



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

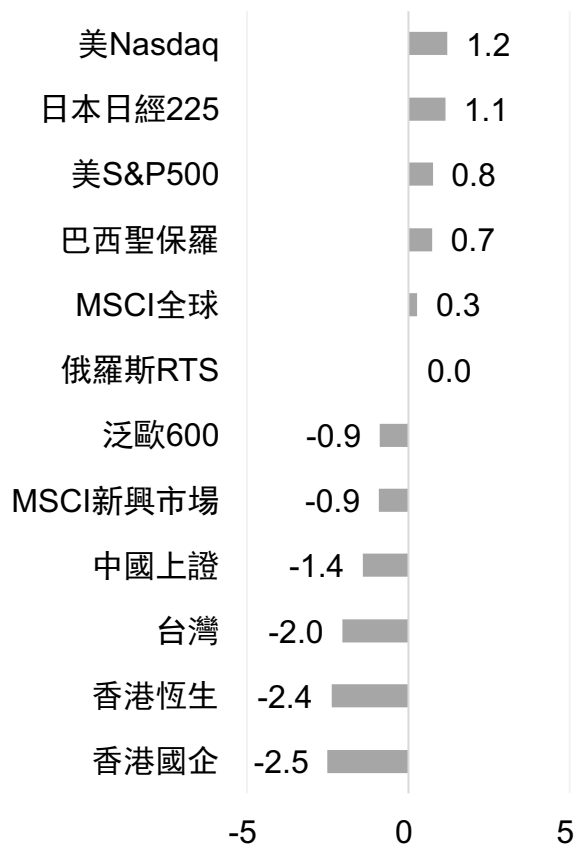
2025年5月29日

# 投資研究週報

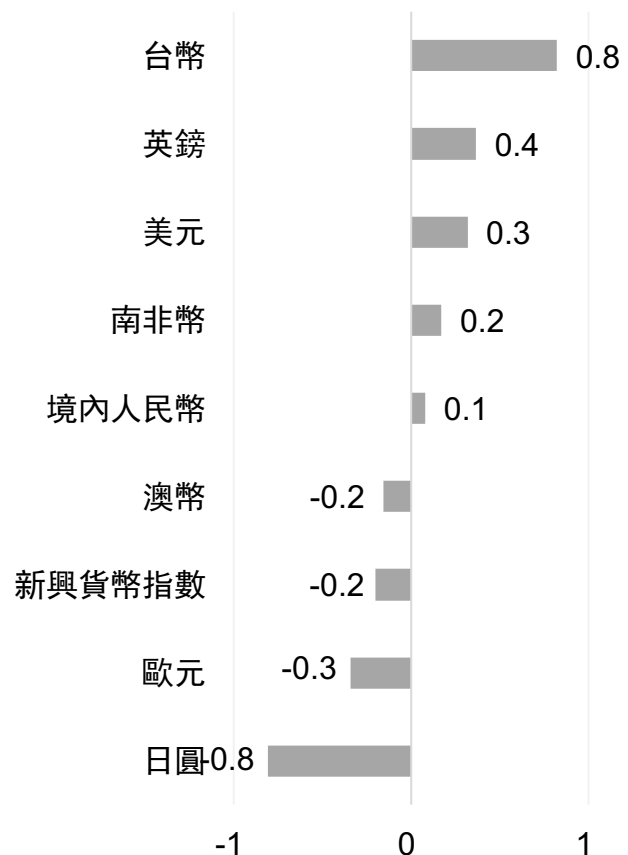
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

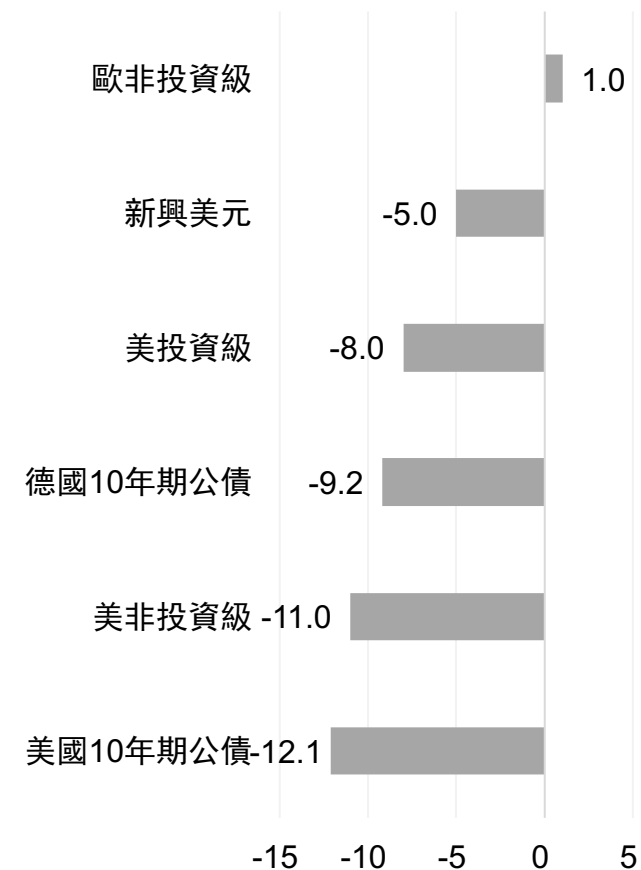
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/5/21 - 2025/5/28。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- **長天期美債利率上探波段高位,「疑美論」捲土重來?** 主要國家利率同步上升、美國與各國利差未明顯擴大,美債並未獨遭拋售。
- **日債利率竄高,影響幾何?** 日本4大壽險業者未實現損失大增,增添日債利率續揚壓力。BOJ未來升息與QT步伐如何調整,將是關注重點。長線而言日債吸引力提升,留意資金挪移效果。
- **央行放手,新台幣將怎麼走?** 美元趨弱、非美貨幣齊漲背景下,可觀察亞幣動向。

### 2. 後續看點：

- ISM製造業指數(6/2)、就業報告(6/6)、對等關稅暫緩截止日(7/8)。

## 策略思維

1. **股市-「歐盟50%關稅」提醒風險猶存,股市不宜追高:** 川普政策朝令夕改,意味著不確定性仍高;下半年減稅、各國加大對美投資等有助提振景氣,股市長線不看淡,布局宜多元分散。
2. **債市-利率波動風險增,天期選擇以中短債為優先:** 聯準會淡化降息預期、政策風險導致期限溢價擴大,利率延續高檔區間情勢。
3. **匯市-利空因素猶存,美元延續弱盤:** 債務疑慮、關稅政策不確定性雙雙壓抑市場信心,美元低位弱勢。



