱背景下, 日圓仍有望隨歐元等主要貨幣升值, 但預料漲勢將相對落後。**

自民黨潛在總裁候選人政策立場

潛在總裁候選人	民調支持度	政策立場	補充
高市早苗	23%	<ul style="list-style-type: none">擴張財政政策寬鬆貨幣政策反對提高稅率	<ul style="list-style-type: none">前經濟安保大臣支持安倍經濟學親美反中友台、女性
小泉進次郎	22%	<ul style="list-style-type: none">支持財政紀律與結構改革尊重貨幣政策獨立性支持稅務改革	<ul style="list-style-type: none">農林水產大臣前首相小泉純一郎之子親美, 對中、台立場中立
林芳正	5%	<ul style="list-style-type: none">擴張財政政策尊重貨幣政策獨立性支持稅務改革抑制債務	<ul style="list-style-type: none">前外務大臣相對其他候選人親中
茂木敏充	2%	<ul style="list-style-type: none">擴張財政政策尊重貨幣政策獨立性反對提高稅率	<ul style="list-style-type: none">前外務、經濟產業大臣親美但中採經濟務實立場

資料來源：Nikkei, 國泰世華銀行整理。

選後政治風險、財政前景惡化疑慮升, 導致日圓承壓



註：2016/1至今兩者相關係數為0.83。

資料來源：Bloomberg。

ECB利率會議維持政策利率不變，與市場預期相符。ECB小幅上修今年經濟成長率，反映美歐關稅談判結果優於預期、不確定性降溫的有利因素；通膨預測值則大致不變。總裁拉加德稱通膨處於央行期望的位置，未來風險已趨於平衡，暗示政策暫時無意調整。

展望後市，考量1)外部關稅衝擊的影響暫時有限、2)通膨大致回到2%目標，但服務通膨仍高於長期水平、3)政策利率已降至ECB估計的中性水平區域，預料ECB短中期內將持續按兵不動，觀望法國政壇動盪、美國關稅實際影響幅度等不確定性因子之變化。然若後續1)前述風險有所升溫、或2)歐元匯率持續強升、或3)聯準會大幅度降息等，則ECB可能考慮再度小幅降息。

對於歐元的影響而言，ECB持續維持政策不變，聯準會則將重啟降息，有助美歐利差收斂。加以德國為首之歐洲各國可望於明年擴大財政支出刺激景氣，皆為歐元長線走強的有利因子。然而，短期上法國政壇動盪，可能令歐元漲勢暫歇趨於震盪。若有匯率分散需求，可趁勢分批布局。

風險有所改善, ECB上修今年GDP、CPI

ECB預測項目, %	會議	2025	2026	2027
實質GDP	9月	1.2	1.0	1.3
	6月	0.9	1.1	1.3
CPI	9月	2.1	1.7	1.9
	6月	2.0	1.6	2.0
核心CPI	9月	2.4	1.9	1.8
	6月	2.4	1.9	1.9
失業率	9月	6.4	6.3	6.1
	6月	6.3	6.3	6.0

