



國泰世華銀行
Cathay United Bank

就勢論市

Global Weekly Comment

Apr 25 2025

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。

Contents

03 市場脈動

09 焦點話題

15 觀測指標

擔憂情緒重新浮現，股債匯市波動再起

國家

香港國企	1.11
歐洲	0.88
中國	0.70
日本	-0.22
台灣	-0.78
那指	-0.96
標普500	-1.23
印度	-1.67

產業

核心消費	0.20
健護	0.07
通訊服務	-0.44
公用事業	-1.10
非核心消費	-1.42
金融	-2.05
科技	-2.18
能源	-4.53

固定收益

新興當地貨幣債	0.53
國庫券(1-3個月)	0.10
非投等債	-0.45
公債(7-10年)	-0.47
新興主權債(美元)	-0.49
投資級債	-0.65
抵押債(MBS)	-0.82
公債(20年以上)	-1.93

匯率及商品

比特幣	7.29
黃金現貨	2.82
日圓	1.29
歐元	1.19
新台幣	0.44
境外人民幣	0.12
美元	-1.25
西德州原油	-2.77

- 標普調降美國信評，川普稅改法案恐增未來財務負擔，金融市場稍現擾動回落。陸港股受惠政策偏多，表現相對較佳。
- 景氣放緩雜音未止，美伊嘗試恢復談判，產油國討論再次增產，供需疑慮拖累國際油價，能源股同受波及。
- 美國國債拍賣，市場反應清淡，推升殖利率走揚。關稅談判有關匯率傳聞再起，非美貨幣近週多呈升勢。

資料來源：Bloomberg，2025/5/16~5/22。以各類資產過去一週績效降幕排序，取相關資產ETF報酬率。

成長價值同臨修正，黃金醞釀重回漲勢

因子

最低波動度	-0.56
成長型-大型股	-1.11
動能因數	-1.17
優質因數	-1.19
價值型-大型股	-1.32
均衡因數	-1.46
高股息	-2.20
成長型-小型股	-2.28
價值型-小型股	-2.62

熱門*

黃金探勘	5.79
中國大型股	0.45
新興市場	-0.54
納斯達克100	-1.01
標普500	-1.25
中證中國網路	-1.69
標普金融	-2.05
羅素2000	-2.37

美股七巨頭

Google	4.21
微軟	0.38
特斯拉	-0.52
亞馬遜	-1.01
Meta	-1.14
輝達	-1.48
蘋果	-4.77

標普領漲/領跌**

聯合健康	8.14
GE Vernova	7.46
吉利德科學公司	6.38
Google	4.21
黑石集團	-6.69
應用材料	-7.88
NextEra	-10.21

- › 美股漸臨前波高點，負面消息時有所聞，投資情緒轉趨謹慎，成長價值同見跌勢，小型股表現更形落寞。
- › 美元指數面臨百點保衛戰，地緣風險未見明顯消退，黃金重拾漲升節奏，相關族群同步受惠。
- › Google開發者大會期間，股價走勢亮眼。美國國會終止潔淨能源抵稅法案，拖累NextEra股價重挫。

資料來源：Bloomberg，2025/5/16-5/22。以各類資產過去一週績效降冪排序，取相關資產ETF報酬率。*成交量高ETF。**取市值1000億美元(含)以上企業

下彎季線橫互，反彈走勢稍止

標普能源類股ETF (XLE)



- 標普能源類股ETF (XLE) 近期隨西德州油價重新回到60美元以上，同步出現止穩回升走勢，期間回補四月初的跳空缺口。
- 再次跌破主要均線，季線持續呈現下彎（目前扣抵值仍高於85.0），日KD浮現高檔背離徵兆，週KD走勢略顯游移。
- 短線高點逐漸瀕臨94.8-74.5反彈0.618位置（約季線），且技術指標浮現轉弱雜音，本波漲勢恐暫止。

資料來源：TradingView。

回測季線守穩，漲勢重新再起

VanEck黃金礦業ETF (GDX)



- › VanEck黃金礦業ETF (GDX) 近期隨金價漲多回落，同現拉回走勢，所幸短線嘗試止穩，醞釀恢復漲勢。
- › 重新站回主要均線，季線持續呈現上揚走勢 (目前扣抵值仍低於3100)，日KD出現低檔背離徵兆，週KD自高檔區交叉向下。
- › 回測年初至今上升趨勢軌道線止穩，配合短期技術指標逐漸翻多，多頭陣營有望再次發動攻勢。

資料來源：TradingView。

短線稍陷遲滯，靜待底部成形

標普金屬與礦產業ETF (XME)



- 標普金屬與礦產業ETF (XME) 近期隨同全球股市，出現明顯止穩回升走勢，幾乎收復四月初的失土。
- 暫陷主要均線糾結區，季線方向揚彎反覆，日KD漸自高檔區交叉向下，但週KD低檔背離優勢尚未消除。
- 後續若能突破站穩60.0整數關卡 (約年線)，配合季線轉呈揚勢，底部型態有望成形，屆時將具挑戰今年高點動能。

