



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年5月16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。

一週市場變化

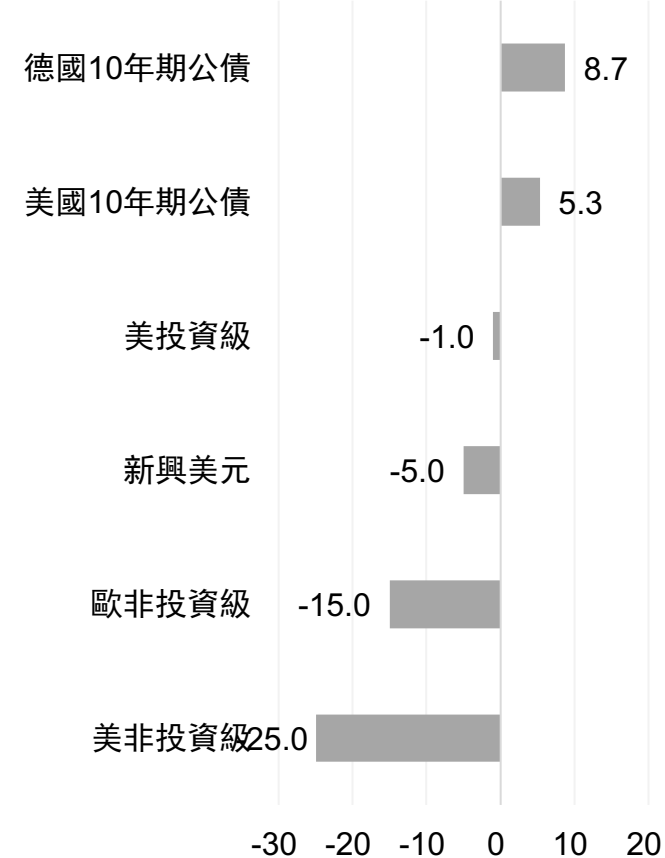
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/5/8- 2025/5/15。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 一週市場觀察：

- **從「人造熊市」到「人造牛市」：**美中貿易談判有進展，美國宣布在90天內將中國關稅由145%降至30%，中國也將對美關稅降至10%，市場風險氣氛好轉，標普500收復今年來跌幅。
- **經濟備受考驗，就業市場仍具備韌性：**通膨下降但通膨預期上揚，關稅影響恐將遞延發生，對經濟也將產生壓力；企業獲利成長下修，惟政府裁員未影響非農，就業市場具韌性。
- **「關稅帝君」變超級業務員：**川普訪中東，與沙烏地阿拉伯簽訂1420億美元武器合約、銷售沙國1.8萬套輝達GB300晶片，沙國將投資美國6000億美元；對卡達、阿聯也各取得2000億美元訂單。

2) 後續關注焦點：

- 美、歐製造業初值(5/22)、輝達財報(5/28)。

策略思維

- 1) **股市—關稅疑慮仍在，布局宜多元分散：**市場風險氣氛好轉，指數收復今年來跌幅，但川普政策反覆，且關稅潛在影響恐遞延發生，股市宜多元分散。
- 2) **債市—利率波動風險高，中短天期債券優先：**聯準會仍按兵不動，近期利率恐受債券供給、通膨議題影響而出現波動，選擇中短天期債券優先，長天期以鎖利為主。
- 3) **匯市—Fed不急於降息，美元止貶：**Fed不急於降息，市場對美國經濟信心回穩，美元止貶，美元指數區間震盪。

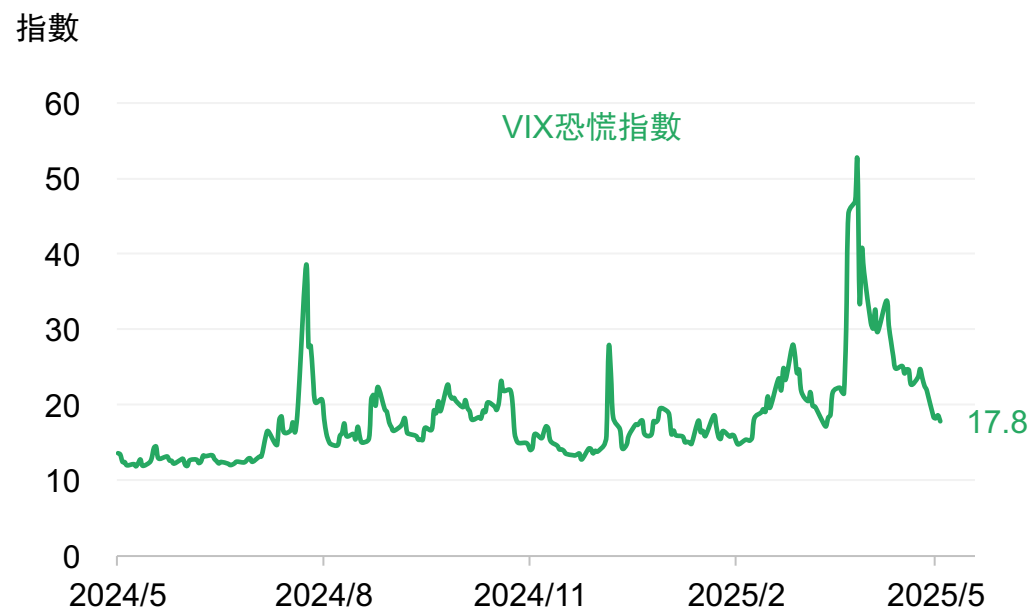


美中貿易談判有進展，市場氣氛好轉

繼美英達成首宗貿易協議後，美中談判也達成初步進展，美國宣布在90天內將中國關稅由145%降至30%，中國也將對美關稅降至10%，市場風險氣氛好轉，標普500回到4月2日「解放日」前價位，VIX恐慌指數回落。

股市上漲，投資人情緒也快速修復，AAII散戶情緒指標顯示，2025/5/15看空比例由高峰61.9%下降至44.4%，惟看多減去看空的比例為-8.5%，仍維持偏空格局，顯示散戶還沒完全由川普對等關稅的驚嚇中回復過來。

