



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年2月7日

投資研究週報

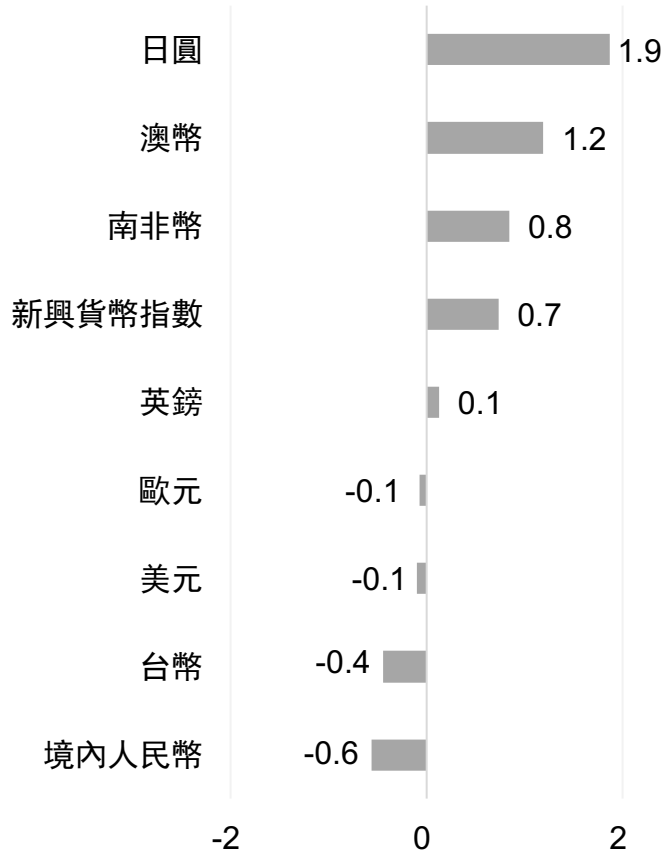
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

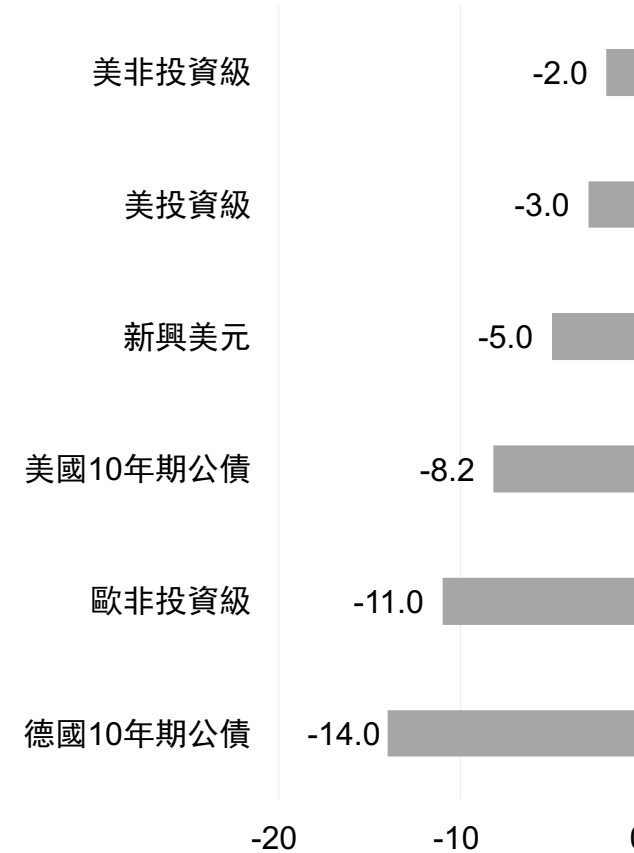
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/1/30 - 2025/2/6。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 本週主題：

- **關稅戰正式打響**：川普對加拿大、墨西哥徵收25%關稅，但在協商後，決議延後30日；對中國已實施10%關稅。並揚言對台灣晶片徵收100%，歐盟亦在潛在名單中。
- **關稅威脅下，影響市場波動**：關稅威脅帶動美元走強，不過隨川普暫緩關稅政策，加幣、墨西哥披索貶勢暫歇。政策不確定性影響，股市波動加劇，然而**基本面穩健，將提供美股下方支撐**。
- **DeepSeek橫空出世，有利整體AI發展**：DeepSeek效能高、低成本，市場擔憂將影響輝達的高階晶片需求。不過模型成本降低，將有利AI加速發展、擴大算力需求，科技大廠仍持續上調資本支出。

2) 未來焦點：

- 2/12 美國CPI、2/18 美擬對能源課關稅、2/20 FOMC會議記錄

策略思維

- 1) **股市-景氣改善，獲利成長支撐美股**：美國基本面穩健，且預期企業獲利維持雙位數成長，對於美股維持逢低布局策略。
- 2) **債市-利率點位偏高，仍為布債良機**：ISM服務業不如預期，帶動10年債利率走低；不過利率仍處相對高位，依舊為鎖利良機。然而美國景氣穩健、Fed不急於降息，將限縮資本利得空間。
- 3) **匯市-關稅效應影響，美元相對強勢**：關稅威脅仍存，短線美元維持強勢，非美貨幣仍相對承壓。



關稅戰將成為市場波動的主旋律

川普上任後雷厲風行, 為了實現「美國優先政策」, 除了施壓巴拿馬, 使其退出中國的「一帶一路」倡議, 更直接發動關稅戰:

- 1)加拿大、墨西哥: 課徵25%的關稅。不過兩國首長已表態, 將加強對芬太尼、非法移民的邊境管控, 使川普暫緩對兩國的關稅實施30天。
- 2)中國: 在既有稅率下再加徵10%的額外關稅。而中方已祭出反制, 將於2/10開始對美國出口商品課徵10-15%關稅。
- 3)產品部分: 川普也計畫針對石油、天然氣、鋼鐵、鋁、藥品課徵關稅, 其中石油與天然氣可能在2/18率先課徵關稅, 另外, 對台灣的晶片也喊出100%的關稅, 引發市場的恐慌。

