



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年第二季(更新日4/23)

全球經濟及市場展望

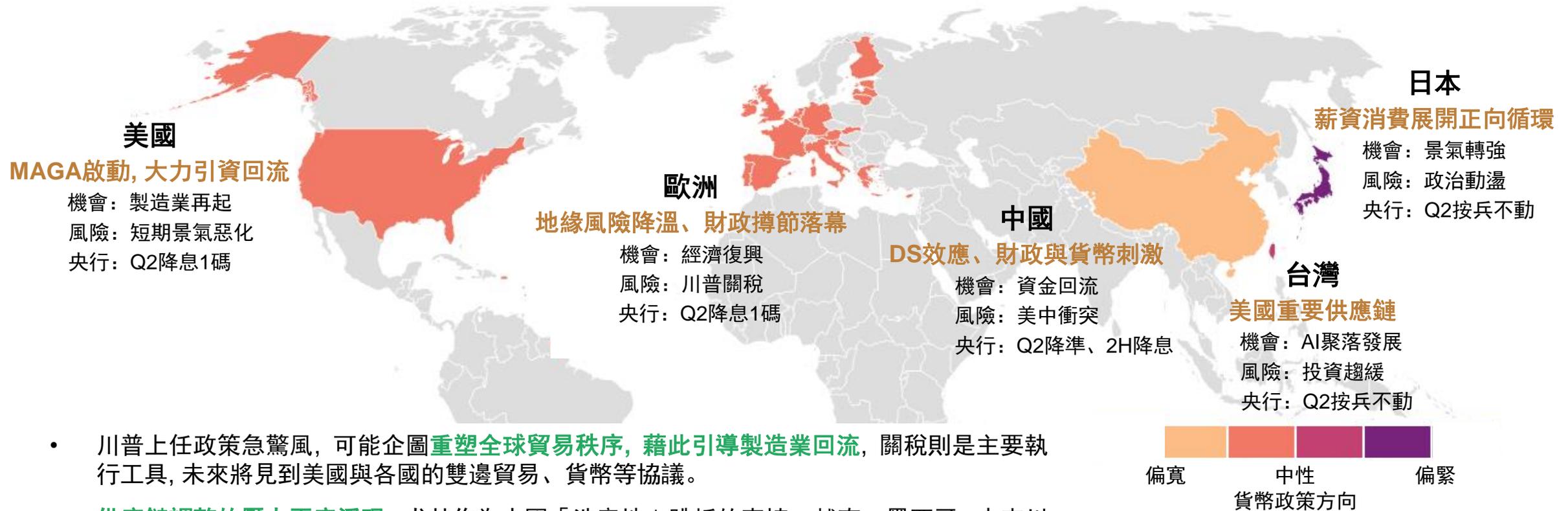
除另有指明，本報告以2025年4月23日所能取得之訊息為分析基礎。揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



Contents

- 4 結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟綜覽
- 17 亞太地區
- 25 金融市場動向

Key Points



- 川普上任政策急驚風, 可能企圖**重塑全球貿易秩序**, 藉此引導製造業回流, 關稅則是主要執行工具, 未來將見到美國與各國的雙邊貿易、貨幣等協議。
- **供應鏈調整的壓力再度浮現**, 尤其作為中國「洗產地」跳板的東協、越南、墨西哥, 未來川普施壓的力道可能有增無減。
- 關稅影響下, 美國景氣短期雖有壓力, 但降息環境與下半年的減稅可望提供韌性。另一方面, 烏俄停火題材、歐盟的財政大轉彎, 讓**歐洲相形之下出現吸引力**。
- **中國政府加大刺激力道**, 基本面出現初步落底跡象, 帶來短期機會。然而, 在美中抗衡的大背景下, 川普對中國仍有可能進一步轉趨強硬, 則是長線需要留意的風險。

結論



總經

- ◆ 川普意圖重塑全球貿易秩序，未來一到兩季仍將持續見到關稅重鎚揮舞
- ◆ 美國景氣短線降溫、歐洲摶節立場轉向、中國加大政策刺激



股市

- ◆ 不確定性導致資金Flight-to-quality，風險性資產短期承壓
- ◆ 若見川普政策轉圜，加以下半年減稅、去監管政策陸續登場，仍有利長線發展

BOND

債市

- ◆ 主要央行按兵不動觀望關稅影響，但衰退風險帶來避險需求，導致利率區間、波動加劇
- ◆ 美國景氣放緩壓力升，資金由追逐風險轉向規避風險，信用債布局首重穩健、體質佳者



匯市

- ◆ 關稅衝擊引發景氣疑慮，美元指數區間下移，留意川普關稅政策對美元信心的影響
- ◆ 新台幣隨美元修正而反彈，惟需留意若美中衝突惡化、人民幣續貶，將是風險來源



風險

- ◆ 川普最終關稅稅率大幅高於預期，全球供應鏈被迫劇烈調整
- ◆ 關稅導致各國通膨再度失控，央行寬鬆週期被迫停止或轉向

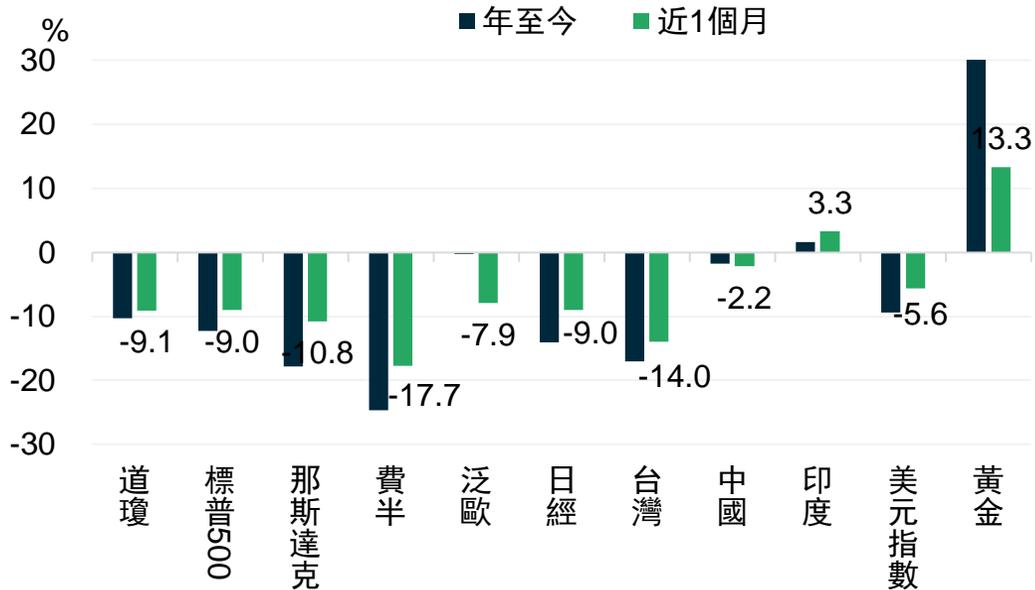
金融市場回顧

金融市場回顧

川普二度就任，關稅政策迅速推進，並推出對等關稅，矛頭除瞄準中國外，也波及全球各地。關稅範圍、力道雙雙出乎市場意料，2024Q4盛行的「川普交易」逐漸轉化為「衰退交易」，全球股市幾乎全面走弱，資金流向黃金作避險，導致金價屢創歷史新高，年至今漲幅高達30%。

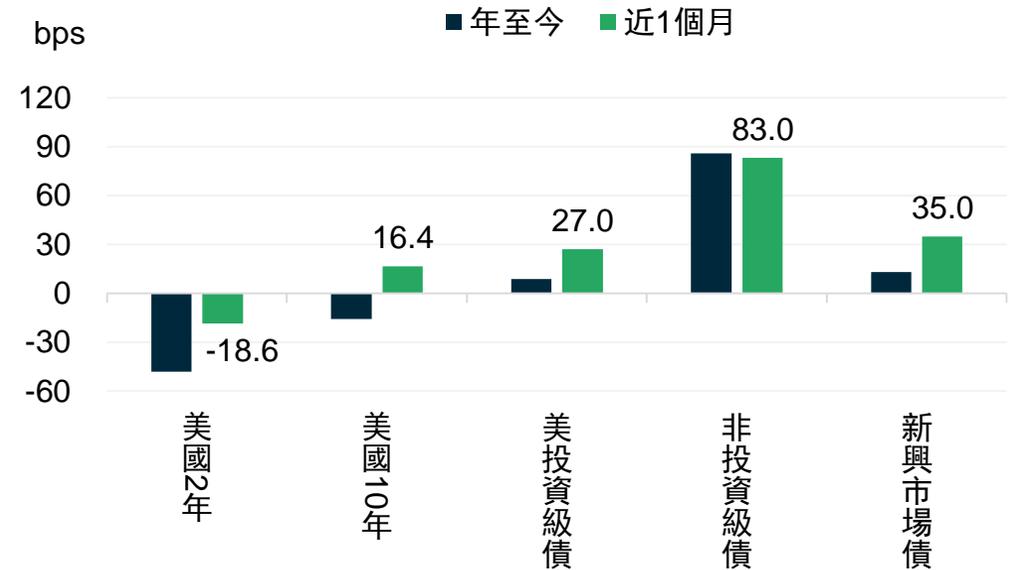
債市方面，關稅問題逐步發酵，除推升通膨預期外，也導致市場對美元資產的不信任，美元指數跌破100關卡，同時美國10年期公債殖利率持續高位震盪。另一方面，關稅對經濟衝擊的隱憂，使得信用利差明顯擴大。

全球主要股市指數與大宗商品表現



資料來源：Bloomberg, 截至2025/4/21。

美國及新興市場債券表現



資料來源：Bloomberg, 截至2025/4/21。

總體經濟綜覽

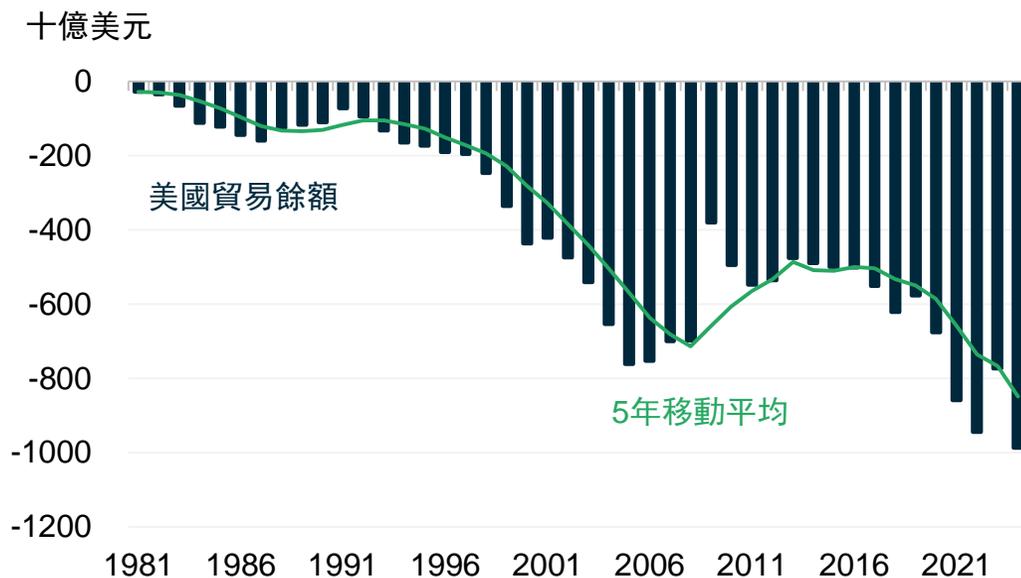
川普2.0： 重塑全球貿易體系，政策首重美國利益

川普上任後各項政策陸續登場，尤其關稅更是迅速推進，除中國遭受高額對等關稅威脅外，美國主要貿易夥伴亦面臨關稅的衝擊。面對美國在外交、貿易政策上如此巨大的轉變，投資人應如何解讀？

白宮經濟顧問委員會主席米蘭在去年11月發表《全球貿易體系重塑使用指南》(以下簡稱《指南》)，探討美元作為全球準備貨幣導致匯率長期高估，進而造成美國貿易環境失衡的現象，其提倡將貿易政策與國家安全結合，使用關稅作為主要工具，輔以匯率政策、貿易協議、多邊貨幣協議等，進而重塑全球貿易體系，以達到壓低美元、提振美國製造業的目的，與川普的MAGA理念不謀而合。

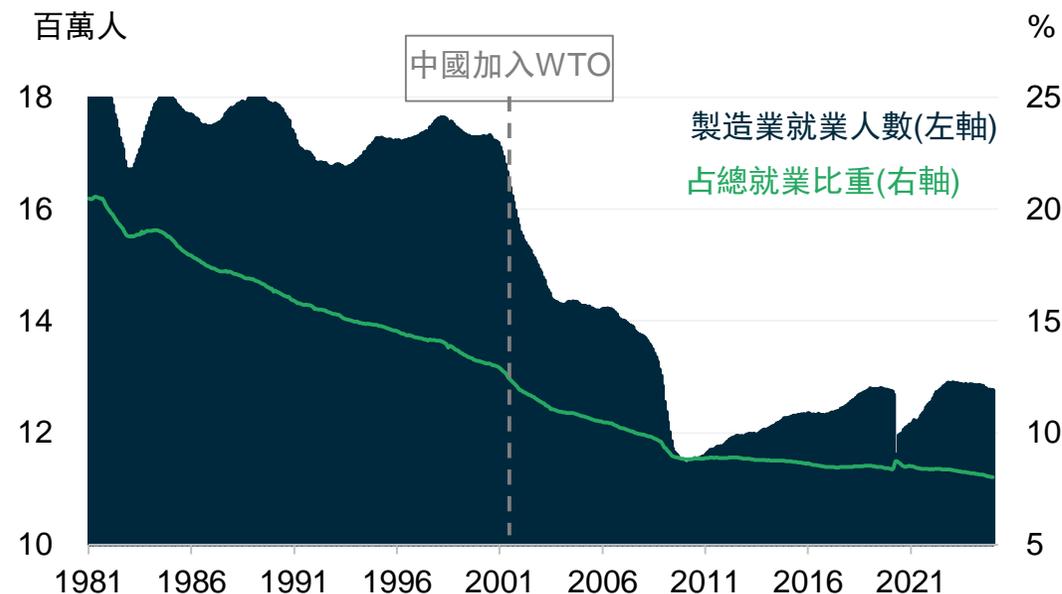
對於投資人的意涵： 川普任內將頻繁使用關稅工具，一來改善貿易失衡問題，二來迫使貿易夥伴展開談判、獲取美國利益。

美國貿易逆差頻創歷史新高



資料來源：Bloomberg。

美國製造業就業長期萎縮，去年佔比再創新低



資料來源：Bloomberg。

《指南》的含意？使用者付費！

《指南》中建議依據各國與美國是否為盟友，採取不同程度的進口關稅，認為此將有助保護本土產業、提高財政稅收，並獲得談判籌碼。值得注意的是，米蘭認為美國提供的(經濟、地緣政治)安全保障是有價的，盟友需以經濟支持，包含參與多邊貨幣協議(海湖莊園協議¹)、接受貿易調整等，幫助緩解美元高估、美國製造業萎縮的問題，否則將以高關稅拒於門外，形成「(安全)區內友好，區外敵對」的情勢。

