



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

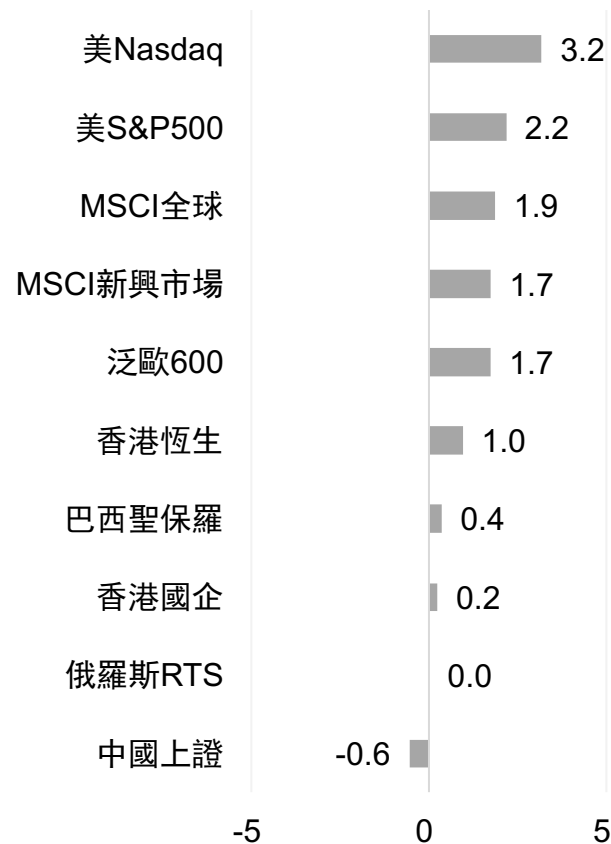
2025年5月2日

# 投資研究週報

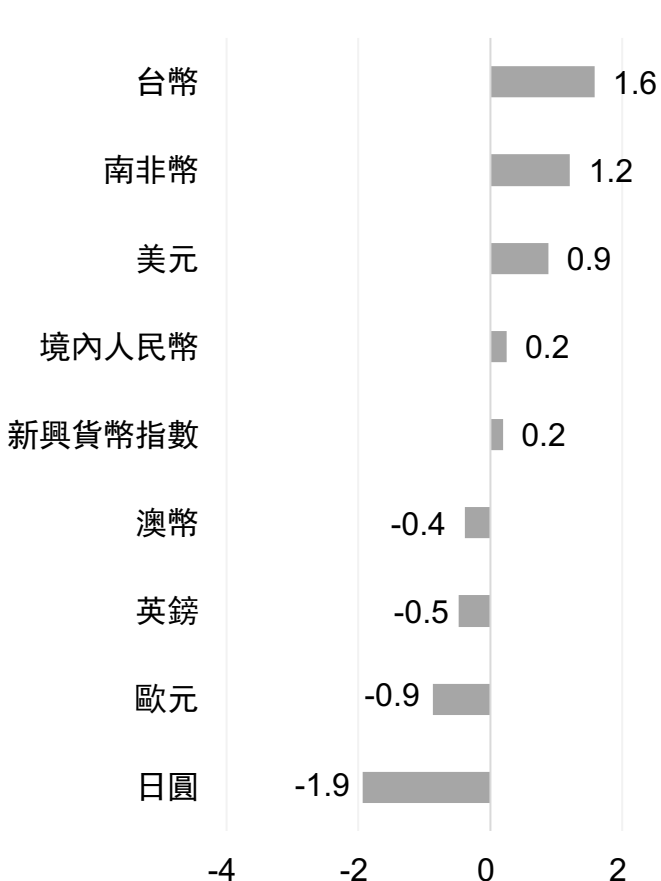
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

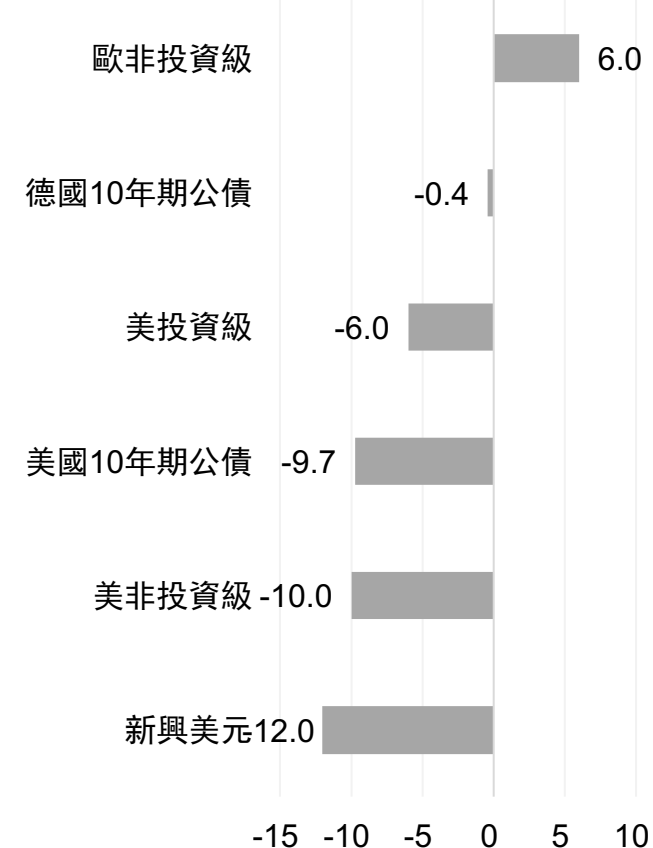
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/4/24 - 2025/5/1。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- **關稅漸趨明朗，美元資產回升：**川普聲稱，日本、印度、韓國等國談判協商順利，首份貿易協定只待批准，受此影響，美元指數重回百元關卡，美債利率回落。
- **關稅問題緩解，但經濟的衝擊逐步浮現：**關稅壓力暫緩，但對經濟的衝擊浮現，如Q1 GDP衰退0.3%。Fed理事Waller重申，若就業市場出現實質惡化，他將支持提早啟動降息，關注5月FOMC會議。
- **企業財報下修，宜分散佈局：**受關稅戰影響，企業財報遭到下修，不過，今年獲利仍可望保持正增長，宜分散布局。微軟、Meta等軟體股較不受關稅影響，蘋果、高通、亞馬遜等硬體股，較擔憂關稅的影響。

### 2. 後續看點

- 輝達財報(5/28)、美國對等關稅暫緩截止日(7/8)

## 策略思維

1. **股市-關稅對經濟的衝擊仍在，布局宜多元分散：**關稅問題緩解，有助於短期反彈格局延續，但川普政策反覆，加上關稅對經濟的衝擊逐步浮現，股市宜多元分散。
2. **債市-美債區間擺盪，利率逢低可適度調節：**景氣擔憂雖壓低美債利率，但關稅對物價推升風險猶存，美國10年債利率區間擺盪。
3. **匯市-美元弱勢震盪，非美貨幣偏強：**市場恐慌逐步消退，美元重回百元關卡，但聯準會降息預期高漲，美元弱勢震盪。



