



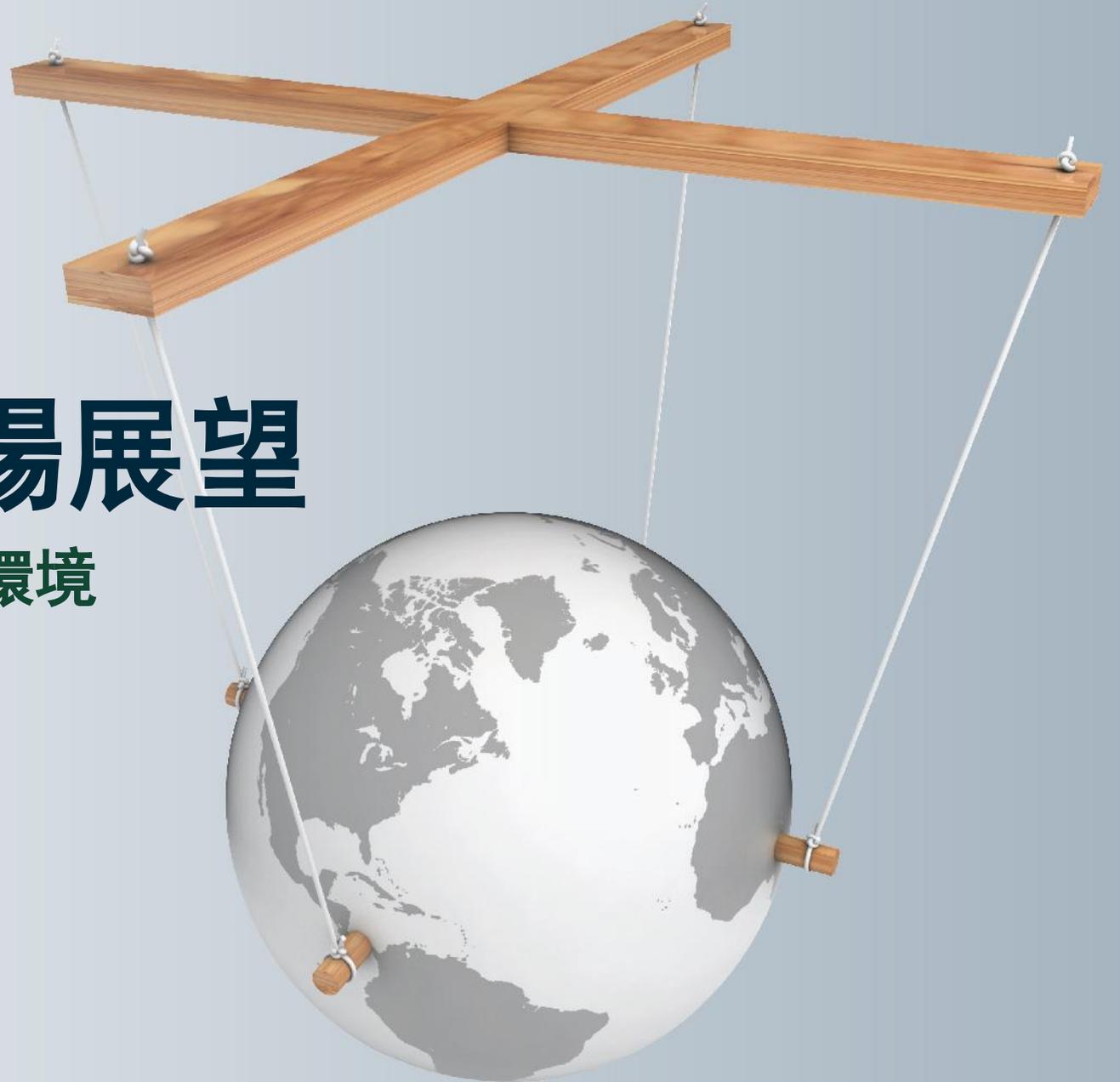
國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2025年第三季

# 全球經濟及市場展望

## 充滿政策干擾下的全球經濟環境

除另有指明，本報告以2025年6月20日所能取得之訊息為分析基礎。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。



# 前言

川普上任不到半年，金融市場就經歷了前所未有的震撼，美國股票指數期貨首次經歷了跌停板，也首次經歷漲停板，這些都在第二季中發生。川普政府意圖藉對等關稅來重塑各國與美國的貿易關係，股票市場在驚嚇過後重回上升軌道，然而，對於美國的政策可信度，投資人打上了問號，這也使得美債及美元一度遭到拋售。

國際政治方面，以色列和哈馬斯的戰爭還沒有結束，俄羅斯與烏克蘭的停火也仍然遙遙無期，而以色列已將攻擊行動指向伊朗，在核武器的威脅之下，以色列打擊了伊朗的核設施，也間接終止了美國與伊朗的核協議談判。美國藉此機會，一鼓作氣摧毀了伊朗深入地底的福爾多核設施。週邊國家的核威脅消除了，但戰事是否因此擴大，而造成全球更多的地緣政治風險？

美國債務規模不斷擴大，「大而美法案」將進一步擴大財政赤字，川普急著想要鮑爾大幅降息，減輕美國每年高達1.2兆美元的利息負擔，然而聯準會擔心關稅政策影響物價，造成通膨反撲，無法輕言降息，形成了政策的迴圈。若是下半年關稅收入的增加，能夠抵消減稅法案造成的財政收入減少，同時對通膨的影響不會太大，或許在觀察一段時間過後，聯準會可以重啟降息循環。

歐洲、日本、中國等各國在面對關稅的不確定性之下，一方面要應對美國各項貿易談判議題，一方面要因應國內的經濟問題，採取不同的貨幣及財政政策，這些行動在在都影響金融資產的漲跌變化。而**投資人在面對訊息紛擾，眾多不確定因素影響下的金融市場，更需要持盈保泰，穩健前行，以多元分散的配置策略，渡過這段充滿干擾的時期。**

# Contents

- 4 結論
- 6 金融市場回顧
- 8 總體經濟綜覽
- 25 金融市場動向

# 結論



## 對等關稅

各國關稅談判仍未見明朗，不確定性持續干擾市場。川普關稅政策目標是既要增加財政收入，又要推動製造業回流美國，**各國最終稅率普遍應落在10~40%間，而美國實質關稅稅率將升至15~20%，這也是市場預期的情況。**若最終稅率高於20%，恐對經濟產生顯著壓力，市場樂觀情緒將再度遭受打擊。



## 聯準會

一邊是川普高聲疾呼要聯準會降息，一邊是聯準會觀望關稅將對市場帶來的影響，在難解的迴圈裡，聯準會選擇等待。**7月通膨數據、8月非農就業以及Jackson Hole全球央行年會將是關鍵的時間點，決定聯準會是否啟動下一次的降息。**

## BOND

## 債市

在經濟未見疲態、關稅帶來的通膨預期也未曾消除之前，聯準會按兵不動，美國公債殖利率預期將在4~4.5%區間高檔震盪，債務上限、財政部購債等議題將造成利率波動，**中短天期債券將是優先選擇，全球複合債及非美地區如英國、澳洲債券也是分散布局的不錯標的。**



## 美元

川普關稅突顯美國政策風險，短期投資人向非美市場分散布局，但長期美元霸權及市場交易主流地位難動搖。需要關注的是下半年美國可能重啟降息步伐，美元與其他主要貨幣利差若進一步收斂，將使得美元延續偏弱格局。

# 結論



**Q3首選** 政策不確定將使金融市場維持高波動，中短天期的債券由於受到利率影響較小，可降低資產劇烈波動風險，為Q3配置首選，可增加配置非美地區債券以分散匯率風險。而AI發展趨勢將不會受到關稅、匯率的衝擊，反而因美中科技對抗而更具戰略意義，是適合長期布局的選項。



**美股、科技** 當市場預期關稅為全球貿易帶來衝擊的同時，AI仍無疑是最火燙的產業，由科技巨頭、大型雲端業者和無人駕駛電動車的擴大投資，持續為生成式AI、大語言模型和實體AI應用注入強心針，大型科技股也為波動劇烈的股市帶來穩定成長的力量，將引領美股以及科技佔比高的台股向上。



**非美市場** 雖然同樣受到關稅議題影響，歐洲及日本經濟環境展現與美國市場不同的面貌。歐洲央行過去1年累計降息8碼，寬鬆資金環境可望帶動企業信心好轉，有助歐洲景氣回暖；在債務水準、赤字率可控下，國防支出提高及財政政策擴張則有利於基本面結構性改善，歐元、歐股都有走揚的空間。日本經濟短期內將受到日圓走強與美國關稅的影響，壓抑出口動能和企業投資意願，日本央行觀望態度將使得日圓區間波動，不過薪資成長趨勢延續，長線而言仍有望重啟升息步伐；擺脫通縮困境後，日本企業獲利回升，企業股利、回購金額屢創新高，有利日股緩步走高。

---

## 金融市場回顧

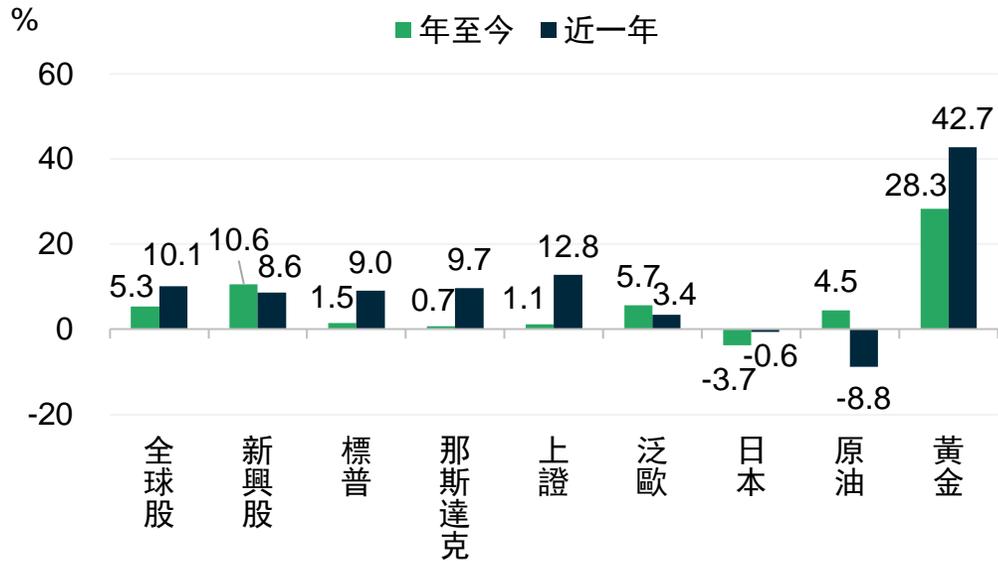
---

## 金融市場回顧

4月2日的對等關稅引發市場恐慌，但在川普宣布關稅暫時豁免3個月，將與各國進行貿易談判之後，股票市場迅速修復跌幅，這也使得今年以來各國股市普遍維持正報酬。黃金更成為避險首選，在政策風險與美元走弱的背景之下，上半年漲幅達到28.3%。

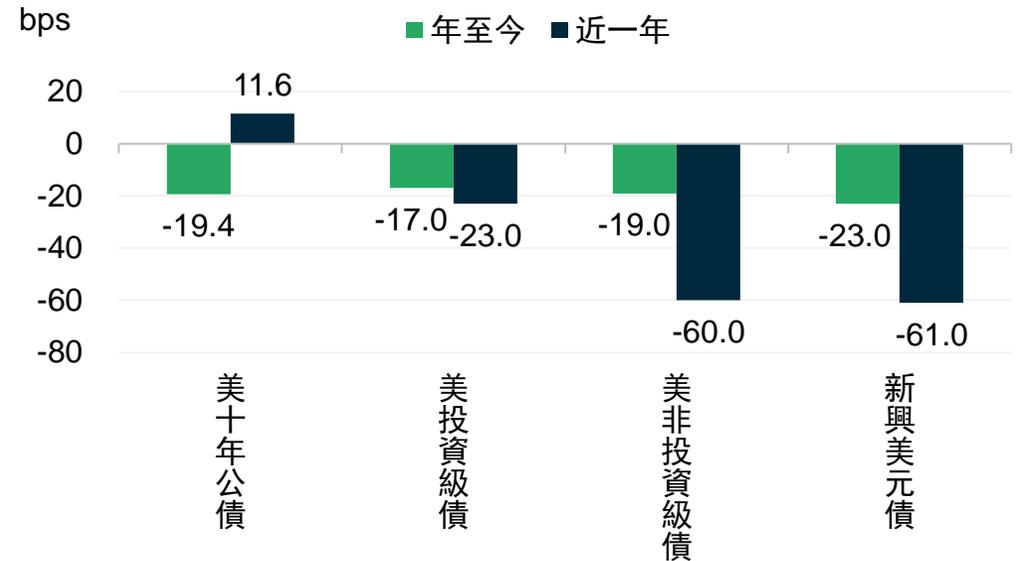
債市方面，美國10年公債殖利率較年初有所回落，主要是反映關稅政策可能帶來的經濟下行。然而聯準會利率政策維持按兵不動，使得公債殖利率高檔震盪，投資等級債及非投資等級債利率較年初也同步呈現小幅回落。

### 全球主要股市指數與大宗商品表現



資料來源：Bloomberg, 截至2025/6/20。

### 美國及新興市場債券表現



資料來源：Bloomberg, 截至2025/6/20。

---

# 總體經濟綜覽

---

# 2025年Q3重要時程表



資料來源：國泰世華銀行整理。

## 截至7/8為止, 美國公布各國對等關稅稅率

| 國家         | 最新對等關稅稅率, % | 4/2公布關稅稅率, % |
|------------|-------------|--------------|
| 英國         | 10          | 10           |
| 越南         | 20          | 46           |
| 日本         | 25          | 24           |
| 南韓         | 25          | 25           |
| 哈薩克        | 25          | 27           |
| 馬來西亞       | 25          | 24           |
| 突尼西亞       | 25          | 28           |
| 南非         | 30          | 30           |
| 波士尼亞與赫塞哥維納 | 30          | 35           |
| 印尼         | 32          | 32           |
| 孟加拉        | 35          | 37           |
| 塞爾維亞       | 35          | 37           |
| 泰國         | 36          | 36           |
| 柬埔寨        | 36          | 49           |
| 寮國         | 40          | 48           |
| 緬甸         | 40          | 44           |

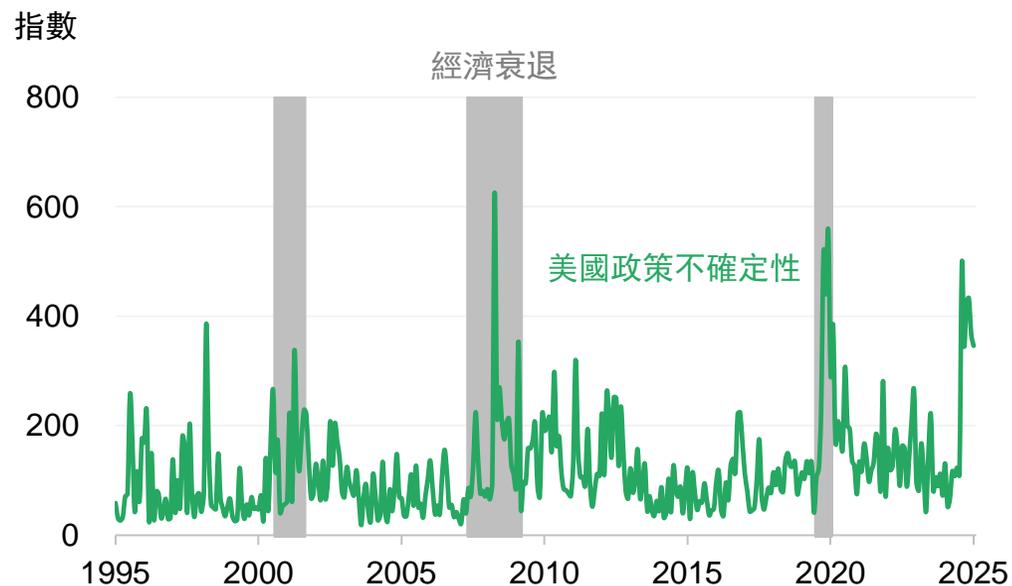
資料來源: 國泰世華銀行整理。

## 川普關稅政策不確定性未除，對全球經濟仍產生干擾

4月2日，川普對等關稅衝擊全球，美國經濟政策不確定性指數急遽升高，直逼新冠疫情及金融海嘯時期。過去在經濟動盪的時候，金融市場面臨恐慌，執政者也面臨嚴峻的挑戰，然而2025年全球金融市場卻因美國政策變化，而需面對經濟下行風險。

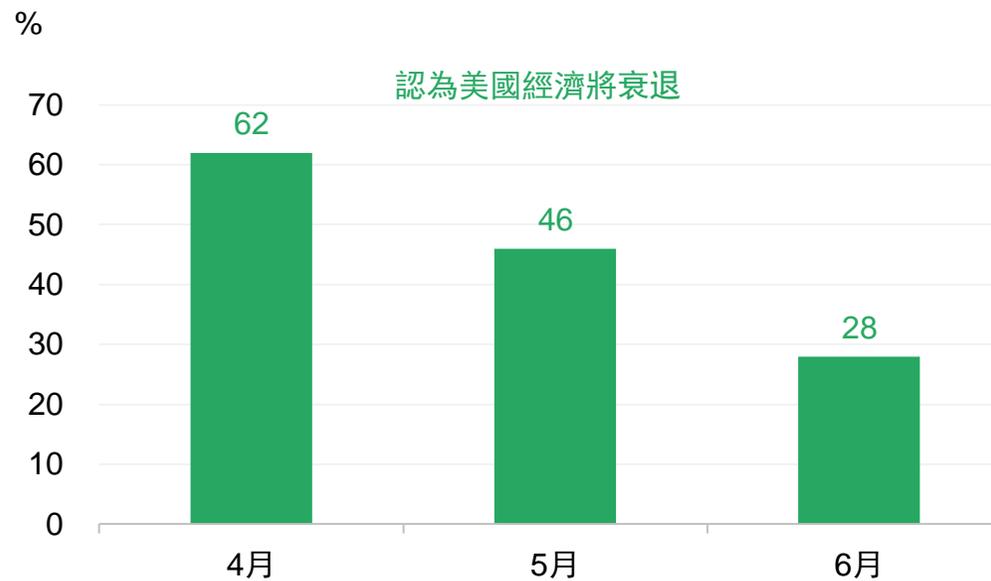
由美英於5月份達成的協議可看出，美國將最低關稅稅率設定在10%，未來整體美國實質關稅將突破10%，創下近80年來最高，也讓人與1930年代因高關稅而產生經濟大蕭條的歷史產生聯想。不過隨關稅議題進入談判，最終關稅應不至於出現4月2日「解放日」的最壞結果，企業家預期對經濟的衝擊也降低。

