永豐銀行
Bank SinoPac

2025/07市場展望

關稅暫緩倒數中
以伊衝突來攪局

全球景氣解析 p.2
重要市場展望 p.14
投資評等 p.26



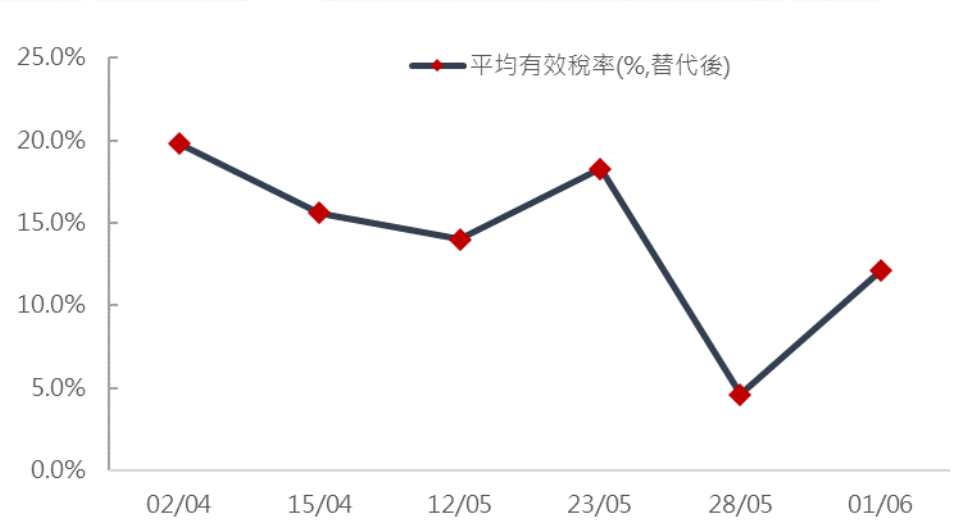
翻轉金融 共創美好生活 Together, a better life.

川普關稅政策，目前進入司法戰

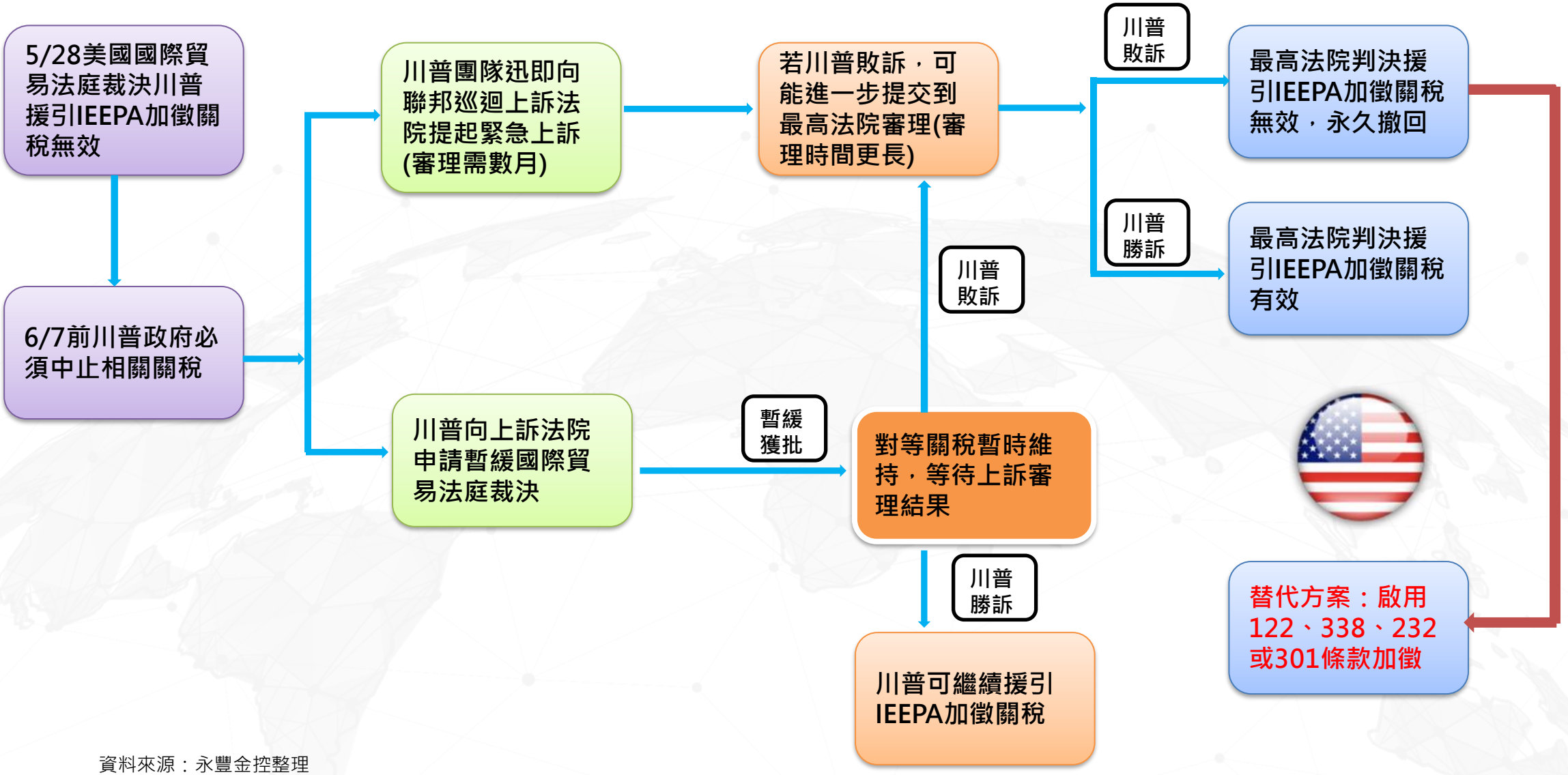
- 川普部分關稅被判無效：5/28美國國際貿易法院(USCIT)裁定，總統川普援引《國際緊急經濟權力法》（IEEPA）實施的「對等關稅」(包括基礎關稅)、以及以美國邊境安全和芬太尼販運為由對加墨中徵收的關稅為非法並予以禁止。法院認為川普錯誤地援引了 IEEPA，關稅不符合該法案要求的「不尋常和特殊威脅」條件，裁決要求川普政府在10天內停止相關關稅；
- 上訴法院駁回USCIT裁決：川普團隊迅即向聯邦巡迴上訴法院提起緊急上訴，質疑國際貿易法院的管轄權，強調總統在國家安全事務上的憲法權威不應受到過度限制，並申請暫緩執行 USCIT 的裁決。上訴法院駁回了 USCIT的命令，允許關稅在最終判決落地前維持不變。

關稅類型	裁決狀態	受影響國家/地區	年貿易額影響(億美元)
基準關稅(10%)	無效	全球多國	約3,2000
對中額外關稅(20%)	無效	中國	約1,500
加墨關稅(25%)	無效	加拿大、墨西哥	約800
鋼鐵鋁關稅	有效	加墨巴中(鋼鐵) 加墨/UAE(鋁)	約560
汽車及零部件關稅	有效	主要汽車出口國	約420
高科技產品關稅	有效	特定行業	約680

