



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

壓力淬鍊，金融債閃耀

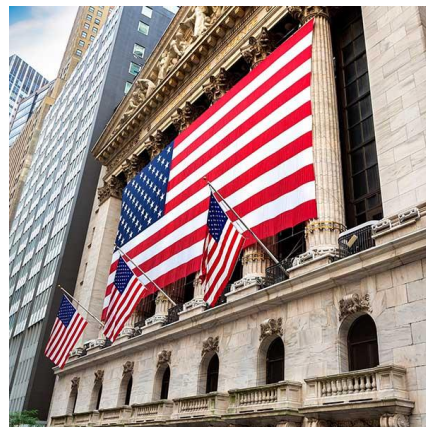
Financial Bonds Shine Under the Stress

4 July 2025



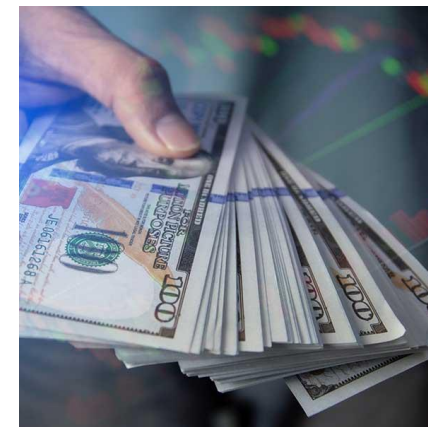
01 本週焦點圖表

減稅政策與關稅擾動，
美股震盪下向上進攻



02 市場回顧

市場波動回落，
資產表現持穩



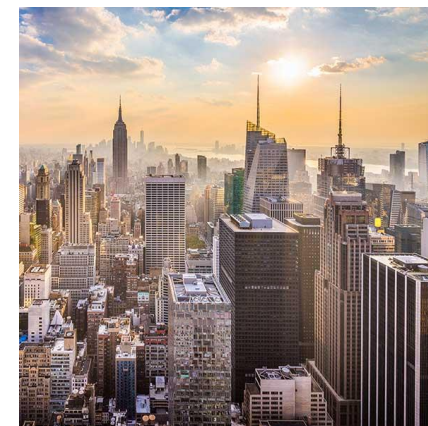
03 熱門議題

PMI與就業數據佳，
明年官員態度有望偏鴿



04 投資焦點

銀行壓力測試穩過關，
金融債如何閃耀市場



本週焦點圖表

減稅法案過關，關稅擾動仍在，美股震盪走升

- ▶ 美國參眾兩院以些微差距通過大而美法案 (One Big Beautiful Bill Act, OBBBA)，內容包含延續先前減稅政策、緊縮社會安全支出與提高債務上限等措施，預估將在7月4日送交總統簽署實施。大而美法案順利實施，有望為美國景氣與當地企業獲利帶來一定程度支撐。
- ▶ 美國總統川普重申無意延長7月9日到期的對等關稅期限，並威脅終止與加拿大談判，加拿大立即宣布撤回數位服務稅(DST)法案，為重啟美加貿易談判鋪路。檢視美國4月生效的關稅政策，雖為美國帶來約230億美元關稅收入，然佔5月整體財政支出僅3%。關稅收入有所增加，仍難改善美國財政紀律問題，預期關稅議題仍對下半年景氣與企業獲利帶來下行壓力，而過往面對貿易不確定性升溫時期，美股表現呈先跌後漲，短線可布局美國防禦、品質股降風險，長線趨勢以科技股中的軟體與資安類股相對穩健。

美國大而美法案過關，延續減稅並提高債務上限

大而美法案 (OBBBA)

相關內容

延續減稅政策

延續企業與個人減稅措施，包含維持企業稅率從35%降至21%措施、個人與遺產稅永久減免、小費稅與加班稅減免，預估未來10年減稅規模達4兆美元

緊縮社會安全支出

大幅削減社會安全支出，包含刪減未來10年醫療補助規模近1兆美元；將補充營養援助計劃(SNAP)符合年齡從54歲調至64歲，預估減少支出2,300億美元

綠色能源改革

取消電動車7,500美元的消費稅減免並於9月30日提前終止，風力與太陽能稅收減免須於2027年以前完工並使用才能取得相關優惠

提高債務上限

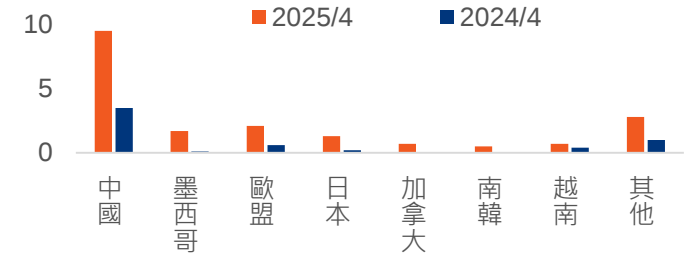
將債務上限提高幅度從先前4兆調升至5兆美元，預估至2034年含利息支出在內債務規模增加3.3兆美元，未來政府債務總規模將突破40兆美元

其他

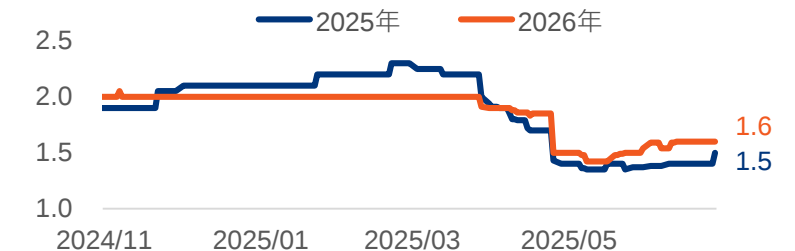
刪除報復性稅收的899條款、非美國公民的境外匯款徵收的匯款稅率從3.5%調降至1%、刪減消費者金融保護局(CFPB)經費、增加美墨邊境建設經費

