



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

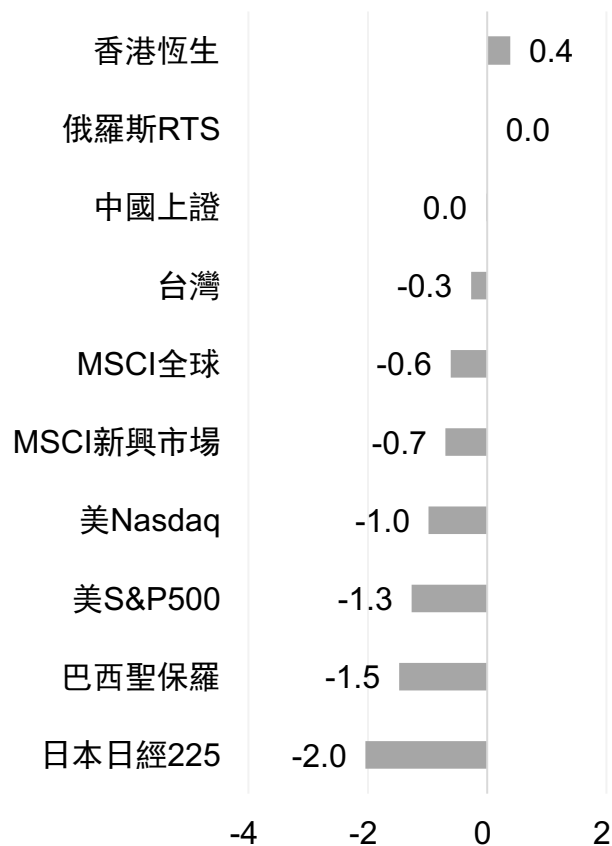
2025年5月23日

# 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

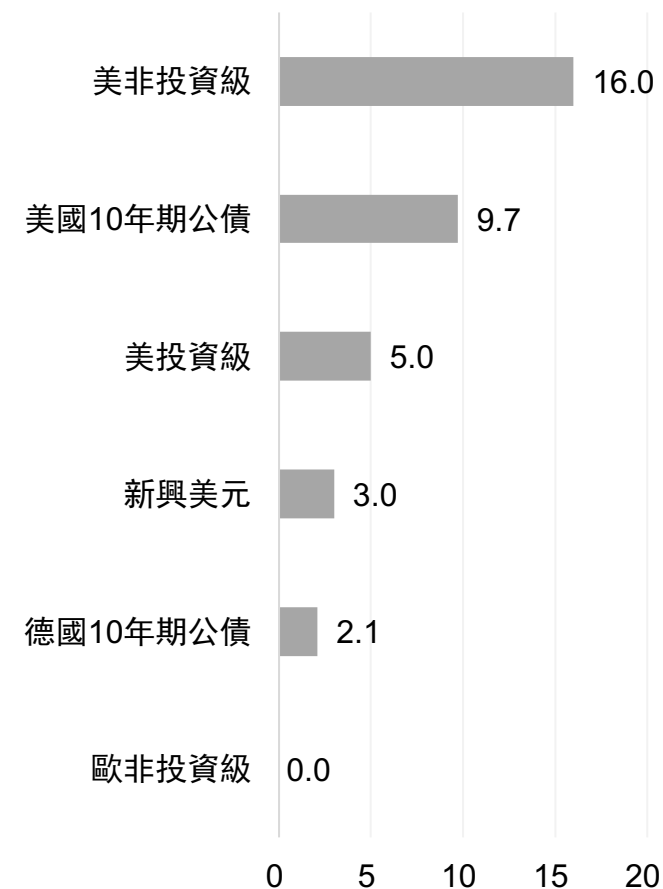
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/5/15 - 2025/5/22。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- **穆迪調降美國信評，市場恐慌反映有限：**美國債務持續攀高，且預計再度提高債務上限，引發穆迪將美國信評由Aaa降至Aa1。不過美國主權並非首次遭下調，降評後與Aaa評級國家的公債利差變化不大。
- **預算案通過，赤字前景仍有隱憂：**「大而美」預算案於眾議院驚險通過，惟現階段共和黨內部仍有分歧。若支出削減的部分不足以彌補減稅的財政損失，未來財政赤字仍將偏高。
- **輝達海外總部確立，有利AI趨勢發展：**輝達海外總部設立於北士科，帶動相關概念股走勢，惟對台股提振有限。短線指數震盪，不過AI發展趨勢不變，可採取逢低分批布局策略。

### 2. 後續看點：匯率操縱報告(Q2)、輝達財報(5/28)、對等關稅緩衝截止日(7/8)、中美關稅緩衝截止日(8/10)。

## 策略思維

1. **股市-市場風險偏好改善，但不宜追高：**美中關稅降溫，帶動股市收復至解放日前的水準。但90天關稅暫緩期屆滿後，不確定性仍高，布局採多元配置策略。
2. **債市-布債逢高鎖利，縮短天期以降低波動：**美國債務擔憂、20年公債標售需求疲軟，帶動利率高位震盪；長線Fed降息方向不變，有助利率緩步滑落。鑒於近期債市動盪劇烈，應縮短天期降低利率風險。
3. **匯市-美元貶勢暫緩，但長線仍弱勢震盪：**市場對Fed降息預期縮窄，帶動美元貶勢暫緩。不過隨美國經濟成長轉弱，且貿易談判導致資金外流美國，帶動非美貨幣升值空間。

## 美國債務壓力持續升高, 導致穆迪下調美國信用評等至Aa1

根據穆迪聲明, 1)美國債務與利息支出已達至明顯高於其他同評等主權國家的水準。2)目前討論的財政方案中, 無法在未來數年內形成強制性支出、及有效的赤字削減, 將進一步推高財政負擔。隨著美國債務總量達36兆美元, 且利息支出連年上升(2024年利息支出突破9000億), 加上新的債務上限日「X-Date」預計落於7-8月, 財務狀況持續惡化。

