

5 月股市迎來反彈，但關稅議題仍為最大變數

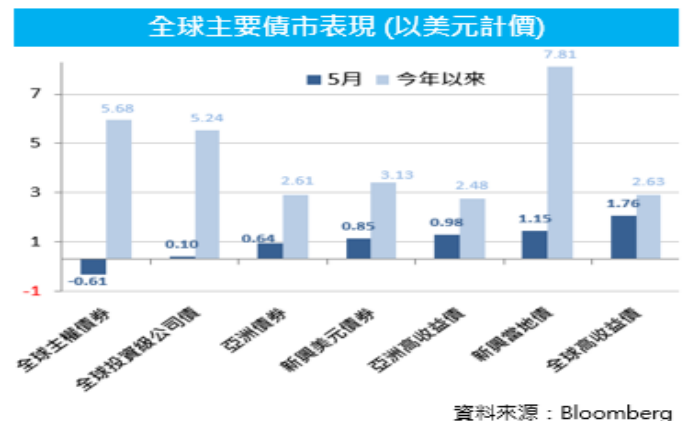
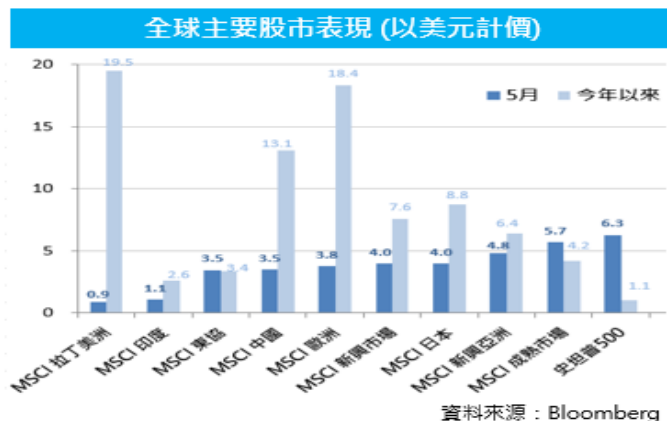
2025 年 6 月

全球股市 4 月因川普對等關稅的劇烈震盪，所幸 4 月下旬市場傳出美國可能下調對中關稅及 5/12 美中宣布暫時互降關稅 90 日並開始進行協商，以美股為首的全球股市 5 月迎來反彈。以換算為美元後的 5 月報酬來看，S&P 500 指數上漲 6.3% 表現最為突出，主要因為美英達成貿易協議框架及美中相互暫降關稅，大大緩解市場對於美國通膨及經濟成長威脅，及美股 Q1 財報表現亮眼所致。此外，新興亞洲股市在 5 月的表現也相對亮眼，漲幅甚至高於區域內中國、東協、印度等股市，主要受到台韓股市表現相對較好及台幣大幅升值，推升其換算為美元後的報酬率。另一方面，今年前 4 月表現極佳的拉丁美洲股市，在 5 月因市場對於巴西可能擴大刺激措施，擔憂影響該國財政前景而使其表現敬陪末座。

在全球債市表現方面，同樣由於市場氛圍好轉，帶動投資人的風險偏好，使得全球高收益債在 5 月的表現最佳。新興市場當地貨幣債則持續受惠於美元的相對弱勢，換算至美元的報酬率亦有不錯的表現。全球主權債與全球投資級債則因美國、日本等長天期公債出現較大波動，使其當月表現相對落後，但若以今年前 5 月的累計報酬來看，相對於其他券種仍有不錯的表現。

儘管美股在 5 月迎來不錯的漲幅，但美國債市在期間卻出現不小的波動。穆迪 5/16 宣布將調降美國長期發行人及優先無擔保信用評級，隨後又因 20 年期美債標售情況不佳及美國眾院通過減稅法案等不利消息，使市場對於美國政府財政體質的前景感到憂心，導致美國公債殖利率一度飆高，所幸 5 月最後一週美債中短天期公債拍賣情況良好，使殖利率略有回落，但 10 年期美國公債殖利率仍由 5 月初的 4.1755% 升至月底的 4.4004%，因此在價格方面出現了減損的情況。

美國與各國的關稅協商仍在進行，雖然 5 月市場因美國給予包括中國在內的各國 90 天的寬限期而出現反彈，但 5 月下旬美國法院介入關稅仲裁，川普再次抨擊中國違反協議並上調全球鋼鋁關稅至 50%、晶片、藥品關稅細節仍未宣布及川普態度的反覆，均提醒著市場，關稅議題後續仍存有極大的變數，因此我們建議股市投資以分批方式介入為宜。在債市方面，Fed 貨幣政策仍朝降息方向進行，但川普政策與通膨的不確定性猶在，FOMC 降息時程恐將延後，但欲持美元的客戶仍可買進天期較短、體質穩健的投資級債並持有至到期；若欲布局債券型基金則建議朝存續期間短、信評高方向進行；此外，美元中線傾向貶值，故亦可適量搭配非美投資級債以為因應。



美國股市：AI 產業成長強勁，將有更多關稅協議出爐

美股在五月份強勢反彈，市場對川普關稅政策的恐慌降低。投資人對 AI 與雲端運算相關科技股持續青睞。領漲族群包含輝達、微軟、博通、Meta、亞馬遜、特斯拉等科技巨擘，領跌族群包括蘋果、禮來、聯合健康、波克夏海瑟威、默克藥廠等，以醫療類股受害於「讓美國再次健康」(MAHA) 與「最惠國藥價」政策，表現較差。

