



凱基證券

2025

春節期間 環球市場解析

開春震撼，關稅來了

New Year Surprises

2025年2月2日





01 春節市場回顧

美股動盪債市穩升，從輝達大跌到川普關稅措施啟動



02 國際重要事件

- 1 美國啟動關稅戰，物價未明顯放緩支持聯準會暫時觀望
- 2 日本銀行升息1碼，日圓升值、日股區間有撐



03 第四季財報表現

金融、通訊與科技財報佳，2025年展望支撐評價面表現



04 下週經濟數據

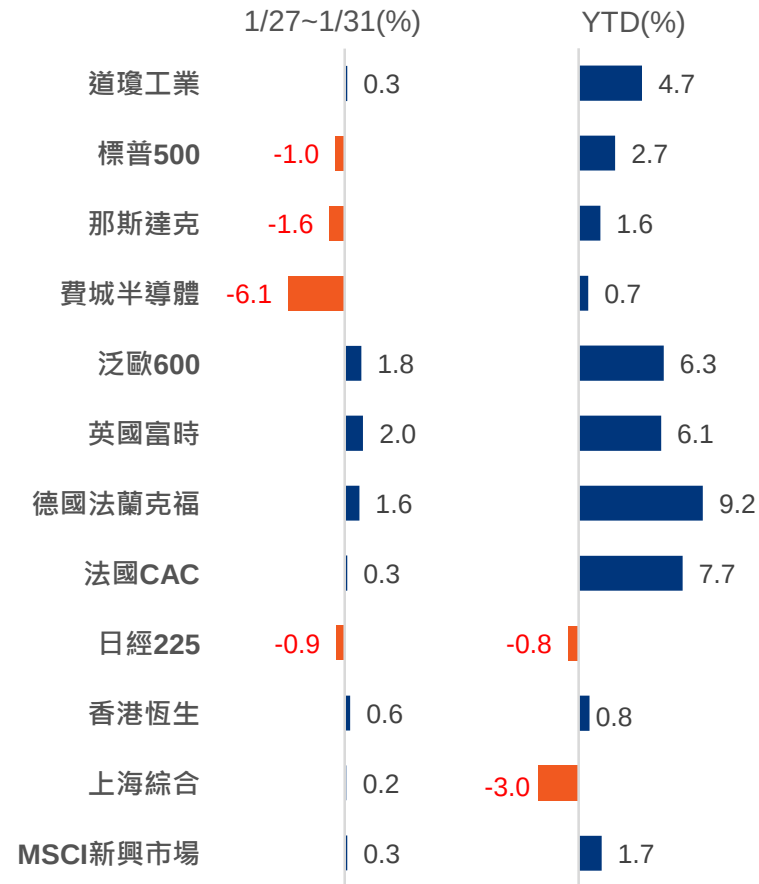
各國製造業與服務業PMI、美國非農就業與失業率

春節市場回顧

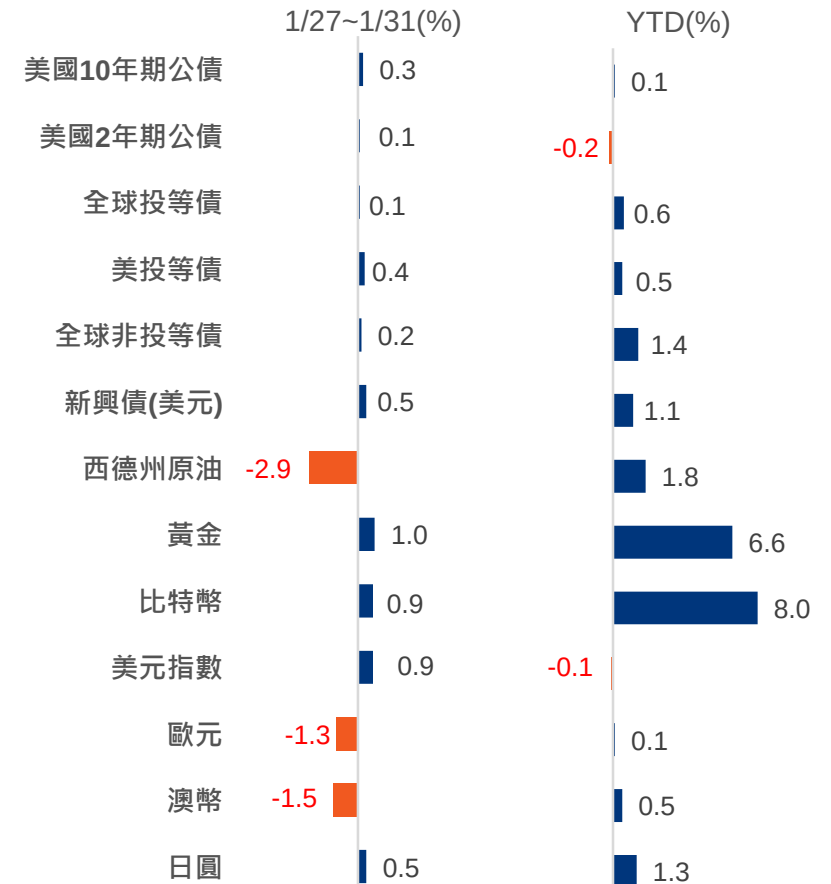
美股動盪債市穩升，從輝達大跌到川普關稅措施啟動

- ▶ 過年期間美股波動劇烈，期間歷經中國AI公司DeepSeek推出媲美OpenAI的大型語言模型R1，使輝達單日雪崩近17%，美國主要晶片製造商與半導體設備商股價也隨之大跌。隨後市場更新資訊，多判斷高階晶片需求仍暢旺。凱基投顧也認為雲端服務商後續資本支出，多依照推論需求而非模型訓練需求，科技股整週跌幅收斂，但費半跌幅6.1%最多。然川普簽署行政命令，宣布自2月4日起，對加拿大、墨西哥進口商品徵收25%關稅，並額外對中國商品徵收10%關稅，引發市場對貿易緊張的擔憂，美元走升、黃金價格走強，每盎司一度突破2,800美元創歷史新高。
- ▶ 歐洲央行如期降息，且記者會語調偏鴿，使得歐股小漲；日本則持續受到日本銀行升息影響，呈現日股震盪、日圓走強格局。聯準會本次決議維持利率政策，符合市場預期，所有債券價格小幅走升。

股市表現(%)



債市、商品、貨幣表現(%)



