



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

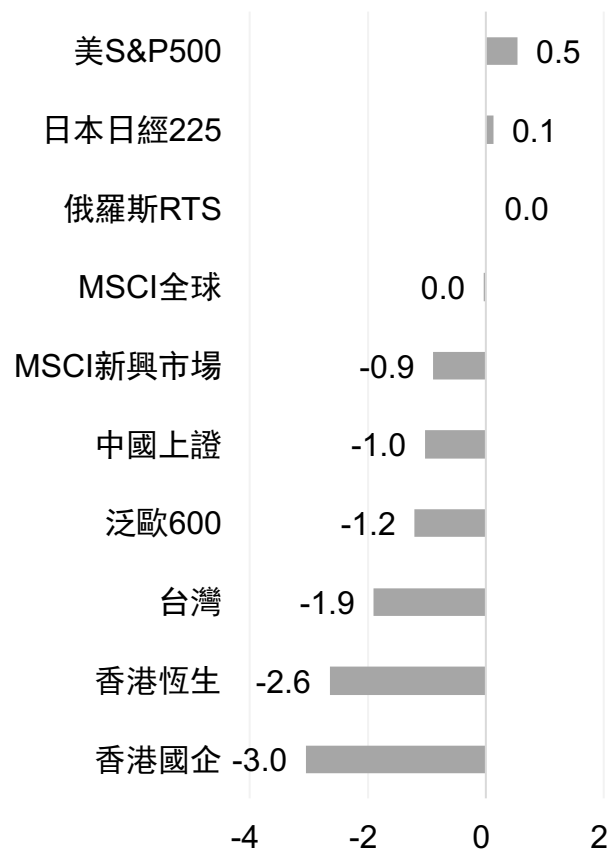
2025年3月28日

# 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

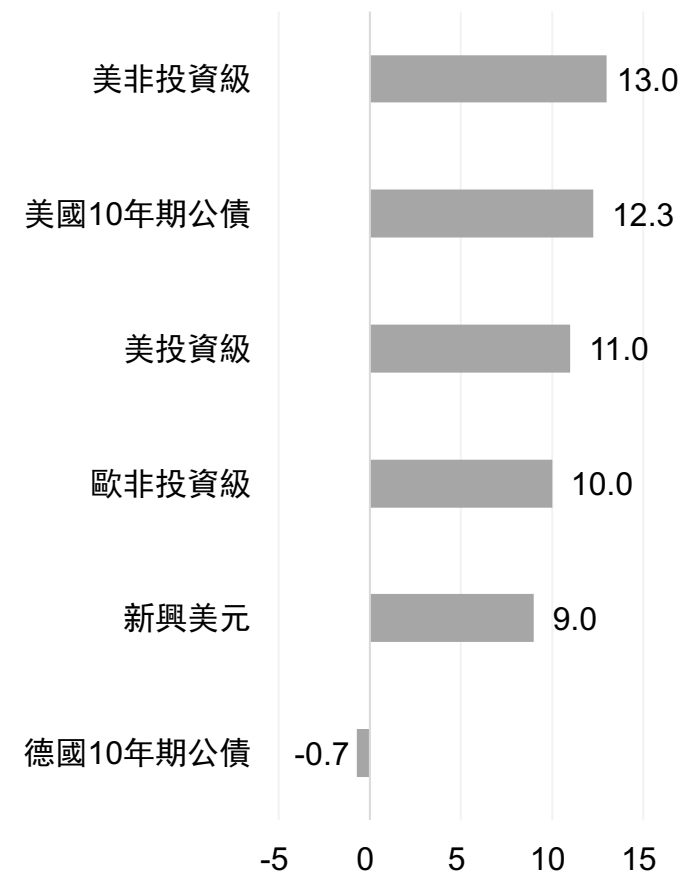
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/3/20 - 2025/3/27。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 本週主題：

- **外資持續賣超下, 台股、台幣弱勢**：外資持續流出, 導致台股近期表現弱勢, 同樣反映關稅所帶來的不確定性。不過預期AI應用有望持續提升需求, 近期科技股評價面修正, 為逢低布局機會。
- **4/2新一波關稅政策上路**：對等關稅上路, 但川普表示仍有轉圜的餘地。另方面, 對**委內瑞拉原油出口、非美國製造汽車**課徵25%關稅, 顯示關稅戰進入白熱化階段。
- **關稅影響美股, 不過VIX指數滑落**：貿易政策的紛擾, 導致美股走弱。不過川普表示關稅幅度仍有彈性, 加上標普PMI顯示美國經濟穩健, 帶動VIX指數回落, 美股有望震盪走高。

### 2) 未來焦點：

- 4/2 對等關稅、4/4 非農就業報告

## 策略思維

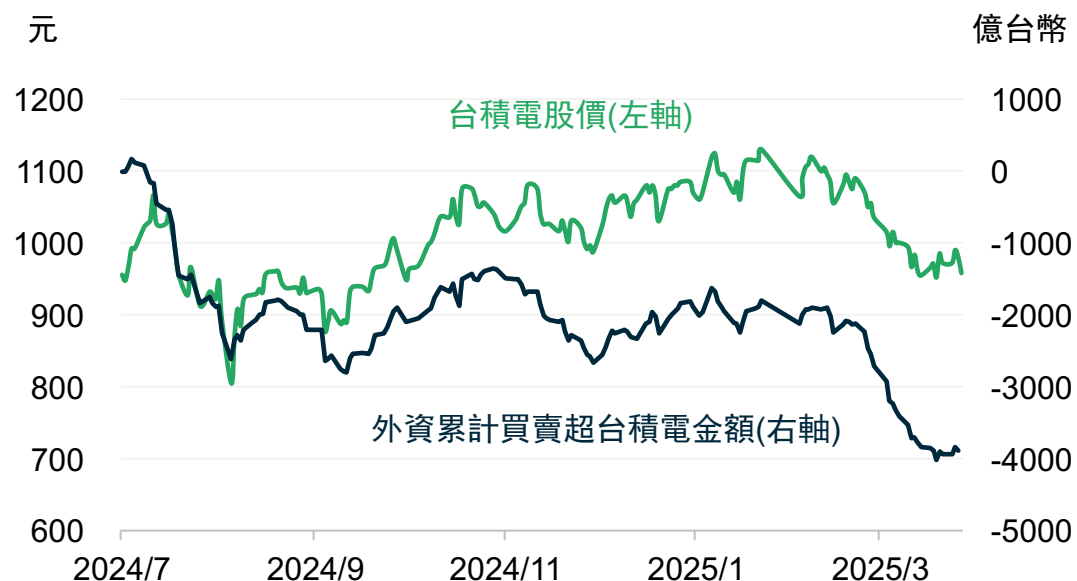
- 1) **股市-關稅風險擾動, 不過市場情緒改善**：關稅消息擾動、美國經濟數據下滑, 使投資人信心低迷。不過對等關稅有談判空間, 待投資人悲觀情緒緩和後, 有望迎來反彈。
- 2) **債市-利率區間震盪, 上有壓、下有撐**：**10年債利率維持4.0-4.5%區間震盪**。在關稅、經濟不確定性影響, 若利率跌破4.0%可伺機調整; 不過Fed降息步調謹慎, 若反彈至4.5%為逢高鎖利契機。
- 3) **匯市-外資持續賣超, 台幣弱勢震盪**：美債殖利率走低, 但台幣卻無止貶回穩, 主因外資持續賣超(匯出)所致。需待：1)外資賣超狀況改善、2)對等關稅影響較明朗後, 台幣才有望擺脫弱勢格局。



