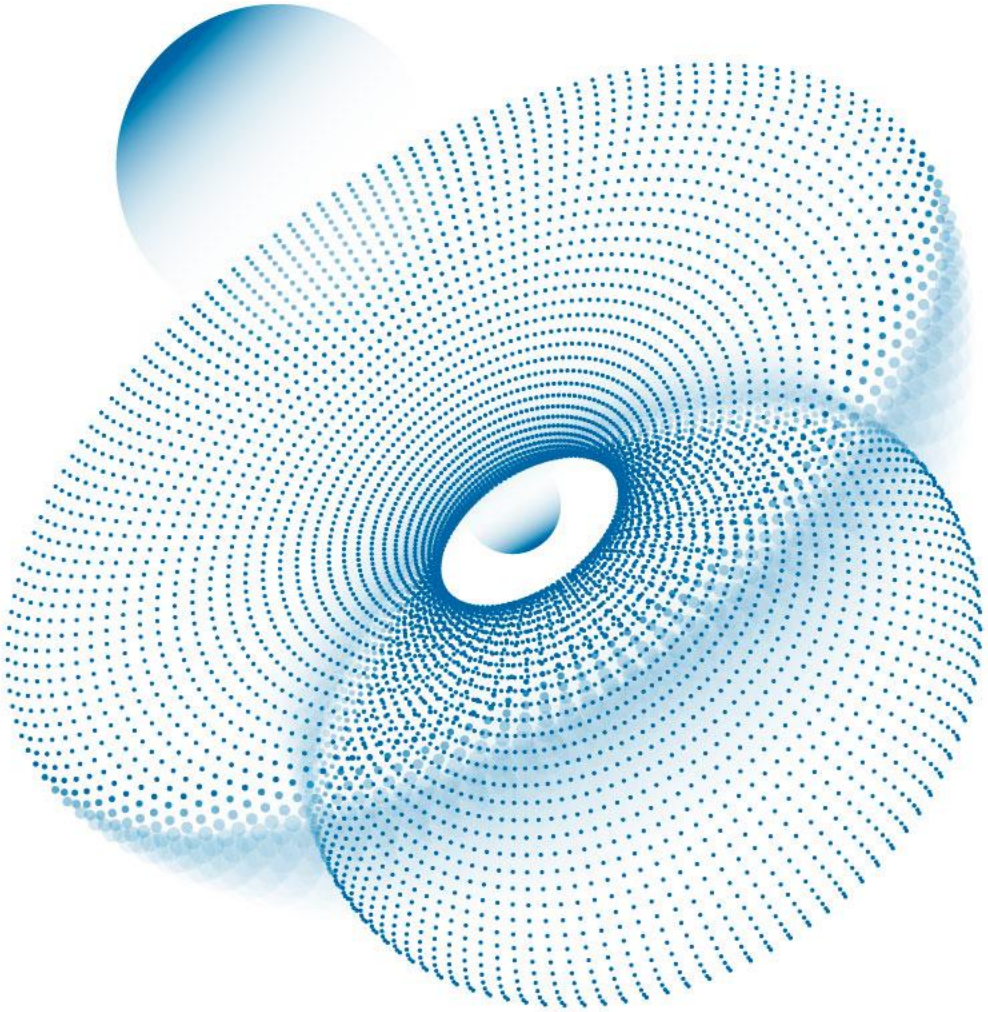
凱基證券



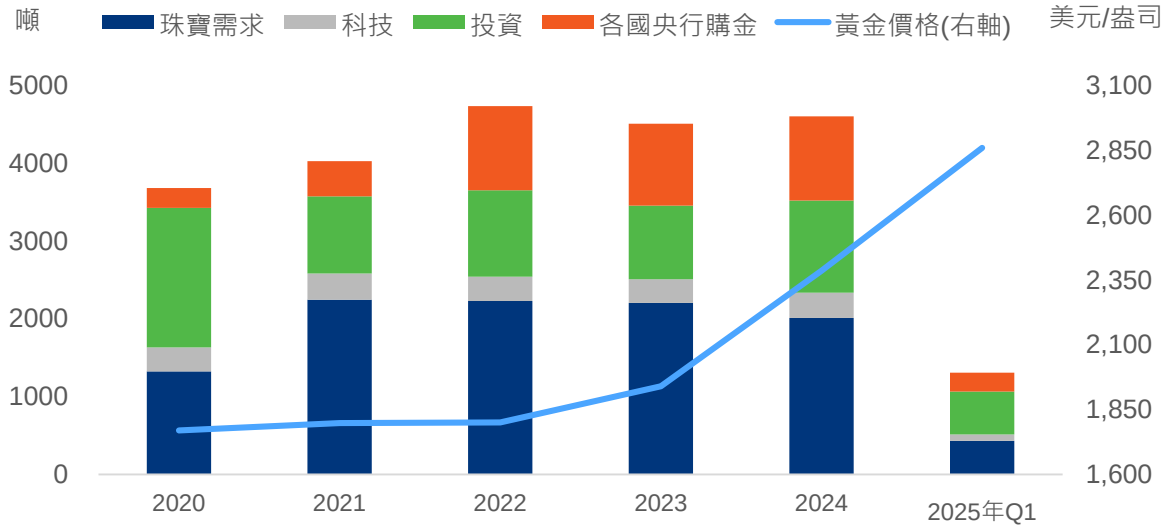
2025年下半年

投資人最關心的10個問題

Q1 黃金是否持續多頭? 還可以進場嗎?

- 影響黃金的因素眾多，包括1)貨幣政策動向：聯準會短期雖按兵不動，但未來仍將緩步降息，美國實質利率可能下降。2)各國央行買盤：美中貿易戰、烏俄戰爭，使各國央行增加黃金儲備，根據世界黃金協會調查，預估央行全年買盤約500噸，對金價提供穩定支撐。