



國泰世華銀行
Cathay United Bank

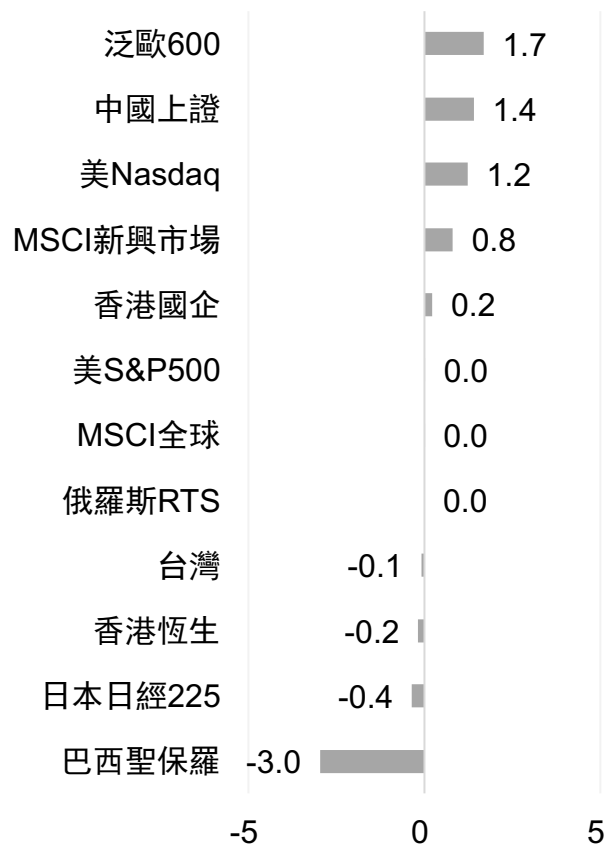
2025年7月18日

投資研究週報

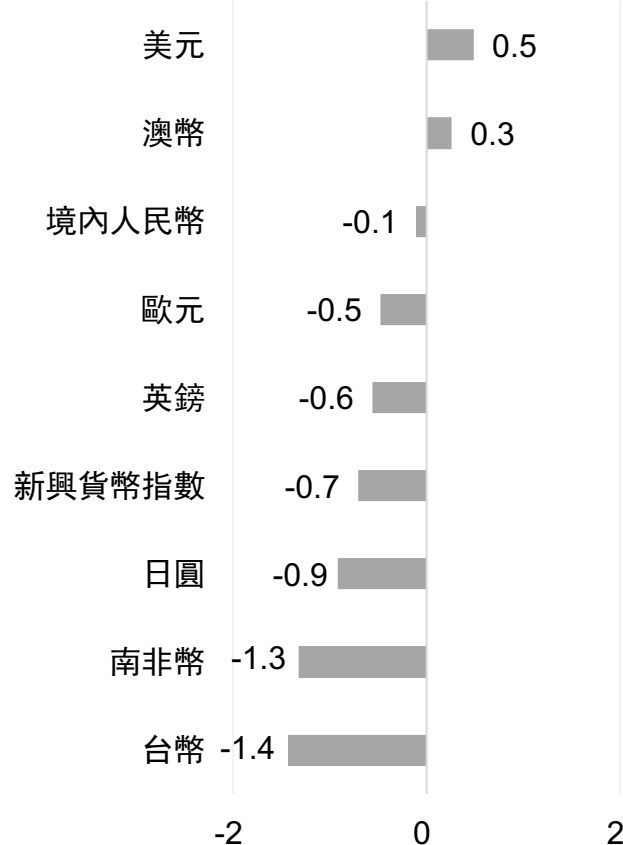
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

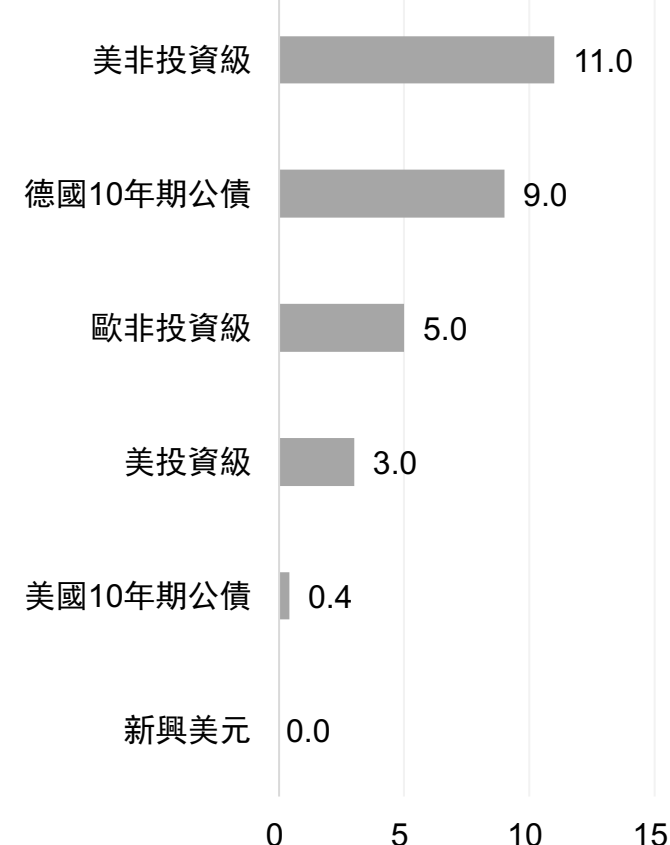
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/7/10 - 2025/7/17。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- **關稅影響現蹤，對Fed政策影響？**8/1新稅率上路，恐進一步放大商品通膨波動，然占美CPI權重達75%的服務通膨仍在降溫，且若物價走升使需求降溫，也將限縮物價走升空間，預期降息可能放緩，但方向不變。
- **川普關稅齊發對台灣影響為何？**股市對對等關稅反應已較4/2淡化，且考量台灣出口及股市結構，受對等關稅衝擊應可控，而半導體關稅動向才是影響台灣的關鍵。
- **台積電財報透露訊號：**雖有半導體關稅不確定性干擾，但AI趨勢強勁，台積電產能利用率維持高檔，CoWoS先進封裝估計至2026年仍難以完全滿足客戶需求，獲利逐年走揚下，仍然是資金匯聚的方向。

