



凱基證券

金融債穩，亂世不驚

Financial Bonds: Stability Through Turmoil

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2025年3月14日



01 本週焦點圖表

美中物價兩樣情，
振興經濟為依歸



02 市場回顧

政經不確定性仍在，
金融市場波動續存



03 熱門議題

美國臨時開支法案到期，
聚焦國會協商結果



04 投資焦點

監管規範若鬆綁，
金融債有望受惠

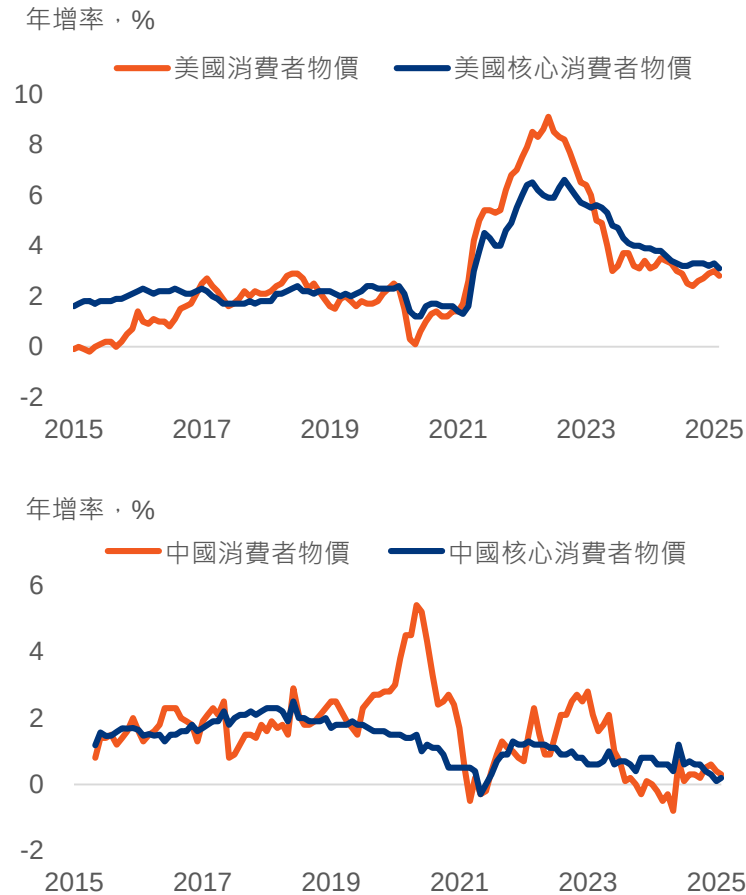


本週焦點圖表

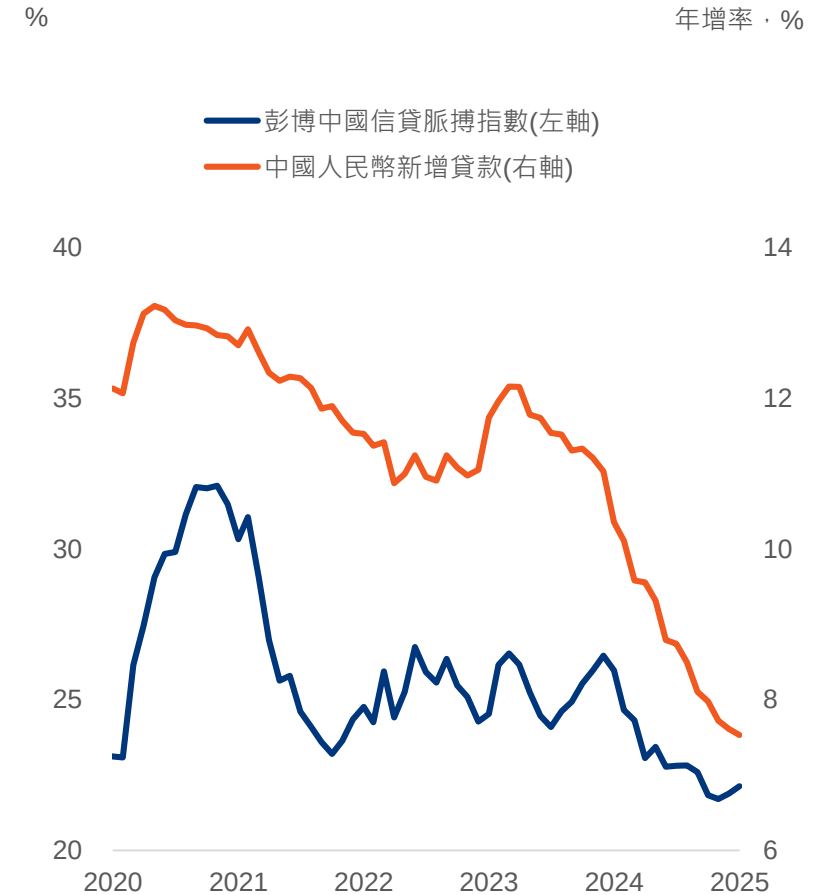
美中物價兩樣情，振興經濟為依歸

- ▶ 美國2月CPI年增率從3.0%降至2.8%，並低於市場預期的2.9%，核心CPI亦由上月3.3%下滑至3.1%。疊加先前公布新增非農就業僅增加15.1萬人，低於市場預估16萬人，失業率亦緩升至4.1%。整體看來，通膨基期效應讓年增率呈大幅度改善，搭配美國就業市場雖放緩但仍維持穩定，當前通膨走低可能讓聯準會第2季與第3季各降1碼，但後續通膨再起風險仍高，預期美國再降息空間有限。
- ▶ 中國2月CPI年減0.7%，為近13個月再度負成長，人民幣新增貸款年增速續弱與信貸脈搏指標至疫後低位，顯示寬鬆流動性難傳導至實體經濟，通縮與經濟下行陰霾揮之不去。儘管人行行長重申在適當時機降準、降息，貨幣政策保持偏鬆，財政部亦表示財政政策將更積極，國務院總理李強提出強化平台經濟、促進消費，支持包括人工智慧的技術創新，有利科技股發展，然考量中美貿易談判陷入僵局，短期類股漲幅已高，追高宜慎。