美國關稅增，貿易不確定性升溫期，美股表現仍穩

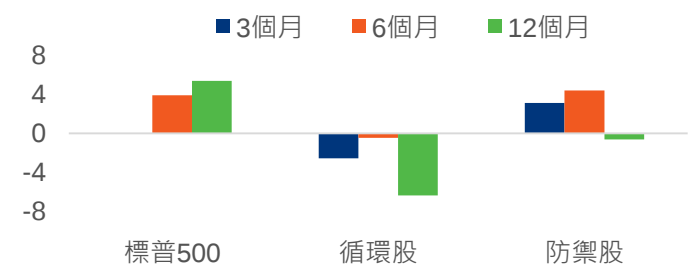
美國海關關稅，10億美元



彭博對美國GDP成長率預估，%



彭博貿易政策不確定性指數Z score大於2後，各時期類股表現，%



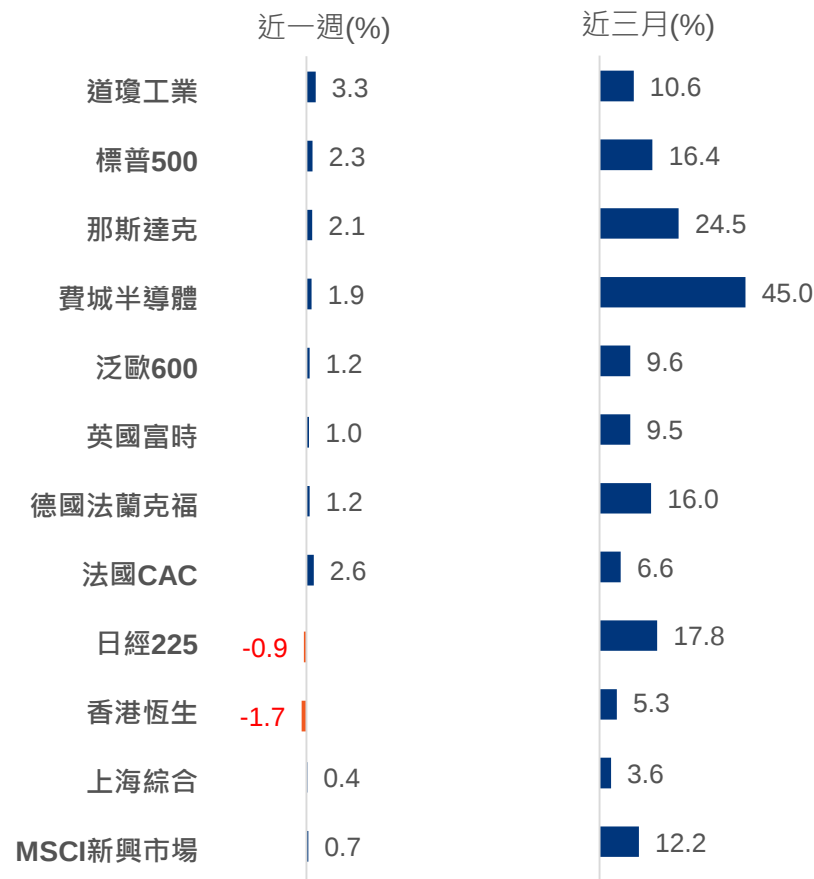
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

市場回顧

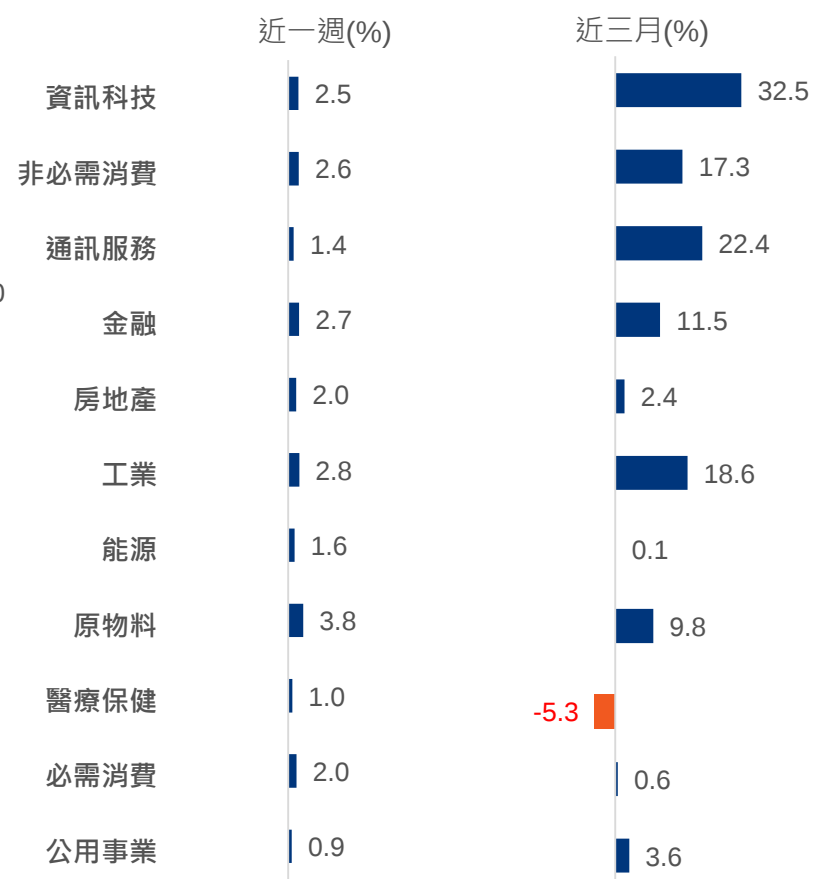
美國減稅法案過關，美股續漲，原物料、工業與金融股相對佳

- ▶ 美國大而美法案過關，疊加ISM製造業PMI優於預期與非農就業新增人數強勁，顯現美國景氣仍具韌性，提振投資人風險情緒轉佳與股市波動下滑，美國主要指數漲勢居前。歐盟官員持續與美方進行貿易談判，市場傳出歐盟願意接受10%的關稅，但爭取汽車、製藥等重點產業減免，提振歐股表現。美日貿易緊張局勢升溫，川普揚言可能對日本在內等多個貿易夥伴恢復甚至加徵報復性高額關稅，導致日股表現相對承壓。
- ▶ 類股部分，美國減稅法案過關及美元走弱，支持原物料、工業與金融等循環類股漲勢，另大而美法案加碼半導體設廠稅負抵免從25%升至35%，有望降低半導體製造商在美建廠成本並推動擴大投資與資本支出預期，另美國商務部解除對中國晶片設計軟體出口限制，支持半導體與科技類股漲勢。展望未來，市場將聚焦7月9日對等關稅暫緩期結束後變化，以及即將到來的企業財報季表現。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)



