



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年2月14日

投資研究週報

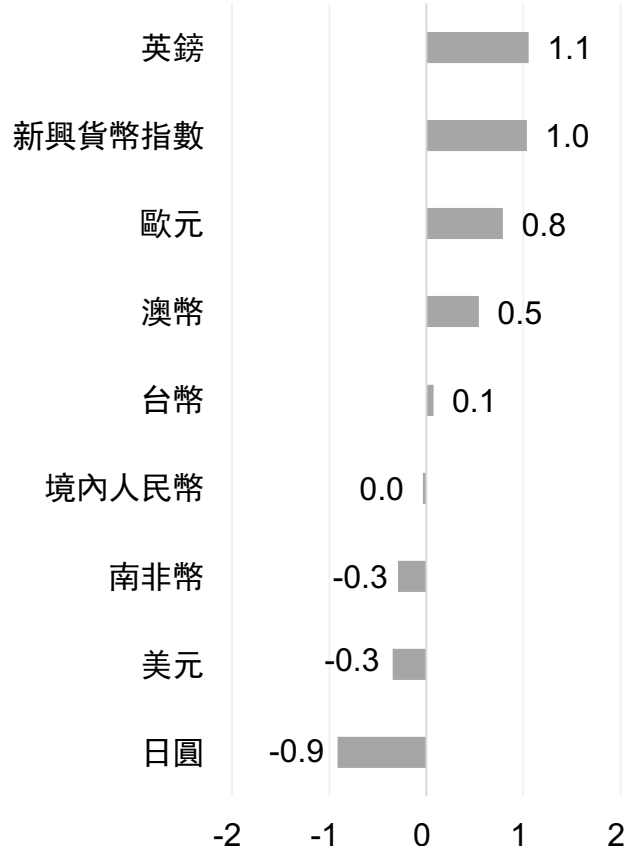
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

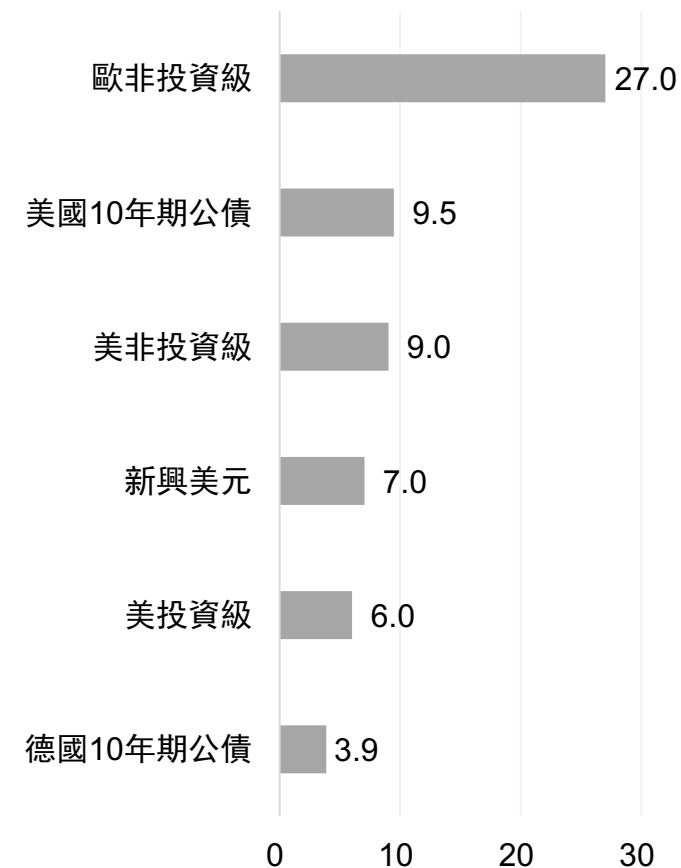
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/2/6~13。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：關稅戰、DeepSeek效應、俄烏和平曙光

- 1) 關稅戰，傷人一百、自損二十：1)繼鋼鋁關稅後，川普簽署備忘錄，宣布「對等關稅」可能於4月執行，主要貿易國要留意點名的可能；2)對台灣晶片課稅難度頗高，且更不利MAGA_(讓美國再次偉大)的目標。
- 2) 股市：DeepSeek加速AI進程，但AI產業高速增長未變：1)DeepSeek激勵中港科技股；2)俄烏放曙光，重建題材激勵鋼鐵等類股；3)台積電在美國召開法說會，雖未釋放重大訊息，但傳言或讓英特爾獲救。
- 3) 債市：關稅、CPI影響下，殖利率延續高位：鮑爾證詞稱不急於表態Fed動向，殖利率延續高位震盪。
- 4) 匯市：俄烏放曙光，雜幣止貶回升：俄烏和談有望，激勵歐元並帶動雜幣回升。

2. 後續看點

- 事件：川普對晶片關稅計畫(2/18_{可能})、輝達財報(2/26)、川普鋼鋁稅(3/12_{生效})、美國對等關稅(4/2_{最快})

策略思維

1. 股市-多頭格局未變：可利用川普拋出利空時，利用修正買進。
2. 債市-殖利率逢高鎖利：通膨增速續升，加上關稅威脅導致利率高位震盪，惟有利投資人鎖利。
3. 匯市-美元延續高位，半導體榮景支撐台幣：Fed放慢降息步伐，美元指數高位盤桓；關稅議題延燒不利台幣，但俄烏和平露曙光下，台幣有望受惠風險情緒好轉提振。

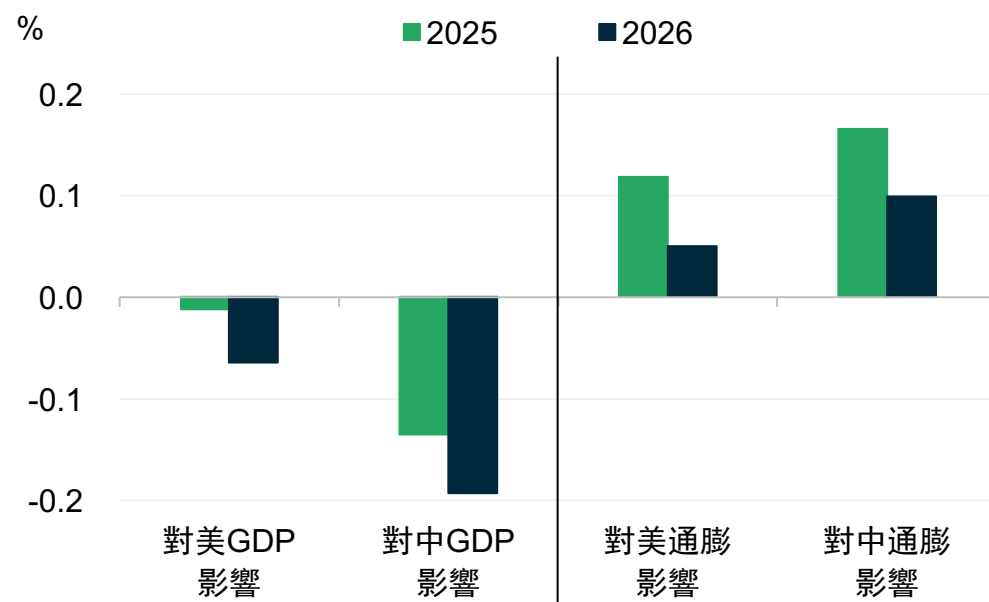


關稅 | 「傷人一百、自損二十」，繼鋼鋁關稅後，前幾大貿易對手要留意點名的可能

川普對中國加徵10%關稅雖旨在打擊中國出口，但實際上美國經濟有不利影響，可謂「傷人一百、自損二十」。誠然，關稅增加了美國消費者和企業的負擔。許多商品和原材料來自中國，關稅增加了生產成本，最終導致商品價格上漲，消費者需承擔更高的購買成本，企業則面臨更高成本壓力。然而，這一政策對中國的打擊仍然比對美國的影響更大，這使得川普仍有誘因對其他貿易對手採取類似的關稅措施，以達成其政經目的。

