



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2025年3月14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。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

1. **Trump Put失效，衰退交易接棒？** 關稅不確定性與財政緊縮加劇景氣擔憂，不過1月貿易逆差大增受黃金進口影響，加上就業市場保持韌性，基本面距衰退仍有距離。
2. **財政前景分歧支持歐洲股匯走揚：** 德國有望於國會通過支出草案，與此同時，美國政府戮力縮減開支，財政分歧使美歐經濟增速收斂，帶動市場資金挪移。
3. **FOMC前瞻：** 3月政策利率與點陣圖中位數料維持不變，關注鮑爾於記者會措辭是否轉鴿。

### 2. 後續看點

- 事件：FOMC及台灣理監事會(3/20)、美國對等關稅(4/2)

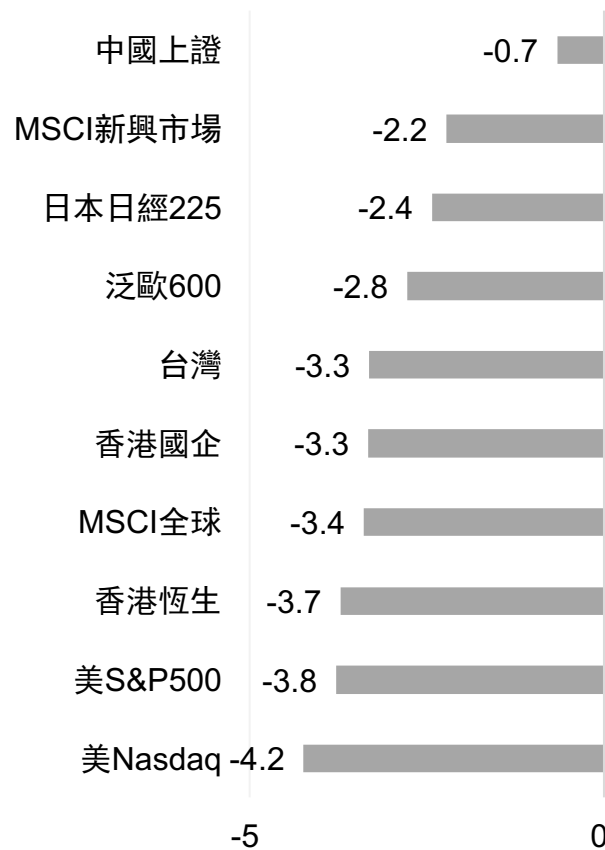
## 策略思維

1. **股市-衰退交易瀰漫之際，布局宜多元分散：** 美國科技股震幅加大，資金往低評價且有基本面支持的類股及國家挪移，配置可考慮金融、公用事業、陸港股及歐股。
2. **債市-美債區間擺盪，利率逢低可適度調節：** 景氣擔憂雖壓低美債利率，預期考量關稅對物價推升風險猶存，美國10年債利率延續區間擺盪。
3. **匯市-德國擴張財政支出，歐元走勢偏升：** 德國支出法案有望通關，美歐景氣與貨幣政策收斂，支持歐元匯價。

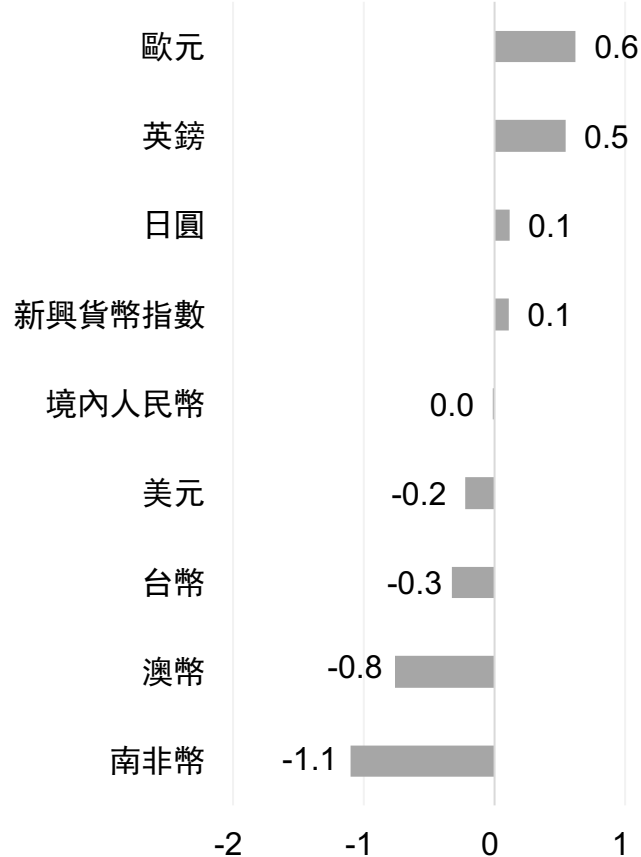


# 一週市場變化

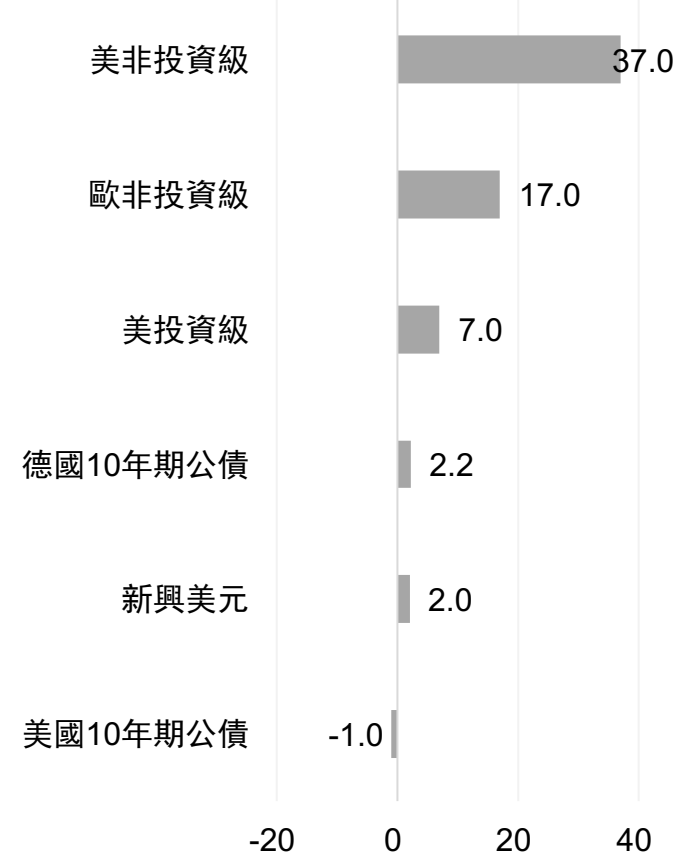
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/3/6 - 2025/3/13。

