



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

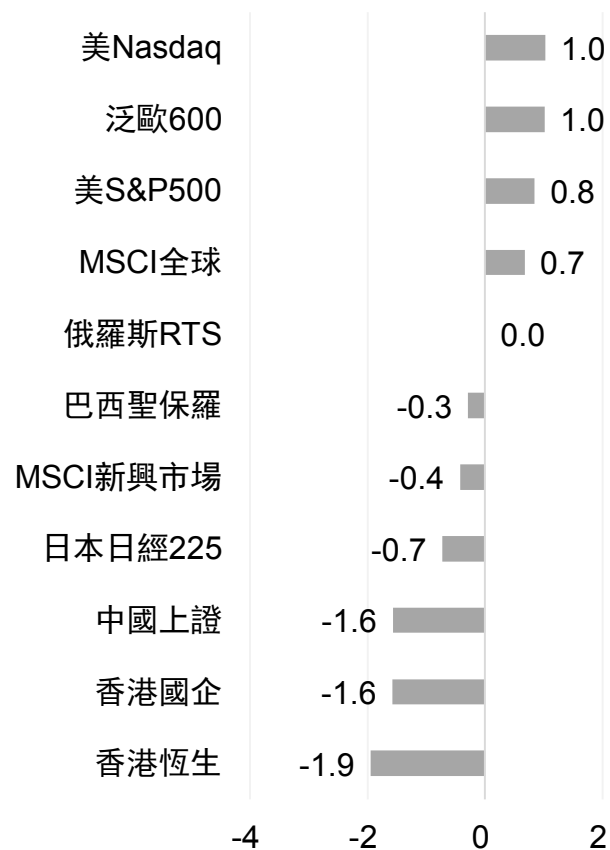
2025年1月10日

# 投資研究週報

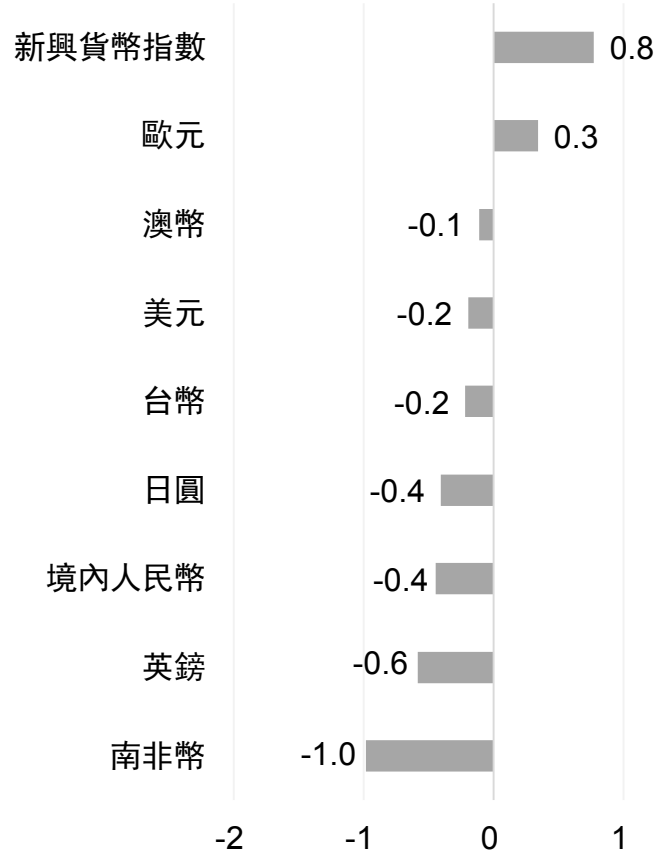
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

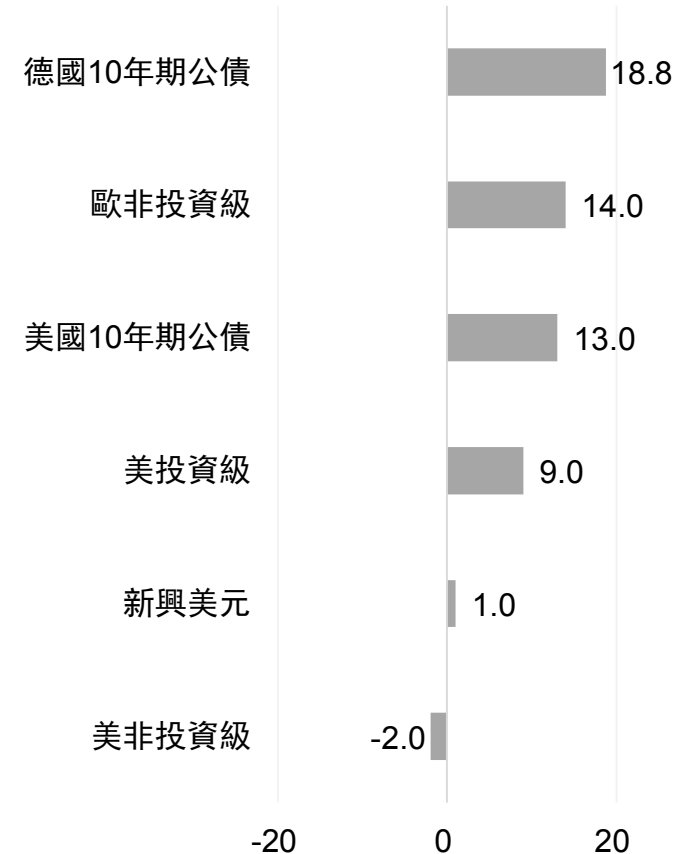
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/1/2 - 2025/1/9。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- 1) **川普交易重燃，利差擴大帶動長率走升：**美國債務問題難解，加上經濟數據亮眼打擊降息預期，但限制性利率仍有助實現通膨目標，惟長端利率偏強限縮債券資本利得空間。
- 2) **就任在即，政經風險加速資金回流美元資產：**川普即將上任之際，對外關稅態度持續強硬，加上美國景氣相對歐、英、日等國強韌，資金回流料支撐美元居高不下。
- 3) **中國人行擇機降準降息，亞幣恐同遭拖累：**中國CPI與PPI改善幅度有限，加上美國公布1260H條款名單，經濟與金融市場壓力攀升下，人民銀行重申寬鬆承諾，利差壓力不利人民幣走勢。

### 2. 後續看點

- 美國CPI(1/15)、台積電法說會(1/16)、川普就任(1/20)、FOMC(1/30)、德國大選(2/23)。

## 策略思維

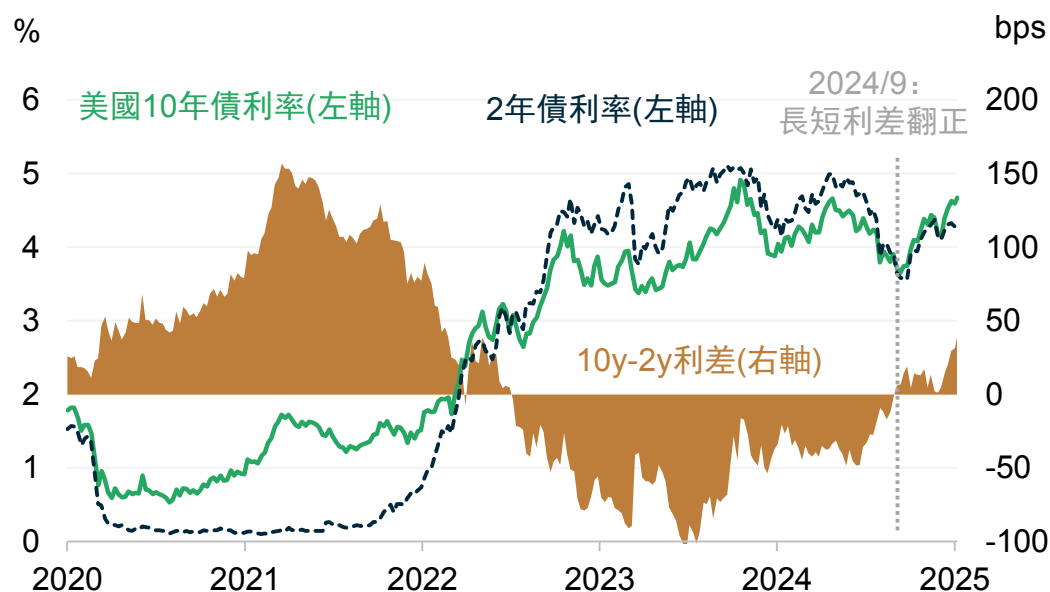
1. **股市—財報獲利增長有利美股多頭：**美國製造業回溫之際，企業獲利延續成長態勢，支持美股偏多格局。
2. **債市—降息立場限縮利率上方動能：**貨幣寬鬆背景未變，不過基本面數據穩健，帶動美債長短利差擴大。
3. **匯市—景氣穩健支撐美元維持強勢：**美國經濟相對歐、英等國強勁，加上降息步伐放緩，提供美元支撐。

