



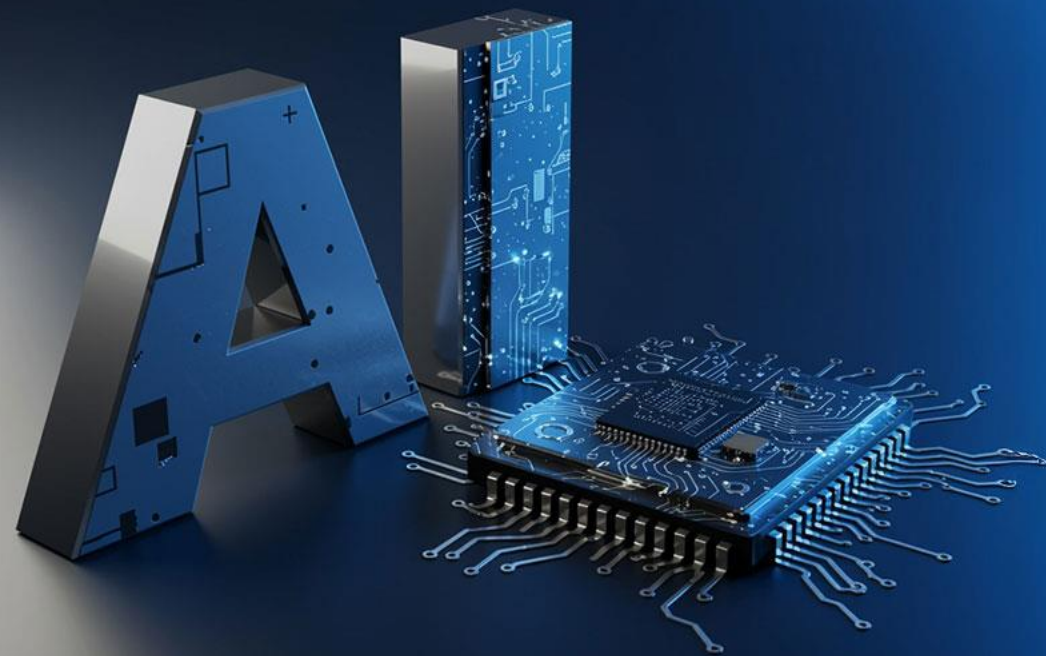
凱基證券

美國科技股，軟優於硬？

Go Soft for Tech?

