



2025/4市場展望

關稅戰升級、衰退疑慮高 防禦型資產受青睞

全球景氣解析

p.2

重要市場展望

p.9

投資評等

p.18



川普關稅2.0執行變變變，持續更新

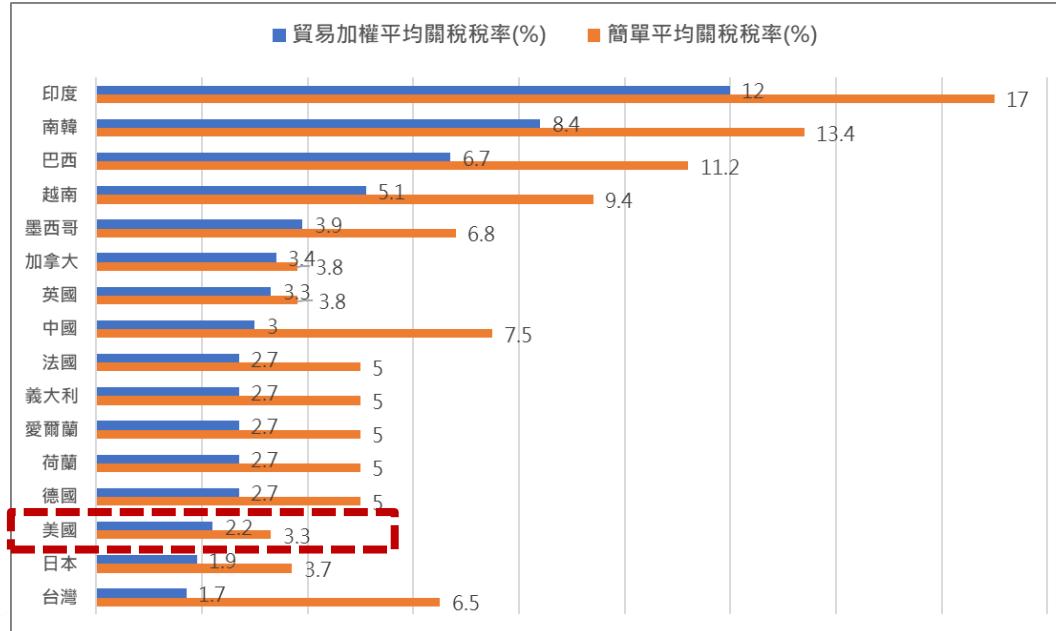
全球景氣解析

就職之前		就職之後	
2024競選期間	對全球商品加徵10%關稅	已生效	自2/4起對所有中國商品在現有關稅基礎上加徵10%關稅，自3/4起再加徵10%關稅
	對中國商品加徵60%關稅；取消中國PNTR		自3/4起對加拿大、墨西哥進口產品徵收25%額外關稅；對來自加拿大的能源徵收10%關稅
2024/11/25	將對墨西哥、加拿大所有產品徵收25%關稅		自3/12起對所有進口美國的鋼鐵和鋁徵收25%關稅
2024/11/25	將對中國所有進口商品加徵10%額外關稅	待生效	擬對半導體、汽車、藥品徵收至少25%關稅 最快4/2宣布；川普要求研究銅進口問題，未來可能加徵銅進口關稅
2024/12/1	威脅金磚集團：若試圖去美元化，將加徵100%關稅	暫停中	對中國800美元以內「小額包裹」課徵關稅 (推遲至美國商務部建立足夠的系統來快速收取該關稅)
2024/12/19	若歐盟成員國不購買更多的美國石油和天然氣，將對歐盟徵收關稅	審查中	2025/1/20簽署的「美國優先貿易政策」備忘錄，其中對中美經濟貿易關係的審查結果要求在4/1前提交
2025/1/5	否認華盛頓郵報稱關稅政策將縮水的報導		2025/2/13簽署的「公平和互惠關稅計畫」備忘錄，預計在4/1前提交關於「對等關稅」(包含非關稅壁壘)的審查結果，最快4/2實施
2025/1/14	將設立「對外稅務局」專門收取關稅收入		

資料來源：永豐金控整理

2/13再祭出對等關稅，最快4/2實施

全球景氣解析



Top suppliers of semiconductors* to the US (2024 YTD**)		
Economies	Import value, US\$ mn	% share
Taiwan	30,964.48	40.3
Malaysia	11,620.91	15.1
South Korea	7,989.35	10.4
Vietnam	6,110.49	7.9
China	4,168.40	5.4
Mexico	2,332.12	3.0
Thailand	1,931.36	2.5
Philippines	1,757.20	2.3
Canada	466.32	0.6
France	240.71	0.3
Germany	786.19	1.0
Singapore	354.28	0.5
RoW	8,150.36	10.6
Total US semis import value, US\$ mn	76,872.2	100.0

美國總統川普於2月13日簽署「公平互惠計畫」(Fair and Reciprocal Plan)備忘錄，最快4/2實施；

- 對等關稅的課徵依據：(1)雙方的關稅差距；(2)不公平稅收如增值稅、數位稅等；(3)非關稅壁壘，包括進口管制、政府補貼、監管要求、控制匯率，或其他任何構成不公平競爭的措施；
- 「對等關稅」的課徵可能會使美國有效關稅稅率提高1~2個百分點，但若將增值稅(VAT)考慮進去，則可能使美國平均有效關稅稅率增加10個百分點以上；
- 較長的準備時間和廣泛的範圍表明互惠關稅計劃可能旨在談判而非實施，目前已有日本、印度向美示好；
- 川普多次點名將對台灣半導體產品課徵100%關稅，看來主要目的也是對台積電施壓，要求台積電加速在美投資建廠，以重振美國的半導體產業。

資料來源：WTO · USITC · MS · 永豐金控整理

加徵關稅對美GDP、通膨有負面影響

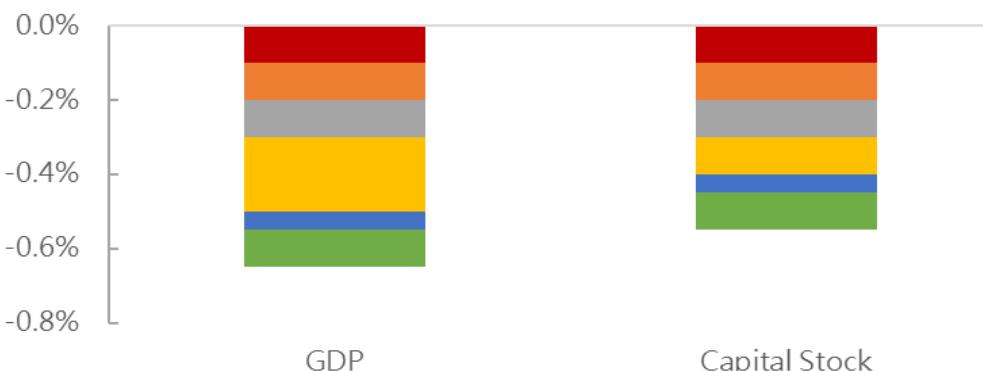
全球景氣解析

The Budget Lab

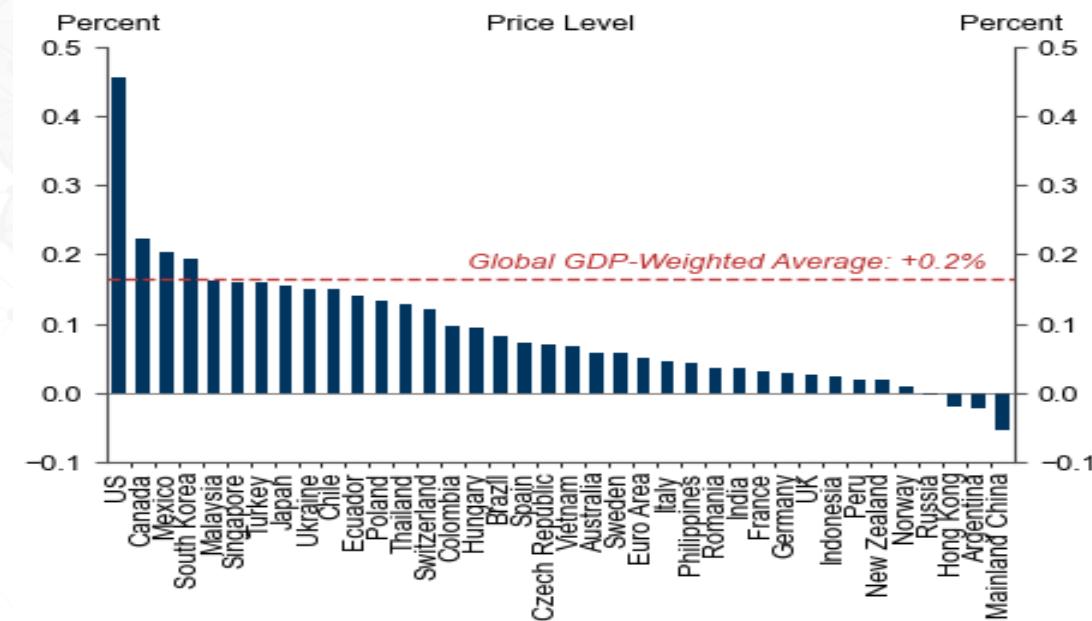
項目	規模(Bn/USD)	平均有效稅率	物價變動	4Q/4Q 25 GDP 衝擊	中長期衝擊	稅收佔 2026- 2035GDP 總量
對中國加徵10%關稅	430	1.0%	PCE(+0.14%)	(-0.06%)		(0.1%)
關鍵貨物加徵25%關稅	600	5.2%	PCE+0.53p.p.(+0.66%)	-0.21%(-0.32%)	-0.08%(-0.12%)	0.3%(0.2%)
對加拿大、墨西哥加徵25%關稅， 中國10%關稅	1348	7.2%	PCE+0.97p.p.(+1.22%)	-0.56%(-0.64%)	-0.28%(-0.38%)	0.4%(0.4%)
對等關稅	3292	13.0%	PCE+1.7p.p.(+2.10%)	-0.60%(-1.00%)	-0.30%(-0.60%)	0.9%(0.7%)

