



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

美中喊暫停，循環股再起？

Half-Time for Tariffs

2025年5月16日



01 本週焦點圖表

關稅休戰，資金樂觀



02 市場回顧

美中進展，市場反彈



03 熱門議題

CPI牽動貨幣政策動向



04 投資焦點

寬鬆與美英協議助力英股

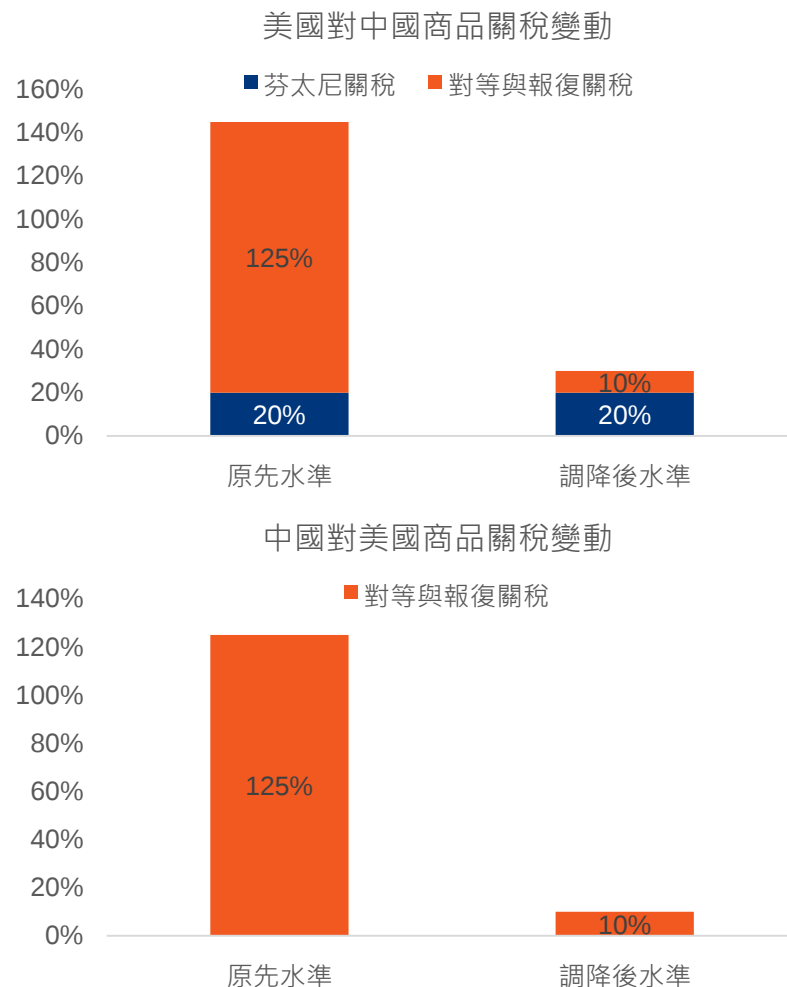


本週焦點圖表

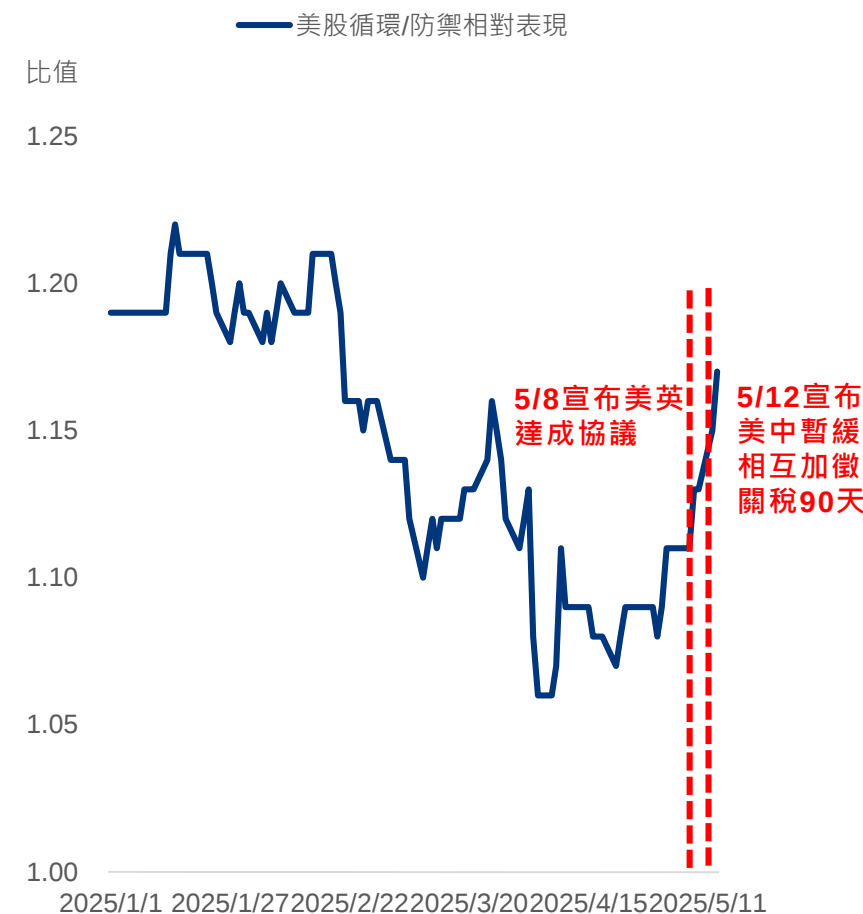
美中互降關稅令市場疑慮降溫，資金延續樂觀推動循環類股表現

- ▶ 川普宣布對等關稅初期，美國與中國未有開展實質性談判，僅相互進行報復性關稅。美國對中國進口商品關稅一度提升至**145%**，中國對美國進口商品關稅則是最高來到**125%**，該水準令兩國進出口需求急凍，貿易流動嘎然而止。美國短時間內不易取得中國進口商品的替代來源恐使消費者買不到商品。中國面臨完全失去美國出口市場對於內需仍不足以彌補外需缺口的經濟與企業恐帶來更大的壓力。故雙方都有談判的需求，因而迅速達成了**90天內調降關稅**的共識。
- ▶ 美中關稅休戰，搭配先前美英達成貿易協議共同緩和市場對各國關稅談判進展的擔憂，推動投資人風險偏好回升，並引領全球股市表現上漲。類股方面，半導體與科技、非必需消費與能源等循環性類股漲勢顯著，而醫療保健、必需消費等防禦類股則有所回落。反映市場投資氛圍改善，預料循環類股短期仍有表現空間。

