



國泰世華銀行
Cathay United Bank

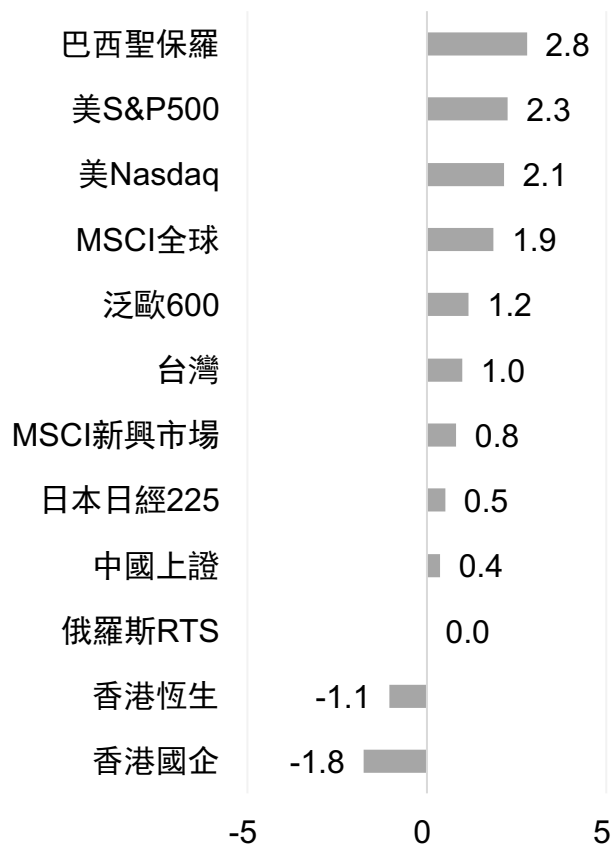
2025年7月4日

投資研究週報

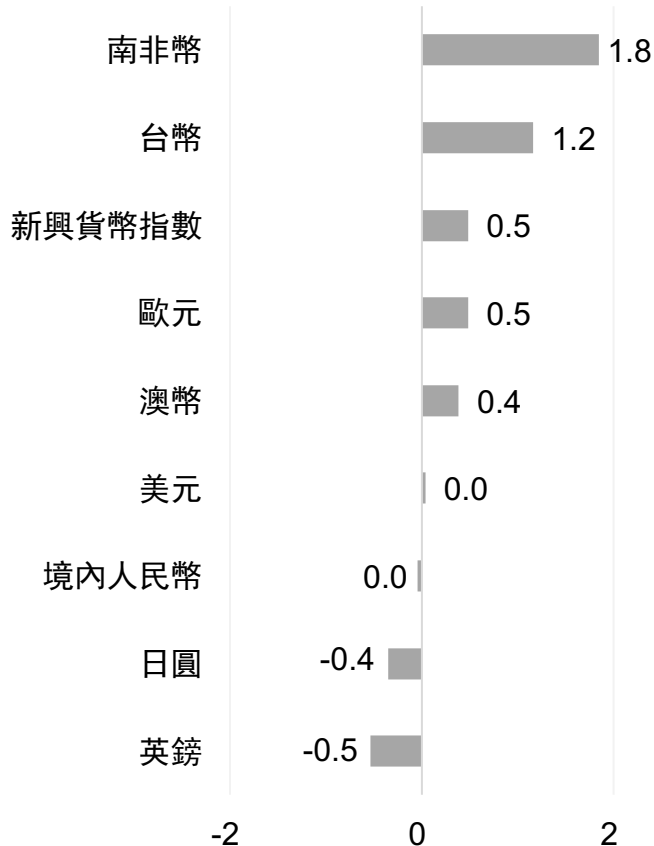
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

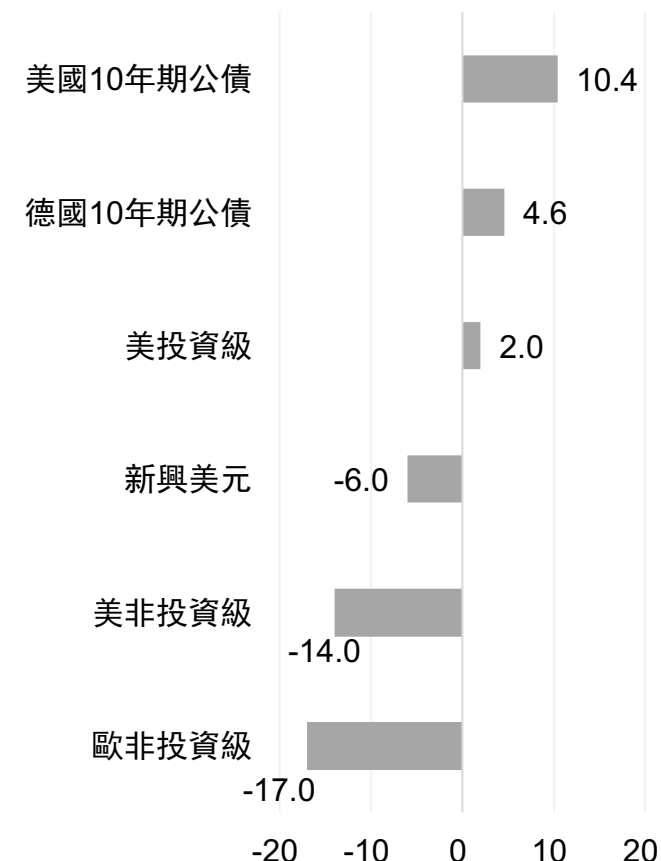
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/6/26 – 2025/7/3。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- **90天緩衝期將屆滿，關稅談判持續進行：**英國(10%)、越南(20%)、中國(30%)已達成貿易協議，若台灣對等關稅於10~15%之間，則可利多視之。
- **就業市場穩健，帶動降息預期回調：**6月非農新增14.7萬、失業率降至4.1%，恐給予Fed持續觀望的理由，帶動市場過度樂觀的降息預期回調，美元、美債利率反彈。
- **風險偏好升溫，但留意股市買超現象：**隨關稅談判取得進展，帶動標普、那斯達克再創新高，惟需留意短線漲多回調；然而，隨不確定性逐漸淡化，企業獲利上修有助長線股市多頭延續。