## 美債利率雖上揚，但走勢與各國相當，且市場情緒未見恐慌，降低持續彈升風險

中長天期美債利率上探波段新高，然而，債市波動率並未隨之放大，與對等關稅公布後的反映明顯不同，顯示市場情緒並未進入恐慌。

與此同時，主要成熟國家公債殖利率齊揚，日本、英國分別在20年期公債標售需求疲軟，以及4月CPI高於預期的影響下，利率升幅甚至更勝美國，顯示**近期美債利率上揚導因於各國利率上漲的比價效應，並非美債單獨遭到拋售**。此外，由美國與各國之利差的角度觀察，亦無顯著擴大狀況，則再次呼應前述情勢。

### 美債利率雖走高，但債市波動度並未大幅攀升



註：MOVE指數衡量美國公債預期波動率。灰色區域為4/2對等關稅宣布至4/9對等關稅暫緩90天實施之期間。

資料來源：Bloomberg。

### 日債引領主要國家利率走高，美國與各國利差未擴大

國家	10年期公債利率(%)	變動幅度(bps)			
		5/16-5/23	5/23-5/28	川普上任至今	降評後利差變化
美國	4.44	3.4	-3.4	17.3	-
日本	1.47	7.5	-2.3	52.8	-4.0
挪威*	4.04	3.3	-1.3	13.0	0.1
英國	4.66	3.2	-3.7	13.7	-5.0
瑞士*	0.25	2.4	4.6	-16.6	0.8
法國	3.20	-0.2	-6.0	4.6	2.4
丹麥*	2.74	-1.6	-5.6	5.9	2.7
德國*	2.53	-2.3	-2.5	10.7	2.4

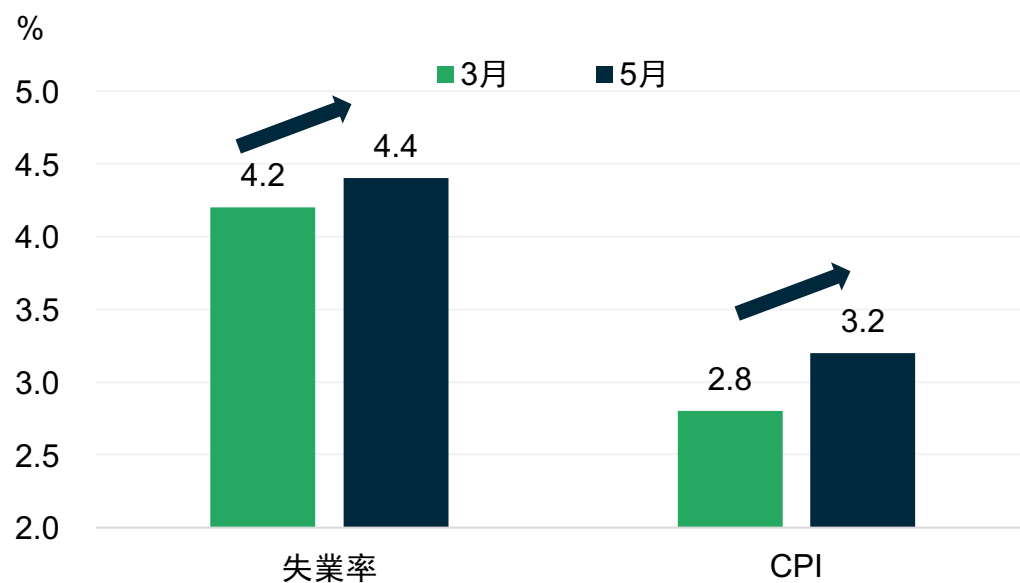
註：“\*”標注之國家為獲得三大信評機構評等為Aaa者。降評後利差變化指降評前(5/16)、後(5/28)美國與各國利差的變動幅度。

資料來源：Bloomberg。

## 利率上升的原因(一)：經濟前景仍有高度不確定性，聯準會引導降息預期延後

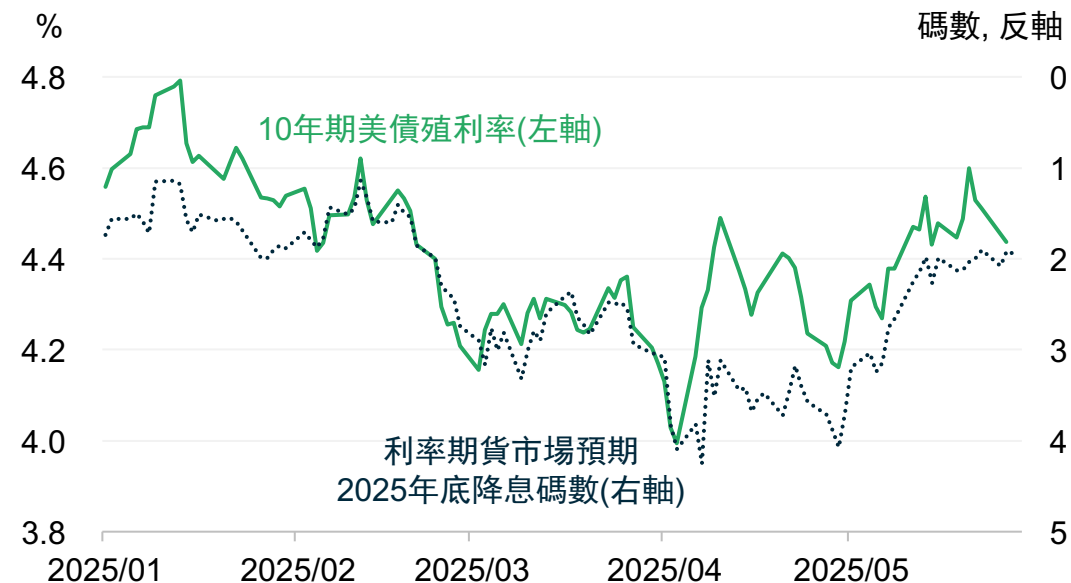
從5月FOMC會後記者會，到近期多位官員公開談話，聯準會皆傳達**政策有意維持觀望的立場**，主因關稅對於經濟、通膨的影響不確定性仍難以判斷，且雙重使命的決策可能出現兩難。影響所及，市場對於預期年內首度降息的時點，由1個月前預期的7月，延後至9月，連帶推升公債殖利率走揚。展望後市，聯準會料持續觀望美國與各國貿易談判結果，以及最終關稅稅率，始得以評估美國經濟前景，意味著**短期內政策持續按兵不動的機率高，利率將延續區間波動情勢**。

