

# 投資研究週報

財富管理處 投顧小組

114年2月24日

# 內容大綱



一 市場回顧

二 市場焦點







三 聚焦議題

四 資產觀點









# 主要金融市場回顧







全球主要股票指數(%)

		漲跌幅			
股票指數	週漲跌幅%	過去1個月 漲跌幅%	過去1年 漲跌幅%	年初迄今 漲跌幅%	
MSCI AC世界指數	-1.10% 	1.20%	16.93%	3.95%	
S&P 500指數	-1.66% 	-0.60%	20.70%	2.24%	
歐洲道瓊600指數	0.26% 	5.30%	12.79%	9.11%	
MSCI亞太不含日本指數	1.51% 	5.31%	15.02%	5.72%	
日經225指數	-0.95% 	-0.64%	1.35%	-2.80%	
MSCI新興市場指數	1.96% 	6.12%	12.41%	6.68%	








全球主要債券指數(%)

		漲跌幅			
債券市場	週漲跌幅%	過去1個月 漲跌幅%	過去1年 漲跌幅%	年初迄今 漲跌幅%	
全球政府公債指數	0.18% 	1.53%	1.28%	1.71%	
全球投資等級債指數	0.07% 	1.40%	5.10%	1.67%	
全球非投資等級債指數	-0.06% 	1.02%	9.50%	1.91%	
美國非投資等級債指數	-0.02% 	0.49%	10.10%	1.61%	
亞洲非投資等級債指數	0.16% 	1.85%	12.55%	2.24%	
JPM新興市場債指數	0.03% 	1.45%	9.50%	2.05%	

全球主要商品指數(%)

		漲跌幅			
商品市場	週漲跌幅%	過去1個月 漲跌幅%	過去1年 漲跌幅%	年初迄今 漲跌幅%	
CRB指數	-0.28% 	0.76%	13.58%	4.89%	
布蘭特原油	-0.41% 	-6.13%	-10.36%	-0.28%	
金價	1.86% 	7.95%	44.63%	12.41%	
銅價	-2.24% 	5.04%	17.68%	13.25%	
小麥	-1.67% 	5.59%	1.16%	6.98%	
波羅的海	23.86% 	5.71%	-41.47%	-1.60%	

全球主要匯率(%)

		漲跌幅			
外匯	週漲跌幅%	過去1個月 漲跌幅%	過去1年 漲跌幅%	年初迄今 漲跌幅%	
歐元	-0.32% 	1.01%	-3.18%	0.43%	
日圓	2.00% 	4.30%	0.49%	4.83%	
英鎊	0.37% 	3.13%	0.08%	0.65%	
在岸人民幣	0.07% 	0.18%	-0.85%	0.71%	
南非幣	0.02% 	1.40%	2.73%	2.26%	
澳幣	0.08% 	2.14%	-3.06%	2.30%	
美元指數	-0.09% 	-1.34%	2.51%	-1.73%	

資料來源：Bloomberg · 2025/2/21



# 主要經濟數據

上週經濟數據					
國家	項目	資料期間	市場預期	實際公布	前值
日本	GDP年化經季調(季比)	4Q P	1.10%	2.80%	1.20%
日本	出口(年比)	Jan	7.70%	7.20%	2.80%
歐元區	消費者信心指數 初值	Feb P	-14.0	-14.0	-14.2
台灣	出口訂單(年比)	Jan	2.7%	-3.0 %	20.8%
美國	密西根大學市場氣氛 終值	Feb F	67.8	64.7	67.8
日本	全國消費者物價指數 年比	Jan	4.00%	4.00%	3.60%
美/歐/日	製造業 PMI 初值	Feb P	51.40 / 47.00 / --	51.60 / 47.30 / 48.90	51.20 / 46.60 / 48.70
美/歐/日	服務業 PMI 初值	Feb P	53.00 / 51.50 / --	49.70 / 50.70 / 53.10	52.90 / 51.30 / 53.00

本週經濟數據					
日期	國家	項目	資料期間	市場預期	前值
2/21	日本	工業生產(月比) 初值	Jan P	-1.00%	-0.20%
2/24	歐元區	CPI(年比) 終值	Jan F	2.50%	2.50%
2/25	美國	經濟諮詢委員會消費者信心	Feb	102.7	104.1
2/26	美國	GDP年化(季比)	4Q S	2.30%	2.30%
2/28	美國	個人消費支出物價指數(年比)	Jan	2.50%	2.60%
2/28	日本	東京消費者物價指數(年比)	Feb	3.20%	3.40%
2/28	日本	零售銷售(月比)	Jan	0.50%	-0.80%
3/1	中國	官方製造業PMI	Feb	50.0	49.1

資料來源：Bloomberg · 2025/2/21



# 市場焦點

## 經濟數據拖累美股，本週關注PCE數據及輝達財報

### 美國

- 2月份服務業PMI初值49.7跌落至榮枯線下方，逾2年低點，加上消費者信心指數2月份降至64.7，月比下降近10%，低於預期數據引爆經濟擔憂。
- 2月份美銀美林經理人調查報告顯示，最看好全球股和美股，對歐股的看好程度亦大幅提升，認為價值股優於成長股，小型股優於大型股，看好銀行金融類股，美股高檔震盪，美國經濟仍保持韌性，企業盈餘成長仍領先全球，建議投資人布局以美國優於其他國家。

### 日本

- 日本2024年GDP與經常帳數字表現不俗，主要得益於日圓貶值帶動出口競爭力、外國人到訪旅遊令服務收支上揚、外國投資海外匯兌收益提升等因素，共同驅動日本經濟成長動能。
- 預估2025年實質GDP年增長1.3%，其中個人消費的回暖將驅動經濟持續復甦，加上日本政府為了緩解生活成本壓力，計劃推出的補貼措施，將有機會進一步刺激消費、推動經濟增長，並提升內需企業的獲利，有助日股後市表現。