## 債市 | 川普交易重回焦點，債務問題與鷹式降息推升美債利率

川普就任在即，1/20上任前川普交易再度重回市場焦點，財政赤字壓力與經濟強勁推升長短天期利差擴大，10年美債殖利率一度突破4.7%。

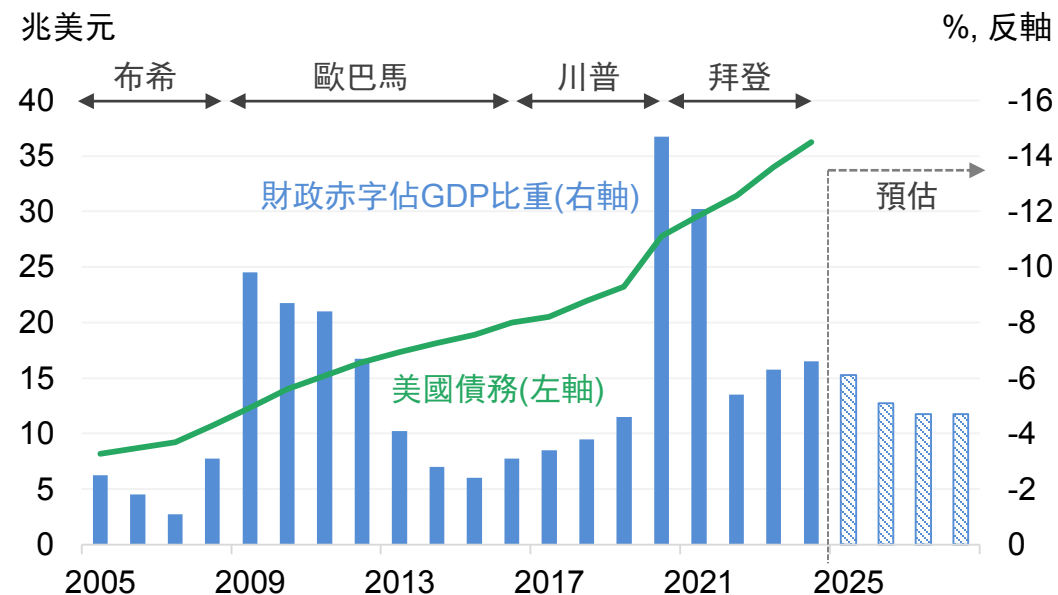
美國債務總額已經站上36兆大關，債務上限可能在一月中下旬達到上限，加上投資人擔憂在川普政府完全執政下，減稅政策加上大規模財政支出，可能讓發債總量激增，增添債券市場賣壓。然而，美國財政赤字的狀況自20年前布希時代就持續至今，債務總額從當時不足10兆一路擴張至36兆，期間美債殖利率循環往復，因為相較於發債增加對籌碼面的擾動，貨幣政策循環對長線利率的影響更甚。此外，新任財政部長貝森特也曾多次對外表達對債務問題的擔憂，預期債務失序擴張的可能性不高。

### 長短利差擴大，美國長債利率走升



資料來源：Bloomberg。

### 美國債務與財政赤字變化



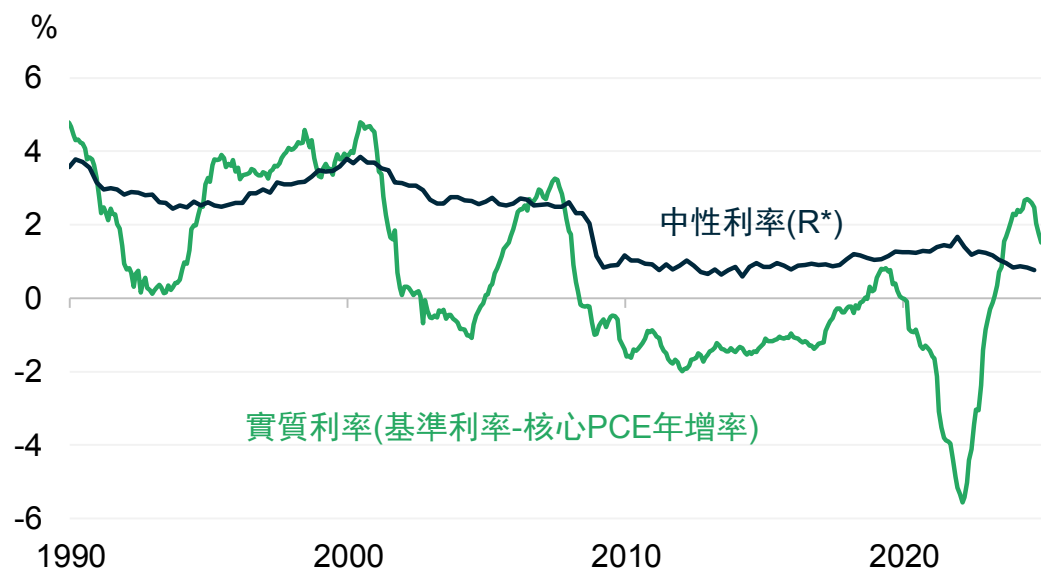
資料來源：Bloomberg, 美國財政部預估。

## 債市 | 基本面穩健打擊降息預期, 但限制性利率有助實現通膨目標

除債務問題, 近期經濟數據強勁也成為利率上揚因素, 包含: 1)職缺數回升、初領失業金人數下滑, 勞動市場穩健; 2)ISM製造業、服務業PMI雙雙回升, 景氣動能改善。基本面穩健打擊2025年降息預期, 目前利率期貨顯示全年降息幅度縮窄至不足2碼。

以去年走勢觀察, 市場對於降息預期的反應往往過於樂觀或悲觀, 導致利率大幅波動, 目前預期今年降不到2碼, 恐已過度保守。以實質利率角度觀察, 目前貨幣政策仍偏緊, 若現有的政策限制性持續發酵, 使得通膨走勢回落, 仍將帶動殖利率走勢回歸下行。本波利率走高可視為布債良機, 惟未來一段時間內通膨、債務與景氣的擾動持續, 長端利率偏強將限縮資本利得空間。