投研對於的《指南》看法：海湖莊園協議構想仰賴盟友、聯準會的高度配合，難度巨大並非一蹴可幾之事，川普是否有意如此執行，仍有待時間觀察。但川普上任至今頻繁使用關稅，換取各國加大採購(改善貿易狀況)、赴美投資(發展製造業)，政策方向實與《指南》看法相互呼應。由此來看，川普「先關稅、後談判」的策略明確。未來一到兩季仍將持續見到關稅重鎚揮舞，而後有望進入第二階段：美國與各國陸續展開貿易、貨幣協議的談判。對於投資人來說，即便關稅如實上路，但若下半年起關稅不確定性得以消除，預料仍為金融市場所樂見之事。

《全球貿易體系重塑使用指南》：處理美元高估、美國進出口貿易失衡的問題

工具	內容
關稅	<ul style="list-style-type: none"> 將貿易政策與國家安全概念連結，針對各國漸進、分層實施關稅，可作為後續談判籌碼，並提高財政收入。各國若令本幣貶值，則可降低美國通膨壓力。
貨幣調整	單邊 <ul style="list-style-type: none"> 利用《國際緊急經濟權力法》對外國美債持有人收費(各國差異實施、費用由小到大)，以降低準備資產的需求，進而壓低美元。 財政部外匯穩定基金買外匯、釋出美元。
	多邊 <ul style="list-style-type: none"> 多邊貨幣協議：引導貿易夥伴貨幣升值、壓低美元。潛在的海湖莊園協議¹：受美國安全保護者需購買長期美債以換取關稅減免、鼓勵外國央行出售美元拉抬本幣、鼓勵剩餘美元部位轉為長期債券。 與Fed合作：聯準會為超長天期公債持有國提供流動性(美元互換額度)、聯準會協助控制利率上升。
政策執行方向	<ul style="list-style-type: none"> 先採取關稅政策，提升談判籌碼，以利後續推動多邊貨幣調整。 可能的影響：美元先強後弱、金融市場波動率提升、市場加速尋找美元替代品。

¹米蘭文中所稱的海湖莊園協議(Mar-a-Lago Accord)非正式協定，概念為全球金融和貿易體系重組計劃，意圖達到美元貶值、美國債務重組、貿易再平衡、財政可持續性，可能的措施包含：重用關稅、多邊貨幣協議、債務置換為超長期債等。

關稅地圖 | 對等關稅揭曉但延後90天實施, 僅徵收10%基準關稅, 唯獨中國例外

基礎與對等關稅

國家	美國進口 比重	原設定對等 關稅稅率	暫緩對等關 稅後的稅率
歐盟	18.5	20	10
中國	13.4	50	145
日本	4.5	24	10
越南	4.2	46	10
韓國	4.0	25	10
台灣	3.6	32	10
印度	2.7	26	10
英國	2.1	10	10
瑞士	1.9	31	10
泰國	1.9	36	10
馬國	1.6	24	10
巴西	1.3	10	10
新加坡	1.3	10	10

各國回應

報復	可能報復	不報復	嘗試談判	讓步
中國、加拿大	歐盟	墨西哥	日本、韓國、英國、瑞士、新加坡、馬國、泰國、巴西、哥倫比亞、土耳其、澳洲等	越南、台灣、印度、以色列等

鋼鋁關稅

25%, 對所有國家徵收, 加墨除外

汽車關稅

25%, 對所有國家徵收, 加墨除外

非關稅壁壘

後續美國與各國的協商重點

持續中

後續可能情境

情境一

- 川普關稅立場快速軟化、執行力道大幅收斂
- 聯準會降息力道高於市場預期

情境二

- 川普釋出談判與關稅調整意願
- 各國尋求與美國展開貿易談判
- 聯準會表態將提前降息

機率
較高

情境三

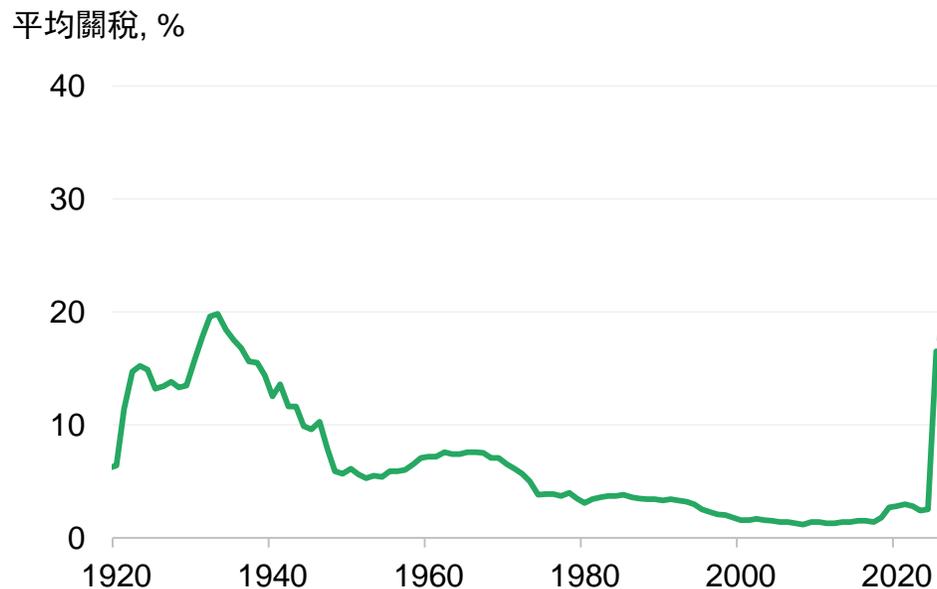
- 川普關稅立場維持強硬
- 各國陸續展開報復
- 聯準會降息力道如點陣圖

總經 | 景氣放緩壓力加大, 幅度需視最終關稅執行力道

近期關稅政策的調整可能對總體經濟帶來負面影響, 特別是若關稅長期維持高水準, 企業生產成本上升, 恐將削弱消費者購買力, 進一步壓抑經濟成長動能。在此情境下, 若物價持續攀升且經濟陷入停滯, 市場擔憂可能出現停滯性通膨的風險。

各機構券商對此保持警惕, 同時指出, 供應鏈受阻、企業獲利縮減, 或將加劇通膨壓力。投資人應審慎關注關稅政策後續變化, 並評估其對企業營運與市場資金流向的影響。

美國關稅稅率可能進一步跳升



資料來源: Tax Foundation。

對等關稅後, 各機構對美國經濟看法, 展望偏保守

預測機構	經濟衰退機率		GDP年增率	
	關稅公布後	關稅公布前	關稅公布後	關稅公布前
JP摩根	60%	40%	1.0	1.6
高盛	45%	35%	1.3	1.6
標普	35%	25%	-	1.9
富國銀行	55%	-	1.3	1.9

註: "-" 為資料從缺。

資料來源: Bloomberg, Reuters。

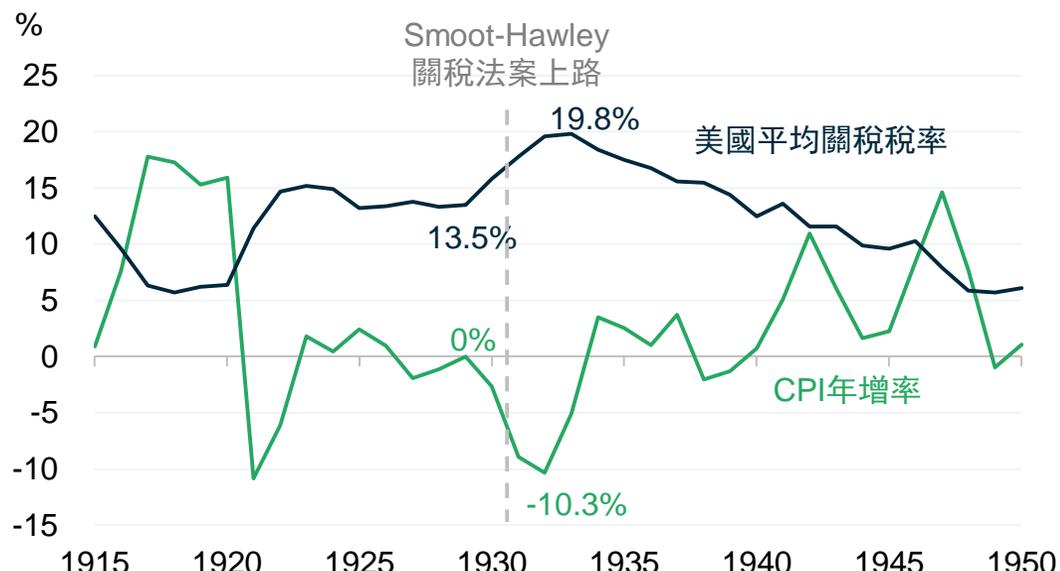
總經 | 關稅衍生的通膨是風險, 但供給面壓制油價, 緩和通膨失控壓力

對等關稅暫緩實施, 但10%基準關稅上路, 美國是否重回高通膨局面? 回顧1930年代美國大幅提高關稅經驗, 勞動市場惡化、進口物價上漲, 反倒壓抑內需, 導致通膨不漲反跌、經濟陷入衰退。由此來看, **關稅除帶來物價上漲的直接影響外, 消費縮手、景氣惡化的第二層衝擊, 亦須納入考量。**

現況而言, 勞動市場降溫緩和服務通膨壓力, 加以油價下跌, 3月CPI創4年新低。此外, 1) 川普放鬆石化產業監管與限制、2) OPEC+ 5月起加速增產、3) 美國推動烏俄展開接觸。皆有助提高原油供給、壓抑油價。**意味著即便關稅於短期內推升物價, 但能源價格將緩和通膨壓力。**

對於貨幣政策的影響而言, 若川普關稅未逐年持續上調, 根據2018年美中貿易戰經驗, 通膨的上升多為一次性影響, 聯準會反倒需留意下半年通膨走高後, 消費轉弱、美國經濟大幅降溫的風險, 意味著降息方向並未因此轉向。

1930年關稅反導致消費急凍, 通膨連年下滑



註: Smoot-Hawley關稅法案對逾2萬種進口商品課徵高關稅, 導致美國平均關稅稅率升至近20%。後續各國採取關稅報復, 導致全球貿易萎縮, 美國陷入經濟大蕭條。

資料來源: Census Bureau, Bloomberg。

供給因素不利油價回升, 有助緩和通膨失控風險



註: 2017/1-2025/3兩者相關係數為0.81 (月資料)。

資料來源: Bloomberg預估。

總經 | Fed態度觀望, 但若流動性情勢惡化, 料將出手穩定市場

隨川普的對等關稅衝擊, 市場擔憂將引發全面性且大幅度的價格調漲, 不僅會導致通膨壓力升高, 還可能引發美國經濟動能走弱。因此, 期貨市場已加大全年的降息預期至4碼, 預估6月開始降息。儘管目前Fed擔憂關稅將帶來通膨上行壓力, 因此降息口吻始終維持保守; 但若未來就業市場轉疲、美國GDP萎縮, 可能形成Fed提前降息的壓力。

另方面, 近期的金融市場動盪導致短期利率上升, 如SOFR利率升破4.4%, 已接近聯邦利率上限(4.5%), 反映金融條件趨緊, 引發市場流動性壓力升高, 影響所及: 抑制經濟活動、推升借貸利率、並導致更多企業壞帳出現。若導致系統性風險升高, 不排除將引發Fed出手干預市場: 1)加大降息幅度, 緩解金融壓力, 2)提前終止縮表, 甚至提供流動性工具, 釋放更多資金以面對流動性危機。

關稅風險之下, 市場的降息預期大幅上升



註: Fed今年降息預期為2碼, 期貨市場預期幅度達4碼。
資料來源: Bloomberg。

金融條件趨緊, 流動性壓力升高



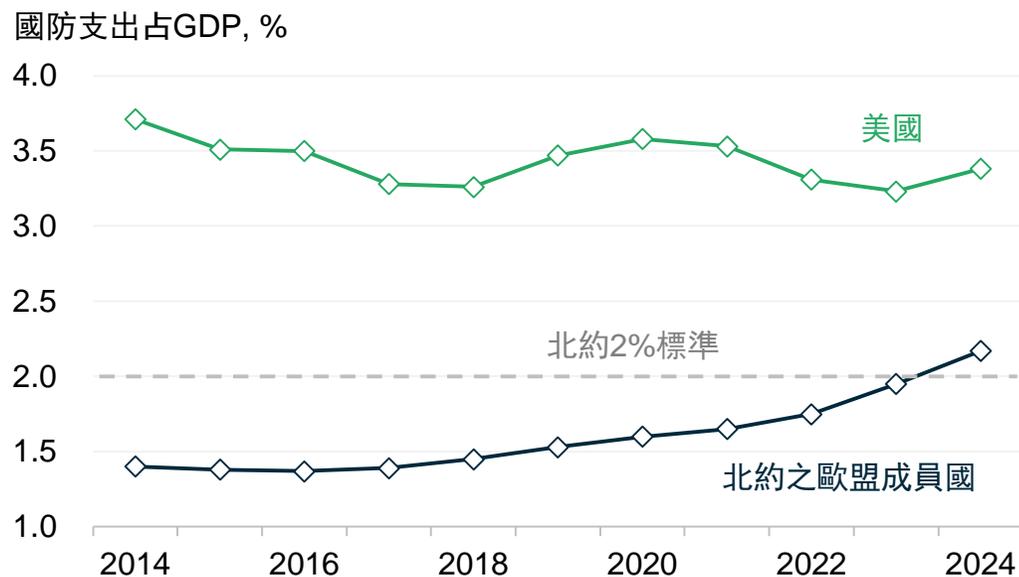
資料來源: Bloomberg。

歐洲 | Whatever it takes! 歐洲經濟可望迎來轉折點

川普有意降低對歐洲的國防金援，歐盟緊急提出「重新武裝歐洲計畫」，將提供1500億歐元國防貸款，並放寬財政限制，允許各國於未來四年增加6500億國防支出。德國候任總理梅爾茲稱將「不計一切代價」提升國防能力，雙雙宣告歐債危機以來，歐洲財政摺節的立場已然轉向。

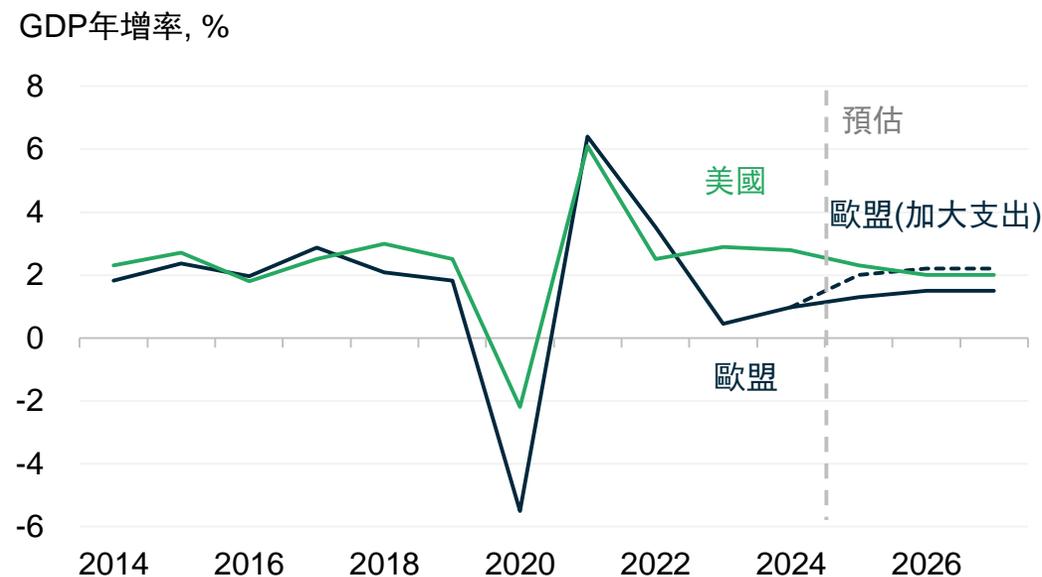
若以未來4年資金到位率50-70%推算，2028年北約歐盟成員國加權平均國防支出占GDP比重將達4-5%(2024為2.17%)，與川普提出的5%相去不遠。另外，假設前述資金未來四年平均投入，預估每年對於GDP提振預估為0.6-0.9%，意味著當前彭博預估歐盟2025、2026年GDP成長率1.3%、1.5%，有望重回2%之上，將追趕上美國，成為歐洲扭轉歐債危機過後，景氣動能長期不振的契機。

