

就勢論市

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。



03 市場脈動

08 觀察焦點

15 觀測指標

美國就業市場出現轉弱跡象，景氣放緩雜音逐漸顯現，同期間通膨雖然出現反覆，但仍然相對可控，增添未來聯準會寬鬆動能，全球股市漲聲回應，美股再創歷史新高。台股表現不遑多讓，在台積電、鴻海等權值股帶領下，全週漲約4%，站上25000整數關卡。

美國九月降息循環有望重啟，債券市場同受激勵，長天期公債表現尤其亮眼。美元指數略微回落，歐日匯率各自面臨政治雜音挑戰，走勢溫吞。地緣風險擾動再起，一度推升國際油價走揚，然隨原油供給過剩、全球需求疲弱隱憂浮現，限縮全週漲幅。黃金持續受惠央行寬鬆、不確定性等因素影響，維持上漲動能，再締新猷。

全球股市與固定收益 (單位：%)

台灣	3.92	公債(20年以上)	3.57
香港國企	2.51	投資級債	1.59
中國	1.98	新興主權債(美元)	1.49
日本	1.71	新興當地貨幣債	1.35
那指	1.57	抵押債(MBS)	1.07
標普500	1.34	公債(7-10年)	0.99
印度	1.04	非投等債	0.26
歐洲	0.96	國庫券(1-3個月)	0.08

美股產業、匯率與商品 (單位：%)

科技	3.21	比特幣	4.04
通訊服務	2.02	黃金現貨	1.55
健護	1.67	新新台幣	1.08
公用事業	1.60	西德州原油	0.31
非核心消費	0.95	境外人民幣	0.15
能源	0.06	日圓	0.10
金融	-0.06	歐元	0.09
核心消費	-0.06	美元	-0.16

金融市場再現風險偏好氛圍，投資者持續追逐成長股，小型股同步受惠。黃金探勘類股隨金價再創新高同步走揚，陸港股近期表現亮眼，大型企業、網路族群居功厥偉，新興股在美元未來偏弱的預期中，全週漲逾4%，同具亮點。

甲骨文傳出與OpenAI簽訂3000億美元訂單合約的利多消息，抵銷上季營收、獲利不如預期雜音，推升該公司單日大漲逾三成。同期間，美光獲外資券商調高目標價，博通執行長展現未來人工智慧營收成長企圖，同步帶動股價明顯走揚。相形之下，蘋果新品發表未見過多亮點，表現相形落寞。

因子與熱門族群 (單位：%)

動能因數	3.68	黃金探勘	8.04
成長型-小型股	2.32	中證中國網路	7.38
價值型-大型股	1.59	中國大型股	6.29
成長型-大型股	1.27	新興市場	4.89
均衡因數	1.25	羅素2000	1.78
價值型-小型股	1.14	納斯達克100	1.54
最低波動度	0.74	標普500	1.31
優質因數	0.65	標普金融	-0.06
高股息	0.27		

美股七巨頭、標普領漲/領跌公司 (單位：%)

特斯拉	8.94	甲骨文	38.05
Google	3.57	美光科技	21.22
輝達	3.22	博通	17.49
Meta	0.30	科林研發	15.10
微軟	-1.37	蘋果	-4.07
亞馬遜	-2.43	Netflix	-4.29
蘋果	-4.07	波音	-4.66

美國十年債殖利率近期跌破五月至今收斂三角形下緣及主要均線，季線轉呈下彎走勢 (目前扣抵值仍高於4.20)，同期間日週KD維持交叉向下，整體趨勢逐漸偏空確為事實。短線若未能即時止穩，依下降趨勢軌道等幅測量進行推估，後續恐有下探3.80的可能性。

美元指數近期跌破主要均線，日週KD維持交叉向下頹勢，整體趨勢看似逐漸偏空，然而實際尚未擺脫八月至今，月季線持續糾結的狹幅震盪整理走勢 (97.50-98.50)。但是，若以七月至今的波動區間進行觀察，目前下檔支撐暫看96.00 (約七月初低點)，百點整數關卡為上檔反壓 (約八月初高點)。



資料來源：TradingView。



資料來源：TradingView。

歐元兌美元匯率近期瀕臨月季線, 及八月至今的上升趨勢線, 多空陣營面臨關鍵轉折點。後續若能守穩1.1650價位, 有望再次挑戰今年高點 (1.1830), 否則恐需慎防季線轉呈下彎, 日KD交叉向下, 被迫回測1.1400, 尋求下檔支撐的可能性。

英鎊兌美元匯率近期高點, 逐漸瀕臨2023年一月至今的上升趨勢軌道上緣, 短線走勢稍陷遲滯。考量日週KD恢復交叉向上動能, 提供往上突圍契機, 後續若見突破站穩1.3600價位, 有望完成七月至今的頭肩底型態, 屆時依等幅測量進行推估, 將具挑戰1.3850高點動能, 否則將繼續維持區間震盪格局 (1.3350-1.3600)。



資料來源：TradingView。

資料來源：TradingView。

美元兌日圓匯率逐漸瀕臨上揚季線，及四月中旬至今的上升趨勢軌道下緣，多空同臨關鍵轉折點。近期若能守穩147.00，同時扭轉日週KD交叉向下頹勢，有望往上挑戰151.50高點 (約158.90-140.00反彈0.618位置)，否則恐有下探145.00，尋求支撐的可能性。

美元兌人民幣匯率近期跌破主要均線，季線轉呈下彎頹勢 (目前扣抵值仍高於7.15)，同期間週KD交叉向下，整體趨勢稍偏空 (即人民幣升值)。考量短線低點逐漸瀕臨，去年11月至今年5月形成的M頭等幅測量滿足點，配合日KD進入超賣區，或具止穩契機，但若未能重新站回7.15 (收斂三角形下緣)，後續恐有跌破7.00整數關卡的可能性。



資料來源：TradingView。

資料來源：TradingView。

觀察焦點



債務對沖風險，關鍵在於制衡。自美國在1971年終止美元與黃金的固定兌換關係後，兩者之間的連結從制度性的固定匯率關係，轉變為由市場力量、投資人情緒和總經政策所主導的動態關係。當投資人對「無錨定」的法定貨幣 (如美元) 價值，或是對政府的償債能力 (美元資產信心) 產生疑慮時，他們會轉向黃金，扮演起對抗「過度舉債」和「貨幣貶值」的制衡角色。