### 中國

- 2月貸款市場報價利率(LPR)按兵不動，一年期報3.1%、五年期以上報3.6%；此外，人行行長潘功勝表示，未來將實施更積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策，持續推動中國經濟增長。
- 接棒DeepSeek AI熱潮，阿里巴巴財報展示AI相關產品業績高成長，AI概念帶動陸港股進入技術性牛市，惟貿易戰風險仍大，建議投資人依風險程度逢回酌量衛星布局。

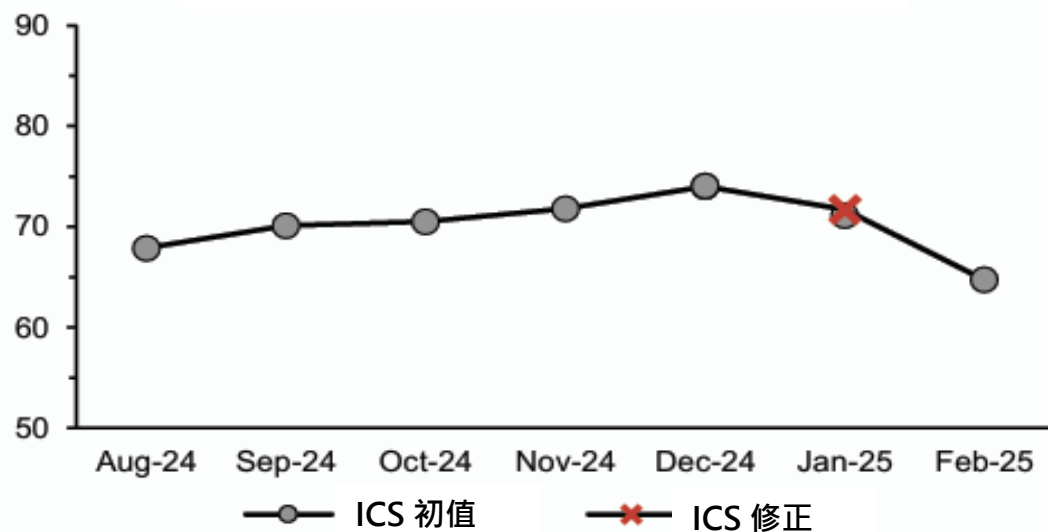




# 美國服務業PMI、消費者信心低於預期數據引發經濟擔憂

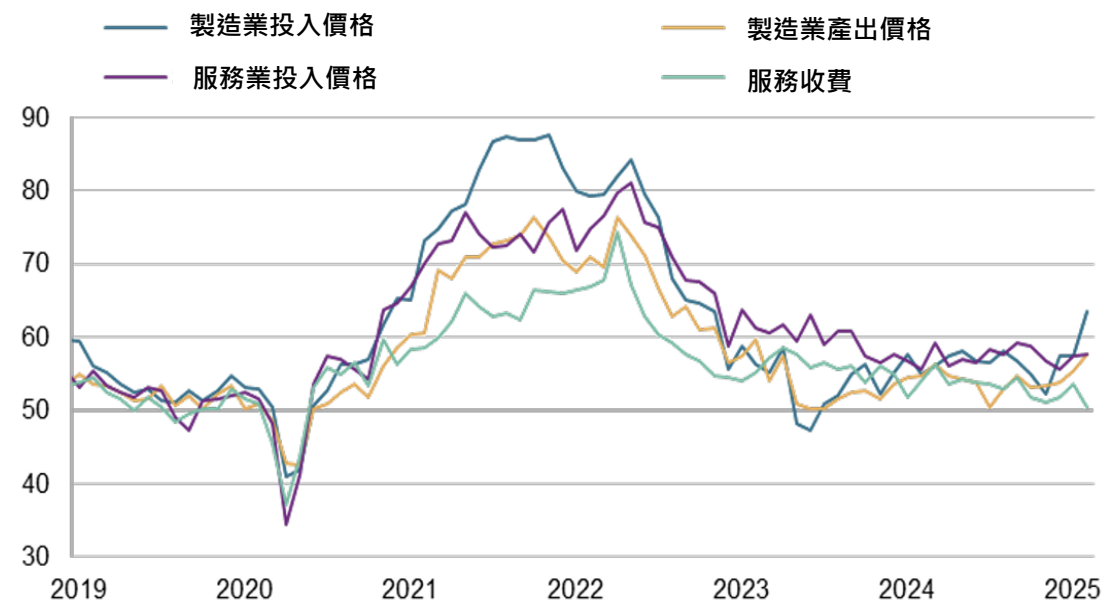
- **數據引發投資者對經濟前景擔憂：** 2月份密西根大學消費者信心指數意外降至64.7(前月71.7)。2月份美國服務業PMI初值報49.7(前月52.9)，跌落至榮枯線下方，逾2年低點，反映了企業環境的不確定性增加，特別是政府削減開支和關稅問題，同時採購經理人還擔憂價格上漲和地緣政治風險，通膨憂慮揮之不去。
- **展望：** 本週重點關注個人消費支出物價指數(PCE)，彭博預估，1月份PCE年增率將自前月的2.6%降至2.5%，核心PCE年增率將自前月的2.8%降至2.6%，儘管通膨數據有望維持下行，但預料市場將謹慎看待關稅風險，美債殖利率或維持高檔震盪，建議投資人可鎖定在中短天期的投資等級債，在獲取穩定息收的同時，降低利率前景變化帶來的波動風險。