美國消費者物價有所改善，中國物價則難以提振



中國貸款與信貸指標持續放緩



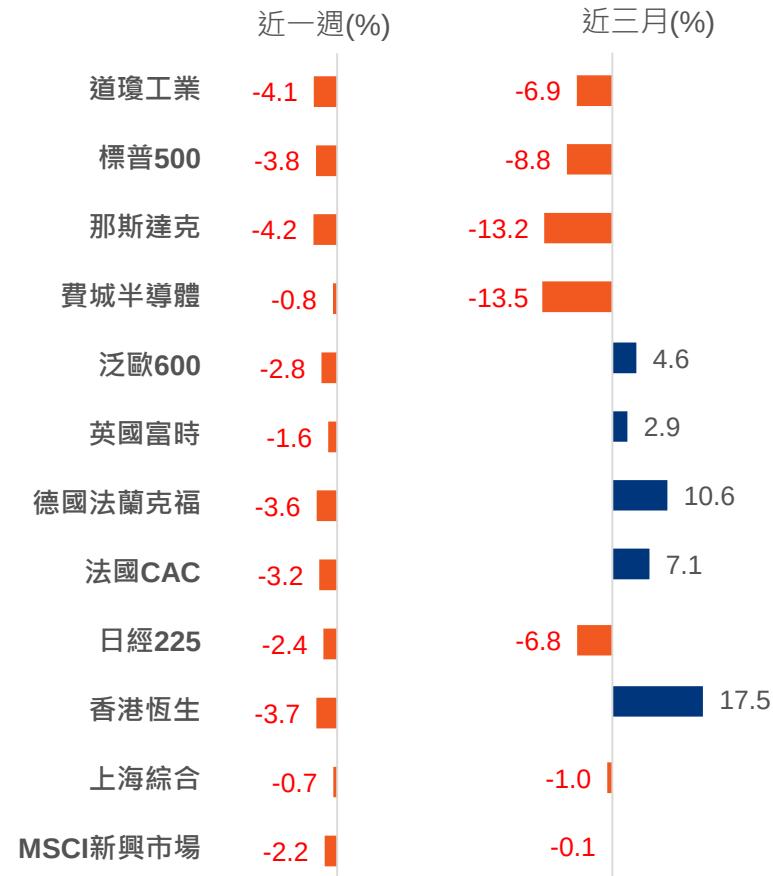
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

市場回顧

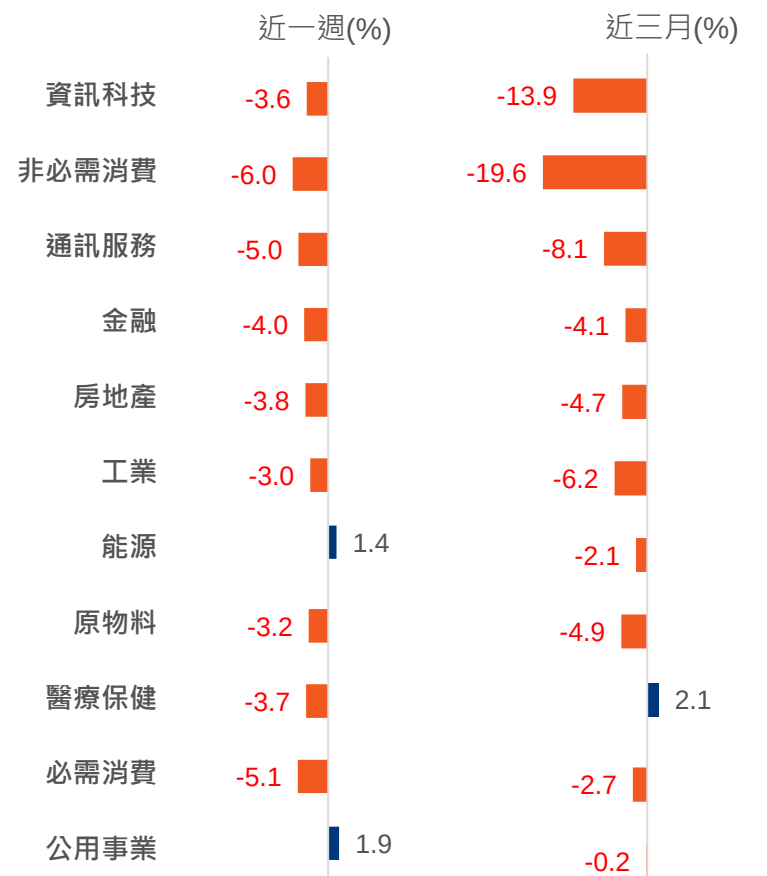
關稅戰恐升溫與景氣放緩疑慮，全球股市持續修正

- ▶ 川普貿易關稅一日多變，本週正式啟動25%鋼鋁關稅，引發加拿大、歐盟等主要貿易夥伴反彈，啟動報復性關稅反擊，另川普揚言將對法國與其他歐盟國家的葡萄酒、香檳和其他酒精類產品課徵200%關稅，以回應歐盟的報復性關稅，而關稅擾動持續，疊加美國2月消費者與生產者物價較前月放緩，美國政府關門風險在即，加劇市場擔憂美國經濟進入衰退擔憂，美股持續走跌，連同全球股市波動升溫並修正。
- ▶ 美股本週財報好壞參半，雲應用和雲服務平台甲骨文(Oracle)營收與獲利不如預期，Adobe公布財測平淡，疊加蘋果延後推出新版本的Siri，投資人擔心此舉將影響新iPhone銷量，美國聯邦交易委員會(FTC)正對微軟(Microsoft)推動反壟斷調查，美國科技類股延續跌勢。景氣下行疑慮升溫，循環性類股如非必需消費股表現承壓，資金朝防禦類股停泊，公用事業類股表現溫穩。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)

