

就勢論市

2025年9月19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。



03 市場脈動

09 觀察焦點

15 觀測指標

聯準會九月利率決策會議宣布降息一碼，符合市場預期，會後點陣圖雖透露委員會內部意見分歧，但未來貨幣政策轉向寬鬆幾為共識。全球股市擺脫先前觀望氛圍，延續近期上漲走勢動能，美股整體表現亮眼，四大指數再創歷史新高。美債殖利率面臨後續不確定性因素干擾，短債未見明顯波動，但中長天期債券稍遇衝擊。

原油供需各自傳出隱憂，看似不利國際油價走勢，但受烏克蘭無人機攻擊俄羅斯煉油廠，地緣風險增溫影響，全週上漲逾1%，能源類股同步受惠。多國央行召開會議，匯率市場未見明顯波動，黃金觸及3700歷史高點後，稍現回落。金融市場瀰漫樂觀情緒，健護、公用事業、核心消費族群抗波動誘因下降，績效相形落寞。

全球股市與固定收益 (報酬率：%)

那指	1.95	新興當地貨幣債	0.35
印度	1.35	非投等債	0.23
台灣	1.32	國庫券(1-3個月)	0.08
香港國企	0.99	抵押債(MBS)	-0.33
日本	0.83	投資級債	-0.34
標普500	0.71	新興主權債(美元)	-0.47
歐洲	-0.04	公債(7-10年)	-0.61
中國	-0.48	公債(20年以上)	-1.27

美股產業、匯率與商品 (報酬率：%)

通訊服務	2.18	西德州原油	1.40
科技	1.87	比特幣	1.32
非核心消費	1.30	新台幣	0.81
能源	0.65	歐元	0.40
金融	0.19	境外人民幣	0.21
公用事業	-0.78	美元	-0.14
核心消費	-1.30	黃金現貨	-0.15
健護	-1.61	日圓	-0.28

投資者維持風險偏好氣氛，成長股明顯較受資金青睞，小型股表現不遑多讓，羅素2000上漲約2%。陸港股看似稍遇阻礙，但網路族群績效相對突出，全週大漲近3%，黃金探勘受金價回落拖累，暫時失去昔日光澤。特斯拉受惠自動駕駛計程車 (Robotaxi) 業務有突破進展，及儲能業務未來成長前景，股價大漲逾一成，在七巨頭中獨占鰲頭。

NVIDIA正式宣布斥資50億美元，投資英特爾普通股，雙方未來將共同開發客製化的x86架構CPU，同時整合至AI基礎架構平台，上述消息激勵後者大漲逾兩成。CrowdStrike釋出針對未來營運成長動能的樂觀期待，再加上投資機構調高未來目標價，推升該公司股價單日大漲逾一成，醞釀挑戰歷史新高。

因子與熱門族群 (報酬率：%)

成長型-小型股	1.44	中證中國網路	2.99
成長型-大型股	1.32	羅素2000	1.97
動能因數	0.52	納斯達克100	1.92
優質因數	0.48	新興市場	1.61
均衡因數	0.01	中國大型股	0.83
價值型-大型股	-0.13	標普500	0.70
價值型-小型股	-0.31	標普金融	0.19
最低波動度	-0.90	黃金探勘	-1.39
高股息	-1.14		

美股七巨頭、標普領漲/領跌公司 (報酬率：%)

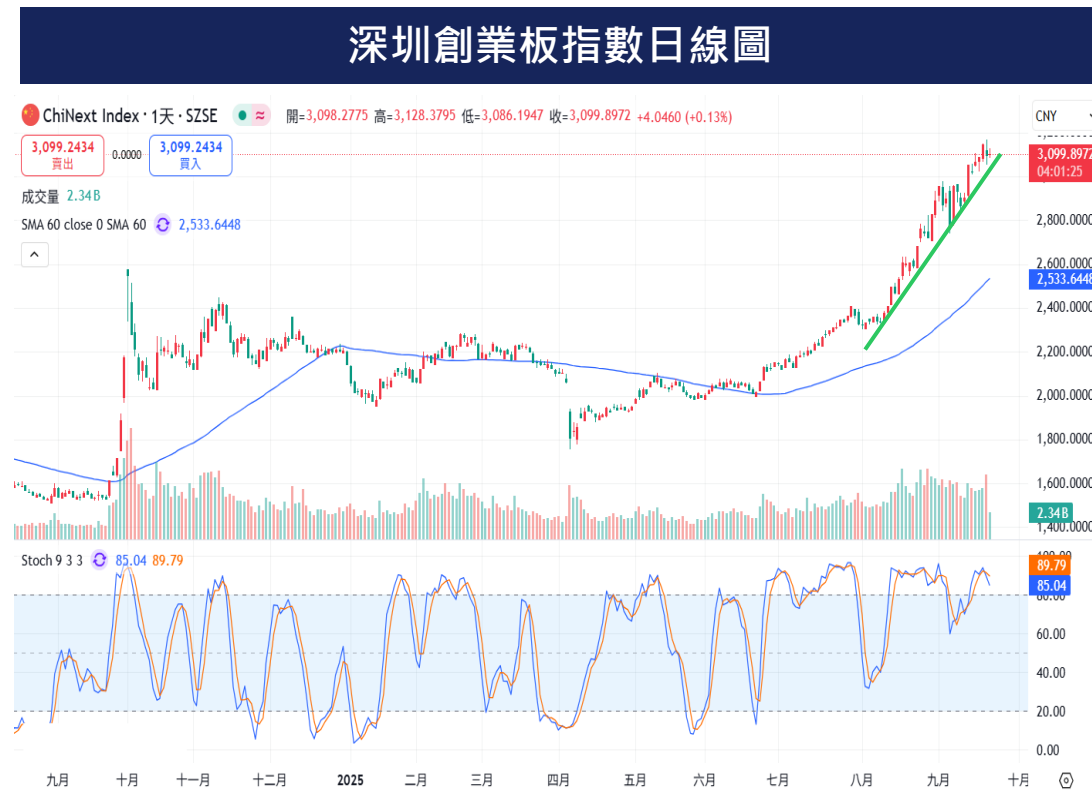
特斯拉	13.03	英特爾	24.22
Google	4.85	CrowdStrike	15.98
Meta	3.91	特斯拉	13.03
蘋果	3.41	美光	12.17
微軟	1.49	康卡斯特	-5.27
亞馬遜	0.56	波士頓科學	-5.86
輝達	-0.52	S&P Global	-7.82

陸股上証指數九月中旬觸及波段高點過程中，日KD出現技術指標高檔背離雜音，增添短線擾動風險。但是，在未跌破六月下旬至今的上升趨勢軌道線前（約3800），配合季線上揚走勢未遭破壞（目前折扣值仍低於3600），週KD高檔鈍化等偏多題材尚未見消失，暫視漲多回檔，毋需過度擔憂。

深圳創業板指數主要均線多頭排列，季線持續呈現上揚走勢（目前折扣值仍低於2400），且日週KD維持高檔鈍化徵兆，整體趨勢明顯偏多無庸置疑。短線或許因為累積漲幅過大，增添擾動風險，但在未跌破3000整數關卡前（八月至今的上升趨勢線），多頭陣營將繼續掌控主導權，後續猶有高點可期。



