

產業關稅將為焦點；經濟前景有降溫可能

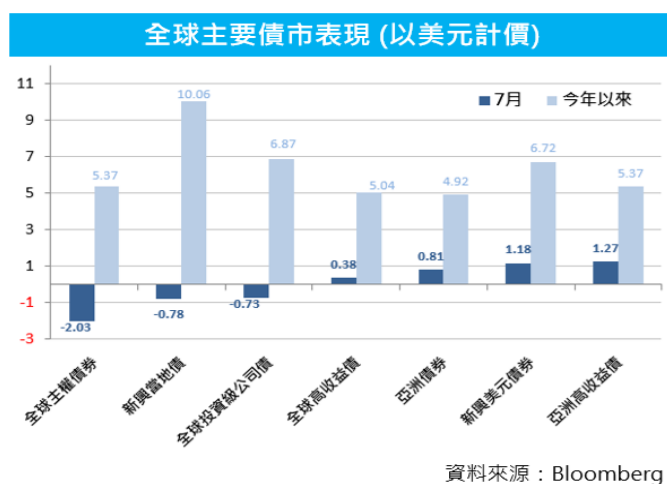
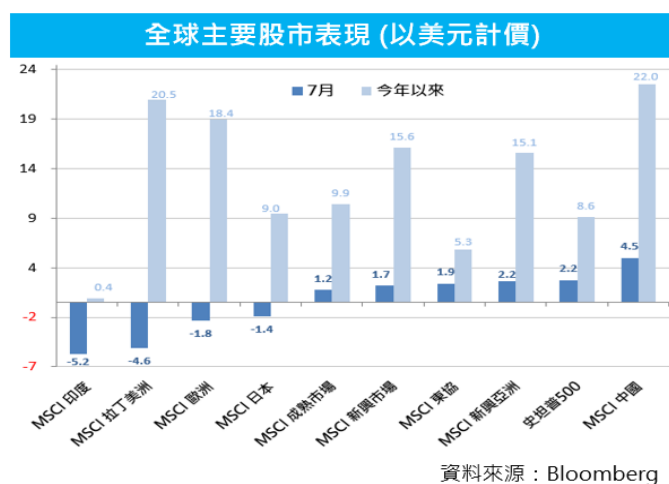
2025 年 8 月

以美元計價的全球主要股市 7 月表現漲跌互現，最大的影響因素仍在美國關稅議題。MSCI 中國指數受益於美中談判進展順利，加上中國 7 月推出反內卷政策及興建雅魯藏布江水庫等利多因素而推升。S&P 500 指數則因川普將關稅寬限期延至 8/1，推升市場樂觀氛圍而上揚。另一方面，中國股市在 7 月的優異表現雖帶動 MSCI 新興亞洲指數，甚至是 MSCI 新興股市指數的表現，但同期印度股市及拉美股市表現卻是差強人意：外資自 7 月初開始減碼印度股市，也讓 SENSEX 指數指數自高點滑落，在所有主要國家中股價表現最為弱勢，除美印關稅談判進展緩慢外，財報表現不如預期及本益比偏高亦為其修正因素。此外，川普認為巴西政府及司法機關對巴西前總統波索納洛政治迫害，因而在 7/9 宣布自 8/1 對巴西課徵高達 50% 的關稅，並於 7/15 對巴西進行 301 條款調查，拖累巴西及拉美股市上月表現。

在債市方面，亞洲高收益債受惠於中國房地產行業以外的企業債務違約率保持在相對低位，且亞洲國家多處於降息循環，績效表現相對於其他券種更為亮眼。美股表現相對良好也提升市場風險偏好，亦使新興美元債券及亞洲債券上月均有不錯表現。但在另一方面，彭博全球主權債券指數中含有許多非美國家以當地貨幣發行的公債，因此美元指數在 7 月初出現觸底反彈的現象，除了壓抑新興當地貨幣債券價格外，也對全球主權債券指數的表現產生負面影響。

美國對各國的對等關稅在 7 月底時雖已大致底定，但市場仍將關注美國政府針對半導體、藥品等特定產業進行 232 條款調查結果，因此關稅議題仍存有變數。同時，7 月的非農就業報告與 ISM 製造業指數偏弱，加上美國關稅實施前的拉貨潮已大致告一段落，8 月之後的全球經濟與產業動能或有降溫的隱憂，但因美國財報表現與體質仍佳，因此股市投資以分批介入或定時定額為宜。

在債市投資策略方面，受美國 7 月就業數據疲弱影響，9 月 FOMC 降息機率上揚，惟今年能有多少降息幅度亦具不確定性，市場普遍預期明年美國才有機會連續降息，因此布局債券或債券型基金須以中長期角度，建議朝信評高方向進行；美元短線或有反彈，但中期仍料趨貶，亦可適量逢低承接非美投資級債因應。



