



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

抗美債務危機首選黃金

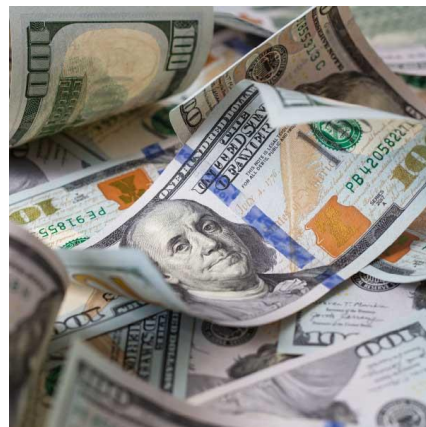
Seeking the Golden Parachute

2025年5月23日



01 本週焦點圖表

美國降評債券需求降



02 市場回顧

美赤字壓抑股債，比特幣創高



03 熱門議題

Computex凸顯臺灣AI供應鏈要角



04 投資焦點

赤字擔憂升，黃金價值再現



本週焦點圖表

美國被降評級，公債拍賣疲軟，市場憂慮美國公債需求下跌

- ▶ 2025年5月17日穆迪將美國信用評級從最高的Aaa下調至Aa1，同時將展望從負面調整為穩定。此前，穆迪是主要評級機構中，最後一家將美國列為最高評級的。目前三大信評機構對美國評級相同而且展望穩定。
- ▶ 由於穆迪是最後一家將美國降級的機構，降級前的展望為負面，因此降級並不完全出乎意料，股市及債市的即時反應也平淡。
- ▶ 然而20年期美國公債得標利率較預期高1.2個基點，且競標倍數(Bid-to-Cover)低於平均，顯示公債需求疲軟，導致市場反應赤字擔憂，拍賣後殖利率曲線斜率擴大(Bear Steepening)，30年期殖利率升破5%，而10年期約4.6%，低於年初4.8%。
- ▶ 殖利率曲線陡峭反映目前市場對美國長期財政的擔憂，但目前仍遠未需要擔心違約。考慮到經濟規模，美元作為儲備貨幣的地位或難被完全取代，若經濟轉差，美債相對仍有其吸引力。

美國失去最後一個最高信用評級，財政問題是主因

日期	機構	評級變化	背景
2011年8月5日	標普	AAA→AA+	- 提高債務上限(8月2日總統簽署) - 歐債風暴
2023年8月1日	惠譽	AAA→AA+	- 暫緩債務上限(6月3日總統簽署) 7月27日升息25基點
2025年5月17日	穆迪	Aaa→Aa1	- 預計8月觸及債務上限 - 通脹預期升溫

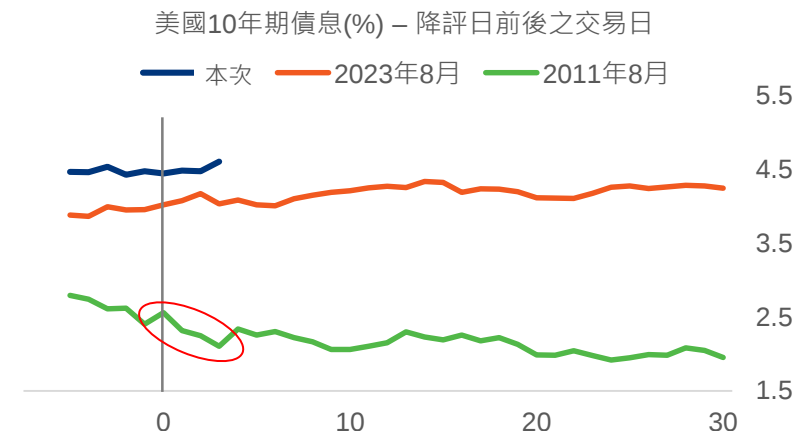
美國作為「儲備」的地位或難被取代

地區及評級^	在外流通公債(美元, 兆)	每日交易量(美元, 十億)	短率(%)	10年期利率(%)
美國 (AA+)	36.2	910	4.5	4.6
歐元區	13.7	130	2.4	德國: 2.6 法國: 3.3 意大利: 3.6
中國 (A+)	11.4	4	3.0	1.7
日本 (A+)	8.8	15	0.5	1.6
英國 (AA)	3.6	50	4.25	4.8
AAA*	6.7	/	/	/

20年期公債得標利率較預期高1.2基點，為今年最高



第1次降評後資金流入債市，和目前情況相反



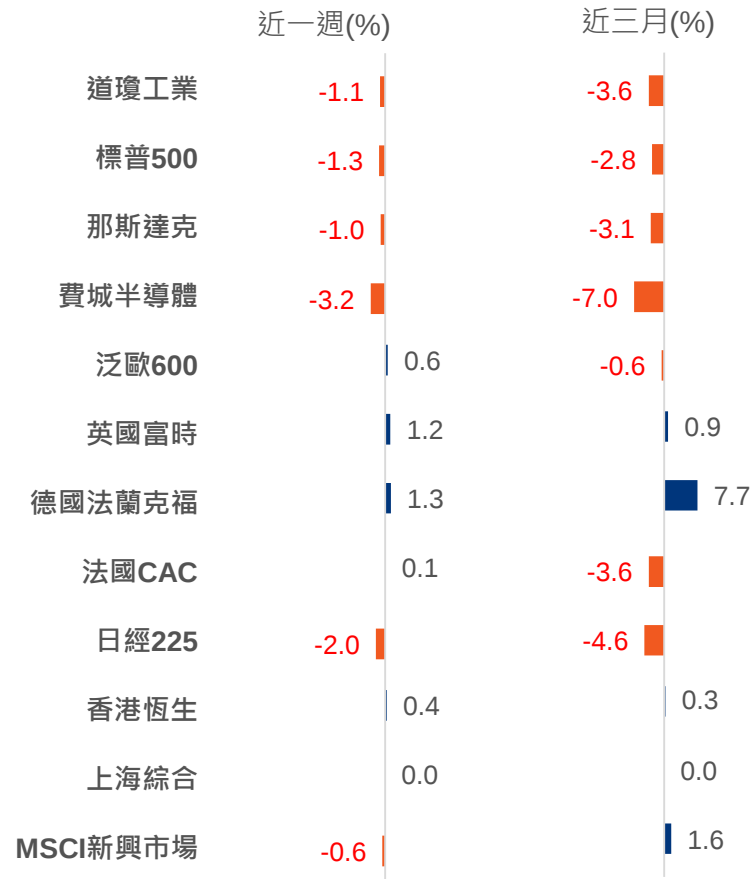
資料來源：彭博、BIS、UBS、Trading Economics、凱基證券整理，2025年5月22日；*AAA評級國包括：澳洲、加拿大、丹麥、德國、盧森堡、荷蘭、挪威、新加坡、瑞典、瑞士；^評級為S&P

