



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年4月18日

投資研究週報

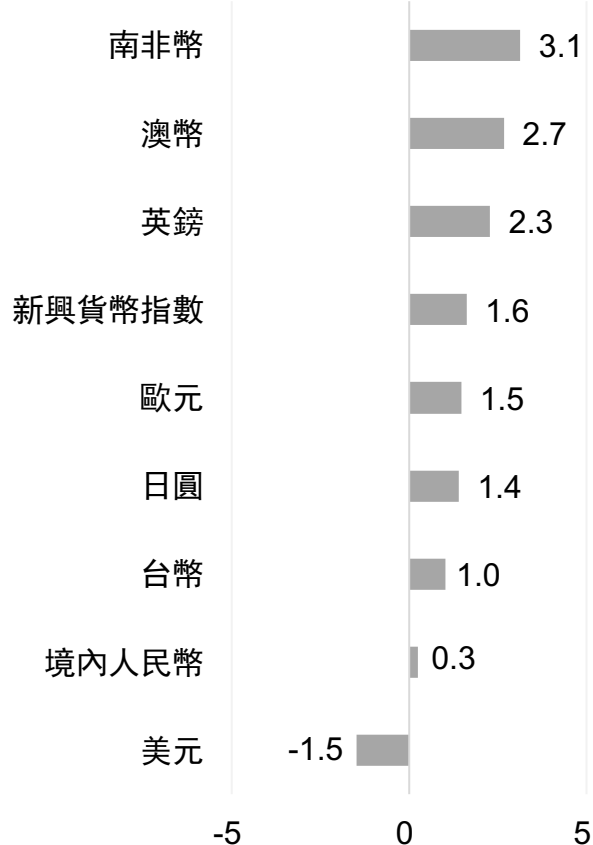
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

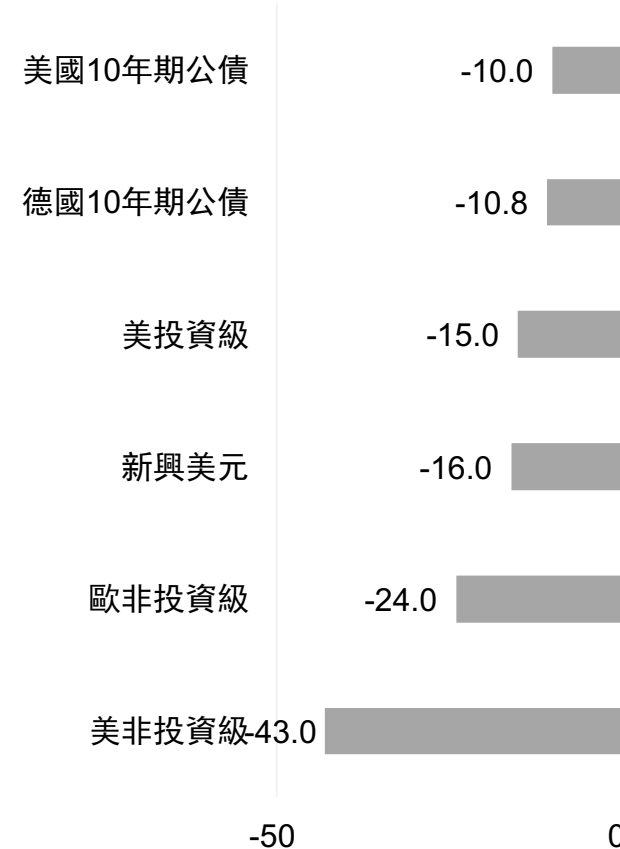
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/4/10 - 2025/4/17。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- **美元雙率走勢拖鉤，川普關稅強硬立場有望趨緩：**關稅不確定性打壓美元資產吸引力，川普的極端關稅政策旋即調整，有助穩定投資人信心。**金融情勢轉趨緊縮，若持續惡化，聯準會料出手穩市。**
- **關稅將推升物價，但通膨失控可能性不大：**在勞動市場降溫背景下，關稅上路、物價上漲後，反倒需留意消費轉弱、經濟放緩壓力，意味著聯準會降息方向並未改變。
- **台積電Q1財報優於預期，維持全年展望不變：**重申客戶需求依然強硬、否認與英特爾合資傳言。

2. 後續看點：美國與各國談判進展、川普民調變化、聯準會官員立場

- 總經：美國Q1 GDP、PCE(4/30)、4月就業報告(5/2)、FOMC會議(5/8)
- 財報：特斯拉(4/23)、Alphabet(4/25)、微軟、亞馬遜、Meta(4/30)、蘋果(5/1)

策略思維

1. **股市-不確定性猶存，延續Flight-to-Quality思維：**關稅未定、市場難以評估企業獲利調整幅度，美股仍需時間築底，布局以防禦、內需型族群優先。
2. **債市-市場信心有賴川普解鈴，利率波動加劇：**布局著眼現金流穩健的企業，並以優質投等債為優先考量。
3. **匯市-景氣衰退、資金流出疑慮猶存，美元弱盤：**關注川普關稅立場，若不確定性延長，美元恐進一步走貶。



川普與金融市場的「懦夫博弈」，債市利率可能是底線

對等關稅公布後，美債利率止跌反彈且大幅上揚，與美元指數的正相關不再。即便川普隨後宣布對等關稅暫緩90日實施，但美元雙率走勢持續分化，10年債利率最高上探4.6%，美元指數則跌破百元大關。而後，美國海關公布豁免清單、川普則透露考慮臨時豁免汽車關稅。財政部長貝森特則稱未見外國投資者大幅拋售、具備公債回購在內等充足工具可以穩定債市，並淡化海湖莊園協議一說。

公債市場與美元大跌，引發「資金撤離美元資產」的疑慮，或許是川普政府關稅立場連日內軟化的主要考量。展望後市，預料未來關稅仍將上路，但川普極端強硬的做法可望做出調整，將有助緩和市場信心持續惡化的壓力。

對等關稅公布後，美債利率不跌反升，引發市場疑慮

10年期美債殖利率，%



雙重使命之外，金融穩定性亦將成近期聯準會考量重點

多位聯準會官員警惕關稅推升通膨的風險，然而，過往立場略偏鷹派的理事Waller受訪時表示，預計前述影響將是暫時的，若經濟因關稅而明顯放緩，將支持提前、大幅度地降息，顯示**聯準會內部鷹派立場可能有所鬆動**。此外，近期股債市同步修正、信用利差彈升，金融情勢已明顯惡化，程度更勝2022年大力升息、2023年3月矽谷銀行倒閉之時，凸顯**金融市場流動性趨緊，助長系統性金融風險的壓力**。

