



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年2月21日

投資研究週報

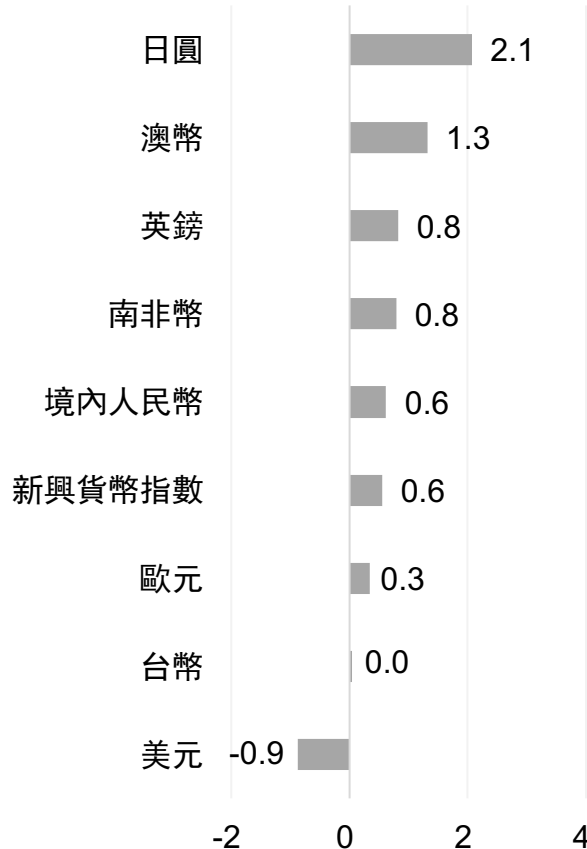
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2025/2/13 - 2025/2/20。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場觀察：

- 1) **對等關稅將登場，貿易夥伴風險升溫：**若依據對手國稅率提高關稅，非洲、南亞等新興市場衝擊較大，主要國家則有限；但**若美國考量非關稅壁壘，歐洲面臨的風險將大幅提高。**
- 2) **美俄首度會談，烏俄戰爭出現曙光：**若烏俄局勢好轉，將有助刺激歐洲景氣谷底反彈。然而，川普關稅壓力有增無減，仍是未來風險因子。**歐股波段操作、追高宜慎，歐元波動區間小幅上移。**
- 3) **習近平會出席民企座談會，釋出政策調整信號：**政策提振短期市場情緒，配合DeepSeek效應發酵，有利中港科技股。惟刺激政策仍不明朗、關稅風險猶存，陸港股整體指數仍是大區間格局。

2. 後續看點

- 輝達財報(2/26)、美國PCE(2/28)、川普鋼鋁關稅(3/12)、川普對等關稅、汽車、半導體關稅(4/2)。

策略思維

1. **股市 – 基本面穩健，多頭格局不變：**24Q4企業獲利增速創三年新高，今年預估雙位數成長，凸顯基本面無虞。可待川普政策不確定性引發回檔時，趁勢逢低布局。
2. **債市 – 貨幣政策觀望，關稅消息左右債市動向：**短期內聯準會按兵不動，靜待川普政策影響明朗。美國景氣穩健、關稅政策不確定性高，引導殖利率高位波動。
3. **匯市 – 美元短線回檔整理，但高檔區間格局不變：**烏俄利多有望帶動歐元短線反彈，非美貨幣同步受惠。但美國景氣獨強、聯準會放慢降息步伐、川普政策不確定猶存，皆支持美元延續高檔區間格局。

關稅 | 對等關稅將登場, 應用觸手廣泛, 貿易夥伴皆有遭點名的風險

川普簽署互惠貿易與關稅備忘錄, 各部會將針對貿易夥伴展開調查, 完成後對等關稅最快將於4/2推出。

2024年美國前10大貿易逆差來源國之平均進口關稅, 皆高於美國進口該國產品時所課徵之關稅, 若對等關稅依據各國進口稅率相應調升, 南韓、泰國、馬來西亞, 以及對美施行高關稅的非洲、南美洲、南亞等國受到之衝擊最大。值得注意的是, 若川普政府將調查範圍擴大, 歐、日、中主要貿易夥伴皆恐面臨關稅上調的威脅。

4/2距今仍有逾一個月的時間, 近期已可見日本、歐盟、印度高層相繼訪美展開對談, 並釋出利多(加大對美採購、擴大投資等), 藉以爭取關稅豁免, 正是川普所樂見的情勢。由此來看, 在關稅政策正式落地實施前, 川普恐持續透過口頭關稅施壓, 以此獲取美國利益。

主要貿易夥伴對美之關稅皆相對較高

國家	2024對美貿易順差 (億美元)	本國貿易加權 平均關稅(%)	出口至美國之貿易 加權平均關稅(%)	兩者 差距(%)
中國	2,954	4.1	2.6	1.5
歐洲	2,672	2.7	1.4	1.3
墨西哥	1,718	3.9	USMCA	-
越南	1,235	5.1	4.7	0.4
台灣	739	1.7	1.3	0.4
日本	685	1.9	1.6	0.3
南韓	660	8.4	1.6	6.8
加拿大	642	3.4	USMCA	-
泰國	456	6.3	1.8	4.5
馬來西亞	248	3.3	0.6	2.7

資料來源: WTO。

川普政府決定對等關稅的審查標準廣泛

調查標準	例子
對美商品 徵收之關稅	美對中加權平均稅率: 2.6% vs 中對美加權平均稅率: 4.1%
歧視性稅制	歐盟各國平均增值稅: 22% vs 美國各州與地方政府營業稅/使用稅: 2.9~7.25%
非關稅壁壘	中國對國有企業補貼 智慧財產權移轉、進口限額、嚴格檢疫措施
匯率操縱	人民幣、日圓長期弱勢走勢
市場准入限制	中國的外商投資准入負面清單