### 關稅上路後，市場上修美國失業率、通膨率



註：3月、5月分別代表Bloomberg當時之預測值。  
資料來源：Bloomberg預估。

### 5月起降息預期降溫，引導利率同步走高



資料來源：Bloomberg預估。

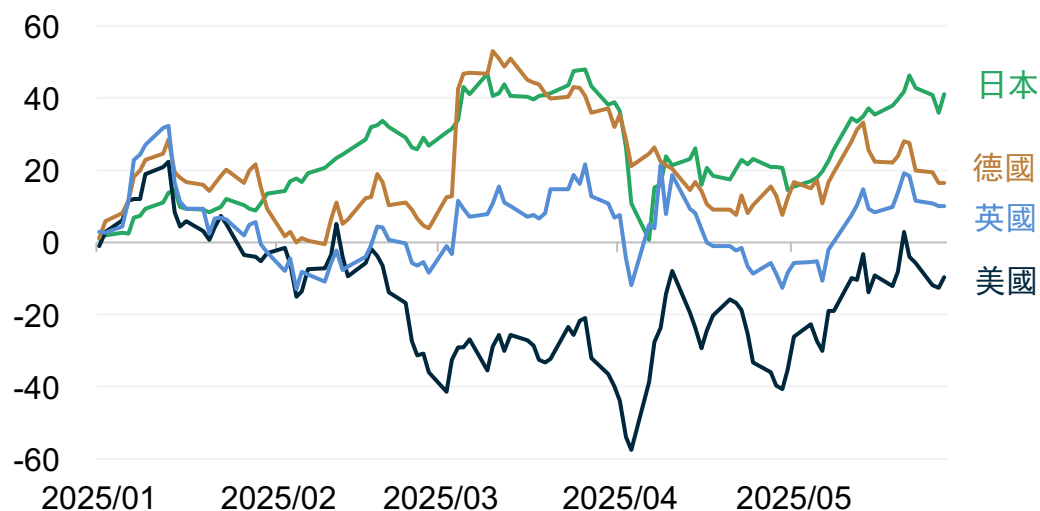
## 利率上升的原因(二)：日債利率竄高

5月份日債利率進一步走高，中長天期升幅來到20-33bps，為主要國家中漲幅最大者，連帶引導各國公債利率齊揚。主因在於：

- 1) 升息預期回溫：美國對等關稅暫緩後，市場預期12月升息機率由4月初的35%，回升至74%，市場預期年內可能再升息一碼。
- 2) BOJ持續QT：4月份BOJ持有公債規模創下22年底以來新低，總資產731兆較高峰下滑33.6兆/4.4%，值得注意的是，BOJ持有5成日債，為最大買家，量化緊縮導致公債買盤減弱。

