



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年4月11日

投資研究週報

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。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- **關稅衝擊，增添停滯性通膨的可能：**各大機構普遍下修GDP、上調通膨看法，若高關稅實施時間拖長，確實將增加停滯性通膨的可能，也增添投資人風險趨避心態。
- **所幸川普暫緩75國關稅90天，市場暫獲舒緩：**股市大幅反彈，VIX應聲下降，美債震盪。
- **投資氣氛以Flight-to-Quality為先：**VIX、信用利差走揚、流動性變緊，在在使得金融條件轉差，在**上述條件改變前，Flight-to-Quality氣氛尚不易扭轉。**

2. 後續看點

- 美國和全球政府能否在近期取得共識，進一步調整關稅稅率將是關鍵，尤其**美日間能否率先談出協議**將有示範效果。另外，**Fed**是否加大降息力道，將左右市場回穩步伐。
- 關稅政策導致股市重挫、物價短期內恐急升，美國內部**民意**反撲力道，也有機會迫使政策力道轉趨溫和。

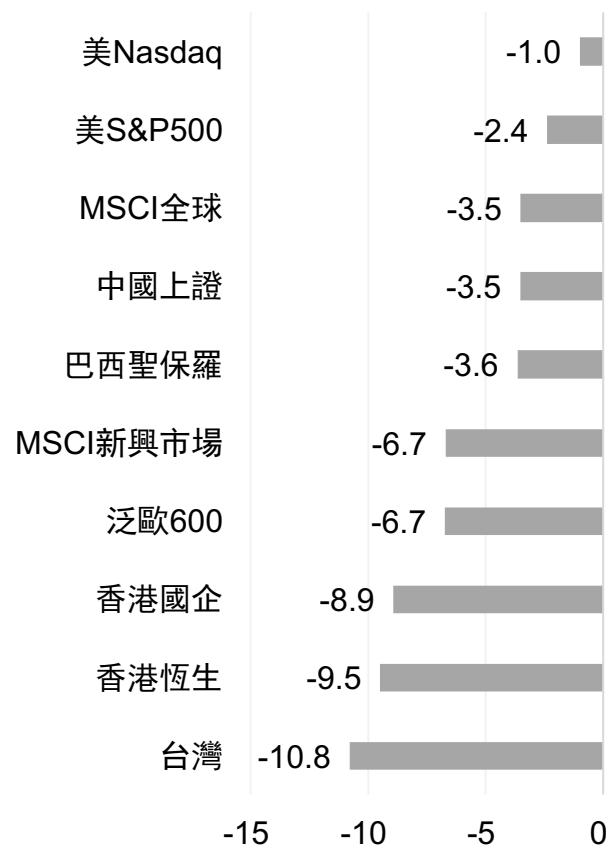
策略思維

1. **股市- Flight-to-Quality氣氛濃厚：**關稅政策不確定性仍在，盤勢需要時間築底，選股以**防禦、內需型為先。**
2. **債市-優先考慮投等債：**著眼現金流穩健的企業，並以**投等債**為優先考量。
3. **匯市-風險趨避推升美元指數：**近期美元弱勢震盪，惟留意關稅不確定性若延長，**美元恐有進一步下探的可能。**