資料來源：The Budget Lab, 永豐金控整理

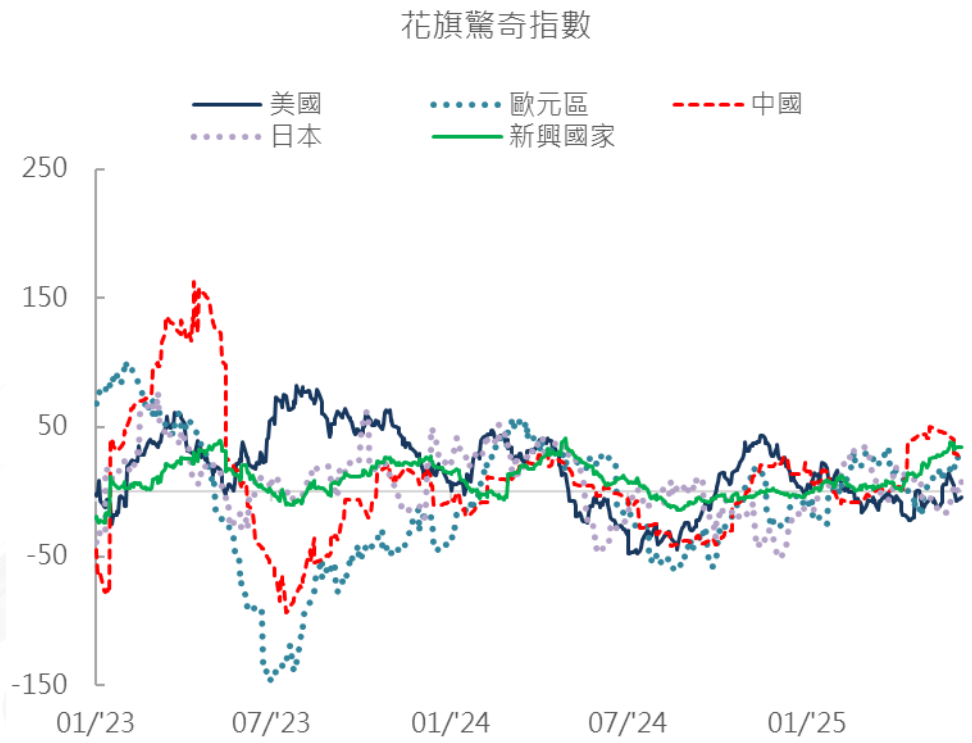


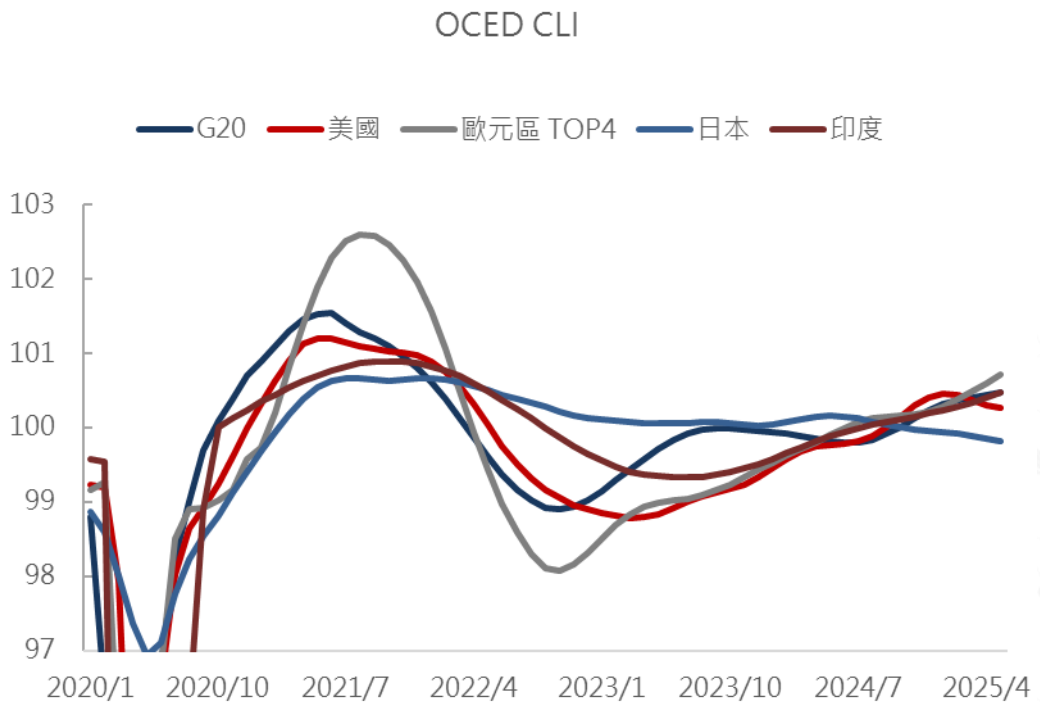
關稅未來司法裁定流程，關稅最終會以某種形式存在



資料來源：永豐金控整理

美國各項數據或領先指標出現放緩，開始落後主要經濟體

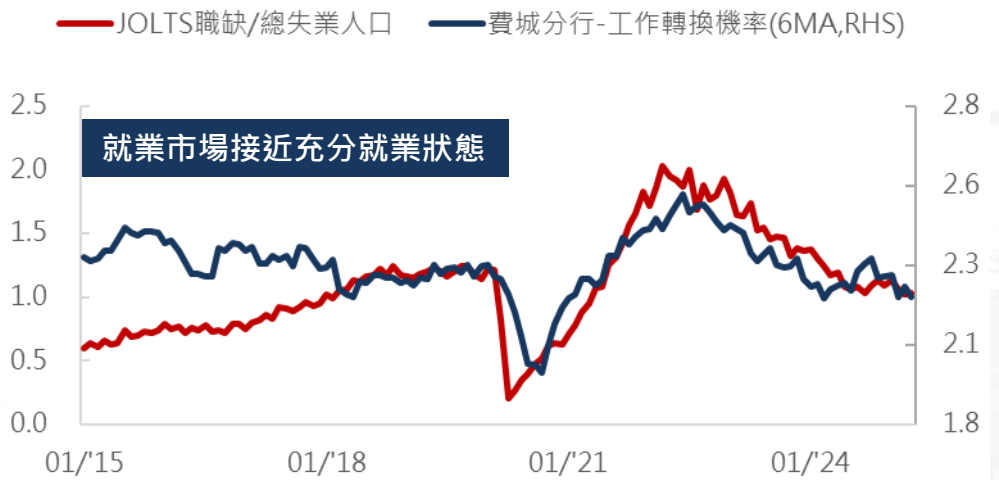


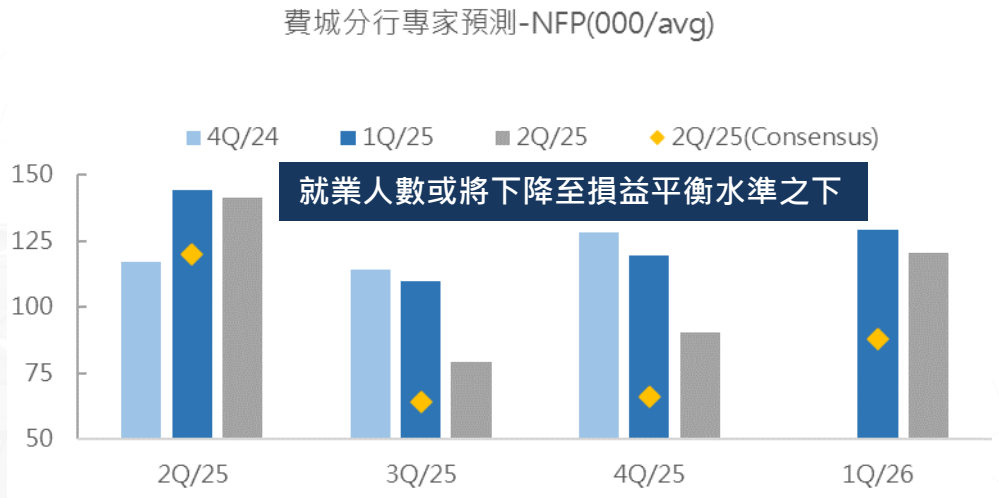


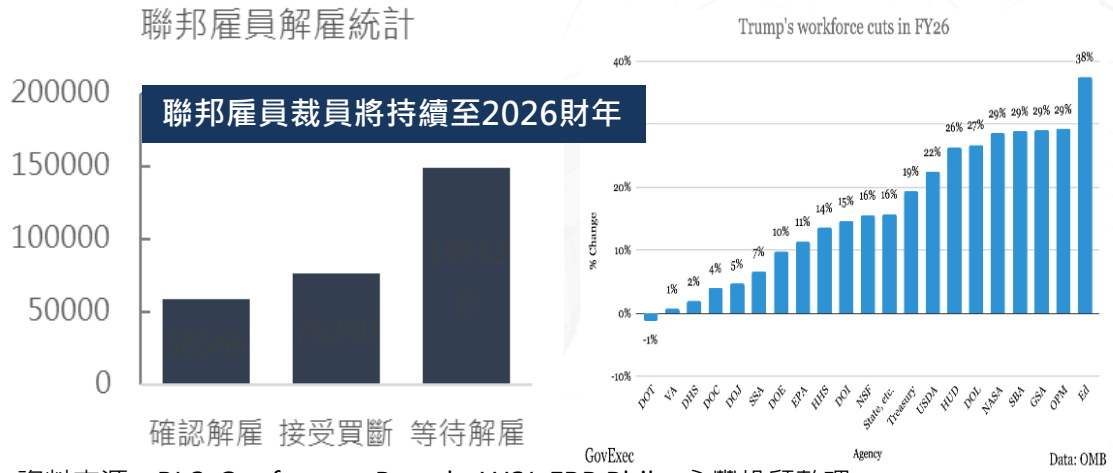
資料來源：Citi, OCED, Bloomberg，永豐投顧整理

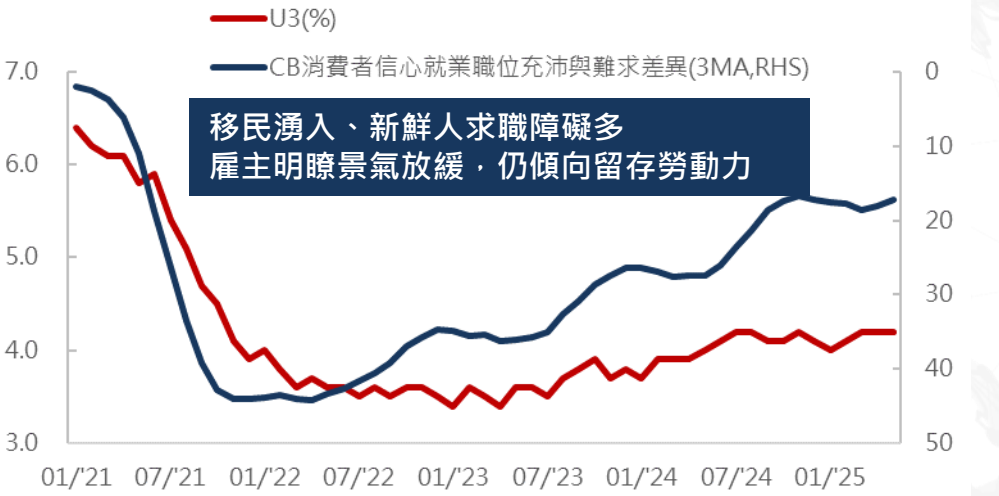
永豐銀行 Bank SinoPac

就業市場持續降溫，但保有韌性，失業率即將上行





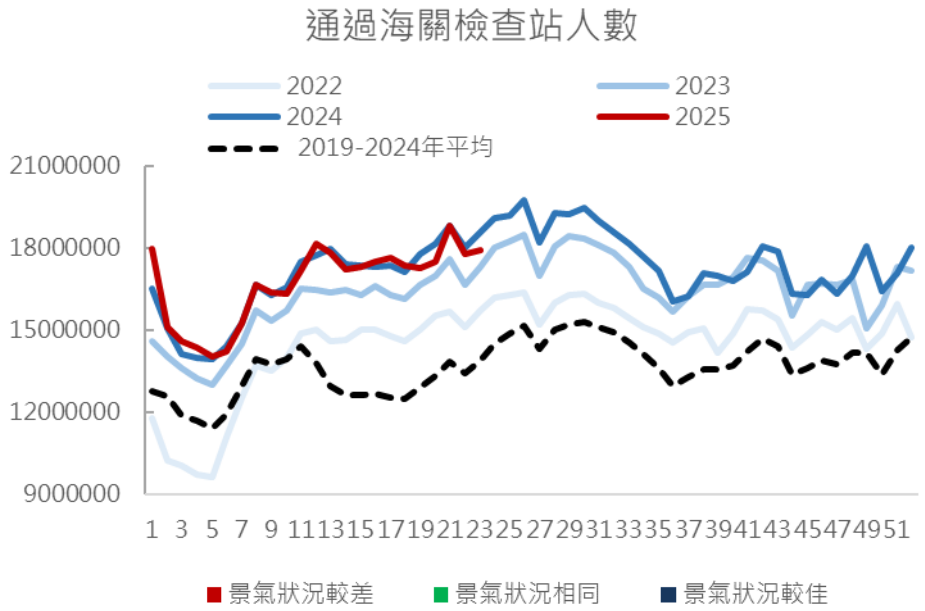


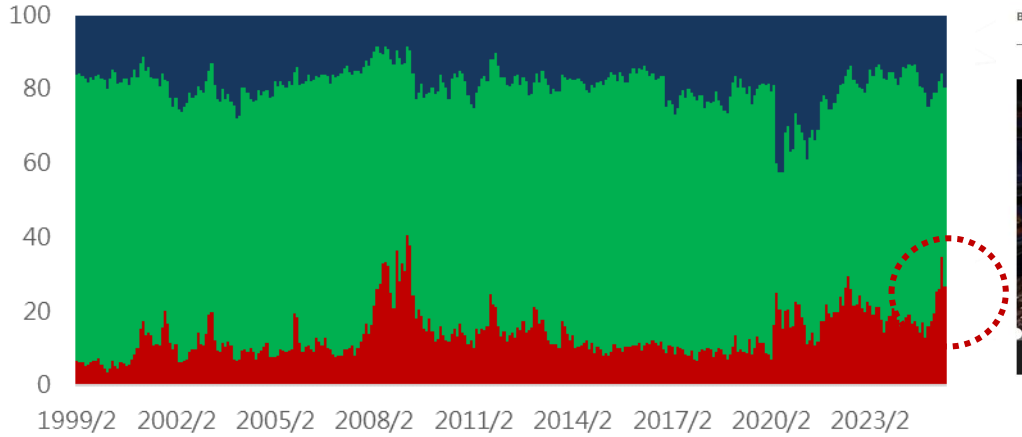


資料來源：BLS, Conference Board，WSJ, FRB Phil，永豐投顧整理

永豐銀行 Bank SinoPac

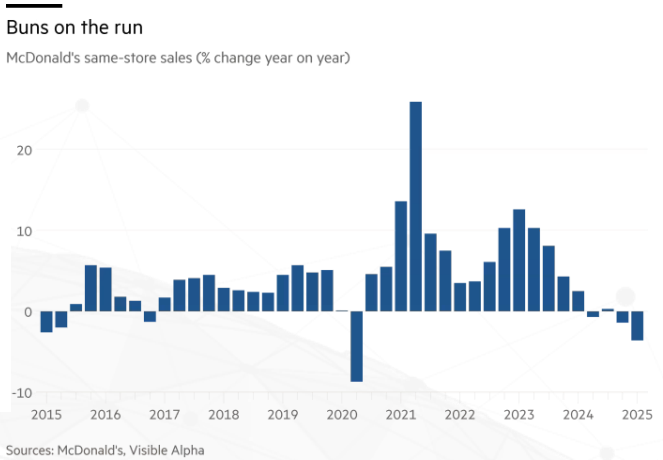
消費成長放緩，縮減非必要支出或尋求CP消費者增加中





Comparable sales for the periods ended June 1, 2025, were as follows:

	4 Weeks	39 Weeks
U.S.	4.1%	6.5%
Canada	3.3%	4.4%
Other International	6.6%	3.4%
Total Company	4.3%	5.8%
E-commerce	11.6%	15.8%



Americans haven't cooked this much at home since 2020: Campbell's CEO

BY ANDREW DORN - 06/05/25 9:42 AM ET



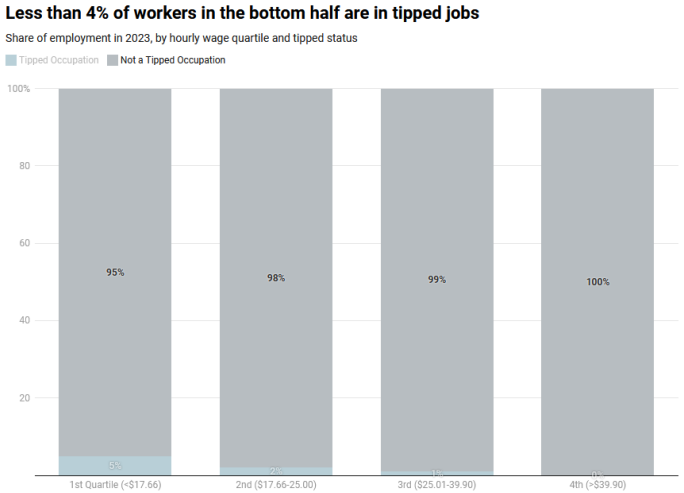


資料來源：Costco, Dollar General, FT, The Hill, TSA，永豐投顧整理

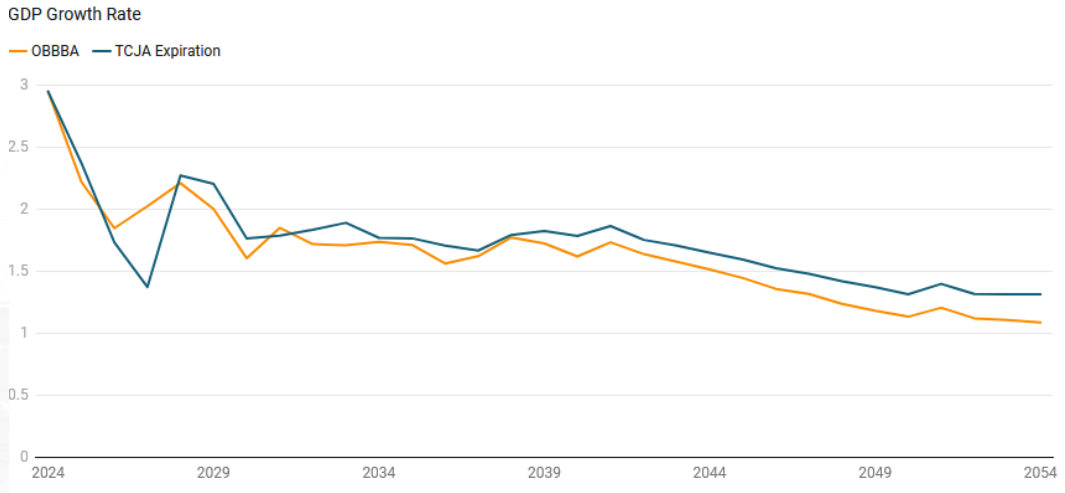
永豐銀行 Bank SinoPac

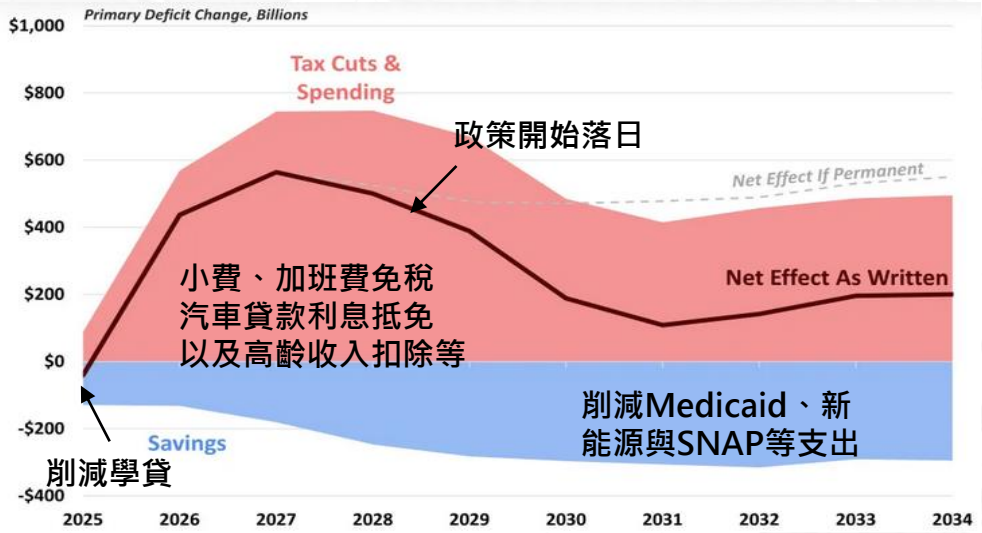
大而美法案對沖關稅負面影響，降低衰退風險

Committee	Total, 2025-2034 budget window
Ways and Means	-3755
Extend & Expand TCJA Ind Provisions	-3855
Revive TCJA Business Provisions	-278
New Tax Cuts	-664
Offsets	1022
Armed Service	-144
Judiciary	-6.9
Homeland Security Committee	-67
Energy and Commerce	988
Education and Workforce Committee	349
Agriculture	238
Oversight	51
Transportation and Infrastructure	37
Natural Resources	20
Financial Services	5.2
Total Deficit	-2500
Interest	-550
Debt	-3150