## 關稅不確定性仍在, 但漸趨明朗

美國總統川普迎接就職100天, 以「MAGA」(讓美國再次偉大)為中心理念, 再度宣揚他的政績, 包括經濟、官僚機構、文化和外交政策, 其中貿易政策為重中之重, 並稱自己表現最好。

自4/2川普宣布對等關稅以來, 雖然震撼市場, 但中心目的是讓美國利益最大化, 達成一定協議, 而非讓市場更加動盪。近期, 日本、印度、韓國可望率先達成協議, 商務部長也表示, 已完成首份貿易協議。

### 主要國家關稅談判進度

國家	進度
日本	4/30進行第二輪談判, 擬擴大美國大豆與玉米進口。
中國	制定豁免125%關稅的白名單, 涉及藥品、晶片和飛機引擎等領域; 川普表態, 只要中國市場更為開放, 關稅可望被調降。
印度	考慮取消排氣量750cc以上大型重機的進口關稅, 對進口鋼鐵徵收12%臨時性關稅, 副總統范斯前往印度積極協商。
韓國	加強查緝中國產品洗產地問題, 購買美國天然氣, 擬在7/8前達成所有協議。
歐盟	暫緩210億美元報復性關稅, 為期90天至7/14。

資料來源: 國泰世華銀行整理。

### 關稅不至於完全解除, 但朝達成協議方向邁進

#### 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

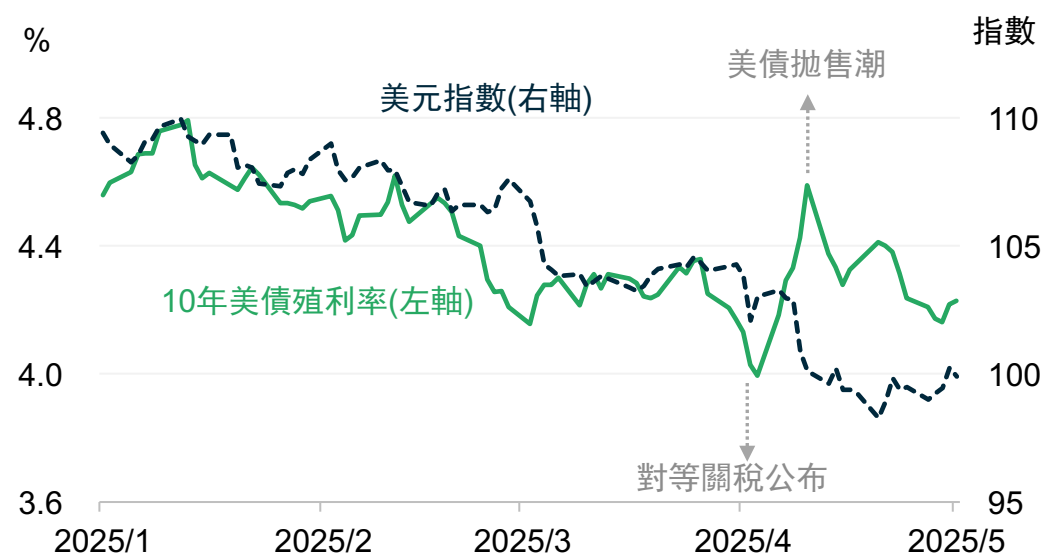
資料來源: 國泰世華銀行整理。

## 美元資產信心回升, 殖利率轉下滑, 美元指數止穩

4月的美債市場經歷劇烈波動, 先前10年公債殖利率一度突破4.5%上方, 但近期回落至4.2%附近, 美元指數也重回100關卡。主因: 1) **官員淡化海湖莊園協議, 市場對美債的信心升高**, 以及2) **市場重新聚焦基本面, 關稅戰導致的美國經濟放緩, 投資人對Fed降息空間有所期待**。短線上, 10年債利率維持震盪區間; 長線需仰賴更明確的降息訊號出現, 利率位階才有更大的下滑幅度。

公司債方面, 現行美國**投等債信用利差、CDX指數**均較4月初有所改善, 不過仍高於今年初的水平, 顯示市場情緒仍相對保守。後續而言, 在90天的對等關稅暫緩期屆滿後(7/8), 恐持續對發債企業的形成財務壓力, 因此布局債市應以投等債為主。

### 美元資產信心回升, 殖利率回落, 美元指數止穩



資料來源: Bloomberg。

### 信用利差、CDX改善, 不過仍高於年初水平



資料來源: Bloomberg。



## 台幣短線仍將偏升，台幣今年要進一步大幅升值難度高

台幣週五(5/2)大幅升值，盤中一度漲逾1塊(約3.3%)，為2000年以來最大單日漲幅。自4/2對等關稅發布以來，台幣成為亞洲最強勢貨幣，近月漲幅更勝具升息題材的日圓。台幣漲勢於亞幣居冠，恐是近日**多家媒體報導美國恐複製廣場協議的作法--啟動貨幣戰，引發市場恐慌情緒蔓延**。另外，有礙於**美國匯率操縱報告公布在即**，且目前仍在與美國關稅談判過程中，使**央行動作更加謹慎下，都是匯率大幅升值的原因**。

展望未來，**短線仍待情緒發洩**，然考量1)美元及美債利率回穩，反映市場對美國信心有所恢復，2)貿易網絡更複雜，廣場協議難複製，3)台灣對等關稅(32%)本已更勝日韓(24%、25%)，若匯率升值幅度又大於同儕，可能進一步衝擊出口商競爭力，也將是政府的潛在考量，且關稅戰恐使全球需求降溫也不利出口等原因下，**預期若Fed沒有大幅降息，台幣今年要進一步大幅升值難度高**。