2. 後續看點：FOMC會議(7/31)、半導體調查結果(7月底)、中共政治局會議(7月底)、新對等關稅開徵日(8/1)。

策略思維

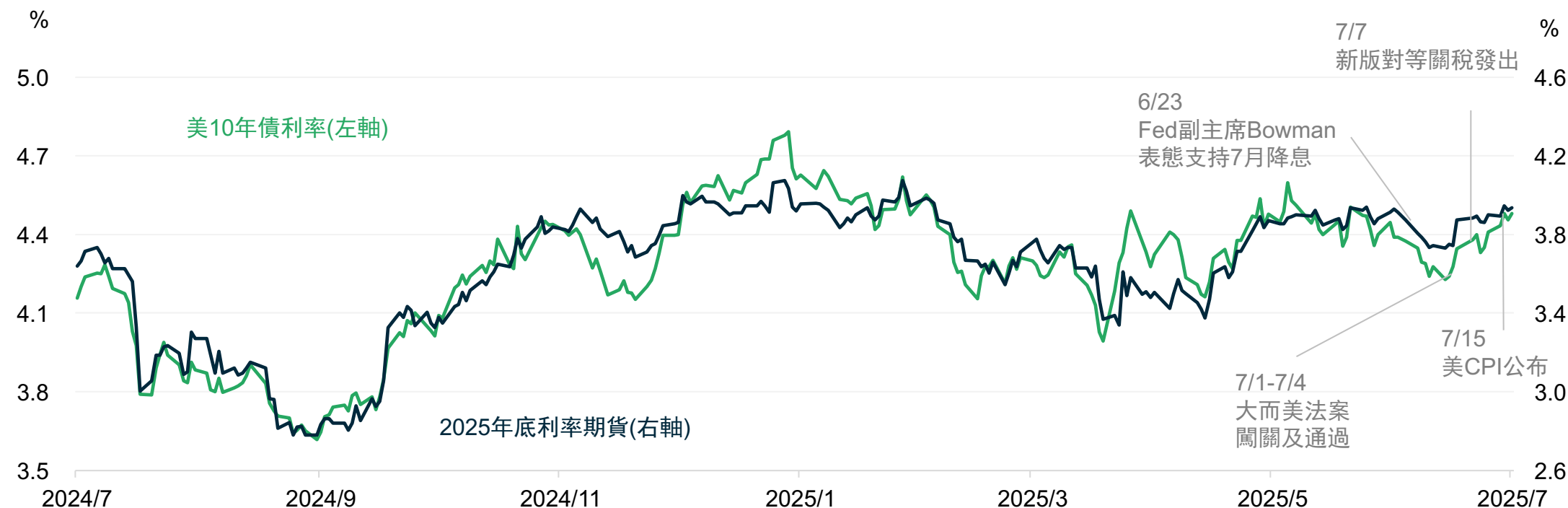
1. **股市-關稅對經濟影響初現，布局宜多元分散：**股市對對等關稅反應已較4/2淡化，但川普政策反覆，加上關稅對經濟衝擊逐步浮現，股市宜分批、多元分散布局。
2. **債市-財政議題添利率波動，布局以中短債為優先：**長率受財政議題影響較大，短率則有望受惠主要國家降息步伐，除美債外，英澳債券利率也具一定吸引力。
3. **匯市-短線美元止貶，但長線偏弱格局不變：**長線聯準會降息幅度料將大於主要成熟國家，美元偏弱格局不變。



6月底以來美債利率彈升, 非美貨幣回貶原因為何?

大而美法案於7/4正式通過, 引發市場對美國財政狀況的擔憂, 此外, 川普多次公開批評聯準會主席鮑爾, 市場擔心聯準會獨立性若受影響, 可能加劇通膨風險, 而7/15公布的6月CPI數據顯示關稅影響初顯, 皆使原先6月下旬聯準會兩位重量級官員表示, 若數據支持將於7月降息的樂觀預期有所回調。Fed降息預期降溫, 推升美元雙率, 也為非美貨幣近期多回貶的原因。

6月底以來樂觀降息預期回調, 帶動美債利率回升



資料來源: Bloomberg。

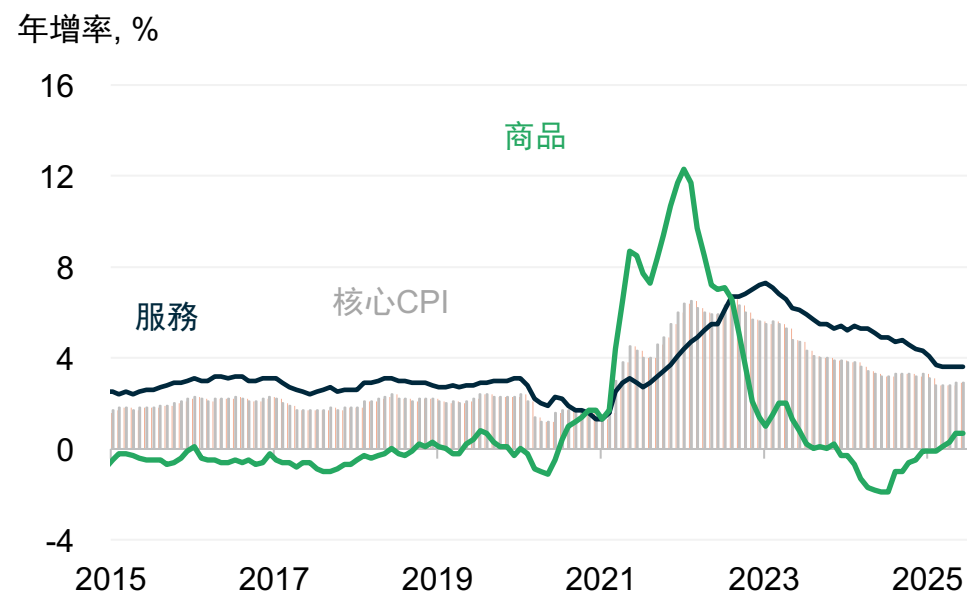


CPI | 關稅影響現蹤，使通膨擾動，但服務通膨引領下，整體降溫態勢不變

美國6月CPI年增2.7%，高於預期2.6%、核心CPI年增2.9%，而市場關注的月增0.2%，低於預期0.3%，月增率連續五月低於市場預期，一度使美債利率回落，然部分美國仰賴進口的商品如家具、家電、玩具等商品價格出現明顯上漲，透露**物價已開始受關稅影響**，且**8/1新關稅稅率上路後，適用稅率應較目前基礎稅率10%提升，可能放大商品通膨波動的風險**。

然以新車價格來看，雖國外汽車被加徵關稅，6月仍呈月減，顯示關稅傳導至消費者的效果，可能受到消費者需求降低、轉往替代品(美國車、汽車租賃)，而廠商為維護市場份額可能吸收關稅成本的狀況，則為減緩關稅直接傳導至消費者的一個例子。另由核心通膨結構來看，服務權重76%占大宗，除了受惠薪資、房租增速持續放緩外，民眾似乎也減少非必需的服務支出，可觀察飛機票價有跌價的狀況，將使服務通膨維持降溫態勢。

核心CPI走勢



資料來源：Bloomberg。

部分美國仰賴進口的商品價格開始受反映關稅影響

	占核心CPI計算權重, %	CPI月增率, %	
		6月	1~5月平均
核心CPI	100.0	0.23	0.22
核心服務	75.9	0.25	0.27
核心商品	24.1	0.20	0.09
家飾及用品	4.2	0.98	0.12
電器	0.3	1.93	0.28
體育用品	0.6	1.40	-0.33
玩具	0.4	1.83	0.26
機動車輛零件及設備	0.4	0.60	0.20

資料來源：Bloomberg。

美債 | 市場降息預期收斂, 但降息方向不變, 美債利率仍區間走勢看待

物價開始受到關稅影響, 部分通膨預期有所上升, 市場預期7/31的FOMC會議將按兵不動, 降息預期收斂推動近期美債利率回升, 然可觀察:

- 1)市場交易出來的長期通膨預期雖有走高, 但仍在可控範圍。
- 2)服務通膨仍在降溫、若物價走升使需求降溫下, 也會限縮商品物價走升空間, 因此**預期降息態勢不變**。

