



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

空襲警報，防禦股抗跌

Seeking Shelter

2025年4月11日



01 本週焦點圖表

川普政策髮夾彎，
聯準會可能扮演救世主？



02 市場回顧

關稅衝突短期難解，
股市波動依舊劇烈



03 熱門議題

美中關稅戰升級，
全球通膨風暴恐再度壟罩



04 投資焦點

關稅極限施壓，股災來臨，
防禦股相對抗跌



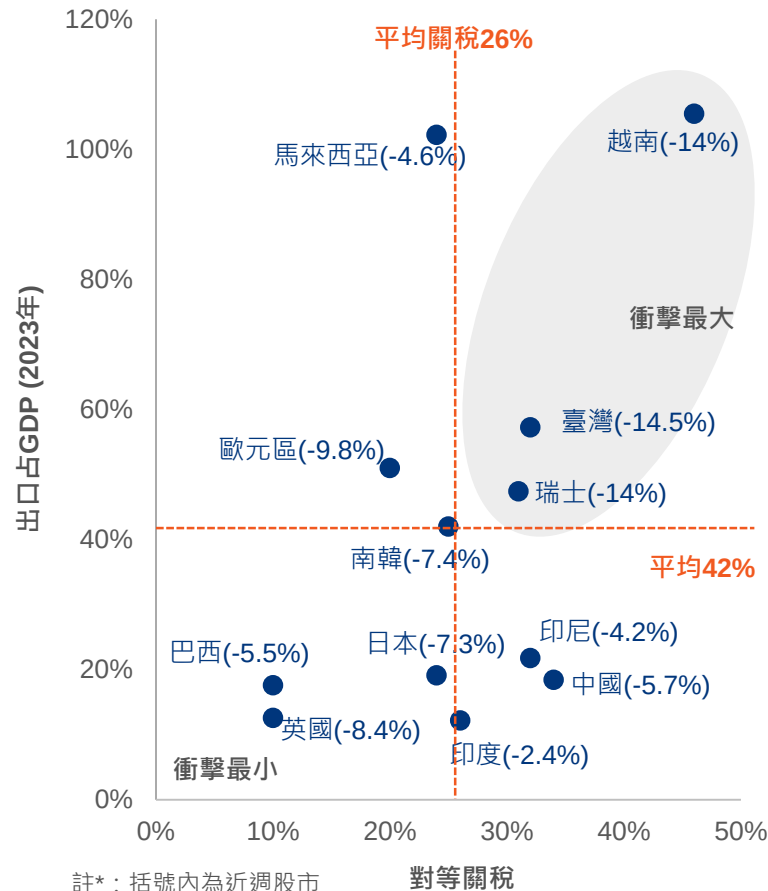
本週焦點圖表

川普政策髮夾彎，聯準會將扮演救世主？

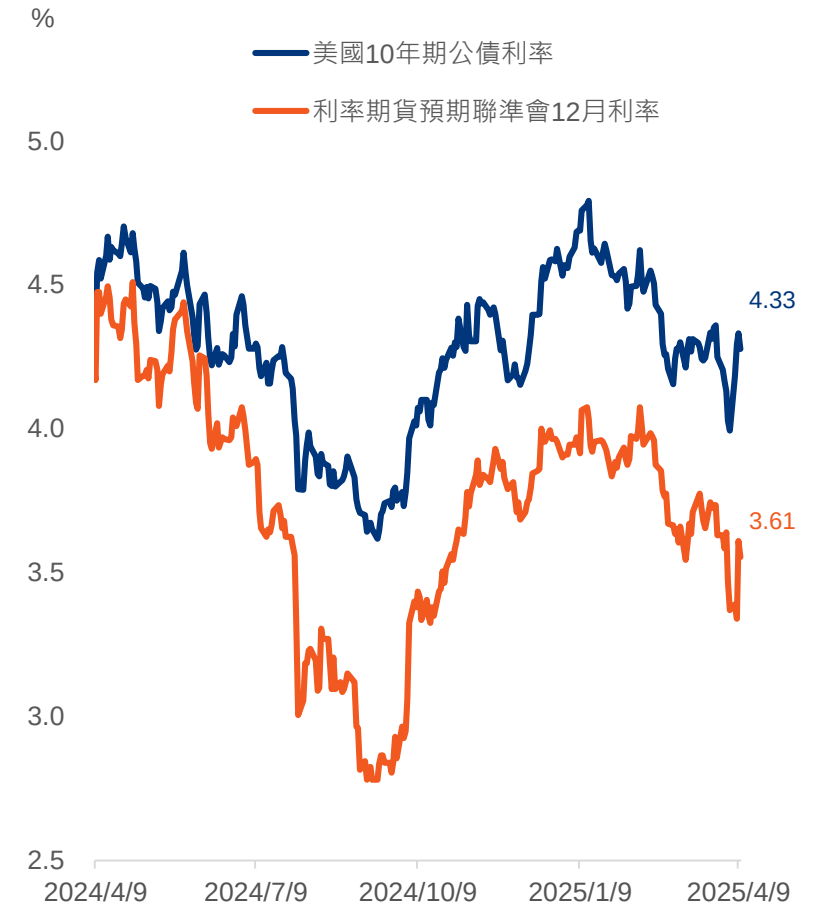
- ▶ 美國對全球主要國家開徵高額對等關稅，但不久政策出現髮夾彎，宣布僅對中國加徵125%的關稅，其它國家延期90天，期間對等關稅大幅降低至10%，加墨符合北美貿易協定的部分商品免徵，帶動全球股市在暴跌數日後，大幅反彈後回落，VIX恐慌指數上衝下洗，風險性資產波動加劇。觀察川普原本公布的對等關稅，主要針對美國貿易逆差國，亞洲市場為大宗，若該國以出口為經濟導向，股市跌幅更重，包括臺灣、越南、瑞士等政策扭轉前，近週跌幅逾10%，後續觀望川普政策與各國反應將持續牽動股市。
- ▶ 美公債殖利率先降後升，股市重挫使市場情緒轉保守觀望，湧入債市避險，市場對年底聯準會降息預期升高，利率期貨顯示可能降息4碼，帶動公債利率下滑。然而在川普政策轉彎後，美債殖利率上彈，預期聯準會將以經濟變化，非股市表現來調整降息幅度，今年首次降息可能於6月，投資以分散配置角度，逢殖利率上彈時增持債券部位。

