



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年8月15日

投資研究週報

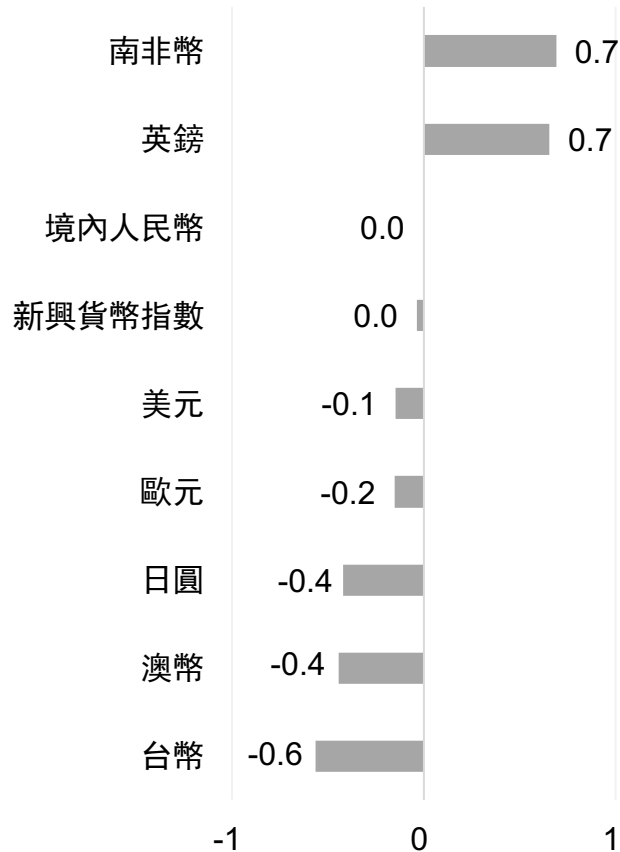
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

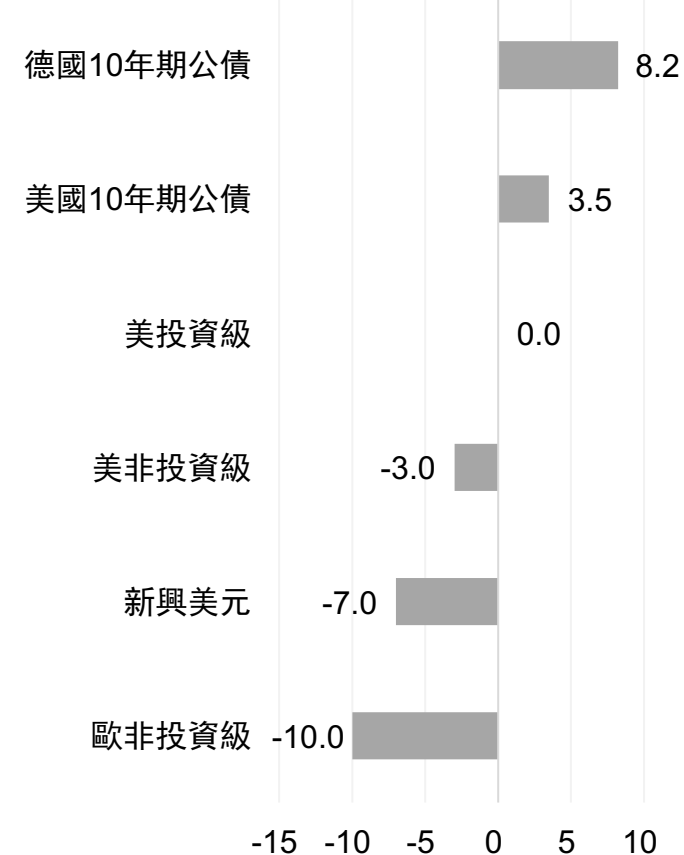
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/8/7 – 2025/8/14。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- **通膨數據好壞參半，仍需觀察關稅影響：** CPI年增率2.7%，低於市場預期。不過PPI年增率上升至3.3%，反映企業仍在吸收成本，未來恐有轉嫁至消費端的壓力。
- **降息預期已升溫，留意短線利率震盪：** 1)市場對就業市場的擔憂疑慮升高、2)未來Fed態度漸轉鴿派，支撐Fed降息前景。然而，關稅對物價的影響可能具滯後性，牽動利率震盪。
- **關稅結果大致底定，帶動風險偏好走升：** 除美中關稅再遞延90天以外，整體的關稅結果已大致底定，不確定性降溫帶動股市走高。

2. 後續看點： Jackson Hole全球央行年會(8/22)，美國PCE(8/29)。

策略思維

1. **股市-風險偏好升溫，帶動股市持續走強：** 關稅結果大致底定、Fed降息預期升溫，帶動股市續創新高。AI題材支撐下，長線利多前景不變；惟留意美股評價面偏高，可逢短線拉回後分批布局。
2. **債市-布債逢高鎖利，利率曲線維持陡峭：** 市場已充分反映今年降息，恐限縮短線利率下行空間。未來降息前景明確，宜逢利率反彈之際布局鎖利；預估中短端利率下行空間較大，長債報酬以穩定現金流為主。
3. **匯市-美元弱勢震盪，非美貨幣相對強勁：** 預計未來聯準會降息空間將大於其他主要央行，將帶動美元弱勢震盪，非美貨幣或有漲幅空間。

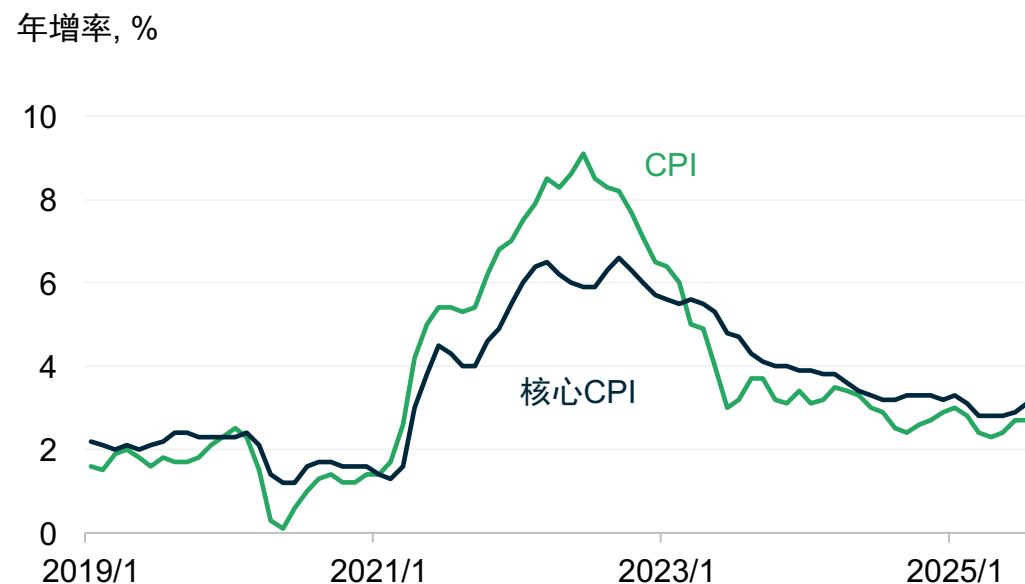


美國通膨 | PPI反映企業已開始調升價格，為CPI的潛在壓力

7月CPI年增率上升至2.73%，不過低於市場預期(2.8%)，整體漲幅相對溫和。除了在**食品、能源價格回落外，核心商品(家居用品、二手車與卡車)價格上漲，反映部分關稅影響**，帶動核心CPI年增率升至3.1%，則略高於預期(3.0%)。而占CPI權重超過七成的服務通膨則反彈有限，佔核心服務比重較大的房租僅月成長0.2%，為限制核心CPI上漲的關鍵因素。