所幸, 穆迪對於美國未來展望為**穩定**, 因美國仍維持卓越的信用優勢; 其經濟規模、韌性, 以及美元作為全球主要準備貨幣的地位仍難以取代。

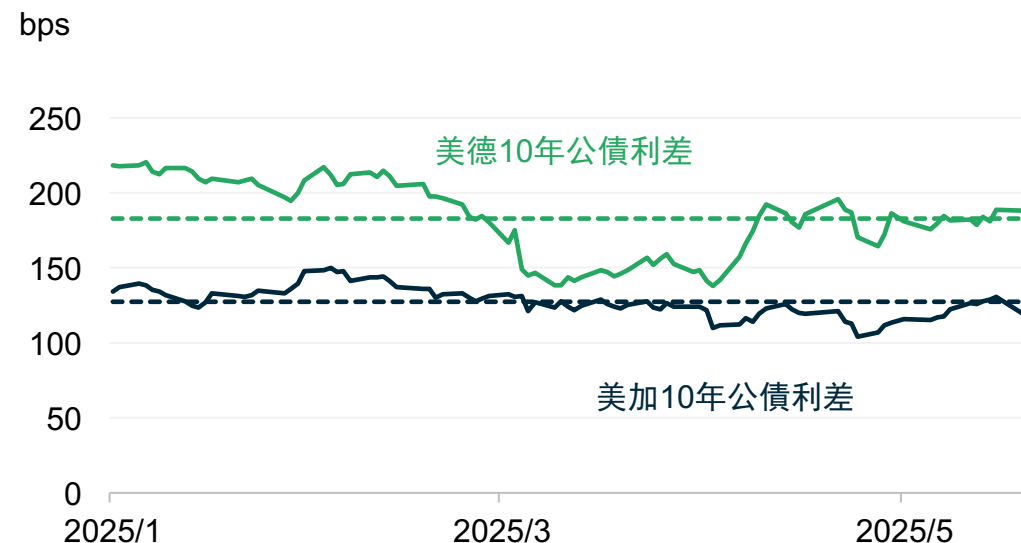
美國主權並非遭到首次降評, 有2011年標普、與2023年惠譽降評的經驗, **市場並未呈現大幅恐慌的情勢, 與其他Aaa等級國家的公債利差相比, 也未呈現大幅擴張態勢**。展望未來, 預期國會仍將持續提高債務上限, 美國公債違約風險仍相對較低。

### 美國債務達36兆, 2024年利息支出突破9000億美元



資料來源: Bloomberg。

### 美德利差、美加利差變化幅度有限



註: 虛線為YTD平均; 公債利差為美國-德國、美國-加拿大。

資料來源: Bloomberg。

## 「大而美」預算案於眾議院驚險通過，惟赤字前景仍有隱憂

美國眾議院以215：214票的微弱優勢通過大而美預算法案(One Big Beautiful Bill Act)，主要重點：1)延長2017年<減稅與就業法案(TCJA)>，但將導致財政收入減少。2)州稅與地方稅SALT(State and Local Tax)扣抵額上限提高至4萬美元。3)削減支出：提高聯邦醫療補助(Medicaid)門檻，削減醫療福利；不過川普總統態度強硬，不支持大幅度的削減。4)對非美公民徵收5%的國際匯款稅，增加財政收入。

接下來預算案將送至參議院進行審議，有望藉由預算協調方式(Budget Reconciliation)，來避免傳統的冗長辯論程序、以及60票通過的高門檻。待共和黨達成更進一步的共識後，有助未來法案的推行。

然而，市場預期美國的財政赤字仍鉅，若支出削減、增加關稅收入的手段不足以彌補減稅帶來的財政損失，未來的預算赤字仍將偏高。

### 預算案於眾議院通過，下一階段送至參議院審議

【預算委員會】於5/18以17:16票數初步通過。



【眾議院表決】儘管共和黨席次(220席)領先，於5/22僅以215:214微幅優勢通過，共和黨意見分歧。

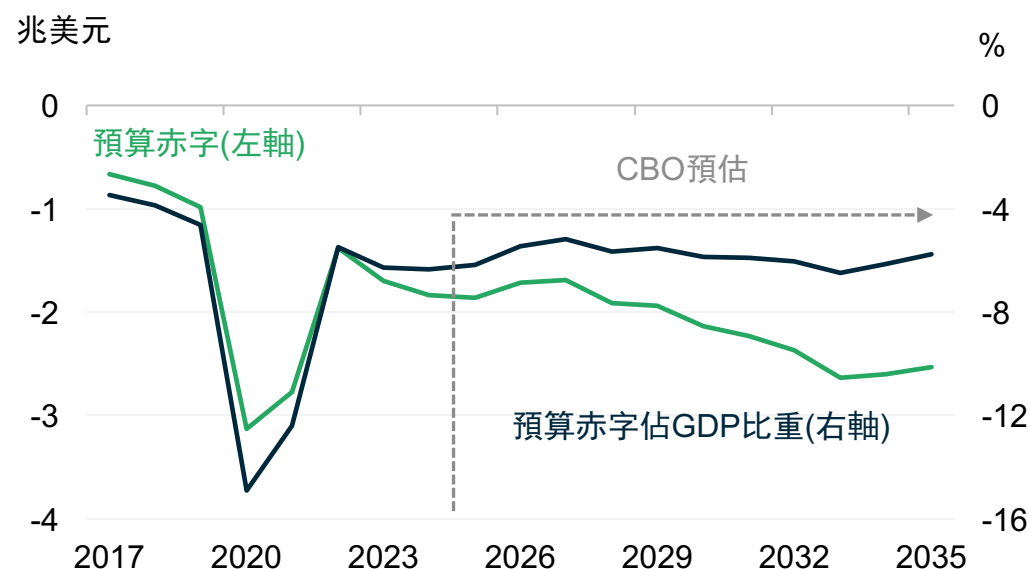


(下一階段)

【參議院審議】共和黨席次領先(53席>47席)料以「預算協調」程序審查，無須達到60票高門檻。

資料來源：國泰世華銀行整理。

### 預估長期赤字壓力仍偏大



資料來源：Bloomberg, CBO(美國國會預算處)預估。



## 美債 | 美國債務擔憂、20年公債標售疲軟，殖利率高位震盪；縮短布債天期以降低利率風險

本週殖利率走勢波動，主因：1)穆迪調降美國主權信評、「大而美」預算案初步通過，**加深市場對美國債務、赤字的擔憂**。2)Fed官員態度保守，市場降息預期縮窄，預估首次降息機會延至9月。3)**20年公債標售不如預期**：投標倍數由2.63降至2.46，最終得標利率上升至5.047%創2023/10以來新高，市場買氣呈現降溫。**綜合以上因素，帶動10年公債殖利率一度突破4.6%、30年債利率升至5.1%位階，不過後續皆有所拉回。**

