

# 就勢論市

2025年9月5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**

**18 觀測指標**

川普關稅面臨司法裁決爭議，經濟數據優劣反覆，市場靜待週五非農就業報告出爐，提供聯準會未來貨幣政策指引，增添全球股市擾動風險。歐股面臨法國政局動盪，全週跌約1%，近期屢創波段新高的陸股，傳聞中國金融監管機關考慮降溫股市，呈現漲多回落走勢。

美國九月降息一碼幾成定局，然後續寬鬆路徑變數未止，同期間歐洲債務壓力增溫，日本央行副總裁針對未來升息言論猶豫，歐日匯率面臨挑戰，美元指數持平。金融市場不確定性猶存，推升黃金現貨再創歷史新高，美國原油庫存意外增加，再加上市場預期OPEC+將於周末會議增產，拖累國際油價走弱。

## 全球股市與固定收益

印度	0.92	國庫券(1-3個月)	0.08
香港國企	0.43	抵押債(MBS)	0.03
台灣	-0.21	非投等債	-0.02
日本	-0.31	公債(7-10年)	-0.04
標普500	-0.79	新興主權債(美元)	-0.10
那指	-0.94	投資級債	-0.10
歐洲	-0.99	新興當地貨幣債	-0.26
中國	-2.15	公債(20年以上)	-0.36

## 美股產業、匯率與商品

通訊服務	1.30	黃金現貨	3.54
核心消費	0.41	比特幣	1.86
健護	0.35	美元	-0.00
金融	-0.65	歐元	-0.25
公用事業	-0.95	境外人民幣	-0.27
非核心消費	-1.37	新台幣	-0.38
能源	-1.57	日圓	-0.90
科技	-1.95	西德州原油	-1.31

政經雜音持續干擾，投資者面臨接近高點的全球股，心態轉趨謹慎，成長股首當其衝。黃金價格再創歷史新高，相關類股雨露均霑，阿里巴巴繳出亮眼財報，帶動中國網路股走揚。

美國聯邦地方法院裁定，Google無須分拆Chrome、Andriod作業系統，同時未來仍可透過向蘋果支付逾百億美元，確保成為Safari瀏覽器的預設搜尋引擎，推升該公司大漲近一成，蘋果同步受惠，股價上漲約2%。輝達延續財報公布以來的偏弱走勢，直覺外科因擔憂關稅恐衝擊未來營運動能，全週大跌約6%。

## 因子與熱門族群

最低波動度	0.03	黃金探勘	6.31
高股息	-0.27	中證中國網路	1.95
優質因數	-0.54	中國大型股	0.91
價值型-大型股	-0.74	新興市場	-0.18
價值型-小型股	-0.75	標普金融	-0.65
成長型-大型股	-0.88	標普500	-0.80
均衡因數	-0.88	羅素2000	-1.08
成長型-小型股	-1.41	納斯達克100	-1.21
動能因數	-1.48		

## 美股七巨頭、標普領漲/領跌公司

Google	8.99	Google	8.99
蘋果	2.54	沃爾瑪	3.46
微軟	-0.84	蘋果	2.54
Meta	-1.87	麥當勞	1.90
亞馬遜	-2.42	直覺外科	-6.89
特斯拉	-3.44	甲骨文	-7.02
輝達	-5.30	GE Vernova	-8.94

西德州油價近期略微失守主要均線，甚至浮現空頭排列徵兆，同期間日週KD雙呈交叉向下，多頭陣營面臨險境。後續觀察能否守穩63.0，扮演轉危為安關鍵轉折，若不慎跌破，恐有回測60.0以下的可能性。

標普能源類股ETF (XLE) 近期嘗試站回主要均線，季線緩步呈現上揚走勢 (目前扣抵值仍低於89.0)，配合週KD維持交叉向上動能，整體趨勢猶偏多。短線或因日KD浮現自高檔區交叉向下雜音，出現擾動風險，但在未跌破87.0前 (約月線)，依收斂三角形及區間等幅測量進行推估，後續有望挑戰93.0價位，回補四月初的跳空缺口。



黃金現貨主要均線逐漸呈現多頭排列格局, 季線維持上揚走勢 (目前扣抵值仍低於3450), 配合日週KD交叉向上動能未遭破壞, 整體趨勢偏多確為事實。考量近期突破站穩五月至今收斂三角形上緣 (約3450), 依等幅測量進行推估, 後續有望挑戰3700, 再創歷史新高。

美國證交所金礦ETF (GDX) 主要均線呈現多頭排列格局, 季線維持上揚走勢 (目前扣抵值仍低於55.0), 同期間日KD高檔鈍化, 週KD延續交叉向上動能, 整體趨勢顯偏多幾無疑義。若依波浪理論一、五波等幅測量進行推估, 後續有望挑戰2011年高點 (66.98), 仰望70.0整數關卡, 再創歷史新猷。



資料來源：TradingView。

資料來源：TradingView。

標普金屬與礦產業ETF (XME) 主要均線呈現多頭排列格局, 季線維持上揚走勢 (目前扣抵值仍低於72.0), 同期間日KD交叉向上, 週KD高檔鈍化, 整體趨勢確偏多。在未跌破80.0整數關卡前 (四月至今上升趨勢軌道線, 約月線), 依等幅測量進行推估, 後續有望挑戰89.0價位。

巴西股Bovespa指數重新站回主要均線, 甚浮現多頭排列徵兆, 季線略呈翻揚走勢, 週KD維持交叉向上動能, 整體趨勢稍偏多。短線或因瀕臨2022年7月至今的上升趨勢軌道上緣, 日KD略窺自高檔區交叉向下, 面臨擾動風險。然而, 多頭陣營若能化解前述雜音, 突破站穩143000, 屆時依等幅測量進行推估, 有望挑戰158000價位, 再創歷史新高。



資料來源：TradingView。



資料來源：TradingView。

澳幣兌美元匯率7月下旬跌破圖中上升趨勢軌道線後，轉呈震盪整理走勢 (0.6420-0.6530)，後續觀察能否突破區間上緣 (0.6530)，伴隨日週KD重新恢復交叉向上，完成W底型態，提供擺脫泥淖，仰望0.6650，再創波段新高動能。

美元兌南非幣匯率5月中旬至今，呈現17.45-18.10區間震盪整理走勢，短線或因日KD浮現低檔背離徵兆，略窺止穩回升跡象 (即南非幣稍偏貶)，但未見擺脫月季線糾結泥淖。後續觀察目前開口明顯收斂的週KD，能否恢復交叉向上動能，同見技術指標背離徵兆，扮演近期能否挑戰18.00整數價位的關鍵因子。



資料來源：TradingView。



資料來源：TradingView。

# 觀察焦點



為捍衛AI技術壁壘、滿足所需電力，與推動國防軍事發展，都讓美國加快推進，關鍵礦物的本土開採與加工，來強化資源掌控力與產業韌性。四月起，美國陸續啟動多項關鍵礦產開採計畫的快速核准，鞏固國內供應、降低外部依賴。

8月中，美國能源部(DOE)撥款近10億美元，用於推動關鍵礦產和材料供應鏈的勘探、加工和製造技術，受益者含MP Materials(稀土)和Centrus Energy(濃縮鈾)。8/25，美國地質調查局(USGS)發布2025年關鍵礦產清單(草案)，涵蓋的礦物增加到54種，清單新增鋰、銅、鎳、錫、鋰、鉛、鋅等礦物，銻(Re)被列為戰略必需資源，主要用於高溫合金，目的在確保航空及軍工業的供應。

## 列入「FAST- 41」聯邦快速審查機制的計畫

項目名稱	公司/單位	礦種
Tonopah Flats Lithium	內政部土地管理局	鋰
La Jara Mesa Project	農業部林務局	鈾
South Fort Meade – South	陸軍工兵部隊	磷酸鹽
South32 Hermosa Critical	農業部林務局	鋅、鉛、銀與錳
Castle Mountain Mine Phase	內政部土地管理局	金
Crownpoint / Church Rock	核能管理委員會	鈾
Dewey Burdock ISR	核能管理委員會	鈾
Grants Precision ISR Project	核能管理委員會	鈾
Graphite Creek Project	陸軍工兵部隊	石墨
Hell's Kitchen Critical	陸軍工兵部隊	稀土

## 能源轉型、軍事必要礦業物資成關鍵

公司名稱	代號	主要產品	今年表現	調整後EPS		
				2024	2025F	2026F
MP Materials	MP	NdPr (44%)、稀土濃縮(21%)、磁性材料(35%)	323%	-0.55	-0.31	0.84
Cameco	CCJ	鈾-U <sub>3</sub> O <sub>8</sub> 、UF <sub>6</sub>	50%	0.59	1.52	2.26
Centrus Energy	LEU	濃縮鈾	203%	4.50	4.42	3.80
Uranium Energy	UEC	鈾-U <sub>3</sub> O <sub>8</sub>	72%	-0.11	-0.18	0.0
Energy Fuels	UUUU	鈾、稀土、重礦砂	123%	-0.23	-0.34	0.12