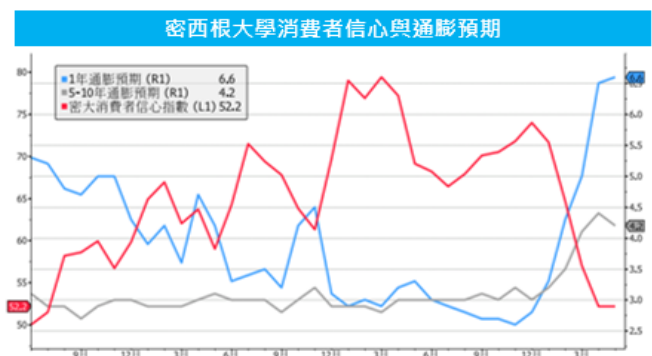
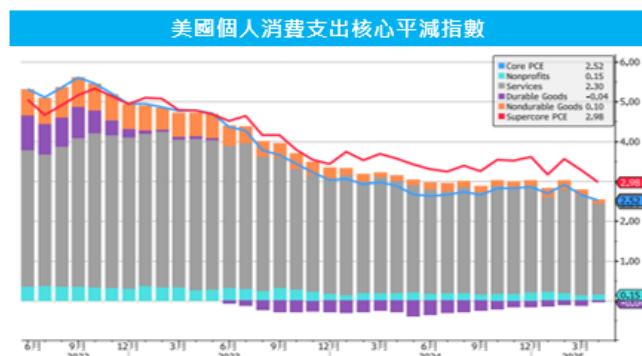
AI 仍是市場最關注的成長型產業。Nvidia 財報優於預期，但川普晶片限制不利其業績表現。Q1 營收成長 69% 達 441 億美元，資料中心部門營收年增 73% 達 391 億美元，占整體營收 88%；遊戲部門營收年增 42% 達到 38 億美元；汽車和機器人部門營收成長 72% 達 5.67 億美元。在 4 月中旬，美國政府新增的對中晶片銷售限制，引發晶片庫存過剩，致使 Nvidia 提列高額庫存損失，並流失在中國市占率。然而若未來美中關係改善，AI 晶片仍會是中國希望採購的重點目標。

「讓美國再次健康」(MAHA) 運動在美國公共衛生領域掀起巨大波瀾。MAHA 融合了對大製藥公司與主流醫學的不信任，強調環境與食品安全，但其中也包含許多與科學共識相悖的觀點。這場運動也促使川普政府退出 WHO、削減公共衛生機構預算、推動醫療體系改革等。以美國補充營養協助計畫為例 (SNAP，簡稱食物券計畫)，改革後將限制民眾資金用途，不得拿來購買其所認定的垃圾食品，預料短期將衝擊部分食品製造商與零售業獲利。

通膨數據表現溫和，對等關稅至物價的傳導僅部分顯現，預計聯準會仍將保持觀望，市場預期 9 月才會啟動降息。4 月的 PCE 月增率 0.1%，且年增率回落至 2.1%，核心 PCE 價格平減指數月增率持平於上月修正值 0.1%，年增率自上月修正值 2.7% 下降至 2.5%；美國密西根大學 5 月消費者信心指數終值 52.2 處於歷史低點，且通膨預期仍保持在高檔，顯示消費者對經濟前景仍抱持謹慎態度。

川普關稅執行雖遭法院挑戰，但美國政府擁有多項法律授權，足以迅速重啟類似關稅措施。美國國際貿易法院 (Court of International Trade, CIT) 於 5 月 28 日裁定川普政府援引《國際緊急經濟權力法》(IEEPA) 實施「對等關稅」不具有正當性，並下達禁止令，但該裁決很快被白宮上訴並獲批准暫緩執行。即使援引《國際緊急經濟權力法》最後確定被法院裁定禁止，川普政府仍有多項方法可落實關稅政策，包含《1974 年貿易法》第 122 條、《1974 年貿易法》第 301 條、《1962 年貿易擴張法》第 232 條以及《1930 年貿易擴張法》第 338 條，故各國與美國的關稅談判仍將繼續，川普關稅戰不會因此終止。

標普 500 本益比來到 23.5 倍，評價偏高造成市場波動加劇。短期雖因關稅談判存在諸多不確定性，然而考量川習會談、美日關稅協議可望有所進展，仍可以長線角度分批進行布局。



資料來源：Bloomberg

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：內需與國防概念續強，歐洲央行降息因應關稅衝擊

歐洲股市五月迎來反彈，資金轉向防禦性與內需產業，如公用事業與國防概念股。上漲標的包含艾司摩爾控股、萊茵金屬、思愛普、西班牙國際銀行、西門子能源、施耐德電機、勞斯萊斯控股等，下跌族群包含賽諾菲、愛爾康、羅氏、酩悅·軒尼詩-路易·威登等。由於歐元今年以來表現強勢，有利歐洲內需概念股續強。

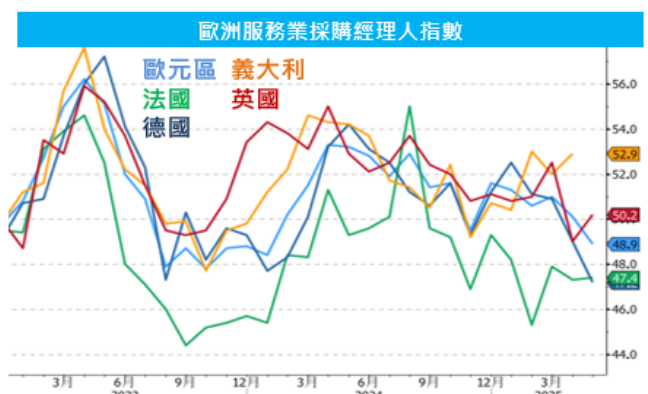
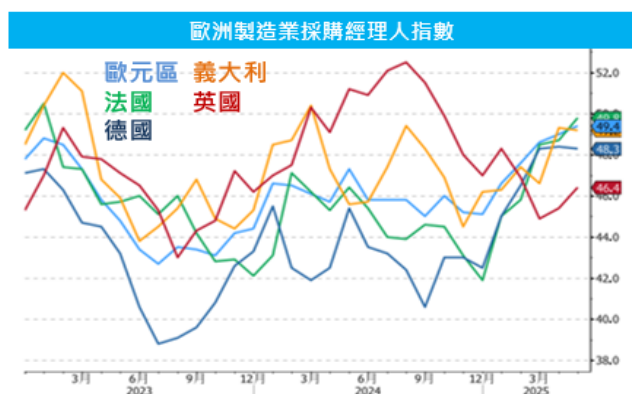
地緣緊張情緒加劇，俄烏戰事持續與北約國防預算擴大，使歐洲國防概念股吸引資金流入。就在俄羅斯與烏克蘭在土耳其展開第 2 輪直接談判前，雙方仍出動大量無人機與飛彈進行互相攻擊，長期的戰事讓歐洲各國無法置身事外，除擴大對美國軍事採購外，也著手重建本土國防供應鏈，做好面對戰爭的準備。

