



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

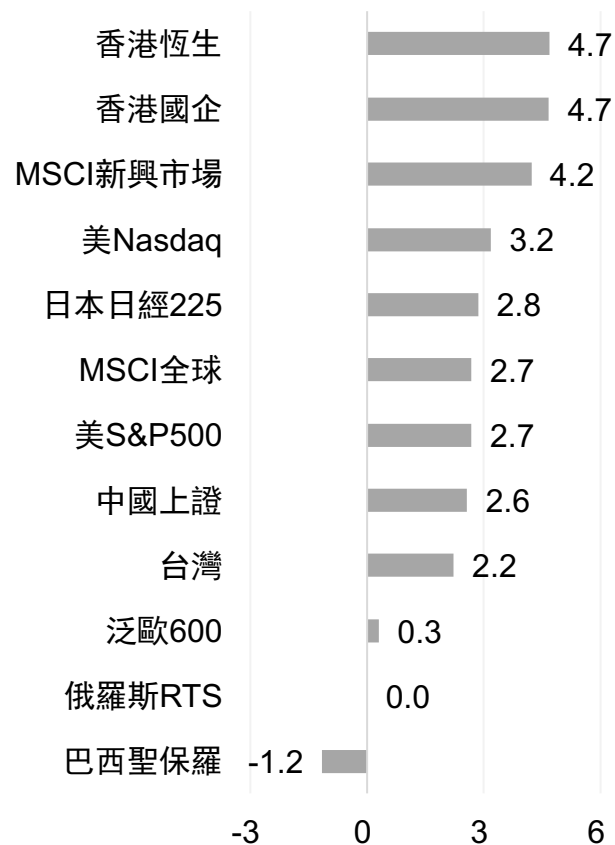
2025年6月27日

# 投資研究週報

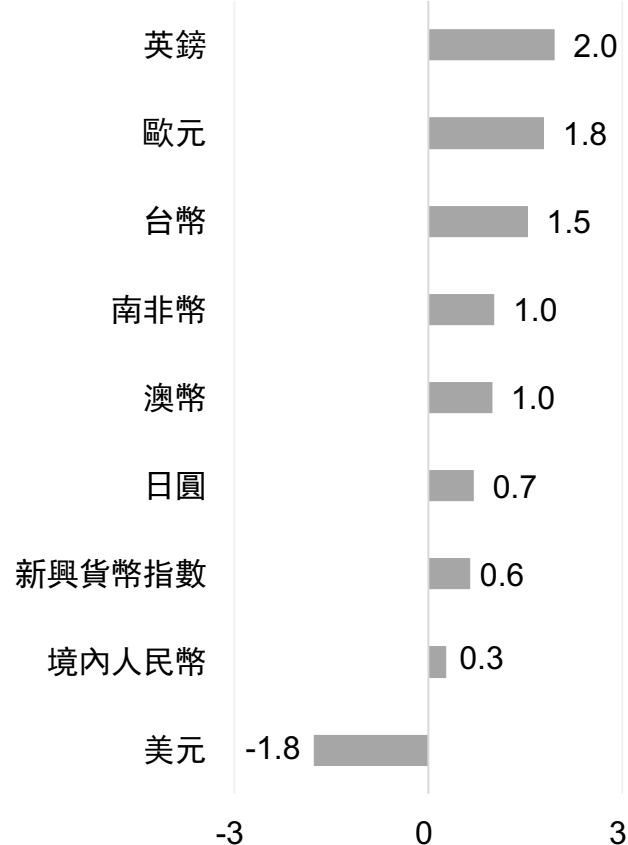
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

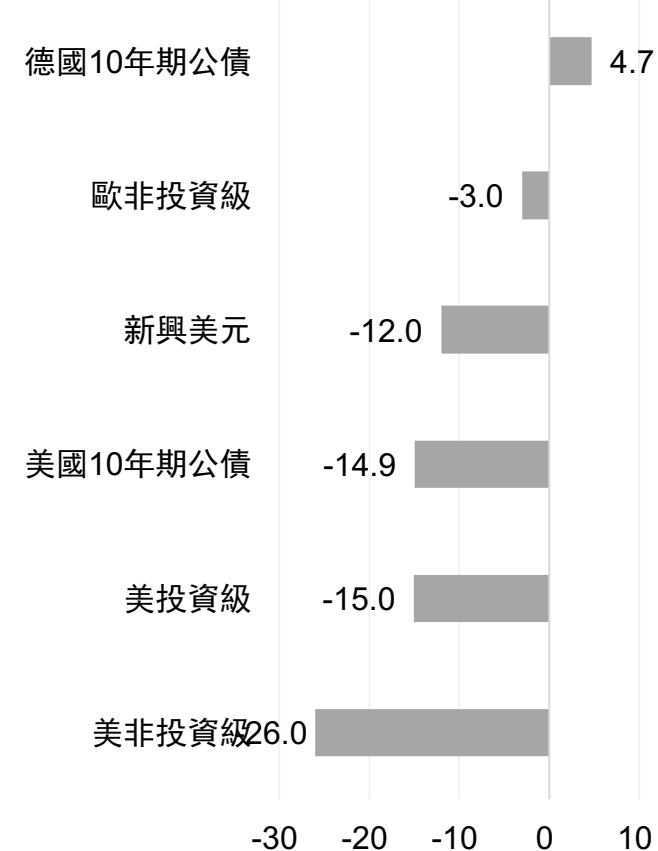
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/6/19- 2025/6/26。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 一週市場觀察：