資料來源：TradingView。



資料來源：TradingView。

港股國企指數近期高點瀕臨五月至今上升趨勢軌道上緣，且日KD略微交叉向下，增添短線擾動風險。所幸，主要均線多頭排列，季線持續呈現上揚走勢（目前扣抵值仍低於9250），及週KD交叉向上等偏多題材尚未遭到破壞，暫毋需過度擔憂。後續若能化解前述干擾，突破站穩9500價位，甚具挑戰萬點整數關卡契機。

韓股Kospi指數主要均線多頭排列，季線持續呈現上揚走勢（目前扣抵值仍低於3300），且日KD高檔鈍化，週KD維持交叉向上動能，整體趨勢漸偏多幾無疑義。短線或許因為技術指標過熱，增添擾動風險，但在未跌破3250前（四月至今上升趨勢線，約月線），多頭陣營猶具備挑戰3650-3700動能（1999年七月至今，上升趨勢軌道上緣）。



資料來源：TradingView。



資料來源：TradingView。

台股加權指數主要均線多頭排列，季線持續呈現上揚走勢（目前扣抵值仍低於24500），且日KD維持交叉向上動能，週KD猶呈高檔鈍化徵兆，整體趨勢明顯偏多幾無疑義。近期若能突破站穩25500（約五月至今上升趨勢軌道上緣），屆時依等幅測量進行推估，有望挑戰27000價位，再創歷史新高。

台股OTC指數近期重新收復主要均線，季線持續呈現上揚走勢（目前扣抵值仍低於240），配合日KD重新恢復交叉向上動能，扭轉先前技術指標高檔背離雜音，週KD高檔鈍化，未見轉弱跡象，整體趨勢逐漸偏多確為事實。若依八月至今的上升趨勢軌道進行推估，後續有望挑戰270價位，再創波段新高。



資料來源：TradingView。



資料來源：精業嘉實。

印度股Sensex指數近期重新站回主要均線，同時突破站穩八月高點 (約82000)，完成七月下旬至今的W底型態，短線趨勢稍偏多。同期間，季線醞釀逐漸往上翻揚，日KD維持技術指標低檔背離動能，且週KD交叉向上等偏多題材尚未見消失，若依等幅測量進行推估，確實具備挑戰84500，再創今年高點動能。

巴西股Bovespa指數主要均線多頭排列，季線持續呈現上揚走勢 (目前扣抵值仍低於141000)，同期間日週維持KD交叉向上動能，整體趨勢逐漸偏多確為事實。依2022年七月至今的上升趨勢軌道進行推估，近期有望挑戰區間上緣 (約148000)，再創歷史新高。後續若能突破站穩前述價位，甚不排除挑戰158000高點。



資料來源：TradingView。



資料來源：TradingView。

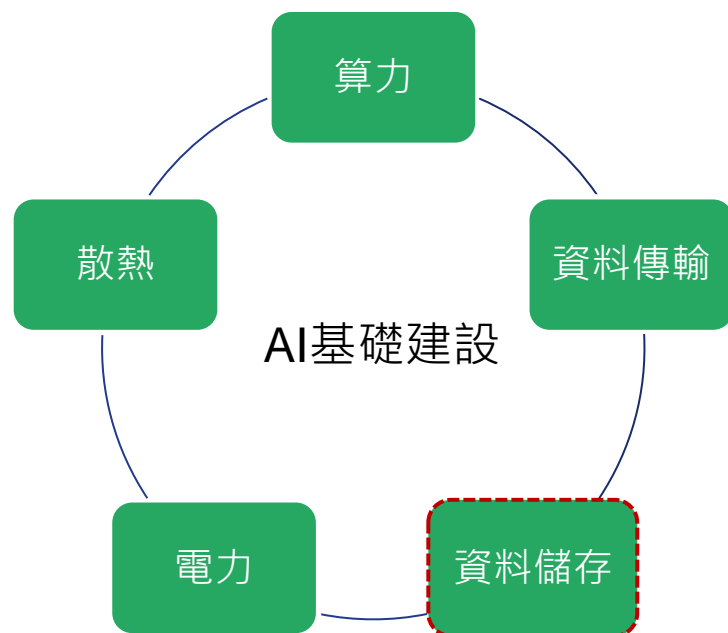
觀察焦點



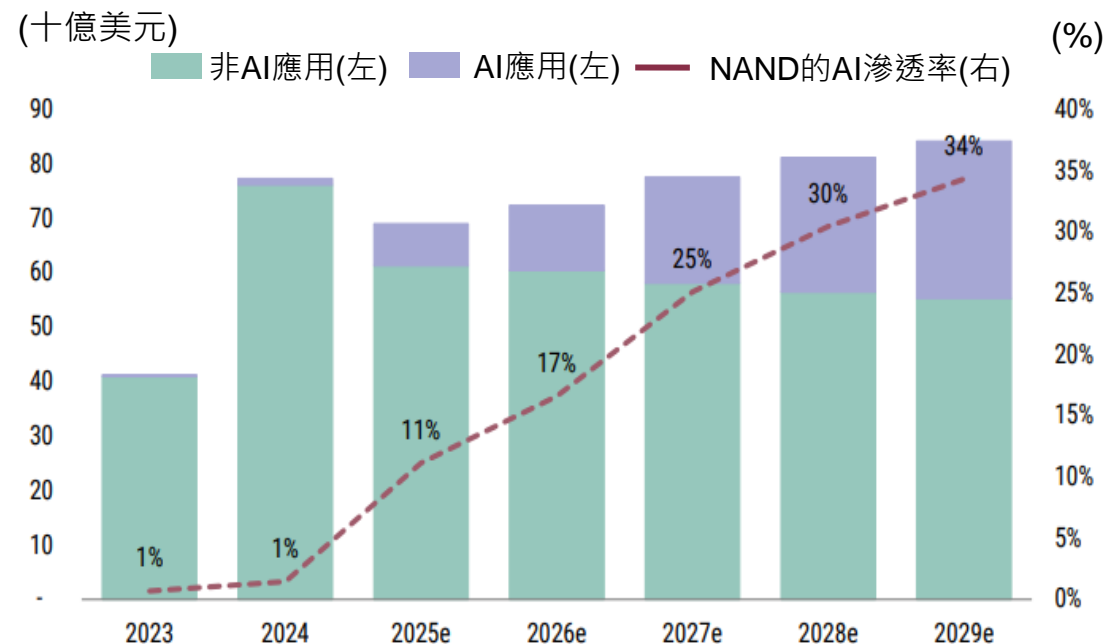
從美國CSP業者持續上調資本支出，到英國、中東效仿美國的「星際之門」計畫，大規模擴大對AI基礎建設的投資，都反映全球市場對AI的需求強勁，相關供應鏈的需求將保持高速成長。而算力只是建立大規模AI工廠的其中一項所需資源，資料傳輸、資料儲存、供電能力與散熱能力，都缺一不可，同時這些資源也都面臨供應不足、性能待升級的機會與挑戰，未來AI投資主題將圍繞在五大資源輪動。

隨AI伺服器加速部署，過去不在AI硬體核心需求的NAND記憶體，將納入AI硬體標配，摩根士丹利預估其市場規模至2029年將增加到290億美元，年複合成長率(CAGR)達32%。