資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理。

關稅越高的出口經濟體，股市跌幅越明顯



市場預期聯準會今年降息幅度增加，帶動公債殖利率



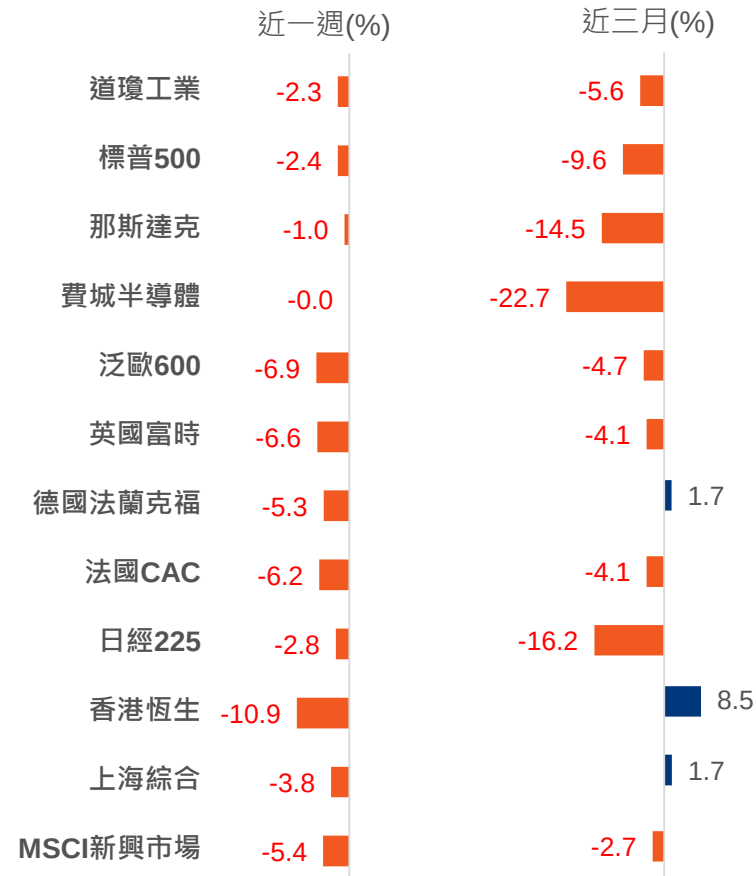
市場回顧

美中關稅衝突短期難解，股市波動依舊

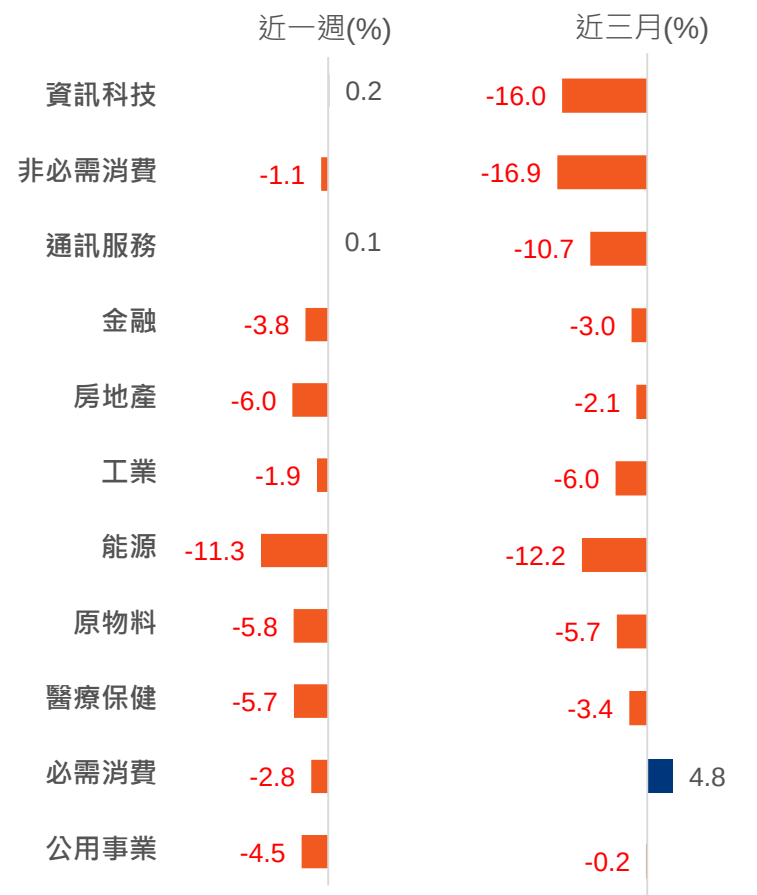
- 美國總統川普原在4月2日宣布對全球主要國家課徵高額關稅，但在4月9日突然宣布暫緩90天，將多數國家的對等關稅降至10%，僅利用行政命令將中國進口關稅從原本的84%提高至125%，加上之前對中國加徵的20%，總計對中國徵收的進口關稅累計達145%。貿易政策髮夾彎加上不確定性仍未消散，使美股暴漲暴跌。市場預期關稅暫緩，雖能紓解短期壓力，但美國因關稅調整使經濟成長趨緩、通膨增溫，企業展望保守，預期美股仍有修正風險。
- 市場對全球供應鏈和成本上升擔憂，增添景氣可能步入衰退疑慮，股市回檔賣壓沉重，西德州油價通過爆跌7.3%，拖累能源股表現，原物料股同步下跌，金融股表現疲弱。週五美國企業即將公布第一季財報，包括摩根大通、摩根士丹利、富國銀行將率先公布，市場借此觀察在川普貿易政策干擾下，對企業獲利與展望的影響，預期美中關稅衝突短期難解，股市波動依舊。

資料來源：Bloomberg，2025年4月11日

各地區指數表現(%)



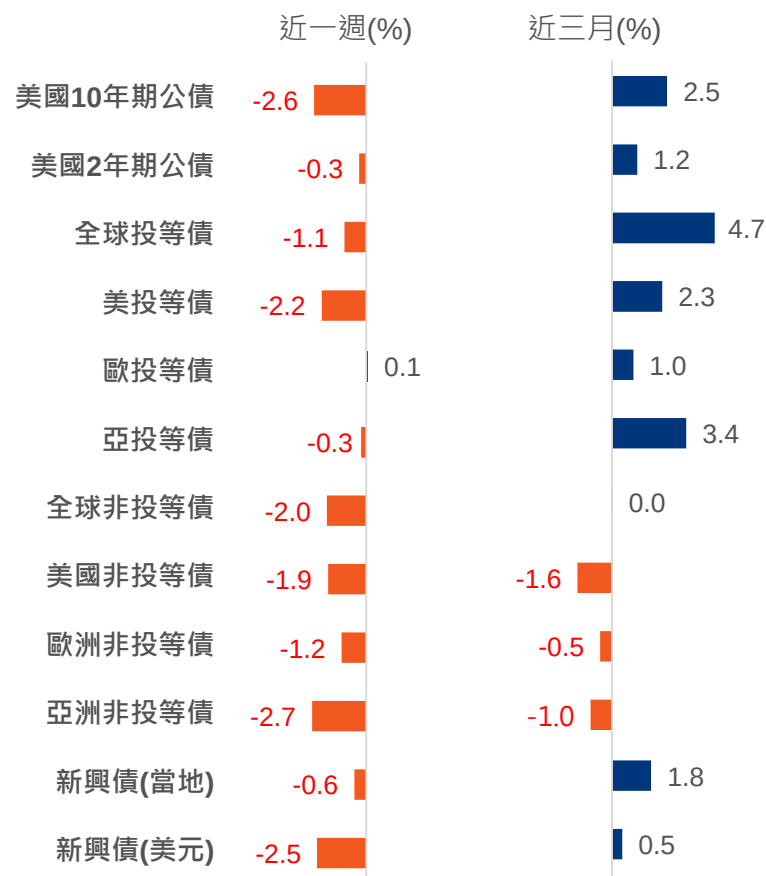
美股各產業指數表現(%)



