



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

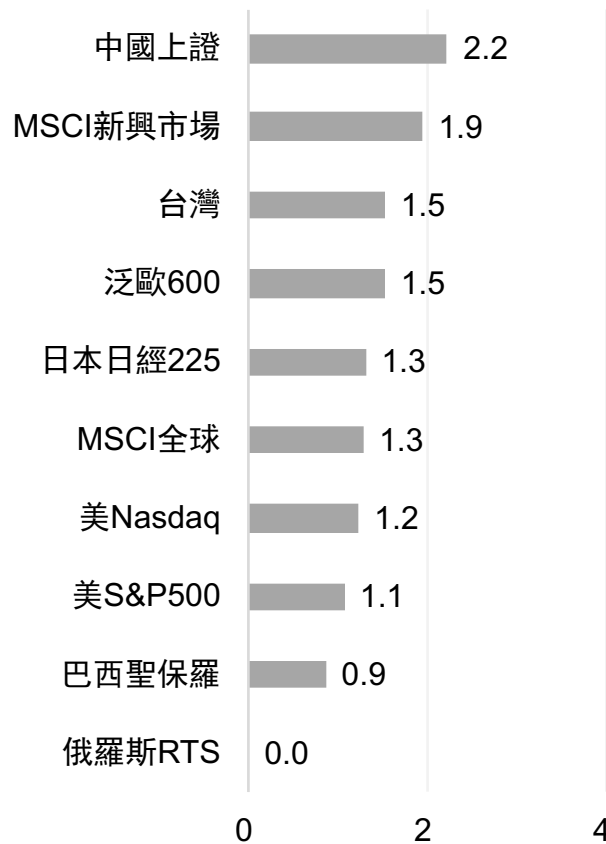
2025年5月9日

# 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

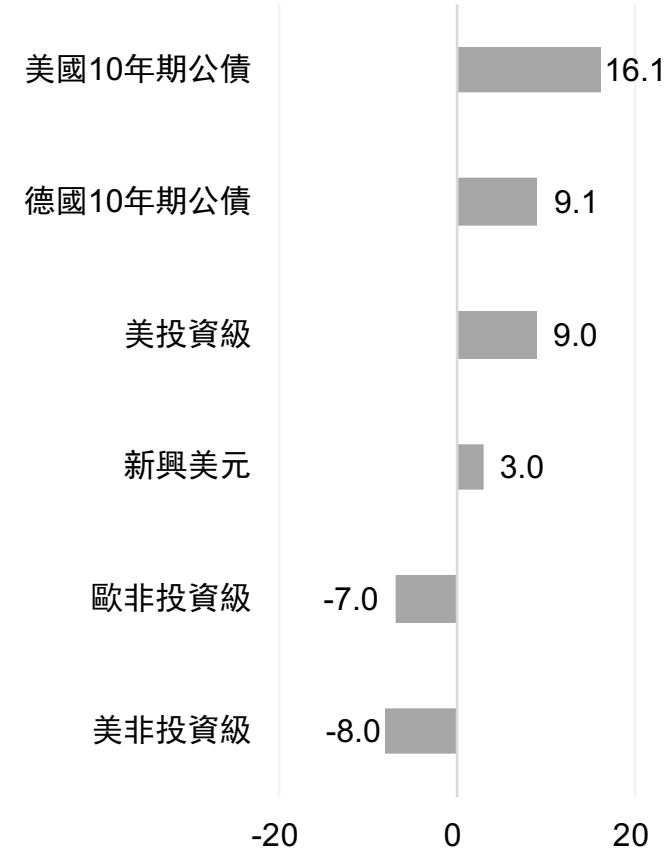
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/5/1 - 2025/5/8。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- **人行率先降息降準下，亞幣升勢有望消退：**台幣強升預期心理有所緩和，加上人行降息降準及美國對半導體關稅未定，亦使亞幣升勢消退。
- **美景氣放緩但仍有韌性，Fed將更有耐心：**然而對等關稅無疑加劇全球經濟疑慮，預期將使Fed降息趨勢更難扭轉，但若美國與各國貿易談判不如預期，使經濟前景惡化下，Fed將有更大降息空間。
- **美企業財報透露韌性，但關稅壓力未除下仍應分散布局：**財報透露美企業具韌性，仍可作為長期配置的部位，但波動風險大，未來可以向受關稅影響較小的產業，如內需類股、具題材的日股、歐股分散布局。

### 2. 後續看點：美國匯率操縱報告(Q2)、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：**英美達成貿易協議，有助於短期市場氛圍，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-利率波動風險增，天期選擇以中短債為優先：**中短天期債券利率與政策利率連動較高，且受到債券供給、通膨議題造成利率波動的風險也較可控。
3. **匯市-Fed不急於降息，美元暫止貶呈弱勢震盪：**未來半導體稅率、美國匯率報告、對等關稅談判結果將左右匯市。