Tax Foundation關稅衝擊分析

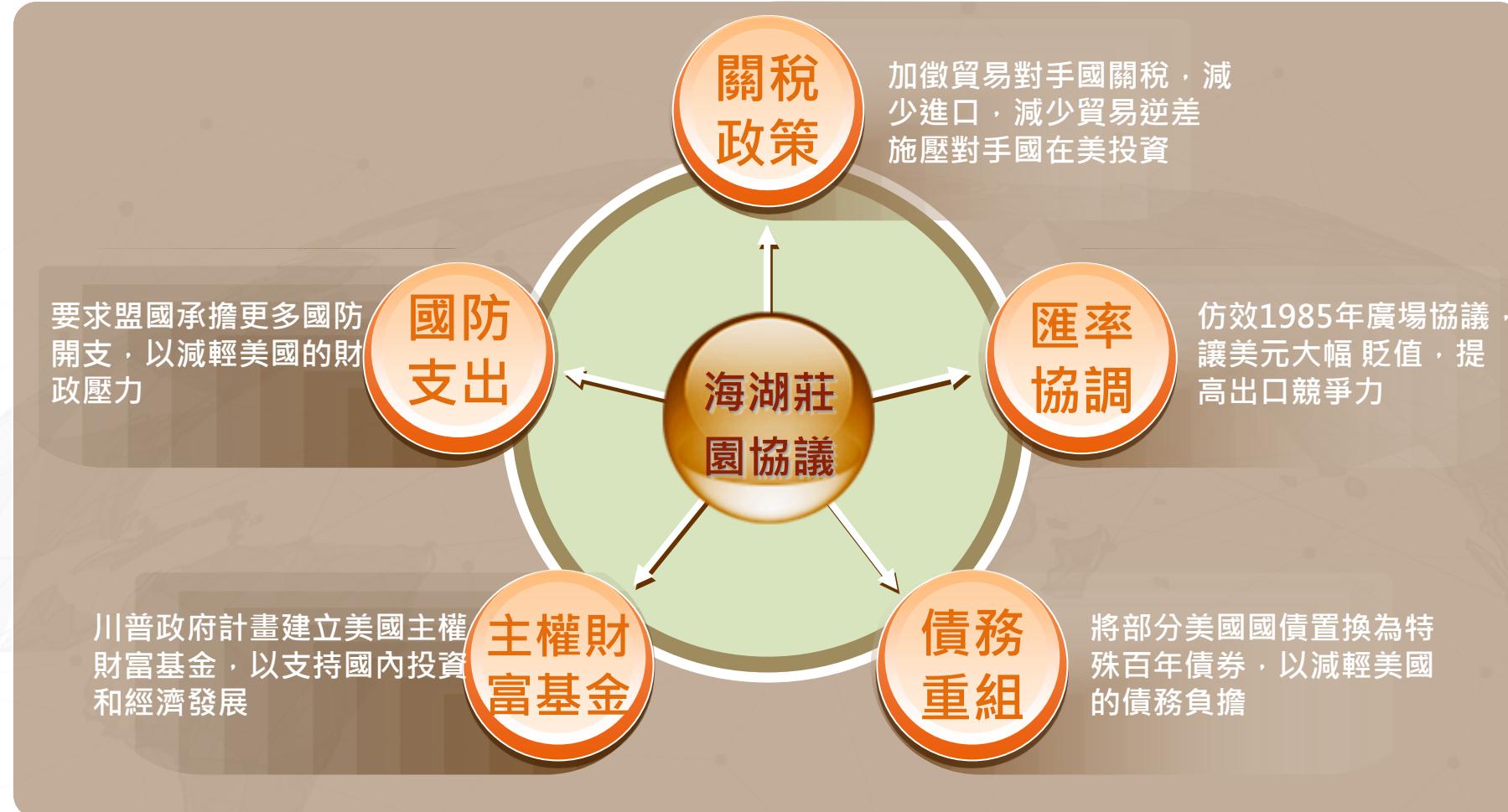
■ 中國 ■ 加拿大 ■ 墨西哥 ■ 歐盟 ■ 鋼鋁關稅 ■ 汽車與零組件



資料來源：The Budget Lab, Goldman Sachs, Tax Foundation · 永豐金控整理



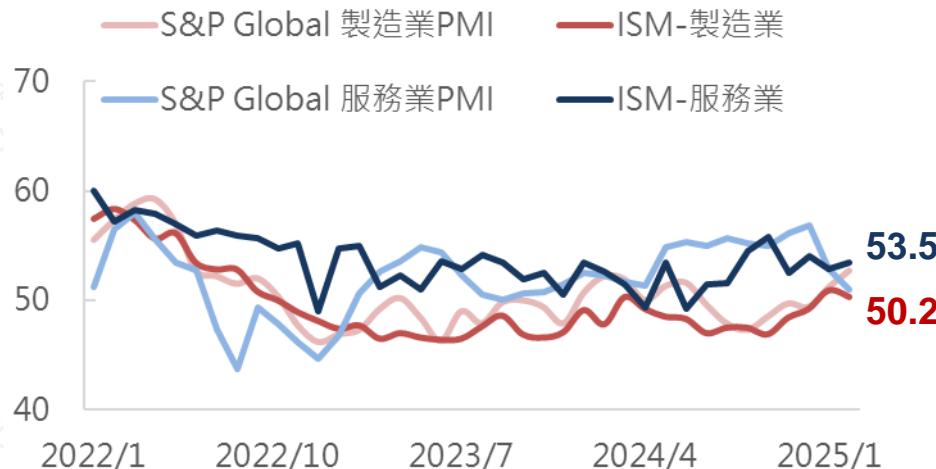
海湖莊園協議(Mar-a-Lago Accord)



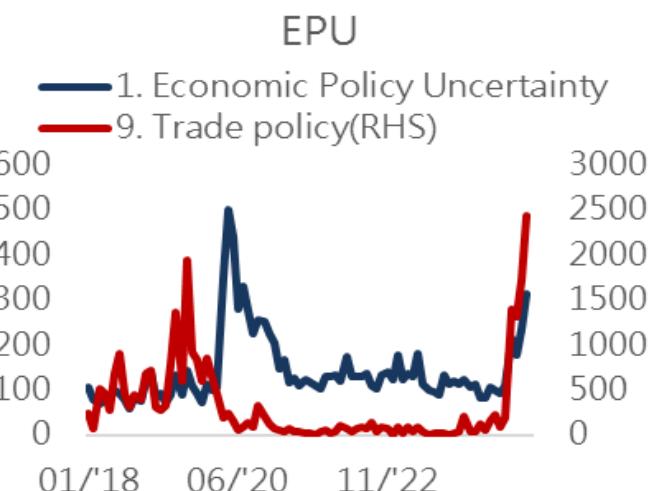
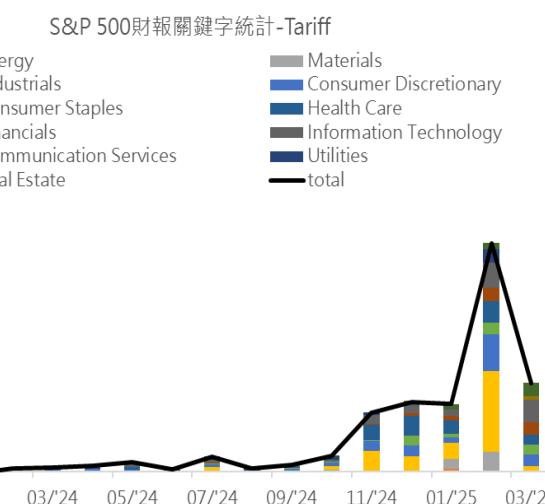
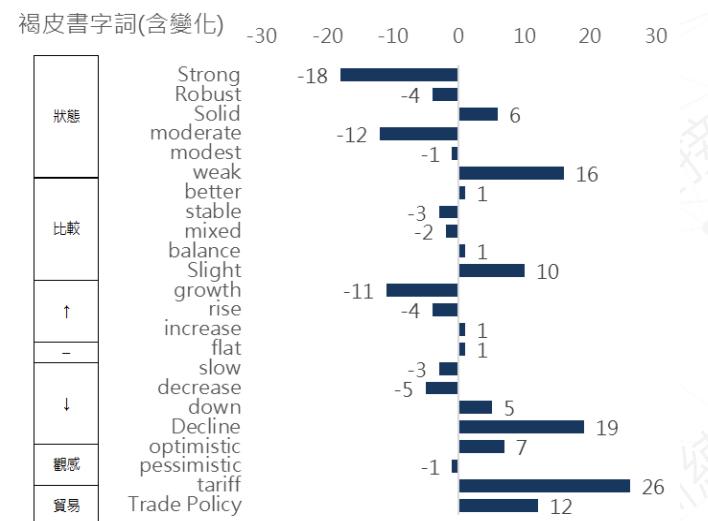
資料來源：A User's Guide to Restructuring the Global Trading System · Stephen Miran · 永豐金控整理

美景氣保持擴張，但川普關稅已在各處浮現大量雜音

全球景氣解析



S&P Global PMI	美國	歐元區	德國	法國	英國	日本	澳洲	印度
製造業	52.7	47.6	46.5	45.8	46.9	49.0	50.4	56.3
服務業	51.0	50.6	51.1	45.3	51.0	53.7	50.8	59.0
綜合	51.6	50.2	50.4	45.1	50.5	52.0	50.6	58.8
整體景氣狀況	擴張	擴張	擴張	收縮	擴張	擴張	擴張	擴張
過去六個月變化								

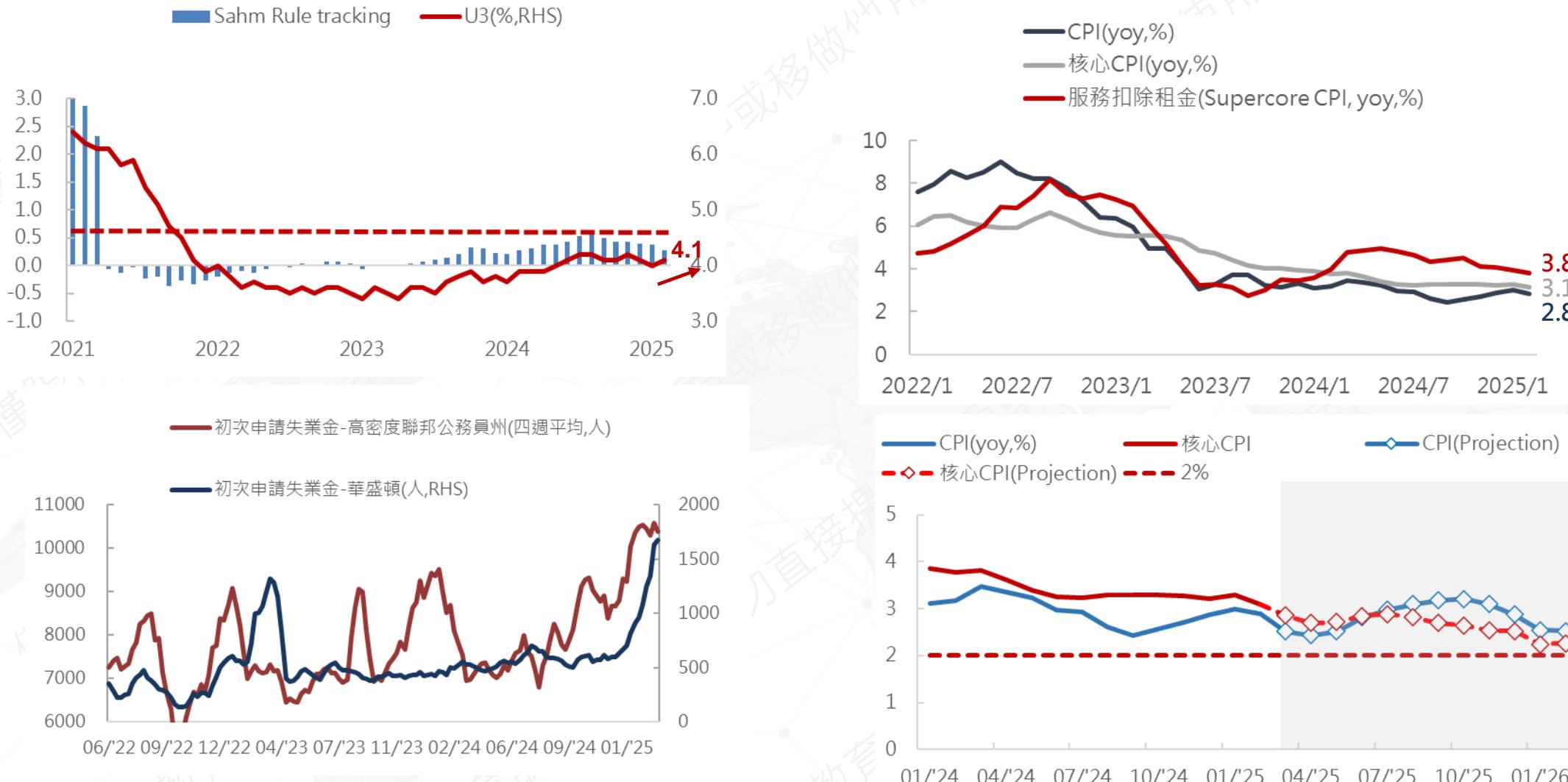


資料來源：永豐投顧整理

6 翻轉金融 共創美好生活 Together, a better life. 檢核編號：202503025W11500030

DOGE提升政府效率與削減支出，最快2Q反映

全球景氣解析



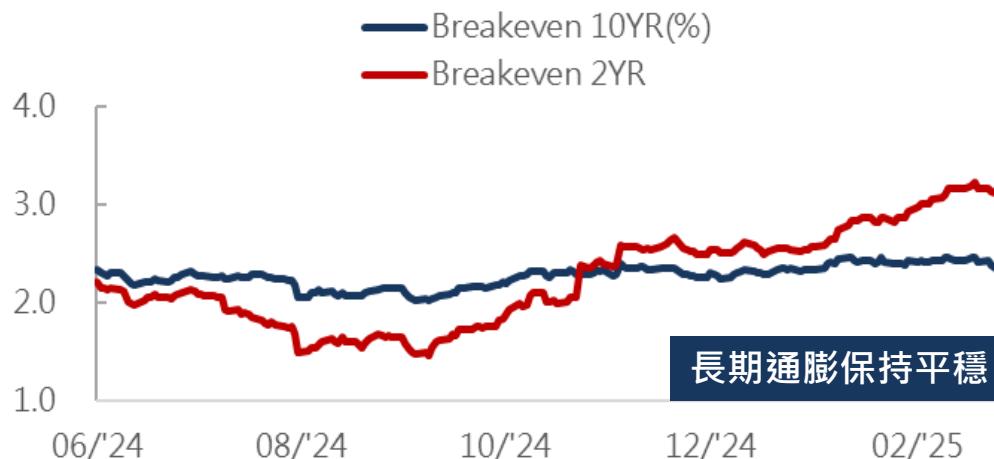
資料來源：BLS、FRB philadelphia · 永豐投顧整理

「本簡報僅限永豐銀行內部教育訓練使用，不得自行擷取部分或全部資料作行銷之用」
7 翻轉金融 共創美好生活 Together, a better life. 檢核編號：202503025W11500030

