



凱基證券

股市震盪，添金避險

Seeking the Golden Path

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2025年3月7日



01 本週焦點圖表

投資氛圍轉為Risk off，
資金趨向避險



02 市場回顧

關稅戰反覆多變與經濟放
緩，美股遭逢賣壓



03 熱門議題

川普正式對加、墨課徵關
稅，國際貿易衝突再升溫



04 投資焦點

經濟衰退疑慮與避險需求，
有利金價上漲



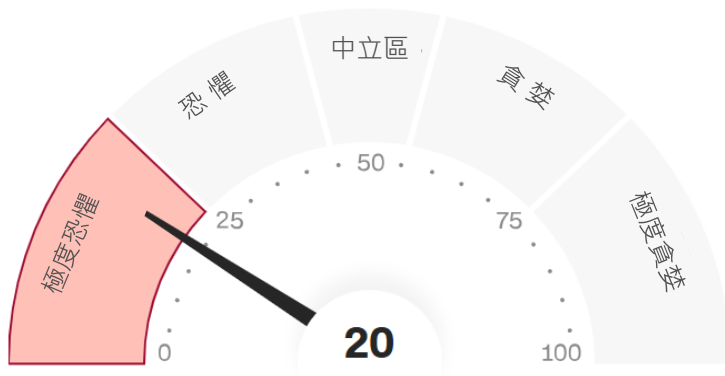
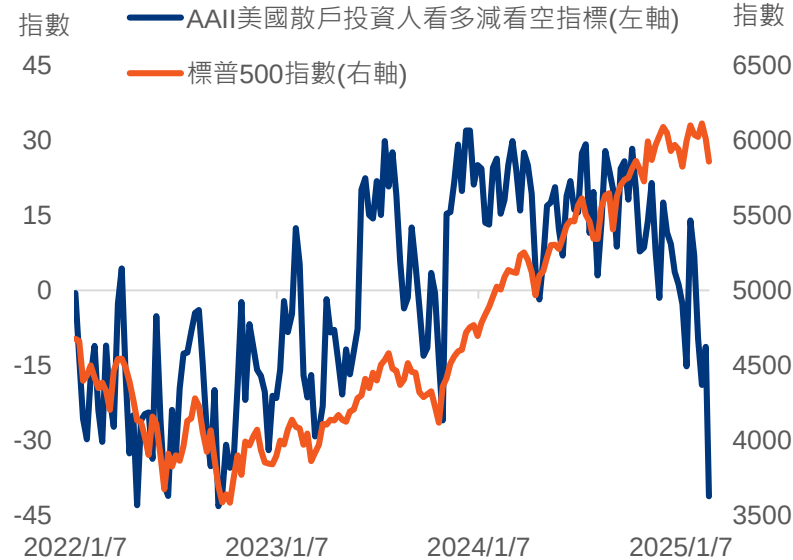
本週焦點圖表

投資氛圍轉為Risk off，資金趨向避險

- ▶ 川普上任後加徵關稅，增加進口成本，恐推升通膨，消費者信心下降，美國經濟陷入衰退隱憂(Trump Recession)。AAII美國散戶投資人情緒指數中，目前看空指數創2022年9月來新高，看多指數創2023年3月來新低，市場投資氛圍由Risk on(風險偏好)，轉為Risk off(風險趨避)。代表美股投資人態度的CNN恐懼貪婪指數，由之前的「中立區」降至「極度恐懼」，股市從高點回落，去年漲多、估值偏高的科技股跌幅顯重，現階段市場資金轉往防禦類股和傳統避險商品如美債、黃金暫泊。
- ▶ 亞特蘭大聯邦銀行公布的GDPNow，預估今年美國第1季實質GDP成長率為-2.8%，低於2月19日公布的2.3%。其中，個人消費支出與民間投資成長率降至0.0%、0.1%。美國10年減3個月公債殖利率再度倒掛，衰退隱憂疊加股市跌幅，使VIX恐慌指數大漲，市場對聯準會6月至少降息一碼的機率預期提高至接近8成，短期投資操作傾向保守。

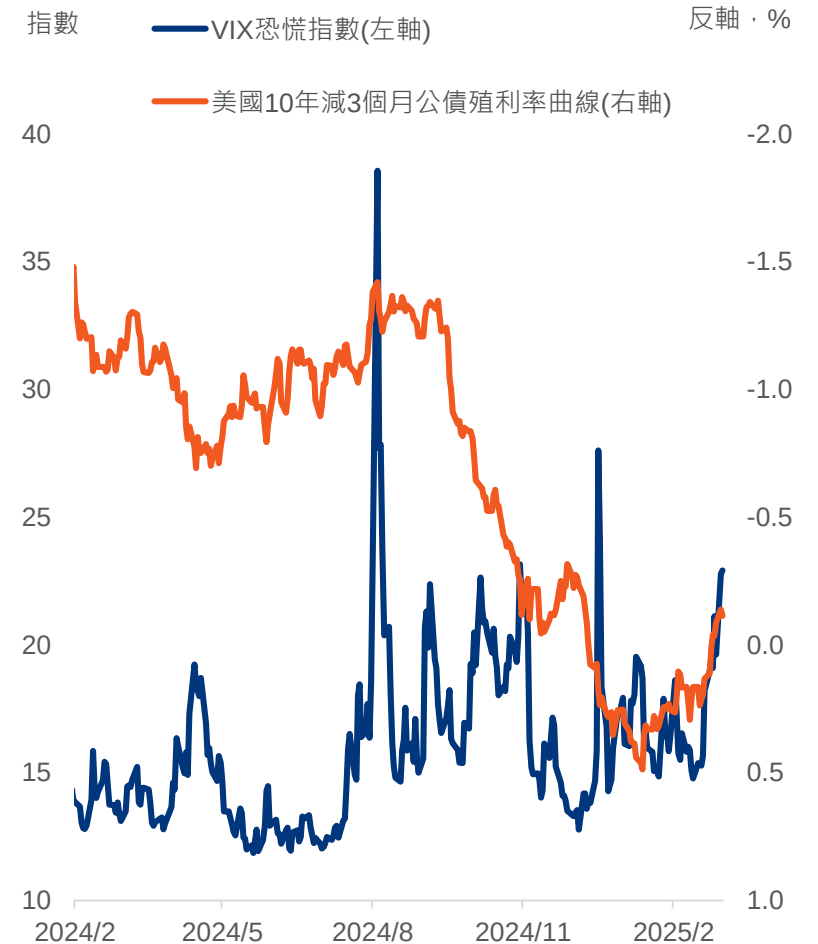
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

AAII美國散戶投資人情緒指數與CNN恐懼貪婪指數



最後更新於 3月4日凌晨 3:56:01 (美國東部時間)