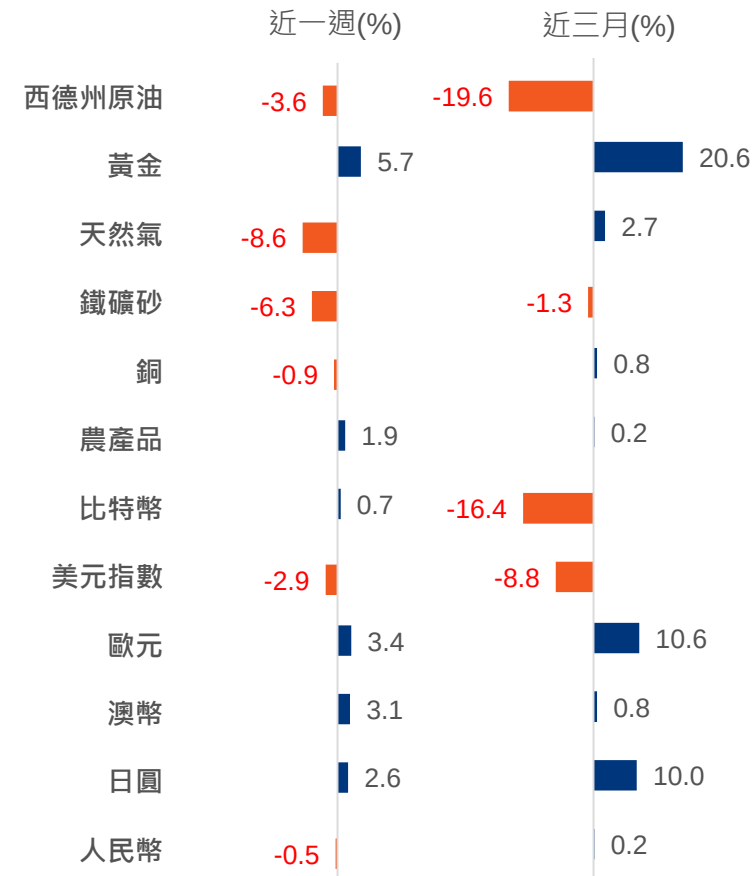
美國公債殖利率震幅加大，美元驟貶、黃金續創新高

- ▶ 週初美國公債殖利率未反應股市重挫的避險需求而上升，主因與避險基金減少風險部位，解除「基差交易」有關，加上部分投資人賣債求現金，使債券震幅加大，研判屬於短期市場流動性與籌碼面問題。美國公布3月CPI數據，月減0.1%，低於市場預期的月增0.1%，年增率從前期的2.8%降至2.4%，不如市場預期的2.5%。剔除波動較大的食品和能源價格，3月核心消費者物價指數月增率較2月上揚0.1%，增幅為9個月來最低。顯示關稅加劇經濟衰退風險，使消費需求減弱，減緩通膨上升壓力，市場預期聯準會今年有機會降息4碼。
- ▶ 通膨溫和、經濟走弱，聯準會今年降息幅度或增，加上美股重挫，部分資金流出美國市場，美元指數通週下跌約3%來到100.2附近，面臨整數關卡保衛戰，創2023年7月來新低。非美貨幣大幅走升，避險貨幣日圓、瑞郎大漲，黃金續創歷史新高，來到每盎司3,220美元。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年4月11日；註：基差交易為透過押注現貨與期貨價差來獲利或避險，在市場波動下槓桿風險急速放大。

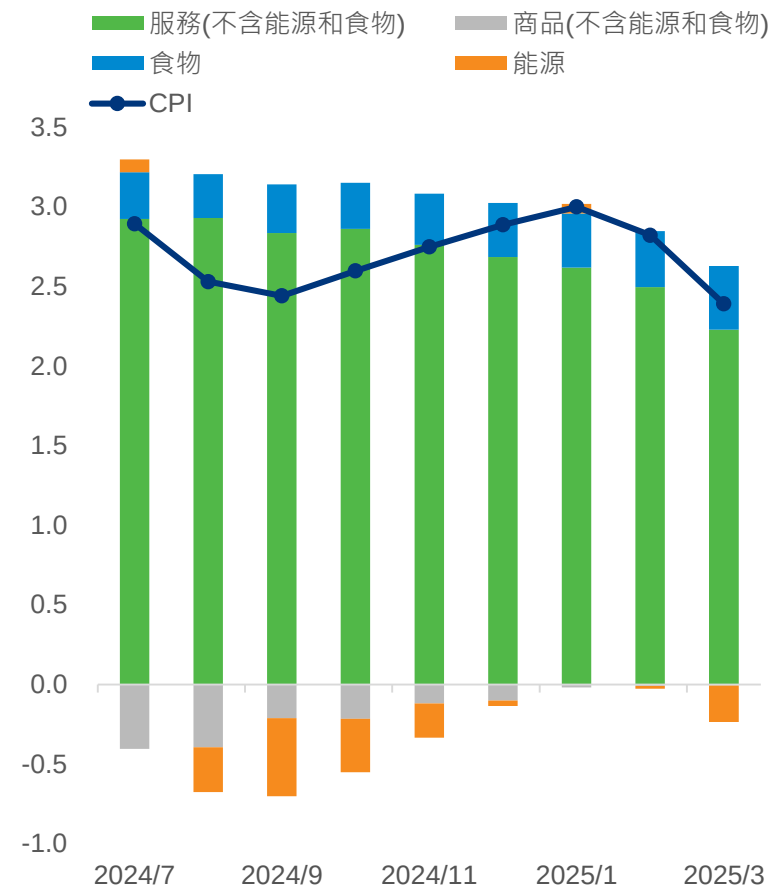


美中關稅戰升級，全球通膨風暴恐再度壟罩

- ▶ 美國3月CPI年增率降至2.4%(預期2.5%)，月增率轉為-0.1%(預期0.1%)，主因能源價格下跌。數據顯示，在關稅戰爆發前，通膨已有下行趨勢，核心商品、服務與住房通膨均明顯放緩。這波通膨趨緩主要是反映過去高利率政策對需求的抑制，但仍不足以讓聯準會有信心啟動降息，因為未來通膨再度上行的風險仍高。且1年期通膨預期已升至3.43%(年初為2.52%)，反映市場預期在關稅戰影響下，通膨可能再度升溫，雖然當前通膨有所放緩，但後續壓力仍不容忽視。
- ▶ 美中貿易戰迅速升溫，目前對中國累計關稅總稅率已高達145%。此波關稅升級引發全球對供應鏈、通膨與經濟放緩的憂慮，加劇地緣政治風險。美國銀行分析對等關稅公布後，預計通膨將上升1-1.5個百分點，2025年CPI將從原始預測的3.0%升至4.0%-4.5%，反映關稅對價格和經濟的負面影響，投資人可考慮佈局防禦資產以應對潛在風險。

