



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

非美國際股吸睛

All Eyes Were on International Stock

2025年5月2日



01 本週焦點圖表

川普百日成績單軟硬數據現分歧，美國景氣受考驗



02 市場回顧

科技財報優預期推升美股，
衰退風險仍存債券有撐



03 熱門議題

特斯拉財報利空出盡，
馬斯克焦點重回特斯拉



04 投資焦點

非美股市與美股相關性降，
弱勢美元為另一利多



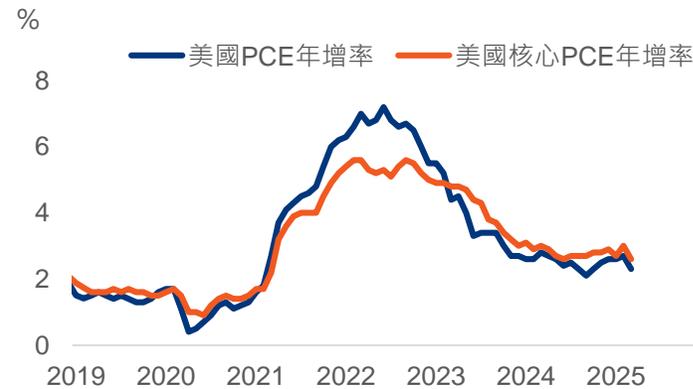
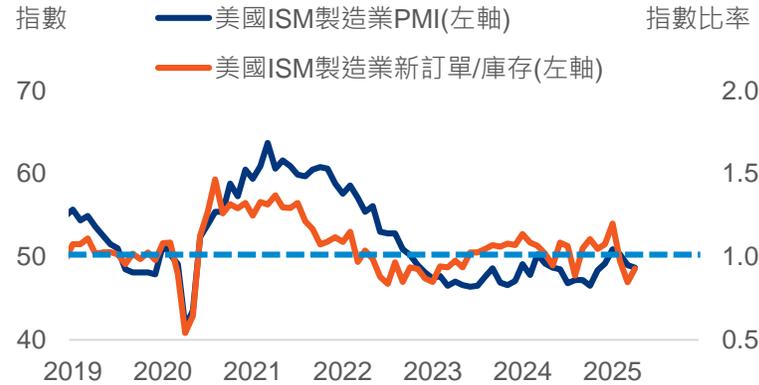
本週焦點圖表

川普百日成績單：通膨預期升，景氣存衰退風險，宜防禦為上

▶ 儘管川普關稅進入談判期，美國4月諮商局消費者信心指數掉至86，低於預期且為2020年來新低，同時12個月平均通膨預期調查升至7%，為2022年11月新高。4月ISM製造業PMI為48.7較前月續降，關稅造成提前拉貨推升進口。鑑於政經擾動持續，美國經濟衰退風險升，另外，4月個人消費支出年增速較前月2.7%降至2.3%，若通膨續降並貼近聯準會目標，預期今年最快6月Fed將再降息，挹注資金進入金融市場。

▶ 川普百日執政經濟表現，體現於軟數據續弱，而勞動市場等實質經濟數據仍具韌性，當前景氣持續放緩，不排除存在衰退可能，後續留意就業等實質數據明顯降溫並朝調查數據靠攏，美國經濟成長與企業獲利預估將存在修正空間，美股以必需消費、公用事業、通訊等防禦類股為首選，或分散布局至日本內需股與英國股市降擾動。