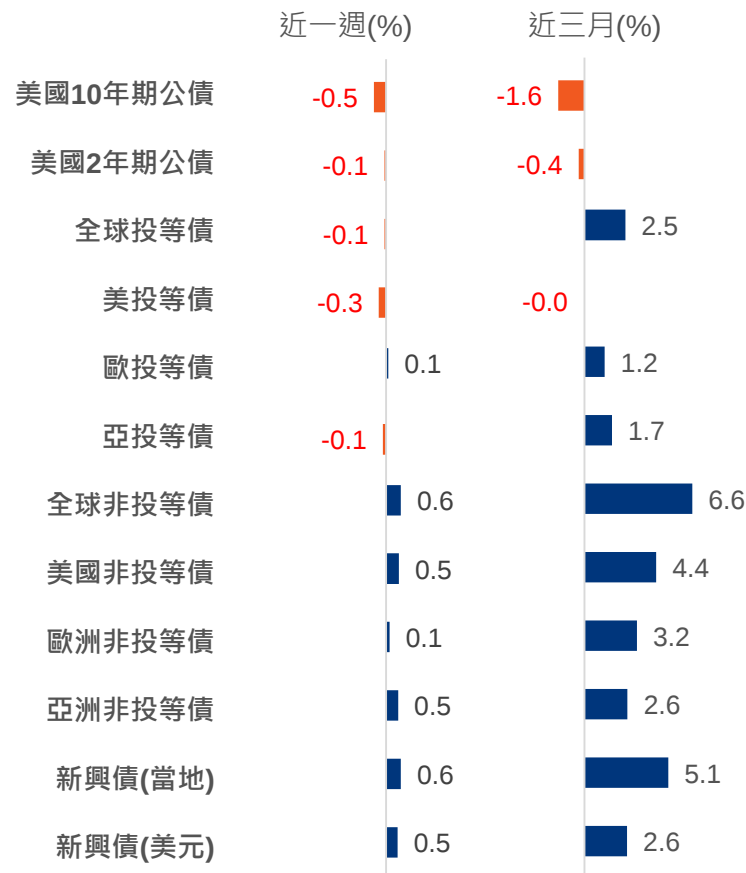
資料來源：Bloomberg，2025年7月4日



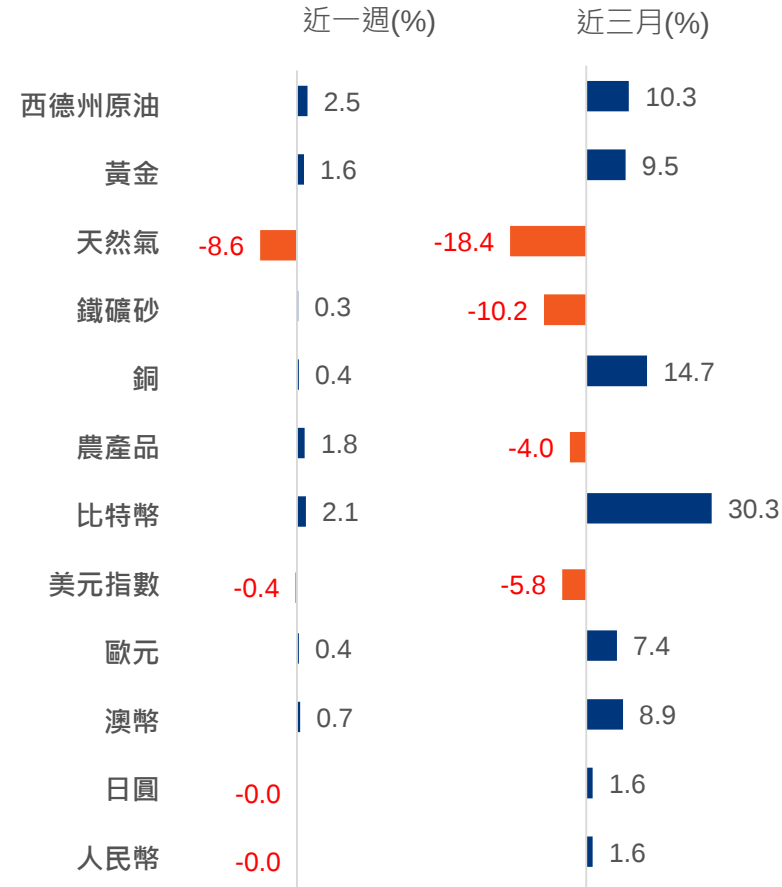
景氣數據佳致降息預期延後，長債承壓，法案過關推動金價與原物料行情

- ▶ 美國聯準會主席鮑威爾於歐洲央行論壇表示，若非川普推動大規模關稅政策，美國今年早就降息，另美國PMI與就業數據優於預期，預估勞動市場以漸進式放緩而非斷崖式急凍，降息預期消退推升美國公債殖利率，近週存續期間較長債種表現落後，非美債券相對穩健。以各項經濟數據研判，預期聯準會政策維持停看聽的政策腳步，除非景氣明顯趨緩，預估聯準會降息時程延至第四季。
- ▶ 大而美法案驚險過關與美元走弱，推動金價與原物料價格走揚，另伊朗中止與聯合國核能監管機構合作，市場擔憂伊朗核武問題再添衝突，油價短線震盪上漲，然美國原油庫存意外增加影響，疊加OPEC+可能宣布再度增產，長線產能過剩議題仍存，施加油價上方壓力。歐元區6月通膨略升至2%，強化市場對歐洲央行暫緩降息預期並支撐歐元表現，後續關注美國消費者預期調查和聯準會會議記錄。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

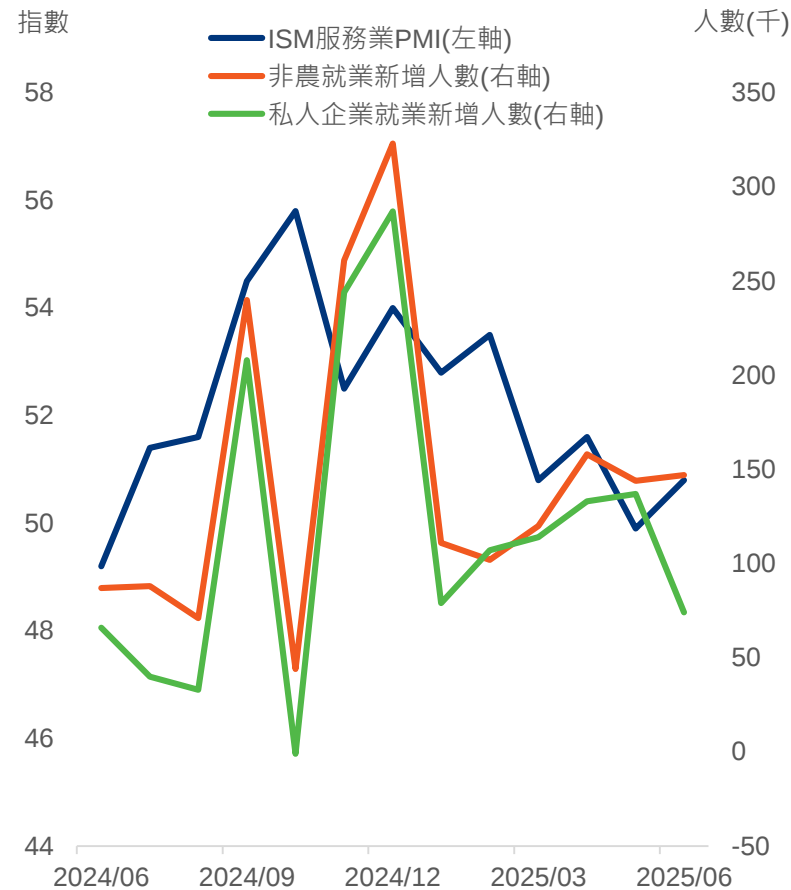


資料來源：Bloomberg，2025年7月4日

PMI及失業率良好，緩降息預期延續，未來聯準會具轉鴿派可能

- ▶ 最新公佈ISM服務業PMI為50.8，略高於市場預期及5月數據50.5，需求、產出或投入端皆回到擴張區。而6月機構調查的新增非農就業數據則大幅高於市場預期，由14.4萬人上升至14.7萬人；不過私人企業雇員數量新增就業人數僅7.4萬人，為2024年10月以來最低增幅，顯示企業雖對裁員及招募活動皆持謹慎態度。市場預估最快降息的時間仍維持在9月，樂觀情緒持續推升美股漲勢，然市場反應似乎忽略即將到期的對等關稅暫緩期，恐為未來一週市場風險再添變數，建議可趁美國大額發債，引發長債利率走升布局債券。
- ▶ 聯準會現任主席鮑威爾與理事庫格勒的任期將於2026年屆滿，為影響市場預期及貨幣政策走向，川普可能透過提前宣布下任主席人選，各界持續關注人事動向。隨理事更換，新任票委可能具轉向偏鴿派的可能，明年在新任主席帶領下，有望延續寬鬆政策，2026年預計降息約2至3碼。