Fed 3月不降息，聚焦川普政策分析，維持6月首降看法

全球景氣解析

- 會議關注的焦點圍繞著Fed如何評估川普新政，故會議聲明、SEP的預估與Fed主席Powell在會後記者會的變化仍可能對市場產生顯著波動
- 因應債務上限，調整QT細節：1月FOMC會議紀錄中，與會官員擔心債務上限可能導致準備金的快速下降並低於委員會認為的合適目標，認為在事件結束之前，暫停或放慢QT是合適的。隨著債務上限逼近，Fed可能對量縮緊縮政策進行調整；**FOMC調整QT的選項包括，暫停、結束QT或使用流動性補充工具，改善SRF的操作效果，克里夫蘭總裁Hammack在2/27的演說中提到可以使用正回購滿足流動性需求，此外，可能也將調整債務期限，將本金到期再投資更多用於短債，利率曲線受扭曲的狀況，降低自身投資組合的利率風險。**



資料來源：Federal Reserve、CBOE Fed Watch、Bloomberg，永豐投顧整理

「本簡報僅限永豐銀行內部教育訓練使用，不得自行擷取部分或全部資料作行銷之用」
8 翻轉金融 共創美好生活 Together, a better life. 檢核編號：202503025W11500030

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	97.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	30.7%	68.4%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	22.2%	57.6%	19.6%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	8.6%	35.3%	43.5%	12.3%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.9%	26.7%	40.9%	22.4%	4.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	13.0%	31.6%	34.5%	16.1%	2.6%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	6.8%	21.0%	32.8%	26.6%	10.3%	1.5%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	8.5%	22.4%	32.1%	24.6%	9.2%	1.3%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.5%	3.2%	11.6%	24.5%	30.5%	21.3%	7.5%	1.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.7%	3.8%	12.6%	25.0%	29.7%	20.1%	7.0%	0.9%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.0%	4.6%	13.7%	25.4%	28.9%	19.0%	6.4%	0.9%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.6%	6.3%	15.8%	26.0%	27.1%	16.7%	5.4%	0.7%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.5%	6.0%	15.3%	25.4%	27.0%	17.3%	6.1%	1.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.4%	5.6%	14.4%	24.5%	26.9%	18.2%	7.1%	1.4%	0.1%
2026/12/9	0.2%	1.2%	5.0%	13.1%	23.0%	26.5%	19.5%	8.8%	2.3%	0.3%	0.0%

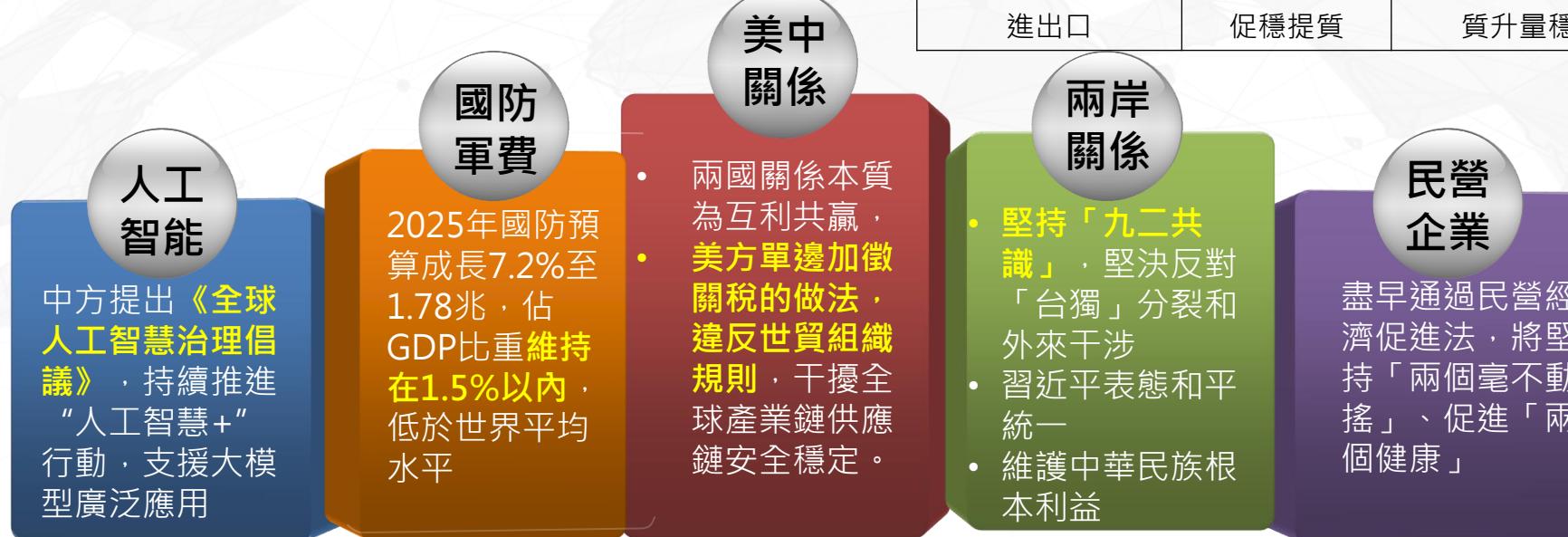


永豐銀行 Bank SinoPac

中國兩會GDP目標持平於5%，消費/人工智慧+/民營經濟

- 提振消費**：大力提振消費、提高投資效益，全方位擴大國內需求，使內需成為拉動經濟增長的主動力和穩定錨；安排超長期特別國債3000億元支持消費品以舊換新；
- 房地產**：適時降準降息，保持流動性充裕，更大力度促進樓市股市健康發展。因城施策減少限制性措施，充分釋放剛性和改善性住房需求潛力。推進收購存量商品房，拓寬保障性住房再貸款使用範圍；
- 控制風險**：積極防範金融領域風險，按照市場化、法治化原則，推進地方中小金融機構風險處置和轉型發展，綜合採取補充資本金、兼併重組、市場退出等方式化解風險。

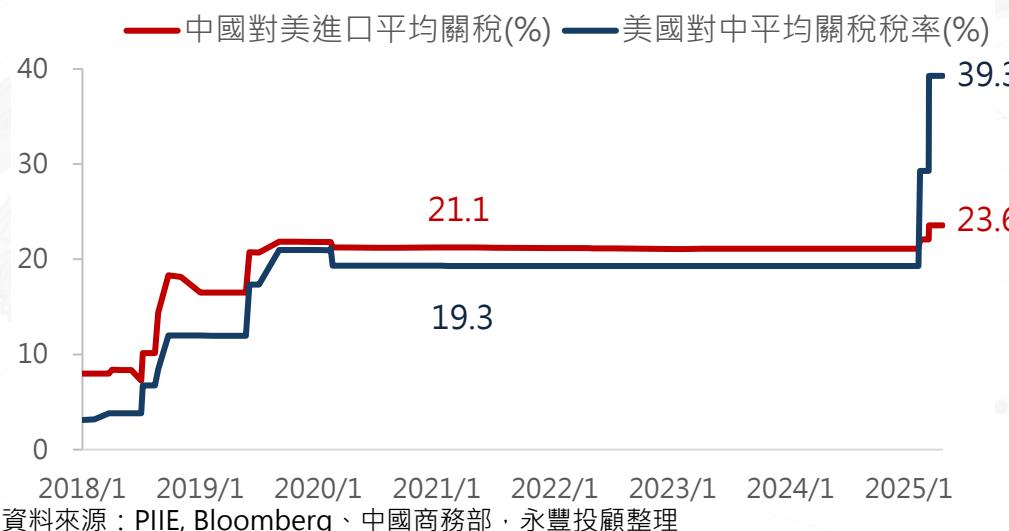
總體經濟目標			
項目	2023年	2024年	2025年
GDP	5.0%左右	5.0%左右	5.0%左右
CPI	3.0%左右	3.0%左右	2.0%左右
赤字率	3%	3%	4%
特別國債	--	1兆	1.8兆
新增城鎮就業	1200萬人以上	1200萬人以上	1200萬人以上
城鎮調查失業率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右
居民收入	與經濟成長 基本同步	與經濟成長 基本同步	與經濟成長 基本同步
進出口	促穩提質	質升量穩	基本平衡



美對中兩階段加徵10%關稅，預計影響GDP 0.7p.p.

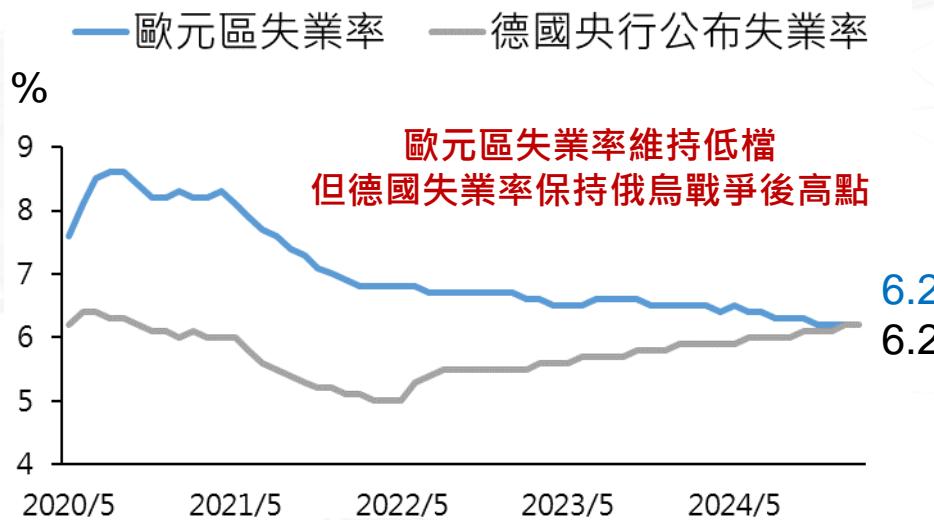
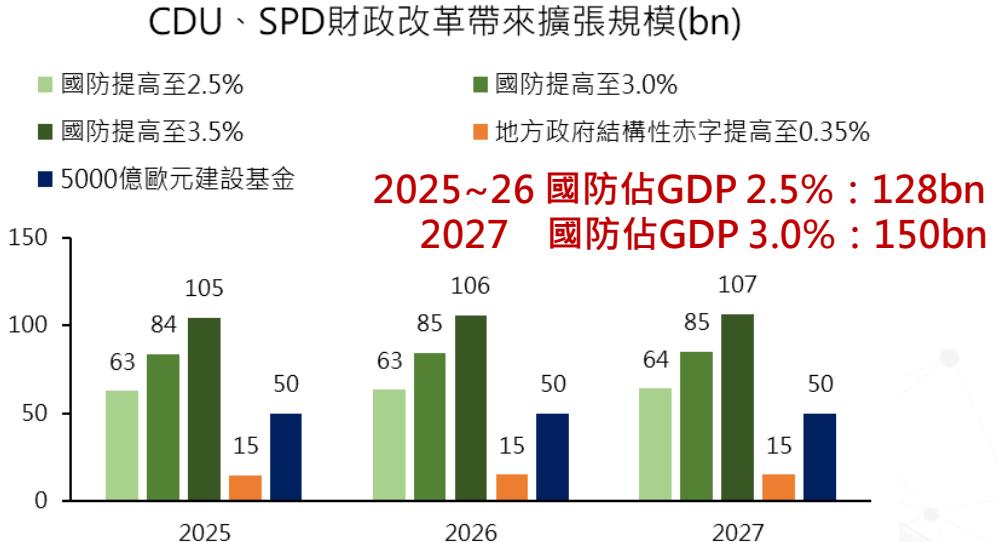
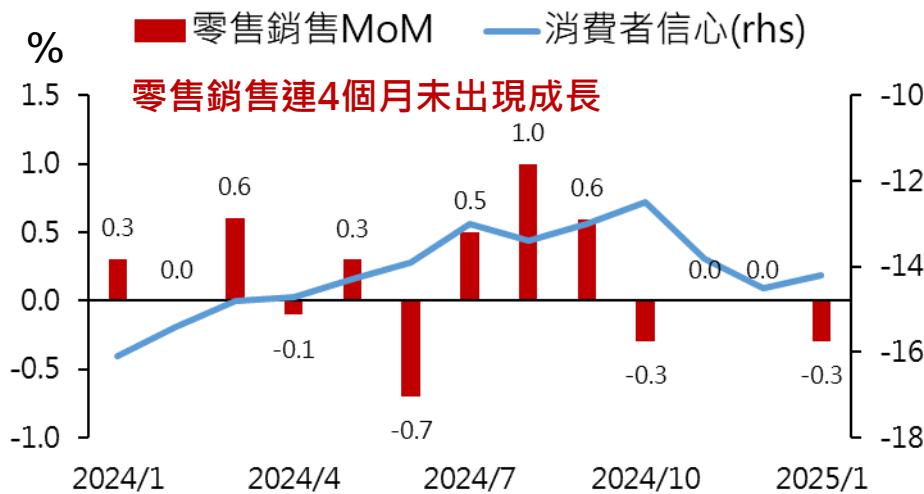
時間	美中貿易戰
2/1	2川普簽署行政令，2/4對中國進口商品加徵10%關稅
2/4	2/10起對美國煤炭、液化天然氣加徵15%關稅對原油、農業機械、大排量汽車、皮卡加徵10%關稅。
2/4	2/4起對鎢、碲、鉍、鋁、銦等相關產品實施出口管制
2/4	將PVH及Illumina列入不可靠實體名單
2/4	對美國Google公司展開反壟斷調查
3/4	川普社群平台指出，3/4對中國進口商品加徵10%關稅
3/4	3/10起對美小麥、玉米、棉花加徵15%，黃豆、豬肉、牛肉、水產品、水果、蔬菜、乳製品加徵10%關稅
3/4	將特科姆、搖杆舵等10家公司列入不可靠實體清單，