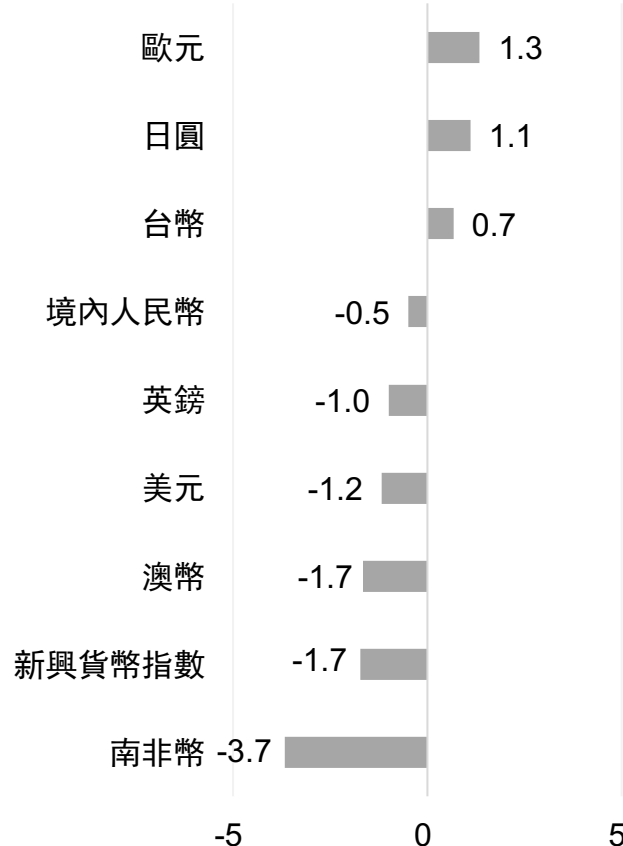


一週市場變化

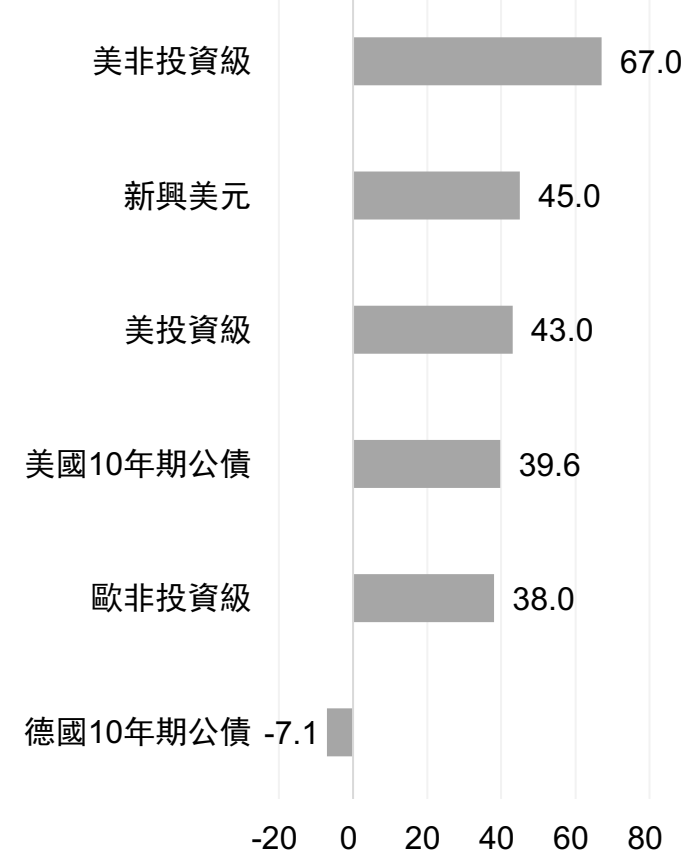
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/4/3 – 4/10。

資料來源：Bloomberg。

關稅地圖 | 川普暫緩75國對等關稅90天, 僅徵收10%基礎關稅, 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(含芬太尼)
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

