



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年6月6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：2025/5/29 – 6/5。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- **川普再投變數，關稅戰中場、非終場：**非農就業尚不易加速Fed降息，市場仍聚焦後續對中、對歐等國的貿易協議，貿易不確定性仍在。
- **Fed觀望，ADP就業降溫讓殖利率跌破4.4%：**籌碼面，市場擔憂夏季公債供給較多，但財政部設法增加公債買氣，平抑籌碼面擾動；基本面，就業降溫讓殖利率回落。但關稅影響仍存，恐讓FOMC延續觀望。
- **兩大推升新台幣力道可能不若上半年強勁：**因1)**出口商**：貿易戰暫緩、急單湧現，但可能面臨下半年旺季不旺情況；2)**壽險業**：5月新台幣急升，大型業者申請「外匯準備金新制」，將減少追漲的力道。
- **台積電股東會：**AI浪潮推升下，今年EPS 45.25元再締新猷；表示「新台幣每升值1%，毛利率將下降0.4%」，但**真正挑戰在於全球經濟是否下行**。

2. 後續看點

- FOMC會議6/19；美國對大多數國7/8、對中國8/10、對晶片等關稅協議。中國四中全會8/12。

策略思維

1. **股市-股市氣氛好轉，但應「低買莫追高」：**關稅戰中場但非終場，宜「低買莫追高」、待拉回布建。
2. **債市-債市仍多波動，天期以中短債為先：**聯準會淡化降息預期、Q3美債較多到期，殖利率延續高檔震盪。
3. **匯市-美元弱勢震盪：**貿易不確定性，加上官方重申態度，不願貿易對手壓抑匯價，可能讓美元延續弱勢格局。



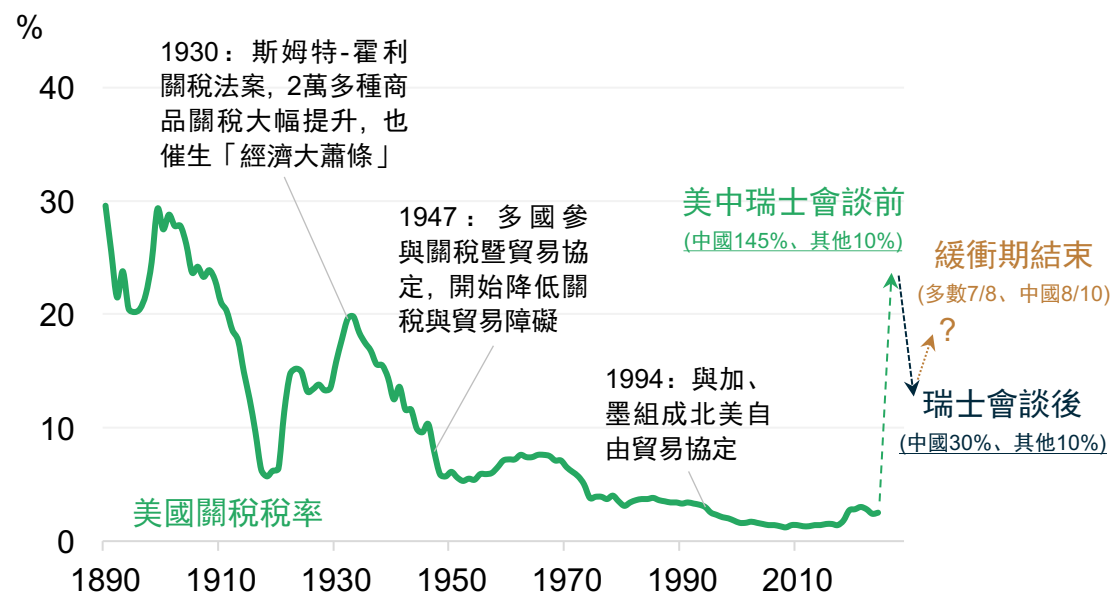
貿易戰 | 「中場」或「終場」？7、8月初，對等關稅緩衝期將結束，待協議公布、不確定性仍在

近期關稅紛擾持續，美國貿易法庭對《1977年國際緊急經濟權力法》(IEEPA)判決，**阻止川普徵收「對等關稅」**。但川普政府立即提出上訴，上訴法院批准川普政府要求，**暫時中止地方法院裁決(假處分)**，允許關稅政策在上訴期間繼續生效，並要求雙方6/5、6/9提交回應，方才進入**實質審查**。

另一方面，雖然川普與習近平終於通話，但對中國(期限8/10)、對歐洲等協定(期限7/8)尚未完結；且從**對英國的協議可看出關於美方訴求的端倪**，美英協議包括：調整關稅(汽車等)、農業准入、數位服務稅(DST)，及**同意美國對中國投資審查權**(允許美國行使中國在英國的投資進行實質性審查) → 關稅不只是關稅，實際上是開啟談判大門的鑰匙。

由於美方對各國各有要求，因此**與美協議、溝通恐怕是長期賽事**，而對中(期限8/10)、對歐等協定(期限7/8)，則是近期的主要觀察點。

美國關稅稅率走勢



資料來源：Bloomberg。

川普到底要什麼？從任命官員可看出端倪

| 派別 | 主要代表官員 | 主要目標 | 政策工具 |
|-----|---|----------------------------|---|
| 民粹派 | 副總統Vance 國防部長Hegseth | 優先公民利益 反對非法移民 國內利益優先 | 嚴格移民政策 反對跨性別權利 減少國際援助 退出或重談國際協議 |
| 重商派 | 總統顧問Navarro 財長Bessent 商務部長Lutnick | 減少貿易逆差 促進製造業復興 | 高關稅及貿易戰 出口管制 美國優先投資政策 |
| 霸權派 | 國務卿Rubio 國防部次長Colby | 維持全球霸權 對抗中國崛起 鞏固盟友體系 | 加強印太軍事部署 自由開放的印太戰略 科技出口管制 強化盟友協調 |



川普：談判、交易，我最懂!(設計對白)

資料來源：Hal Brands, 吳玉山院士, wiki, 國泰世華銀行整理。

貿易戰 | 為什麼有《大而美法案》 § 899條款? 針對OECD國家的「歧視性稅收」談判之用

《大而美法案》第899條款的立法, **主要針對**的是推動數位服務稅(Digital Services Tax)、全球最低稅負制(Global Minimum Tax)、分流利潤稅(Diverted Profits Tax) 等的**OECD國家**。允許財政部對被認定為「歧視性外國」的國家、企業及個人, 徵收最高20%的報復性稅賦。

目前仍待參議院是否通過此條款, 若通過, 通常會在下一個財年執行, 但因執行還需要經過「某國實施不公平稅制後180天」, 因此再快可能也會到2026年才有實行的可能, 因此, 該條款**比較類似先建立法源, 為川普增加談判工具**。