川普關稅為歐洲經濟增添不確定性，故歐洲中央銀行以連續下調利率應對。隨著通膨風險消退，歐洲央行在過去一年中已經七次降息。然而歐元匯率卻在連續降息下仍相對美元走強，今年以來歐元對美元升值幅度已接近 10%，市場揣測匯率可能成為美歐貿易談判內容的一部分，預期心理可能持續推升歐元走勢。

歐盟正試圖在 7 月 9 日期限前加快與美方談判進程，以避免輸美產品被課徵 50% 關稅及金屬、汽車、零部件等相關關稅。但歐盟也宣告，如與美方未能達成協議，已準備對價值 210 億歐元的美國商品徵收關稅，以便反制川普的關稅措施。歐盟談判策略可能側重於關鍵行業，例如半導體、汽車和製藥，來減少產業外移的就業衝擊，但這將違背川普的美國製造概念。雙方目前仍未看到共識出現，談判時程有機會再度延長。

歐元區 5 月製造業採購經理人指數持平在 49.4，製造業情況回穩，但這也可能是豁免期內的搶運訂單。細分國家，英國製造業採購經理人指數出現走高跡象；歐元區第二大經濟體法國製造業採購經理人指數升至 49.8，但經濟火車頭德國跌至 48.3，在主要成員國中表現最差。歐元區服務業採購經理人指數來到 49.7，其中德國的表現不理想，但英國、法國都較上個月小幅回升。

目前泛歐 600 指數本益比約 15.2 倍，評價相對合理，但考量美國對歐盟欲課徵之對等關稅即將於 7 月結束豁免期，且歐盟內部各國的利益不同，談判複雜度高，雖預期長期來說仍將達成協議，但短期內可能出現變數，故建議可以以長期角度分批布局。



資料來源：Bloomberg

日本股市：美日關稅談判持續，G7 峰會可望釋出正面訊息

日本股市在 5 月強勢反彈，成功扭轉對等關稅引發的下跌。半導體與金融表現強勁，5 月領漲族群包含三菱 UFJ 金融、日立製作所、三菱重工、三井住友金融、瑞可利控股、瑞穗金融、愛德萬測試、三菱商事、東京海上控股，下跌的龍頭包含中外製藥、損保控股、Unicharm、Nitori 等。伴隨日圓升值，近期日股受到國際資金青睞，已經出現連續八周的外資買超。

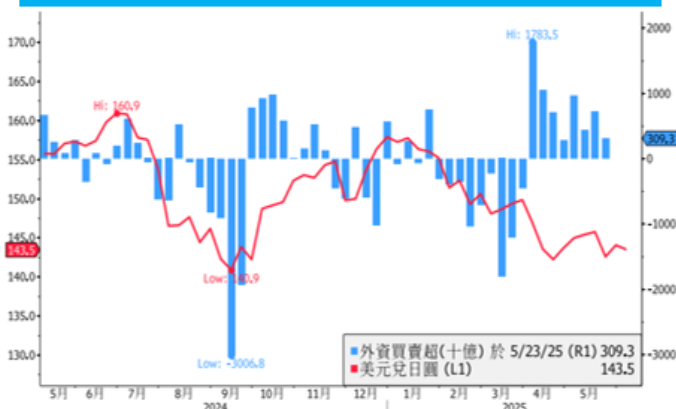
美日關稅談判仍未出現進展，但預計將於 7 月完成談判。日本首席貿易談判代表赤澤亮正表示，日本將持續爭取美國全面取消關稅，並計劃在 7 月初臨時關稅豁免期屆滿前，力求與華盛頓達成協議。赤澤亮重申目前談判仍在進行，雙方已就 G7 峰會期間(6 月 15 至 17 日於加拿大舉行)的領導人會晤達成共識，並認為該會晤將會成為一項「里程碑式」的重要事件。

日本央行總裁植田和男在國會發表講話，闡述央行的貨幣政策方向，明確表示一旦經濟和物價增長在經歷短期停滯后重新加速，日本央行隨時準備上調利率；同時清楚指出，日本央行已計劃在 2026 年 4 月後繼續推進購債規模的縮減，旨在逐步退出超寬鬆貨幣政策，但也會觀察市場狀況，兼顧政策靈活性和可預測性。市場普遍預期，日本央行雖短期內不會立即升息，但將逐步調整資產負債表結構，若美國關稅對日本經濟造成的衝擊可控，第三季才會進一步調升利率。

