

市場短線或因關稅議題而波動，投資宜採分批布局

2025 年 7 月

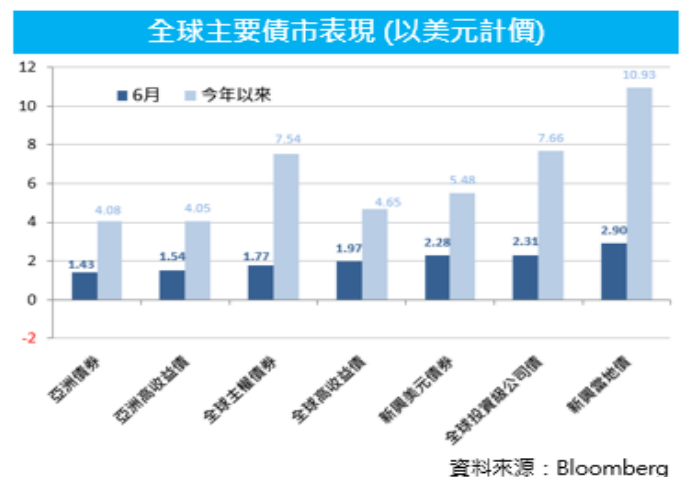
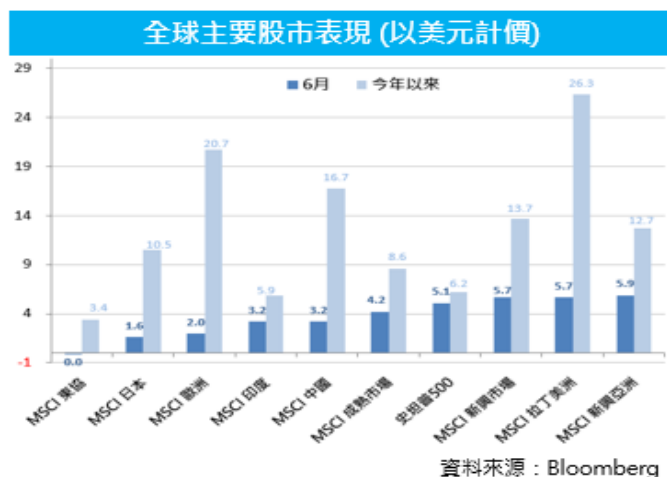
2025 年 6 月，以美元計價的全球主要區域股市普遍上漲，反映投資人對美國關稅、利率政策、國際地緣政治風險的綜合評價。在所有區域股市中，新興市場受惠於美元貶值，因此在 6 月表現領漲，其中又以新興亞洲股市表現最佳，南韓總統大選結果 6/3 出爐，使其政治不確定性盡除，激勵 MSCI 南韓指數以美元計價的 6 月漲幅高達 17% 左右，為帶動 MSCI 新興亞洲股市表現的最大功臣。標普 500 指數則因 AI 與大型科技股的強勁表現帶動，6 月漲幅亦有 5.1%，為今年以來的美股漲幅帶來極大貢獻。另一方面，MSCI 東協指數則受到泰國總理因通話錄音遭洩而使該國政局陷入困境及印尼內需不佳，使兩國股市表現不佳拖累該區域指數，導致當月股市表現敬陪末座。

在全球債市表現方面，雖然 6 月初所公布的非農新增就業人數高於預估，一度使市場預期 Fed 降息步調可能因此而放緩，所幸 CPI 年增幅未明顯揚升、美國公債標售尚稱平順、鮑爾認為下半年降息是合適的及 Fed 提案降低對於重要大型銀行的 eSLR 規範等多項利多，最終仍使美國 10 年期公債殖利率由 5 月底的 4.418% 下降至 4.226%，也帶動了全球主要債券指數 6 月全數上漲。其中，新興市場當地債在 MSCI 新興市場貨幣指數 6 月上漲 1.34% 的加持下，推動其表現在債市中名列前矛。

美股 Q2 財報即將從 7 月開始陸續公布，目前市場預期 S&P 500 EPS 的年成長率將由 Q1 時的 15% 降至 2.2%，恐為今年表現最差的一季，但預估 Q3 與 Q4 的 EPS 成長率仍可望逐季向上，加上整體企業的財務體質尚屬穩健，有利對於企業股價的中期基本面帶來支撐。

川普關稅寬限期將在 7/9 到期，惟美國政府說法仍莫衷一是，雖然白宮曾指出或延長關稅寬限期，但川普近日又表示不打算延期的看法。截至目前為止，美國與絕多數國家仍未達成關稅協議。預期隨著原定到期日接近，川普可能以言論或行動增加施壓力道，加上晶片、藥品的關稅仍有不確定性，故股市投資以分批方式或定時定額介入為宜。

關稅對於美國通膨的影響料在近月開始反應，將為 FOMC 降息時程增添不確定性，因此布局債券或債券型基金仍建議朝存續期間短、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元的投資級債以為因應。