雖PMI及非農就業好轉，企業對裁員及招募仍謹慎



聯準會人事動向提前受到市場關注，成員具轉鴿可能

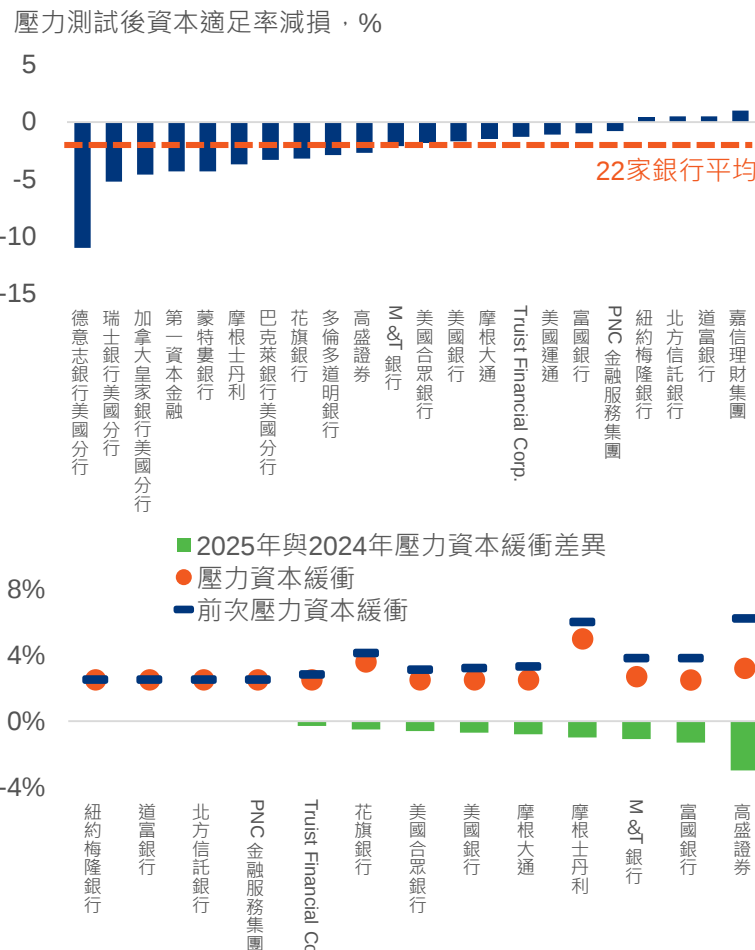
	現任理事	2025票委	2026票委
鴿派	(理事) Waller		
中性偏鴿	(副主席&理事) Jefferson (理事) Cook (主席&理事) Powell 主席任期將至 (監管副主席&理事) Barr (紐約Fed) Williams	(波士頓Fed) Collins	(費城Fed) Paulson
中性			
中性偏鷹	(理事) Kugler 理事任期將至	(芝加哥Fed) Goolsbee (堪薩斯Fed) Schmid (聖路易斯Fed) Musalem	(明尼阿波利斯Fed) Kashikari (克里夫蘭Fed) Hammack
鷹派			(達拉斯Fed) Logan

資料來源：Bloomberg、美國勞工統計局，凱基證券整理

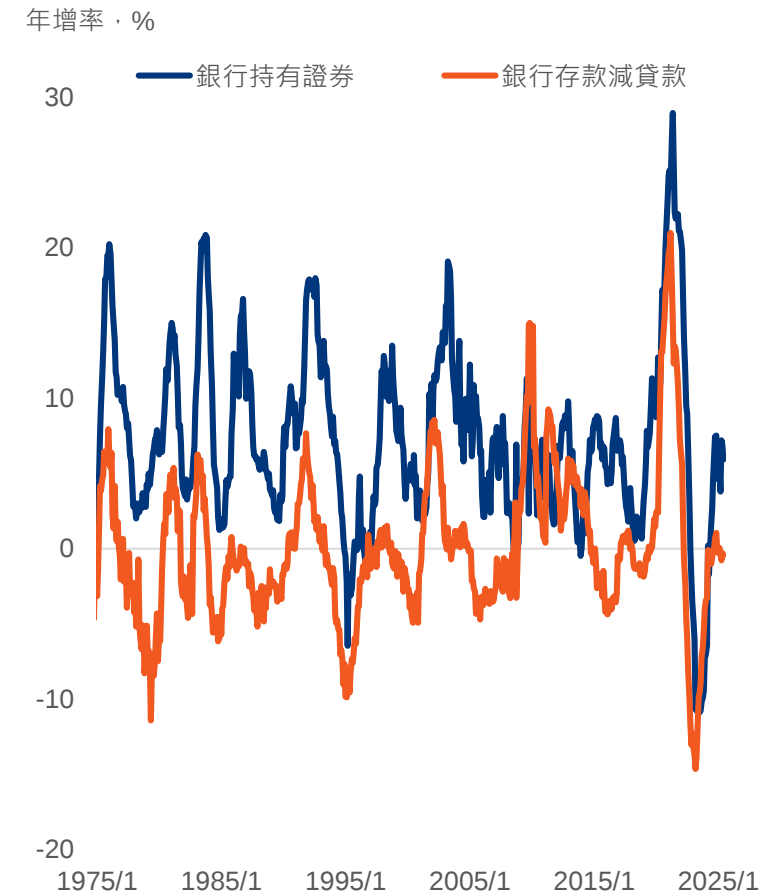
銀行壓力測試淬鍊，轉為債券下方支撐

- ▶ 美國聯準會公布銀行壓力測試結果全數過關，美國22家銀行面對極端情境，其普通股一級資本適足率(CET1)平均仍達11.6%，遠高於4.5%的最低要求門檻，主要反映壓力測試情境不若去年嚴峻、私募股權曝險排除於全球市場衝擊情境外，因此壓力資本緩衝(SCB)以高盛證券、富國銀行與摩根士丹利較去年有較明顯降幅。預期壓力測試過關反映銀行體質仍佳，有助接下來政府鬆綁金融監管進程，並推動銀行放貸與經濟成長。
- ▶ 聯準會公布資本要求修訂計畫，將大幅調降大型銀行的增強型補充槓桿率(eSLR)標準，目的在降低對銀行監管並支持美國公債市場的正常運作，Fed預估將降低全球系統重要性銀行(GSIBs)的一級資本(Tier 1 Capital)整體要求約1.4%等同130億美元，另降低大型銀行旗下存款機構子公司的資本要求減少27%等同2,130億美元，預期有利銀行資產負債表擴張與中短天期美國公債流動性持穩。