目前美國列入「歧視性外國」名單, 包括法、義、德、加等17國, **並未包含台灣**, 因此, 尚不會有衝擊台灣對美國投資、造成額外課稅的情況。

《大而美法案》第899條款大致影響

| 要點 | 內容 |
|------|--|
| 課稅對象 | 外國政府(如中央銀行、主權基金) 官方機構(如日本農林中央金庫) 退休基金(如挪威退休基金) 金融機構(如銀行、保險公司) 企業 個人 |
| 課稅範圍 | 外資在美國的公司營利所得、個人所得 投資證券的資本利得與股利 公司債的利得與債息 美國公債的利得與配息(尚未明確) |
| ✓ 稅率 | 最高20%, 視情況從5%至20%不等 |
| 課稅條件 | 美國財政部認定為「歧視性外國」 對美國企業或個人徵收「不公平稅收」 (如數位服務稅等) |

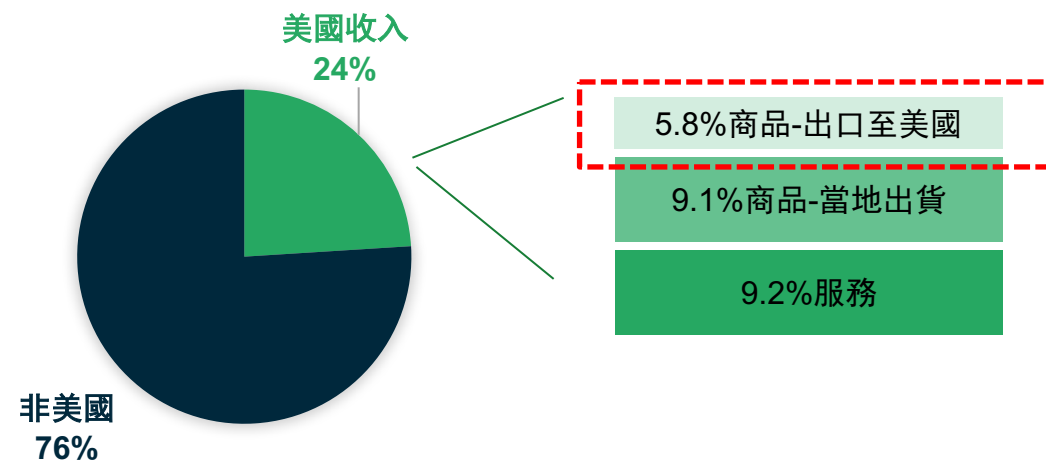
相對於目前:

- 公司營所稅 (聯邦21%)
- 股利 (30%)
- 利息 (30%*)
- 不動產資本利得 (短期39.6%、長期15%)
- 證券資本利得 (免稅)
- 公債利息 (免稅)

註: 現行Portfolio Interest Exemption規定, 允許外國人或外國企業從特定美國來源的利息收入免除30%的預扣稅(Withholding Tax)。目前處理方式尚有疑義。

資料來源: 國泰世華銀行整理。

以歐洲企業為例, 可對出口至美國的商品課徵關稅



資料來源: MS。

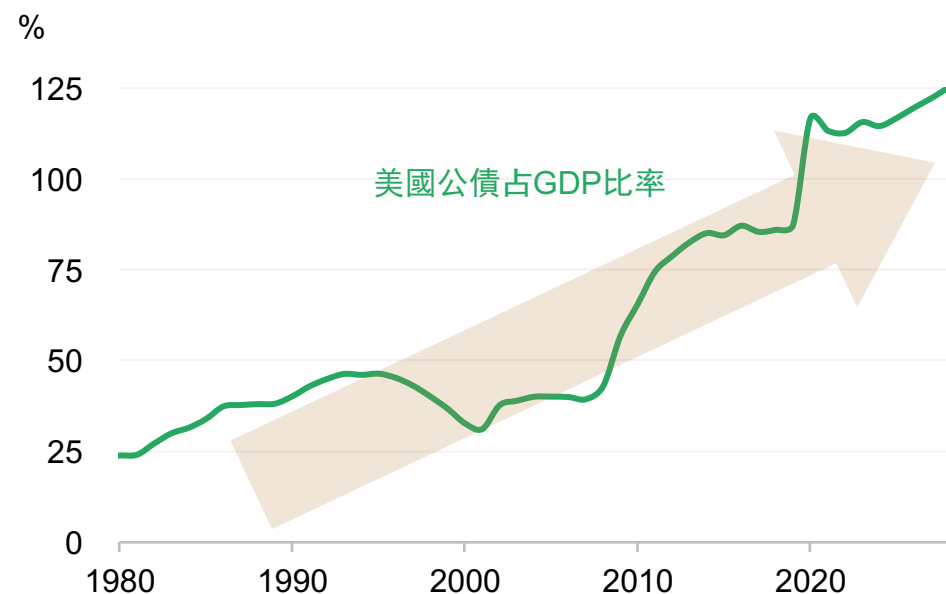
債市 | 籌碼面, 市場雖擔憂夏季公債供給較多, 但財政部設法增加公債買需, 以平抑籌碼面擾動

供給面：川普**減稅法案**雖然旨在刺激經濟與企業投資，但減稅導致政府收入減少，使美國赤字持續擴大，較難遏制政府債務攀升趨勢；加上**夏季公債到期量較多**，市場擔憂公債供給增加。

需求面：所幸，1)美國財政部長貝森特於6/4採取行動，以存在Fed帳戶 (Treasury General Account, TGA, 截至5月餘額4366億美元)的錢，**進行100億美元的公債回購**；2)官方計劃調降「補充槓桿比率」(Supplementary Leverage Ratio, SLR)，此調整將**可釋放大型銀行約2兆美元資產負債表空間**，可讓大型銀行用來購買公債。

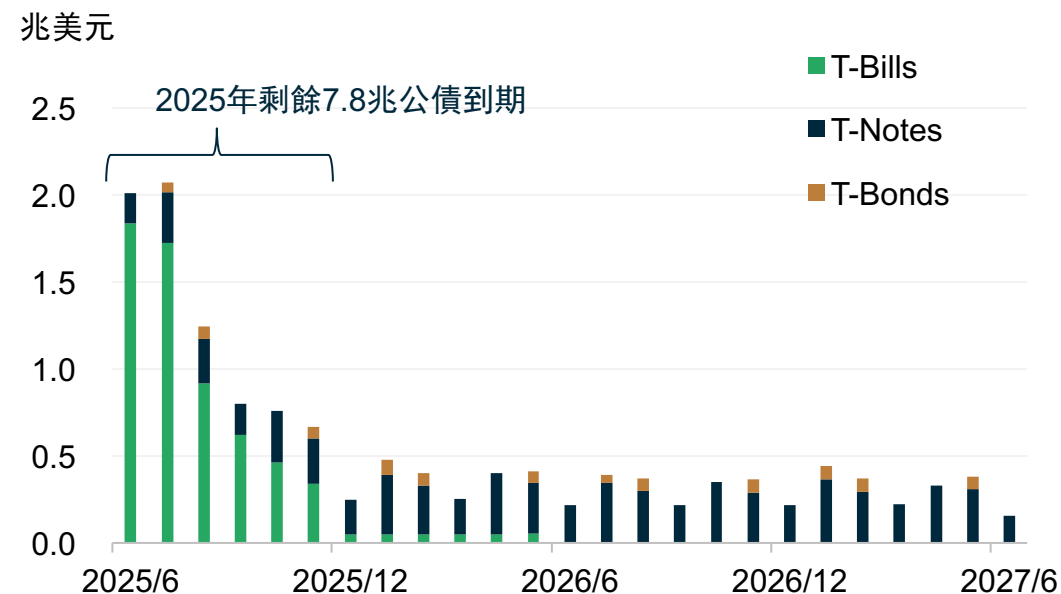
綜合而言，**雖然減稅法案公債供給增加，但美國財政部也以「債券回購、降低SLR」等方式，增加公債需求，以平抑債市籌碼面的擾動。**