美國股市：企業盈餘增長放緩，關稅不確定性可望落幕

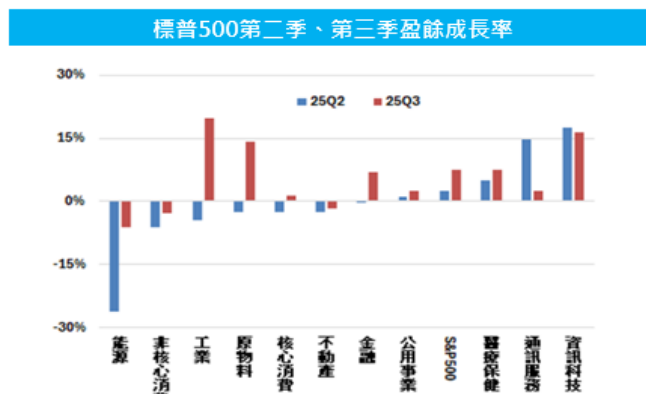
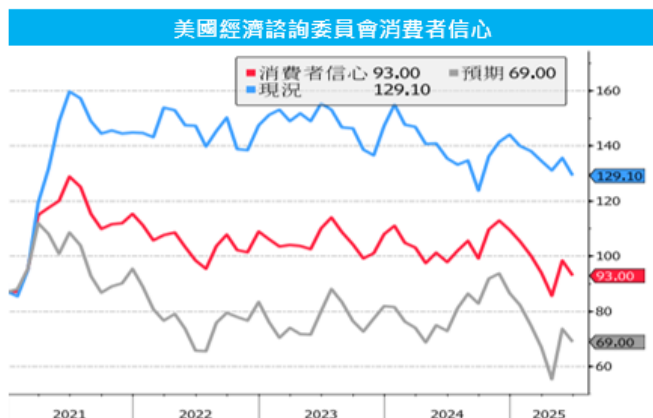
6月美股持續走高，儘管中東地緣風險升溫，市場選擇關注政策與企業基本面利多。AI 概念股再度成為市場核心，輝達、微軟、Meta、博通、亞馬遜與甲骨文等科技巨頭表現搶眼，同時受惠監管鬆綁，摩根大通與其他大型銀行同步走強。相對地，消費與防禦型類股遭遇逆風，特斯拉出貨量受政治紅利消失與全球電動車競爭壓力影響下滑，而波克夏海瑟威、寶僑、好市多、麥當勞等傳統藍籌股價回檔，顯示在高利率與通膨擔憂下，消費端動能偏弱。萬事達與 Visa 等業者也因為美國參議院通過川普支持的穩定幣法案「GENIUS Act」，市場擔憂部分金融業務可能受穩定幣影響。

美國經濟出現增長放緩跡象。6月商諮會消費者信心指數下滑至 93.0，遠低於前月修正值 98.4 與市場預期 99.8，顯示家庭對未來景氣與就業展望趨於悲觀；房市同步轉弱，美國 5 月建築許可下降 2%，調整後的年化率為 139.4 萬，單戶住宅許可下降 2.6% 至 89.9 萬，為 2023 年 4 月以來的最低水平。根據抵押貸款銀行協會 (MBA) 預估，利率還將維持高於 6% 的水平一段時間，而對等關稅的課徵將拉升房屋建造與裝潢成本，導致房屋市場出現觀望。

2025 年第一季標普 500 企業盈餘年增率高達 15.1%，成為全年成長高峰。根據目前市場預估，第二季成長將急降至 2.6%，第三與第四季預估為 7.4% 與 6.7%，成長動能轉為溫和。產業分布亦出現明顯分化。醫療、通訊與非核心消費第一季盈餘分別成長 47%、30% 與 27%，但第二季預估值降至 5%、15% 與 -6%。雖部分企業或因關稅豁免提前出貨、利於財報表現，但整體企業盈餘已難回第一季榮景。

聯準會 6 月底宣布擬調降 eSLR (強化版補充槓桿比率)，這項鬆綁措施自 2014 年金融危機後首次修正，意在釋放大型銀行資本空間，使其更積極參與美債與衍生品市場，此舉有助金融市場，尤其是美國長債市場的穩定，並提升銀行獲利彈性。

估值問題浮上檯面。標普 500 本益比已升至 24.4 倍，較歷史均值偏高。若第二季財報未能超預期，可能引發評價修正壓力。展望七月，市場焦點將聚焦第二季財報與關稅談判進展。若美中與其他主要經濟體順利簽署關稅協議，關稅不確定性消失可望提振市場情緒。同時，AI 相關企業在高資本支出驅動下，預料可持續推出新產品與新應用，提供 AI 供應鏈企業營收、獲利成長性。聯準會近期態度轉向鴿派，市場期待 9 月啟動降息，全年降息幅度達 2~3 碼，故股市若因利空拉回仍可以長線角度布局。



資料來源：Bloomberg

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。

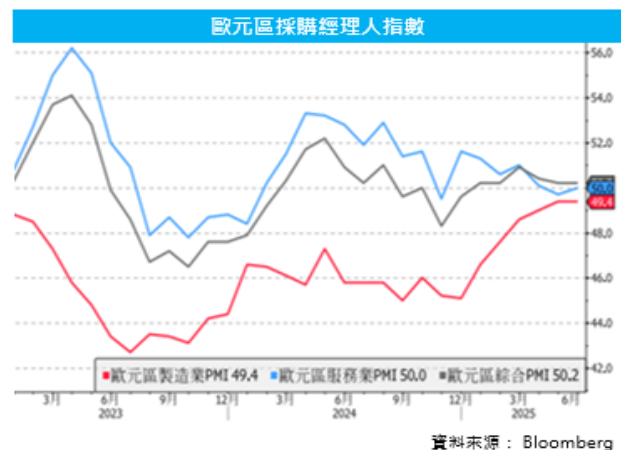
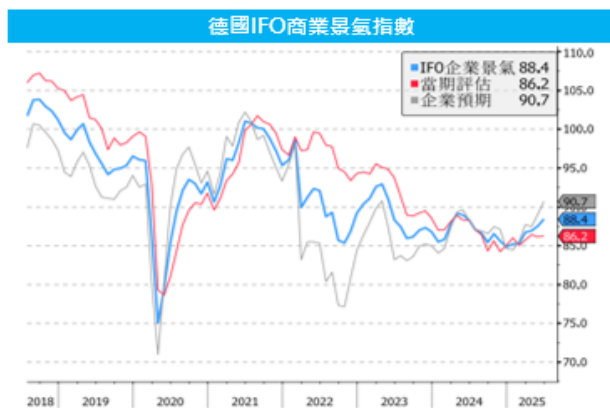
歐洲股市：歐盟可望與美國達成關稅協議，歐洲央行仍將持續降息