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2025年2月21日



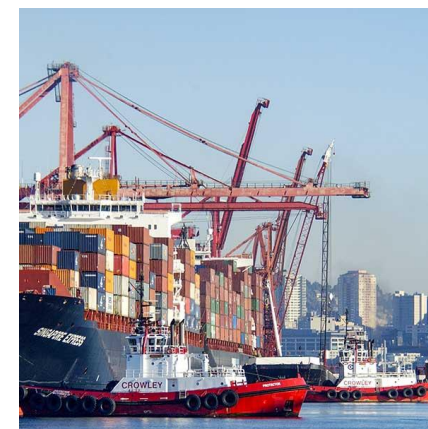
01 本週焦點圖表

川普啟動對等關稅，歐洲、印度、越南或為下一目標



02 市場回顧

川普貿易關稅戰襲來，股市高檔震盪



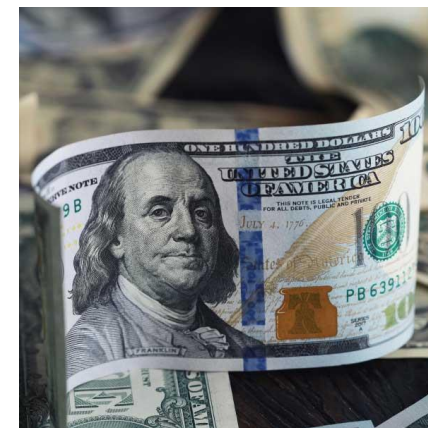
03 熱門議題

習近平會見民營科企，中國科技股大漲



04 投資焦點

美國科技股現以軟體較佳，AI硬體短空長多分批布建



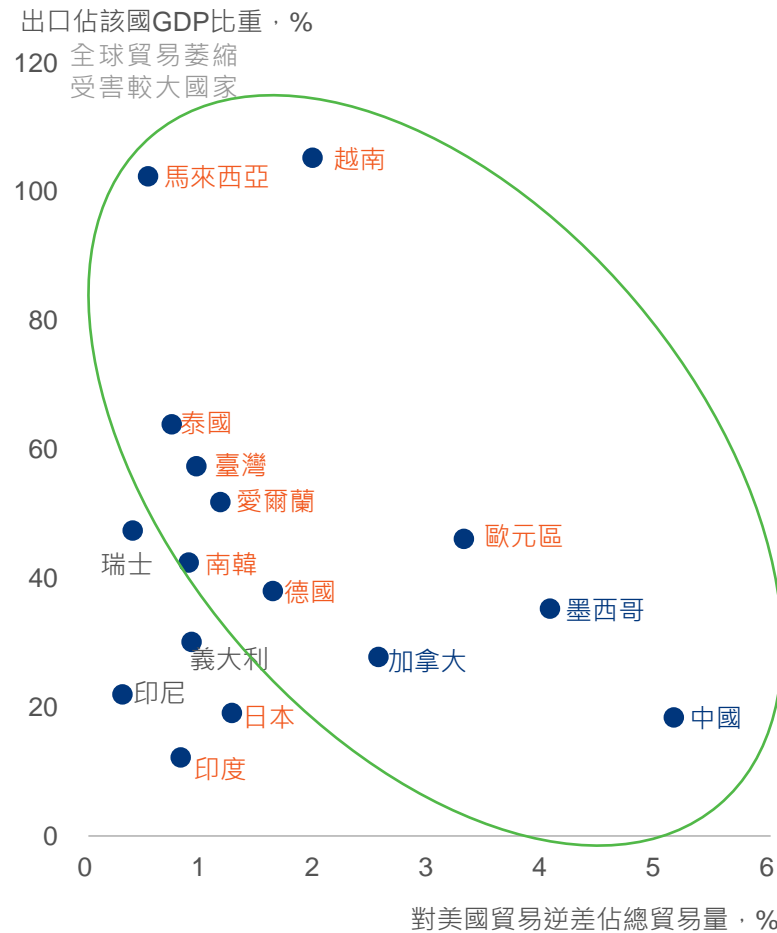
本週焦點圖表

川普啟動對等關稅，歐洲、印度、越南或為下一目標

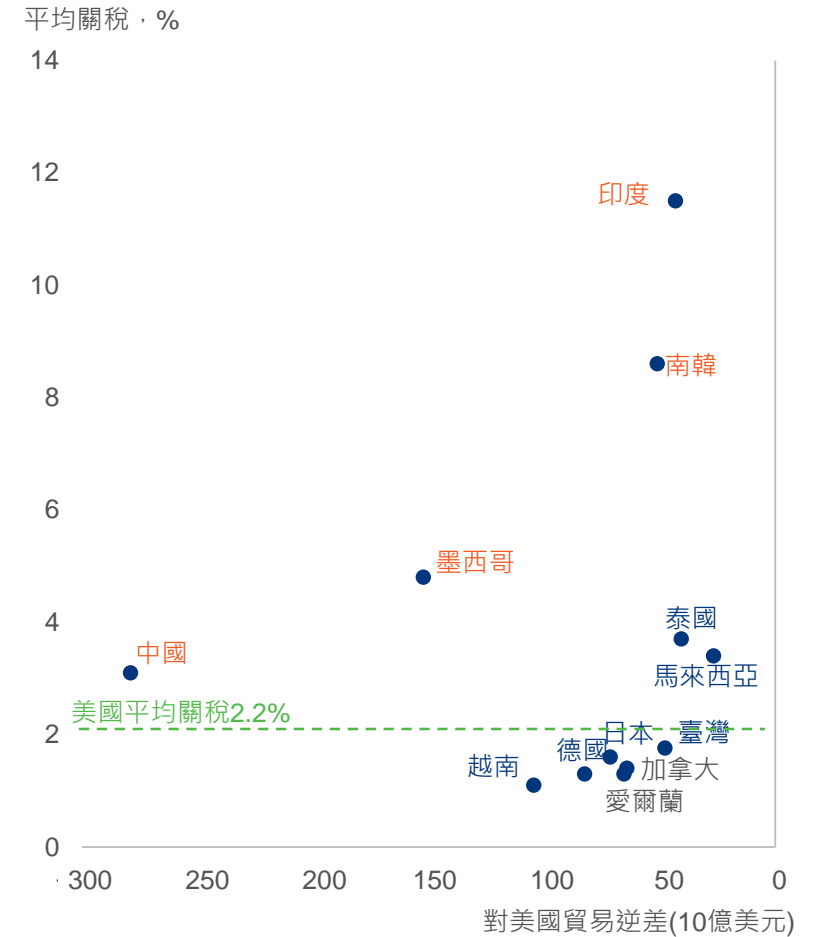
- ▶ 川普未簽署行政命令，而是以對等關稅備忘錄取代，將美國與貿易夥伴彼此徵收的關稅率拉到相對等，如非關稅政策如增值稅帶來不公平貿易，也將徵稅反擊，並致力於堵塞繞道貿易；美國貿易代表及商務部長將依據各國不同情況分別提議新關稅，以達成對等貿易狀態。川普的無差別化貿易關稅攻擊，犧牲地緣政治的長遠戰略利益，換取貿易對手國減低對美關稅稅率，達到美國利益極大化，料4月1日美貿易代表調查結果出爐，川普將採取新加稅行動，短期股市波動不止。
- ▶ 以關稅稅率看，印度、韓國、巴西、越南、墨西哥、加拿大、英國、中國、歐洲最惠國貿易關稅稅率均高於美國，其中印度、韓、巴西、越南平均關稅稅率超過5%，明顯高於美國徵收的2.2%關稅。以2023年各國與美國貿易逆差來看，中國、墨西哥、越南、德國、日本、加拿大、韓國、臺灣名列前茅。預期與美貿易逆差過大的國家將首先被加徵，平均關稅過高亦可能成為被制裁對象。