美國公債占GDP比率節節攀升



資料來源：CBO。

今年美國公債到期狀況



註：T-Bills=1年以內到期, T-Notes=2-10年到期, T-Bonds=20-30年到期。

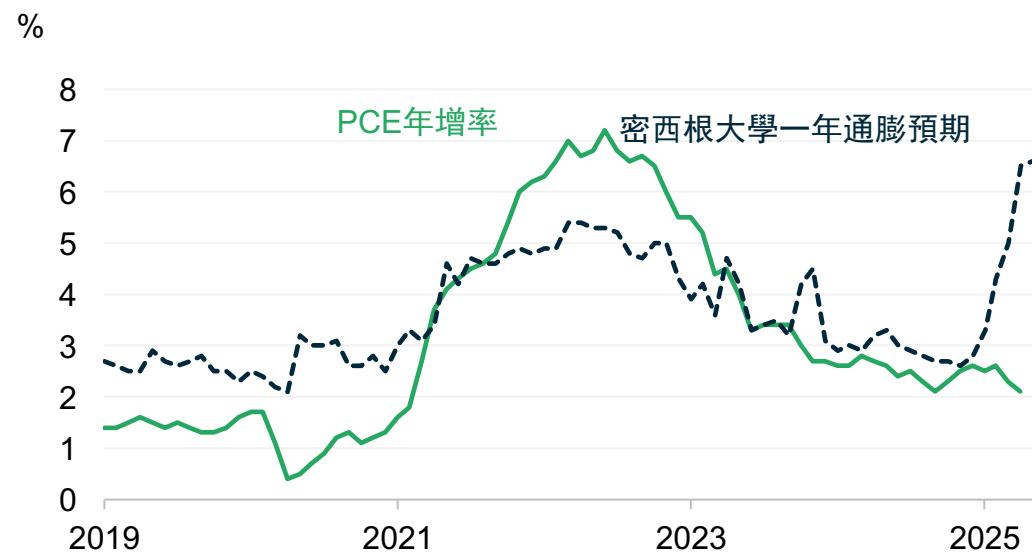
資料來源：Bloomberg。

債市 | 基本面, 就業降溫讓殖利率跌破4.4%; 後續關稅影響仍存, 恐讓6月FOMC將延續觀望

經濟數據走勢: 上週公布PCE年增2.1%、核心PCE年增2.5%均為四年來新低; 但須留意在關稅與供應鏈風險下, 市場的通膨預期仍偏高。而本週ISM服務業指數跌至49.9的榮枯線下方、「小非農」ADP就業人數新增3.7萬(遠低於預期的11萬), **推動10年美債利率一度降至4.35%水平。**

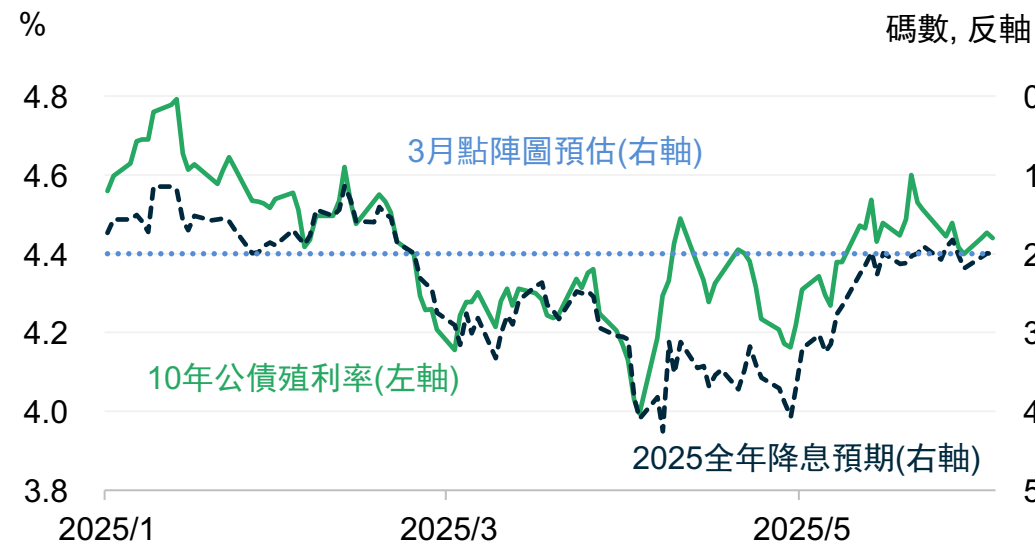
本月FOMC會議(6/19): 儘管通膨數據降溫, 但面臨關稅影響、通膨預期仍高下, 預期Fed政策態度將維持觀望。若6月點陣圖維持全年降息2碼的基調未變, **將支持利率延續高位震盪**的趨勢。

PCE數據降溫, 惟市場通膨預期仍高



資料來源: Bloomberg。

若6月點陣圖維持2碼, 利率高位趨勢恐將延續



資料來源: Bloomberg。

美元 | 貿易不確定性, 加上官方重申態度, 不願貿易對手壓抑匯價, 可能讓美元延續弱勢格局

貿易不確定性: 近期川普先後釋出將對歐洲加徵50%關稅(延後至7/9實施)、鋼鋁產品關稅提高至50%之消息, 而後則抨擊中國違反兩國日內瓦協議, 導致貿易政策不確定性再度升溫。影響所及, 投資人對於持有美元的看法似乎愈加保守, 反映在美元指數短暫反彈後, 再度趨弱的情勢之上。

匯率報告: 公布半年一次匯率操縱報告, 未發現有操縱情況, 但將台、中、日、韓等持續列入觀察名單(因部分條件滿足), 並新增愛爾蘭、瑞士。財長貝森特聲明表示, 「展望未來, 財政部將運用可用工具, 對不公平貿易行為實施有力的反制」。綜上, **貿易不確定性、官方態度皆使美元延續弱盤情勢**。惟本次與上次報告皆提到新台幣貶值是市場驅動, 而今年5月的大幅升值係因假期間低流動性及資金流動所致, 非美方壓迫所致。

註: 匯率操縱的三項條件, 1)對美貿易順差 ≥ 150 億美元; 2)經常帳順差 $\geq \text{GDP } 3\%$; 3)12月中有8個月進行外匯購買, 總額 $\geq \text{GDP } 2\%$ 。