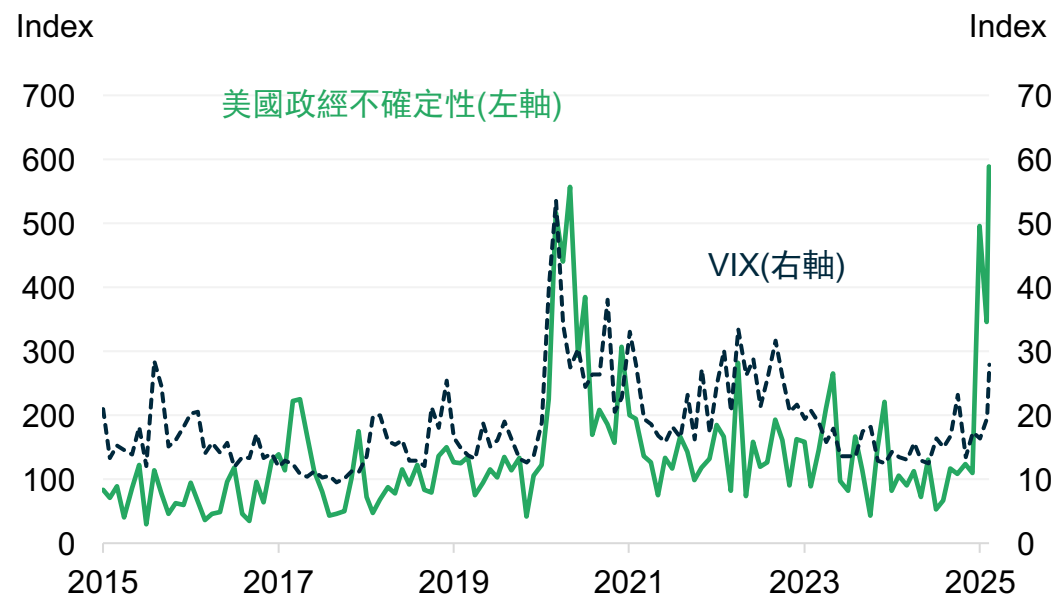
資料來源：Bloomberg。

## 川普賣權(Trump Put)失效, 關稅戰與財政削減計畫觸發衰退交易

市場衰退交易再起, 高評價的科技股與比特幣成為賣壓風暴中心, 美股波動度也快速攀升, 主要原因有三:

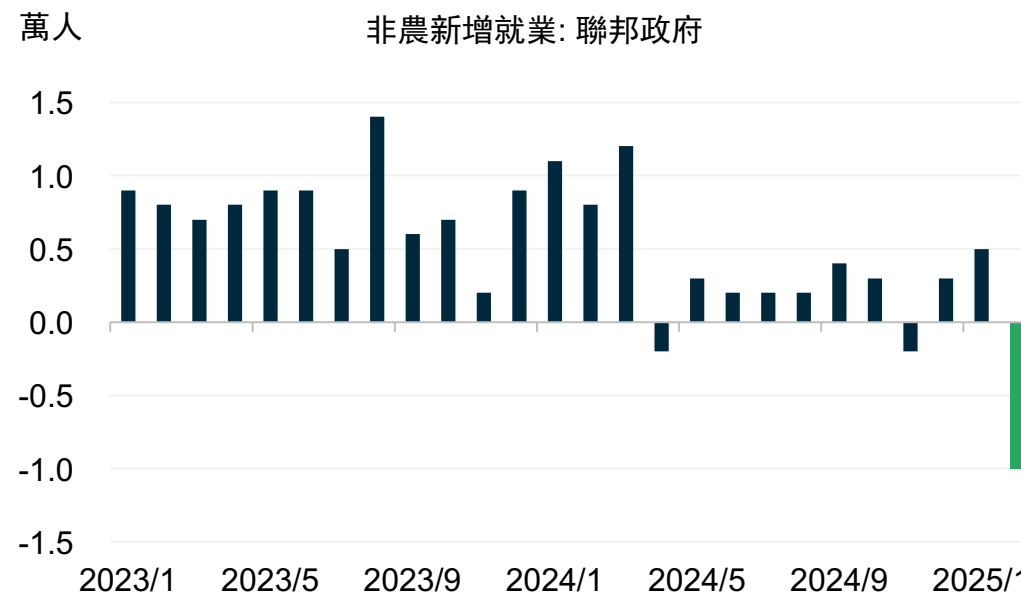
- 1) 川普在福斯新聞專訪中坦承, 新政府推動的經濟改革可能帶來短期震盪, 未直接否定衰退可能, 這與其前一任期積極護盤的態度形成鮮明對比。
- 2) 貿易關稅風險居高不下, 政策反覆無常以及物價上漲的擔憂, 導致消費者信心與零售銷售表現不如預期, 同時亞特蘭大聯邦準備銀行的GDPNow模型預估Q1度經濟可能出現負成長, 進一步加劇市場恐慌情緒。
- 3) 由馬斯克領導的政府效率部門(DOGE)積極縮減開支並精簡政府人力編制。上任不久已節省86億美元開支, 同時2月份新增非農就業數據中, 聯邦政府雇員人數減少1萬人。根據彭博社估算, 若DOGE成功削減每年1000億美元以上的財政赤字, 可能使2025年的GDP降低0.3%或更多。

### 美國政經不確定性飆升, 成為市場震盪主因



資料來源: Bloomberg。

### 2月新增非農當中的聯邦政府崗位急轉直下



資料來源: Bloomberg。

## 黃金進口激增導致GDPNow預估值轉負，但基本面距衰退仍有距離

市場近期籠罩在負面消息的陰影下，特別是亞特蘭大Fed的GDPNow模型顯示，第一季度GDP可能陷入負成長。然而，GDP預估值轉為負值主要受到1月貿易逆差大幅上升的影響。具體而言，1月商品進口額高達3295億美元，其中特別值得注意的是，**避險需求與投機買盤推升黃金單月進口突破300億美元。重要的是，這部分的黃金進口數據並不計入GDP的計算中。**

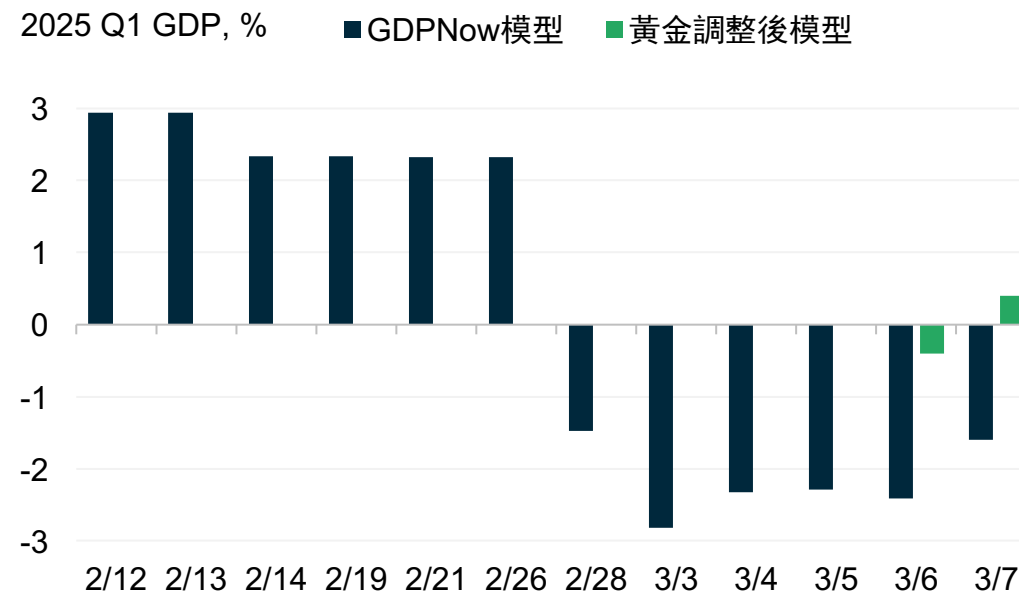
經濟學家在調整了黃金因素的影響後，GDPNow模型對第一季度GDP的預估值已回升至0.4%。**除了進口黃金的暫時性影響外，初領失業金申請以及職缺/失業人數比等關鍵指標表明，勞動力市場依舊保持穩健。這些數據顯示美國經濟基本面距離真正的衰退仍有相當距離。**此外，新政府未來的減稅計畫預期將為經濟活動提供額外支持，因此，目前市場對美國經濟下行壓力的擔憂可能存在過度解讀的情況。

