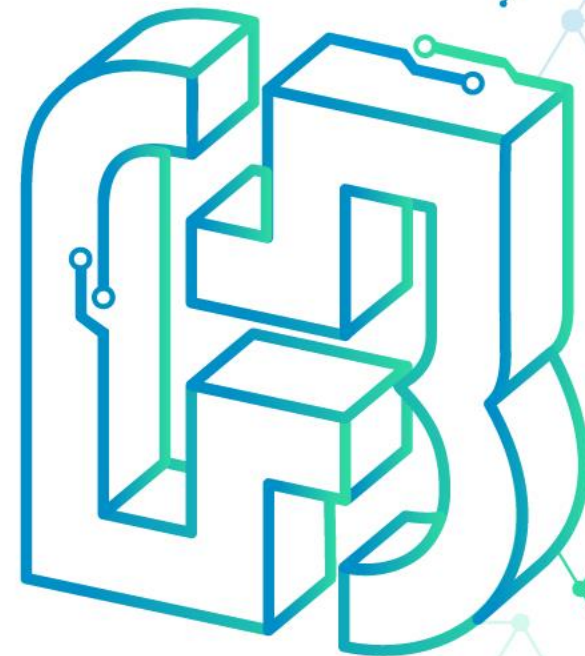


投資策略月報

「川」劇變臉秀，全球股震盪

投資研究部 投資商品處

2025年5月



報告大綱



3

投資策略

4

市場訊息

6

總體經濟

7

外匯市場

10

債券市場

13

股票市場

23

機會市場

美股修正後，反彈仍看川普臉色

投資策略

- **關稅壓低風險情緒，資金轉向防禦避風頭：**美國對等關稅政策反覆，投資仍以防守為主、合理控制投資部位，操作上建議謹慎汰弱留強不躁進。資金可佈建公用事業、健護以及內需等相關產業。
- **躲避川普空襲，短天期美債、投等債是最安全防空洞：**金融市場劇烈震盪造成流動性略趨緊，美債殖利率因基差操作調整而急遽上漲。買進短天期美債ETF，投資等級債躲空襲。(詳見Page 11)
- **日股、印股維持加碼：**美日兩國率先通話，美國賦予對日貿易談判「優先地位」對日股是積極信號。日央5月升息預期減弱，加上企業加薪，消費增加，投資信心上揚，日股維持加碼。內外資金歸隊、評價修正，加上持續降息，印度股市維持買進建議。(詳見Page 16、18)

市場展望

- **匯市展望：**美國衰退預期升溫，近期美元或延續偏弱。美元自1月中旬來下行，美國“經濟過熱”的市場預期轉向，對潛在經濟衰退的擔憂，避險情緒是後續驅動美元的關鍵。(詳見Page 9)
- **債市展望：**信用債OAS利差自多年低位拉升。目前信用環境仍在寬鬆區間，關稅政策導致市場對美國經濟陷入衰退預期升高，進而為公債及投等債帶來結構性的利多。
- **股市展望：**對等關稅仍有轉圜餘地，但對美國及全球經濟已產生衝擊，鑒於美國經貿政策仍具高度不確定性，市場風險偏好下行，關稅大戰可能還只是初步階段，反彈行情仍看川普臉色。(詳見Page 14)

美國針對特定商品豁免關稅

頭條新聞

1. 美國海關更新稅則，20項電子產品列關稅豁免。CBP針對特定產品的互惠關稅豁免，發布編碼包括筆電，智慧手機、平板電腦等消費電子產品。商務部長Lutnick表示，公告項目只是暫時豁免，將單獨徵收，半導體可能在一個月左右的時間內徵收關稅。
2. 川普表示，美國官員與日本的關稅對談官員會面後，已取得重大進展。日本可能對美國提出廣泛提案，換取24%對等關稅豁免。石破茂2月與川普會面時，承諾擴大採購美國液化天然氣，對美國投資額加碼到1兆美元。
3. 川普暫緩對等關稅90天後，歐盟同意暫緩反制措施90天。但歐盟宣布，若與美國貿易談判未能成功，將對超過四百項美國產品加徵報復性關稅。美對歐出口前五大項目分別為：石油與天然氣、藥品與醫療用品、航空產品與零件、醫療設備與供應品以及汽車。

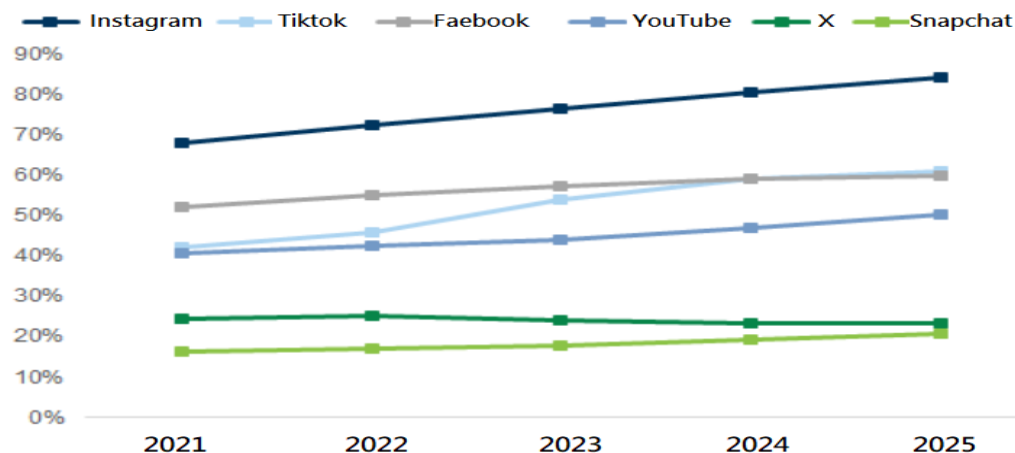
產業訊息

1. 字節跳動*2024年的收入大增29%，至1,550億美元，旗下線上視頻巨頭TikTok全球擴張，幫助抵消了中國國內經濟下滑的影響。字節跳動面臨的最大挑戰之一，仍然是達成令華盛頓和北京都滿意的交易。(詳見Page 5)
2. ASML* 1Q淨銷售額年減16.4%。展望2Q，ASML*預計總淨銷售額在72至77億歐元間，關稅不確定性，2Q毛利率預估區間比平常更大，2Q毛利率預估在50%至53%間。另維持2025年財測不變，仍預估淨銷售額將在300億歐元至350億歐元之間，毛利率在51%至53%之間。
3. 比亞迪*首季業績勝預期，預計全年每輛車的平均利潤為1萬元人民幣。摩根大通認為該指引保守，相信集團在關稅壓力下，相對於中國及全球同行仍相對表現良好。

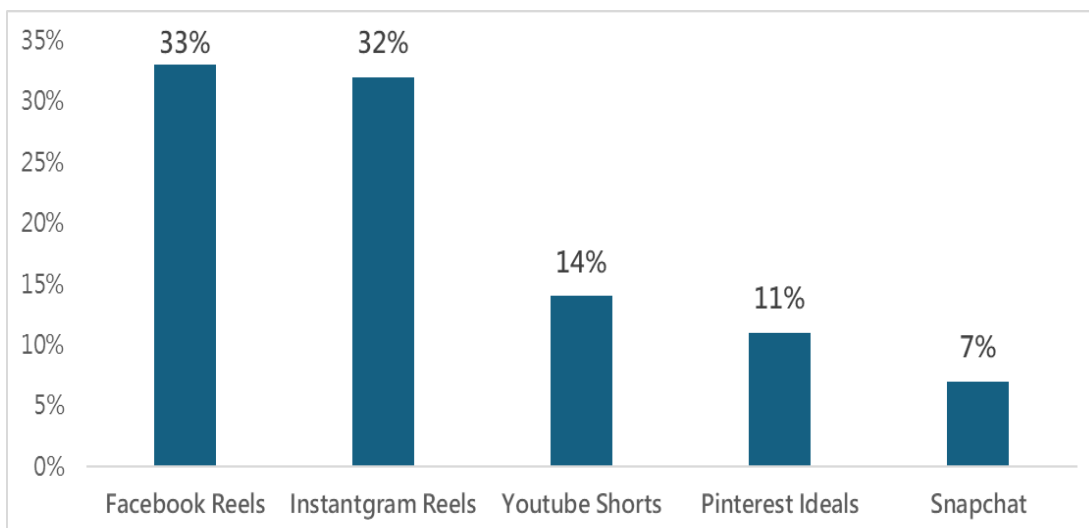
*本頁面公司名稱僅為列示，非代表單一個股推薦

TikTok交易還在談 中國態度成關鍵

網紅使用各平台行銷百分比



TikTok出售或禁，網紅下一個主流平台



資料來源：Bloomberg · 4/10/2025

圖表解讀

- 行銷領域中，近年最大挑戰就是注意力破碎化。現代人平均注意力降到僅8秒，讓短影音乘勢崛起。TikTok(字節跳動*)、Reels (META*) 和YouTube Shorts(GOOGLE*) 持續成長，但長篇內容創作及消費仍能成長。
- TikTok的美國業務分拆交易案仍在談判桌上。川普強調他與幾家深具實力的美企已達成初步共識，交易能否推進取決於中國立場。
- 預計META* (IG、Facebook) 和 GOOGLE* (YouTube) 將佔據從TikTok讓出的多數廣告支出，其次是SNAP*，PINS*。IG、Facebook 和YouTube 已佔據美國網紅行銷支出的多數，Reels成下一個主要的短影片平台王。

