



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年4月25日

投資研究週報

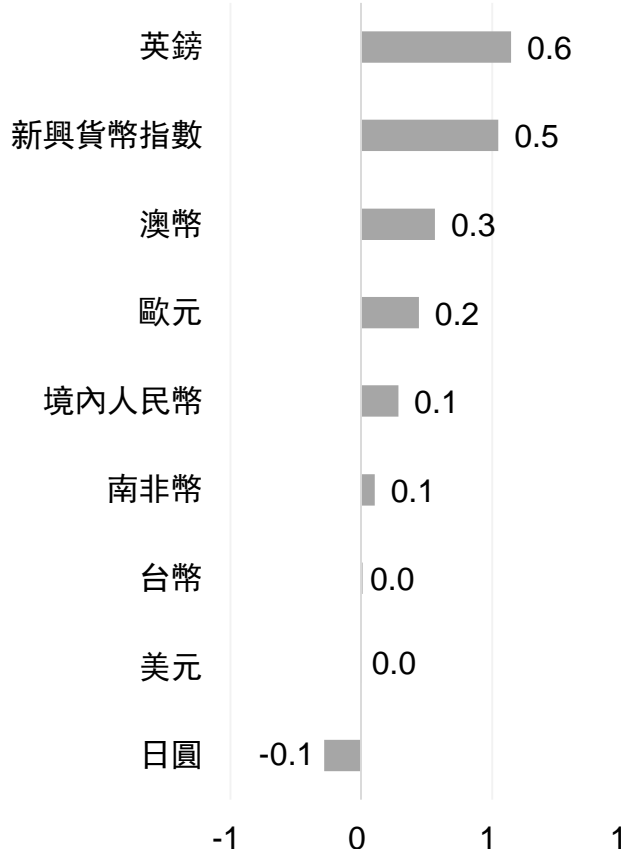
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

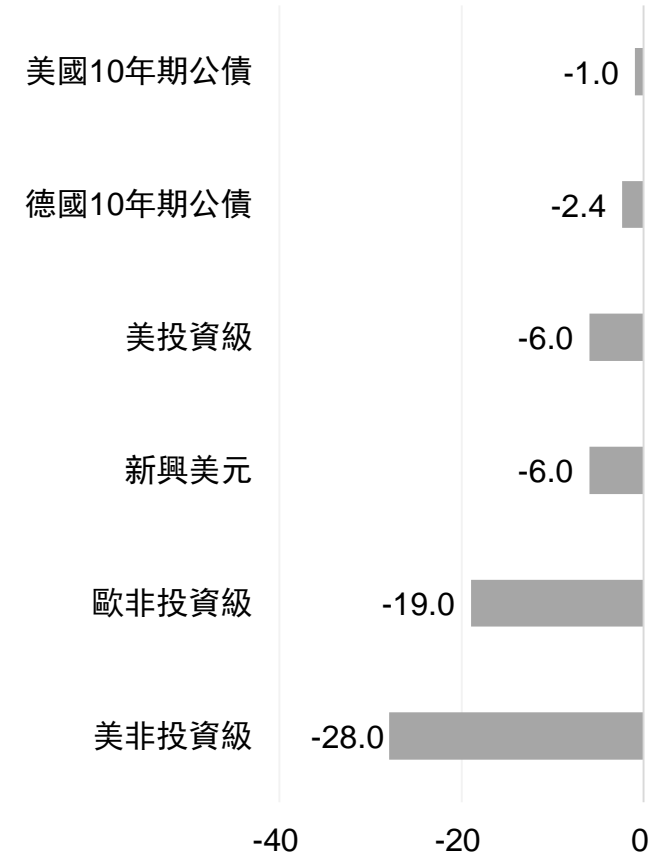
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/4/17 - 2025/4/24。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- **川普態度放軟，但軟數據顯示疲弱跡象：**川普在撤換鮑爾及對中關稅上的立場轉趨柔和，提振市場情緒。然而，關稅的不確定性仍高，而美、德、英的綜合PMI同步下滑，全球經濟成長預期亦遭調降。
- **景氣與政策疑慮猶存，美元走勢續偏弱盤：**政策前景不明與經濟壓力交織，短線美元走勢偏弱、市場波動加劇，資產配置宜採取區域與產業多元化策略，以分散風險。
- **歐元債券兼具降息前景與匯價穩定優勢：**在長天期美債波動擴大的背景下，可考慮將歐元債納入配置。

2. 後續看點：

- 總經：美國就業報告(5/2)、FOMC(5/8)；美股財報：微軟、亞馬遜、Meta(4/30)、蘋果(5/1)

策略思維

1. **股市-短期維持Flight-to-Quality格局：**關稅政策尚未明朗，企業獲利與股市評價難以有效評估，美股築底過程仍需時日，布局防禦型及內需產業，並採取全球分散策略。
2. **債市-殖利率曲線趨陡之際，宜縮短布債天期：**長短天期利差走擴、長債波動加劇，中短天期投等債券為先。
3. **匯市-政策風險使景氣疑慮仍存，美元弱勢看待：**美國政策搖擺與景氣走弱風險仍存，美元料延續弱勢格局。

川普態度放軟激勵股債匯反彈，但軟數據顯示企業信心顯露疲態

因川普連日抨擊鮑爾，白宮官員承認正研擬撤換其主席職務，市場恐慌情緒一度衝高。股債匯齊跌使川普態度丕變，改口稱其無意撤換鮑爾職務，並表示對中國145%關稅太高，白宮亦稱，未來對中國關稅可能大幅下降至50-65%，汽車零組件關稅也有望豁免，帶動投資人情緒明顯回溫。

