



國泰世華銀行
Cathay United Bank

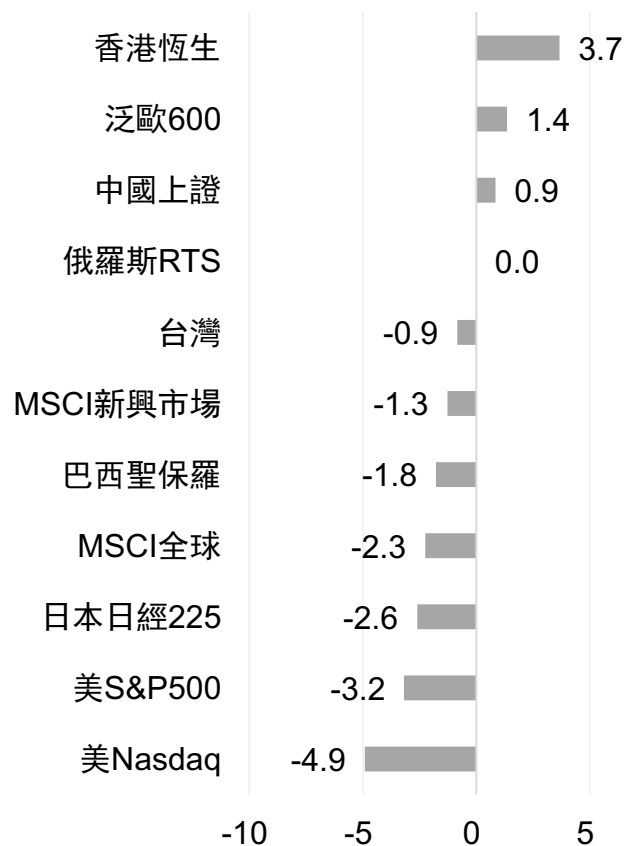
2025年2月27日

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

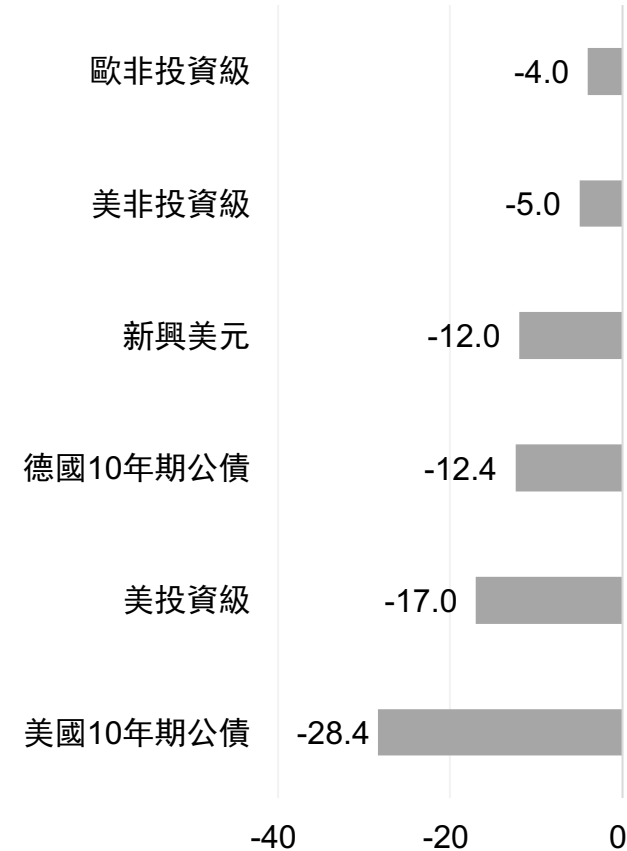
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/2/19 - 2025/2/26。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 本週主題：

- **經濟數據轉弱, 美債利率承壓：**關稅壓力逐步浮現, 多項經濟數據不如預期, 使得美債利率近期走低, 不過衰退風險有限, 加上聯準會態度近期偏鷹, 美債利率將維持盤整格局。
- **多空並陳, 市場資金將快速輪動：**川普表示, 俄烏衝突即將落幕, 不過關稅壓力依舊, 將使市場資金快速輪動。歐洲持續聚焦重建題材, DeepSeek持續激勵陸港股, 美國科技股短線受關稅問題打壓。
- **輝達仍是全村的希望？**由於資料中心持續快速成長, 輝達財報與財測再創佳績, 展望未來, 輝達獲利可望持續走揚, 股價仍有高點可期, 但漲勢不如以往。

2) 未來焦點：

- 3/3 美國ISM製造業指數、3/5 中國兩會、3/17 輝達GTC會議。

策略思維

- 1) **股市 – 多頭行情延續, 但類股快速輪動：**企業獲利維持雙位數成長, 支持股市仍有高點可期, 不過, 利多與利空相互拉鋸下, 類股將快速輪動。以區域來看, 歐洲聚焦重建題材, 中國受惠DeepSeek效應。
- 2) **債市 – 美債利率區間橫盤, 可來回操作：**經濟數據轉弱, 引導利率回落, 但聯準會目前仍傾向利率不變, 將使美國10年債利率區間震盪。
- 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。但美國經濟穩健、聯準會放慢降息步伐, 皆支持美元高檔區間格局。

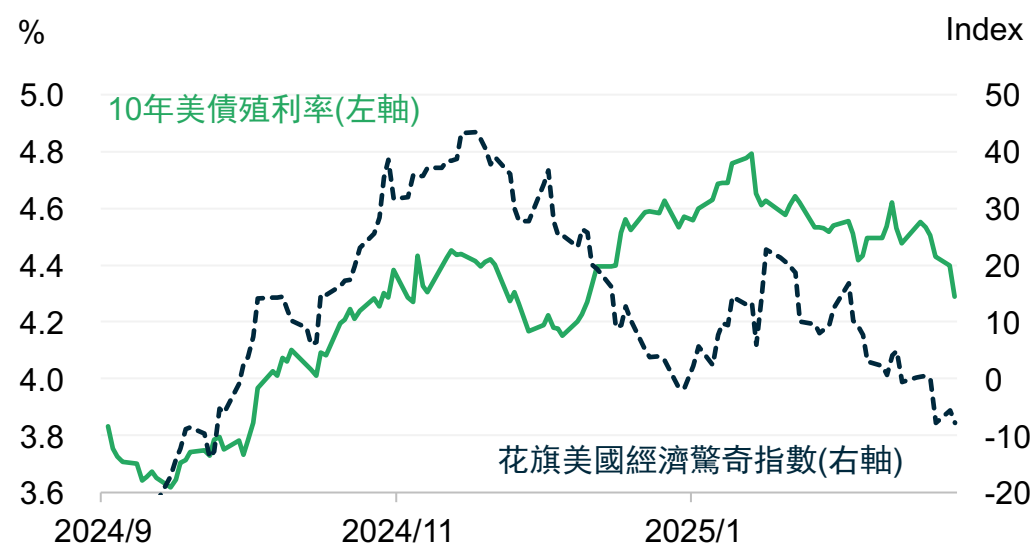


數據疲軟使利率承壓，但聯準會態度偏鷹，將使美債利率維持盤整格局

近兩週來，市場信心明顯轉弱，除標普500指數跌破6000點整數關卡之外，谷歌、微軟、Meta甚至都有10%的跌幅，與此同時，美國10年期公債殖利率也從4.6%，下滑至4.3%附近，主因有二，1)數據不佳，市場對經濟前景產生疑慮，包括標普美國服務業PMI跌至49.7的萎縮區間，密西根大學及經濟諮商局消費者信心雙雙降溫，2)隨著數據的放緩，市場對聯準會的降息預期進行調整，利率期貨顯示，今年的降息空間從2碼提高至3碼。

觀察聯準會官員近期的態度，研判仍將保持鷹派的態度，恐需要見到多個月通膨下滑的證據，才有望開啟今年的首次降息行動，綜合上述，**預期美國10年公債利率呈現區間震盪格局。**

