

2025/08市場展望

樂觀看待關稅談判 美股續創歷史新高

全球景氣解析
重要市場展望
投資評等

p.2

p.9

p.19

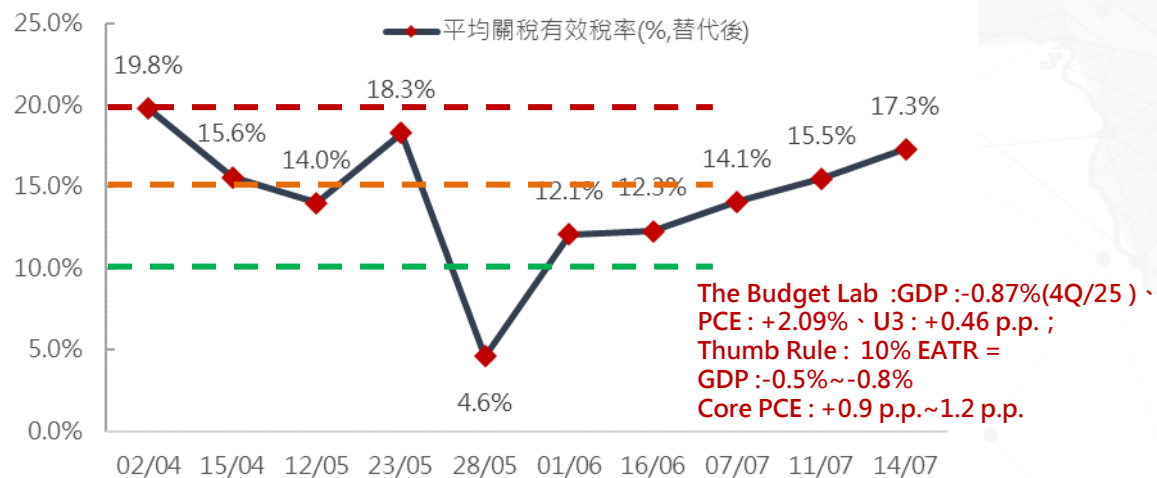


美國對等關稅8/1開始課徵，後續留意關鍵貨物關稅

全球景氣解析

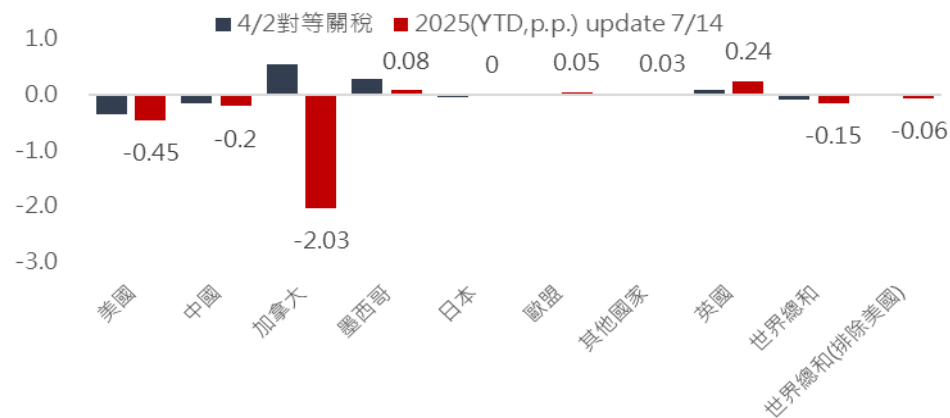
- 談判進入衝刺期：對等關稅(包含懲罰性關稅)將於8/1開始徵收，該日期將不予以延期，美國也將與18國衝刺能達成協議，美國財長Bessent表示美中談判方面，8/12將不會是最後日期。
- 接續是關鍵貨物：計劃對藥品、半導體和金屬在內的特定行業或產品徵收關稅；
- 政策不確定性觸頂轉降，但仍有起伏：談判結果不如預期或衝突升高可能性仍在(例如加拿大鋼鋁、日本農產品、中國國家體制、歐洲數位稅與增值稅以及印度農產品、汽車)，可預期信心衝擊程度將小於4/2解放日。

國家	4/2稅率	7月稅率	變動
墨西哥	25(芬太尼+邊境)	30	5
中國	20(芬太尼)+34	-	-
加拿大	25(芬太尼+邊境)	35	10
日本	24	25	1
越南	46	20	-26
南韓	25	25	0
台灣	32	-	-
愛爾蘭	20	30	10
印度	26	-	-
義大利	20	30	10
英國	10	10	0
法國	20	30	10
馬來西亞	24	25	1
新加坡	10	-	-
巴西	10	50	40
平均	23	28	6

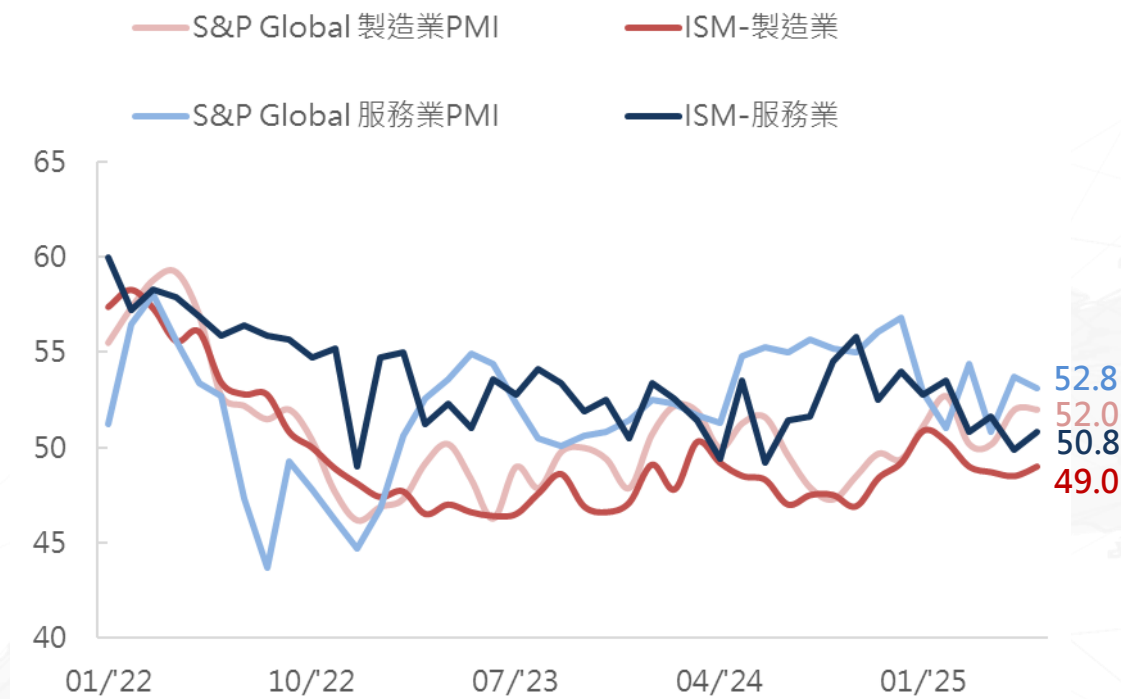


資料來源：The Budget Lab, 永豐投顧整理

長期GDP衝擊

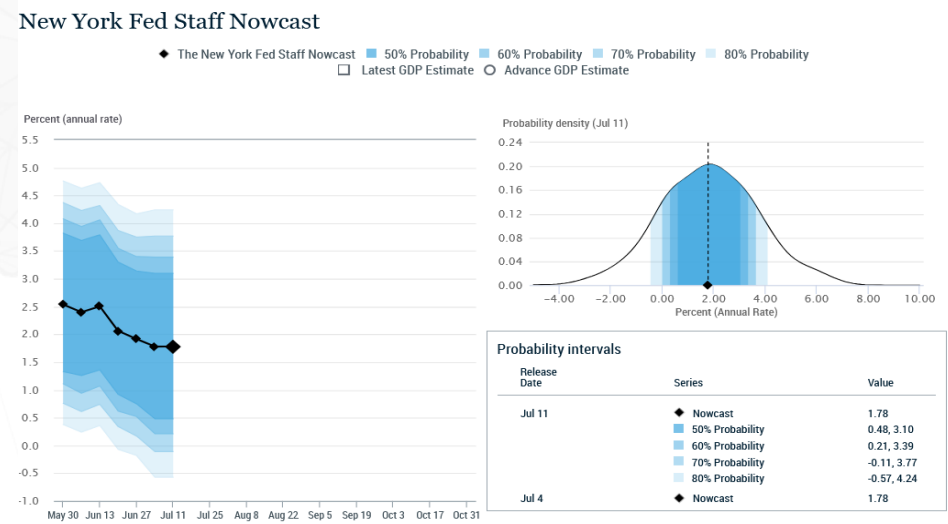
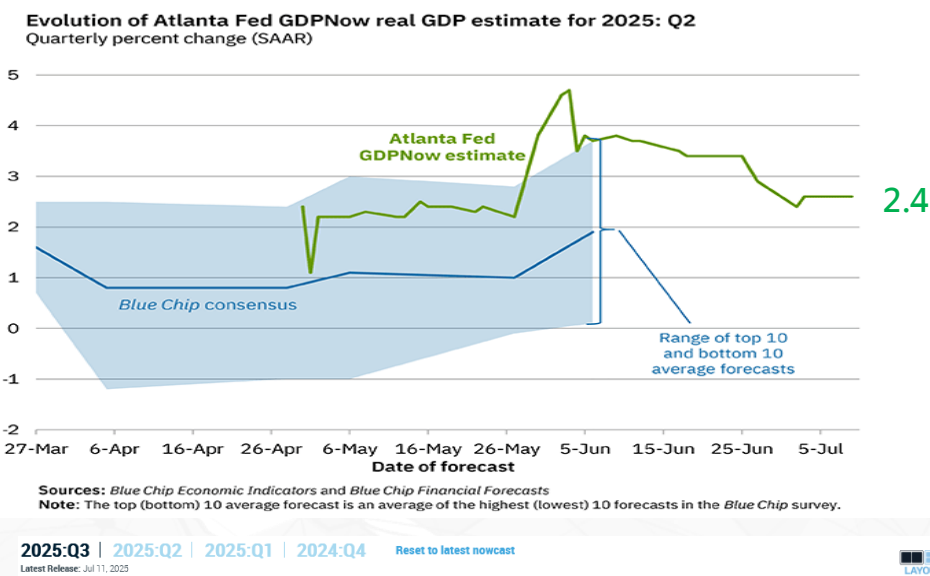