資料來源：TradingView。

上檔反壓重重，慎防回測前低

美元指數



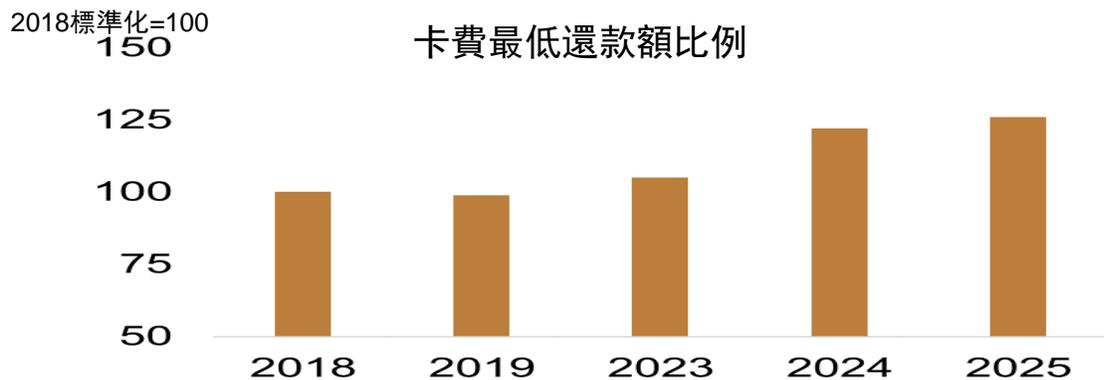
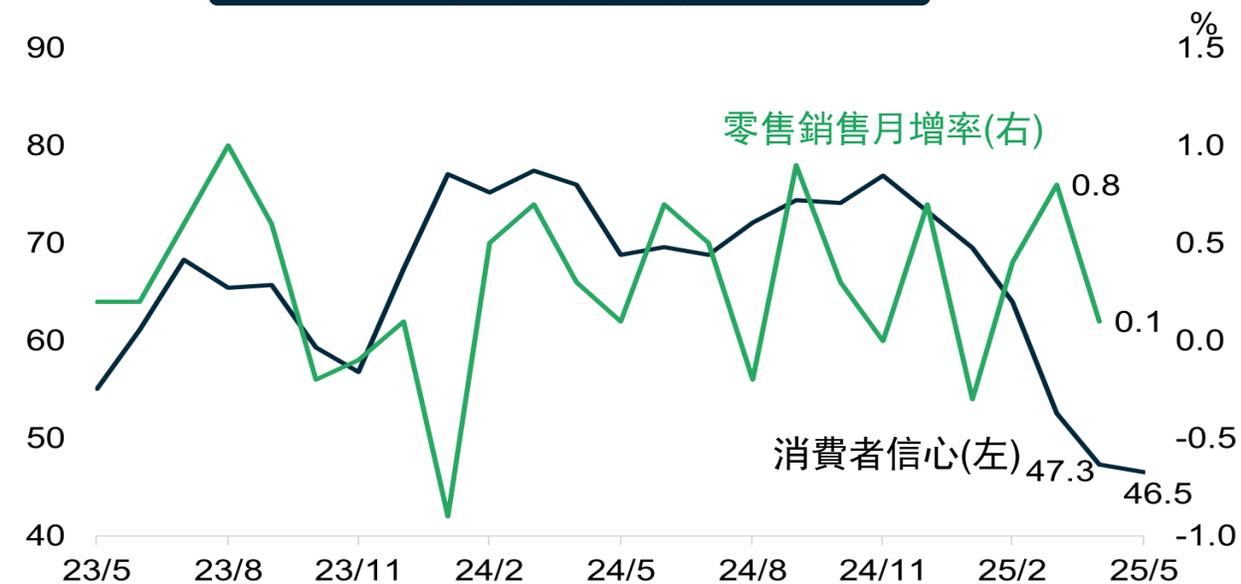
資料來源：TradingView。

- 美元指數今年以來顯呈跌勢，期間嘗試止穩回升，然近期反彈瀕臨季線遭遇阻礙，百點關卡再次面臨考驗。
- 跌破主要均線，季線持續呈現下彎（目前扣抵值仍高於103.0），日KD交叉向下，週KD嘗試恢復交叉向上動能。
- 年初至今下降趨勢軌道線橫互於102.0附近，構築上檔技術反壓。在前述偏空題材尚未消失前，恐有再次回測前波低點的可能性。

