

就勢論市

2025年9月26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

10 觀察焦點

17 觀測指標

市場脈動



美國經濟數據優於預期，降低未來大幅降息機率，同期間聯準會主席鮑威爾示警股市估值偏高，民主共和兩黨談判破裂，增加政府關門風險，美股出現漲多回落走勢，債市同受波及。日股雖一度受到日本央行宣布減碼ETF消息影響，但在軟銀股價因美國「Stargate」專案啟動大漲的帶領下，再創歷史新高。

美國原油庫存意外減少，俄羅斯、伊拉克、委內瑞拉供給面臨挑戰，推升西德州油價大漲逾4%，能源類股同步受惠，表現相對亮眼。聯準會寬鬆期待降溫，美元止穩回升，非美貨幣轉呈貶勢，日圓、新台幣跌逾1%。黃金雖受波及，但在地緣政治不確定性暫難降溫的氛圍下，全週表現未受過多影響。

全球股市與固定收益 (報酬率：%)

中國	1.76	新興主權債(美元)	0.19
日本	1.72	國庫券(1-3個月)	0.08
台灣	-0.11	抵押債(MBS)	-0.11
那指	-0.37	公債(20年以上)	-0.24
標普500	-0.40	非投等債	-0.38
歐洲	-0.85	公債(7-10年)	-0.41
香港國企	-1.34	投資級債	-0.69
印度	-1.77	新興當地貨幣債	-0.78

美股產業、匯率與商品 (報酬率：%)

能源	2.47	西德州原油	4.20
公用事業	1.87	黃金現貨	1.45
科技	0.81	美元	0.81
金融	-0.89	境外人民幣	-0.34
通訊服務	-1.25	歐元	-0.63
核心消費	-1.55	新台幣	-1.03
非核心消費	-1.60	日圓	-1.23
健護	-1.98	比特幣	-4.86

股市估值偏高疑慮逐漸顯現，多空消息紛擾增添不確定性，投資者風險情緒轉趨保守，先前表現亮眼的成長股、小型股，面臨漲多回落風險。黃金探勘族群幾呈一枝獨秀，受惠於現貨價格再創歷史新猷，近週大漲逾6%。美股七巨頭漲跌互見，亞馬遜宣布調整食品雜貨布局戰略，關閉位於英國的Fresh生鮮超市，再加上高層面臨司法訴訟，績效相形落寞。

外傳英特爾正與蘋果、台積電討論進行投資，及未來加強合作的可能性，激勵該公司延續近期上漲走勢，全週勁揚逾一成。國際商業機器(IBM)因匯豐控股宣布，使用該公司的Heron量子處理器，推升股價漲逾6%。美光科技雖繳出優於預期財報，但因先前累積漲幅已大，呈現利多出盡走勢，全週跌逾7%。

因子與熱門族群 (報酬率：%)

最低波動度	-0.09	黃金探勘	6.31
優質因數	-0.37	納斯達克100	-0.19
成長型-大型股	-0.38	標普500	-0.36
價值型-大型股	-0.42	新興市場	-0.60
動能因數	-0.43	中證中國網路	-0.67
均衡因數	-0.58	標普金融	-0.89
高股息	-1.38	中國大型股	-1.00
價值型-小型股	-2.12	羅素2000	-2.27
成長型-小型股	-3.06		

美股七巨頭、標普領漲/領跌公司 (報酬率：%)

蘋果	7.98	英特爾	11.19
特斯拉	1.57	蘋果	7.98
輝達	0.82	國際商業機器	6.20
微軟	-0.28	新紀元能源	5.45
Google	-2.48	丹納赫集團	-7.07
Meta	-3.95	美光科技	-7.14
亞馬遜	-5.66	KKR私募	-9.16

美股標普500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6450），且週KD維持高檔鈍化，整體趨勢猶偏多。短線或因日KD自高檔區交叉向下，稍浮現轉弱雜音，但在未跌破五月至今上升趨勢軌道線前（約月線），暫無需過度擔憂，後續挑戰6850-6900，再創歷史新高動能尚未消除。

美股費城半導體板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5850），且日KD高檔鈍化，週KD維持交叉向上動能，整體趨勢顯偏多幾無疑義。在前述正面題材尚未消失前，若依波浪理論一、五波等幅測量進行推估，後續確實有望挑戰6500以上價位，再創歷史新高。



資料來源：TradingView。

資料來源：TradingView。

美股羅素2000指數於九月下旬觸及歷史高點2488過程中, 日KD未同步創新高, 出現技術指標高檔背離雜音, 增添短線擾動風險。所幸, 目前季線扣抵值仍低於2300, 上揚走勢有望延續, 且週KD維持高檔鈍化, 在未跌破四月中旬至今的上升趨勢軌道線前 (約2350), 暫視漲多回檔, 無需過度擔憂。

標普非必需消費類股ETF (XLY) 於九月中旬觸及歷史高點243.4過程中, 日KD未同步創新高, 出現技術指標高檔背離雜音, 增添短線擾動風險。所幸, 季線持續呈現上揚走勢 (目前扣抵值仍低於227.5), 且週KD維持高檔鈍化, 在未跌破六月至今的上升趨勢軌道線前 (約232.0), 暫視漲多回檔, 無需過度擔憂。



資料來源：TradingView。



資料來源：TradingView。

標普金融類股ETF (XLF) 八月中旬至今，維持53.0-54.3狹幅震盪整理走勢，近期因日KD浮現技術指標高檔背離雜音，回測前述區間下緣，四月下旬至今上升趨勢軌道線，及上揚季線 (目前扣值仍低於53.5) 尋求支撐，短線若不慎跌破失守，屆時依等幅測量進行推估，恐有下探51.5-52.0的可能性。

標普健康照護類股ETF (XLV) 四月中旬至今，大多呈現130.0-137.0震盪整理走勢，期間一度醞釀突破前述泥淖，惜日KD於股價創新高過程中，未同步創新高，浮現技術指標高檔背離雜音，多頭陣營功虧一簣，被迫退守。考量週KD略窺交叉向下隱憂，季線持續走平，近期恐難擺脫前述區間格局。

標普金融類股ETF (XLF) 日線圖



資料來源：TradingView。

標普健康照護類股ETF (XLV) 日線圖



資料來源：TradingView。

標普公用事業類股ETF (XLU) 近期回測上揚季線 (目前扣抵值仍低於83.5)，2024年九月至今震盪區間上緣，及2023年九月至今的上升趨勢軌道線後嘗試止穩，伴隨日KD維持交叉向上動能，漲勢醞釀重啟。後續若見週KD重新恢復交叉向上動能，屆時依等幅測量進行推估，有望挑戰90.0整數關卡，再創歷史新高。

標普能源類股ETF (XLE) 近期醞釀重新收復主要均線，日KD重新於50附近，恢復交叉向上動能，漲勢有望重啟。後續若能守穩四月中旬至今的上升趨勢軌道線 (約87.5)，同時突破90.0整數關卡 (約收斂三角形上緣)，配合季線轉呈上揚走勢，屆時依等幅測量進行推估，有望挑戰95.0價位，改寫今年高點。