另外, **關稅**對物價傳導狀況仍待觀察, 但**對財政助益**卻很直接, **有望緩和**美財政面對美債利率推升的壓力。整體而言, 美債利率仍區間走勢看待。

長期通膨預期走升, 但仍在可控範圍

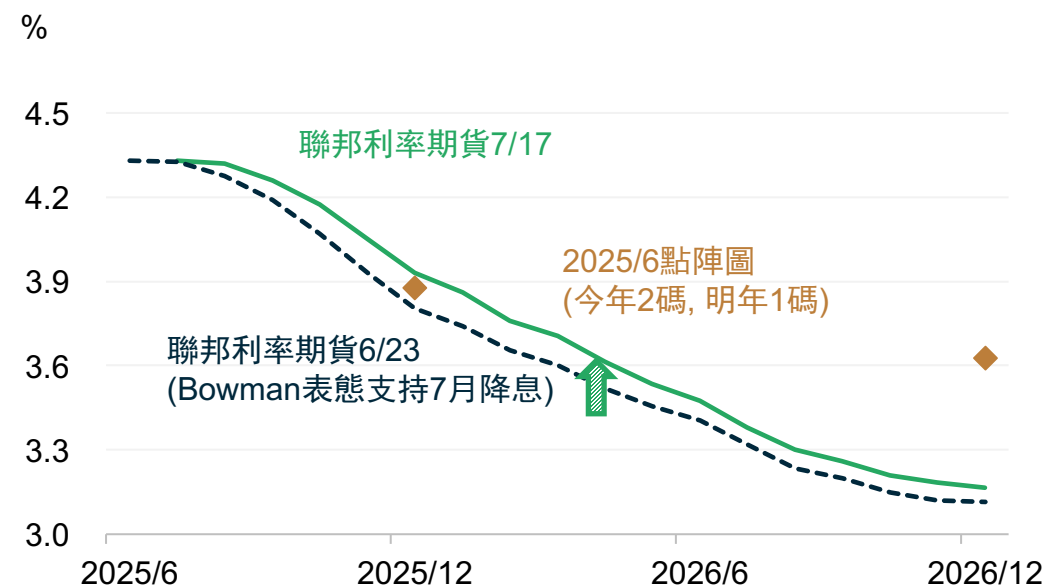


註1: 通膨預期採10年美債平衡利率(Breakeven Rate)=10年公債利率-10年TIPS利率。

註2: 資料採週資料, 近10年兩者相關係數為0.58。

資料來源: Bloomberg。

降息預期收斂, 但趨勢不變



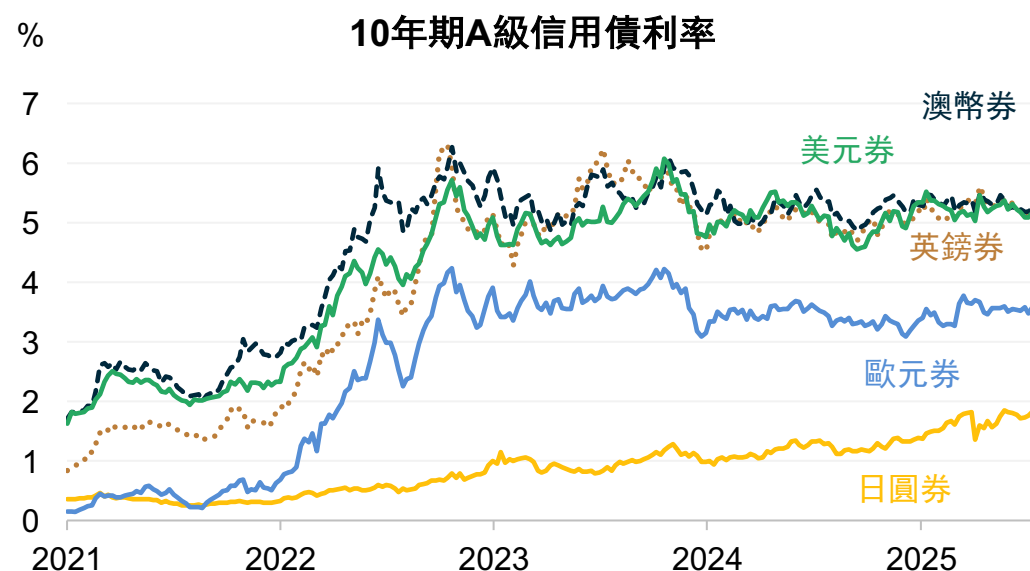
資料來源: Bloomberg。

債市 | 財政議題推升長端利率波動, 布債聚焦中短天期; 美、英、澳公司債具利率優勢

除了關稅風險外, 全球**主要經濟體面臨財政壓力, 進一步推升利率水準, 以長天期(20、30年)利率的反彈最為顯著**。各國財政議題: 1)日本將於7/20舉行參議院選舉, 在野黨主打減稅政策, 若執政黨失利, 恐加劇財政赤字壓力; 2)美國通過「大而美」法案, 債務上限將調高5兆美元, 並持續擴大發債規模; 3)英國預算案因削減社會福利以支應國防支出而陷入僵局, 未取得國會共識; 4)歐盟方面, 德、法領頭鬆綁財政規範, 以擴大國防支出。

在**財政不確定性延續**的背景下, 研判**長端利率的波動風險仍高**, 因此布債應以**中短天期(2~10年)**為主。在信用債的選擇上, 目前**10年期A級公司債中, 美元、英鎊、澳幣計價債券均能提供5%以上的利率水平**, 在主要央行降息方向未變的前提下, 應採**逢高鎖利**布局思維, 創造穩定收益機會。

美元、英鎊、澳幣券享有相對高利



資料來源: Bloomberg。

全球主要國家情勢一覽

國家/地區	政策利率	隱含利率變化		財政議題
		2025H2	2026H1	
歐盟	2.00%	-0.24%	-0.33%	德、法財政鬆綁, 增加國防支出
英國	4.25%	-0.51%	-0.77%	財政改革案遭工黨反對
澳洲	3.85%	-0.64%	-0.79%	預計本財年重返赤字, 因支出增加
美國	4.50%	-0.45%	-0.92%	大而美法案通過、債務上限提高
日本	0.50%	+0.17%	--	執政黨民調下滑, 在野黨支持減稅

註: 隱含利率變化反應升/降息預期, 預估至2026年中, 美、英、澳央行降息幅度接近3碼。

資料來源: Bloomberg, 資料截止至2025/7/16。

美元 | 短線利多因子支持美元止貶, 但下半年聯準會重啟降息, 美元低檔偏弱格局不變

美國6月CPI年、月增幅雙雙回升, 商品價格走揚, 反映關稅影響浮現, 是主要的原因。影響所及, 市場對於9月開始降息以及年底前**降息2碼的預期有所降溫**。另一方面, 各國**關稅稅率日漸明朗**, 可望**降低投資人對於非美貨幣的升值預期**。兩大因素將**緩和美元指數短線續弱壓力**。