政策干預增添不確定性



資料來源：Bloomberg。

隨關稅議題進入談判，企業家預期衝擊降低



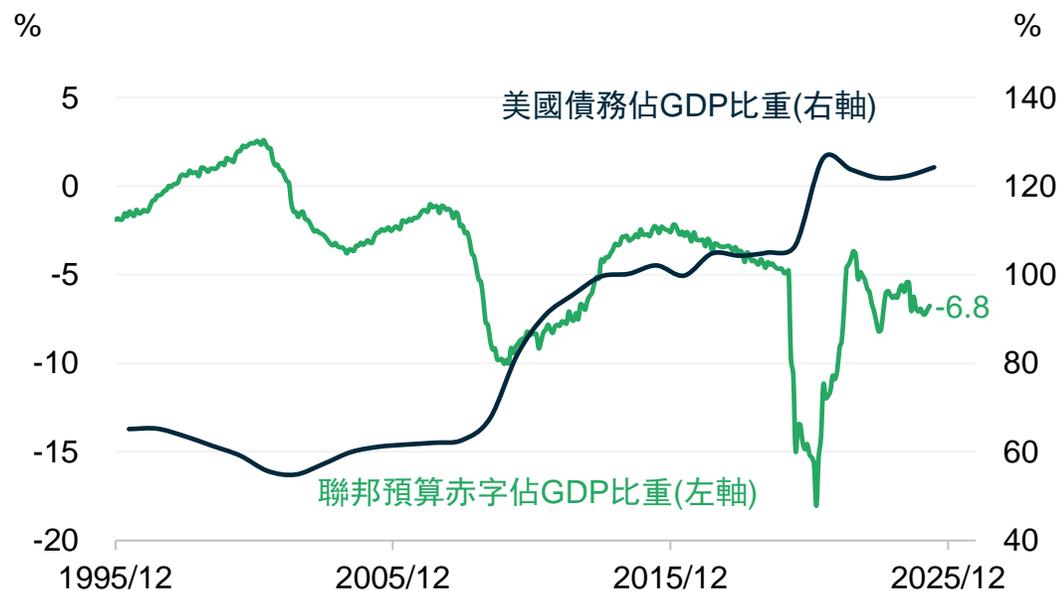
註：調查277位美國企業執行長。  
資料來源：Chief Executive。

## 川普希望解決預算赤字及債務問題，但債務持續創高趨勢難擋

美國債務不斷升高，2025年將突破36兆美元，且每年需面對提高債務上限的問題，不時也有對於美國償債能力的質疑。川普甫上任就邀請馬斯克成立政府效率部(DOGE)進行裁員及政府支出擰節，顯然他很清楚節流的重要性。然而**川普更大的野心是希望透過減稅法案和製造業回流美國，創造就業、推動經濟成長，一方面增加稅基，一方面也降低債務佔GDP比重，這可以算是開源。**

目前美國預算赤字佔GDP比重6.8%，遠高於財長貝森特的3%目標。其中高額的公債利息，每年超過1兆美元，如果還要減稅，美國債務負擔恐不減反增。美國國會預算辦公室(CBO)估計川普推動的「大而美法案」(One Big Beautiful Bill Act)未來10年將增加2.4兆美元赤字，但這個數字似乎未將新增加的關稅金額估算在內，若以2025/5關稅收入221.7億美元來估算，一年約可貢獻財政2660.4億美元，與減稅計劃平均2400億美元/年相當。

### 聯邦赤字與公共債務占GDP比重



資料來源: Bloomberg。

### 美國關稅收入大幅增加



資料來源: Bloomberg。

## 減稅與財政赤字的雙刃劍，川普喊話聯準會應降息

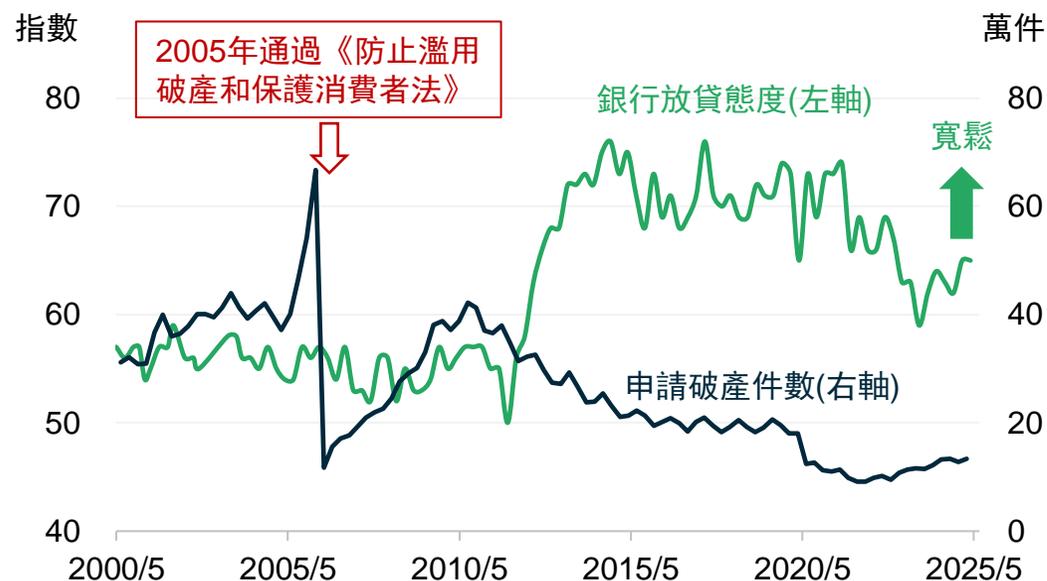
2017年川普稅改大幅削減公司稅率，企業盈餘與股價短期內顯著上升。2025年大而美法案延續2017年的企業稅降稅，並提高州和地方稅扣除額由1萬美元提高至4萬，被指是為了富人減稅，不過法案也新增對小費、加班費、車貸利息免稅的規定，預料對一般民眾也有助益。

減稅刺激短期經濟活動，有望推升企業獲利及股價，但需留意影響為一次性。然聯邦赤字擴張，加重長期債務壓力，將引發市場對美國財政永續性的疑慮，若因此導致美國公債殖利率走升，金融環境緊縮，將造成潛在擠壓效應，因此川普一再喊話聯準會應降息。由目前美國銀行資深放貸人員調查來看，2024年以來隨著聯準會降息，已逐步轉向寬鬆，此外川普強調「減法治理」，預期將鬆綁金融及環保監管，有望促進商業活動和就業成長。

### 川普減稅計劃有望提升企業利潤，但影響為一次性



### 隨監管鬆綁、銀行轉趨寬鬆，商業經營環境預期好轉



## 聯準會的政策兩難—關稅恐造成通膨上升與經濟下行

聯準會面對高通膨與就業穩定間的矛盾。2022年6月以來，通膨由9%一路向下回落，在經濟表現尚稱穩健之下，聯準會展開預防性降息，一方面維持利率在具限制性水準，以持續壓抑通膨走低，一方面也維持適度寬鬆步調，以避免打擊經濟，傷害就業市場。

然而在川普關稅政策之下，通膨預期上升，雖然物價因關稅而上揚通常為一次性影響，但聯準會仍需觀察影響幅度以及是否造成連鎖性漲價預期，才能進行下一步行動。此外，就業市場穩定、股票市場逼近歷史新高，也使得聯準會沒有匆促行動的必要性。因此，**聯準會有可能在夏季保持觀望態度，直到通膨降溫、或就業市場因經濟走弱而轉趨惡化時才出手降息。**

### 美國CPI與聯邦基金利率變化



資料來源：Bloomberg。

### 科技股市值逼近歷史新高



資料來源：Bloomberg。

# FOMC | 點陣圖預估下半年降息2碼, 9月、12月降息機會高

Fed 6月維持4.25-4.50%區間不變, 主因勞動市場仍舊穩健, 但在關稅的不確定影響下, Fed將觀察對通膨走勢的實質影響, 現階段仍不急於降息。

點陣圖: 今、明、後年的降息路徑為**2、1、1碼**, 至後年的總降息空間由5碼**收窄至4碼**, 中性利率預估維持在3.0%。而在19名委員當中, **支持今年不降息為7位(3月為4位)**、降1碼人數2位(3月為4位), 顯示官員們對通膨前景的謹慎態度, **整體決策者相較前次略為轉鷹**。

經濟數據預測(SEP): 1)將今、明年GDP預估下修, 2)預期通膨(PCE)、核心通膨於今年底將超過3%, 3)失業率小幅上升至4.5%。經濟放緩、失業率潛在升高的風險為未來景氣隱憂, 不過現階段, 抑制通膨預期仍為Fed首要目標。

儘管Fed降息預期保守, 但**期貨市場仍預期明年有降息3碼的可能**, 亦反映鮑爾將於**2026/5卸任**, 市場預期將有更鴿派的主席人選。

點陣圖維持今年2碼預期, 明年幅度減少1碼



資料來源: Bloomberg。

下修經濟成長預期, 上調通膨、失業率位階

| 項目    | 2025 |         | 2026 |         | 2027 |         |
|-------|------|---------|------|---------|------|---------|
|       | 3月   | 6月      | 3月   | 6月      | 3月   | 6月      |
| 實質GDP | 1.7% | 1.4%(↓) | 1.8% | 1.6%(↓) | 1.8% | 1.8%(-) |
| 失業率   | 4.4% | 4.5%(↑) | 4.3% | 4.5%(↑) | 4.3% | 4.4%(↑) |
| PCE   | 2.7% | 3.0%(↑) | 2.2% | 2.4%(↑) | 2.0% | 2.1%(↑) |
| 核心PCE | 2.8% | 3.1%(↑) | 2.2% | 2.4%(↑) | 2.0% | 2.1%(↑) |

資料來源: FOMC June Projections。

## 聯準會主席鮑爾任期將屆—誰是接班人？

聯準會主席鮑爾任期將於2026/5屆滿，接任人選的討論已於近期浮上檯面。一般而言，總統會於前一年的秋天遴選新任主席。然而川普表示，對新任聯準會主席人選「已有想法」，若川普提前宣布接任人選，將弱化聯準會目前對外溝通的權威性，無異於提前釋出鴿派訊號，對美元、美債殖利率走低產生進一步影響。

現任財政部長貝森特是接任聯準會主席的熱門人選，但他本人表示滿意於現任職務，並無積極爭取之意。國家經濟委員會主席Hassett也是呼聲較高的人選，但他亦不願對此表示意見。此外，前聯準會理事Warsh和現任理事Waller都是可能的接任人選。



Scott  
Bessent

年齡：63歲  
政黨：共和黨  
現職：財政部長  
曾任索羅斯基金管理公司合夥人



Kevin  
Hassett

年齡：63歲  
政黨：共和黨  
現職：經濟委員會主席  
曾任老布希和柯林頓政府時期擔任美國財政部的政策顧問



Kevin  
Warsh

年齡：55歲  
政黨：共和黨  
現職：國會預算辦公室  
經濟顧問小組成員  
曾任聯準會理事(2006-2011年)



Christopher  
J. Waller

年齡：66歲  
提名總統：唐諾.川普  
任職期間：2020至今  
政黨：共和黨  
現職：聯準會理事

資料來源：維基百科，國泰世華銀行整理。

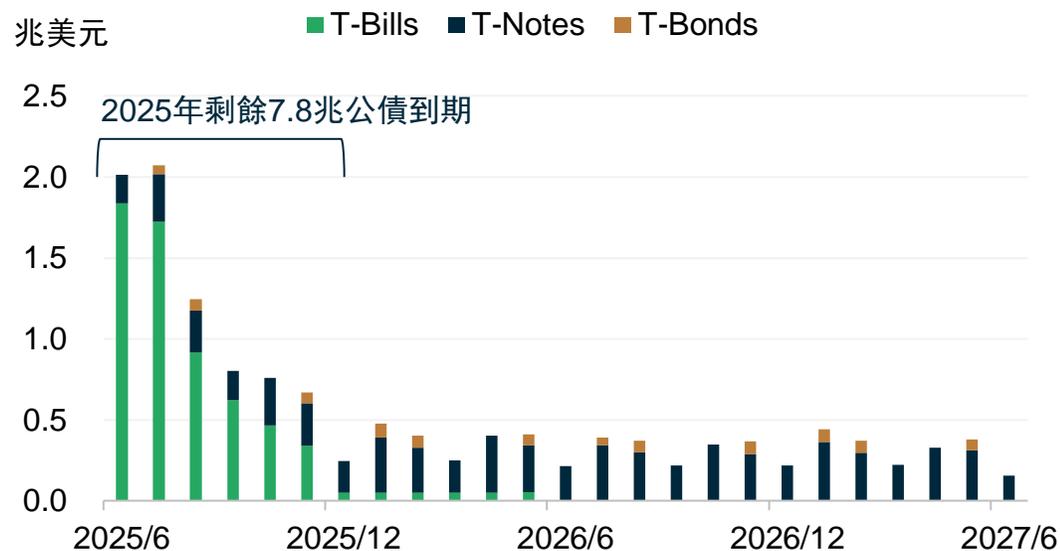
# 債市 | 下半年美債再融資壓力龐大, 財政部透過改善流動性, 以降低利率水準

隨著今年有高達7.8兆美元的公債即將到期, 財政部面臨龐大的再融資壓力。同時, 債務上限的調升也將進一步推升本已沉重的利息支出壓力, 如2024年的總利息支出突破9000億美元。

為了改善財政赤字, 美國政府積極致力於壓低整體利率水準。財政部近期採取下列措施, 以改善流動性: 1)討論放寬補充槓桿比率(SLR)規定, 鬆綁銀行持有資產的限制, 2)運用財政部一般帳戶(TGA)進行公債回購, 藉此減少市場上的債券供給。

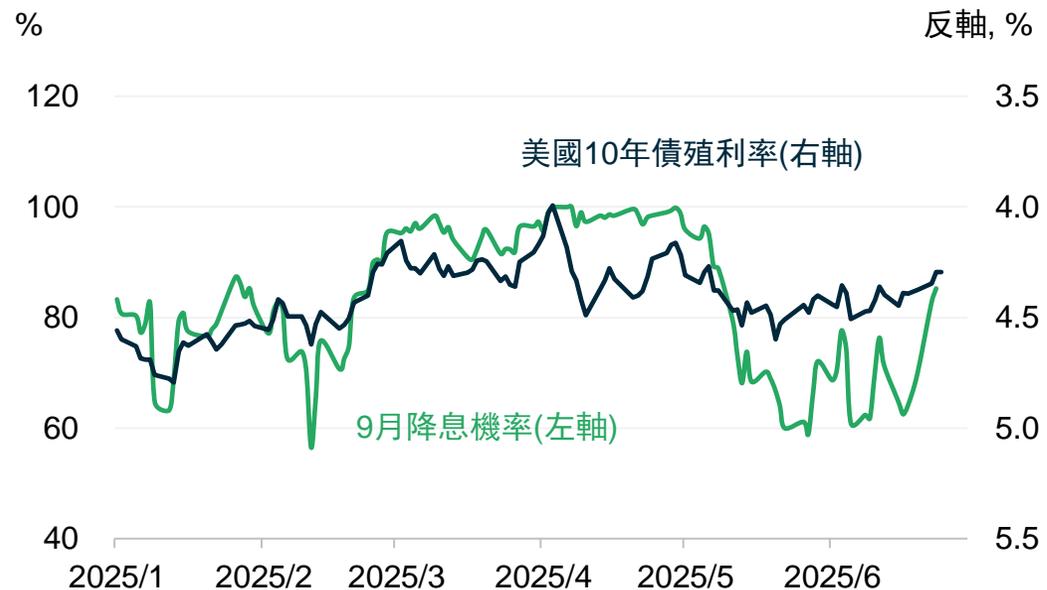
展望未來走勢, 受關稅的不確定性影響下, 若Fed觀望的政策立場不變, 短期內利率仍將維持在相對高位, 預期下半年美國10年公債殖利率維持4.0-4.5%區間盤整。所幸在Fed仍維持降息路徑下, 利率大幅上行的空間將受到抑制。

## 下半年大量美債即將到期, 新發債壓力大



註: T-Bills=1年以內、T-Notes=2-10年、T-Bonds=20-30年。  
資料來源: Bloomberg。

## Fed維持觀望, 公債殖利率高檔震盪



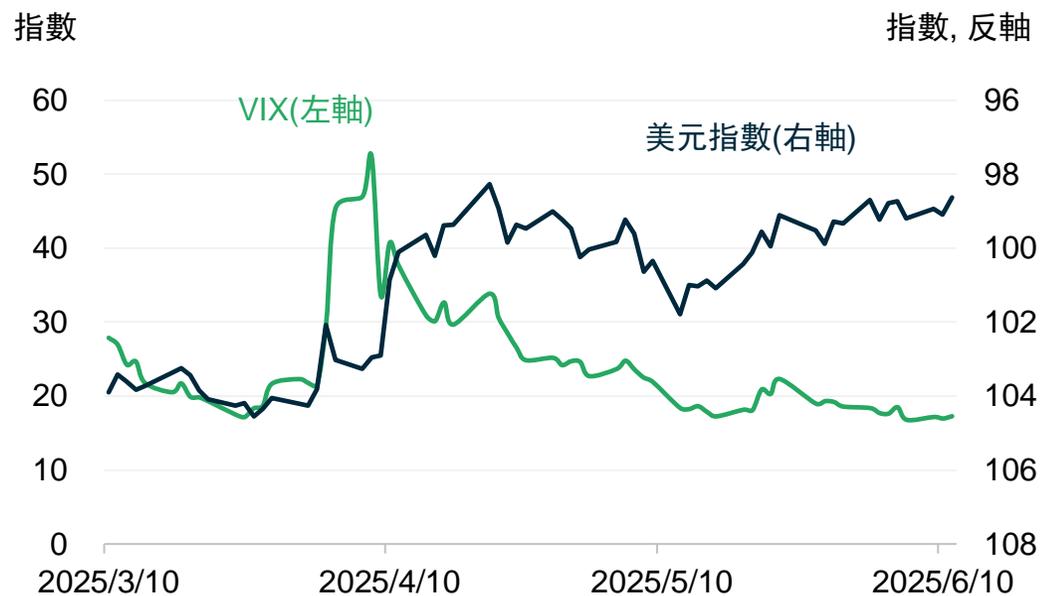
資料來源: Bloomberg。

## 美元弱勢與其信任危機？美國公債買盤仍相對穩健

美元因美國資本市場規模與流動性優勢長期處於強勢地位。但近期政策連貫性不足與財政赤字膨脹，引發全球對美元信用的懷疑。歷史上，1971年尼克森中止金本位衝擊美元貶值，1985年廣場協議導致美元有序貶值，如今疑美論再起，傳說中的「海湖莊園協議」引發減持美債、拋售美元資產，尋求避險替代資產，皆使美元地位遭受挑戰。

