



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

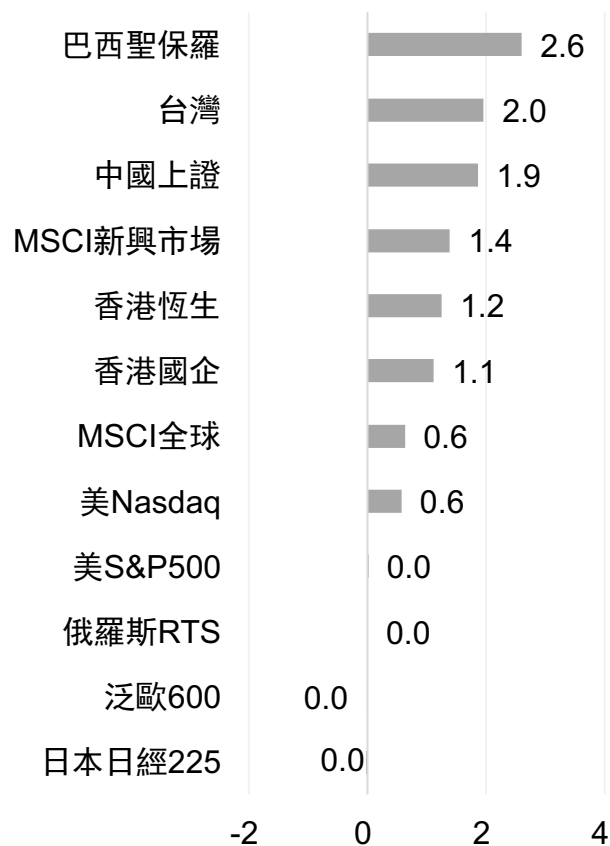
2025年8月8日

# 投資研究週報

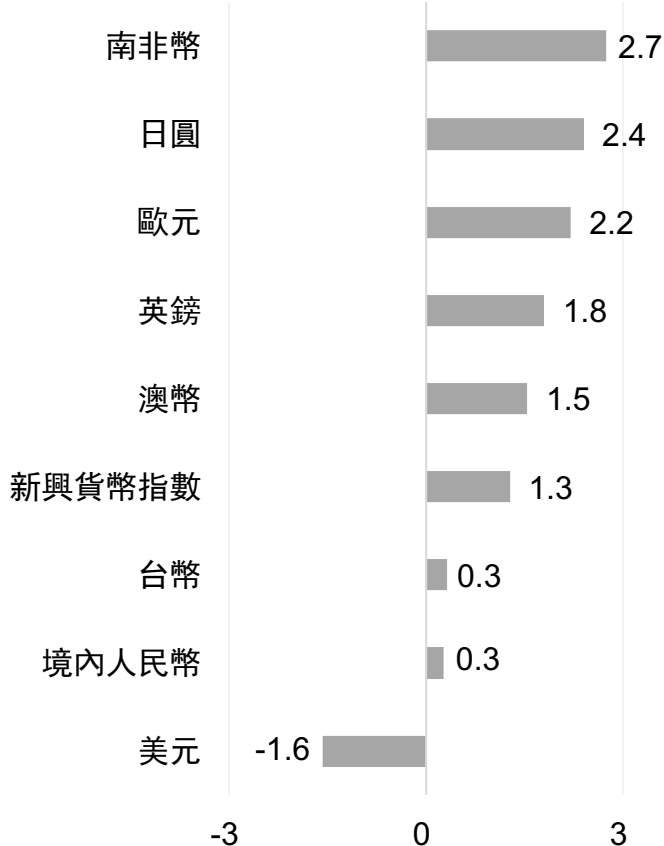
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 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：2025/7/31- 2025/8/7。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 一週市場觀察：

- **非農數據下修推動9月降息預期：**勞動部統計局長因數據下調而丟官，9月降息機率反因而上升。美國經濟走緩，惟各國投資金額增，FDI衝高有望帶動製造業成長。
- **半導體關稅有解，在美國投資即免稅：**川普宣稱對半導體課徵100%關稅，但在美國製造或承諾建廠生產的企業可以豁免，台積電直接受益，評價仍相對合理。
- **Q2財報解析、企業獲利可能進一步分化：**受關稅影響，零售、進口有成本上升壓力，科技、電力、國防工業受惠政策支持。

### 2) 後續關注焦點：

- 美國CPI(8/12)、零售銷售(8/15)、半導體232調查 (8/10)。

## 策略思維

- 1) **股市—波動加大，拉回分散布局：**科技股評價升高，加上製造業低迷，股市波動加大，布局宜分批、分散。
- 2) **債市—殖利率高檔震盪，宜布局中短天期：**9月降息機率升高，但聯準會仍在意關稅對通膨帶來的影響，維持緩降息步伐，選擇中短天期債券優先，長天期以鎖利為主。
- 3) **匯市—Fed緩步降息，美元區間偏弱震盪：**Fed降息循環仍主導美元走勢，美元指數反彈有壓。