**展望未來**：1)Fed降息前景未變、並已放慢縮表步伐，政策朝向寬鬆有助緩和利率的大幅上行空間。2)若利率維持高位，將導致利息支出進一步上升非川普政府樂見，若情勢進一步惡化，預期財政部、Fed將採取干預市場的行動。

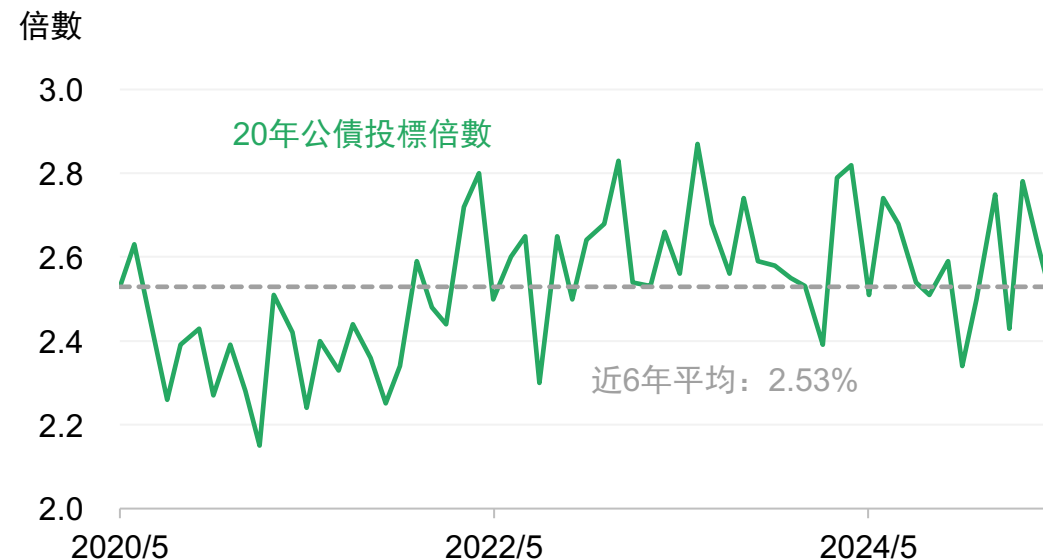
**債市操作**：宜逢利率反彈之際布局債市，以穩定利息收入為主；惟近期債市波動度大，應縮短持有天期以降低利率風險。

### 多重因素影響下，美債殖利率高位震盪



資料來源：Bloomberg。

### 20年公債標售需求疲軟



註：投標倍數=投標總額/標售額度，反映公債發行需求的強弱指標。

資料來源：Bloomberg。

## 減稅方案、降評議題對美國公司債直接衝擊應有限

1)就減稅法案來看，通過後對美國企業應是利多，2)參考標普2011年調降美國主權至AA+，然而微軟、嬌生至今仍是AAA評級，顯然未受到主權評級下調影響。本次穆迪調降美國主權評級的報告中，也表示**不更動公司債對應的「美國主權天花板(目前仍為Aaa)」**，因此**多數公司的信評受此次事件的直接衝擊較小。**

穆迪表示美國遭降評，代表美國支持大銀行的能力被減弱，因此調降美銀(BOA)、JPM、富國銀行的「長期存款評等」及美銀、紐約梅隆銀行旗下一些子公司的「優先無擔保債務評等」，從Aa1降為Aa2。然而，觀察美債CDS雖有微幅走擴，但**仍維持在4/2以前的水準波動，且遭降評的銀行CDS並無有大幅走高的狀況出現**，大致也透露**減稅、降評議題對公司債信直接衝擊有限。**

### 穆迪未調動國家評級天花板 (Country Ceiling) 維持 Aaa

**Moody's Ratings downgrades United States ratings to Aa1 from Aaa; changes outlook to stable**

**【穆迪維持國家評級天花板在Aaa】**

The US' long-term local- and foreign-currency country ceilings remain at Aaa. The Aaa local-currency ceiling reflects a small government footprint in the economy and extremely low risk of currency and balance of payment crises. The foreign-currency ceiling at Aaa reflects the country's strong policy effectiveness and an open capital account, reducing transfer and convertibility risks.

資料來源：穆迪官網。

### 美債CDS仍維持在4/2以前的水準波動



資料來源：Bloomberg。

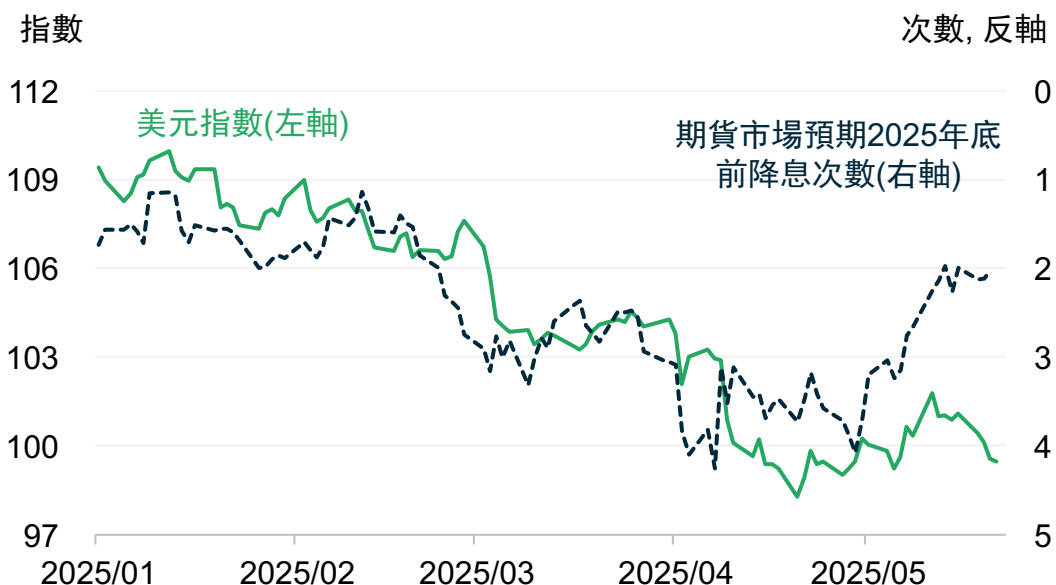
## 美元 | 降息預期降溫有助美元止跌, 中長期則受景氣相對較弱而轉趨弱盤

紐約Fed總裁Williams稱聯準會難於7月以前了解關稅政策對於美國經濟的影響, 副主席Jefferson則稱考量當前面臨的不確定性, 認為政策保持觀望將是合適的, 雙雙呼應此前主席Powell立場, 亦即短期內政策無意調整, 市場預期年內首度降息時點由7月進一步延後至9月。