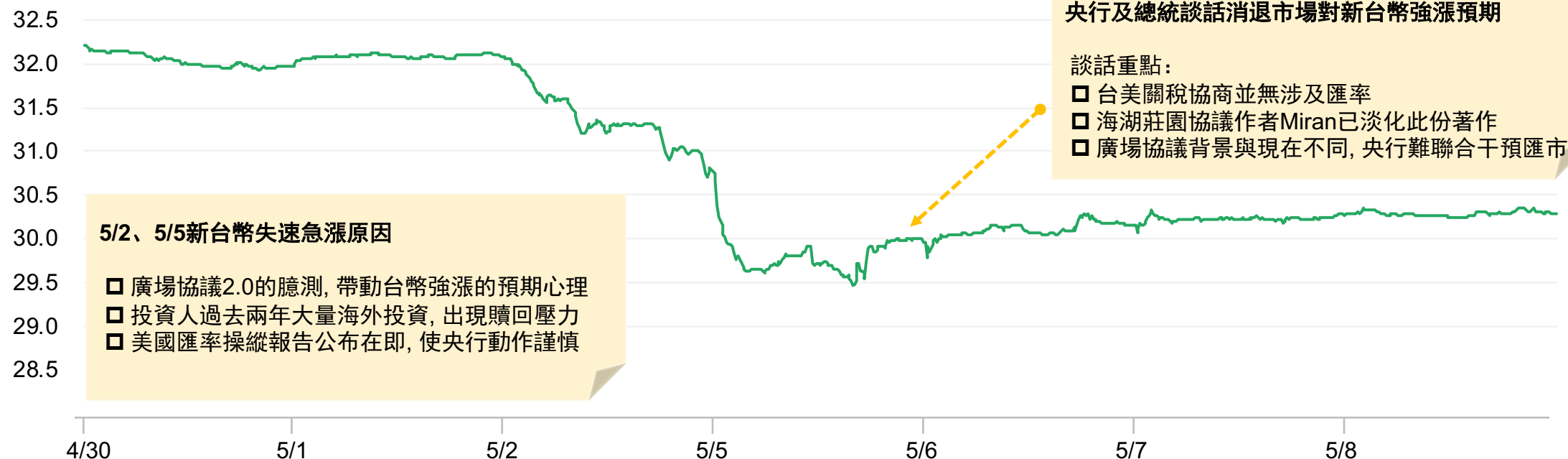
## 新台幣失速驚魂透露：美國匯率報告未發布前，新台幣波動恐高於以往

5/2、5/5在新台幣強漲的預期心理推動下，新台幣失速急漲，所幸在央行及總統緊急發布聲明後，淡化台美貿易談判有涉及匯率的猜測，及楊總裁表示考量現在外匯規模、全球金流自由度等方面已今非昔比，央行已難聯合干預匯市等言論，使新台幣有所回穩。

雖新台幣強漲預期已有所消退，然1)美國匯率報告未發布前，央行動作將更謹慎，2)投資人過去大量海外投資趨勢可能有所改變，都可能使新台幣波動較以往放大。

### 央行及總統緊急發布聲明後，新台幣強漲預期已有所消退

USDTWD



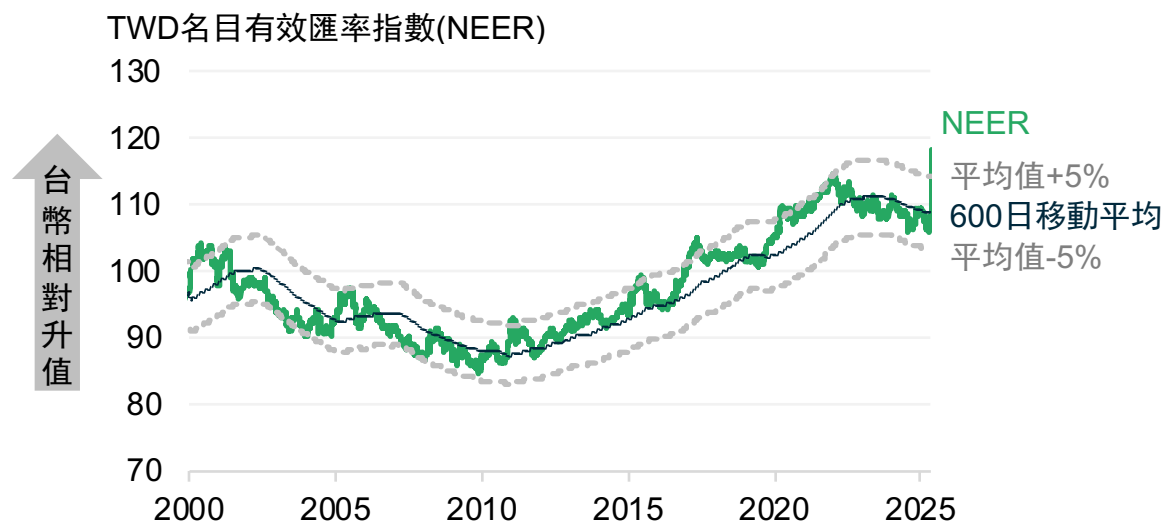
資料來源：Bloomberg。

## 在Fed有更大幅度的降息前, 應限縮亞幣的大幅升值空間

比起美台匯率, 過往央行更重視新台幣對主要貿易對手國貨幣匯率的加權平均數, 也就是新台幣名目有效匯率(NEER)。維持NEER動態穩定是央行過往重視的原則, 5/2、5/5急漲後使得**新台幣NEER升值超過過往波動區間, 加上人行降息降準, 其他亞洲國家有可能跟進、美國對半導體關稅未定下, 使亞幣升勢消退。**

