



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2025年7月11日

# 投資研究週報

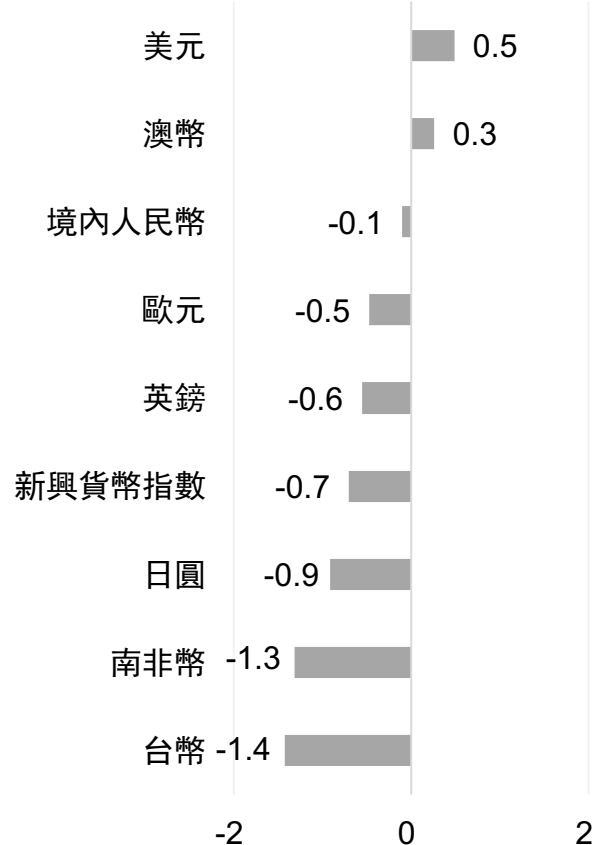
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 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：2025/7/3 - 2025/7/10。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- **對等關稅延後上路** 川普公布23國新稅率，大致與原對等關稅相當，其中多數高稅率國占美國進口比重不高，後續留意歐印台等國談判。關稅生效日延後至8/1，**各國可持續談判，稅率仍有調整可能。**
- **美國經濟將大而美？** 減稅法案有助提高可支配所得、刺激景氣。但利率居高背景下，債務加速成長將是中長期隱憂。短期方面，**財政部將增發國庫券填補現金缺口，留意未來一季流動性趨緊壓力。**
- **美股Q2財報開跑** 市場預估Q2獲利增速創7季新低，但若關稅不確定性日趨明朗，且主要國家稅率未大幅上調，配合大而美法案延續企業減稅，及投資激勵措施登場，2H獲利有上修空間。

### 2. 後續看點：美國CPI(7/15)、日本參議院改選(7/20)、FOMC會議(7/31)、新對等關稅開徵日(8/1)。

## 策略思維

1. **股市-獲利有望上修但評價居高，拉回再行布局：** 川普給予各國持續談判空間，若陸續達成共識，獲利可望重新上修，有利美股多頭格局。惟當前評價仍貴，不宜追高。
2. **債市-布債逢高鎖利，以中天期為主：** 勞動市場放緩、非商品通膨續降，待關稅不確定性降溫，聯準會可望重啟降息。在此之前，利率料延續區間波動。
3. **匯市-美元短線有望止貶，但弱盤格局不變：** 各國關稅若陸續明朗，可望降低非美貨幣升值預期，緩和美元短線續貶壓力。中長線而言，降息循環重啟引導利差收斂，美元仍是低檔偏弱。



# 對等關稅 | 貿易談判仍有磋商時間, 但美中供應鏈脫鉤趨勢不變

談判進展	國家	新稅率	原稅率	美國自該國進口比重
待公布	歐盟	-	20%	18.5%
	墨西哥	-	25%	15.5%
	台灣	-	32%	3.5%
	印度	-	27%	2.7%
達成共識	中國	30%	34%	13.4%
	英國	10%	10%	2.1%
	越南	20%	46%	4.2%
川普公布新稅率	加拿大	35%	25%	12.6%
	日本	25%	24%	4.5%
	韓國	25%	25%	4.0%
	馬來西亞	25%	24%	1.6%
	巴西	50%	10%	1.3%
	印尼	32%	32%	0.9%
	南非	30%	30%	0.5%
	菲律賓	20%	17%	0.4%
	伊拉克	30%	39%	0.2%
	阿爾及利亞	30%	30%	0.1%
親中	斯里蘭卡	30%	44%	0.1%
	泰國	36%	36%	1.9%
	柬埔寨	36%	49%	0.4%
	孟加拉	35%	37%	0.3%
	緬甸	40%	44%	< 0.1%
	寮國	40%	48%	< 0.1%
	汶萊	25%	24%	< 0.1%

## 貿易談判進展:

- 公布23國新關稅稅率, 多與4/2對等關稅水平相當, 部分調低。
- 稅率適用自該國進口之所有商品, 但不包含已公布之產業關稅, 如汽車、鋼鐵等。
- 關稅執行日自7/9延後至8/1。

## 事件解讀:

- 8/1前川普給予各國持續協商時間, 稅率仍可能調整。
- 23國中, 18國占美國進口比重低。關注歐日韓等國(占美進口六成)談判進展, 若後續達成共識、調降稅率, 再配合豁免(半導體、USMCA)與企業吸收, 負面影響可望低於4/2版本。
- 東南亞各國、金磚集團等立場親中國家, 稅率遠高於越南(20%)、英國(10%), 凸顯美中長期博弈局面並未改變, 供應鏈仍面臨美中脫鉤壓力。