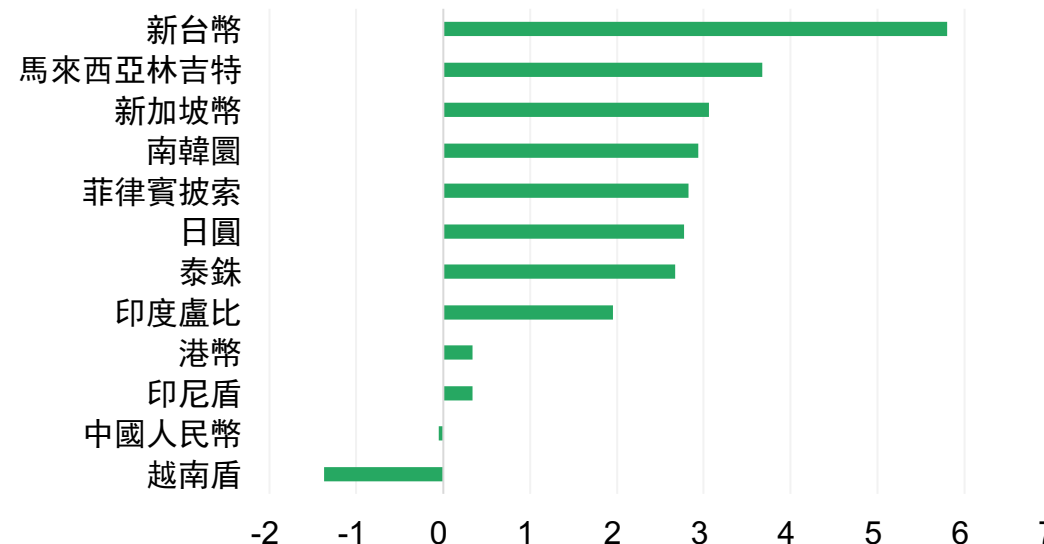
### 5/2台幣急升，升值幅度創2000年以來最高

台幣日升幅前5大(統計2000年至今)

		台幣	升貶(角)	升貶幅(%)
1	2025/5/2*	31.0	10.0	3.3
2	2000/1/4	30.6	7.9	2.6
3	2008/10/30	32.8	5.0	1.5
4	2022/11/11	31.4	5.0	1.6
5	2001/5/29	34.1	4.3	1.3

註：5/2截至台灣時間14點。  
資料來源：Bloomberg。

### 若台幣升幅更勝其他亞幣，恐進一步衝擊出口



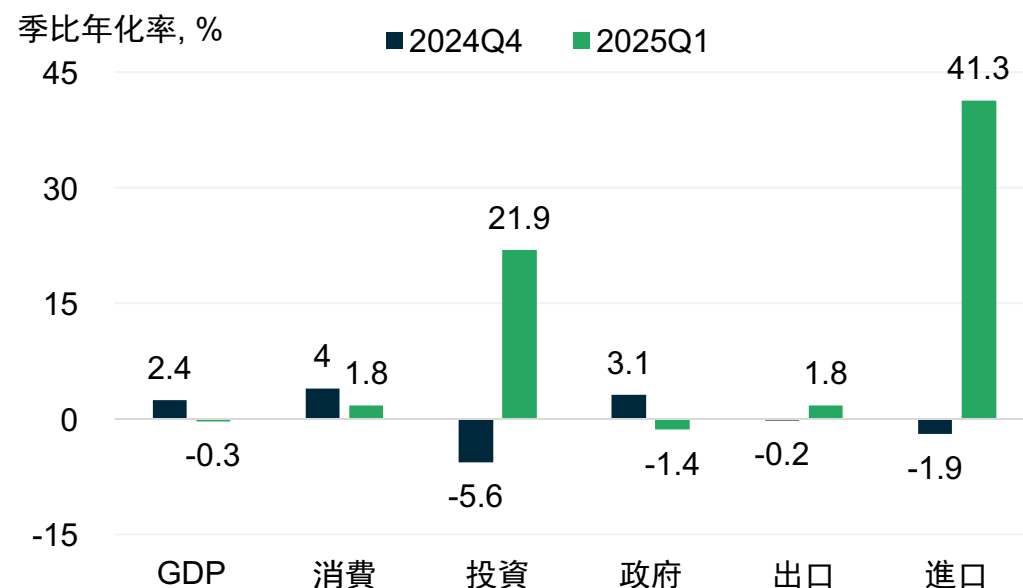
註：5/2截至台灣時間12點。  
資料來源：Bloomberg。

## 市場重新聚焦基本面，關稅對基本面的衝擊逐步浮現

自川普就任以來，已陸續提高關稅，包括2月對中國全面加徵關稅、3月對加墨課徵鋼鋁關稅、4月對等關稅等。因為貿易戰，投資人消費意願降低，同時廠商也提前拉貨，導致Q1進口大增41.3%，導致Q1衰退0.3%，為近3年來首次。**無論後續關稅是否緩解，提前消費已成事實，未來經濟成長動能偏緩。**

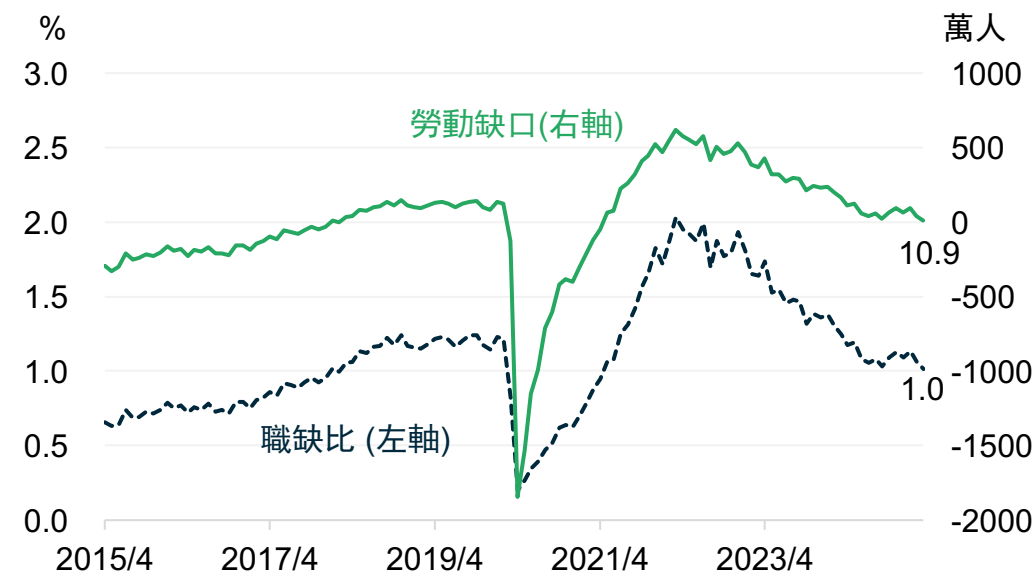
**對就業市場而言，失業率雖保持低位，但已來到關鍵的轉折點，由於職缺數的下降，加上失業人口的攀升，使得勞動缺口僅剩10萬人，職缺比來到1，若經濟面大幅惡化，就業市場將受到考驗。**