中國對美國進口商品上調關稅				
2/4 第一階段	3/4 第二階段			
從美進口產品	進口額 (\$億)	從美進口產品	進口額 (\$億)	關稅增幅
煤炭、液化天然氣	44	雞肉、小麥 玉米、棉花	34	15%
原油、汽車、農業 機械	93	高粱、黃豆 豬肉、牛肉、水產、 水果、蔬菜	189	10%
出口占比	8%		13%	
平均關稅影響	1.0%		1.5%	



美中貿易戰沙盤推演				
美國進口彈性1.5	關稅增幅	出口影響 (億美元)	GDP影響 (p.p.)	
• 2月全面加徵10%關稅	10%	-1312	-0.7	
• 3月全面再加徵10%關稅	10%			
• 2月全面課徵10%關稅	10%			
• 3月全面再加徵10%關稅	10%	-1500	-0.8	
• 下半年對500億美元商品課徵40%關稅	40%			

歐元區經濟數據仍偏疲軟，聚焦德國財政改革



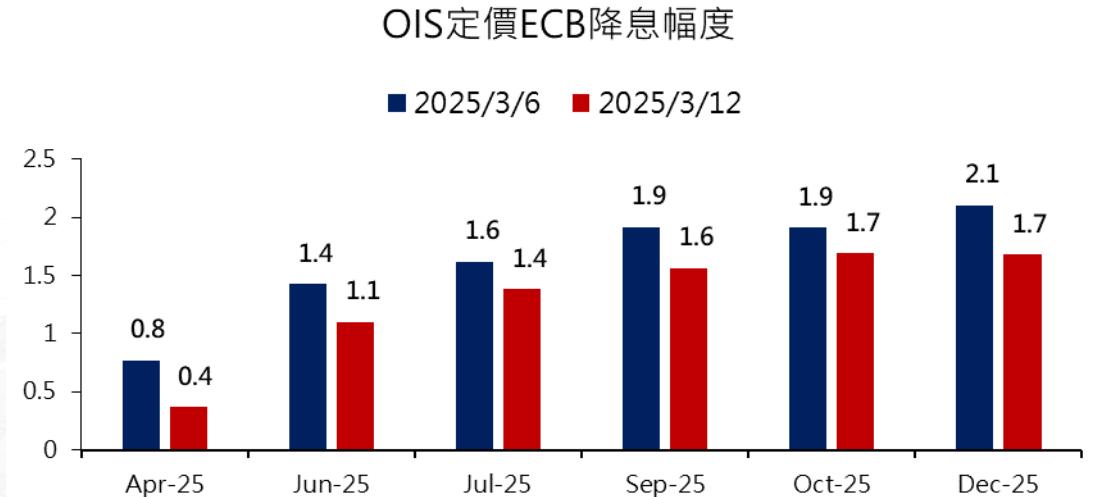
Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
Citi	0.7	0.3	0.2	0.2	0.3	0.9
HSBC		0.2	0.2	0.3	0.3	0.9
BofA		0.2	0.2	0.2	0.2	0.9
GS		0.2	0.2	0.1	0.3	0.8
Barclays		0.2	0.1	0.2	0.3	0.8
SinoPac	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.9

ECB 3月續降1碼，不確定性使官員對4月暫停降息持開放態度

- 會議決策：**ECB 3/6降息1碼，將存款利率由2.75%調降至2.50%，會議聲明指出大多數潛在指標表明通膨將持續穩定在2%附近，貨幣政策的限制性正在明顯放鬆，因降息使企業和家庭貸款成本降低，貸款增速正在回升，但過去升息導致總貸款總量仍低，經濟成長仍面臨挑戰；
- 會後談話：**Lagarde表示隨著已降息6碼，ECB現在正在由顯著降低限制性的階段轉向更漸進的作法。但也強調雖現在限制性已降低，過去貨幣政策的影響仍然存在；

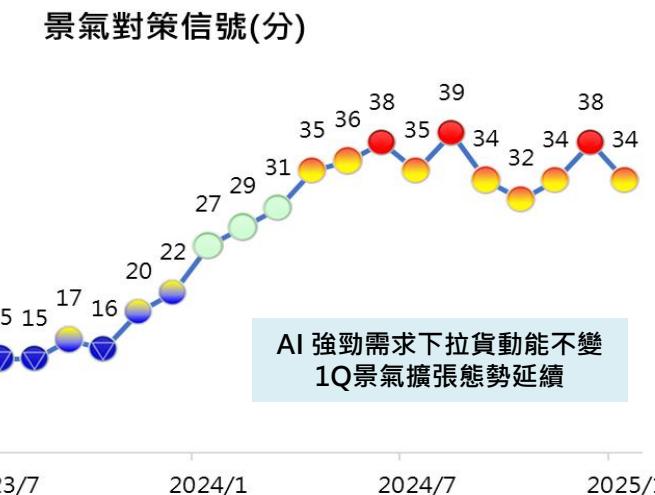
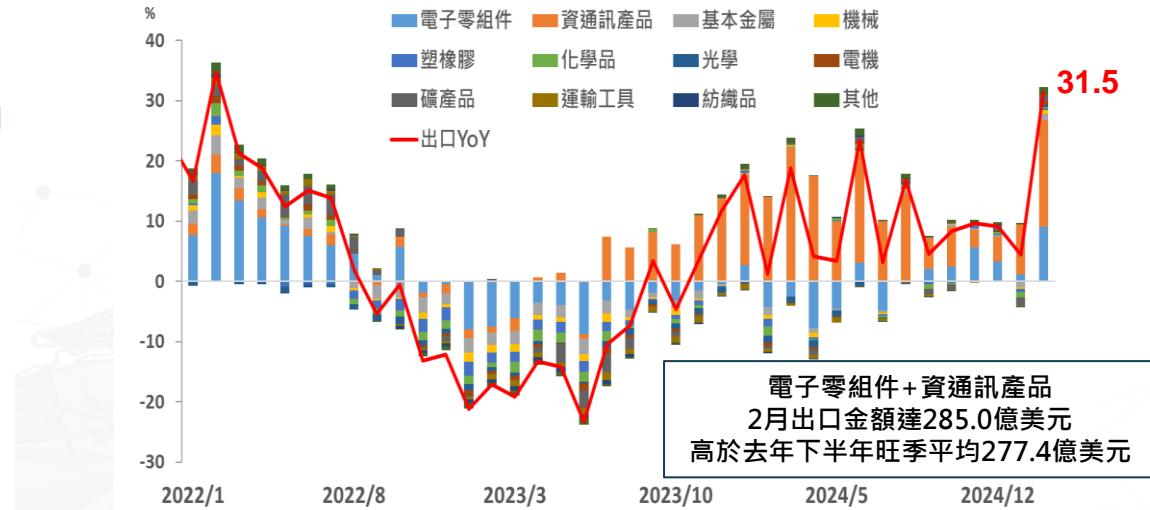
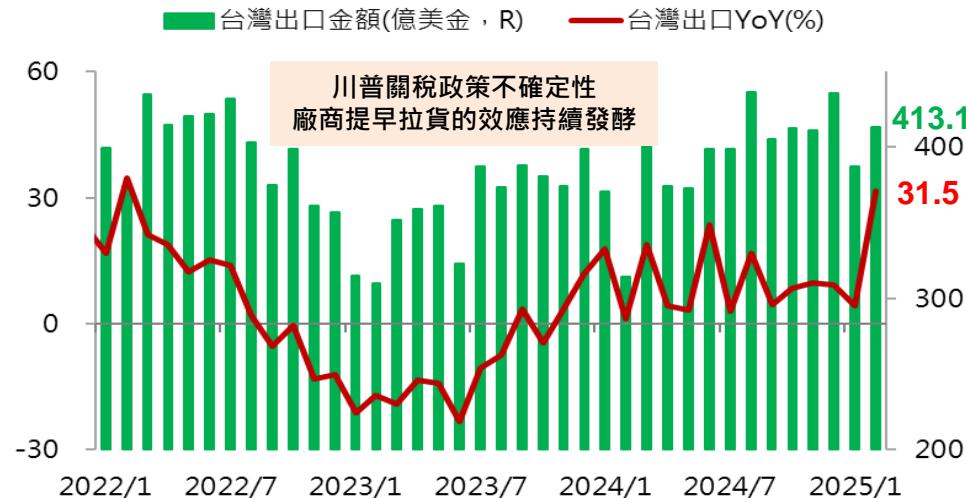
歐元區	GDP成長率(%)			HICP年增率(%)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
ECB 預測						
12-Sep	1.3	1.5	--	2.2	1.9	--
12-Dec	1.1	1.4	--	2.1	1.9	--
6-Mar	0.9	1.2	1.3	2.3	1.9	2.0

資料來源：ECB、Bloomberg，永豐投顧整理



ECB官員談話	
Lagarde	川普關稅也可能降低美國對歐盟出口的需求，並將中國過剩產能轉移到歐洲，可能壓低通膨。
Kazaks	通膨降溫的過程一直在進行，且仍在持續，預期 3月的服務通膨將出現大幅度的調整
Rehn	首先關注通膨前景與核心通膨，更高的軍費支出並不必然會給貨幣政策放鬆帶來剎車
Centeno	歐元區經濟仍在受 高利率 影響
Nagel、Simkus、Kizmir	對4月繼續或 暫停降息持開放態度

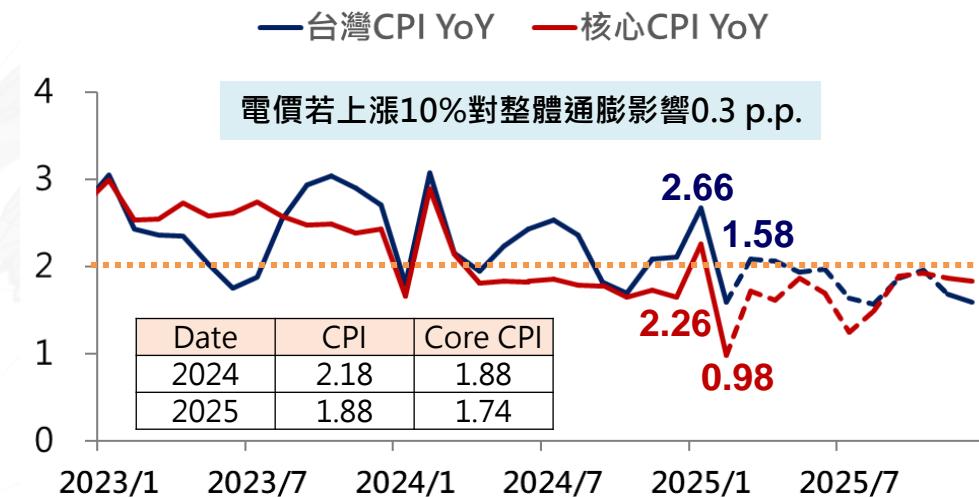
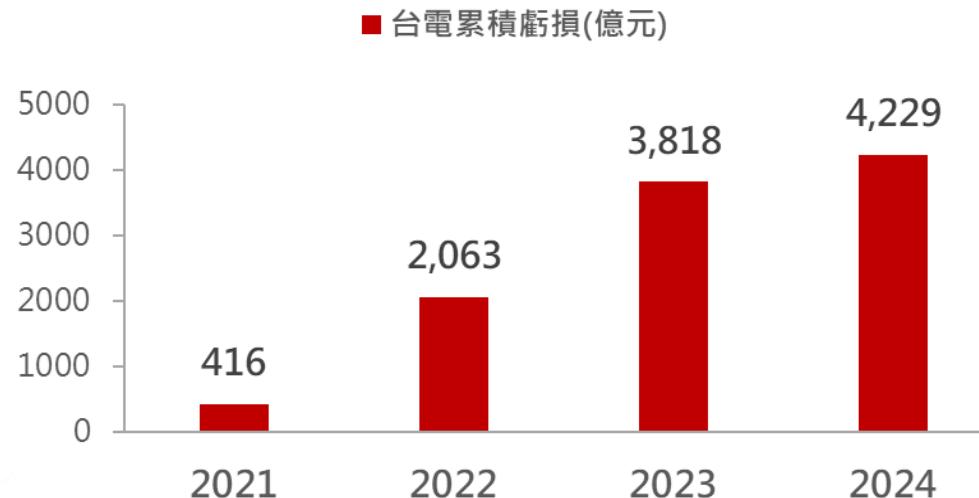
AI需求熱度不減 + 關稅政策誘發廠商提前拉貨，1Q出口亮眼