川普施壓下，歐盟將提高國防支出



資料來源：NATO。

支出若如實推動，歐洲景氣將備受提振



註：支出以60%資金到位、未來四年逐年投入計算，2024-2028GDP原估計值採IMF 2024/10資料。

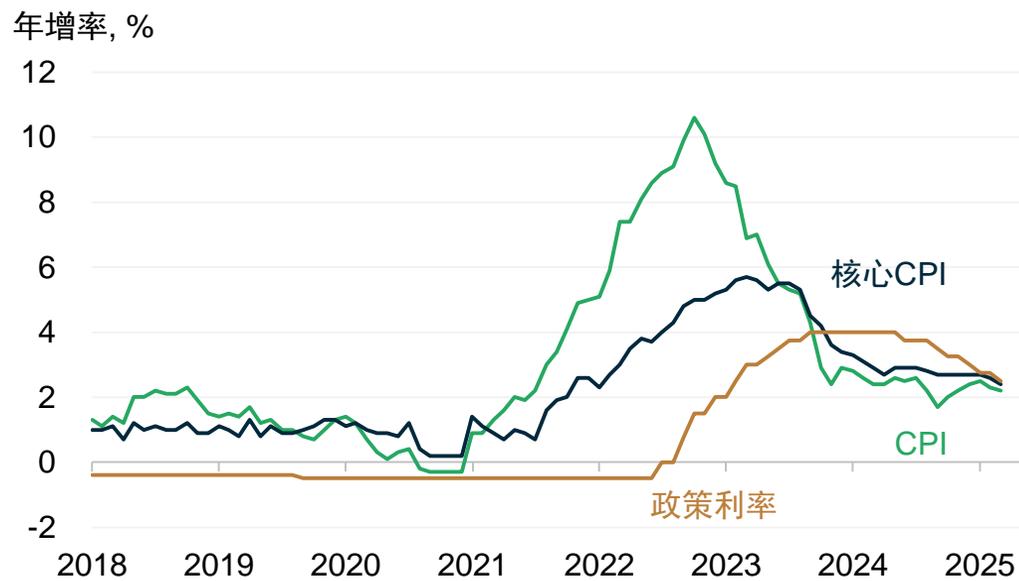
資料來源：IMF, Bloomberg預估。

歐洲 | ECB將終止連續降息模式, 降息步伐端視美國關稅與歐洲財政刺激

4月ECB會議如期降息一碼, 會議聲明中刪除利率水平具有「限制性」的說法, 意味著**連續降息或告一段落**。然而, 總裁拉加德稱通膨正穩步回落至2%目標, 與此同時, 受到川普政府政策不確定性, 以及美國關稅上路的影響, 預期經濟下行風險升溫, 雙雙凸顯降息循環仍未結束。市場預期年內將再降息2-3碼, 時點落在6月、9月、12月。

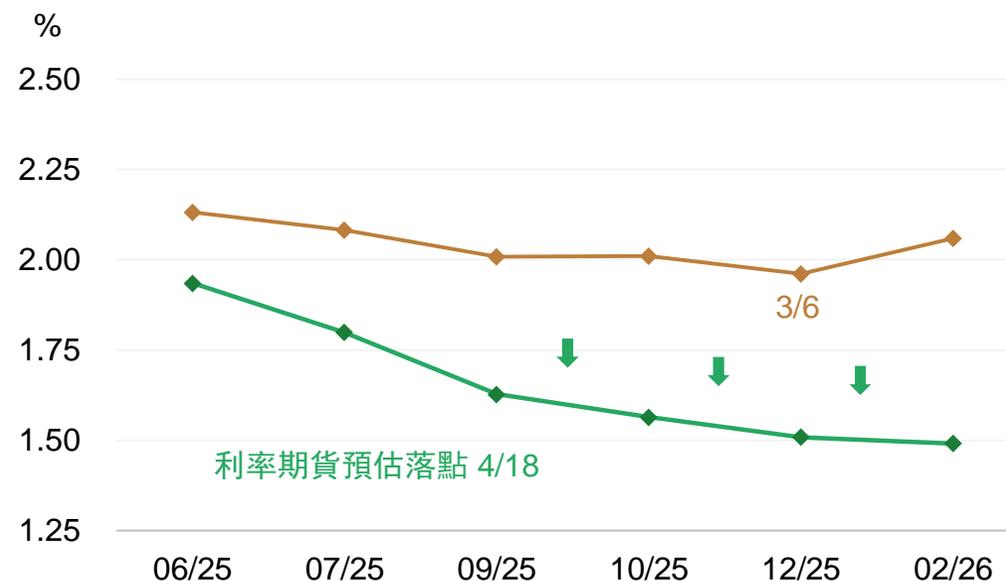
未來一季觀察重點除歐元區基本面情勢外, 歐盟執委會對於放鬆國防支出的具體規劃, 以及川普政府對歐洲關稅的實際課徵力道, 皆將左右歐元區景氣與ECB政策動向。

歐元區整體、核心通膨皆已靠近目標水平



資料來源: Bloomberg。

對等關稅公布後, 市場預期年底前再降息3碼



資料來源: Bloomberg預估。

亞太地區

日本 | 薪資、消費形成正向循環, 日本景氣可望持續回溫

川普上任後石破首相迅速訪美, 表態將加大能源採購, 同時提出1兆美元投資計畫。作為回應, 日本位列首批與美展開貿易談判的國家, 若迅速達成協議, 有助緩和外部壓力對於日本景氣的負面衝擊。國內方面, 受惠於薪資大幅成長, 通膨調整後的消費支出已重回正增長, 而今年春鬥¹結果顯示加薪幅度**5.46%**(2024年為**5.1%**、過去20年平均為**2.13%**), 再創34年新高, 可望支撐今年內需消費呈現穩步擴張的格局。

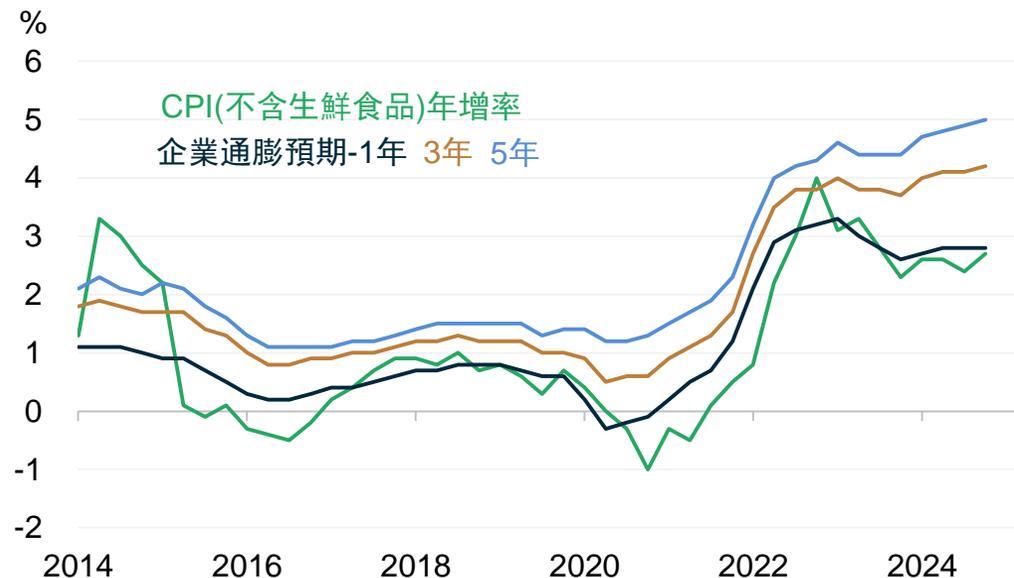
通膨方面, 在薪資與消費的正向循環展開後, BOJ關注的兩大核心通膨指標已連月反彈。值得注意的是, 過往具有領先性質的企業通膨預期已持續上升, 並創下統計以來新高, 增添年內通膨持居高不下的風險。市場預期2025年CPI(不含生鮮食品與能源)年增2.6%, 與去年2.7%相去不遠, 且將是連續4年高於BOJ 2%目標水平。
¹春鬥為日本新財年(4/1)開始前2至3個月, 日本工會透過集體談判方式, 與企業進行新財年之調薪協商。

2025春鬥加薪幅度再創新高, 有助引導消費回升



資料來源: Bloomberg。

企業通膨預期領先通膨走勢, 現已創下記錄新高



資料來源: Bloomberg。

日本 | 機會與風險並存, 預期BOJ維持升息方向但步伐緩慢

考量內需復甦有助支應景氣延續擴張, 通膨方面則面臨薪資成長所帶來的壓力, BOJ料持續退出寬鬆政策。至於升息步伐是否加快, 關鍵在於:

1)國內政治穩定性: 朝小野大的石破內閣陷入禮券爭議事件, 除面臨在野黨的批評外, 自民黨內部亦見抨擊聲浪。而7月底將舉行參議院改選, 若執政聯盟再度丟失多數黨席位, 石破首相恐面臨引咎辭職壓力, 屆時則有解散國會重新大選、政治動盪加劇之風險。

2)美國關稅影響: 美日貿易談判、半導體關稅等仍不明朗, 上述關稅除恐衝擊國內企業, 若全球貿易量萎縮亦為日本出口產業的負面因子, 意味著未來仍續密切留意相關政策動向。

有鑑於此, 預期BOJ仍將延續緩慢升息的模式, 市場預期下次升息時點落於2026年。

石破內閣民調未見起色, 且落後歷史表現

歷任首相	上任當月			上任6個月		
	支持度	不支持度	差距	支持度	不支持度	差距
石破茂	44%	32%	12%	36%	45%	-9%
岸田文雄	49%	24%	25%	53%	25%	28%
菅義偉	62%	13%	49%	38%	44%	-6%
安倍晉三(2017)	46%	35%	11%	38%	45%	-7%
安倍晉三(2017, 內閣改組1st)	42%	40%	2%	42%	36%	6%
安倍晉三(2017, 內閣改組2nd)	48%	33%	15%	45%	37%	8%
安倍晉三(2015)	50%	32%	18%	48%	34%	14%
安倍晉三(2013)	64%	22%	42%	62%	20%	42%

資料來源: NHK。

市場預期BOJ仍將緩步提高利率



資料來源: Bloomberg預估。

中國 | 官媒表達國進民退政策已然轉變,「兩會」還提高財政赤字率,以擴大財政政策支持

中國全國「政協與人大兩會」於4、5日登場。會前,官媒新華社即先發布長文,以中共總書記習近平所說「**我是一貫支持民營企業的**」為標題,因此,會前市場即預期會有更多有利企業的政策釋出。會後,聲明除堅持教育強國、科技強國,創新鏈產業鏈資金鏈,及優化營商環境等,同時釋出今年**GDP成長目標設定在5%左右,意即連續三年目標相同,並明顯提高財政赤字率至4%**;且稱**強化總經政策民生導向**,經濟政策的著力點更多轉向惠民生、促消費,並打好政策「組合拳」,並堅定實施擴大內需戰略。

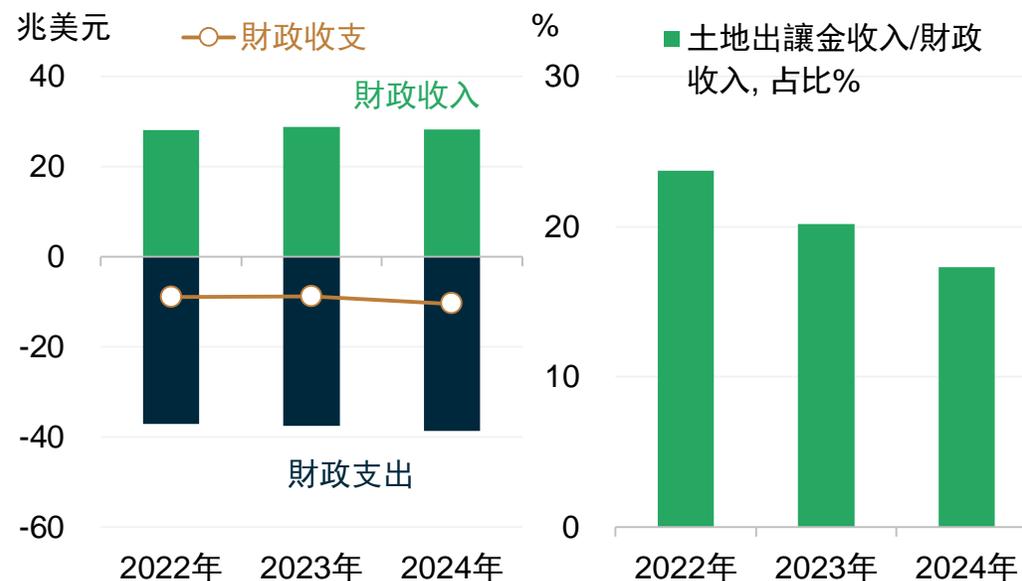
綜上,外部貿易戰、美中關係的不確定性下,官方財政與貨幣政策不得不持續延續寬鬆的政策取向,但鑒於稅收與土地出讓金收入雙雙減少下,今年政府舉債必須持續增加。

兩會重點：財政政策明顯較去年更為寬鬆

要點/年份	2024年	2025年
報告人	李強	李強
總經目標	1)GDP增速目標5%左右 2)消費物價漲幅3%左右 3)赤字率3% ,規模4.06兆元,比上年年初預算增加1800億元;公共預算支出28.5兆元,比上年增加1.1兆元 4)城鎮新增就業目標1200萬人以上 5)新增地方專款債券3.9兆元,較上年增加1000億元	1)GDP增速目標5%左右 2)消費物價漲幅2%左右 3)赤字率4% ,規模5.66兆元,比上年增加1.6兆元;公共預算支出29.7兆元、比上年增加1.2兆元 4)城鎮新增就業目標1200萬人以上 5)新增地方政府專款債券額度4.4兆元,較上年增加1000億元
財政政策取向	加力提效 ,加強重點領域	更加積極 財政政策
貨幣政策取向	社會綜合融資成本穩中有降	推動社會綜合融資成本下降