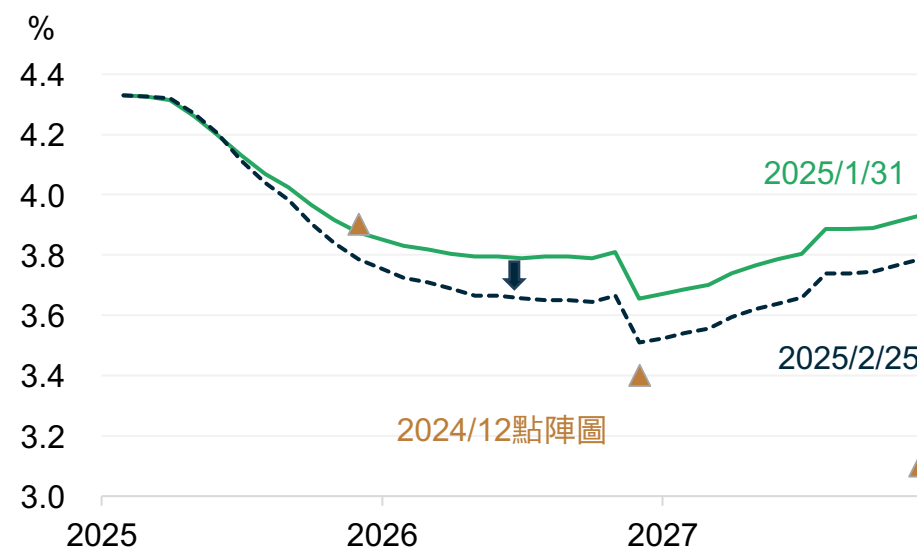
經濟數據疲弱，導致美債利率下跌



註：1)經濟驚奇指數衡量數據與市場預期的差異，上升為優於預期、下降為遜於預期。
2)2024/12市場降息預期由過度樂觀修正，導致利率逆勢走揚，目前兩者相關性已回歸。

資料來源：Bloomberg。

因應數據放緩，降息預期升溫



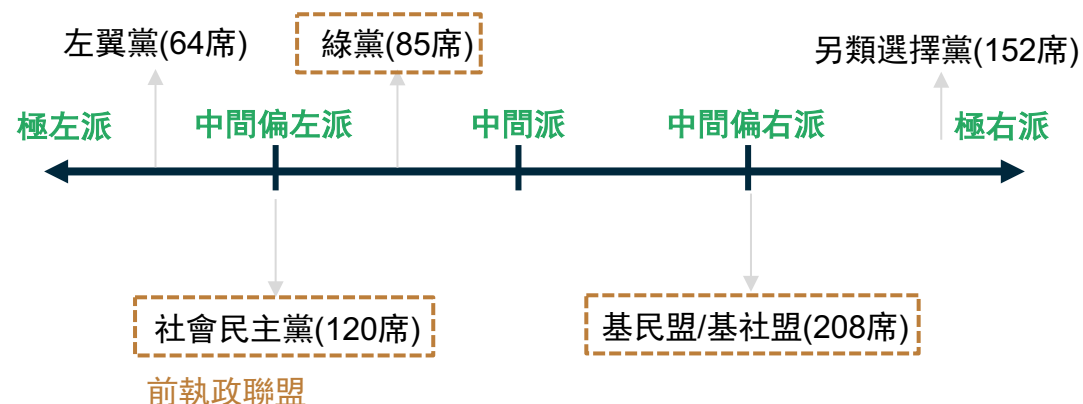
資料來源：Bloomberg。

美債利率走低拖累美元表現，俄烏停火預期推升歐元，但利差因素仍將限縮歐元上方空間

美元近期走弱，歐元走強，主因有三，1)美債利率回落，拖累美元；2)德國大選落幕，基民/基社聯盟取得208席成為國會最大黨，有意與社會民主黨共組聯合政府，排除極右翼另類選擇黨入閣，與選前執政聯盟相似，有助穩定德國政壇動盪。3)傳聞烏克蘭可望先與美國達成協議，進一步提高俄烏停火可能性，帶動歐元近期反彈。

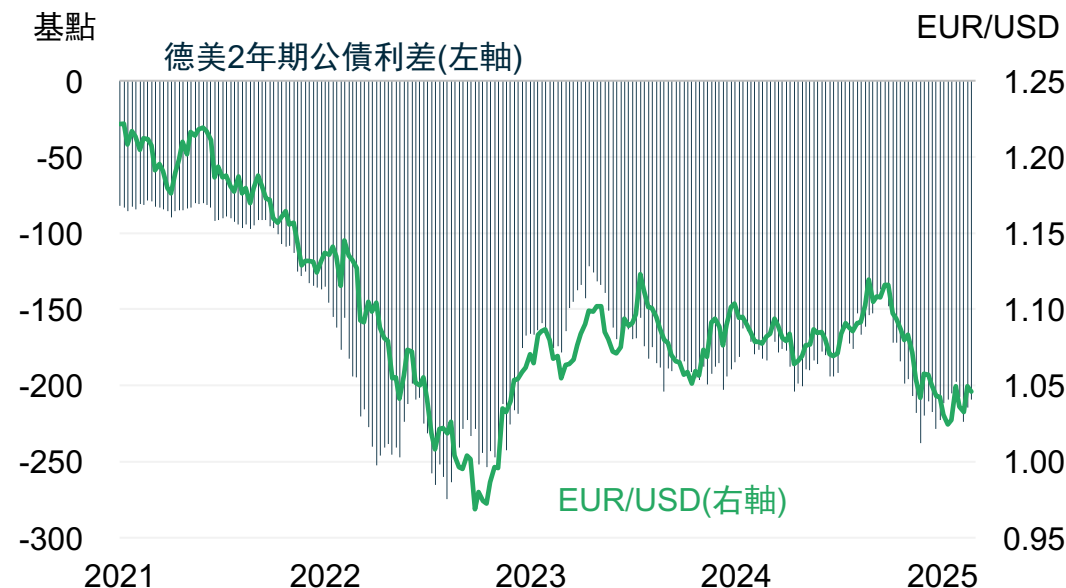
不過，預期歐元上方仍將壓力重重，包括1)即便聯合政府可望取得國會過半席次，但鬆綁德國憲法「債務煞車」以取得資金，仍有不小難度，因為在野黨手握逾1/3席次，2)川普對歐洲的關稅壓力有增無減，在基本面風險猶存的背景下，意味著ECB將不改持續寬鬆的政策立場，使得德美利差難以收斂。