展望後市，若川普政策再度引發市場動盪，金融情勢進一步惡化，聯準會可能於5月會議提前終止縮表、6月展開降息，同時不排除採取貼現窗口等工具為市場挹注流動性。

金融情勢大幅惡化，引發流動性緊縮風險



註：美債波動率指數為美銀美林美債選擇權波動率。
資料來源：Bloomberg。

疑問：中國拋售美債反制？ 研判可能性不大

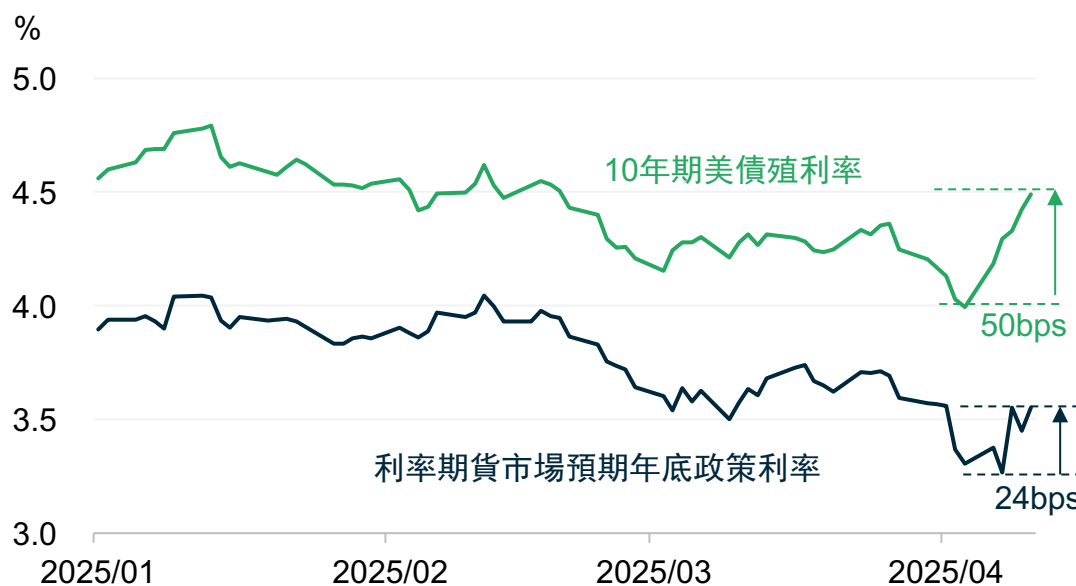
近期利率大幅彈升，引發「中國拋售美債」作為報復的疑慮。

截至今年1月，中國持有美債約7600億，雖為第二大美債持有國(僅次日本)，但占36.2兆的美債存量僅2.1%。與此同時，最大美債持有人聯準會(持有4.2兆、11.7%)，曾在疫情期間的無限QE於單週、4週內增持美債3600億、1.1兆。

若美中衝突持續惡化，中國執意拋售美債作為報復，則**1) 拋售舉動將導致市場恐慌、公債價格重挫，以至中國越賣越賠、2) 聯準會可重啟購債、填補需求缺口以穩定債券市場、3) 公債變現後資金部位若需回流中國，則將令人民幣大漲，更加不利中國出口與景氣動向。**