ISM製造業持續放緩，美國PCE通膨緩降



經濟軟數據近期明顯下行，而硬數據仍保持韌性



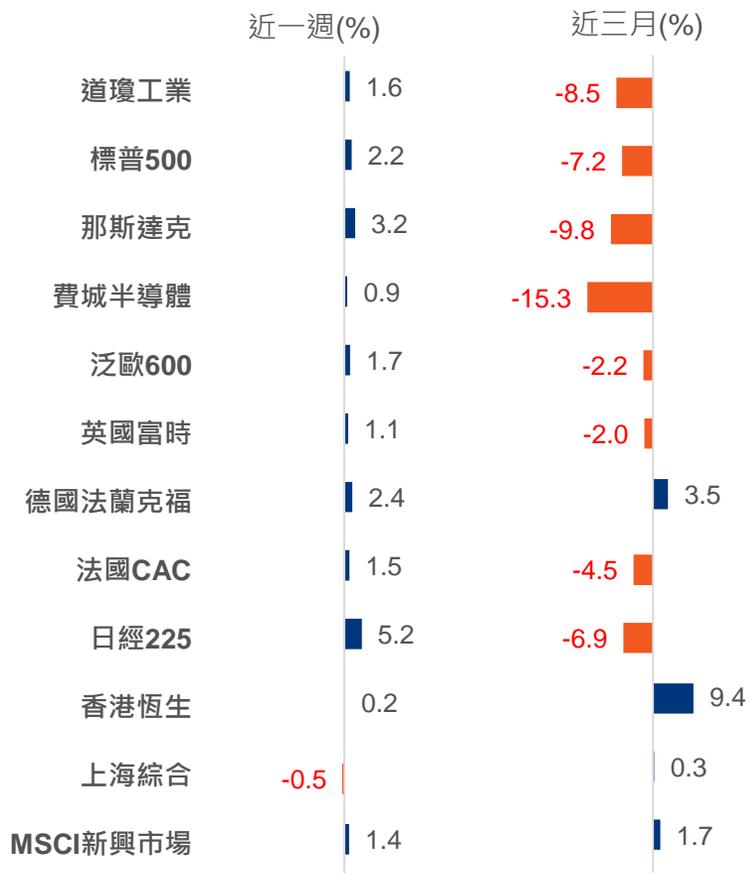
資料來源：Bloomberg · Citi · 凱基證券整理

市場回顧

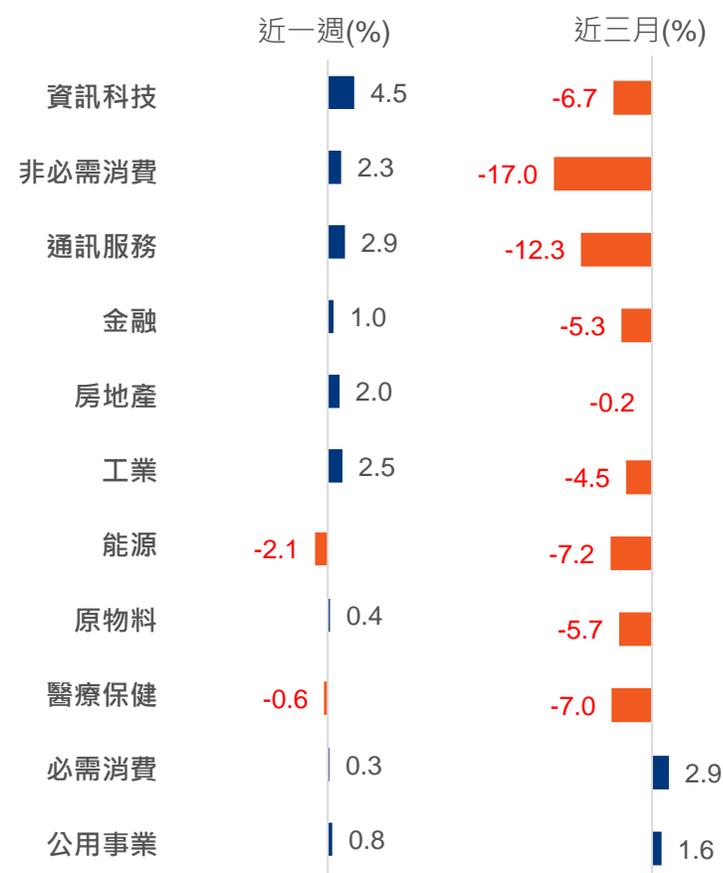
科技財報優預期推升美股，日本銀行延後通膨目標達成利好日股

- ▶ 美國M7巨頭財報陸續公布，其中，三大雲端服務商微軟、Google、亞馬遜財報表現優於預期，儘管亞馬遜對未來財務預測保守，但三大雲端服務商(CSP)對未來資本支出仍強勁，顯示CSP對於AI需求仍暢旺信心。在AI應用至廣告服務也看到成效，Google與Meta廣告業營收皆超過市場預期，科技股財報優異推升美股三大指數上升，資訊科技、通訊服務分別上漲4.5%、2.9%表現最強。
- ▶ 歐洲與日本等成熟市場除了有資金湧入利多外，歐元區第一季經濟成長率0.4%，優於市場預期，顯示歐洲降息與政府持續刺激政策漸顯成效，歐洲三大指數收漲；日本銀行(BOJ)宣布維持利率決策不變，但下修通膨預期，延後通膨回到BOJ通膨目標2%至2027年下半年，市場預期升息軌跡將因此延後，日圓漲幅暫告一段落，推升日股上漲5.2%表現最強。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)

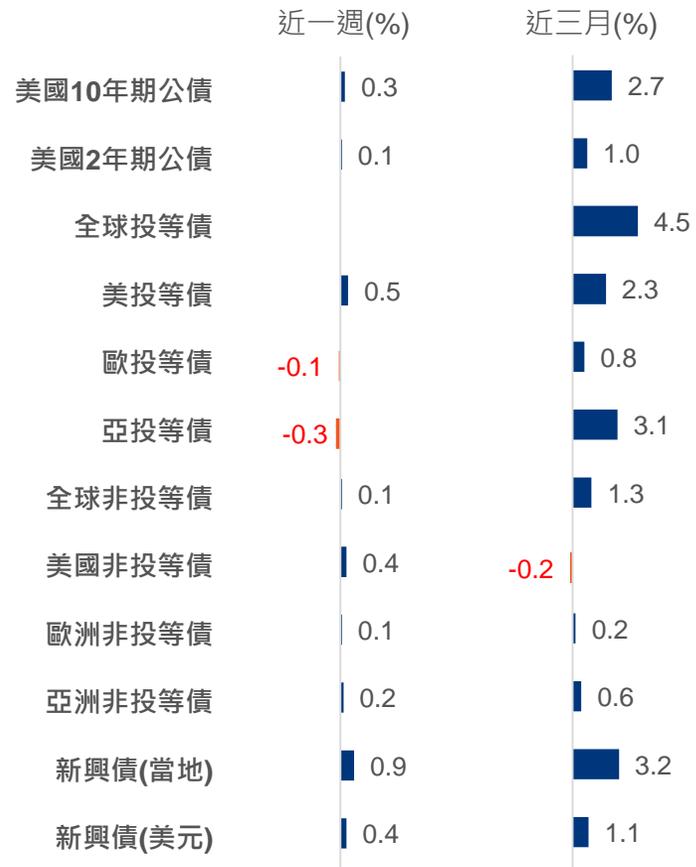


資料來源：Bloomberg，2025年5月2日

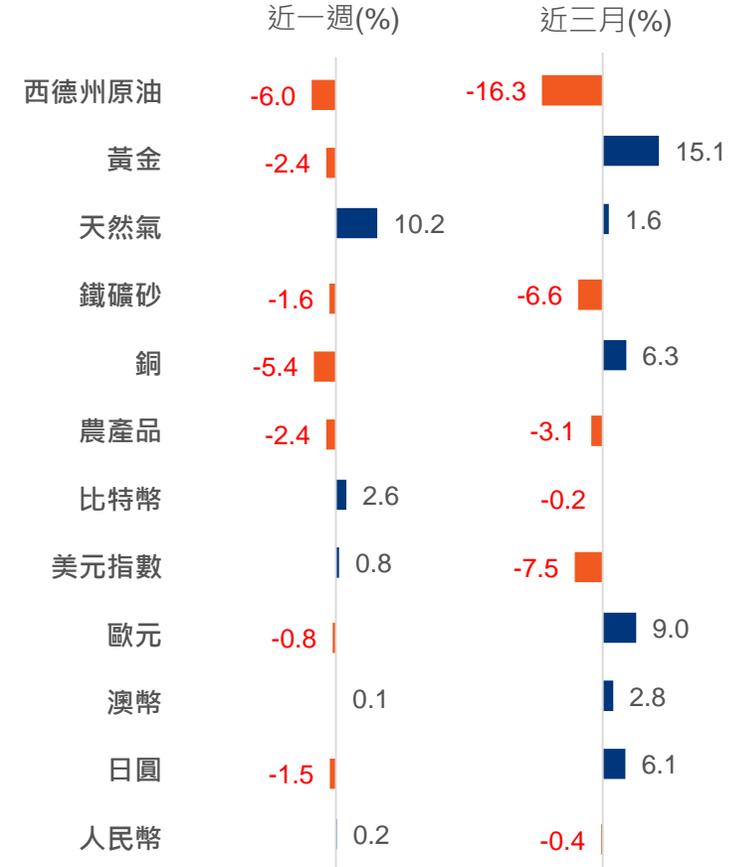
美國衰退風險增推升美債價格，衰退預期壓抑需求端原油與工業金屬表現

- ▶ 美國2025年第一季GDP成長率-0.3%，為2022年第一季以來首見負成長，遠低於上季的2.4%與市場預期的0.4%。美國財政部長貝森特表示2年期美國公債殖利率低於聯邦基金利率，提供降息環境。衰退風險使市場降息預期增，推升美債表現；非投等債無風險利率下降，信用利差無明顯擴大情況下，價格小幅上升；當地貨幣新興債主要受到美元轉弱，資金流出的匯率升值利多表現最強。
- ▶ 商品上，美中貿易局勢略放緩，美國貿易代表表示數週內將與部分國家達成關稅協議，黃金價格漲勢稍退。然而，關稅帶來的經濟放緩風險，市場擔憂全球需求受到壓抑，與全球需求高度相關的油價與工業金屬表現受到衝擊，原油近一週跌幅6%最多，工業金屬銅礦與鐵礦砂走勢也偏弱。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