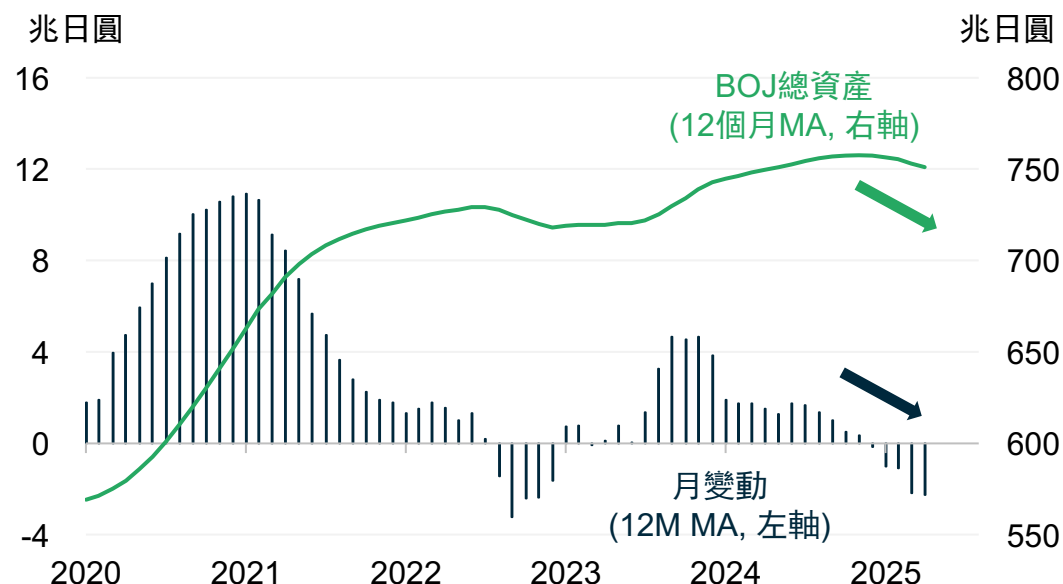
### 日債利率今年漲幅居主要國家之冠

年至今10年期公債殖利率漲跌幅, bps



資料來源：Bloomberg。資料時間截至2025/5/28。

### 去年7月BOJ啟動量化緊縮，資產規模持續下滑



資料來源：Bloomberg。



## 日債 | 日本壽險業壓力加劇，考驗BOJ政策調整與溝通能力

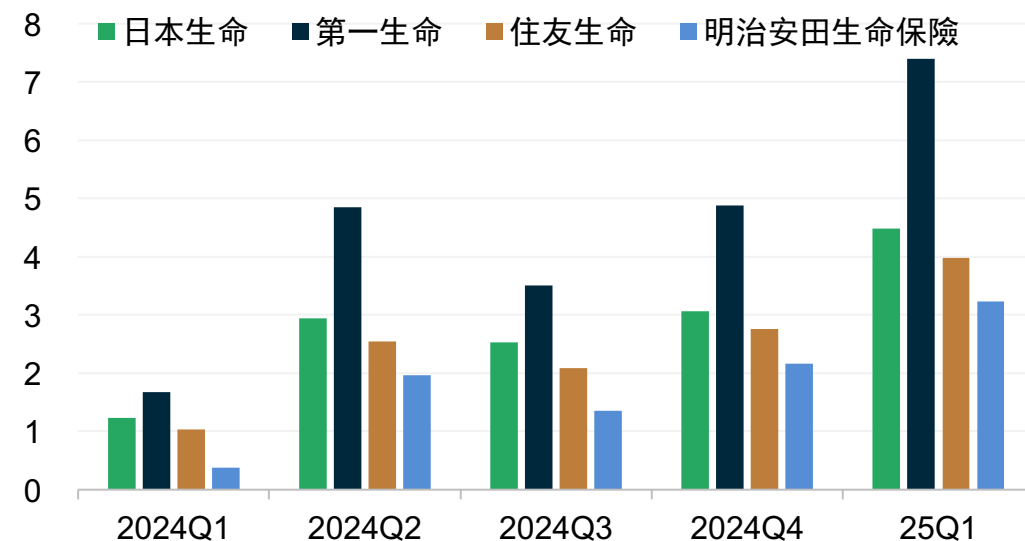
日本長期的低率環境，導致壽險業者1)拉長債券存續期間、2)布局海外債券等方式以提高收益率。然而，過去三年國內外利率同步走高，導致債券部位出現大量未實現損失，日本前四大壽險業者今年三月底合計未實現損失高達8.5兆日圓，較去年同期大增6.5兆。

以日本最大壽險業者日本生命保險為例，持有中長天期(到期日高於10年)債券占總證券資產比重高達74.9%，凸顯**公司高度利率風險**。債券雖可「持有至到期」避免虧損，但部分在會計的認列中仍列於「備供出售」(市值計價，並認列未實現損失)，將**導致償付能力下滑，衍生監管與增資壓力**。

另外，日本國內利率上揚亦降低保險產品吸引力，民眾保單解約需求則帶來流動性壓力。**前述因素皆助長日本壽險業者減持日本公債的壓力，進而再導致利率續揚的惡性循環**。有鑑於此，日本央行已召集債市參與者徵詢意見，6/17利率會議是否調整QT步伐與未來升息步伐，將是關注重點。

### 日本4大壽險業者債券未實現虧損金額、佔比大幅上升

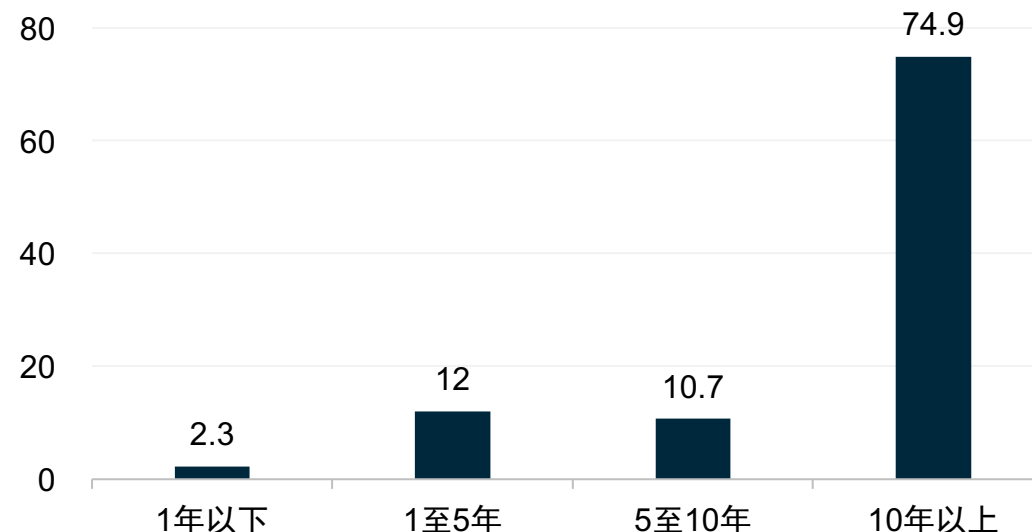
未實現損失占證券投資比重，%



資料來源：Bloomberg。

### 日本生命保險持有大量中長天期債券

各到期日債券佔比，%



資料來源：Nissay。

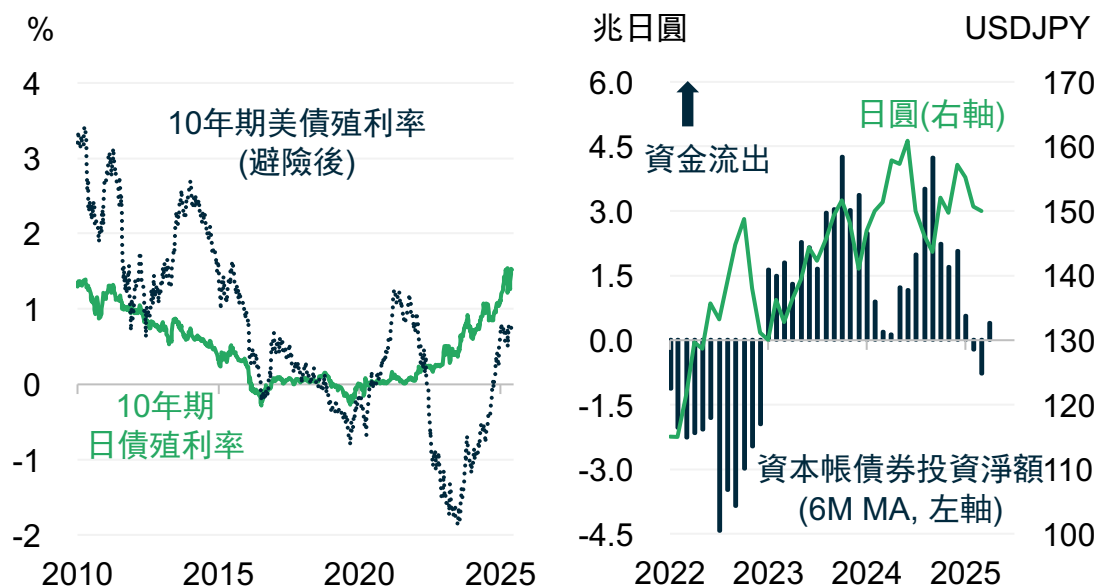
## 日債 | 長線而言吸引力提升, 留意資金挪移效應

日債利率擺脫長期低位情勢, 尤其是過去三年以來, 海外債(扣除避險成本)收益已不若日債, 意味著日本長線機構投資人需提高信用曝險(海外公司債)以拉抬收益率, 抑或選擇增持國內債券。以全球最大養老金日本GPIF為例, 2020年隨美債殖利率(避險後)低於日債, 已逐漸提高國內債券部位。而過去三年日債利率走揚, 持債規模則進一步提高, 並降低海外債部位。