AI基礎建設圍繞在五大類資源上



NAND記憶體在AI應用預估將大幅成長



資料來源：國泰世華銀行自行整理。

資料來源：Morgan Stanley。

AI訓練階段最重視運算效能，因此高頻寬、低延遲的HBM獲廣泛使用。進入AI推論階段，需反覆從資料庫存取預訓練AI模型、圖影、程式碼各種資料。一般不常使用的資料會存在傳統硬碟(HDD)，但因AI對記憶體高頻存取、高讀取速度、低延遲的需求，加上AI推論對用電標準愈加嚴格，傳統硬碟的功能定位，與資訊儲存架構正逐漸失效。

記憶體產業也因應此趨勢，出現兩條不同技術路徑：一是針對頻繁存取的熱資料，新一代的企業級SSD將成為AI資料中心的儲存標配，二是針對HDD為主的資料庫，將被成本更低、容量更大的新一代NL SSD逐步取代。技術分化為已臻成熟的記憶體產業創造新成長引擎。

頻繁存取的快取儲存需求增加，加上傳統硬碟效率不彰，推升SSD硬碟需求



隨著AI伺服器大規模部署，龐大數據儲存需求正衝擊全球資料中心，作為底層儲存架構的傳統硬碟在生產商近年持續減產下，無法及時因應AI爆發性需求，進一步擴大CSP業者的儲存缺口，CSP業者一方面採購性能較佳，但價格較貴的SSD硬碟補充儲存缺口，同時加速改用大容量SSD硬碟取代低價的傳統硬碟。新需求缺口與舊系統汰換，使SSD硬碟報價連二季明顯上調。

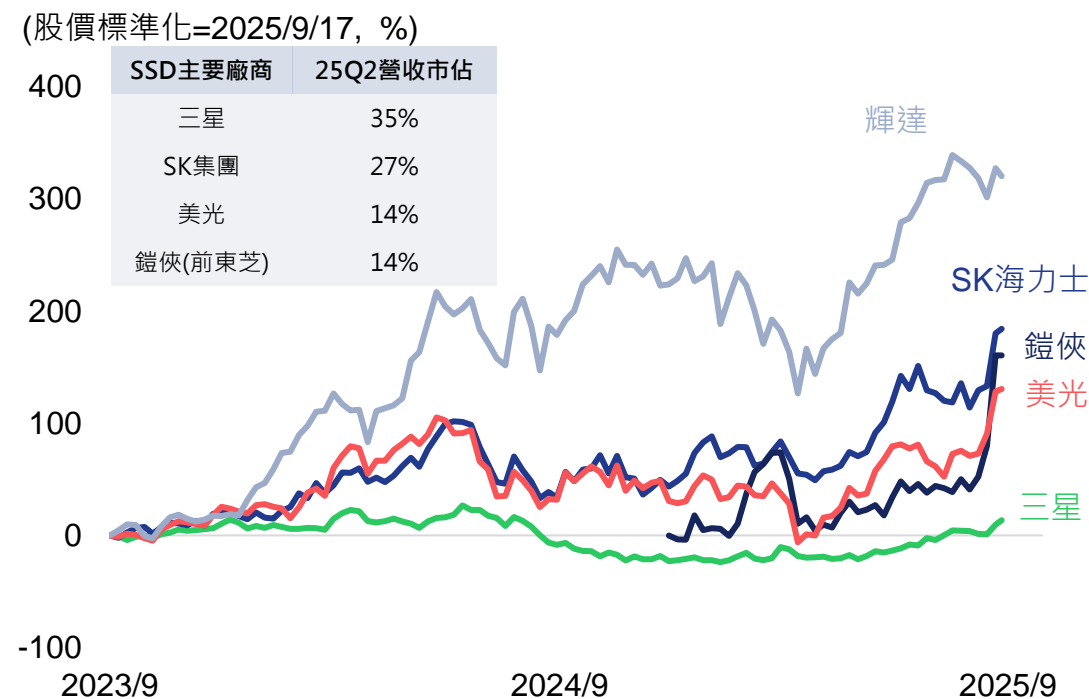
展望後市，HBM以外的記憶體大廠普遍未能在過去兩年的AI浪潮中受惠，股價表現遠遜於輝達。但隨NAND記憶體將被納入AI基建部署的一環，未來需求成長空間可觀，相關類股估值有望獲得重估。

隨需求湧現，記憶體預估報價獲上修

預估報價變動	2025Q3 (原預估)	2025Q3 (新預估)	2025Q4 (原預估)	2025Q4 (新預估)
企業級SSD (專為數據中心設計)	+ 3~8%	+ 3~8%	- 0~5%	+ 0~5%
大容量 SSD (TLC & QLC)	+ 3~8%	+8~13%	- 8~13%	- 3~8%
全體NAND	+0~5%	+ 3~8%	- 0~5%	- 0~5%

資料來源：Morgan Stanley。

記憶體類股股價相對落後，估值遭低估



資料來源：TrendForce、Bloomberg。

台積電領軍台股持續創新高，指數能否維持漲勢成投資人焦點。若觀察近十年台股季節性變化，9月勝率與平均漲幅相對遜色，但10月後股市勝率與報酬明顯回溫，近五年的此一季節性趨勢更加顯著，第四季股市勝率更高。

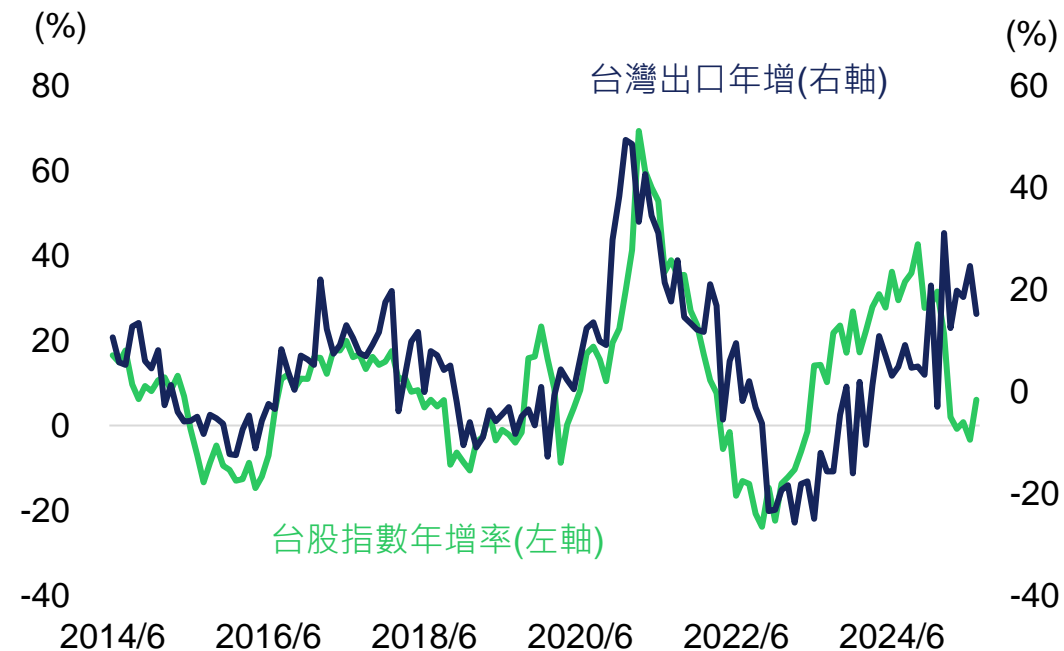
因iPhone新機出貨、歐美年底購物旺季，第三、四季往往是台灣出口旺季，惟今年上半年因關稅引發提前拉貨，導致出現對台灣出口旺季不旺的擔憂。但預計AI相關出口仍將大幅成長，支撐台灣出口，有助延續台灣AI相關供應鏈營收續增。短線股市若拉回整理，可視為年底布局時機，伺機加碼。