標普公用事業類股ETF (XLU) 日線圖



資料來源：TradingView。

標普能源類股ETF (XLE) 日線圖



資料來源：TradingView。

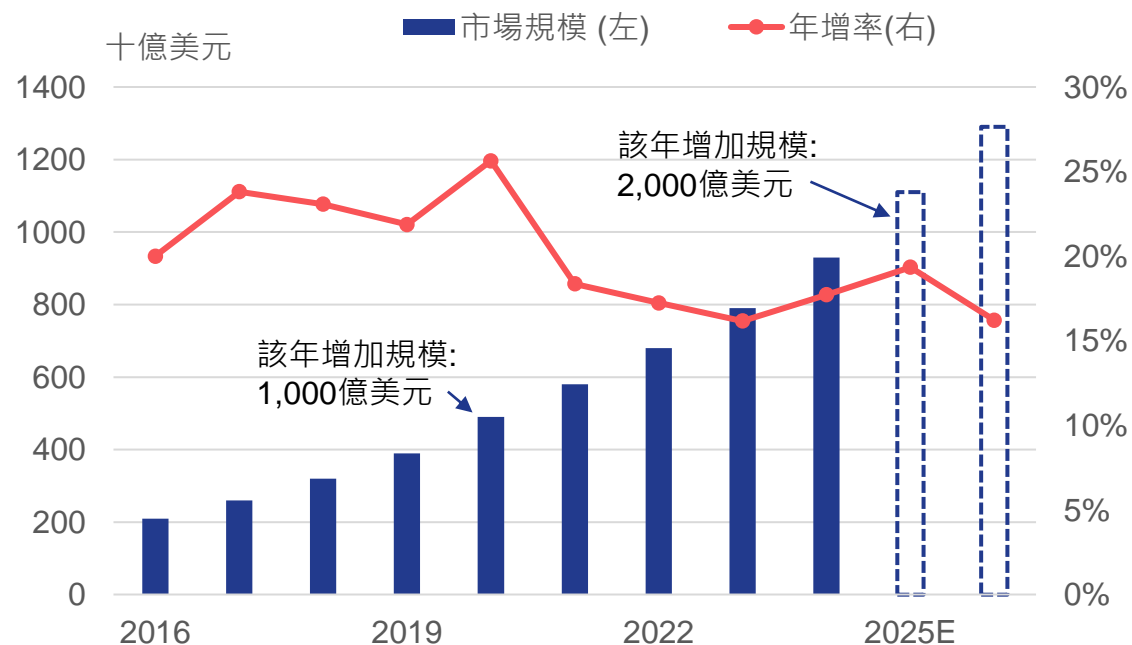
觀察焦點



企業上雲的雲端服務，在過去十年經歷驚人的高速增長，市場規模從2015年的1,750億美元，一路飆升至2023年的近8,000億美元，2020年以前，每年規模增速超過兩成。隨著市場成熟，增長速度開始放緩。所幸，AI 浪潮為雲端服務市場注入強勁的新動能。

未來AI商業模式的各方面都離不開雲端服務，從AI模型訓練、企業導入AI服務，到AI推論的執行，乃至中央與邊緣運算的串聯，皆需仰賴雲端服務進行整合、交付算力。AI的加入，讓雲端服務從單純的IT基礎設施供應商，轉變為企業數位轉型與創新最關鍵的夥伴，為未來十年找到新的成長引擎，成為推動軟體股表現核心。

傳統雲端服務尋找新的成長模式



資料來源：Bloomberg · 2025/9/22。

AI時代的煉金爐 - 整合與交付算力



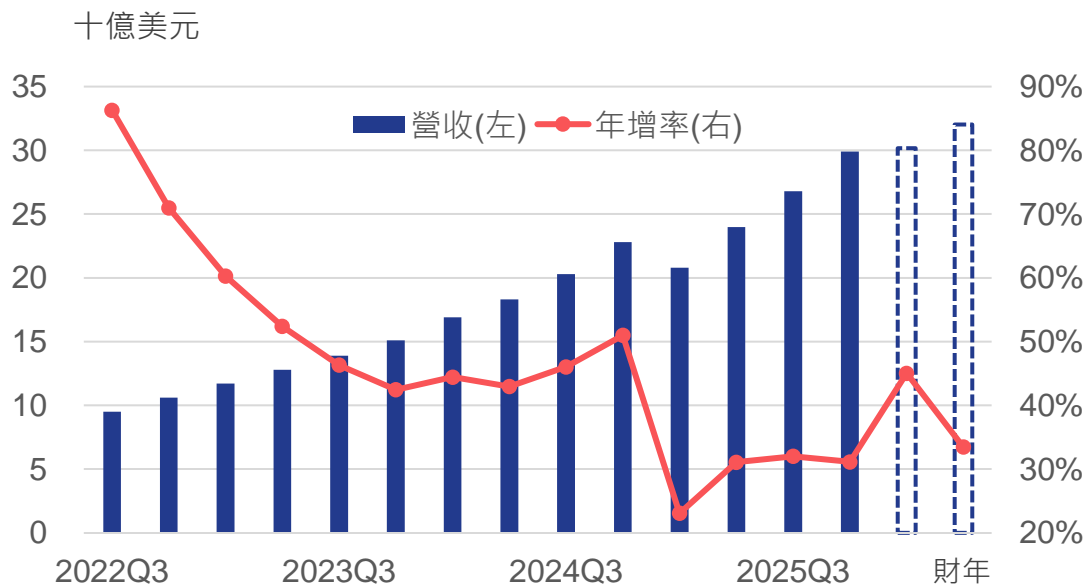
資料來源：Bloomberg · 2025/9/22。

微軟的資本支出，讓智慧雲端部門(Intelligent Cloud)占總營收比重，由2022年不足兩成，成長至最新一季佔比近四成，同時，年增率保持三成左右增速，展現將投入轉換成營收，進而保持財務穩定、兼顧成長的新商業模式。

儘管，作為最早增開資本支出的雲服務商，微軟開始享受投入AI、轉換營收的好處，加上綁定OpenAI的商業合作，未來有機會躍居雲服務商市占率之冠。不過，面對算力需求爆發，微軟同樣有供應不足瓶頸，加上考量資本支出轉換營收的時間成本，微軟開啟「支出多元化」時代，與Nebius*簽訂五年174-194億美元的算力租賃合約，進行更靈活的財務調整，更有效率的強化競爭力，有助支撐雲服務商估值與營收成長。另一方面，雲端服務的基建擴增模式改變，提供基礎設施的新秀們除證實AI生態圈持續擴大，也讓支出認定範疇更廣。

微軟展現投入轉換營收實力

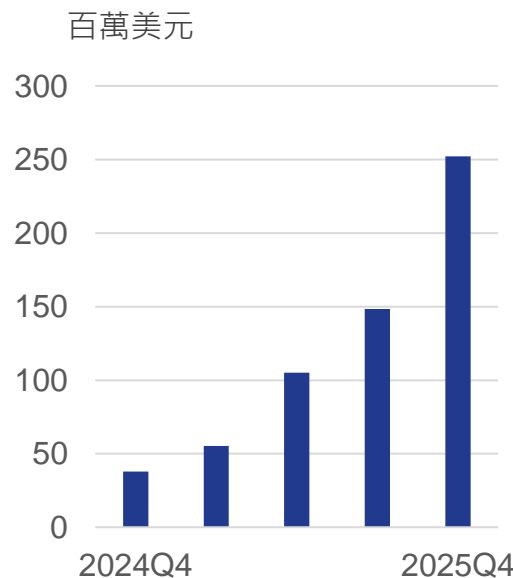
微軟智慧雲端部門(Intelligent Cloud)營收變化



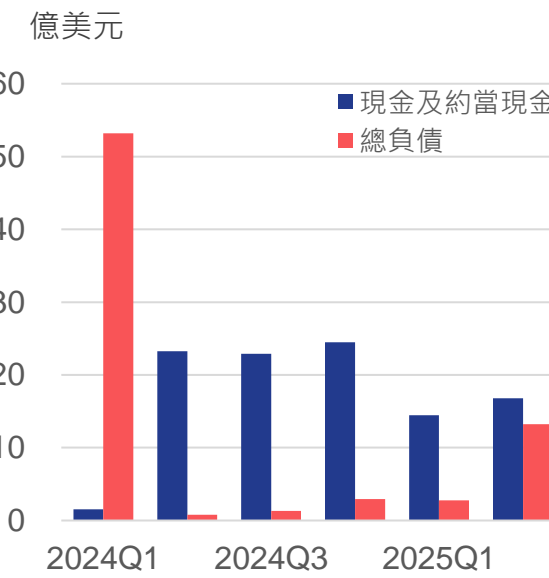
資料來源：Bloomberg，2025/9/22。財年2025Q3截至2025/3/31，虛線表預估。

