



國泰世華銀行
Cathay United Bank

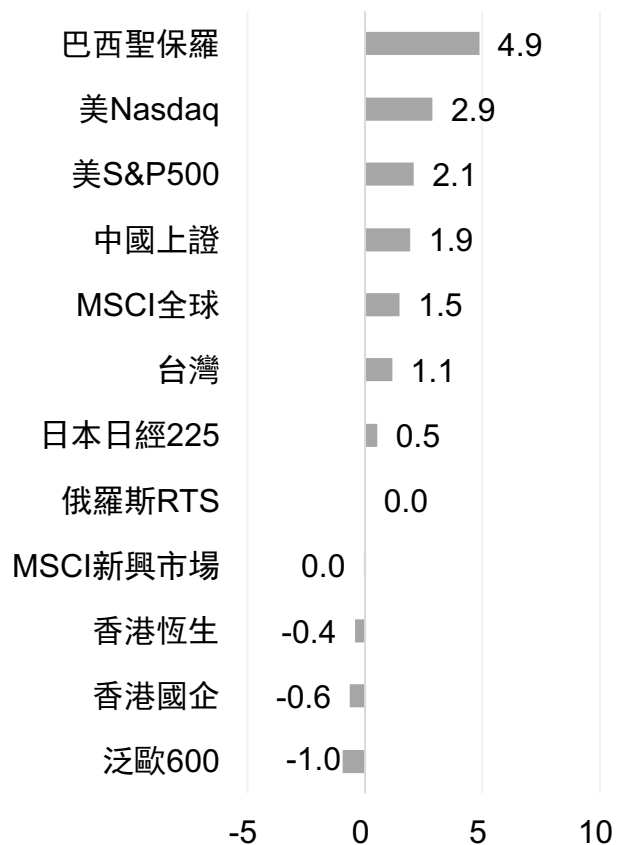
2025年8月29日

投資研究週報

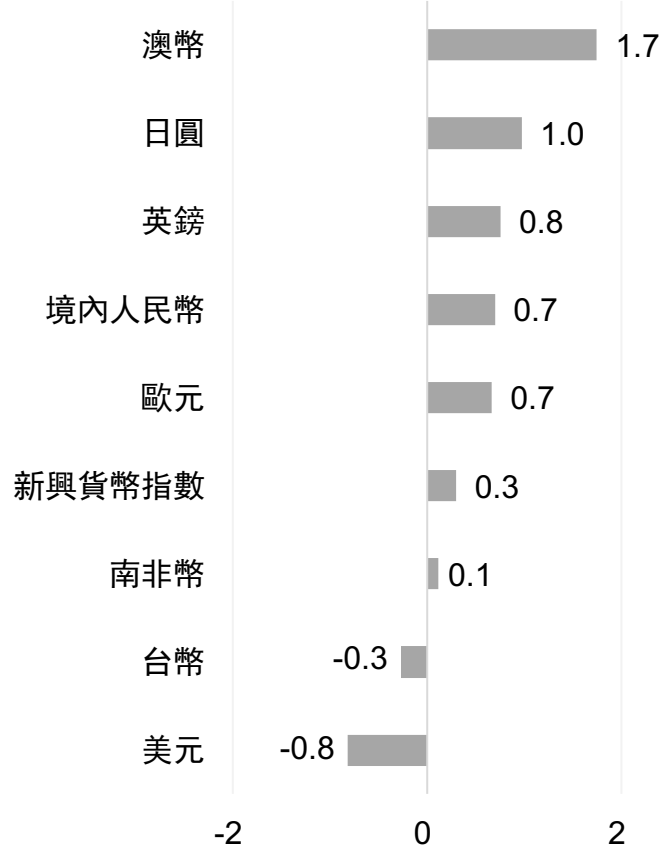
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

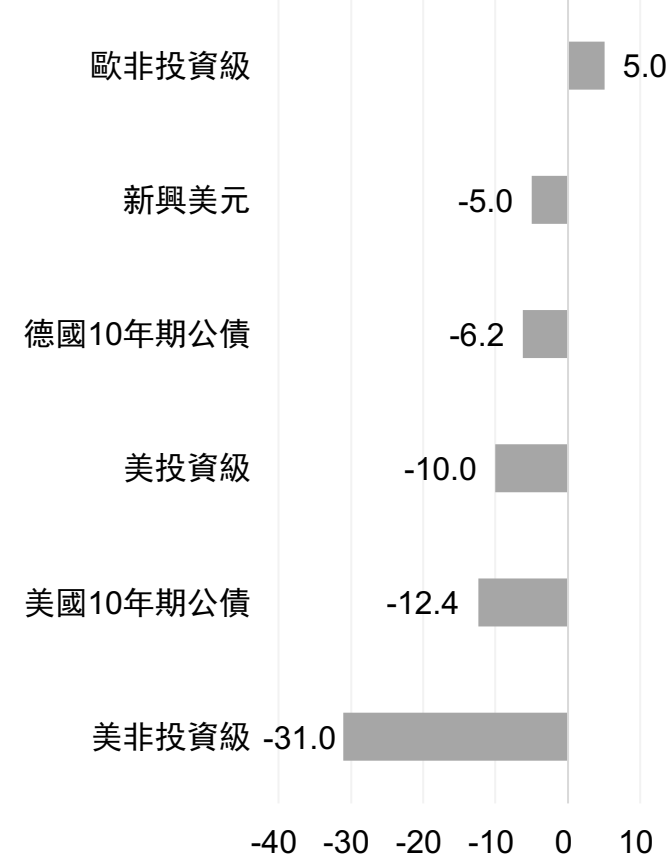
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/8/21 – 28。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- **央行年會後，降息題材延續：**1)勞動供給與需求同步下降的「奇特平衡」；2)關稅對通膨為「一次性」影響；3)**明年FOMC組成偏鴿**，有利於後續降息題材延續。
- **貨幣政策寬鬆，壓抑美國雙率：**1)通膨影響下，留意短線**美債**殖利率震盪，但長線趨勢仍偏下行；2)美國與海外利差將持續收斂，引導**美元**指數延續低檔偏弱。3)通縮疑慮下，**瑞郎**匯價難升，轉向橫盤震盪。
- **輝達及整體美股財報表現良好，但留意短線震盪：**1)**輝達**財報不差但市場反應數據中心營收不及預期；2)多數企業獲利正向；3)但**標普500評價**不低，加上市場超額流動性下降，讓短線股市較震盪。
- **反內捲下，A股補漲：**1)據**2015~16年供應側改革**經驗，類股基本面有望落後改善；2)**DeepSeek新模型**點燃中國國產晶片熱情，激勵寒武紀等晶片股急漲。惟需留意短線急漲下，震盪機會升高，宜拉回布建。

2. 後續看點

- 9/5非農就業、9/9美國勞工統計局修訂非農基準；9/10蘋果秋季發表會；9/18FOMC、9/19台灣央行。

策略思維

1. **股市-關稅影響鈍化，可逢低布建：**股市對關稅反應鈍化，後續聚焦後續降息題材，拉回可布建、不追高。
2. **債市-布局以中短債為先：**近期利率走勢震盪，未來趨勢隨Fed政策仍偏下行。
3. **匯市-美元長線偏弱格局不變：**利差收斂下，美元偏弱；通縮疑慮猶存，瑞郎升勢趨緩轉為區間波動。



