



凱基證券

# 政策助金融？

Policy Fuels Financials

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2025年1月3日



## 01 本週焦點圖表

資金無懼波動，  
比特幣仍受青睞



## 02 市場回顧

新年假期交易清淡，  
市場小幅震盪



## 03 熱門議題

美國製造業活動牽動美股，  
若復甦將為股市下方支撐



## 04 投資焦點

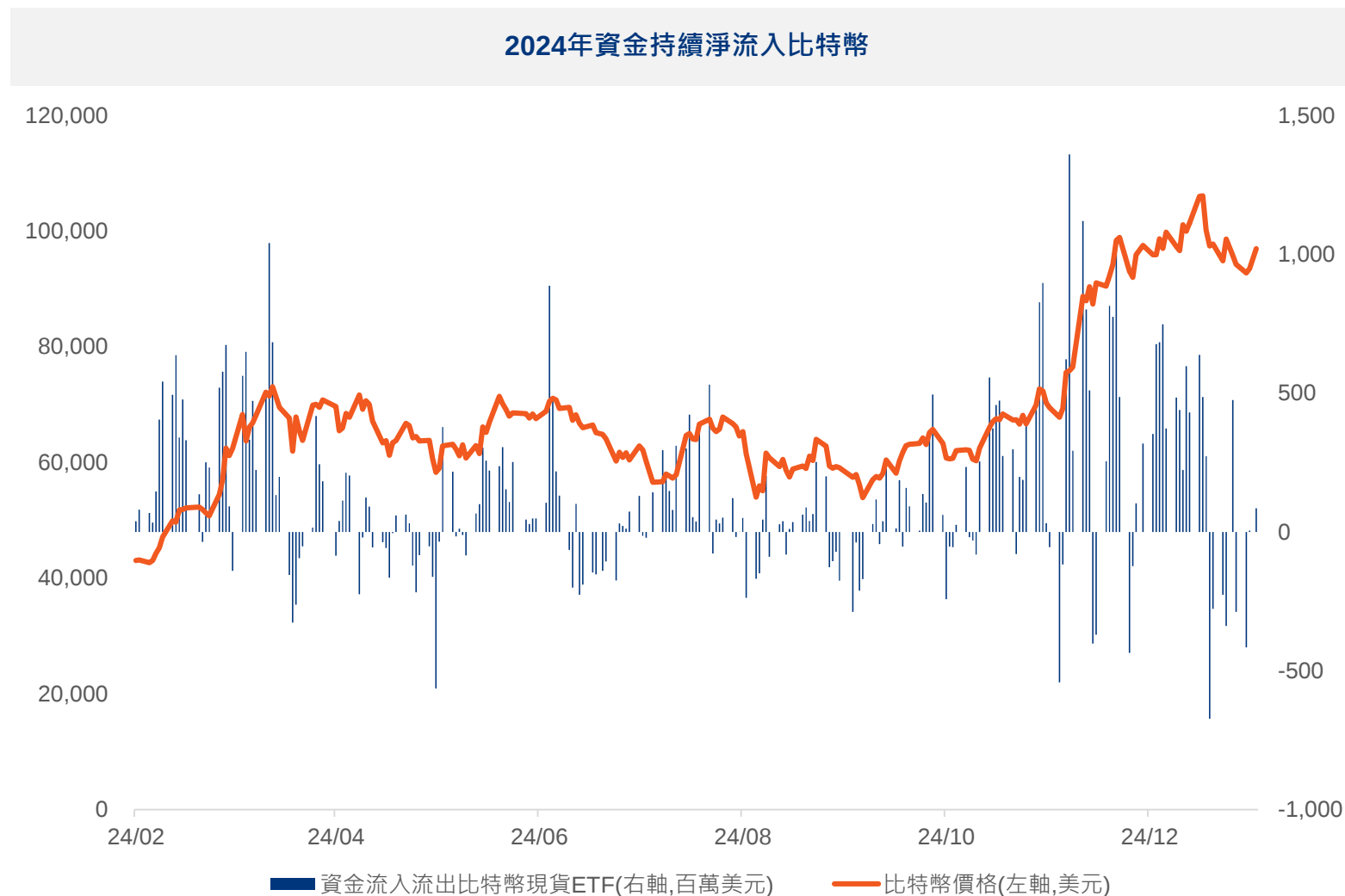
監管放鬆與利差支撐，  
有利金融股再創佳績



## 本週焦點圖表

## 資金無懼波動，比特幣仍受青睞

- ▶ 儘管年末比特幣經歷大幅贖回後，可觀察到有資金再度進場布局比特幣，顯示投資人對比特幣仍有信心。2024年為比特幣蓬勃發展的一年，市場資金亦出現淨流入比特幣，一方面反映2024年1月10日美國證券交易委員會(SEC)正式批准首批比特幣現貨ETF，讓投資者得以合法進入比特幣市場，也為全球市場建立了規範的投資管道。加上川普表態支持比特幣，承諾將建立比特幣國家戰略儲備，同時放寬監管，大幅提振了市場信心，吸引了不少機構和個人投資者進場。
- ▶ 美國比特幣現貨ETF上市交易到目前為止還不到一年，美國比特幣ETF資產管理規模就一度超越了美國黃金ETF，顯示市場需求仍十分強勁。除了政策面的支持之外，因為比特幣擁有固定的供應量和去中心化的特性，令其具備與黃金類似的抗通膨與保值的効果，亦逐步成為投資人長期配置的選擇之一。