觀察歷史走勢，台股Q4勝率高、作帳行情明顯

月份	單月勝率	平均漲幅	最大漲幅	最大跌幅
9月	30%	-1.6%	2.0%	-11.1%
10月	70%	0.1%	4.9%	-10.9%
11月	60%	3.0%	14.9%	-7.4%
12月	80%	1.7%	7.4%	-5.0%

資料來源：Bloomberg，取近十年資料。

台灣出口預期續旺，支撐股價上漲動能

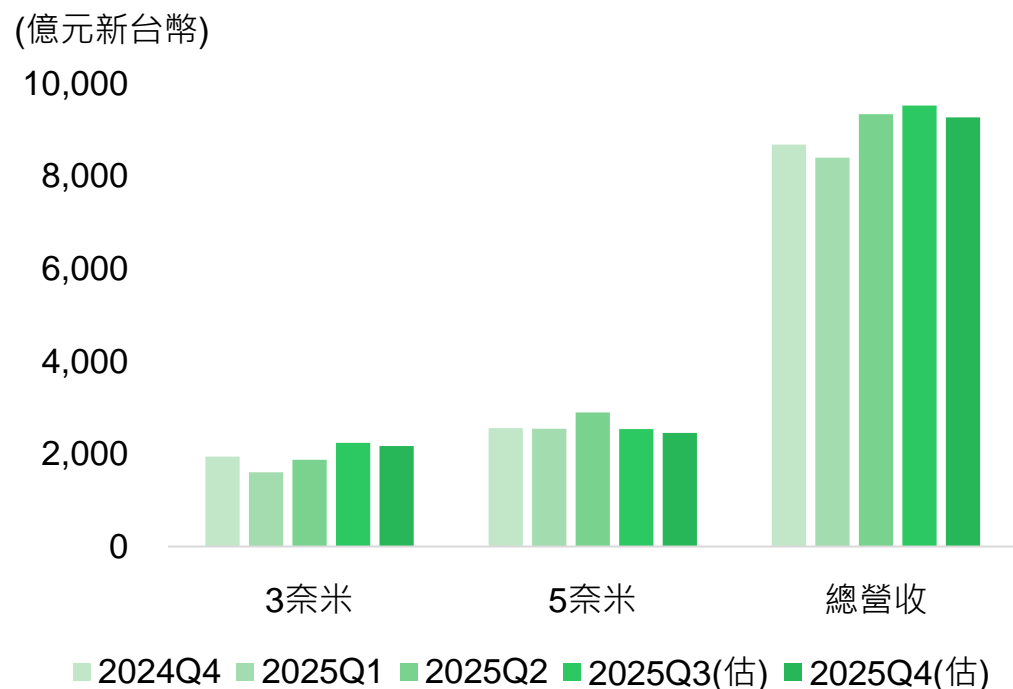


資料來源：Bloomberg。

預期台積電第三季法說會營收、獲利仍將亮眼，但隨營收基期墊高，預估今年第四季營收年增6.8%，相較前幾季營收年增30-40%的增幅明顯收斂，財測大幅超越預期難度增加，加上近期前瞻估值19.7倍，略高於近二年平均的17.7倍，短線可能震盪，但因台積電未來獲利長期看好，估值仍有上調空間，中長期估值與獲利正向支持股價。