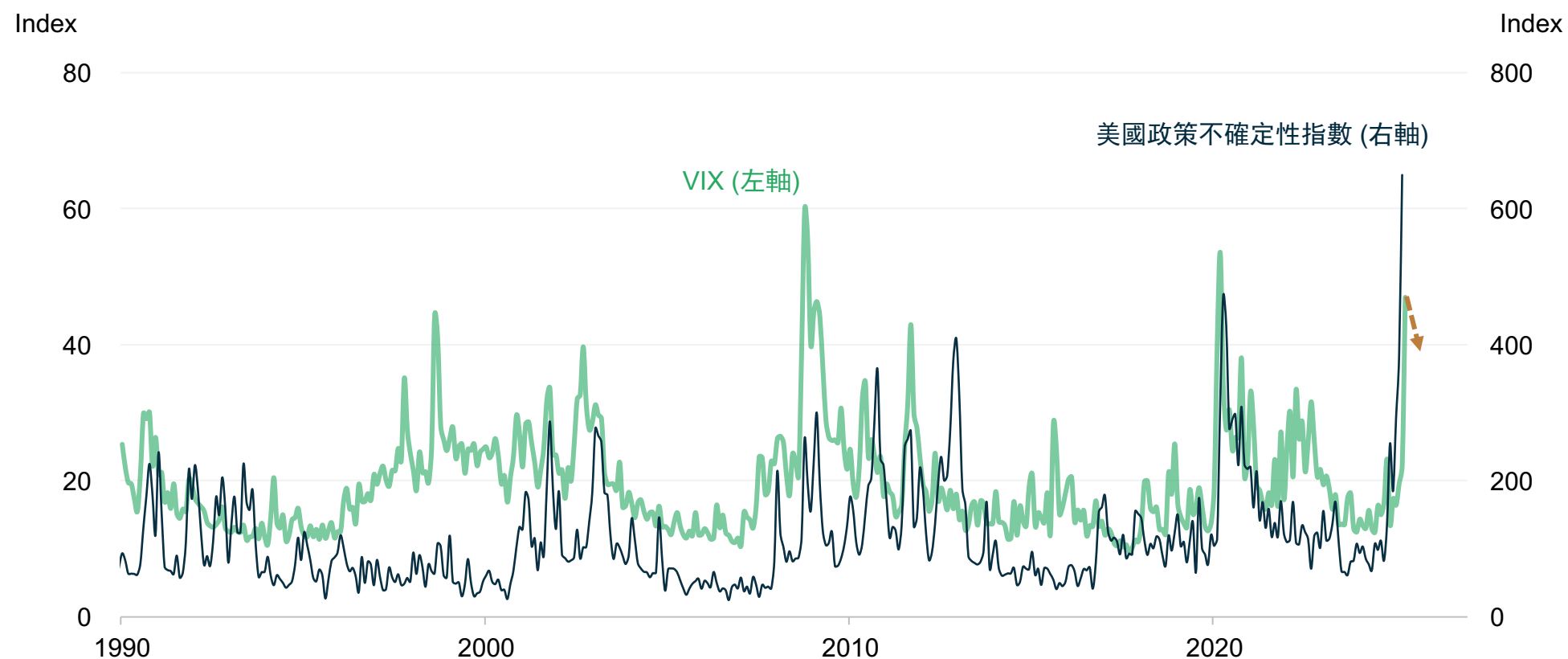
非關稅壁壘

後續美國與各國的協商重點

持續中

關稅消息紛陳，盤勢震盪，風險趨避氣氛濃厚，所幸川普暫緩對等關稅，VIX有所回落

近期關稅政策的變動引發市場高度關注，投資者情緒波動明顯，盤勢呈現震盪格局。川普提出的「對等關稅原則」雖旨在修復貿易體系，但其潛在影響仍充滿不確定性，尤其對全球供應鏈的衝擊難以預測。在此背景下，市場風險趨避情緒濃厚，川普暫緩75國關稅90天，僅徵收10%基礎關稅，VIX應聲下降。



但需留意近期金融條件趨緊下，市場Flight-to-Quality氣氛尚不易V型扭轉

近期關稅政策引發市場動盪，導致VIX指數攀升，市場避險情緒顯著上升。加上信用利差進一步擴大下，更讓市場資金流動性逐漸收緊，而後續企業及投資機構恐怕面臨更高的融資成本，在在加深金融市場不安、金融條件趨緊。因此，在上述條件改善之前，市場Flight-to-Quality的氣氛恐怕都不易扭轉。



時間軸及投研想法：氣氛仍是“Flight-to-Quality”，投資人宜以“現金流”良好的標的為先

時間軸

事件

- **2025/4/2 公布對等關稅方案**
- 2025/4/4 中國宣布反制34%關稅
- 2025/4/5 美越展開關稅協商
- **2025/4/~ 各國陸續對美協商**
- 2025/5月 減稅方案延長、調高債務上限
FOMC會議 (可能停止縮表)
- 2025/6月 FOMC會議 (可能降息)

川普宣布暫緩!

近期市場Flight-to-Quality

- 全球股市大跌
- 美國公債殖利率大跌後轉震盪
- 信用利差widen
- 美元走貶

投研想法

- 股市：關稅政策不確定性仍在，盤勢需要時間築底，**選股以防禦、內需型**為先。
- 債市：著眼現金流穩健的企業，並以**投等債為優先考量**。
- 匯市：近期美元弱勢震盪，惟須留意若關稅衝擊延長，**美元恐有進一步下探的可能**。

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

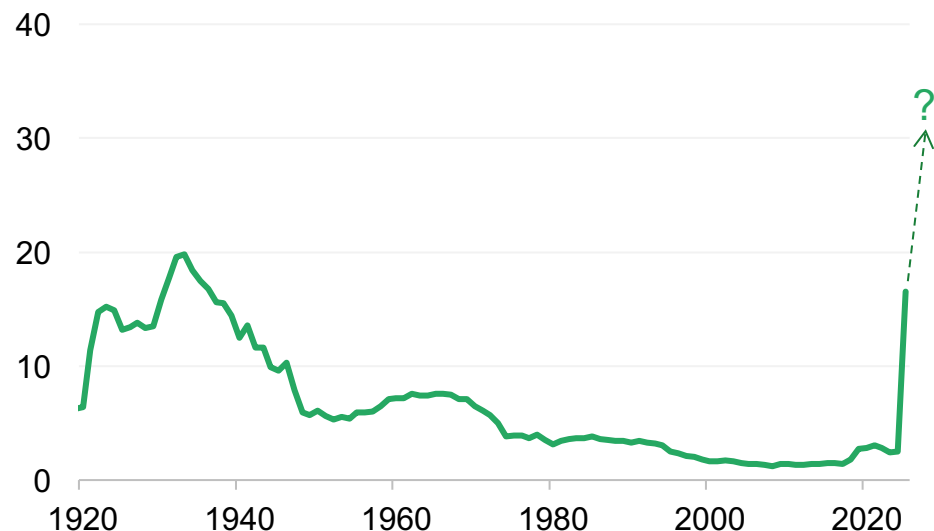
- 川普關稅立場維持強硬
- 各國陸續展開報復
- 聯準會降息力道如點陣圖

總經 | 仍須留意關稅跳升不利總經表現, 尤其若時間拉長將提高「停滯性通膨」的可能

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, 市場確實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。短期內, 市場不確定性仍高, 政策動向將是影響資產配置的重要因素。

美國關稅稅率可能進一步跳升

平均關稅, %



資料來源: Tax Foundation。

對等關稅後, 各機構對美國今年經濟看法, 展望偏保守

美國, %	高盛	小摩	晨星	安聯
GDP	1.3(1.6)	1.0(1.6)	1.2(1.9)	0.8
CPI	3.3(3.0)	3.8(3.1)		4.3
失業率	4.7(4.4)	4.4	5.3	