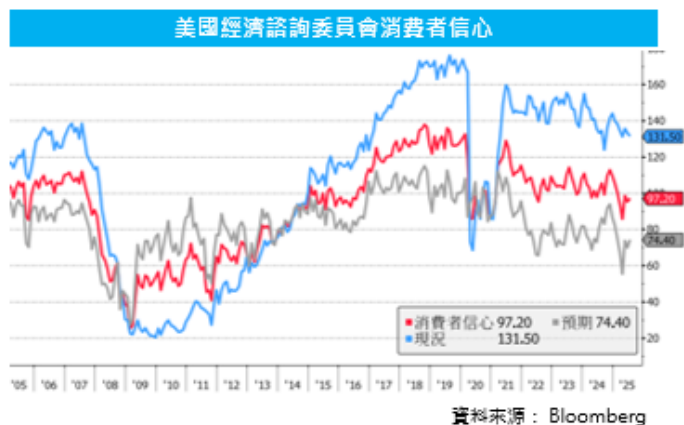
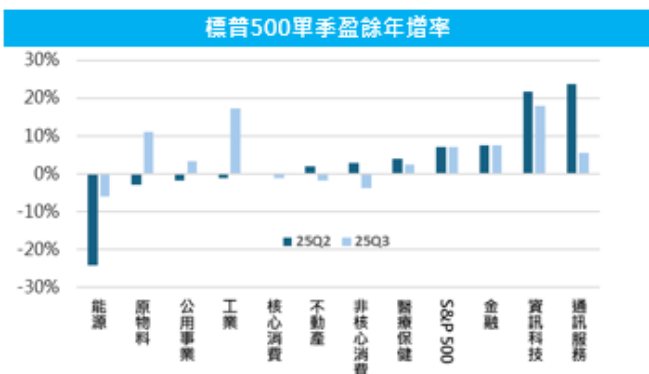
美國股市：第二季財報強勁，經濟出現走緩跡象

7月美股受惠於財報利多再創新高，隨美國與各國陸續敲定關稅條件，關稅的不確定性降低。AI概念仍是市場焦點，標普500指數領漲族群涵蓋輝達、微軟、博通、亞馬遜、蘋果、Meta、Alphabet、甲骨文、帕蘭提爾科技等科技巨擘，相對地，消費與醫療類股遭遇逆風，標普500指數領跌族群涵蓋網飛、聯合健康、特斯拉、IBM、禮來、菲利浦莫里斯等。第二季美股財報受惠於關稅豁免期表現強勁，目前市場估計標普500企業第三季盈餘仍能夠較第二季小幅增長，但這取決於各產業的存貨狀況，如AI相關產業由於晶片缺貨，並不擔憂存貨風險，但其他消費產品可能出現提前在關稅實施前供應鏈備貨，影響第三季銷售動能，故對第三季業績抱持謹慎態度。

美國經濟出現放緩跡象。首先美國7月非農新增就業人數驟降至7.3萬人，創9個月來最低，此外5月和6月數據被大幅下修，5月非農新增就業人數從原先的14.4萬修正為1.9萬，6月則從14.7萬修正為1.4萬；7月份ISM製造業PMI由49.0下降至48.0，其中新訂單指數由46.4上升至47.1，而就業指數由45.0下降至43.4，企業招聘謹慎。數據並非全然負面，7月諮商會消費者信心指數由前月95.2上升至97.2，現況指標由133.0下降至131.5，預期指標由69.9上升至74.4。關稅造成的干擾逐步發酵，對經濟造成的負面影響是否屬短期現象仍需觀察。

就企業獲利角度，第二季表現較好的屬科技與金融產業，盈餘衰退的則以原物料與能源族群為代表；預估第三季可看到科技、工業股的獲利具成長性，根據預估，目前第三季盈餘仍可較第二季成長，然而考量供應鏈可能因應關稅提前備貨，下半年旺季表現存在不確定性。就龍頭個股觀察，Apple公告財報符合預期，營收及獲利年增10%與9%，就產品線觀察，iPhone 16、Mac與軟體營收都穩健增長，所有地區均成長且亞洲新興市場年增20%，公司預期下一季營收年增中至高個位數，不認為關稅會對銷售造成太大衝擊，其他AI龍頭如META、Alphabet、微軟也都對未來業績持樂觀看法，並積極加碼投資AI基礎建設，顯然科技業對AI的樂觀依舊不變，然而包括德州儀器、UPS、Paypal等企業出現業績或展望不如預期，部分公司對下半年景氣抱持謹慎看法。

標普500本益比已來到24.4倍，較歷史均值偏高，若市場對經濟前景出現擔憂，可能引發評價修正壓力。展望八月，市場聚焦關稅影響、通膨與景氣變化，近期須觀察聯準會態度，是否願意接受通膨只是關稅帶來的一次性效果，以及經濟放緩程度，市場預期9月啟動降息，未來一年降息幅度達4~5碼，故即使川普關稅對經濟帶來負面衝擊，仍可期待後續降息刺激景氣。