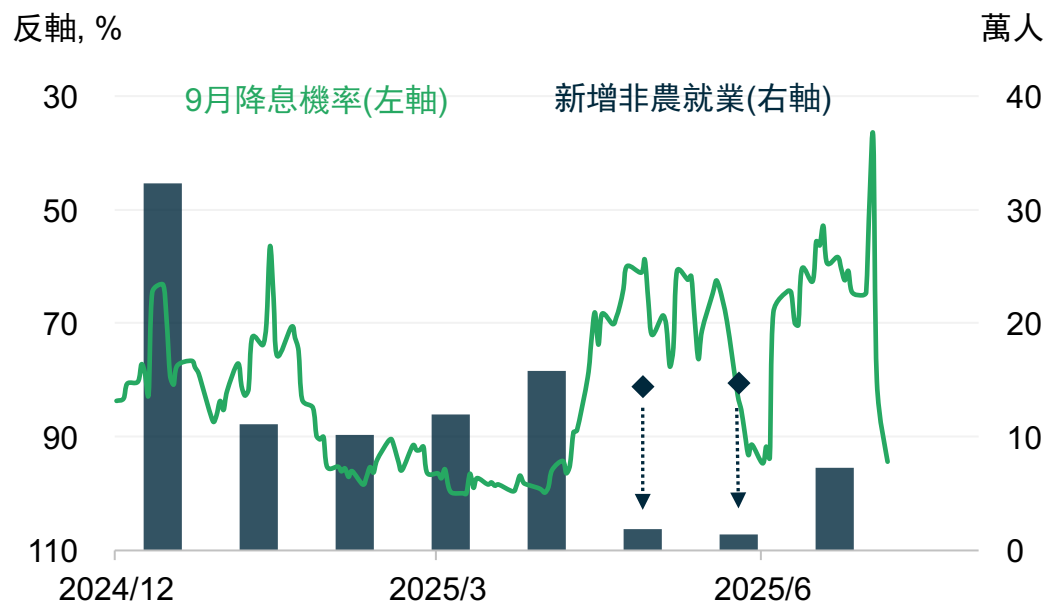


## 勞工統計局長因數據下調而丟官，9月降息機率反因之而上升

美國7月非農就業新增7.3萬人，低於預期的11萬人，但引起市場不安的是勞工統計局下調了5、6月的數字，5月由14.4萬人下調到1.9萬人，6月由14.7萬人下調到1.4萬人。修正幅度之大使得川普震怒並撤換了統計局局長，指其刻意造假數據打壓共和黨。

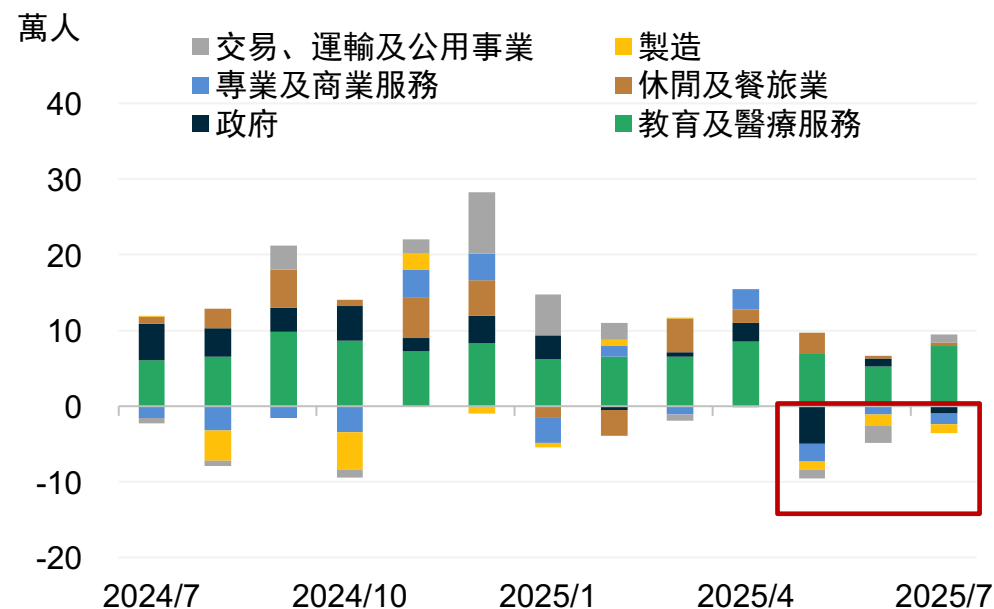
猶記得勞工統計局**2024/8/21**也曾大幅下調12個月的非農數據高達**81.8萬人**，同樣引發市場譁然，不過在次月的FOMC會議即降息2碼。因此川普高聲疾呼聯準會降息，還不如就業數據惡化更來得有效。觀察各行業新增就業可發現，政府、運輸及公用事業、製造業及專業商業服務等行業裁員拖累近幾個月數據下行，恐與川普的縮減政府支出及關稅政策脫不了關係，這或許暗示疲軟的數據並非常態，而是短期的現象。

### 非農不如預期，並大幅下修5、6月數字



資料來源: Bloomberg。

### 政府裁員、製造業觀望恐是導致非農下滑的原因



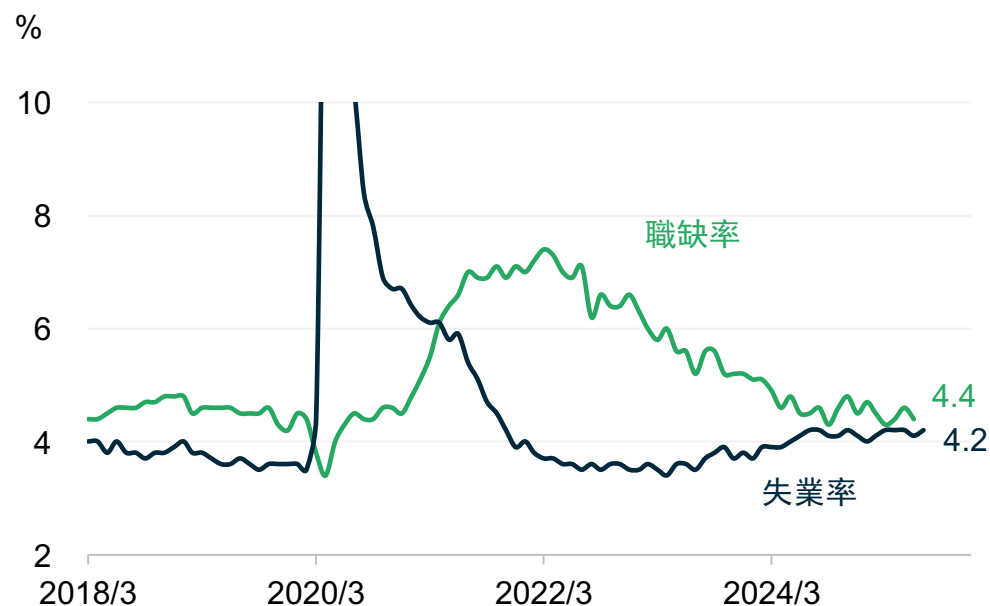
資料來源: Bloomberg。

## 景氣放緩，製造業仍在等待復甦信號

非農數據大幅下調，但7月失業率4.2%較上月僅小幅上揚，勞動市場惡化的跡象仍不明朗。不過觀察近期美國職位空缺調查可發現，職缺率在4.4%上下擺盪，呈現緩步下降的狀況，暗示景氣放緩，且**職缺率與失業率逐漸接近，代表勞動市場處於大致平衡的位置，一旦形勢改變，經濟趨勢將出現較大的變化。**