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

川普關稅戰無差別攻擊，歐洲、越南、臺灣皆需留意



與美貿易逆差過大、平均關稅過高的國家將被加徵稅

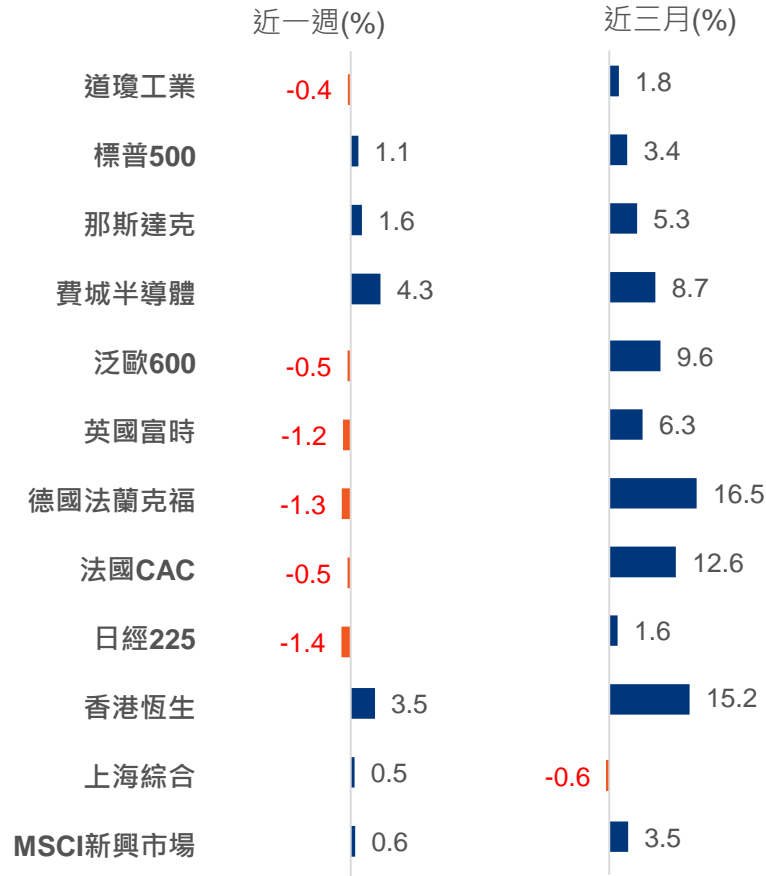


市場回顧

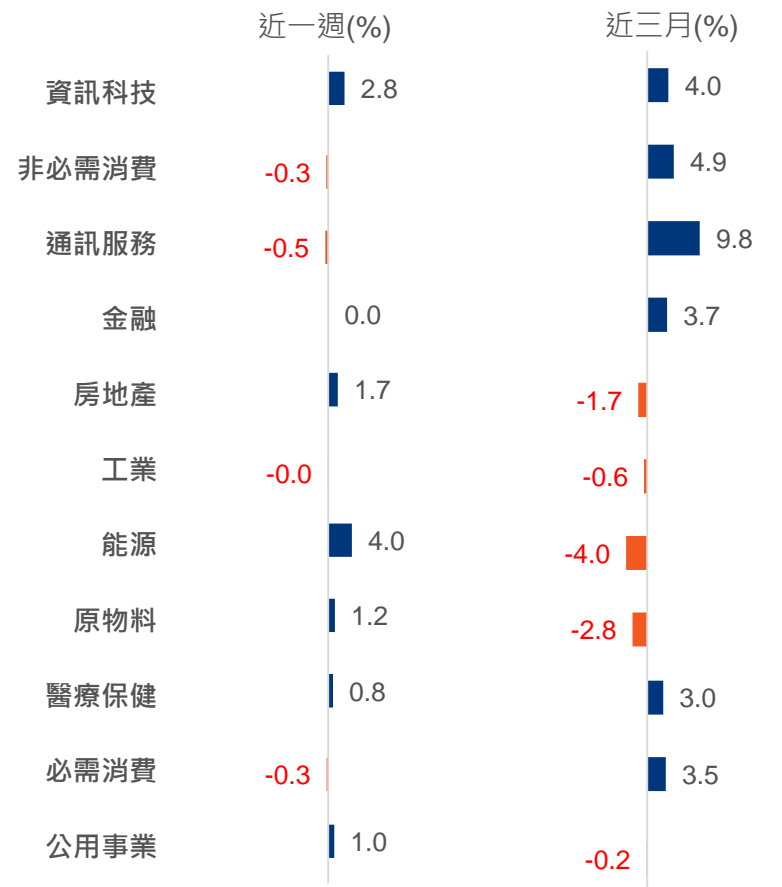
川普貿易關稅戰襲來，股市高檔震盪

- ▶ 川普本週宣布將對美國進口的汽車、半導體與醫藥課徵至少**25%**關稅，使非美地區汽車類股承壓，包括日本和歐洲汽車股走弱。歐盟近期將與美國洽談貿易協議，討論調降美國汽車、卡車進口關稅，期望與川普達成互惠協議。另一方面，美國、俄羅斯展開正式會談，市場預期結束俄烏戰爭指日可待，美俄外交與經濟關係亦可能解凍，歐股在多空消息交錯下，高檔震盪。美國第四季財報接近尾聲，LSEG資料顯示，標普500企業中**74%**的企業獲利優於預期，每股盈餘有望年增**15.3%**，大幅優於年初預測值**9.6%**，美股除道瓊指數外，另外三大指數通通上漲。
- ▶ 隨著俄烏停戰談判展開，市場預期歐盟將大幅提高軍費預算，軍工股走強。年底假期旺季過後，第一家公布財報的大型零售商沃爾瑪預測遜於預期，並表示公司無法避免川普對墨西哥、加拿大增加關稅帶來的影響，股價下挫，拖累必需消費股走弱。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)



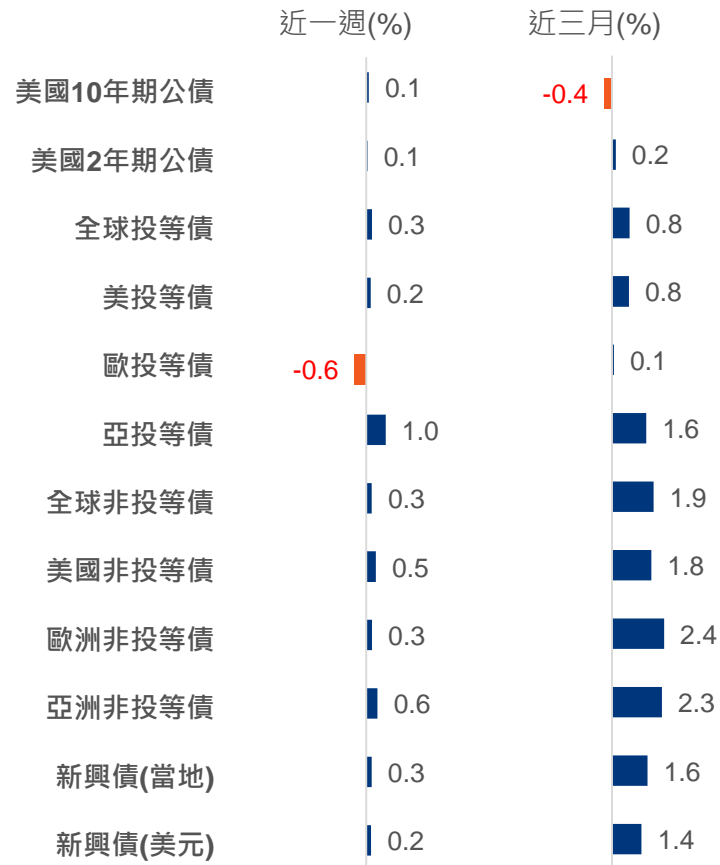
資料來源：Bloomberg，2025年2月21日

聯準會會議紀錄顯示可能放緩量化緊縮，美公債殖利率下滑

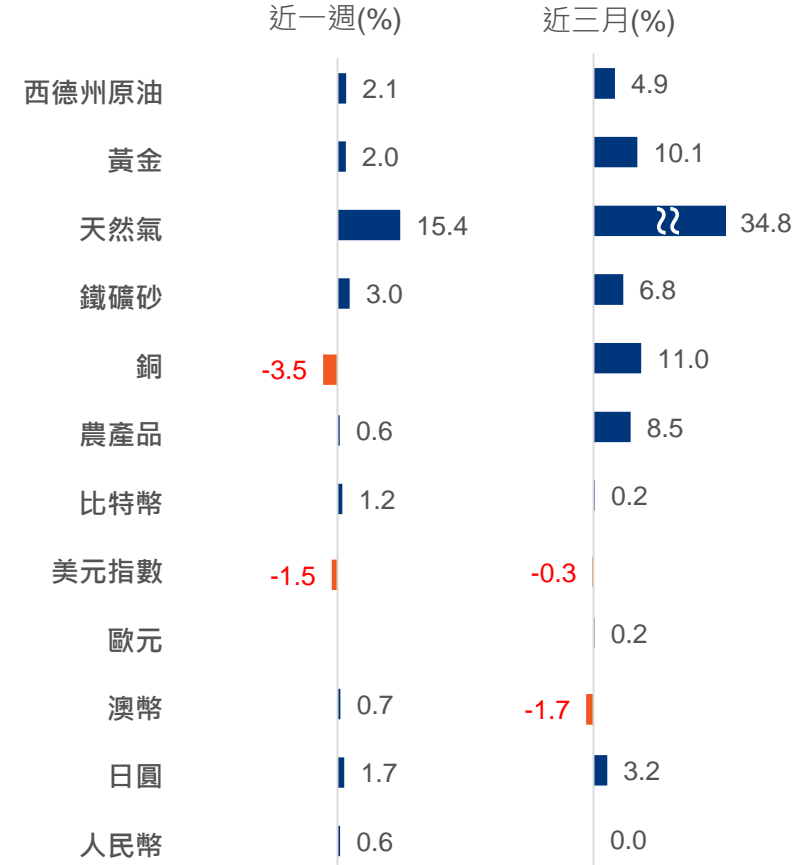
- ▶ 聯準會公布1月份會議紀錄顯示，官員對川普政策如關稅與驅逐移民，可能導致通膨升溫擔憂，直到通膨進一步改善前，政策利率將保持不變。另，揭露政府因法定舉債上限持續爭論財政支出，將影響財政部現金管理，提高判讀市場流動性難度，因此考慮放緩或暫停縮表，直到舉債上限情況明朗。美國長短天期公債殖利率小幅下降、美債上漲。
- ▶ 美國對參與歐洲防務態度保守，歐洲領導人在巴黎峰會上強化自衛能力，可能大幅提高軍費預算，預期德國政府將增加發債來挹注國防開支，德國公債殖利率升至近兩週新高，歐洲債市承壓。
- ▶ 美元指數強度減弱，非美貨幣普遍升值，其中又以日圓表現最為強勁。日銀鷹派官員高田肇發表升息言論，加上日本近期公布的GDP優於預期，春鬥薪資調幅可望創高，市場調整日銀今年升息幅度至2碼，最快或於第2季再度升息，激勵日圓走強。