- The Yale Budget Lab 預估2023年，美國約400萬人或人口的2.5%的工作仰賴小費，而EPI(Economic Policy Institute)預估為不足5%；
- 37%的小費稅員工沒有繳納聯邦所得稅
- 小費工作年輕人比例較高，而餐飲、娛樂休閒場所服務比例居多，故以賭城聞名的內華達州高度支持該法案





資料來源： CBO, CRFB, foodbusinessnews, JCT , US Treasury，永豐投顧總經研究處整理。

永豐銀行 Bank SinoPac

899條款擴大白宮的財政權限，可用於談判籌碼

	稅收政策		
國家	數位稅	轉移利潤稅制(DPT)	徵稅不足之支出規定(UTPR)
加拿大	X		X
墨西哥			
奧地利	X		X
比利時			X
丹麥	X		X
芬蘭			X
法國	X		X
德國			X
愛爾蘭			X
義大利	X		X
盧森堡			X
荷蘭			X
挪威			X
西班牙	X		X
瑞典			X
瑞士	X		
英國	X	X	X
巴西			
南非			
以色列			
沙烏地			
阿拉伯聯合大公國			
澳洲		X	X
中國			
香港			
印度			
日本			法案訂於2026/4/1生效
紐西蘭			X
新加坡			
韓國			X
台灣			

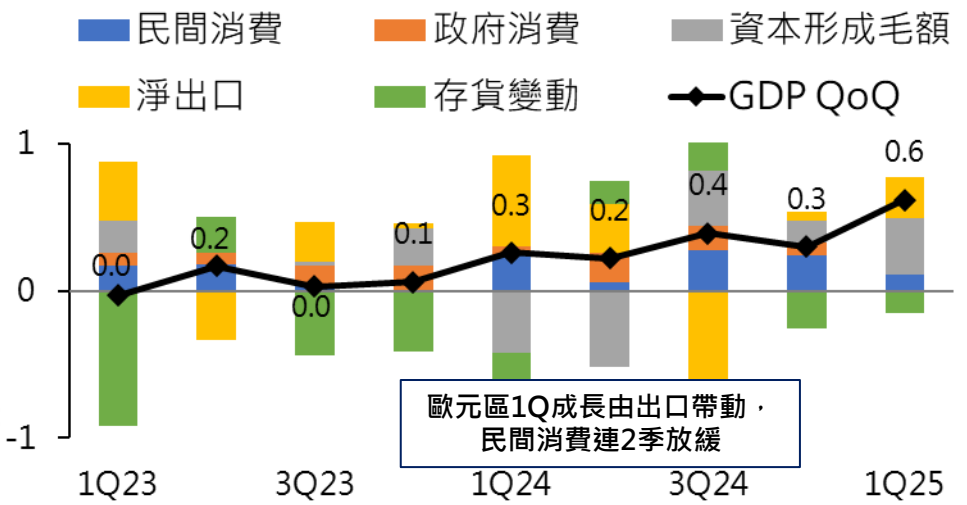
資料來源： Goldman Sachs，Bloomberg，永豐金控整理

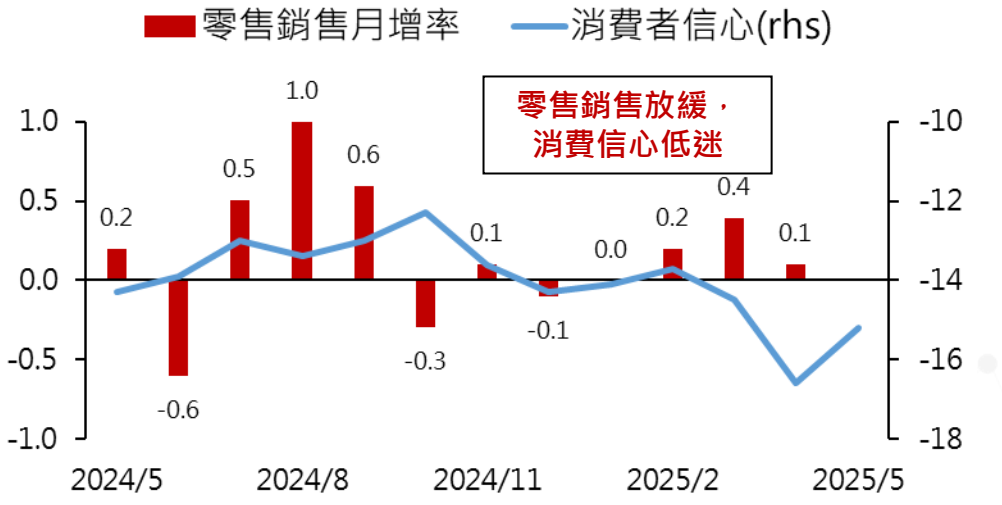
- 899條正式名稱為"執行針對不公平外國稅收的補救措施(Proposed Surcharge on Foreign Taxpayers)，旨在對來自施加「不公平稅制」的國家之個人、企業或主權基金課以額外稅負，**其稅率將從5%起，每年增加5%，最高上限為20%，特殊情況下，可以在10年內徵收最高至50%**。主要針對的對象為對美國企業課徵以下稅制者**(1)OECD最低稅負制第二支柱中的"未課稅利潤規則"(UTPR)；(2)數位服務稅(DST)；(3)偏離常規的避稅地稅制與其他由美國財政部認定的稅制**。

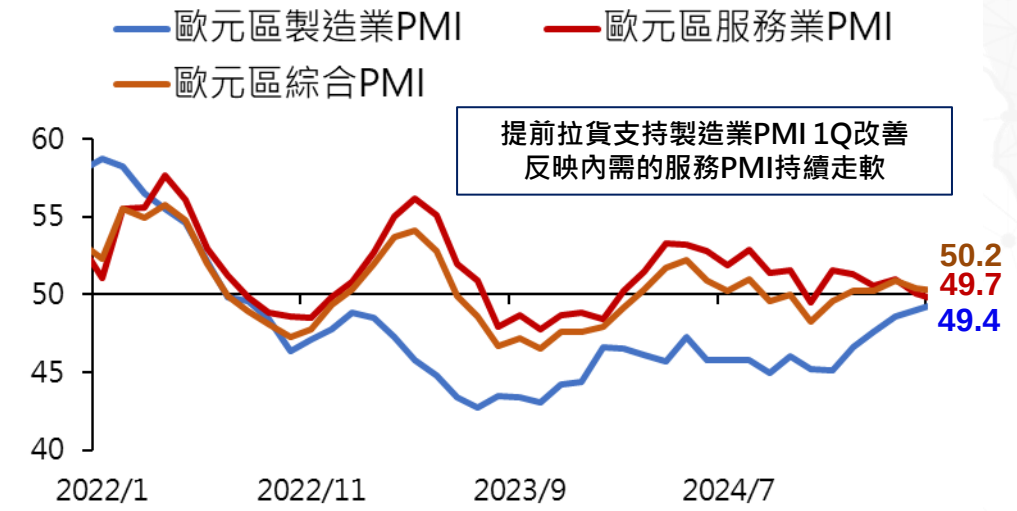
- 899條賦予美國政府更大的單邊執法能力：與第891條款不同之處在於，891條款主要依賴於行政部門的自由裁量權將上述稅種預設為“不公平稅”，而第899條則賦予財政部編列每季更新的“歧視性國家清單”之責，等於同時賦予美國財政部單方面擴大認定範圍的自由裁量權。**被認定為對美國徵收「歧視性」稅收，美國將對該國實體在美國境內賺取的收入徵收更高的預扣稅(Withholding Tax)，其中針對的實體定義廣泛，包括企業、居民，甚至可能包括政府(官方投資者)**；

- 條款部份細節模糊，需要參院審議澄清或修訂之處在於：(1)固定資產收益並未出現在課稅範圍內，然根據法律專家的解釋，附加稅似乎將適用於外國官方投資者，這意味著目前未徵稅(或以低稅率徵稅)的實體將被納入範圍，並可能將金融資產納入「實物資產」的範圍；(2)投資組合利益免稅(portfolio interest exception)適用於向有記錄的外國個人和實體註冊的固定收益證券，涉及美國公債、機構債、MBS、企業債利息收入，以及銀行支付存款的與短期債券利息，**此類屬於適用於1984年的國會立法，收入免徵30%預扣稅稅率，意味著899條款是覆蓋未被定義的範圍**，法案沒有明確公債回購產生的孳息或特定的衍生性產品孳息是否免稅；(3)**處置USRPI(美國不動產權益)所獲得的收益被視為有效關聯收入，包括與房地產相關的投資**，以及主要擁有美國房地產的合夥企業、信託和美國公司的權益，以及房地產投資信託基金的分銷；(4)在美國運營的大型外國跨國公司通常作為股份公司(C-corp)子公司運營，分支機構利潤目前按30%的稅率徵稅。

歐元區1Q成長0.6%，然內需出現放緩跡象







Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
JPM	0.9	0.6	-0.2	0.1	0.2	1.1
GS			-0.1	0.0	0.1	1.0
MS			-0.1	0.0	0.2	1.1
HSBC			0.2	-0.1	0.1	0.8
Wells Fargo			0.1	-0.1	0.1	0.8
SinoPac			0.0	0.1	0.2	1.0

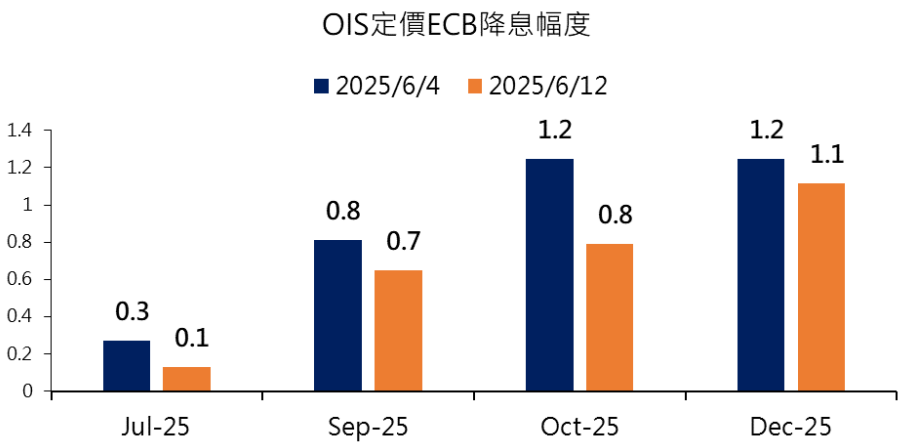
資料來源：Bloomberg, Eurostat，永豐投顧總經研究處整理

ECB 6月續降1碼，預期7月暫停，9月降最後1碼

•會議決策：ECB 6/5如預期降息1碼，將存款利率由2.25%調降至2.00%，去年至今累計降息8碼，下修HICP、GDP預估，聲明指出指出貿易不確定性預計將對企業投資和出口造成壓力，尤其是在短期內，但政府在國防和基礎設施方面的投資增加將在中期內進一步支撐經濟成長。

•會後談話：Lagarde在降息1碼之後，以及目前的利率路徑下，ECB處於有利地位。也認為ECB正在走向一個貨幣政策週期的尾聲，對於通膨與關稅前景，Lagarde則表示能源價格下跌和歐元走強可能會對歐元區通膨造成進一步的下行壓力，關稅上調可能加劇此情況；

•政策展望：政策利率已達到上次ECB內部對中性利率預期區間(1.75%~2.25%)的區間中點，距離下緣僅剩下1碼空間，另儘管全球貿易衝突風險升溫，但多數官員應仍認對降息至中性利率以下存在疑慮，研究處維持7月暫停、9月降息最後一碼預估，終端利率估1.75%。

