永豐銀行
Bank SinoPac

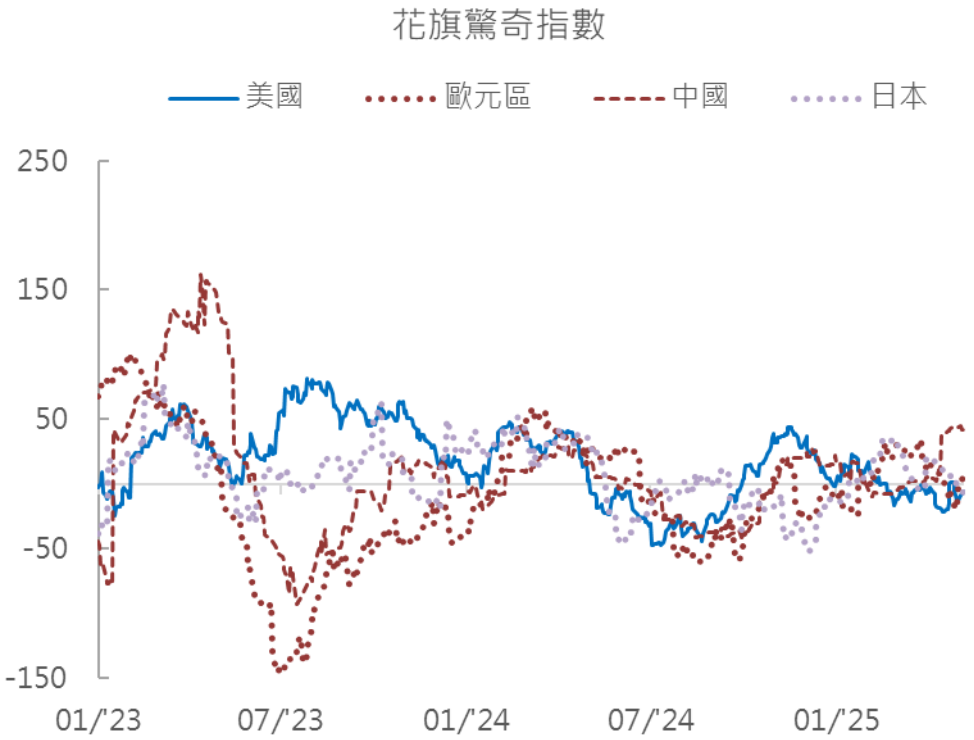
2025/06市場展望

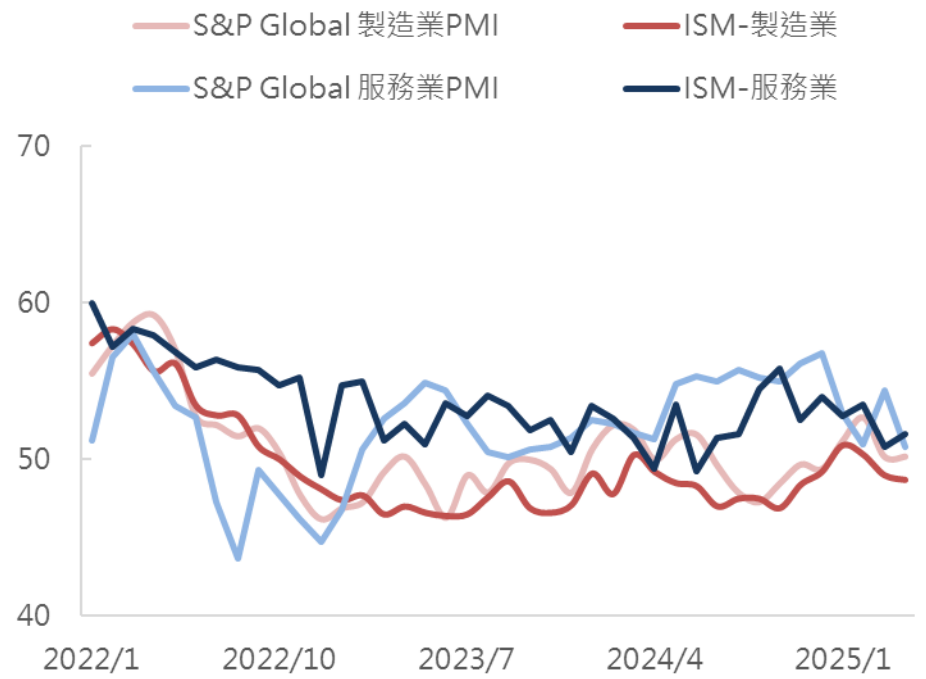
貿易局勢緩和
穆迪降評對股市影響有限

全球景氣解析 p.2
重要市場展望 p.15
投資評等 p.24

翻轉金融 共創美好生活 Together, a better life.

關稅衝擊各國程度不同，印度成轉單贏家，歐洲財政護體





S&P Global PMI	美國	歐元區	德國	法國	英國	日本	澳洲	印度
製造業	50.2	49.0	48.4	48.7	45.4	48.7	51.7	58.2
服務業	50.8	50.1	49.0	47.3	49.0	52.4	51.0	58.7
綜合	50.6	50.4	50.1	47.8	48.5	51.2	51.0	59.7
整體景氣狀況	擴張	擴張	擴張	收縮	收縮	擴張	擴張	擴張
過去六個月變化								

- 關稅政策對各國經濟的影響程度不一
- 美國、日本與英國製造業則出現需求強弱不一，伴隨供應收緊現象，或企業信心的大幅下滑、推遲大型投資計劃，提高售價，受限於轉嫁空間，導致利潤承壓
- 關稅對歐元區製造業影響是廣泛的，但受益於能源和原物料價格下跌，以及德國擴大基建、歐洲防衛支出，企業展望相對樂觀；
- 印度是目前對等關稅暫緩期中談判或實質轉單效果受益程度最高的國家

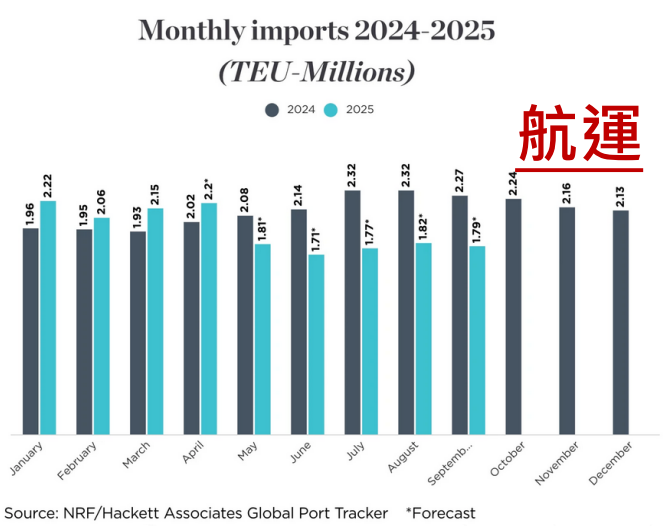
永豐銀行 Bank SinoPac

關稅衝擊的評估與傳導過程的觀察

The Budget Lab

項目	平均有效稅率	物價變動	家庭平均實質所得	4Q/4Q'25 GDP衝擊	中長期GDP衝擊
對中國加徵10%關稅	1.0%	PCE(+0.14%)		(-0.06 p.p.)	
關鍵貨物加徵25%關稅	5.2%	PCE+0.53p.p.(+0.66p.p.)	-$874(-$1093)	-0.21 p.p.(-0.32p.p.)	-0.08 p.p.(-0.12 p.p.)
對加拿大、墨西哥加徵25%關稅，中國20%關稅	7.2%	PCE+0.97p.p.(+1.22p.p.)	-$1602(-$2002)	-0.56 p.p.(-0.64 p.p.)	-0.28 p.p.(-0.38 p.p.)
汽車關稅加徵25%	2.9%	PCE+0.30p.p.(+0.37p.p.)	-$492(-$615)	-0.12 p.p.(-0.13 p.p.)	-0.04 p.p.(-0.05 p.p.)
4/2對等關稅	11.5%	PCE+1.31 p.p.	-$2148	-0.54 p.p.	-0.35 p.p.
年初至2025/4所有關稅措施(未豁免90天)	19.8%	PCE+2.31 p.p.	-$3789	-0.87 p.p.	-0.56 p.p.
年初至2025/4所有關稅措施(豁免90天，考慮125%的美中報復性關稅)	15.6%	PCE+2.97 p.p.	-$4878	-1.09%	-0.61p.p.
年初至2025/5所有關稅措施，對等關稅(4/9暫緩除中國以外的國家90天，5/13 美中相互調降關稅，並暫緩90天)	14.0%	PCE+1.73p.p.	-$2836	-0.65%	-0.36p.p.