租賃比自建有效率，新興雲服務基建商崛起

Nebius*營收



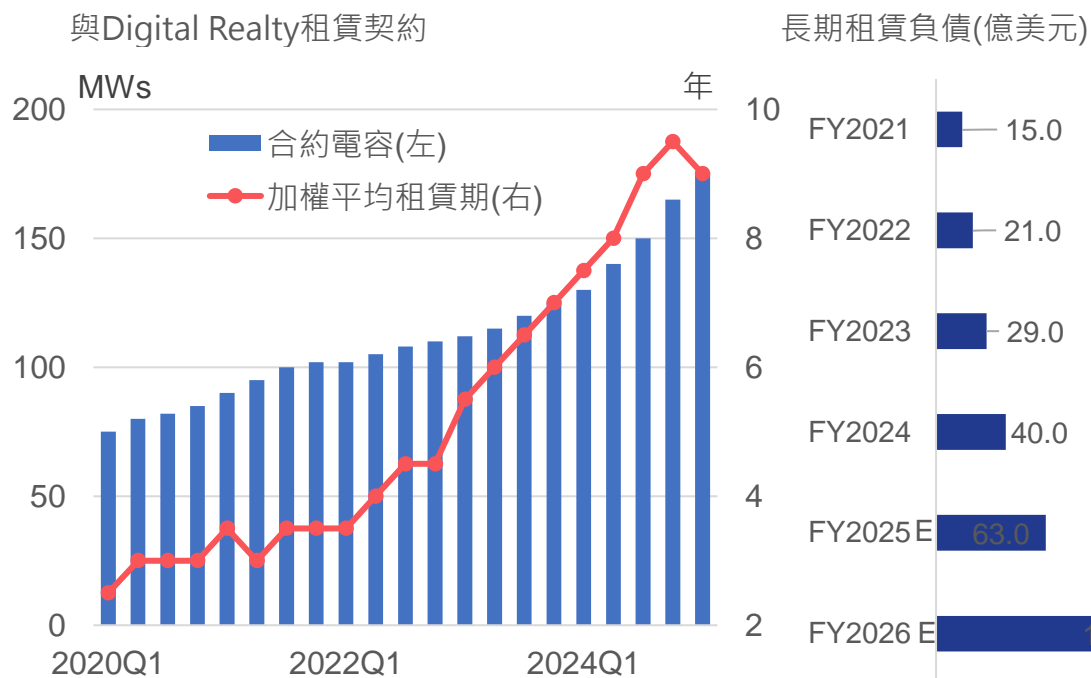
財務狀況穩健支出



資料來源：Bloomberg，2025/9/15。*前身為Yandex，2024/10/24重新於美掛牌上市。

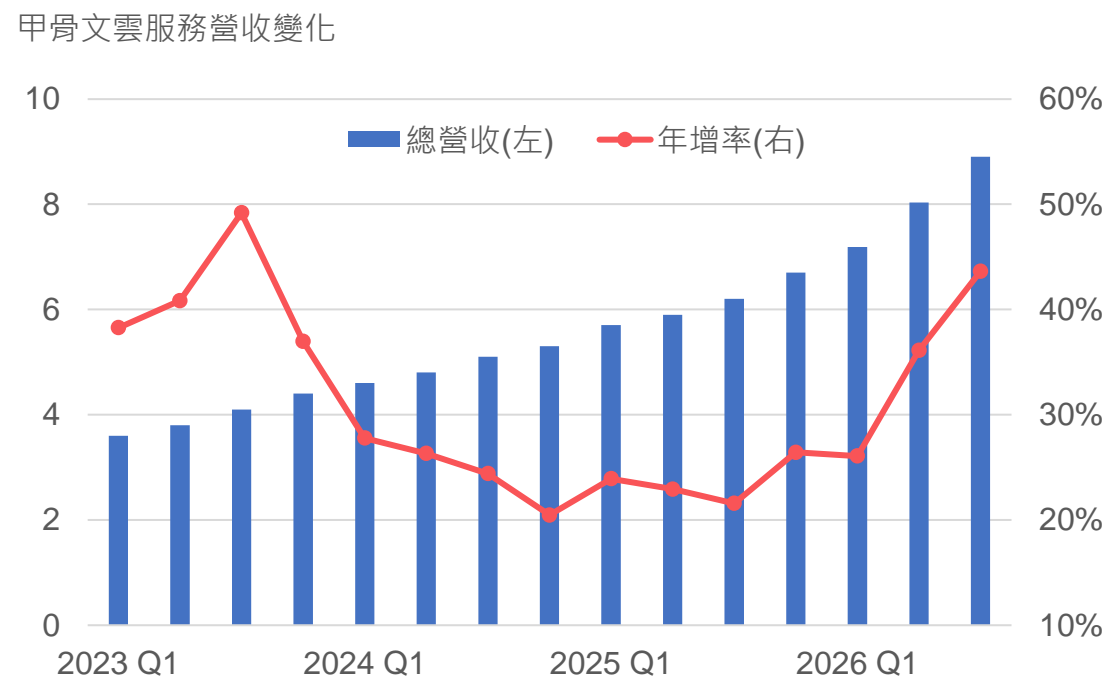
在過去，甲骨文的雲端基礎設施(OCI)策略與AWS和Azure等雲端巨頭類似，主要透過自建資料中心來擴展規模，其與數據中心REITs的租賃合約期較短，2022年以前，與Digital Realty合約平均租期約2-3年，雖讓公司擁有硬體控制權，但支出龐大且擴展速度較慢。2024年開始，甲骨文轉變策略，為應對AI軍備競賽帶來的龐大運算需求，甲骨文從單純的「自建」轉向「混合式策略」，除增加資本投入，也搭配(1)將與數據中心REITs簽訂合約、改成10年以上的長約。(2) 與新興資料中心開發商Crusoe簽署為期15年、價值約150-200億美元的資料中心租約。在資本支出多元且快速部屬下，甲骨文雲服務營收快速成長、年增率逾四成，貢獻總營收比重一半。從微軟到甲骨文，雲服務商改採多元支出模式，維持財務穩健，加速算力落地、轉換營收間取得平衡，也有助AI泡沫疑慮獲得緩解。