市場恐慌情緒下降

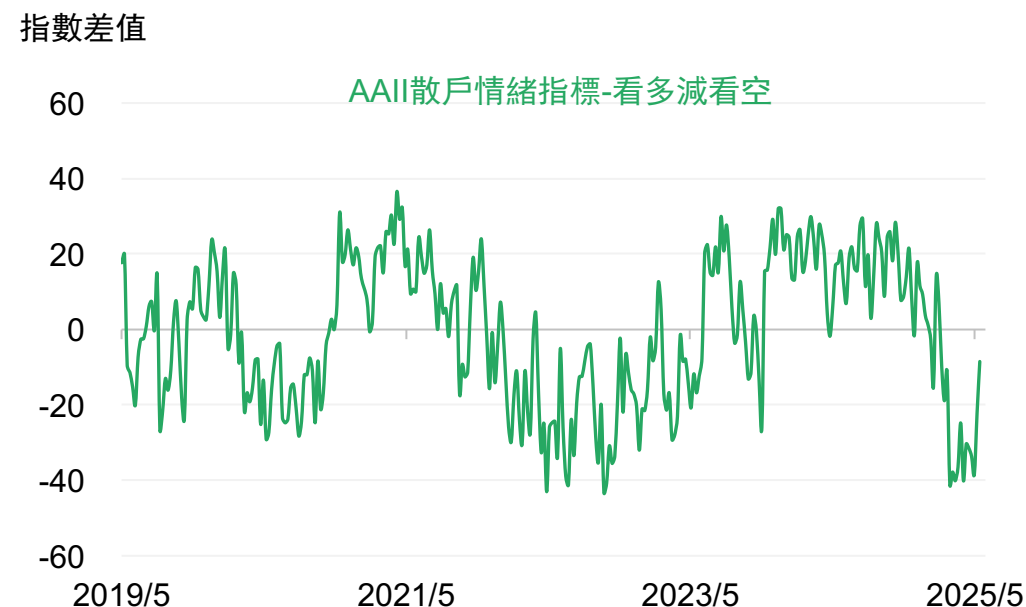


資料來源：Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

散戶情緒快速修復



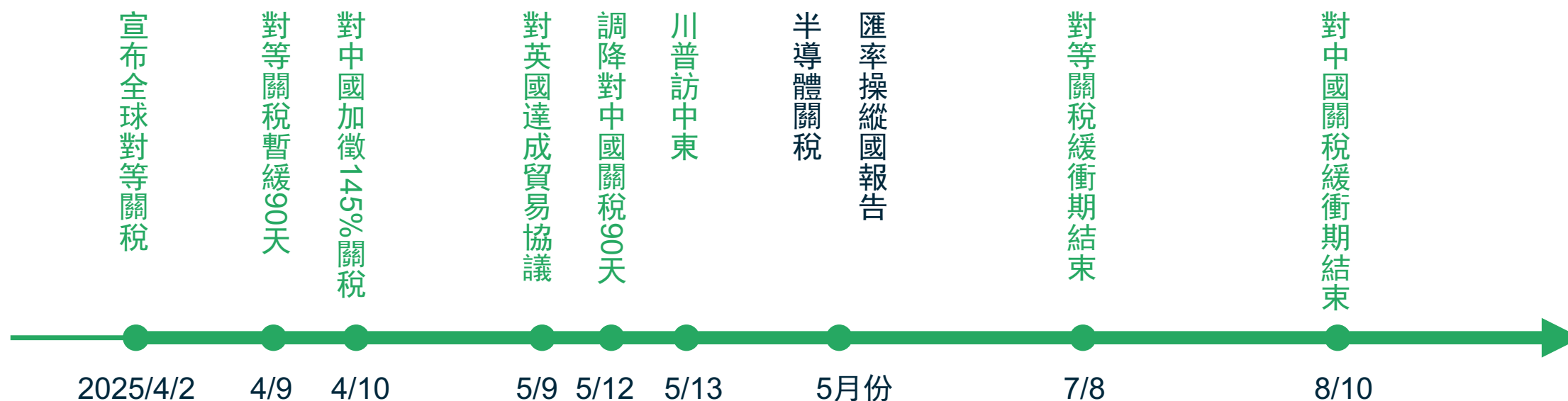
資料來源：Bloomberg。

美英貿易協議為藍本，各國尋求關稅豁免

在川普的對等關稅宣布1個月後，英美達成首筆貿易協議，除了維持美國對英國10%的基礎關稅不變外，英國出口至美國的汽車將在10萬台配額內將關稅由27.5%降為10%。相對的，英國將對美國平均關稅由5.1%降至1.8%，擴大美國牛肉、乙醇的進口，並增加採購百億美元的波音飛機。

各國積極在90天內尋求與美國達成貿易協議，以豁免高額關稅，然而在7月8日對等關稅緩衝期截止之前，市場仍需關注包括半導體、藥品關稅等議題，此外，5月美財政部亦將公布匯率操縱國報告，對美高額順差的國家亦面臨匯率波動壓力。

川普關稅時間表



資料來源：國泰世華銀行整理。

關稅既是手段也是目的, 對通膨的影響預料將遞延至Q3

川普宣布關稅已月餘, 美國海關關稅收入明顯提高, 4月156.3億元較3月增加91.4%, 創下歷史新高。而由英國與美國的關稅協議可看出, 即使英國對美國為入超, 且英國將對美國平均關稅由5.1%降至1.8%, 但美國仍對英國課徵10%的對等關稅, 因此, **10%關稅應是本輪川普關稅的低標。此舉不但增加稅收, 確保減稅財源, 也重新改寫美國對外貿易規則。**

關稅由貿易商支付, 但多數會轉嫁消費者, 因此消費者通膨預期也快速拉高, 然而由於**Q1進口商預期關稅問題提前拉高庫存, 短期通膨暫未反應, 反因近期油價下跌而走低, 關稅對通膨的影響恐遞延至Q3, 增加下半年經濟隱憂。**