對加拿大、墨西哥課徵25%, 不過暫緩30日; 對中國10%, 中方祭出反制			
關稅議題	美國最新政策/言論	其他國家回應	影響及衝擊
北美	<ul style="list-style-type: none"> 美國對加拿大、墨西哥課徵25%關稅(原定2/4生效-延緩30日) 	<ul style="list-style-type: none"> 加拿大、墨西哥各加派1萬名士兵保護邊境, 防止芬太尼、非法移民流入美國 	<ul style="list-style-type: none"> 美國與加拿大的貿易量可能萎縮, 企業獲利有下修風險
中國	<ul style="list-style-type: none"> 美國對中國再額外課徵10%關稅(2/4生效) 川普不急於與習近平對話 	<ul style="list-style-type: none"> 中國對美國產品加徵關稅(2/10生效) <ol style="list-style-type: none"> 1)煤炭、液化天然氣課徵15% 2)原油、農業機械、大排量汽車、皮卡課徵10% 	<ul style="list-style-type: none"> 美國與中國的貿易量可能萎縮, 企業獲利有下修風險
歐洲	<ul style="list-style-type: none"> 很快就對歐盟徵收關稅, 批評英國與美國的貿易已經「越線」, 但是情況可以解決 	<ul style="list-style-type: none"> 德國總理蕭茲表示, 歐盟身為經濟強權, 「有行動的餘地」 英國首相施凱爾指出, 期待與川普會面 	<ul style="list-style-type: none"> 若雙方啟動關稅戰, 貿易量與企業獲利有下滑風險
產品	<ul style="list-style-type: none"> 對進口的石油天然氣、鋼鐵、鋁、藥品課徵關稅, 其中擬石油類2/18生效 川普揚言對台灣晶片課徵100%關稅? 	<ul style="list-style-type: none"> 台灣稱將與美方持續溝通 	<ul style="list-style-type: none"> 台灣出口可能下滑, 企業獲利有下修風險

資料來源: 國泰世華銀行整理。

美元 | 貿易不確定性仍在, 美元高檔震盪

川普將對美貿易順差大的國家及產品加徵關稅, 全球貿易不確定性升高, 導致資金湧入美元避險; 相對地, 也導致鄰近貿易夥伴如加拿大、墨西哥幣別一度走貶。而後續隨美、加、墨三國達成協商, 已帶動短線美元漲勢暫歇, 加幣、墨西哥披索也雙雙止貶回升。

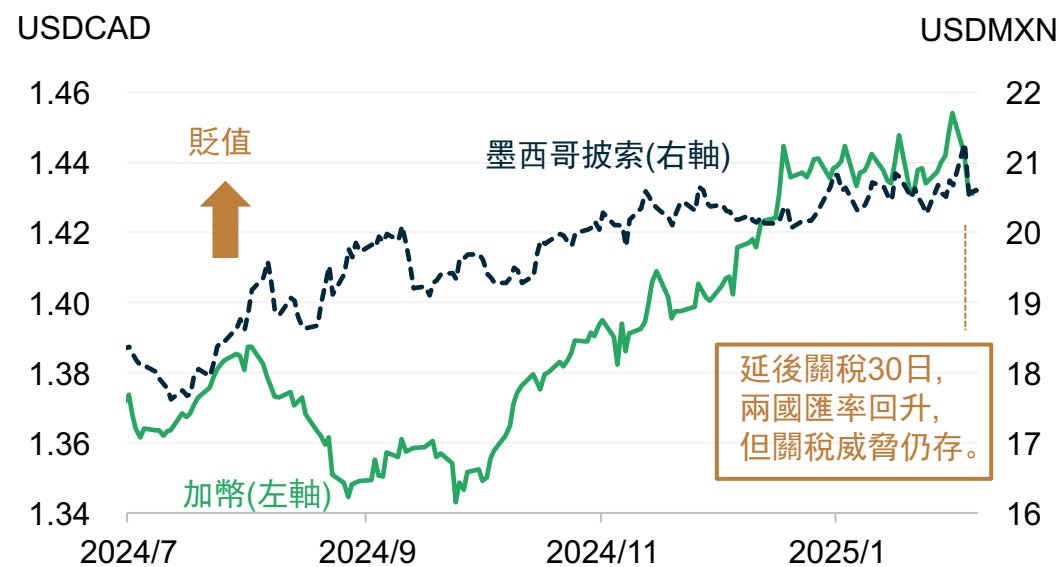
不過長線而言, 儘管短線川普暫緩對加拿大、墨西哥的關稅政策30日, 但不意味著關稅威脅解除。考量川普的政策風格, 若未來數月再以關稅威脅施壓貿易夥伴, 以換取更多美國利益, 不排除未來美元仍有走強可能。