6月歐洲股市延續上月升勢，在政策利多與經濟回溫跡象推動下持續走高，大型藍籌與軍工概念股表現領先。市場聚焦美歐關稅談判進展與北約軍事預算承諾，風險趨避情緒下降，美元貶值環境更有利資金回流歐股。上漲個股集中在半導體與國防產業，包括艾司摩爾、空中巴士、西門子能源、勞斯萊斯控股、豪瑞、賽鋒、殼牌、西門子等，漲幅普遍超過5%。反觀消費與醫藥板塊承壓，雀巢、聯合利華、酩悅·軒尼詩-路易·威登、葛蘭素史克、賽諾菲、諾和諾德等股價弱勢。其中精品類股受到兩項利空夾擊：一為歐元持續升值削弱非歐元區消費力；二為中國經濟數據疲弱，影響高端需求動能。而醫藥產業則受美國政府削減醫療預算衝擊，市場擔憂未來訂單與營收成長趨緩。

北約峰會為本月市場焦點，會中全體會員國（除西班牙外）支持提高國防支出至GDP的5%，遠高於原先2%的防衛預算目標。其中3.5%將用於核心軍事開支，1.5%投入網路安全、基礎設施強化等廣義安全措施。美國總統川普將此視為「美國的重大勝利」，象徵歐洲對國防現代化與自主防衛意志的強化。德國更計畫於2029年前將國防預算由950億歐元提升至1,620億歐元，成為歐洲最大軍費支出國。為此德國政府已放寬憲法「債務上限」，並將於十年內籌措1兆歐元投入國防與基建。此舉不僅有望補足歐洲軍備生產缺口，更被視為振興經濟的戰略性投資。Ifo研究所6月公布的德國企業預期指數升至90.7，為兩年新高，商業信心指數亦自87.5升至88.4，顯示市場對政府擴大內需、加大投資持正面態度。

整體歐洲經濟也出現回溫跡象。歐元區6月綜合PMI為50.2，持穩於擴張榮枯線之上。其中製造業PMI持平於49.4，服務業PMI則從49.7回升至50.0，顯示經濟正從去年底的疲態中緩步回溫。歐洲中央銀行論壇在葡萄牙辛特拉舉行。行長拉加德於會中重申2%的通膨目標不變，並表示未來數季將視通膨與就業數據持續調整政策，市場普遍預期ECB將於第三季進一步降息。

媒體報導歐盟願意接受與美國達成貿易安排，包括美國對歐盟的眾多出口產品徵10%普遍關稅，但歐盟希望美國承諾降低對製藥、酒類、半導體和商用飛機等關鍵行業的關稅，歐盟還爭取美國給予配額和豁免，以實質降低美國對汽車和汽車零組件徵收的25%關稅，以及對鋼鋁徵收的50%關稅。從北約峰會觀察，歐洲領導人對川普態度不再強硬，估計歐盟能繼英國後與美國達成新的關稅協議，預料關稅不確定性將落幕，課稅雖然侵蝕廠商獲利，但預料不影響歐洲龍頭企業競爭力，歐股仍可以長線角度布局。



資料來源：Bloomberg

日本股市：美日關稅談判內容即將明朗，央行升息節奏放緩

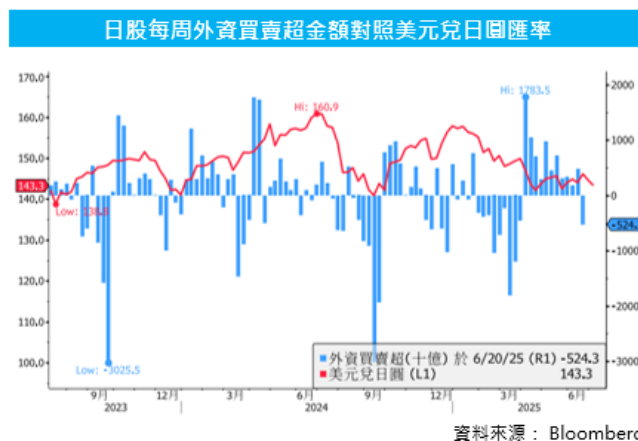
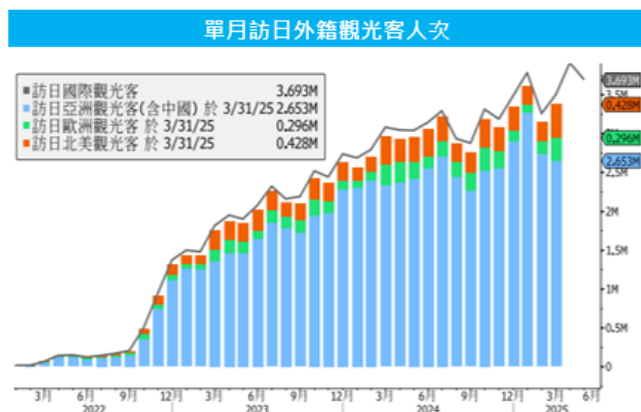
6月日股延續5月升勢，日經225與東證指數(TOPIX)雙雙創下年內新高，反映市場對AI成長動能的期待、美日貿易協議可望確定。科技股為本月多頭主軸，AI浪潮推升市場對先進晶片與運算平台的需求，軟銀、愛德萬測試、東京威力科創、Disco等AI與半導體供應鏈個股表現強勢。此外，任天堂與三菱重工亦受到題材推動，成為漲幅領先的代表。相對地，豐田與本田汽車在汽車關稅議題下股價走低；其他包括第一三共、索尼、Keyence與三菱UFJ金融亦有明顯回檔。外資在6月持續加碼日股。根據統計，截至6月21日，外資年內累計買超金額達1.18兆日圓，尤其4月下旬以來買盤明顯增加，成為第二季日股強勢最大受惠族群。

根據日本銀行最新公布的2025年第一季資金循環統計，截至3月底，家庭部門金融資產總額達2,195兆日圓，年增0.3%，連續第9季增加。以各項金融資產來看，2025年3月底日本家庭的「現金/存款」較1年前成長0.1%至1,120兆日圓；「投資信託」大增8.8%至131兆日圓，連續第8季增長；「股票(含非上市公司股票)」減少3.9%至268兆日圓，3季來第2度減少；「債券」成長8.4%至32兆日圓，連續9季呈現增長。預料隨NISA制度(一定額度內投資金融商品所獲得的利益免稅)推廣，信託資產成長，民眾投資意願將持續增加。