歐洲股市：美歐達成框架性貿易協定，歐洲央行暫停降息

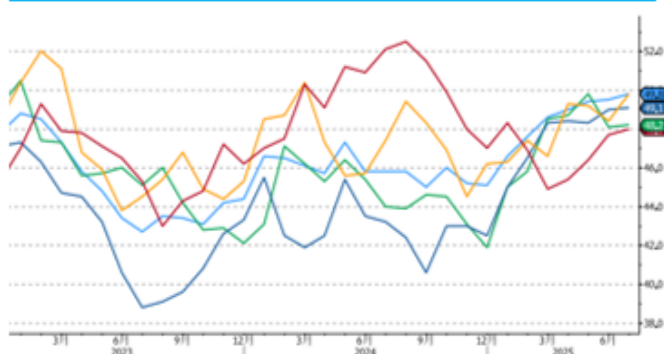
7月歐洲市場聚焦美歐關稅，川普與歐盟執委會主席范德萊恩在蘇格蘭會晤後宣布，雙方達成框架性貿易協議，美方將對大多數歐盟商品課徵 15% 的進口關稅，較原先的 30% 大幅下調。15% 稅率將適用於汽車、半導體與製藥產品，而飛機及其零件、特定化學品、部分農產品與重要原材料將免徵關稅，鋼鐵與鋁維持 50% 高關稅，但未來可望轉為配額制度，部分產品如烈酒稅率持續談判；歐盟將向美國投資 6000 億美元，並大幅增加能源與軍事設備採購。然而美國 8/1 宣布對瑞士課徵 39% 高關稅，雖預期仍有談判空間，但藥品價格是川普多次點名關注重點，後續不排除美國仍有針對藥品單獨加稅的可能。

歐盟成員國中，以出口導向經濟為主的德國，受美國關稅的影響最大。德國聯邦總理梅爾茨對協議的達成表示歡迎，此外，德國已宣布自明年起調降製造業電力稅，希望維持德國作為汽車業製造基地；法國總理形容美歐關稅框架協議是歐洲「黑暗的一天」，法國極右翼「國民聯盟」領導人勒龐稱美歐貿易協議是歐盟在政治、經濟和士氣上的三重慘敗；義大利是歐洲對美出口最大的國家之一，貿易順差超過 400 億歐元，義大利總理梅洛尼表示，歐盟與美國達成貿易協議是「積極的」，但還需要瞭解具體細節；其他如匈牙利抱持負面看法，愛爾蘭表示歡迎。由於美歐協議目前僅在框架階段，實施細節仍需歐盟內部溝通。例如歐盟如何將採購美國能源金額大幅拉升至現在的三倍，各國如何分擔採購金額，都還需要更進一步的討論。

歐洲經濟出現回溫跡象。歐元區製造業採購經理人指數從 6 月的 49.5 微升至 7 月的 49.8，達到自 2021 年 7 月以來最高，德國的製造業採購經理人指數升至 49.1，是 35 個月來新高，法國製造業採購經理人指數為 48.2，僅略優於英國；就服務業角度，歐元區服務業採購經理人指數來到 7 月的 50.4，雖然英國、法國出現回溫，但是德國服務業表現持續惡化。

美國對歐洲加徵關稅雖將衝擊歐元區經濟，但歐洲央行 7 月利率決策會議卻按兵不動，這是自 2024 年 9 月開啟降息週期以來的首次暫停降息，結束了連續七次降息的節奏，歐洲央行仍須時間評估各國財政刺激與美歐關稅的影響。由於德國正準備進行歷史性的軍事擴張，其年度防務預算將在 2029 年前增加至高達 1620 億歐元，使得防務開支佔 GDP 比重達到約 3.5%，超過北約 2035 年的目標，而其他北約國家也都有提高軍費計劃。軍費開支用途涵蓋基礎建設，可望刺激歐洲內需市場表現。泛歐 600 指數本益比約 14.9 倍，考量關稅不確定性逐漸降低，歐股仍可以長線角度布局。

歐元區製造業採購經理人指數



歐元區服務業採購經理人指數



資料來源：Bloomberg

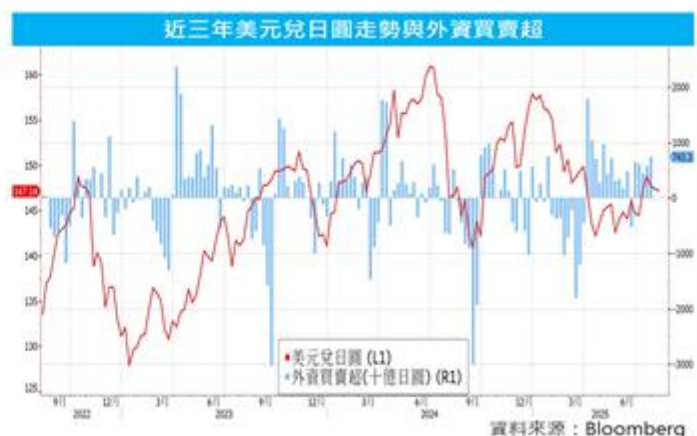
日本股市：美日關稅協議敲定，產業動能可望好轉

7月在參議院選舉落幕和美日關稅協議公布後，政治與關稅不確定性消除，日股由觀望態勢轉向樂觀，日經225指數最高漲至42065點直逼歷史高點42426點，TOPIX創歷史新高來到2986點；然而，雖然多數企業財報優於預期，但財測以保守居多，市場樂觀氣氛迅速緩和。外資在7月持續加碼日股，科技股仍為本月多頭主體，在資料中心投資的需求驅動下，光纖纜線族群表現強勢；汽車機械類股方面受到汽車關稅下降激勵；部分民生用品、遊戲類股表現不佳，7&I、任天堂、索尼領跌。

日本參議院選舉落幕，執政聯盟的自民黨與公明黨未能取得國會過半數，繼去年眾議院失利後再次落敗，雖自民黨內部有要求石破茂下台的聲音，但身為日本首相若在美日貿易談判進行中請辭恐怕會招致更多批評，故石破茂在美日談判細節確定後再下台應是較合理的作法；另外，立憲民主黨代表表示，有可能在8月初臨時國會上提出不信任案，雖然執政聯盟在眾議院未過半數，但在野黨的政治立場各自不同，彼此團結推翻目前的執政聯盟難度頗大。綜上所述，自、公兩黨還是參、眾兩院的最大勢力，在野勢力的分散確保執政聯盟的地位穩固，即使首相換人，日本政府仍會延續過去自民黨一貫路線，不會出現意外的政策轉向。