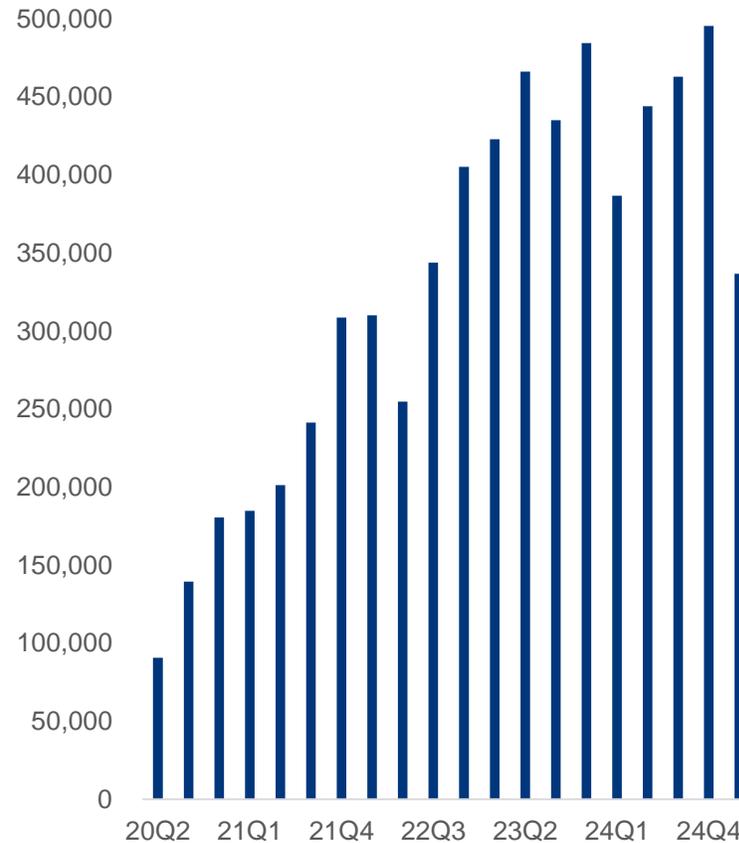
資料來源：Bloomberg，2025年5月2日

特斯拉汽車銷量差，但馬斯克回歸與美自駕法規開放為潛在利多

- ▶ 特斯拉財報公布2025年第一季交車數33.6萬輛為2022年第三季以來最低，且低於市場普遍預測的35~37萬輛水準，股價在財報公布前即有反應汽車銷售惡化議題。在會議上，馬斯克表示在5月後將減少在美國政府效率部門的工作，將重心回歸特斯拉，為此次財報會議一大利多。
- ▶ 未來三大利多，平價車款、人型機器人與自動駕駛FSD進度更新：平價車款預計年中推出，人型機器人量產可能於2026年上半年，暗示營收開始貢獻時程不遠。FSD最新版本搭載新型HW4硬體，在自動駕駛的效能上有大幅度提升，其衍生的Robotaxi業務預計於6月於美國德州奧斯汀正式上路，為美國首個自動駕駛業務橫跨兩州的企業。另外，美國交通部證實，川普政府將放寬自動駕駛監管，未來自動駕駛汽車上路測試會更容易，大量道路測試與數據回傳，預期特斯拉FSD將直接受惠。

