



國泰世華銀行
Cathay United Bank

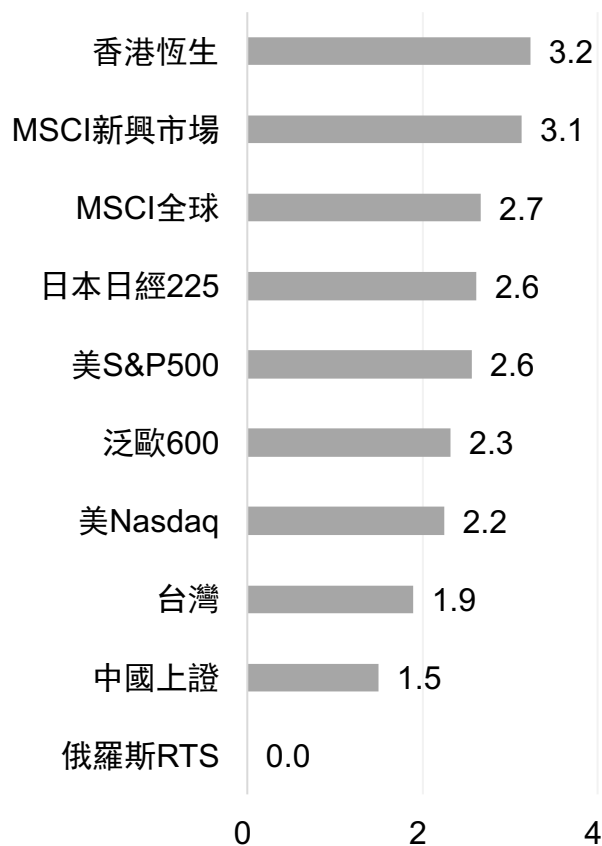
2025年3月21日

投資研究週報

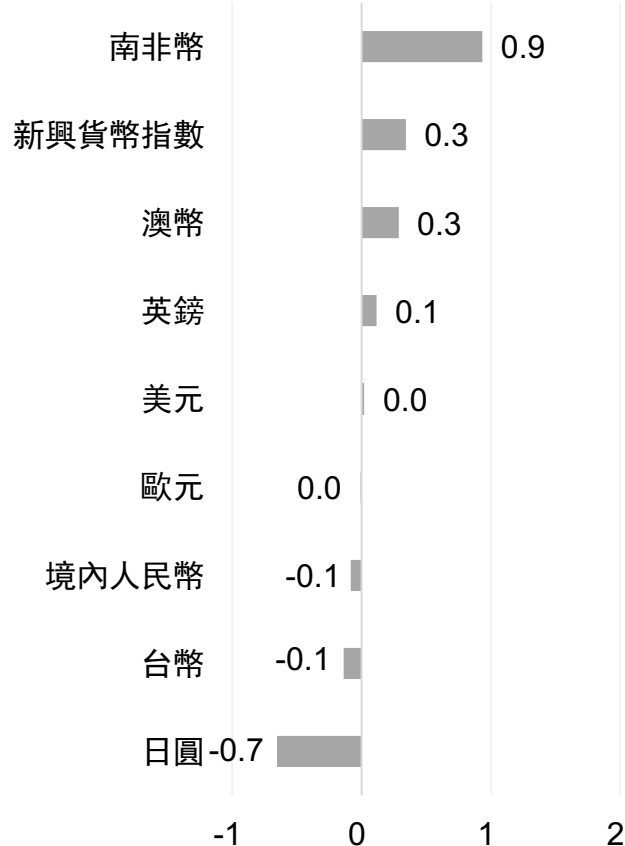
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

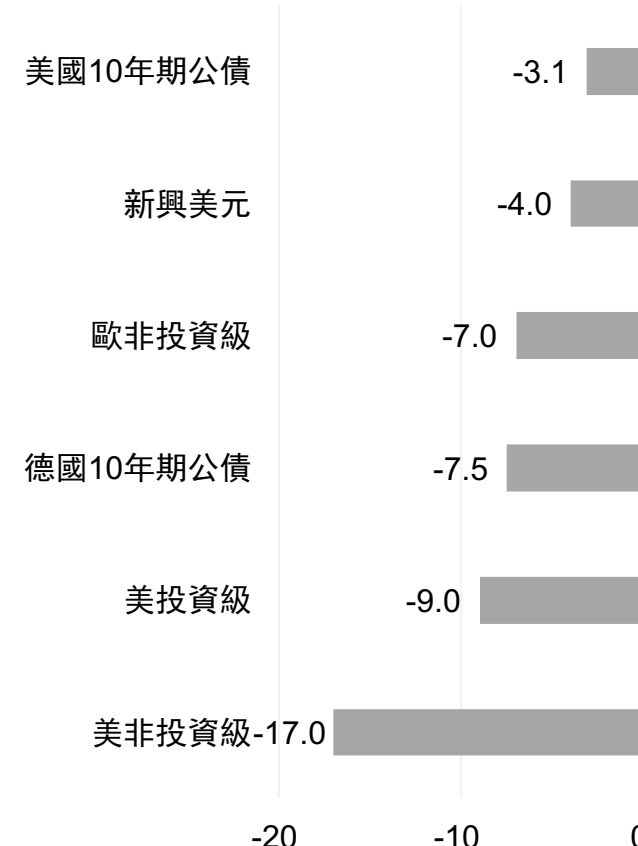
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/3/13- 2025/3/20。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 一週市場觀察：

- **FOMC會議：**Fed維持利率不變，點陣圖中位數顯示今年降息2碼，鮑爾下調今年的經濟成長率至1.7%，並減少縮表幅度。
- **標普回檔逾10%，跌入修正區間：**「川普溢價」消失，市場轉向「衰退交易」。但在衰退的證據並不明確下，股市更像是因為政策不確定性而下跌。
- **輝達GTC大會：**黃仁勳認為AI發展將歷經轉折點，實體AI及機器人將是下一波大趨勢。GB200晶片量產出貨，GB300將於下半年推出。

2) 後續關注焦點：

- 美、歐製造業初值(3/24)、川普對等關稅(4/2)。

策略思維

- 1) **股市—關稅疑慮下，資金傾向分散風險：**資金向低本益比及低波動尋求分散，美股自高檔修正10%後可分批布局，歐洲、中國擁低基期優勢，各具題材表現空間。
- 2) **債市—區間格局，利率急降站賣方思考：**利率期貨顯示降息預期上升至3碼，激勵美10年債殖利率走降，但聯準會仍觀望，恐難有進一步寬鬆預期。
- 3) **匯市—俄烏停火、財政支出推升歐元，美元陷弱勢盤整：**Fed經濟成長下調，歐元區受惠財政支出題材推升，美元指數區間盤整。