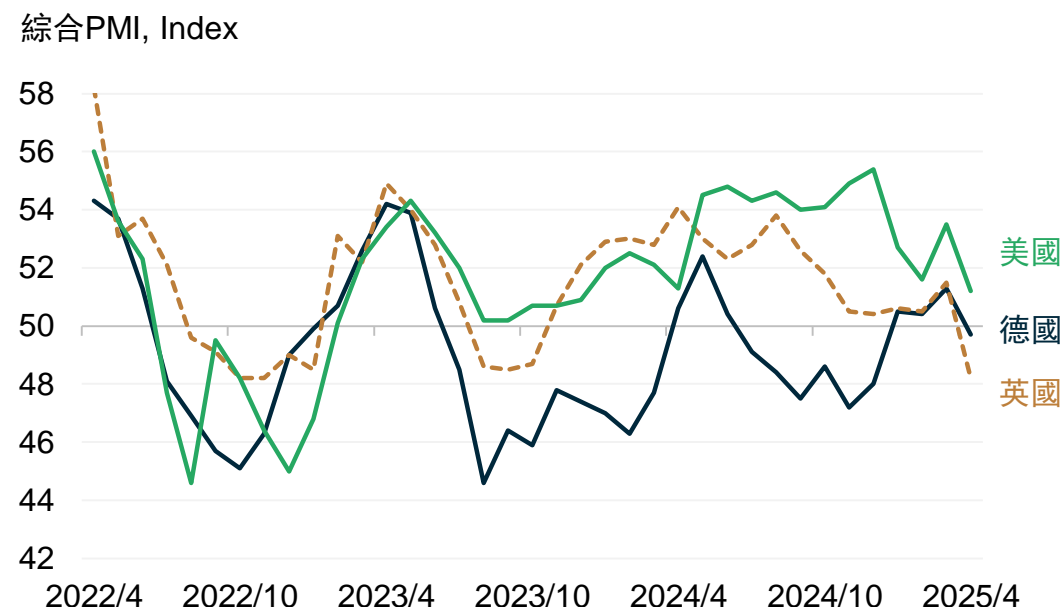
然而，因貿易環境與關稅政策仍充斥高度不確定性，企業及民眾信心遭受打擊，4月主要國家綜合PMI紛紛走弱，IMF也大幅下調經濟成長預估。即便短期市場情緒隨川普態度轉佳，但**考量1)各國對美談判時間漫長，川普政策態度可能隨時生變；2)半導體、製藥等產業仍會單獨加徵關稅；3)經濟基本面衝擊將逐步浮現。未來在政策與基本面不確定性環境下，預期市場波動仍將偏大。**

隨川普改口關稅政策，美元旋即止跌反彈



資料來源：Bloomberg。

關稅風險削弱企業對未來信心



資料來源：Bloomberg。

匯市 | 負面因素猶存, 美元延續偏弱格局

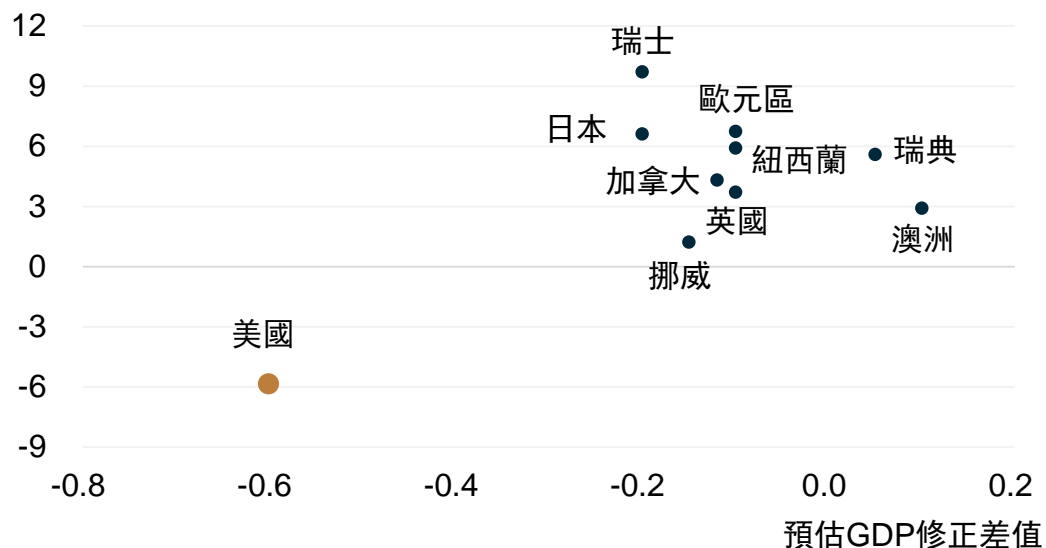
美國10%基準關稅正式上路, 即便稅率低於對等關稅, 但仍將對美國經濟產生負面衝擊, 市場下修美國2025年GDP 0.6%, 幅度明顯高於其餘G10國家, 意味著過去幾年美國引領全球經濟成長的趨勢恐逐漸弱化。

除了基本面疑慮之外, 川普政策的高度不確定性, 近期更再度批評聯準會, 皆打擊投資人對於美元資產的信心。影響所及, 長期以來美股下跌、美元易上漲的避險性質, 於近期出現失效。

綜上所述, **在川普政策不確定性降溫前, 美元指數料呈現震盪偏弱情勢**。值得注意的是, 若各國與美國關稅談判遲遲未見進展, 關稅影響程度加大, 恐促使聯準會提前重啟降息, 則美元有進一步走貶的壓力。

美國GDP下修幅度明顯大於G10國家

3/30-4/21該國匯率升貶幅, %



註: 美元匯率以DXY指數代替。
資料來源: Bloomberg預估。

政府不確定性大增, 美元避險性質暫且失靈



註: 灰色區塊為美股大跌期間。
資料來源: Bloomberg。

匯市 | EM貨幣因景氣疑慮料落後主要貨幣；歐元、日圓具利多，表現將相對強勢

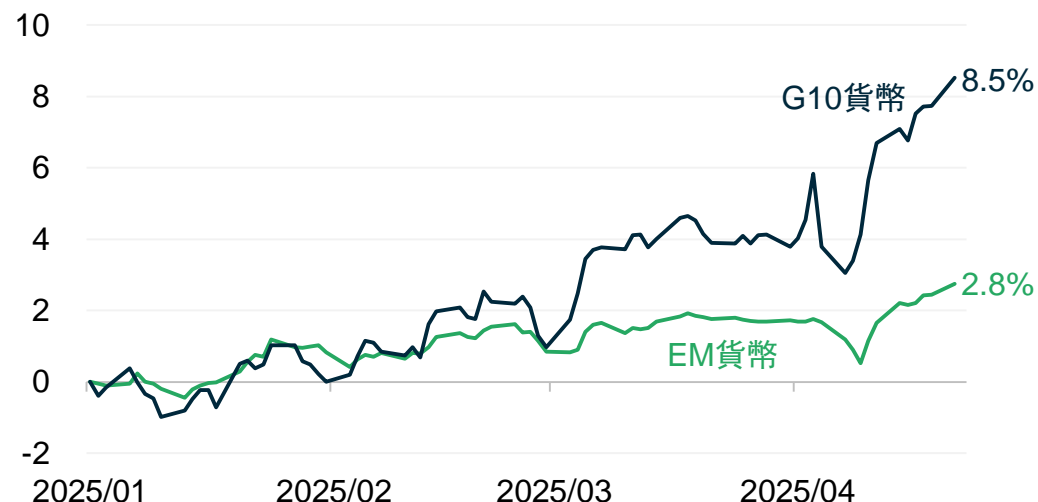
美元指數趨於弱勢，EM貨幣是否有大幅走強空間？考量：1)基本面：美國關稅衝擊全球景氣與當地出口、2)貨幣政策：EM央行或加大寬鬆力道因應前述壓力、3)資金流向：企業恐趨於保守、觀望政策明朗，FDI隨之轉弱。研判**EM貨幣雖隨美元轉弱而走升，但幅度有限**。