資料來源：Bloomberg。

美歐利差持續收斂, 為歐元中長期有利因子



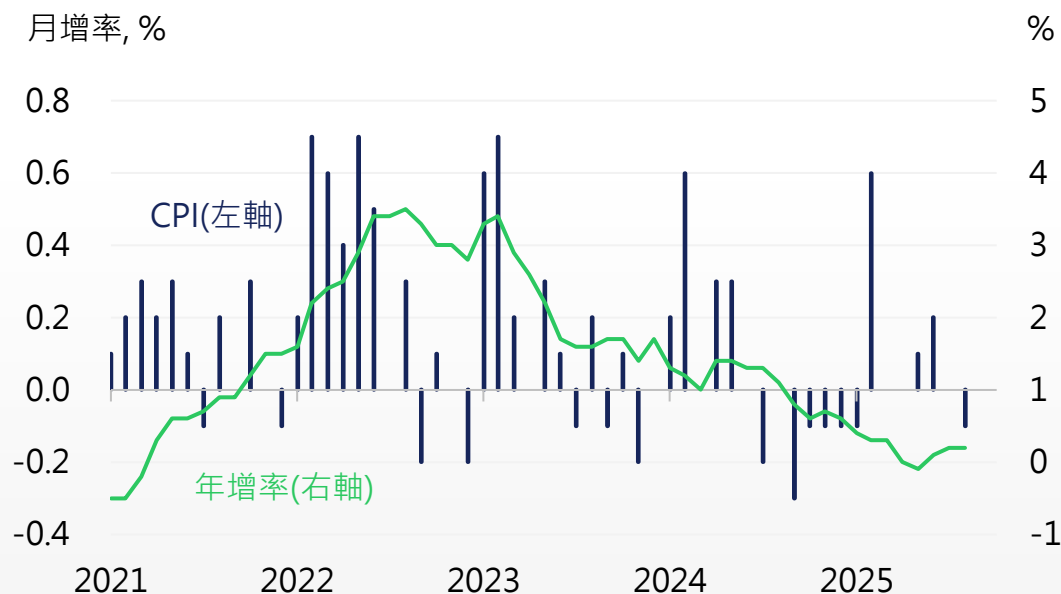
資料來源：Bloomberg。

瑞士8月CPI月減0.1%, 為7個月以來再度負成長; 年增率0.2%, 持續徘徊於0增長水平, 其中, 勞動市場降溫、內需消費放緩, 導致商品價格負成長、服務價格持續回落, 是主要的原因。在基本面走軟, 以及瑞郎此前強升、壓抑進口物價的背景下, 皆增添未來通縮的可能性。

為應對通縮風險, 瑞士央行干預匯市(避免瑞郎持續升值), 抑或重回負利率政策, 皆為可能的選項。若前述政策付諸實行, 則瑞士資產對於資金的吸引力下滑, 將限縮瑞郎進一步升值的空間。

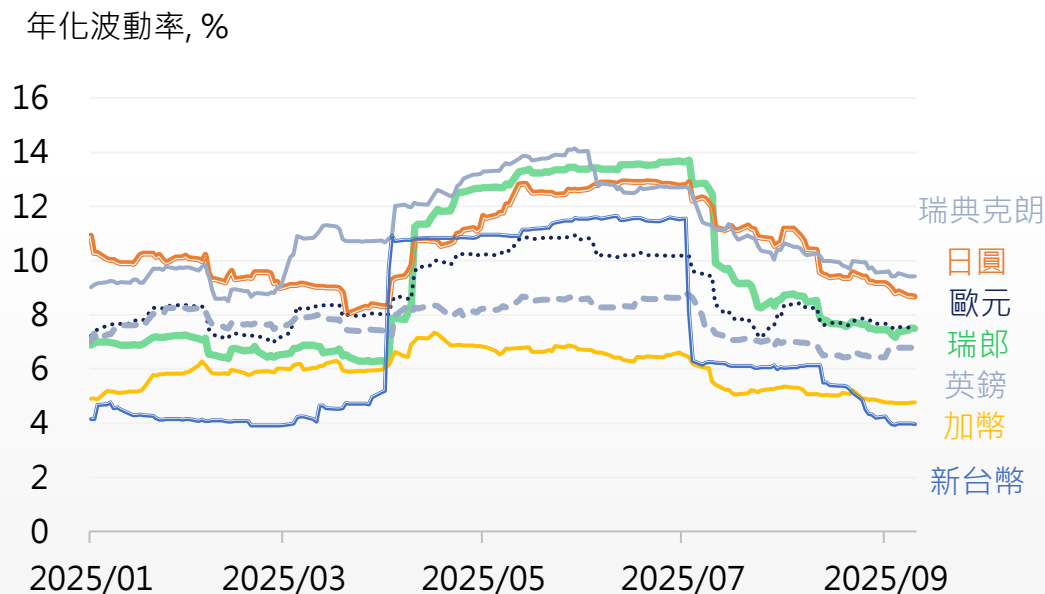
另一方面, 隨川普貿易政策逐漸明朗, 全球匯市波動度降低, 瑞郎亦回到過往波動水平, 年化波動率低於瑞典克朗、日圓、歐元等主要貨幣, 意味著持有瑞郎資產或負債的價格波動相對穩定。而英鎊、加幣波動率雖低於瑞郎, 然兩者因央行政策利率較高, 資金成本亦高於瑞郎。

