

對等關稅震撼市場，投資不確定性仍存

2025 年 5 月

以全球主要股市換算為美元後的報酬表現來看，4 月截至 25 日為止，成熟市場股市與新興市場股市分別小跌 0.3%與 0.4%，乍看之下平靜無波且兩者差異不大。然而，川普在 4/2 所發布的對等關稅稅率超乎市場之前的猜想震撼金融市場，在此期間對全球股匯債市帶來劇烈波動。若以個別股市觀之，美國關稅政策與川普的言論反覆導致投資人對美股及美元資產失去信心，資金開始流向非美市場，歐洲與日本股市表現因而優於美股；在新興股市部分，去年 9~10 月期間率先修正的拉美與印度股市在觸底後，4 月表現相對亮眼，MSCI 拉美指數以美元計算的漲幅更居全球股市之冠。另一方面，中國選擇以強硬態度回應美國的關稅政策，兩強相爭之下沒有贏家，MSCI 中國及標普 500 指數也因而在 4 月表現雙雙敬陪末座。雖然近期一度傳出美國可能調降對中關稅，但美國財長貝森特已表明不會單方面調降關稅。中國方面也傳出對部分美國進口商品免除 125%關稅，並要求企業確定需要免稅的關鍵商品，看似態度略有軟化，但官方仍尚未公開宣佈任何關稅豁免，後續發展仍值得觀察。

據彭博經濟估計，自川普重返白宮以來，美國有效關稅稅率已增加 20%，主要針對消費品。該機構預估，雖然企業搶在關稅上路前拉貨累積庫存，從而提振 Q1 投資，但預期 Q2 和 Q3 庫存將下降，故美國的非住宅投資全年平均成長率預料從去年的 3.6%大降至 1.2%，而美國今年 GDP 成長率預估值也從先前的增加 1.9%大幅下調至僅成長 0.6%。由於美國後續仍有半導體等其他關稅尚待公布，因此彭博認為未來經濟增長的風險仍傾向下行。

白宮國家經濟會議主席哈塞特 4/18 指出，川普團隊正研究是否撤換鮑爾，相關消息引發美國連假後首個交易日(4/21)股匯債市同步出現賣壓。然而，川普 4/22 又髮夾彎表示，雖對 Fed 降息速度太慢不滿，但無意在鮑爾任期屆滿之前將其開除，這樣的訊息隨後又帶動美股連漲數日，成為美股在 4 月跌幅得以收斂的主要原因。不過，川普言論反覆，政策不斷變化，加後續還有半導體、藥品、銅與木材關稅尚待公布，關稅議題未來進展仍難以預料。此外，美股 Q1 財報進入高峰期，個股波動加大，整體股市不確定性仍高，建議股市投資以分批或定時定額方式進入。

在債市方面，儘管市場觀望氣氛短期不易消散，但目前 Fed 政策最可能的方向仍是降息，惟市場風險仍在，故債市投資可朝存續期間短、信評高的方向布局。此外，川普言論與政策反覆，市場對美元資產信心有下降之虞，故亦可適量搭配歐債或歐債成份較高的全球投級債基金以為因應。



本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

美國股市：財報表現優異，關稅戰疑慮打壓美股走勢

標普 500 指數在 4 月份因關稅政策出現較大幅度拉回。領跌族群包含科技與石油龍頭，如蘋果、聯合健康、Meta、亞馬遜、雪佛龍等，領漲族群包含博通、微軟、網飛、特斯拉、帕蘭提爾等，市場仍反映營運利多消息，並未因關稅戰而全面恐慌。

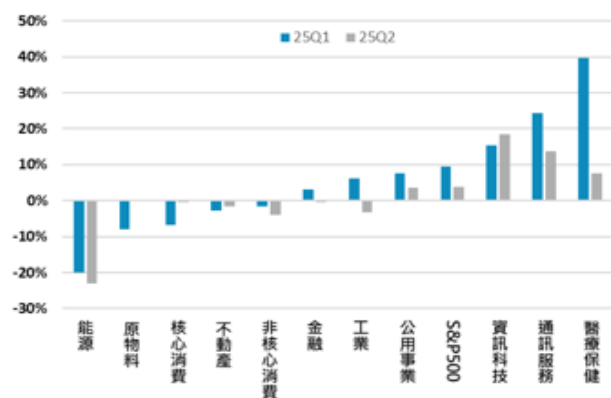
美國經濟表現依舊穩健，關稅影響仍未反映。4 月美國綜合採購經理人指數自 3 月的 53.5 大幅降至 51.2，為自 2023 年 12 月以來最低。製造業採購經理人指數從 3 月 50.2 升至 50.7，優於市場預估 49.0，但是整體訂單增幅有限；服務業採購經理人指數從 54.4 下滑至 51.4，導致整體需求放緩。美國 3 月耐久財訂單受波音訂單激增與企業囤貨行為影響，月增 9.2%，創下自去年 7 月以來最大增幅，排除運輸項目後的核心資本財訂單僅微幅成長 0.1%，部分企業在關稅與政策不確定性升高下投資意願轉趨保守。