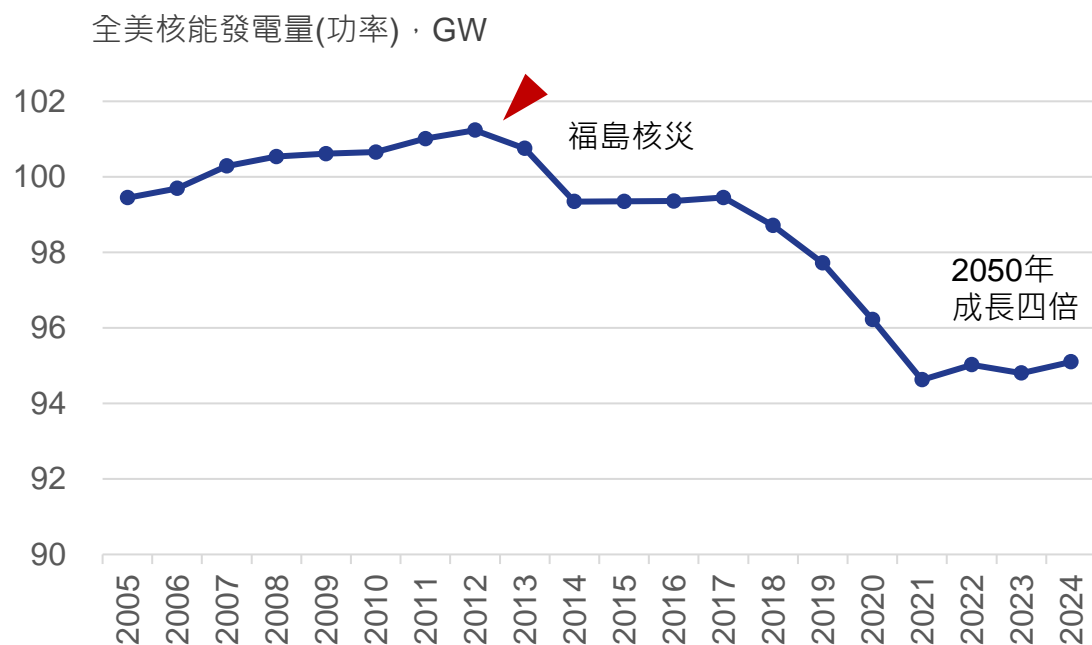
資料來源：美國聯邦政府Permitting Dashboard，2025/9/1。

資料來源：Bloomberg，2025/9/4。NdPr (鈹鐳氧化物)是兩種稀土元素：鈹和鐳的混合物。F表預估。

核能發電占美國總發電比率約二成，截至2024年，美國有28州共計擁有54座核電廠，營運94座核子反應爐，多數位於美東，美國的核能發電量約97-100GW(吉瓦)。川普總統今年的行政命令是希望能在2050年前，讓核能總發電量成長四倍，供應鏈重建仍極大缺口。

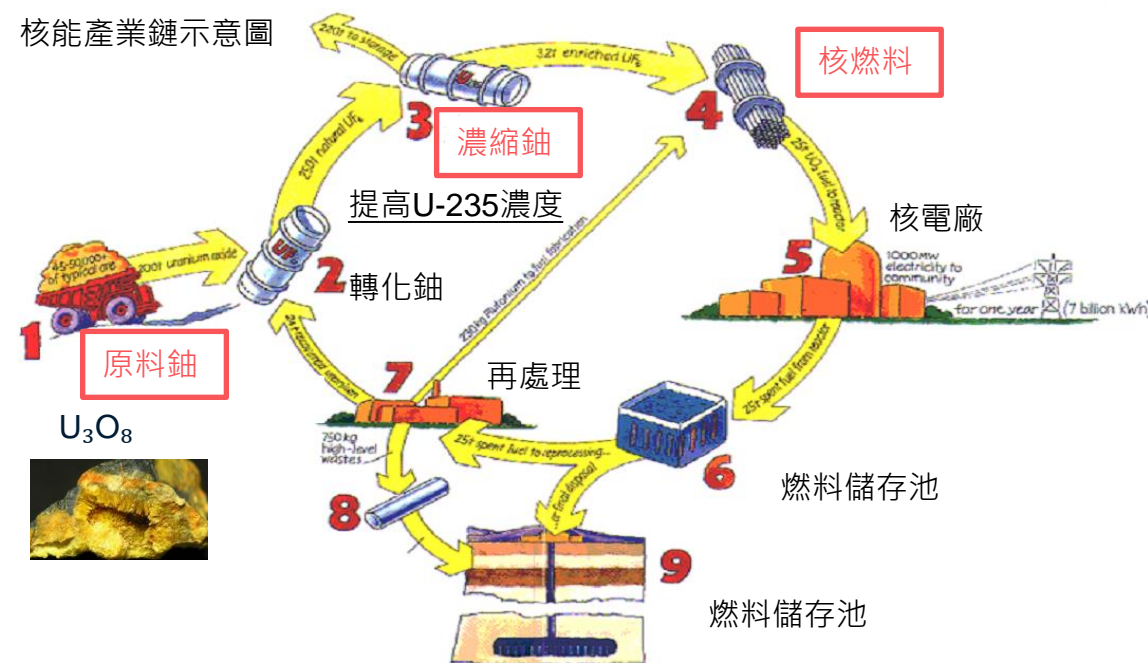
開採出來的鈾礦石必須經過初步的加工，將其磨成細粉，俗稱「黃餅」(yellowcake)，然後用化學方法將鈾從礦石中分離出來，這個過程稱為「提煉」。天然鈾礦中，只有不到1%的鈾-235是能分裂產生能量的同位素，而核電廠需要3%至5%的鈾-235才能有效運作。為了用於發電，這些黃餅必須被濃縮，然後製作成燃料棒，外圍由鋳合金製成，保護鈾並防止放射性物質外洩，放置反應爐中進行發電。

## 美國核能發電量變化



資料來源：EIA · 2024/12 · 1GW = 1,000 MW ·

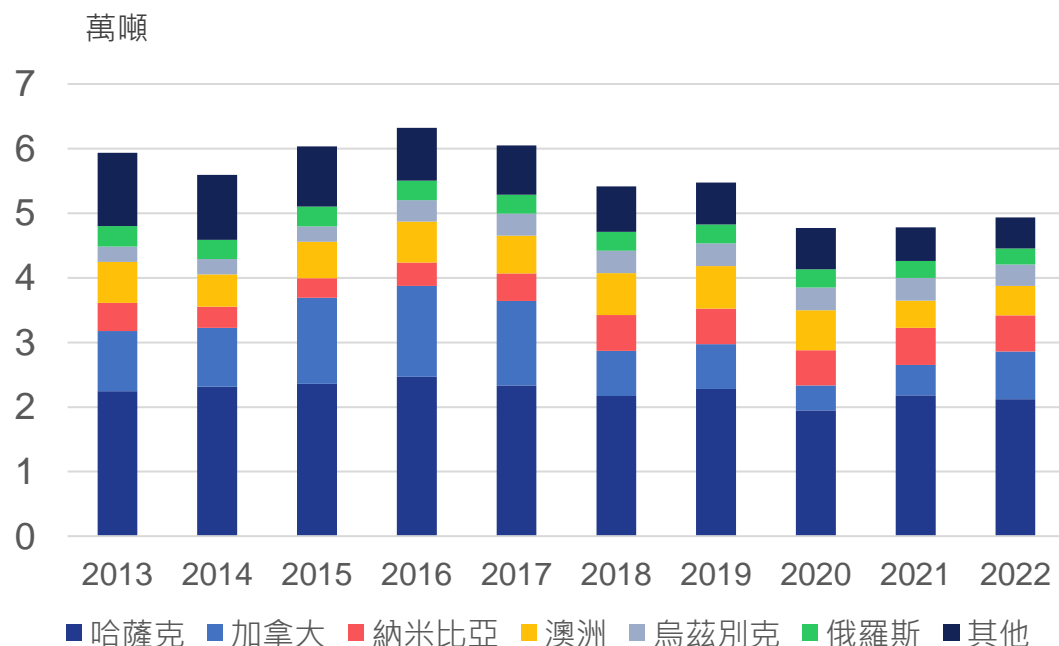
## 重建核能供應鏈包含關鍵資源、設備與技術



資料來源：台電 · 2024/10/11 ·

全球鈾礦的生產由少數幾個國家主導，加拿大曾是全球最大的鈾生產國。21世紀後，哈薩克的鈾礦產量急劇成長，並在2009年超越加拿大，成為全球最大的鈾生產國。過去20年，全球鈾礦的供應量整體上保持穩定，福島核災後，鈾價長期處於低谷，隨開採增加價格復甦。但真正用於核能發電所需為濃縮鈾，LEU、HALEU 和 HEU 都是不同濃度的「鈾」，它們的差別在於鈾-235的含量，濃縮鈾的供應市場呈現高度集中。主要供應商包括俄羅斯的 Rosatom、法國的 Orano、美國與歐洲合資的 Urenco，以及中國的 CNNC。目前美國僅5%核燃料來自國內，川普總統命令要求能源部(DOE)啟動國產鈾的採礦、轉換與濃縮設施，恢復供應自主，降低對俄羅斯與中亞地區的依賴。