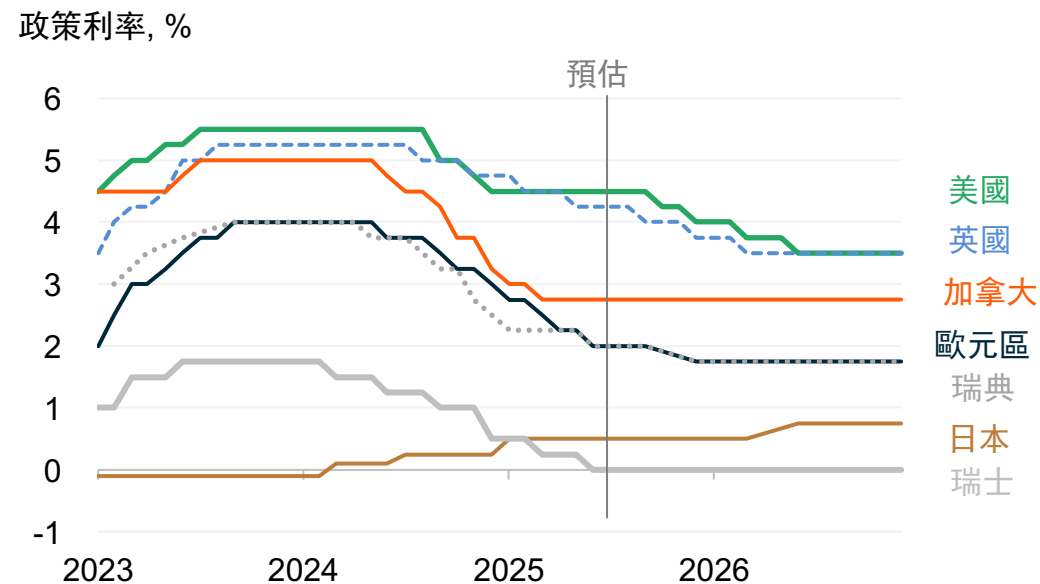
中長線而言, 若未來幾週各國陸續與美達成貿易共識, 關稅不確定性消除, 再配合美國景氣與勞動市場降溫情勢, **聯準會可望於Q4前後重啟降息**。相較之下, 歐元區、瑞典等央行再降息空間有限, 瑞士、加拿大央行則已停止降息, 將令美元利率與海外利率收斂, 成為**美元指數持續於低檔弱勢的壓力來源**。

美中衝突降溫後, 美元雙率相關性回升



資料來源: Bloomberg預估。

市場預期Q4前後聯準會重啟降息, 幅度大於其餘央行



資料來源: Bloomberg預估。

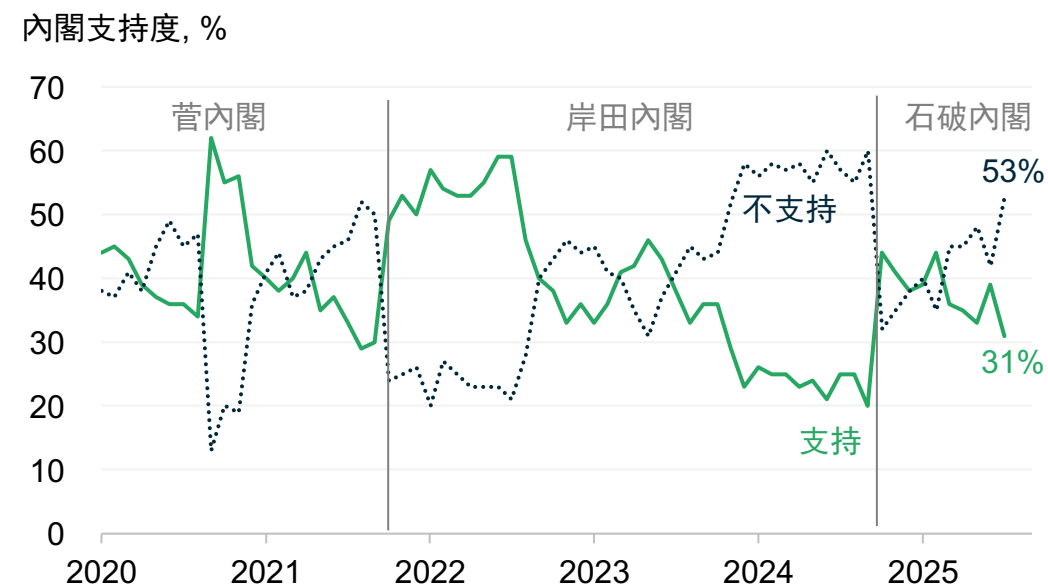
日圓 | 留意參議院大選結果, 若執政聯盟失利, 日圓雙率短線仍有上行風險

參議院大選將於7/20登場, 根據NHK、朝日新聞等日媒民調, 自民黨為首的執政聯盟支持度低迷, 反映過去兩年通膨高漲引發的民怨反撲。

若執政聯盟(自民黨及公民黨)未能取得過半席次, 將是石破首相任內第二度選舉失利(前次為2024年10月眾議院選舉), 屆時石破茂除恐面臨黨內檢討聲浪外, 執政黨於兩院席次不過半的狀況, 亦恐成為在野黨發起不信任案的著力點。而**若石破茂被迫下台, 恐依職權解散眾議院提前大選。在此情境下, 將導致日本政治不確定性大增、美日貿易談判則有持續陷入僵局的風險。**

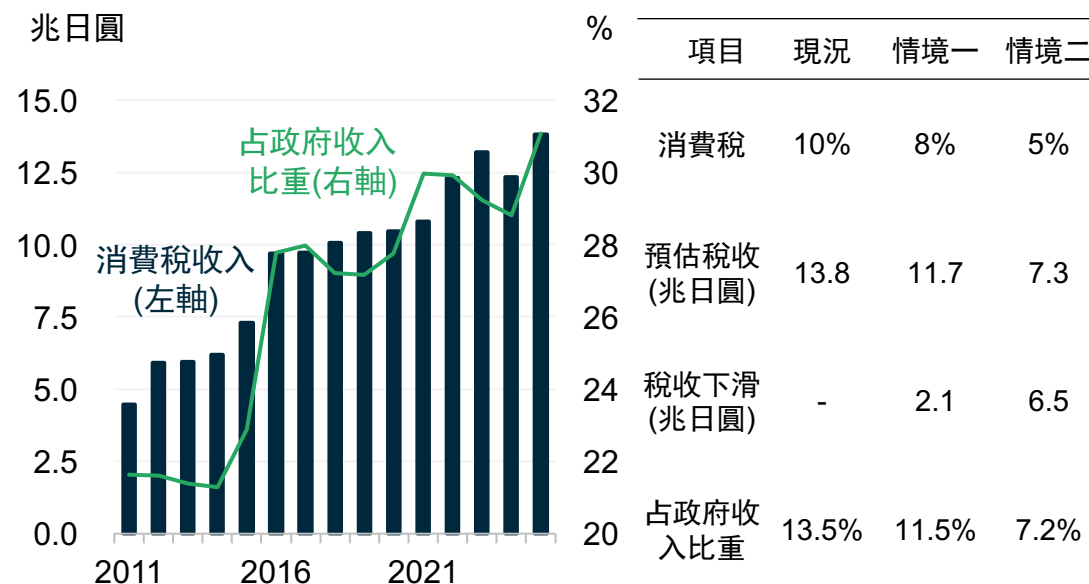
對於日本雙率市場而言, **若執政聯盟易主**, 調降消費稅的政策或於後續推進, 則市場對於國庫負擔加劇及後續債務增發的預期, 短線上將加劇日債利率上行壓力。日圓方面, 短期不確定性升高, 加以BOJ暫且無意重啟升息, 皆為不利因素。