市場回顧

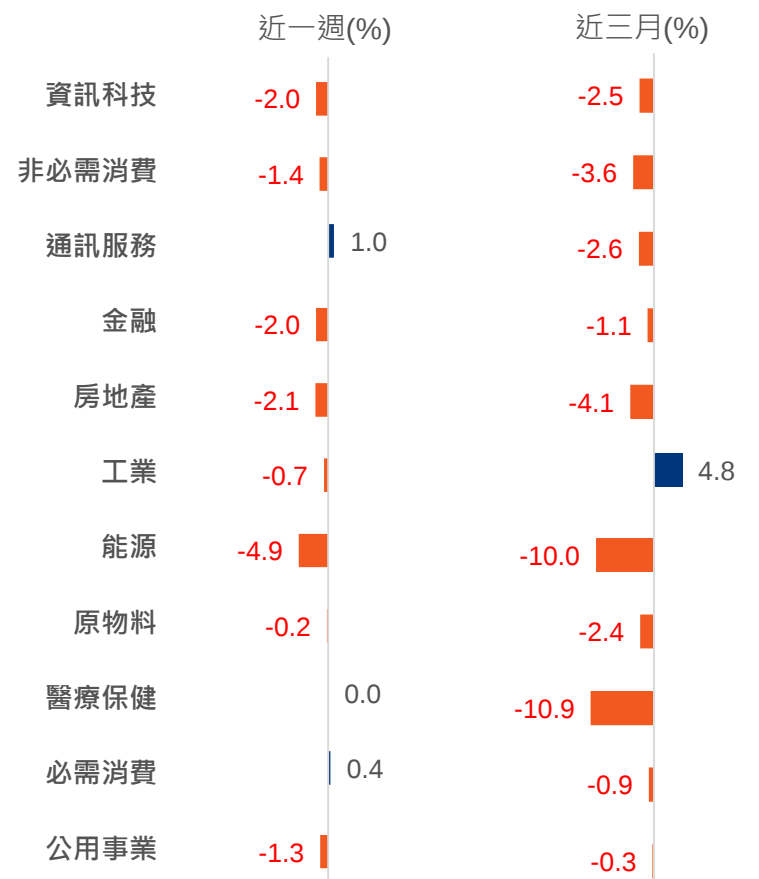
美稅改法案眾議院驚險過關，市場擔憂債務風險壓抑美股評價

- ▶ 自美國遭到降評，週間美國20年期國債標售不如預期，到週四川普推動的大美麗減稅法案(The one big beautiful bill)於眾議院215票同意、214票反對驚險過關，使市場對美國債信風險感到擔憂，長天期美債殖利率飆升，壓抑美股四大指數表現，其中費城半導體跌幅最大，公債殖利率上升帶動無風險利率使得相對較高估值的費半下修明顯，壓抑月初科技股樂觀氣氛。產業部分，美股除通訊服務、必需消費外全數走跌，受到OPEC+討論連續三個月增產計畫影響，能源股跌幅最重。
- ▶ 歐洲三大指數持續上漲，德國法蘭克福指數近三個月漲幅7.7%最強，歐洲(含英國)受惠於美國近期關稅、債務等不確定性，市場資金重分配，且在英國達成與美國關稅談判後，市場預期歐盟等國會陸續達成，且德國財政刺激政策也將推動歐洲經濟谷底翻昂，歐洲區投資氣氛相對樂觀。

各地區指數表現(%)



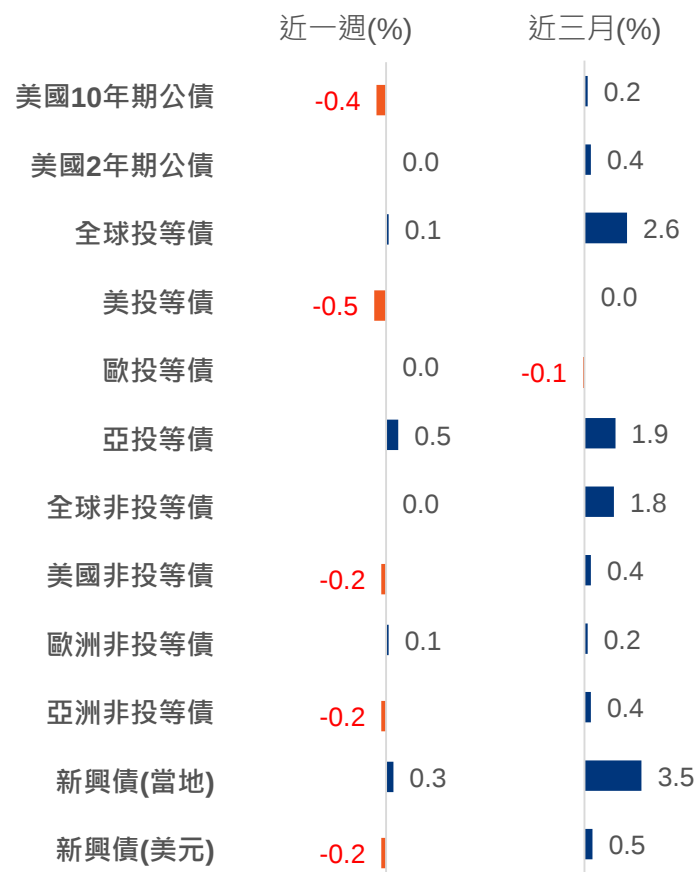
美股各產業指數表現(%)