## 全球重要鈾礦蘊藏的國家



資料來源：世界核能協會，2025/9/1。

## 濃縮鈾的供應高度集中

公司名稱	國家/區域	簡介
Rosatom	俄羅斯	全球濃縮鈾市場的領導者，擁有龐大且技術先進的濃縮能力。
Urenco	歐洲	英/德/荷合資，歐洲與美國核電廠的主要供應商，致力於提供高品質的濃縮服務。
Orano	法國	擁有先進的濃縮工廠，是法國及其盟友的核燃料供應保障。
CNNC	中國	迅速擴大濃縮產能，以支持其國內核電擴張計畫，並逐步進軍國際市場。

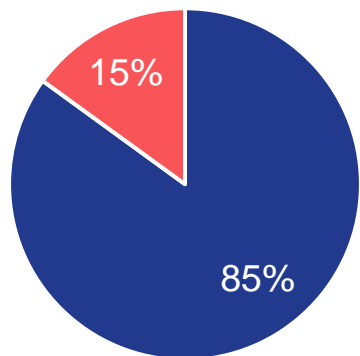
資料來源：世界核能協會，2025/9/1。

Cameco成立於1988年，由加拿大政府將兩家國有鈾礦公司—薩斯喀徹溫礦業發展 (SMDC)、埃爾多拉多核子公司(Eldorado Nuclear) 合併並私有化的結果，公司業務不僅限於鈾礦開採，而是涵蓋整個核燃料循環(精煉、濃縮、轉化燃料)。2024年，Cameco的產量佔全球鈾礦總產量的16%，穩居全球前三大鈾生產商的地位，且該公司握有全球高品位的鈾礦，使其維持領先地位的關鍵。

為鞏固其在核能產業的領導地位，Cameco 進行多項策略性投資，特別是：持有西屋電氣49%的股權。使其由鈾供應商延伸至核電技術與服務領域。另外亦持有Global Laser Enrichment (GLE) 49%的股權，開發先進的鈾濃縮技術。

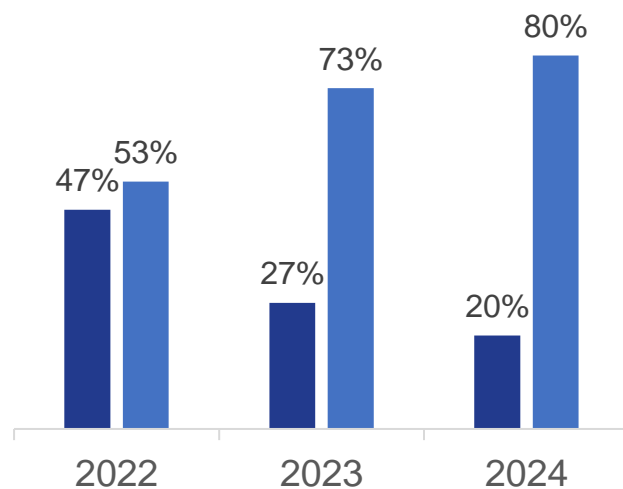
## 業務範疇擴，覆蓋美加地區

營收來源占比



■ 鈾礦 ■ 燃料服務

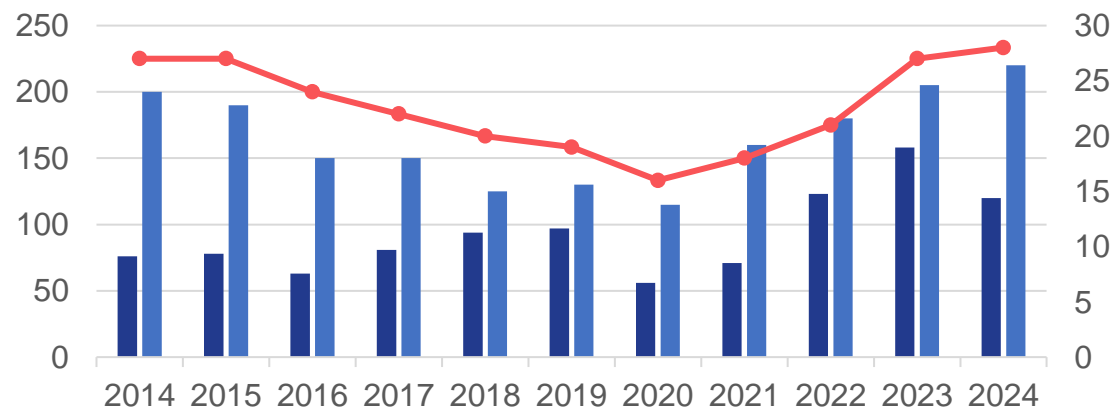
營收地區占比



■ 美國 ■ 加拿大

## 分層定價、長期合約創造穩定性

百萬磅U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>



■ 總市場年度新增長期合約量(左) ■ Cameco 總未來承諾量(左)  
● Cameco 5年平均承諾量(右)

資料來源：Bloomberg，2025/8/29。

資料來源：公司財報，2025/8/29。

2024年以前，美國的主要濃縮鈾皆自俄羅斯進口，EIA統計美國自俄羅斯進口LEU占比約27%，U<sub>3</sub>O<sub>8</sub> (鈾礦)則有12%。2024/5/13拜登總統簽署《禁止俄羅斯鈾進口法案》，將在2028年前禁止俄羅斯的濃縮鈾進口。因此，美國積極重建鈾礦生產、精煉、濃縮等流程。

Centrus Energy成立於1998年，前身是美國鈾濃縮公司(USEC)，是美國一家重要的核燃料供應商，專注於提供核電廠所需的燃料，特別是鈾濃縮服務。該公司在美國政府的能源安全戰略中扮演著核心角色，尤其在推動下一代反應爐所需的HALEU生產上，處領導地位。

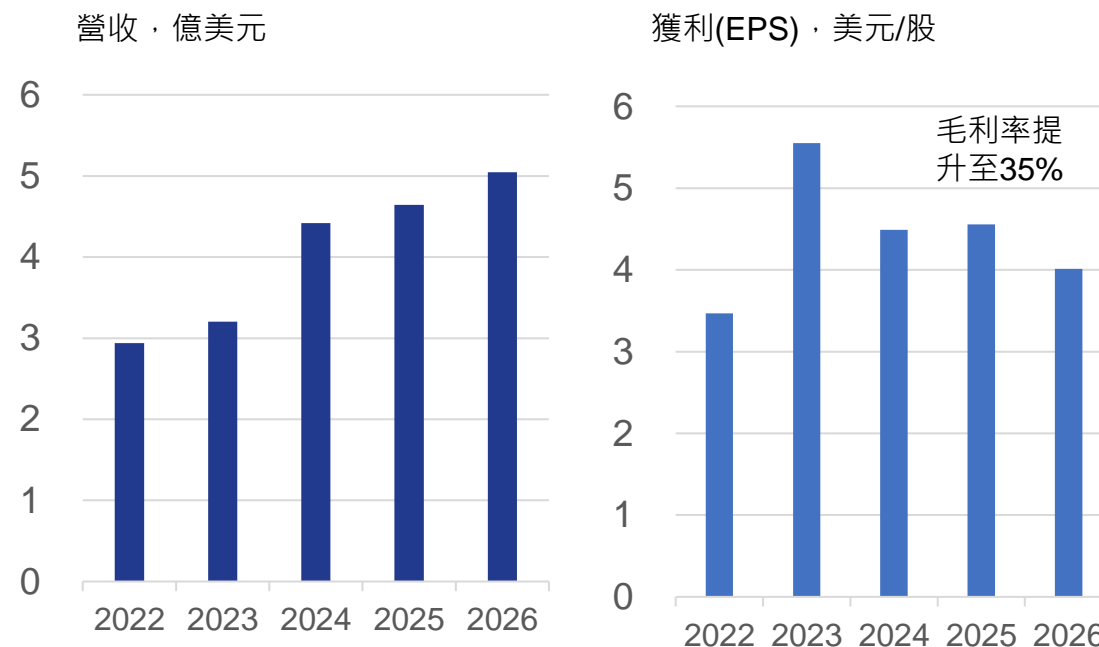
Centrus Energy是當前美國唯二有生產LEU執照的公司，也是唯一有生產HALEU執照的公司，目前已小量生產HALEU，交付能源局。

## 新一代反應爐需要更高階濃縮鈾技術

特性	LEU (低濃縮鈾)	HALEU (高豐度低濃縮鈾)	HEU (高濃縮鈾)
鈾-235 濃度	低 (3% - 5%)	中 (5% - 20%)	高 (>20%)
主要用途	商業核電廠	新一代 小型反應爐 (SMR)	核子潛艇、核武、 研究反應爐
燃料成本	較低	較高	非常高
安全性	燃料等級安全， 非武器材料	較 LEU 易處理， 非武器材料	具備武器製造潛力， 國際管制嚴格
效率/壽命	標準， 需定期更換燃料	較高， 可延長反應爐運作時間	極高， 用於特殊高能量需求
市場現況	成熟， 供應鏈完整	新興， 供應鏈正在發展中	僅限特定軍事 與科學用途