全球貿易不確定性升高, 資金湧入美元



資料來源: Bloomberg。

加幣、墨西哥披索貶勢暫緩, 但預期未來走勢仍偏弱



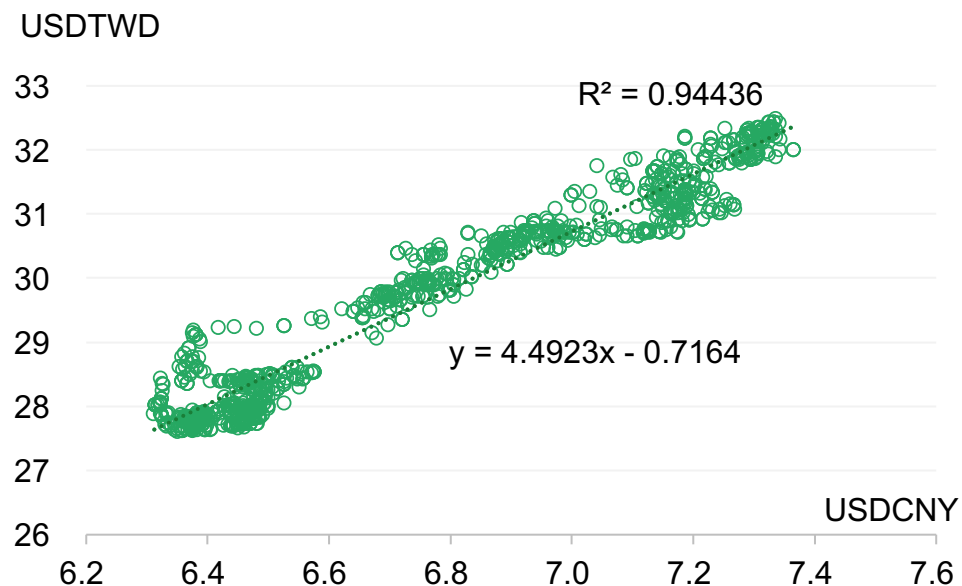
資料來源: Bloomberg。

台幣 | 關稅風險升溫、美債利率偏高，台幣短線仍將偏弱震盪

川普2/1下令，對加、墨、中關稅於2/4正式上路，同時亦威脅對台提高關稅，市場氛圍轉差推升美元走勢，加上DeepSeek崛起拖累半導體類股，外資大幅賣超台股下，使蛇年首個交易日台幣一度貶破33大關。不過，在新關稅生效前夕，墨西哥和加拿大先後與川普達成協議，最終川普暫緩對加、墨兩國關稅後，市場緊張氛圍緩解，非美貨幣獲得喘息空間。

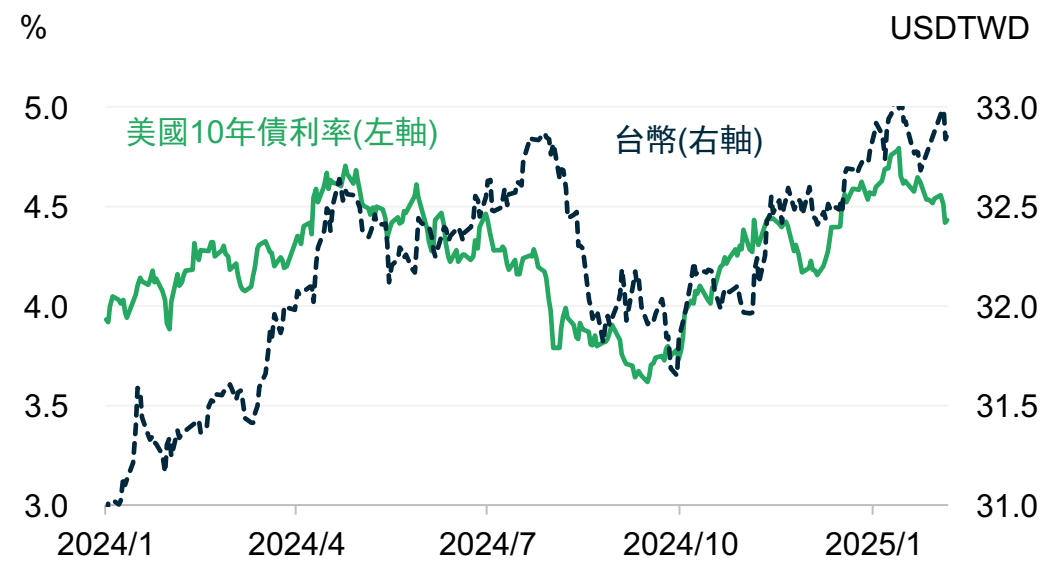
展望後市，1)美國對中國新關稅政策已於2/4上路，中國也有反制措施，未來美中角力下，與人民幣連動度高的台幣易受拖累，2)美國對台灣加徵關稅的風險猶存，3)Fed不急於降息，意味著美債殖利率仍將延續高位波動，皆為短期內新台幣走勢續弱的壓力來源。

美中角力下，與人民幣連動度高的台幣易受拖累



資料來源：Bloomberg。

美債利率偏高震盪，亦不利台幣表現



資料來源：Bloomberg。

債市 | 降息預期改善、經濟數據不如預期, 殖利率滑落; 關稅威脅仍存, 為債市不確定性因子

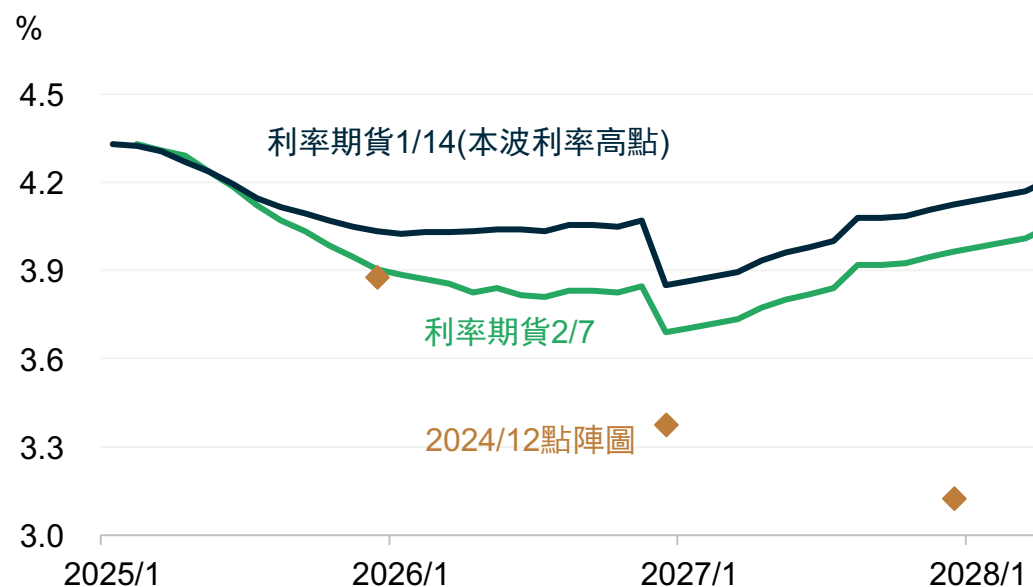
市場降息預期升溫, 預估今年仍有望降2碼, 帶動利率由1月高點滑落; 加上ISM服務業指數不如預期, 10年債利率走低, 導致公債長短利差收窄。