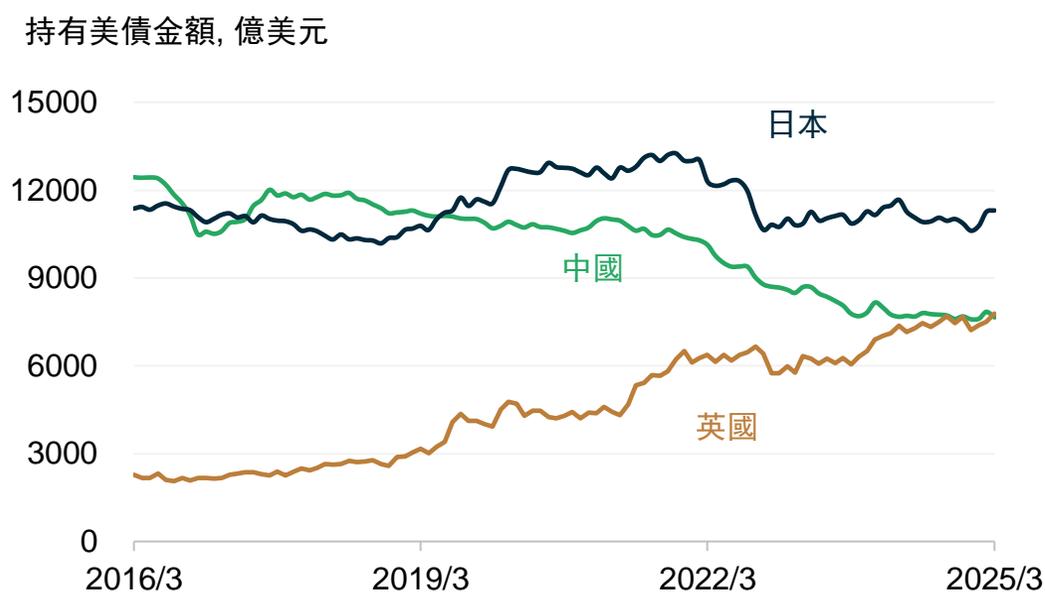
觀察美國公債主要外國持有者，可發現第1大持有者-日本的美債部位並未鬆動，英國甚至自2019年以來長期大舉加碼，成為美債第2大買家，只有中國長期顯著減少持有美債。而以**近期美國公債標售結果來看，需求仍十分穩健，海外買家參與度僅略低於歷史平均水準。整體美債地位難撼動。**

### 關稅恐慌下美元指數反向走弱，因市場對美國信心下降



資料來源：Bloomberg。

### 外國持有美國公債變化



資料來源：Bloomberg。

## 中國去美元化—美元霸權難撼動, 但仍有其升貶週期

中國積極推動去美元化策略, 包括增加人民幣跨境使用、擴大與俄羅斯等國的本幣交易、發展數位人民幣(e-CNY), 並大幅減持美債。由人行黃金準備可以看出, 不論是黃金存量或是佔整體央行準備, 都呈現明顯增加。

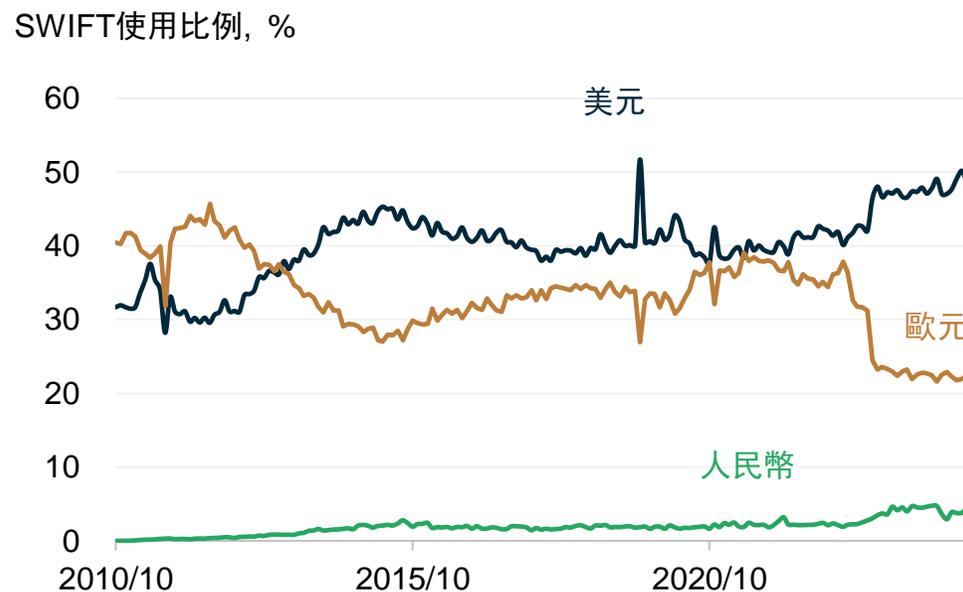
此舉雖短期效果有限, 但在地緣政治持續緊張與美國政策可信度下降的背景下, 難免對全球央行準備結構產生影響。但由於**人民幣國際化程度提升有限, 避險需求可考慮國際支付系統使用比重僅次於美元的歐元、日圓等。**

### 中國持有黃金存量與變動趨勢



資料來源: Bloomberg。

### 美元、歐元及人民幣在國際支付系統(SWIFT)使用比重



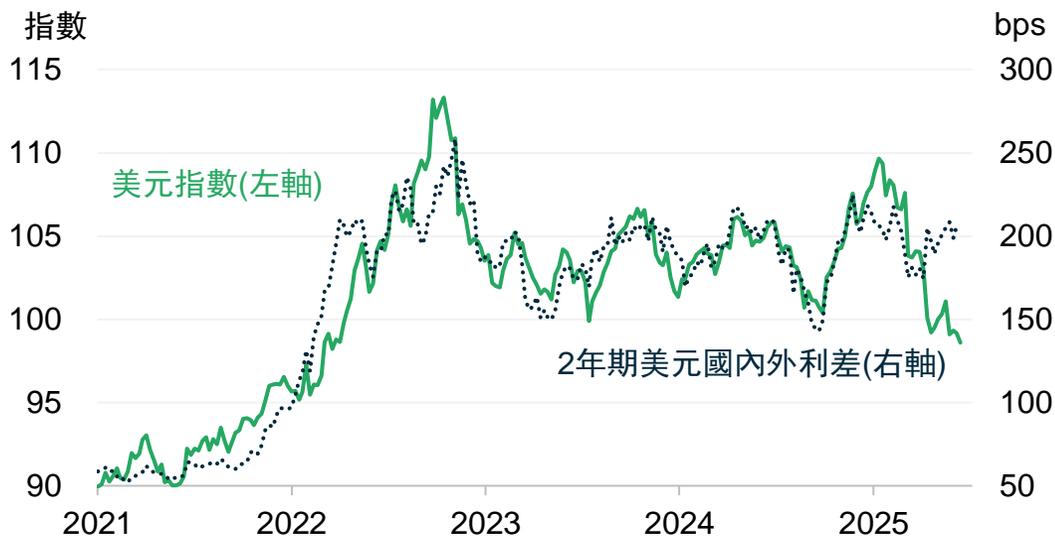
資料來源: Bloomberg。

# 美元 | 利空因素猶存, 延續偏弱格局, 修正幅度端視聯準會降息步伐與歐洲財政刺激

美元指數年初至今下跌約10%, 創下3年新低。Q3恐延續弱盤格局, 主因:

- 1)政策風險: 川普推動關稅的模式雖不再如4月初般極端, 但其政策與發言依舊具有高度不確定性, 難以令市場的「疑美論」消除。在其改變如此施政模式前, 投資人自美元資產向外多元分散布局的情勢恐難改變。
- 2)美元國內外利差收斂: ECB明示降息循環接近尾聲, 聯準會則可能於Q3末重啟降息, 意味著利差料再度趨於收斂。
- 3)歐元區國防支出: 若Q3歐洲針對提高國防支出的立法與監管鬆綁順利推進, 料助長歐洲經濟結構性轉強的預期, 屆時歐元將有進一步走強空間。

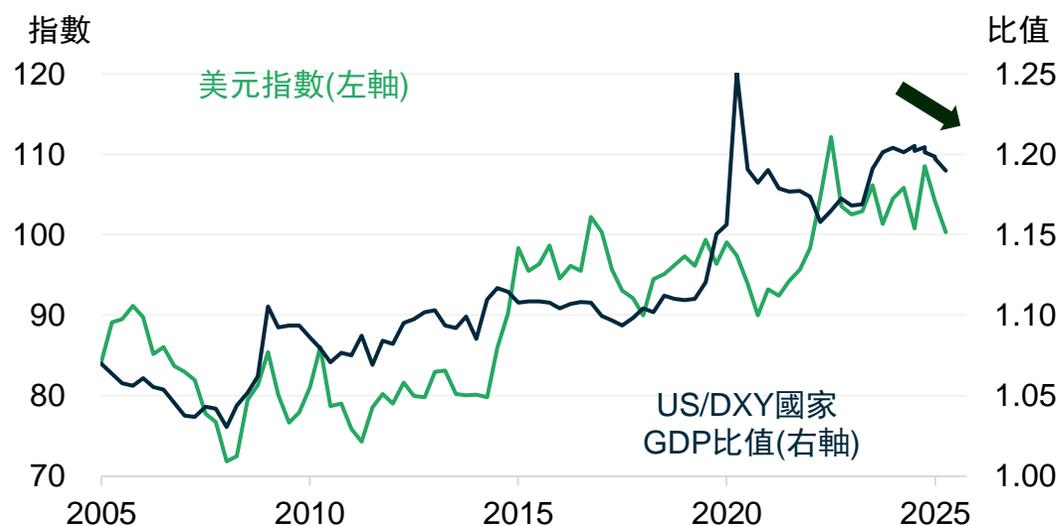
### 聯準會若重啟降息, 利差收斂將不利美元



註: 藍線為2年期美債利率減2年期加權海外利率(以美元指數權重對德國、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之公債利率加權計算)。

資料來源: Bloomberg。

### 歐洲經濟結構性轉強推升歐元, 美元相對轉弱



註: DXY國家指歐元區、日本、英國、加拿大、瑞士、瑞典, 以該國貨幣占美元指數權重做加權平均計算。

資料來源: Bloomberg。

## 關稅政策與供應鏈再造—從友岸外包到美國製造？

自2018年起，美中貿易戰開啟，美國對數千億中國商品課稅，重塑供應鏈結構。為因應成本上升，企業加快生產基地多元化，尤其向墨西哥、越南等地移轉，其中也不乏中國企業借第三地轉口出貨美國「洗產地」，以規避關稅的情形。

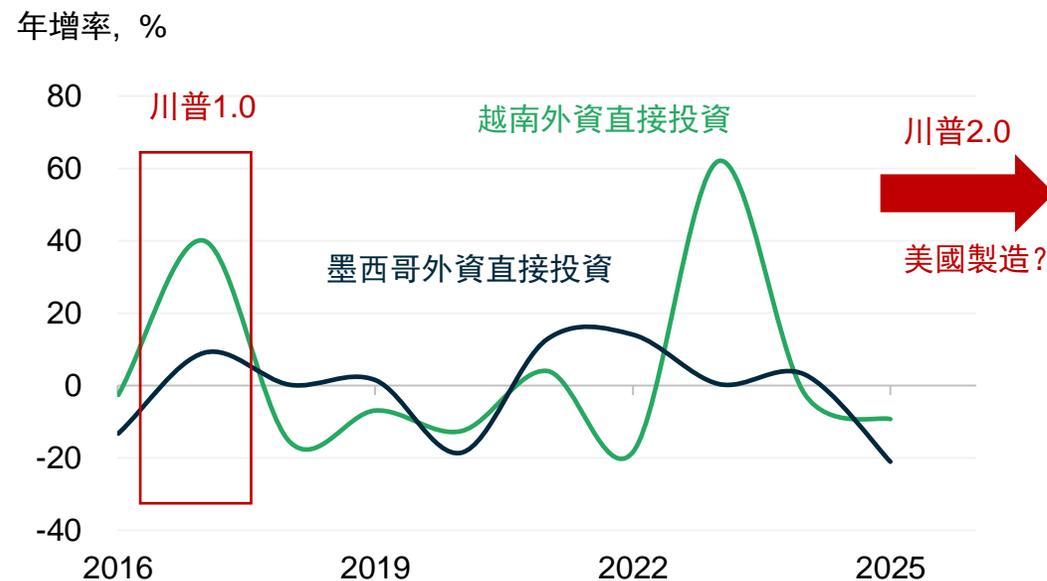
川普全球對等關稅，雖然是為了打擊不公平貿易，並推動製造業回流美國，但不論是進口成本上升，或美國製造比重增加，都將加劇通膨壓力。事實上，**供應鏈「去中國化」政策與國安戰略緊密相連，顯示關稅早已超越經濟層面，成為地緣政治工具。**

### 中國對美國及東協出口變化



資料來源：Bloomberg。

### 墨西哥與越南FDI流入年增率



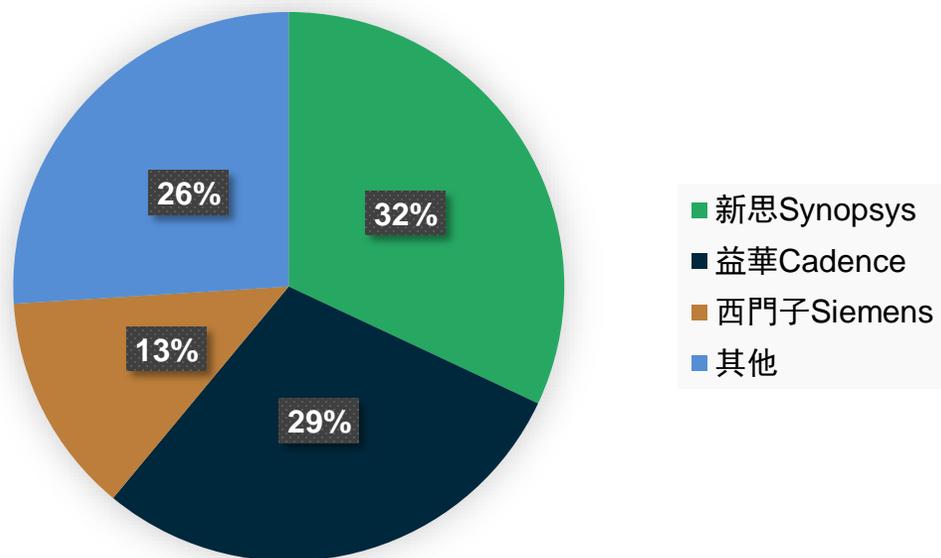
資料來源：Bloomberg。

## EDA出口管制與戰略意義—科技戰將成美中新常態

美國針對先進製程晶片與EDA(電子設計自動化)軟體實施出口管制，遏制中國科技發展。EDA是半導體設計最關鍵工具，新思Synopsys與益華Cadence市佔率超過60%。出口禁令打擊中國晶片企業創新能力，也使全球科技供應鏈進一步分裂。

回顧過去幾年，美中戰略競爭從貿易戰擴大到科技戰，美國最重要的戰略即封鎖中國晶片取得途徑，並拖延中國在半導體領域的發展速度，目的在保留尖端技術壟斷優勢與遏制主要競爭對手。即使在川普關稅談判下，可能對EDA或其他產品網開一面，但觀察川普及拜登時期，此一戰略即使經過政黨輪替也未改變，預計將成為未來美中新常態。

EDA軟體全球市佔率圖



資料來源：維基百科。

美國高科技出口限制清單

| 時期     | 限制      | 敘述                     |
|--------|---------|------------------------|
| 川普第1任期 | 華為禁令    | 禁止美國企業使用華為、中興生產的電信設備   |
|        | 設備禁令    | 禁止ASML的EUV設備出口中國       |
|        | 晶片禁令    | 禁止輝達、AMD的AI晶片及高階晶片出口中國 |
| 拜登任期   | 人才管制    | 限制美國公民協助中國研發高階晶片       |
|        | 雲端管制    | 限制雲端服務商向中國AI公司出租雲端服務   |
|        | 第三方案制   | 限制第三方國家出口高階晶片到中國       |
|        | AI擴散規則  | 將全球各國分為三級管制AI晶片供貨      |
|        | 廢AI擴散規則 | 廢除拜登公布的AI擴散規則          |
| 川普第2任期 | AI晶片禁令  | 禁輝達降規版H20晶片出口中國        |
|        | EDA禁令   | 禁止向中國供應電子設計自動化(EDA)軟體  |

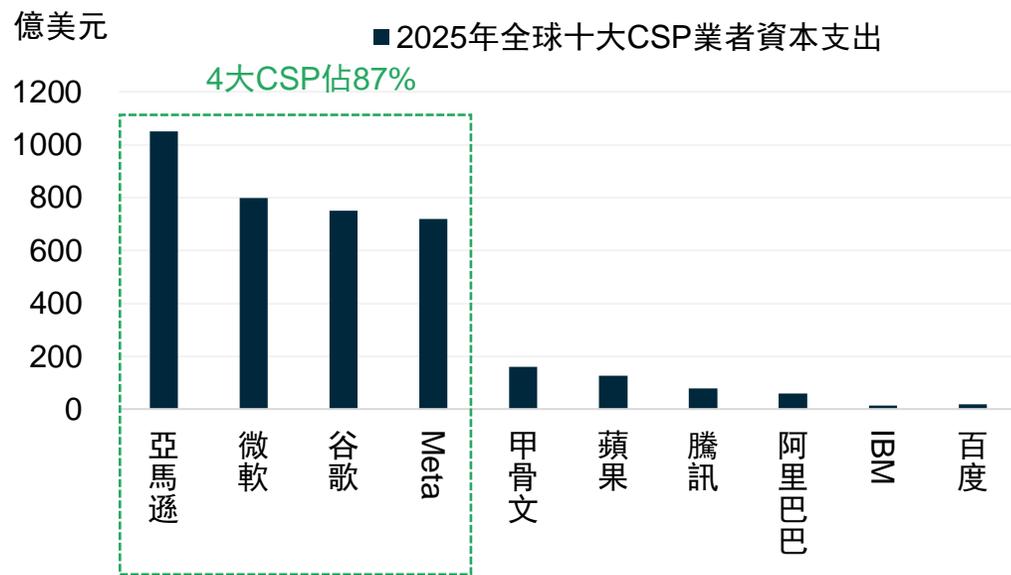
資料來源：國泰世華銀行整理。

## AI概念股回溫, 有利科技股走強, 但留意半導體關稅的潛在壓力

隨著貿易戰降溫, 市場重新聚焦AI題材, 黃仁勳於5/29財報發表中表示, B200將加速出貨, 同時表示現在的訂單高於先前, 此外, 台積電在6/3的股東會中表示, AI需求依舊強勁, 且機器人晶片的訂單也已開始生產, 使得市場重新聚焦AI話題。觀察主要雲端業者資本支出狀況, 除了今年大幅成長外, 明年的資本支出規模也將持續擴大, 尤其是4大雲端業者, 資本支出力道更是不手軟。