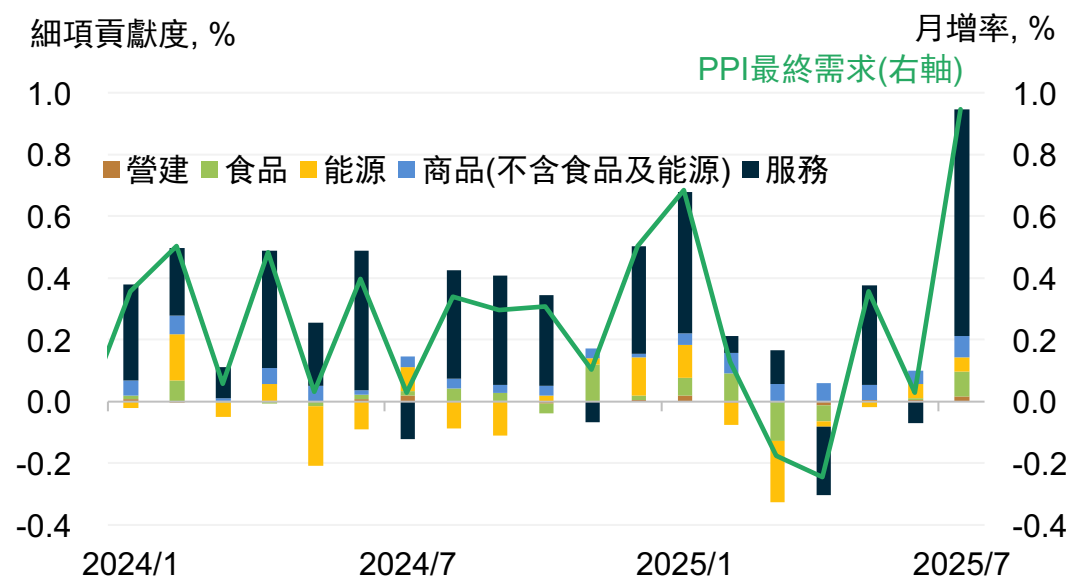
不過，**美國7月PPI年增率3.3%(預期2.5%)創三年來新高、月增率達0.9%(預期0.2%)**，反映**企業正在轉嫁關稅導致的進口成本**，主要由服務業區塊所推動：**批發與零售貿易服務利潤上升2%，機械與設備批發利潤大增3.8%**，顯示企業提高售價以擴大利潤空間。而批發價格的上漲可能在一段時間後反映至零售端，可能進一步推升其他商品、服務的成本。

CPI走升，不過幅度相對溫和



資料來源：Bloomberg。

服務業成本上升，貢獻PPI漲幅



資料來源：Bloomberg。

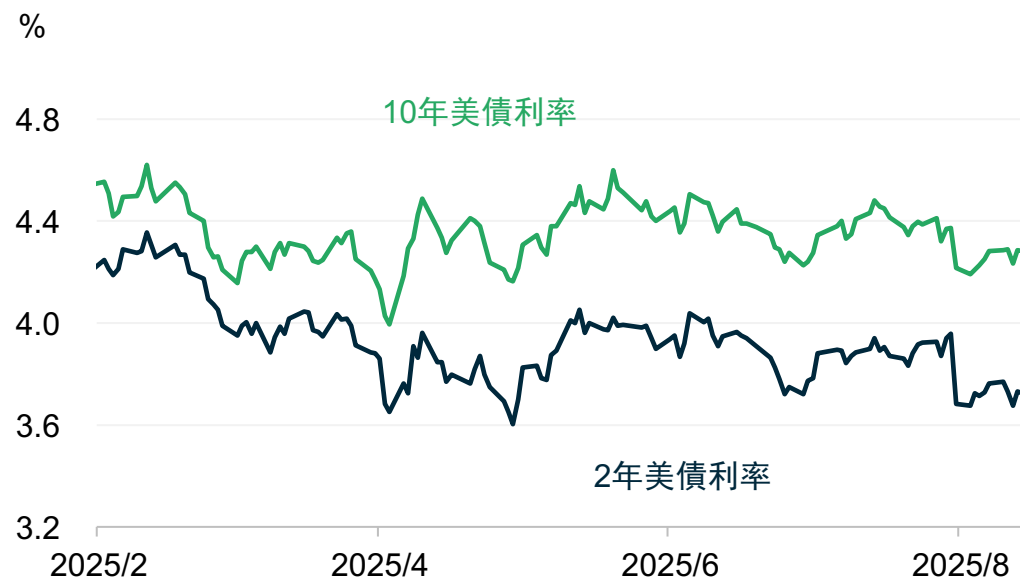
公債 | 短線降息預期已相對積極，留意利率震盪

美債利率自8月以來進一步走低，主要受以下三項因素影響：1)非農數據大幅下修，市場逐漸擔憂就業下行風險；2)CPI漲幅低於預期，緩解市場對通膨的擔憂；3)財政部長貝森特呼籲聯準會9月降息2碼，並預期長線再降息150~175個基點。上述利多推動降息預期，先行帶動美債利率下行，不過**隨7月PPI意外彈升，美債利率則反彈至CPI公布前的水平**。

留意短線利率震盪：隨著非農大幅下修後，**市場降息定價已相對積極**，加上本波利率下滑導致**公債需求減弱**(反映在8月的10年與30年期公債標售的投標倍數下滑、一級交易商承接比重上升)，顯示短線利率進一步下行空間可能受限。

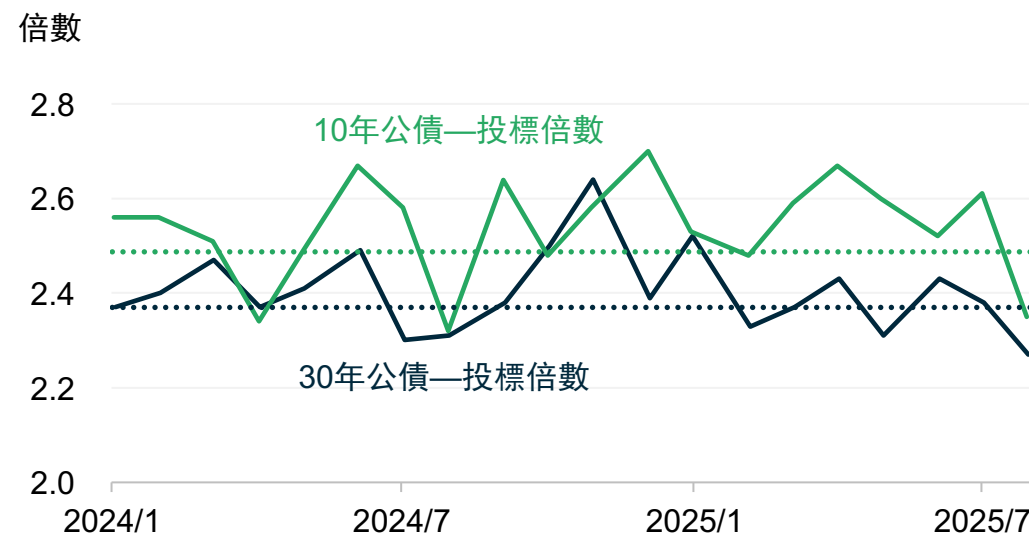
不過長線而言，隨著美國**降息前景明確**，投資人可於**利率反彈震盪時伺機鎖定相對高利水準**，提前布局以鎖定未來穩定的長期現金流。