資料來源：Bloomberg，2025年2月21日

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

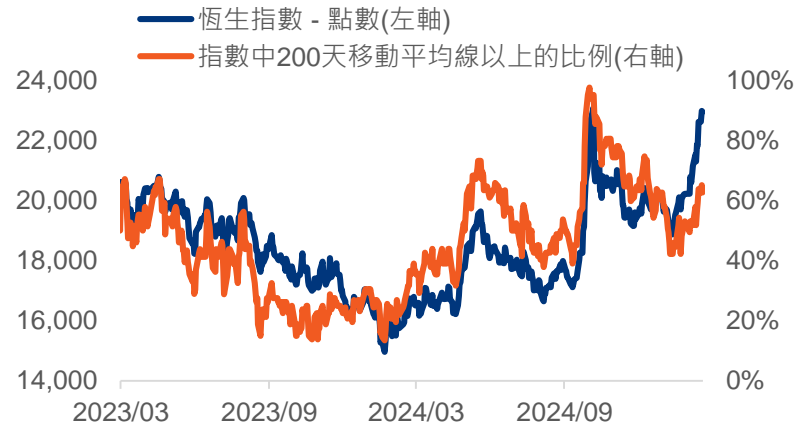


DeepSeek令市場改觀，帶動股市上揚，習近平會見民營科企

- ▶ DeepSeek令市場對中國科技股改觀。雖然恆指目前和去年10月高位接近，但明顯本輪的催化劑並不相同：去年漲幅主要來自具潛在財政刺激和有利整體股市的政策，而這次則更集中於和AI應用相關的科技股。恆指成分股中，超過200日移動平均線的個股明顯比例較少，少數公司大幅上漲帶動指數飆升，推升恆生科技指目前超過去年高點約6%。
- ▶ 適逢這時間點，習近平於17日召開民營企業座談會，出席者包括華為創始人任正非、阿里巴巴創始人馬雲、DeepSeek創始人梁文鋒等多位民營企業家。這是繼2018年後再度召開民企座談會，對比兩次會議，代表先進生產力的科企企業家佔比大幅躍升，後續或有鼓勵平台經濟發展的政策。
- ▶ 由於近日陸港股市漲勢頗急，短期或偏向波動。傳統指數已包涵巨型AI應用股，同時也具分散配置的優點，投資者可考慮考慮逢回買入追蹤陸港股市之指數ETF。

資料來源：Bloomberg

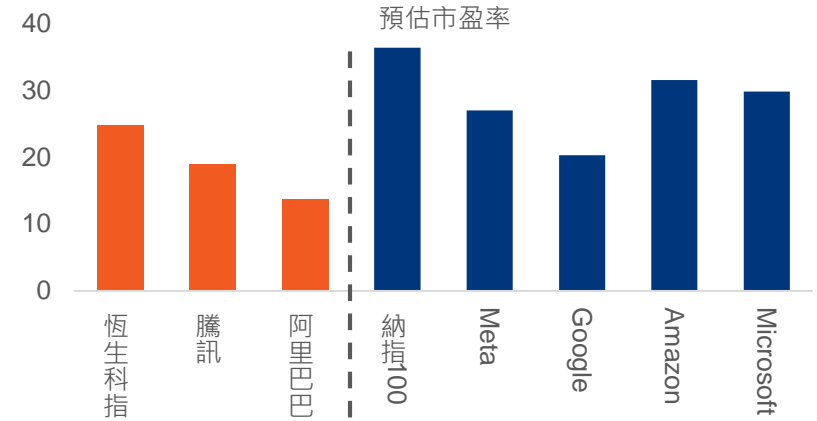
和去年10月相比，本輪上漲類股較為集中



恆生科技指數突破去年10月高位



中美巨型AI應用相關股票之估值



陸股相對缺乏AI應用題材，表現不如港股



投資焦點

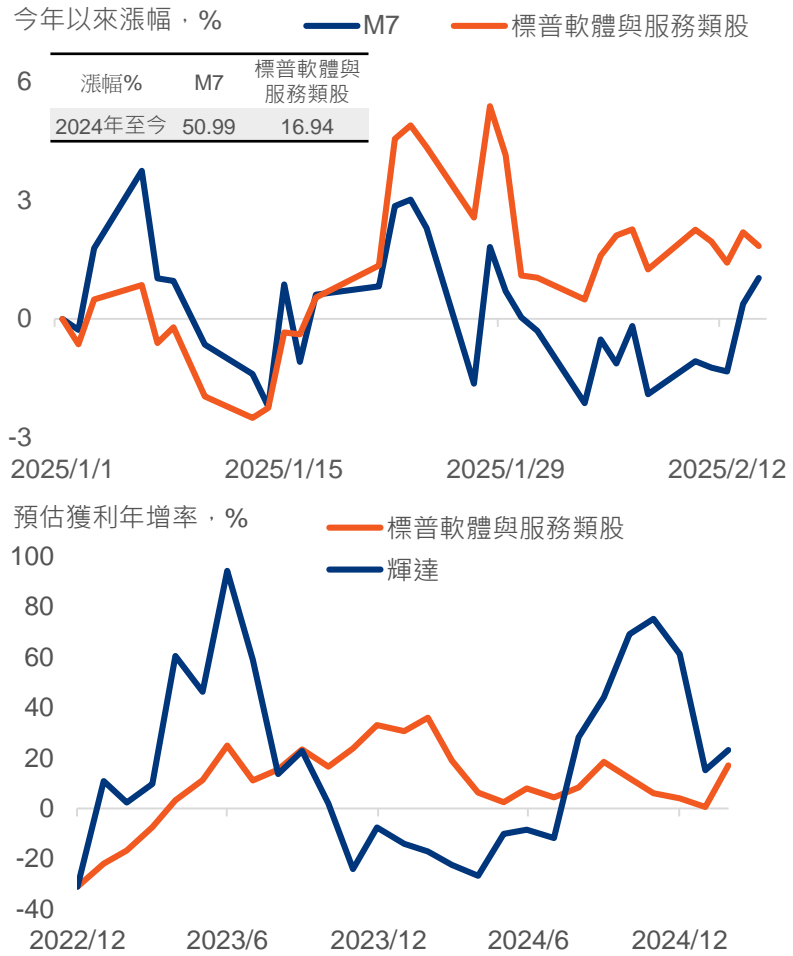
DeepSeek橫空出世，科技軟硬體股風水輪流轉

► DeepSeek出現，其開源模型的低成本與高效能優勢，降低大型雲端服務業者採購AI伺服器的高額預算，市場擔憂這波由Nvidia主導的AI軍備競賽恐提早結束，使去年領漲的AI硬體股評價遭市場下修。另一方面，大型雲端服務業者發展前景則逆勢看漲，包括Meta、Alphabet、Amazon與微軟等，軟體業者取代過去一年由半導體主導的AI領漲模式，成為資金青睞的新寵兒。