### 今年1月美國黃金進口量爆炸性成長



資料來源：Bloomberg。

### 扣除進口黃金影響後，GDP預估值明顯上調



資料來源：Federal Reserve Bank of Atlanta。



## 美股 | 年線乖離修正後，反創造分批買進契機

自川普上任以來，美股在減稅預期等利多政策的推動下多次創下新高紀錄，標普500指數與年線乖離率一度保持在10%以上的水平。然而，隨著貿易戰的開打以及經濟放緩的擔憂加劇，美股已經回吐了今年以來的漲幅，甚至跌破年線支撐，目前標普500指數與年線乖離率已達負2.9%。

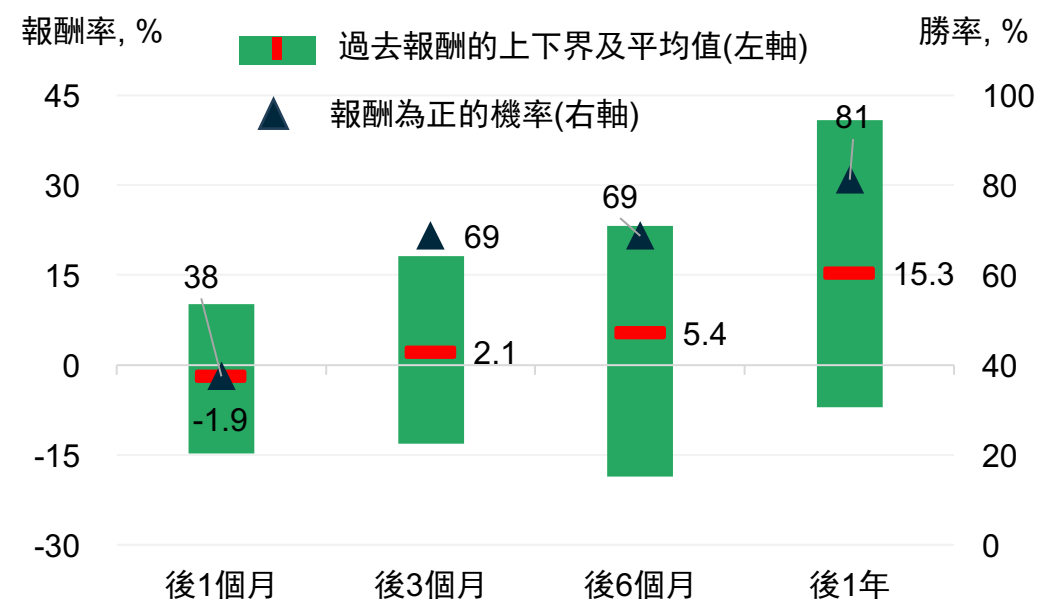
從歷史數據來看，當年線乖離率達到負2%時，短期內市場可能仍會維持震盪走勢，但後續三個月則有機會轉為正向發展。值得注意的是，若市場進一步恐慌導致乖離率跌破負3%，反而可能創造更好的逢低買進機會。因此，面對近期市場的下跌，投資人應保持謹慎態度，但無需過度恐慌，反而可視為進場布局良機。

### 川普貿易不確定性使標普500拉回至年線下方



資料來源: Bloomberg。

### 標普拉回至年線下方，創造投資契機



註：年線乖離買進訊號為首次跌破-2%，後續10天內訊號不納入計算。統計2015-2025年，共有16個交易訊號。

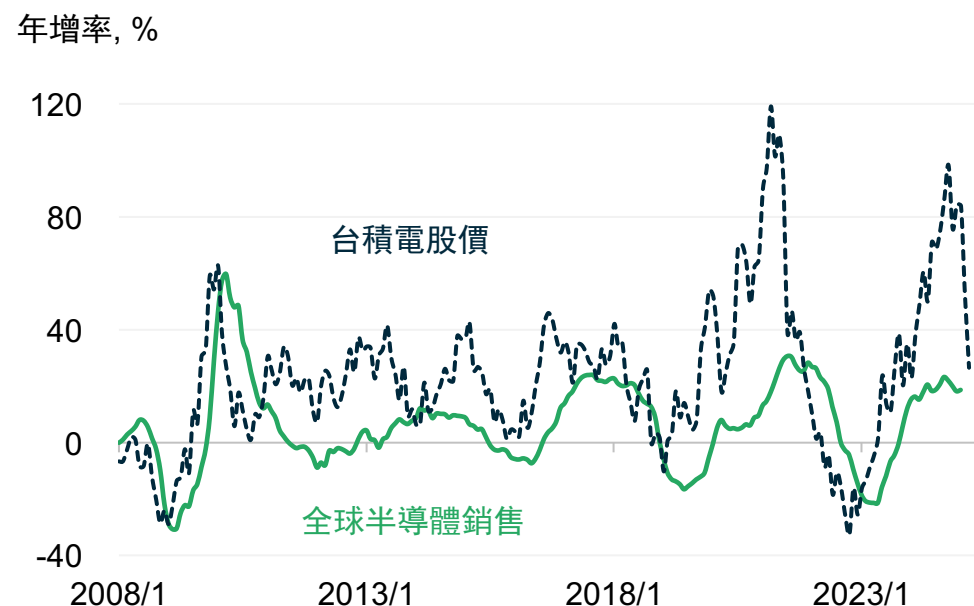
資料來源: Bloomberg。

## 台股 | 半導體景氣循環進入後半場? 台積電股價修正不代表景氣反轉

在川普關稅政策不確定性下，美股「衰退交易」引爆殺機，半導體股跌幅慘重，也引發半導體景氣可能自高檔反轉的疑慮。本波半導體景氣自2023/4落底反彈以來已近2年，循環步入擴張後半場，是否代表半導體以及台股的多頭行情已經結束？

過去半導體循環約3.5~4年，半導體銷售年增率進入負成長的期間，往往也是股價回落的時期，但股價修正是否代表半導體循環將進入衰退？如果觀察台股兩大半導體巨頭——台積電和聯發科，目前營收成長、而庫存週轉天數持續下降，顯示並未出現景氣高峰時期，庫存大幅拉高且銷售停滯的狀況，受惠於AI需求強勁成長，並有望擴散至AI手機、AI PC的前景下，產業趨勢仍向上，逢拉回宜布局，也有望帶動台股止跌。