美中宣布相互將關稅下調



美中會談延續市場樂觀氛圍，短線推動循環股表現



資料來源：Bloomberg，截至2025/5/13，凱基證券整理

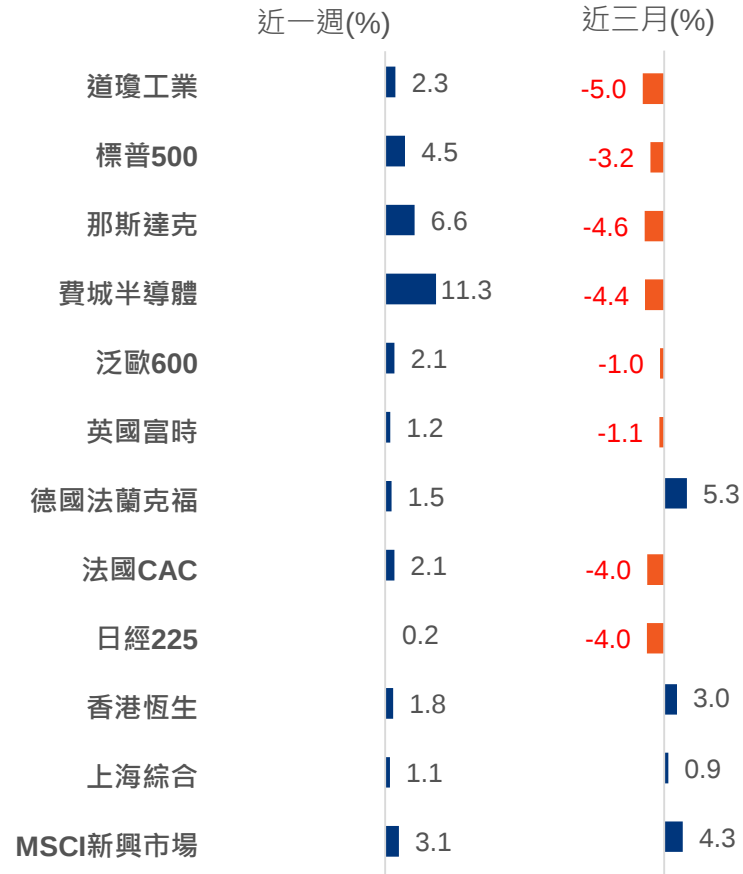
市場回顧

美中貿易緊張降溫，風險性資產顯著反彈

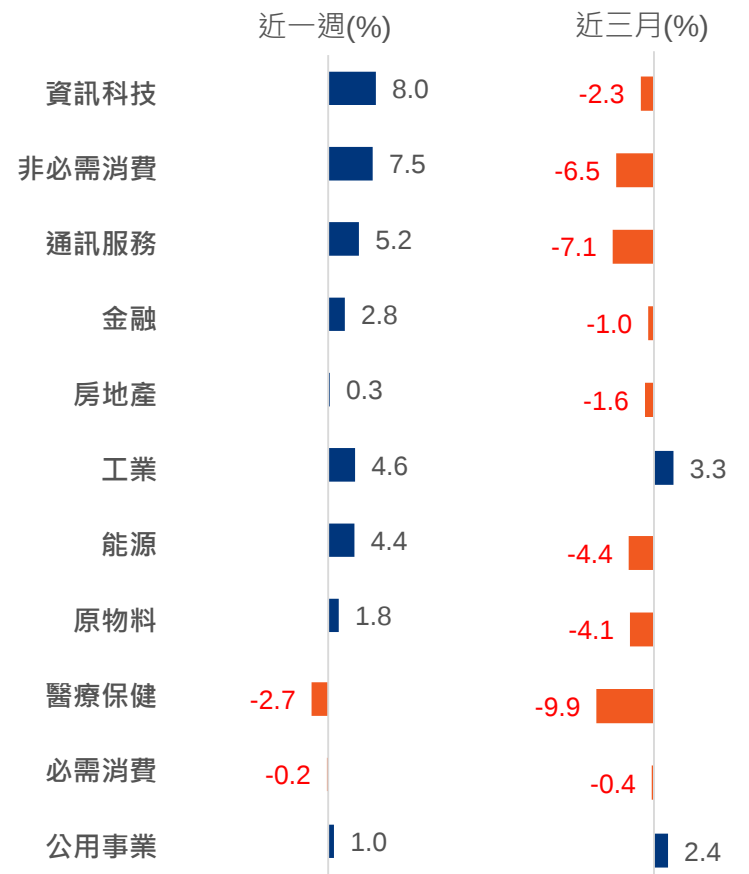
- ▶ 美國與中國5月12日宣布聯合聲明，將於90天內暫緩向對方加徵的大部分關稅，美國對中國課徵的關稅稅率降至30%，中國對美國課徵的關稅稅率降至10%。此舉安撫了市場對兩大經濟體間的貿易戰可能拖累全球景氣的擔憂，風險偏好因而受到提振，並推動多數全球股市上漲。歐股漲勢相對較小，反映美國財長貝森特指出，歐盟與美國談判的進展偏慢，代表即便英國已與美國達成協議，歐洲仍偏好維持自身既有的步調進行談判。
- ▶ 美國商務部5月13日正式撤銷原訂於5月15日生效之限制美國製AI晶片對部分國家與地區出口的人工智慧擴散規則，該消息推動晶片股帶動整體資訊科技產業出現明顯反彈。加上美中協商取得進展、美國與沙烏地阿拉伯簽署戰略經濟協議所帶來的樂觀情緒共同推動包括非必需消費、金融、工業、等景氣循環類股表現。相反的，醫療保健、必需消費、公用事業等防禦型產業則面臨市場賣壓，表現相對疲弱。

資料來源：Bloomberg，2025年5月16日

各地區指數表現(%)