對於金融市場而言, 可能的影響有二:

- 1)日本資金對於美債的買盤力道收斂, 已反應在去年起國際收支帳中, 債務證券淨額大幅收斂的情勢之上。
- 2)資金流出導致日圓匯價弱勢的狀況可望逐漸改善。

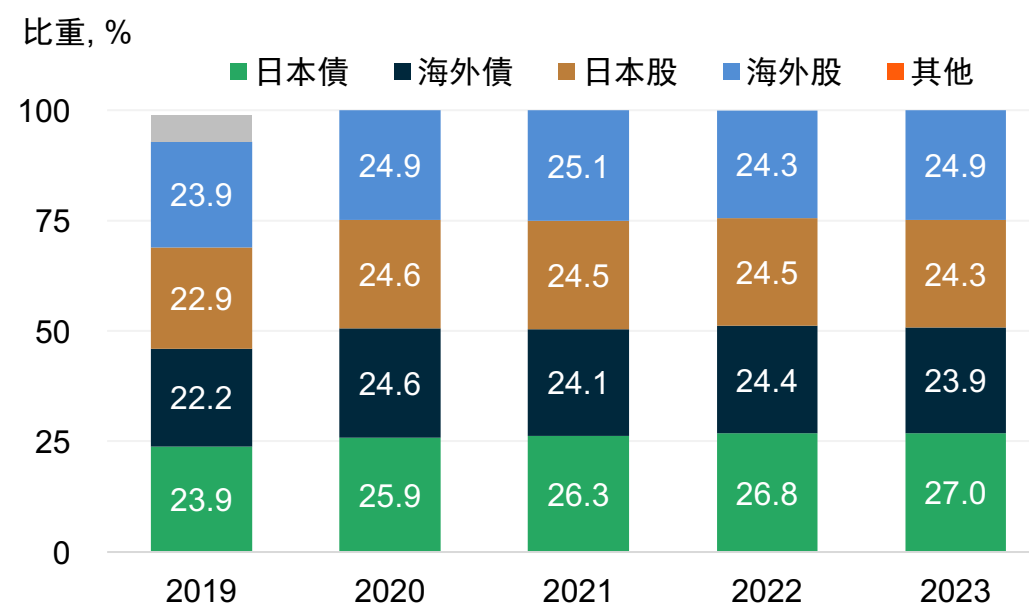
### 美債利率雖位居高位, 但扣除避險成本後低於日債利率



註: 避險成本以當期日圓匯率與12個月遠期匯率之差距計算。

資料來源: Bloomberg。

### 世界最大養老金日本GPIF過去五年持續增持日債



註: 年份為財年。

資料來源: GPIF。



## 新台幣 | 美元弱盤下，觀察亞幣動向

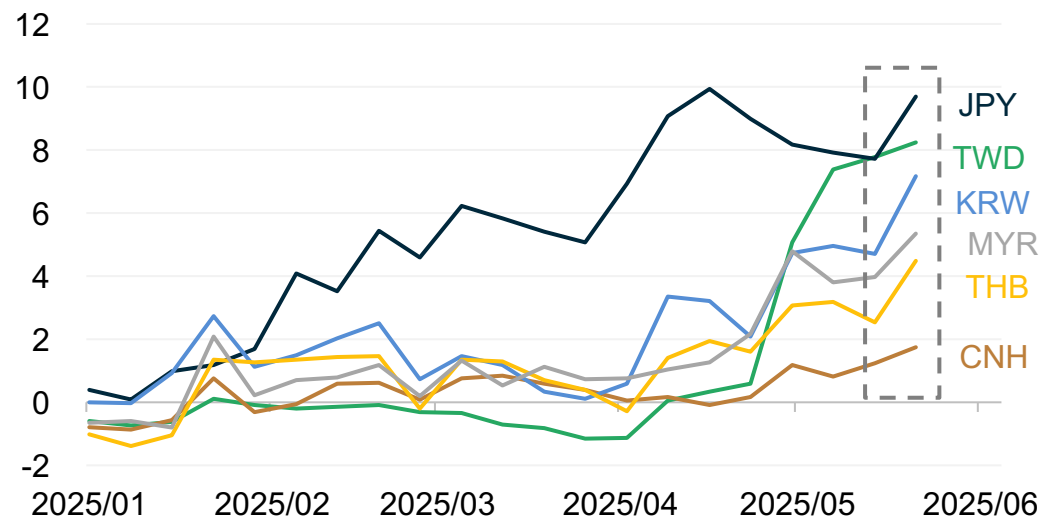
川普威脅對歐洲課50%關稅後又隨即暫緩，反覆不定的態度、加上減稅法案恐加劇美國赤字的問題，再度壓抑市場情緒，美元指數走弱，亞幣多呈現升值的格局，新台幣升破30整數關卡，創下2年新高。後續是否重演5月初急漲行情？研判可能性不大，主因：

1)歷經此前急漲後，近期新台幣升值幅度明顯較亞幣溫和，顯示升值預期在月初宣洩後，已有所緩和。2)新台幣名目有效匯率於近期回到波動區間上緣，顯示央行動態維穩的態度堅決。3)美國對半導體關稅、台灣對等關稅談判結果未定下，恐降低外資持續大幅回補台股的意願。

綜上，預期若聯準會今年未大幅降息，新台幣再急漲難度較高，可觀察亞幣走勢。

### 台幣在5月初急漲後，近期升值幅度已明顯較亞幣溫和

YTD升貶幅, %



資料來源：Bloomberg。

### NEER已回到歷史波動區間，透露央行動態維穩決心

TWD名目有效匯率(NEER)



