

2Q25全球投資展望

經濟下行風險加大；股市整體保守看待，操作宜短打並把握類股輪動題材

焦點內容

1. 經濟：美國關稅政策利空下經濟將下行，貝森特經濟學或成救星，貨幣政策在環境變動的高度不確定性下可能降息 2 碼(正常)或 6 碼(衰退)；歐元區經濟改善未來恐難持續；日本經濟緩步改善但不確定性高；中國兩會財政刺激有助內需但不足以避免外需下滑
2. 股市：美股獲利未來下修機會大、評價也有修正壓力，2Q 偏保守看待；類股將由科技股輪動到原物料、工業、能源與醫療，但若景氣明顯下行則轉往防禦操作；歐股因市場低估關稅風險今年來亮眼表現難延續；日股大盤展望保守，但看好內需、軍工、銀行類股表現；陸股科技族群應仍有相對表現機會
3. 債市：貝森特改革之路漫漫，保守看待長天期美債；較建議配置中短天期美債和 A 級以上投資等級公司債
4. 匯市：日元較具操作空間
5. 商品：維持看好黃金

經濟：美國關稅政策利空下經濟將下行，貝森特經濟學或成救星，貨幣政策在環境變動的高度不確定性下可能降息 2 碼(正常)或 6 碼(衰退)；歐元區經濟改善未來恐難持續；日本經濟緩步改善但不確定性高；中國兩會財政刺激有助內需但不足以避免外需下滑

股市：大盤偏保守看待，宜採取短打策略，並把握類股輪動機會

- (1) 美股獲利未來下修機會大，評價因成長疑慮增強、通膨疑慮造成無風險利率處高檔、風險貼水未來擴大等因素有修正壓力，2Q 偏保守看待。
- (2) 主軸由科技股輪動到原物料、工業、能源與醫療等獲利改善且前 2 年股價委屈的類股，但若景氣明顯下行(衰退)則轉往防禦操作，包括公用事業、電信、必需性消費與醫療。
- (3) 歐股因市場低估關稅風險，今年來亮眼表現恐難延續；國家看好英股和西班牙股，產業看好俄烏停戰重建題材如鋼鐵、建築材料、運輸、航太軍工、資本財。
- (4) 日股可能受關稅衝擊仍須留意，對大盤展望保守，但看好內需、軍工、銀行類股表現。
- (5) 陸股受川普關稅阻礙 1Q 行情持續，惟科技族群相對應仍有表現機會。

債市：貝森特改革之路漫漫，保守看待長天期美債；較建議配置中短天期美債和 A 級以上投資等級公司債

- (1) 美債加碼中短天期美國公債賺取利息收益，均配長天期公債。
- (2) 投資級債建議加碼財務體質較佳的投資等級公司債，並選擇風險調整後正利差的產業如銀行、基礎工業、能源、公用事業、保險、通訊。
- (3) 非投資級債：建議避開信評層級較低的 CCC 或以下公司債。

匯市：美國經濟走軟且關稅不確定性高，日元較具操作空間

商品：維持看好黃金，原油與其他金屬則具較大向下修正風險

投資策略（括弧內為相對應的 ETF）：

- (1) 地區首選歐元區(EZU)、英國(EMU)、西班牙、日本(EWJ)；(2)風格上仍偏好大型股；(3)類股推薦原物料(XLB)、工業(XLI)、能源(XLE)、醫療(XLV)，俄烏停戰重建題材鋼鐵、建築材料、運輸、航太軍工(SHLD)、資本財，中國科技(KWEB)；若軟著陸無法實現，則轉往公用事業(XLU)、電信(IYZ)、必需性消費(XLP)、醫療(XLV)；(4)固定收益以短期公債(BIL、SHY)與高評等投資等級債(QTLA)為主；(5)匯市推薦日圓(FXY)；(6)商品推薦黃金(GLD)。

投資風險

- (1)川普關稅政策範圍既大又廣，且引發對手報復，最終引發停滯性通膨；(2)美國財政改革無效、債信不佳導致長債利率飆升而引發風險資產崩跌；(3)地緣政治戰爭風險升溫，例如在俄烏事件後歐洲增加投入，而轉向歐俄衝突。

目錄

	頁數
經濟	3
(1) 全球	3
(2) 美國	4
(3) 歐元區	16
(4) 日本	17
(5) 中國	19
股市	22
(1) 全球股市	22
(2) 美股	22
(3) 美股類股	24
(4) 歐股	26
(5) 日股	29
(6) 陸股	31
債市	32
(1) 美債	32
(2) 投資級債	34
(3) 非投資級債	35
匯市	37
(1) 美元指數	37
(2) 歐元	38
(3) 日元	39
商品	40
(1) 黃金	40

經濟：美國與其他 DM 差距縮減；美國關稅政策利空下經濟將下行，貝森特經濟學或成救星，貨幣政策在環境變動的高度不確定性下可能降息 2 碼(正常)或 6 碼(衰退)；歐元區的經濟改善未來恐難持續；日本經濟緩步改善但不確定性高；中國兩會財政刺激有助內需但不足以避免外需下滑

(1)全球：美國與其他成熟市場經濟的差距縮減，全球製造業復甦與否由美元流動性偏弱、銅金價格比下滑來看並不樂觀

全球經濟來看，1 月 IMF 的預測更新與去年 10 月的預測相比，整體並未出現明顯改變，2025 年皆維持在 3.3% 的成長率，約比 Bloomberg 預估中位數的 2.9% 高出 0.4% 左右。而之所以有一定的差距，主要反映在對美國經濟成長預估的不同；IMF 對 2025 美國的成長預估仍高達 2.7%，高於我們認為已經頗高、應該要下修的 Bloomberg 中位數 2.3%。

從其他各區的相對消長來看，或許美國仍然在成熟市場中一支獨秀，但差距已經沒有前兩年那麼明顯，特別是歐元區、英國，甚至是日本預估成長都會提高，而美國相對於前兩年則是下降。不過，整體而言，在貿易戰等利空政策下，我們認為未來這些預估數字應該還會下修，特別是美國的部份。

圖 1：2025 年美國經濟成長與其他 DM 國家差距已沒有前 2 年那麼明顯，且未來可能面臨下修

主要經濟體 GDP 成長率預估中位數，百分比

	2024	2025					2026		2024	2025	2026
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2				
全球									3.0	2.9	3.0
DM	2.2	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8		1.8	1.8	1.8
EM	4.4	4.5	4.5	4.2	4.0	3.9	4.0		4.1	4.2	4.1
美國	2.5	2.6	2.4	2.1	2.0	2.0	2.0		2.8	2.3	2.0
歐元區	0.9	0.9	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1		0.7	0.9	1.2
英國	1.2	0.7	0.7	1.0	1.4	1.4	1.4		0.8	1.0	1.4
日本	1.2	1.9	1.3	1.1	0.8	0.8	0.8		0.1	1.2	0.9
中國	4.8	4.8	4.8	4.5	4.1	4.1	4.1		5.0	4.5	4.2

