



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

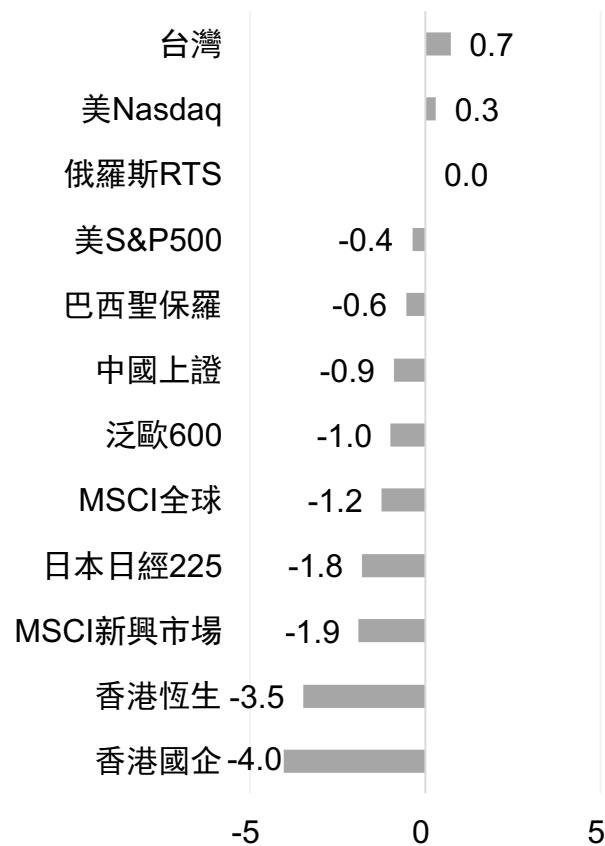
2025年8月1日

# 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

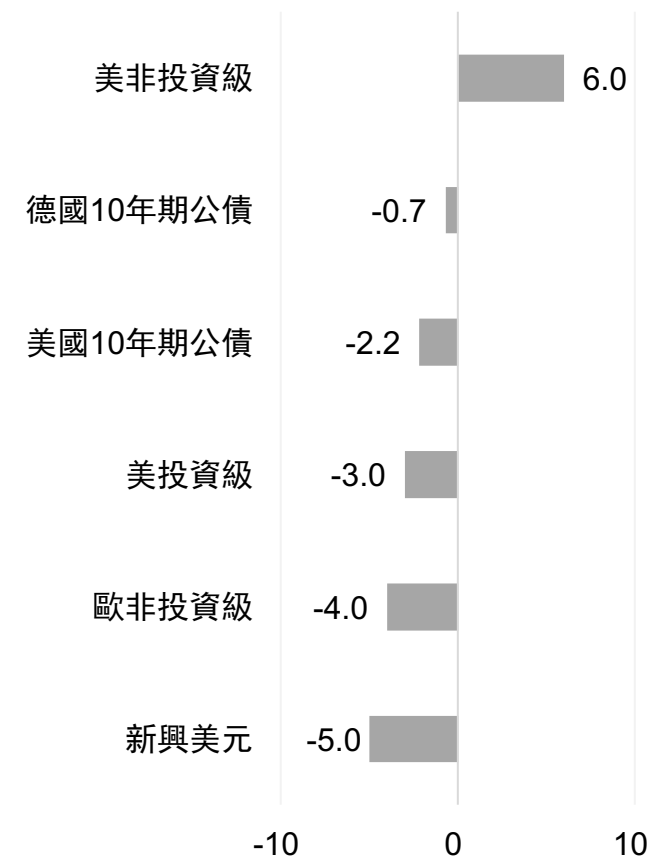
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/7/24 - 2025/7/31。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- **台灣對等關稅20%，但不涉及投資與農產品開放：**台灣對等關稅為20%，高於日韓的15%，但目前不涉及投資與開放，預期談判持續，仍有機會下調。受此影響，台股短期偏弱看待。
- **鮑爾鷹派言論，有利美元短期反彈：**關稅對物價仍有不確定性，鮑爾對9月降息仍保留，加上Q2 GDP大幅回升，有利美元短期反彈，美債利率維持高檔格局。
- **企業財報報喜，基本面不看淡：**Q2財報陸續揭曉，目前已公布6成，獲利成長率逾6%，高於先前預估的4.9%，且可望達成連8季成長態勢。另外，微軟、臉書、亞馬遜持續加大AI的投資布局。

### 2. 後續看點

- 企業財報： 8/6 AMD、8/27 輝達。經濟數據： 8/12 美國CPI。

## 策略思維

1. **股市-企業財報報喜，可逢低布建：**企業財報報喜，有利後續表現，但股市評價較高容易震盪，拉回後再逢低布局，並分批、多元配置。
2. **債市-布局以中短債為先：**關稅對物價仍有不確定性，使Fed不急於降息，目前以中短債為主。
3. **匯市-聯準會不急於降息，有利美元短線反彈：**聯準會不急於降息，加上Q2 GDP走強，有利美元短期走強，但聯準會降息循環未變，上方空間有限。