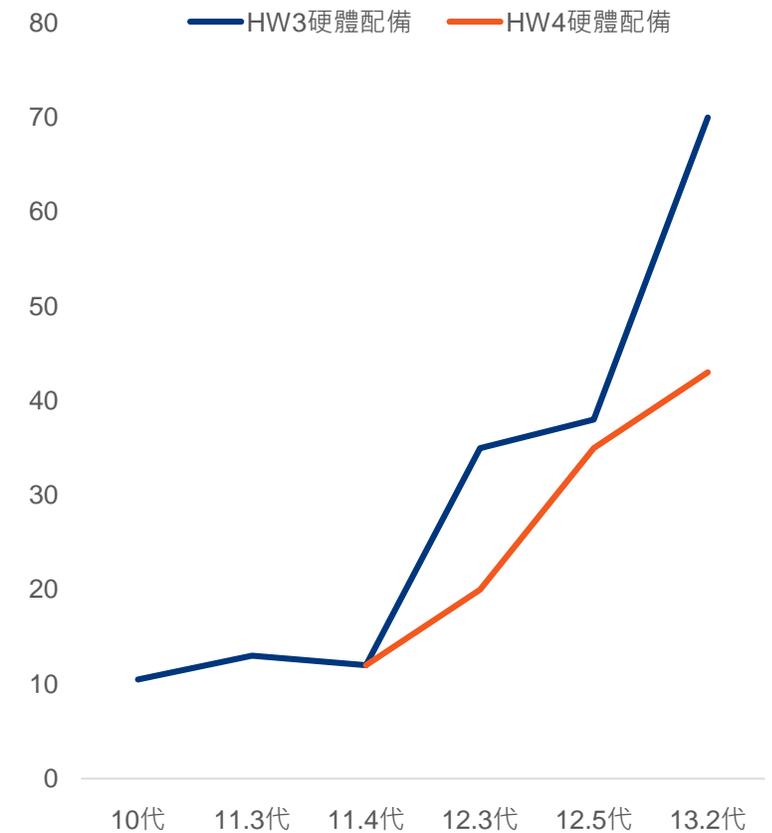
2025年第一季特斯拉汽車銷量僅33.6萬台低於預期

特斯拉季交車數，輛



FSD V13版本搭配最新硬體，不需人為介入里程大增

多少英里需要一次人為干預

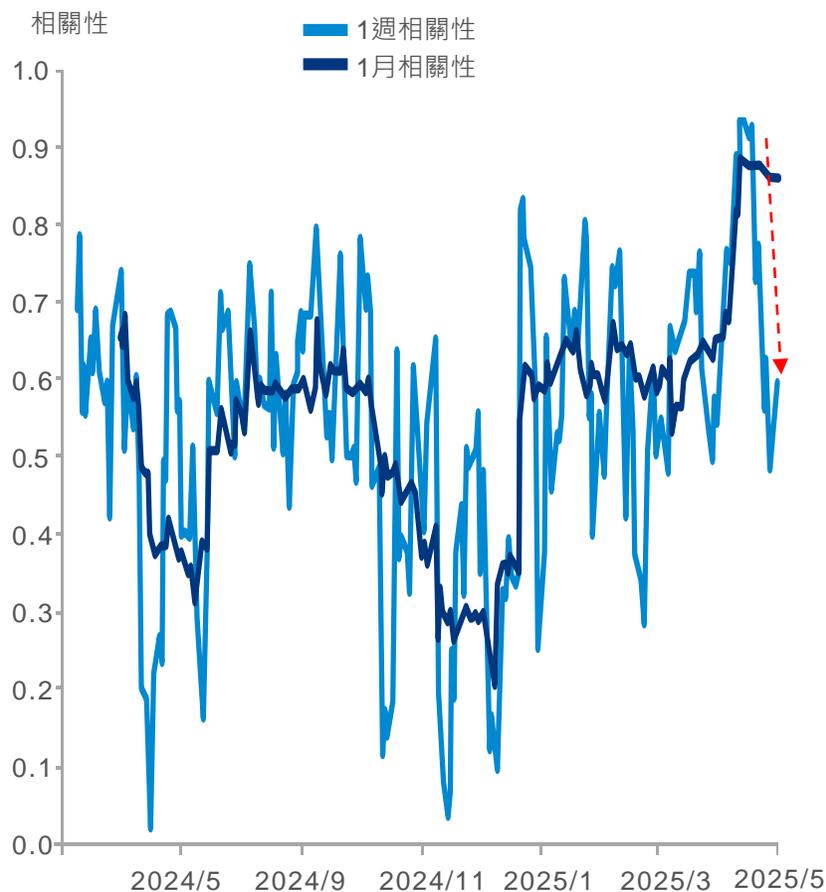


資料來源：Tesla財報、TeslaFSDTraker、凱基證券整理

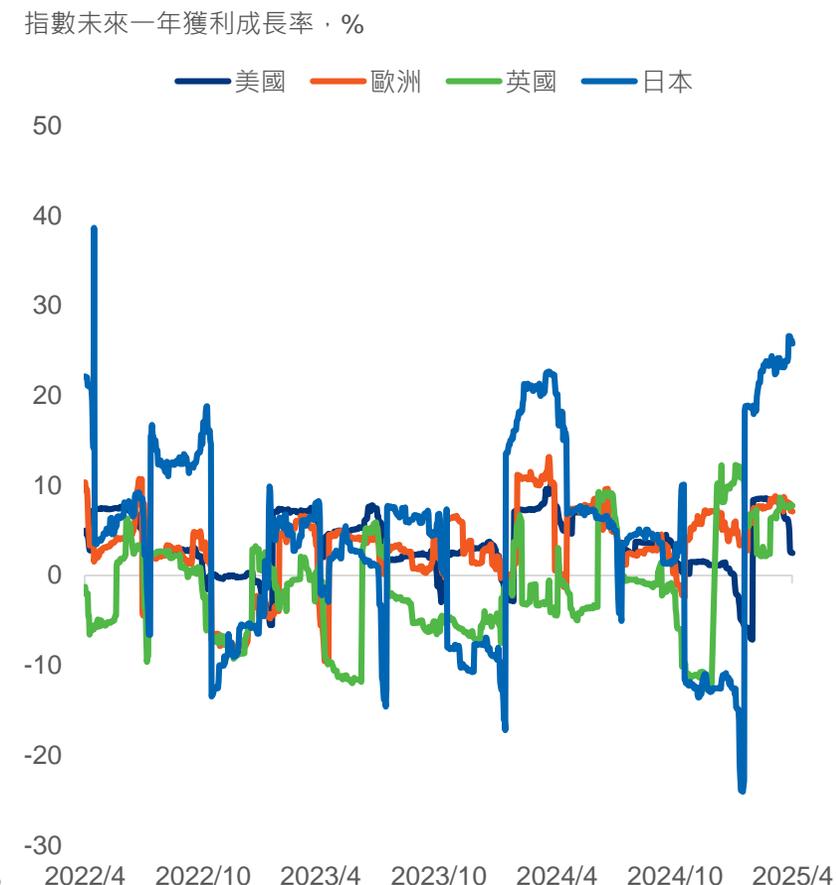
美國與非美相關性減弱，非美成熟市場未來一年獲利成長率相對優

- ▶ 4月2日川普宣布大幅度對等關稅後，全球市場集體崩跌，全球股市相關性拉到高點。隨著川普提供90天協商期，市場風險情緒和緩，全球股市有回升，高盛觀察美國與非美股票相關性正在下降，主要反映關稅正在帶來的美國衰退機率提高，與美國例外論是否瓦解。
- ▶ 由於關稅對美國企業獲利有直接的衝擊，根據彭博未來一年獲利成長率預期，美國標普500指數獲利成長率從年初高點進9%大幅下滑到2.5%，與同期成熟市場指數相比也偏弱，截至2025年4月28日，日本東證指數獲利成長率持續上升，未來一年獲利成長率達到25%；英國富時100指數獲利成長率為7.7%；歐洲STOXX 600指數獲利成長率7.1%。非美市場獲利成長率優於美國表現，提供股市評價向上機會。

對等關稅使全球同步崩跌後，美股與非美相關性削弱



美國獲利成長率相對減弱，近一季非美獲利強於美國



資料來源：GS(右圖)、Bloomberg(左圖)、凱基證券整理

非美成熟市場股市淨多單明顯增加，貨幣流向同樣透漏資金轉入非美成趨勢

- ▶ 川普關稅政策不確定性仍高，市場對於美國投資態度仍相對保守，未來90天對等關稅協商進度、美國與中國之間的高額關稅協商狀況、未來尚在研擬的半導體關稅問題等仍持續牽動市場。自2月以來，可使用槓桿之基金與資產管理業者的淨多單期貨部位有明顯調整，標普500指數期貨多單大幅度減少，反而MSCI歐澳遠東的期貨多單上升，日經指數期貨小幅上升，MSCI新興市場下降(可能反映美中關稅爭端尚未解除)。股市從美國轉到非美成熟國家趨勢明顯。
- ▶ 從貨幣端也同樣驗證，歐元、日幣的投機部位(Non-commercial positions)持續上升。市場對美元不信任，與川普關稅可能引導日本升息，使得非美貨幣表現相對較強。非美市場受惠資金流入與匯率轉強，有機會享受股匯雙漲行情。

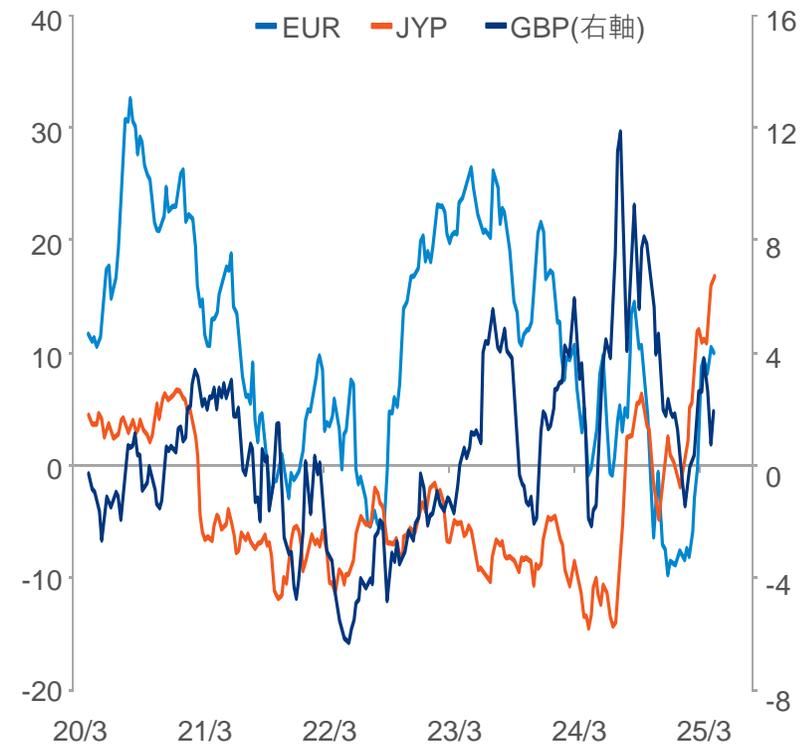
川普關稅戰使市場資金逃離標普500轉進非美市場

資產管理公司期貨淨多單部位，十億美元



歐元、日幣於川普關稅開始後持續累積流入

淨投機部位，十億美元



市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 川普關稅進入談判期，美國景氣與企業獲利存在下修空間，第2季保守看待美股表現，投資人建議防禦性操作，包括必需性消費、公用事業、電信行業可分批漸布，特別是美國內需型產業較為安全。 ◆ 受關稅衝擊相對小的英股，相對表現較佳，考量俄烏停戰與德國財政擴張利多，歐股短期內反應關稅衝擊可能下跌，然長期可採逢回分批方式布局。日本經濟持續改善，銀行股及內需股可逢低承接。 	<p>策略風格：偏好大型股，建議往防禦股靠攏，包括公用、電信、必需消費</p> <p>區域：日本內需與銀行股、英國股票</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 考量經濟衰退風險上升，長端利率有下降空間，建議適度加碼美國長天期公債，留意較長存續期間有較高資本利得但波動也較大，中短天期債券殖利率仍具吸引力，逢美國公債殖利率上彈階段鎖利。信用市場需選擇信評較佳的投資等級債，並挑選銀行、公用事業與保險等海外營收曝險低產業。 ◆ 信用債宜配置風險調整後利差較高的投資級債，包含金融、工業、能源、公用事業、通訊等產業。 	<p>期間：長天期美國公債、中短天期優質企業債鎖利</p> <p>種類：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</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國存在大幅降息可能性，川普政府傾向弱勢美元，削弱各國出口競爭優勢，加上關稅政策反覆，市場對美國經濟前景、美元資產信心動搖，美元偏貶值。 ◆ 非美貨幣如歐元、日圓因美元走弱而升值，預期短期偏強。 	<p>美元偏貶</p> <p>歐元、日圓短期偏升值</p>
商品	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 川普關稅政策反覆，增加避險情緒、經濟放緩與通膨隱憂、財政赤字壓力加上央行與市場資金持續購金，皆為黃金上漲動能。 	<p>黃金偏多</p>