訂單



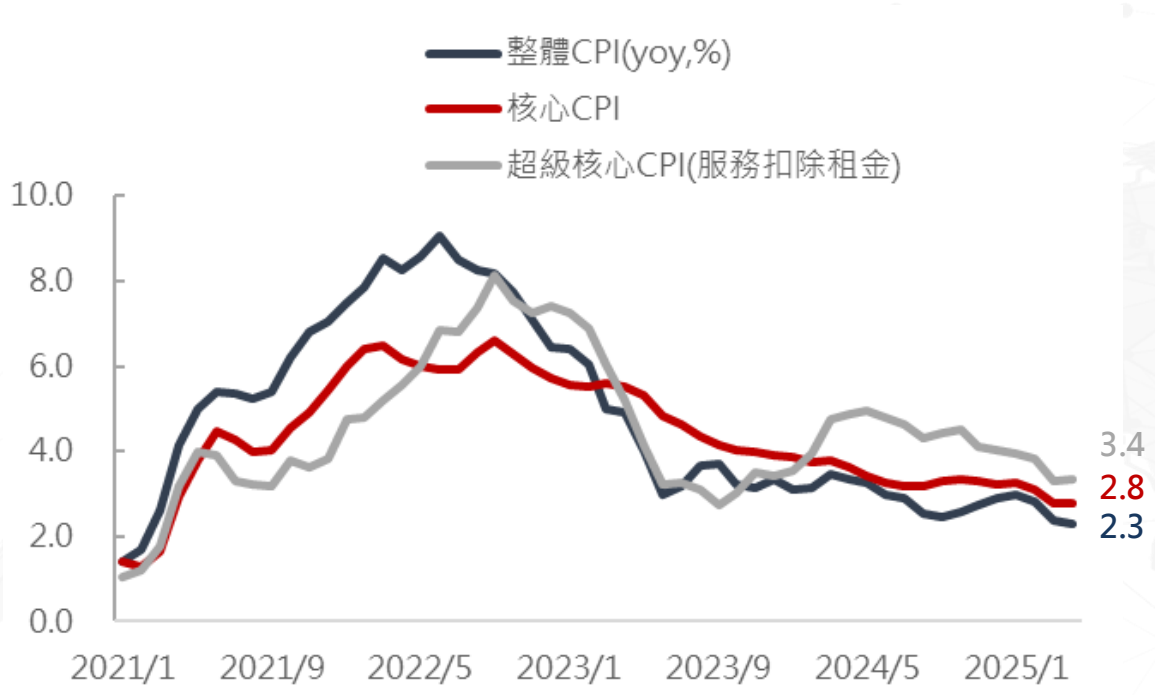
航運

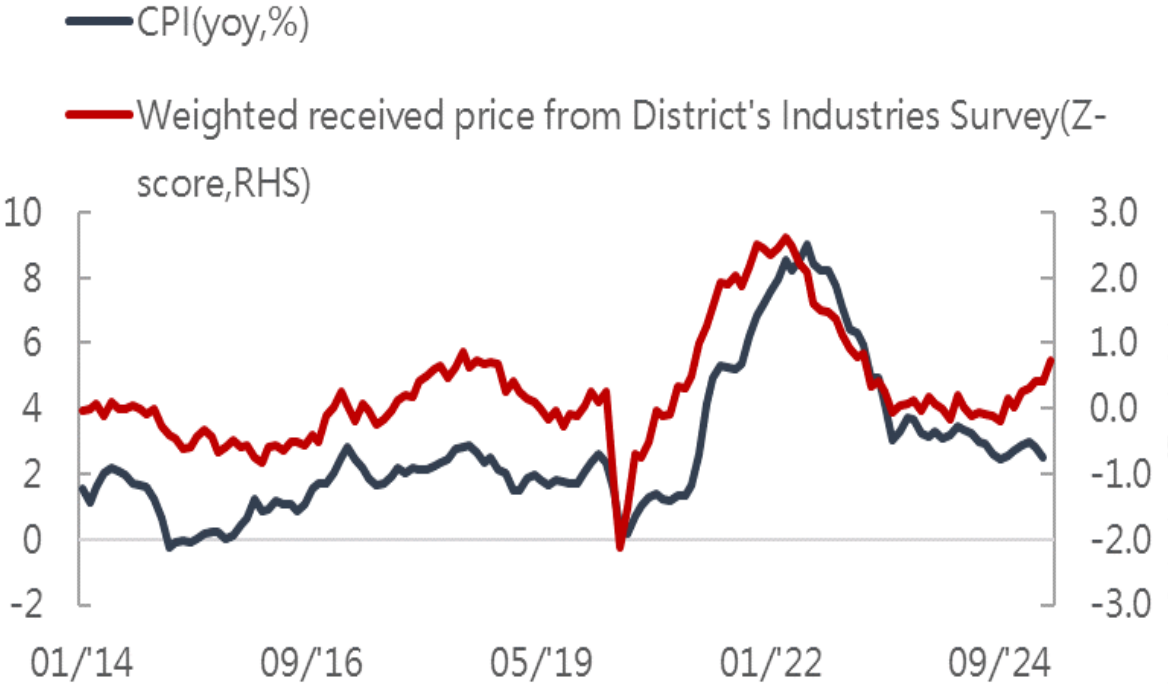
Feb-25	製造業庫存		躉售庫存金額成長率		項目	零售庫存金額成長率	
金額年增率(%)	0.8		1.3		金額年增率(%)	4.9	
總庫存	存銷比	2000年以來百分位	存銷比	2000年以來百分位	總庫存	存銷比	2000年以來百分位
	1.45	76	1.30	60		1.45	33
耐久財	1.82	77	1.70	80	機動車輛及零件	1.94	34
木製品製造業	1.23	21	1.78	99	家具、家飾、電子產品	1.53	7
非金屬礦物產品製造	1.37	79	-	-	服裝及服裝配件	1.28	6
主要金屬	1.66	41	-	-	一般商店	2.29	13.3
金屬製品製造	1.75	79	2.18	75			
機械製造	2.50	95	2.93	92			
電腦及電子產品製造	1.77	75	0.89	93			
電機設備、家電、和組件	1.77	81	1.00	1			
運輸設備製造	1.80	78	1.74	85			
家具及其相關產品製造	1.48	91	2.01	95			
非耐久財	1.09	54	0.94	49			
服飾配件及其他成衣製造	2.72	97	2.06	74			
石油及煤製品製造	0.76	55	0.31	15			
基本化學材料製造	1.36	57	1.13	52			
塑膠及橡膠製品製造	1.32	75	-	-			

庫存

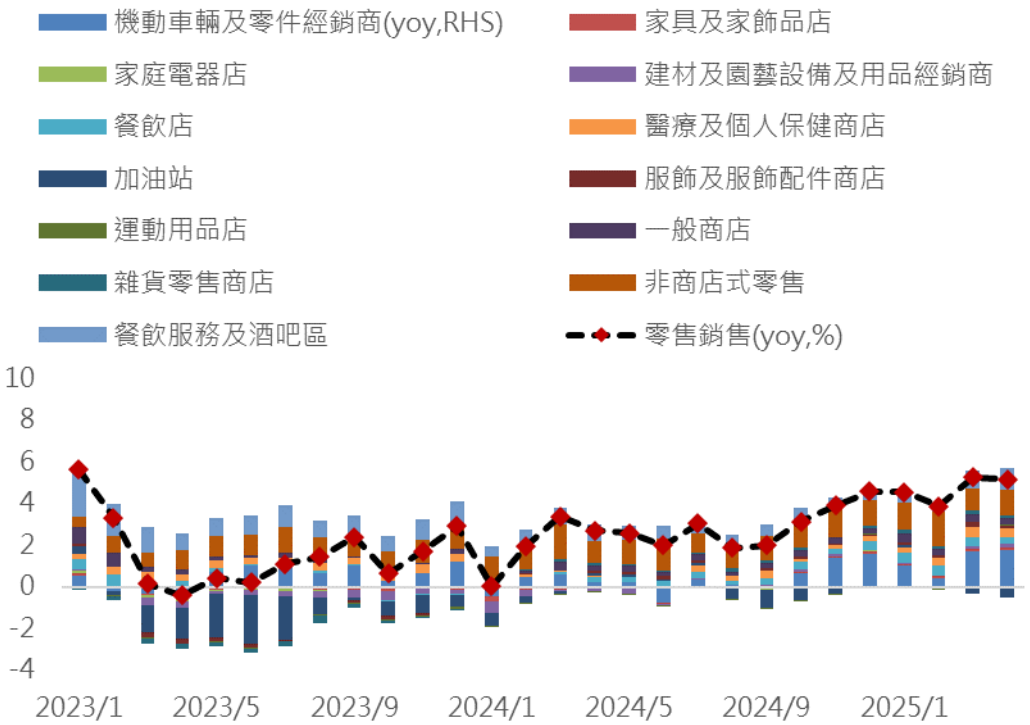
永豐銀行 Bank SinoPac

關稅影響4月CPI有限，但企業漲價壓力在即

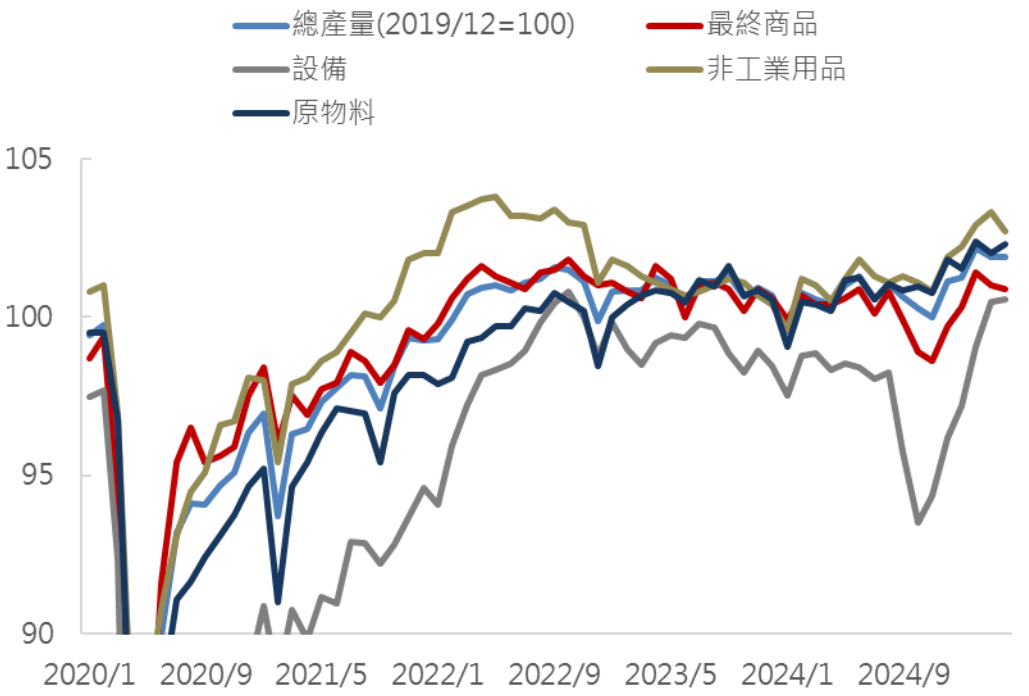




美國生產與消費受衝擊，美中大幅調降關稅後，將短暫回春

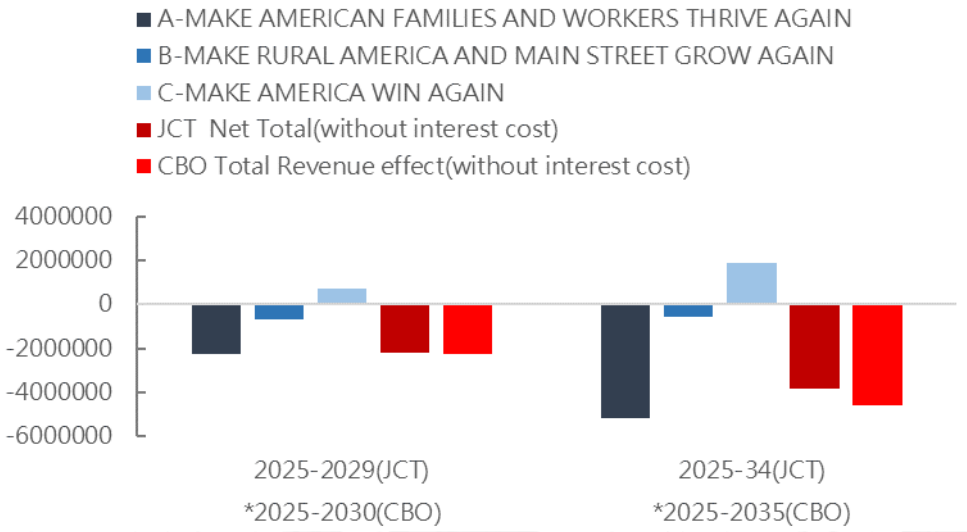


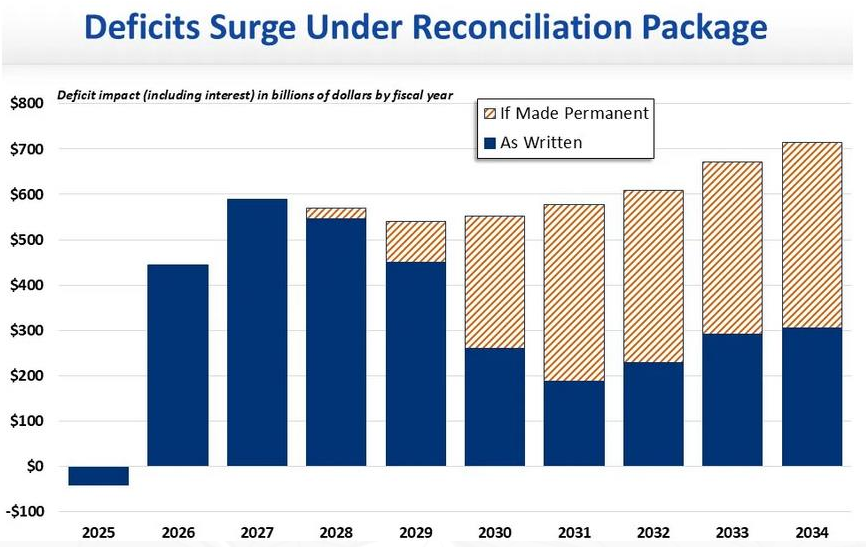
- 美國4月零售銷售MoM由+1.7%下降至-0.1%，汽車MoM由+5.5%下降至0.1%，因應汽車關稅提前購置需求下降之外，計算GDP的控制組MoM由+0.5%下降至-0.2%。
- 因應汽車關稅提前購置需求下降之外，消費者在對等關稅公布後的消費行為趨於保守，囤貨力道並不強勁。
- 隨著美中雙邊大幅度調降關稅，包括Amazon、Shein、Temu等電商調降銷售價格，以及美國本土的實體零售商相繼發出漲價通知，預期購置需求將陸續顯現，預期5-6月的零售銷售金額將進一步回升。



- 美國4月工業生產MoM由-0.3%回升至+0.0%，製造業MoM由0.4%→-0.4%，產能利用率由77.8%→77.7%，低於預期的77.8%。
- 製造業產值的下降受到汽車、電腦和服裝產值下滑影響，包括汽車、家電和電子產品在內的消費品產值連續第二個月下降
- 汽車與零件生產MoM由1.4%→-1.9%、服飾由0.9%→-1.9%，供應鏈複雜度較高或依賴進口出現較大幅下滑，另一項因素為汽車產業應關稅風險，已經在第一季趕工。