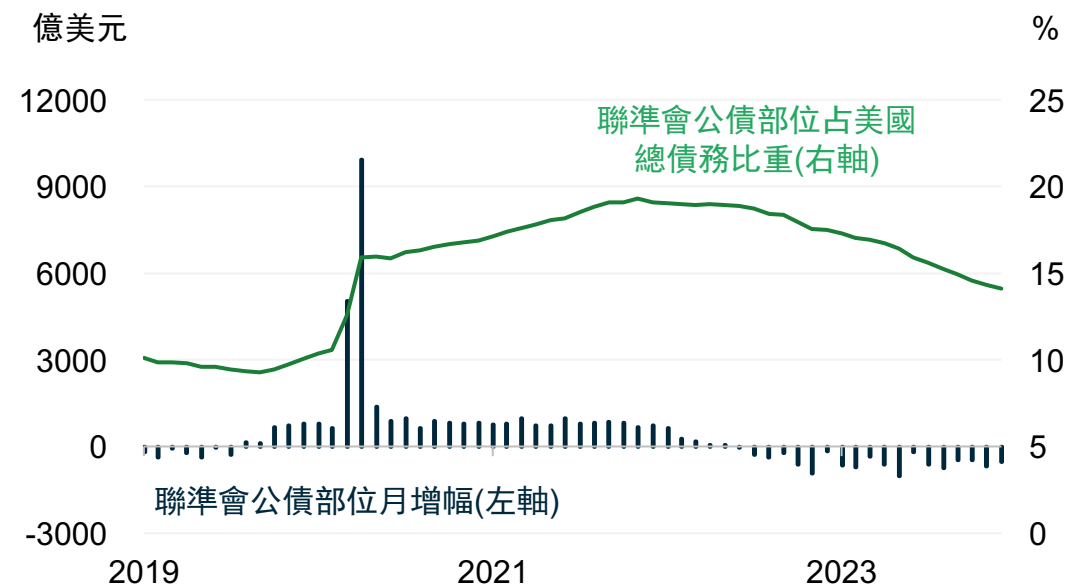
由此來看，「中國大舉拋售美債」或多為短期市場恐慌之下的猜測。

10年債利率升幅遠高於期貨市場調整幅度，引發疑慮



資料來源：Bloomberg。

過去經驗顯示，聯準會具備大幅增持美債的空間



資料來源：Bloomberg。

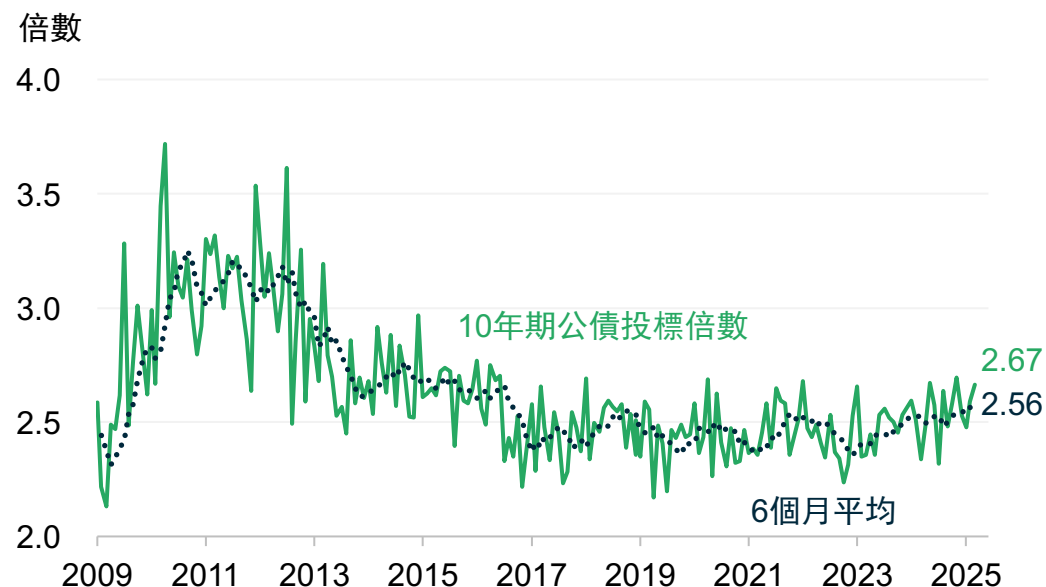
疑問：美債的地位動搖？ 公債標售需求不減反增、美國銀行業增持公債

美國財政部4月公債標售，並未見到需求大幅降溫的狀況。值得注意的是，作為各類資產定錨的10年期美債，在殖利率快速彈升後，投標倍數¹、間接得標比重²雙雙上揚，後者更創下十餘年新高，顯示需求十分熱絡。^{1、2} 公債投標倍數高，代表投標程度踴躍。間接得標比重高，代表海外投資人(央行、壽險、退休金等法人資金)需求熱絡。

由此來看，市場擔憂的美債需求下滑、資金大幅撤出，目前仍未見到明確跡象。此前利率的彈升，可能導因於1)避險基金平倉基差交易、調降槓桿部位、2)部分資金趁勢調節債市獲利部位。

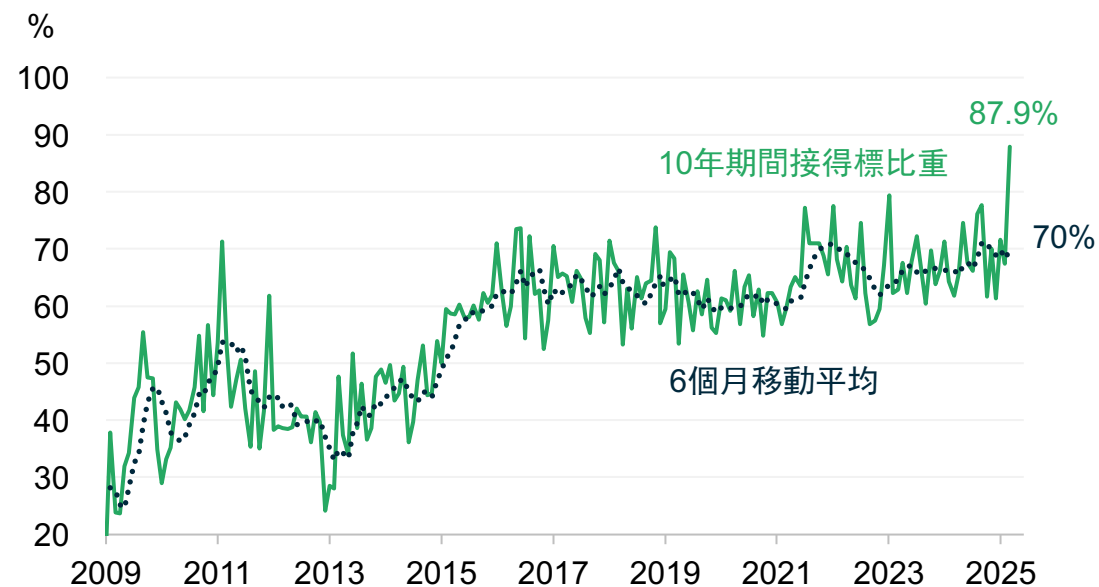
過去幾日川普政府釋出部分關稅暫緩利多，財政部長則出面闢謠拋售等傳言，有助穩定投資人對於債市的信心，緩和利率持續彈升壓力。

投標倍數升至近年高位，反映大量資金投標



資料來源：Bloomberg。

間接得標比重跳升，凸顯海外需求並不弱



資料來源：Bloomberg。

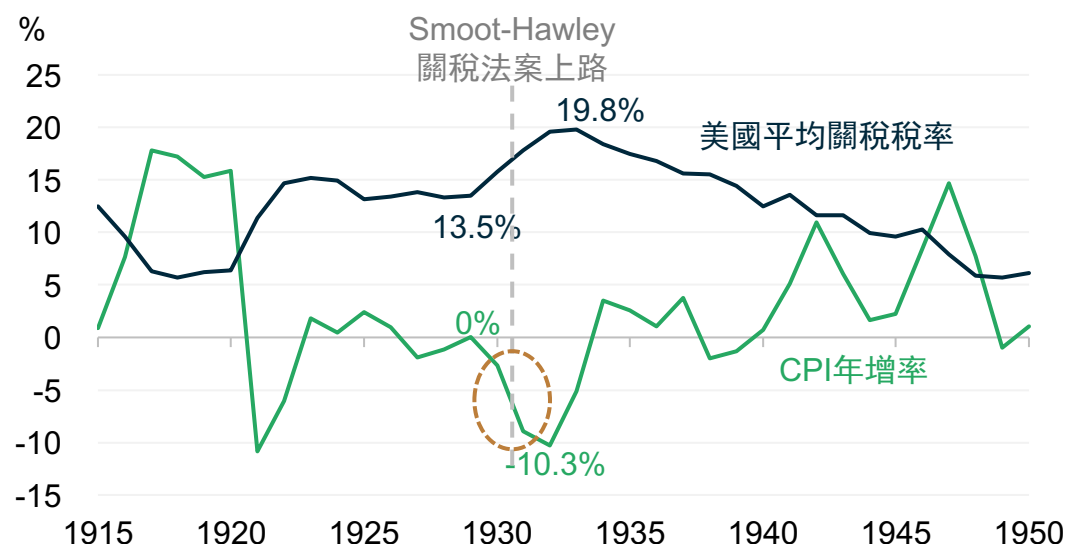
疑問：通膨將更高更久？ 關稅帶來上升推力，但供給面壓制油價，緩和通膨失控壓力

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的經驗，勞動市場惡化、進口物價上漲，反倒壓抑內需消費，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。**