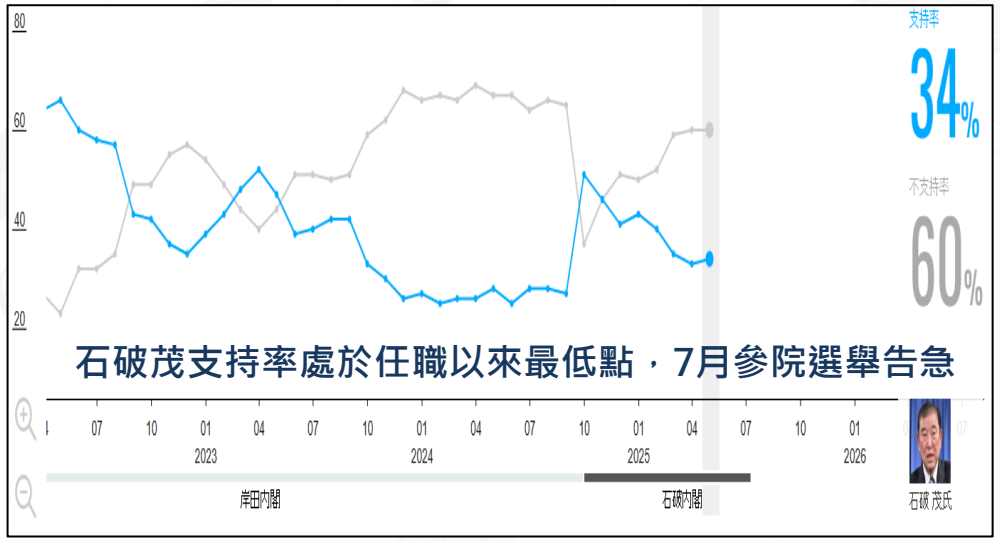


歐元區	GDP成長率(%)			HICP年增率(%)		
ECB預測	2025	2026	2027	2025	2026	2027
12-Dec	1.1	1.4	--	2.1	1.9	--
6-Mar	0.9	1.2	1.3	2.3	1.9	2.0
5-Jun	0.9	1.1	1.3	2.0	1.6	2.0

資料來源：ECB、Bloomberg，永豐投顧整理

日本經濟有逆風，等待關稅談判與參院選舉結果

	基本薪資			整體薪資		
	Total	< 300	1000+	Total	< 300	1000+
1st Report	3.84%	3.62%	3.84%	5.46%	5.09%	5.47%
2nd	3.79%	3.49%	3.80%	5.40%	4.92%	5.42%
3rd	3.82%	3.73%	3.83%	5.42%	5.00%	5.48%
4th	3.79%	3.62%	3.81%	5.37%	4.97%	5.43%
5th	3.75%	3.61%	3.76%	5.32%	4.93%	5.36%
6th	3.71%	3.51%	3.73%	5.26%	4.70%	5.33%
7th (Final)	春鬪邁入尾聲，數據驚喜漸減					
2024 Final	3.56%	3.16%	3.62%	5.10%	4.45%	5.24%



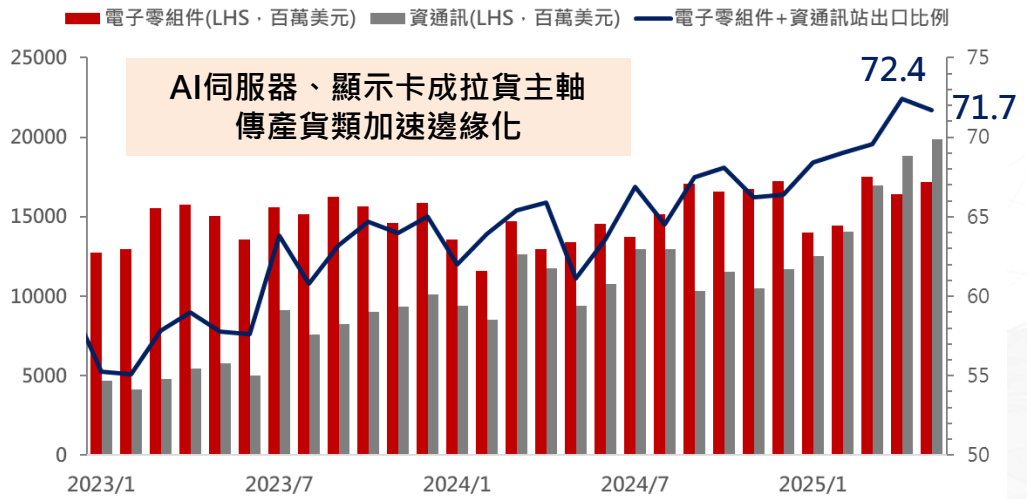
資料來源：LSEG，RENGO，永豐投顧整理

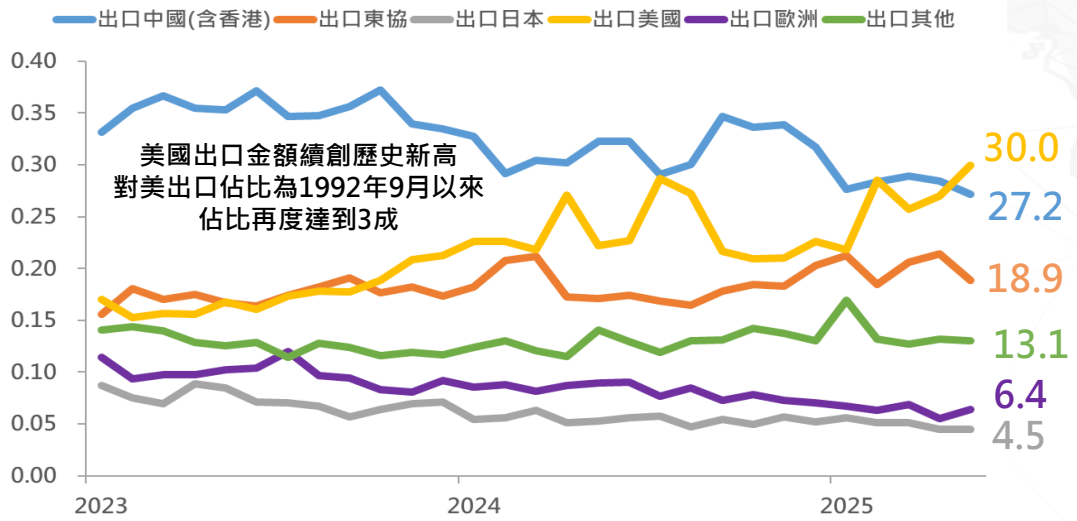
- 美日第五輪談判(6/7~6/10)仍未取得進展，日本經濟產業大臣赤澤亮表示「雙方取得進展，但仍未就完全豁免取得共識」，並且暗示希望將於G7峰會前達成協議，同時宣布將於6/13~6/18再次訪問美國與加拿大，將與美國舉行第六輪部長級會談，並參加6/15~6/17的G7峰會。
- 從赤澤亮多次的會後談話來看，儘管美方仍不願鬆口完全豁免關稅，但相信會議結果正在朝向「10%基礎關稅+汽車關稅配額」形式推進，預計G7峰會上美日將達成協議。

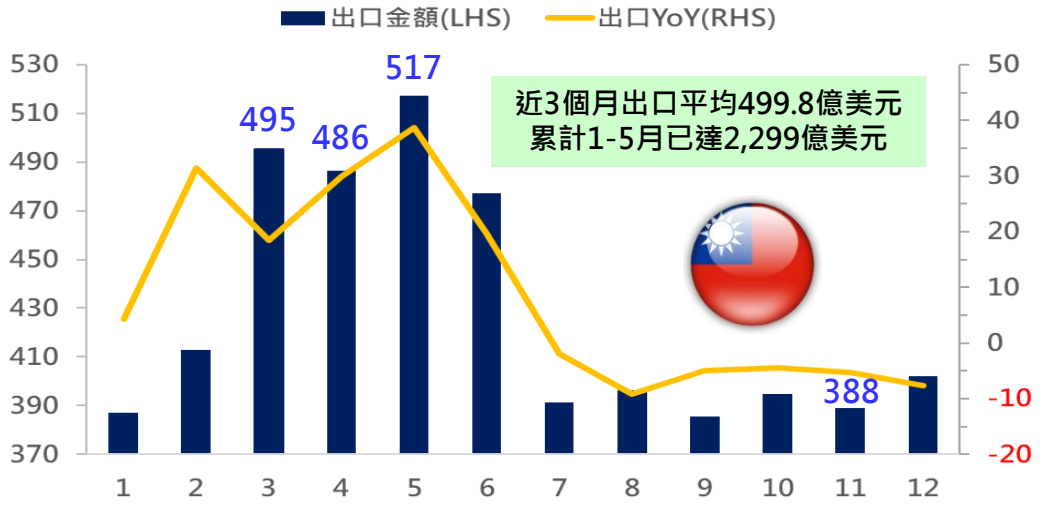
升息預期已被遞延至10月

Meeting Date	Hikes/Cuts Sizes Probability						
	-45bps	-30bps	-15bps	0bps	15bps	30bps	45bps
2025/6/17	0.0%	0.0%	12.9%	87.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	81.9%	18.1%	0.0%	0.0%
2025/9/2	0.0%	0.0%	0.0%	68.3%	31.7%	0.0%	0.0%
2025/10/30	0.0%	0.0%	0.0%	62.0%	38.0%	0.0%	0.0%
2025/12/19	0.0%	0.0%	0.0%	77.1%	22.9%	0.0%	0.0%

台灣5月出口首度突破500億美元，上半年出口將刷新史高



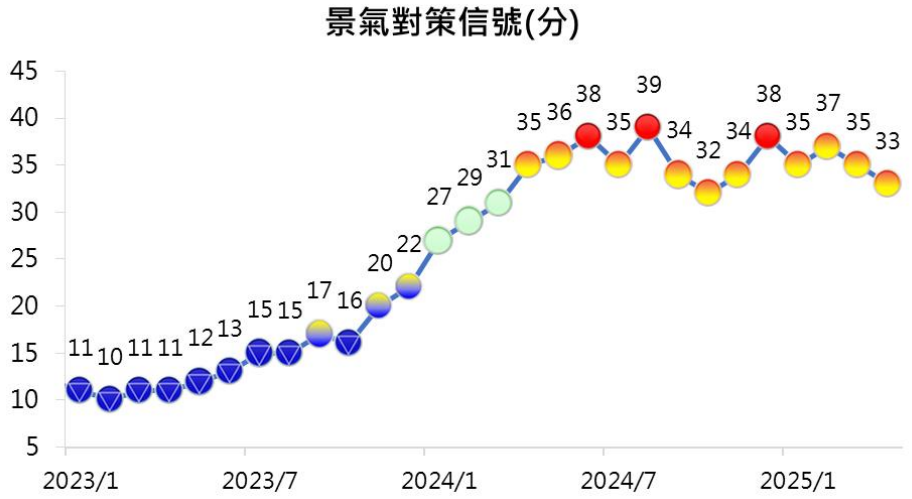




主計總處預估		
	出口金額	YoY
1H	2,757億美元	22.6%
2H	2,420億美元	-3.2%
Sinopac預估		
1H	2,776億美元	23.4%
2H	2,358億美元	-5.7%

資料來源：CEIC，財政部，永豐投顧整理

上半年拉貨恐犧牲下半年旺季，景氣仍面臨下行壓力



燈號改變項目	3月	4月
股價指數		
製造業銷量指數		
製造業營業氣候測驗點		
燈號未變項目		
M1B		
工業生產指數		
工業及服務業加班工時		
海關出口值		
機械及電機設備進口		
批發、零售及餐飲		

資料來源：CEIC，國發會，永豐投顧整理

台灣景氣仍面臨下行壓力：

- 廠商拉貨潮帶動下，出口與製造業相關指標多維持紅燈強勁水準
- 上半年拉貨恐犧牲下半年旺季，製造業相關指標料將隨出口回落
- 關稅不確定性仍高情況下，製造業廠商信心受關稅政策影響明顯回落，使製造業營業氣候測驗點難有好轉態勢
- 預期下半年台灣景氣將面臨放緩壓力，燈號難以維持黃紅燈水準

Taiwan GDP Forecast(%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
中經院(樂觀)	4.59	5.37	3.08	2.50	2.79	2.85
中經院(中性)			1.11	1.00	1.57	1.66
中經院(悲觀)			n.a	n.a	n.a	0.16
台經院			3.15	2.65	2.69	2.91
主計總處			5.23	0.80	1.19	3.10
SinoPac			5.26	-0.32	0.90	2.75