眾院通過年度預算案，川普尋求7/4簽署法案





贏家	千萬富翁	小企業主	私募股權	本土汽車經銷商	製造商	大企業	國防承包商	老年人和領取小費的工人	有孩家庭
內容	遺產稅免稅額將提升至1500萬美元（個人）和3000萬美元（已婚夫婦）之後隨通膨調整	通過實體企業”（pass-through business）稅收扣除從20%提高至23%，並擴大了符合資格的定義	私募股權、風險投資和房地產合夥企業受益的“附帶權益”（carried interest）稅收優惠仍將保留，私募股權還獲得了擴大的利息費用抵扣優惠	美國製造汽車的貸款利息最多每年1萬美元將可抵稅，用於收入超過10萬美元（個人）或20萬美元（夫婦）的納稅人	恢復了幾項對企業有利的稅收規定，包括生產升級成本的加速折舊，以及研發稅收優惠	否決提高股票回購稅或限制企業的州和地方稅扣除	增加1500億美元國防開支	65歲及以上的納稅人將獲得更高的標準扣除額，而小費和加班工資將免徵所得稅。這些條款設有額度限制以控制成本，並將在2028年後到期	兒童稅收抵免將從2000美元提高到2500美元。新生兒父母可以為孩子開設新的“MAGA”投資帳戶，政府將為每個帳戶注入1000美元，在2028年後到期

輸家	低收入美國人	高稅收州居民	可再生能源	電動車製造商	精英大學	私人基金會	移民
內容	削減醫療補助(Medicaid)和糧食券來彌補，計畫對64歲以下有勞動能力的醫療補助領取者設定工作要求，並讓他們承擔更多費用，2028年起，各州還將被要求承擔部分食品補助費用	SALT上限從當前的1萬美元提高到3萬美元，遠遠低於高稅收州的議員的要求	太陽能板和其他清潔能源系統的稅收抵免將逐步取消，風能、太陽能和其他清潔電力生產的投資和生產稅收抵免也將被削減。核能和氫氣生產的稅收抵免同樣將被逐步取消	取消新、二手家用與商用電動車的稅收抵免	有500名以上學生、且人均捐贈基金超過200萬美元的私立大學，其淨投資收益稅將從當前的1.4%提高到21%，人均捐贈基金在75萬至125萬美元之間的學校需繳納7%的稅，125萬至200萬美元之間則需繳納14%。宗教機構可豁免	資產在5000萬至2.5億美元之間的為2.78%，2.5億至50億美元之間為5%，50億美元及以上的為10%	提高移民的稅收負擔，一項是對匯往外國的錢款（即匯款）徵收5%的新稅，但美國公民可以申請稅收抵免來抵消這一費用；限制部分移民獲取健康保險稅收抵免

資料來源：CBO, CRFB, JCT, 加美財經，永豐投顧總經研究處整理

FED示警經濟不確定性續增、風險上升，但未到決策轉折處

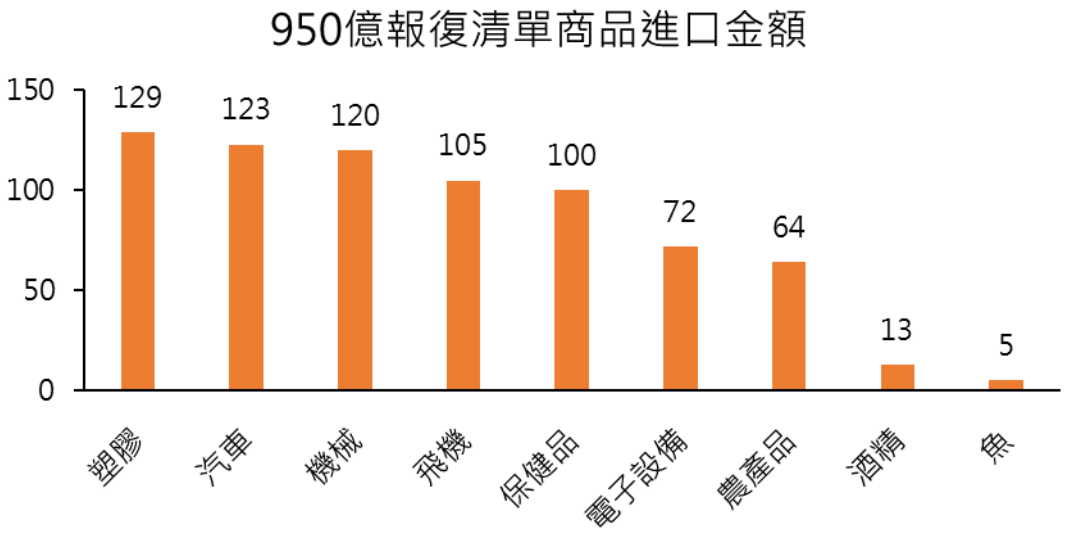
- 會議決策： FOMC以12票贊成比0票反對維持政策利率目標在4.25%~4.50%。每月削減公債、MBS各50億、350億美元，每月縮減購債計畫400億美元不變。
- 前瞻指引：經濟前景的陳述由”圍繞著經濟前景的不確定性”調整為”有關經濟前景的不確定性已經進一步上升”，委員會將仔細檢視來自雙重使命的風險，新增”審視已經上升的、更高的失業與通膨風險”。
- 政策展望：美中在5/12大幅調雙邊關稅，以及將與其他國家將達成更多貿易協議，然貿易政策衝擊已經發生，預期Fed在6月SEP進一步下調GDP，上調失業與通膨，維持利率點陣圖不變。等待經濟形勢將更為明朗，8月央行年會或釋放清晰訊號，評估Fed 在2025年9月降息。

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.2%	91.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	35.9%	61.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	25.4%	53.4%	19.3%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	14.5%	40.4%	35.2%	9.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.7%	31.2%	37.0%	18.3%	3.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	3.8%	17.3%	33.3%	30.4%	12.9%	2.1%
2026/3/18	0.0%	0.1%	1.8%	9.7%	24.2%	32.0%	22.8%	8.2%	1.2%
2026/4/29	0.0%	0.4%	3.3%	12.5%	25.8%	30.2%	19.9%	6.8%	0.9%
2026/6/17	0.1%	1.2%	5.8%	16.1%	27.0%	27.4%	16.4%	5.2%	0.7%
2026/7/29	0.3%	1.9%	7.3%	17.6%	27.0%	25.9%	14.8%	4.6%	0.6%
2026/9/16	0.5%	2.7%	8.9%	19.1%	26.8%	24.2%	13.2%	4.0%	0.5%
2026/10/28	0.6%	3.0%	9.3%	19.4%	26.7%	23.7%	12.8%	3.8%	0.5%
2026/12/9	0.6%	2.9%	9.1%	19.0%	26.4%	23.8%	13.3%	4.2%	0.6%

Fed降息碼數預估(上緣)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	2025 end
Citi	4.50	1	2	2	5	3.25
UBS	4.50	0	1	3	4	3.50
Wells Fargo*	4.50	2	2	0	4	3.50
JP Morgan	4.50	0	1	2	3	3.75
Barclays	4.50	0	2	0	2	4.00
Goldman Sachs	4.50	0	0	1	1	4.25
Morgan Stanley	4.50	0	0	0	0	4.50
BofA	4.50	0	0	0	0	4.50
SinoPac	4.50	0	1	2	3	3.75

資料來源：Federal Reserve、各大投資銀行報告，永豐金控整理；註Wells Fargo收錄於該行月報。

歐美貿易前景未見改善，歐盟再擬報復清單



➢**歐盟發布950億報復清單：**歐盟5/8表示正在對一份涵蓋950億的美國進口貨物清單進行公開磋商，若歐美談判未能達互利結果並取消關稅，最終將可能對清單上的貨物課徵報復性關稅

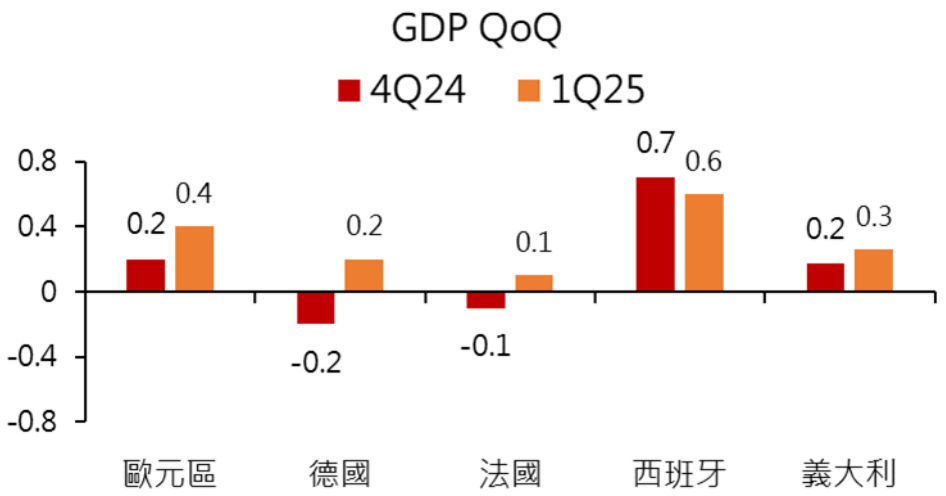
➢**歐盟可能對44億出口進行限制：**除進口關稅外，歐盟也考慮對歐盟出口至美國44億貨物清單進行限制，內容包括廢鋼、廢鋁、甲苯、酵素、食品原料

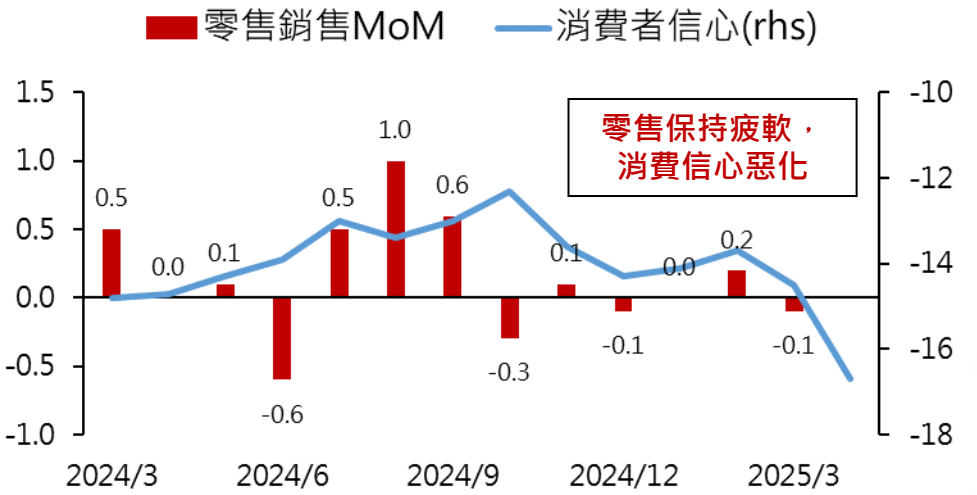
➢**與先前2波清單合計共涵蓋1290億歐元貨物：**2項清單將磋商至6/10，主要針對汽車關稅和對等關稅，若最終歐美談判失敗，該清單可能於7月中和前2波關稅一起推出，預計總共將涵蓋1290億歐元