2. 後續看點：關稅90天緩衝截止(7/8)，美國CPI(7/15)，FOMC會議(7/31)。

策略思維

1. **股市-市場風險偏好改善，但不宜追高：**中東衝突降溫、美國貿易談判取得進展，帶動風險偏好升溫。惟須留意評價面已達相對高位，短線上不宜追高，逢拉回以多元分散方式布局。
2. **債市-布債逢高鎖利，以中天期為主：**部分聯準會官員轉鴿，帶動降息預期上升。惟通膨走勢仍需觀察，大而美法案影響市場對美國財政的信心，應縮短債券持有天期，以降低利率波動風險。
3. **匯市-美元弱勢震盪，非美貨幣相對強勁：**降息預期回調帶動美元反彈；不過債務疑慮難除，預期美元延續弱盤格局。



關稅 | 關稅談判陸續進行, 若台灣關稅於10~15%區間、半導體關稅延續豁免, 則可利多視之

國家	談判結果(截至7/3)	備註
中國	美對中關稅降至30%, 中對美降至10%	中國擴大稀土出口, 美國放寬乙烷限制
歐盟	談判進展緩慢, 結果待更新	
日本	美威脅若7/9無協議, 將提高至35%	日本尋求汽車關稅豁免, 談判壓力增加
台灣	中經院院長連賢明估 對等關稅有望落在10~15%區間	半導體 等關鍵產業關稅仍待談判結果
加拿大	美加恢復貿易談判, 尋求於7/21之前達成協議	加拿大取消數位服務稅(DST)
墨西哥	USMCA合規商品免關稅, 特定產品類別受關稅影響, 無新談判進展	
越南	美越南達成協議, 對越南徵收20%關稅, 越南對美0%關稅	成功降低關稅, 完成美越兩國關稅談判
英國	美英宣布貿易協議, 汽車關稅降至10%(首10萬輛), 鋼鋁稅降至0%	需最終確定協議

艱困(30%)

順利(10%)

資料來源: BBC, 福斯, 新華社, 國泰世華銀行整理。

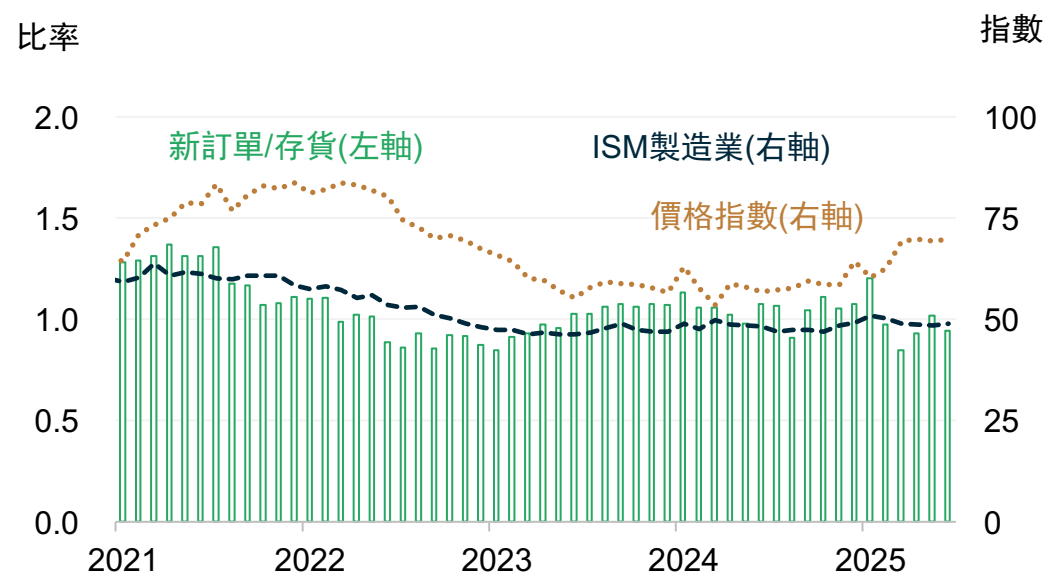
總經指標 | 關稅影響下, 企業信心仍顯疲軟; 勞動市場仍具韌性, 但留意未來放緩可能