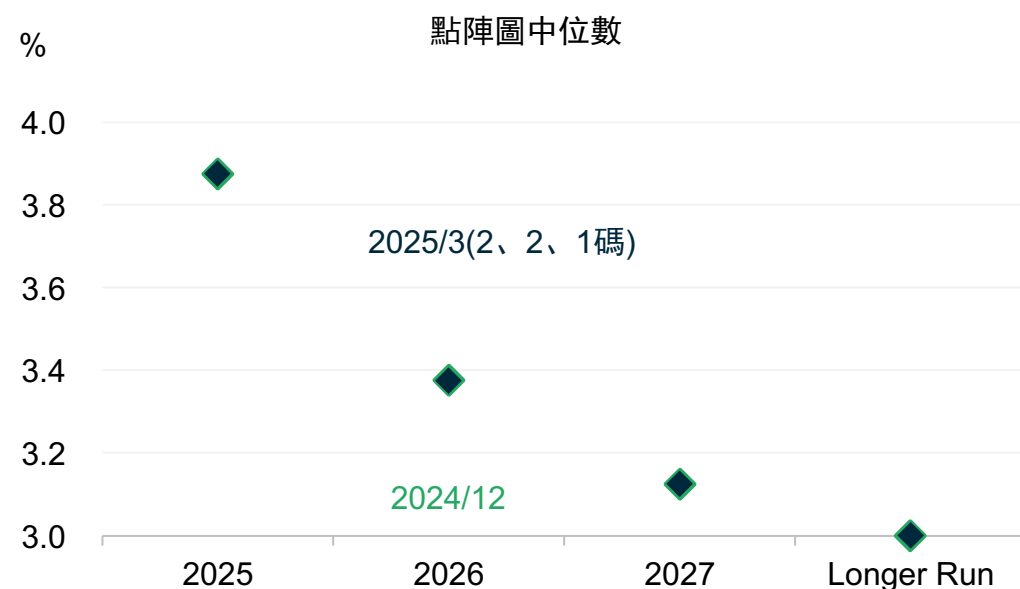
FOMC | 經濟成長放緩, 點陣圖維持今年降2碼預期, 並降低縮表幅度

在3月FOMC會議上, Fed維持政策利率於4.25-4.50%, 並將縮表幅度自每月600億降至400億(美債由250億下調至50億, MBS不變)。

經濟預測摘要(SEP): 點陣圖中位數顯示今年降息2碼, 與去年12月一致, 今、明、後年降息預期為: 2、2、1碼, 中性利率維持3.0%不變。在今年經濟預測中, 隨經濟不確定性升溫, GDP降至1.7%; 而考慮關稅恐影響通膨進展, PCE升至2.7%; 失業率小幅上升至4.4%。

鮑爾強調, 整體美國經濟穩健, 現階段並不急於降息。不過在19名與會者當中, 認為不降息、僅降1碼的官員共有8位, 反映Fed對通膨走高的擔憂增加。應觀察實際的關稅政策實施後, 美國景氣狀況、抑或通膨有進一步升溫的態勢出現。

點陣圖顯示, 降息路徑維持2、2、1碼



資料來源: FOMC March Projections。

經濟預測: GDP下修, 通膨、失業率上調

項目 \ 預測年份	2025		2026		2027	
	前次	3月	前次	3月	前次	3月
實質GDP	2.1%	1.7%(↓)	2.0%	1.8%(↓)	1.9%	1.8%(↓)
失業率	4.3%	4.4%(↑)	4.3%	4.3%(-)	4.3%	4.3%(-)
PCE	2.5%	2.7%(↑)	2.1%	2.2%(↑)	2.0%	2.0%(-)
核心PCE	2.5%	2.8%(↑)	2.2%	2.2%(↑)	2.0%	2.0%(-)

資料來源: FOMC March Projections。

經濟不確定性造成民眾信心下降, 但消費數據仍溫和成長

美國3月密西根大學消費者信心由2月份的64.7降至57.9, 創2年多來最低。根據調查, 48%民眾都提到關稅議題, 主要擔憂川普關稅政策導致物價上升, 影響自己的荷包。調查雖不能代表整體經濟狀況, 但若消費者信心長期陷入低迷, 將對經濟產生不利影響。

目前而言, 企業獲利維持成長, 大幅裁員機率不大, 通常民眾在失業率仍低的情形下, 消費仍能溫和成長。隨著製造業緩步復甦, 企業投資意願也呈現小幅回升, 有望帶動景氣走揚。

3月密大消費者信心陡降, 民眾擔憂關稅傷荷包

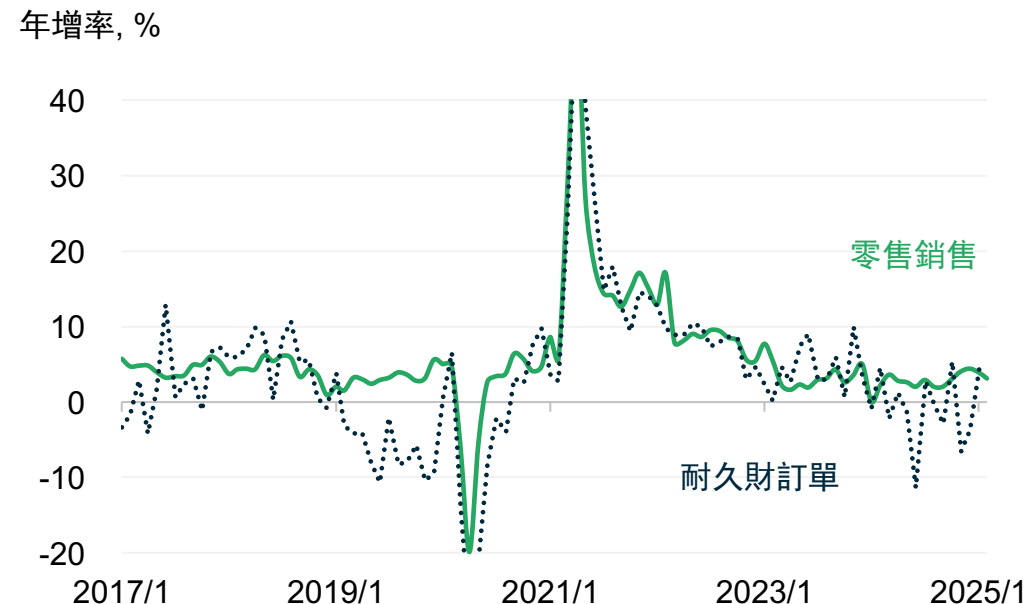


資料來源: Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

消費溫和成長, 投資小幅復甦



資料來源: Bloomberg。

「衰退交易」盛行，但美國經濟僅溫和放緩

亞特蘭大聯邦準備銀行GDPNow模型顯示Q1經濟將由正成長轉為-1.8%，即使扣除大量進口黃金的調整值，也掉到僅小幅成長0.4%，遠低於過去幾季的水準，市場反應「衰退交易」，美國10年債殖利率一度降到4.1%，但這個殖利率水準仍高於2024年首次降息時的3.6%。

依據彭博調查中位數，美國Q2~Q3經濟成長小幅下修，呈現成長放緩，與其他經濟數據方向相符，推論市場主要是因為川普關稅的不確定性而啟動避險模式，「衰退交易」距離真正的衰退還需要更具說服力的證據。