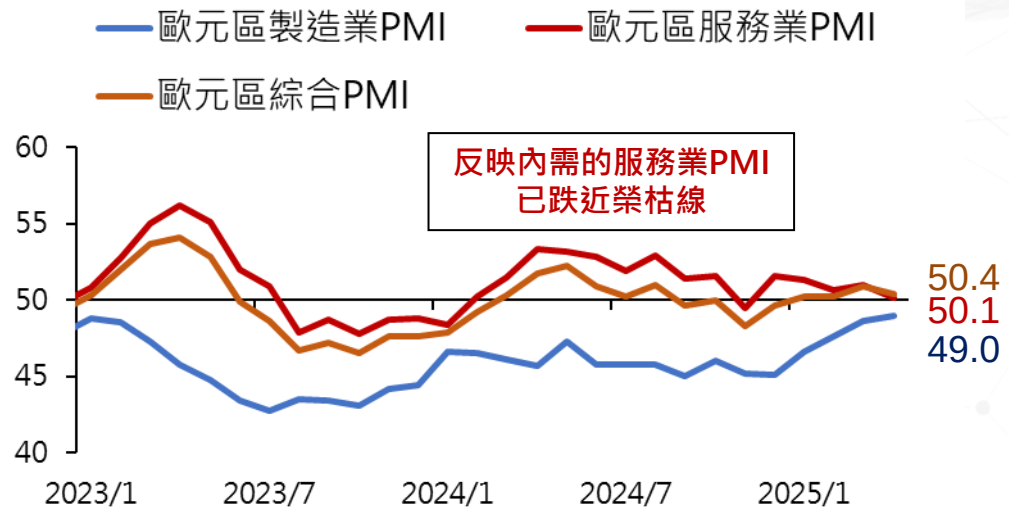
歐盟對美國關稅報復清單		
時間	關稅(稅率)	進口金額
第一波 2018/6	菸草、威士忌、食品、鋼材、服飾、機車、船隻(25%)布料(10%)、紙(10~35%)、玻璃(10~25%)、食品(25%)、鋼材(25%) 鞋類(25%)、服飾(50%) 廚具和家具(10%~50%) 電池(10%)、家電和電子設備(50%) 貨車(10%)、機車(25%)、船隻(50%)	80億 歐元
第二波	工業商品：鋼鐵和鋁製品、紡織品、皮革製品、家用電器、家用工具、塑膠、木製品。 農產品：家禽、牛肉、某些海鮮、堅果、蛋類、乳製品、糖和蔬菜	260億 歐元
第三波	飛機、汽車 電子設備、機械、非藥物保健品 酒精、農產品、魚 塑膠	950億 歐元

資料來源：Bloomberg、EU，永豐金控整理；

製造業提前拉貨帶動歐元區1Q成長，下半年成長放緩







Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
Citi	0.7	0.4	0.0	0.1	0.0	0.8
HSBC			0.1	0.1	0.1	0.9
BofA			0.2	-0.1	0.1	0.8
GS			0.1	-0.1	0.1	0.8
Barclays			0.1	0.1	0.1	0.7
SinoPac			0.2	0.0	0.1	0.9

資料來源：Bloomberg、各大投資銀行報告，永豐金控整理；

BOJ謹慎看待川普關稅，市場押注4Q升息

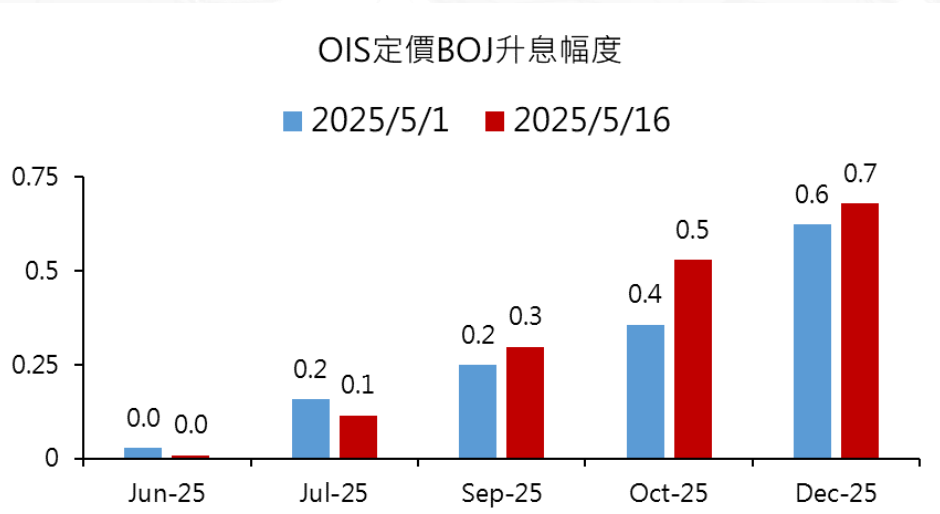
•會議決策：BOJ 5月會議按兵不動，將政策利率維持0.50%，聲明指出貿易存在極大不確定性，2025~2026年經濟風險偏向下行，2025年通膨風險也偏向下行。未來若經濟活動和物價前景能夠符合BOJ預期，將持續升息，但考慮貿易和其他政策的不確定性，BOJ需要謹慎觀察；

•會後談話：植田和男表示如果經濟和價格與預測一致，BOJ將持續升息。然實現基準情境的可能性已不再很高，根據關稅情勢的發展，基準情境可能發生改變，這可能會影響BOJ的貨幣政策決策。但現在還很難說如果通膨超過預期而經濟增長低於預期，BOJ將如何應對；

•政策展望：BOJ總裁強調關稅不確定性，升息立場較先前略有軟化，加上目前日本於關稅談判保持強硬態度，市場擔憂貿易拖累日本出口放緩，對BOJ升息信心一度出現動搖。然因米價飆升使食品價格保持高檔，日本核心通膨持續走揚，預期若美日完成談判，BOJ年內將再升息1碼

BOJ對經濟及通膨預估 (%)

	GDP成長		核心CPI漲幅		核心核心CPI漲幅	
年度	2025/4 預估	2025/1 預估	2025/4 預估	2025/1 預估	2025/4 預估	2025/1 預估
2025財年	0.5	1.1	2.2	2.4	2.3	2.1
2026財年	0.7	1.0	1.7	2.0	1.8	2.1
2027財年	1.0	--	1.9	--	2.1	2.0



永豐銀行 Bank SinoPac

中國人行再度雙降，支持房地產、資本市場、實體經濟

貨幣政策	房地產	支持經濟	支持資本市場
降息10bps 下調政策利率(公開市場7天期逆回購)10bps至1.4%，LPR同步下調10bps 下調結構性貨幣政策工具利率25bps至1.5%；PSL降至2%	住房公積金利率降25bps 降低個人住房公積金貸款利率0.25個百分點，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步調整	科技創新、農業及小企 增加科技創新和技術改造再貸款額度3,000億元 增加支農支小再貸款額度3,000億元	股票支持措施 證券、基金互換便利5,000億和股票回購增持再貸款3,000億額度合併使用，總額度8,000億
降準50bps 下調存款準備金率50bps，提供長期流動性約1兆人民幣 汽車金融、金融租賃公司之存款準備金率從目前的5%調降至0%		服務消費、養老 設立5,000億元服務消費與養老再貸款	科技創新債券風險分擔 人行提供低成本再貸款資金，透過共同擔保增信措施

資料來源：國務院新聞發佈會，永豐投顧總經研究處整理

美對中加徵關稅降至30%，GDP影響1.5P.P.

實施日	宣佈日	美中相關措施	是否取消
2/4	2/1	美國對中國進口商品加徵10%關稅	X
2/10	2/4	中國上調美國部分商品進口關稅	X
2/4	2/4	鎢、碲、鉍、鉬、銻等相關產品實施出口管制	X
2/4	2/4	將PVH及Illumina列入不可靠實體名單	X
2/4	2/4	對美國Google公司展開反壟斷調查	X
3/4	3/3	美國對中國進口商品加徵10%關稅	X
3/10	3/4	中國上調美國部分商品進口關稅	X
3/4	3/4	10家公司列入不可靠實體清單	X
4/9	4/2	美國對中國對等關稅34%	Δ90天內降至10%
4/9	4/8	美國對中國對等關稅增加至84%	O
4/9	4/10	美國對中國對等關稅增加至125%	O
4/4	4/4	釤、釓、鋱、鏑、鐿、銩、鈧等產品實施出口管制	O
4/4	4/4	11 家美公司列入不可靠清單、15家公司出口管制	O
4/10	4/4	中國對美國產品加徵34%關稅	Δ90天內降至10%
4/10	4/9	中國向美課徵84%關稅	O
4/10	4/18	中國上調對美國所有商品進口關稅125%	O
4/15	4/15	禁止波音進口	O
12/18	4/18	中國船主和運營商將被收取每噸貨物50美元的費用	X
5/2	4/11	中國小額包裹徵收價值的120%關稅或每件$100	Δ降至54%

美中貿易戰沙盤推演			
情境	美國進口彈性1.5	出口(億美元)	GDP影響(p.p.)
A	• 芬太尼關稅20%	-1312	-0.7
B	• A • 4/9 美對中加徵125%對等關稅	-4000	-2.2
C	• B • 5月對等關稅永久下調至10%	-2273	-1.2
D	• B • 90天後對等關稅恢復至34%	-2836	-1.5

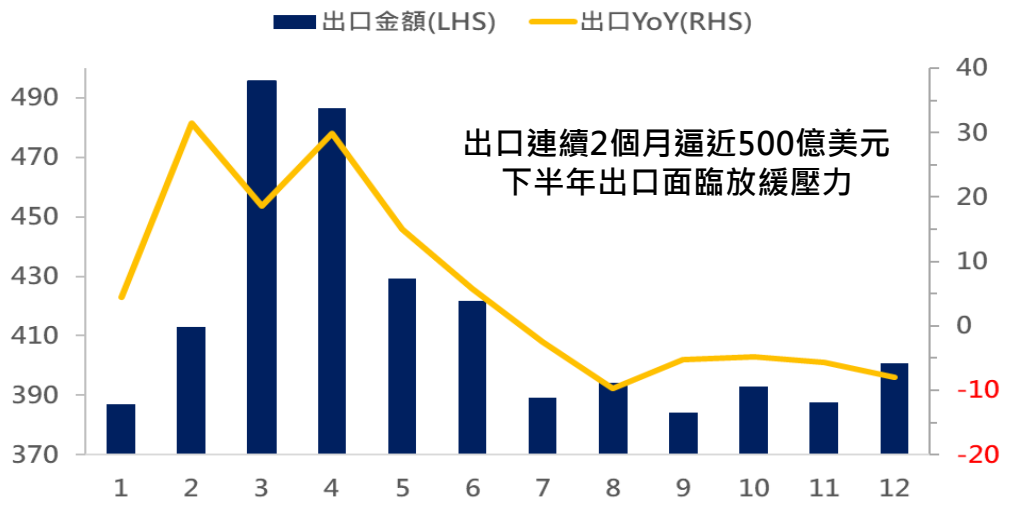
註：情境C、D，假設1000億產品獲得對等關稅豁免

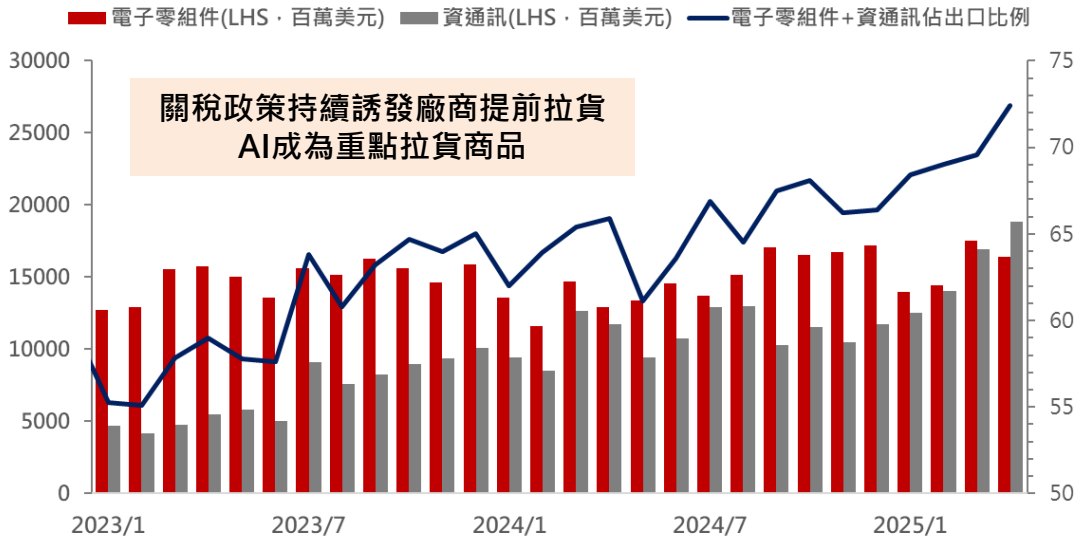
China GDP Forecast(%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
GS	5.0	5.4	5.0	4.4	3.7	4.6
JPM			5.1	5.0	3.9	4.8
MS			4.3	3.8	3.7	4.2
UBS			4.4	2.8	1.9	3.7
Citi			4.1	3.5	4.0	4.2
SinoPac			4.4	4.1	3.9	4.4