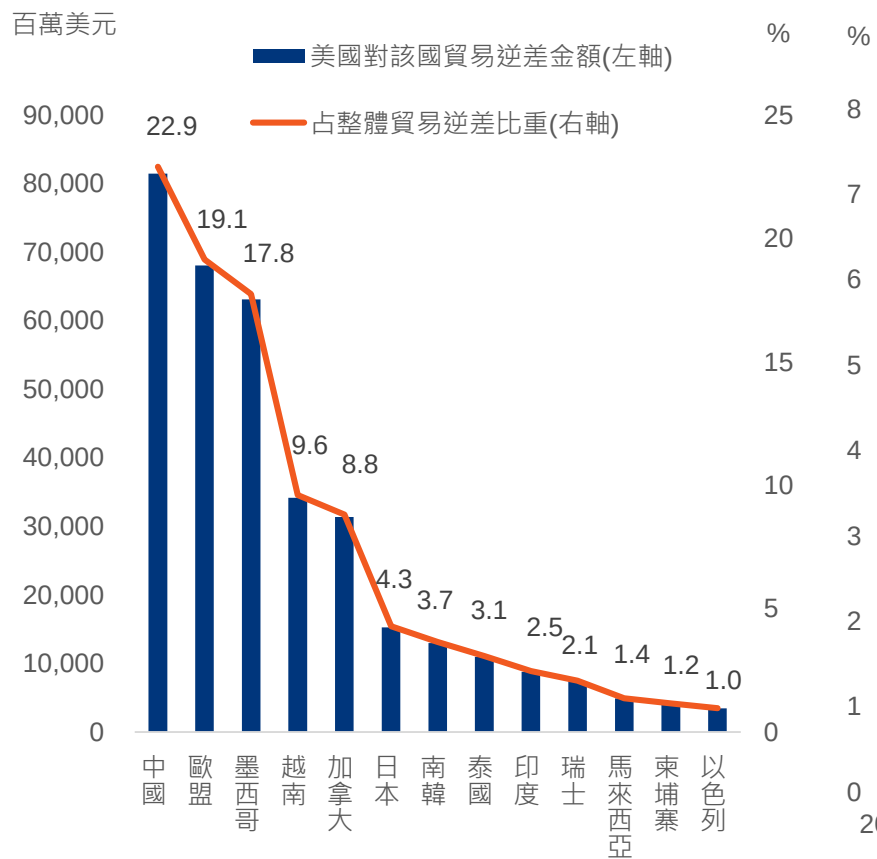
資料來源：Bloomberg，2025年2月2日

國際重要事件 ①

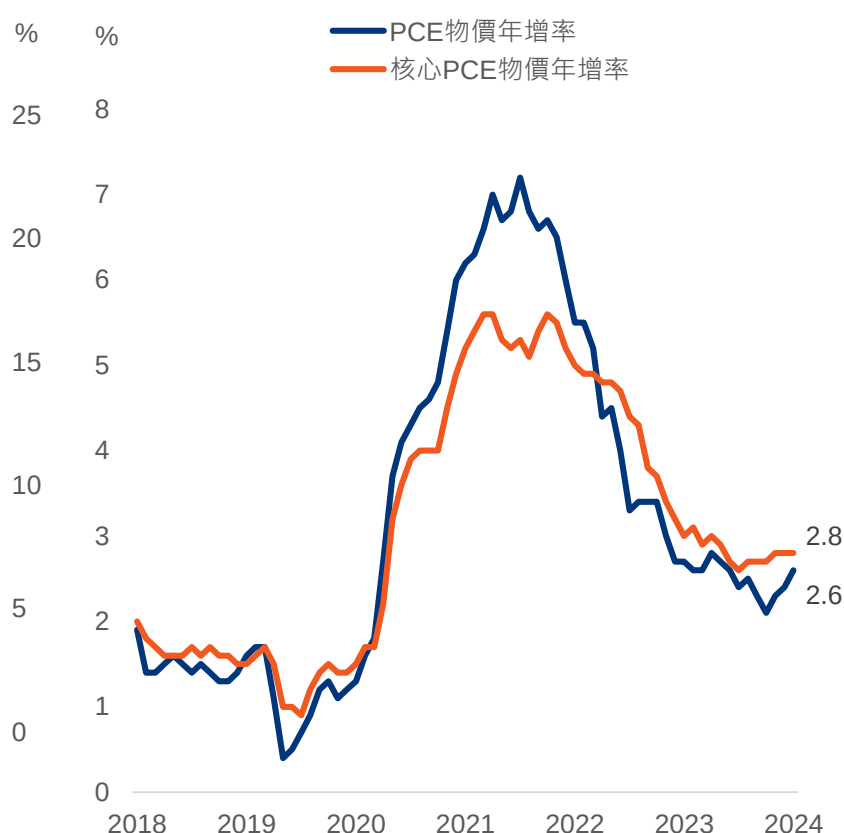
美國啟動關稅戰，物價未明顯放緩支持聯準會暫時觀望

- ▶ 美國正式宣布，自2月4日起分別對加拿大、墨西哥2國進口商品加徵25%關稅，另向中國進口商品額外徵收10%關稅，此舉代表市場擔憂的關稅戰已然啟動。觀察加拿大、墨西哥、中國皆為美國的大額貿易逆差來源國，顯示包括歐盟、越南與其他亞洲國家都可能成為下波加徵關稅目標，川普1月31日受訪亦暗示未來將可能對歐盟加徵關稅，甚至可能對晶片、製藥、石油、天然氣等產品加徵關稅，預料短期間關稅戰與相關國家報復消息恐反覆出現，並對市場帶來一定擾動。
- ▶ 最新公布12月美國PCE物價月增率來到0.3%，高於上月的0.1%，核心物價月增率為0.2%，亦高於上月的0.1%。PCE物價年增率來到2.6%，高於上月的2.4%，核心物價年增率則為2.8%，與上月持平。數據顯示美國通膨未有明顯放緩，復以川普正式發動關稅戰，對後續物價恐帶來支撐，令聯準會更有理由暫時觀望政策變數再決定下一步行動。