目前公布的美日關稅協議內容包括：1.日本將對美國投資5,500億美元，而美國將獲得其中的90%利潤。日方談判代表赤澤亮正表示實際的運作方式主要是以貸款與保證形式提供，日本會從中收取利息與手續費；股權投資僅占1%至2%，而美國拿回的為90%的股權收益。2.兩國將成立合資公司共同自阿拉斯加出口液化天然氣。3.日本對美國開放汽車、農產品等市場，日本透過上述條件換取包括汽車在內的對等關稅從25%調降至15%。且有別於他國的汽車稅率下調有配額上限，日本不受數量限制。日本衡量6月份製造業、採礦業、公共事業整體產值的工業生產較前月成長1.7%，高於預估的-0.6%，且擺脫連續兩個月的衰退格局，可以持續關注汽車、機械、電子零組件等出口類股後續的生產恢復情形，逐步布局具備訂單能見度與外銷利基的相關個股。

日本央行7月31日會議後宣布官方利率維持0.5%不變，儘管上調2026、2027財年的預估通膨年增率，但認為貿易政策存在不確定性，未來通膨仍可能低於2%的央行目標，透露央行在利率調整上保持謹慎態度。有鑑於美日達成關稅協議，關稅政策不確定性消除，搭配國內薪資持續調升，估計第四季可望升息，上調基準利率1碼至0.75%。隨著日本升息周期重啟、美聯儲啟動降息，日圓結束貶值趨勢、轉強機率升高，有利日本資金回流，故建議以長線角度布局。



新興亞洲：經濟放緩下，亞洲國家各自表現

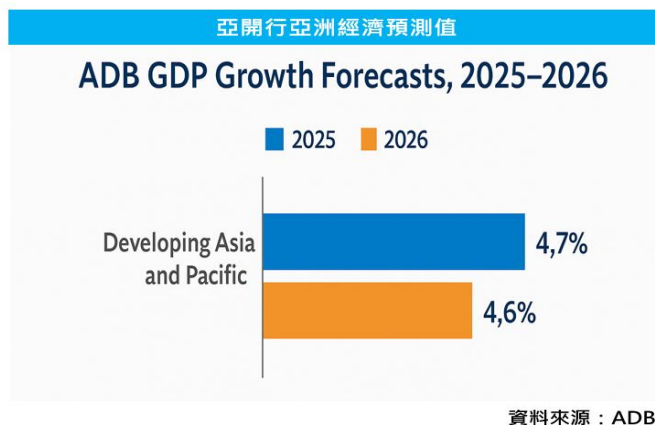
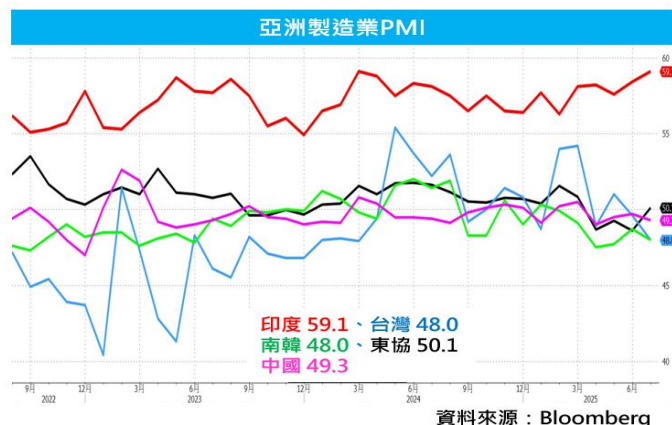
亞洲股市在七月緩步走高，截至七月底，亞洲不含日本指數(MXAPJ)單月上漲 2.74%，受惠於美國財報表現良好、AI 政策利好與日美貿易協議，亞洲主要股市表現不俗。中國方面，美中談判有進一步進展，加上對中國刺激政策加碼的預期帶動下，國企指數單月上漲 3.97%，上證指數也上漲 4.18%。台灣股市因台積電財報優異，外資持續買超，上漲 4.94%。南韓股市出口交出漂亮的成績單，加上三星接到特斯拉訂單的激勵下 KOSPI 指數上漲 4.71%。東協股市在六月大跌之後七月反彈上漲，MSCI 東協指數上漲 3.37%。東南亞國家股市表現各不相同，新加坡股單月上漲 4.86%。泰國和印尼在上月大跌之後，暴力反彈，其中泰國 SET 指數上漲 11.34%，印尼股市大漲 9.52%，馬來西亞下跌 0.75%，菲律賓下跌 0.66%，則位於後段班。印度股市由於與美國談判不如預期，加上之前已經漲多，SENSEX 指數單月下跌 3.26%。