### 廠商提前拉貨，導致Q1 GDP衰退0.3%



資料來源：美國諮商局。

### 就業市場已來到轉折點，留意是否進一步放緩



資料來源：Bloomberg。

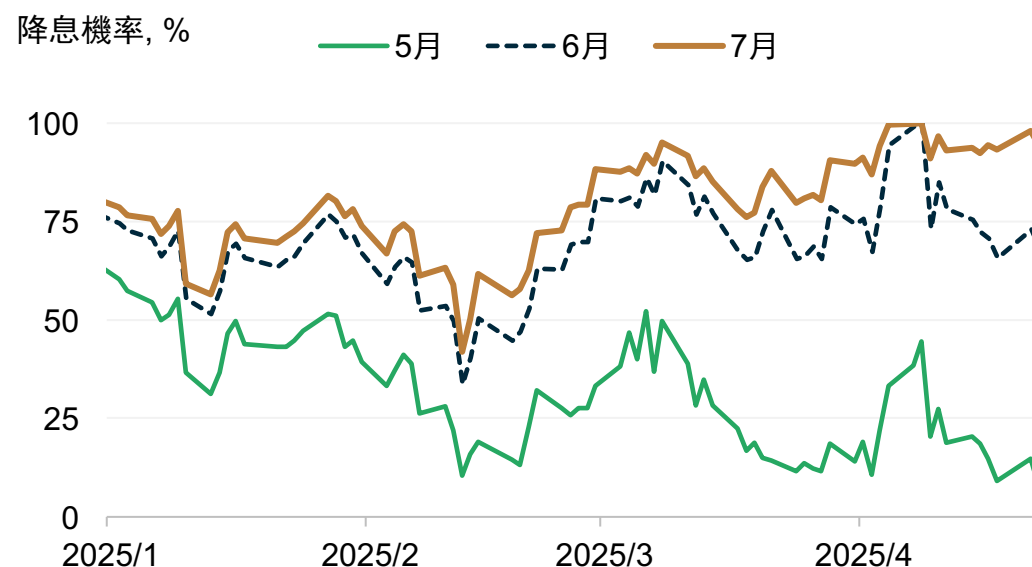
## 5月FOMC降息難度大，不過長線的寬鬆前景不變

**FOMC前瞻：預期5月會議維持不變。**現行通膨高於Fed目標值、以及勞動市場仍相對穩健下，預計**主席Powell將延續觀望態度，仍舊不急於降息。**

**不過部分官員放鴿，引導市場降息預期：**1)理事Waller認為，儘管關稅將推升短期物價，但長期的通膨壓力將逐漸減弱，若經濟成長放緩、失業率上升，應加快降息步調；2)克里夫蘭Fed總裁Hammack表示，若有明確的數據支持，有望於6月會議降息。

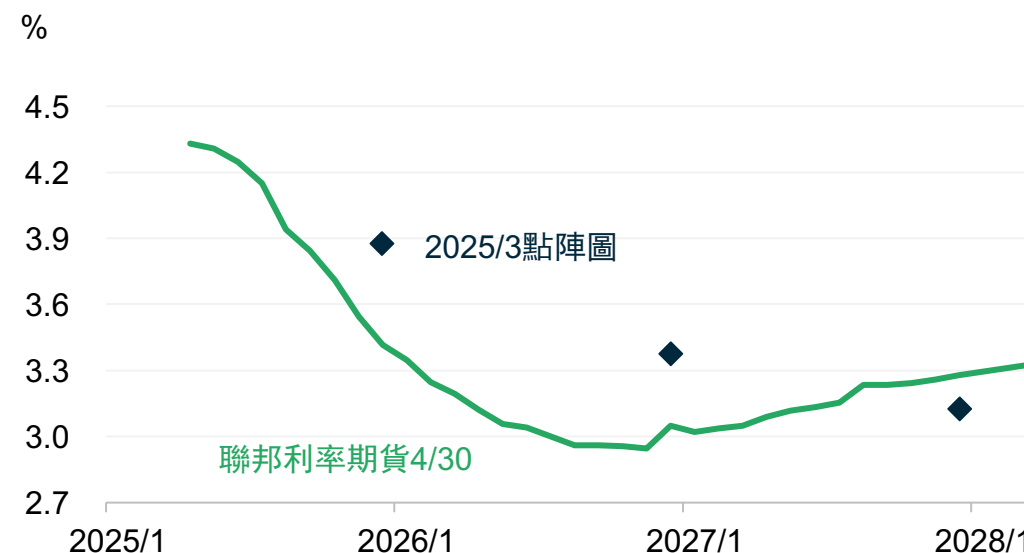
關稅政策的不確定，導致市場對經濟放緩的疑慮上升、以及部分Fed官員的談話提振下，**期貨市場預估今年有3-4碼的降息機會**，6月有待觀察(60%)，7月的機會較大(90%)，端視未來總經變化而定。

### 5月高機率維持不變，預期7月概率較大



資料來源：FedWatch。

### 期貨市場預期今年降息3-4碼



資料來源：Bloomberg。

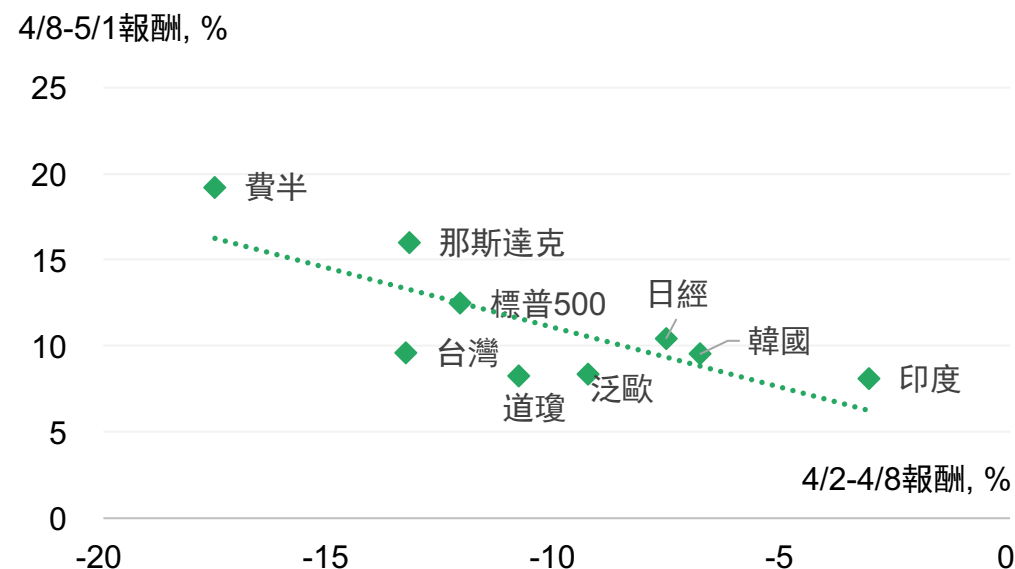


## 關稅問題暫緩有助股市反彈, 但川普政策反覆, 宜分散布局

自4/2以來, 因為對等關稅等問題, 讓全球股市大幅修正, 不過, 隨著對等關稅暫緩, 川普甚至有意大幅調降中國關稅, 且無意開除聯準會主席鮑爾, 使得股市開啟一波反彈, 尤其, 先前跌幅較大的美股、科技股, 近期反彈力度也相對較大。