美國當地銀行處嚴苛壓力情境，仍抵禦衰退展現韌性



美系銀行資產負債表，有望因鬆綁監管存在擴張機會

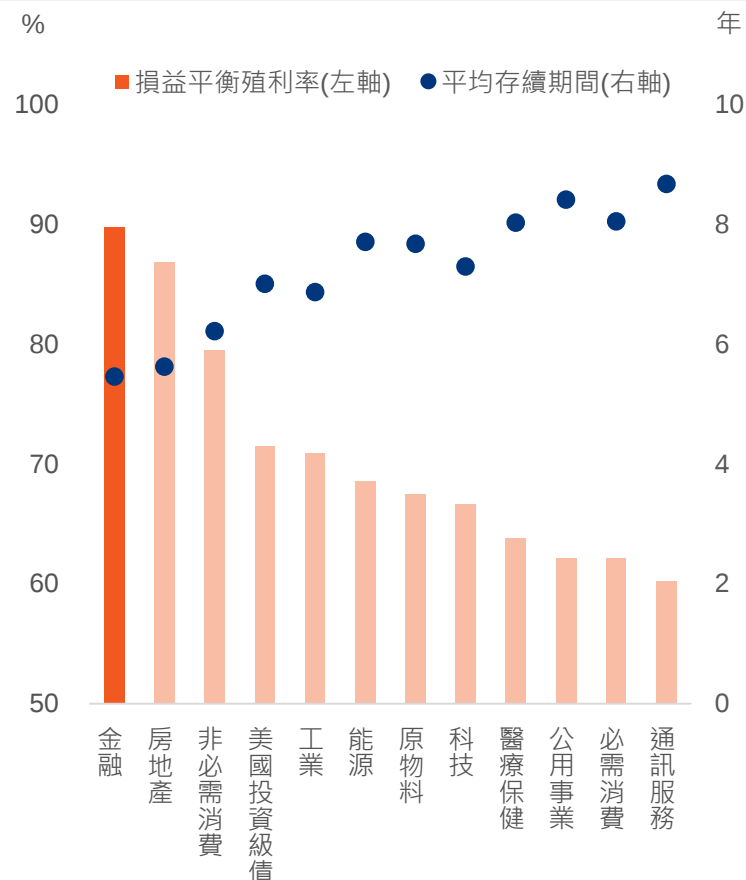


資料來源：Bloomberg、Fed、凱基證券整理，註：壓力測試極端情境指假定經濟嚴重衰退，仍達到最低資本要求的經濟環境，如實質經濟成長率從峰值至低谷下滑7.8%，辦公室空置率大幅增加，商業不動產價格降30%，房價下跌33%及美國失業率上升5.9%至10%，股票重挫50%等假設情境。壓力資本緩衝(Stress Capital Buffer, SCB)為各家銀行表現將決定要預留多少資本，應付經濟低潮時的可能損失。

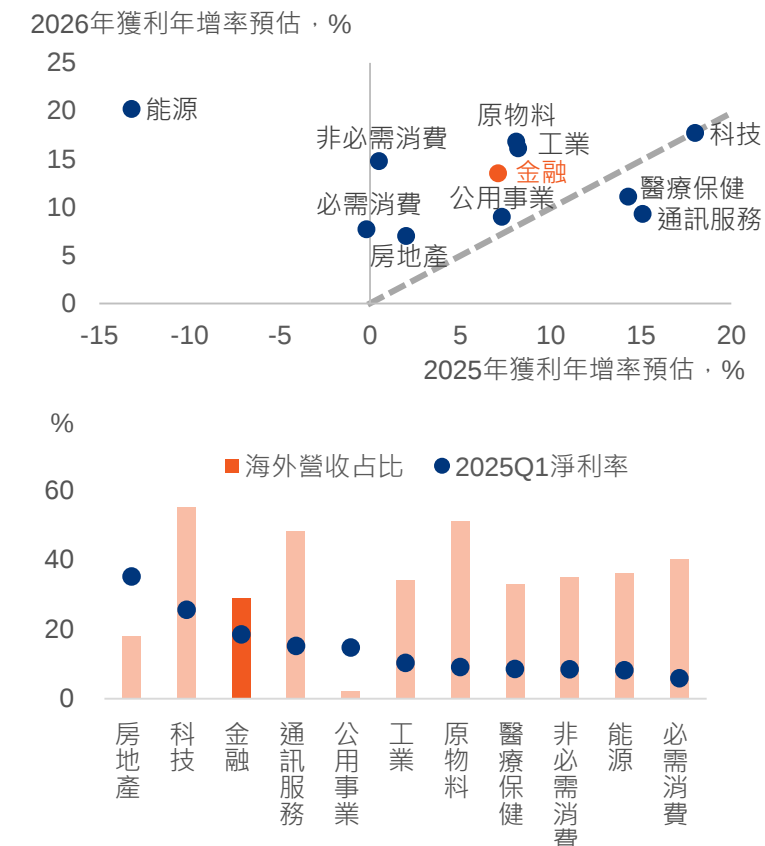
債市三煞齊來襲，金融債穩渡難關

- ▶ 美國國會順利調升債務上限，降低投資人擔憂，然沉重利率支出與大額發債供給，長端公債殖利率仍存在居高不下風險，聯準會接下來有望重啟降息，殖利率曲線維持陡峭化，成為銀行淨利息收入的下方支撐，此外，金融債存續期間相對低於其他產業平均，其損益平衡殖利率亦相對具吸引力，金融債有望成為利率擾動下的避風港。
- ▶ 下半年美國金融業有望迎來降息、監管鬆綁與潛在企業投資與併購活動回升等機會，考量(1)銀行監管鬆綁將推動資產負債表，(2)美國大而美減稅法案過關，企業加速折舊抵稅有望帶動投資與併購活動，同時形塑銀行投資銀行業務與放貸量成長動能。今年債市投資人面對利率、信用與匯率風險齊發，在金融環境與政策支持下，FactSet預估明年美國金融業獲利仍持續成長，該產業毛利率相對優於其他產業與營收多來自於美國境內，有望減緩潛在通膨風險與匯率擾動因素。

金融債存續期間相對短，存在相對吸引力



金融業海外營收占比低，獲利相對不受匯率波動影響



資料來源：Bloomberg，FactSet，凱基證券整理，註：損益平衡率為平均殖利率除以平均存續期間，即利率上升X個基本點，債券殖利率進入損益兩平狀態

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 美國大而美法案過關及中東地緣擾動稍緩，有利投資氣氛，然而對等關稅期限即將到來，貿易不確定性續存，配置主軸為防禦股與品質股，保持投資彈性以因應市場快速變化；長線投資人則可留意AI題材，科技股中相對看好軟體股與資安股，可逢回分批布建。 ◆ 美英達成貿易協議，英股具備相對優勢，歐元區貨幣政策寬鬆與德國希望以財政擴張刺激經濟，歐股中長期可採逢回分批方式，分散布局。日本經濟持續改善，內需股中的銀行股可逢低承接。	策略風格：以優質大型股為主，配置防禦股與品質股，中長期投資可布局AI長線題材，如軟體股、資安股 區域：歐洲股票、英國股票、日本內需與銀行股
債市	◆ 美國國會順利調升債務上限，債券市場波動稍降，美國公債殖利率下行，其中，中短天期債券殖利率仍具吸引力，可逢美國公債殖利率上彈階段鎖利。投資級債以信評A級以上龍頭企業較佳，風險調整後利差較高的產業包括金融、工業、能源、公用事業、通訊等。 ◆ 考量美元存在續貶可能性，非美主要國家貨幣存升值空間，可增加非美債券分散風險，如歐元、新加坡幣計價的非美投資級債，降低美元曝險。	期間：中短天期優質企業債鎖利 種類：投資級債以大型企業為首選，產業聚焦金融、工業、能源、公用事業和通訊
匯市	◆ 川普政府主張美元有序回歸，市場擔憂川普大而美減稅法案造成美國財政赤字大幅攀升，且政策反覆恐讓市場對美國經濟前景及美元資產的信心動搖，預期美元指數中長期偏弱。 ◆ 非美貨幣如歐元、日圓高檔震盪，中長線有表現機會。	美元偏弱整理 歐元、日圓高檔震盪
商品	◆ 川普關稅政策反覆，下半年景氣存在放緩可能性、通膨隱憂、財政赤字壓力等情境，加上央行與市場資金持續購金，黃金仍有上漲空間，可逢回漸布。	黃金偏多

JULY 2025

30

Monday

- 日本5月工業生產月增率初值
(實際:0.5% 預估:3.5% 前值:-1.1%)
- 中國6月製造業PMI
(實際:49.7 預估:49.6 前值:49.5)
- 中國6月服務業PMI
(實際:50.5 預估:50.3 前值:50.3)