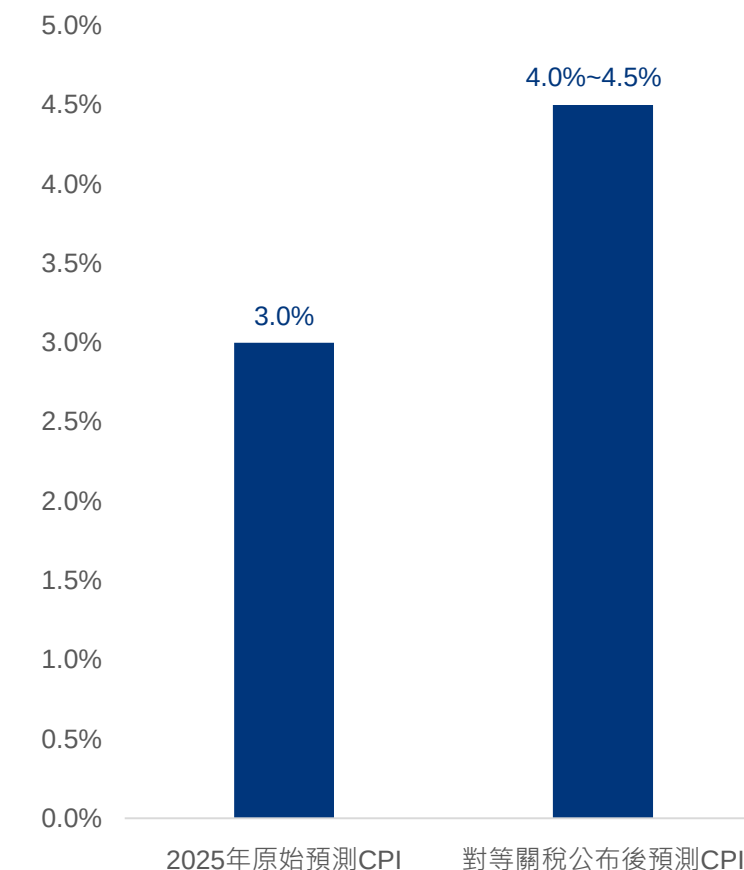
美國3月通膨壓力減輕但尚未反映關稅

2024年7月至2025年3月美國消費者物價指數年比，%



美國銀行預測對等關稅公布後通膨率可能上升至4.5%

美國銀行2025年原始預測CPI及對等關稅公布後預測CPI，%



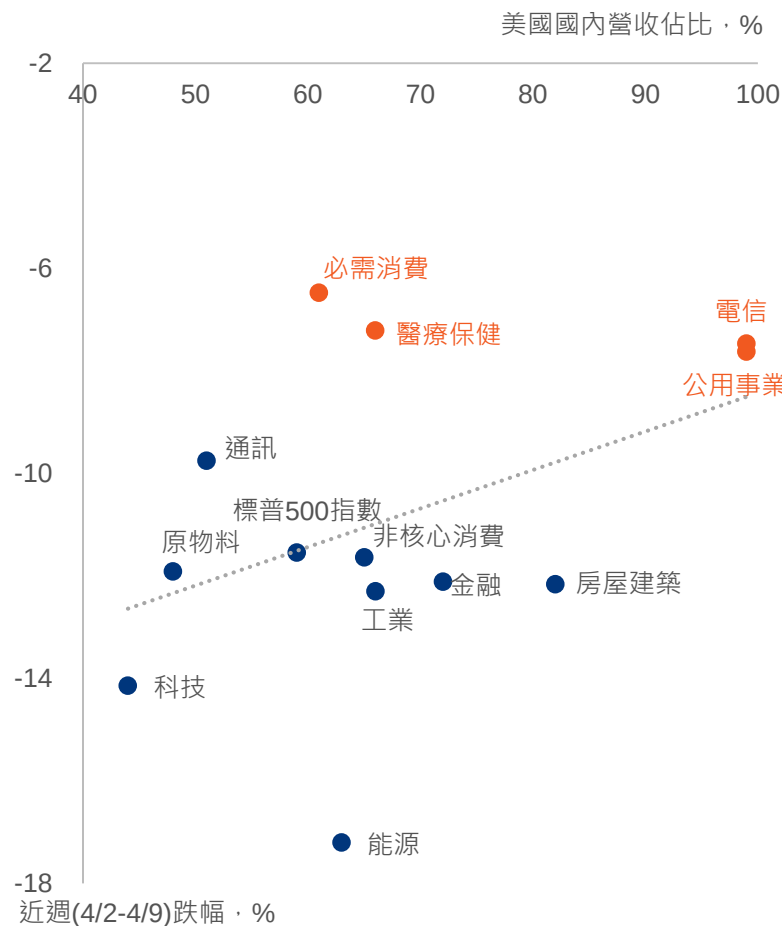
投資焦點

股災來臨，防禦股相對抗跌

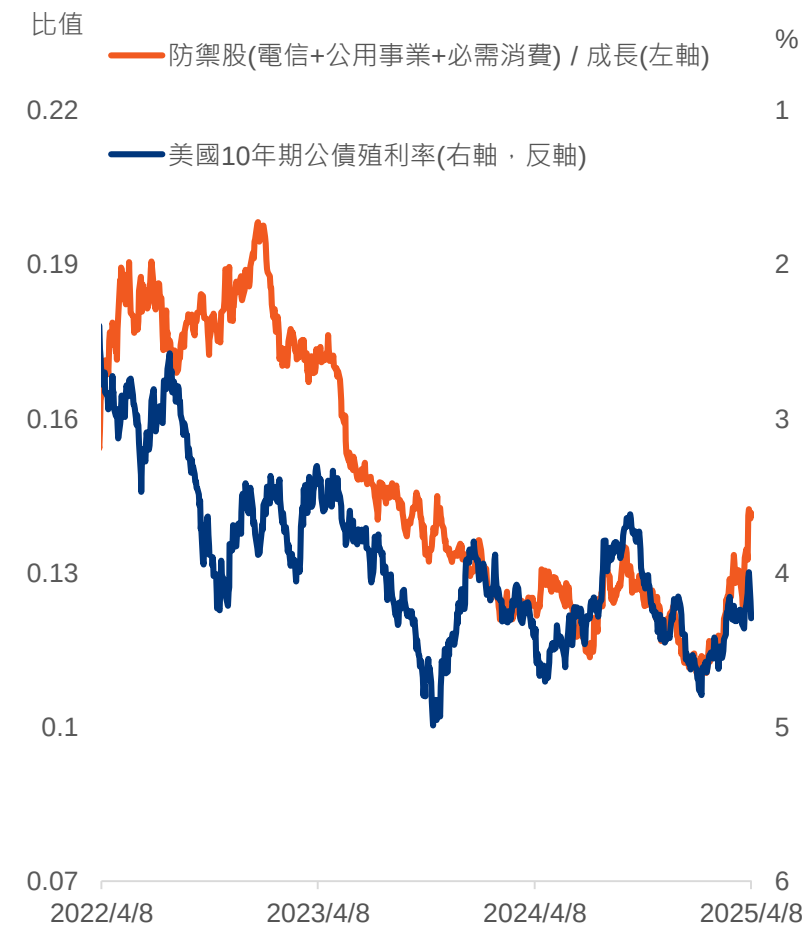
- ▶ 川普對全球實施對等關稅，雖隨後調整為延後3個月實施，僅對中國提高至125%，但政策不確定性仍未消除，預估短期廠商提前拉貨潮過後，全球貿易量可能再度面臨萎縮。觀察此波美股重挫，國內營收佔比較高的內需型產業，包括公用事業、電信等產業，獲利來源皆為美國境內，受到貿易戰的衝擊較低，反應在股市跌幅上，明顯抗跌。此外，屬於民生日常必備的產業如必需消費、醫療保健等，國內營收佔比也都高於60%，大於海外營收佔比，在此波貿易大戰下，負面衝擊相對較小。
- ▶ 此波股市暴跌，VIX恐慌指數一度來到54，創近5年來新高，市場恐慌範圍瀰漫，資金尋求避險，美國10年期公債殖利率最低來到4%以下。觀察過去，當景氣放緩甚至陷入衰退，股市大跌時，防禦股(電信、公用事業和必需消費)表現往往比成長股更佳，在川普的不可預期政策行為下，金融市場波動劇烈仍是常態，持股建議可往防禦型增加比重。