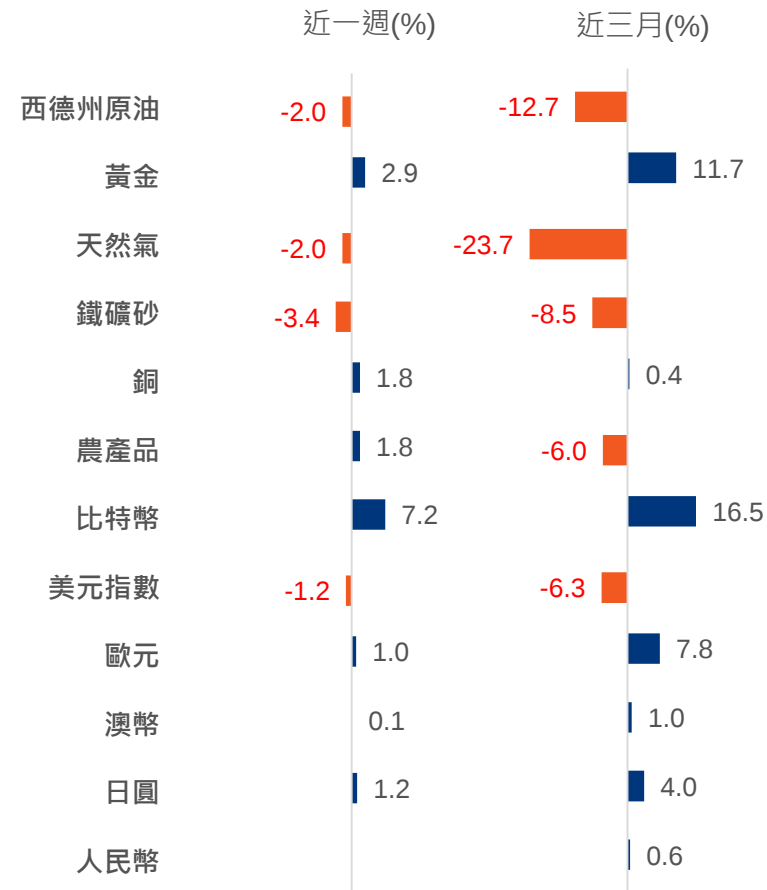
長天期美債殖利率飆升，美債信用風險使黃金與比特幣價值儲藏功能受追捧

- ▶ 美國20年期公債競拍狀況低於預期，長天期殖利率飆升，殖利率曲線變陡，美國10年期公債與投等債表現較差，然而，因聯準會降息軌跡不變，美國短天期公債變動幅度不大。美國拍賣市場低迷的狀況顯示，市場擔憂美國債信問題，資金流出美元資產市場，美元指數偏弱，新興市場當地貨幣債券相對受惠於匯率影響。
- ▶ 美債信用風險擴散，市場降低持有美元資產信心，黃金經過5月初盤整後再度向上。另外，比特幣在月初受惠於風險情緒轉佳走升，近期再度與黃金一同受惠其價值儲藏功能，比特幣於主要資產中漲幅7.2%最強，價格突破11萬美元創歷史新高。
- ▶ 由於OPEC+成員國在會議上傳出在7月繼續增產，由於5、6月兩個月已預計多增產41.1萬桶/天(相當於OPEC+總產量1%)，7月再增產同樣幅度將使近期總增產量達到123.3萬桶/天，油氣價格持續疲軟。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

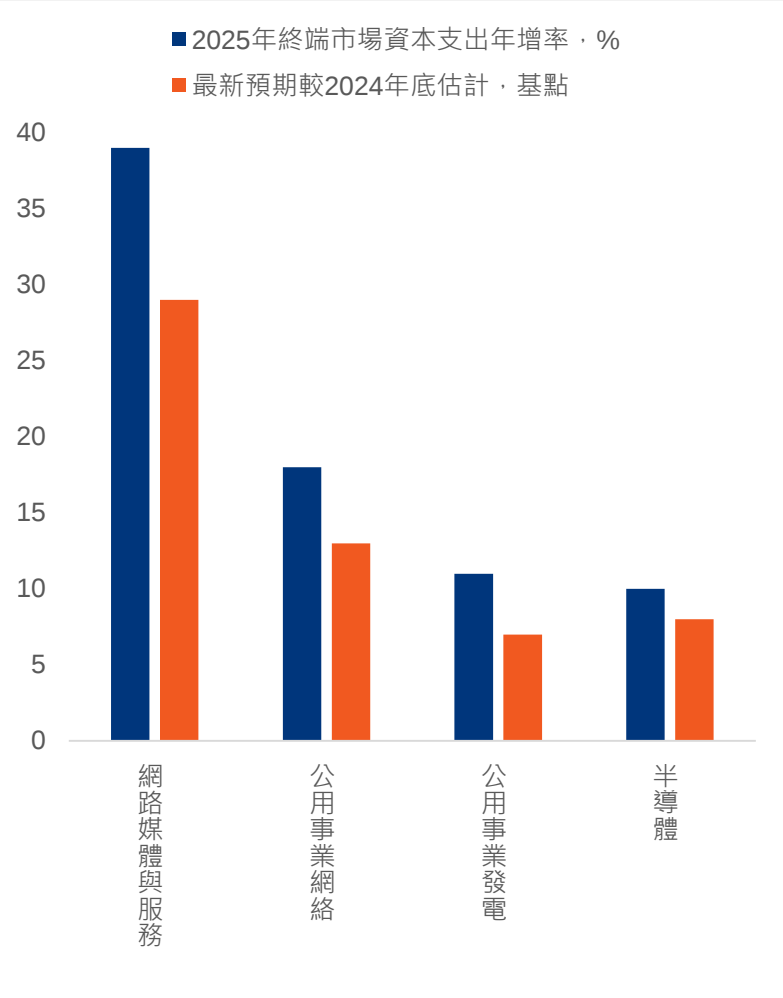


熱門議題

Computex以AI NEXT為主題，點名臺灣供應鏈角色關鍵

- ▶ 市場預期AI需求仍持續強勁，摩根大通發布全球資本支出調查報告發現，與AI相關的產業資本支出強勁，網路媒體與服務商預期2025年資本支出成長39%，相較去年調查時再度上調0.29%，其他包括AI相關的公用事業基礎建設和半導體，資本支出年增率皆超過10%，大於全體產業平均的8%。
- ▶ 黃仁勳於Computex演講中提到，GB300下半年(預計第三季)將進入量產，下一代GPU架構Rubin將於2026年推出，將進一步提升先進半導體與封裝等需求。GB300量產下，臺灣伺服器相關供應鏈廠商營收值得期待。另外，輝達推出NVLink Fusion平台，允許輝達GPU可以整合其他品牌的ASIC晶片，打造開放式AI平台，有利合作夥伴客製化AI系統。同時，黃仁勳宣布與臺灣政府、台積電、鴻海等企業合作要在臺灣建設AI超級電腦，並在北市科建輝達新總部，足見臺灣AI供應鏈在全球舉足輕重地位。

與AI相關資本支出持續上修預期，支持產業鏈需求



Computex三大主題，臺灣供應鏈不缺席

主題	內容分類	海外參展公司	臺灣參展公司
智慧運算與機器人	AI硬體	Nvidia、AMD、Supermicro	鴻海、廣達、緯創、緯穎、英業達、華碩、技嘉、微星
	AI應用	Nvidia、AMD、AWS	-
	機器人	-	研華、所羅門、研揚、宸曜、系統電
次世代科技	量子計算	Quantum Brilliance	台灣先進量子科技
	先進半導體與先進封裝	Nvidia、AMD、ARM	瑞昱、聯發科、敦泰、信驊
	邊緣運算、雲服務、嵌入式系統	SK Hynix、KIOXIA	研華、研揚、廣運、廣積、威剛、群聯
	HPC與資料中心解決方案	Schneider、TI、Vertiv	台達電、光寶科、貿聯
未來移動性	智慧汽車與自駕系統	NXP	鴻海、和碩
	無人機	-	亞奇雷、華晶科、研揚
	汽車電子與通訊	Amphenol	義隆電子、健和興、佳必琪
	智慧城市&交通	1NCE、Softbank	飛捷