焦點話題

囤貨效應稍退，購買力蒙上陰霾

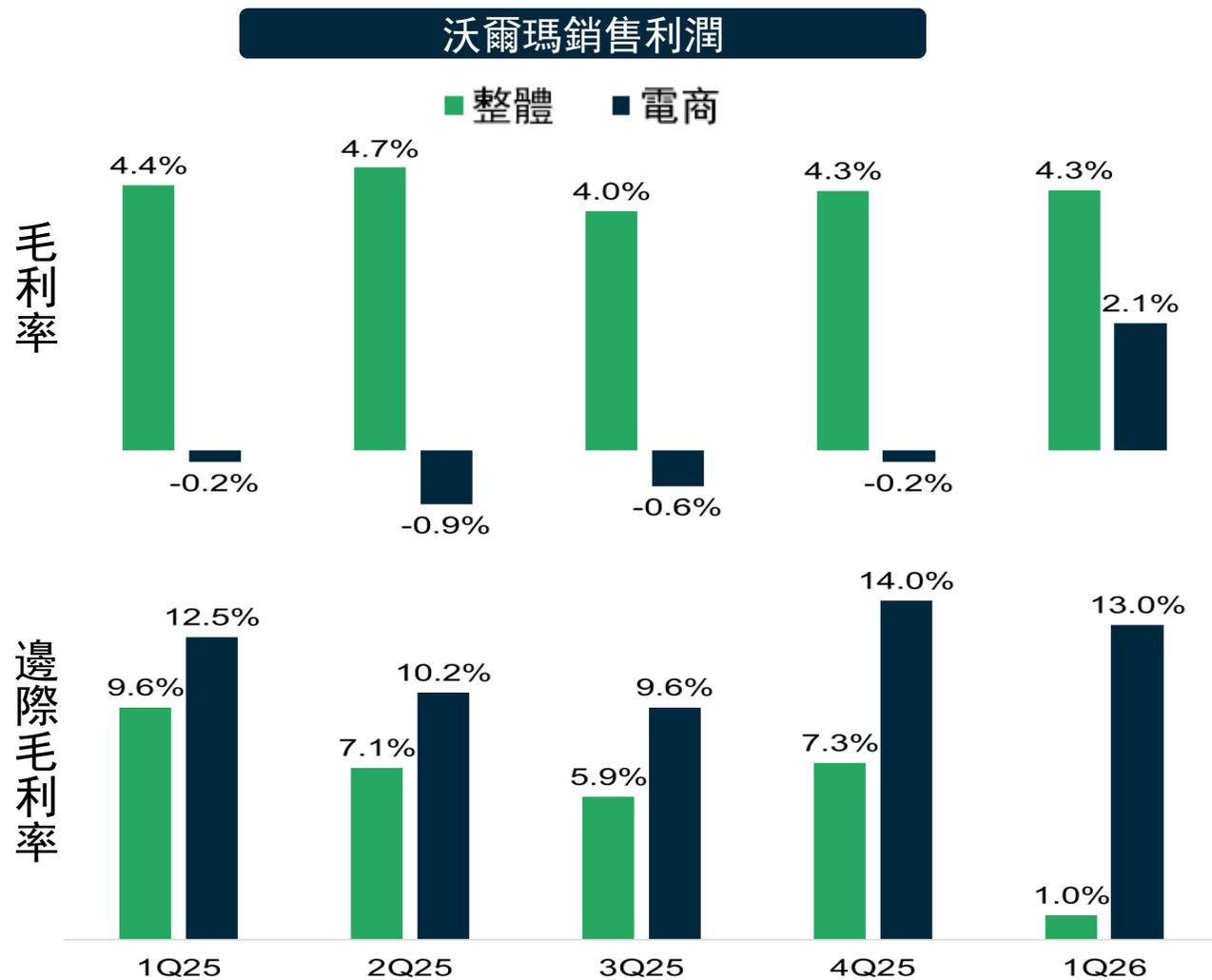
消費相關數據



- › 氣氛轉佳，近期反彈包括媒體TMT、與科技硬體等類股，對比前景下滑的產業則是如耐久財消費與消費服務。
- › 類股輪動狀態，顯示當前市場邏輯認為最壞情況似乎已解除，但消費者未來仍處於關稅政策風險的中心。
- › 加上提前購買效應消退，零售銷售止於0.1%，且密大消費者信心跌至為多年來次低，卡費最低還款額比例亦上升。

資料來源：Bloomberg, BoA, 2025年截止至4月。TMT(Tech, Media, Telecom)