註: 進口資料時間為2024年。利比亞等六國占美國進口比重皆小於0.1%, 未列於上表。

加、墨為芬太尼關稅, 符合USMCA者則豁免關稅。

資料來源: 國泰世華銀行整理。

## 對等關稅 | 首批談判稅率卻遭上修？美日協議恐有待大選結果底定

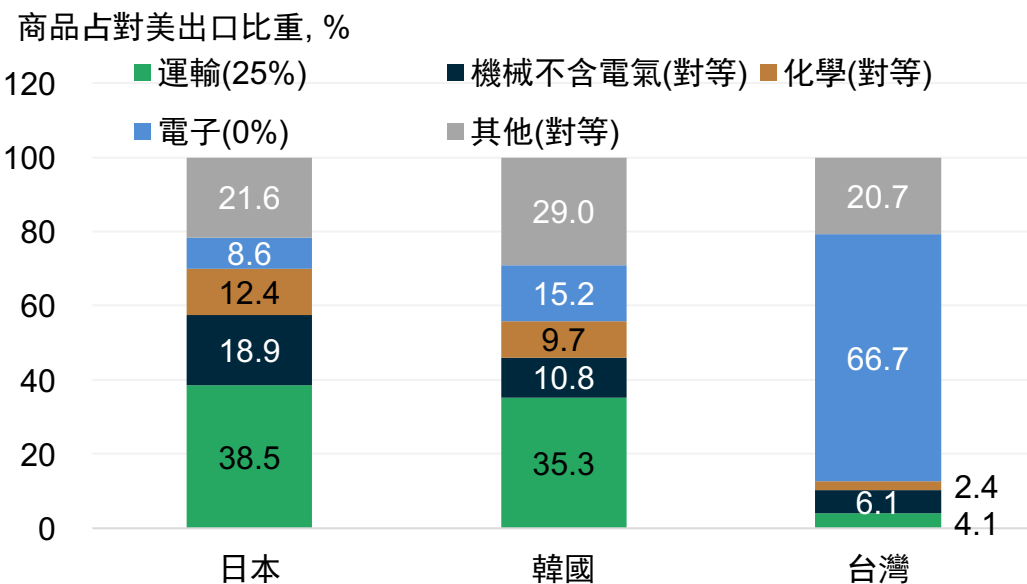
日本等關稅未如越南下調，推測兩大因素是讓美日談判陷入僵局、日本稅率調升的主因：

1)經濟與產業壓力：日本出口主力為汽車等運輸設備，占比近四成。作為對比，台灣以電子產品為主，且相關產品暫時或免於關稅。意味著**若美方堅持不調整25%汽車關稅，勢必重創日本汽車產業與整體經濟。**

2)參議院大選在即：民調顯示，民眾對自民黨的支持在高通膨背景下持續下滑。若此時談判立場軟化、對美讓利，恐令執政聯盟繼去年10月眾議院選舉後，再度失去多數席次。此將助長自民黨內部對於石破首相的反對聲量。另外，在野黨亦可能發起不信任投票，皆恐導致石破茂下台。

展望後市，**焦點擺在7/20參議院選舉**，若執政聯盟順利保留過半席次，石破政府的政治考量可望解除，將有利美日貿易談判推進；相反地，則需留意石破首相被迫下台、日本政治不確定性再度升溫，連帶導致談判受阻及後續關稅如實上調。

### 日本對美汽車出口比重近四成，相關稅率成美日癥結點



註：其他項目為對美總出口扣除上述五項類別，資料時間為2024年。括弧內為關稅稅率，對等指該國面臨之對等關稅。

資料來源：Census USA Trade Online。

### 石破政府力圖保持執政聯盟參院多數席次

政黨	眾議院	參議院
執政聯盟		
自民黨	196	113
公民黨	24	27
在野黨		
立憲民主黨	148	42
日本維新會	38	18
國民民主黨	28	12
令和新選組	9	5
日本共產黨	8	11
其他	14	20
合計	645	248

改選  
66席

資料來源：國泰世華銀行整理。





# 大而美法案 | 有助刺激景氣, 但債務加速成長是中長期隱憂

川普簽署大而美法案, 將延長2017年TCJA的個人與企業減稅措施、提高州與地方政府稅扣抵上限, 同時擴大企業投資稅收抵免。**將有助刺激民間消費與企業投資, 根據耶魯預算實驗室估算, 法案將可望提高2025-2027年每年GDP 0.2%。**

另一方面, 減稅將導致政府債務擴大, CRFB預估未來十年赤字將額外增加3.4兆, 公眾持有之債務占GDP比重將由2024年的99.6%大增至127%。即便假設每年關稅收入提高1800億<sup>1</sup>, 仍不足以抵銷債務增幅。**在財政部融資成本居高不下的背景下, 市場對債務可持續性的擔憂恐將持續。**

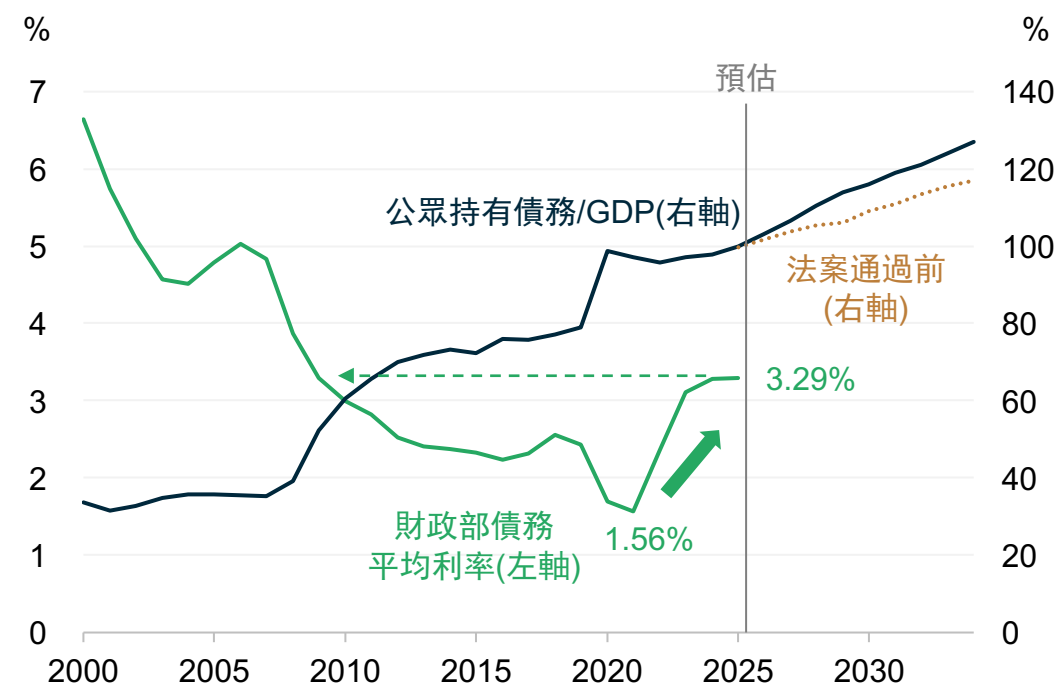
<sup>1</sup>2025/5關稅收入約220億, 較過去三年每月平均關稅收入70億成長150億, 年化後預估每年額外新增1800億。