### 密大消費者信心調查



資料來源：密大消費者調查，2025.2.22。

### S&P GLOBAL 採購經理人指數一覽



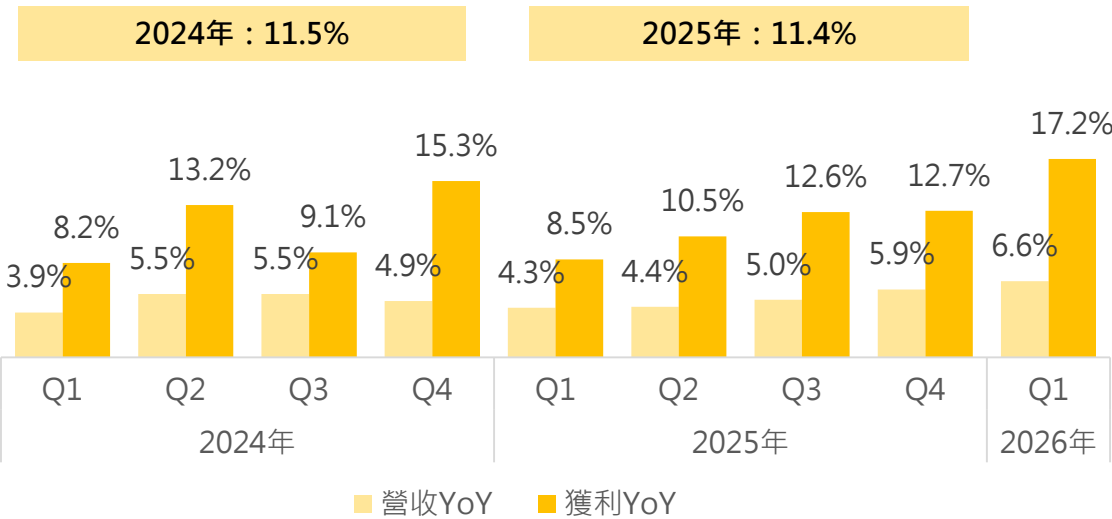
資料來源：S&P Global PMI，2025.2.22。



# 美股2025年獲利年增率可望維持雙位數成長

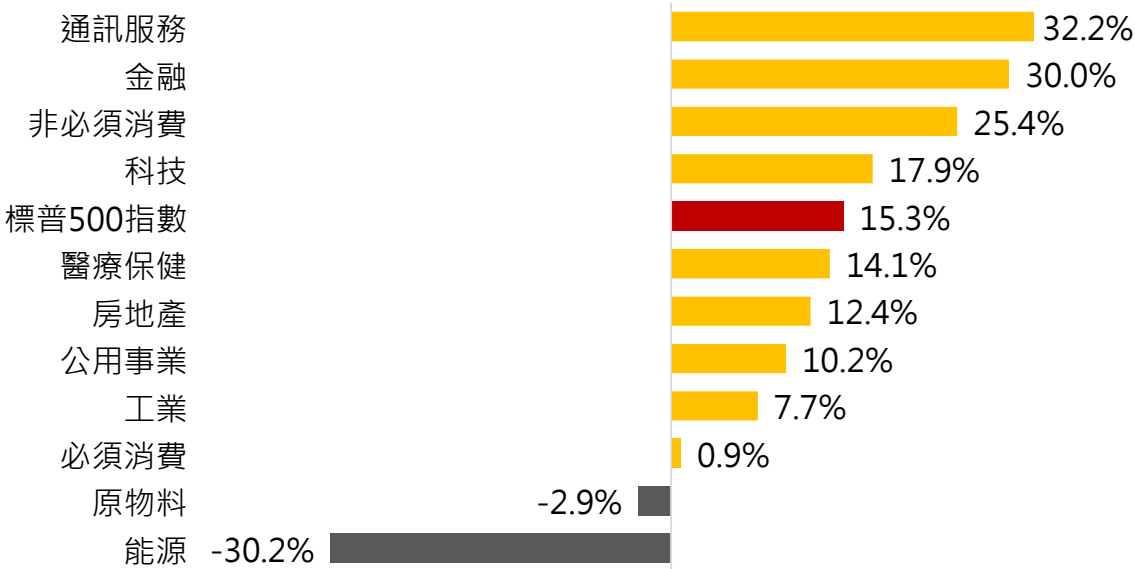
- **美股2025年獲利年增率可望維持雙位數**：美股大型企業陸續公布財報，去年第4季標普500企業獲利預計將成長15.3%，2025年獲利年增率仍將維持雙位數成長，有利股市維持長線多頭格局。
- **獲利成長仍是股市支撐的重要關鍵**：在類股上以通訊服務(+32.2%)、金融(30%)、非必須消費技(+25.4%)、科技(+17.9%)等類股企業獲利成長性最高，但能源(-30.2%)與原物料(-2.9%)類股表現相對落後。
- **留意市場波動性變大**：川普關稅議題上話題不斷，包含對加墨中、鋼鋁、汽車課徵關稅以及課徵「對等關稅」，雖然目前看起來是以關稅作為談判手段，但不免仍是對市場帶來一定的波動。

標普500指數營收和企業獲利年增率預估(%)



資料來源：I/B/E/S · 2025.2.14

各產業2024年Q4企業獲利年增率預估(%)



資料來源：I/B/E/S · 2025.2.14



# 經理人看好全球股和美股，偏好小型股、金融類股

- 八成經理人認為經濟不會衰退、聯準會將持續降息至少一次：2月份美銀美林經理人調查報告顯示，超過8成受訪經理人認為經濟不會衰退，近8成認為聯準會將持續降息至少一次。由於持續看好股市的表現，本月調查的現金水位降至3.5%，為 2010年以來的最低水準。
- 經理人看好全球股和美股，偏好小型股、金融類股：受訪經理人認為股優於債，最看好全球股和美股，對歐股的看好程度亦大幅提升，認為價值股優於成長股，小型股優於大型股，看好銀行金融類股，債券方面則維持減碼。做多科技七雄與做多美元處於最擁擠交易前兩名。全球貿易戰引發經濟衰退攀升為最擔憂的三大尾端風險之首，其次為通膨導致聯準會升息。最可能拖累市場表現的主要因素是全球貿易戰，其次是殖利率攀升。最可能激勵市場表現的因素，則為中國經濟的加速成長，其次為AI 生產力提升。
- 建議：美股高檔震盪，在美國經濟仍保持韌性，企業盈餘成長仍領先全球，川普政策又以美國優先，持續看好美股中長期發展，美股漲勢有望從科技七雄擴大至其他股票及產業，建議投資人布局以美國優於其他國家。