美股第一季財報優於預期，目前公布的數據顯示，標普 500 第一季盈餘成長率預估來到 9.4%。第一季成長率最高產業不是科技，而是醫療保健類股。但到了第二季預估整體標普 500 盈餘成長增速放緩，獲利年增率將只剩 3.8%，而下半年雖然目前預估 8~9% 的盈餘年增率，但市場仍擔憂關稅談判出現變數，若美國無法與主要貿易國完成關稅協議，企業獲利恐怕還有下修空間。

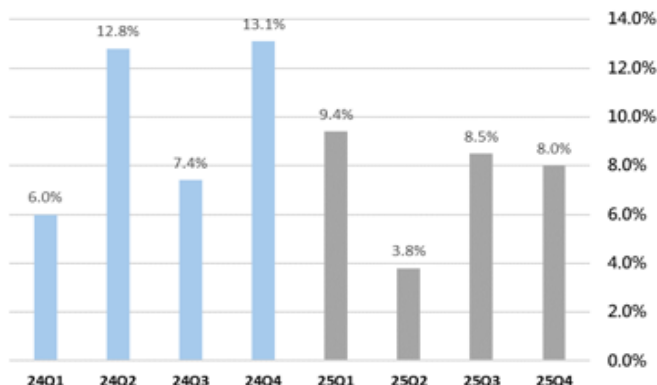
美股財報表現大幅低於預期代表應屬特斯拉，整體營收較去年同期下滑 9%，其中汽車營收年比下滑 20%，但能源部門年比成長 67%。馬斯克表示在 5 月後將減少在政府部門時間，將更多時間分配給特斯拉，今年稍晚推出最暢銷車型 Model Y 休旅車的平價版，而 Robotaxi 計劃 6 月於德州奧斯汀推出，Optimus 機器人則計劃於 2025 年在加州進行量產，故股價並未因財報揭露而走弱。英特爾財報優異，新上任的 CEO 陳立武表示將精簡管理層，希望重塑以工程為先的企業文化，公布涉及 20% 員工的裁撤計畫，雖然第一季財報優於預期，但可能是客戶因關稅提前拉貨，預期第二季營收呈現季減。

標普 500 本益比來到 22.5 倍，評價偏高讓市場波動加劇。近期市場重點在川普關稅政策的最終版本，未來全球供應鏈是否再次因美國政策而大規模移動，雖然短期仍有諸多不確定性，然而考量美國經濟體質仍佳，仍可以長線角度分批布局。

標普500產業盈餘增長率



標普500單季盈餘年增率



資料來源：彭博

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

歐洲股市：美歐關稅談判短期不易落幕，經濟不確定性增加

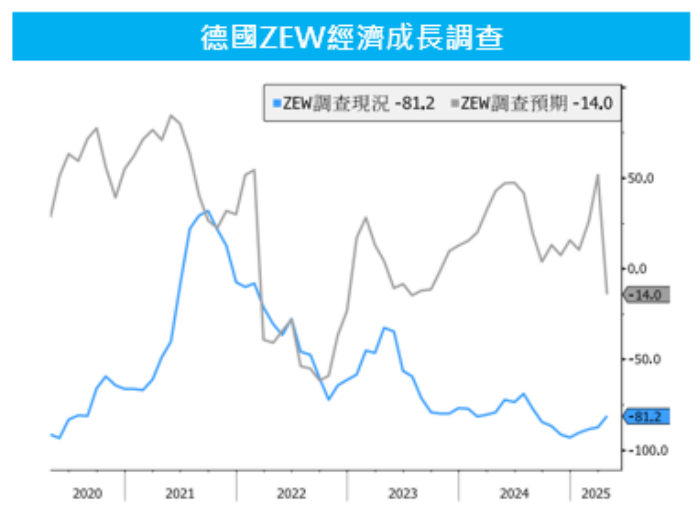
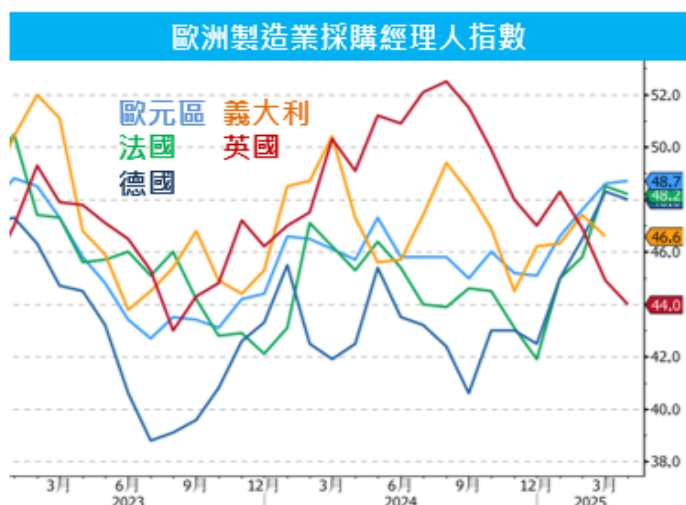
泛歐 600 指數在 4 月因美國關稅議題走弱。領跌族群包含殼牌、諾和諾德、阿斯特捷利康、酪悅、軒尼詩-路易·威登、羅氏控股、BP、艾司摩爾、道達爾能源等公司等；上漲族群如萊西門子能源、萊雅、西班牙國際銀行、3i 集團、英國航太系統等。由於歐元升值，以歐元計價來看，4 月歐股指數表現相對美股抗跌。