電力即算力，租賃轉換成長約



資料來源：Digital Realty, SemiAnalysis Model · 2025/9/16 · E預估。

混合式策略加速取得算力、轉換營收



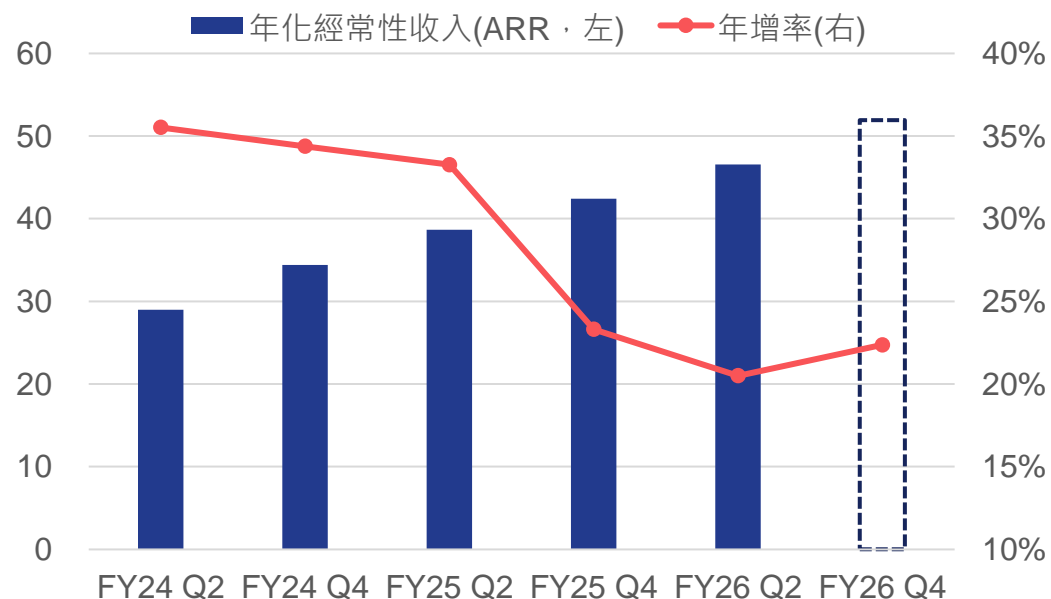
資料來源：Bloomberg · 2025/9/22。

相比Salesforce(賽富時)，無法將客戶關係管理系統有效與AI結合，快速增進客戶訂閱或留存率，甚至面臨微軟等雲服務開始提供客服軟體帶來的威脅，造成股價持續疲弱。資安軟體CrowdStrike則在雲服務需求大增下，強化運用AI進行威脅偵測與回應，專注提供「雲端資安解決方案」，透過平台整合策略擴增營收範疇，相較競爭對手創造較佳年化經常性營收(ARR)增長，市場穩定上修對該公司展望。

專注遊戲市場的AppLovin，助開發商推廣App、從熱門App中精準投放廣告，扮演串聯「廣告發行 + 廣告變現」且具高效的仲介角色，形成一個強大的生態系統，以AI為核心的開發初衷，加上聚焦遊戲市場，創造遠高於Google、Meta等「綜合型」廣告推播的精準度與效率，讓該公司毛利率保持高於60%。近期，公司進行重大轉型，專注軟體平台、併購MoPub，有助強化現有AI引擎，擴大市場占有率。

提供雲端資安平台服務，期待營收突破百億門檻

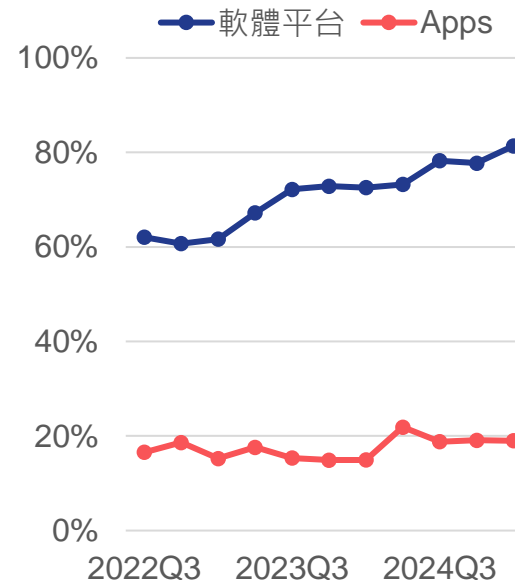
CrowdStrike ARR變化(億美元)



資料來源：Bloomberg，2025/9/15。FY26Q4截至2026/1/31為預估值。

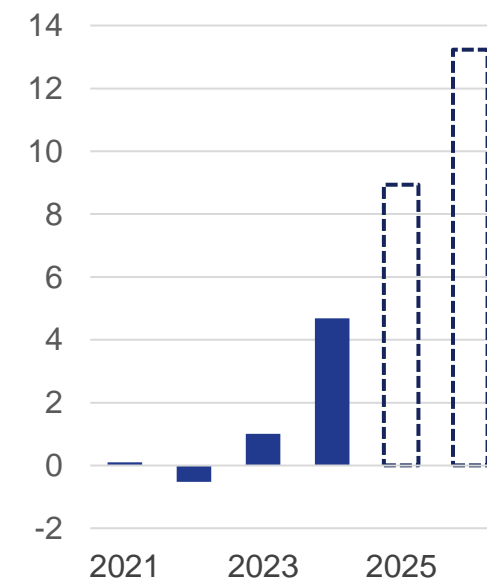
AI應用驅動行銷與變現，高利潤率飛輪效應

AppLovin毛利率(不同部門)



資料來源：Bloomberg，2025/9/15。

每股獲利EPS(美元)



伴隨地緣風險成常態，加上美國川普總統推動北約成員國將年度國防開支占GDP的比例提高到5%，這意味著，相較於2023年，非美國的北約國家國防開支將增加179%，而整個北約國家的國防開支將增加90%，全球軍費支出持續增加的預期，推動國防類股表現亮眼。不過，由於增列軍備支出國家擴散，加上國防形式逐漸改變，全球型國防指數更能體現全球軍備支出的影響。

相比作為各國基礎戰力的傳統國防，新型國防則聚焦於利用新興科技，為現代戰爭帶來革命性的變化。這些技術不僅改變作戰方式，也讓防禦變得更加智慧化。無人系統與人工智慧、太空軍事化、高超音速武器與定向能武器成為未來戰事的核心，許多公司來自科技領域，而非傳統軍工企業。產業配置上，除了傳統國防工業，科技類股也成為涉獵國防產業的標配。

全球增列軍費推動國防類股表現

今年以來國防類股ETF表現



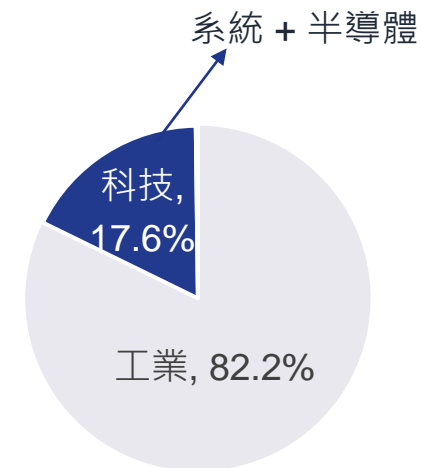
資料來源：Bloomberg · 2025/9/22。標準化2025/1/2=100。

全球型國防涵蓋新型國防影響範疇

全球國防指數涵蓋國家與產業

國家	比重
美國	56.6%
英國	10.0%
德國	9.4%
南韓	6.9%
法國	5.4%
義大利	4.3%
瑞典	3.9%
以色列	2.4%
其他	1.1%

資料來源：Bloomberg · 2025/9/22。

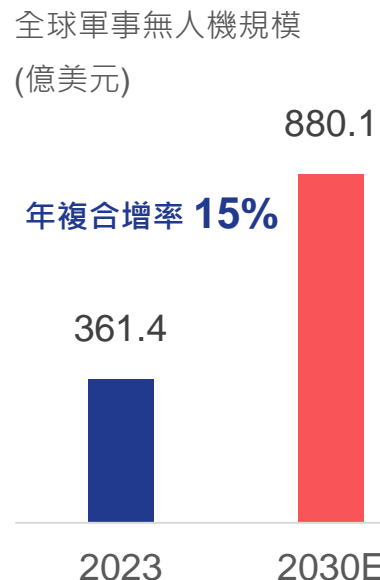
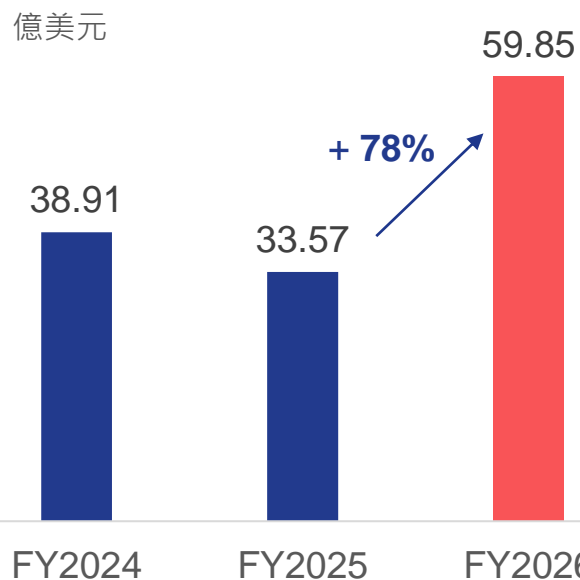