加墨中已遭加徵關稅，高貿易逆差國恐成下波目標



美國PCE年增率未見放緩，強化聯準會暫停降息呼聲



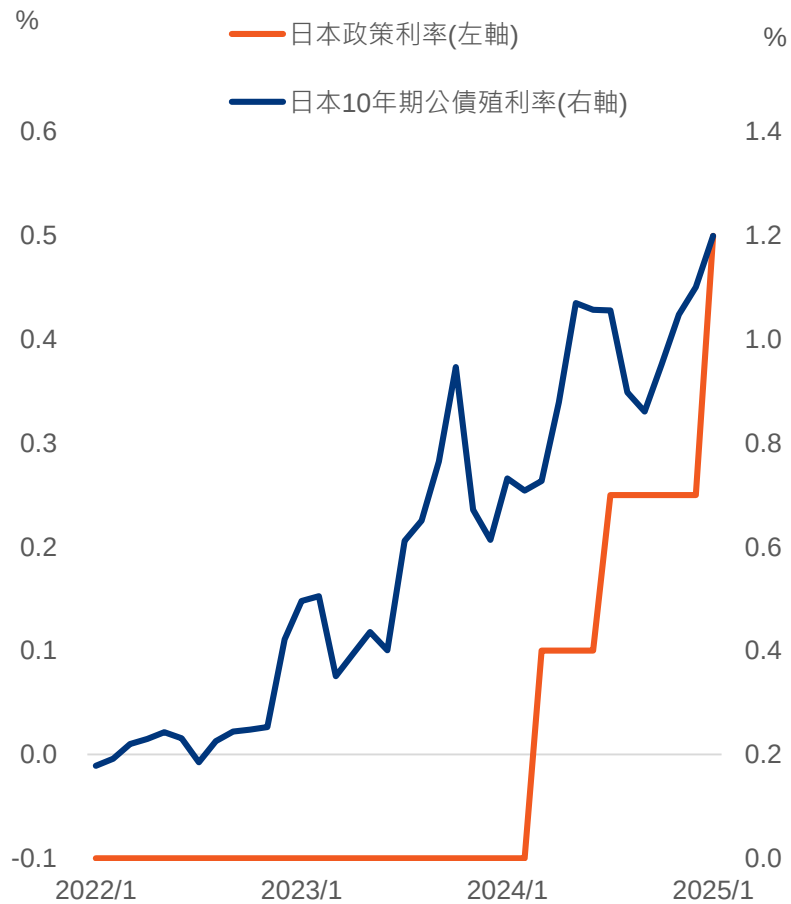
資料來源：Bloomberg，2025年2月2日

國際重要事件 ②

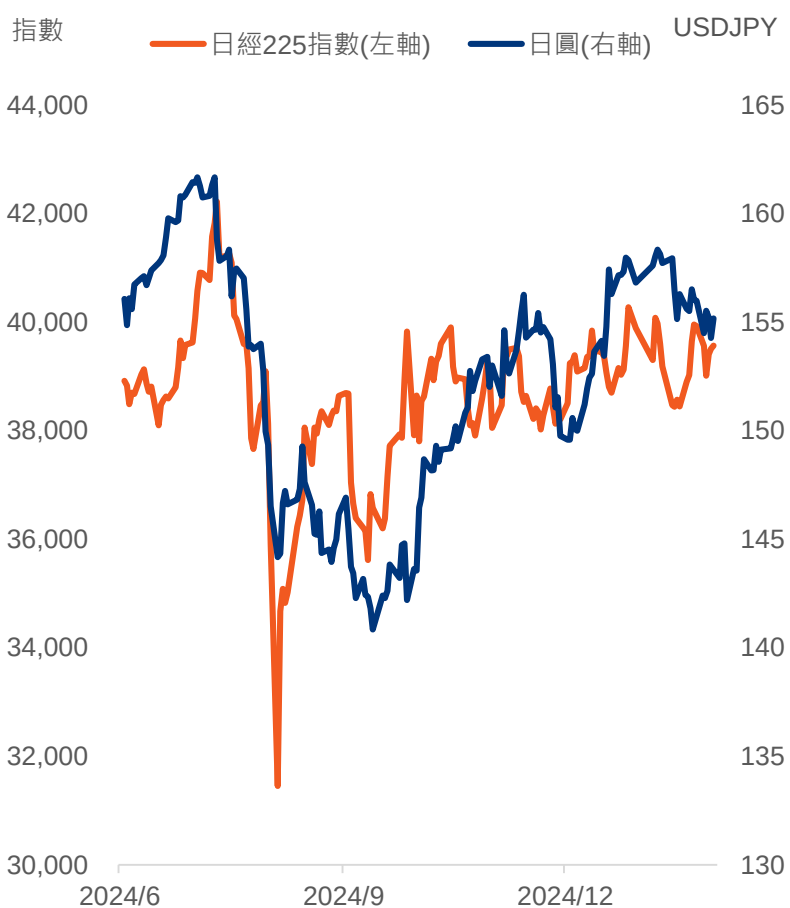
日本銀行升息1碼，日圓升值、日股區間有撐

- ▶ 日本銀行在1月利率會議上升息1碼，主要考量：1) 日本經濟表現佳，包括12月機械工具訂單年增率大幅上揚，生產者物價也優於預期，去年11月家庭支出年減0.4%，但優於前值和預估，透露出薪資成長已傳導至消費跡象。2) 企業明顯加薪，日本勞動組合聯合會宣布，2025年春鬥的加薪幅度目標為5%以上，和2024年的5.1%相當，工資加速上調使央行有升息誘因。3) 美國新任總統川普，1月20日就職典禮上未有驚人之舉，市場上演慶祝行情，讓日本銀行調升利率時，可避免加劇全球金融市場波動。
- ▶ 市場普遍預期，日銀1月升息後，再度調整利率將在下半年，今年內可能升息2次。考量美日利差目前仍大，日圓未來雖朝升值方向發展，但預期升幅有限，可減輕對日股的負向影響。中國農曆年間，日圓上漲0.5%，漲幅有限，日股區間震盪，投資人可關注日股內需類股表現。