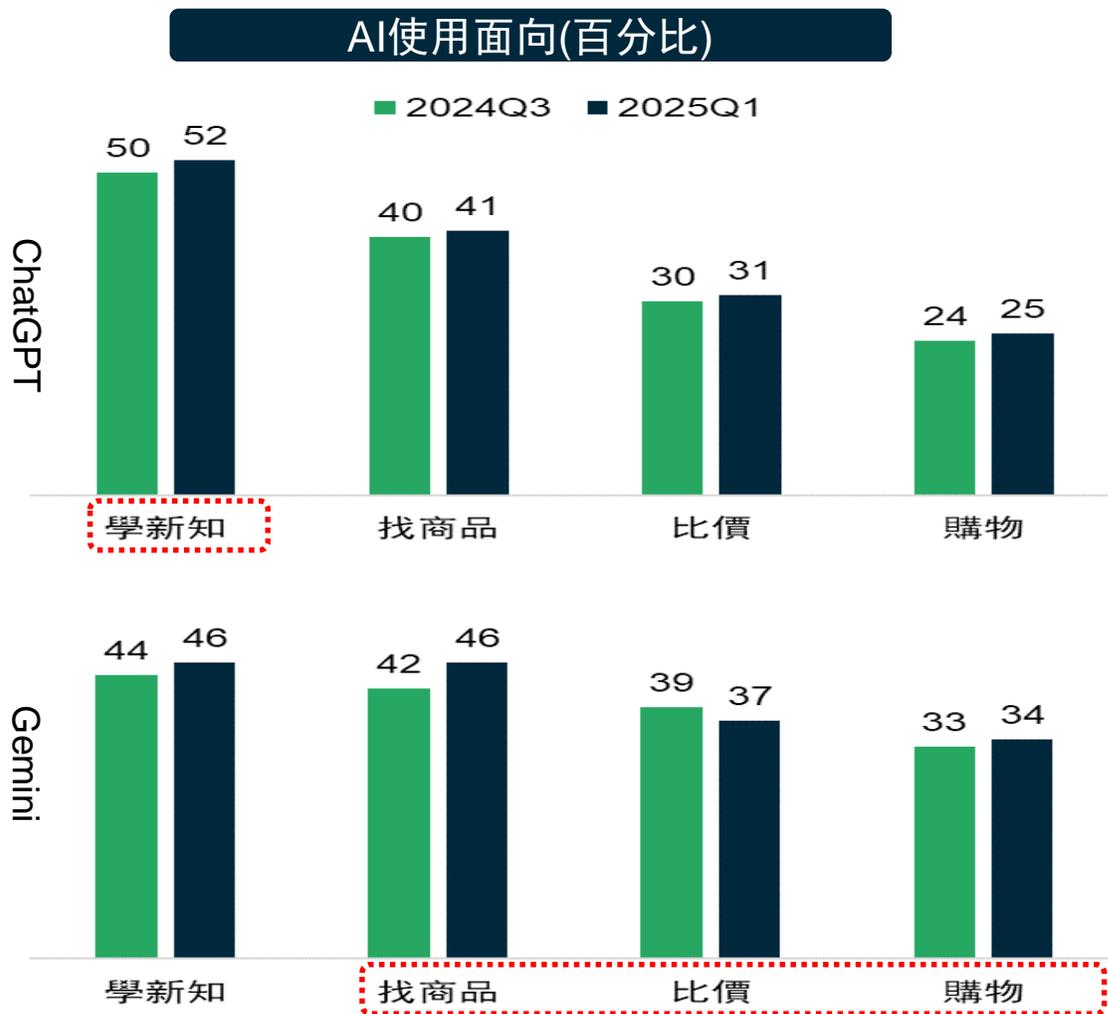
投入逐漸收成，網購增添毛利



資料來源：公司財報(各財年不同1Q26=2025Q1)，國泰世華銀行整理。

- › 整體行業陰霾下，容易出現贏家全拿，篩選可參考規模定價和其他護城河等。
- › 通膨壓力持續下，例如沃爾瑪的「Rollback」促銷與自有品牌商品受到消費者青睞，或好市多會員制有助於拉抬客單價與頻率。
- › 與此同時，沃爾瑪積極發展數位業務，透過線上訂購、快速配送等服務吸引更多客戶。數位廣告和第三方市場平台的收入成為新一波成長動能，支撐未來毛利率。

規模經濟夠大，方能結合AI



- › 生成式AI貼近生活，一開始用戶多使用這些平台來尋找新主題或特定知識。
- › 但跟過去半年相比，無論是ChatGPT或Gemini，用戶正使用該工具進行購買決策的輔助，從尋找產品、比較價格到購買產品等，反而有增加態勢。
- › 若未來購物關鍵在於用戶群和資料集成提供更多銷售期待，有底氣投入資本的先行企業結合既有利基，有利保持領導地位。

資料來源：MorganStanley，國泰世華銀行整理。

關鍵數據對比，一哥風采依舊

晶圓代工數據對比

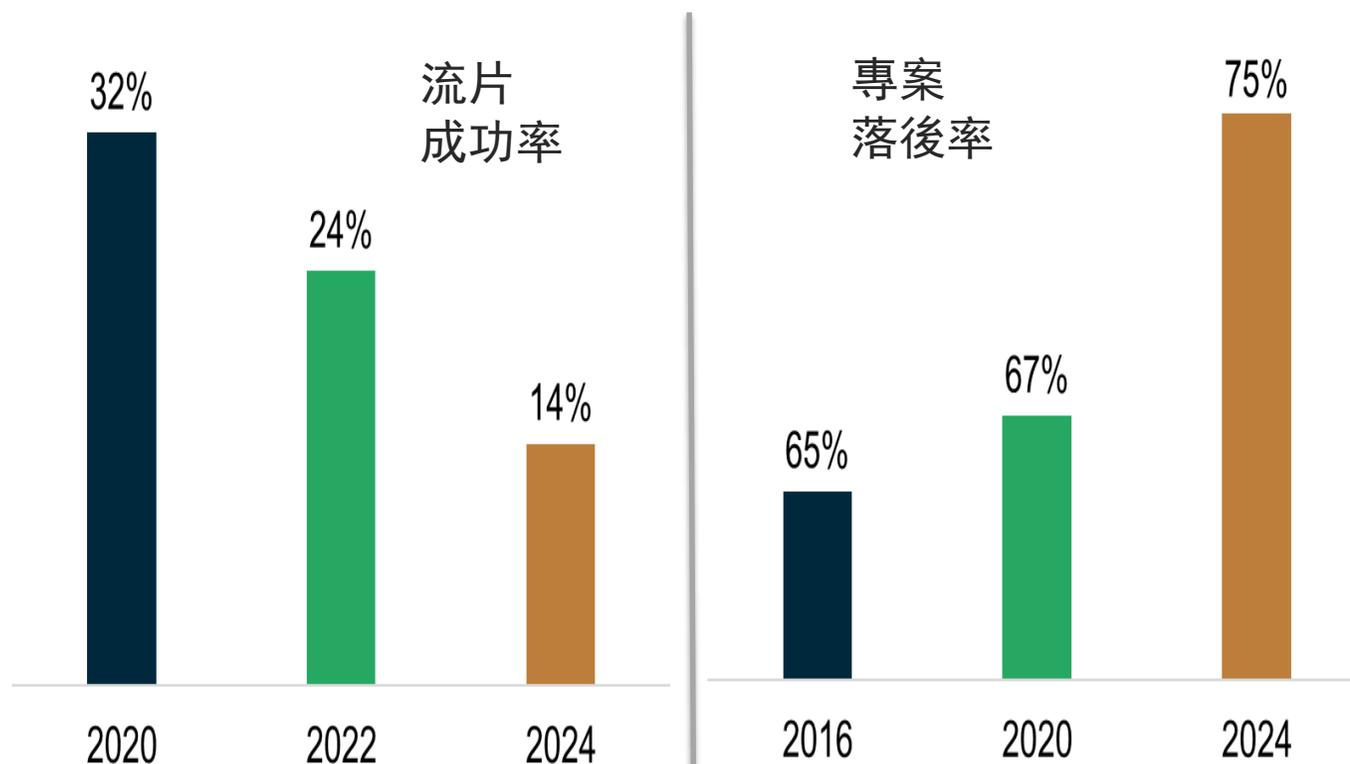
重要因子	台積電	三星
2奈米良率	60-80%	40-50%
預計投產	2025 H2	2025 H2(年底)
晶圓價(美元)	~\$30000	<\$30000
擴廠方向	台灣，亞利桑那	南韓，德州
先進封裝	Cowos(2.5D)	I-Cube(2.5D)
技術節點	2奈米(2025) 1.4奈米(2026-27)	2奈米(2025) SF2Z(2027)