美國關稅金額攀新高

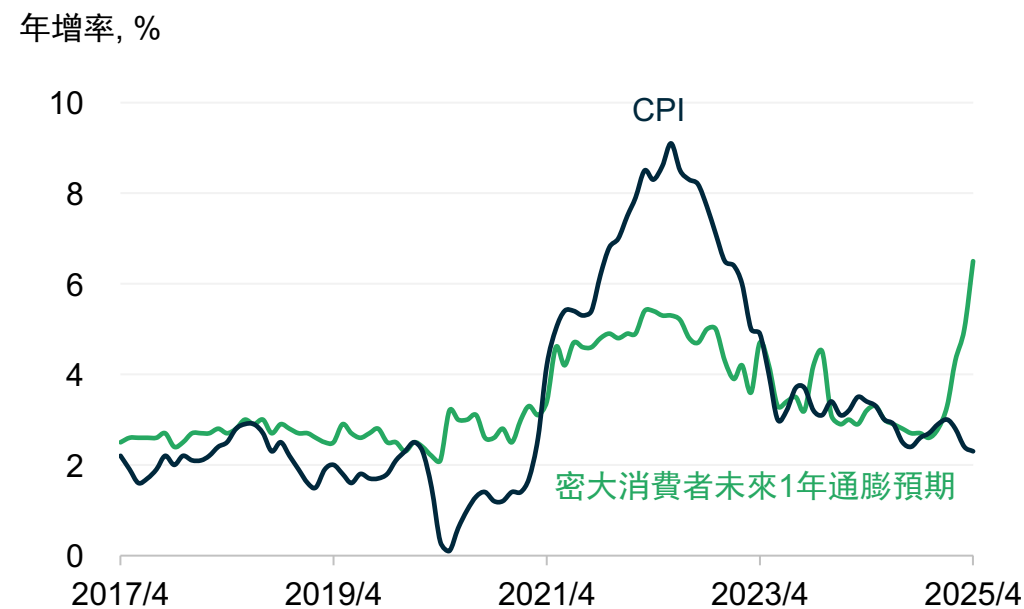


資料來源: Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

關稅對通膨的影響未反應在近期CPI, 恐遞延至Q3



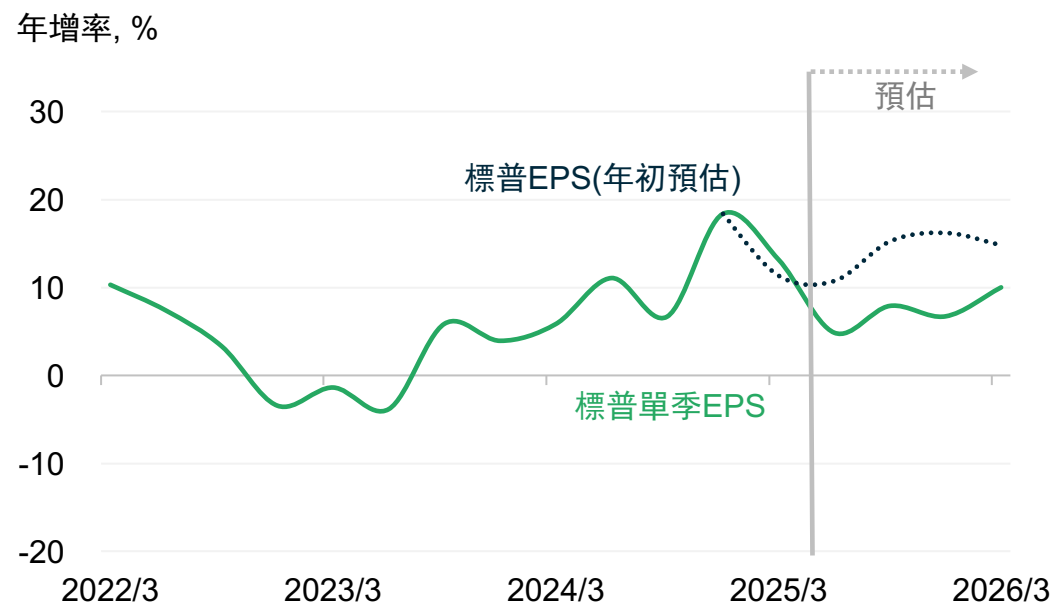
資料來源: Bloomberg。

企業獲利預估普遍下修，關稅恐推升通膨，使得經濟動能放緩

標普500企業首季財報普遍優於預期，以目前公布企業的獲利年增率上修至13.4%來看，將是連2季獲利年增率雙位數成長，不過**企業對於關稅反應敏感，普遍下修年度獲利預期，恐形成美股指數持續上行的阻力。**

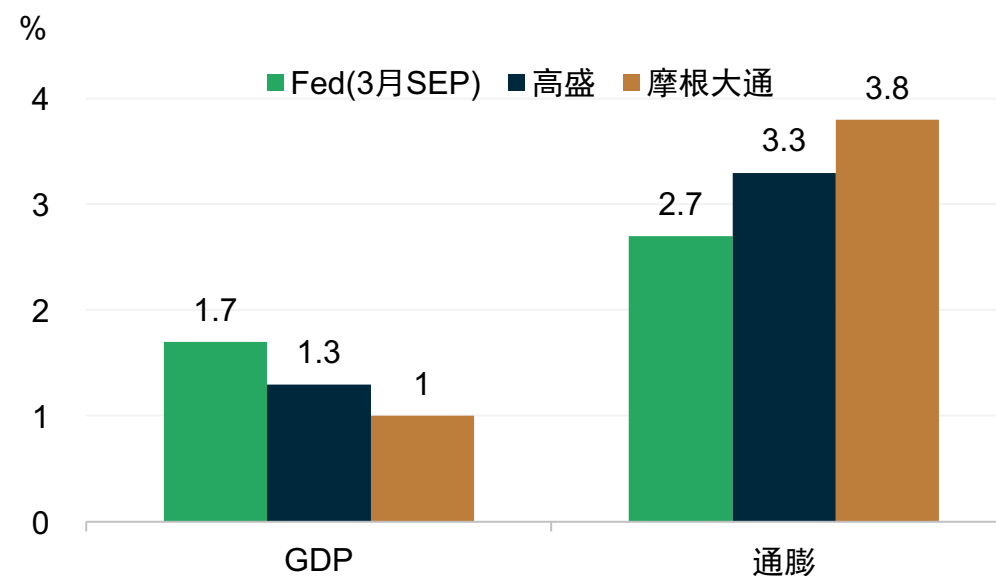
川普關稅政策影響企業獲利，對於經濟衰退的擔憂也有所升高，特別是川普成立「政府效率部 (DOGE)」，推動削減政府支出，裁員瘦身，立意雖良好，但或將對經濟產生負面衝擊，若觀察自川普上任以來，聯邦政府裁員數萬人，但由於整體就業市場仍相對穩健，短期發生衰退的機率仍屬有限，依據投行預估，美國今年經濟仍小幅成長，不過通膨預估上移，恐形成聯準會降息障礙。

經濟前景不明，企業Q2後獲利預估下修



資料來源：FactSet預估。

美國經濟成長放緩、通膨壓力增



註：Fed通膨數據預估為PCE，高盛、摩根大通為CPI。

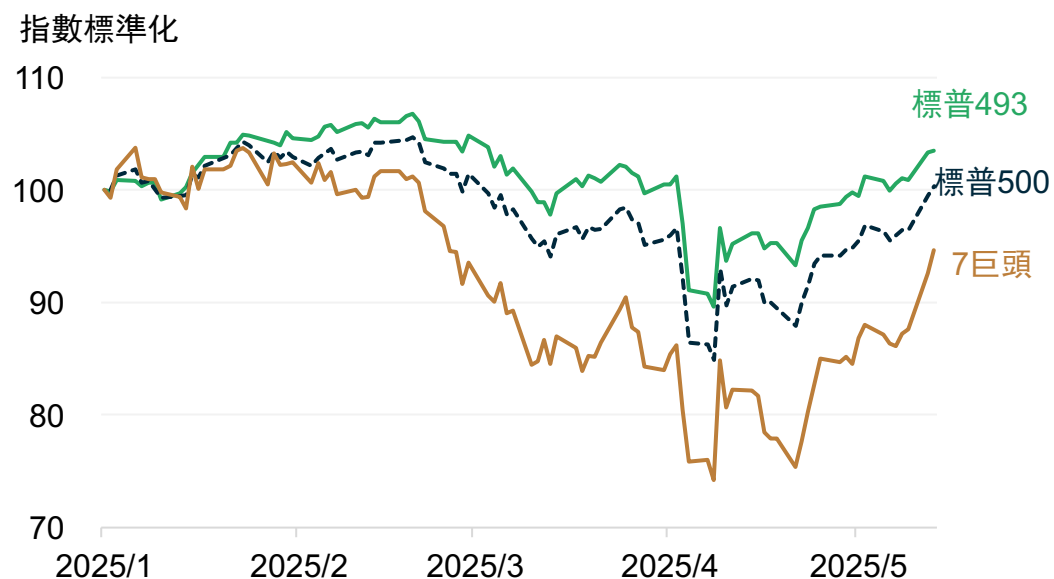
資料來源：Fed, 高盛, 摩根大通預估。

美股 中美關稅戰暫停90天，有利資金重新聚焦科技巨頭

中美雙方在90天內大幅調降關稅，中國對美產品關稅降至10%，美國對中國也降至30%，有利廠商後續的備貨，包括返校需求及年底的聖誕假期等，預期Q2的財報可能淡季不淡。與此同時，**川普展開中東之旅**，**輝達執行長黃仁勳也陪同前往**，在白宮的主導下，沙國科技公司**Humain**將與輝達以及超微建立戰略合作夥伴關係。**黃仁勳也宣布，將向Humain提供1.8萬套最新的GB300晶片。**