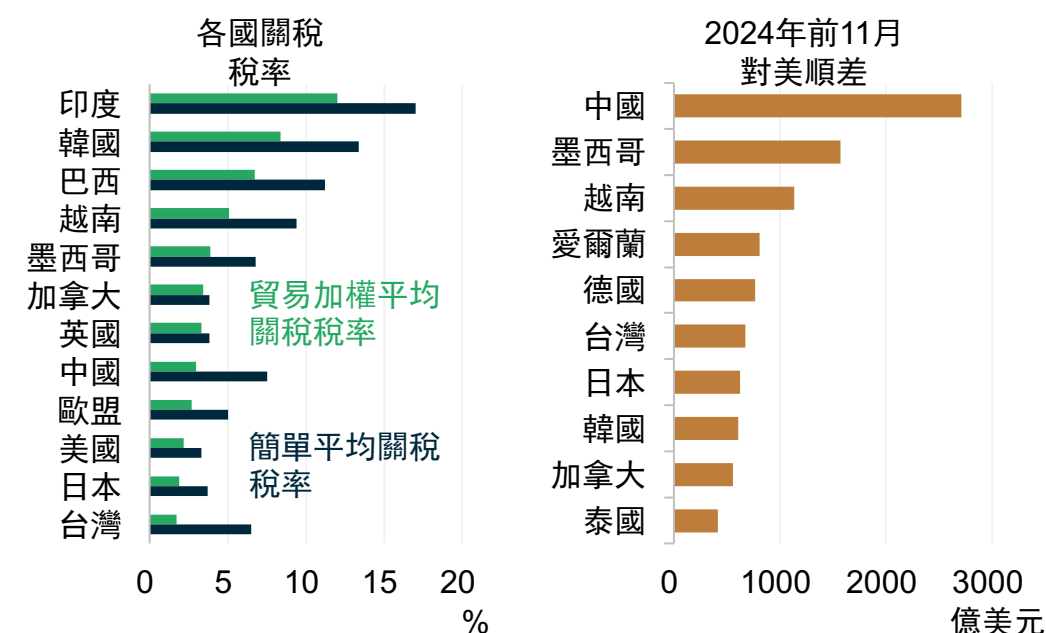
尤其川普先宣布對大多數美國貿易夥伴實施10~20%的「對等關稅」(Reciprocal Tax, 最快4/2執行)，之後隨即公布對鋼鋁進口加徵無差別25%關稅，讓後續其他主要貿易夥伴如歐盟、日本、韓國甚至台灣，被點名加徵關稅的可能性都有所升高。

以美國對中國加徵10%關稅為例，美中承受衝擊不一



資料來源：PIIE。

繼鋼鋁關稅後，前幾大貿易對手要留意點名的可能



資料來源：Bloomberg。

關稅 | 鋼鋁稅對貿易對手影響尚且不大, 但若進一步對機械、電子或汽車課稅, 衝擊恐將加深

現階段鋼鋁稅對貿易對手的影響仍有限, 因為鋼鋁類在對美貿易中所佔比重還不高。然而, 若進一步對機械、電子或汽車課稅, 可能會對貿易對手造成更大的衝擊。此外, 因為這些產品往往供應鏈高度全球化、影響範圍大, 任何關稅變動都可能導致骨牌效應。

各地區、貨品出口至美國

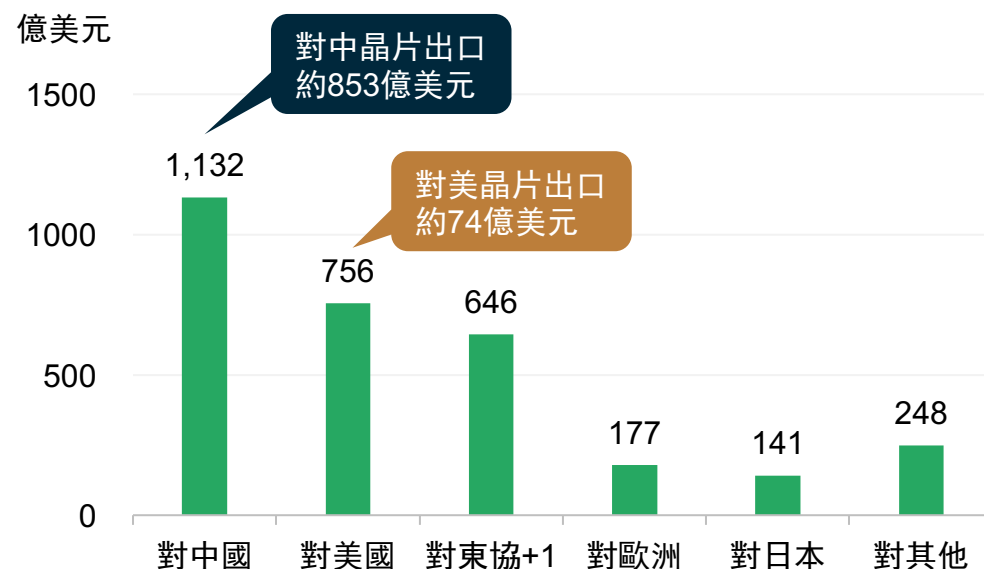
	美洲		歐洲			亞洲				
貨品出口, 億美元	加拿大	墨西哥	德國	英國	荷蘭	中國	日本	韓國	越南	台灣
	4,588	4,523	1,655	646	363	5,828	1,398	1,102	1,095	1,501
出口占比, %										
動物	2.2	0.8	0.2	0.9	2.3	0.3	0.3	0.2	1.3	0.2
化學	6.2	1.6	21.7	18.3	17.1	4.1	7.3	5.9	0.5	2.8
食品	4.0	4.1	0.9	3.8	5.4	0.7	0.6	1.0	1.4	0.8
鞋類	0.1	0.2	0.4	0.1	0.3	3.7	0.0	0.1	9.3	0.2
燃料	35.7	1.3	0.2	6.0	15.2	0.1	1.1	5.9	0.0	0.0
皮革製品	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	1.2	0.0	0.1	1.4	0.2
機械與電子	8.8	39.0	28.1	24.9	26.2	43.4	35.6	37.5	45.3	59.4
金屬	8.4	5.0	4.9	3.7	5.5	5.9	3.8	8.1	3.3	12.6
礦物	0.5	0.2	0.1	0.8	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.4
光學等雜類	7.0	10.0	10.2	13.1	13.4	17.5	13.0	2.8	11.9	5.4
塑膠橡膠	4.2	3.1	3.6	3.4	3.9	5.6	3.7	6.2	3.7	5.3
玻璃	1.7	2.1	3.3	4.0	0.5	2.3	1.5	1.2	1.2	3.4
衣物	0.5	1.7	0.7	1.4	1.3	8.9	0.6	1.4	16.9	1.1
運輸	11.3	25.9	23.4	17.4	5.4	4.1	32.0	28.8	1.1	8.0
蔬果	3.2	4.0	0.5	0.2	2.4	0.4	0.1	0.1	1.4	0.2
木材	6.2	0.8	1.8	1.7	0.9	1.8	0.2	0.7	1.4	0.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

關稅 | 川普可能對台灣晶片祭出大刀嗎？雖不能排除，但難度頗高，且將更不利MAGA的目標

雖不能完全排除對台灣晶片加徵關稅的可能，但執行難度頗高，且不利「MAGA」（讓美國再次偉大）的目標，原因在於：1)台灣電子業以生產零組件為主，直接課關稅並不容易，因為在出口到美國前，已製成完成品，若轉而對完成品課稅，等於直接考驗美方的需求彈性且將耗費高檔徵成本。2)可能增加廠商第三地轉出口，這與中國在貿易戰1.0的情況類似，要完全封堵這種行為，美國需要對更多國家課稅。3)引述資訊技術與創新基金會所述，以AI伺服器為例，雲端服務廠商(CSP)可選擇在美國以外設立資料中心，反而不利美國AI的發展。

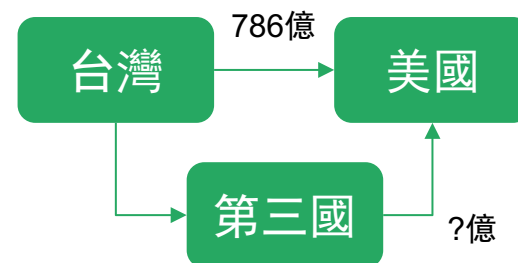
小結：1)單就鋼鋁稅而言，對各國經濟衝擊不大，惟需留意若關稅範圍延伸至其他如機械、電子、汽車等商品，則對各貿易對手的負面衝擊恐怕不小；2)川普恫嚇對台晶片增加關稅，難度頗高，應類似威脅要對加、墨增加關稅一樣，作為談判籌碼之用，終極目的還是平衡貿易逆差、增加對美投資。對台灣而言，參照軟銀孫正義、日本首相石破茂的前例，可能是可參考的運作模式。

2024年台灣電子業對主要區域出口狀況



註：+1指印度。
資料來源：Bloomberg。

實務而言，單純對台灣晶片加徵關稅難度頗高



加徵關稅的困難點：

1. 難直接對代工廠課稅，需對成品課稅。
2. 第三地轉出口增加，變成要對多國課稅。
3. CSP直接設立資料中心於國外。

資料來源：JPM。

NVIDIA DGX H100

項目	成本(美元)
CPU	21,420
GPUx8	200,000
記憶體	4,600
儲存	6,825
網卡	1,000
機殼	40
主機板	360
散熱	470
電源供應	1,200
背板、連接線等	2,128
組裝測試	1,485
Markup	2069
總成本	240,397

關稅 | 川普關稅來襲，台積電首度赴美召開董事會

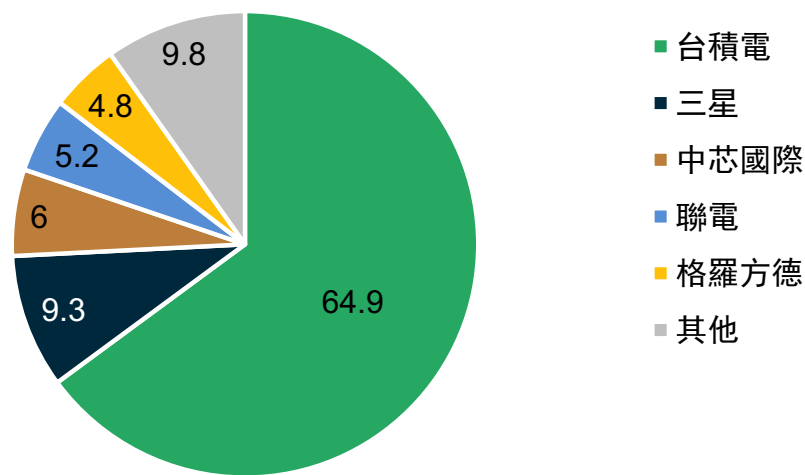
台灣晶片直接出口至美國的金額74億美元，佔總出口僅1.6%左右，應非主要目標，川普恐鎖定亞洲晶圓代工業者，市佔率64.9%的台積電首當其衝。