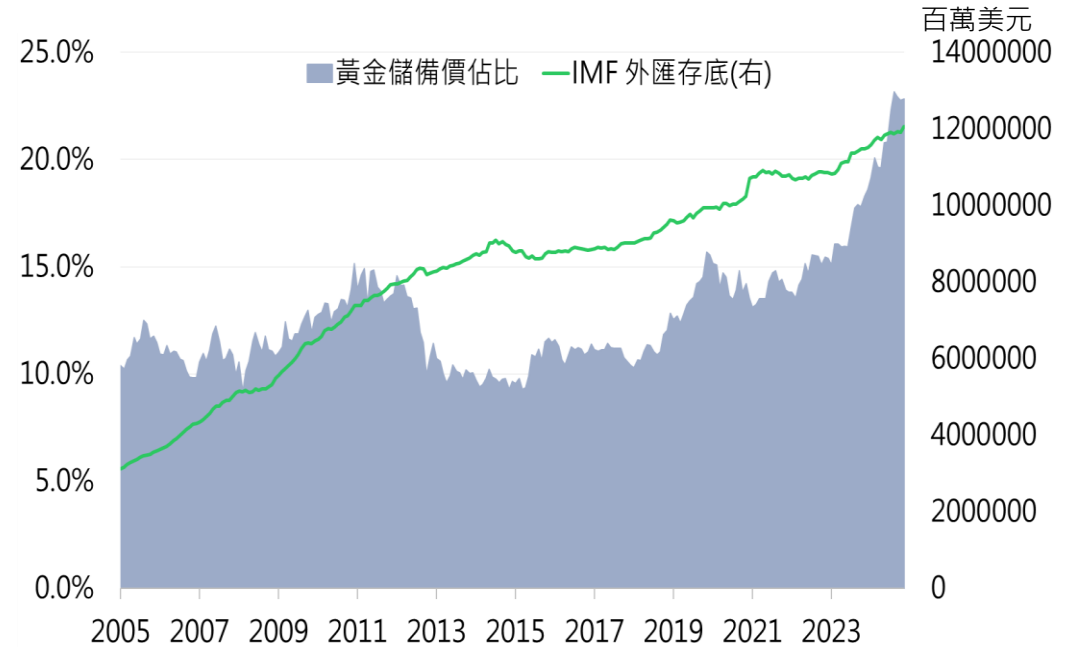
該現象在過去二十年美國債務如火箭般飆升，更為明顯。而近年美元作為地緣政治工具，不受單一國家的政策影響，具有高度流動性，且在國際上普遍被接受。各國央行也加入大幅增持黃金，替代美元作為外匯存底資產配置的一環，成為額外的買盤力道。

美國債務規模的共生



資料來源：Bloomberg。

央行轉型物資關鍵



資料來源：Bloomberg。

當長期投資趨於一致。觀察過去五年，2020年黃金ETF持倉量飆升，與新冠疫情爆發後的超寬鬆貨幣政策同步，但2022年開始FED激進升息對抗飆升的通膨下，推高美國公債殖利率，增加持有黃金的機會成本（抗通膨效力降低），持倉量出現數年顛簸回落。該壓制作用大約是到2024年聯準會秋季降息前，才慢慢消除，使得部分長期資金回流至黃金資產。

市場另有一說的黃金買盤，則是來自中國的金豆子風潮，自地產去槓桿與貶值增加競爭力的推動下，黃金保值的用途在中國當地蔚為潮流，每月或每季買一顆金豆子，改變傳統黃金首飾或大塊金條的消費模式，就像是一種「黃金定期定額」。

黃金ETF持倉增溫



資料來源：Bloomberg。ETF以SPDR GLD為例。

低迷房市和貨幣貶值

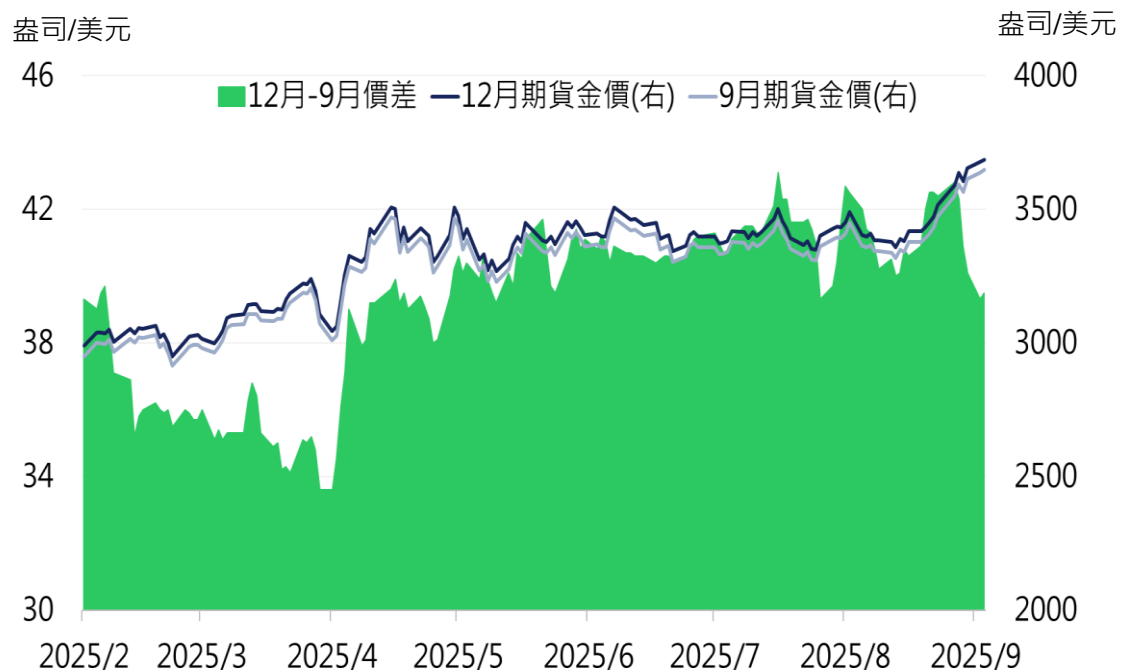


資料來源：Bloomberg。

市場的熱度持續性，類股的貝他值。持有成本如倉儲費、保險費等是商品期貨正價差 (contango) 最核心的因素，若市場認為，未來金價會因為地緣政治緊張、債務惡化或經濟不確定性等原因而上漲，交易者會願意用更高的價格買入遠月期貨合約。這種看漲情緒會推高遠月價格，正價差擴大伴隨近月價格的穩定上漲，代表市場的長期看漲預期正在增強。

到了股票方面，獲利能力首選的衡量指標是是季度平均黃金價格減去金礦企業的季度平均AISC (維持成本)，該指標相比每股盈餘更直觀，尤其是當2024年類股的報酬顯著滯後於黃金漲幅，2025年將是金礦股票的重估值元年。

期限溢價將是強弱攻防



資料來源：Bloomberg。

暴賺的金礦股 (單位：盎司/美元)

時間/品項	維持成本	平均金價	推估利潤
2024年Q1	1,409	2,071	662
2024年Q2	1,487	2,336	849
2024年Q3	1,532	2,476	944
2024年Q4	1,457	2,661	1,204
2025年Q1	1,424	3,285	1,861
2025年Q2	1,563	3,325	1,762