德國最新國會政黨光譜與席次分佈



註：總席次630席，上述5政黨合計629席，剩餘1席為中間派南什列斯威選民協會。
資料來源：Bloomberg。

德美利差難以大幅收斂，限縮歐元上檔空間



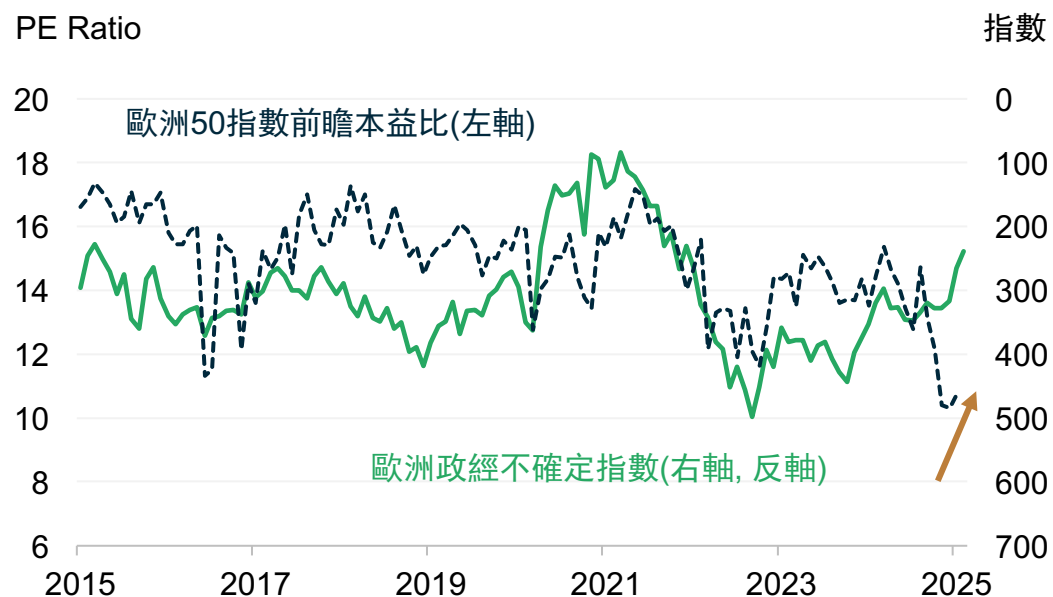
資料來源：Bloomberg。

戰爭與政治面風險降溫，股市評價區間隨之上移，提供波段操作機會

回顧2020年疫情後的市場環境，歐洲市場面臨雙重壓力：一是俄烏衝突及區域內政治不確定性的負面影響；二是歐洲產業結構使企業盈利表現不及美國同業，導致美歐股市估值差距擴大。俄烏衝突和談進程的正面發展，結合德國國會選舉的完成，促使地緣政治及軍事風險降低，這些因素正推動歐洲股市估值重新評估，表現在本益比的提升上，大盤的估值區間也隨之上移。

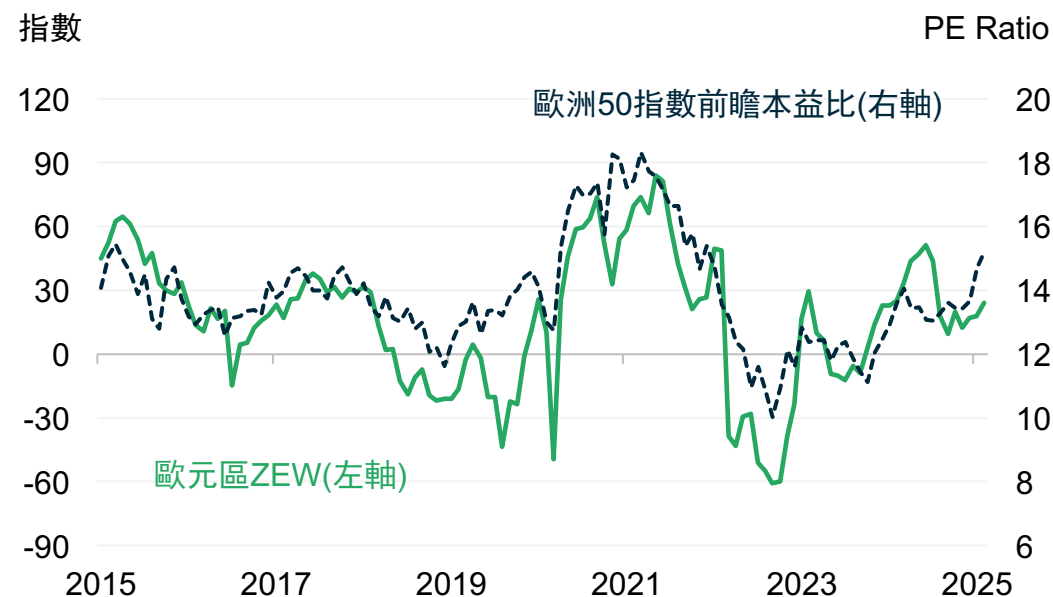
隨著俄烏戰後的重建需求，以及德國選後可能的財政支出，**國防、銀行與營建類股的獲利具想像空間，提供波段操作機會。不過，川普對歐洲的關稅壓力，可能為後續的潛在風險。**

地緣風險下降帶動歐股評價回升



資料來源: Bloomberg。

歐股評價進一步擴張，仰賴經濟基本面改善狀況



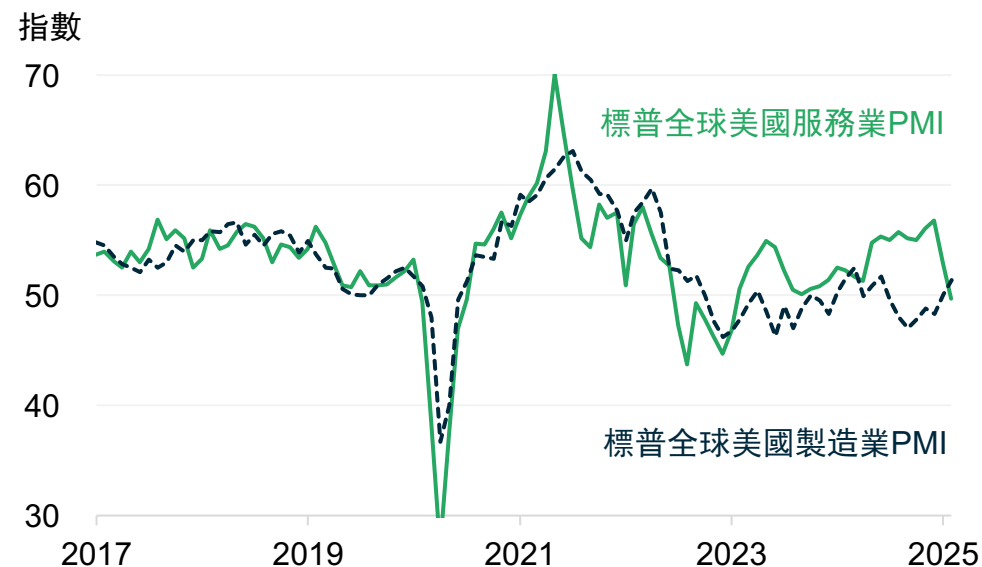
資料來源: Bloomberg。

關稅議題打擊服務業信心，但就業市場穩健使經濟保持韌性

關稅問題重燃，加上政府部門面臨緊縮壓力，使得標普全球美國服務業PMI意外下滑，甚至跌破景氣榮枯線之下。不過，考量就業市場穩健，失業率甚至回落至4%附近，加上零售數據緩步回溫，預期經濟具有一定韌性。

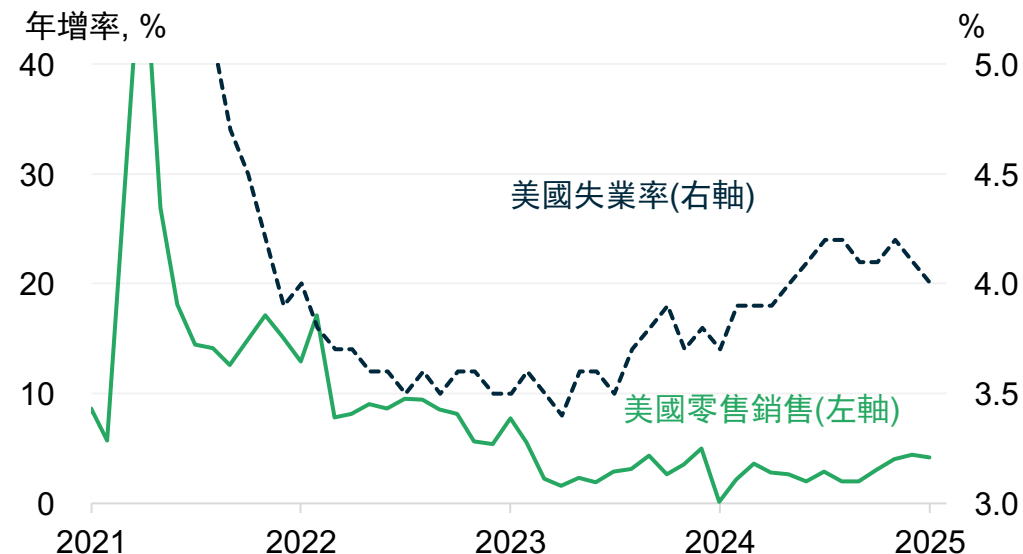
此外，製造業景氣從谷底回溫態勢依舊，標普全球美國製造業PMI甚至也連續2個月回到擴張區間之上，**整體而言，關稅問題可能造成經濟一定程度的影響，但以目前的經濟狀況，大幅放緩的可能性偏低。**