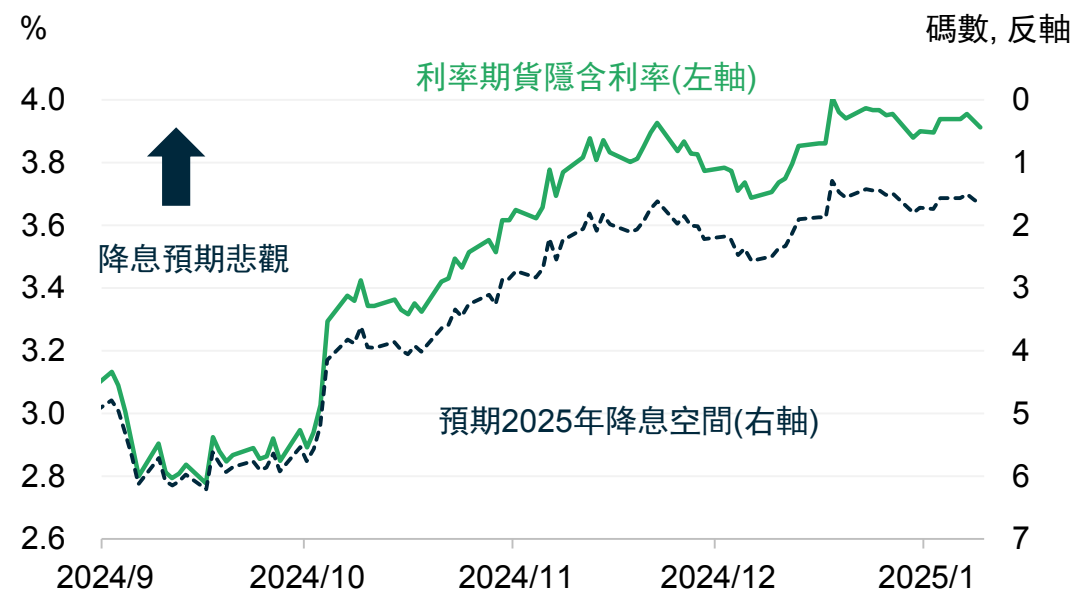
### 現階段貨幣政策仍具限制性



備註：實質利率=基準利率-核心PCE年增率；中性利率採HLW(Holston-Laubach-William)模型預估。現階段實質利率高於中性利率, 顯示貨幣政策仍具限制性。

資料來源: Bloomberg。

### 市場預期悲觀, 待政策限制性發酵, 則有助降息信心回升



資料來源: Bloomberg。

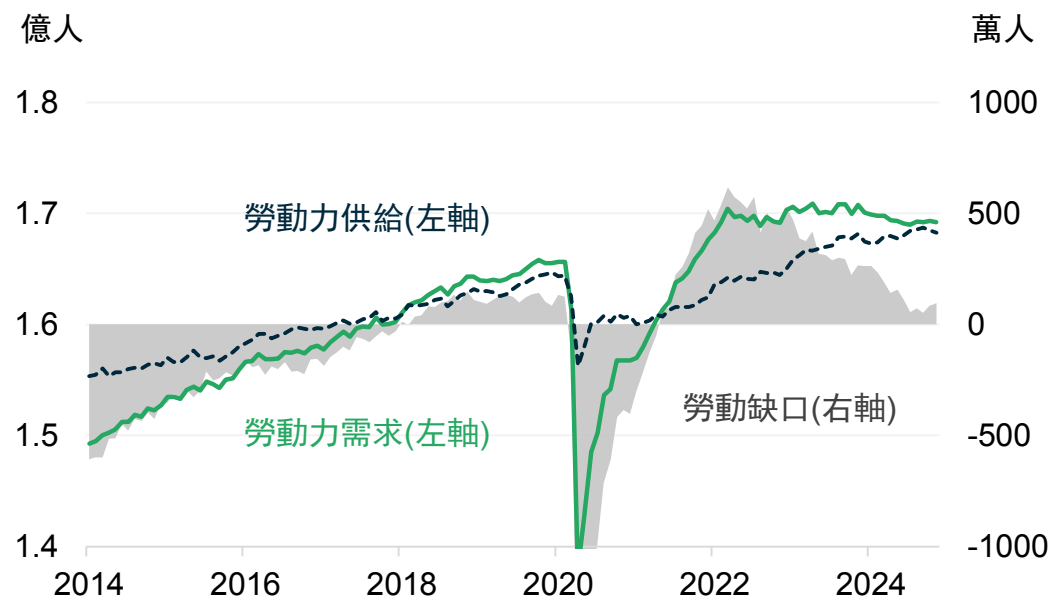


## 總經 | 職位空缺數雖有所增加, 整體勞動力市況仍持續趨緩

截至2024年底, 美國經濟持續穩步增長。由於對未來關稅的預期, 企業提前下單備貨, 推動ISM製造業和非製造業指數上揚。儘管製造業PMI仍低於榮枯線, 但新訂單指數從50.4上升至52.5, 非製造業指數表現更為亮眼, 多數分項均高於榮枯線。

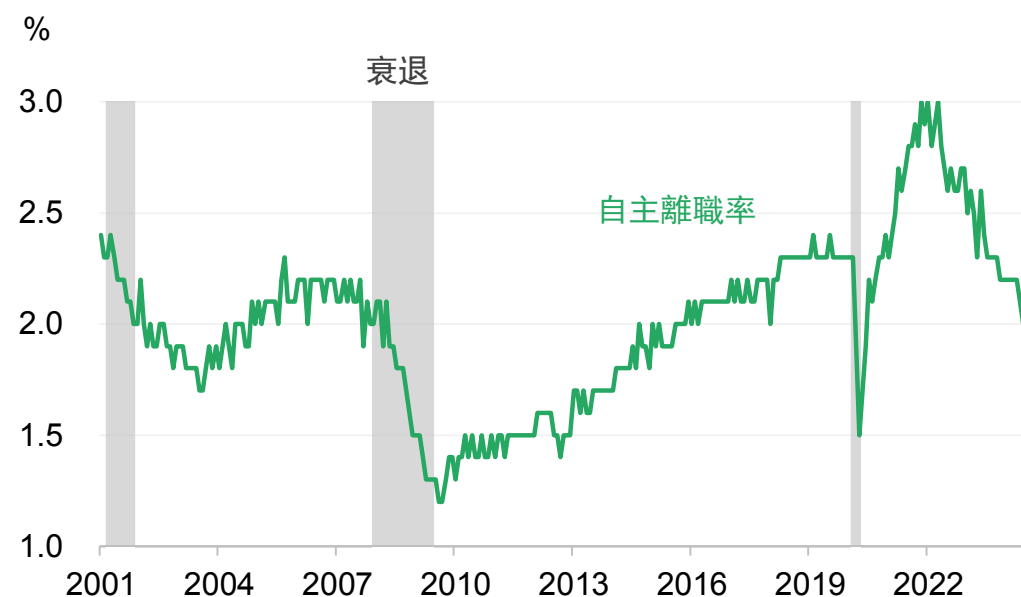
在就業市場方面, 金融、商業和教育等行業推動11月職位空缺數從784萬增加至810萬。製造業則持續下滑, 裁員率穩定在1.1%, 但勞工自主離職率從2.1%下降至1.9%。整體而言, 職位空缺數的增加導致衡量就業市場緊張程度的勞動供需缺口和職缺/失業人數比出現反彈, 這可能加劇投資人對薪資增長的擔憂。然而, 製造業職缺和離職率的下降, 顯示出勞動力市場仍持續趨緩。