資料來源：Bloomberg。All-in sustaining costs-全維持成本。

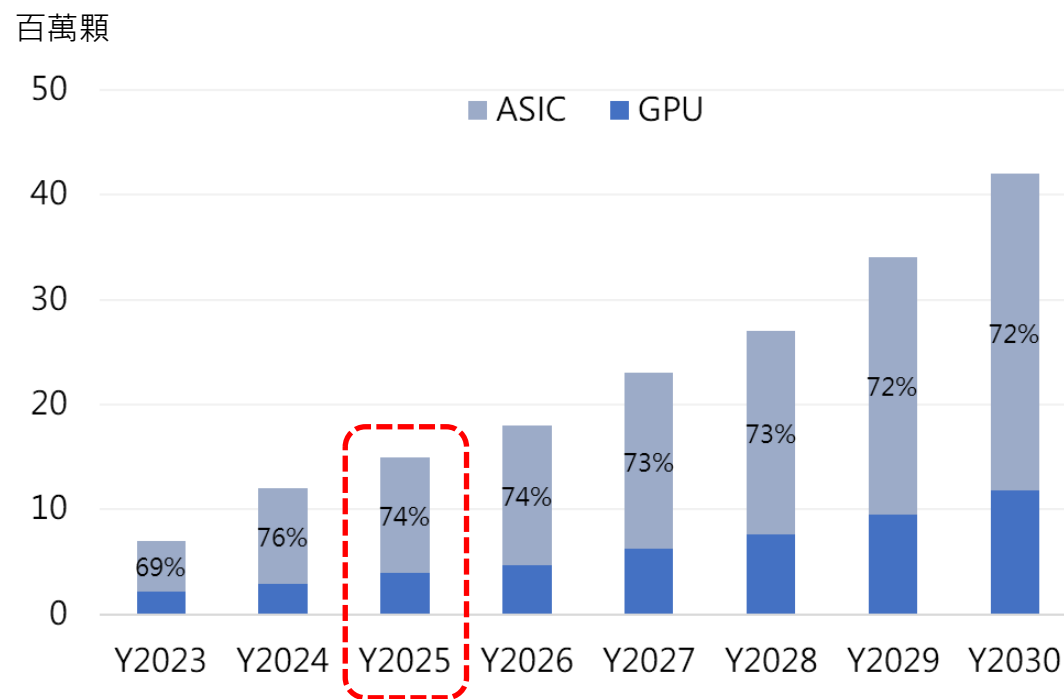
彈性遇上規模。有別於NVIDIA強調「每瓦效能」和彈性、研發和通用工作負載，主打整櫃級GPU解決方案如GB200。追求大規模量產時的成本效益時，客製化ASIC設計則是首選，用於更高效率的推論晶片（滿足內部資料中心需求），吸引如Google、Meta、Amazon等雲端巨頭，甚至連OpenAI也要加入。

這些企業有足夠的財力，且有穩定、大批量的AI推論工作負載，支持巨額前期投資的合理攤提。因此將來是ASIC與GPU共存的市場格局，未來在需求提升，平均售價亦增加等狀況下，當前市場規模仍在半山腰。

相關產業鏈

設計公司	客戶	類型	量產時間
Marvell Tech / Alchip	Amazon AWS	AI 訓練加速器	2025-2026年
Marvell Technology	Google	ARM 伺服器 CPU	2024年
	Microsoft	AI 加速器	2026-27年
Broadcom	Google Meta OpenAI	AI 推論加速器	2026-27年

市場規模仍在山腰



資料來源：Bloomberg，國泰世華整理。

資料來源：Bloomberg。

二奈米年代來臨。在2奈米晶圓製程的競爭中，各家良率持續提高，技術能讓運算功耗中的速度提升10%以上，耗能降低25%以上，且多數將於2025年下半年量產，不僅能提升公司營收，還能進一步增加獲利。

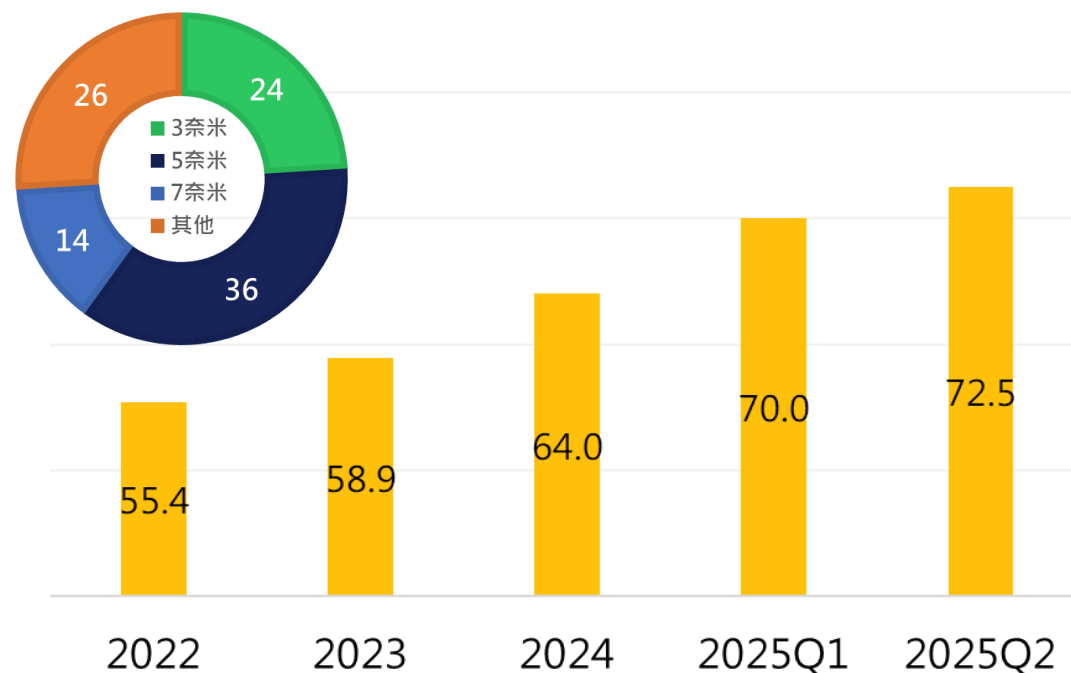
2025年第二季全球晶圓代工市場表現亮眼，總營收達到417億美元，創下歷史新高。成長動力來自中國消費補貼計畫，以及智慧型手機、與伺服器新產品的備貨需求，憑藉長期的技術優勢、對先進製程的投入，使得全球晶圓代工市場從「多強競爭」的局面，轉變為台積電「一強獨大」的時代。

晶片先進製程比較

公司	代工市佔率	節點名稱	良率	量產時程
台積電	No1	N2 (2奈米)	65%	2025 下半 P1
英特爾	十強以外	18A (對標2奈米)	55%	2025 下半
三星	No2	SF2 (2奈米)	40%	2025 下半
Rapidus	無	2奈米 GAA	實驗中	預計 2027年

資料來源：各大媒體，國泰世華整理。

台積電代工市佔率與製程比重 (單位：%)