資料來源：Bloomberg；凱基整理

此外，近期市場出現了全球製造業復甦的討論，不過我們認為這點可能不太成立。首先，全球製造業受美元流動性影響甚深，而美元流動性則在一大部分受到美元匯率高低的影響；美元指數高點或許已過，但在上半年仍維持在偏高的位置，這對美元流動性與挹注全球製造業都是偏空因子。另一方面，對景氣、特別是製造業景氣動向動見觀瞻的銅價金價比也顯示對全球製造業的保守觀點：銅是工業金屬代表，其價格背後反映製造業的良窳（特別在川普主政對綠能權重降低的情況下，銅更回歸/反映傳統用途），因此當其相對於防禦型的黃金價格下降時，代表景氣是往保守的方向前進，而這對全球製造業自然是偏空因子。

圖 2：美元流動性若持續差，全球製造業的復甦預期將會讓大家失望

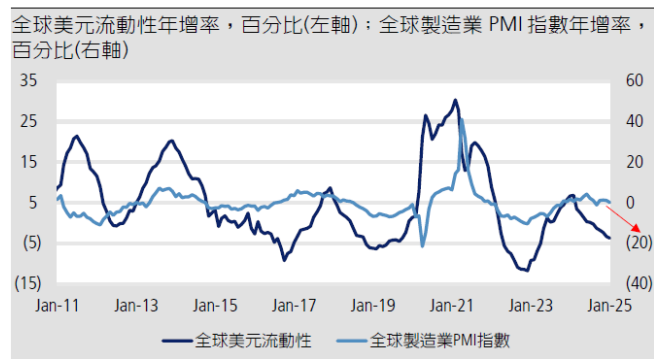
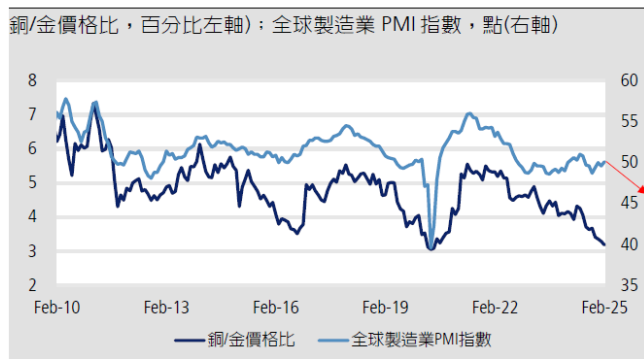


圖 3：銅金比也預示類似的結論



(2)美國：關稅政策利空下經濟將下行，製造業復甦難持續、服務業下滑難免，貝森特經濟學或成救星；通膨僵固、勞動市場尚稱平穩但未來看淡，貨幣政策在環境變動的高度不確定性下可能降息 2 碼(正常)或 6 碼(衰退)

當前討論美國經濟，因總統川普上台後如關稅等政策比我們與市場先前預期的來得早、動作大，因此不確定性上升。在這樣的情況下，我們認為以各種情境下可能的發展做一開始的切入角度，框架上可能較為清楚。我們認為大致上會有三種情境：(1)通膨回歸：發生的背景是貨幣政策落後 (behind the curve)，債務難以縮減導致殖利率上升。在這個情境下，美國 10 年債殖利率可能會竄升至 5% 以上，而美元則因美國債信不佳產生的不信任感而貶值，至於股市也會受到資金偏緊的影響而下跌；(2)經濟軟著陸完美實現：發生的情境會是美國由寬鬆財政&緊縮貨幣政策成功轉向緊縮財政&寬鬆貨幣政策。在這個組合下，10 年債殖利率因債信回升與政策利率有序降息而下跌，美元也會有續貶值，而股市則會反映利多環境而震盪向上，就算景氣基本面因緊縮財政而沒有特別好；(3)硬著陸：這會發生在財政大幅緊縮，加上關稅戰程度加大導致無論消費或企業信心都大幅下滑的情況。在這個情境下，10 年債殖利率反映市場明顯上升的避險需求而下滑，而美元則因與其他主要國家的相對利差與經濟成長差都縮窄而貶值，至於股市則因企業獲利衰退而崩跌。當然，我們認為目前來看，在 2025 年發生硬著陸的情境機率還是較小的；但到底是「通膨回歸」或者「軟著陸」情境，未來還可能有不小的變化。

回顧美國自 4Q24 (甚至是 3Q24 末) 以來直到 1Q25 中段，經濟好得出奇，市場對 2025 GDP 成長率預測中位數來到 2.3%，一度引發經濟「不著陸」風險的討論。事實上，觀察這段時間經濟驚奇指數的變化，2024/7-9 景氣下行加速，但 9 月中出現轉機，配合彼時 Fed 一口氣降息兩碼、加上市場信心回升 (部分預期川普勝選後美國經濟加溫)，景氣好轉、衰退風險降低，10 年債殖利率快速跳升，由 3.6% 的低點一度快速上升至 4.8%。景氣處於高位加上降息動作，10-2Y 殖利率曲線轉正，也進一步反饋市場對 2025 年景氣預估上修。