資料來源：國泰世華銀行整理，2025/9/1。

## 受惠政策轉化盈利成長



資料來源：Bloomberg，2025/9/1。2025、2026年為預估。

去年第四季的政策轉向，消除中國股市的左尾風險，今年一月下旬「DeepSeek時刻」，重塑中國人工智慧(AI)發展與科技敘事，二月的民營企業座談會，暗示對民營經濟的監管收緊暫已告一段落，南下資金大力推動香港股市表現，國際資金逐漸回流。

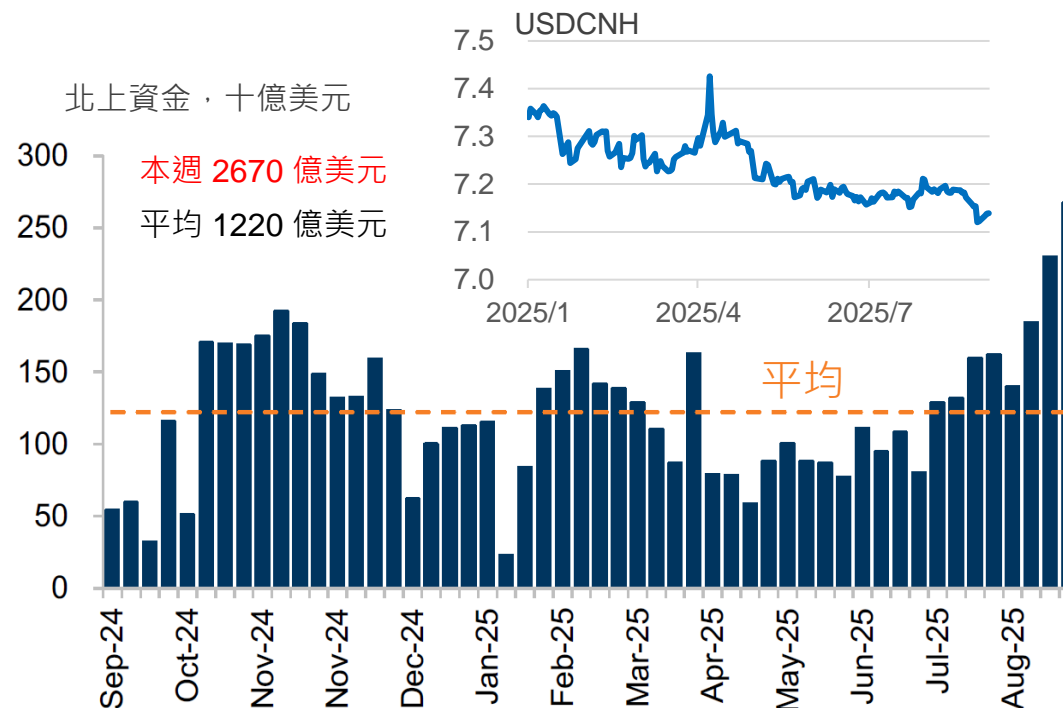
隨著中美貿易緊張關係的緩和，中國七月初中央金融工作會議(CCFEA)，習近平主席呼籲更理性的競爭，提出「反內捲」概念，這觸發了金融市場的再通膨交易，因此驅動了中國境內股市表現，除境內之資金，過去兩個月，中國北上資金全數高於過去一年均值，顯示境外資金重新持有中國境內金融資產意願回升。境內外市場輪流表現，加上中國保持穩定貨幣政策，國際資金續增持，有助股市震盪墊高。

## 不同題材吸引資金，境內外市場輪流表現



資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。

## 資金漸漸重返中國市場



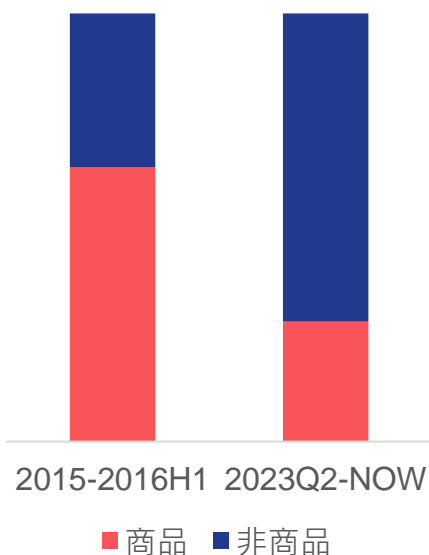
資料來源：WIND · 2025/9/1 · Bloomberg · 2025/9/4。

相較於2015年，影響物價負面因素來自，鋼鐵、水泥等大宗商品的供給過剩，本循環則源自，中國為彌補房地產行業急劇的結構性放緩，推動製造業和基礎設施的投資，導致多個行業出現產能過剩。以電動汽車電池為例，中國的供應量就超過全球需求的1.3倍。

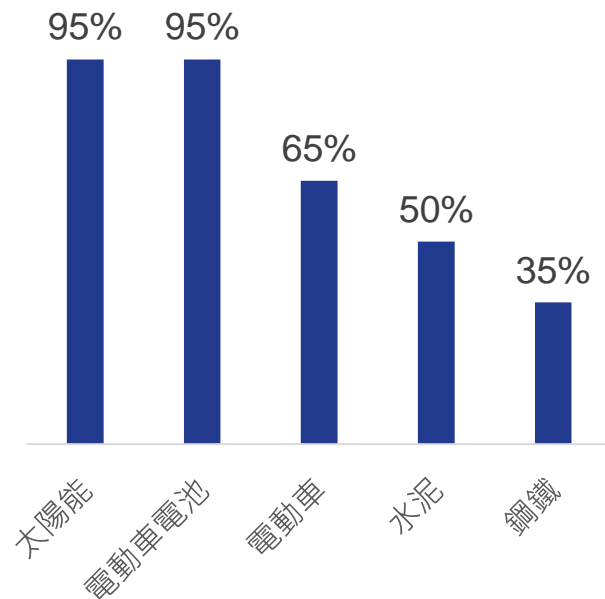
儘管針對產能不同，但「供給側改革」改善產業循環影響仍可借鏡。與此同時，相比前次改革主針對國企(SOE)主導行業，如今的產能過剩主要集中在民企，例如，太陽能電池產業，民企的市場份額佔95%或更多，電動車佔比達65%，儘管政策落實上可能相對費時，但對於促進市場效率，改善行業獲利甚或帶來外溢效果，帶來長期增長品質提升，有利股市較健康的發展、減緩下方風險。

## 電動車、新能源產業扭轉削價競爭劣勢

影響 PPI 下滑



民營企業掌握市佔率



資料來源：Morgan Stanley · 2025/9/1。

## 獲利回升有利股市緩步修復估值

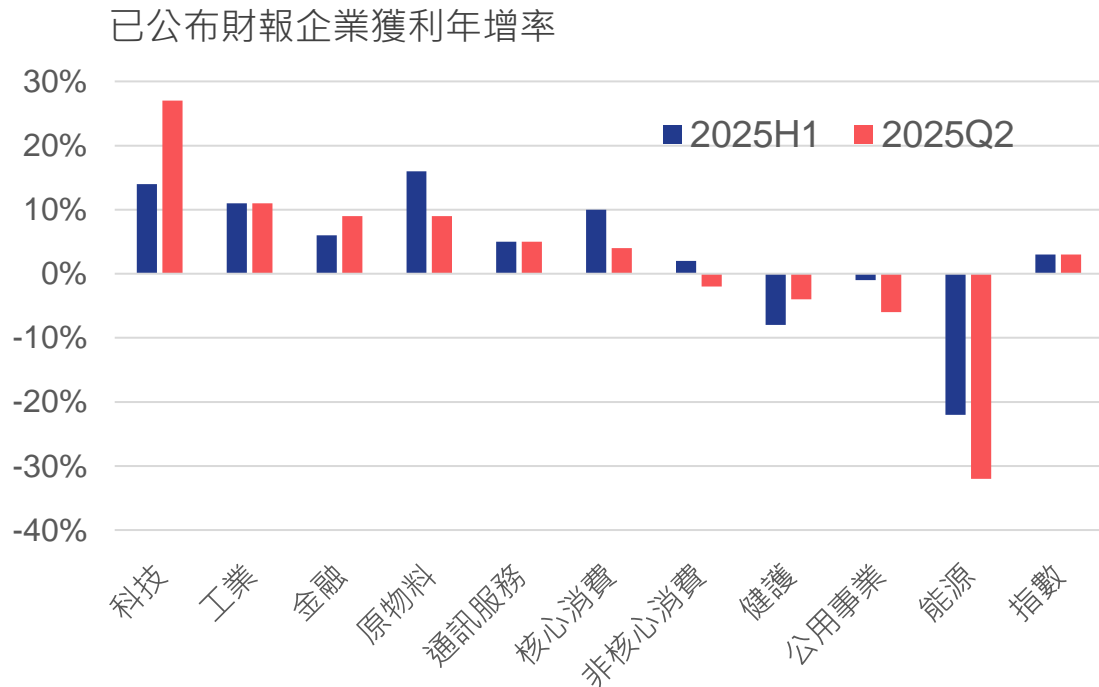


資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。

中國AI發展呈現出獨特的雙軌模式：在硬體基礎設施上尋求自主可控，其二在應用層面加速AI技術與百工百業的融合，推動獲利成長。因地緣政治與國安考量，中國強化國產基礎設施的建構，華為憑藉其自研的昇騰(Ascend)910B晶片已在境內佔據主導，成為國產替代方案的首選；寒武紀和百度也各自開發出思元(MLU)和崑崙芯(Kunlun)等晶片，AI伺服器製造商工業富聯和高效能運算公司中科曙光同受關注。截至8月底，滬深指數中已公布財報科技股，上半年獲利年增率平均逾一成，顯示供應鏈已具轉換獲利能力。