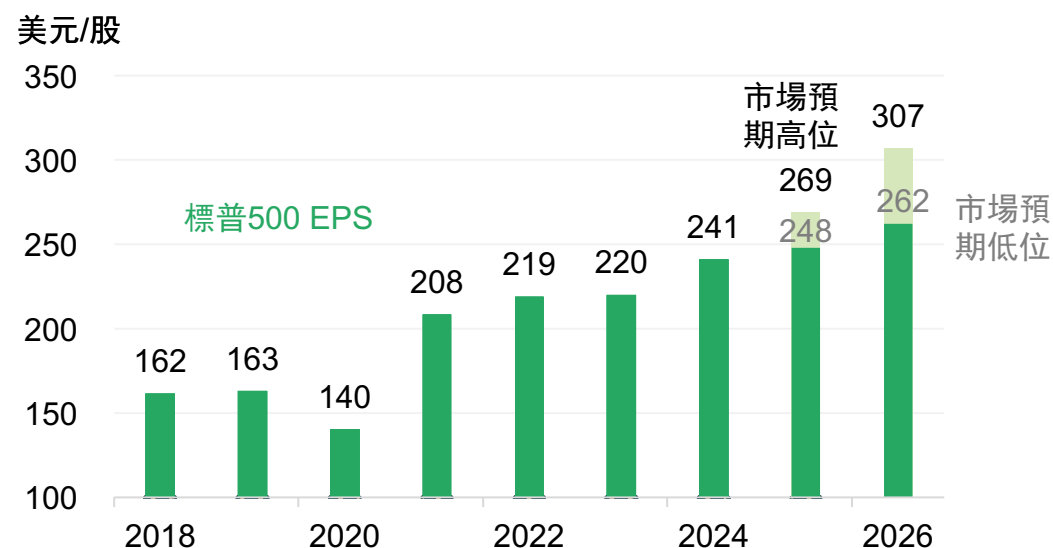
註: ()內為前值。

資料來源: Bloomberg, 各機構預估, 國泰世華銀行整理。

美股 | 關稅問題尚未明朗前, 仍以防禦型類股為主

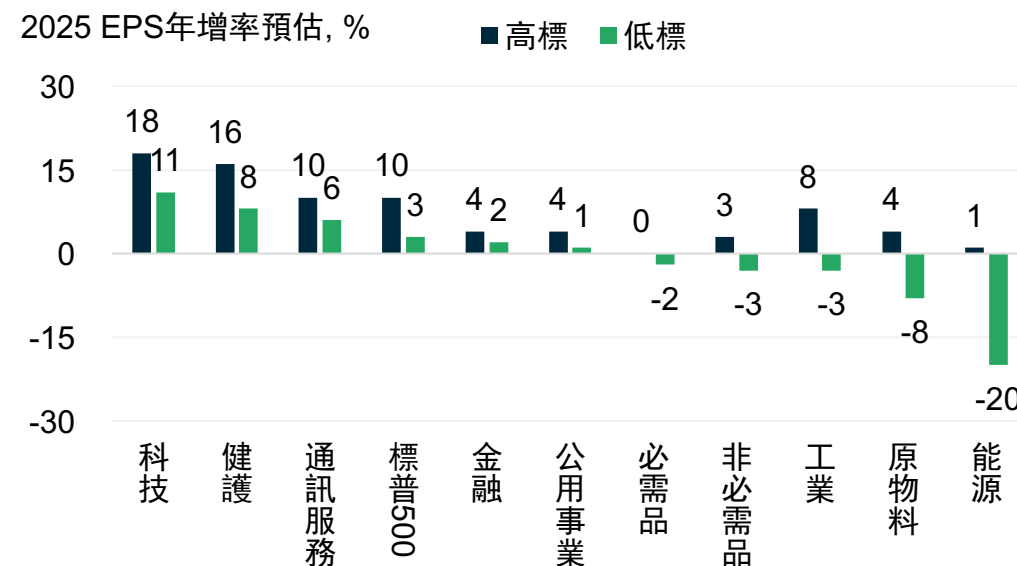
4/10將75國對等關稅下調至10%,雖可望減緩衝擊,但美中持續對抗,關稅不確定性仍大。就標普500的獲利而言,今年可望保持正成長, 但已低於先前預估的10%。值得注意的是,由於關稅不確定仍大,市場對獲利的預估也相當分歧。**對產業而言,由於經濟成長不確定性仍大,循環性產業的獲利首當其衝。因此,類股的配置上,仍以防禦型為主,且盡量多元分散。**