最可能影響市場表現的尾端風險

風險	比重
全球貿易戰引發經濟衰退	39%
通膨導致聯準會升息	31%
AI泡沫	13%

最擁擠交易前三名

最擁擠交易	比重
做多科技七雄	56%
做多美元	17%
做多加密貨幣	13%

最可能拖累市場表現的因素

風險
全球貿易戰
殖利率攀升

資料來源：美銀美林證券，富蘭克林投顧整理，2025.2

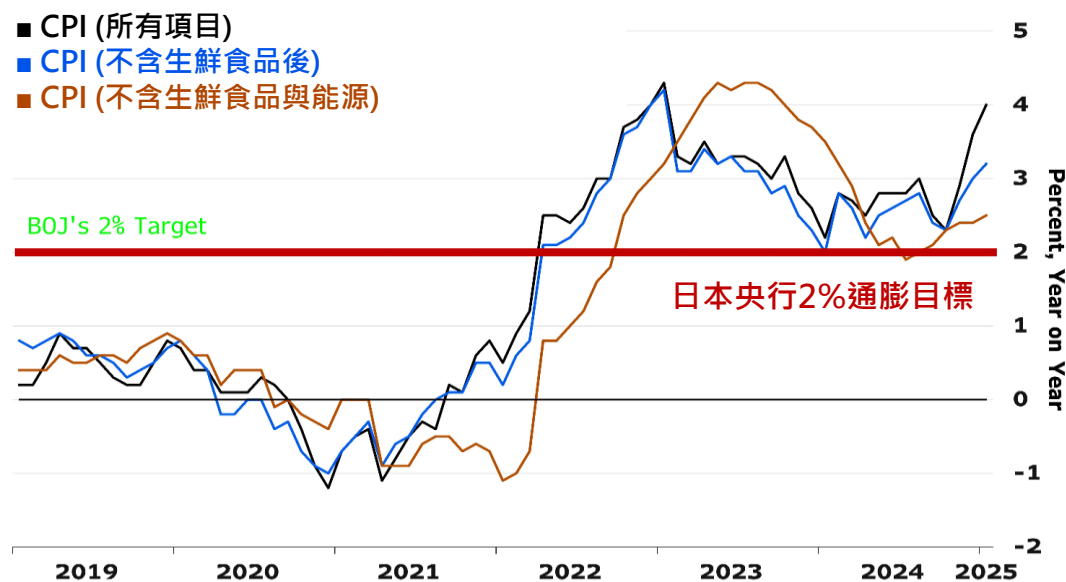




# 日本CPI數據超預期，7月前升息機率超過80%

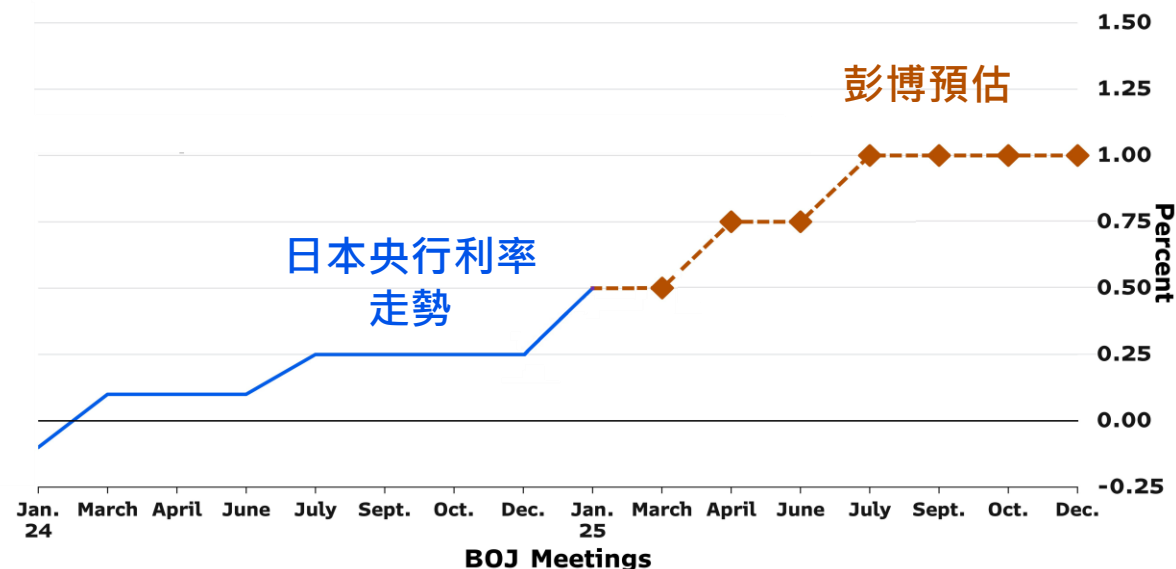
- 日本核心CPI連續第34個月高於央行設定的2%目標：日本食品價格與電費等能源價格上漲，推升1月消費者物價指數(CPI)從去年12月的3.6%上升至4.0%，符合預期；核心CPI(不包括生鮮食品)從去年12月的3.0%上升至3.2%，高於市場預期的3.1%，連續第34個月高於央行所設定的2%目標。
- 日本央行於7月前升息機率超過80%：高於預期的CPI物價數據，增強央行對於通膨持穩在2%目標水平附近的信心，隔夜指數掉期顯示，市場認為日本央行7月前升息的可能性超過80%；彭博預期日本央行將在今年4月與7月各升息1碼，將目標利率上調至1.0%，日圓兌美元匯率可能從目前的150-160區間回升至140-150區間。