資料來源：Bloomberg, 投行報告，永豐投顧總經研究處整理

對等關稅暫緩延續拉貨潮，下半年景氣面臨放緩壓力

商品類別	豁免情況(CBP公布)	2024年對美出口金額（億美元）	主要HTSUS編碼範圍
電腦、筆電、伺服器	豁免	514.9	8471, 8473.30
半導體（積體電路、IC）	豁免	74	8542, 8541.10
手機、智慧型裝置	豁免	150.0	8517.13.00
顯示器、電視	豁免	30.0	8528.52.00
記憶體、儲存裝置	豁免	20.0	8523.51.00
太陽能電池、光電元件	豁免	10.0	8541.40系列
其他（未豁免商品）	未豁免	401.1	-
合計		1,113	
豁免金額小計		713	
豁免佔總出口比重		64%	

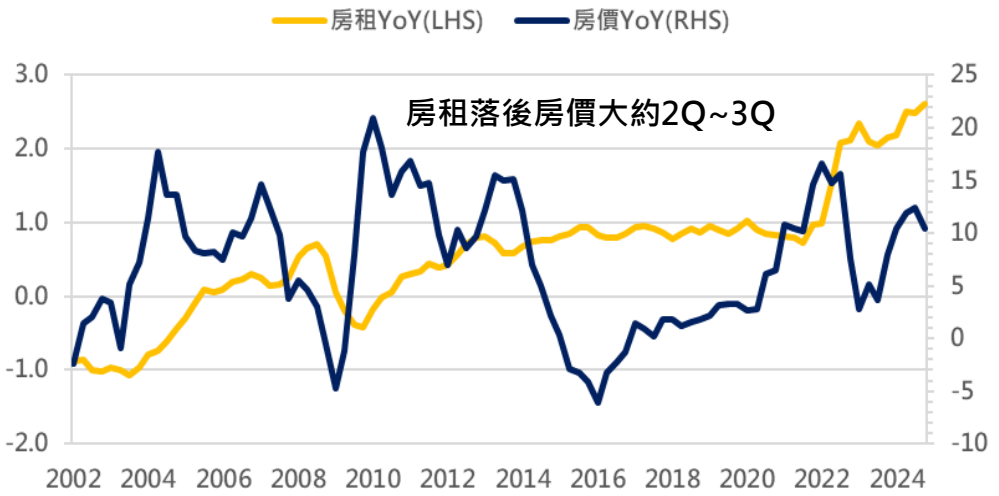




Taiwan GDP Forecast(%)							
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26
中經院(樂觀)	4.59	5.37	3.08	2.50	2.79	2.85	n.a
中經院(中性)			1.11	1.00	1.57	1.66	n.a
中經院(悲觀)			n.a	n.a	n.a	0.16	n.a
台經院			3.15	2.65	2.69	2.91	n.a
主計總處			3.30	3.18	2.69	3.14	n.a
SinoPac			2.60	1.98	-0.26	2.35	-1.25

資料來源：行政院、財政部，永豐投顧整理

台灣通膨下行趨勢不變，台鐵調漲推升通膨力道有限

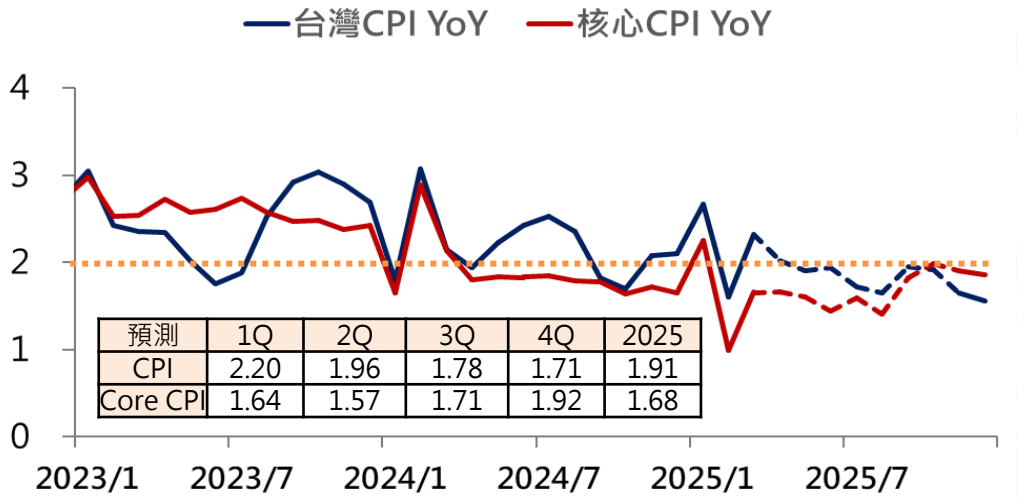


台灣通膨下行趨勢不變：

- 近期天候逐漸穩定，蔬菜價格明顯回穩，且水果供應量逐漸恢復，食物通膨有望持續降溫
- 隨著央行推出第7波信用管制，房市出現明顯降溫，房價年增率高點落在3Q/24，房租年增率已連2個月下滑
- 台鐵預計6/23調漲票價，平均漲幅達26.8，然今年以來國際油價低迷，抵銷對於通膨推升力道

	年增率(%)	占CPI權數(%)	對CPI年增率影響(%)
國際油價	-23.0		
對應國內油價	-3.1	2.31	-0.072
台鐵票價平均調漲26.8%			
火車票	26.8	0.52	0.139
合計			0.068

*採用EIA預估下半年WTI油價，對應92、95、98無鉛汽油



資料來源：EIA，主計總處，信義房屋，永豐投顧整理

股市-川普投顧帶頭唱多，全球股市普漲

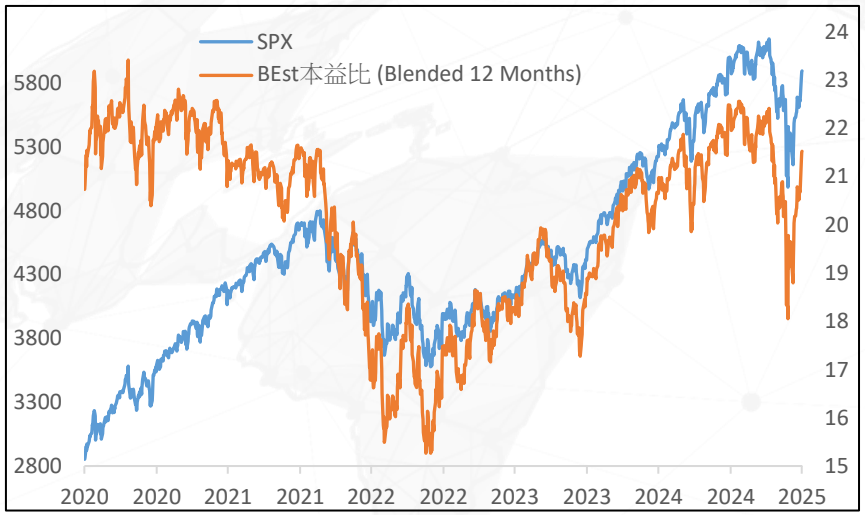
		2024封關	2025/4/16	2025/5/16	期間漲跌(4/16~5/16)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	42,544	39,669	42,655	7.5	0.3
	S&P500	5,882	5,276	5,958	12.9	1.3
	NASDAQ	19,311	16,307	19,211	17.8	-0.5
	德國DAX	19,909	21,311	23,767	11.5	19.4
	法國CAC	7,381	7,330	7,887	7.6	6.9
	英國FTSE	8,173	8,276	8,685	4.9	6.3
亞洲股市	日本	39895	33,920	37,754	11.3	-5.4
	中國	3,352	3,276	3,367	2.8	0.5
	香港	20,060	21,057	23,345	10.9	16.4
	南韓	2,399	2,447	2,627	7.3	9.5
	台灣	23,035	19,468	21,844	12.2	-5.2
	新加坡	3,788	3,662	3,898	6.4	2.9
	泰國	1,400	1,139	1,196	5.0	-14.6
	馬來西亞	1,642	1,477	1,572	6.4	-4.3
	印尼	7,080	6,400	7,107	11.0	0.4
	菲律賓	6,529	6,135	6,466	5.4	-1.0
	越南	1,267	1,210	1,301	7.5	2.7
金磚	巴西	120,283	128,317	139,187	8.5	15.7
	印度	78,139	77,044	82,331	6.9	5.4
其他	新興亞洲	704	681	763	11.9	8.3
	新興歐洲	118	138	147	6.8	24.6
	拉丁美洲	1,853	2,029	2,256	11.2	21.7

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

美股–川普1人拉動股市，但宏觀風險猶存，維持中性

實質利率再度升高，恐打擊股市情緒

估值重新回到2024年初水平



資料來源：LSEG，Bloomberg，永豐投顧整理

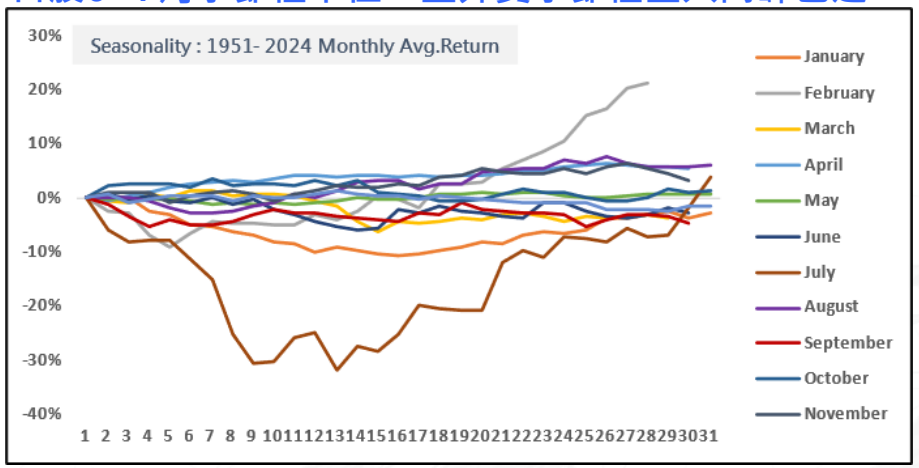
除了首次降評以外，信評機構降評對市場影響不大

降評事件	時間點	標普500指數		美10年債利率	
		1日報酬(%)	7日報酬(%)	1日變動(bp)	7日變動(bp)
S&P Outlook Downgrade	2011/4/18	1%	2%	-1.1	-1.2
Moody's Outlook Downgrade	2011/6/2	-1%	-2%	-4.4	-3.3
S&P Downgrade	2011/8/5	-7%	-2%	-24.1	-30.4
Fitch Outlook Downgrade	2011/11/28	0%	5%	1.7	7.0
Fitch Watch Negative	2013/10/15	1%	3%	-6.4	-21.5
Fitch Outlook Negative	2020/7/31	1%	2%	2.6	3.6
Fitch Watch Negative	2023/3/24	0%	3%	15.4	9.1
Fitch Downgrade	2023/8/1	-1%	-2%	5.5	-0.1
Moody's Outlook Downgrade	2023/11/10	-0%	2%	-1.2	-21.6
Moody's Downgrade	2025/5/16	?	?	?	?