美10年減3個月公債殖利率曲線倒掛、VIX恐慌指數升



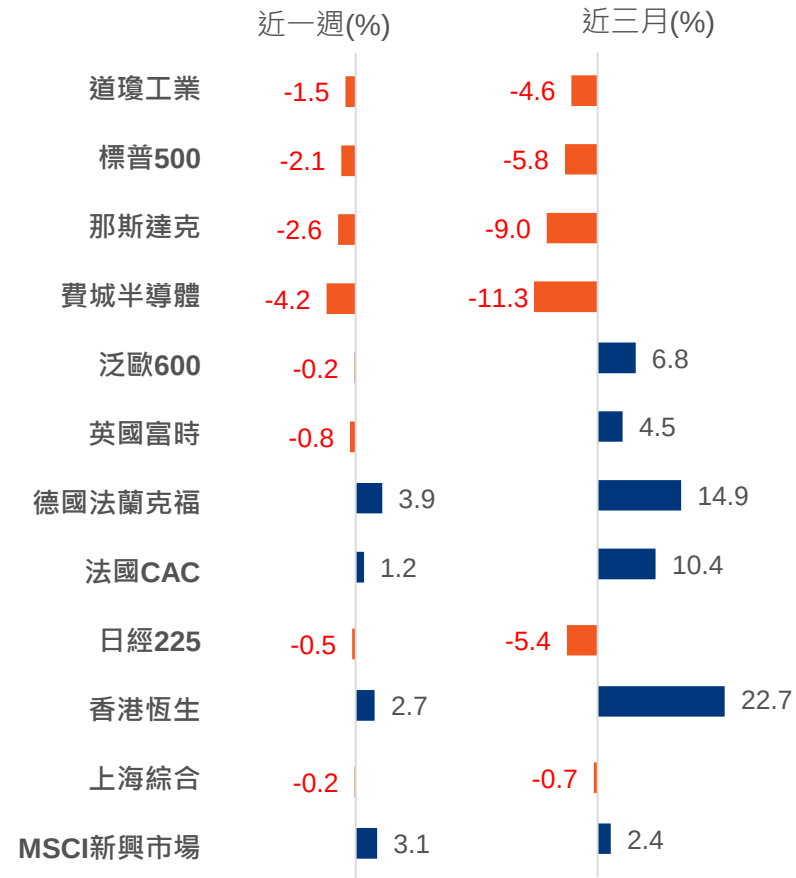
市場回顧

關稅戰反覆多變與經濟放緩，美股遭逢賣壓

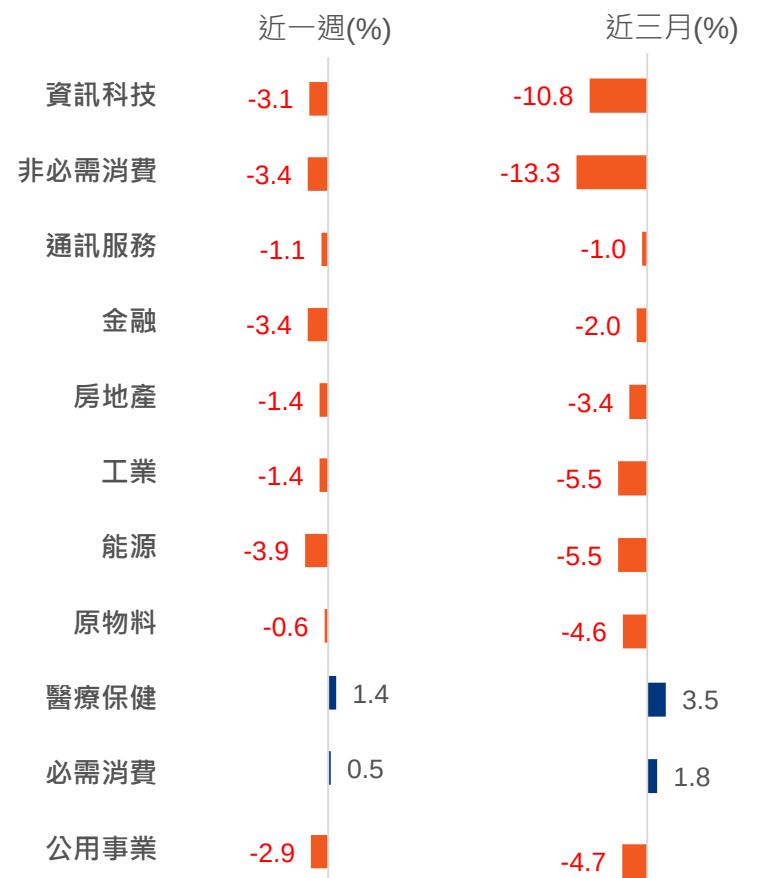
- ▶ 川普的貿易關稅多變，原宣布對加、墨兩國於3月4日加徵25%關稅，對等關稅將在4月2日啟動，隨後改口對進口的汽車關稅推遲一個月，3月7日最後表示美墨加協定(USMCA)涵蓋的加拿大、墨西哥商品可豁免一個月的25%關稅，關稅政策反覆多變。此外，美國2月ISM製造業PMI從前期50.9降至50.3，低於市場預估值50.7；新訂單指數從55.1下滑至48.6，創2020年4月以來單月最大降幅。所幸，2月ISM服務業PMI為53.5，較1月上升並維持擴張區間，優於市場預期的52.5。貿易關稅戰的不確定性與美國經濟放緩疑慮，使美股面臨高檔修正壓力。
- ▶ 美股本週財報好壞參半，多數零售消費企業表示，增加關稅可能導致成本上升，侵蝕獲利，包括目標百貨(Target)對本季財測保守、好市多(Costco)獲利不如預期並示警關稅風險。OPEC+增產與川普鼓勵頁岩油生產下，油價重挫、能源股跌幅顯重，資金往防禦股靠攏，醫療保健、必需消費相對抗跌。

資料來源：Bloomberg，2025年3月7日

各地區指數表現(%)



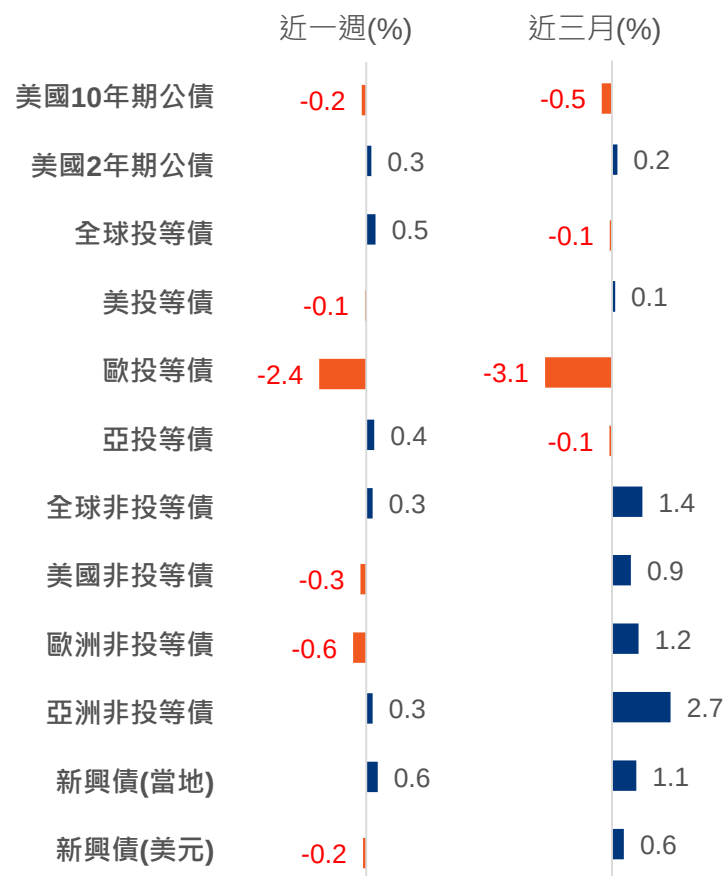
美股各產業指數表現(%)