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

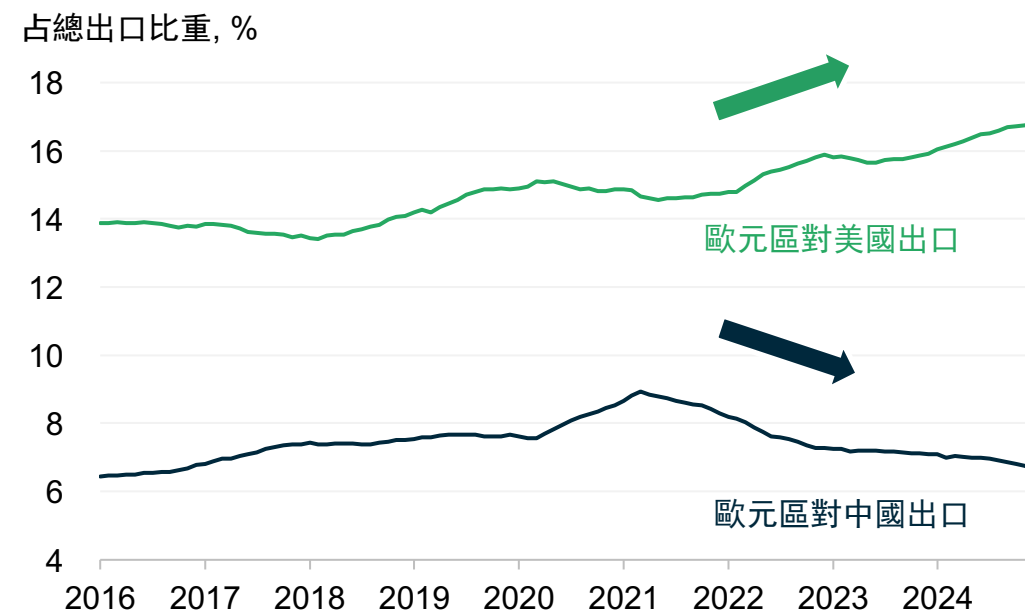


歐洲 | 川普對歐洲愈趨強硬，關稅風險暫難以消除

即便歐洲平均關稅(2.7%)與美國(1.4%)相去不遠，但川普計畫針對藥品、汽車、半導體產品加徵25%關稅，其中，前兩者更是歐洲出口至美國的主要產品，占歐洲該產品出口比重達20%、9.5%。與此同時，疫情過後歐洲對於美國市場的依賴程度提高，對美國出口比重更在去年創下22年新高16.8%，意味著關稅若大幅上調，勢必對歐洲相關供應鏈產生巨大影響。根據瑞銀估算，若美國對歐洲徵收10%關稅，將導致歐元區GDP下滑0.28%。

值得注意的是，近期川普特意點名歐洲高額增值稅(歐盟平均22%，美國為2.9~7.25%)與汽車關稅(10%，美國為2.5%)，在國際關係上更是扭轉長期以來美歐密切合作的盟友立場。意味著**未來一段時間內，若歐洲無法於貿易、烏俄議題等滿足川普需求，則關稅上路的風險將有增無減。**

歐洲對美國出口比重逐年攀升，成為川普施力籌碼



資料來源: Bloomberg。

藥品、汽車等歐洲主力出口產品面臨關稅衝擊較大



資料來源: WTO STATS, Census Bureau。

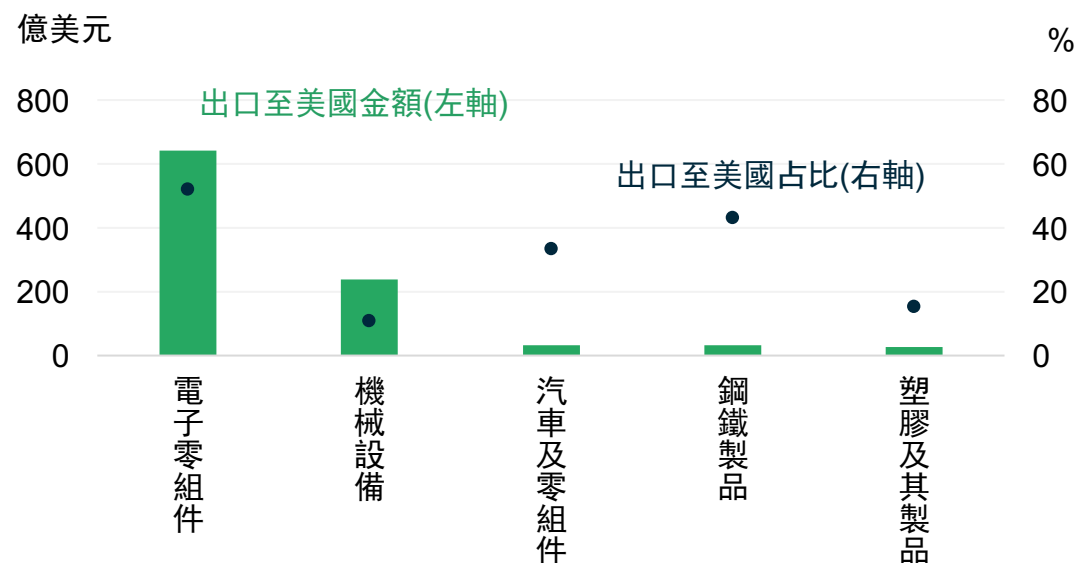
台灣 | 川普關稅威脅多管齊下，電子零組件、農產品及汽車類商品潛在衝擊較大

川普關稅多管齊下，宣布於3/12開徵鋼鋁25%關稅，最早於4/2對特定商品如半導體、汽車、藥品課徵25%及對各國課對等關稅。對台灣潛在影響：

特定產業課齊頭式稅率：以台灣出口美國的金額來看，電子零組件、機械設備及鋼鐵製品為對美出口前三大商品，且目前美國對這些商品課稅平均皆不到5%，未來若25%關稅如實上路，**成本轉嫁能力低的公司，受衝擊將最大。**

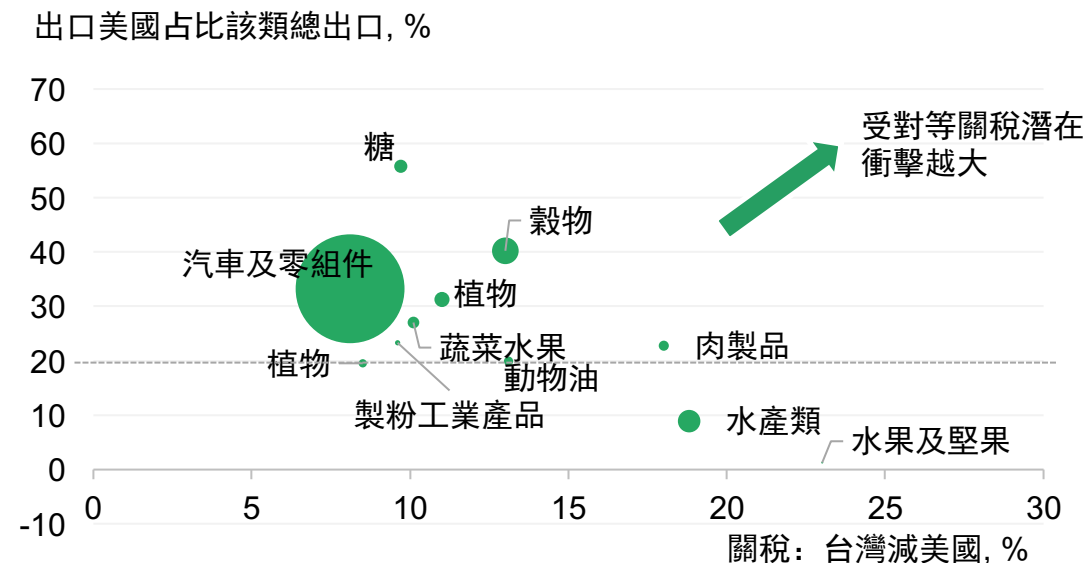
課對等關稅：整體而言差異不大，台灣簡單平均關稅與美國差異不大，但**個別商品關稅差異卻不小**，台灣對農產品、肉類及汽車平均關稅遠高於美國，**其中又以肉製品、蔬果、糖及汽車零組件**出口美國的比重高於2成，且多為傳統產業、面臨市場競爭者眾多的挑戰，預計**受到對等關稅潛在風險較大。**