然而, 長線在美國降息、台灣欲降低貿易順差的背景、海外投資熱潮可能轉向等因素, 將有利新台幣偏升, 而參考歷史, 新台幣要狂升, 多需要美國大降息及外資大買超台股支持。因此**在Fed有更大幅度的降息前, 應限縮亞幣的大幅升值空間**, 特別是今年以來, 新台幣的升值幅度居亞幣前段; 研判短線仍受**美國匯率報告、貿易談判、及半導體關稅議題影響, 未來會更追隨亞幣升貶幅度。**

### 維持NEER動態穩定則是央行重視的原則



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。

### TWD大升常立基於兩條件: 美大降息+大買超台股



資料來源: Bloomberg, 中央銀行。



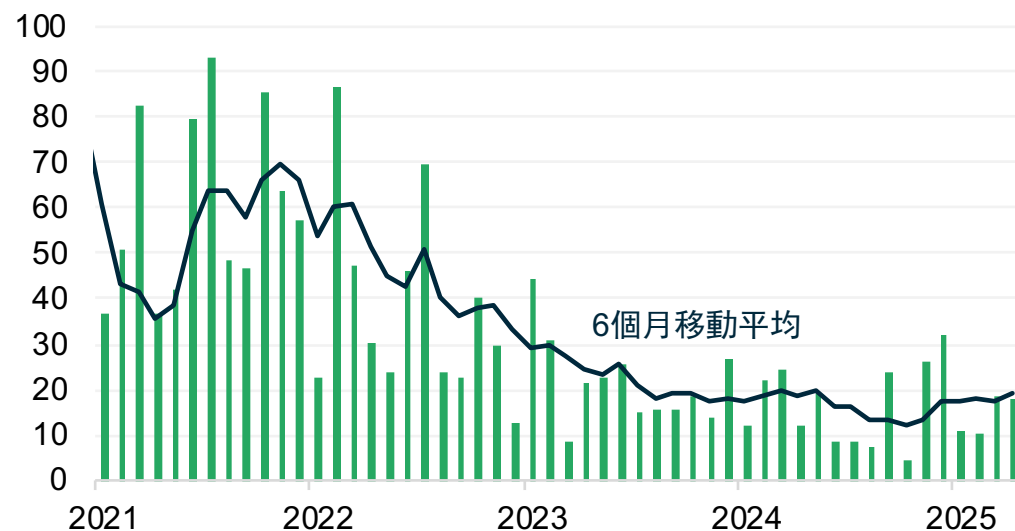
## 經濟數據具韌性，利率按兵不動，但景氣放緩趨勢下，Fed降息趨勢難扭轉

Fed主席鮑爾表示**經濟仍具韌性，關稅談判結果及影響尚未明朗的狀況下，不急於降息**，維持政策利率上限於4.50%，但也透露在關稅的風險下，未來通膨及失業率走高的風險增加。FOMC會議期間2年期及10年期公債利率一度彈升，但隨後仍雙雙收低，反映市場對通膨走升隱憂仍在，但似乎更擔心若物價走升恐使經濟加速放緩。

考量早在對等關稅公布前的3月利率點陣圖中，已透露年底前有兩碼降息空間，而對等關稅發布後無疑加劇了全球景氣疑慮，縱使通膨有關稅因子擾動，但**不致扭轉降息趨勢**，也是市場持續預期Fed年內有三碼降息的理由。7/8對等關稅暫緩期限前，**若美國與各國貿易談判進展不如預期，經濟前景可能惡化下，Fed將有加大降息空間**。