▶ APR 2025

28

Monday

- 香港3月出口年增率
(實際:18.5% 預估:12.4%
前值:15.4%)

29

Tuesday

- 美國3月JOLTS職缺
(實際:7,192k 預估:7,500k
前值:7,480k)
- 美國4月經濟諮詢委員會消費者信心指數
(實際:86.0 預估:88.0 前值:93.9)
- 歐元區4月消費者信心指數終值
(實際:-16.7 前值:-14.5)

30

Wednesday

- 美國4月ADP就業變動
(實際:62k 預估:115k 前值:147k)
- 美國第一季GDP季增年率初值
(實際:-0.3% 預估:-0.2%
前值:2.4%)
- 美國3月PCE年增率
(實際:2.3% 預估:2.2%
前值:2.7%)
- 美國3月核心PCE年增率
(實際:2.6% 預估:2.6%
前值:3.0%)

1

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:241k 預估:223k 前值:223k)
- 美國4月標普全球製造業PMI終值
(實際:50.2 預估:50.5 前值:50.2)
- 美國4月ISM製造業PMI
(實際:48.7 預估:47.9 前值:49.0)
- 日本4月自分行製造業PMI終值
(實際:48.7 前值:48.4)
- 日本5月BoJ利率決議
(實際:0.50% 預估:0.50%
前值:0.50%)

2

Friday

- 美國4月非農業就業人口變動
(預估:138k 前值:228k)
- 美國4月失業率
(預估:4.2% 前值:4.2%)
- 美國3月耐用品訂單月增率終值
(預估:9.2% 前值:0.9%)
- 歐元區4月製造業PMI終值
(預估:48.7 前值:48.6)

5

Monday

- 美國4月ISM服務業PMI
(預估:50.2 前值:50.8)
- 歐元區5月Sentix投資者信心指數
(預估:-15.0 前值:-19.5)

6

Tuesday

- 歐元區4月服務業PMI終值
(預估:49.7 前值:51.0)
- 歐元區5月PPI年增率
(預估:2.6% 前值:3.0%)
- 中國4月財新服務業PMI
(預估:51.8 前值:51.9)
- 福泰製藥公司(VRTX)、帕蘭提爾科技公司(PLTR)財報

7

Wednesday

- 歐元區3月零售銷售月增率
(預估:-0.1% 前值:0.3%)
- 美國5月聯準會利率決議
(預估:4.50% 前值:4.50%)
- Arista網路公司(ANET)、超微半導體公司(AMD)、華特迪士尼公司(DIS)、優步科技公司(UBER)財報

8

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:241k)
- 臺灣4月出口年增率
(前值:18.6%)
- 英國5月BOE利率決議
(預估:4.25% 前值:4.50%)
- 康菲石油(COP)財報

9

Friday

- 中國4月出口年增率
(前值:12.4%)

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
2025/4/29	威爾塔公司(WELL)	2.34B	2.42B	0.4	0.4	V	
2025/4/29	漢威聯合國際公司(HON)	9.6B	9.82M	2.21	2.51	V	V
2025/4/29	輝瑞大藥廠股份有限公司(PFE)	14.09B	13.72B	0.68	0.92		V
2025/4/29	可口可樂公司(KO)	11.2B	11.1B	0.72	0.73		V
2025/4/29	高特利集團(MO)	4.62B	5.26B	1.19	1.23	V	V
2025/4/29	美國電塔(AMT)	2.54B	2.56B	1.6	1.04	V	
2025/4/29	標準普爾全球公司(SPGI)	3.72B	3.78B	4.23	4.37	V	V
2025/4/30	續客控股公司(BKNG)	4.59B	4.76B	17.45	24.81	V	V
2025/4/30	威士卡(V)	9.55B	9.6B	2.68	2.76	V	V
2025/4/30	卡特彼勒公司(CAT)	14.58B	14.25B	4.35	4.25		
2025/4/30	自動資料處理公司(ADP)	5.49B	5.55B	2.97	3.06	V	V
2025/5/1	Meta平台公司(META)	41.48B	42.31B	5.24	6.43	V	V
2025/5/1	微軟(MSFT)	68.53B	70.1B	3.23	3.46	V	V
2025/5/1	高通公司(QCOM)	10.55B	10.84B	2.8	2.85	V	V
2025/5/1	林德公開有限公司(LIN)	8.23B	8.11B	3.92	3.95		V

資料來源：Investing.com



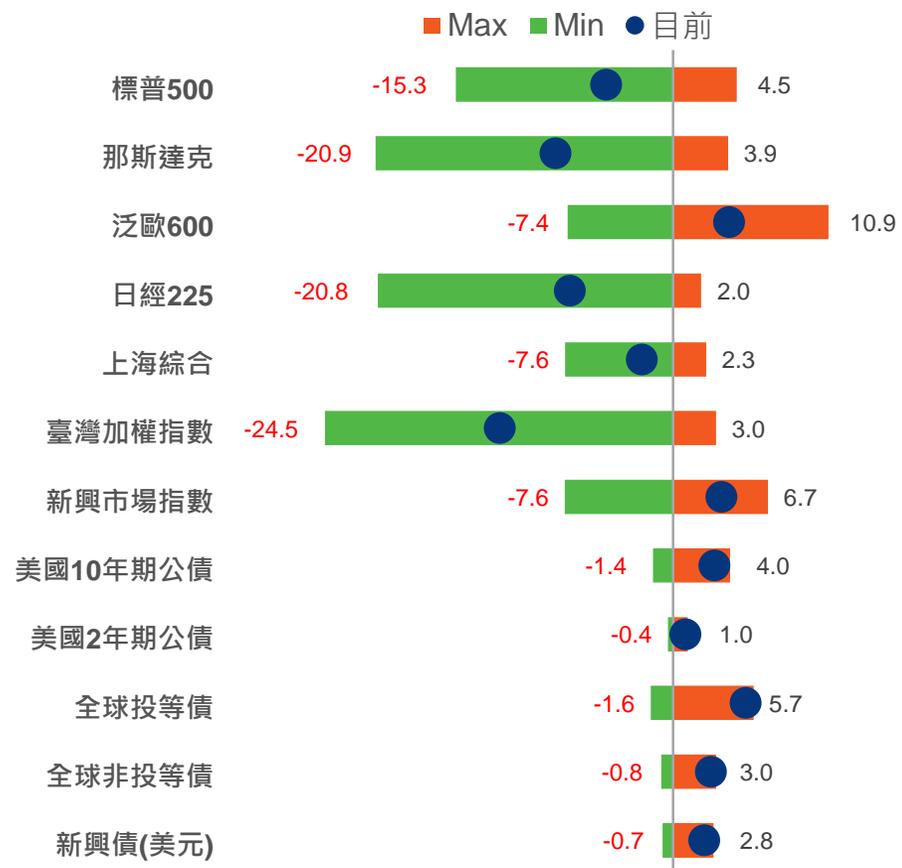
財報季重點企業公布

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
2025/5/1	科爾伯格-克拉維斯-羅伯茨公司(KKR)	1.71B	3.11B	1.13	1.15	V	V
2025/5/1	萬事達卡(MA)	7.13B	7.3B	3.57	3.73	V	
2025/5/1	禮來公司(LLY)	12.72B	12.73B	3.46	3.34	V	
2025/5/1	麥當勞公司(MCD)	6.15B	5.96B	2.69	2.6		
2025/5/1	南方公司(SO)	7.31B	7.78B	1.19	1.23	V	V
2025/5/2	史賽克(SYK)	5.68B	5.9B	2.71	2.84	V	V
2025/5/2	蘋果公司(AAPL)	94.22B	95.36B	1.61	1.65	V	V
2025/5/2	安進公司(AMGN)	8.09B	8.15B	4.29	4.9	V	V
2025/5/2	亞馬遜公司(AMZN)	155.29B	155.7B	1.37	1.59	V	V