Taiwan GDP Forecast(%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
中研院	2.08	2.50	3.60	4.11	3.10	
央行	1.91	2.81	3.54	4.16	3.13	
主計總處	3.46	3.30	3.18	2.69	3.14	
中經院	1.91	3.31	3.54	4.02	3.22	
台經院	2.01	2.95	3.95	4.65	3.42	
SinoPac	3.55	3.32	2.95	2.88	3.17	
4.59						

資料來源：CEIC、財政部，永豐投顧整理

台電1月虧損持續擴大，電價調漲令央行無降息空間



電價及單位成本結構比較			
項目	114年1月底止	113年自編決算 單價(元/度)	112年審定決算 單價(元/度)
每度售電成本(A)	3.9775	3.7113	4.1652
每度平均電價(B)	3.3822	3.4827	3.0727
每度售電盈餘(B-A)	-0.5953	-0.2286	-1.0925
稅前盈虧(億元)	-97	-411	-1,977

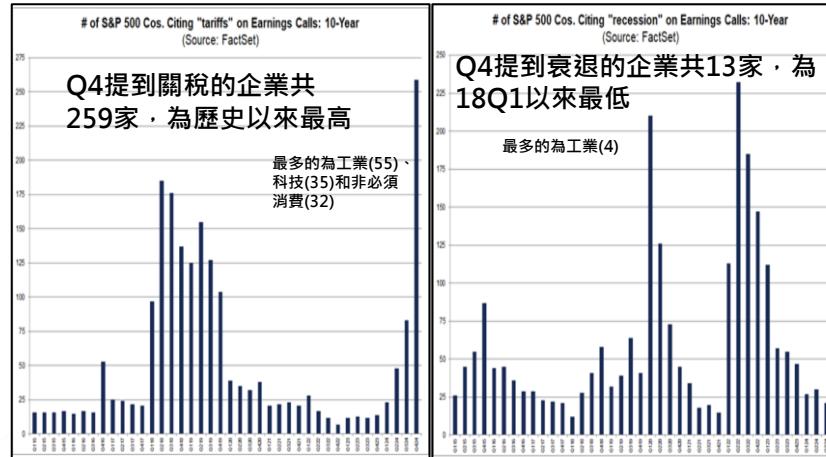
股市-川普關稅重擊股市，陸股因AI熱潮相對有撐

		2025封關	2025/2/13	2025/3/13	期間漲跌(2/13~3/13)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	42,544	44,711	40,814	-8.7	-4.1
	S&P500	5,882	6,115	5,522	-9.7	-6.1
	NASDAQ	19,311	19,946	17,303	-13.2	-10.4
	德國DAX	19,909	22,612	22,567	-0.2	13.4
	法國CAC	7,381	8,164	7,938	-2.8	7.6
	英國FTSE	8,173	8,765	8,543	-2.5	4.5
亞洲股市	日本	39895	39,461	36,790	-6.8	-7.8
	中國	3,352	3,332	3,359	0.8	0.2
	香港	20,060	21,814	23,463	7.6	17.0
	南韓	2,399	2,583	2,574	-0.4	7.3
	台灣	23,035	23,399	21,962	-6.1	-4.7
	新加坡	3,788	3,883	3,838	-1.2	1.3
	泰國	1,400	1,284	1,160	-9.7	-17.2
	馬來西亞	1,642	1,592	1,510	-5.2	-8.1
	印尼	7,080	6,614	6,647	0.5	-6.1
	菲律賓	6,529	6,113	6,242	2.1	-4.4
金磚	越南	1,267	1,270	1,326	4.4	4.7
	巴西	120,283	124,850	125,637	0.6	4.5
	印度	78,139	76,139	73,829	-3.0	-5.5
其他	新興亞洲	704	721	720	-0.2	2.2
	新興歐洲	118	134	144	7.8	21.7
	拉丁美洲	1,853	2,075	2,022	-2.6	9.1

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

美股-關稅衰退焦慮過度，AI估值合理可嘗試低接

企業擔心關稅對業績造成壓力，但並未擔憂經濟衰退

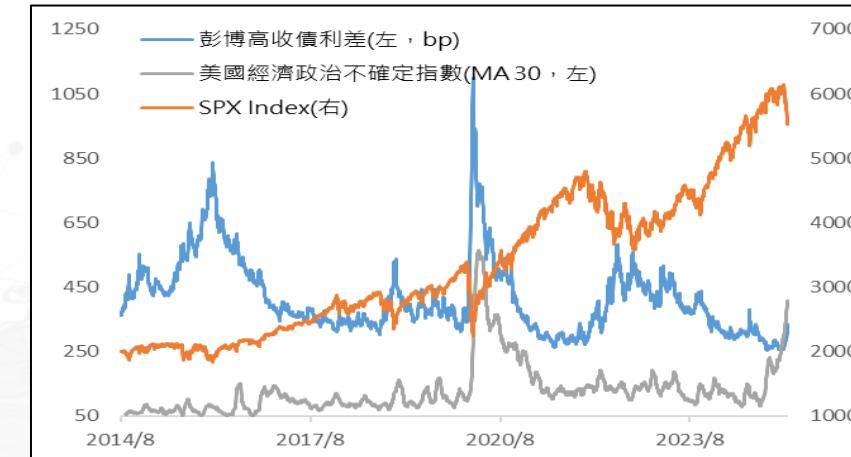


標普500(截至3/13)技術指標顯示股市超跌



資料來源：LSEG, FactSet, Bloomberg, 永豐投顧整理

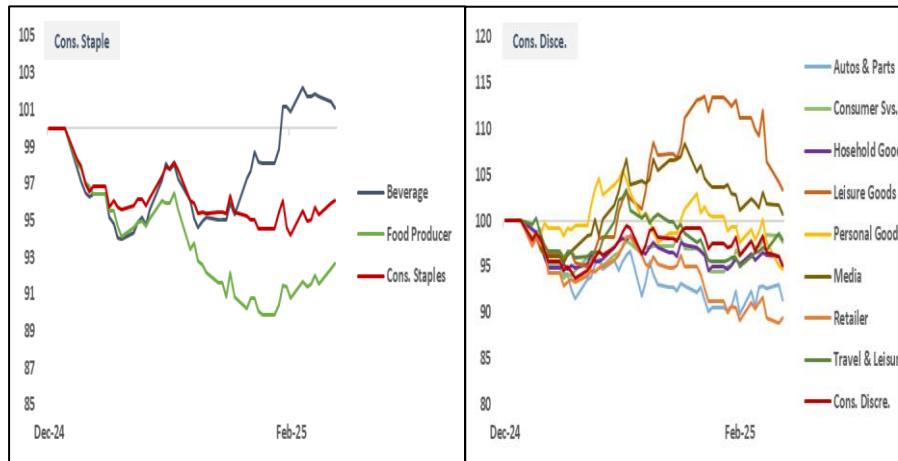
政治不確定指數雖劇增，但利差走擴幅度不高



- ▶ 輝達遠期本益比下跌至約23倍，為近5年來低點，同時B300預期在6月進入量產，對輝達營收的助力可能在下半年開始顯現。考量AI成長只是放緩並未出現過剩，在估值合理下，相關AI半導體再修正的空間應有限。
- ▶ 市場共識預估標普500今年EPS為\$269，但尚未涵蓋關稅風險，因此估值勢必修正來反映獲利增速下修的風險。依疫情以來的平均遠期本益比20倍估算，標普500低點或落於5400點附近。
- ▶ 整體而言，經濟衰退風險不高，川普尚未出台減稅、放鬆監管等利多，而過去債務上限和政府關門對股市影響本來就不大，只須注意美債殖利率是否再度大幅回升至4.7%左右，故維持美股和科技相對正向評等。

日股-預估2025春鬪調薪再創新高，上調至正向評等

消費復甦行情，必須消費已率先起跑



以平均薪資計算，大企業初步目標達成率接近100%

企業	整體調薪幅度 (日圓)	%	基本薪資調漲幅度 (%)
三美化學	¥26,005	7.01%	4.80%
豐田	¥24,450	-	-
日立	¥17,000	6.20%	-
NEC	¥17,000	6.50%	-
富士通	¥17,000	-	-
日產	¥165,000	4.50%	-
MHI、KHI、IHI	¥15,000	5.8%-6.7%	-
三菱電機	¥15,000	6.42%	-
神戶製鋼所	¥15,000	6.90%	-
本田	¥15,000	3.80%	-
東芝	¥14,000	5.60%	-
新日鐵	¥12,000	6.00%	-
DENSO	¥23,500	-	-
三得利	-	7.00%	-
味之素	-	6.00%	-
第一生命	-	7.00%	-
Average	¥28,920	6.08%	-
市場預估		4.8%-5.3%	-
SINOPAC		5.5%-5.8%	-

升息預期緩步向前移，Q2升息概率漸增

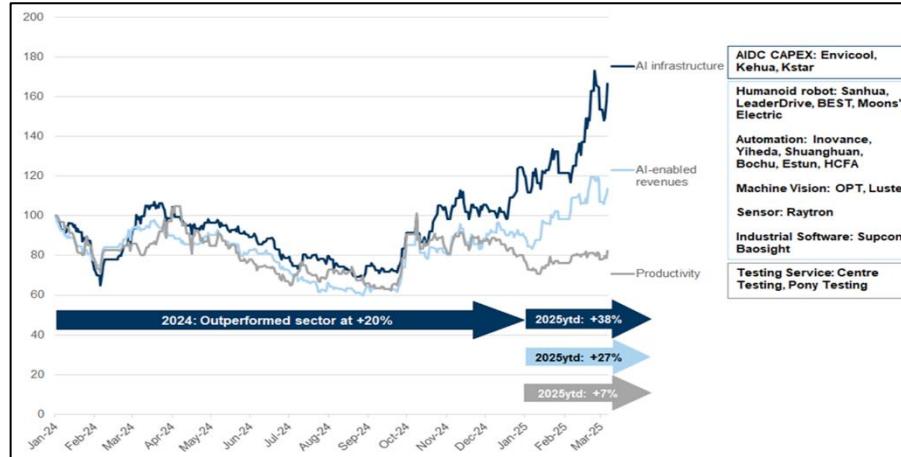
Meeting Date	Hikes/Cuts Sizes Probability						
	-45bps	-30bps	-15bps	0bps	15bps	30bps	45bps
2025/3/19	0.0%	0.0%	2.1%	97.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	75.3%	24.7%	0.0%	0.0%
2025/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	51.3%	48.7%	0.0%	0.0%
2025/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	63.5%	36.5%	0.0%	0.0%
2025/9/2	0.0%	0.0%	0.0%	61.3%	38.7%	0.0%	0.0%
2025/10/30	0.0%	0.0%	0.0%	71.9%	28.1%	0.0%	0.0%
2025/12/19	0.0%	0.0%	0.0%	69.2%	30.8%	0.0%	0.0%

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

- 日本通膨正在加速升溫，根據帝國數據庫調查，1-4月期間將有6121種食品將陸續上調，平均漲幅達18%，因此預估上半年通膨將居高不下，推動升息概率前移至Q2，日圓將持續升值。
- Rengo於3/6正式公布2025春鬪各工會的實際調漲目標，其要求加權平均達到6.09%、中小型6.57%，為1993年以來首次超過6%，而從各家企業、工會結果來看，投顧預計2025年春鬪將再超市場預期，漲幅將至少達到5.5%以上，推動日本完成內需復甦的最後一塊拼圖。
- 日股將有望再次迎來2023年的全面重新校準浪潮，並且消費成長下樂觀預期4月企業年報，以及5月股東大會所推動新一輪的企業改革，上調日股至正向評等。故建議可在春鬪前提前布局內需消費類股，或可繼續加碼算力、電力設備、半導體、IT、金融、遊戲與入境消費類股，但避開汽車及鋼鐵股。