- **通膨形勢展望：**中東情勢回穩，油價快速回落，減少通膨上升的擔憂，然關稅議題仍可能導致通膨停滯不前。
- **聯準會官員談話與美債、美元走勢：**Fed理事Bowman與Waller支持7月降息，以預防消費及勞動市場走弱。降息預期轉強，美債、美元雙率承壓。
- **特斯拉Robotaxi成亮點：**特斯拉推出自動駕駛載客服務Robotaxi，代表AI應用由大語言模型擴及實體世界Physics AI，背後的軟硬體及服務收入可觀。

### 2) 後續關注焦點：

- 核心PCE(6/27)、ISM製造業指數(7/1)、對等關稅緩沖期結束(7/8)。

## 策略思維

- 1) **股市—短期風險因素仍在，布局宜多元分散：**地緣政治風險消退，市場風險氣氛好轉，然川普關稅緩沖期將屆滿，股市波動可能加大，布局宜分批、分散。
- 2) **債市—利率波動風險高，中短天期債券優先：**聯準會官員發言支持降息，殖利率走降，然關稅談判未明朗，且殖利率恐受債券供給、通膨議題影響而出現波動，選擇中短天期債券優先，長天期以鎖利為主。
- 3) **匯市—Fed降息呼聲起，美元又貶：**Fed降息預期隨聯準會理事發言而升溫，美元隨美國公債殖利率走低而貶勢再起，美元指數區間震盪。



## 美國空襲伊朗核設施後續情勢發展：中東走向和平有望？

以伊兩國6月24日正式達成停火協議，雖然一開始還有互相攻擊，但後續似乎轉趨冷靜。能夠達成停火條件，中東國家卡達幕後調停也是關鍵。後續美伊是否能針對核問題重回談判桌，將是市場關心焦點。

分析此次以色列攻擊伊朗的主要目標有2：其1是消除伊朗的彈道飛彈以及核武相關計劃；其2是擺脫伊朗哈米尼政權長期以來對以色列的威脅。而川普原本擬以談判方式說服伊朗停止核武發展，但採取轟炸方式直接摧毀伊朗核設施應該也是長期以來戰略演習目標。目前看來，**伊朗暫無升高戰事、或進一步向美國報復的打算，但與以色列的關係也不大可能立即好轉，頂多維持目前的停火協議，但至少對於油價飆升的壓力暫時解除。**

### 中東情勢演變及情境分析

主要情境	機率%	敘述	金融市場影響
以伊維持停火協議	65	雙方停火，中東情勢趨於緩和	回歸基本面，股市由跌轉漲
以伊持續對峙	30	雙方互相開火，態度維持強硬	隨情勢變化加劇震盪，美元走強
戰事影響擴大	5	戰火擴大到其他地區、荷姆茲海峽遭波及	股市跌幅加重，原油、黃金大幅走高

資料來源：國泰世華銀行整理。



## 油價迅速回落, 避免通膨升溫, 但對於就業市場的擔憂增加

在美國總統川普宣布以伊達成停火協議後, 油價快速的自近期高點回落。以2024年Q3 WTI油價平均75美元/桶計算, 若油價低於此一水準, 就不至於對通膨產生不利的影響, 這也最直接影響民眾的體感通膨。

美國5月失業率4.2%, 與年初相比差異不大, 不過就每週公布的初領失業金人數來觀察, 趨勢呈現小幅增加, 續領失業金人數也來到近期高點。顯示美國就業市場目前雖仍然相對平穩, 但趨勢上呈現略微惡化的情況。一旦關稅造成美國進口商成本上升, 需求前景惡化的預期之下, 企業可能會進一步縮減人力, 使得就業市場不利因素增加。