1

Tuesday

- 美國6月標普全球製造業PMI終值
(實際:52.9 預估:52.0 前值:52.0)
- 美國6月ISM製造業PMI
(實際:49.0 預估:48.8 前值:48.5)
- 美國5月JOLTS職缺
(實際:7,769k 預估:7,300k 前值:7,395k)
- 日本6月自分行製造業PMI終值
(實際:50.1 前值:49.4)
- 歐元區6月CPI年增率初值
(實際:2.0% 預估:2.0% 前值:1.9%)

2

Wednesday

- 美國6月ADP就業變動
(實際:-33k 預估:98k 前值:29k)
- 歐元區5月失業率
(實際:6.3% 預估:6.2% 前值:6.2%)

3

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:233k 預估:241k 前值:237k)
- 美國6月非農業就業人口變動
(實際:147k 預估:106k 前值:144k)
- 美國6月失業率
(實際:4.1% 預估:4.3% 前值:4.2%)
- 美國6月ISM服務業PMI
(實際:50.8 預估:50.5 前值:49.9)
- 美國5月耐久財訂單月增率終值
(實際:16.4% 預估:16.4% 前值:-6.6%)

4

Friday

- 歐元區5月PPI年增率
(預估:0.3% 前值:0.7%)

7

Monday

- 歐元區5月零售銷售月增率
(預估:-0.8% 前值:0.1%)

8

Tuesday

- 臺灣6月核心CPI年增率
(前值:1.61%)
- 臺灣6月CPI年增率
(預估:1.50% 前值:1.55%)
- 臺灣6月PPI年增率
(前值:-4.30%)
- 臺灣6月出口年增率
(預估:23.0% 前值:38.6%)

9

Wednesday

- 日本6月工具機訂單年增率初值
(前值:3.4%)
- 中國6月CPI年增率
(預估:0.0% 前值:-0.1%)

10

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:233k)
- 日本6月PPI年增率
(預估:2.8% 前值:3.2%)

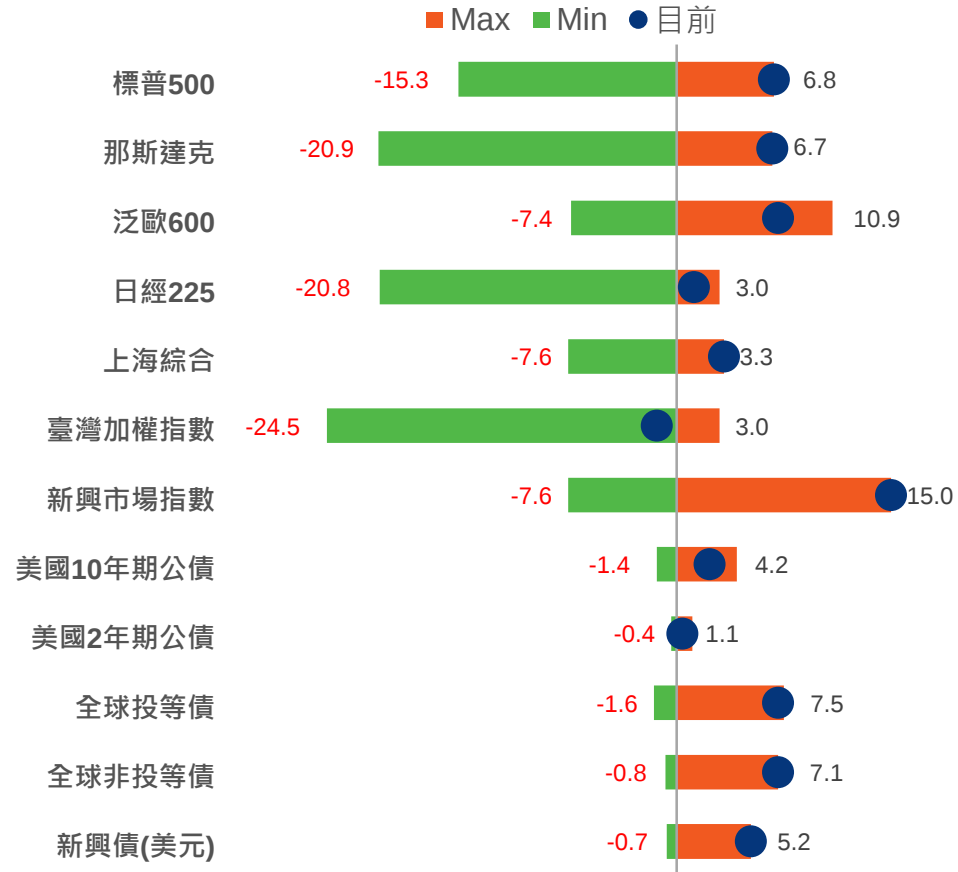
11

Friday

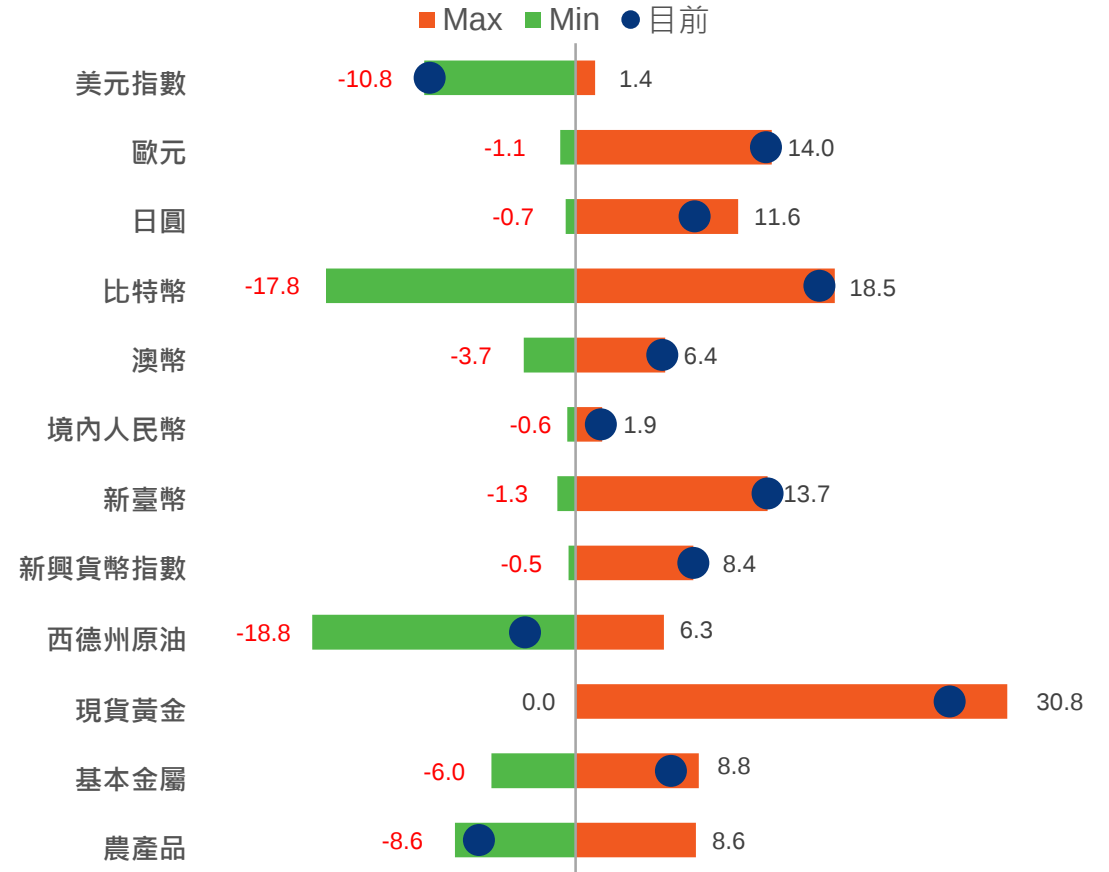
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)