美國製造業景氣持穩，今年經濟衰退的機率降低

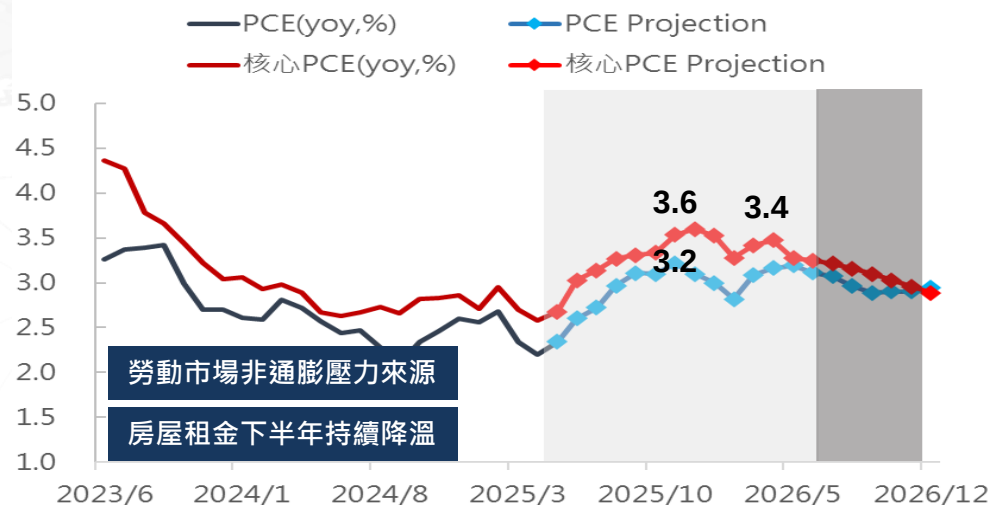
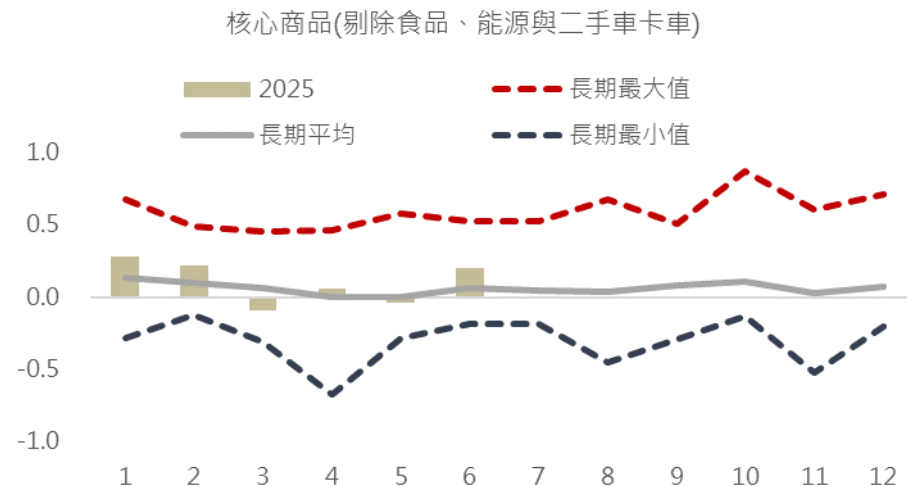
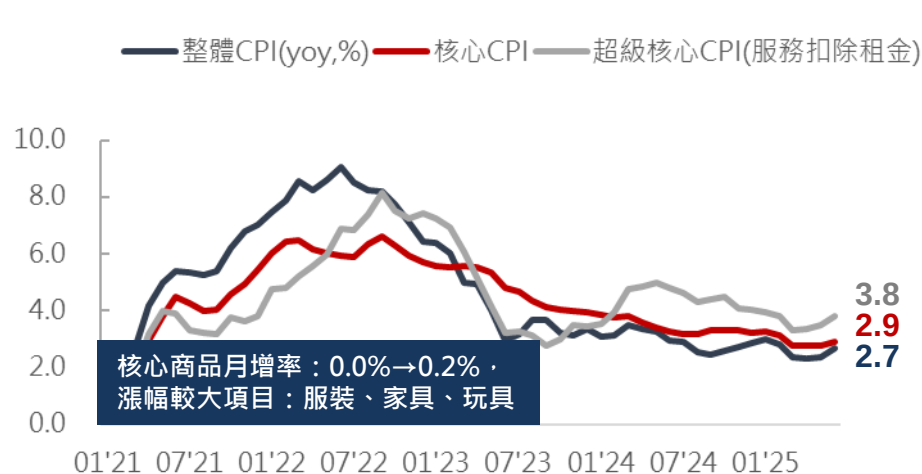


S&P Global PMI	美國	歐元區	德國	法國	英國	日本	澳洲	印度
製造業	52.9	49.5	49.0	48.1	47.7	50.1	50.6	58.4
服務業	52.9	50.5	49.7	49.6	52.8	51.7	51.8	60.4
綜合	52.9	50.6	50.4	49.2	52.0	51.5	51.6	61.0
整體景氣狀況	擴張	擴張	擴張	收縮	擴張	擴張	擴張	擴張
過去六個月變化								

資料來源：Citi, FRB Atlanta, FRBNY, S&P Global · Bloomberg · 永豐投顧整理



關稅在核心商品CPI初探頭，留意關稅傳導滯後與黏著性



資料來源：BLS, Bloomberg · 永豐投顧整理

誰是接班人—聯準會主席



Kevin Warsh



Kevin Hassett



Scott Bessent



Christopher Waller



David Malpass
Michelle Bowman

姓名

選情評估

職務經驗	Fed理事	兩屆NEC主席	對沖基金經理 財政部長	Fed理事	世界銀行行長 Fed副主席
貨幣政策態度	鷹派	鴿派	鴿派	鴿派	鴿派
川普忠誠度	3	5	4	3	3
市場信譽	4	3	5	5	3
市場預估當選機率	24	12	18	12	直到2025/12/31 · 2