## 大而美法案重點

重點	內容摘要	受益者	受害者
稅收調整	1.延續2017年減稅政策 2.州稅扣減上限提高至4萬美元 3.「不公平稅」者徵20%報復性關稅 4.取消綠能補貼	高收入、企業	清潔能源、進口商、低收入
國防邊境安全	1.國防支出增1500億美元 2.邊境安全撥款700億美元 3.設立每年遣返100萬人機制	國防工業	移民群體
產業補貼	增阿拉斯加土地租賃、小企業股票稅收排除額提高將有利新創、支持空中交管改革、製造業建設成本全額抵扣	石化能源、新創、航空、科技業	綠能與清潔能源補貼削減
福利縮減	收緊醫療補助與可負擔健保法案資格	財政短期減支	低收入

資料來源：國泰世華銀行整理。

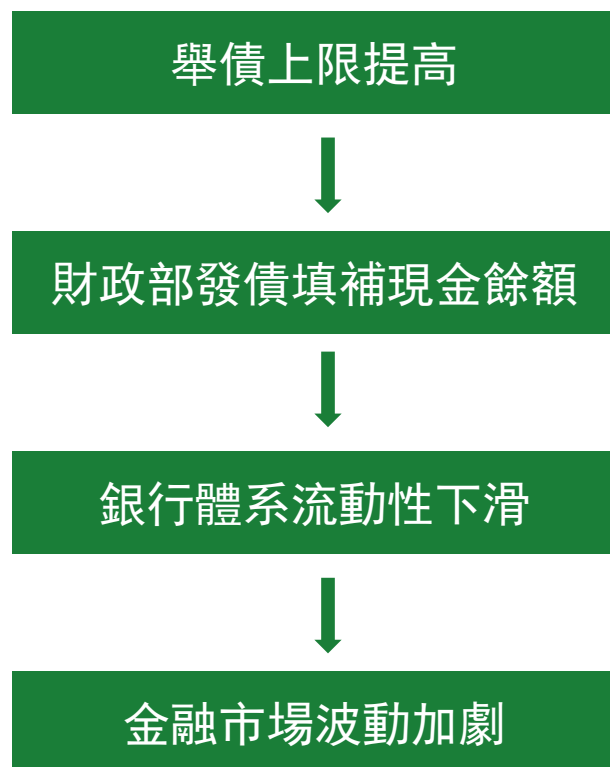
## 美國債務將因減稅法案而加速成長



資料來源：CFRB預估。

# 大而美法案 | 債務上限提高, 留意未來一季流動性收縮壓力

## 財政部填補現金缺口的影響傳導方式



資料來源：國泰世華銀行整理。

## 舉債上限提高, 財政部將發債填補 (TGA)



資料來源：Bloomberg。

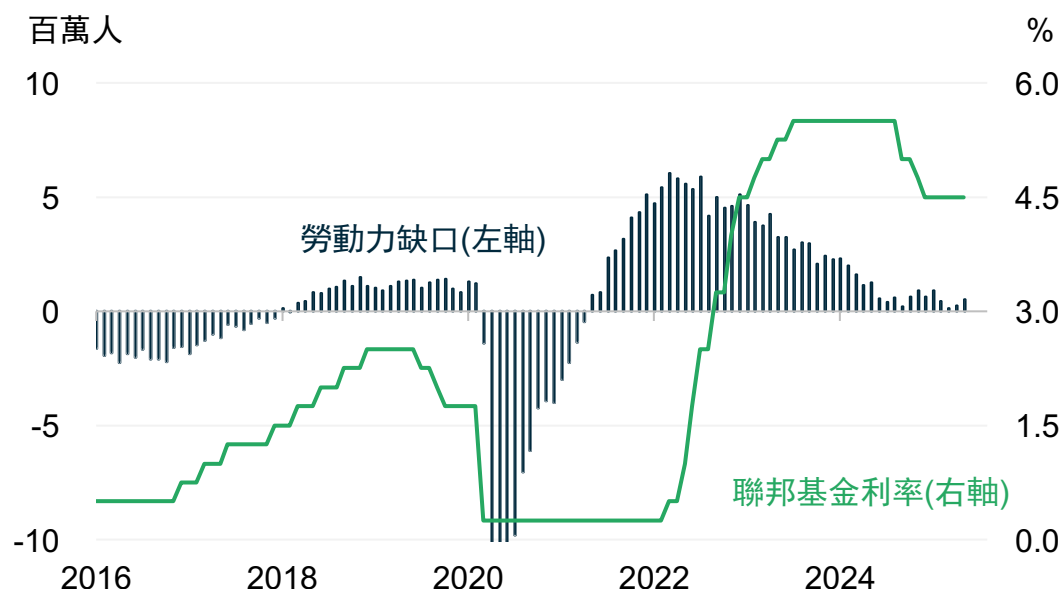
## 待關稅不確定性消除，聯準會可望重啟降息，有助緩和債務壓力

6月新增非農就業人數、失業率表現雙雙優於市場預期，7月降息的猜想隨之消退。然而，勞動參與率、每週工時、平均時薪等同步下滑，反映就業市場放緩的趨勢並未改變。