「衰退交易」引動殖利率往下，但幅度有限

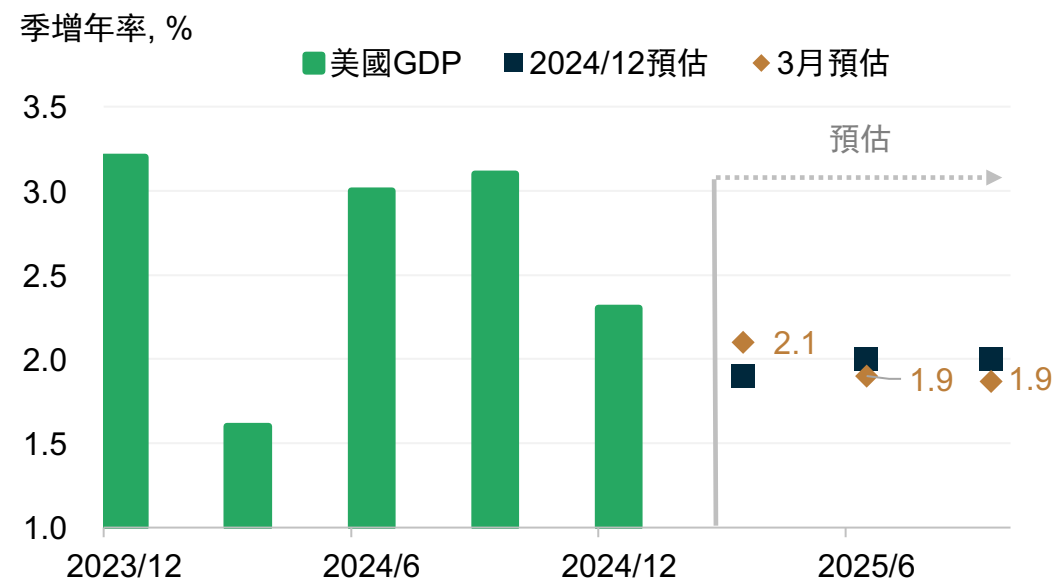


資料來源：Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

GDP預估下修，成長幅度放緩



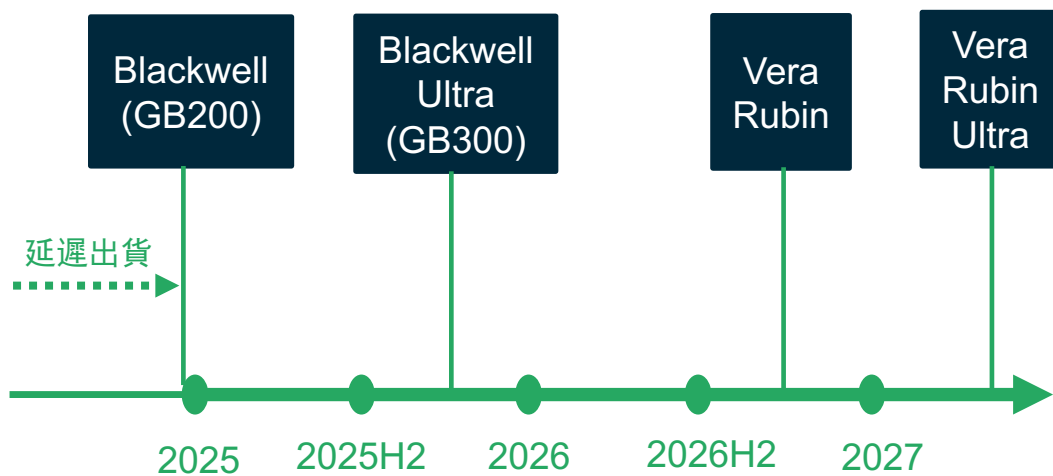
資料來源：Bloomberg預估。

輝達GTC大會失靈？AI題材短期失寵，長期仍持續成長

輝達黃仁勳在GTC大會揭露未來新產品時程，並發表樂觀展望，但市場未受激勵。主因應是原訂去年Q3出貨的GB200因過熱、設計問題遞延，到年底才量產出貨，而新款GB300則在今年下半推出，縮短GB200出貨時間，加上GB200毛利率下滑等問題，也使得過去的高度預期打折扣。

不過輝達獲利雖由3位數成長下降，在AI應用逐步擴展至Agentic AI(AI代理)、Physics AI(實體AI)的趨勢漸趨明朗下，**雲端大廠未縮手資本投資，也使得輝達的獲利仍是行業佼佼者，在本益比修正至30倍以下，仍是科技投資的首選，其他包含軟體、電力、雲端服務等AI相關族群，長期成長性也值得關注。**

輝達新產品推出時程



資料來源：國泰世華銀行整理。

輝達獲利持續成長，評價修正至合理區間



註：虛線表示以輝達未來4季EPS計算之前瞻本益比。

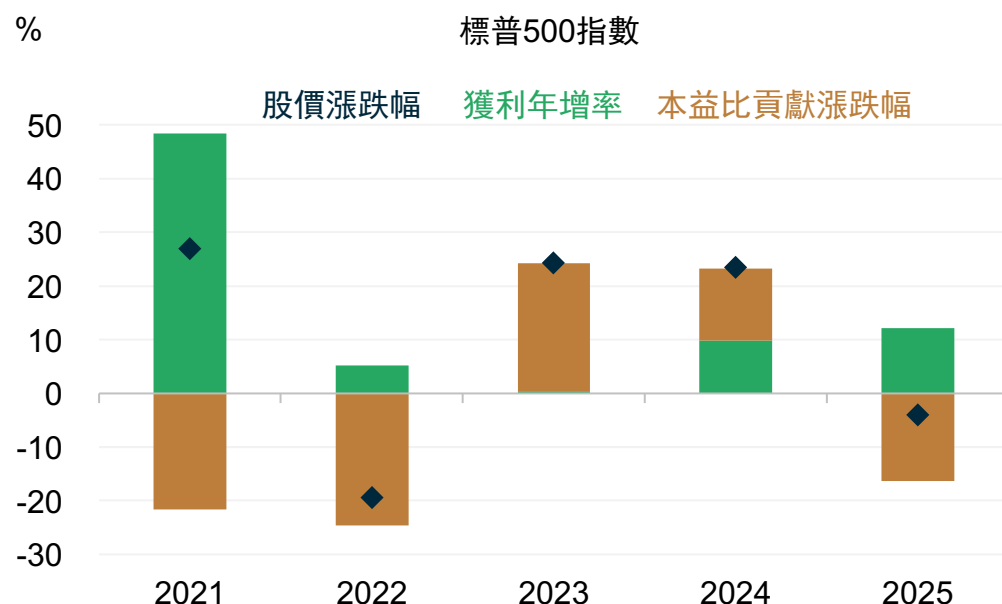
資料來源：Bloomberg。

美股 本波下跌主要為評價面修正, 科技巨頭修正幅度大, 可留意布局機會

關稅干擾企業投資, 也影響民眾消費, 對市場確有緊縮的效果, 不過, 關稅保護國內企業, 對於布局完整的跨國公司影響也有限。此外, 若考慮川普在關稅議題上的主要目的, 將是引導資金回流美國投資, 推動製造業擴張以創造工作機會, 對於美國經濟應是長期利多。

短期股價修正, 但企業獲利相較過去2年仍呈成長趨勢, 尤其科技巨頭獲利成長幅度將高於整體標普, 顯示股價主要是在修正偏高的本益比, 當本益比回到近1年低點附近, 可分批進行布局。