### 4月非農數據優於預期，但長線走弱態勢不變

非農月新增，萬人



資料來源：Bloomberg。

### Fed按兵不動，但市場持續預期今年有3碼降息空間



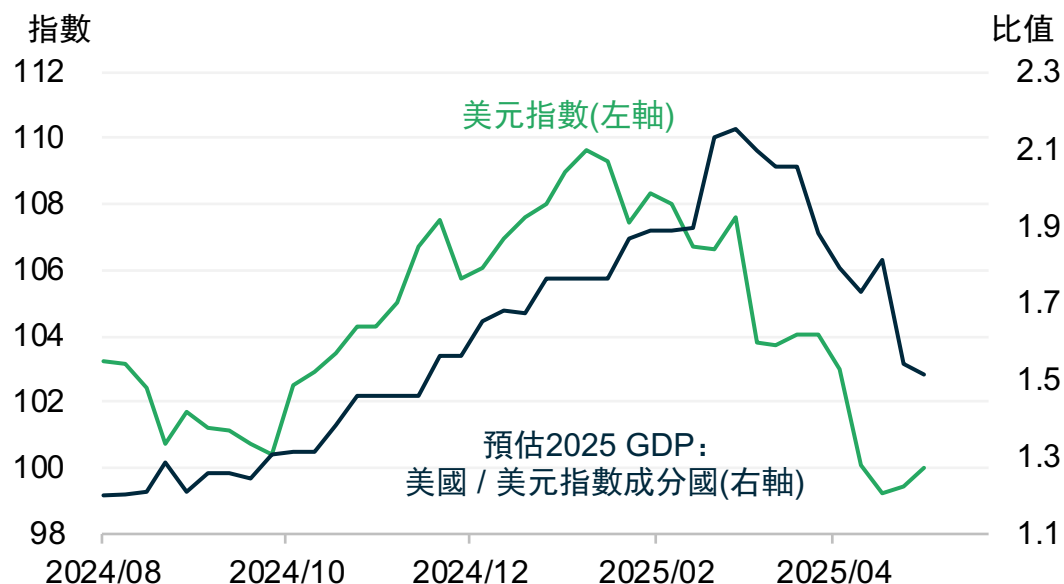
資料來源：Bloomberg。

## 關稅衝擊景氣, 美元延續弱盤, 但短線重貶可能性不大

各類關稅上路後, 相較今年年初, 市場下修美國2025年GDP 0.7%至1.4%, 歐、日、英則下修0.2%、0.2%、0.5%, 幅度相對較小, 顯示市場預期過去幾年美國經濟表現獨強的情勢恐難延續。

在此背景下, 市場預期下半年聯準會將降息3碼, 幅度更甚歐洲央行, 料令美德利差進一步收斂下, 將使美元延續弱盤。然而, 過去幾週川普政府調整政策強硬作風, 已然改善市場信心、緩和美元資產拋壓, 加以短期受到Fed不急於降息、市場預期6月降息機率仍低下(約20%), 短線美元暫止貶, 呈現弱勢震盪。

### 市場下修美國經濟成長率之幅度高於其餘主要國家



註: 美元指數成分國指歐元區、日本、英國、加拿大、瑞士、瑞典, 以該國匯率占美元指數權重加權計算。

資料來源: IMF預估。

### 美德利差漸趨收斂, 不利美元走強



資料來源: Bloomberg預估。

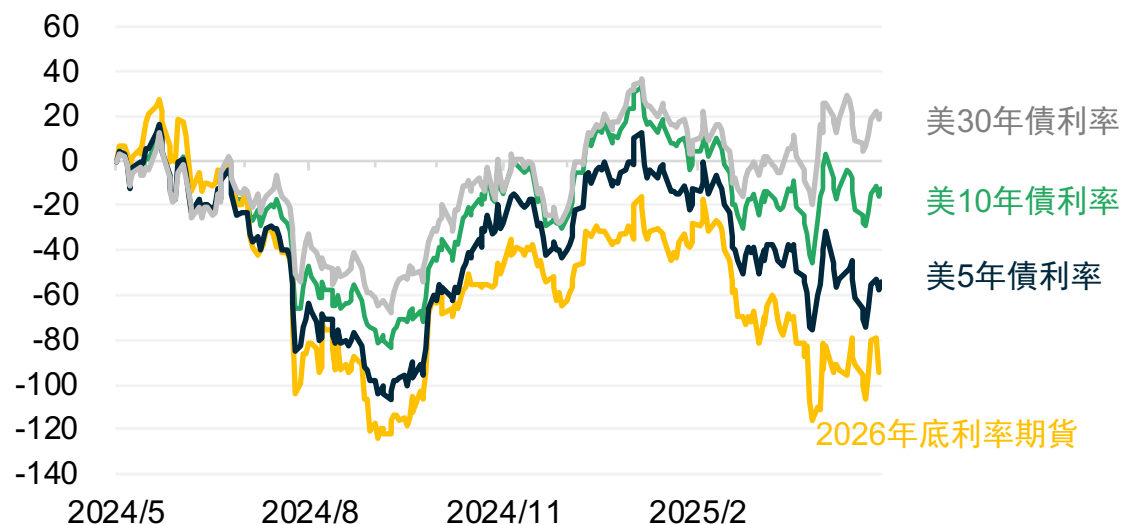
## 利率波動風險放大，天期選擇以中短債為優先；透過多元幣別分散布局降低匯率波動風險

關稅風險為全球景氣蒙上陰影，目前除日本外，包含美國在內，**主要已開發國家今年多數仍有降息空間，持續為有利債市的背景**。其中又以**中短天期債券，與政策利率連動較高**，且受到債券供給、通膨議題造成利率波動的風險也較可控。

