



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

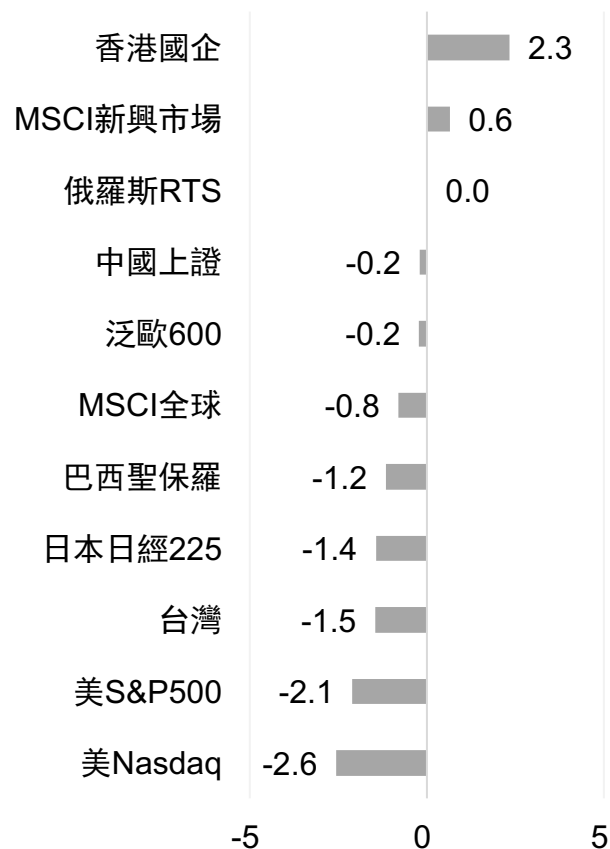
2025年3月7日

# 投資研究週報

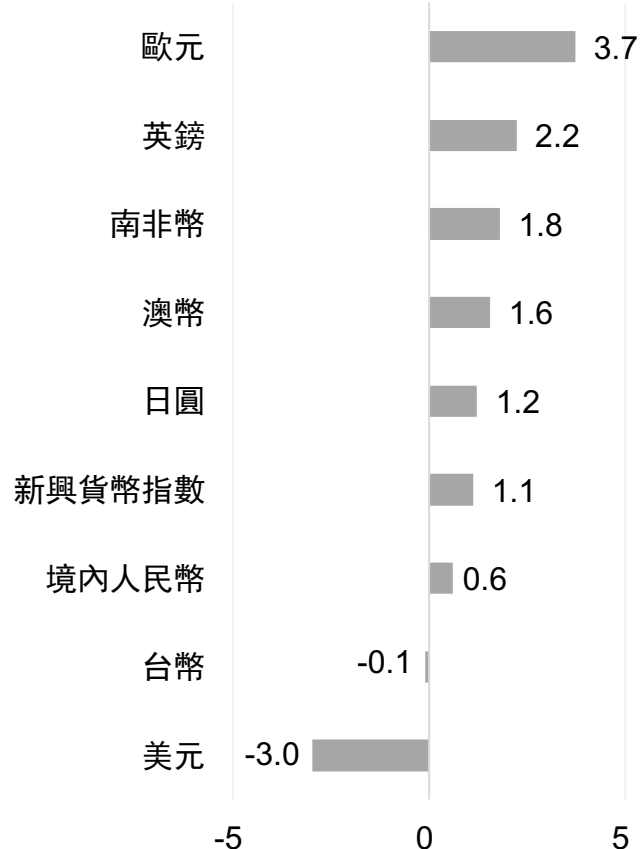
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/2/27 - 2025/3/6。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：關稅、景氣疑慮、德國財政轉向、台積電加大赴美投資

1. **關稅議題及景氣疑慮壟罩，資金Flight to Value：**關稅不確定性引發美國景氣疑慮，但迫使各國積極赴美投資下，對美國經濟將有激勵效果可期。面對政經渾沌環境，評價優勢使陸股及歐股受資金青睞。
2. **歐盟財政撙節立場轉向，經濟可望迎來轉折：**美暫停對烏軍援，歐洲緊急宣布8000億歐元國防計畫、德國將改革債務規則及設立5000億歐元基建基金以刺激經濟，過往立場驟變，股匯行情仍有發酵空間。
3. **台積電加碼投資美國，對台股影響？**台積電成本難免墊高，卻規避更令投資人擔心的半導體關稅威脅，以及投資英特爾問題，大舉投資也代表AI前景持續樂觀。

### 2. 後續看點

- 事件：美國CPI(3/12)、FOMC及台灣理監事會(3/20)、美國對等關稅(4/2<sub>最快</sub>)

## 策略思維

1. **股市-市場波動加大，資金分散布局：**除科技股外，可往低評價且有基本面支持的類股、國家進行分散布局，如金融、工業、陸港股及歐股。
2. **債市-美債利率若急跌，可適度獲利了結：**降息預期再度升高，然而關稅對物價推升風險仍在，美國10年債利率可能區間波動。
3. **匯市-歐洲擴大財政支持歐元偏強表現：**歐洲新支出計畫、歐元降息預期縮窄，美德利差收斂支持歐元。



## 關稅不確定性使經濟衰退疑慮再度升溫，衝擊市場信心

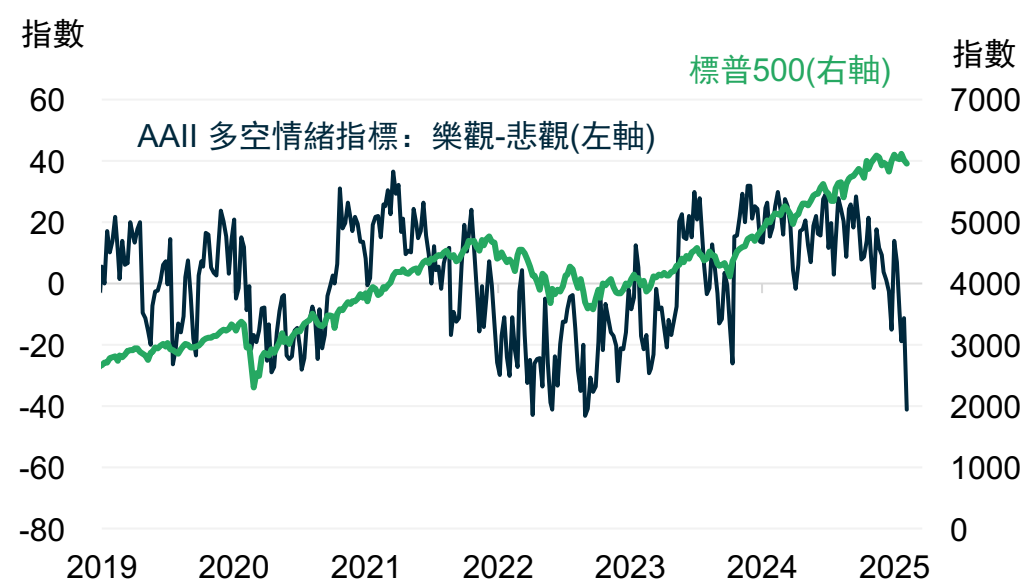
3/4川普對墨西哥及加拿大的關稅才正式上路，但川普朝令夕改、高度不確定性的關稅政策已提前影響到企業及消費者的行為及信心。消費者對未來通膨預期攀升、經濟信心走弱，及亞特蘭大Fed對美國Q1 GDP預估轉負，使市場對**經濟疑慮快速竄升**、**美國投資悲觀情緒已近2022年低點**。投研認為**無需過度悲觀看待美國經濟前景**，原因有二：1)亞特蘭大GDP預估走弱主要受到企業和民眾趕在關稅實施前囤貨，進口激增所致(進口為GDP減項)；2)川普政策的不確定性有雙面效應，為避免關稅威脅，多國宣布將加大購買美國產品及**企業積極赴美投資**，對經濟助益仍待發酵。