### 以伊停火, 油價漲勢急剎車



資料來源: Bloomberg。

### 美國初領失業金人數呈緩步增加趨勢



資料來源: Bloomberg。



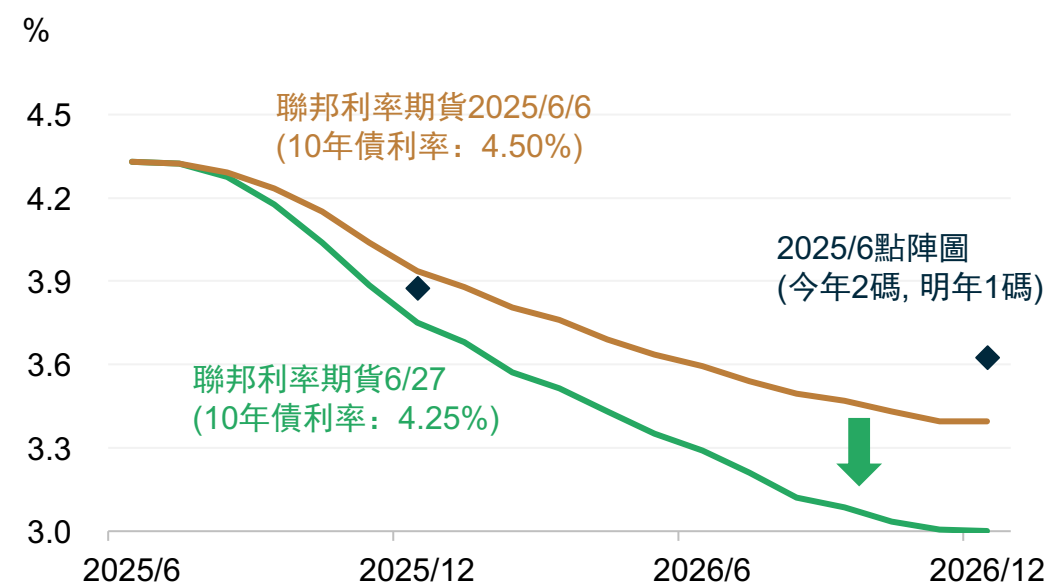
## Fed理事Bowman與Waller支持7月降息，以預防消費及勞動市場走弱

根據近期官員們的公開談話顯示，聯準會內部對貨幣政策的態度有所分歧：

- 1) 審慎觀望：主席鮑爾表示不排除降息，並預估多種可能性：情境1)通膨高於預期，利率維持不變。情境2)通膨下滑、就業放緩，才將啟動降息。
- 2) 積極寬鬆：理事Bowman與Waller則支持7月降息。Bowman認為通膨風險已然減弱，應先降息以預防消費、勞動市場走弱，避免經濟下行風險。
- 利率/市場預期變化：受到鴿派官員的談話影響，帶動10年美債利率回落至4.3%下方，也顯示期貨市場的降息預期上升，更樂觀推估至2026年將有超過5碼的降息空間。另一方面，市場也開始關注鮑爾將於2026/5卸任主席後，若未來的繼任主席更偏鴿派，將有更大的潛在降息空間。

儘管降息預期升溫，不過在聯準會尚未形成一致共識前，研判10年美債利率仍維持4.0-4.5%高位區間震盪，應縮短債券持有天期，以降低利率風險。

### 官員談話提振下，期貨市場降息預期升溫



註：近期期貨市場降息預期升溫，預估2025年2~3碼，至2026年底總共有望超過5碼。

資料來源：Bloomberg。

### 鮑爾與部分官員仍觀望，Bowman、Waller相對鴿派

官員	談話內容	態度
Jerome Powell (主席)	關稅影響的不確定性仍高，Fed不急於降息。未來政策路徑存在多種可能性。	審慎觀望
Michelle Bowman (副主席，理事)	支持於7月降息，對通膨的擔憂減少，擔心消費支出、勞動市場的惡化風險。7/22將討論補充槓桿率(SLR)的調整。	積極寬鬆
Christopher Waller (潛在主席人選，理事)	儘管關稅帶來通膨壓力，但未造成重大衝擊影響下，支持於7月啟動降息。	積極寬鬆
John Williams (紐約總裁)	勞動市場穩健、經濟不確定性升溫，維持利率不變「完全合適」。	審慎觀望
Austan Goolsbee (芝加哥總裁)	尚未清楚關稅對通膨的壓力，不過若影響有限，可重啟降息。	審慎觀望

註：近期談話摘錄今年投票委員。

資料來源：國泰世華銀行整理。

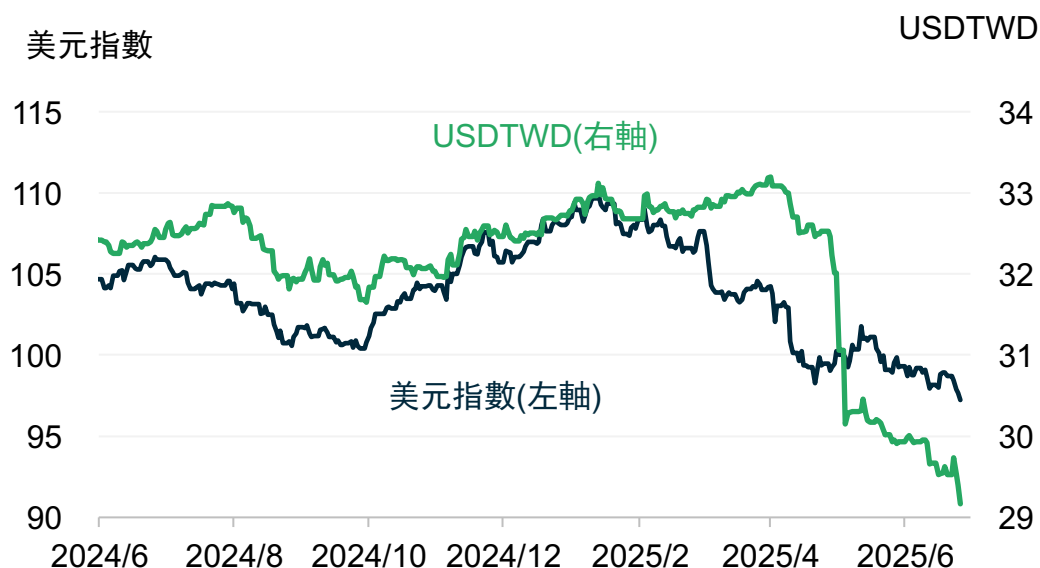


## 新台幣 | 美元回落激勵非美貨幣走強, 而美元資產信心有回穩跡象, 投資匯回力道有望趨緩

中東戰事緊張情緒趨緩, 加上Fed中重量級官員理事Waller、副主席Bowman皆釋出不排除7月就降息的可能, 且最新鮑爾於聽證會的談話也沒有否定這可能, 美元在降息預期升溫, 及避險情緒降溫下回落, 而非美貨幣順勢升值。