歐元區製造業採購經理人指數創逾兩年新高，但服務業明顯走弱。歐元區 4 月綜合採購經理人指數從前月 50.9 降至 50.1，低於市場預估的 50.3，經濟活動接近停滯。下滑主因是服務業活動轉為萎縮，4 月服務業採購經理人指數從 3 月的 51.0 驟降至 49.7，為 2024 年 2 月來首見萎縮；相較之下，製造業表現略優於預期，歐元區製造業採購經理人指數來到 48.7，為 27 個月來新高，高於市場預估的 47.5，顯示企業可能因應關稅不確定性提前出貨。

德國 ZEW 經濟信心指數在 4 月份大幅下降至-14，遠低於 3 月份的 51.6，當前形勢指數在同一時期改善至-81.2，而 3 月份為-87.6；歐元區 ZEW 經濟信心指數在 4 月份降至-18.5，較 3 月份的 39.8 大幅惡化。顯示美國貿易政策的反復對德國經濟預期造成重大影響。

德國國會選舉過後，梅爾茨領導的基督教民主黨 / 基督教社會黨聯盟 (CDU/CSU)，已與社民黨 (SPD) 達成聯合執政協議，新政府將由梅爾茨出任總理。梅爾茨提出未來 4 年的執政規畫，新政府將加強經濟復甦並制定救濟計畫，自 2028 年起，企業稅將分步驟減免，電力稅也將減低至「歐洲最低水平」，並對能源密集企業實施工業電價。此外還將降低中低收入者的所得稅。回顧德國國會歷史，基民盟、基社盟和社民黨已經多次共同執政，分別是在 1966 年到 1969 年德國前總理基辛格，以及 2005 年至 2021 年前總理梅克爾的 3 屆任期。推估新政府政策目的是強化製造業競爭力，避免企業因美國關稅大舉外移。

目前泛歐 600 指數本益比約 14.4 倍，評價相對合理，考量美歐關稅談判仍須至少一季才能落幕，且關稅直接衝擊製藥、汽車產業。相較於日本、韓國可以購買美國產品為訴求降低關稅，歐盟聯合採購的複雜度較高，不易達成關稅協議，建議採長期角度分批布局。



資料來源：彭博

日本股市：美日關稅談判啟動，日圓升值趨勢放緩

日股在 4 月上旬雖因關稅議題下挫，但在四月下旬很快收斂跌幅。4 月領漲族群包含豐田、任天堂、三菱重工、中外製藥、日立製作所、本田汽車等外銷龍頭，下跌族群以金融股為主，包含三菱 UFJ 金融、三井住友金融、索尼、瑞穗金融、愛德萬測試、瑞薩電子、東京海上控股等。

美日貿易談判焦點在於汽車、農產品、匯率三大議題。目前美國對日本出口產品徵收 10% 的基準關稅與 25% 的汽車關稅，美方在第二輪談判前拋出八項「非關稅壁壘清單」，特別點名日本汽車業的「保齡球測試」標準。預計貿易談判重點主要在汽車、農產品，而匯率部分則由兩國財長另行協商。若此次談判能縮減雙方歧見，或對股市動能帶來支撐。

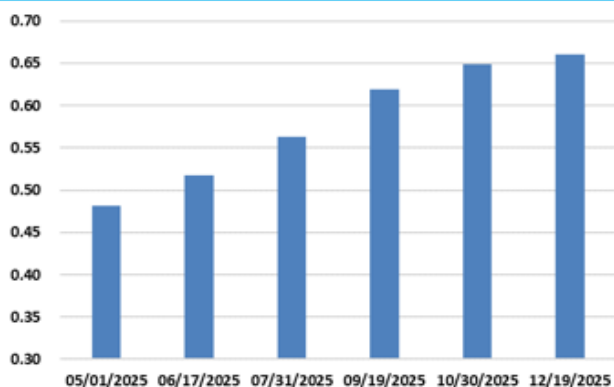
日相石破茂表明不願為快速達成協議一味讓步，並試圖將防衛議題和關稅分開處理，在談判同時，日本政府推出一系列緊急應對措施，包括納入油價補貼、支援夏季電力及瓦斯費用、所得稅減稅，且針對低收入家庭提供每戶 3 萬日圓的一次性給付等，相關措施有利帶動日本經濟保持穩健。