另一方面, 各國陸續公布Q1 GDP, 美國陷入負增長, 顯示景氣已出現放緩跡象。相較之下, 歐元區、英國、加拿大、瑞士等國則皆維持成長。此外, 下半年更面臨關稅影響, 意味著過去幾年美國引領全球經濟成長的趨勢可能改變。

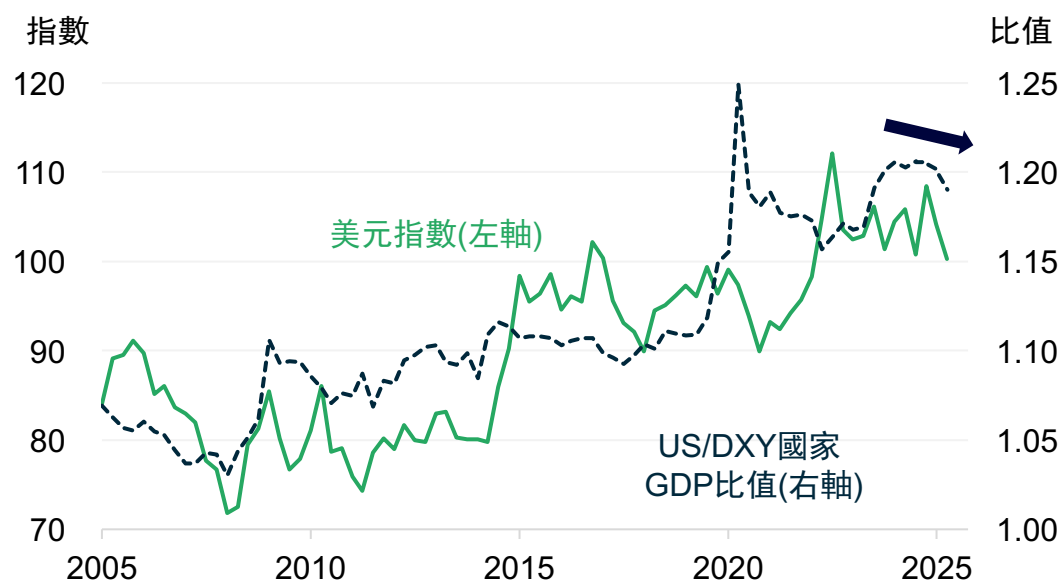
對於美元的影響而言, 短期內降息預期降溫、美債利率居於相對高位, 將緩和美元續跌壓力, 呈現區間波動走勢。然中長期隨聯準會恢復降息、美國經濟不再獨強、貿易談判導致資金外流美國, 將使美元指數呈現低檔波動的弱盤情勢。

### 降息預期延後、利率反彈, 有助美元止跌走穩



資料來源: Bloomberg。

### 美國景氣相對各國成長放緩, 是美元的不利因子



註: DXY國家指歐元區、日本、英國、加拿大、瑞士、瑞典, 以該國貨幣占美元指數權重做加權平均計算。

資料來源: Bloomberg。



## 新台幣 | 短線美元資產擔憂再起, 非美貨幣偏強

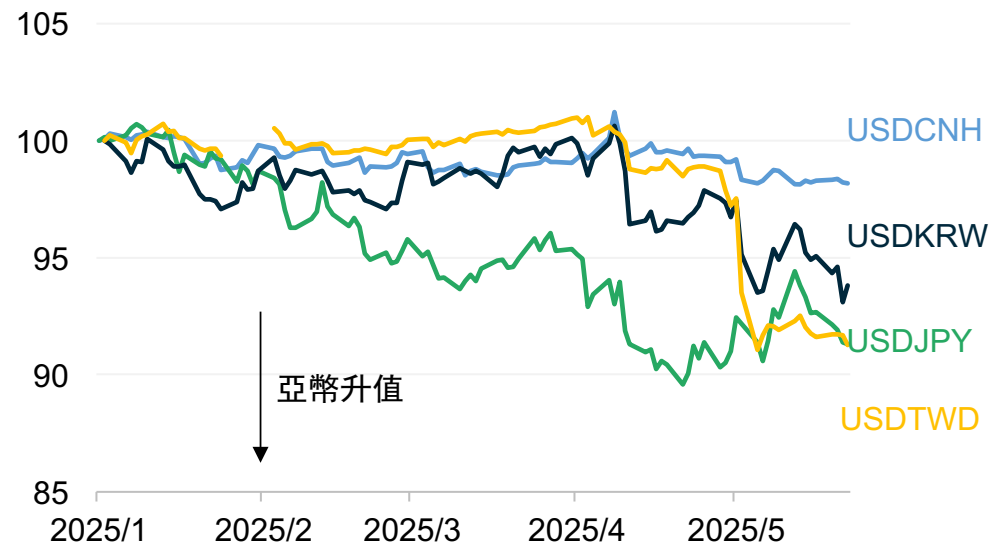
台灣4月境內外基金海外資產部位, 單月淨贖回金額高達1300億新台幣(約占境內外基金海外資產2%), 反映對等關稅發布以來, 美國有意引導美元貶值的猜測發酵, 加上川普的高度不確定性, 使市場有自美國往其它資產分散的狀況, 也是當時新台幣大幅走強的背景因素。

然而, 若1)美國有意引導美元貶值, 應是亞幣同漲。2)**美元兌新台幣與美債利率背離狀況已大**, 若兩者背離程度進一步加大, 意味美債對投資人吸引力走升, 不利亞幣走勢。