- 估值太貴：標普500遠期本益比升至21.5倍，等同去年初水準(關稅前高點為22.5倍)。ECY則落在1.55點，剛好和2018/10中美貿易戰談和時期附近相近。
- 風險猶存：股市和美債利率持續呈現正相關，然10年債已達4.5%，若攀升至4.7%以上對股市情緒相當不利。此外，中美貿易戰雖緩和，但參考2018年經驗，還很難說利空已出盡(2019/5貿易戰重啟，標普跌約7%)。最後，關稅通膨預期還未反映在CPI數據上，聯準會態度也依然偏鷹，半導體關稅也尚未出台，市場上潛在利空仍不少。
- 結論：川普分在4/9和5/8唱多市場，使標普500重回年初高點，但考量股市僅由一人呼風喚雨，中美貿易利多出盡，還有估值過高、債券殖利率上行等風險，故仍維持美股和科技中性看法。

日股–薪資通膨螺旋撞上關稅，給予相對正向

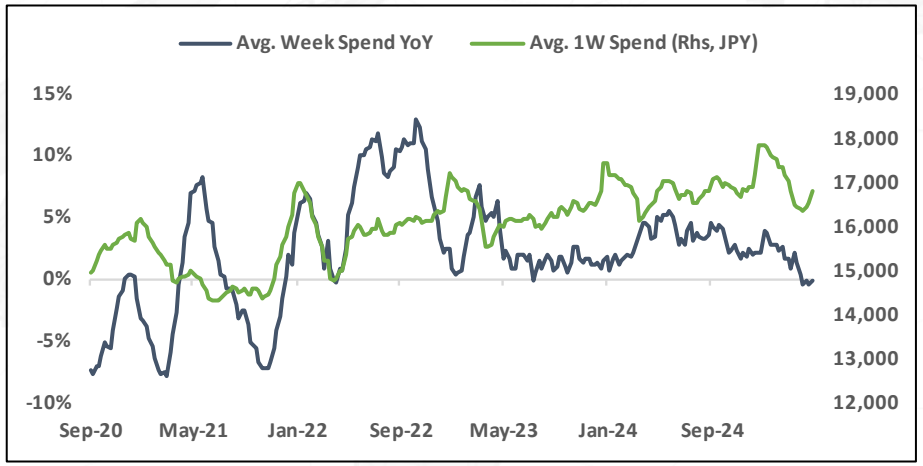
日股6~7月季節性不佳，且外資季節性匯入高峰已過



25Q1業績表現不佳，獲利持平但淨利衰退

Sector	Reported	Revenue			
		YoY	Positive	Surprise	Beat
Topix	1185 / 1654	4.3%	76.0%	0.2%	52.2%
Ind	320 / 452	5.4%	74.8%	-2.1%	49.7%
BM	106 / 161	0.8%	66.7%	-0.8%	40.6%
Tech	179 / 249	5.3%	79.8%	0.9%	54.7%
Discre	201 / 287	5.3%	81.0%	2.5%	64.2%
Staple	112 / 139	4.7%	83.9%	0.8%	48.4%
Fin	93 / 123	5.4%	68.8%	13.3%	59.1%
RE	31 / 38	6.9%	63.3%	2.2%	60.0%
Tele	47 / 81	4.4%	72.3%	1.2%	50.0%
Utility	23 / 23	5.9%	82.6%	1.4%	68.8%
HC	61 / 86	6.9%	77.0%	0.1%	37.2%
Energy	12 / 15	-10.5%	58.3%	-5.2%	42.9%

通膨對消費負面影響持續擴大，留意5月數據

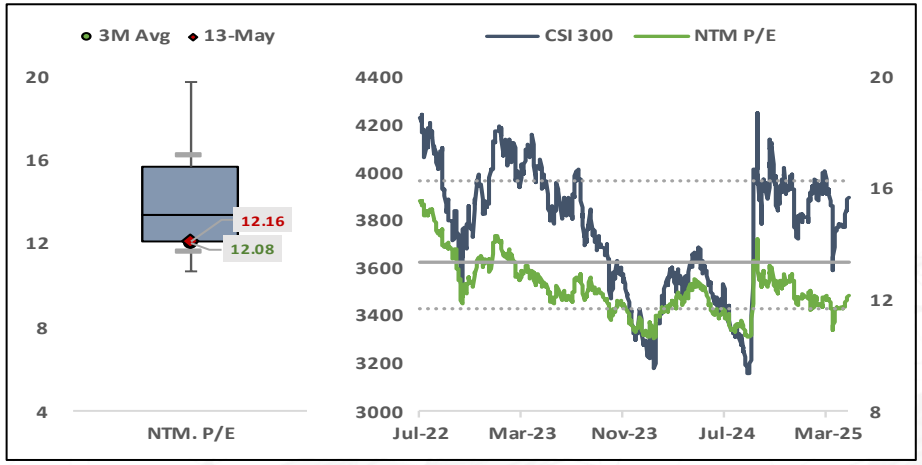


資料來源：LSEG，永豐投顧整理

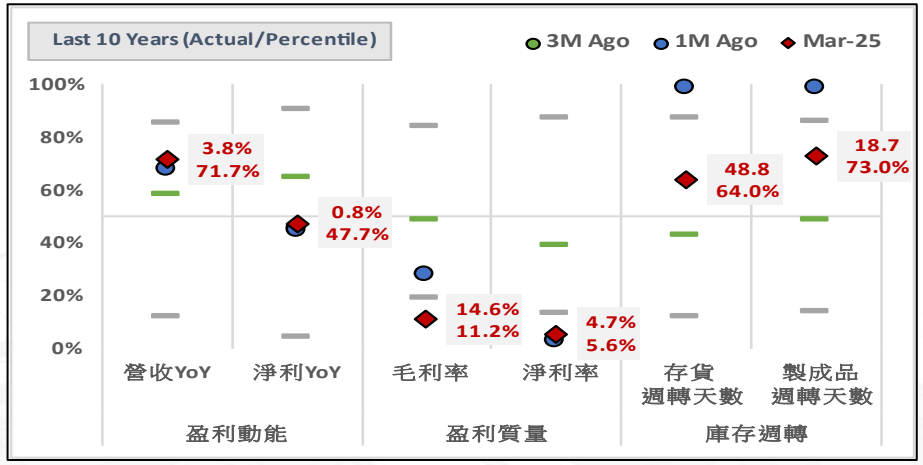
- 日股25Q1財報最終表現不佳，截止至5/16，Topix中已有96%企業公布業績，整體營收/淨利YoY由4.5%→4.3%、11.5%→-10.3%，兩者SR分別為0.2%、-38.1%，企業獲利成長放緩之餘，淨利受汽車產業嚴重拖累而衰退，關稅的影響正在迅速發酵。
- 日本代表赤澤良將於下週再次訪問美國，然而因汽車關稅問題觸及美日彼此核心利益，雖預估美日關稅談判最終將在7/9關稅緩徵終止日前通過，但雙方將繼續僵持直至6月底，短期內利空因素居多。
- Topix估值已升至13.6x，10年百分位42%，考量到4~5月的外資季節性回購潮已接近末尾，並且6~7月日股季節性較糟，故將日股評等下調至相對正向。

陸股-推薦AI/科技主題類股，預估內需政策2H出台

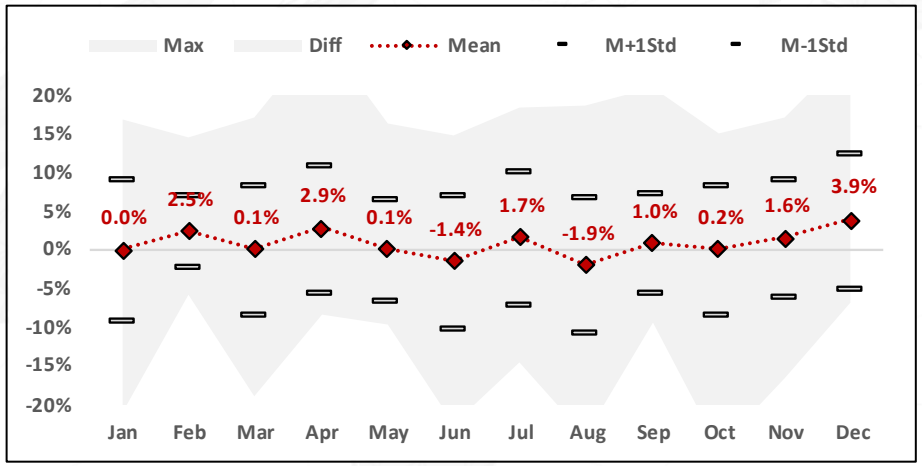
A股估值僅5年百分位26%，然下行風險依然偏高



製造業盈利質量遲遲未能改善，A股估值難提升



A股即將邁入政策空窗期，且5~6月季節性不佳

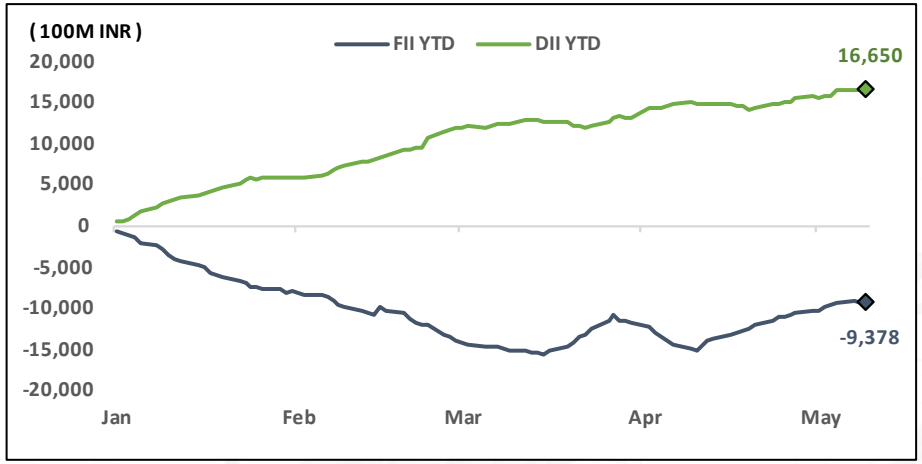


資料來源：LSEG，永豐投顧整理

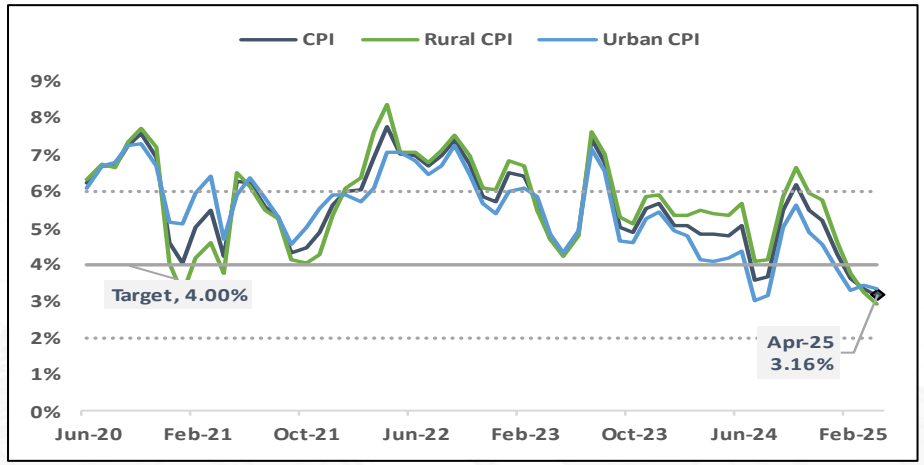
- 中美互減關稅反而使市場對中國政府的政策賣權預期減弱，並且美國未削減20%芬太尼關稅，同時汽車、鋼鋁、半導體等關鍵貨物關稅也不在豁免清單內，中國各產業對美出口關稅仍高達30%~50%，而最重要的關鍵是，中國經濟仍舊疲軟，僅工具設備、電動車與電子產品在政策激勵下復甦。
- 預估A股的反彈已接近尾聲，趨勢將接續去年10/8以來的下跌走勢，故維持中性評等，CSI300指數3個月區間預估為3600~4000點；MSCI China估值則已修正至11.4x(5年百分位63%)，但預計消費舊換新政策以及AI熱潮將推動中概股獲利加速成長，抵銷估值過高問題，故仍維持中概股相對正向評等，MSCI China指數3個月預估區間為73~80點。