石破內閣民調創下任內新低, 不利參議院選情



資料來源: NHK。

若消費稅調降, 料將加劇財政缺口



註: 左圖年份時間皆為當年三月。右表現況之預估稅收為2025/3實際值。情境一二之稅收下滑與占政府稅收比重之數值為預估值相較2025/3之實際值。

資料來源: Bloomberg。

新版對等關稅方案陸續發出，全球股市反應平淡甚至部分股市創高原因？

川普關稅信函陸續寄出，美前十大貿易逆差對手，只剩印度跟台灣未收到新版稅率，不過推測目前未收到信函的國家，應是美國視為有談判誠意的國家，未來有望適用較好稅率。另外，可觀察在新關稅陸續發布同時，股市反應平淡甚至震盪創高，背後原因為何？

1)多數國家稅率較4/2版本差異不大或下降，2) 適用時間延至8/1，顯示仍有談判空間，3)對等關稅影響多為傳產業，占股市權重較低。

對等關稅最新進展及股市變化

排名	2024年對美順差額前10名	4/2版本 (%)	最新版本 (%)	收到信函與否	指數
1	中國	34	30	無	950
2	歐盟	20	30	V	900
3	墨西哥	25	30	V	850
4	越南	46	20	無	800
5	台灣	32	尚未公告	V	750
6	日本	24	25	V	700
7	南韓	25	25	V	
8	加拿大	25	35	V	
9	印度	26	尚未公告	無	
10	泰國	36	36	V	



資料來源：左表，國泰世華銀行整理；右表，Bloomberg。



出口面, 台灣聚焦半導體關稅影響; 進口面, 若調降對美關稅、非關稅壁壘, 農業及汽車業衝擊大

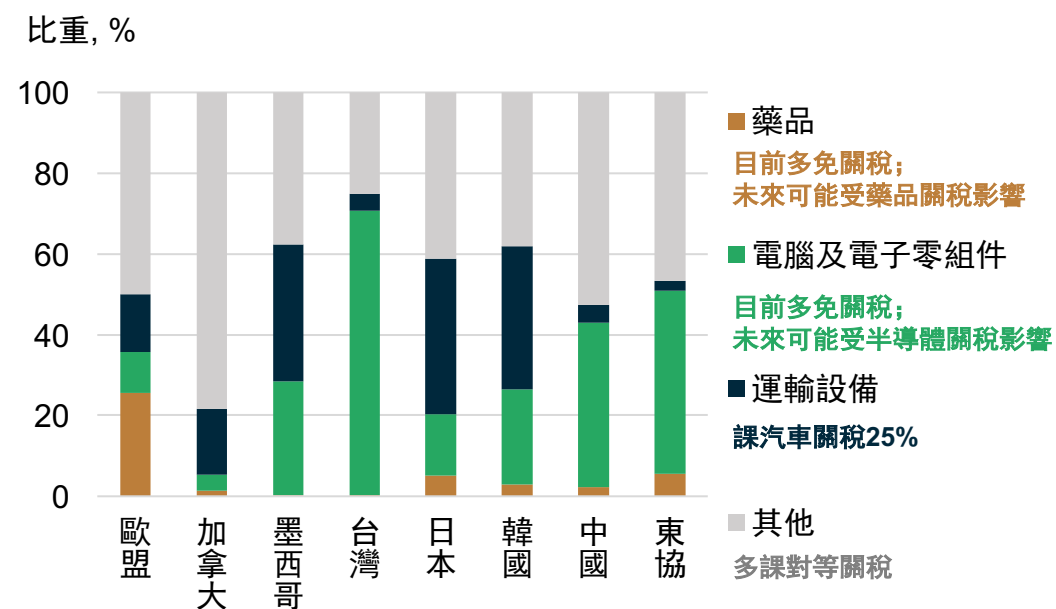
目前受豁免的半導體、藥品, 及有課產業稅的汽車、鋼鐵, 為不受對等關稅影響的項目, **實際受對等關稅影響多為非鋼鐵或汽車業的傳產業。**

以出口至美國的結構來看, 台灣傳產約占出口美國總額的3成、日韓約4成、東協約5成, 顯示東協受對等關稅影響範圍相較大。股市結構來看, 台灣電子業占7成、金融業1成, 傳產僅占股市權重2成, 且對美出口約占總出口25%來看, 對等關稅影響範圍亦可控。

整體而言, 以出口金額來看, 台灣仍主要受到半導體關稅影響、日韓則主要受到汽車關稅影響。

後續須觀察作為談判籌碼, 若台灣對美國商品關稅及非貿易障礙讓步程度大, 對台灣農業、汽車業衝擊不容小覷。

各國出口美國的商品結構



資料來源: Census USA Trade Online。

美國關切的非關稅貿易障礙(台灣為例)

農業	米酒	料理米酒稅率低於進口酒
	稻米	以配額及最高限價限制美國稻米進口
	牛肉	禁30個月齡以上牛肉及絞肉, 且檢驗繁瑣
	牛肉副產品	限制供動物食用的牛血及美國散裝牛油
	豬肉	標明產地, 設定更嚴格萊劑殘留標準
	基改食品	基改食品以不同關稅類別進口, 禁止學校餐採用
	馬鈴薯	發芽馬鈴薯全櫃退貨
	汽車	對美規的每款車型, 1 年的配額僅有 75 輛
	雲端金融	排除未在臺設落地機房的公有雲業者
	投資	外資對特定產業不得投資或限制持股上限
	著作權	網路盜版行為普遍, 校園使用未授權教材嚴重
	藥品	藥品核價缺透明; 新藥納入健保流程冗長

資料來源: 國泰世華銀行整理。

台積電Q2財報勝預期, Q3毛利率受新台幣升值影響

2025年Q2 EPS 15.36元, 創歷史新高, 營收年增38.6%、毛利率58.6%。縱使受到新台幣升值影響, 營收年增率與毛利率皆小幅下滑, 但獲利仍高於市場預期。展望Q3, 匯率仍將影響營收及毛利率水準, 以新台幣匯率29元計算, 公司預估Q3營收季增率-1.2~2.5%, 毛利率降至55.5~57.5%。

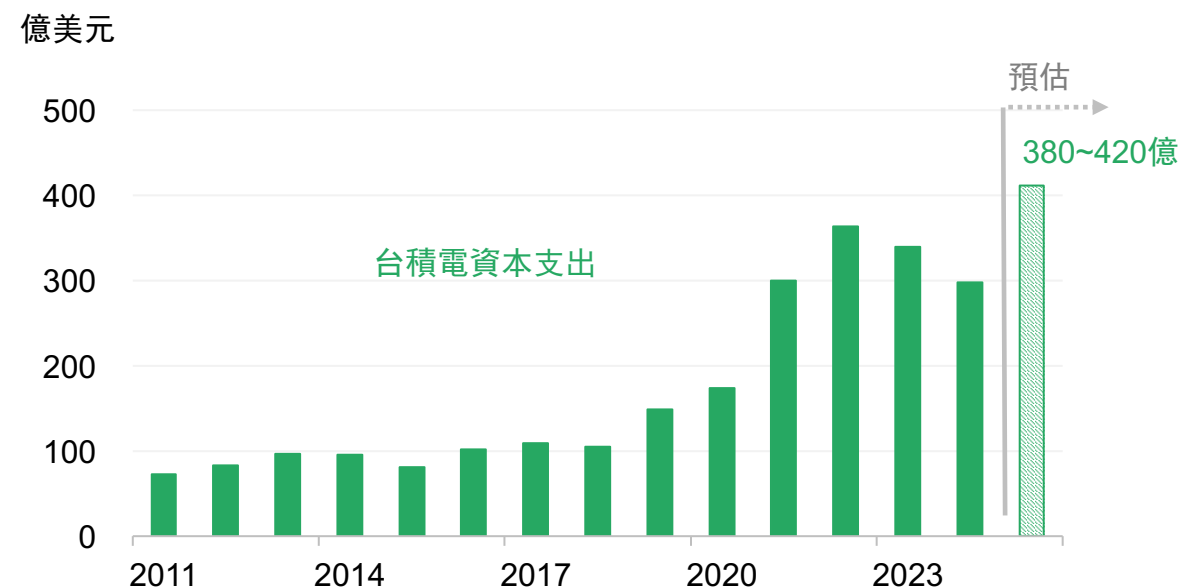
台積電受惠AI需求強勁成長, 產能利用率維持高檔, CoWoS先進封裝加緊擴充產能, 但估計至2026年仍難以完全滿足客戶需求。台積電美國廠將量產, 德國廠及熊本二廠也加緊進度, 目前對於2025年**資本支出380~420億美元的計劃仍維持不變**, 預料在AI趨勢下硬體需求持續, 將帶動台積電未來幾年營收成長。