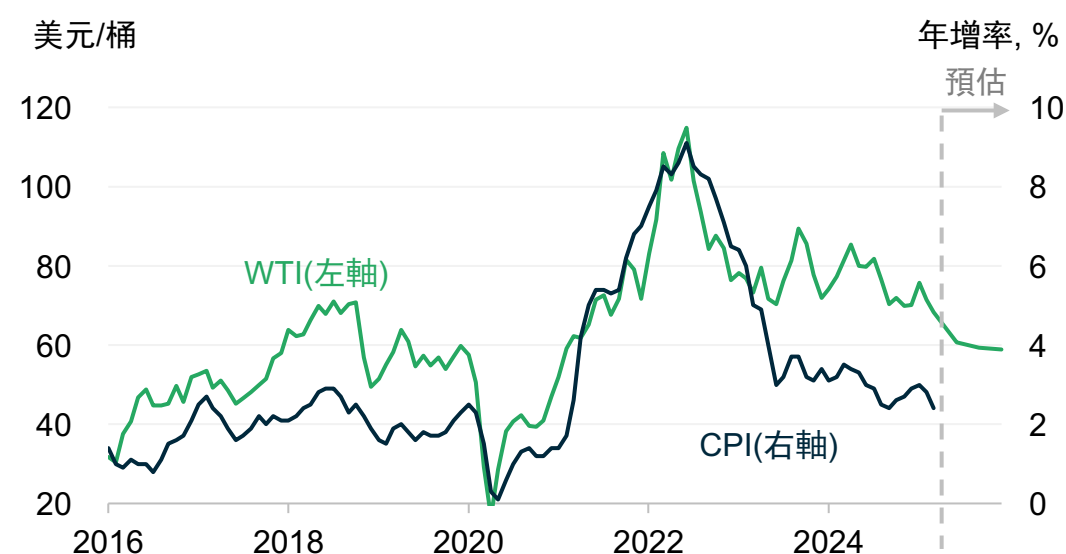
1930年關稅反導致消費急凍，通膨連年下滑



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。

債市 | 關稅態度調整有助市場信心改善, 但不確定性猶存, 布債思維延續「Flight-to-Quality」

近期金融市場對持有美債的信心產生質疑, 導致公債殖利率一度大幅走高。不過後續賣壓緩和, 顯示投資人恐慌情緒改善, 帶動美國10年公債殖利率從先前的4.6%高點震盪下滑; 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預估。

美國投等債仍具備相對的高利優勢



資料來源: Bloomberg。

匯市 | 負面因子猶存, 美元短線延續弱勢

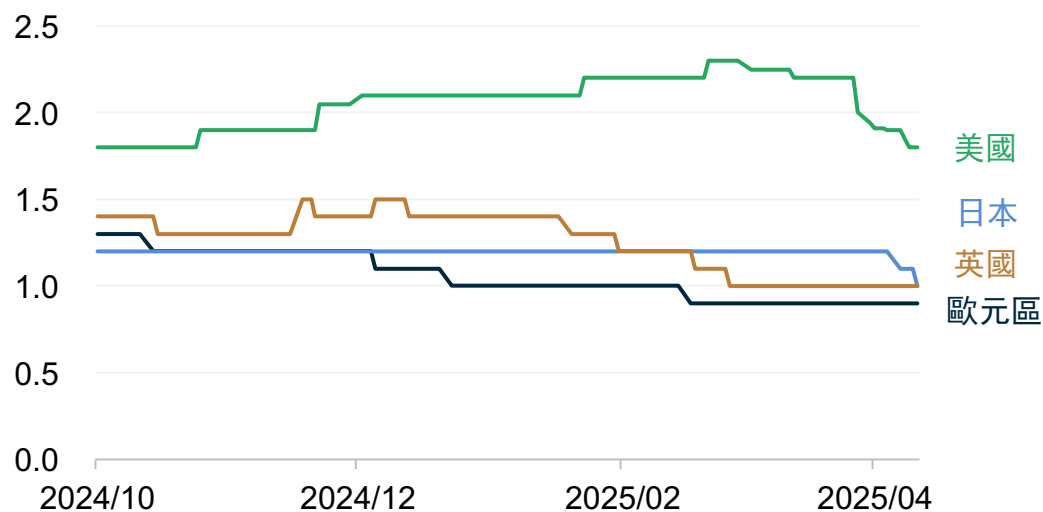
由彭博彙整之預測值觀察, 相較今年年初, 市場下修美國2025年GDP 0.3%至1.8%, 歐、日、英則下修0.1%、0.2%、0.4%, 幅度相對較小, 顯示市場預期過去幾年美國經濟表現獨強的情勢恐難延續。