3)避險需求：每當突發風險事件，如川普發動的貿易關稅戰，使全球股債匯市同步下跌，僅黃金達到分散風險、充分避險的效果。上述皆有利一般投資人與央行持續添購黃金，預期金價短期回落後，中長期仍有上漲空間。
- 考量金價屢創新高，黃金操作宜以逢回分批漸布方式布局較穩健。

各國央行持續購金，對金價提供穩定下檔支撐

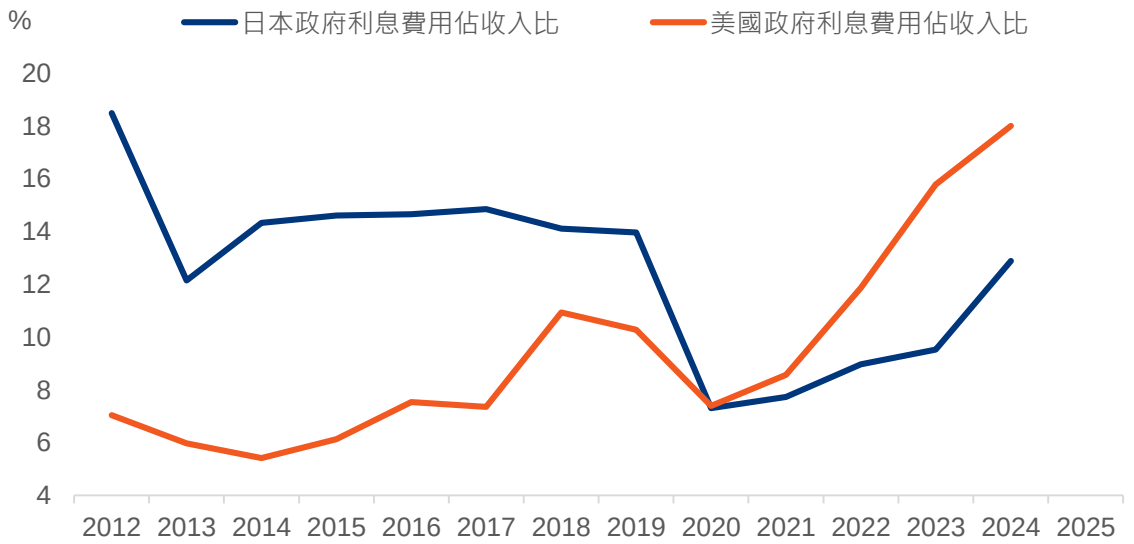


資料來源：Bloomberg，WGC，凱基證券整理

Q2 日債大跌對日本銀行股與日圓影響?