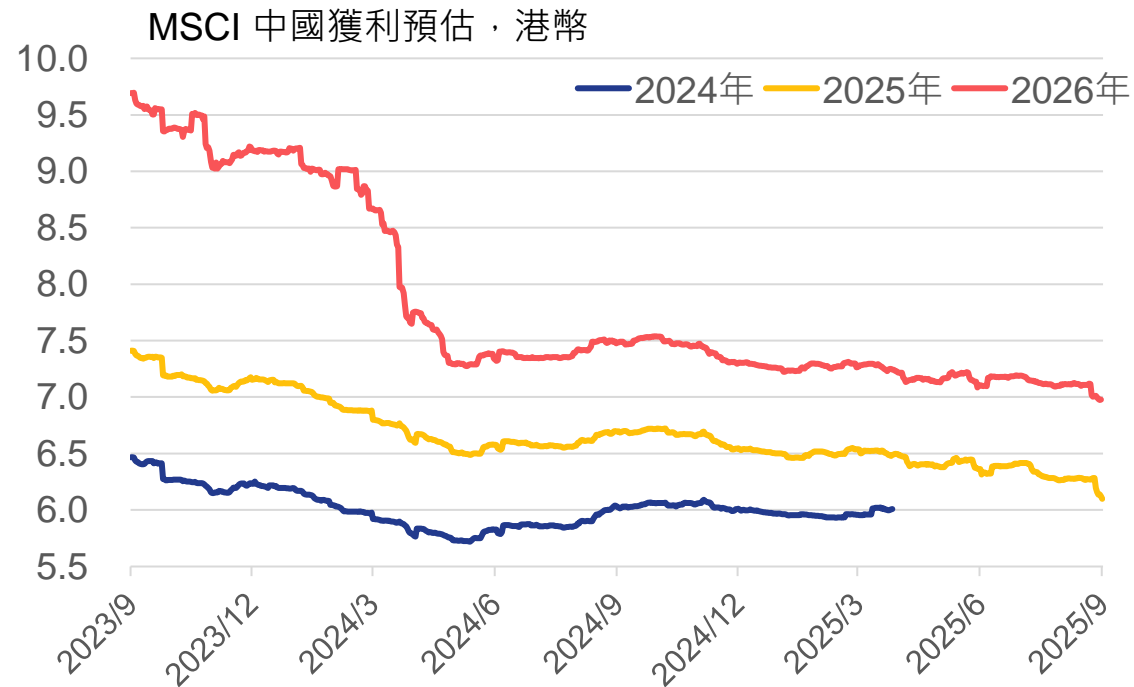
除了硬體端，中國AI應用正從「降本增效」，進化為驅動新獲利引擎，儘管尚未單獨列示，影片生成工具正為阿里巴巴帶來新營收，騰訊亦透過AI優化演算法，提升了廣告點擊率提升營收。這兩個層面的發展，為中國境內外股市的相關企業，帶來新的想像空間。