七月亞洲製造業 PMI 整體表現較六月進一步轉弱，反映出全球需求疲軟與政策不確定性對企業信心造成壓力。中國官方 PMI 為 49.5，財新 PMI 為 49.8，顯示製造業持續收縮。內需疲弱與提前拉貨效應結束是主因。韓國 PMI 為 48.0，大致與上月持平，仍處於收縮區間，汽車與電子產業受壓。台灣：PMI 降至 48，創 2022 年以來新低，出口動能明顯減弱，企業信心受挫。印度：PMI 達 59.1，創 16 個月新高，顯示製造業持續擴張。然而企業信心指數下滑，必須關稅未來動能可能放緩，東協七月 PMI 由 48.6 回升至 50.1，略有改善。

在美國實施「對等關稅」政策後，亞洲經濟在 2025 年下半年面臨多重挑戰與調整。整體而言，區域成長動能略為減弱，出口提前效應在第二季達到高峰後逐漸消退，導致下半年成長趨緩。亞洲開發銀行已將開發中亞洲的全年 GDP 成長預測下修至 4.7%，反映出外部需求疲弱與政策不確定性。

中國方面，儘管政府持續推出消費刺激與支持新興產業的政策，但房地產市場疲弱仍是主要拖累，印度則相對穩健，透過基礎建設與數位化投資支撐內需，成為區域內相對亮眼的成長動力。另外科技出口仍是東北亞的成長主軸，在 AI 基礎建設熱潮下，將成為支撐亞洲經濟的重要來源。

然而，潛在風險仍多，包括美國關稅政策仍可能在半導體及藥品等產業關稅上升級以及中國內需惡化可能透過出口擴散至其他新興市場。整體而言，亞洲在 2025 年下半年將進入政策調整與外部壓力交織的階段，成長動能需仰賴內需支撐以及刺激政策的幫助，經濟放緩已是定局，但各國仍有政策調整的空間，我們較為看好台灣、南韓、印度下半年的表現。



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。

中國：下半年經濟料將放緩，股市承壓

中國製造業 PMI 再度轉弱，7 月製造業 PMI 降至 49.3 不如預期，非製造業 PMI 也降至 50.1、寫近八個月低。顯示出口正在放緩，且國內需求持續疲軟。其餘高頻數據也顯示中國經濟的韌性正面臨阻力。上週全國港口貨物吞吐量寫下近三個月以來新低，較前周下降近 7%，顯示貿易可能開始放緩。7 月 PMI 表明經濟成長動能持續疲弱，預料下半年經濟動能會進一步減弱，中國政府推出刺激政策需要加快腳步。

目前看來下半年的中國經濟並不樂觀，從近期的貨輪數據顯示，中國出口短暫恢復成長，這得益於中美兩國達成 90 天關稅暫緩協議後的對美出口恢復。中美貿易戰休兵窗口於 8 月中旬到期之前，搶出口的情況可能會在短期內持續。但隨著川普新的關稅政策出台可能會讓中國出口再度下降。尤其是美國與越南貿易協議中包含的對「轉運」商品徵收 40%關稅，可能會成為其他國家的樣板，這意味著中國出口到非美國的區域也將面臨下行風險。

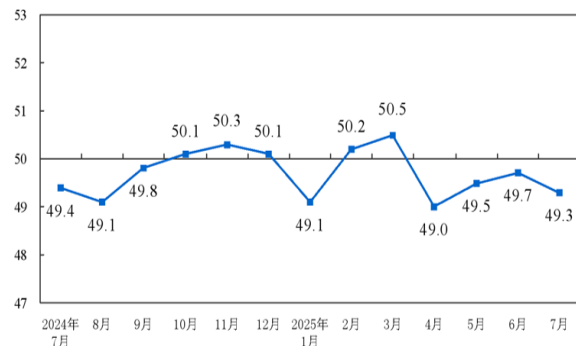
中國 6 月 CPI 年比+0.1%，意外由降轉升，但從其他數據來看，情況並不樂觀。CPI 月比為-0.1%，連續第二個月下降，PPI 由-3.4%降至-3.7%，降幅擴大，由於貿易戰的影響，造成生產過剩，反映在生產者物價上。我們認為刺激消費政策需要延續，中國政府需要準備好加大政策刺激，這使得七月政治局會議的結果十分重要。

然而 7 月政治局會議並無令人驚見的刺激政策，一如既往地提出要做好今年下半年經濟工作，宏觀政策要持續發力、適時加力，並要落實落細更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策，充分釋放政策效應。但並未提出實際政策細則，內容大致於四月以來的基調相同，而且對房地產市場完全無著墨，顯示無意做大調整、大轉向。預期政策將聚焦提振消費，這樣的政策規模無法逆轉今年下半年經濟成長會放緩既定軌跡。

展望下半年，多家券商表示下半年經濟成長將放緩，由於提前拉貨效應減少及財政刺激措施的效果減弱，彭博預估中國下半年 GDP 增速將下滑至 4.5%以下，全年 4.8%。政策出台的速度緩慢，降息以及新增財政刺激可能在第三季末或第四季推出。我們認為目前中國內需和出口問題都尚未解決，政策也尚未明朗，然而中國下半年的經濟仍充滿風險，短期內中國股市仍承壓

中國官方製造業PMI

(%) 50%=与上月比较无变化



資料來源:中國統計局

中國七月政治局會議摘要

重點議題	具體內容與動向
產能過剩	處理部分產業過剩問題、聚焦供給側改革方案、政策處境比2015年更艱難
刺激經濟信號	上半年經濟表現尚可、預計全年GDP增長約5%降低全面刺激可能性
結構性改革方向	修正非理性行為導致的價格下跌、推動新型城鎮化應對房市需求、加強社保以穩勞動市場
「十五五」規劃方向	聚焦科技自立自強、發展高端製造業、對抗中美長期競爭
未來重大會議訊號	第20屆中央委員會第四次全體會議預計秋季召開、屆時「十五五」草案將公布