- 日本長天期公債殖利率近期飆升，主要反應1)日本銀行處於升息循環、2)美國公債殖利率上揚導致連動效果、3)關稅戰使市場預期日本可能增加財政支出於美駐日軍備和因應經濟放緩，使日本長債價格下跌。
- 考量日央雖升息但日本政府利息支出佔收入約12.9%小於美國的18%，且日央最終升息可能止於1%，財政赤字風險可控。日本金融機構持有到期資產佔存款比約10.7%，低於美國銀行業平均的30.6%，使長債跌價對銀行股衝擊有限，加上日圓已大幅升值，納入避險成本後的美日利差仍平穩，料日本長債下跌對銀行股獲利與日圓緩升的基本面影響有限。

日本政府利息費用佔收入比，較美國政府低



凱基證券 KGI SECURITIES | 凱基金控成員

Q3 滿手債券未來該如何看待債市?

- 今年以來美國政策朝令夕改，面臨關稅、美國通膨上升、經濟衰退等風險，長天期債券殖利率波動度大增。過往自較高聯邦基金利率水準(2001、2007年)降息後近2年債券表現優異，雖短期內降息幅度不如預期，須比以往更具耐心，避免因恐慌而拋售。
- 避免過度依賴債券價差收益，固定收益資產的核心價值為以「日」計息、有固定到期日，短債可避波動、搭配長債鎖利，面對緩降息，建議固定檢視已持有的債券部位是否長短均衡，適時配置短天期債券提高投資組合防禦力。

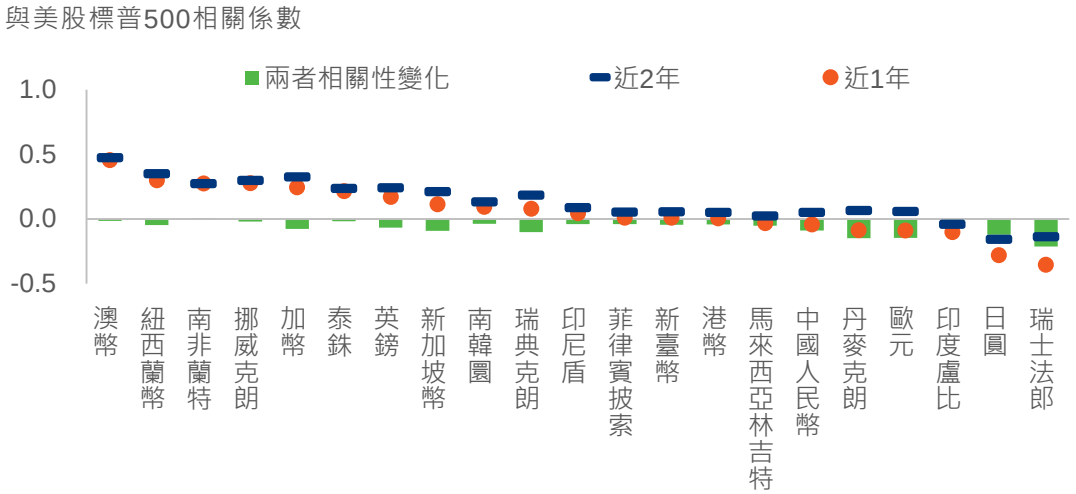
債券指數報酬因緩降息，使收益反應時間延長



Q4 美債風暴如何影響全球債市並如何因應?