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。

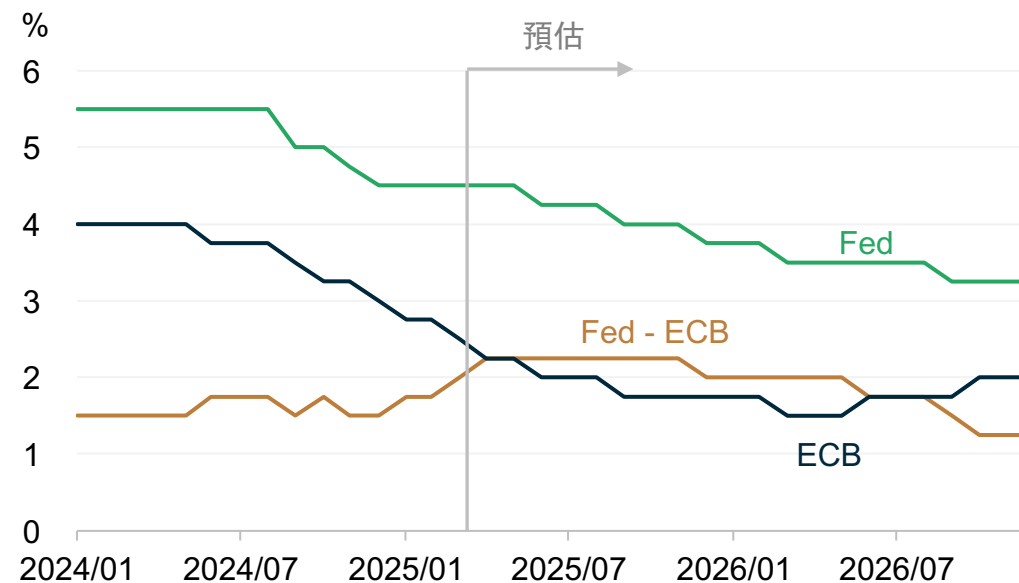
市場下修美國經濟成長率之幅度高於其餘主要國家

2025GDP預測值, %



資料來源: Bloomberg預估。

美歐政策利差料將收斂, 減弱美元支撐力道



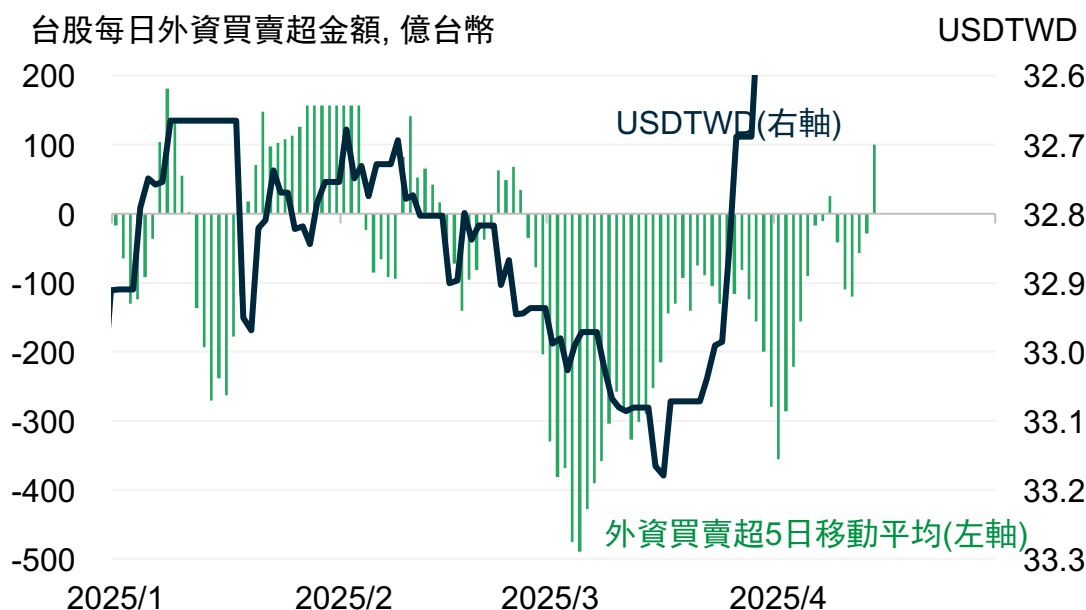
資料來源: Bloomberg預估。

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。

過往台幣、人民幣走勢連動，留意人民幣續弱壓力



註：2021/1/1至2025/4/16，兩者相關係數為0.97(週資料)。

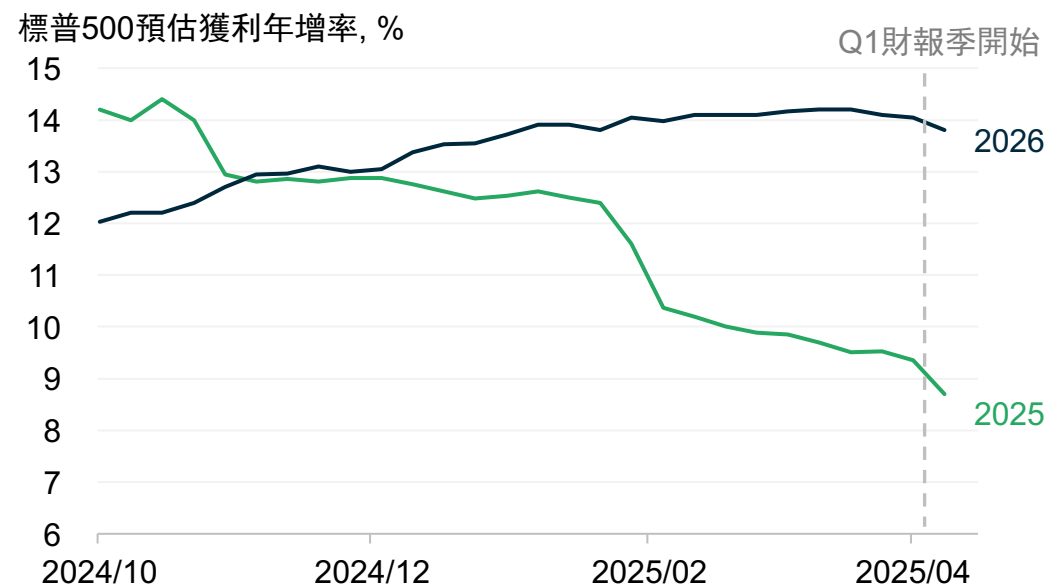
資料來源：Bloomberg。

股市 | 關稅不確定性對企業獲利壓力猶存, 布局仍以防禦型類股為主

美股Q1財報季登場, 首週獲利預測值上修0.2%, 低於過去幾季同期表現, 反映Q1美國景氣有所降溫情勢。另外, 今年全年獲利預測再度下修, 顯示對等關稅出爐後, 企業陸續調整財測。在關稅政策、經濟前景仍不明朗的背景下, 未來幾週仍需留意持續下調的風險。有鑑於此, **美股配置仍以防禦型且多元分散為主**。

值得注意的是, **隨對等關稅推出, 減稅政策隨即出現進展**, 眾議院已通過參議院版本的預算框架, 後續待共和黨內協商完畢、確立預算計畫, 即可透過預算協調程序通過, 將是未來美國景氣、企業獲利的加分因子。

Q1財報季開跑後, 全年獲利再遭下修



資料來源: Bloomberg預估。

不確定性升溫之際, 防禦型類股表現轉強



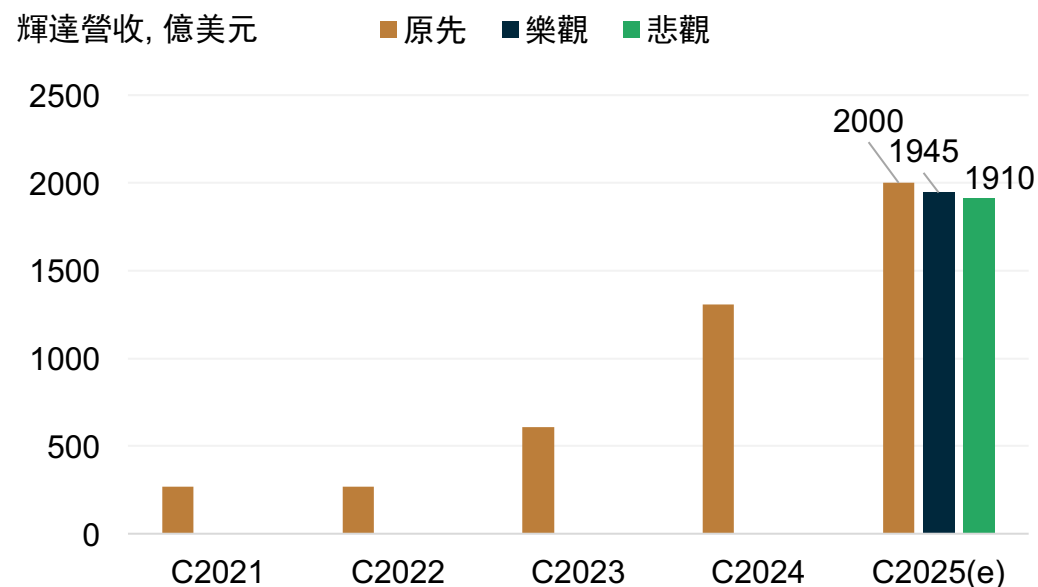
資料來源: Bloomberg。

科技 美國科技禁令影響輝達短期獲利, 但不影響長期獲利

美國商務部擴大對中晶片管制, 針對中國開發的降規版AI晶片H20, 需先取得許可才能銷至中國, 輝達本季將因此提列55億美元費用(庫存損失), 使得盤後股價大跌6%。根據報導, 由於輝達已收到180億美元的訂單, 若總計有半數訂單未來仍舊無法出貨, 預期未來存貨損失上看90億美元。