資料來源:工商日報

東南亞：對等關稅不利短期動能，中長期仍有機會

東協七月 PMI 由 48.6 回升至 50.1，結束連續三個月的收縮，顯示製造業營運條件略有改善。新訂單回穩，雖分項指數仍下降，但為四個月來最小降幅，顯示需求正在復甦。採購與就業調整，企業停止縮減採購，裁員速度也減緩，顯示信心略有回升。儘管現況改善，在對等關稅的不確性下，企業對未來 12 個月的產出成長預期仍保守，信心指數創五年新低。最早達成關稅協議的越南以 52.4 領先東協各國，並由收縮轉入明顯擴張；泰國與菲律賓則小幅高於 50。其餘國家雖位於收縮，但相比 6 月均呈現不同程度回升，顯示惡化的速度已經放緩。

8/1 美國與大部分的東南亞國家的對等關稅稅率統一調降至約 19%至 20%，泰國、印尼、越南等較低稅率的國家承諾開放農業、能源、製造業等領域，並加大對美國商品一定金額的採購。泰國讓步最大，對逾萬項美貨免稅，並承諾五年內減少七成順差。部分國家如緬甸、寮國談判進度緩慢，稅率仍偏高。新加坡因早期協議維持低稅率不變。整體而言，美方藉此政策促進本土製造業與出口，並強化與東南亞的經貿連結。

就短期來看，我們認為談判後關稅依然偏高，初期將導致柬埔寨、越南、緬甸等國出口美國商品成本大增，企業面臨訂單流失與庫存壓力。另外由於防轉口貿易的特別條款，將使得供應鏈東南亞移動出現調整，原本受益於「中國+1」，如今面臨供應鏈外移與投資轉向其他地區（如印度、非洲）等等。另外東南亞為全球電子、汽車零件與機械組裝核心區域，關稅上調將迫使跨國企業評估生產基地回流或再轉移，區域內產能布局恐將出現重整與再洗牌。以台商新南向為例子，今年首季流向東南亞的投資額年減逾五成，顯示企業為關稅不確定性採觀望態度，區域內外資意願明顯下滑。另外，部分國家為維持競爭力，可能壓低出口價格，導致區域內價格惡性競爭，這些都是關稅對東南亞經濟短期不利因素。

根據野村的預估，對等關稅對東南亞國家的 GDP 影響大致在-0.4~-0.6%之間，還在可控的範圍。我們認為東南亞國家關稅雖短期影響大，但低廉勞動力成本及加上當地政府政策支持，代工成本還是亞洲國家中相對低廉的區域，加上長期來看仍受惠於人口紅利以及內需市場的發展，加上基礎建設與城市化進程，以及產業轉型的從傳統製造轉向中低技術產業與消費服務的利多，並無須太過於悲觀。在股市方面，高關稅促使外資重新評估東南亞布局，推測將有利於新加坡、馬來西亞等過往表現較為穩定的市場。

東協PMI

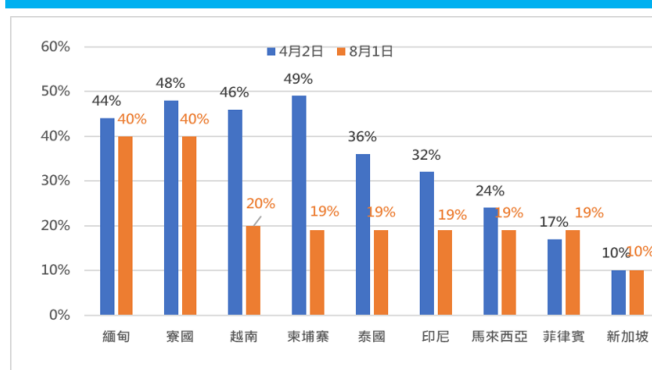
S&P Global ASEAN Manufacturing PMI

sa, >50 = improvement since previous month



資料來源:S&P Global

東南亞對等關稅稅率



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。

巴西股市：部分商品豁免 50%關稅，高利率或將長時間維持不變

巴西市場自 7/10 川普揚言對巴西課徵 50%關稅以來，走勢持續疲弱。7/30 川普正式簽署行政命令，對巴西輸美商品加徵額外 40%關稅，加計 10%基礎關稅，使巴西關稅稅率提升至 50%，新關稅措施將自 8 月 6 日生效。一如川普過往作風，巴西關稅部分商品得到豁免。行政命令中指出，針對包括橙汁、飛機、鐵礦石和石化燃料、化肥等約 700 種類別產品予以豁免，使其不受加徵 40%關稅的影響。CNN 報導指出，預估不受新關稅影響的產品，約占巴西對美出口的 44.6%。咖啡、牛肉、土木設備、糖和木材等，將被課徵 50%關稅的產品，占巴西對美出口的 35.9%。另外 19.5%的出口產品，為全世界適用的產業關稅，如汽車、鋼材和鋁材。

