



國泰世華銀行
Cathay United Bank

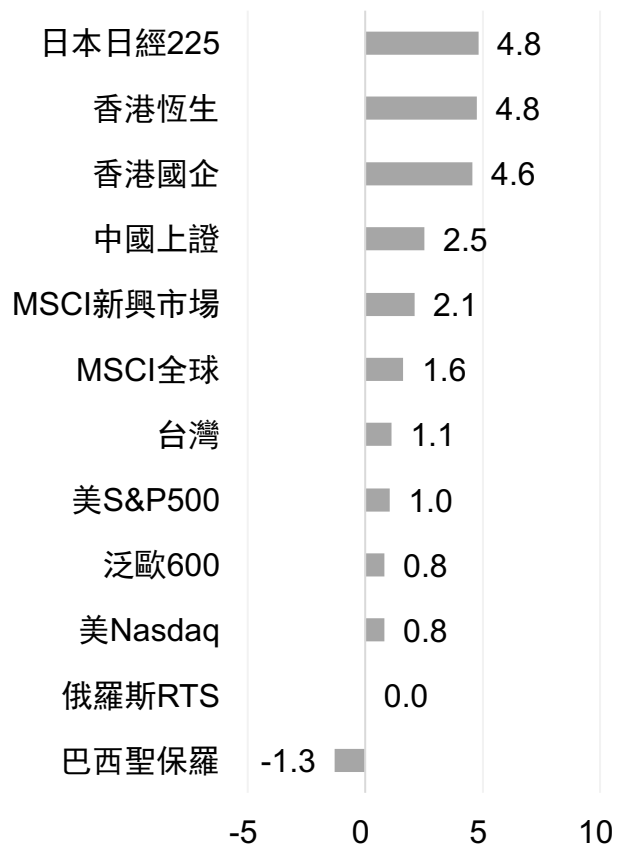
2025年7月25日

投資研究週報

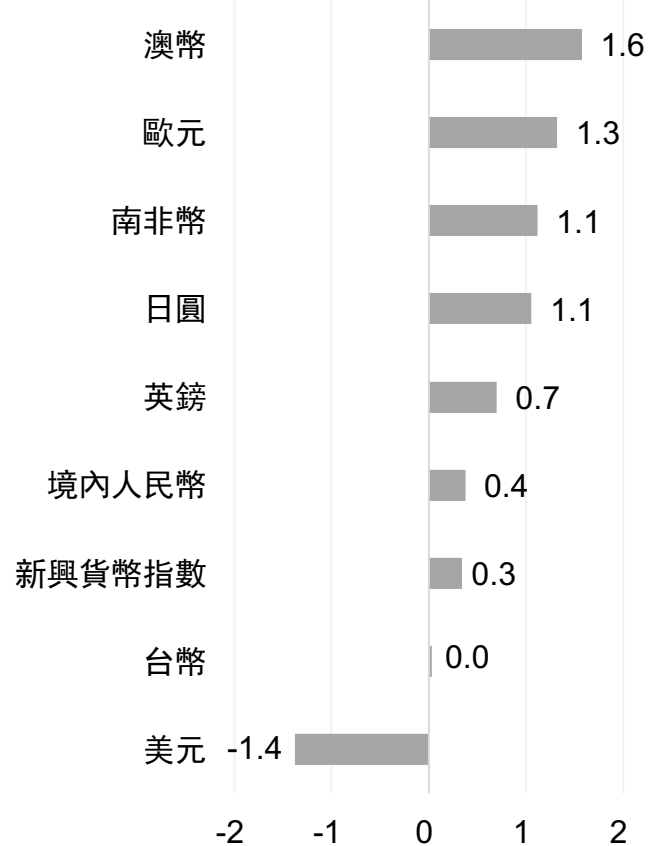
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

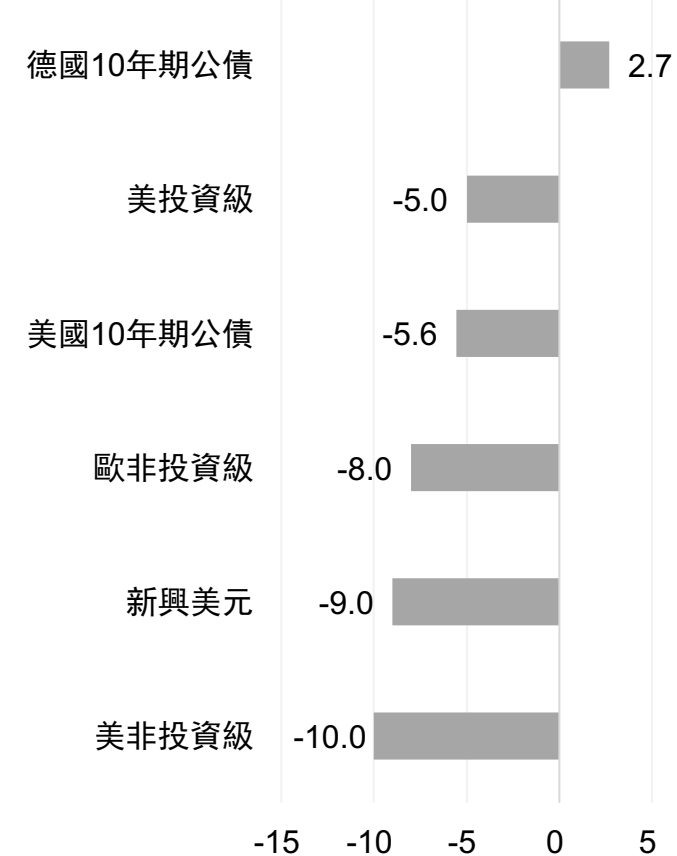
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/7/17 – 2025/7/24。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- **關稅大多調降，對主要經濟體影響不若先前：**關稅雖對經濟有影響，但經濟衰退、通膨失控的可能降低，不啻為有利股市的總經環境，惟美股評價仍高，可**留意如日股等評價較便宜的非美股市**。
- **川普對日談判底定，稅率下降：**日本選後自民黨脆弱執政、首相石破茂可能下台，但影響不及**對等關稅底定**，激勵日股大漲，也讓今年**日銀**調整政策利率的可能上升，日債殖利率隨之走揚。
- **FOMC前瞻，7月尚不會降息：**就業穩健下，**Fed**等待關稅對CPI影響，7月政策應不變、殖利率高位震盪。
- **繼DeepSeek後，中國H2題材面延續：**繼DeepSeek後，宇樹科技啟動上市輔導，延續中國題材熱度。

2. 後續看點

- 7/28-29美中協議、7月FOMC會議及日本央行會議、7月中共政治局會議、8月初各國PMI、非農就業。

策略思維

1. **股市-關稅影響鈍化，可逢低布建：**股市對等關稅反應已較鈍化，但股價評價較高容易震盪，可逢低拉回、不追高，並分批、多元分散布局。
2. **債市-布局以中短債為先：**長債受財政面所致，波動較大，Fed不急於降息下，中短債為較佳的選擇。
3. **匯市-美元長線偏弱格局不變：**關稅底定下，今年日銀可望回到升息的軌道，有助長線日圓走勢；觀察日本關稅狀況，台灣貿易談判可能不差，將有利台幣表現。