8月以來利率下滑，本週受CPI、PPI影響而震盪



資料來源：Bloomberg。

10年、30年公債標售結果反映買氣降溫



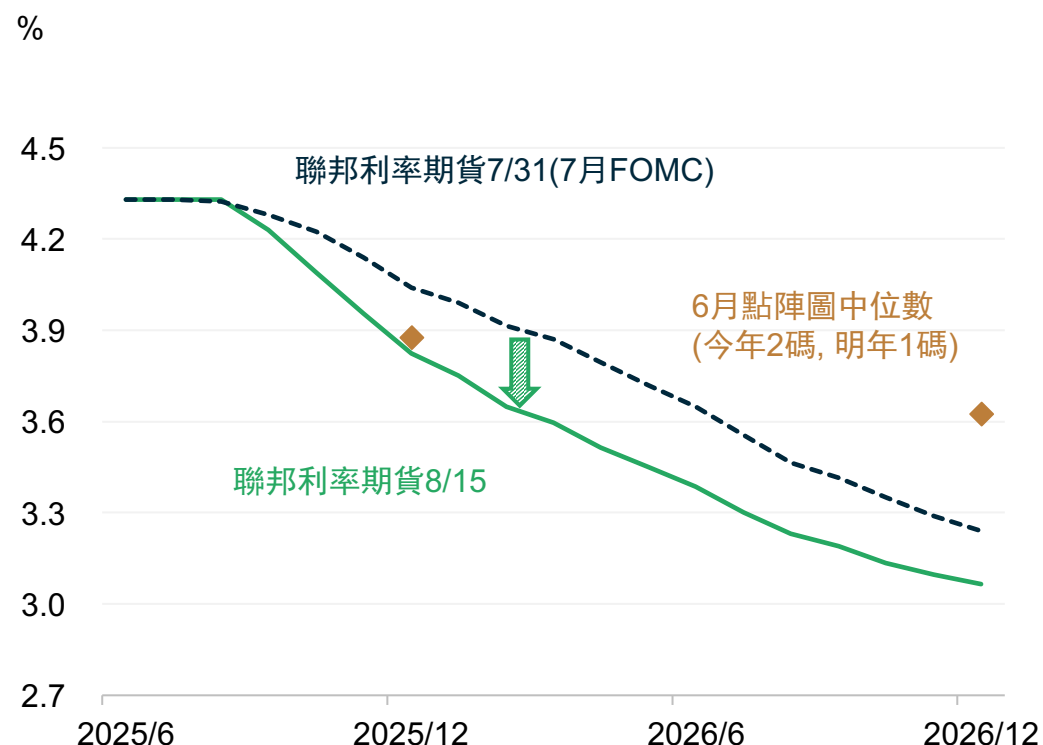
註：虛線為2021年以來均值。

資料來源：Bloomberg。

Fed | 降息前景明確、聯準會立場漸轉鴿，長線利率緩步下行

隨白宮經濟顧問委員會主席**Stephen Miran**接替**Kugler**擔任**Fed暫時理事**至2026/1，市場解讀為川普鴿派人事布局的起點。預期未來川普再次提名的理事、繼任主席人選均將偏好大幅度寬鬆，則進一步支撐市場降息預期。目前**期貨市場預估今年降息2.2碼，預估至2026年底將降息超過5碼**，倘若未來經濟數據仍疲、或通膨壓力進一步緩解，將為牽動未來利率走勢的關鍵。

市場預期Fed今年降息超2碼，至明年底累計超5碼



資料來源：Bloomberg。

聯準會態度分布：未來將進一步轉鴿

理事會		立場	任期結束時間	
主席	Jerome Powell → ?	中性→ 鴿	2026/5(主席) 、 2028/1(理事)	
副主席	Philip Jefferson	中性	2036/1	
副主席	Michelle Bowman	鴿派	2034/1	
理事	Michael Barr	中性	2032/1	
理事	Lisa Cook	鴿派	2038/1	
理事	Adriana Kugler → Stephen Miran	鷹 → 鴿	2026/1	
理事	Christopher Waller	鴿派	2030/1	
2025年輪值總裁		立場	2026年輪值總裁	立場
John Williams(紐約)		中性	John Williams(紐約)	中性
Austan Goolsbee(芝加哥)		鴿派	Beth Hammack(克里夫蘭)	鷹派
Susan Collins(波士頓)		中性	Anna Paulson(費城)	中性
Alberto Musalem(聖路易斯)		鷹派	Lorie Logan(達拉斯)	鷹派
Jeffrey Schmid(堪薩斯城)		鷹派	Neel Kashkari(明尼阿波利斯)	中性

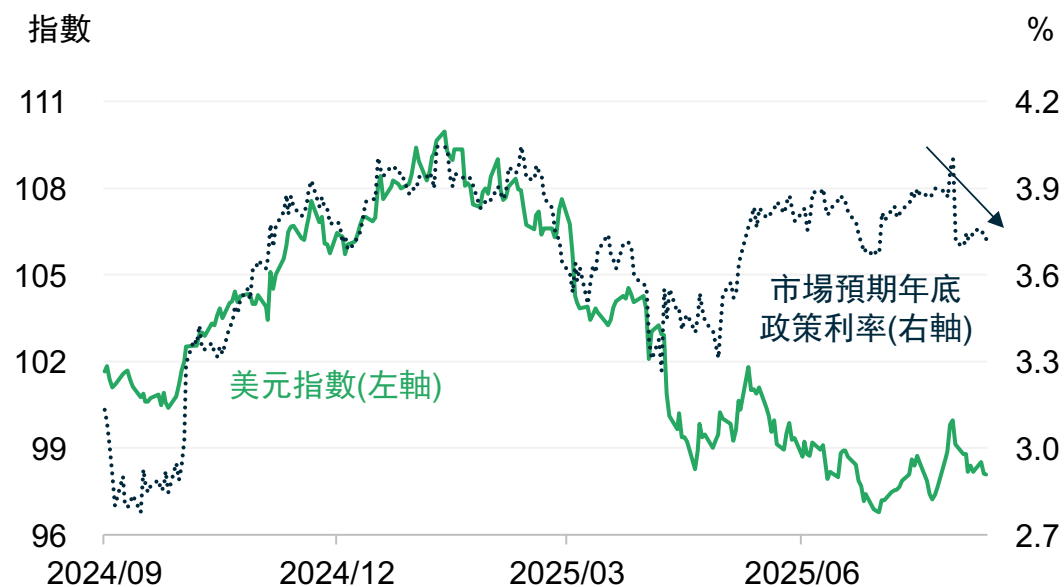
資料來源：Fed, Bloomberg Fed Sentiment Spectrum。

美元 | 降息預期轉強, 將令美元上檔承壓, 延續低檔區間波動格局

過去三個月美國就業成長明顯放緩, 關稅推升通膨的幅度則仍屬有限。另一方面, 多位聯準會官員調整此前觀望立場、川普將任命白宮經濟顧問委員會主席填補聯準會理事空缺。上述各項因素皆助長市場對於9月重啟降息的猜想, 同時預期年內將降息2-3碼, 將是美元指數的不利因子。