台積電業績展望

	2025Q2		2025Q3
	實際數	業績展望	業績展望
營業收入淨額 (美金十億元)	30.07	28.4-29.2	31.8-33.0
平均匯率 (美元兌新台幣)	31.05	32.5	29.0
營業毛利率	58.6%	57.0%-59.0%	55.5%-57.5%
營業淨利率	49.6%	47.0%-49.0%	45.5%-47.5%

資料來源: Bloomberg, 台積電預估。

台積電維持2025年資本支出380~420億美元不變



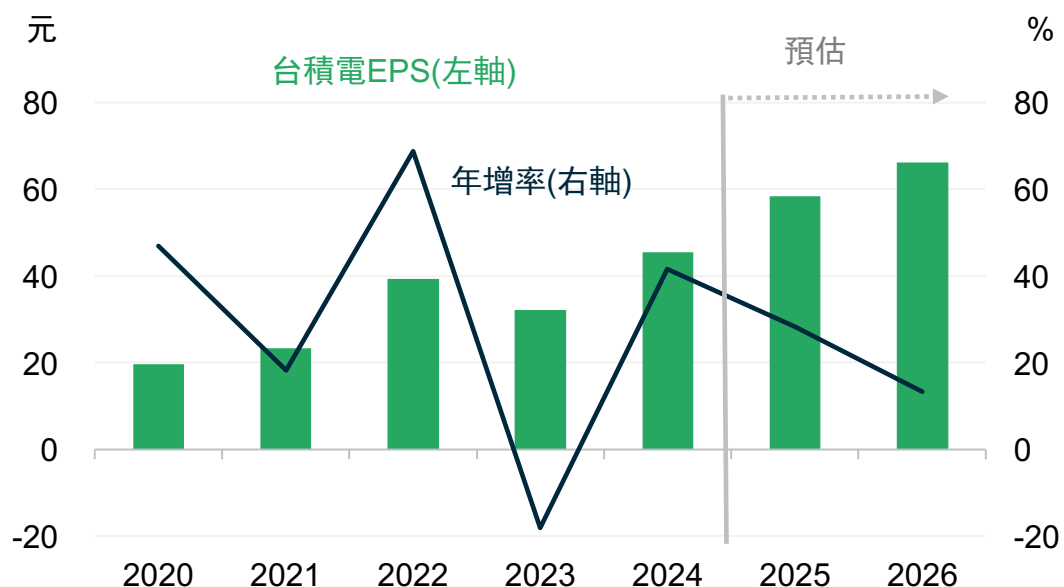
資料來源: 台積電預估。

台積電長期獲利穩定走高，以2026年獲利來看評價仍屬合理

台積電雖然也受到台灣對等關稅及半導體關稅等不確定性干擾，但是在AI長期成長趨勢較為明確下，**今明兩年獲利仍有望呈現雙位數成長**，機構預估2026年稅後EPS更有機會挑戰70元大關。

台積電以明年獲利預估來看，本益比也僅16.1倍，低於過去5年平均17.7倍，考量AI需求趨勢成長，競爭優勢更加確立，以及評價相對合理下，股價仍有續強空間，也肩負起引領台股走高的重任。

台積電獲利穩定走高



資料來源：Bloomberg預估。

以2026年獲利來看，台積電評價並未偏高



資料來源：Bloomberg。

輝達引領股市創新高, 留意科技股有漲多拉回壓力

今年Q1, 因為H20的禁令, 讓輝達提列45億美元的存貨損失, 並導致Q2營收減少80億美元。不過, 黃仁勳已表示, **H20的禁令可望解除, 預期公司可望回沖45億美元的損失, 加上H20重啟銷售(毛利率60%)**, 預期Q3的EPS有望增加0.3美元, 也帶動股價單日大漲4%, 公司股價再創歷史新高。

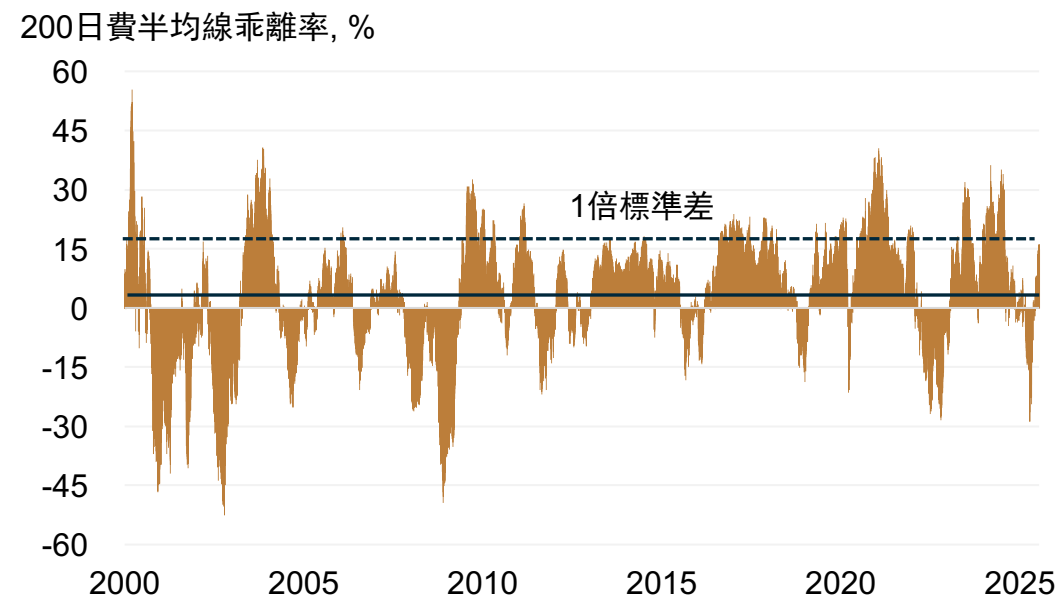
以趨勢而言, AI加速普及已成事實, 加上B200加速出貨及B300的推出, 輝達的獲利成長無庸置疑。不過, 隨著輝達創高, 費半指數波段漲幅也達60%, 指數乖離率接近1倍標準差, 股市短期已相當樂觀, 宜分批布局, 逢拉回加碼。