美股本波下跌主要為評價面修正



資料來源: Bloomberg預估。

科技7雄的本益比修正幅度較標普更大



註: 科技7雄包括微軟、蘋果、輝達、谷歌、亞馬遜、Meta、特斯拉。

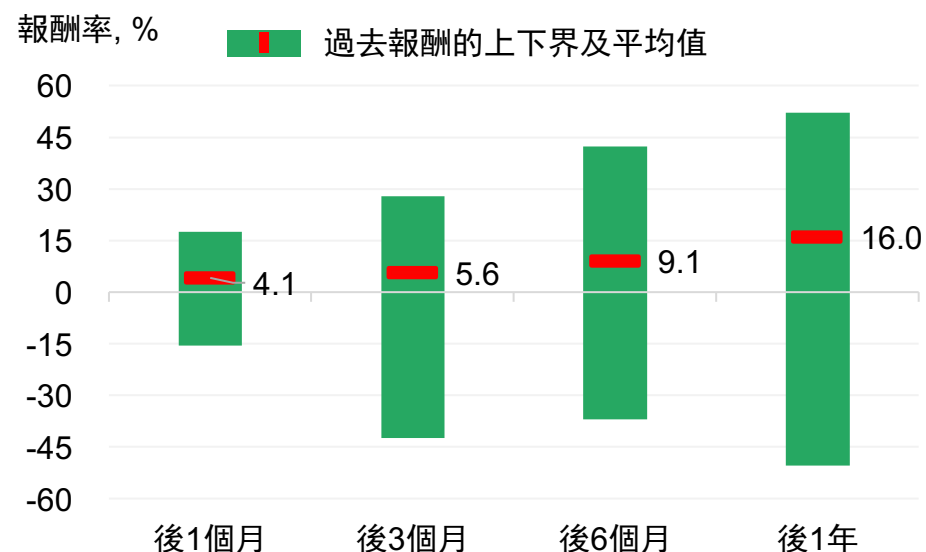
資料來源: Bloomberg。

美股 衰退隱憂造成股市一度下跌10%，但疑慮消除後支持股市緩步回升

自川普上任以來，減稅預期等利多政策，讓美股持續創新高，不過，隨著關稅不確定性升高，經濟數據放緩，加上DeepSeek衝擊高階AI晶片需求，使得標普500一度回檔10%。

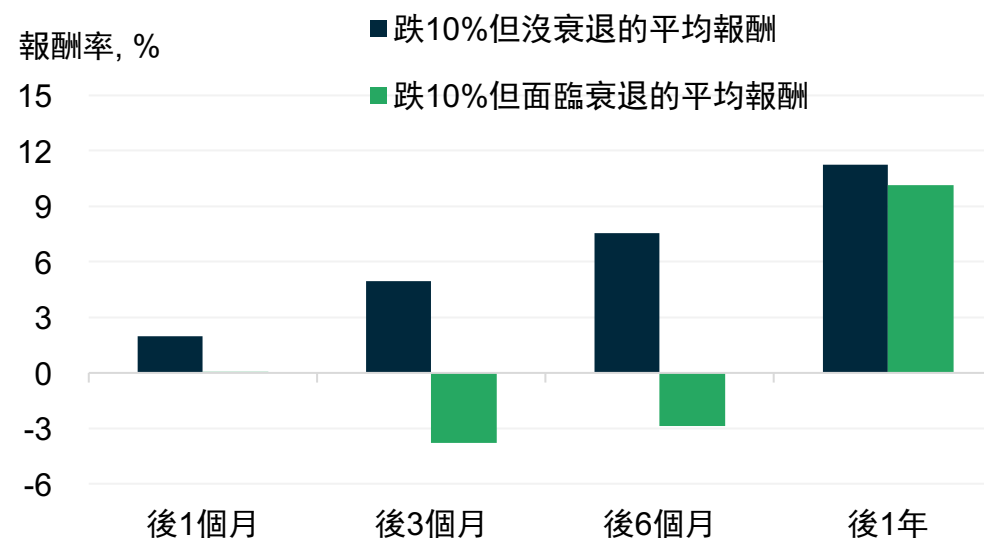
統計過去，當標普500回檔10%後，平均報酬有望逐步回升，不過，衰退與否是關鍵，若經濟面臨衰退，標普500半年內的平均報酬仍難以回正。考量目前企業獲利持續成長，研判此次的回檔應是估值的調整，可分批布建，但短期市場憂慮仍存下，股市仍偏震盪。

標普500波段跌幅達10%之後的表現



註：自1980年以來，標普500波段跌幅達10%以上有48次，其中衰退8次，非衰退40次。
資料來源：Bloomberg。

若衰退疑慮消除後，標普500後續可望緩步墊高



註：自1980年以來，標普500波段跌幅達10%以上有48次，其中衰退8次，非衰退40次。
資料來源：Bloomberg。

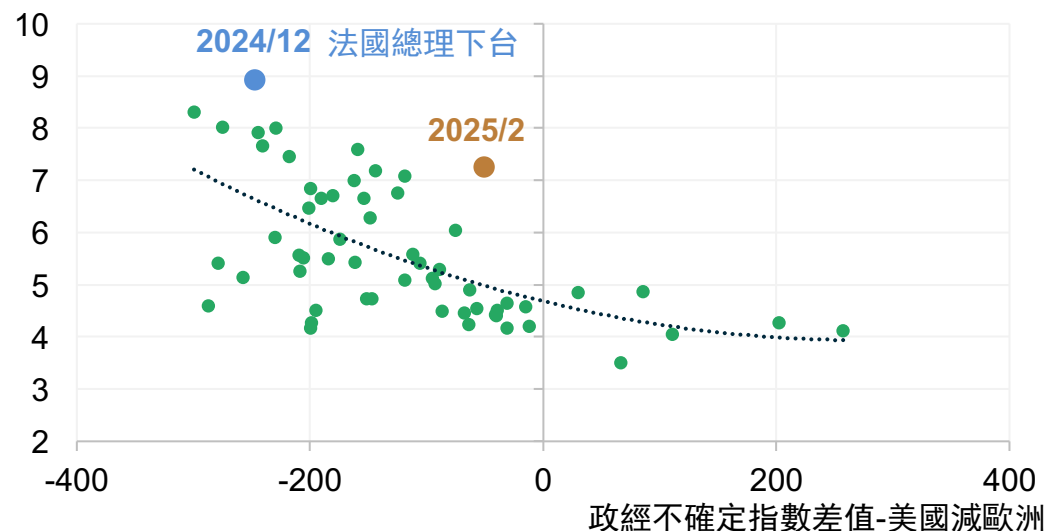
歐股 戰爭和談與德國財政報佳音, 歐股料延續多頭格局

歐洲在戰爭與財政兩方面持續迎來正面訊號。在烏克蘭同意美國的30天停火條件後，俄羅斯同意對能源與基礎設施停火，並對黑海海上停火與全面停戰展開談判；在財政面，德國順利通過5000億歐元的基礎建設計畫，國防開支也不再受到債務上限約束，正式擺脫數十年來的保守財政主義。

股市展望：歐洲股市長期受產業結構與地緣風險影響，市場表現與本益比相對落後於美股。然而，隨著美國政策風險升高，歐洲的戰爭與政治風險趨緩，資金正從美股流向歐股。在戰爭和談與財政支出刺激經濟的推動下，歐股有望延續多頭格局。類股方面，軍工、銀行與營建產業受惠於國防支出與重建需求，獲利前景看好，預計將持續領漲歐股。