日本銀行升息1碼，日本債券利率上揚



日圓止貶轉升，日股區間有撐



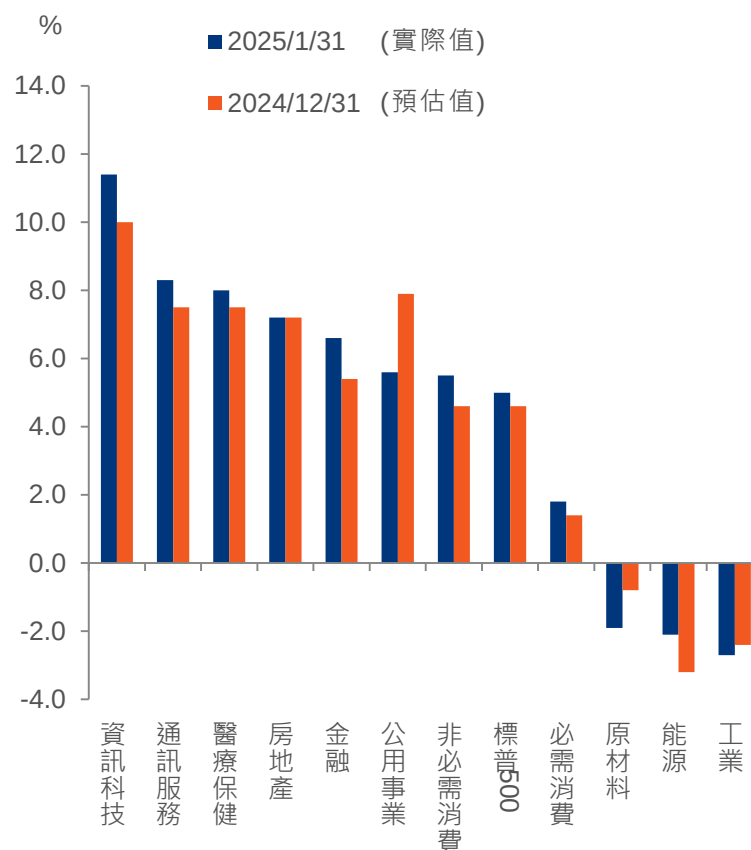
第四季財報表現

金融、通訊與科技財報佳，2025年展望支撐評價面表現

- ▶ 標普500指數2024年第四季財報截至1月31日已公布比例為36%，營收與EPS優於預期的企業比例分別為63%及77%，而營收與EPS的年增率分別達5.0%及13.2%，為2021年第四季以來最佳的年增率表現。獲利面以金融表現最佳，受惠利差及交易熱絡，而通訊服務主要貢獻為Meta等巨型企業表現，資訊科技則主要受半導體所帶動。表現較疲軟為能源，主要受近期油價疲軟，煉油與綜合油氣商營收與獲利皆下滑。
- ▶ EPS優於預期時，企業當日平均漲幅1.5%，優於5年平均1.0%，但實際EPS減去預估EPS的平均幅度僅5%，低於5年平均值的8.5%。展望2025全年，預估本益比為22.0，高於10年平均18.2，評價處於略為偏高水平，然而市場預計2025年全年EPS將成長14.3%，暗示市場對於企業獲利成長持正面態度。