## 科技 | 外資頻頻賣超科技股, 因擔憂AI投資泡沫

台積電股價自2月以來跌跌不休, 與外資今年以來大舉賣超有關, 尤其自**去年7月以來, 外資累計賣超台積電41.6萬張, 近3900億台幣**, 光今年以來就賣超逾2千億元, 也帶動台積電前瞻本益比下修至15倍附近。雖然台積電法說會對於景氣展望樂觀, 並積極擴充產能, 仍難以扭轉外資操作方向。而阿里巴巴聯合創辦人及主席蔡崇信3/25警告, AI發展熱潮顯得愈來愈毫無節制, 一旦AI需求不如預期, 相關發展或出現泡沫風險。如近期高盛已二度下調AI伺服器在2025、2026年的出貨目標; 另一方面, 微軟更終止美、歐總耗電達2GW的新數據中心項目, 多重利空打擊AI族群及輝達股價, 為近期科技股遇到的逆風。

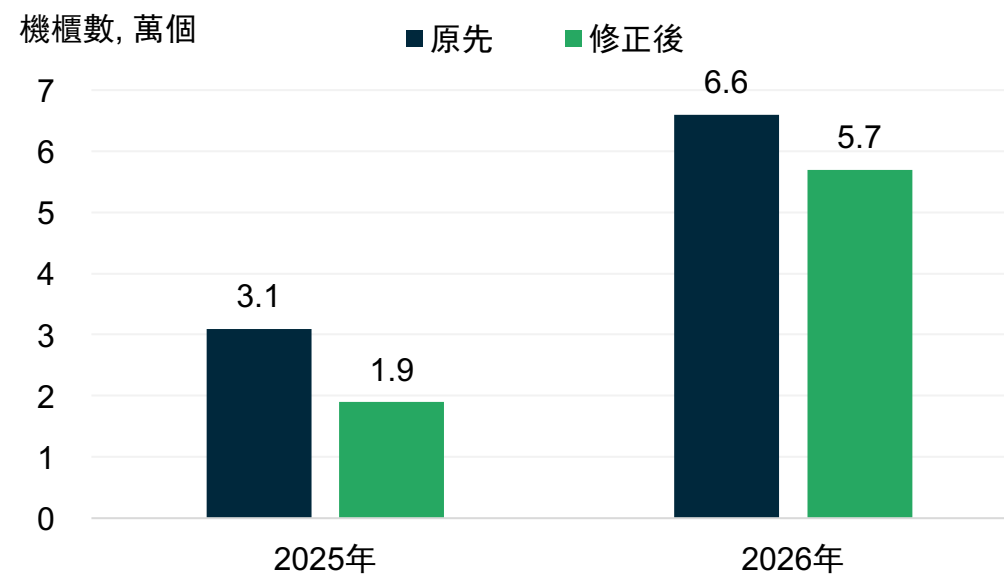
### 自去年7月以來, 外資累積賣超台積電近4千億元



註: 外資累計買賣超統計自2024/7/1以來金額。

資料來源: Bloomberg預估。

### 高盛下修AI伺服器出貨目標



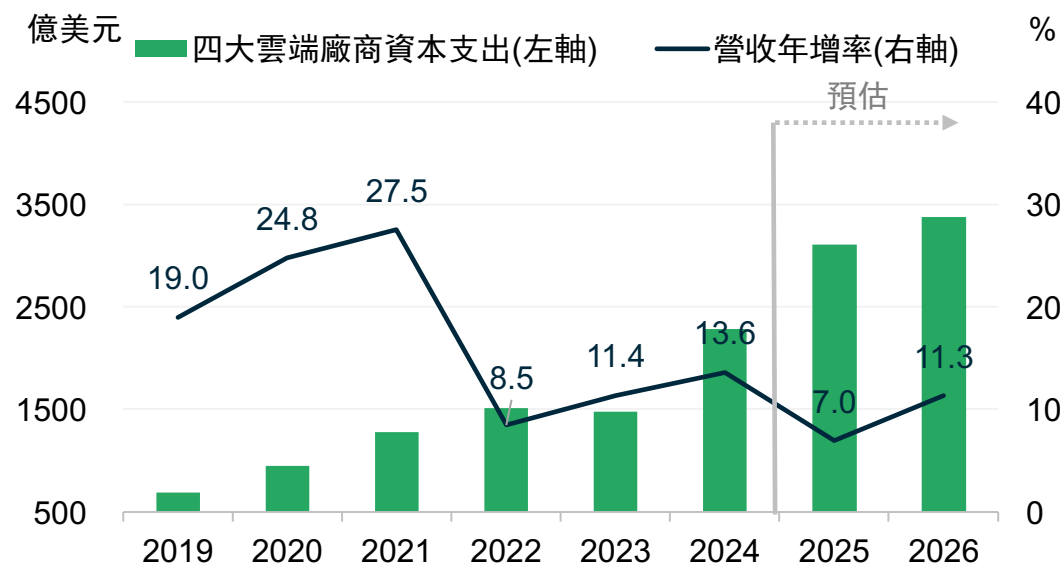
資料來源: 高盛預估。

## 科技 | 資本支出穩定成長，透露科技前景仍看俏

AI引領投資熱潮及話題，難免有過度樂觀及短期評價高估的現象，股價拉回時也會將利空消息放大解讀。不過**微軟、谷歌、亞馬遜、Meta**四大雲端廠商近期法說會仍在持續增加資本支出，且雲端服務仍是這些科技巨頭成長最快的領域。而以資本支出走勢觀察，儘管市場對於AI投資有過熱的疑慮，不過，今年的獲利表現有望再度上升，目前Bloomberg預期今年的資本支出佔EBITDA比重51%，仍處在合理範圍內。

在AI應用持續推出逐步帶動需求之下，仍看好雲端大廠的投資將帶來營收、獲利持續成長，為科技股的底部支撐。**近期評價面的下修，反而創造逢低布局、分批買進的機會。**