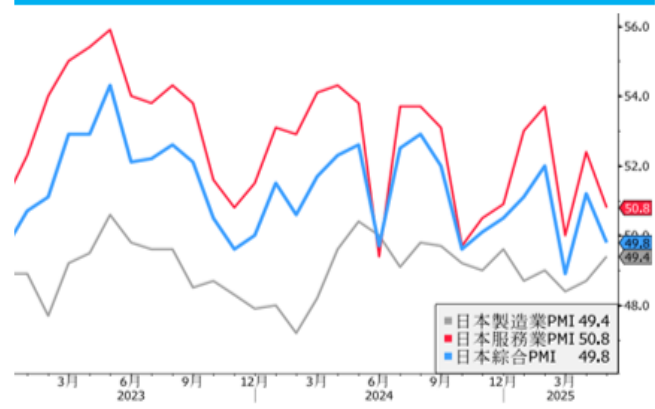
日本 5 月製造業採購經理人指數由前值 48.7 升至 49.4，雖創五個月高，但仍連續 11 個月處在收縮區間，且指數上升可能是因為關稅豁免造成短期搶運；服務業採購經理人指數則下滑到 50.8。外籍觀光客人次再創單月歷史紀錄，2025 年 4 月訪日外國旅客人次達到 390 萬人，由於旅客激增會帶來社會問題，日本政府正研擬針對「外籍旅客免稅制度」與「外國人駕照換發制度」兩項關鍵措施展開改革，其中日本長年施行的「外籍旅客購物免稅制度」可能出現重大改革，現行「即時免稅」在未來考慮改為「先付後退」或限定品項退稅，可能不利未來外籍旅客的消費動能擴張。

日圓升值不再是日股利空，就年初至 5 月底來看，日圓兌美元升值幅度達 9.2%，與台幣、歐元接近，而 TOPIX 指數從年初到 5 月底上漲 1.64%，表現與標普 500 接近，並未出現過去日圓升值帶來股市下挫的反應。TOPIX 指數目前本益比僅 15.2 倍，關稅雖直接打擊日本企業獲利表現並在短期形成負面因素，但長期而言不致影響日企競爭力，且日企擴大股票回購趨勢不變，外資近期也積極回補部位，有利日股長期表現。

日股外資買/賣超對照美元兌日圓匯率



日本採購經理人指數



資料來源：Bloomberg

新興亞洲：等待對等關稅談判結果，經濟放緩但能維持穩定

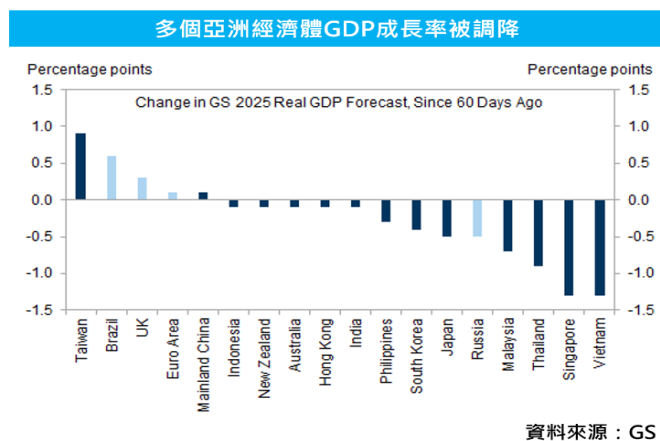
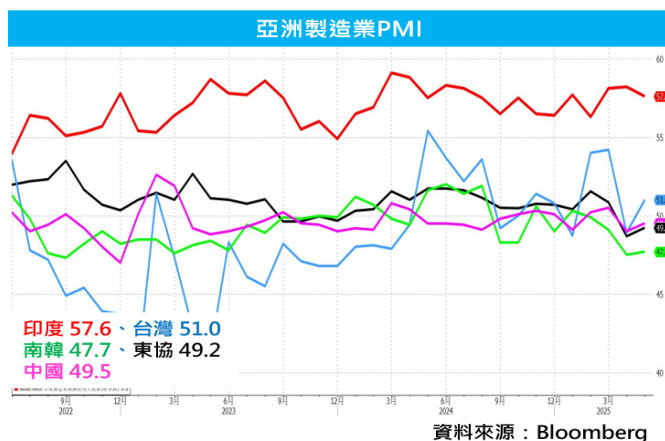
亞洲股市在五月大多上漲，截至五月底，亞洲不含日本指數(MXAPJ)單月上漲 2.59%，中美大幅調降關稅帶動下，亞洲股市普遍走揚。國企指數最直接受惠，單月上漲 4.41%。上證指數表現較為溫吞，但也上漲 2.09%。台灣股市在美國科技股尤其是半導體類股帶動下，外資回頭買超，上漲 5.50%。南韓股市 KOSPI 指數在國內政局逐漸步入正軌之後，開始反彈，上漲 5.52%，在亞洲各國股市之中表現最佳。東南亞股市延續上個月的漲勢，MSCI 東南亞指數單月上漲 1.78%。東南亞國家中印尼股市表現最佳，單月上漲 3.49%，新加坡居次上漲 1.18%，但菲律賓、馬來西亞和泰國表現落後，其中泰國單月下跌 4.15%，表現最差。印度股市延續上月走勢溫和走揚，SENSEX 指數五月上漲 1.51%。

亞洲各國製造業 PMI 雖多數在萎縮區間，但在關稅暫停帶動的拉貨潮影響下，普遍較四月改善，台灣製造業 5 月 PMI 重回增長，回升 2.1 個百分點至 51.0%。南韓 PMI 略升至 47.7，但以連續四個月低於 50，主因南韓汽車以出口至美國為大宗，受到汽車關稅的影響仍持續發酵。中國 5 月官方製造業 PMI 報 49.5，較上個月上升 0.5%，主係美國與中國於 5 月中旬達成暫時性貿易緩和協議，帶來急單效應所致，然而，新出口訂單仍受壓，改善有限。越南、印尼 PMI 反彈，也都還是在景氣榮枯線 50 之下。印度製造 PMI 在 5 月份修正為 57.6，顯示出輕微增速放緩，但表現依然強勁。

儘管亞洲面臨美國關稅、政策不確定性以及中國的產能過剩影響，亞太地區的經濟成長仍保持相對穩定。近期的調查數據如 PMI 大部分都在萎縮區間，但實質性指標如出口、消費等等，雖亦下滑但仍能維持穩定。然而在關稅暫停期限即將結束，提前拉貨可能告一段落的影響下，未來幾個月的經濟狀況不確定性大增，廠商也因此變得十分保守，我們認為亞洲經濟可能有進一步下滑的可能。