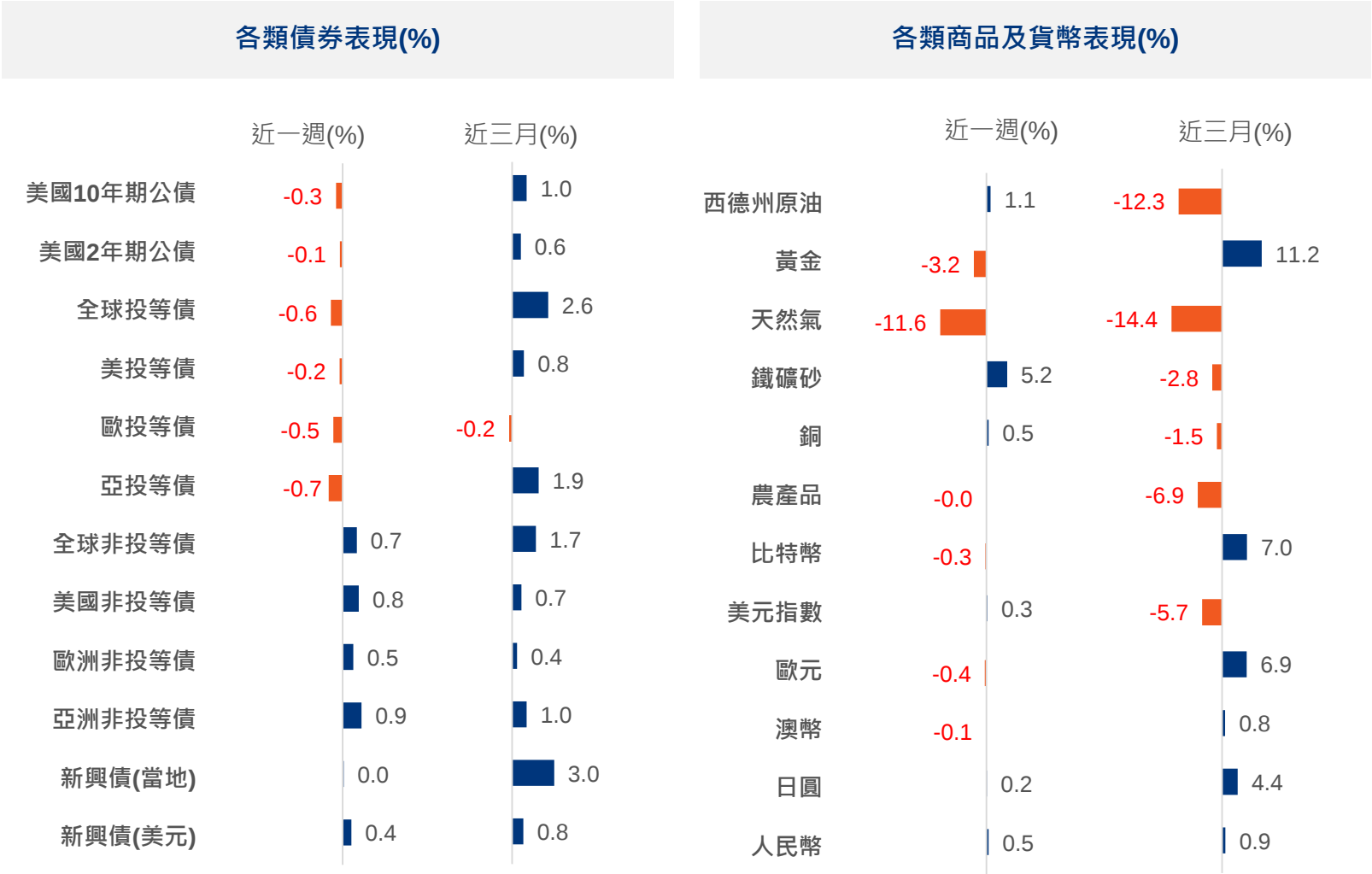


美股各產業指數表現(%)



避險情緒回落拖累公債與投等債表現，黃金價格亦現跌勢

- ▶ 美中休戰令投資人避險情緒回落，帶動公債、投資等級債多數出現下跌，資金反而流入非投資等級債。此外，儘管美國CPI年增率低於預期，一度緩和市場對於關稅推升通膨的擔憂。但隨聯準會副主席傑佛森指出，川普新關稅將對通膨降至2%形成阻力，為降息前景增添不確定性，令美國10年期公債殖利率創下近6週新高，一度站上4.5%水準。
- ▶ 商品方面，美中貿易進展帶動市場對經濟增長擔憂的緩解亦推升原油價格反彈，基本金屬包括鐵礦砂、銅礦亦雙雙受到提振。黃金則是因避險情緒降溫而遭到拋售。匯市方面，美元在美中貿易消息帶動下，週間一度大漲逾1%，觸及一個月高點。然而，隨美國公布之物價數據低於預期，美元再度出現回落，令美元指數通過表現震盪。歐元、澳幣表現則是相對偏弱，人民幣雖在降準降息下一度回貶，但隨後受到貿易消息提振，整體走勢相對有撐。