日本通膨走高、然而考量關稅談判，預料日本央行 5 月利率決策會議按兵不動。東京 4 月扣除新鮮食品消費者物價指數年增幅自前月的 2.4% 躍升至 3.4%，高於預估的 3.3%，亦為 2023 年 4 月來最高。然而考量美日關稅的不確定性，預料日本央行 5 月利率決策會議將按兵不動，待美日關稅協議敲定，才會重啟升息進程。

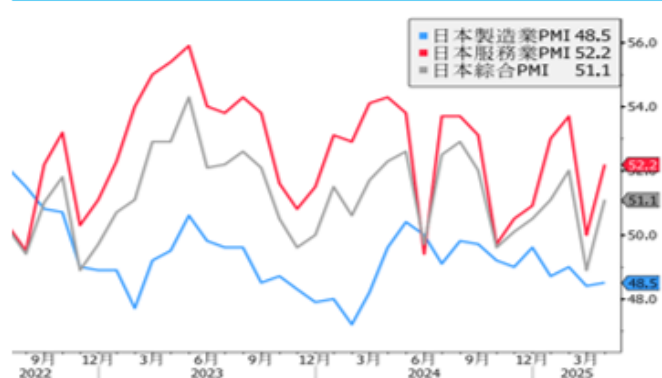
日本機器人工業會(Japan Robot Association)統計數據指出，中國、北美需求大增，帶動上季(2025 年 1-3 月)日本工業機器人訂單額較去年同期暴增 32.2% 至 2,091 億日圓，連續第 3 季呈現增長。由川普推動美國製造，預料對自動化生產設備需求拉升，故日本的設備、機器人廠商，預料也將在這一波美國建廠潮受惠。

近期日圓升值，市場擔憂日圓匯率將成為關稅協議中一部分，然而日本財務省財務官三村淳在財務省內接受記者詢問時，否認美國財長有作出「希望日圓走升」的發言。三村淳重申在日美財長會談上沒有談到匯率水準、目標相關的話題，這也讓美元兌日圓短期在 140-150 區間震盪。TOPIX 指數目前本益比僅 14.4 倍，關稅雖直接打擊日本企業獲利表現、在短期形成負面因素，但長期而言不致影響日企競爭力，且日企持續股票回購趨勢不變，有利日股長期表現。

日本央行利率決策預期



日本採購經理人指數



資料來源：彭博

新興亞洲：短線對等關稅影響大，台、韓、印度有較佳機會

亞洲股市在 4 月大多下跌，截至 4/28，亞洲不含日本指數(MXAPJ)一個月下跌 1.04%，由於美元疲軟加上部分國家於三月已先行修正，整體指數跌幅有限。國企指數跌幅相對較大，下跌 5.12%。上證指數僅小幅修正，下跌 1.45%。台灣股市單月下跌 7.26%，跌幅相對較重。南韓股市 KOSPI 指數，單月下跌 0.36%，幾乎已收復全部跌幅。東南亞股市在 3 月創低點後，4 月在關稅衝擊之後反而回升快速，MSCI 東南亞指數單月上漲 1.36%。之前表現最好的新加坡股市，4 月下跌 4.04%，印尼、菲律賓、馬來西亞、泰國自低點反彈，報酬率普遍為正。印度股市在外資回流的帶動下，SENSEX 指數單月上漲 4.10%，在亞洲中表現最佳。

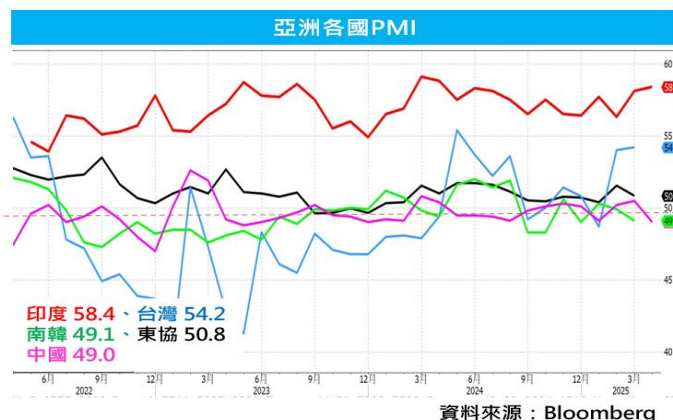
亞洲各國製造業 PMI 數據分歧，台灣 3 月製造業 PMI 受提前拉貨效應推升，續揚 2.4 個百分點至 54.2。南韓製造業 PMI 由降至 49.9 降至 49.1，南韓汽車出口至美國為大宗，製造業景氣受影響持續下滑。中國 4 月官方製造業 PMI 報 49.0，較上個月下降 1.5%，關稅衝擊已經顯現。東協製造業 PMI 由 51.5 降至 50.8，景氣略微放緩但仍穩健。印度的製造業 PMI 是亞洲表現最好的國家，為 58.4，產出和新訂單保持高位，景氣高速擴張。