貿易不確定性仍舊不利美元走勢



資料來源: Bloomberg。

美國財政部公布匯率操縱報告, 台灣續留觀察名單

| 經濟體 | 過去4季外匯購買 (% of GDP) | 過去4季外匯購買 (十億美元) | 有無進行外匯購買 (Yes/No) | 過去4季經常帳順差 (% of GDP) | 過去4季經常帳順差 (十億美元) | 過去4季貿易帳順差 (十億美元) |
|-----|------------------------|--------------------|----------------------|-------------------------|---------------------|---------------------|
| 中國 | 0~0.9 | -7~-165 | No | 2.3 | -3 | 264 |
| 日本 | -2.5 | -99 | No | 4.8 | 192 | 64 |
| 韓國 | -0.6 | -11 | No | 5.3 | 99 | 55 |
| 愛爾蘭 | 0.0 | 0 | No | 17.2 | 99 | 25 |
| 印度 | -2.2 | -84 | No | -0.8 | -32 | 45 |
| 台灣 | -2.1 | -16 | No | 14.2 | 113 | 74 |
| 越南 | -1.8 | -8 | No | 6.1 | 25 | 122 |
| 新加坡 | 5.3 | 29 | Yes | 17.5 | 25 | 30 |
| 泰國 | 0.5 | -3 | No | 2.1 | 11 | 45 |
| 大馬 | -2.1 | -9 | No | 1.4 | 6 | 23 |

註: 表格僅放置亞洲國家。

資料來源: Bloomberg。



新台幣 | 5月新台幣驟升, 但下半年, 出口商、壽險業兩大推升新台幣力量, 能否延續值得商榷

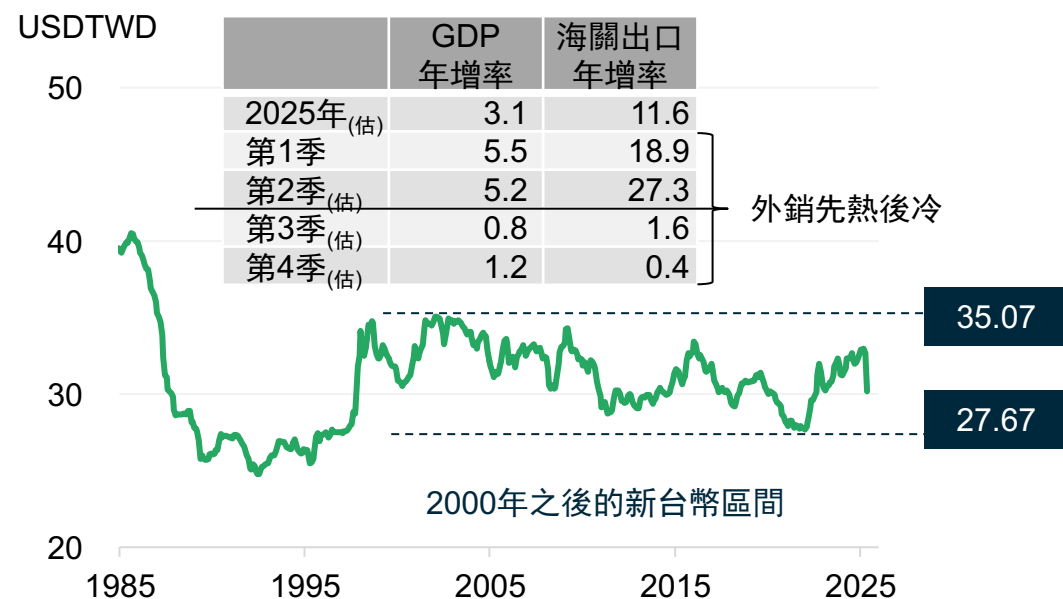
雖然投資人擔憂美元地位動搖, 增添新台幣波動, 但上半年**兩大新台幣買盤的力道能否延續到下半年值得商榷**:

1)出口商: 近期美中貿易戰暫時停火, 出口商外銷急單湧現。然而, 急單現象後, 可能需要留意**下半年出現「傳統旺季不旺、出口放緩」**的可能。

2)壽險: 新台幣急升使壽險面臨匯損衝擊損益及淨值的壓力, 而降美元或強化匯率避險的動作, 又進一步推升新台幣的窘境。然**國壽、南山、富邦三大壽險已申請「外匯準備金新制」**, 未來可更彈性運用準備金沖銷損失, 料匯率波動對損益及淨值的衝擊減輕下, 對新台幣買盤有望減弱。

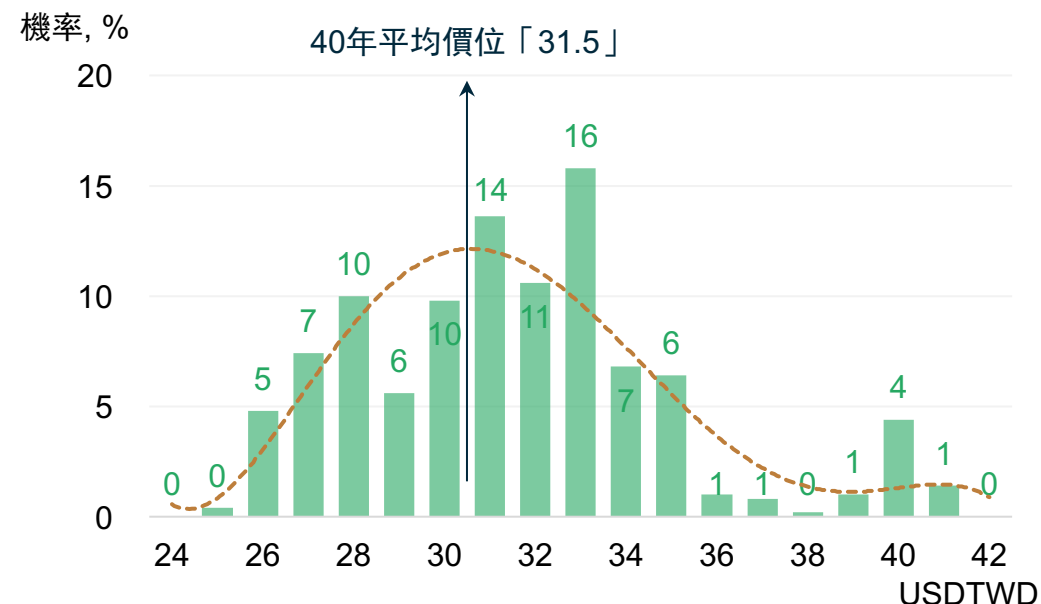
整體而言, 在**5月新台幣驟升後, 匯價已高於過往40年的平均, 預期若Fed未大降息**, 新台幣應呈現偏強震盪的格局, 再**急漲機率不高**。