企業信心疲弱: ISM製造業小幅上升至**49.0**, 但已連四個月處於萎縮。以細項觀察: 價格、存貨指數上升反映**進口成本增加、庫存水位升高**, 但隨關稅已然上路, 導致**新訂單持續下滑**, 新訂單/存貨比降至1.0以下。

就業市場保持韌性: 公布6月新增非農上升至14.7萬(預期11.1萬), 失業率降至4.1%(預期4.3%), 顯示就業市場維持韌性。不過以非農細項觀察, **政府就業貢獻**為本次數據優於預期的主要推手, 顯示私部門招聘情況仍相對疲軟。

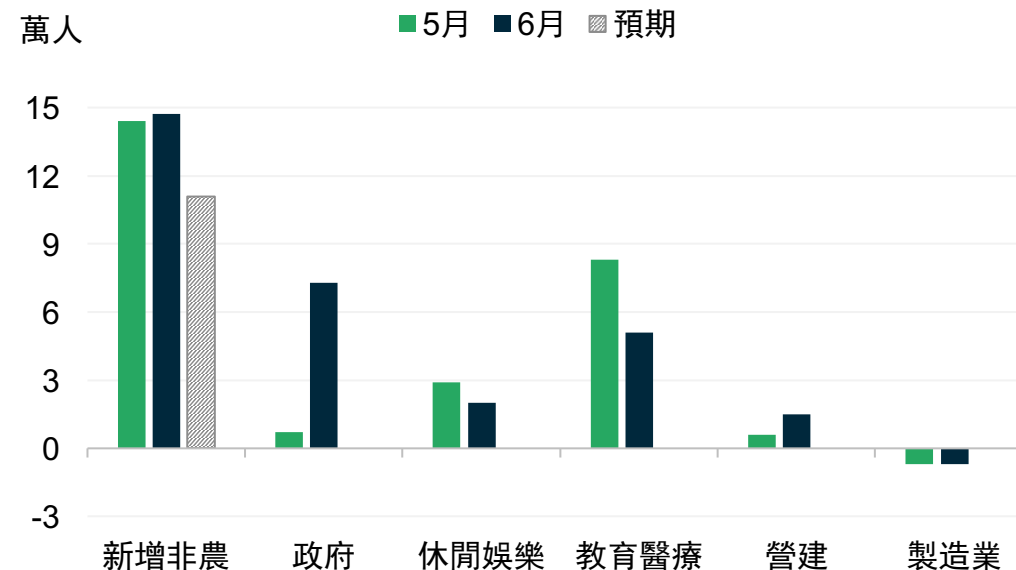
仍需留意, **關稅風險將持續為企業營運構成壓力**, 隨著進口成本升高、企業投資轉趨保守, 需留意未來就業市場存在放緩可能。

新訂單/存貨比跌破1.0, 進口成本上升



資料來源: Bloomberg。

非農優於預期, 但主要為政府就業貢獻



資料來源: Bloomberg。

債市 | 樂觀降息預期回調, 帶動利率反彈風險

隨近期部份聯準會官員支持7月啟動降息, 帶動降息預期逐漸升高, 利率期貨一度定價今年有望降息接近3碼, 帶動**近期利率相對弱勢**。不過, 隨著**非農、失業率公布優於預期, 帶動10年美債利率回升至4.34%**, 在就業市場維持韌性下, 將給予Fed於更長時間內觀望, 進而削減了7月降息的機率, 目前市場觀察9月能否啟動今年首度降息。

債市操作: 儘管長線Fed寬鬆前景未變, 不過降息預期的變化將導致利率震盪; 且隨**大而美法案通過後, 美國債務規模增加的趨勢**並未改變, 將牽動市場對於美國財政的信心, 仍將面臨形成利率上行風險。應**適度縮短天期以平衡利率波動**, 布債思維應以長期穩定息收為主。

降息預期回調, 10年債利率回升至4.3%上方



資料來源: Bloomberg。

7月降息機率渺茫, 觀望9月降息可能



資料來源: FedWatch。

美元 | 降息預期回調帶動美元反彈；不過債務疑慮難消，預期美元延續弱盤格局

聯準會主席鮑爾重申觀望立場，靜待關稅對於通膨的影響趨於明朗。然而，當其被問及7月是否可能降息之時，鮑爾並未排除此一選項，僅稱將逐次會議做出決定。主席相對不若此前鷹派的立場，令市場維持今年下半年降息2-3碼的預期，美債利率隨之偏貶，成為美元指數的壓力來源。**然而在非農公布後，美元指數同美債利率反彈，回升至97以上。**