大部分亞洲國家的關稅談判的最後期限是 7 月 9 日，中國則是到 8 月 12 日。美國與亞洲國家之間的談判進展速度參差不齊。目前印度看來進度最快，應該能夠盡快達成協議，而與日本、韓國和台灣的談判據傳也進展順利。由於中國主要在東南亞進行洗產地行為，東協國家的談判可能較為麻煩，東南亞國家或許可以透過拉高自製率來解決這個問題。我們認為中國的關稅 30% 可能已經是最低水準，因此中國與其去跟美國談判，不如擴大其他出口或是提振自己的內需才會是更有效率的辦法。

在關稅的影響下，出口放緩已經是市場共識，然而亞洲各國普遍都有準備相對應的刺激政策，部分國家也開始降息降準，雖然經濟下行的機率高，但在政策支撐下，經濟下滑程度可控，整體仍可望保持穩定。



台灣：AI 帶動的半導體需求中長期穩健，適度加碼台股配置

5 月台灣製造業 PMI 指數回升 2.1 個百分點，來到 50% 以上的 51%，重新站回 50 榮枯值以上，景氣的表現，比起日本、南韓、中國等亞洲國家要好。關稅暫停的急單效應讓 PMI 重回擴張，但因地緣政治風險仍存，業者不願堆積太多的存貨。編制 PMI 指數的中經院認為，未來製造業景氣的不確定性高，之後的 PMI 值會處於且戰且走狀態。特別是六大產業全數回報未來六個月展望呈現緊縮，下半年的景氣狀況仍因為關稅陷入五里霧中。從產業來看，科技電子業仍具韌性，AI、半導體需求仍強勁，但傳統製造業壓力大，尤其在台幣升值環境下，機械、鋼鐵產業將受到一定的影響。

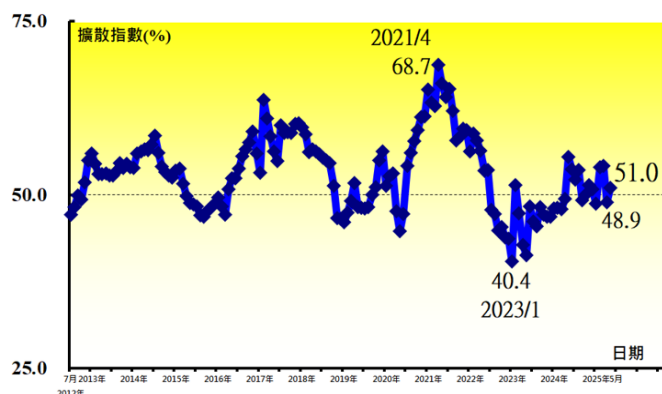
台幣於五月初快速升值是近來投資人最關注的議題。新台幣今年以來兌美元升值幅度略強於其他貨幣，截至 5/30，新台幣兌美元升值幅度約 9%，與歐元、日圓相近，大致與美元指數跌幅相同。但相比於其他亞幣，如新幣、韓圓約升值 5.5%，人民幣約升值 1.8%，則升幅較大。然而其他貨幣今年初起就已經陸續對美元升值，新台幣則是四月底一次到位，的確有落後補漲的味道，考量目前升值幅度已經與美元指數跌幅相近，再急貶的可能性不高，但由於美元相對全球貨幣仍然是被高估的狀況，長期來看，不排除在美元走弱的大環境下，新台幣兌美元還有升值空間。

台灣上市公司多以出口為導向，台幣升、貶值所造成的匯兌損益勢必對上市公司獲利有影響。此外，台幣若短期快速升值，將使其避險成本增加，對需要避險的公司也是另一項成本，近期就有台灣壽險業者遭遇無本金交割遠期外匯 (NDF) 避險成本太貴、下不了手改以其他亞幣避險的狀況，面對五月初的快速升值，對壽險業以及避險成本佔比較高的企業恐會造成較大的帳面損失。

科技股方面，半導體與零組件公司面臨較高的外匯風險由於半導體業的製造高度集中在台灣，因此成本結構多以新台幣計價，產業對匯率波動曝險程度相對較高。然而，技術領先的晶圓代工廠可憑藉較強的定價能力來緩解壓力，長期影響較屬可控。

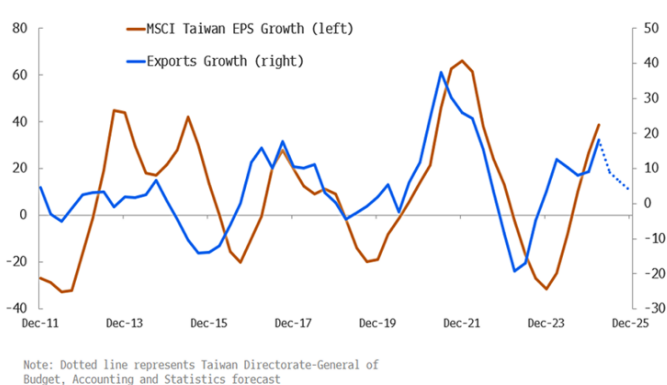
對台股而言，新臺幣走強，雖會有匯損，但也有利於外資流入、推升本益比。高盛模型預測，台幣每升值 10%，台股在估值帶動下可望上漲 2-3%，穩定的外匯升值趨勢，也有利於外資的長期持有。就長期來看，台股的企業獲利與出口年增率更為密切相關，台灣出口在上半年交出亮麗成績單，下半年雖不明朗，但 AI 帶動的半導體需求中長期穩健，我們建議在台幣升值狀況下，適度加碼台股配置。