ISM製造業指數也呈現景氣走弱的趨勢，雖然7月ISM服務業指數50.1，勉力維持在50的景氣榮枯線上方，然而製造業則普遍呈現觀望，其原因與美國關稅脫不了關係，訂單存貨比也跌落1，代表需求疲弱，業者雖然庫存水位不高，但也沒有積極拉貨的意願。

### 職缺率回落至失業率水準，勞動市場位於平衡位置



資料來源：Bloomberg。

### 新訂單存貨比再度向下，製造業仍在等待復甦信號



資料來源：Bloomberg。



# 債市 | 經濟下行風險升溫, 美債殖利率走弱; 短線利率維持震盪, 長線將逐步滑落

隨著新增非農大幅下修, 加上ISM製造業、服務業雙雙走弱, **景氣下行風險推升市場的降息預期**: 9月降息機率突破90%, 預計全年降息幅度2~3碼。而本週多名官員態度也相對轉鴿, 均暗示9月降息可能性已增大。

**利率展望**: 市場已積極定價今年降息空間, 且新一輪關稅將帶動平均關稅稅率上升至15~20%, 形成下半年的通膨壓力, **短線利率震盪**。不過**長線而言, 利率走勢將逐步下行**, 隨1)勞動市場疲軟、經濟成長放緩, 將支撐Fed維持政策寬鬆。2)川普即將提名新任主席, 推動Fed立場進一步轉鴿。

**天期方面**, 降息有助整體利率下滑。不過, 短端利率與政策利率較為貼合, 下行幅度較大; 長端利率則受市場對財政狀況的擔憂, 下行空間相對有限。配置上, 建議以中短天期為主, 而長天期的投資思維應聚焦在穩定現金流。

## 非農公布後, 中短端利率下滑幅度明顯



註: 比較非農公布前後, 各天期美國公債殖利率變化。

資料來源: Bloomberg。

## Fed官員轉趨鴿派

官員	談話	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%。 <b>雙重使命上應更重視就業風險</b> 。	極鴿
Christopher Waller (理事, 下任主席人選之一)	價格上漲應為一次性, 通膨上行風險有限, <b>不應等勞動市場惡化才調降利率</b> 。	極鴿
Lisa Cook (理事)	非農就業數據的修正令人擔憂, 可能預示著美國經濟的轉折點。	鴿派
John Williams (紐約, 永久票委)	儘管勞動市場降溫, 但依然穩健, <b>對9月會議持開放態度, 仍需評估</b> 。	中立
Beth Hammack (克里夫蘭, 明年票委)	就業數據令人失望, 但依然穩健。目前通膨壓力大於就業, 等待未來更多資訊。	中立
Neel Kashkari (明尼阿波利斯, 明年票委)	美國經濟放緩, 使短期內降息合適, 預計今年降息2次; 不過通膨仍有不確定性。	鴿派

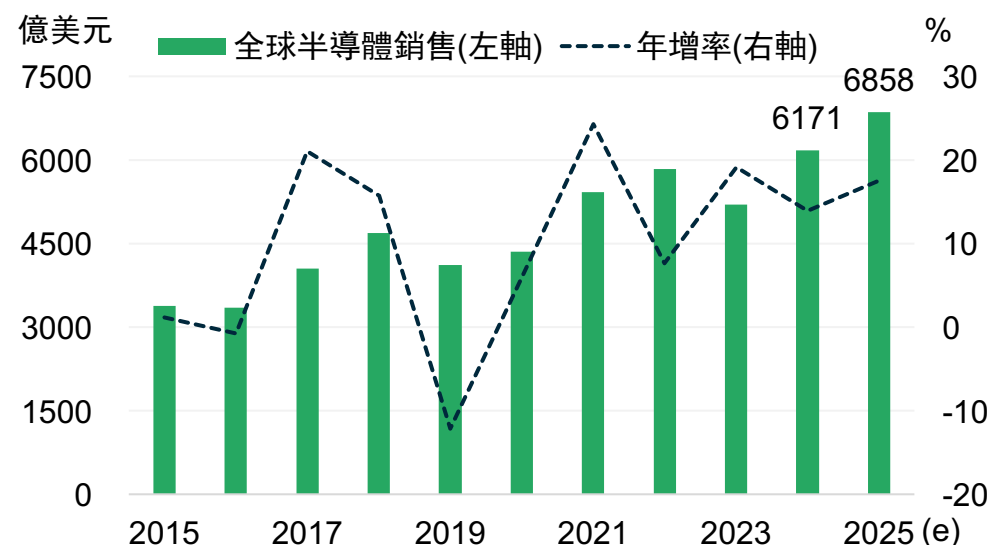
資料來源: 國泰世華銀行整理。

## 川普宣布100%半導體關稅, 但台積電可望豁免

根據美國半導體行業協會SIA 8/5最新數據顯示, 6月全球半導體銷售金額為599億美元, 年增19.8%, 累計上半年達3429億美元, 年增率亦達2成, 預估全年銷售規模可望達6858億美元, 將再創歷史新高。