- › AI從生成式，邁向代理與實體，應用範疇也雲端延伸至邊緣裝置。
- › 不變的是，要實現前提是更高算力與更佳的能源效率，不論在大型資料中心或微型邊緣裝置上，都需要能效更佳、尺寸更小的解決方案。
- › 晶圓製造這方面扮演關鍵角色，持續推進先進技術架構，更是兵家必爭之地。

資料來源：各主要媒體，國泰世華銀行整理。

製程難度提升，價格方有空間

半導體製造日益艱辛

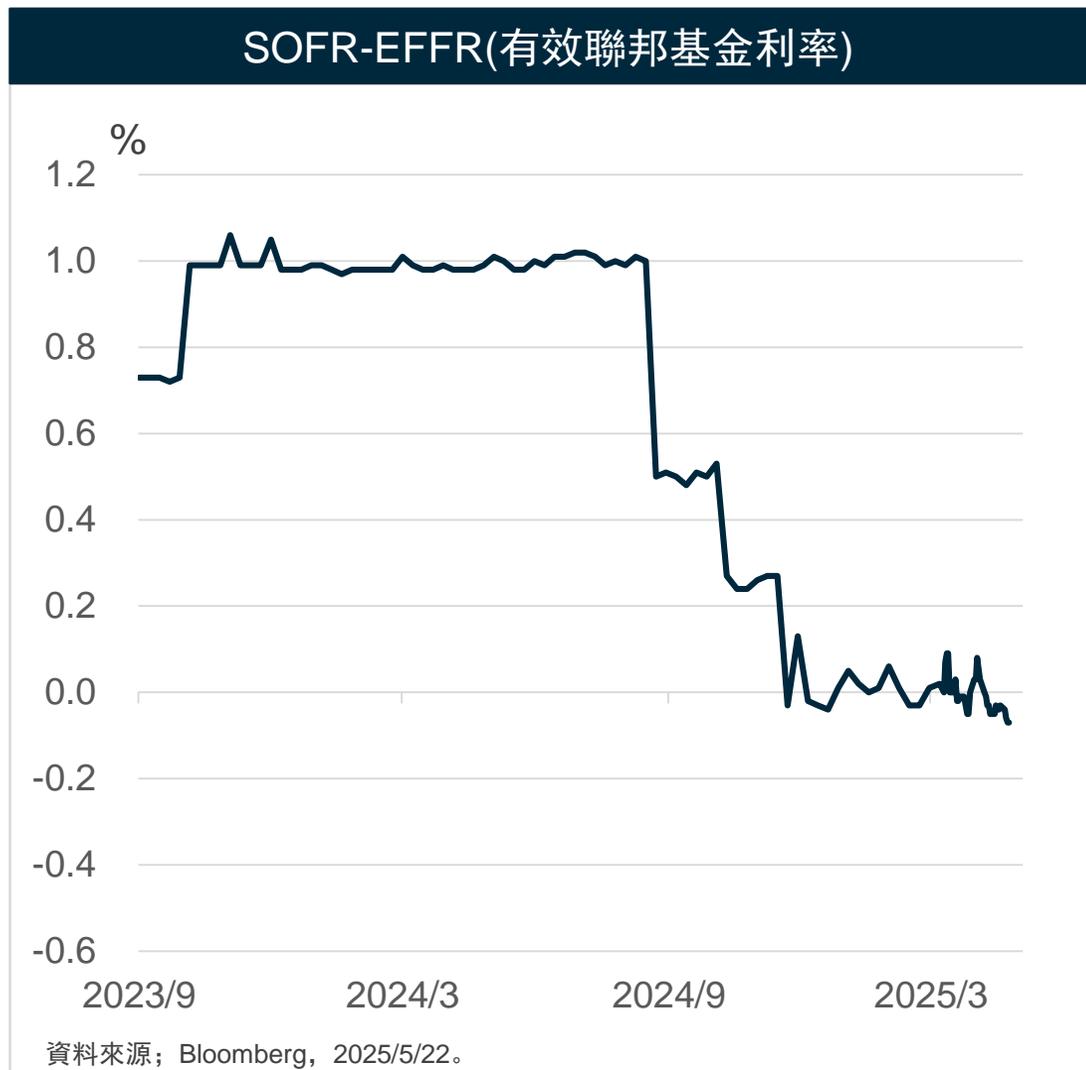


- › 台積電擬調漲晶圓代工之價引發討論，據了解，當今初次流片成功率，已由昔日三成，降至一半不到，實乃設計繁複、驗證週期延長所致。
- › 蓋因晶片設計趨於客製，研發歷程愈加艱鉅，風險與成本並增。
- › 且製程門檻導致設計業者轉廠不易，所費人力、時日與資源甚鉅，故多傾向與老牌代工廠長期結盟。