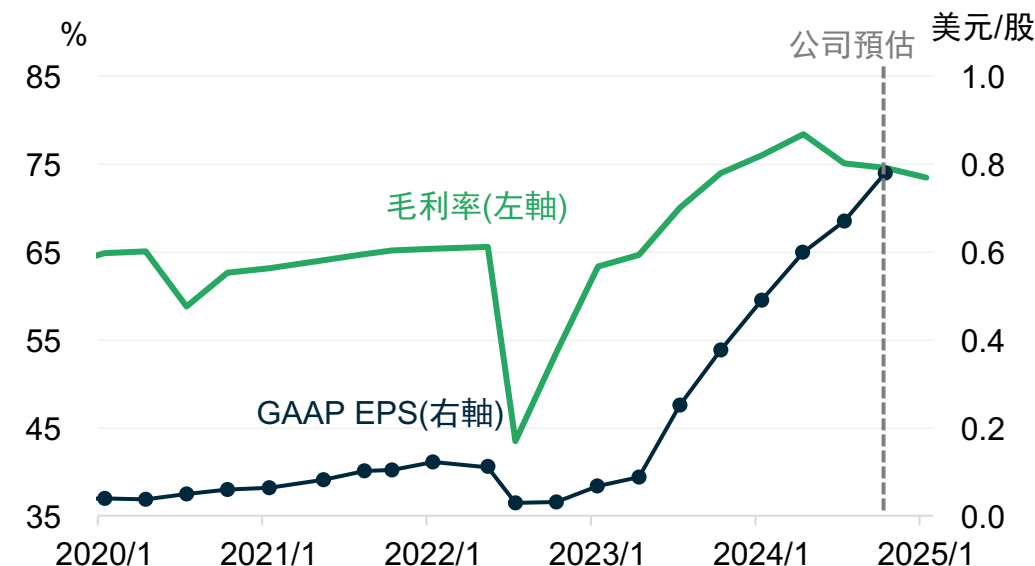
雖然Blackwell晶片將在今年大量出貨, 但營收成長率可能從去年的高點114%下滑至53%, 若存貨損失因素, 2025年的營收增速可能下探至46%, 就全年EPS衝擊影響, 預估介於0.1至0.3美元。就輝達基本面而言, EPS獲利逐步成長方向不變, 但近期禁令或DeepSeek問題, 都大大考驗投資人的信心, 投資人須保持耐心。

H20禁令, 恐讓輝達營收減少55-90億美元



資料來源: Bloomberg預估。

輝達基本面無憂, 但關稅問題考驗投資人信心



資料來源: Bloomberg, NVIDIA預估。

台股 台積電財報符合預期, Q2毛利率維持高檔

台積電2025年Q1 EPS 13.9元, 營收年增41.6%至8392億, 毛利率58.8%, 均達前次法說會的高標。展望Q2, 近期市場雜音紛陳, 但在AI晶片需求大幅成長, 未來數年複合成長率不變下, 台積電預估Q2營收將季增10~13%, 毛利率維持57~59%, 保持高檔水準。

市場關注議題, 1)關於資本支出, 台積電重申2025年規模保持在380~420億美元, 不過, 由於亞利桑那州擴廠問題, 毛利率每年影響從初期2-3%, 提高至後期3-4%, 但**長期毛利保持在53%之上的水平**。2)關於與英特爾合資問題, **台積電表示, 未與任何公司討論合資問題, 目前維持獨立代工角色**。3)輝達H20禁令問題, 台積電表示, **主要客戶對AI需求仍舊強勁, 並沒有作調整**。

台積電財報展望皆樂觀, 下季EPS可望創新高



資料來源: Bloomberg、台積電預估。

AI需求仍舊強勁, 台積電今年資本支出上看420億美元



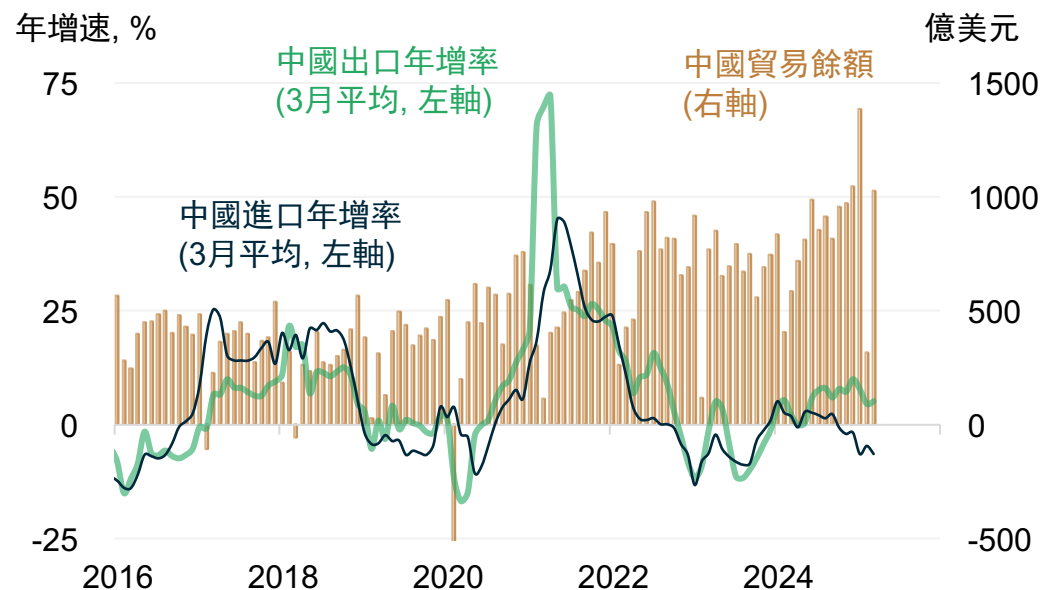
資料來源: 台積電預估。

中國 關稅前拉貨支持出口，加上進口疲弱，使貿易帳盈餘跳升，但股市仍在弱勢整理階段

去年美國總統川普預告提高關稅，**業界提前囤貨**，在「搶出口」效應下，中國3月出口額以美元計年增12.4%，遠超市場預期及前兩月增幅，加上自身進口疲弱下使得貿易盈餘較前兩月跳升。不過美國對中產品加徵高達145%關稅，即便對電子商品有90日豁免期，但4月起對美出口仍可能下滑，影響整體出口表現。