註：依過去經驗央行多採36個月(約600個交易日)移動平均作為基礎。採花旗台幣名目有效匯率(NEER)。NEER指數走升表示該國貨幣相對一籃子外幣的加權平均價值上升。

資料來源：Bloomberg。

## 新台幣 | 境外基金、債券型ETF規模龐大，留意美國政經不確定性衍生的潛在風險

4月份台灣全體貨幣機構外幣存款大減2738億，降幅創下4年之最，新台幣當月升值3.51%或為一大主因。值得注意的是，同期新台幣存款增加1315億元，創下年內次高，或反映部分外幣存款回流所致。

另外，以國人持有境外基金規模觀察，4月淨贖回353億創下疫情以來新高；境內基金雖然維持淨申購，然大致呈現賣外債(債券型ETF)、買台股(股票型ETF)情勢，雙雙呼應資金回流情勢。

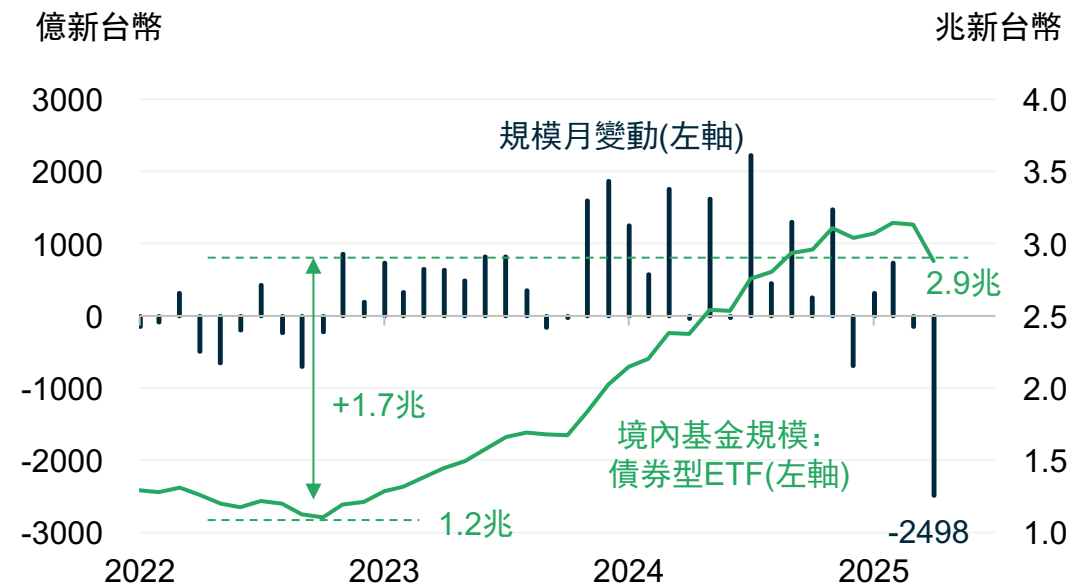
值得注意的是，2022年6月至2025年4月，境外基金累計淨申購高達5957億、國內債券型ETF規模則成長1.7兆/144%。若未來國際政經局勢再度趨於動盪，導致資金回流意願升溫。

### 境外基金：4月贖回金額大增



資料來源：基金觀測站。

### 境內基金：債券型ETF規模降幅創下歷史新高



資料來源：Bloomberg。

## 美國 蘋果雖面臨關稅威脅, 但回流美國生產的可能性也低

美中貿易談判暫時落幕, 川普5/23又開新戰場, 公開要求蘋果必須在美國本土生產手機, 否則將對進口手機課徵至少25%關稅, 使得單日股價跌幅達3%。對蘋果而言, 若25%無法避免, 調高售價將不可避免, 但幅度可能介於10-20%, 不至於達25%, 因為1)美國市場僅佔蘋果銷售的30%, 2)擴大印度產能(目前佔20%), 並善用印度目前10%稅率的優勢。

至於蘋果是否回美國製造業, 目前研判可能性仍舊偏低, 因為1)美國製造業的成本翻倍, 售價將遠高於關稅的衝擊, 2)美國相關供應鏈不足, 且勞工技術不足, 3)川普本意也不是低端製造業回流美國。

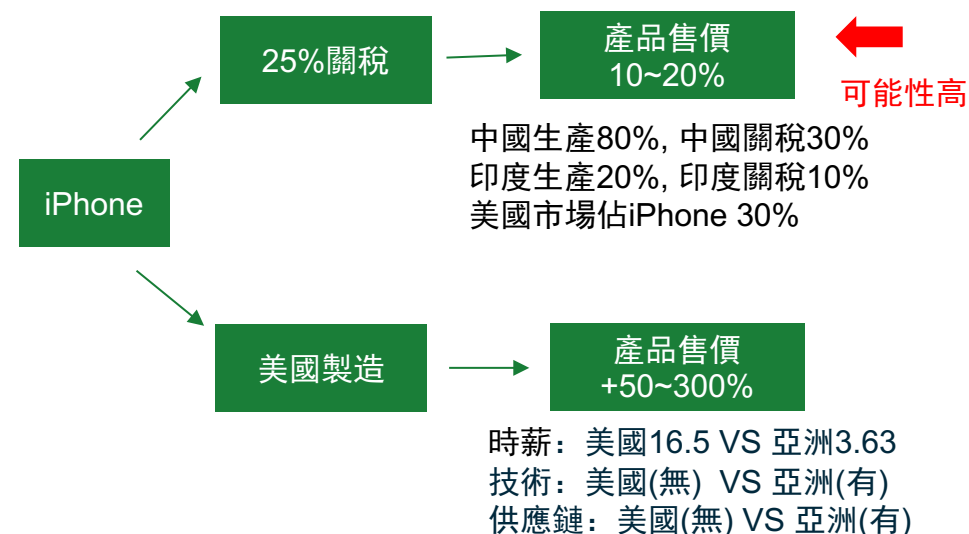
iPhone成本結構分析

iPhone 15 Pro	各項成本(美元)	佔比(%)	若美國生產
材料	\$500~\$560	43.1	\$750~\$840(至少增加50%)
組裝與製造	\$5~\$10	0.7	\$25~\$50(預期5倍)
物流與運輸	\$4~\$6	0.5	\$2~\$3(預期減半)
研發平攤	\$20~\$50	3.8	\$20~\$50(預期不變)
行銷與銷售	\$30~\$60	4.6	\$30~\$60(預期不變)
毛利	\$400~\$600	46	\$400~\$600(預期不變)
售價	\$1099~\$1299	100	\$1347~\$1576