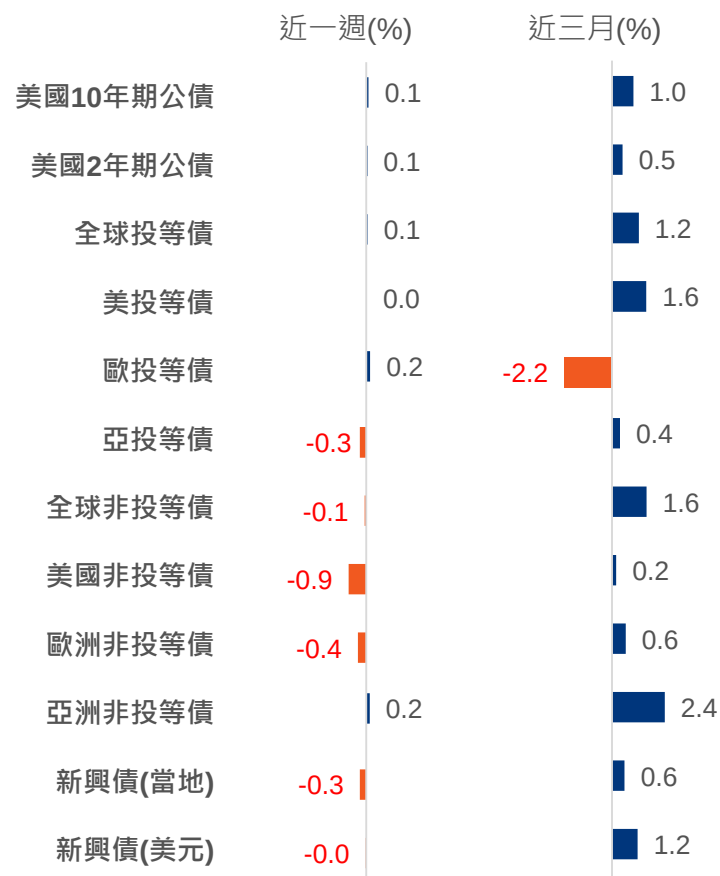


資料來源：Bloomberg，2025年3月14日

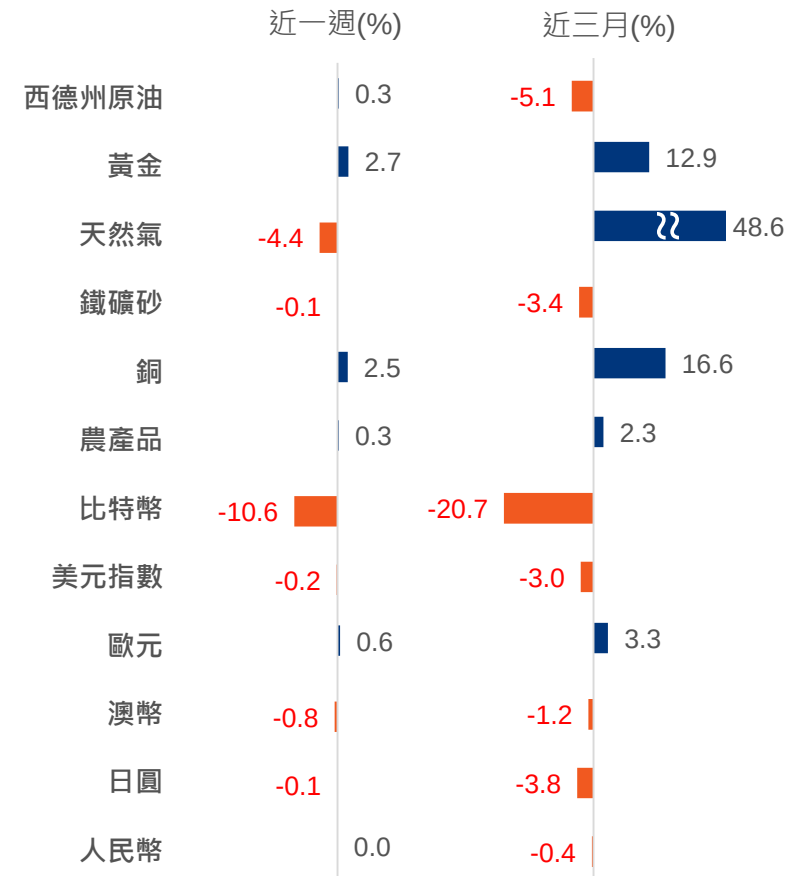
美國通膨降溫與景氣下行疑慮，資金暫往美債避風港，金價續強

- ▶ 美國2月CPI報告顯示，核心CPI與整體CPI年增率均低於市場預期，且月增率明顯回落；另PPI月增率雖持平，年增率則較前月3.7%放緩至3.2%，低於市場預期，顯示通膨壓力進一步放緩，然美國上週初請失業救濟金人數為22萬人，較先前下降並低於市場預期，顯示經濟仍具韌性，留意後續政府大幅刪減開支和貿易戰局勢升溫，可能帶來負面影響，市場對景氣下行擔憂推動聯準會降息預期，避險資金挹注美國公債殖利率下行，信評較低的非投資級債表現相對有壓。
- ▶ 川普鋼鋁關稅政策全面生效，交易商持續針對關稅進行調整競相抬升金屬價格，銅價走揚。全球政經不確定性與景氣衰退疑慮升溫，市場避險需求推動金價盤中突破每盎司3,000美元關卡。匯市方面，德國財政擴張政策推動歐元續升。美國公債殖利率下行，帶動美元走弱，市場擔憂美國關稅貿易戰恐進一步擴大，澳幣偏貶。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年3月14日