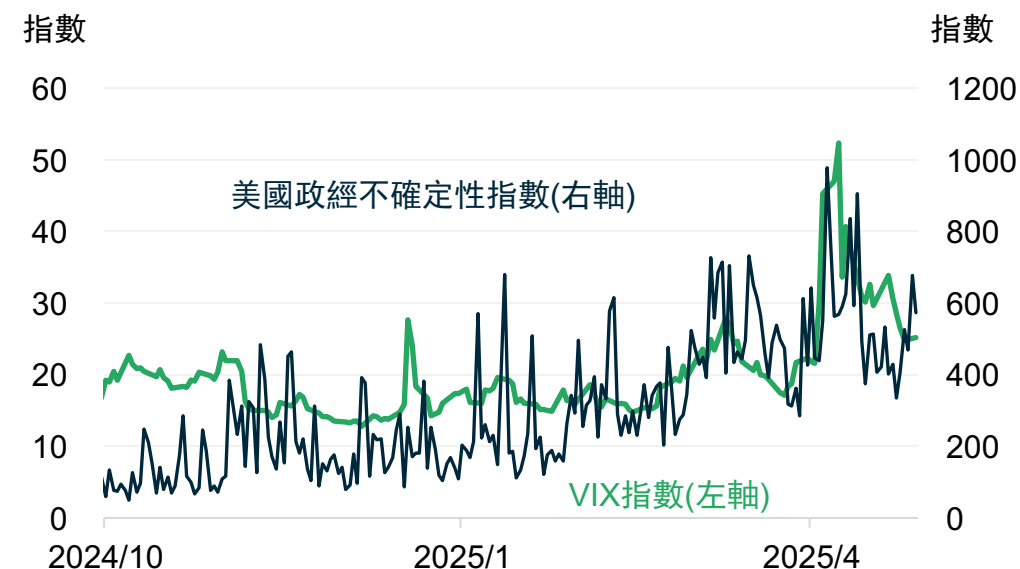
關稅風險雖下降, 但川普政策的反覆, 加上基礎關稅對經濟的衝擊可能逐步浮現, 投資人不宜追價, 可待拉回後再增持, 且以多元分散為主。對於保守投資人或股市部位比重過高的投資人, 可趁近期股市反彈, 調整資產配置。

### 關稅問題緩解, 驅動股市反彈



資料來源: Bloomberg。

### 投資人不安情緒下降, 但政策不確定性仍高



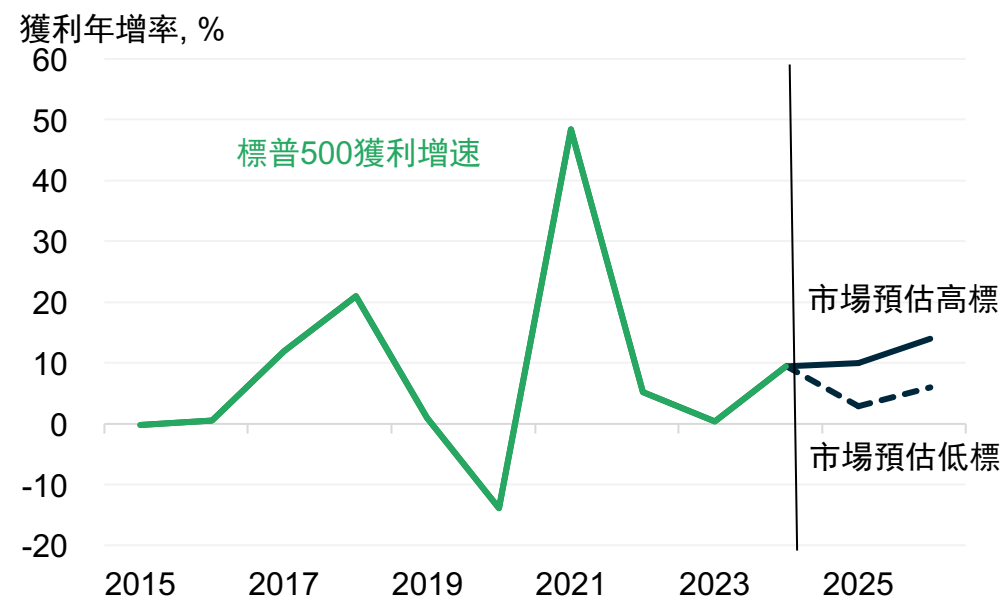
資料來源: Bloomberg。

## 企業財報具有一定韌性，但關稅對商品的銷售影響較大

標普500 Q1財報季陸續登場，目前已公布3成企業財報，優於預期比例為73%，低於5年平均77%，但獲利成長率仍接近10%，顯示美國企業獲利仍具有一定韌性，不過，全年獲利的下修已成事實，且看法相當分歧。

另外，科技巨頭也相繼公布財報，繼台積電、谷歌維持資本支出不變，微軟、亞馬遜也重申資本支出不變，Meta甚至上修，支持AI為長線趨勢，**值得注意的是，關稅對軟體股影響較小，但對手機、電腦等商品的銷售，帶來一定的壓力，蘋果、高通、亞馬遜對本季財測偏保守。**

### 關稅壓力使企業獲利下修，但看法仍相當分歧



資料來源：Bloomberg。

### 主要企業財報結果與關注焦點

日期	公司	EPS	市場預期	重要議題
5/1	高通	2.85	2.82	上季財報好於預期，但本季財報保守，擔憂關稅的衝擊
	微軟	3.46	3.22	雲端業務成長高於預期，今年資本支出不變，明年保持擴張，但增幅放緩
	Meta	6.43	5.28	營收成長16%，高於預期，同時，調高今年資本支出上限至720億美元
5/2	蘋果	1.65	1.63	大中華銷售失色，但整體營收仍成長，關稅將導致本季成本上升9億美元
	亞馬遜	1.59	1.36	上季財報好於預期，但本季財報保守，零售部門對關稅曝險高