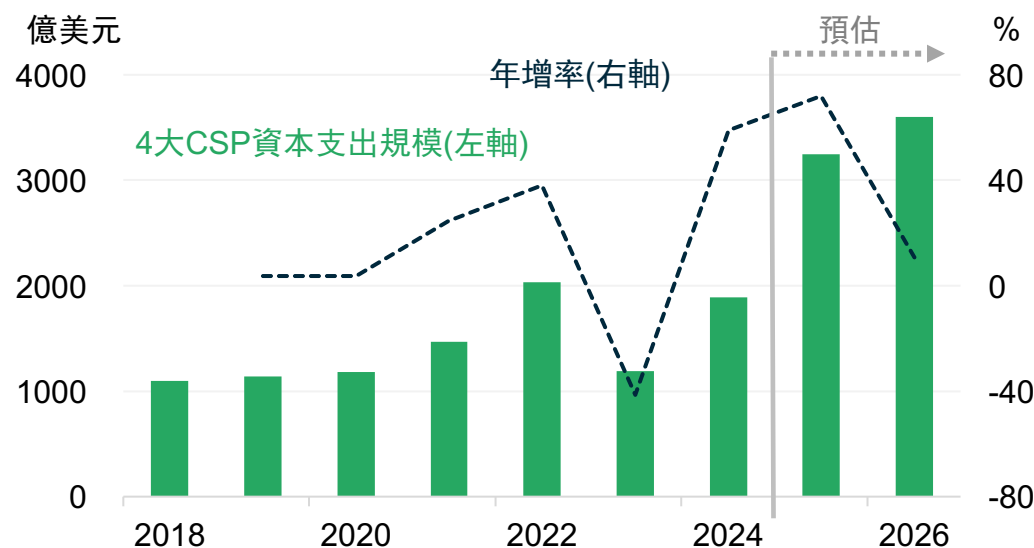
自川普宣布對等關稅以來，導致市場信心重挫，不過，隨著關稅暫緩，市場有望重新聚焦科技巨頭，尤其，Q1財報以來，台積電、谷歌、微軟、亞馬遜都重申，資本支出不變，Meta甚至調高資本支出，從600-660升至640-720億美元。**以標普500而言，全年漲幅已翻正，在不發生衰退的前提下，即使關稅議題仍有反覆，跌破4月低點的機會不高，逢低布局策略不變。**

中美關稅壓力減，科技7巨頭跌得深，彈得高



資料來源：Bloomberg。

四大CSP業者的資本支出維持成長態勢



資料來源：Bloomberg預估。

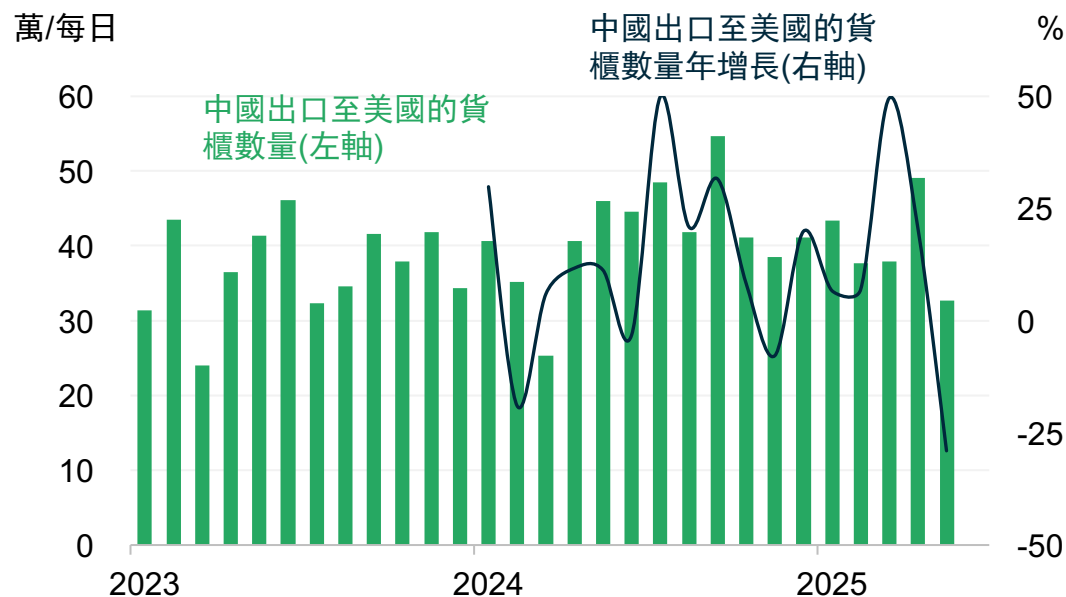
中國 中國出貨至美國貨櫃量明顯受貿易戰衝擊, 所幸美中貿易談判取得進展

中美貿易戰的影響已在貨運數據上顯現, 觀察**中國出口至美國的貨櫃量, 明顯受到衝擊**, 顯示兩國間的貿易摩擦的影響。所幸, 近期為期兩天的美中經貿高層會談於瑞士日內瓦舉行, 雙方皆宣稱取得了實質性進展, 並同意建立一個新的美中經貿磋商機制。根據美國與中國發布的聯合聲明, 雙方將暫時降低對彼此進口產品關稅, 藉此緩和貿易緊張局勢, 爭取三個月時間解決彼此分歧。

中美日內瓦經貿會談聯合聲明:

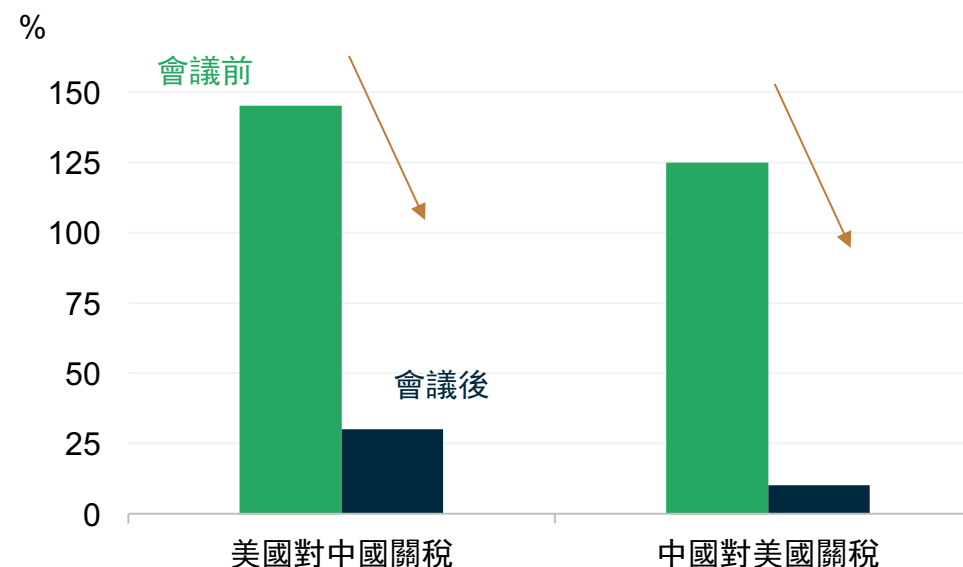
1. 美國將把對中國商品的關稅從145%降至30%, 中國將把對美國進口商品的關稅從125%降至10%。
2. 上述降低關稅為期90天(至8/10), 雙方並將建立機制, 繼續就經貿關係進行協商。

中國出貨至美國的貨櫃量明顯受到貿易戰衝擊



資料來源: Bloomberg。

美中雙方聯合將關稅調降



資料來源: Bloomberg。

中國 人行擴大支持，貿易戰也有所轉圜，中美對峙若進一步趨緩，將持續有利中港股市

官方面對內需不振、外在存在變數的局勢下，中國央行持續推動貨幣寬鬆政策，行長潘功勝宣布降低存款準備金率0.5%，向市場提供長期流動性約1兆人民幣，並下調政策利率0.1%，將公開市場7天期逆回購利率調降至1.4%。旨在降低企業融資成本，以支撐國內經濟動能。

股市方面，雖然中國內外總經情勢窘迫，但人行擴大寬鬆力道因應內需不振，美中貿易戰進入90天的降溫期，有助國外廠商加速拉貨，皆有利支撐中國經濟。後續，中美兩方外交對峙若能進一步趨緩，將進一步支持中港股市的表現，惟關稅對於實體經濟衝擊仍在，股價仍較震盪，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。**

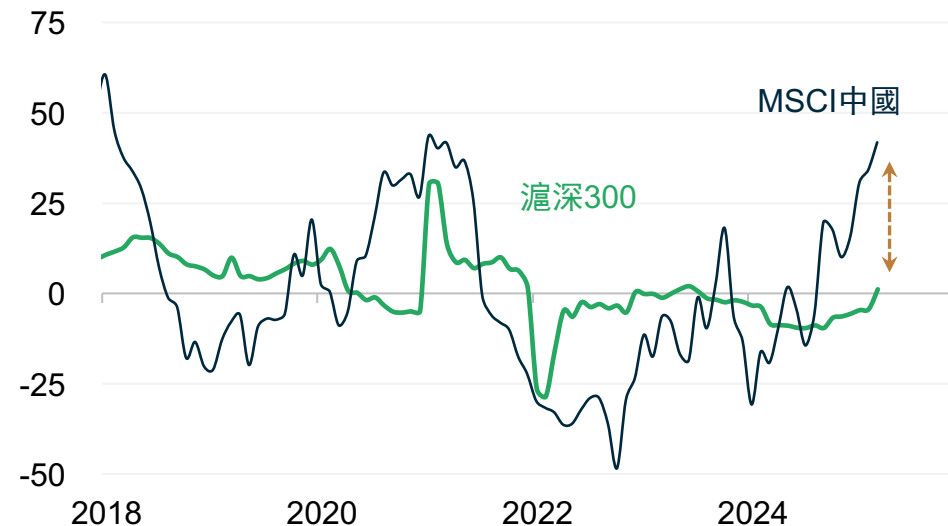
人行持續貨幣寬鬆政策支持中國經濟



資料來源：Bloomberg。

中國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。

債市 避險情緒降溫，帶動殖利率走高；布債思維逢高鎖利，縮短天期以降低利率風險

近期美債殖利率持續走升，主因：1)美中關稅戰降溫，提振**市場對於經濟前景的信心、帶動避險情緒降溫**；與此同時，市場對美國陷入硬著陸的預期同步改善，高盛將今年衰退機率由45%下調至35%，也縮窄期貨市場對今年的降息空間至2碼。2)眾議院推進川普預算案的部分內容，市場擔憂債務規模可能擴大，進一步推升利率的上行空間。

短線Fed觀望，但長線降息前景不變：本週多名Fed官員態度與主席鮑爾呼應，如紐約Fed總裁Williams表示，現階段「穩定通膨預期」為主要職責，暗示短期內的降息難度高。不過理事Kugler表示，即便美中關稅戰降溫，仍有經濟放緩的壓力；研判Fed的降息趨勢並未扭轉。

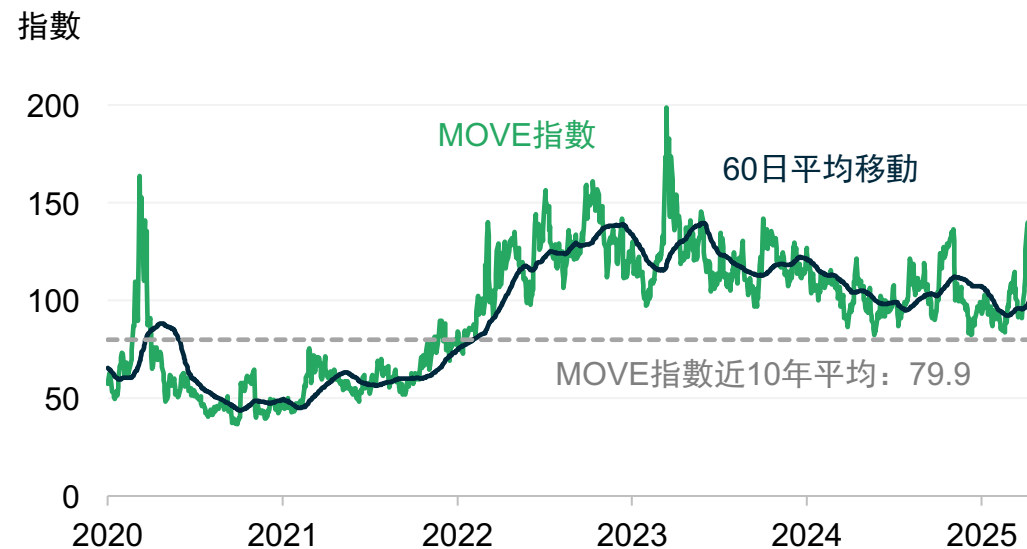
債市操作上，**可逢利率反彈之際布局債市**；然而，**MOVE指數波動度仍大，考量利率波動風險，布債以中短天期為主**。