*本頁面公司名稱僅為列示，非代表單一個股推薦

美國與中國對雙方的投資都在收緊

美國政府部門主要的中國涉及實體清單

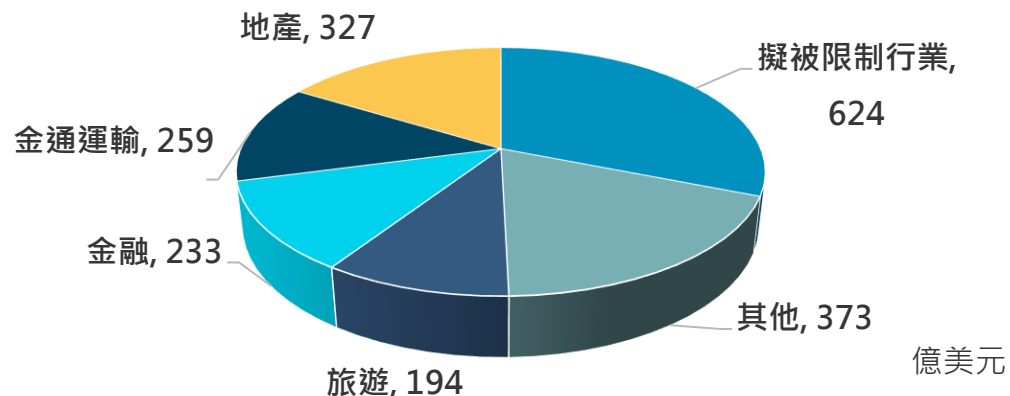
| 指標 | CMC/1260H清單 | NS-CMIC 清單 | MEU/MIEU 清單 |
|-------|-----------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------|
| 監管機關 | 國防部 | 財政部外國資產控制辦公室 (OFAC) | 商務部工業與安全局 (BIS) |
| 立法/法規 | 《2021年國防授權法案》第1260H條款 | 特別指定國民名單 (OFAC) 第13959 號和第14032 號行政命令 | 《美國出口管理條例》(EAR) 第744.21和744.22 條款 |
| 影響 | 2026 年 6 月 30 日起，國防部不得直接從清單中的公司採購 | 美國投資者不得購買或持有清單中公司的公開交易證券或與之相關的任何衍生商品 | 這些公司將受到 BIS 嚴格出口管制規定的約束 |



數據解讀

- 川普簽署備忘錄，指示美國外國投資委員會(CFIUS)限制中國在戰略性領域上的投資，包括科技、關鍵基礎設施、醫療、農業、能源及原物料等領域。川普要求訂新規，限制中國等外國競爭對手運用資本、技術。
- 中國亦收緊在美國投資。面對嚴峻關稅戰，中國收緊對中國企業對美國直接投資管控，藉此增加談判籌碼。整體中國持有的美國資產，以央行等官方機構持有的債券為主，尤其中國官方持有的約7,590億美元的美債，會讓美國“投鼠忌器”。
- 監管趨嚴下須留意中概股退市風險。監管方面，除審計趨嚴，重點是協議控制(可變利益實體Variable Interest Entities,VIE)架構。美國關注投資安全，中國則著眼信息和技術安全，而中概股中搭建VIE企業占比超過八成。

2024年底中國對美投資存量行業分布



資料來源：(上)Bloomberg · (下)AEI · 4/10/2025

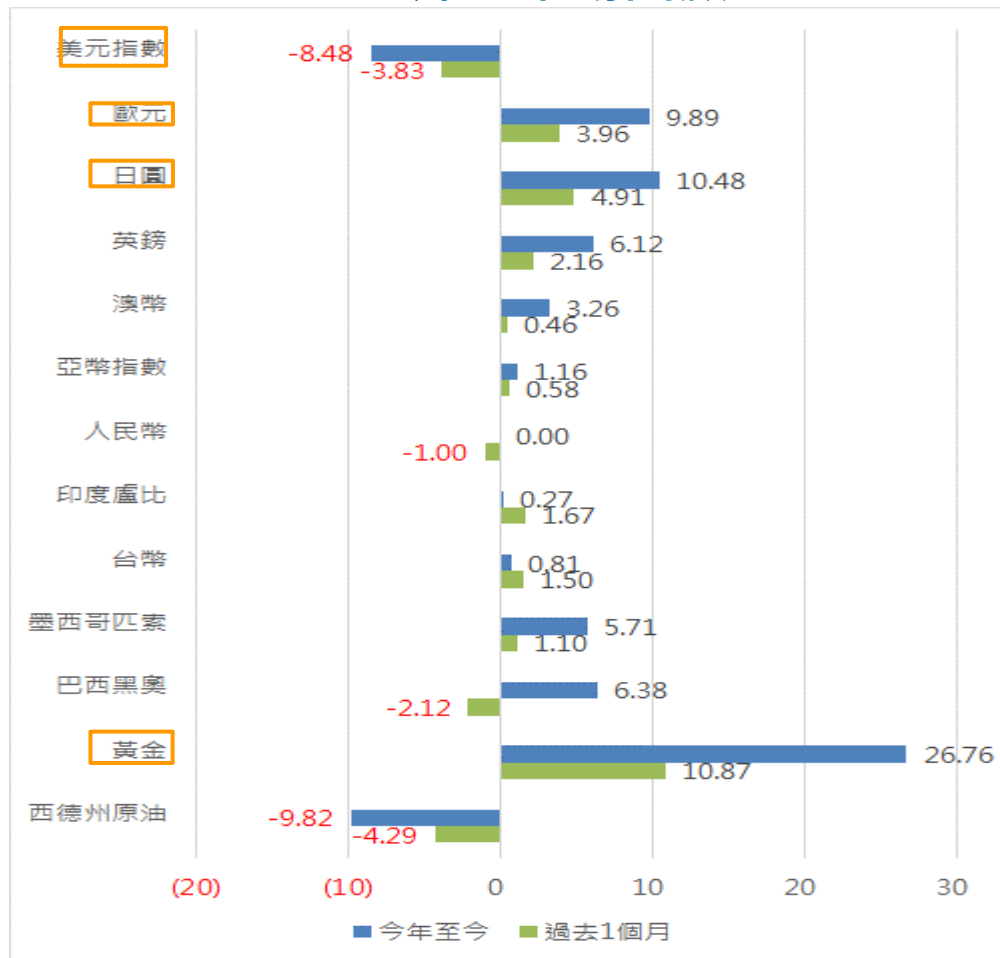
美國蒙塵，美元跌，資金湧向日圓、歐元

外匯市場回顧

單位：%



匯市表現說明

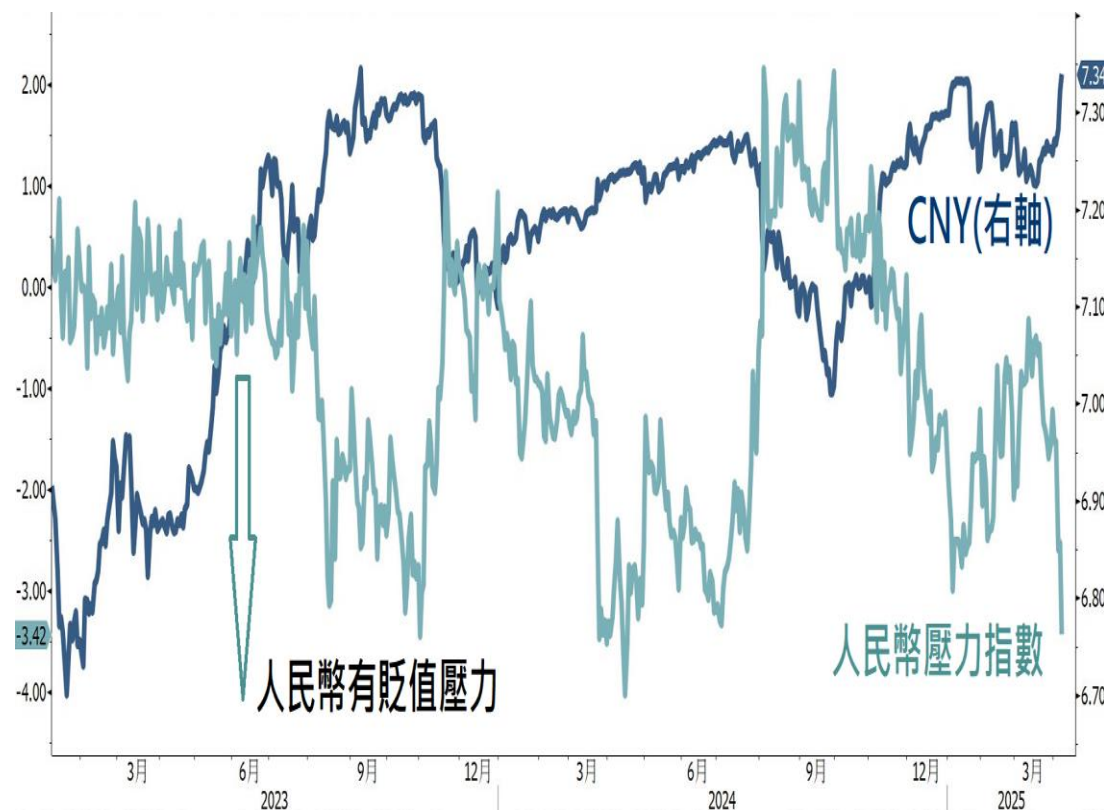


- 美國經濟趨緩風險，日圓、歐元、英鎊相對走強。美元指數持續回落。
- 歐洲央行自去年6月以來已七次降息，惟預期俄烏戰爭有望結束，復以歐元區將擴大財政支出，美元面臨信任危機，歐元暫時成為美元的「替代品」。年初以來，歐元累計上漲近10%。
- 中國面臨美國加徵關稅不利條件，惟人行為避免資金外流釋出穩匯訊號，人民幣小幅走跌。
- 市況持續波動，加上避險屬性和去美元推動黃金繼續受追捧，金價漲至新高，並首次升破3,300美元關卡。