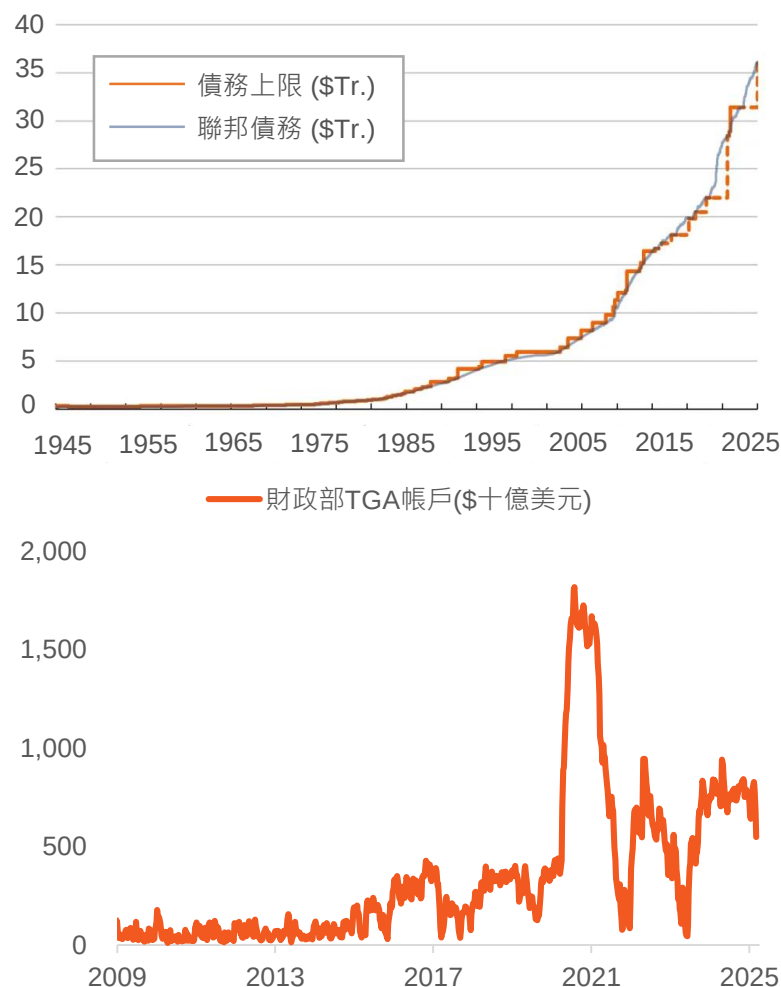


美國政府臨時開支法案到期，聚焦國會新議案協商結果

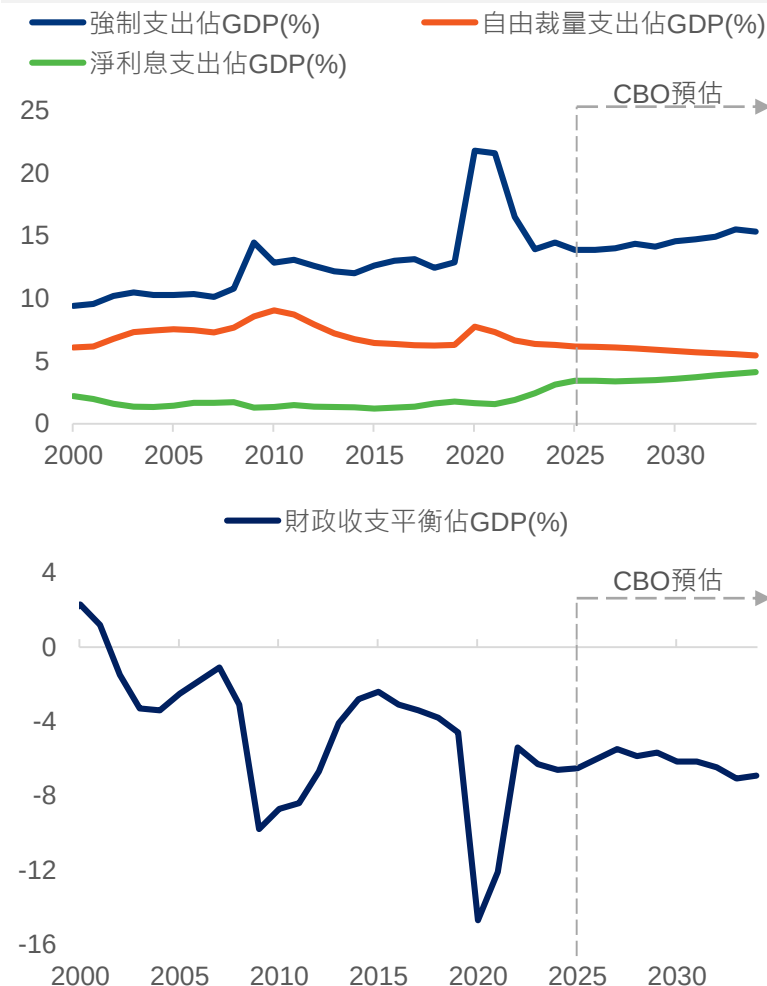
- ▶ 根據美國財政部估算，美國於今年1月觸及債務上限(Debt ceiling)，而去年底國會兩黨所協議之持續決議案(Continuing resolution)於3月14日到期，屆時該議案將停止繼續提供政府臨時開支資金；市場因而開始關注美國議會何時通過新議案以避免政府關門。
- ▶ 與2023年債務上限事件時相較，目前財政部現金水平相對寬裕，帳上仍有約5,500億美元資金，加上去年景氣強勁將挹注今年稅收收入，此次X-date(資金耗盡之日)可能落在6月以後，在此之前國會有較充裕時間協商新議案或債務上限；短期內政府進入技術性違約機會不高，對債市影響也可能有限。然而，長期而言美國財政紀律仍是一大隱憂，根據國會預算辦公室(CBO)預估，未來美國財政赤字恐持續擴大，且社會福利、醫療等強制性支出和淨利息支出佔比將上升，導致自由裁量支出比重下降，這將加劇美國財政整頓難度，為長天期美債投資帶來不確定性。

資料來源：Bloomberg、美國國會預算辦公室(CBO)、CRFB

財政部資金尚稱寬裕，國會有較多時間協商新議案



強制性支出比例上升，未來美國財政赤字恐持續擴大



聯準會鬆綁壓力情境條件，金融業有望受惠釋放資本

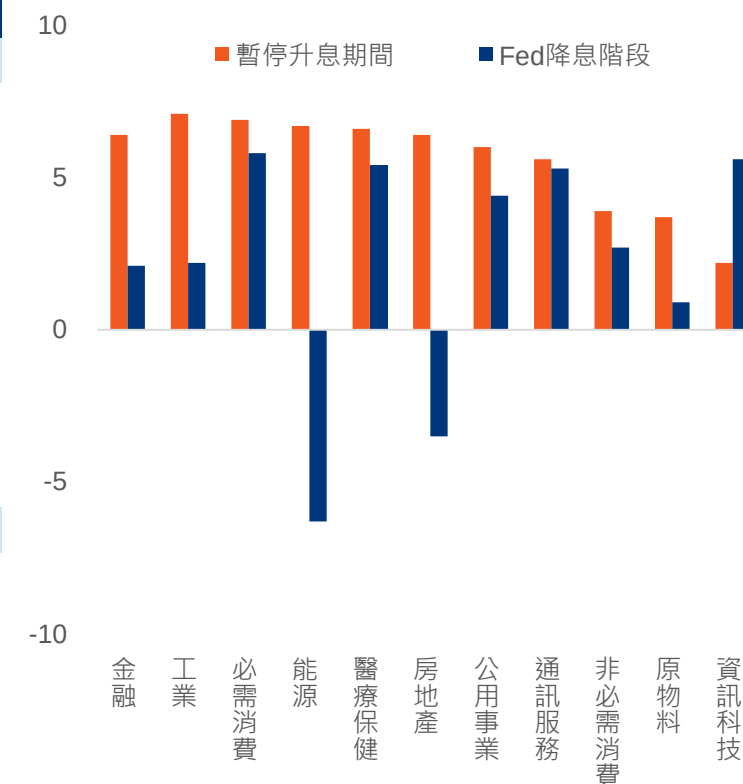
- ▶ 近期聯準會公布金融業壓力測試情境，2025年假設情境包含美國失業率驟升5.9%至10%，房價跌33%，商用房地產跌30%，另進行兩種風險情境探索性分析，包含在嚴重的全球經濟衰退期間，銀行如何應對非銀行金融機構領域的信用與流動性乾涸，另為假設五家大型避險基金倒閉，對市場規模最大與最為複雜的銀行衝擊，將透過上述情境來評估美國金融業的風險抵禦能力。考量2025年壓力測試情境不若去年嚴苛，在較為寬鬆的金融監管環境下，有利銀行釋放資本並提升獲利能力，抵銷潛在資本要求趨緩影響。
- ▶ 高利率環境持續，觀察各產業信用債於暫停升息後期間的報酬表現：(1)檢視利率循環各階段，金融債於暫停升息期間表現較佳。(2)若適逢降息階段，金融債的平均資本利得仍為正數，亦反映金融機構的低違約特質，投資人可考慮配置金融債，提升投資組合抗震能力。

2025年聯準會壓力測試，極端情境已不若去年嚴苛

壓力測試情境	2024年	2025年	與2024年變化	差異幅度
美國				
道瓊指數	下跌55%	下跌50%	少跌5%	較少
實質GDP成長	下降13.1%	下降11.2%	降幅少1.9%	較少
失業率	走升6.3%	走升5.9%	升幅少0.4%	較少
10年期公債殖利率	下滑370個基點	下滑330個基點	降幅少40個基點	接近
抵押貸款利率	0個基點	0個基點	沒有變化	接近
市場波動率指數 (VIX)	驟升223%	驟升136%	升幅少87%	較少
商用房地產價格指數	下跌40%	下跌30%	降幅少10%	較少
房價指數	下跌36%	下跌34%	降幅少2.5%	較少
BBB級企業債殖利率	走升40個基點	走升60個基點	升幅多20個基點	接近
美國以外				
歐元區實質GDP成長	下跌4.7%	下跌5.7%	降幅多1%	變重
歐元兌美元匯率	貶值9%	貶值10%	貶幅多0.9%	變重
亞洲開發中國家實質GDP成長	下降7%	下降5.8%	降幅少1.2%	較少
日本實質GDP成長	下降8.4%	下降10.1%	降幅多1.7%	變重
日圓兌美元匯率	貶值2%	貶值3%	貶幅多0.7%	接近
英國實質GDP成長	下跌5.3%	下跌5.5%	降幅多0.2%	接近
英鎊兌美元匯率	貶值9%	貶值10%	貶幅多0.9%	變重

過往暫停升息後，金融債資本利得中位數多為正

平均資本利得(損)中位數(%)