圖 4：美國經濟好轉推升 2024/9 起的 10 年債殖利率，惟 1Q25 中起出現反轉

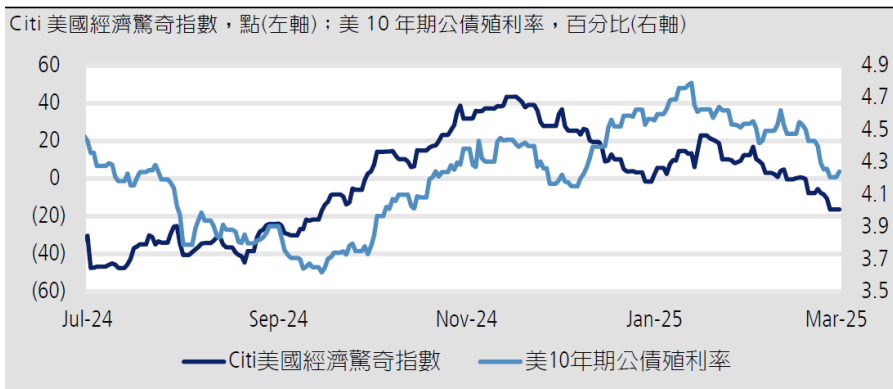
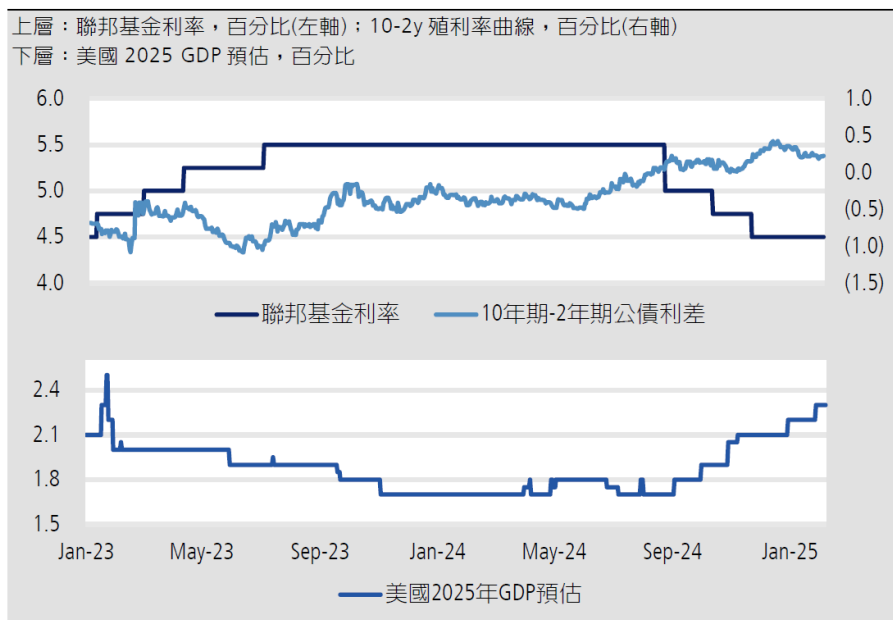


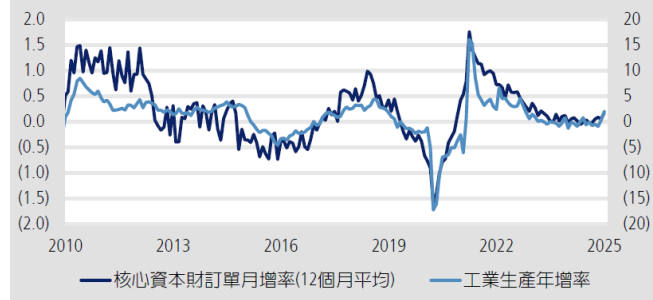
圖 5：隨降息開始，殖利率曲線轉正並在 2024/12 趨陡，市場在經濟上的反饋則是對 2025 GDP 成長預估上修



從產業面來看，製造業 4Q24 以來的復甦是否有底，是市場關注焦點。確實，AI 熱潮下仍低迷許久的核心資本財訂單，在過去幾個月稍有回升；而先前也約略是零成長的工業生產，1 月年增率也上升到 2.5%。然而，近期的其他數據似乎潑了一盆冷水。2 月美國製造業 PMI 新訂單大幅下滑至收縮區的 48.6，配合川普 1/20 上台後快馬加鞭的關稅動作，先前的製造業回溫就只是美企搶進口（其他國家的搶出口）衍生的現象；在川普關稅已上路的現在，這個「搶短」的紅利效應難以持續下去。

圖 6：美國製造業過去幾個月的確一度出現回溫勢頭

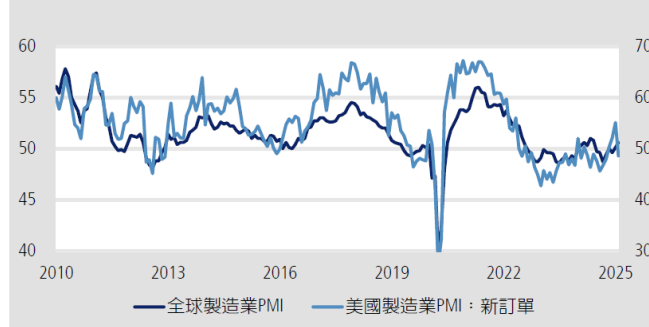
核心資本財訂單月增率(12個月平均)，百分比(左軸)；工業生產年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：最新美國製造業 PMI 新訂單出現大幅下滑

全球製造業 PMI，點(左軸)；美國製造業 PMI：新訂單，點(右軸)

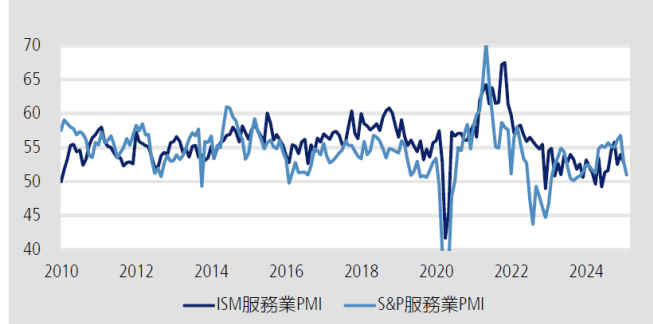


資料來源：Bloomberg；凱基

另一方面，服務業的狀態或許目前看起來還可以，但未來下行卻是明確的。儘管在貿易戰下製造業因相對外需導向而受影響較大，而服務業因相對屬於內需型產業而理應受影響較小，但服務業還有自己本身下行的因素。由於消費信心下滑（密大消費信心指數一大部分是因為對通膨的擔憂而下滑），零售表現雖然一時半刻還未下滑，但由近期多家零售巨擘的財測顯示，未來受到關稅造成的通膨壓力，銷售動能將會受到不利的影響；加上近期 S&P 服務業 PMI 出現明顯下滑（儘管尚處擴張區），未來服務業的下行應不可免。

圖 8：從 PMI 數據來看，服務業開始感覺到壓力

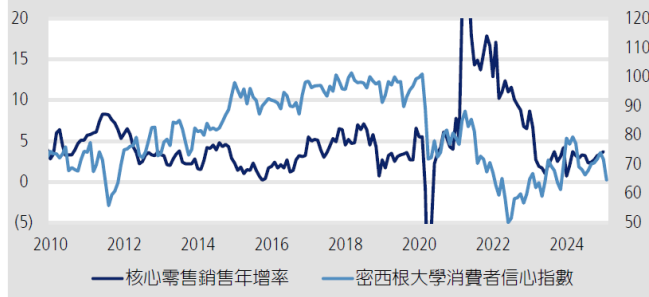
美國 ISM 服務業 PMI、S&P 服務業 PMI，點



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：消費信心差，預期零售表現下滑

核心零售銷售月增率，百分比(左軸)；密西根大學消費者信心指數，點(右軸)