財政部長貝森特: 偏好10年美債殖利率走低, 將以擴大能源供應的方式, 讓油價下跌以降低通膨。但需留意, **川普談話態度**、以及**關稅威脅之下**, 將影響市場通膨預期偏高, 仍為債市的不確定性因子。

Fed方面: 近期多名Fed官員如Goolsbee、Bostic、Collins、Barkin均表示, 在川普政策的影響下, 增添了美國經濟前景的不確定性, 顯示Fed並不著急降息。目前據**FedWatch**預估, **今年首次的降息機會有望落在6月**。

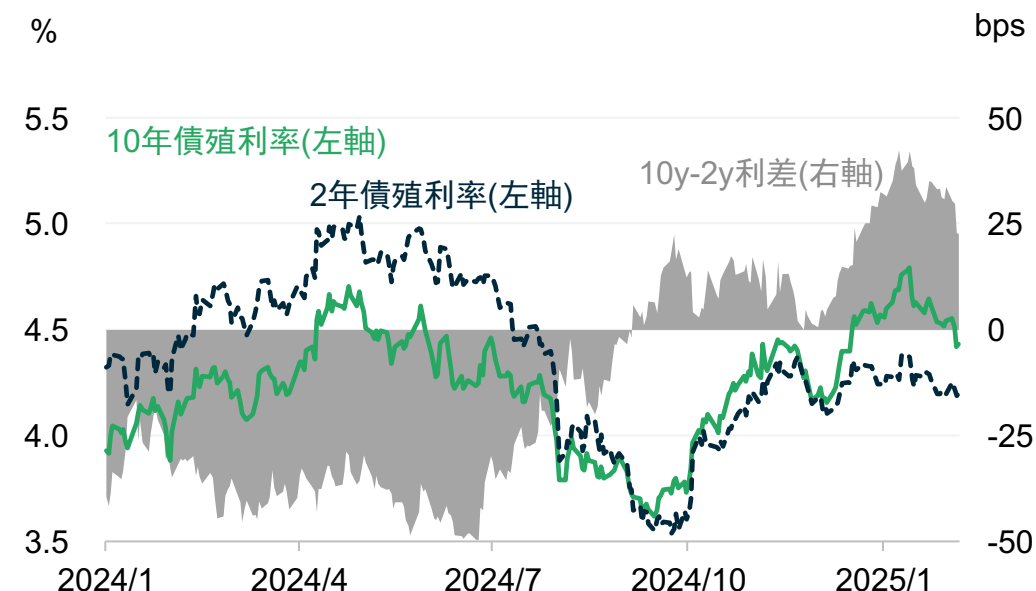
債市布局: 現行的殖利率點位仍相對偏高, 依舊為布債的良好時點; 不過Fed放慢降息步伐, 將限縮資本利得的空間。

市場降息預期升溫, 預估今年有望降2碼



資料來源: Bloomberg。

利率由高點回落, 10y-2y利差收窄



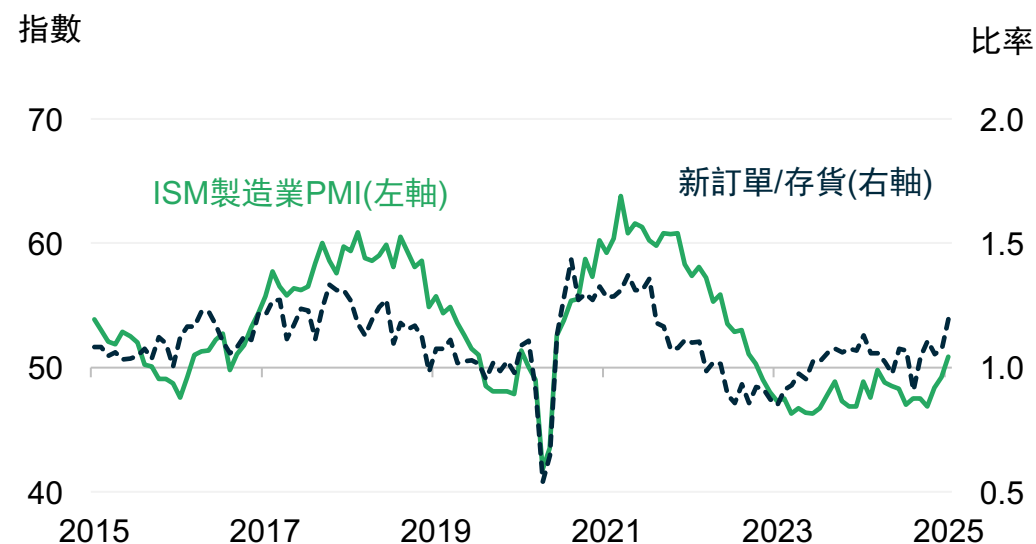
資料來源: Bloomberg。

美股 | 關稅不確定性加大股市波動, 不過基本面、企業獲利給予美股支撐

關稅戰影響下, 市場擔憂全球供應鏈將面臨再次洗牌, 加上仍有未出爐的關稅制裁, 不確定性恐影響市場持續波動; 而各國也可能進行關稅報復, 將對美國企業造成衝擊, 更可能影響美國經濟成長。不過, **考量關稅戰為川普的貿易談判手段**, 主要訴求美國利益、及引導製造業回流美國, **若激進關稅導致美國企業營收大幅受損, 也非川普所樂見**, 預期關稅實施的力道有望低於預期。