### 台積電股價與半導體循環



資料來源：Bloomberg。

### 台股兩大半導體業者庫存天數持續下降



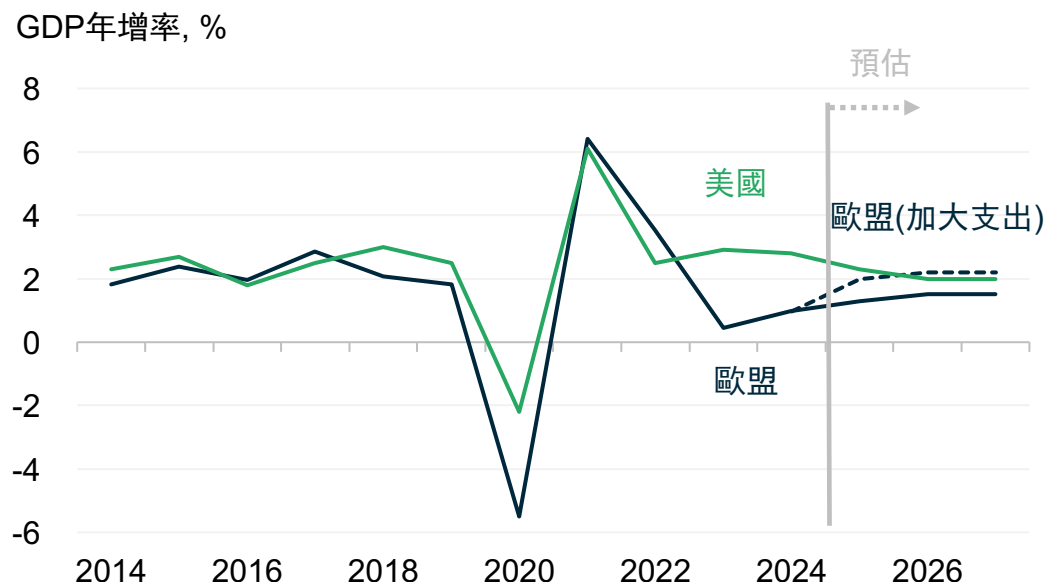
資料來源：Bloomberg。

## 歐股 | 戰爭風險降溫提供本益比支撐, 波段操作可於季線分批布建

由於德國有望通過國防與基礎建設等方面的大規模財政支出, 加上對其他歐盟國家的潛在外溢效果(促使各國跟進提高預算), 歐元區的經濟增速上揚將帶動企業獲利表現改善。更為關鍵的是, 歐洲的戰爭與政治風險正在下滑, 這種結構性轉變有望扭轉2022年以來的低評價格局, 促使本益比回到俄烏戰爭爆發以前的水平。

歐股本益比回到俄烏戰爭爆發前水平, 隨著基本面轉佳, 泛歐600指數仍有向上發展空間。然而, 川普政府對歐洲地區的關稅風險仍然存在, 雙方態度的變化可能加大股市震盪。波段操作投資人可考慮在泛歐600指數拉回至季線附近分批建置部位。

### 財政法案若順利通關, 將有望帶動歐洲景氣

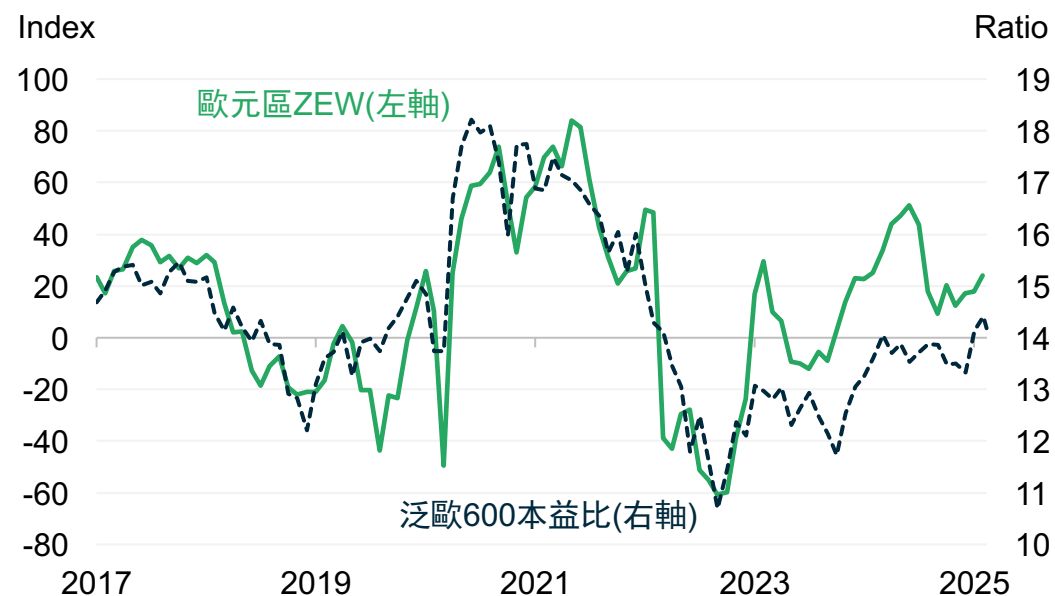


註: 支出以60%資金到位、未來四年逐年投入計算, 2024-2028 GDP原估計值採IMF 2024/10資料。

資料來源: IMF, Bloomberg預估。



### 基本面轉佳有利評價維持高檔



資料來源: Bloomberg。

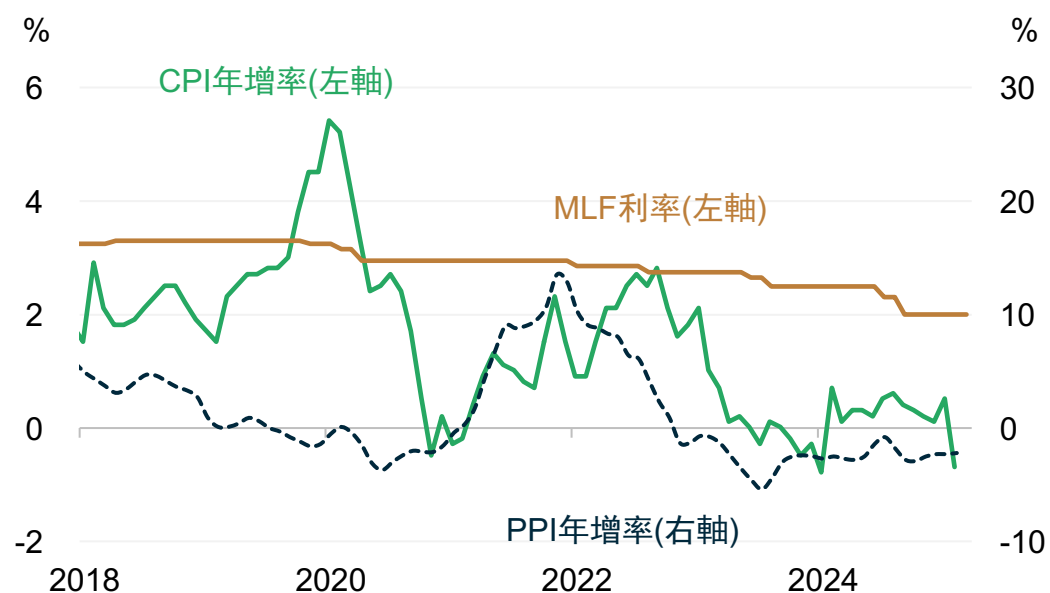


## 中國 | 通縮陰霾未散, 但人行加大釋放流動性力道, 並表態「擇機降準降息」

中國國家統計局公佈, 2月CPI年減0.7%, 不僅終結1年來疲軟的物價漲勢, 也是13個月來首度跌破0%, 顯示中國持續的通縮壓力; 排除波動性大的食品與能源價格, 中國核心CPI年減0.1%, 為2021年以來首度下跌, 也是逾15年來, 第2次萎縮。此外, 2月PPI年減2.2%, 為連續第29個月落入負值區間。而從日前兩會公布, 將今年居民消費價格漲幅目標「從3%降至2%左右」, 逾20年來最低水準, 顯示在連續兩年消費者通膨僅年增0.2%後, 中國官方也默認通縮的壓力。