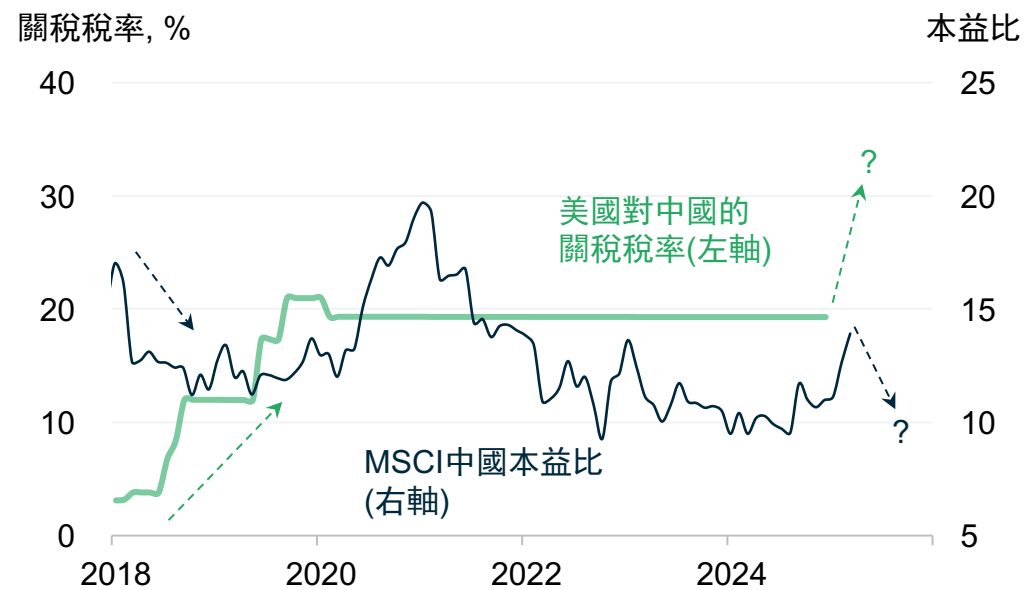
市場方面，清明節之際，川普發布高於預期的關稅利空，尤其中方強硬回應美方關稅政策下，恐怕待檯面下官員尋求解方後，關稅利空方有轉圜機會，此前，**評價面受衝擊下，股價走勢還是延續偏弱震盪**。

關稅前拉貨支持出口，加上進口疲弱，使貿易帳盈餘跳升



資料來源: Bloomberg。

川普關稅戰下，氣氛不利評價面，股市仍在弱勢整理階段



資料來源: Bloomberg。

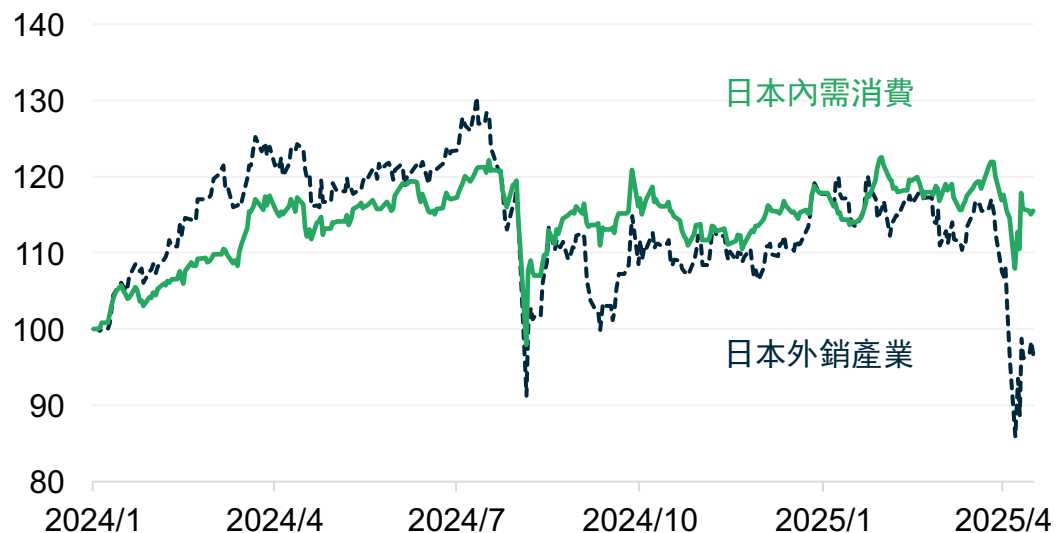
日股 美日領頭展開貿易談判, 內需消費族群撐盤日股震盪整理

日本成功擠進對美貿易談判的第一梯隊。隨著經濟再生擔當大臣赤澤亮正前往美國, 美國總統川普也發文表示, 將與財政部長及商務部長協同合作, 針對美日兩國在關稅、軍事援助成本與貿易公平性等議題展開磋商。

儘管日股先前受系統性風險影響一度遭遇拋售, 但從結構上來看, 消費、不動產等內需類股修正幅度相對有限。根據第一季短觀調查, 大型非製造業信心指數由 33 攀升至 35, 預期獲利在市場動盪期間仍具支撐力。**展望後市, 在美日談判尚未取得實質進展前, 日股恐難重返上行軌道, 短期內預料將維持弱勢震盪格局。不過, 考量日本有望領先各國達成協議, 內需企業受關稅衝擊小、獲利表現亦較穩健, 逢低可分批布局相關產業。**