關稅 | 日本等國對等關稅陸續底定, 而市場開放、洗產地則是稅率外美國關注的重點

主要國家基本關稅稅率

	國家	4月關稅, %	8月關稅, %	變化, %	美國進口占比, %
高稅率	巴西	10	50	+40	1.3
	寮國	48	40	-8	0.1
	緬甸	44	40	-4	0.1
中稅率	泰國	36	36		1.9
	柬埔寨	49	36	-13	0.4
	南非	30	30		0.5
	伊拉克	39	30	-9	0.2
低稅率	韓國	25	25		4.0
	馬來西亞	24	25	+1	1.6
	越南	46	20	-26	4.2
	菲律賓	23	19	-4	0.4
	印尼	32	19	-13	0.9
	日本	24	15	-9	4.5
	英國	10	10		2.1
有共識	中國	145	55	-90	13.4
	台灣	32			3.6
待公布	歐盟	20			18.5
	印度	26			2.7
USMCA註	墨西哥	10			15.5
	加拿大	10	35		12.6

各國加權平均稅率

32.8

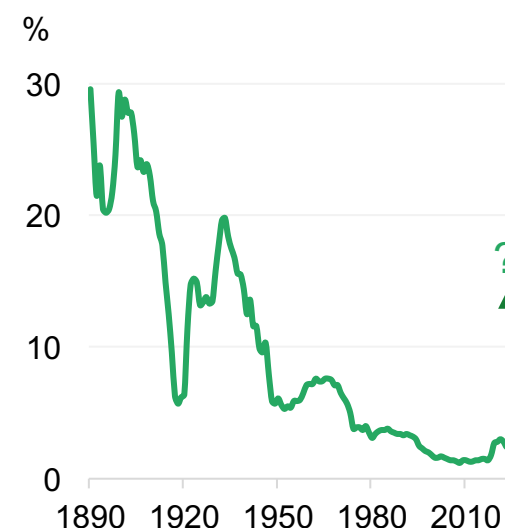
19.0

關稅、市場開放、洗產地三重點反映**川普經濟**風格及目的

1. 經濟民族主義：對等關稅反映**美國優先**思維，迫使對手重談貿易協定，保護美國國內製造業。
2. 非中供應鏈：凸顯**遏制中國**的戰略，並對巴西等親中國家祭出高稅率；對**越南**則呈現戰術彈性。

依耶魯預算實驗室估，**關稅增加1%影響美國GDP、CPI分別為-0.035%、0.1%**，則新稅率對經濟衝擊明顯減小。

美國平均關稅稅率可能變化



假設電子類 關稅: 「0%」	4月 舊稅率	8月 新稅率
電子豁免 (占15%)	0.0	0.0
非電子 (占85%)	27.9	16.1
關稅約增加%	27.9	16.1
假設電子類 關稅: 「10%」	4月 舊稅率	8月 新稅率
電子豁免	1.5	1.5
非電子	27.9	16.1
關稅約增加%	29.4	17.6

註：依PIIE，半導體及電子類占比約15%，現階段豁免關稅；非電子類則課對等關稅。



全球股市 | 相較4月，對等關稅大多調降，對經濟影響不若先前，股市反應穩健的總經環境

相較今年4月，全球主要經濟體在對等關稅政策上多有調降，雖然幅度有限，但已有效緩解跨境貿易的不確定性與成本壓力，同時也刺激市場資金持續流入股市。尤其，在主要國家經濟無衰退或通膨失控之虞，投資人預期**總經環境可能會表現出穩健狀態**。整體而言，溫和成長與受控通膨，有利全球股市延續上行趨勢。

儘管市場處於相對穩定的總經環境，但並非意味著股市將一路向上，毫無波瀾。因為觀察全球主要股市的評價可發現，隨著美股登至新高，評價面已然不低，意味著價格波動的情況較容易出現。相較之下，**日股與其他非美市場估值相對合理**，在關稅率陸續底定下，**多元分散布局是投資人不錯的策略選擇**。

根據亞洲開發銀行最新預估，主要國家經濟無虞

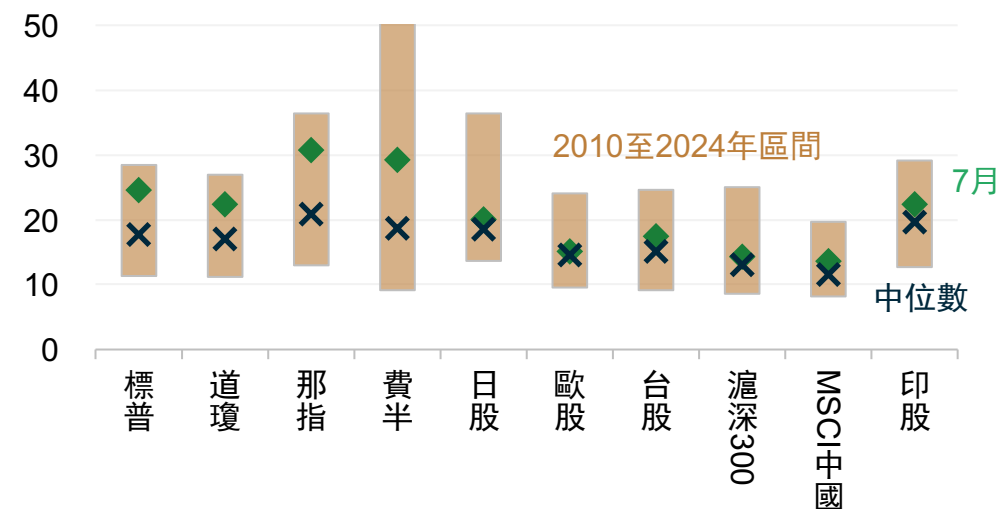
	2025年GDP預估, %		2025年通膨預估, %	
	(4月估計)	(7月估計)	(4月估計)	(7月估計)
美國	2.0	1.7	2.5	2.8
歐元區	1.2	1.2	2.2	2.1
日本	1.2	0.8	2.6	3.0
中國	4.7	4.7	0.4	0.2

註：4月估計尚未計入關稅影響。

資料來源：亞洲開發銀行。

目前各國股市評價狀況

本益比 (倍數)