資料來源：Bloomberg，右圖防禦股採電信、公用事業、必需消費等比例加總，凱基證券整理

美國內需型資產，今年表現相對抗跌



景氣放緩、避險需求大增時，防禦股表現較佳



內需防禦股企業獲利較穩健，評價優勢漸顯

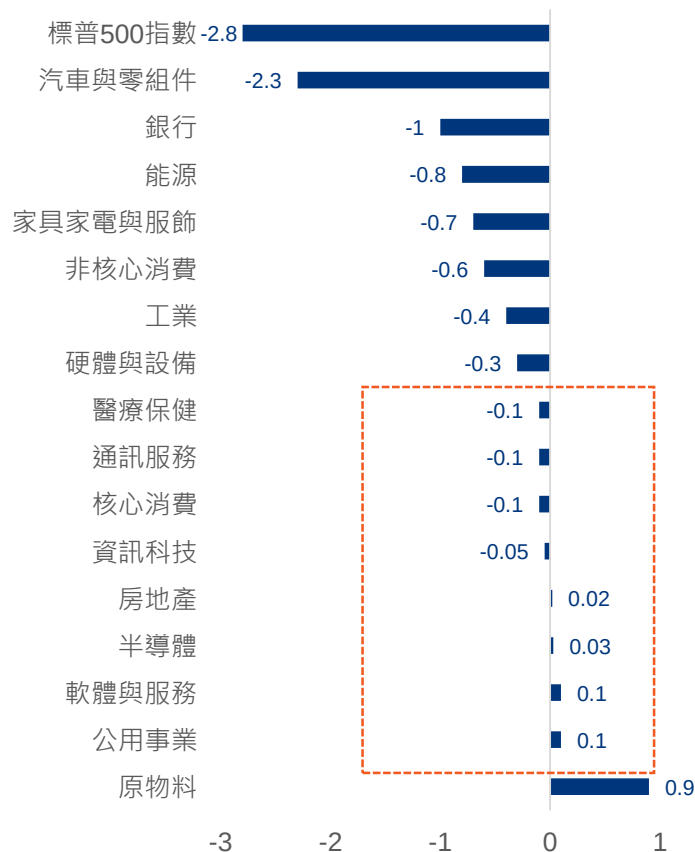
► 對等關稅宣布後，標普500指數獲利年增率明顯下修，產業中非美汽車零組件下修幅度最大，越南、泰國、印尼、馬來西亞稅率高漲，使服飾業獲利受影響。科技股中，硬體與設備遭下修，主因手機、筆電等消費性電子供應鏈多在中國、東南亞組裝。銀行與能源產業則受到美國景氣影響較大，市場擔憂關稅導致經濟陷入衰退而調降獲利預估。產業細部中，以內需型防禦股獲利調整幅度最小，包括醫療保健、核心消費等，公用事業因製造業可能回流美國，獲利甚至上修。

► 過去2年美股創高主要由成長股所帶動，尤其AI、半導體族群，股價大漲後，本益比普遍偏高。然，隨中國科技崛起，加上川普貿易戰使股市大幅修正，估值較高的成長股面臨回檔壓力，後續需持續觀察企業獲利表現；反觀過去防禦股不受資金青睞，目前本益比也低於過去3年平均，評價面優勢逐漸顯現。預期未來股市波動仍大下，景氣放緩疑慮不減，防禦股仍將扮演資金避風港。

資料來源：Bloomberg，美國防禦股採Defensives Index，凱基證券整理

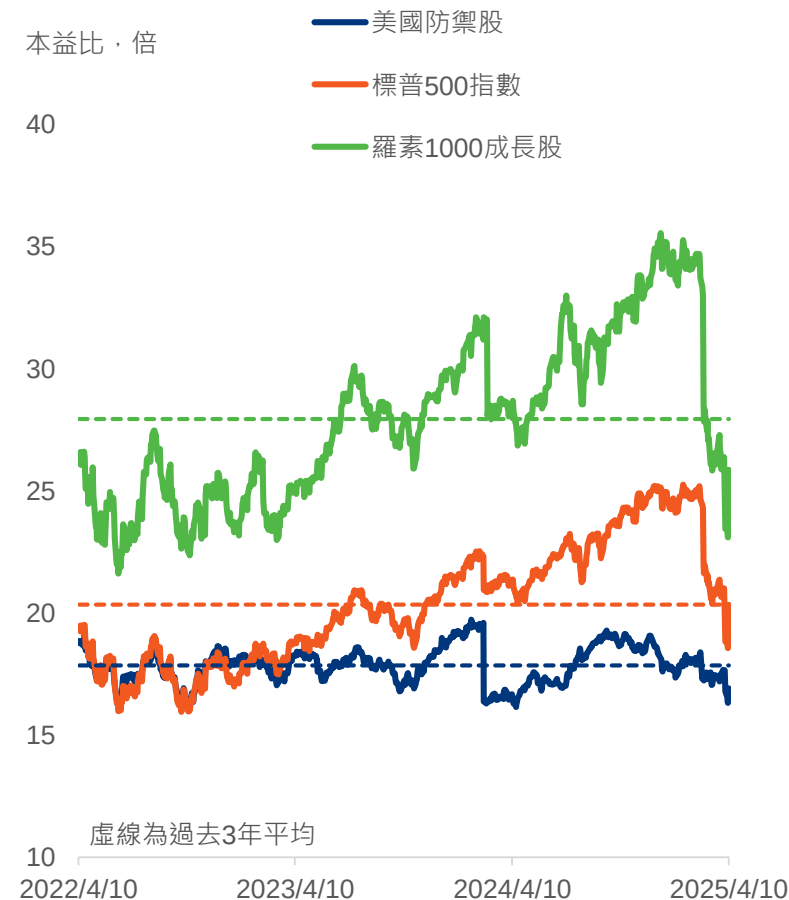
對等關稅宣布後，內需防禦股的獲利下修幅度較小

獲利年增率下修幅度，%



成長股受估值偏貴考驗，防禦股仍具評價優勢

本益比，倍



市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 川普對等關稅政策髮夾彎，美國經濟衰退風險大增。美國景氣下滑企業獲利可能下修，第2季保守看待美股表現，投資人建議防禦性操作，包括必需性消費、公用事業、電信行業可分批漸布，特別是美國內需型產業較為安全。 ◆ 受關稅衝擊相對小的英股，相對表現較佳，考量俄烏停戰與德國財政擴張利多，歐股短期內反應關稅衝擊可能下跌，採逢回分批漸布。日本經濟持續改善，日本銀行股及內需股可逢低承接。	策略風格：偏好大型股，建議往防禦股靠攏，包括公用、電信、必需消費 區域：日本內需、日本銀行、英國股
債市	◆ 考量經濟衰退風險上升，長端利率有下降空間，美公債建議適度加碼長天期債券，留意較長存續期間有較高資本利得但波動也較大。信用市場需選擇評級較佳的投資等級債，並挑選銀行、公用事業與保險等海外營收鋪險較低產業。中短天期債券殖利率仍具吸引力，逢美國公債殖利率上彈階段鎖利。 ◆ 信用債宜配置風險調整後利差較高的投資級債，包含金融、工業、能源、公用事業、通訊等產業。	期間：長天期美國公債、中短天期優質企業債券鎖利 種類：投資級債以大型企業為首選，產業聚焦具潛在利多的金融債
匯市	◆ 聯準會降息幅度恐增，川普政府傾向弱勢美元，削弱各國出口競爭優勢，美元偏貶值。 ◆ 非美貨幣如歐元、日圓因美元走弱而升值，預期短期偏強。	美元偏貶 歐元、日圓短期偏升值
商品	◆ 川普關稅政策反覆，增加避險情緒、經濟放緩與通膨隱憂、財政赤字壓力加上央行持續購金，皆為黃金上漲動能。	黃金偏多