相較之下，在投資人暫且對於「美元霸權」信心降溫之際，**G10貨幣尤其是準備貨幣，將可望受惠於匯率多元分散的題材**。

歐元具備財政支出大增、基本面復甦、地緣風險降溫的題材。另外，在川普政策加劇全球政經風險之際，傳統上具備避險性質的日圓、瑞郎，亦可望隨之受惠。其中，日本走出通縮，BOJ持續退出寬鬆政策，帶動美日利差緩步收斂，則是未來避險需求消退後，日圓中長期有利因子。

自2月關稅議題發酵以來，EM貨幣走勢較弱

年初至4/21漲跌幅，%



註：EM貨幣漲跌幅採MSCI EM貨幣指數計算，G10貨幣漲跌幅採EUR、JPY、GBP、CAD、SEK、CHF、NOK、AUD、NZD年至今漲跌幅以簡單平均計算。

資料來源：Bloomberg。

G10貨幣可望受惠於匯率多元分散的題材

主要貨幣	占全球外匯存底比重	年至今漲幅	經濟前景
歐元	20.03%	10.2%	擴大財政支出、烏俄衝突降溫
日圓	5.83%	10.9%	消費逐步轉強、貨幣政策偏緊
英鎊	4.98%	7.1%	削減財政支出、提高部分稅率
加幣	2.74%	3.9%	關稅負面衝擊、選後政策空窗
澳幣	2.27%	3.8%	全球貿易降溫，商品需求下滑
瑞士法郎	0.17%	10.8%	歐洲景氣復甦、貨幣政策寬鬆

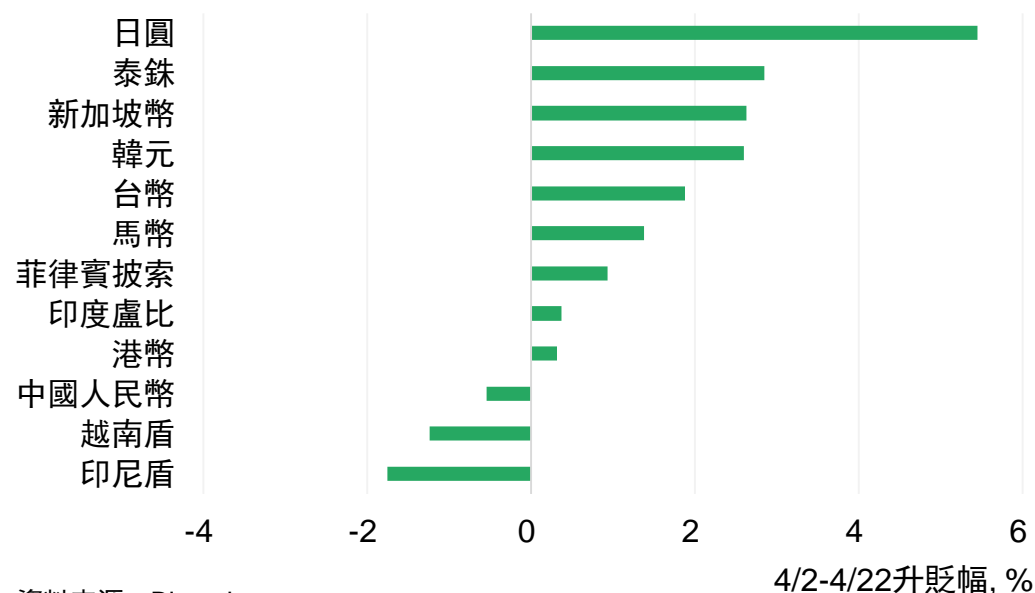
註：根據IMF 2025/3/31資料，美元占全球外匯存底57.3%，人民幣2.18%，其他貨幣4.51%。
資料來源：IMF, Bloomberg。

匯市 | 弱勢美元反映市場資金向非美元資產分散, 提供台幣支撐

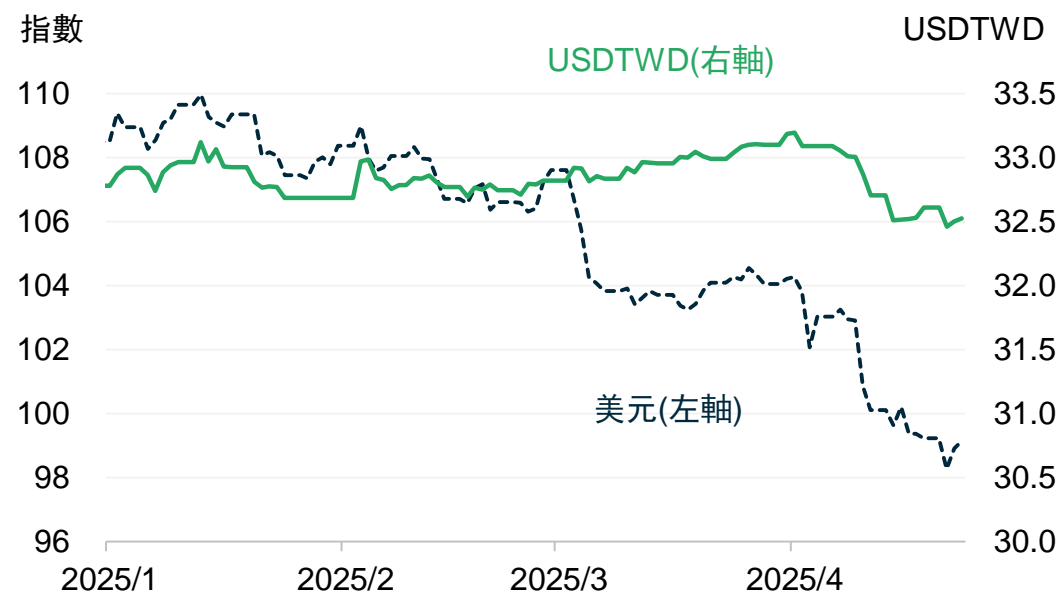
4/2美國對等關稅方案震驚市場, 加上近期川普多次批評聯準會主席鮑爾, 引發市場對聯準會獨立性的擔憂, 雙重衝擊投資人對美元的信心, **部份資金有向美國以外地區分散佈局的狀況**, 使得除中國因受美國針對拖累人民幣走弱外, 多數亞洲貨幣止貶回升。隨後川普緩解緊張情緒, 表示無意開除Powell並可能大幅降低對中國關稅後, 美元貶勢暫時趨穩。