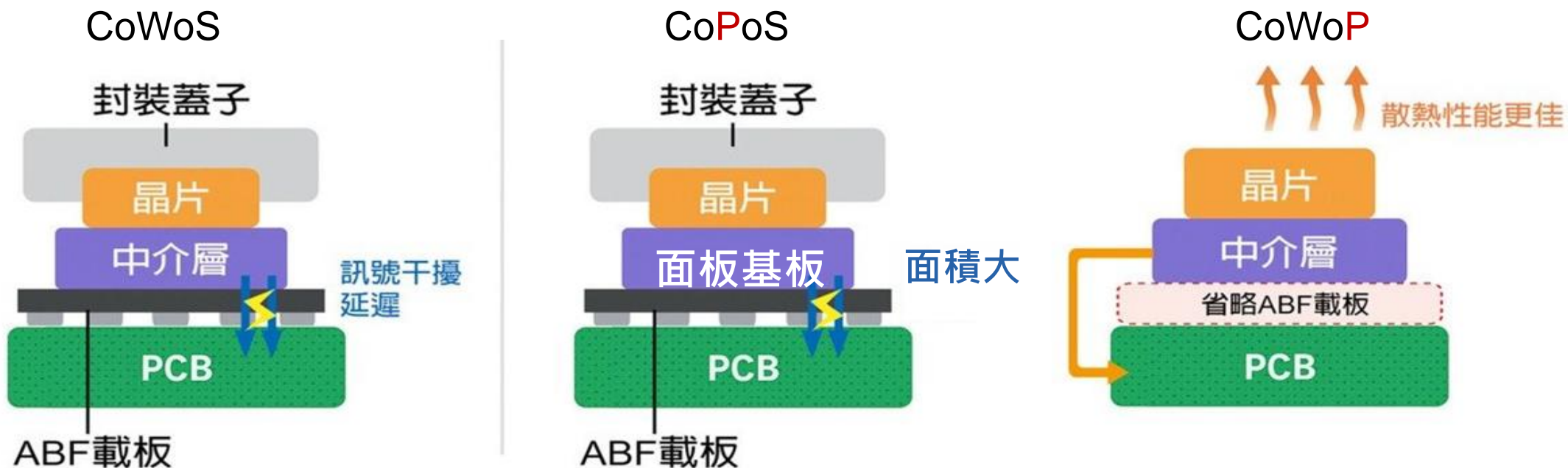


資料來源：Trendforce，國泰世華整理。

技術決定規模和效益。隨著 AI 和高效能運算進入爆發性成長時代，傳統的晶片製程和摩爾定律的推進速度已逐漸放緩，這讓先進封裝技術成為突破瓶頸的關鍵。將不同功能的晶片整合在一起的異質整合技術，除了熟知的 CoWoS 技術外，目前主要朝兩個方向發展。

追求生產效率與成本：CoPoS (Panel) 技術，利用玻璃板取代中介層，能有效提升生產效率並降低單位成本，是尋求高性價比解決方案的理想選擇。追求極致效能與散熱：CoWoP (PCB) 技術，透過主機板材料與佈線升級，能大幅縮短訊號傳輸路徑，同時改善散熱效果，為需要極致運算效能的應用提供頂級解決方案。