輝達回沖H20損失, 有望讓Q3 EPS大幅回升



資料來源: Bloomberg預估。

科技股漲幅已大, 留意漲多拉回壓力



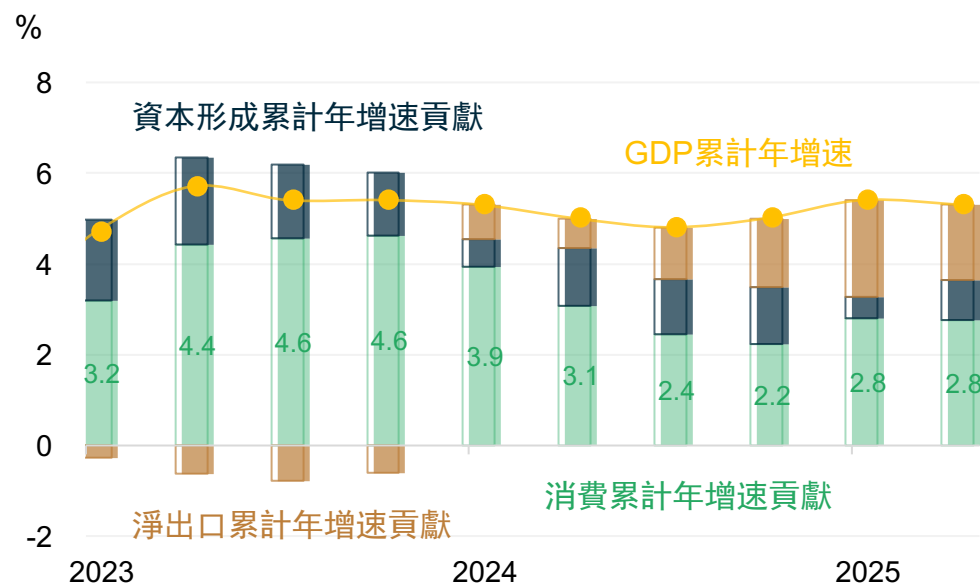
資料來源: Bloomberg。

中國 | 上半年GDP優於預期, 6月貨幣供給、社融數據也顯露循環改善的曙光

中國國家統計局近期公布, 中國**上半年GDP年增長5.3%**, 超出市場預期的5.1%。這一成績顯示中國經濟在全球逆風中保持穩中有進的步伐。Q2 GDP年增長5.2%, 雖較Q1 5.4%略有放緩, 但仍反映出經濟韌性。其中, **工業生產表現尤為亮眼**, 6月規模以上工業增加值年增長6.8%, 顯示製造業動能增強。貨幣供應方面, 6月M2年增率達8.3%, 高於預期的8.1%, M1年增率4.6%亦顯著優於預期, 表明流動性改善。社會融資規模6月新增4.2兆, 上半年累計22.83兆, 年增4.74兆, 顯示信貸擴張支持實體經濟的力度加大。

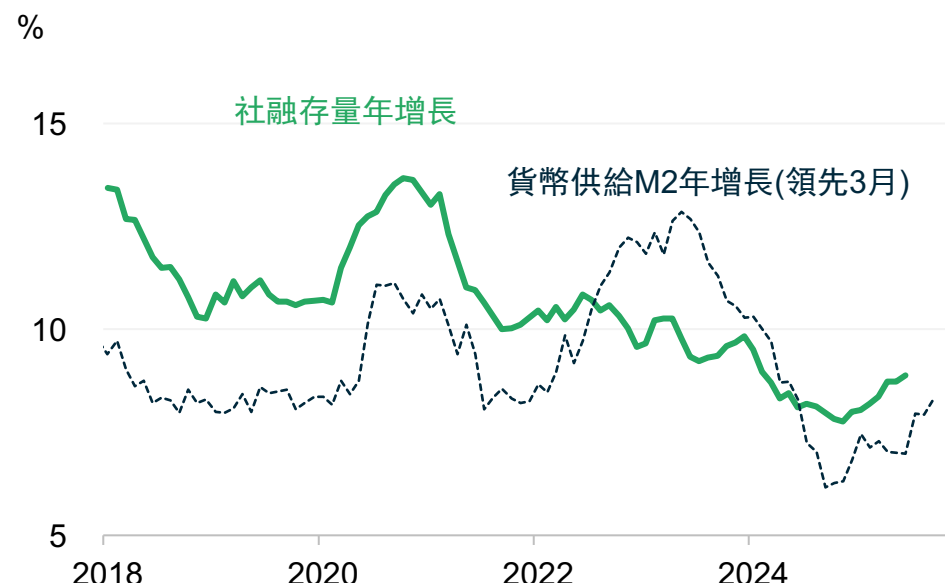
上述數據顯示, 人行降息、財政「以舊換新」等政策遞延效果逐漸浮現, 尤其GDP數據中, **消費支出對經濟增長的貢獻度也由2024年低位逐漸回升**。因此, 儘管房地產市場仍較低迷, 中美貿易仍在談判之中, 但在**官方態度轉變, 貨幣及財政政策支持下, 整體經濟循環改善的曙光已逐漸浮現**, 也讓全年GDP成長有可能優於各機構的預估(市場預期中位數4.6%)。

消費支出對經濟增長的貢獻度由2024年低位逐漸回升



資料來源: Bloomberg。

貨幣供給與社融年增長逐漸復甦



資料來源: Bloomberg。

中國 | 7月政治局會議部署下半年經濟工作, 反內捲仍係重點, 有助後續中港股市表現

今年以來, 中國官方屢屢對「反內捲」表態, 鑒於7月政治局會議重點在部署下半年經濟工作, 因此, 凸顯「反內捲」與「十五五」規劃準備都將是會議討論重點。承接「十四五」末期思路, 整治產能過剩與低價競爭, 促進高質量發展, 仍應在下半年經濟工作及「十五五」準備工作中出現。但鑒於上半年GDP狀況不差, 因此立刻推出額外大規模財政刺激機率還不高, 人行延續寬鬆, 輔以「以舊換新」補貼, 仍是現階段較可能的措施。