資料來源：Bloomberg · 4/18/2025

人行允許人民幣貶值，但不會放任暴跌

人民幣壓力指數顯示出貶值壓力



資料來源：Bloomberg · 4/9/2025

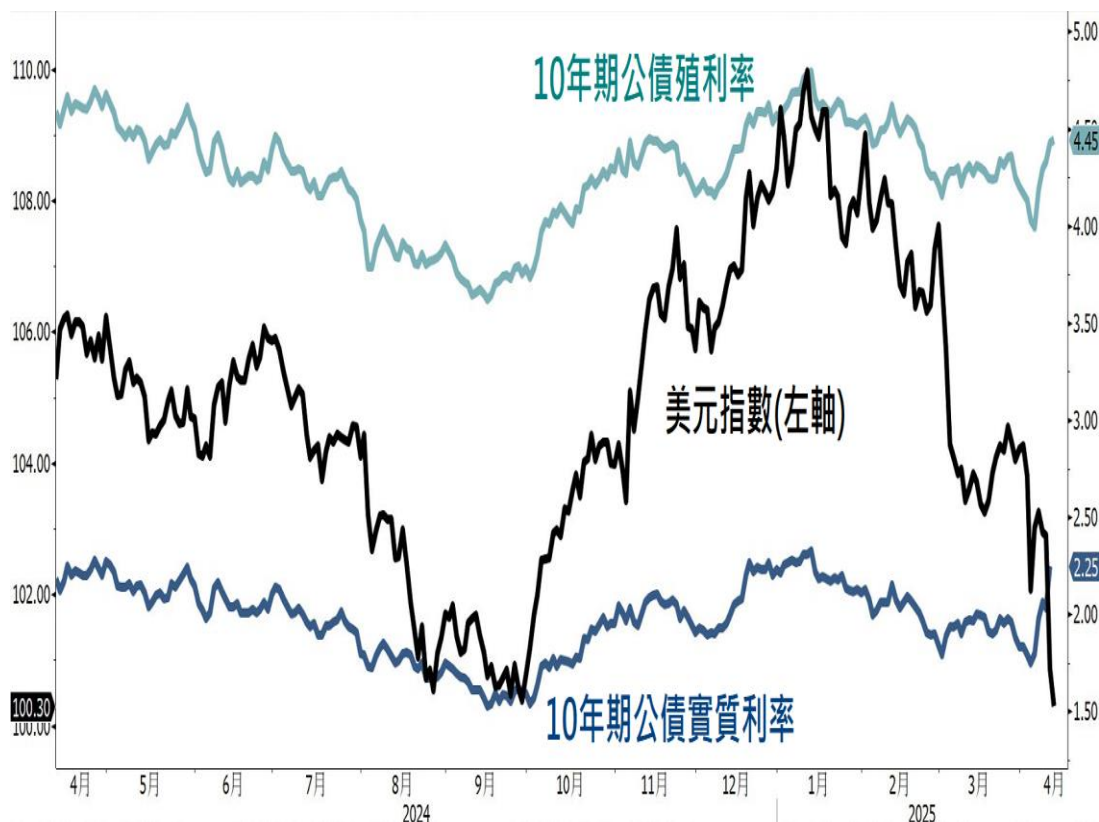


圖表解讀

- 中國人行略微放鬆對貨幣的控制，企圖抵銷全球貿易戰加劇對出口造成的打擊。
- 2018至2019年第一次中美貿易戰時的經驗顯示，人行可能允許人民幣貶值，以化解關稅壓力。2018年4月至10月期間，人民幣匯率中間價從6.30降至7.00左右，累計調貶11%。人民幣貶值有助增加出口企業匯兌收益，不少中國企業按中間價計算匯兌損益。
- 目前狀況與2018年不同，人民幣匯率比當時更弱，人行擔心金融穩定和信心受影響，推估人民幣大幅貶值可能性不大。3月人大會議重申保持人民幣匯率在合理均衡基本穩定。

美債實際殖利率仍高，卻難阻止美元急跌

美債實際殖利率仍高



資料來源：Bloomberg · 4/11/2025



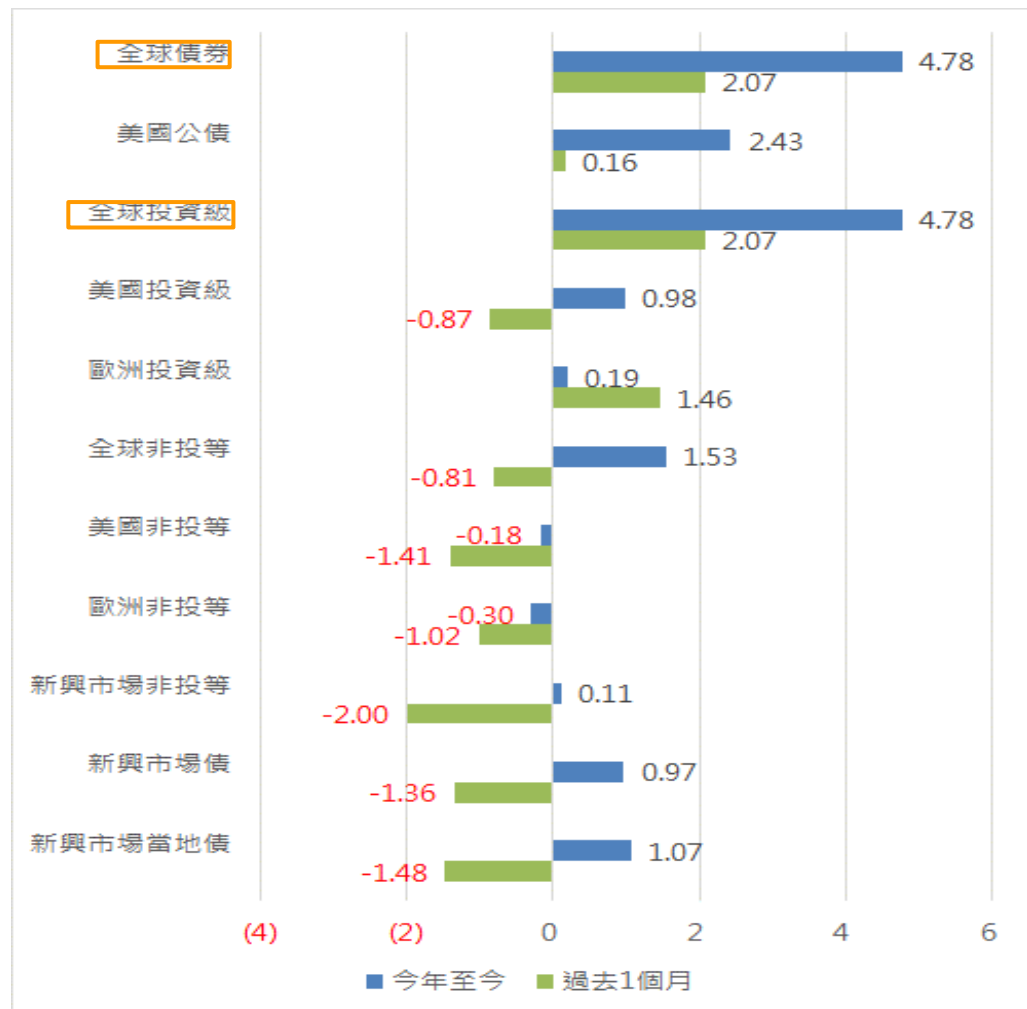
圖表解讀

- 2021年以來美債殖利率節節攀升，尤其是實際殖利率和短端利率，推動美元不斷走強，但關稅戰使全球市場的普遍拋售，市場不指望在日益加劇的貿易戰中會有贏家，美元持續遭到拋售。
- 美債實際殖利率(10年期整體公債殖利率)仍相對較高，可能需要快速降至接近零的水平，才能證明美元未來進一步貶值是合理的。
- 未來美元走勢取決於宏觀經濟前景。若美國經濟衰退擔憂上升，美國公債殖利率將下降，美元也會走弱。

基差交易爆倉引發美債拋售

債券市場回顧

單位：%



債市表現說明

- 美國經濟預期放緩，美元回調，流動性趨緊壓力壓力仍高，10年公債利率處4.0%-4.5%區間上緣，略高於年初以來4.42%均值。4/12當周，美國10年公債殖利率漲49.52個基點，創2001年以來最大單周漲幅。
- 關稅衝擊股市震盪，資金轉往債市。美國公債引領主要債市走揚，避險情緒走高，全球投資等級債近月大漲3.3%。
- 新興歐洲、新興亞洲與美國公債之間的利差均不到90個基點，拉丁美洲雖然利差仍接近300個基點，但已接近過去10年低點水準。利差收斂的空間有限，反而有所擴大，新興市場債單月回跌。

資料來源：Bloomberg，4/18/2025

關稅戰加劇股市波動，投組增債保平安



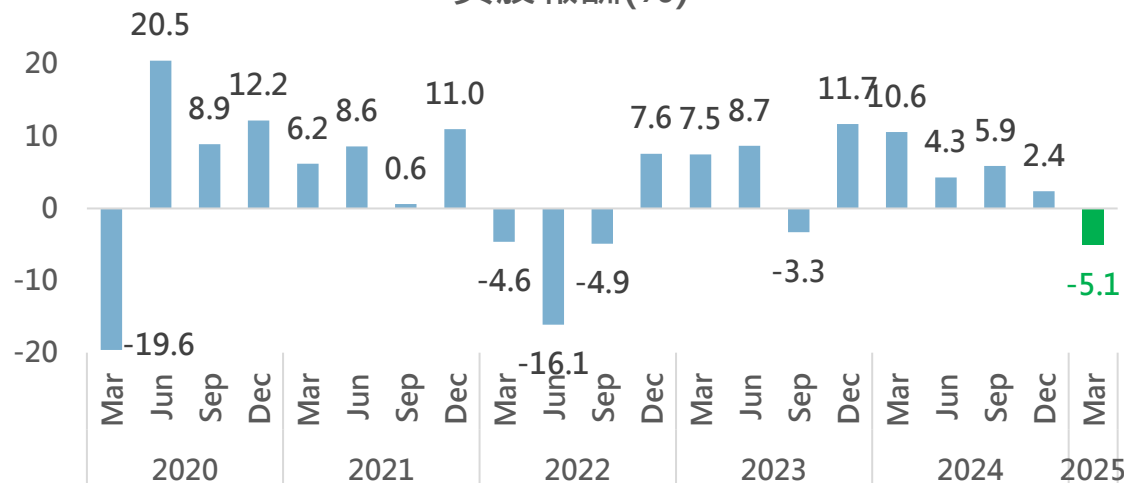
美債1Q表現優於股票



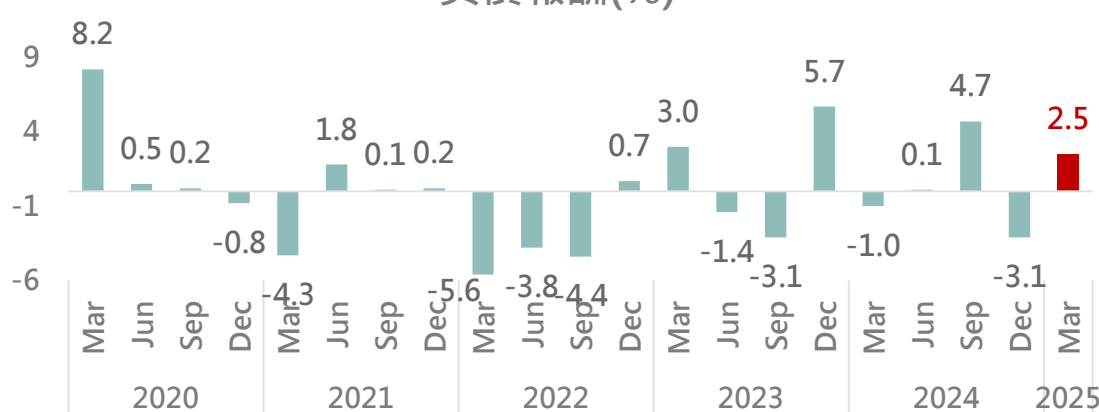
圖表解讀

- 市場對信用風險與經濟前景的擔憂。但短天期美國公債受惠存續期間短、利率敏感性低，波動相對穩定，表現較具防禦性。
- 在近期利率受川普關稅政策影響，今年1Q股票表現劇烈震盪。美元作為避風港的地位發生動搖，但債券相比股票是一個更好的投資選項。
- 美債1Q表現優於股票，漲幅超過2.5%，而標普500指數為下跌約5%。這是自2020年3月疫情爆發以來股市首次在三個月的時間跨度內下跌，而債券上漲。
- 巴克萊3月底調整資產配置觀點，相比全球股票更加青睞債券，這是幾個季度以來的首次，稱政策不確定性對經濟成長構成下行風險。