先進封裝的升級

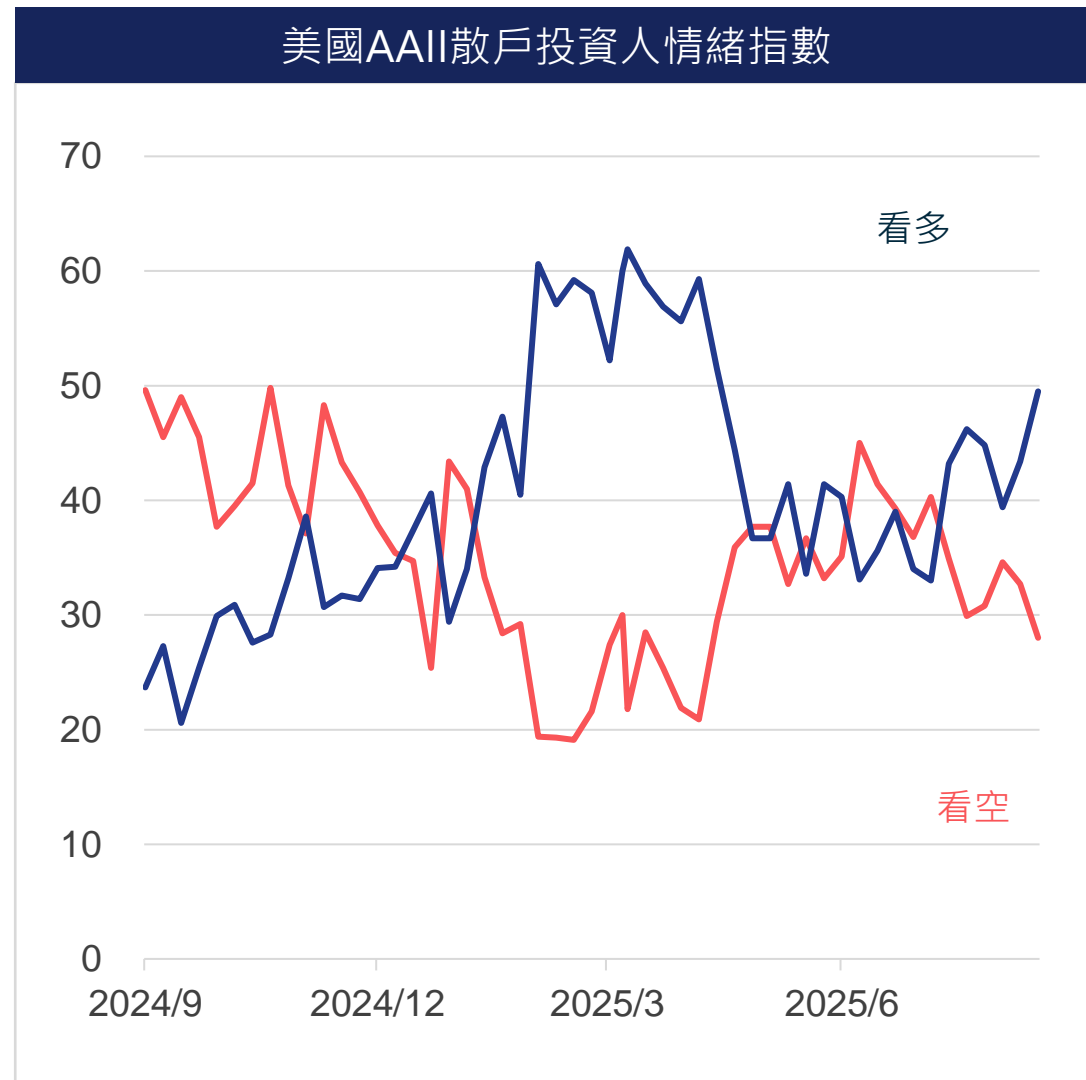


觀測指標

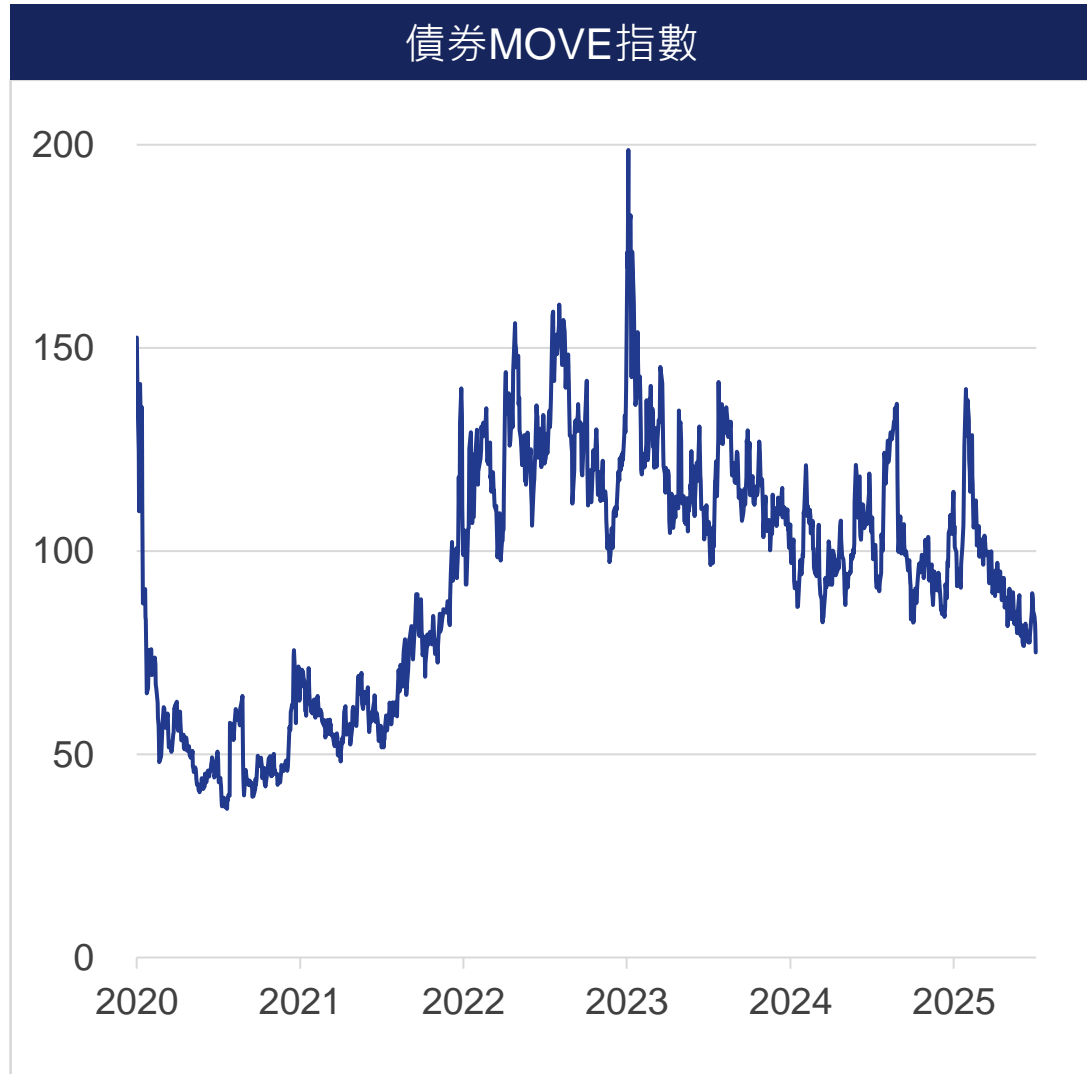




資料來源：Bloomberg · 2025/9/7。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。



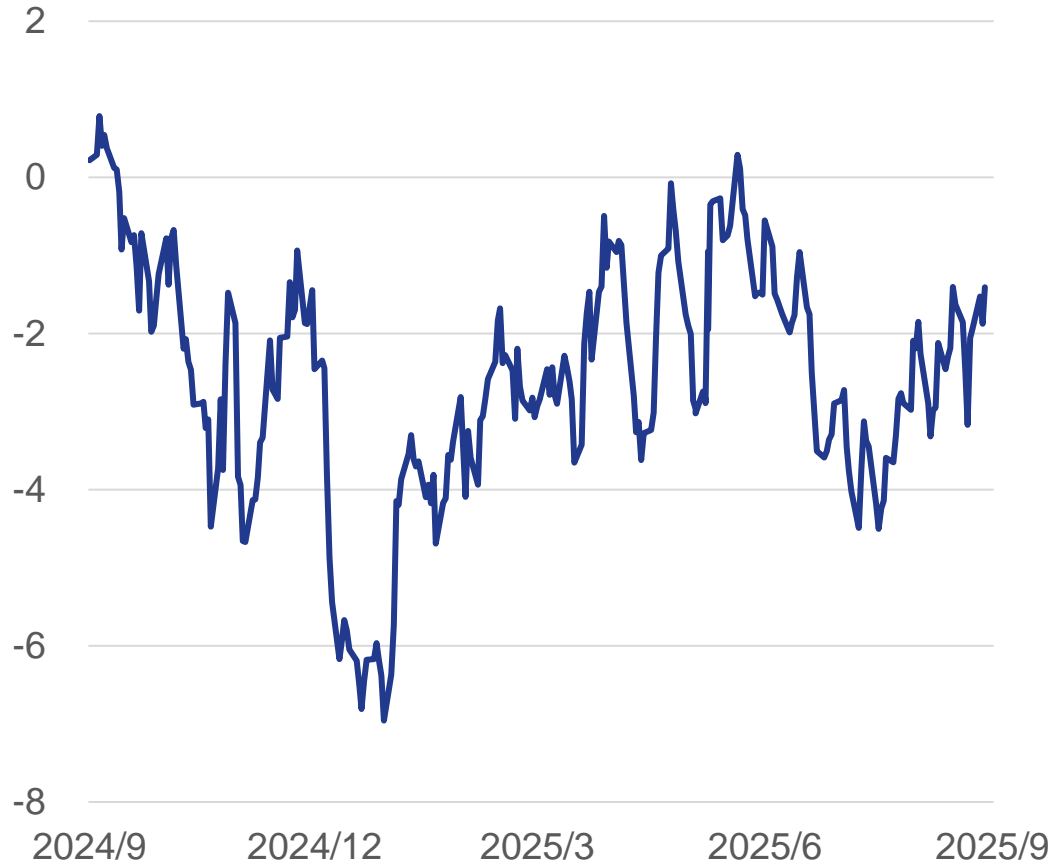
資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。