資料來源：Coinglass，凱基證券整理，註：CoinGlass為一家專業的加密衍生品數據分析平台，以提供精準、實時的加密貨幣市場數據和分析服務為主要業務

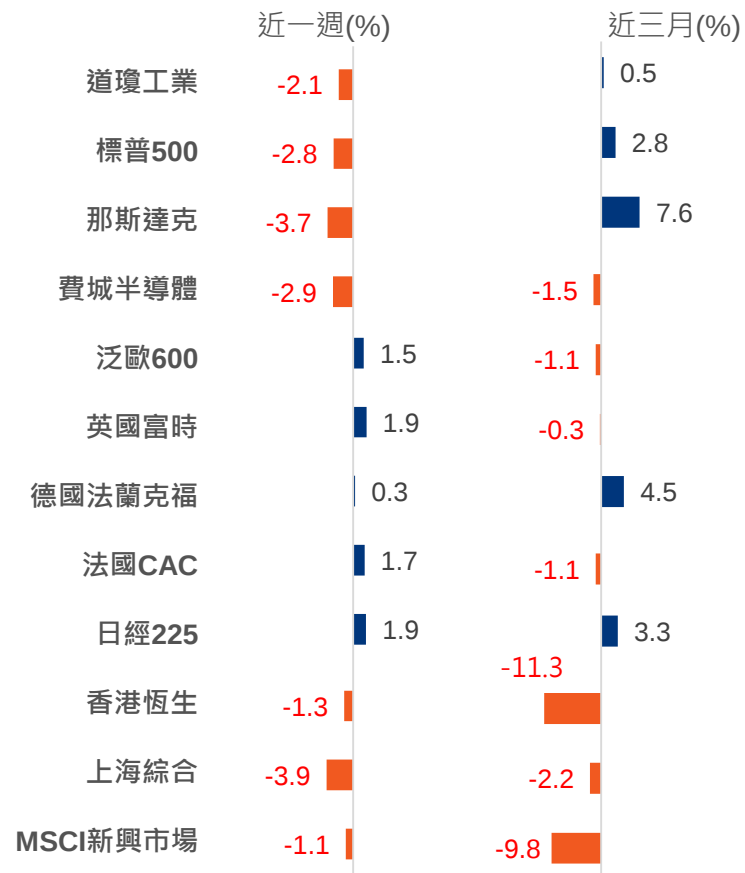


市場回顧

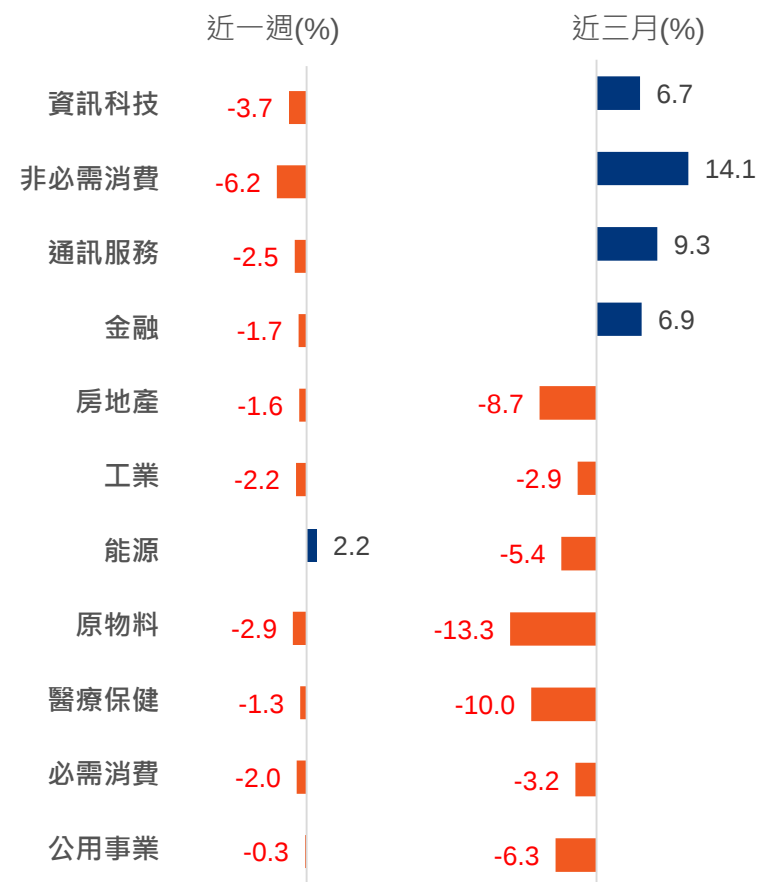
# 年末交易清淡，股市漲跌互見，獲利了結調整令多數產業走跌

- ▶ 新年假期來到，投資人在新年到來前保持觀望態度，並對2024年強勁的股市表現進行獲利了結調整，帶動美股四大指數普遍走低。歐股則是小幅反彈，但2024年歐股在經濟表現疲弱且政治動盪未解下，走勢仍明顯落後美股。
- ▶ 亞股方面，陸港股表現偏弱，反映中國政府雖然持續釋放出財政與貨幣政策寬鬆訊號，但實際的赤字規模數據則是一再推遲，目前最快可能需要等到兩會才會宣布，且當前經濟數據仍遠未有顯著的回升跡象，令市場資金轉趨保守態度，亦導致股市表現不佳。
- ▶ 在年底消息面清淡的背景下，產業指數多數走低，投資人對於近期表現較佳的類股獲利了結，導致科技、非必需消費、通訊服務等類股跌幅較高，能源則是受到近期油價反彈而有所支撐，其餘產業多呈現下跌走勢。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年1月3日

# 殖利率高檔盤整令債市窄幅變動；美元維持強勢，供需帶動原油、天然氣反彈

- ▶ 臨近假期，債市交投清淡，美債殖利率高檔窄幅震盪，導致債券市場幾無顯著變化。投資人持續消化聯準會降息步伐縮減的預期，並觀望即將於1月上任的川普政府推出之政策對於債券利率所可能帶來的影響。
- ▶ 商品部分，油價走高，反映近期歐美氣溫持續走降可能提振需求，加上美國原油庫存數據降幅大於預期共同推動。天然氣則是持續受到俄羅斯過境烏克蘭合約到期斷供之影響支撐價格反彈。
- ▶ 美元則是受到債券殖利率維持高檔而得到支撐，歐元貶值幅度相對較大，反映德法政治紛擾持續對投資人的信心所帶來的影響。其他貨幣多以下跌為主。日圓則是受到日本銀行會議紀錄顯示部分官員對於升息的信心增強以及日銀的每月債券購買量有所減少的消息所支撐，抵禦了貶值的壓力。

各類債券表現(%)

|          | 近一週(%) | 近三月(%) |
|----------|--------|--------|
| 美國10年期公債 | 0.2    | -4.4   |
| 美國2年期公債  | -0.0   | -1.1   |
| 全球投等債    | -0.2   | -4.8   |
| 美投等債     | 0.2    | -3.1   |
| 歐投等債     | -0.2   | -0.1   |
| 亞投等債     | 0.2    | -4.9   |
| 全球非投等債   | 0.1    | -0.2   |
| 美國非投等債   | 0.3    | 0.4    |
| 歐洲非投等債   | 0.1    | 1.9    |
| 亞洲非投等債   | 0.3    | 0.9    |
| 新興債(當地)  | 0.1    | -2.9   |
| 新興債(美元)  | 0.1    | -1.5   |