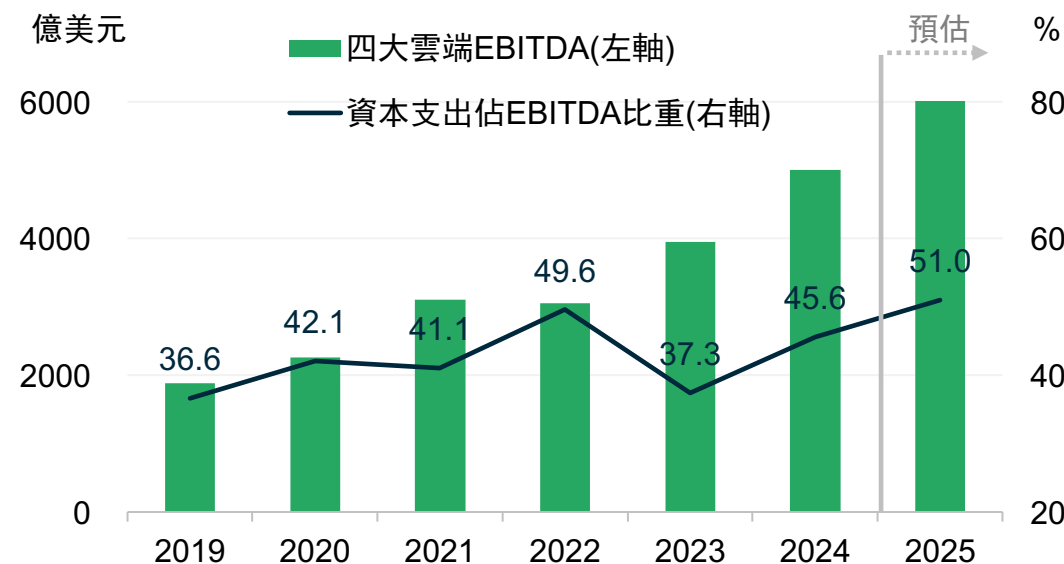
### 科技大廠持續增加資本支出，未來有望帶動營收成長



註：四大雲端廠商指微軟、谷歌、亞馬遜、Meta。

資料來源：Bloomberg預估。

### 科技巨頭獲利逐年成長，帶動資本支出同步上揚



註：四大雲端廠商指微軟、谷歌、亞馬遜、Meta。

資料來源：Bloomberg預估。



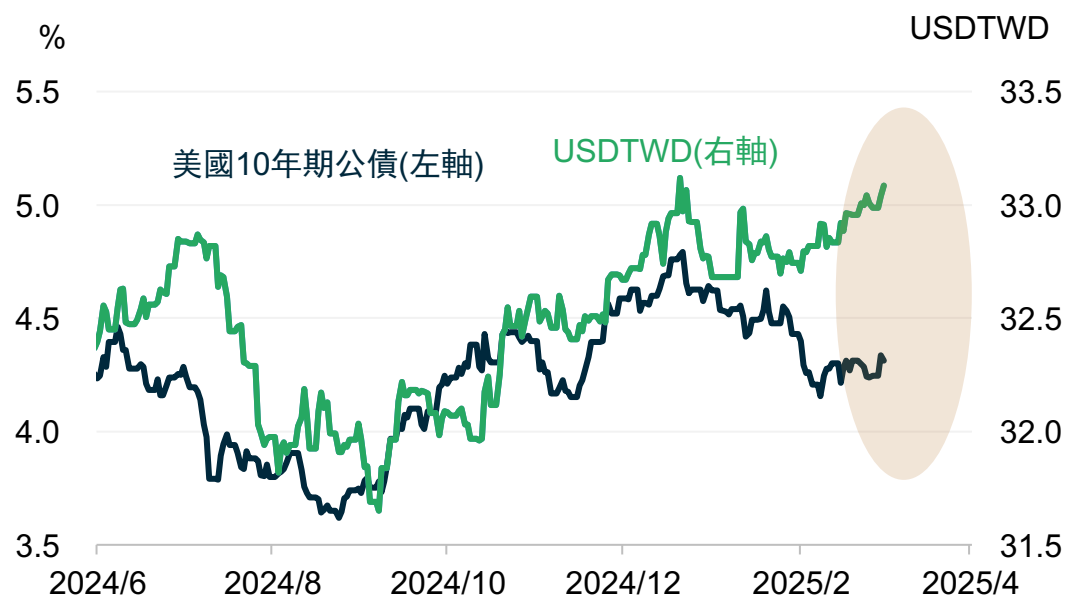
## 台幣 | 外資賣超狀況止穩及對等關稅影響較明朗前, 台幣仍將維持弱勢震盪

自2月中以來, 受到美國關稅政策不確定性, 及衰退疑慮升溫影響, 美債利率震盪走低, 然而台幣卻無隨之止貶回穩, 反而震盪走弱, 相較同期間日圓、人民幣及韓元表現更形弱勢, 近期弱勢震盪。

究其原因, 可發現近期台股表現相較中日韓股疲弱, 主要受到今年以來市場資金Flight to Value的偏好, 資金往非科技股進行分散布局, 科技股占比高的台灣, 受到外資持續賣超影響, 為近期台幣表現相較其他亞幣偏弱的原因。

展望未來, 美國對等關稅推出在即(最快4/2), 加上外資賣超狀況尚未止穩, 短線將使台幣偏弱, 需待1)外資連續賣超狀況改善, 2)對等關稅影響較明朗, 台幣才有望擺脫弱勢震盪格局。