綜上, 短線美國遭降評、減稅法案推進, 美元資產擔憂再起, 使非美貨幣偏強, 然而後續隨市場恐慌情緒降溫下, 新台幣有望回穩。

### 近期新台幣漲幅居亞幣之冠

標準化2025/1/1=100



資料來源: Bloomberg。

### USDTWD與美債利率大幅背離下



資料來源: Bloomberg。

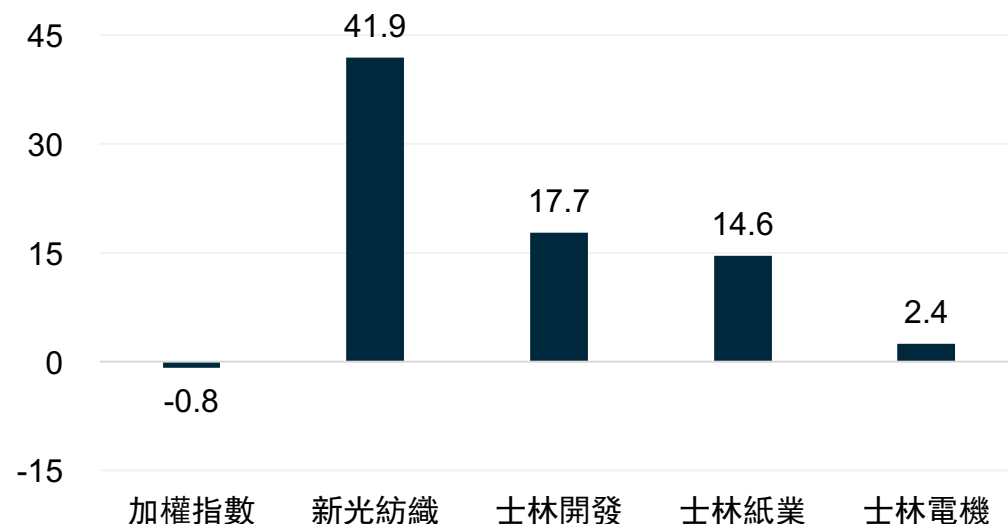
## 台股 | Computex對台股提振有限，但特定資產股短期明顯受惠

輝達執行長黃仁勳於Computex演講，罕見公開完整AI與資料中心供應鏈生態系夥伴，其中台積電、緯創等數十家業者名列其中，但整體內容並無太大驚奇，對台股提振有限。不過，輝達宣布海外總部將設立於台北市北投士林科技園區，大幅提振「士林」資產概念股。

近期受**關稅提前拉貨**的助益，帶動台灣4月出口年增29.9%、外銷訂單年增19.8%。惟未來該強勁的成長幅度有放緩可能，**不排除下半年有旺季不旺的可能性**，加上**半導體稅率、台灣最終關稅稅率尚未公布**，投資人不宜追高；**短線指數震盪，不過AI發展趨勢不變，可採取逢低分批布局策略，進行長期投資。**

### Computex對台股提振有限，但輝達總部提振士林概念股

5/16-5/22漲跌幅，%



資料來源：Bloomberg。

### AI產品成為近年台灣出口成長最大的項目

年增率，%



註：AI伺服器歸類在資通與視聽產品類別。

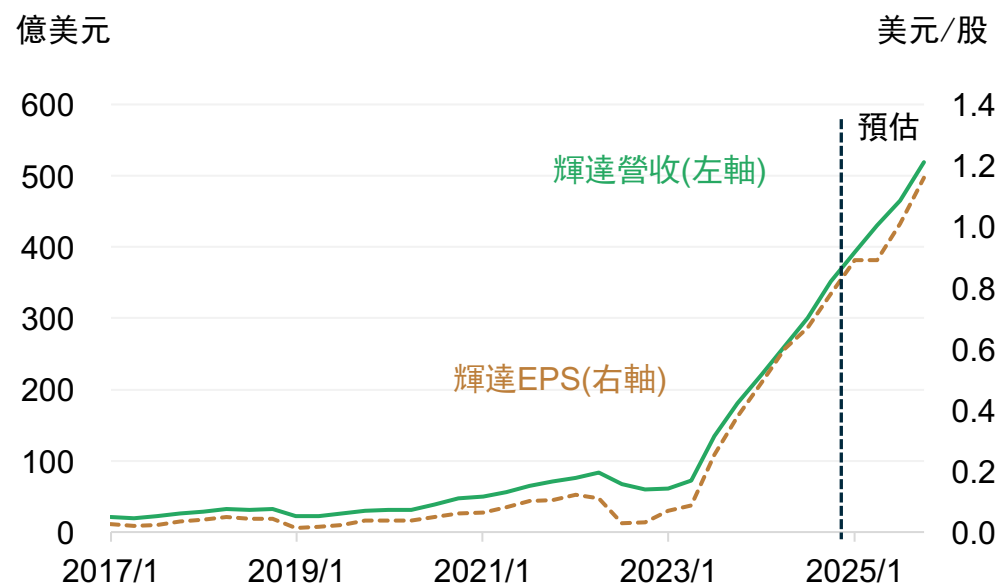
資料來源：財政部。

# 美股 輝達財報前瞻：半導體禁令恐影響Q1獲利，但評價仍舊偏低，無須過度擔憂基本面

輝達預計於5月28號盤後公布最新財報，研判營收將再創新高，從前期的393億美元，來到440億美元，高於先前財測目標430億美元，但受到半導體禁令影響，提列H20的庫存損失，可能使EPS不如預期，不過，之後可望重回成長態勢。尤其，沙烏地阿拉伯，以及阿拉伯聯合大公國有意建立大型資料中心，自2025年可向輝達採購50萬顆AI晶片，因此，Q2營收財測將是重點。