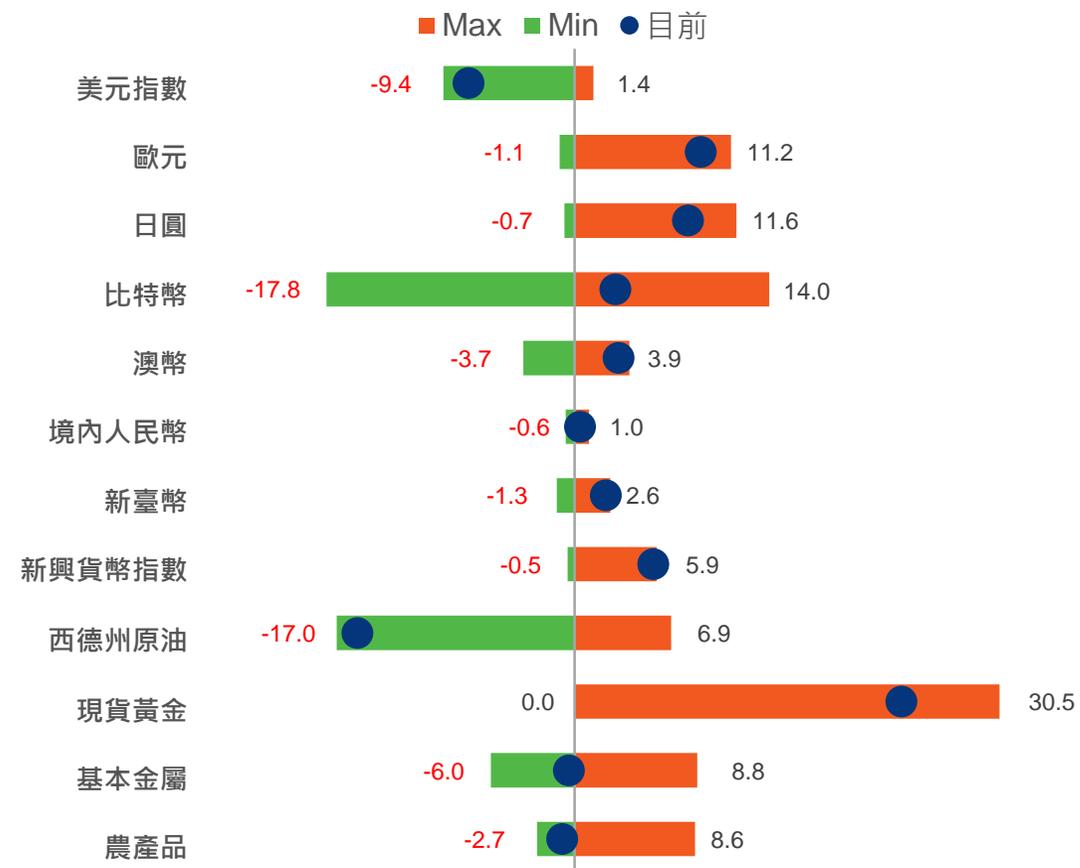
資料來源：Investing.com

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



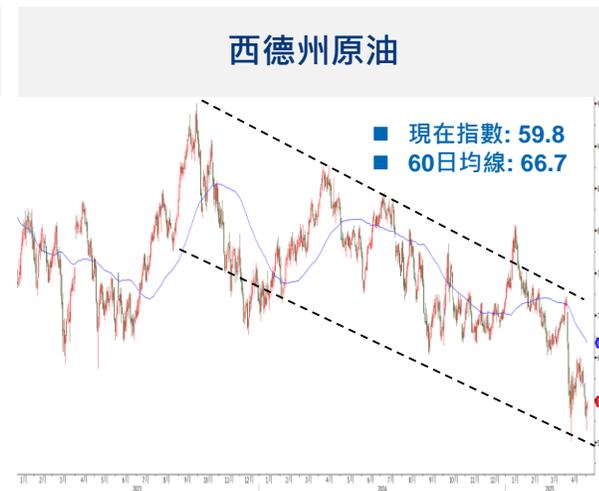
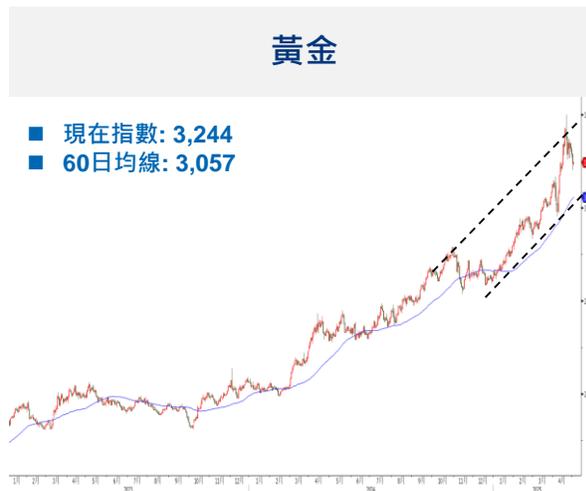
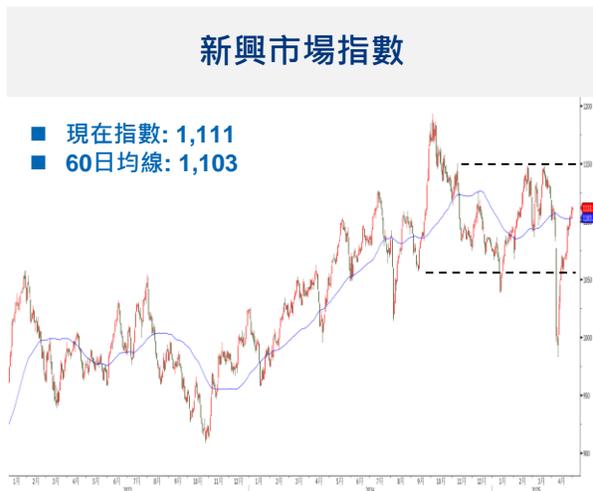
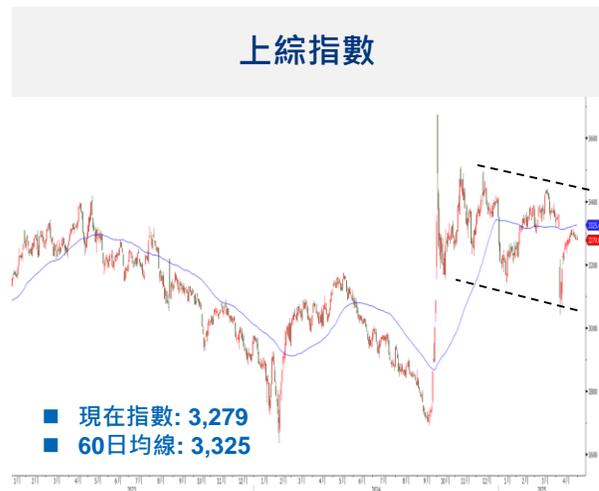
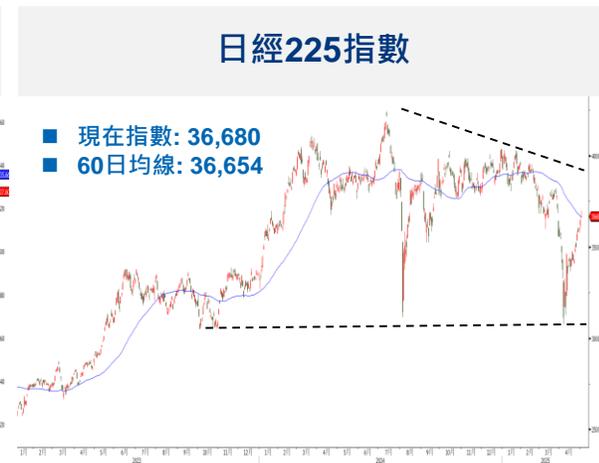
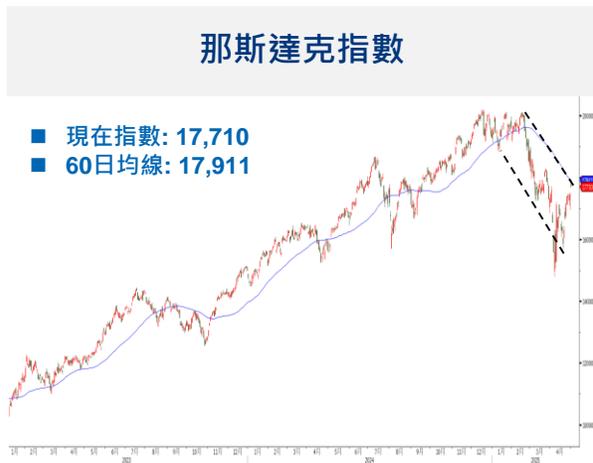
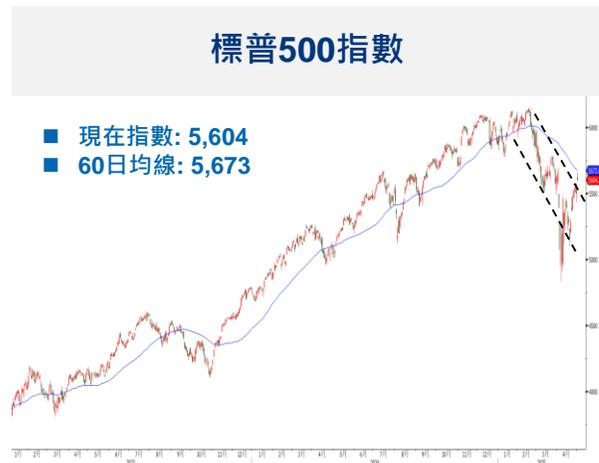
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年5月2日