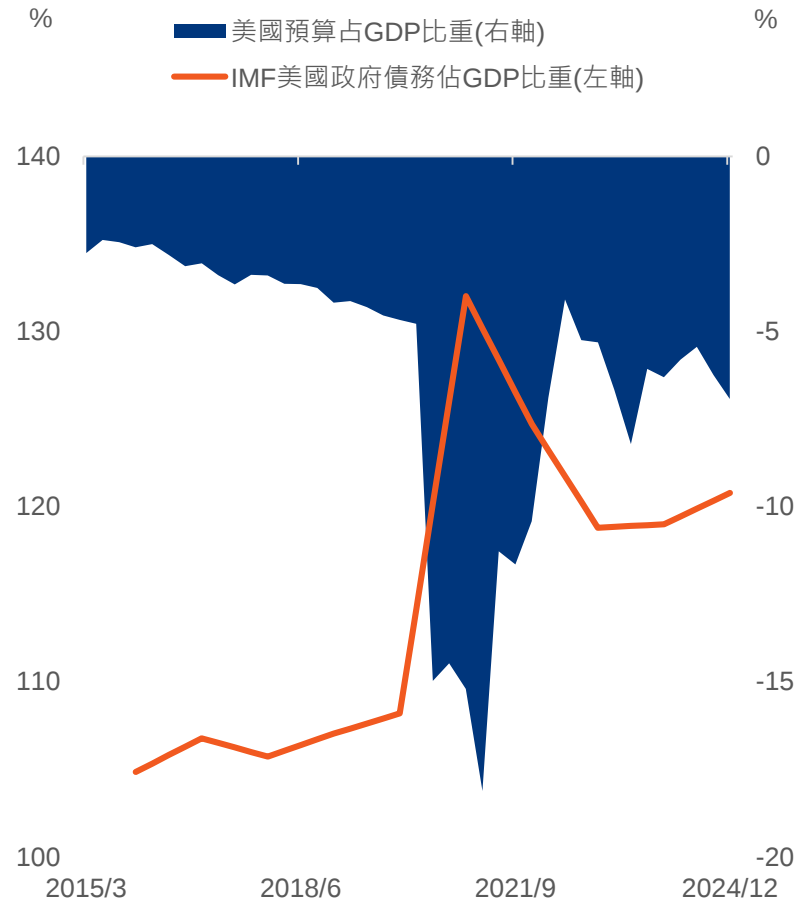
資料來源：J.P.Morgan(左圖)，資料截至2025年5月21日，凱基投顧(右圖)，凱基證券整理

投資焦點

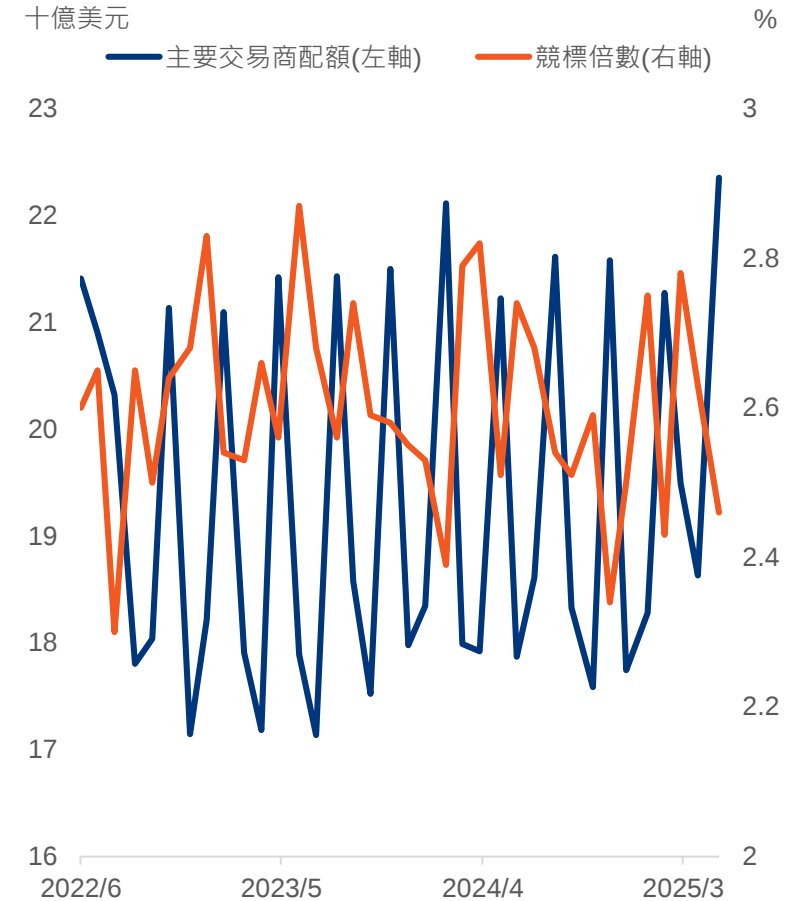
美公債標售狀況低迷，反映美國赤字擔憂，美債不再是避險首選

- ▶ 穆迪下調美國債信評級後的首度公債市場拍賣狀況慘淡，因市場國內外投資人(Direct/Indirect Bidder)出價不積極，使得主要交易商(Primary Dealer) 標售配額為過去3年間最高，而在競標倍數僅2.46倍，相較於過去三年平均低，顯示市場需求相當疲軟，也導致20年期美國公債標售得標利率達到5.05%，高於過去6次拍賣的平均值4.61%。
- ▶ 公債標售低迷也反映出市場開始擔憂美國的債信問題，從美國預算占GDP比重可以發現，預算赤字問題於2024年漸惡化，而在經濟成長逐漸放緩的情況下，美國政府債務壓力在上升，IMF美國政府債務佔GDP比重，在疫情後再度上升至120%。財政困境推高市場對美國風險溢酬與長期債券殖利率，也使得美債做為避風港的屬性削弱，股債同跌的狀況將使市場波動發生時，投資人轉往其他另類資產如黃金、比特幣等商品來規避美元資產下檔風險。