在歐洲央行年會上，日本銀行總裁植田和男明確表示，未來升息步調需視核心通膨表現而定，目前尚不足以證明物價已穩定向上。市場預計日本央行放慢升息步調，未來半年僅有1碼的升息空間，這也帶動日圓走勢不再強勢，預計美元兌日圓呈現區間震盪機會較高。

5月外國旅客入境人數達369.3萬人次，年增21%，已連續8個月突破300萬人。儘管人流創高，但因日圓升值削弱購買力，免稅銷售額年減41%，已連續三個月負成長。整體而言，雖短期消費金額略顯疲弱，但隨匯率趨穩與外籍觀光客人數穩步回升，觀光族群如零售、餐飲、住宿等業績仍可期待。

預料美日關稅談判內容將於七月揭曉，不確定性將會降低，且日本即將於7/20舉行參議院選舉，可能導致執政聯盟在參議院選舉無法獨立過半，但預料自民黨仍是第一大黨，故政策變化仍低。TOPIX指數目前本益比15.46倍，近期股市已部分反映銷美汽車關稅利空，預料日系車企將赴美擴廠，關稅將影響日本企業產能布局，但不致影響其公司競爭力，故仍可視美日關稅談判的紛擾做為日股長線布局機會。



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。

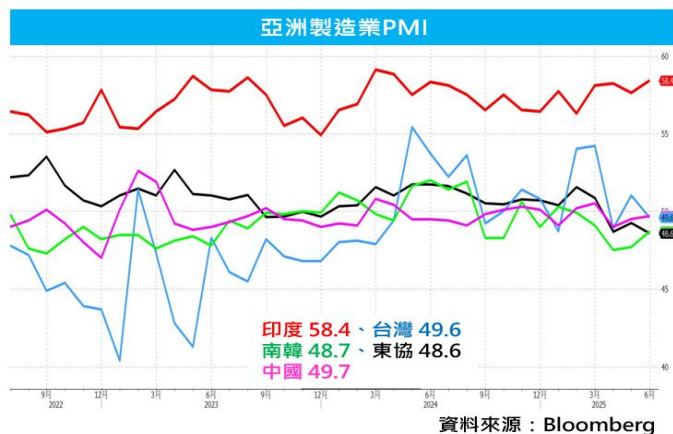
新興亞洲：經濟放緩但仍穩定，談判進度領先者有優勢

亞洲股市在六月再度走揚，截至六月底，亞洲不含日本指數(MXAPJ)單月上漲 5.64%，主要原因在美國關稅問題進一步和緩，以及聯準會的態度逐漸轉鴿。隨中美日內瓦協議進一步落實，國企指數單月上漲 2.92%。上證指數也上漲 2.90%。台灣股市在美國科技股帶動下，外資持續買超，上漲 4.26%。南韓股市在總統選舉結束後，一掃之前政局不穩陰霾，KOSPI 指數上漲 13.86%，在亞洲各國股市之中表現最佳。東南亞股市修正回落，MSCI 東南亞指數單月下跌 2.68%。東南亞國家中各國表現差異大，新加坡股市居前，單月上漲 1.79%，馬來西亞居次，上漲 1.63%，菲律賓大致持平，上漲 0.37%。泰國和印尼表現落後，其中泰國單月下跌 5.19%，表現最差，印尼股市則下跌 3.46%。印度股市延續上月走勢，溫和走揚，SENSEX 指數單月上漲 2.65%。

亞洲各國製造業 PMI 雖多數在萎縮區間，但都還在 50 附近，沒有快速的大幅惡化，台灣製造業 PMI 回跌 1.4 個百分點至 49.6%，新訂單及產出都出現下滑，下半年的景氣尤其是傳產需要特別注意。南韓 PMI 上升 1% 至 48.7，雖連續五個月低於 50，但在國內需求的帶動略有改善。中國 5 月官方製造業 PMI 報 49.7，較上個月上升 0.2%，美中關稅問題解決，新訂單與新出口訂單反彈，帶動製造業景氣好轉。東南亞製造業 PMI 下滑 0.6% 來到 48.6，印尼、泰國的景氣惡化，讓東南亞蒙上陰影。印度製造業 PMI 在 6 月份再度加速擴張，上升 0.8% 到 58.4，依然表現強勁。

我們預期亞洲地區在經歷上半年關稅談判的提前拉貨潮之後，經濟成長將低於平均水準，主要是因為廠商提前拉貨導致下半年需求疲軟，導致備貨減少，加上訂單能見度低，讓廠商資本開支減少，加上中國消化過剩產能所帶來的經濟衝擊。野村出口領先指數也呈現出口滑落的信號。但由於亞洲區各國仍有空間進行刺激政策，經濟應該會減速，但不會暴跌。我們認為台灣和馬來西亞在科技資本開支延續的狀況下，表現相對較佳，而泰國和印尼則因為內需的疲軟，落後其他亞洲國家。

在關稅談判方面，韓、美已展開三輪技術層面會談，進展相對領先。台灣代表團也已在 6/25 率團訪華府進行實體磋商後，取得建設性進展。另外，根據彭博報導，美國最有可能優先與 4 個國家達成協議，其中包括台灣、印尼，同時韓國和越南也有望達成協議。我們認為，出口放緩已是下半年必然發生的事，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，在政策支撐下，經濟下滑程度可控，整體仍可望保持穩定，而貿易談判進度較快的國家如台灣、印度等，經濟有機會領先回升，可優先布局。



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。

台灣：下半年出口放緩機會大，但經濟仍穩健

6月台灣製造業PMI回跌1.4個百分點至49.6%，再度跌回緊縮區間。美國對等關稅暫緩期的期限將至，製造業接單和生產相對保守，拖累6月PMI表現，但指數仍落50附近，顯示景氣仍沒有太差。6月六大產業中，四大產業PMI呈現緊縮，基礎原物料產業、交通工具產業、食品暨紡織產業與化學暨生技醫療產業等傳產類股表現較差，電子暨光學產業和電力暨機械設備產業PMI仍呈現擴張。整體而言，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、鋼鐵產業受到一定的影響。