美歐股市本益比有望隨地緣風險降溫進一步收窄

標普500與泛歐600本益比差值

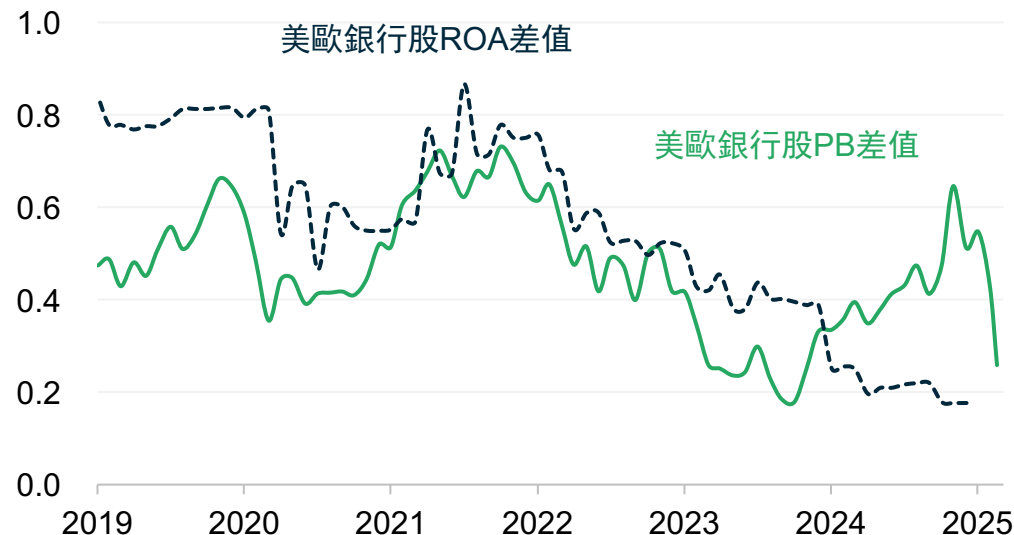


註：2024/12法國總理遭彈劾、俄烏戰爭持續緊張，美國總統大選後市場氣氛樂觀。

資料來源：2020/1~2025/2, Bloomberg。

隨著近年歐洲銀行ROA提升, 美歐差距已明顯縮窄

差值



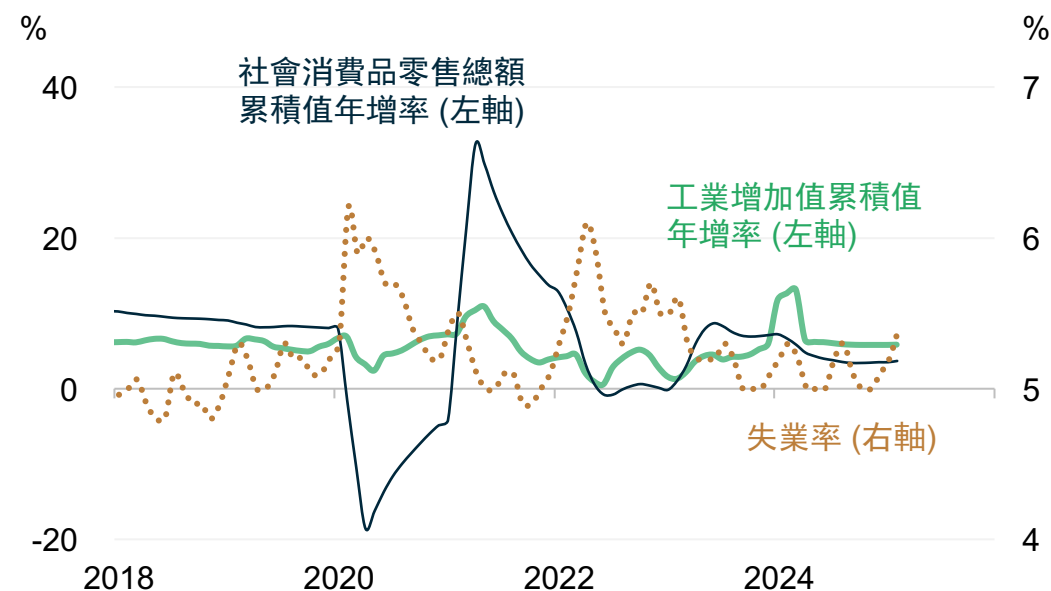
資料來源：Bloomberg。

中國 2月產銷等數據小幅改善, 社融也較去年改善, 但就業狀況仍舊不佳

2025/2的數據顯示, 工業生產與社會整體消費均出現小幅改善。然而, 全面的復甦仍存在挑戰, 尤其是**就業情況並不理想**。社會融資較去年改善, 凸顯央行釋放流動性具一定幫助。此外, 社會消費的改善應與刺激內需政策有關, 尤其近期中共中央辦公廳、國務院辦公廳發布《**提振消費專項行動方案**》, 部署**8方面30項重點任務**, 包括城鄉居民增收促進行動、消費能力保障支持行動、服務消費提質惠民行動、大宗消費更新升級行動、消費品質提升行動、消費環境改善提升行動、限制措施清理優化行動、完善支持政策。

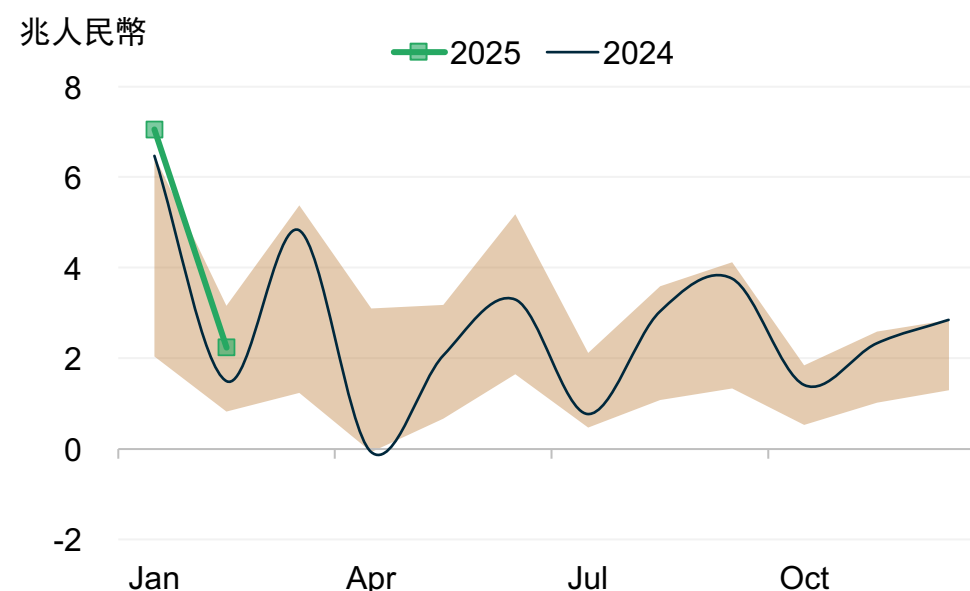
目前來看, 就業狀況未見顯著好轉, 尤其企業信心在內需長時間疲弱、外在貿易戰不確定性下, 應多抱持謹慎態度。因此, 2月數據雖提供了一些正面訊號, 但經濟全面健康發展仍需從官方政策支持, 尤其在**就業推動與結構性調整方面**, 若能趨勢性改善, 方能進一步提振社會消費信心。