美股報酬(%)



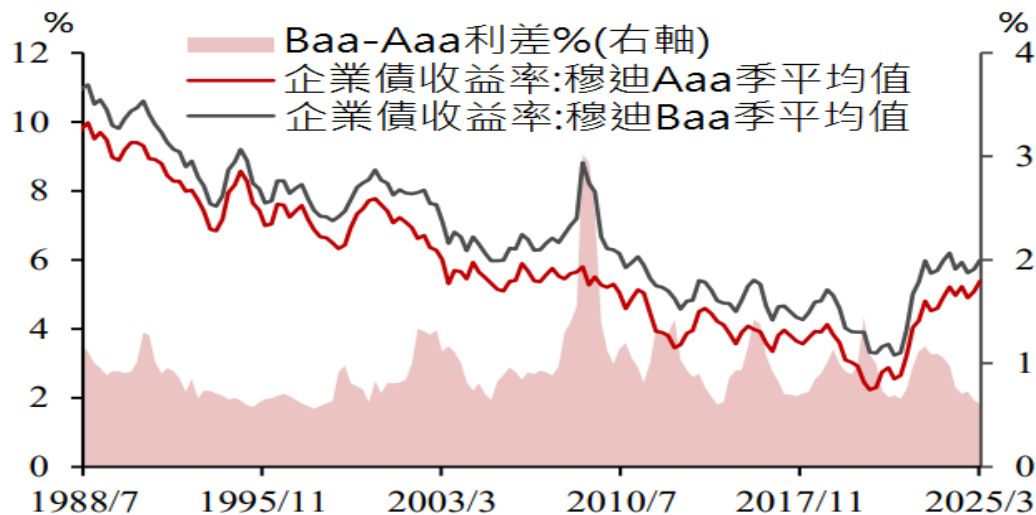
美債報酬(%)



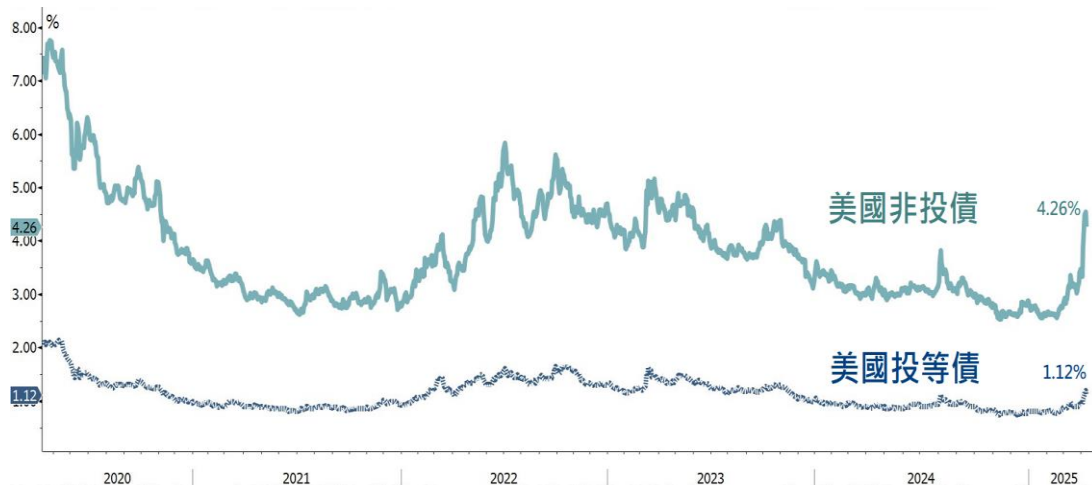
美國企業債利差相對穩定，收益率仍高



美國投等企業債利率上升、但信用利差仍低



美國整體債券利差上升、價格小幅回落



圖表解讀

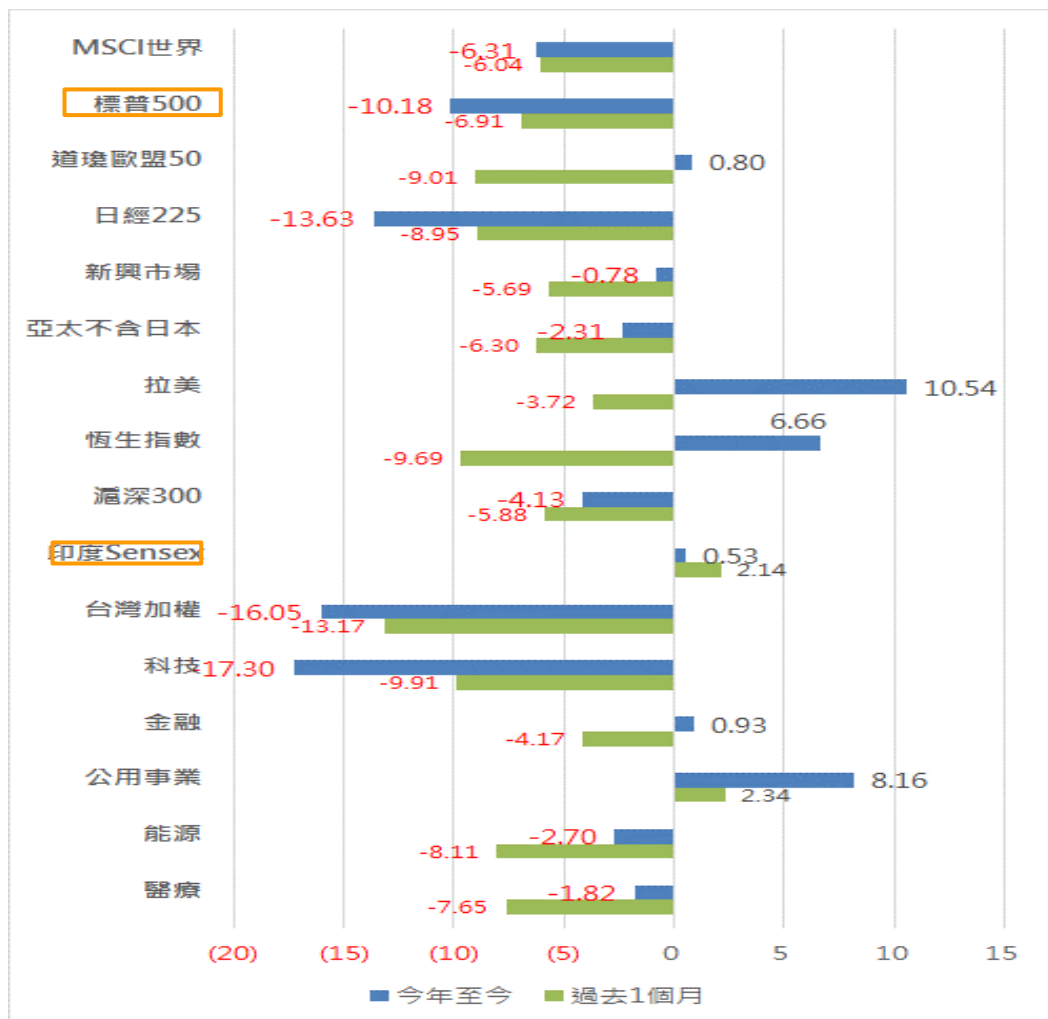
- 在信用債方面，投資方向專注於評價面的考量。投資等級債券及非投資等級債券利差相較歷史位階仍處偏低水位，收益率仍具吸引力。
- 投資級和非投資級債券信用利差自金融海嘯以來低點向上拉升，儘管企業稅前盈利較去年3Q回落，但仍接近歷史高點，支持企業償債能力，信用品質維持穩健。
- 關稅政策影響，美國非投等利差、VIX飆升是流動性風險最顯著的代表。若全球資產延續大跌引發類似2020年3月的流動性衝擊乃至經濟短期衰退，或是Fed救市、川普修正關稅政策的契機。

關稅業力引爆，股市震盪加劇



股票市場回顧

單位：%



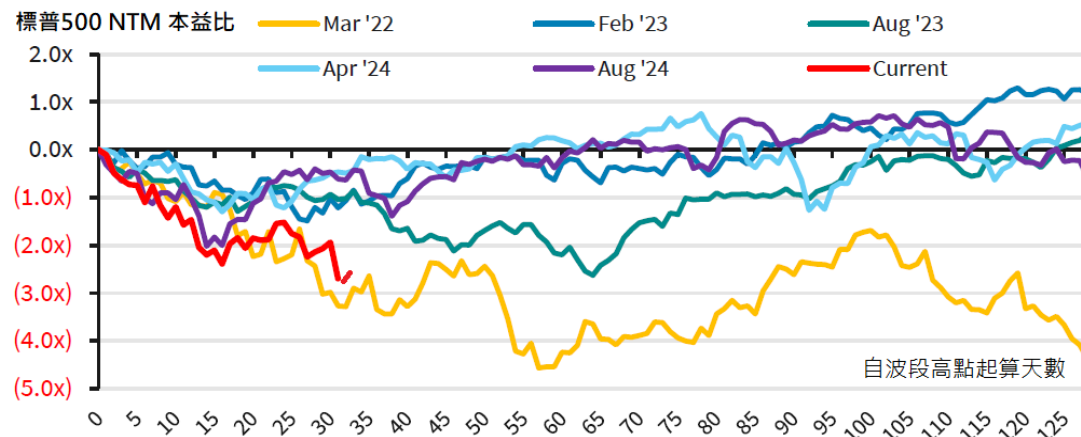
股市表現說明

- 全球關稅戰打亂全球股市節奏，年至今維持正報酬的市場寥寥可數，然關稅戰或有轉圜，暫緩美股恐慌情緒，股市波動度維持高檔。
- 歐洲推出一系列政策利多，加上對等關稅暫緩，歐延後報復，歐股年迄今報酬雖轉負數，但表現仍相對強勢。
- 中美以高關稅互相相害，陸港股近月相對承壓，年初漲勢驚人的港股回調幅度較明顯。
- 印股相對抗跌：印度央行連兩次降息，加上印度企業盈利增長改善，印度Nifty 50指數今年迄今下跌約5.3%。