美國債券ETF資金淨流向

期間累積，十億美元



資料來源：Bloomberg，2025/9/10。<BND>、<AGG>、<LQD>、<TLT>、<SGOV>總和。

美國股票ETF資金淨流向

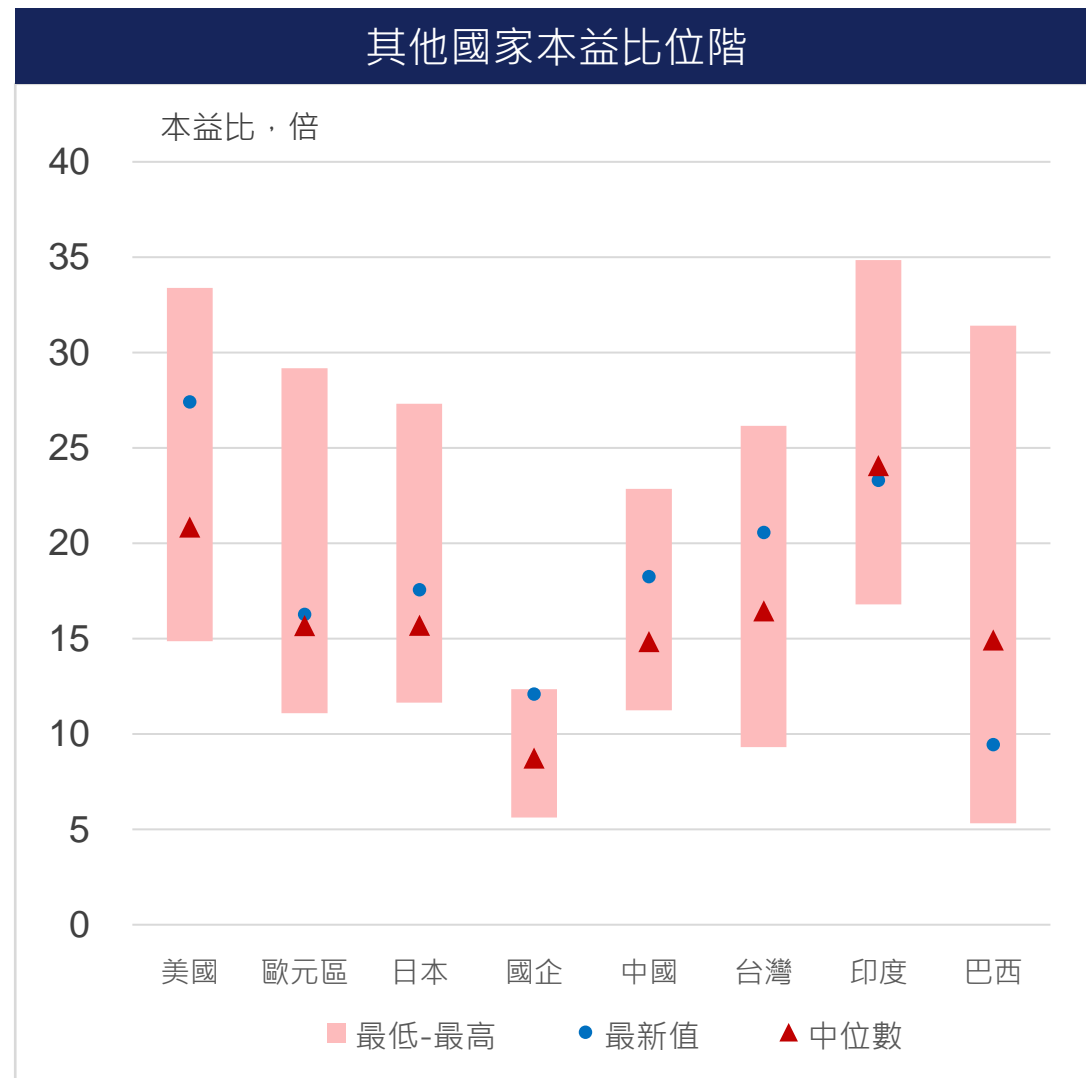
期間累積，十億美元



資料來源：Bloomberg，2025/9/10。取<SPY>、<VOO>、<IVV>、<QQQ>總和。