消費者物價陷入負成長, 通縮疑慮猶存



資料來源: Bloomberg。

瑞郎波動度居中但資金成本低於其餘貨幣

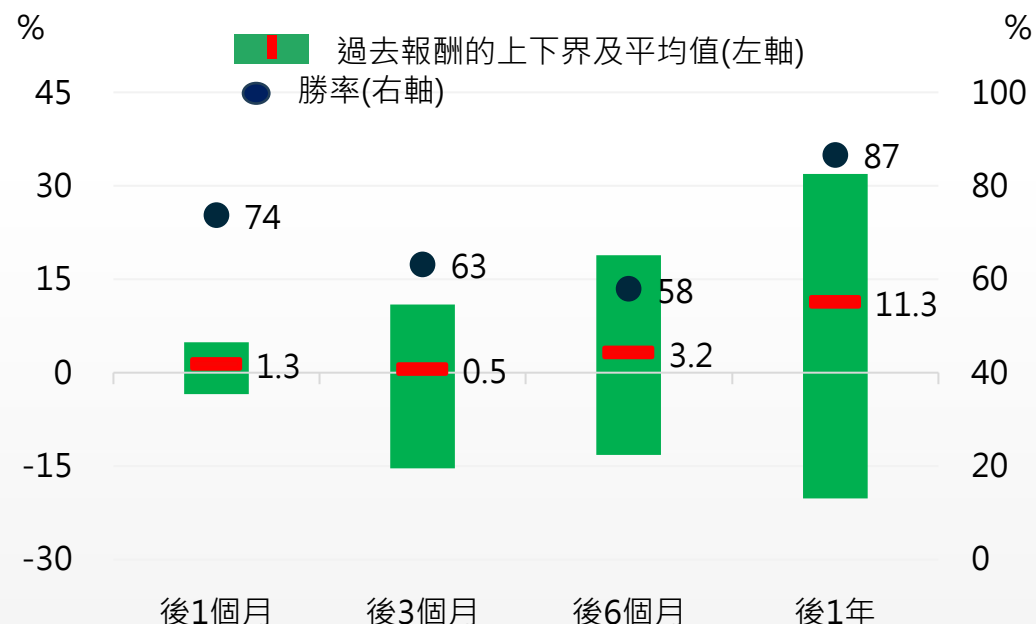


資料來源: Bloomberg。

博通接獲100億訂單, 甲骨文也與OpenAI簽訂5年3000億美元的訂單, 帶動公司股價相繼大漲, 其中甲骨文單日甚至飆升35%, 推動美股連帶創下歷史新高。與此同時, 台灣作為AI供應鏈的重要一環, 指數也同步創下歷史新高。從股價位階, 目前皆處於歷史高位, 甚至, 標普500指數的乖離率也達10%, 就過去的經驗來看, 預期未來數月股價可能陷入震盪。