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。

關稅壓力, 循環性產業獲利衝擊較大



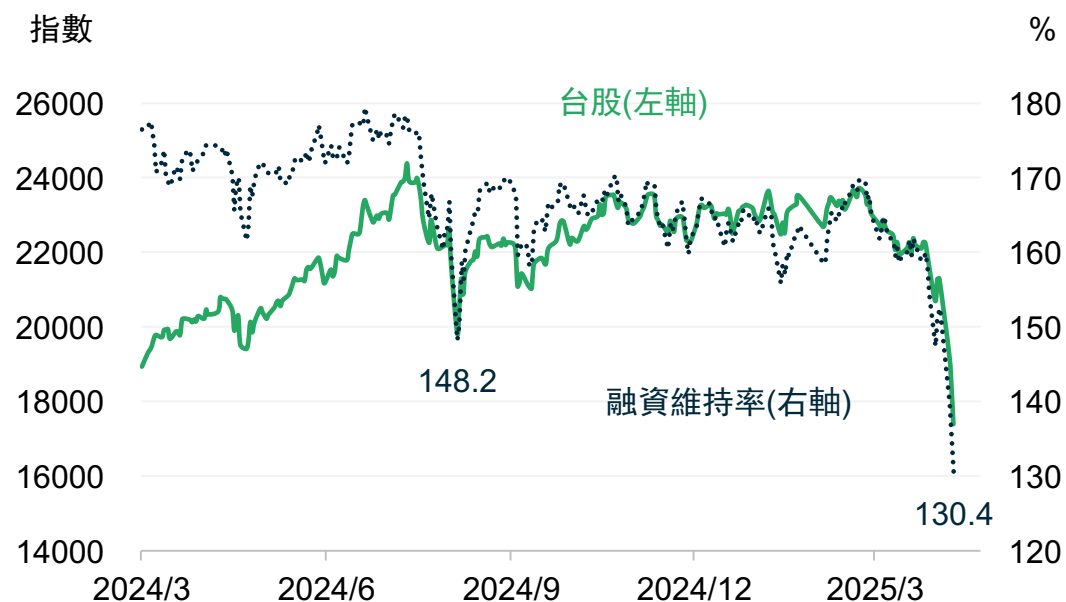
資料來源: Bloomberg、Factset、高盛。

台股 | 川普關稅暫緩, 台股有望反彈

台股受到川普對等關稅及美股暴跌衝擊, 4/7下跌2065點創史上最大跌點, 4/7~4/9下跌18.3%, 由於台股自3月以來已連連下跌, 散戶指標—融資維持率也創下2022/10以來最低, 顯示市場信心全面崩潰, 進入極度恐慌的情形。

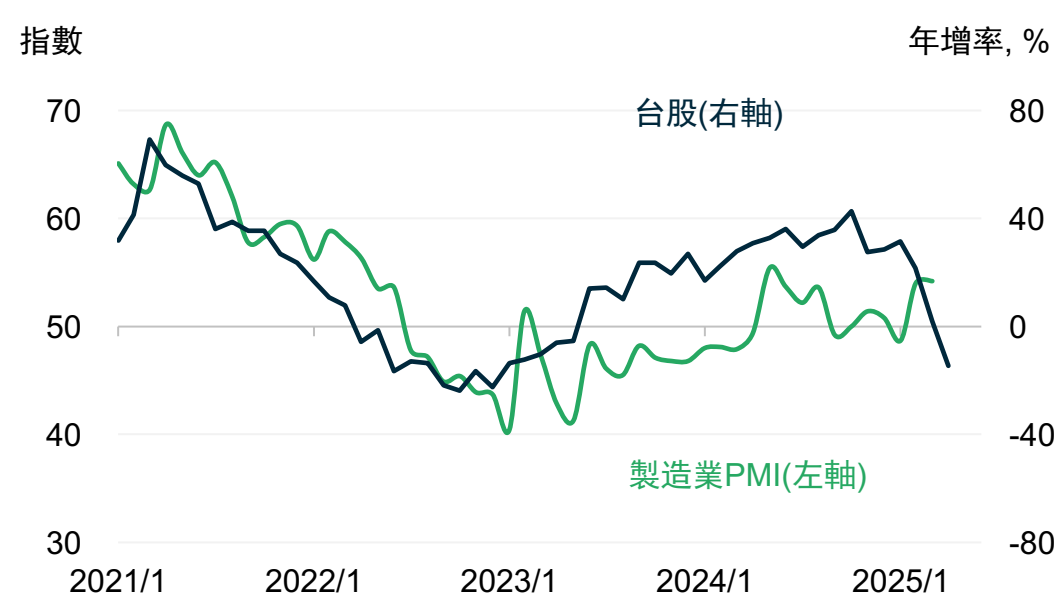
依過去經驗, 散戶退場, 往往是短期股市的低點, 指數醞釀反彈。不過台灣是出口導向國家, 若考量到關稅對於景氣的衝擊, 可能出現出口急凍, 導致景氣轉下行的情況, 可能需等待與美國能達成較溫和的關稅協議, 才有利於指數走強, 短期波動仍將處於高檔, 反彈宜降低持股比例因應。

散戶急撤, 融資維持率跌破去年8月以來低點



資料來源: XQ。

景氣隱憂難解, 台股跌入負成長區間



資料來源: Bloomberg。

債市 | 美中關稅衝突惡化, 帶動美債拋售潮, 10年公債殖利率大幅震盪

在川普的對等關稅衝擊下, 市場避險情緒帶動10年公債殖利率跌破4.0%, 不過後續卻一度大幅擴張至4.5%。究其原因:

- 1)隨公債價格大跌, 避險基金平倉基差交易(basis trade), 進一步加大做空現貨部位, 導致公債殖利率升高。
- 2)美中衝突惡化: 川普大幅調升對中國的關稅稅率, 中方作為報復進一步加大對美債的拋售。據外媒報導, 拋售規模恐已達到500億美元。
- 3)白宮經濟顧問委員會主席米蘭表示, 「國際應共同分攤負擔, 直接向美國財政部開支票」, 市場解讀, 將可能對外國持有的美國公債部位收稅, 如恢復30%的外國預扣稅, 恐進一步導致流動性趨緊, 加劇債市拋售潮。

後續白宮公布對中國的關稅上調達到145%, 導致市場情緒維持悲觀, 利率保持高位; 若債市賣壓導致系統性風險升高, 不排除將引發Fed出手救市。

關稅消息紛擾, 公債殖利率大幅震盪



資料來源: Bloomberg。

避險機構平倉, 10年公債現貨與期貨利差縮窄



資料來源: Bloomberg。

匯市 | 近期美元弱勢震盪，惟須留意若關稅不確定性延長，美元恐有進一步下探的可能

對等關稅揭曉後，美元指數走弱。然而，各家投行普遍預期美元指數偏弱運行，主要考量通膨預期升溫恐令聯準會進一步延後降息的情勢。

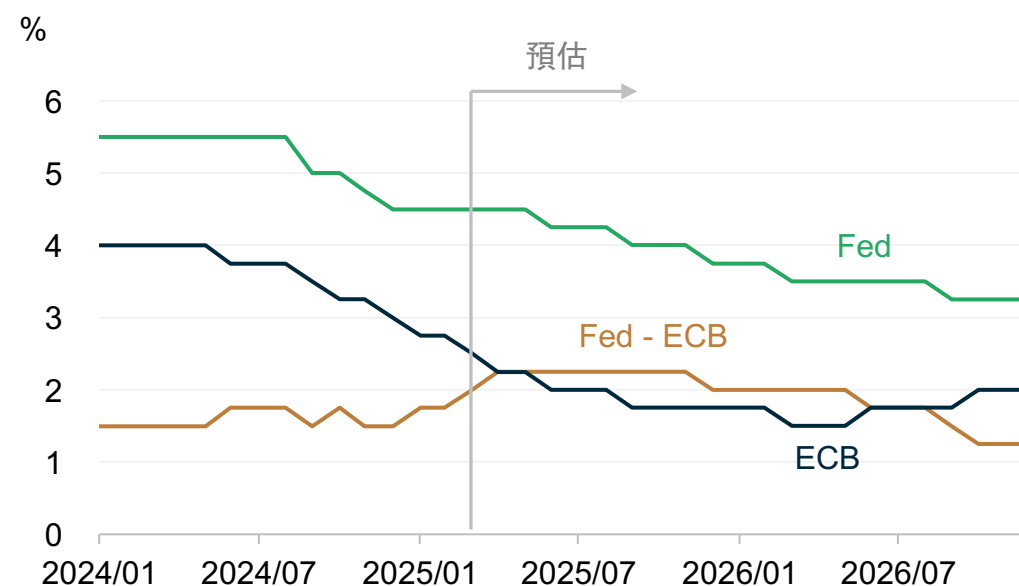
展望後市，美元走向關鍵仍在於關稅政策動向，即便川普宣布對等關稅延後90日實施，然10%基礎關稅依然存在，投資人對於美國基本面的疑慮，將令美元維持弱勢震盪。中長期而言，須留意若最終關稅降幅不及預期，恐大幅衝擊美國景氣，美元則有進一步下探的可能。

各大投行對美元匯價預期

投行	美元指數價位預測	
	2025 Q2	2025 Q4
JP Morgan	107 - 108	103 - 105
Goldman Sachs	108	102
Deutsche Bank	105.5 - 106.5	99 - 101
UBS	107	102
HSBC	106 - 107	100 - 102