台灣對美商品出口金額前五大



資料來源：WTO, 關港貿單一窗口。

台灣受對等關稅潛在衝擊大的產業



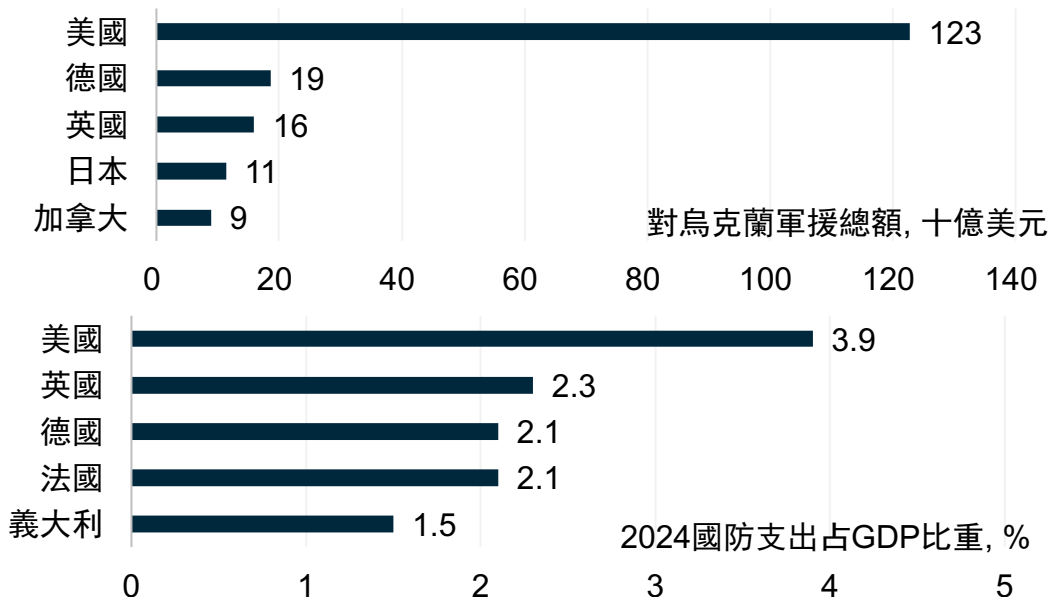
註：圓圈大小為出口規模。採台灣跟美國對外課徵的關稅簡單平均差異大的前10名產業。
資料來源：WTO, 關港貿單一窗口。

烏俄戰爭 | 時隔三年終現曙光, 有望成為後續歐洲景氣加分因子

川普與俄羅斯總統普丁通話, 並推動美、俄外交首長會談, 雙方確立將重建美俄外交溝通管道, 並任命高級別團隊幫助協商, 尋求持久且各方皆可接受的方式結束衝突。值得注意的是, 國務卿盧比奧稱, 若衝突解決, 美俄將在地緣政治、經濟議題上的共同利益有合作的潛力。過去兩週美俄情勢進展除反映川普致力兌現選前諾言外, 亦隱含美國外交立場調整, 無意持續對烏克蘭、北約投入大筆支出, 從而將資源轉向美國利益優先的事項。

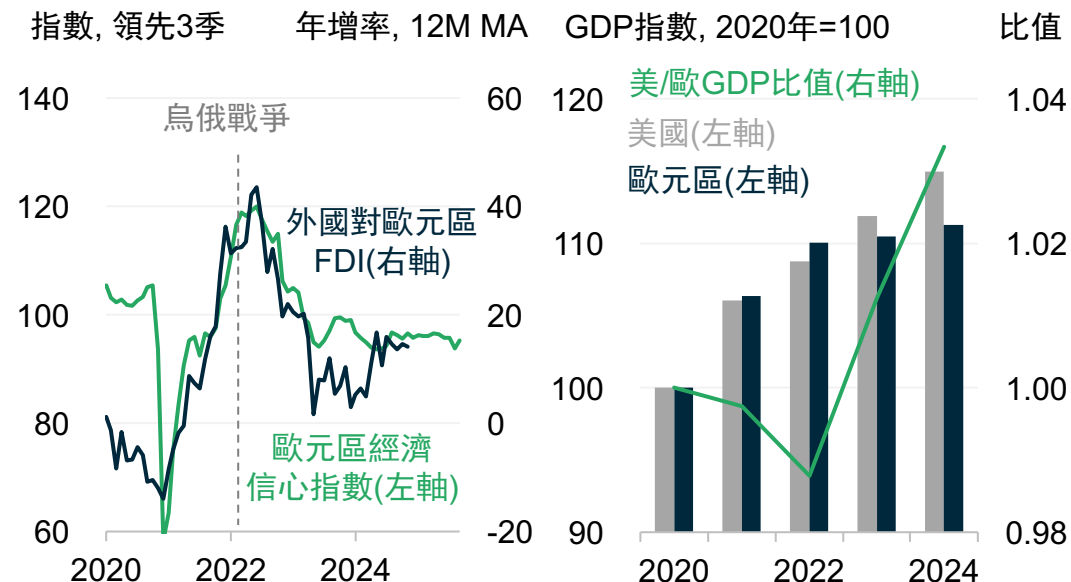
縱使川普團隊先斬後奏、冷落歐洲各國的做法, 引發烏克蘭與歐洲領導人之疑慮。然而, 戰事爆發以來三年, 歐洲經濟備受壓抑卻是不爭的事實。若烏俄局勢出現好轉, 甚至順利平息, 將有助私部門信心改善, 同時能源價格、通膨居高的問題亦有望隨之化解, 對於當前歐洲低迷的景氣來說, 實為有利因子。

美國對烏軍援總額、國防支出遠超盟友, 川普有意調整



資料來源: ifw-kiel institute, NATO。

烏俄戰爭至今, 歐元區FDI減弱、經濟動能遜於美國



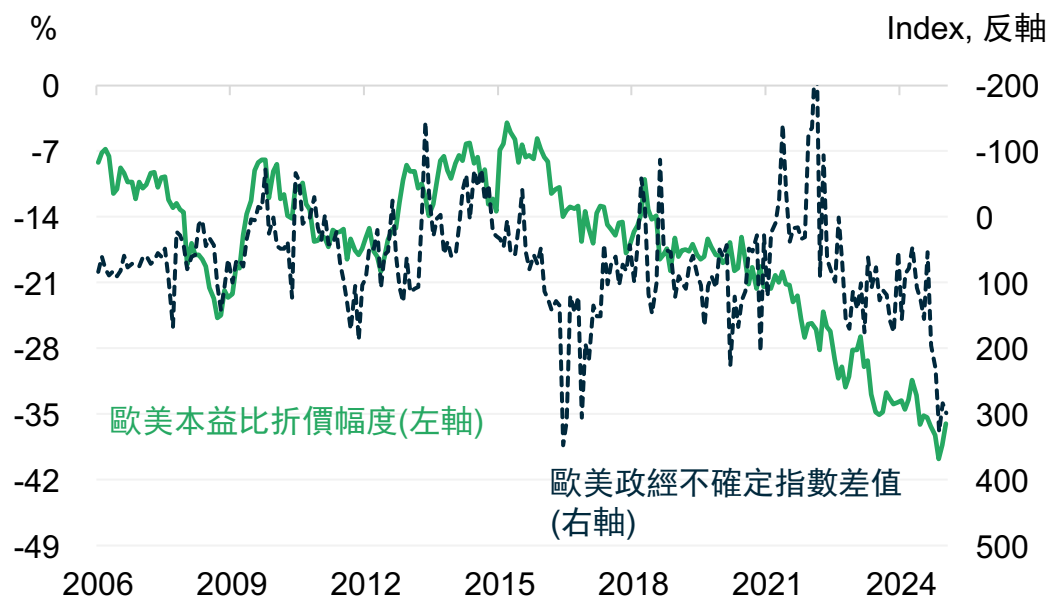
資料來源: Bloomberg。

歐股 | 地緣風險下滑帶動評價區間上移, 政治與關稅壓力則是潛在風險, 歐股波段操作

歐股今年以來表現強勢, 德國、法國、義大利、西班牙四大股指漲幅約10~13%, 表現明顯優於美股的4.0%, 研判主因在於過去三年歐股表現弱勢、評價居於低檔, 而川普當選後俄烏戰爭和談的預期升溫, 投資價值重估推升歐股本益比。