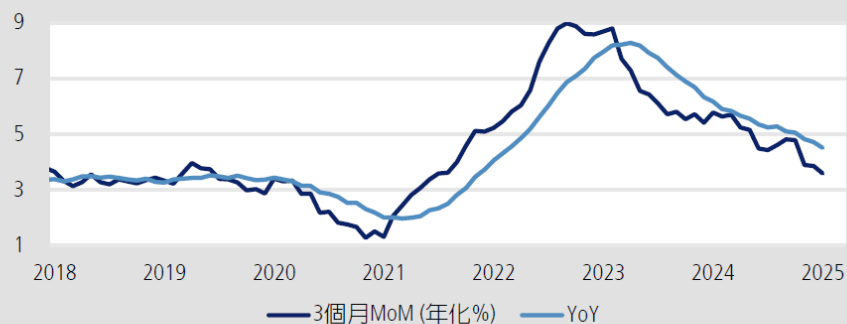


資料來源：Bloomberg；凱基

而在通膨方面，近期市場通膨預期上升，事實上可由通膨數據公布整體多高於預期（儘管只是略高，但 4Q24 就已開始）得到線索。近期核心通膨出現僵固現象，主要有三個原因：(1)近兩年來第一季通膨都有短期上揚現象，這由第一季季調因子所造成的偏誤所致；(2)核心服務通膨較為僵固，甚至短期有重新走揚現象，不過這是受到機票、汽車保險等短期上揚所致，其餘項目仍呈現下降走勢，一般來說只要大多項目物價走低，通膨就處於下降趨勢；(3)核心商品通膨價格有所反彈，這可能與民間在關稅戰前提早購買商品導致價格上漲有關，第一季底的採購經理人指數訂單指數已開始回落，或許商品通膨並沒有持續上漲的續航力。然而核心通膨中最大權重項目的房屋通膨正快速滑落，因此我們預期第一季通膨可能出現暫緩下降，但是核心通膨進入第二季將重啟下行走勢，特別是去年上半年的基期高有助於接下來的通膨數據降溫。

圖 10：住房通膨正快速下降

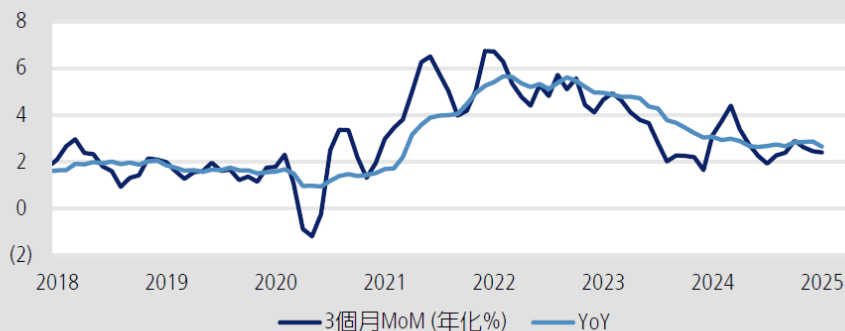
核心住房通膨年增率、3 個月變動率年化，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：核心通膨暫緩下降

核心通膨年增率、3 個月變動率年化，百分比

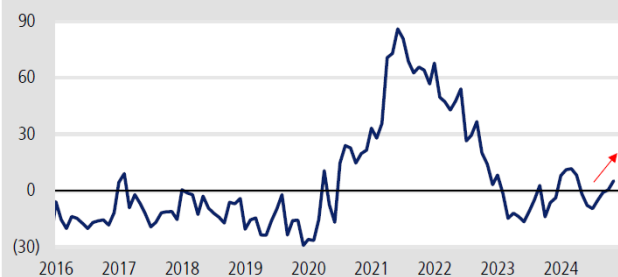


資料來源：Bloomberg；凱基

不過要注意的是，在川普的關稅戰下（後面會有更詳細討論），通膨上升的壓力更大程度的確是表現在過去 2 年控制較佳已明顯下跌、現在可能轉升的商品通膨（因基本上是對商品課稅）方面，這在川普第一任時對中國的貿易戰時就已經出現過了，彼時商品通膨貢獻在整體不高的通膨中占比明顯拉高。

圖 12：綜合通膨指標高於預期，其實在 4Q24 之時就已開始

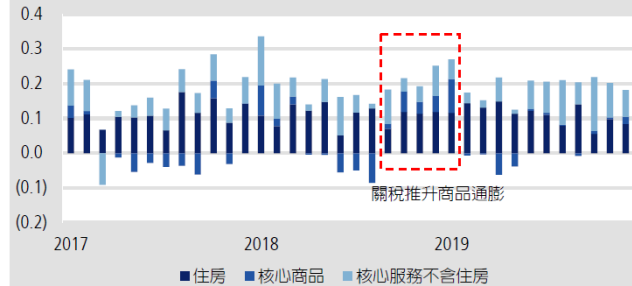
Citi 美國通膨驚奇指數，點



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 13：在川普第一任的任期內，商品通膨對整個通膨貢獻大幅攀升

各項通膨對核心 CPI 月增率貢獻，百分比

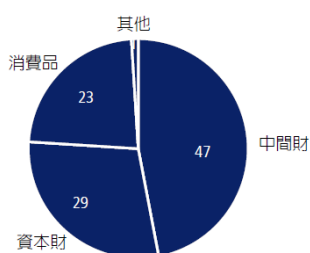


資料來源：Bloomberg；凱基

至於前一次中美貿易戰美國的通膨為何最終上升有限的原因，我們認為有二：(1) 課稅品項中消費品占比超過一半的清單 4 (2019/8/15 公布，同年 9/1 與 12/15 合計 3,000 億美元的範圍分別生效)，後來因達成協議而獲得寬待 (由 15% 降至 7.5%) 或停徵；(2) 生效後沒多久就碰到新冠肺炎需求突然大幅下滑，而後續通膨轉向其他的供給面問題。不過，這並不表示，這次美國對中國課稅範圍更全面，稅率若也持續疊加上去的情況下，美國的通膨還能不受影響。