就業 | 勞動供需齊降, 整體情勢仍屬平衡, 但下行風險升溫

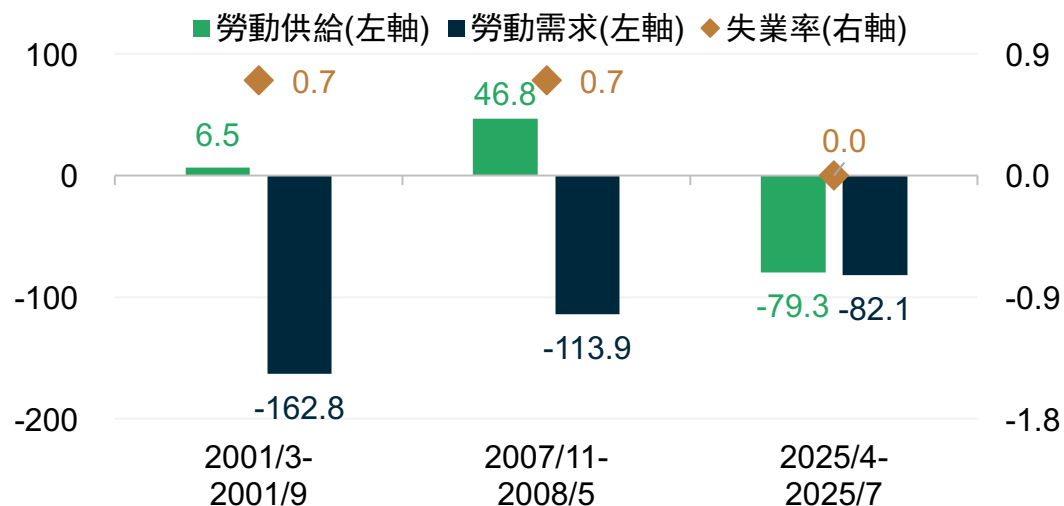
今年以來美國失業率大致持穩在4.1%左右, 而每週初領失業金人數處於低檔、平均工時保持穩定, 未見企業開始縮編、裁員。然而, 自4月份以來, 總就業人數已減少86萬人, 年增率則降至1.2%, 低於2015-2019年擴張期的平均水平1.5%, 則**反映企業招聘需求轉弱**。

何以就業人口減少, 卻未引發失業潮? 推測主因在於: **減少的就業人口多直接退出勞動市場**(川普政策緊縮, 移民人數下降), **而未轉化為失業人口, 故失業率未見揚升**¹。 註¹ 失業率 = 失業人口 / (失業人口 + 就業人口)

然而, 即便聯準會關注的失業率並未透露出勞動市場惡化的訊號, 但**過往就業動能持續減速, 多為企業裁員、失業率攀升的前兆, 是以勞動市場的下行風險, 相較此前已有所升溫**。

勞動需求、供給等幅下降, 是今年失業率未上升的主因

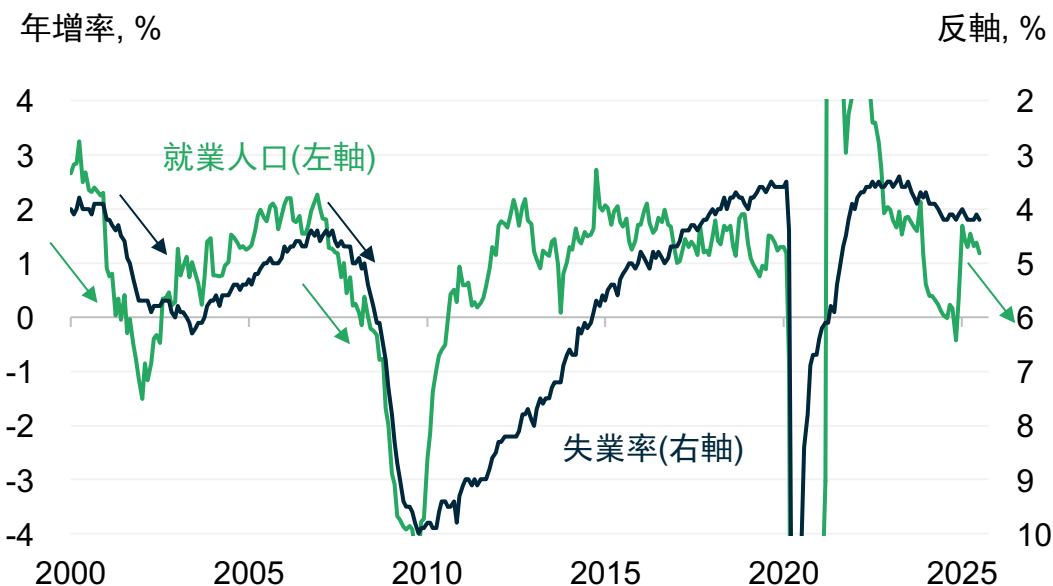
時間內變化幅度, 萬人(失業率為%)



註: 2025/04、2007/11、2001/03皆為衰退前就業人數最高之月份。勞動需求為總就業人數與職位空缺之合。2025/7之職位空缺未公布, 採2025/06之數值替代。

資料來源: Bloomberg。

就業增速續降、失業率卻持平, 與歷史經驗有所不同



註: 1999/01-2019/12兩者相關係數為-0.57。

資料來源: Bloomberg。

就業 | PMI就業指數、職缺對失業比等都延續下降趨勢, 透露整體就業市場動能趨緩的跡象

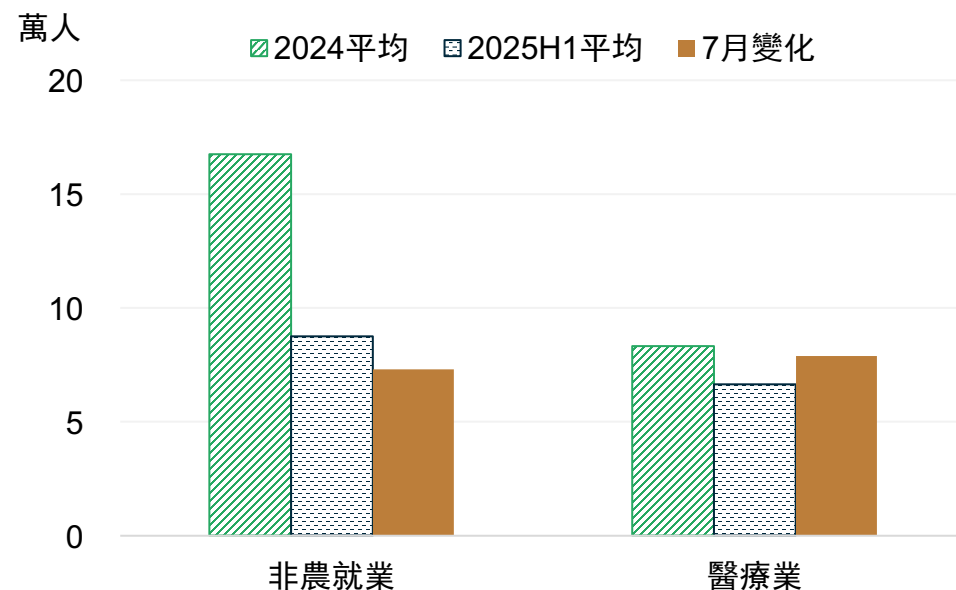
7月非農就業總增加僅7.3萬人, 低於市場預期的11.5萬人, 且前幾個月數據也有所下修。整體勞動市場增長放緩, 但教育和健康服務產業成為主要支撐力量, 貢獻絕大部分增長, 主要受美國嬰兒潮一代進入退休年齡(2025年65歲以上占比預估近20%), 慢性病和長期護理需求上升所致。

不過, 7月通過的「大而美法案」減少醫療補貼, 包括Medicaid未來10年將削減930億美元, 並影響ACA(Affordable Care Act)市場保險補助, 這可能會影響2022年通膨削減法案以來, 醫療業就業穩健且快速的成長(2022/6迄今醫療產業平均年增率約4%, 高於整體服務業平均年增率約2.1%)。

另一方面, 根據就業相關指標, 如ISM PMI就業指數、職缺對失業比等都延續下降趨勢, 也透露整體就業市場動能趨緩的跡象。

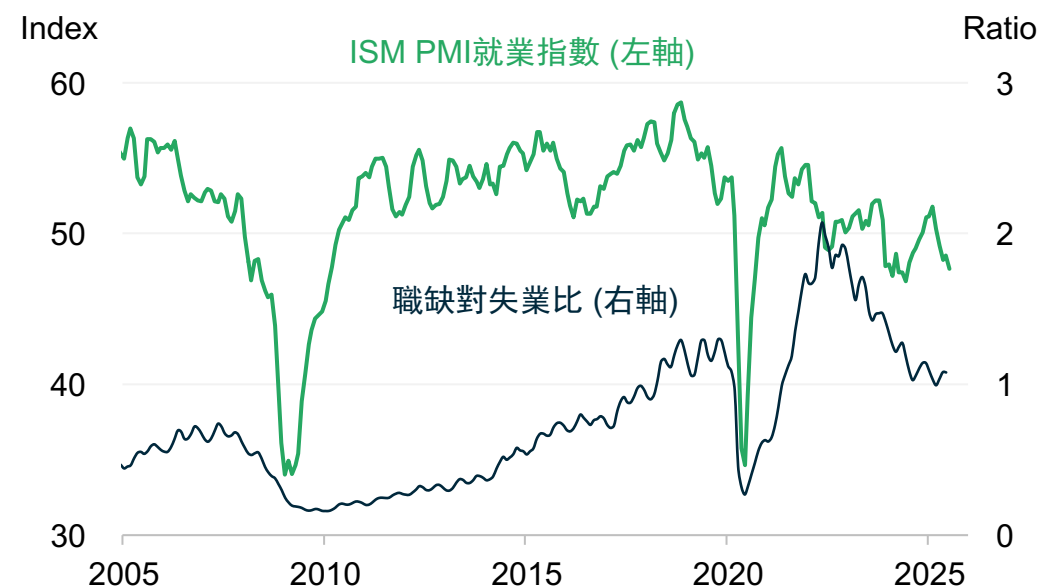
綜上, 就業市場動能有所趨緩, 這可能讓後續FOMC必須對就業下行的風險, 進行更多的考量, 也增加降息的可能幅度。