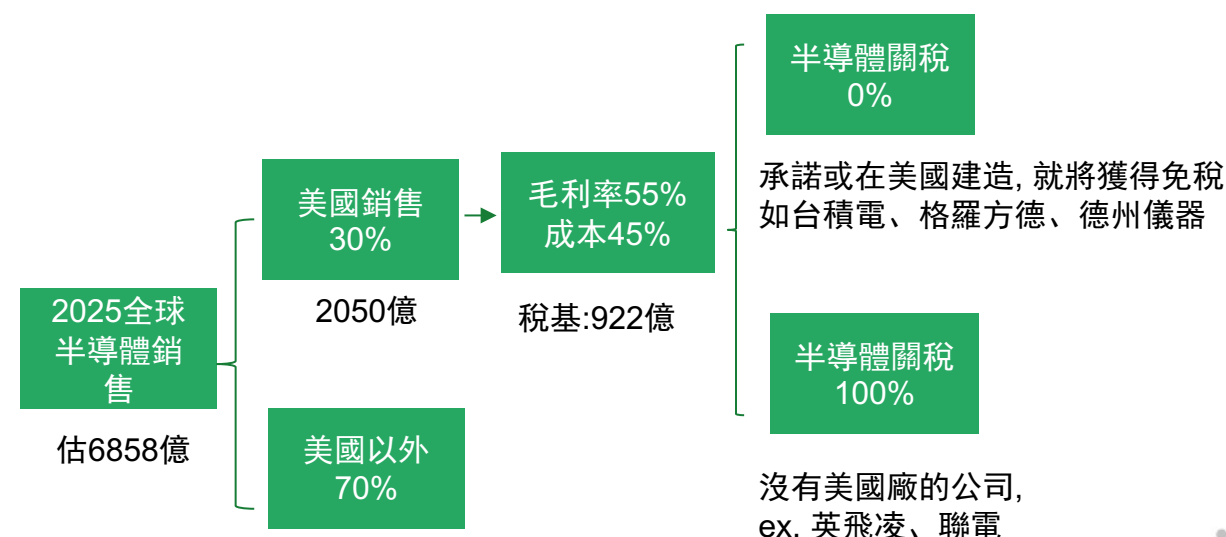
不過, 川普也將課徵半導體關稅, 稅率為**100%**, 但只要承諾或在美國建造, 就將獲得免稅。因此, 展望後市, 1)將有更多公司提高美國的生產比重, 或將訂單轉往有美國廠的企業, 2)成熟製程的半導體公司, 在美國生產不符合成本, 預期潛在衝擊仍不小。

### 半導體規模將續創歷史新高



資料來源: Bloomberg。

### 半導體關稅衝擊路徑



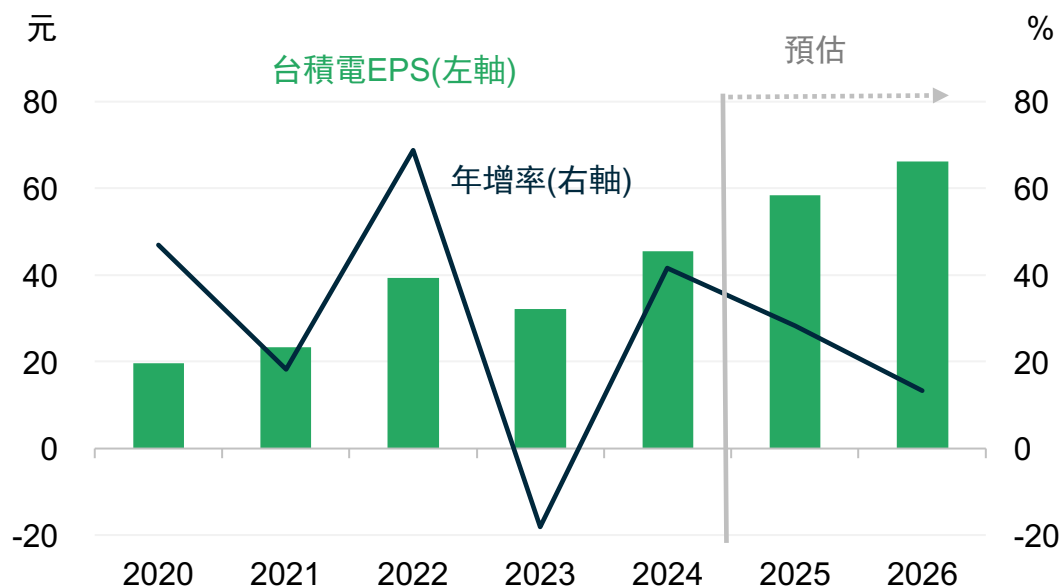
資料來源: 國泰世華銀行整理與推估。

## 台積電長期獲利穩定走高，擴大美國投資以免除高關稅

台積電今年Q2、Q3營收及毛利率受到匯率影響，但由於AI需求強勁成長，產能利用率維持高檔，CoWoS先進封裝加緊擴充產能，估計至2026年仍難以完全滿足客戶需求，今明兩年獲利有望呈現雙位數成長，2026年稅後EPS更有機會挑戰70元大關。

台積電美國廠將量產，預估產能佔台積電整體2%，未來規劃在亞利桑那州興建6座晶圓廠，並搭配先進封裝廠和研發中心。台積電對於2025年資本支出380~420億美元的計劃仍維持不變，未來幾年配合川普政策在美國擴大投資，應可避免高關稅衝擊。考量AI需求趨勢成長，競爭優勢更加確立，以及評價相對合理下，股價仍有續強空間。