圖 14：川普第一任對中貿易戰，清單 3 美國消費者開始有感

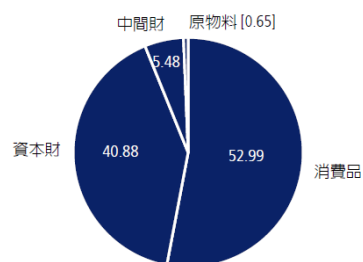
美對中課稅清單 3 類型比重，百分比



資料來源：中經院；凱基

圖 15：清單 4 的消費品佔一半以上

美對中課稅清單 4 類型比重，百分比

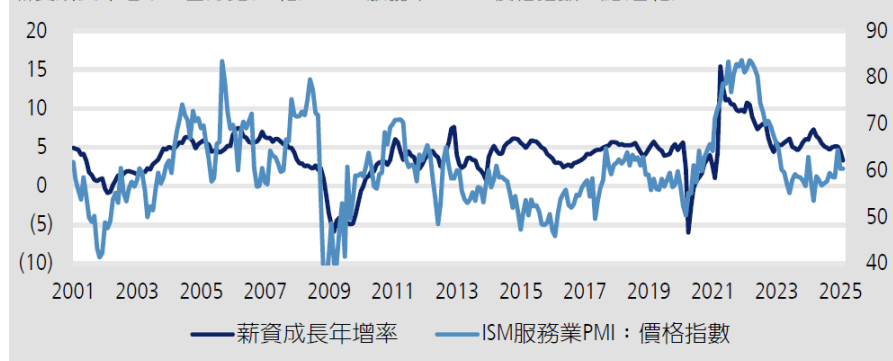


資料來源：中經院；凱基

至於服務類的通膨，在服務業景氣下行之下，我們卻看到此類型的通膨下滑仍僵固，是一件除了關稅戰以外的麻煩。除了上述的原因外，我們認為關鍵的原因是服務類通膨一般受薪資成長影響最大，而薪資成長即便有下滑卻仍保持在高位，這是服務類通膨仍如此僵固的關鍵。受此影響，Fed 的決策的確也變得困難，這個不確定性也強烈地表現在 Fed 的理事們對物價預估的不確定性近期明顯上升這一點。

圖 16：服務業下行但相關物價下行不明顯，對貨幣政策是最麻煩的事

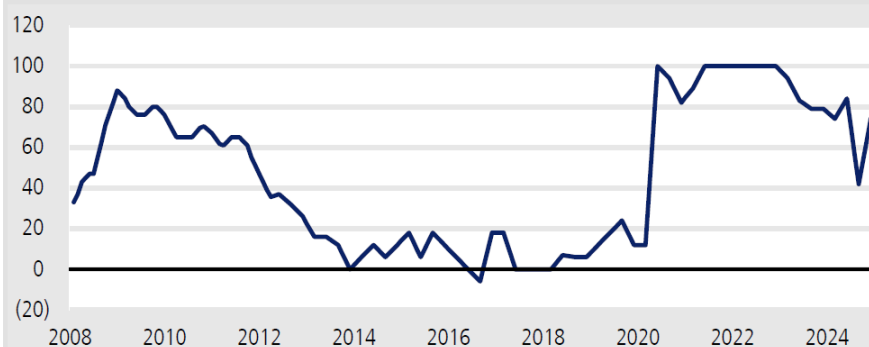
薪資成長年增率，百分比(左軸)；ISM 服務業 PMI：價格指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 17：Fed 的政策不確定性也在通膨背景下上升

FOMC 理事對核心 PCE 不確定性擴散指數，點

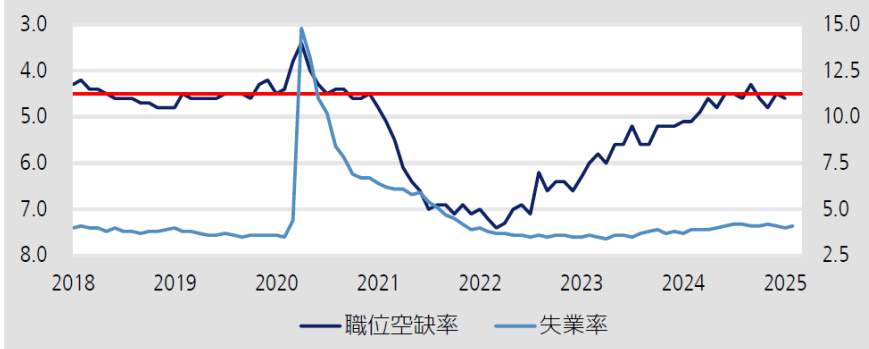


資料來源：Bloomberg；凱基

勞動市場方面，受到疫情後結構改變影響以及許多問券回覆率偏低，使得近年來各項勞動市場數據往往出現難以解釋的矛盾，因此我們特別重視聯準會理事 Waller 所提的 Beveridge 曲線，也就是職位空缺率與失業率之間凸向原點的替換關係，目前職位空缺率已來到曲線轉折點 4.5%。當勞動市場降溫降至職位空缺率 4.5%以下，降溫過程將轉為失業率上揚，整體經濟也很可能進入永久性工作失業與消費減少的惡性循環，特別是永久性工作裁員有重新上揚趨勢。

圖 18：職位空缺率已降至 4.5%，未來失業率上揚機率提高

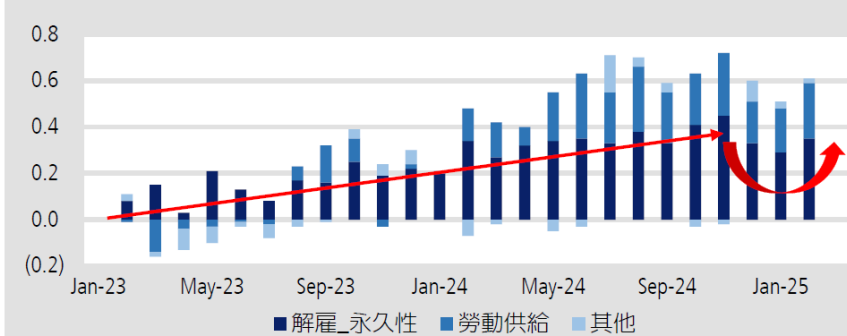
職位空缺率，百分比(倒置，左軸)；失業率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 19：永久性工作遭裁員數有重新走高趨勢