## 獲利改善成為股市最大支撐



資料來源：Bloomberg，統計至2025/9/1。取滬深300指數。

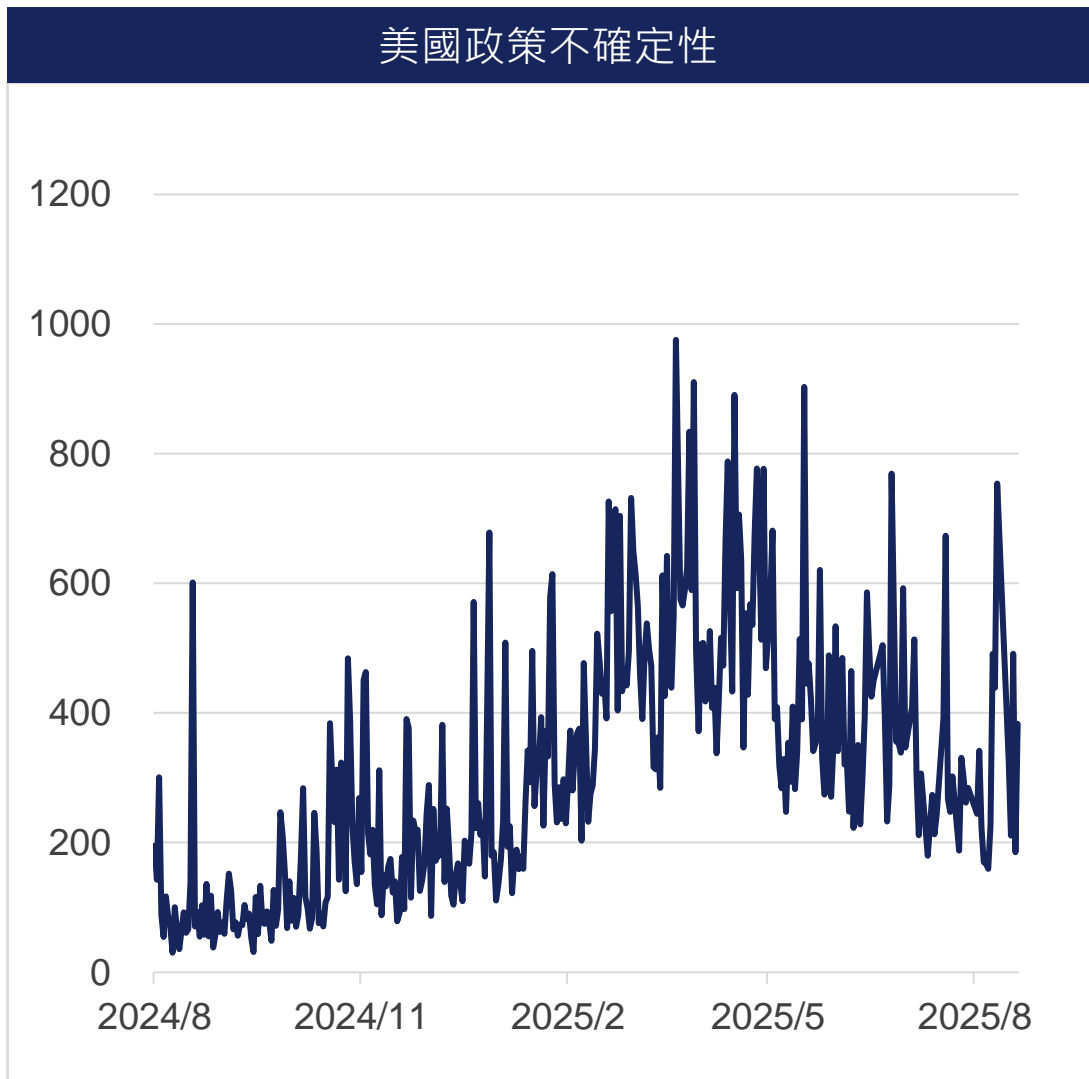
## AI應用從降本增效、轉向尋求獲利成長



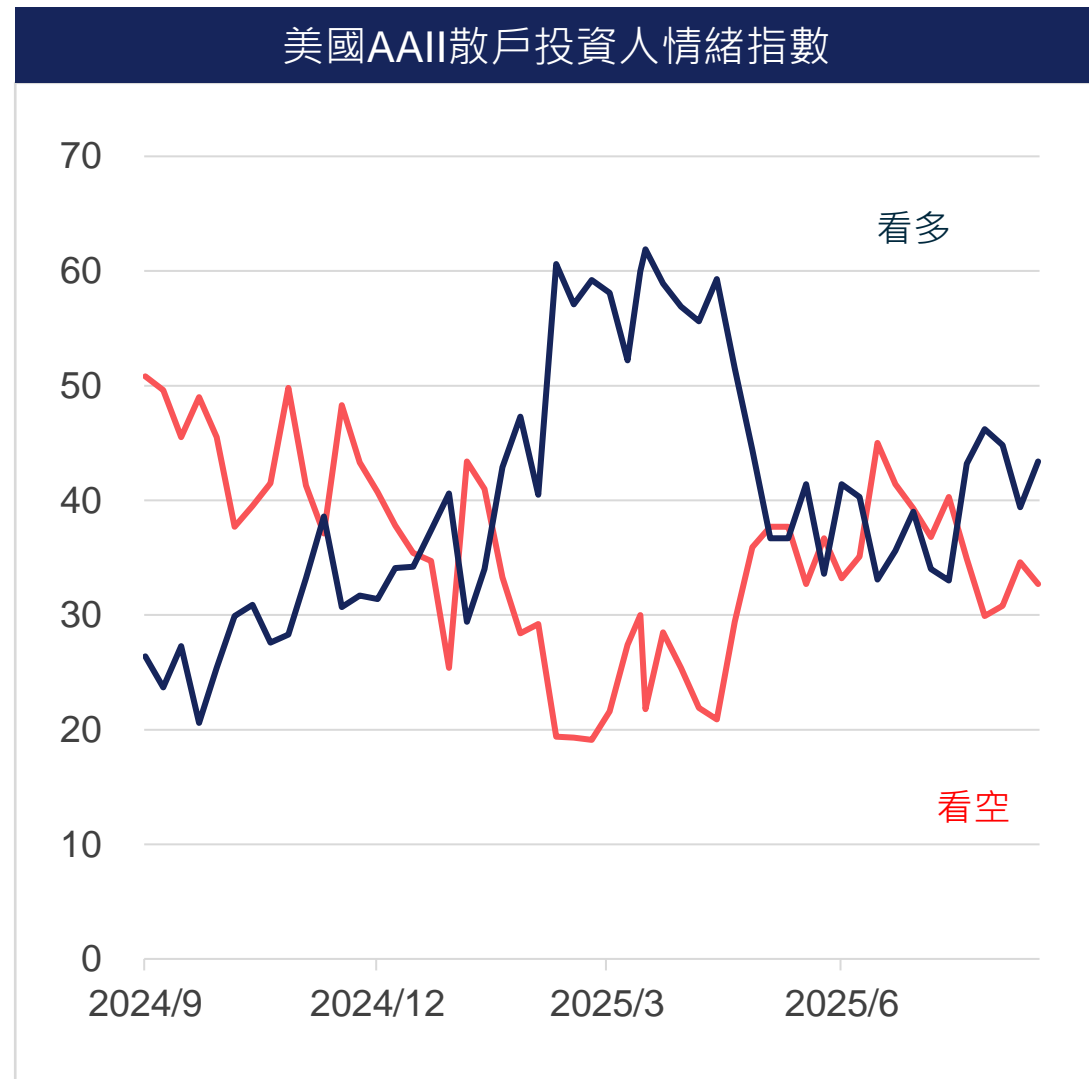
資料來源：Bloomberg，2025/9/4。

# 觀測指標

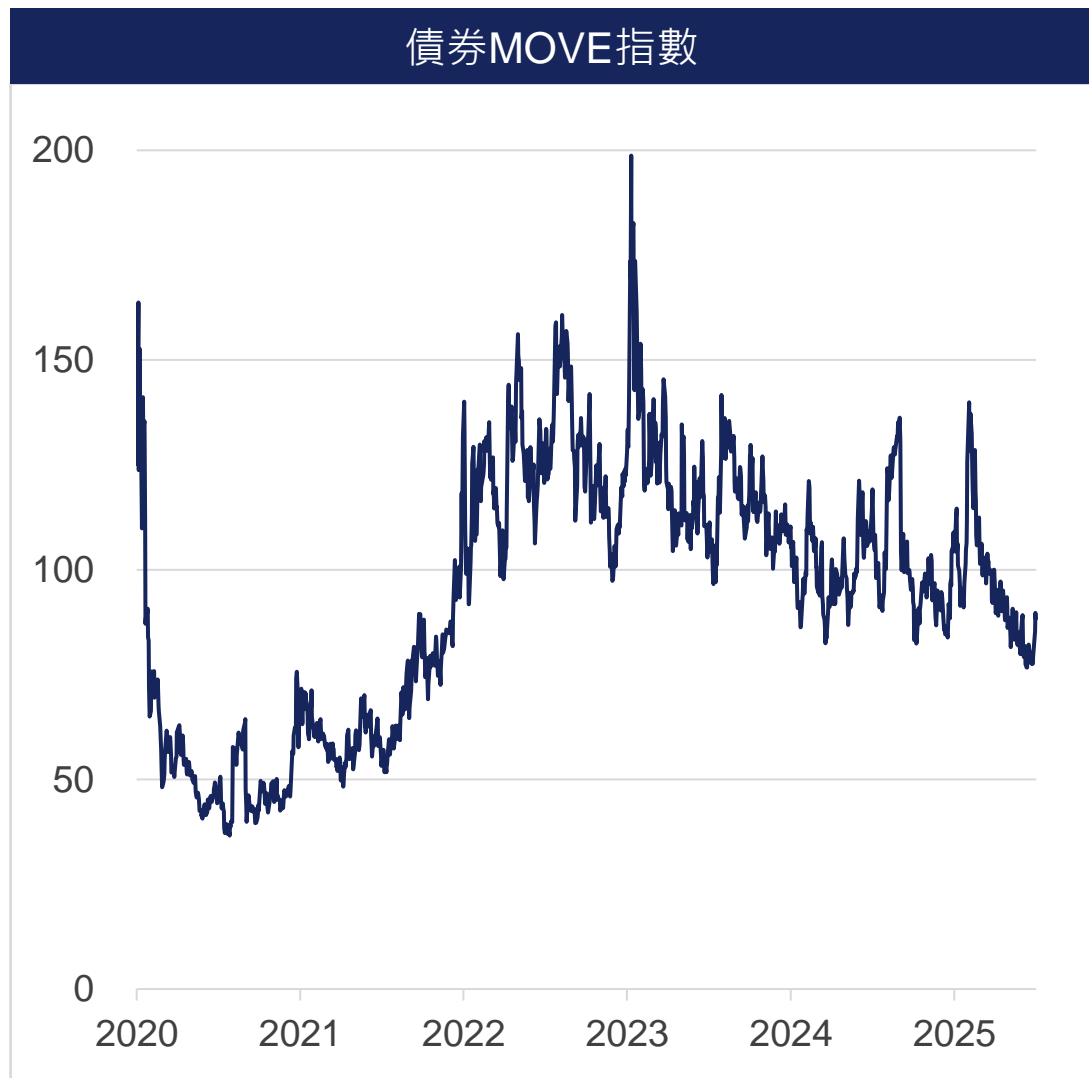




資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。



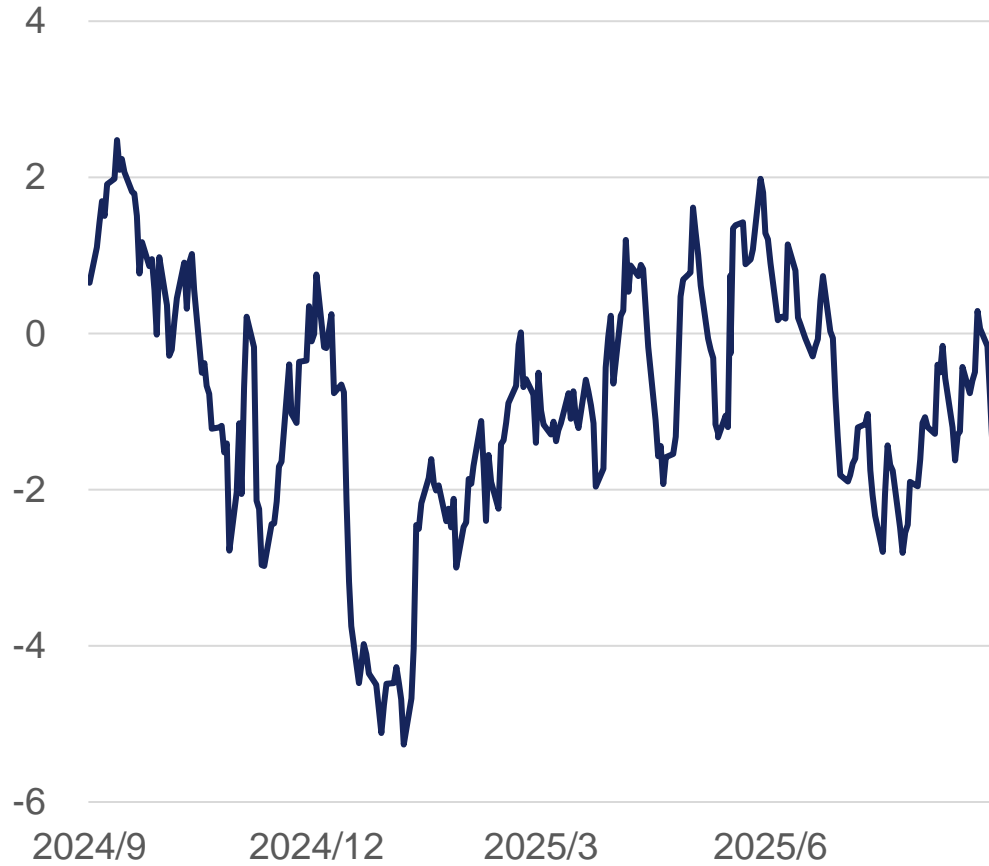
資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。