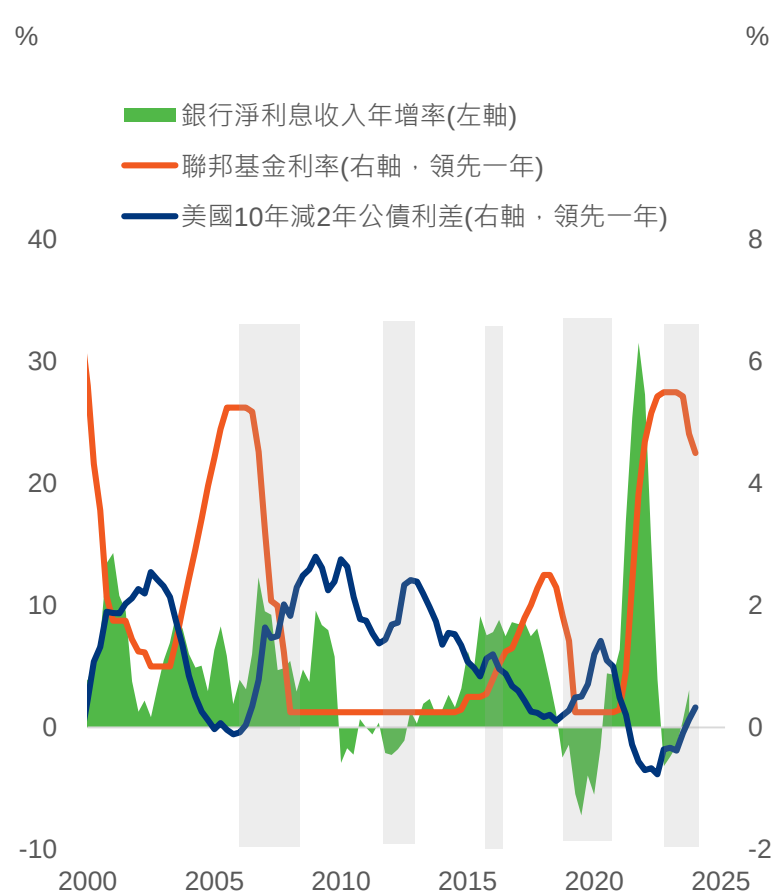


資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，註：右圖報酬統計期間為1998年至2023年12月

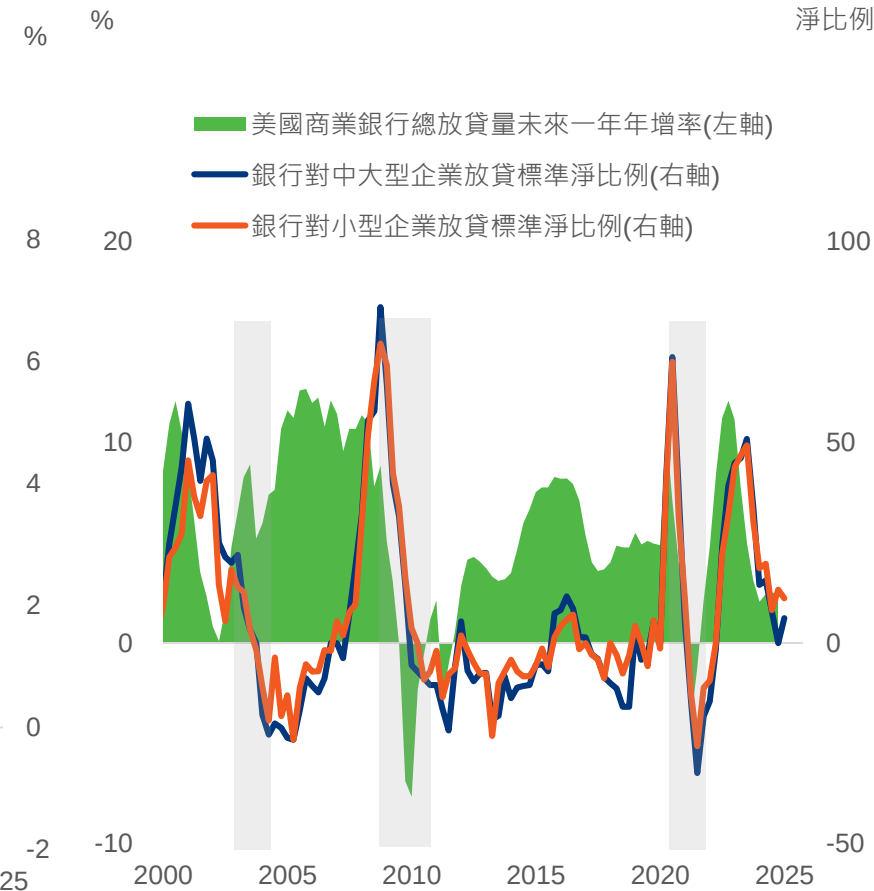
長短天期利差轉趨陡峭，有助銀行信用體質改善

- ▶ 去年下半年後，歐洲央行率先啟動降息，隨後美國跟上，當前主要國家央行雖保持降息步伐但步調分歧。另去年第三季開始法國、英國、美國與德國10年減2年長短天期利差接連轉正，體現在降息帶動短端利率下行與挹注市場流動性以及呵護景氣效果。檢視過往除景氣衰退時期外，多數時期長短天期利差轉正值，銀行淨利息收入多為正增長，預期當前殖利率曲線維持正斜率，將持續挹注金融業獲利表現。
- ▶ 檢視過往美國商業銀行放貸量未來1年年增減變動，可發現當聯準會銀行貸放標準不再偏緊時期，若當下景氣並非處在衰退期間，有助於未來一年放貸量擴大，但若為景氣衰退期，放貸量恐急劇下滑。考量當前景氣處於軟著陸情境，若接下來銀行不再繼續收緊放貸標準，有利銀行放貸量溫和增長，並挹注獲利持續成長與強化資本體質。

長短天期利差為影響銀行淨利息收入因子之一



過往景氣非衰退時期，放貸標準寬鬆挹注貸款成長



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，註：左圖灰底為長短天期公債利差走升時期，右圖灰底為放貸標準偏鬆時期

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，日本內需股偏多看待。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

10

Monday

- 歐元區3月Sentix投資者信心
(實際:-2.9 預估:-9.3 前值:-12.7)

11

Tuesday

- 美國1月JOLTS職缺
(實際:7,740k 預估:7,600k 前值:7,508k)
- 日本第4季GDP季增率終值
(實際:0.6% 預估:0.7% 前值:0.7%)
- 日本2月工具機訂單年增率初值
(實際:3.5% 前值:4.7%)

12

Wednesday

- 美國2月CPI年增率
(實際:2.8% 預估:2.9% 前值:3.0%)
- 美國2月核心CPI年增率
(實際:3.1% 預估:3.2% 前值:3.3%)
- 日本2月PPI年增率
(實際:4.0% 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
(實際:220k 預估:225k 前值:222k)
- 美國2月PPI年增率
(實際:3.2% 預估:3.3% 前值:3.7%)
- 歐元區1月工業生產年增率
(實際:0.0% 預估:-0.8% 前值:-1.5%)

14

Friday

- 美國3月密大消費者信心指數初值
(預估:63.0 前值:64.7)

17

Monday

- 美國2月零售銷售月增率
(預估:0.7% 前值:-0.9%)
- 中國2月工業生產年增率
(預估:5.3%)
- 中國2月零售銷售年增率
(預估:3.8%)

18

Tuesday

- 美國2月工業生產月增率
(預估:0.2% 前值:0.5%)
- 美國2月新屋開工
(預估:1,380k 前值:1,366k)
- 美國2月營建許可初值
(預估:1,450k 前值:1,473k)