# 關稅 | 台灣對等關稅20%，但目前不涉及投資與農產品開放

## 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 (%)	附註
高稅率	巴西	10	(50->10)	--	1.3	
	寮國	48	40	-8	0.1	
	緬甸	44	40	-4	0.1	
中稅率	泰國	36	19	-17	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	15	-10	4.0	投資美國3500億美元
	馬來西亞	24	19	+1	1.6	
	越南	46	20	-26	4.2	對美全面開放
	菲律賓	23	19	-4	0.4	
	印尼	32	19	-13	0.9	
	日本	24	15	-9	4.5	投資美國5500億美元
	英國	10	10	--	2.1	
有共識 待公布	中國	145	55	-90	13.4	
	台灣	32	20	-12	3.6	目前不涉及市場開放與投資
	歐盟	20	15	-15	18.5	投資美國6000億美元
USMCA註	印度	26	25	-1	2.7	
	墨西哥	10	25		15.5	
	加拿大	10	35		12.6	

各國加權平均稅率

32.8

15-20

註：符合USMCA者免稅，墨國約占5成，加國約占4成。

資料來源：Bloomberg。



## 新台幣 | 短線美元走強，壓抑非美貨幣

川普與其主要貿易往來對象的貿易協定陸續底定，大致而言，1)對等關稅稅率明顯較4/2調降，**關稅對美國的潛在衝擊有望降低**，2)美國通膨出現關稅影響，今年降息預期降溫，3)**日歐韓紛紛宣布加大赴美投資及美國商品採購，美元潛在需求走升**，皆是近期**美元回升**，非美貨幣走貶主因。

另一方面，台灣6月景氣燈號，下降兩分至29，為16個月以來低點，反映1)進口車交車遞延影響，批發、零售及餐飲業營業額降1分，2)受到拉貨潮逐漸收斂，加上工時指標亦減少1分，皆透露受到關稅影響，台灣下半年景氣將較上半年放緩。

整體而言，1)**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**，2)下半年台灣景氣應較上半年放緩，台灣央行有降息可能，3)出口商、壽險業兩大推升新台幣力量應較上半年走弱，H2支撐台幣力道減弱，但**美國長線降息方向不變，非美貨幣貶值空間有限**。

### 短線美元走強，壓抑非美貨幣



資料來源：Bloomberg。

### Fed降息前景變化不大，非美貨幣貶值空間有限



資料來源：Bloomberg。



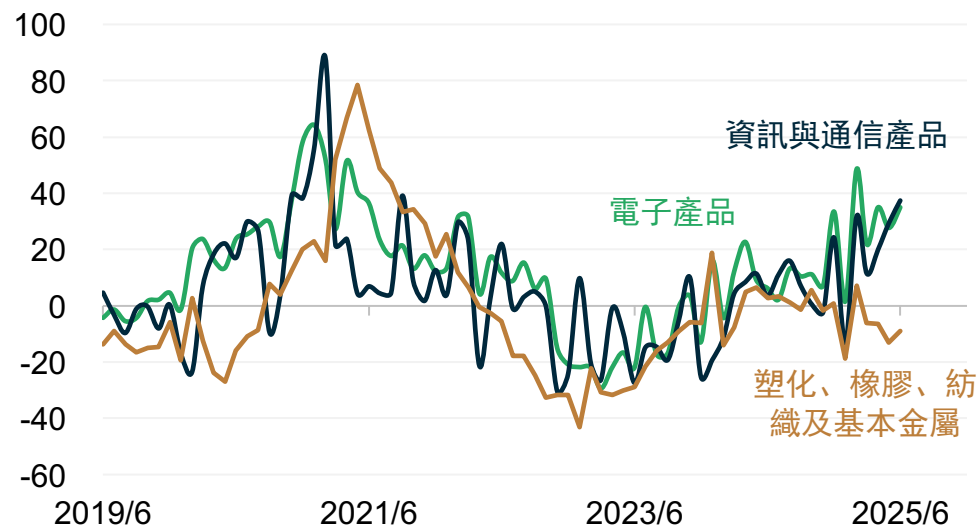
## 台股 | 台灣關稅出爐, 短期拉回壓力, 但長線看好

台灣對等關稅出爐, 相較4/2的32%下降至20%, 然而較鄰近的日、韓15%相對不利。台灣的電子產品多在豁免清單以內, 受到影響較大的應屬非電子出口產業, 觀察傳產的塑化、橡膠、紡織及基本金屬等產品, 外銷訂單較去年同期皆呈現負成長, 顯然對等關稅的影響已逐漸顯現。

台股由電子龍頭股拉動, 指數醞釀挑戰新高, 然而關稅稅率不如預期、加上半導體關稅未定, 短期指數有拉回壓力, 但長期而言, AI無疑是最明確的趨勢, 而台灣由於具備科技產業最完整供應鏈, 發展機會佳, 將隨美國主要科技龍頭AI及雲端布局成長, 宜逢低布局。