資料來源：semiengineering.com，國泰世華銀行整理。

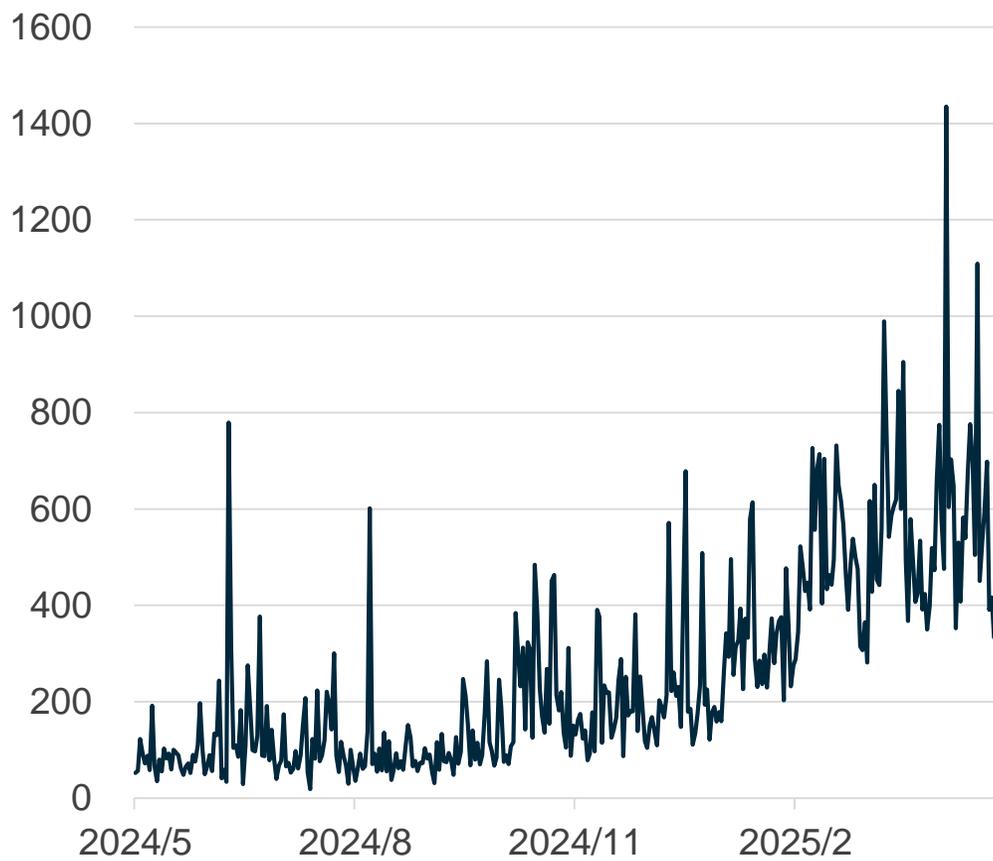
觀測指標

流動性觀察



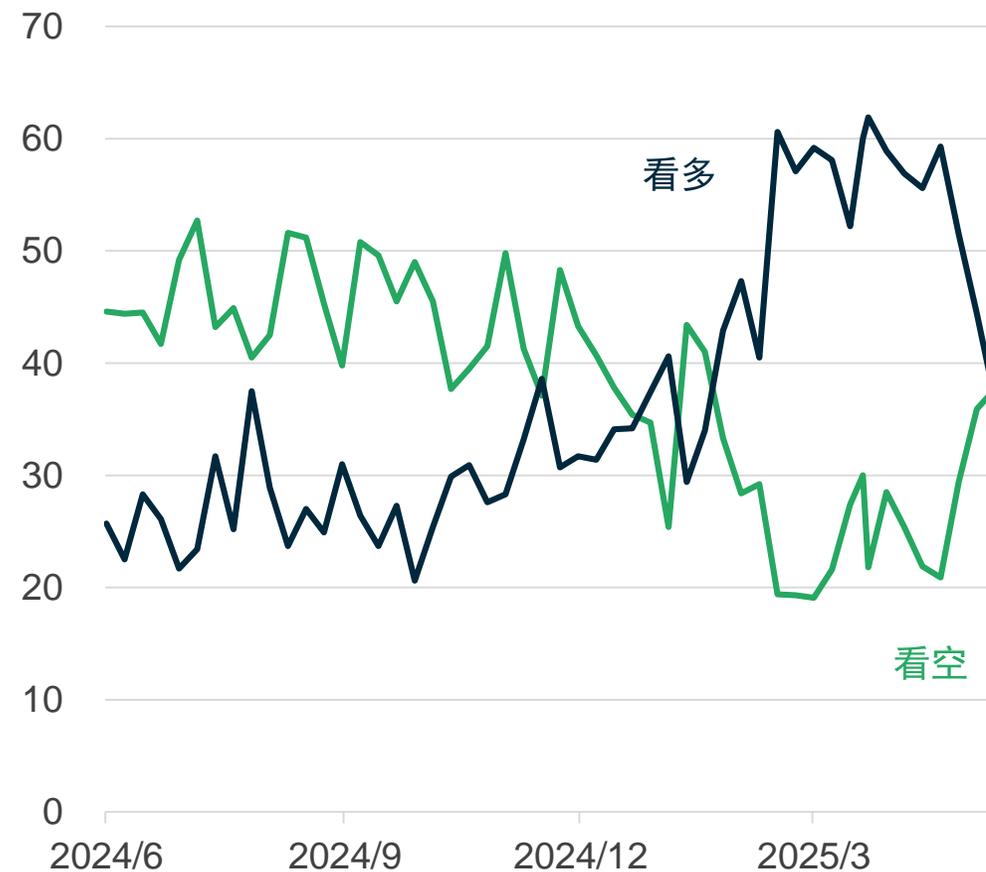
情緒性指標

美國政策不確定性



資料來源：Bloomberg, 2025/5/21。

美國AII散戶投資人情緒指數



資料來源：Bloomberg, 2025/5/22。

資金流向