關稅議題，使服務業PMI意外萎縮



資料來源：Bloomberg。

就業市場穩健，支撐消費市場



資料來源：Bloomberg。

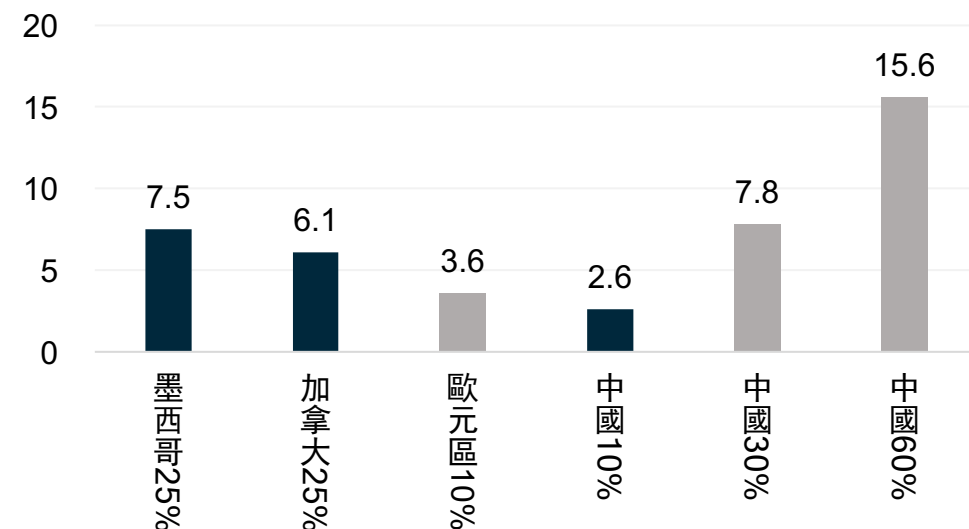
加拿大與墨西哥關稅如期徵收，標普企業獲利或有下修風險

美國總統2/25表示，針對墨西哥與加拿大的關稅，將如期進行，不過，媒體也報導，若墨西哥對中國進口商品徵收關稅，將可免除川普對墨西哥的關稅。根據市場估算，由於加拿大與墨西哥已成為美國最大的貿易夥伴，關稅的提高，可能導致企業獲利受到一定程度的衝擊，合計加墨中等關稅，對每股EPS有16美元的影響，約5-10%的下修。

以標普500企業獲利而言，在關稅未上路之前，市場對今年獲利仍抱以樂觀的期待，預估約有12%的成長，EPS高達270美元，若美國關稅政策沒有減稅等相關配套措施，不排除讓獲利變成是個位數的成長。**反映在股市上，市場擔心企業獲利下修，不排除有5-10%的修正，但考量製造業回溫態勢不變，企業獲利持續成長，加上換機潮，支持股市拉回後作布建。**

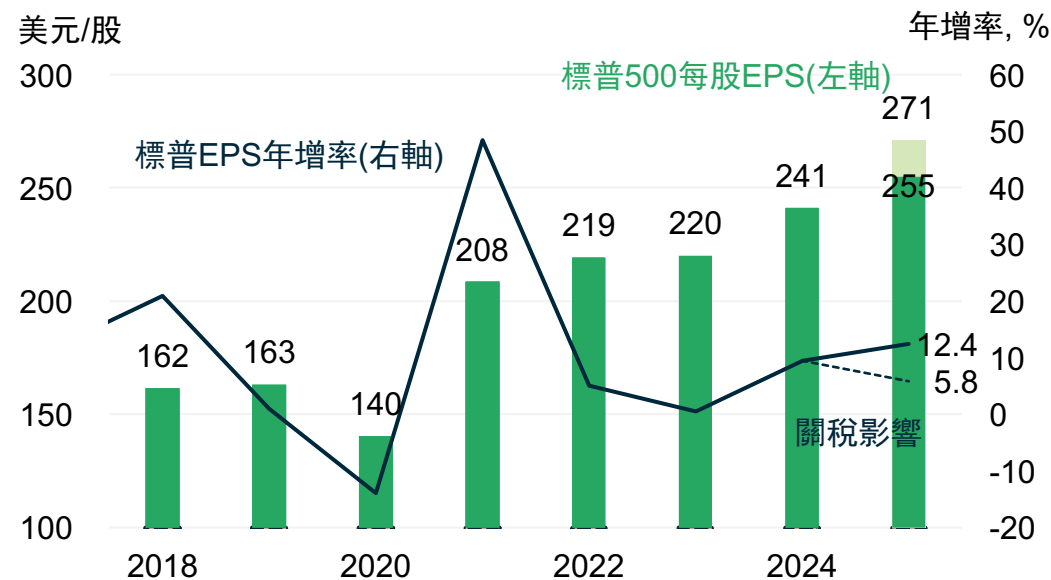
市場推估，各國關稅對標普500企業獲利的衝擊

關稅對標普500的影響，美元/股



資料來源：JP Morgan預估。

標普500獲利上升趨勢不變，但因關稅有下修壓力



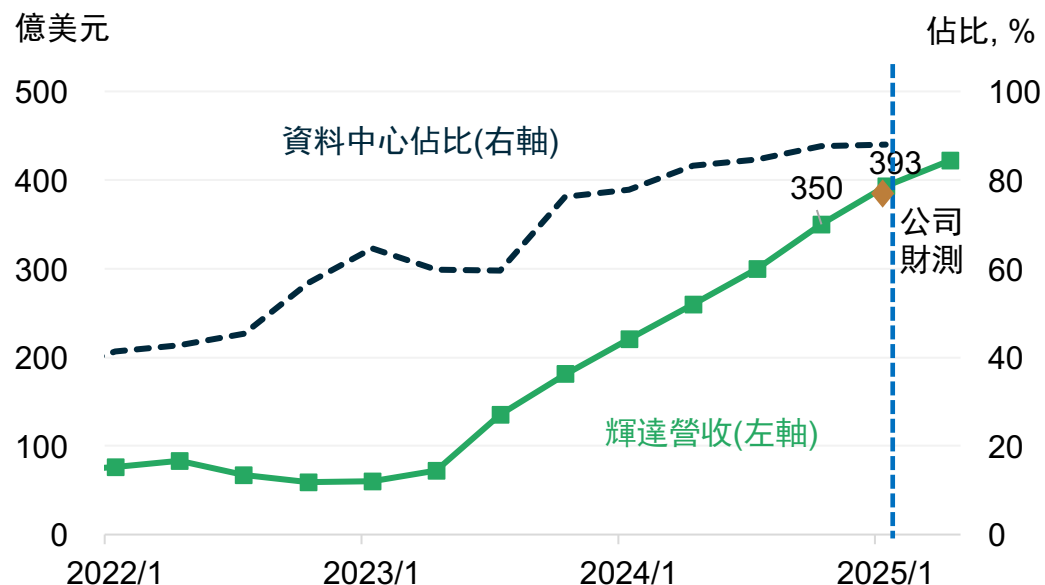
資料來源：Bloomberg, Factset預估。

輝達財報優於預期, Blackwell晶片持續加快量產

由於資料中心持續快速成長, 使得輝達去年Q4營收再創歷史新猷, 從375億美元上升393億美元, 不過, 增速持續回落, 從前期94%降至78%。另外, 獲利也隨著營收走揚而同步創新高, 單季淨利高達220億美元, GAAP EPS從0.78美元提高至0.89美元。展望今年Q1, 營收可望推高至430億美元。整體而言, 財報優於預期, 但驚喜程度有限。