台灣製造業 PMI



資料來源：中經院

MSCI 台灣 EPS 與出口相關性高



資料來源：Bloomberg

南韓：新總統加碼刺激，等待關稅進一步明朗

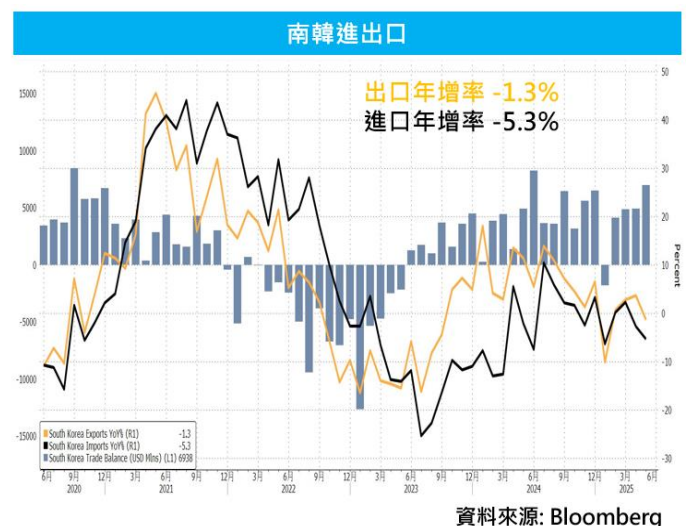
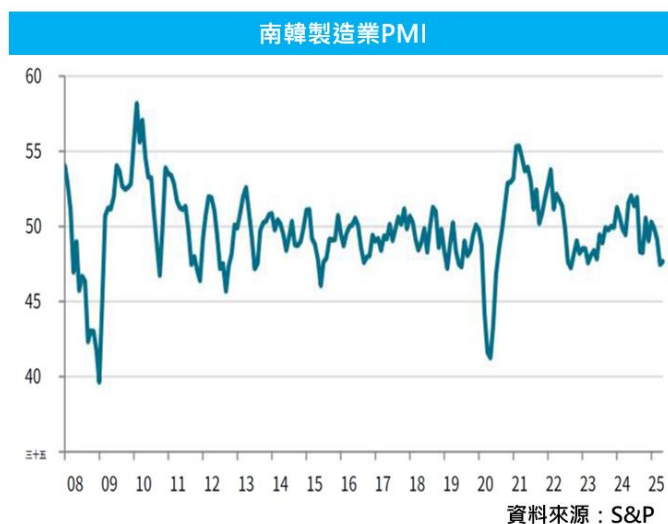
南韓五月製造業 PMI 為 47.7 雖較四月的 47.5 略有上升，但已經是連續第四個月在萎縮區間。產出和新訂單均大幅萎縮，其中新訂單降幅創下 2020 年 6 月以來的新高。由於國內經濟形勢嚴峻以及全球貿易政策的不斷變化對需求造成壓力，企業出口、採購和未完成業務均有所減少。但意外的是，由於製造商對未來一年的前景感到樂觀，預期國際貿易能夠步向穩定，國內經濟也可望在政局穩定後回溫，雖然信心指數僅僅略超過 50，但也讓企業七個月來首次增員，有利於後市。

雖然 PMI 的數據有所改善，但五月份韓國出口額年比下降 1.3%。這是南韓出口時隔四個月再次出現年比縮減，對美國的出貨減少 8.1%，其中汽車和汽車零件的出貨量下降最為嚴重。對中國的出口也有所下降。如果關稅影響沒有因為談判而減輕，未來幾季貿易和經濟成長的數據恐將進一步惡化。

儘管出口普遍疲軟，但半導體以及手機的出口仍是亮點，在用於產生人工智慧 (AI) 晶片組的 DDR5 和高頻寬記憶體 (HBM) 帶動下，半導體出口年比大增 21.2%，達 138 億美元，創下歷年同月最高紀錄。受新機帶動，手機出口月比劇增 30%，帶動無線通信設備出口同比提升 3.9%，表現亦佳。但美國貿易政策的變化以及美中之間日益加劇緊張情勢，恐影響到之後的晶片關稅以及相關禁令，讓未來出口仍有變數，須密切關注。

在不確定的外部環境下，企業信心的改善很有可能因為南韓政局逐漸走向穩定。新一任的南韓總統李在明 4 日於國會正式宣誓就職，這代表著政局動盪將告一段落。彭博預期李在明將加強財政刺激力度，並推行較為平衡的外交政策。彭博預估，李在明上任後今年將增加至少為 35 兆韓元(約 25 億美元)的額外預算，用於向家庭和自僱人士提供消費補貼。預計明年新的擴張性財政將推動預算成長 5% 以上，高於 2025 年計畫的 3.2%。這將用於擴大人工智慧和綠色技術的研發、增加兒童補貼、為弱勢群體提供消費券以及工業綜合體的智慧轉型。財政刺激措施可望使 2025 年的 GDP 成長率提高 0.1-0.2 個百分點，2026 年提高 0.5 個百分點。

南韓的政局逐漸穩定，近期的股市反映了相關利多，但時間拉長來看，投資人將重新聚焦於實體經濟及企業實際獲利，尤其是在關稅問題尚未底定之前，我們認為南韓股市短期仍將承壓，但未來若能在關稅問題獲得改善，仍有延續近期漲勢的機會。



能源類股：OPEC+7 月續增產負面因素與穩定經濟數據相抵銷，油價持穩

西德州原油價格 5 月持續在 55~63 元之間震盪整理，5 月初美英達成貿易協議及中美貿易休戰消息，激勵油價從年初以來的下跌趨勢中止跌回升。整體產業供給方面持續受到 OPEC+ 增產影響，價格承壓，需求面則受惠於仍保穩健的經濟數據及時序進入傳統夏季旺季激勵，為價格帶來支撐。