市場影響

短期利率	↑	↓	↓	↓	
長期利率	?	↑	?	?	
通膨預期	↓	↑	↑	→	
實質利率	↑	↑	↑	→	
期限溢價	?	↑	?	→	

備註

通膨鷹派

獨立性下降
政治溢價

實踐333

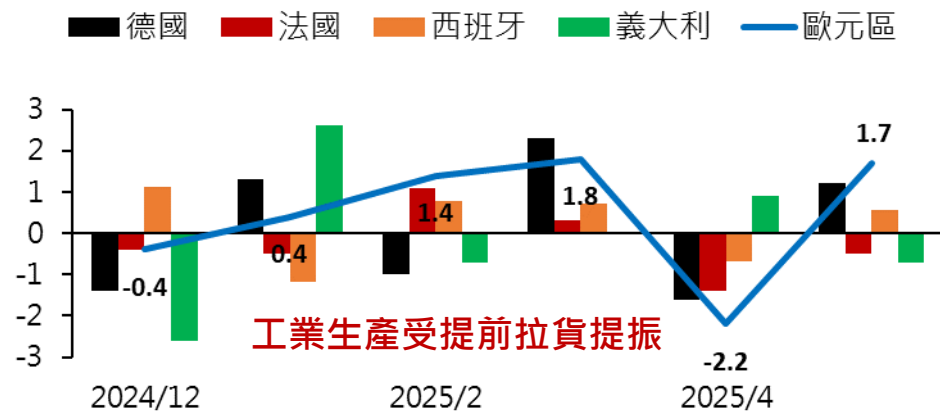
制度守護者

可能人選

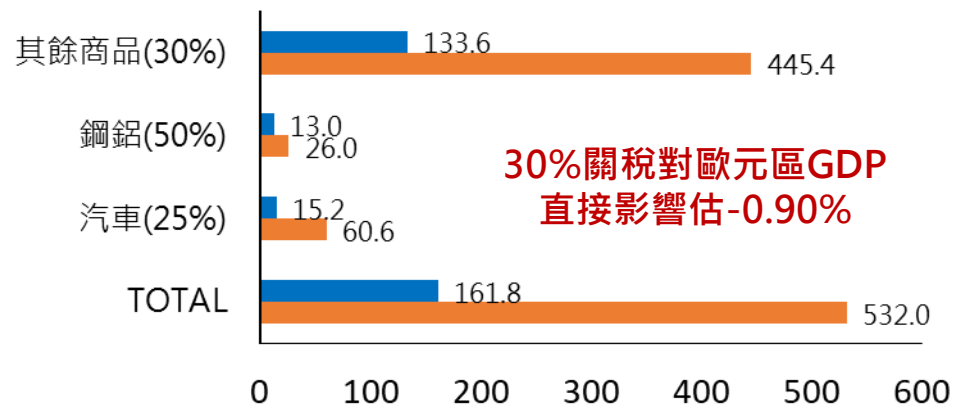
資料來源：Polymarket · 永豐投顧整理

歐元區內需溫和，30%關稅為景氣帶來下行風險

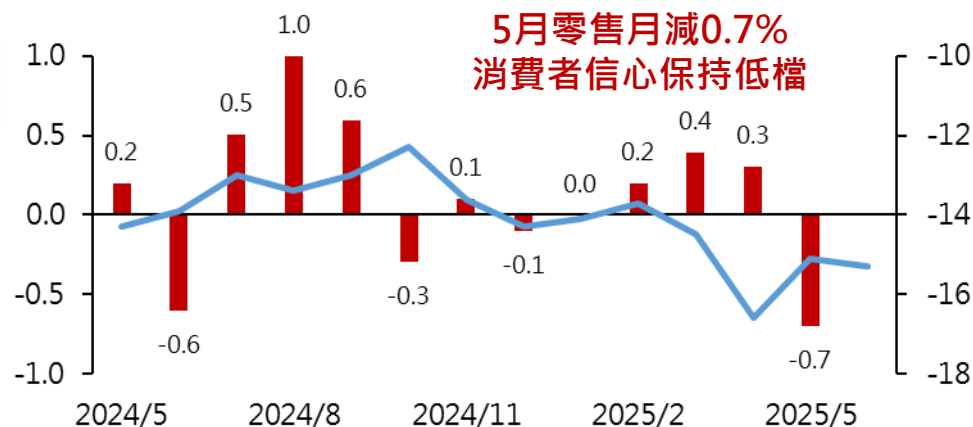
工業生產月增率



■ 對應關稅金額 ■ 2024對美出口金額

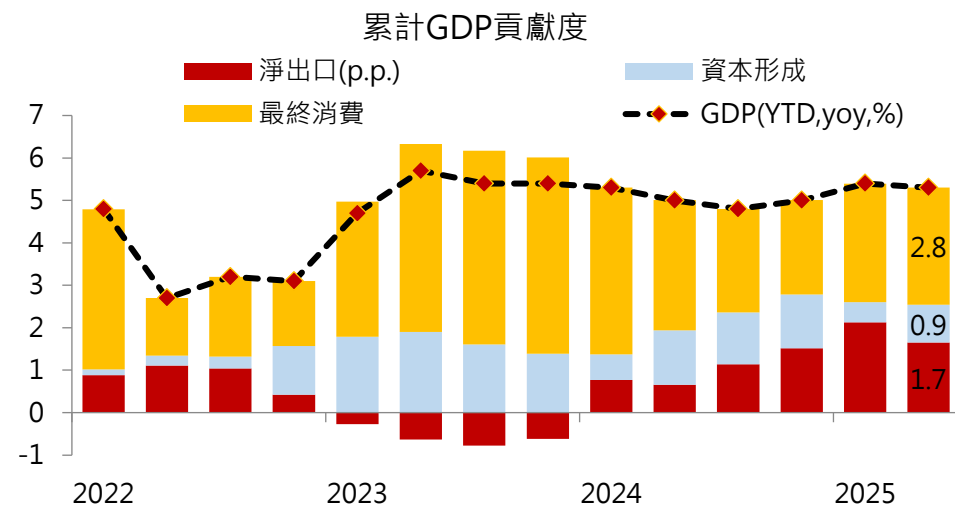


■ 零售銷售月增率 ■ 消費者信心(rhs)

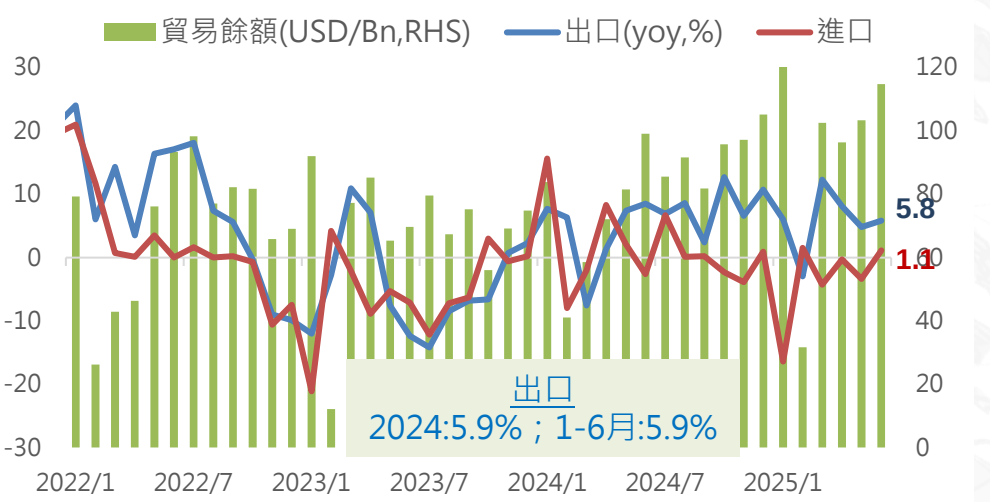
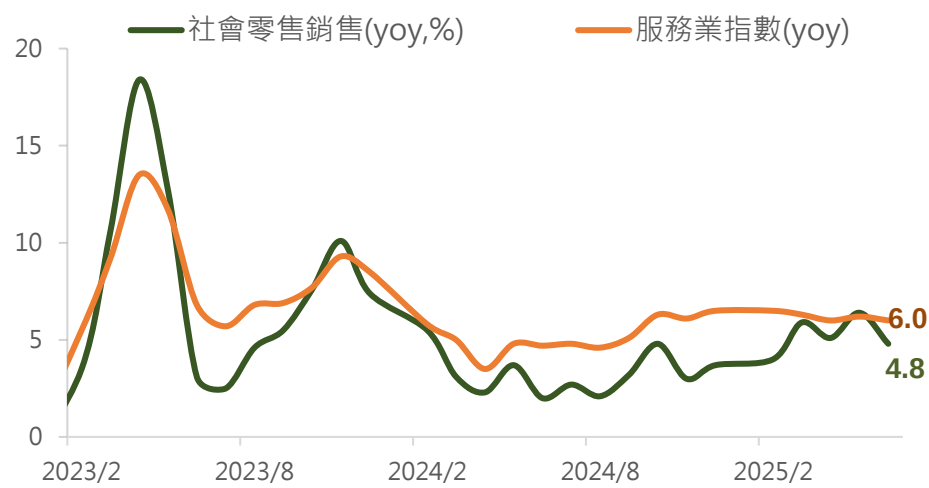


Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
JPM	0.9	0.6	-0.2	0.1	0.2	1.1
GS			-0.1	0.0	0.1	1.0
MS			-0.1	0.0	0.2	1.1
HSBC			0.2	-0.1	0.1	0.8
富國銀行			0.1	-0.1	0.1	0.8
SinoPac			0.0	0.1	0.2	1.0

中國第二季GDP成長5.2%，消費及出口提振經濟



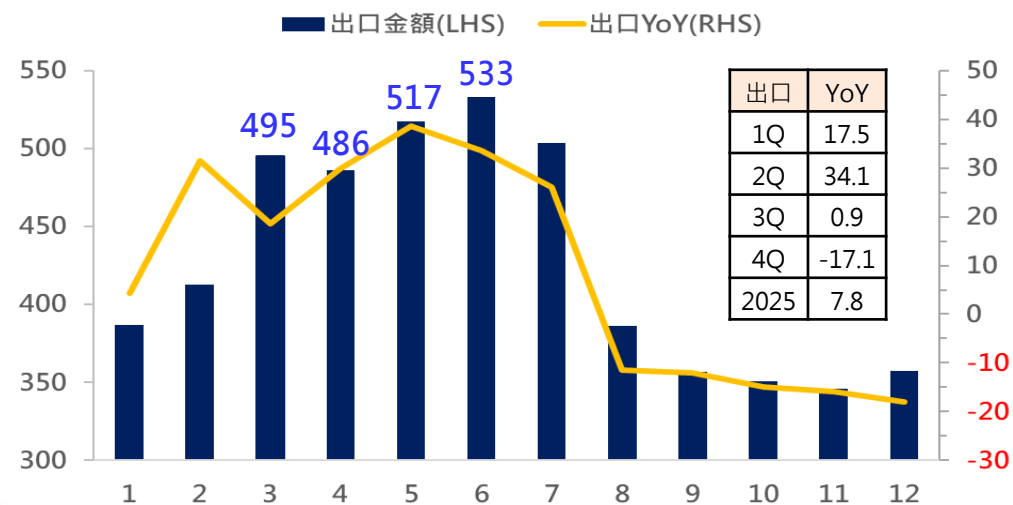
項目單位： (yoy,%)	2024	2025/Q1	2025/4	2025/5	2025/6	2025/H1
中國GDP	5.0	5.4	5.2			5.3
零售銷售	3.5	4.6	5.1	6.4	4.8	5.0
城鎮固定投資(YTD)	3.2	4.2	4.0	3.7	2.8	2.8
工業生產	5.8	6.5	6.1	5.8	6.8	6.4
出口成長	5.9	5.7	8.1	4.8	5.8	5.9
進口成長	1.1	-7.0	-0.3	-3.4	1.1	-3.9
貿易收支	992.2	272.7	96.2	103.2	114.8	586.0
CPI	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.1
PPI	-2.1	-2.3	-2.7	-3.3	-3.6	-2.8



資料來源：Bloomberg, 永豐投顧總經研究處整理

上半年出口亮麗，對台灣全年GDP衝擊僅0.3~0.6p.p.