台積電本週於美國召開董事會，主要是為了讓董事會成員實地了解亞利桑那廠量產狀況，市場則更關注先進製程擴大在美投產的計劃，以及應對川普關稅政策的方針。若台積電提高美國廠交貨美系客戶比重，關稅衝擊就不會太大，然而台積電於法說會曾表示，美國廠將稀釋台積電毛利率2~3%，因此對獲利仍有部份影響。在關稅問題仍未釐清前，投資人對台股抱持觀望心態，若遇指數拉回至前波低點附近則可逢低布局。

而針對川普再點名台灣搶走晶片產業，預期台積電未來可能擴大美國生產投資或下放更先進製程在美國生產，以減少貿易風險；另外，傳台積電可能以入股或參與經營英特爾的晶圓代工部門，雖然市場對此略有不滿(恐拉低毛利率)，惟卻為另一減少貿易風險的方式。

全球晶圓代工產值集中亞洲區，其中台積電獨佔鰲頭

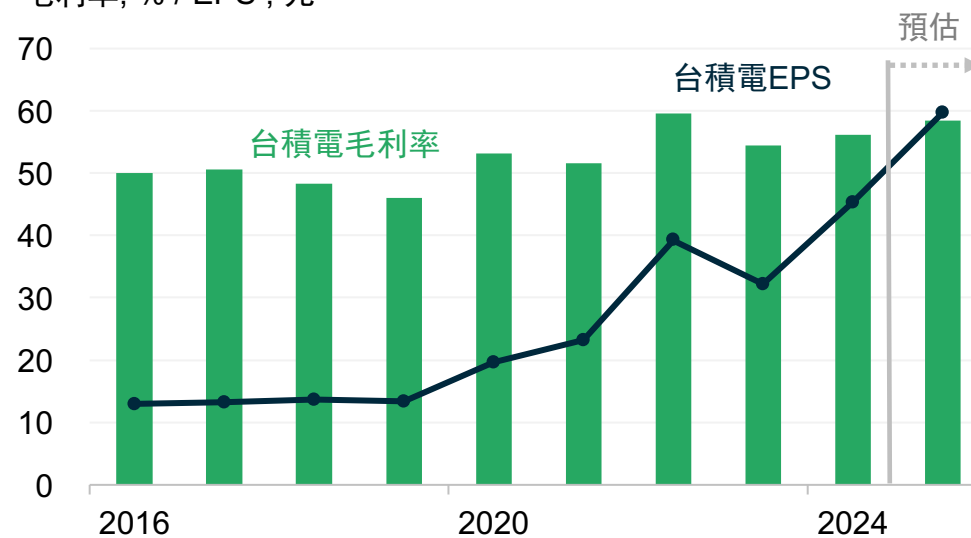
全球晶圓代工市佔率, %



資料來源: TrendForce。

台積電評估美國廠將稀釋平均毛利率

毛利率, % / EPS, 元



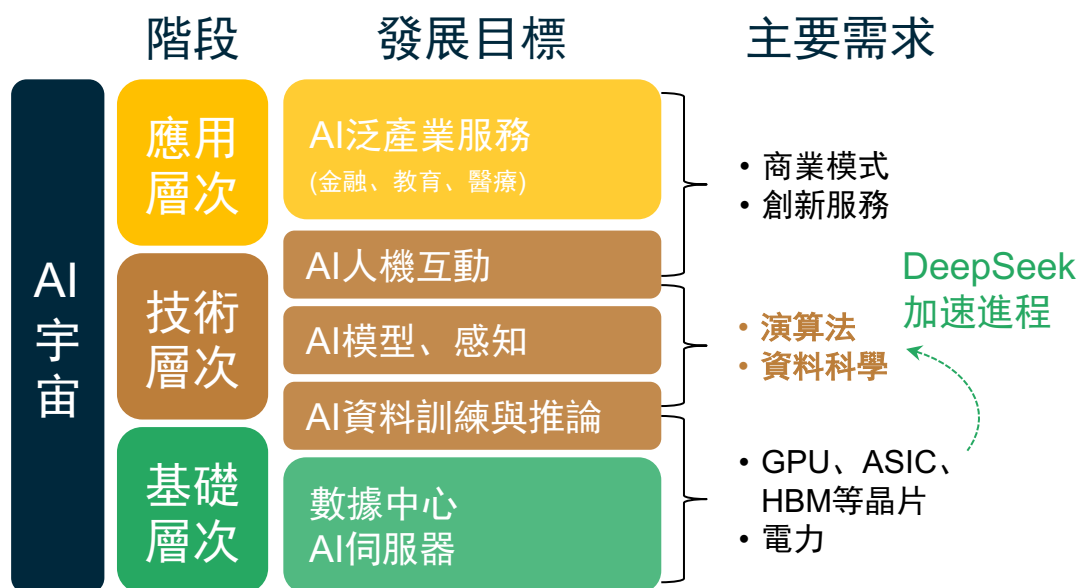
資料來源: Bloomberg預估。

DeepSeek | 對AI產業帶來「鯨魚效應」，加速AI進程、由硬向軟，產業高速增長未變

DeepSeek確實是**遊戲改變(加速)者**，但並非遊戲的破壞者：

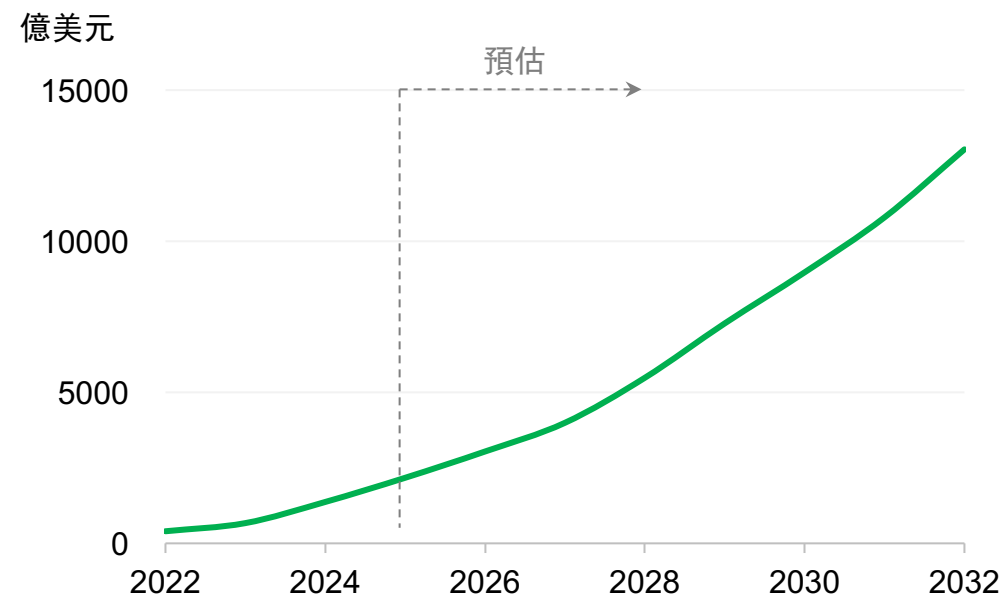
1. 成本效益：DeepSeek的模型(演算法)，尤其是R1模型，顯示出可以在顯著降低計算需求的情況下實現高性能。這意味著公司可以在不投資昂貴GPU的情況下實現類似的結果，也讓投資者擔心DeepSeek出現會讓輝達晶片的需求減少。
2. 加速發展：雖然投資者擔心DeepSeek出現會讓輝達晶片的需求減少，但實際狀況是，**AI發展階段將加速到第二階段—技術層次**，也就是**演算法、資料科學可能將會百花齊放**，但晶片需求仍是花園的土壤，不可或缺。尤其，長期來看，現階段的營收還將持續增長，未來3、5年內仍不會到達產業成熟的高原期，此前雙位數增長態勢仍將延續，但後續**軟體類股較之前受到矚目**。