5月以來殖利率持續走升，降息預期縮窄至2碼



資料來源：Bloomberg。

利率波動風險偏高，宜縮短布局天期



資料來源：Bloomberg。

歐元 利差居高增添短線調整壓力, 中長期利多因子不變

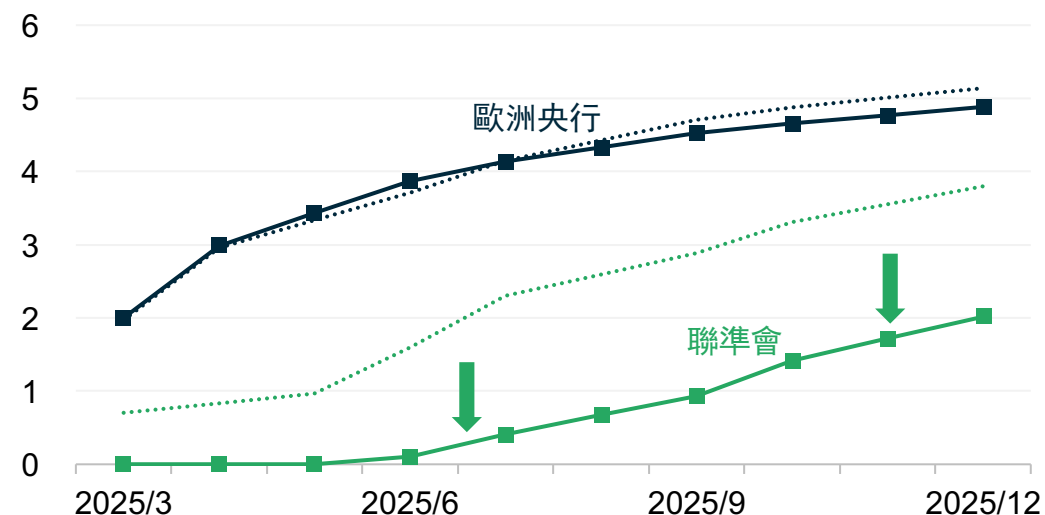
美中達成暫時下調對等關稅協議, 市場下修美國經濟衰退機率與聯準會降息幅度, 預期聯準會全年將降息2碼。相較之下, 市場仍預期ECB年內再降息2碼、全年共5碼。美歐利差收斂步伐恐不如原先預期, 形成歐元短線調整壓力。

然而, 烏俄舉行直接會談, 是戰事爆發以來首次, 顯示衝突情勢有所改善。未來若地緣風險得以持續好轉, 將是歐元區吸引資金回流的加分因子。另一方面, 德國總理底定, 政治不確定性降溫有利後續國防支出與財政政策推進, 是歐元區下半年景氣加速復甦的關鍵因子。

綜上所述, 短期內市場對於美國景氣看法改善、美歐利差居高壓力, 恐令歐元回檔震盪。然隨地緣衝突可望持續降溫, 以及財政支出將逐步落實, 預料歐元中長線仍有再度向上挑戰的空間。

市場下修聯準會降息預期

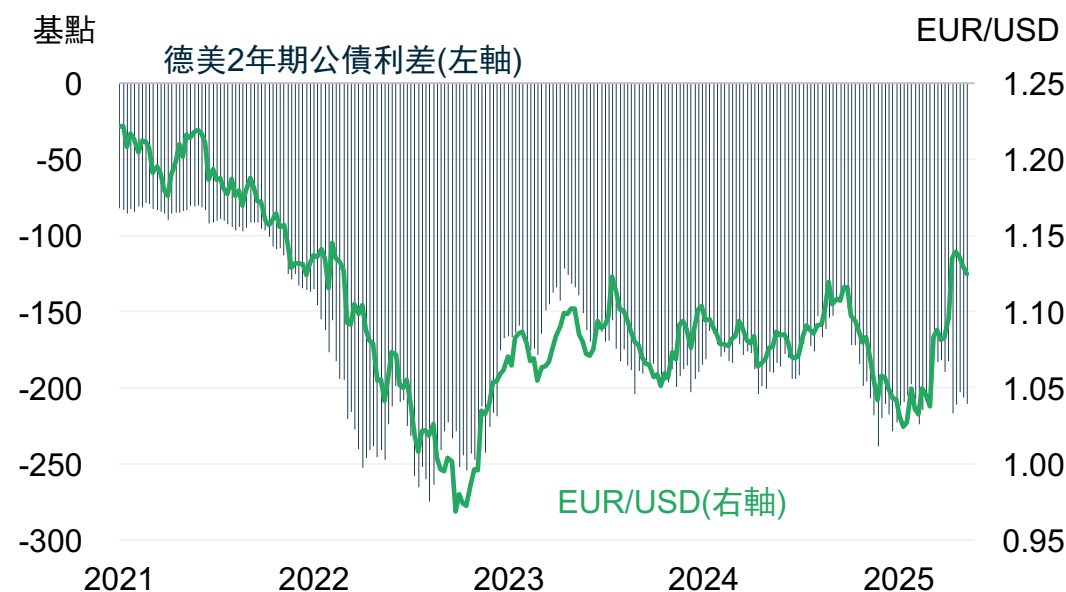
市場預期2025年總降息碼數



註: 虛線日期為2025/4/11, 實線日期為2025/5/15。

資料來源: Bloomberg。

德美利差與歐元走勢



資料來源: Bloomberg。

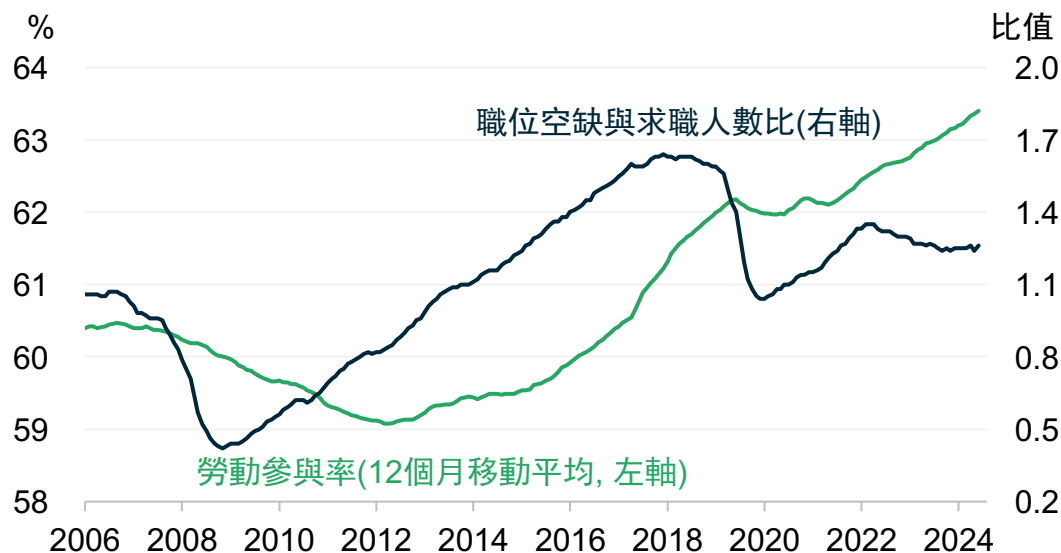
日圓 BOJ靜觀其變但未改緩升息政策方向；利差收斂放緩，日圓區間震盪

BOJ公佈4月會議意見摘要，稱日本景氣溫和復甦，但受到關稅不確定性影響，恐對景氣、通膨構成下行壓力。然而，BOJ研判關稅屬於短期衝擊，待不確定性消退，經濟成長與通膨料隨之回升，預期通膨將於2026年下旬、2027年接近2%目標水平。