另一方面，參議院通過大而美法案，雖仍有待眾議院審議，然預料最晚將於8月國會休會前通過。根據耶魯預算實驗室估算，法案上路後，未來五年美國債務占GDP比重將升至歷史新高110%，除絕對水平升高外，增幅亦大於其餘主要國家。有鑑於此，在美國財政部**利息負擔仍沉重**的背景下，**投資人對於美國債務的疑慮恐難以消散，亦為美元的不利因子。**

美國雙率相關性回升，降息預期牽動美元走勢

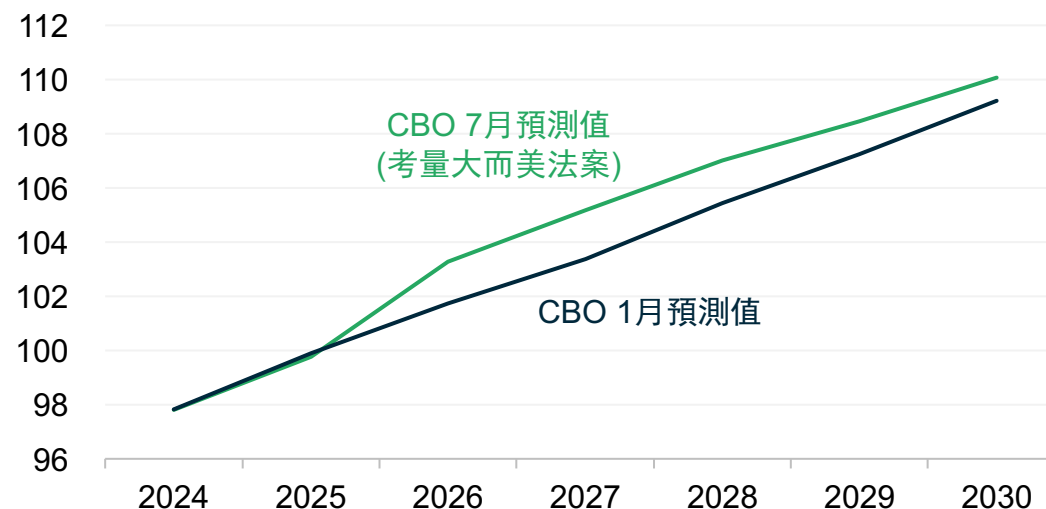


註：三段時間分別為2024/1/2-2025/4/2(對等關稅公布)、2025/4/3-2025/5/12(美中於日內瓦達成協議)、2025/5/13-2025/7/2。

資料來源：Bloomberg。

債務疑慮難解，亦為美元的不利因子

債務占GDP比重，%



資料來源：Bloomberg, CBO預估。

新台幣 | 美國降息預期已近4/2市場恐慌之際, 再推升非美貨幣難度高

美國降息預期升溫、美元走弱, 非美貨幣走強, 加上越南對等關稅談判結果出爐, 激勵新台幣升破29元關卡。然考量下述因素, 新台幣升勢應趨緩:

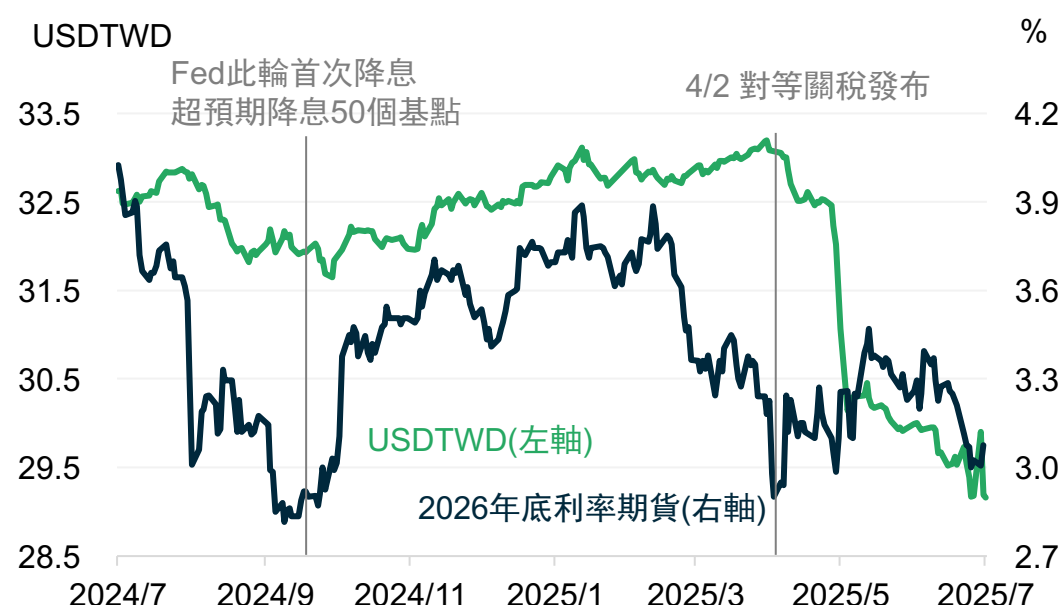
1. 央行面: 新台幣有效匯率已靠近5/5水準, 大幅超越央行過往維持動態穩定區間, 可觀察**央行穩匯行動有所增加**: 1)6/30央行在半年報關鍵時點守匯, 6月新台幣升幅已明顯較5月放緩。2)央行查外資的力道也放大, 調查外資買股內容及美元拋售行為, 炒匯嫌疑者將可能被要求限期離場。
2. 金流面: 時序步入**7-8月台股除息旺季**, 以2024年預估除息金額高達2.3兆新台幣, 若**外資有股息匯出狀況, 亦有望緩和新台幣升勢**, 疊加下半年台灣出口可能在上半年拉貨後放緩、景氣放緩下台灣央行有轉鬆等可能。
3. 美國貨幣政策: **Fed降息預期已相當接近4/2對等關稅公布後市場恐慌時的水準, Fed再超預期降息使新台幣再強漲難度較高。**