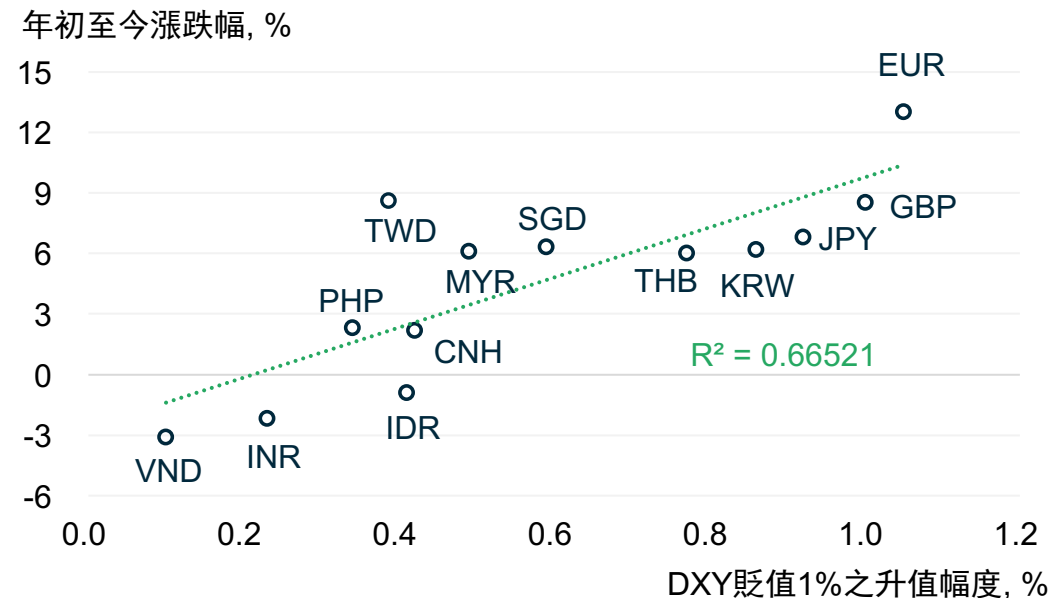
對於非美貨幣而言, 美元指數弱勢時, 歐元、英鎊、日圓等主要貨幣平均漲幅大於新興市場貨幣, 今年以來各貨幣之表現亦呼應此一情勢。意味著未來美元依舊偏弱的背景下, 若有匯率分散布局的需求, 應優先考量主要貨幣。

降息預期升溫, 美元隨之承壓



資料來源: Bloomberg。

過去經驗顯示美元弱勢時, 主要貨幣表現相對較強



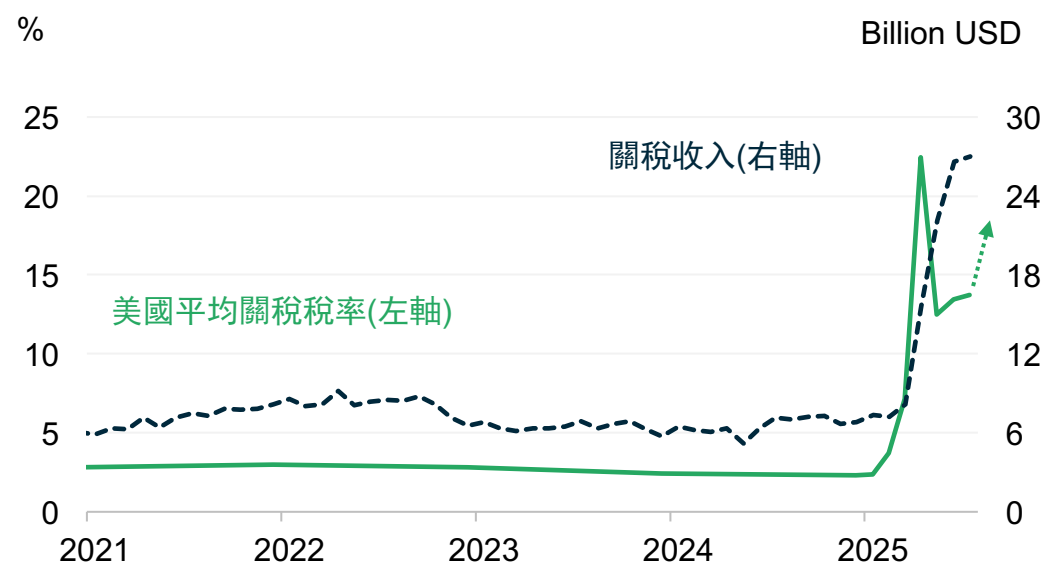
資料來源: Bloomberg。

關稅結果大致底定，歐盟、日本獲「非疊加」優惠待遇

美國新一輪關稅已於8/7正式實施，伴隨「232條款」半導體有初步調查，除了美中關稅再度遞延90天以外，整體關稅架構已底定：美國**實質稅率上升至15~20%**已成為市場共識。未來將逐步改善美國財政赤字，**7月的關稅收入達277億美元**，預計未來**每年金額為3000~3500億美元**，遠高於過去四年平均的850億美元。

另一方面，白宮證實歐盟、日本不適用疊加關稅，其他貿易夥伴則適用「**對等關稅稅率+MFN稅率**(WTO最惠國待遇)」模式。隨著關稅政策明朗化，國際貿易與政策不確定性下降，市場信心回升，風險性資產表現同步升溫。

預估美國實質稅率升至15~20%，關稅收入持續創高



資料來源：Bloomberg。

日本、歐盟獲得「非疊加」關稅優惠

	稅率	註解
中國	55+N%	美中關稅遞延90日。【25%(301條款)+10%(對等關稅)+20%(分太尼)=55%】
歐盟	15% (非疊加)	投資能源商品7500億、直接投資6000億。 15%稅率包含半導體、汽車、製藥 ，鋼鋁仍為50%。
日本	15% (非疊加)	直接投資5500億美元。 15%稅率包含半導體、汽車、製藥 ，鋼鋁仍為50%。
台灣	20+N%	20%+各產業MFN稅率。隨赴美設廠業者有望豁免100%半導體關稅，傳產業受衝擊影響較大。
韓國	15+N%	直接投資3500億美元。 15%稅率包含半導體、汽車、製藥 ，鋼鋁仍為50%。
越南	20+N%	面臨20%稅率，不過轉運商品稅率增至40%，防堵中國「洗產地」。