通膨方面，關稅確實增添商品價格上漲風險。然而，商品項目(不含能源)占PCE權重約25%，其餘75%包含服務、住房、能源等，分別受到勞動市場放緩、租金成長重回穩定、供過於求等因素影響，增速呈現放緩或負成長情勢，料有助緩和關稅上路後，通膨上揚的幅度。

展望後市，各國新關稅稅率將於8/1生效，意味著屆時與各國的貿易談判料告一段落，有利於聯準會評估相關影響。**關稅不確定性的降低，再考量景氣、通膨現況，下半年可望重啟降息。至於可能的時點？8/21-23舉行的全球央行年會，主席鮑爾或釋出政策風向球，是後續觀察重點。**

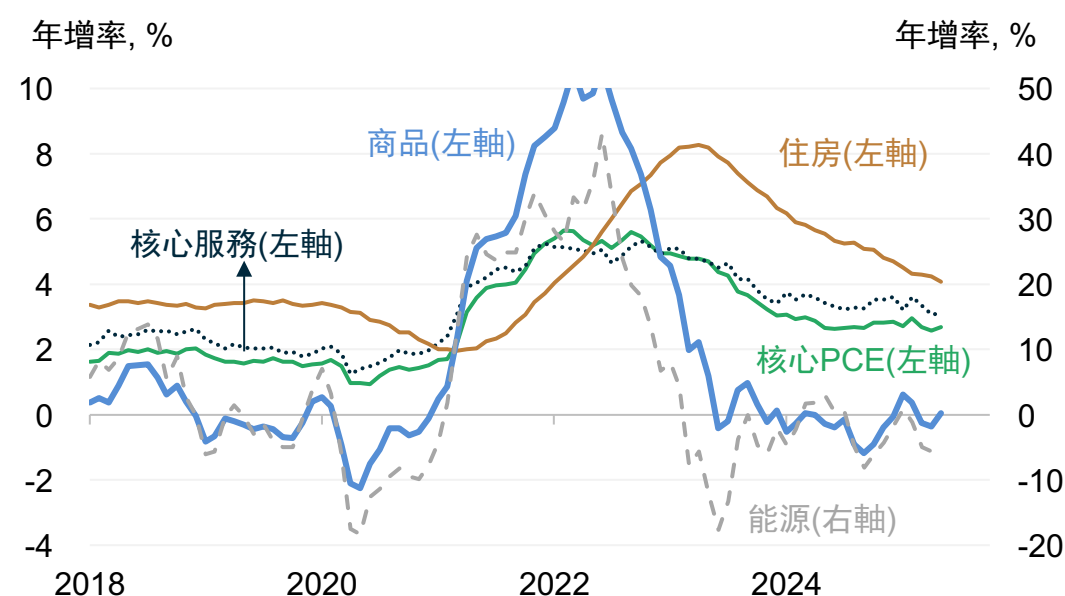
### 勞動市場：降溫方向並未改變



註：勞動力缺口為勞動供給(勞動力)減勞動需求(總就業人數加職位空缺)。2001/01至2025/05勞動力缺口與聯邦基金利率之相關係數為0.52。

資料來源：Bloomberg。

### 通膨：商品面臨關稅風險，但其餘項目增速皆放緩



註：核心服務不包含能源與住房。

資料來源：Bloomberg。

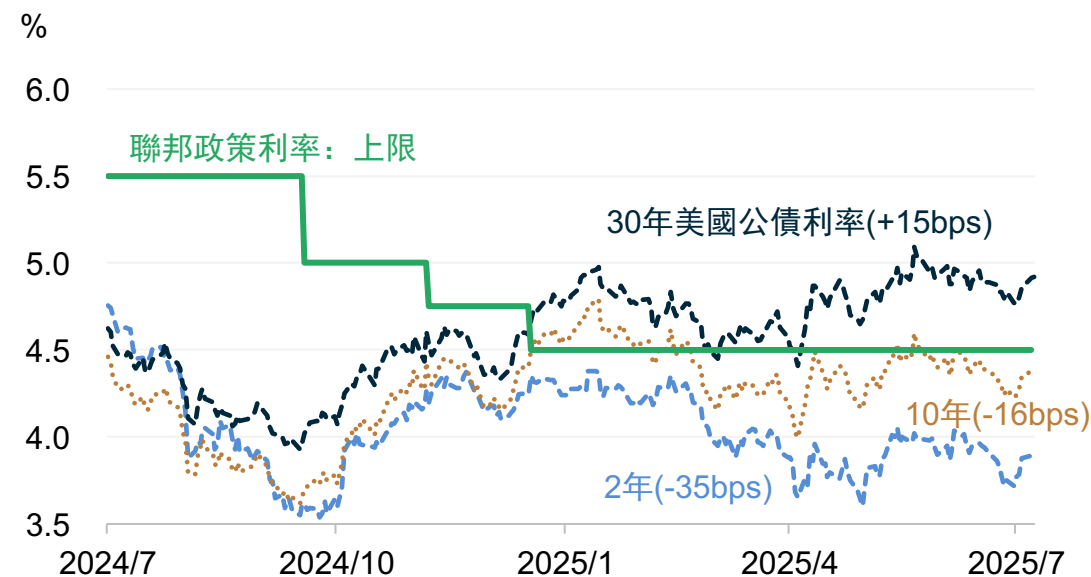


## 美元雙率 | 降息重啟前利率區間波動, 而後有望緩降; 美元則是低檔弱盤格局

利率：聯準會可望於Q3末、Q4重啟降息，有助引導利率回降。在此之前，則維持高檔區間波動格局。布局策略上，應**避免**1)超短天期債券的再投資風險；2)長天期債券的波動風險大。建議以**中短天期(2~10年)為主**，在兼顧穩定報酬率的同時，也有效平衡市場波動風險。