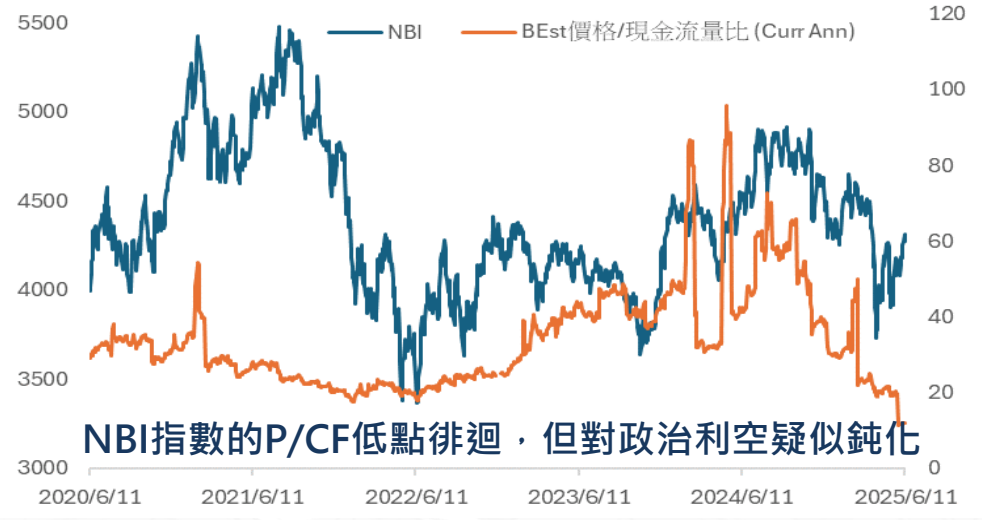
股市-選後樂觀帶動韓股創3年高，AI供應鏈續撐美股

		2024封關	2025/5/13	2025/6/13	期間漲跌	YTD(%)
美歐股市	道瓊	42,544	42,140	42,198	0.1	-0.8
	S&P500	5,882	5,887	5,977	1.5	1.6
	NASDAQ	19,311	19,010	19,407	2.1	0.5
	德國DAX	19,909	23,639	23,516	-0.5	18.1
	法國CAC	7,381	7,874	7,685	-2.4	4.1
	英國FTSE	8,173	8,603	8,851	2.9	8.3
亞洲股市	日本	39895	2,772	2,756	-0.6	-1.0
	中國	3,352	3,375	3,377	0.1	0.8
	香港	20,060	23,108	23,893	3.4	19.1
	南韓	2,399	2,608	2,895	11.0	20.6
	台灣	23,035	21,330	22,073	3.5	-4.2
	新加坡	3,788	3,881	3,911	0.8	3.3
	泰國	1,400	1,214	1,123	-7.6	-19.8
	馬來西亞	1,642	1,582	1,518	-4.1	-7.6
	印尼	7,080	6,833	7,166	4.9	1.2
	菲律賓	6,529	6,567	6,396	-2.6	-2.0
	越南	1,267	1,293	1,315	1.7	3.8
金磚	巴西	120,283	138,963	137,213	-1.3	14.1
	印度	78,139	81,148	81,119	0.0	3.8
其他	新興亞洲	704	750	777	3.6	10.4
	新興歐洲	118	148	147	-0.4	24.5
	拉丁美洲	1,853	2,270	2,271	0.0	22.6

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

美股–估值與集中度重回高點，逢低布局不追高，維持中性





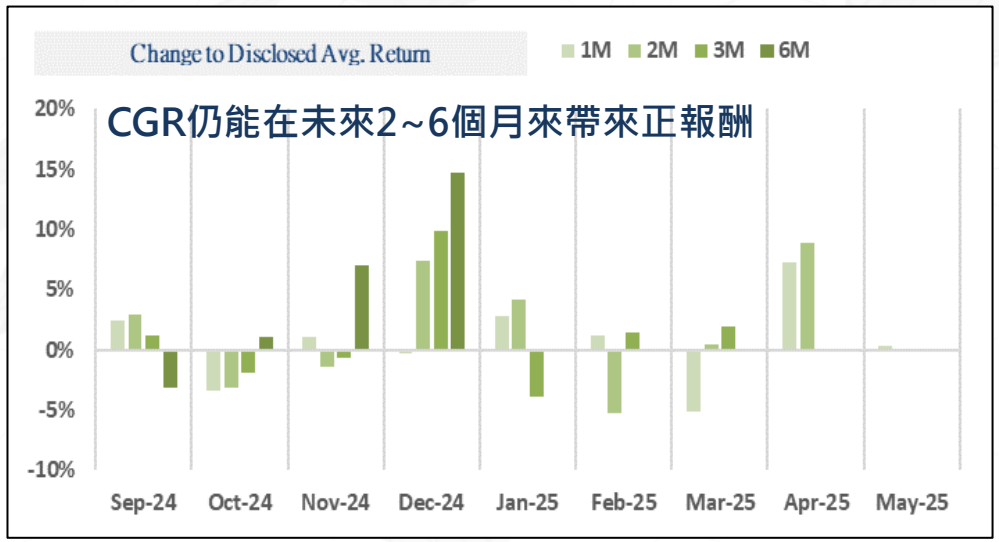
	2025 EPS	年底目標價	對應估值
美國銀行	250	5600	22.4
巴克萊	262	5900	22.5
花旗	255	6300	24.7
德意志	240	6150	25.6
高盛	262	6100	23.3
匯豐	255	5600	22.0
JPMorgan	250	5200	20.8
摩根史丹利	257	6500	25.3
富國	274	7007	25.6
上述平均	256	6040	23.6
永豐	260	6240	24.0
彭博共識	259		

資料來源：LSEG，Bloomberg，永豐投顧整理

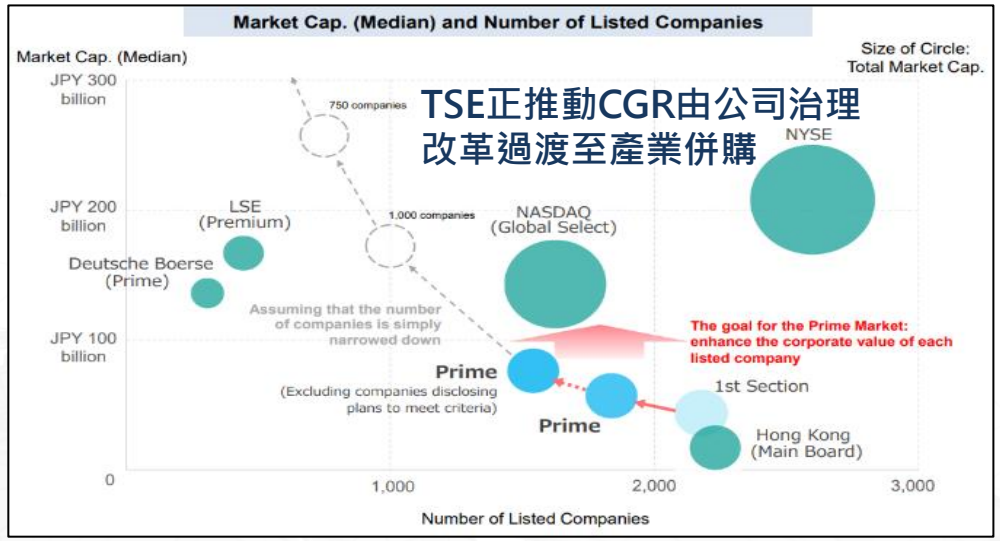
- 非AI企業獲利普遍悲觀促使資金更往AI集中，市場集中度再度大幅上升，加上投資人對中美關稅走向感到樂觀，促使標普500指數逼近前高。
- 從企業獲利角度來看，我們預估今年標普500企業獲利$260.4，彭博共識預估為$259，明年$294。市場對估值的預估沒有低於20倍以下，只是估值要突破疫情時的24倍以上，標普可能才有機會再創新高。
- 結論: 我們認為在經濟走軟且高通膨的總經環境下，股市要維持如此高的估值，風險太高，不建議追高，保守續抱依舊為最好的策略，有修正可逢低布局AI企業。

日股-改革依舊在，持續提高ROE, PB與EPS，維持相對正向





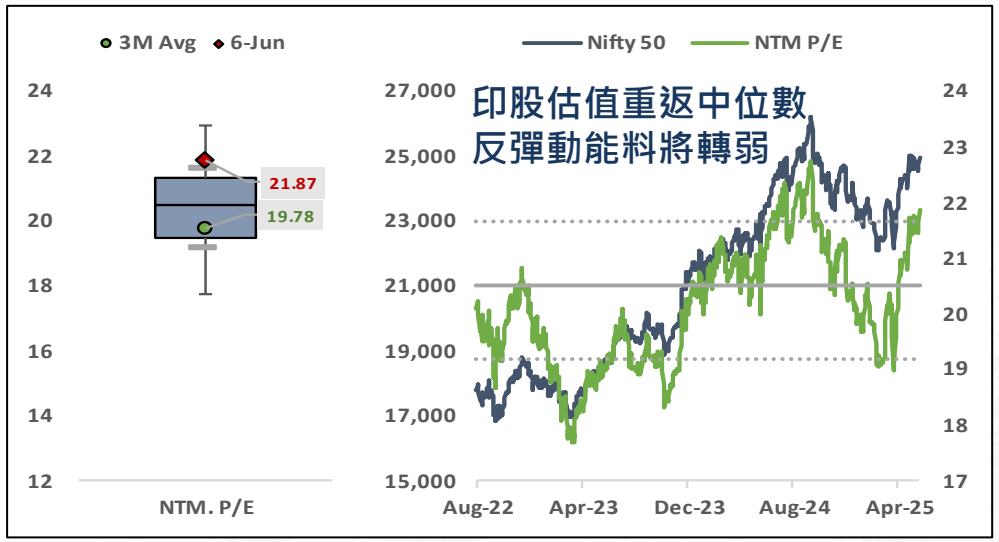
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

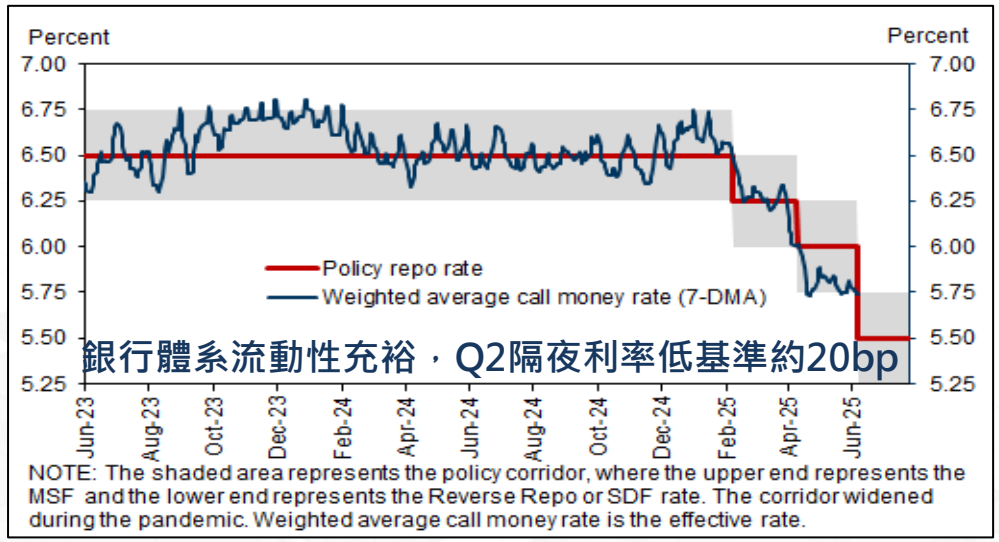


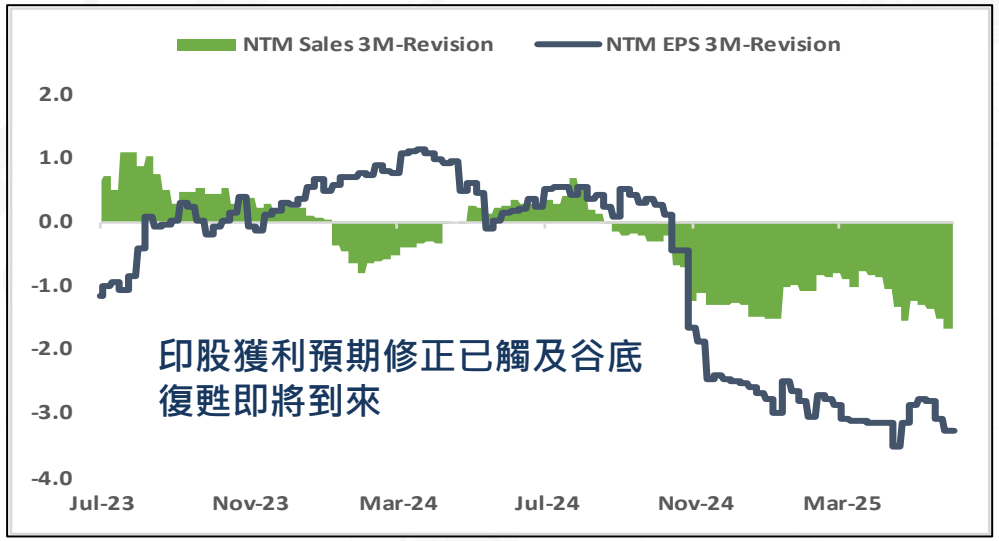
日本產業競爭過度激烈，存在大幅整併空間

M&A activity	Japan	Europe	US
M&A % of nominal GDP (20Y avg)	4.3%	8.6%	9.5%
Concentration	**TSE**	**FactSet Europe**	**Russell 3000**
% of mcap in industries with high HHI	18%	11%	27%
% of mcap in industries with medium HHI	24%	22%	23%
% of mcap in industries with low HHI	57%	66%	50%
Number of companies	3940	2675	2936
No. of liquid companies (6M ADTV > $5m)	576	705	2186
% liquid	15%	26%	74%
Valuations	**TOPIX**	**STOXX 600**	**S&P500**
LTM PBR (x)	1.4	2.1	5.0
NTM ROE (%)	9.4	13.4	20.9
NTM EV/EBITDA (x)	9.5	9.3	14.6