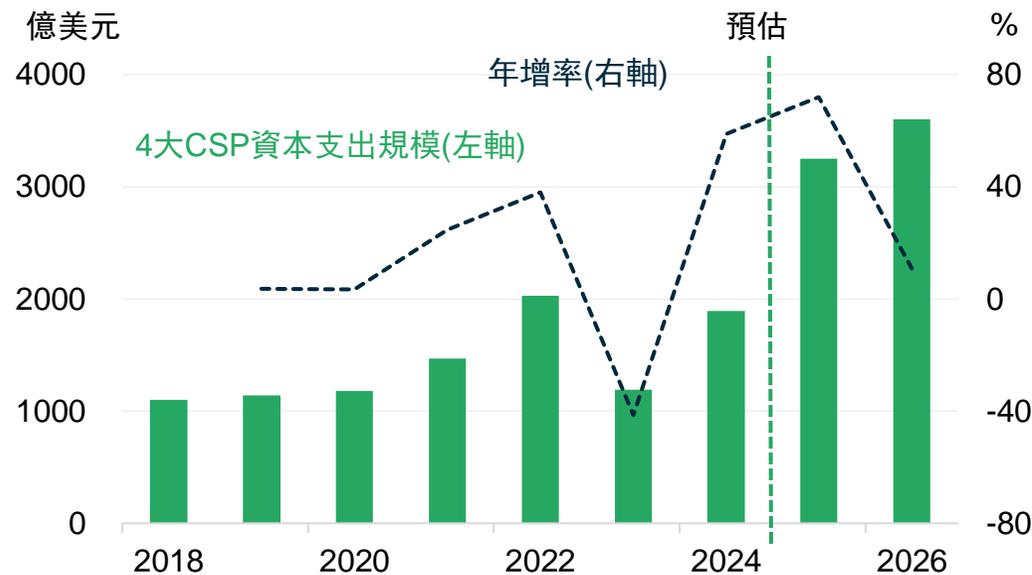
從科技股盤勢來看, DeepSeek問世後, 一度讓市場擔心算力過剩問題, 也造成科技股大幅回調, 但黃仁勳重申, DeepSeek反而加速AI的普及, 呼應CSP擴大資出的態勢, 仍有利科技股走強。不過, 後續留意川普的半導體關稅, 可能讓股市有短線拉回, 但之後仍可望再創新高。

### 2025年10大CSP業者資本支出狀況



資料來源: MS, 各大公司財報。

### 4大CSP對AI的投資仍不縮手



資料來源: Bloomberg預估。

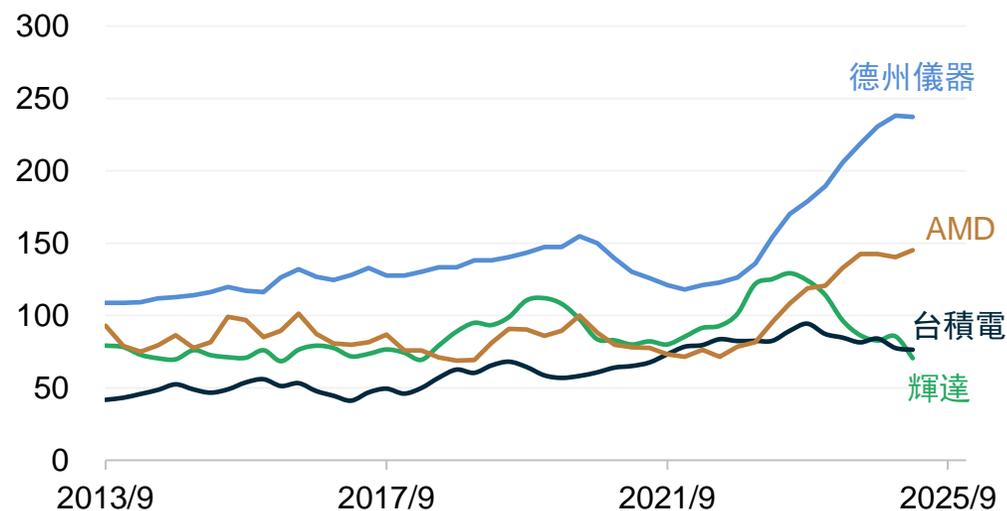
## 半導體景氣循環呈現分化

2020–2022年全球瘋搶晶片，企業過度下單與擴產，導致2023年起進入庫存調整期。美國半導體企業如英特爾與輝達，皆經歷出貨減緩與股價大幅修正，這反映產業高度週期性特徵，也考驗企業資本支出與庫存控管策略。

半導體營收年增率自2023年9月觸底反彈，至今已歷經7個季度，若依半導體產業週期3.5~4年來看，景氣上升週期有可能已接近尾聲，接下來又要進入庫存調整的產業下行週期，然而本波科技業復甦主要聚焦在AI，特別是輝達和台積電雙雄，目前出貨大幅成長，庫存週轉天數下降，與其他晶片業者庫存偏高相比有所不同，顯然下半年半導體景氣仍呈現分化，關注焦點除了輝達能否再創新高，也需留意其他半導體業者庫存去化問題。

### 主要半導體企業庫存天數變化

庫存週轉天數

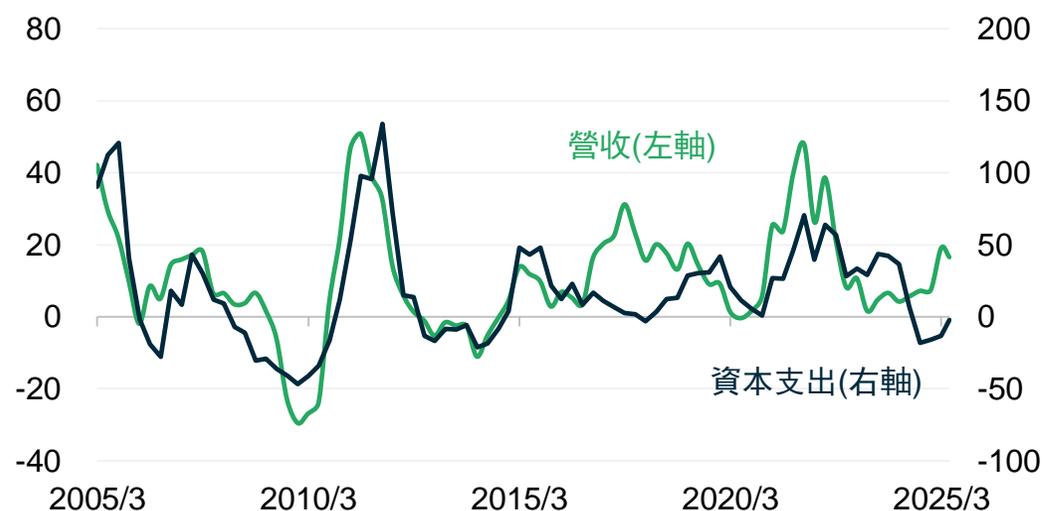


資料來源：Bloomberg。

### 半導體資本支出與營收年成長率

年增率，%

年增率，%



資料來源：Bloomberg。

---

## 金融市場動向

---

# 美股 企業擴大資本支出, 支撐獲利持續成長

隨著貿易戰問題緩解, 市場重新聚焦基本面, 尤其是AI的投資, 根據統計, 美國4大雲端業者2025年的資本支出已超過3000億美元, 當中包括亞馬遜1050億美元、微軟800億美元、谷歌750億美元、Meta 720億美元, 其中, 過半數都是用於AI的投資, 展望明年, 資本支出更是攀升至3600億美元。反映在各類股上, 科技、通訊服務持續引領企業資本支出, 公用事業因為AI的能耗需求, 也大幅增加資本支出。另外, 金融股運用AI強化量化投資, 工業股專注在機器人的發展與製程優化, 健護運用AI在藥物開發、影像判讀。

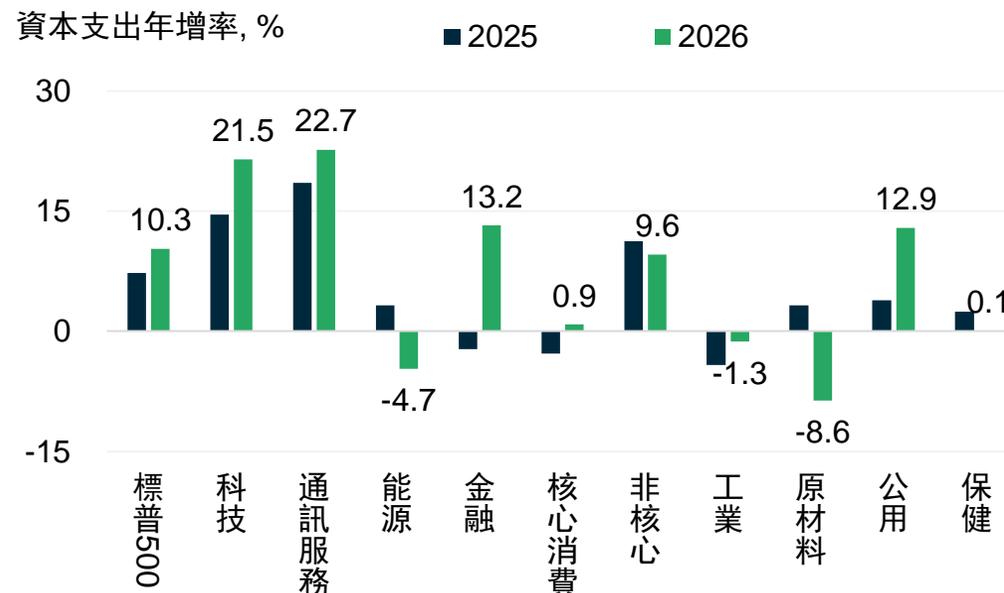
對企業獲利而言, 企業的資本支出, 隱含對未來獲利的成長性, 過去3年, 因為去庫存因素, 使得獲利連續走跌, 不過, 隨著AI的興起, 企業加大投資, 也帶動企業獲利成長, 即使2025年受到川普貿易戰的影響, 預期今年標普500企業獲利約有9%的成長, 明年甚至上看雙位數的成長。

企業擴大資本支出, 支撐獲利持續成長



資料來源: Bloomberg, FactSet預估。

AI成為顯學, 科技、通訊、公用事業類股加大資本支出



資料來源: Bloomberg預估。

# 美股 關稅衝擊降低有助風險偏好提升, 但評價面再度偏高, 大幅擴張空間有限

今年上半年股市, 大致隨貿易不確定性擺盪。4/2川普推出對等關稅, 市場恐慌情緒大幅飆升, 股價隨之重挫, 市場評價面也大幅下調, 不過, 隨著美國和英國達成協議、中國與美國也互降關稅, 使得全球貿易不確定性隨之降低, 進而帶動評價面的修復。

不過, 即使貿易衝擊逐步降低, 美股的評價面也難以大幅擴張, 主要的理由仍是美國的高利率環境, 加上目前評價也來到5年均值之上, 預期評價面也難有大幅擴張的空間。整體而言, 企業獲利雖有支撐, 但評價面受到壓抑, 預期標普500指數將是震盪走高格局。

貿易不確定性降低, 有助評價面修復



資料來源: Bloomberg。

美股評價高於均值之上, 預期評價擴張空間有限



資料來源: Bloomberg。

# 科技 特斯拉Robotaxi將是下半年科技亮點

特斯拉推出自動駕駛載客服務Robotaxi，身為自駕載客的後進者，相較載客已突破1000萬人次的Waymo，特斯拉的優勢在於它的人工智慧自駕系統過去已對自用車主釋出，效果令人驚艷。而Waymo則是使用光學雷達搭配高精度地圖，相對之下成本較高，也沒有大量的車輛可以使用，普及速度較慢。

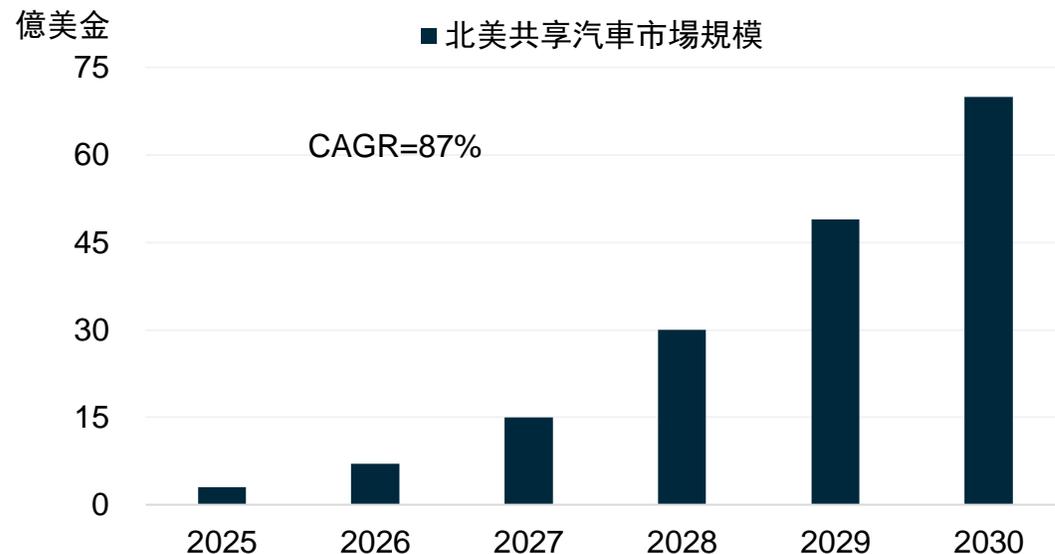
若特斯拉Robotaxi順利普及，代表AI應用由大語言模型擴及實體世界Physics AI，消費者不但可以享受無人駕駛服務，甚至能把自家的特斯拉汽車送上路執行載客服務賺取收入，由於想像空間大，背後代表的軟硬體及服務收入都相當可觀。

## 美國自駕載客服務的試點城市



資料來源：Google Maps, 國泰世華銀行整理。

## 共享汽車市場規模將隨自駕普及而快速擴大



資料來源：高盛預估。

# 歐洲 降息的提振效果將浮現，然復甦步伐仍受關稅牽動

過去一年ECB累計降息8碼，Q2貨幣供給相較去年成長4%，已大致回到疫情前水平，顯示**資金環境已不再緊俏**。根據過往經驗，後續可望逐步帶動企業信心改善、民間需求回溫等，**有助歐元區景氣逐步回暖**。

然而，**上述情勢順利與否，關鍵在於美歐貿易談判與最終關稅稅率**。根據ECB預測，若最終稅率維持於10%，歐元區景氣將遭受短暫負面衝擊，今年GDP將由年初預測值1.1%降至0.9%；若美歐談判成功引導稅率調降，則增速可望上修至1.2%，並於明年起回到長期水平1.4%之上。

貨幣供給回升，資金環境趨於寬鬆有利景氣回溫



資料來源：Bloomberg。

關稅最終稅率將左右景氣復甦步伐

| 情境 | 預測項目 (Y/Y%) | 2025 | 2026 | 2027 |
|----|-------------|------|------|------|
| 基本 | 實質GDP       | 0.9  | 1.1  | 1.3  |
|    | CPI         | 2.0  | 1.6  | 2.0  |
| 樂觀 | 實質GDP       | 1.2  | 1.5  | 1.4  |
|    | CPI         | 2.0  | 1.7  | 2.1  |
| 悲觀 | 實質GDP       | 0.5  | 0.7  | 1.1  |
|    | CPI         | 2.0  | 1.5  | 1.8  |

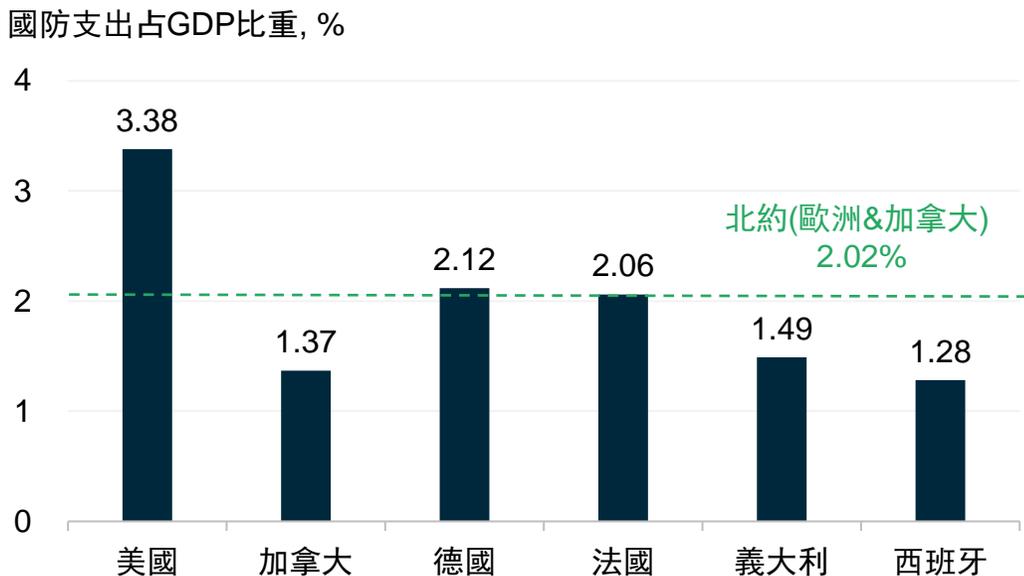
註：ECB基本情境假設美國對進口商品徵收10%關稅、對中國徵收20%；樂觀情境為10%(但對歐洲關稅為0%)；悲觀情境為美國對各國恢復原對等關稅稅率、對中國徵收120%。  
資料來源：ECB預估。

# 歐洲 擲節政策轉向, 歐洲經濟可望迎來轉折點

北約峰會於6/24-25登場, 此前各國外長、防長會議大致達成共識, 將國防支出占GDP比重目標由2%提高至5%(2032年達成)。另外, 歐盟將透過「重新武裝歐洲計畫」鬆綁財政限制並提供貸款, 釋出約8000億歐元資金, 意味著未來數年歐洲各國將大舉增加國防支出。