資料來源：國泰世華銀行整理。

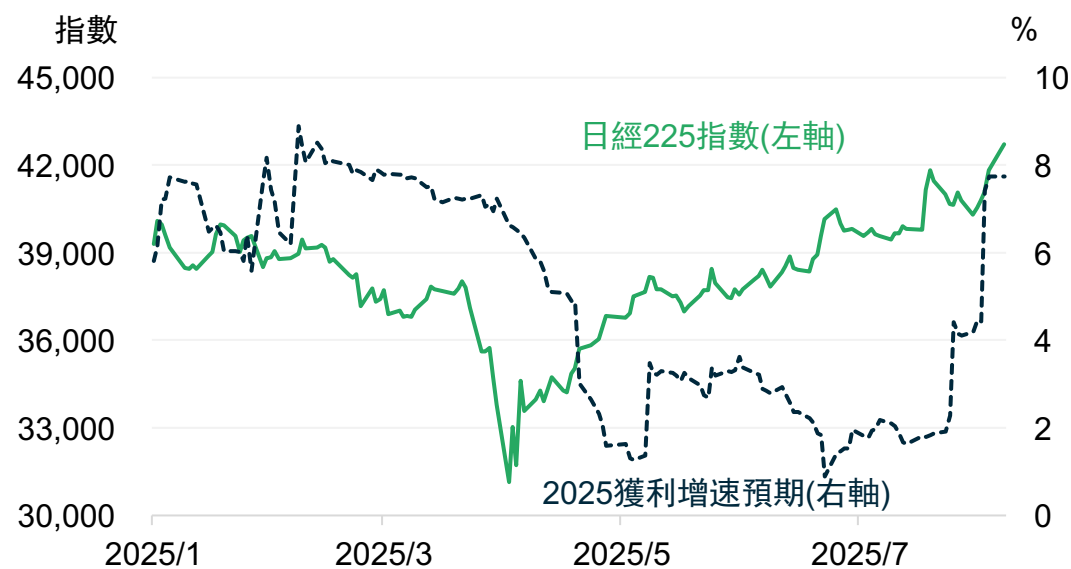
日股 | 日圓回貶與獲利上修有利日股表現, 但已有超買現象, 股市短期報酬難以擴大

日股近期持續強勢表態, 近期除了突破國會改選之前的高點外, 更續創歷史新高, 日經225指數突破43000點, 主因有二, 1)因應國內政治不確定性, 日本央行升息時程放緩, 驅動日圓回貶, 2)日本關稅不確定性降低, 汽車關稅也從25%降至15%。

展望未來, 隨著國內外政治不確定性降低, 股市回歸基本面, 包括, 1)企業財報報喜, 今年增速上修至7%, 明年甚至看10%, 2)自2021年企業改革以來, 日本企業加大股票回購力道, 今年規模再創歷史新高, 3)AI產業趨勢下, 日股企業也沾光, 尤其是在半導體上游的設備、原料, 握有主導性。

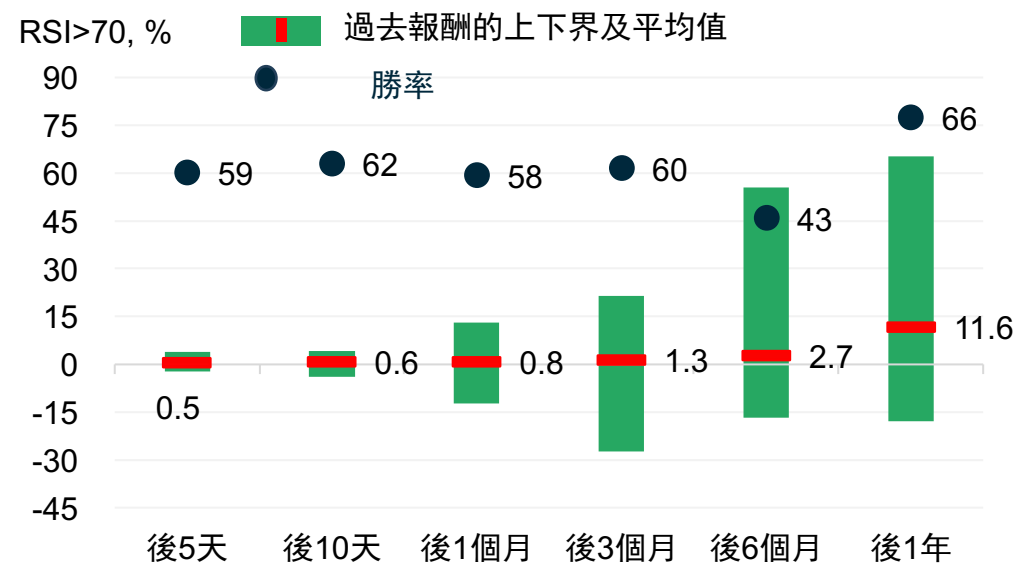
整體而言, 日股可望緩步走揚, 不過隨著股市創高, RSI—14日指標也突破70, 預期短期數個月股市可能陷入糾結, 股市報酬難以擴大。

日本企業獲利上修, 支持日股續揚



資料來源: Bloomberg。

RSI逾70, 短期數月報酬難以擴大



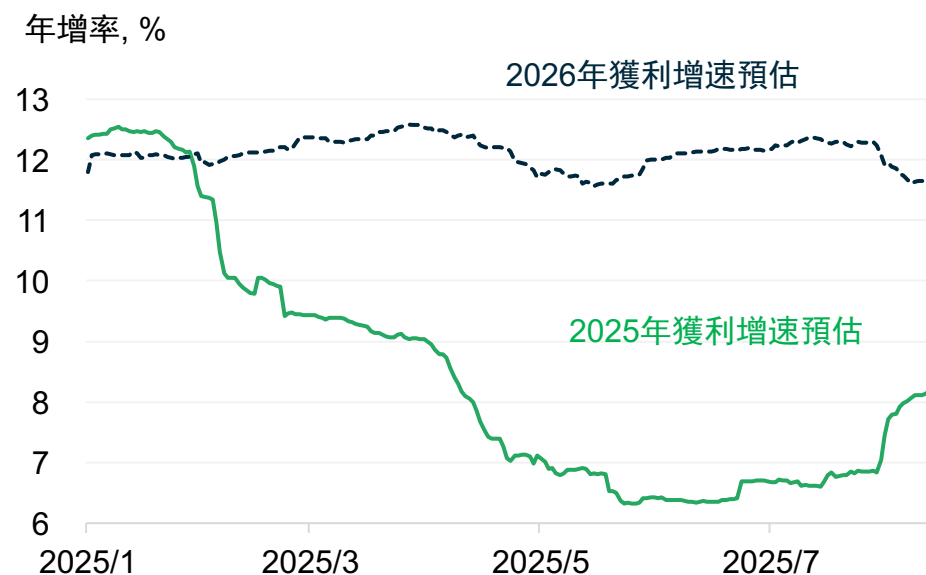
註: 統計期間為2010至今, RSI首次超過70的次數有39次。
資料來源: Bloomberg。

美股 | 基本面有利股市走強, 但仍須留意評價偏高的風險

美股Q2財報告尾聲, 目前已公布9成, 獲利年增率高達11.8%, 明顯高於先前預估的4.9%, 同時優於預期比例達81%, 亦明顯高於5年平均的77%。對2025而言, 目前獲利增速也隨著貿易不確定性而明顯上修, 從6%提高至8%, 明年可望超過10%。

隨著美股屢創新高, 標普500指數**本益比來到22.5倍, 為近年新高, 且超過5年均值的一倍標準差, 成為股市的潛在風險**。不過, 隨著9月降息機率高漲, 短期評價也難有大幅下修空間。因此, 操作上以**買進持有為策略, 若短期有明顯拉回, 再增持股市比重**。