OPEC+ 自 4 月開始，為懲罰生產過剩的會員國，連續 4 個月決議逐步解除減產措施，4 月計畫新增 13.8 萬桶/日產量，5 至 7 月計畫每月新增約 41.1 萬桶/日產量，原油供給持續增加，不利產業供需平衡。高盛研究報告指出，預期 OPEC+ 8 月會決議再增產 41 萬桶/日，並認為全球每日原油供給 2025 年及 2026 年將會分別超過需求 100 萬桶及 150 萬桶。原油供過於求，將使價格承壓，在其報告中，預期在 2025 年剩餘時間中，西德州原油平均每桶價格將落在 56 美元，2026 年平均價格將落在 52 美元。美國能源署亦抱持相同觀點，在其 5 月報告中預估，2025 年全球液態燃料產量將增加 130 萬桶，需求則預期為增加 100 萬桶/天，供給上升超逾需求新增，2025Q2~Q4 每日庫存堆積幅度預估將分別為 55、68、77 萬桶。原油庫存堆積，反映美國對全球貿易衝突的不確定性及 OPEC+ 加速增產對產業帶來的負面影響，美國能源總署亦預估 2025 年西德州原油均價將為 65.85 美元/桶，2026 年則為 59.24 美元/桶。

高盛及美國能源總署的報告皆指出，能源產業在受到貿易戰不確定性及 OPEC+ 增產影響下，將持續供過於求，不利產業前景。然而近期全球經濟數據仍保持穩定，為短期油價帶來支撐，根據高盛統計全球經濟驚奇指數，全球經濟軟數據在川普上任後一路走弱，但在 5/12 中美貿易休戰後開始復甦，硬數據的部分則在今年普遍持續優於市場預期；OPEC+ 亦在 5/31 發布的增產聲明中，新增「全球經濟穩定」作為增產理由之一；近期發布的數據也持續帶來好消息，美國能源總署統計截至 5/23 當週，美國原油庫存減少 280 萬桶，下降至 4.404 億桶，優於路透社預估的將增加 11.8 萬桶，顯示原油需求開始復甦，加上時序進夏日，傳統季節性原油需求將上升。預期整體產業雖將持續受到供過於求影響，但在實體經濟仍然穩健的情況下，有助於支撐西德州原油價格。

地緣政治方面，川普於 5/15 曾表示，將很快與伊朗達成核協議條款，市場擔憂核協議達成，可能導致美國鬆綁對伊朗的制裁，使每天約 80 萬桶的伊朗原油供給流入市場，對原油供需雪上加霜，但此一消息很快被伊朗反駁，稱美國要求其完全放棄鈾濃縮能力，是「不容談判」的事情，並表示不太可能與美國談判取得成果。即便如此，美伊下一輪核協議談判仍在持續進行，後續仍將持續追蹤進程及對能源產業可能的影響。

OPEC 8國石油增產計畫									
Oil output increase plans by eight OPEC+ members									
Output hikes to unwind 2.2 million barrels per day of voluntary cuts									
	Saudi Arabia	Russia	UAE	Iraq	Kuwait	Kazakhstan	Algeria	Oman	Total
April	56,000	26,000	26,000	12,000	8,000	5,000	3,000	2,000	138,000
May	166,000	79,000	77,000	37,000	22,000	13,000	8,000	7,000	409,000
June	167,000	78,000	77,000	37,000	23,000	14,000	9,000	7,000	412,000
July	167,000	79,000	77,000	36,000	22,000	14,000	8,000	7,000	410,000

Note: 2025 month-on-month output increases in barrels per day. May-July increases each round to 411,000 bpd
By Jason Neely and Yousef Saba • Source: OPEC Secretariat, Reuters calculations

資料來源：路透社



資料來源：Goldman Sachs Global Investment Research

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。

礦業類股：川普上調鋼鋁關稅至 50%，對市場影響有利有弊

川普於 5/30 前往美國鋼鐵(US Steel)位於賓州的工廠發表演說，當場宣布自 6/4 起，對外國輸美的鋼鋁關稅從現行的 25%上調至 50%，以此保護美國鋼鐵工人，並將製造業帶回美國。此舉引發歐盟及加拿大反彈，紛紛表示譴責，強調川普的行為是在破壞現有的關稅談判努力，歐盟隨即也於 5/31 揚言展開報復措施。

鋼鋁關稅上調至 50%，有利於美國鋼鋁業者。高盛報告指出，美國目前熱軋鋼捲現貨每噸價格約為 840 美元，在上調關稅至 50%前，從越南運至休士頓的熱軋鋼捲，加計此前的 25%關稅後的落地價格，也僅約每噸 725 美元，代表即便有 25%關稅，從國外進口鋼捲的成本，仍低於美國本土價格。此次上調關稅至 50%，將可使越南鋼捲落地價格上升至每噸 870 美元，高於美國價格，有利於美國鋼鋁業者將外國鋼品擋在國門之外。

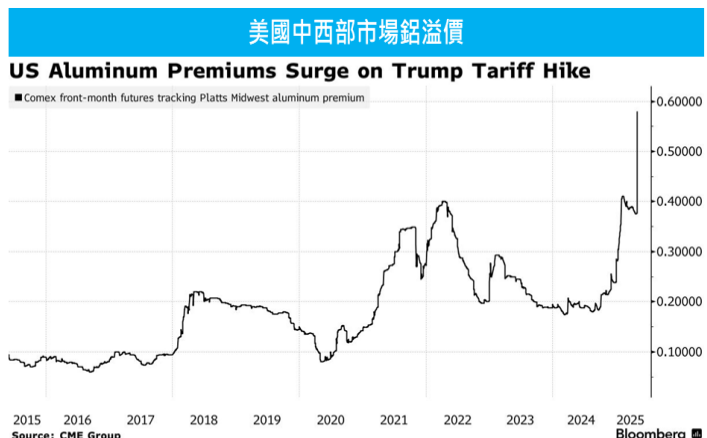
鋼鋁關稅會使美國本土鋼鋁價格上漲以反映關稅，一方面有利於美國鋼鋁產業，但另一方面也將為下游鋼鋁使用含量高的產業，如汽車、農業機械、石油開採設備等帶來不利影響。觀察美國中西部市場鋁溢價，該報價為美國中西部地區鋁交易現貨價格相較於倫敦金屬交易所鋁報價之溢價，溢價包含進口關稅、運輸、倉儲等附加費用。該報價在川普實施 25%關稅期間，由約\$0.22/每磅上漲至約\$0.38/每磅，川普宣布上調關稅至 50%後，該報價更一舉跳漲至\$0.58/每磅，意即美國本土鋁價相較倫敦金屬交易所報價每噸溢價\$1,279 元。對於鋁用量大的產業來說，將對其成本造成負面影響。