可觀察近期台幣走勢與美債利率、台股氛圍及人民幣脫鉤, 而目前**主要受美元弱勢支撐**。若未來美元強弱持續主導台幣走勢, 可能情境有二: 1) **若川普對多國關稅大幅下調, 接近或低於10%基礎關稅, 美國經濟疑慮減弱, 美元貶勢趨緩, 亞幣升值空間受限**。2) 若關稅談判進展緩慢, 美國經濟疑慮加劇, 聯準會降息空間擴大, 亞幣或有進一步升值空間。

4/2對等關稅公布後, 美元走弱提供亞幣支撐



川普對中態度緩和、開除鮑爾憂慮減, 美元貶勢暫緩



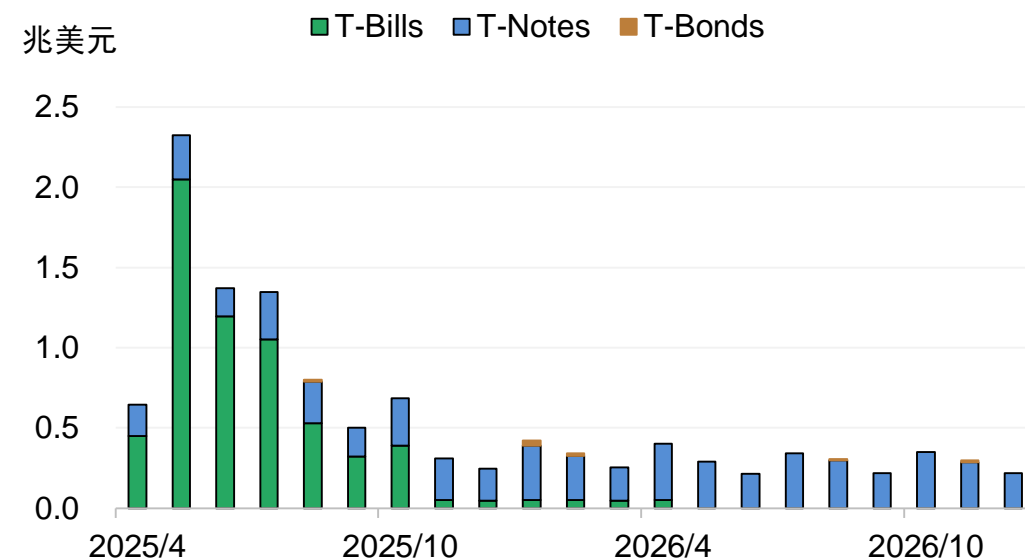
債市 | 美債殖利率高位震盪, 以中短天期的高信評發行人為優先

今年約有**剩餘**(自2025/4/24-2025/12/31)**8.2兆的美國公債將陸續到期**, 使得美國政府面臨龐大的再融資壓力。為了降低利息支出以減少財政赤字, 川普已屢屢喊話聯準會盡早降息; 然而, 鮑爾的態度維持保守, 兩者的政策觀點相悖, 川普及揚言將撤換鮑爾的主席職位, 令投資人對Fed的獨立性產生質疑, 導致美債、美元延續近期的弱勢表現。

10年債利率維持區間震盪: 市場對美債信心下滑、Fed降息步調緩慢, 短線利率將維持高位; 長線欲見殖利率走降, 則有待Fed再次降息。

債市策略: 布局高信評、縮短布債天期。1)關稅不確定性之下, 布局美債應以高信評發行人為主, 目前投等債平均殖利率仍在5%上方, 具備相對的高利優勢。2)近期金融市場動盪, 由於長天期債券的存續期間較長, 其價格的波動將更為劇烈; **為了降低價格波動度, 布債應以中短天期為主**。

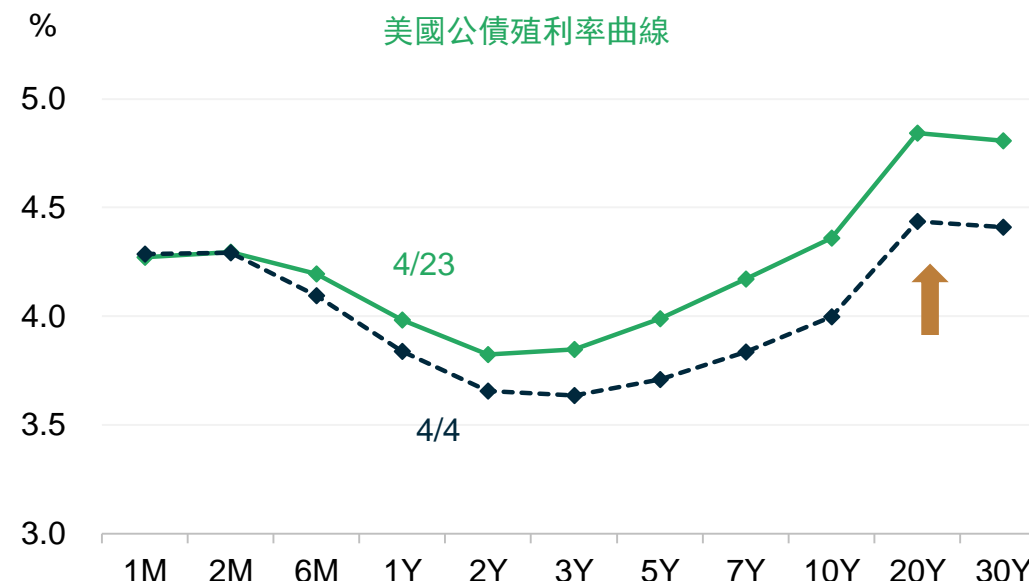
美債再融資壓力上升, 利率波動幅度加大



註: 1)2025/4/24-2025/12/31剩餘8.23兆公債到期。2)T-Bills: 1年內的短期債券、T-Notes: 發行2-10年的中期債券、T-Bonds: 發行20-30年的長期債券。