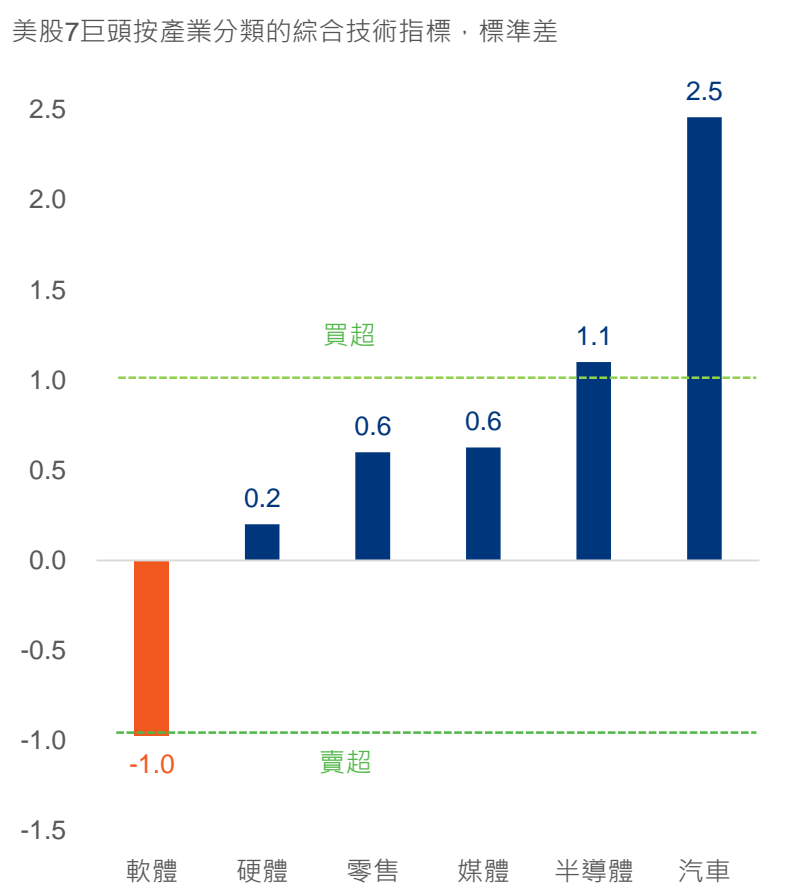
► DeepSeek影響包括:1) 發展成本下降，有助於AI終端需求與應用面爆發。2) AI伺服器供應鏈和Nvidia等，評價下修、股價震盪。3) AI軟體股近期表現優於晶片半導體和硬體股。今年來整體M7的漲幅不若去年強勁，但標普軟體服務類股表現相對較佳，除了展望調整外，過去M7非軟體類股估值偏高，反觀軟體類股過去遭賣超，未來仍有相對補漲空間，AI ASIC(特殊應用晶片)後市可期，IC設計服務商、AI軟體和AI應用包含的META、AMZN、Alphabet與Microsoft在M7中勝出。

資料來源：左圖Bloomberg；右圖凱基投顧，綜合技術指標含價格(動能)、籌碼面等，凱基證券整理

今年美國科技軟硬體、軟體股，此消彼漲



M7以產業區分，其中的軟體股是唯一超賣族群



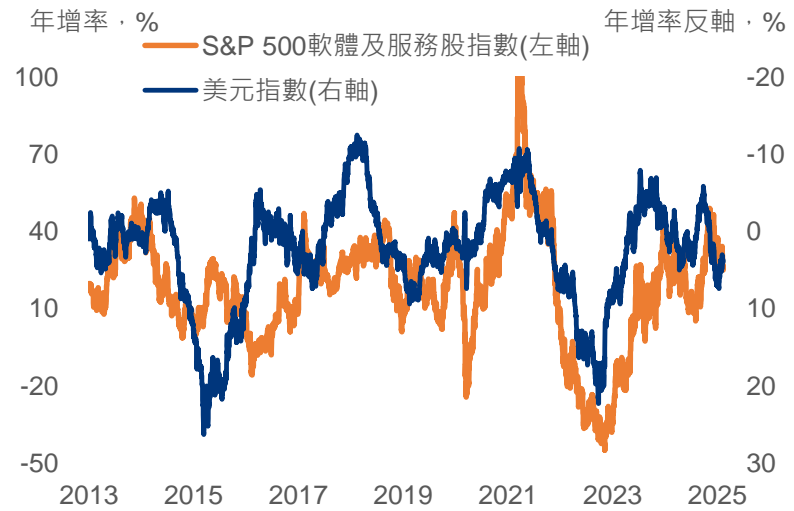
美國科技軟體股迎來利多，整體AI規模持續成長、硬體逢回漸布

► FactSet數據顯示，標普500指數迄今公布的企業財報中，軟體收入成長率達12.5%，優於半導體和設備收入的成長幅度11.3%。此外，由於美國軟體及服務廠商多為海外跨國企業，營收易受美元強弱影響，美國近期暫緩降息但可能放慢縮表速度，使公債殖利率仍下滑，美元指數強度減弱，提供軟體服務股有較佳表現空間。

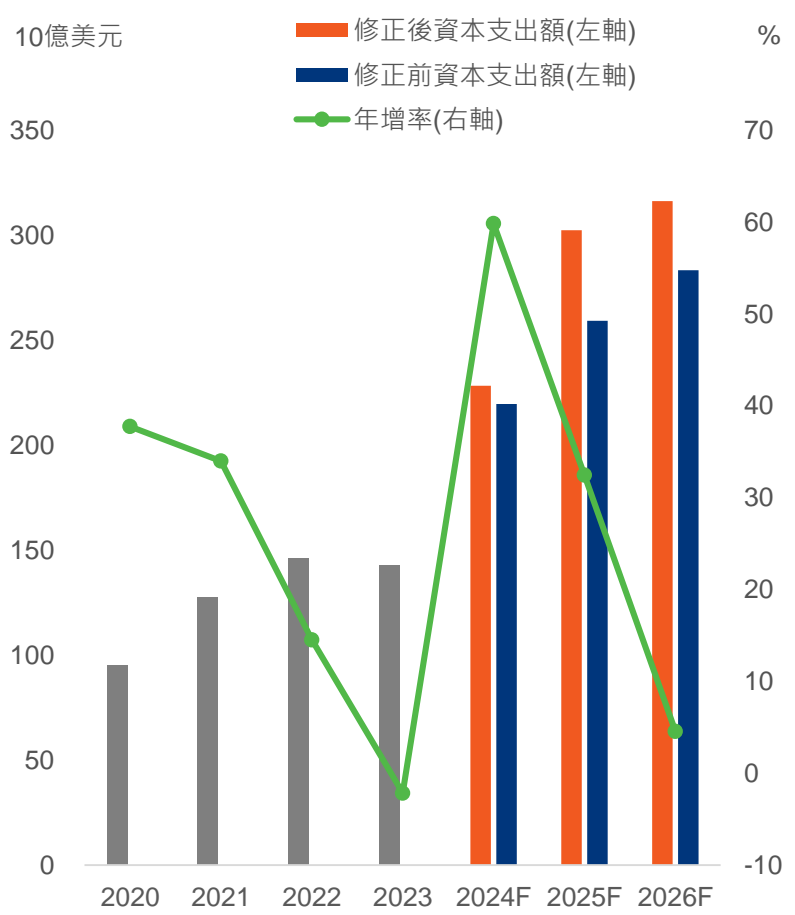
► 目前雖軟體股較硬體股具漲勢，但AI晶片股在雲端服務供應商(CSP)削減資本支出前，預估今年需求與盈餘變化不大，AI先進晶片伺服器仍供不應求，僅評價面臨下修。整體AI市場規模持續大幅成長，美國四大CSP本次財報均上修資本支出，反應AI軍備競賽並未因DeepSeek出現而立即降溫，Meta與Microsoft財報會議中表示，資本支出於2025年仍將維持強勁成長態勢，Intel與Apple亦正面期待AI PC與AI手機在今年普及度更高。AI應用遍地開花，AI硬體短空長多趨勢不變，建議現以逢回漸布方式，分批長期投資。