近期非農增長放緩, 但醫療產業逆勢上升



資料來源: Bloomberg。

就業市場可能逐漸趨緩



資料來源: Bloomberg。

Fed | 「偏鴿派」的FOMC組成, 有助降息題材發酵

2025輪值表		政策立場
理事	Powell (主席)	中立
	Jefferson	中立
	Barr	中立
	Bowman	極鴿
	Waller	極鴿
	Miran	極鴿
	待提名(因抵押貸款欺詐指控, Cook被解職)	應提名鴿派
地區輪值	Williams (紐約)	中立
	Collins (波士頓)	中立
	Goolsbee (芝加哥)	鴿派
	Musalem (聖路易)	鷹派
	Schmid (堪薩斯)	鷹派
中立：鴿派：鷹派 = 5：5：2		整體偏「中立」
2026輪值表		政策立場
理事	主席待提名	應提名鴿派
	Jefferson	中立
	Barr	中立
	Bowman	極鴿
	Waller	極鴿
	Miran	極鴿
	待提名(抵押貸款欺詐指控, Cook被解職)	應提名鴿派
地區輪值	Williams (紐約)	中立
	Paulson (費城)	中立
	Kashkari (明尼蘇達)	鴿派
	Hammack (克利夫蘭)	略鷹
	Logan (達拉斯)	鷹派
中立：鴿派：鷹派 = 4：6：2		整體偏「鴿派」

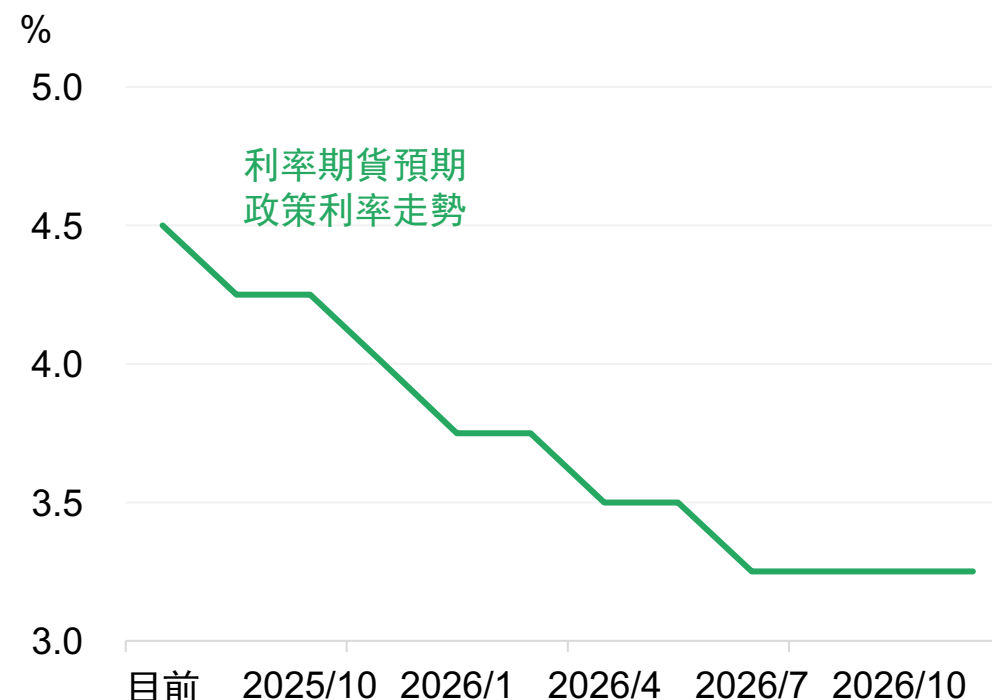
央行年會暗示降息, 後續降息題材將延續:

1. 鮑爾稱勞動供給與需求同步下降的「奇特平衡」

2. 關稅對價格的影響為「一次性」

3. 明年FOMC組成偏鴿, 有利於後續降息題材延續

央行年會後, 市場預期今年9月至明年, 將合計降息5碼



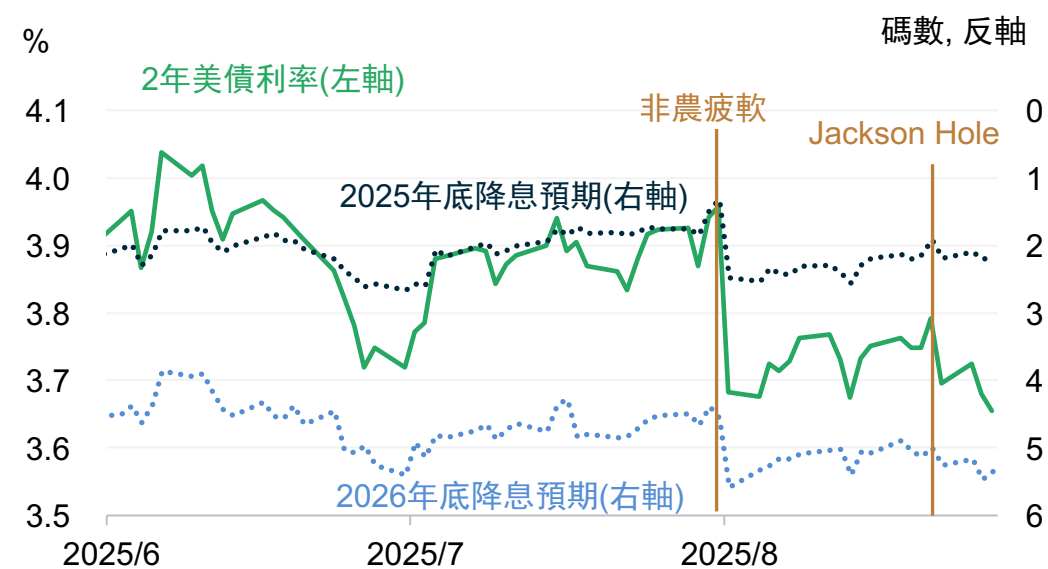
債市 | 鮑爾釋出轉鴿訊號, 美債利率滑落; 通膨影響下, 留意近期利率震盪, 未來趨勢仍偏下行

在Jackson Hole全球央行年會上, 即將於明年卸任的主席鮑爾釋出政策轉向訊號: 「當前政策已處於限制性區域, 若風險平衡出現變化, 將可能構成調整立場的依據」, 並指出「**勞動市場面臨下行風險, 可能導致裁員激增、失業率上升**」。市場普遍解讀此番談話為**對9月降息的鋪墊**, 帶動期貨市場降息預期擴大, 甚至開始推測今年可能降息多達3碼, 驅動美債利率滑落; 其中, 中短端利率的下行尤為顯著, 殖利率曲線進一步陡峭。

然而, 利率走勢仍可能受通膨影響而震盪, 需觀察關稅的「**一次性影響**」幅度, 若未來數月PPI、CPI增幅再超預期, 則**不排除近期利率反彈**的可能。

降息前景明朗, 有利於未來債市發展: 宜採分批布局策略布債, 以把握降息前的相對高利。若市場對**降息預期過於樂觀**, 出現**近期利率波段反彈**, 則**可視為加碼鎖利良機**。Fed人事方面, 理事Cook因涉及抵押貸款詐欺遭解職, 預期未來川普提名的新任主席及兩位理事將更支持貨幣寬鬆。