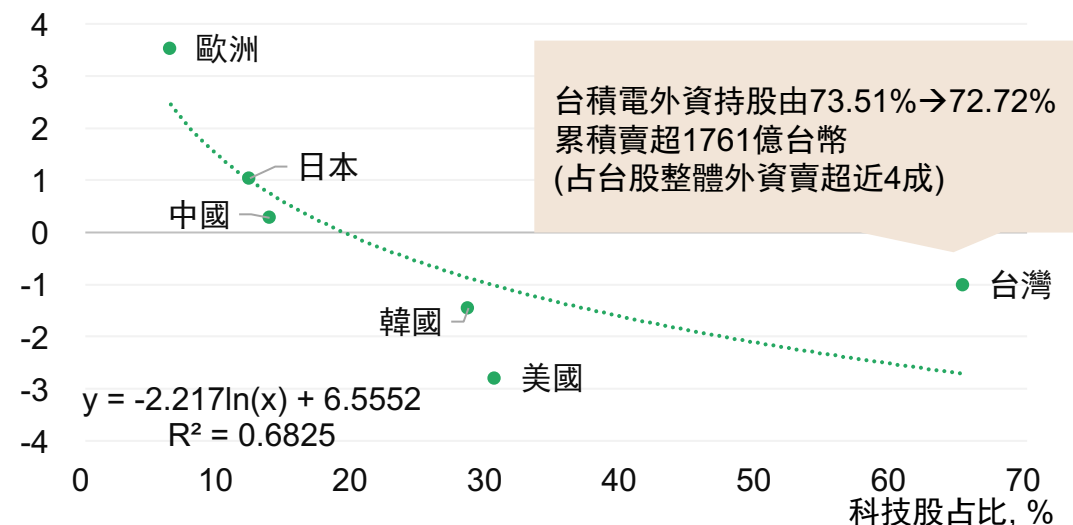
### 今年2月以來, 台幣與美債利率走勢背離



資料來源: Bloomberg。

### 近期資金往非科技股分散布局, 台幣受外資賣超拖累

匯率升貶幅, %



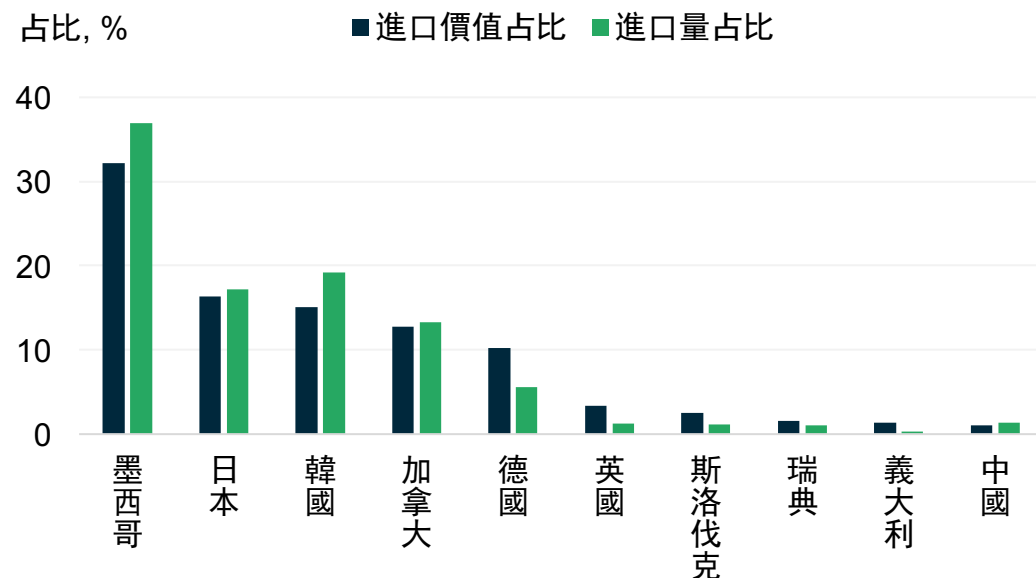
註: 統計期間為2025/2/19~2025/3/25。科技股採GICS的分類, 占比取2025/3/25的值。  
資料來源: Bloomberg。

## 關稅 | 進入白熱化階段, 經濟、貿易不確定性持續升溫

4/2新一波關稅實施:

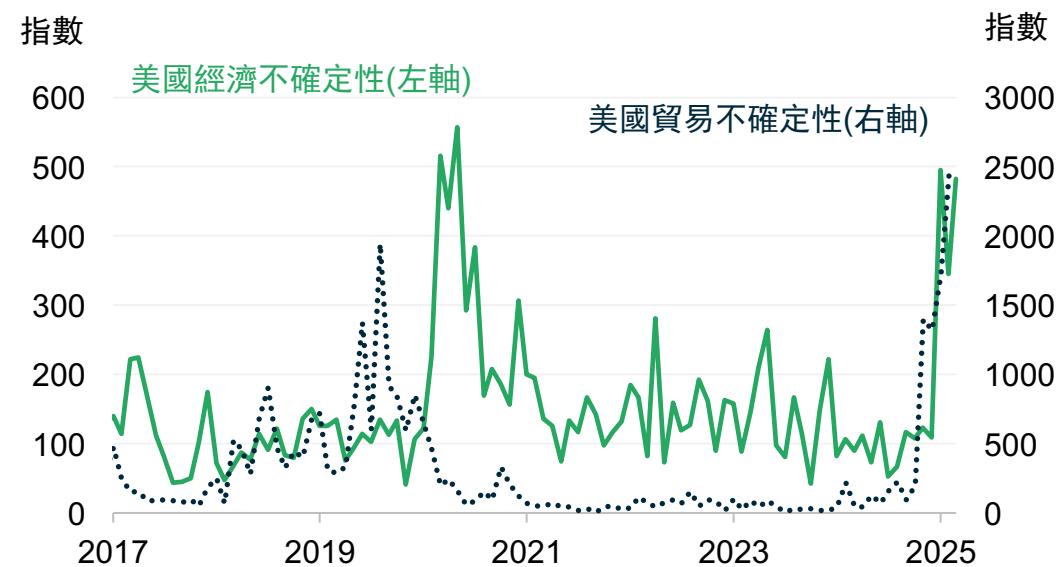
- 1)對等關稅上路, 列出「**航驕15國**」, 包含**北美貿易夥伴**、**亞洲主要出口國**、**歐盟**等; 不過川普表示關稅幅度有彈性, 部分國家將有望豁免。
  - 2)對所有**進口委內瑞拉原油**的國家徵收**25%關稅**, 而**中國為委內瑞拉最大的能源進口國**, 佔比高達**40%**, 受影響程度最大。
  - 3)對所有**進口至美國的汽車及相關零組件**加徵**25%關稅**。不過, 墨西哥、加拿大為美墨加協定成員(USMCA), 若談判協商取得結果, 則有望得到豁免; 預期日本、韓國、德國等將受到較大的衝擊。
- 川普最終目的為獲取「美國優先」的長遠目標, 但隨著貿易摩擦進入白熱化階段, 仍影響**短期的貿易不確定性升高、導致消費者信心走弱**。

### 2024年美國汽車進口佔比



資料來源: Bloomberg。

### 經濟、貿易不確定性攀高



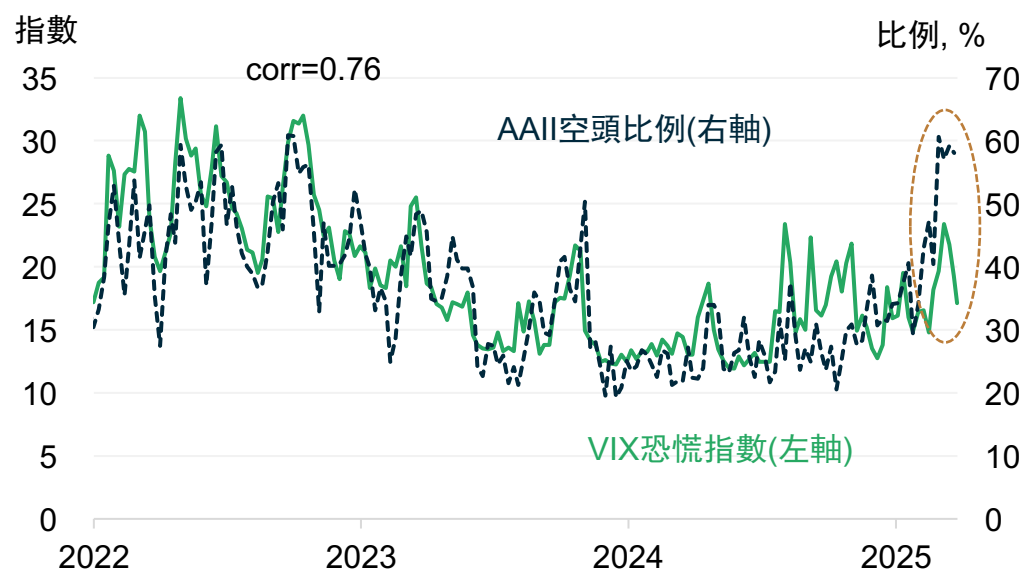
資料來源: Bloomberg。

## 美股 | 關稅不確定性仍在, 但對市場的衝擊有所鈍化, 預期股市可望震盪後走高

4/2對等關稅即將上路(汽車關稅確定上路)、經濟數據下滑等因素, 使得散戶投資對股市信心依舊低迷, 根據AAII統計, 截至3/21, 目前散戶看空比例仍高達58%, 但看多比例僅21%, 兩者差距仍舊懸殊。針對關稅問題上, 雖然不確定性仍在, 但對金融市場的衝擊已有所鈍化, VIX從23下滑至18。