資料來源: Bloomberg。

近期利率曲線趨陡, 布債應縮短天期



註: 1)曲線熊陡: 長債利率升幅大於短率, 2)短債存續期間短, 價格對利率的敏感度較低。
資料來源: Bloomberg。

債市 | ECB降息前景不變、歐元走勢轉升, 歐債成全球資產多元配置選項

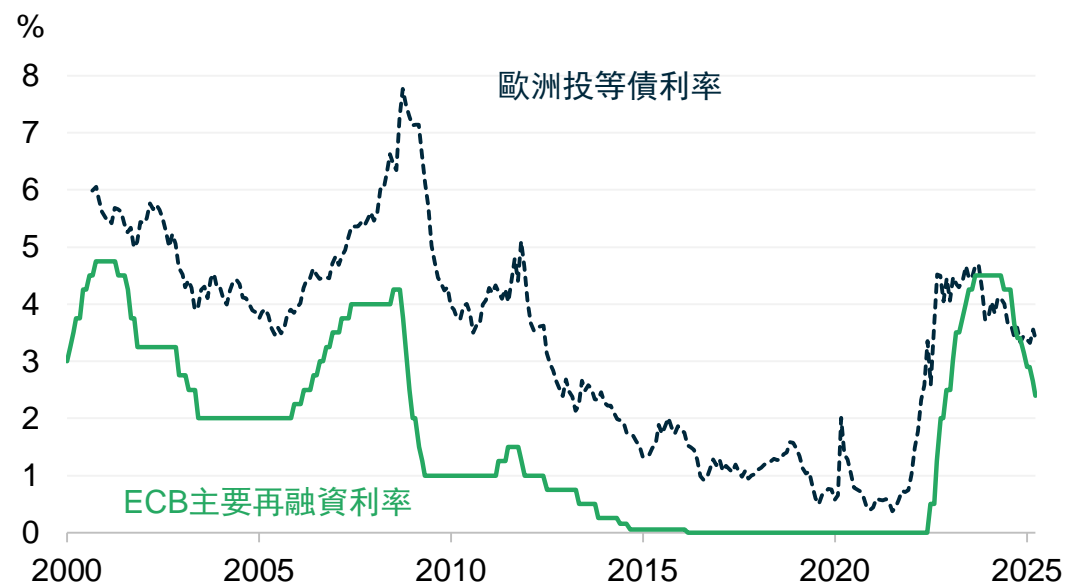
近期隨市場對美國資產信心降溫, 導致美元弱勢盤整, 歐元轉升的趨勢下, 不妨可布局歐債, 以作為全球資產多元配置的另一選項。

ECB仍處降息循環: 歐元區經濟復甦進程緩慢、通膨走勢維持降溫, 期貨市場預期今年ECB仍有2-3碼的降息空間, 將有助歐元區利率持續滑落, 創造債券報酬的上漲空間; 目前的殖利率水平亦處近10年來相對高位。

利多題材: 1)德國通過財政支出法案, 有望提振GDP加速成長; 2) 1)普丁釋出和談意願, 烏俄趨於停火提振歐洲戰後重建, 改善經濟前景。

高信評為主、歐元計價為優勢: 受關稅戰影響, 歐洲非投等債的信用利差亦同步彈升, 年至今擴大近100個基點, 布局歐洲市場, 應以投等債為主。雖然歐洲投等債平均殖利率為3.5%, 較美國發行人低; 不過挾著歐元走強的優勢, 仍是近期市場對美債信心降溫下, 資金良好的停泊處。

ECB降息方向不變, 有助未來利率走降



註: 期貨市場預期今年ECB還有2-3碼降息空間; 目前投等債平均利率約為3.5%。

資料來源: Bloomberg。

德債殖利率年初上漲後, 利率水準高於過往平均



註: 德國公債殖利率為2.47%(2025/4/25), 高於長期平均水平1.12%(2010/1/1迄今)。

資料來源: Bloomberg。

美股 關稅衝擊使得獲利遭到下修, 但今年的AI資本支出仍舊不變

美股Q1財報季陸續登場, 但受到關稅影響, 市場紛紛下調今年與明年獲利預估, 保守的投資人甚至預期僅有個位數成長, **市場看法相當分歧, 不過, 就趨勢而言, 今年獲利仍舊維持正成長, 且明年有望高於今年。**有鑑短期波動偏大, 目前**美股配置以防禦型且多元分散。**

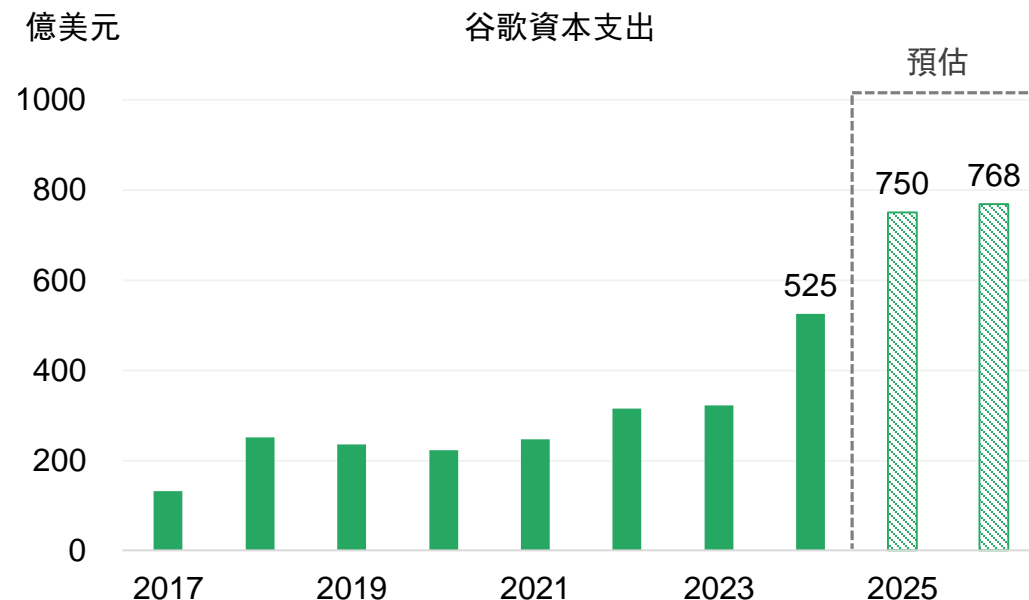
此波股災修正, 科技股首當其衝, 不過, **就AI的投資趨勢而言, 目前並沒有大幅改變。**繼台積電表示, 今年資本支出不變後, 谷歌執行長Pichai也重申, 不管宏觀經濟如何變化, 維持今年750億美元的資本支出水平, 持續專注於圍繞人工智慧的長期投資。另外, 更長期的資本支出水平, 市場普遍預期, 即使沒有大幅增加, 仍可望保持當前的水平。