隨著地緣政治日益複雜，美國國防預算已接近每年1兆美元，而聯邦赤字不可持續。五角大廈正處於一個轉折點，未來更傾向於使用商用科技，以更低成本實現更高的軍事能力。這種趨勢將有利於那些具有顛覆性技術的國防科技公司，而非傳統大型主要承包商。國防部長赫格斯近來強調「釋放美國無人機主導地位」，讓無人機、反無人機與精準打擊成為美國全力發展領域。

宇航環境(AeroVironment, AVAV)，因為其低成本系統在全球需求強勁，烏克蘭衝突證明了此類系統的價值，公司正因歐洲國家建立彈藥和無人機庫存而受益。克瑞拓司(Kratos, KTOS) 因其利用商用技術提供低成本產品，在新政府支持商用技術應用的背景下，有望在無人機、太空、人工智慧和導彈領域實現爆發性成長。

美國積極推動無人機產業

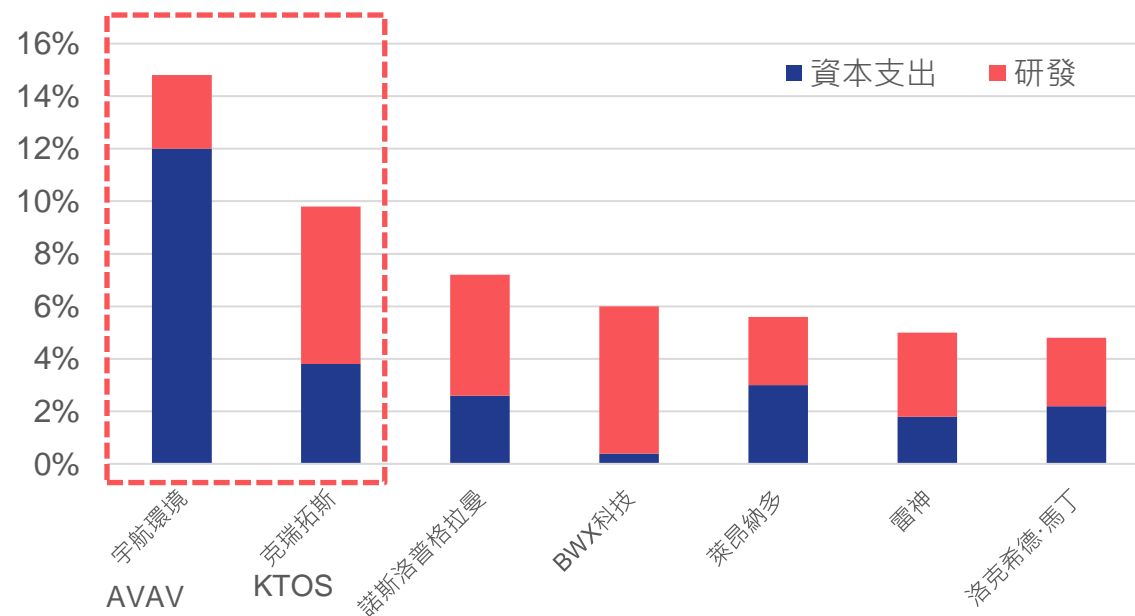