各類商品及貨幣表現(%)

|       | 近一週(%) | 近三月(%) |
|-------|--------|--------|
| 西德州原油 | 5.1    | 1.2    |
| 黃金    | 1.5    | 0.2    |
| 天然氣   | 10.0   | 4.2    |
| 鐵礦砂   | -1.0   | -1.6   |
| 銅     | -2.4   | -12.2  |
| 農產品   | 1.1    | -2.2   |
| 比特幣   | 3.8    | 59.2   |
| 美元指數  | 1.1    | 7.6    |
| 歐元    | -1.5   | -6.9   |
| 澳幣    | -0.2   | -9.3   |
| 日圓    | 0.3    | -6.6   |
| 人民幣   | -0.0   | -3.8   |

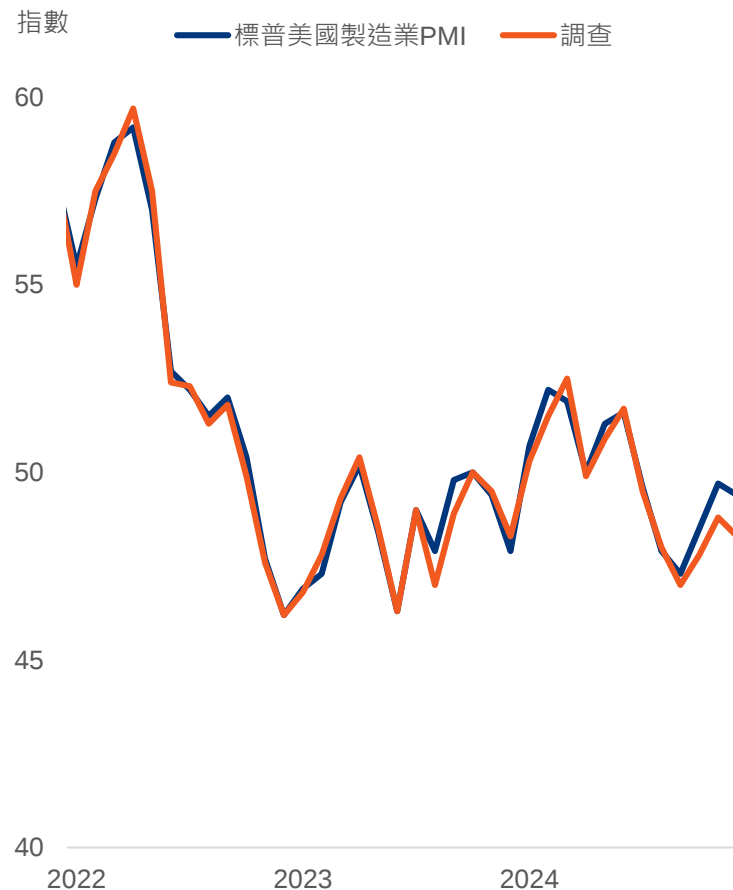
資料來源：Bloomberg，2025年1月3日



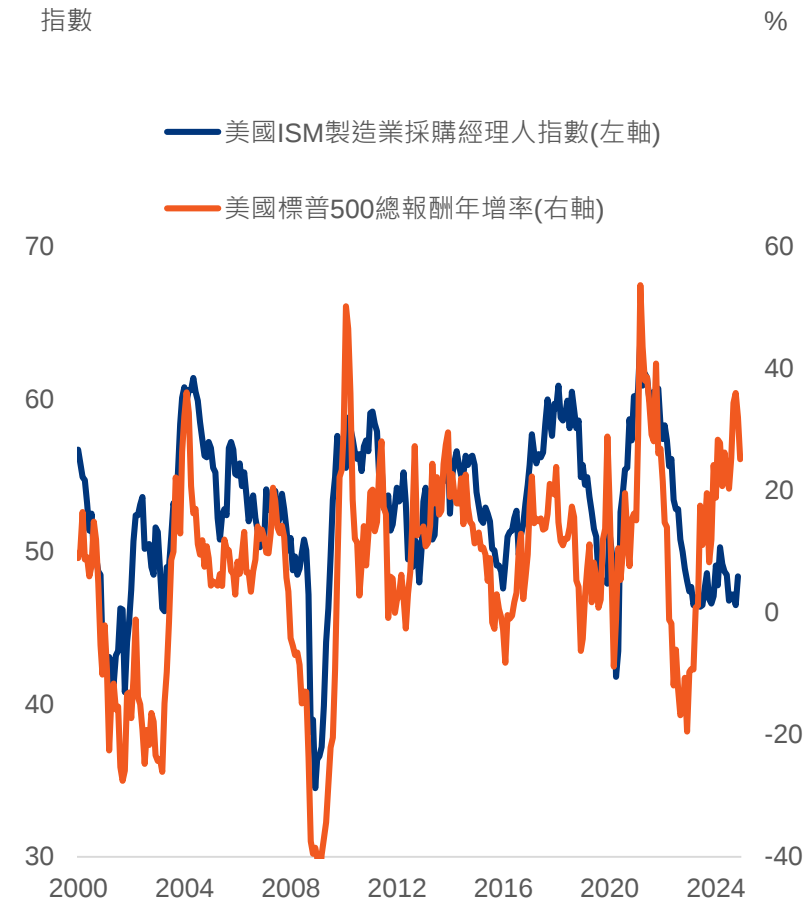
# 美國製造業活動仍緩，若持續復甦將推升美股上漲動能

- ▶ 標普公布美國12月製造業PMI為49.4較前月回落，其中產出與新訂單續降，顯示美國整體製造業景氣仍偏弱。後續關注美國新任總統川普上任後，減稅、監管鬆綁與調高關稅可能進一步推升美國在地商品需求，若在地生產與製造業加速回流，將有助美國製造業活動持續改善。
- ▶ 美國經濟數據表現仍優於預期，部分經理人預期美國景氣從軟著陸進入不著陸情境。展望後市，鑑於當前美國製造業活動緩步復甦，有助於美國企業獲利與美股表現。檢視過往製造業PMI築底回升時期，美股具有較佳表現，未來除了以具備成長動能的美國大型股為首選外，另可關注金融、工業、國防軍工等政策利多題材，後續若就業與景氣快速下行，則增加防禦型類股配置降低風險。