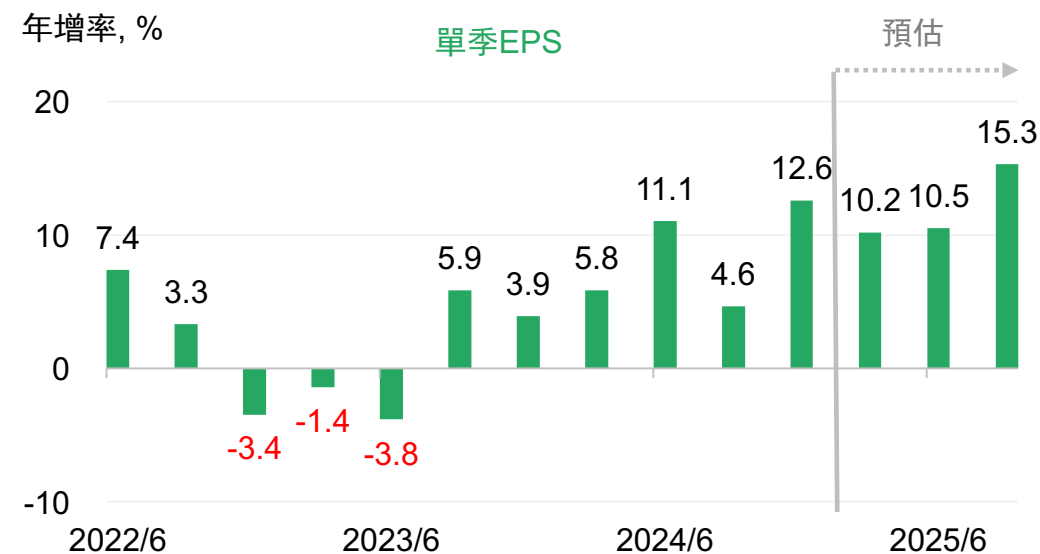
基本面、獲利支撐美股動能: 1) ISM製造業PMI重返擴張區間至50.9。2) 美股企業表現仍相對穩健, **市場預估2025年各季獲利年增率將呈現雙位數成長**, 提供美股拉回布建的理由。

製造業PMI回升, 新訂單/存貨比率升高



資料來源: Bloomberg。

企業獲利維持成長, 將成為美股基本面支撐



資料來源: FactSet預估。

美股 | 製造業逐步升溫, 有助循環類股走強

美國1月ISM製造業景氣在歷經26個月萎縮之後, 重返擴張區間至50.9, 其中新訂單達55.1, 更創2年多來新高, 顯示市場需求逐步回升, 原因包括庫存偏低、銀行放款意願增加、中國擴大刺激政策等。此次製造業復甦雖歷經反覆打底, 但升溫方向不變, 就過去的經驗來看, 仍將有利循環類股後續的表現, 如科技股、工業、非必需品等。

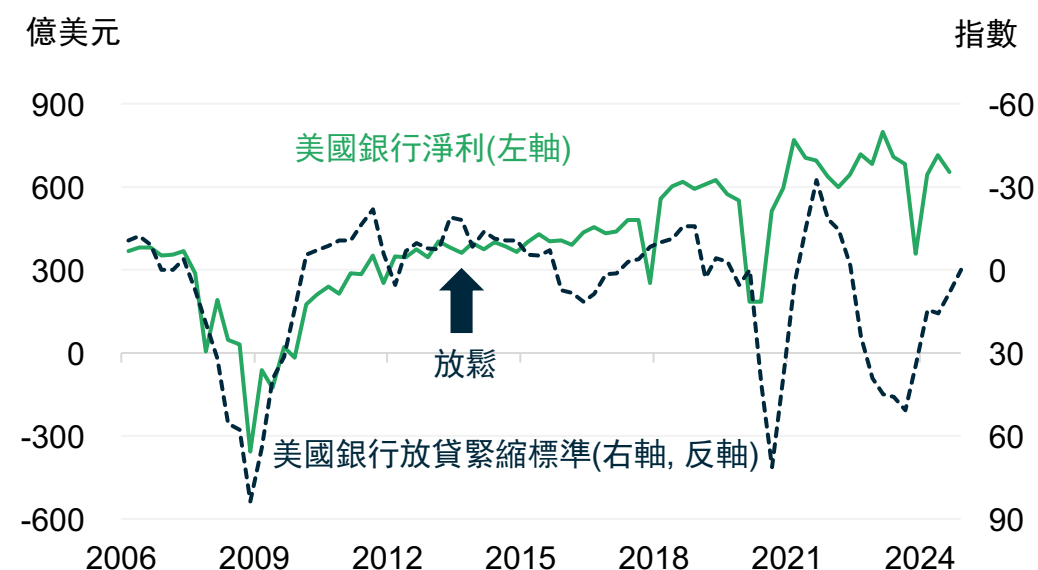
另外, 金融股也值得注意, 隨著聯準會逐步降息, 銀行也提高放款意願, 同時, 景氣活動升溫, 資金需求也逐步上升, 都可望推高金融股的獲利, 2024Q4財報顯示, 金融股獲利年增率達50%, 居類股之冠。

製造業雖反覆打底, 但穩定復甦, 有利循環類股表現



資料來源: Bloomberg。

美國銀行業獲利隨景氣持續升溫



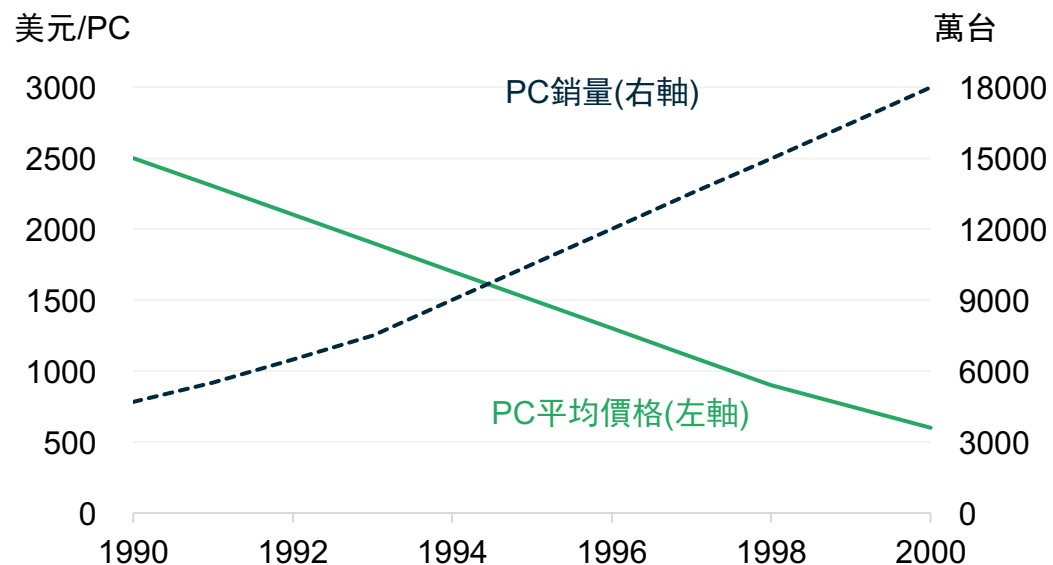
資料來源: FDIC。

科技 | DeepSeek對輝達衝擊大，評價回到合理區間宜布局

DeepSeek在全球一舉成名，有人把它稱作AI的「史普尼克時刻」，美國科技界震驚的認識到，中國AI實力在美科技競賽中並未落居下風，甚至隨時超前，而華爾街則擔心DeepSeek採用輝達低階版GPU即可運行，且大幅降低訓練時間，意謂成本大幅降低，將使得輝達的高階GPU需求下滑。