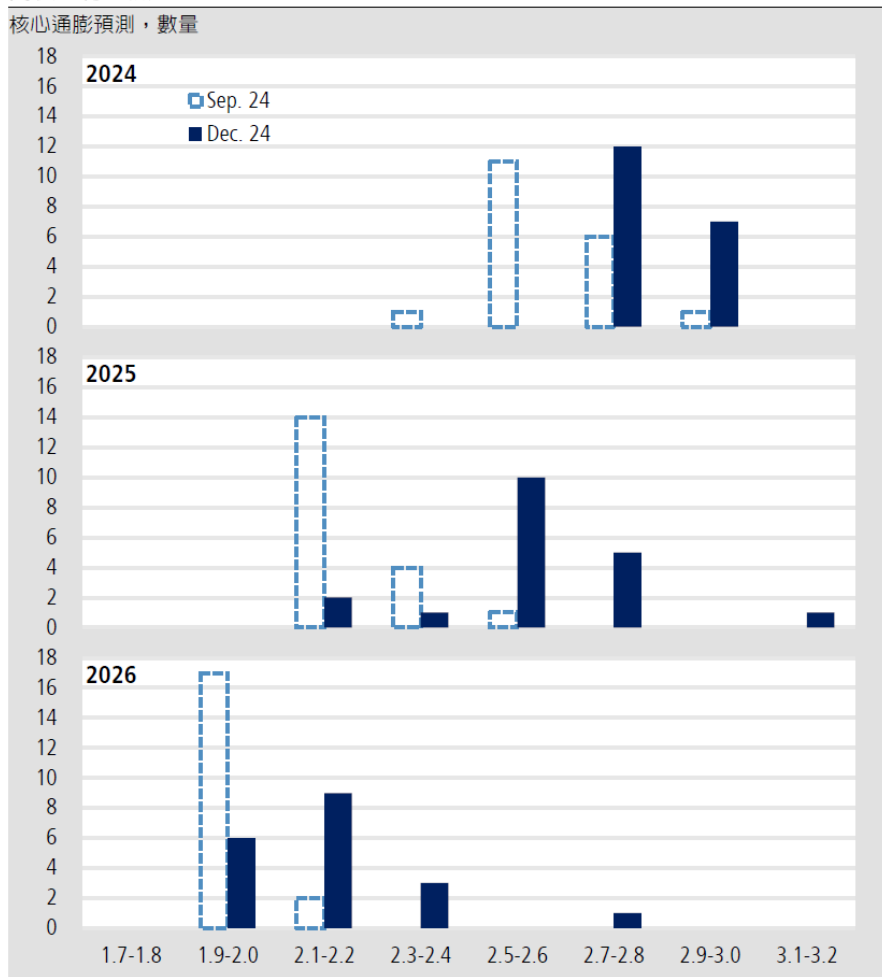
自 2023/01 失業率低點以來，各種原因失業率增加幅度，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

據此來推行貨幣政策。首先回顧過去一季，聯準會在 2024 年 12 月 FOMC 會議上如預期降息 1 碼，但是克里夫蘭分行總裁欲維持利率不變而投下反對票，聯準會 19 位理事中共有 4 位理事透過點陣圖表達反對降息，主要理由仍然是美國經濟韌性、通膨降溫緩慢，暗示後續降息速度將放緩；果不其然 2025 年 1 月 FOMC 會議就暫停降息，不過貨幣政策仍維持在降息路線。除此之外，兩次 FOMC 會議都表達對川普新政帶來未來通膨的上行風險，特別是 2024 年 12 月 FOMC 會議中 19 位理事對 2025 年通膨結果高度離散，甚至 6 位理事認為通膨可能不降反升，因此維持低度限制性有其必要。而以 2024 年 12 月所公布的經濟預測與點陣圖而言，當時雖然其對通膨有著高度不確定風險，但是仍預期 2025 年底通膨可望由 2.8% 降至 2.5%，加上勞動市場維持穩定狀態，使得 2025 年將再降息二碼。

圖 20：聯準會理事對於後續通膨發展不確定性明顯升高，預期 2025-26 核心通膨有高度上行風險



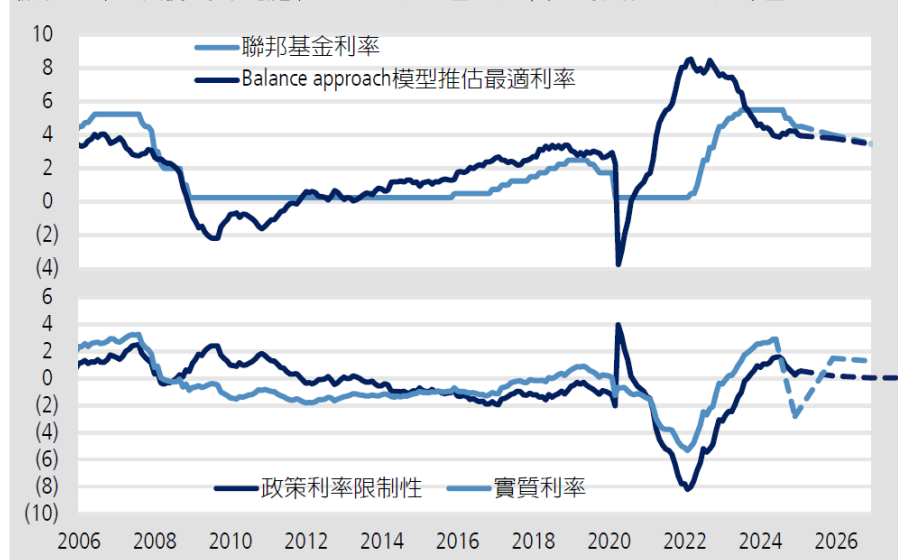
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

整體而言，目前美國貨幣政策利率限制性約 55bps，限制性接近可再降息 1 碼，並留下 30bps 左右的限制性。然而如同前述，川普新政對通膨具有高度不確定影響，聯準會或許希望觀察相關政策一段時間才展開新一波降息。至於第 2 碼可能因通膨降溫與失業率提高，於第 3 季再降息 1 碼。不過隨著川普各項新政的推動，特別是反移民與高關稅的實施很可能讓美國陷入停滯性

通膨。依據彼得森國際經濟研究所(PIIE)推算，如果美國大規模反移民與各國採取互相報復的高關稅，2025 年美國經濟將出現小幅下降與明顯通膨，聯準會可能轉為停止降息；2026 年經濟下降幅度明顯擴大與通膨上揚程度放緩，聯準會可能再度轉為降息路線。不過政策不確定度高，經濟若出現勞動市場大幅裁員與消費（經濟）衰退，聯準會大幅降息至中性利率之下以救援經濟，那麼就可能出現降息 6 碼以上，關鍵指標在於勞動市場的裁員狀態。

圖 21：美國貨幣政策維持小幅限制性

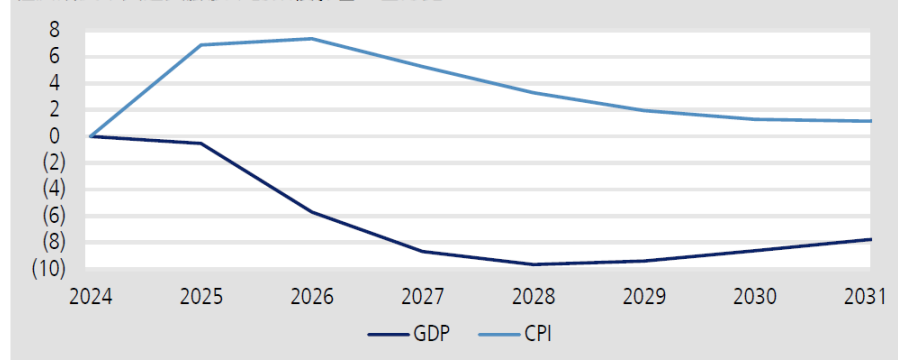
聯邦基金利率與模型推估最適利率，百分比(上圖)；政策利率限制性，百分比(下圖)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 22：反移民與高關稅將引發美國陷入停滯性通膨