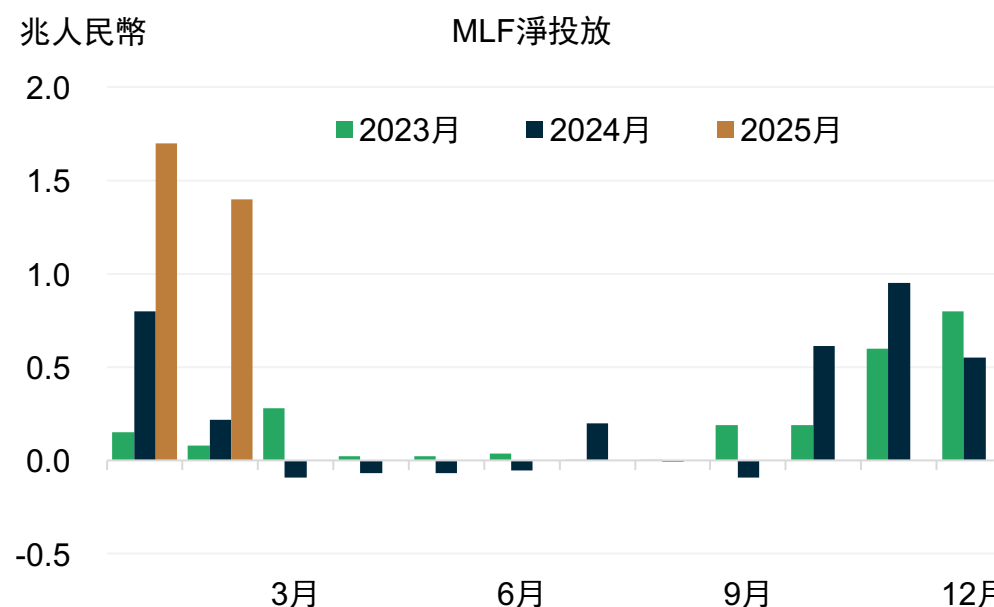
然而, 人行自去年924新政以來, 很明顯加大政策力道, 不僅調降存量房貸利率, 也提高MLF(中期借貸便利)淨投放量。此外, 人行行長潘功勝近日更表達「擇機降準降息」的意向, 顯示將通過貨幣寬鬆來支撐經濟, 以應對美國提高對中關稅等經濟的不確定性。

### 中國通縮陰霾延續, 2月CPI年增速低於0%



資料來源: Bloomberg。

### 人行加大釋放流動性力道, 並表態「擇機降準降息」



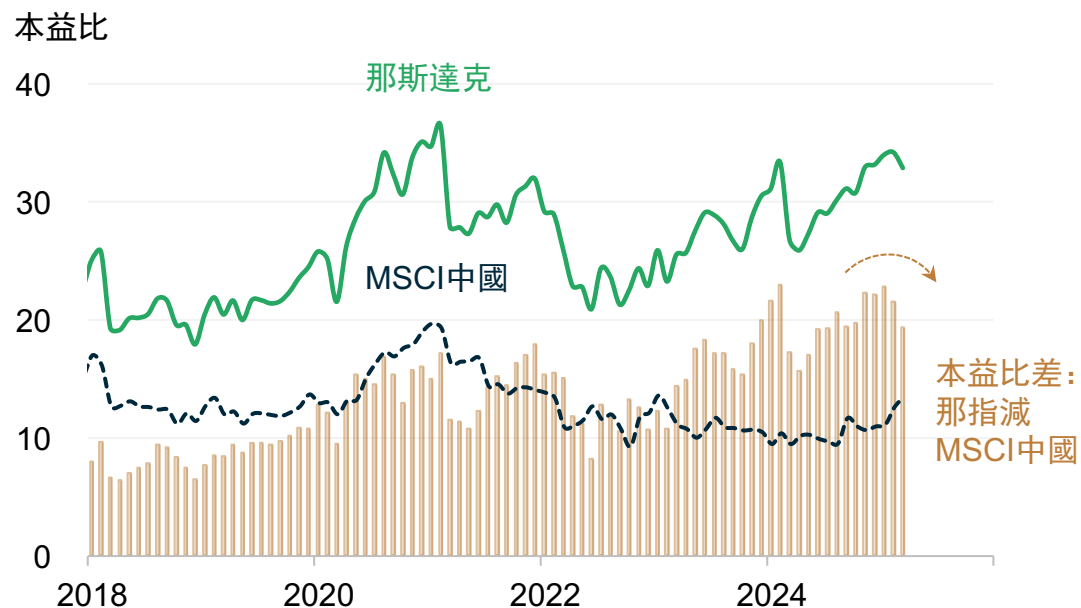
資料來源: Bloomberg。

## 中國 | 通縮陰霾不影響科技股表現, 短線雖然漲多震盪, 但不改目前多頭格局

雖然中國面臨通縮壓力, 總經表現相對疲軟, 得益於**1)DeepSeek技術的加持**, 中港科技產業的前景被廣泛看好。此外, 相較於美國科技股, 中港科技股的**2)評價估值明顯低於美國的水準**, 吸引力進一步增強。同時, **3)海外的中國股票指數因科技股占比較高**, 較不受到中國總經的拖累。綜上, 儘管外部貿易戰的噪音時有干擾, 且短期內或面臨漲多後的震盪, 但這些因素不會改變中港科技股整體回升的趨勢。

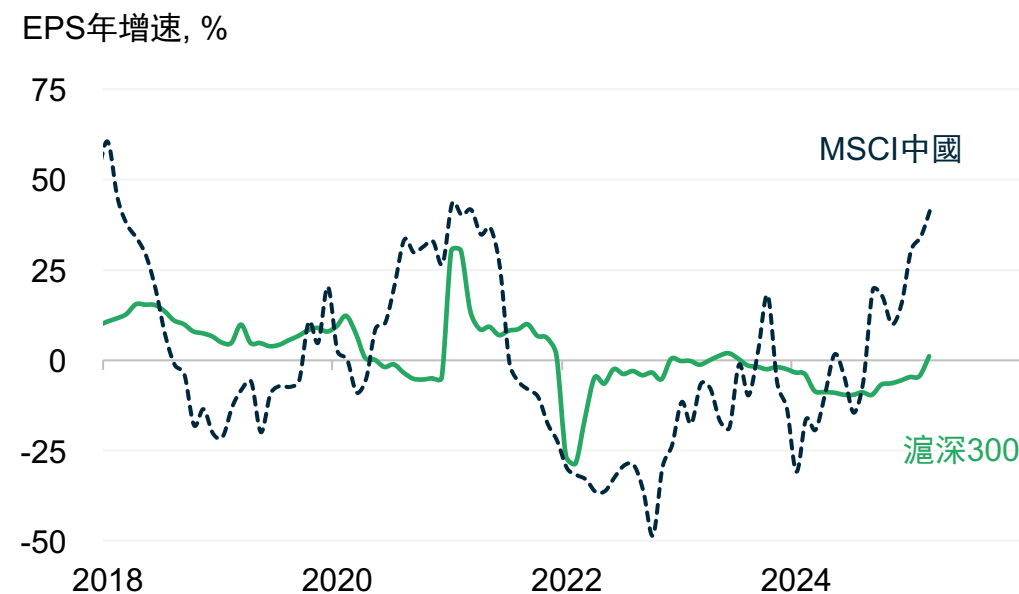
操作上, 關稅等利空消息持續, 短線漲多後震盪容易加劇, 但鑒於上述三大因素, 將有利中港科技股長線表現, 因此若大盤拉回可伺機布建。此外, 鑒於中港股波動較高, 美中關係也存在變數, 因此較適合以**衛星配置視之**, 標的則以追蹤境外指數的基金為先。