美國國防部無人機與反無人機預算



資料來源：美國國防部，2025/7/19。Nasdaq預估，2025/7。

新興企業具備研發投入彈性

主要國防股資本支出與研發佔營收比重

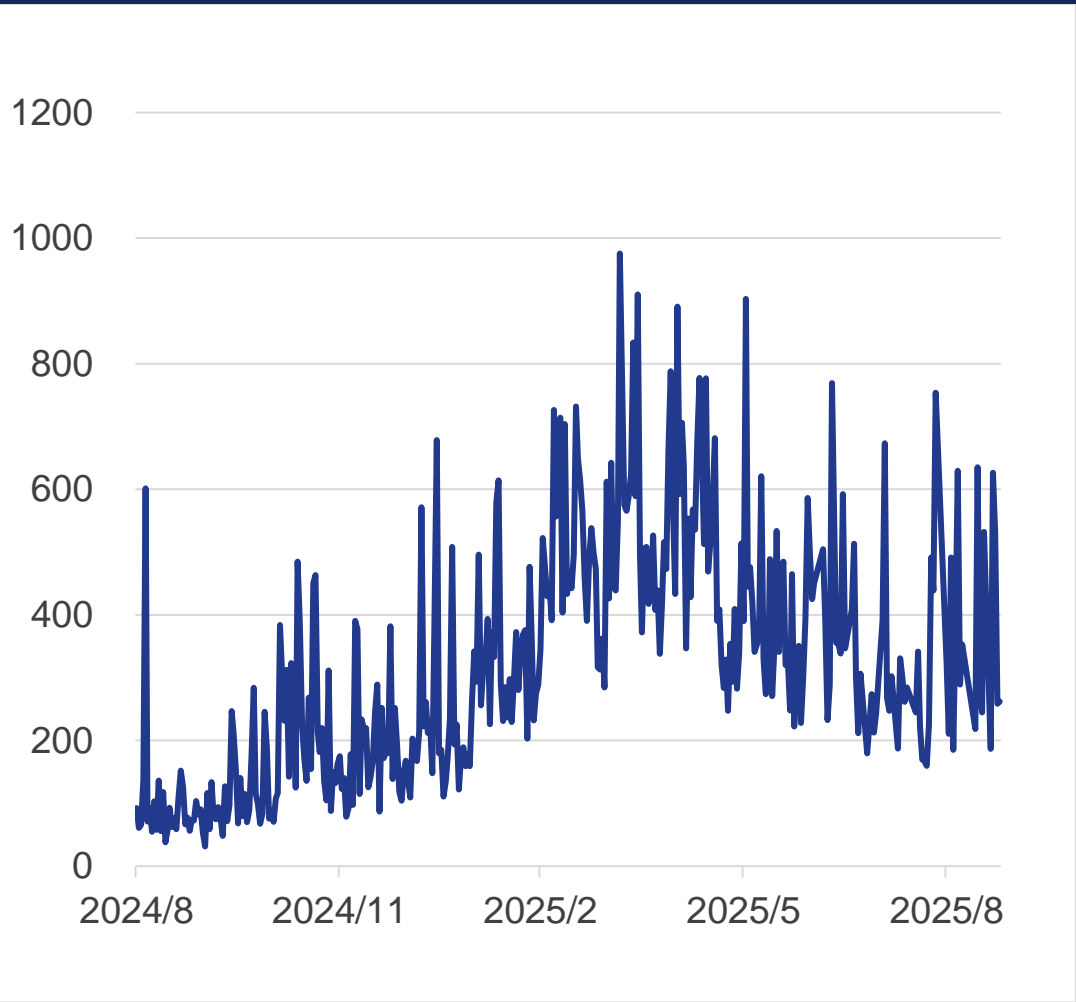


資料來源：Bloomberg，2025/9/19。

觀測指標

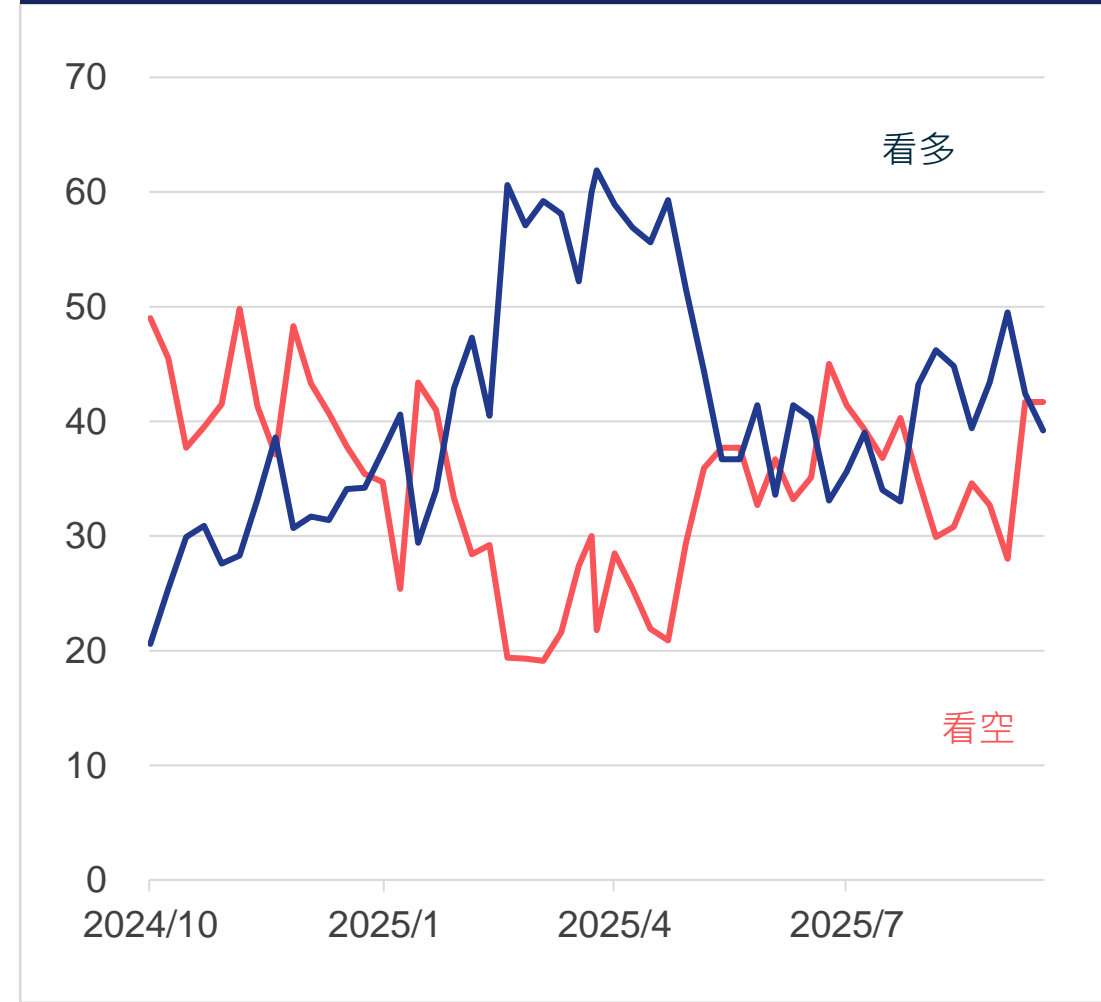


美國政策不確定性

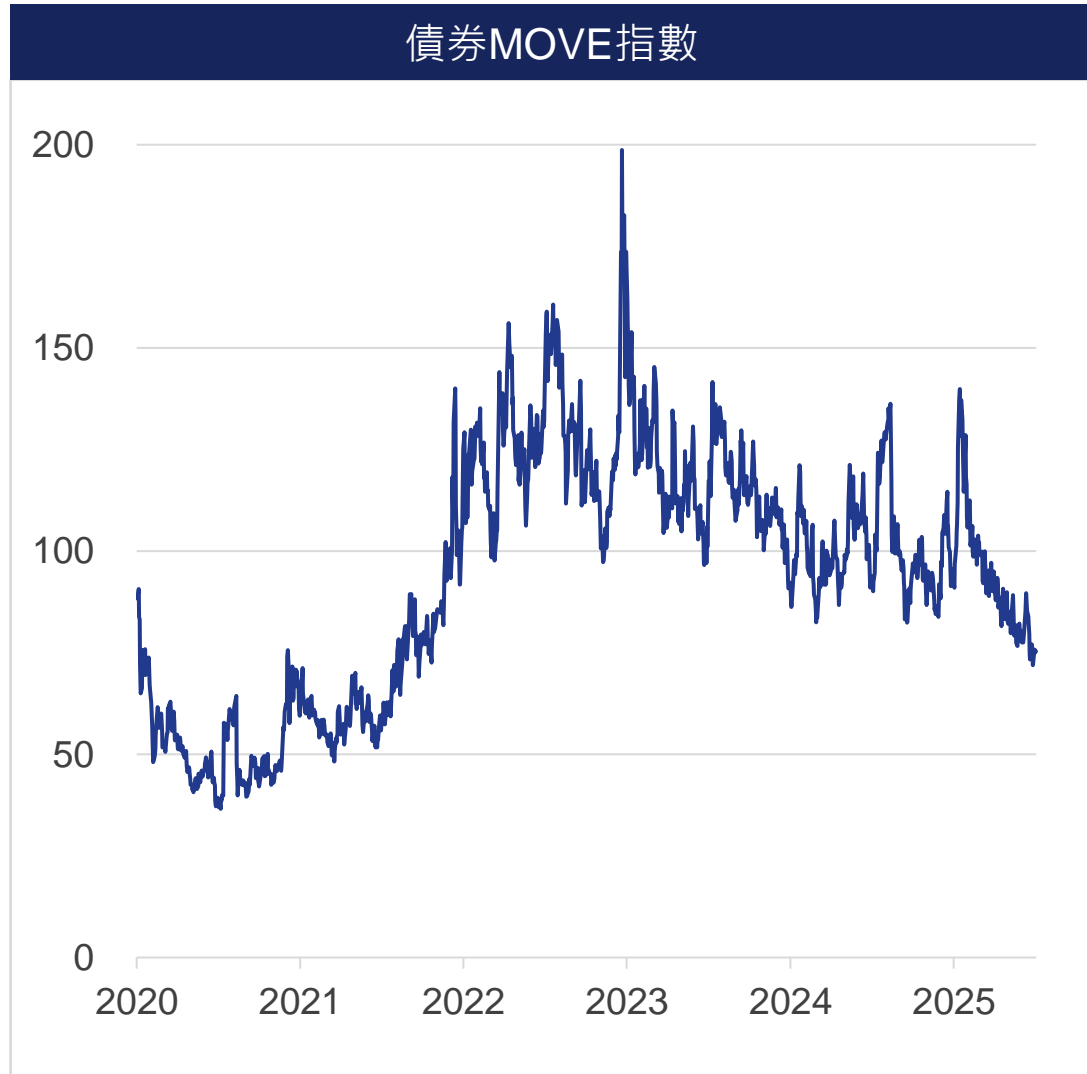


資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。

美國AII散戶投資人情緒指數



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。