AI晶片仍供不應求，台積電先進製程產能維持滿載，預計CoWoS先進封裝明年將持續擴充產能，加上明年年初先進製程醞釀漲價，都可進一步延續台積電營收與獲利雙成長。

先進製程產能滿載，台積電營收動能強



資料來源：Bloomberg。

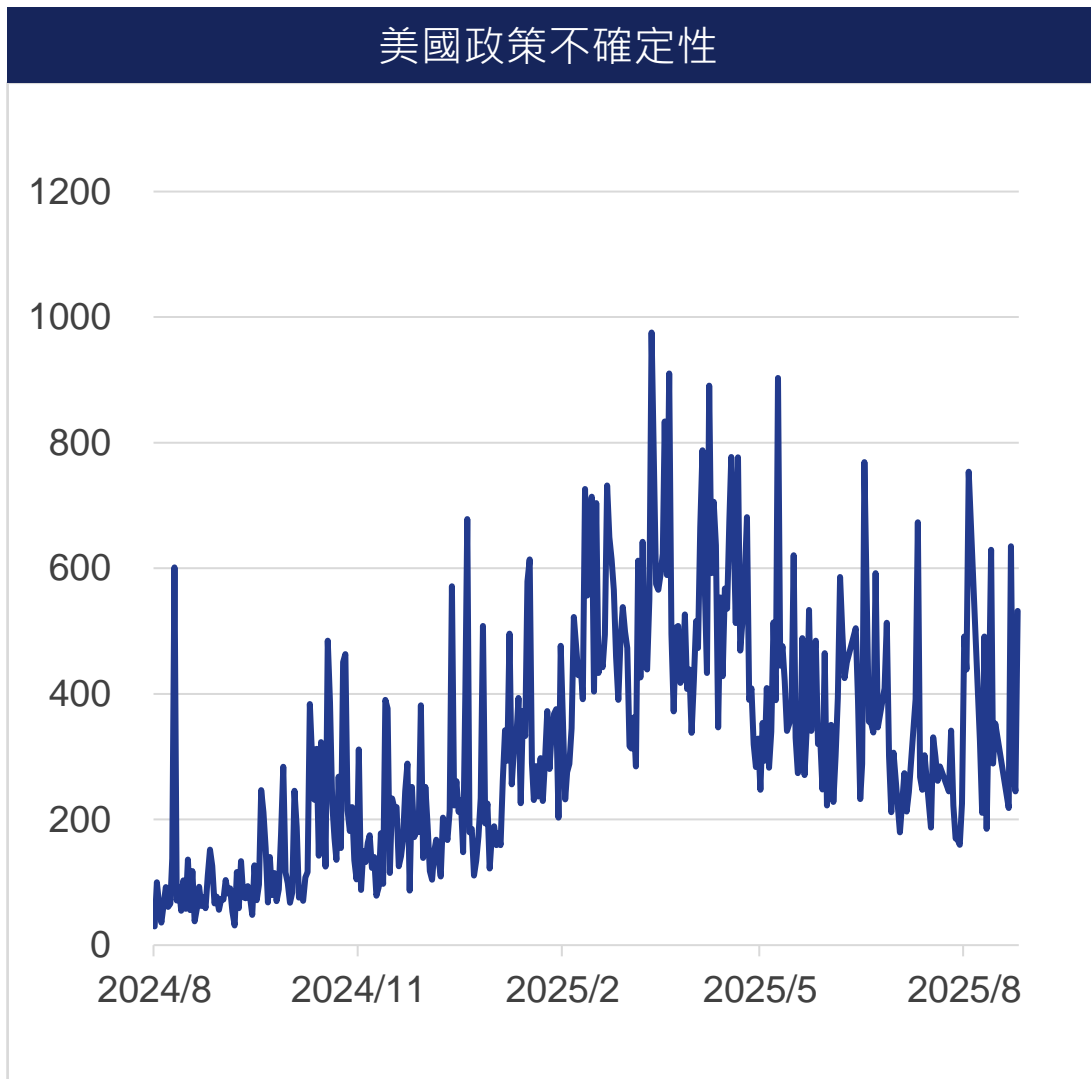
台積電前瞻獲利強勁，股價創高，但估值未過高



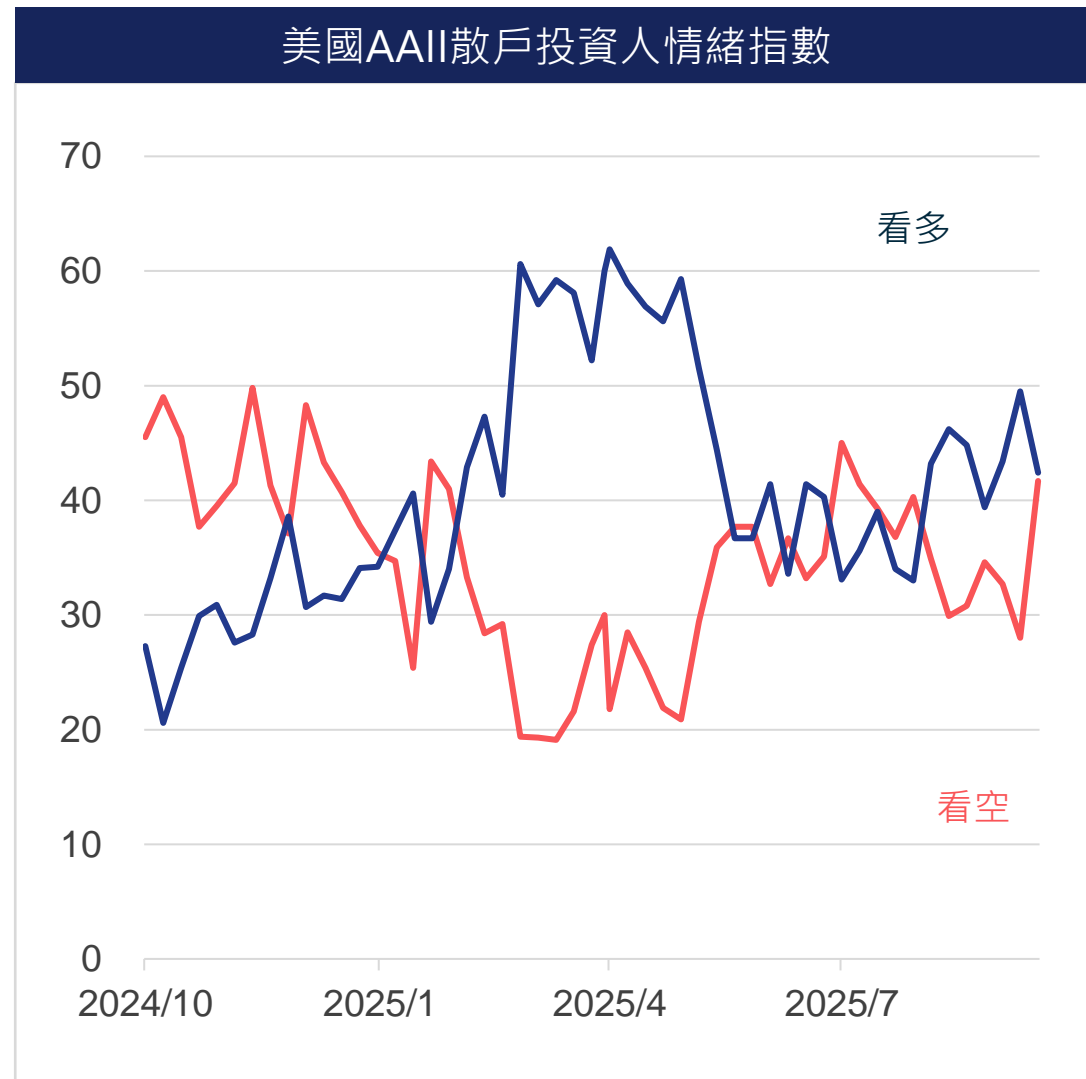
資料來源：Bloomberg。