匯率：若關稅不確定性於未來幾週進一步明朗，談判引發的外幣升值預期可望降溫，有助緩和美元指數短期續貶壓力。中長期而言，降息循環重啟，與歐洲擴張性財政政策提振歐元的方向不變，預料美元仍是低檔偏弱。

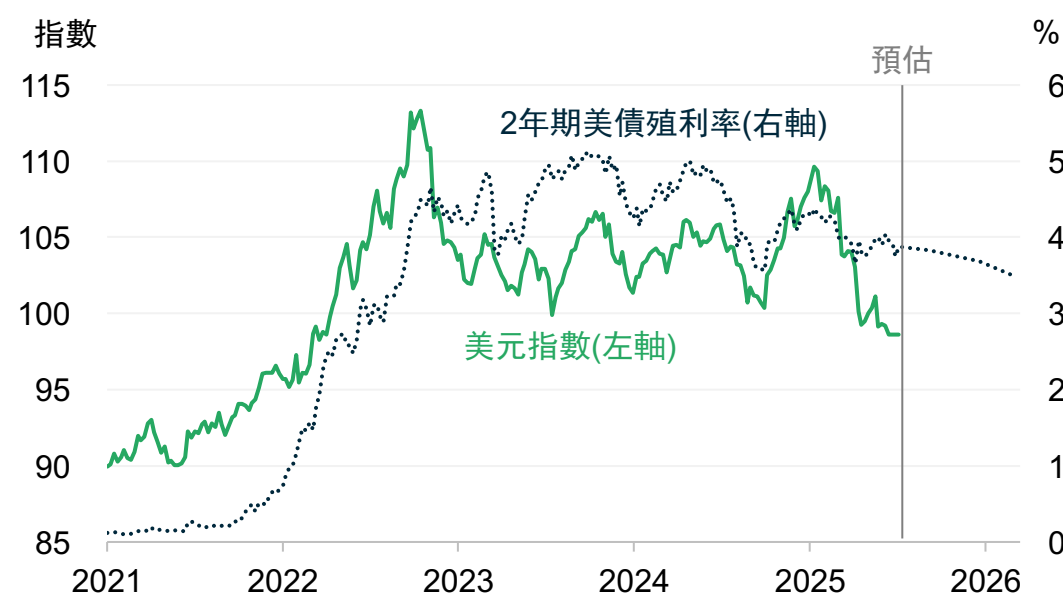
### 降息步調暫緩，美債利率持續震盪，但中短天期降幅較大



註：括弧內數字為年初至今殖利率變化幅度。

資料來源：Bloomberg。

### 市場預期Q3末起利率走降，將是美元的不利因子



註：2021/1/1至2025/7/4兩者相關係數為0.87。

資料來源：Bloomberg預估。

## 美股 | 隨關稅消息影響淡化, 獲利預估值有望上修。惟短線評價偏高, 採拉回布局

Q2財報季登場, 市場預期盈餘年增2.8%, 大幅低於4月初關稅上路前的7.4%, 未來三季預測值亦明顯下修, 反映企業在高度不確定性的背景下, 對於前景轉趨保守。類股來看, 科技、通訊族群受惠於AI發展趨勢, 獲利預期將延續雙位數成長, 表現最為強勁。

值得注意的是, 隨5月初美英達成協議、美中取得共識, **預測值下修趨勢已隨之停止**。若8/1前後美國陸續與各國達成協議, 且稅率未大幅度上調, 意味著最壞的情況或已由市場定價, 與此同時, 大而美法案通過, 企業減稅政策延續且投資激勵措施上路, 皆給予獲利上修可能。

展望後市, 企業獲利若重新上修, 將有利美股多頭格局延續。然而, 隨美股創下新高, 本益比亦回升至高位, 則為不利因子。策略上, 布局不宜追高, 可待關稅、債務疑慮等消息面短期雜音引發回檔調整時, 再分批進場。