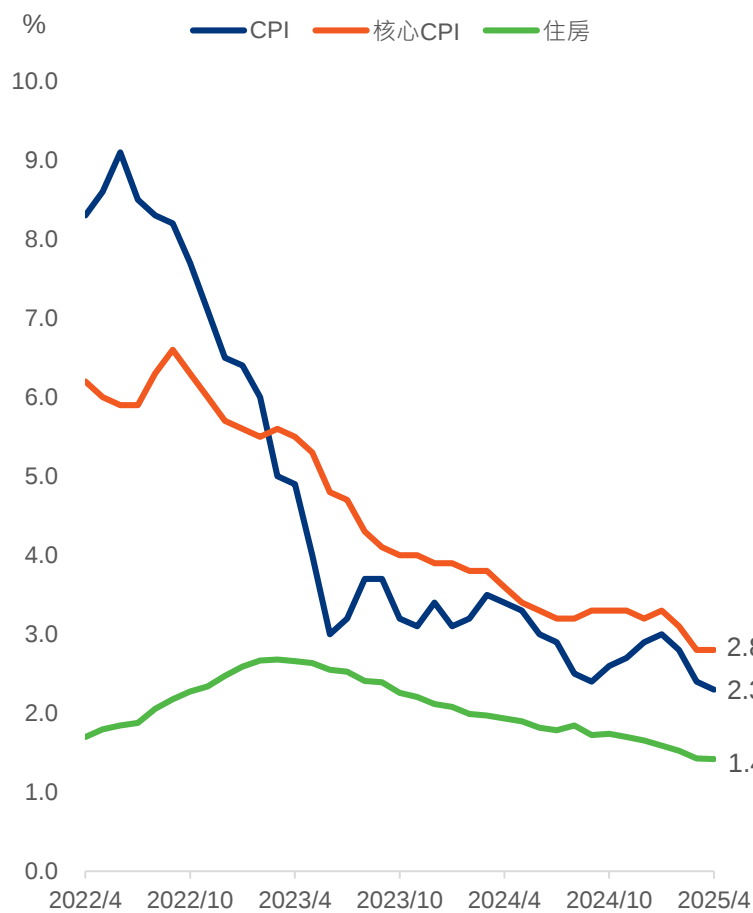


資料來源：Bloomberg · 2025年5月16日

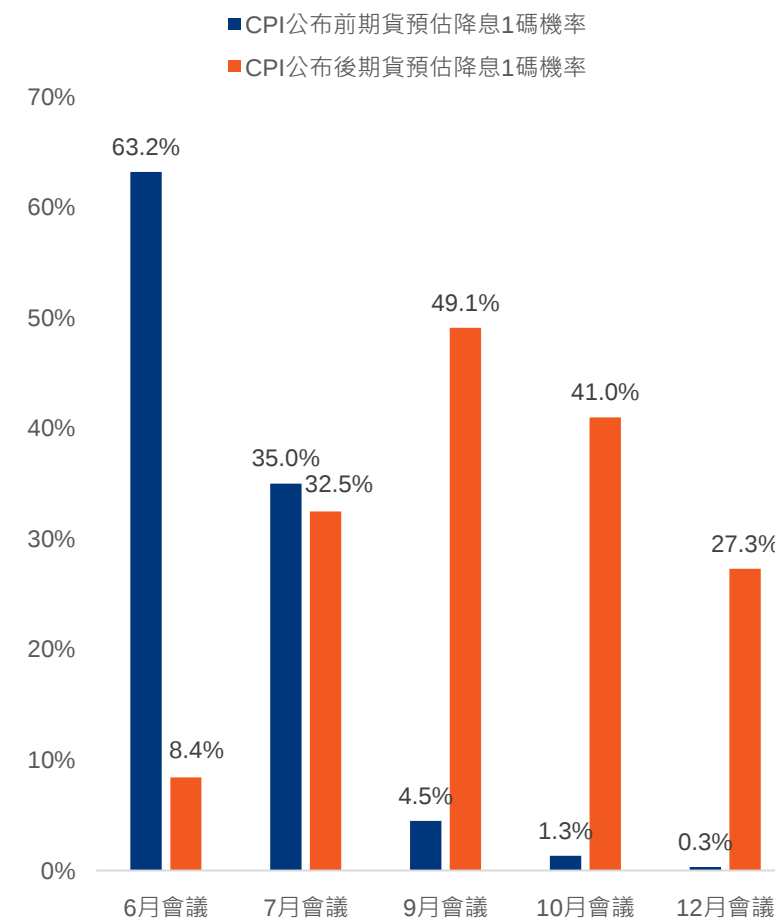
4月CPI維持穩定，聯準會政策走向引發關注

- ▶ 2025年4月美國CPI年增率降至2.3%，為2021年2月以來最低，略低於市場預期的2.4%，月增率為0.2%。此次通膨放緩主要受家庭食品價格指數下跌0.4%所致，其中雞蛋價格大幅下滑12.7%。然而，住房指數上升0.3%，占當月CPI漲幅的一半以上，顯示住房通膨仍具僵固性。核心CPI(排除食品與能源)月增率為0.2%，年增率維持在2.8%。整體來看，進口家具、電器等商品出現明顯漲價，隨著庫存去化及關稅壓力轉嫁，未來幾個月核心商品與核心服務價格恐面臨上行風險，CPI可能再度回升。
- ▶ 聯準會5月將聯邦基金利率維持在4.25%-4.50%區間，並採取觀望態度，等待更多經濟數據以評估通膨與經濟成長走勢。4月CPI公布後，利率期貨顯示6月降息1碼的機率從公布前的63.2%降至8.4%，而9月降息機率則從4.5%上升至41.0%，顯示市場對降息時間點的預期遞延且下半年降息碼數則亦從4碼降為2碼。

美國2025年4月CPI年增率降至2.3%



CPI公布後，9月降息1碼機率近5成



資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics、CME Group，資料截至2025年5月14日，凱基證券整理

英國率先與美國達成協議有助英國外需產業取得相對優勢

- ▶ 美國5月8日宣布與英國達成關稅戰以來首個貿易協議，主要包括：美國對自英國進口的汽車關稅從27.5%降至10%；美國對自英國進口的鋼鋁關稅由25%降至0%；英國將加快美國商品通過海關的速度，減少在農產品、化工、能源和工業出口的貿易壁壘，尤其在農產品部分加大牛肉和乙醇的市場准入，此外，英國將從美國購買價值100億美元的波音飛機。
- ▶ 美英協議提供其它國家一些重要的談判資訊與方向，包括10%的關稅可能是基本條件、另可能需付出降低對美國產品市場准入或增加對美國進口的代價，但對於特定產業的高關稅應有降低甚至是移除的機會。故該協議消息出爐後，全球貿易不確定性指標有所回落。此外，此協議對於英國的汽車、鋼、鋁等產業確實有提振的效果，因此可以觀察到英國出口股原本便因相對其他國家偏低的對等關稅優勢而有所上漲，協議達成後更因降稅而持續獲得提振。

美英協議關於英國產品出口美國關稅變化

類別	汽車	鋼鐵製品	鋁製品	其餘商品
協議前稅率(%)	27.5	25.0	25.0	10.0
協議後稅率(%)	10.0	0.0	0.0	10.0



協議降低部分出口產業稅率，支持出口類股延續表現



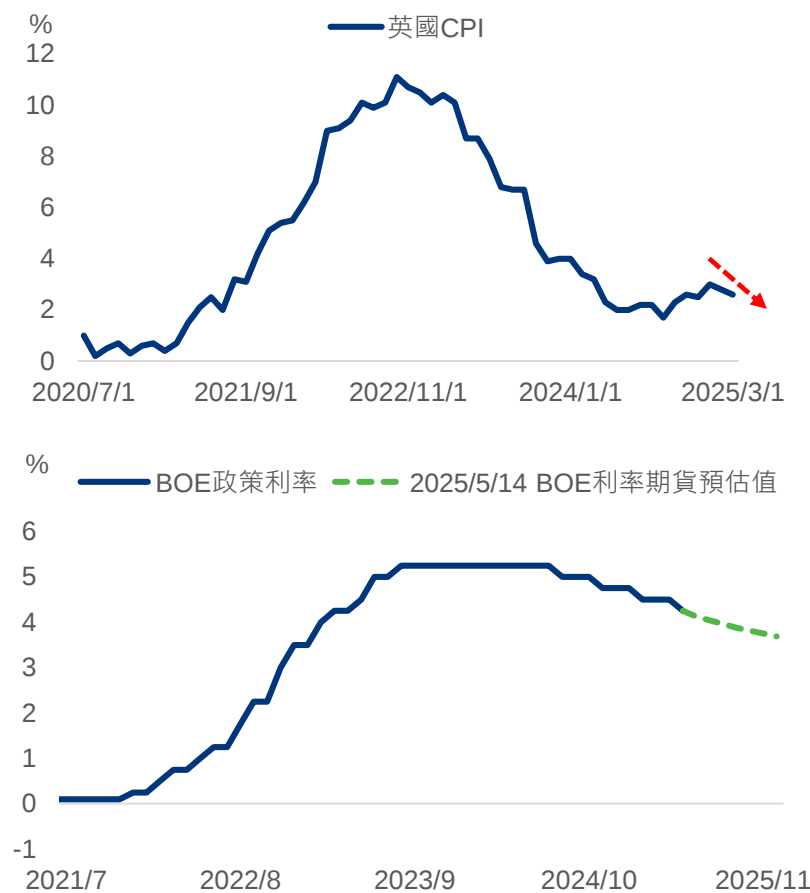
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，註：汽車關稅從25%降至10%，有10萬輛的配額，約等同於英國2024年出口美國的汽車數量