- 美國財政部長表示政府資金將於今年8月恐耗盡，此前需國會提高或暫停債務上限，若美國國會進而提高債務上限規模4~5兆至40~41兆美元，中長期將加大美債供給衝擊，因此穆迪調降美國主權信評至Aa1級。考量當前國會兩院共和黨皆為多數，預期債務上限將在X-date來臨前可順利過關，長期債務問題恐推升長天期公債期間溢酬為潛在風險。
- 若美債問題擴大，恐致投資人降低美元曝險，另美元走貶也相對有利非美債券表現，後續可留意與美股相對性低且長短天期公債利差擴大之非美債券，如歐元、英鎊、新加坡幣等幣別債券，降低去美元化風險。

去美元化風險若升，與美股相關性不高者有望受惠



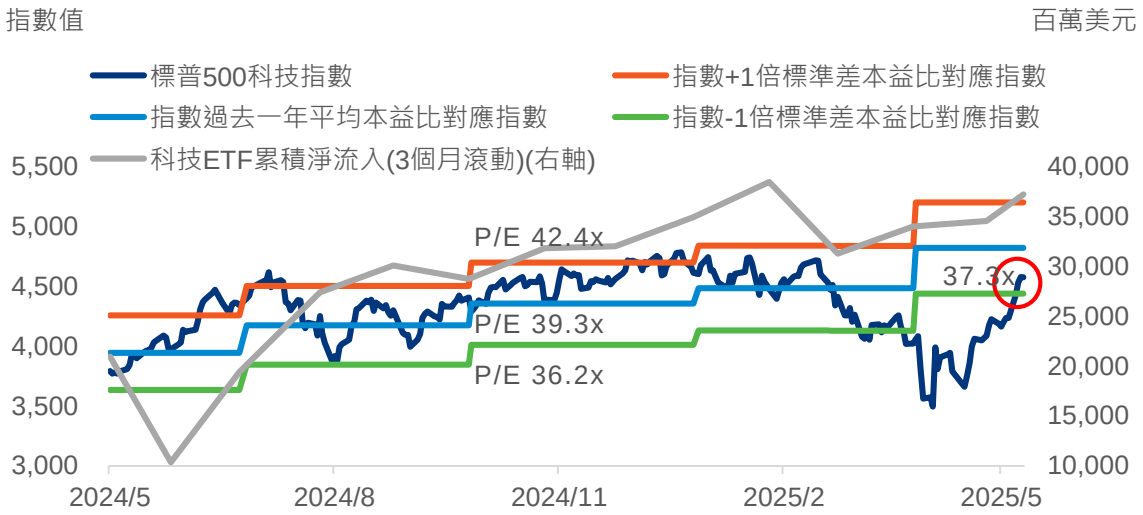
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

凱基證券 KGI SECURITIES | 凱基金控成員

Q5 美國科技類股操作的關鍵是?

- 從巨型科技股財報來看，營收和獲利仍表現亮眼，但資訊科技類股海外營收占比高，川普關稅將不利後續獲利。其中蘋果預期關稅政策將導致第二季成本明顯增加(成本預估將增加9億美元)，基本面不確定性仍高。
- 從評價面來看，近期股市回調使評價降低，估值回到過去長期平均附近。近期籌碼已觀察到指數成分股內部人持股比例上升至今年新高、鉅額交易資金持續淨流入，有利本季股價表現。評價與籌碼面優勢消彌財報基本面中性的劣勢，凱基投顧認為，若再有任何修正，對市場吸引力增。