展望後市, 烏俄戰事在川普的推動下, 有望開始朝談判的方向前進, 市場對於未來景氣的加速復甦, 及其所帶來的重建題材, 可望成為歐股持續向上挑戰的有利因子。然而, 川普上任後, 美歐之間的政治紛擾, 以及有增無減的關稅壓力, 亦成為歐股的潛在風險。由此來看, **在re-rating行情過後, 須留意指數追高風險**。產業方面, 受惠歐洲國防開支上升與未來重建需求, **國防、銀行與營建類股的獲利具想像空間, 股價表現遙遙領先大盤, 短期具波段操作機會**。

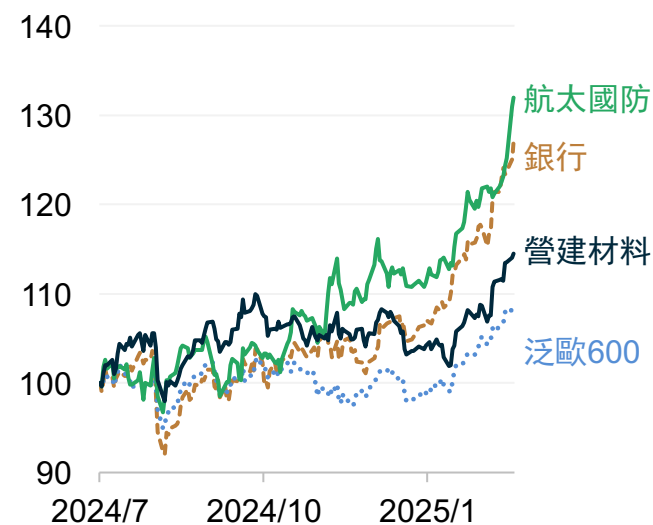
地緣風險下降帶動歐股評價回升



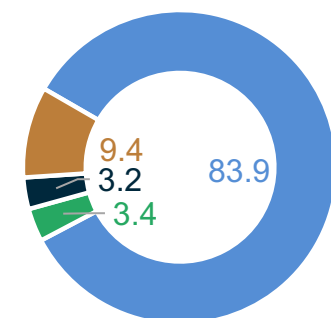
資料來源: Bloomberg。

國防與重建概念股表現強勢

指數(2024/7/1=100)



產業佔比, %



■ 其他 ■ 航太國防
■ 營建材料 ■ 銀行

註: 產業佔比以2024年底市值計算。

資料來源: Bloomberg。



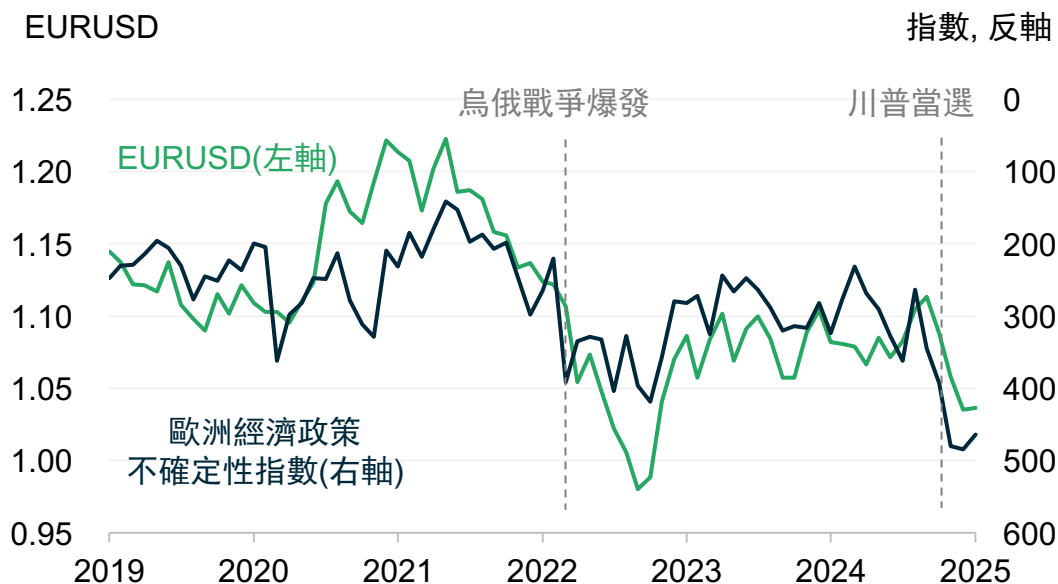
歐元 | 風險偏好若隨戰事降溫而好轉，歐元可望迎來短線反彈；惟復甦之路風險猶存，上檔壓力沉重

烏俄地緣風險若順利降溫，除有助提振市場風險偏好外，亦可望吸引企業投資重返歐洲，皆為歐元匯價止跌回升的有利因子。

中長線而言，歐元走勢仍將回歸歐元區基本面動向。若欲見到歐元大幅度回升，甚至重返烏俄戰爭爆發前1.12以上價位，仍有賴歐元區景氣明顯復甦。然而，當前歐洲除持續面臨中國經濟疲弱不振的負面影響外，川普上任後對於歐洲的立場不若民主黨/拜登友善，關稅威脅更是有增無減，皆恐成為阻礙歐元區景氣復甦的絆腳石。