### 職位空缺數上升, 勞動供需缺口擴大



註: 勞動力需求=職位空缺+就業人數, 勞動力供給=勞動參與人口, 缺口=需求-供給。  
資料來源: Bloomberg。

### 就業市場穩健, 留意薪資增速是否出現反彈



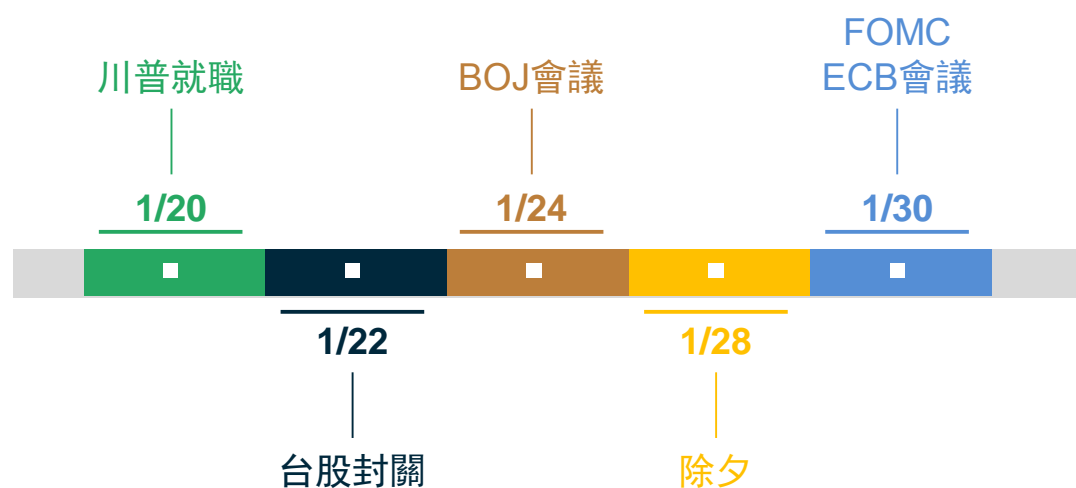
資料來源: Bloomberg。

## 總經 | 川普就任在即，政經不確定性推動資金回防美元資產

美國經濟數據優於投資人預期，而即將於1/20上任的新總統川普的強硬立場亦成市場焦點。當《華盛頓郵報》指出川普幕僚正考慮縮小關稅範圍時，川普立即駁斥此說法。此外，為了爭取巴拿馬運河與格陵蘭的控制權，高額關稅被視為談判桌上的重要籌碼，甚至傳出川普考慮宣布全國經濟緊急狀態，以利推行未來的關稅計畫，種種消息在在顯示川普的對外關稅態度依然強硬。

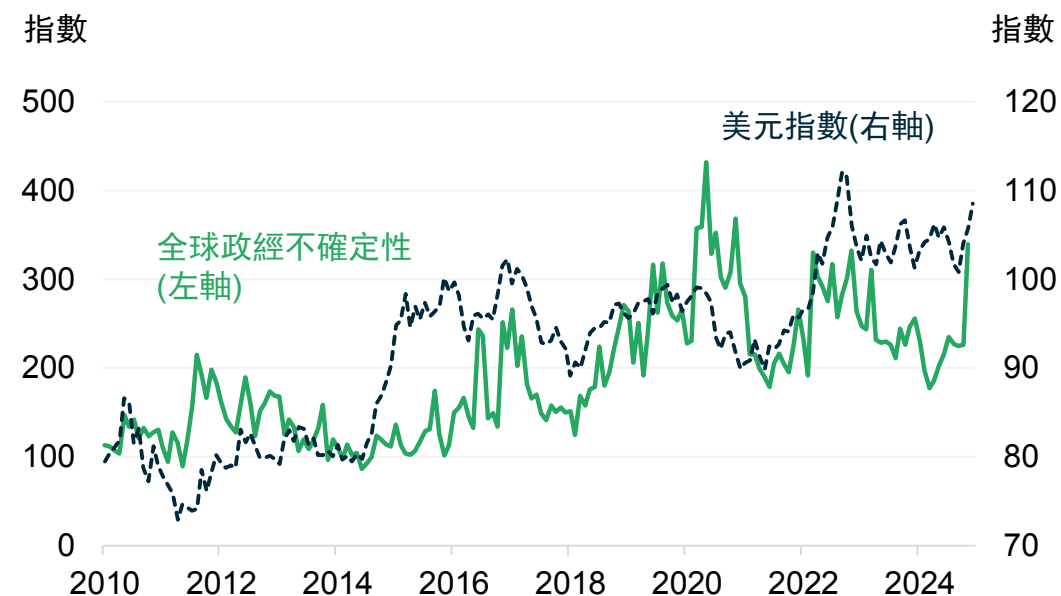
回顧歷史，美元指數往往在全球政經不確定性升高時走強，例如2018年貿易戰與2022年俄烏戰爭期間，全球市場動盪成為美元強勢的原因之一。自2024/11美國總統大選以來，全球貿易風險持續攀升，隨著新總統就職日臨近，政經不確定性恐將加劇。為對沖潛在風險，市場資金回流美元資產的趨勢可能進一步支撐美元匯價。

### 春節前後全球重要政經事件



資料來源：國泰世華銀行整理。

### 政經不確定性高盤，推動資金回防美元資產



資料來源：Bloomberg。

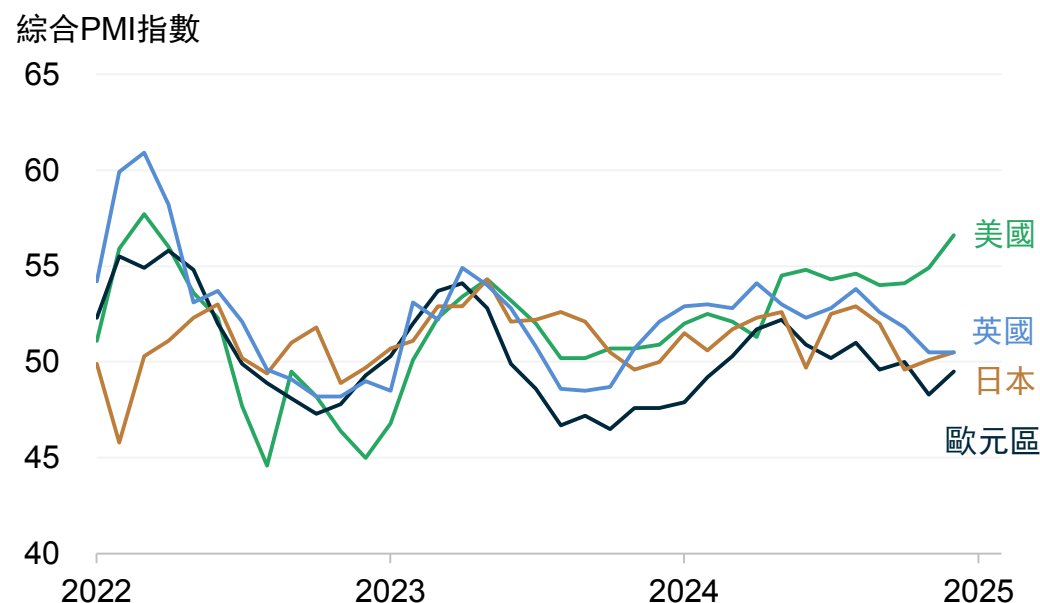
## 美元 | 美國景氣相對主要國家強勢, 成為美元指數維持強勢的有利因子

2024年末美國經濟表現穩健, 服務業延續擴張格局, 製造業低迷的狀況則有所改善, 反映在PMI指數優於預期的走勢之上。

相較之下, 歐、英、日等主要國家企業信心皆較2024年Q3有所下滑, 研判主因在於1)川普總統上任後, 各國皆面臨關稅上調的風險; 2)德、法兩國政治不確定性相繼升溫, 且短期內恐難以平息; 3)即便各國央行展開降息, 但過去兩年高利率環境的影響持續發酵下, 各國基本面復甦狀況並不如預期。各項因素皆導致企業營運計畫暫且轉趨保守, 有意等待後續情勢明朗。