### 台灣傳統產業受關稅影響, 景氣已轉下行

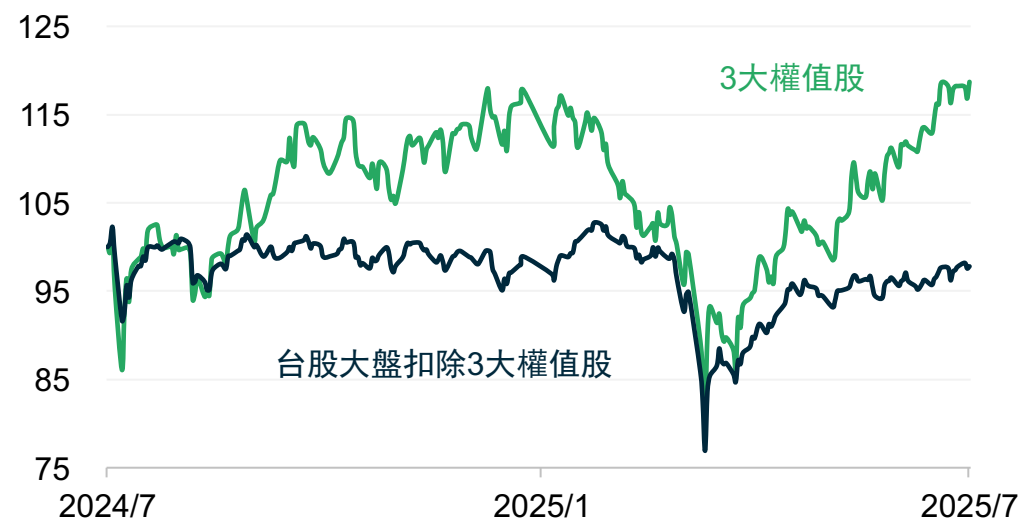
外銷訂單年增率, %



資料來源: Bloomberg。

### 台股指數攻高, 主要由電子權值股帶動

標準化, 2024/7/30=100



註: 台股3大權值股為台積電、鴻海、聯發科。

資料來源: Bloomberg。

## 關稅 | 對等關稅陸續底定，有利緩解經濟不確定性

繼美中達成貿易框架後，美國與歐洲、韓國也簽署新一輪貿易協定，將對等關稅調降至15%。歐盟除了承諾購買美國7500億美元能源商品外，也將在美國投資6000億美元。此外，韓國也將對美投資3500億美元。若將歐盟、日本、韓國的關稅變化納入考量，預期美國實質關稅稅率介於15-20%間，雖高於去年2.3%，但相較於4月的25%已有明顯改善。

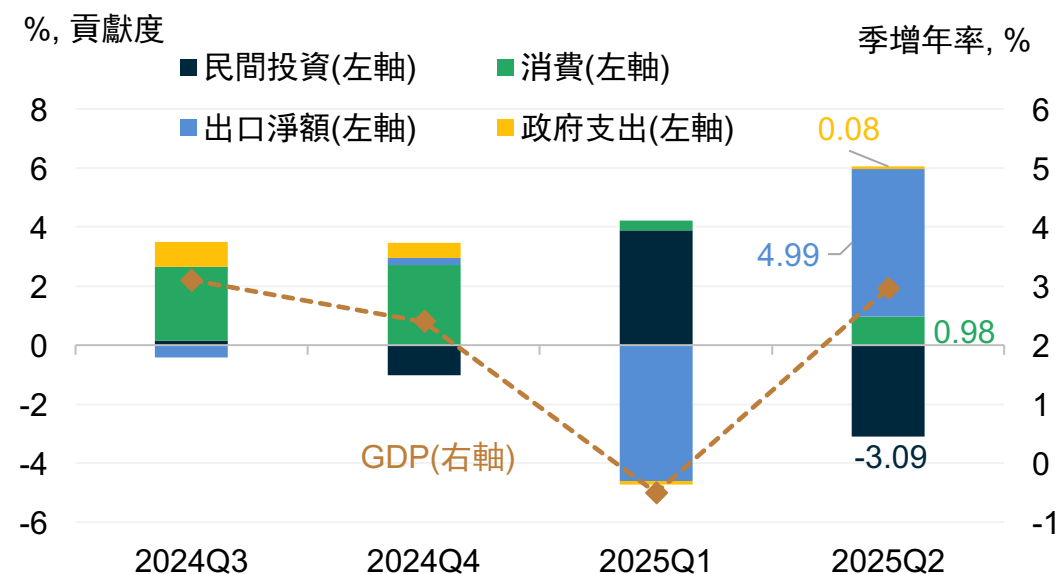
美國Q2 GDP季增率達3.0%，顯示整體經濟表現穩健。從細部結構來看，此增長主要由出口淨額成長4.99%帶動，反映出先前的提前拉貨動能已逐漸放緩。不過，消費僅貢獻0.98%、民間投資則萎縮3.09%，除了反映高利率所帶來的壓力外，關稅的不確定性亦抑制了消費與投資意願。隨關稅問題逐步淡化，有助緩解未來經濟的不確定性。