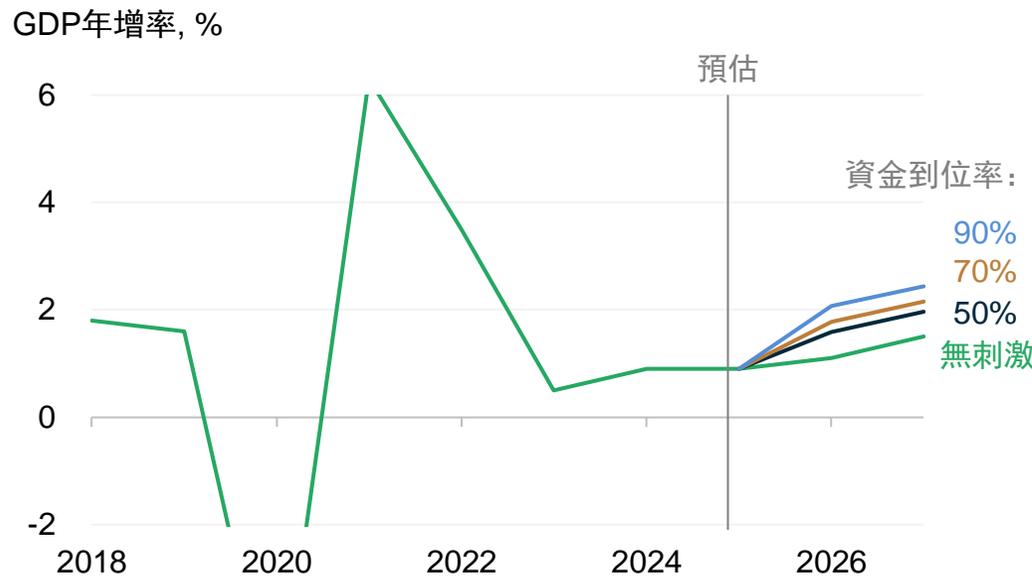
假設資金於2026年起的5年內平均投入, 在不同資金到位率假設下, 對歐元區GDP提振效果為**0.5-0.9%**, 將推升**2026、2027年GDP至1.6-2.1%、2.0-2.4%**, 將顯著高於疫情前20年的長期平均**1.4%**。由此來看, 未來歐元區財政政策的擴張, 可望成為基本面改善的結構性因素。

## 在川普政府引導下, 北約計畫大幅度提高國防支出



資料來源: NATO。

## 財政(國防)支出可望明顯提振歐元區景氣



註: 2025-2027GDP原估計值採IMF 2025/4資料。假設8000億資金於2026年起5年平均投入。  
資料來源: IMF, Bloomberg預估。

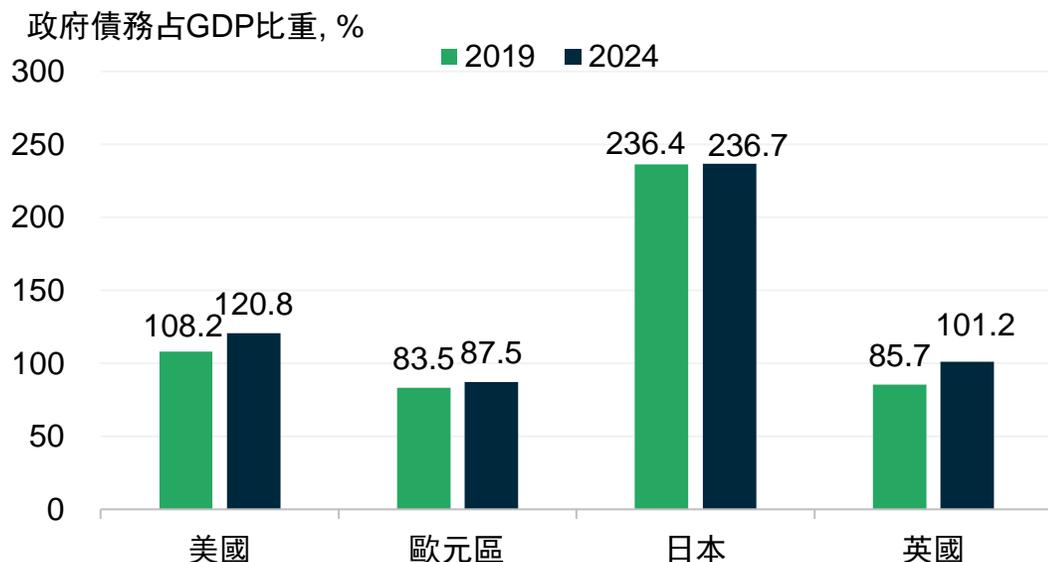
# 歐洲 債務水平、融資成本相對較低，擴張性財政政策暫不致引發債務風險

未來數年歐洲若大舉擴張財政(國防)支出，是否如美國般引發債務疑慮？研判可能性不大，主因：

- 1) 過去一年ECB幅度高於主要央行，引導歐洲公債利率下降。對各國政府而言，意味著融資成本下滑，利息支出壓力並不若美國嚴峻。
- 2) 新冠疫情影響過後，歐洲各國重拾摺節立場，赤字率由2021年的5.1%降至3.1%，大致回到歐盟3%規範，並低於美國的6.6%、英國的4.8%。而歐元區整體政府債務占GDP比重87.5%，最大經濟體德國僅62.5%，亦明顯低於其餘主要成熟國家。

整體而言，**歐元區利率水位明顯較低、債務水平相較各國亦仍有擴大空間，預料債務情勢暫不致引發市場疑慮。**

## 長期摺節後，歐洲債務水平、近年增量相對較低



資料來源：Bloomberg。

## 歐洲公債利率低於主要成熟國家

| 國家 | 融資成本(公債利率, %) |      |      |
|----|---------------|------|------|
|    | 2年期           | 10年期 | 30年期 |
| 美國 | 4.0           | 4.4  | 4.9  |
| 德國 | 1.9           | 2.5  | 3.0  |
| 法國 | 2.0           | 3.3  | 4.0  |
| 英國 | 3.9           | 4.5  | 5.3  |
| 日本 | 1.5           | 2.9  | 3.1  |

資料來源：Bloomberg。

# 歐元 利多因子支持, 歐元仍有上行空間, 但幅度端視關稅、國防支出進展而定

隨政策利率回到ECB估計的中性水平附近, ECB宣告降息循環接近尾聲, 市場預期僅存1碼降息空間, 隨後將轉為按兵不動。而下半年隨聯準會料重啟降息, 美歐利差將由擴大轉為收斂, 成為歐元匯價的有利因子, 惟Q3仍需觀察兩點因素:

- 1) **利差收斂步伐**: 若7/9後對等關稅調升幅度較大, 導致歐元區經濟前景再度惡化, 則ECB恐被迫額外降息, 導致美歐利差收斂時點延後。
- 2) **國防支出進展**: 歐盟預計於6月通過《國防綜合法案》, 意在簡化歐洲提高國防支出與發展防衛產業的法規限制與立法流程。若法案順利推進, 下半年起各國編列2026財年預算將得以突破債務限制、提高國防支出。屆時財政刺激登場的預期, 以及明年起景氣轉強的可能性, 將可望帶動歐元再度走揚。

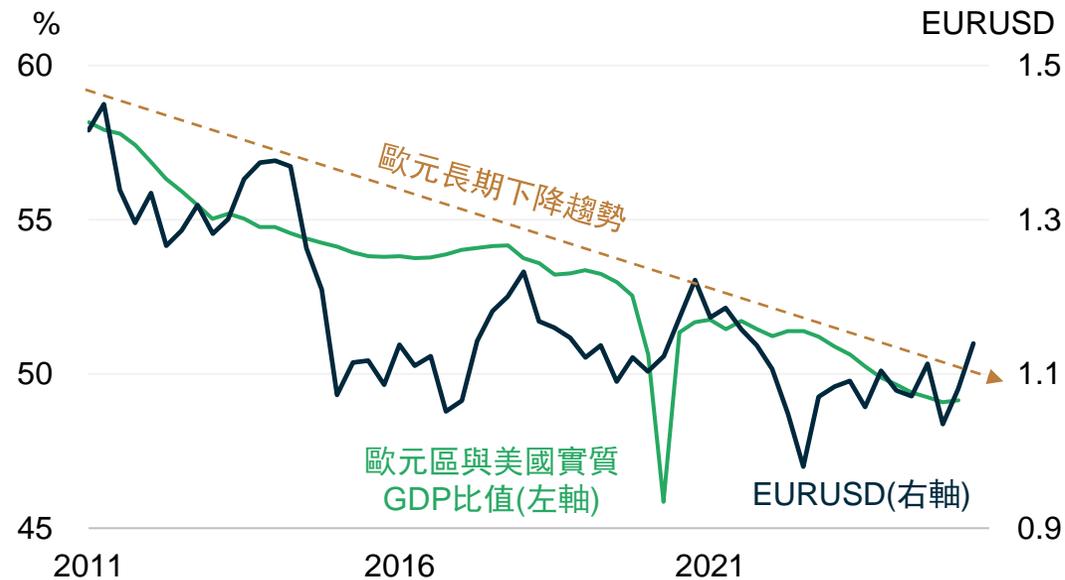
## ECB降息逼近尾聲、聯準會料重啟降息, 利差可望收斂

政策利率, %



資料來源: Bloomberg預估。

## 若歐洲景氣順利轉強, 將有助歐元進一步走揚



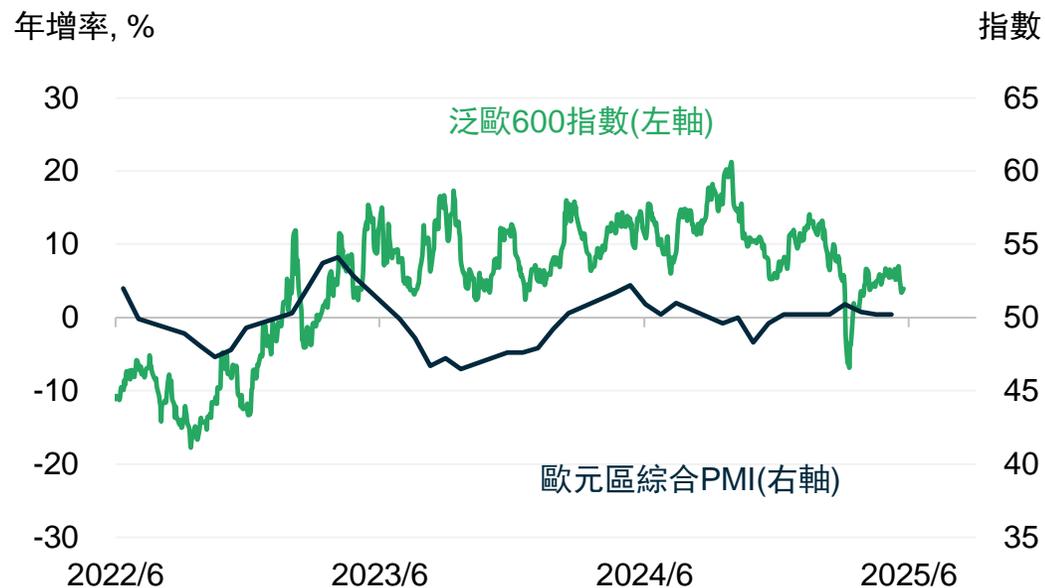
資料來源: Bloomberg。

# 歐股 財政政策刺激景氣, 推動指數逐步墊高

歐洲央行自2024/6展開降息, 目前已降息8次, 並將存款利率降至2%, 寬鬆步調有利於刺激景氣, 也使得歐元區景氣呈現緩步復甦的態勢。景氣見底, 股市展開反彈, 但由於歐股科技比重較低, 整體成長幅度較為溫和, 因此受到的關注遠不如美股。

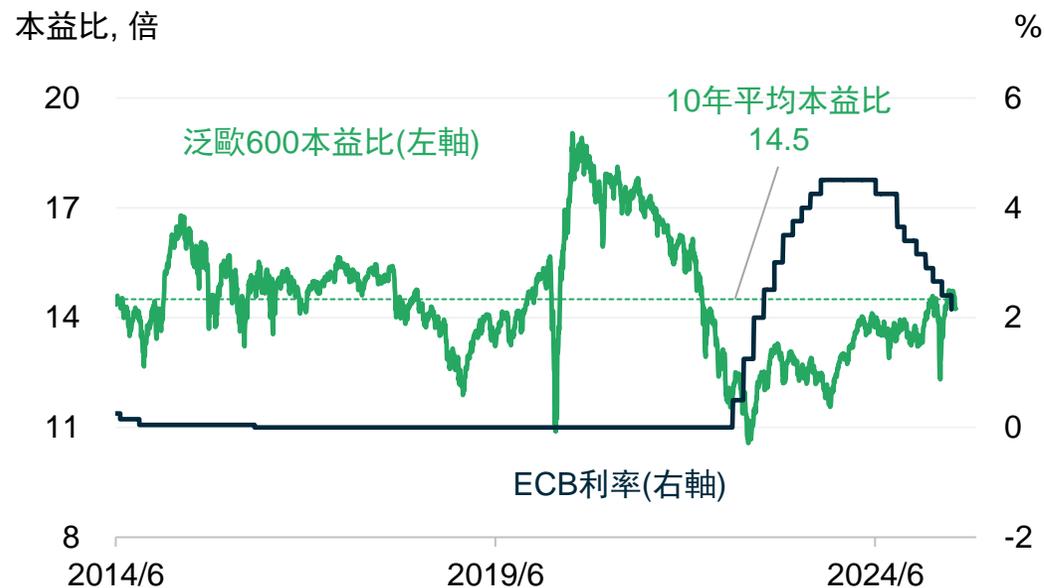
歐股長期本益比約在14.5倍左右, 而目前已接近此一水準, 若下半年ECB暫停降息, 代表評價面偏低的優勢將告一段落, 然而在歐洲各國啟動財政政策, 擴大國防支出下, 將帶動軍工、機械、鋼鐵等產業復甦, 將成為新一波成長動能, 有望推動指數逐步墊高。

### 歐洲景氣緩慢復甦, 指數逐步墊高



資料來源: Bloomberg。

### 歐股本益比接近10年平均



資料來源: Bloomberg。

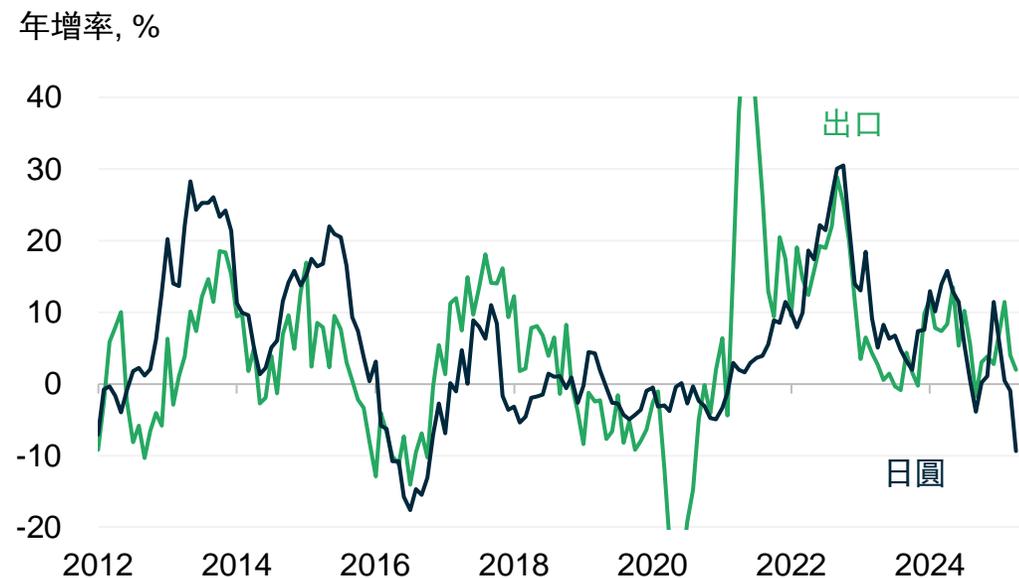
## 日本 關稅風險下，基本面短期承壓，預料BOJ持續按兵不動

今年起日圓止貶回升，已對出口產生負面影響。與此同時，關稅風險導致企業轉趨保守，資本支出展望降至3年新低，若不確定性持續存在，企業放緩投資力道的可能性將加大，雙雙成為日本景氣的短期壓力來源。

通膨方面，日本就業市場依然緊俏，勞動力供不應求的狀況，意味著薪資成長的趨勢有望延續，可能成為關稅影響過後，通膨回升的潛在推手。

綜上所述，短期景氣走軟的壓力，將令BOJ在Q3持續按兵不動。但若美日最終達成貿易協議、稅率自原對等關稅水平下調，日本景氣可望重拾擴張，通膨則有再度上行風險。有鑑於此，預料BOJ長線退出寬鬆政策的方向仍未轉變。

### 日圓走升對出口產生壓力



資料來源: Bloomberg。

### 預料薪資成長趨勢不變，成為通膨潛在推手



資料來源: Bloomberg。

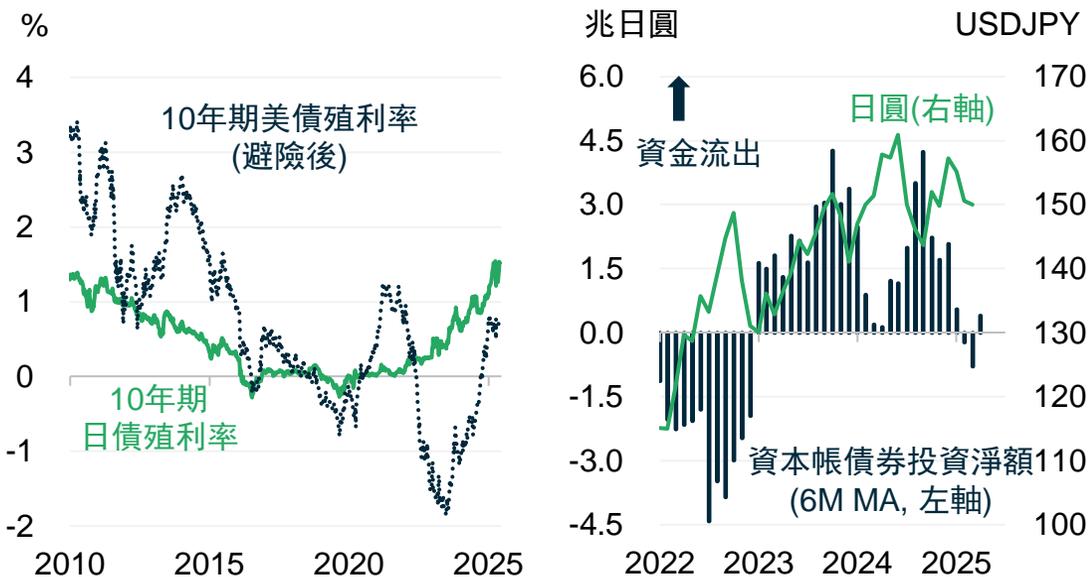
# 日本 長線而言日債吸引力提升, 留意資金挪移效應

隨BOJ升息與縮減資產負債表, 日債利率脫離長期低位。值得注意的是, 過去三年以來海外債(扣除避險成本)收益已不若日債, 意味著日本長線機構投資人需提高信用曝險(海外公司債)以拉抬收益率, 抑或選擇增持國內債券。以全球最大養老金日本GPIF為例, 2020年隨美債殖利率(避險後)低於日債, 已逐漸提高國內債券部位。而過去三年日債利率走揚, 持債規模則進一步提高, 並降低海外債部位。