印股–RBI超預期降息，回檔即是進場好時機，維持相對正向



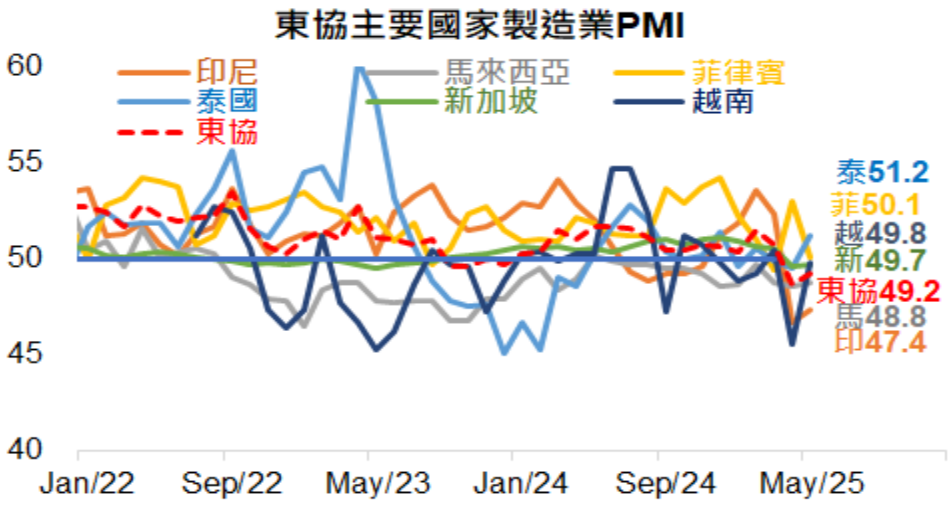


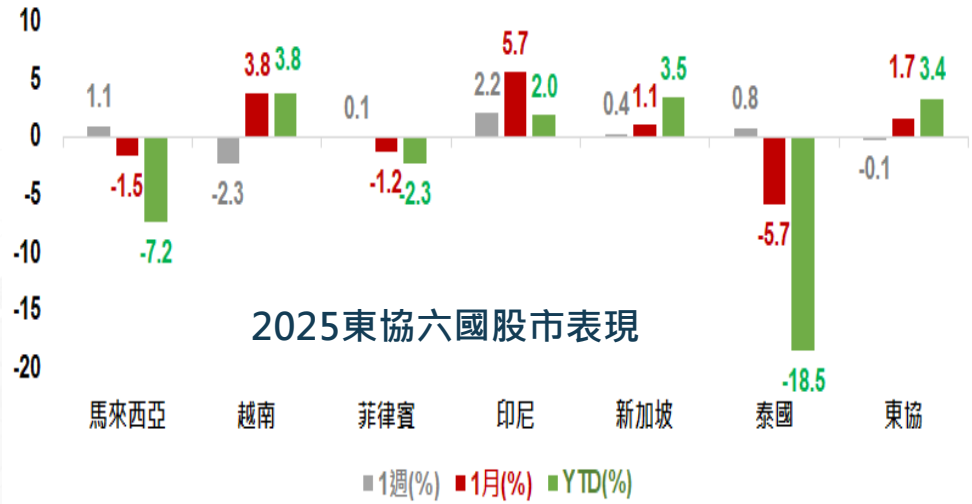


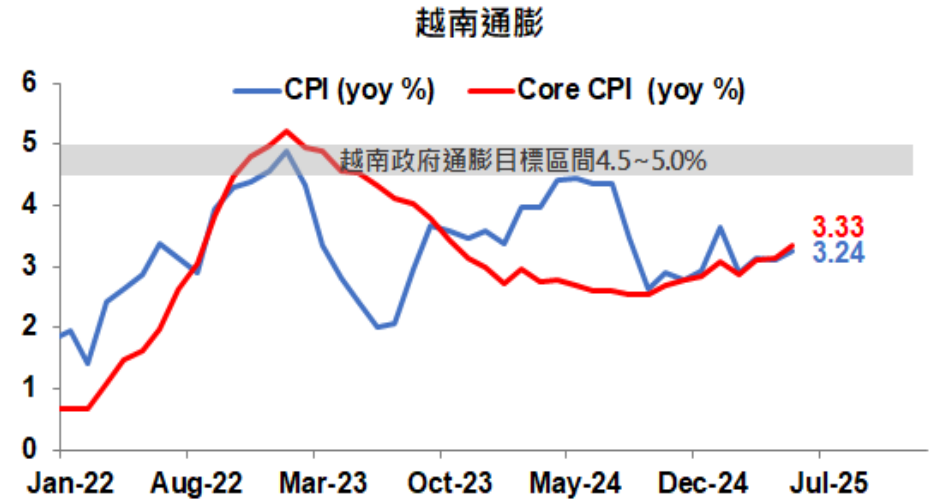
- RBI於6/6以5:1票數宣布降息50bp，幅度超出市場預期，並且同步宣告將在9~11月期間分4次將現金準備率(CRR)調降共100bp至3.0%，為銀行系統注入2.5兆盧比的流動性，不過政策聲明指出「在本輪會議後，貨幣政策支持成長的空間非常有限」，並將政策立場由「寬鬆」調至「中性」。
- 物價方面，隨著西南季風到達，IMD記錄到6月第一週降雨量已超出歷史平均，機構預計西南季風將在6/12~6/18恢復強勢，並進入印度中部及東部地區，印度政府預估kharif季產量將創下新高。
- 考量到秋季將迎來豐收，以及美印談判可能會部分開放農產品進口，預估全年通膨持續下行，但在需求支撐下將穩定在RBI通膨目標下緣(2%~3%)，印度政府已批准將夏季作物(kharif)的最低支持價格(MSP)提高3%~14%，預計將支撐農村消費進一步擴張，同時RBI所釋放的超額流動性將推動印度信貸市場於Q3再次進入擴張週期，因此預估RBI 8、10月將不再降息。

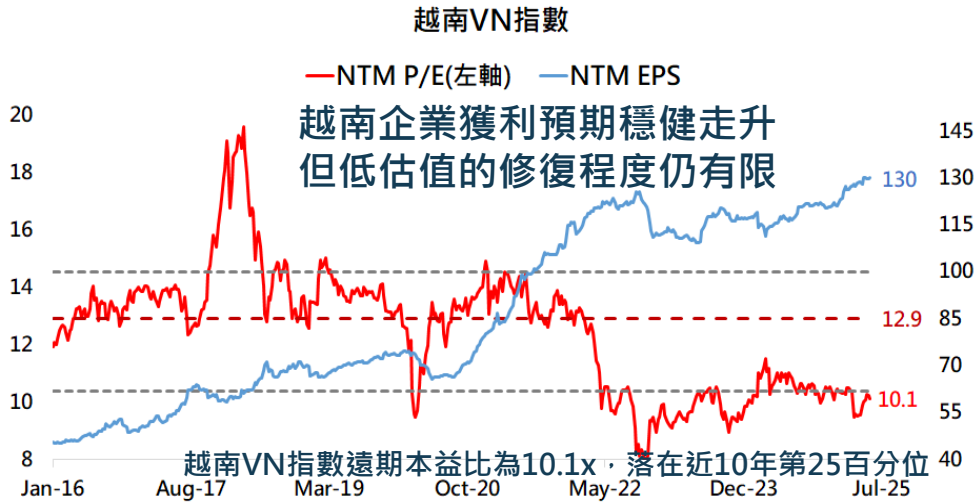
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

越南–關稅暫緩期，經濟重新復甦，但低估值需要催化劑





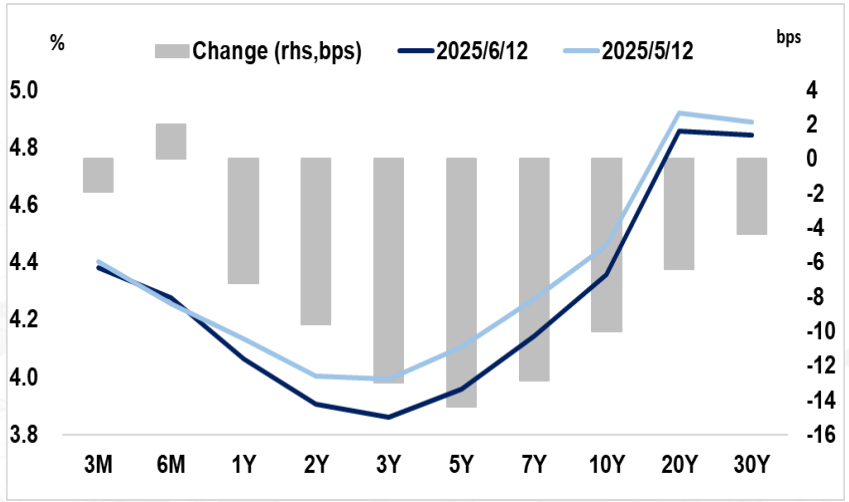




資料來源： Bloomberg , S&P Global，永豐投顧整理

債市-短期受益經濟放緩與降息預期，長線留意財政疑慮

各國公債		2024封關	2025/5/13	2025/6/13	報酬率(05/13~06/13)
歐洲	希債10年券	3.23	3.46	3.28	1.45
	葡債10年券	2.85	3.19	3.05	1.17
	義債10年券	3.53	3.71	3.49	1.81
	西債10年券	3.07	3.30	3.16	1.13
	法債10年券	3.20	3.35	3.26	0.81
	德債10年券	2.36	2.68	2.54	1.17
	英債10年券	4.62	4.68	4.55	0.95
G3	日債10年券	1.09	1.45	1.40	0.38
	美債10年券	4.55	4.50	4.42	0.60
亞太	台債10年券	1.67	1.54	1.52	0.18
	韓債10年券	2.86	2.72	2.82	-0.91
	澳債10年券	4.49	4.43	4.16	2.34



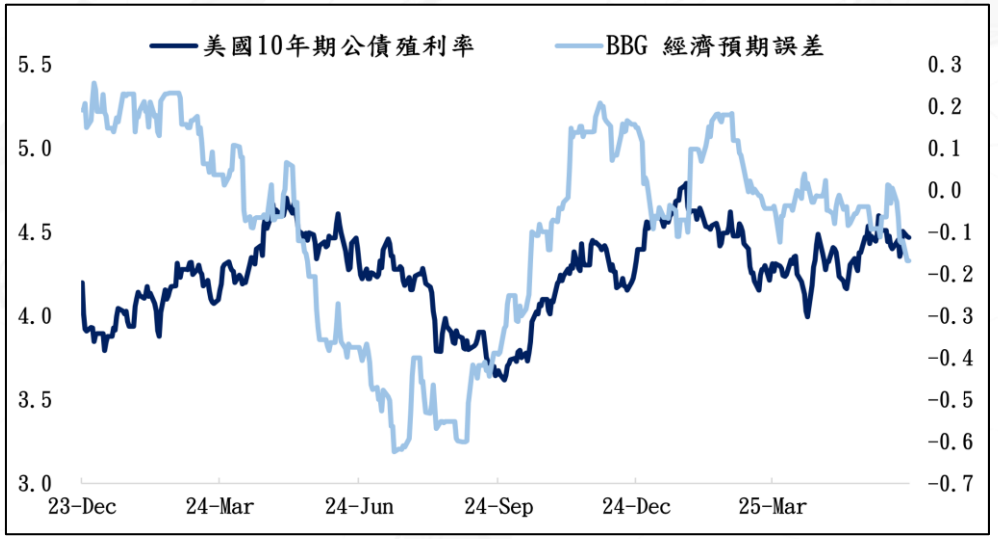
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES

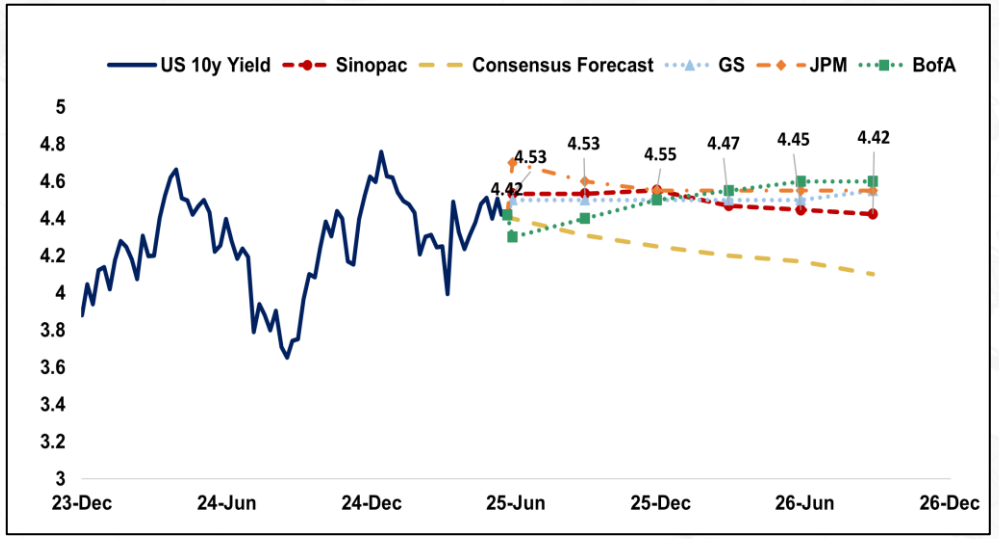
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	97.4%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	30.0%	69.2%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	22.0%	58.5%	19.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	12.0%	41.5%	37.4%	8.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	8.0%	31.5%	38.8%	18.5%	3.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	17.4%	34.4%	30.7%	12.3%	1.8%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	10.2%	25.7%	32.6%	21.7%	7.2%	0.9%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.1%	14.7%	27.7%	29.4%	17.5%	5.4%	0.7%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	8.7%	20.3%	28.5%	24.3%	12.2%	3.3%	0.4%
2026/7/29	0.0%	0.1%	0.7%	3.9%	11.8%	22.5%	27.3%	21.0%	9.8%	2.5%	0.3%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.5%	5.7%	14.3%	23.6%	25.9%	18.4%	8.1%	2.0%	0.2%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.2%	7.2%	15.9%	24.0%	24.6%	16.7%	7.1%	1.7%	0.2%
2026/12/9	0.1%	0.9%	3.5%	9.5%	18.0%	24.2%	22.5%	14.1%	5.7%	1.3%	0.1%