陸股-等待中國刺激政策發酵，中概股>A股

中國AI基建有超漲嫌疑，關注AI應用落地狀況



AH溢價縮窄至131.5%，仍有10%縮減空間



宏觀預期驅動獲利預期改善，但評價仍低於均值-9.4%



資料來源：LSEG, GS, 永豐投顧整理

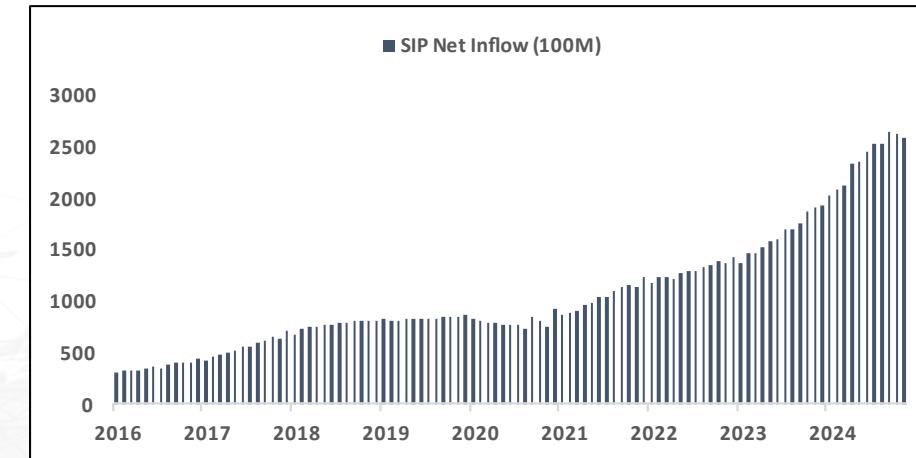
- 近期海外關稅風波不斷導致全球股市交投情緒低迷不振，同時本次中國兩會政策無驚喜亮點，僅暗示保留政策銀彈，疊加中概股自身及相對估值已進入中性區間，市場在資訊空窗期下重新審視AI熱潮帶來的獲利修正合理性，導致中概股上週因回調而走勢震盪，MSCI China、金龍指數單週分別下跌3%、2%。
- 從長期展望來看，DeepSeek為中國的AI企業指明一條低訓練、低推理成本的大模型應用之路，不論是阿里巴巴的三年520億美元，亦或是榮耀的5年100億美元AI投資計畫，均顯示中國的算力與電力投資競賽已拉開序幕，結合兩會對人工智慧領域的重視程度，預估中概股將重演美股2023~2024年的路徑，股市以AI為核心上漲，因此仍推薦待中概股回調後低位布局；A股則依舊不推薦長線投資，從2月的通膨來看，中國內需消費降級已成既定事實，高科技產業的擴張在短期內也難以彌補房地產的萎縮，故維持A股相對正向評等、中概股正向評等。

印股-關稅風險打壓交投情緒，下調至中性評等

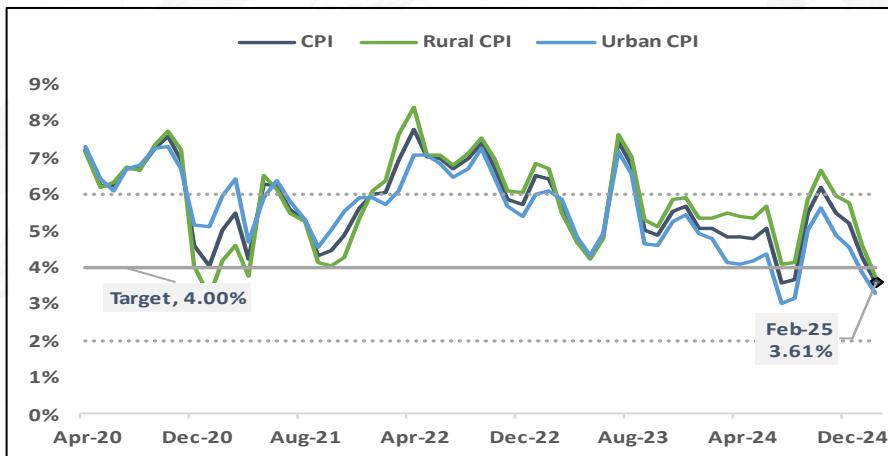
美國希望開拓印度市場以取代中國

資料截至 2023 年		美	日	英	法	德	義	法	新	中
貿易指標		貿易額 (Bn \$bn)	順差 / -赤字	順差 / -赤字	順差 / -赤字	順差 / -赤字	順差 / -赤字	順差 / -赤字	順差 / -赤字	順差 / -赤字
製造業產出成長	美國製造業指標	-132.4 / -67.8	-7.2	-47.9 / -51.4	-207.3	-43.6	-10.4	-27.9	-	-
	Delphi Rank (0.2 / 1.0)	D3 / D6	D5	D8 / D7	D2	D9	D4	D1	-	-
	對華出口	13.1% / 15.4%	6.9%	14.7% / 16%	10.5%	15.4%	7.9%	3.8%	-	-
	3Y CAGR	76.1% / 62.9%	15.8%	17.4% / 15.4%	5.6%	9.2%	25.9%	14.4%	-	-
	製造出口佔GDP	3.6% / 33.4%	21.7%	57.9% / 41%	52.0%	21.8%	86.4%	19.8%	-	-
製造業商品	製造業產出率 （汽車、機械、汽配、半導體、電子產品）	高	高	高	高	高	高	高	高	高
	製造業產出率 （農業、礦業、化學品）	基	中	低	基	低	中	基	中	高
	製造業產出率 （半導體、光電、顯示器）	基	中	中	低	低	基	中	中	中
	製造業產出率 （塑膠、紙漿、化妝品）	高	高	高	高	高	高	高	高	高
	製造業產出率 （鋼鐵、鋁、金屬）	基	中	基	中	中	基	基	中	中
製造業 政策	對美製造業政策 對歐製造業政策 對歐製造業政策 對歐製造業政策 對歐製造業政策	基 基 高 基 基	中 中 低 中 中	低 低 高 低 低	基 低 高 中 中	低 低 高 中 中	中 中 中 中 中	基 中 中 中 中	中 中 中 中 中	高 中 中 中 中
	製造業 FDI 百億/比值	30: 671.7 / 12.5%	6.08 / 12.8%	總：15.6 / 0.3%	2420 / 44.9%	4.65 / 0.1%	- / -	28 / 0.5%	-	-
	減少貿易逆差 Import from US (Billion/ Ratio)	總：270.7 / 11.6%	83.6 / 3.6%	總：40.8 / 1.7%	375.5 / 16%	4.28 / 1.8%	13.8 / 0.6%	167.3 / 7.1%	-	-
	貿易逆差 PR Rule / Cut 並列貿易政策 (% of GDP / Change)	總：0.7% / -DE 總：1.2% / +IN 總：1.3% / +IN	升基 / 基 升基 / 基 升基 / +IN	升基 / 基 升基 / 基 升基 / +IN	升基 升基 / 基 升基 / +IN					
	製造業財政政策 (稅率)	降低稅率 / 減費 (稅率)	增加稅率 / 減費 (稅率)	增加稅率 / 減費 (稅率)	增加稅率 / 中 (稅率)	增加稅率 / 上課出口 (稅率)	增加稅率 / 減費 (稅率)	增加稅率 / 減費 (稅率)	增加稅率 / 減費 (稅率)	增加稅率 / 減費 (稅率)

股市表現疲軟導致國內投資人降低SIP投資額度



25Q1農作物豐收使通膨加速放緩



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

- 印度FY25的Kharif(6-7月種植、10-11月收穫)與Rabi(10-11月種植、1月收穫)種植季得益於拉尼娜帶來的豐沛降雨，總產量創紀錄，使2月食品通膨加速下行至3.8%，推動CPI降至3.6%，預計上半年將延續放緩趨勢，不過IMD近期警告拉尼娜與氣候暖化現象共振導致西太平洋海水異常高溫，印度沿海恐將提前迎來夏季與熱浪，威脅夏季耕種情況，導致25H2通膨上行風險升溫。
- 印股仍深受關稅問題困擾，雙方預計在25Q3完成第一階段談判，美商務部長盧特尼克已開出兩項要求，1.印度須購買更多美國國防產品，且不得購買俄羅斯國防裝備；2.要求印度全方面降低關稅，尤其是農業關稅。在此基礎上，印度已同意購買美國軍火，並達成降低關稅意向，但農產品市場開放仍是一大難題。從雙方談判步調來看，關稅問題短期內難以解決，同時中國股市回暖加大資金外流誘因，國內投資人熱情也因股市連續兩季下跌而降溫，強勢回彈概率正同步降低，故下調至中性。



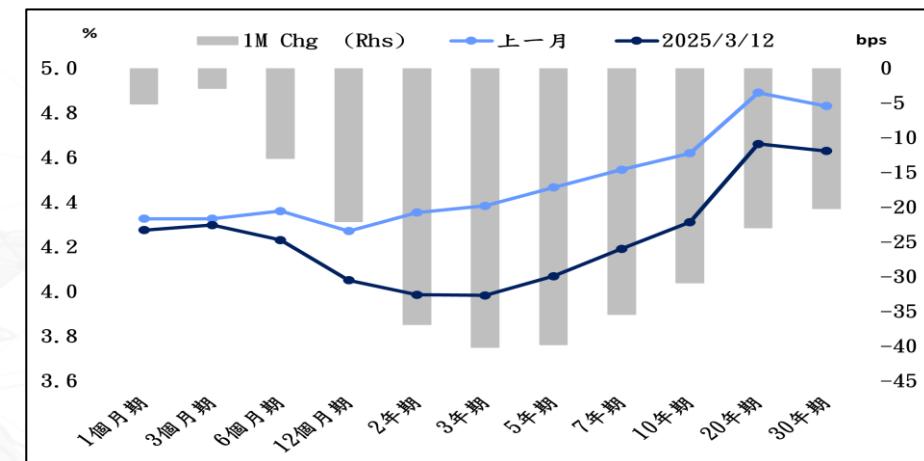
永豐銀行 Bank SinoPac

債市-不確定性懸而不決，美債殖利率下降

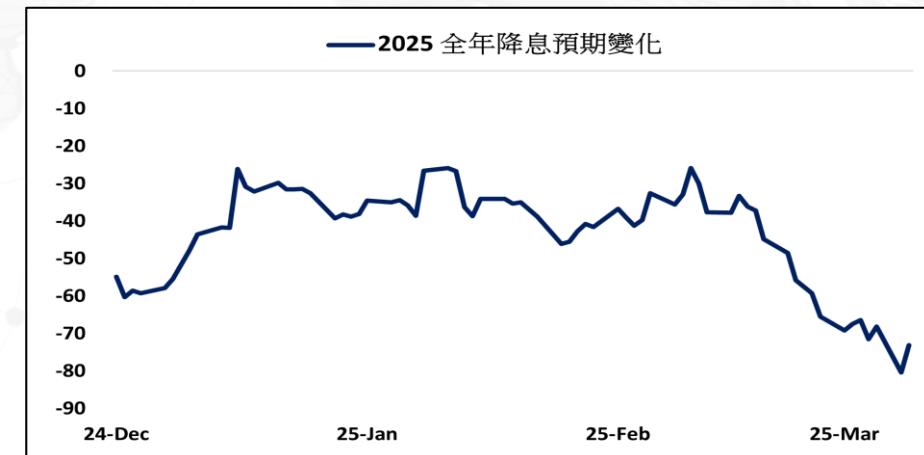
各國公債		2024封關	2025/2/13	2025/3/13	報酬率 (2/13~3/13)
歐洲	希債10年券	3.24	3.29	3.74	-3.78
	葡債10年券	2.85	2.94	3.37	-3.72
	義債10年券	3.53	3.51	3.94	-3.44
	西債10年券	3.07	3.08	3.49	-3.51
	法債10年券	3.20	3.11	3.55	-3.67
	德債10年券	2.36	2.42	2.85	-3.73
	英債10年券	4.62	4.49	4.69	-1.54
G3	日債10年券	1.10	1.35	1.54	-1.76
	美債10年券	4.55	4.53	4.28	1.97
亞太	台債10年券	1.67	1.60	1.65	-0.43
	韓債10年券	2.86	2.90	2.78	1.01
	澳債10年券	4.48	4.48	4.41	0.55