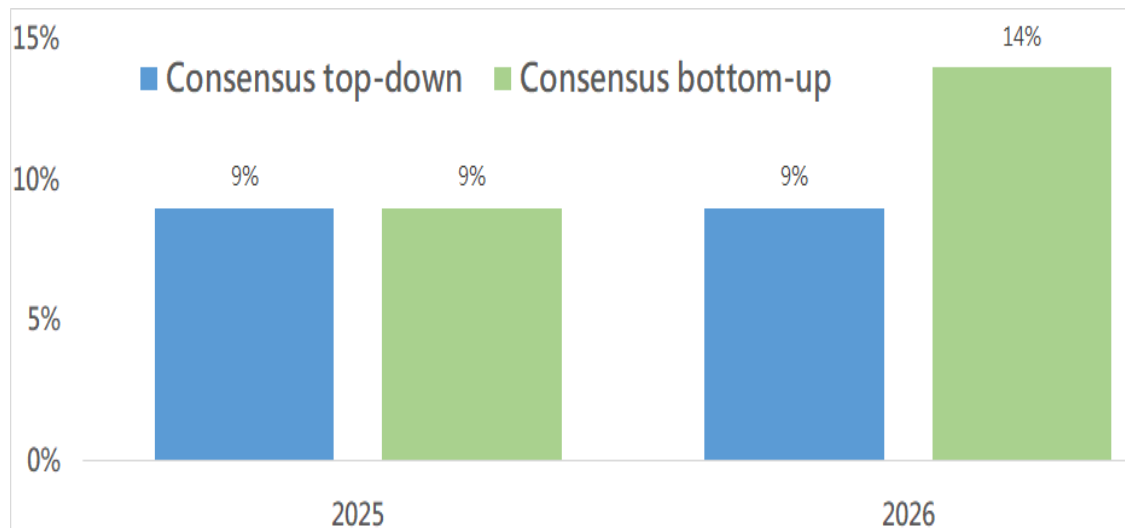
資料來源：Bloomberg，MSCI Index，4/18/2025

美股跌勢急又快，反彈仍看川普臉色

美股回調幅度為2022年以來最快、最劇烈



美股企業明年兩年獲利仍穩定成長



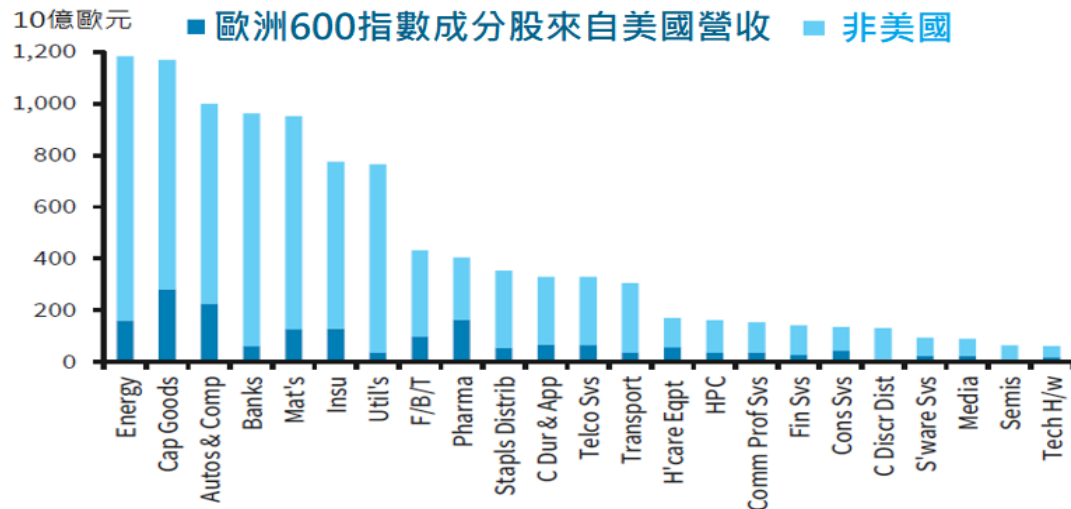
資料來源：Bloomberg · 4/7/2025

圖表解讀

- 短期美國經濟仍顯韌性，但高利率環境與川普削減赤字、弱美元和製造業回流的政策目標相悖離。聯準會面臨降息壓力，“軟著陸”仍在，衰退機率微升。
- 20倍的NTM P/E 是標普500指數的關鍵支撐估值(指數的兩年中位數本益比)。1月中旬，華爾街仍預估2025年EPS接近273美元，目前(4/7)小幅滑落至略低於270美元，其中超過1/3的下修是自3/10日以來進行的。
- 川普政策激進且反覆導致資產價格明顯偏離首任期軌跡，市場擔憂關稅帶來通膨壓力、財政風險及企業獲利衝擊。經濟軟著陸仍是選項，惟美股波動風險仍存，明確反彈仍需看川普臉色，宜逢回檔再進場。

對等關稅衝擊歐股，但整體風險可控

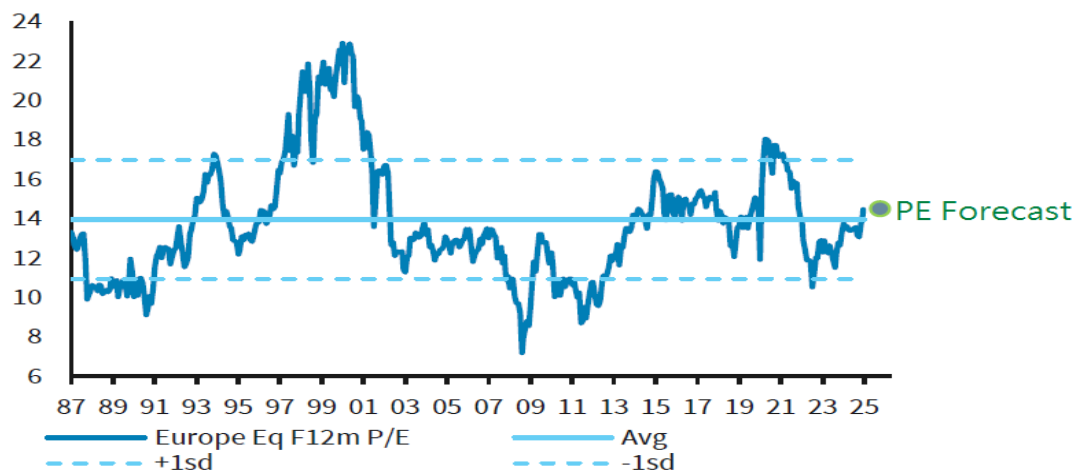
SXXP類股，美國與非美國營收



圖表解讀

- 對等關稅實施，最壞情況下對整體歐股獲利將有負面影響。然而，對歐洲大部分股票市場而言，這仍然是可控的。美國商品銷售額在STOXX 600指數成分股分公司的營收中所佔比重很小（12%），這意味著對營收的直接影響有限。製藥、日用品和汽車是美國營收佔比最高的主要商品產業。
- 關稅確實為許多公司帶來了不確定性。因此，儘管部分關稅風險可能已被計價，但在問題解決之前，歐股波動性可能仍高，短線可能限制歐股上行空間。
- 如果關稅風險降低，歐盟財政支出及經濟穩步回升，可能最終推動本益比進一步上升。

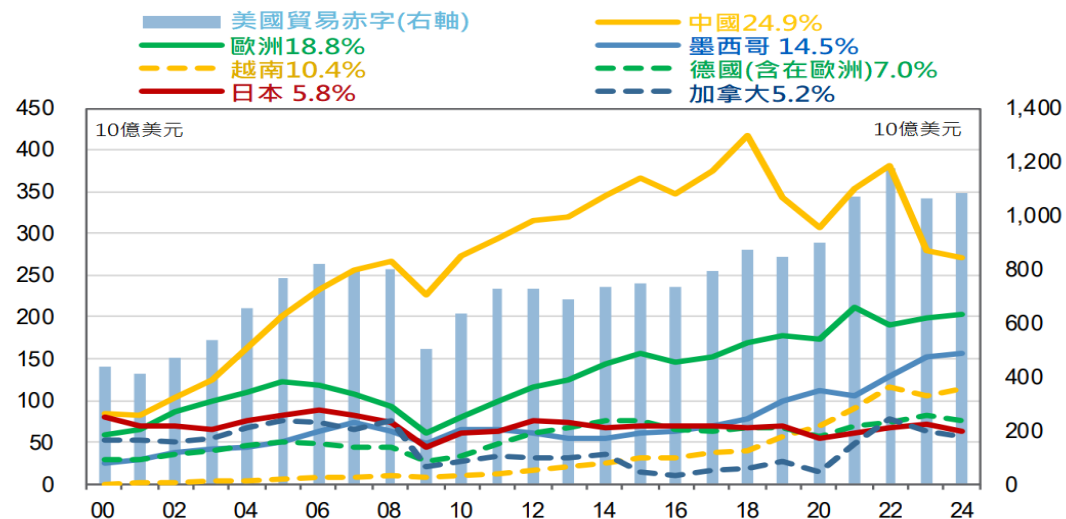
歐股本益比仍有推升空間



資料來源：(上)FactSet · (下)Bloomberg · 3/25/2025

日股從Underperform 到 Outperform

日本面對的關稅負面影響小於其他國家



美日兩國有效關稅稅率（對等關稅前）

| 商品 | 美輸往日 | 日輸往美 |
|------|--------|-------------|
| 稻米 | 204.3% | 6.1% |
| 穀類 | 7.1% | 0% |
| 糖 | 1.3% | 10.4% |
| 肉類 | 23.3% | 4.7% |
| 乳製品 | 7.8% | 17.9% |
| 汽車 | 3.2% | 1.9%(->25%) |
| 整體平均 | 3.2% | 1.4% |