## 日本消費者物價指數CPI)數據



資料來源：Bloomberg，2025.2.21

## 日本央行利率走勢與預估



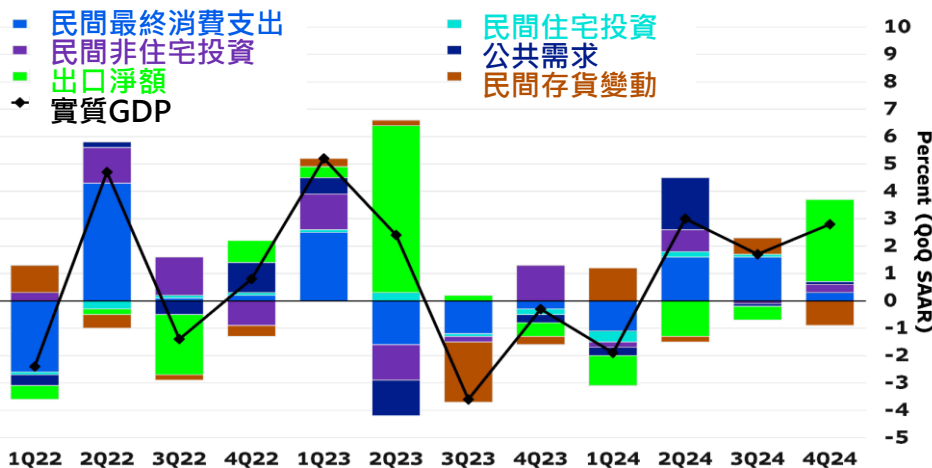
資料來源：Bloomberg，2025.1.27



# 預期2025年日本消費回暖推升實質GDP成長，日股有望維持續強

- 日本GDP與經常帳盈餘表現不俗：日本2024年國內生產總值(GDP)達609兆日圓，名目GDP年成長2.9%、實質GDP年成長0.1%，不僅首次突破600兆日圓且實現連續4年正成長；此外，2024年日本經常收支順差超過29兆日圓亦創下歷史新高，年增率達29.5%。GDP與經常帳數字表現不俗，主要得益於日圓貶值帶動出口競爭力(尤其以半導體相關產業鏈與汽車出口表現強勁)、外國人到訪旅遊令服務收支上揚、外國投資海外匯兌收益提升等因素，共同驅動日本經濟成長動能。
- 預期2025年日本消費回暖推升實質GDP成長：統計10位日本經濟學家的預期，在剔除物價變動的影響後，預估2025年實質GDP年增長1.3%，其中個人消費將由-0.1%轉為正成長1.0%，個人消費的回暖將驅動經濟持續復甦。此外，日本的加薪幅度已經連續兩年超越通膨，這個趨勢有望延續到2025年的春鬥談判，加上日本政府為了緩解生活成本壓力，計劃推出的補貼措施，將有機會進一步刺激消費、推動經濟增長，並提升內需企業的獲利，有助日股後市表現。

日本國內生產毛額(GDP)分項



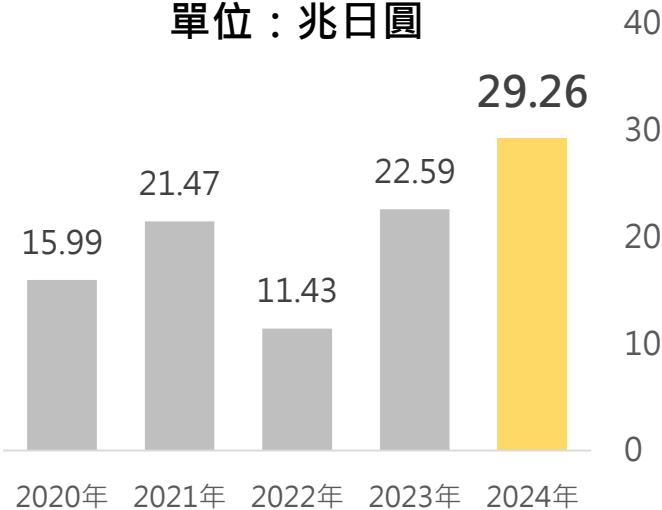
資料來源：Bloomberg，2025.2.17

預期2025年國內生產毛額(GDP)  
有望持續成長

	2024年實際	2025年預測
國內生產毛額	0.1%	1.3%
個人消費	-0.1%	1.0%
設備投資	1.2%	1.7%
民間庫存	-0.0%	0.0%
公共投資	-0.9%	0.5%
出口	1.0%	3.7%
進口	1.3%	2.1%