## 美國製造業PMI顯示整體製造業景氣仍偏弱



## 過往美國製造業活動回升，有望提振美股表現



資料來源：Bloomberg，2025年1月3日

# 金融有望受惠存放利差回升與放鬆監管等政策效應

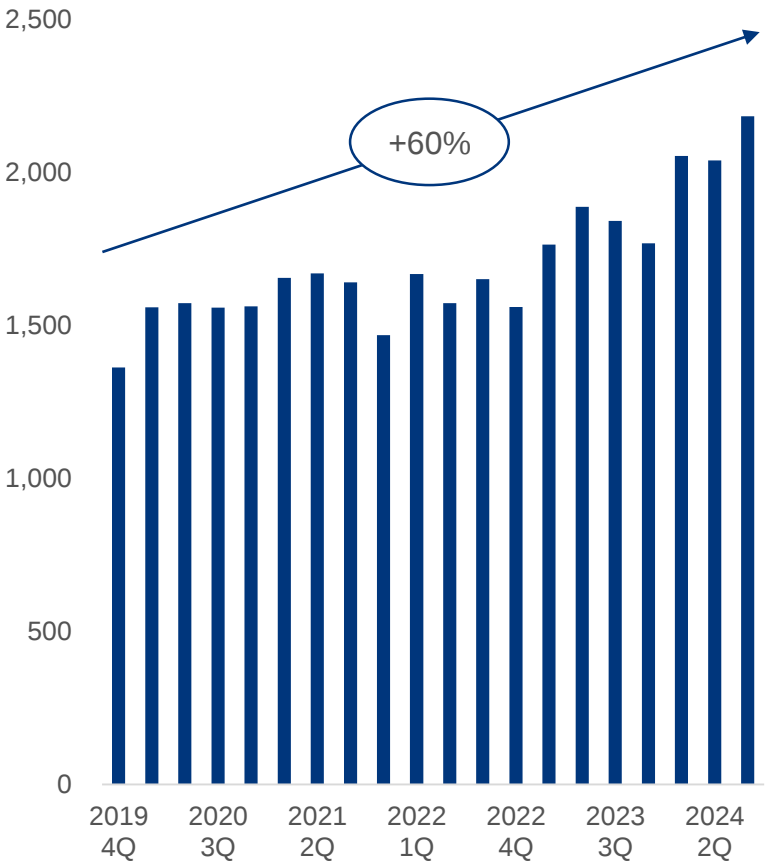
- ▶ 時序進入2025年，川普即將重返白宮，其減稅與擴大財政赤字的政策態度已對中長期美債殖利率產生影響，反映在公債長短利差正斜率擴大的效應對金融股影響最為顯著。觀察金融業多為借短(短債利率)放長(長債利率)，目前大約有6成的地區性和大型銀行資產端，以貸款、債券再投資的方式鎖在較高的固定利率，加上銀行貸款年增率已出現落底回溫走勢，有望對後續收益帶來挹注。
- ▶ 放鬆監管與降息環境也將使大型銀行因交易更加活絡而受惠。近期從銀行業務活動可見資金成本下降令股權與債權之交易資產均有不同程度成長，並推升整體交易資產規模，資本市場業務收入占整體銀行業務總收入亦來到40%。此外，隨著市場樂觀預期選後政策方向和經濟措施通常會更加明確，亦有助推升IPO交易量。