資料來源：Bloomberg。

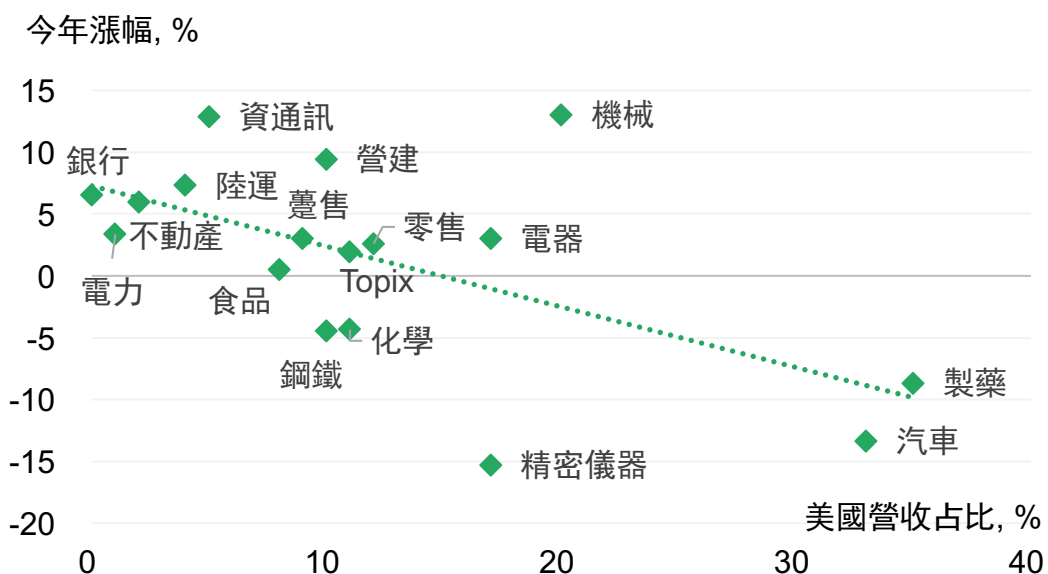


日股 | 日本對等關稅與國會改選落幕後，股市將隨企業獲利而逐步走揚

日本國會改選不確定性，加上此前25%的對等關稅，使得日股也陷入高檔震盪，尤其是，對美國曝險比重較高的產業，如製藥、汽車、精密儀器等產業，其股市也相對弱勢。不過，隨著大選落幕，與對等關稅降至15%，日股將回歸基本面。

展望未來，日本已擺脫通縮泥淖，零售、食品的類股今年獲利成長逾10%，此外，隨著利率走高，日本銀行股獲利也持續走強，甚至，日本的科技龍頭如東京威力與索尼，其獲利也穩定成長。整體而言，關稅對日本出口產業帶來一定的影響，使今年獲利成長下修至3%，但明年將攀升至10%，有利日股突破歷史新高。

對美國曝險高低，成為今年日本各產業漲幅的關鍵



註：時間截至7/21。

資料來源：Bloomberg, GS, Factset。

關稅衝擊2025年獲利成長，明年明顯走揚

	指數 權重	2025 成長率	2026 成長率	主要廠商
Topix	100	2.9	9.9	
泛科技				
電器	17.8	13.1	12.1	索尼、日立、東京威力、keyence、瑞薩
資通訊	8.2	5.3	-1.8	軟銀、NTT、KDDI
精密儀器	2	19.9	13.3	尼康、東京精密
化學	4.8	14.1	10.8	信越化學、三菱化學、資生堂
內需				
銀行	9	7.4	16.2	三菱金融、三井住友、瑞穗
躉售	6.9	-8.3	9.7	三菱、伊藤忠、三井、丸紅、住友
零售	4.8	12.3	7.1	迅銷、7&I、永旺
食品	3	21.4	7.7	日本菸草、味之素、朝日集團
不動產	1.8	5.8	5.9	三井不動產、三菱地所、住友不動產
外銷				
汽車	6.7	-18.6	18.8	豐田、本田、鈴木
機械	6.2	9.7	9.9	三菱重工、大金、小松
製藥	3.9	7	6.5	武田、第一三共

日本 | 石破茂可能辭職，新首相脆弱執政，雖未到喪失政權的窘境，但可能讓7月日銀暫且觀望

自公執政聯盟

政黨/聯盟	政治光譜	眾院席次	參院席次	重要政策主張異同			
				核能看法	憲法第九條 (自衛隊入憲)	消費稅	移民
自民黨 (LDP)	中間偏右	196	101	O	O	O	O(有限度)
公明黨 (Komeito)	中間	24	21	O	X	X	O(有限度)
立憲民主黨 (CDP)	中間偏左	148	38	X	X	X	O(僅技術移民)
日本維新會 (Ishin)	中間偏右	38	19	O	O	O	O(僅技術移民)
國民民主黨 (DPFP)	中間偏右	28	22	O	O	X	O(僅技術移民)
令和新選組 (Reiwa)	左翼	9	6	X	X	X	O
日本共產黨 (JCP)	左翼	8	7	X	X	X	O
參政黨 (Sanseito)	右翼	3	15	O	O	X	X
其他政黨及無黨派	多元	11	19				
合計席次		465	248				
過半席次		233	124				

在野黨
政策歧
異性高

1993年、2009年自民黨下野原因：

1. 政治：1988年利庫路特資金醜聞及領導人等的貪腐問題；2009年選民對世襲與官僚體制不滿。
2. 經濟：分別遭遇日本經濟泡沫破裂、全球金融海嘯，日本失業率上升，選民對經濟不滿。
3. 政黨：1993年自民黨要員脫黨分家與在野黨聯合；2009年在野民主黨獲單獨過半席次。

當前自民黨下野可能性較低：

1. 相似之處：失去兩院多數、民眾不滿經濟狀況及自民黨政治獻金問題(裏金問題)、新興政黨崛起。
2. 不同之處：在野黨分歧嚴重且未單獨過半，自民黨內部未出現大規模脫黨或成立新政黨。
3. 選制：現行眾議院的小選區比例代表制對大黨(如自民黨、立憲民主黨)有利，限制小型政黨擴張。

資料來源：Wiki。



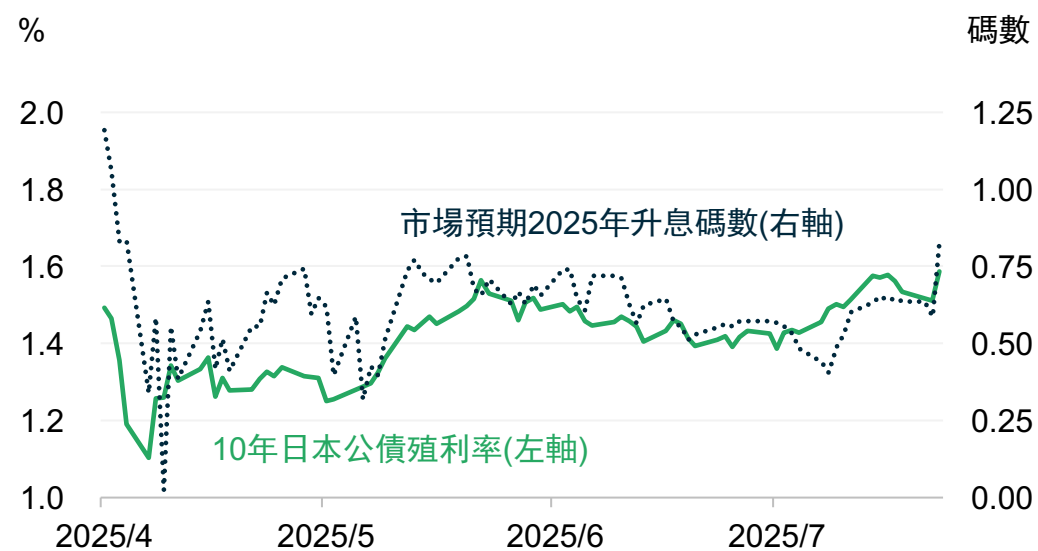
日本央行 | 關稅底定, 升息預期、日債利率隨之走高; 7月日銀料按兵不動, 長線維持緊縮方向