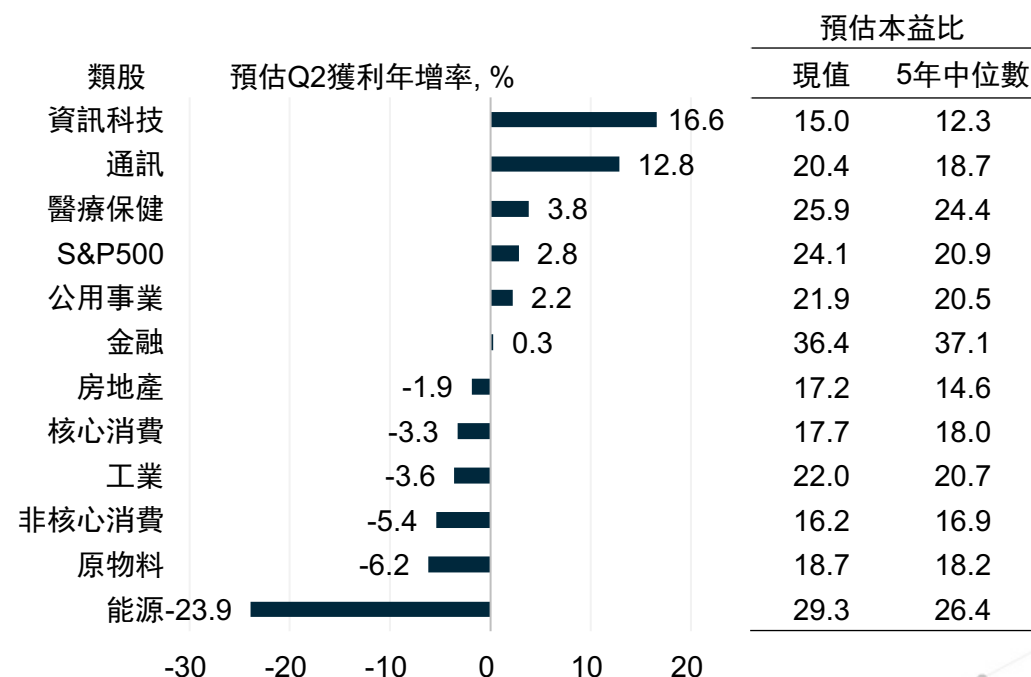
### 企業獲利預測值有望隨關稅明朗與財政刺激上修

標普500預估獲利年增率, %



資料來源: Bloomberg預估。

### 標普500與各大類股之Q2預估獲利、本益比



資料來源: Bloomberg預估。

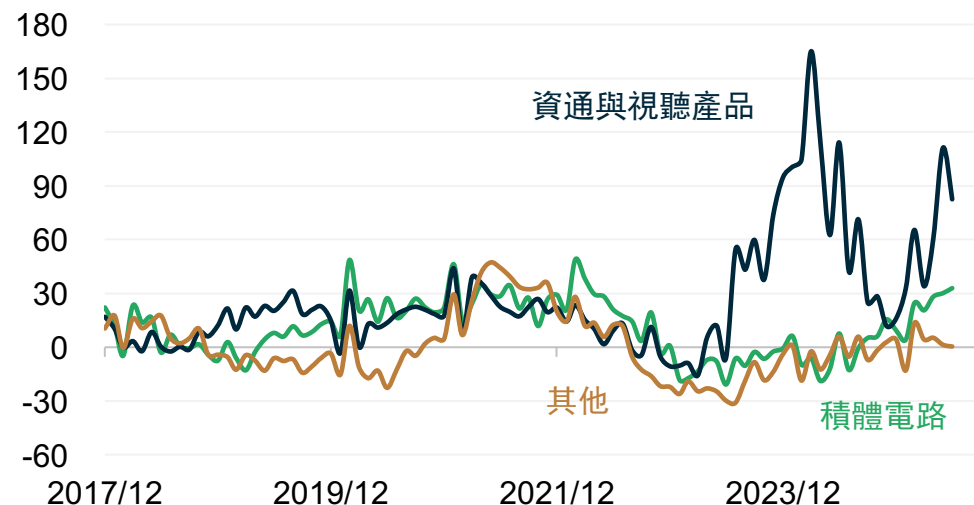
# 台股 關稅議題持續干擾，無礙台灣出口創新高

台灣6月出口金額533億美元，再創歷史新高，年增33.7%。其中資通與視聽產品、積體電路產品維持高成長，但除去這兩項與AI直接相關產品，其他產品的出口總額僅年增0.4%，幾乎是零成長，顯示因關稅問題提前拉貨的效應於3、4月後淡化，另外亦需擔心中國商品因美國高關稅而向外傾銷，對台灣非電子出口帶來的衝擊。

台灣出口分化，也反應在台股獲利表現上，台股上市公司第一季財報中，半導體股獲利佔全體上市公司43.2%，其餘電子股合計則佔23.7%，且獲利年增率分別為45.8%、50.7%，反之在金融、傳產部份就相對弱勢，因此除了對等關稅外，半導體關稅對台股的影响可能更大。在關稅不確定性未完全排除前，仍宜以分批方式布局台股。

## 台灣出口創新高，主要仍是AI相關領域帶動

出口年增率，%



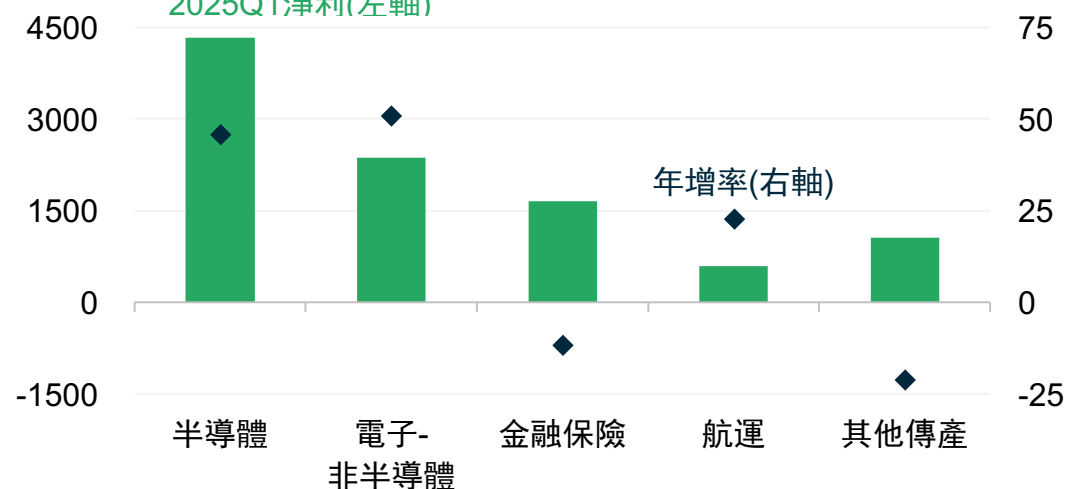
註：其他為總出口金額減去積體電路及資通與視聽產品。

資料來源：財政部。

## 台股獲利及成長性皆聚焦於佔獲利近7成的電子產業

億台幣

2025Q1淨利(左軸)