在 4/2 對等關稅的衝擊之後，川普於 4/9 決定對大部分國家暫停對等關稅 90 天，並將稅率暫定在 10%，這讓市場獲得了喘息的時間，然而這個作法並沒有解決所有的問題，且為市場帶來了不確定性。目前大部分的區域內的經濟數據都還保持良好，但一些信心指標已經出現下滑。我們預計亞洲的數據因為寬限期將帶來急單拉貨潮支撐出口，不會惡化的太快，但真正的挑戰會在關稅暫停結束之後，整體需求可能因為關稅而減少，加上急單效應消退，經濟的走勢很可能出現前高後低的狀況。

亞洲國家正積極的與美國的接觸進行貿易談判，美國財長貝森特 4/27 日表示，美國有 18 個重要貿易夥伴，而「與其他 17 國」有些談判進展非常順利，尤其是與亞洲國家。日本、南韓、印度是傳出很快會有初步結果的國家，如果能夠快速定案，這對於經濟復元會有很大的幫助。

亞洲各國普遍都有準備相對應的刺激政策，在中國、印度、南韓及部分東南亞國家預計都會有進一步貨幣寬鬆的可能性。另外在中國、南韓、新加坡、泰國、台灣財政政策支援也已經在準備之中。另外匯率貶值也是可能的選項，在政策的靈活度及完備性上，亞洲國家仍有一定的優勢。

新興亞洲在受到川普關稅政策的影響之下經濟增速放緩，不確定性非常大。但東北亞中長線受惠於 AI 帶動相關科技產業需求。印度則受惠於供應鏈轉移，相對較有發展空間。



台灣：具有供應鏈整合優勢，中長期不看淡

台灣 3 月製造業 PMI 續揚 2.4 個百分點至 54.2%，為 2024 年 7 月以來最快擴張速度。廠商開始拉快出貨速度，存貨轉為擴張，關稅的拉貨潮已經顯現。川普政府 4 月全面加徵 10% 關稅、並延後 90 天實施對等關稅，美國買家要搶在 90 天限期之前讓貨品通過美國海關，四月 PMI 可望持續擴張甚至來到近期高點。為因應急單，製造業第二季的景氣將保持熱度，但急單效應屬於短期現象，訂單已在上半年提前透支，一旦對等關稅談判不順，高關稅下半年上路，很可能就要面臨到景氣急凍。

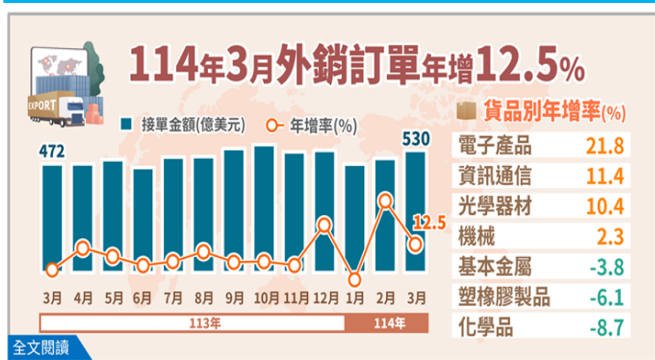
台灣輸美的商品超過 60% 都是 ICT(資訊通信科技)產品，雖然美國將 20 類電子產品列入豁免範圍，為台灣產品輸美打開了窗口，但美商務部長表示，相關產品將與半導體一併面臨個別關稅，市場傳聞預計進行 21 天公眾意見徵詢至 5/7 截止後，裁定調查結果，再由川普公布關稅稅率，未來仍有被課關稅的可能性。

由 2024 年出口品項分析，伺服器與網通設備將是主要受傷產業。由於美國短期內無法迅速擴充組裝產能，多數急單仍可能暫留台灣生產，我們推估關稅將會是部份轉嫁部分則由製造商吸收，壓低企業獲利，影響最為直接。由於台灣直接輸往美國的半導體占比不高，直接影響較少，但半導體是所有資通產品的上游，若是因為關稅造成需求減少，也會影響半導體產業。

中經院表示，美國短期內難以將電子產業完全移回本土，台灣在電子尤其是半導體供應鏈具不可取代的優勢，這可以讓台灣當作籌碼爭取更多緩衝與調整空間，並配合積極表達合作與投資意願，換取稅率上的優惠，並預估，美國對台的目標關稅可能達到 15% 到 20%，呼籲台灣可以從特定 ICT 資通訊產品爭取關稅優惠，並透過增加採購、降低對美關稅和加大對美投資作為條件，希望能增取到產業相近日、韓相同的稅率，來降低影響。為了因應關稅的不確定性，行政院規劃 4,100 億特別預算，包含產業支持 930 億元，協助企業調適，幫助產業研發、轉型及開發，台廠也陸續傳出布局美國的消息，這些措施都可望讓關稅的可能影響降低。