▶ APR 2025

7

Monday

- 歐元區4月Sentix投資者信心指數
(實際:-19.5 預估:-9.0 前值:-2.9)
- 歐元區2月零售銷售月增率
(實際:0.3% 預估:0.5% 前值:0.0%)

8

Tuesday

- 臺灣3月CPI年增率
(實際:2.29% 預估:2.20% 前值:1.58%)

9

Wednesday

- 日本3月工具機訂單年增率初值
(實際:11.4% 前值:3.5%)

10

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:223k 預估:223k 前值:219k)
- 美國3月CPI年增率
(實際:2.4% 預估:2.5% 前值:2.8%)
- 美國3月核心CPI年增率
(實際:2.8% 預估:3.0% 前值:3.1%)
- 日本3月PPI年增率
(實際:4.2% 預估:3.9% 前值:4.1%)
- 中國3月CPI年增率
(實際:-0.1% 預估:0.0% 前值:-0.7%)

11

Friday

- 美國4月密大消費者信心指數初值
(預估:53.5 前值:57.0)
- 美國3月PPI年增率
(預估:3.3% 前值:3.2%)

14

Monday

- 日本2月工業生產月增率終值
(前值:2.5%)
- 中國3月出口年增率
(預估:4.4% 前值:-3.0%)

15

Tuesday

- 歐元區2月工業生產年增率
(預估:-1.3% 前值:0.0%)

16

Wednesday

- 美國3月零售銷售月增率
(預估:1.4% 前值:0.2%)
- 美國3月工業生產月增率
(預估:-0.3% 前值:0.7%)
- 日本2月核心機器訂單月增率
(預估:-0.5% 前值:-3.5%)
- 歐元區3月CPI年增率終值
(預估:2.2% 前值:2.3)
- 中國第一季GDP年增率
(預估:5.2% 前值:5.4%)
- 中國3月零售銷售年增率
(預估:4.2% 前值:4.0)

17

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:223k)
- 美國3月新屋開工
(預估:1,410k 前值:1,501k)
- 美國3月營建許可初值
(預估:1,450k 前值:1,459k)
- 日本3月出口增率
(預估:0.9% 前值:11.4%)
- 歐元區4月ECB利率決議
(預估:2.40% 前值:2.65%)

18

Friday

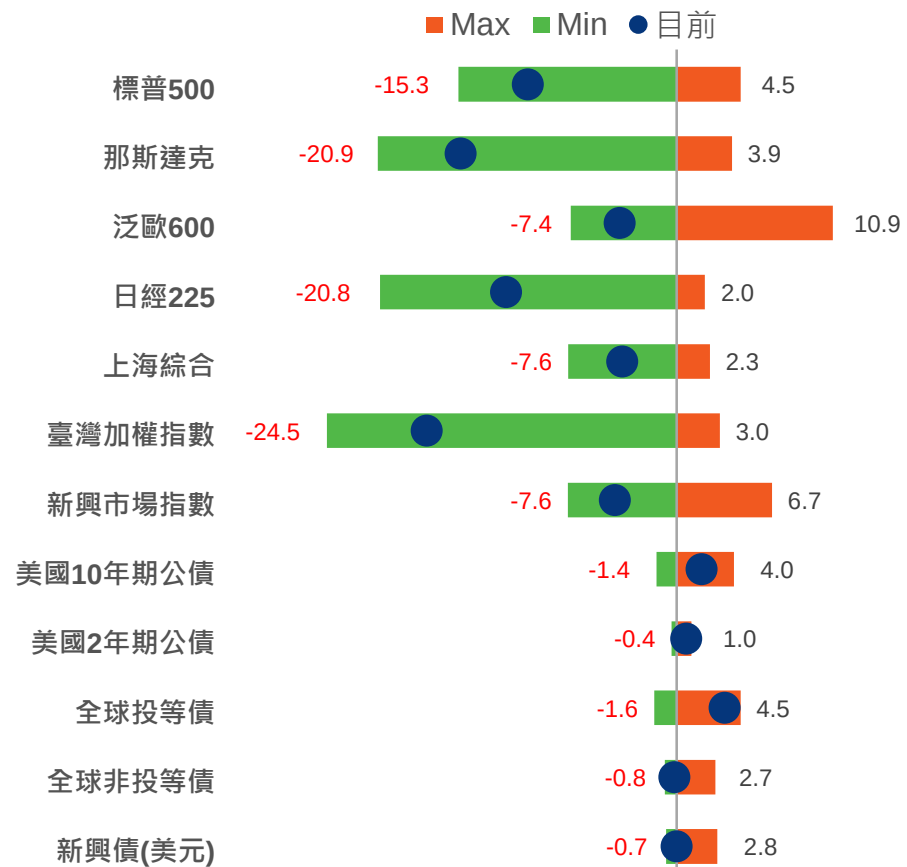
- 日本3月全國CPI年增率
(前值:3.7%)