### 對等關稅陸續底定，貿易不確定性可望降低



資料來源：Bloomberg。

### 美國Q2 GDP季增3.0%

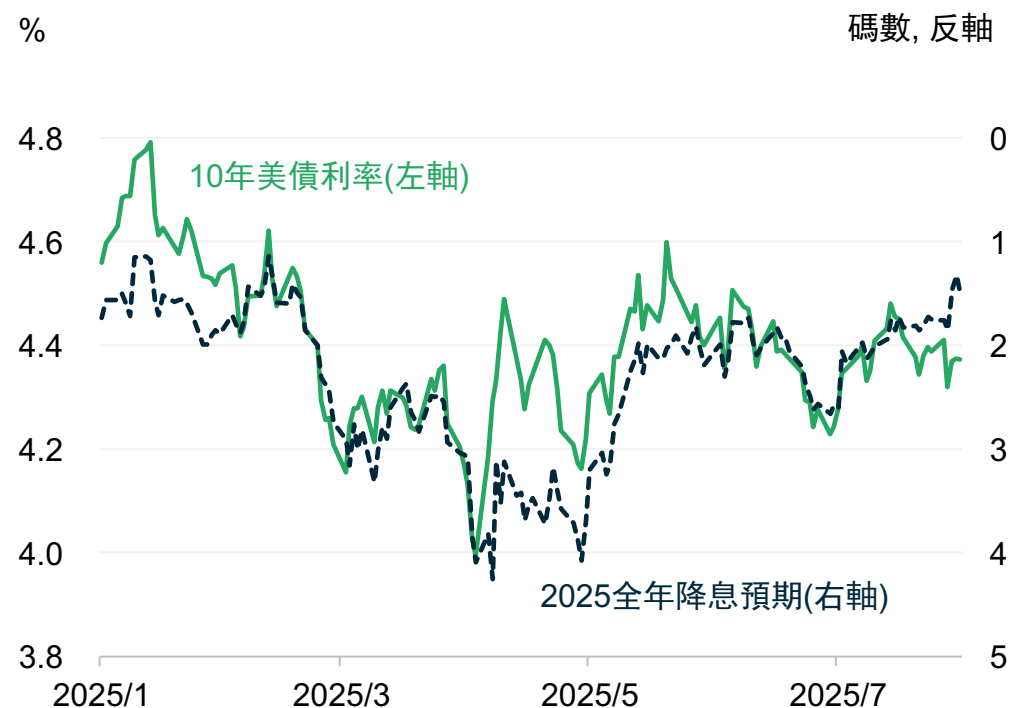


資料來源：Bloomberg。

# FOMC | 維持利率不變, 對9月是否降息仍無把握, 關注聯準會未來人事動向

7月FOMC會議維持利率4.25~4.50%區間不變, 9名委員傾向觀望立場, 不過理事Bowman與Waller認為應開始降息, 顯示聯準會內部意見分歧; 而理事Kugler則缺席本次會議投票。展望未來, Kugler理事任期將於2026/1結束、Powell主席任期亦將於2026/5結束, 若川普總統提名更為鴿派的官員, 將可能改變市場對利率路徑的預期。短線Fed不急於降息, 美債利率維持高位震盪; 長線降息前景不變, 有助於利率緩步滑落。

## 10年債利率高位震盪, 市場年內降息預期收斂



資料來源: Bloomberg。

## 2026年新主席與1名理事提名, 政策基調將轉趨鴿派

	2025年投票委員	7月態度	2026年投票委員
7 名 理 事	Jerome Powell	維持不變	*註2
	Philip Jefferson	維持不變	Philip Jefferson
	Michelle Bowman	支持降息	Michelle Bowman
	Michael Barr	維持不變	Michael Barr
	Lisa Cook	維持不變	Lisa Cook
	Adriana Kugler	缺席投票	*註2
	Christopher Waller	支持降息	Christopher Waller
5 名 地 區 總 裁	John Williams(紐約)	維持不變	John Williams(紐約)
	Austan Goolsbee(芝加哥)	維持不變	Beth Hammack(克里夫蘭)
	Susan Collins(波士頓)	維持不變	Patrick Harker(費城)
	Alberto Musalem(聖路易斯)	維持不變	Lorie Logan(達拉斯)
	Jeffrey Schmid(堪薩斯城)	維持不變	Neel Kashkari(明尼阿波利斯)

註1: FOMC(聯邦公開市場委員會)共有12名票委, 由7名理事與5名地區聯邦銀行總裁組成。

註2: Powell主席任期於2026/5結束, Kugler理事任期於2026/1結束。

資料來源: Fed。





## 美元 | Fed不急於降息, 美元短線反彈, 但仍不脫低檔區間格局

FOMC會議按兵不動, 依舊維持觀望立場、未釋出近期重啟降息的訊號, 主因關稅衝擊的不確定性仍需時間觀察。影響所及, 市場對於9月降息預期有所降溫, 意味著美元利率與海外利率收斂的時點恐將延後。

另一方面, 隨美國陸續與日本、歐元區等主要貿易夥伴達成協議, 對等關稅、汽車關稅稅率皆較原訂版本有所下修, 意味著關稅對於美國景氣的衝擊有望低於原先預期。此外, 各國加大對美國的投資, 隱含未來對美國FDI的規模將加速, 對美元未來的需求上升。

上述因素的提振下, 給予美元指數短線止貶、反彈的空間。中長線而言, 聯準會降息方向不變, 意味著國內外利差仍將收斂, 將限縮美元反彈空間, 預料仍是低檔區間格局。

### 降息預期延後, 美元國內外利差下行壓力趨緩



註: 2021/1/1至今兩者相關係數為0.91藍線為2年期美債利率減2年期加權海外利率(以美元指數權重對德國、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之公債利率加權計算)。

資料來源: Bloomberg。

### 各國加大美國投資, 隱含美元需求上升

國家	2011-2017 FDI累計 (億美元)	2018-2024 FDI累計 (億美元)	增幅 (%)
加拿大	1070	2206	106.2
日本	1309	2185	66.9
英國	1653	2007	21.4
荷蘭	1299	1847	42.2
德國	1102	1573	42.7
法國	893	987	10.5
愛爾蘭	349	826	136.5
瑞典	215	404	88.2
墨西哥	138	273	97.3

資料來源: Bloomberg。

## 企業財報大致良好，各大CSP業者加大AI投資，科技股前景可期

Q2財報陸續揭曉，目前已公布近6成，獲利成長率約為6.7%，高於先前預估的4.9%，且可望達成連8季成長態勢。**對2025年獲利預估而言，雖然受到關稅衝擊，年初以來呈現下修狀態，但隨關稅底定，已有止穩回升跡象，明年獲利成長率甚至上看雙位數。**

本週重點為科技股財報，繼谷歌之後，臉書執行長祖克柏表示，AI不僅用於效率工具，更是激發創造力、社群互聯與文化發展的重要引擎，小幅上調資本支出。微軟也因為AI效益，Azure 雲端運算事業再次交出令人驚喜的成長。