2月產銷等數據小幅改善, 但就業狀況仍舊不佳



資料來源: Wind。

2月社融季節性回落, 但仍較去年同期有所增長



資料來源: Wind。

中國 百度推出新模型，匹敵DeepSeek，加上官方續推刺激政策，中港科技股多頭延續

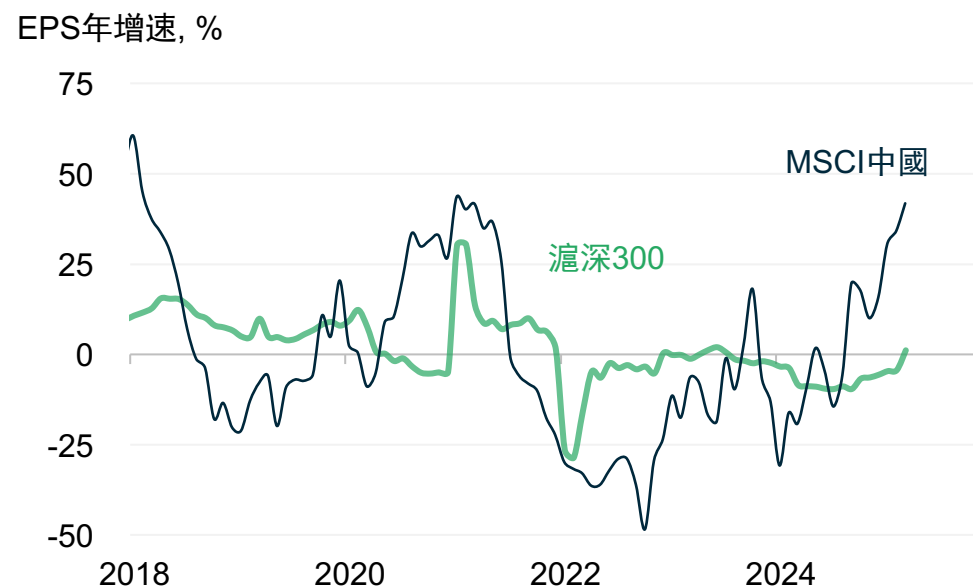
百度近日推出新的AI模型文心一言X1與文心一言4.5。百度表示，文心一言X1給開發者使用的應用程式介面訂價只有DeepSeek-R1的一半，可以用來進行深度的網路搜尋、創造出AI影像，以及閱讀識別網頁；文心一言4.5的聊天機器人文小言則將免費釋出。此舉刺激百度股價大漲。加上官方推出「提振消費專項行動方案」，宣示「全方位擴大國內需求」，含8大項，包括城鄉居民增收促進、消費能力保障等，激勵中港科技股表現。操作上，短線漲多後震盪容易加劇，但因1)DeepSeek效應、2)評價低於美股、3)科技股比重較過往提高下，將有利中港科技股長線表現，因此若**拉回月線(以MSCI中國指數約在75.5左右)**附近可伺機布建。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**，標的則以追蹤境外指數的基金為先。

今年來百度股價較為落後，但新AI模型推出激勵股價



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。

匯市 美元短線因歐元強勢而回檔, 但川普政策利多可望提供下檔支撐

FOMC會議按兵不動, 對於景氣的看法並未明顯轉趨悲觀, 故點陣圖維持年內利率下調兩碼的看法不變, 與當前市場預期大致相同, 可望緩和美元利率進一步向下調整的壓力。

海外方面, 德國執政聯盟與綠黨聯手, 推動憲法修正案通過, 未來將鬆綁國防支出的舉債限制, 同時設立5000億歐元基金投入國防、基礎設施, 宣告金融海嘯以來的撙節政策告終, 下半年起德國與歐元區景氣回溫的可能性, 成為歐元匯價的有利因子。

對於匯市的影響而言, 美元利率續跌壓力雖可望趨緩, 然歐元雙率短線續強, 利差收斂仍將令美元延續偏弱情勢。然而, 考量川普政策將引資回流, 以及聯準會無大幅降息意願, 支持美債利率高檔波動, 皆為中長期美元的有利因子, 意味著**美元短線調整後, 下檔可望提供支撐**。

德國議會通過憲法修正案, 將放寬國防支出舉債限制

修正案	<ul style="list-style-type: none"> 修正德國《基本法》(憲法)第115條關於債務限制的規定。 聯邦議會以513票支持、207票反對正式通過, 將於3/21送交參議院表決。
內容	<ul style="list-style-type: none"> 放寬聯邦政府於國防安全等支出之上限, 支出若超過1% GDP可舉債支應。 設立5000億歐元特別基金, 將用於國防、基礎建設。 資金分配: 聯邦政府3000億、州政府1000億、氣候保護1000億。
意涵	<ul style="list-style-type: none"> 德國終止2009年後的財政保守立場, 政府支出擴大將是未來景氣擴張的加分因子。

資料來源: 國泰世華銀行整理。

歐元雙率強勢引導利差收斂, 令美元短線承壓



註: 藍線為2年期美債利率減2年期加權海外利率(以美元指數權重對德國、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之公債利率加權計算)。2021/1/1至2025/3/14兩者相關係數為0.88。
資料來源: Bloomberg。

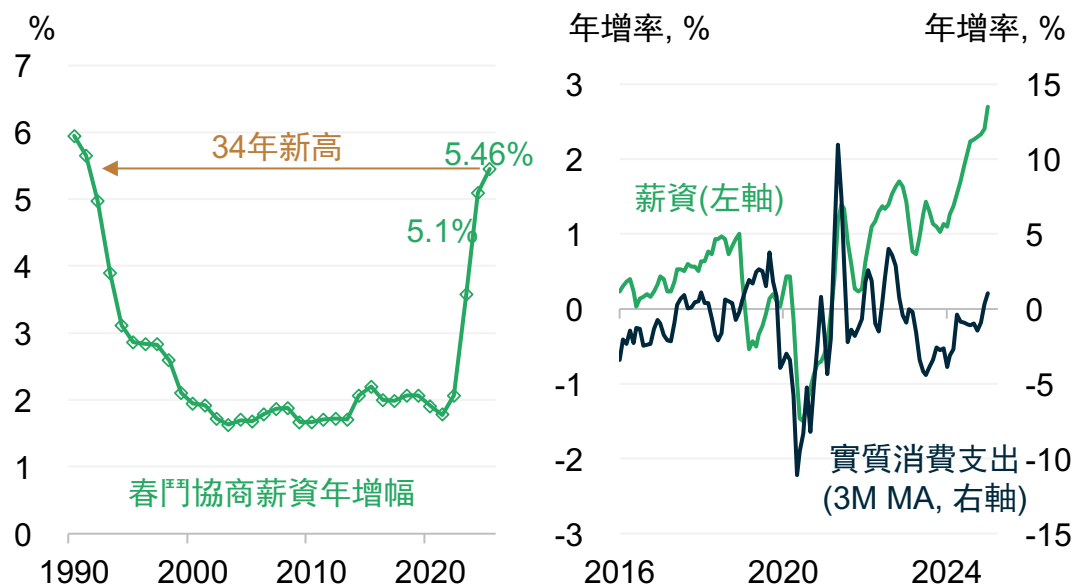
日圓 BOJ按兵不動, 立場轉趨觀望; 利差收斂速度放緩, 預期日圓升勢暫歇轉為區間震盪