資料來源：Bloomberg

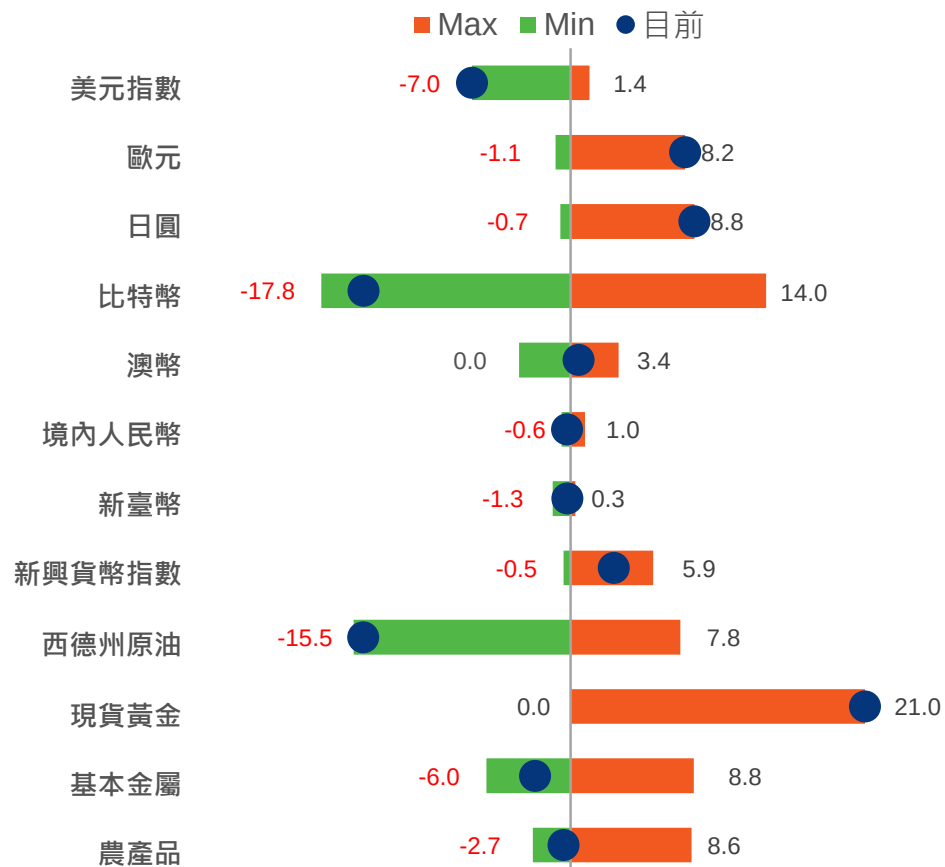


年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



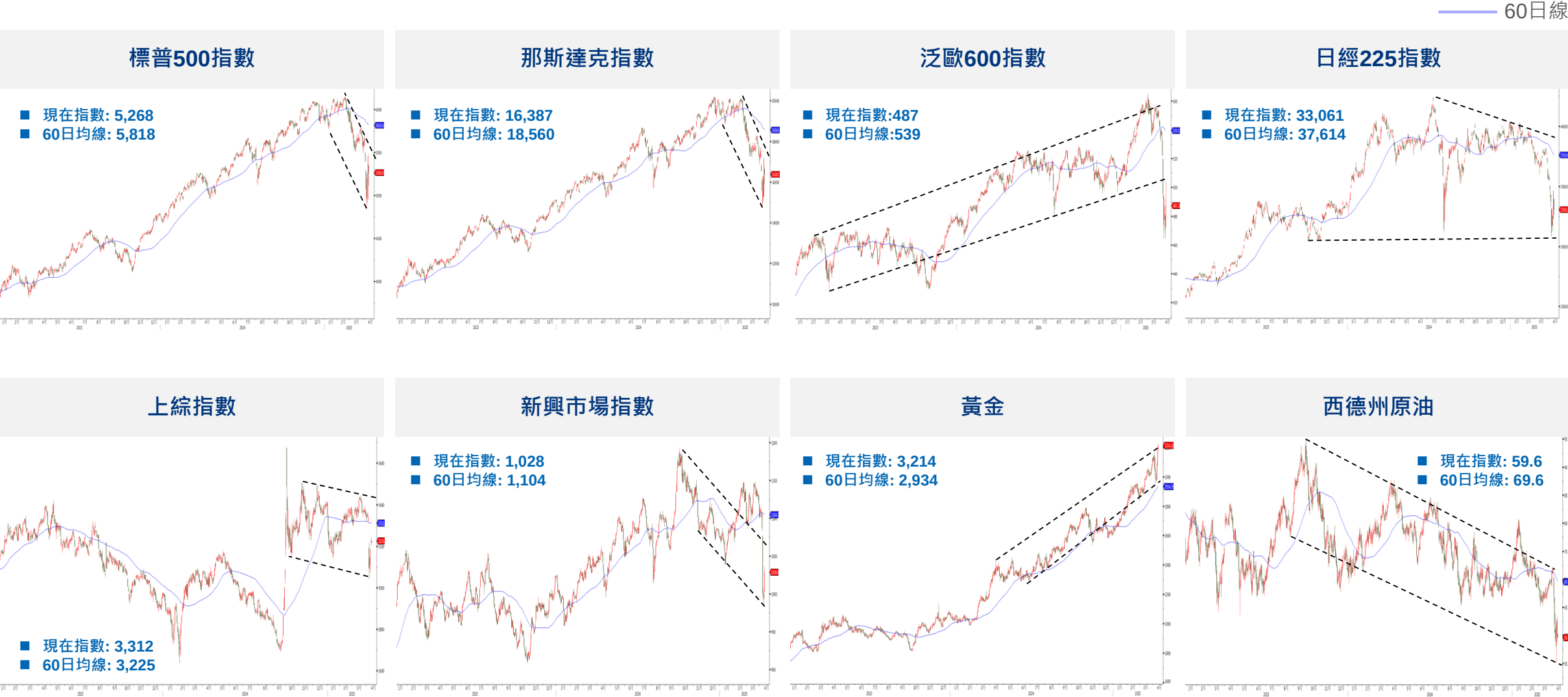
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年4月11日