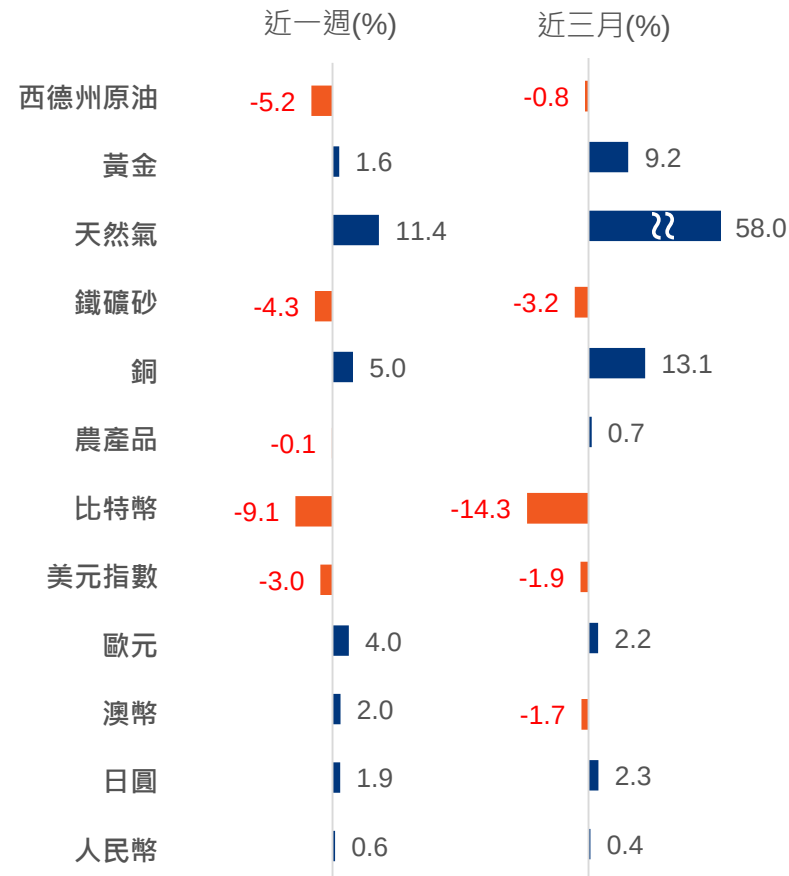
美國通膨可控，德國放寬債務限制、德債殖利率飆升，歐債下挫

- ▶ 美國1月核心PCE通膨年增率為2.6%，低於前期2.9%，創2021年以來最小增幅；核心PCE月增率為0.3%，符合市場預期，顯示通膨下降速度雖放緩，但仍可控。ADP民間就業報告顯示，2月民間非農業就業人數僅增加7.7萬人，遠低於預估值14萬人，主因美國關稅新制尚未明朗，廠商多處觀望態度，也反應在ISM指數中新訂單與就業出現降幅現象，停滯性通膨疑慮使美債盤整。
- ▶ 歐洲央行如市場預期降息1碼，主要再融資利率降至2.65%，並刪除了今年內實現通膨目標的措辭，表示通膨放緩速度不如預期，市場預估歐央4月可能暫停降息。德國政府宣布將修改現行憲法框架中國防預算舉債額度，允許國防預算高於GDP 1%的法律限制；新任總理梅爾茨強調將不惜一切代價維護歐洲和平。德國鬆綁財政規定，擴大軍費支出，使德國10年期公債殖利率飆升，近週上彈42bps，歐債下挫、歐元走強，川普言論也讓歐元、日圓升值，美元指數貶值。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年3月7日



熱門議題

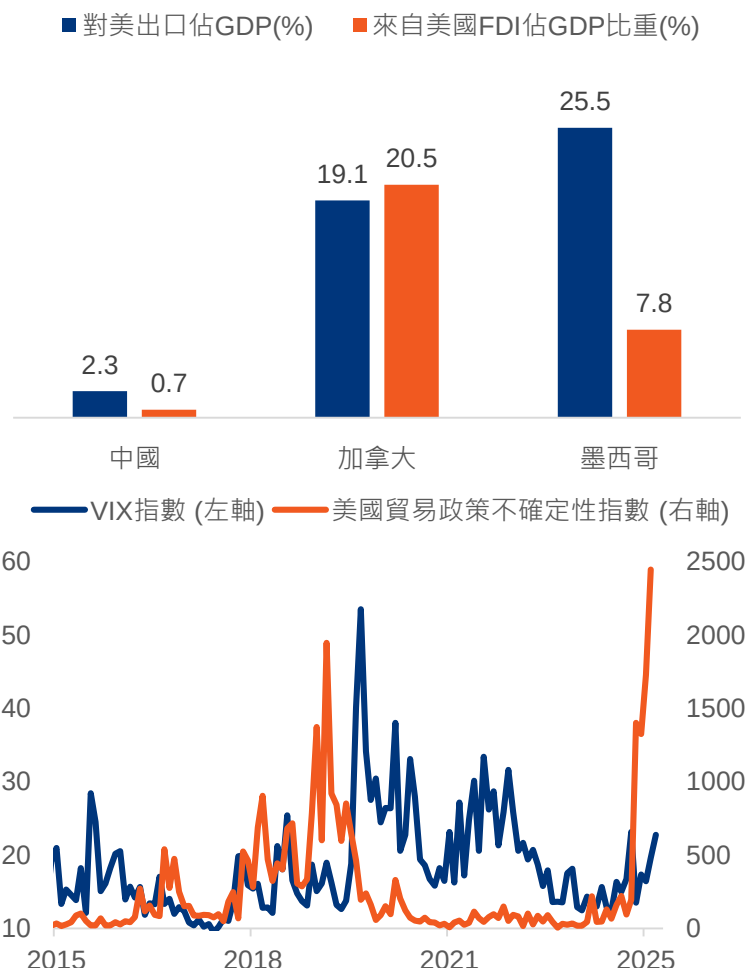
川普正式對加、墨課徵關稅，國際貿易衝突再升溫

▶ 全球貿易衝突再度升溫，川普繼2月暫緩對加、墨關稅一個月後，3月初正式宣佈對兩國開徵25%關稅，並對中國再加徵10%，主因藥物芬太尼(fentanyl)問題未獲解決。中國與加拿大隨即提出報復措施，中方表示將對美國畜牧、農產等商品課徵10-15%關稅；加拿大也宣布對價值300億加幣美國商品課關稅。由於美國為加墨兩國重要出口市場，且兩國對美境外投資依賴程度高，關稅壁壘增加不僅影響兩國貿易收入，也不利美國企業到加墨設廠，潛在影響將明顯較中國大。

▶ 本波關稅正式實施顯示川普關稅威脅非空穴來風，貿易不確定性增加，不僅加劇金融市場波動，也將增加跨國企業未來布局與投資的挑戰，將不利國際業務佔比較高的產業營運，包含資訊科技、原物料、通訊服務等產業；反之，公用事業、房地產、金融、醫保等產業因海外營收占比相對低，較有機會減少受國際貿易衝突影響程度。