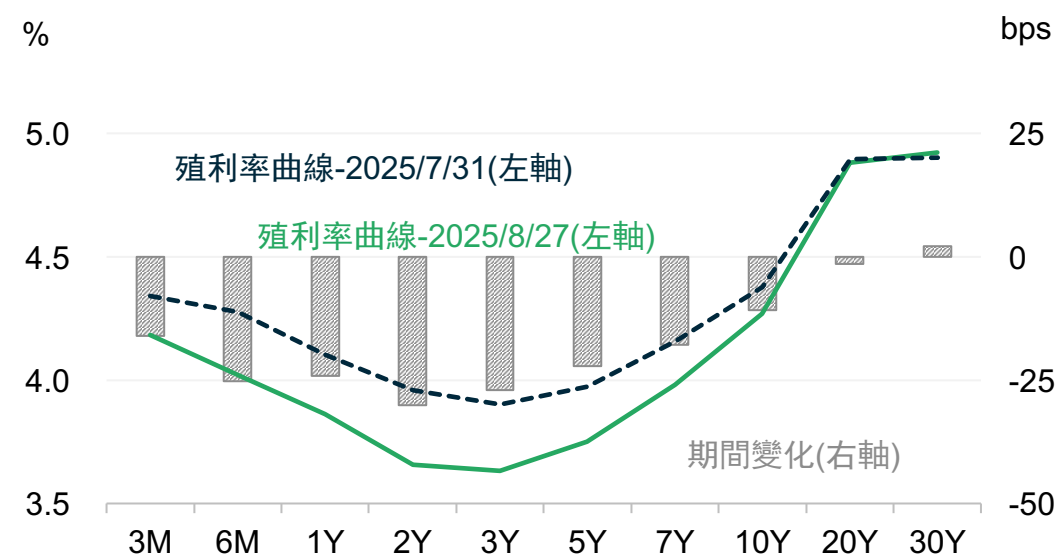
主席鮑爾態度轉鴿, 帶動美債利率下滑



註: Fed Funds Futures預期至2025年底累計降息2.2碼, 至2026年底累計降息5.4碼。

資料來源: Bloomberg。

8月以來利率走降, 中短端幅度尤為顯著



資料來源: Bloomberg。

美元 | 國內外利差收斂方向不變，美元低檔偏弱

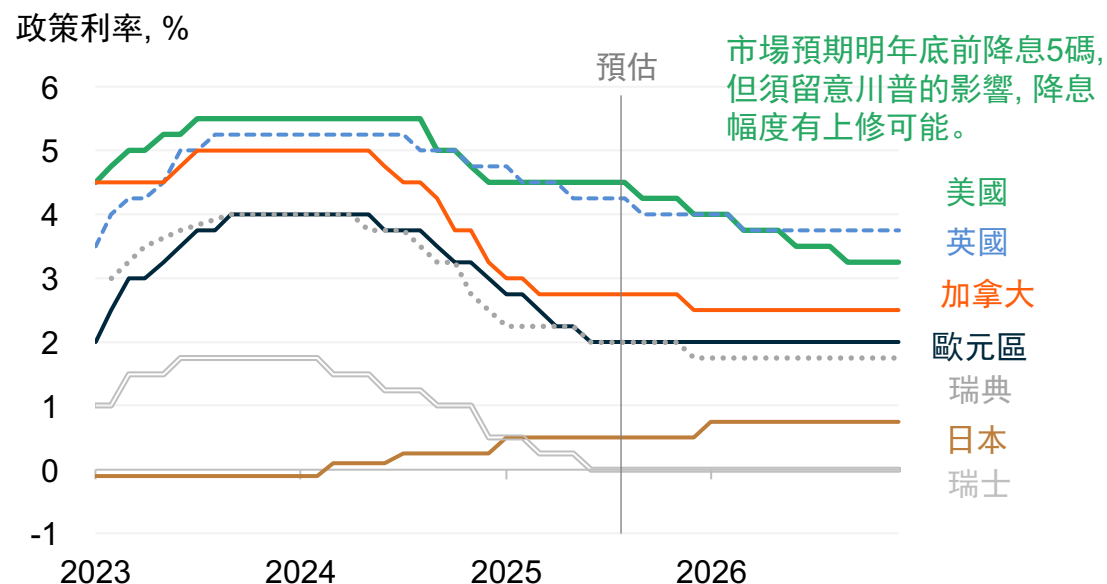
即便年內降息步伐仍具不確定性，但長線聯準會政策放鬆方向明確，主因關稅對通膨的影響料於明年逐步消退，而現行利率仍高於中性水平，意味著未來仍有調降空間，可望引導美債利率下降。

值得注意的是，川普將提名一位主席、一位理事(若理事庫克遭成功解職，則將提名兩位)進入聯準會，將導致政策光譜更加傾向鴿派，存在加大降息力道的可能性。目前市場對此一情境仍未有所預期，若發生，可能造成公債利率大幅下降，是未來幾季必須留意的風險。