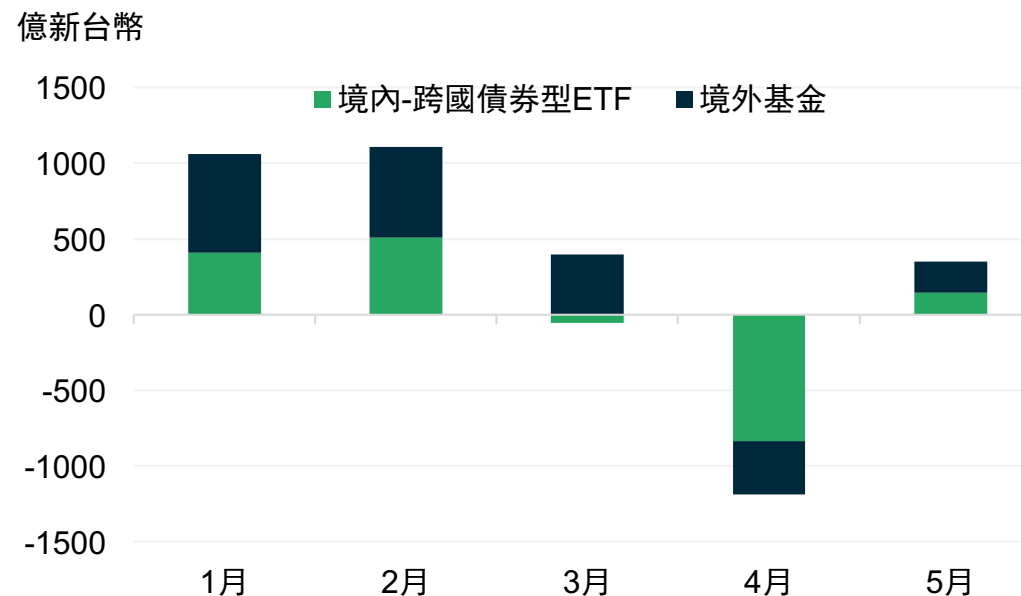
值得留意, 觀察基金流向, 今年4月境外基金及境內跨國型債券ETF呈現大幅淨贖回的狀態, 已於5月轉為淨申購, 顯示市場對美元資產恐慌、新台幣強升的預期心理已有所緩解的跡象。預期在下半年出口可能在上半年拉貨後放緩, 景氣放緩下央行有轉鬆等可能, 若下半年Fed無超預期降息, 新台幣升值幅度應較上半年趨緩。

### 美元回落, 新台幣同步走升



資料來源: Bloomberg。

### 4月基金呈現淨贖回狀況, 於5月轉為淨申購



資料來源: Bloomberg。

## 特斯拉Robotaxi將是下半年科技亮點

特斯拉推出自動駕駛載客服務Robotaxi, 身為自駕載客的後進者, 相較載客已突破1000萬人次的Waymo, 特斯拉的優勢在於它的人工智慧自駕系統過去已對自用車主釋出, 效果令人驚艷。而Waymo則是使用光學雷達搭配高精度地圖, 相對之下成本較高, 也沒有大量的車輛可以使用, 普及速度較慢。

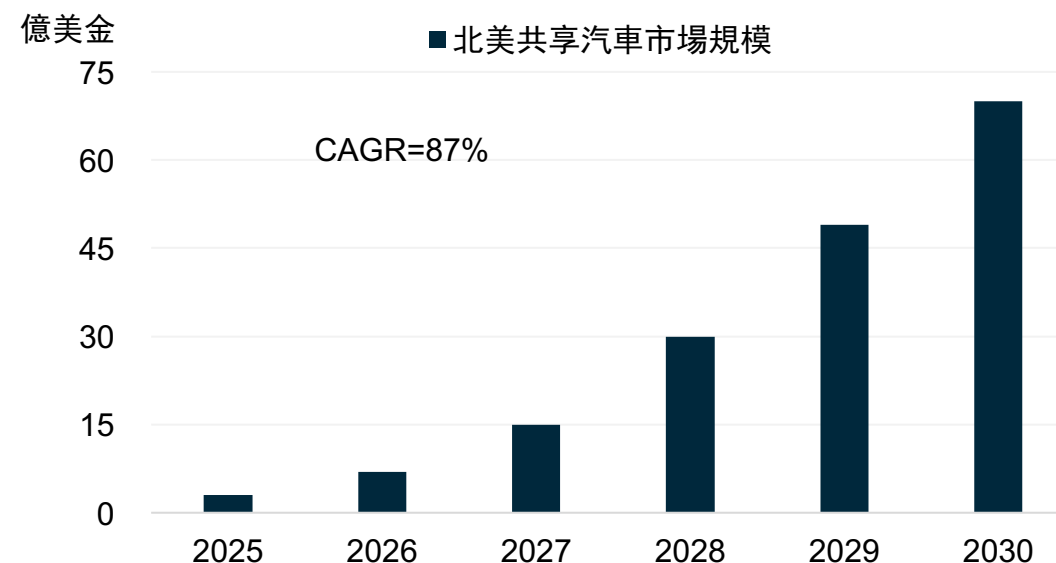
若特斯拉Robotaxi順利普及, 代表AI應用由大語言模型擴及實體世界Physics AI, 消費者不但可以享受無人駕駛服務, 甚至能把自家的特斯拉汽車送上路執行載客服務賺取收入, 由於想像空間大, 背後代表的軟硬體及服務收入都相當可觀, 將帶動科技股上漲空間。