40年的新台幣匯價走勢



資料來源: Bloomberg, 主計總處估計。

40年的新台幣匯價機率分配狀況



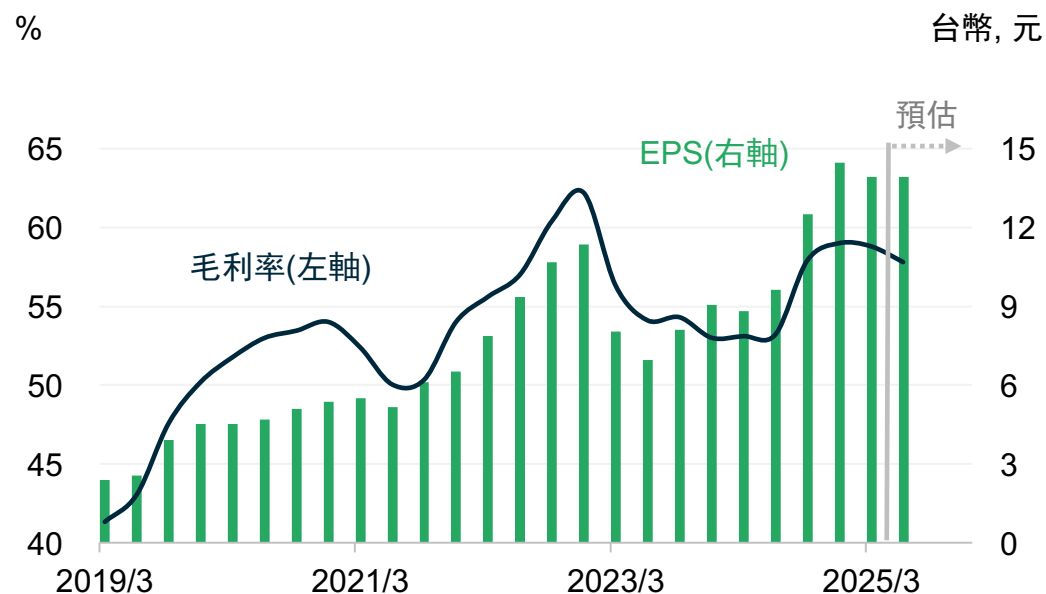
資料來源: Bloomberg。

台股 | 無懼關稅衝擊, 台積電只怕全球經濟往下掉

台積電股東會釋出正向展望。董事長魏哲家表示, 今年業績非常好, AI產能還是供不應求, 且未來5~10年也十分樂觀。匯率對台積電營收毛利率會有影響, 估計Q2台幣升值8%, 將影響毛利率3.2%, 但台積電會做出產品價值來應對。至於關稅, 對台積電沒有直接的影響, 因為關稅影響進口商, 台積電則是出口, 但若關稅推升物價而導致消費需求降低, 導致全球經濟下滑, 台積電業績就會受影響。

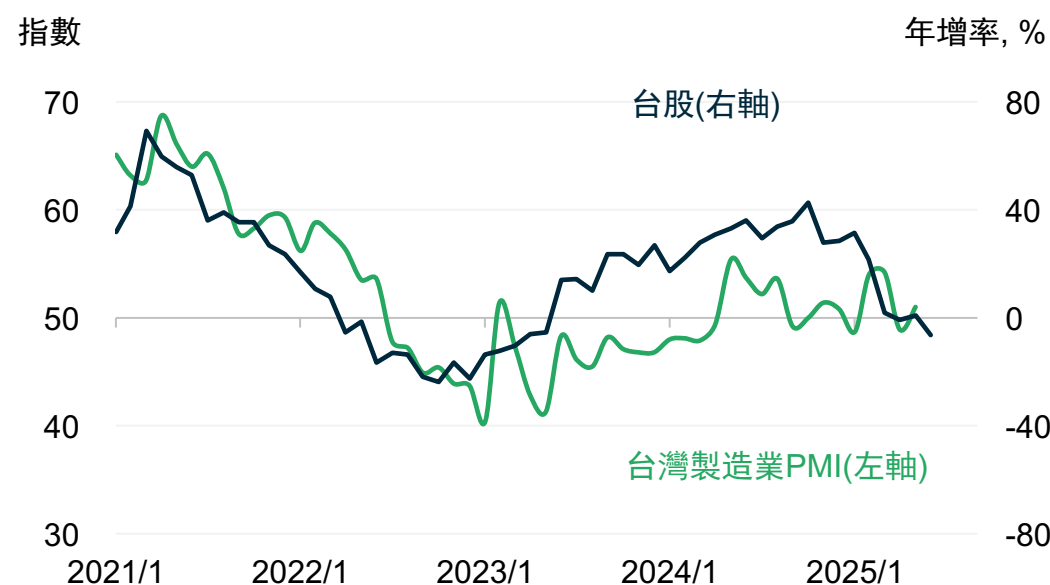
對等關稅、半導體關稅、台幣急升等議題干擾, 使得台灣製造業PMI在50景氣榮枯線震盪。但指數位階與去年相當, 評價面相對回落。考量台積電今、明年營收、獲利仍有兩成以上成長, 股價上檔空間大, 待政治面衝擊利空出盡後, 有望帶動股市回歸多頭走勢。

毛利率受匯率衝擊, 台積電Q2獲利將與Q1持平



資料來源: Bloomberg, 高盛預估。

5月製造業小幅回溫, 但股市位階與去年相當



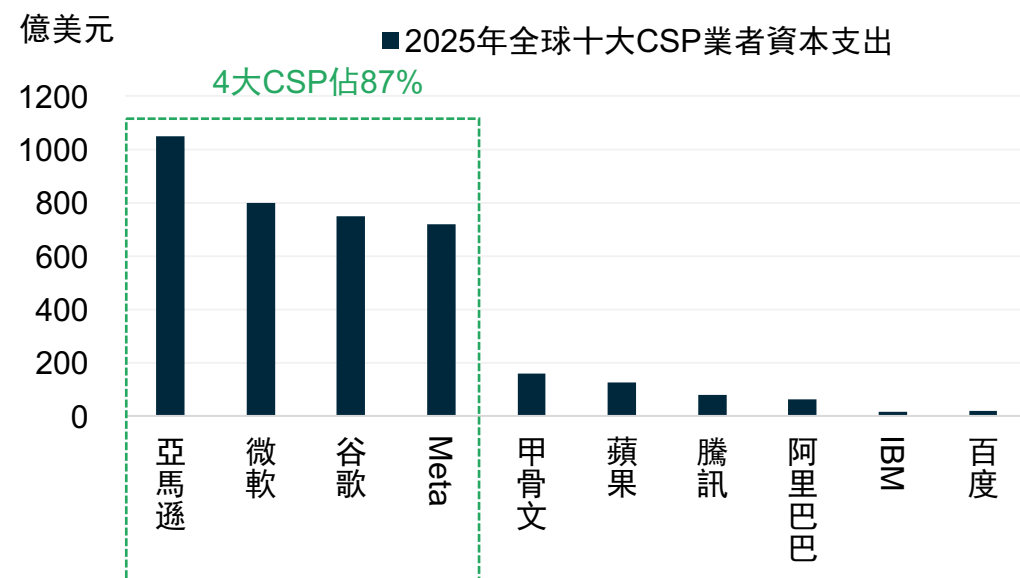
資料來源: Bloomberg。

美股 | AI概念股回溫, 有利科技股走強, 但留意半導體關稅的潛在壓力

隨著貿易戰降溫, 市場重新聚焦AI題材, 黃仁勳於5/29財報發表中表示, B200將加速出貨, 同時表示現在的訂單高於先前, 此外, 台積電在6/3的股東會中表示, AI需求依舊強勁, 且機器人晶片的訂單也已開始生產, 使得市場重新聚焦AI話題。觀察主要雲端業者資本支出狀況, 除了今年大幅成長外, 明年的資本支出規模也將持續擴大, 尤其是4大雲端業者, 資本支出力道更是不手軟。