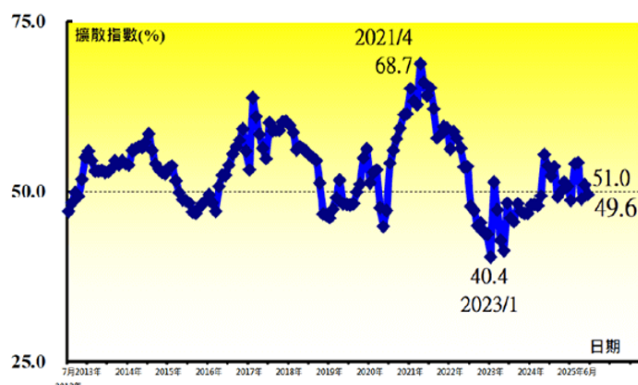
央行認為受到提前拉貨影響，台灣上半年經濟成長強勁，但下半年經濟成長減緩，美國關稅政策不確定性仍高，全球景氣展望保守、國外廠商已提前拉貨及比較基期已高，預期出口及民間投資成長動能轉弱，GDP都可能較上半年明顯放緩，全年GDP預測與三月相同維持3.05%。

然而台灣經濟主要是受到出口的帶動，下半年出口將放緩，但仍有支撐，台灣5月出口金額突破500億美元，創下五月歷史新高紀錄，年比成長38.6%，遠高於市場預期值15%，也高於4月份的29.2%。財政部表示，美國關稅豁免期至7月9日，6月仍會有一些提前出貨潮，但部分客戶需求提前兌現，上半年強勁動能，但下半年可能在Q3出現修正，但我們認為AI基礎設施投資、車用電子與高階晶片需求穩定，讓台灣出口仍有支撐。

六月份央行理監事會議連續五個月維持利率不變，將重貼現率維持在2.00%。表示目前沒有立即調整利率的必要性。我們認為，由於下半年在經濟上有很大的不確定性，央行六月會議維持利率不變，讓央行在如果未來數月發現美國關稅風險升級或全球晶片周期動能減弱時，有應對空間。在通膨控制相對良好，美國貿易政策不確定性導致經濟成長下行風險加大的情境下，彭博預計央行將在年底前降息半碼，將基準利率下調至1.875%，下半年仍有經濟刺激手段。

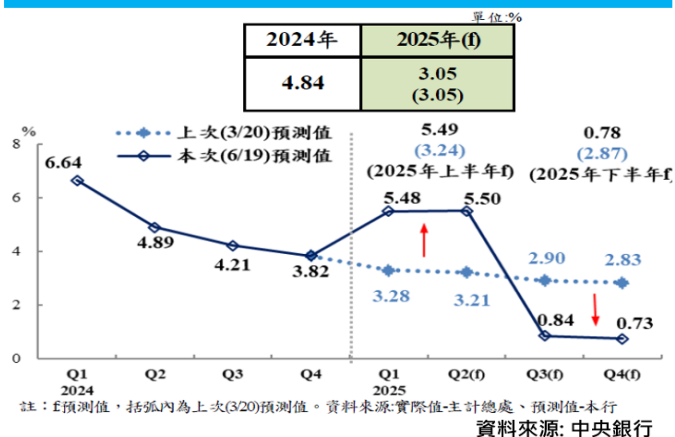
至於在台幣方面，過往第三季為外資將股利匯出的高峰，加上下半年出口放緩，貿易順差減少，讓台幣升值的力道減弱，楊總裁也認為，下半年由於出口及經濟放緩，台幣升值的壓力將減小，但也同時表示長期來看新台幣升值可以接受的。整體趨勢台幣可能還是偏升，但波動會變小。對廠商而言，只要波動變小，避險成本就會下降，那損益仍可控。下半年雖經濟狀況不明朗，但AI帶動的半導體需求中長期穩健，我們仍建議適度配置台股。

台灣製造業PMI



資料來源：中經院

央行預估台灣經濟成長率



資料來源：中央銀行

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。

印度：具長期結構性優勢，可望穩步前行

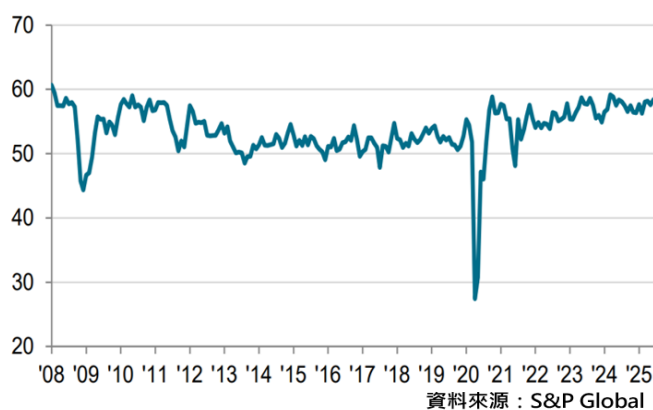
6月印度 S&P 製造業 PMI 指數上升 0.8 個百分點，來到 58.4 創 14 個月新高（5 月為 57.6），顯示製造業景氣健康。高於長期平均值 54.1，反映出產能利用率與需求穩健。新訂單與產出年增速加快，企業表示國內需求與出口都有不錯的表現。就業創歷史新高，多為短期招募以應對產能壓力，這也顯示了企業對未來看法樂觀，信心指數走揚，關切通膨、競爭激烈與消費者偏好變化。通膨壓力有上升，企業轉嫁運費、人力與金屬成本，但由於原材料端變動不大，整體漲幅溫和。這次的製造業 PMI 數據顯示，印度製造業不只「維穩」，而是在全球需求背景下加速擴張。

雖然經濟成長有些微放緩，但我們認為印度的經濟仍然是亞洲表現最好的國家之一。的確由於關稅帶來的政策不確定性上升，企業資本支出有些放緩，這將拖累國內投資。但私人消費支出在 Q1 逐漸回溫，這主要得益於農村消費增長的復甦，但大城市則因為企業活動較為保守的關係，消費者延後了消費。