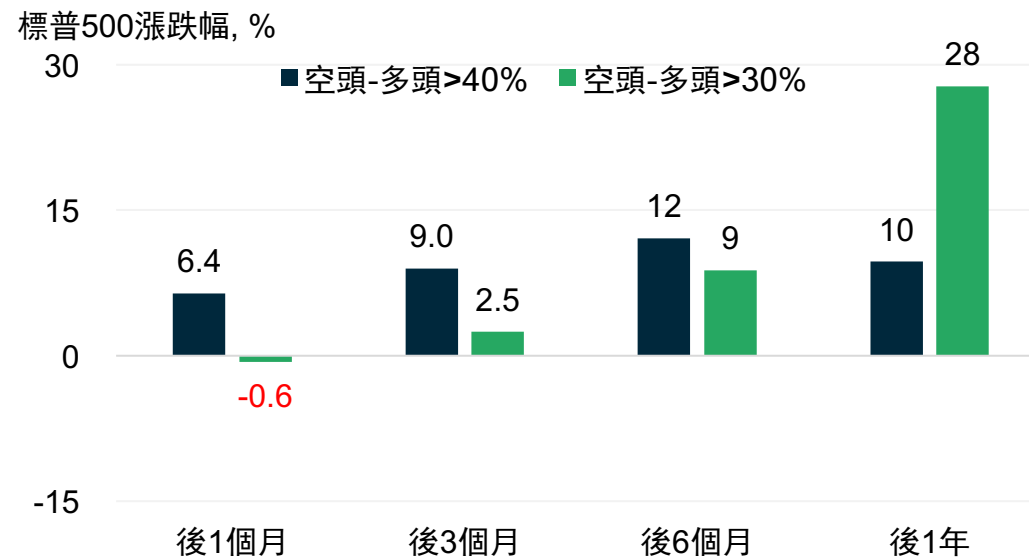
受到關稅影響, 散戶投資人依舊極度悲觀, 然而, 統計過去, 當市場極度悲觀, 空頭與多頭差距在高達30%之上, 未來數個月之後, 平均報酬有望逐步回升。此外, 川普暗示仍有轉圜空間, 預期衝擊不若原先預期, 標普500未來反彈的可能性較高。操作上, 近期的拉回, 視為分批布建契機, 若是保守投資人, 可待4/2政策明朗後, 再伺機布局。

### 關稅讓投資人不安, 但對市場的衝擊已鈍化



資料來源: Bloomberg

### 短期市場過度悲觀, 後續可望迎來反彈



註: 統計AAII 美國散戶投資人情緒指數中對市場悲觀及樂觀比例變化, 自2000年以來, 悲觀-樂觀>40%僅五次(含本次), 悲觀-樂觀>30%則有21次(含本次)。

資料來源: Bloomberg。



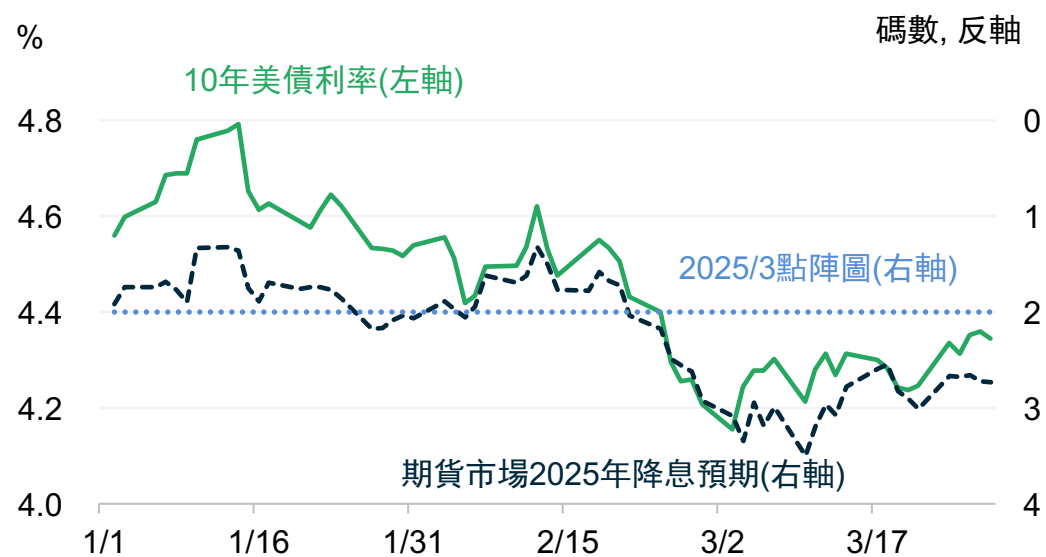
## 債市 | 期貨市場降息預期仍較鴿，不過Fed延續謹慎降息態度

在關稅不確定性持續影響下，市場對於美國經濟前景的存有疑慮，使近期**10年債殖利率保持弱勢震盪**，目前在4.3%上下徘徊。而期貨市場預期今年將降息3碼，較Fed有更大的降息期待。

**Fed態度：**而Powell仍表示，**關稅對通膨的影響是一時的**，目前就業市場穩健、且通膨保持在2%以上，故傾向維持現有政策限制性。而本週多名官員亦表達謹慎的降息立場，認為經濟表現穩健，但同時面臨關稅的不確定性，並**不急於調降政策利率，Fed態度為利率的支撐**。

**公債殖利率走勢：**預期**10年債利率維持4.0-4.5%區間震盪**，**1)上方壓力來自經濟放緩的風險**，**2)下方支撐為通膨走勢仍高、Fed降息步調緩慢**，預期美債殖利率上有壓、下有撐，維持區間震盪看法。今年Fed仍傾向於降息，且縮表步伐持續放慢，將有利長線利率緩步降溫。