資料來源：日經中文網，依實際計算庫存為對GDP的貢獻度(年比)，2025年為10位經濟學家的預測平均值，2025.2.17

日本經常帳收支總額  
單位：兆日圓



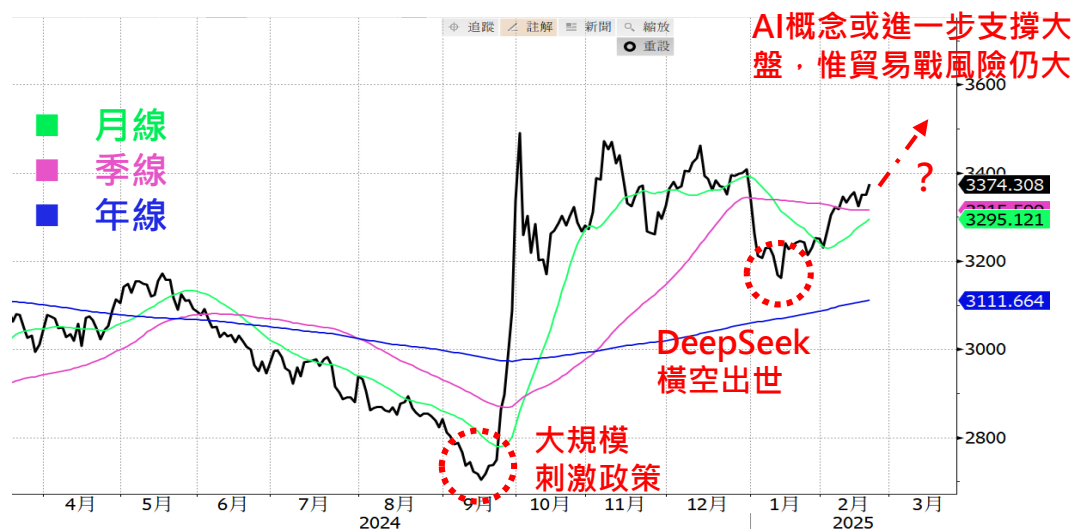
資料來源：Bloomberg，2025.2.19



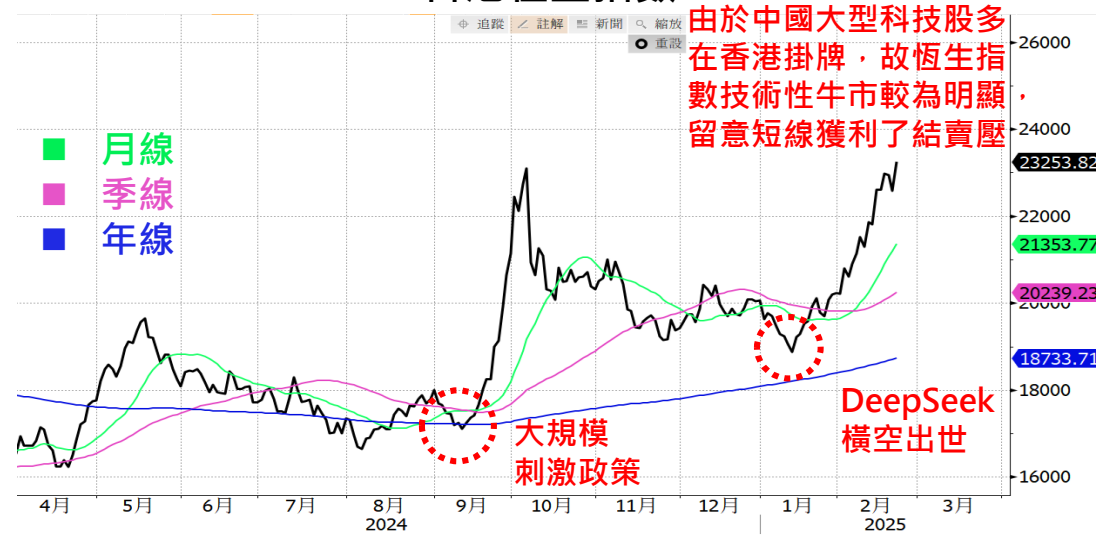
# AI概念持續發酵，人行預告政策偏寬鬆，陸港股走揚

- 2月LPR維持不變，人行表示將強化政策力度：2月貸款市場報價利率(LPR)按兵不動，一年期報3.1%、五年期以上報3.6%；此外，人行行長潘功勝公開表示，未來將實施更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策，持續推動中國經濟增長。
- 阿里巴巴AI業績佳，AI概念帶動陸港股走揚：阿里巴巴2024財年第三季(截至2024/12/31)營收年增8%，優於市場預期，阿里雲收入也重回雙位數成長，人工智慧相關產品連續6季保持3位數成長，提振市場對於中國AI前景的信心，加上國家主席習近平參加包含馬雲在內的民營企業座談會，展現官方支持民營部門的信號，支撐陸、港股走揚，上證指數週漲0.97%，恆生指數週漲3.79%。
- 展望：中國AI發展令股市進入技術性牛市，但是考慮到關稅不確定性及總經疲弱的環境，產業發展恐分化，建議投資人評估自身風險承受度，逢回酌量衛星布局，選股不選市，並聚焦在具AI概念且營收展望佳的科技股。

## 中國上證指數



## 香港恆生指數



# 輝達財報前瞻：12個月平均目標價達每股174美元

- 科技巨頭資本支出維持高檔，預估輝達Q4財報表現不俗：Meta、微軟、谷歌、特斯拉及亞馬遜財報顯示，2025年合計資本支出預估高達3,310億美元，儘管DeepSeek展示低成本AI的可能性，但GPU訓練AI仍是最有效的方式。
- 多家投行看好業績前景，股價預估仍有2成漲幅：摩根史坦利、瑞銀、美國銀行等多家大型投行持續看好輝達股價表現，彭博統計顯示，輝達股票12個月目標價達\$174.4，相對當前股價仍有2成的報酬潛力，綜合買進評等比例達89.6%。
- 財報關注重點：(1)最新Blackwell系列GPU產能逆風是否緩解。(2)高階晶片成本偏高對毛利率的影響程度。(3)來自前潛在競爭者，包括但不限於博通及AMD的挑戰。

輝達4Q24業績前瞻 (單位：美元)

財報發布日：美國時間2/26盤後			
	營收	經調整淨利	經調整每股盈餘
預估	382.5億	209.8億	0.84
預估年成長率	+73%	+63%	+63%

資料來源：Bloomberg · 2025.2.21。

彭博綜合評等

投行評級 (比例)	投行統計平均		
買進	89.6%	12M目標價	174.40
持有	9.1%	收盤價 (2025/2/21)	134.40
賣出	1.3%	報酬潛力	+29.76%