觀測指標

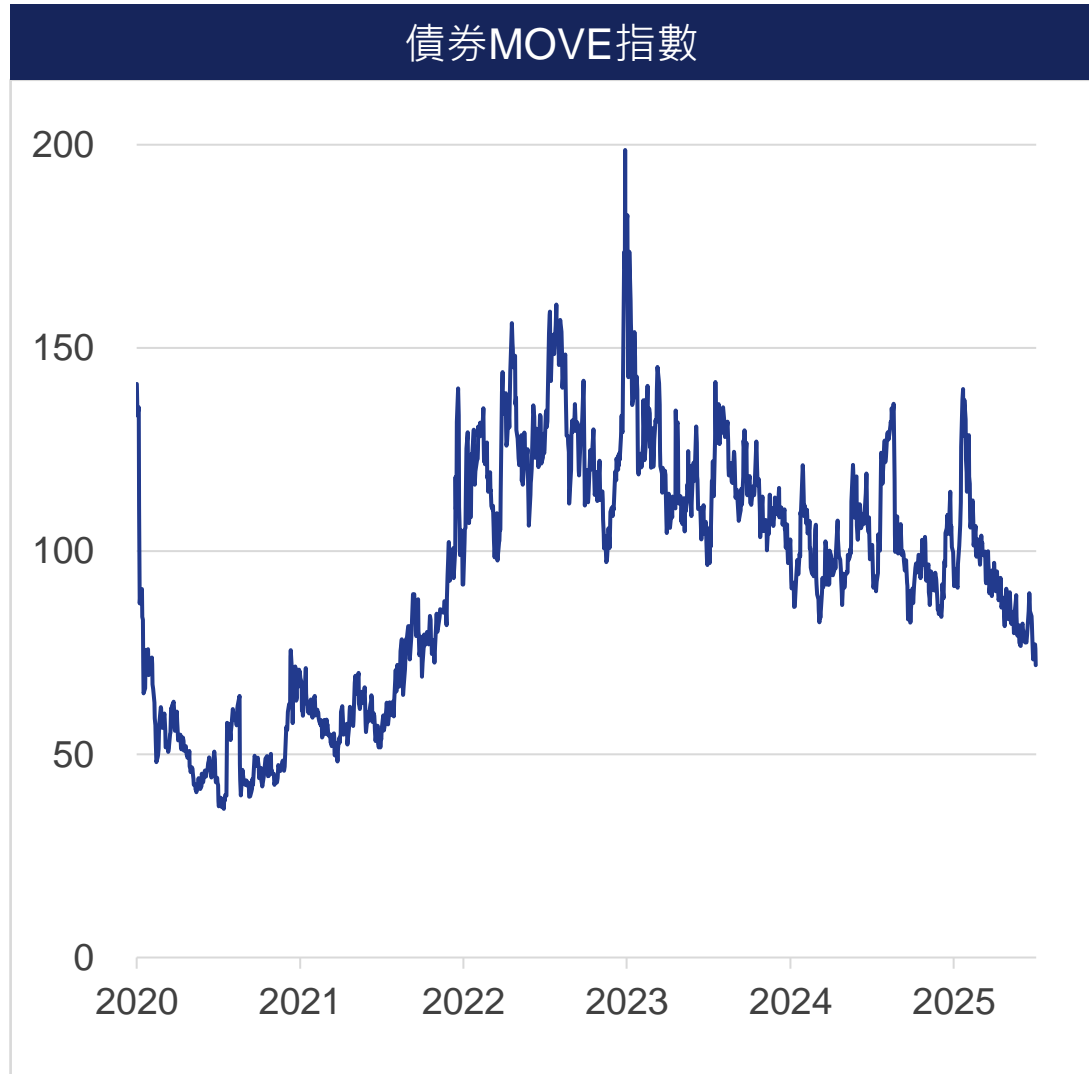




資料來源：Bloomberg · 2025/9/17。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。



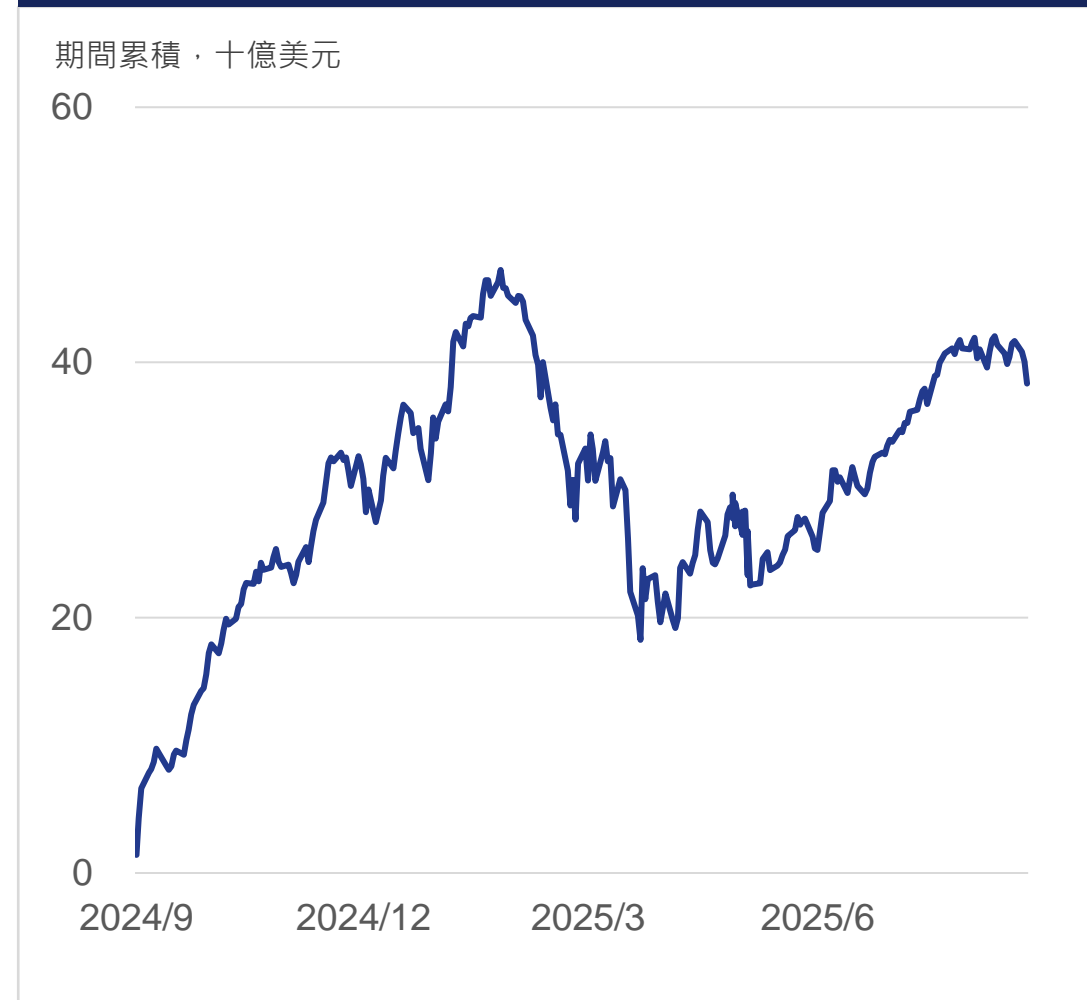
資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。