資料來源：Bloomberg，3/27/2025

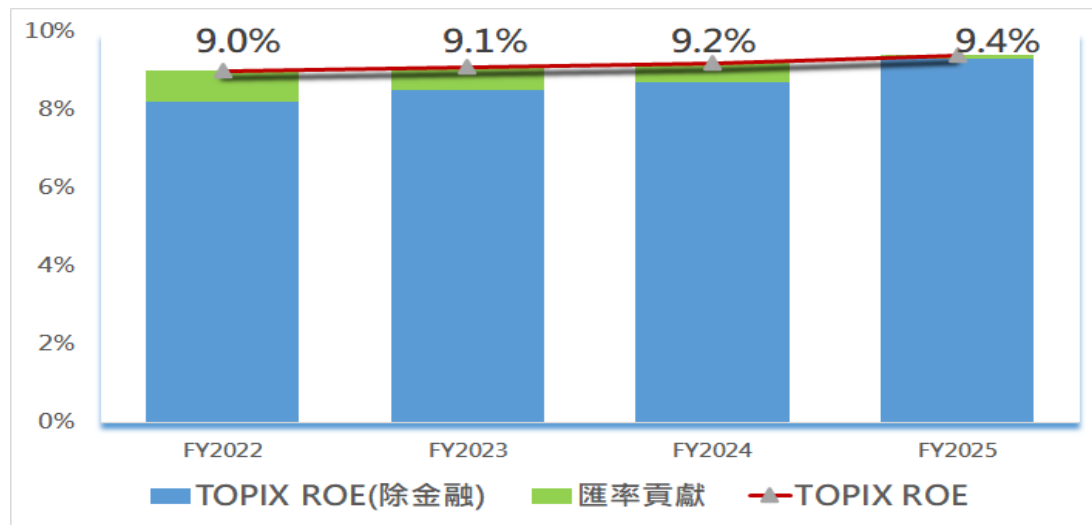


圖表解讀

- 年初至今表現不佳的原因:
 1. 川普2.0政策的不確定性（美國衰退的可能性增加及對日本的影響）
 2. 國內經濟復甦滯後
 3. 利率上升和日圓升值前景
 4. 缺乏企業改革的催化劑
- 力爭超越:
 1. 美國關稅負面影響小於其他國家，負面影響可能集中在汽車領域，但對GDP影響有限
 2. 通膨和薪資上漲趨於平穩，消費擴張，經濟意外轉好（通膨高峰和消費者支出在第一季觸底）
 4. 企業改革旺季到來（4-5月全年業績發布）
- 產業配置:
 1. 可留意金融服務、遊戲、IT服務、國防和核電等
 2. 避開受川普2.0影響的產業，例如汽車、製藥等。

美國賦予對日談判優先地位，給日股希望

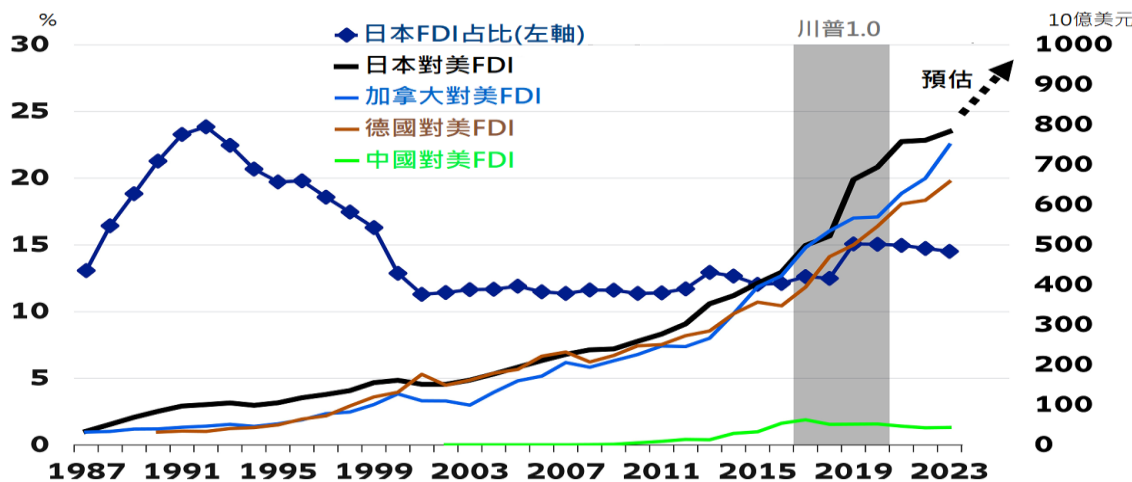
東證指數ROE持續揚升



圖表解讀

- 本輪日銀貨幣正常化使金融相關行業受惠，加上企業獲利穩定提升、小額投資免稅(NISA)新制，及證交所推動的基本面改革等利多，將與資金行情引發共振。
- 日企響應治理改革，已按照要求提供改善P/B與ROE計劃，預估今年東證成分股ROE將自去年的9.2%再升至9.4%。石破茂也正考慮發放現金給國民，目前考慮的方案為全民普發4萬至5萬日圓，進一步刺激消費。
- 石破茂與川普間的率先通話，對短線處在困境中的日股是積極信號。財長貝森特表示，日本將在各貿易夥伴中「獲得優先權」。麥格理集團看好日本股市，2025年底將東證指數目標定為 3,200 點。

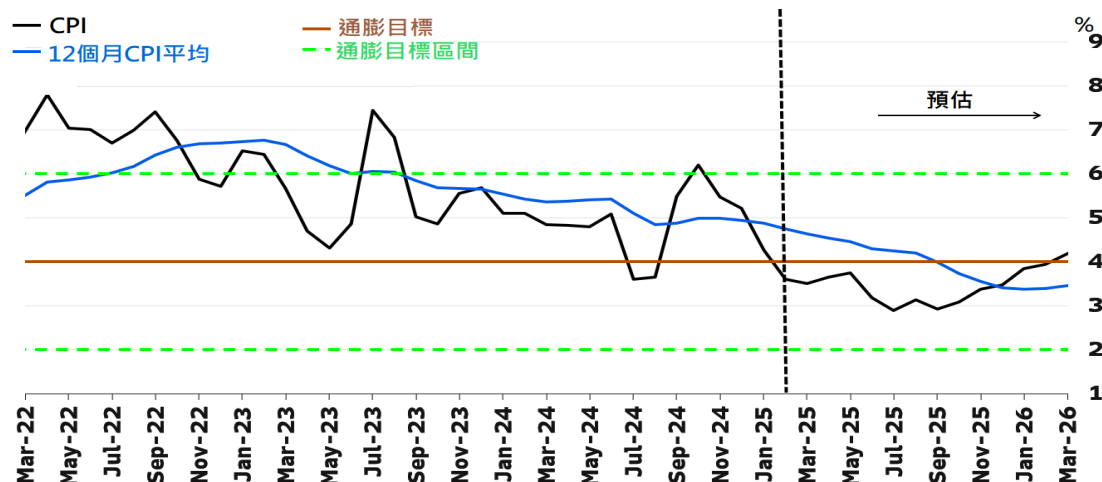
日本是美國最大的外國直接投資國



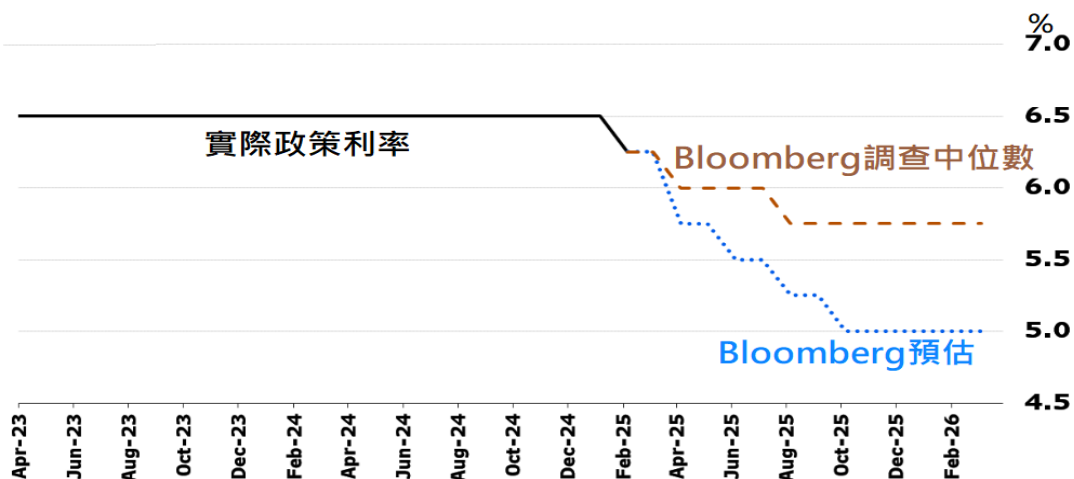
資料來源：Bloomberg，4/8/2025

印度通膨獲控制，再度降息撐經濟

印度通膨率及預估



印度政策利率及預估



資料來源：Bloomberg · 3/31/2025

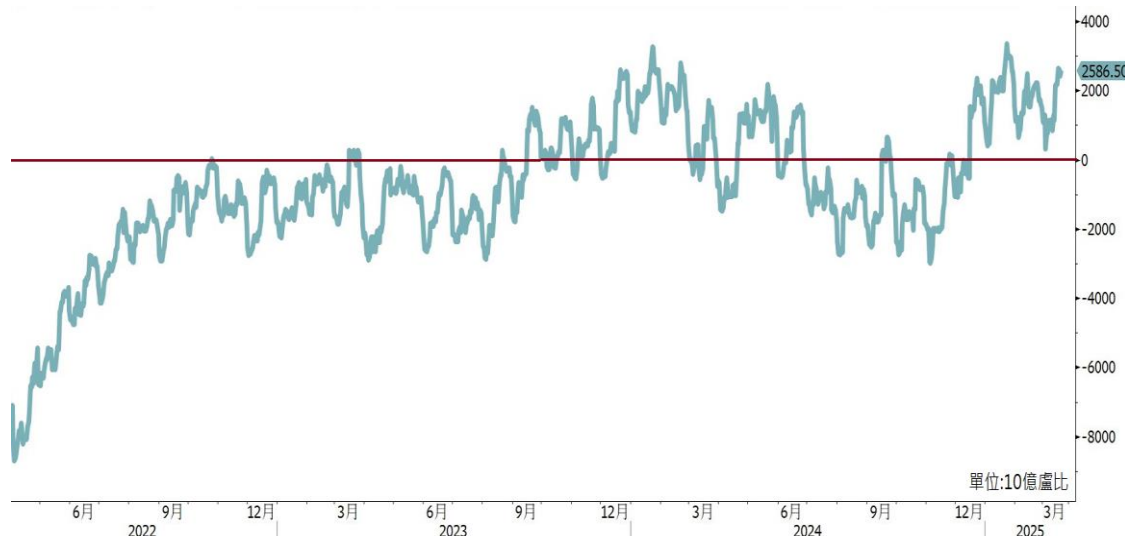


圖表解讀

- 印度2月CPI年增率為3.61%，低於1月份的4.31%，為7個月以來最低。自2024年8月首次低於印度央行設定之中期目標4%，CPI持續穩定落於容許區間2%~6%，顯示通膨獲得控制。
- 以最新的3.6%通膨率和6.0%政策利率計算，實際利率為2.40%。通膨率已從10月的6.2%大幅下降，儘管再度降息，但實際利率仍穩定上升。印度央行內部研究估計中性實際利率在1.4%至1.9%間，而貨幣政策委員會的前成員估計該利率較低，為1%至1.5%。
- 從前瞻性角度來看，實際利率仍處於高位。由於印度央行預計將把2026財年的通膨預期下調至4%以下，目前的政策利率意味著實際利率至少為2.25%。從所有指標來看，利率仍然過高，需進一步降息支持經濟。