### 美國自駕載客服務的試點城市



資料來源: Google Maps, 國泰世華銀行整理。

### 共享汽車市場規模將隨自駕普及而快速擴大



資料來源: 高盛預估。



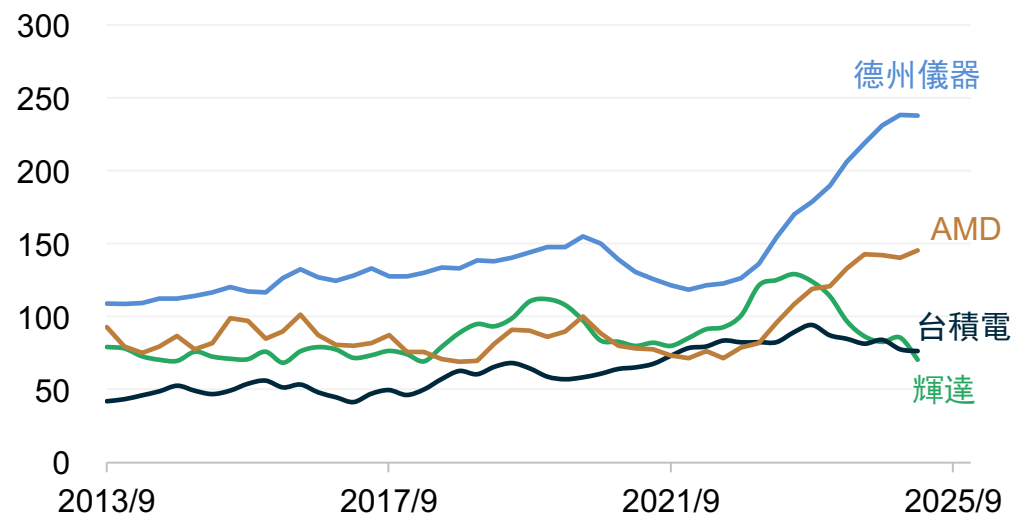
# 科技 半導體景氣循環呈現分化

近期半導體股表現強勁，AI族群輝達、博通、台積電股價走高，連帶受惠HBM記憶體的美光、Hynix也大幅上漲，然而同為半導體股的三星、英特爾就表現平平，顯示即使同產業，但受惠AI程度多寡，也影響股價表現。

半導體營收年增率自2023年9月觸底反彈，至今已歷經7個季度，若依半導體產業週期3.5~4年來看，景氣上升週期有可能已接近尾聲，接下來又要進入庫存調整的產業下行週期，然而**本波科技業復甦主要聚焦在AI，特別是輝達和台積電雙雄，目前出貨大幅成長，庫存週轉天數下降，與其他晶片業者庫存偏高相比有所不同**，顯然下半年半導體景氣仍呈現分化，關注焦點除了輝達營收能否再創新高，也需留意其他半導體業者庫存去化問題。