美國債券ETF資金淨流向



資料來源：Bloomberg，2025/9/17。<BND>、<AGG>、<LQD>、<TLT>、<SGOV>總和。

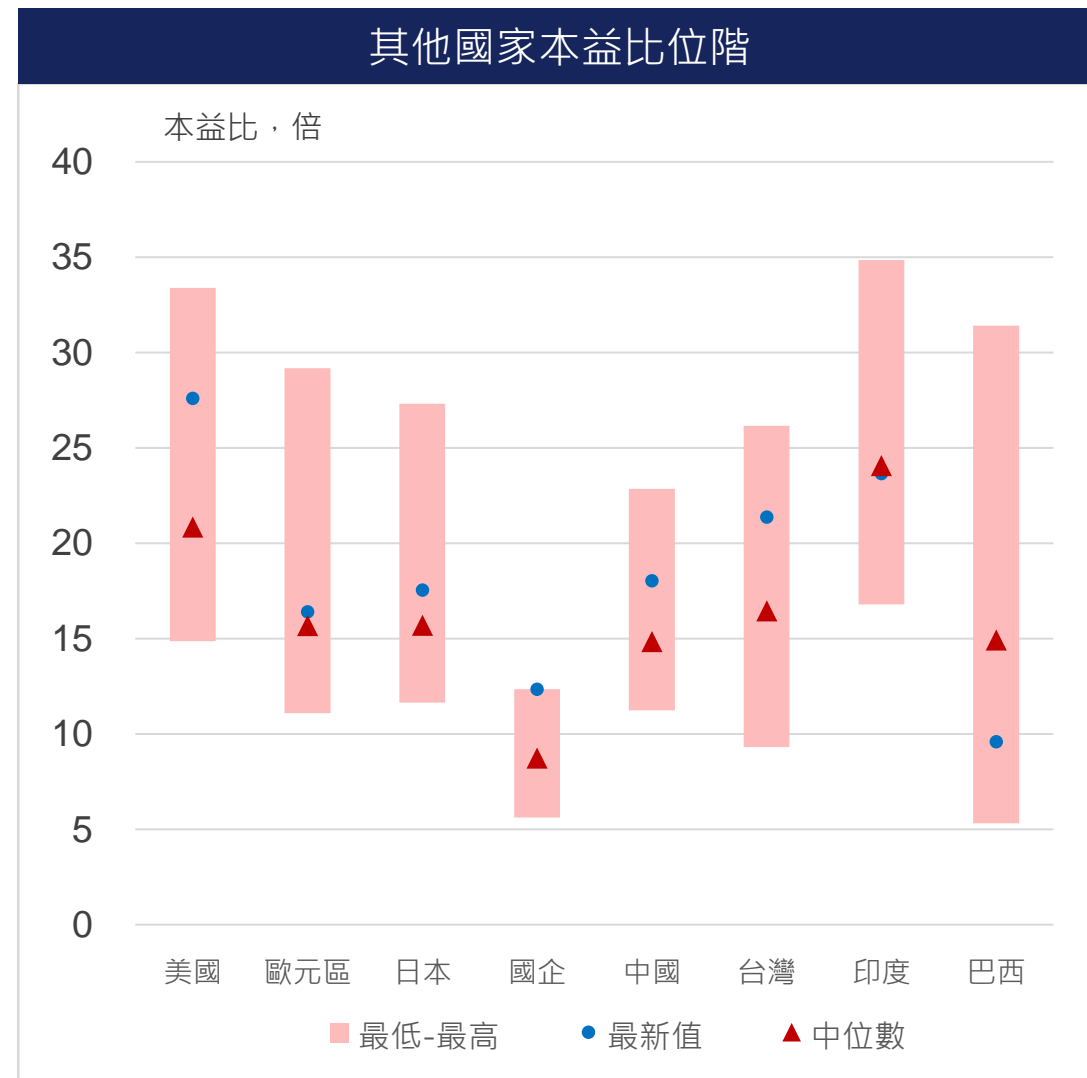
美國股票ETF資金淨流向



資料來源：Bloomberg，2025/9/17。取<SPY>、<VOO>、<IVV>、<QQQ>總和。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。

價格比: 美股七巨頭/標普493



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。

價格比: 半導體/軟體



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。取<SMH>和<IGV>股價比值。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。取<VUG>和<VTV>股價比值。

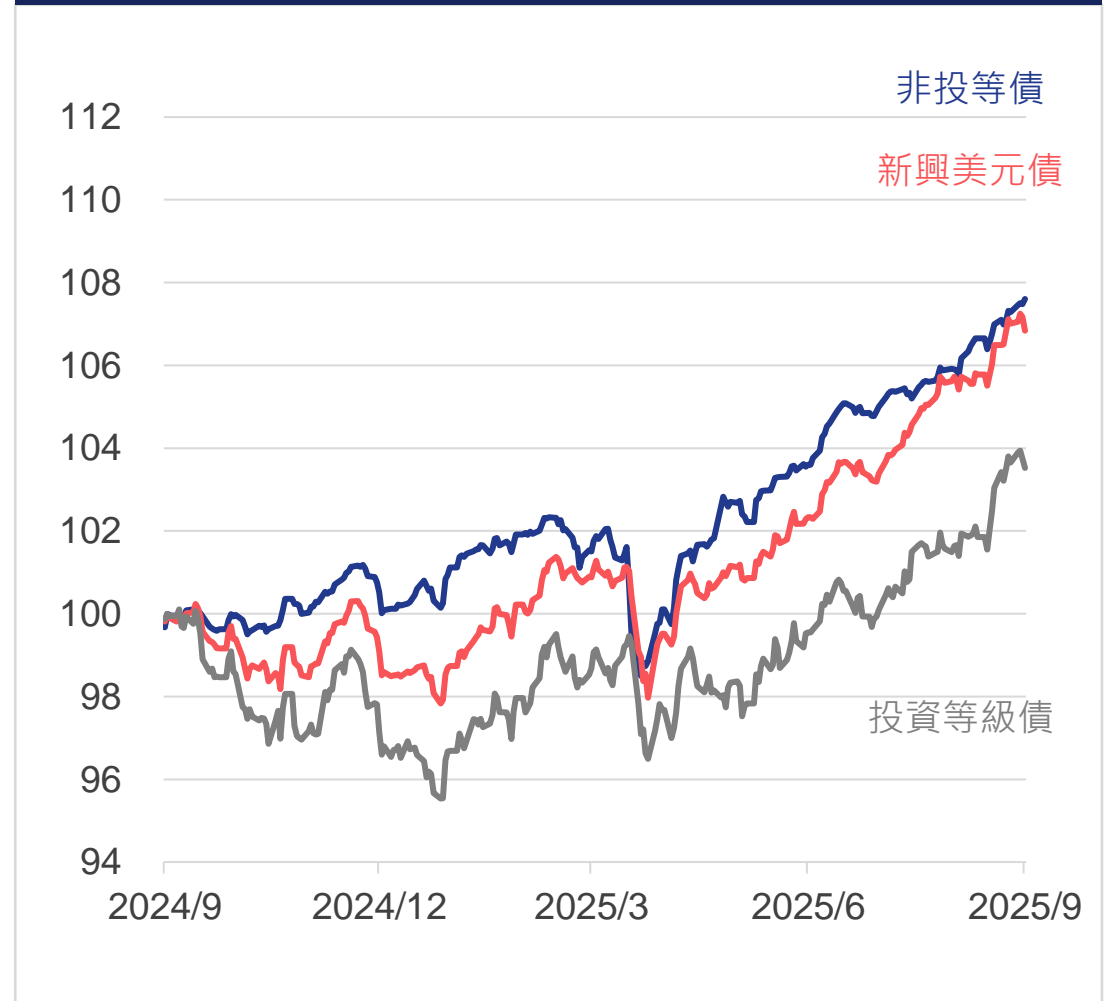
資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。取<EZU>和<SPY>股價比值。

過去一年利差變化



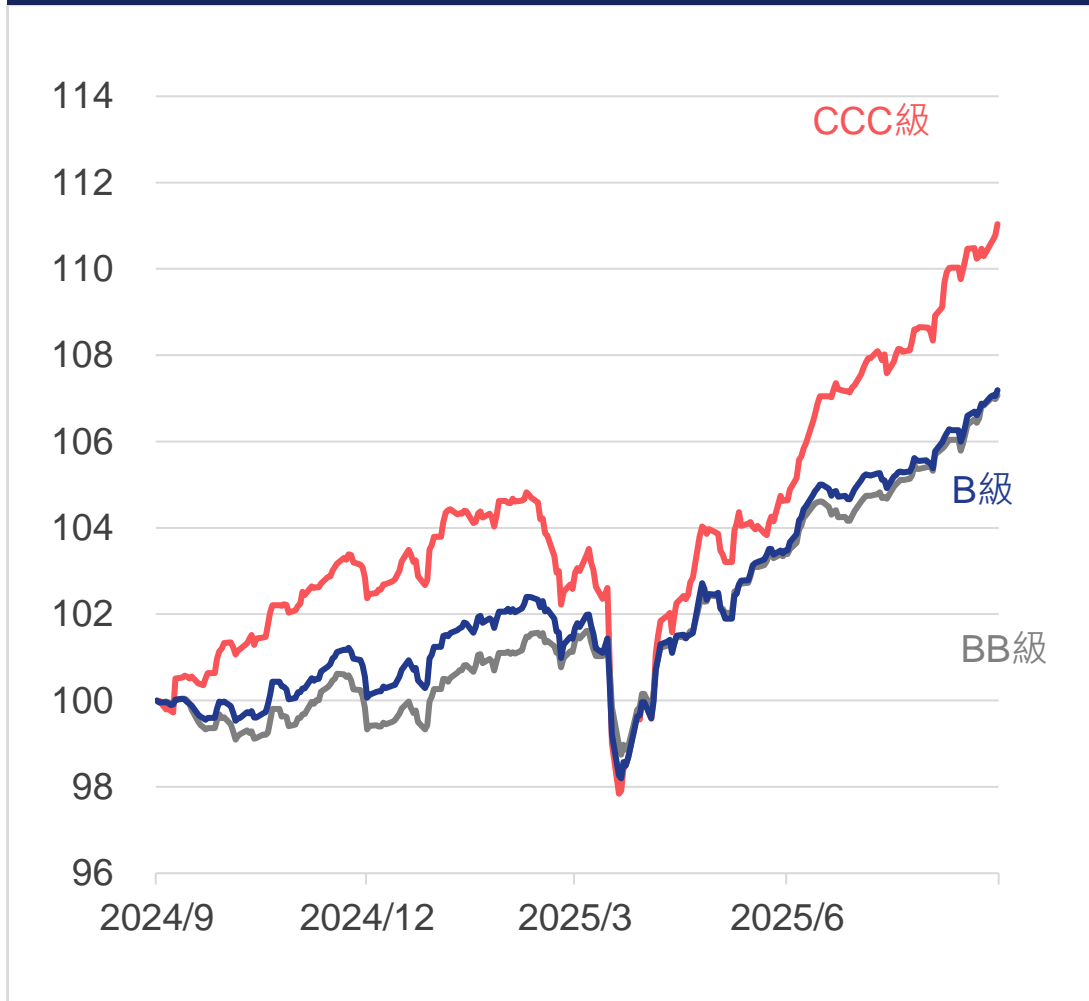
資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。