綜上所述，**預期歐元有望迎來短線反彈，但上方壓力依舊沉重。**

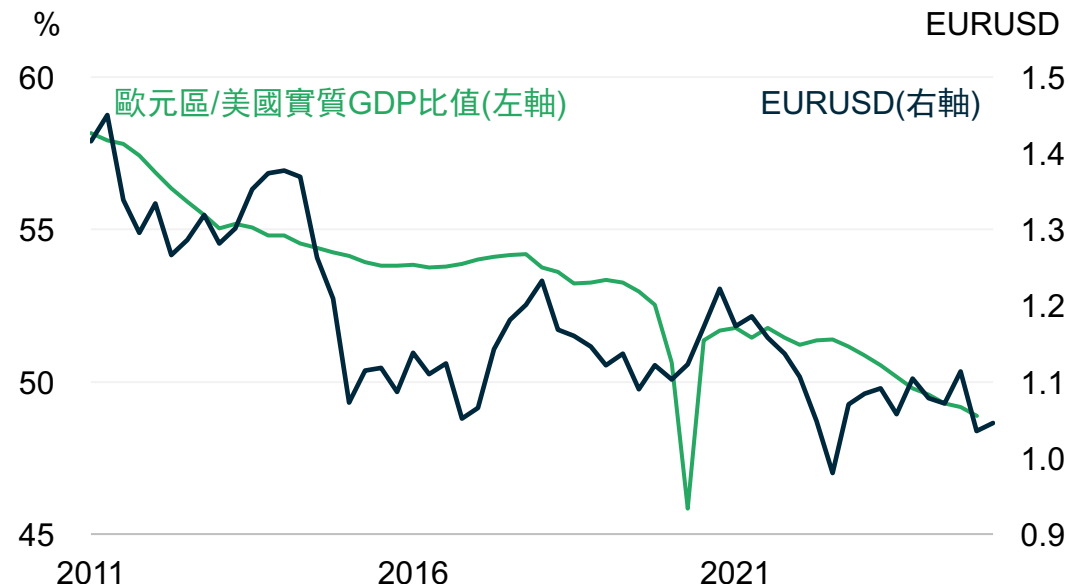
烏俄風險影響政經情勢，壓抑歐元低檔盤桓



註：2019/01至2025/01兩者相關係數為-0.7(月資料)。

資料來源：Bloomberg。

過去15年歐洲經濟多遜於美國，歐元則長線走弱



註：2011Q1至2024Q3兩者相關係數為0.72(季資料)。

資料來源：Bloomberg。

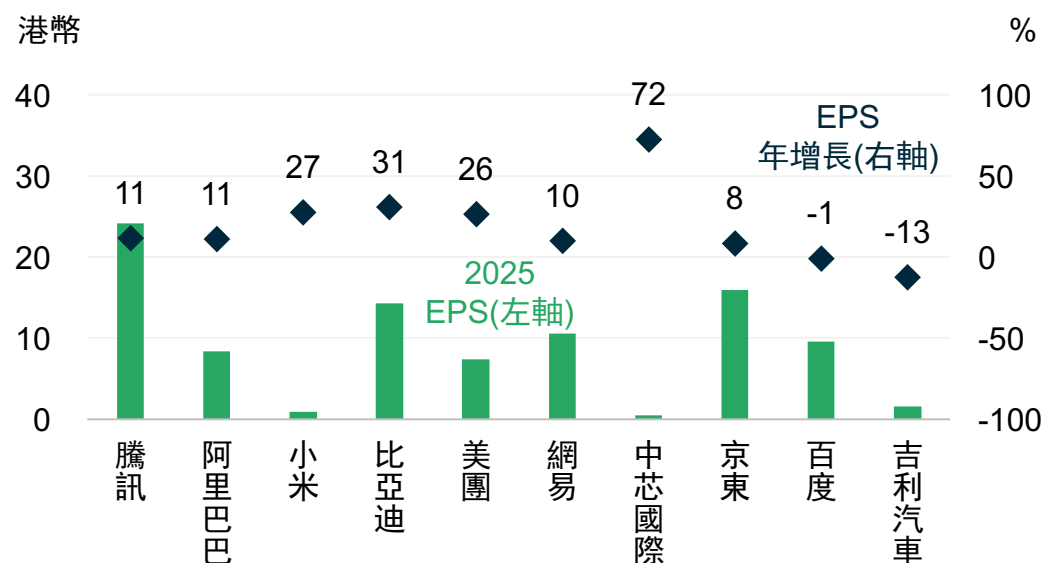


中國 | 習近平出席民企座談會，傳遞國家重視民企訊號；基本面、關稅壓力，陸港股仍為大區間格局

下月召開兩會前，習近平出席民企座談會，承諾解決私部門面臨融資成本高、管道有限等挑戰，新華社也整理談話傳達的三大訊號，包括：1)黨和國家對民營經濟發展的基本方針政策，不能改變，也不會改變；2)民營經濟發展前景廣闊、大有可為；3)凡黨中央定了的就要堅決執行，不能打折扣。此外，市場更為關注阿里巴巴創辦人馬雲做為企業代表列席，而華為、比亞迪、新希望、上海韋爾半導體、杭州宇樹科技、小米等六位民營企業代表也先後發言。**整體雖傳遞重視民企的訊號，但落實更多需求面刺激和市場友好的政策改革，仍是重建企業信心的關鍵。**

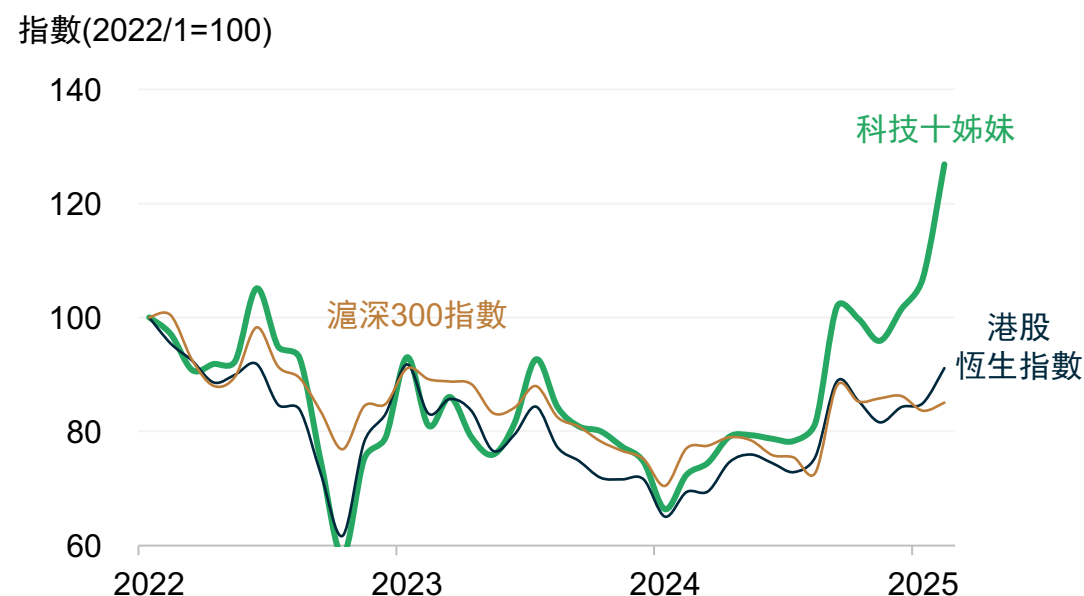
市場方面，**DeepSeek效應確實有利中港「科技股」表現，短線雖有過熱之虞，但拉回後仍可逢低布建**；整體指數方面，雖受惠科技股而擺脫2022年以來的頹勢，但美中貿易不確定性下，中國整體經濟壓力仍大，整體指數仍是大區間震盪走勢，基金等標的仍以持有科技十姊妹權重較高者為先。