經濟成長率與通貨膨脹率的累積影響，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

如同上述，由於川普關稅戰的影響在方方面面都很大；因此，我們對未來其關稅將優先針對的對象也備感興趣。川普在 2/13 正式簽署將課徵對等關稅（reciprocal tariffs）的行政命令，計畫提高美國的進口關稅，以匹配其他國家的關稅水準。在 4/1 最快實施前的這段調查時間，真正的細節尚難確定；包括是否真的細到每個類別都完全按照「公平」完全一樣對等的稅率來執行，以及若美國課徵貿易對手國的稅率其實較高，美國會在該產品降稅、或不降稅來彌補其他類別美國目前課徵較低稅率的類別，都存在很大的不確定性。但按平均稅率來看，目前與美國彼此關稅差距最大者為奈及利亞、泰

國、巴西與阿根廷，考量影響力與我們主觀判斷被針對機率大者，我們認為最危險的為泰國、巴西、韓國與印度；至於台灣，其實雙方之間關稅稅率差距不大，並不算太危險的國家。甚至歐洲、特別是南歐國家，美國還占了便宜。

圖 23：美國若實施對等關稅，適用關稅稅率將被提高的國家排名

現行關稅表平均稅率(%)					最惠國待遇(MFN)加權稅率(%)				
		各國對美國	美國對各國	差距			各國對美國	美國對各國	差距
1	奈及利亞	9.96	0.01	9.95	1	南韓	14.43	1.75	12.68
2	泰國	6.19	0.85	5.34	2	奈及利亞	9.96	1.52	8.44
3	巴西	5.82	1.32	4.5	3	哥倫比亞	7.24	2.46	4.78
4	阿根廷	6.11	1.61	4.5	4	智利	5.98	1.66	4.32
5	南韓	3.91	0.01	3.9	5	泰國	6.19	2	4.19
6	俄羅斯	4.52	1.01	3.51	6	阿根廷	6.11	2.49	3.62
7	南非	3.5	0.09	3.41	7	巴西	5.82	2.25	3.5
8	以色列	2.93	0.05	2.88	8	俄羅斯	4.52	1.01	3.51
9	沙烏地阿拉伯	4.35	1.56	2.79	9	日本	4.8	1.72	3.08
10	中國	5.54	2.86	2.68	10	沙烏地阿拉伯	4.35	1.56	2.79
11	阿拉伯聯合大公國	4.2	1.54	2.66	11	中國	5.54	2.86	2.68
12	印度	5.52	2.99	2.53	12	阿拉伯聯合大公國	4.2	1.54	2.66
13	日本	3.9	1.58	2.32	13	印度	5.52	2.99	2.53
14	菲律賓	3.25	1.4	1.85	14	南非	3.5	1.51	1.99
15	馬來西亞	1.84	0.72	1.12	15	以色列	2.93	1.06	1.87
16	哥倫比亞	1.24	0.17	1.07	16	墨西哥	5.17	3.39	1.78
17	加拿大	1.08	0.12	0.96	17	馬來西亞	1.84	0.72	1.12
18	臺灣	1.6	0.7	0.9	18	加拿大	3.08	1.99	1.09
19	丹麥	1.48	0.74	0.74	19	菲律賓	3.25	2.19	1.06
20	波蘭	2.36	1.67	0.69	20	臺灣	1.6	0.7	0.9
21	土耳其	3.89	3.3	0.59	21	丹麥	1.48	0.74	0.74
22	奧地利	1.95	1.4	0.55	22	波蘭	2.36	1.67	0.69
23	芬蘭	1.48	1.07	0.41	23	土耳其	3.89	3.3	0.59
24	捷克共和國	1.88	1.56	0.32	24	奧地利	1.95	1.4	0.55
25	瑞典	1.56	1.34	0.22	25	芬蘭	1.48	1.07	0.41
26	德國	1.8	1.65	0.15	26	捷克共和國	1.88	1.56	0.32
27	愛爾蘭	1.97	1.83	0.14	27	瑞典	1.56	1.34	0.22
28	智利	0.05	0	0.05	28	德國	1.8	1.65	0.15
29	印尼	4.16	4.11	0.05	29	愛爾蘭	1.97	1.83	0.14
30	匈牙利	1.64	1.59	0.05	30	匈牙利	1.64	1.59	0.05
31	新加坡	0	0	0	31	澳洲	2.3	2.31	-0.01
32	墨西哥	0	0.01	-0.01	32	比利時	1.56	1.58	-0.02
33	比利時	1.56	1.58	-0.02	33	挪威	0.75	1.09	-0.34
34	秘魯	0.03	0.12	-0.09	34	荷蘭	1.23	1.6	-0.37
35	挪威	0.75	1.09	-0.34	35	斯洛伐克	1.76	2.36	-0.6
36	荷蘭	1.23	1.6	-0.37	36	英國	0.68	1.32	-0.64
37	澳洲	0	0.53	-0.53	37	法國	1.25	1.9	-0.65
38	斯洛伐克	1.76	2.36	-0.6	38	印尼	4.16	5.1	-0.94
39	英國	0.68	1.32	-0.64	39	瑞士	0.52	2.21	-1.69
40	法國	1.25	1.9	-0.65	40	越南	2.85	4.63	-1.78
41	瑞士	0.52	2.21	-1.69	41	義大利	1.12	3.05	-1.93
42	越南	2.85	4.63	-1.78	42	西班牙	0.78	2.84	-2.06
43	義大利	1.12	3.05	-1.93	43	葡萄牙	0.88	3.49	-2.61
44	西班牙	0.78	2.84	-2.06	44	紐西蘭	1.99	4.67	-2.68
45	葡萄牙	0.88	3.49	-2.61	45	秘魯	1.14	3.89	-2.75
46	紐西蘭	1.99	4.67	-2.68	46	香港	0	3.3	-3.3
47	香港	0	3.3	-3.3	47	新加坡	0.04	3.9	-3.86
48	孟加拉	3.57	10.7	-7.13	48	孟加拉	3.57	10.7	-7.13

註：最惠國待遇(MFN)多係依據一項雙邊或多邊條約規定，指締約國一方現在和將來給予任何第三國在貿易、關稅、航運、公民法律地位等優惠和豁免，也都給予締約國國家。但需要注意「優惠」是相對於一般關稅稅率，因此最惠國待遇往往非「最優惠稅率」；因在最惠國待遇之外，還有更低的稅率