## 美國債券ETF資金淨流向

期間累積，十億美元



資料來源：Bloomberg，2025/9/3。<BND>、<AGG>、<LQD>、<TLT>、<SGOV>總和。

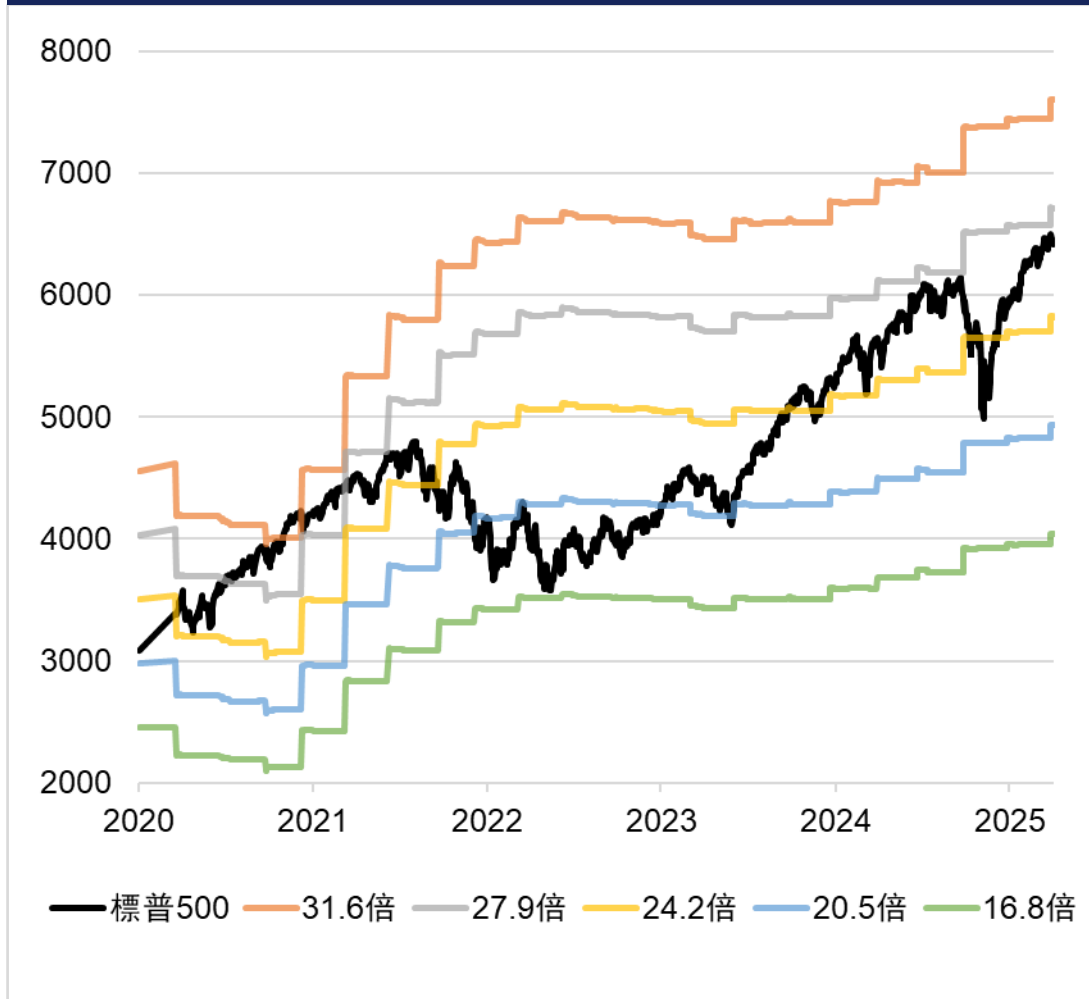
## 美國股票ETF資金淨流向

期間累積，十億美元



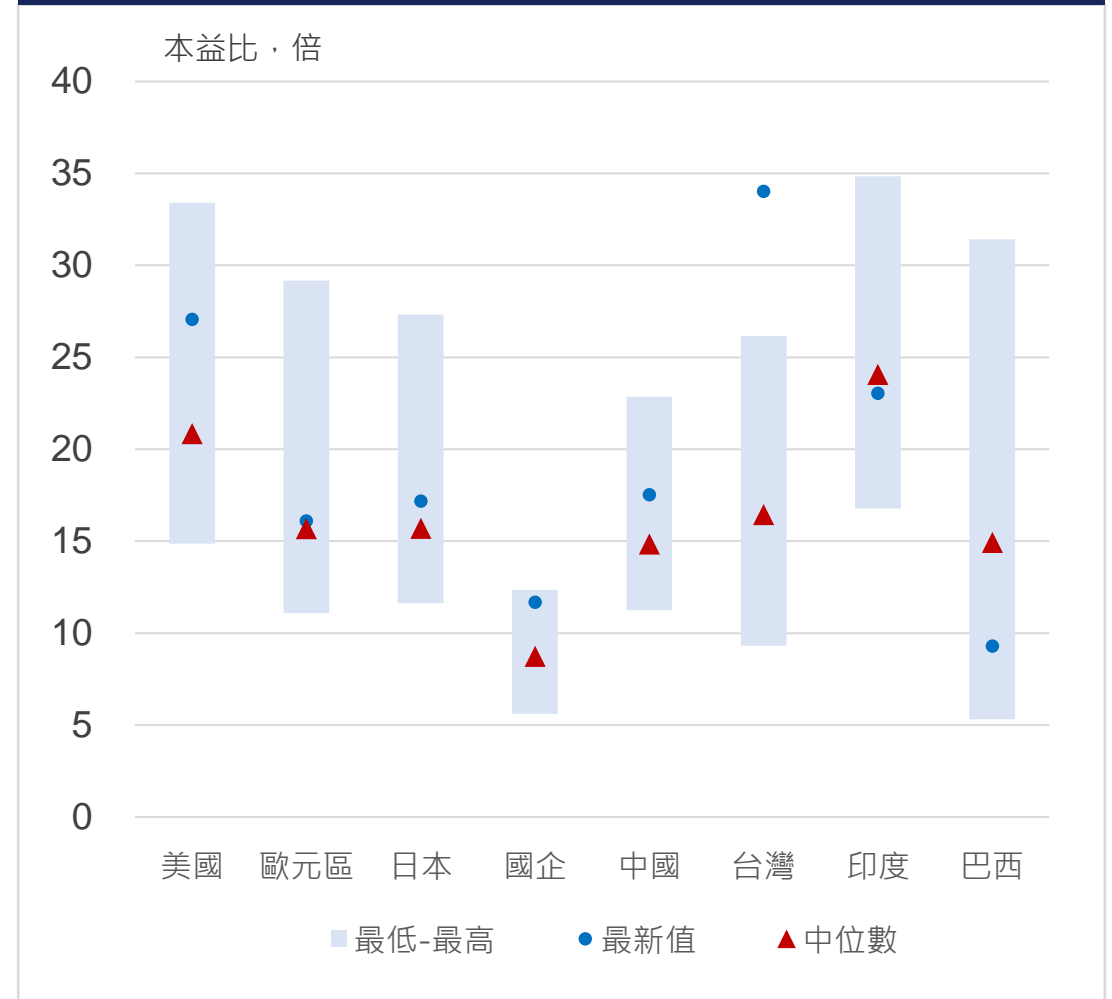
資料來源：Bloomberg，2025/9/3。取<SPY>、<VOO>、<IVV>、<QQQ>總和。