過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。

不同信評過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。

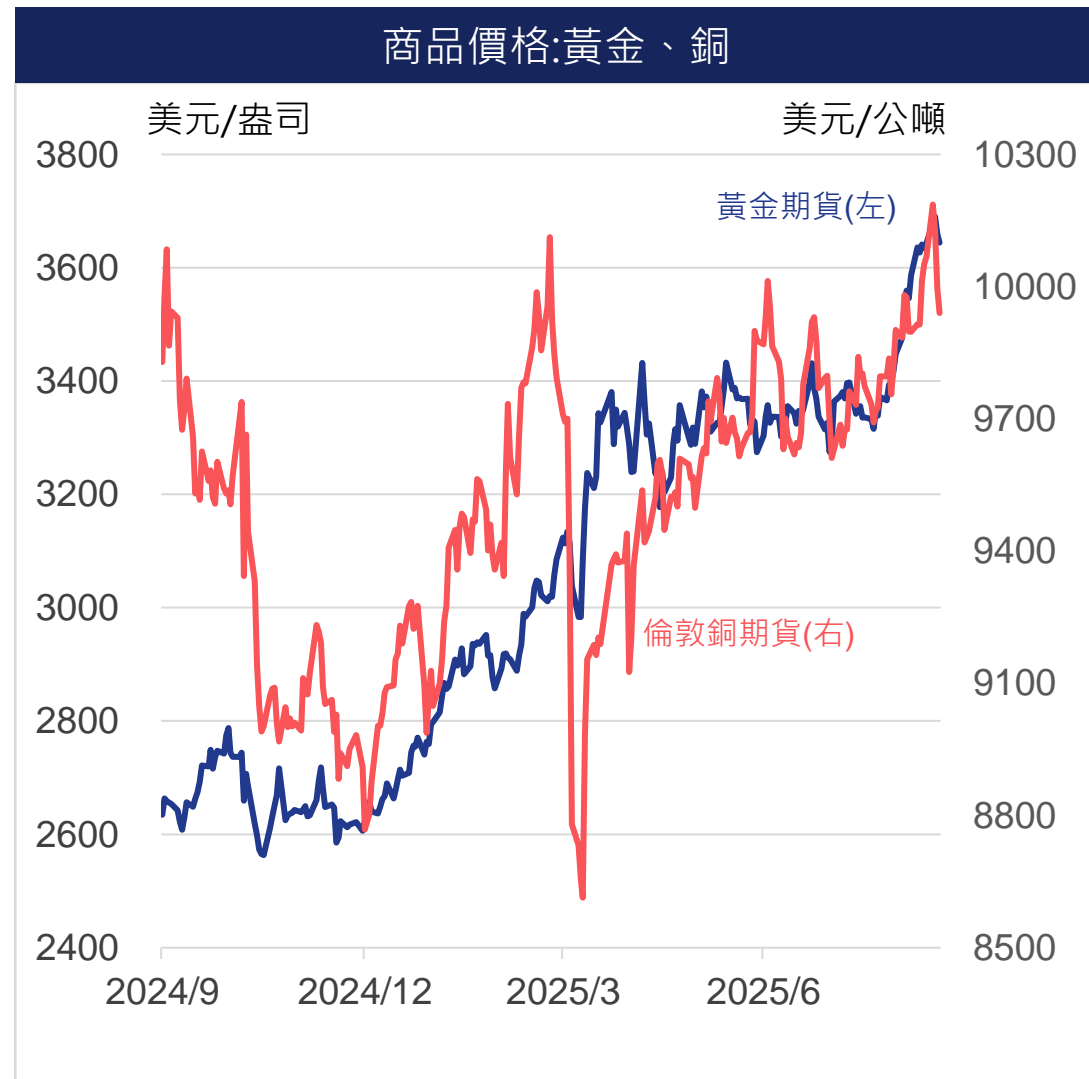
主要國家過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/18。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”)提供相關部門的內部教育訓練之參考資料，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，並未考量讀者個人的財務狀況與需求，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。

本報告所提及之基金係經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險，包括可能發生投資標的跌價、匯兌損失所導致之本金虧損，或投資標的暫停接受買回及解散清算等風險，其最大可能損失為損失所有投資本金。投資人已瞭解信託財產運用於存款以外之標的者，不受存款保險之保障。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本報告提及之投資資產或標的。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；定期(不)定額報酬率將因投資人不同時間進場，而有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證；基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，其他未盡事宜及基金相關費用(含分銷費用)、基金特色或目標等資訊(包含但不僅限於基金之ESG資訊)，已揭露於基金之公開說明書，投資人申購前應詳閱基金公開說明書或投資人須知。(可至本公司全省各分行洽詢理財專員或洽該基金公司，或至公開資訊觀測站<http://newmops.tse.com.tw>或基金資訊觀測站及ESG基金專區查詢www.fundclear.com.tw)。

由於非投資等級債券基金之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故非投資等級債券基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人投資相關基金不宜占其投資組合過高之比重；投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險；其他風險可能包含必須承受較大的政治或經濟不穩定、匯率波動、不同法規結構及會計體系間的差異、因國家政策而限制機會及承受較大投資成本的風險。境外基金投資中國比重係指掛牌於大陸及香港地區中國企業之投資比重，依規定投資大陸地區證券市場之有價證券不得超過本基金淨資產價值之20%(境外基金機構依鼓勵境外基金深耕計畫向金管會申請並經認可，得放寬投資總金額上限至40%)，另投資香港地區紅籌股及H股並無限制，本基金若涉及中國，並非完全投資於大陸地區之有價證券，投資人仍須留意中國市場特定政治、經濟與市場之投資風險。