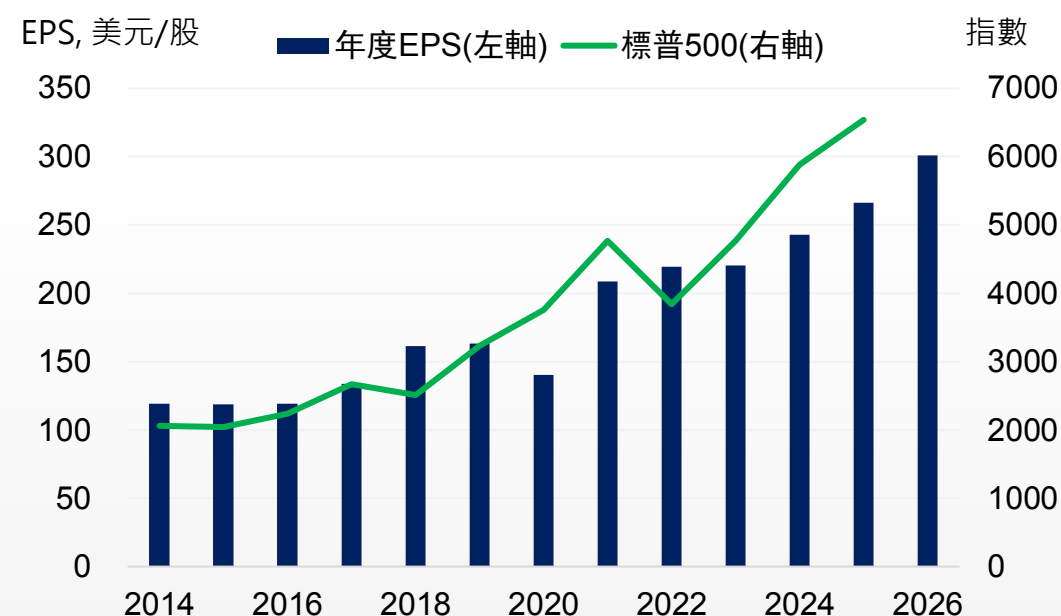
然而, 就基本面而言, 隨著企業大舉進行資本投資, 有望帶動營收增長, 以明年展望來看, 獲利增速可望高於今年, 例如標普500明年預估成長13%, 高於今年的10%, 將帶動股價持續走揚。整體而言, 基本面仍支持股價走揚, 但投資人需留意追高風險。

股價乖離達10%, 短期可能陷入震盪



註：統計2010年迄今, 年線乖離率>10%後市表現。
資料來源：Bloomberg。

企業獲利升溫方向不變, 拉回可分批買進

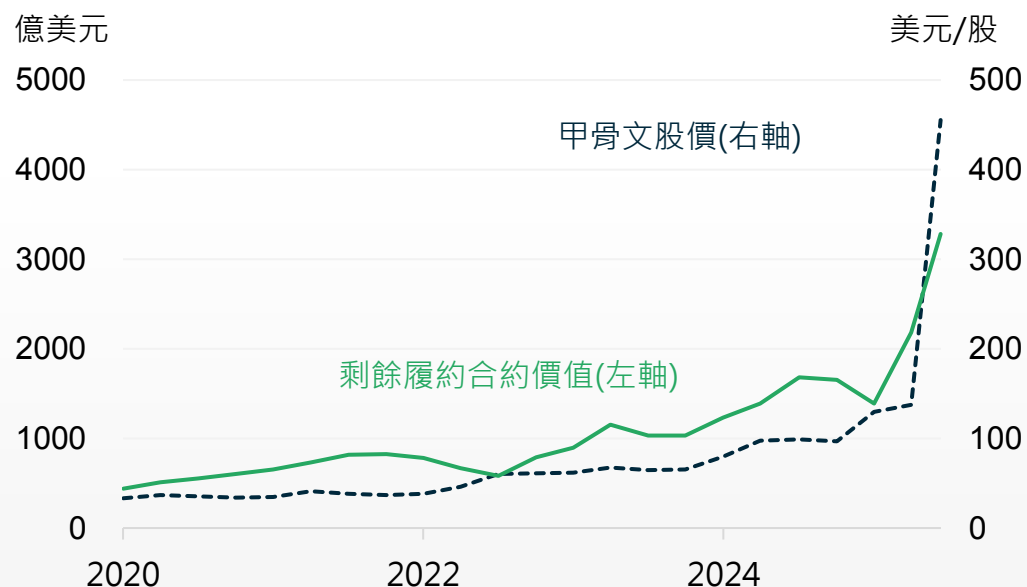


資料來源：Bloomberg。

市場仍聚焦在AI發展, 繼博通接獲100億美元訂單後, CSP業者甲骨文也接獲未來5年3000億美元的訂單, 使得公司剩餘履約義務價值飆升至4550億美元, 年增353%, 激勵股價單日飆漲36%, 暗示AI仍將持續蓬勃發展。