債券長短利差轉正及貸款回溫有利支撐金融業獲利



美國大型銀行的交易資產自2019年4Q以來成長60%

大型銀行的交易資產，10億美元

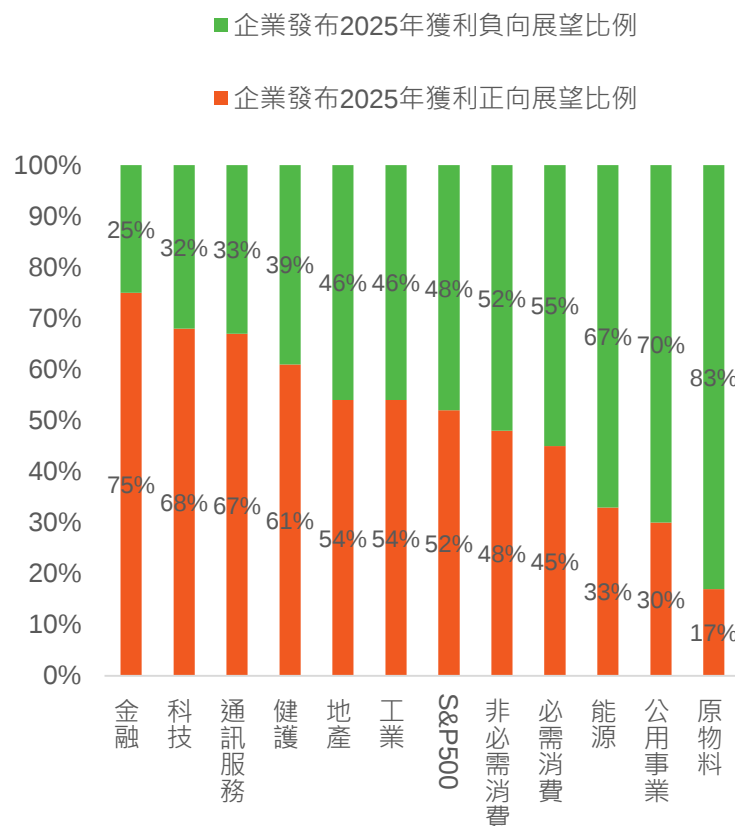


資料來源：Bloomberg、高盛、凱基證券整理

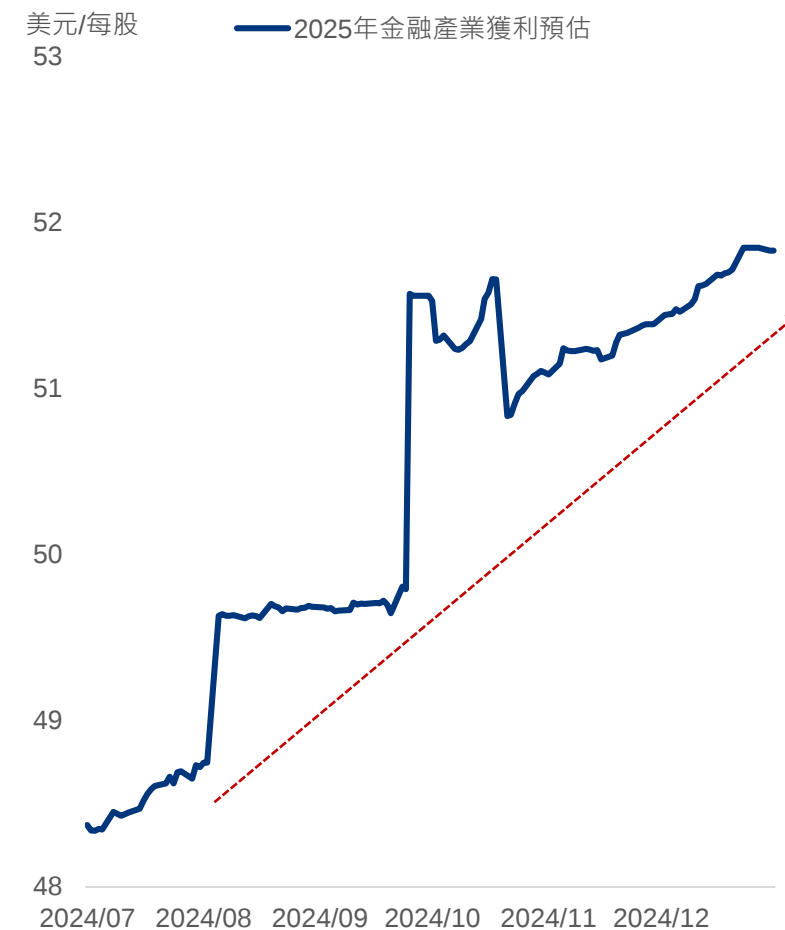
# 營運展望正向，獲利預估持續回升，基本面有助推動金融後續表現

- ▶ 從基本面角度觀察，企業對於2025年營運展望已陸續揭露，當前S&P500指數的11大產業中，以原物料產業最為悲觀，僅17%的公司正向看待2025年獲利。能源、公用事業正向展望比例亦僅分別為33%與30%。反觀市場關注度最高的科技產業則有68%的公司正向看待今年的獲利表現，金融業更是發布正向展望比例最高的產業，約有75%的公司正向看待2025年的獲利表現，顯示金融產業有望成為推升美股後續動能的關鍵力量。
- ▶ 隨著美國經濟穩健成長，貨幣與財政政策的步伐可望推動長短利差擴大，加上監管政策有望放鬆推動金融業更多的投資與交易收入，市場對於金融產業的獲利預估持續上修，並支撐本益比的適度擴張。後續可觀察川普上台後陸續推出的政策，若比市場原先預期的更多或步伐更快，將有助推動金融股未來表現持續強勁。

## 2025年企業發布獲利展望以金融產業正向比重最高



## 市場對於2025年美國金融股獲利預估持續上修



資料來源：Factset、Bloomberg、凱基證券整理

# 市場策略思維

| 類別 | 市場看法                                                                                                                                                                                                                                                                       | 偏好資產                                                                               |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 股市 | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 川普四大政策包括反移民、輕監管、降稅賦和高關稅等，觀察後續對經濟影響及上任後實際政策內容。預期美國經濟軟著陸為主要情境，消費表現佳，減稅有利美股企業獲利表現。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長期展望與發展佳，科技股長多趨勢不變。</li> <li>◆ 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、北約軍費增加，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。</li> </ul> | <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、印度(衛星)</p>                             |
| 債市 | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 聯準會未來降息步調可能放慢，債市持續聚焦景氣基本面，考量川普即將就職所帶來的潛在財政與貨幣政策路徑不確定性，公債利率波動可能再起，隨利率上行以短天期公債、投資級債鎖利。</li> <li>◆ 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。</li> </ul>                                                         | <p>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</p> <p>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債</p> |
| 匯市 | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 川普與共和黨全面執政，通膨預期發酵恐帶動美債利率高盤，聯準會降息幅度放緩，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。</li> <li>◆ 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。日圓受日本銀行維持政策利率不變影響，日圓短期偏貶，1月日銀會議是否決議升息將牽動後續日圓走勢。</li> </ul>                         | <p>美元短線高檔有撐</p> <p>日圓短期偏貶、長期緩升</p>                                                 |

## ▶ DEC 2024

**30** Monday

- 日本12月自分行製造業PMI終值 (實際:49.6 前值:49.0)

**31** Tuesday

- 中國12月製造業PMI (實際:50.1 預估:50.2 前值:50.3)
- 中國12月非製造業PMI (實際:52.2 預估:50.2 前值:50.0)

## ▶ JAN 2025

**1** Wednesday

**2** Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (實際:211k 預估:221k 前值:220k)
- 美國12月標普全球製造業PMI終值 (實際:49.4 預估:48.3 前值:49.7)
- 歐元區12月HCOB製造業PMI終值 (實際:45.1 預估:45.2 前值:45.2)
- 中國12月財新製造業PMI (實際:50.5 預估:51.7 前值:51.5)

**3** Friday

- 美國12月ISM製造業PMI (預估:48.2 前值:48.4)

**6** Monday

- 美國12月標普全球服務業PMI終值 (預估:58.5 前值:56.1)
- 美國11月耐久財訂單月增率終值 (預估:-0.3% 前值:-1.1%)
- 歐元區1月Sentix投資者信心 (前值:-17.5)
- 中國12月財新服務業PMI (預估:51.4 前值:51.5)

**7** Tuesday

- 美國11月JOLTS職缺 (預估:7,700k 前值:7,744k)
- 美國12月ISM服務業PMI (預估:53.0 前值:52.1)
- 歐元區12月CPI月增率初值 (預估:0.3% 前值:-0.3%)
- 歐元區11月失業率 (預估:6.3% 前值:6.3%)