註：紅色字體偏向軟體股，綠色字體偏向硬體設備股。

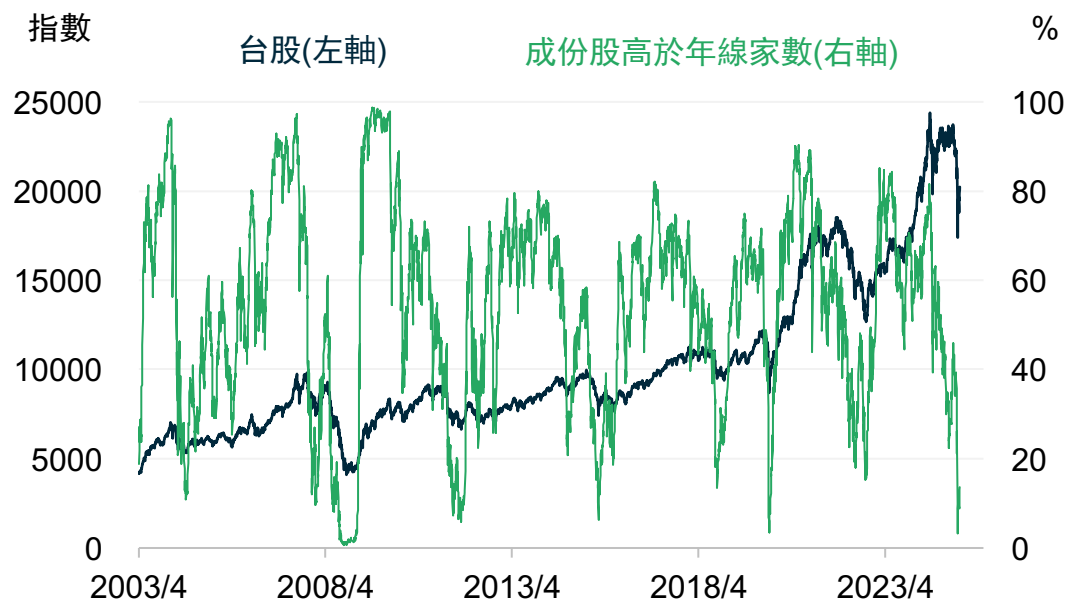
資料來源：Bloomberg、各家財報。

## 台股 指數反彈回到2萬點，但空方氣氛仍濃厚

台股4月急跌後反彈，在關稅影響鈍化下，指數站回2萬點大關。雖然自低點反彈近3千點，不過上市個股價格還在年線上方的家數僅僅只佔13.6%，由歷史經驗來看，此一比例大幅下降至20%以下，皆出現於股市空頭時期，可說本波段由川普關稅一手造就了台股熊市。

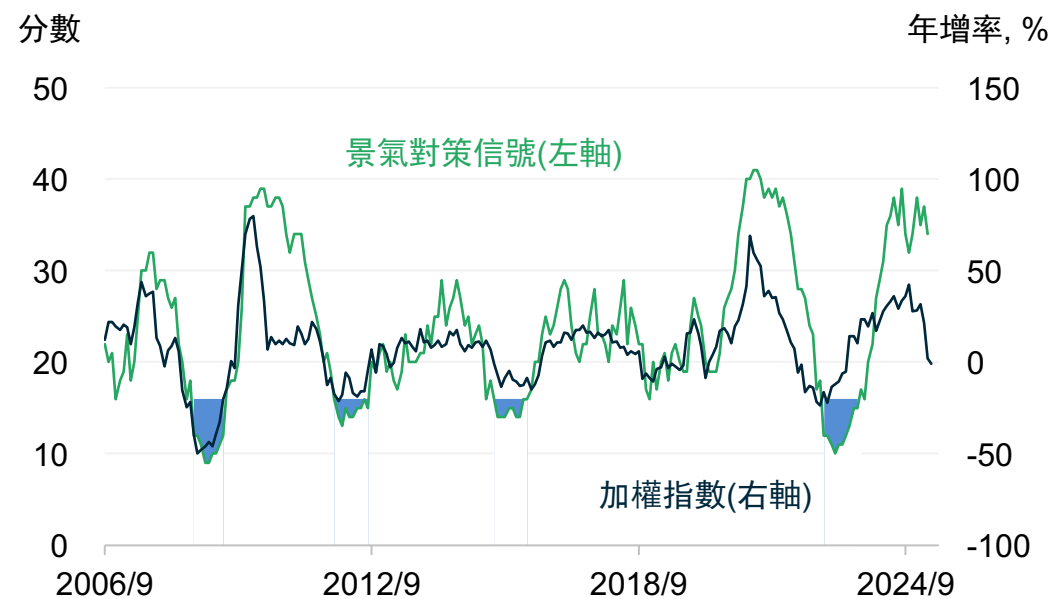
台灣3月景氣對策信號分數34分，維持景氣熱絡的黃紅燈，不過由於4月川普才宣布對關稅，應視為關稅的提前拉貨潮，甚至Q2也會因為90天談判緩衝期而維持出口暢旺。由於景氣自2024/6來到高檔區已近1年，不能排除下半年旺季不旺的可能性。指數急漲無需追價，仍採拉回分批布局策略。

### 台股成份股高於年線的家數僅佔13.6%



資料來源：Bloomberg。

### 台灣景氣維持黃紅燈，但應是受惠提前拉貨潮



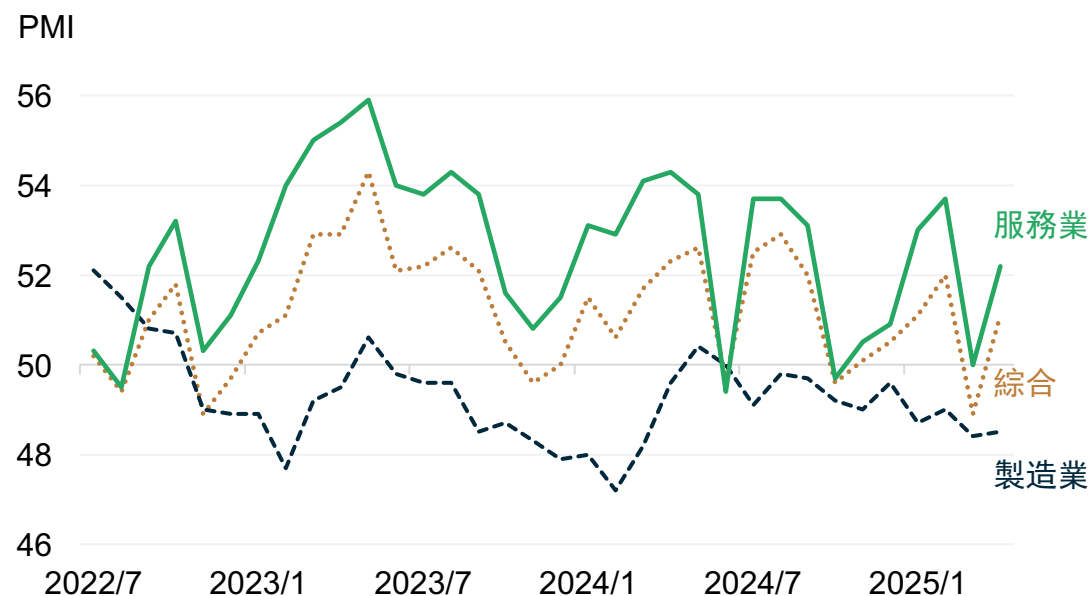
資料來源：Bloomberg。

## 日股 服務業展現韌性，需求與獲利穩健下，可布建相關類股分散區域風險

在日本與美國的首輪談判中，儘管日本同意擴大對美國稻米、大豆、玉米等農產品的進口，但雙方就日本對美出口汽車及汽車零組件關稅的減免尚未達成共識。兩國將於5/1展開第二輪談判，預計談判將持續聚焦於縮減貿易逆差。