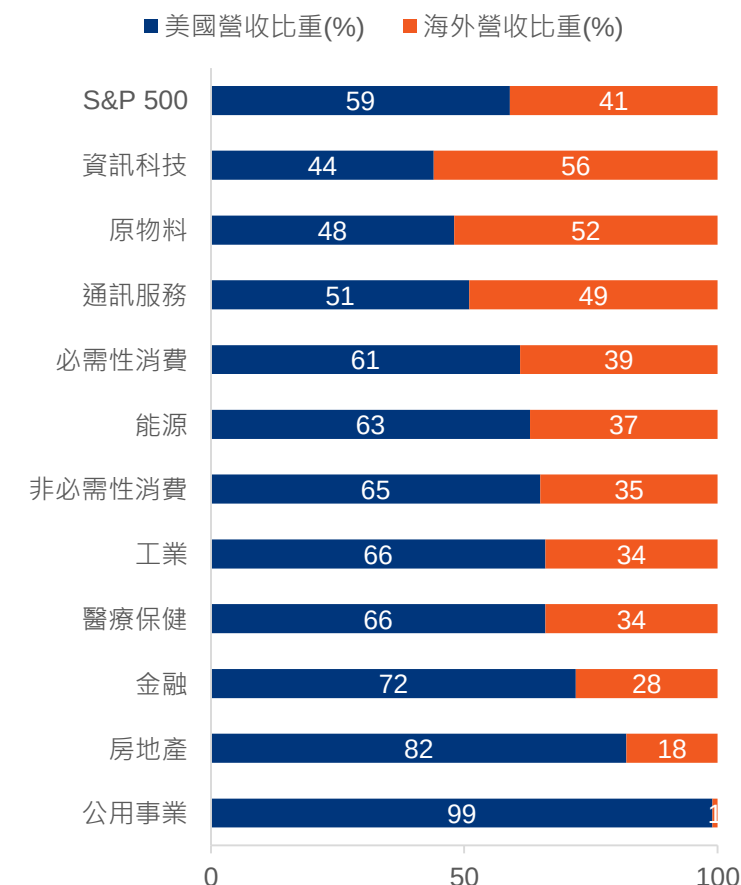
資料來源：Bloomberg、FactSet

外貿衝突對加、墨影響較大，且股市波動恐加劇



海外營收占比低的產業較有機會避開貿易相關風險

S&P 500指數、各產業美國與海外營收占比

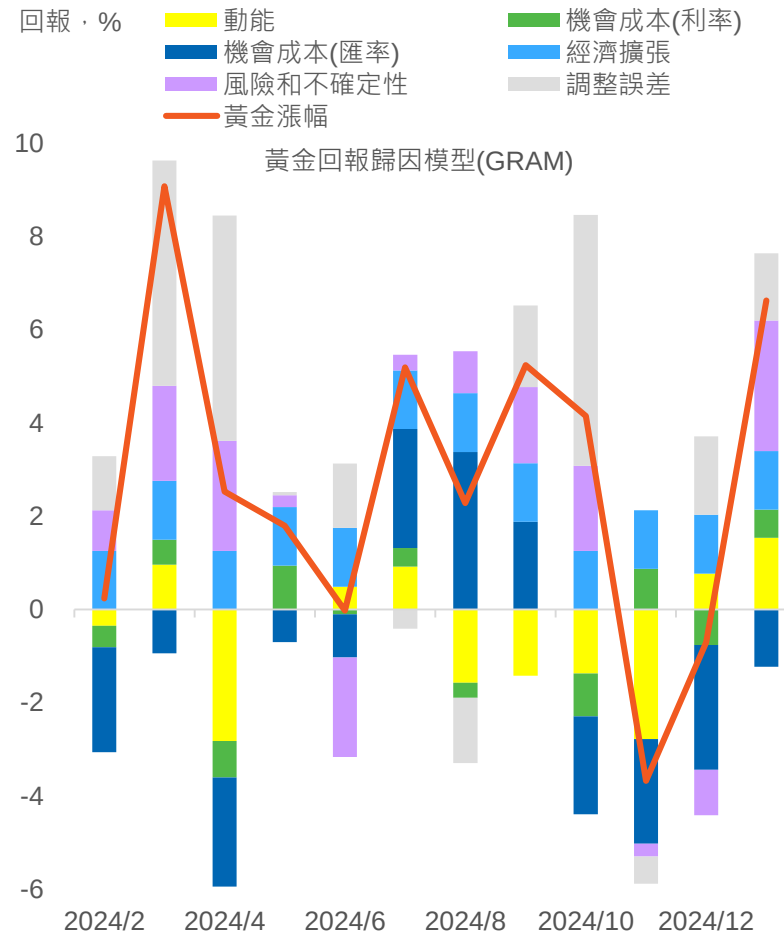


投資焦點

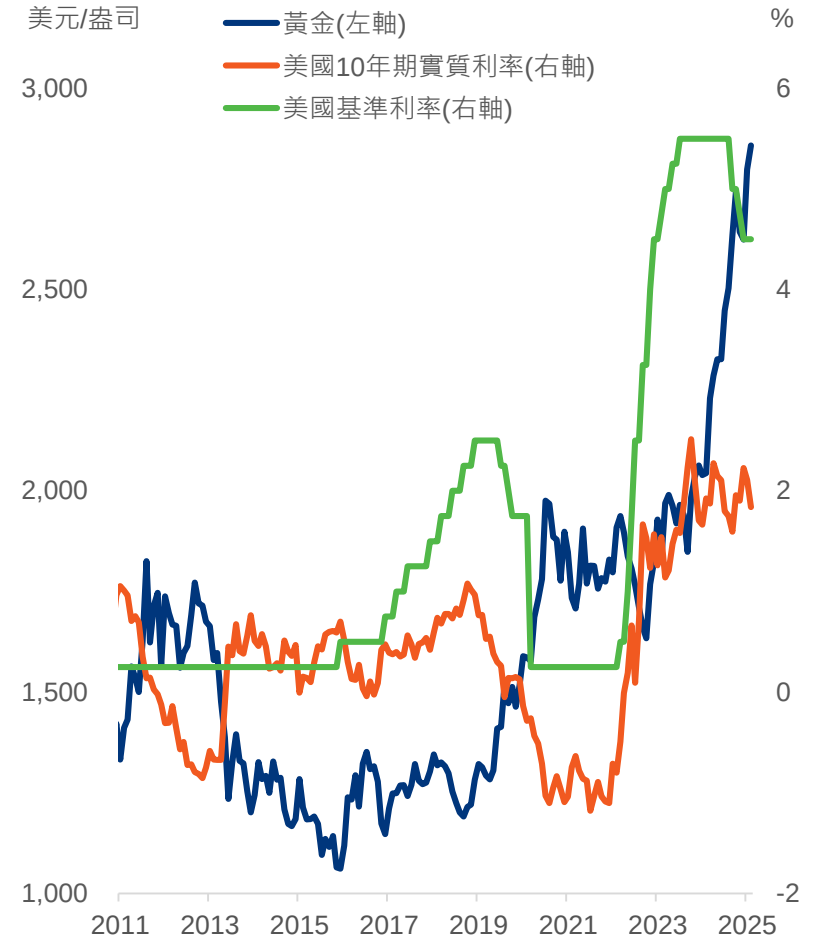
關稅擔憂、美債殖利率下滑，黃金避險需求重現

- ▶ 川普當選後，出現倫敦黃金大量運往美國的現象，主因市場擔憂川普對鋼鋁加徵關稅後，也將對黃金徵收10%關稅。倫敦現貨與紐約期貨間存在價差，加上交易商預期加徵關稅後，期貨空頭部位面臨止損，和未來美國進口黃金成本上升，交易商從紐約黃金期貨轉變自倫敦購買現貨(EFP)。另一方面，美國財政部長貝森特提出今年計畫將美國資產貨幣化，市場推測其中包含將美國政府持有的黃金部位重新訂價(mark-to-market)。以近年大幅上漲的金價重估，將使美國政府資產大幅擴大，降低財政赤字下的發債壓力。
- ▶ 黃金在2月創2,956美元歷史新高，漲幅高達12%，川普貿易關稅不確定性、經濟衰退、利率下滑，都是推動央行與投資人持續增持黃金的主因。黃金回報歸因模型(GRAM)顯示，幾乎所有驅動因素都為正面影響，地緣政治風險指數更是大幅上升。即使通膨預期升溫，但實質利率隨聯準會降息而回落，預期聯準會今年仍將降息下，黃金利多猶存。