資料來源：CME, Bloomberg，永豐投顧整理

美債—受益經濟放緩與降息預期，SLR改革的影響有限

- 在美國銀行業中，**資產規模最大的四家銀行（通常指摩根大通、美國銀行、花旗集團和富國銀行等）在受到補充槓桿比率（SLR，Supplementary Leverage Ratio）監管約束的銀行總資產中，占據了約65%至80%的份額**，這四家銀行的資產規模在所有受SLR監管的銀行中占據主導地位。
- 然而，上述提到“增量國債需求預計溫和”，**這表示即使SLR規則放寬（例如豁免美國國債或儲備金計入SLR分母），這些主要銀行對美國國債（UST）的額外需求（即新增的購買量）預計不會大幅增加**，而是保持在較低的水準。這是因為：
  1. SLR約束對這些銀行的影響有限：前四大銀行的SLR比率穩定（約6.1%），且優先股發行量下降，表明它們目前並未受到SLR的嚴格約束。因此，**放寬SLR可能不會立即促使它們大量購入國債**。
  2. 資本重新配置：即使SLR寬鬆釋放了資本，**邊際受益較大的銀行可能更傾向於將資本投向回報率更高的資產（如貸款或其他投資），而非低收益的國債。**
  3. 市場影響有限：溫和需求意味著整體市場對國債的增量需求也不會顯著增加，因此對交換利差（swap spreads）等市場指標的短期影響較小。

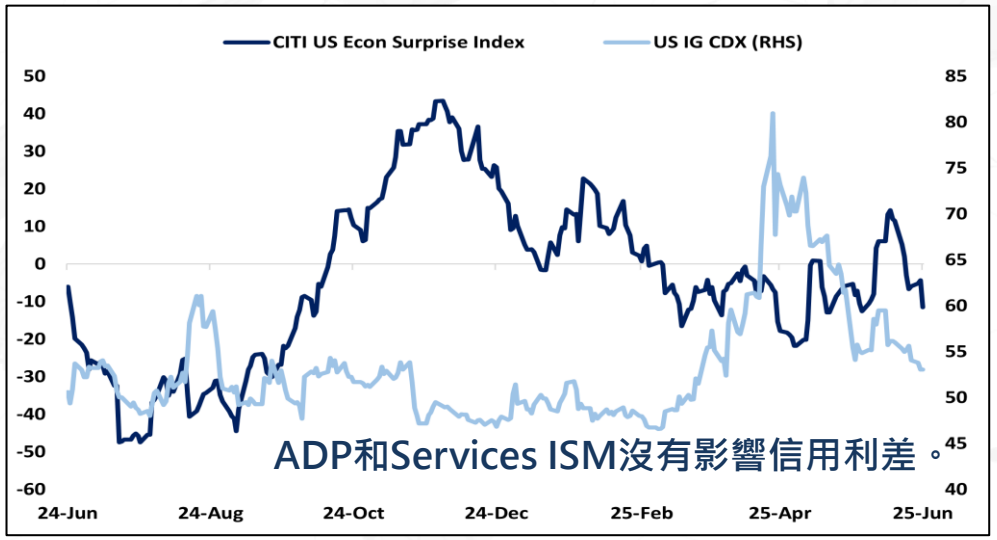


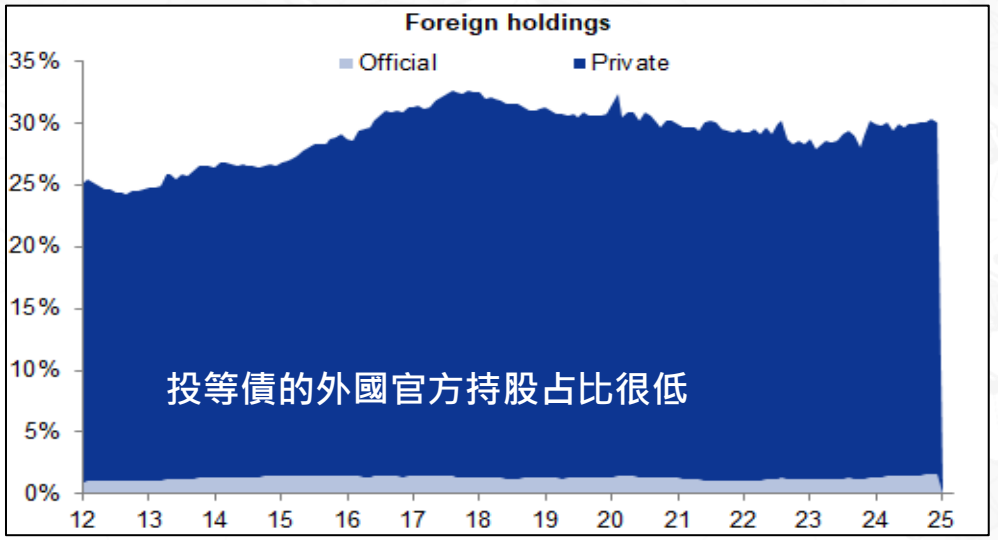


資料來源：LSEG，永豐投顧整理

投等債—優質企業營運穩定，受899條款影響較低

- 強勁的硬數據和技術面因素將信用利差推至90個基點，相當接近我們2025年預期範圍的底部。儘管關稅相關新聞風險頻發，包括對歐洲關稅、關稅裁定及中美協議，但對美國投資級債券影響相對有限。硬數據更關鍵，預計利差將保持在較窄的範圍內。建議投資於估值較低或對經濟數據轉弱有韌性的板塊，如5-7年期債券、BBB級債券，以及銀行、REITs、工業和醫療保健行業。
- 第899條對「歧視性外國」（DFCs）居民的被動收入和商業收入徵收額外稅款，首年稅率為5%，10年後可能增至50%。
  - **此政策對在美外國公司的影響顯著，但對公共債務市場的直接影響較小，因1984年投資組合利息豁免免除了國庫債券、機構債券、MBS和公司債券的利息預扣稅**。
  - 此外，對於中央銀行和主權財富基金等政府附屬實體的處理存在一些模糊性，但相對於公債市場，公司債券的問題重要性較低，因為官方部門的持有量非常低。該條款如同對等關稅，將加劇貿易不確定性，可能再次削弱美元。





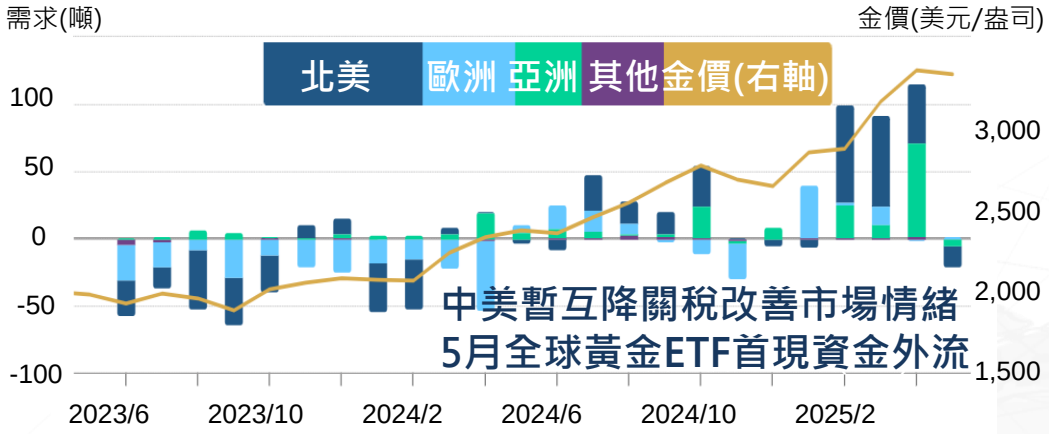
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

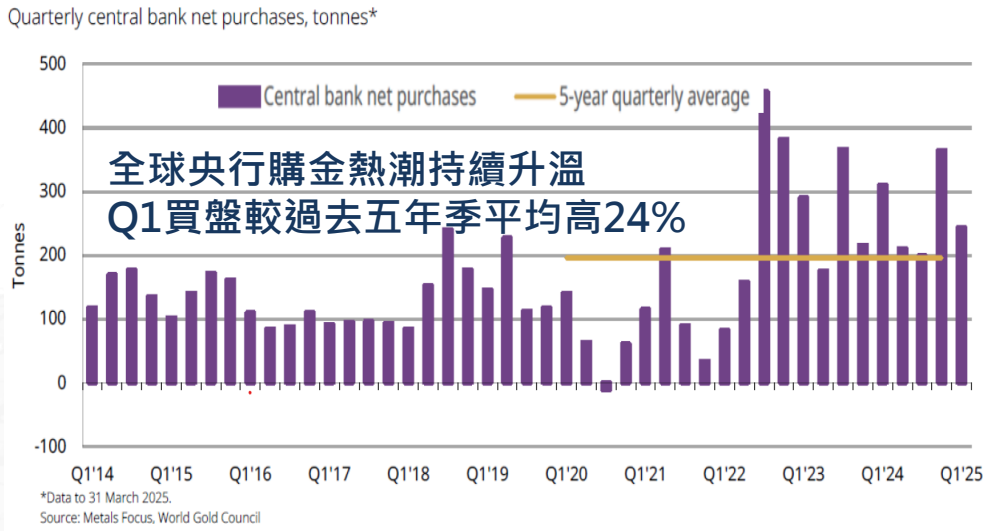
原物料-以伊烽煙再起，地緣風險溢價推升油金走勢

		2024封關	2025/5/13	2025/6/13	期間漲跌	YTD(%)
農作物	棉花	68	66	65	-1.4	-4.4
	咖啡	320	385	350	-9.1	9.4
	糖	19	18	16	-11.5	-16.3
	小麥	552	502	544	8.4	-1.4
	黃豆	998	1,067	1,070	0.2	7.2
	玉米	459	436	445	1.9	-3.1
能源	原油	72	64	73	14.6	1.8
	天然氣	4	4	4	-1.8	-1.4
貴金屬	黃金	2,641	3,248	3,431	5.6	29.9
	白銀	29	33	36	10.6	24.3
	白金	908	992	1,229	23.8	35.4
基本金屬	銅	8,768	9,600	9,645	0.5	10.0
	鉛	1,952	1,989	1,991	0.1	2.0
	鎳	15,328	15,735	15,128	-3.9	-1.3
	鋅	2,979	2,705	2,623	-3.0	-11.9
CRB指數		297	301	310	3.1	4.4

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

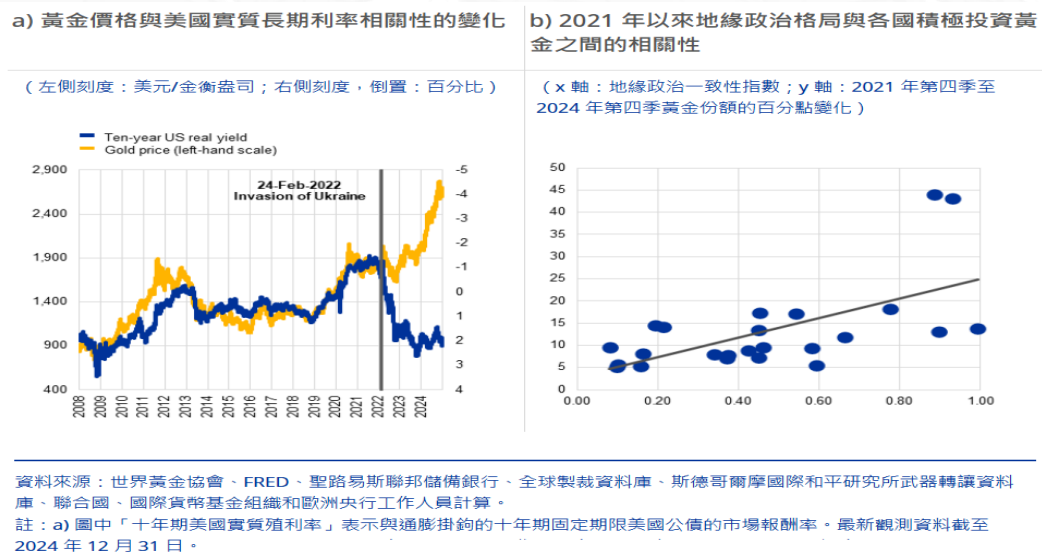
黃金-經濟不確定性與央行儲備需求，維持相對正向





- **現貨黃金保持在每盎司$3000以上是新常態，從評價面來看，使用通膨、央行黃金購買量、實質利率和美元等變量跑回歸分析，顯示金價公允價值大約在$2900左右。**
- **短期內貿易談判進展及中東地區以伊衝突的升降溫，牽動避險情緒的強弱勢，預計避險升溫情境下的金價將朝向$3500靠攏，而Fed九月降息預期、央行持續購金、黃金ETF買盤積極流入、弱勢美元、貿易政策與地緣政治不確定性等提供金價支撐。**
- **隨著投資人關注焦點逐漸由貿易局勢轉向美國財政和債務前景，預期下半年金價波動大區間為$3100-$3500，但多數時間可能運行在$3100-$3300，對黃金有興趣的投資人可於接近區間下緣進場布局。**