資料來源：Bloomberg · 2025.2.21。

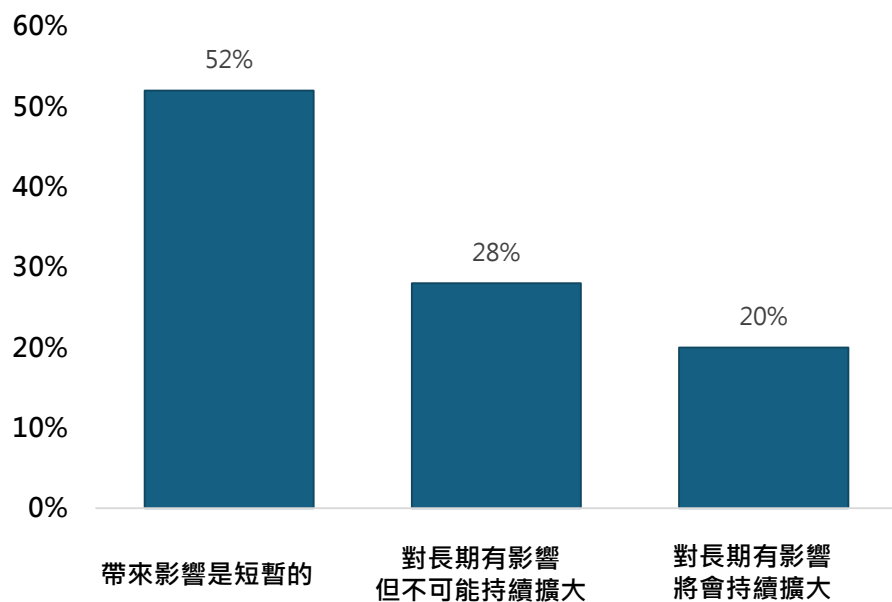




# 把握高利投資時機

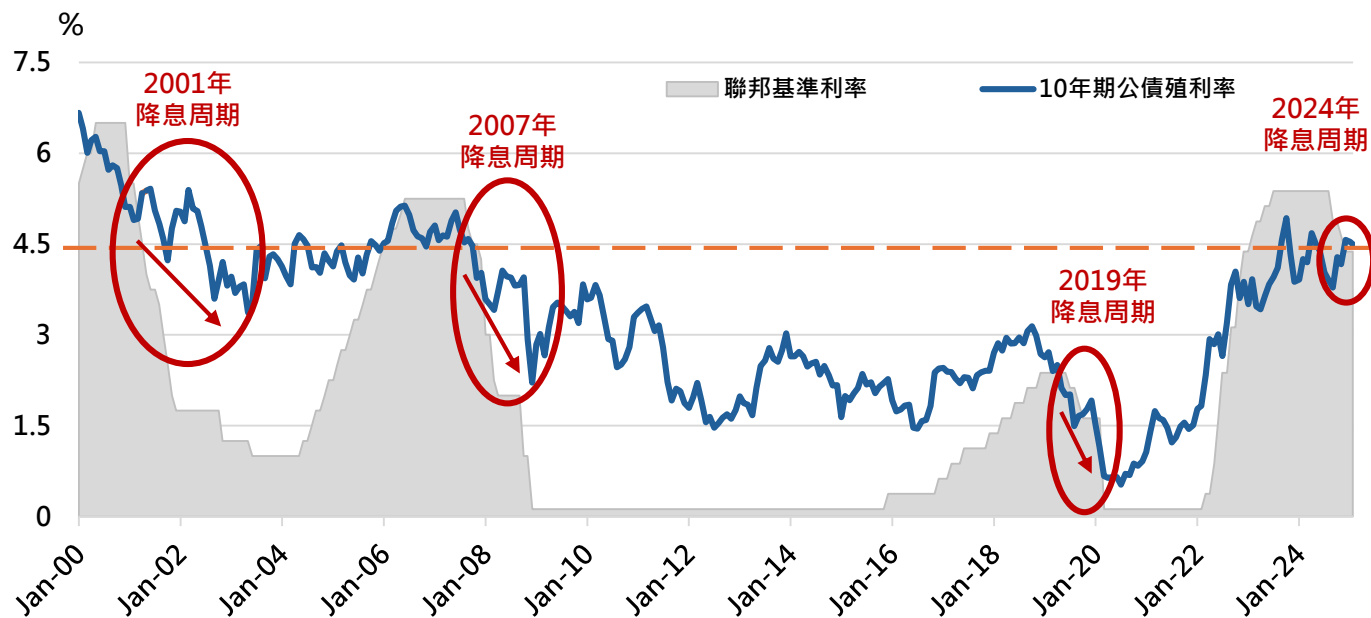
- **關稅影響短暫，把握利率處高位投資時機：**自川普上任以來關稅議題於市場中頗有紛擾，然政策已有充分預期，令美債市場近期仍保持穩定，並未大幅波動，多數調研機構也認為關稅影響短暫，當通膨反彈後將逐步消退，而經濟成長將逐步回歸至聯準會的預期中。投資者應把握利率尚處高位的投資好時機，以實現穩定的回報。
- **美債殖利率歷史高位區，利好進場投資並長期持有：**依據過往經驗，在高殖利率水準進場投資並長期持有，報酬表現將相較過去長期平均略勝一籌，加上推估經濟軟著陸可能性高，信用利差有繼續收窄之勢，及利用債券固定配息的特性，投資回歸長期穩健的現金流策略，進而大幅增添其投資價值。