### Q2主要財報表現，大多優於預期

時間	公司	Q2獲利	Q2預估	結果
7/28	聯合健康	4.05	4.58	低於預期
7/29	默克藥廠	2.13	2.01	優於預期
7/29	波音	-1.24	-1.41	優於預期
7/29	希捷	2.59	2.45	優於預期
7/31	威騰	1.66	1.48	優於預期
7/31	Meta	7.14	5.88	優於預期
7/31	微軟	3.65	3.37	優於預期
7/31	高通	2.77	2.70	優於預期
8/1	蘋果	1.57	1.43	優於預期
8/1	亞馬遜	1.68	1.32	優於預期

資料來源：各大企業, Bloomberg。

### CSP業者，加大AI的資本投資

	2025 Capex (億美元)	2026 Capex (億美元)	2025 Growth (%)	2026 Growth (%)
亞馬遜	1044	1100	25.8	5.4
谷歌	807	894	53.7	10.7
微軟	659	739	48.2	12.1
Meta	678	799	81.9	17.8
甲骨文	161	256	134.2	58.9
蘋果	113	122	19.4	8.6
騰訊	118	118	22.2	-0.4
阿里巴巴	115	154	157.5	33.8
IBM	15	16	45.0	5.1
百度	14	15	27.4	3.1

資料來源：Bloomberg預估。



## 關稅衝擊降低有助風險偏好提升, 但評價面再度偏高, 大幅擴張空間有限

今年上半年股市, 股市大致隨貿易不確定性作擺盪。4/2川普推出對等關稅, 市場恐慌情緒大幅飆升, 股價隨之重挫, 市場評價面也大幅下調, 不過, 隨著英國、中國達成貿易協定, 歐洲與日本的關稅也陸續底定, 使得全球貿易不確定性也隨之降低, 進而帶動評價面的修復。

不過, 即使貿易衝擊逐步降低, 美股的評價面也難以大幅擴張, 主要的理由仍是美國的高利環境, 加上目前評價也來到5年均值的1倍標準差之上, 預期評價面也難有大幅擴張的空間。整體而言, 企業獲利雖有支撐, 但評價偏高, 預期標普500指數緩步墊高格局, 不排除仍有漲多拉回壓力。