### 台積電獲利穩定走高



資料來源：Bloomberg預估。

### 台積電今年資本支出380~420億美元、未來仍持續增加



資料來源：台積電預估。

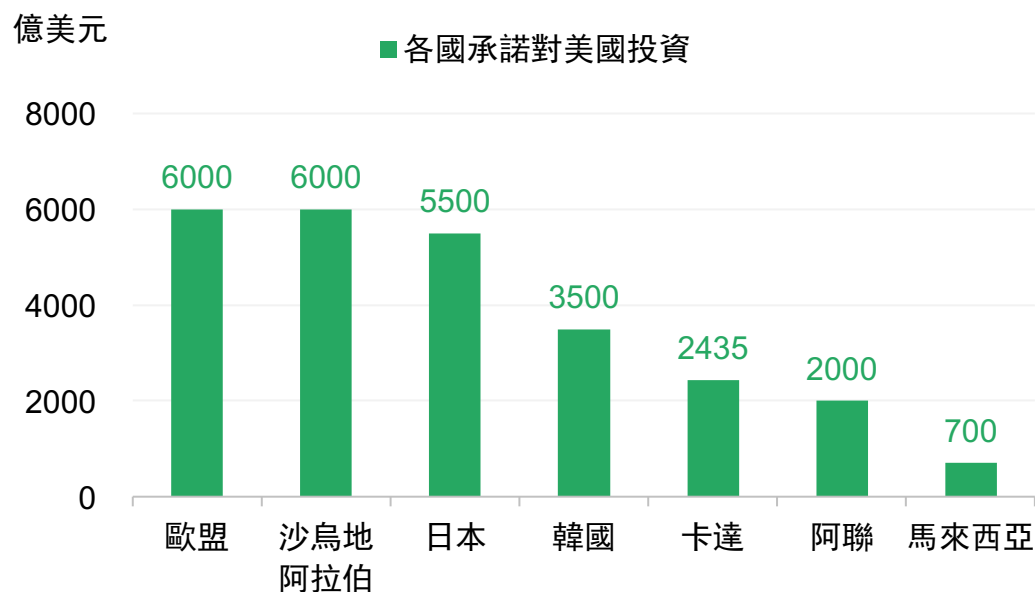


## 「TACO」交易？川普關稅政策贏得各國承諾對美投資

近幾個月全球金融市場因為川普的關稅發言而大幅波動。雖然在4月9日川普暫緩對等關稅、引導各國展開談判後市場回穩，也掀起TACO(Trump always chicken out)交易的討論熱度，不過若以結果而論，美國關稅收入不僅連續4個月創新高，美國貿易逆差縮窄，也推動Q2 GDP年增3.0%，關稅收入大增，川普甚至打算把部分資金用於「小額退稅」，而共和黨則提出普發600美元現金的構想。

除此之外，各國在川普的敦促之下，承諾對美國大舉投資，以促進美國製造業發展。**就目前已揭露的金額來看已突破2.6兆美元，即使未來分數年達成，也是前所未有的投資規模，資金流入將促進製造業就業，並有利美國經濟重啟成長軌道。**