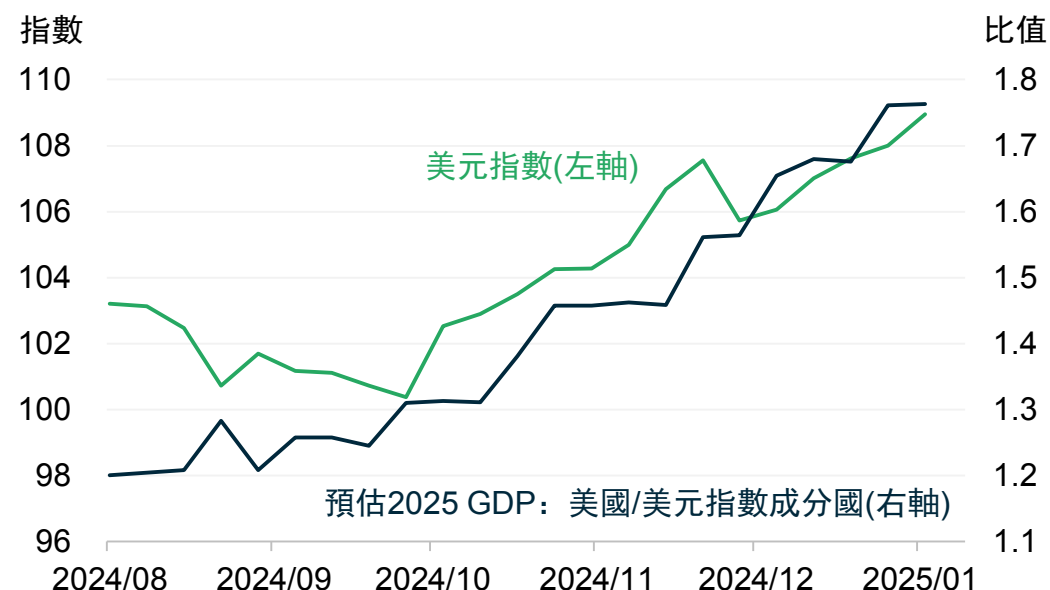
影響所及, 市場對於2025年美國經濟相對其餘國家強勁的預期持續升溫, 成為美元指數強勢的一大推手。展望後市, **短期內美國景氣未見大幅惡化的風險因子, 加以聯準會放慢降息步伐, 有利美元國內外利差維持高檔, 兩大因素皆可望提供美元指數支撐, 大幅度修正的可能性不大。**

### 美國整體景氣穩健, 企業信心創下三年新高



資料來源: Bloomberg。

### 市場預期美國經濟相對強勢, 成為美元指數的支撐



註: 美元指數成分國為歐元區、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之預估2025 GDP依照該國貨幣在美元指數之權重加權平均。2024/9/6至2025/1/3藍、綠線相關係數為0.94(週資料)。

資料來源: Bloomberg預估。



## 股市 | 製造業回溫之際，企業獲利持續增長為美股奠定基礎

伴隨著美債殖利率自去年底反彈，去年12月以來股債同跌的情境再次上演。這意味著當川普的言論或經濟數據推升美債殖利率時，美股走勢即顯露疲態。同時，標普500前瞻本益比高達22倍，也加劇殖利率上行帶來的評價面擔憂。

不過，美國12月ISM製造業指數攀升至49.3，連續兩個月回升並創下九個月新高。新訂單指數跳升至52.4，達兩年半來高點，這不僅反映庫存去化接近尾聲，也可能受益於銀行持續放寬放款條件。隨著寬鬆環境延續，銀行業放貸緊跟聯準會降息步伐，有望為製造業復甦提供支持。

當製造業景氣回暖，美國企業基本面也顯示升溫跡象。根據統計，標普500指數企業獲利已連續五季成長，預計2024年Q4獲利將持續增長，年增率甚至可能達雙位數水準，在評價面高位震盪環境下，獲利面的穩健表現預期為美股創新高奠定基礎。

### 美債殖利率攀升增加美股回調壓力



資料來源：Bloomberg。

### 製造業回溫之際，企業獲利可望連6季成長



資料來源：Bloomberg預估。

# 科技 黃仁勳：AI機器人的ChatGPT時刻即將到來

輝達執行長黃仁勳於CES展開幕演講，除了展示新款顯卡RTX5090、微型AI晶片GB10、汽車晶片Thor之外，市場最關注的莫過於他對AI市場的趨勢展望。黃仁勳認為，AI機器人的ChatGPT時刻即將到來，未來將成長為數兆美元產值的市場，其中又可分為3大發展方向：

1) AI代理：有別於AI應用在聊天機器人，AI代理可視為專精於某一領域、執行特定任務的AI應用，可執行用戶甚至是AI交付的任務。2) 自動駕駛：透過大量的駕車影像學習及訓練，AI可模擬真實世界駕車的變化，並用於自動駕駛，輝達推出Cosmos平台，並與豐田等多家車廠合作。3) 人形機器人：未來的機器人能理解自然語言，透過觀察人類行為來模仿動作，並在各種環境下執行任務。**微軟同樣看好2025年AI代理的發展，除了提高2025財年的資本支出至800億美元之外，也宣告來自AI相關的收益年化達到100億美元，潛在成長幅度驚人，也代表AI的投資熱潮尚在高速成長階段。**

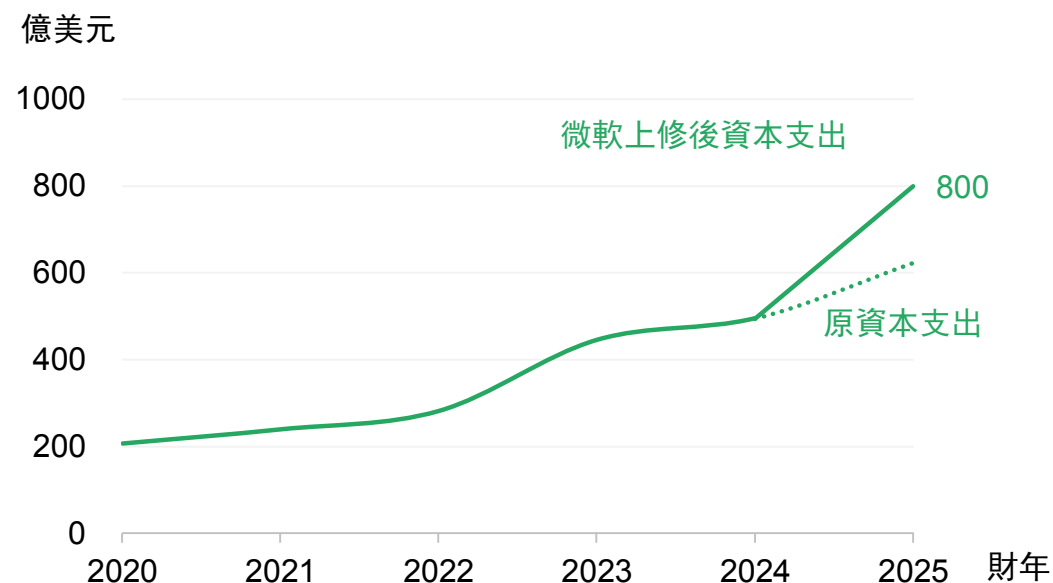
## 輝達黃仁勳：AI機器人的ChatGPT時刻即將到來

AI機器人發展3大方向		
AI代理	自動駕駛	人形機器人

發展AI關鍵資源		
AI算力	電力	軟體應用

資料來源：國泰世華銀行彙整。

## 微軟看好AI應用，加大2025財年資本支出



資料來源：Bloomberg, 微軟。

# 台股 半導體受惠AI市場持續擴大, 台股2025年展望仍佳

台股2025年開年表現強勁, 台積電、聯發科等半導體股創新高, 帶動指數上揚, 不過反觀包括塑化、鋼鐵、紡織、觀光、百貨在內的傳產族群卻延續了去年的弱勢表現, 電子類股中創新高的也屬少數, 顯示行情由AI相關的個股帶動上漲, 這些也是指數主要成分股, 因而延續台股漲勢。

AI成長強勁, 市場特別關注輝達黃仁勳在CES展的演講, 但他並沒有提到太多跟數據中心和AI伺服器有關的新產品時程, 不過**輝達將和聯發科合作開發晶片, 聯手打造個人AI超級電腦, 並將於5月上市, 相關訂單不僅帶動兩家晶片大廠營收動能, 也對晶圓代工龍頭台積電帶來貢獻, 由於AI伺服器、邊緣AI等市場持續擴大, 相關供應鏈仍以台灣受惠最大, 預料2025年台股仍將有突出表現。**