貿易不確定性降低後, 2025年獲利也明顯上修



資料來源: Bloomberg。

美股評價高於1倍標準差, 為股市潛在風險



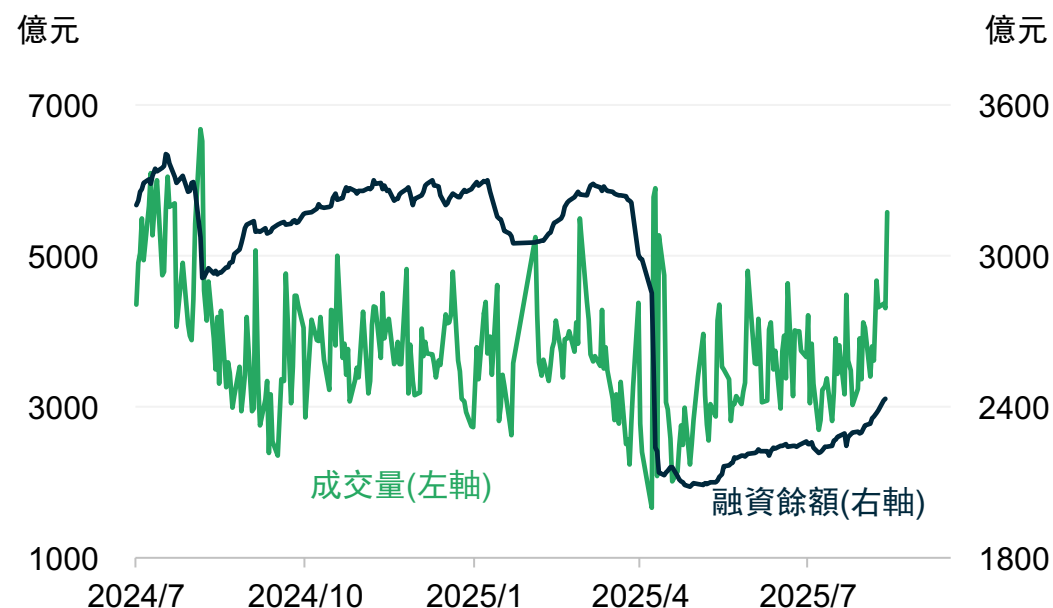
資料來源: Bloomberg。

台股 | 價量同步見高, 波動恐加大, 宜採取分批布局策略

隨台積電確定能豁免半導體關稅, 不確定性降溫, 加權指數挑戰2024/7的歷史新高24416點, 成交量5697.6億元也是今年4月以來最大量, 台股呈現**價量齊揚**。值得注意的是, **當沖金額同步攀升**, 8/13的當沖總額達到4220億元, 接近4/11的4058億高點, **暗示指數波動度可能加劇**。所幸, 代表散戶的融資餘額, 自2025/4大降1100億元之後, 目前僅小幅回升350億元, 市場未呈現大幅過熱情形。

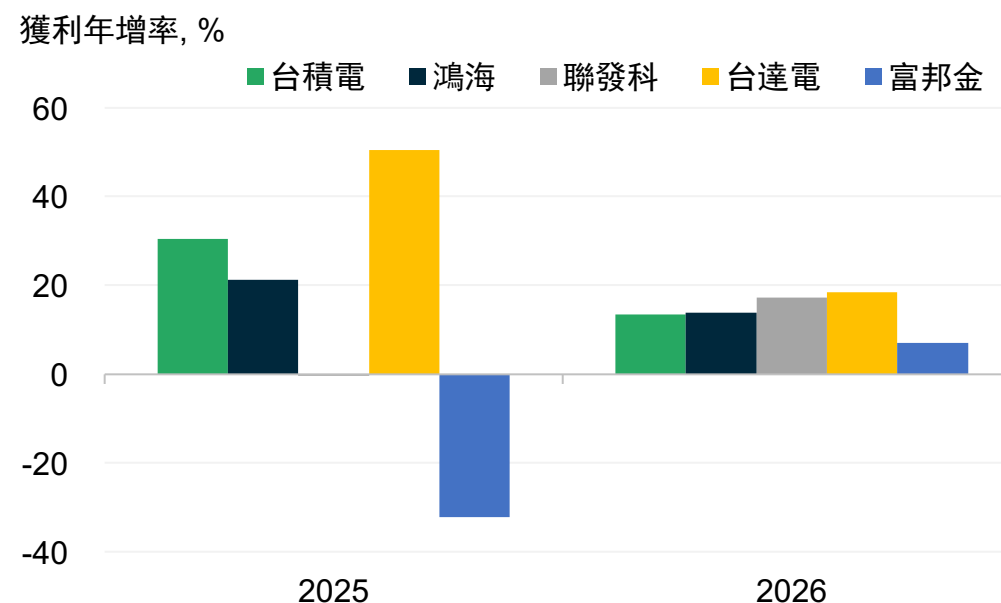
未來展望: 台股由4月漲到現在, 主要是由前幾大權值股拉動指數漲幅, 而除了台積電受惠AI需求強勁, 預估今明兩年獲利穩定成長之外, 前五大權值股中, 鴻海是AI伺服器主要代工廠, 聯發科與輝達合作GB10晶片, 台達電將出貨新一代AI伺服器超高功率電源供應器, 2026年獲利展望亦佳。**權值股領軍, 有望帶領台股指數進一步走高, 但漲勢過度集中, 可能使得波動加大, 宜採取分批布局策略。**

台股成交量創4月來新高, 惟融資餘額僅小幅攀升



資料來源: Bloomberg。

台股前五大權值股獲利展望佳



資料來源: Bloomberg預估。

台灣 關稅加壓傳產，政府避免匯率波動成為產業進一步壓力，應是可預期的方向

現況：受美國關稅政策影響，今年截至2025/7，AI趨勢及美國提前拉貨帶動下，電子資通訊及光學精密儀器出口高速成長；反觀傳產，除美國拉貨效應不顯著外，還受中國傾銷衝擊，出口幾無增長。而**傳產雖僅占出口26%，卻占製造業就業70%(約台灣總就業人口17%)，須留意對經濟影響。**

展望：1)部分電子資通訊產品有「旺季不旺」的風險，2)美國對台傳產徵收的20%關稅且需疊加原商品關稅，高於日韓的15%，恐削弱工具機、模具等對美出口競爭力。3)台灣關稅低於中國的30%，但非美市場恐面臨中國更大傾銷壓力。4)新台幣相較亞洲貨幣升值，則為台灣出口額外壓力。即使資通訊出口持續亮眼，傳產就業占比高，產業持續承壓可能影響消費需求、並波及銀行放款等產業。政府除了持續爭取更好貿易條件外，**避免匯率波動成為產業進一步壓力，應是可預期的方向。**

台灣主要競爭對手

	日本	韓國	台灣	越南	中國
一般商品適用稅率, %	15		20+N		55+N
今年截至7月匯率升貶幅, %	4.2	5.6	9.8	-2.7	1.4

工具機(日本)

模具(日本)、扣件/水五金/手工具(中國)

電子材料(日本)

紡織(越南)

塑膠製品(日本)

主要受對等關稅影響產業

	2025年1-7月台灣出口	總出口金額, 億美元	出口美國占比, %	總出口年增, %	出口占比, %	占比製造業就業人口, %
資通與視聽產品		1261	55			
電子零組件		1171	5	42	74	31
光學及精密儀器		70	19			
電機		85	42			
機械		144	27			
基本金屬及其製品		167	27			
化學品		108	15			
運輸工具		61	35	1	26	69
礦產品		81	3			
紡織品		36	10			
塑膠、橡膠及其製品		107	18			
其他		108	25			
總計		3399	29	28	100	100