BOJ會議維持政策利率於0.5%。BOJ稱景氣溫和復甦, 且受惠於海外經濟以及國內收入與支出的正向循環增強將維持成長。通膨方面, 在薪資與物價循環增強, 以及米價大漲、勞動力短缺等影響, 預期通膨將逐步上升。有鑑於此, **總裁植田重申若經濟情勢發展符合預期, 將持續升息。**

然而, 本次聲明中BOJ新增「未來經濟、通膨前景仍具高度不確定性」, 並特別提及各地貿易政策演變、海外經濟動向等, 將「密切關注金融與外匯市場及其對日本經濟與物價的衝擊」, 顯然**受到川普關稅政策不確定性的影響, 短期內有意採取觀望的立場。**會後市場預期下次升息時點落在9月。

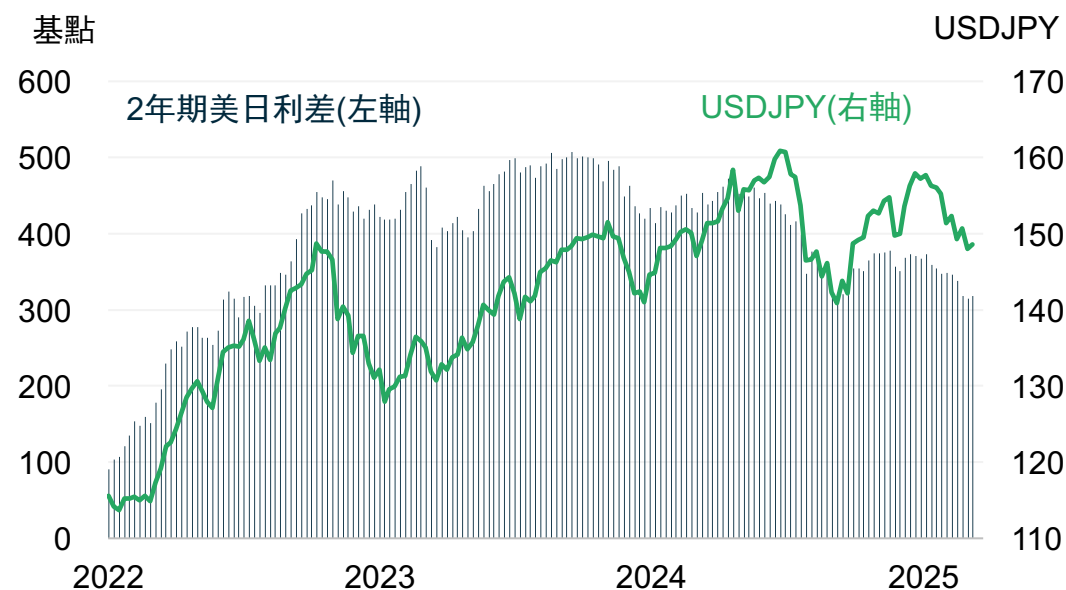
對於日圓而言, 美日貨幣政策分化, 但幅度、速度大致已由市場消化, 意味著**日圓短期升勢或趨緩, 於近期價位區間震盪, 後續則需留意若市場對於美國的「衰退交易」降溫後, 美債利率反彈造成日圓回貶修正的壓力。**

2025年春鬥加薪幅度再創新高, 有助引導消費回升



資料來源: Bloomberg。

美日利差收斂速度趨緩, 日圓升勢或轉趨整理



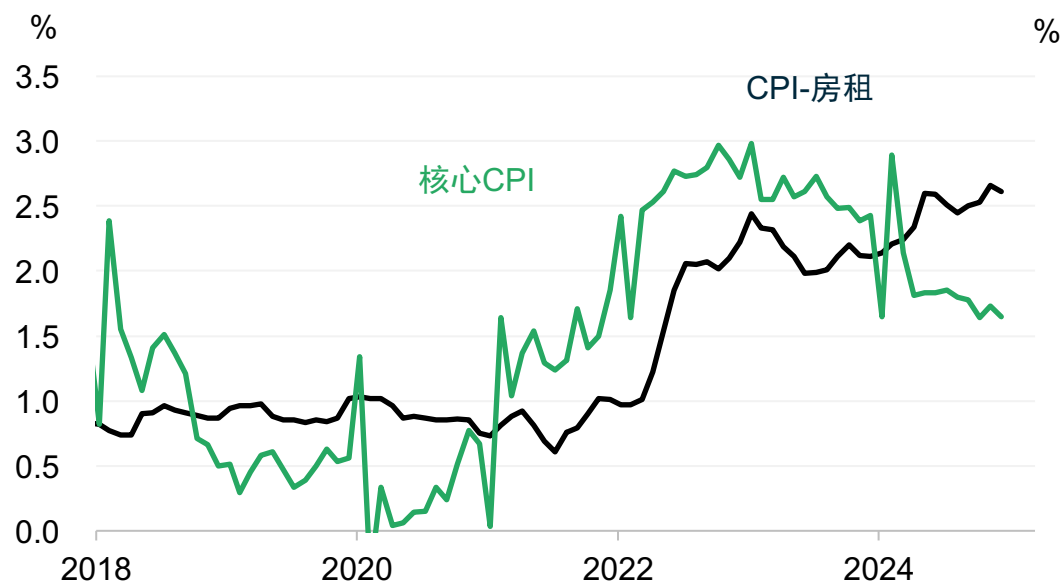
資料來源: Bloomberg。

台灣央行 通膨預估可能上調, 維持利率不變; 以金檢確保既有措施落實, 取代第八波管制措施

政策利率不變：全球經濟成長降溫可能影響台灣景氣動能，下修今年經濟成長率至3.05%(前次3.13%); **考量未來台鐵及水電費率可能調漲影響，今年CPI及核心CPI可能分別上修至2%、1.88%**(未考慮費率調漲前預估,1.89%、1.79%), 故**維持政策利率**。

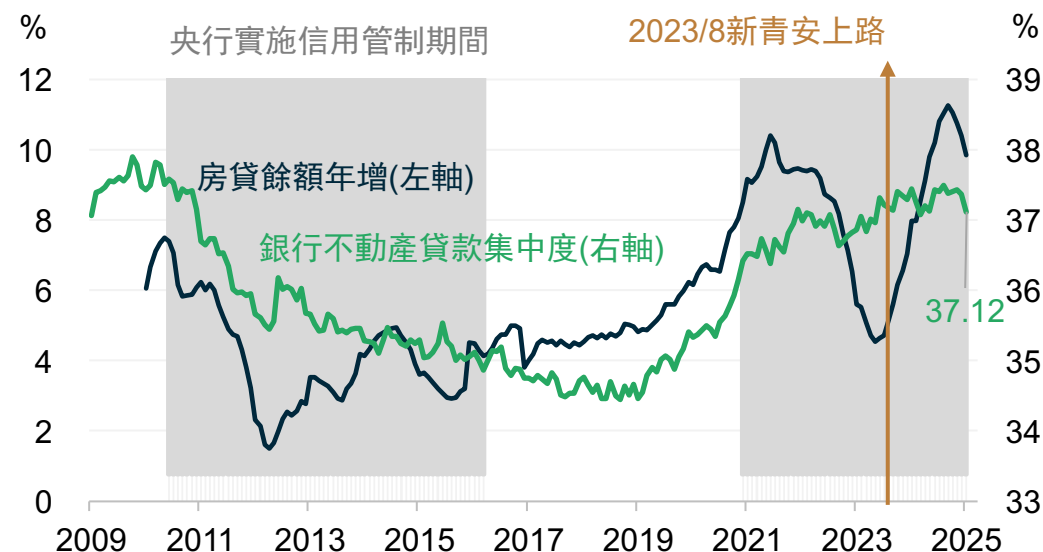
無第八波信用管制：**信用管制三目標的成效漸顯，將以金檢確保現行管制措施持續落實**，1)房價上漲預期心理趨緩：去年Q4信義房價年增由12.5%，降至10.4%；2)貸款資源以無自用住宅者為優先：無自用住宅者購屋貸款比率由2023年的57%，升至2025/1的61.5%；3)不動產貸款集中度趨降：由近期高點37.61%降至37.12%。