**8** Wednesday

- 美國12月ADP就業變動 (預估:130k 前值:146k)
- 歐元區11月PPI年增率 (前值:-3.2%)
- 歐元區12月消費者信心指數終值 (前值:-14.5)

**9** Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (前值:211k)
- 歐元區11月零售銷售月增率 (預估:0.5% 前值:-0.5%)
- 中國12月CPI年增率 (預估:0.1% 前值:0.2%)
- 中國12月PPI年增率 (預估:-2.4% 前值:-2.5%)

**10** Friday

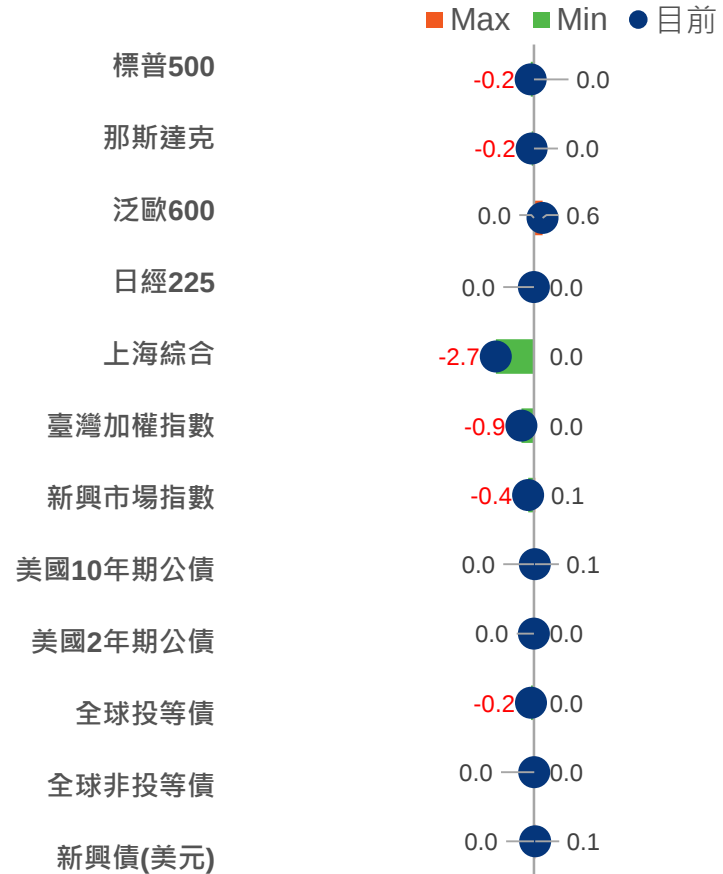
- 美國12月非農業就業人口變動 (預估:153k 前值:227k)
- 美國12月失業率 (預估:4.2% 前值:4.2%)
- 美國1月密大消費者信心指數初值 (前值:74.0)