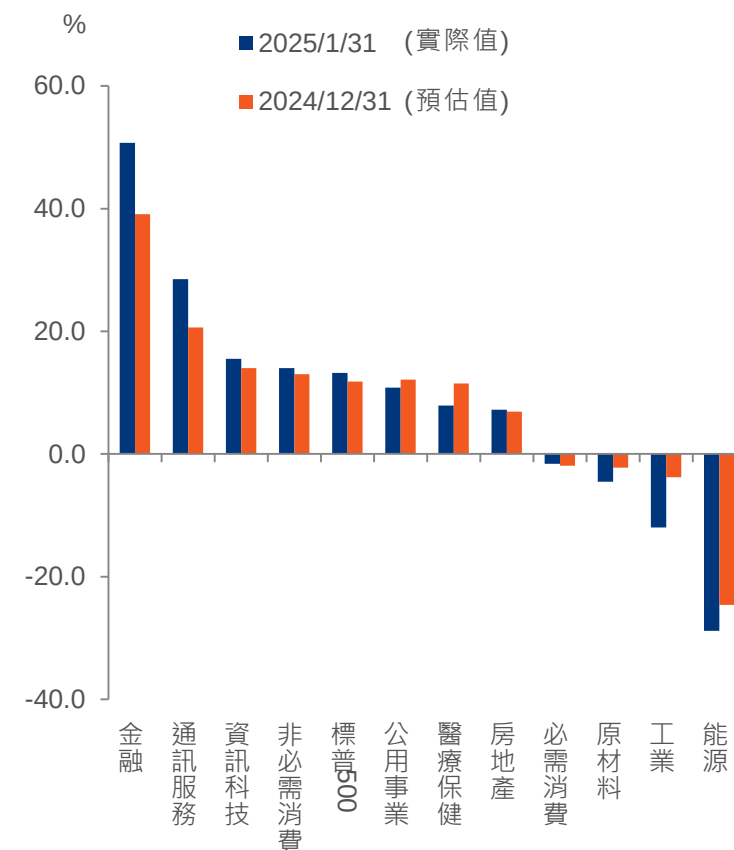
科技、通訊、醫療及金融營收成長優於先前預期幅度

標普500成分股2024年第四季營收預估值與實際值



金融與通訊獲利成長最佳，能源最疲軟

標普500成分股2024年第四季EPS預估值與實際值



資料來源：Factset，2025年1月31日

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 川普就職演說明確未來政策，將優先處理非法移民、放鬆市場監管和提高關稅。川普近期宣布2025年2月4日起，對加拿大、墨西哥進口商品徵收25%關稅，並額外對中國商品徵收10%關稅，川普政策帶來市場不確定性，恐增加股市波動度。美國經濟軟著陸為主要情境，預期金融、工業、國防軍工等川普政策利多題材續發酵。此外，AI長期展望佳，科技股長多趨勢不變。 ◆ 增加關稅將使中國外需動能受到壓抑，歐洲因經濟表現疲弱，加上貿易政策不確定性，歐股中性看待；隨薪資持續成長，消費力道回籠，日股偏多看待。	策略風格：大型股，金融、工業、軍工、AI與科技股 區域：美國、日本
債市	◆ 聯準會如預期維持政策利率不變，貨幣政策重回停看聽步調，債市聚焦經濟基本面、債務上限與政府財政發展，預估2025年上半年通膨仍將持續走低，美國仍存在降息空間，但市場波動風險仍存。建議以中短天期國債與投資等級債券鎖利，產業聚焦聚利多的金融、軍工與航太債。 ◆ 中長天期以上債券波動相對較大，投資人宜視風險承受度配置，除非景氣朝硬著陸發展，如觀察就業數據明顯放緩後，再配置中長天期債券。	期間：短天期債券鎖利，中長天期債波動相對較大，視投資人風險承受度配置 種類：公債、投資級債以大型企業為首選，產業可聚焦具潛在利多的金融、軍工與航太債
匯市	◆ 川普就職強調美國優先，吸引資金回流美國企業；聯準會維持政策利率不變，預期美元短線偏強，強勢美元或將延續至2025年年初，中期反應景氣軟著陸與聯準會持續降息，美元強度轉弱而下行。 ◆ 貿易關稅恐使非美地區經濟受挫，增加非美國家降息幅度與利差擴大，非美貨幣短期偏貶。日圓受日本銀行升息影響，日圓走升。	美元短線高檔有撐 日圓長期緩升

重要經濟數據/事件

JAN 2025

27 Monday - 美國12月新屋銷售月增率 (實際:3.6% 預估:1.7% 前值:5.9%) - 中國1月製造業PMI (實際:49.1 預估:50.1 前值:50.1) - 中國1月非製造業PMI (實際:50.2 預估:52.2 前值:52.2)	28 Tuesday - 美國12月耐久財訂單月增率初值 (實際:-2.2% 預估:0.6% 前值:-1.2%) - 美國1月經濟諮詢委員會消費者信心指數 (實際:104.1 預估:105.7 前值:104.7) - 日本12月工具機訂單年增率終值 (實際:12.6% 前值:11.2%)	29 Wednesday	30 Thursday - 美國上週首次申請失業救濟金人數 (實際:207k 預估:225k 前值:223k) - 美國1月聯準會利率決議 (實際:4.5% 預估:4.5% 前值:4.5%) - 美國第四季GDP季增年率初值 (實際:2.3% 預估:2.6% 前值:3.1%) - 歐元區1月ECB主要再融資利率 (實際:2.9% 預估:2.9% 前值:3.15%) - 歐元區第四季GDP年增率初值 (實際:0.9% 預估:1.0% 前值:0.9%) - 歐元區12月失業率 (實際:6.3% 預估:6.3% 前值:6.3%)	31 Friday - 美國12月PCE年增率 (實際:2.6% 預估:2.6% 前值:2.4%) - 美國12月核心PCE年增率 (實際:2.8% 預估:2.8% 前值:2.8%) - 日本12月失業率 (實際:2.4% 預估:2.5% 前值:2.5%) - 日本1月東京CPI年增率 (實際:2.5% 預估:2.5% 前值:2.4%) - 日本12月工業生產月增率初值 (實際:0.3% 預估:0.2% 前值:-2.2%) - 日本12月零售銷售月增率 (實際:-0.7% 預估:-0.1% 前值:1.8%)
--	---	--	--	--