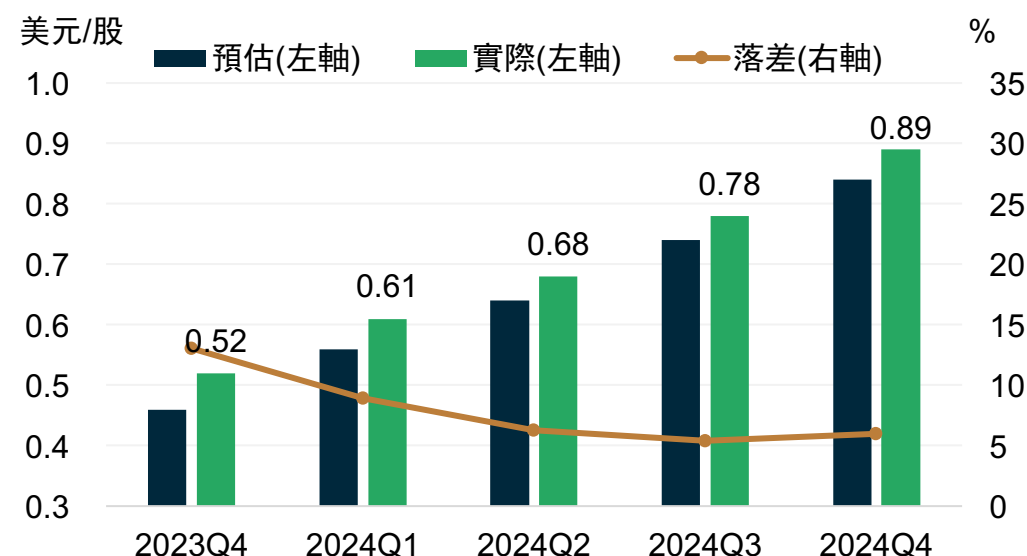
由於美國已啟動Stargate計畫, 而輝達將擔任關鍵的技術夥伴, 此外, 美500大系統有75%使用輝達技術, 對AI的發展仍樂觀其成。因此, AI相關的供應鏈也不看淡, 如台積電, 但DeepSeek的效應, 未來市場可能更加重視軟體的運用。對輝達股價而言, 隨著獲利提高, 股價仍有高點可期, 但獲利增速放緩下, 後續漲勢可能不如過往。

資料中心高速成長, 持續推升輝達營收



資料來源: Bloomberg、輝達預估。

輝達獲利優於預期, 但幅度逐漸縮窄



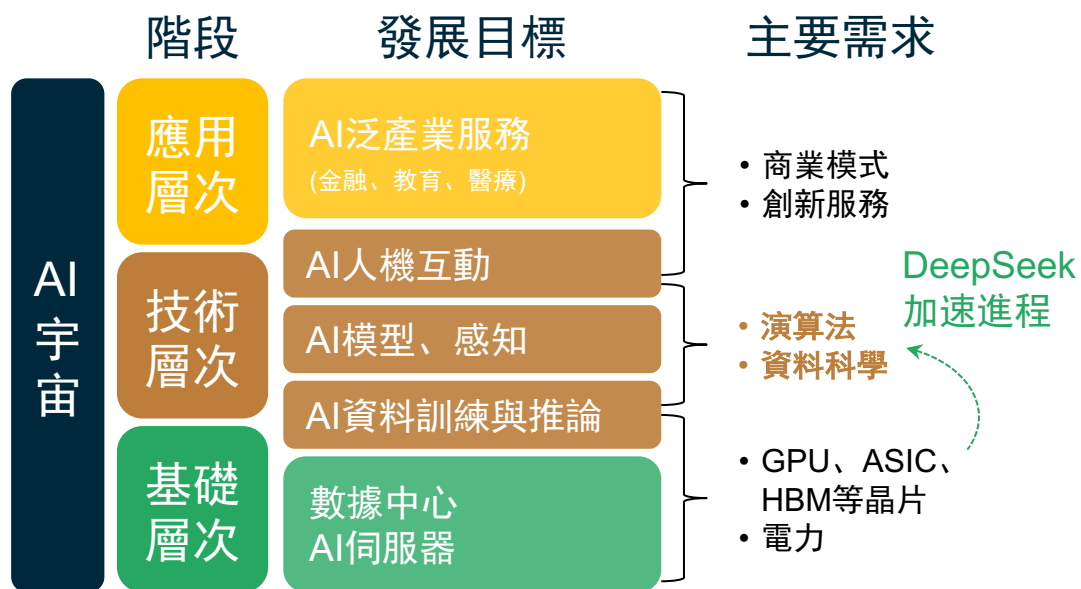
資料來源: Bloomberg、輝達。

AI雜音不斷，但AI需求持續擴大方向不變

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的投資，甚至，加速AI的普及，輝達未來展望仍將看好。**

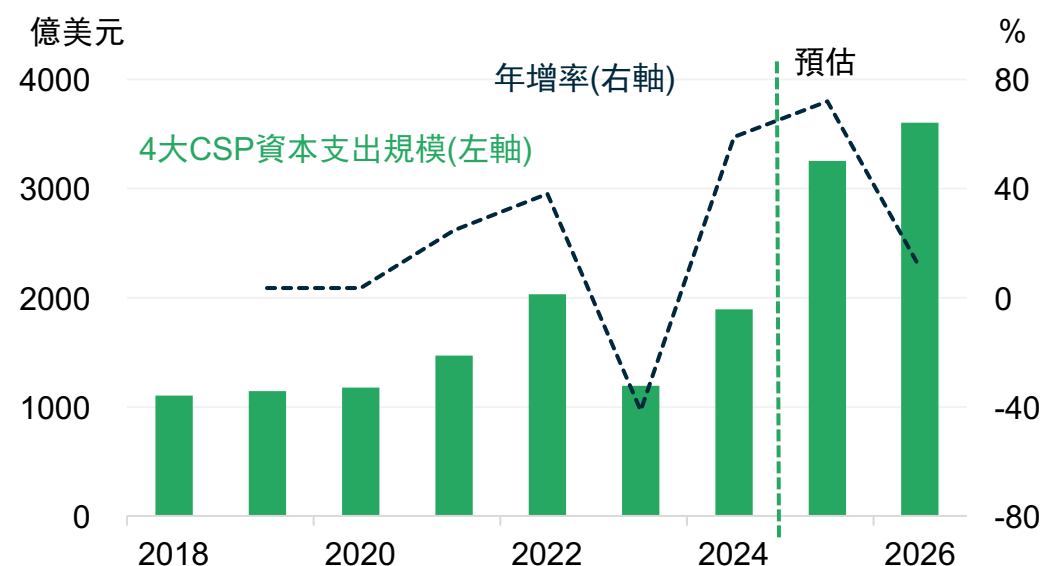
傳聞微軟退租2座數據中心，但微軟表示，全年800億的資本支出未變。另外，微軟退租2座資料中心，可能是與OpenAI合作方向有變，而非AI需求不足問題，不過，因應訓練成本的下降，微軟可能策略性調整投資領域，如訓練的投資，轉向推理的投資，預告AI的運用將更快普及。

目前AI仍處在發展的早期階段



資料來源：工研院。

市場對AI的投資，持續在升溫



資料來源：高盛預估。

台股 台積電回到合理區間, 可逢低布局台股

川普關稅戰未曾鬆手, 顯示對市場的衝擊難免, 不過市場已來回反應關稅利空, 相對抵抗能力加強, 且川普關稅非針對台灣, 而是希望高階晶片製造回到美國, 台灣企業也紛紛提出加大美國投資計劃, 因此受到影響的層面將放緩, **2025年仍維持景氣樂觀看法, 包括主計處和央行皆預估今年經濟成長將維持3%以上水準, 雖較2024年4.59%高檔下滑, 不過景氣高檔震盪仍有助於股市緩步向上。**