另一方面，其餘主要央行則多已進入寬鬆週期尾聲，日本央行則可能於年底/明年初重启升息，意味著美國利率與海外利率之利差將持續收斂。

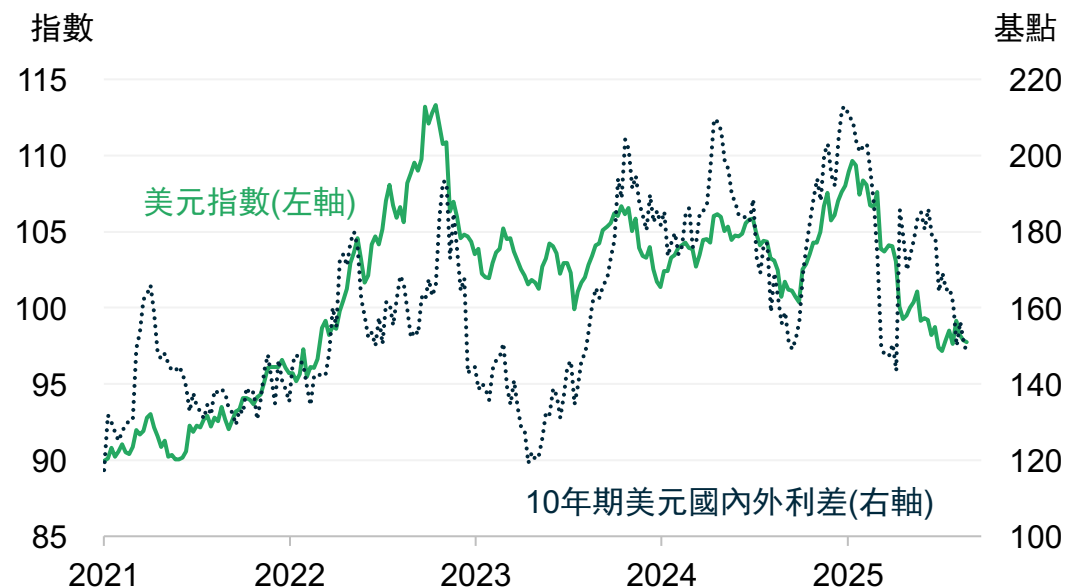
綜上所述，上述兩項因子，將引導美元指數延續低檔偏弱情勢。

聯準會將重启降息，其餘央行則進入寬鬆尾聲



資料來源：Bloomberg預估。

利差收斂料持續收斂，美元不改偏弱格局



註：藍線為10年期美債利率減10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。

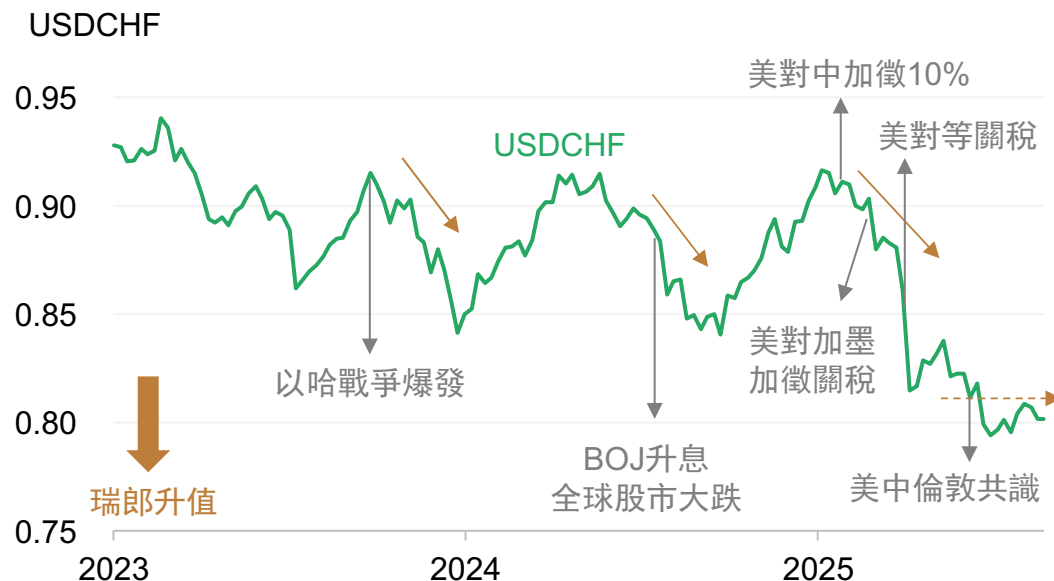
瑞郎 | 避險性質加成, 年內漲勢於主要貨幣中名列前茅

今年以來瑞郎大漲13.2%，與歐元漲勢相當(12.5%)，明顯強於英鎊(7.9%)、日圓(6.9%)等其餘主要貨幣。推測主因：

- 1) 美元偏弱：川普政策風險的影響，加以聯準會將重啟降息的預期升溫，導致美元指數大跌，非美貨幣普遍走強。
- 2) 避險需求：二月起川普對中國加徵關稅，隨後更推出產業關稅、對等關稅等政策，導致全球不確定性大幅升溫，加以當時市場盛傳「海湖莊園協議」，雙雙助長投資人避險需求¹。

註¹：同樣被視為具有避險性質的日圓，漲勢卻明顯落後瑞郎，或與BOJ延後升息時點(考量1.去年Q4起日本國內政治風險提高、2.美國關稅恐衝擊日本汽車產業)，美日利差收斂速度放緩有關。

國際政經風險升溫期間，皆見瑞郎升值



資料來源：Bloomberg。

瑞郎與美元指數高度正相關，美元偏弱支撐瑞郎走強



註：2023/1至今兩者相關係數為0.79。

資料來源：Bloomberg。



瑞郎 | 多空因素影響, 瑞郎升勢趨緩轉為區間波動

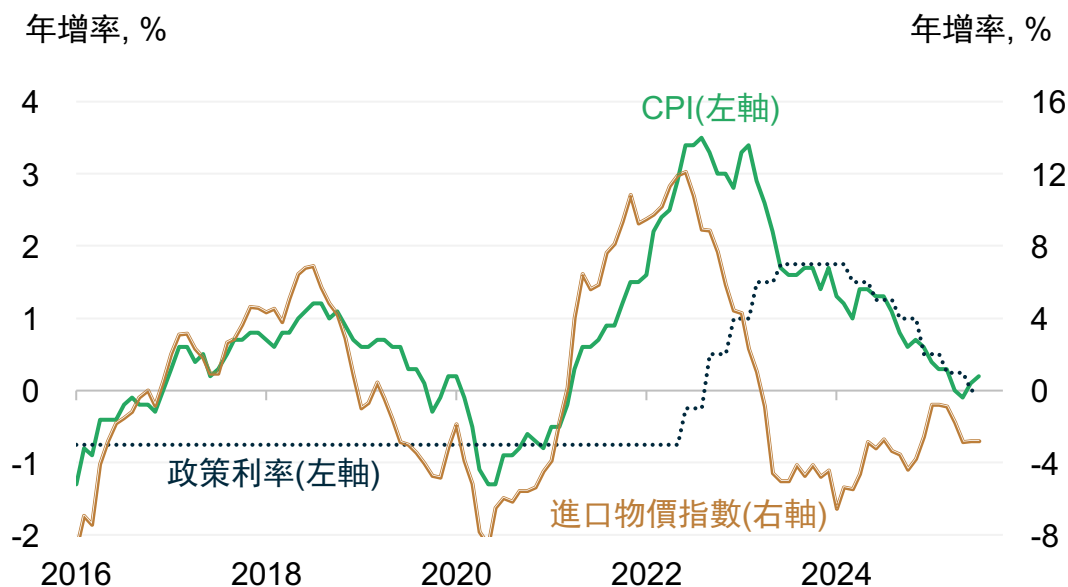
展望後市, 瑞郎漲勢能否延續?

1)瑞士貨幣政策: 近月通膨近乎零增長, 美國關稅衝擊製造業景氣, 內需消費同步轉弱, 是主要的原因。與此同時, 3月以來進口物價跌幅加劇, 反映近月瑞郎強升影響, 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: 隨對等關稅政策大致底定, 不確定性持續消退, 以及美國政府居中協調, 烏俄戰爭不至於進一步升溫, 皆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)瑞士可能重返負利率政策、2)國際政經風險有望降溫, 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**。

進口物價持續負成長, 通縮疑慮仍未解除



註: 2006/1至今CPI與進口物價指數相關係數為0.7。

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預估, 各機構預測值為彭博彙整。



新台幣 | 央行應轉偏寬鬆立場, 雖尚未到降息、解除信用管制的時候, 但將抑制匯價升值的幅度

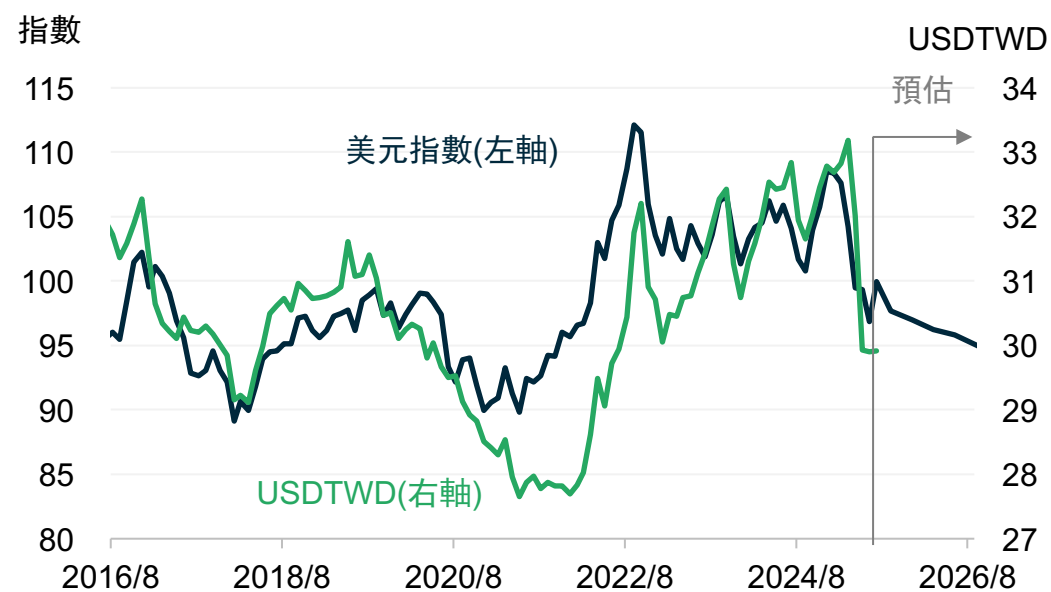
H2台灣景氣轉弱或將提供央行轉鬆的空間, 因此預期新台幣亦難複製H1強勢狀態:

1)與美關稅談判持續, 但若為爭取更好稅率, 對美零關稅或降低非關稅壁壘, 對台灣經濟來講不見得有利, 其中農業及汽車業將會首當其衝, 兩者相關就業人口高達80萬(約總就業人口7%)。

2)第七波信用管制下, 央行重視的**不動產集中度已由高點回落**, 但考量建照高峰落於2022底~2023年, 因此**預售屋交屋高峰應落在2026下半~2027年間**, 因此今年就解除信用管制的機會可能較低, 反而**明年上半解除信用管制會是較佳的時間點**。