資料來源：國泰世華銀行整理。

稅收與土地出讓金收入減少下,政府赤字率應持續上升



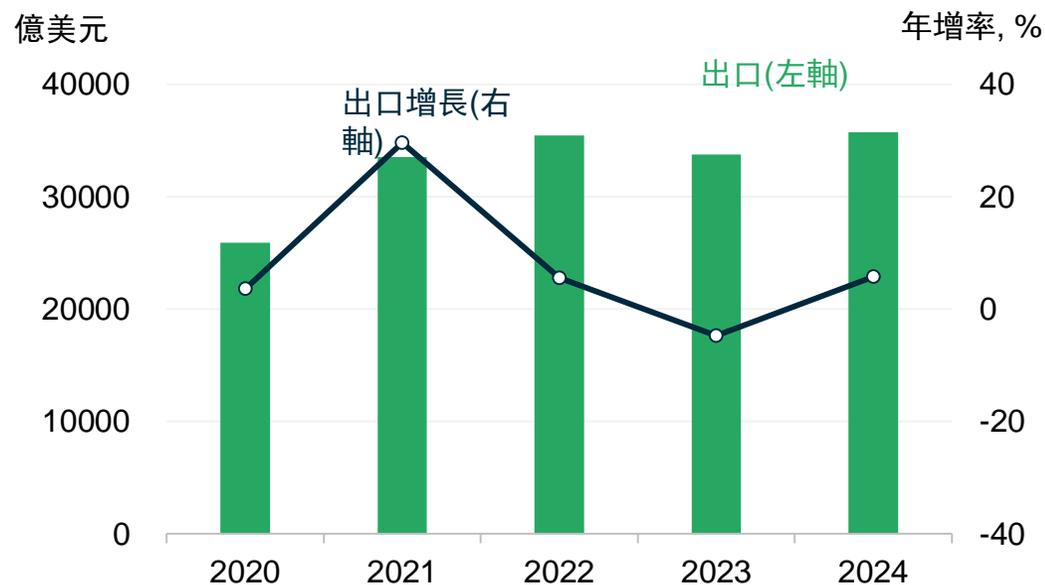
資料來源：Wind。

中國 | 關稅衝擊對出口是一大考驗, 也顯示亟需結構性改革, 提升內需、降低對出口的依賴

自疫情以來, 中國經濟面臨內需疲軟與房地產危機, 出口對經濟成長的重要性顯著提升。2020年起, 全球對醫療物資與電子產品的需求激增, 中國作為「世界工廠」迅速填補缺口, 出口成為穩定經濟的關鍵引擎。儘管2023年全球需求放緩, 出口仍占中國GDP的比重高達20%以上, 顯示其對就業與產業鏈的支撐作用。然而, **美國對中國的關稅政策存在高度不確定性, 將為後續出口蒙上陰影**, 並壓縮中國出口商的利潤空間。隨著美國政局變化, 未來關稅可能進一步調整, 甚至擴大範圍, 這將增加企業成本並削弱競爭力。

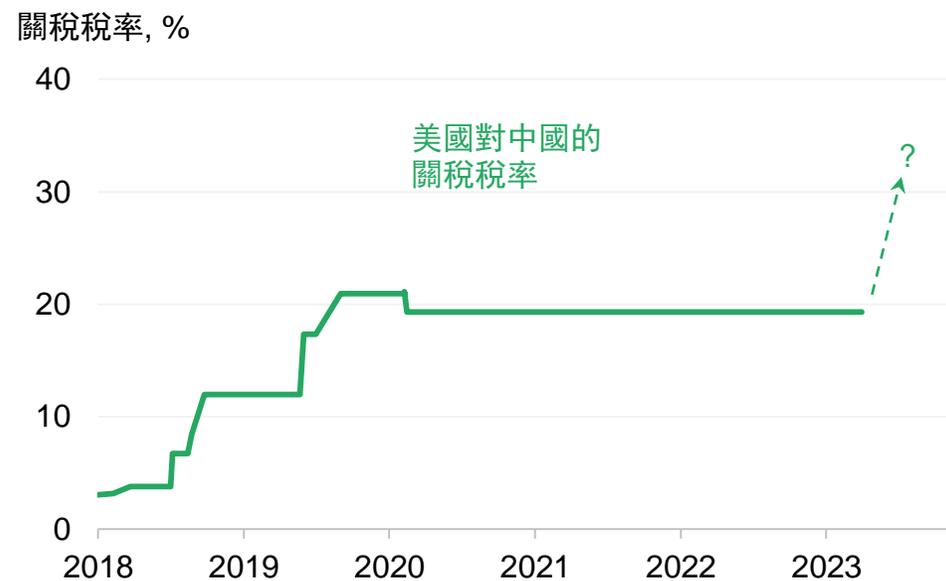
此外, 部分國家加速供應鏈多元化, 減少對中國依賴, 長期恐分流訂單, 雖然中國積極以轉口貿易因應, 但仍難以完全抵消美國提高關稅的影響。是以, 中國亟需結構性改革、提升內需, 以降低對出口的過度依賴。

中國近年出口增長狀況



資料來源: Bloomberg。

美國對中國關稅政策存在不確定性, 恐不利後續出口



資料來源: PIIE。

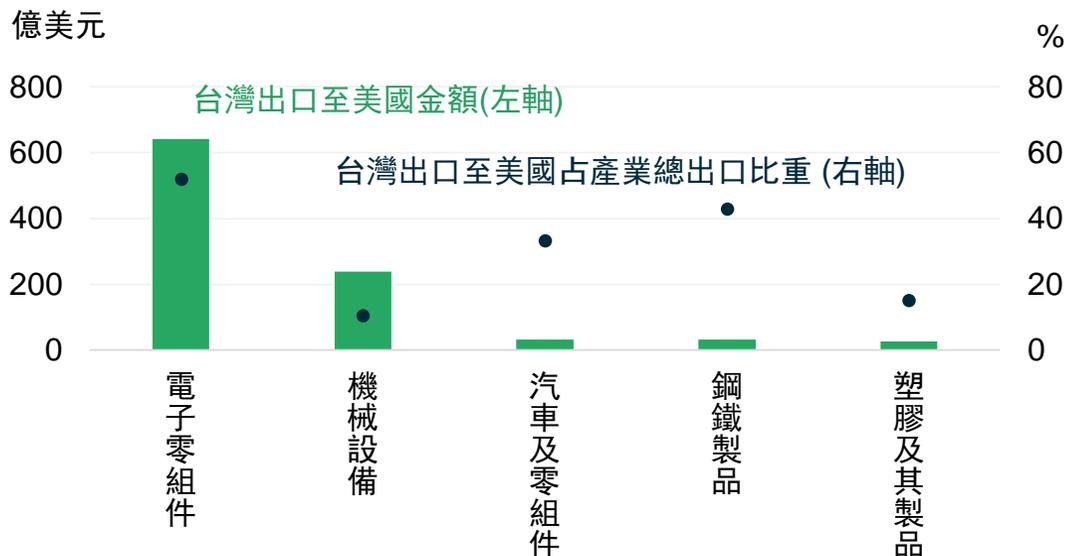
台灣 | 川普對「對等關稅」及「半導體」按下暫停鍵, 雖非解除, 但稅率應較表訂32%有所降低

川普關稅多管齊下, 除了對中國、墨西哥及加拿大加徵關稅, 也對鋼鋁等產品課徵25%關稅, 雖暫緩對等關稅90日, 及暫時豁免半導體於對等關稅, 但風險是暫緩而非解除, 而, 賴總統表示台灣為與美國協商的首批國家, 台灣政府積極與美國協商下, 預期稅率部分應會較原訂32%有所改善:

以出口額來看: 電子零組件、機械設備及鋼鐵製品為台灣對美國出口前三大商品, 且去年美國對這些商品課稅平均皆不到5%, 目前除鋼鋁面臨25%關稅、半導體尚在豁免範圍外, 多商品皆已面臨10%基礎關稅, 預期**成本轉嫁能力低的公司, 受衝擊將最大。**

以出口至美國占比來看: 出口至美國占比高的產業, 面臨的潛在風險也較大, 其中出口至美國金額達1億美元規模的產業為, 船(2億)、樂器(1億)、電子零組件(642億)、家具(10億)、彈藥(1億)。

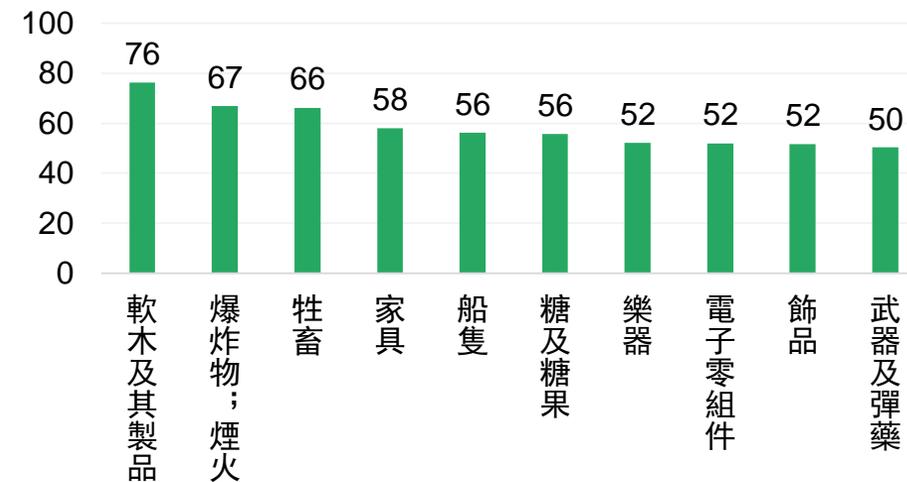
台灣對美商品出口金額前五大



資料來源: WTO, 關港貿單一窗口。

台灣受對等關稅潛在衝擊大的產業

2024年台灣出口至美國占該產業總出口比重, %



註: 採出口美國占比達5成的產業。
資料來源: WTO, 關港貿單一窗口。

台灣 | 川普2.0重塑全球貿易版圖下，台灣出口結構及MIT比重或將迎來轉折

過去20年台灣出口額由不到2000億美元，到2024年已經來到4750億美元，由結構來看，電子及資通占比由35.7%，近乎翻倍至65.2%來看，為帶動台灣出口快速成長的主因。不過，在2020年前，外銷訂單在台生產(MIT)比重，受全球化、產線往具成本優勢的國家挪動下，MIT比重有所下降，直到川普1.0及中國清零政策使企業重新思考產業鏈布局，加上台灣境外資金回流專案助攻，企業回流台灣下，使2020年至今MIT比重又有所回升。

另由台灣對外投資金流亦可看出端倪，川普1.0開始(2017年)，台灣對外投資重心由中國轉往東協及美國，且此趨勢在近年越發明顯，在2024年赴美投資金額已高達160億美元，展望未來，在**川普2.0防堵各國貿易繞道行為**、欲引導製造業回流美國的政治方針下，考量**台積電宣布加碼1000億投資美國**，可能在未來幾年逐步落實下，有可能使台灣出口結構、及MIT比重走升的態勢迎來轉折。

台灣出口結構及外銷訂單MIT比重變化

台灣出口	2005	2010	2015	2020	2024
總出口(億美元)	1998	2774	2844	3451	4750
電子+資通占比(%)	35.7	36.2	40.9	53.5	65.2

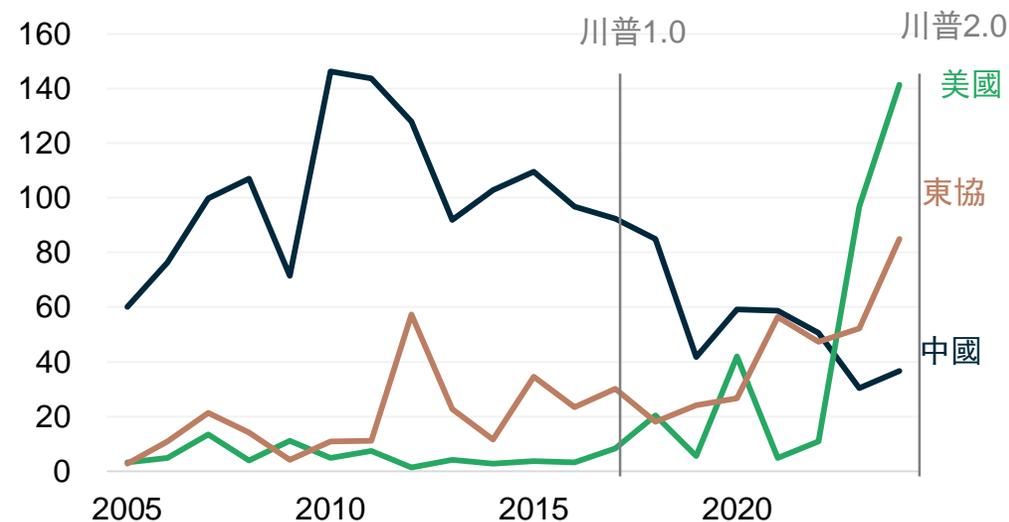
外銷訂單- 台灣生產比重(%)	2005	2010	2015	2020	2024
ALL	59.7	49.2	44.6	46.0	51.4
電子產品	62.9	50.4	49.2	56.9	62.1
資訊與通信產品	27.1	15.3	7.3	9.0	19.0

註：紅底為走升期間、綠底為走降期間。

資料來源：Bloomberg。

川普2.0防堵繞道、引導製造業回流，台赴美投資料將加速

台灣對外投資核備金額，億美元



資料來源：Bloomberg。

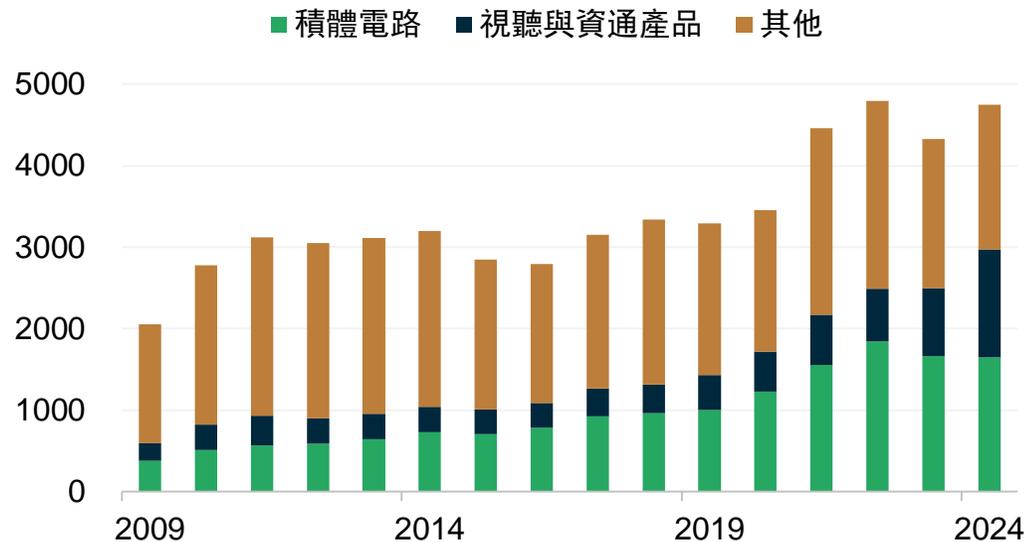
台灣 | AI供給鏈擴大對美投資，長期而言將壓抑出口成長力道

除了台積電擴大美國廠投資規模，鴻海、廣達等AI伺服器供應鏈也大舉增加對美投資，由於AI需求爆發，近兩年成長快速，包括AI晶片、AI伺服器出貨成長，若觀察積體電路及視聽與資通產品兩大類出口金額佔比，2024年已達62.6%，較2019年的43.5%大幅增加。

台灣是出口導向國家，淨出口佔GDP比重約10~15%，若目前成長最快的AI供應鏈逐步增加美國投資，即使如台積電董事長魏哲家所說，到2035年，台灣產能佔比仍維持8成以上，但是對於台灣出口成長力道而言也將有所減弱。不過對於企業而言，靠近美國主要客戶，不僅可擴大訂單，也擺脫關稅威脅，似為兩全之計。