TWD名目有效匯率已近5/5水準, 央行穩匯行動有所增加



資料來源: Bloomberg。

美國降息預已近4/2, 再推升非美貨幣難度不低



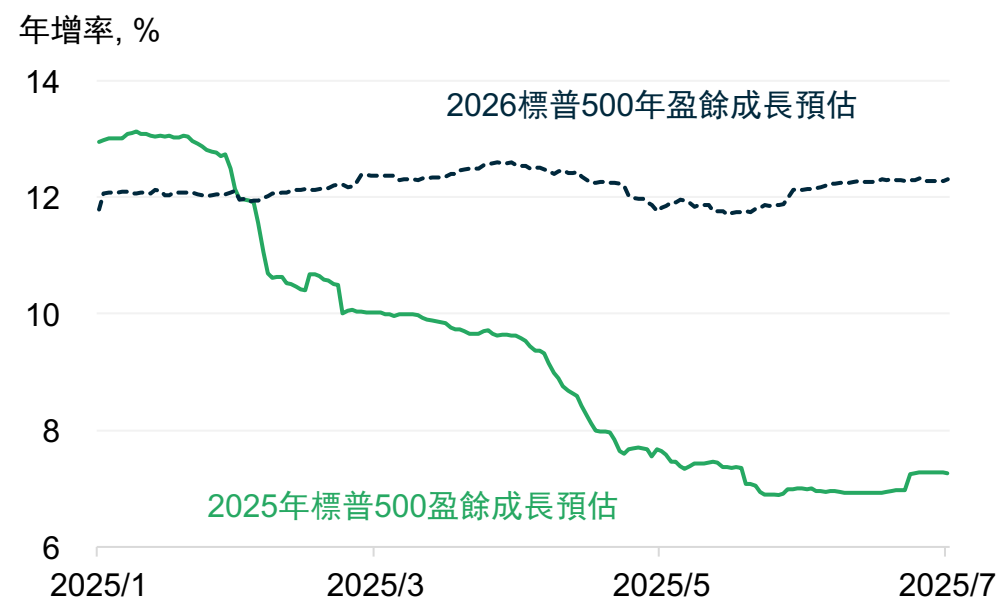
資料來源: Bloomberg。

美股 | 企業獲利逐步上修支撐股市, 但留意短線股市有超買現象

中東地緣風險緩和、美國貿易談判取得進展、美國國會通過大而美法案, 使得整體市場不確定性大幅改善, 也帶動標普、那斯達克等指數相繼創下歷史新高。不過, 隨著股價走揚之際, AI龍頭股近期也出現獲利了解賣壓, 包括黃仁勳、貝佐斯相繼套現數十億美元。就技術指標而言, RSI都已來到70附近, 也超買現象, 留意漲多回調壓力。

不過, 就基本面而言, 隨不確定性降低, 企業獲利前景也逐步上修, 根據統計, 標普500今年的獲利成長率可望保有7-9%的成長, 2026年甚至上看12-14%的成長率。因此, 短線上不宜追高, 但拉回後仍可分批進場。