DeepSeek對AI產業帶來鯨魚效應，將加速AI發展進程



資料來源：工研院。

AI產業營收規模走勢



資料來源：Bloomberg預估。

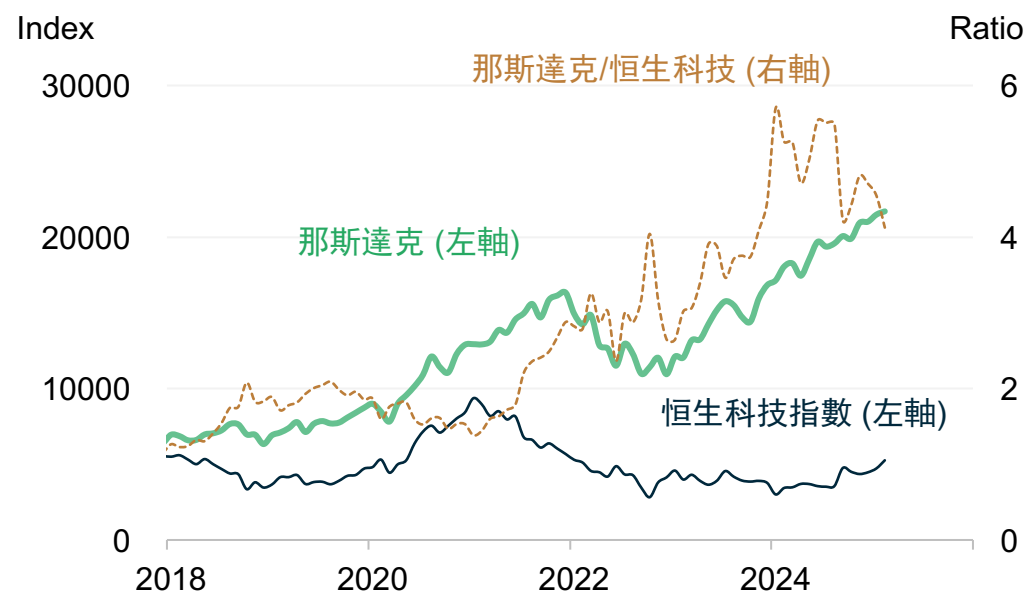
股市 | 中國總經較疲, 但DeepSeek問世效應, 加上評價較美國科技股便宜, 激勵近期中港科技股

近期美國科技股仍延續高位震盪, 但另一方面, 受到DeepSeek問世的效應影響, 中國科技業者也紛紛加快AI發展腳步, 如經營搜尋引擎服務的百度, 近日即傳出將於下半年推出「文心一言」最新版本的AI模型, 百度執行長李彥宏更宣稱, 推理成本可以在1年內降低逾9成。

儘管美中總經形勢強弱有所差異, 尤其中國總經疲軟對部分類股, 如工業、消費、能源等形成拖累, 導致中港類股走勢有所差異。但因**中國科技股估值相對便宜**, 讓股價更容易被DeepSeek的利多效應推升, 也激勵中港整體科技類股的走勢。

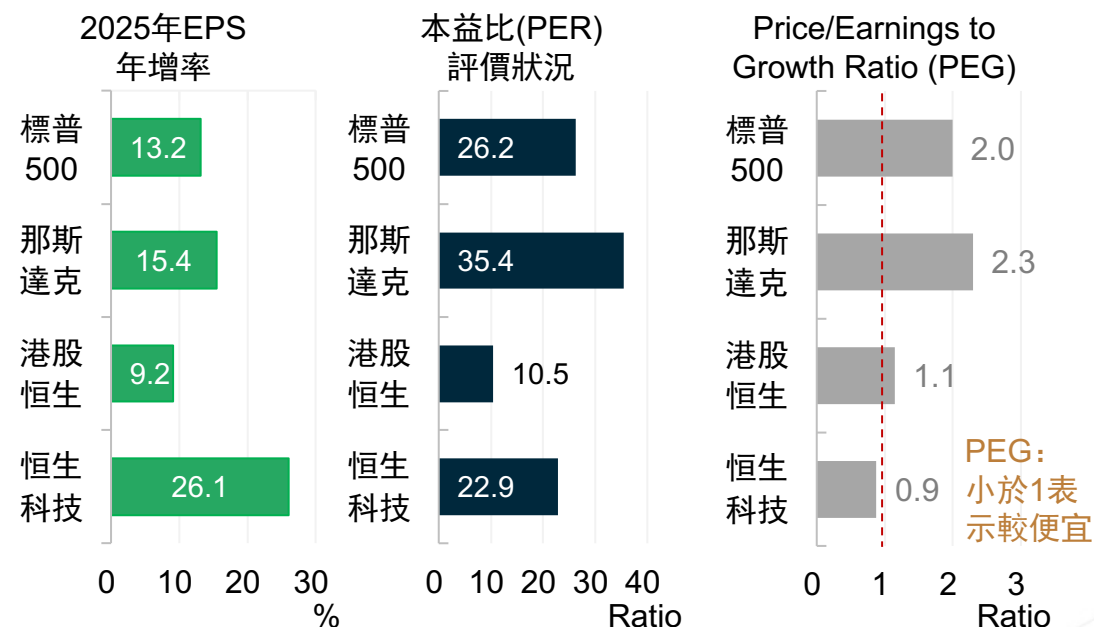
後市來看, 隨著**AI產業目光由硬體轉向軟體、演算法**, 確實有利後續中港科技股的類股表現; 然而, 在美中關係、貿易不確定性下, 以港股恒生整體指數而言, 隨評價接近過往五年平均(10.8倍), 指數上行壓力仍重, 後續**指數恐仍維持大區間震盪走勢**。

那指延續高位, 但DeepSeek效應下, 激勵中港科技股



資料來源: Bloomberg。

總經影響, 中港類股差異較大, 惟中國科技股較為便宜



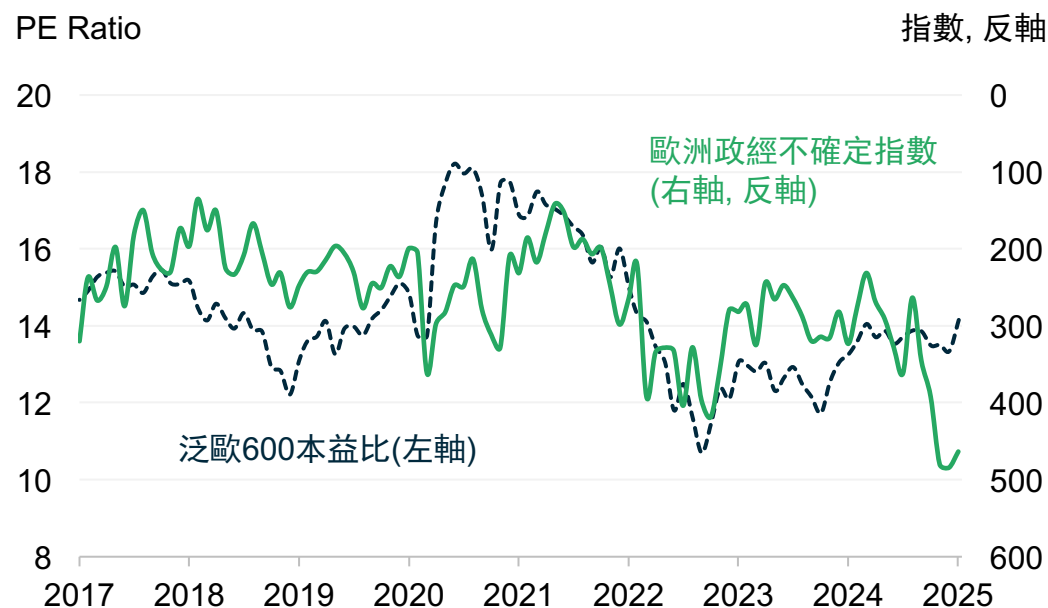
資料來源: Bloomberg。

歐股 | 俄烏戰爭露曙光, 戰後重建題材與股市re-rating提供短線上行動能

美國總統川普證實與俄羅斯總統普丁進行電話會談, 確認俄烏雙方皆有和談意願, 近期有望展開停火談判。歷時3年的戰爭露出曙光, 歐洲天然氣價格將在供給恢復後逐漸回落, 除了有利於歐洲通膨降溫, 成本下滑將有助企業生產與民眾消費信心回暖, 對於歐洲經濟與企業獲利將有正面幫助。除此之外, 歐股受惠於市場情緒改善, 投資價值重估有望提振股市評價, 提供上漲動能。