註：材料成本上升至少50%，以台積電美國毛利率30%，但台灣廠毛利率60%為參考，若考量其他材料，如面板、記憶體等，實際成本絕對高於50%。

資料來源：Counterpoint Research, 國泰世華銀行整理。

美國缺乏iPhone供應鏈、勞動力, 回流可能性仍偏低



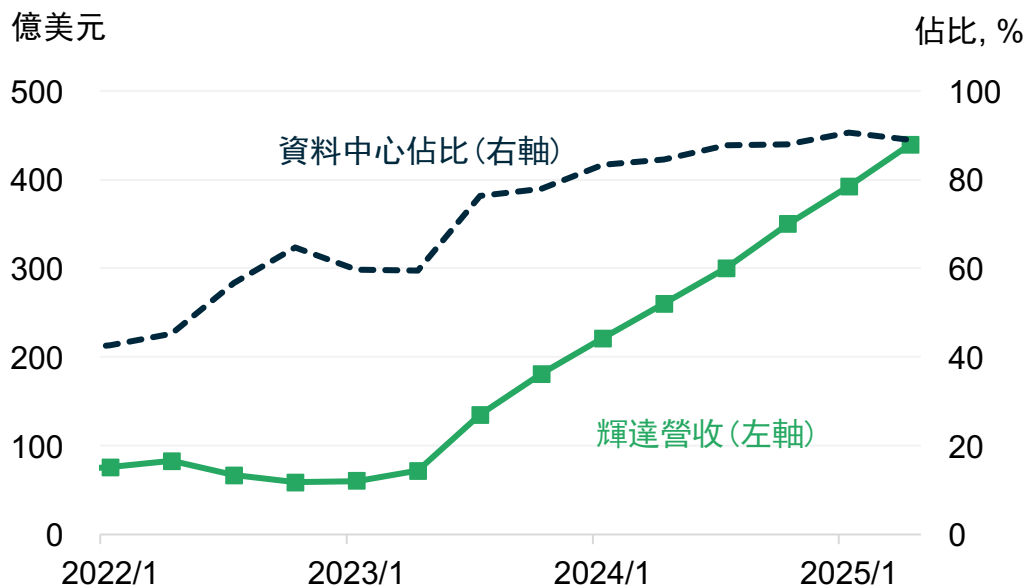
資料來源：國泰世華銀行整理。

## 美國 中國半導體禁令，衝擊輝達上季營收及本季財測

由於資料中心快速成長，使得輝達去年Q4營收再創歷史新猷，從393億美元上升441億美元，不過，受到H20禁售令影響，產生45億美元的費用，使得EPS僅0.76美元，毛利率也跌破7成至65%，皆不如預期。展望未來，H20禁令也將造成80億美元的收入減少，Q2營收雖可望再攀新高，達450億美元，但亦不如預期市場。**但排除H20的衝擊，Q1的EPS則達0.96，高於市場預期。**

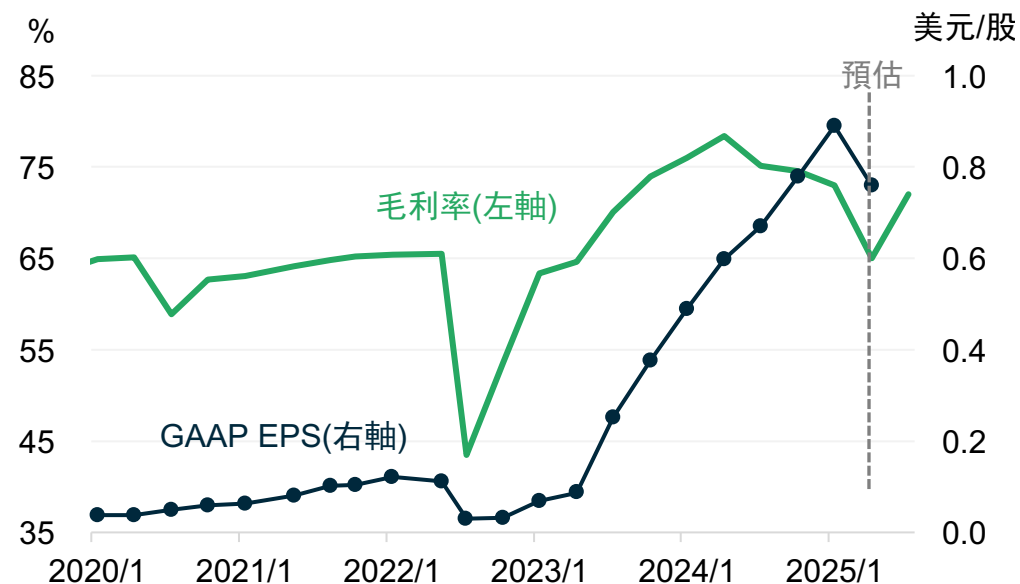
自4/9川普政府發布禁令以來，已造成100億美元的相關損失，且H20目前無法轉售，只能等待政策的調整。所幸，**隨著Blackwell加速出貨，可望彌補H20的衝擊，Q2的毛利率可望重新站回70%。**