關稅、避險和債券殖利率下滑，激勵近期金價上漲



通膨預期雖上升，但實質利率隨聯準會政策利率下滑



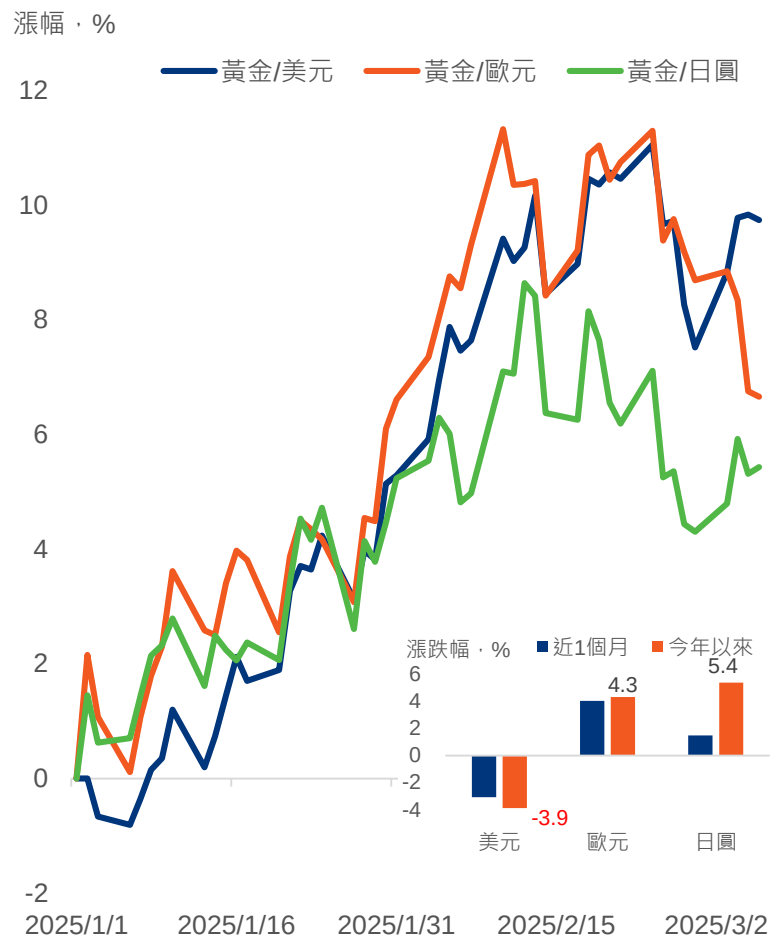
資料來源：左圖世界黃金協會，截至2025年1月31日。動能為短期投資需求漲幅、「誤差」指已經包含的因素無法解釋的黃金回報部份，統計涵蓋 2019年6月至2024年10月期間的分析。右圖Bloomberg

美元強度減弱和股市高檔震盪，預期金價續揚

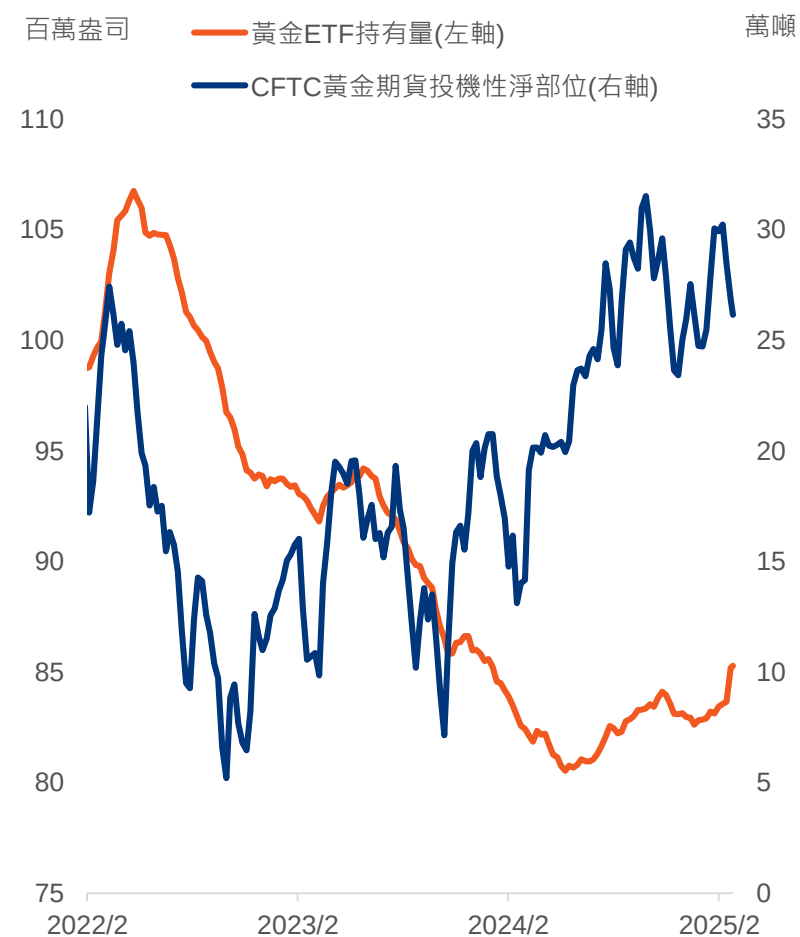
- ▶ 黃金漲幅和各國匯率升貶也有關，以黃金回報歸因模型(GRAM)來看，1月份唯一主要拖累黃金上漲的原因為強勢美元，但近期歐元、日圓升值，以歐元、日圓計價的金價下跌，但美元貶值使得以美元計價的金價保持強勢。預期在川普主張弱美元的背景下，為黃金上漲塑造較佳環境。
- ▶ 全球貿易關係緊張，美股自高檔修正，資金回流至美債避險，美債殖利率下滑，增加黃金避險吸引力；此外，美國經濟衰退威脅、聯準會與歐洲央行仍將降息，若市場對美國財政風險擔憂上升，將推升黃金投機性期貨部位和ETF買盤。觀察目前美國黃金期貨淨多單仍處於近5年來相對高位，為金價續強支撐。持有大量美國公債的國家，為分散美國債務可持續性的風險，多數央行持續增持黃金作為央行儲備之一，尤其新興國家中的波蘭、印度、中國、捷克等，皆為去年淨購入黃金量最大的央行。預期今年川普不確定性難免，投資人可增持黃金來分散資產配置。