### 關稅衝擊下，經濟數據走弱及通膨預期攀升



資料來源：Bloomberg。

### 市場情緒悲觀情緒已近2022年低點



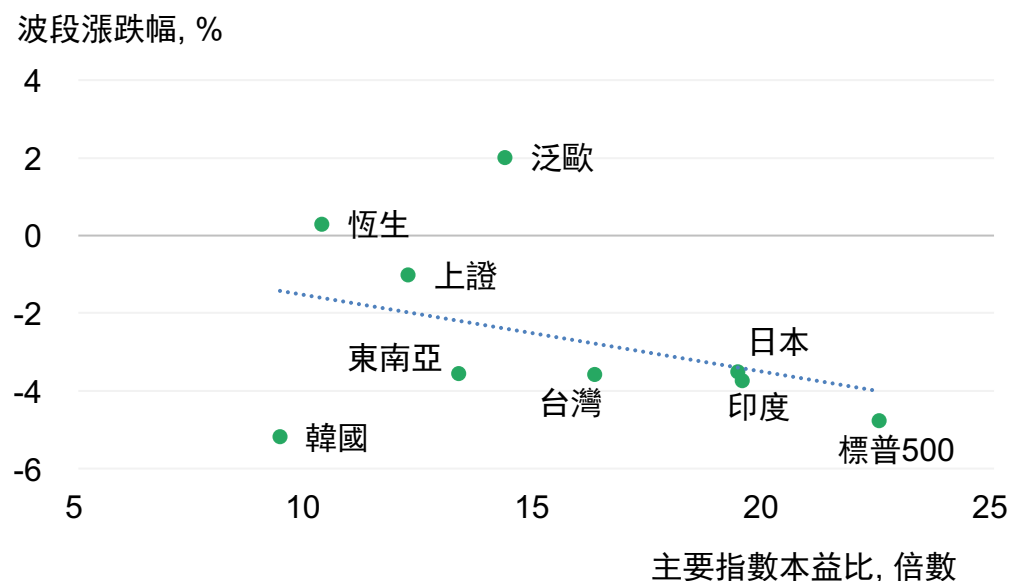
資料來源：Bloomberg。

## 政經環境高度不明朗下，資金有Flight to Value的現象

川普關稅政策一日數變，3/4才對加拿大、墨西哥商品全面課徵25%關稅，近日已陸續暫緩多項加墨的商品關稅。政經環境的高度不明朗，加上衰退疑慮升溫下，今年以來市場資金出現「Flight to Value」的狀況，青睞具評價優勢的市場。

可觀察到，評價較高的指數上，成為近期波動較大的族群。以區域來看，美股評價明顯高於歐洲與中國，使其近兩週跌幅約5%。從類股表現來看，科技股評價偏高，跌幅接近10%，半導體與硬體相關類股更是高達15%的跌幅，也反映為因應波動，市場資金除了科技股、美股外，有更往其他產業及國家進行分散布局。