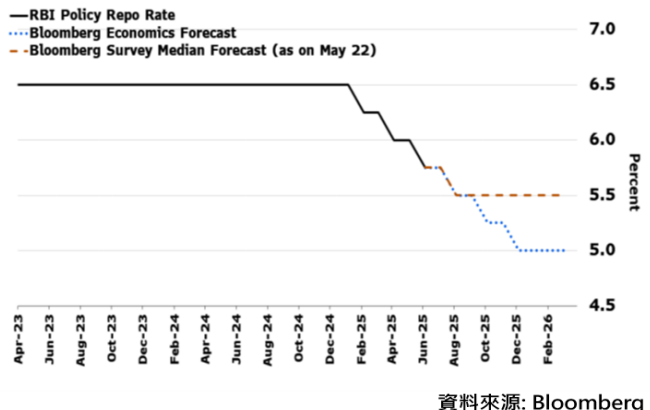
印度央行自 2023 年 11 月開始緊縮政策，但在今年改變立場。6/6 印度央行將基準利率下調 50 個基點至 5.5%，這是該行自今年 2 月以來連續第三次降息，年內累計降息幅度已達 100 個基點。同時，印度央行將存款準備金率下調 100 個基點至 3%，加上之前對非銀行借貸控管的放寬，創造了良好的流動性，有機會將改善信貸流動並支持並擴大城市區的消費，消費動能可望延續。而在政府財政政策方面，政府重新調整了所得稅標準，為納稅人提供 0.3% 的 GDP 稅收減免，另外 2025-26 財年政府資本支出比上年至少增加 1,000 億盧比，年增約 11.1%，創歷史新高，旨在推動道路、鐵路、能源及城市基建等領域加速升級，這波資本支出擴張不僅有助於短期經濟增長，更將提升國家長期生產能力，預計帶動相關產業投資需求，並對 GDP 增速形成有力支撐，消費支出與政府投資將會是印度經濟成長的兩大動能。

在關稅談判方面，印美雙方已就協議架構達成共識，傳將於 7 月正式公布具體條款。雙方同意對彼此部分敏感產品進行階段性降稅，但尚未對細節定案。電子產品是最棘手的部分，美國希望全面取消手機、電腦、半導體與電子零組件的進口關稅，以打開全球最大消費市場。印度則主張保留對「戰略性產業」的保護，包括國防電子、智慧型手機核心元件等，以免衝擊本土製造業發展。由於美國企業需要印度做為取代中國的代工基地，雙方在電子關稅上，能有所妥協的可能性高。整體而言，儘管全球不確定性升高，印度卻能以其結構性優勢穩步前行。

印度製造業 PMI



印度基準利率預測



能源類股：IEA 預估石油需求將在 2029 年觸頂，產業將保持供過於求

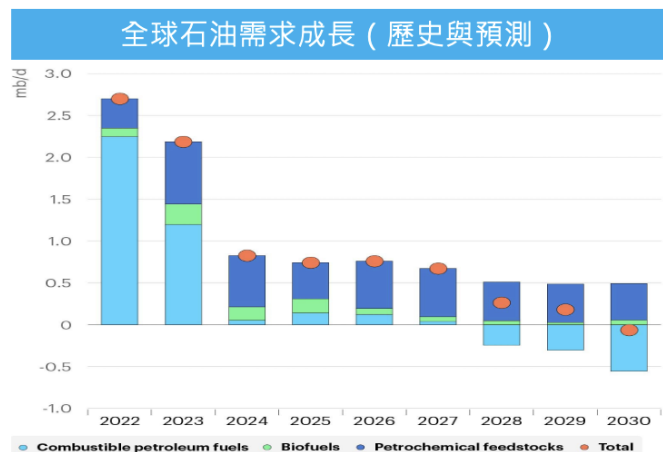
西德州原油價格 6 月以來受到以伊戰爭影響，價格波動劇烈。6/13 以色列發起「雄獅崛起」行動，攻擊伊朗境內核設施，隨即引發伊朗數波回擊。石油價格受到伊朗石油產能可能受損及荷莫茲海峽封鎖預期影響，短線急升至 \$75 位置。6/22 美國發動「午夜之鏈行動」，使用 B-2 轟炸機，對伊朗福爾多 (Fordow)、納坦茲 (Natanz) 及伊斯法罕 (Isfahan) 3 處核心核子設施發動攻擊。襲擊不久後，川普宣布伊朗及以色列達成停戰協議，雙方正式停火，油價也從高點迅速回落至 \$65 元。

撇除區域戰爭影響，整體原油產業仍處於供過於求。國際能源署 (IEA) 6 月月報指出，2025 全球石油需求預測較上月下調 2 萬桶/日至 72 萬桶/日，供給部分受 OPEC+ 增產影響，預期將增加 180 萬桶/日，較上月預估上調 20 萬桶。IEA 年度報告預期，2025 全年原油供給將達每日 1 億 490 萬桶，高於需求的每日 1 億 380 萬桶；此外，未來 5 年全球原油供給將持續高於需求，2024~2030 年全球需求每日將增加 250 萬，並在 2029 年前觸頂達到每日 1 億 550 萬桶峰值；同一期間，全球石油供給將每日增加逾 500 萬桶至每日 1 億 1,470 萬桶。IEA 表示，全球原油需求放緩，主因受到中國地區電動車銷售激增、高鐵陸續通車影響，使中國市場對於石油需求消退所致。