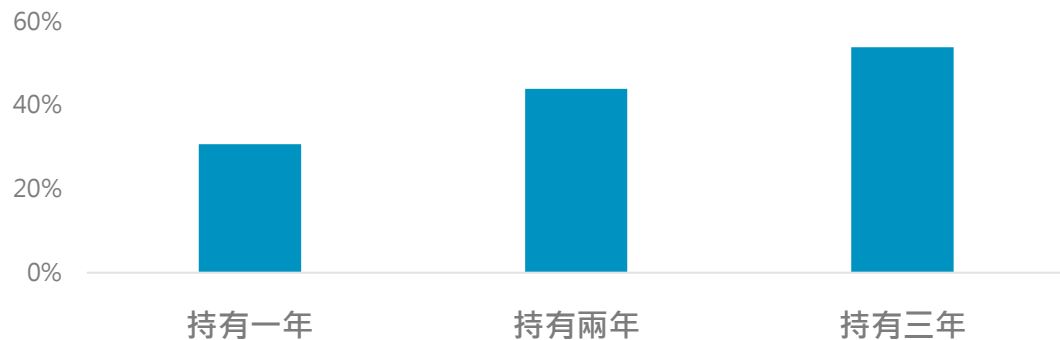
央行提供流動性，印股回檔就是加碼時機

印度銀行體系流動性



印度股市回檔15%後反彈漲幅

印度SENSEX指數報酬率



資料來源：Bloomberg，3/31/2025

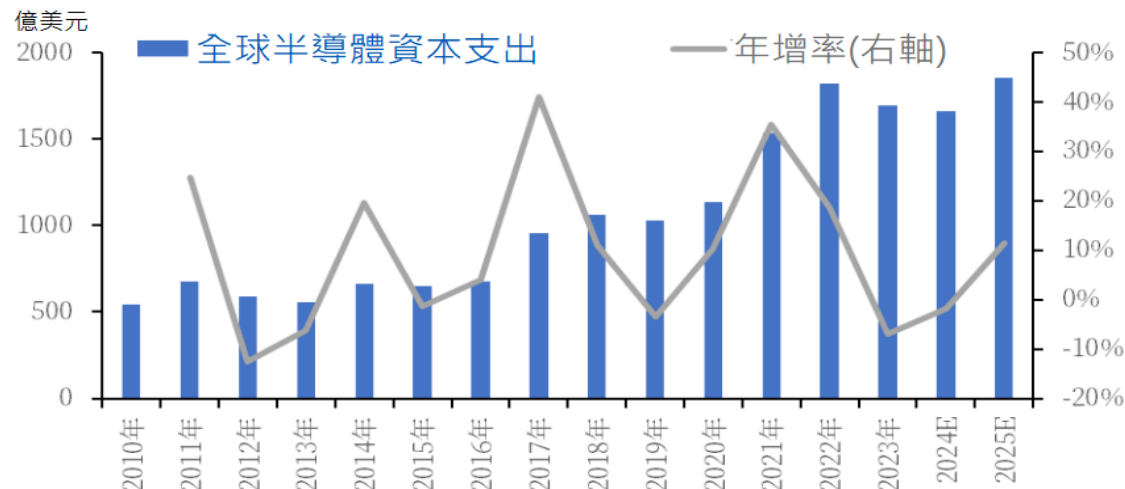


圖表解讀

- 央行總裁馬爾霍特拉將對銀行體系內流動性需要靈活應對。不管銀行體系內有什麼需求，央行都將積極應對、警戒和以敏捷而靈活的方式提供短暫、隔夜乃至更長期的流動性。
- 印度獨特的經濟韌性和強勁的國內驅動力，有利度過關稅衝擊。1月中旬以來，印度央行在外匯市場積極干預，導致流動性急劇下降。為此央行通過公開市場操作，包括債券購買和貨幣互換，向銀行業提供資金。
- 印股去年底開始修正，但印股回檔往往帶來轉機。根據過去45年經驗，印股經歷大幅回檔後，佈局並長期持有1-3年，報酬率可望超過30%，反映印度市場的韌性與長期增長潛力。建議逢短線下跌仍應持續佈局印度市場。

AI+ 重構國家戰略，晶圓廠設備支出破高

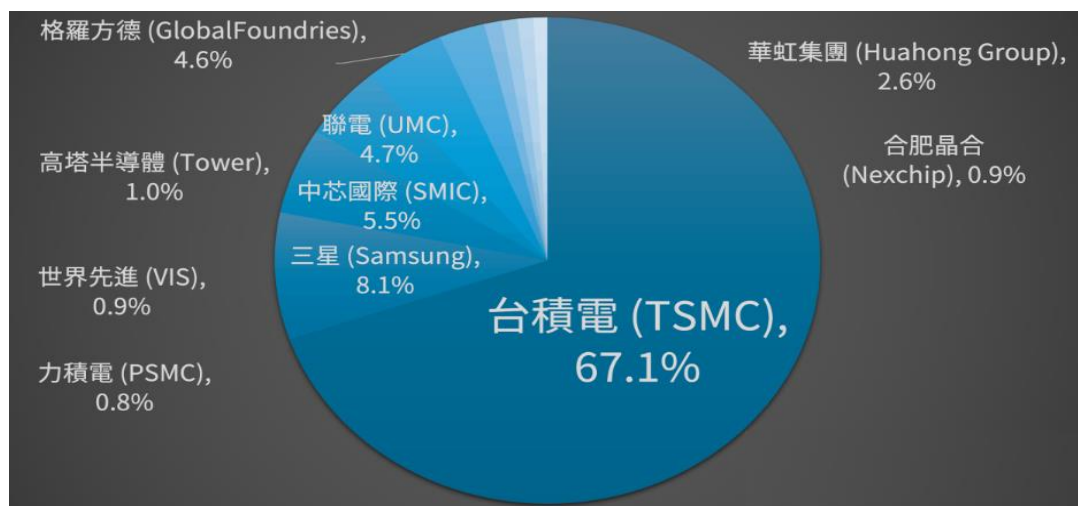
2025年全球半導體資本支出將再飆高



圖表解讀

- 2024年全球半導體業營收年增21%，達到6,559億美元。RCD Strategic及Gartner預計，2025年半導體營收成長率分別為16%和13.8%。2025年半導體資本支出由台積電*及美光*領軍，金額將再破歷史新高。
- 去年全球12吋晶圓廠設備支出年增4%，SEMI預期2025年晶圓廠設備支出將會突破1,100億美元，原因在資料中心、邊緣AI晶片以及HPC和記憶體類別支援資料中心擴展需求帶動。
- 各國積極重構國家安全戰略，2024年Q4全球晶圓代工市場持續成長，前十大代工廠總營收達384.8億美元，季增9.9%，再創歷史新高。格羅方德*與聯電*若合併，市占加總為9.3%，將超過三星*、中芯*躍升第二大晶圓代工廠，但距離7成市占的台積電，仍有一大段距離。

2024年Q4全球晶圓代工市場市佔

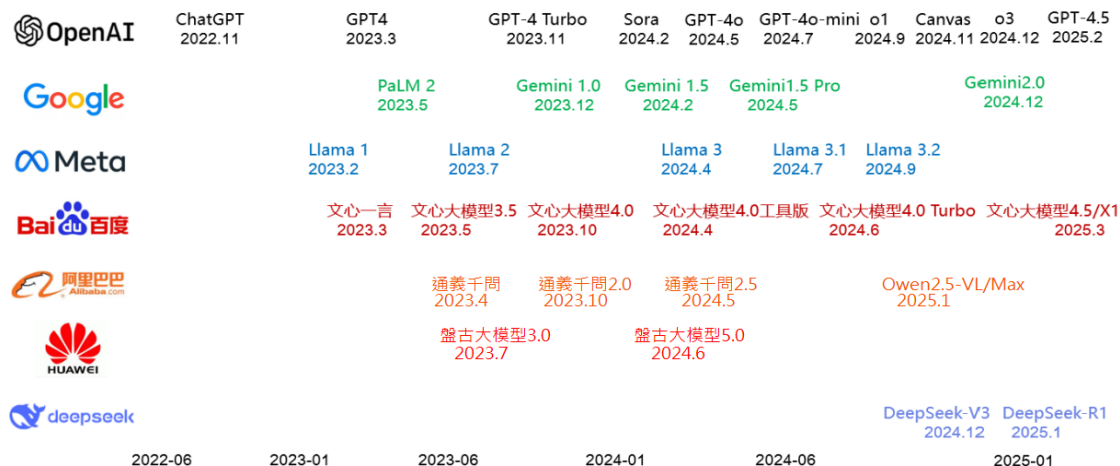


*僅為市場說明，非為個股推薦

資料來源：(上)Bloomberg，(下)集邦科技，4/11/2025

大模型持續更新，推動全球算力需求成長

全球部分科技企業發布大模型產品情況

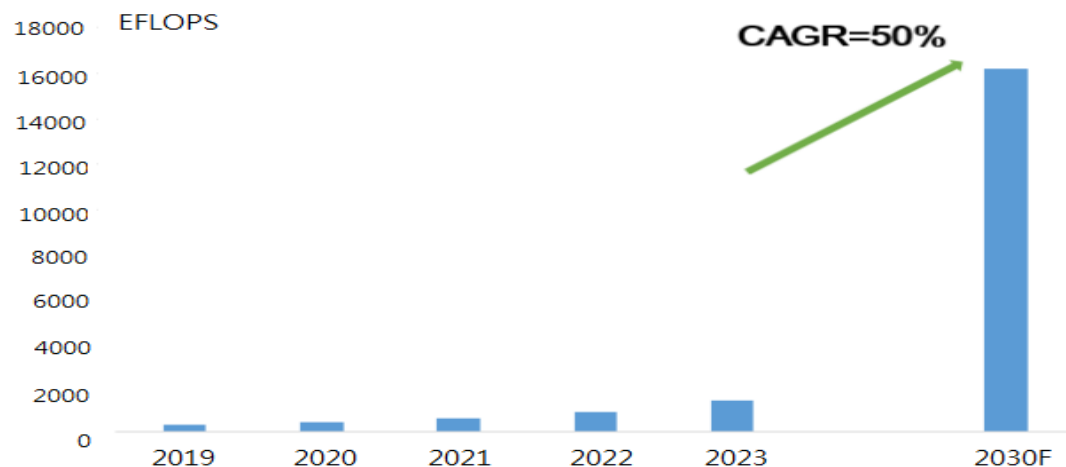


圖表解讀

- ChatGPT熱潮引發全球科技企業加速更新AI大模型，象徵自然語言處理和對話AI領域的一大步。ChatGPT熱潮引發全球科技企業加速布局，谷歌*、Meta*、阿里巴巴*、華為*、DeepSeek等科技企業隨後相繼推出AI大模型產品，並持續疊代升級。
- 全球AI算力持續提升，因輝達*與超微*等AI晶片廠商紛紛推出加速器，加上一些新興勢力開始製造晶片，其中大語言模型最愛使用輝達晶片。
- 輝達*在GTC大會上發表多項重要產品與技術，涵蓋AI伺服器、個人電腦、車用與機器人應用。AI運算需求將大幅提升，未來算力需求預計將倍數成長。輝達*預估2028年全球資料中心的資本支出將超過1兆美元，進一步凸顯AI基礎建設的長期成長動能。