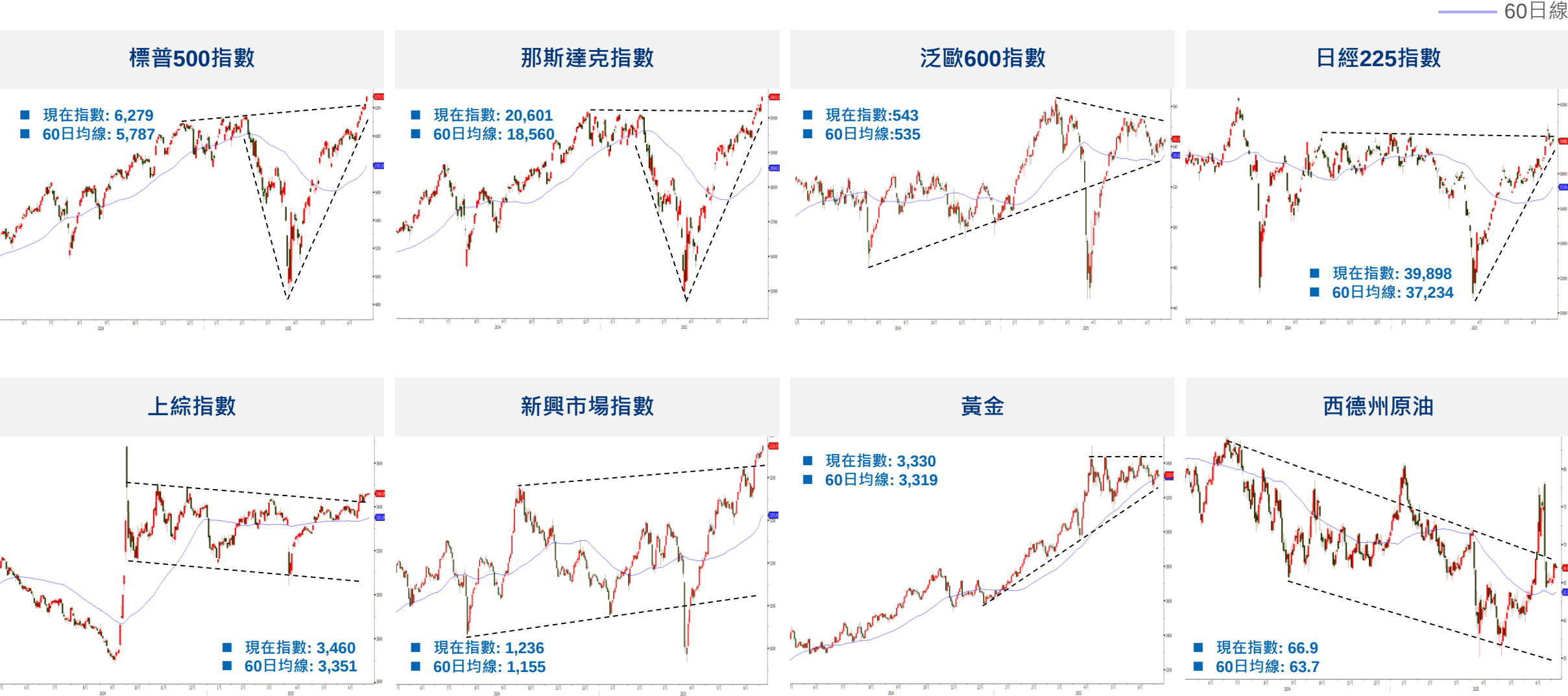


貨幣、原物料市場YTD表現(%)