## 主要半導體企業庫存天數呈現分化

庫存週轉天數



資料來源：Bloomberg。

## 半導體營收循環高峰將至？

年增率，%



資料來源：Bloomberg。

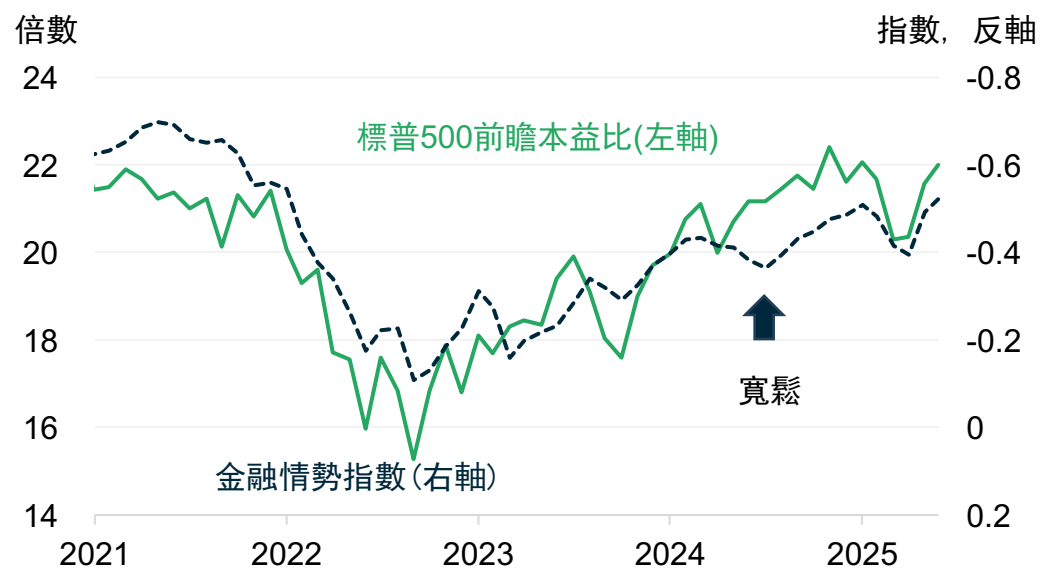


# 美股 聯準會降息預期升溫與中東地緣風險下降, 美股可望震盪走高

中東地緣風險反反覆覆，不過，美國居中協調，預期軍事衝突進一步擴大的可能性偏小，也帶動市場風險偏好提升。另外，鮑爾在國會的聽證會中表示，若通膨放緩、就業市場惡化，不排除提前降息的可能性。整體而言，**聯準會逐步寬鬆方向不變，帶動金融情勢走向寬鬆，有助股市評價面維持高位。**

就企業獲利而言，關稅不確定性仍在，但也趨向和緩，加上AI的需求逐步普及，市場也上修半導體的銷售規模，美股EPS在歷經4月的下修後，現在又逐步上調。因此，在評價面與基本面同步改善下，標普500後續有望逐步墊高。

## 金融情勢偏向寬鬆，支持評價修復

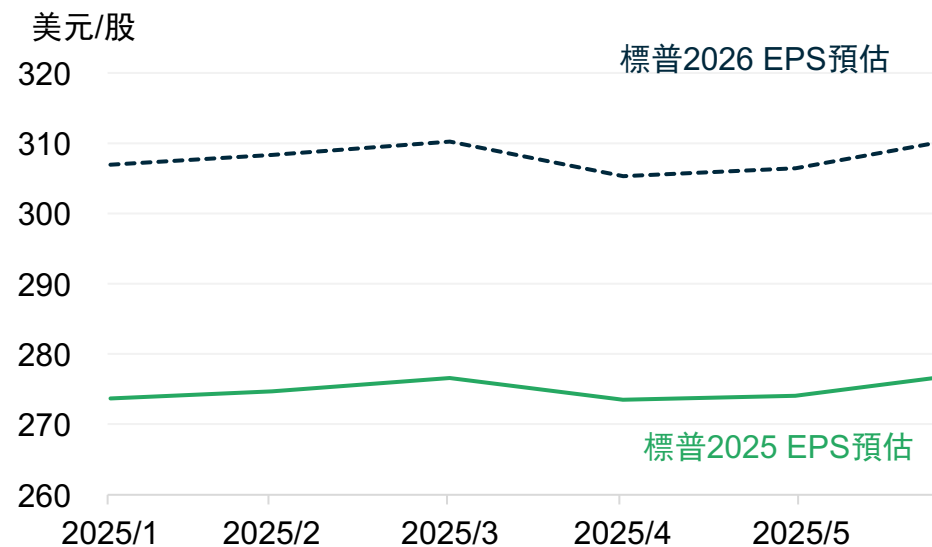


資料來源：Bloomberg。



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

## 中東地緣風險下降，美股獲利逐步上修



資料來源：Bloomberg預估。

# 中國 潘功勝在陸家嘴論壇宣布8項改革開放措施, 助攻金融股

中國人民銀行行長潘功勝在2025年6月18日的陸家嘴論壇上宣布了8項金融改革開放措施, 旨在推動金融市場國際化、數字化和離岸化, 增強上海國際金融中心地位, 促進中港金融市場互聯互通。該些措施除了有利中港股市, 特別是金融等相關板塊, 在美元地位稍受動搖之際, 也有利人民幣國際化的進程。

即便中東地緣風險升溫造成市場情緒波動, 潘功勝在陸家嘴論壇宣布的8項改革開放措施, 為市場注入政策信心, 緩衝外部衝擊。在政策穩預期、強信心的基調下, 以四大行為例(中銀、工行、建行、農行), 不僅受惠政策加持, 且展現出通縮陰霾之下穩定配息股的優勢, 股價表現不僅抗跌, 且較大盤呈現逆勢上揚的走勢。操作上, 銀行股的政策利多, 給予投資中國方面除了AI概念外的另一選擇, 鑒於四大行也都在離岸市場有掛牌, 因此, 追蹤離岸指數的基金仍會是投資中國中較佳的工具。