技術分析

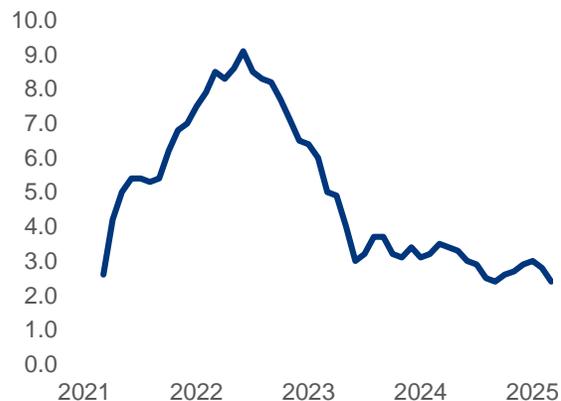
— 60日線



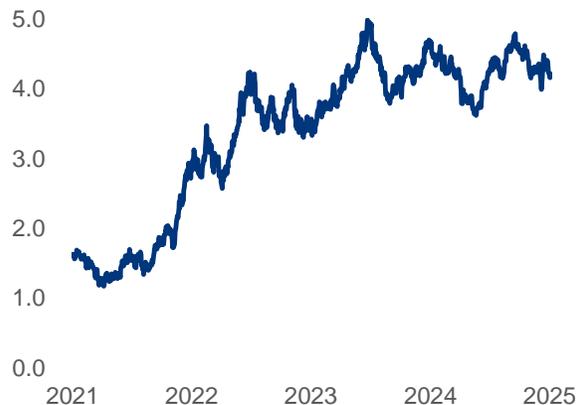
資料來源：Bloomberg · 2025年5月2日

市場觀測

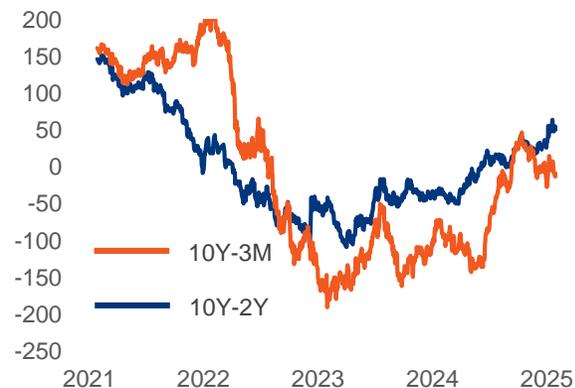
美國物價指數年增率(%)



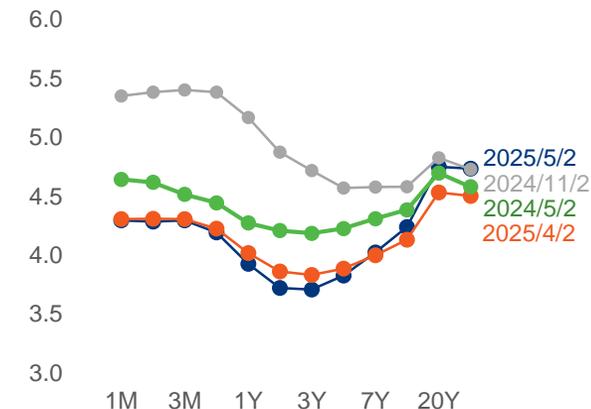
美國10年期公債殖利率(%)



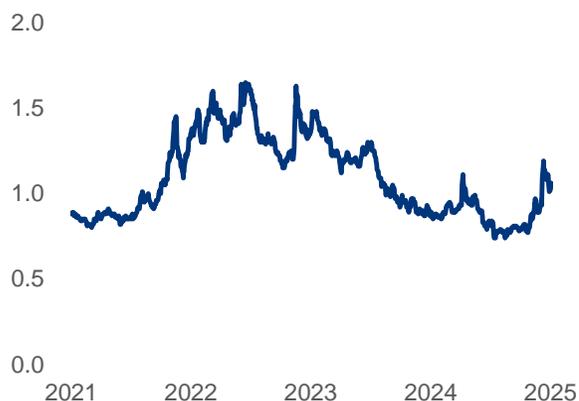
美國公債利差(bps)



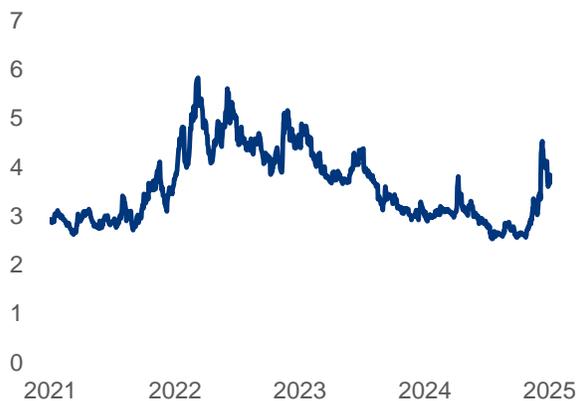
美國公債殖利率曲線(%)