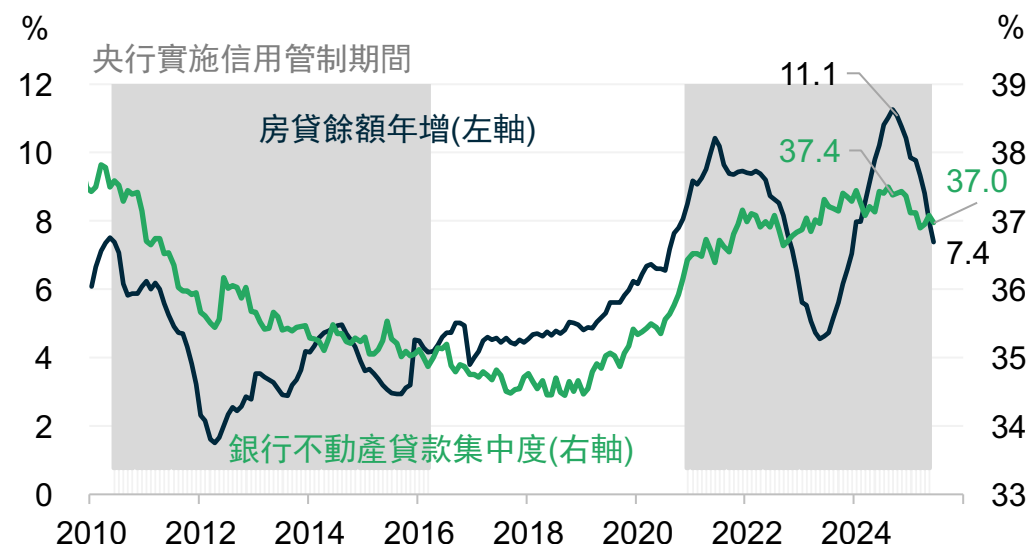
綜上, 考量自身景氣及Fed降息, 台灣央行貨幣政策立場也將轉偏寬鬆, 雖尚未到降息、解除信用管制的時候, 但也將抑制匯價升值的幅度。

美元長線偏弱, 有利新台幣, 但央行轉寬鬆, 將抑制匯價



資料來源: Bloomberg預估。

房市管制具成果, 料央行焦點將由房市/通膨, 轉向景氣



註: 不動產貸款集中度=(個人房貸+個人房屋修繕+建築貸款)/全體銀行放款。

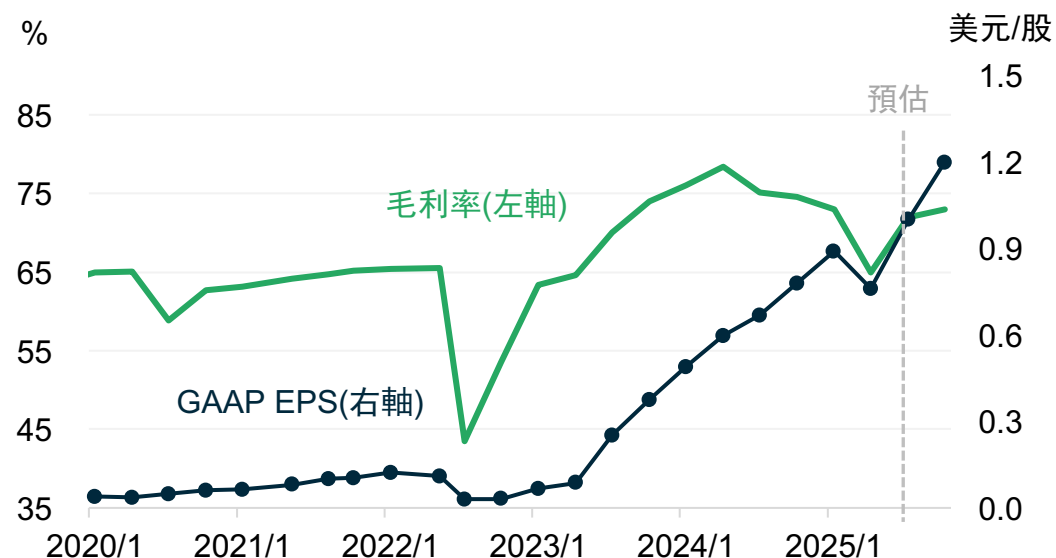
資料來源: Bloomberg, 台灣央行。

輝達 | 營收與獲利皆優於預期, 但幅度持續在縮窄

輝達於8月28日盤後公布最新財報, Q2營收再創新高, 從前期的 440 億美元提升至 467 億美元, 年增 56%, 獲利亦由上季的每股 0.77 美元上升至 1.05 美元, 毛利率則重返 70% 關卡至 72.4%。展望 Q3, 公司預計營收將進一步攀升至 540 億美元, 同時毛利率可望回升至 73.3%。整體而言, 財報與財測均優於預期, 但優於預期幅度僅約 4%, 為近年新低, 加上營收動能持續放緩, 使得盤後股價下跌 3%。

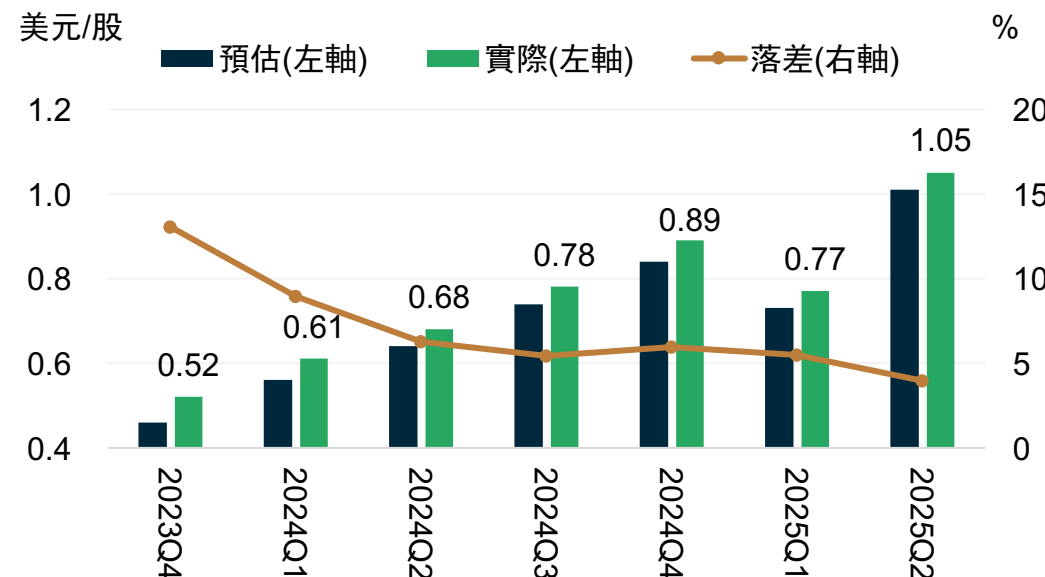
關於H20禁令問題, 雖獲得川普政府許可, 不過, Q2並未銷售H20到中國, 若政治因素好轉, 可望實現20-50億美元H20收入, 這也是造成資料中心僅 410億美元, 不如預期的主因。不過, 對各產品線而言, 包括H100或B200, 都呈現供不應求的狀態。

輝達獲利與毛利明顯回升



資料來源: Bloomberg預估及輝達財測。

獲利優於預期, 但幅度逐步縮窄



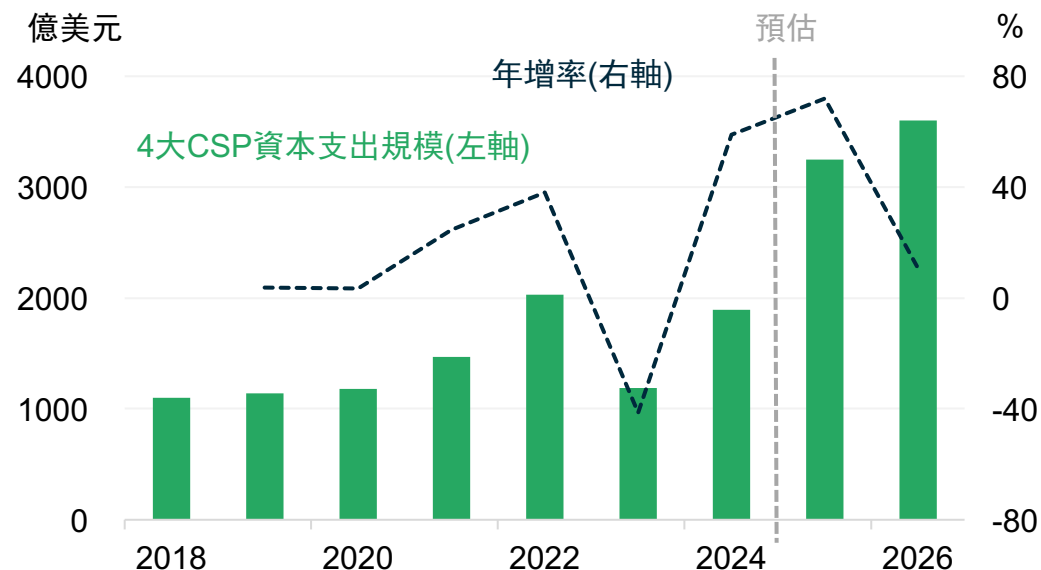
資料來源: Bloomberg。

輝達 | AI投資不手軟, 支持AI需求持續成長

黃仁勳將眼光放向未來十年, 預測超大規模資料中心的資本支出市場將成長至每年6000億美元, 意味著當前的AI基礎設施建設將持續。以美國四大CSP業者來看, 今年資本支出已突破3000億美元, 其中過半數是用於AI的發展。同時, 黃仁勳強調, 大型CSP業者從測試AI轉向大規模部署AI的應用, 如代理AI或物理AI。