美日達成新關稅協議: 日本承諾對美國投資5500億美元, 並開放美國汽車、農產品進口, 以換取對日本的關稅自25%下調至15%。此舉有助於降低對日本經濟的壓力, 提振成長前景, 帶動10年日債利率單日上揚逾7個基點, 市場對年內升息的預期同步升溫, 目前12月升息機率已超過80%。

儘管全年升息預期升高, 但受限於參議院選後形成的「朝小野大」政治格局, 政策推動面臨不確定性, 恐增添短期內的升息難度。預期日本央行(日銀, BOJ)將於7月維持政策利率不變。不過, 日本的通膨壓力仍在, 核心核心通膨(去除食物與能源)持續反彈, 將支持日銀緩步升息的步調。

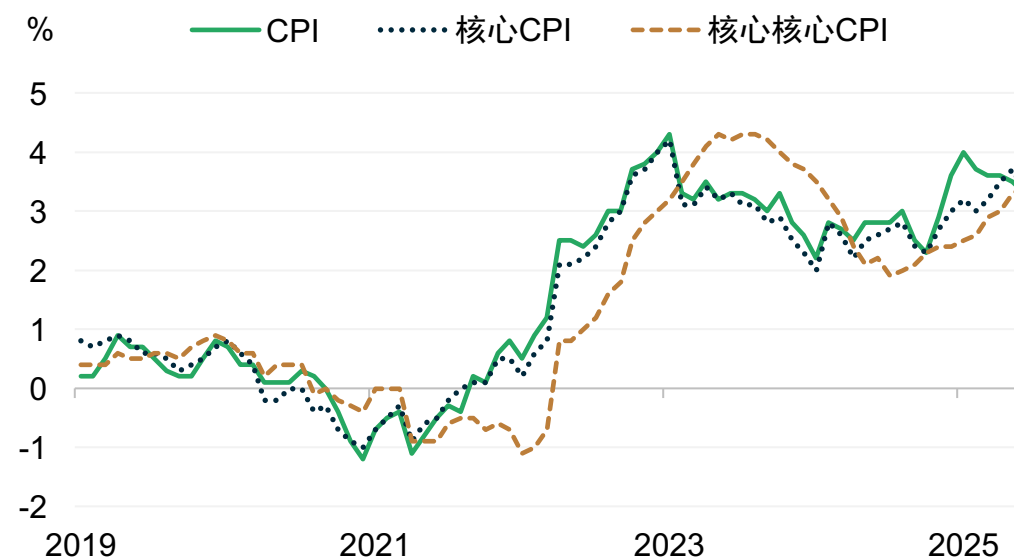
匯率方面, 隨著美日央行近期態度觀望, 短期內日圓匯價維持區間震盪。但中長期而言, 日銀持續緊縮、而Fed仍處在降息循環的背景下, 將使美日利差緩步收斂, 將為日圓匯價走高的有利因子。

市場對日銀今年升息的預期回升, 帶動日債利率走高



資料來源: Bloomberg。

整體CPI降溫, 但核心核心通膨仍呈現上行



註: 核心CPI不含食品、核心核心CPI不含食品及能源。

資料來源: Bloomberg。

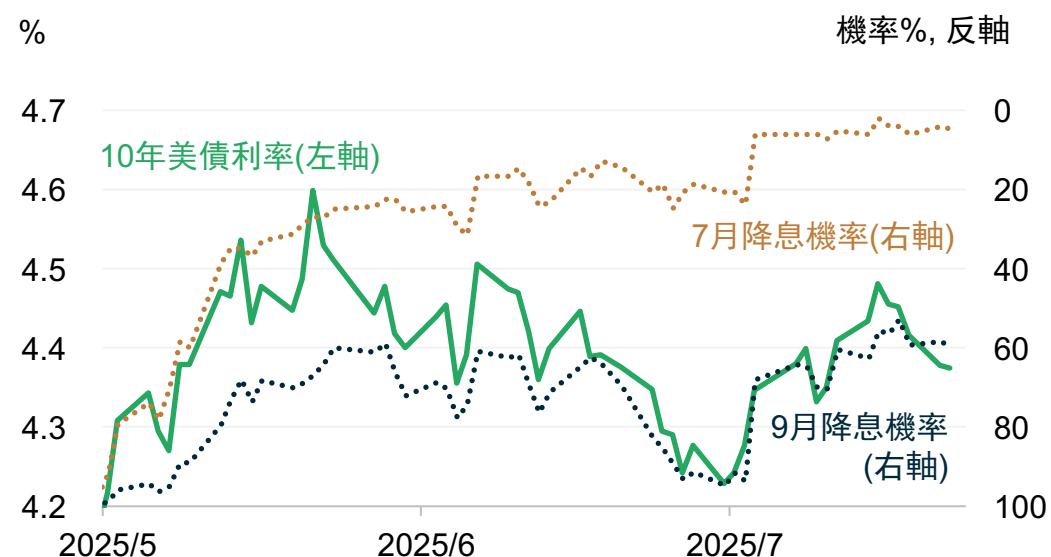
聯準會 | 7月FOMC高機率不降息；美債利率小幅降溫，但仍維持高檔

預估7月FOMC按兵不動：隨著1)就業市場持續展現韌性、2)CPI反映部分商品價格上漲、3)8/1新一輪關稅上路後，進一步增添通膨前景的不確定性。綜合上述考量，市場焦點已轉向**9月的降息可能**，目前利率期貨隱含機率約為**60%**。

利率走勢觀察：7月初以來美債利率呈現上行，反映市場對年內降息預期的修正，以及「解僱鮑爾」傳聞再起的影響。所幸，理事Bowman於緘默期受訪時強調「貨幣政策的獨立性不受政治干擾」，緩解了本波利率上行的態勢，帶動**10年美債利率小幅回落**，惟仍處在**4.3%上方**。

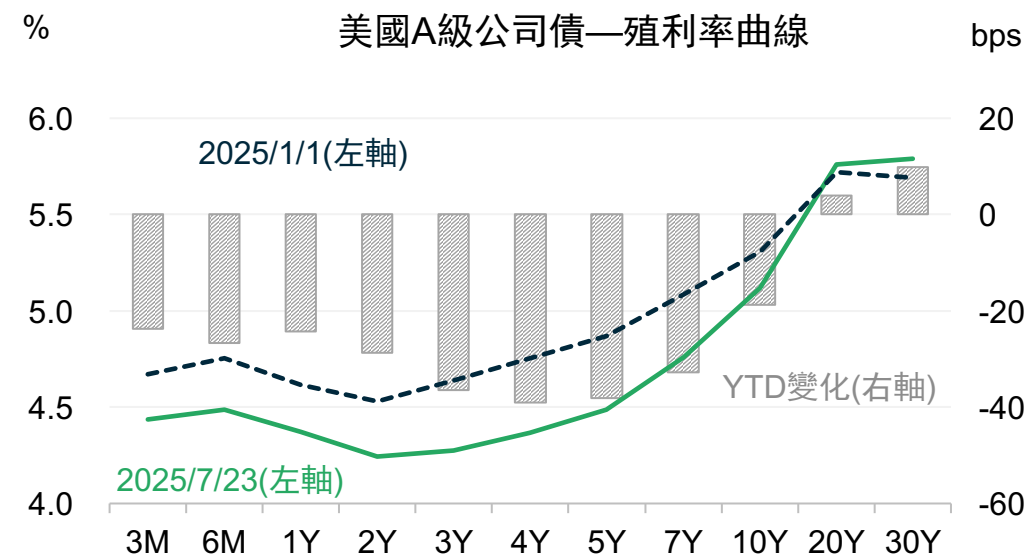
布局策略：隨著「大而美」法案通過，市場對美國財政可持續性的疑慮升溫，帶動利率曲線熊陡(長端走高)，**建議避免配置超長天期(20年以上)債券**。有鑑於目前美國IG、HY**信用利差已相對緊縮**，且Fed短期內維持觀望立場，資本利得空間受限，**債市報酬應以穩定利息收入為主**。