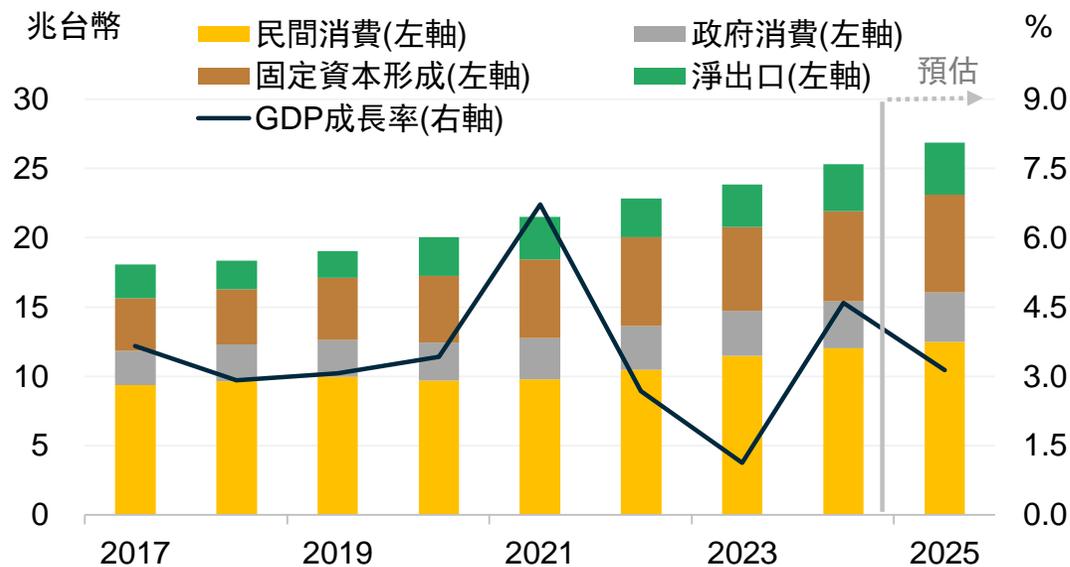
受惠AI成長，積體電路及資通產品佔出口比重逾6成

出口金額，億美元



資料來源：財政部。

台灣淨出口2024年約佔GDP13%



資料來源：主計總處預估。

金融市場動向

股市 不確定性下，採取Flight-to-Quality思維，但美國仍是長線看多，歐洲則具有黑馬股潛力

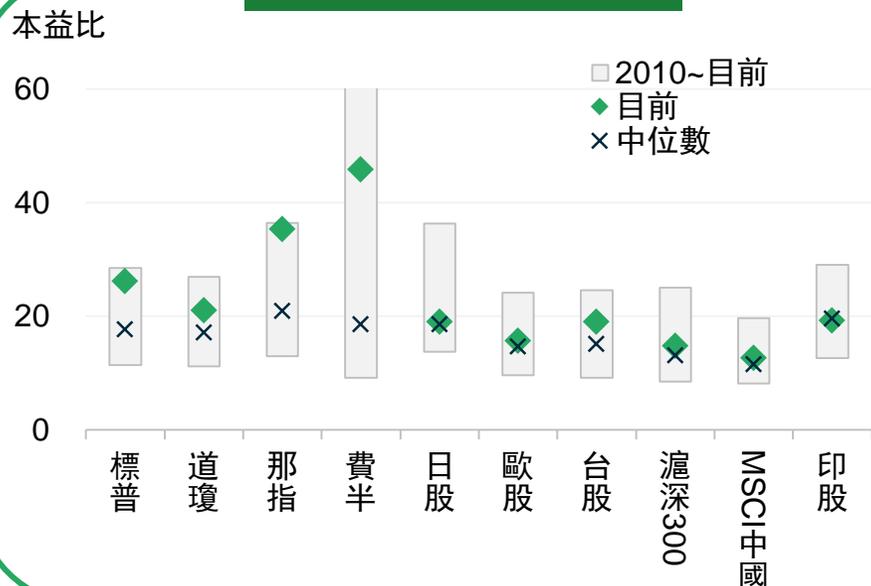
北美(白馬股)
 利多：AI趨勢、基本面佳
 利空：**高基期**、關稅政策
 選股：科技、金融、基建

中國(轉機股)
 利多：**DeepSeek**、**財政擴張**
 利空：美中摩擦、民間去槓桿
 選股：科技

歐洲(黑馬股)
 利多：**和談重建**、**財政擴張**
 利空：短線過熱、基本面較弱
 選股：基建、工業、金融

日本(白馬股)
 利多：**股東權益改革**、**景氣復甦**
 利空：政治風險、關稅壓力
 選股：科技、金融

主要股市評價狀況



註：顏色越深表示評價越高。

Summary:

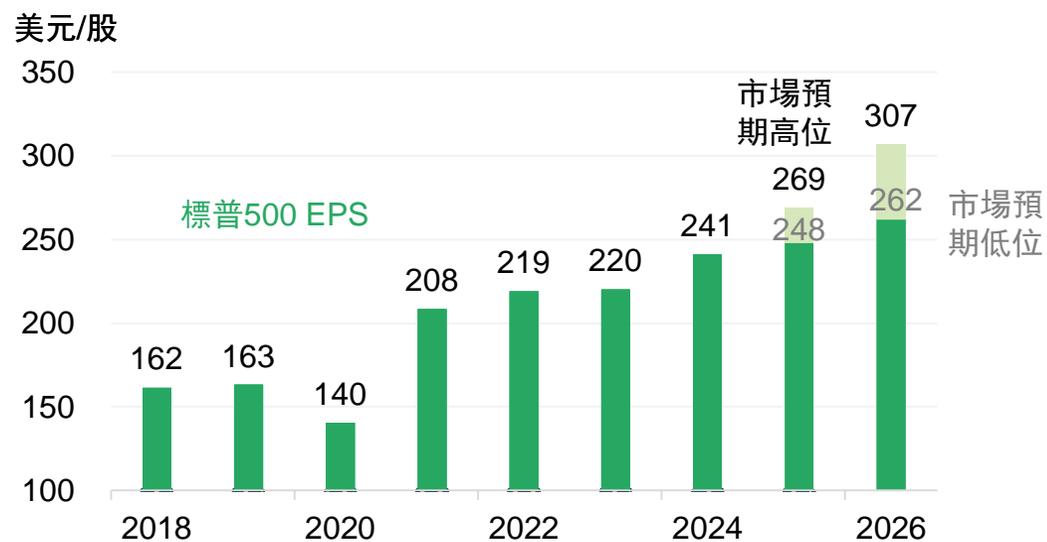
- ✓ 美國(白馬股)：長線看多。
- ✓ 日本(白馬股)：公司治理改革、景氣復甦利多。
- ✓ 歐洲(黑馬股)：歐債以來財政撙節的立場轉向。
- ✓ 中港股(轉機股)：DS效應、評價較低、科技股「權重」提高。

美股 關稅使企業獲利有下修壓力, 但不改成長趨勢

4/2川普推出對等關稅, 已造成市場對獲利的下修, 4/10將關稅下調至10%, 雖可望減緩衝擊, 但壓力仍在。就標普500的獲利而言, 今年可望保持正成長, 但已低於先前預估的10%。值得注意的是, 由於關稅不確定性仍大, 市場對獲利的預估也相當分歧。**對產業而言, 由於經濟成長不確定性仍大, 循環性產業的獲利首當其衝。因此, 類股的配置上, 仍以防禦型為主, 且盡量多元分散。**

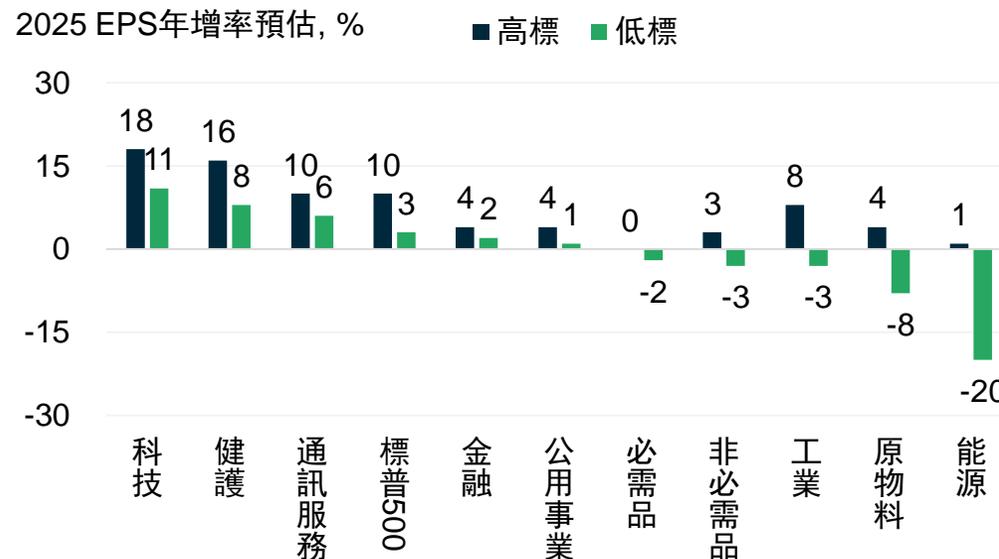
值得注意的是, 川普政策促使各國加大對美投資、提振製造業競爭力, 配合減稅法案將於下半年登場, 皆有利美國景氣擴張, **美股長線正向的看法並未因短期動盪而轉變。**

關稅壓力仍在, 標普500獲利面臨下修壓力



資料來源: Bloomberg、Factset、高盛等預估。

關稅壓力, 循環性產業獲利衝擊較大



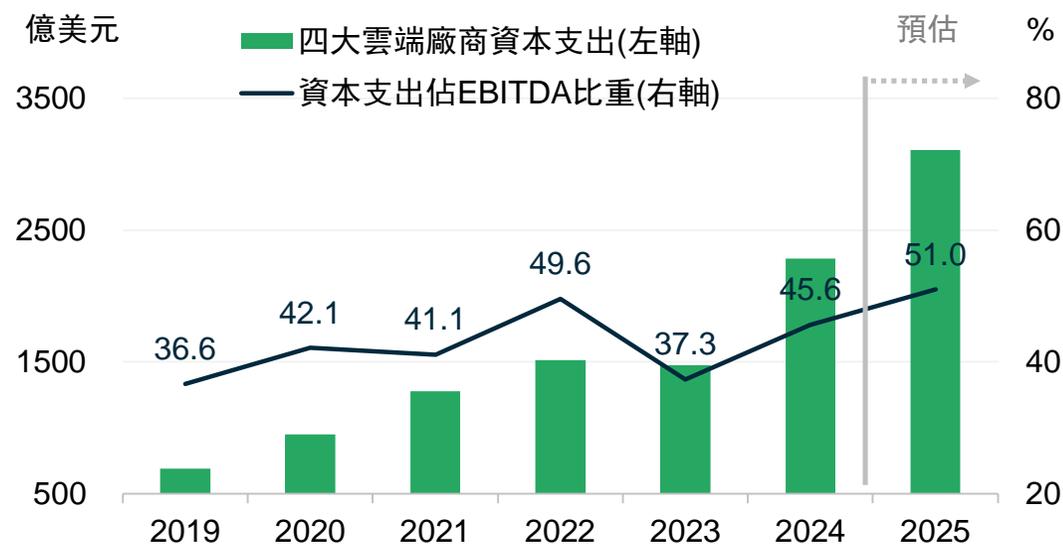
資料來源: Bloomberg、Factset、高盛。

科技 雲端大廠資本支出隨獲利攀揚, AI需求仍穩定成長

年初DeepSeek衝擊形成AI大語言模型競爭加劇, 並引發硬體需求可能下滑的擔憂, 但AI投資如火如荼, 雲端大廠絲毫沒有停下腳步, 根據彭博預估, **2025年四大雲端業者微軟、谷歌、亞馬遜、Meta資本支出將逾3100億美元, 年增36%, 連兩年高速成長讓市場擔心是否有過度投資的疑慮, 此外, 川普政策不確定性也讓投資人擔心科技業未來投資動能是否延續。**

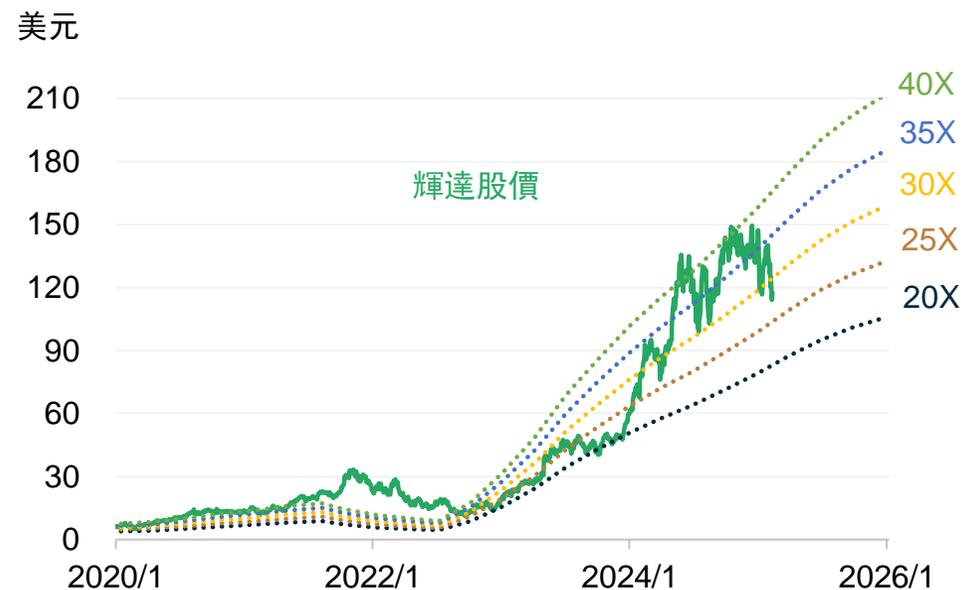
關稅不確定性下, AI晶片大廠輝達出現大幅拉回, 恐衝擊本益比評價。由於算力成本不斷降低, AI應用將呈現百花齊放的趨勢, 對於AI晶片以及雲端AI服務的需求都將維持成長趨勢, 在評價回到25倍以下可考慮介入布局。

雲端大廠資本支出及佔EBITDA獲利比重



註：四大雲端廠商取微軟、谷歌、亞馬遜、Meta等4家公司總和。
資料來源：Bloomberg預估。

輝達獲利持續成長, 評價修正至合理區間



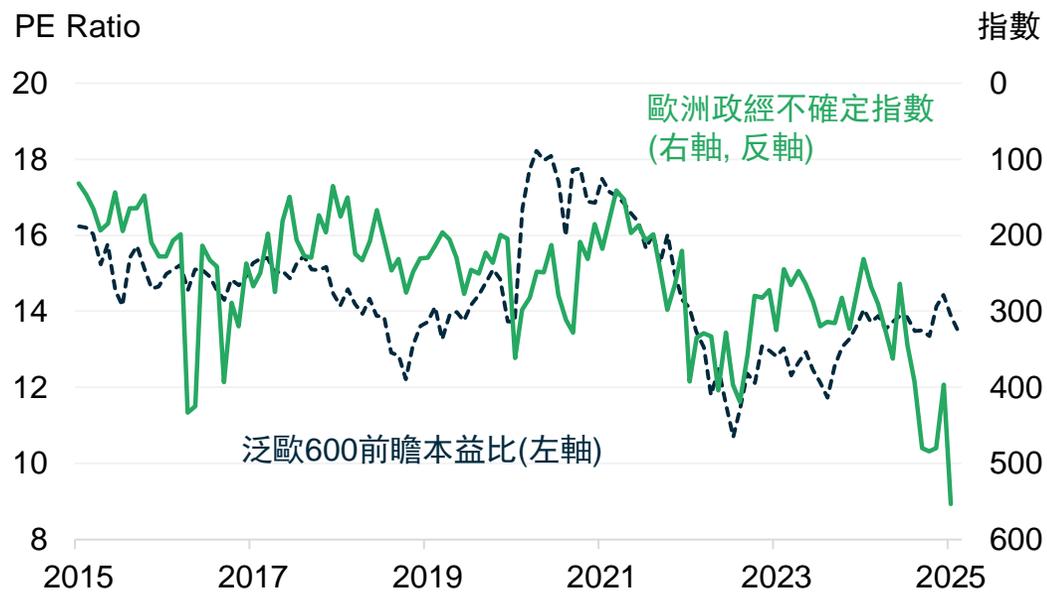
資料來源：Bloomberg預估。

歐股 俄烏戰爭與財政擴張利多遭關稅風險淡化, 短線市場難以擺脫震盪格局

俄烏戰爭風險淡化, 德國帶頭重啟財政擴張, 改善市場風險氛圍。在軍事支出與基礎建設投資的推動下, 銀行股與軍工股領漲, 帶動歐股在第一季度表現強勁。然而, 美國關稅戰引發的全球系統性風險, 使泛歐600指數已回吐今年全部漲幅。