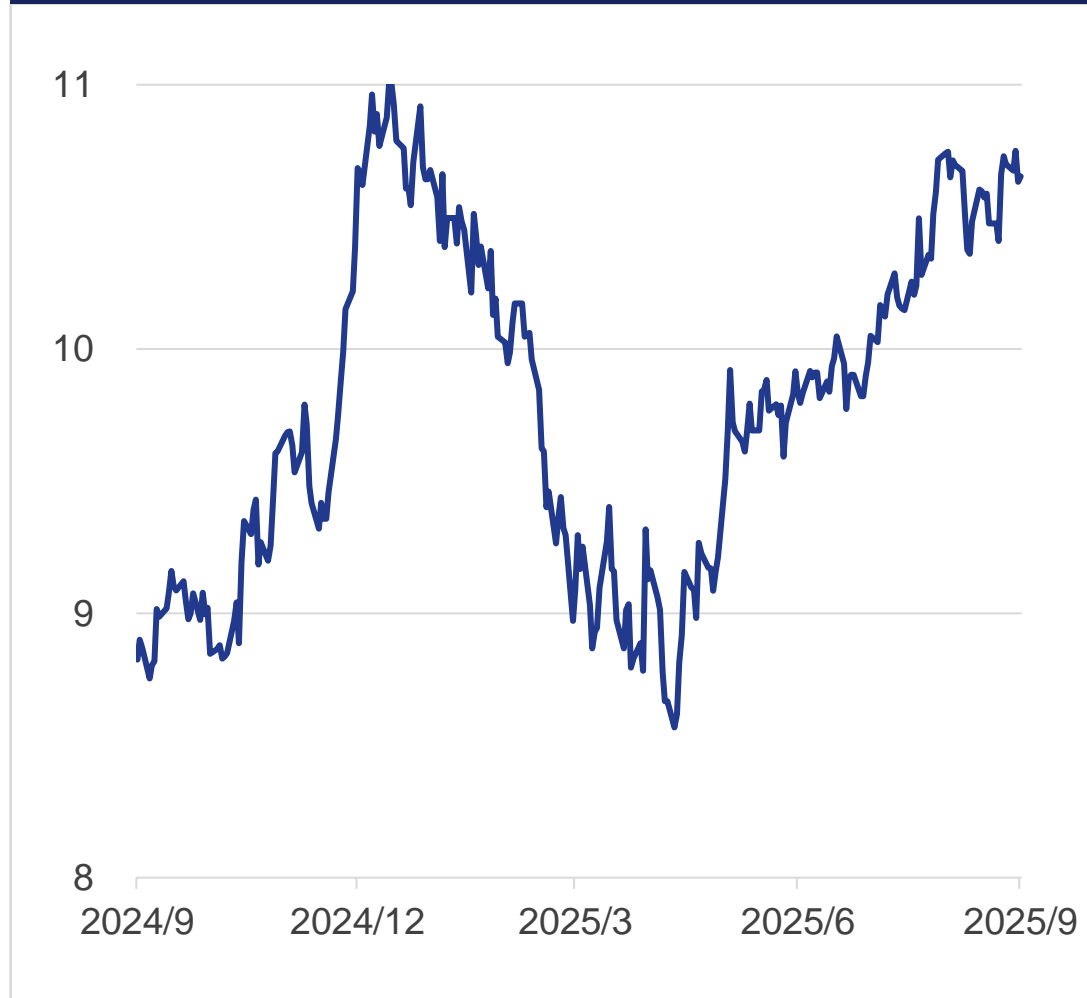


資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。



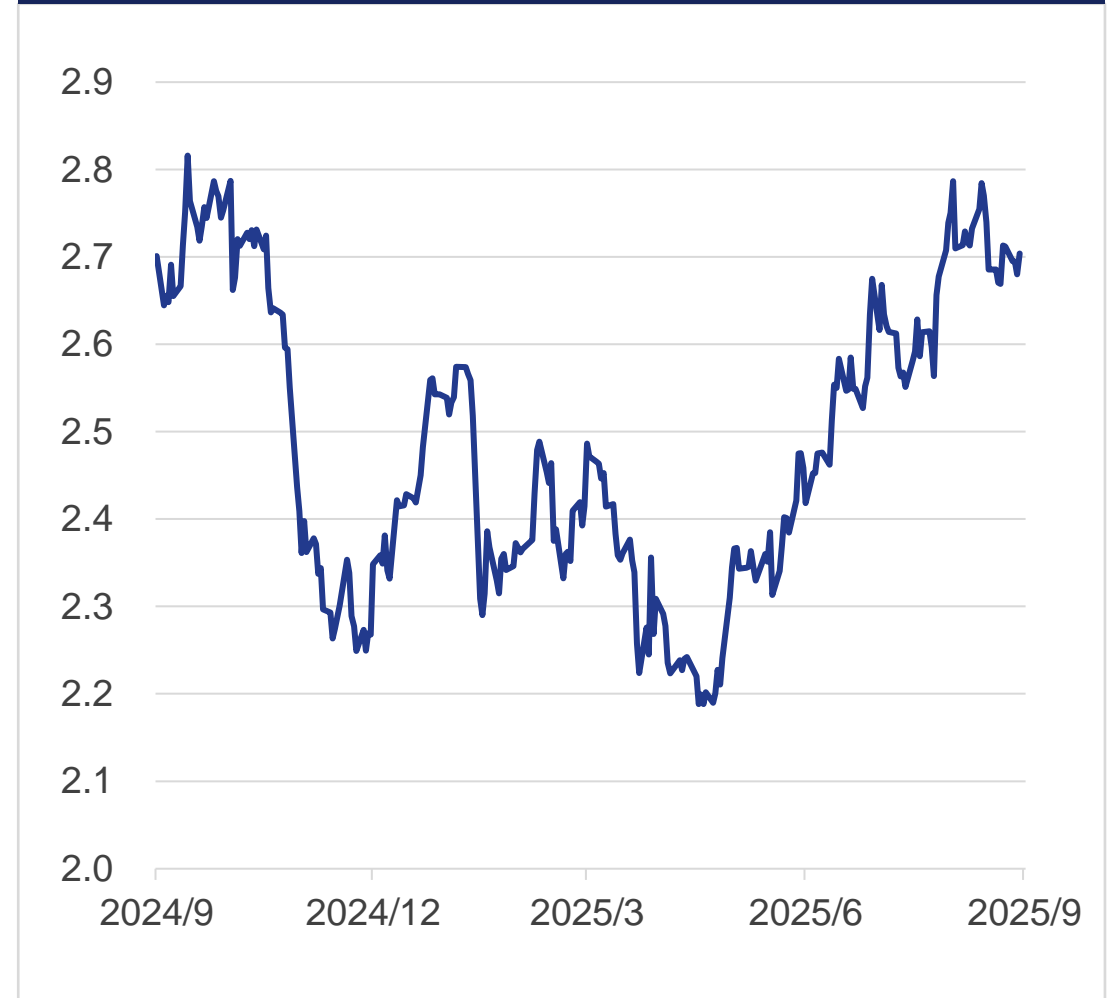
資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。