以 MSCI 全球金屬與礦產指數來觀察，以地區分別，該指數涵蓋潛在受惠的美國地區佔比僅有 21.53%；以產業分別，純鋼鋁業者僅佔 16.69%，意即對 MSCI 全球金屬與礦產指數來說，直接受惠於美國鋼鋁關稅上調的比例可能僅約 3.59%。與之相對，無法銷往美國之鋼鋁恐將流向其他國家，對全球鋼鋁供給面造成衝擊。然而另一方面，受到鋼鋁關稅不確定性影響，帶動避險情緒上升，資金有望流向黃金避險。以產業分別，黃金佔 MSCI 全球金屬與礦產指數 31.55%，有望抵銷鋼鋁關稅帶來的不利影響，故中性看待礦業類股後市。

鋼鋁關稅上調，對於 S&P500 指數來說，亦有負面影響。在 S&P500 指數成分股中，鋼鋁生產相關公司，包含 Nucor、Steel Dynamics 合計占比僅約 0.09%，相對的，可能受害於鋼鋁價格上漲的下游產業，例如汽車、重機械等，合計占比則約為 2.48%，比重為受惠產業之數倍，代表就 S&P500 指數來看，鋼鋁關稅上調對美股指數來說弊多於利。

S&P500成分中鋼鋁關稅受惠受害公司占比		
	代表公司 (權重 %)	合計
受惠：鋼鐵生產	Nucor 0.05 %; Steel Dynamics 0.04 %	≈ 0.09 %
受害：汽車	Tesla 2.02 %; GM 0.09 %; Ford 0.07 %	≈ 2.18 %
受害：重機械與建機	Caterpillar 0.30 %	≈ 0.30 %
合計受害類股占比		≈ 2.48 %

資料來源：Slickcharts



資料來源：Bloomberg

固定收益：穆迪降美債信加劇波動，中短天期投資級債為首選

全球債市 5 月最重要消息莫過於穆迪 5/16 宣布將美國長期發行人及優先無擔保信用評級從 Aaa 下調至 Aa1，並將評等展望從負面調整為穩定。穆迪認為，美國如不調整稅收和支出，強制性支出預計將從去年的 73% 上升到 2035 年的 78%；若 2017 年減稅與就業法案進一步延長，聯邦赤字及債務負擔佔 GDP 比重預估將分別由去年的 6.4% 及 98% 擴大至 2035 年的近 9% 及 134%。惟穆迪預期美國的長期經濟成長實力不會受到顯著影響，故仍將美國的債信展望從「負面」調整為「穩定」。

穆迪宣布降評當日，10 年美債殖利率 5/16 終場升至 4.477%，殖利率上揚約 4.55 bps，隨後又因 5/21 美債 20 年期美債標售情況不佳及 5/22 美眾議院通過減稅法案而使殖利率一度飆高，所幸 5 月最後一週美債拍賣情況良好，使得 10 年期美國公債殖利率由穆迪降評當日的 4.477% 降至月底的 4.4004%。然而，與 5 月初的 4.1755% 相較，10 年期美國公債殖利率在 5 月仍有所上揚。

回顧過往，標普(S&P)與惠譽(Fitch)曾分別在 2011/8/5 及 2023/8/1 將美國政府債信由 AAA 及調降至 AA+。S&P 2011 年調降美國債信時，市場避險資金反而湧向美國公債，推升美債價格上揚；惠譽 2023 年調降美國債信後，起先 10 年期美債價格雖然下跌，但約 90 個工作天後便收復先前跌幅，直至降評後的 1 年後大致維持著正報酬的表現。

即便在穆迪降評後，美國政府債信評等在三大主要信評機構的評級中仍處於次佳地位，並無違約之虞。同時，穆迪此次報告仍將美國長期本國貨幣及外幣的國家信用上限(country ceilings-該國民間債務人在最佳情況下所能達到的最高信評)維持在 Aaa 的最高級別，故此次穆迪針對美國政府債信的降評，不會影響該機構對美國民間企業債券的信評。惟穆迪 5/19 調降 JP 摩根、美國銀行、富國銀行之長期存款信評，反應美國政府支持全球系統性重要銀行(G-SIBs)的可信度下降。

然而，由於美國已達舉債上限，政府現透過消耗財政部一般帳戶(TGA)的非常規方式維持營運。元大投顧認為，一旦預算案通過，舉債上限勢將調升，財政部將於數週內密集發行短天期國債，導致銀行準備金迅速下降，使市場資金減少，恐放大金融資產短線波動，相關現象 2017、2019、2021 與 2022 均發生過，故值得留意預算案後續發展。

3 月中旬以來，因對等關稅、穆迪降評美債等事件導致美國債券整體殖利率上揚，且債市波動加大。不過，長天期公債殖利率上揚幅度較大(較大的價格損失)，而較短天期公債表現相對平穩。美國對等關稅效果尚未顯現，未來仍有隱憂存在。同時，川普政策不確定性猶在，降息時程恐延後，持美元客戶仍可布局天期較短且體質較好的投資級債。此外，因美元中線傾向貶值，故亦可適量搭配非美投資級債以為因應。



資料來源：Bloomberg, 2025/6/2



資料來源：Bloomberg, 2025/6/2

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。