FEB 2025

3 Monday - 美國1月ISM製造業PMI (預估:49.9 前值:49.3) - 美國1月標普全球製造業PMI終值 (預估:50.1 前值:50.1) - 歐元區1月HCOB製造業PMI終值 (預估:46.1 前值:46.1) - 歐元區1月CPI月增率初值 (預估:-0.4% 前值:0.4%) - 中國1月財新製造業PMI (預估:50.6 前值:50.5)	4 Tuesday - 美國12月JOLTS職缺 (預估:8,000k 前值:8,098k) - 美國12月耐久財訂單終值 (預估:-2.2% 前值:-2.2%)	5 Wednesday - 美國1月ADP就業變動 (預估:150k 前值:122k) - 美國1月ISM服務業PMI (預估:54.1 前值:54.1) - 美國1月標普全球服務業PMI終值 (預估:52.8 前值:52.8) - 歐元區12月PPI月增率 (實際: 預估:0.5% 前值:1.6%) - 中國1月財新服務業PMI (預估:52.4 前值:52.2)	6 Thursday - 美國上週首次申請失業救濟金人數 (預估:213k 前值:207k) - 歐元區12月零售銷售月增率 (實際: 預估:-0.1% 前值:0.1%)	7 Friday - 美國1月非農業就業人口變動 (預估:170k 前值:256k) - 美國1月失業率 (預估:4.1% 前值:4.1%) - 美國2月密大消費者信心指數初值 (預估:72.0 前值:71.1)
--	---	---	---	---

資料來源：Bloomberg

附錄

美國物價指數年增率(%)



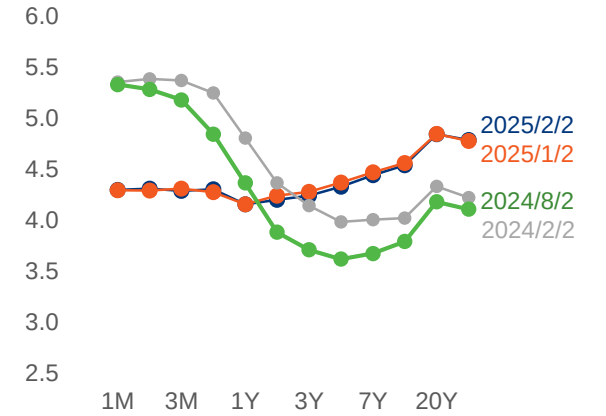
美國10年期公債殖利率(%)



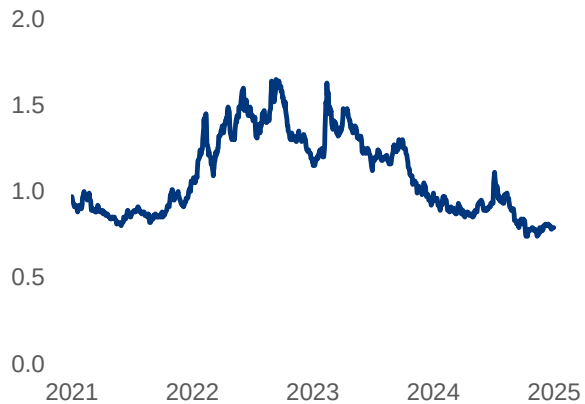
美國公債利差(bps)



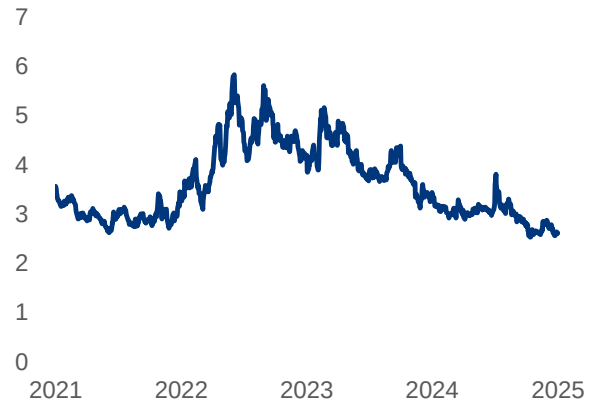
美國公債殖利率曲線(%)



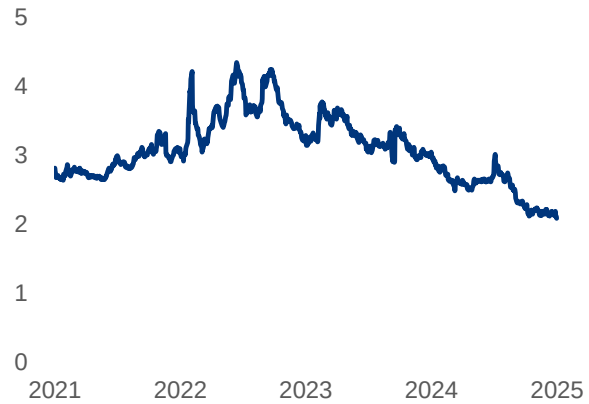
美元投資級公司債利差(%)