*僅為市場說明，非為個股推薦

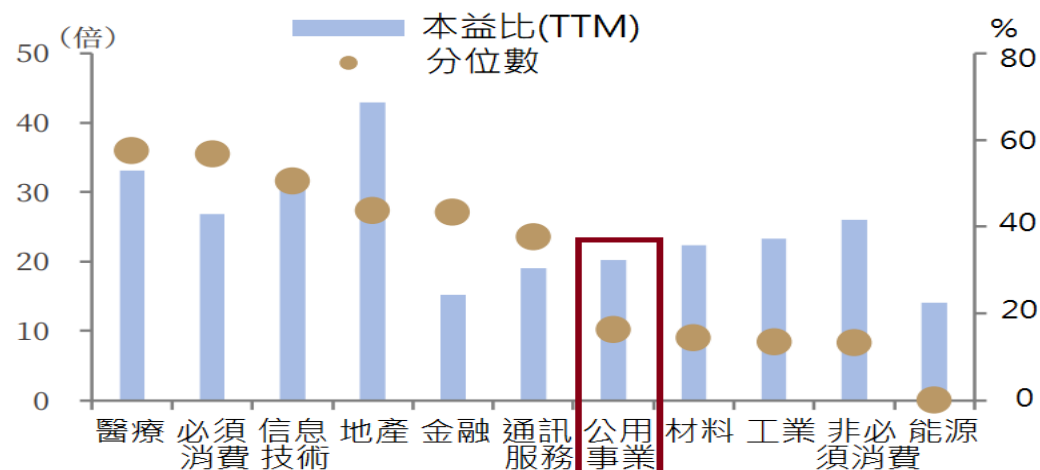
2019-2030年全球算力規模及預估



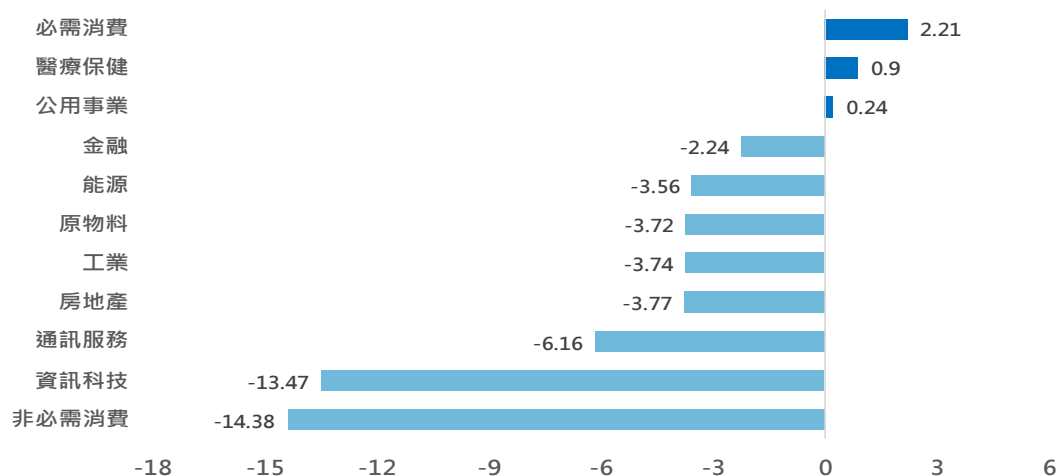
資料來源: Bloomberg · 4/7/2025

AI延燒，公用事業需求增

公用事業本益比位於歷史低位階



標普公用事業類股今年來表現突出



圖表解讀

- 隨著資料中心的需求激增，科技公司愈加在意穩定且大量的電力來源。亞馬遜*、Google*和Meta*等公司皆意識到，僅靠太陽能、風力發電等再生能源，無法滿足公司對穩定電力的需求，核能是不受天氣影響的穩定能源，是最佳的選項。
- 美國過去數十年間的電力需求幾乎持平，但現在大客戶如工業製造和數據中心對電力的需求顯著增加。以數據中心為例，其耗電量可能是數年前大型製造設施的數倍。
- 近期的震盪走勢已使得各主要指數大幅回檔，防禦性產業守穩行情，包括：公用事業、醫療保健等類股今年勉力維持上揚。其中公用事業本益比落在20年來19百分位數，估值便宜，具有向上拉升空間。

機會市場亮點



Opportunities ahead



| 資產別 | 市場 | 亮點 |
|------|-------|--|
| 股票市場 | 歐洲 | 歐洲製造復興因財政擴張與國防支出大增得到激勵，經濟前景有望得到改善，歐股有望維持強勢。 |
| | 日本 | 預估日本企業投資將穩健成長；勞工春鬥談判後薪資上漲可期，有利民間消費溫和擴張，2025年GDP將回歸正增長，利率逐步正常化，看好日本銀行及消費等內需類股投資機會。 |
| | 印度 | 印度官方擬調降美國商品進口關稅，爭取關稅豁免。內需經濟穩健擴張，3月製造、服務業PMI分別達58.1與58.5。RBI將貨幣政策立場從「中性」調整為「寬鬆」，暗示未來可能進一步降息。 |
| | 科技 | 大型科技公司股價雖回檔，但2025年Q1預估盈餘年增16.1%，關注財報季獲利調整及業績指引。 |
| | 公用事業 | 不受景氣影響的剛性需求，公用事業類股具備良好的防禦功能。川普推動煤炭產業鏈復興，並將其與AI和製造業等未來增長結合，將增加電力供應、降低成本、增強電網穩定性，利多公用事業類股。 |
| 債券市場 | 健護醫療 | 醫療是AI技術重要應用方向，有效提高效率、降低成本。藥品是對等關稅列為豁免品類，受影響品類僅耗材、醫療設備及零部件等，諾華未來五年將在美國投資230億美元，以確保在美國市場的關鍵藥品均在本土生產，重點看好AI製藥及醫療服務。 |
| | 金融投等債 | 關稅戰越演越烈，經濟衰退的可能性增加，近期在資產配置上應以高評級債券為重，而其中債種又以金融、消費等具有內需支撐及防禦特性的產業類別較為抗跌。 |
| | 通訊投等債 | 電信產業為防禦性產業，產業的營運受到經濟景氣波動影響較低，同時有穩定現金流。 |

其他金融市場評論



| 資產別 | 市場 | 評論 |
|------|------|---|
| 股票市場 | 台灣 | 台灣3月份出口與進口數據皆優於市場預期，1Q25提前拉貨的需求透支，景氣在2Q25有降至綠燈壓力，若川普關稅戰未有轉寰餘地，2-3季景氣有下滑風險。台股大跌後，仍建議可分批低接。 |
| | 美國 | 關稅政策引發美股大幅波動，企業和消費者承擔成本，弱化需求和就業需求，過去財富累積效果受限。民眾謹慎消費，避免債務衝擊未來消費，預期未來美國民間消費維持小幅增長，但幅度減弱。 |
| | 中國 | 美中邁入關稅角力惡性競逐階段，中國成為本次唯一遭美國提高關稅國家，經濟不確定性增加的背景下，中國經濟將依靠內需市場撐盤，但預計本輪A股受關稅政策調整的幅度不會特別大。 |
| | 工業 | 關稅措施引發貿易戰風險將會壓抑工業生產，3月ISM製造業指數今年首見萎縮，為工業股帶來壓力。 |
| | 消費 | 對等關稅政策引發市場劇烈波動，非必須消費高估值股票明顯修正。 |
| | 金融 | 受益美股持續上漲及降息推動，資本市場為金融股盈利主要支撐。大型銀行體質相對健全，川普將鬆綁監管有利後市。整體仍期待金融監管鬆綁，但2025年Q1預估盈餘年增僅1.5%。 |
| | 房地產 | 美國房價仍高，住房負擔能力較弱，期望高利率拖累減弱，目前預估25Q1地產股獲利年減0.4%。 |
| 債券市場 | 能源 | 油價下行空間仍然受到持續的美元賣盤的支撐。投資者評估美國貿易政策的突然轉向，原油延續震盪走勢。中國原油消費量或已見底反彈，預示石油需求可能重新走強。 |
| | 美國公債 | 市場已大幅下調對未來降息幅度的預期並開始反映通膨偏高的可能性，川普政策為美國經濟帶來不確定性，衰退預期升溫將使資金湧入美國公債避險。 |
| | 非投等債 | 美國非投資等級債券在年初利差收窄，後略擴大至約280個基點，非投等債在股災時，表現相對差。 |
| | 新興市場 | 盡管利差具吸引力，但新興市場可能因關稅及匯率兩大因素衝擊導致波動加劇，短線保守看待。 |



警語

本研究報告由台北富邦商業銀行（下稱「本行」，兼營證券投資顧問業務核准字號：101年金管證投字第1010035571號）所提供，所載資料僅供參考用途，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何有價證券或金融商品。有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標、財務狀況及需求，個人之投資決策仍需自行判斷並承擔風險。本研究報告所載資料乃公開資訊或係來自本行相信為可靠及準確之資料來源，並秉持誠信原則所提供，惟本行不保證其正確性、即時性及完整性。本研究報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。任何人不得以因信賴該等資料做出投資決策為由，向本行主張任何權利。未經本行授權，禁止以任何形式引用、抄襲、重製或轉寄本研究報告。