註：上市公司Q1財報。

資料來源：證交所。

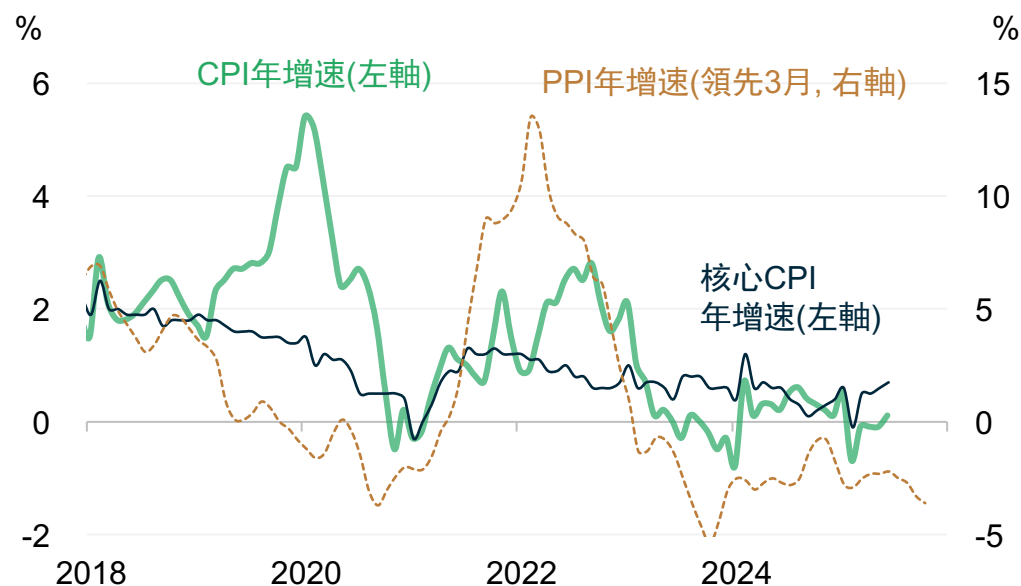
## 中國 6月CPI年增回正, 但通縮陰霾依舊, 尤其房市仍為總經短板, 也形成內需的拖累

中國公布6月CPI較去年同期攀升0.1%、月降0.1%, 其中食品價格、消費品價格都較上月下降, 服務價格則持平, 主要受到低基期及工業消費品價格有所回升、油價年減收斂影響。PPI則較去年同期下降3.6%、月降 0.4%, 進、出廠價格都呈現月減的狀況, 主要受到1)中國部分原材料價格下行、2)綠電增加帶動能源價格下降。

另一方面, 今年以來中國房地產一改去年底改善的狀況, 尤其存銷比仍舊位居高位。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。

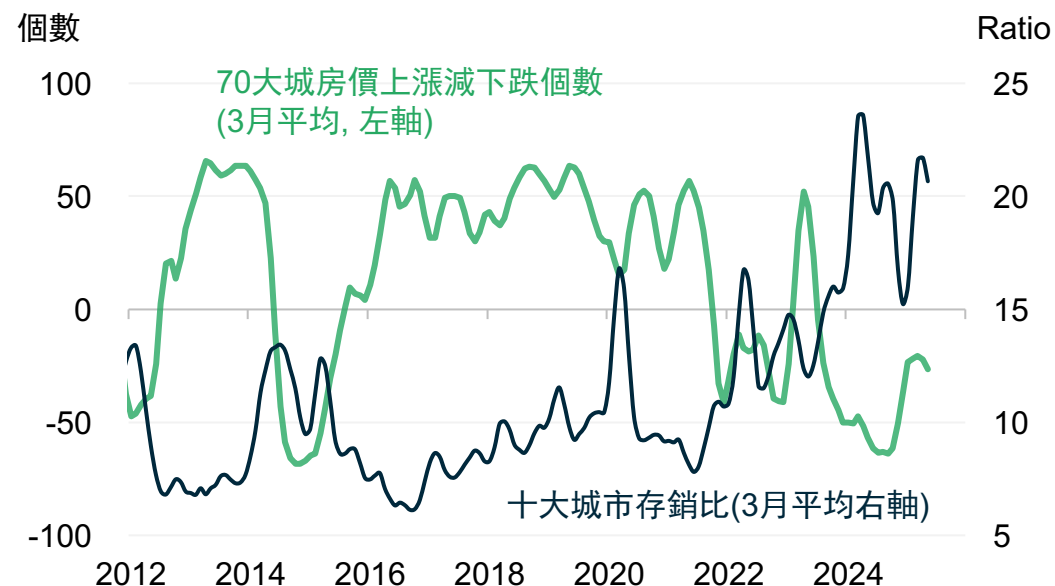
整體而言, 6月CPI年增回正, 但通縮陰霾依舊, 尤其房市仍為總經短板, 也形成內需的拖累。