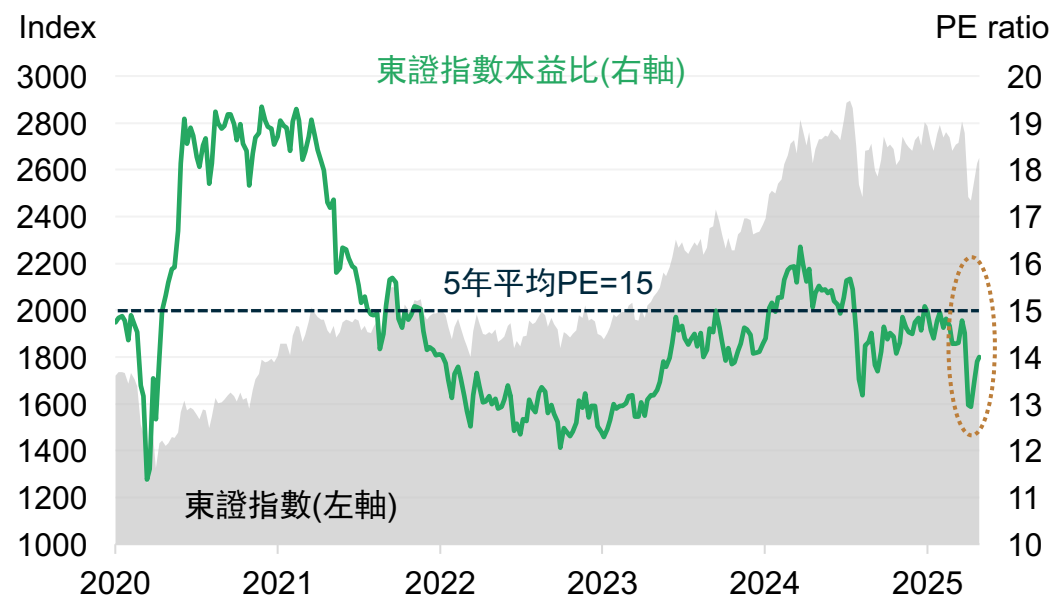
由於美日貿易談判尚未達成共識，日本4月製造業PMI持續低於50的榮枯線。然而，受益於薪資增長及海外遊客消費的推動，內需旺盛帶動服務業PMI反彈至52.2。展望後市，在美日談判取得實質進展前，不確定性可能壓抑大盤上漲動能，但東證指數本益比已回落至5年均值下方，預期下方風險可控。零售、電信、不動產等內需產業的需求與獲利穩健，投資者可配置相關類股以分散區域風險。

### 服務業調查顯示需求面依舊旺盛



資料來源：Bloomberg。

### 日本東證指數本益比已回落至5年平均下方



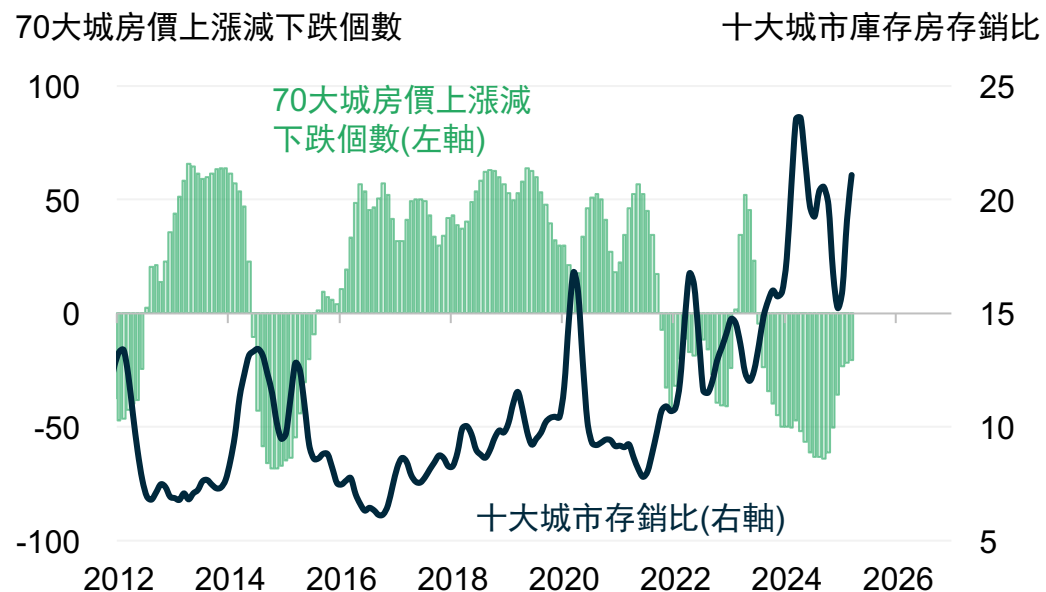
資料來源：Bloomberg。

# 中國 今年以來中國房市改善的狀況較為停滯，為內需的隱憂；股市則受關稅戰而較震盪

今年以來，中國房地產復甦狀況較去年底停滯，包括房價和庫存房存銷比都未見進一步的改善。雖然政府推出了若干支持措施，但關稅戰的不確定性對中國民眾購房意願仍有一定的影響。另一方面，股市受到關稅戰的影響，導致市場波動加劇。投資人對企業盈利前景感到不安，資金流動趨於謹慎，使得股市震盪幅度加大。整體而言，房市及股市的不穩定性對經濟帶來壓力，政府後續仍須要祭出穩定內需及金融市場的政策，以提振市場信心，促進經濟良性循環。

長線來看，中國央行寬鬆、產業由DeepSeek領頭的利多未變，惟短線仍關注貿易戰消息的變化，尤其近期美國財政部長貝森特表示，美國政府各部門都與中國接觸，言論就透露雙方私下有所會晤，使得風險氣氛較先前改善。不過，**關稅對於經濟影響仍在，股價短線恐仍將延續震盪格局，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。**

## 今年以來中國房市改善的狀況較為停滯，為內需的隱憂



資料來源：Wind。

## 關稅戰影響下，讓中港股市走勢較為震盪



資料來源：Wind。



## 歐元 利多因素支持，歐元延續震盪偏強格局

美國10%基準關稅、25%汽車及鋼鋁關稅皆正式上路，市場預期下半年聯準會將降息3-4碼，幅度更甚歐洲央行。與此同時，關稅亦將推升通膨，兩項因素料令德美實質利差進一步收斂。