資料來源：Bloomberg

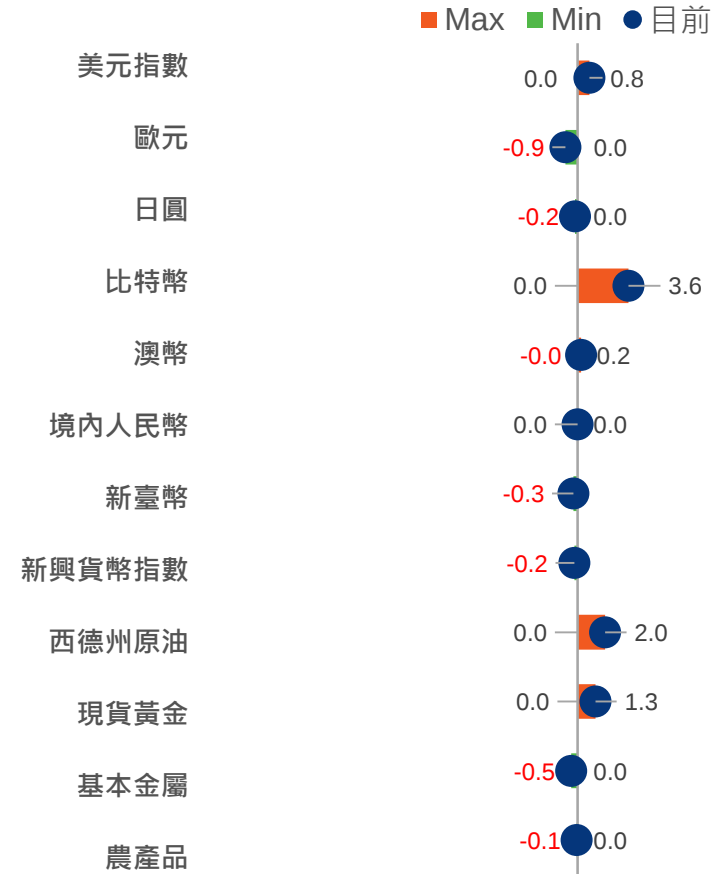


# 年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



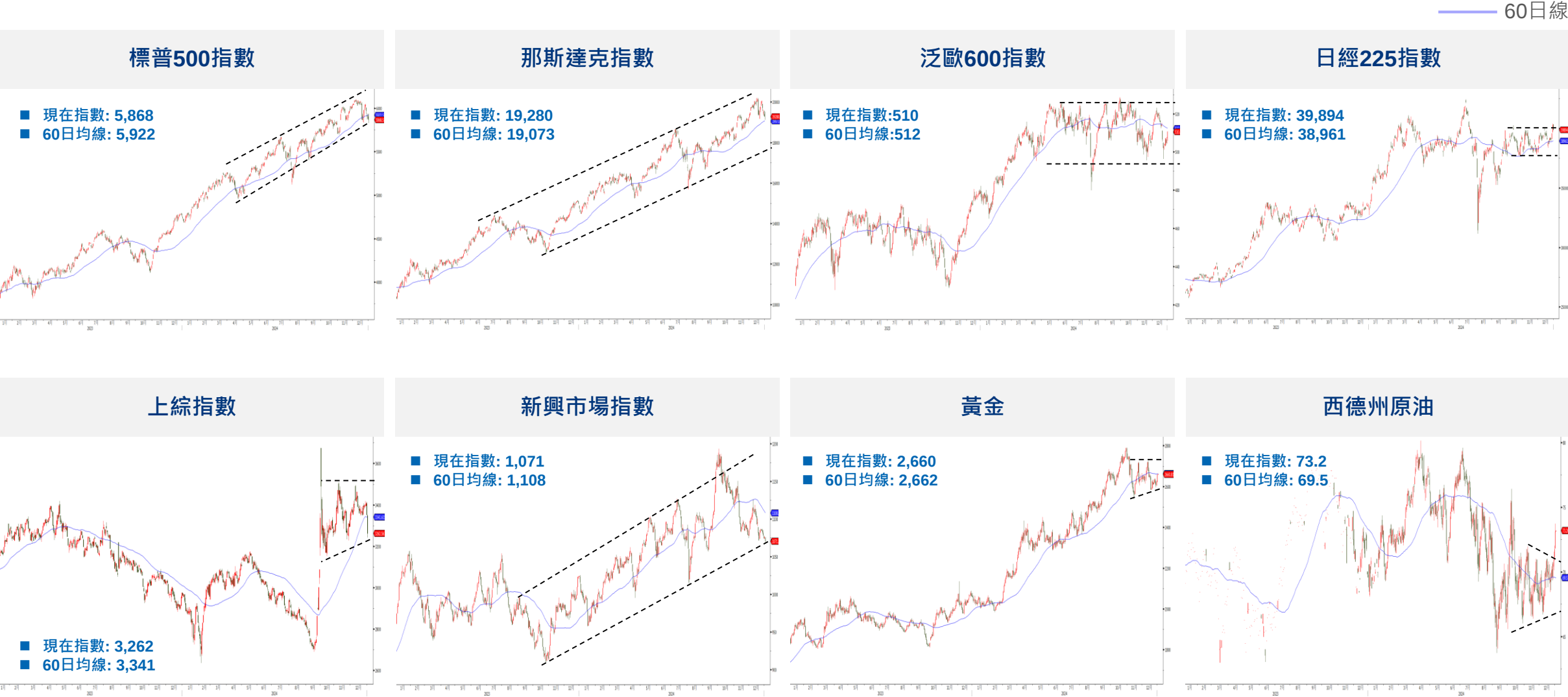
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年1月3日