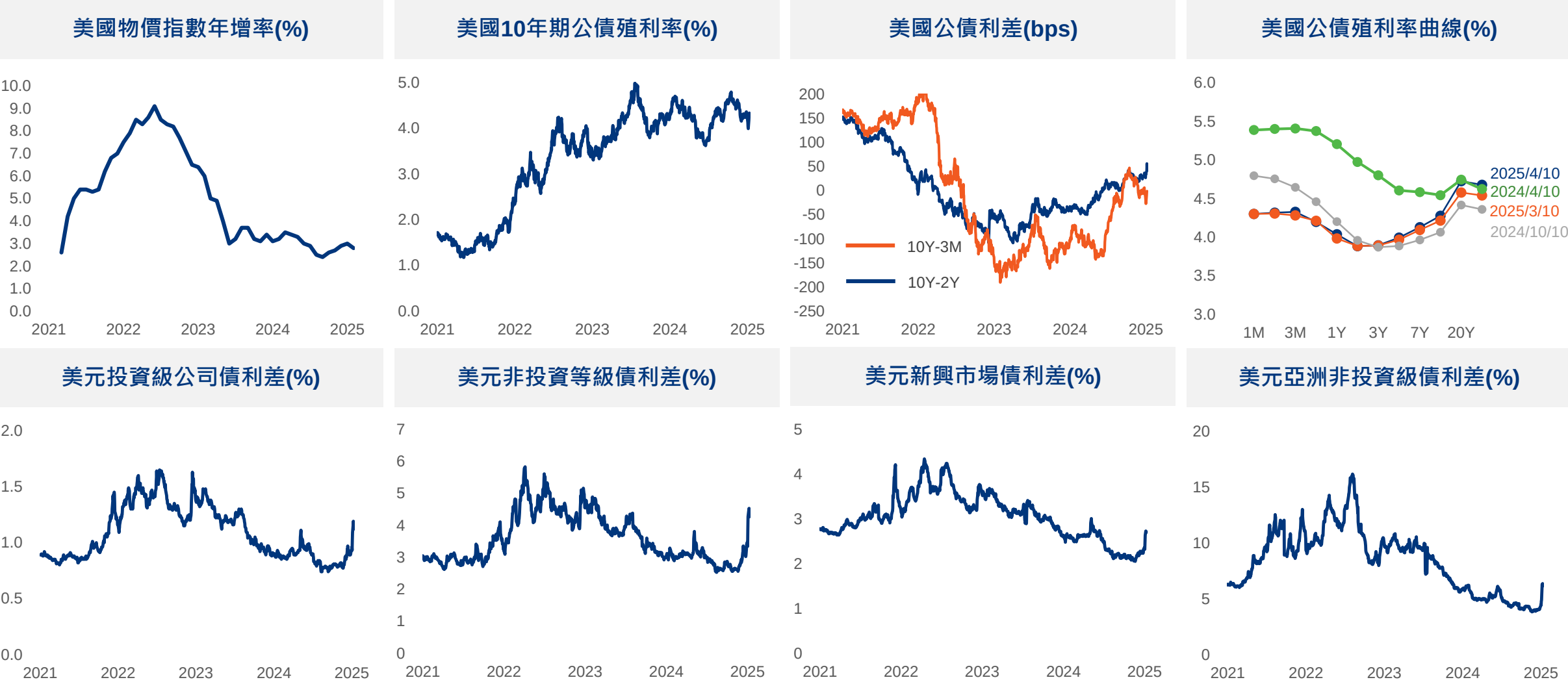


技術分析



資料來源：Bloomberg · 2025年4月11日

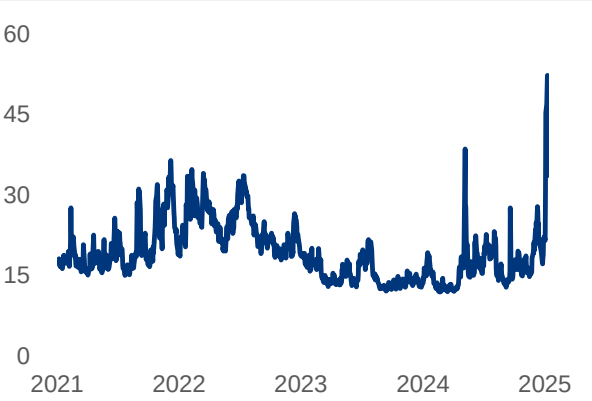
市場觀測



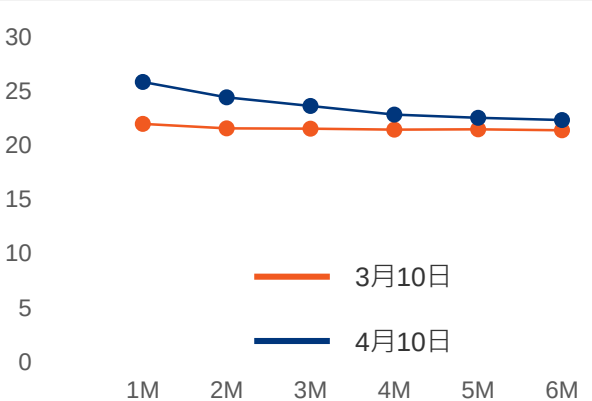
資料來源：Bloomberg · 2025年4月10日

市場觀測

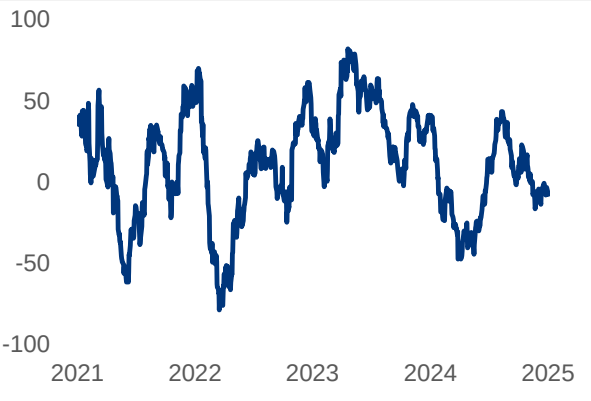
VIX指數



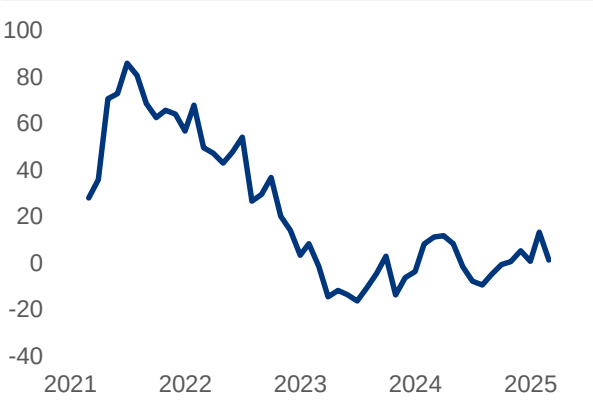
VIX期間結構



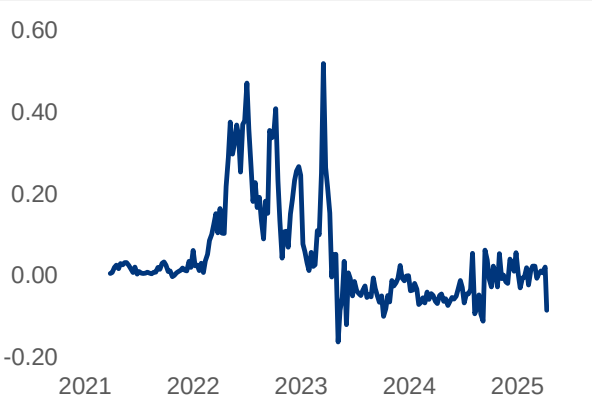
美國花旗經濟驚奇指數*



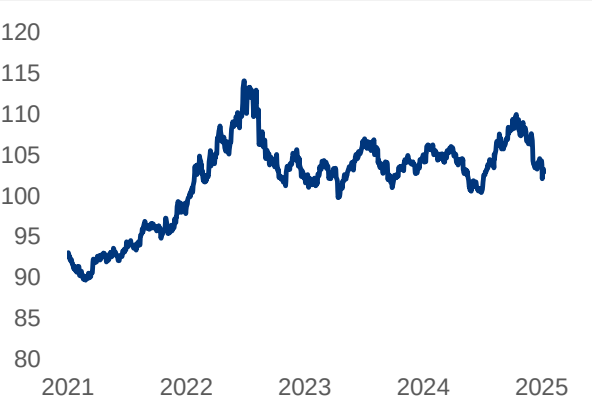
美國花旗通膨驚奇指數*



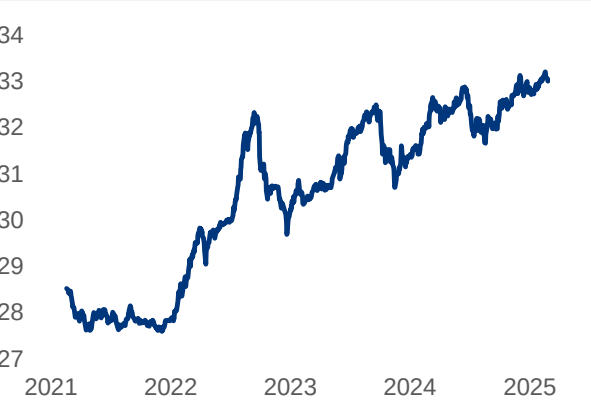
TED利差(bps)



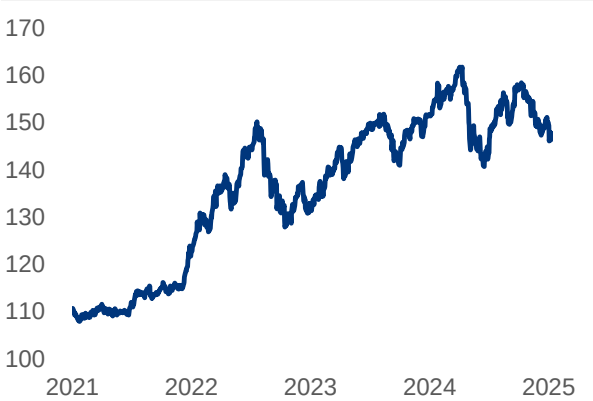
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年4月10日；*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通膨向上幅度超過市場預期

免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬凱基金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。