價格比: 美股七巨頭/標普493



資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。

價格比: 半導體/軟體



資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。取<SMH>和<IGV>股價比值。

股價比:成長股/價值股



資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。取<VUG>和<VTV>股價比值。

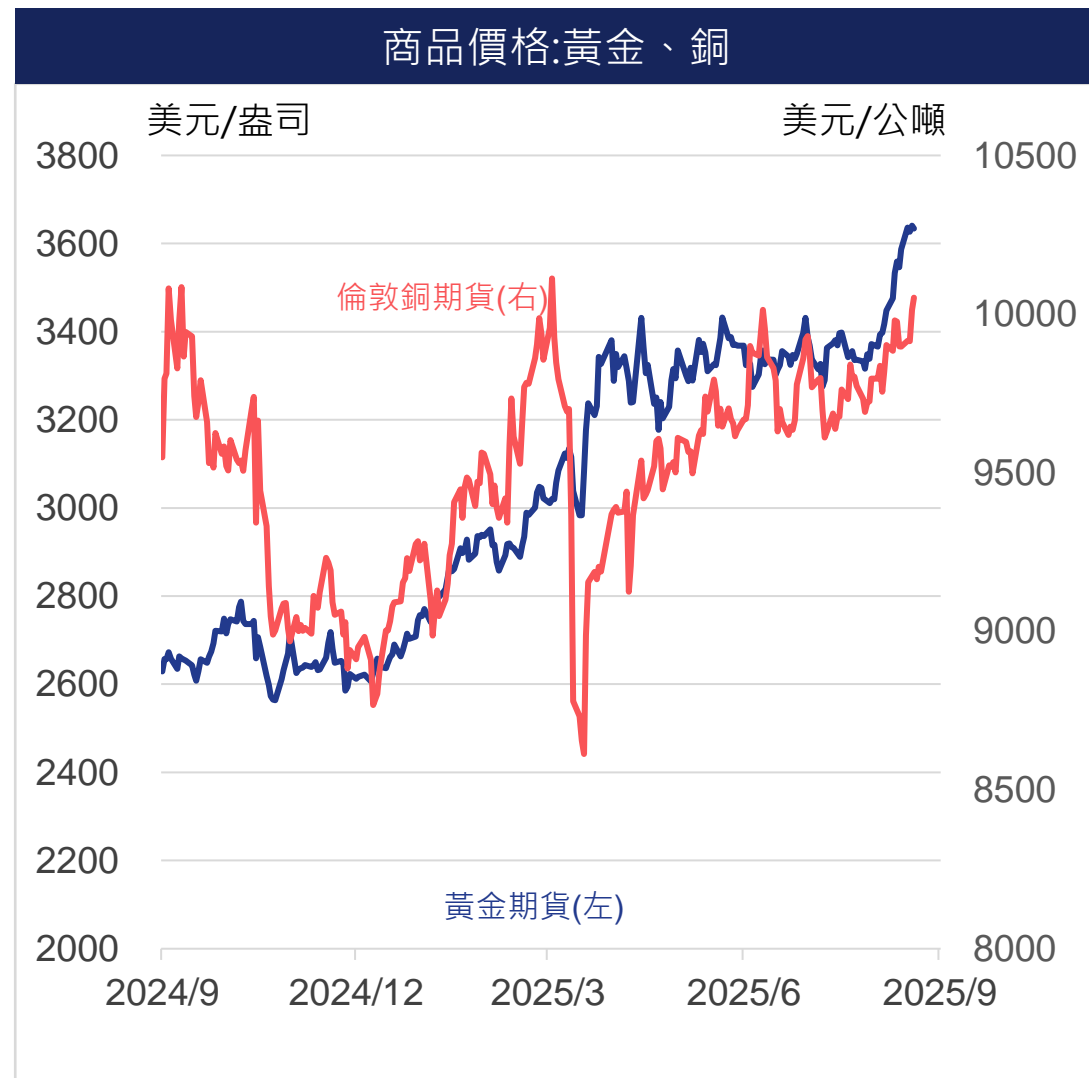
價格比:歐股/美股



資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。取<EZU>和<SPY>股價比值。



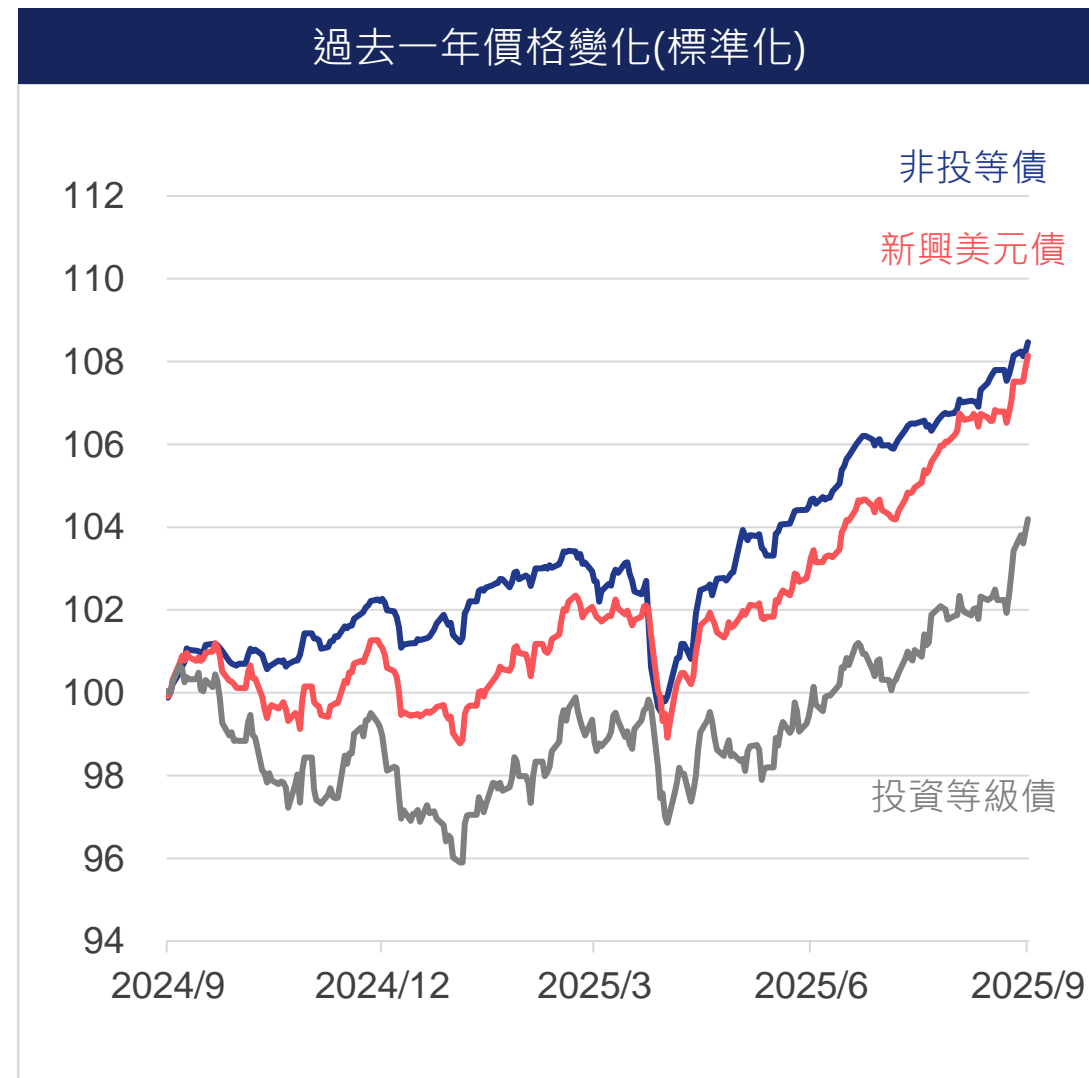
資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。

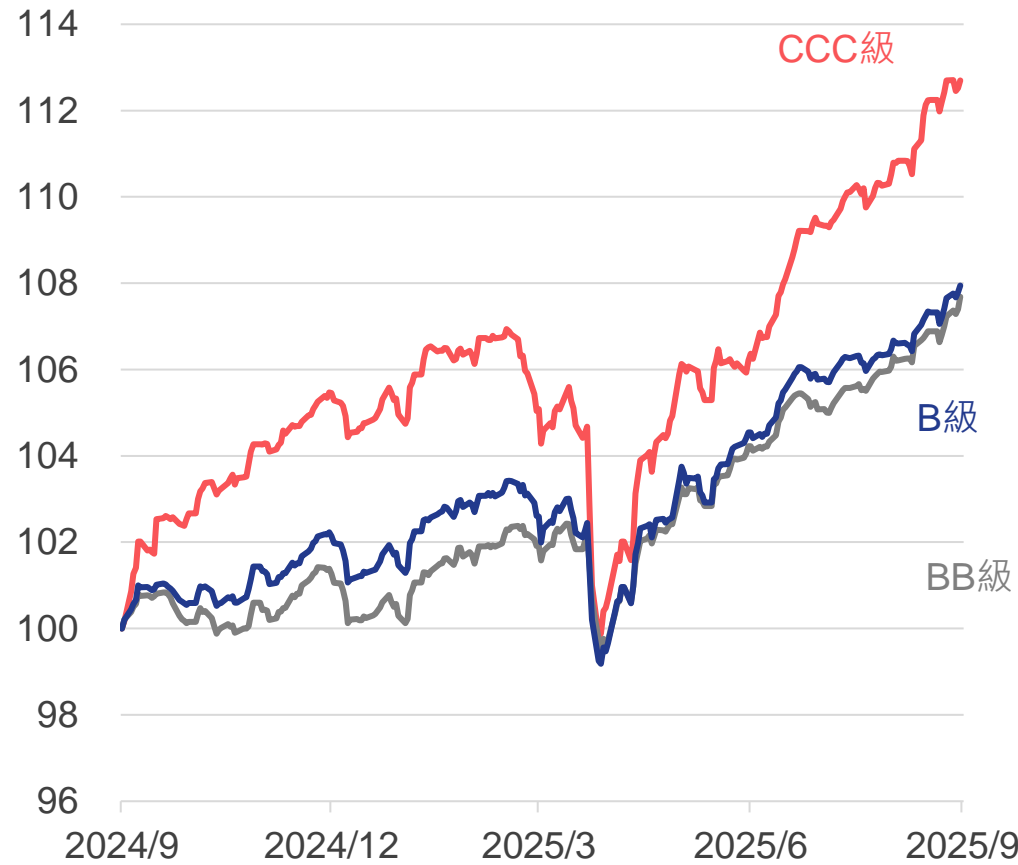


資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。

不同信評過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。

主要國家過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/11。

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。