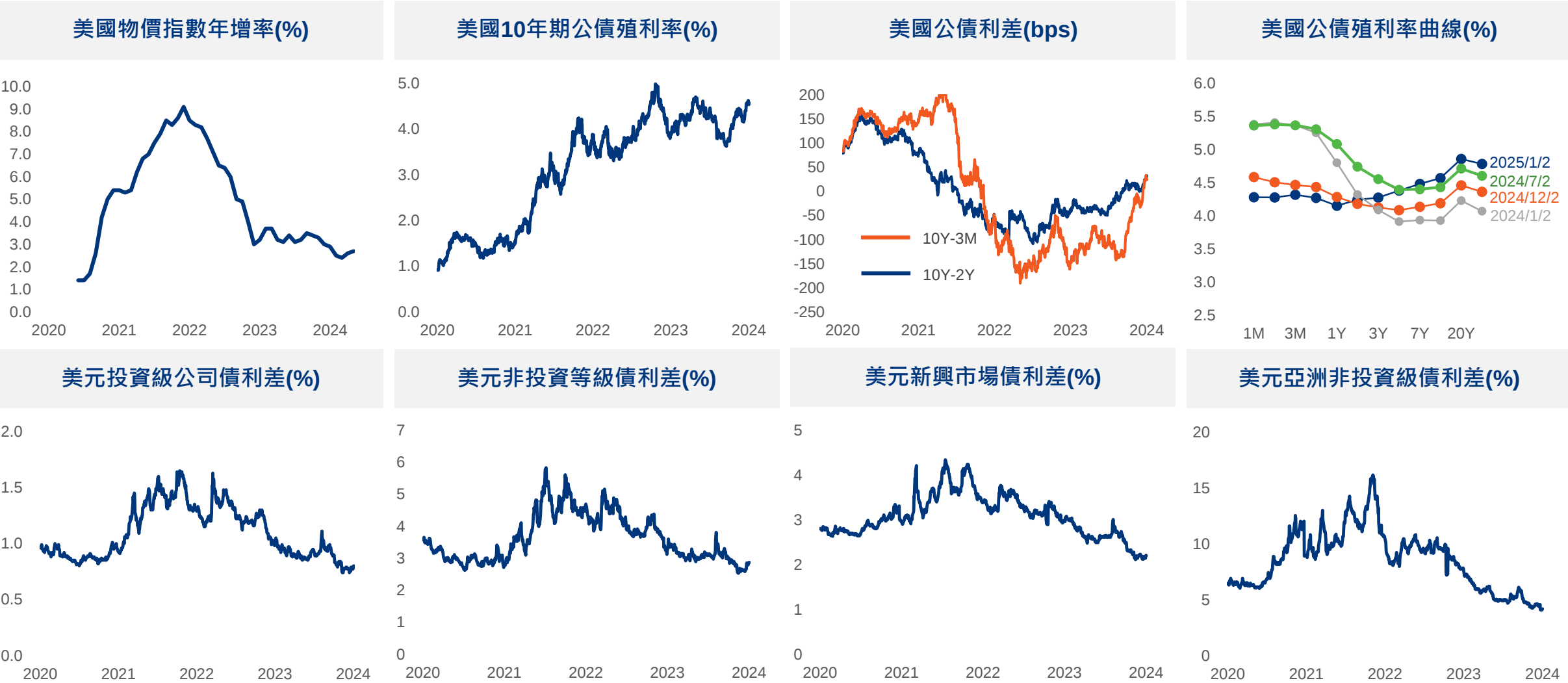


# 技術分析



資料來源：Bloomberg · 2025年1月3日

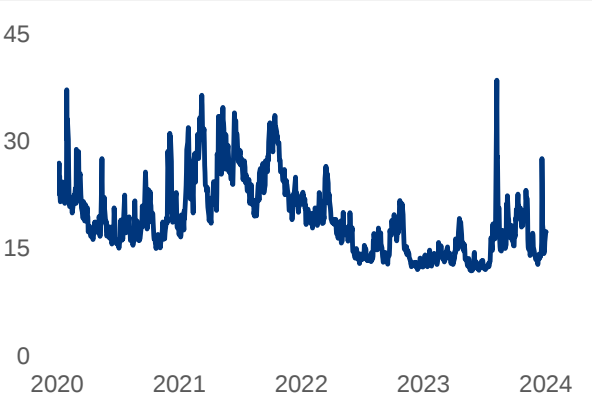
# 市場觀測



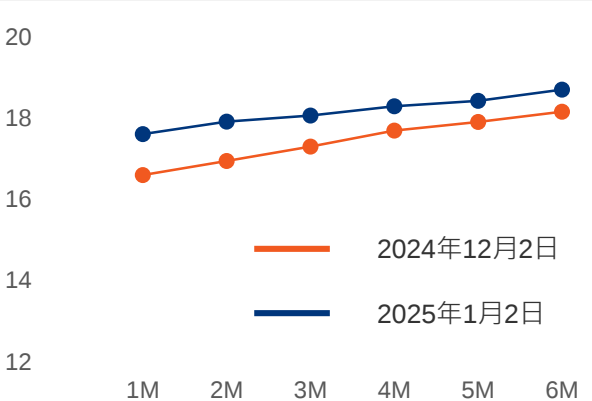
資料來源：Bloomberg · 2025年1月2日

# 市場觀測

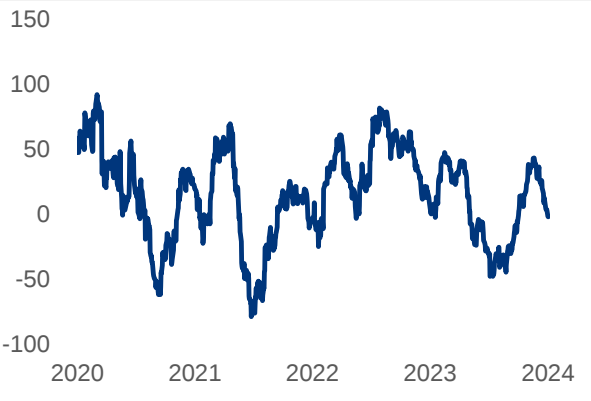
VIX指數



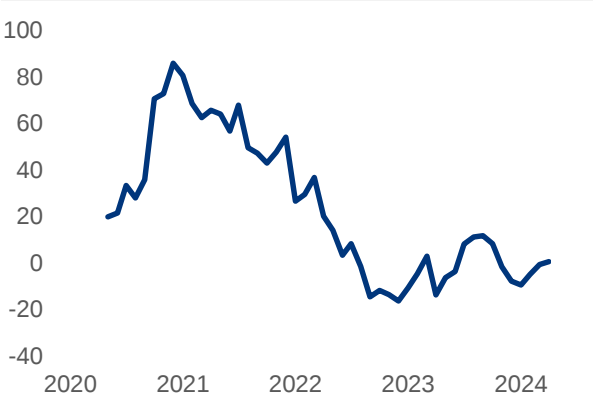
VIX期間結構



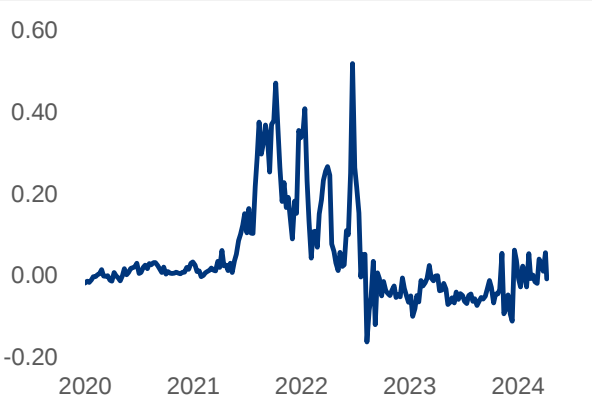
美國花旗經濟驚奇指數\*



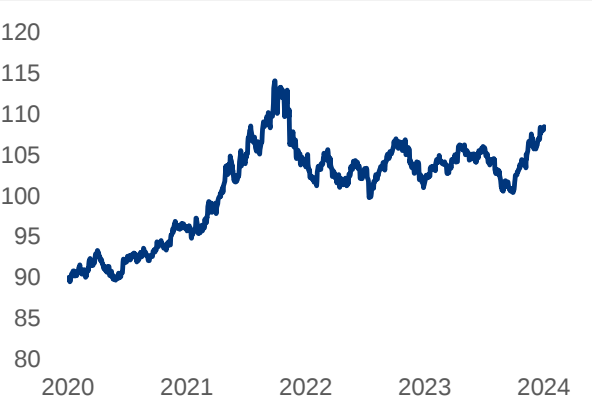
美國花旗通膨驚奇指數\*



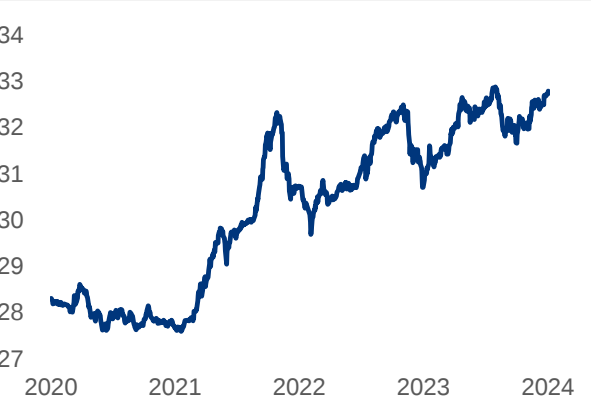
TED利差(bps)



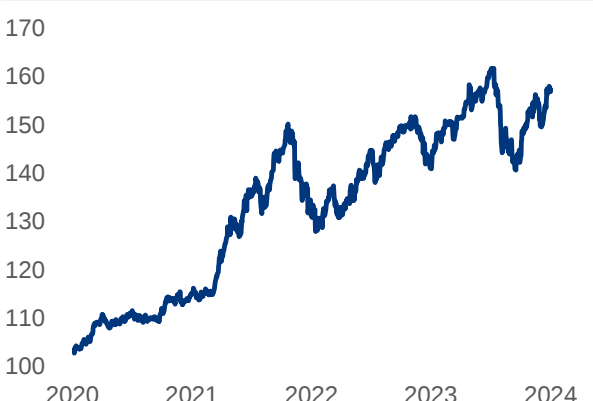
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年1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。