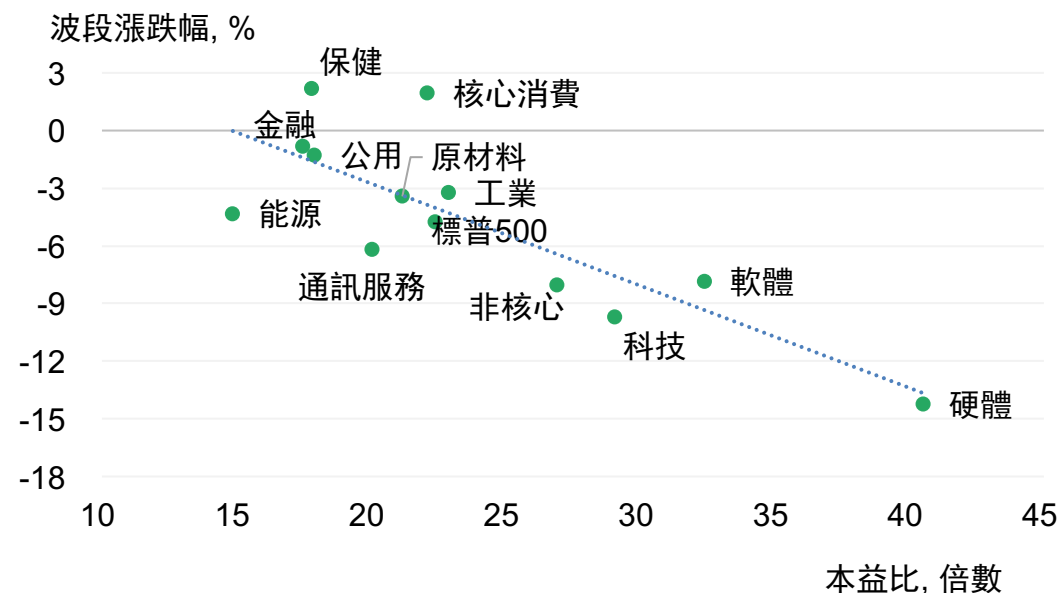
### 政治不確定下，評價偏高的區域，跌幅較重



註：波段跌幅期間為2/19至3/3間的跌幅。

資料來源：Bloomberg

### 政治不確定下，評價偏高的類股成為市場宣洩窗口



註：波段跌幅指標普500指數從2/19至3/3間的跌幅。

資料來源：Bloomberg。

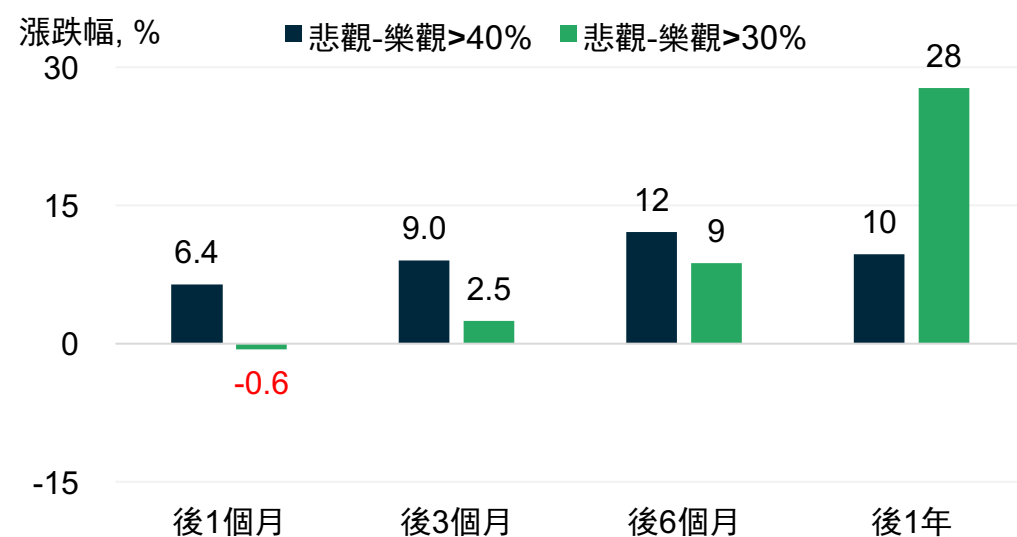


## 美股獲利仍穩健，但市場情緒已相當悲觀之際，反而是布局契機

市場預估地緣政治不確定性，可能使今年美股企業獲利有5-10%的修正，不過根據FactSet最新預估，**美股獲利今年仍維持正增長的態勢**，明年仍有高達10%的獲利成長，且近期股市已有下跌近5%，已消化部分獲利修正利空。

另外，AAII調查指出，目前悲觀投資人比樂觀者多出4成，已經來到歷史的極端狀況，從歷史經驗來看，若於市場極度悲觀之時進場，半年後往往都有不錯報酬，後續3-6個月的漲幅達10%。因此在美股獲利仍穩健，但**市場情緒已相當悲觀之際，應不是貿然離開股市之時，反而可能是布局契機**。

### 市場極度悲觀之際進場，往往有不錯報酬

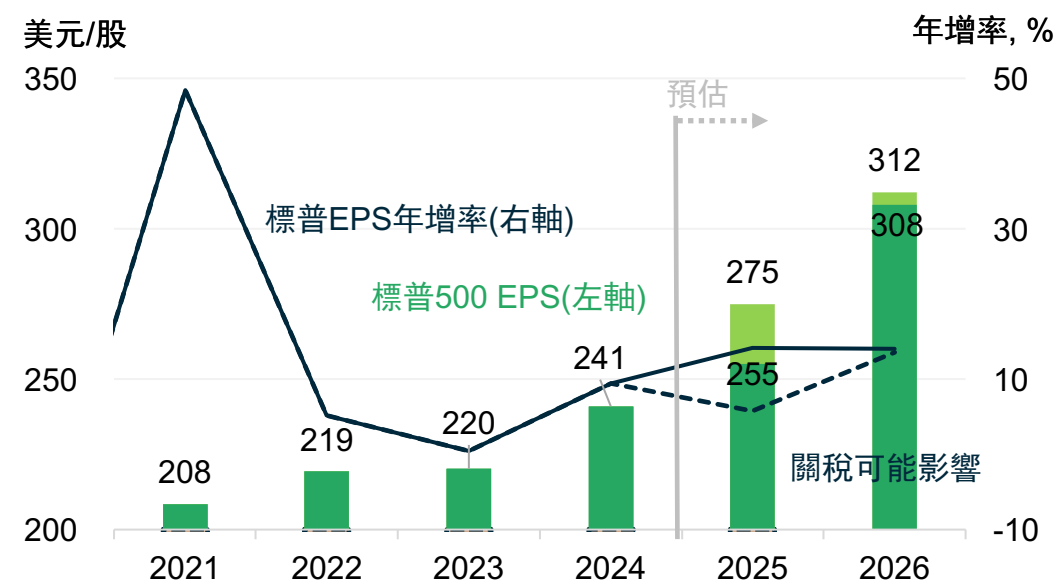


註：統計AAII 美國散戶投資人情緒指數中對市場悲觀及樂觀比例變化，自2000年以來，悲觀-樂觀>40%僅5次(含本次)，悲觀-樂觀>30%則有21次(含本次)。

資料來源：Bloomberg。



### 企業獲利有下修壓力，但可望保持成長



資料來源：Bloomberg。

## 歐洲 | Whatever it takes! 歐洲經濟可望迎來轉折點

川普對俄釋出善意、暫停對烏軍援。歐盟緊急提出「重新武裝歐洲計畫」，將提供1500億歐元國防貸款，並放寬財政限制，允許各國於未來四年增加6500億國防支出。德國候任總理梅爾茲稱將「不計一切代價」提升國防能力，雙雙宣告歐債危機以來，歐洲財政撙節的立場已然轉向，聞訊後帶動德債利率彈升、歐元強升。

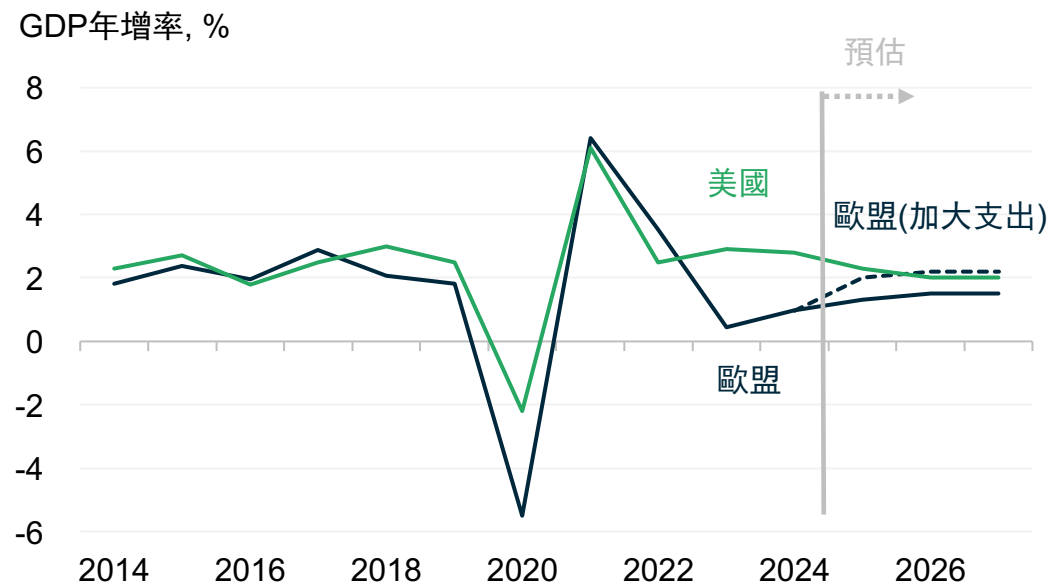
以目前宣布的規模試算，假設前述資金未來四年平均投入，預估每年對於GDP提振預估為0.6-0.9%，意味著當前彭博預估歐盟2025、2026年GDP成長率1.3%、1.5%，有望重回2%之上，將追趕上美國的2.0-2.3%，成為歐洲扭轉過去十年低迷景氣的契機。