美國預算赤字惡化，總債務佔GDP比重續增成為風險



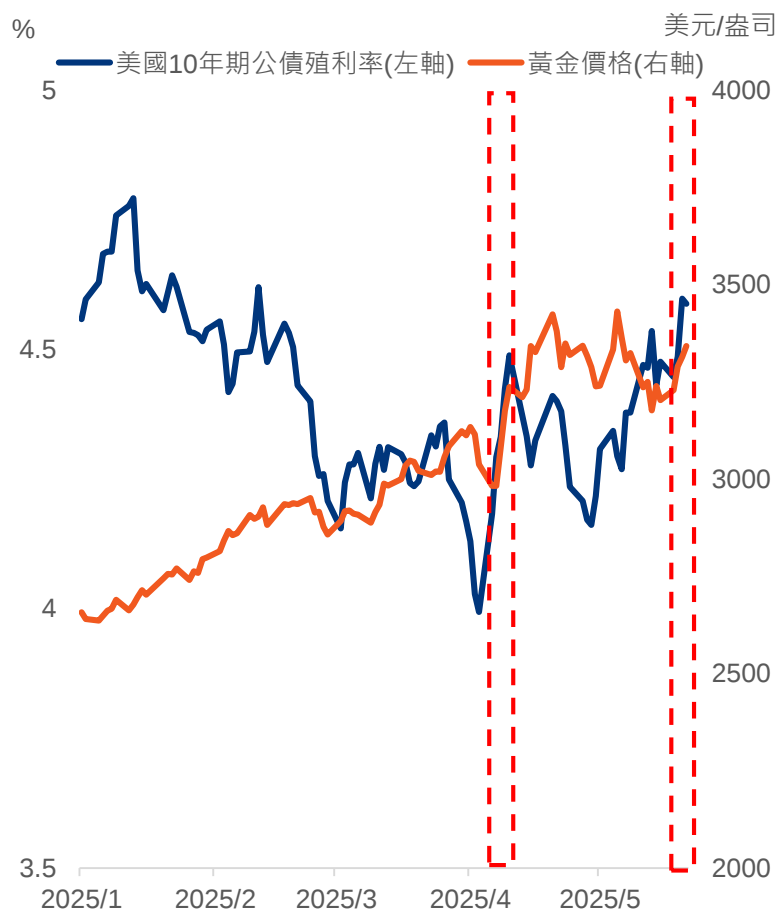
主要交易商配額拉升與競標倍數低於平均顯示需求軟



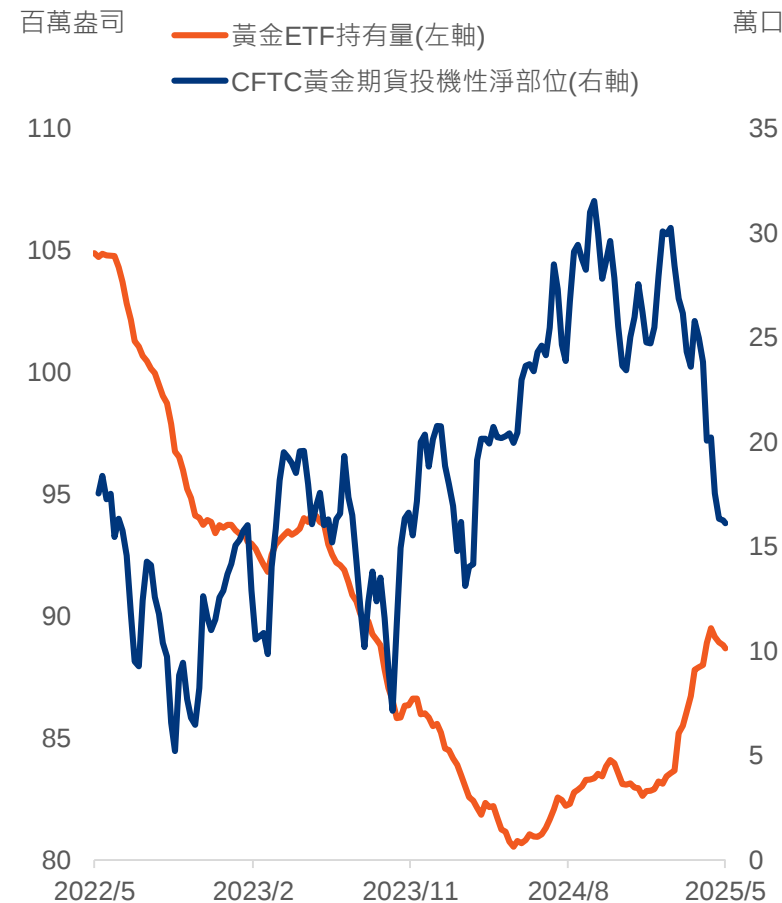
美國公債信用遭受考驗，現貨黃金持有的避險需求使金價長期走多

- ▶ 過去美國公債具有避險特性，在風險事件發生時，美公債殖利率下行，黃金價格反向上漲，但情況在今年發生兩次逆轉，四月初川普對等關稅後，傳聞中國拋售美債；本週美債拍賣需求低迷，引發市場再次對美國債信的不信任，股債匯同時大跌，具有價值儲藏功能的黃金成為市場首選。
- ▶ 今年以來，因為金價創高突破，市場投機性部位持續獲利了結，已來到過去平均水準，進一步賣壓已緩解；黃金ETF持有量今年呈現攀升趨勢，在市場開始擔憂美國債信的情況下，現貨持有量有機會繼續上升。長期而言，在各國央行買盤持續進駐、亞洲市場對黃金投資的偏好、與美國債信風險持續，美元反映關稅不確定與景氣放緩而偏弱，凱基投顧對黃金長多看好維持不變。

今年兩次美債信任危機，皆使黃金作為避險工具大漲



金價高檔使淨多單持續平倉，但現貨黃金持有量續增



市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 川普關稅進入談判期，美國景氣與企業獲利存在下修空間，保守看待美股表現，惟因美中互降關稅後，緩解全球經濟衰退疑慮，投資人可以防禦型為主，如必需性消費、公用事業、電信行業等，以維持投資組合抗震力，搭配受關稅影響較小的軟體股作為長期配置。相對避免非必需性消費、工業產業，因其淨利率不高，對關稅造成的成本上升抵禦偏弱。 ◆ 美英達成貿易協議之英股，具備相對優勢，歐元區貨幣寬鬆與德國財政擴張利多，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，銀行股及內需股可逢低承接。	策略風格：偏好大型股，防禦股，如公用、電信、必需消費，中長期投資可布局AI長線題材與受到關稅影響較小的軟體股 區域：歐洲股票、英國股票、日本內需與銀行股
債市	◆ 美國長天期公債標售狀況不佳，但中短天期債券殖利率仍具吸引力，逢美國公債殖利率上彈階段可鎖利。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，過往美元偏貶有利信用債利差存收斂機會，可增加或轉向歐元、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，產業聚焦具金融、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，但市場擔憂川普大美麗減稅法案造成美國財政赤字續升，且美國政策反覆，市場對美國經濟前景、美元資產信心動搖，中長期美元指數預期偏弱。 ◆ 短期非美貨幣如歐元、日圓強升後，漲勢暫歇。	美元偏弱整理 歐元、日圓高檔震盪
商品	◆ 川普關稅政策反覆，增加避險情緒，經濟放緩、通膨隱憂，財政赤字壓力，加上央行與市場資金持續購金，黃金仍有上漲空間，逢回漸布。	黃金偏多



► MAY 2025

19

Monday

- 歐元區4月CPI年增率終值
(實際:2.2% 預估:2.2% 前值:2.2%)
- 中國4月零售銷售年增率
(實際:5.1% 預估:5.8% 前值:5.9%)
- 中國4月工業生產年增率
(實際:6.1% 預估:5.7% 前值:7.7%)

20

Tuesday

- 歐元區5月消費者信心指數初值
(實際:-15.2 預估:-16.0 前值:-16.6)
- 臺灣4月外銷訂單年增率
(實際:19.8% 預估:9.5% 前值:12.5%)

21

Wednesday

- 日本4月出口年增率
(實際:2.0% 預估:2.5% 前值:4.0%)