### 貿易不確定性降低, 有助評價面修復



資料來源: Bloomberg。

### 美股評價高於1倍標準差, 預期評價擴張空間有限

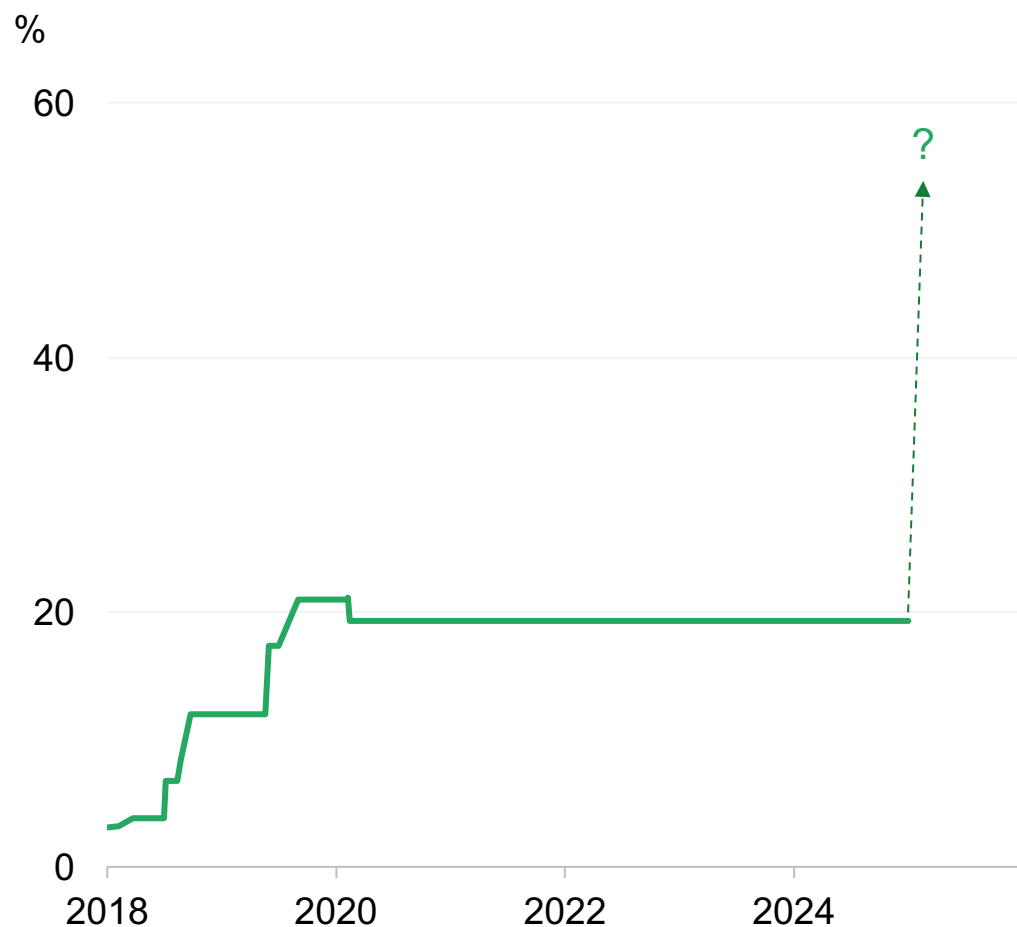


資料來源: Bloomberg。

## 中國

## 美中官員結束在瑞典的第3輪談判, 延長關稅休戰, 並為川習年底會晤鋪路

美國對中國進口產品平均關稅稅率



資料來源: Bloomberg, CEIC, 白宮。

美國對中國現行各項關稅

關稅類型	稅率	中國對美出口占比	適用範圍
Section 301	7.5-100%	約95%	涵蓋約5000億美元進口商品 (如電動車、太陽能板等)
Section 232	25%-50%	約10%	鋼鐵、鋁及衍生產品 汽車及零部件
低價值包裹	包裹: 54% 快遞: 30%	約15%	低價值包裹 (如Shein、Temu商品)
其他特定類	石墨: 93.5% 鎢、晶圓等: 25-50%	約2%	關鍵材料 (如石墨、鎢、矽、晶圓)
芬太尼關稅	20%	100%	所有中國進口商品
對等關稅	10%	約75%	豁免商品*外的進口商品
平均關稅稅率	55%		

特定領域附加關稅

美中官員結束在瑞典的第3輪談判:

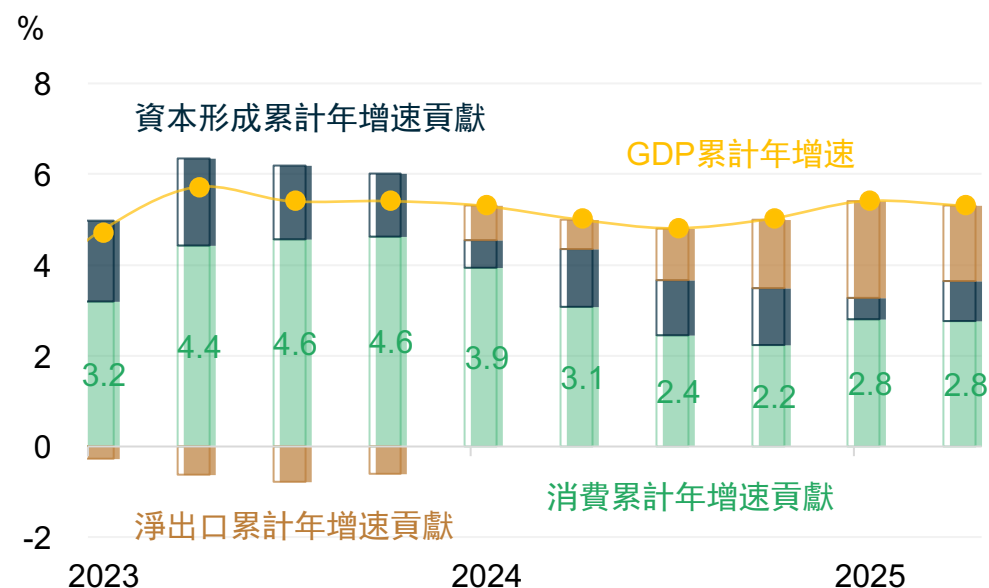
- 雙方同意**延長5月中旬達成的90天關稅休戰**協議, 但未指明延長何時生效及為期多久。
- 這場會談可能**為川普與習近平在年底會晤鋪路**, 不過川普否認主動尋求會面, 中方官員則未提及此事。

# 中國 反內捲基調下，政策挹注已讓中國經濟逐漸改善，惟下半年仍需要財政刺激應對關稅影響

中國國家統計局公布數據顯示，中國上半年GDP年增率達5.3%，高於市場普遍預測的5.1%，突顯出中國在全球經濟逆風中仍穩步推進。第二季GDP年增率為5.2%，雖較第一季的5.4%略降，但仍展現出高度韌性。這也反映出人民銀行降息與財政「以舊換新」等政策逐步發揮效用，尤其是GDP中的消費支出貢獻率自2024年的低點回升，進一步支撐經濟動能。雖然房地產市況疲弱、中美貿易磋商尚未完成，但在政策態度調整與貨幣財政措施加持下，整體經濟循環開始回暖，亦提高全年GDP表現優於市場共識(目前預估中位數為4.6%)的可能性。

然而，美方加徵關稅所帶來的負面效應依然持續，2025年平均關稅水準較去年提高約30%，依各機構評估，關稅影響可能會讓GDP出現約-0.5%的下行壓力，因此下半年中國仍亟需進一步的財政刺激手段以因應外部衝擊。

## 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：Wind。

## 美國提高1%對中關稅，對中國GDP的影響

機構	每1%關稅上升對GDP增長影響, %
IMF	-0.0200
EIU (Economist Intelligence Unit)	-0.0170
耶魯預算實驗室	-0.0100
CSIS (Center for Strategic and International Studies)	-0.0165
各機構平均	-0.0159

資料來源：國泰世華銀行整理。



# 中國 7月政治局會議決議10月將召開四中全會, 研究關於「十五五」規劃的建議

中共中央政治局7/30召開會議, **決議今年10月召開四中全會, 研究「十五五」規劃的建議**, 定義十五五時期是基本實現社會主義現代化夯實基礎、全面發力的關鍵時期。此外, 本次政治局會議也分析研究當前經濟形勢、部署下半年經濟工作。重申以習近平新時代中國特色社會主義思想為指導, 推進「五位一體」與「四個全面」戰略布局; 下半年經濟工作堅將持穩中求進工作總基調、保持政策連續性穩定性, 著力穩就業、穩企業、穩市場、穩預期, 有力促進國內國際雙循環, 努力完成全年經濟社會發展目標任務, 實現「十四五」圓滿收官。