印股–買進大型消費與金融，低位分批布局中小型股

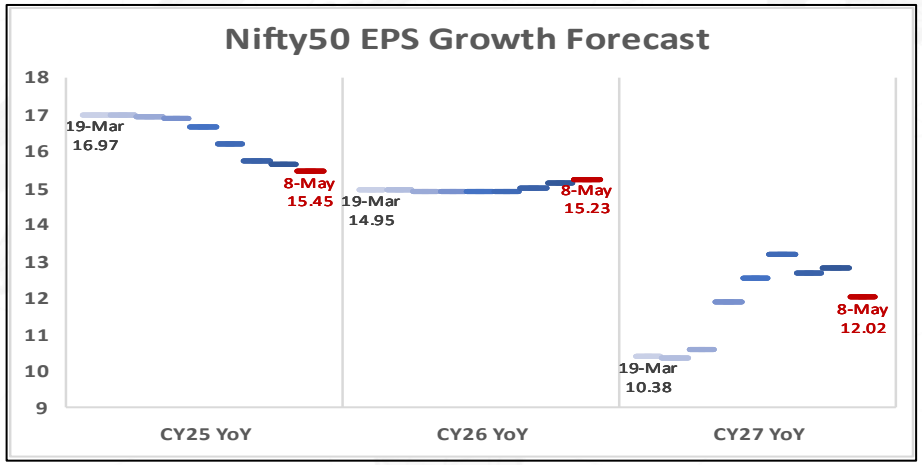
儘管外資大幅回流，較上一輪314億美元拋售潮仍低



CPI六連降，季風提前使下半年農糧產量預估大增



FY2026企業獲利預期已開始回升



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

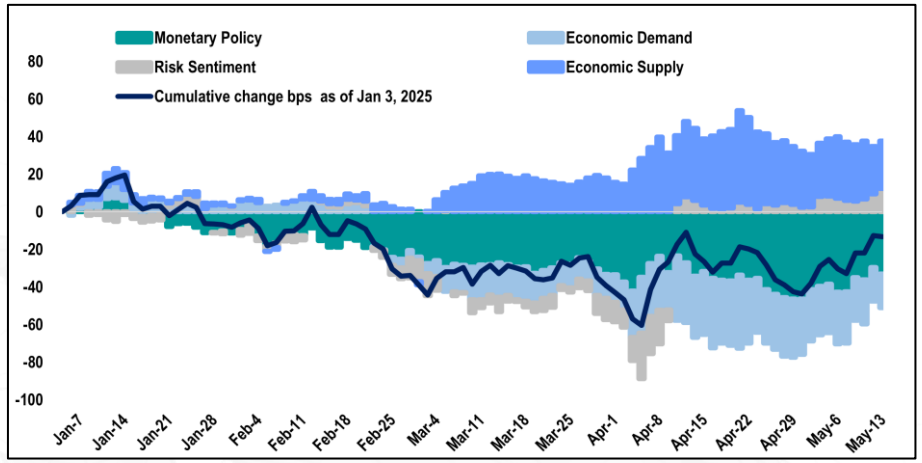
- 印度經濟正逐步從2024年的低谷中走出，通膨的持續放緩為降息循環打開窗口，有效提振消費回暖，並且根據IMD預估今年西南季風將於5/27相較過往提早一週抵達，因此下半年通膨風險大幅降溫。
- 在關稅問題上，印度對外出口商品多為低階電子產品、石化產品與珠寶，而藥品多為低利潤的學名藥，均未觸及川普對於「美國製造」願景的核心產業，更容易與美國達成共識，預期印度談判進度將領先日韓。
- NTM P/E已恢復至21.36x(5年百分位71%)，不過市場對印股的獲利預期尚未反應經濟復甦以及潛在關稅利多，外資同樣存在回補空間，預估Nifty50指數未來3個月區間為24000~27000點，維持相對正向評等。

債市-預計10年期美債殖利率保持高檔震盪

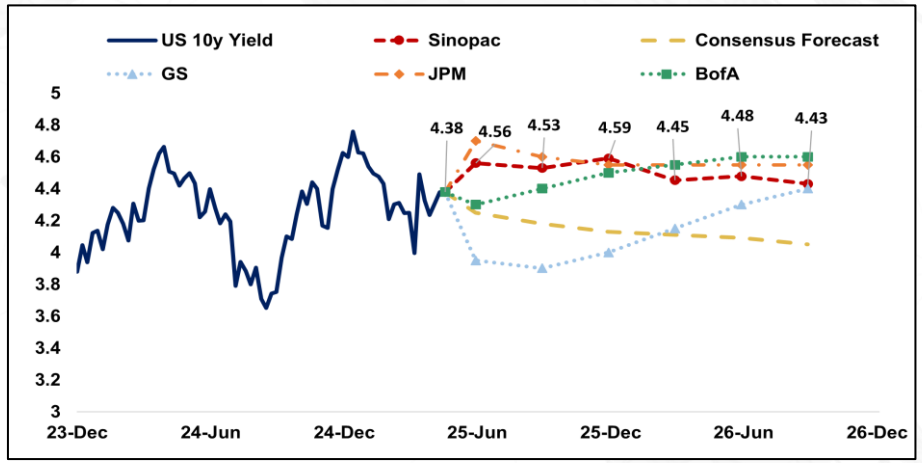
各國公債		2024封關	2025/4/16	2025/5/16	報酬率(04/16~05/16)
歐洲	希債10年券	3.24	3.45	3.36	0.74
	葡債10年券	2.85	3.10	3.10	0.00
	義債10年券	3.53	3.70	3.61	0.72
	西債10年券	3.07	3.21	3.21	-0.04
	法債10年券	3.20	3.27	3.26	0.05
	德債10年券	2.36	2.50	2.59	-0.70
	英債10年券	4.62	4.61	4.65	-0.36
G3	日債10年券	1.10	1.29	1.45	-1.49
	美債10年券	4.55	4.28	4.44	-1.29
亞太	台債10年券	1.67	1.59	1.58	0.09
	韓債10年券	2.86	2.63	2.69	-0.46
	澳債10年券	4.48	4.31	4.48	-1.40

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

通膨上升與經濟下修的定價同時存在



預計10年期美債未來一年難以出現大幅下降走勢



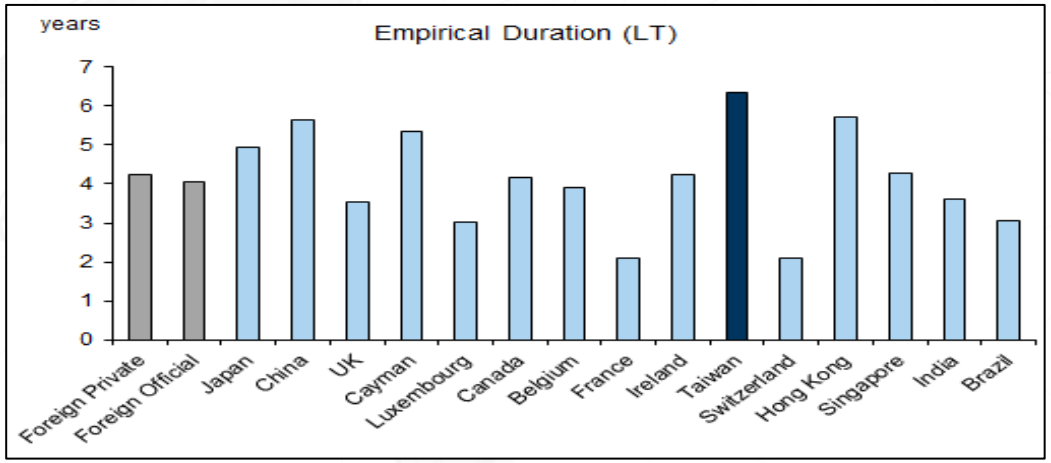
永豐銀行 Bank SinoPac

投等債-台灣壽險對美債賣壓風險可控

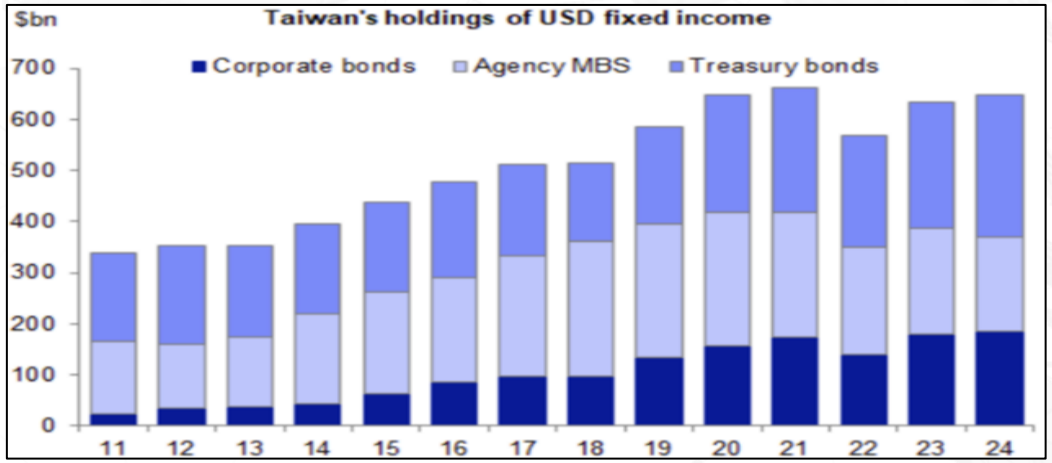
- 台幣近期急劇升值引發市場對長期美元債券可能面臨賣壓的擔憂。根據美國TIC數據，台灣投資者持有6490億美元的美元固定收益證券，包括1840億美元的長期企業債券和1860億美元的機構MBS。截至2025年3月，壽險公司海外投資總額達7000億美元，其中90%為固定收益投資。在這些投資中，31%與美元計價保單匹配，屬於自然對沖；其餘用於台幣計價保單的部分，外匯對沖比率為60%，導致約2000億美元的未對沖敞口。根據TIC數據比例，估計未對沖的美元企業債券敞口約510億美元。台幣升值可能促使壽險公司調整投資組合，減少未對沖敞口，進而對美元長期債券市場造成賣壓。

- 若台幣升值10%，未實現外匯損失將使稅前盈利下降4%，並耗盡外匯波動儲備。儘管如此，壽險公司的風險基礎資本（RBC）比率多數高於200%的監管要求，資本影響可控。盈利受損可能限制壽險公司繼續投資美元市場，但大規模拋售企業債券和機構CMO的風險低。壽險公司可能採取兩道防線應對：首先提高外匯對沖比率，增加對台幣升值的保護；若升值引發償付危機，政策制定者可穩定台幣以防進一步升值，這相較新興市場貨幣貶值危機更易處理。若需賣出資產，流動性較高的美國國債可能優先於企業債券和CMO。台幣升值兩週後，TRACE數據顯示市場流動性動態幾乎未變，顯示拋售風險尚未顯現。整體而言，壽險業和政策制定者有足夠工具應對台幣升值帶來的挑戰，短期內美元債券市場穩定性仍可維持。