川普持續為市場動盪的源頭，美國高度不確定性和持續波動、美國經濟獨強的狀態改變下，使投資人在多年累積美元資產後，加速分散布局，透過國家多元化緩減資產波動。儘管大多數已開發國家的債券殖利率低於美國，然美元偏弱的背景下，匯率變化則為持有非美債而額外的潛在收益來源，今年以來全球型債券表現最亮眼就是一個例子。**美元偏弱震盪下，布債標的不妨可以放眼全球，進行多國家、多幣別分散配置。**

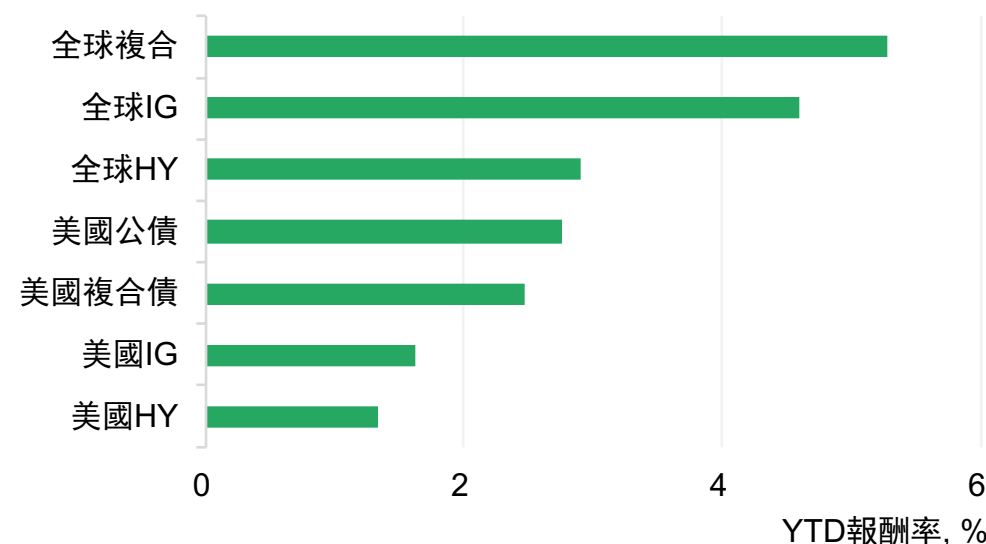
### Fed降息方向不變下，中短率有望率先受惠

利率累積變化(2024/5=0), bps



資料來源：Bloomberg。

### 今年以來，投資人由美國向全球分散布局趨勢明顯



註：此處複合債指數的標的皆為投資等級以上的標的，包含公債、類主權債及公司債等。  
資料截至5/7。

資料來源：Bloomberg。



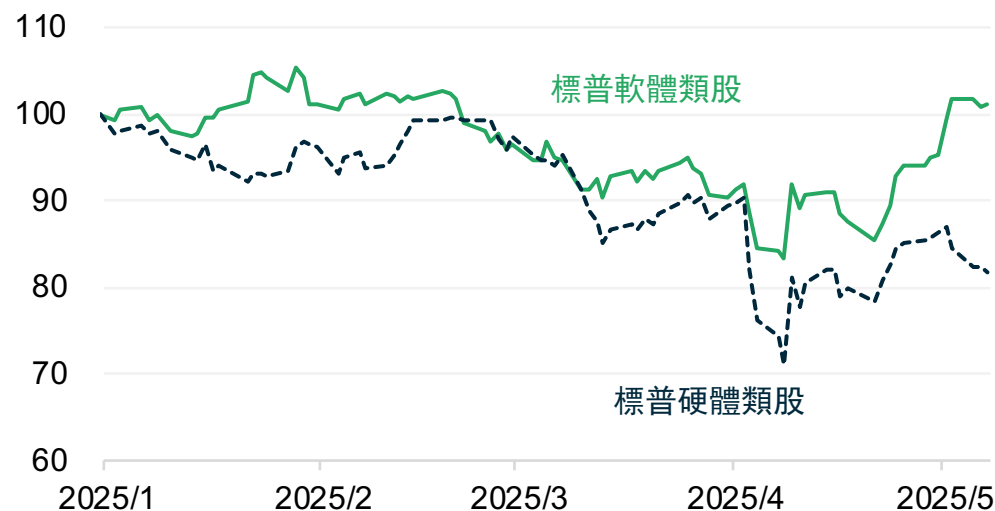
## 股市評價回到合理水位, 但關稅衝擊仍在, 宜分散布局

美國Q1財報已公布約七成, 企業獲利年增率達12.8%, 高於市場預期的7.8%, 顯示企業獲利具備一定韌性。雖受關稅影響, 企業表示未來獲利存在下修風險, 但股價評價面似乎也早已預先反應, 對等關稅後一度走低, 觸及10年均值, 目前也仍在5年均值水平, 處於長期來看合理的評價水準。