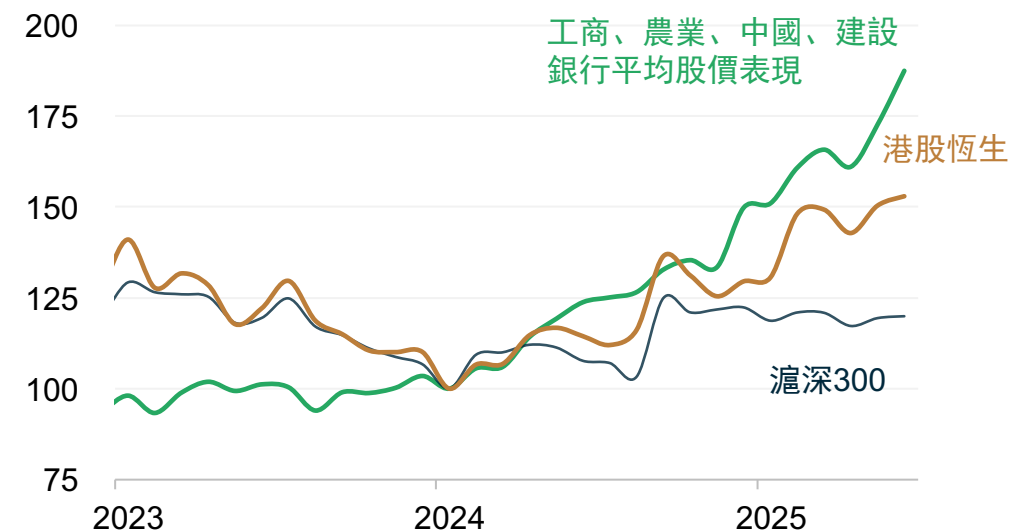
## 8項改革開放措施有利中國股匯市發展

措施	對股市正面影響	措施	對匯市正面影響
市場開放與互聯互通	離岸貿易金融試點、自貿區離岸債等, 有助中港市場進一步融合, 吸引外資; 滬港協同發展方案將增強等金融股吸引力	數字人民幣與離岸金融	數字人民幣運營中心和離岸貿易金融試點, 將推動人民幣在跨境交易中的使用, 增強人民幣在離岸市場的流動性
數字人民幣之應用	數字人民幣國際運營中心的設立可能刺激科技金融板塊, 有利支付系統和區塊鏈相關企業(如騰訊、阿里巴巴)	外匯期貨交易	人民幣外匯期貨的推出, 有助完善外匯市場工具, 降低企業匯率風險敞口, 吸引更多國際資本參與人民幣交易
徵信與貨幣政策創新	個人徵信機構和結構性貨幣政策工具將提升金融服務效率, 支持中小企業融資, 有利銀行和消費金融板塊		
市場信心提振	8項措施的宣布可能提振A股和H股市場情緒		

資料來源: 國泰世華銀行整理。

## 中東地緣風險雖升溫, 但政策加持下, 四大行仍表現強勁

Index, 2024/1=100



資料來源: Bloomberg。

# 美元 降息預期轉強, 導致美元雙率承壓, 主要貨幣表現料強於亞幣

聯準會副主席Bowman、理事Waller皆表示支持7月降息, 主席鮑爾於國會聽證會中, 亦未排除此選項, 雙雙助長市場對於聯準會即將重啟降息的猜想。美債殖利率下跌, 創下5月以來新低, 考量**近期美元與美債利率的正相關性再度回升, 此將成為美元指數短線續弱壓力來源。**

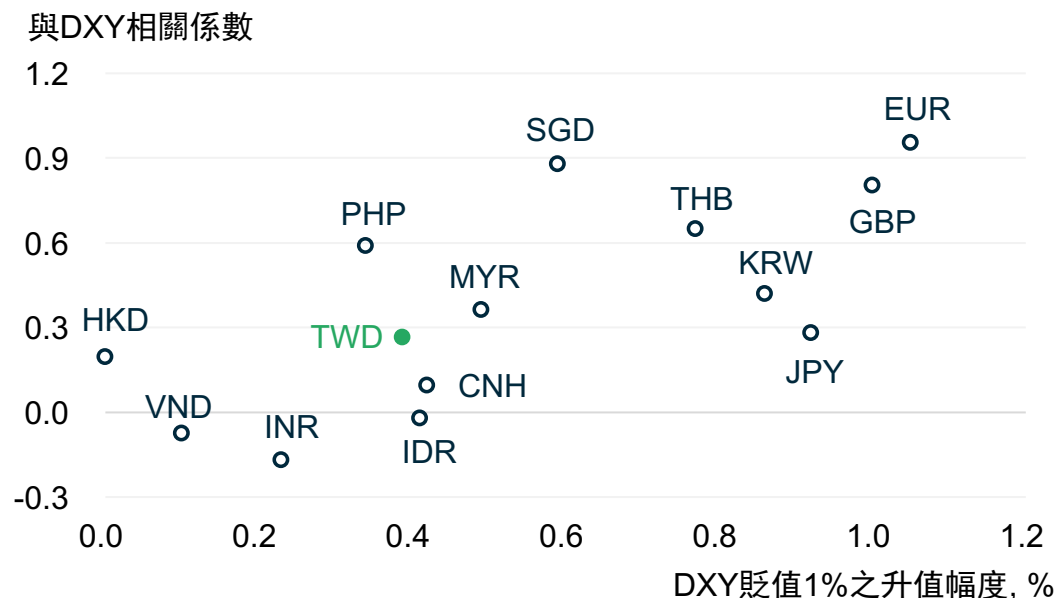
對於非美貨幣的影響而言, 歐元、英鎊、日圓等主要貨幣於美元偏弱時表現最為強勁, 反映其同樣身為準備貨幣的情勢。亞幣方面, 與美元指數的相關係數, 及美元指數貶值時的升值幅度皆明顯低於主要貨幣。若以過往經驗來看, 馬幣、人民幣、印尼盾等, 潛在的升值幅度將高於港幣、越南盾、印度盧比。