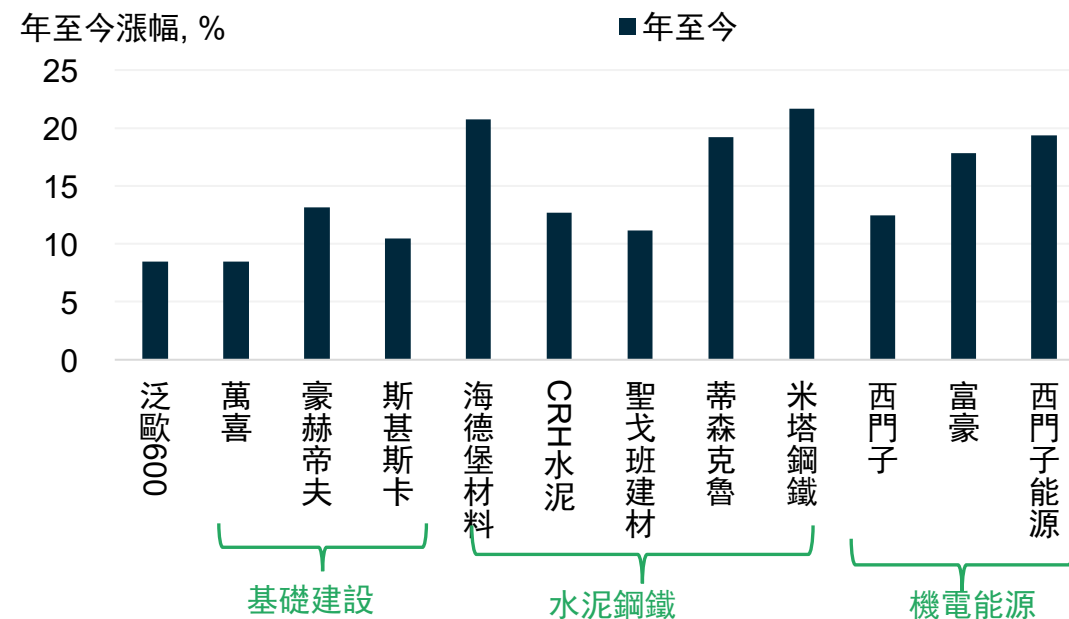
對股市而言, 市場也嗅到**重建的商機**, 包括歐洲的**基礎建設、鋼鐵水泥、機電能源等類股**, 今年以來的漲幅更甚於泛歐600指數, 也驅動歐股今年以來屢創新高。類股方面, 在成本下降外, 戰後重建題材對於**水泥、鋼鐵等原物料, 以及工具機械的需求有正面幫助**, 可以關注類股操作機會。後市展望, 戰後**重建與股市re-rating提供短線波段機會**, 然而和談進程具高度不確定性, 加上美歐關稅制裁風險仍存, 急漲後追高宜慎。

俄烏停戰協議有助推升歐股評價



資料來源: Bloomberg。

戰後重建題材有望帶動相關類股



註: 年至今為截至2/13表現。
資料來源: Bloomberg。

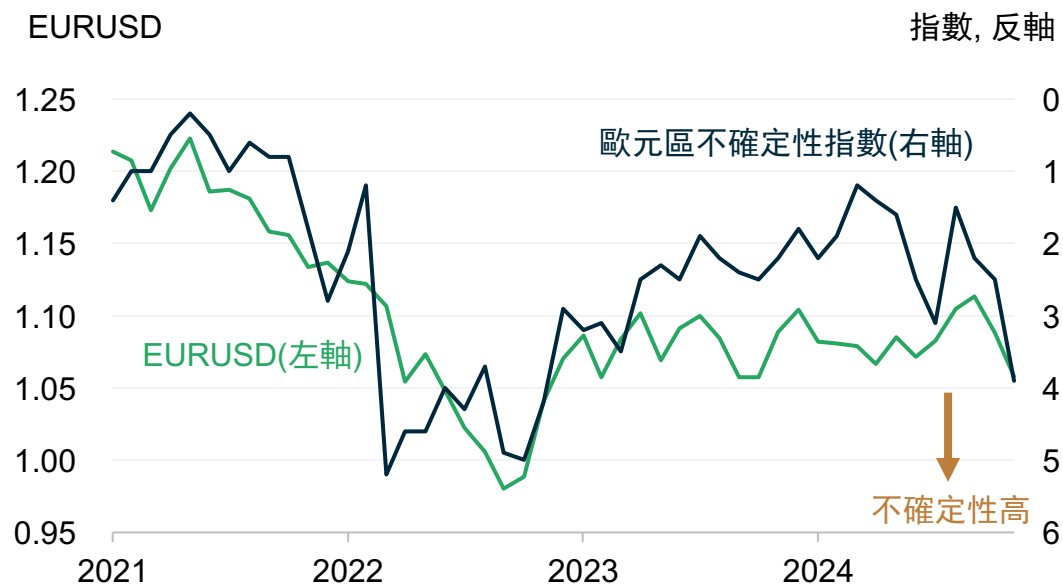
匯市 | 俄烏戰事傳曙光, 地緣風險若降溫有利歐元反彈, 但利差壓力猶存, 歐元上檔空間有限

美國總統川普與俄羅斯總統普丁通話, 川普稱雙方同意緊密合作, 讓雙方團隊(針對俄烏戰爭)立即展開談判。美俄元首通話不僅為川普第二任期內首次, 更為俄烏戰爭爆發以來首見, 凸顯美國對俄烏戰爭的立場已然轉變, 川普有意減少對外國紛爭的投入, 將資源轉向美國利益優先的事項。

2022年起外國對歐元區直接投資逐年下滑, 反映地緣風險猶存的背景下, 企業保守因應。然若俄烏戰爭順利平息, 將有助改善私部門信心, 增添企業回流生產、投資的意願, 有望為表現低迷的歐元帶來反彈空間。

然而, 當前歐元區基本面仍舊疲軟, 市場預期ECB大致延續逐季降息的步伐, 而聯準會則因通膨、政策不確定性等暫時停止降息, 意味著美歐利差難以出現大幅度收斂, 將限縮歐元上檔空間。

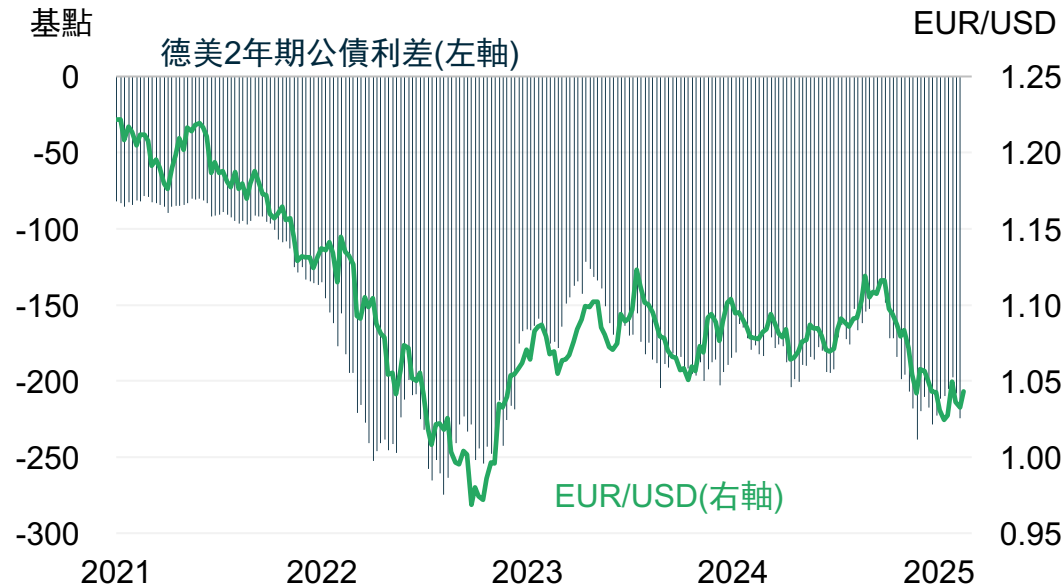
俄烏和談放曙光, 激勵歐元短線走勢



註: 2021/1至2024/11兩者相關係數為-0.78(月資料)。

資料來源: Bloomberg。

美歐央行降息不一致, 導致利差難以收斂



註: 2020/1/3至2025/2/7兩者相關係數為0.85(週資料)。

資料來源: Bloomberg。

債市 | CPI增速連4個月走高, 加上關稅威脅仍存, 美債利率保持高位

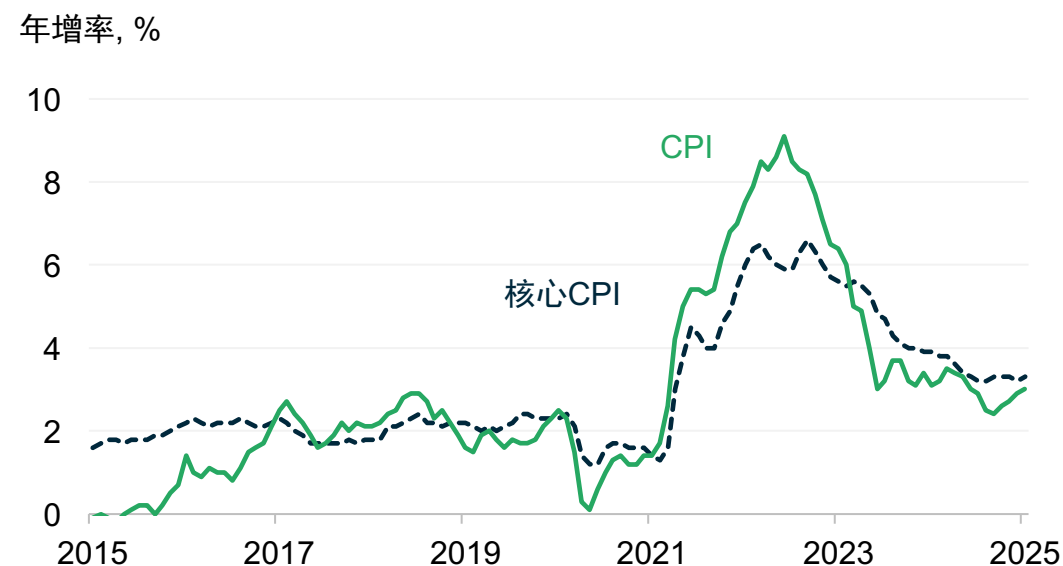
通膨持續走升：通膨連4個月走高, CPI年增3%、核心CPI年增3.3%, 月增率雙雙反彈, 導致市場降息預期再悲觀, 10年債利率一度升至4.6%上方。