### 中美科技股評價進一步收斂



資料來源: Bloomberg。

### 離岸指數科技股權重較高, 基本面較佳



資料來源: Bloomberg。

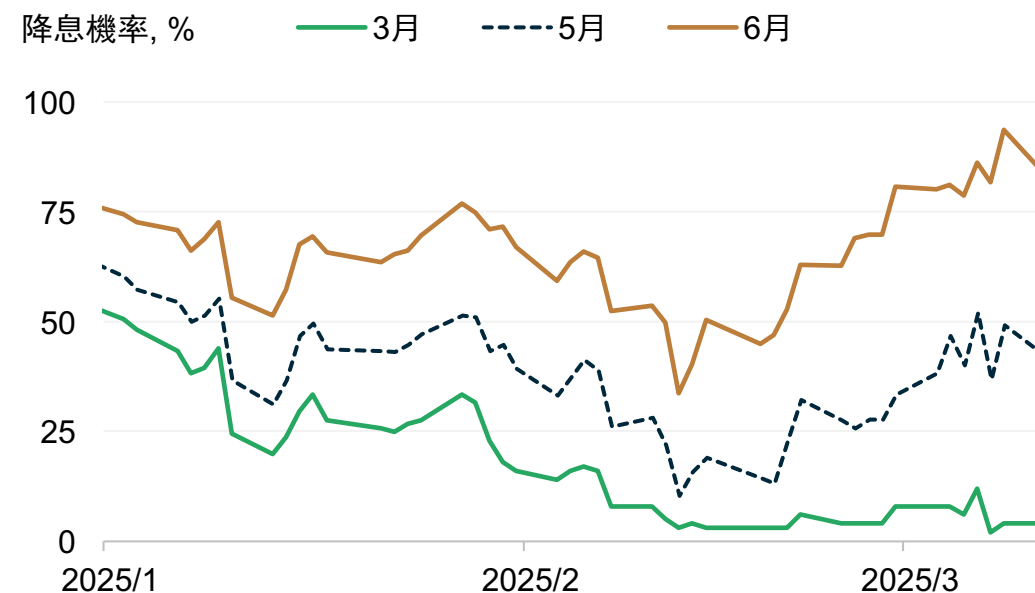
# FOMC前瞻 | 3月大概率維持不變，關注本次點陣圖調整

## 3月FOMC會議重點：

- 1) 預期政策利率維持不變，保持4.25-4.50%區間，主因通膨下行仍緩慢；此外，近期鮑爾透露美國經濟良好、就業市場穩定，Fed仍將保持耐心。
- 2) 經濟預測摘要(SEP)：儘管衰退疑慮升溫，不過近期Fed態度仍偏鷹，**預期仍將堅定降低通膨的立場，點陣圖中位數維持今年降2碼的前瞻不變。**  
另方面，在數據預估上，衰退疑慮將使實質GDP面臨下修，而關稅不確定性則讓PCE維持高位。
- 3) Powell在記者會上的發言，是否因為經濟放緩風險的升溫，導致對貨幣政策態度、以及景氣前景的措辭略為轉鴿。

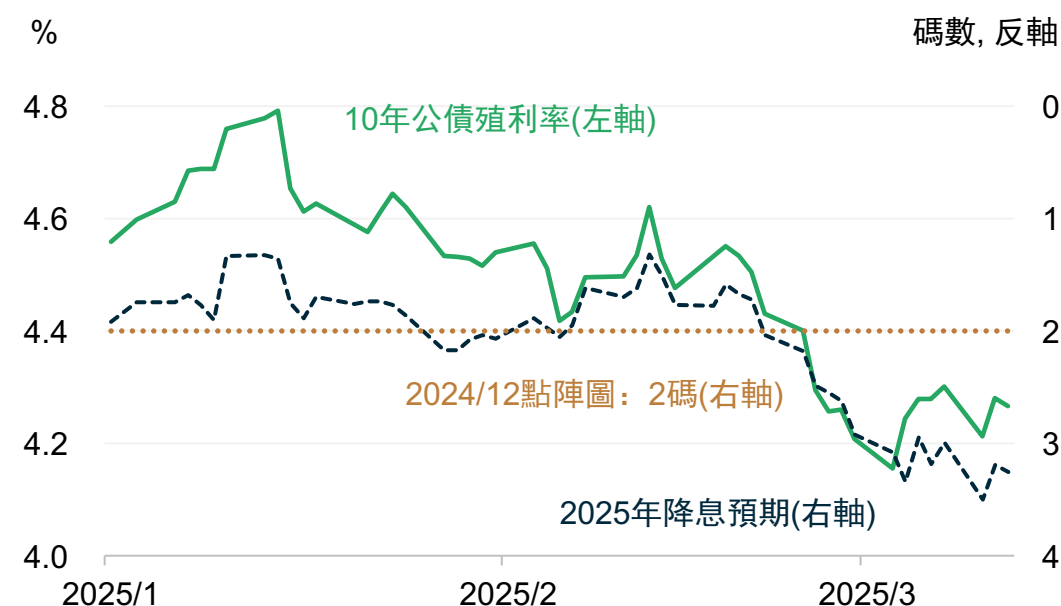
目前市場已積極定價今年降息3-4碼，與2024/12的2碼存在差距，因此本次點陣圖的調整，將為影響利率走向的關鍵。

## 3月應維持利率不變，觀察5、6月降息機會



資料來源：FedWatch tool。

## 市場定價今年降息3-4碼，關注本次點陣圖更新



資料來源：Bloomberg。

# 債市 景氣疑慮使信用利差走擴, 衰退風險有限下, 利差大幅惡化空間有限

美國Q1 GDP存在放緩風險：**1)消費動能減弱**、**2)貿易逆差大增**，以及**3)川普減少政府支出**意向，均將成為經濟走弱的逆風。加上川普表示，關稅、貿易政策將帶來短期動盪，導致市場衰退疑慮再度升溫。美債殖利率進一步走弱，10年債跌至4.2%、2年債利率落於3.9%位階。

**殖利率走勢：**衰退風險升溫，但Fed降息態度仍顯保守，將使利率上下擺盪，預期10年債利率延續區間震盪。**債市策略：**1)若10年債利率持續走弱，跌至4.0%下方可漸站賣方思考。2)然而，若Fed維持今年降2碼的路徑，則利率可能迎來短線反彈，可伺機布債。

**信用債：**經濟存在放緩疑慮，避險情緒帶動下，近期資金更青睞安全性較高的公債，導致信用債利差走擴。不過，目前的景氣放緩，也未達到大幅衰退的程度，利差大幅惡化的空間應屬有限。

## 衰退風險升溫, 美債利率持續走降



資料來源: Bloomberg。

## 景氣動能放緩, 避險情緒導致信用利差擴張



資料來源: Bloomberg。

## 歐元 利多因素發酵, 歐元區間上移、脫離極度弱勢格局

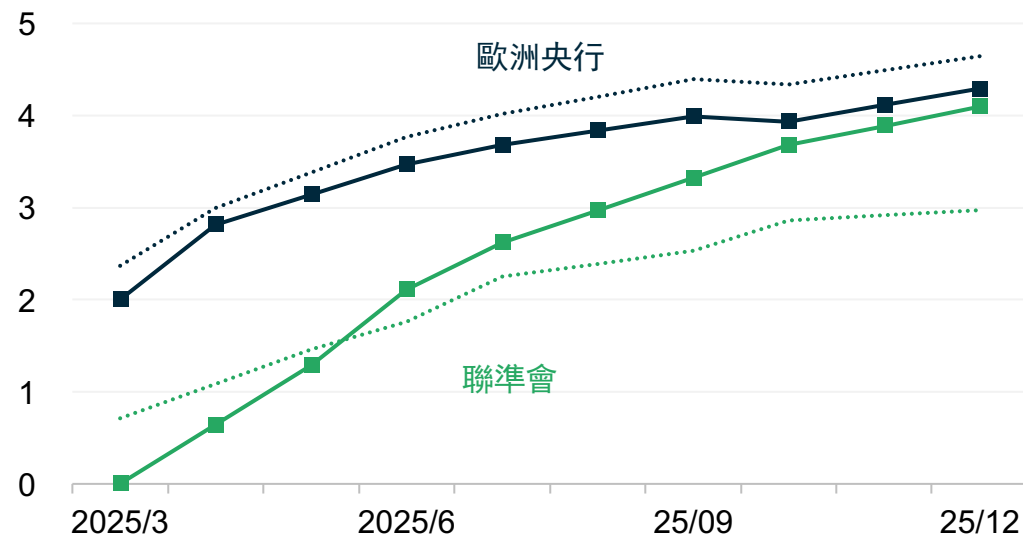
烏克蘭同意實行為期30天臨時停火, 顯示即便此前川普與澤倫斯基在白宮不歡而散, 但雙方仍有意推動局勢改善, 意味著戰事仍有轉圜曙光。另外, 歐盟有意鬆綁財政限制, 給予各國擴大國防支出的空間, 則標誌著過去十年的撙節立場已出現調整。