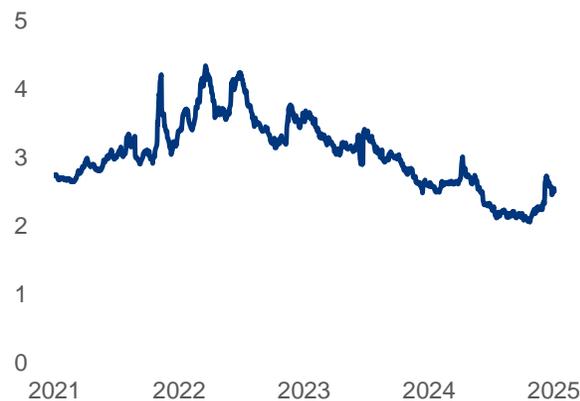
美元投資級公司債利差(%)



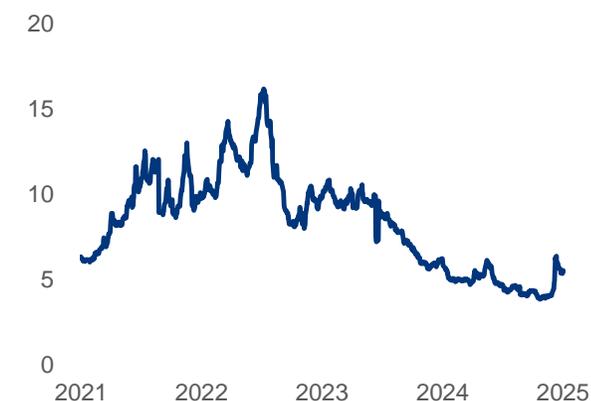
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



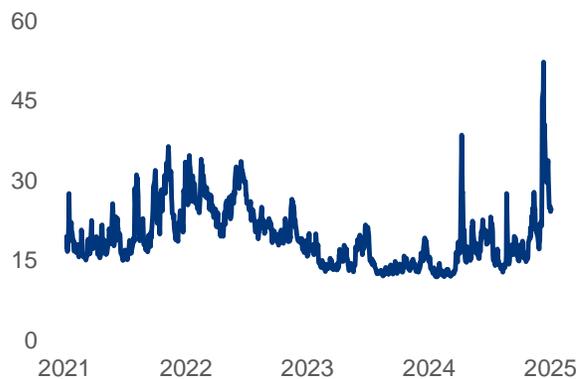
美元亞洲非投資級債利差(%)



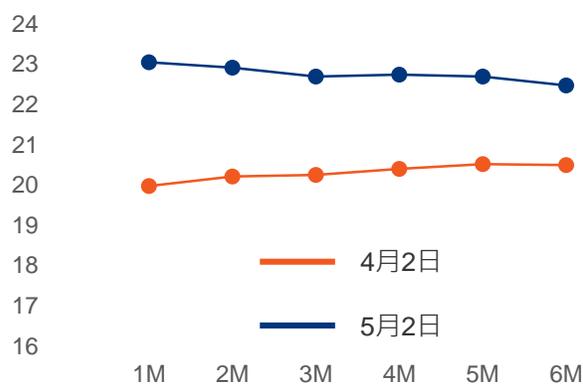
資料來源：Bloomberg · 2025年5月2日

市場觀測

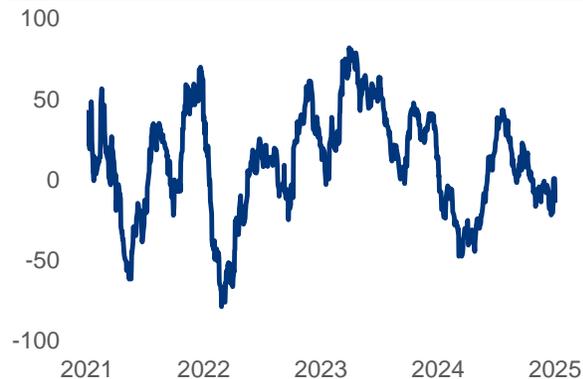
VIX指數



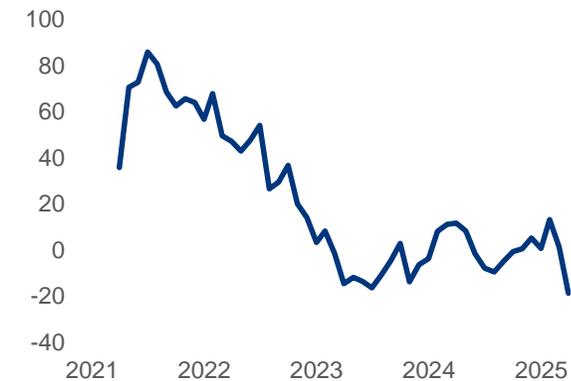
VIX期間結構



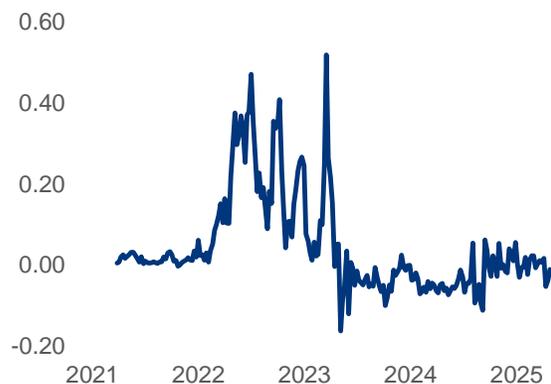
美國花旗經濟驚奇指數*



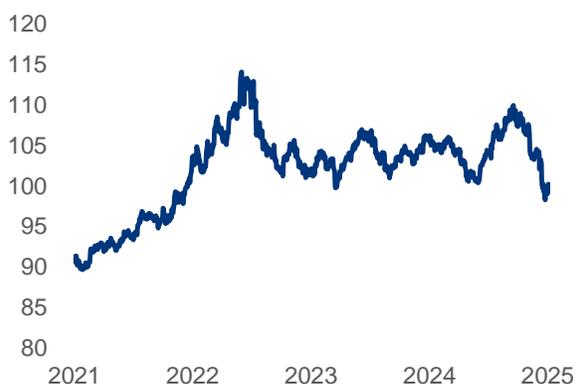
美國花旗通膨驚奇指數*



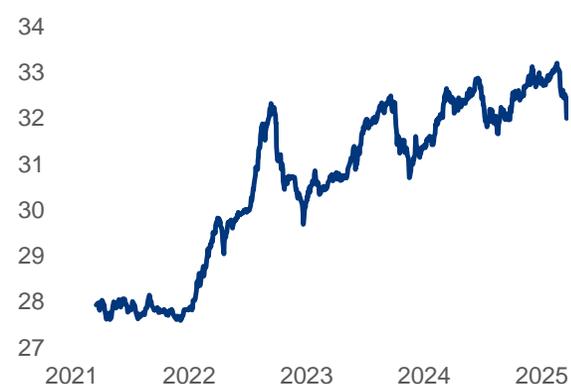
TED利差(bps)



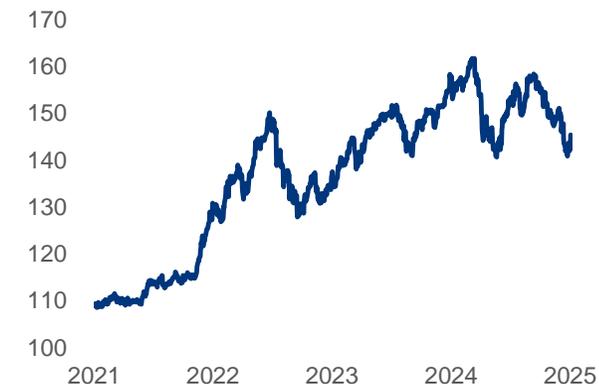
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年5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。