關稅威脅仍存：川普對鋼鐵、鋁加徵關稅, 並計畫實施對等關稅, 以確保其他國家對美國的出口及進口關稅相等。關稅威脅下, 市場的通膨預期仍高, 預期仍影響美債利率高位震盪。

所幸油價前景看淡, 通膨有望緩步走低：透過放鬆能源監管, 川普將加大石油、天然氣開採, 供給面上升將使油價承壓, 有利於長線通膨走勢緩降。

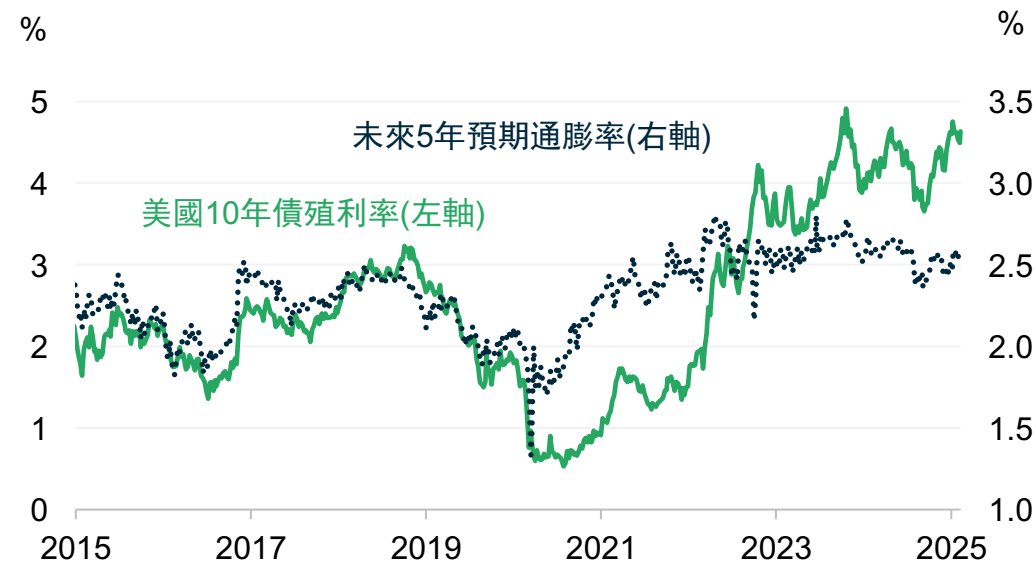
鮑爾國會聽證：「美國經濟強勁、失業率保持低位, 若通膨仍高於2%目標將不急於降息; 政策限制性已低於以往」。態度與1月FOMC無太大變化, 預期今年降息方向不變, 但步調將較為緩慢; 據**FedWatch**預估, **首次降息機會將落在下半年**。

通膨走升：1月CPI年增3%、核心CPI年增3.3%



資料來源: Bloomberg。

關稅威脅下, 通膨預期仍偏高, 影響利率高位震盪



註: 近10年兩者相關係數為0.65。

資料來源: Bloomberg。

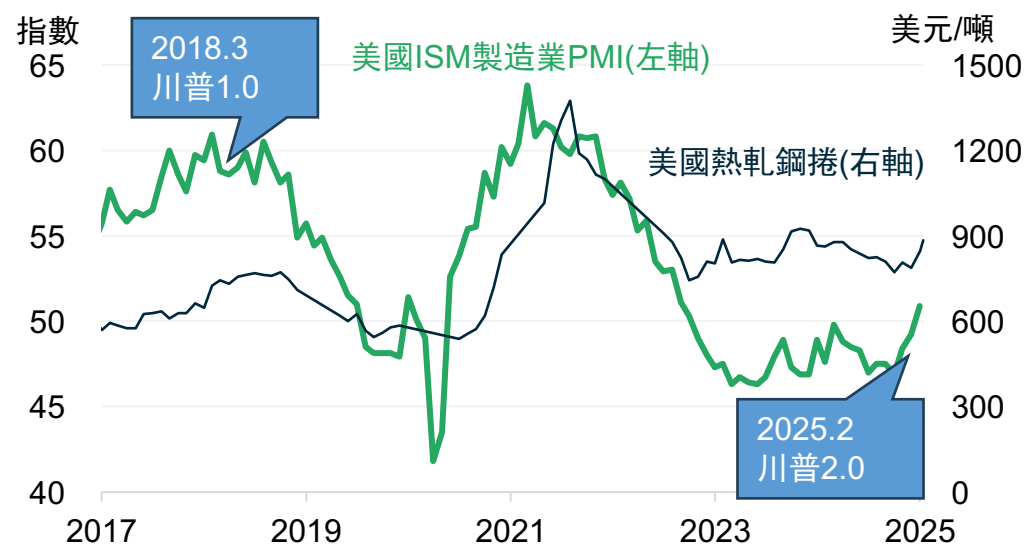
美國 製造業回溫與關稅壓力，美國國內鋼鐵價格短期仍有望走升

川普於2/10簽署行政命令，自3/4起對進口的鋼鐵及鋁調升25%，受此影響，國內熱軋鋼價也從去年底780美元，上漲至880美元，漲幅已達15%。

考量美國製造業也正處在上升循環，預期美國國內金屬價格仍有上漲空間。

對於鋼鐵類股而言，預期隨著國內鋼價走揚，及景氣的復甦，公司的營收與股價短期也有望同步走揚。不過，值得注意的是，美國汽車業仍面臨中國電動車低價傾銷的壓力、房市也面臨高利率的衝擊，將使鋼鐵公司未來的獲利動能受到限縮。因此，鋼鐵類股仍以波段、衛星配置為主。

川普調升關稅及景氣復甦，將推升國內鐵鋁價格



資料來源：Bloomberg。

美國國內鋼價回升，將推升鋼鐵類股走強



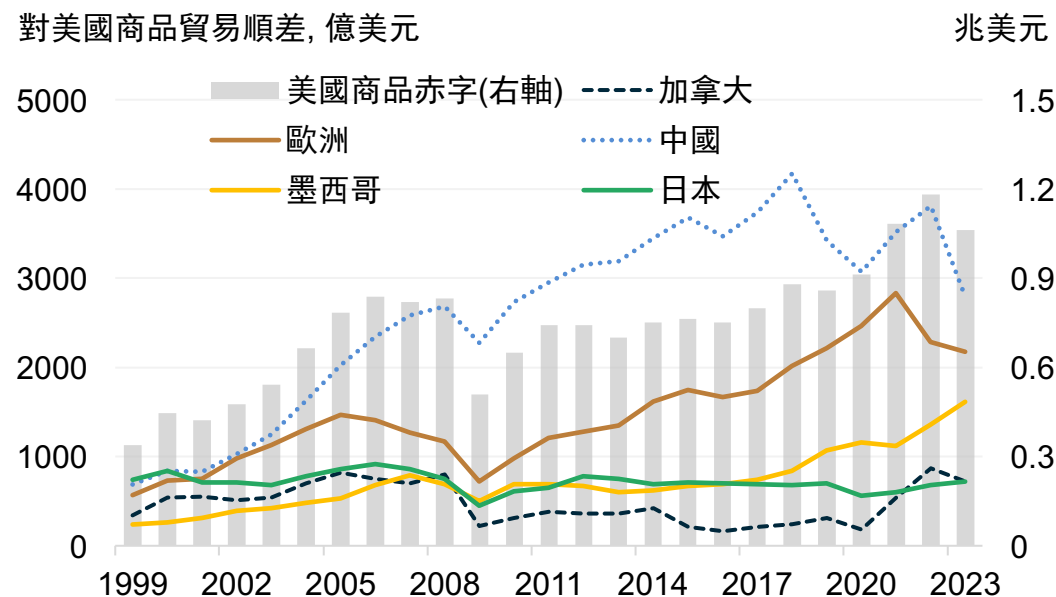
資料來源：Bloomberg。

日股 汽車、機械產業關稅不確定性高，後續走勢恐落後內需消費類股

相對墨西哥、中國等國，日本受到美國關稅衝擊程度預期相對輕微，原因如下：1) 對美國FDI(外國直接投資)近年來不斷上升，石破茂2/7訪美時，更承諾提高投資額至1兆美元；2) 日本對美國商品貿易順差穩定於600-700億美元，石破茂也承諾將進口更大量的美國天然氣，有利於縮小貿易順差金額。