全球景氣解析



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		712	
豁免佔總出口比重		64%	

資料來源：CBP、財政部、中經院，各大投行研報，永豐金控整理

假設美對等關稅對台課徵20.0%：

- 衝擊出口金額約為22~45.0億美元(以8/1對等關稅升至20%計算)，出口YoY將由原估9.0%**下修1.0p.p~2.0p.p.**；
- 由於上半年出口額已達2832億美元，預估2025年出口金額約5100億美元左右，YoY落在7.0%~8.0%；
- 考量上半年強勁拉貨，犧牲下半年傳統旺季，並且將反映關稅衝擊，**對應出口下修GDP預估衝擊0.3p.p.~0.6p.p.**
- 後續**留意CBP公布半導體相關產品，豁免期間是否持續延長**

Taiwan GDP Forecast(%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
台經院	4.84	5.48	3.15	2.65	2.69	2.91
中研院			4.97	0.53	1.06	2.93
中經院			4.84	1.52	0.66	3.05
央行			5.50	0.84	0.73	3.05
主計總處			5.23	0.80	1.19	3.10
SinoPac			6.75	0.22	-1.09	2.72

股市-市場樂觀看待關稅談判，各國股市普漲

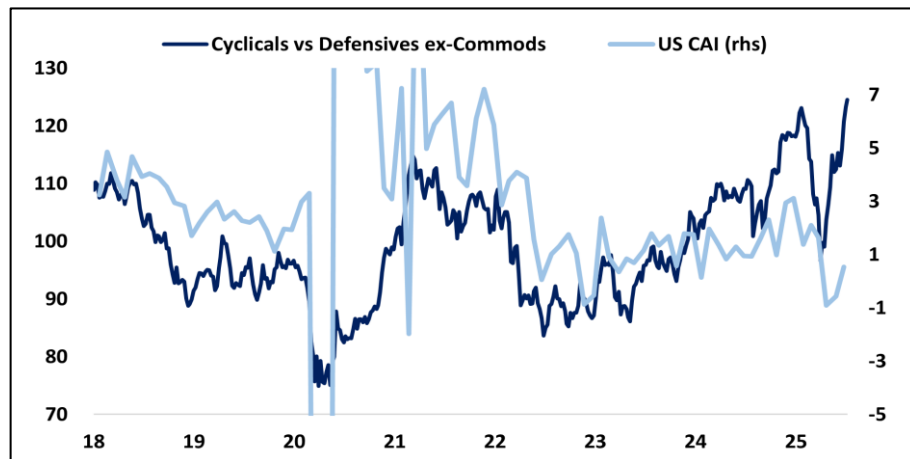
市場回顧與展望

		2024封關	2025/6/18	2025/7/18	期間漲跌(6/18~7/18)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	42,574	42,172	44,342	5.1	4.2
	S&P500	5,907	5,981	6,297	5.3	6.6
	NASDAQ	21,197	21,720	23,065	6.2	8.8
	德國DAX	19,909	23,318	24,290	4.2	22.0
	法國CAC	7,314	7,656	7,823	2.2	7.0
	英國FTSE	8,121	8,843	8,992	1.7	10.7
亞洲股市	日本	2785	2,808	2,834	0.9	1.8
	中國	3,999	3,875	4,059	4.7	1.5
	香港	20,041	23,711	24,826	4.7	23.9
	南韓	2,399	2,972	3,188	7.3	32.9
	台灣	23,190	22,357	23,383	4.6	0.8
	新加坡	3,796	3,921	4,190	6.9	10.4
	泰國	1,400	1,095	1,207	10.2	-13.8
	馬來西亞	1,638	1,512	1,526	0.9	-6.8
	印尼	7,080	7,108	7,312	2.9	3.3
	菲律賓	6,529	6,337	6,304	-0.5	-3.4
金磚	越南	1,272	1,347	1,497	11.2	17.7
	巴西	120,283	138,717	133,382	-3.8	10.9
其他	印度	78,248	81,445	81,758	0.4	4.5
	新興亞洲	599	659	691	4.8	15.3
	新興歐洲	204	220	238	8.0	16.3
	拉丁美洲	1,848	2,292	2,250	-1.8	21.7

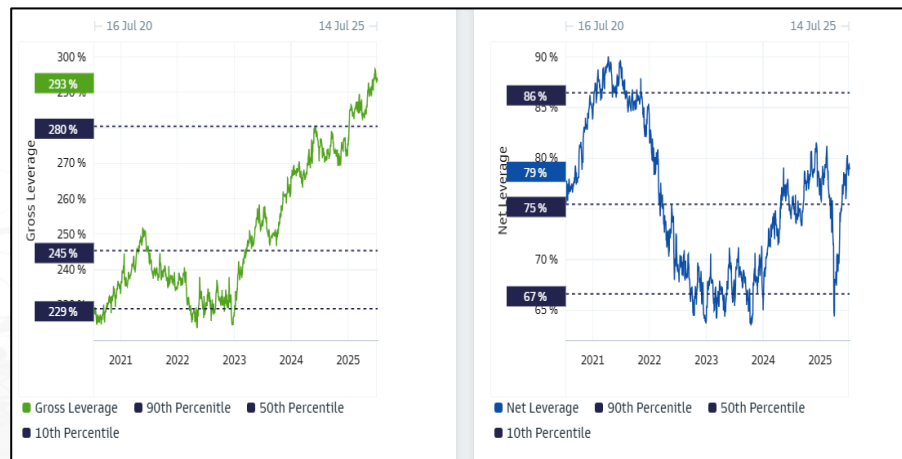
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