### 地緣風險降，烏債利率降；德國擴大支出，德債利率跳升



資料來源：Bloomberg。

### 支出若如實推動，歐洲景氣將備受提振



註：支出以60%資金到位、未來四年逐年投入計算，2024-2028GDP原估計值採IMF 2024/10資料。

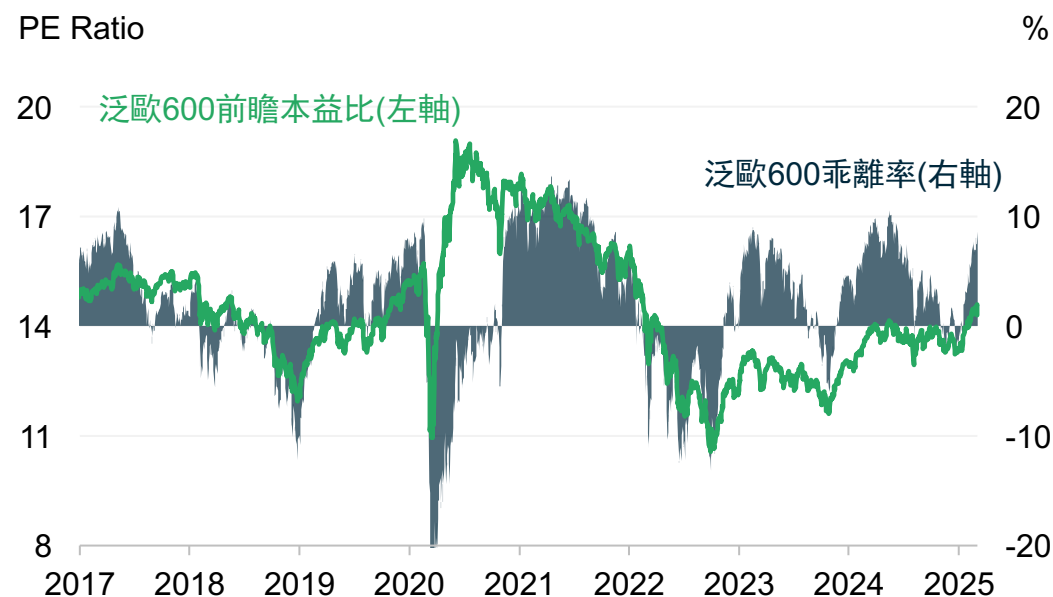
資料來源：IMF, Bloomberg預估。

## 歐股 | 歐股評價修復, 加大赤字提振經濟題材, 使歐股有想像空間

儘管澤倫斯基與川普的激烈互動一度成為市場焦點, 不過俄烏和談大方向仍在持續推進下, 使歐洲評價有明顯改善, 目前已回到俄烏戰爭爆發前的水平。加上歐洲財政態度意外轉變, 財政支出若如實推動, 經濟成長則有很大的想像空間。

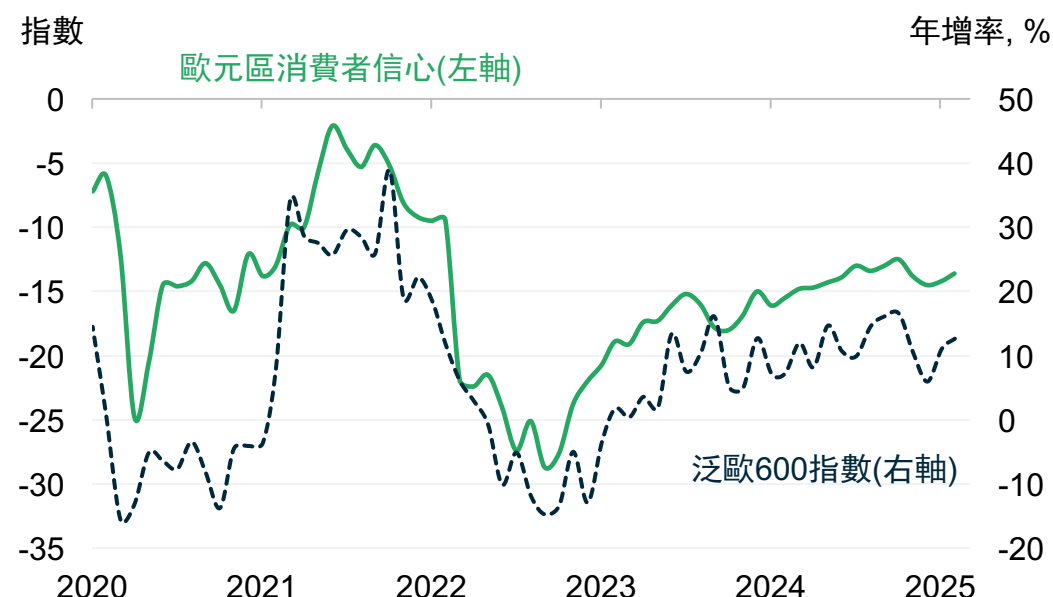
雖然歐盟財政政策落實速度、力道仍待觀察, 反映至經濟數據有需要時間, 且歐股仍難免受到關稅擾動影響, 然歐股除了受惠**Flight to Value**的浪潮外, 有**俄烏和談**及擴大**財政刺激經濟的題材**, 預期目前受情緒推升的行情仍有發酵的空間。因此不妨可以思考布局歐股, 參與歐洲的轉變。