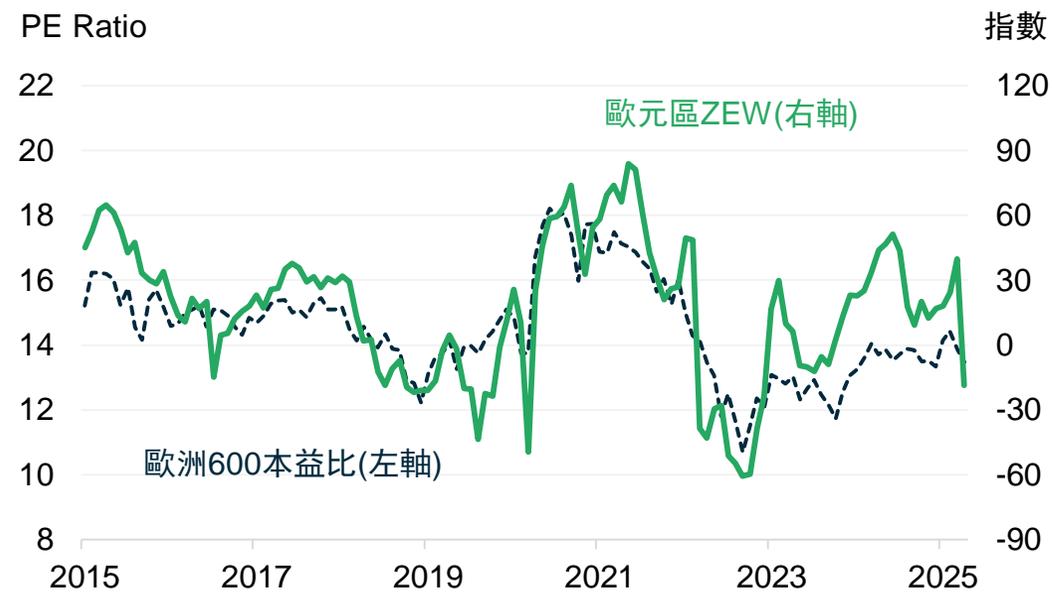
美國暫緩對中國以外各國實施對等關稅, 為市場提供喘息空間。歐盟已與美國展開關稅談判, 但貿易不確定性短期內難以消散, 投資人預計將保持觀望態度。若談判後關稅仍維持在10%以上, 貿易規模縮減與企業投資信心下降, 可能導致2025年歐元區GDP增速降至1%以下。總體而言, 政策不確定性短期內壓抑歐股表現, 大盤難以回到年初高位, 待談判結果明朗後, 歐股才有望重拾上行動能。

歐洲政經風險再度惡化, 歐股評價高位回檔



資料來源: Bloomberg。

基本面若進一步改善, 歐股才有望重回年初高點



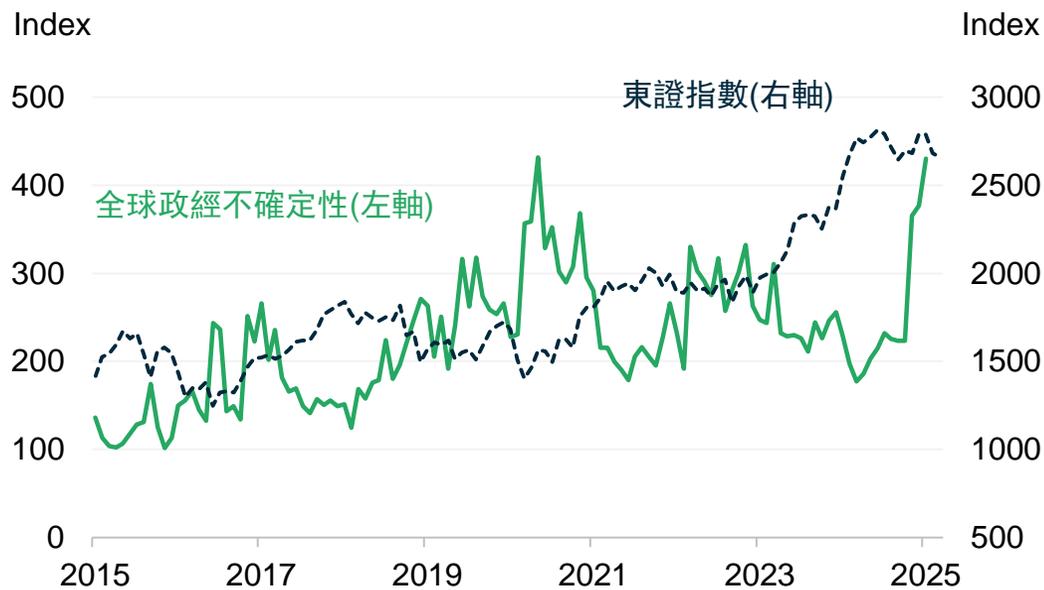
資料來源: Bloomberg。

日本 短線市場因關稅風險陷入盤整，但企業獲利有望提供長線支撐

日本擠入對等關稅公布後的首批談判清單，日本首相石破茂已於4/7與川普進行通話，美日關稅壓力有望朝向正面發展。然而，關稅談判的時程尚未確定，隨著美國在內的全球衰退風險升溫，日本的出口訂單與資本支出正面臨下行壓力，各項出口產業的獲利可能大幅下滑。

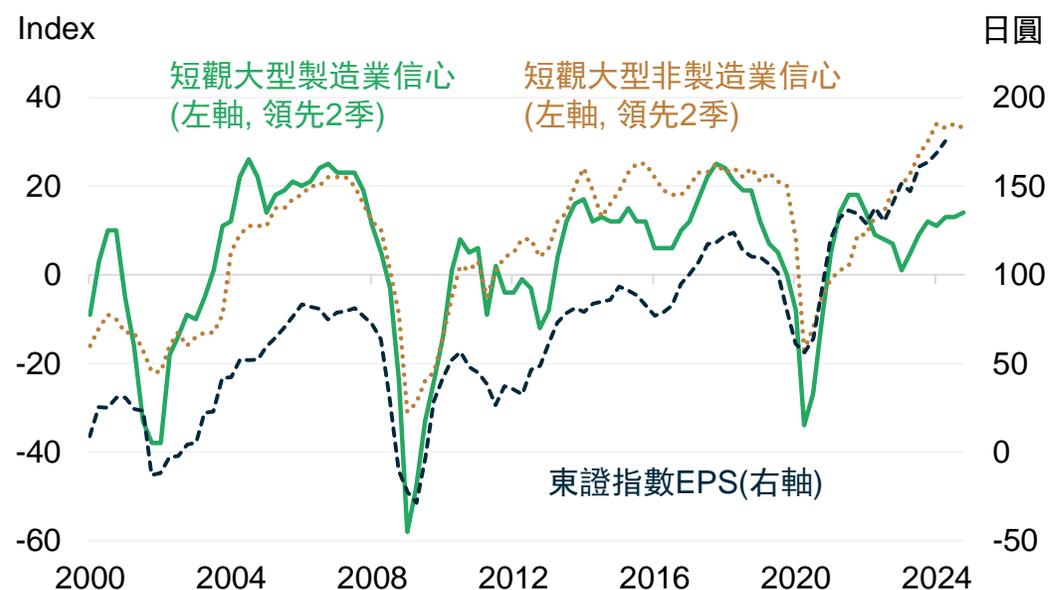
展望後市，短觀數據顯示Q1日本非製造業信心進一步走揚，企業獲利仍舊穩健，不過，在美日談判取得實質進展前，市場難以重拾上行趨勢，短期內預計將維持弱勢震盪格局。產業方面，汽車與機械等產業的獲利壓力顯著增加，股價難免面臨賣壓。相較之下，銀行、零售與不動產業因受貿易衝擊較小，且具備內需支撐，可能成為更穩健的配置選擇。

貿易不確定性打擊市場信心



資料來源：Bloomberg。

日本企業獲利逐季穩健成長



資料來源：Bloomberg。

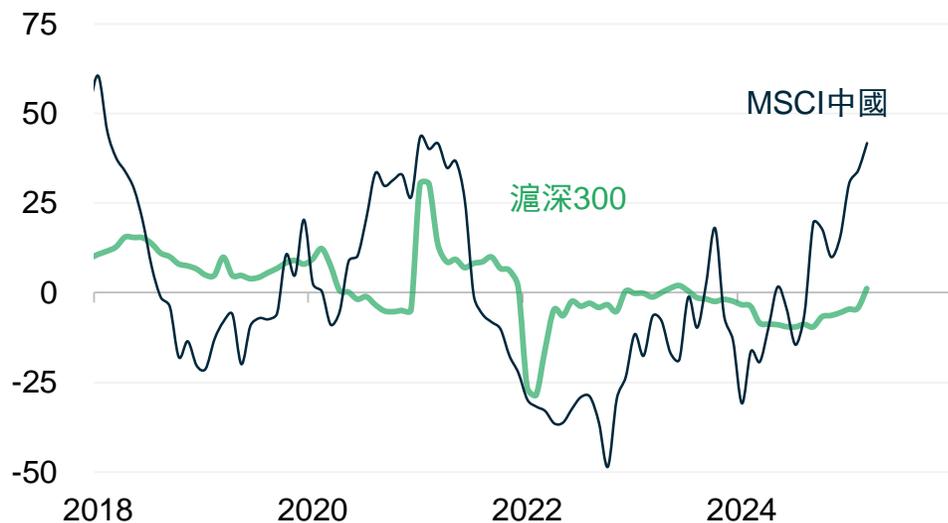
中國 離岸指數科技股權重較高, 基本面較佳, 但川普關稅戰下, 評價面難擺脫衝擊

雖然中國總經表現仍相對疲軟, 但得益於**1)DeepSeek技術的加持**, 中港科技產業的前景被廣泛看好。此外, 相較於美國科技股, 中港科技股的**2)評價估值明顯低於美國的水準**。同時, **3)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。綜上, 中港科技股基本面確實不差。

然而, 清明節之際, 川普發布高於預期的關稅利空, 尤其中方強硬回應美方關稅政策下, 恐怕待檯面下官員尋求解方後, 關稅利空方有轉圜機會, 此前, **評價面受衝擊下, 股價走勢還是延續偏弱震盪**; 而長線投資人若有意介入中國, 則以衛星配置、追蹤境外指數的基金較為合適。

離岸指數科技股權重較高, 基本面較佳

EPS年增速, %



資料來源: Bloomberg。

但川普關稅戰下, 評價面恐難擺脫衝擊

關稅稅率, %



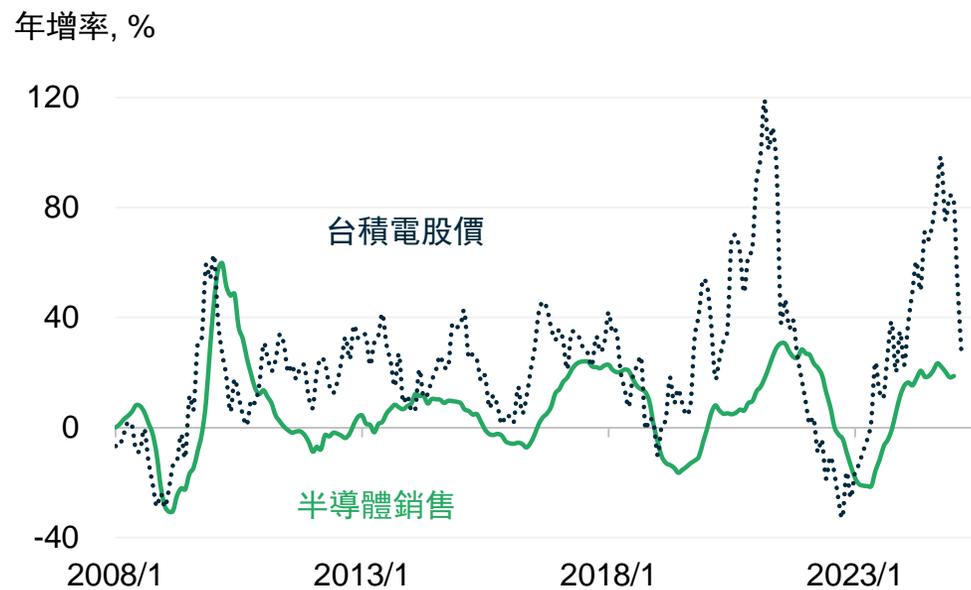
資料來源: Bloomberg。

台股 半導體景氣循環進入後半場？庫存天數下降暗示景氣反轉機率不高

在川普關稅政策不確定性下，美股引爆殺機，半導體股跌幅慘重，也引發半導體景氣可能自高檔反轉的疑慮。本波半導體景氣自2023/4落底反彈以來已近2年，循環步入擴張後半場，是否代表半導體以及台股的多頭行情已經結束？

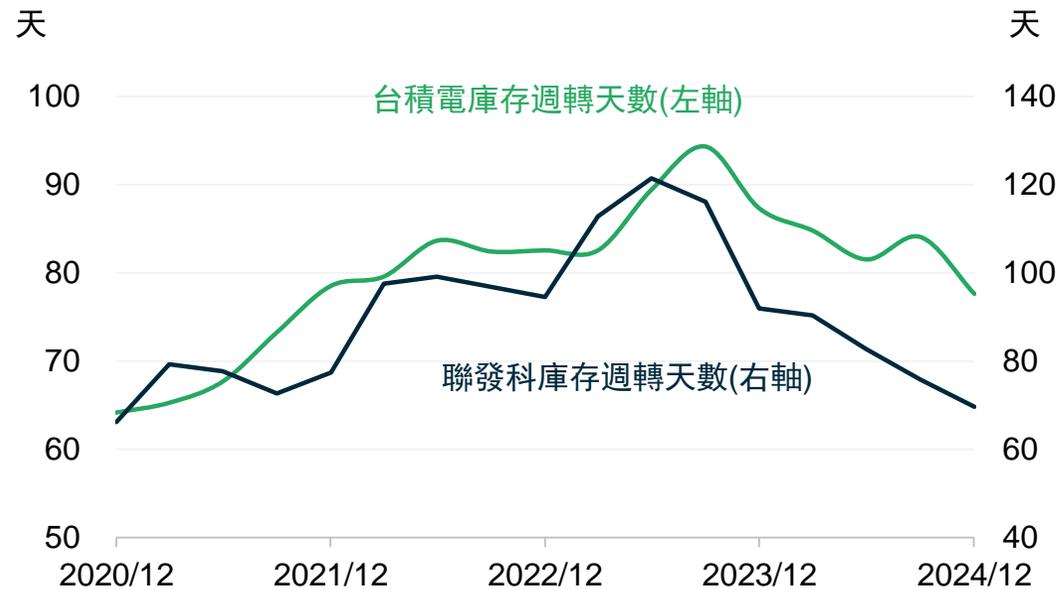
過去半導體循環約3.5~4年，半導體銷售年增率進入負成長的期間，往往也是股價回落的時期，但股價修正是否代表半導體循環將進入衰退？如果觀察台股兩大半導體巨頭—台積電和聯發科，目前營收成長、而庫存週轉天數持續下降，顯示並未出現景氣高峰時期，庫存大幅拉高且銷售停滯的狀況，受惠於AI需求強勁成長，並有望擴散至AI手機、AI PC的前景下，產業趨勢仍向上，可利用股價大幅拉回布局。