美股-動能與尬空交織，短期仍有上漲空間

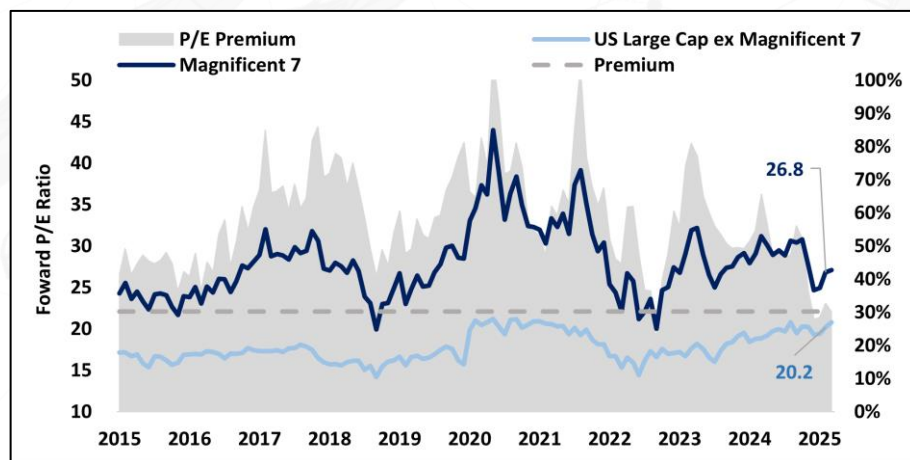
週期性股票定位大轉向，已遠遠拋離經濟基本面



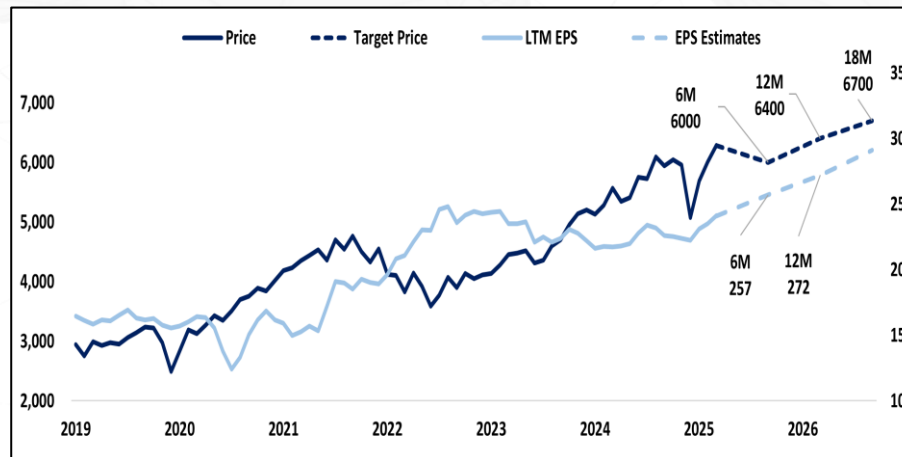
對沖基金以最快速度回補槓桿



與過去幾年相比，Mag7估值溢價較小



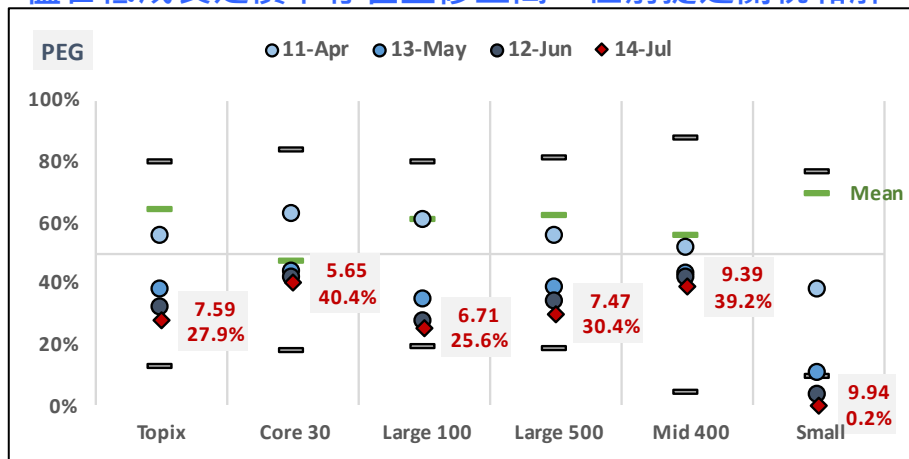
2026年底目標價6700



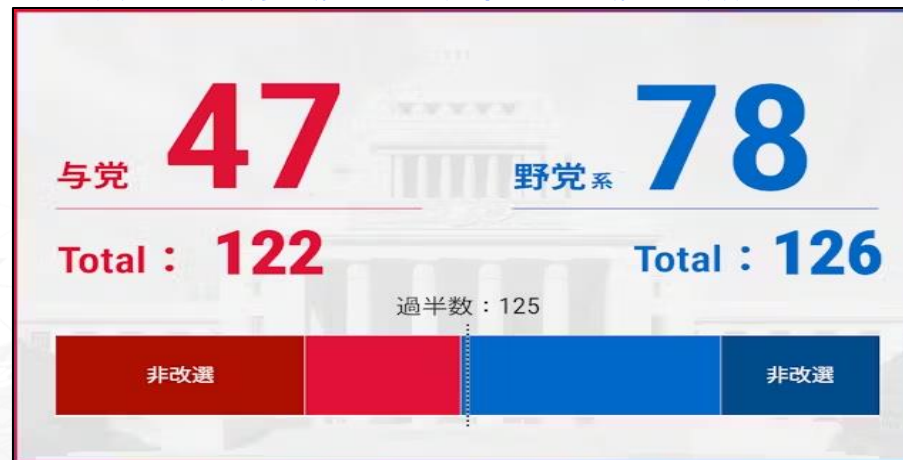
資料來源：Bloomberg、GS、永豐投顧整理

日股-不確定性壟罩日股，建議保持觀望

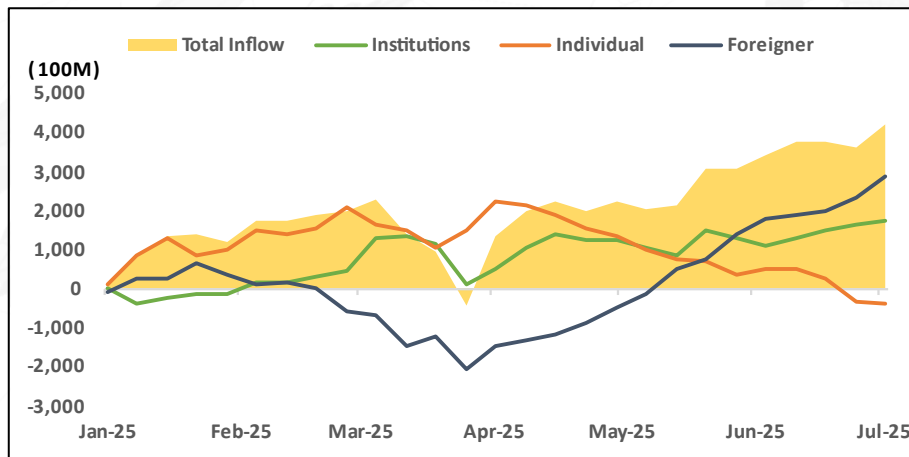
儘管低成長定價下存在上修空間，但前提是關稅和解



自公聯盟丟失參議院過半席位，眾議院解散風險升溫



截止至7/4，外資與機構仍在持續加碼日股



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

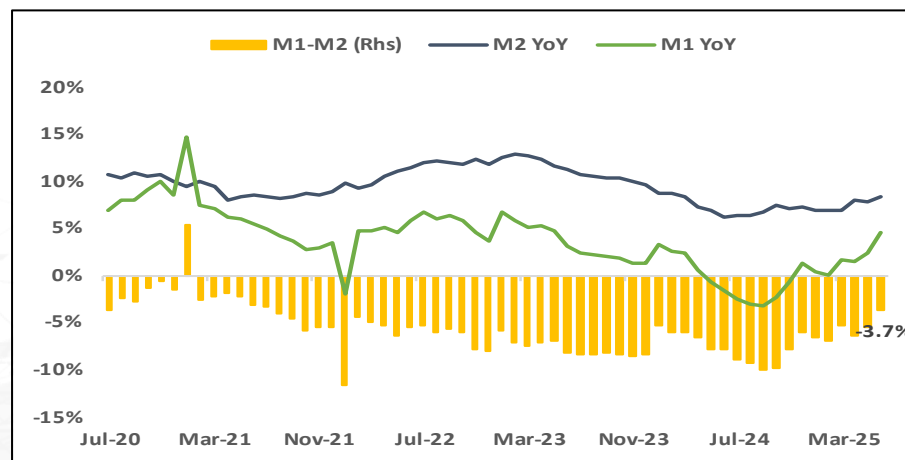
- 日本參議院選舉結果火熱出爐，自公聯盟僅獲取122席，正式在參議院失去過半席位(125席)，秋季預算膨脹風險將大幅上升，不過眾議院情形類似，由於席位接近過半，執政聯盟可與小型在野黨在部分議案上合作，以降低妥協風險，預估日本選後政策將傾向削減消費稅、發放現金、調漲薪資、推動核能/再生能源發展與擴大國防支出，25H2日債殖利率存在上升風險，短期內的日債拋售有可能促使日圓貶值。
- 除去政策影響，參院失守更多作為關鍵信號，意味在野黨發動不信任議案後有機會在眾議院獲取更多席位，然而根據過往經驗，從眾院解散到重選首相結束，平均耗時50~70天，將錯失美日關稅的關鍵談判期，故後續在野黨的政治表態至關重要。
- 相對而言，得益於現行日股的低成長與中性定價，一旦關稅協議在8/1前通過，則價值重估行情有望帶來15%~30%潛在報酬，仍維持相對正向評等。

陸股—政策預期鼓動市場情緒，支撐A股補漲行情

A股估值仍存在較大補漲空間



在風險情緒活絡下，定存資金逐步移往高股息金融股



避險情緒持續降溫，為估值修復提供良好環境

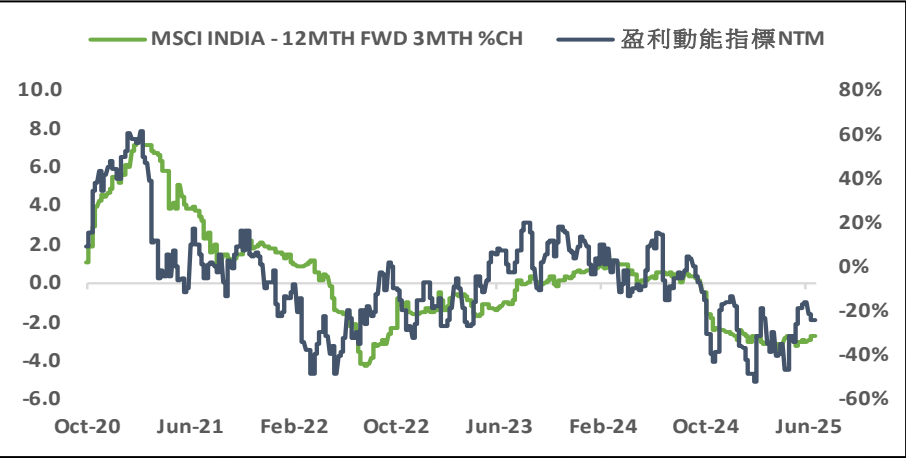


- 中國2025年第二季實際GDP年增5.2%，略高於市場預期，顯示經濟在中美貿易摩擦下保持穩定動能。6月經濟數據好壞參半，工業增加值因出口復甦年增6.8%，超出預期，然因618購物節提前及消費舊換新資金短缺，社零同比從6.4%降至4.8%，並且房地產低迷與產能過剩等結構性挑戰持續存在，整體經濟基調保持不溫不火，將削弱政府出台刺激政策的誘因，預計7月政治局會議驚喜較少，市場預期將遞延至9月。
- 在中美關係上，美國國務卿盧比奧於7/11與中外交部長王毅會談，雙方均表示「雙邊會談是積極且建設性的」，6月中國出口數據同樣顯示稀土出口已經重新開始放量，並且美國總統川普正在考慮8月訪華，預計中美關係將在25Q3保持緩和趨勢。維持A股與中概股相對正向評等，推薦網科、金融、醫藥、太陽能等類股。