另外，俄羅斯宣布將於5/8停火3日，凸顯美國在烏俄兩國間的調停終見成效。回顧戰事爆發至今，歐洲政經不確定性大增，連帶導致外國直接投資下滑、歐元走弱的情勢。未來若地緣風險得以持續改善，將是歐元區吸引資金回流的加分因子。

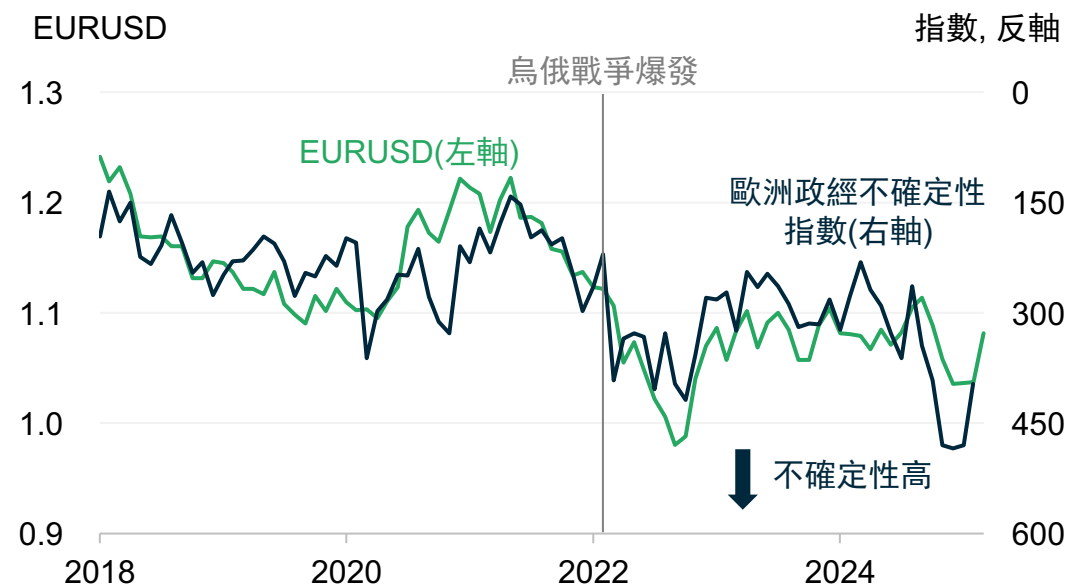
綜上所述，在關稅陰霾猶存背景之下，聯準會加速降息、匯率多元分散的題材或將延續，配合烏俄和談、政經風險降溫的可能性，將有利歐元延續震盪偏強格局。

### 歐美利差漸趨收斂，有利歐元走強



註：各國實質利率以10年期公債利率減CPI計算，2006/01至2025/03兩者相關係數為0.66。  
資料來源：Bloomberg預估。

### 地緣風險若消除，有利資金回流歐洲



註：2018/01-2025/02兩者相關係數為-0.75。  
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

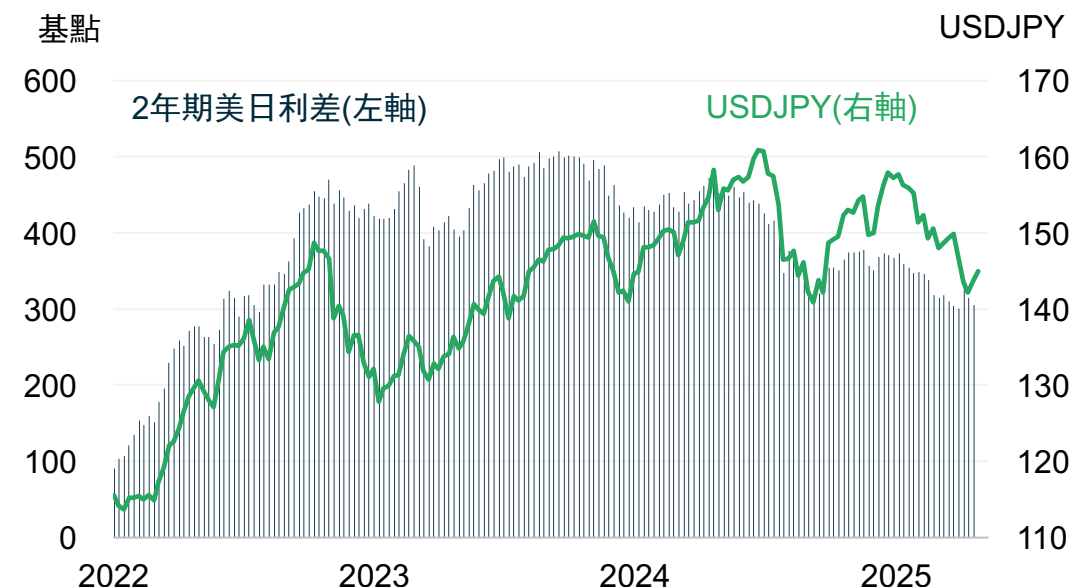
BOJ會議維持政策利率於0.5%，聲明稱在美國關稅影響下，經濟、通膨的風險偏向下行，故季度預測下修今、明兩年經濟成長率與通膨率。植田總裁稱未來政策路徑取決於關稅談判進展，且委員會預期通膨短暫回降後仍將反彈，暗示逐步退出寬鬆政策的立場並未轉變。

在關稅不確定性籠罩的背景下，預料BOJ**短中期內政策將持續按兵不動，但考量國內薪資與消費形成正向循環，通膨潛在壓力猶存，長期緩步升息的方向不變**。對於日圓而言，BOJ、Fed雙雙轉趨觀望，將令美日利差收斂步伐放緩。然而，川普政策不確定性打壓美元偏弱，且不時帶來避險需求。正負因素交錯下，**預料日圓大幅貶值的空間不大**。值得注意的是，美日貿易談判持續，若未來觸及匯率議題，市場對於日圓升值的預期恐隨之轉強，屆時將助長日圓升勢。

BOJ預測值				
BOJ預測, %	會議	2025	2026	2027
實質GDP	4月	0.5	0.7	1.0
	1月	1.1	1.0	-
CPI (不含生鮮)	4月	2.2	1.7	1.9
	1月	2.4	2.0	-
CPI (不含生鮮、能源)	4月	2.3	1.8	2.0
	1月	2.1	2.1	-

註：“-”為無預測值。  
資料來源：BOJ預測。

## 美日利差緩步收斂，支持日圓中長期震盪緩升



資料來源：Bloomberg。



# May 2025

5	Monday	6	Tuesday	7	Wednesday	8	Thursday	9	Friday
美國ISM服務業指數 中國/日本/英國/南韓休市		歐元區PPI 美國貿易收支 中國財新服務業PMI 日本/南韓休市		台灣CPI 歐元區零售銷售		美國FOMC 美國初領失業金人數 台灣進出口		中國進出口 日本景氣動向指標	

## 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