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

關稅、衰退疑慮下，美債殖利率走低

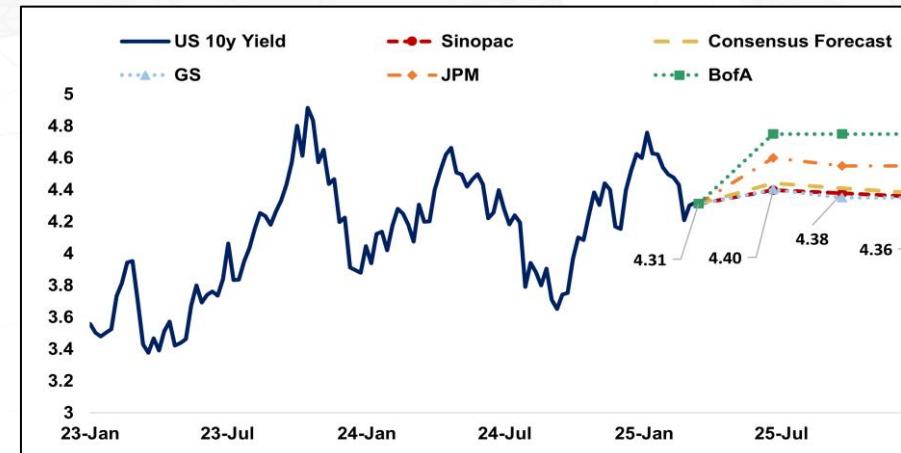
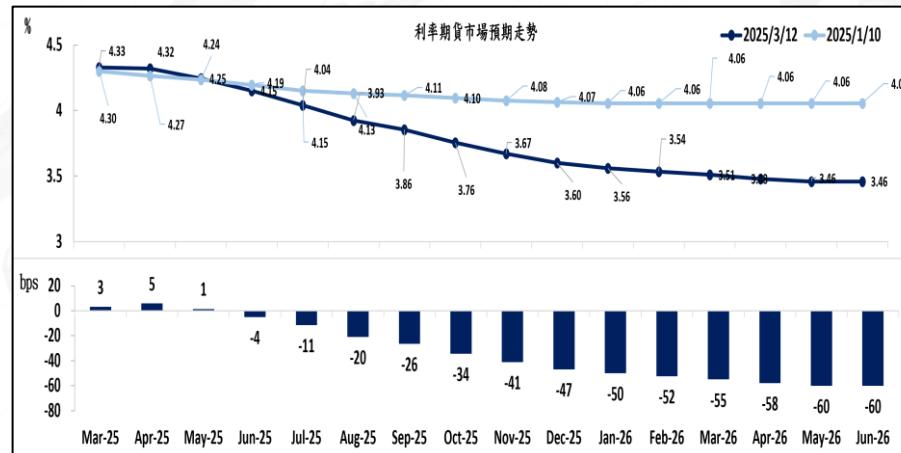


市場重新小幅押注年內降息碼數至3碼



美國例外論消退，「目前」經濟基本面未有太多改變

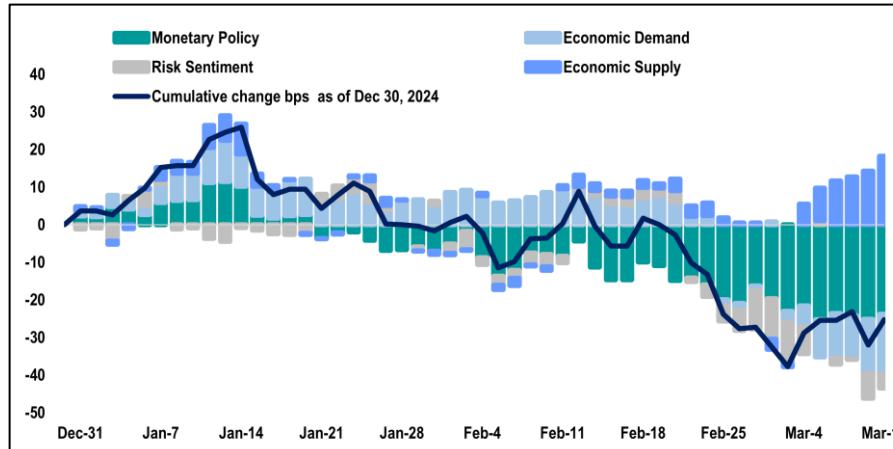
- 過去一年在美國和歐盟經濟成長預期出現分歧的情況下，美國公債殖利率明顯高於全球其他成熟市場公債殖利率，這源於對美國經濟的樂觀情緒處於高水平，而歐盟的悲觀情緒處於水平。最近的市場動態凸顯，市場對美國的樂觀情緒看漲過多，對美國的不確定性看跌過少。而這一動態的再平衡推動美債殖利率下降。
- 市場參與者的樂觀情緒主要受到所謂的Trump Put、Fed Put的支撐。其一為川普在意股票市場，任何損害股票市場的因素都會很快被消除，然而其最近的發言正在打破市場原先的樂觀設想。其二為聯準會本質上是鴿派的，並且會對下行風險做出過度反應，類似於Powell在9/24降息 50 個基點。鑑於近期的成長擔憂和風險資產困境，一些投資者認為聯準會將轉向鴿派，然而政策不確定性如關稅以及揮之不去的通膨擔憂，正在降低這種可能性。聯準會最近的評論表明，不必急於對疲軟的情緒數據和不斷增加的下行增長風險做出反應，聯準會並不急於降息，如果聯準會仍然更關注通膨上行而非成長下行風險，則持續的風險資產困境可能會加劇。



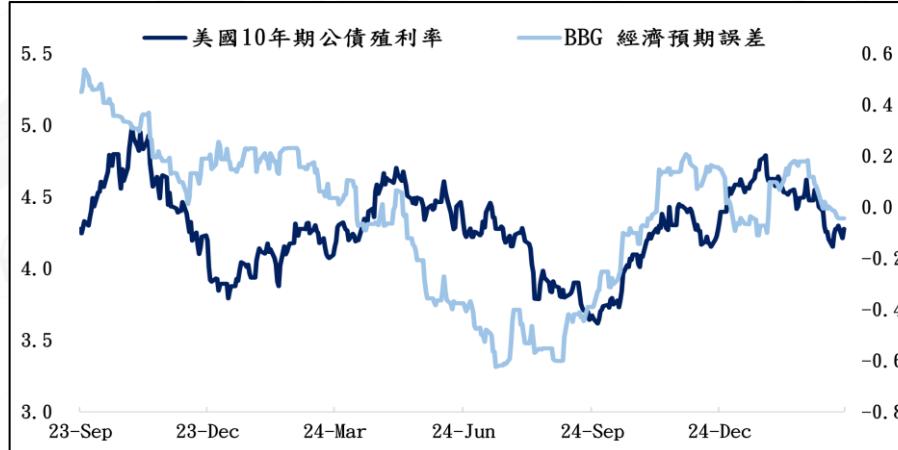
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

拆解近期債市走勢的驅動因素

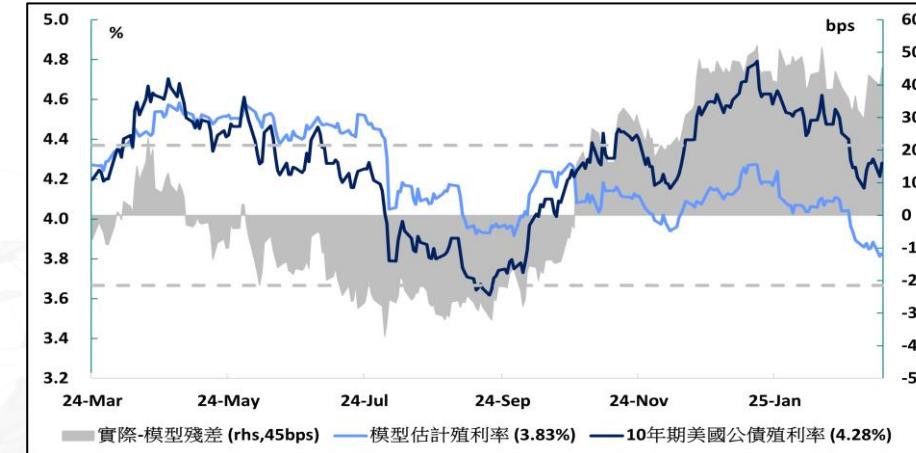
降息預期、經濟減弱是主要驅動因素



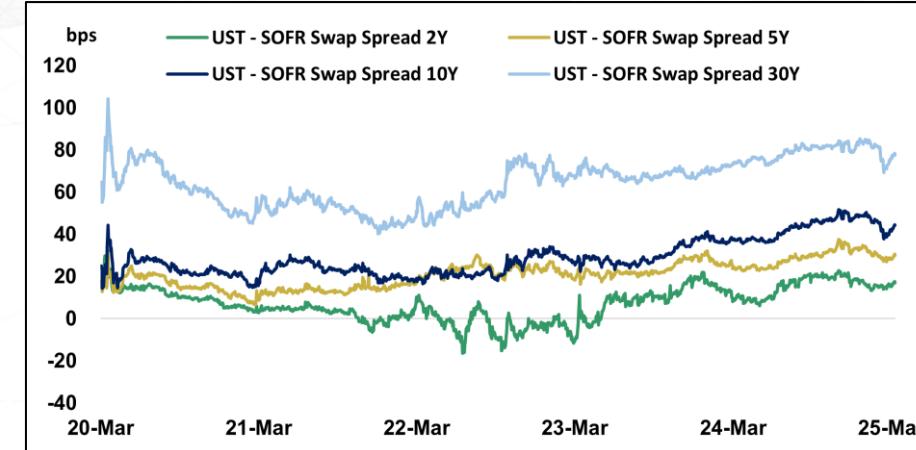
經濟數據放緩加上經濟不確定性背景，讓10年期殖利率定價邏輯重新回到關注基本面上



與下圖呈現類似，市場並未縮窄風險溢價



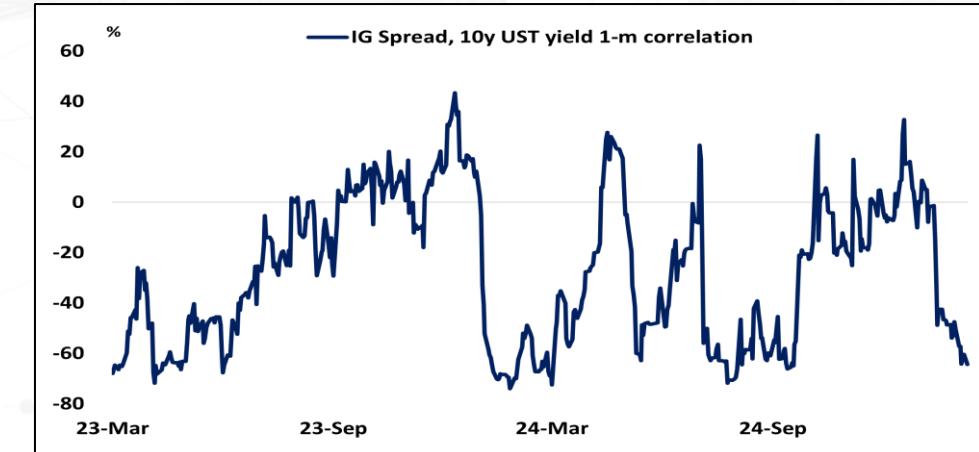
僅以市場數據來看，利差並未明顯下行



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

信用債：不確定性中確定

- 較疲軟的經濟數據、反覆的關稅新聞以及上升中的皺測不確定性都增加了投資者的謹慎氣氛，並傳遞了更高的利差和更低的利率。這證實了今年的利率和利差之間的相關性牢固地重新回到了負相關性，存續期間重新變成一個良好的對沖風險因子。
- 雖然IG和HY信用的超額回報迄今已變成負數，但這兩個指數的總報酬率仍然分別為正，相對於股市展現了其韌性。儘管相對於長期歷史而言，利差估值在歷史上仍然很昂貴，但這更多是大量需求背景所造成的，除非宏觀面臨重大風險，其利差上行相對可控，儘管對美國增長前景的下行風險有所增加，但我們認為，至少目前，美國經濟中有足夠的力量來控制衰退的問題。
- 信用利差同樣面對估值昂貴問題，短期內可能會出現一個尷尬情況，Fed Put無法上膛，公債殖利率仍居高不下(保持在4%以上水準)，但投資人面對經濟放緩疑慮可能要求更高的溢價，促使利差走擴，投等債影響可能相對較小，因為投資人仍可能將之視為押注利率下降的代理，利率與IG利差之間可以保持良好抵換關係，利差走擴對報酬傷害較小，在面對不確定情況下，仍是一個良好的標的。