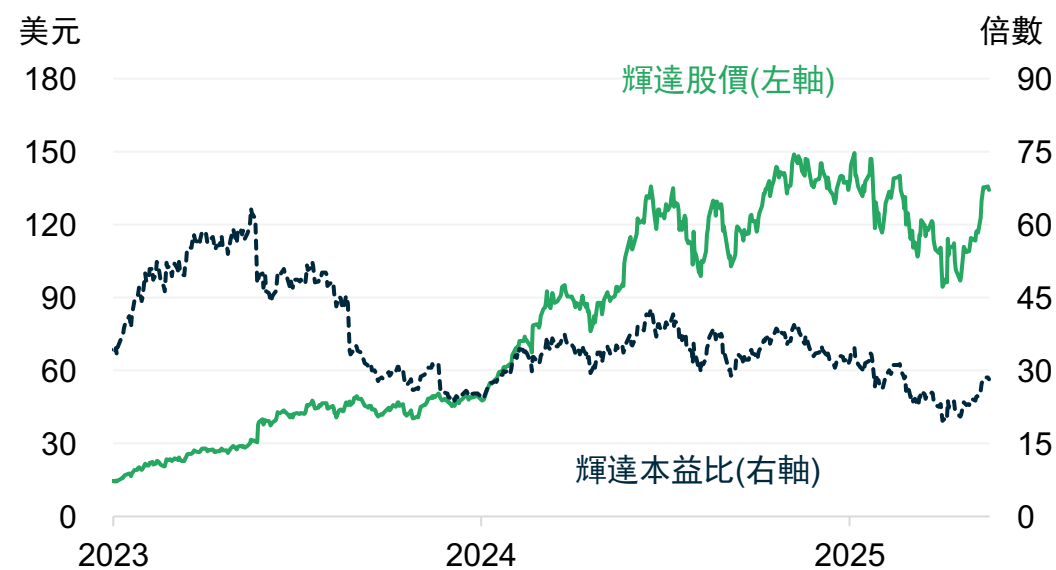
自DeepSeek、對等關稅發布以來，輝達股價也大幅修正，波段跌幅達35%，不過，隨著關稅暫緩，加上海湖莊園協議淡化，輝達也大幅反彈近40%。雖然輝達股價再度反彈，但因為獲利也持續走高，使得本益比並未大幅彈升，甚至低於30倍，因此，也無需過度擔憂，研判股價短線將陷入高檔震盪格局，股價若再度回檔，仍應視為分批布局時點。

## H20禁影響Q1獲利，之後仍可望重回成長態勢



資料來源：Bloomberg預估。

## 輝達股價雖反彈不少，但評價仍舊偏低



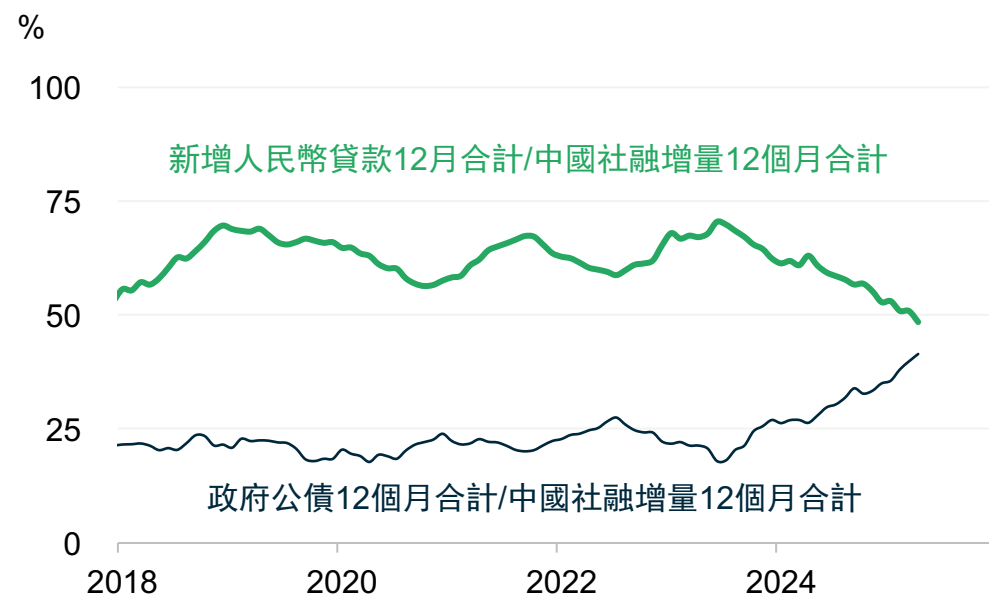
資料來源：Bloomberg。

# 中國 內需仍較疲弱，社融回升主要還是仰賴政府融資，人行持續降息支持經濟

4月份新增貸款2800億人民幣，遠低於市場預期，並為去年7月以來最低水平。其中，居民貸款單月減少5216億元，整體社融增量則是1.16兆人民幣，也略遜預期的1.218兆人民幣，**主要還是仰賴政府加大發債淨融資9800億支撐。**

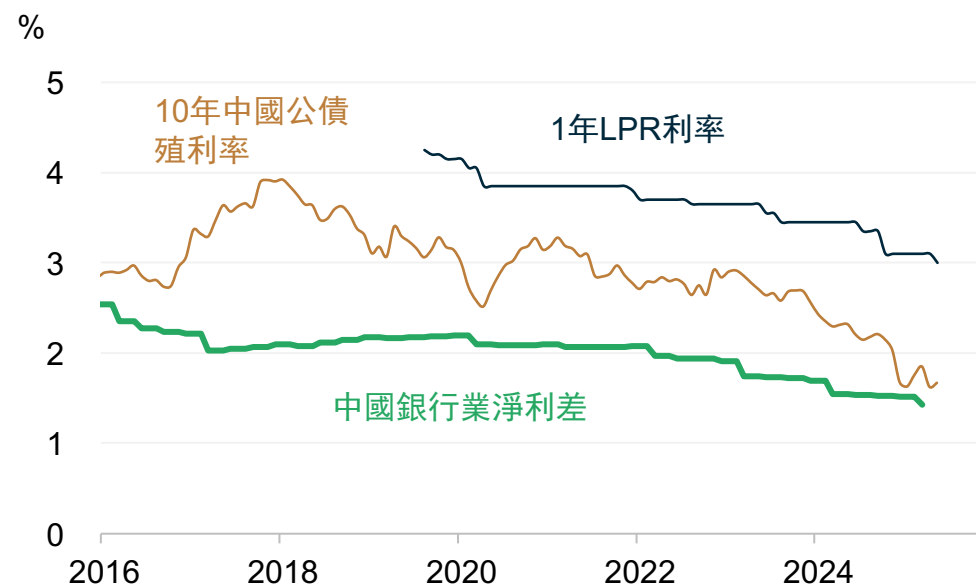
中國央行5月LPR調降10個基點，四大行也下調人民幣存款利率，最大降幅25個基點。中國四大行工商銀行、農業銀行、中國銀行、建設銀行均下調人民幣存款利率(5~25bps, 越長天期降幅越大)，這也呼應5/7人行行長潘功勝曾在記者會上明確表示，政策利率調降後，將透過利率自律機制引導商業銀行相應下調存款利率。惟今年一季度，**商業銀行淨利差已跌至1.43%，較上一季的1.52%進一步收窄**，且遠低於金融監理部門1.8%的監理合意水準，導致存款利率也被迫下調。整體而言，人行持續寬鬆，但財政面恐需持續加大支持力度，方能對內需有進一步提振。