### 歐股指數本益比回到俄烏戰爭爆發前水平



資料來源: Bloomberg。

### 市場焦點料逐漸回到經濟基本面



資料來源: Bloomberg。



## 中國 | 「兩會」延續5%左右GDP成長目標, 但財政赤字率明顯上升, 凸顯財政政策更加寬鬆

中國全國「政協與人大兩會」於4、5日登場。會前, 官媒新華社即先發布長文, 以中共總書記習近平所說「**我是一貫支持民營企業的**」為標題, 因此, 會前市場即預期會有更多有利企業的政策釋出。會後, 聲明除堅持教育強國、科技強國, 創新鏈產業鏈資金鏈, 及優化營商環境等, 同時釋出今年**GDP成長目標設定在5%左右, 意即連續三年目標相同, 並明顯提高財政赤字率至4%**; 且稱**強化總經政策民生導向**, 經濟政策的著力點更多轉向惠民生、促消費, 並打好政策「組合拳」, 並堅定實施擴大內需戰略。

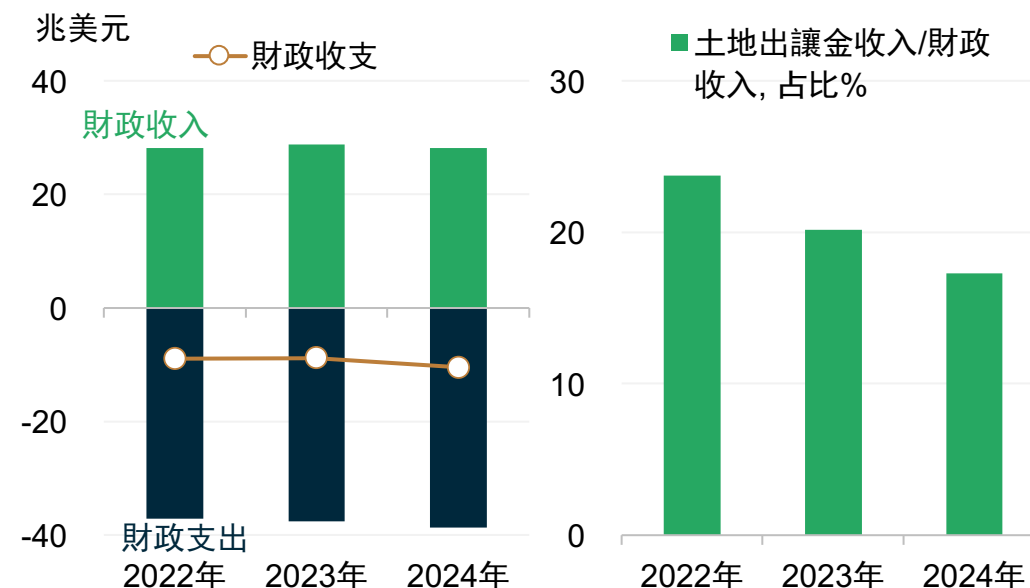
綜上, 外部貿易戰、美中關係的不確定性下, 官方財政與貨幣政策不得不延續寬鬆的政策取向, 但鑒於稅收與土地出讓金收入雙雙減少下, 今年政府舉債必須持續增加。

### 兩會重點：財政政策明顯較去年更為寬鬆

要點/年份	2024 年	2025 年
報告人	李強	李強
總經目標	1)GDP增速目標5%左右 2)消費物價漲幅3%左右 <b>3)赤字率3%, 規模4.06兆元, 比上年年初預算增加1800億元; 公共預算支出28.5兆元, 比上年增加1.1兆元</b> 4)城鎮新增就業目標1200萬人以上 5)新增地方專款債券3.9兆元, 較上年增加1000億元	1)GDP增速目標5%左右 2)消費物價漲幅2%左右 <b>3)赤字率4%, 規模5.66兆元、比上年增加1.6兆元; 公共預算支出29.7兆元、比上年增加1.2兆元</b> 4)城鎮新增就業目標1,200萬人以上 5)新增地方政府專款債券額度4.4兆元, 較上年增加1000億元
財政政策取向	<b>加力提效, 加強重點領域</b>	<b>更加積極</b> 財政政策
貨幣政策取向	<b>社會綜合融資成本穩中有降</b>	<b>推動社會綜合融資成本下降</b>

資料來源：國泰世華銀行整理。

### 稅收與土地出讓金收入減少下, 政府赤字率應持續上升



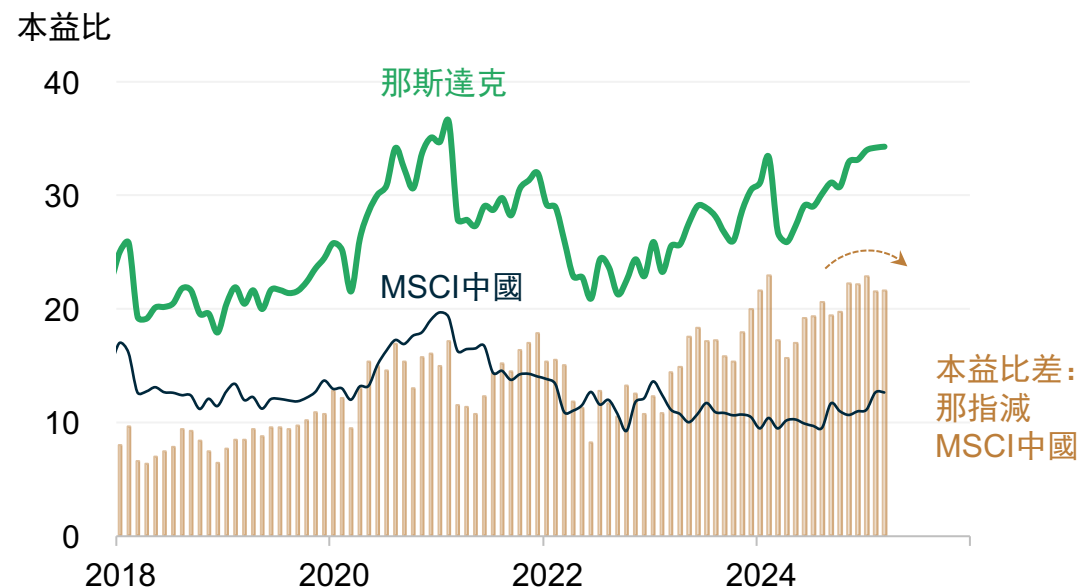
資料來源：Wind。

## 中國 | “評價”較美國科技股低，且MSCI中國的“科技股權重”較過往提高，有利中港科技股表現

由於中國科技股估值相對便宜，DeepSeek效應頗鉅，激勵近期中港整體科技類股的走勢。儘管美中總經形勢強弱仍有所差異，但目前MSCI中國的權重較過往有所不同，科技相關類股(通訊服務、循環消費、資訊科技)的成分持續提升，一方面受到傳統房市拖累的比重較輕，另一方面受到DeepSeek利多效應的影響較高，因此，雖然外部貿易戰噪音不斷，但不致影響整體中港科技股回升的態勢。