對於歐元的影響而言, 烏克蘭重建題材以及各國擴大財政支出等, 皆增添市場對於歐洲景氣加速復甦的期待, 對於ECB年內降息預期縮減。與此同時, 美國「衰退交易」升溫, 則令投資人加大年內降息猜想。

在歐洲利多消息提振風險偏好, 以及美歐利差收斂的帶動下, **歐元短線可望延續強勢格局**。至於未來能否順利向上突破, 關鍵在於前述烏俄停戰與歐盟財政支出的落實程度, 3/21-22歐盟執委會會議對於放鬆財政限制的評估與建議, 以及6月底北約峰會, 將是觀察重點。

### 財政刺激的可能性升溫, 市場預期ECB放慢降息步伐

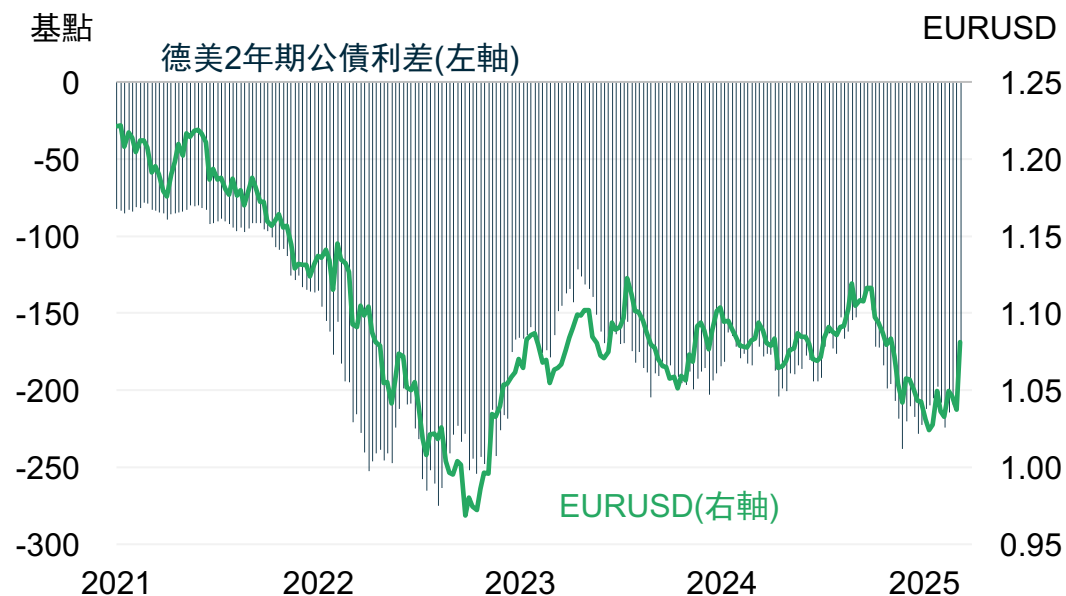
市場預期2025年總降息碼數



註: 實現資料時間為3/11, 虛線為2/12。

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。



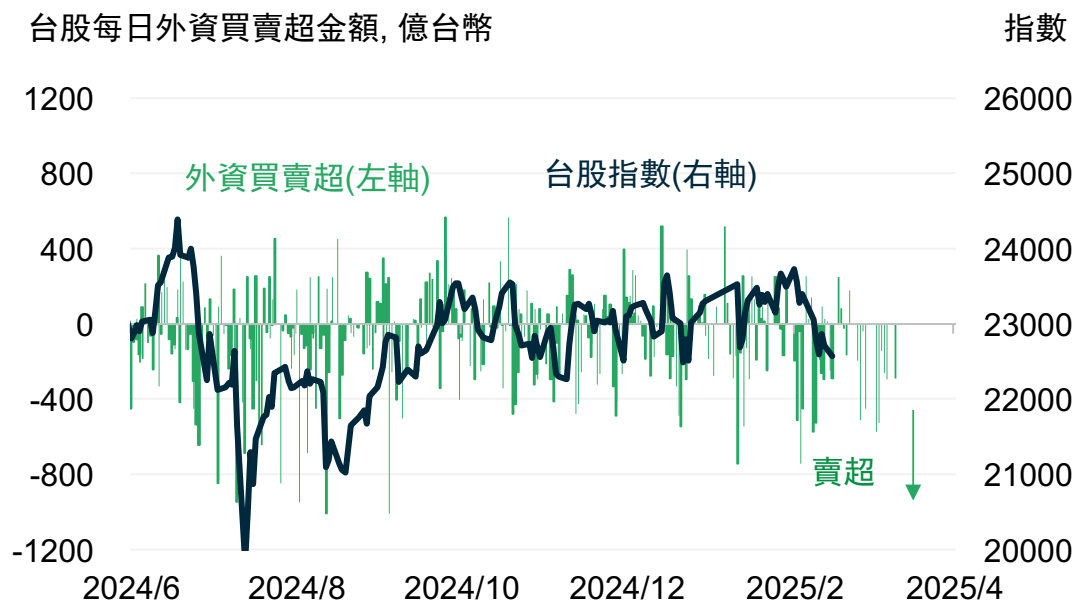
## 台幣 短期台幣由股市氛圍主導，仍將偏弱震盪

近一個月美國衰退疑慮升溫，美元及美債利率走低下，多數亞幣都有所回穩，其中日圓受惠日本升息預期及避險特性，漲幅最大，然與美股連動大的台股，受美股震盪、市場持續消化台積電赴美投資，及可能成立合資公司營運英特爾晶片廠的消息影響，外資偏匯出下，台幣淪為最弱亞幣。

台灣理監事會前瞻：預期央行將維持利率不動，且續行第七波信用管制，主要考量：今年1-2月CPI與核心CPI年增平均分別為2.12%和1.61%，延續緩步下降趨勢，但隨著最低工資及軍公教薪資調升、碳費開徵，及台鐵票價與水電費可能調漲的情形，央行表示今年CPI年增可能調升至2%以上。而房市部分，受到今年以來陸續出現交屋潮影響，房價也出現降溫的狀況，料央行將更有耐心觀察，暫時不會再推出第八波信用管制。