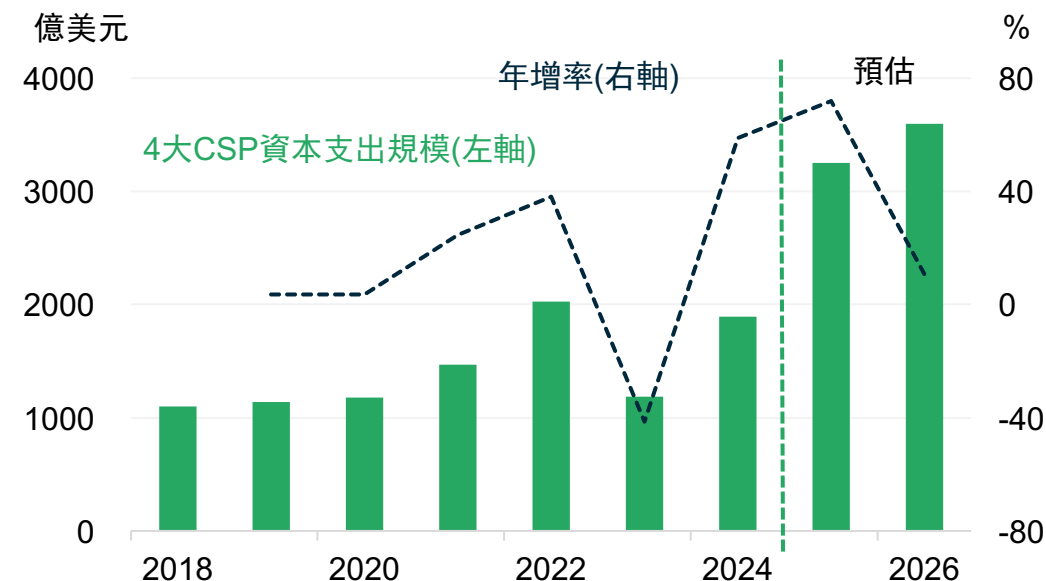
從科技股盤勢來看, DeepSeek問世後, 一度讓市場擔心算力過剩問題, 也造成科技股大幅回調, 但黃仁勳重申, DeepSeek反而加速AI的普及, 呼應CSP擴大資出的態勢, 仍有利科技股走強。不過, 後續留意川普的半導體關稅, 可能讓股市有短線拉回, 但之後仍可望再創新高。

2025年10大CSP業者資本支出狀況



資料來源: MS, 各大公司財報。

4大CSP業者對AI的投資仍不縮手



資料來源: Bloomberg預估。

歐元 如期降息一碼, 釋出降息達尾聲訊號; 美歐利差可望重啟收斂, 歐元震盪偏強

ECB會議如期降息一碼, 即便Q1經濟優於預期, 但ECB維持今年GDP預測不變, 隱含對於下半年看法保守。今、明年CPI則在前述因素以及油價下跌、歐元走強的影響下雙雙下修。值得注意的是, ECB稱政府支出將支持經濟於中期成長, 是ECB首度將擴張的財政政策納入考量。會後記者會方面, 總裁拉加德稱**降息循環接近尾聲, 經濟風險偏向下行, 但政策立場處於良好位置, 得以觀察未來情勢變化。**

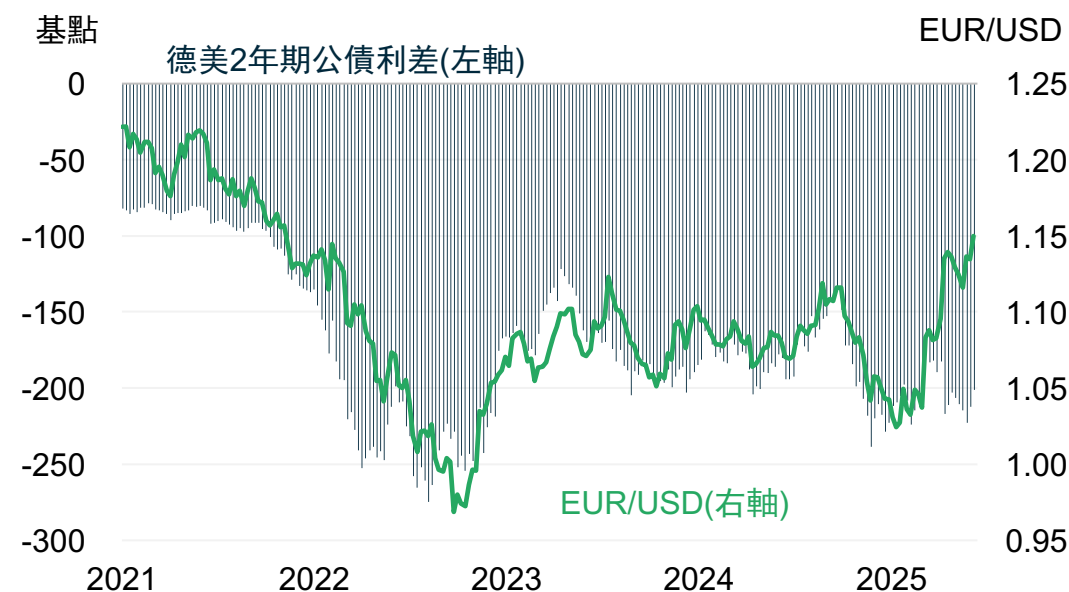
整體而言, 下半年雖仍面臨關稅風險, 然基本面未見立即惡化風險, 加以通膨大致回到2%目標, ECB降息循環接近落幕, 市場預期Q4再降息一碼後, ECB將按兵不動。對於歐元而言, ECB明確釋出即將停止降息的訊號, 聯準會則仍有降息空間, 將令美歐利差重新收斂, **預料將令歐元震盪偏強, 有再向上突破的空間。**未來則觀察三大因素: 1)財政政策執行狀況、2)美國最終關稅稅率、3)烏俄談判是否順利, 將牽動歐元升值幅度。

ECB小幅下修明年GDP, 今年通膨則回到目標

| ECB預測項目, % | 會議 | 2025 | 2026 | 2027 |
|------------|----|------|------|------|
| 實質GDP | 6月 | 0.9 | 1.1 | 1.3 |
| | 3月 | 0.9 | 1.2 | 1.3 |
| CPI | 6月 | 2.0 | 1.6 | 2.0 |
| | 3月 | 2.3 | 1.9 | 2.0 |
| 核心CPI | 6月 | 2.4 | 1.9 | 1.9 |
| | 3月 | 2.2 | 2.0 | 1.9 |
| 失業率 | 6月 | 6.3 | 6.3 | 6.0 |
| | 3月 | 6.3 | 6.3 | 6.2 |