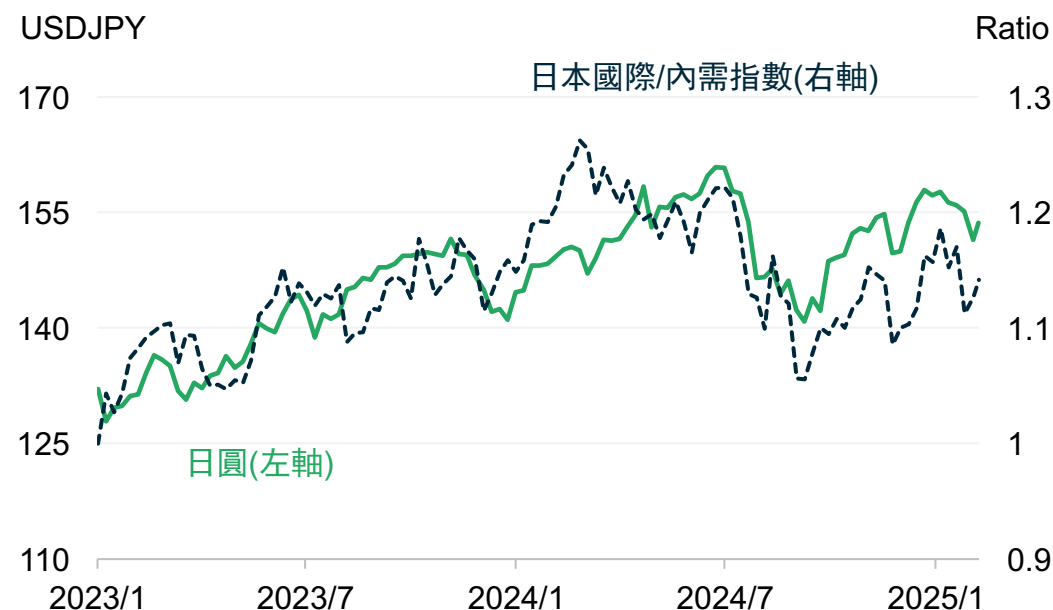
然而，在全球貿易不確定性偏高的環境下，日本對美主要出口產業如汽車、機械，仍然有受到波及的可能，加上日本央行1月升息推動匯價偏升，短期外銷產業股價恐持續糾結。而金融與內需產業方面，企業獲利受惠於升息及經濟穩健而逐步上修，股價表現可能較佳。長期來看，隨著貿易關稅與貨幣政策的不確定性逐漸消退，加上經濟溫和復甦，大盤有望在企業獲利帶動下穩步走升。

日本近年對美國商品貿易順差保持平穩



資料來源：Bloomberg。

後續留意日圓走勢影響對外銷企業股價



註：日本國際指數為高盛編撰，營收以外銷為主之上市公司指數；內需指數為營收以內需消費為主之上市公司指數。

資料來源：Bloomberg。

美元 不確定性升溫，聯準會放慢降息步伐，美元指數高位盤桓

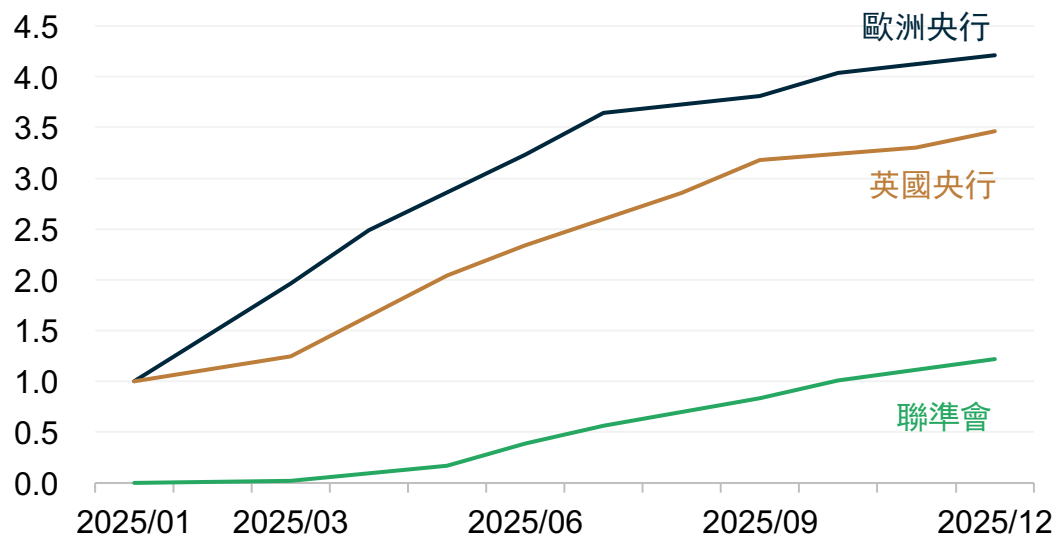
聯準會主席重申**不急於調整政策立場**，除因1)去年9月至今累計降息1%，政策限制性已不若此前、2)經濟保持穩健，而通膨仍有些偏高等因素外，未來財政政策所造成的不確定性，亦為一大考量。有鑑於此，**短期內聯準會仍將維持觀望的立場，市場預期上半年皆將按兵不動**。相較之下，歐元區景氣低迷，英國、加拿大則出現轉弱跡象，**市場預期其餘主要央行大致延續逐季降息的步伐，意味著美元利率與海外利率難以大幅度收斂。**

另一方面，川普關稅政策陸續揭曉，即便未來執行與否仍是未知數，但**不確定性加劇的環境，恐時不時助長投資人避險需求**。而長遠來看，參考川普首任期，對外加關稅、對內減稅與降低監管等政策，將有助吸引企業資金流往美國。

對於匯市的影響而言，在不確定性居高不下，以及利差因素的支持下，預期美元指數仍將延續高位波動的格局。

市場預期今年聯準會降息幅度仍低於其餘主要央行

市場預期2025降息碼數

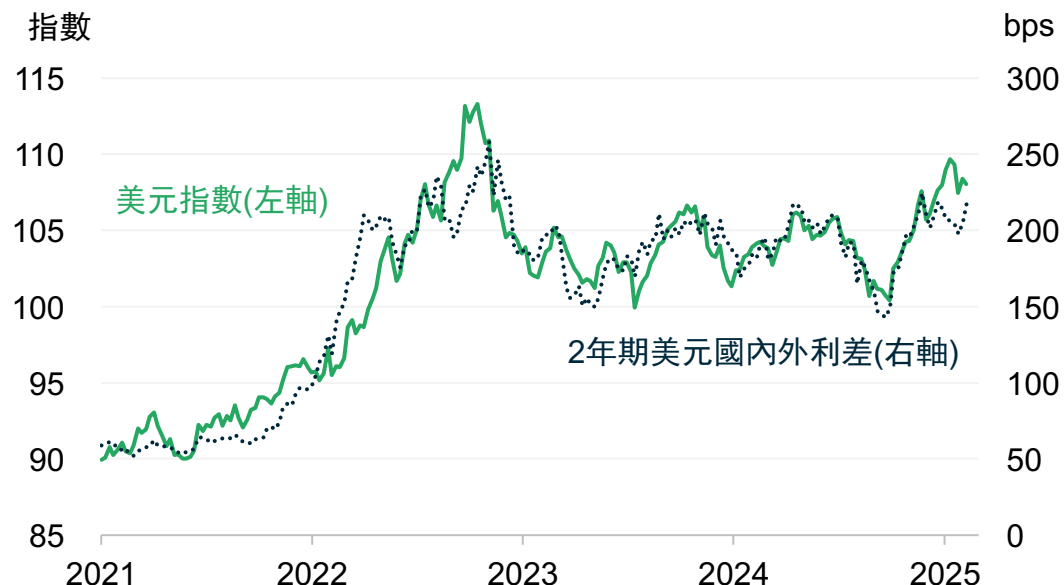


註：資料截至2025/2/13。
資料來源：Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

美元利差居高，提供美元下檔支撐



註：2021/1/1至2025/2/7兩者相關係數為0.95(週資料)。美元國內外利差為美債殖利率與美元指數成分貨幣之國家之加權公債利率(以該國貨幣占美元指數之權重加權)之差。
資料來源：Bloomberg。

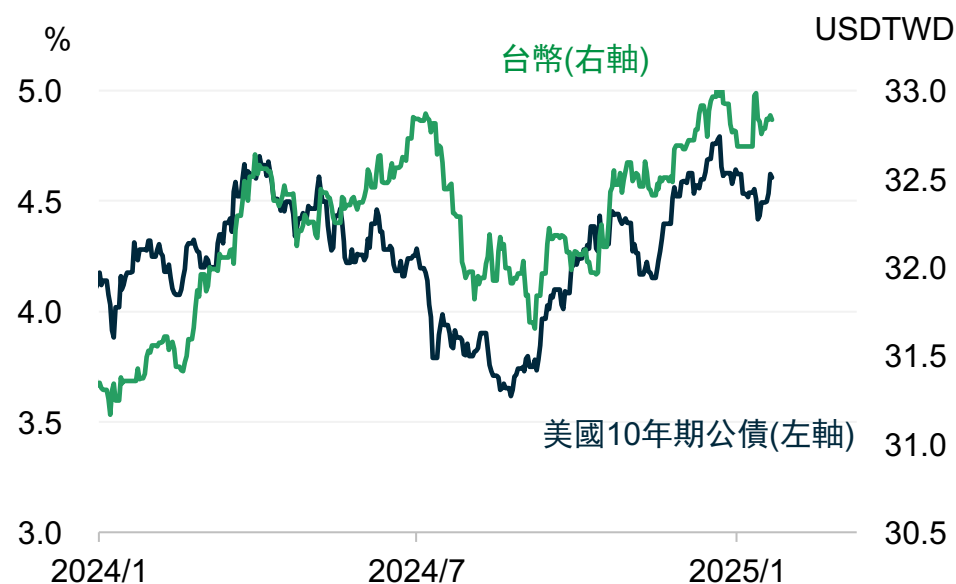
台幣 美債利率高盤不利台幣, 然俄烏和平露曙光下, 台幣有望受惠風險情緒好轉提振