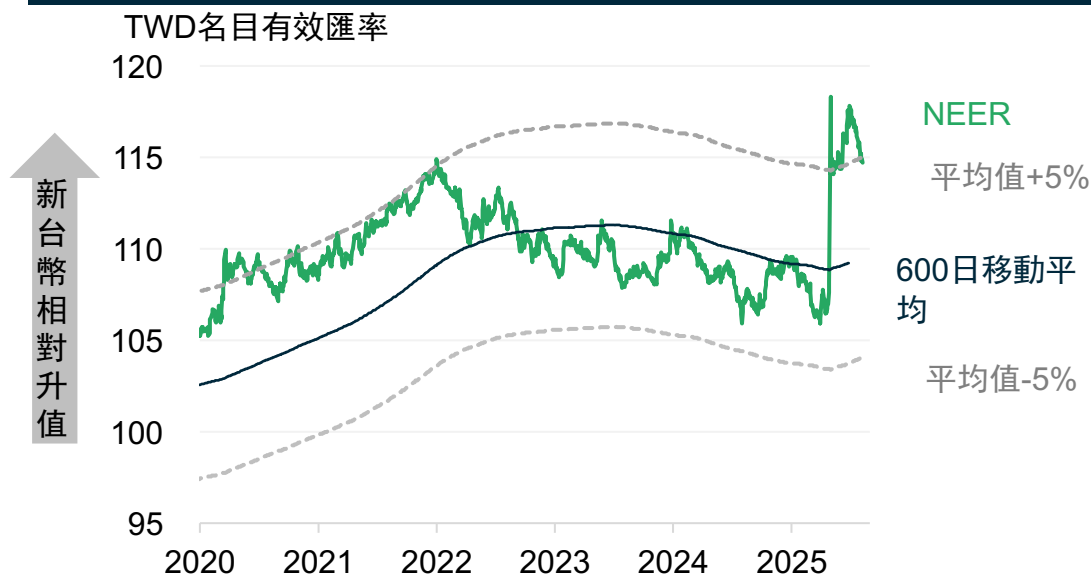
註：N為商品原稅率，韓美國有FTA，商品原本多適用0稅率。
資料來源：財政部，Bloomberg。

新台幣 台積電有望豁免半導體關稅，帶動短線非美貨幣強勢，長線美國降息幅度仍是關鍵

台灣對等關稅高於日韓，且除了對等關稅差異外，相較日本還要額外承擔原產品稅率。政府除了持續爭取更好貿易條件外，應避免匯率較同儕大幅升值，進一步成為產業出口壓力。由**央行重視的新台幣名目有效匯率來看，已回到央行過往維穩的區間**，顯示較同儕大幅升值狀況有所改善。

需留意Fed降息趨勢不變，且**Fed組成由鷹派漸漸轉往鴿派的新局，可能使Fed降息空間有加大的可能，為美元長線偏弱、非美升值的背景。長線來看，非美貨幣仍可能偏升值。**

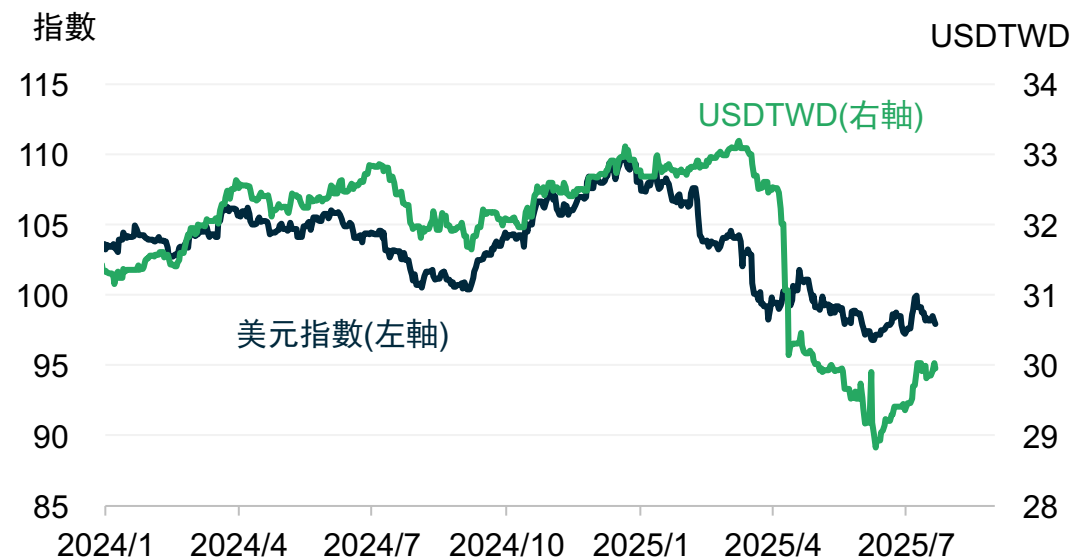
新台幣有效匯率已回到央行過往維穩的區間



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。採花旗新台幣名目有效匯率(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。

Fed組成漸轉鴿派，為美元長線偏弱、非美升值的背景



資料來源：Bloomberg。

澳幣 RBA降息方向不變，美澳利差難收斂，限縮澳幣上檔空間

RBA如期降息一碼至3.6%，與市場預期相符。RBA持續重申經濟前景面臨不確定性，恐導致私部門消費、投資遞延，故下修今年GDP；Q2失業率創下四年新高，顯示勞動市場緊俏情勢緩解；通膨方面，受到前述因子影響，Q2通膨降至2.7%，預計今明兩年將持穩於2-3%區間內。

整體而言，通膨大致回到目標區間，但基本面在此前高利環境以及美國關稅的影響下，仍有下行風險，意味著**RBA降息方向不變，市場預期未來兩季RBA將維持一季一碼的降息步伐，而後則轉趨按兵不動。**

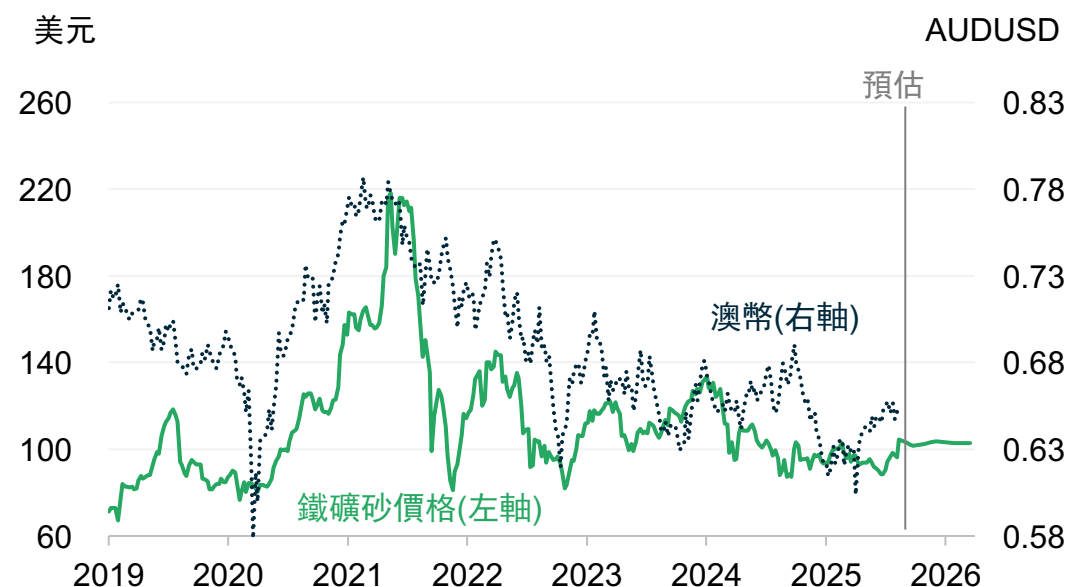
對於澳幣的影響而言，短中期美、澳央行政策同向，利差難以收斂。與此同時，美國關稅與中國經濟疲軟等因素，仍將壓抑全球景氣與貿易量，皆不利大宗商品價格。意味著**下半年美元偏弱背景下，澳幣雖有望走揚，但表現將落後於歐元、英鎊等主要貨幣。**