不確定淡化, 企業獲利逐步上修



資料來源: Bloomberg預估。

市場過度樂觀, 短期有超買現象



註: RSI(相對強弱指標)>70為超買, <30為超賣。

資料來源: Bloomberg。

台股 | 營收基期墊高, 影響下半年營收增速, 但不改獲利逐步墊高的態勢

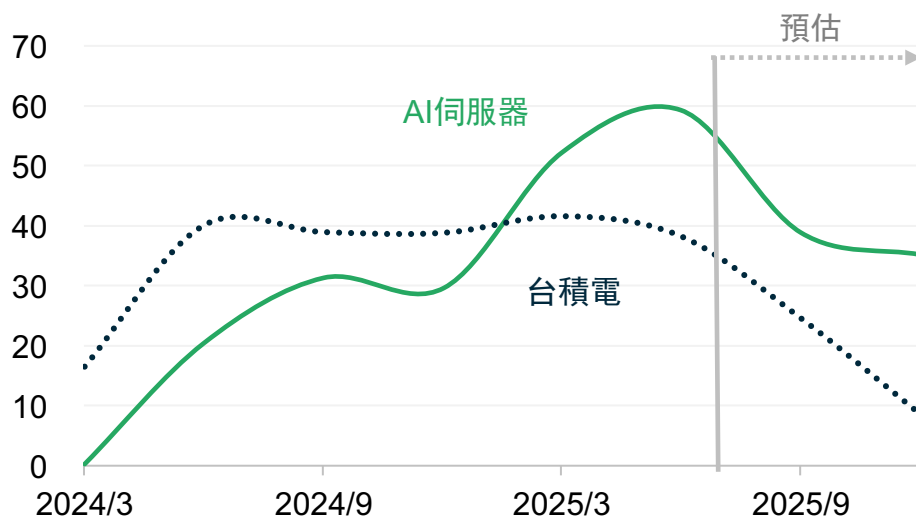
隨著輝達GB200的加速出貨, 也帶動台灣伺服器組裝業者的營收動能加速成長, 包括廣達5月營收年增逼近6成, 緯創5月營收更是大增162%。但因為基期的墊高, 加上先前提前拉貨, 預期下半年的出貨增速將有所下降。

台美對等關稅稅率雖尚未公布, 但美國參議院近日通過的大而美法案中, 為強化美國半導體製造, 只要在2026年前動工, 投資抵減稅率將提高至35%, 高於拜登政府的25%。台積電在今年3月表示, 將增加1000億美元, 共計1650億美元投資於美國。若有半數金額在今明兩年動工, 等於台積電獲得80億美元的補助, 不亞於晶片法案補助的66億美元。

整體而言, 關稅雖具有不確定性, 但台積電訂單無虞, 獲利將持續推升, 支持台積電與台股獲利持續墊高的態勢。

台積電、AI伺服器營收基期墊高, 下半年增速下滑

季營收年增率, %



註: AI伺服器的季營收年增率取廣達、緯創、鴻海平均。
資料來源: Bloomberg預估。

台積電美國生產計畫時程

時間	計畫
2020-2021	亞利桑納州廠動土
2022-2024	第1廠完成主體建設、開始安裝設備
2025初	美國1廠完工(4nm), 並宣布增加1000億美元投資
2025-2026	第2、3座晶圓廠陸續量產; 啟動先進封裝廠建設與營運
2027-2028	第2、3座晶圓廠陸續量產; 啟動先進封裝廠建設與營運
2029-2030	研發中心落成、量產更先進製程

資料來源: 國泰世華銀行整理。

中國 科技、金融股引領下，支持境外指數表現，內外差異情況尚難改變

今年以來，港股及恆生國企指數表現相對亮眼，顯著優於滬深A股指數。主因在於前者權重集中於「AI+姊妹」與中國四大行等具話語權的大型權值股。騰訊、美團、小米等平台型科技股受惠生成式AI概念升溫，吸引資金回流；同時，國有大行憑藉穩定配息支撐，在內需疲弱、通縮陰影下具防禦性特質。此外，中資企業赴港與陸家嘴8項改革開放政策等托底效應，也讓境外股市表現優於境內股市。

操作面，若中美兩方外交能趨和緩，將有助境外指數多頭表現延續，惟關稅對於經濟衝擊仍在，股價仍較震盪，而境內指數受到舊經濟拖累較大，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。

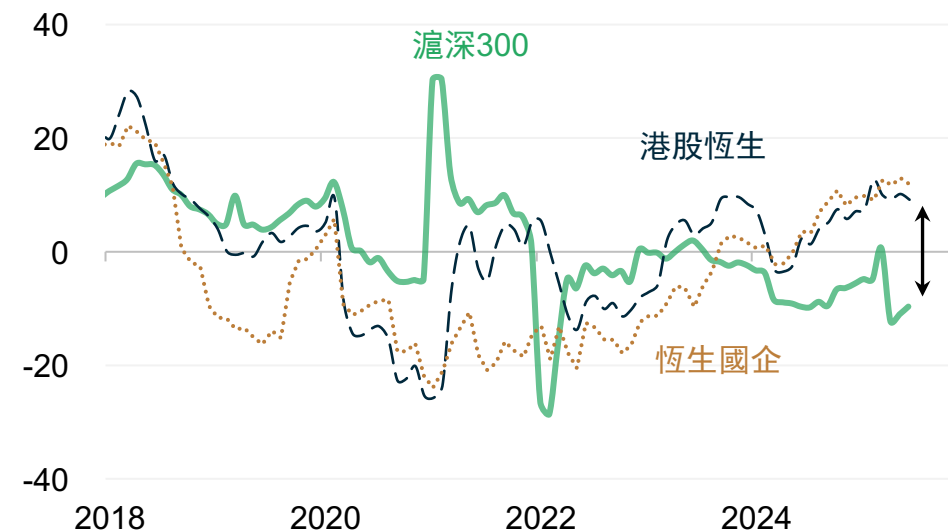
各指數前五大持股

排序	恆生	權重	恆生國企	權重	滬深300	權重
1	騰訊控股	8.0	建設銀行	8.5	貴州茅台	6.0
2	匯豐控股	7.9	工商銀行	8.2	寧德時代	3.2
3	阿里巴巴	7.0	中國銀行	7.9	招商銀行	2.2
4	小米集團	6.4	中國平安	7.5	中國平安	2.9
5	建設銀行	5.4	中國移動	6.8	長江電力	1.1
合計		34.6		38.9		15.3