7月初以來，降息預期收斂，美債利率延續高檔



資料來源：Bloomberg, FedWatch。

信用債殖利率仍具優勢，留意長端利率上行風險



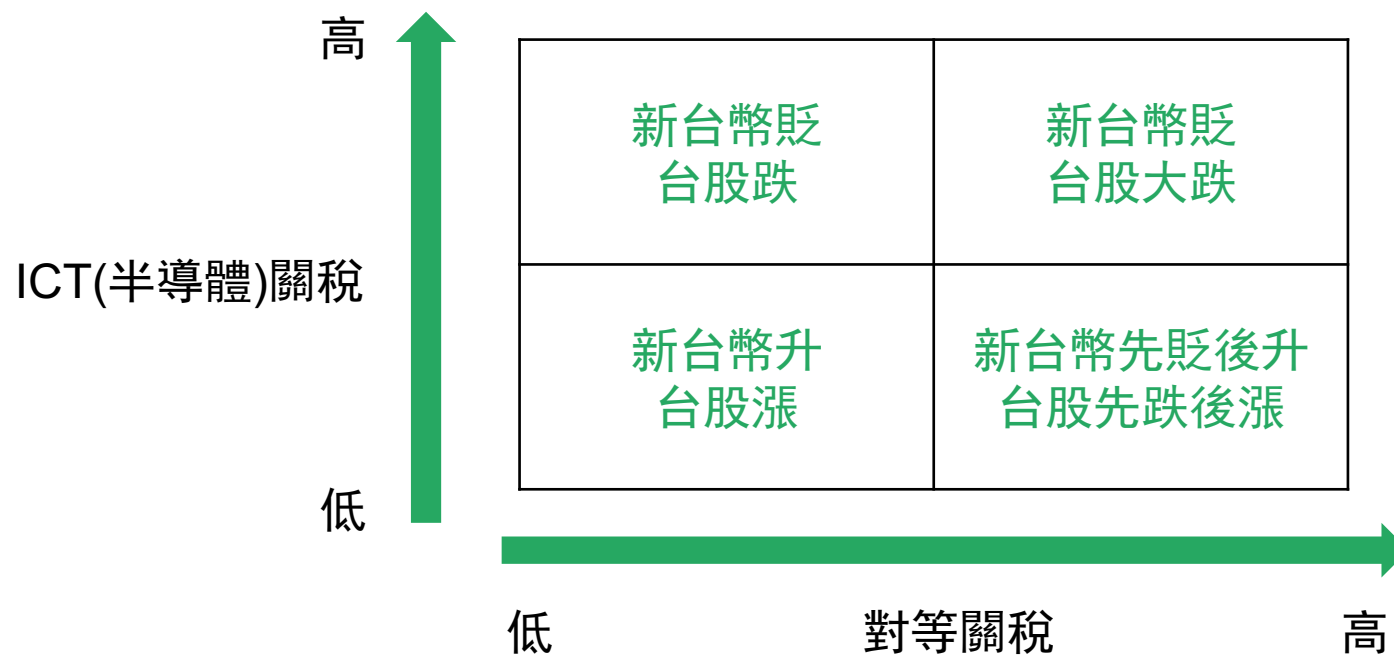
註：年初至今(YTD)長端利率(20年以上)走高，導致利率曲線趨陡。

資料來源：Bloomberg。

台灣 | 台灣關稅稅率若能比照日本談判結果將有利新台幣、台股

台灣對等關稅未定，不過考量開放市場、對美投資規模，有機會與美國談成和日本相當的關稅稅率，若對等關稅底定且結果不錯，將有利台灣股、匯雙漲。然而美國針對半導體產業啟動232條款進行調查，由於大部份台灣ICT產品普遍享有關稅豁免，此部份若加徵高額關稅，對以電子業為主的台灣衝擊較大，甚至超過對等關稅的影響。