19

Wednesday

- 歐元區2月CPI年增率終值
(前值:2.4%)
- 日本3月BoJ利率決議
(預估:0.50% 前值:0.50%)
- 日本2月工具機訂單年增率終值
(前值:3.5%)
- 日本1月核心機器訂單月增率
(預估:0.0% 前值:-1.2%)
- 日本1月工業生產月增率終值
(前值:-1.1%)

20

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:220k)
- 美國3月聯準會利率決議
(預估:4.50% 前值:4.50%)
- 美國2月成屋銷售
(預估:3.93m 前值:4.08m)
- 英國3月BoE利率決議
(預估:4.50% 前值:4.50%)
- 臺灣3月央行重貼現率
(預估:2.00% 前值:2.00%)

21

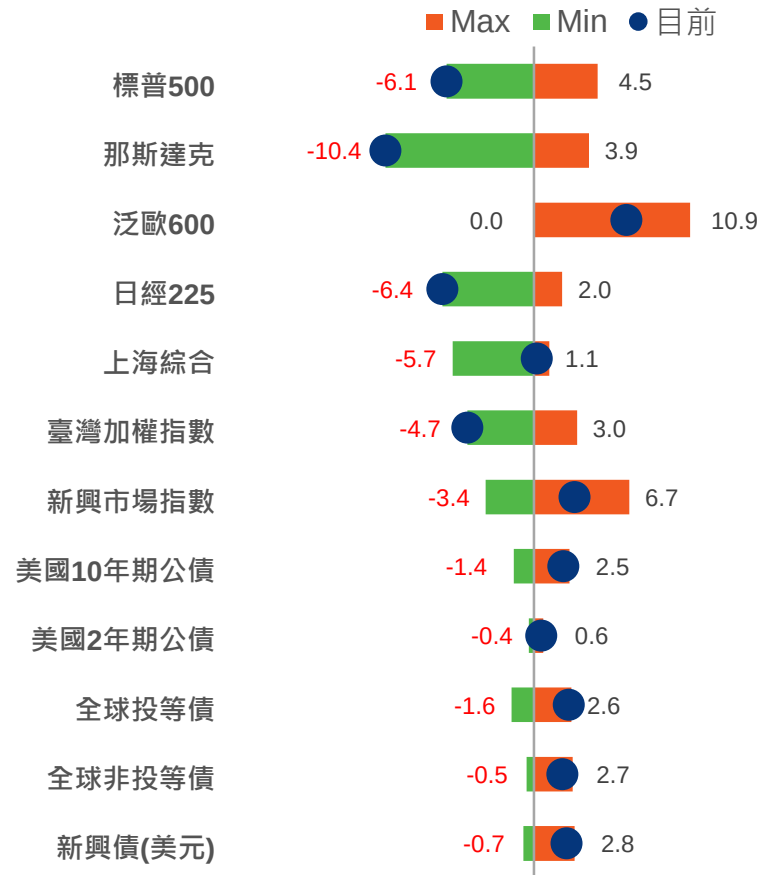
Friday

- 歐元區3月消費者信心指數初值
(前值:-13.6)
- 日本2月全國CPI年增率
(預估:3.6% 前值:4.0%)

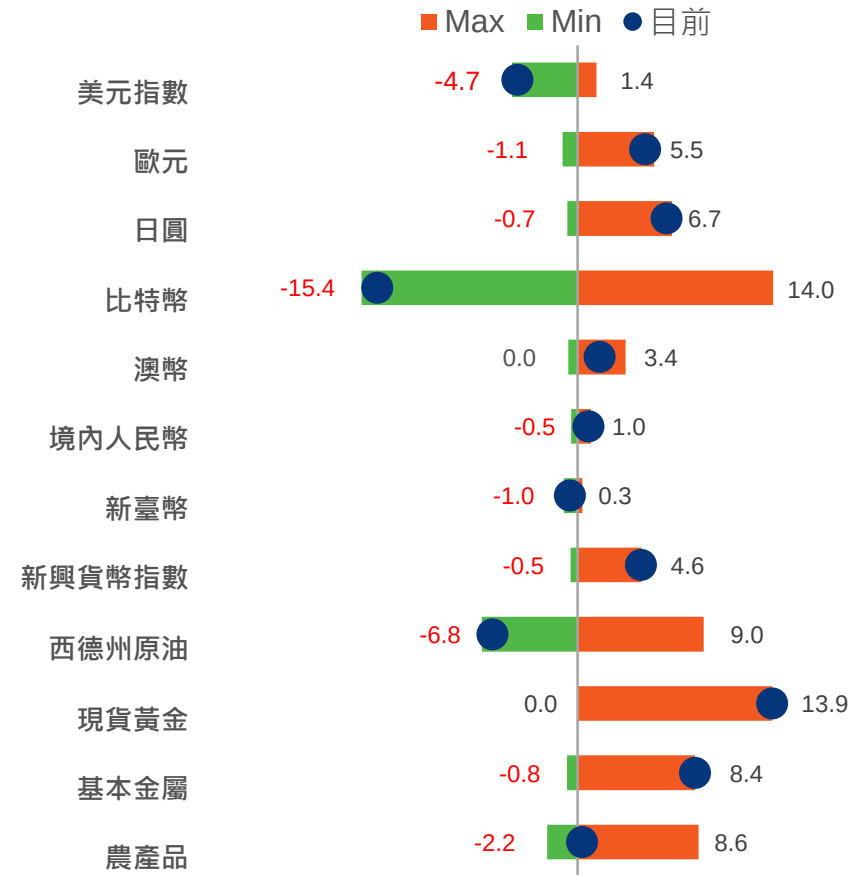
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



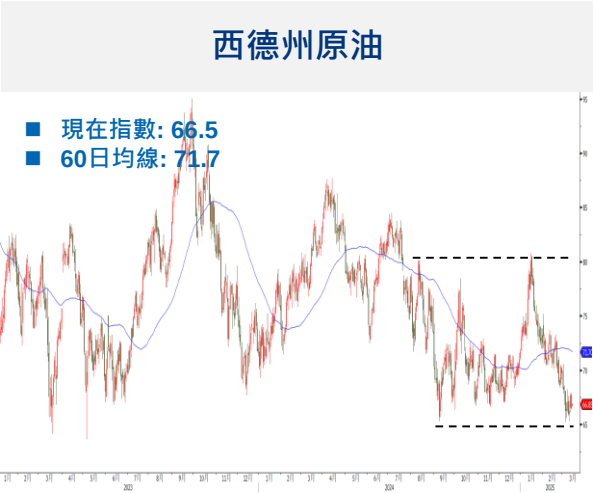
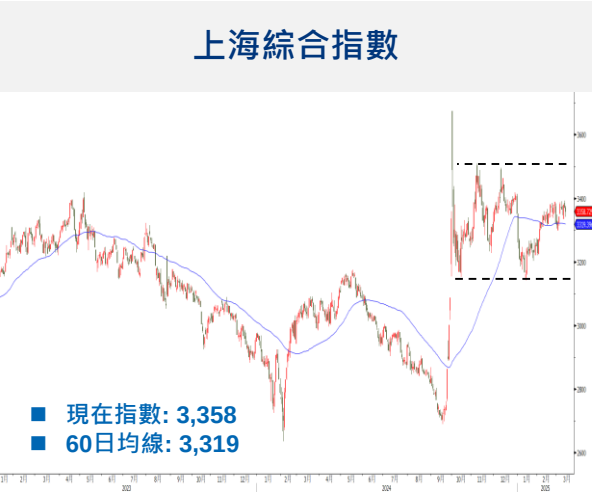
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年3月14日