台積電股價與半導體循環



資料來源：Bloomberg。

台股兩大半導體業者庫存天數持續下降



資料來源：Bloomberg。

台股 台積電加碼美國投資，仍無法幫台股擺脫關稅陰霾？

3月4日，台積電董事長魏哲家與川普總統在白宮共同宣布台積電在美投資案，繼目前亞利桑那1、2廠外，將加碼1千億美元，增3座先進製程晶圓廠、2座封測廠及研發中心，然而市場擔心的半導體關稅以及與英特爾合資問題仍是未知數。不過一向保守的台積電大舉擴大投資，也代表對AI前景持續樂觀。

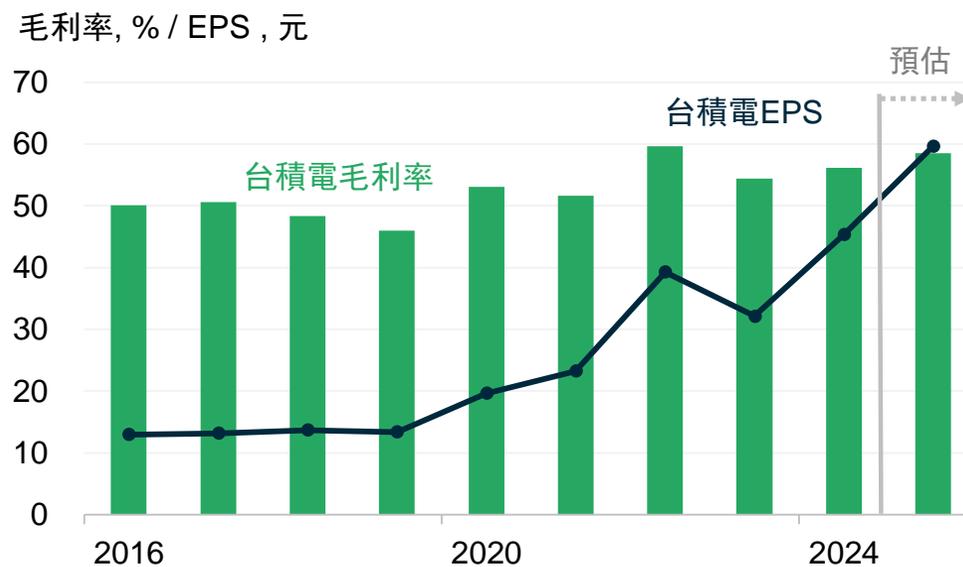
台積電曾提到美國廠成本較高，可能拉低平均毛利率2~3個百分點，不過由於台積電毛利率長期穩定在50%之上，且在美客戶多支持台積電漲價以反應成本，對台積電獲利影響應屬可控範圍。且AI需求仍處於早期爆發階段，台積電在市佔率、競爭力皆處領先地位，股價拉回仍是布局首選。

台積電2025年起將逐步擴大資本支出



註：以2026~2028年營收成長推估資本支出。
資料來源：台積電, Bloomberg預估。

台積電毛利率長期穩定在50%之上



資料來源：Bloomberg預估。

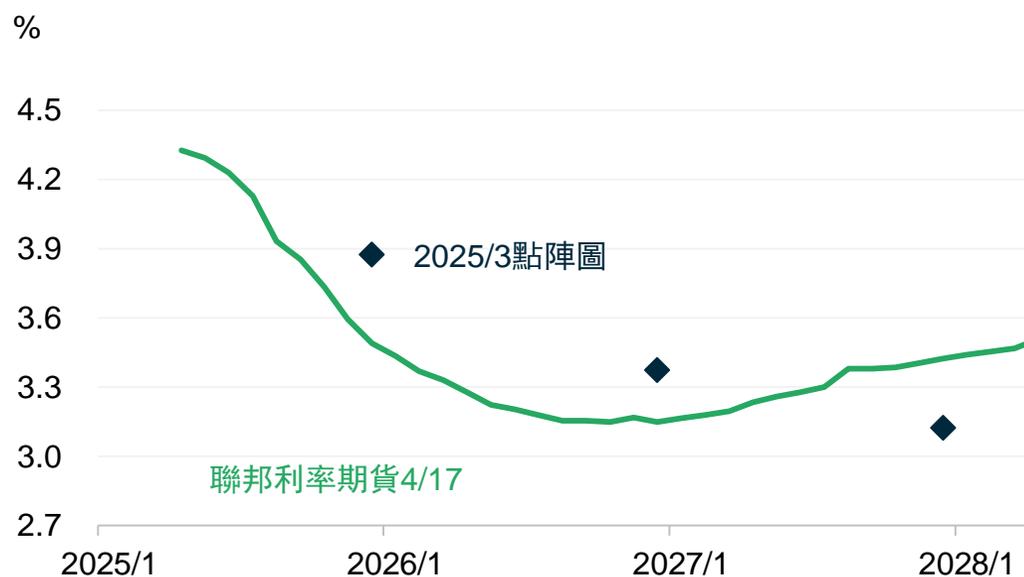
債市 川普調整強硬做法，有助穩定債市信心。惟不確定性下，布債思維延續Flight-to-Quality

川普關稅不確定性、財政部恐對美債課稅等疑慮一度衝擊市場信心，導致利率彈升。不過川普強硬關稅立場隨即調整，財政部亦出面闢謠，同時提及有需要可擴大回購等，顯示**川普政府有意穩定債市，有助緩和利率無序上升風險**；目前期貨市場預期今年降息3-4碼。

債市策略：即便對等關稅暫緩90日，不過基礎關稅10%、以及川普變幻莫測的風格，仍將不可避免地造成美國物價上升，形成發行人的基本面逆風。因此，建議以**美國公債、財務體質優良的投等債**作為「Flight-to-Quality」的主要配置，目前投等債仍具備相對的高利優勢。

預期長線利率走降：在關稅帶來的經濟衝擊影響、以及金融情勢逐步趨緊，預期長線Fed寬鬆方向不變(緩步降息、逐步停止縮表)，將有助長期利率走降。

期貨市場降息預期仍大於Fed預估



註：據4/17預估，期貨市場預期今年降息3.5碼。
資料來源：Bloomberg。

美國投等債仍具備相對的高利優勢



資料來源：Bloomberg。

信用債 對等關稅下，美國企業及民眾首當其衝，布局應以高信評債為優先

美國對等關稅超乎市場預期，各國開始面臨是否吸收關稅成本，甚至美國暫停進貨(或退貨) 的難題，另一方面美國企業則面臨無貨可用、成本墊高及消費者需求可能因價漲而量縮的窘境。美國對等關稅如同玩火，首當其衝的無非美國的民眾及企業。

短期而言，企業營收可能因民眾預期心理帶動的掃貨潮而受提振，但若對等關稅措施沒有軟化跡象，隨既有庫存用盡，恐面臨無貨可用或是成本大幅變高的衝擊，尤其以財務體質較差、現金儲備較少的中小企業，抵禦市場逆風的本錢，最為疲弱。信用利差表現也反映此擔憂，觀察4/2以來投資等級債利差彈升26個基點，而財務體質較弱的非投資等級債則彈升119個基點，已突破2023/10(當時美10年債利率近5%)以來的高點。

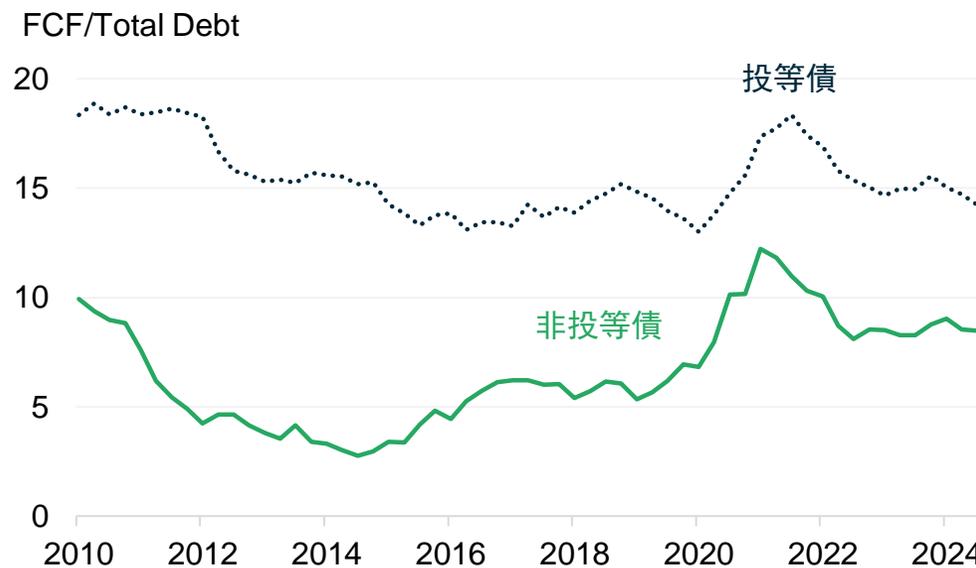
布局策略上，若對等關稅措施無軟化跡象，應以短天期公債、信用評級更高的投資等級債為主，採取Flight to Higher Quality的防禦性配置想法。

非投資級債利差已突破2023/10高點



資料來源：Bloomberg。

現金儲備較多企業，將更有本錢抵禦逆風



資料來源：Bloomberg。

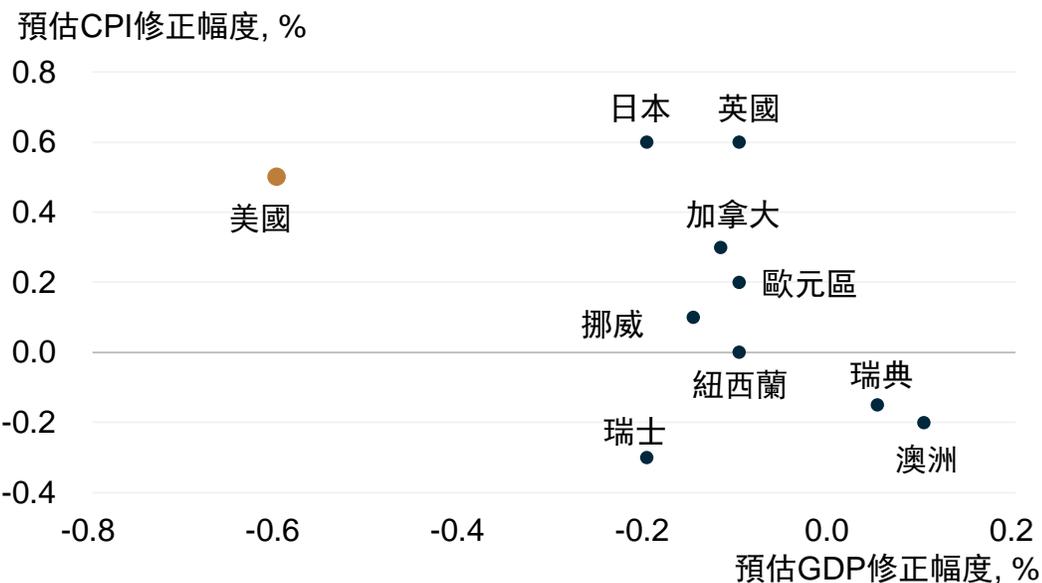
美元 負面因素猶存, 美元延續偏弱格局

對等關稅上路後, 觀察彭博彙整之預測值, 相較今年2月, 市場下修美國GDP的幅度明顯大於其他G10國家, 顯示市場預期過去幾年美國經濟表現獨強的情勢恐難延續。

此外, 川普政策的高度不確定性, 影響投資人的信心。且若未來美國與各國貿易談判觸及匯率議題, 將增添當地貨幣升值壓力。

前述疑慮的消除, 仍仰賴川普政府調整極端的政策立場。在此之前, 美元恐延續偏弱的格局。

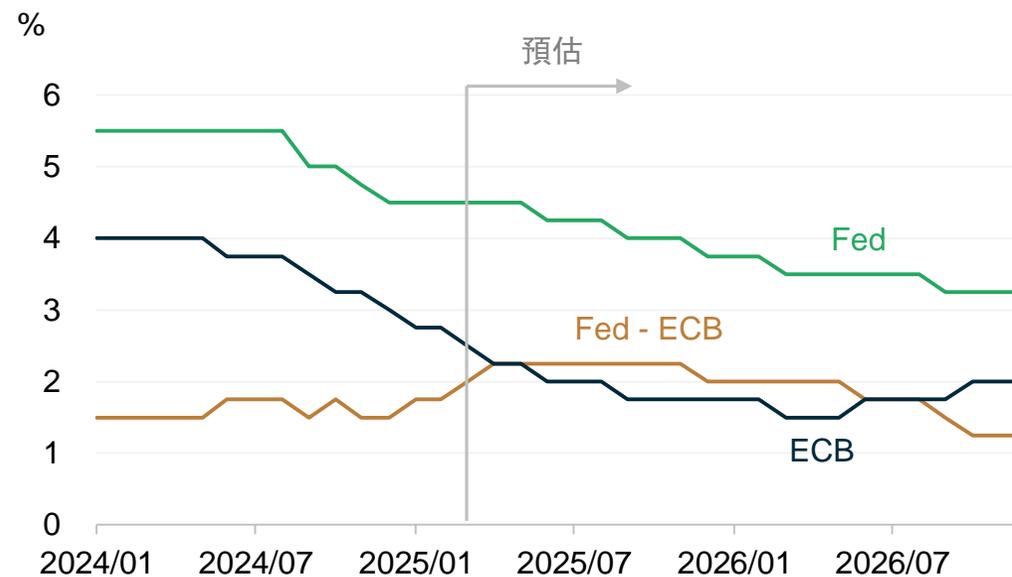
市場下修美國經濟成長率之幅度高於其餘主要國家



註: 兩項數據之修正幅度採市場於4/18與2/28之預測之差距計算。

資料來源: Bloomberg。

美歐政策利差料將收斂, 減弱美元支撐力道



資料來源: Bloomberg預估, 2025/4/15。

歐元 利多因素發酵，歐元區間上移、脫離極度弱勢格局

在川普的推動下，烏俄戰事出現曙光，引發戰後烏克蘭重建題材的想像。此外，德國將調整摺節立場、歐盟各國加大國防支出，若如實推行，將是未來兩年歐元區景氣轉強的有利因子。而歐元區經濟動能長期落後美國，以致歐元長期走弱的趨勢，則有望出現改變。