資料來源：國泰世華銀行整理。

以企業獲利來看，基本面明顯有所差異

EPS年增率，%



資料來源：Bloomberg。

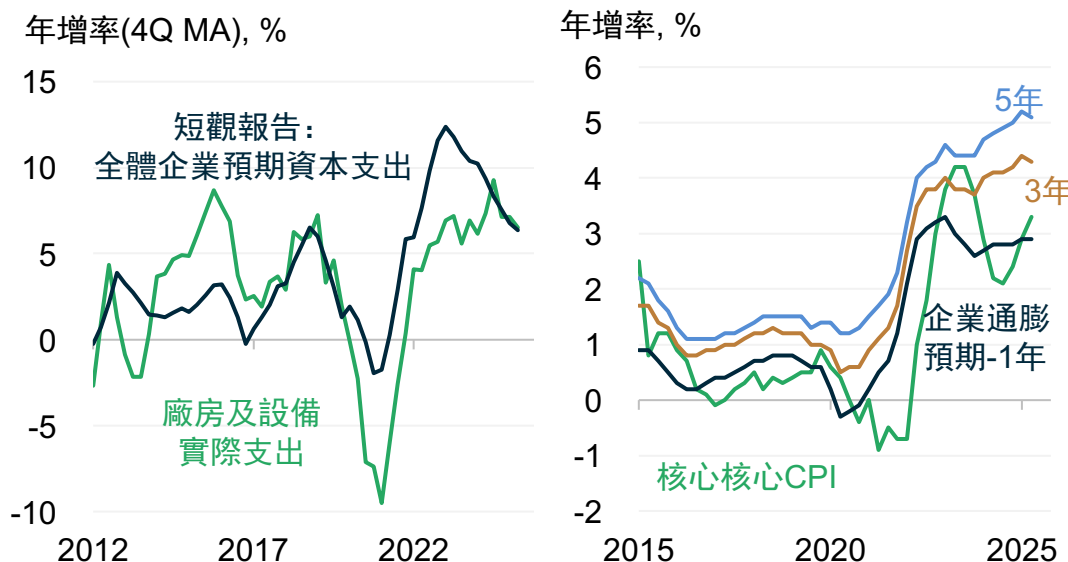
日本 BOJ料不急於再度升息, 但聯準會降息預期升溫、美日利差收斂, 日圓短線偏升

BOJ Q2 短觀調查顯示大型製造業、服務業信心變化不大, 反映過去兩年薪資走揚逐步帶動內需消費的有利環境。然而, 關稅風險猶存, 企業對於未來展望趨於觀望, 兩大行業預期未來一年資本支出皆低於去年同期水平。若不確定長時延續, 恐令2H企業投資放緩, 加劇景氣降溫壓力。

另一方面, 隨日圓自160止貶回升、油價維持低檔, 雙雙降低企業進口成本, 企業通膨預期一年半來首度下滑, 應有助於緩和短期內通膨持續上升的壓力。考量經濟前景不確定性及其衍生的下行風險, 以及通膨壓力有望舒緩, 預料**BOJ 2H仍不急於再度升息, 將保持觀望立場。**

對於日圓的影響而言, BOJ按兵不動, 但市場對於聯準會重啟降息的預期上升, 導致美日利差再度收斂, 是日圓短線有利因子, 有望挑戰波動區間下緣140關卡。至於能否順利突破, 仍需觀察月中美國通膨數據, 若再度低於預測值, 屆時聯準會降息預期料進一步升溫, 成為日圓續強的關鍵。