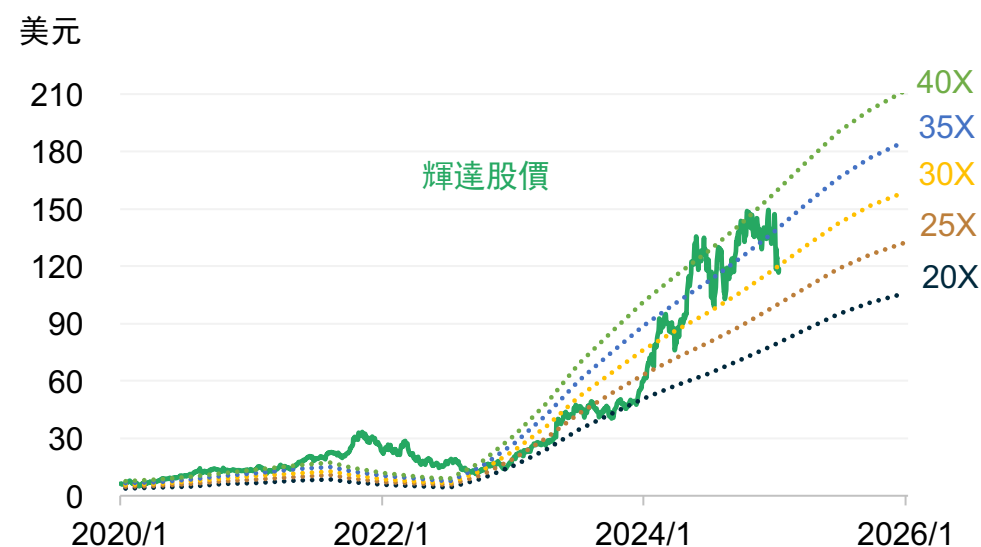
評估DeepSeek影響有2：**1)美國可能進一步封鎖AI晶片，例如輝達營收中，新加坡佔比達22%，是否繞道銷往中國，將被嚴格審查，恐影響輝達短期營收；2)AI模型成本降低，看起來似乎會造成算力過剩，實際上更好的演算法將有利AI發展加速，擴大整體算力需求。**且隨著科技巨頭持續進行軍備競賽，仍將採購更多更新、更快的GPU，近期科技大廠紛紛調高資本支出規模，輝達仍將是主要受惠者。短期股價受利空衝擊修正，評價回到30倍下方，可視為布局時點。

經驗顯示，科技產品價格下跌，反而有助產品普及



資料來源：Bloomberg。

輝達遭雙重利空修正，評價回到合理區間



註：各顏色虛線代表輝達20~40倍前瞻本益比。

資料來源：Bloomberg預估。

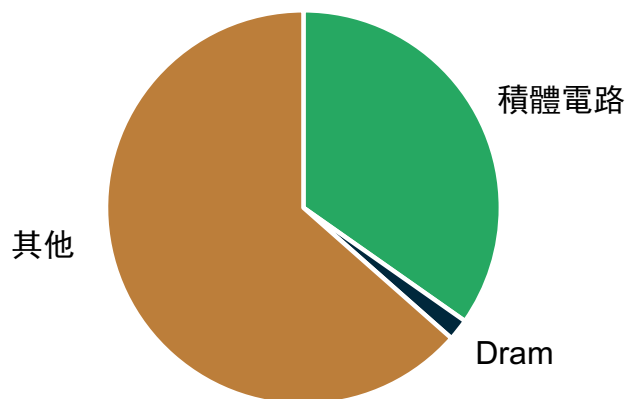
台股 | 台灣晶片關稅為潛在隱憂, 但目前不致影響台股後續展望

川普提及將對台灣晶片課徵100%關稅, 最快2/18就會開始實施。台灣2024年晶片出口金額1734億美元, 佔總出口36.5%, 雖然晶片直接出口至美國的金額不過74億美元, 僅佔5%左右, 不過若計算出口至中國大陸、東協、香港等下游工廠完成終端產品組裝再輸送到美國, 則比重可能高達75%。
若將台灣晶片課徵100%, 將有嚴重的衝擊。

然而半導體屬於電子產品上游零組件, 佔終端售價比重並不高, 以蘋果iPhone 16Pro為例, 由台積電為蘋果生產的A18晶片, 約佔售價的13.5%, **台積電曾表示, 關稅將全額由客戶負擔。屆時蘋果可能提高售價, 或設法在各供應商之間尋求降低成本的空間, 主要原因仍是台積電在先進製程的競爭優勢難以取代。**此外, 若單獨對台灣課稅, 而使晶片訂單流往中國, 亦不是川普本意, 評估其主要目的仍是以關稅手段, 促使半導體製造回流美國。