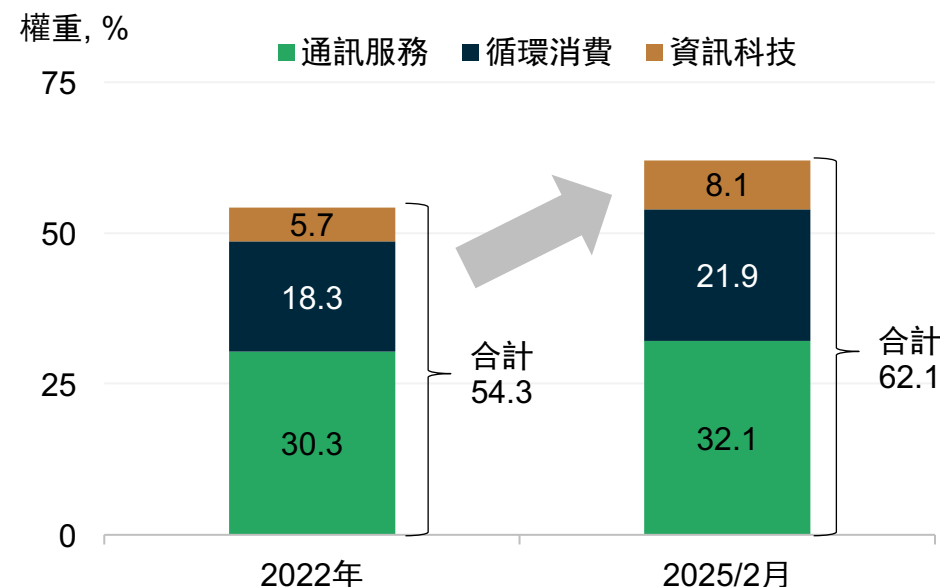
操作上，關稅等利空消息持續，短線漲多後震盪容易加劇，但鑒於DeepSeek加速AI產業走向，將有利中港科技股長線表現，因此若拉回月線附近可伺機布建。此外，鑒於中港股波動較高，美中關係也存在變數，因此，較適合以衛星配置視之，標的則以持有十姊妹(阿里巴巴、騰訊、美團、小米、比亞迪、京東、網易、百度、吉利及中芯國際)權重較高者、追蹤境外指數的基金為先。

### DeepSeek效應下，中美科技股評價開始收斂



資料來源: Bloomberg。

### MSCI中國的科技股權重較過往提高



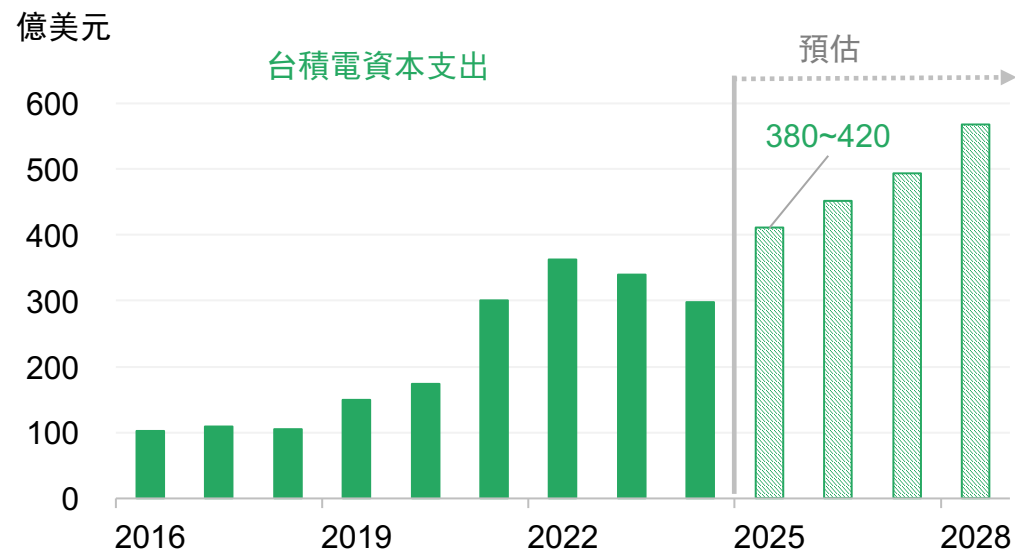
資料來源: MSCI。

## 台灣 | 台積電加碼美國投資, 台股有望擺脫關稅陰霾

川普對加、墨關稅如期上路, 美股大幅震盪引發台灣股、匯下跌, 投資人也擔心下一階段將於4月2日生效的對等關稅恐波及台灣晶片族群。3月4日, 台積電董事長魏哲家與川普總統在白宮共同宣布**台積電在美投資案, 繼目前亞利桑那1、2廠外, 將加碼1千億美元, 增3座先進製程晶圓廠、2座封測廠及研發中心, 先前市場擔心的半導體關稅以及與英特爾合資問題, 警報可望解除。一向保守的台積電大舉擴大投資, 也代表對AI前景持續樂觀。**

台積電曾提到美國廠成本較高, 可能拉低平均毛利率2~3個百分點, 不過由於台積電毛利率長期穩定在50%之上, 且在美客戶多支持台積電漲價以反應成本, 對台積電獲利影響應屬可控範圍。且AI需求仍處於早期爆發階段, 台積電在市佔率、競爭力皆處領先地位, 有望帶動台股走出多頭格局。