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

近期歐元、日圓升值，以歐日圓計價的金價下跌



黃金期貨淨多單處於近5年的相對高位，ETF續增



市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 關注川普關稅政策後續發展，與對手國可能應變措施，美國就業、消費等經濟變化，企業財報與展望都將牽動股市，目前操作建議往防禦方向靠攏，包括必需性消費、公用事業與醫療保健等類股。金融、工業、國防軍工等川普政策利多題材亦佳，科技股與AI題材長多趨勢不變。 ◆ 美歐關稅制裁風險猶存，歐股急漲後追高宜慎；隨薪資成長推動消費的正向循環逐步發酵，日股偏多看待。中港科技股短期已見明顯漲幅，後續或偏震盪，中性看待。	策略風格：短期必需性消費、公用事業與醫療穩健，金融、工業、軍工題材仍存，長線AI與科技股逢回漸布 區域：美國、日本
債市	◆ 美國通膨可控，就業與消費仍待觀察，留意聯準會可能暫緩縮表與今年降息動向。建議逢美國公債殖利率上彈階段，以中短天期公債、投資級債鎖利。 ◆ 長天期公債所承擔之財政紀律、通膨不確定性等風險較高，因此長天期債券波動較大，若投資人觀察到就業數據明顯放緩，或美國經濟明顯惡化，漸增中長天期債券。	期間：中短天期債券鎖利 種類：公債、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	◆ 聯準會降息步調放緩，川普言論不利美元走強，美元雖高位有撐但強度減弱。 ◆ 日本經濟改善、日本銀行或加快升息節奏，加上川普言論助漲日圓升勢，預期短期偏強。	美元高檔有撐但強度減弱 日圓短期偏升值
商品	◆ 川普的關稅貿易不確定性、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。	黃金逢回漸布、中長期偏多

▶ MAR 2025

3

Monday

- 美國2月ISM製造業PMI
(實際:50.3 預估:50.7 前值:50.9)
- 美國2月標普全球製造業PMI終值
(實際:51.6 預估:52.7 前值:51.2)
- 日本2月自分銀行製造業PMI終值
(實際:49.0 前值:48.9)
- 歐元區2月製造業PMI終值
(實際:47.6 預估:47.3 前值:46.6)
- 中國2月財新製造業PMI
(實際:50.8 預估:50.4 前值:50.1)

4

Tuesday

- 日本1月失業率
(實際:2.5% 預估:2.4% 前值:2.5%)
- 日本1月求才求職比
(實際:1.26 預估:1.25 前值:1.25)
- 歐元區1月失業率
(實際:6.2% 預估:6.3% 前值:6.2%)

5

Wednesday

- 美國2月ISM服務業PMI
(實際:53.5 預估:52.5 前值:52.8)
- 美國標普全球美國服務業PMI
(實際:51.0 預估:49.7 前值:52.9)
- 美國2月ADP就業變動
(實際:77k 預估:140k 前值:186k)
- 日本2月自分銀行服務業PMI終值
(實際:53.7 前值:53.1)
- 歐元區2月服務業PMI終值
(實際:50.6 預估:50.7 前值:51.3)
- 中國2月財新服務業PMI
(實際:51.4 預估:50.7 前值:51.0)

6

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:221k 預估:233k 前值:242k)
- 歐元區3月ECB主要再融資利率
(實際:2.65% 預估:2.65% 前值:2.90%)
- 歐元區1月零售銷售月增率
(實際:-0.3% 預估:0.1% 前值:0.0%)

7

Friday

- 美國2月非農業就業人口變動
(預估:160k 前值:143k)
- 美國2月失業率
(預估:4.0% 前值:4.0%)
- 歐元區第4季GDP終值
(預估:0.9% 前值:0.9%)

10

Monday

- 歐元區3月Sentix投資者信心
(預估:-10.0 前值:-12.7)

11

Tuesday

- 美國1月JOLTS職缺
(前值:7,600k)
- 日本第4季GDP季增率終值
(預估:0.7% 前值:0.7%)
- 日本2月工具機訂單年增率初值
(前值:4.7%)

12

Wednesday

- 美國2月CPI年增率
(預估:2.9% 前值:3.0%)
- 美國2月核心CPI年增率
(預估:3.2% 前值:3.3%)
- 日本2月PPI年增率
(預估:4.0% 前值:4.2%)

13

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:221k)
- 美國2月PPI年增率
(前值:3.5%)
- 歐元區1月工業生產年增率
(預估:-0.5% 前值:-2.0%)