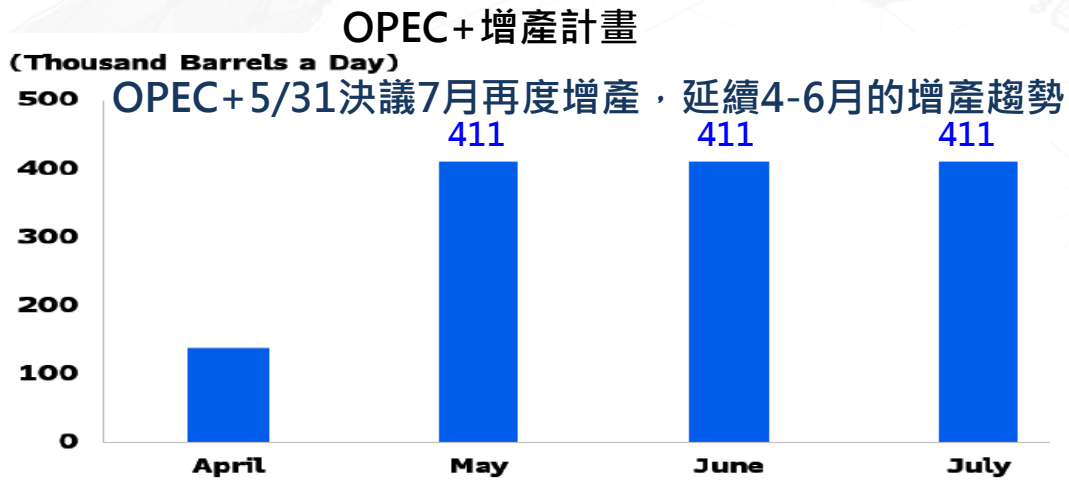
資料來源：Bloomberg，WGC，永豐投顧整理

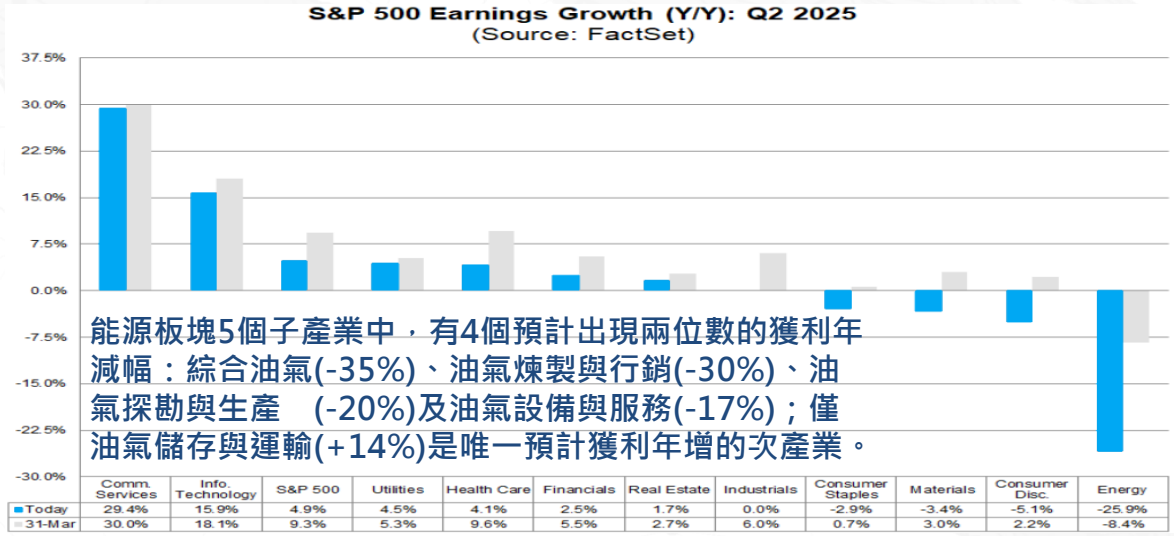


資料來源：世界黃金協會、FRED、聖路易斯聯邦儲備銀行、全球製裁資料庫、斯德哥爾摩國際和平研究所武器轉讓資料庫、聯合國、國際貨幣基金組織和歐洲央行工作人員計算。
註：a) 圖中「十年期美國實質殖利率」表示與通膨掛鉤的十年期固定期限美國公債的市場報酬率。最新觀測資料截至 2024 年 12 月 31 日。

能源-OPEC+增產政策壓頂，地緣風險溢價偶令油價短暫回春

- 6/13以色列空襲伊朗核設施和軍事目標，伊朗誓言通過嚴厲回應來報復美國和以色列，當地的軍事衝突升級，引領地緣政治風險溢價回歸， 當日WTI原油在亞洲早盤一度漲近12%至$74.63，未來伊朗回應的速度和規模將牽動目前走勢的持續時間。期貨曲線遠端的反應也相當明顯，表明交易員正計入這場衝突對全球石油供需格局產生更長期影響的可能性，WTI今年12月和明年12月合約的價差目前大幅貼水約$1.63，形成看漲的價格型態，此前在OPEC+增產政策下，該價差多數處於升水狀態。
- 然而經驗顯示，石油的地緣風險溢價通常是短暫且幅度有限的，鑒於OPEC+連續三度增產且有意延續增產趨勢、EIA預計庫存將在年底前增加，而中美的需求訊號仍然好壞參半，因此我們不認為油價的反彈具有可持續性，今年供需基本面可能會繼續對價格造成壓力，並且每當地緣政治風險導致價格上漲時，供需基本面最終將佔據主導地位，若以伊衝突未造成重要能源設施受創，則預期在地緣政治風險消退後，WTI原油回歸$56-$68交易區間。
- OPEC+啟動溫和漸進的價格戰，施壓油價：OPEC+5/31將7月原油日均增產幅度提高至41.1萬桶，儘管傳出少數成員國試圖游說7月暫停增產，然因沙特對進一步大幅增產以爭奪市場占有率抱持開放態度，以及繼續施壓違反產量配額規定的成員國嚴守生產紀律，預計在8、9月夏季需求高峰順勢進行類似規模的增產，市場預期Q3或出現最高日均60萬桶供油過剩。





資料來源：Bloomberg，Factset，永豐投顧整理

匯率趨勢報-投資人尋求美元以外的避風港

主導美元指數走勢因素有3：(1)關稅政策，7月對等關稅延緩90天到期後仍可能有其他關鍵貨物關稅陸續推出，關稅不確定性難於短期結束，(2)財政問題，美國減稅法案已送交參院，預期通過機率高，投行多預估明年將增加發債，財政擔憂削弱美元資產信心，(3)美國經濟前景，廠商上半年提前拉貨，下半年生產活動料將放緩，加上DOGE裁員影響逐漸浮現，預期美國GDP於2Q恢復正成長，但下半年逐季放緩。整體來看，美元短線或因關稅判決、貿易協定維持區間震盪，但預期下半年逐季走貶，預估年底往93貶值，全年區間93~103。

考量到川普已同意新日鐵併購、日本7月將迎參議院選舉、美日加快談判步調與雙方積極聲明，但不認為以日本汽車的出口量，能夠達成像美英協議那般寬鬆的條件(配額量>對美出口量)，仍會對日本經濟造成衝擊，預期BOJ升息時點將後延至10月，短線上日圓將因關稅協議下的升值預期與投機押注而升值，故3Q看135日圓，4Q隨關稅議題消退，市場重新聚焦美日利差後貶回140。



美印在美國重塑貿易過程取得整體的利益將大於美國保護關鍵產業的損失，原油基本面重要性大於地緣政治，而印度標農業經濟進入復甦階段，有望增加出口，將改善經常帳，通膨有望得到控制並回落至目區間，RBI亦將暫停降息，預期下半年印度盧比區間在82~88。

預期貿易與財政仍是主導歐元走勢的主要因素，美國希望於7月暫緩對等關稅期限到期前與多數國家達成協議，但目前不確定性仍大，加上川普仍有其他限制貿易手段，市場擔憂不易立刻消退，歐洲資金匯回料將延續，財政方面，德國新政府預算預期將於9月完成議會批准，財政擴張將有望於4Q開始對經濟產生貢獻，兩項因素均為歐元走勢帶來支持，預期下半年歐元將延續偏升格局，預期估年底往1.18升值，全年區間1.10~1.18。

市場揣測亞幣可能被施壓升值，以便迎合美國的貿易談判要求，加以出口商恐慌性拋匯，以及外資終止連續四個月賣超台股等因素帶動下，台幣5月升幅逼近7.0%，創近36年來最大單月漲幅，亞幣中表現最為強勢。

儘管央行總裁楊金龍出面信心喊話，且央行近期嚴抓炒匯，台幣匯率已在30左右恢復穩定，然受關稅訴訟戰發展未明、川普政策反覆不定等影響，美經濟前景仍面臨放緩壓力，美元信心難以回穩，在出口商、外資持續積極拋匯下，台幣仍面臨升值壓力，升值趨勢並未改變。

資料來源：永豐投顧整理

關稅不明與伊朗地緣衝突混淆市場，不確性籠罩

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	中性	持平	在經濟走軟且高通膨的總經環境下，股市要維持如此高的估值風險太高，不建議追高，保守續抱依舊為最好的策略，若市場修正可逢低布局評價面合理的AI企業。
歐洲	中性	持平	歐元區經濟走軟、實質利率上行，因此投資仍要相當謹慎，不過相比美股，歐股估值較低且貨幣政策前景較明朗，近期表現可能仍會優於美股。
日本	相對正向	持平	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	相對正向	上調	台股因美股持續強勢表現優於預期，一口氣突破年線壓力，短中長期均線都翻揚，後勢謹慎樂觀，不過22800-23000點為長期盤整套牢區，有鑑於市場變數未靖，可待拉回再逢低買進。
中國A股	中性	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，建議待政策預期重新湧現後，再行進場。
中國H股	相對正向	持平	香港新消費與科網股較不受疲軟經濟與中國競價環境影響，在政策挹注與AI行情推動下仍具成長空間。
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。
越南	中性	持平	5月數據顯示經濟正從美國關稅政策的影響中復甦，越美第三輪貿易談判將於6月上半月進行，談判仍面臨美國希望越南減少對中國供應鏈依賴的要求等挑戰，預計雙方分歧有望逐漸縮小。

以伊戰爭推升油金，成長股情緒或承壓

資產	投資評等	變化	評論
產業類股			
科技	中性	持平	AI需求仍強，只是相關企業估值多半過高且財報鮮少再釋放巨大驚喜。當前包含科技股在內，各類金融商品都對川普投顧和美國經濟相當敏感，依舊建議保守看待。
能源	中性	持平	6/13以色列空襲伊朗核設施和軍事目標，石油的地緣政治風險溢價回歸，推動WTI原油期貨亞洲早盤一度由$68迅速衝上$74，未來伊朗回應的速度和規模將牽動目前走勢的持續時間。
生技	中性	持平	美國糖尿病協會將舉辦，近期NBI指數也疑似對政治波動鈍化，有可能隨著政治的最大利空釋放，使市場開始有危機入市的情緒出現，風險承受度高的投資人或可以開始關注。
原物料			
黃金	相對正向	持平	近期美國數據鞏固投資人對Fed今年至少降息兩次的預期，黃金區間波動，昨收$3385.9。短線美國貿易政策和中東地緣政治發展將牽動金價走勢，預計避險升溫情境下為$3300~$3500。

通膨放緩利率小幅下滑，信用利差普遍持穩

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4.2-4.7%。
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。

美國經濟數據不如預期，政治紛擾壓抑，DXY貶至98.35

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	中性	持平	聚焦下週FOMC會議，預期Fed將上修通膨，下修GDP，點陣圖則維持年內降息2碼預估，或限制降息預期擴大空間，美元轉呈震盪，預估美元下週區間96.0~99.0，維持美元中性評等。
歐元	中性	持平	短期歐元區經濟數據較為清淡，市場對ECB降息預期已收斂至1碼左右，再修正空間已有限，料歐元漲勢可能暫歇，歐元短線呈震盪格局，下週區間1.1400~1.1700，維持歐元中性評等。
日圓	相對正向	持平	美日談判不確定性仍大，加上BOJ總裁對升息釋出謹慎言論，使市場升息預期可能降溫，為日圓帶來壓抑，預期日圓下週維持低檔震盪格局，區間142~146，維持日圓相對正向評等。
南非幣	中性	持平	南非總統Ramaphosa與美國總統川普見面未能修復兩國緊張關係，隨著美國取消南非援助經費，令南非出現預算短缺，加以預算案仍有待明朗化，維持南非幣中性評等。
澳幣	相對負向	持平	美中貿易關係改善將短線提振澳幣走勢，澳幣預估區間在0.63~0.67，中國經濟成長放緩，且貿易戰將衝擊全球原物料需求，料令澳洲出口成長放緩，維持澳幣相對負向評等。
人民幣	相對負向	持平	美中雙方達成框架協議，短線有助於人民幣匯率走升，人民幣預估區間為7.05~7.30，中長線來看，儘管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。