通膨回落有助英格蘭銀行持續寬鬆，支撐英國後續經濟與股市表現

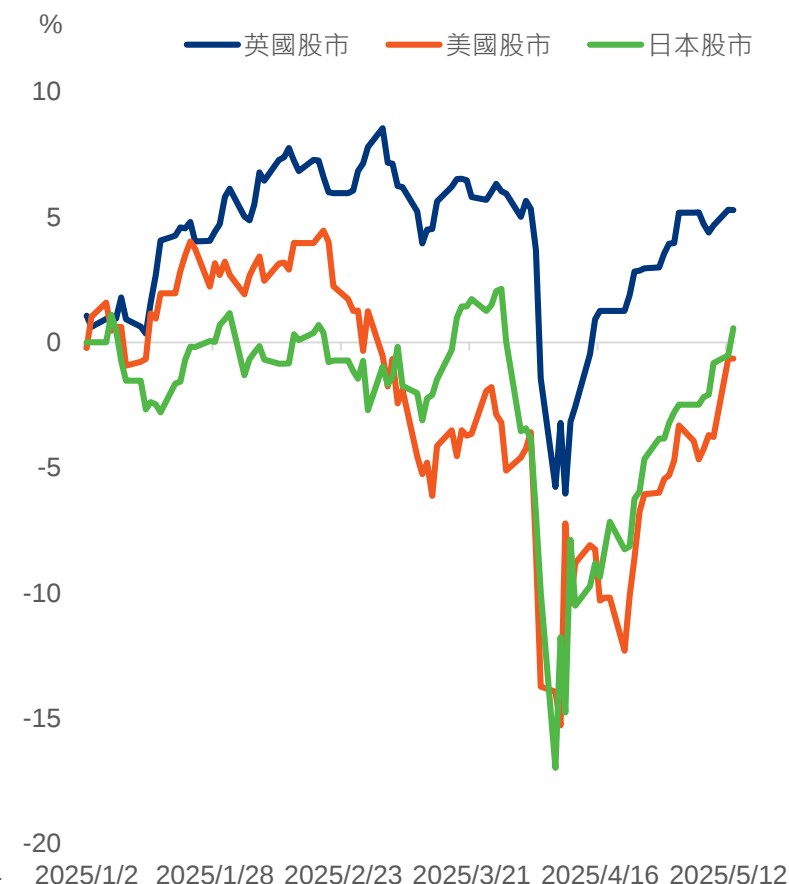
- ▶ 英國3月通膨年增率從2.8%降至2.6%，主要反映能源價格下滑。其中核心通膨年增率自3.5%降至3.4%，服務類通膨亦從5.0%下降至4.7%，反映住宿價格回落的幅度大於運輸票價的小幅回升。在當前通膨數據低於英格蘭銀行預測水準下，為該行創造了寬鬆的空間。儘管英國第一季景氣數據表現強勁，但進入第二季則恐有放緩的風險，除了反映美國關稅政策推出對貿易需求的影響外，國內勞動市場降溫亦將對景氣造成壓力。觀察英國就業調查指標表現疲軟，最新數據亦顯示職缺持續下降，令英格蘭銀行後續仍有保持寬鬆的必要性，繼5月宣布降息1碼後，市場預期年底前該行仍有約2~3碼降息空間。
- ▶ 隨著貨幣寬鬆有望支撐內需景氣，加上英國與美國達成貿易協議亦有望提供相關產業優勢，復以英股自身亦擁有抗波動的特性，故今年以來股市表現相對優於美股與日股。預料英股在後續可能再度動盪的市場環境下仍是進可攻退可守的優質市場。

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

英國CPI走勢放緩，令英格蘭銀行有望維持寬鬆



英股YTD報酬率表現優於美日股



市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 川普關稅進入談判期，美國景氣與企業獲利存在下修空間，保守看待美股中長期表現，惟因美中互降關稅後，緩解全球經濟衰退疑慮，投資人可以非必需消費、工業、金融、科技等作為短期操作。中長期投資人建議可布局美國內需型產業，並可搭配防禦類資產，如必需性消費、公用事業、電信行業等，以維持投資組合抗震力。 ◆ 美英達成貿易協議之英股，具備相對優勢，歐元區貨幣寬鬆與德國財政擴張利多，歐股中長期可採逢回分批方式，分散布局。日本經濟持續改善，銀行股及內需股可逢低承接。	策略風格：偏好大型股，短期操作非必需消費、工業、金融、科技等循環型股，中長期投資可布局內需產業並搭配防禦股，如公用、電信、必需消費 區域：歐洲股票、英國股票、日本內需與銀行股
債市	◆ 經濟衰退風險若增，長端利率有下降空間，屆時可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，投資人應衡量自身風險承受度，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可鎖利。 ◆ 投資級債以信評A級以上龍頭企業較佳，風險調整後利差較高的產業包括金融、工業、能源、公用事業、通訊等。	期間：長天期美國公債、中短天期優質企業債鎖利 種類：投資級債以大型企業為首選，產業聚焦具金融、工業、能源、公用事業和通訊
匯市	◆ 川普政府主張美元有序回歸，非美貨幣大幅升值後，匯市恐慌逐漸和緩。聯準會鷹派立場，使美元短期於百元附近震盪；但美國政策反覆，市場對美國經濟前景、美元資產信心動搖，中長期美元指數預期偏弱。 ◆ 短期非美貨幣如歐元、日圓強升後，漲勢暫歇。	美元偏弱整理 歐元、日圓高檔震盪
商品	◆ 川普關稅政策反覆，增加避險情緒，經濟放緩、通膨隱憂，財政赤字壓力，加上央行與市場資金持續購金，黃金仍有上漲空間，逢回漸布。	黃金偏多



► MAY 2025

12

Monday

13

Tuesday

- 美國4月CPI年增率
(實際:2.3% 預估:2.4% 前值:2.4%)
- 美國4月核心CPI年增率
(實際:2.8% 預估:2.8% 前值:2.8%)

14

Wednesday

- 日本4月PPI年增率
(實際:4.0% 預估:4.0% 前值:4.3%)

15

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:229k 預估:228k 前值:229k)
- 美國4月零售銷售月增率
(實際:0.1% 預估:0.0% 前值:1.7%)
- 美國4月工業生產月增率
(實際:0.0% 預估:0.1% 前值:-0.3%)
- 美國4月PPI年增率
(實際:2.4% 預估:2.5% 前值:3.4%)
- 歐元區第一季GDP季增率修正值
(實際:0.3% 預估:0.4% 前值:0.4%)

16

Friday

- 美國5月密大消費者信心指數初值
(預估:53.5 前值:52.2)
- 美國4月新屋開工
(預估:1,364k 前值:1,324k)
- 美國4月營建許可初值
(預估:1,450k 前值:1,467k)
- 日本3月工業生產月增率終值
(前值:-1.1%)
- 日本第一季GDP季增率初值
(實際:-0.2% 預估:-0.1% 前值:0.6%)

19

Monday

- 歐元區4月CPI年增率終值
(預估:2.2% 前值:2.2%)
- 中國4月零售銷售年增率
(預估:6.0% 前值:5.9%)
- 中國4月工業生產年增率
(預估:5.9% 前值:7.7%)

20

Tuesday

- 歐元區5月消費者信心指數初值
(預估:-15.5 前值:-16.7)
- 臺灣4月外銷訂單年增率
(前值:12.5%)
- 家得寶公司(HD)財報

21

Wednesday

- 日本4月出口年增率
(預估:2.6% 前值:4.0%)
- Palo Alto Networks Inc(PANW)、美敦力公司(MDT)、羅威公司(LOW)、TJX公司(TJX)財報