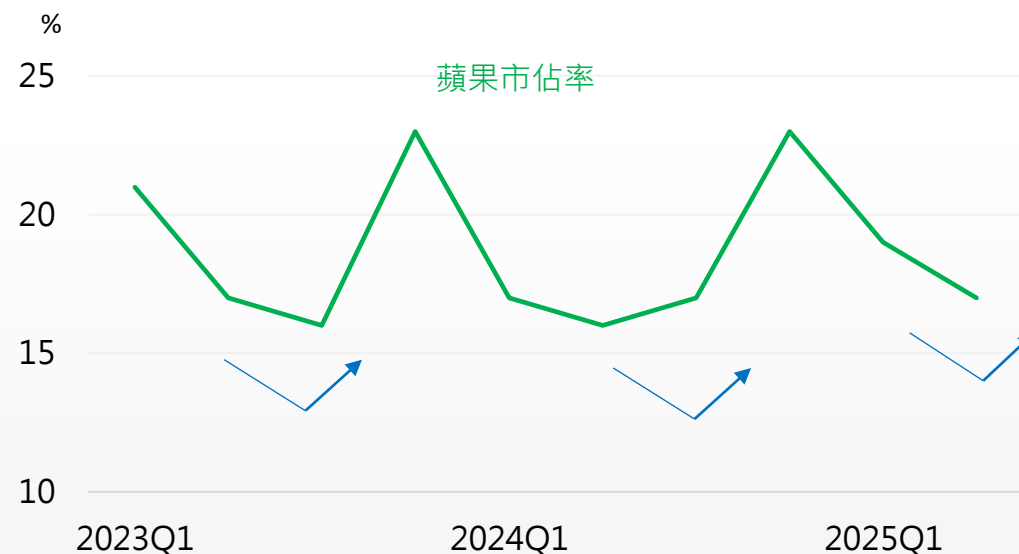
另一方面, 蘋果雖發表新機iPhone 17, 雖新增超薄型系列, 但Apple intelligence並無重大更新, 相對黯淡。不過, 預期後續仍將推出摺疊型手機, 加上**年底換機潮加溫, 蘋果旺季效應升溫, 預期公司股價仍有望落後補漲。**

甲骨文獲AI訂單, 股價飆漲



資料來源：Bloomberg。

年底換機潮, 蘋果旺季效應升溫

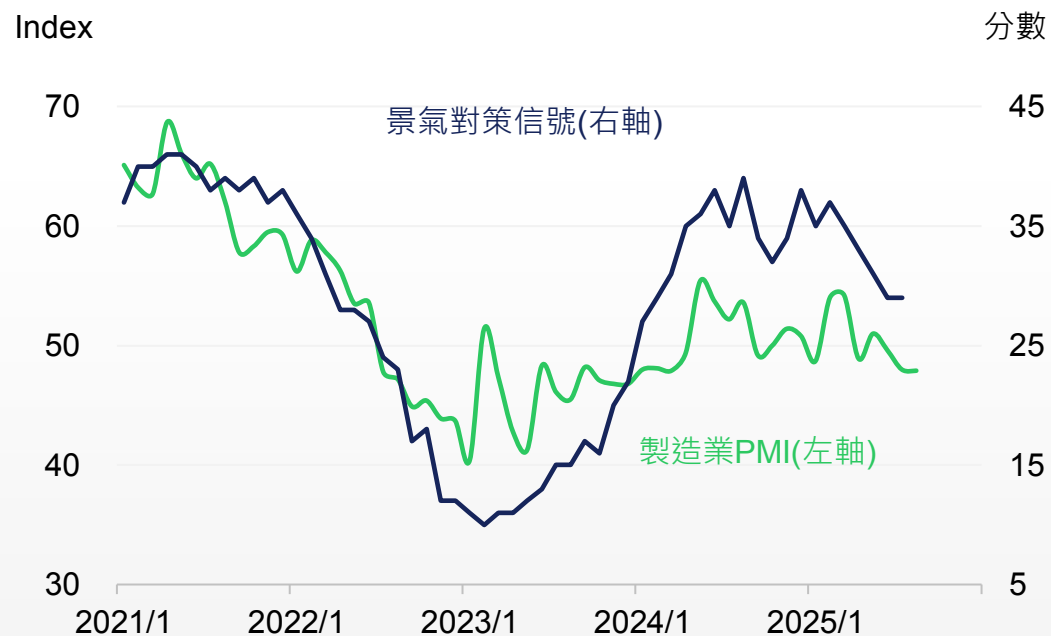


資料來源：Bloomberg。

台灣出口創新高, 但製造業景氣卻呈現下行趨勢。主要的原因在於出口受惠AI伺服器、半導體大幅成長, 但由於上半年台幣強升、關稅衝擊等因素, 只能說除了AI相關的企業, 大多數的公司都面臨不景氣的情況, 這點由無薪假人數創4863人新高可看出來。