資料來源：左上圖Bloomberg(採週移動平均)，凱基投顧，凱基證券整理

美元強度減弱，為軟體服務股利多之一



美國4大雲端軟體伺服器廠，近3年仍續增資本支出



市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國企業財報多優於預期，DeepSeek出現提供美股輪動機會，市場關注川普關稅政策後續發展，預期金融、工業、國防軍工等川普政策利多題材持續發酵。此外，AI長期展望佳，科技股長多趨勢不變。 ◆ 俄烏戰爭有機會和談，歐洲央行持續寬鬆支撐經濟，激勵歐股屢創新高，後續觀察美歐貿易談判進展；隨薪資成長推動消費的正向循環逐步發酵，日股偏多看待。陸港股DeepSeek激勵上漲，但增加關稅將使外需動能受抑，留意波動風險。 	<p>策略風格：大型股，金融、工業、軍工、AI與科技股</p> <p>區域：美國、日本</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國經濟與就業具韌性，通膨復燃隱憂揮之不去，聯準會或以放緩縮表速度，取代降息。固定收益產品以中短期投資級債鎖利為宜。美國財政紀律隱憂未解，長天期美債應保守操作。 ◆ 景氣軟著陸使利差收窄，企業債信品質仍佳，把握企業債鎖利機會，考量下半年後景氣存在放緩可能，建議聚焦大型龍頭企業投資級債，並留意風險調整後債券利差較佳者，如通訊、金融、公用事業、國防工業等產業。 	<p>期間：中短期債券鎖利</p> <p>種類：大型企業投資級債為首選，產業聚焦具潛在利多的通訊、金融、公用事業、國防工業</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 聯準會放緩降息節奏，川普續打關稅戰、金融市場不確定性上升，美元在經濟表現、利差、避險因素有利情況下，上半年高檔有撐但強度稍減。 ◆ 日本經濟改善、日本銀行下次升息時點或提早至第2季，今年再升息幅度或增加為2碼，日圓近期持續升值。 	<p>美元短線高檔有撐</p> <p>日圓偏升值發展</p>

▶ FEB 2025

17 Monday

- 日本第四季年化GDP季增率初值 (實際:2.8% 預估:1.1% 前值:1.7%)
- 日本12月工業生產月增率終率 (實際:-0.2% 前值:0.3%)

18 Tuesday

19 Wednesday

- 美國1月新屋開工月增率 (實際:-9.8% 預估:-7.3% 前值:16.1%)
- 日本1月出口年增率 (實際:7.2% 預估:7.7% 前值:2.8%)
- 日本12月核心機器訂單月增率 (實際:-1.2% 預估:0.5% 前值:3.4%)

20 Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (實際:219k 預估:215k 前值:214k)

21 Friday

- 美國2月標普全球製造業PMI初值 (預估:51.4 前值:51.2)
- 美國2月標普全球服務業PMI初值 (預估:53.0 前值:52.9)
- 美國2月密大消費者信心指數終值 (預估:67.8 前值:67.8)
- 日本1月全國CPI年增率 (實際:4.0% 預估:4.0% 前值:3.6%)
- 日本2月自分銀行製造業PMI初值 (實際:48.9 前值:48.7)
- 歐元區2月HCOB製造業PMI初值 (預期:47.0 前值:46.6)

24 Monday

- 歐元區1月CPI年增率終值 (前值:2.5%)

25 Tuesday

- 美國2月經濟諮詢委員會消費者信心指數 (預估:103.0 前值:104.1)
- 日本1月工具機訂單年增率初值 (前值:4.7%)
- 家得寶公司(HD)財報

26 Wednesday

- 美國1月新屋銷售月增率 (預估:-2.9% 前值:3.6%)
- 美國1月耐久財訂單初值 (預估:1.8% 前值:-2.2%)
- 羅威公司(LOW)、TJX公司(TJX)、直覺公司(INTU)財報

27 Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (前值:219k)
- 美國第四季GDP季增率修正值 (預估:2.3% 前值:2.3%)
- 歐元區2月消費者信心指數終值 (前值:-13.6)
- 輝達(NVDA)、賽富時公司(CRM)財報

28 Friday

- 美國1月PCE年增率 (預估:2.5% 前值:2.6%)
- 美國1月核心PCE年增率 (預估:2.6% 前值:2.8%)
- 日本2月東京CPI年增率 (預估:3.3% 前值:3.4%)
- 日本1月零售銷售月增率 (預估:0.5% 前值:-0.8%)
- 日本1月工業生產月增率初值 (預估:-1.2% 前值:-0.2%)

資料來源：Bloomberg

財報季重點企業公布

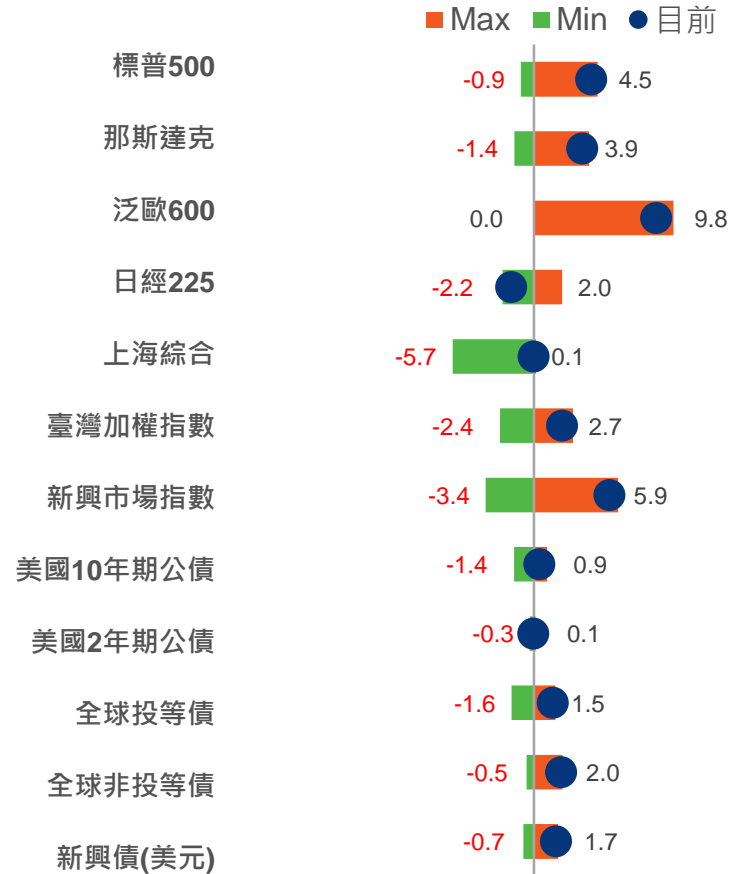
日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2025/2/18	美敦力公司(MDT)	8.33B	8.29B	1.36	1.39		V
2025/2/18	星座能源公司(CEG)	5.48B	5.38B	2.01	2.44		V
2025/2/19	Arista網路公司(ANET)	1.9B	1.93B	0.57	0.65	V	V
2025/2/19	亞德諾公司(ADI)	2.36B	2.42B	1.54	1.63	V	V
2025/2/20	沃爾瑪公司(WMT)	179.85B	180.55B	0.64	0.66	V	V
2025/2/21	續客控股公司(BKNG)	5.19B	5.47B	36.13	41.55	V	V