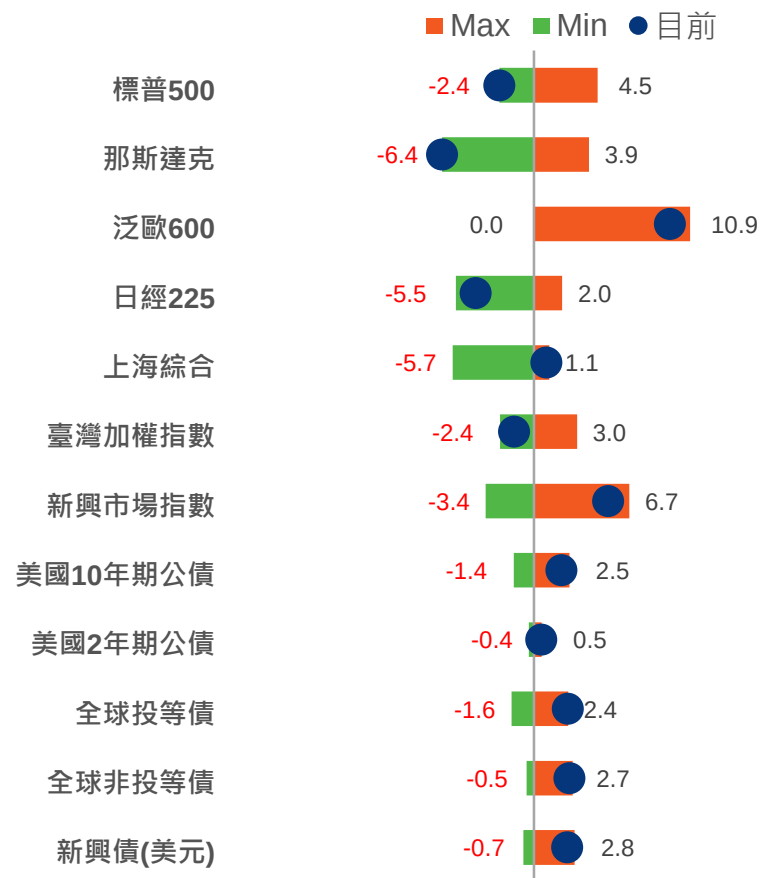
14

Friday

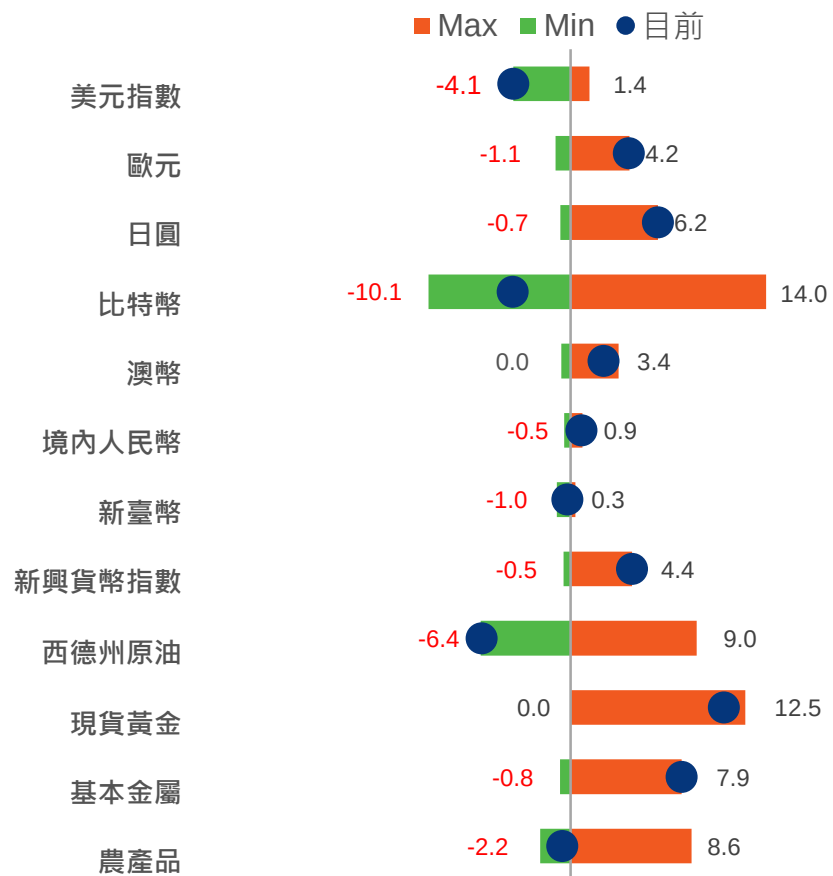
- 美國3月密大消費者信心指數初值
(預估:64.0 前值:64.7)

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



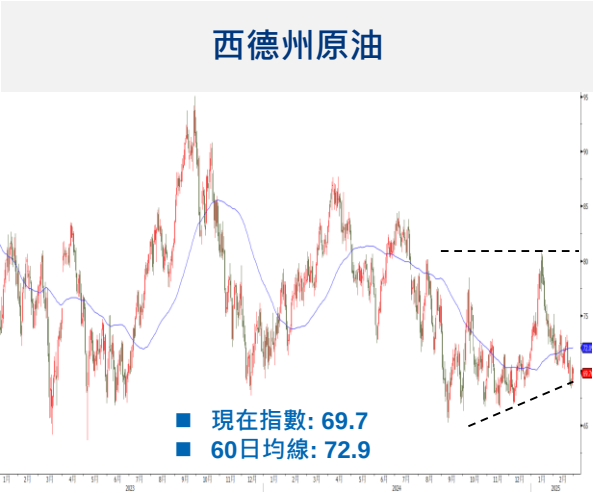
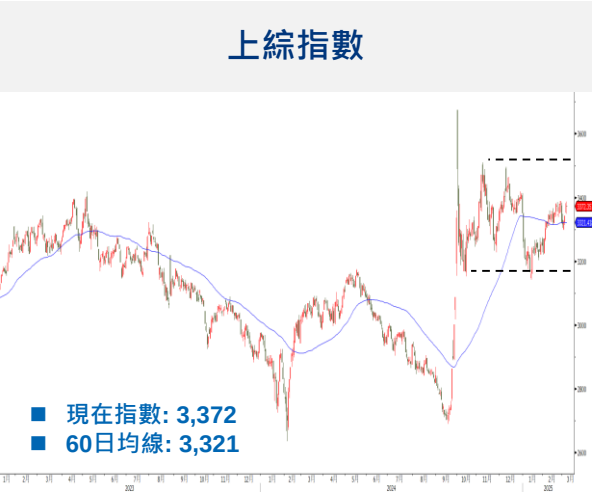
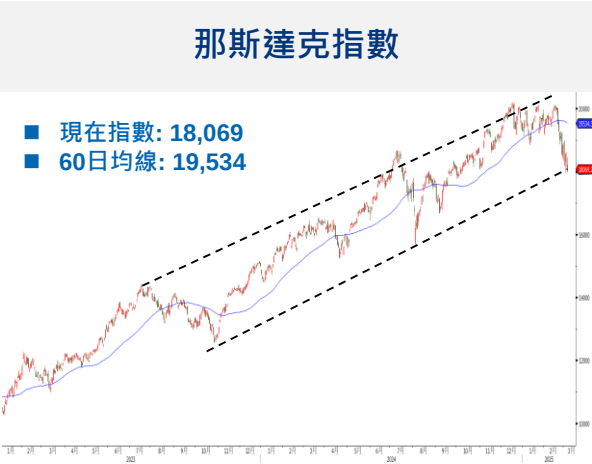
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年3月7日