### 期貨市場預期降息空間較大



資料來源：Bloomberg。

### Fed降息態度謹慎，為利率下方支撐

官員	談話態度/內容
Jerome Powell (Fed主席)	<b>通膨的影響是一時的</b> ，美國經濟良好，就業市場穩健、通膨保持在2%以上，維持現有限制性。
John Williams (紐約Fed總裁)	現行貨幣政策仍符合勞動市場穩健、通膨高於2%目標的趨勢；目前無跡象表明通膨脫離控制。
Austan Goolsbee (芝加哥Fed總裁)	如果關稅範圍有限，對通膨的影響可能是暫時的。若通膨降溫，未來12-18個月利率仍將下降。
Raphael Bostic (亞特蘭大Fed總裁)	<b>認為今年僅降息1次</b> 。認為通膨走勢將不穩定，關稅上調將阻礙通膨回落進程。
Adriana Kugler (Fed理事)	支持 <b>一段時間內維持利率不變</b> ，因物價加速上漲、通膨預期升高。

註：除Bostic以外，其餘皆為2025年投票委員。

資料來源：國泰世華銀行整理。

# 日本 升息循環帶動銀行股走勢，匯價波動對大盤影響有所淡化

過去兩年，匯率貶值顯著提振了企業獲利與股價，隨著BOJ進入升息循環，匯率對日股影響的討論持續不斷。然而，日本薪資成長與景氣復甦推動內需型企業獲利增加，尤其銀行類股在升息循環下，淨利差上升推動股價上漲，類股權重超越運輸產業，抵銷匯率對股市大盤的衝擊。自去年底以來，日股與日圓的相關性已明顯降低，考量權重改變以及匯率急升機會不高，預計未來日圓緩升對日股的影響將有限。

展望後市，短期關稅風險擠壓市場情緒，不過日本經濟基本面穩健，去年底短觀製造業與非製造業信心強勁，加上東京證券交易所的股東權益改革計畫推波助瀾，企業加強回購股票與提高配息，獲利與結構改革提供股價支撐，待美國關稅與升息不確定性淡化，日股有望重回多頭走勢。

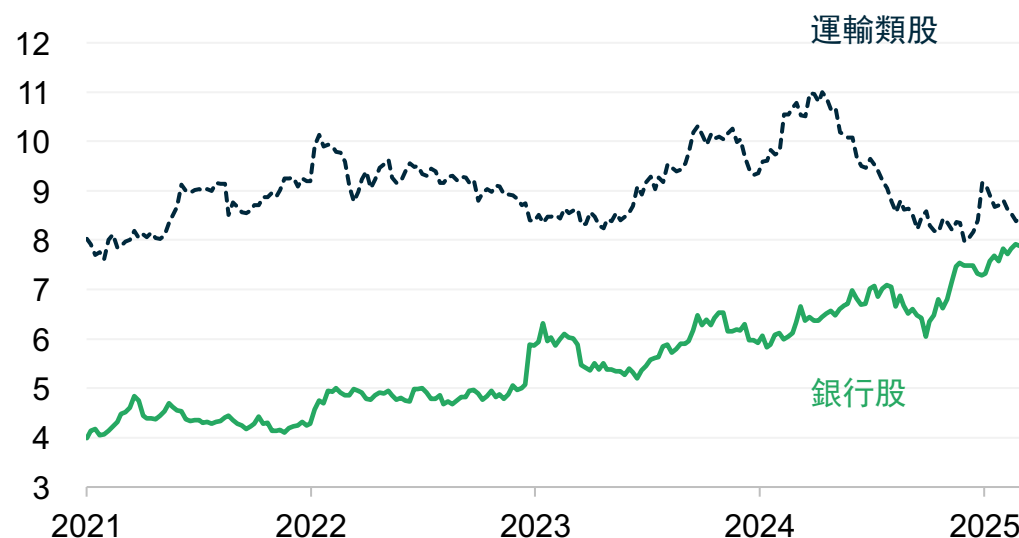
## 去年底以來，匯率波動對股市影響有所淡化



註：p代表相關係數，p1時間為2023/1/1-2024/10/31，p2時間為2024/11/1-2025/3/25。  
資料來源：Bloomberg。

## 銀行類股的重要性上升，緩解匯率對大盤影響

市值佔東證指數比例，%



註：運輸類股以豐田、本田等汽車企業為主。  
資料來源：Bloomberg。

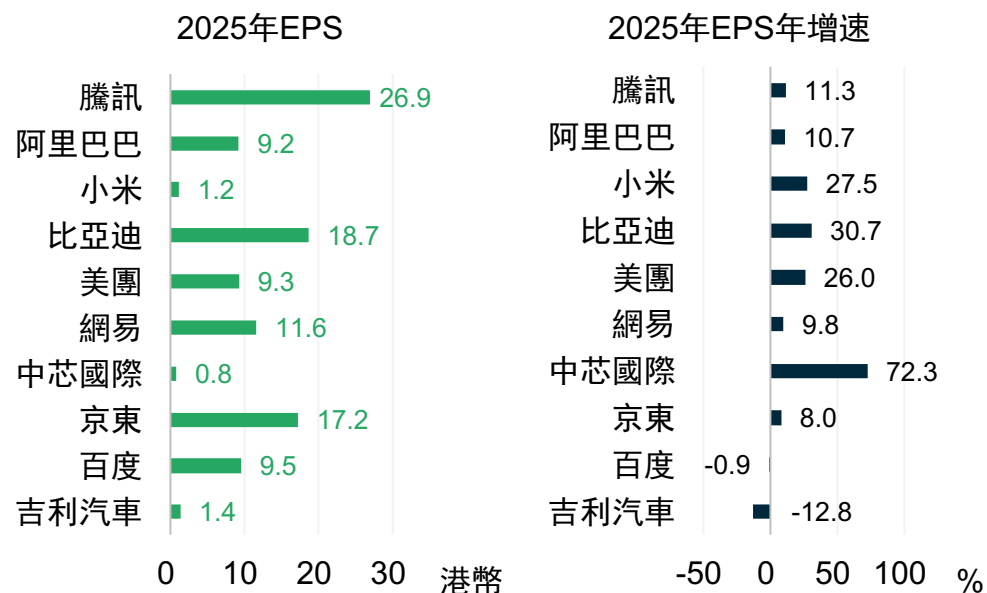


# 中國 科技股短線漲多後，遭遇獲利了結賣壓，可逢低逐步布建

3月下旬以來，中港科技股走勢較為震盪，歸咎原因。首先，外部的不確定性源於**川普貿易戰的升級以及其關稅政策的不確定性**。尤其，川普還進一步宣布對所有進口委內瑞拉石油和天然氣的國家徵收25%關稅，直接衝擊作為委內瑞拉原油最大買家的中國，這對中港股的投資信心帶來一定打擊。其次，去年底以來中港科技股漲勢強勁，**短期內有過熱**的跡象，以本益比為例，評價面已升至2023年以來的高點，使得市場存在一定的調整壓力。