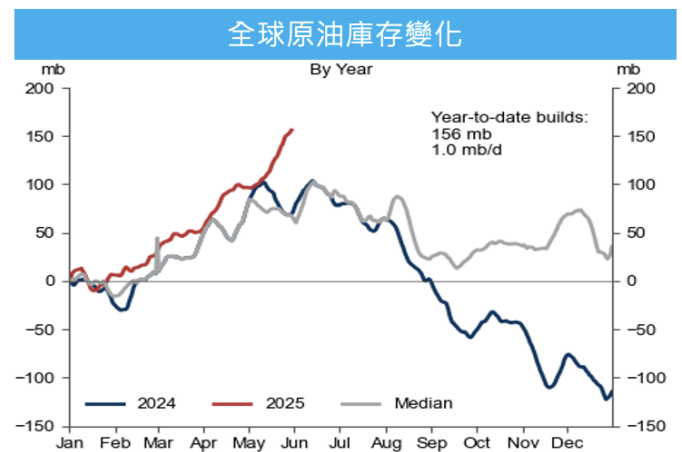
OPEC+ 持續增產也使產業供需失衡雪上加霜，OPEC+ 自 4 月開始，連續 4 個月決議逐步解除減產措施。市場普遍預期 OPEC+ 會於 7/6 下一次政策會議決議自 8 月起再增產每日 41.1 萬桶。此外 OPEC+ 目前合計擁有超過每日 500 萬桶的閒置產能，使得即便有短期事件導致部分地區或國家原油供給受阻，OPEC+ 也有能力在短時間內補上缺口，抑制油價漲幅。

原油庫存部分，IEA 表示，今年 2 月以來全球儲油量平均每日增加 100 萬桶，5 月單月更大幅新增 9,300 萬桶。高盛報告指出，全球儲油量持續增加，主要來自中國、美國與海上原油庫存顯著增加影響，此外全球 90 天平均庫存增速高達每日新增 140 萬桶，遠超過季節性常態，顯示在原油需求疲弱、供給持續開出的情況下，世界庫存持續上升，將壓抑後續油價上漲空間。

從美國油氣探勘井數量也可看出產業業者對於未來油價走勢的信心較低。一般來說，若預期未來油價將上漲，探勘業者通常會增加資本支出，增加油氣探勘井數量。Baker Hughes 報告顯示，截至 6 月 27 日當週，美國原油探勘井數量減少 6 座至 432 座，連續九週下降，創下 2021 年 10 月以來最低紀錄，顯示業者普遍對於油價後市缺乏信心。整體而言，能源產業由於持續面臨 OPEC+ 增產，電動車等需求替代影響，將保持供過於求，不利後續相關類股表現。



資料來源：IEA



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：短線市場熱度下降，中長線仍將持續受惠世界央行增持儲備

黃金 6 月價格持續在高位區間盤整，期間以伊衝突爆發，避險情緒理應帶動金價進一步上漲，然而金價卻仍沒有突破上方壓力區間，顯示短線上，市場資金對於黃金興趣有所下降。世界黃金協會報告指出，6/20 該週，儘管伊朗與以色列衝突升級，但全球黃金需求不增反減，全球 ETF 的資金流入下降 0.2%，全球黃金 ETF 及期貨持倉亦較 6/13 當周有所下降。

高盛報告表示，黃金短線投機性買盤資金流入較為低迷，可能是因為投資人認為錯過了最初上漲行情，認為目前黃金價格已高，因此轉為追趕其他貴金屬機會。5 月初以來鉑金及白銀在價格和交易量上都有顯著的上漲，鉑金期貨未平倉量 5 月初約在 7.5 萬口，6 月開始迅速上漲，月中一舉突破 10 萬口，即便到 6/30 小幅回落至約 9.1 萬口，仍遠高於 6 月前的未平倉量；白銀期貨價格 6 月單月上漲 9.56%，使金銀比從 6 月初的 105，快速下降至 7/2 的 93，多項貴金屬表現皆相對黃金亮麗。

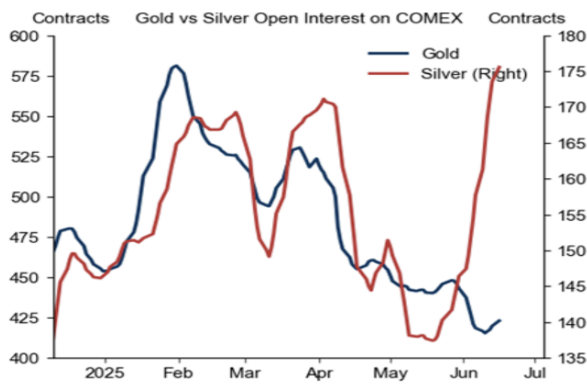
儘管短線上黃金價格表現相對平淡，然而中長線來看，世界央行增持黃金的趨勢仍在持續，為黃金價格帶來支撐。自 2022 年烏俄戰爭爆發後，俄羅斯被凍結海外資產與禁止使用 SWIFT 系統，俄、中、伊朗等國欲降低對於美元的依賴，開始大量增持黃金儲備。

歐洲央行 6/11 發布的年度報告顯示，黃金已超越歐元成為世界第二大儲備資產。2024 年各國央行持續以創紀錄的速度購入黃金，為連續第三年各國央行買進黃金超過 1,000 公噸。世界央行黃金持有量已達到 36,000 噸，佔全球官方儲備的 20%，佔比僅次於美元的 46%，超越歐元的 16% 佔比。

中國人民銀行 6 月聲明指出，該行已連續 7 個月增持黃金，在 5 月儲備增加了 1.9 噸，使中國官方黃金持有量上升至 2,296 噸，佔其外匯存底總額的 6.7%。波蘭央行報告也表示，其截至 5 月底，波蘭央行黃金儲備已達 515.5 噸，超過歐洲央行整體儲備量。