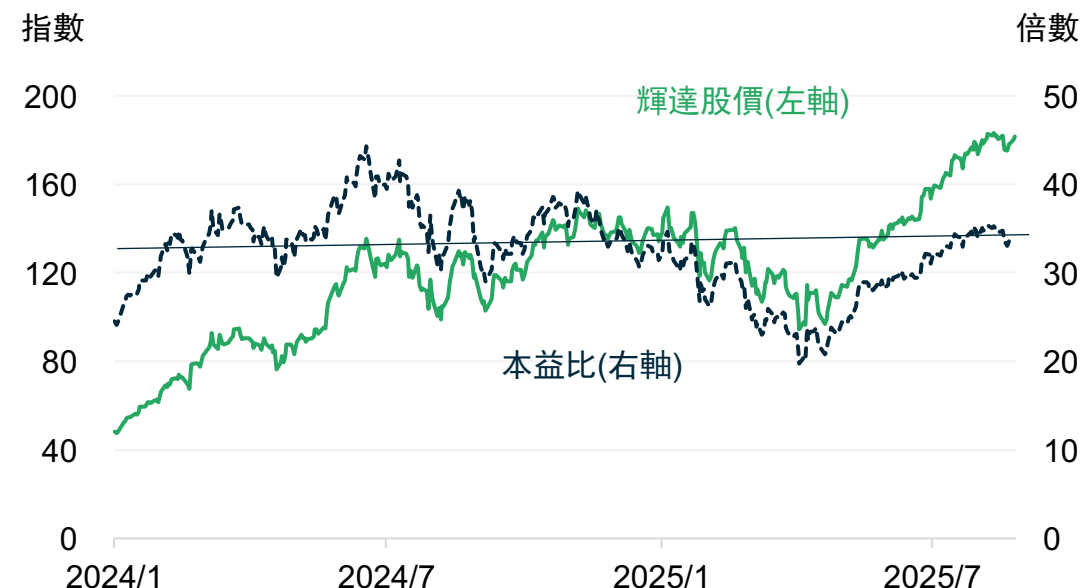
自4月8號全球股市反彈以來, 輝達股價大幅飆升, 漲幅達94%, 前瞻本益比亦由20倍提升至33倍, 約處於近年均值附近, 雖不算昂貴, 但也稱不上便宜。展望未來, 雖然營收動能可能趨緩, 但長期成長趨勢不變, 股價正面看待。

美國4大CSP對AI的投資仍不縮手



資料來源: 4大CSP業者財報預估。

輝達評價來到均值附近, 不貴但也不便宜



資料來源: Bloomberg。

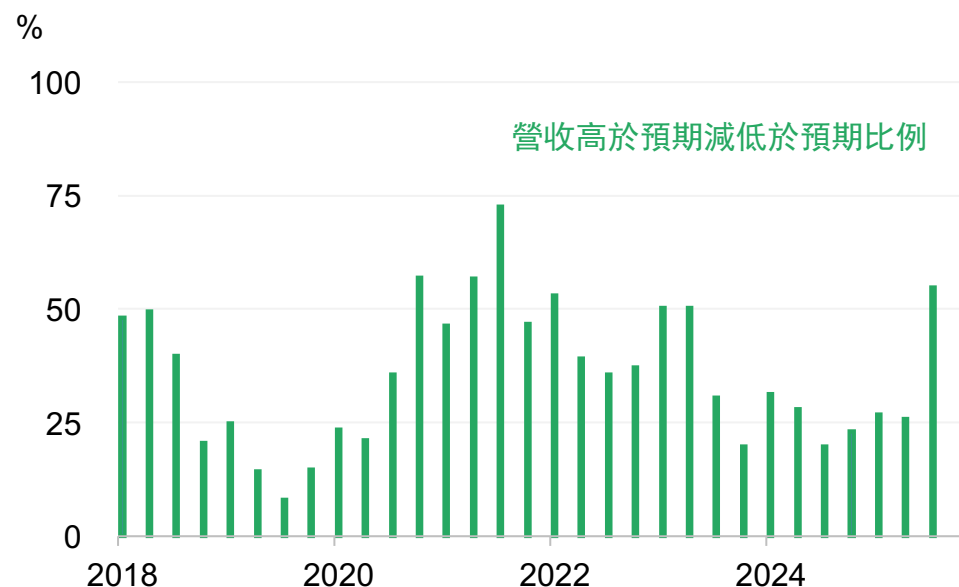
美股大盤 | 財報表現良好, 但評價不低加上超額流動性下降, 增添美股震盪機會, 但可逢低布建

近期美股財報表現持續優於預期, 多數企業營收優於預期。然而, 從估值角度來看, 目前美股整體評價相對偏高, 反映市場對未來成長的高期待, 使風險承受度同步提升。

與此同時, 聯準會超額流動性持續下降趨勢, 意味著市場流動資金仍在收緊。尤其值得關注的是財政部先前宣布將提高財政帳戶餘額(TGA, Treasury General Account, 目前約5955億美元, 9月將提升至8500億美元), 意謂著財政部將從市場吸收更多資金, 這對股市的資金面多少將構成影響。而流動性縮減往往使增添市場波動性, 短期內美股震盪的機率因而升高。

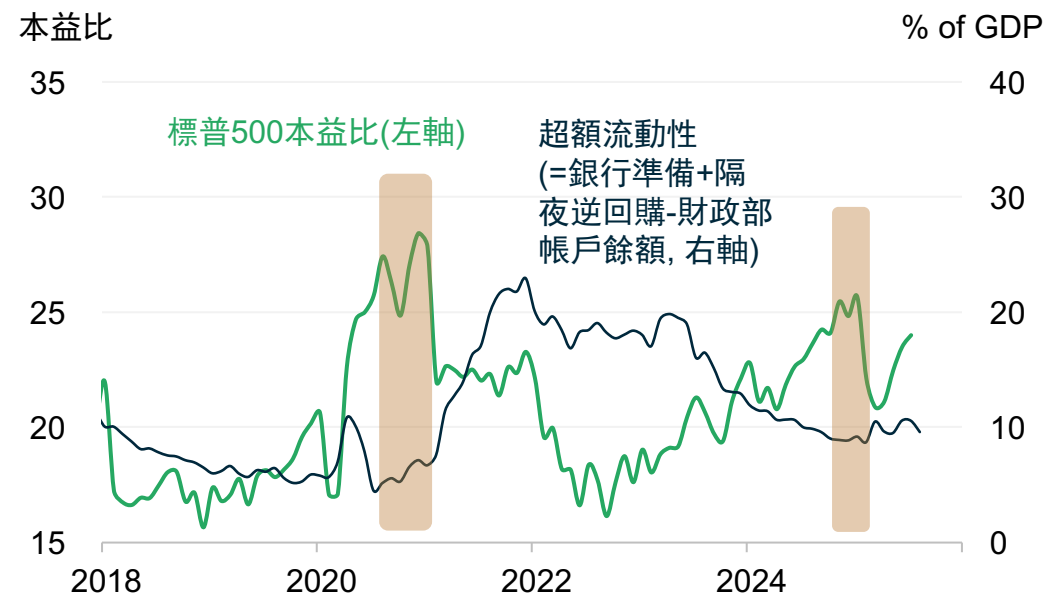
對投資人來說, 特別是在企業基本面仍舊不差的情況下, 若出現股市震盪可視為逢低布局的機會。