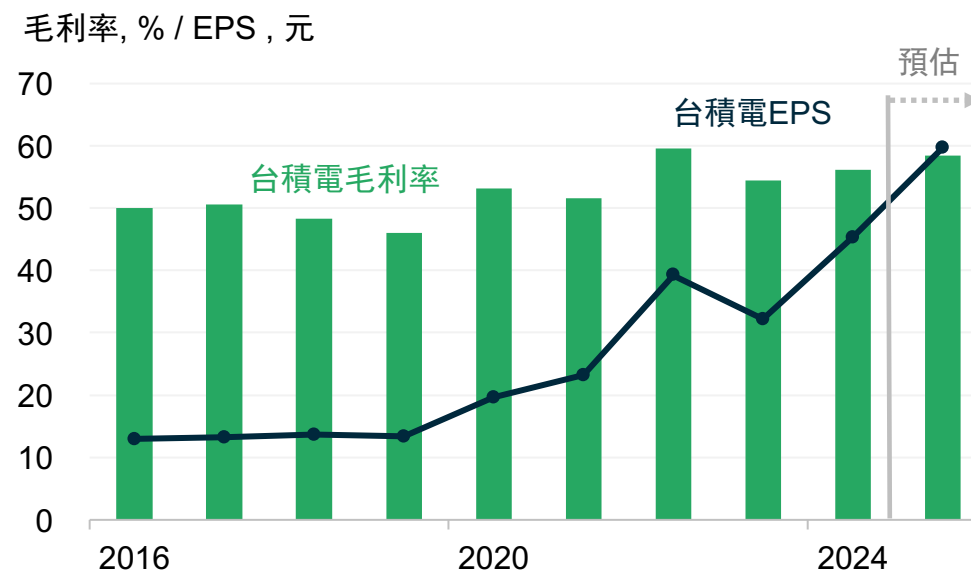
### 台積電2025年起將逐步擴大資本支出



註: 以2026~2028年營收成長推估資本支出。

資料來源: 台積電, Bloomberg預估。

### 台積電毛利率長期穩定在50%之上



資料來源: Bloomberg預估。

## 債市 | 恐慌壓低美債利率, 市場或過度悲觀、關稅對物價陸續發酵下, 利率仍有回升可能

近期一系列疲弱經濟數據, 使衰退疑慮升溫下, 降息預期升溫及避險情緒大幅壓低美債利率。然而, 預期未來利率仍有很大機率回升原因有二: 1) 市場對經濟有過度恐慌的疑慮; 2) 關稅對物價影響陸續發酵下, 可能影響Fed降息步伐。

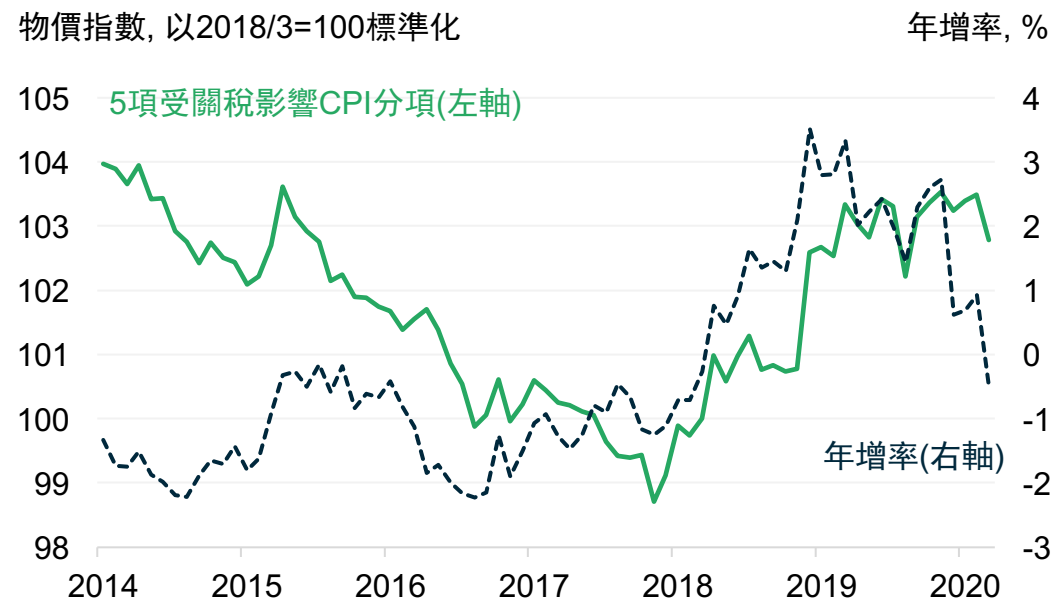
參考川普1.0經驗, 關稅的確推升相關商品物價, 意即本次若物價受關稅推升, 殖利率則有上揚動能, 然拉長時間來看, 關稅對通膨影響淡化, 加上油價前景為通膨降溫有利的因子, 預期整體通膨仍可控下, **推估殖利率仍將高檔區間震盪。**

### 降息預期升溫及避險情緒壓低美債利率



資料來源: Bloomberg。

### 參考川普<1.0>關稅對物價影響



註: 取CPI中的洗衣設備、家具、自行車、家庭用品、裁縫機等五項加權平均後數值。  
資料來源: Bloomberg。

## 歐元 ECB降息一碼, 逐次會議降息模式或結束; 利多因素支持, 歐元短線可望延續偏強格局

ECB會議如期降息一碼, 存款機制利率為2.50%, 主要再融資利率、邊際貸款利率為2.65%、2.9%。ECB下調今年GDP, 反映外貿不確定性與企業投資疲軟影響, 今年核心通膨隨之小幅下修。值得注意的是, **ECB稱政策已變得明顯不那麼具有限制性, 暗示逐次會議降息的模式或已結束, 研判主因1)通膨降幅趨緩、2)川普關稅不確定性、3)歐盟各國國防支出進程等皆需時間觀察**。市場預期年內將再降息兩碼, 時點落在6月、12月。

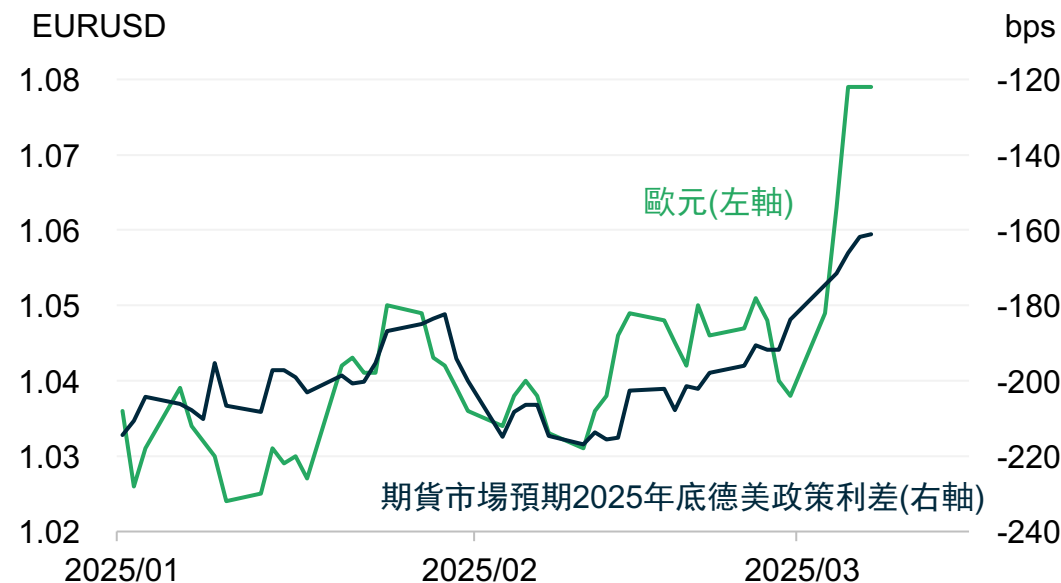
對於歐元的影響而言, ECB放緩降息速度, 將令美歐降息速度趨於一致, 緩和去年Q4以來美歐利差擴大的壓力。此外, 烏俄僵局仍有轉圜空間, 配合德、法兩國政治不確定性降溫、歐盟將加大國防支出有助提振景氣的預期發酵, 皆為歐元短線持續反彈的有利因子。至於能否扭轉長期下降趨勢, 關鍵在於財政刺激落實進展。