資料來源：Bloomberg, Reuters。

市場預期美歐政策利差將收斂，減弱美元支撐力道



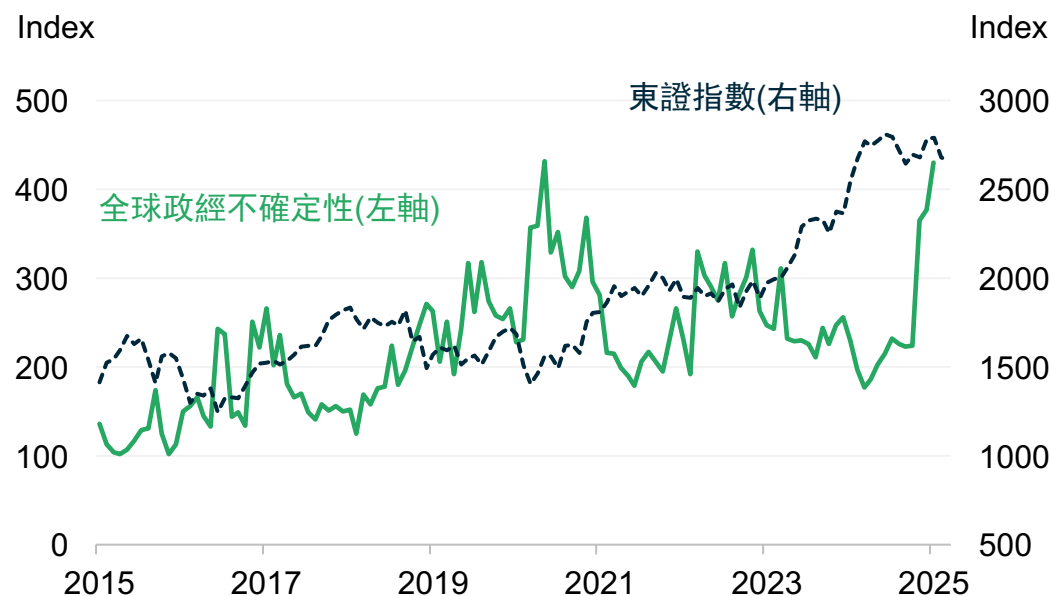
資料來源：Bloomberg預估。

日股 美日談判露出曙光前，日股料延續弱勢震盪，銀行、零售等內需產業為更穩健標的

美國將對日本課徵24%的對等關稅。然而，美國財政部長貝森特表示，日本有望在貿易夥伴中獲得優先談判機會；與此同時，日本首相石破茂已於4/7與川普進行通話。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。

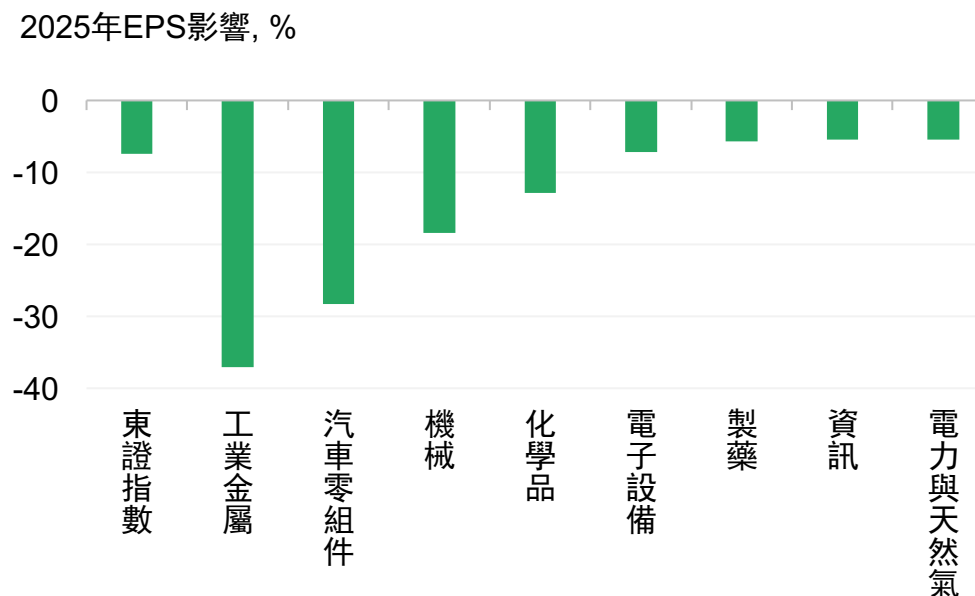
展望後市，在美日談判取得實質進展前，市場難以重拾上行趨勢，短期內預計將維持弱勢震盪格局。產業方面，汽車與機械等產業的獲利壓力顯著增加，股價難免面臨賣壓。相較之下，銀行、零售與不動產業因受貿易衝擊較小，且具備內需支撐，可能成為更穩健的配置選擇。