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

原物料-關稅摩擦驅動避險助力金銀，供應過剩加劇打壓油價

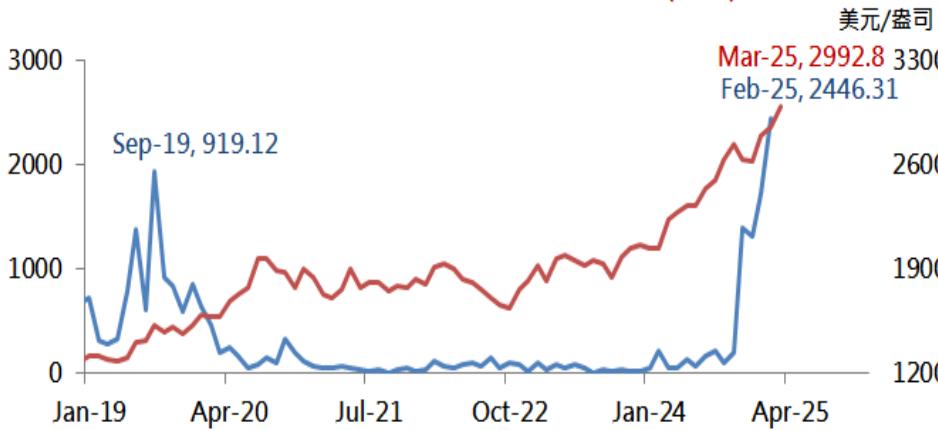
		2024封關	2025/2/13	2025/3/13	期間漲跌 (2/13~2/13)	YTD(%)
農作物	棉花	68	67	67	-0.4	-2.7
	咖啡	320	439	391	-11.0	22.2
	糖	19	20	19	-4.6	-0.1
	小麥	552	578	547	-5.3	-0.8
	黃豆	998	1,030	997	-3.2	-0.2
	玉米	459	494	454	-8.1	-1.1
能源	原油	72	71	67	-6.6	-7.2
	天然氣	4	4	4	13.3	13.2
貴金屬	黃金	2,641	2,926	2,991	2.2	13.3
	白銀	29	33	34	4.0	16.4
	白金	908	1,000	1,000	-0.1	10.1
基本金屬	銅	8,768	9,485	9,784	3.1	11.6
	鉛	1,952	1,988	2,073	4.3	6.2
	鎳	15,328	15,374	16,506	7.4	7.7
	鋅	2,979	2,846	2,961	4.1	-0.6
CRB指數		297	313	303	-3.3	2.1

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

黃金—避險情緒驅動驚益求金，維持相對正向評等

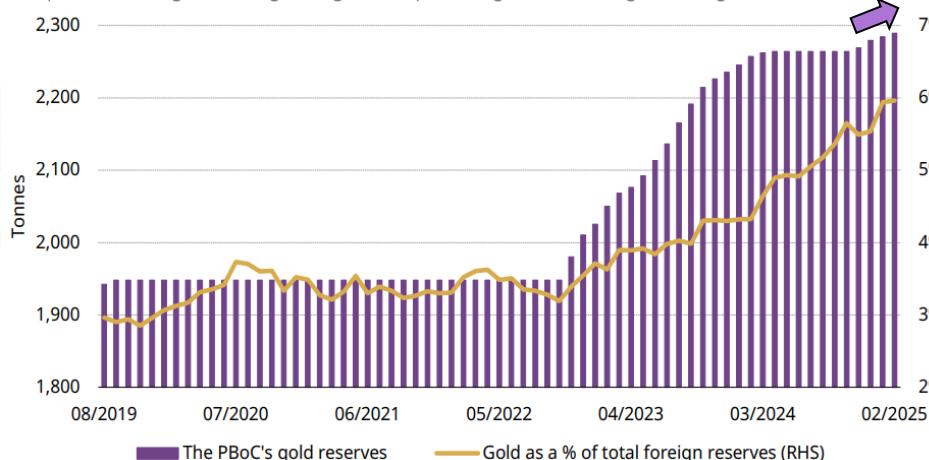
川普關稅政策提振避險需求，金價登高突破三千大關

美國貿易政策不確定性指數 vs. 黃金現貨(右軸)



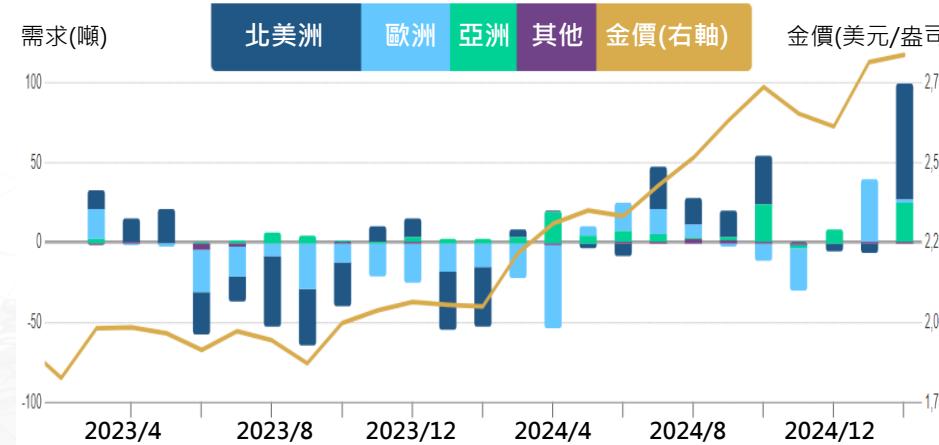
人行黃金持有量連四個月上升，強化全球央行購金前景

Reported official gold holdings and gold as a percentage of total foreign exchange reserves*



資料來源：Bloomberg, WGC, 永豐投顧整理

北美市場強勢領軍，2月各地區黃金ETF呈現資金淨流入



- 隨著市場對全球貿易摩擦和美國經濟放緩的擔憂升溫，以及美國加大施壓伊朗進而推高地緣政治風險，疊加美債殖利率攜手美元指數走緩，助力現貨黃金今年13度締造新高紀錄，3月17日盤中高點來到\$3017。
- WGC指出2月全球各地的黃金ETF皆呈現資金淨流入，尤其是北美黃金ETF買氣創下歷史同期新高，吸引價值68億美元的72.2噸黃金買盤；中國引領亞資大幅流入，百度指數的黃金關鍵字搜尋升至2013年以來最高。
- 展望黃金後市，預期新興國家央行依然是購金主力，隨著Fed進一步降息，流入黃金ETF的資金可望續增，伴隨美債殖利率與美元走軟、關稅政策不確定性高企，同時地緣政治風險溢價在軍事衝突擔憂與貿易摩擦升級之間輪番出現，金價仍有高點可期。



永豐銀行 Bank SinoPac

美國衰退擔憂及關稅風險陰影籠罩，全球股市延續動盪

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	相對正向	持平	在4/2對等關稅塵埃落地前，市場情緒勢必持續受到壓抑，不過市場對衰退可能過度反應；加上輝達遠期本益比估值已修正至2019年中以來低點的22.9倍，大盤再跌空間應已有限。
歐洲	相對正向	持平	歐盟財政擴張相當有利股市，且過去川普當選時早已反映關稅風險；但當前歐洲估值相對美股已經沒有太大吸引力，也要小心中國景氣是否再度惡化，對歐股造成的壓力。
日本	正向	上調	預計日本2025春闊表現將至少達5.5%超出市場預期，推動內需消費加速成長，為消費類股注入強心針，故上調至正向評等。
新興股市			
台灣	相對正向	持平	大盤已跌破去年10月中以來的22,500點～23,600點箱型區間下緣，並於3/11跌落年線，而且外資賣壓並未有停止現象，建議減量操作，績優股回歸至歷史本益比低階位置，再做佈局。
中國A股 中國H股	相對正向 正向	持平 持平	由DeepSeek引爆的FOMO熱潮以及港股互聯網優異的24Q4財報，使中概股估值與獲利預期正在面臨全面重新校準，預計中概股將繼續加速領跑A股。
印度	中性	下調	印度經濟成長邁入放緩週期，儘管未損及印度長期結構性成長主軸，但預估在25Q2前基本面不會出現強勁成長，並且中國股市強勢反彈持續虹吸資金，上半年反彈概率持續降低。
東協	中性	持平	隨著美元指數走軟，亞幣普遍反彈，2月起外資小幅流入部分估值已經大幅修正的東協股市，靜待川普的對等關稅政策細節；今年星越股市因基本面穩健和獲利預期上修而領先區域市場。
越南	中性	持平	政府設定今年GDP增速目標到至少8%，呼籲銀行業調降貸款利率，將刺激企業的商業活動。關注第二季可望發布的新KRX交易系統進展及潛在市場升級議題，大盤料運行於1300點之上。

科技股隨衰退風險回調，黃金則續創新高

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
產業類股			
科技	相對正向	持平	AI各供應鏈沒有供應過剩的跡象，只是隨熱潮降溫、總經風險加劇，過去成長性過度樂觀、估值不合理的個股仍有修正風險，至於基本面穩健的績優股仍可伺機逢低買進。
能源	中性	持平	IEA示警貿易摩擦恐損及石油需求並加劇供應過剩，且經濟衰退概率高企預示油價前景黯淡，若無新的利多催化劑，預期WTI將在\$65~\$75弱勢運行，美能源指數區間則為650點~720點。
生技	中性	持平	美債利率壓抑情緒，RFK的疫苗懷疑論發言仍壓抑到健護市場情緒，故給予中性評等。不過生技本身估值便宜，基本面也處在復甦期，仍可長期緩慢布局。
REITS	中性	持平	FNER指數和美國10年債利率高度負相關，當前美債高檔震盪和REITs一樣表現平淡，故維持中性評等。但長期而言，只要美債利率趨勢下行，REITs依舊還是有賺取資本利得的空間。
原物料			
黃金	相對正向	持平	市場對全球貿易摩擦和美國經濟放緩的擔憂加劇，同時美國加大施壓伊朗推高地緣政治風險，美債殖利率攜手美元走緩，助力現貨黃金3/14盤中創史高\$2993.91，金價年內仍上看\$3040。

美債殖利率下滑，利差普遍走升

資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	相對正向	持平	10年期美債殖利率預計短期內維持高檔震盪格局，交易區間維持4.1-4.6%區間波動。
投等債	正向	持平	鑑於整體殖利率水準仍然在歷史高水平，同時更具吸引力的殖利率持續支撐著投資者對IG債券更強勁的需求，預計利差表現將持續平穩。就估值角度而言，我們看好銀行債券利差收斂，整體維持正向看法。
非投等債	正向	持平	鑑於軟著陸前景與風險偏好增加，預期未來12個月違約率維持在現行水準(1.7%)，現行合理的利差目標價為300bps，我們看好非投等債可以獲得穩健高息收表現。
新興債	相對正向	持平	新興主權IG相對美國IG的估值已回到中性水準，同時在軟著陸假設下，HY主權具備超額報酬的空間，基於以上兩點將評等給予相對正向；我們同時看好新興企業信用，尤其看好亞洲(排除中國房地產)、中東產油國等地區。
可轉債	相對正向	持平	可轉債為投資者提供了一個機會，可以通過更多的下行保護來持有多頭部位。同時小型股相對於大型股的估值來看也非常便宜，美國可轉債短期將受益於小型股的反彈表現。

貿易衝突升溫，降息預期略有收斂，DXY貶至103.22後回揚

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	中性	持平	市場預期下週公布的零售銷售恢復成長，但同時歐元升勢可能為美元帶來壓力，預期美元下週呈低檔震盪格局，預估區間102~106，維持美元中性評等。
歐元	中性	持平	預期德國綠黨仍有意願於3/18通過財政擴張法案，將支持歐元恢復漲勢，預期歐元下週維持震盪偏升格局，預估區間1.06~1.10，維持歐元中性評等。
日圓	相對正向	持平	市場聚焦3/14春闊初步結果公布，初步跡象顯示調薪結果正面，隨後焦點轉向3/19 BOJ貨幣政策會議，聚焦升息指引，料日圓下週震盪偏升，區間145~151，維持日圓相對正向評等。
南非幣	中性	持平	由於南非各政黨對提高增值稅的比例意見不同，使國內預算案卡關，加以川普重申美國將停止向南非提供所有聯邦資金，維持中性評等。
澳幣	中性	持平	RBA評估勞動市場整體狀況仍然緊俏，對降息仍保持謹慎態度，澳幣預估區間在0.60~0.65，維持澳幣中性評等。
人民幣	相對負向	持平	美中角力可能持續令人民幣匯率承壓，短期人民幣預估區間為7.05-7.40。中國房市尚未走出陰霾，內需仍然疲軟，維持人民幣相對負向評等。

投資聲明

- 1.本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。
- 2.投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。
- 3.未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。



永豐銀行 Bank SinoPac