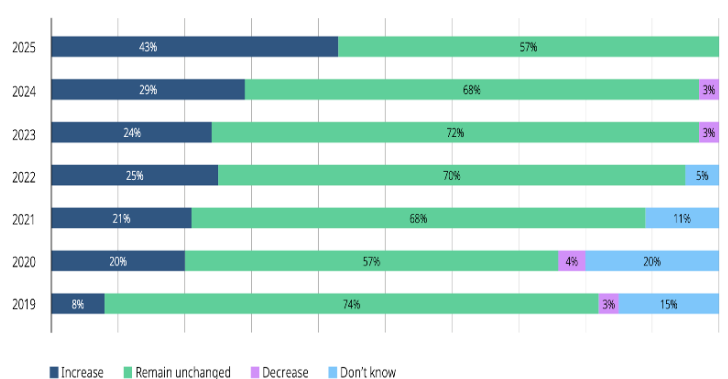
世界黃金協會發布的 2025 央行黃金儲備調查報告指出，對於世界央行來說，儘管提升報酬仍是選擇儲備黃金最主要的原因，但風險管理已超越戰術交易，成為第二大持有理由。受訪的 73 家央行中，有高達 95% 認為未來 12 個月內全球央行的黃金儲備將會增加，其中 43% 的受訪者表示他們自身國家的黃金儲備也將於同期間內增加。值得注意的是，沒有任何受訪央行預期他們的黃金儲備會減少。此外，73% 受訪者預期，未來五年全球儲備中的美元占比將中度或顯著下降。世界央行持續增持黃金趨勢顯示，儘管金價短期內受市場熱度下降影響，價格可能表現較淡，然而中長線來看，世界央行增持儲備買盤，仍將為金價帶來長線支撐。

黃金及白銀期貨未平倉量



資料來源：高盛、彭博

受訪央行預期自身未來12個月內黃金儲備變化



資料來源：世界黃金協會

固定收益：通膨議題仍為隱憂，中短天期投資級債與非美投資級債為首選

聯準會 6/18 的 FOMC 會議決議將聯準基金利率維持在 4.25%~4.5% 不變，符合市場預期。就點陣圖來看，雖 Fed 官員對於今年底利率的預期中位數仍為降息 2 碼，但預期年底前不會降息的官員數量由 3 月時的 4 位大增至 7 位，顯示 Fed 委員間意見分歧加深。在經濟預測方面，與會官員下調今明兩年的 GDP 成長預期，並上修未來 3 年的失業率與通膨。鮑爾也表示，穩健的勞動市場提供聯準會更多彈性，故得以延後降息時點，避免對抗短期數據波動。

根據 EPFR 數據顯示，今年第 2 季涵蓋政府和公司債務的美國長期債券型基金淨「流出」近 110 億美元，與過去 12 季平均 200 億美元的「流入」量相比發生了顯著變化，且創下了新冠疫情以來最快撤離速度。美國長債基金的流出主要因川普關稅政策及大而美法案對於經濟、通膨及財政體質可能造成負面影響所致，尤其對存續期間較長的長債券影響更為顯著。然而，EPFR 的數據也表明，因 Fed 仍將利率維持相對高位且美國長期財政風險對於短債影響較小，Q2 仍有超過 390 億美元流入短債。因此，儘管長債資金呈現流出，但短債流入量仍高於長債流出量，表明資金並未全面撤出美債，只是在持有的年期出現變化。

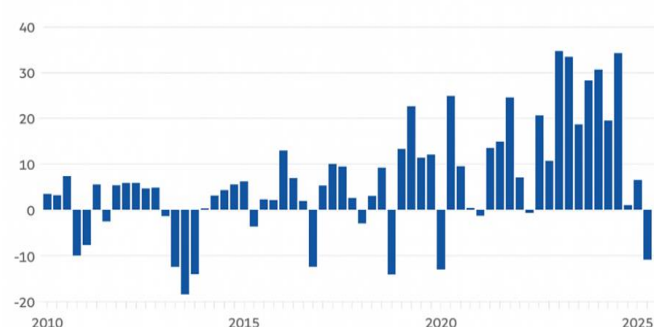
此外，Fed 6/25 提案放寬增強型補充槓桿率 (eSLR) 以大幅降低銀行的資本規定，預計將大型金控母公司 eSLR 項下資本金要求從現行的 5% 降至 3.5%-4.5% 區間，子公司則從 6% 降至 3.5%-4.5% 區間。高盛、摩根史坦利與巴克萊等投行認為將對美債帶來正面影響，高盛估計實施後可釋放至市場的資金高達 5.5 及 7.2 兆美元，而摩根史坦利則預料釋出 1,850 億美元。該提案將有 60 天的公眾意見徵詢期，未來留意美債額度與聯準銀行存款能否自 eSLR 分母中(全部或部分)剔除。

美國公債在 6 月的標售情況大致穩健，而鮑爾在國會聽證表示雖不急於降息，但認為下半年降息是合適的，加上 Fed 提案降低對於重要大型銀行的 eSLR 規範，投行普遍對此看法正向，帶動 6 月下旬公債殖利率下滑(價格向上)。然而，基於關稅問題未來幾個月可能將傳導至通膨數據，料使市場擔心 FOMC 放緩降息步調，加上近日中短天期公債利差下行情況仍較長天期公債明顯，故仍建議欲持美元客戶仍可趁殖利率上升時買進短天期、體質較佳之投資級債，並持有至到期；若欲布局債券型基金也建議朝存續期間短、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。

美國長期債券型基金季度淨流向

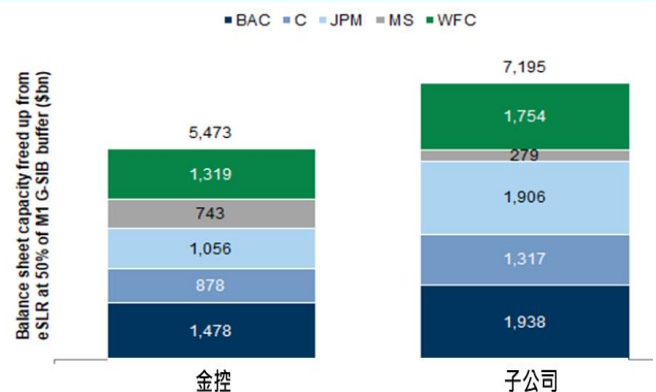
US long-term bond funds sustain heavy redemptions

Quarterly net flows (\$bn)



Sources: EPFR, FT calculations

高盛預計eSLR提案可望使大型金控及子公司釋放至市場之資金



Source: SNL Financial, Company data, Goldman Sachs Global Investment Research