台灣關稅對新台幣、台股影響情境分析



註：目前台灣ICT產品如顯示卡與伺服器等享有關稅豁免。
資料來源：國泰世華銀行整理。

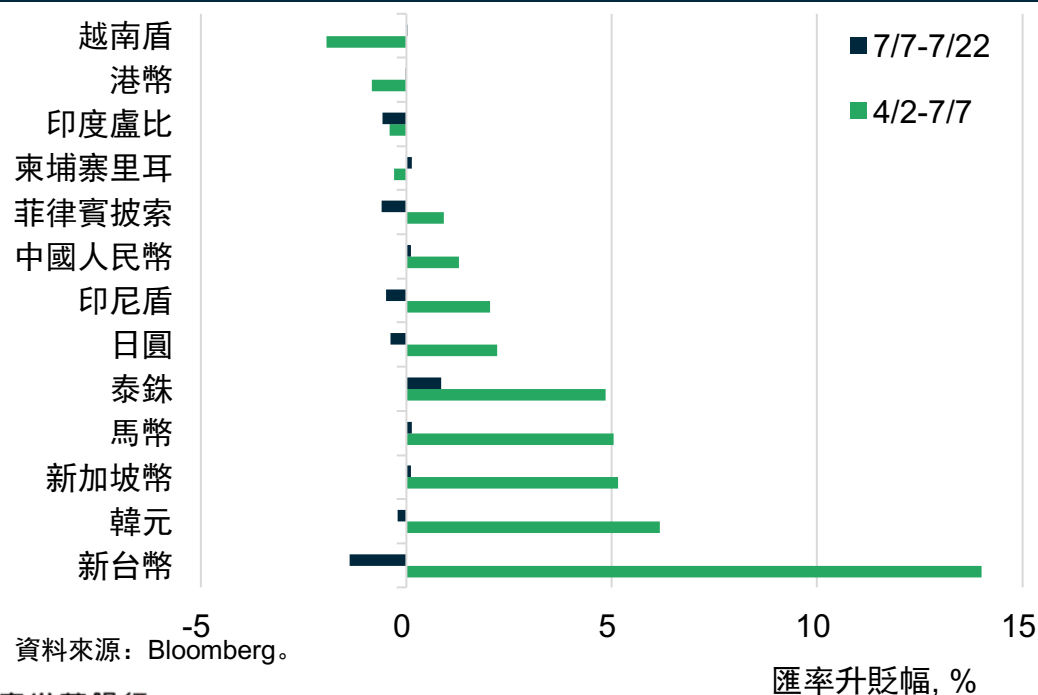
新台幣 貿易談判近尾聲，匯率的預期心理消退

由目前已公布的最新對等關稅的亞洲國家來看，顯示匯率非川普關注的焦點，使貿易談判涉及匯率的預期心理消退。

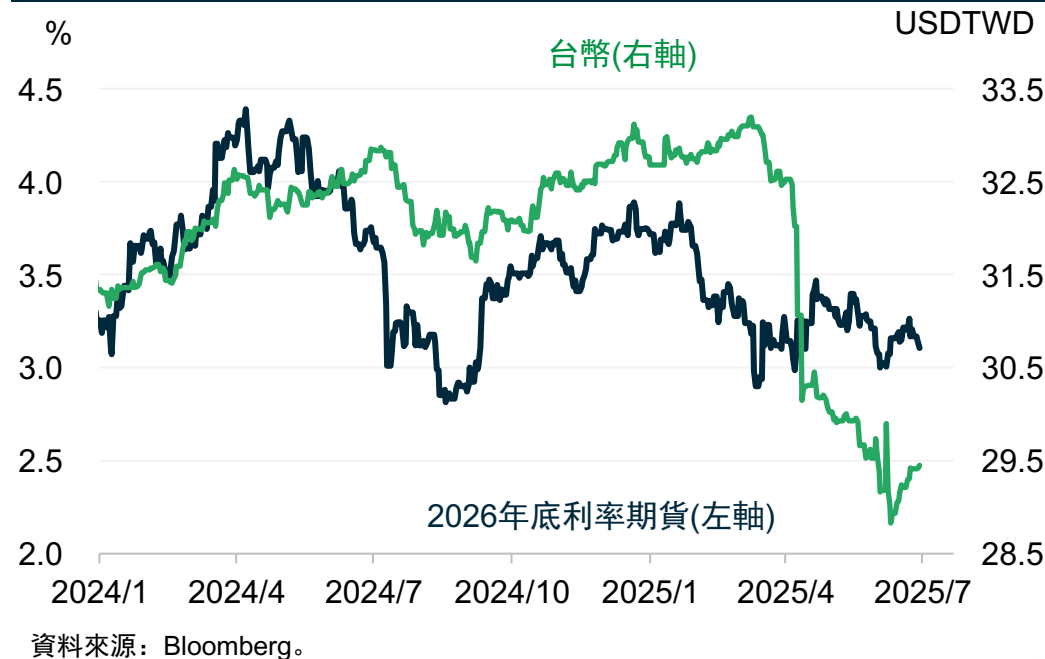
預期台灣對等關稅落於15-20%，半導體關稅落於10%的機率較高，而若最終台灣對等關稅低於15%，半導體關稅10%以下，短線樂觀氛圍有助帶動股匯雙漲；相反若對等關稅高於20%，半導體關稅往20%靠近，短線台灣股匯將有雙殺可能。

整體而言，長線隨對等關稅談判落幕，過去擔心貿易談判恐涉及匯率的預期心理有望消退，加上下半年，出口商、壽險業兩大推升新台幣力量應較上半年走弱，因此若Fed無超預期的降息，新台幣升勢應較上半年緩和。

升值國家並無明顯稅率優勢，顯示匯率非川普關注的焦點



長線，匯率走勢將更回歸基本面、Fed降息幅度

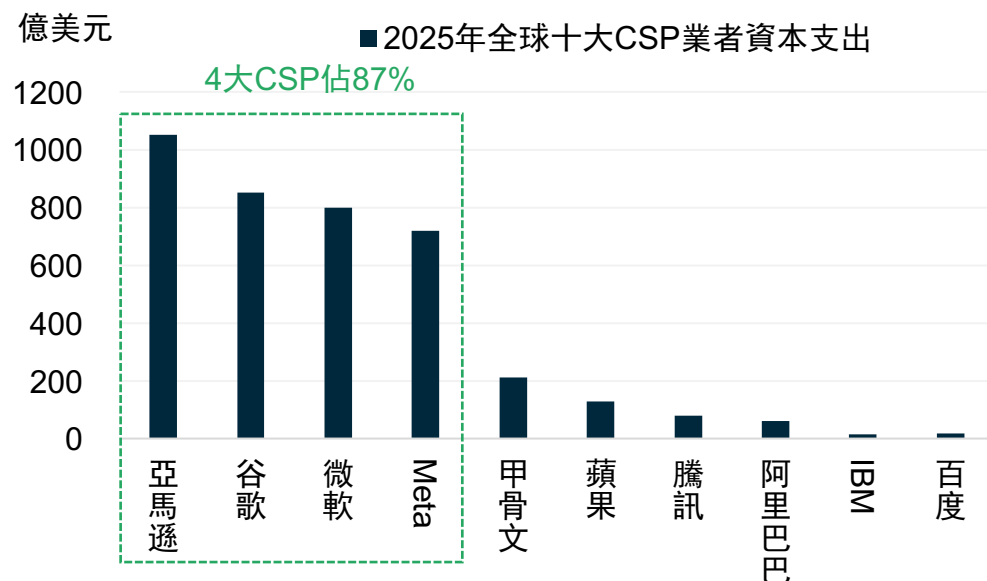


科技 因應川普AI行動計畫, 各大CSP業者加大資本支出, 科技股前景可期

為加速AI的發展, 川普23號接連公布3則行政命令, 推行美國的《AI行動計畫》, 包括三大方向, 1)政府將去除阻礙AI發展的官僚法規, 2)全力加速數據中心和基礎設施落地, 3)推動美國AI標準成為全球主流。

與此同時, 企業一步加大資本支出, 1)谷歌公布Q2獲利之餘, 也表示因應雲端產品與服務的強勁擴增需求, 2025年資本支出將自750億美元, 調高至約850億美元, 此前, OpenAI和甲骨文也表示, 將在美國開發額外4.5GW用電規模的星際之門數據中心。整體而言, 科技股位階雖偏高, 但前景依舊看好。