然而, 考量川普政策的高度不確定性仍在, 為避免資產過度波動, 股市布局上, **適合分批進場、進行類股及國家的分散**。因各產業受到關稅衝擊不同, 可以選擇受關稅潛在衝擊較小的產業, 舉例, 如硬體公司受關稅衝擊就相較軟體公司大, 反應在股價走勢上, 硬體股股價就相較疲弱, 另外相較外銷, 預期內需類股受關稅影響也較小, 國家方面, 則可以往具題材的日股、歐股分散布局。

### 關稅對外銷企業的衝擊仍舊偏大

報酬標準化, 2025/1/1=100



資料來源: Bloomberg。

### 股市回檔之後, 評價面回到合理的水位

倍數



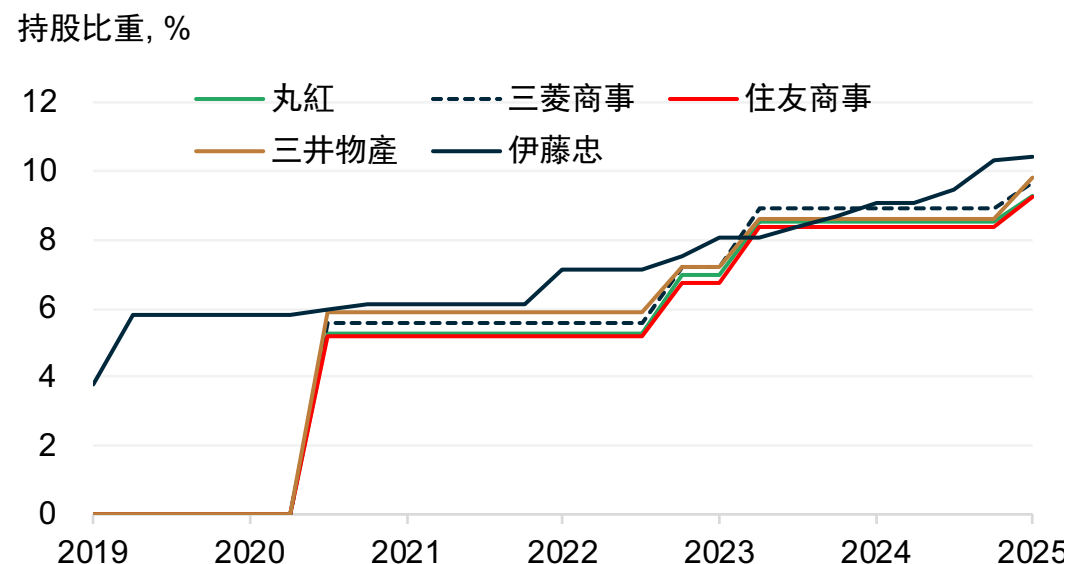
資料來源: Bloomberg。

## 日股 | 巴菲特看好日股, 日本企業也大力回購股票, 後市前景看俏

股神巴菲特日前在股東會上宣布, 將在年底卸任, 並再度表態, 三井、三菱、住友、伊藤忠、丸紅等五大商社表現優異, **雙方正在打造超長期的關係, 預期未來50年都不會賣出**。目前巴菲特投資日股原始投資金額**達200億美元, 但當初預設的目標是1000億美元**, 顯示未來仍有加碼投資日本的可能, 尤其是穩定現金流、評價偏低、ROE偏高的股票。

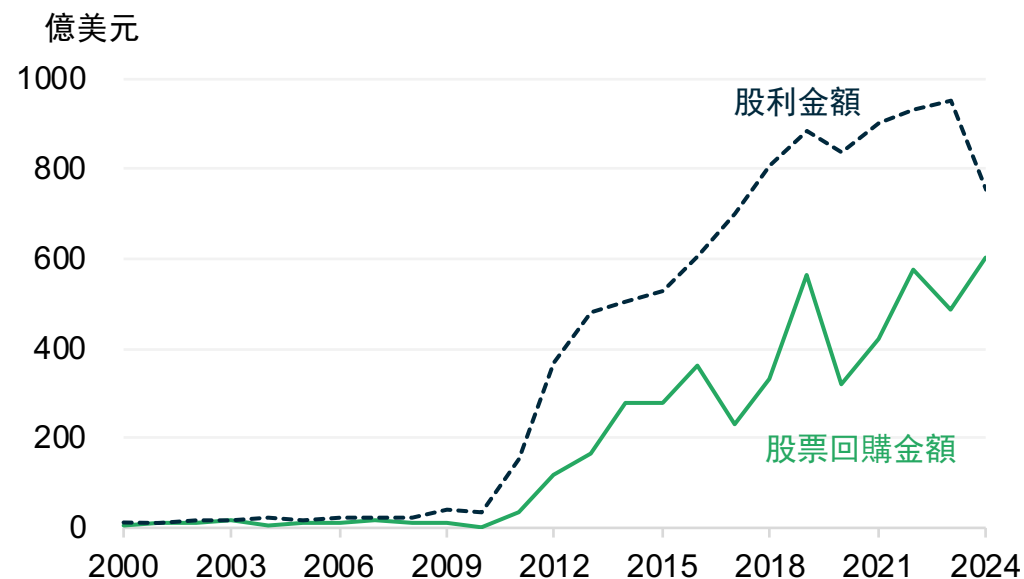
日本證交所自2021年進行改革措施以來, 日本企業積極響應, 並持續締造獲利佳績, 除了吸引巴菲特等外資外, 日本國內企業也積極股票回購, 2024年的回購金額達600億美元, 創下歷史新高。操作上, 日股雖也免不了受到全球貿易戰影響, 但**經濟結構或企業體質已逐步改善, 後市不看淡**。