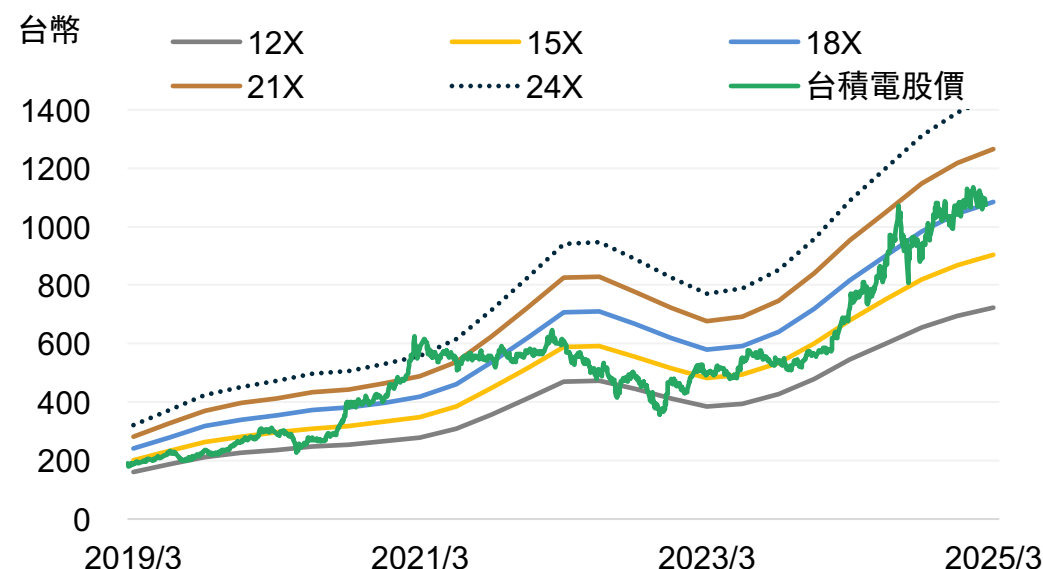
台積電受關稅議題及接手英特爾傳聞影響, 股價受到壓抑, 不過今年擴充高階CoWos產能十分積極, 獲利成長也受到AI晶片大幅成長而推升, 若以評價面而言雖不算低, 但已回落至18X附近, 算是合理水位, 隨著獲利逐步成長, 股價也有提升空間, 宜逢低布局。

景氣高檔震盪, 2025年展望仍舊樂觀



資料來源: 國發會。

台積電受半導體關稅利空壓抑, 評價回到合理區間



註: 12X、15X等表示本益比倍數。

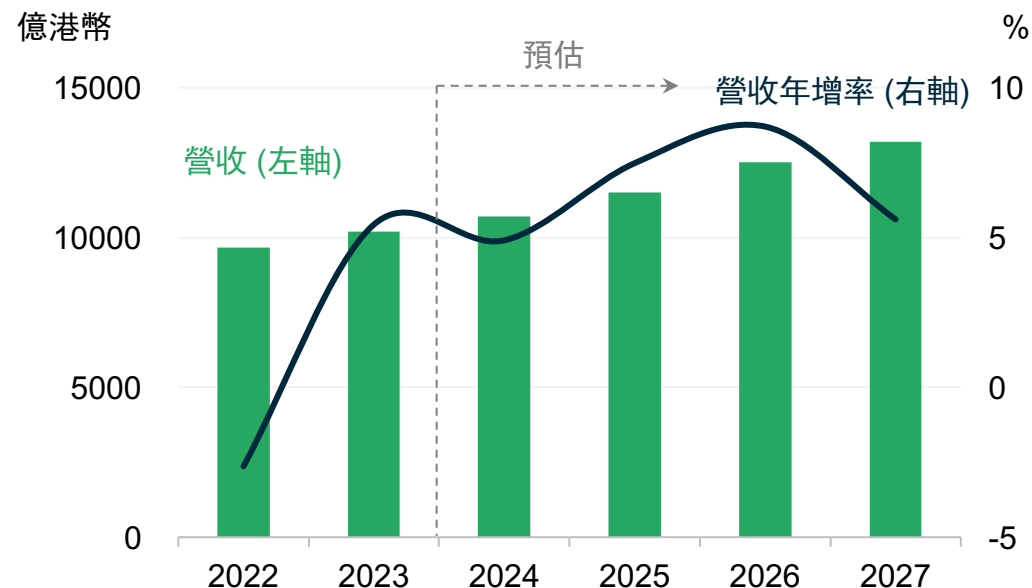
資料來源: Bloomberg預估。

中國 阿里財報優於預期，但短線漲多，且川普限制中國對美國關鍵部門投資，中港科技股拉回

阿里巴巴公布2024會計年度第三季(截至去年12/30)財報，受惠於**1)電商業務(淘寶/天貓)**營收成長加快、**2)阿里雲**重回雙位數成長、**3)國際電商平台**也呈雙位數增長。整體營收優於分析師預估，且增速為2023年以來最快，顯示該公司電商業務重新加速並在AI領域取得了顯著進展。雖然指標股阿里巴巴營收獲利有望逐步成長，但現階段，整體科技股的獲利增長仍僅溫和。因此，目前股價的推升，主要係因DeepSeek的效應，讓評價快速爬升，惟須留意日前川普發布命令，限制中國對美國科技與軍事相關的關鍵部門進行投資，顯示美中關係仍是中港股市的變數。

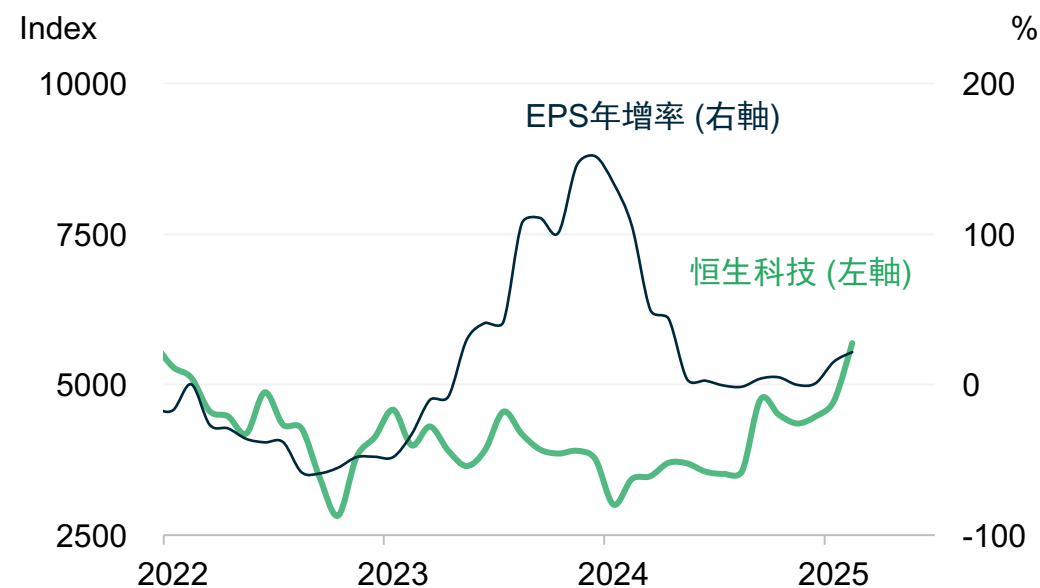
操作上，中港科技股春節後已見明顯的漲幅，短線震盪容易加劇，但鑒於DeepSeek加速AI產業走向，將有利中港科技股長線表現，因此**若拉回月線附近可伺機布建**。此外，鑒於中港股波動較高，美中關係也存在變數，因此，較適合**以衛星配置視之**，標的則以持有**十姊妹**(阿里巴巴、騰訊、美團、小米、比亞迪、京東、網易、百度、吉利及中芯國際)。