資料來源: ECB預估。

德美負利差可望重啟收斂, 支撐歐元震盪偏強表現



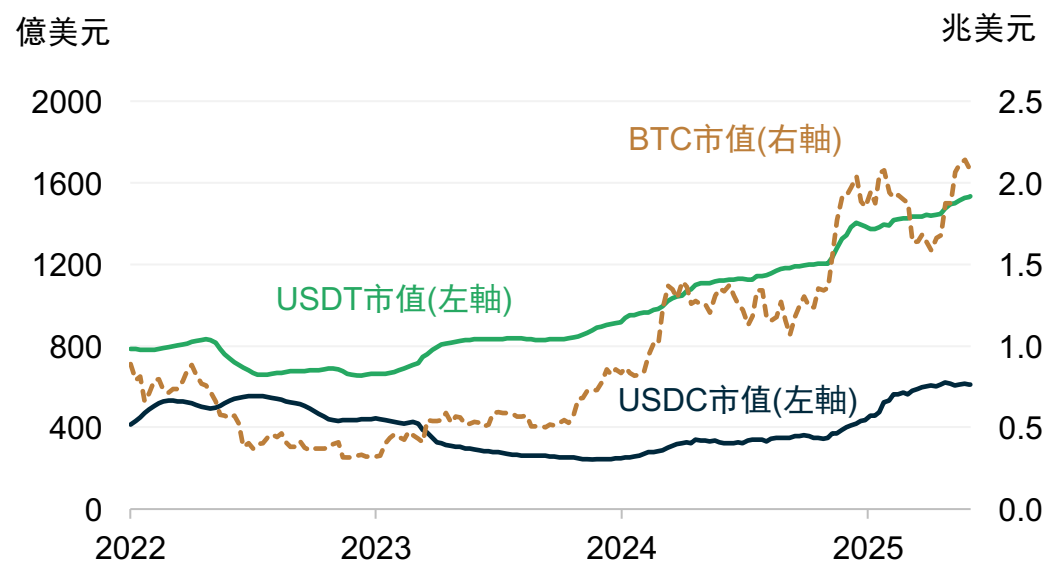
資料來源: Bloomberg。

穩定幣 《GENIUS法案》通過, 旨在強化美元霸權地位、提升美債需求

美國參議院於5/26已表決通過《**GENIUS 法案**》(穩定幣法案), 以建立一套全面的穩定幣監管系統。此舉不僅旨在保障金融穩定, 也意圖將市值超過2000億美元的穩定幣市場(以Tether、Circle為主的Stable Coin)納入美元體系, 並吸引更多全球資金流入。 **主要重點:**

- 1)**美元主導地位的鞏固**: 透過合法化「鏈上美元」(發行與美元掛鈎的數位貨幣), 要求穩定幣與美元1:1錨定, 進一步強化美元的主導地位。
- 2)**提升美債需求**: 穩定幣發行人須持有等值的美國公債作為儲備, 藉此**增加美債的需求, 有助於壓低目前偏高的利率環境**。
- 3)**DeFi流動性的改善**: 將有助於**去中心化金融(DeFi)**【註: 無需透過中間人(金融機構)即可進行交易】與**傳統金融(TradFi)**的資金流動率, 降低交易成本。就加密貨幣前景而言, 整體監管明朗化、與資金流動率的提升, 將有助推動穩定幣的市值擴張。

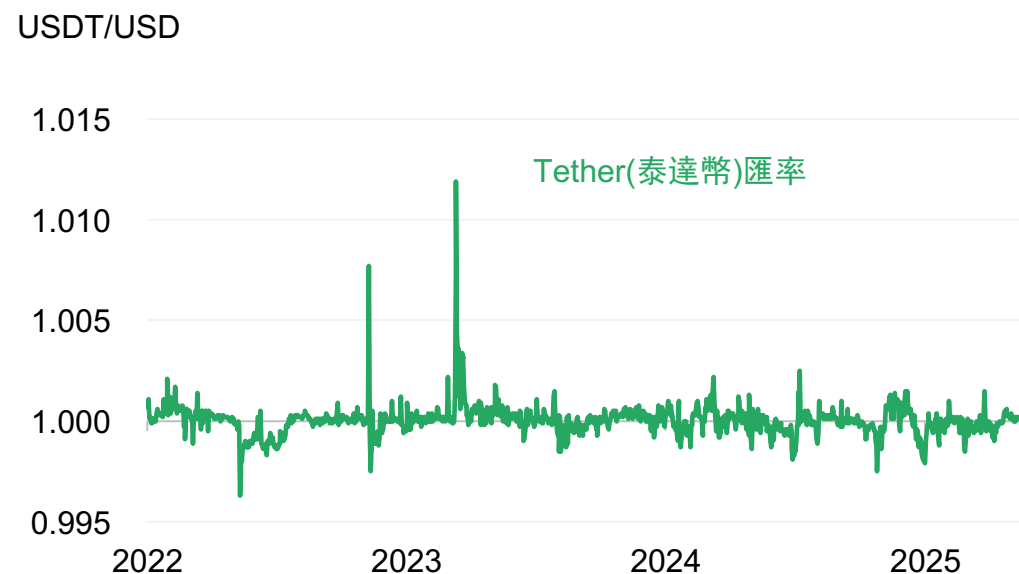
穩定幣市值超2000億美元、比特幣達2兆



註: 穩定幣主要由Tether(USDT)、Circle(USDC)組成; 資料截止至2025/6/3。

資料來源: Bloomberg。

近年來USDT兌USD維持在1:1的穩定位階



資料來源: Bloomberg。

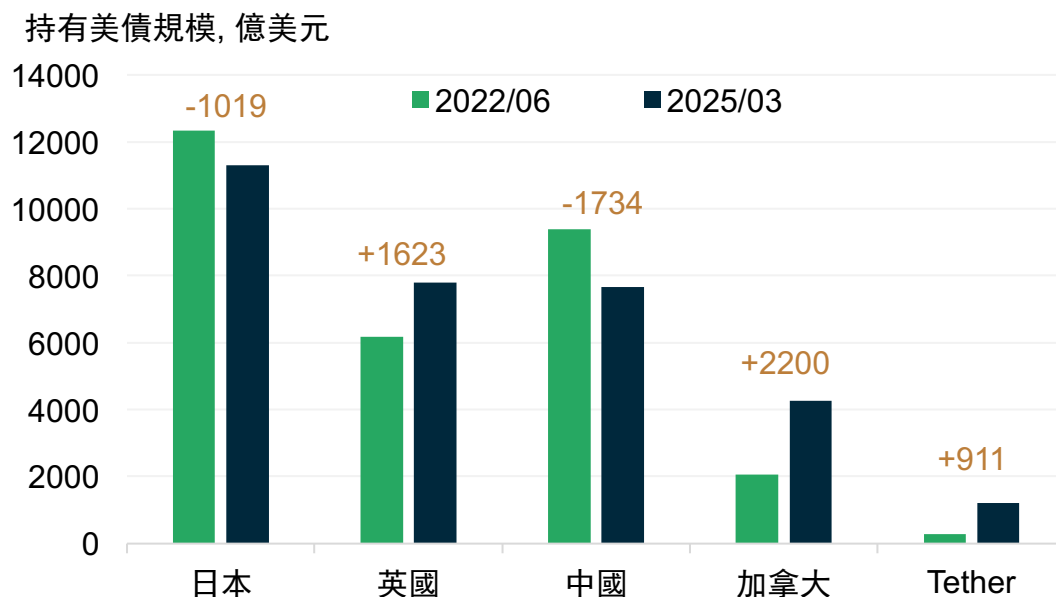
穩定幣 穩定幣納入監管長線可望增添美元需求, 惟需留意各商品信用風險恐加劇市場波動