美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



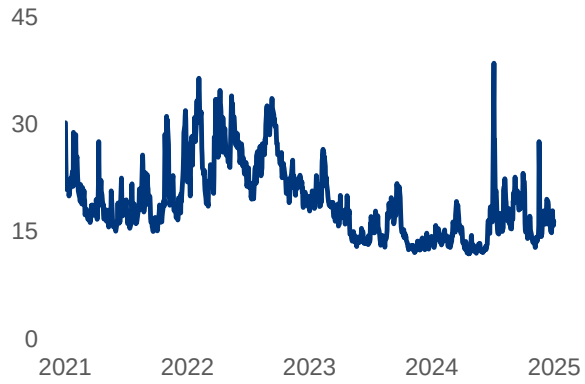
美元亞洲非投資級債利差(%)



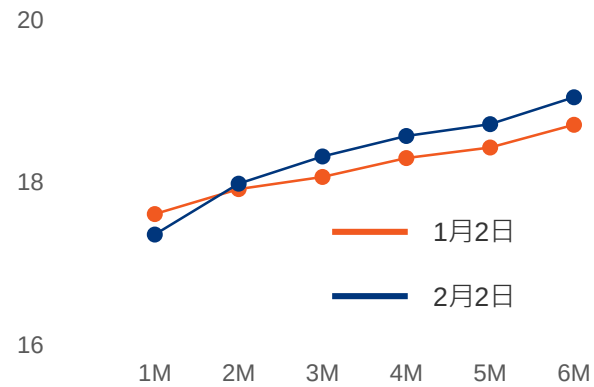
資料來源：Bloomberg · 2025年2月2日

附錄

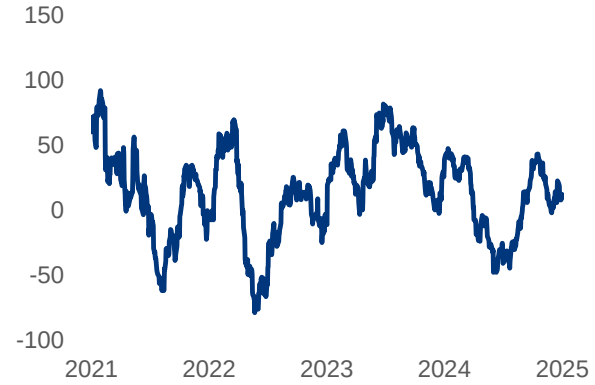
VIX指數



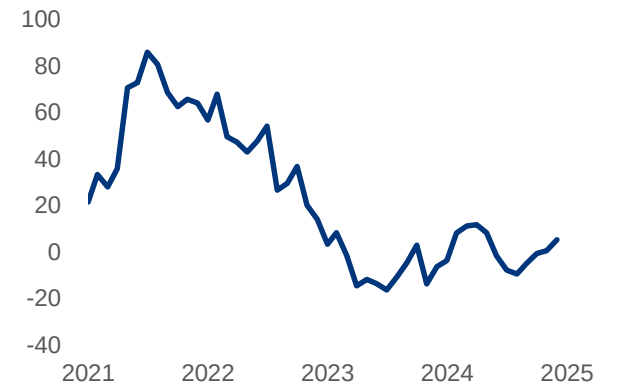
VIX期間結構



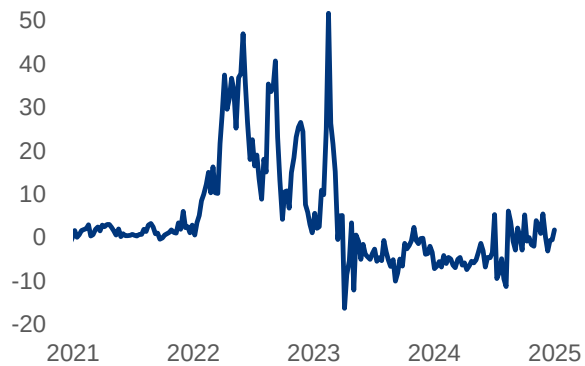
美國花旗經濟驚奇指數*



美國花旗通膨驚奇指數*



TED利差(bps)



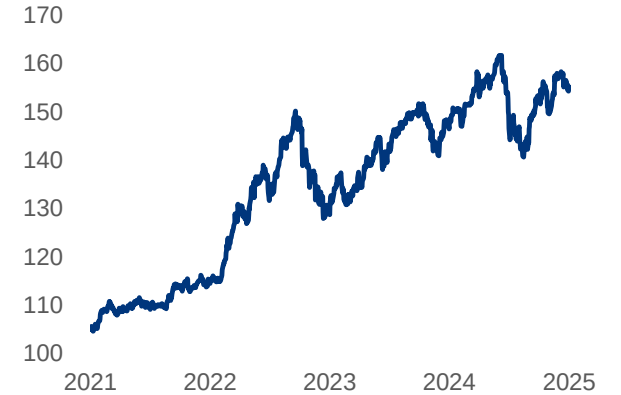
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年2月2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。