巴西主要輸美產品，如肉類、水果和咖啡，雖沒有列入豁免名單，但美國商務部長盧特尼克在 7/29 曾向記者表示，川普政府正在考慮對美國沒有生產的巴西食品實行零關稅，顯示巴西關稅仍有進一步下調可能。然而 8/4 巴西法官以違反使用社群媒體禁令為由，對巴西前總統波索納洛實施居家監禁，此前川普正是以巴西對波索納洛政治獵巫而課徵額外關稅，故此舉恐將不利巴西與美國關稅談判。

7 月 30 日巴西貨幣政策委員會 (Copom) 決議將基準 Selic 利率維持在 15.00%，並將對於巴西今年與明年的通膨預測維持不變，分別為 4.9%與 3.6%。巴西貨幣政策委員會指出，此次升息暫停，是為了「審視目前仍未完全顯現的累積效果，進一步評估在利率長期維持穩定的情況下，是否足以使通膨率回歸目標」，暗示可能將利率在長時間維持不變，並強調「若情勢需要，將毫不猶豫繼續升息週期」，該聲明被市場偏鷹派解讀，使市場對於降息預期下降。

巴西央行 8/4 當週 Focus Survey 指出，巴西私營部門經濟學家將 2025 / 2026 年通膨預期分別小幅下調 2 個 / 1 個基點至 5.07% / 4.43%，2027 / 2028 年預期則持平為 4.00% / 3.80%，仍高於巴西央行通膨目標的 3.0%。顯示短期內通膨控制仍有難度，預期明年起才進入降息循環。

經濟數據部分，巴西 7 月製造業 PMI 下降 0.1 點至 48.2，為 24 個月新低，為連續第 5 個月下降，顯示產業活動持續收縮且惡化速度加快；新訂單與新出口訂單均顯示內外需求同步萎縮，工廠持續去化原料與成品庫存，僅有就業暫時回到 50.7 擴張邊緣。展望未來，巴西關稅高於世界各國，且通膨水準仍高，預料短期內央行將維持高利率，恐將使巴西經濟進一步惡化，惟考量川普過往行徑，預估後續關稅仍有談判空間，故目前仍對巴西市場仍持中性看法。

通膨目標vs.消費者物價指數



資料來源：財經M平方

巴西製造業 PMI 組成

	June-25	July-25	Change signalled
PMI	48.3	48.2	Decline, faster rate
Output	46.8	47.5	Decline, slower rate
New Orders	47.7	46.5	Decline, faster rate
New Export Orders	41.7	45.6	Decline, slower rate
Employment	49.6	50.7	Expansion
Backlogs of Work	44.3	41.5	Decline, faster rate
Output Prices	51.7	52.6	Rise, faster rate
Input Prices	55.7	57.1	Rise, faster rate
Stocks of Purchases	47.8	47.6	Decline, faster rate
Stocks of Finished Goods	49.0	48.4	Decline, faster rate

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。

能源類股：川普威脅對俄油買家實施次級關稅，OPEC+9月續增產

西德州原油期貨價格 7 月在每桶 69 美元至 64 美元區間震盪，期間一度受川普威脅對俄羅斯原油買家實施次級關稅上漲，隨後在美國公布疲弱的非農數據，及 OPEC+ 如預期在 9 月增產後價格回落。

川普威脅俄羅斯，若克里姆林宮不在 8 月 8 日前同意結束對烏克蘭的戰爭，將對與俄羅斯有業務往來的實體與國家實施次級制裁，包括可能加徵 100% 的次級關稅。該威脅主要將影響中國、印度及土耳其，根據 CAS 數據，印度是俄羅斯原油的最大進口國，2024 年進口數量達 180 萬桶/天。中國緊隨其後，進口量為 124 萬桶/天，土耳其位居第三，進口量為 30 萬桶/天。國際能源署(IEA)數據顯示，6 月份俄羅斯原油出口量為每日 468 萬桶，約佔全球需求的 4.5%，如這些國家放棄進口俄羅斯原油，轉向其他國家購買，將會影響全球市場供需，增加油價上行機會。

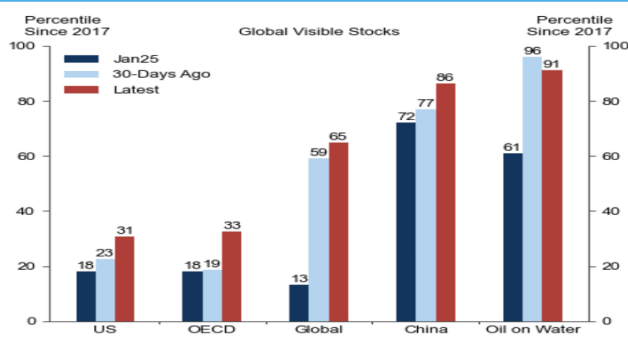
雖中國、印度官方都已聲明基於貿易夥伴關係，不會暫停購買俄羅斯原油。然而路透社報導，印度主要煉油企業在川普威脅後，已暫停購買俄國石油，顯示印度是否暫停俄羅斯原油進口仍有變數。

另一方面，OPEC+ 八個成員國 8/3 舉行線上會議，同意將 9 月份的石油產量提高 54.7 萬桶/日。此前 8 月份的產量已增加 54.8 萬桶/日，5 月、6 月和 7 月的產量亦分別增加 41.1 萬桶/日，4 月份則增加 13.8 萬桶/日，合計增產量已完全回補此前宣告的每日 220 萬桶減產措施。顯示 OPEC+ 的政策已經由穩定價格轉變為鞏固市佔，意圖奪回被美國頁岩油等競爭對手侵蝕的市場空間。