22

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:229k)
- 美國5月標普全球製造業PMI初值
(前值:50.2)
- 日本5月自分行銀行製造業PMI初值
(前值:48.7)
- 日本3月核心機器訂單月增率
(預估:-1.5% 前值:4.3%)
- 歐元區5月HCOB製造業PMI初值
(預估:49.4 前值:49.0)
- 威廉所諾馬公司(WSM)、亞德諾公司(ADI)、雷夫羅倫公司(RL)財報

23

Friday

- 美國4月新屋銷售
(預估:700k 前值:724k)
- 美國4月營建許可終值
(前值:1,467k)
- 日本4月全國CPI年增率
(預估:3.6% 前值:3.6%)
- 羅斯百貨公司(ROST)、科派特公司(CPRT)、Workday公司(WDAY)、直覺公司(INTU)財報

資料來源：Bloomberg

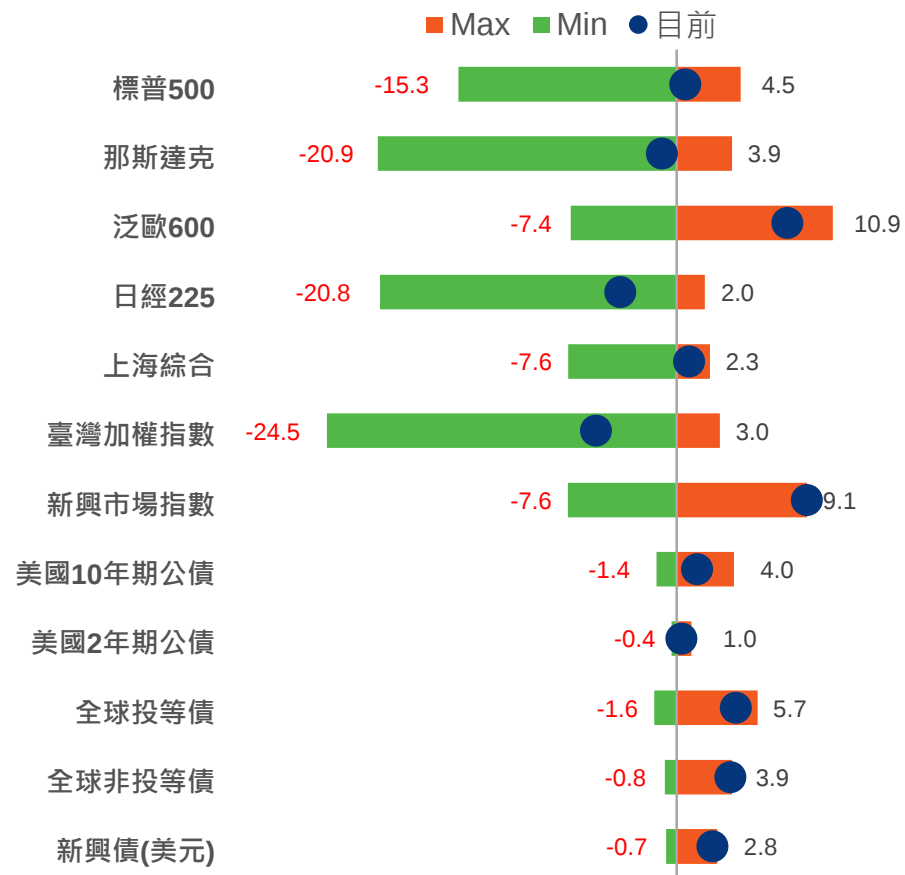
財報季重點企業公布

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
2025/5/15	思科(CSCO)	14.04B	14.1B	0.92	0.96	v	v
2025/5/15	沃爾瑪公司(WMT)	165.6B	165.61B	0.58	0.61	v	v
2025/5/15	迪爾(DE)	10.98B	12.76B	5.56	6.64	v	v
2025/5/16	應用材料(AMAT)	7.12B	7.1B	2.31	2.39		v

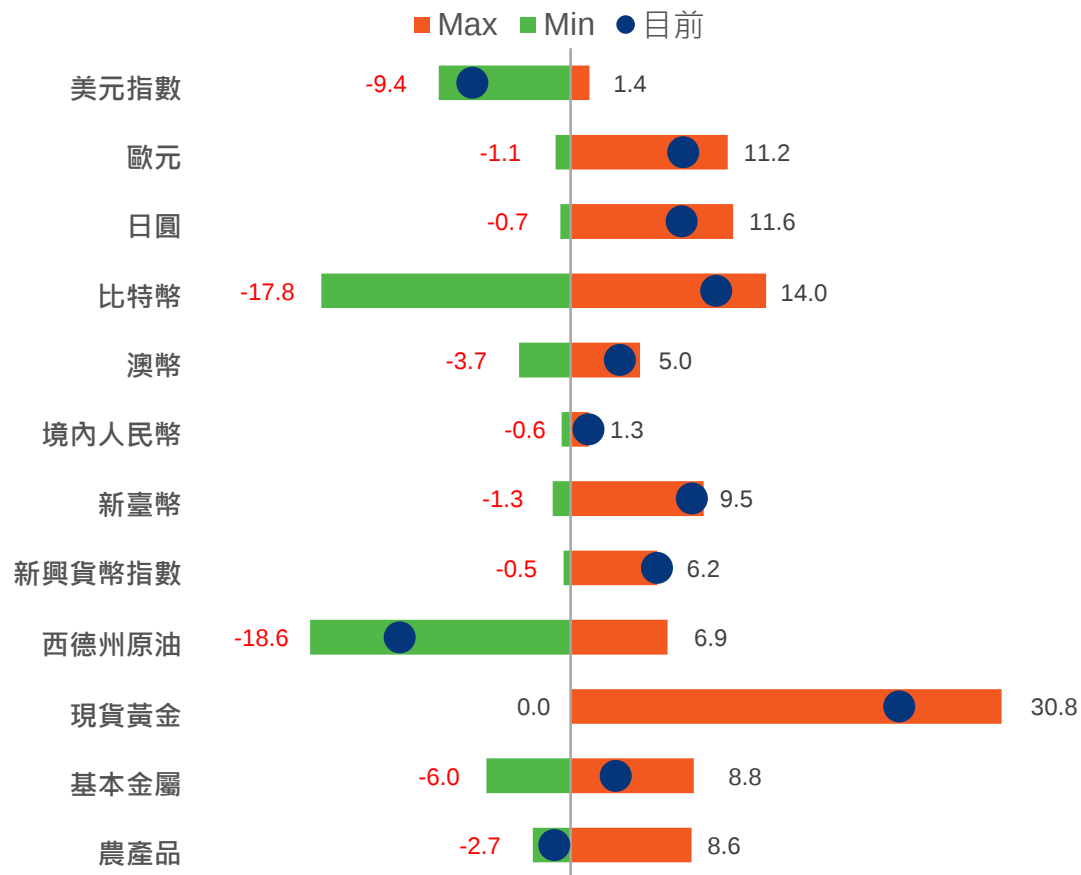
資料來源：Investing.com

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)