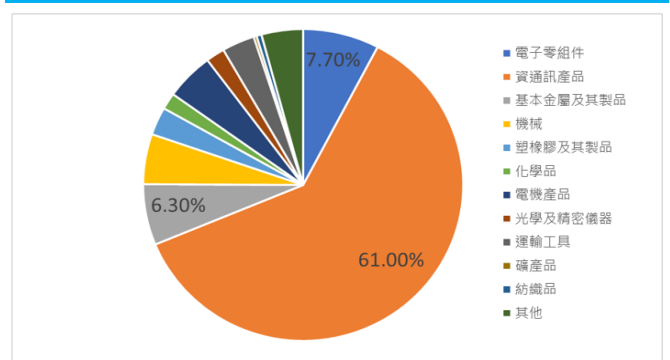
假設關稅全數上路，元大投顧預估台灣 GDP 因關稅將下修 1.04%，今年經濟成長「保三」困難。行政院宣布將投入 930 億元來支應相關措施，可望減輕衝期。對等關稅將驅動全球供應鏈重組，未來供應鏈將要兼具美國化、去中化及全球布局三項要素才能具有優勢。台灣供應鏈是少數有能力實現三軌佈局的國家，將成為全球供應鏈的核心整合者，中長線仍具競爭優勢。

急單效應帶動外銷訂單



資料來源：經濟部

台灣出口至美國品項占比(2024)



資料來源：元大投顧

中國：對等關稅衝擊大，刺激政策難彌補

中國 4 月份製造業 PMI 回落至 49.0，比上月下降 1.5%，遜於市場預期的 49.7。新訂單指數為 49.2，比上月下降 2.6%，新出口訂單驟降至 44.7%，較上月下降 4.3%，顯示關稅戰的衝擊已經開始顯現。非製造業商務活動指數為 50.4%，比上月下降 0.4%，雖然仍保持擴張，但也已經回到榮枯線邊緣。製造業及非製造業的聘僱分項都進一步下滑，關稅對就業市場的影響將會慢慢顯現，中國經濟展望並不樂觀。

美對中總關稅上調至 145%，將對中國經濟和勞動力市場造成顯著壓力。高盛報告推估，關稅導致中國實際 GDP 水準下降 1.7%，即使未來推出重大的寬鬆措施也不太可能完全抵消關稅的負面影響，並將 2025 年 GDP 成長預測由先前的 4.5% 下調至 4.0%，降幅十分可觀。

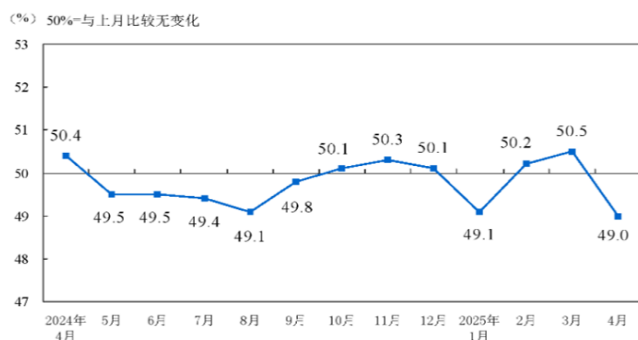
除了中國對美國的出口之外，對等關稅也影響了中國的轉口貿易，川普在對等關稅中宣布對，越南關稅被加徵至 46%，柬埔寨的關稅稅率提高到 49%。印尼則面臨 32% 的關稅，雖然暫停 90 天實施，但美國意圖切斷轉口貿易通道的意圖明顯。自 2017 年以來，中國在美國進口商品中的佔比下降，但其在全球出口總額中的佔有率實際上上升了。而這次的對等關稅，這些轉口國家都被課高關稅，對中國出口帶來進一步衝擊。

川普政府大幅提高關稅除了造成中國出口減少之外，預計將對中國經濟和勞動市場造成巨大壓力，進而影響到社會穩定和消費。高盛預期 2025 年出口年增率將大幅放緩至年減 -10%，這樣的出口數據大致與金融海嘯時相同，約讓有兩千萬勞工返回農村，當時中國推出了四兆人民幣的方案，搭配貨幣政策救市，但目前中國實質推出的政策仍有限。

原本期待 4 月政治局會議將宣示更多政策，但會議中僅承諾加快實施「更積極主動」的宏觀政策，以及增加更多支持措施，努力穩定勞動力、房地產和資本市場等宣示，並無實質政策出台。我們推測隨經濟數據放緩，人行很快就會降息，尤其是長天期利率，財政政策大致維持 1.5 兆刺激規模，並且加快債券發行的速度來提供地方政府資金，會議結果大致符合市場預期的低標。