### 各國承諾對美投資金額已破2.6兆美元

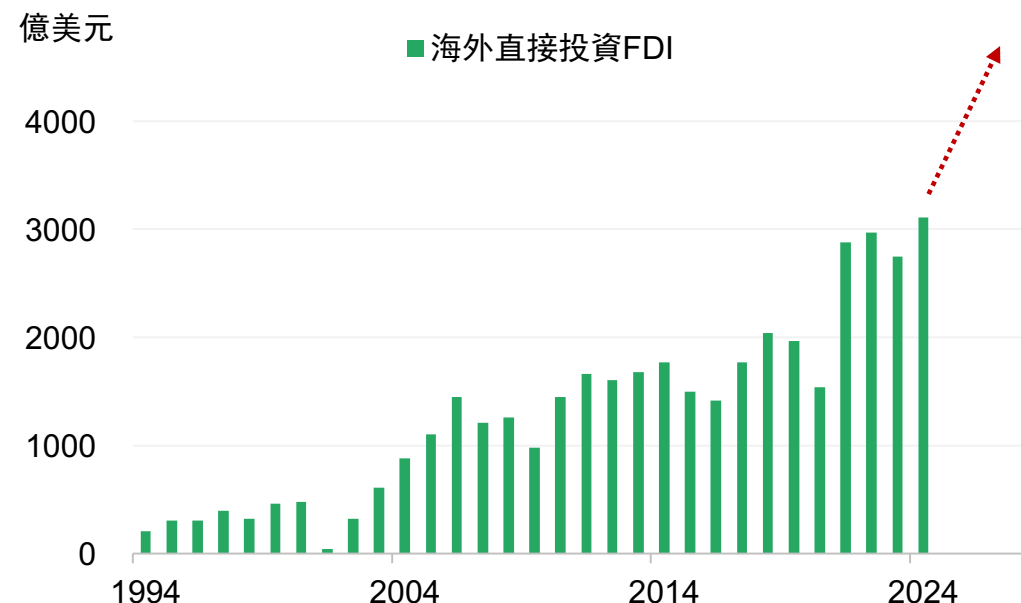


資料來源：國泰世華銀行整理。



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

### 關稅議題下，美國FDI有望創新高



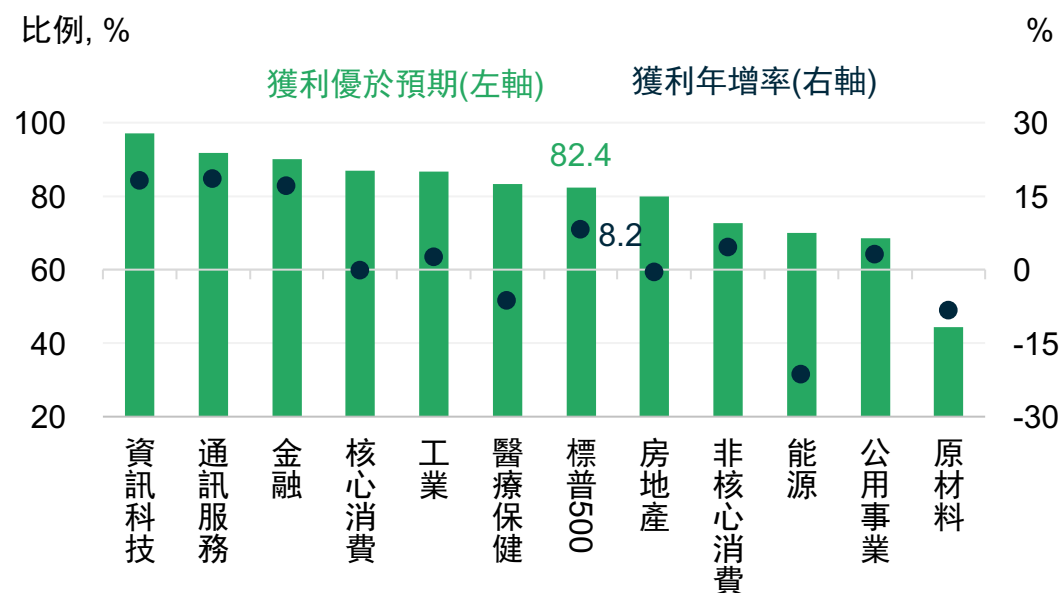
資料來源：Bloomberg。

## 標普逾8成企業Q2獲利優於預期，但零售、進口行業受關稅影響較大

標普500大已超過6成企業公布財報，其中8成以上獲利優於預期，但由獲利年增率來看，類股差異很大。資訊科技、通訊服務、金融業年增雙位數，能源、原材料、醫療及核心消費類股則是負成長，類股獲利分化的情況也顯示景氣復甦差異。

科技行業受惠AI需求成長，獲利成長加速，帶動資本支出進一步升高，也支持股價不墜。而核心消費類股因為進口關稅增加成本、民眾觀望漲價而消費縮手，Q2、Q3獲利難有起色，不利股價表現。不過在各國關稅陸續底定後，廠商也多能制定下一步的價格政策，獲利有望逐步回穩，Q4景氣應能有所好轉。**布局上可選擇高成長族群拉回買進，或低基期類股分批進場。分批、分散仍是策略主軸。**

### 逾8成企業獲利優於預期，但年增率表現分化

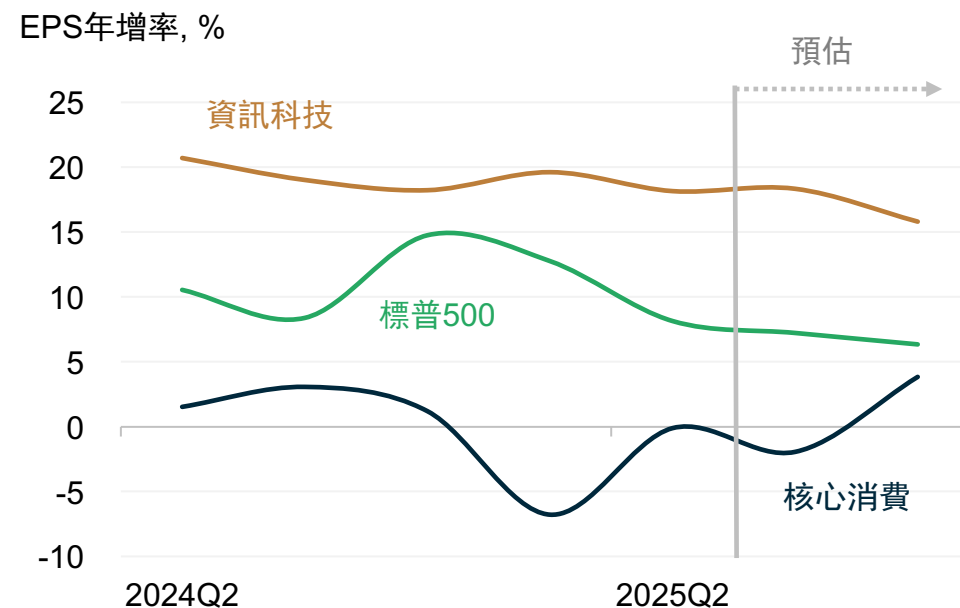


資料來源: Bloomberg。



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

### 零售、進口行業Q3將持續受到關稅影響



資料來源: Bloomberg預估。

# 美元 降息前景日趨明朗，利差收斂壓力將令美元延續低檔偏弱格局

美國7月新增就業遜於預期，前兩月數值亦大幅下修，凸顯勞動市場降溫跡象。除理事Waller、Bowman外，本週多位聯準會官員亦調整此前觀望立場，意味著**9月重啟升息可能性持續提高**。此外，需留意9月初公布的就業報告，若勞動市場降溫壓力加劇，且關稅推升通膨的力道有限，不排除聯準會再次採取一次降息兩碼的操作。

相較之下，其餘主要央行皆將於下半年進入寬鬆週期尾聲並放慢降息步伐，意味著美元利率與海外利率將逐步收斂，令美元指數即便短線有所反彈，但整體仍不改低檔偏弱情勢。

市場預期聯準會未來幾季降息力道大於主要央行

主要國家 央行	利率期貨市場預期					累計升/降 息碼數
	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	
美國	降息1碼	降息1碼	降息1碼	降息1碼	降息1碼	降息5碼
歐元區	持平	持平	持平	持平	降息1碼	降息1碼
日本	持平	持平	持平	升息1碼	持平	升息1碼
英國	降息1碼	持平	降息1碼	持平	降息1碼	降息3碼
加拿大	持平	降息1碼	持平	持平	持平	降息1碼
瑞典	持平	降息1碼	持平	持平	持平	降息1碼
瑞士	持平	持平	持平	持平	持平	持平

資料來源：Bloomberg預估。

美元與海外利差收斂，限縮美元上檔空間



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。

# 新台幣 台積電有望豁免半導體關稅，帶動短線TWD升值，長線美國降息幅度仍是匯率走勢關鍵

美國7月非農數據不如預期，降息預期升溫下，美元小幅回貶，非美貨幣則多止貶回升。川普近日表示，台積電將在美國投資高達3000億美元，及半導體關稅將在一週內公布等言論，一度使台股氛圍轉為謹慎，連帶使新台幣一度回貶至30元關卡。**8/7川普公布半導體關稅高達100%，但有承諾赴美投資者可豁免的言論，市場預期台積電有望豁免下，激勵股匯雙漲。**