### 關稅措施對通膨可能的影響



資料來源：美林美銀統計調查，2025.2第一週。

### 美國聯邦基準利率 vs 美國十年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg，2025.2.22。

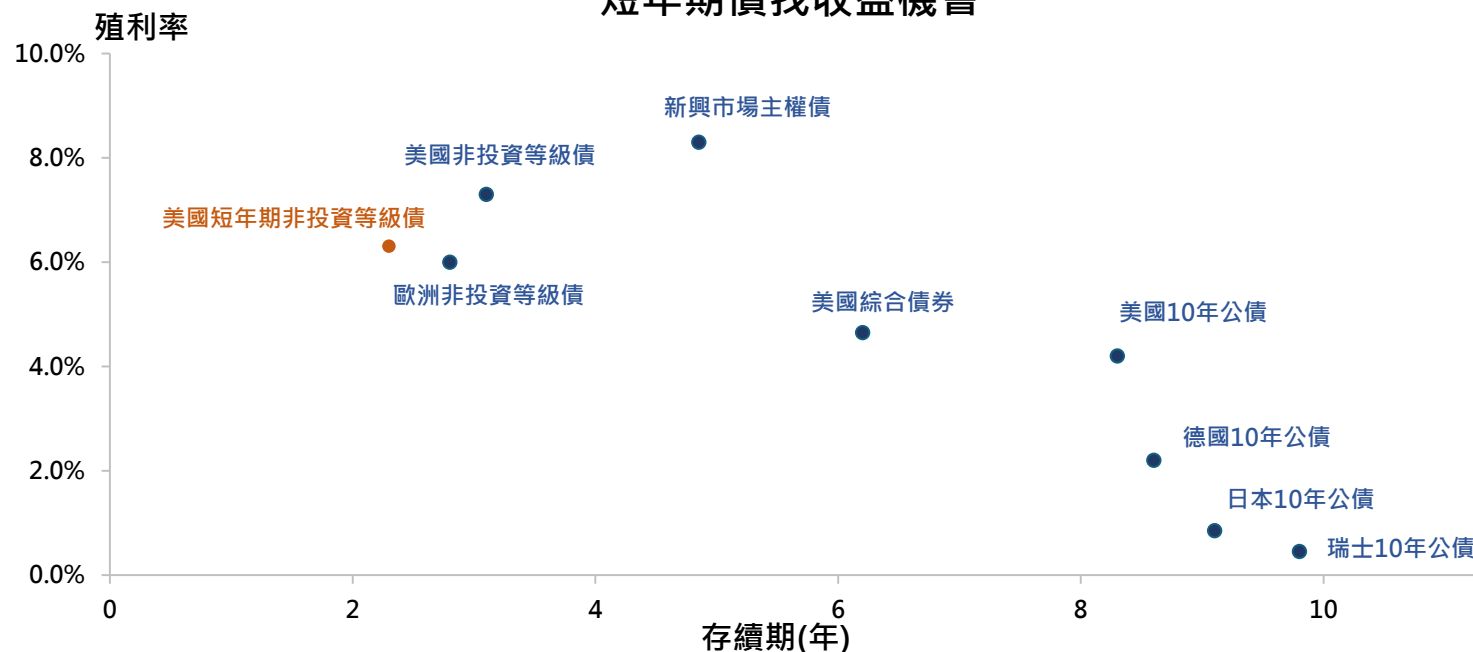




# 短年期美元非投債收益機會

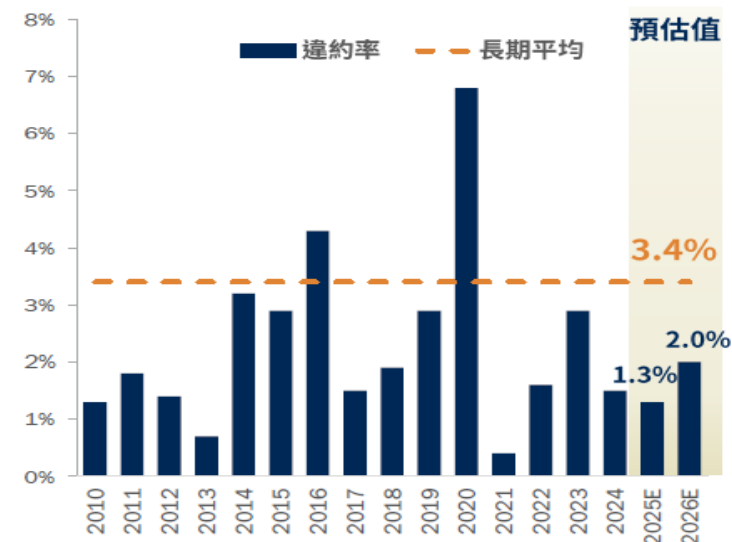
- **短年期非投債，利率敏感度低：**聯準會的降息有助固定收益資產，但降息幅度收斂，使長期資產波動加劇。短年期非投債存續期短，對利率變動的敏感度較低，相較於長債，投資者不必擔心利率上升影響債券價格。對於追求收益與風險平衡的投資者而言，鎖定短年期非投債，可在收取相對固定高息同時，控制投資風險，並捕捉到市場變動時機，有效在利率拐點前把握高息收入為主、資本利得為輔的原則，鎖定優質收益。
- **美元非投債違約率低於長期均值：**美國經濟景氣基本面的向好，預估美元非投資等級債券的違約率有望降至1.3%，遠低於長期均值3.4%，反映出企業違約風險較低的優勢。而經濟軟著陸的預期也使短天期美元非投資等級債券具有持續的固定息收，並優於股市較劇烈的資產波動，成為累計總報酬的重要來源。

### 短年期債找收益機會



資料來源：Bloomberg，安聯投信，2024.12。

### 美元非投資等級債券違約率



資料來源：JPM，2025/1/6。



# 2025Q1 配置策略 TEAM

Trump

川普2.0席捲而來

美國科技股、價值股、小型股、公用事業

Easing

受惠降息的題材

非投資等級債、投資等級債

Asia

優選亞洲強國

日股、台股、印度

Multi

多重資產組合拳

美國平衡型、複合債

# 警 語

1. 本資料內容僅供內部同仁及客戶參考，非作為任何金融商品或服務之購買或銷售之推介，不得視為買賣有價證券或其他金融商品之要約或要約之引誘。
2. 本資料提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。
3. 基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。
4. 本資料所載內容如涉及商品資訊，商品相關資訊仍以經核可之條款及文宣(DM)為主，本行網站已備有公開說明書可供查閱基金應負擔之費用及相關投資風險。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本資料提及之投資資產或標的。
5. 本資料所載內容取自本公司相信可靠之資料來源，且為特定日期之判斷，本公司不保證其即時性、精確性及完整性，亦不提供或嘗試遊說客戶做為投資之判斷依據。資料內容邇後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，如因信賴本資料內容而做出或改變投資決策，須自行承擔結果，本公司及本公司所屬員工，均不負任何損害賠償及其他法律上之責任。
6. 本資料內容之著作權屬兆豐銀行所有，禁止就所載資料任何形式之抄襲、引用或轉載。
7. 本資料所載部分基金涉及非投資等級債，投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。基金經金管會核准，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。部分基金不適合無法承擔相關風險之投資人。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。
8. 基金年化配息率計算公式：每單位配息金額÷除息日前一日之淨值×一年配息次數×100%。「年化配息率」為估算值。當月配息率計算公式：每單位配息金額÷除息日前一日之淨值×100%。
9. 基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本資料如以基金過去績效進行模擬投資組合之報酬率時，僅為歷史資料模擬投資組合之結果，不代表本投資組合之實際報酬率及未來績效保證，不同時間進行模擬操作，其結果亦可能不同。
10. 部分基金配息前未先扣除應負擔之相關費用。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。各基金由本金支付配息之相關資料，投資人可至各投信基金公司及總代理人網站查詢。
11. 屬基金資訊觀測站ESG基金專區所列之基金，有關基金之ESG資訊，投資人應於申購前詳閱基金公開說明書或投資人須知所載之基金所有特色或目標等資訊。