## 半導體股創新高帶動台股走揚, 但傳產股表現低迷

標準化, 2024/1/1=100



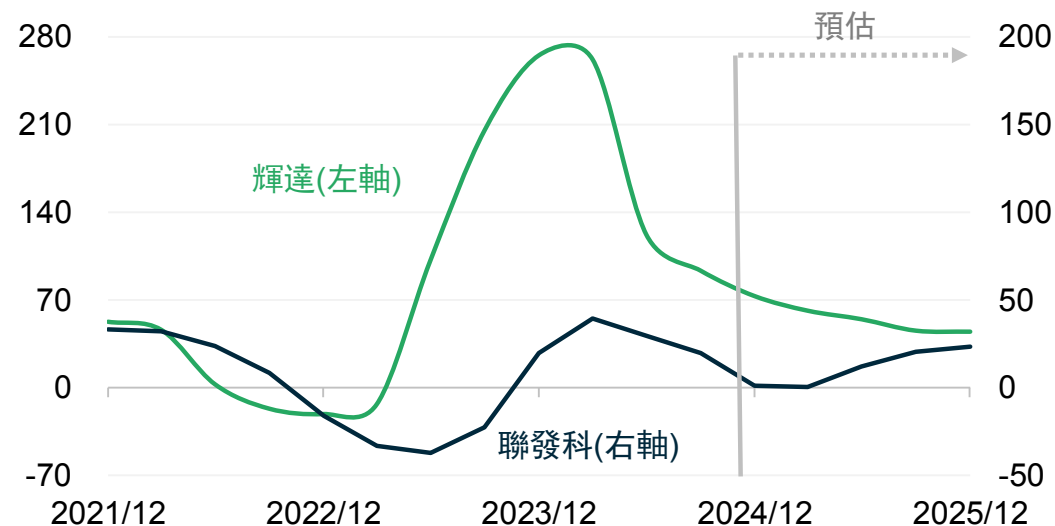
註: 非金電為台灣股市中除了金融業和電子業的公司股票指數。

資料來源: XQ。

## 輝達、聯發科強強聯手, 挹注台積電訂單動能

營收年增率, %

營收年增率, %



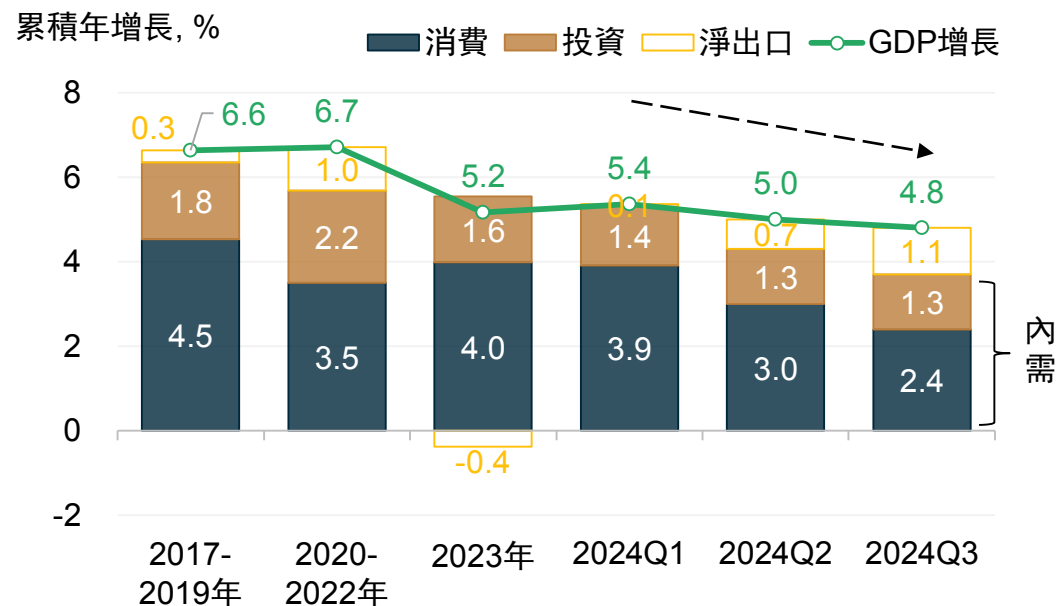
資料來源: Bloomberg預估。

# 中國 內需增長愈發不振, 且川普即將回任, 美中不確定升溫下, 基本面陰霾仍在

中國GDP的內、外需貢獻顯示, 去年以來內需增長趨疲。這主要是由於中國房地產市場不振, 房貸壓力讓民眾的消費需求受到壓抑。房市的低迷不僅影響了家庭的財務狀況, 也削弱了消費者的信心, 進一步抑制了內需的增長。

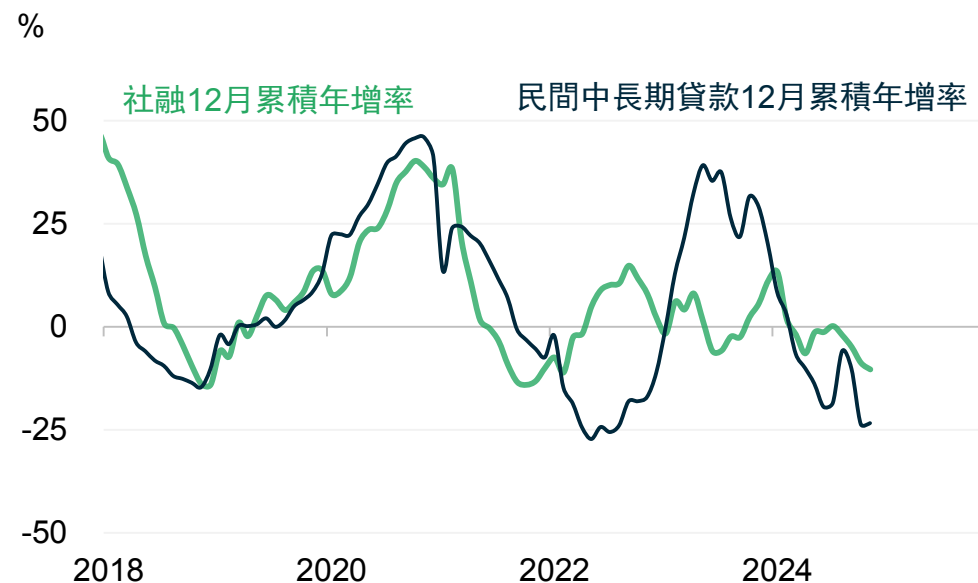
儘管官方通過發債增加來支持社會融資, 但整體貸款力道仍然較為疲弱, 由**民間中長期貸款增長狀況仍令人失望**, 反映出企業和個人在面對經濟不確定性時, 對於借貸的需求和意願都較低。此外, 中美關係的不穩定性和關稅政策的不確定性, 進一步加劇了市場的謹慎情緒, 對經濟基本面造成了陰霾。綜上, 目前經濟依舊受到內需乏力和外部不確定性的雙重挑戰, **整體基本面陰霾仍在, 還待官方進一步加大政策支持力道**。