2025年全球10大雲端業者的資本支出

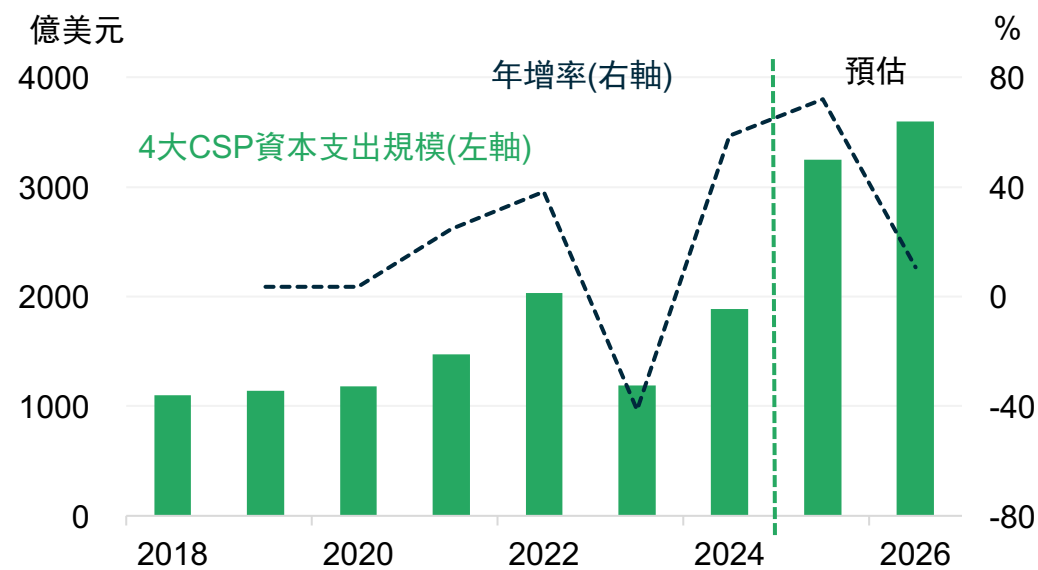


資料來源: 各大企業, Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

美國4大雲端業者持續拉高資本支出



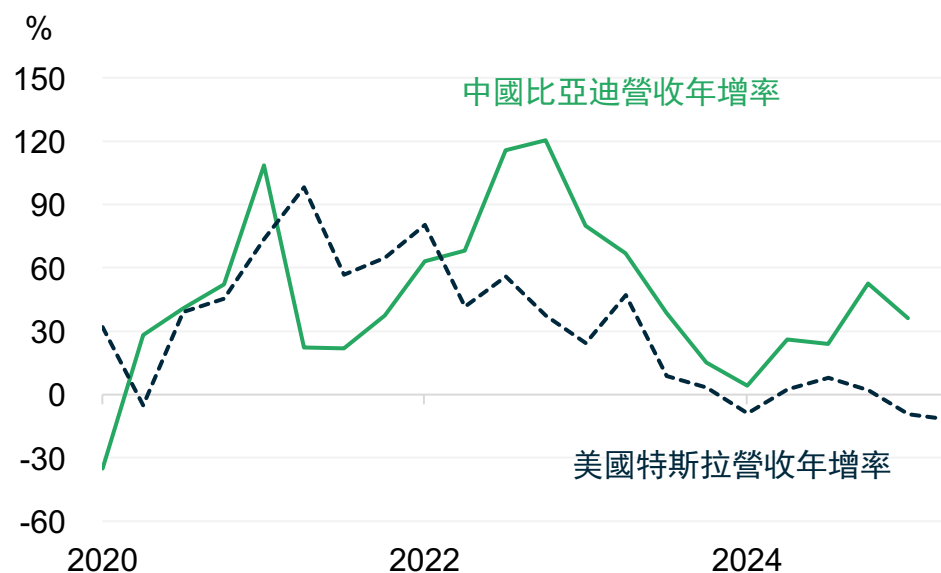
資料來源: 各大業者, GS預估。

科技 車市復甦緩慢，特斯拉股價偏震盪，但長線題材依舊

特斯拉公布Q2財報，汽車部分營收依舊疲弱，電動車銷量僅37.3萬輛，雖較上季成長，但年減幅仍逼近-14%，使得Q2營收僅224億美元，年減幅亦為雙位數-12%。公司高層表示，受到政府補貼即將結束影響，加上關稅衝擊，進而影響銷售，此外，高利率環境也衝擊車市的復甦。不過，公司仍表示，今年下半年仍將推出電動卡車Semi，同時，自駕計程車cybercab將在明年量產。

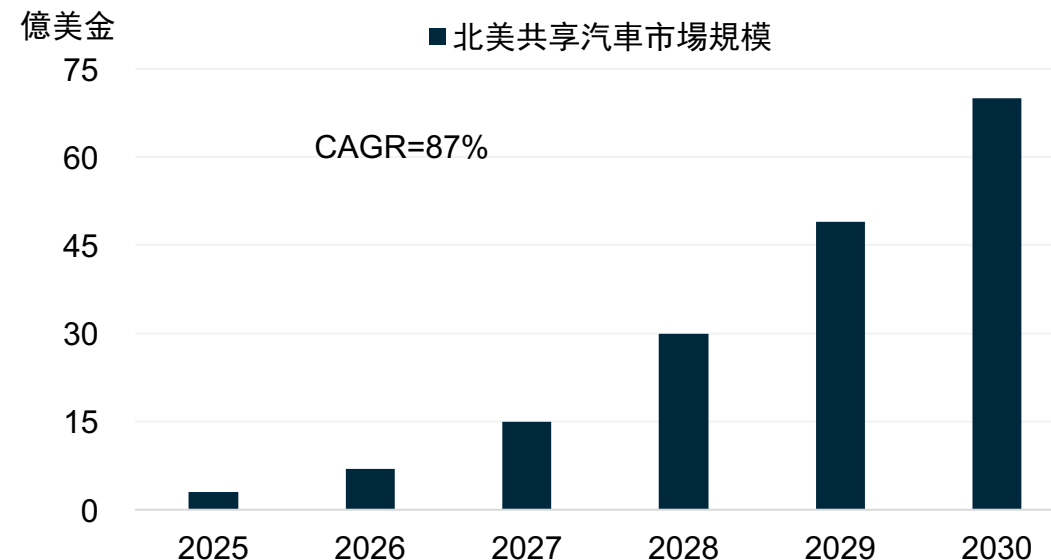
展望未來，公司的目標已轉向人工智慧，在德州再新增部署1.6萬顆H200 GPU，因此再度拉高資本支出，使得總數達到6.7萬顆GPU。**整體而言，車市復甦緩慢，將使公司股價短期偏震盪，但長線題材依舊，包括自駕車(未來5年複合增速達87%)、機器人，甚至是太空計畫，未來仍有上漲空間。**

特斯拉、比亞迪營收動能放緩，反映車市復甦疲弱



資料來源：Bloomberg。

共享汽車市場規模將隨自駕普及而快速擴大



資料來源：GS預估。



台股 外銷訂單帶旺台股, 觀察低基期的非電子股能否反彈

台灣6月外銷訂單567.7億美元, 創歷史次高, 年增24.6%, 連5個月呈現雙位數成長。由細項來看, 電子產品、資訊與通信產品加速成長, 推測仍舊是AI產品帶動整體外銷訂單向上, 若觀察傳產的塑化、橡膠、紡織及基本金屬等產品, 相較去年同期皆呈現負成長, 顯然對等關稅的拉貨效應在Q1出現後, 傳產行業普遍陷入衰退。

台股雖以電子股為主, 但景氣分化也拖累台股走勢, 目前雖然AI成長趨勢不變, 但若漲勢集中電子股, 行情突破新高的空間不大。若對等關稅能談成不劣於競爭對手國家的稅率, 低基期的非電子股也有望出現反彈, 將使得大盤的走勢較為健康, 創新高的機會將提高。