RBA預測值：下修GDP、通膨維持不變

RBA預測, %	會議	2025	2026	2027
實質GDP	8月	1.7	2.1	2.0
	5月	2.1	2.2	-
失業率	8月	4.3	4.3	4.3
	5月	4.3	4.3	-
CPI	8月	3.0	2.9	2.5
	5月	3.0	2.9	-
截尾平均CPI	8月	2.6	2.6	2.5
	5月	2.6	2.6	-

資料來源：RBA預估。

全球經濟成長降溫壓抑鐵礦砂價格，限縮澳幣上檔空間



註：2019年至今兩者相關係數為0.65。

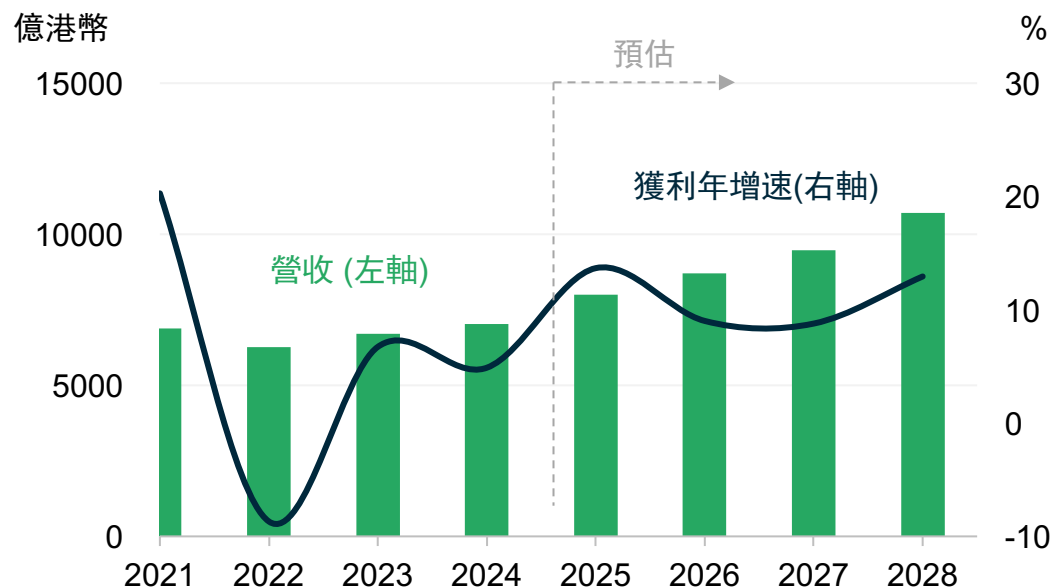
資料來源：Bloomberg預估。

中國 騰訊Q2營收延續成長態勢，騰訊走勢強於主要指數

騰訊2025年Q2財報持續成長並優於預期(Q1:1800億人民幣、Q2:1845億人民幣)，其中1)增值服務(含遊戲及網絡社交，營收占50%)繼《王者榮耀》後，《三角洲行動》全球版上線，《沙丘 (Dune) 》遊戲正在開發中，讓增值服務維持雙位數增長；2)廣告收入(營收占20%)，受惠於WeChat視頻號廣告帶動；3)FinTech及雲端服務(營收占29%)也受惠AI優化投放效率，AI大模型需求推動雲端增長。也吻合先前馬化騰與劉熾平對於整合AI、WeChat生態持續擴張、AI已貢獻遊戲及廣告營收的說法。雖然折舊費用則較Q1提高，因而壓縮利潤，但**數字產品(如遊戲、WeChat支付)屬低價格敏感度的產品，因此總經通縮、消費降級的影響較不顯著**，因此高管對企業展望仍舊積極正面，營收延續增長態勢。

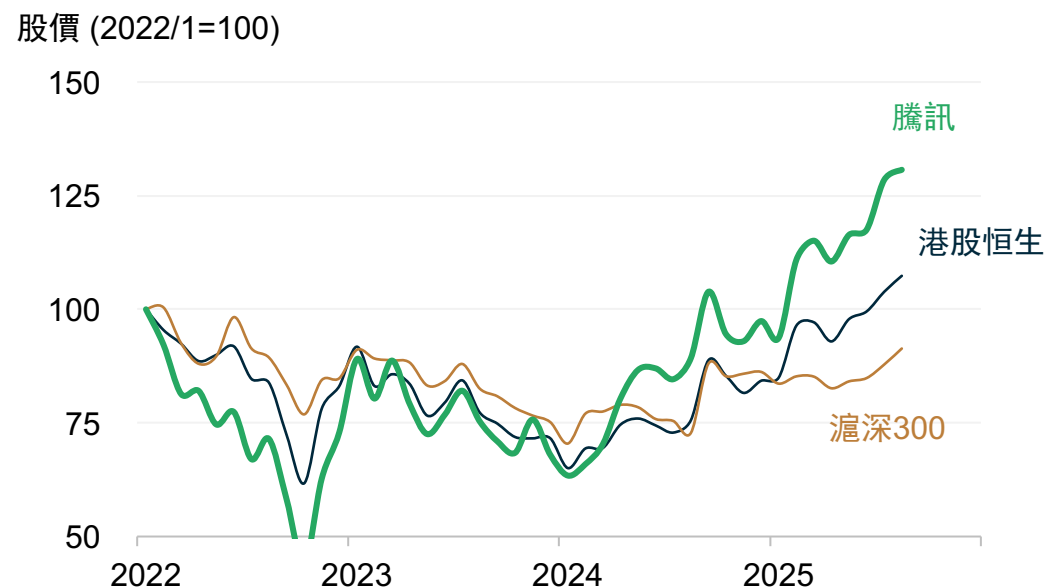
操作上，1)AI產業趨勢、2)金融股息收優勢、3)官方政策支持下，持續有利中港股表現，加上**騰訊等科技網路股受惠於數字產品特性，總經拖累影響較小**，因此近期股價表現良好。尤其在美中貿易豁免再次延長，風險氣氛持續有利中港股，尤其境外指數表現仍應優於境內指數。

騰訊營收延續成長態勢



資料來源：TradingView預估。

今年以來，騰訊走勢強於主要指數



資料來源：Bloomberg。

August 2025

18 Monday 美國NAHB房屋市場指數 歐元區貿易收支	19 Tuesday 美國新屋開工 歐洲央行經常帳	20 Wednesday 美國MBA貸款申請指數 英國CPI(年比) 德國CPI(年比) 中國1年期貸款基放利率 台灣出口訂單(年比)	21 Thursday 美國FOMC會議紀錄 美國初領失業金人數 標普全球美國製造業PMI HCOB歐元區製造業PMI 日本工具機訂單(年比)	22 Friday Jackson Hole全球央行年會 台灣失業率 日本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