科技股評價略低於平均，市場資金湧入提供動能

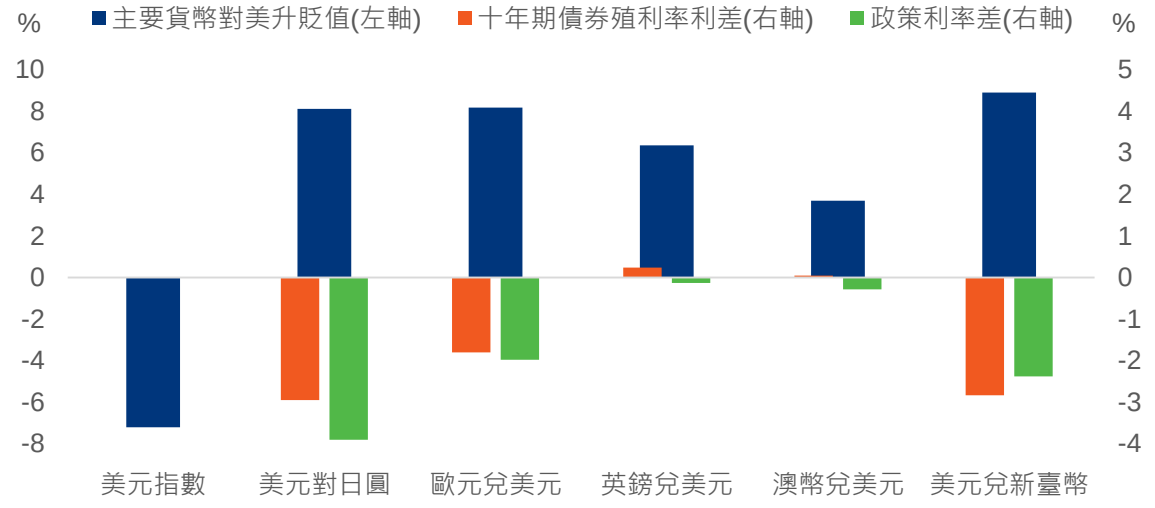


資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

Q6 國內債券型ETF需要做停損嗎?

- 川普稅改使得市場擔憂美國債務赤字，20年期美國公債標售狀況不如預期，持有長天期公債或公司債ETF比重較高投資人，若擔憂新臺幣持續升值，建議適度減碼；若無迫切資金需求，可等待匯率止穩、殖利率回落後，轉換或增加中短天期公債或優質公司債ETF部位，降低投資組合存續期間，降低利率風險。
- 臺灣上市櫃債券ETF標的多為美元計價，應對新臺幣強升之匯率風險，建議投資組合中加入不同幣別產品，可分散布局至債信相對穩定的新加坡幣債券，或貨幣升值題材的歐元、英鎊計價投資級債券。

除了利率風險，債券ETF需考量匯率風險

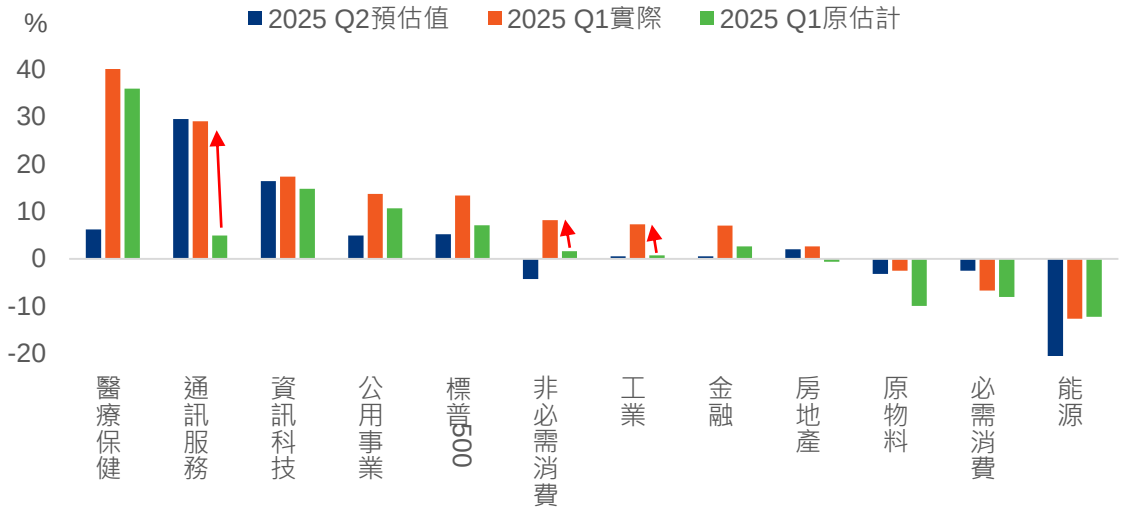


凱基證券 KGI SECURITIES | 凱基金控成員

Q7 美股產業有哪些黑馬有機會率先出線?