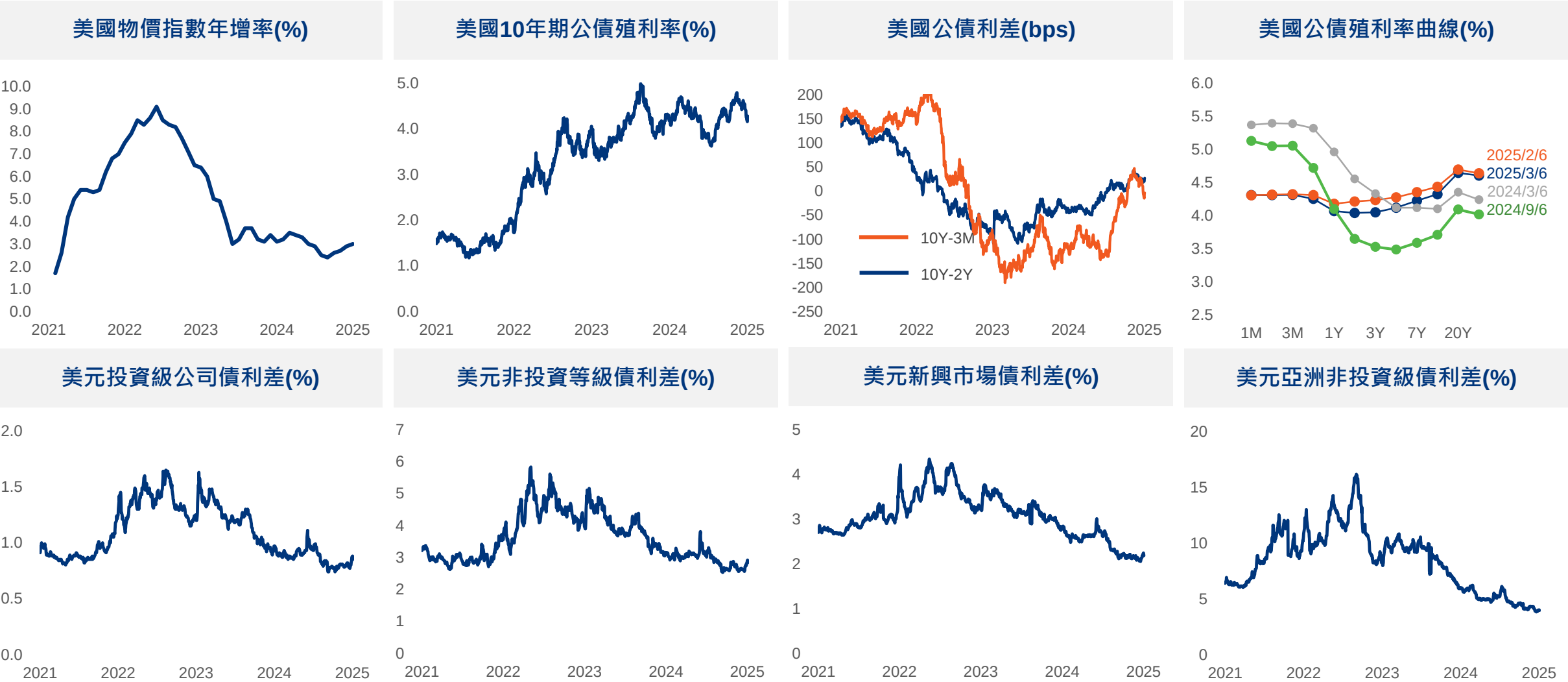
技術分析

60日線



資料來源：Bloomberg · 2025年3月7日

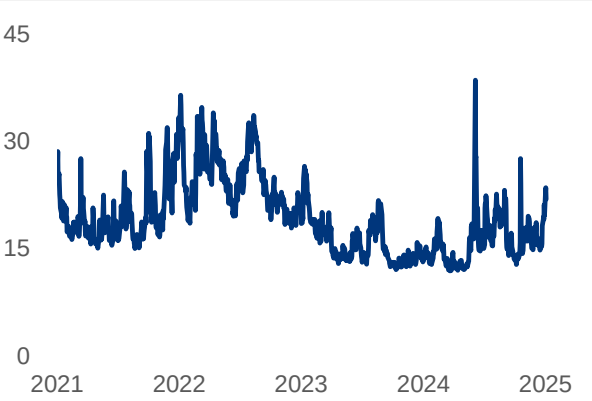
市場觀測



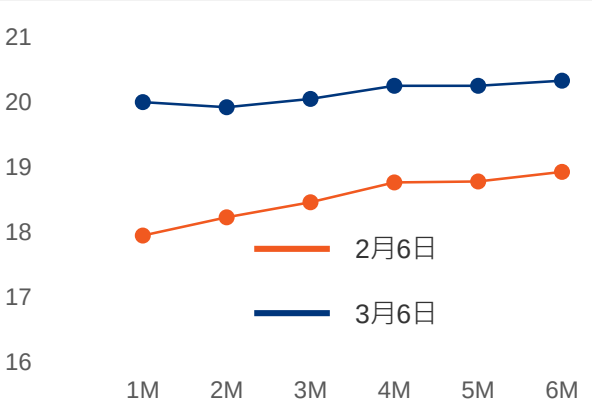
資料來源：Bloomberg · 2025年3月6日

市場觀測

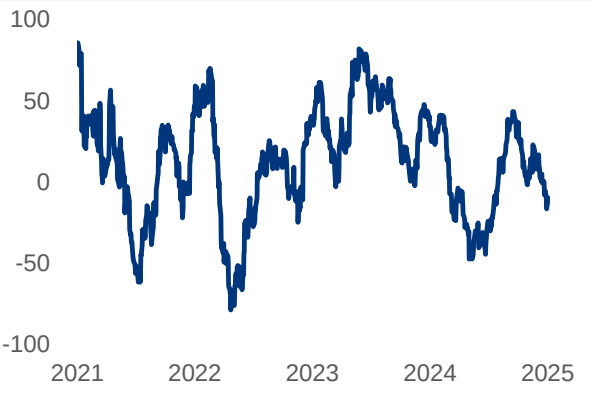
VIX指數



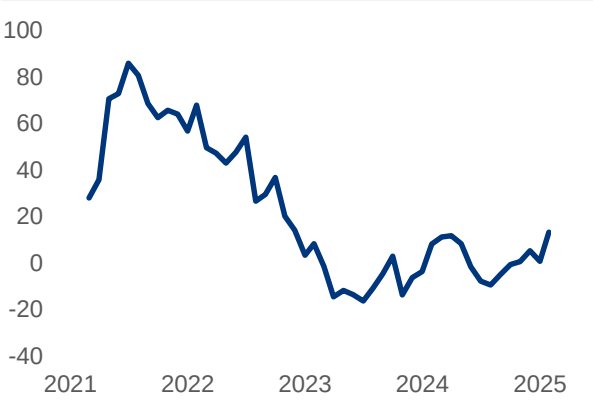
VIX期間結構



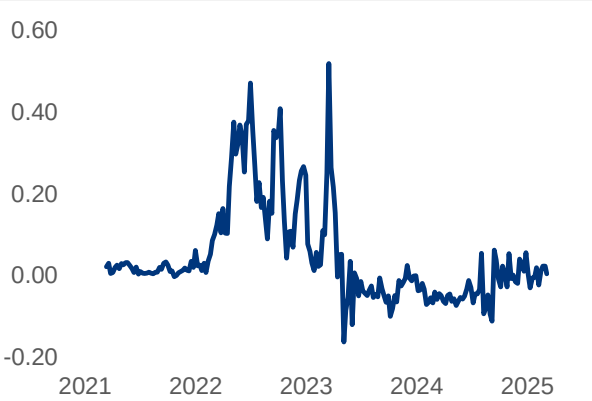
美國花旗經濟驚奇指數*



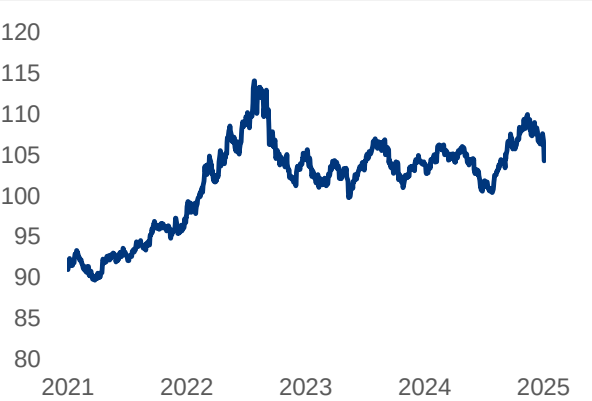
美國花旗通膨驚奇指數*



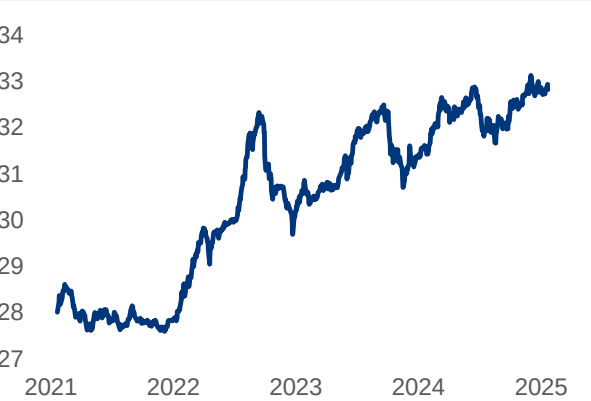
TED利差(bps)



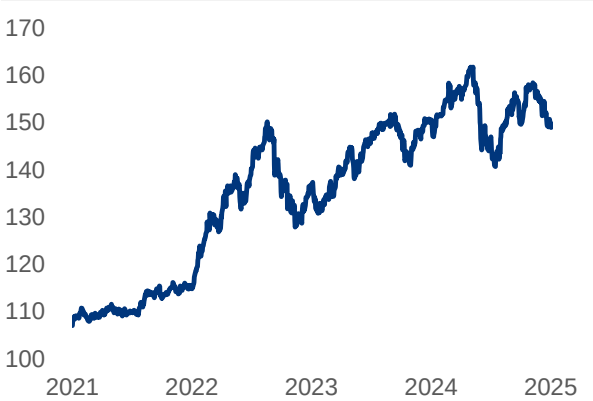
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年3月6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。