## 社融主要還是仰賴政府融資



資料來源：Bloomberg。

## 貸款市場報價利率(LPR)與銀行業淨利差走勢



資料來源：Bloomberg。

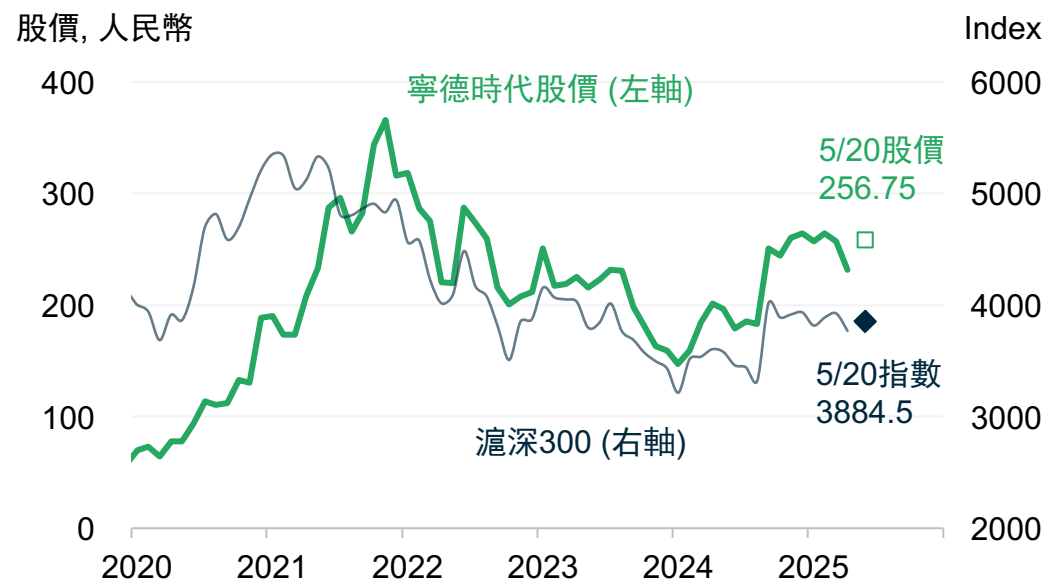
## 中國 今年以來，寧德時代大致呈現震盪格局，惟後續市場預期營收將能重回雙位數成長

今年以來，寧德時代股價大致呈現高位震盪走勢。除了中國國內新能源業競爭加劇、內需疲弱外，關稅戰影響也讓股價受到一定程度壓力。所幸，營收比重仍以中國、歐洲較重，因此，實際銷售受美國關稅影響較小。而2025年第一季財報顯示，淨利140億元人民幣，年增32.9%，創下近兩年最快增速，營收亦終止連續五季下滑態勢，年增6.2%，達到847億元人民幣，為股價提供一定支撐。

為什麼選擇在香港上市？旨在海外產能擴張、國際業務拓展等原因，將募集約46億至53億美元資金；此外，因為寧德時代被美國國防部列入「與中國軍方有關聯的企業清單」(1260H清單)，限制其在美的融資和業務活動，因此轉而在香港上市，但此舉也為香港IPO市場注入活力。

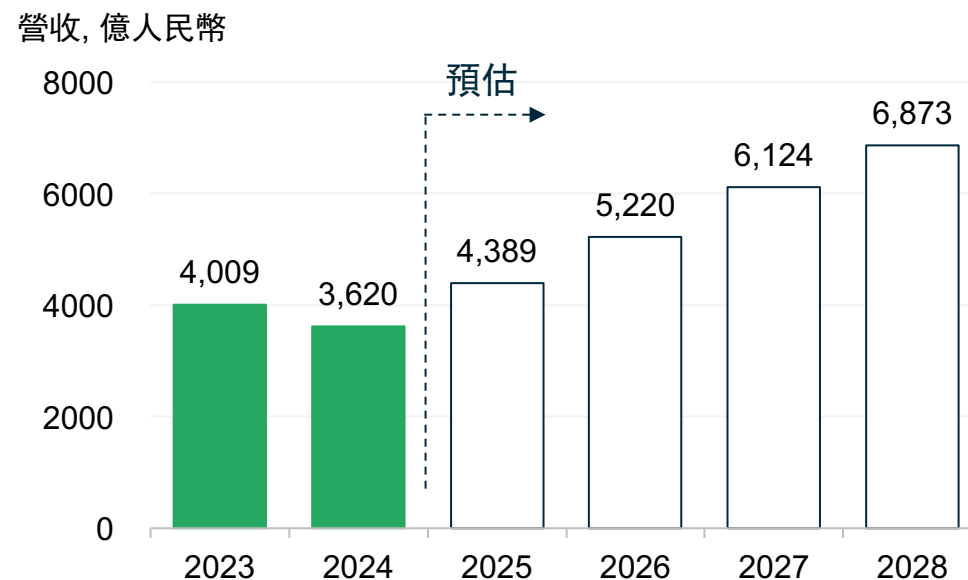
後市而言，市場預期寧德時代營收將回復雙位數成長態勢，為股價支撐，惟須留意美中關係反覆，可能增添股價波動。大盤而言，總經面仍係A股的不利因素，長線投資人若有意介入中國，則以衛星配置、追蹤境外指數的基金較為合適。