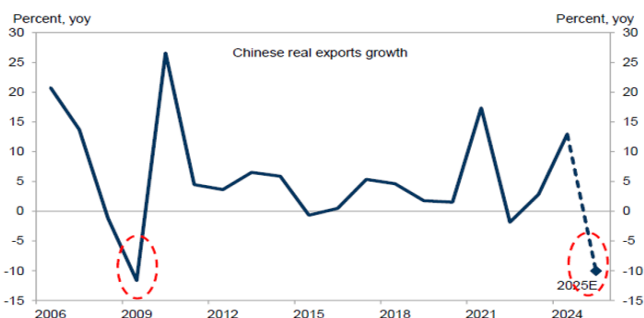
整體而言，中國是目前對等關稅最高，且受到衝擊最直接的區域，對經濟的負面影響將十分巨大，加上房地產市場的萎靡仍持續困擾著中國，經濟在今年難有好表現。股市方面香港上市的科技股因為是政策扶植的主要目標，可能表現相對較好，但經濟承壓的大環境下，仍要防範下行風險。

中國製造業PMI



資料來源：Bloomberg

出口減少可能對比金融海嘯



資料來源：高盛

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

黃金類股：市場氛圍有利走勢，惟留意高波動之風險

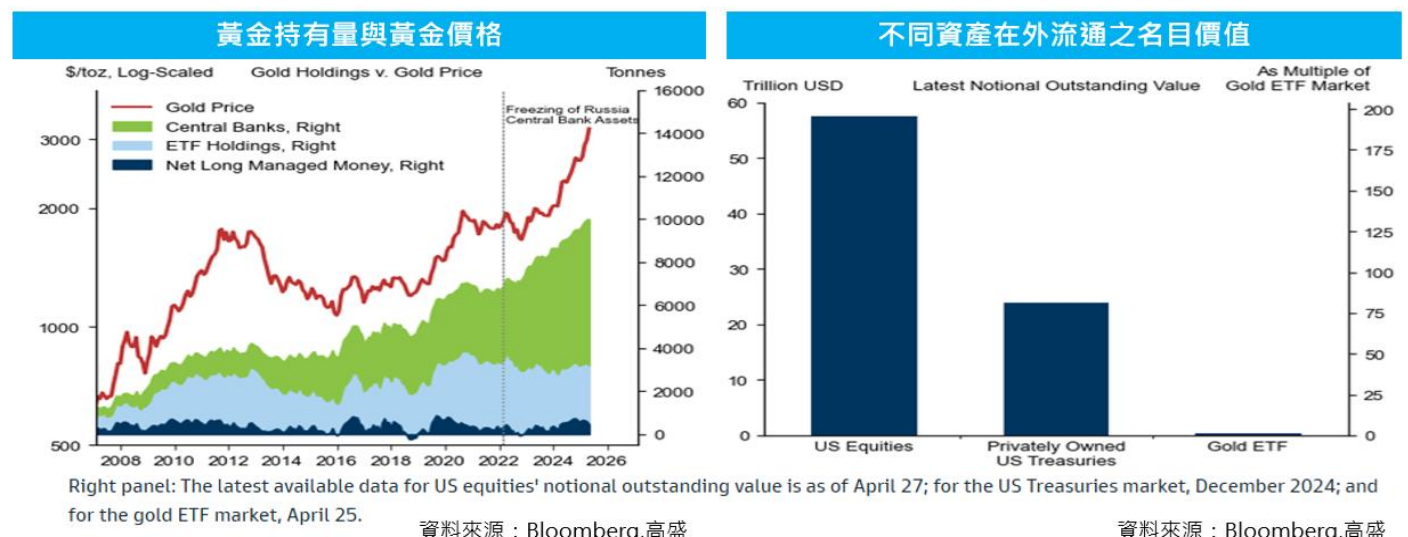
據世界黃金協會統計，全球實體黃金 ETF 3 月流入總額達 86 億美元，當月持有量增加 92 噸，使得集體持有量升至 3,445 噸。若以季來看，2025 Q1 黃金總流入量達到 210 億美元，創歷史次高。淨流入資金主要流向北美(61%)，流向歐洲的資金亦來到 46 億美元(佔比 22%)，創下 5 年來最佳季度表現。雖然亞洲僅貢獻 16%，但考量該區 AUM 僅佔全球總量的 7%，這樣的表現仍令人印象深刻。同時，在金價上漲的推動下，3 月底 AUM 規模再創歷史新高，達到 3,450 億美元，MOM 成長 13%，QOQ 亦增加了 28%。

近期高盛研究指出，自 2022 年俄羅斯凍結外匯儲備以來，官方部門的美元儲備多元化以及央行黃金購買量增加 5 倍為金價上漲 76% 的主要原因。假設央行購買量略有放緩但仍保持強勁，即便不包括私人投資者從美元資產大量轉向黃金，該機構預期金價今年底可望達到 3,700 美元，並於 2026 年中期將升至 4,000 美元。