22

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:227k 預估:230k 前值:229k)
- 美國5月標普全球製造業PMI初值
(實際:52.3 預估:49.9 前值:50.2)
- 日本5月自分銀行製造業PMI初值
(實際:49.0 前值:48.7)
- 日本3月核心機器訂單月增率
(實際:13.0% 預估:-1.6% 前值:4.3%)
- 歐元區5月HCOB製造業PMI初值
(實際:49.4 預估:49.2 前值:49.0)

23

Friday

- 美國4月新屋銷售
(預估:695k 前值:724k)
- 美國4月營建許可終值
(預估:1,412k 前值:1,481k)
- 日本4月全國CPI年增率
(實際:3.6% 預估:3.5% 前值:3.6%)

26

Monday

- 香港4月出口年增率
(前值:18.5%)

27

Tuesday

- 美國4月耐久財訂單初值月增率
(預估:-8.2% 前值:7.5%)
- 美國5月經濟諮詢委員會消費者信心指數
(預估:87.0 前值:86.0)
- 歐元區5月消費者信心指數終值
(前值:-16.6)
- 歐元區5月經濟信心指數
(前值:93.6)
- 汽車地帶公司(AZO)財報

28

Wednesday

29

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:227k)
- 美國第一季GDP季增率修正值
(預估:-0.3% 前值:-0.3%)
- 臺灣第一季GDP年增率初值
(預估:5.40% 前值:5.37%)
- 輝達(NVDA)、賽富時公司(CRM)、惠普公司(HPQ)、新思科技公司(SNPS)財報

30

Friday

- 美國4月PCE年增率
(預估:2.2% 前值:2.3%)
- 美國4月核心PCE年增率
(預估:2.5% 前值:2.6%)
- 美國5月密大消費者信心指數終值
(前值:52.2)
- 日本4月失業率
(預估:2.5% 前值:2.5%)
- 日本5月東京CPI年增率
(預估:3.4% 前值:3.4%)
- 好市多公司(COST)、戴爾科技公司(DELL)、網路應用公司(NTAP)財報

資料來源：Bloomberg

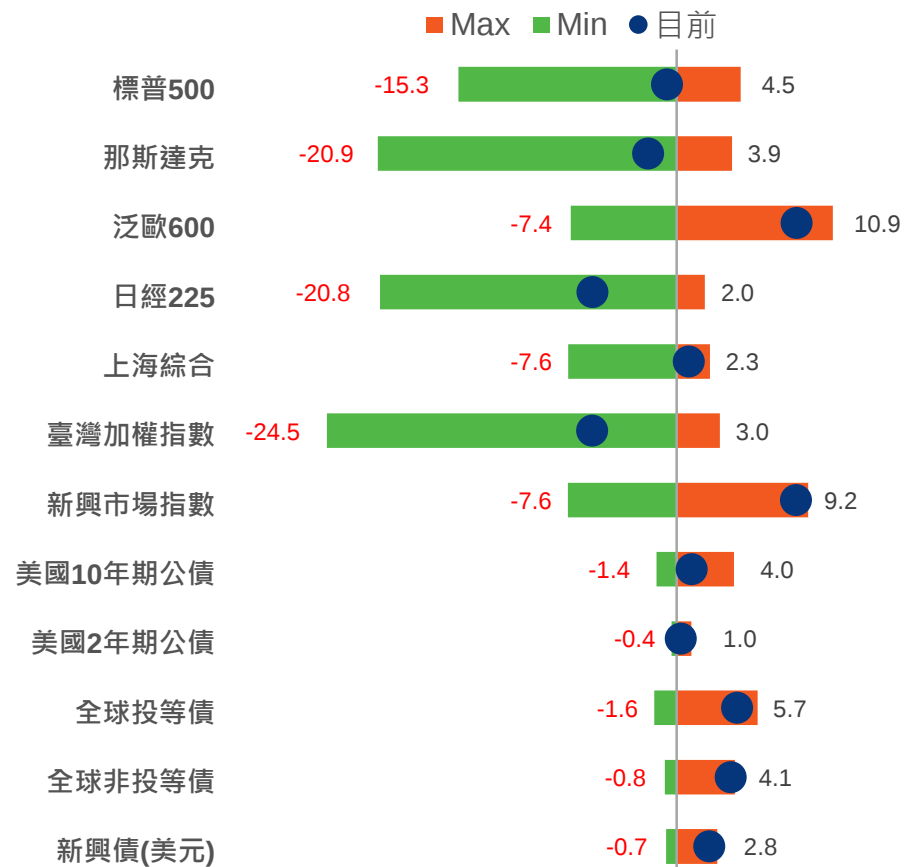
財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2025/5/21	美敦力公司(MDT)	8.82B	8.93B	1.58	1.62	v	v
2025/5/21	TJX公司(TJX)	13B	13.1B	0.91	0.92	v	v
2025/5/23	直覺公司(INTU)	7.56B	7.8B	10.9	11.65	v	v