中國科技股十姊妹(Terrific Ten) EPS大多維持雙位數增長



資料來源：Bloomberg預估。

科技十姊妹領漲下，也讓中港股擺脫頹勢



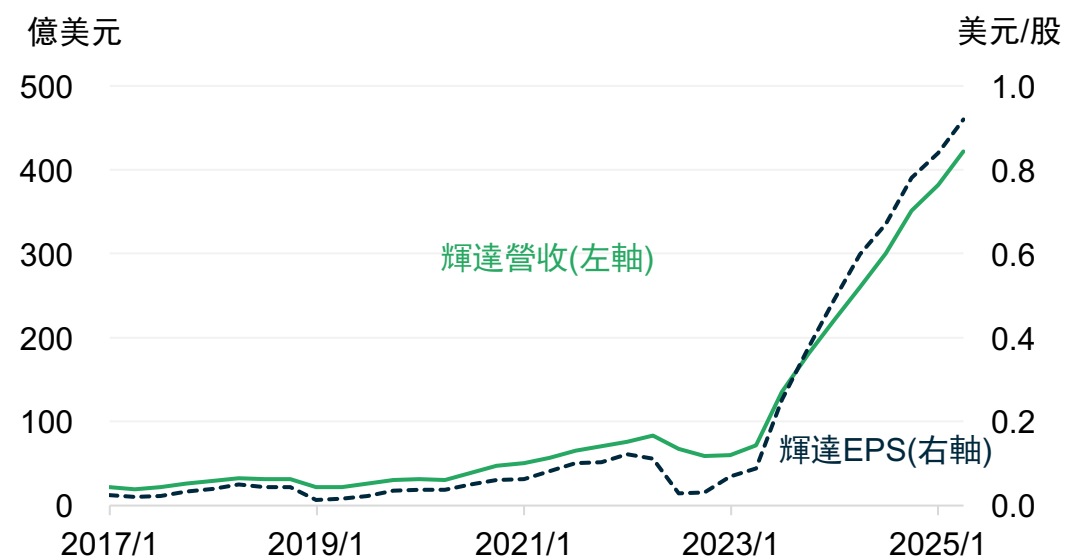
資料來源：Bloomberg。

美國 DeepSeek為短期擾動，輝達財報仍可望高於預期

輝達預計於2/26盤後公布最新財報，研判最新的營收與獲利仍可望高於預期且創下歷史新高。另外，市場可能好奇，1)新一代晶片Blackwell一直在遞延，散熱問題是否解決，何時可放量生產？預期仍將逐季升溫；2)DeepSeek橫空出世後，是否影響到AI晶片的需求？預估影響有限。

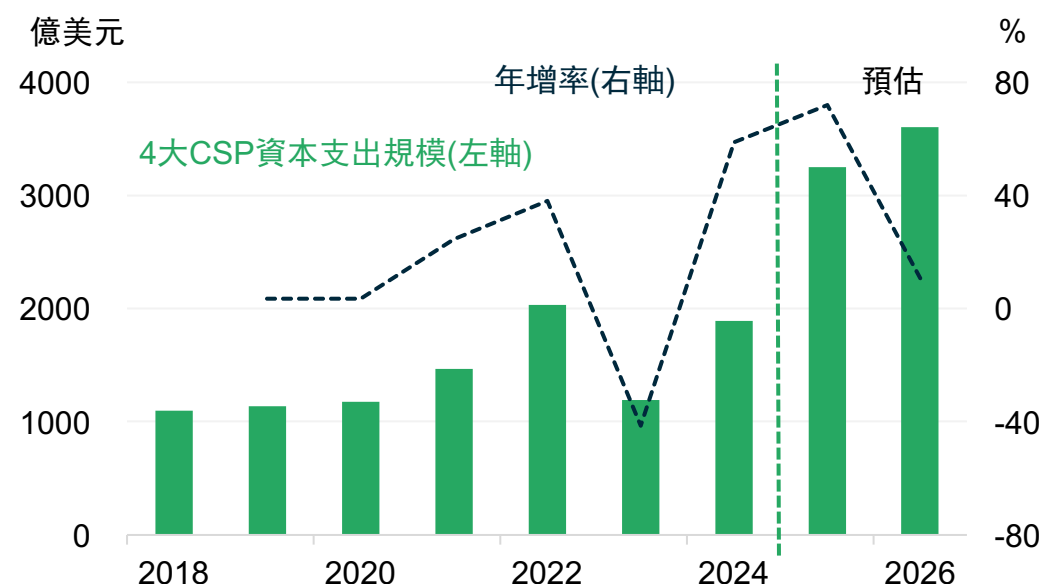
自川普上任以來，已喊出加強美國AI的基礎建設，並推出Stargate計畫，甚至，法國在歐洲的AI峰會中也宣布投資1090億歐元。整體而言，四大CSP仍看好AI需求，持續擴大資本支出，今年規模達3250億美元。因此，**DeepSeek讓AI成本大降，但不影響各大公司或國家對AI投資，甚至，加速AI的普及，輝達未來展望仍將看好。**

DeepSeek為短期擾動，但不影響輝達財報



資料來源：Bloomberg。

市場對AI的投資，持續在升溫



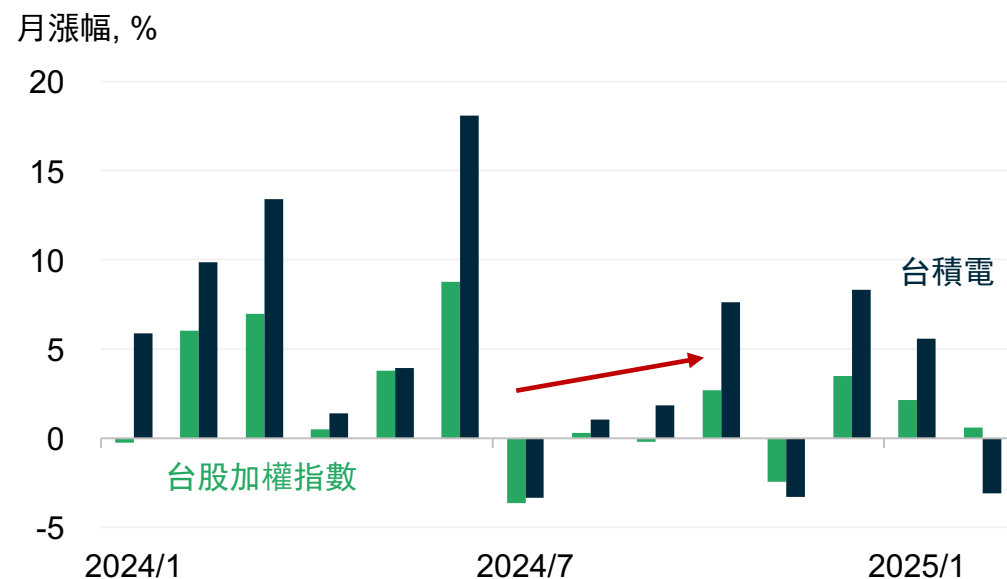
資料來源：Bloomberg預估。

台股 半導體關稅恐加徵25%，台積電盤整壓抑台股？

川普2/18表示，考慮自4/2起對汽車、半導體和醫藥產品徵收至少25%的關稅，且稅率可能進一步上揚。晶片雖佔台灣出口比重高達36.5%，但由於晶片屬中間財，課稅認定不易，且可以轉嫁下游，研判最主要的目標仍在晶圓代工龍頭台積電上，而台積電股價也直接影響台股走勢。