貿易不確定性急升打擊市場信心



資料來源：Bloomberg。

汽車、金屬企業面臨獲利大幅修正風險



資料來源：JP Morgan。

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。

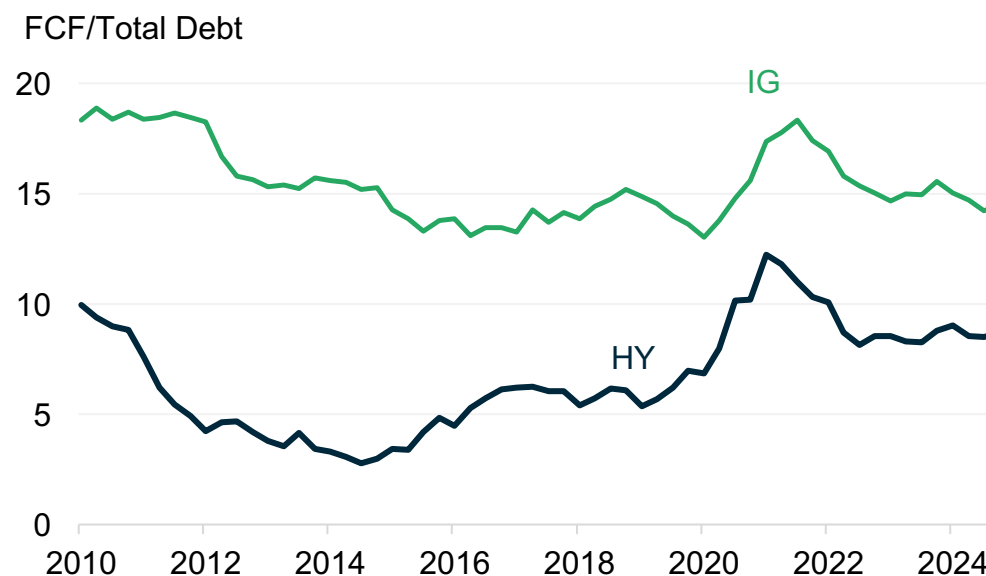
布局策略上，若**對等關稅措施無軟化跡象**，應以短天期公債、信用評級更高的投資等級債為主，採取Flight to Higher Quality的防禦性配置想法。

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



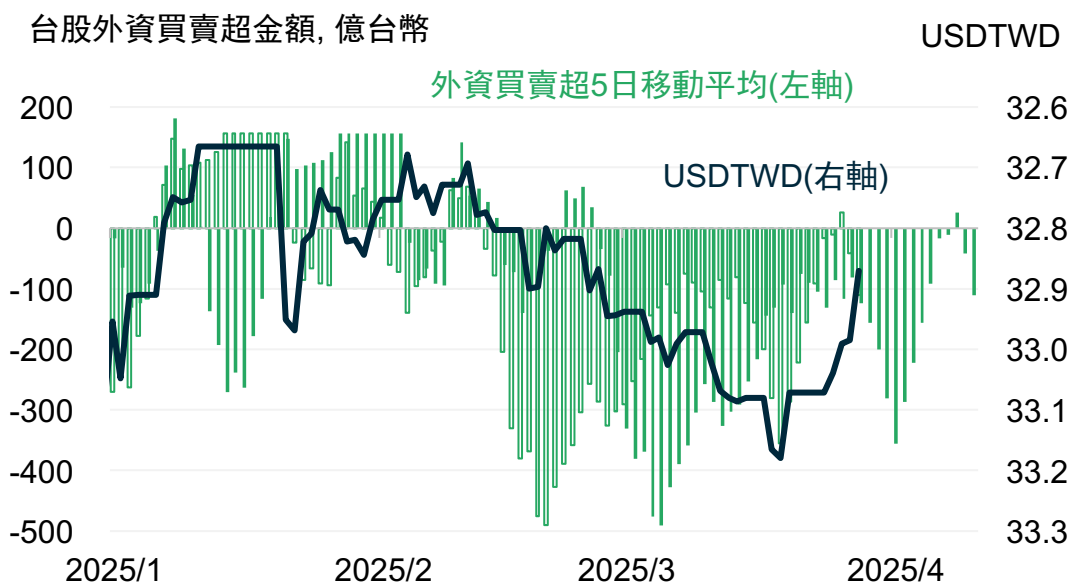
資料來源：Bloomberg。

台幣 川普對台對等關稅暫緩90日，風險好轉下，股匯雙漲，台幣匯率回升

2月以來資金由科技股撤出，科技股占比高的台股在外資賣超下重挫，台幣也同步走弱，台幣更在對等關稅公布後的第一個交易日一度逼近33.3，然川普在原定對等關稅上路日期，宣布對包含台灣在內的75個國家，暫緩實施對等關稅90日。風險氣氛好轉下，帶動台灣股匯強漲。

需留意對等關稅為暫緩而非解除，仍須關注後續談判結果，因此**台幣持續大幅走升機率不大，但有望自此緩步走穩**，原因有三：1)台灣政府積極與美國溝通，表示沒有計劃採取關稅報復，且將與美雙方由「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**。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**、美元隨之走弱，則為台幣有利因子。3)**台幣若大貶恐不利政府欲縮窄與美貿易順差的目標**，亦為台幣潛在支撐。

2月以來外資賣超台股下，使台幣走弱



資料來源：Bloomberg。

若川普對等關稅衝擊景氣，Fed加速降息將有利台幣



資料來源：Bloomberg。

Apr 2025

14

Monday

日本工業產出
加拿大批發銷售
泰國潑水節
印度休市

15

Tuesday

美國紐約Fed製造業指數
歐元區ZEW經濟景氣指數
歐元區工業產出
英國失業率
泰國潑水節

16

Wednesday

中國Q1 GDP
中國城鎮固定資產投資
中國社會消費品零售總額
美國零售銷售
歐元區CPI
英國CPI
加拿大央行政策利率

17

Thursday

美國營建許可
美國新屋開工
日本進出口
歐元區央行政策利率
澳洲失業率
韓國央行政策利率
菲律賓濯足節

18

Friday

日本CPI
耶穌受難日-美加英歐星等
多國休市

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