## 中國GDP內、外需貢獻可看出, 去年以來內需趨疲



資料來源: Bloomberg。

## 內外經濟不確定下, 整體民間中長期貸款增長依舊疲弱



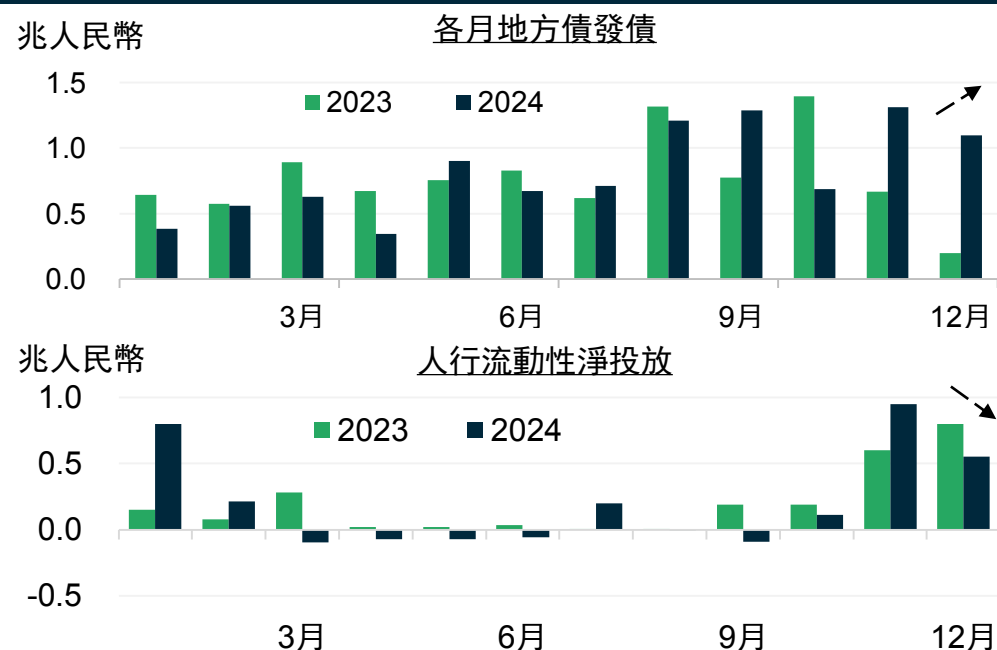
資料來源: Wind。

# 中國 流動性投放卻未跟上政府發債腳步, 債市吸收較多資金, 股跌債漲態勢明顯

往年接近年底官方發債往往減少, 但2024年底以「化債」為要下, **地方債發行較2023年底大幅增加(2024年11-12月年增1.55兆)**。地方債發行量增加, 人行流動性淨投放卻未能跟上這一增長步伐。2024年12月, 1)人行買斷式逆回購和國債淨買入共釋放了1.7兆元流動性, 2)MLF卻淨回籠1.15兆元, **合計僅增加5500億元淨投放**。主要擔憂美元強勢, 釋放流動性恐讓人民幣愈發疲弱, **流動性受限下, 國家隊承接股市的能力自然受限**。

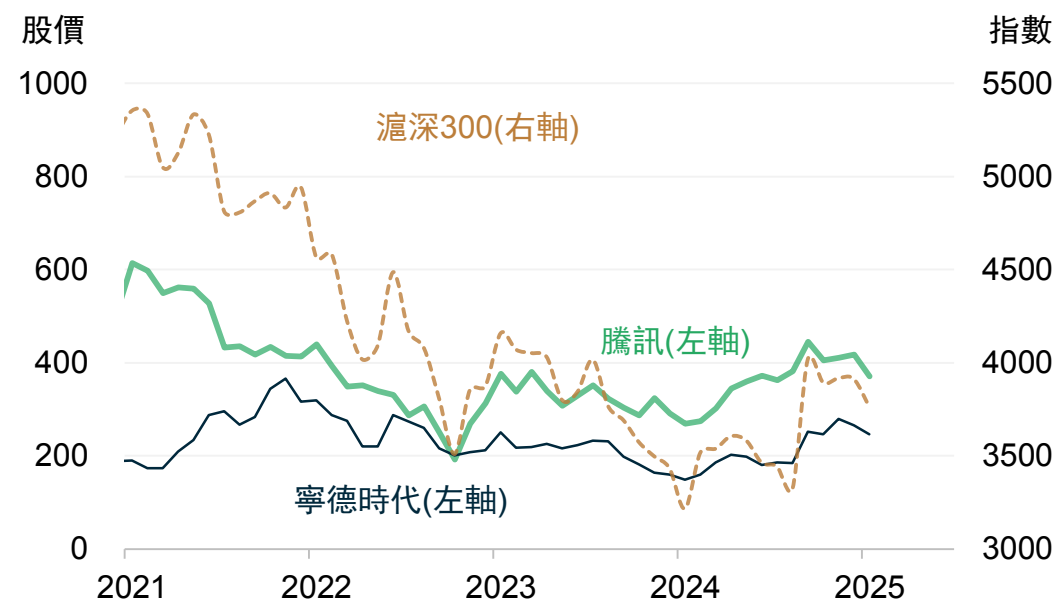
雪上加霜的是, **美國軍方將騰訊、寧德時代等打入黑名單, 該些企業面臨與美國企業合作、投資與出口等的限制**, 凸顯美中關係的不確定性有增無減, 進一步打壓中港股走勢, 而在川普回任在即下, 恐延續中港股拉回修正的時間。

## 去年底發債較前年底陡增, 流動性淨投放卻未跟上腳步



資料來源: Bloomberg。

## 美方列騰訊等入黑名單, 更顯美中關係的不確定性



資料來源: Bloomberg。



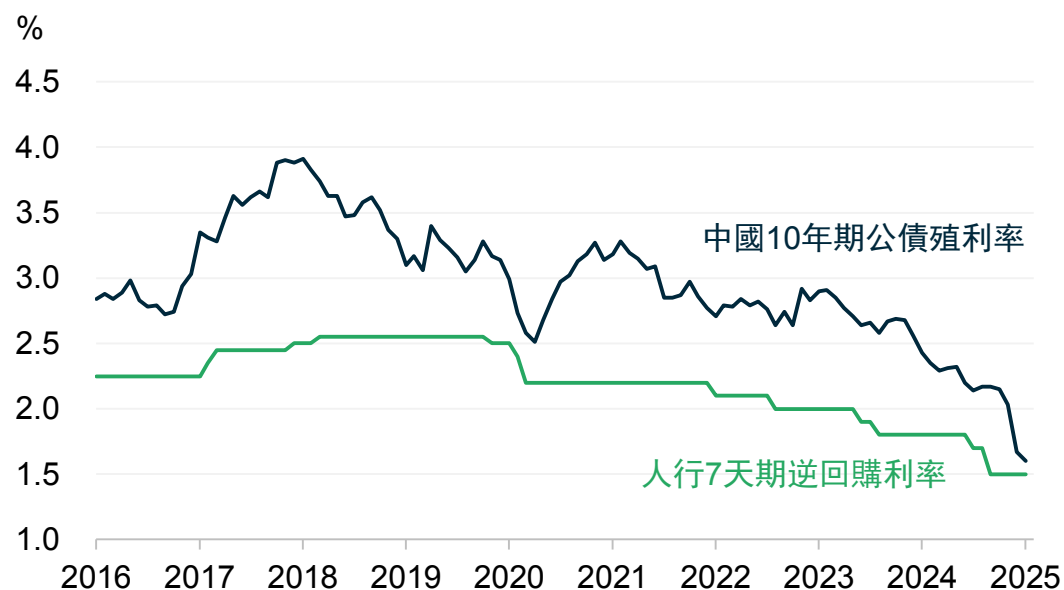
# 人民幣 利差壓力不減、外部風險猶存, 人民幣延續弱勢格局

中國人行去年Q4例會宣告未來貨幣政策將由「穩健」調整為「適度寬鬆」, 除呼應此前中央政治局的表述外, 更為2011年以來首見。與此同時, 會後聲明更明示將「擇機降息降準」, 雙雙確立2025年貨幣寬鬆的立場, 以應對中國經濟疲弱不振的局面。

2024年人行總計降息30基點, 作為指標政策利率的7天期逆回購利率降至1.5%, 中國公債殖利率則同步下滑, 創下歷史新低。2025年政策寬鬆、持續降息的方向不變, 意味著公債利率的下行趨勢仍將延續。在聯準會放慢降息步伐、美債利率高位波動的背景, 美中利差恐進一步擴大。