關稅壓力, 企業獲利下修, 但增速預估相當分歧



資料來源: Bloomberg、Factset、高盛預估。

谷歌維持全年750億資本支出



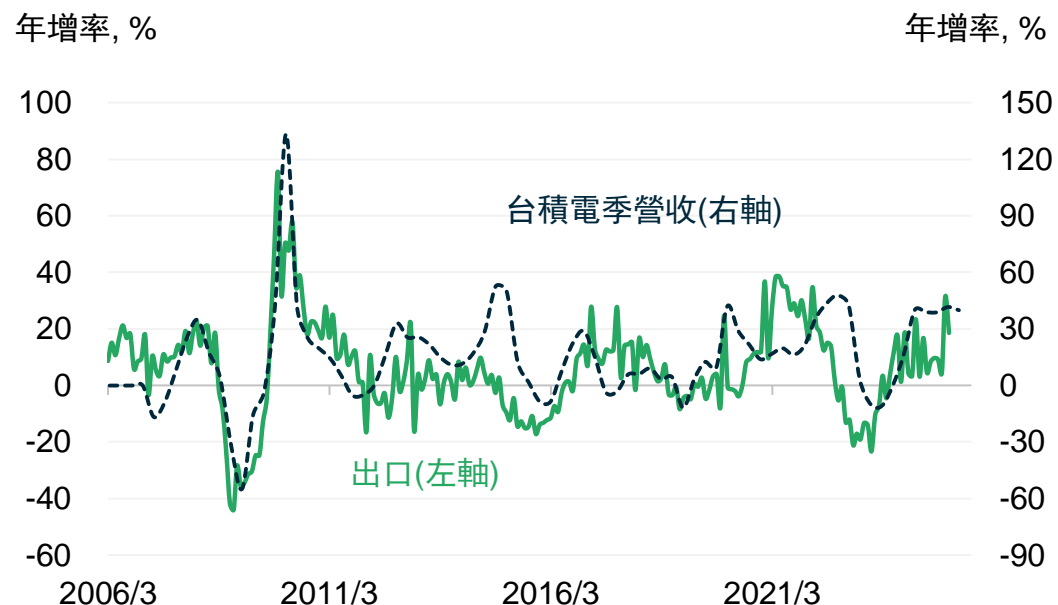
資料來源: Bloomberg及谷歌預估。

台股 外銷訂單成長, 關稅擔憂壓抑股市情緒

在關稅影響下, 台灣出口拉貨潮提前於3月浮現, 3月出口金額較2月份大增20%, 年增18.6%, 外銷訂單也創下530億美元的歷史次高紀錄, 年增率12.5%, 川普對等關稅進入90天談判期, 預料Q2廠商備貨需求仍將維持強勁, 台積電法說也點出Q2營收將呈現淡季不淡, 季增10~13%的新高紀錄。

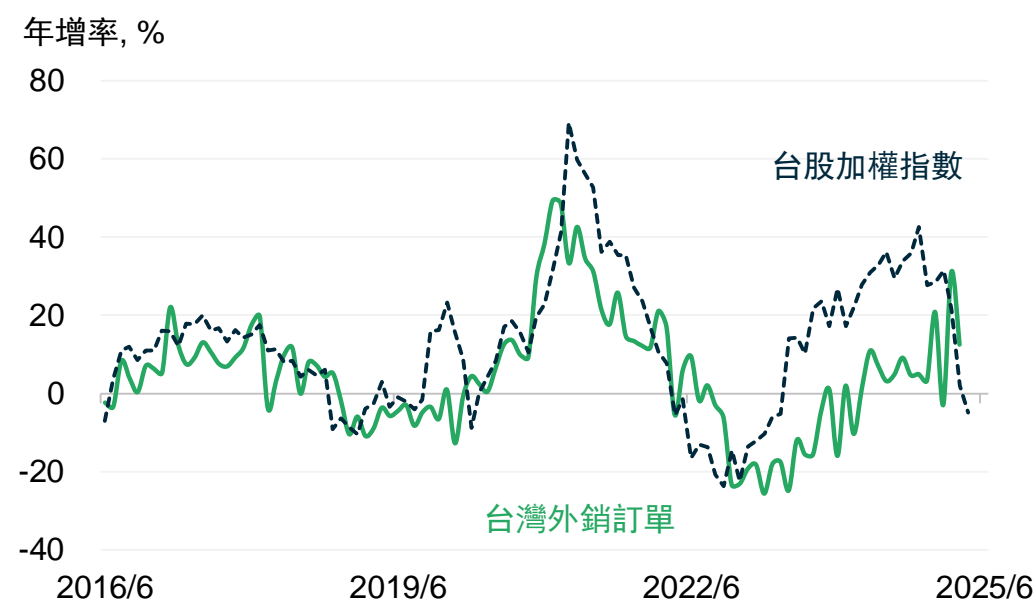
關稅不確定性籠罩使得台股自2月高點修正超過2成, 進入技術性熊市, 股市情緒明顯受到壓抑。誠然, 台美間能否達成合理的關稅協議將影響台灣經濟走勢, 後勢仍有變數, 不過台股在大幅修正後, 已具有長期投資的價值, 若是企業獲利展望未改變, 則評價面將來到相對低點, 惟指數波動仍大, 宜以穩健的方式分批布局。

關稅拉貨潮浮現, 台積電營收及台灣出口皆維持高檔



資料來源: Bloomberg。

台灣外銷訂單成長, 但指數進入修正區間



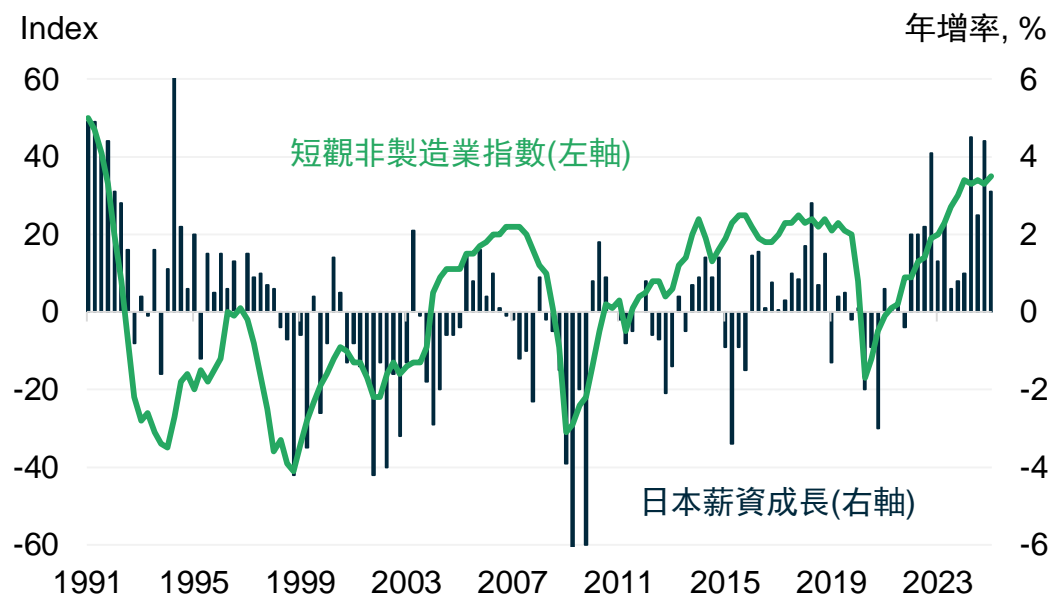
資料來源: Bloomberg。

日股 非製造業信心穩健, 內需消費受關稅影響有限, 投資人可逢低布局相關產業

美中貿易談判致力於縮減貿易逆差, 可能就調整日本汽車進口規範、加大農產品與能源進口量等議題達成初步協議。後續除了關注最終協議內容外, 由日本財務大臣加藤勝信與美國財政部長貝森特針對匯率問題的會談, 也將牽動市場情緒。