川普不斷呼籲聯準會降息，除了大肆批評鮑爾外，甚至先前更傳出研議將其撤職，可看出其政策明顯傾向弱勢美元，加上川普政策的朝令夕改與言詞反覆不定亦可能降低市場持有美元資產的信心。美元、黃金、日元、瑞郎等標的傳統上向為市場為避險資產，若美元對投資人吸引力下滑，部分資金勢將湧向黃金。值得注意的是，黃金市場規模相對較小，高盛統計顯示，全球黃金 ETF 持有量僅占美國國債餘額的 1% 左右及標準普爾 500 指數市值的 0.5% 左右，因此美國固定收益市場或風險資產的若發生任何美股或美債資產小規模的多元化移轉都足以為金價帶來重要動能。

高盛報告指出，從紐約商品交易所未平倉量顯示，近期黃金的漲勢尚未看到投機資金的大幅回流，而 4 月初的金價下跌主要是因追加保證金清算所致，而非空頭頭寸。由於 COMEX 投機性部位仍處溫和水平，相關部位短期不致有遭清算風險，故其中期反彈可望受結構性支撐。

然而，川普在 4/2 宣布對等關稅後，黃金價格曾經連續 3 天出現大跌，黃金類股亦可在一天內重挫高達 8%，可見其波動性極高。因此，投資人若欲布局，建議可選擇與金價直接連結之標的，並趁其拉回之時，視投資人風險承受能力以資產配置角度酌量進行，或以分批或定時定額方式介入以降低相關標的之投資風險。



本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

固定收益：可適度配置短天期美國公債、投資級債或歐元區債券

4月截至25日為止，全球主要債市以美元計價表現來看，全球主權債、新興當地債與全球投資級公司債均有亮眼表現，分別上漲了3.04%、2.46%及1.98%。不過，進一步分析可發現，前述指數的獲利無一例外地來自於美元的弱勢，如全球主權債和全球投資級公司債在期間來自貨幣的貢獻分別高達2.43%與1.8%。另一方面，亞洲高收益債則因川普對等關稅對亞洲國普遍徵收較高稅率，加上發債企業體質本就相對偏弱，故而較易受關稅衝擊。此外，亞洲高收益債券之發債幣別多為美元，因此亦無法受惠於美元貶值，導致4月表現較其他券種更為弱勢。

雖然全球主權債在4月報酬率可圈可點，但同期間美國公債表現卻差強人意。川普政府在4/2宣布對等關稅後的當週，全球金融市場大幅震盪，市場避險資金初期一如往常轉向美國公債，推動美國中長期公債殖利率下滑，但4/11當週市場接連傳出3年期美債4/8標售情況不佳、避險基金大規模解除「基差交易」，甚至是中國官方拋售美債持有部位等消息(或流言)，使得中長期公債殖利率大出意料地大幅攀升，拖累價格挫跌，使原有「避險天堂」美名的美國中長期公債表現黯然失色。儘管，美國10年期公債殖利率4/22開始連續下滑，但其殖利率與月初相比仍然較高。

市場近來流傳，美國公債今年約有9兆美元到期，其中約6.5兆美元將在今年6月到期，引發投資人疑慮。然而，彭博數據顯示，美國公債6月到期金額不到1.5兆美元，年底前最高到期金額落在5月的2.43兆美元(加計利息後)。雖然此金額看似極高，但其中超過2兆美元為發行期間1年以內之國庫券(T-bills)。美國公債到期時，政府大多進行標售來借新還舊，且短天期的國庫券發行及到期頻率本就頻繁，因此5月超過2兆的到期金額其實並不足為奇。以美國短天期公債殖利率在川普對等關稅宣布後不升反降的情況，市場對國庫券到期的情況也並不擔心。同時，2年以上美國公債在5月到期金額僅約3,680億美元，雖相關標售情況確實有不確定性存在，但也頂多也僅是標售倍數下降或是殖利率走高，若要說據此預言美國可能因此出現倒債疑慮，實為言過其實之說。

美國短、中、長期投資級債4/7~4/11期間雖疑因基差交易與同步走弱，但隨後短天期投資級債表現相對穩健。川普關稅政策引發通膨升溫的效應可能在6~7月顯現，屆時美國可能短暫出現停滯性通膨疑慮而使Fed能否短期的降息步調充滿不確定性。我們認為，若是以美元標的而言，存續期間較低的短天期美國公債或投資級債應為近期債券投資較佳選擇。此外，川普關稅政策與其反覆的言行使市場對於美元資產信心不足，近期亦看到美元流出跡象，而歐元作為美元以外最為通用貨幣，歐元區的投資級債亦可望受惠，故也可作為客戶資產配置上的考量。