市況方面, 規模最大穩定幣USDT之發行商Tether在Q1持有美債規模達1200億美元, 成為美債第19大持有者。整體穩定幣市值則達2480億, 較2020年初大增2430億, 凸顯加密貨幣市場快速成長情勢。區塊鏈機構OKG Research預估2030年穩定幣市值將達3兆美元, 較2025年成長逾十倍, 若《GENIUS 法案》順利闖關, 意味著法規的準備要求可望為美元、美債帶來需求。

然而, 未來仍需留意的風險包含:

- 1)市場對於各穩定幣產品的信心若因發行公司信用風險而惡化, 進而引發贖回壓力, 短線上恐令美債賣壓加劇、美元流動性趨緊。
- 2)美元、美債作為穩定幣的準備資產, 若投資人信心動搖(如美國債務疑慮、政策風險等), 進而導致前者價格重挫, 亦將令穩定幣同步承壓。

近年USDT持續提高美債持有量, 規模已逾千億



資料來源: Bloomberg。

市場預期穩定幣規模將持續成長, 增添美元/債準備需求



資料來源: OKG Research預估。

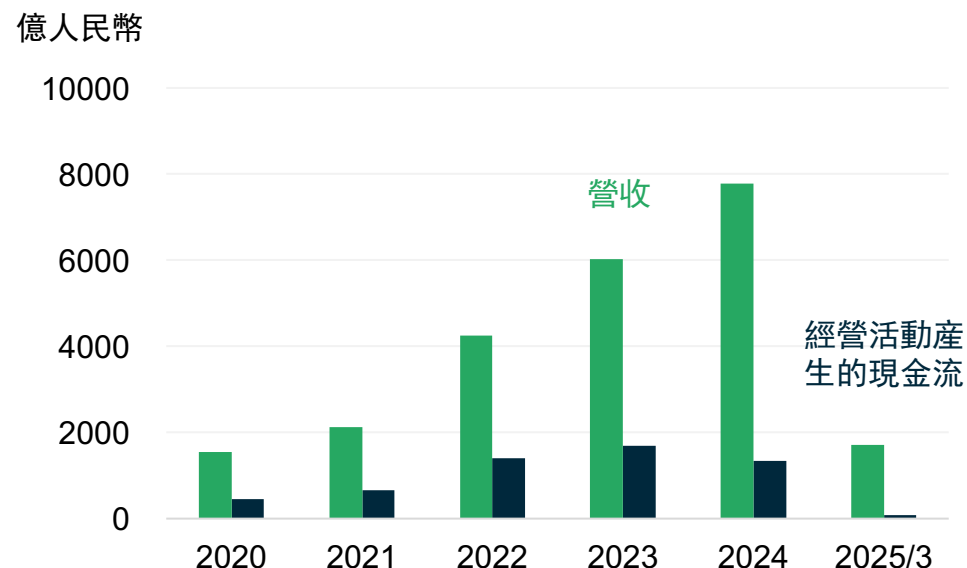
中國 比亞迪是車業恆大嗎？官方政策重點，不至於是恆大，但凸顯整體車業的艱辛

比亞迪為什麼出現「車業恆大」的傳聞？遠因是年初GMT Research示警比亞迪美化財報；近因是長城汽車魏建軍點出電動車業，存在供應鏈金融與「0公里二手車」的補貼套現現象。細究GMT的報告，存在重複計算等瑕疵，使數據可靠性存疑，但這並不意味魏建軍點出的問題不存在。

此外，就財報來看，比亞迪營收與經營活動產生的現金流走勢背離，確實是一個潛在的警訊，有可能是企業提前確認未實現收入(如未交付的訂單)或虛構銷售推高營收，但現金流無對應增長。此外，比亞迪應收帳款雖未出現快速攀升，但近期庫存確實有較明顯攀升，顯示可能存在存貨積壓等可能性，加上流動性負債佔總負債比例的確較高(產業一般為40~50%)，顯示資金鏈的風險確實較高。

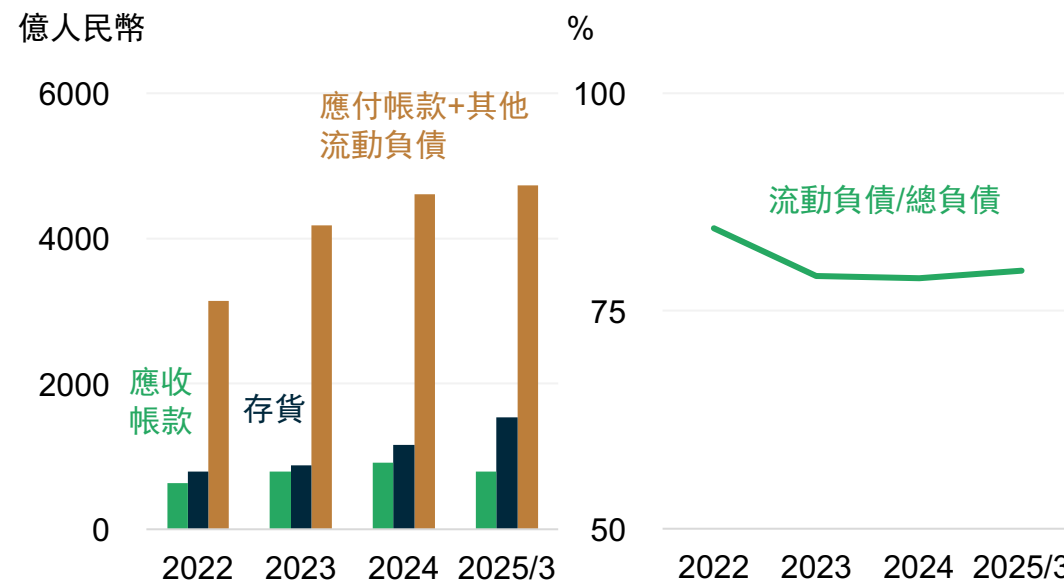
以比亞迪及蔚小理在港股恆生的合計比重約13.4%來看，影響不可謂不重，因此勢必會對港股造成影響。而若有鍾愛比亞迪的客戶，鑑於整體內需較疲，產業較為辛苦，不妨趁年初以來的漲幅，可先獲利了結。

比亞迪營收與經營活動產生的現金流背離，引人疑竇



資料來源：Wind。

比亞迪流動性負債比例偏高，資金鏈壓力確實存在



資料來源：Wind。

Jun 2025

| | | | | |
|--|---|-----------------------------------|--|--|
| 9 Monday 中國CPI、PPI 中國社融 印尼開齋節 澳洲女王誕辰 | 10 Tuesday 美國中小企業調查 英國失業率 日本貨幣供給 | 11 Wednesday 美國CPI | 12 Thursday 美國PPI 英國工業產出 菲律賓獨立日 | 13 Friday 美國密大消費者信心 歐元區製造業產出 加拿大製造業銷售 |
|--|---|-----------------------------------|--|--|

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