Fed主席鮑爾在美國會聽證會表示「不急於降息、中性利率已較過去提高」等言論, 及美國1月CPI數據高於預期等因素, 帶動美債利率再度站回4.5%。美債利率高盤, 加上川普關稅砲火不斷, 除半導體、鋼鋁產品外, 恐被施加「對等關稅」的威脅下, 使台幣偏弱震盪。

然而, 川普2/12表示已與俄羅斯總統普丁通話, 並稱俄烏停戰談判將「立即」啟動。已為期3年的俄烏戰爭露出停戰曙光, 市場風險情緒好轉下, 帶動盧布、歐元及多數非美貨幣走揚。

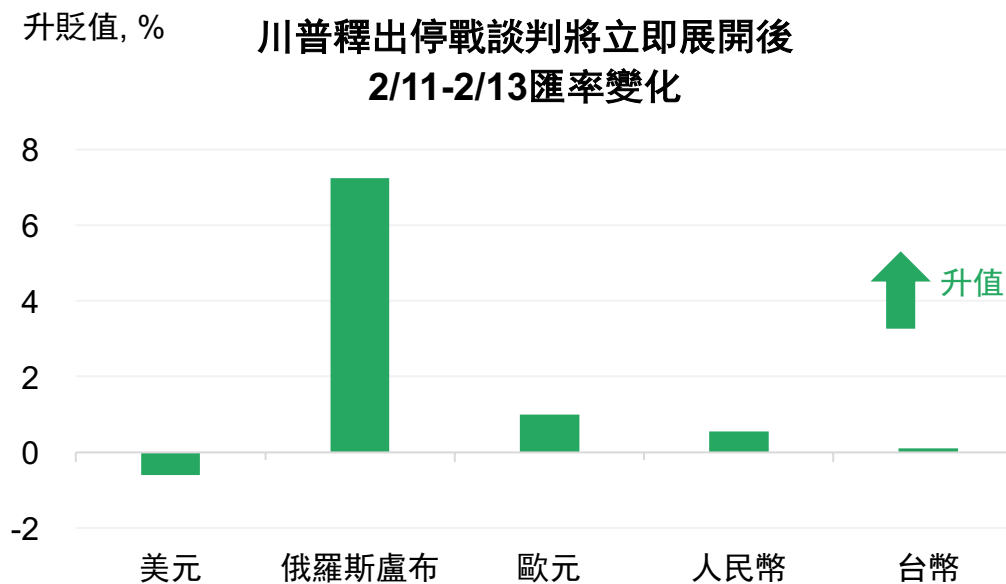
整體而言, 美債利率高位盤整、川普關稅議題仍為影響台幣的主旋律, 且人民幣潛在貶值威脅下, 台幣仍難脫偏弱震盪。

美債利率高位盤整下, 持續為壓力



資料來源: Bloomberg。

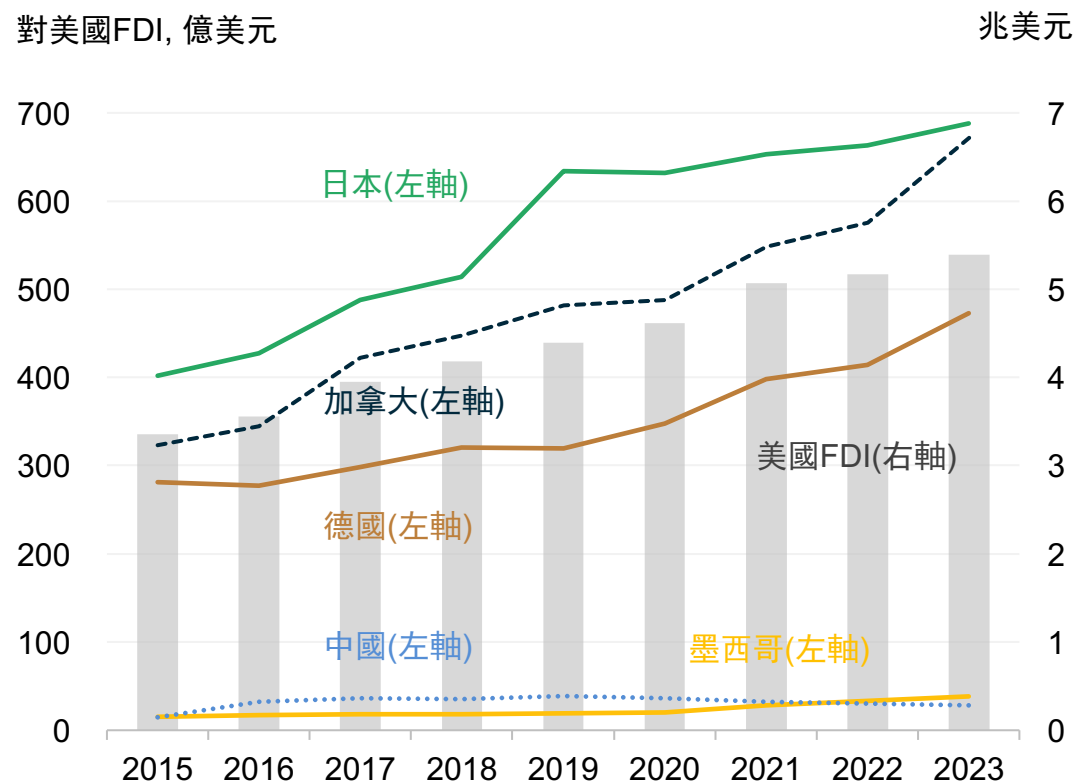
俄烏戰爭結束露曙光, 風險氣氛轉好有利非美貨幣



資料來源: Bloomberg。

附錄 日本對美貿易資料補充

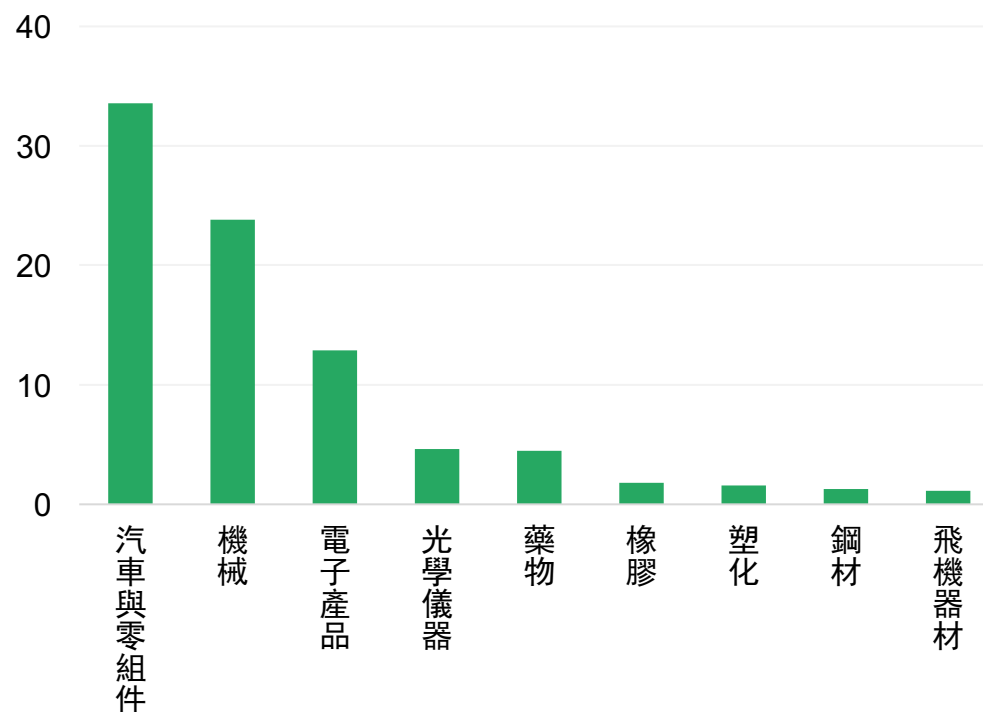
日本對美投資金額明顯上升



資料來源：Bloomberg。

日本出口美國以汽車與機械產品為主

日本對美國出口占比, %



資料來源：Bloomberg, JP Morgan。

Feb 2025

17	Monday	18	Tuesday	19	Wednesday	20	Thursday	21	Friday
日本GDP 歐元區貿易帳 加拿大新屋開工 美國休市		澳洲政策利率 英國失業率 歐元區ZEW經濟景氣指數 加拿大CPI年比 美國紐約Fed製造業指數		日本核心機械訂單 紐西蘭政策利率 英國CPI年比 美國營建許可季初值 美國新屋開工 印度休市		美國領先指標 澳洲失業率		美國PMI初值 日本PMI初值 日本CPI 英國零售銷售 英國PMI初值 歐元區PMI初值 印度PMI初值	

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