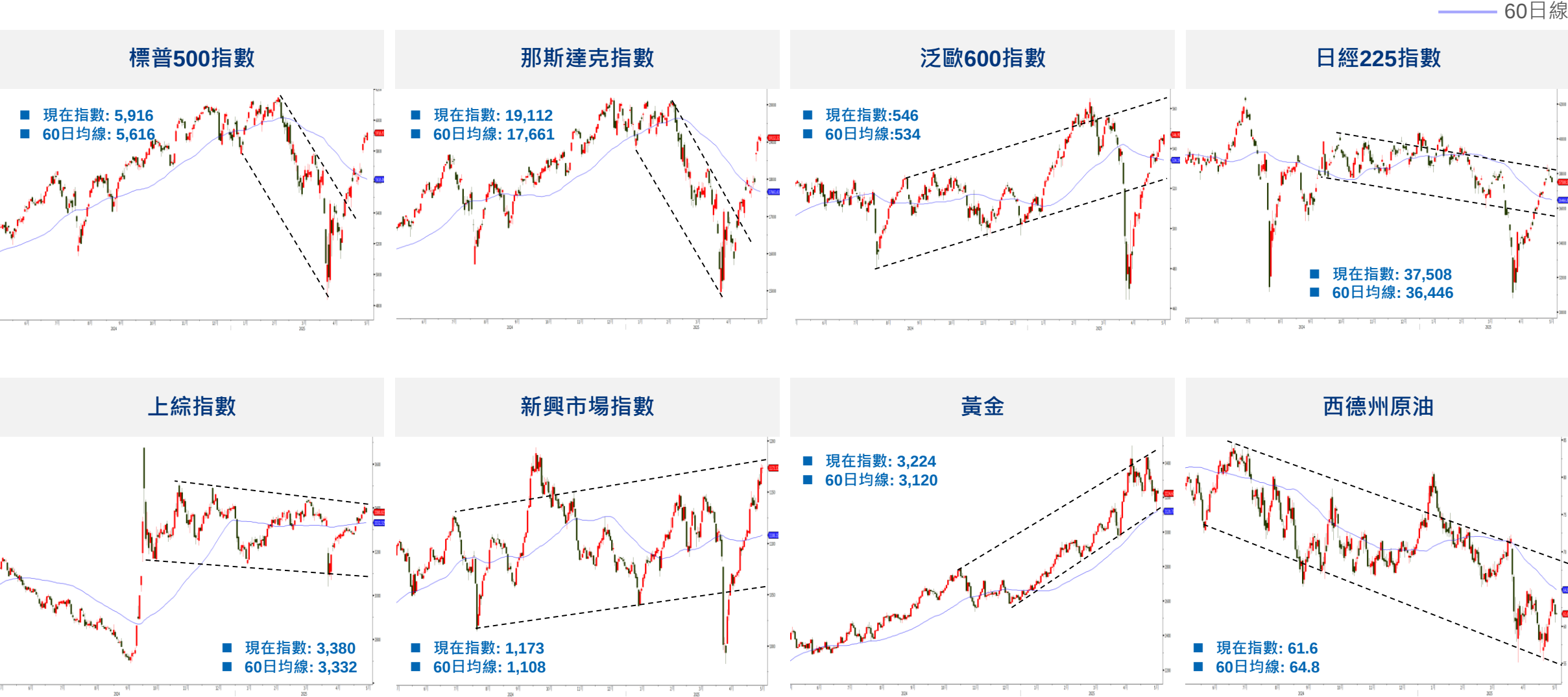


貨幣、原物料市場YTD表現(%)