除了1)科技股穩居AI產業趨勢、2)金融股具穩定息收優勢, 3)官方政策支持傳統產業回溫, 今年港股**IPO也見到回升, 顯示市場回溫**, 都將為中港股市提供上行動能。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**。

近三年7月政治局會議要點

年份	主要議題	結論與重點
2023	分析經濟形勢, 部署下半年經濟工作	1. 高品質發展, 產業升級, 糧食能源安全。 2. 穩中求進, 深化改革, 擴內需, 防風險。 3. 措施: 減稅降費, 促消費, 穩外貿外資, 規範AI與平台企業; 調房地產、防債務風險, 保就業。
2024	分析經濟形勢, 部署經濟工作, 審議基層減負規定	1. 經濟平穩, 新動能培育, 高品質發展, 社會穩定。 2. 深化改革, 整治形式主義, 減基層負擔。 3. 措施: 穩就業、企業, 促雙循環, <b>保「十四五」收官</b> 。
2025	<b>今年10月召開四中全會</b> , 分析經濟形勢, 部署經濟工作	1. 10月召開四中全會, 研「十五五」規劃建議。 2. 經濟穩進, 高品質發展, 新質生產力, 改革深化, 風險防控, 民生加強。 3. 措施: 積極財政, 寬鬆貨幣, 釋內需, 促科技產業融合, 推動統一大市場, 穩外貿外資, 防債務風險, 保就業民生, <b>做好「十五五」規劃工作</b> 。

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。

## 日圓 BOJ持續觀望關稅影響，美日利差難以收斂，日圓延續區間格局

BOJ會議維持政策利率於0.5%，小幅上修今年GDP，但稱在關稅高度不確定性之下，風險仍偏向下行；今年通膨則在食品價格走揚影響下上修。

美國汽車關稅下修，負面衝擊可望低於此前預期，但仍需時間觀察。此外，參議院大選失利後，自民黨內已出現要求石破首相下台的聲浪，若後者被迫辭任，後續自民黨總裁選舉、首相選舉等，將增添短期政治不確定性。考量前述因子，預料**BOJ短期政策將持續按兵不動**。中長期而言，**國內薪資與消費形成正向循環，BOJ預期通膨仍將於明年下半年回升**，故明確表示若情勢發展符合預期，將會再度升息，意味著退出寬鬆的方向不變。

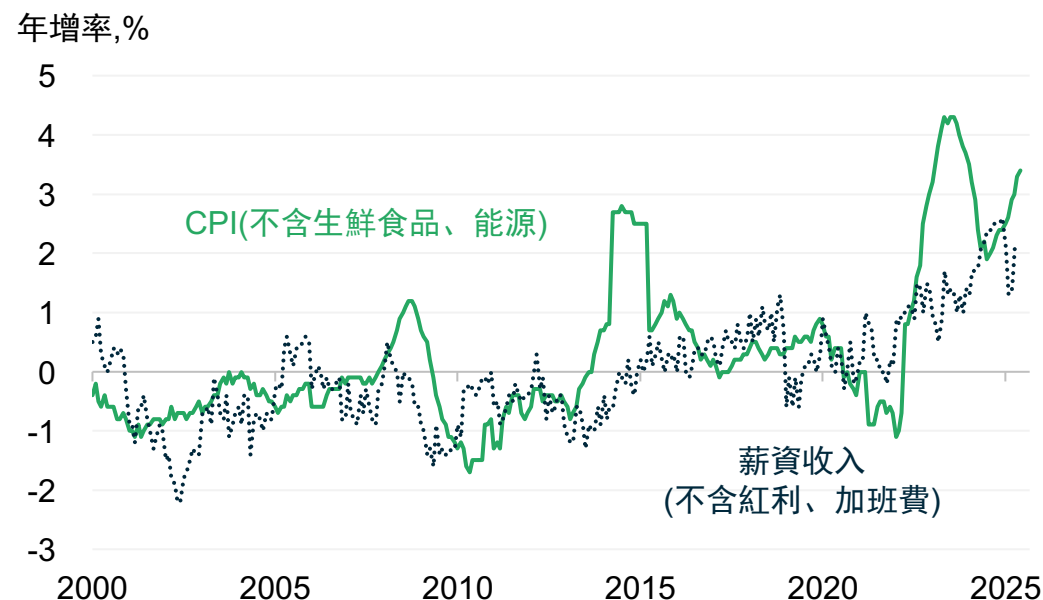
日圓方面，美日央行維持觀望，利差難以收斂，預料日圓仍將延續Q2以來的區間波動格局。惟需留意若政治風險進一步升溫，抑或關稅衝擊高於預期，BOJ重啟升息的時點恐進一步延後，則日圓恐有區間上移的風險。

BOJ預測值：上修今年GDP、通膨率

BOJ預測, %	會議	2025	2026	2027
實質GDP	7月	0.6	0.7	1.0
	4月	0.5	0.7	1.0
CPI(不含生鮮)	7月	2.7	1.8	2.0
	4月	2.2	1.7	1.9
CPI(不含生鮮、能源)	7月	2.8	1.9	2.0
	4月	2.3	1.8	2.0