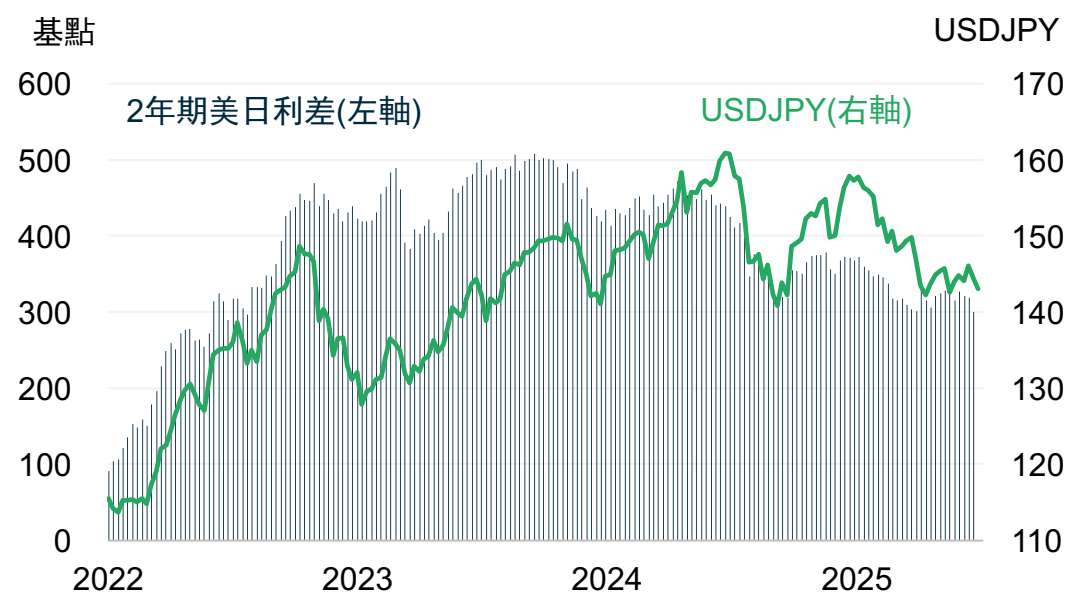
企業投資意願降溫、通膨預期下滑



註: 核心核心CPI為CPI扣除生鮮食品與能源。2015Q1至2025Q2核心核心CPI與1、3、5年企業通膨預期之相關係數為0.86、0.86、0.83。

資料來源: Bloomberg。

美日利差再度收斂, 有利日圓匯價



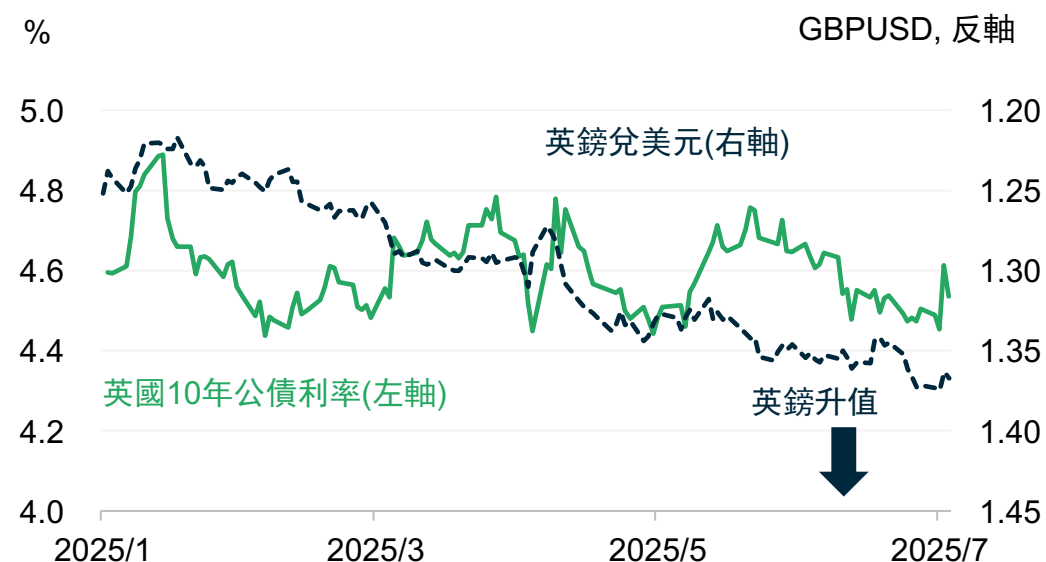
資料來源: Bloomberg。

英國 財政不確定性升溫, 導致市場恐慌; 降息前景不變之下, 應有助利率緩步下滑

英國政府欲推動「救濟金及個人獨立補助金法案」, 透過削減福利金的方式來減少政府支出, 不過卻遭工黨黨內反對, 財政法案改革被迫暫緩, 重新回到審查階段。影響所及, 市場對英國財政擔憂上升, 導致英鎊單日下跌0.8%、10年英國公債殖利率勁揚15個基點; 不過走勢後續已有所緩和。

短期內, 政府內部對財政方向尚未達成一致性之前, 將使市場對預算案的執行力產生疑慮; 在財政不確定性升溫的背景下, 投資人對英國資產將持保守態度, 預期波動度仍大。中長期來看, 若當局能逐漸取得財政共識, 加上英國央行(BOE)仍處在降息循環, 利率期貨預估至2025年底仍有超過2碼降息空間, 應有助利率緩步下滑。

財政疑慮上升, 英債利率升高、英鎊貶值



註: 英鎊今年累計升值超過9%。

資料來源: Bloomberg。

長線降息前景不變, 將有助利率緩步下滑



註: 預估英國央行今年將再降息超過2碼。

資料來源: Bloomberg。

July 2025

7 Monday	8 Tuesday	9 Wednesday	10 Thursday	11 Friday
歐元區Sentix投資人信心 歐元區零售銷售(年比) 德國工業生產經季調(月比) 日本勞工現金收入(年比)	美國NFIB中小企業樂觀指數 美國紐約聯邦1年通膨預期 台灣CPI(年比) 台灣出口(年比) 澳洲RBA基準利率	美國MBA貸款申請指數 中國CPI(年比) 日本工具機訂單(年比)	美國FOMC會議紀錄 美國初領失業金人數 日本PPI(年比) 韓國BoK基準利率 泰國休市	德國CPI(年比) 英國工業生產(月比) 法國CPI(年比)

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