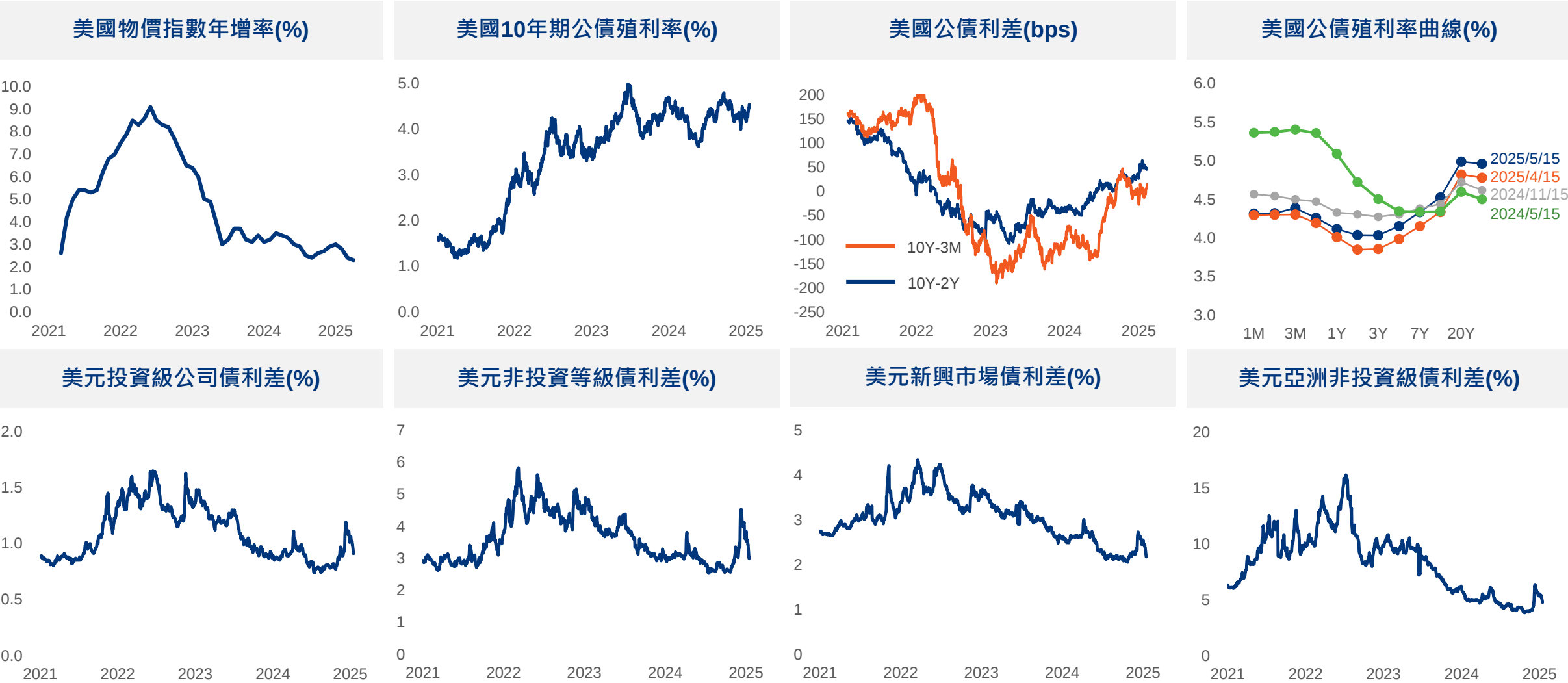
資料來源：Bloomberg · 2025年5月16日

技術分析



資料來源：Bloomberg · 2025年5月16日

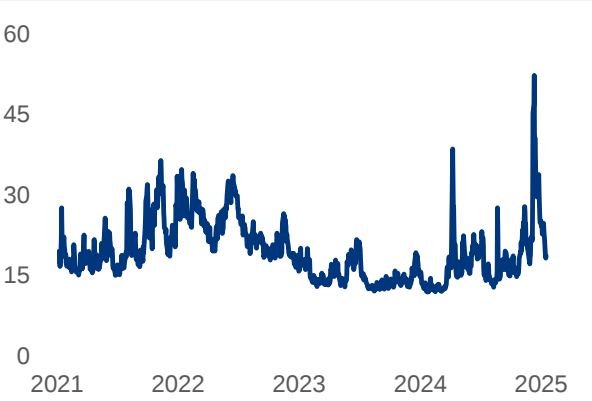
市場觀測



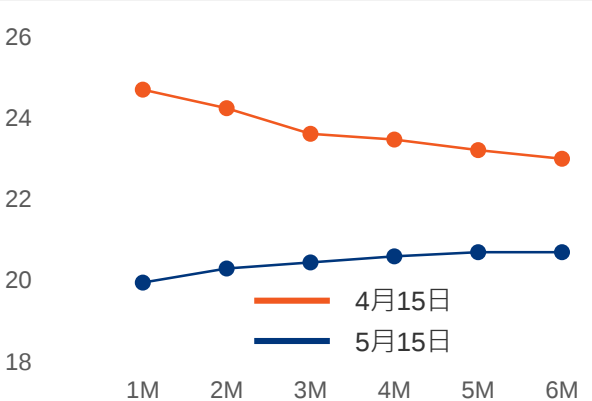
資料來源：Bloomberg · 2025年5月15日

市場觀測

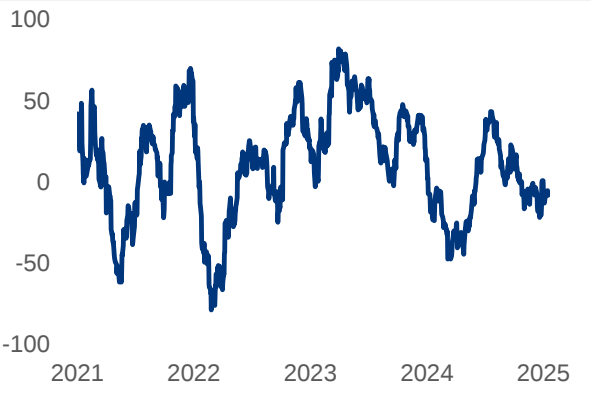
VIX指數



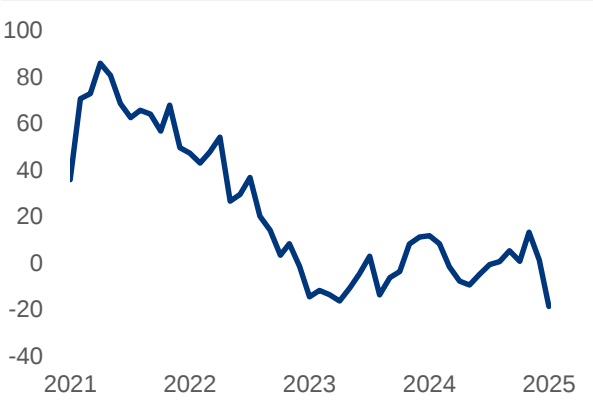
VIX期間結構



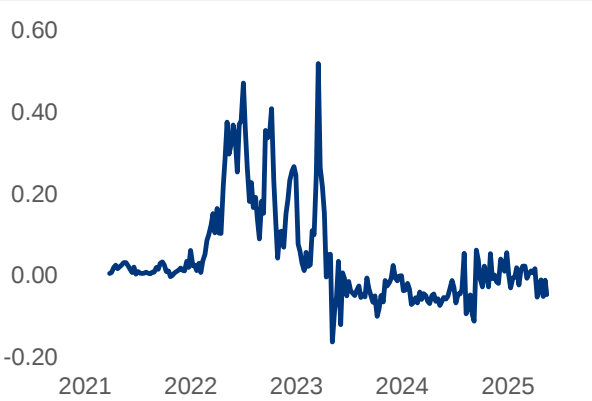
美國花旗經濟驚奇指數*



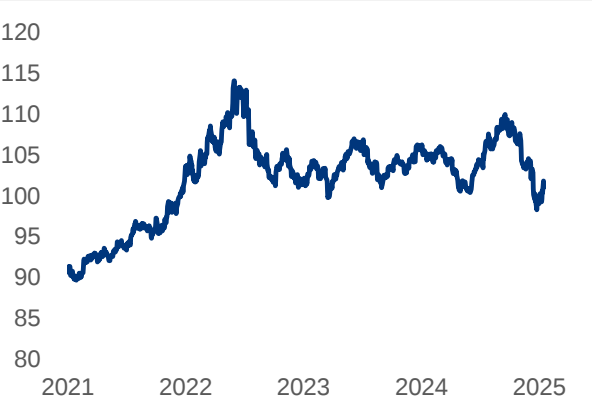
美國花旗通膨驚奇指數*



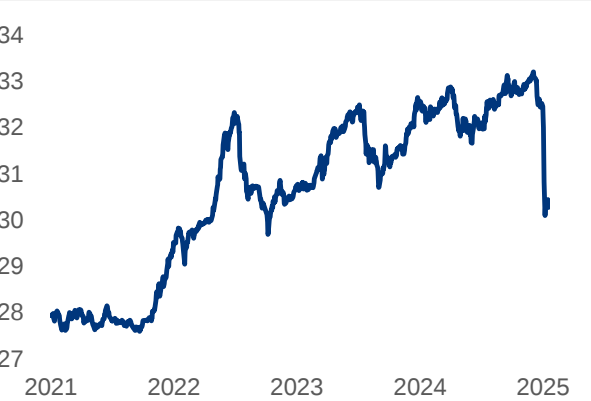
TED利差(bps)



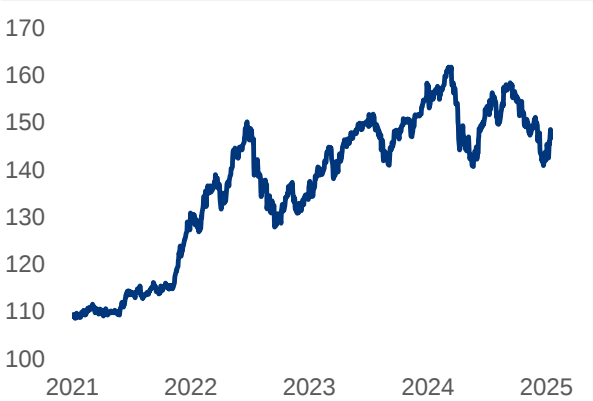
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年5月15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。