資料來源：Investing.com

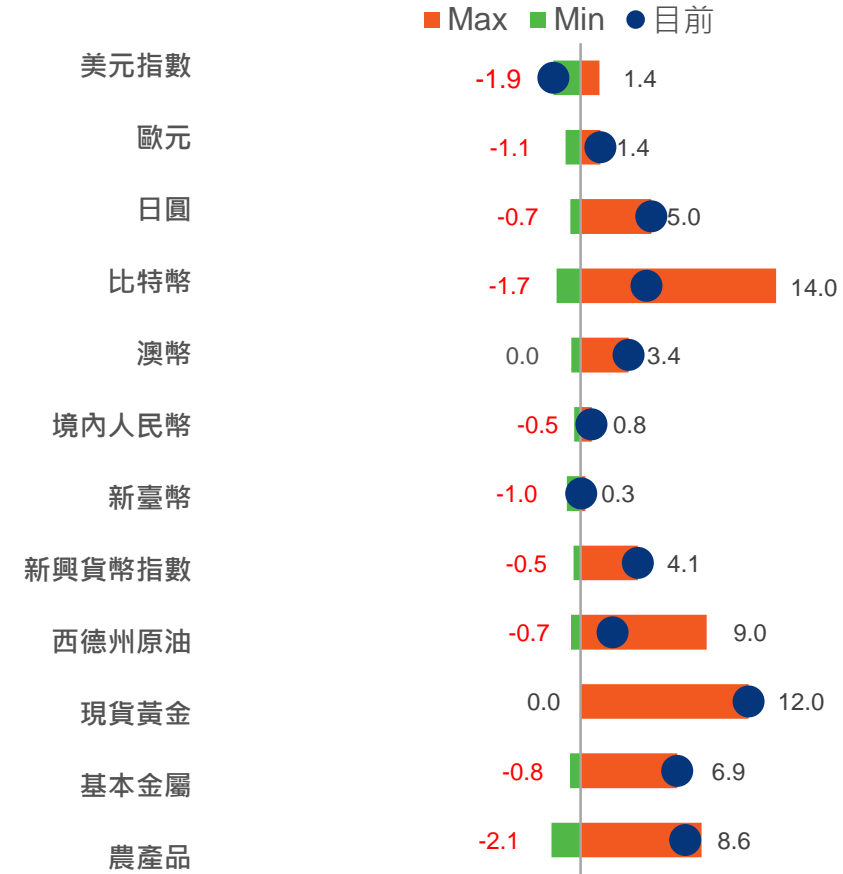


年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



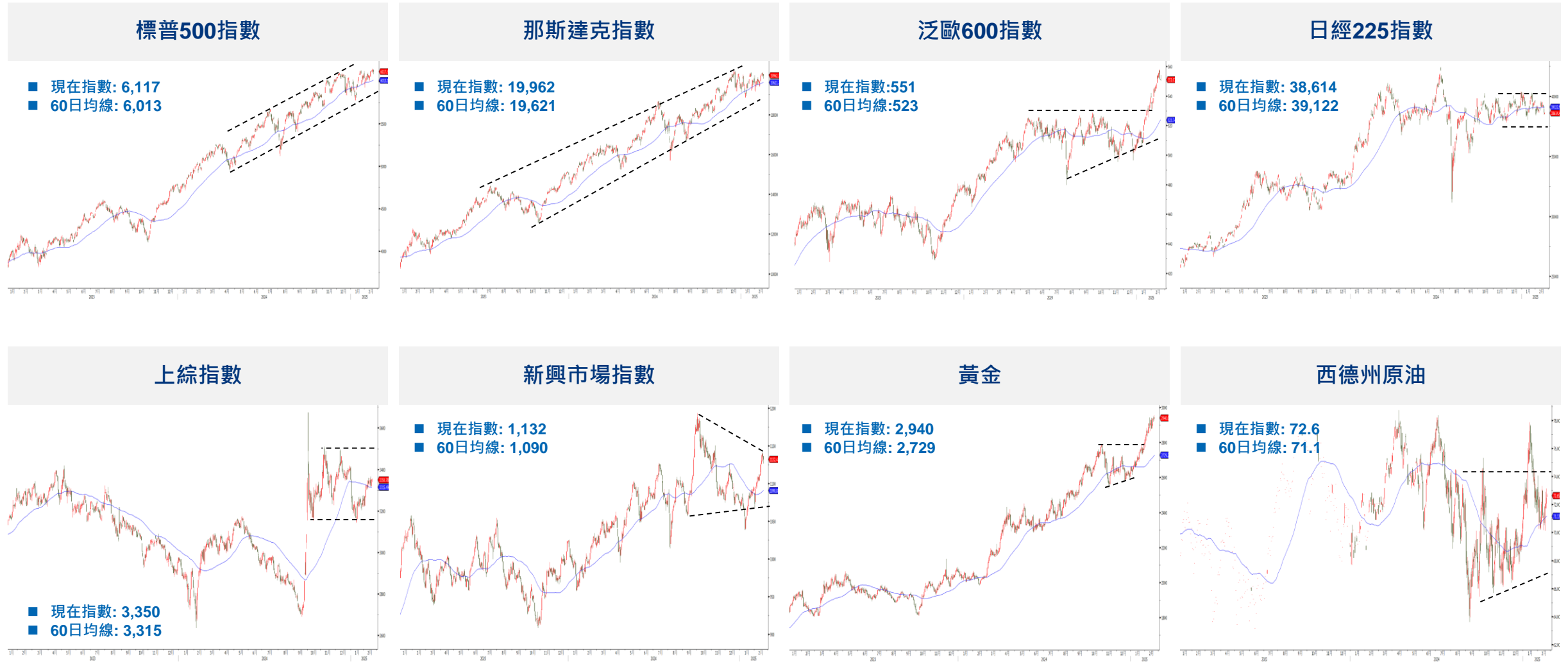
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年2月21日

技術分析

60日線



資料來源：Bloomberg · 2025年2月21日

市場觀測

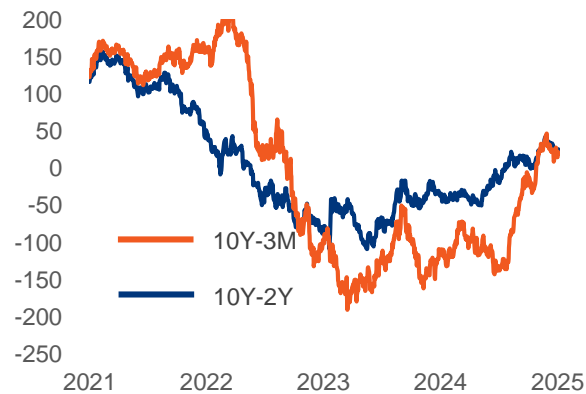
美國物價指數年增率(%)



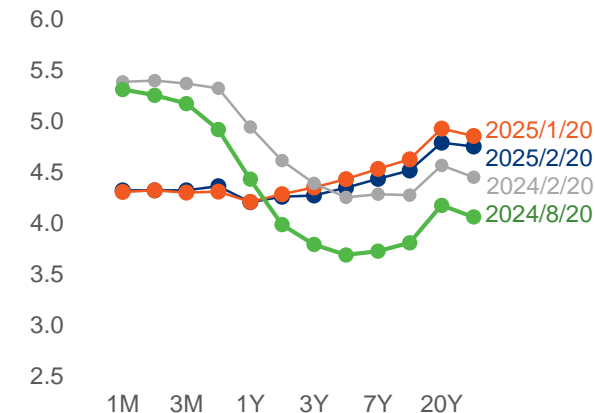
美國10年期公債殖利率(%)