技術分析

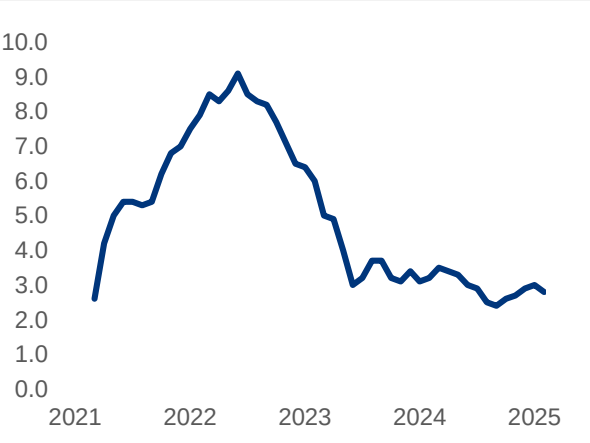
60日線



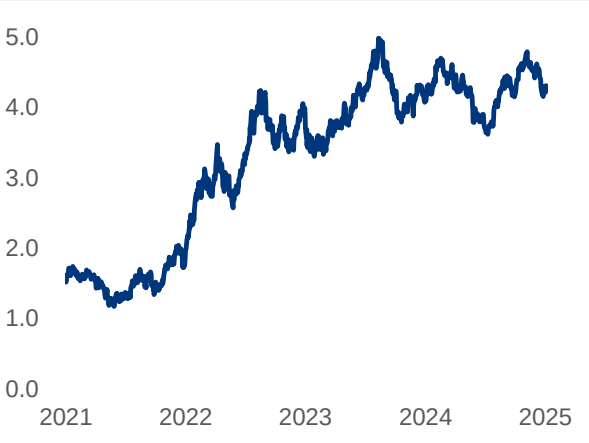
資料來源：Bloomberg · 2025年3月14日

市場觀測

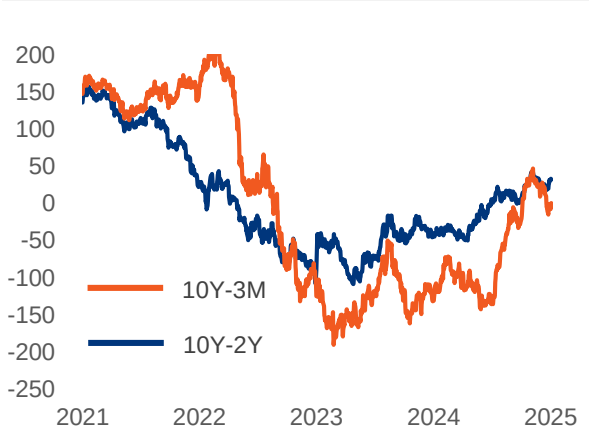
美國物價指數年增率(%)



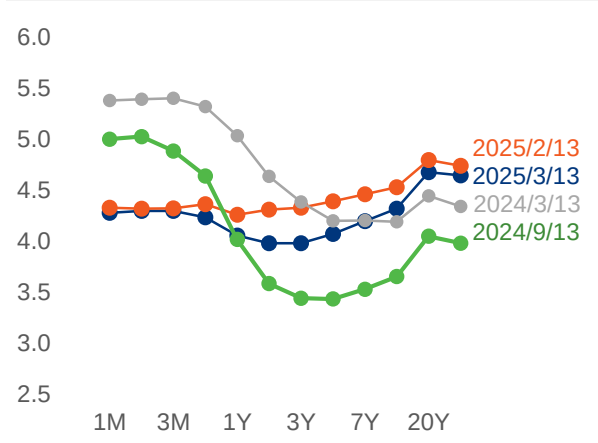
美國10年期公債殖利率(%)



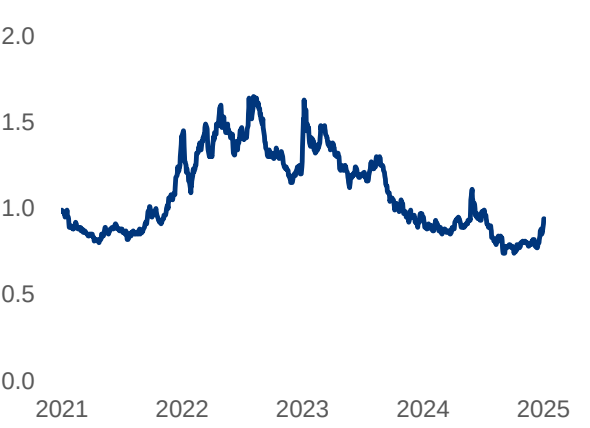
美國公債利差(bps)



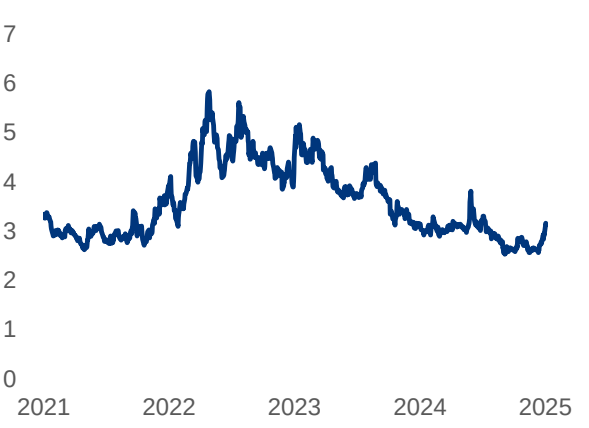
美國公債殖利率曲線(%)



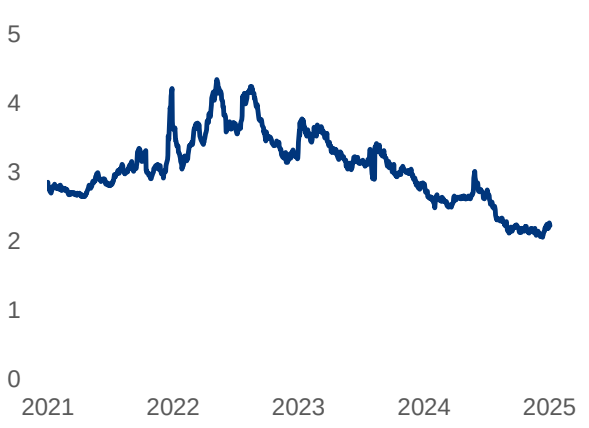
美元投資級公司債利差(%)



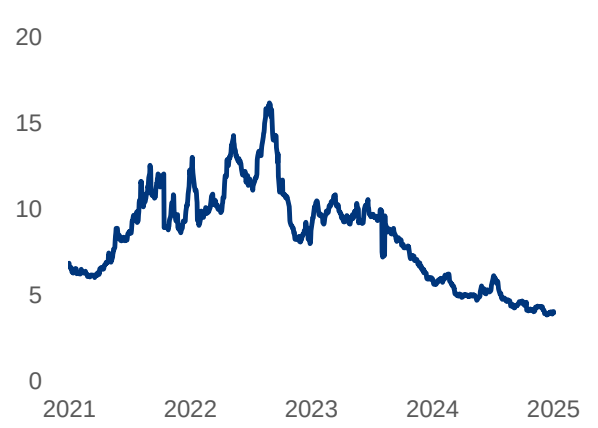
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