對於金融市場而言, 可能的影響有二:

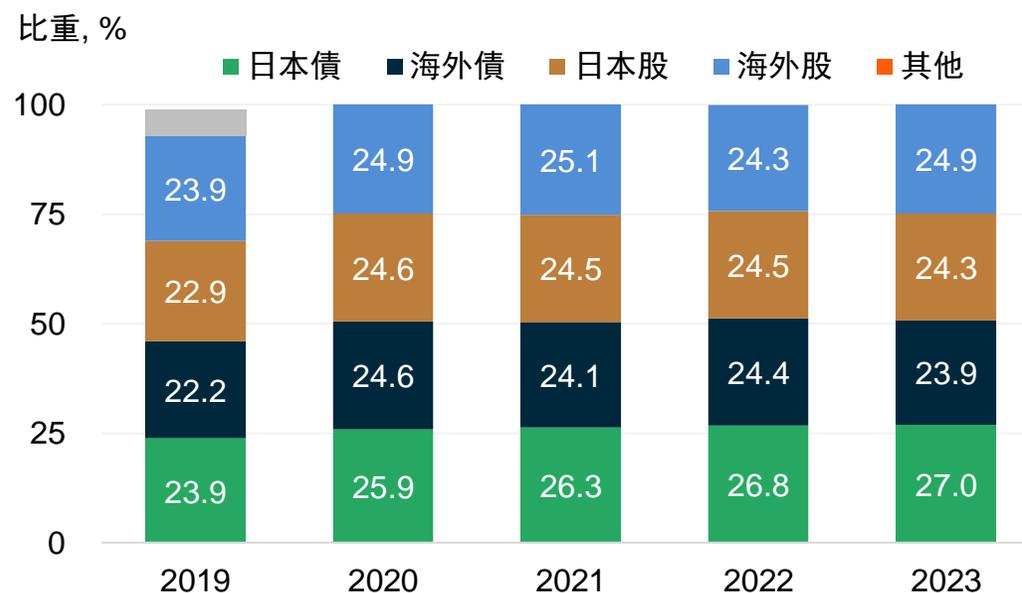
- 1)日本資金對於美債的買盤力道收斂, 已反應在去年起國際收支帳中, 債務證券淨額大幅收斂的情勢之上。
- 2)資金流出導致日圓匯價弱勢的狀況可望逐漸改善。

### 美債利率(扣除避險成本)低於日債利率, 資金流出減弱



註: 避險成本以當期日圓匯率與12個月遠期匯率之差距計算。  
資料來源: Bloomberg。

### 世界最大養老金日本GPIF過去五年持續增持日債



註: 年份為財年。  
資料來源: GPIF。

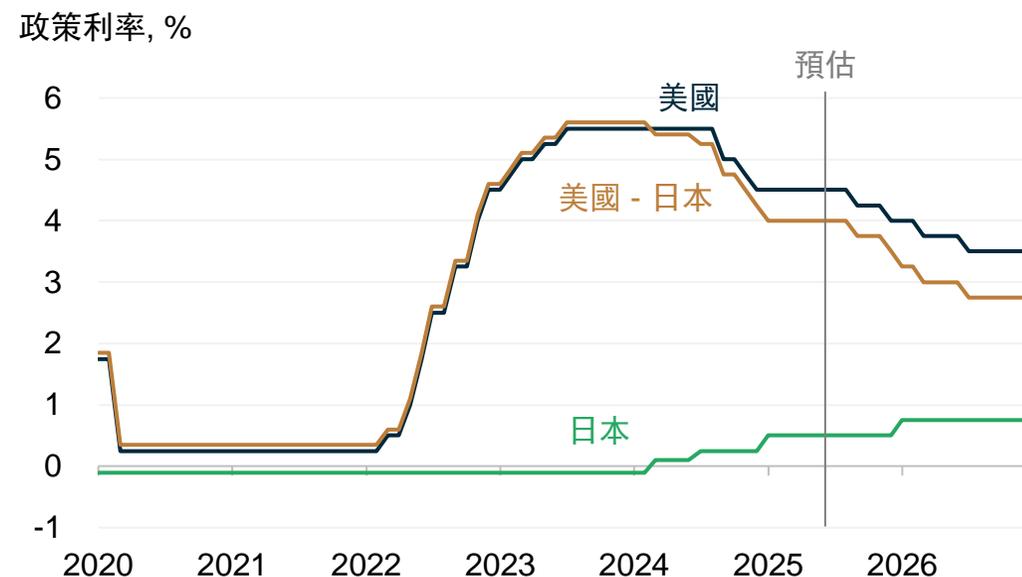
# 日圓 美日利差收斂步伐暫且停止, 日圓區間波動

川普關稅政策及其對景氣的影響仍不明朗, 聯準會、BOJ短期內皆有意維持觀望立場, 導致美日利差由收斂轉為走平, 意味著Q3日圓仍難脫離區間波動情勢。

長線而言, 未來若關稅政策底定, 且未大幅提高至原對等關稅稅率水平, 對日本景氣影響預料相對可控, 屆時聯準會、BOJ可望分別重回降息、升息循環, 長線美日利差重回收斂, 日圓則有轉強的可能性。另外, 兩點因素亦將牽動日圓:

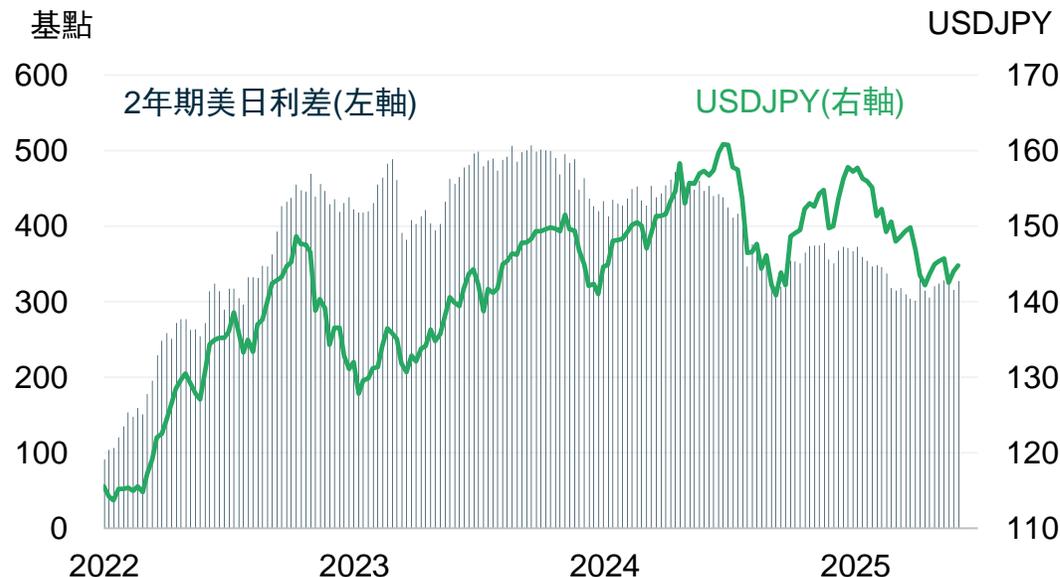
- 1) 若未來美日貿易談判觸及匯率議題, 市場升值預期可能隨之升溫, 將成為日圓升勢的潛在推手。
- 2) 日債利率揚升, 可能助長國內外投資人增持誘因, 意味著資金流出力道減弱, 亦有利日圓匯價。

市場預期美日央行Q3按兵不動



資料來源: Bloomberg預估。

在聯準會降息、BOJ升息預期升溫前, 利差恐變化不大



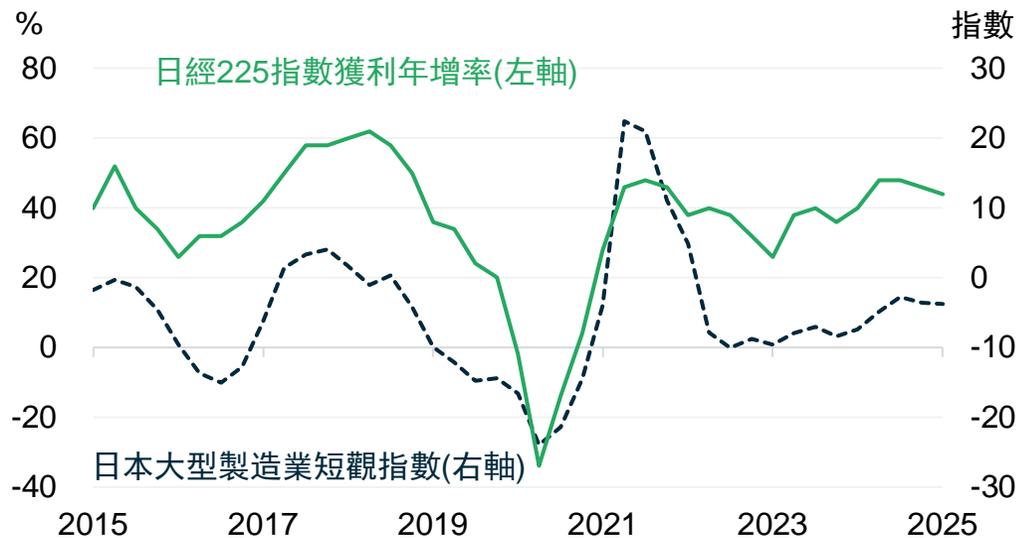
資料來源: Bloomberg。

# 日股 日本景氣復甦驅動獲利成長, 企業股票回購也屢創新高

隨著日本通膨回升, 逐步擺脫失落三十年的困境後, 日本的企業信心也明顯回升, 根據短觀報告指數, 無論是製造業或非製造業而言, 企業對未來的信心都處在3年來的高位, 因為企業獲利逐步逐步攀升, 市場預估, 今年獲利成長6%, 明年甚至有12%的成長, 有利股市緩步墊高。

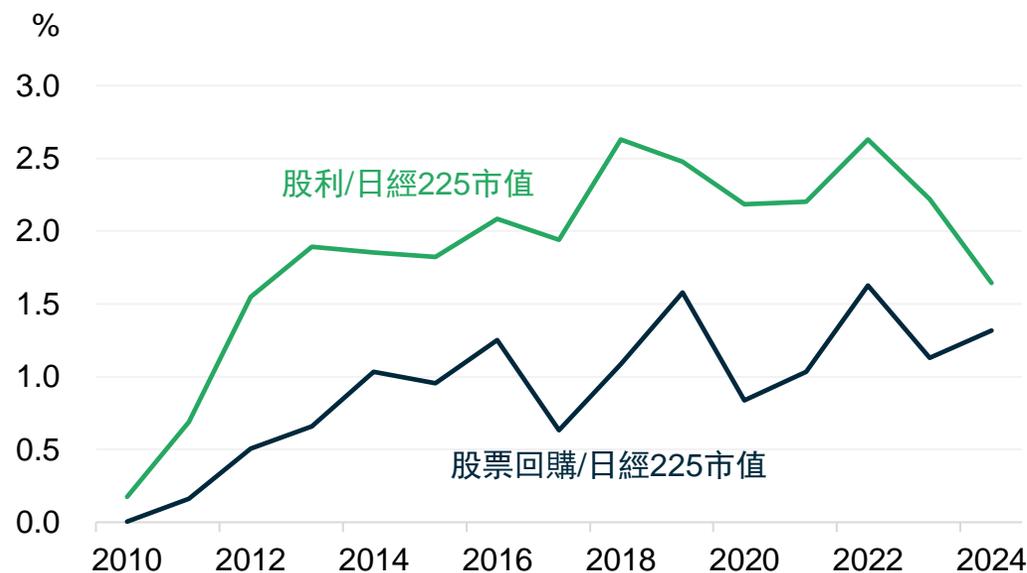
另外, 日本證交所自2021年進行改革措施以來, 日本企業積極響應, 大幅提高股票回購, 持續提高股東權益, 因此, 也吸引巴菲特關注, 大力買進日本五大商社的股票。根據統計, 2024年的回購金額達600億美元, 創下歷史新高。

日本前景改善, 企業信心與獲利同步升溫



資料來源: Bloomberg。

創造股東價值, 日本企業股票回購金額創新高



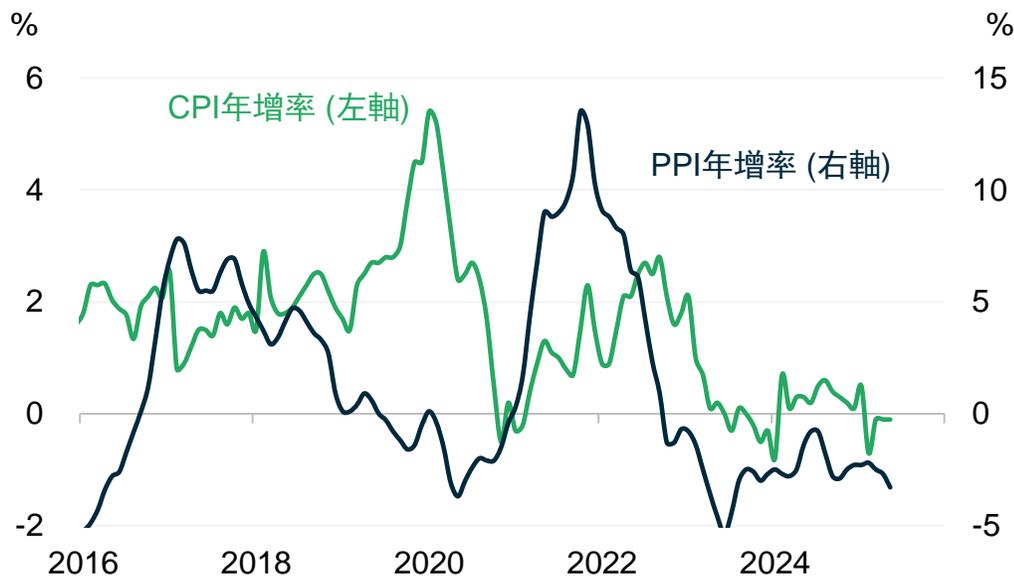
資料來源: Bloomberg。

# 中國 通縮陰霾揮之不去, 人行持續寬鬆政策應對, 設法拉抬社融增長

1. 通縮依舊：中國CPI持續負增長, PPI跌幅甚至達近兩年最大, 顯示**通縮壓力仍揮之不去**。內需疲弱, 加上製造業成本下降, 恐進一步壓制企業投資動能。面對經濟下行風險, 仍舊亟需官方財政政策加碼刺激, 以穩住消費及企業信心。
2. 社融增長：人行面對中國國內疲弱的內需, 僅能持續以寬鬆政策應對, 也讓貨幣供給增長及社融增長有所回升; 惟從社融增長的分項來看, **持續仰賴政府財政政策支撐**, 因此政府公債占社融資量的比例節節攀升。

整體而言, 內需疲弱導致的通縮陰霾環繞, 仍是中國經濟的主要痛處, 人行也只能被迫寬鬆因應, 因此, 中國股市的投資仍應該挑選與AI產業較為相關的新經濟為主(如阿里、騰訊、小米等)。

中國通縮陰霾揮之不去



資料來源: Bloomberg。

人行持續寬鬆政策應對, 設法拉抬社融增長



資料來源: Bloomberg。

# 中國 潘功勝在陸家嘴論壇宣布8項改革開放措施, 助攻金融股

中國人民銀行行長潘功勝在2025年6月18日的陸家嘴論壇上宣布了8項金融改革開放措施, 旨在推動金融市場國際化、數字化和離岸化, 增強上海國際金融中心地位, 促進中港金融市場互聯互通。該些措施除了有利中港股市, 特別是金融等相關板塊, 在美元地位稍受動搖之際, 也有利人民幣國際化的進程。

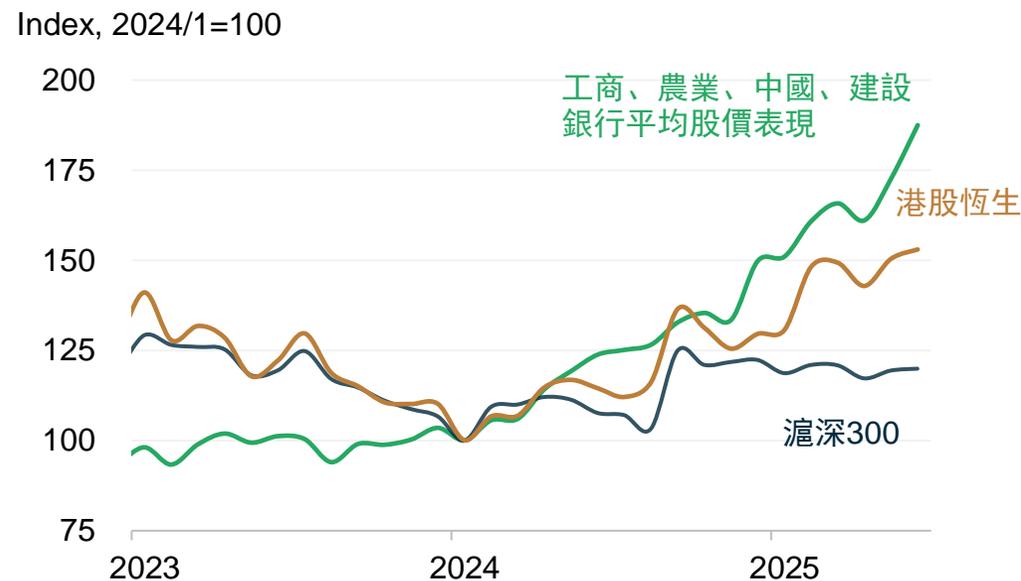
即便中東地緣風險升溫造成市場情緒波動, 潘功勝在陸家嘴論壇宣布的8項改革開放措施, 為市場注入政策信心, 緩衝外部衝擊。在政策穩預期、強信心的基調下, 以四大行為例(中銀、工行、建行、農行), 不僅受惠政策加持, 且展現出通縮陰霾之下穩定配息股的優勢, 股價表現不僅抗跌, 且較大盤呈現逆勢上揚的走勢。