### 巴菲特持續增持日本五大商社



資料來源: Bloomberg。

### 日本企業股票回購金額創新高



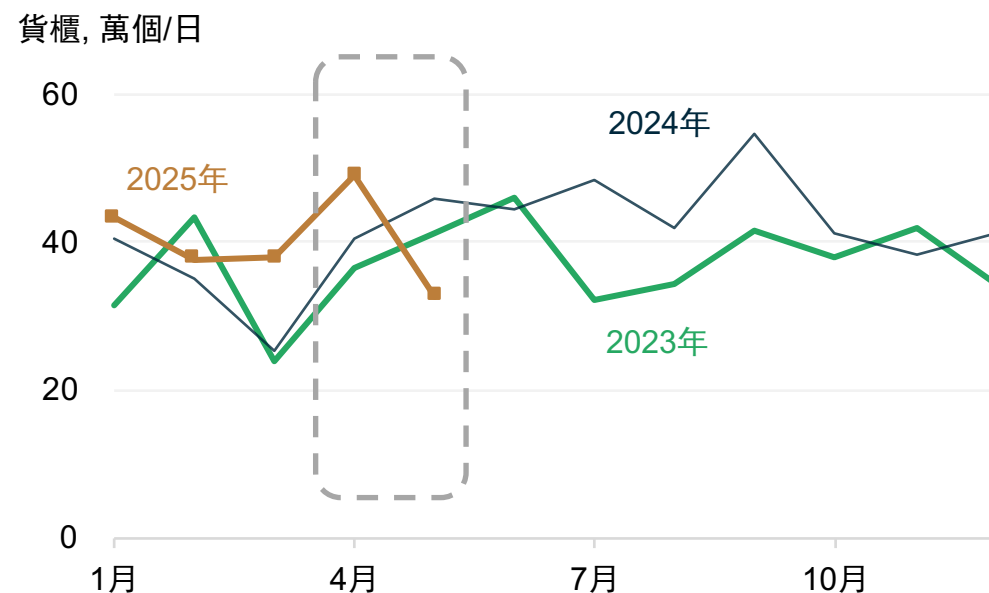
資料來源: Bloomberg。

## 中港股 | 中國出貨至美國貨櫃量明顯受貿易戰衝擊，人行持續貨幣寬鬆政策，降息、降準因應

近期中美貿易戰的影響已在貨運數據上顯現，**中國出口至美國的貨櫃量明顯受到衝擊**，顯示兩國間的貿易摩擦的影響。面對這樣的局勢，中國央行持續推動貨幣寬鬆政策，5/7行長潘功勝宣布降低存款準備金率0.5%，向市場提供長期流動性約1兆人民幣，並**下調政策利率**0.1%，將公開市場7天期逆回購利率調降至1.4%。這些政策旨在降低企業融資成本，促進投資與消費，試圖為國內經濟提供更有利的支撐。

股市方面，5/7中國官方**宣布願意與美方進行接觸**，並安排何立峰與美國財政部長貝森特在瑞士進行會談。這一消息使得市場風險情緒有所緩解，帶動中港股市反彈。後續，**若中美兩方外交轉趨和緩，將有助中港股市的表現**，惟關稅對於經濟衝擊仍在，股價仍較震盪，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。