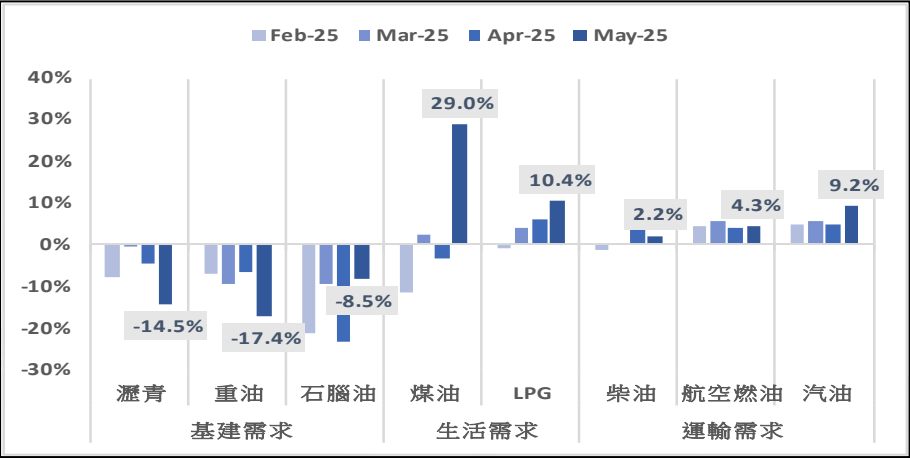
資料來源：LSEG · Wind · 永豐投顧整理

印股-IT業遜色財報拖累大盤，回檔即是入場好時機

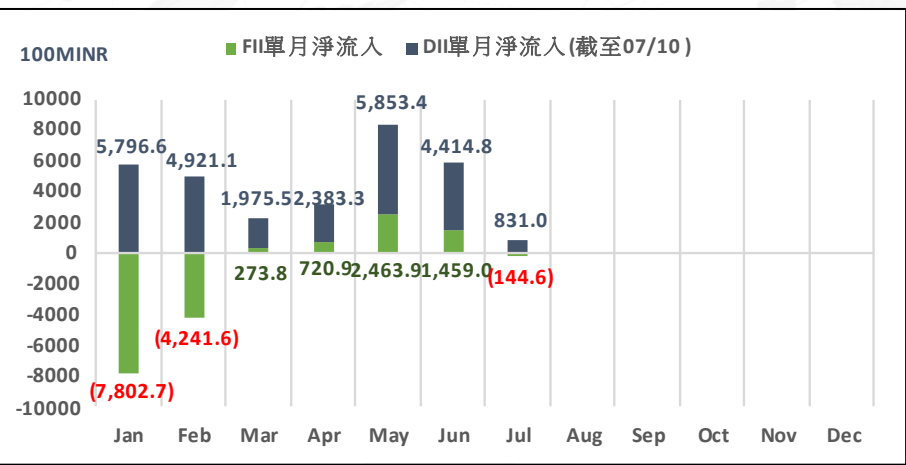
ERI顯示獲利預期復甦趨勢已經開始



生活與運輸能源需求升溫，公路基建則如預期衰退



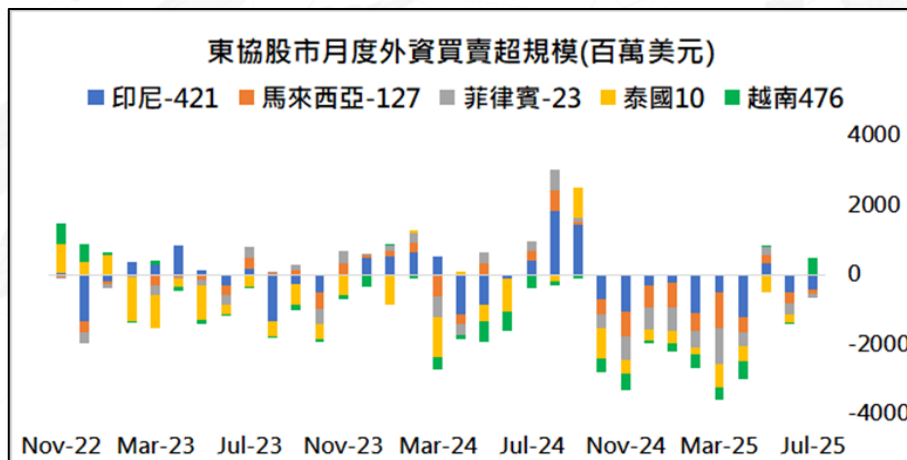
高估值冷卻外資興趣，此時反而是進場好時機



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

- 印度經濟保持繁榮擴張，各項工業數據均較去年同期增長，從FY26Q1的新宣告投資專案專案數量顯示，製造業與電力投資項目數量正飛速增加，疊加政府經濟適用房的持續建設，鋼鐵與水泥需求呈現快速擴張。在美印關稅進程上則佳音頻傳，川普7/16表示美國與印度已非常接近達成協議，市場傳聞印度可能接受用於動物飼料的基因改造農產品，但基改玉米和大豆的進口限制仍不退讓。
- 印度25Q2財報季近期已拉開序幕，I/B/E/S預估Q2獲利成長將由7%加速至11%，不過首週的IT業普遍表現不佳，TCS、HCL、TECHM獲利狀況均不如預期，不過金融股依然保持強勁增長，HDFL的捐贈、儲蓄兼保障和養老金計劃部門獲利同比大增125%，挹注整體營收年增13%，大超預期。儘管印股受高估值問題干擾，但預計獲利的持續復甦，將帶動大盤繼續揚升，如同2024年行情翻版，故維持正向評等，看好美印關稅協議利多。

越南-關稅底定，股市展開估值修復行情，維持相對正向



- 川普7/2宣布與越南達成貿易協議，越南進入美國商品須支付20%關稅，轉運貨物支付40%關稅(防堵中國洗產地)；向美國完全開放貿易市場，美商品進入越南免關稅。
- 機構預計即使受到20%的關稅衝擊，企業獲利每年仍可成長約13%，目前VN指數NTM P/E僅交易於10.9倍，處於近10年百分位40%，遠低於長期中位數水平12.9倍。
- 關稅底定、出口行業穩健、房市復甦、估值修復行情、內資動能堅挺、外資回流、財報亮眼和獲利展望正面等因素推動VN指數，昨日收報1475點至2022/4以來高。考量越南經濟穩健復甦，關稅風險消退，企業獲利料雙位數增長且估值明顯低估，預計未來1年目標價1570點。

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

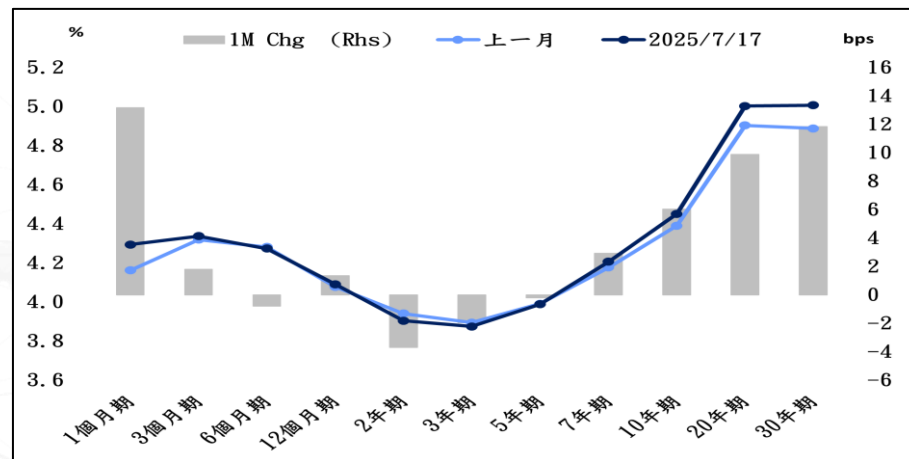
債市-財政支出背景+外國溢出效果，曲線陡峭化

市場回顧與展望

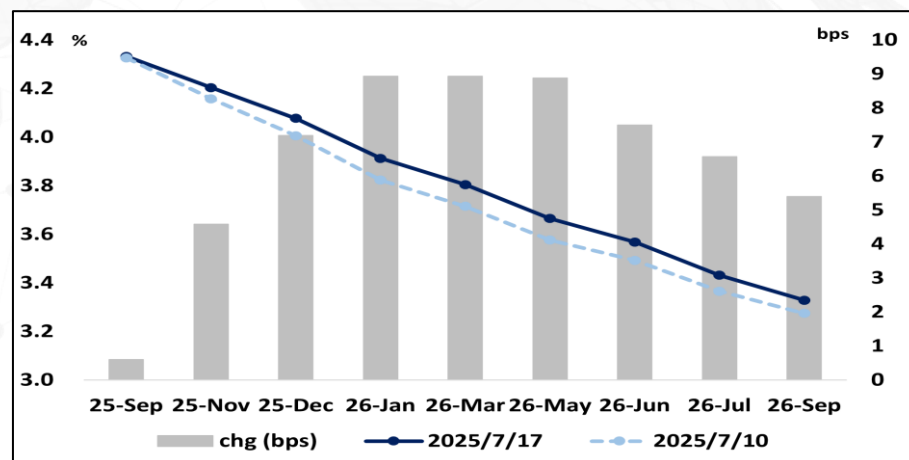
各國公債		期間漲跌 (6/18~7/18)					YTD報酬率	存續期間
2024封關		2025/6/18	2025/7/18					
歐洲	希債10年券	3.23	3.30	3.40	-0.85	-1.41	8.20	
	葡債10年券	2.85	3.02	3.14	-1.06	-2.48	8.41	
	義債10年券	3.53	3.48	3.58	-0.80	-0.36	8.27	
	西債10年券	3.07	3.19	3.31	-1.00	-2.08	8.59	
	法債10年券	3.20	3.22	3.40	-1.49	-1.66	8.26	
	德債10年券	2.36	2.50	2.69	-1.67	-2.88	8.74	
	英債10年券	4.62	4.50	4.68	-1.36	-0.45	7.58	
G3	日債10年券	1.09	1.46	1.52	-0.59	-3.95	9.17	
	美債10年券	4.55	4.40	4.43	-0.28	0.90	7.88	
亞太	台債10年券	1.67	1.50	1.42	0.73	2.28	9.13	
	韓債10年券	2.86	2.88	2.89	-0.15	-0.33	8.61	
	澳債10年券	4.49	4.25	4.34	-0.71	1.26	8.44	