另一方面，副總裁內田真一稱儘管美國政策不確定性將帶來影響，然考量日本勞動市場依舊偏緊，企業料持續提高薪資，將為通膨帶來回升可能。
若經濟前景發展符合央行預期，仍將持續升息。

由此來看，BOJ短中期內維持觀望，靜待川普政策影響明朗，然長期逐步退出寬鬆政策的方向並未轉變。對於日圓的影響而言，**美日利差再度大幅走闊，引導日圓顯著貶值的可能性不大。惟在BOJ重啟升息抑或聯準會再度降息的預期升溫前，日圓或維持區間震盪。**

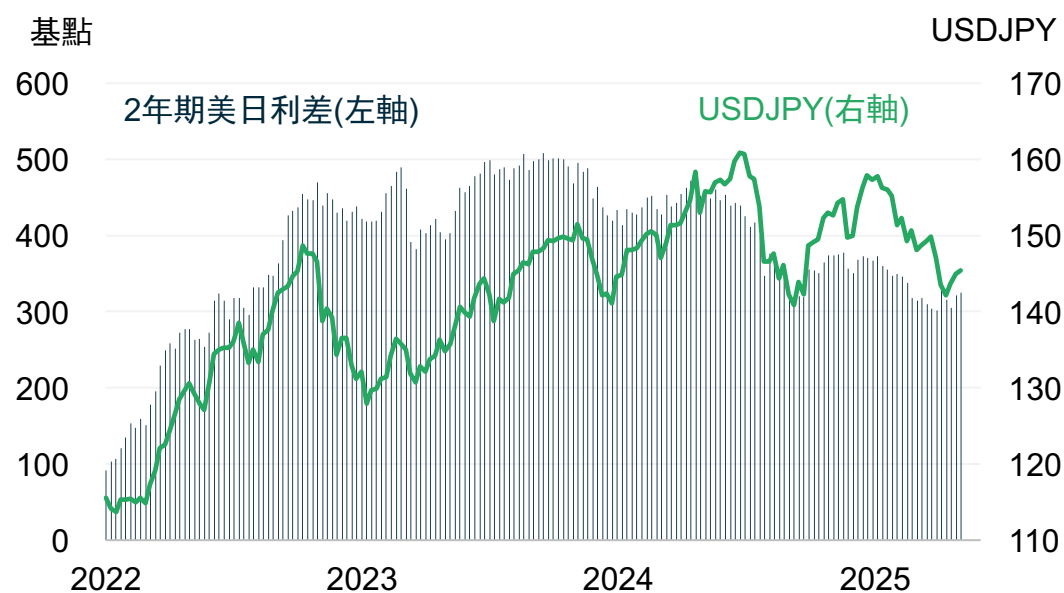
勞動參與率創高、勞動需求不減，就業市場仍舊緊俏



註：勞動參與率為(就業者+失業者)/民間人口，數值高代表經濟體中間置的人力少。
職缺與求職人數比越高代表勞動需求相對供給越高，勞動市場越緊俏。

資料來源：Bloomberg。

美日利差收斂步伐停歇，日圓轉趨盤震盪



註：2016/1/1-2025/5/9兩者相關係數為0.84。

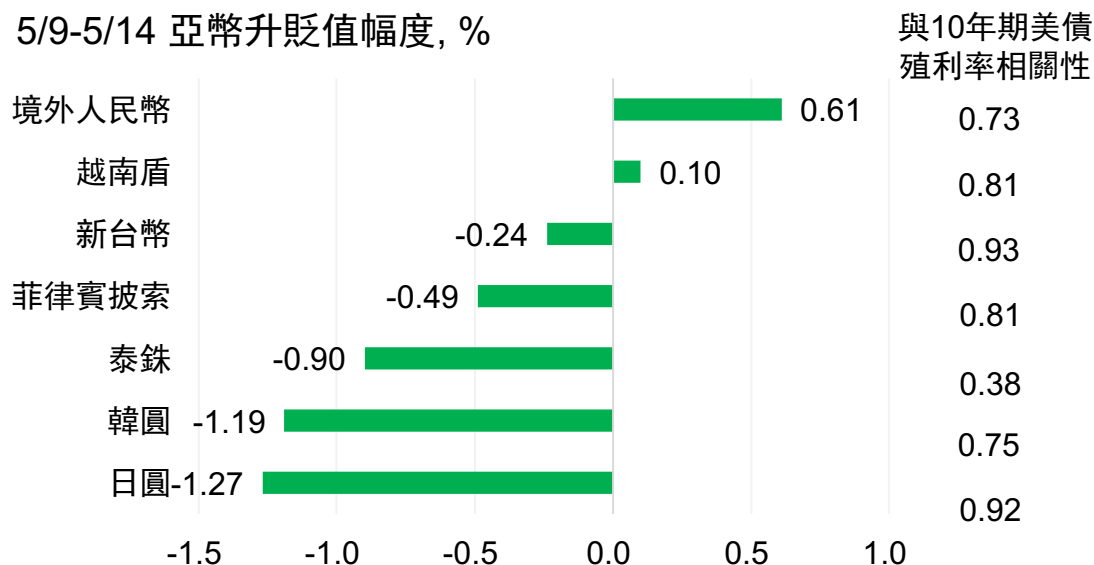
資料來源：Bloomberg。

亞幣 基本面疑慮有望降溫，人民幣在亞幣中獨強，但預料高檔區間格局未變

美中發表聯合聲明後，全球景氣疑慮有所降溫，各國股市普遍上漲。然而，亞幣卻不漲反跌，與過往市場風險偏好改善時期，股匯雙漲的走勢有所不同。研判**聯準會降息預期降溫、美債殖利率上揚，是主要的原因**。相較之下，人民幣升破7.20關卡，創下川普勝選以來新高，主因美中貿易衝突若得以降溫，中國景氣放緩以及關稅衝擊所帶來的貶值壓力皆可望隨之改善。**展望後市，研判人民幣仍難以大幅走強**，主要考量：