## 標普500本益比河流圖

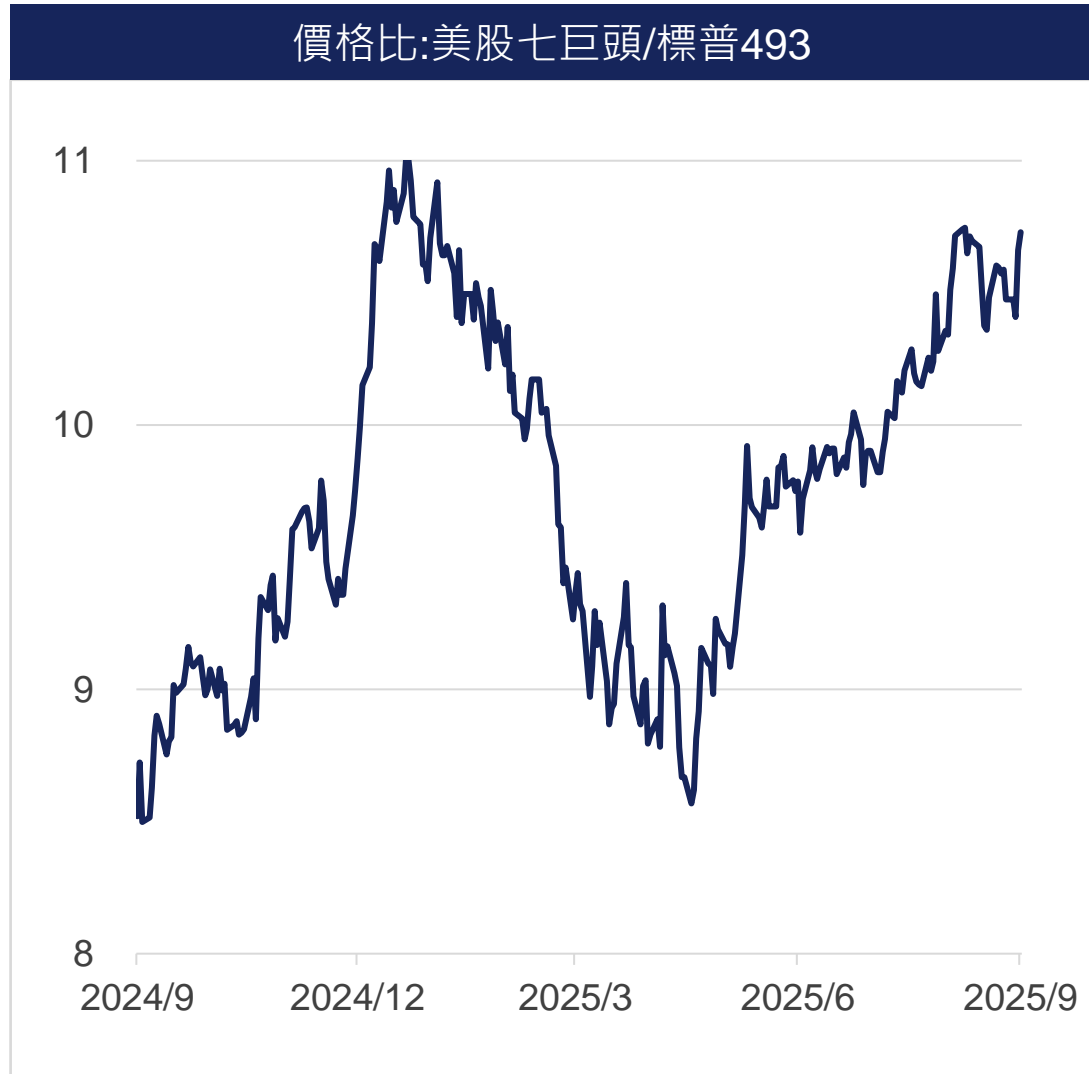


資料來源：Bloomberg · 2025/9/3。

## 其他國家本益比位階



資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。

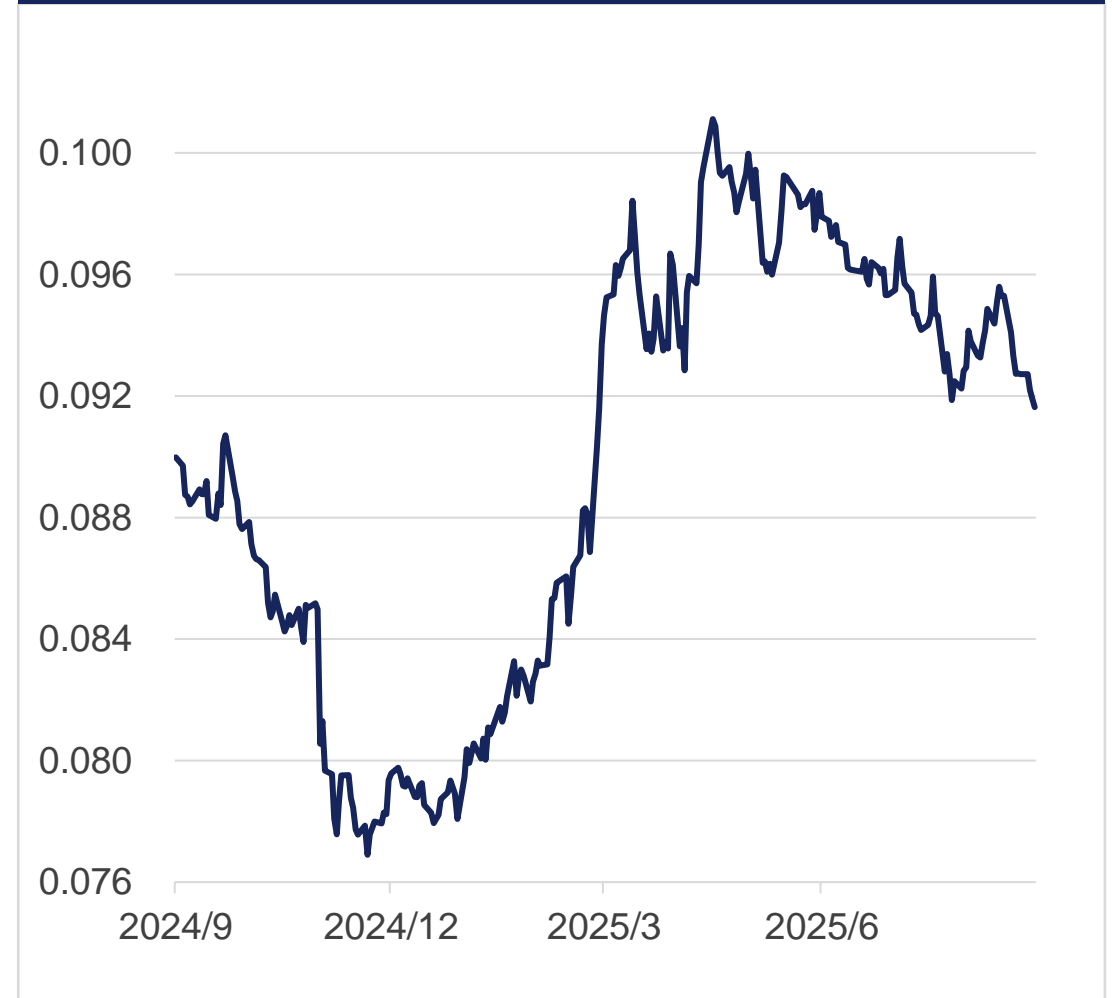
資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。取<SMH>和<IGV>股價比值。

### 股價比:成長股/價值股



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

### 價格比:歐股/美股



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

### 過去一年利差變化



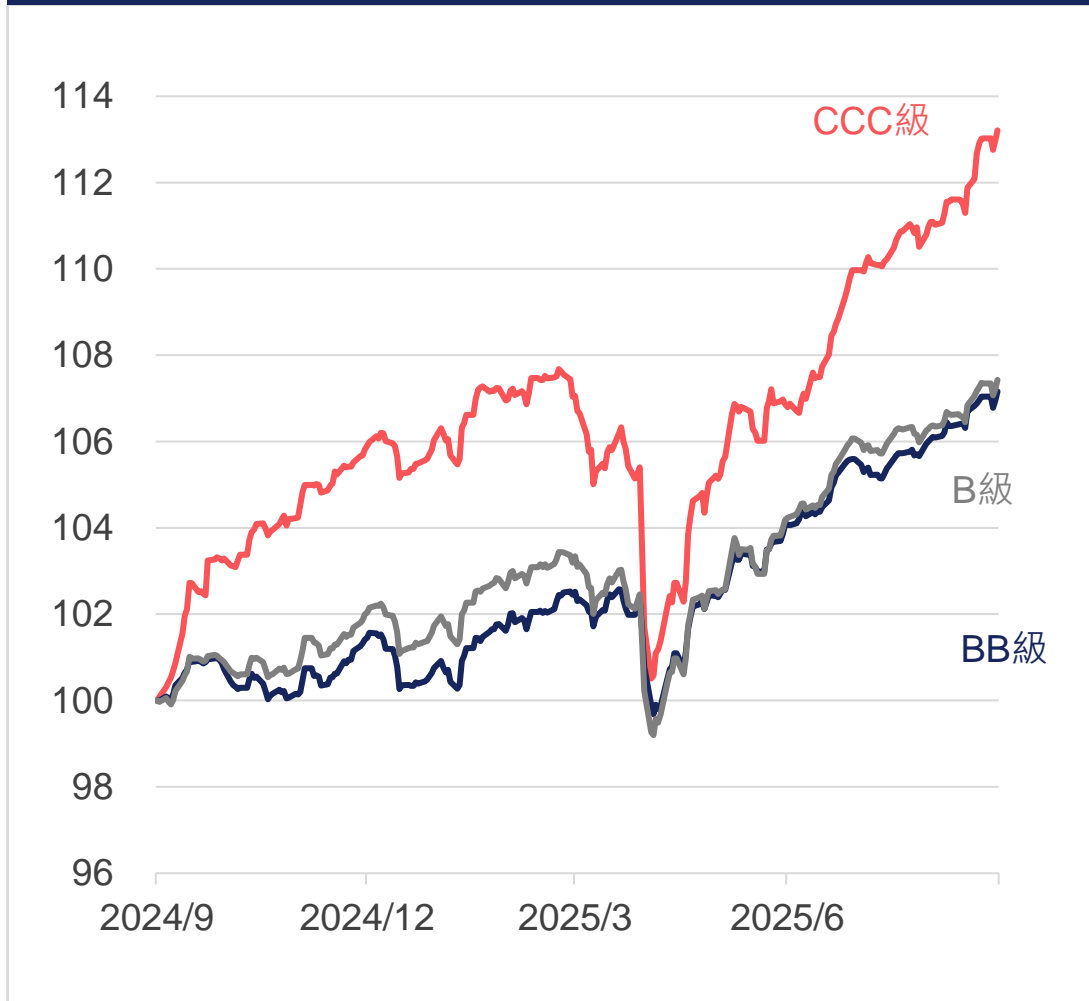
資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。

### 過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。

### 不同信評過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。

### 主要國家過去一年價格變化(標準化)



資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。



資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。

資料來源：Bloomberg · 2025/9/4。

## 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](http://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。