ECB下修今明GDP、核心通膨

ECB預測項目, %	會議	2025	2026	2027
實質GDP	3月	0.9	1.2	1.3
	12月	1.1	1.4	1.3
CPI	3月	2.3	1.9	2.0
	12月	2.1	1.9	2.1
核心CPI	3月	2.2	2.0	1.9
	12月	2.3	1.9	1.9
失業率	3月	6.3	6.3	6.2
	12月	6.5	6.3	6.1

資料來源: Bloomberg。

美歐降息步伐趨於一致, 利差出現收斂, 推升歐元



資料來源: Bloomberg。



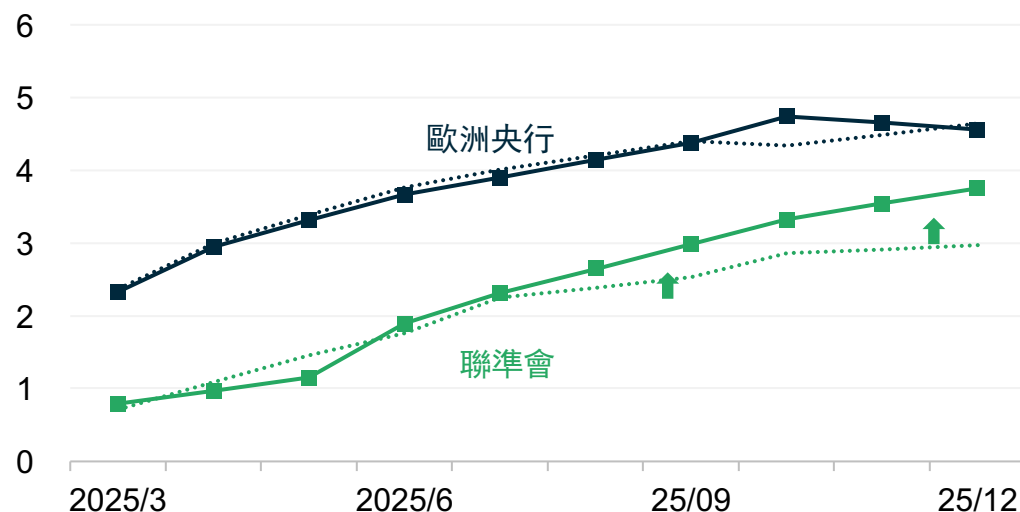
# 美元 降息預期升溫、烏俄衝突可望改善, 美元短線回檔整理

川普關稅威脅不斷除已打擊消費者、企業信心外, 市場對於景氣降溫的疑慮隨之上升, 連帶助長年內降息預期。相較之下, ECB、BOE雖維持當前降息步伐不變, 但亦未進一步釋出鴿派訊號, 雙雙引導美元國內外利差收斂。與此同時, 烏俄局勢仍有轉圜空間, 地緣風險降溫的可能性, 為歐元營造短線上漲空間。兩大因素皆為美元帶來短期回檔調整的壓力。

然而, 川普政策常見朝令夕改, 代表在對實體景氣產生影響前, 聯準會或傾向保持觀望的立場, 避免政策過快及過度地調整, 此則意味著需留意當前漸趨樂觀的降息預期, 及其引導美債利率下跌的情勢, 未來恐有反向調整的空間。此外, 川普政策將引資回流、美國景氣動能相對主要國家強勁, 皆為中長期美元的有利因子, 意味著**美元短線調整後, 下檔仍有支撐**。

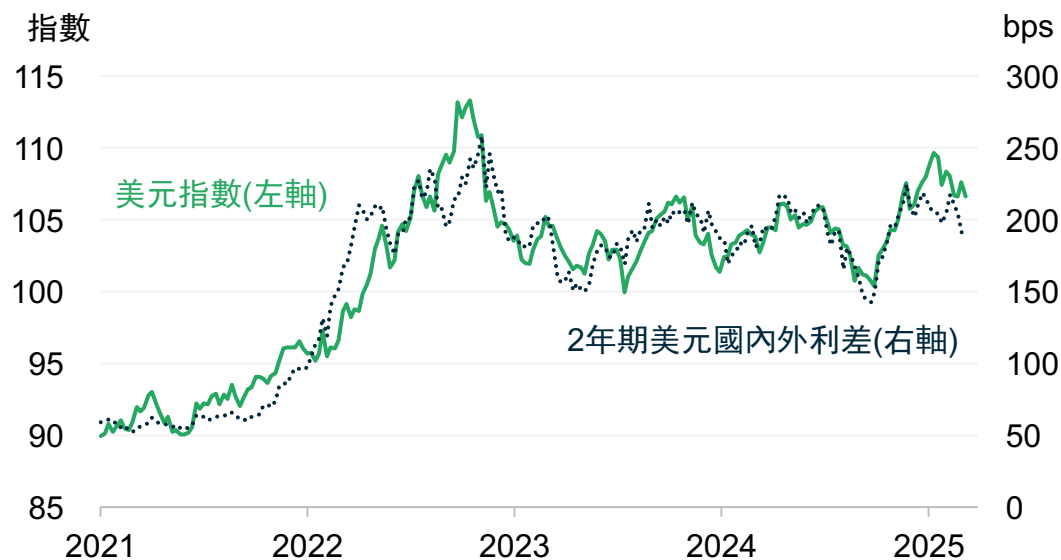
## 市場預期年內美歐央行降息幅度靠攏

市場預期2025全年降息碼數



註: 實線資料時間為2025/3/4, 虛線為2025/12/12。  
資料來源: Bloomberg。

## 利差回落, 增添短線美元調整壓力



註: 藍線為2年期美債利率減2年期加權海外利率(以美元指數權重對德國、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之公債利率加權計算)。  
資料來源: Bloomberg。

Mar 2025

10	Monday	11	Tuesday	12	Wednesday	13	Thursday	14	Friday
日本國際收支 德國工業生產 歐元區投資者信心		美國JOLTS職缺 美國JOLTS離職率 日本GDP 日本工具機訂單		美國CPI 韓國失業率 日本PPI		美國PPI 美國初領失業救濟金人數 英國RICS房價指數		美國密西根大學市場氣氛 美國密西根大通膨預期 英國製造業生產 德國CPI 歐元區CPI 印度休市	

## 揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預估，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函  
台北市松仁路7號B1 TEL: +886 8722-6666