### A股：寧德時代歷經4月關稅戰後，5月走勢有所反彈



資料來源：Bloomberg。

### 市場預期寧德時代營收將回復雙位數成長態勢



資料來源：Bloomberg預估。



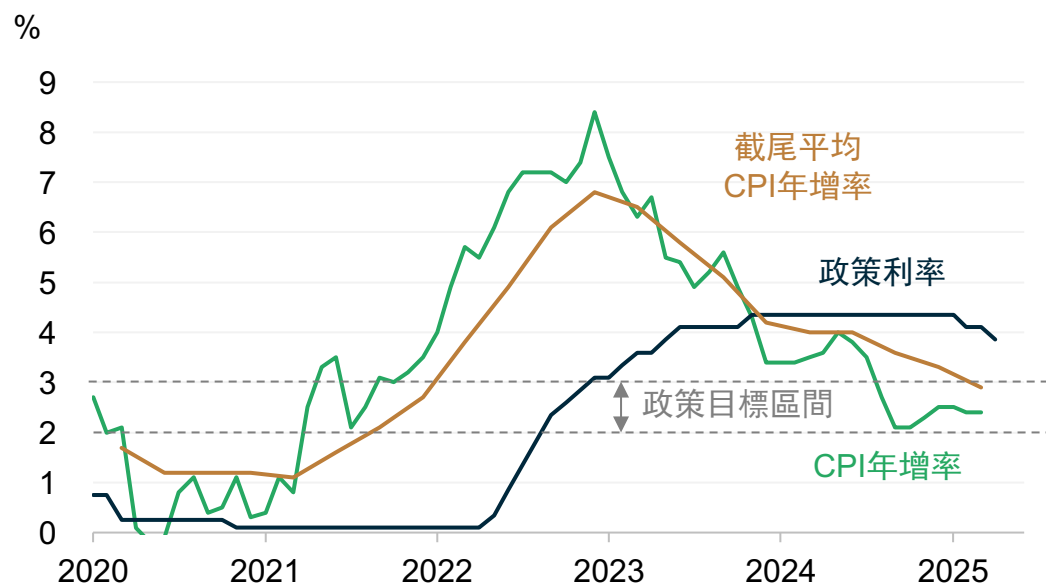
## 澳幣 RBA警惕關稅風險, 降息空間猶存; 澳幣上行動能趨緩, 轉為區間格局

澳洲Q1通膨降至2.9%, 創下三年新低, 考量通膨壓力持續緩解, RBA利率決策會議將政策利率調降一碼至3.85%, 與市場預期相符。

展望方面, RBA多次提及經濟前景、通膨面臨美國關稅所造成的不確定性。影響所及, RBA下修今年GDP、CPI至2.1%、2.6%(原為2.4%、2.7%)。此外, RBA預測在貿易戰情景下, 2025、2026年GDP將較基礎情勢預測值低3%、失業率上升至6%, CPI則降至2%。整體而言, RBA對於經濟前景維持謹慎, 會後市場上修下半年降息預期至2碼, 2年期澳債利率則大跌16bps至3.43%

對於澳幣的影響而言, RBA立場傾向鴿派, Fed則維持觀望, 意味著短期內澳美負利差難以收斂。與此同時, 美國關稅助長全球景氣疑慮、中國經濟未見起色, 皆壓抑大宗商品價格, 負面因素料將限縮澳幣上行空間。

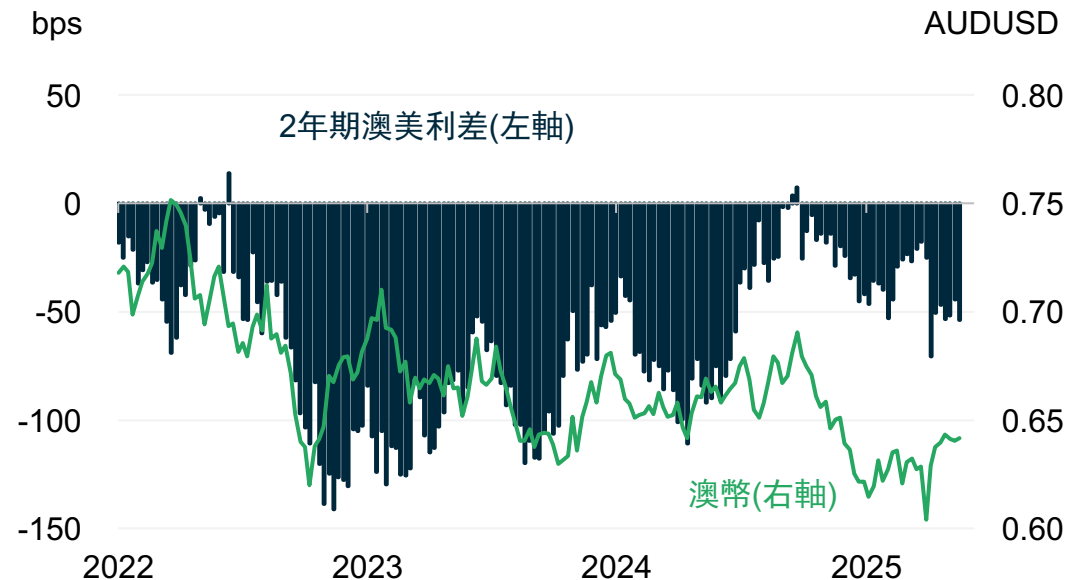
### 國內通膨壓力緩解, 提供RBA降息空間



註: 截尾平均CPI為RBA關注之通膨指標。

資料來源: Bloomberg。

### 澳美利差短期內恐難以收斂, 將限縮澳幣續漲空間



資料來源: Bloomberg。

# May 2025

26	Monday	27	Tuesday	28	Wednesday	29	Thursday	30	Friday
日本景氣動向領先指標 新加坡工業生產 香港出口 美國休市		美國耐久財訂單 美國經濟諮商局消費者信心 美國達拉斯Fed製造業指數 中國工業利潤(年至今) 歐元區消費者信心指數		美國MBA貸款申請指數 美國里奇蒙Fed製造業指數		美國FOMC會議紀錄 美國GDP 美國個人消費 美國初領失業救濟金 台灣GDP		美國PCE 美國密西根大學消費者信心 日本失業率 日本東京CPI 台灣休市	

## 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