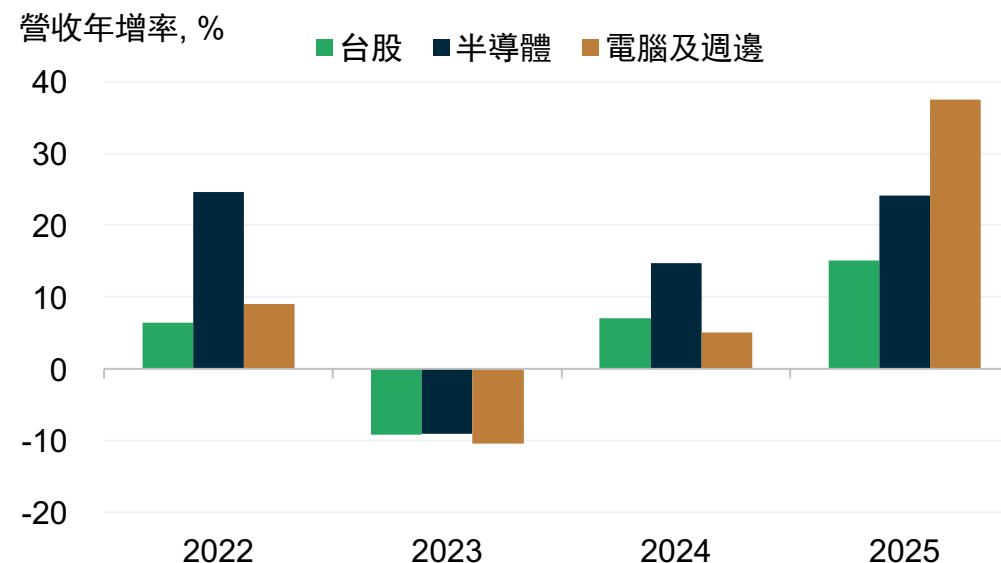
外傳台積電或接手英特爾的晶圓廠，但據路透社消息，川普不太可能批准外國公司營運英特爾在美國的半導體工廠，主因是美國新政府雖然歡迎外國企業投資美國，但強調美國公司必須保持其獨立性和控制權。**評估台積電可能加大在美國投資，以避免懲罰性關稅。**傳台積電今年6月將動工興建美國3廠，且邀請川普參加開工典禮，最快2028年下半年量產2奈米/A16晶片，將能滿足川普美國製造的願景。**今年以來半導體利空不斷，台股波動加大，但由於AI需求持續火熱，營收獲利皆持續成長，可趁利空時逢低布局相關族群。**

2024下半年以來台積電漲幅轉趨溫和，壓抑大盤走勢



資料來源: Bloomberg。

受惠AI趨勢的半導體、電腦及週邊類股成長強勁



資料來源: Bloomberg預估。

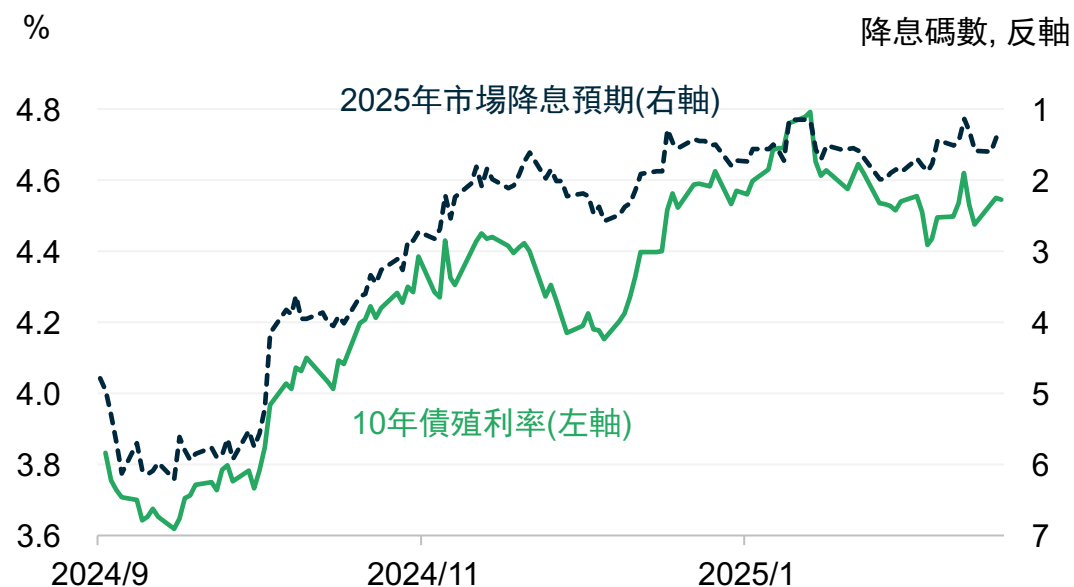
美債 美債殖利率高位震盪, 不過油價前景看淡, 有利改善長線通膨預期

受經濟數據波動影響, 如CPI走勢上升、零售銷售月成長萎縮, 導致**利率上下擺盪**。不過**整體的位階仍高**: 因1)通膨滑落缺乏進展, 2)關稅政策影響市場情緒。另方面, 本週Fed官員如理事Bowman、Waller, 談話中延續主席Powell不急於調整政策的立場, 且透露再次降息有待通膨取得進展, 將支撐短線美債利率的高位情勢, 現行市場降息預期維持保守。

然而, 預料長線通膨仍將降溫: 1)川普放鬆能源監管, 美國原油庫存上升, 將加大市場能源供給; 2)美國、俄羅斯展開會談, 若烏俄戰事趨於停火, 油價可能進一步走弱, 為驅使長線CPI滑落的有利因子。有鑑於此, 預期Fed今年將再度寬鬆, 惟降息時機、幅度將視實際的通膨變化而定。

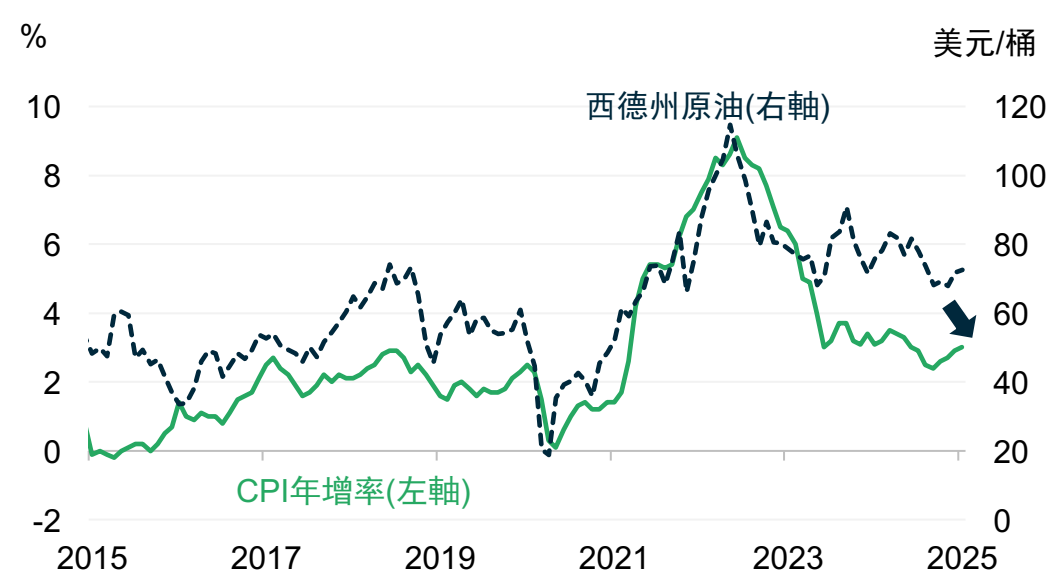
債市布局: 宜逢利率走高之際布債, 儘管Fed寬鬆前景不變, 但降息步伐相對緩慢, 將使資本利得的空間受限, 債市回報以穩定息收為主。