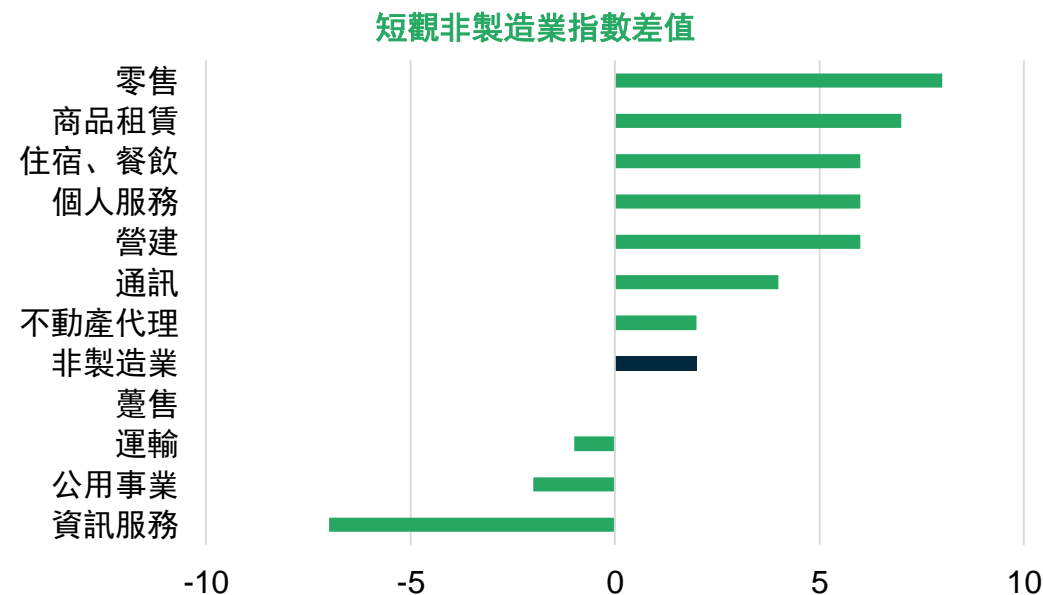
消費、不動產等內需類股在對等關稅公布後回檔幅度相對有限, 零售類股甚至較關稅公布前更受資金青睞。根據第一季度短觀調查, 大型非製造業信心指數從33攀升至35, 在薪資成長帶動消費活動的支撐下, 非製造業的獲利預計在市場動盪期間仍具穩定性。**展望後市, 在美日談判尚未取得實質進展前, 大盤難以突破前波高位。然而, 內需企業受關稅衝擊較小, 且獲利表現穩健, 投資人可逢低分批布局相關產業。**

薪資增長支撐消費動能與非製造業信心



資料來源: Bloomberg。

今年Q1內需產業信心進一步上升



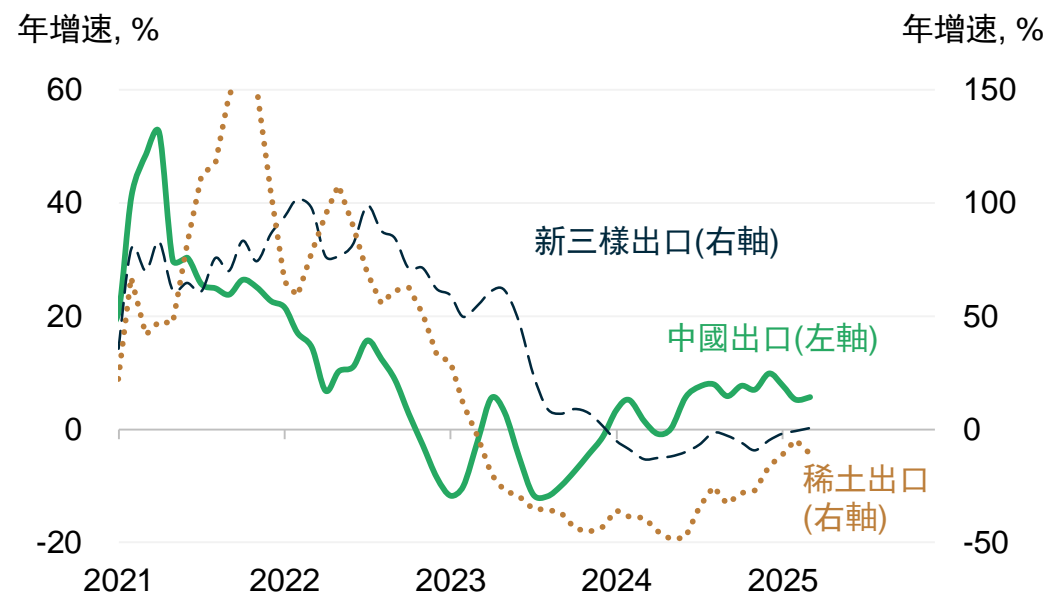
註: 數據採用2025/4短觀大型企業非製造業信心減去2024/12數值。
資料來源: Bloomberg。

中國 稀土受限制下，馬斯克表態將遊說，而美國官員則透露美中態勢似有轉圜

據金融時報報導，中國擴大出口限制，將七種關鍵稀土元素和磁鐵納入管制，這些物質對於生產電動汽車、風力渦輪機和軍用飛機至關重要。對此，馬斯克表示，稀土出口管制已經影響到生產作業，因此，將會繼續遊說美國總統川普降低關稅。不過觀察中國新三樣、稀土等出口，在川普回任之前便已陷入衰退的狀況，即便近期衰退幅度有所改善，但整體增長態勢仍舊萎靡，因此，整體需求面的影響可能更大於近期關稅的紛擾。