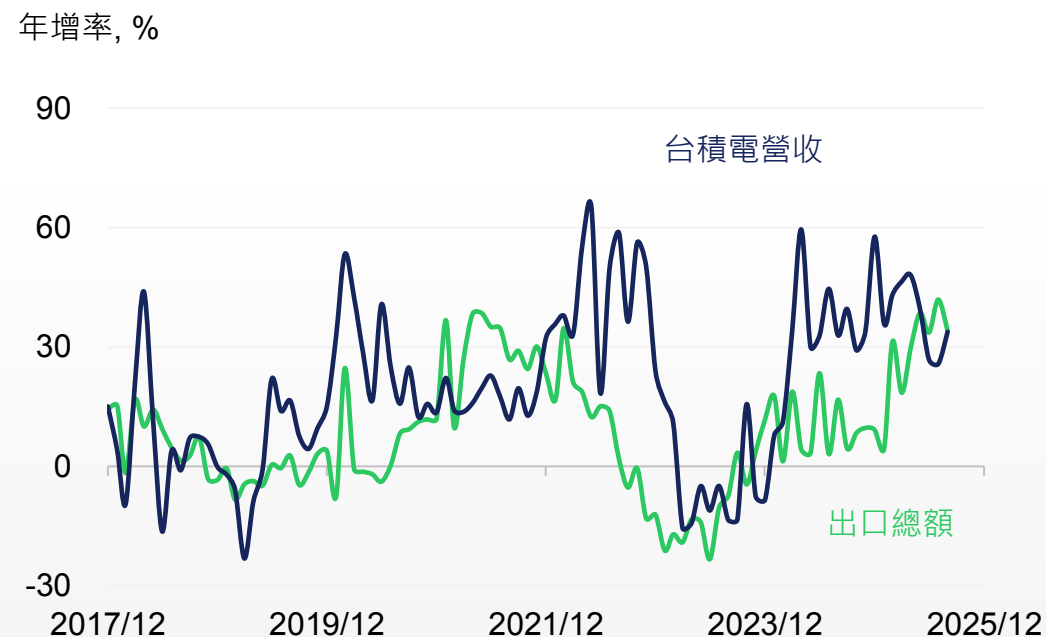
台灣出口以電子業為主, 8月出口總額584.9億美元, 其中以AI伺服器為主的資通與視聽產品加上半導體兩大產品類別, 佔比已達72.8%, 雖然由於AI熱潮方興未艾, CSP業者的投資未來也將持續擴大, 對電子供應鏈完整的台灣來說將持續受惠, 但由於漲勢集中在AI相關族群, 甚至是靠台積電拉抬指數衝高, 恐使得大盤漲勢容易陷入漲多震盪的格局。

製造業景氣呈下行趨勢



資料來源：國發會。

出口總額、台積電營收皆成長逾3成



資料來源：Bloomberg。

美中科技競爭激烈的背景下, 中國官方積極追求科技自主自立, 視其為國家強盛之基。多次場合都曾提到關鍵領域實現自主可控外, 二十大報告中也明確提到, 「加快實現高水平科技自立自強,...堅決打贏關鍵核心技術攻堅戰。」強調科技命脈須掌握在自己手中, 避免「卡脖子」的風險。

為此, 中國官方刻意扶植本土科技巨頭「對標」美國科技企業, 旨在培養本土「巨頭」。例如, 阿里巴巴對照亞馬遜, 專注電商與雲計算; 騰訊對標Meta, 深耕社交媒體; 小米對標Apple, 聚焦智能硬體等, 而近期則由AI晶片設計企業寒武紀急起直追美國輝達。透過政策補貼、研發投資與市場保護, 激勵企業加速創新, 減少對美依賴。