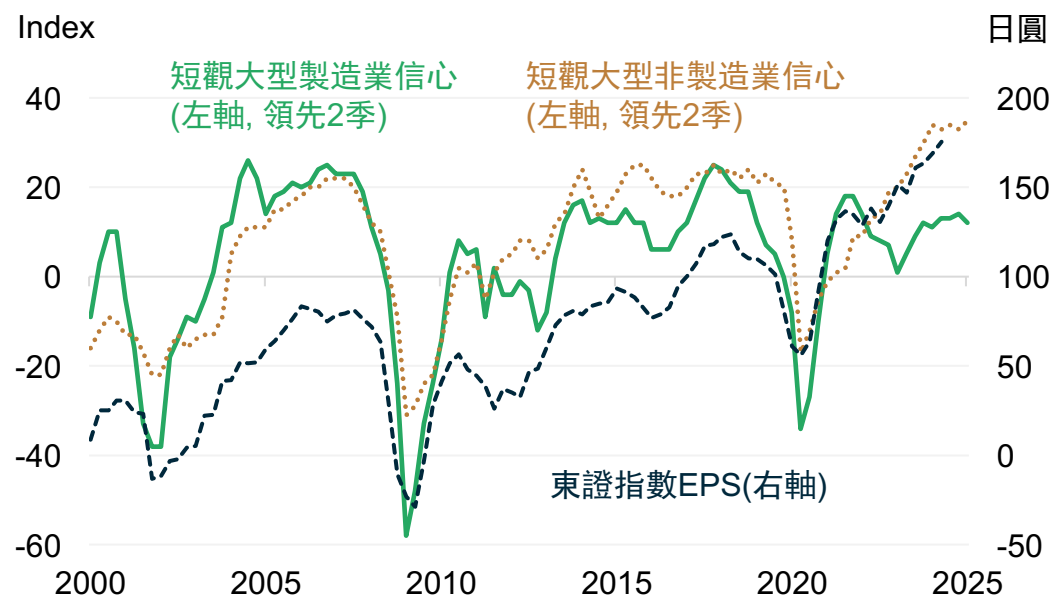
關稅衝擊下, 內需相關類股衝擊相對輕微

Index, 以2024/1/1=100標準化



資料來源: Bloomberg。

日本非製造業信心持續強勁



資料來源: JP Morgan。

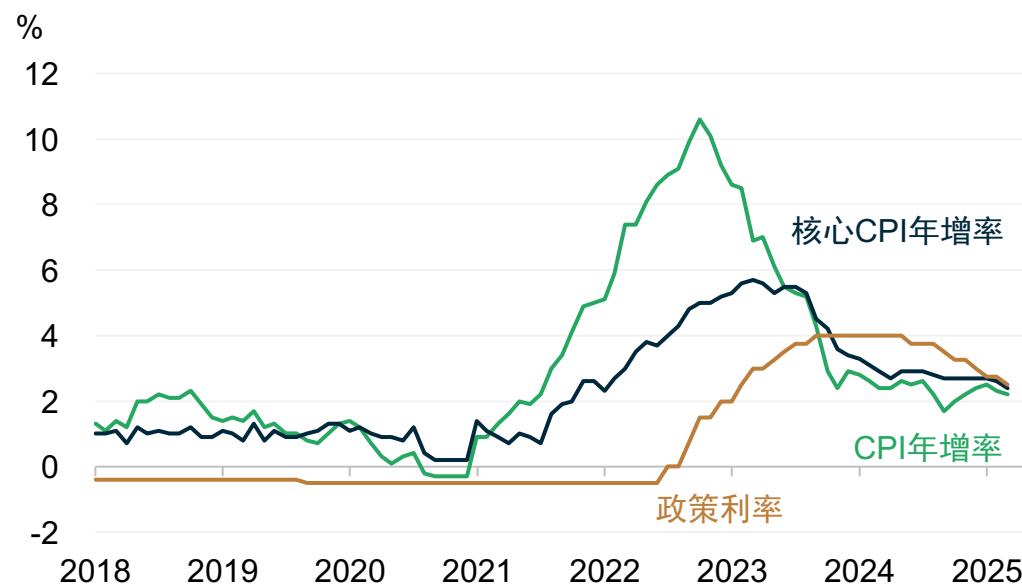
歐元 ECB降息一碼, 但料終止連續降息模式; 利多因素支持, 歐元短線可望延續偏強格局

ECB會議如期降息一碼, 存款機制利率為2.25%, 主要再融資利率、邊際貸款利率為2.40%、2.65%。

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。

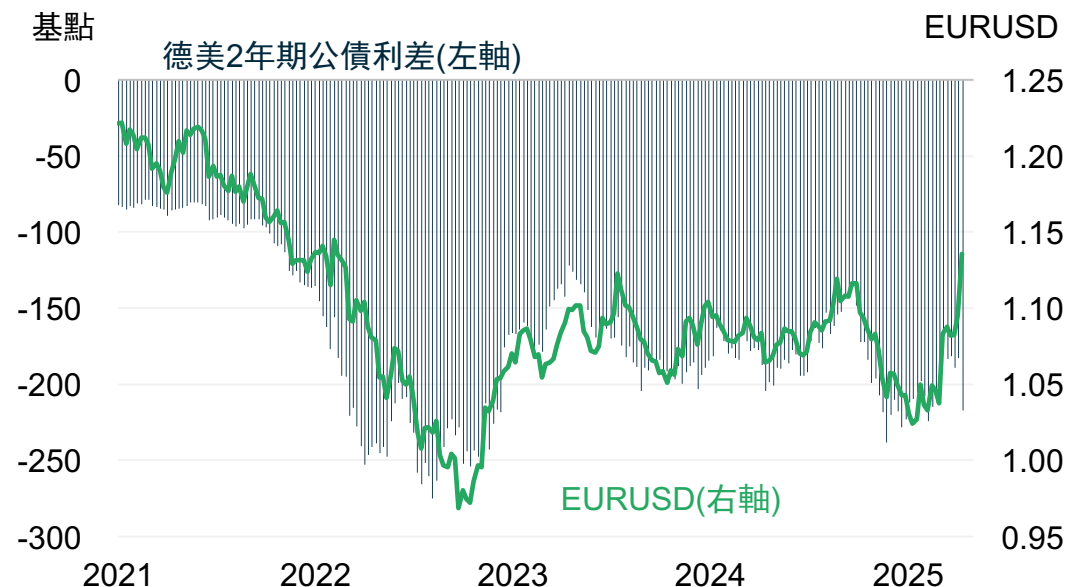
對於歐元而言, ECB放緩降息步伐, 將令美歐降息速度趨於一致, 緩和美歐利差擴大的壓力。此外, 美國引導烏俄持續會談、歐盟各國將擴大財政支出等, 皆為有利的因子。有鑑於此, 預料歐元延續震盪偏強的格局, 表現相對主要貨幣強勢。

薪資壓力趨緩, 歐元區通膨持續降溫



資料來源: Bloomberg。

美歐降息步伐趨於一致, 有利利差收斂, 推升歐元



資料來源: Bloomberg。

Apr 2025

21

Monday

美國領先指數
中國貸款基準利率
英國休市

22

Tuesday

美國里奇蒙Fed製造業指數
歐元區消費者信心
台灣出口訂單
台灣失業率

23

Wednesday

美國製造業PMI
美國新屋銷售、建築許可
歐元區製造業PMI
日本製造業PMI
台灣零售銷售、工業生產
台灣貨幣供給

24

Thursday

美國褐皮書
美國耐久財訂單
美國初領失業金人數

25

Friday

美國密大消費者信心指數
日本東京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