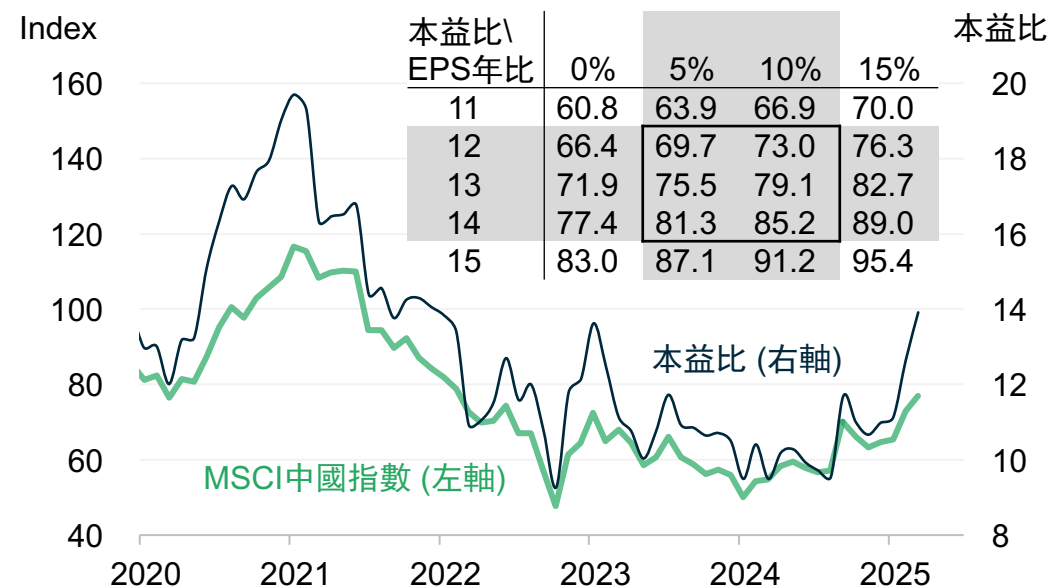
後市來看，中港科技股基本面仍然穩健，尤其是在**1)DeepSeek效應**的推動下，科技股前景良好。更重要的是，**2)中港科技股的評價相較於美國科技股仍具有吸引力**。對於投資者而言，可利用拉回修正逢低布局。

## 科技股基本面无虞，獲利多能呈現正增長態勢



資料來源：Bloomberg。

## 離岸指數科技股權重較高，基本面較佳



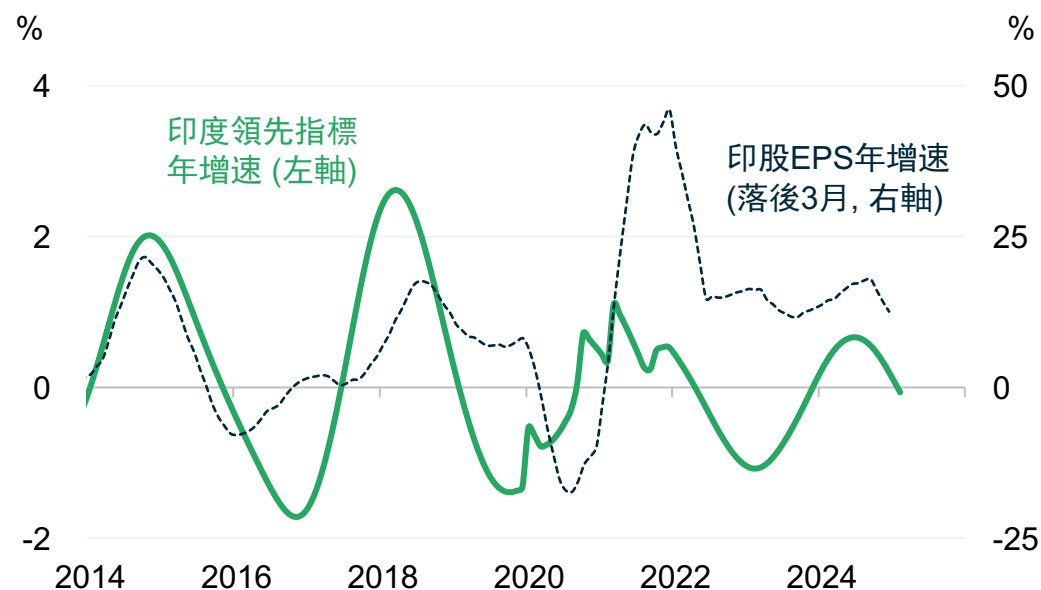
資料來源：Bloomberg。

# 印度 內外利空影響下，壓抑印股，惟評價面已較去年高位有所回落，後續可逐步布建

去年Q3以來，印度股市經歷了一波修正，其原因主要分為外在及內在因素。**外在方面**，**川普貿易戰與關稅政策的不確定性**為市場帶來負面影響，增加了投資者的疑慮。**內在因素**則包括印度大選後，**財政寬鬆政策不再**，**加上印度央行持續偏緊的利率政策**，使得實質利率維持高位，進一步抑制經濟動能。受到內外部利空因素的雙重夾擊，去年下半年外資接連撤離印度股市，造成市場連續性下跌。

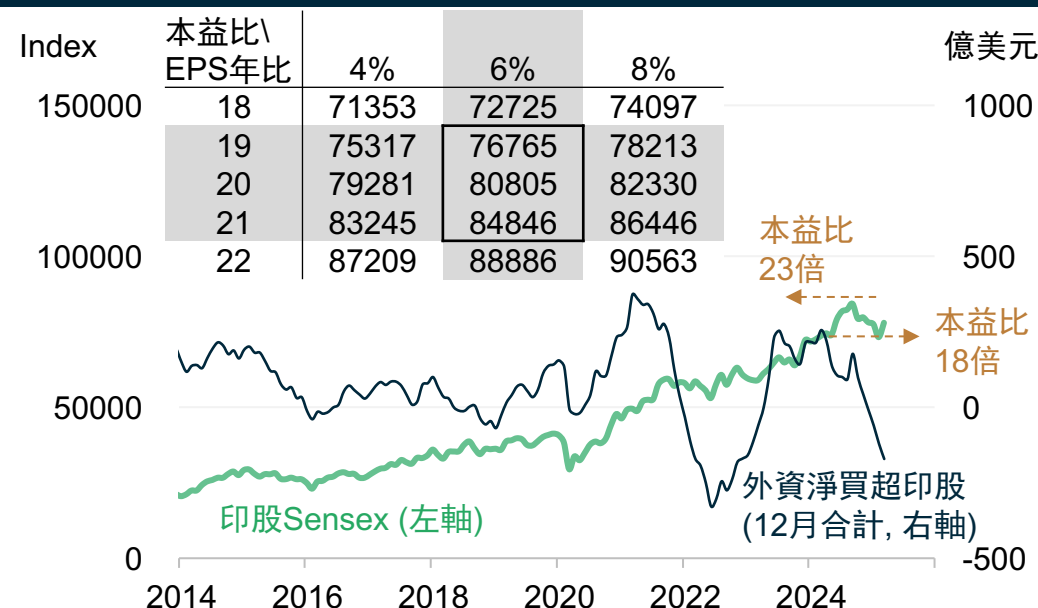
然而，展望後市，1)目前股市的**評價**已從去年相對偏高的水平回落至更為合理的區間。此外，2)通膨壓力進一步緩解，有望為**央行政策鬆綁**創造空間，後續實質利率可望走降，為國內資金面的助力。長線而言，基於**3)美歐降低中國供應鏈的大背景**下，有利印度工業發展，對投資者而言，應可逐步逢低布局。