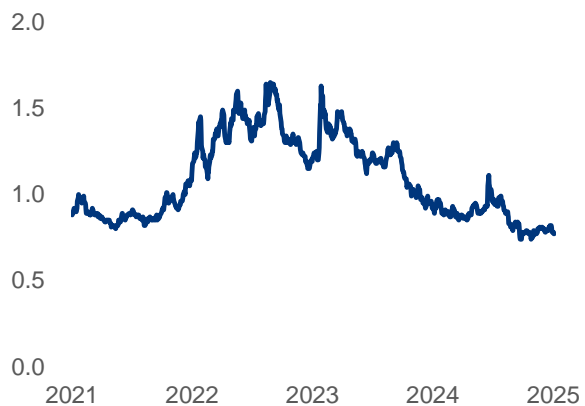
美國公債利差(bps)



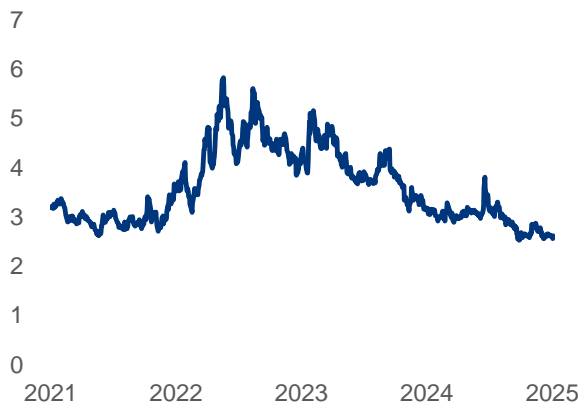
美國公債殖利率曲線(%)



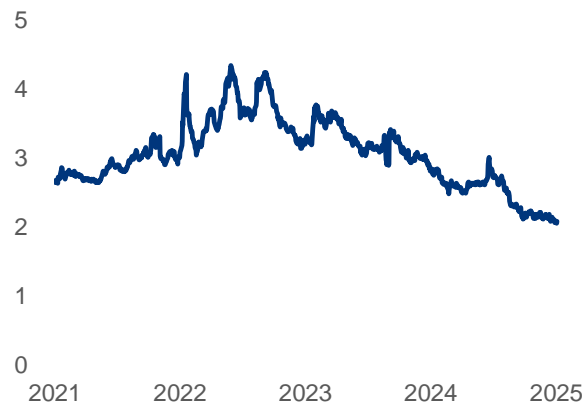
美元投資級公司債利差(%)



美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



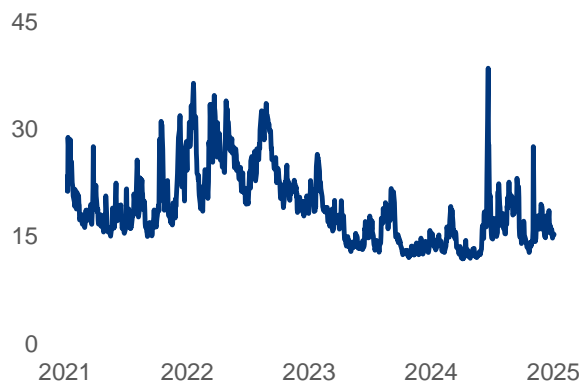
美元亞洲非投資級債利差(%)



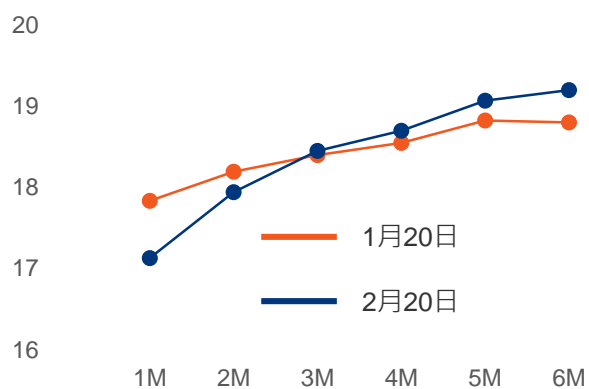
資料來源：Bloomberg · 2025年2月20日

市場觀測

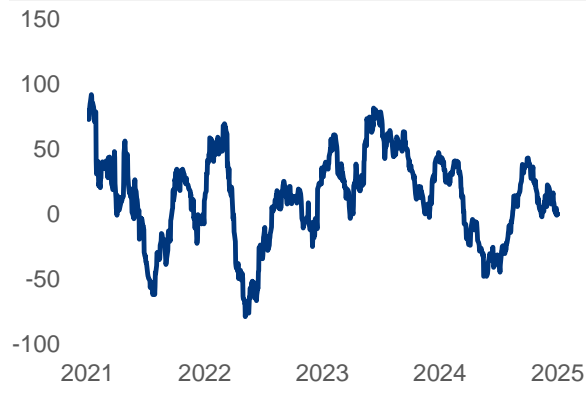
VIX指數



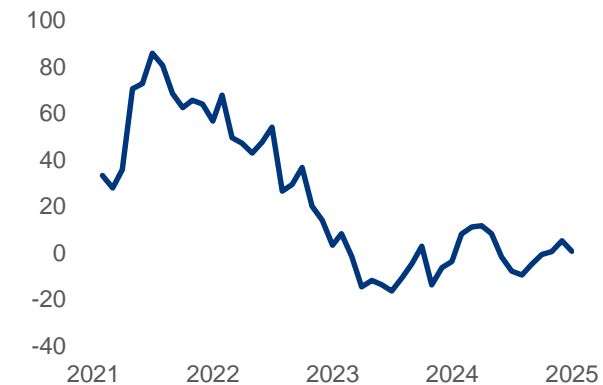
VIX期間結構



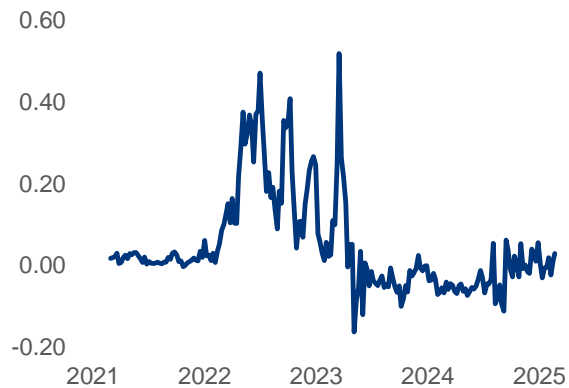
美國花旗經濟驚奇指數*



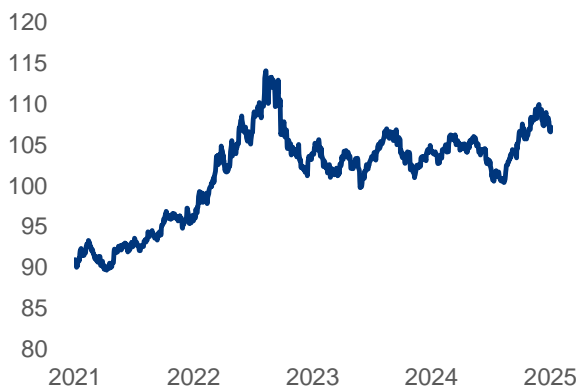
美國花旗通膨驚奇指數*



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2月20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。