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

殖利率曲線持續呈現陡峭化

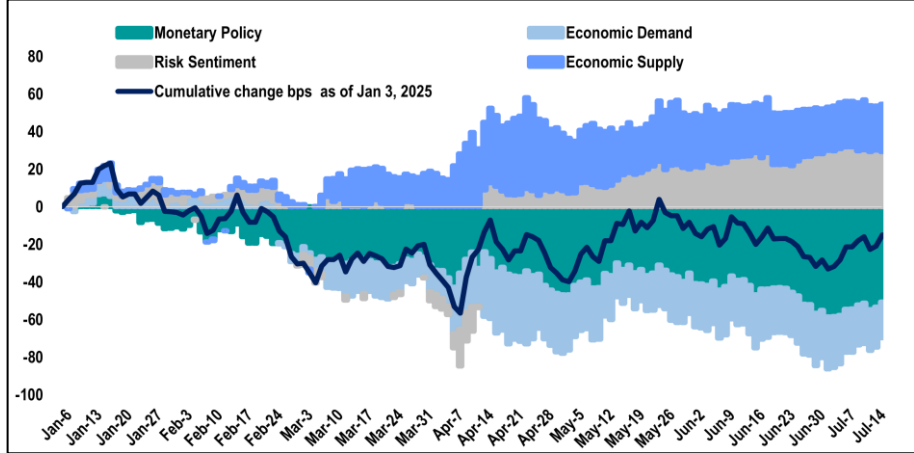


近一週降息預期略有降溫

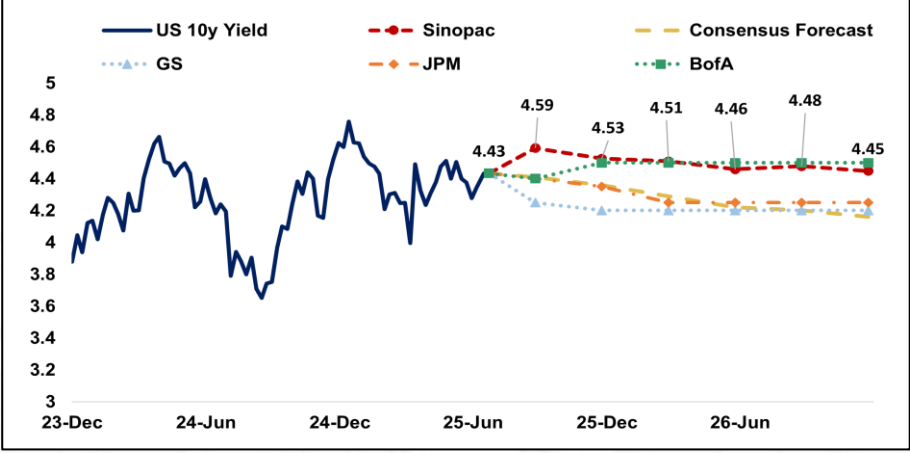


公債-川普當政不確定性仍多，定價透露出市場的猶疑

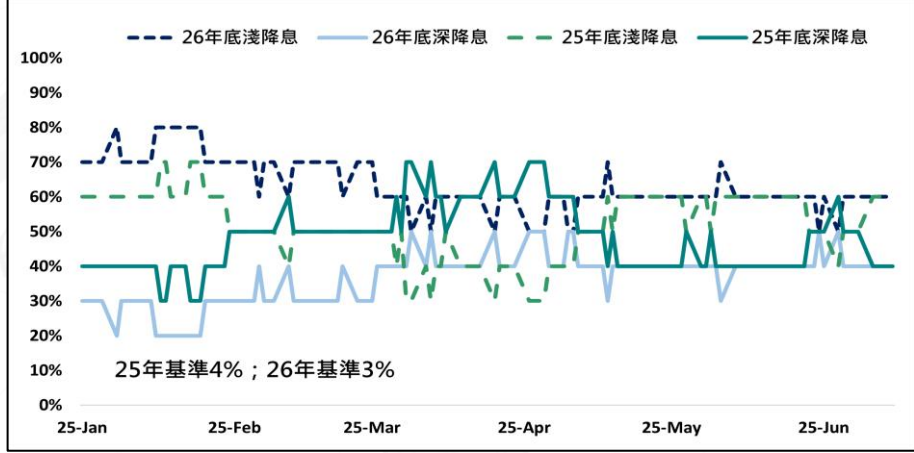
訂價上呈現通膨黏稠、經濟放緩



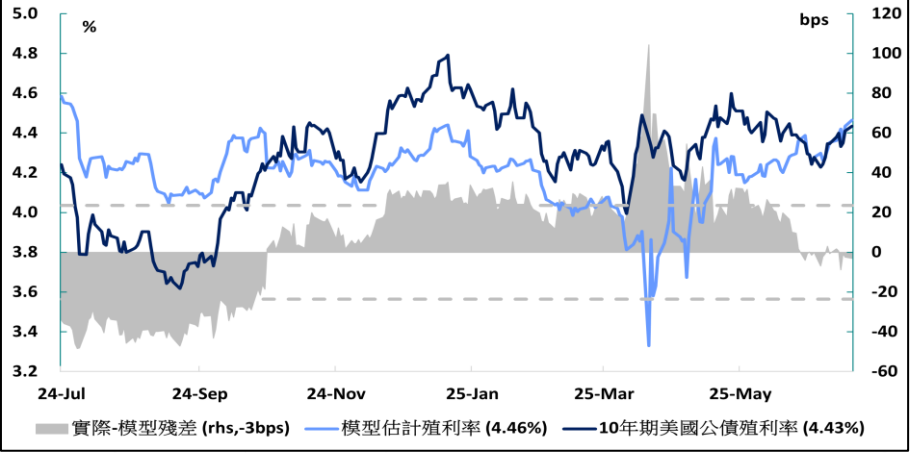
2026年底10年期美債看4.5%



SOFR定價分布顯示投資者對未來前景的分歧



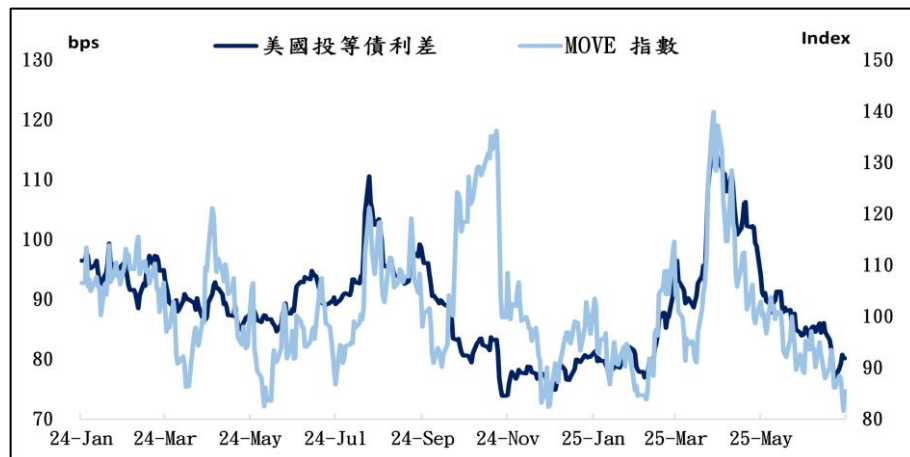
以我們的模型來看，現行10年期美債估值呈現中性



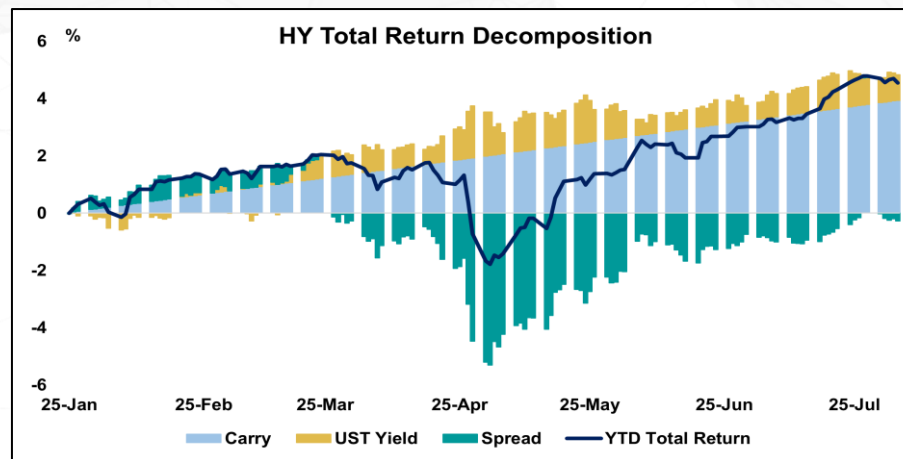
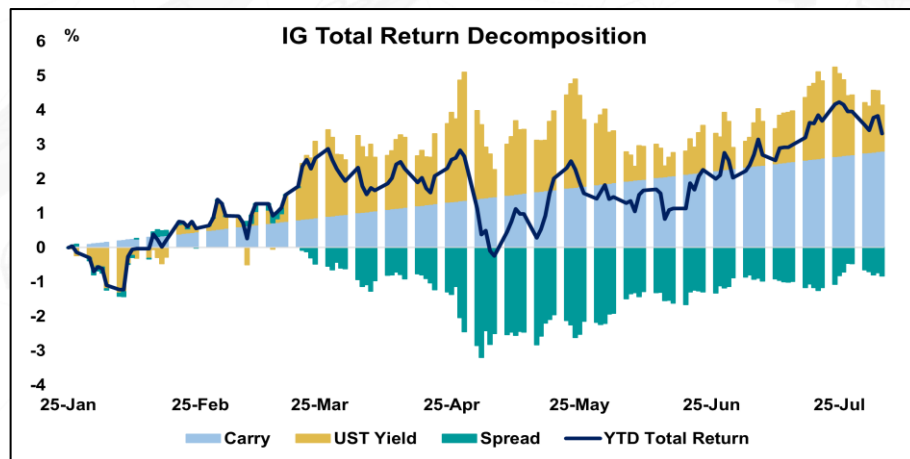
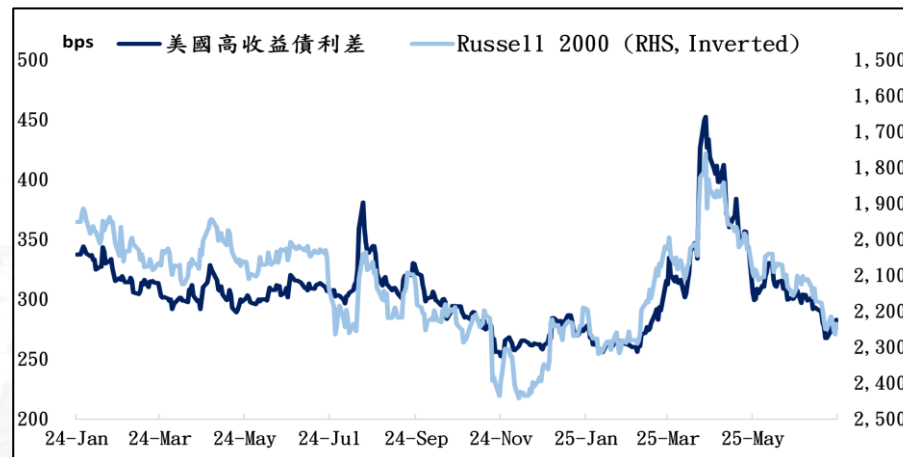
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

信用債-中短天期、高息收仍是今年核心策略

較低的利率波動背景，進一步帶動利差下行



風險偏好Risk-on再次帶動利差接近年內低點



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

原物料-地緣風險降溫，原油跌落至合理區間

市場回顧與展望

		2024封關	2025/6/18	2025/7/18	期間漲跌(6/18~7/18)	YTD(%)
農產品	棉花	68.48	64.63	67.12	3.9	-2.0
	咖啡	318.75	317.40	308.90	-2.7	-3.1
	糖	19.12	15.91	16.82	5.7	-12.0
	小麥	548.75	573.75	546.25	-4.8	-0.5
	黃豆	982.50	1072.75	1027.75	-4.2	4.6
	玉米	452.75	432.75	408.50	-5.6	-9.8
能源	原油	71.13	74.87	67.34	-10.1	-5.3
	天然氣	3.92	3.98	3.57	-10.3	-9.0
貴金屬	黃金	2610.70	3365.10	3353.00	-0.4	28.4
	白銀	29.08	37.18	38.22	2.8	31.5
	白金	899.70	1247.90	1438.50	15.3	59.9
基本金屬	銅	8933.50	9650.50	9778.50	1.3	9.5
	鉛	15490.00	15095.00	15218.00	0.8	-1.8
	鎳	3017.00	2643.50	2818.50	6.6	-6.6
	鋅	1946.00	1989.50	2010.00	1.0	3.3
CRB指數		296.73	314.40	306.12	-2.6	3.2

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

關稅進展推進催化新興市場轉強，歐日則受限於談判僵持

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	中性	持平	AI、SLR、大而美減稅三利多持續撐盤，惟股市要維持當前高估值的風險不小，不建議追高，若業績、宏觀指標或關稅政策出現負面消息，靜待市場修正可逢低布局金融服務和AI供應鏈。
歐洲	中性	持平	經濟數據仍在改善，惟美國上週末宣布對歐盟課徵30%關稅，引發市場對歐洲景氣前景擔憂，不過相比美股，歐股估值較低、財政和貨幣政策前景較明朗，操作上可布局具政策紅利標的。