另方面，美國財政部長貝森特表示，與中國的關稅戰打下去雙方都無法承受，全球最大的兩個經濟體必須找到緩和緊張局勢之道；總統川普也表示不預期雙方談判會「硬碰硬」，美國對中國的最終關稅將「遠不到」他現在設定的145%水準。此些言論顯示先前劍拔弩張的態勢有所轉圜，誠然，**評價面受衝擊下，股價預期將延續目前震盪格局。**

中國新三樣與稀土出口近況



資料來源: Bloomberg。

美方口徑放鬆有助股市反彈, 但仍在弱勢整理階段



資料來源: Bloomberg。

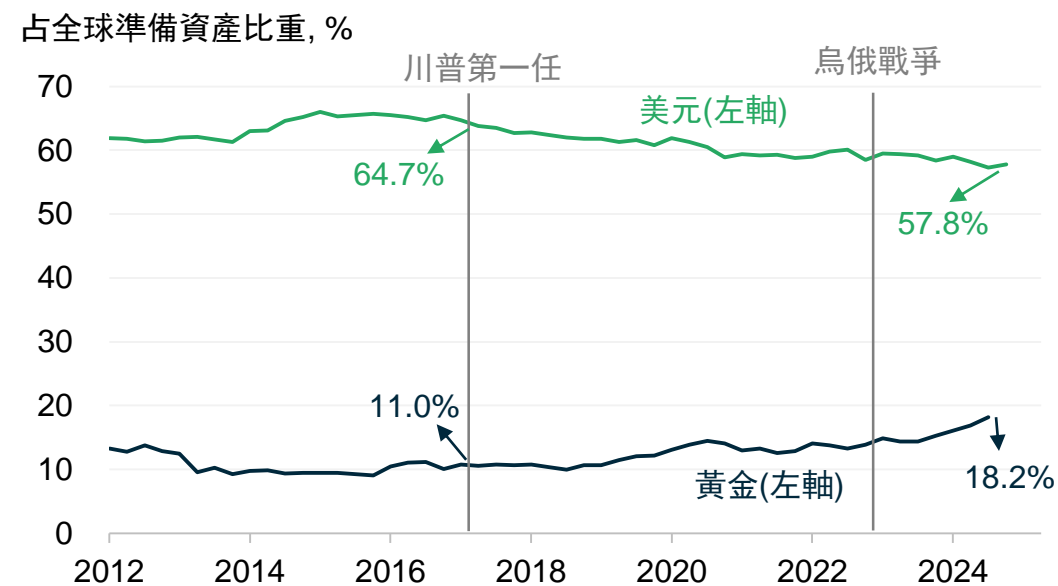
黃金 利多因子有利金價延續多頭，惟短線存在過熱風險，回檔至季線再行布局

觀察2018年美中首次貿易戰(川普恣意提高貿易夥伴關稅)、2022年烏俄戰爭(美國凍結俄羅斯美元資產、實施金融制裁)，做法引發各國對於美元資產安全性的反思，故逐漸降低美元準備比重，同時提高黃金準備。川普二度就任至今，強硬的貿易政策、劇變的外交政策，再次凸顯川普政策的高度不確定性，意味著投資人、各國央行對於長期資產分散、增持黃金的需求恐有增無減。

此外，美國實施10%基準關稅、25%汽車、25%鋼鋁關稅，「經濟衰退、通膨再起」的疑慮有增無減，黃金的避險性質亦增添其吸引力。

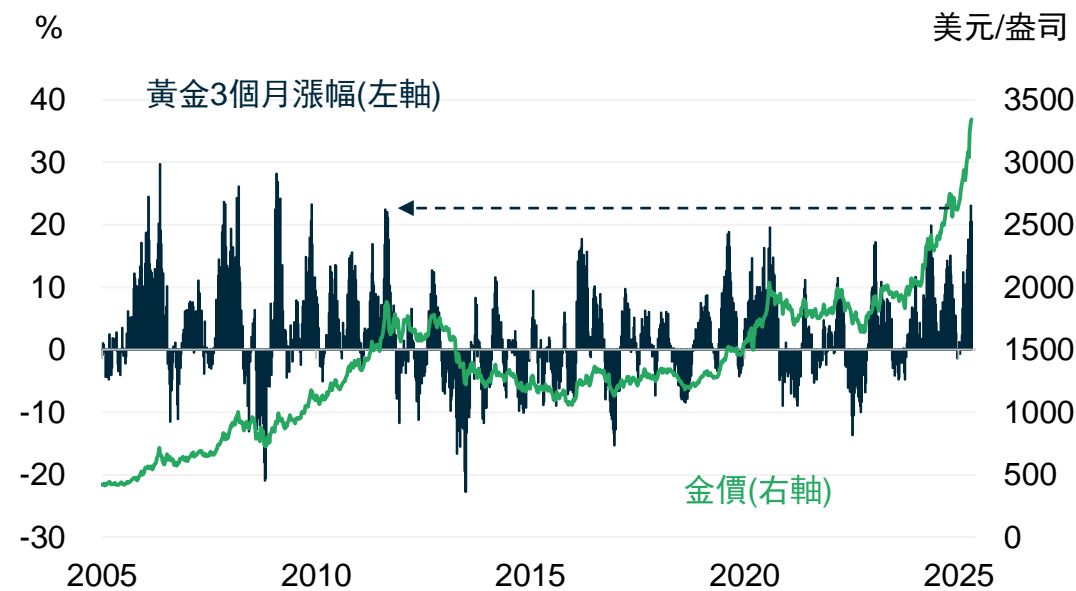
然而，需留意1) 過去兩週金價漲勢加速、漲幅較大，短線恐有過熱疑慮；2) 待川普政策日趨明朗，同時調整關稅政策的強硬做法，或令投資人避險需求降溫。綜上所述，利多因子可望支持金價延續多頭格局，惟短線不宜追高，可待拉回再行布局。

2018年後，各國降低美元部位、增持黃金的趨勢明確



資料來源：WORLD GOLD COUNCIL, Bloomberg。

過往金價急漲過後，後續易轉趨震盪整理



資料來源：Bloomberg。

Apr/May 2025

28	Monday	29	Tuesday	30	Wednesday	1	Thursday	2	Friday
美國達拉斯Fed製造業指數	德國零售銷售 美國消費者信心 美國JOLTS職缺 歐元區消費者信心 日本休市	台灣GDP 美國GDP 美國ADP就業 日本工業生產 日本零售銷售 中國製造業PMI	日本央行會議 美國初領失業金 美國ISM製造業指數 台灣休市 中國、香港休市 德國、法國休市	歐元區CPI 日本失業率 美國就業報告 美國工廠訂單 美國耐久財訂單 中國休市					

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