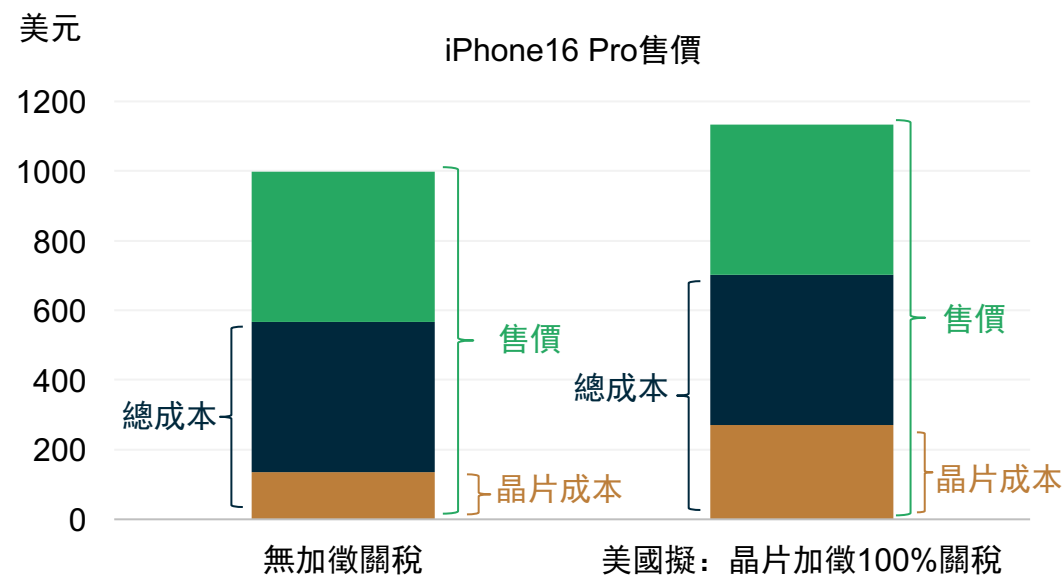
台灣晶片出口佔總出口金額36.5%

台灣2024年出口總額4751億美元



資料來源: 台灣財政部。

美國若對半導體加徵關稅, 將轉嫁至終端售價



註: 試算晶片成本提高100%。

資料來源: Nikkei Asia, 國泰世華銀行預估。

中國 DeepSeek激勵AI概念股飆升，惟類股差異頗多，而貿易不確定性仍壓抑整體指數表現

中國AI公司DeepSeek開發的推論模型R1，在多項測試中展現了與美國最先進的AI模型相匹敵的性能。此外，據傳該公司的另一款模型V3僅依靠Nvidia H800晶片進行訓練，訓練成本低廉，引起了市場投資人強烈反響。投資人擔心，低廉的AI模型開發成本可能會大幅減少對Nvidia晶片、高頻寬記憶體等需求，雖引發美系晶片類股大幅下挫，但**中系AI概念股則反向大幅躍升**。

即便如此，AI概念股的強勢表現，多僅侷限於自身類股，整體指數表現仍較溫吞。尤其，**美國總統川普宣布自2/1起中國進口品加徵10%關稅**；作為反擊，**中國國務院也批准，自2/10起對美國的部分進口商品加徵關稅**(煤炭、液化天然氣15%；原油、農業機械、大排氣量汽車、皮卡10%)。整體貿易不確定性下，以港股恆生而言，隨評價接近過往五年平均，指數上行壓力漸重，後續指數恐仍維持大區間震盪走勢。

DeepSeek激勵AI概念股飆升，惟類股差異頗多

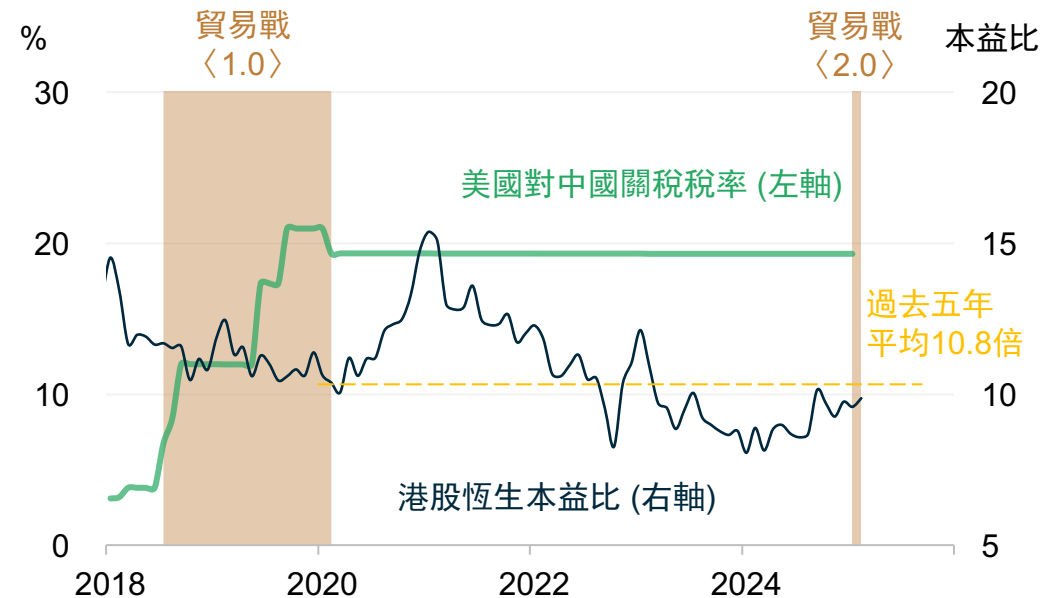
Index (2024/9/2=100)