- 儘管美國國際貿易法院宣判川普無權課徵對等關稅，但川普可透過其他法條課徵關稅，利空仍可能出現，且下半年有景氣下行潛在風險，以高品質及低波動股為主。美國產業部分，凱基投顧看好受景氣下行與關稅影響較小的軟體資安股、通訊服務中的電信股、公用事業與必需消費。
- 美股第一季財報公布，獲利成長率連兩季雙位數成長，通訊服務、非必需消費、工業第一季獲利明顯優於預期。然而，關稅影響與景氣放緩預期使第二季獲利預期下修，通訊服務、資訊科技、公用事業獲利成長幅度預期下調，但相對優於其他產業。

通訊服務、資訊科技、公用事業獲利預期有撐

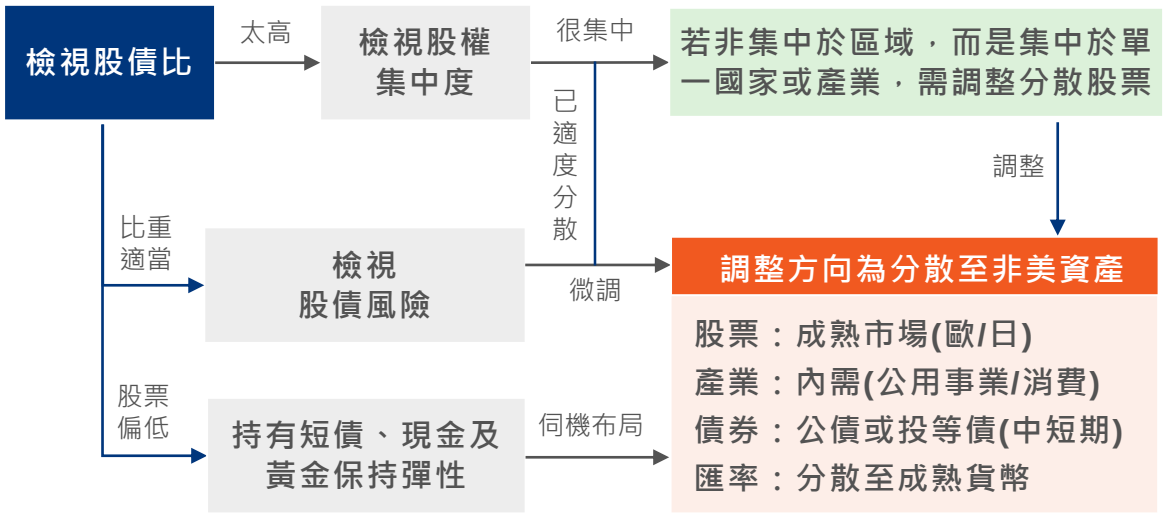


資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

Q8 股債匯市震盪，虧損部位要賣掉嗎?

- 由於整體市場震盪，因此重點非單一虧損部位是不是要賣掉，而是看整體的布局是否平衡及分散。應著重在股債比是否過高、股權是否太過於集中單一市場或高風險產業，接著再考量股權和債券部位各自的風險檢視，協助資產汰弱留強及做必要的分散，最後決定虧損部位調整方向。
- 股權部份，建議降低或調整出口較高產業至內需型產業，資產投資地區與匯率持有則逐步分散至成熟國家，降低單一美元資產若走弱的虧損。債券則以鎖利收息為主，布局中短天期降低利率風險。

先檢視股債比和集中度，再針對市場汰弱留強處理部位



凱基證券 KGI SECURITIES | 凱基金控成員

Q9 川普關稅政策會怎麼走? 有哪些影響?