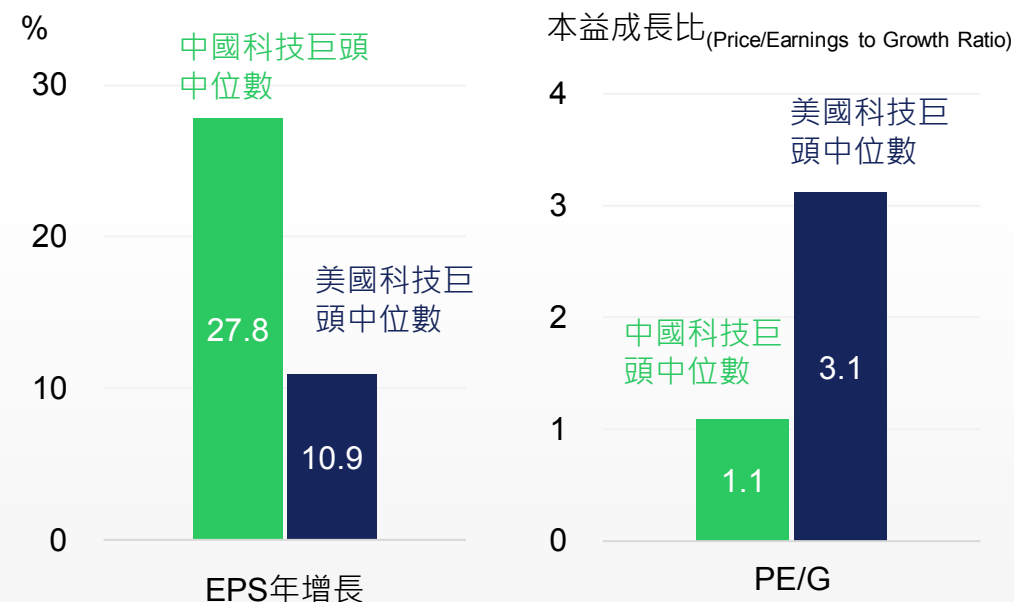
整體而言, 中國嘗試重塑全球科技格局下, 中國科技巨頭將能持續獲得政府資源挹注。於此, 長線受到政策支持、企業獲利快速成長的支撐, 雖然短線漲多容易震盪, 但可待股市拉回逐步布建。

中國在科技領域「對標」美國, 今年科技巨頭表現不俗

領域	中國 Big Tech	年迄今股價變化, %	2026年 EPS 年增長	美國 Big Tech	年迄今股價變化, %	2026年 EPS 年增長
社交媒體、雲業務	騰訊	48.9	13.5	Meta	28.5	6.1
電子商務、雲業務	阿里巴巴	70.6	28.1	亞馬遜	7.5	13.8
搜索引擎、雲業務	百度	27.3	9.5	Google	23.6	7.1
智能手機、設備	小米	60.3	29.4	蘋果	-5.0	8.0
AI晶片設計	寒武紀	86.8	94.2	輝達	25.3	40.8
電動車製造	比亞迪	18.6	27.4	特斯拉	-14.2	43.9
	中位數	54.6		中位數	15.6	

資料來源: Wind預估。

中國科技巨頭評價仍較低於美國科技巨頭



註: 中美科技巨頭以左表中美各六家企業為代表。
資料來源: Wind。

15 Monday

美國紐約州製造業調查指數
中國零售銷售
中國工業生產
中國房地產投資
日本休市

16 Tuesday

美國零售銷售
美國進口物價
美國NAHB房屋市場指數
歐元區ZEW調查
馬來西亞休市

17 Wednesday

美國新屋開工
美國營建許可
歐元區CPI
英國CPI
日本進出口

18 Thursday

FOMC利率會議
美國初領失業金人數
日本核心機器訂單
英國央行利率會議
台灣央行利率會議
台灣M1b貨幣供給

19 Friday

日本央行利率會議
日本CPI
英國零售銷售

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