### 中國CPI及PPI走勢



資料來源: Bloomberg。

### 房市仍為總經短板, 也形成內需的拖累



資料來源: Bloomberg。

# 中國 通縮陰影下，企業資金多用於股息與股票購回，穩定配息特質吸引資金青睞

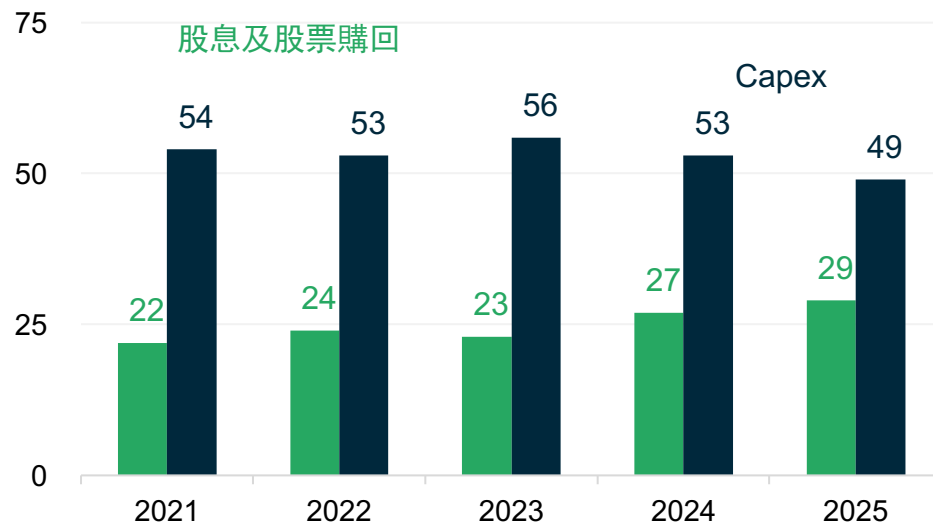
企業的資金運用策略正經歷顯著轉變。相較往年，**中國企業將更多資金用於股利發放及股票購回，而用於資本支出(Capex)的比重則相對下降。**顯示企業對於大規模擴張持謹慎態度，轉而將重心放在提升股東回報和鞏固財務穩健性上。此一策略性調整，也與通縮環境相關。

在通縮壓力下，定存及國債殖利率持續走低，也使得具穩定配息特質的股票受到市場資金青睞。這不僅**包括傳統上就擁有穩定配息的金融股，也涵蓋了如阿里巴巴、騰訊等有能力進行股票購回的大型科技企業。**加上這些公司基本面相對較佳，因此股票走勢也相對較強。

操作面，近日川普對各國普發關稅信函，再次增添市場擾動，但鑒於上述，中國大型銀行股及科技股仍具資金吸引力。加上這些股票在境外指數所佔的權重較高，因此，長線投資人若有意介入中國，**仍以追蹤境外指數的基金較為合適。**

## 中國企業資金用於股利及股票購回的比重較往年增加

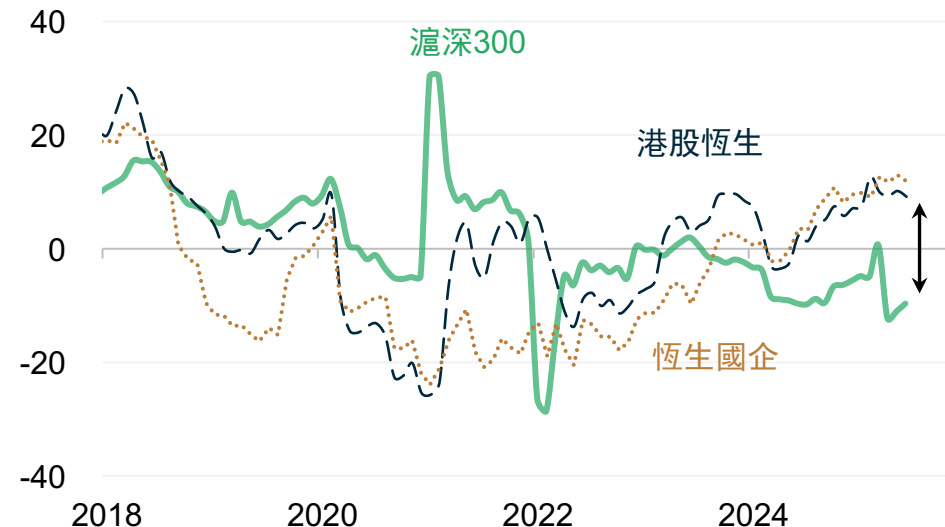
企業資金用途占比，%



資料來源：Bloomberg。

## 境內外指數的基本面明顯有所差異

EPS年增率，%



資料來源：Bloomberg。



# 新台幣 近期稅率結果凸顯匯率非川普關注的焦點，貿易談判涉及匯率的預期心理有望消退

由目前已公布的最新對等關稅的亞洲國家來看，明顯優於4/2的版本的僅有越南，然若觀察**越南盾自4/2至今收貶2%**，而多數匯率升值國家亞洲，並無在貿易談判上有明顯優勢，顯示**匯率非川普關注的焦點**，以越南例子來看，對美零關稅或是降低對美的非關稅的貿易壁壘，才是川普聚焦的重心。

關稅結果陸續出爐，應使過去擔心貿易談判涉及匯率的預期心理有所消退，且**若綜合考量匯率變化，恐為台灣傳產業出口的額外壓力**，而影響台灣出口大宗的**半導體關稅仍懸而未決**，將為下半年台灣貨幣政策轉鬆埋下伏筆。

除升值心理有望消退、加上步入7-8月台股除息旺季，外資可能有股息匯出需求，因此預期若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

國家	單位, %	4/2對等關稅 稅率(B)	最新對等關稅 稅率(A)	稅率變化 (A)-(B)	4/2-7/7 匯率升貶值
台灣		32	尚未公布	尚未公布	14
南韓		25	25	0	6
馬來西亞		24	25	1	5
泰國		36	36	0	5
日本		24	25	1	2
印尼		32	32	0	2
中國		34	30	-4	1
菲律賓		17	20	3	1
柬埔寨		49	36	-13	0
越南		46	20	-26	-2

資料來源：國泰世華銀行整理。

談判涉及匯率預期消退，TWD將更回歸Fed降息預期



資料來源：Bloomberg。

# July 2025

14	Monday	15	Tuesday	16	Wednesday	17	Thursday	18	Friday
日本核心機械訂單 日本工業生產 中國進出口		美國CPI 歐元區工業生產 中國GDP 中國產銷投		美國工業生產 歐元區進出口 英國CPI		美國零售銷售 美國進口物價指數 歐元區CPI 英國失業率 日本進出口		美國新屋開工、營建許可 美國密西根大學消費者調查 日本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