- 1)**美中利差居高不下**：中國景氣未見起色且持續面臨通縮壓力，人行寬鬆政策難以轉向，聯準會則暫緩降息，將令兩國利差維持高檔。
- 2)**美中衝突風險猶存**：2018年貿易戰美中談判歷時約一年半，期間不乏衝突反覆升溫時期，顯示即便雙方關稅暫時調降90天，亦恐難於短期達成全面協議，同時需留意未來衝突隨時擴大的可能性。

人民幣走勢獨強，其餘亞幣則因美債利率走揚而承壓



註：相關性計算時間為2022/1/3-2025/5/9。以新台幣為例，相關性越高，指當美債利率上升，USD/TWD偏向上升，即新台幣偏向貶值。報酬計算日期取美中聯合聲明之前一交易日。
資料來源：Bloomberg。

人行延續寬鬆立場、聯準會暫緩降息，美中利差居高



註：2022/1/7-2025/5/9兩者相關係數為0.91。
資料來源：Bloomberg。

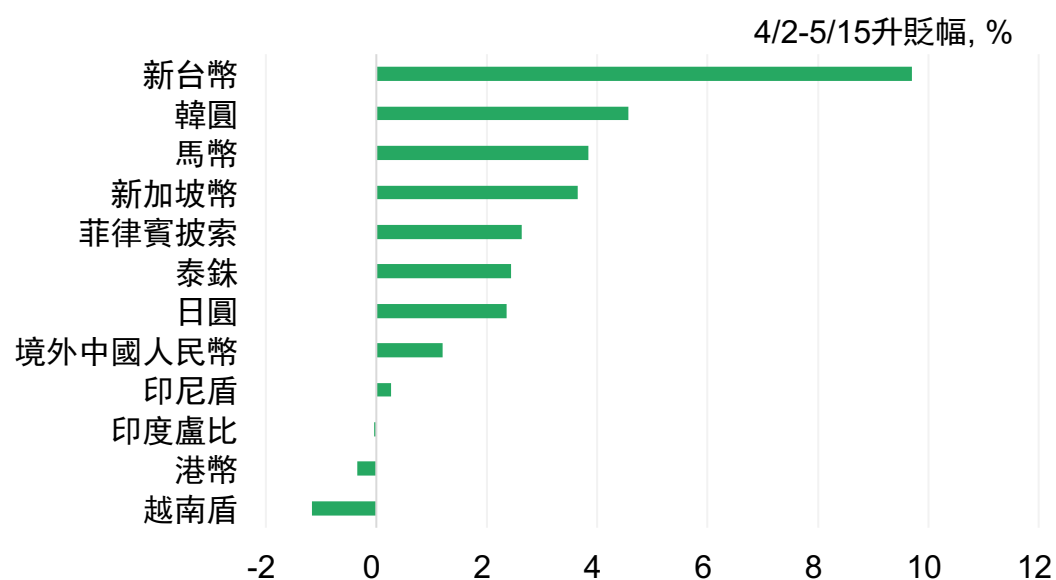
新台幣 匯率非川普2.0核心；短線已反應Fed多碼降息的效果

匯率應不是川普2.0最重要核心，觀察1)川普、美財長幾乎沒提過海湖莊園協議，2)若美有要求非美國貨幣貶值，亞幣應齊漲，非只有台幣強漲，3)若以對美貿易順差額來看，越南盾升值壓力應大於台灣，但4/2以來越南盾甚至收貶，都透露**新台幣短線升值幅度應有些過頭了**。

中長線來看，**Fed降息趨勢不變，有利台幣**，然而美國貿易發展正向，景氣疑慮降溫使市場對Fed降息預期僅剩2碼，且持續認為此輪降息終點會高於3%，意味新台幣回到2021年Fed政策利率近乎0時27-28位階難度很高。

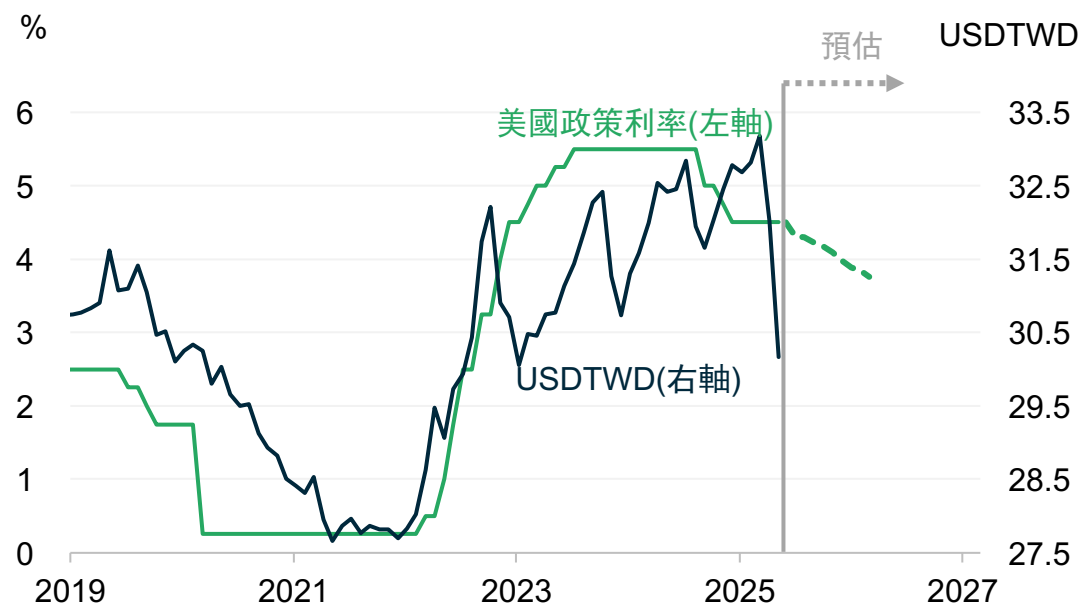
考量短線新台幣超漲，等同於已預先反應Fed多碼降息的效果，若1)**Fed降息空間沒有進一步擴大，新台幣難再大漲**，2)半導體關稅、台灣對等關稅談判結果沒有再度驚嚇市場的狀況下，**今年台幣震盪應不易突破上半年區間**。

匯率非川普2.0核心：新台幣短線升值幅度應有些過度



資料來源：Bloomberg。

新台幣已預先反應Fed多碼降息



資料來源：Bloomberg預估，國泰世華銀行整理。

May 2025

19	Monday	20	Tuesday	21	Wednesday	22	Thursday	23	Friday
美國領先指數 歐元區CPI 中國中古屋房價 中國工業生產		美國費城非製造業活動 台灣出口訂單		英國CPI		美國初領失業金人數 美國標普全球製造業PMI 歐元區HCOB製造業PMI 日本自分銀行製造業PMI 日本工具機訂單 德國IFO企業景氣指數		美國新屋銷售 美國營建許可 德國GDP 英國零售銷售 日本CPI	

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