美國股票ETF資金淨流向



資料來源：Bloomberg, 2025/5/21。取<SPY>、<VOO>、<IVV>、<QQQ>總和。

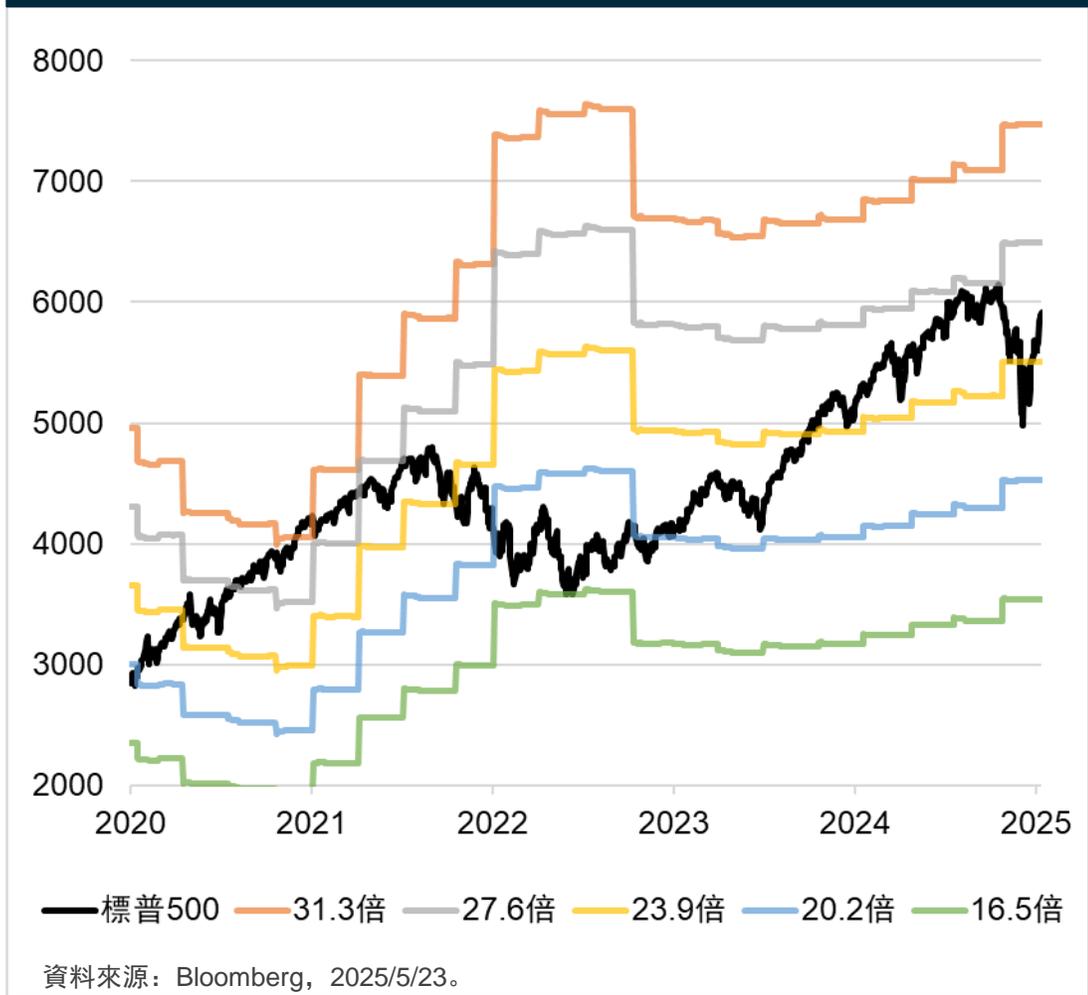
美國債券ETF資金淨流向



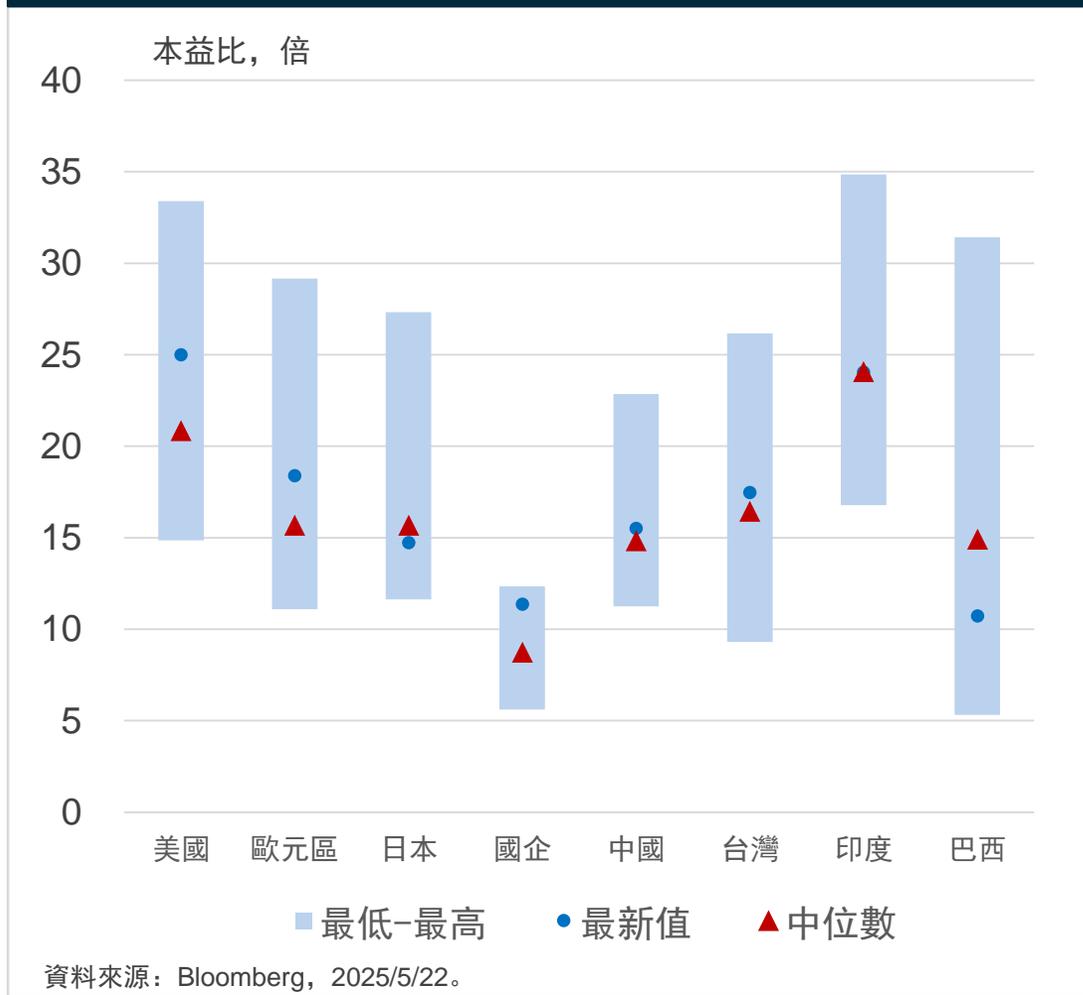
資料來源：Bloomberg, 2025/5/21。<BND>、<AGG>、<LQD>、<TLT>、<SGOV>總和。