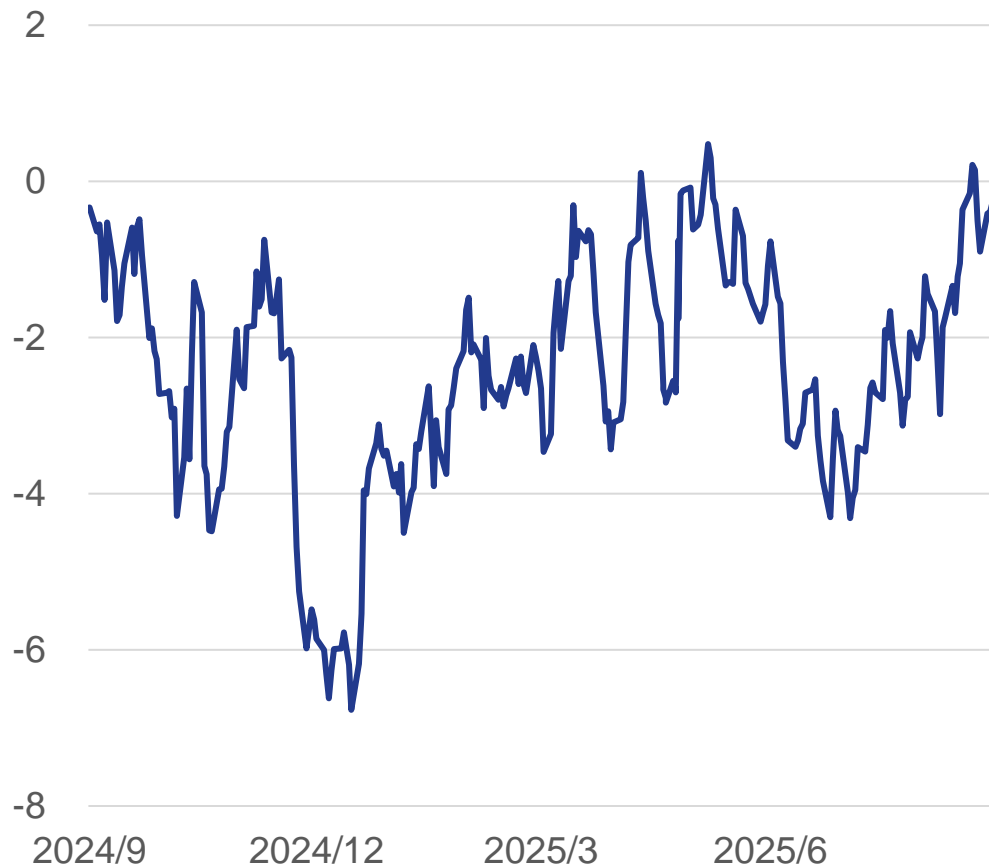
資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。

美國債券ETF資金淨流向

期間累積，十億美元



資料來源：Bloomberg，2025/9/26。<BND>、<AGG>、<LQD>、<TLT>、<SGOV>總和。

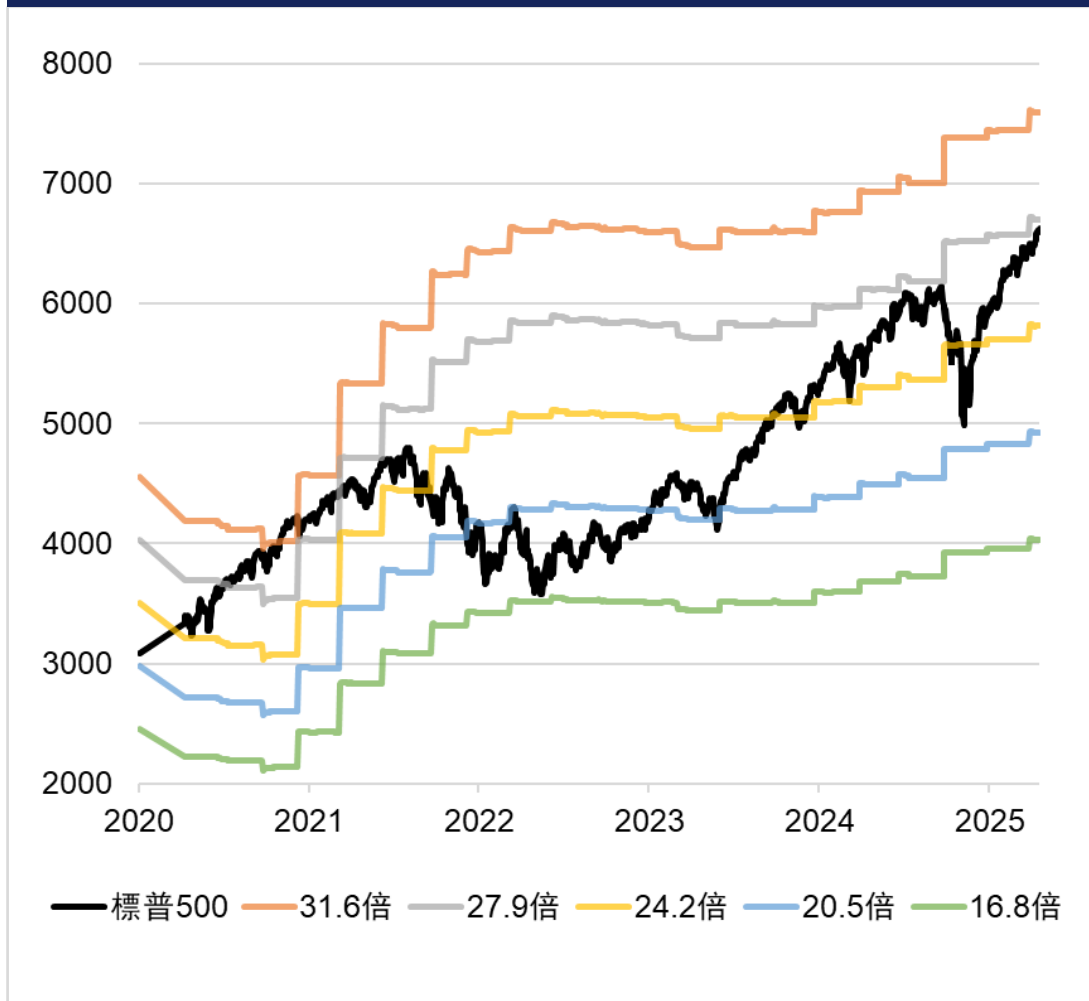
美國股票ETF資金淨流向

期間累積，十億美元



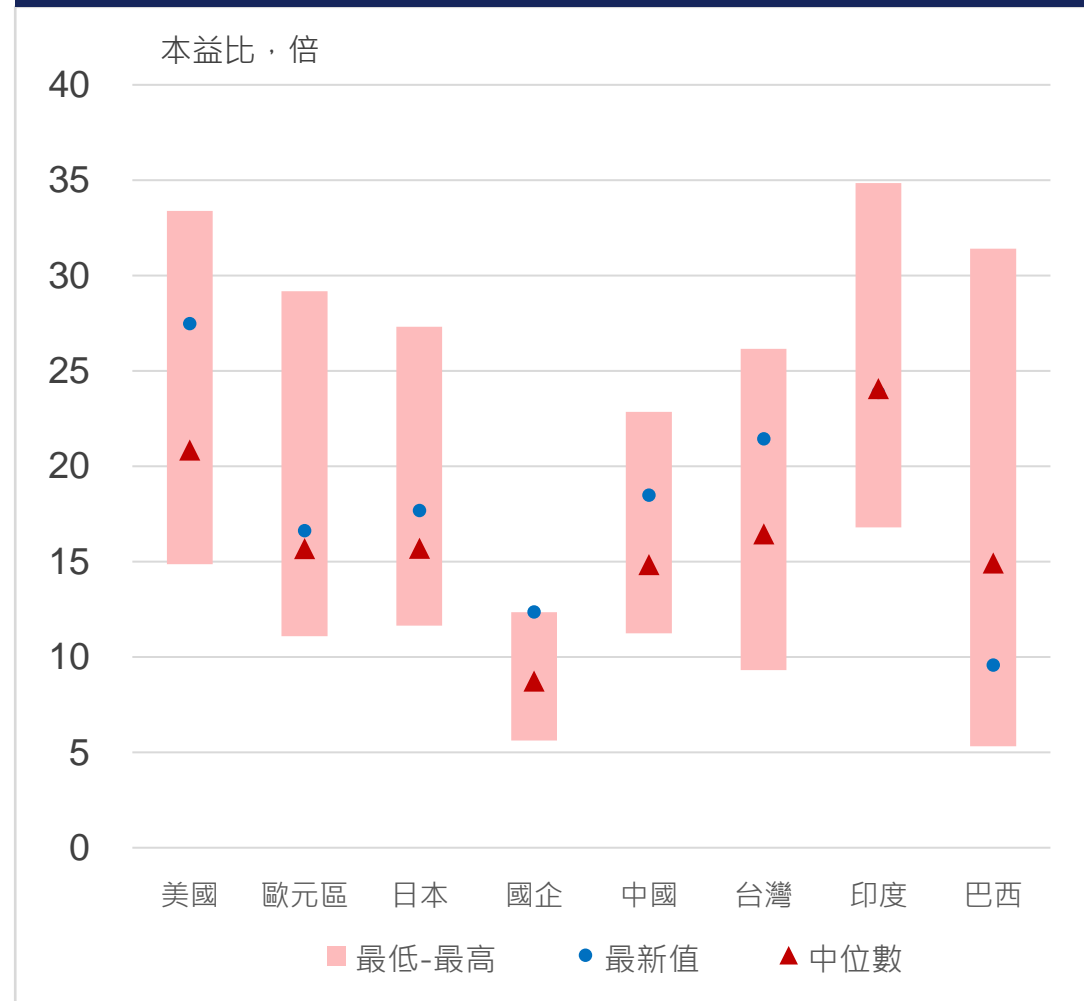
資料來源：Bloomberg，2025/9/26。取<SPY>、<VOO>、<IVV>、<QQQ>總和。