外銷訂單成長強勁, 帶動台股翻揚

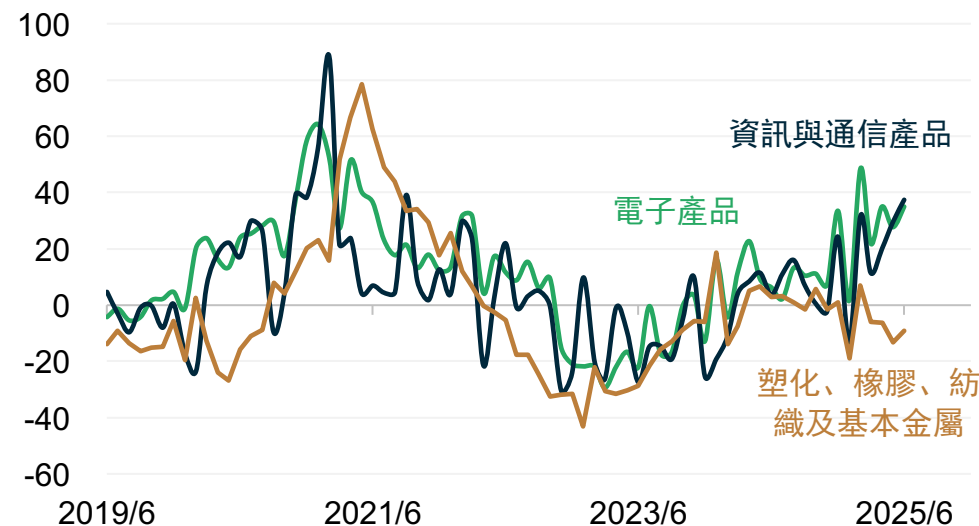
年增率, %



資料來源: Bloomberg。

電子與傳產景氣呈現分化

外銷訂單年增率, %



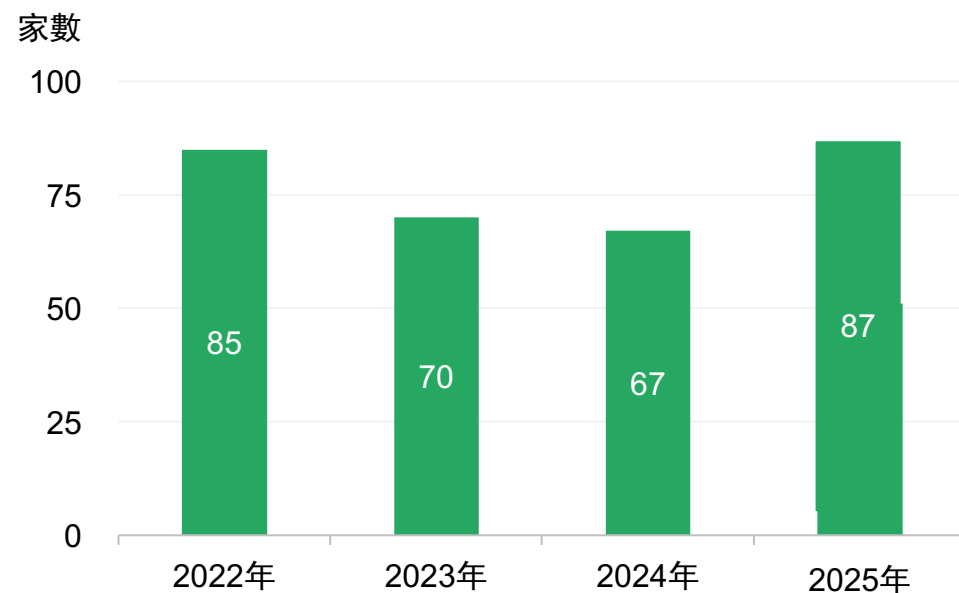
資料來源: Bloomberg。

中國 反內捲仍為7月政治局會議重點，加上財政與貨幣政策挹注，有助後續中港股市表現

7月初中共中央財經委員會強調「反內捲」政策，旨在緩解產能過剩與無序競爭。會議聚焦深化改革，鼓勵科技創新與產業升級，避免低效重複投資。此政策方向預期將在7月底中共中央政治局會議中延續，成為下半年經濟工作的核心基調。並延續結合寬鬆的財政政策(債務置換、以舊換新、補貼產業升級等)與寬鬆的貨幣政策(如降準降息)，為經濟注入流動性，穩定市場預期。這些政策對中港股市構成正面支撐。財政與貨幣政策的雙重加力，有助提振內需並強化資本市場信心，特別是「反內捲」政策將推動資源向高附加值產業傾斜，有利AI、新能源等板塊。

綜上，穩增長政策發酵，加上IPO市場也見到數目逐漸回升，都將為中港股市提供上行動能，除了1)科技股穩居AI產業趨勢(輝達H20解禁更屬利多)、2)金融股具有穩定息收優勢，3)官方政策支持也有助落後的傳統產業逐漸回溫。因此，整體有助後續中港股表現，惟以境內外指數相比，境外指數涵蓋較高比重的穩定配息金融股，及如阿里、騰訊等有能力股票購回的大型科技股，因此境外指數優於境內指數表現的情況應仍舊持續。

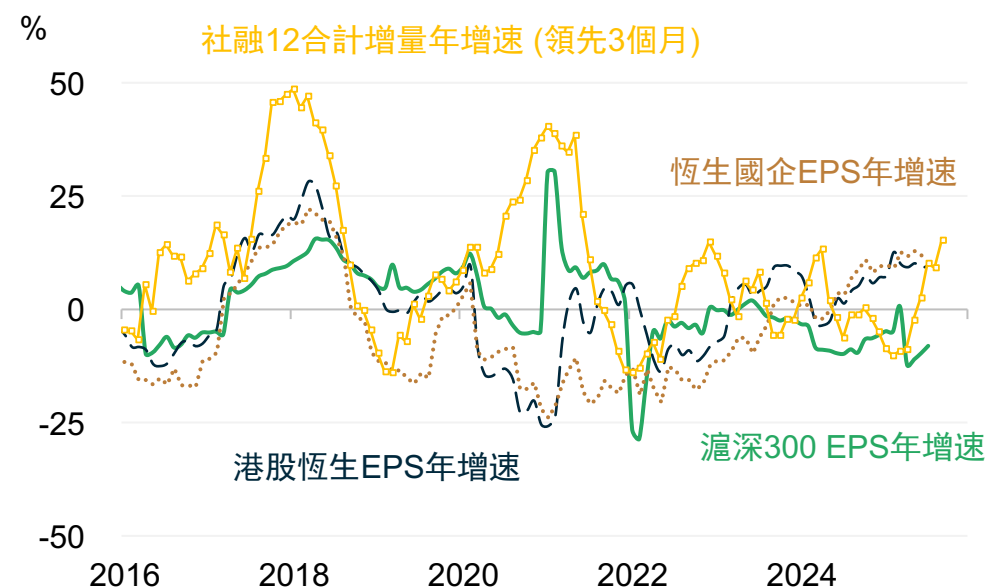
今年港股主板IPO家數可望自過去兩年低谷回升



註：2025年以截至7月資料年化。

資料來源：Wind。

社融增長回升下，有助帶動後續企業獲利改善



資料來源：Bloomberg。

July-Aug 2025

28	Monday	29	Tuesday	30	Wednesday	31	Thursday	1	Friday
美國達拉斯Fed商業指數 英國CBI零售銷售		美國消費者信心指數 美國JOLTS職缺 美國FHFA房價指數 英國貨幣供給		美國7月ADP就業人數 美國Q2 GDP 歐元區Q2 GDP 澳洲Q2 GDP 澳洲Q2 CPI		FOMC會議 美國PCE物價 日本央行利率會議 日本工業產出 中國PMI		美國ISM製造業指數 美國非農就業 美國失業率	

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