股市評價面

標普500本益比河流圖



其他國家本益比位階



主要族群強弱



主要族群強弱

價格比: 美股七巨頭/標普493



價格比: 股息成長/美股



主要族群強弱

股價比:半導體/軟體



資料來源: Bloomberg, 2025/5/22。取<IGV>和<SMH>股價比值。

股價比:成長股/價值股



資料來源: Bloomberg, 2025/5/22。取<VUG>和<VTV>股價比值。

主要族群強弱



主要族群強弱

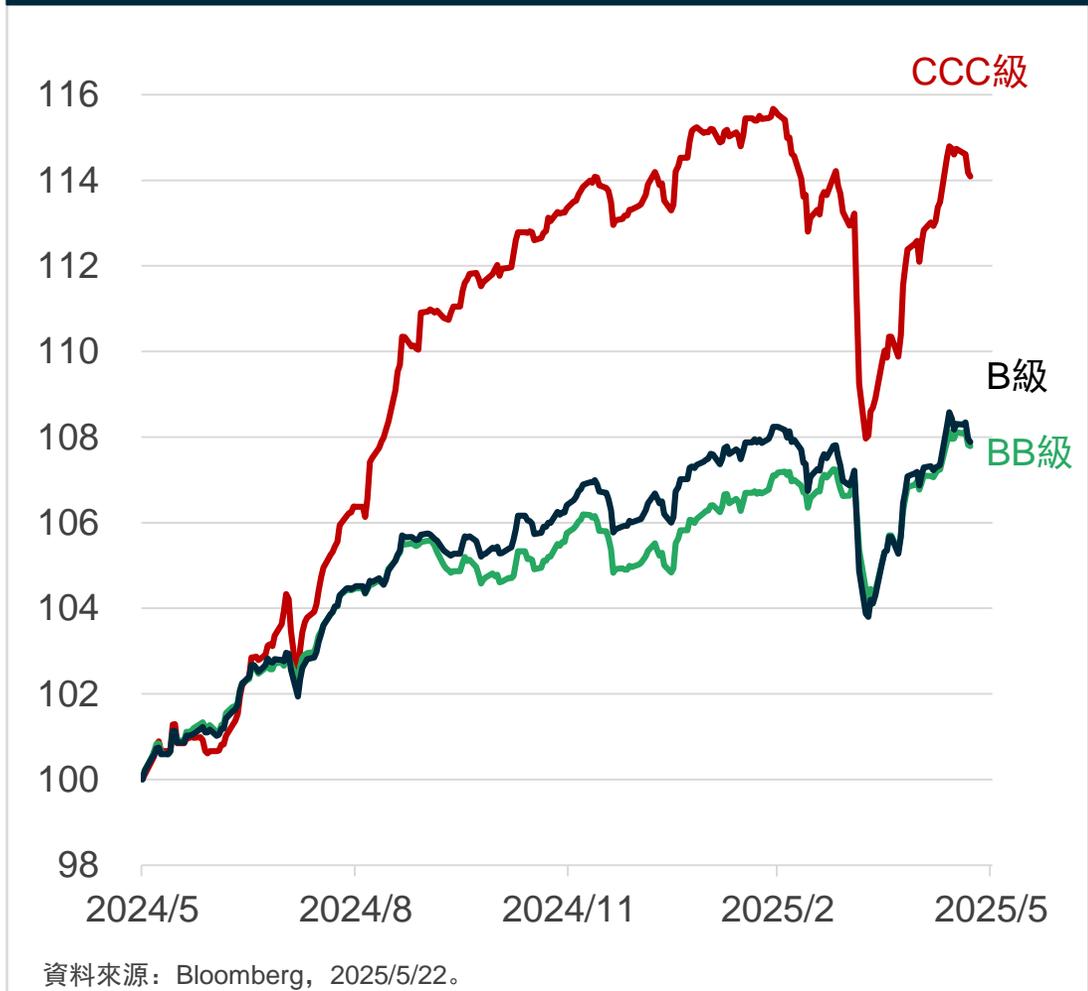


主要債券觀察



主要債券觀察

不同信評過去一年價格變化(標準化)



主要國家過去一年價格變化(標準化)



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。