資料來源：BOJ。

今年薪資增速放緩，但仍高於長期水平，助長通膨壓力



註：2000/01至2025/05兩者相關係數為0.62。

資料來源：Bloomberg。

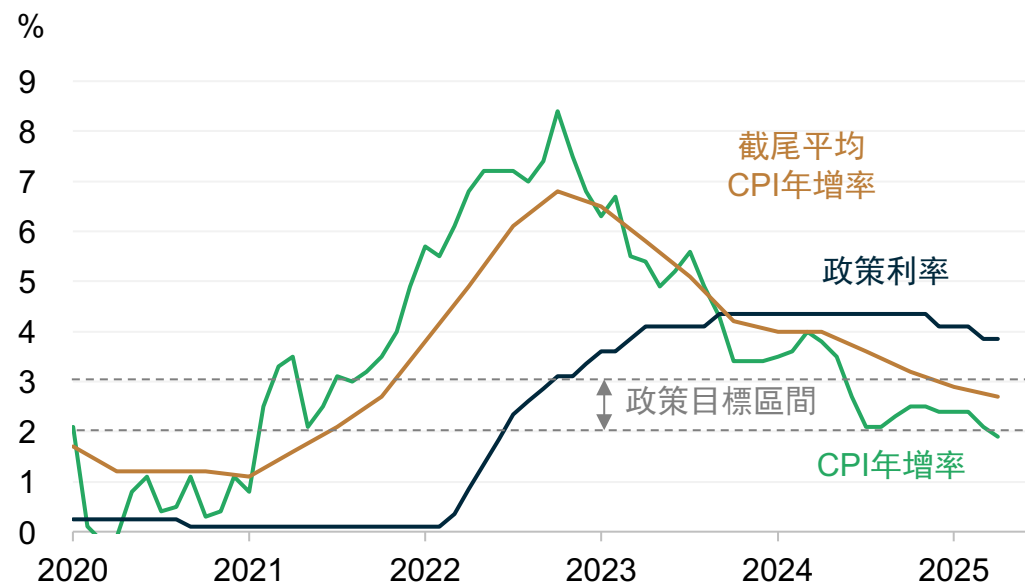
# 澳幣 高利影響持續浮現，澳洲內需降溫、通膨下滑；RBA降息前景不變，限縮澳幣上檔空間

澳洲Q2通膨降至2.7%，創下三年半新低，呼應內需消費放緩情勢。此外，失業率走揚、企業求才意願下滑，反映就業市場持續降溫。

對於貨幣政策的影響而言，即便7月RBA意外按兵不動，然主要考量1)通膨下降趨勢能否延續、2)外部關稅不確定性。隨內需放緩引導通膨續降，以及美國關稅導致外需放緩、出口動能減弱的情勢日趨明朗，預料RBA年內持續降息的方向不變，市場預期年底前將再降息2-3碼。

對於澳幣的影響而言，RBA年內仍有降息空間，幅度料大於聯準會，意味著短期內澳美負利差難以收斂。與此同時，美國關稅仍將壓抑全球景氣與貿易量、中國經濟則未見起色，皆不利大宗商品價格。**上述因素料將限縮下半年澳幣在美元偏弱背景下的上行空間，表現將落後於歐元、英鎊等主要貨幣。**

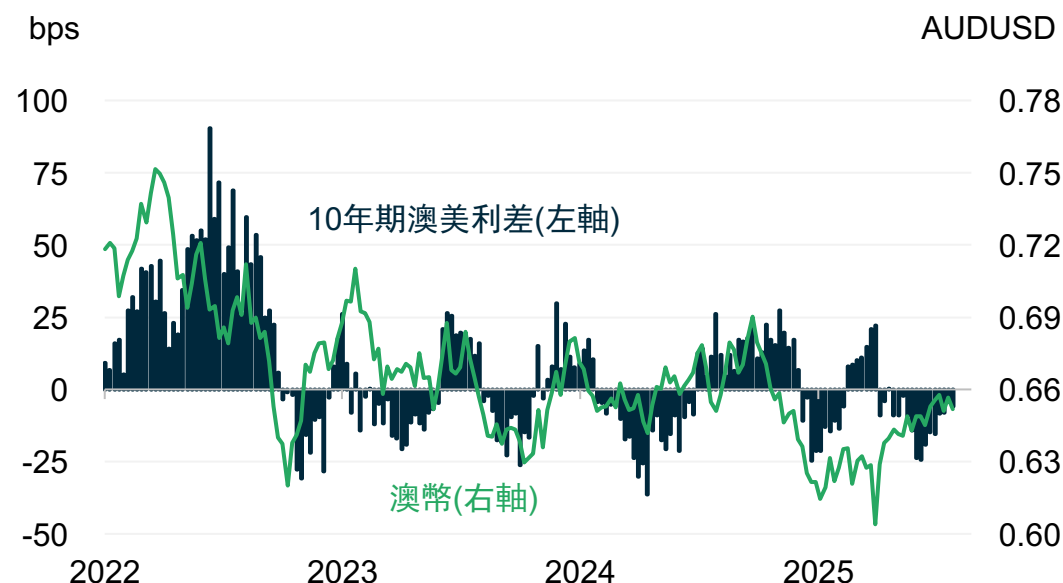
國內通膨壓力緩解，提供RBA降息空間



註：截尾平均CPI為RBA關注之通膨指標。

資料來源：Bloomberg。

澳美利差短期內恐難以收斂，將限縮澳幣續漲空間



資料來源：Bloomberg。

# Aug 2025

4	Monday	5	Tuesday	6	Wednesday	7	Thursday	8	Friday
美國工廠訂單		美國ISM服務業指數 歐元區PPI 歐元區零售銷售		台灣CPI 台灣PPI		美國初領失業金人數 英國央行利率會議 日本景氣動向指標 中國進出口		台灣進出口 日本貿易收支	

## 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