至於歐元能否突破長期下降壓力、開啟多頭趨勢，關鍵在於：1)歐洲各國財政刺激實施時間與力道、2)川普對歐關稅是否兌現以及實際稅率高低，皆將牽動歐元區景氣復甦動能。

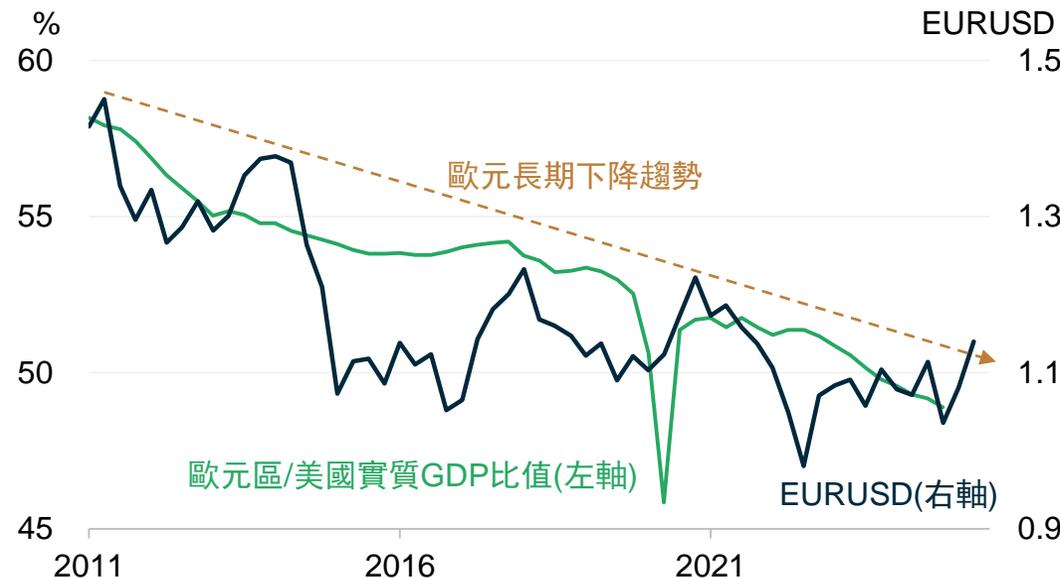
綜上所述，烏俄消息利多、歐洲財政立場轉向等將帶動歐元自底部反彈，呈現高檔震盪偏強情勢。若下半年財政刺激順利上路、川普關稅不確定性消除，歐元中期仍有向上挑戰的空間。

過去十年歐洲力行摺節，經濟動能亦受壓抑



資料來源：Bloomberg。

歐洲景氣長期落後美國，實為歐元弱勢主因



資料來源：Bloomberg。

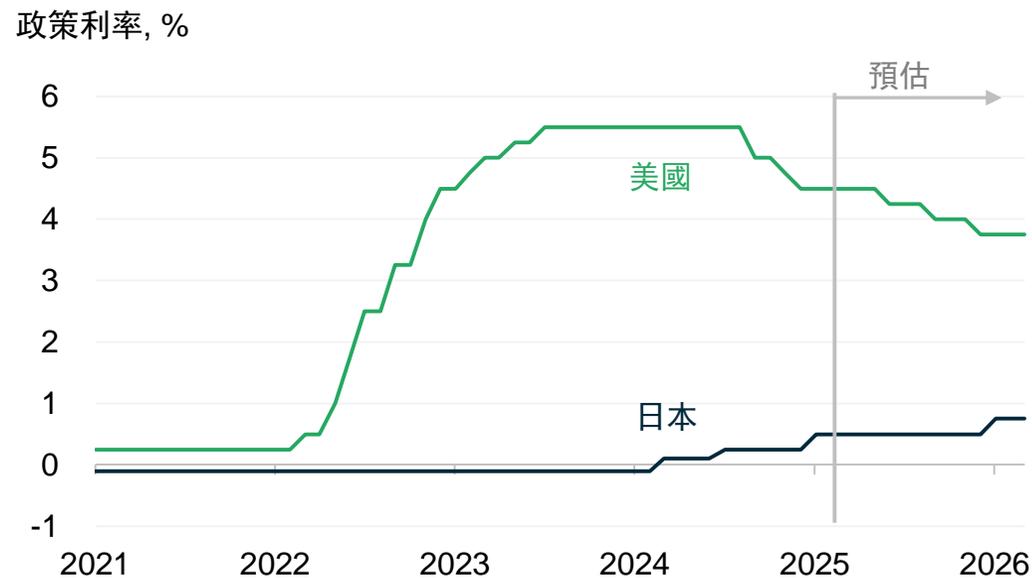
日圓 BOJ觀望後，預料緩升息立場不變，美日利差收斂方向有利日圓擺脫長期貶勢

BOJ靜觀其變，觀望川普政策影響。然而，國內薪資成長與內需消費逐漸形成正向循環，預料外部不確定性降溫後，緩步升息方向的不變。而聯準會雖同樣趨於保守，但點陣圖預示降息方向並未調整，意味著美日央行政策分歧的情勢延續，美日利差則可望持續收斂。

另一方面，日本已與美國展開貿易談判，若未來觸及匯率議題，則可能為日圓帶來升值壓力。

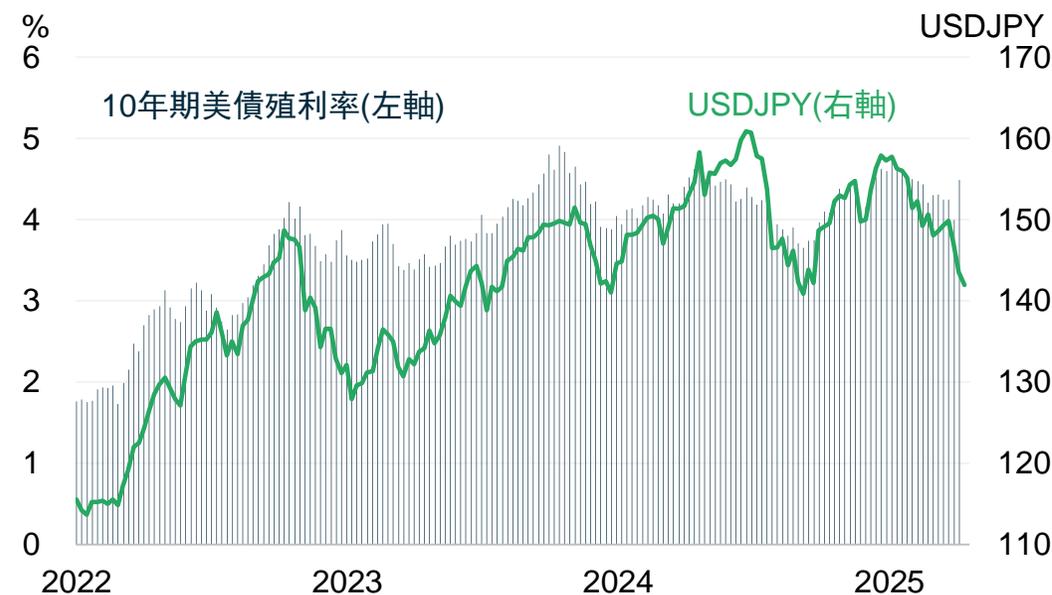
綜上所述，預料日圓脫離過去三年的貶值趨勢，轉為震盪至緩升的格局。

市場預期年內聯準會持續降息、BOJ則緩慢升息



資料來源：Bloomberg預估。

貨幣政策令美日利差收斂方向不變，支撐日圓升勢



註：2022/1/7至2025/3/14兩者相關係數為0.77(週資料)。
資料來源：Bloomberg。

人民幣 利差壓力猶存、關稅風險不減, 人民幣延續高檔弱勢格局

中國景氣經濟仍舊疲弱、通縮壓力則未解除, 加以外部方面面臨川普政策威脅, 人行明示今年仍將持續降息降準。另一方面, 聯準會觀望川普政策影響, 降息間隔拉長、步伐放緩, 皆意味著美中利差居高不下的情勢難以反轉。

此外, 回顧2018年4月至2019年底美中貿易戰期間, 人民幣至自6.3重貶14%至7.2。IMF、聯準會等研究皆顯示此期間人民幣貶值確實提高中國出口競爭力。由此來看, 在對等關稅如實上路的背景下, 人民幣仍有貶值淡化關稅影響的可能性。

綜上所述, 考量上述不利因素, 即便未來歐元、日圓等主要貨幣引領非美貨幣反彈, 預料人民幣亦難有大幅升值空間、表現將相對落後, 整體延續高檔弱勢整理格局。另外, 需留意若美中衝突大幅升溫, 則人民幣將有進一步走貶的可能性。

美中貨幣政策同向, 利差難以大幅收斂, 壓抑人民幣走勢



註: 2021/1/1至2025/4/11兩者相關係數為-0.71(週資料)。

資料來源: Bloomberg。

主要投行、國際機構皆預測人民幣延續貶勢

機構	美對中 關稅假設	人民幣貶 值幅度	2025年底 價位預估
IMF	10%	5%	-
彼得森 國際經濟研究所	40-60%	10-20%	7.8 - 8.6
高盛	60%	6%	7.5
摩根士丹利	20-60%	5-10%	7.5 - 7.8
J.P. 摩根	20-60%	5-15%	7.3 - 8.0
花旗	20-60%	6-20%	7.8 - 8.6
野村	60%	12-18%	8.0 - 8.5

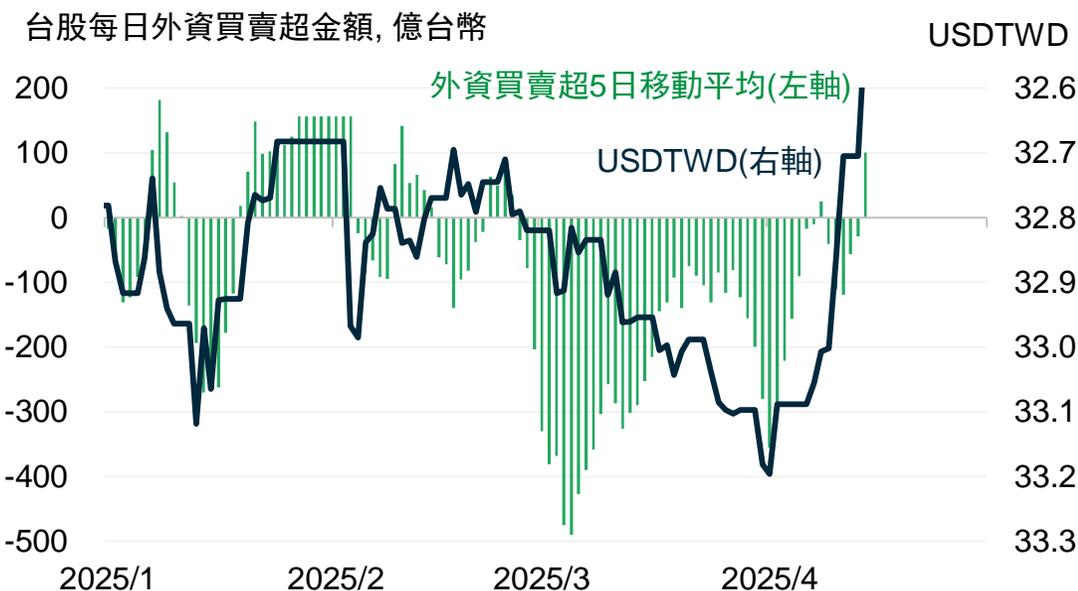
資料來源: IMF, PIIE, Goldman Sachs, MS, JP Morgan, Citi, Nomura等機關預估。

台幣 台幣最逆風的時刻可能已過去，然經貿下修壓力、加大對美採購下，亦限縮台幣升勢

對等關稅暫緩實施後，新台幣快速走升。預期台幣最弱時期可能已過，原因有三：在1)台灣政府積極與美國溝通，沒有計劃採取關稅報復，且將由「零關稅」談起、並加大對美採購等措施，美國對台關稅稅率有改善的空間，有望減緩對經濟衝擊及有助台股氛圍改善。2)若川普對等關稅方案最終使美國景氣急轉直下，Fed將有進一步降息空間、3)台幣若大貶恐不利政府縮窄對美貿易順差及後續談判。

然需留意，若1)對等關稅後續談判結果及半導體關稅稅率差於預期，2)人民幣大幅貶值因應關稅，可能拖累亞幣，3)全球經貿下修，台灣出口可能受衝擊，都可能限縮台幣升勢。

2月以來外資賣超台股下，使台幣走弱



資料來源：Bloomberg。

美元走弱，為台幣有利因子



資料來源：Bloomberg。

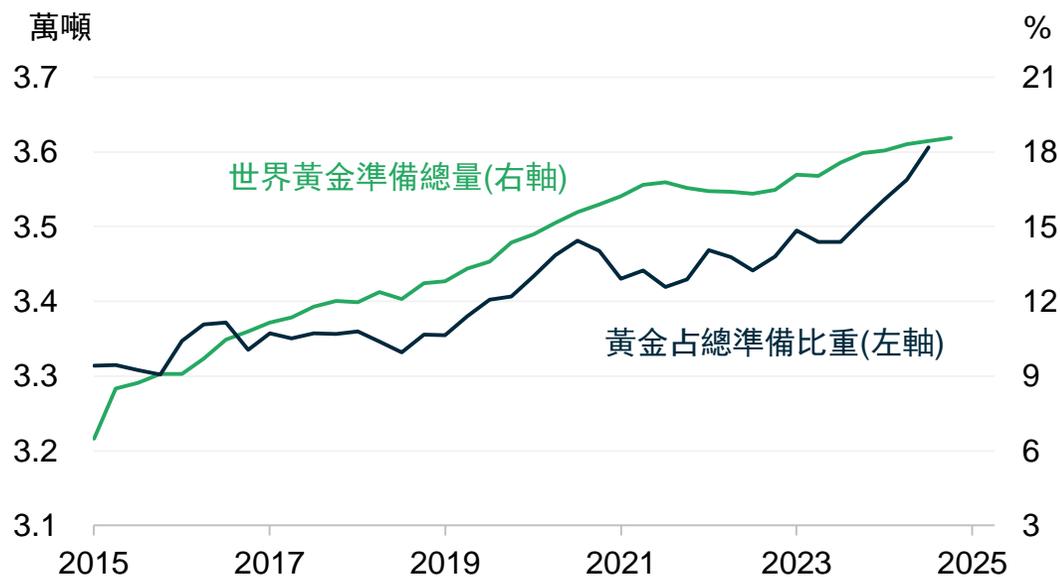
黃金 高利環境退場方向不變、全球央行買盤延續, 皆有利金價

Q1黃金表現亮眼, 漲幅15%於各類資產中排名居前, 未來漲勢能否延續, 關鍵在於:

- 1) **貨幣政策動向**: 聯準會雖按兵不動, 但並未調整今年持續降息的方向, 意味著美債殖利率、美國實質利率未來仍可望緩步走低。
- 2) **各國央行買盤**: 2018年起世界黃金準備總量、佔比雙雙提升, 反映美中貿易戰、烏俄戰爭等地緣風險, 帶動各國央行提高黃金準備。在川普2.0引發全球貿易、外交秩序巨變的背景下, 預計各國央行買盤延續。根據世界黃金協會調查, 預估全年買盤約500噸, 有利金價表現。

綜上所述, **利多因子將有助黃金延續多頭格局**。然而, 川普關稅、緊縮移民政策若導致通膨再起影響各國央行寬鬆時程, 抑或全球景氣大幅降溫衝擊終端買盤, 皆是需要留意的風險。

全球央行增持黃金, 川普政策不確定性或使得趨勢延續



聯準會確立降息方向不變, 實質利率回落有利金價



資料來源: Bloomberg。

註: 1995年至今兩者相關係數為-0.69。

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抵觸之情事；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抵觸為由，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