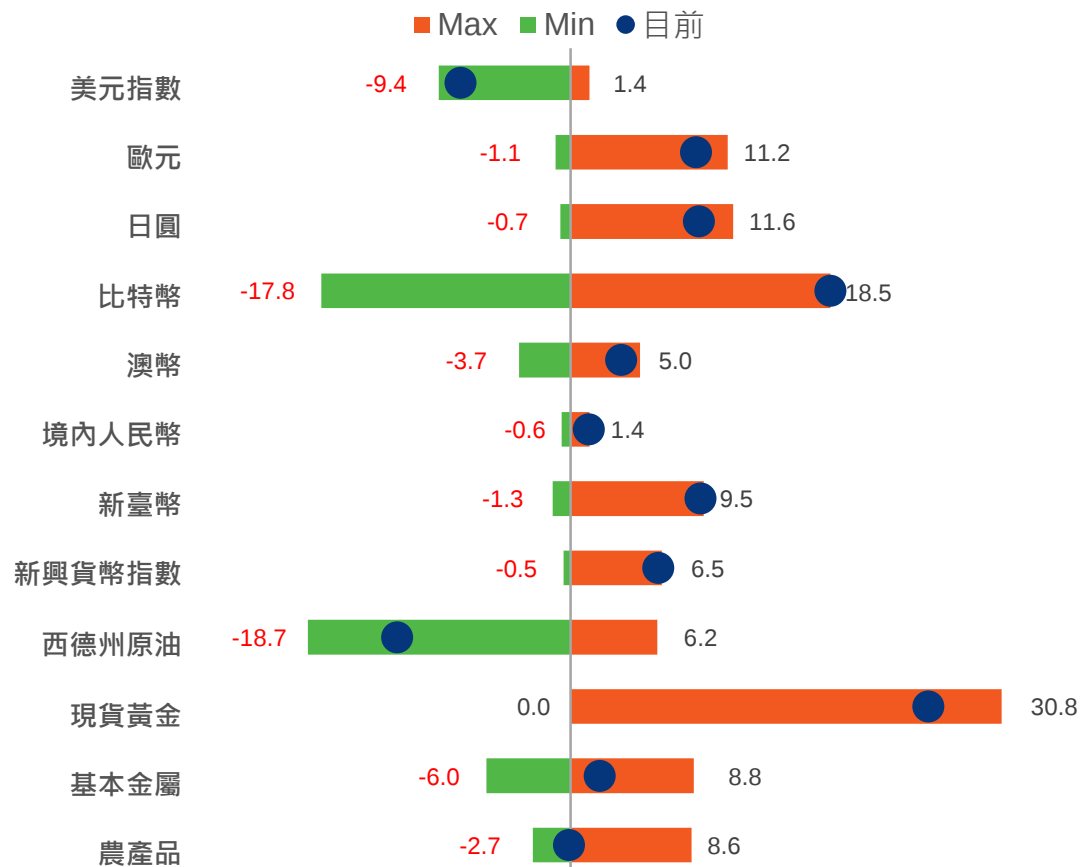
資料來源：Investing.com

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



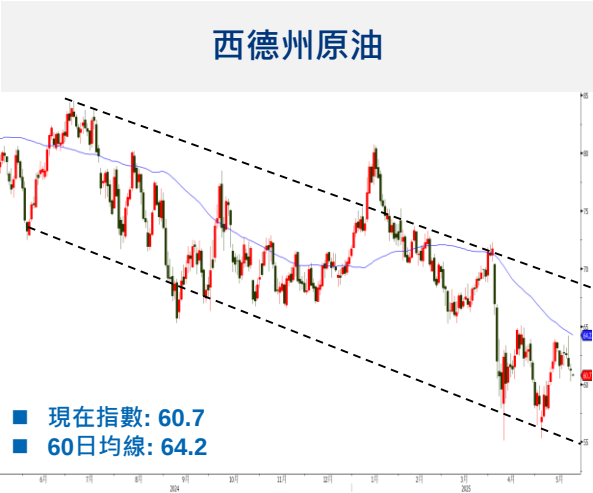
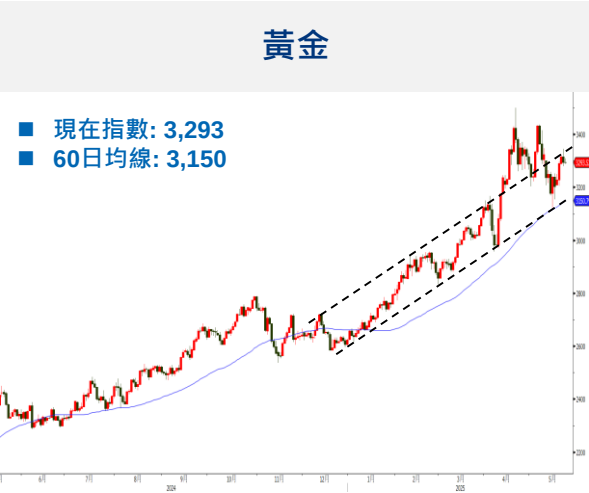
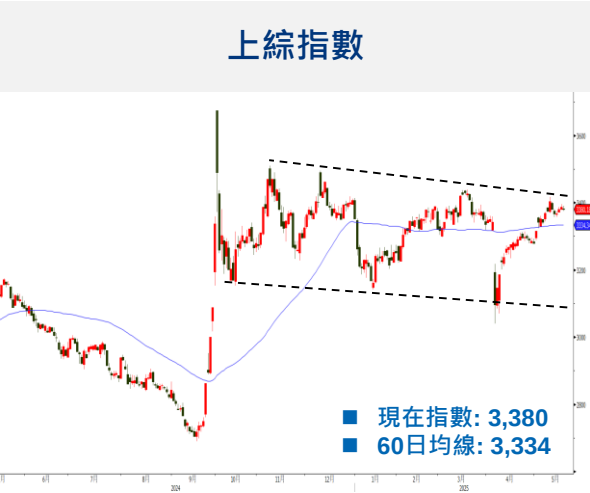
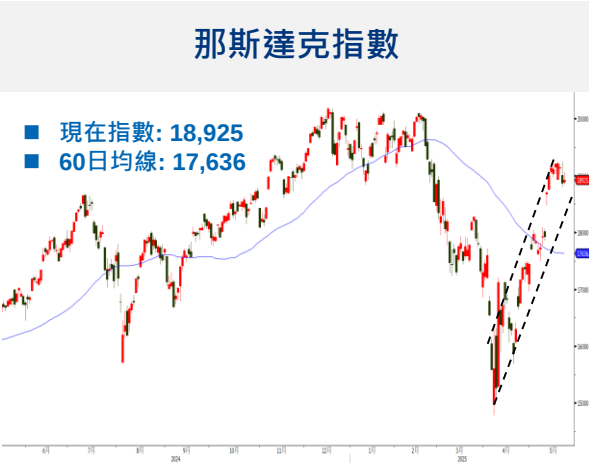
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年5月23日