去年Q3以來，基本面表現有所趨緩



資料來源：Bloomberg。

外資賣超讓印股較為震盪，惟評價已降至較正常水準



資料來源：Bloomberg。

## 歐元 利多因素帶動歐洲企業信心回暖, 美歐央行降息步伐可望趨於一致, 支撐歐元區間上移

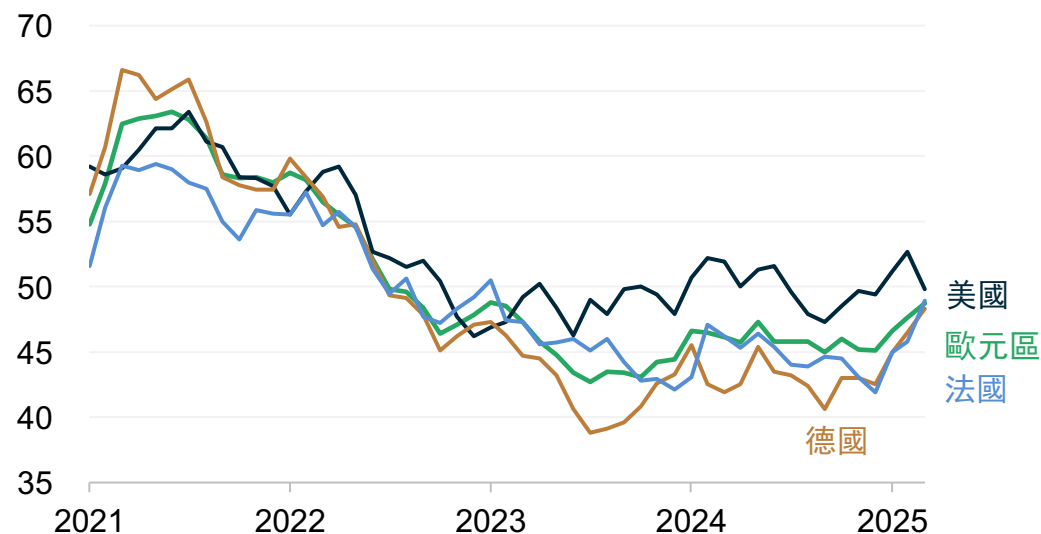
德國3月企業信心指數升至8個月新高, 其中, 對於未來的展望亦較去年Q4明顯回升, 反映德國議會大選落幕、政治不確定性消除, 以及政府終結財政掙節立場、烏俄戰爭傳出曙光等消息, 帶動企業對於未來的看法漸趨樂觀。若後續企業擴大生產、投資力道, 將是德國景氣復甦的有利因子。

值得注意的是, 除德國情勢改善外, 在前述利多因子的提振下, 法國製造業、服務業信心亦同步回暖, 帶動整體歐元區PMI創下2年新高, 不再明顯落後美國。在景氣復甦力道有望轉強的背景下, 市場預期ECB年內僅再降息2碼, 低於聯準會的2-3碼。

對於歐元的影響而言, 美歐利差由去年Q4的巨大差距逐步收斂, 引導**歐元波動區間上移, 擺脫極度弱勢的格局**, 或暫且轉趨高檔震盪。**待後續財政刺激消息、烏俄局部停火進展更趨明朗, 將有進一步向上挑戰的空間。**

### 美國製造業景氣降溫、歐洲則回升

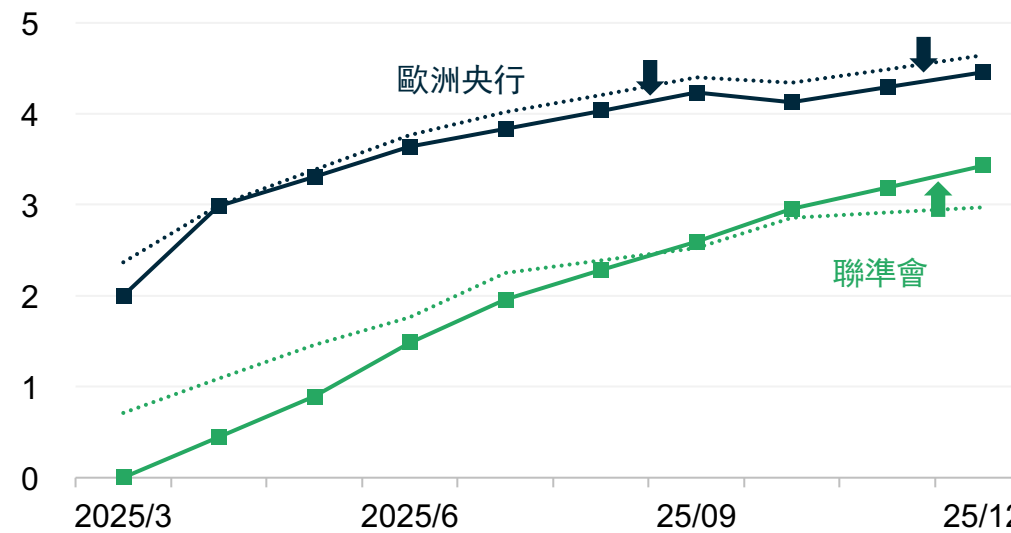
製造業PMI, 指數



資料來源: Bloomberg。

### 市場預期ECB降息步伐放緩, 與Fed的差異收斂

市場預期2025年總降息碼數



註: 實線日期為2025/3/26, 虛線為2025/2/12。

資料來源: Bloomberg。



# Mar/Apr 2025

## 31 Monday

美國芝加哥採購經理人指數  
中國官方製造業PMI  
中國官方服務業PMI  
日本工業生產  
德國CPI  
馬來西亞、新加坡、印尼、  
印度休市

## 1 Tuesday

美國JOLTS職缺數  
美國ISM製造業PMI  
中國財新製造業PMI  
日本短觀企業信心  
歐元區CPI  
歐元區製造業PMI  
馬來西亞、印尼休市

## 2 Wednesday

美國MBA貸款申請指數  
美國ADP就業報告  
美國工廠訂單  
美國耐久財訂單  
印尼休市

## 3 Thursday

美國貿易收支  
美國ISM服務業PMI  
美國初領失業金人數  
中國財新服務業PMI  
日本製造業PMI  
歐元區服務業PMI  
台灣、印尼休市

## 4 Friday

美國非農就業報告  
美國失業率  
美國平均時薪  
德國工廠訂單  
中國、台灣、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