阿里巴巴營收逐步回到增長狀況



資料來源：TradingView預估。

指數獲利增長雖僅溫和，但DeepSeek令評價快速爬升



資料來源：Wind。

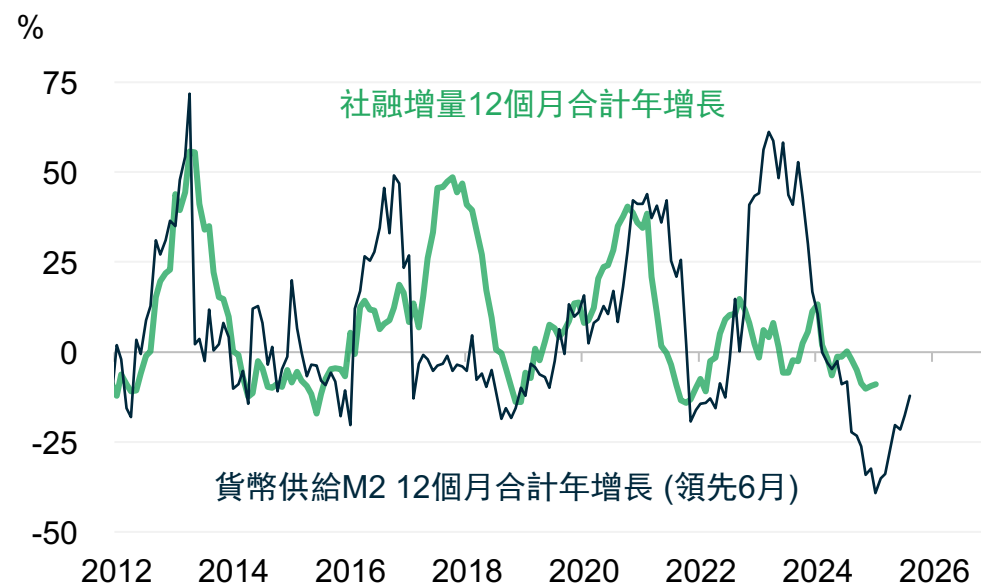
中國 1月社融優於預期, 城市房價上漲數量增加, 總經環境略見改善

信貸：**銀行衝信貸「開門紅」**，加上春節助力因素(包括節前供應鏈和項目進度款結算、員工薪酬獎金發放等用款需求等)，1月社會融資規模增量為7.06兆人民幣，創新高且高於市場預估的6.4兆元。其中，對實體經濟發放的人民幣貸款餘額257.71兆元、年增7.2%；企業債券餘額32.69兆元、年增4.1%；政府債券餘額81.78兆元、年增16.7%。整體來看，雖然政府政策支應仍是主要增長來源，但其他民間部分已較去年改善。

房市：經歷兩年多來的房市空頭，近期房市略有止穩跡象，以**70大城市房價漲跌**來看，上漲個數逐漸回升；另一方面，**十大城市存銷比**來看，也從去年4月的高位23.6下降至今年1月的14.4，雖仍高於長期平均約9.9的水準，但明顯已經脫離去年最惡劣的狀況。

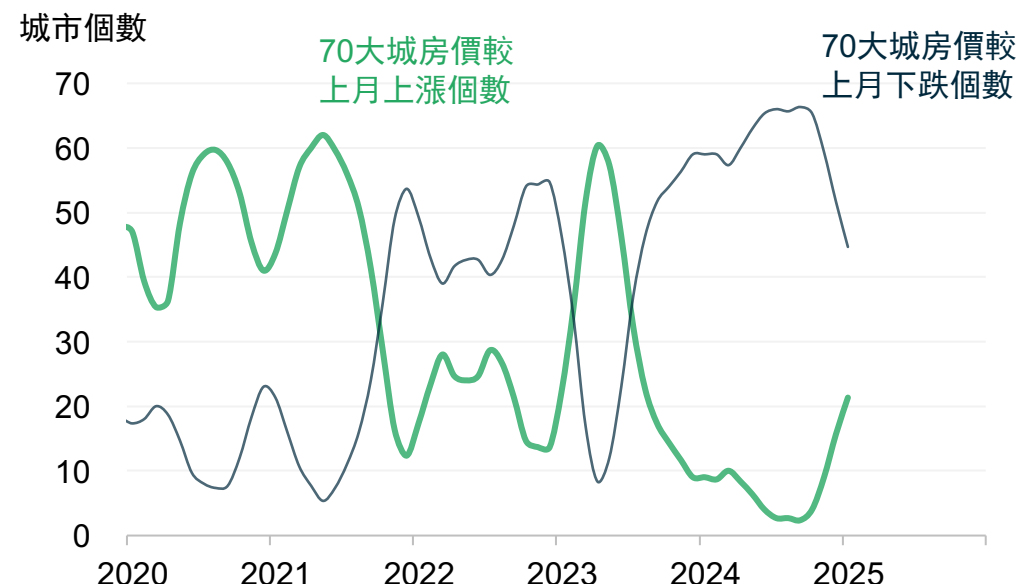
綜上，雖然中國整體總經環境仍較疲弱，但924新政以來官方多方拉抬，讓近期信貸、房價略有改善，惟此改善跡象還需延續，方能讓復甦趨勢穩固。

社融增長逐漸有觸底跡象



資料來源：Bloomberg。

70大城市房價漲跌狀況, 顯示房市略有好轉



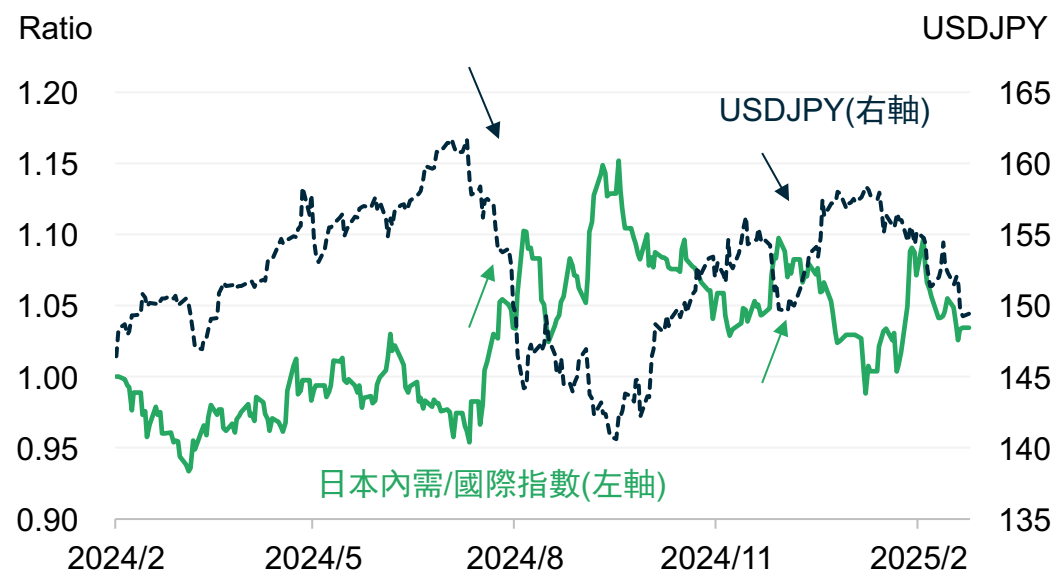
資料來源：Wind。

日股 短期關稅與匯價擾動, 日股料持續盤整, 企業獲利穩健提供長線動能

相對加、墨等其他國家採用報復性關稅, 日本應對美國的關稅威脅謹慎許多, 期待透過加大美國投資(石破茂承諾投資1兆美元)以及縮小對美貿易順差(增加從美國進口天然氣), 申請豁免美方的關稅制裁。在當前全球貿易環境充滿變數的背景下, 日本汽車業可能面臨連帶影響, 再加上日本央行提高利率導致日圓升值, 短期外需產業波動加大, 將持續限縮日股漲勢。金融和內需相關產業因受益於經濟基本面, 股價表現有望領先市場。

短期內, 日股大盤恐延續盤整格局, 但中長期來看, 2024年10-12月的財報公布已近尾聲, 東證指數企業獲利一掃前一季頹勢, 再次達成雙位數年增率。隨著貿易關稅與貨幣政策的不明朗因素逐漸減退, 配合經濟溫和復甦、企業獲利保持韌性, 整體股市也有望在獲利的推動下緩步上揚。