## 8項改革開放措施有利中國股匯市發展

| 措施        | 對股市正面影響   | 措施         | 對匯市正面影響   |
|-----------|---|------------|---|
| 市場開放與互聯互通 | 離岸貿易金融試點、自貿區離岸債等, 有助中港市場進一步融合, 吸引外資; 滬港協同發展方案將增強等金融股吸引力 | 數字人民幣與離岸金融 | 數字人民幣運營中心和離岸貿易金融試點, 將推動人民幣在跨境交易中的使用, 增強人民幣在離岸市場的流動性 |
| 數字人民幣之應用  | 數字人民幣國際運營中心的設立, 可能刺激科技金融板塊, 有利支付系統和區塊鏈相關企業(如騰訊、阿里巴巴)    | 外匯期貨交易     | 人民幣外匯期貨的推出, 有助完善外匯市場工具, 降低企業匯率風險敞口, 吸引更多國際資本參與人民幣交易 |
| 徵信與貨幣政策創新 | 個人徵信機構和結構性貨幣政策工具將提升金融服務效率, 支持中小企業融資, 有利銀行和消費金融板塊        |            |   |
| 市場信心提振    | 8項措施的宣布可能提振A股和H股市場情緒                                    |            |   |

資料來源: 國泰世華銀行整理。

## 中東地緣風險雖升溫, 但政策加持下, 四大行仍表現強勁



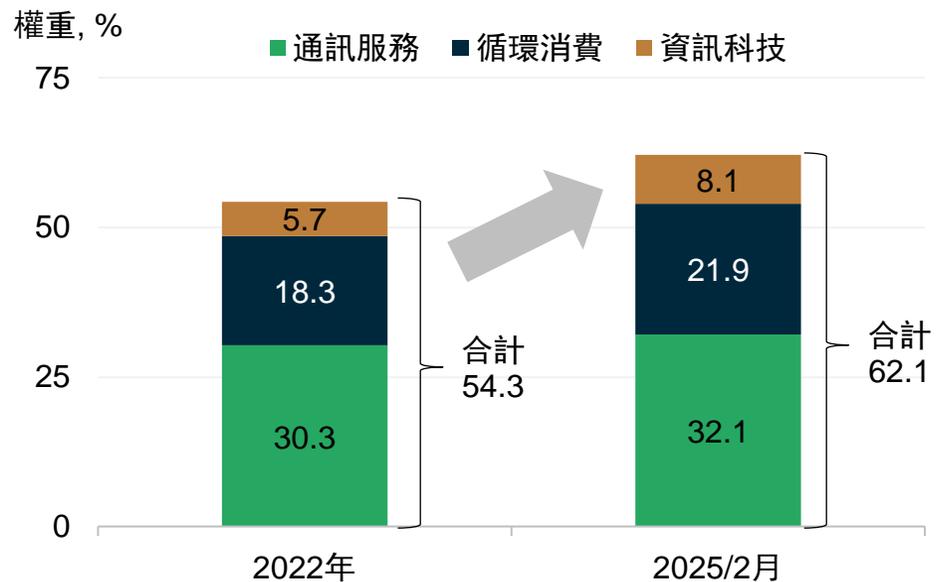
資料來源: Bloomberg。

# 中港股 離岸指數科技股權重較高，基本面較佳，但川普關稅戰下，評價面難擺脫衝擊

雖然中國面臨通縮壓力，總經表現相對疲軟，但由於**1)海外的中國股票指數因科技股占比較高**，較不受到中國總經的拖累；**2)全球AI產業前景明確，中港科技產業的前景較被看好**。此外，儘管外部貿易戰的噪音時有干擾，但川普與習近平6月通話之後，**3)美中談判氣氛有所好轉**。因此，中國離岸指數為投資中國較佳的選擇。

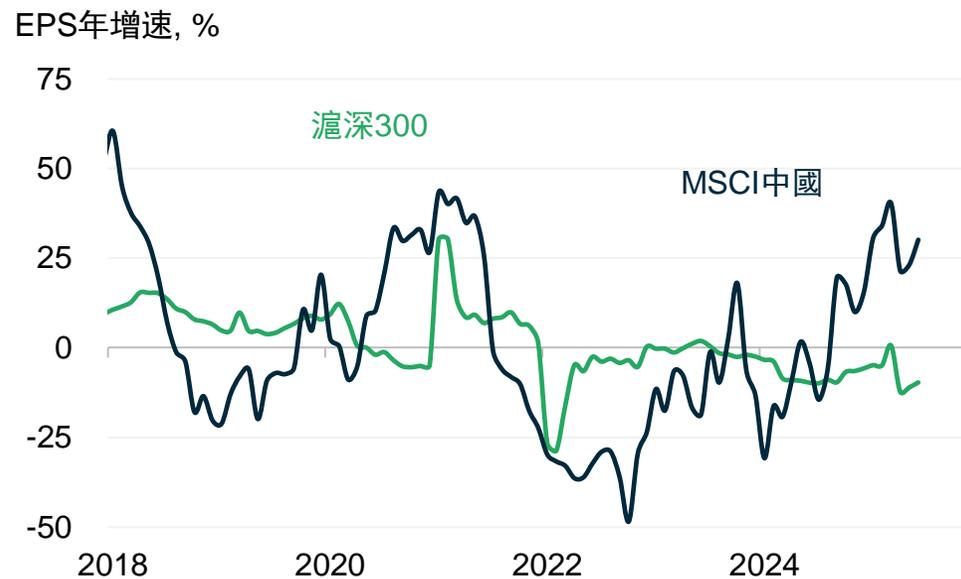
操作上，鑒於上述三大因素，有利中港科技股長線表現，因此可分批逐步伺機布建。此外，鑒於中港股波動較高，美中關係也存在變數，因此較適合以**衛星配置視之，輔以波段操作為主**。

## MSCI中國的科技股權重較過往提高



資料來源：MSCI。

## 離岸指數基本面較佳，為投資中國較佳的選擇



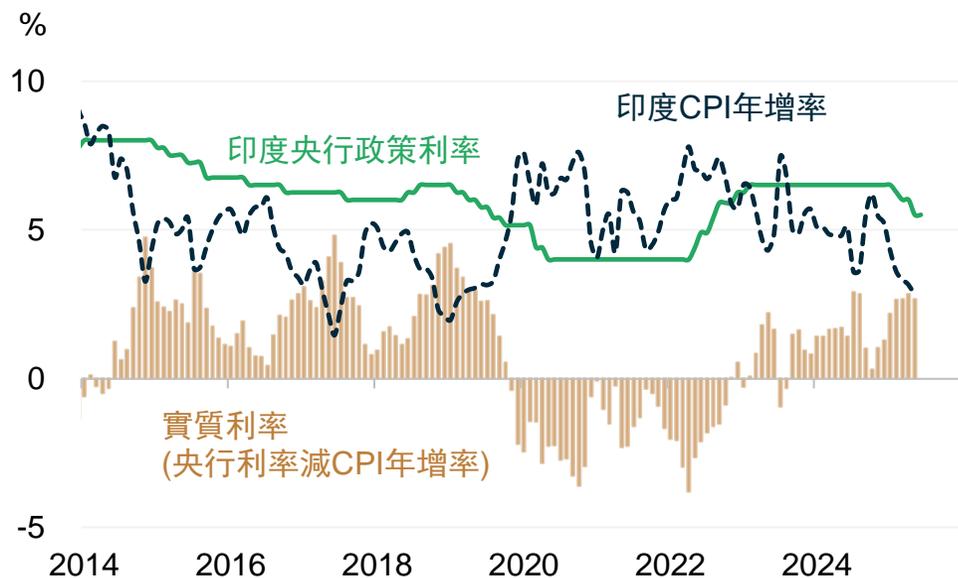
資料來源：Bloomberg。

# 印度 央行延續降息趨勢

貨幣政策：截至今年六月，印度央行已經三次調降政策利率(合計100bps)，原因在於受到食品價格連續六個月下降，CPI年增率已經降至六年低位。另一方面，央行預期GDP增長將由2024年8.2%降至6.3-6.8%。即便已然調降利率100bps，但實質利率(政策利率減CPI年增率)仍近2.7%，遠高於央行偏好的1.0~1.5%(根據MS分析前總裁Shaktikanta Das提到的moderately positive水準)，因此**下半年印度政策利率仍有持續調降的可能**。

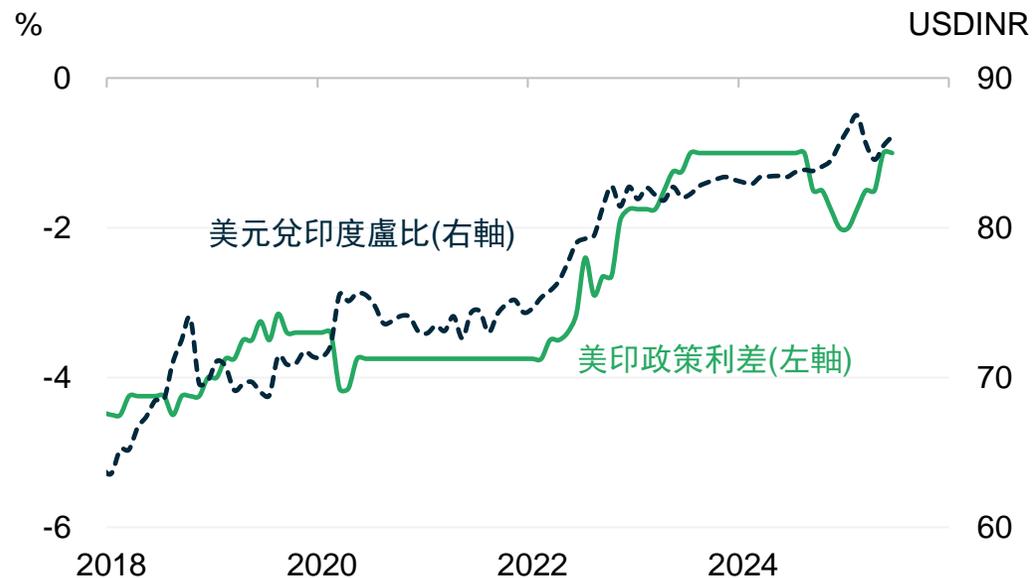
匯率走勢：自從俄烏戰爭以來，Fed急速升息，使得美印政策利差持續收斂的趨勢。即便近期Fed維持政策利率不變，但因印度央行走向降息循環，使得美印政策利差延續收斂的趨勢。**基於下半年印度央行降息機率較聯準會更為明確，美印利差持續收斂下，仍不利印度盧比匯價的走勢。**

下半年印度央行降息機率大



資料來源：Bloomberg。

印度央行降息下，將使美印利差繼續收斂，不利盧比走勢



資料來源：Bloomberg。

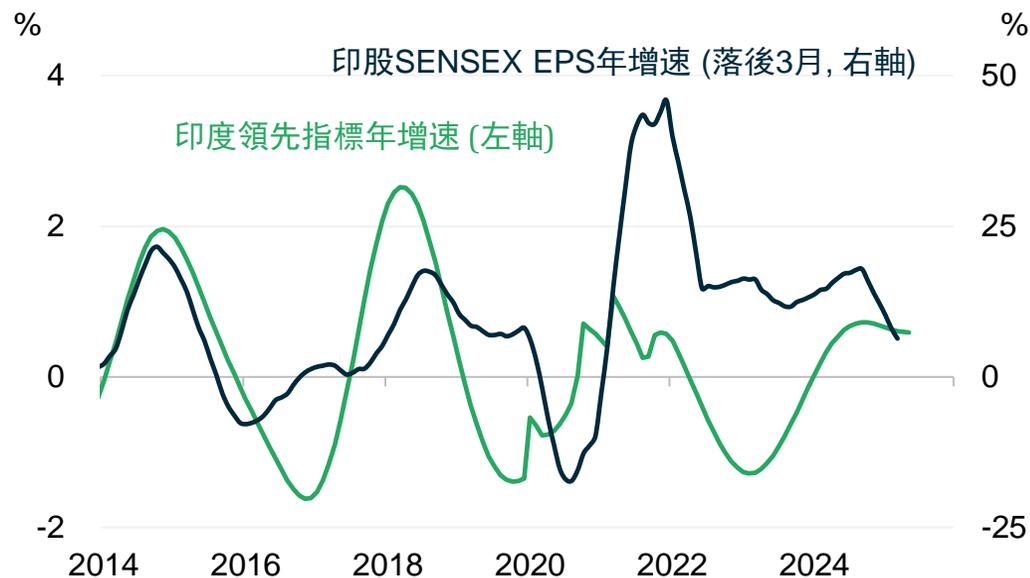
# 印度股 今年印股EPS增長態勢趨緩，連帶拖累指數表現，但預估未來兩年回復雙位數年成長

企業獲利：2025年Sensex成分股企業的獲利成長預期較2024年放緩，雖然如金融(貸款需求穩定)、消費品(內需仍有撐)及能源等產業獲利仍屬穩定，但資訊科技及部分工業企業因全球需求放緩、貿易不確定性升溫而面臨壓力。

但未來兩年EPS應能回復雙位數成長。因為國內需求應能進一步復甦，包括1)2026年所得稅減免(稅級調整、免稅額提高)及政府補貼(農業及教育領域、生產連結補助計畫預算)；2)印度央行在2025年應持續降息態勢(通膨放緩至六年低位)，降低借貸成本，促進資本支出。3)政府推動的製造業及數位化政策(推動“印度製造”、生產連結補助計畫預算)，預計提升企業效率及出口競爭力，特別有利2025年表現較差的工業及科技企業回升。

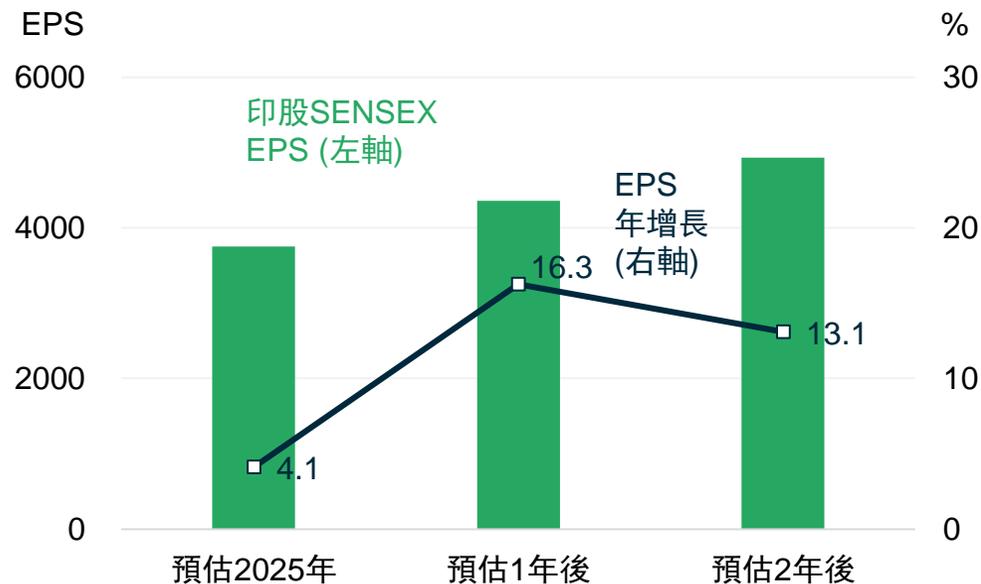
綜上，今年上半年印度股市雖在獲利成長較弱、外部貿易戰之下，走勢可能較為顛簸，但**明後年獲利動能回升下，應能支持印股重拾長線多頭格局。**

今年以來，印股EPS增長態勢趨緩



資料來源：Bloomberg。

預估未來兩年回復雙位數年成長



資料來源：Bloomberg。

# 台灣 關稅對出口範圍衝擊不一，但匯率影響卻更加全面

7/8對等關稅大限將至，G7國家可能在峰會期間加速談判，貿易談判在近期加速進行的預期，可能是新台幣近期走強的原因。

細究美國關稅可能對台灣的衝擊，由2024年美國占台灣總出口23%，不過扣除目前被豁免的半導體/筆電等項目後，僅剩8%。以規模來看8%影響似乎可控，然這些多為毛利較低的傳產業，且影響就業人口層面廣，關注若對等關稅高於同儕，將可能直接衝擊競爭力。

另一方面，台灣直接出口美國的半導體/筆電等占整體出口15%，不過考量半導體供應鏈較長，不排除仍有間接影響，雖關稅不致於影響高階晶片的競爭優勢，然需留意成本轉嫁恐造成需求降溫，美國機構報告顯示10%半導體關稅將使半導體需求降溫8%。

## 2024年台灣出口結構：受到對等關稅衝擊規模可控

| 中文貨名        | 出口金額(億美元) |      | 占比總出口(%) |     |
|-------------|-----------|------|----------|-----|
|             | 美國        | 全球   | 美國       | 全球  |
| 對等關稅豁免項目(A) | 726       | 2949 | 15       | 62  |
| --電腦/伺服器    | 583       | 990  | 12       | 21  |
| --積體電路      | 74        | 1650 | 2        | 35  |
| 非豁免的項目(B)   | 388       | 1801 | 8        | 38  |
| 總出口(A)+(B)  | 1114      | 4750 | 23       | 100 |

資料來源：財政部關務署，國泰世華銀行整理。

## 關稅對出口範圍衝擊不一，但匯率影響卻是全面的

|           | 潛在受影響的出口規模 | 相關產業就業人口           |
|-----------|------------|--------------------|
| 受半導體關稅影響  | 15*        | 半導體產業<br>31.7萬人    |
| <b>VS</b> |            |                    |
| 受對等關稅影響   | 8%         | 非半導體鏈的製造業<br>270萬人 |
| <b>VS</b> |            |                    |
| 受匯率影響     | 100%       | 製造業<br>近300萬人      |

註：\*未考慮間接影響。就業資料截至2024/08。  
資料來源：國發會，主計處，國泰世華銀行整理。

# 台灣央行 6月按兵不動, 聚焦重點已由房市轉為景氣

6月理監事會議重點：1)6月各國對等關稅談判多尚未揭曉, 面對高度不確定性, 維持政策利率不變, 2)全年GDP預估維持3.05%, 但下半年將較上半年明顯轉弱、下調全年通膨預估至1.81%(前次預估為1.89%), 3)房市價量已有所鬆動, 顯示房價預期心理已有所降溫, 若景氣超預期放緩, 將有提前調整的可能。

未來展望：上半年受拉貨潮影響, 經濟成長率雖可能突破5%, 但下半年成長動能急速放緩至僅不到1%, 同時通膨將回落到2%下方。考量台灣是出口導向的經濟體, 出口受挫導致景氣走弱的影響, 遠比通膨更急迫, 下半年央行聚焦重點將漸由房市轉為景氣, 且**若對等關稅衝擊高於預期, 年底央行貨幣政策將有機會轉鬆。**