殖利率高位震盪, 市場降息預期維持保守



資料來源: Bloomberg。

油價前景看淡, 有利長線通膨降溫



註: 近10年兩者相關係數為0.82(月資料)。

資料來源: Bloomberg。

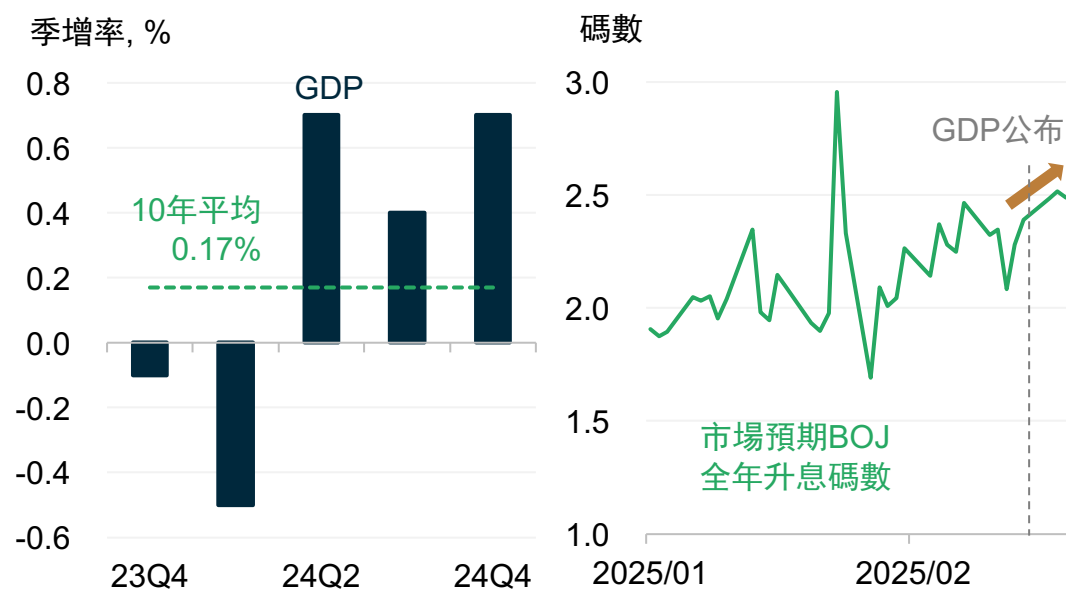
日圓 升息預期升溫引導日圓短線反彈，但年內風險猶存，BOJ暫難改緩升息立場，限縮日圓升勢

受惠於出口穩健、企業投資意願回升，日本去年Q4 GDP季增0.7%，優於預期的0.3%。經濟連三季穩步擴張，呼應BOJ對於景氣將逐步回溫的看法。數據發布後，日債利率再創波段新高，日圓亦隨之反彈。

2025年景氣動能可望轉強，加以通膨預估持續高於2%目標水平，意味著BOJ退出寬鬆政策的方向不變。至於是否因此將下次升息時點提前，抑或是提高年內升息幅度，BOJ恐仍需考量其他因素，包含3月底前預算案通過與否、7月底參議院改選，皆將帶來國內政治動盪風險。外部方面，川普對於汽車、半導體、對等關稅的動向，則恐牽動國內產業景氣，亦為年內的不確定因子。

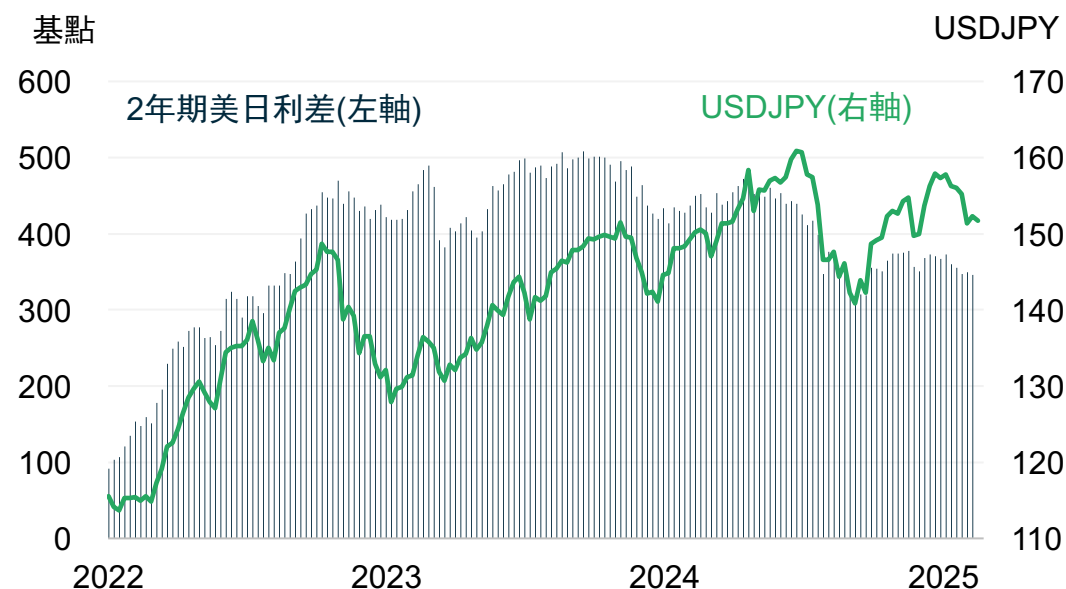
由此來看，**BOJ是否如市場預期加快升息步伐，仍有待後續觀察，意味著貨幣政策分化帶動下日圓雖可望止貶，但短期內大幅度升值的難度較大。**

GDP優於預期，助長BOJ加大升息力道的猜想



資料來源：Bloomberg。

美日政策緩慢分化，有助日圓止貶但升幅受限



資料來源：Bloomberg。

Feb 2025

24

Monday

歐元區CPI
日本休市
台灣貨幣供給

25

Tuesday

美國凱斯席勒房價指數
美國消費者信心指數
日本工具機訂單
台灣工業生產
中國1年期MLF利率

26

Wednesday

美國新屋銷售
日本景氣動向領先指標
台灣失業率

27

Thursday

美國GDP
美國耐久財訂單
歐元區貨幣供給
歐元區消費者信心指數
台灣GDP

28

Friday

美國PCE
美國芝加哥PMI
歐元區消費者通膨預期
日本工業生產
中國製造業PMI
台灣休市

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