- 美國國際貿易法院裁決川普無權依據「1977年國際緊急經濟權力法」(IEEPA)對全球商品課程對等關稅，但不影響汽車、汽車零組件、鋼鋁關稅。凱基投顧預期此消息利多美股，但影響低於4月9日暫緩關稅。
- 川普政府海湖莊園框架的重要目標不變，透過關稅影響全球貿易仍可能發生，可能透過其他法條，進行產業型的關稅徵收，惟其他關稅程序時間會長於IEEPA法案。按照第一次中美貿易戰經驗，從預告到宣布需至少3個月，預期第三季關稅利空政策仍會以其他形式出現。

川普還可應用之關稅打擊手段

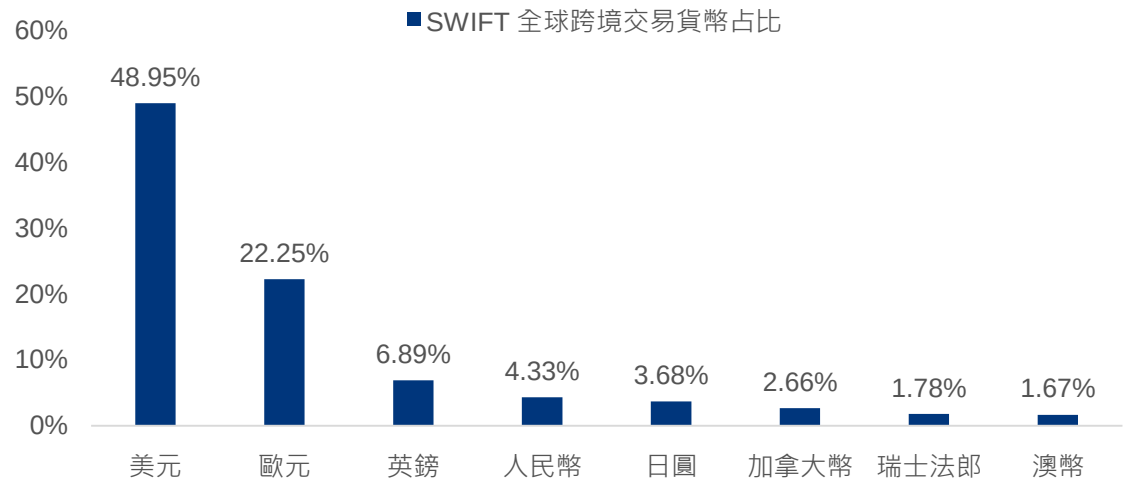
法源	對象	特點	優缺點
1930年關稅法第338條	針對「貿易歧視」國	對特定國商品 加徵最高50%關稅	不需調查、立即實施 多年未使用
1962年貿易擴張法第232條	基於「國家安全」對進口商加徵關稅	✓ 加徵關稅or非關稅限制 ✓ 鋼鋁、汽車等產業關稅	國家安全調查 需耗費數月時間
1974年貿易法第122條	面臨嚴重貿易逆差或對國家安全造成威脅	對進口商品加徵臨時關稅(上限15%)或限配額	期限150天 延長需國會批准
1974年貿易法第301條	美國對「不公平貿易」進行報復	貿易代表可主動調查或企業申請，調查後與相關國談判	需經過公眾意見徵詢及聽證，需耗時數月

資料來源：Bloomberg、凱基投顧、OECD，凱基證券整理

Q10 去美元化對美元資產及全球貨幣的影響

- 自2022年俄羅斯入侵烏克蘭引發對莫斯科的金融制裁，導致俄羅斯美元與歐元資產被凍結後，許多央行擔憂美元資產和相關儲備未來也可能面臨風險，開始增加黃金儲備，全球去美元化行動悄然展開。
- 川普第二任期後，不確定風險更高，百年國債傳聞甚上及川普對聯準會獨立性的挑戰，加速各國減少對美元依賴，不以美元作為儲備貨幣或交易媒介的浪潮。短期間美元作為全球跨境貿易結算貨幣約佔50%難以動搖，但長期恐因雙赤字和上述隱憂偏貶，有利非美貨幣及替代貨幣如黃金、比特幣的上漲，投資人可增持相關非美資產。

全球跨境貿易結算貨幣美元佔比高，短期仍有主導地位



凱基證券 KGI SECURITIES | 凱基金控成員

免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬凱基金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。