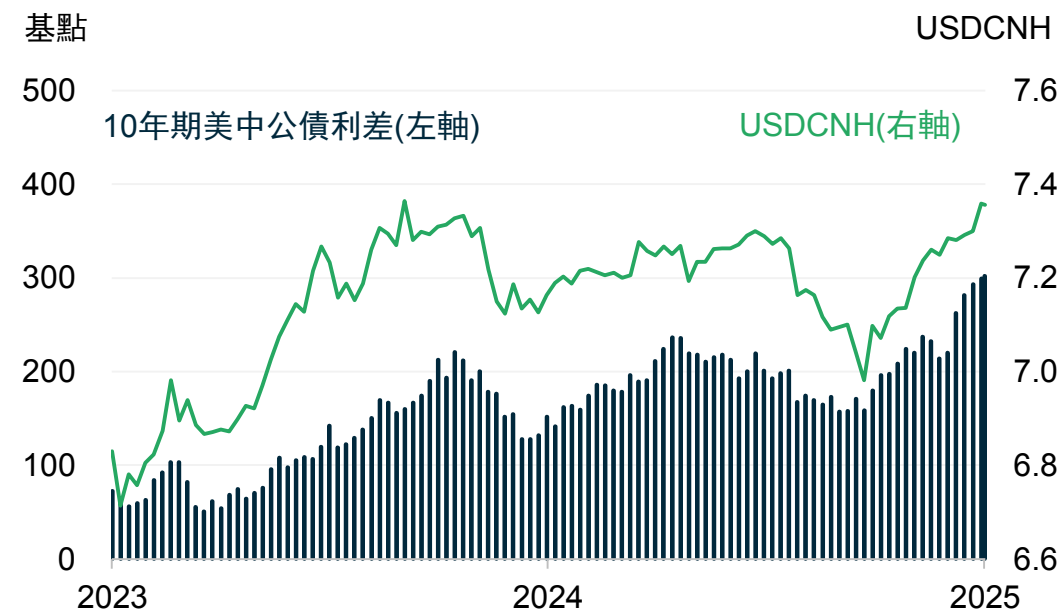
對於人民幣的影響而言, 1)前述負面因子持續發酵, 加以2)川普上任後美中衝突料加劇, 導致外資持續流出中國, 以及3)中國當局對於貶值降低關稅衝擊、拉台出口的需求升溫, 人民幣恐延續緩步走貶的弱勢格局。

## 2025年人行料將持續降息, 成為公債利率續降的推手



資料來源: Bloomberg。

## 美中貨幣政策分化, 利差因素將令人民幣持續承壓



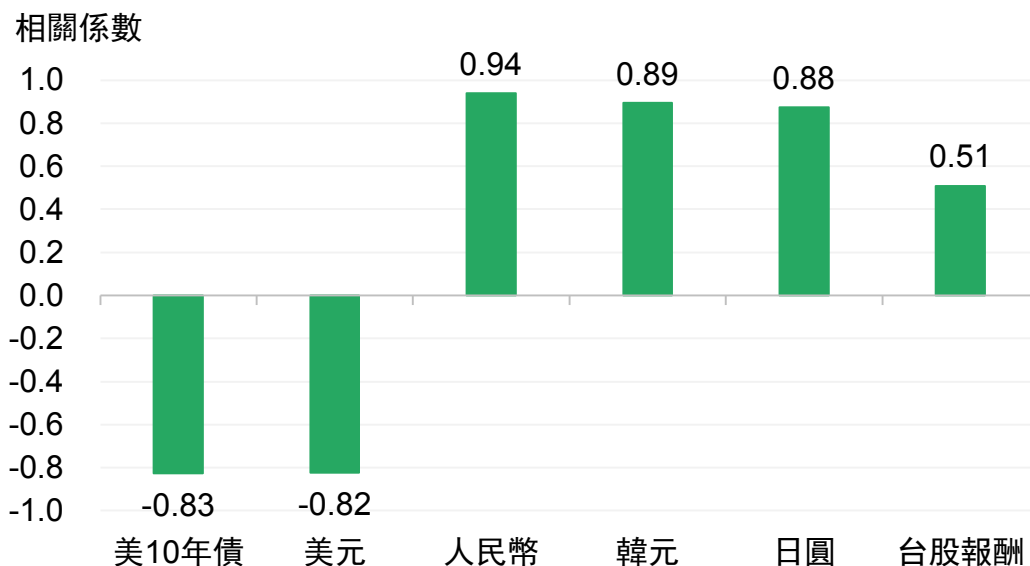
資料來源: Bloomberg。

# 台幣 台幣一度受到台股氛圍提振, 然美債利率再度彈升下, 仍難擺脫弱勢震盪格局

統計近五年數據, 可發現台幣除了與美國雙率高度相關以外, 與亞幣的連動也相當高, 尤其以人民幣與台幣相關性高達0.94居冠, 另外台幣升貶值幅度也與台股走勢相關性高達0.51。反映在台幣的走勢, 去年底台幣受到人民幣跌破7.3拖累, 一度貶破33, 隨後年初受到外資自假期歸來, 回補台股下, 帶動台幣回升至32.6位階, 然而受到美國最新數據多優於預期下, 帶動美債利率一度觸及4.7%, 再度使台幣回貶至32.8位階。

展望, 1) 預期川普就職將近、美國經濟數據亮眼下, 強勢美元格局仍難改變, 2) **中國貨幣政策偏鬆, 恐貶值因應關稅戰, 為亞幣額外壓力**, 3) 受惠AI趨勢台灣出超亮眼(隱含台幣需求), 然海外投資熱潮日漸興盛下(隱含外匯需求), 海外投資金流對台幣影響性可能逐步加大。短期, **美元強勢大環境下, 台幣難獨強**, 然相較多數亞洲國家多已啟動降息, **台灣貨幣政策仍偏緊下, 台幣有望相較亞幣抗貶**。

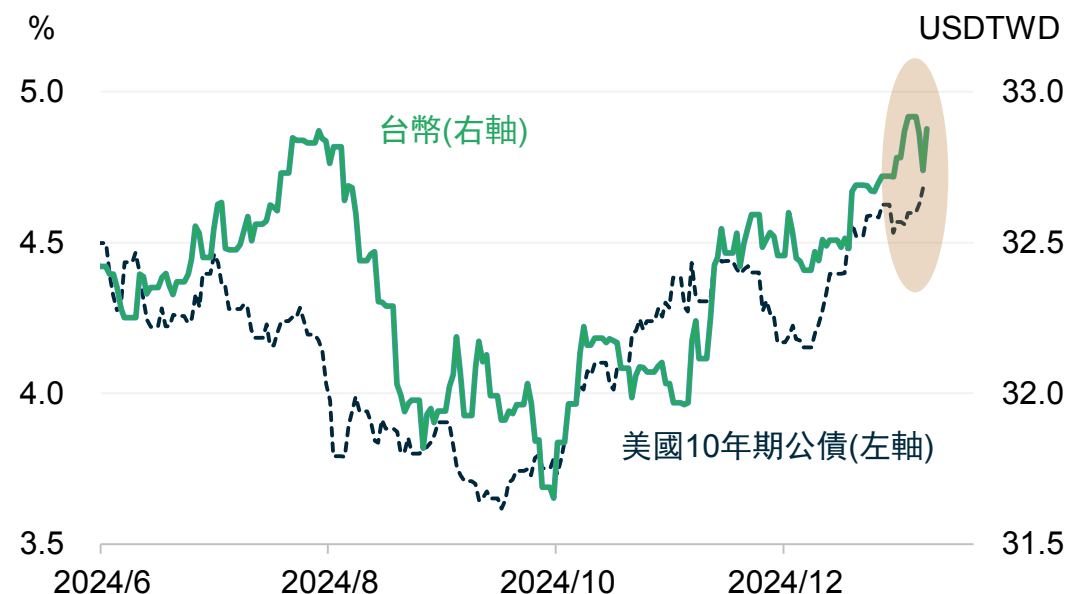
## 與台幣高度相關的因子



註: 統計2020/1/8~2025/1/8週資料。除台股報酬呈現與台幣變化相關性外, 其餘皆是與台幣值的相關性。

資料來源: Bloomberg。

## 美經濟數據亮眼帶動美債利率彈升, 不利台幣表現



資料來源: Bloomberg。

Jan 2025

13 Monday 中國進出口 日本休市	14 Tuesday 美國PPI 美國NFIB中小企業指數	15 Wednesday 美國CPI 歐元區工業生產 日本工具機訂單	16 Thursday 德國CPI 美國零售銷售 美國初領失業金	17 Friday 歐元區CPI 美國工業生產 中國GDP 中國工業生產 中國零售銷售 中國固定資產投資
-------------------------------	--	--	--	---

## 揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及媒體記者之參考資料，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。本報告中之各項預測，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