### 資料中心高速成長，持續推動輝達營收創新高



資料來源：輝達財報。

### 中國半導體禁令，衝擊上季營收及本季財測



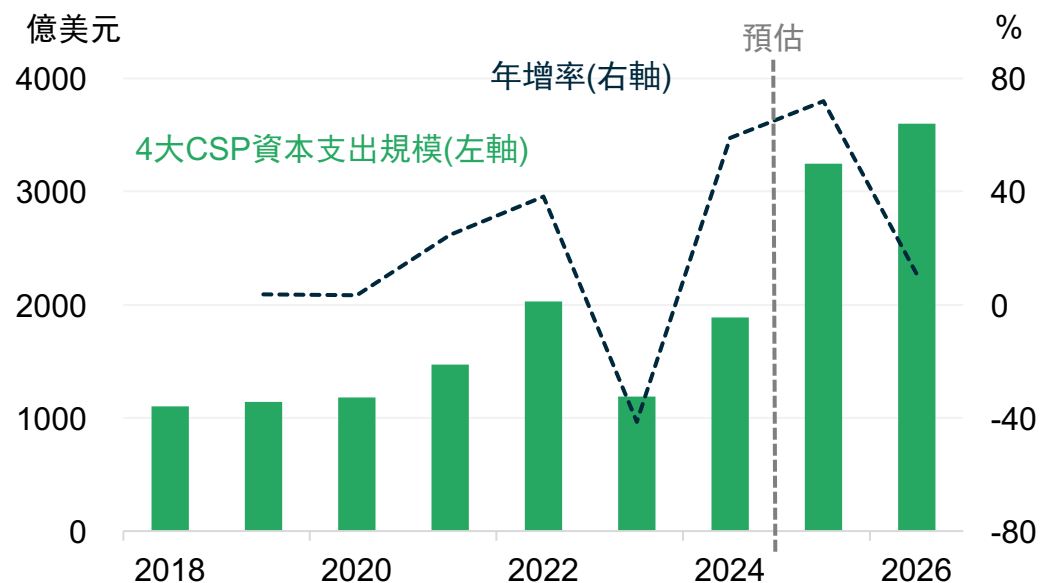
資料來源：輝達財報預估。

## 美國 主權AI成為基礎建設的一環，支持輝達長線走勢

自川普4/2宣布對等關稅以來，導致市場信心重挫，不過，隨著關稅暫緩，市場有望重新聚焦科技巨頭，尤其，Q1財報以來，台積電、谷歌、微軟、亞馬遜都重申，資本支出不變，Meta甚至調高資本支出。此外，中東國家也允許興建大型雲端中心，**主權AI已成為未來各國的基礎建設之一，將持續帶動AI需求。**

歷經DeepSeek、對等關稅，輝達股價也大幅修正，波段跌幅達35%，不過，隨著關稅暫緩，加上海湖莊園協議淡化，輝達股價也大幅反彈近40%。**雖然輝達股價大幅反彈，但因為獲利也持續走高，使得前瞻本益比仍在區間下緣，因此，也無需過度擔憂，研判股價短線將陷入高檔震盪格局，股價若再度回檔，仍應視為分批布局時點。**

### 各大CSP對AI的投資仍不縮手



資料來源：4大CSP業者財報預估。

### 輝達股價回升，但評價仍偏區間下緣



資料來源：Bloomberg。

# 中國 內需仍較疲弱，社融回升主要還是仰賴政府融資，人行持續降息支持經濟

根據統計局數據，2025年4月城鎮失業率雖略較2024年下降，但16-24歲的青年失業率仍高達15%之上(截至2024年底)，也反映近1200萬應屆畢業生進入市場的巨大壓力，且可觀察疫情後的失業率低位，仍舊高於疫情前循環的低點，凸顯《貿易戰1.0》、疫情乃至於民間內需疲弱等在在形成中國就業市場的結構性壓力。

在內需疲弱，消費信心不足，房地產仍低迷下，亟需強有力的財政政策提振。然而，目前地方債發行雖較去年同期增加，但卻**主要集中於再融資**，且較過往兩年呈現上升趨勢，顯示新增財政刺激力度有限。因此，後續可能需要進一步提高財政政策力道，對於疲弱的內需方能有所提振。

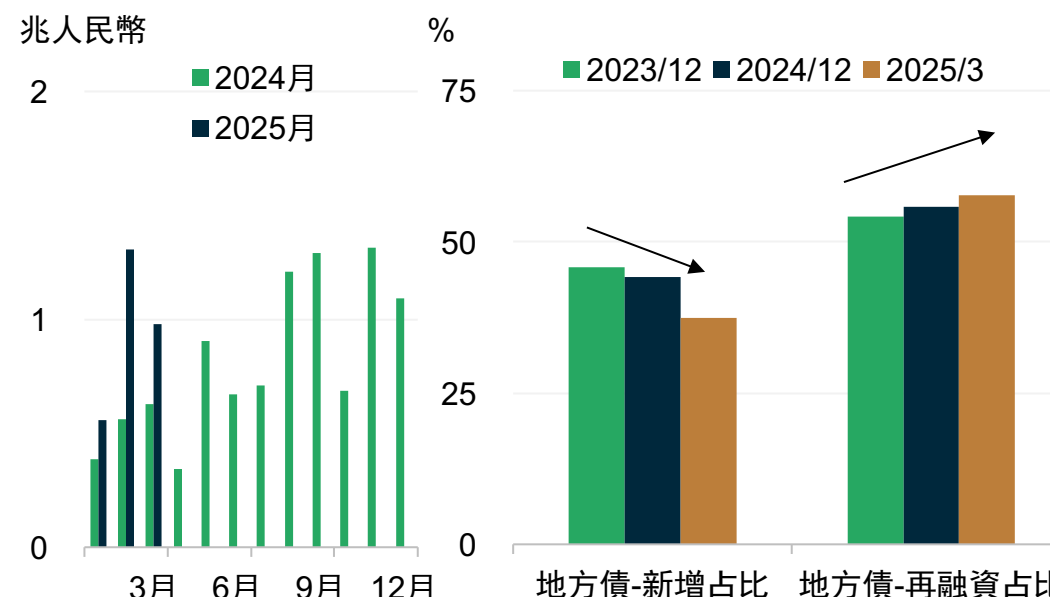
股市而言，內需疲弱仍是A股不利因素，也使得新舊經濟有冷熱之分；投資人若有意布建中國投資，應以受惠新經濟較多的**境外指數基金較佳**。

## 中國失業率走勢



資料來源：Wind。

## 今年地方債發債狀況



註：占比為計算12月合計後的占比。

資料來源：Bloomberg。



# June 2025

2	Monday	3	Tuesday	4	Wednesday	5	Thursday	6	Friday
美國ISM製造業指數 台灣製造業PMI 中國休市 印尼休市		美國JOLTS職缺 歐元區CPI 日本央行總裁談話 中國財新製造業PMI 馬來西亞休市 泰國休市		美國ISM服務業指數 美國ADP就業報告 澳洲GDP		美國聯準會發布褐皮書 歐洲央行利率決策會議 日本勞工現金收入 台灣CPI、外匯存底 中國財新服務業PMI		美國就業報告 日本家計支出 菲律賓休市 印尼休市	

## 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