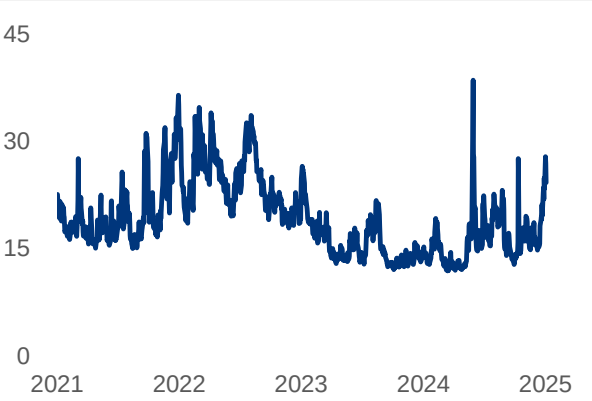
美元亞洲非投資級債利差(%)



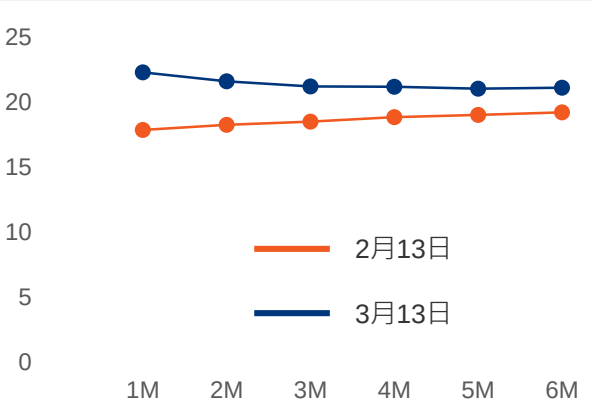
資料來源：Bloomberg · 2025年3月13日

市場觀測

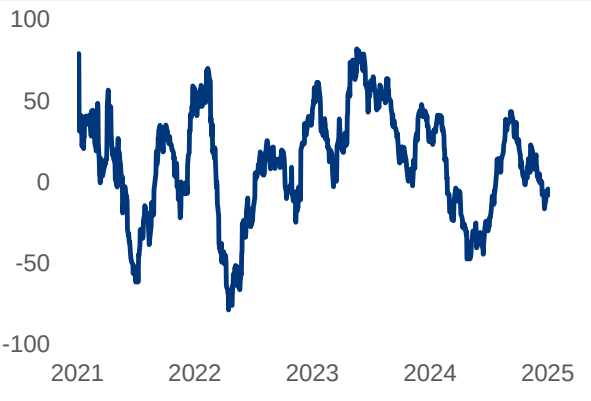
VIX指數



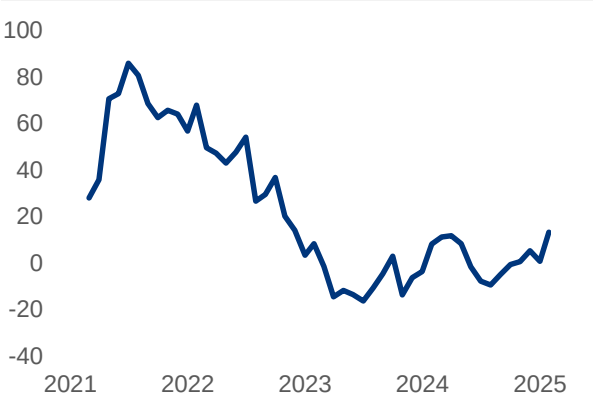
VIX期間結構



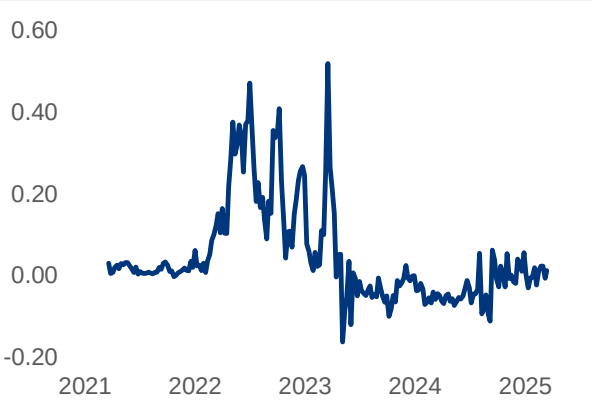
美國花旗經濟驚奇指數*



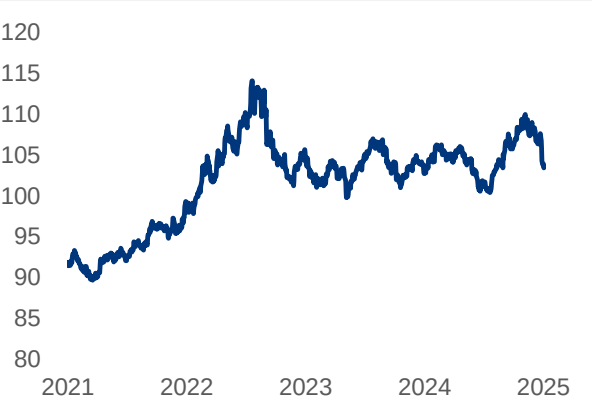
美國花旗通膨驚奇指數*



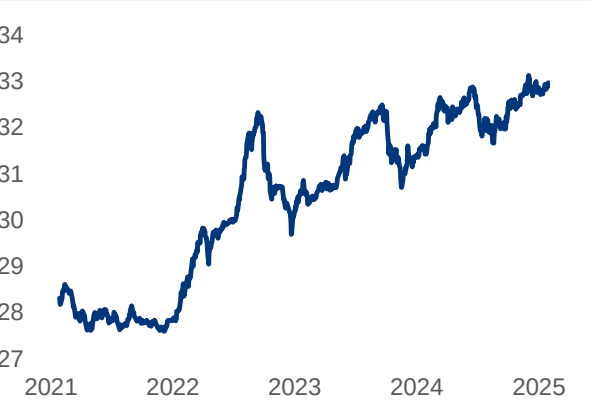
TED利差(bps)



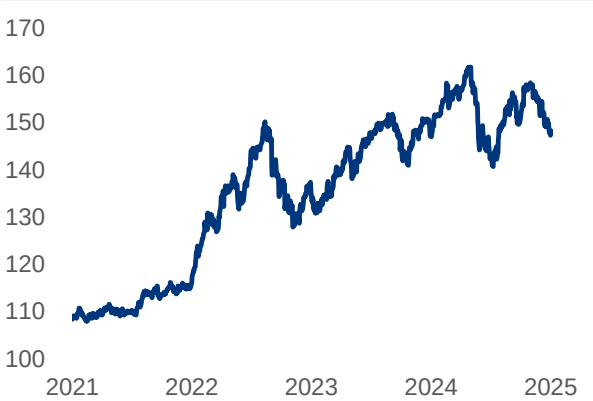
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年3月13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。