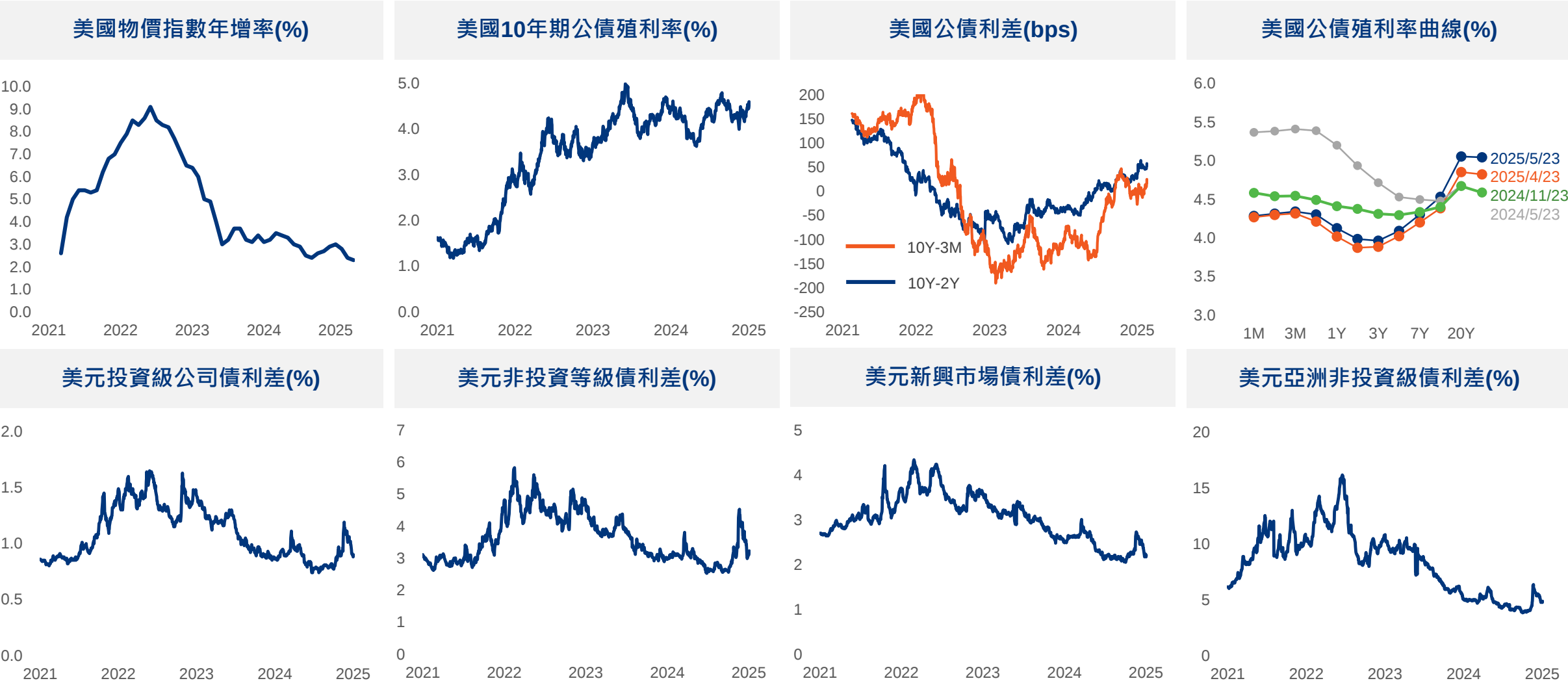
技術分析

60日線



資料來源：Bloomberg · 2025年5月23日

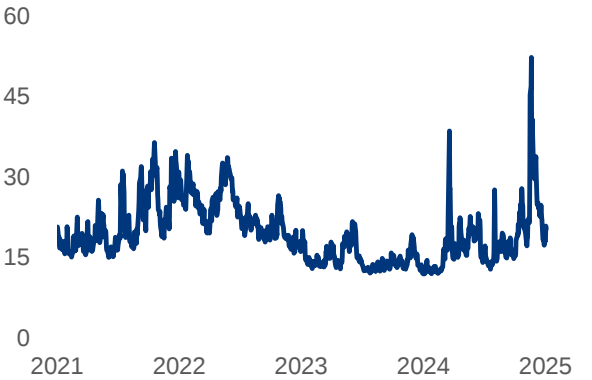
市場觀測



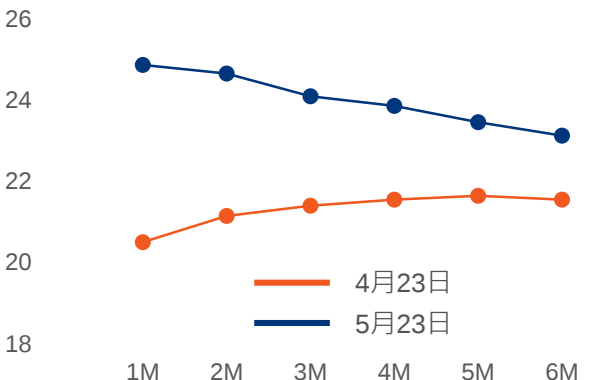
資料來源：Bloomberg · 2025年5月23日

市場觀測

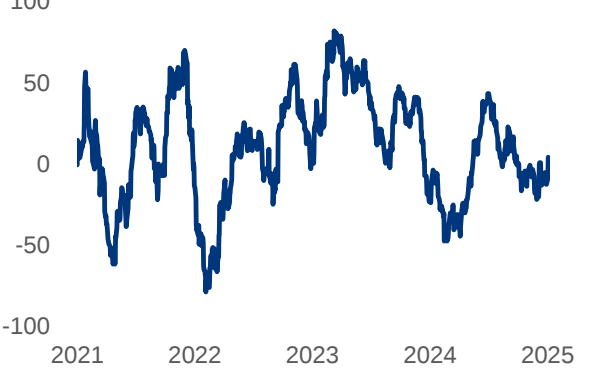
VIX指數



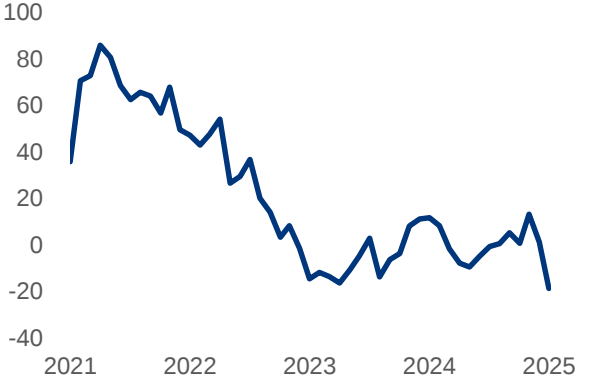
VIX期間結構



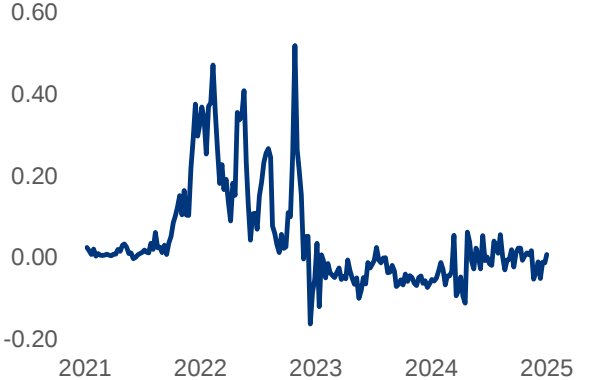
美國花旗經濟驚奇指數*



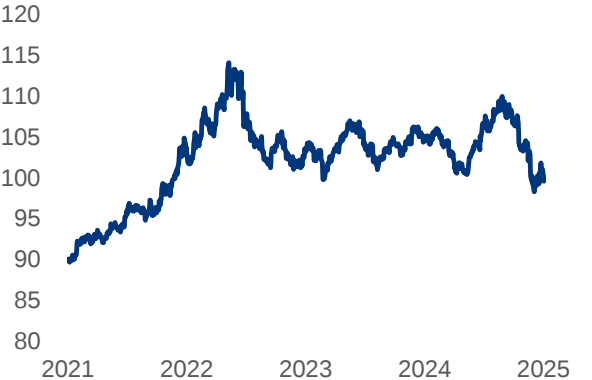
美國花旗通膨驚奇指數*



TED利差(bps)



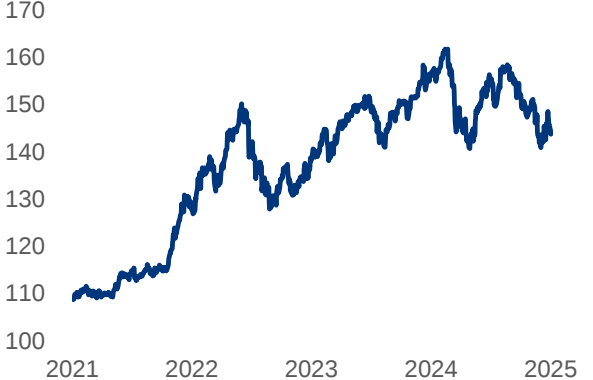
美元指數



美元兌新台幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年5月22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

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。