### 中國出貨至美國的貨櫃量明顯受到貿易戰衝擊



資料來源：Bloomberg。

### 人行持續貨幣寬鬆政策，降息、降準因應



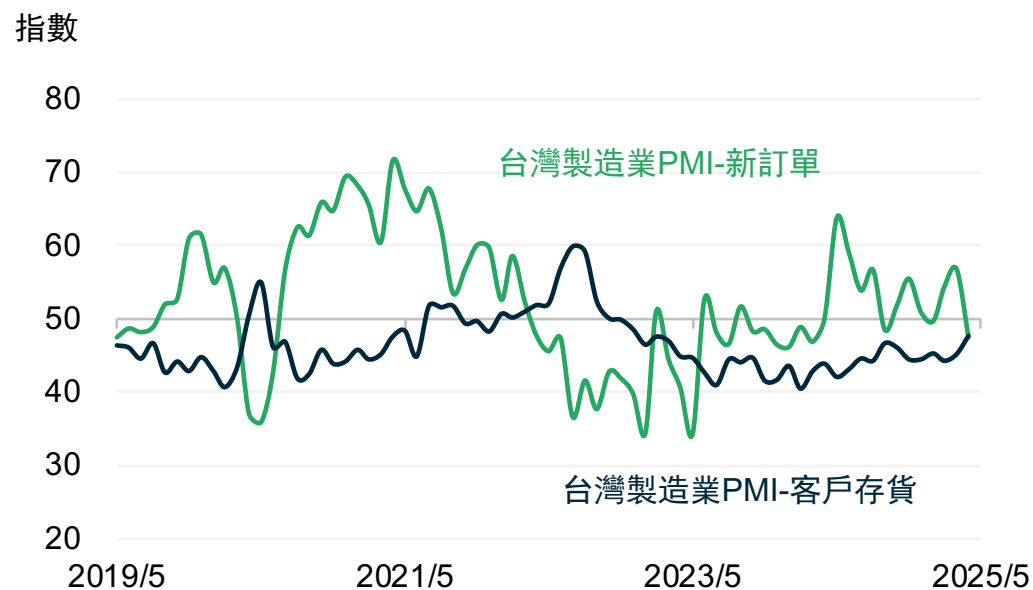
資料來源：Bloomberg。

# 台股 下半年景氣前景不明, 指數急漲無需追價

台灣公布4月製造業PMI, 由3月54.2回落至48.9, 其中新訂單由56.8急跌至47.5, 而客戶庫存指數則呈現上升, 顯示在關稅不確定性下, 台廠面臨客戶提前拉貨, 但新訂單急凍的情形, 行政院雖表示已與美方進行初步面對面談判, 但僅止於提出我方「意見書」階段, 實際達成貿易協議仍有待努力, 在關稅不確定性下, Q2出貨雖有望淡季不淡, 但客戶下半年訂單恐進一步觀望。

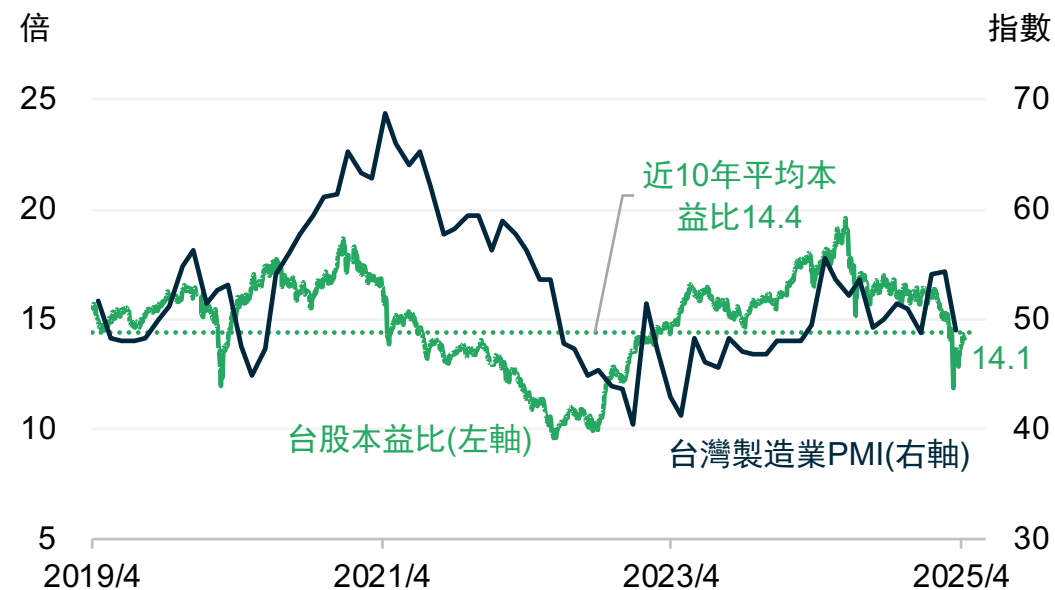
股市經過4月的修正, 本益比已回到長期平均水準, 將吸引長線投資人逐步進場承接, 但由於景氣前景不明, 指數急漲無需追價, 仍採拉回分批布局策略, 以長期角度投資。

## 台廠面臨關稅下的提前拉貨潮, 但新訂單呈現急凍



資料來源: Bloomberg。

## 台股預先反應景氣不確定性, 本益比回到長期平均



資料來源: Bloomberg。

# May 2025

12	Monday	13	Tuesday	14	Wednesday	15	Thursday	16	Friday
日本國際收支 日本經濟景氣觀測 新加坡/泰國/印尼休市		美國CPI 美國實質平均時薪 英國ILO失業率 印尼休市		美國MBA貸款申請指數 德國CPI 韓國失業率		美國初領失業救濟金 美國零售銷售 美國工業生產 歐元區GDP 英國GDP		美國密西根大學市場氣氛 美國密西根大學通膨預期 美國進口物價 美國新屋開工 日本GDP 日本工業生產	

## 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