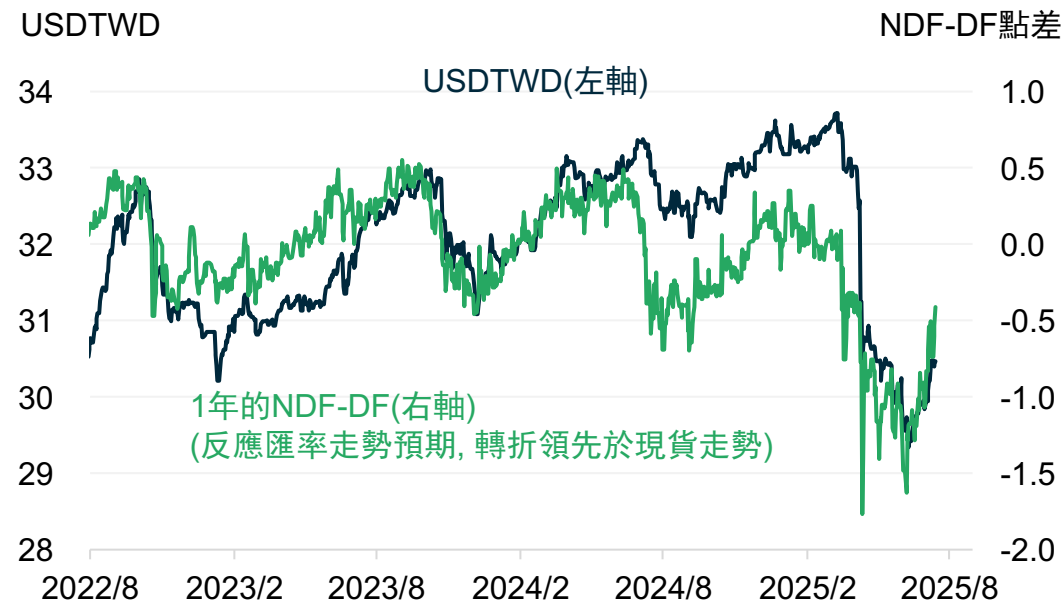
**長線**而言，美國降息方向不變，雖將使新台幣偏升值，但考量上半年推升新台幣的力道正在轉弱：1)隨對等關稅談判大致底定，從遠期外匯市場來看，USDTWD 12個月NDF、DF換匯點走勢迎來轉折，即可看出先前強烈看**新台幣走升的預期心理正在消退**。2) 出口商、壽險業兩大推升新台幣力量應較上半年走弱，將使H2支撐台幣力道減弱。因此**若Fed降息幅度無超预期，新台幣升值幅度應較受限**。

## 美元小幅回貶，非美貨幣則多止貶回升



資料來源：Bloomberg。

## 新台幣走升的預期心理漸消退



資料來源：Bloomberg。

# 英鎊 BOE如期降息，未來降息步伐將放慢；利差料收斂但財政改革受阻，英鎊表現將落後歐元

BOE降息一碼至4.0%，但支持降息/持平之票數為5比4，凸顯委員會內部對於本次降息意見分歧。

BOE雖小幅上修今年GDP，但稱潛在成長動能放緩、勞動市場降溫，經濟下行風險猶存。然而，BOE亦上修今年通膨率，反映國際油價區間上移、食品價格上漲影響，BOE判斷通膨上行風險有所升溫，稱未來降息路徑將取決於通膨回落的進展。整體而言，**基本面持續走弱，意味著BOE降息方向不變，但通膨風險上升，將導致BOE立場更趨謹慎，預料將放緩降息步伐。**

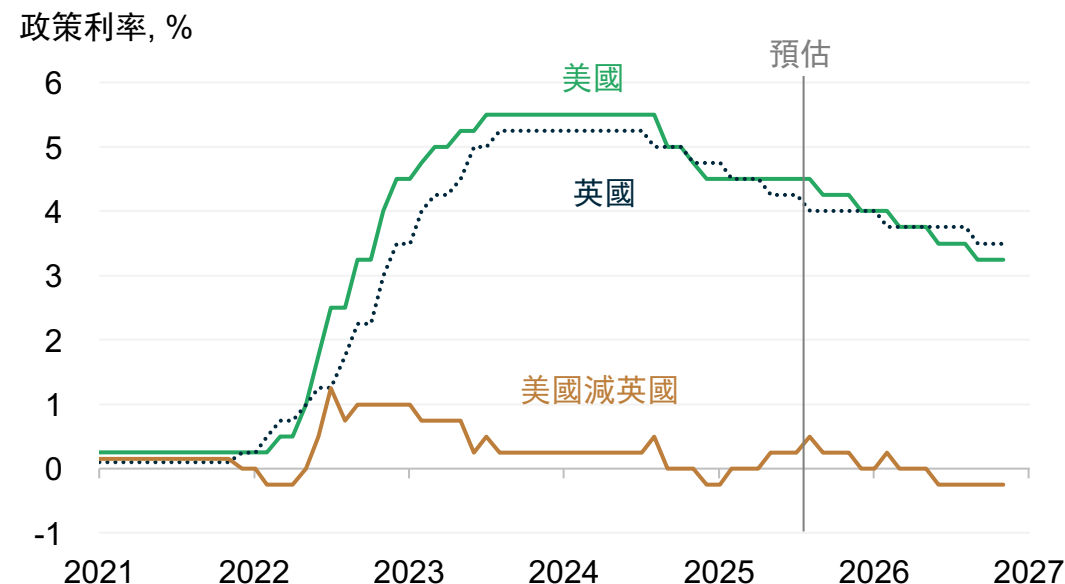
對於英鎊的影響而言，BOE料放緩降息，聯準會則可望於年內降息2-3碼，美英利差有望展開收斂。另一方面，景氣動能趨緩，導致財政改革難度加劇，則為英鎊的不利因子。**未來隨聯準會重啟降息、美元指數徘徊低檔，英鎊雖可望走揚但漲勢料相對受限，表現將落後於歐元。**

BOE預測值：上修失業率、通膨率

項目(%)	會議	2025Q3	2026Q3	2027Q3	2028Q3
GDP	8月	1.2	1.3	1.5	1.7
	5月	1.1	1.3	1.6	-
CPI	8月	3.8	2.7	2.0	2.0
	5月	3.5	2.4	1.9	-
失業率	8月	4.8	4.9	4.8	4.8
	5月	4.6	4.9	5	-
政策利率	8月	4.1	3.5	3.6	3.7
	5月	4.0	3.5	3.6	-