台灣的UST存續期間比其他的外國投資者更長



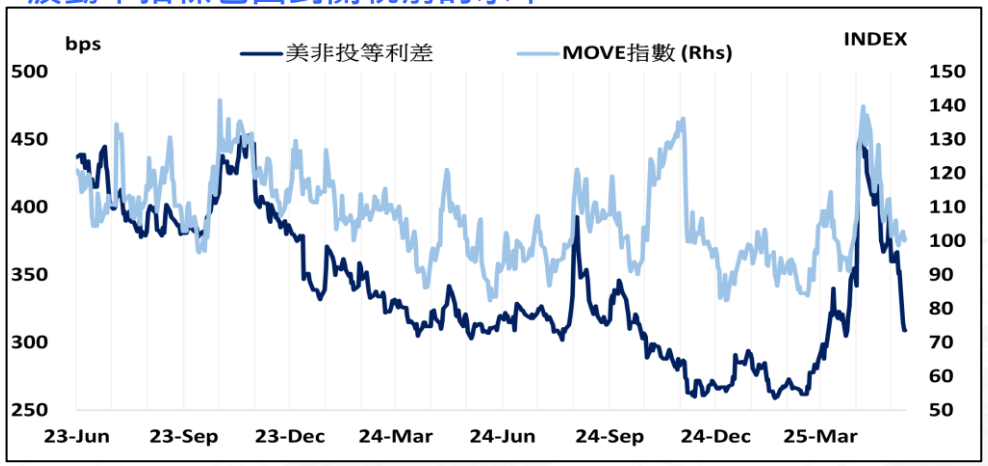
台灣壽險持有美元資產類型



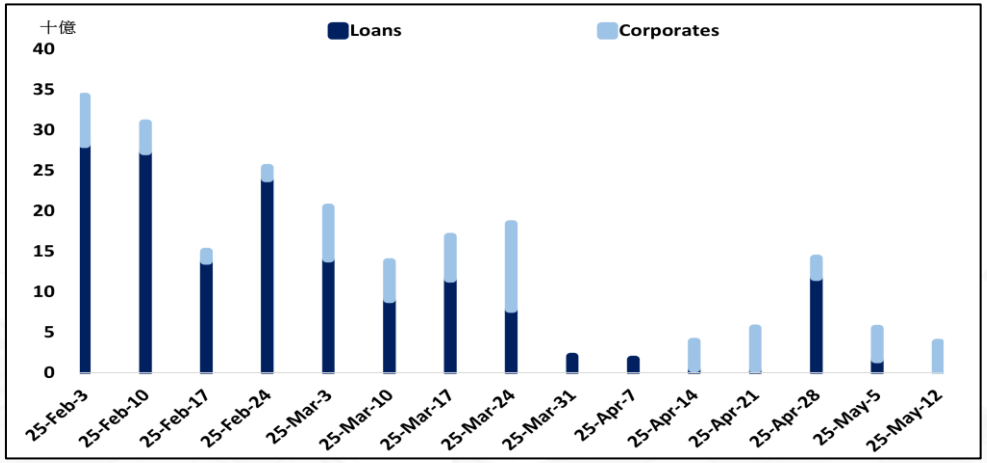
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

高收債-表象的平靜

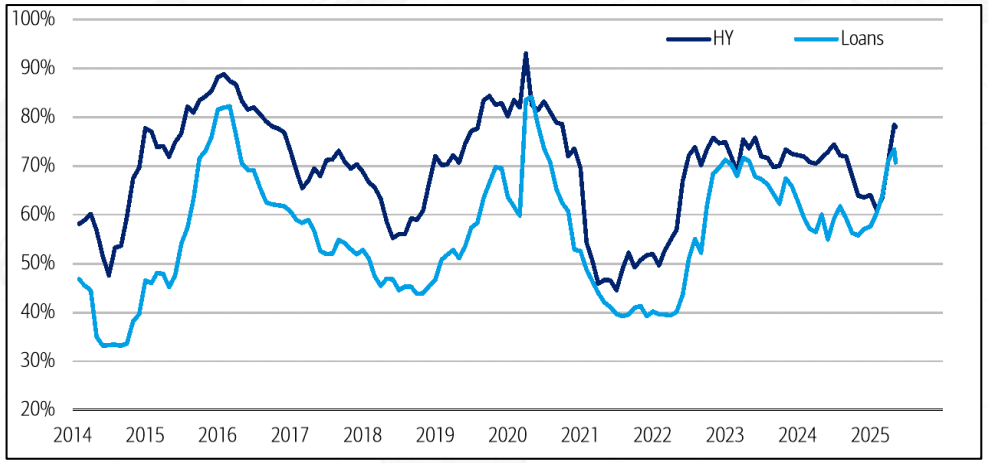
利差幾乎回到「解放日」前的水平，波動率指標也回到關稅前的水平



發行市場活動尚未完全恢復正常



利差下降的背後，集中度持續上升



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

- 4月關稅衝擊後彷彿只是一場噩夢，HY利差在經歷約200個基點的往返波動後，幾乎回到「解放日」前的水平，波動率指標也回到關稅前的水平。然而，關稅陰影是否已消散，市場是否正確地將其定價？
- 發行市場活動尚未完全恢復正常。儘管略有所改善，更多單B級發行人本月進入市場，但低質量貸款發行仍明顯缺席。過去兩週，HY和貸款市場發行總額分別僅30億美元和90億美元，發行量極低。
- 表面上HY總體利差基本不變，但內部分散度出現歧異，受關稅影響的零售和化工，以及較不受影響的通訊和媒體行業表現分化，投資者傾向避開某些發行人，利差收窄的表象更多是由供應量低而非需求激增導致。

原物料-避險情緒降溫，黃金領跌獲利回吐

		2024封關	2025/4/16	2025/5/16	期間漲跌(4/16~5/16)	YTD(%)
農作物	棉花	68	66	65	-1.4	-5.1
	咖啡	320	376	376	0.1	17.7
	糖	19	18	18	-1.9	-9.0
	小麥	552	548	525	-4.2	-4.8
	黃豆	998	1,039	1,050	1.1	5.2
	玉米	459	484	444	-8.4	-3.3
能源	原油	72	62	62	0.0	-12.9
	天然氣	4	3	3	2.7	-8.2
貴金屬	黃金	2,641	3,327	3,187	-4.2	20.7
	白銀	29	33	32	-2.5	10.0
	白金	908	972	991	2.0	9.2
基本金屬	銅	8,768	9,204	9,448	2.7	7.7
	鉛	1,952	1,908	2,000	4.8	2.5
	鎳	15,328	15,683	15,648	-0.2	2.1
	鋅	2,979	2,582	2,692	4.2	-9.6
CRB指數		297	293	296	1.2	-0.2

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

股市已回彈至解放日前高點，短線風險升溫

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	中性	持平	川普的取消晶片三級出口管制，帶領科技業前往中東簽約等，帶動科技股大漲；但關稅導致的通膨尚未反應，美債利率有升溫風險，加上股市估值過高，仍建議保守看待
歐洲	中性	持平	各國股市完全由川普投顧掌控，川普目前最新發言鼓吹投資人買股，短期市場情緒或保持樂觀，只是當前這種仰賴消息、政治面主導的市場，仍建議不要過度樂觀
日本	相對正向	下調	受日本積極協商態度下，日本豁免關稅可能性正在上升，預估日本將有機會成為首批關稅豁免國之一。
新興股市			
台灣	中性	持平	面對近期台股的震盪與多頭格局並存，建議投資人保持冷靜，採取低接不追高的策略為宜。下週Computex展即將登場，市場利多訊息充斥，而大盤已經接近年線，可以逢高逐步獲利。
中國A股 中國H股	中性 相對正向	持平 持平	中國同時面臨外部關稅威脅以及內需疲軟問題，A股獲利前景僅繫於消費提振政策規模，波動風險較高，故僅推薦中概科技股。
印度	相對正向	持平	印美關稅談判進程超預期，印度為取得全球製造業中心地位而加大對美讓利，預估印度將有機會成為首批達成關稅協議國之一，建議可趁近期印巴衝突紛擾之際，低接入場。
東協	中性	持平	IMF稱東協國家將受關稅措施影響甚鉅，加上美國未來可能對半導體和其他電子產品徵收高額關稅，恐衝擊東協國家出口收入來源，貿易動盪和政策風險持續構成經濟挑戰。
越南	中性	持平	越南上週啟動越美雙邊經貿問題談判，惟上月越南對美國貿易順差擴大，恐增添談判難度。越南已表態稱願將美國商品進口關稅降至零並採取措施打擊非法轉運等，來爭取美降低關稅。

川普投顧提振成長股情緒，金價同步走弱

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
產業類股			
科技	中性	持平	當前半導體關稅還未公布，川普一人言論牽動市場不確定性巨大，仍建議保持謹慎，可適度進場評價面合理的AI企業。
能源	中性	持平	OPEC+加快既定的增產計畫，美國與伊朗間核協議談判前景樂觀正加劇石油供應增加疑慮，加以近期美國經濟數據疲軟，供需雙弱加劇油市供應過剩疑慮，預估Q2 WTI$56~$68。
生技	中性	持平	政治逆風尚未吹完，藥品關稅和川普砍藥價手段都未出台，當前川普一人在股市呼風喚雨下，不建議和川普投顧對做，故維持中性評等。關注6/20美國糖尿病年會。
REITS	中性	持平	基本面最為穩健的依舊是醫療和基建REITs，是我們推薦首選，不過要注意高昂美債利率將壓抑到配息吸引力，總經風險仍不可忽視。
原物料			
黃金	相對正向	持平	隨著避險情緒降溫，短線現貨黃金自歷史高位$3500回落近10%；惟中長線來看，央行持續購金和黃金ETF資金強勁流入等多重利好支持，預計金價將在$3000-$3300區間波動。

PPI數據降溫，利率小幅回落、信用利差持穩

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	相對正向	持平	10年期美債殖利率預計短期內維持高檔震盪格局，預期交易區間為4.3-4.8%。
投等債	正向	持平	預計即使出現衰退情境，IG利差再走擴對報酬威脅已相對下降，鑒於整體殖利率水準仍然在歷史高水平，同時更具吸引力的殖利率持續支撐著投資者對IG債券更強勁的需求，預計利差表現將持續平穩。
非投等債	相對正向	持平	信用利差隨著市場波動回落可預期利差出現縮窄，但已難已回到年初的歷史低位水準，川普帶來的混亂即使平息也已衝擊到實體經濟中的企業信心、民間消費信心，對上半年的衝擊已不可避免，尤其考量到川普後續行動仍有諸多不確定性，建議全年須保持紀律性，在市場低迷時追求收益，強勢時獲利了結，並偏好偏高品質債券。
新興債	相對正向	持平	新興主權IG相對美國IG的估值已回到中性水準，同時在軟著陸假設下，HY主權具備超額報酬的空間，基於以上兩點將評等給予相對正向；我們同時看好新興企業信用，尤其看好亞洲(排除中國房地產)、中東產油國等地區。
可轉債	相對正向	持平	可轉債為投資者提供了一個機會，可以通過更多的下行保護來持有多頭部位。同時小型股相對於大型股的估值來看也非常便宜，美國可轉債短期將受益於小型股的反彈表現。

美國4月CPI、PPI低於預期，DXY升至101.97後回落

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	中性	持平	4月通膨和景氣數據多低於預期，市場對Fed降息預期或再度往3碼擴大，美元短期升勢可能暫緩，聚焦本週美印關稅談判，預估美元區間99.0~102.0，維持美元中性評等。
歐元	中性	持平	ECB偏鴿對歐元帶來下行壓力，惟近期市場對Fed降息預期可能再度回溫，歐元短線跌勢暫緩，下週區間1.10~1.13，維持歐元中性評等。
日圓	相對正向	持平	市場靜待美日關稅談判結果，BOJ會議聲明顯示官員仍傾向於關稅達成協議後繼續升息，預期日圓下週呈震盪偏升格局，區間143~147，維持日圓相對正向評等。
南非幣	中性	持平	南非總統Ramaphosa與美國總統川普預計將在5/21於白宮會晤，且同日南非財政部長Godongwana將公布修訂預算方案，市場靜待進一步消息出爐，維持南非幣中性評等。
澳幣	相對負向	持平	RBA可能因全球景氣轉差對降息態度轉趨開放，目前市場已完全定價RBA 5月降息一碼，澳幣預估區間在0.60~0.65，中國需求放緩恐不利澳洲出口表現，維持澳幣相對負向評等。
人民幣	相對負向	持平	人行降息幅度低於預期，美中貿易衝突降溫，短期人民幣預估區間為7.05-7.35，在內外需疲軟的情況下，維持人民幣相對負向評等。

投資聲明

1.本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。

2.投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。

3.未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。