註：AI概念股為阿里巴巴、騰訊、美圖、金山軟件平均。

資料來源：Wind。

關稅大棒下，貿易不確定性壓抑整體指數評價表現



資料來源：Wind。

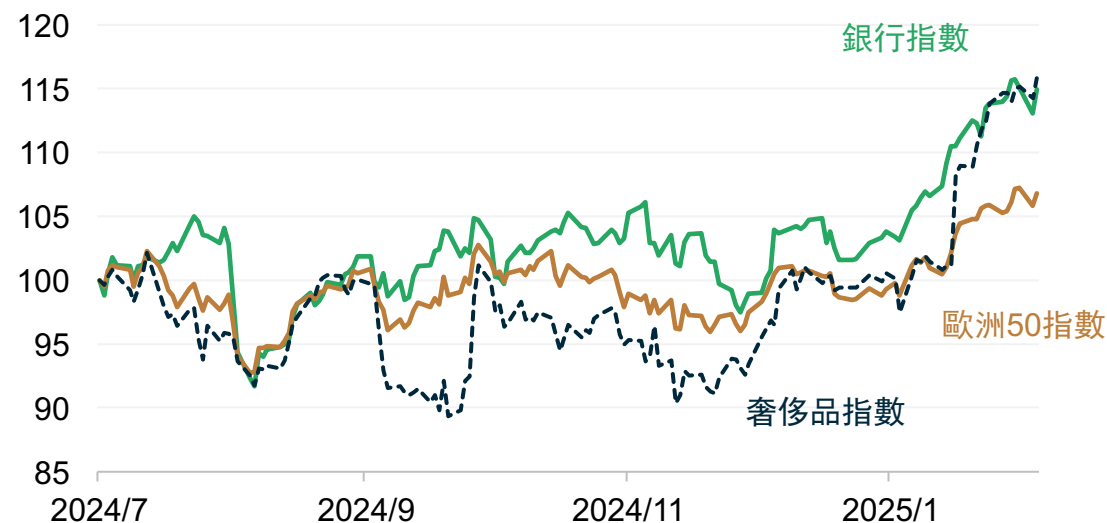
歐洲 貿易與政治風險揮之不去, 景氣復甦緩慢限縮評價擴張空間

歐洲股市年初至今表現亮眼, 歐洲50與德國DAX指數持續上漲, 主要因為: 1)歐洲銀行獲利不俗、評價面也偏低, 吸引資金湧入; 2)卡地亞母公司歷峰集團財報優於預期, 銷售增長推動精品股反彈; 3)整體評價不高, 歐洲50指數前瞻本益比約當10年平均, 相對美國股市明顯偏低。

後市展望, 歐股大盤須留意高檔回調風險, 因為1)美歐關稅壓力漸增, 川普稱一定對歐洲加徵關稅, 汽車與工業產品出口恐面臨更大壓力; 2)德國2/23舉行國會大選, 能否順利組建新政府仍充滿變數; 3)關稅威脅與中國消費低迷下, 景氣復甦步伐緩慢, 影響股票本益比進一步擴張空間。總結來看, 歐洲企業面臨的政治與貿易不確定性仍高, 短線價格恐面臨上方阻力, 進場追高宜慎。

今年以來, 金融與奢侈品領漲歐股

指數, 以2024/7/1=100標準化



資料來源: Bloomberg。

景氣復甦疲弱料限縮本益比擴張幅度



資料來源: Bloomberg。

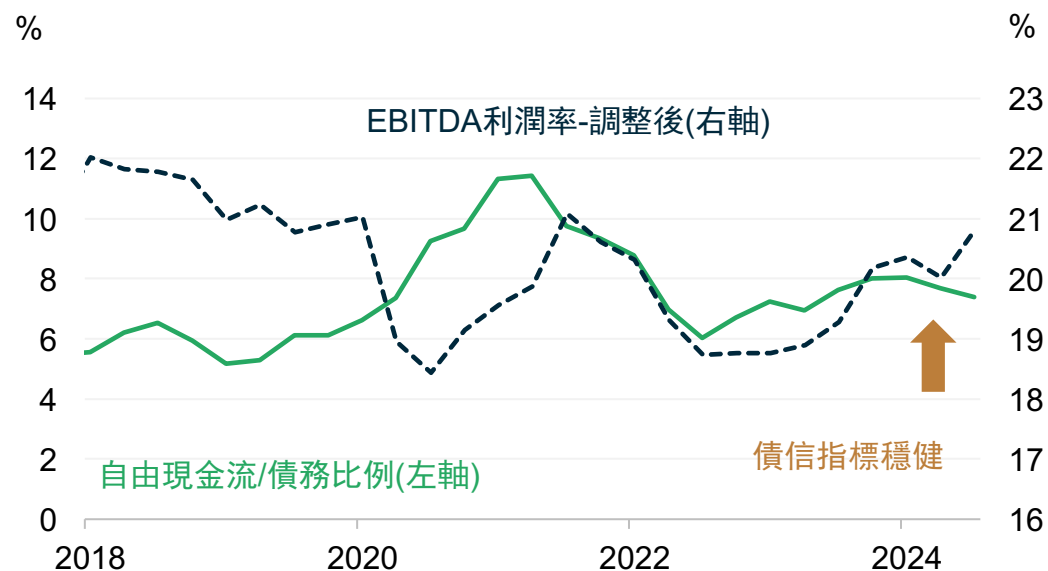
信用債 美國經濟穩健、違約風險降低, 可適度增持非投等債

美國投等債、非投等債殖利率仍處相對高位水平, 依然為良好的布債時點。配置上, 可適度增加非投等債占比, 主因:

- 1) **總經面穩健**: 製造業PMI升溫, 企業信心改善。另方面, 就業市場展現韌性, 儘管職缺/失業比小幅下滑, 但仍保持1.1上方; 失業率維持低點。
- 2) **債信體質優**: 企業獲利能力持續上升, 雖現金流比例下降, 不過仍優於疫情前水準。並且隨Fed傾向於持續降息, 有望緩解發債企業財務壓力。
- 3) **信用風險降溫**: 非投等債違約率持續下滑, 信用風險降溫, 帶動信用利差維持緊縮。

總上所述, 建議可於投資組合中增持非投等債部位, 以獲取更高回報率; 惟需留意, 信用利差再收窄空間有限, 債市報酬將以穩定息收為主。

非投等債：自由現金流小幅降溫, 不過獲利能力改善



註: EBITDA不包含利息、稅金、折舊、攤銷的獲利, 調整後為扣除部分非經常性支出。

資料來源: Bloomberg。

違約風險降低, 非投等利差保持緊縮



資料來源: Bloomberg。

Feb 2025

10

Monday

歐元區Sentix投資人信心
日本國際收支經常帳

11

Tuesday

美國紐約聯邦1年通膨預期
美國NFIB中小型企業指數
日本休市

12

Wednesday

美國MBA貸款申請指數
美國CPI
日本工具機訂單

13

Thursday

美國PPI
美國初領失業金人數
德國CPI
英國GDP
日本PPI

14

Friday

美國零售銷售
美國進口物價指數
美國工業生產
歐元區GDP
韓國失業率

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