資料來源：BOE預估。

隨聯準會將重啟降息，美英利差可望收斂



資料來源：Bloomberg預估。

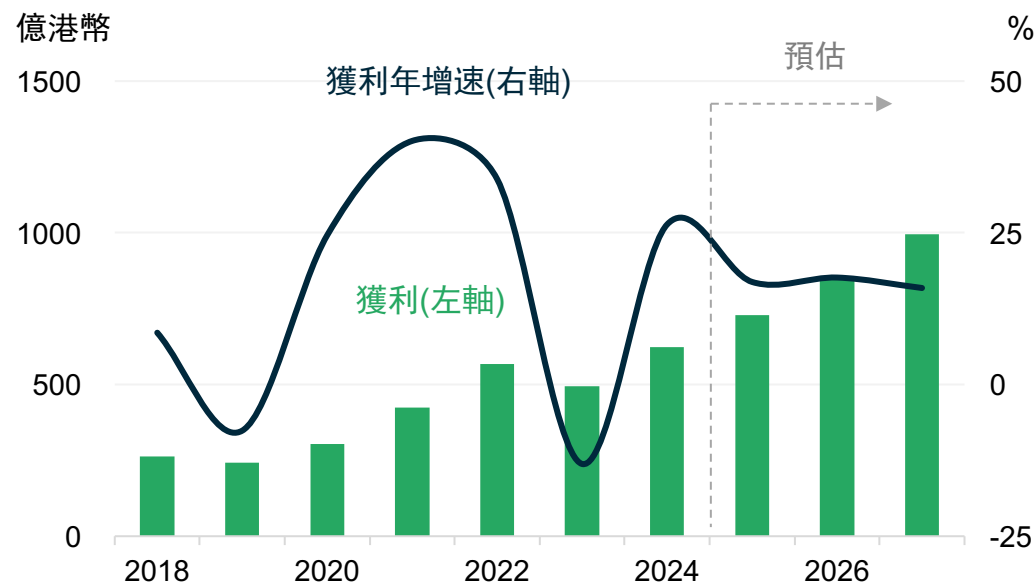


## 中國 提高半導體自製率為國策，是中芯國際結構性支撐，也讓獲利可望維持雙位數成長

今年以來中芯國際股價表現強勁，於香港掛牌(0981.HK)的漲幅接近六成，反映市場對其國產替代的看好。營收方面，**2025年Q1營收創歷史新高**，**雖然因其他收入下降、經營費用上升，使Q2營收季減**，但官方包括以舊代新、人行先前調降存量房貸利率等政策，對其營收仍是有幫助(消費電子及智慧手機業務即貢獻近64%營收)。由於**官方提高半導體自製率為既定政策**，因此持續以國家大基金三期(3440億人民幣、聚焦先進製程)、稅收優惠及國內訂單來為中芯提供支持。也讓中芯近年資本支出大增，2024年增至70億美元，2025年預計達73.3億美元，用於12吋晶圓廠擴建與先進製程研發，期以達到2030年自製率70%的目標。

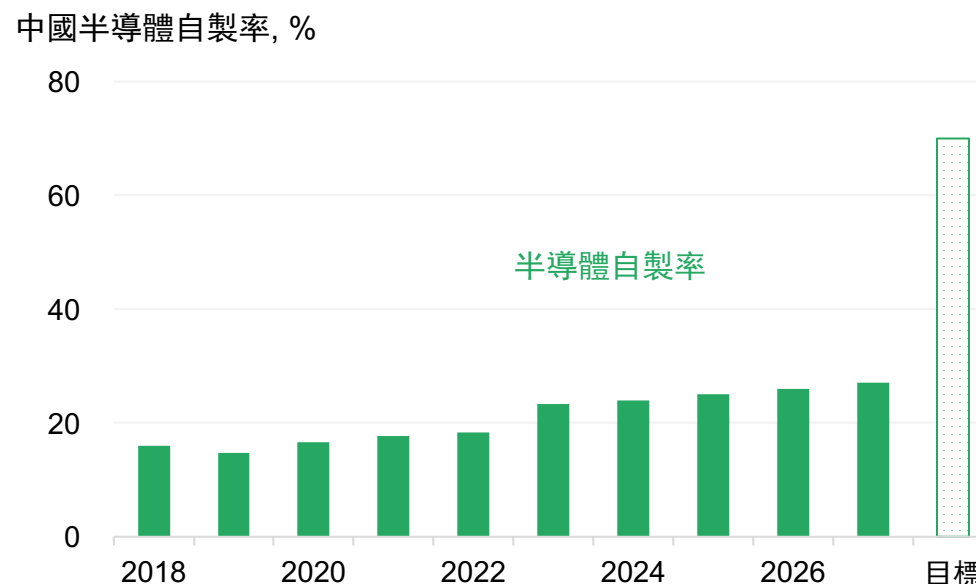
操作上，中港股今年受惠於1)科技股穩居AI產業趨勢、2)金融股具穩定息收優勢、3)官方政策支持，而中芯國際則屬於AI產業趨勢之中，因此股價表現不差。尤其在美中談判趨於和緩下，將持續有利中港股，尤其境外指數題材較多，表現仍應優於境內指數。

### 中芯國際企業獲利可望維持雙位數成長



資料來源：TradingView預估。

### 提高半導體自製率是既定國策，為中芯國際結構性支撐



資料來源：Digitimes預估。

# Aug 2025

11	Monday	12	Tuesday	13	Wednesday	14	Thursday	15	Friday
日本休市		美國CPI NFIB中小企業樂觀指數 歐元區ZEW調查預期 泰國休市		日本工具機訂單 德國CPI		美國初領失業金人數 美國PPI 歐元區GDP 歐元區工業生產		美國零售銷售 密西根大學消費者信心 日本GDP 中國零售銷售 印度、南韓休市	

## 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