標普500本益比河流圖



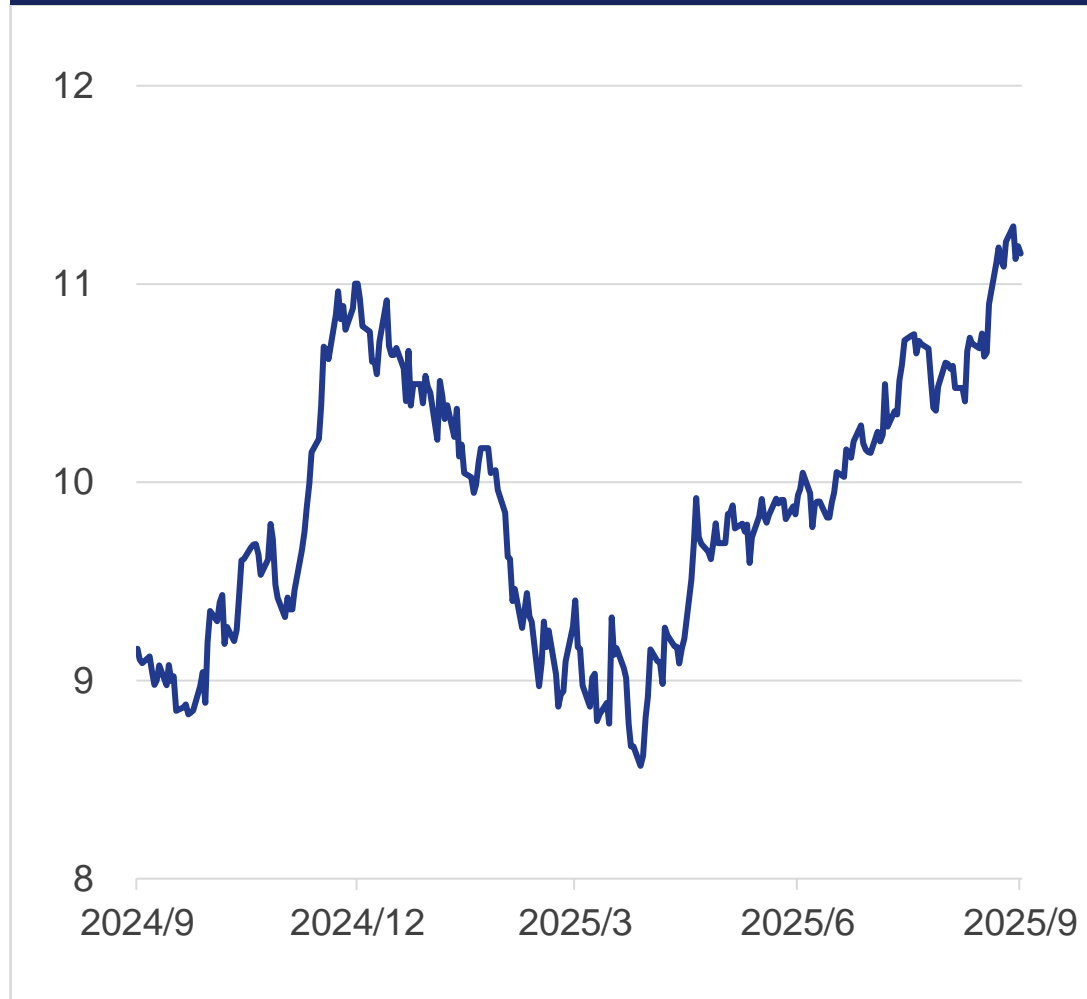
資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。

其他國家本益比位階



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。

價格比: 美股七巨頭/標普493



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。

價格比: 半導體/軟體



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。取<SMH>和<IGV>股價比值。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。取<VUG>和<VTV>股價比值。

資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。取<EZU>和<SPY>股價比值。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。

過去一年利差變化



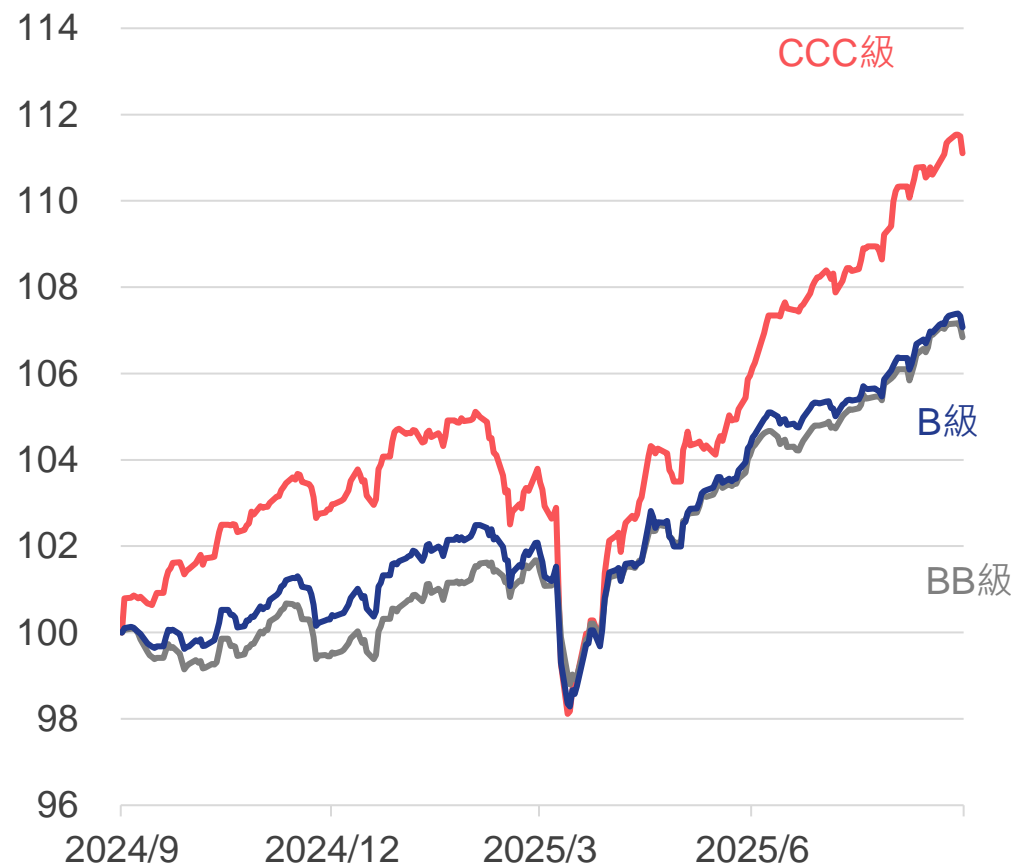
資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。

過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。

不同信評過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。

主要國家過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/26。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”)提供尊貴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。

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。