日本	相對正向	持平	由於日本於7/20舉行參議院選舉，執政聯盟如民調預期丟失過半席位，疊加在野黨發動不信任議案，將導致談判進程可能被拖累近兩個月，對經濟造成嚴重負面影響，須保持關注。
新興股市			
台灣	相對正向	持平	台股雖然面對關稅問題挑戰，卻能突破23000點整數關卡，多頭穩占優勢，投資人宜偏多操作。不過台灣的關稅稅率尚未發布，且歐盟、日韓等主要國家的談判還在私下進行，美國與中國的協議也是未定，股市波動因素仍多，建議逢低進場，不追價。
中國A股	相對正向	持平	中國內需經濟再惡化風險已經消退，並且在美國無法解決稀土供應問題前，川普再掀貿易衝突的風險同樣降低，重新入場中國股市的窗口正在浮現。
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	正向	持平	印度內部政策挹注疊加外部關稅利多，催化印度經濟復甦加速，中國+1主題與美國市場開放將推動印度製造業快速擴張，給予正向評等。
越南	相對正向	持平	20%基準關稅底定，40%轉運商品關稅條款待美國定義，關稅風險消退、2Q經濟成長強勁且企業獲利料雙位數增長，估值修復行情啟動，股市迎有基之彈，本月外資買超逾4億美元。

台積電法說報喜強化市場對AI支出信心，科技股強勢領漲

投資評等

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	油市旺季需求正在抵銷供應增加影響，美能源指數上季獲利料年減24.1%，Exxon Mobil已因油氣行情低迷而發出2Q業績預警，惟投顧認為財報季終因較低的獲利預期而重現財報驚喜。
生技	相對正向	上調	生技迎來監管寬鬆與併購復甦，預計Fed降息循環重啟，將強化製藥業併購需求，全年併購額有望達到700億美元，上調至相對正向評等。
原物料			
黃金	相對正向	持平	美國消費與就業市場展現韌性，使得投資人對Fed降息的預期減弱，美元和美債殖利率高企，削弱黃金的吸引力；惟大而美法案通過後引發財政赤字惡化擔憂，將提振對黃金的避險需求。

政策展望不明美債殖利率小幅回升，信用市場定位上仍樂觀

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。
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。

美國經濟數據展現韌性，DXY升至98.95

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	相對負向	持平	近期零售與就業數據顯示美國景氣仍然有撐，也暫時減輕了市場對關稅衝擊成長的擔憂，預期美元短線續呈偏升格局，預估美元下週區間98.0~100.0，維持美元相對負向評等。
歐元	相對正向	持平	歐盟關稅高於預期，加上近期美元資產信心回穩，歐元短線將持續回檔，聚焦下週ECB貨幣政策會議，預估下週歐元區間1.1450~1.1650，維持歐元相對正向評等。
日圓	相對正向	持平	美日關稅談判結果未能符合預期，增添執政黨於7/20參議院取得過半席次的難度，亦可能削弱市場對BOJ升息預期，預估下週日圓區間147~151，維持日圓相對正向評等。
南非幣	中性	持平	市場仍擔憂關稅對非美國家經濟造成進一步衝擊，其中7/7美國公布南非稅率持平在30%，且川普對於金磚國家打壓，南非關稅稅率持平於30%，經濟復甦道路崎嶇，維持中性評等。
澳幣	相對負向	持平	市場預期RBA今年至少再降息2碼，澳幣預估區間在0.63~0.66，中國經濟成長放緩，且貿易戰將衝擊全球原物料需求，維持澳幣相對負向評等。
人民幣	相對負向	持平	人行副行長指出，不尋求通過貶值獲取國際競爭優勢，惟中國房價跌幅再度擴大，貿易戰對經濟衝擊料逐步顯現，人民幣預估區間為7.05-7.30，維持人民幣相對負向評等。

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。