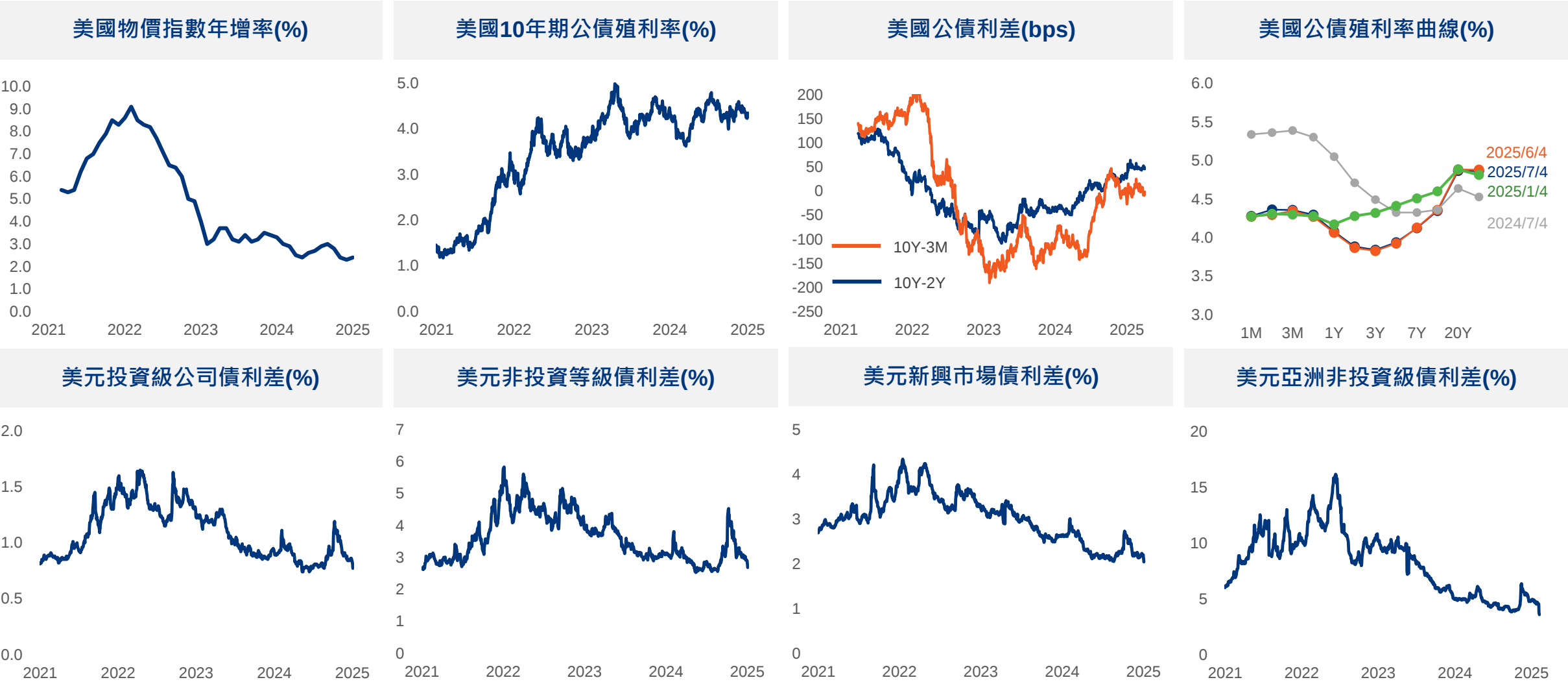
資料來源：Bloomberg · 2025年7月4日

技術分析



資料來源：Bloomberg · 2025年7月4日

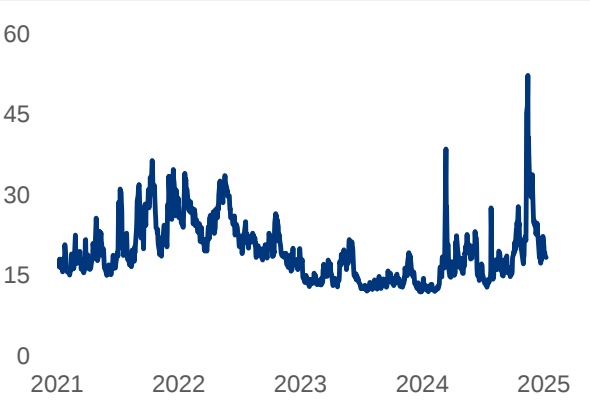
市場觀測



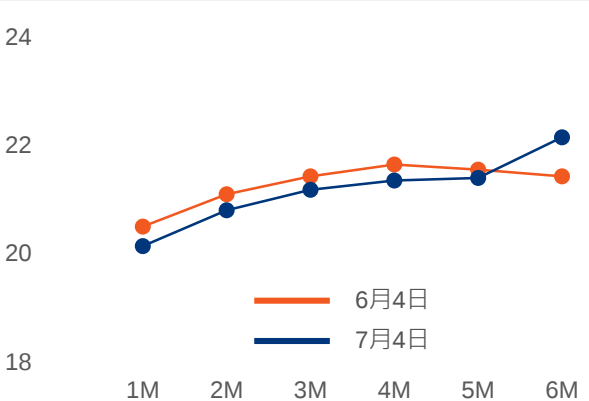
資料來源：Bloomberg · 2025年7月4日

市場觀測

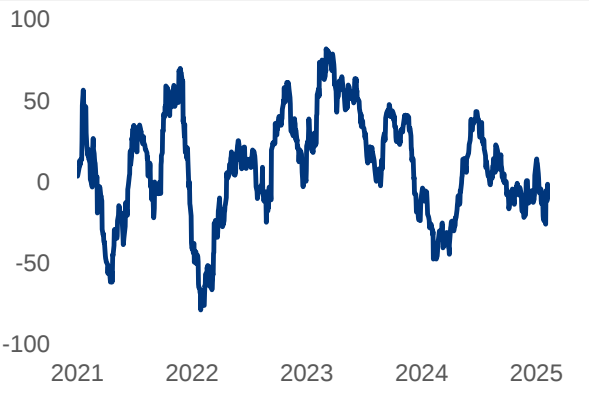
VIX指數



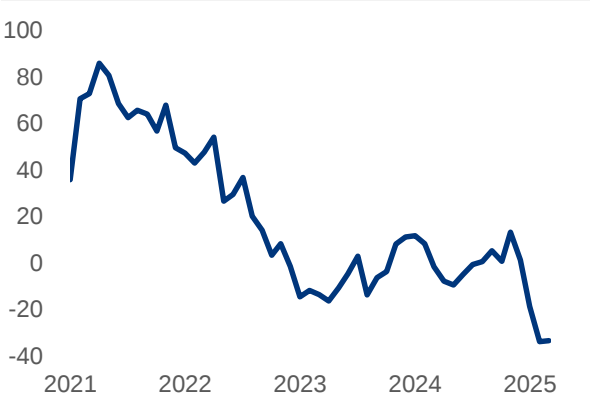
VIX期間結構



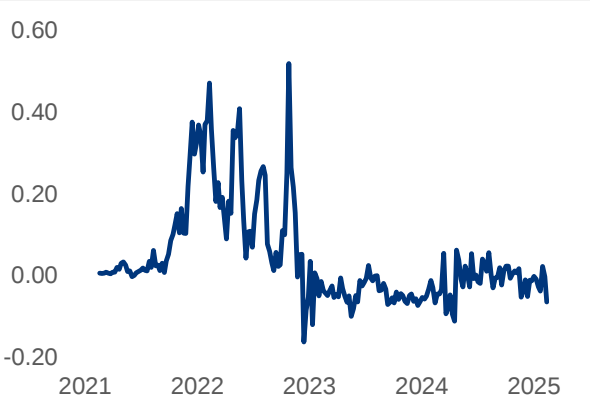
美國花旗經濟驚奇指數*



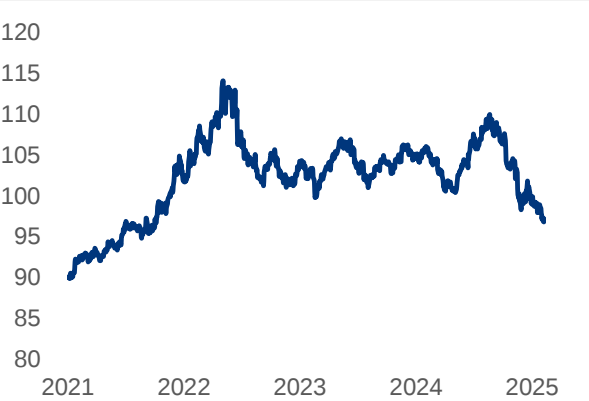
美國花旗通膨驚奇指數*



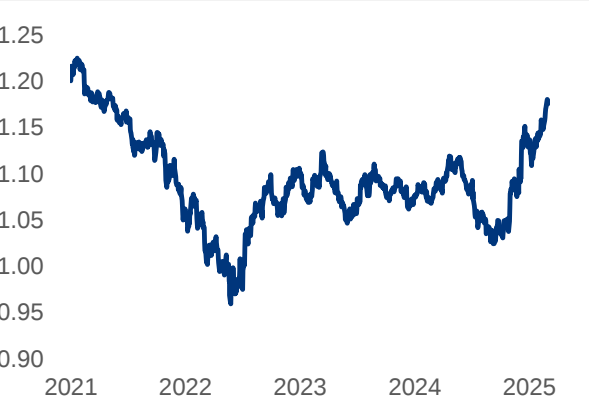
TED利差(bps)



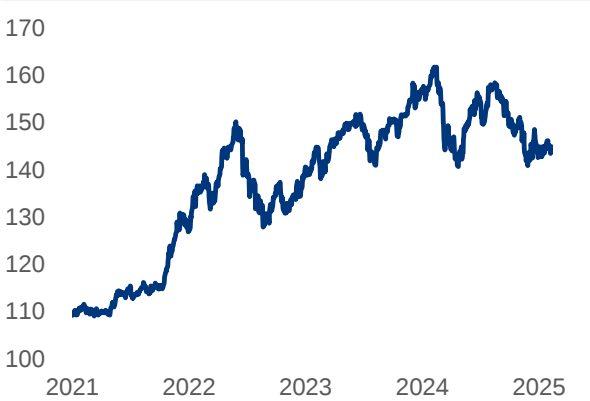
美元指數



歐元兌美元



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年7月4日；*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通膨向上幅度超過市場預期

美元兌新臺幣歷史走勢圖(日資料)



資料來源：Bloomberg · 2025年7月4日

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。