日圓升值時期內需消費股表現佔優

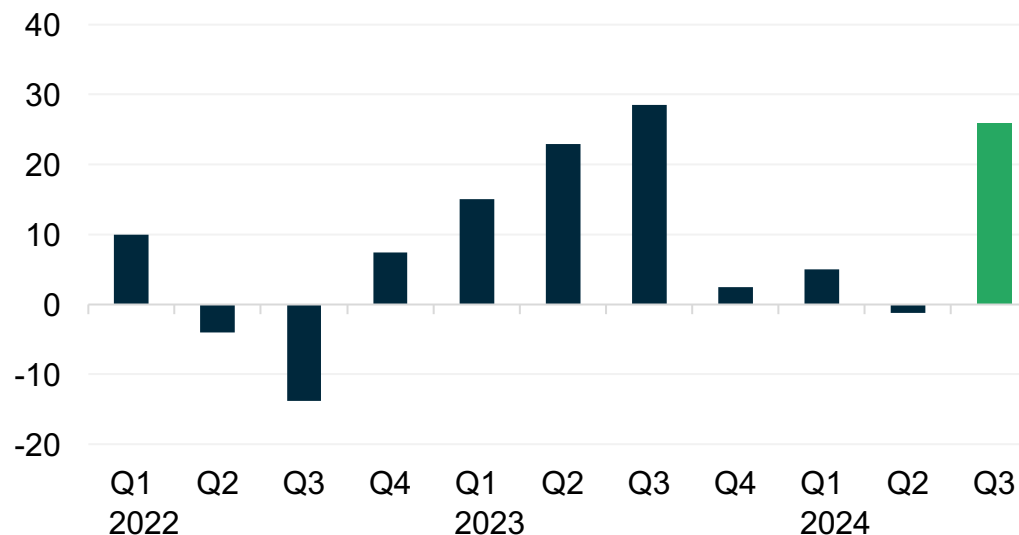


註: 日本國際指數為高盛編撰, 營收以外銷為主之上市公司指數; 內需指數為營收以內需消費為主之上市公司指數。

資料來源: Bloomberg。

上市公司企業獲利穩健成長

東證指數(不含軟銀)EPS年增率, %



資料來源: 高盛。

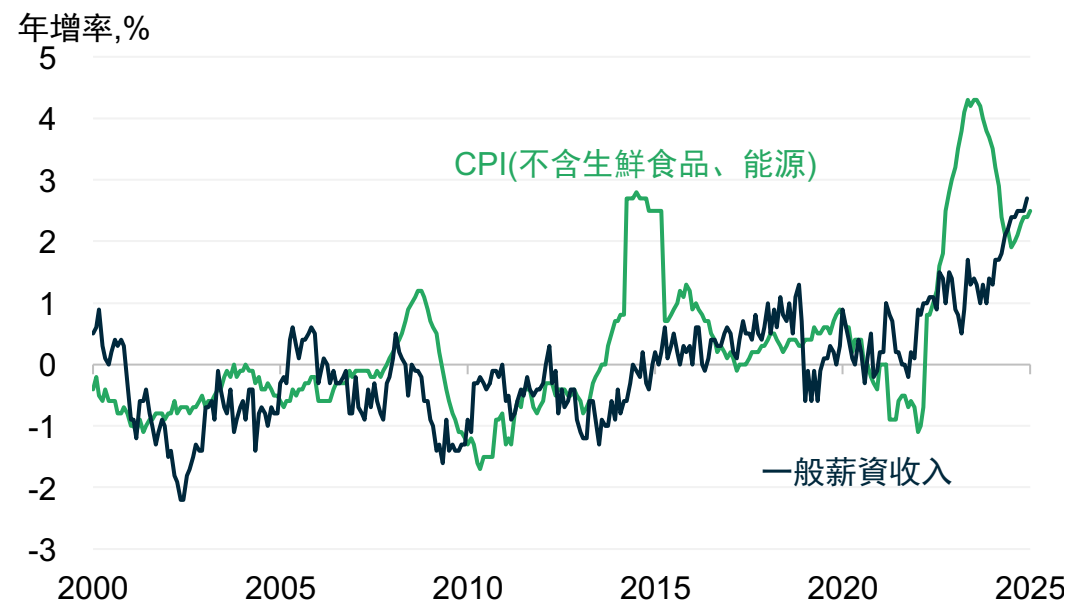
日圓 升息預期引導日圓走強，但年內風險猶存，BOJ暫難改緩升息立場，限縮日圓升勢

日本元月CPI創下1991年以來次高4.0%，BOJ關注的不含生鮮食品及不含生鮮食品與能源之通膨亦分別上升至3.2%、2.5%，延續去年Q4以來的回升趨勢。展望2025年，春鬥協議有望延續去年的高薪資增速，助長通膨持續走高風險，配合基本面回暖情勢，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。

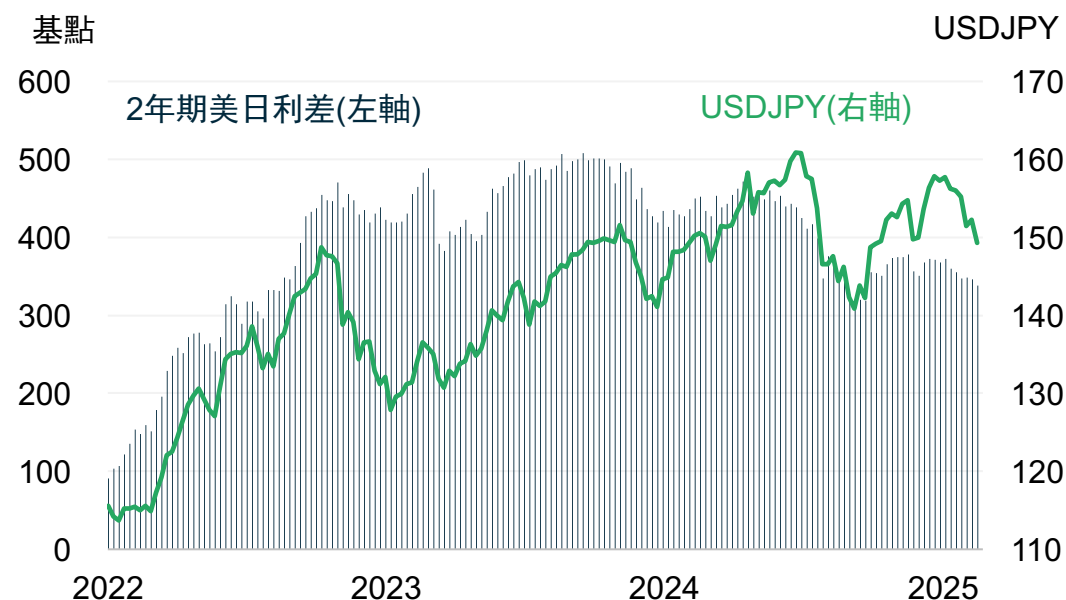
由此來看，**BOJ是否如市場預期加快升息步伐，仍有待後續觀察。與此同時，聯準會亦暫停降息，觀望川普政策動向，引導美債利率高位波動。兩項因素意味著貨幣政策分化帶動下，美日利差可望緩慢收斂，幫助日圓止貶緩升，但重演去年中大幅度升值的難度較大。**

薪資維持高速成長，成為通膨持續回升的風險來源



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。

March 2025

3 Monday	4 Tuesday	5 Wednesday	6 Thursday	7 Friday
美國ISM製造業 中國財新製造業PMI 歐元區CPI 南韓、巴西休市	歐元區失業率 巴西休市	美國ADP就業報告 美國ISM服務業PMI 歐元區PPI 南韓GDP	美國貿易收支 歐央行利率會議	美國就業報告 中國貿易收支 台灣CPI 台灣進出口

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