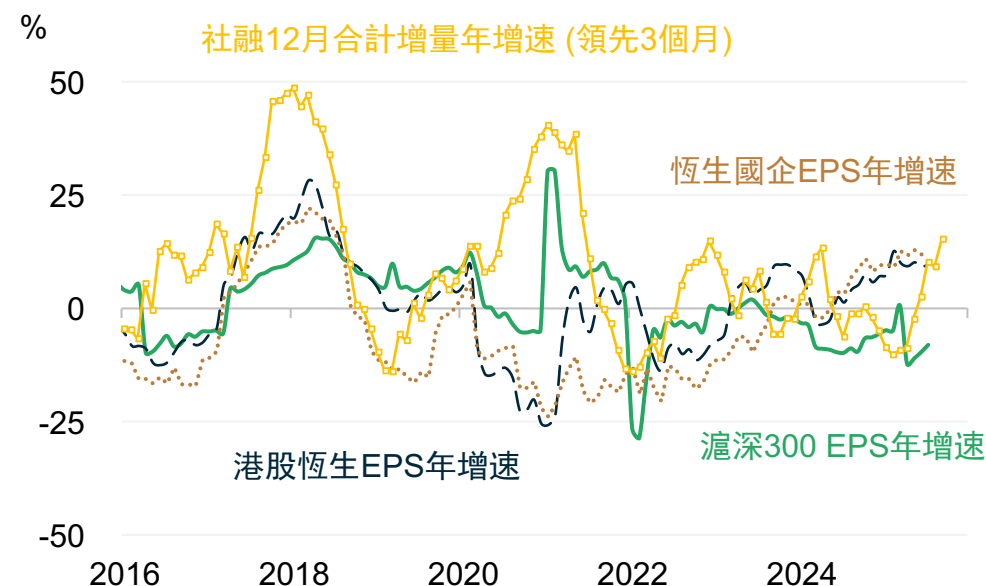
拉長時序來看, **1) 四中全會**應延後至9-10月舉行; **2) 11月底和12月初有政治局和中央經濟工作會議**, 討論2026年政策指導及「十五五」草案, 預期強化消費、經濟結構調整及解決人口問題應該會是重點。因此, 財政與貨幣政策加持延續下, 應有助**上半年落後的境內指數(舊經濟)基本面逐漸回升**, 另一方面, **輝達H20解禁, 將更有助上半年境外指數(新經濟)延續表現**, 都將有利中港股市後續表現; 惟以境內外指數相比, 境外指數涵蓋較高比重的穩定配息金融股, 及如阿里、騰訊等有能力股票購回的大型科技股, 因此**境外優於境內的情況還未改變**。

下半年重要會議時程

時程	會議
7月底	中共政治局會議 -部署下半年經濟工作 -「十五五」準備工作
9-10月	四中全會
11月底和12月初	政治局和中央經濟工作會議 -2026年政策指導及「十五五」草案

資料來源: 國泰世華銀行整理。

社融增長回升下, 有助帶動後續企業獲利改善



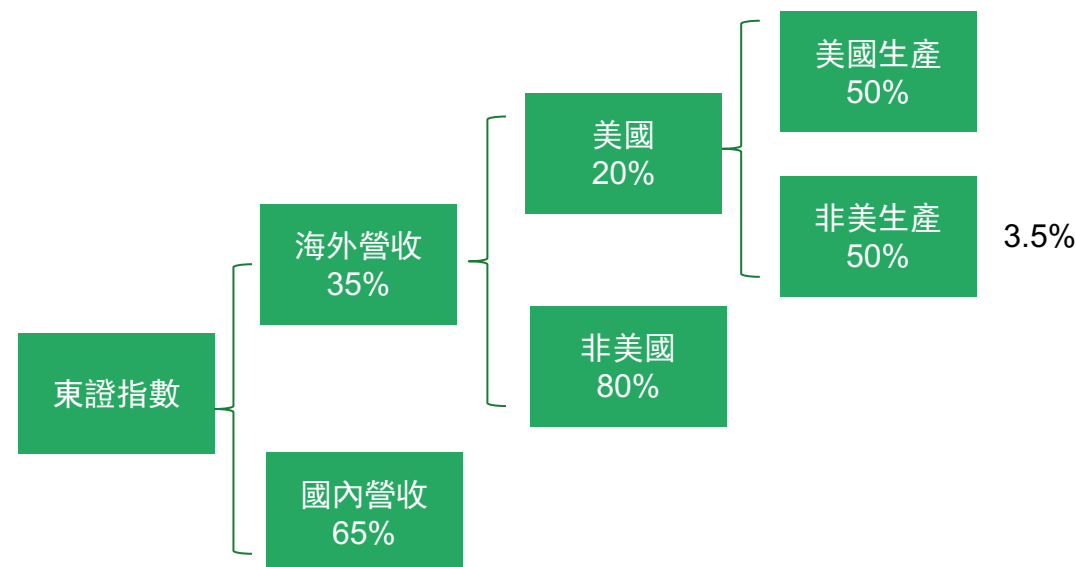
資料來源: Bloomberg。

日股 關稅衝擊2025年企業獲利, 明年有望明顯改善

美國對日本課徵25%的對等關稅, 企業獲利首當其衝, 其中, 汽車產業最為關鍵(指數權重為6.8%)。以豐田為例, 美國佔豐田全球1/5的銷量, 但50-60%為美國生產, 因此, 豐田約有10%的營收受到影響。以東證指數而言, 考量海外營收比重、美國市場佔比及是否在地生產, 預期將有3.5%的營收受到衝擊, 當中包括精密儀器、化工、藥品等產業, 衝擊較為顯著。

不過, 受到日本擺脫通縮影響, 加上利率走高影響, 日本銀行業(指數佔比9%)獲利成長近1成, 另外, 包括不動產、物流、建築等內需產業, 獲利也保有5%的成長。整體而言, 關稅對日本出口產業將帶來一定的影響, 使今年獲利成長下修至3%, 但明年有望攀升至12%。

關稅對日本的企業營收的影響

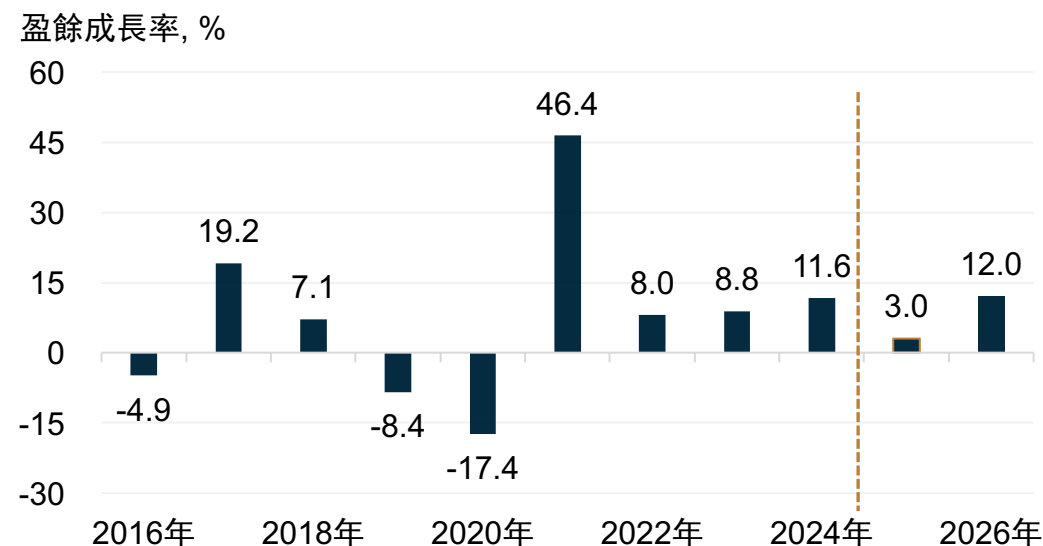


資料來源: Bloomberg、JP Morgan。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

關稅衝擊2025年獲利成長, 明年明顯走揚



資料來源: 高盛預估, Bloomberg。

July 2025

21	Monday	22	Tuesday	23	Wednesday	24	Thursday	25	Friday
美國領先指數 日本休市		美國里奇蒙Fed製造業PMI 台灣失業率 台灣出口 韓國PPI		美國成屋銷售 歐元區消費者信心 日本工具機訂單 台灣工業生產 韓國消費者信心		美國初領失業救濟金 美國標普全球製造業PMI 歐元區ECB會議 歐元區製造業PMI 英國製造業PMI 德國製造業PMI		美國耐久財訂單 德國IFO預期 日本東京消費者物價 日本景氣動向領先指標	

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