市場預期 OPEC+ 將在 9 月之後維持產量配額不變。原因為預計 OECD 商業庫存的累庫速度將加快，季節性需求的有利因素將逐漸消退。過去幾週，OECD 商業庫存從低位開始出現累庫回升的跡象，預期未來 12 個月 OECD 商業庫存的累積速度將由年初至今的每日 20 萬桶加速至每日 60 萬桶。此外今年內還有數個非 OPEC+ 頂級油氣開發專案將投產，估計將增加產量近 90 萬桶/日。因此認為 OPEC+ 八國的額外增產數量有限，否則將導致整體市場庫存大幅拉高。

根據美中印關係研判，印度及中國取消中國原油進口可能性較低，且萬一真如川普所願，各國取消俄油進口，迫使俄國在經濟壓力下結束戰爭，則俄國經濟制裁將會被解除，俄油重歸市場將對油價造成壓抑。此外從 OPEC+ 近期增產步伐判斷，OPEC+ 策略應已轉為以低價鞏固市佔，未來持續增產可能性仍高，在全球原油庫存高漲的狀況下，恐將近一步使油價下行，故目前仍維持對能源類股保守看法。

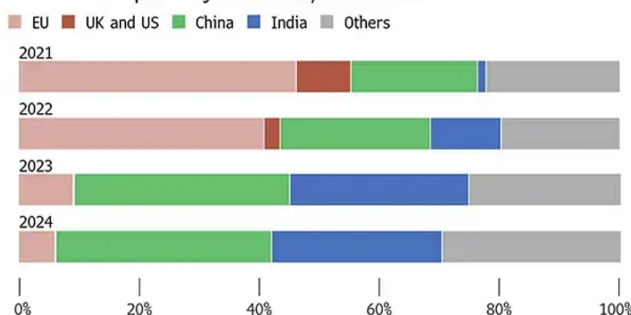
全球可見石油庫存



資料來源：高盛

俄羅斯原油出口國家佔比

Russia oil exports by countries, 2021-2024



資料來源：彭博

固定收益：美國 Q3 加大舉債或帶來短線波動，然美債中期表現仍然可期

美國國會在 7 月初通過提高舉債上限 5 兆美元的決議後，財政部為重建其現金儲備量能，規劃 Q3 淨借款額將達 1.01 兆美元，高於先前估計的 5,540 億美元近一倍。根據元大投顧估算，國庫帳戶現金餘額目前為 3260 億美元，若回補至 8500 億美元，約與 Q3 舉債增加金額相當，但這也意味著將從市場上抽回約五千億美元的流動性，或對美國債市帶來短線波動。不過，依美國財政部的計劃 Q4 借款金額料為 5900 億元，低於去年同期的 6200 億元，因此在 Q3 過後，官方的借款規模將可望回歸正常狀態。

美國貨幣政策方面，聯準會在 7/30 的 FOMC 會議中決議維持基準利率在 4.25%~4.50% 不變，符合市場預期。鮑爾指出大多數聯邦公開市場委員會成員投票贊成維持當前利率，因為通膨率仍高於聯準會 2% 的年度目標，但他同時也表示“從經濟表現來看，限制性政策並沒有對其造成不適當的阻礙。”鑑於川普政府關稅的潛在影響，聯準會對降息仍持謹慎態度。同時鮑爾也認為關稅或削弱經濟成長並重新引發通膨，透露出他對川普政策所帶來的後續影響仍保持戒心。

值得注意的是，此次兩位先前由川普提名並擁有 FOMC 投票權的 Fed 理事鮑曼 (Michelle Bowman) 和沃勒 (Christopher Waller) 均支持降低央行短期利率，創下 1993 年以來 FOMC 首次有兩位理事投票反對共同決議。此外，在 FOMC 擁有投票權的聯準會理事庫格勒 (Adriana Kugler) 8/1 突然提前請辭，較其原訂屆滿任期 2026 年 1 月提早約半年離職。此次異動將使川普可提名立場偏向鴿派的下任理事人選，增加聯準會來年進一步貨幣政策鬆綁的可能性，有利債市中期表現。

FOMC 7/30 的會後聲明雖顯示通膨偏高且前景仍存不確定性，一度使市場對聯準會 9 月降息預期下降至約 40%。然而，8/1 的美國非農就業人數僅新增 7.3 萬人，不但低於預期的 10.4 萬人，且前兩個月數據也被大幅下修近 26 萬人。同時，產業動能的先行指數-ISM 製造業指數在 7 月也創下 9 個月來最大降幅，其就業分項更達 2020 年 7 月來最低水準，相關經濟數據的疲弱推升期貨市場預期今年 9 月降息一碼的機率高達 9 成。

然而，未來數月川普關稅對通膨的影響可能逐步浮現，故聯準會今年餘下時間的貨幣政策方向上雖可望偏向寬鬆，但降息幅度料將有限。我們預期需等到明年，聯準會才有連續降息的機會，因此布局債券或債券型基金建議以中長期角度為之，並可朝高信評方向進行；此外，美元短線或有反彈，但中期仍料趨貶，故仍可適量逢低承接非美投資級債因應。