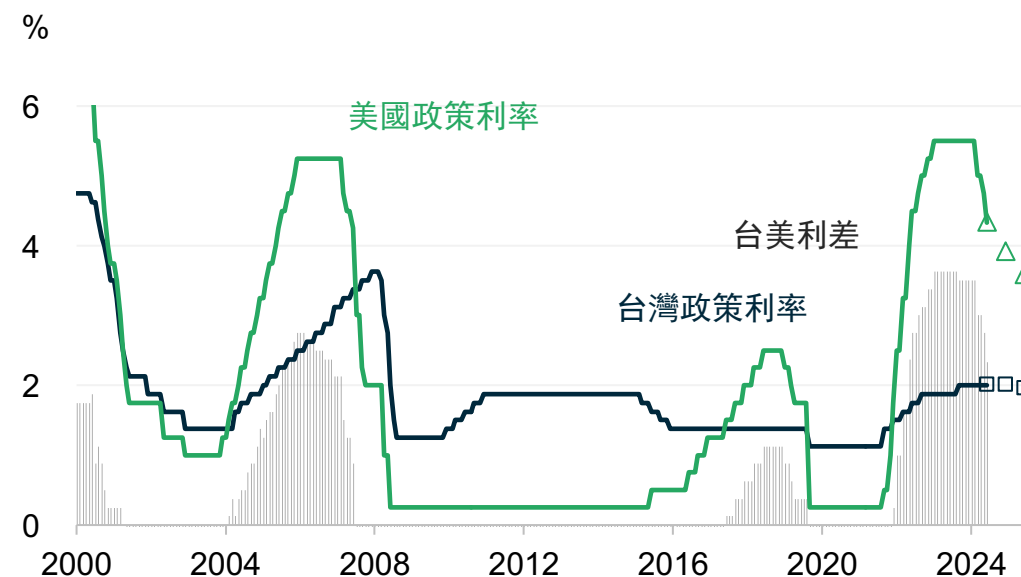
展望：**短期台股動盪，仍將使台幣維持弱勢整理**，不過隨時序步入下半年，台灣與美國利差有望進一步收斂下，將為台幣有利因子。

### 美台股震盪，外資偏匯出



資料來源：Bloomberg。

### 長線台美利差收斂下，將為台幣有利因子



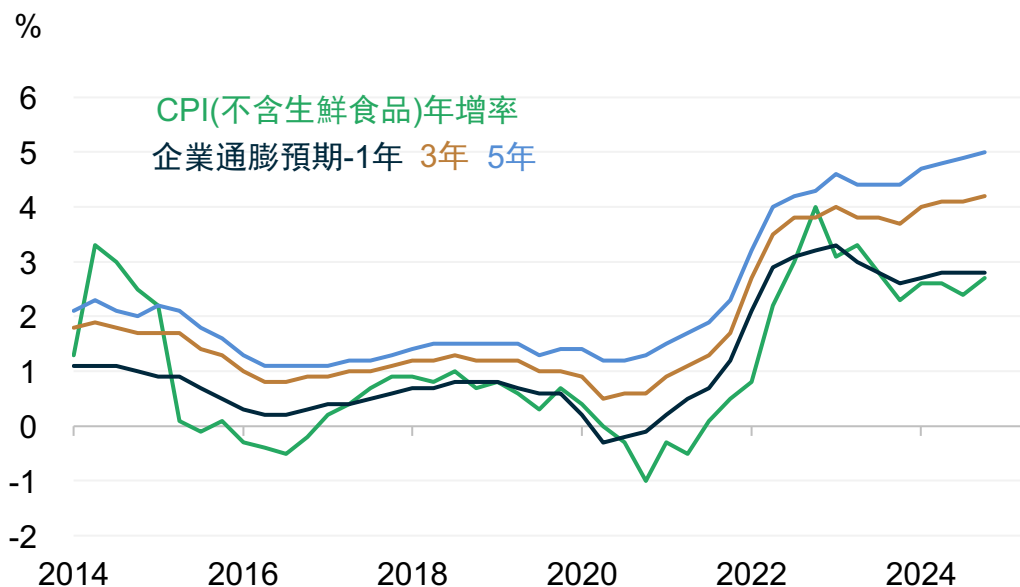
資料來源：Bloomberg預估。

## 日圓 BOJ料延續緩升息立場, 美日利差收斂方向有利日圓擺脫長期貶勢

春鬥初步結果將於近期揭曉, 最大公會Rengo此前要求平均6%加薪幅度, 考量2024年全體企業獲利年增10%, 金額再創歷史新高, 意味著大幅加薪的可能並不低。如此背景下, 企業通膨預期已率先回升, 並創下統計以來新高, 成為年內通膨持續高於2%的壓力來源。另外, 石破茂政府、日本企業等已表態對美加大採購、擴大投資等。作為回應, 川普對日本關稅威脅明顯不若加、墨、歐等主要國家, 有利日本景氣延續去年的復甦格局。

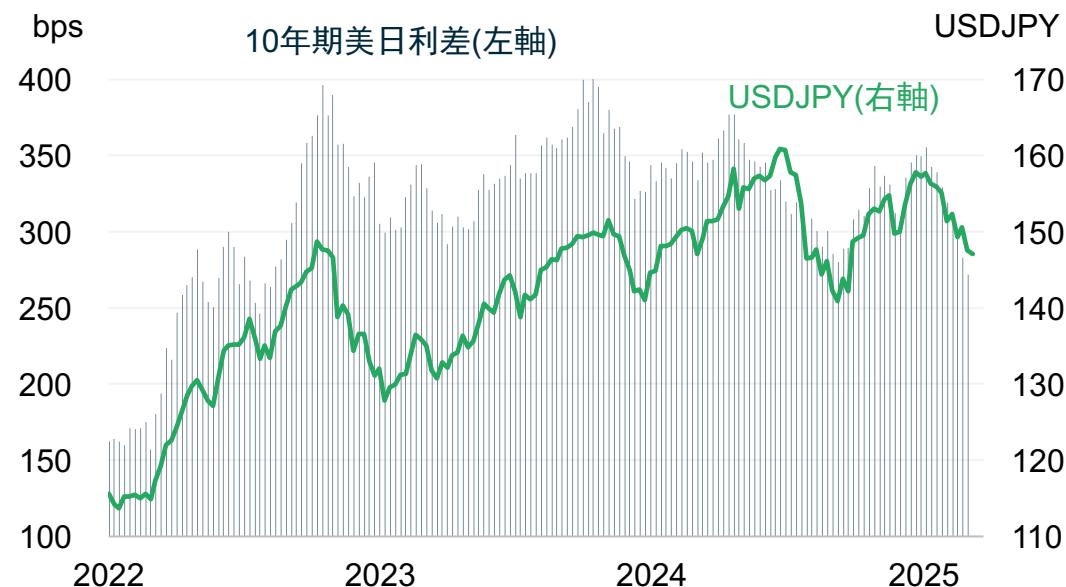
有鑑於此, 3/19 BOJ會議雖預料按兵不動, 但將釋出持續退出寬鬆政策的信號。考量7月參議院改選可能帶來的政治動盪, 以及外部川普政策加劇市場波動幅度, 預期BOJ暫且延續漸進升息立場。對於日圓的影響而言, 美日利差收斂的大方向不變, 預期日圓可望脫離過去三年的貶值趨勢, 轉為震盪緩升格局, 但須留意市場樂觀的降息預期消退後, 美債利率反彈進而帶來日圓令短線承壓的風險。

### 企業通膨預期多領先通膨走勢



註: 2014/03至今, 三項通膨預期與綠線之相關係數為0.84、0.83、0.80 (季資料)。  
資料來源: Bloomberg。

### 貨幣政策令美日利差收斂方向不變, 支撐日圓升勢



資料來源: Bloomberg。

Mar 2025

<b>17</b> Monday         美國零售銷售 中國零售銷售 中國工業生產 中國固定資產投資	<b>18</b> Tuesday         德國ZEW 歐元區ZEW 美國工業生產	<b>19</b> Wednesday         歐元區CPI 日本工業生產 日本核心機器訂單 日銀會議	<b>20</b> Thursday         美國FOMC 台灣出口訂單 台灣央行理監事會 日本休市	<b>21</b> Friday         日本CPI 歐元區消費者信心
---	---	--	---	--

## 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