核心CPI降溫速度, 後續可能受水電費調漲影響



資料來源：Bloomberg。

房貸增速放緩, 不動產貸款集中度也有所回落



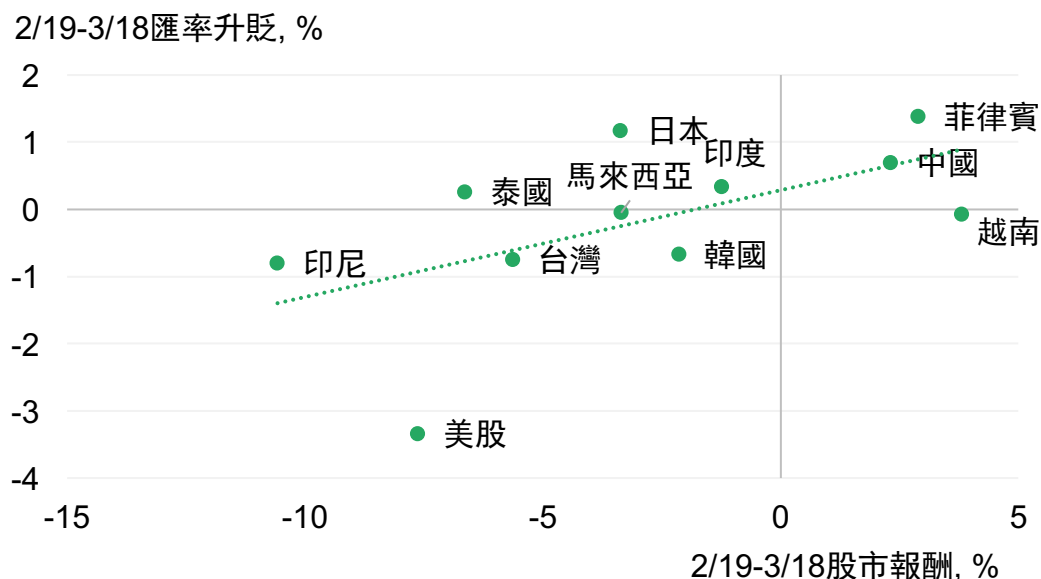
註：不動產貸款集中度=(個人房貸+個人房屋修繕+建築貸款)/全體銀行放款。
資料來源：Bloomberg, CBC。

台幣 美股與台股回穩及對等關稅影響較明朗前, 台幣仍將維持弱勢震盪格局

今年Q1美國衰退疑慮升溫, 美雙率走低下, 多數亞幣都有所回穩, 其中菲律賓、中國受惠股市跌深反彈, 匯市也較穩健; 日圓另外受惠日本升息預期及避險特性, 漲幅居前, 然與美股連動大的台股, 受美股震盪影響, 外資偏匯出下, 近一個月台幣跌幅居亞幣前三名。

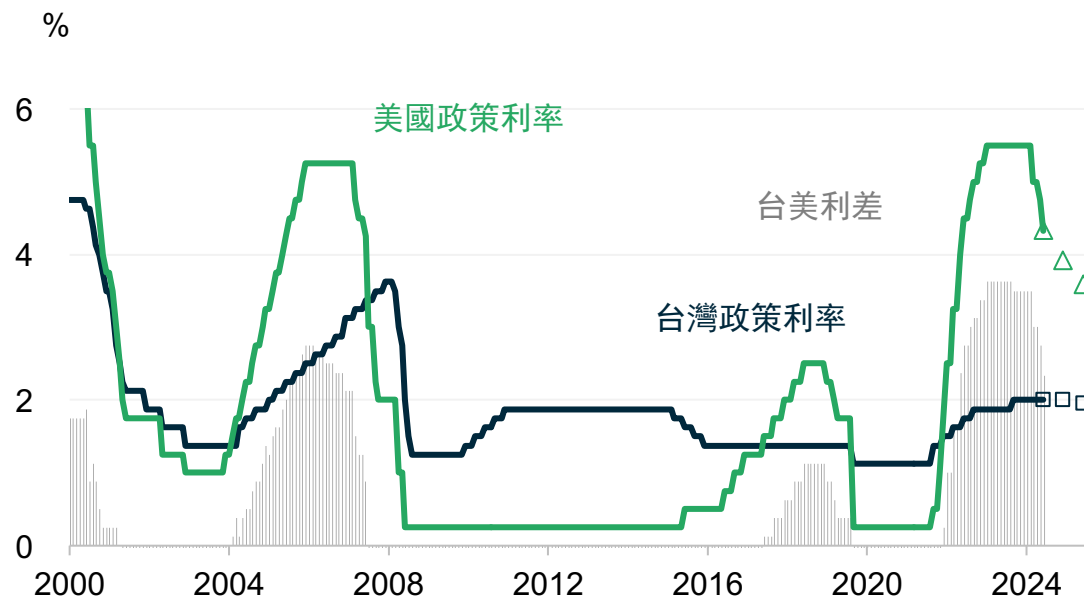
美國對等關稅推出在即(最快4/2), 加上台股隨美股走弱, 短線將使台幣偏弱, 需待 1)美國衰退擔憂減弱、美股與台股回穩, 2)對等關稅影響較明朗, 台幣才有望擺脫弱勢震盪格局。長線台灣有望受惠美台利差收斂支持, 然中國若以人民幣貶值因應關稅威脅, 則為台幣潛在風險。

近期股市氛圍為影響亞幣的重要原因之一



資料來源: Bloomberg。

長線台灣貨幣政策, 將為台幣有利因子



資料來源: Bloomberg預估。

Mar 2025

24

Monday

美國芝加哥經濟活動指數
美國標普全球製造業PMI
歐元區HCOB製造業PMI
日本自分銀行製造業PMI

25

Tuesday

美國費城非製造業活動
美國諮商局消費者信心
美國凱斯席勒美國房價
美國新屋銷售
美國營建許可
德國IFO企業景氣指數

26

Wednesday

美國耐久財訂單
英國CPI

27

Thursday

美國初領失業金人數
美國Q4 GDP
美國核心PCE指數季增率
中國工業利潤(年比)

28

Friday

美國核心PCE月增率
美國密西根大學市場氣氛
英國GDP
英國零售銷售
印尼休市

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