美債利率走低, 美元指數承壓



資料來源: Bloomberg。

過往而言, 美元弱勢時, 主要貨幣表現相對較強



註: 計算為2022/1/1-2025/6/20。

資料來源: Bloomberg。

# 歐元 德國擴大支出在即，基本面好轉，預期有利歐元延續偏強格局

德國內閣通過此前因提前大選而延宕的25財年預算，以及中期財政計畫，預計國防支出占GDP比重將由2024年的2%提升至2029年的3.5%。與此同時，德國財政部宣布提高Q3與全年融資金額，確立財政支出規模即將擴大。

財政擴張雖有助德國景氣，但是否引發債務疑慮？考量1)當前德國債務水平低於歐元區同儕，以及主要成熟國家，仍有擴張空間、2)德國受惠於財政體質佳、債信評等高，公債利率低於主要國家，意味著政府融資成本較低。由此來看，如美國般的債務疑慮，發生的可能性不大。

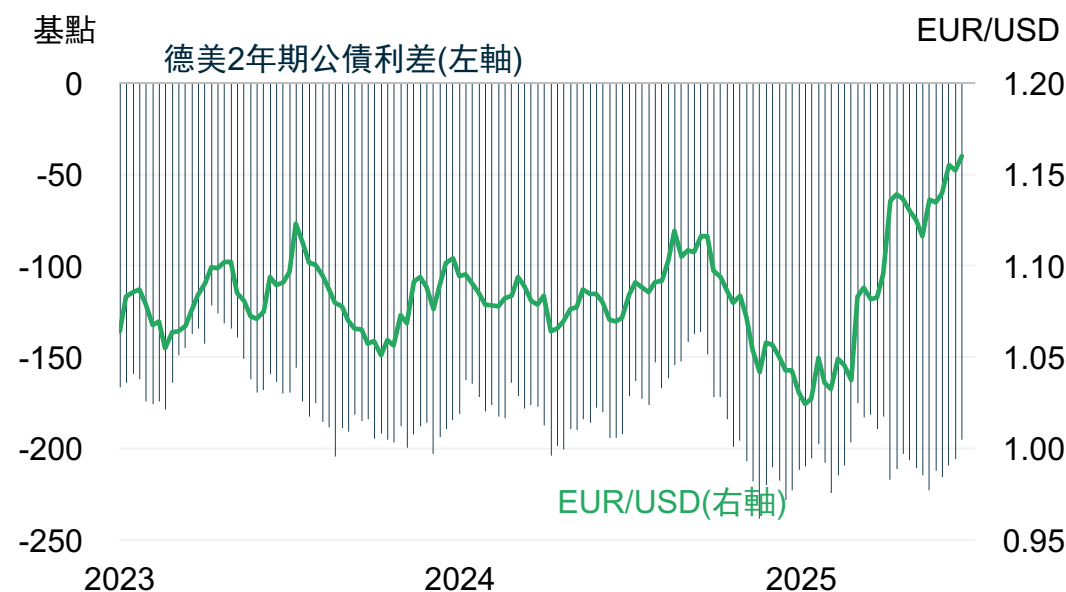
對於歐元的影響而言，1)歐元區最大經濟體德國確立財政擴張方向、2)北約峰會各國對提高國防支出達成共識、3)歐盟鬆綁國防支出相關債務規範，下半年各國陸續編列26財年預算，支出規模可望隨之提高。**未來市場對於歐元區景氣轉強的預期若升溫，將有利歐元進一步走強。**

德國與主要國家之融資成本與債務水平

國家	融資成本(公債利率, %)			政府債務/GDP(%)	
	2年期	10年期	30年期	2019	2024
美國	3.8	4.3	4.8	108	121
德國	1.9	2.5	3.0	59	63
法國	2.0	3.2	4.0	98	113
英國	3.9	4.5	5.2	86	101
日本	0.7	1.4	2.9	236	237

資料來源：Bloomberg。

市場預期德國景氣轉強、利率走揚，引導德美利差收斂



資料來源：Bloomberg。



# Jun/Jul 2025

30 Monday	1 Tuesday	2 Wednesday	3 Thursday	4 Friday
美國芝加哥採購經理人指數 中國製造業PMI 中國非製造業PMI 英國GDP年比 德國零售銷售	美國ISM製造業指數 美國JOLTS職缺 HCOB歐元區製造業PMI 歐元區CPI 財新中國製造業PMI 自分銀行日本製造業PMI 香港休市	美國ADP就業 歐元區失業率	美國初領失業金人數 美國非農業就業人口 美國失業率 美國ISM服務業指數 HCOB歐元區服務業PMI 財新中國服務業PMI 自分銀行日本服務業PMI	歐元區PPI 德國工廠訂單 日本家計支出 美國休市

## 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