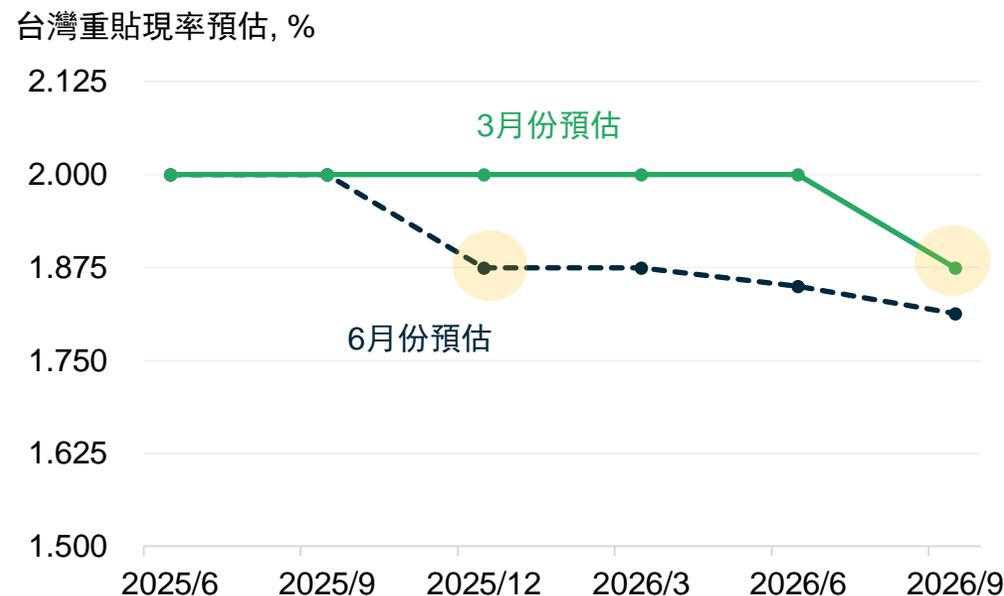
## 台灣央行預估下半年景氣及通膨將雙降

| 單位：%                 | GDP年增 | CPI年增 |
|----------------------|-------|-------|
| 2025年 <sub>(估)</sub> | 3.05  | 1.81  |
| 第1季                  | 5.48  | 2.21  |
| 第2季 <sub>(估)</sub>   | 5.50  | 1.69  |
| 第3季 <sub>(估)</sub>   | 0.84  | 1.76  |
| 第4季 <sub>(估)</sub>   | 0.73  | 1.57  |

經濟及通膨可能都在下半年明顯降溫

資料來源：主計總處, 台灣央行預估。

## 市場預估台灣降息時點可能提前至2025Q4



資料來源：Bloomberg預估。

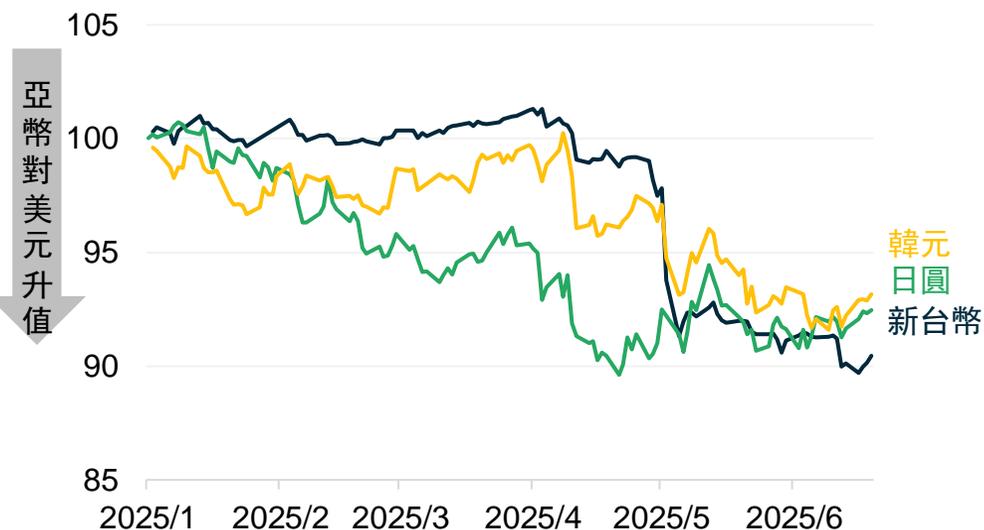
# 新台幣 預期心理使H1新台幣升勢強於其他亞幣

適逢貿易談判的關鍵時刻，匯率為談判籌碼臆測再度升溫，激勵亞幣同漲，另外台灣上半年受惠拉貨潮，有滿手美元的出口商出現拋匯賣壓的推波助瀾下，新台幣上半年升值幅度更勝有升息題材的日本。然留意以下三點：

- 1)出口商/壽險新台幣買盤力道應減弱：H2出口恐放緩、多數壽險加入外匯準備金新制，為減少損益、淨值波動，間接推升新台幣狀況有望減弱。
- 2)若對等關稅衝擊高於預期，年底央行貨幣政策將有機會轉鬆。
- 3)新台幣再度偏離央行匯率動態穩定區間，考量美國最新匯率報告對新台幣論述嚴峻程度減弱，央行緊箍咒暫時解除，穩匯力道有望略微回升。

## 新台幣上半年升值幅度更勝有升息題材的日圓

匯率走勢，以2025/1/1=100標準化



資料來源：Bloomberg。

## 若新台幣偏離匯率動態穩定區間，央行仍將適時出手

TWD名目有效匯率(NEER)



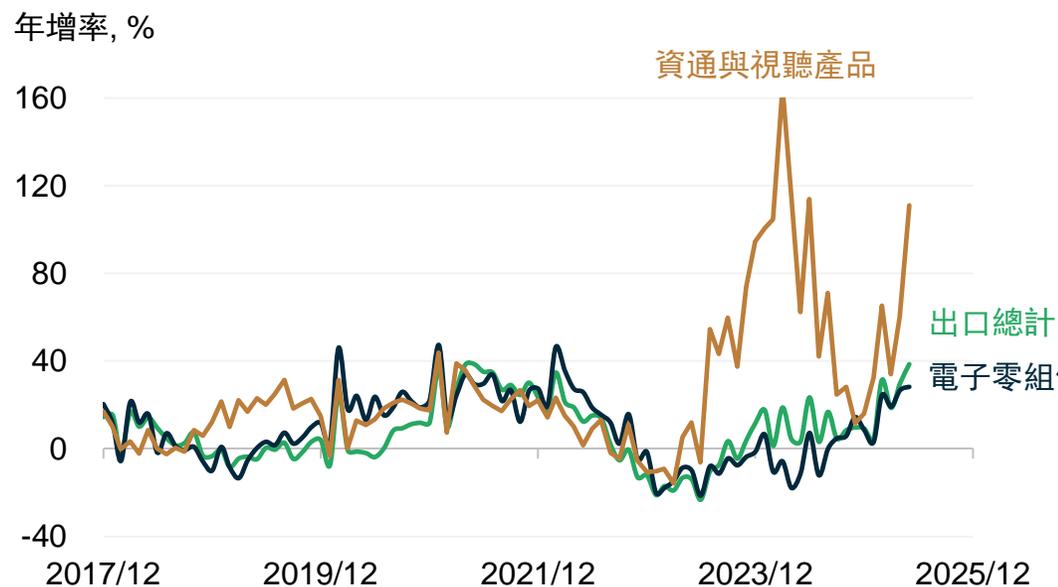
註：依過去經驗央行多採36個月(約600個交易日)移動平均作為基礎。採花旗台幣名目有效匯率(NEER)。NEER指數走升表示該國貨幣相對一籃子外幣的加權平均價值上升。  
資料來源：Bloomberg。

# 台股 出口衝高, AI伺服器成主要推手

台灣5月出口金額517.4億美元, 創下歷史新高, 其中資通與視聽產品受惠AI伺服器出貨大幅成長, 出口年增111.1%, 帶動整體出口年增38.6%, 創下2010年8月以來新高。且自今年4月以來, 資通與視聽產品超越電子零組件, 成為出口產品分類中金額最高的項目, 對台灣的重要性與台積電不相上下。

今年以來外資大賣台股, 近期雖明顯回補, 但累計淨賣超仍高達5300億台幣, 相較台股已回到3月對等關稅前的位階, 代表外資仍相對悲觀, 其實大多數市場參與者也持觀望態度, 待關稅問題告一段落, 有望回補台股部位, 屆時將進一步推升指數。

### AI伺服器出貨旺, 帶動台灣出口大增



資料來源: 財政部。

### 台股回升, 外資今年來仍處於賣超



資料來源: XQ。

## 信用債 全球債市轉向多元化布局, 不過美債利率仍具吸引力, 英、澳債可納入考量

在川普貿易政策帶來的紛擾下, 債市資金配置已出現轉變。自4月2日對等關稅宣布以來, 國際資金逐漸轉向美國以外的地區進行布局。以彭博債券綜合報酬指數觀察, **非美元計價的全球複合債報酬最為亮眼**, 反映出在「疑美論」的升溫下, **市場採取多元化的配置策略, 以分散風險**。

然而以收益率角度觀察, **美債利率仍具備相對優勢**。10年美國公債殖利率與德債的利差接近200基點, 彰顯其長期穩定收益的價值。不過, 若投資人顧慮**美元的潛在貶值風險**, 亦可考慮如**英鎊、澳幣計價債券**, 兩者利率水準均與美國相當, 且具備一定的匯率避險特性, 可納入固定收益投資組合中的多元配置標的。

值得注意的是, 投資債券的本質應聚焦於長期的穩定息收。若Fed降息步調仍舊緩慢, 將可能壓抑短期內的資本利得空間。

### 關稅影響下, 資金往美元以外地區流入

YTD報酬率, %

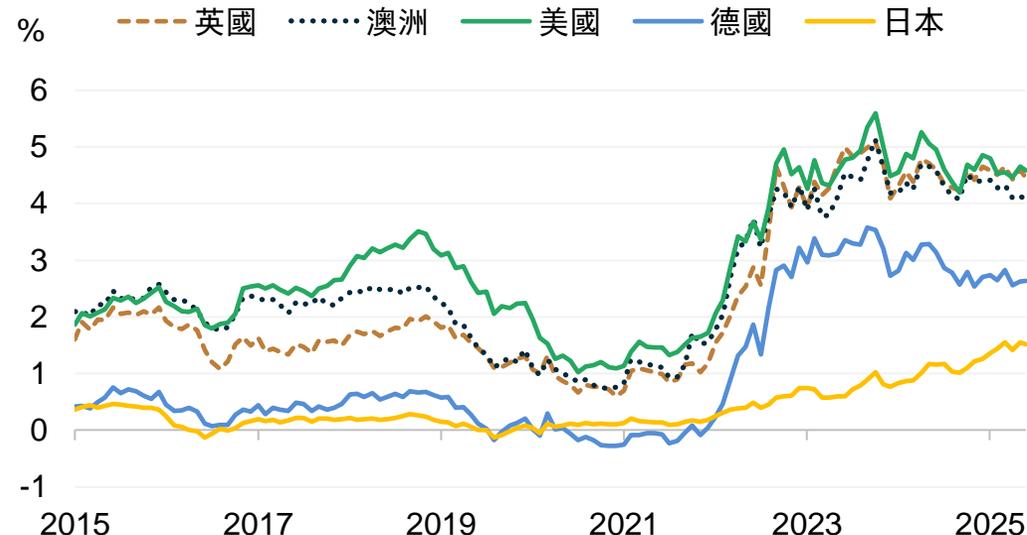


註1: 複合債指數包含公債、類主權債、公司債、資產擔保證券(MBS)。

註2: 報酬=價格變動+利息收入, 資料截至2025/6/13。

資料來源: Bloomberg。

### 英國、澳洲、美國殖利率水平相對具吸引力



註: 殖利率採各國複合債指數, 包含公債、類主權債、公司債、資產擔保證券(MBS)。

資料來源: Bloomberg。

# 信用債 信用利差收斂、現階段信用風險可控；但在關稅風險下，仍應聚焦高信評發行人

在對等關稅遞延90日後，市場情緒有所回穩，美國投等債、非投等債的信用利差自4月的高點回落，已回到「解放日」前的震盪區間。然而，隨著**7/8、8/10的關稅暫緩期即將屆滿，仍面臨潛在不確定性**。儘管如此，預期關稅政策為川普施壓策略的一環，目的為爭取更有利的談判條件，並非真正意圖推動極端政策，也同時維護市場對美國資產的信心；在此背景下，將有助於限縮信用利差大幅擴張的空間。

**現階段信用風險仍屬可控**：美國非投等債的違約率仍處低檔，且危難比率同步降溫；但**考量關稅政策為基本面逆風，應以財務體質穩健者為先**。

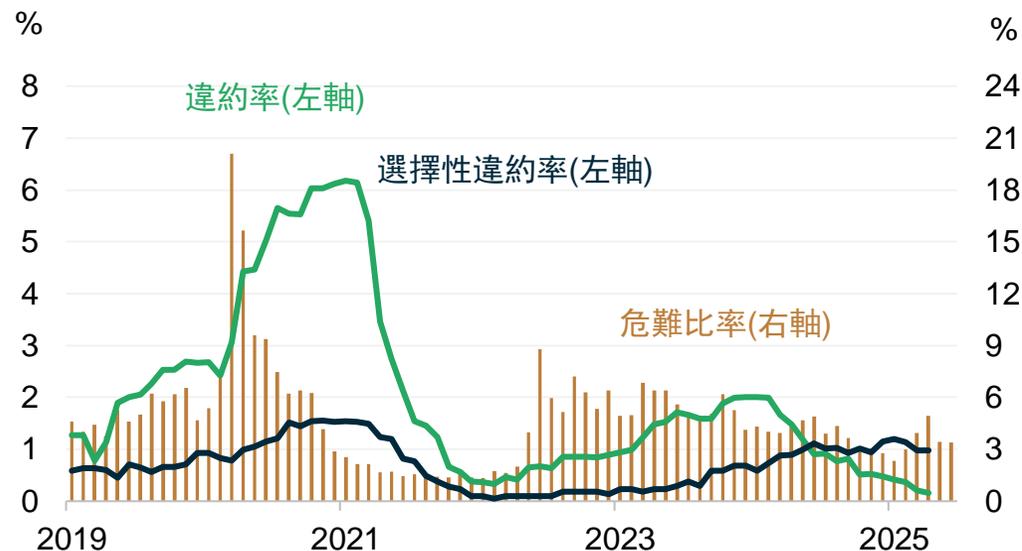
**長線財務面有望改善**：1)待關稅政策的影響逐步明朗，Fed仍有望啟動降息循環，將進一步**降低企業借貸成本**，2)隨「大而美」法案通過，減稅政策的實施將減輕稅負壓力，改善現金流與信用體質。

信用利差已呈現降溫，留意未來關稅紛擾



資料來源：Bloomberg。

現階段信用風險仍相對可控



註：選擇性違約：在某些債務上發生違約，如延遲交付，修改還款條件等。

危難比率：殖利率高於10%以上的債券佔整體非投等債的比重。

資料來源：Bloomberg。

# 原油 中東地緣短線雖提振油價走揚，但長線對油價、雙率表現不一

自1979年伊斯蘭革命後，以色列與伊朗的關係長期緊張，伊朗支持反以武裝組織並發展核計畫。2024年後，雙方衝突白熱化，伊朗空襲以色列，以色列則精準打擊伊朗軍事目標。**2025/6/13以色列發動「雄獅崛起」行動，空襲伊朗核設施**，伊朗隨即報復，導致區域局勢進一步惡化。

觀察過往市場對戰爭的反應，**短線而言油價雖容易應聲走揚，但長線而言對油價、雙率影響不一，而對股市影響則較小**。尤其在美軍空襲伊朗核設施之後，伊朗雖對美軍在卡達的基地進行空襲，但旋即由**川普宣布，以色列與伊朗完全同意停戰**，油價隨即回落。

結論：以色列與伊朗同意停戰後，中東地緣風險對油價的短期激勵隨即消退，油價重回基本面主導的情勢，鑒於**川普鼓勵頁岩油商多多開採石油，OPEC+也持續在回覆增產的過程**，因此油價長線仍將受到壓力。

過往戰爭與油價的走勢



資料來源：Bloomberg。

市場對戰爭的反應<sup>(註)</sup>

| 市場影響                      | 標普500 (%)   | 10年美債殖利率 (bp) | 美元指數 (%)   | 西德州原油 (%)    |
|---------------------------|-------------|---------------|------------|--------------|
| 贖罪日戰爭 (1973/10/6~ 26)     | 1.4         | -14           | -0.2       | 約300         |
| 波灣戰爭 (1990/8/2~1991/2/28) | 4.4         | -34           | -4.2       | -17.1        |
| 俄烏戰爭 (2022/2/24~迄今)       | 41.5 (戰爭迄今) | 243 (戰爭迄今)    | 2.2 (戰爭迄今) | -19.8 (戰爭迄今) |

註：市場對戰爭的反應統計戰爭期間，僅俄烏戰爭統計迄今。  
資料來源：Bloomberg, 截至6/16 10:00。

# 黃金 短期避險題材需留意地緣風險消息, 中長期結構性因子仍有利金價多頭格局

以色列、伊朗衝突再度擴大。觀察過往地緣風險升溫期間, 金價於短期內可望受惠於避險題材而有所上漲, 惟隨時間拉長, 若事件並無嚴重外溢效果(進而影響全球經濟、貿易局勢), 則金價漲勢難以延續, 是操作避險題材需要留意的部分。長期而言, 金價走勢仍回歸基本面, 包含:

- 1)美元利率水位: 隨美國勞動市場降溫、關稅推升通膨的情況仍不明顯, 市場預期下半年聯準會可望重回降息循環, 引導利率下降。
- 2)市場需求: 2018年美中貿易戰、2022年烏俄戰爭後, 全球央行加大黃金準備占比, 藉以降低美元資產曝險, 以避免美國政策不確定性與遭受金融制裁的風險。川普上任後政策不確定性再度升溫、疑美論難以消除, 料令前述趨勢延續, 助長黃金需求。

金價多頭格局延續, 惟若以伊戰爭衝擊未擴大, 需留意短線避險需求降溫後, 金價恐有修正壓力, 可待回檔再行布局。

## 地緣風險引發的漲勢較難長時間延續

| 事件        | 時間      | 金價漲跌幅(%) |      |      |      |
|-----------|---------|----------|------|------|------|
|           |         | 1週       | 1個月  | 3個月  | 6個月  |
| 伊拉克戰爭     | 2003/03 | -1.4     | -0.5 | 7.3  | 13.0 |
| 俄羅斯入侵克里米亞 | 2014/02 | 1.1      | -0.4 | -1.7 | -1.7 |
| 烏俄戰爭      | 2022/02 | 0.6      | -0.7 | -3.1 | -9.2 |
| 以哈戰爭      | 2023/10 | 2.7      | 3.2  | 4.4  | 23.4 |
| 平均數       |         | 0.8      | 0.4  | 1.7  | 6.4  |
| 中位數       |         | 0.8      | -0.4 | 1.3  | 5.7  |

資料來源: Bloomberg。

## 全球央行持續增持黃金, 需求面有利金價



資料來源: Bloomberg。

## 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。

國泰金融集團(下稱“本集團”)所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議(下稱“提供資訊”)，鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1 TEL: +886 8722-6666