整體企業財報表現仍佳



資料來源: Bloomberg。

評價面不便宜、超額流動下降, 增添美股震盪機率



資料來源: Bloomberg。

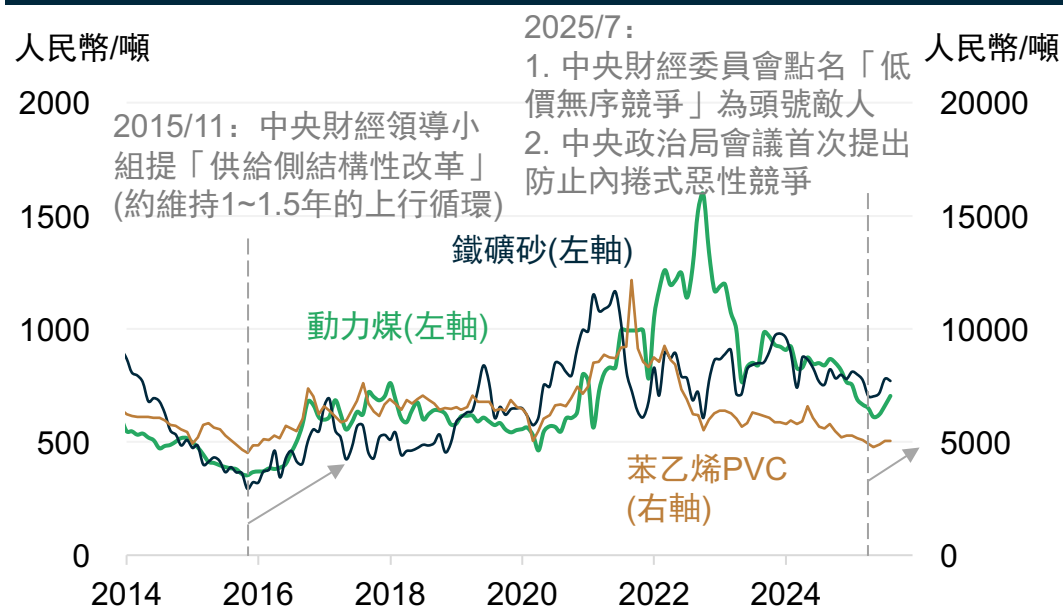
中國 | 反內捲下，傳產報價應有所回升，加上DeepSeek激勵自產AI晶片需求，A股落後補漲

繼7月中共政治局揭開反內捲旗號，舊經濟拖累的類股落後補漲。據2015~16年供應側改革經驗，傳產報價應能回升，有助相關類股的基本面改善。

此外，媒體報導美國AI晶片大廠輝達要求供應商停止H20晶片生產，加以DeepSeek-V3.1正式發表，該模型訓練與推理有望更多應用國產AI晶片，再度點燃中國國產晶片投資熱情，也讓「中國國產AI晶片第一股」寒武紀走勢噴出，領漲A股。

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，持續有利中港股表現，加上惟須留意大盤漲勢急漲，因此短線震盪機會較高，可待拉回至10日線一帶再行介入。

據2015~16年供應側改革經驗，產業報價應有所回升



資料來源: Bloomberg。

DeepSeek激勵自產AI晶片需求，寒武紀帶頭領漲A股



資料來源: Bloomberg。

印度 川普對印商品徵收50%關稅將上路, 短線影響印股氣氛, 惟對整體股市營收影響較小

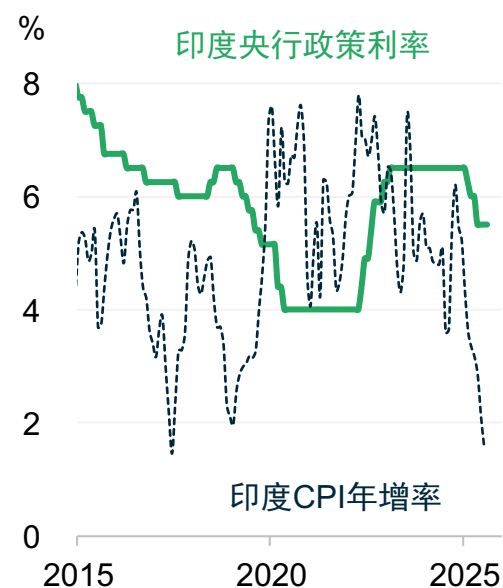
川普政府25日公布通知, 於8/27美東12點起對印度商品徵收50%關稅。**理由是印度購買俄國石油**, 美方藉此施壓俄國, 惟對經濟及股市影響不一:

1)經濟方面, 印度總商品出口約4374億美元(約GDP11%, 服務出口約3835億), 對美商品出口(機、電、藥、珠寶為主)約873億美元, 以2024-25財年對美出口金額計算, 關稅稅率約在30~34%間, 產生的**關稅影響約GDP0.67~0.75%**。

2)股市方面, 印股大部分營收仰賴內需, 其中**資訊及醫藥(市值權重約15%、5%)對美營收約50%、30%, 但資訊產業近九成為軟體開發等服務出口**, 受關稅影響不大; 另方面, 雖然印度藥品對美出口較多, 但因為類股權重較低, 且關稅具豁免, 因此對營收影響應該也不大。

短線受雙方元首齟齬影響氣氛, 但**降息循環**下有助資金放鬆, 加上**政府推動印度製造、生產補助計畫**, 有利企業獲利維持成長, 長線印股仍係偏多。

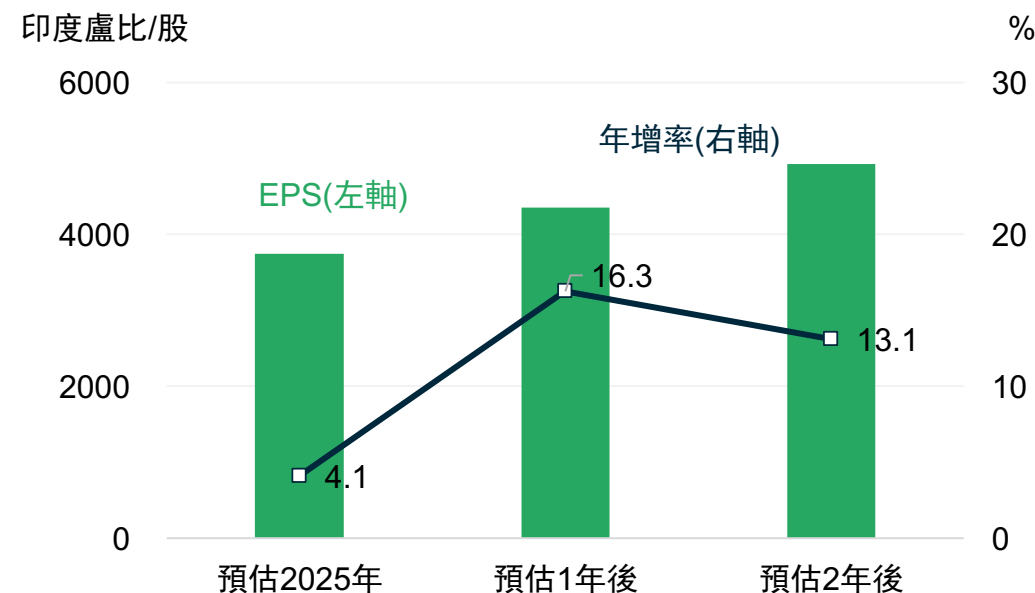
關稅提高對經濟有影響, 但央行應延續降息應能予緩衝



資料來源: Bloomberg, FactoData。

類別	2024-25財年對美出口 (億美元)	占比 (%)	關稅稅率 (%)
機械	191.5	22.1	50
電子	146.3	16.9	大多豁免
製藥	105.1	12.1	豁免
珠寶	99.3	11.5	部分豁免
紡織	53.3	6.2	50
化學品	41.9	4.8	50
石化	40.9	4.7	50
合計	678.3	78.4	約30~34%

印股Sensex基本面應維持成長態勢



資料來源: Bloomberg預估。

Sep 2025

1	Monday	2	Tuesday	3	Wednesday	4	Thursday	5	Friday
歐元區失業率 中國製造業PMI 韓國出口 美加勞動節 馬來西亞國慶 越南國慶		美國ISM製造業PMI 歐元區8月CPI		美國JOLTS職缺 歐元區PPI 中共九三閱兵 中國服務業PMI 韓國Q2 GDP初值		美國ISM非製造業PMI 美國ADP就業人數		美國非農業就業人口 美國失業率 英國零售銷售 加拿大失業率 馬來西亞、印尼- 默罕默德 先知誕辰	

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