資料來源：WITS，凱基整理

不過，對等關稅只是川普關稅政策的眾多標準之一；我們根據其過去談話記錄以及我們的推測，編制了一個川普關稅威脅/脆弱指數，包括整體貿易（也將對等關稅這個概念納入）、關鍵產業（汽車、半導體、藥品、金屬）進口、對美國 FDI、國防支出等指標，這些是川普認定美國被「佔便宜」因而要「討回來」的衡量指標；另一方面，還納入貿易對手國總出口與對美國出口占 GDP 比重、製造業占 GDP 比重等指標，以衡量該國受貿易戰的影響程度以及對抗上是否脆弱或有韌性等等面向（若越「脆弱」則面對關稅威脅最無與美國談判籌碼而會被迫接受條件）。按這些指標的綜合排名，目前排名前三的墨西哥、中國、加拿大，剛好是川普上任後第一波針對的國家，似乎也不違和。至於其他國家，未來很可能被優先針對的包括越南、馬來西亞、台灣、南韓、日本、泰國、印度等東亞與東協國家，而歐洲的愛爾蘭、德國、瑞士等，也是相對容易被針對者。

圖 24：川普關稅威脅/脆弱指數

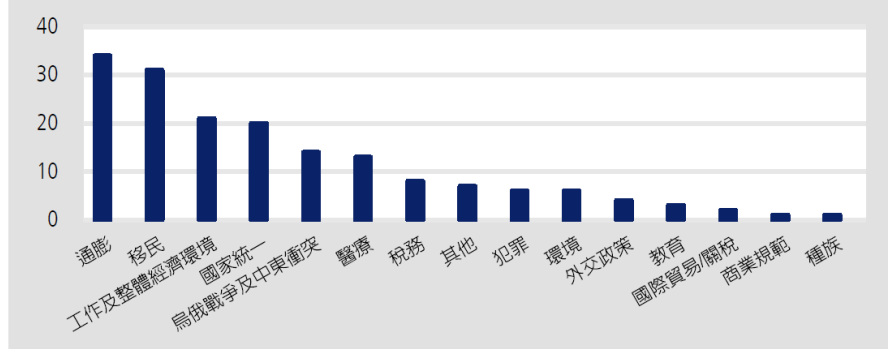
綜合排名	國家	指標標準化 (Z-score) 平均	美國對各國進口量 (US\$bn)		美國對各國貿易逆差 (US\$bn)		美國汽車進口 (US\$bn)		美國半導體進口 (US\$bn)		美國藥品進口 (US\$bn)		美國金屬進口 (US\$bn)		與美國關稅稅率差 (%)		對美國 FDI (US\$bn)		國防支出 /GDP (%)		出口至美國 /GDP (%)		總出口 /GDP (%)		製造業 /GDP (%)	
			數值	排名	數值	排名	數值	排名	數值	排名	數值	排名	數值	排名	數值	排名	數值	排名	數值	排名	數值	排名	數值	排名	數值	排名
1	墨西哥	1.41	475.2	1	(152.5)	2	34.1	1	3.4	6	0.8	21	20.5	3	(0.0)	32	144.5	37	0.7	3	26.6	1	33.2	20	21.6	11
2	中國	1.18	426.9	2	(279.1)	1	2.5	10	3.6	4	3.4	14	33.1	2	2.7	10	126.9	36	1.7	29	2.4	27	19.3	35	25.0	5
3	加拿大	0.93	418.6	3	(64.3)	7	27.0	3	0.8	14	6.8	7	38.5	1	1.0	17	451.6	42	1.3	18	19.5	3	26.5	29	9.6	43
4	越南	0.81	114.4	7	(104.6)	3	0.2	18	5.9	3	0.0	35	4.0	10	(1.8)	42	-	-	1.8	30	26.4	2	79.6	5	25.9	4
5	馬來西亞	0.78	46.2	16	(26.8)	13	-	-	11.5	1	0.1	27	1.6	23	1.1	15	10.9	13	0.9	9	11.6	6	78.2	7	23.0	8
6	臺灣	0.62	87.8	8	(47.8)	9	0.2	21	6.0	2	0.3	23	9.3	5	0.9	18	19.3	23	2.2	36	11.6	5	57.2	11	34.2	1
7	愛爾蘭	0.60	82.3	10	(65.6)	6	0.0	31	2.2	8	31.0	1	0.2	42	0.1	27	491.2	43	0.2	1	14.9	4	37.6	16	29.5	2
8	南韓	0.59	116.2	6	(51.1)	8	22.5	4	3.4	5	1.5	17	9.3	4	3.9	5	35.6	26	2.8	41	6.3	9	34.4	19	27.6	3
9	德國	0.56	159.3	4	(82.6)	4	17.0	5	0.9	13	25.6	3	8.1	6	0.2	26	193.2	38	1.5	23	3.5	19	37.4	17	20.3	13
10	日本	0.53	147.2	5	(71.6)	5	32.9	2	2.0	10	4.4	11	5.3	9	2.3	13	63.4	31	1.2	14	3.5	20	17.0	38	20.6	12
11	泰國	0.47	56.3	14	(40.7)	12	0.2	20	3.0	7	0.0	31	3.1	13	5.3	2	15.1	17	1.2	13	10.9	7	54.6	12	24.9	6
12	瑞士	0.17	52.3	15	(24.5)	14	0.4	16	0.1	24	28.2	2	0.8	29	(1.7)	41	238.2	40	0.7	5	5.8	11	46.9	13	18.3	19
13	奈及利亞	0.08	5.7	45	(3.1)	29	-	-	0.0	43	0.0	45	0.1	44	10.0	1	6.5	7	0.8	7	1.6	38	17.4	37	15.7	28
14	比利時	0.07	22.8	22	16.0	44	1.9	11	0.1	25	14.8	4	0.8	30	(0.0)	33	66.5	32	1.2	15	3.6	18	88.5	3	15.1	30
15	印度	0.00	83.7	9	(43.3)	11	0.3	17	0.5	15	7.8	5	6.7	7	2.5	12	49.6	29	2.4	39	2.3	28	12.1	46	16.7	25
16	捷克共和國	(0.02)	7.5	39	(2.9)	30	-	-	0.0	28	0.2	25	0.5	35	0.3	24	4.6	2	1.5	24	2.2	31	74.4	8	21.8	10
17	新加坡	(0.04)	40.9	17	1.5	36	-	-	1.6	11	4.1	12	0.3	39	0.0	31	424.2	41	2.7	40	8.2	8	94.9	2	17.7	22
18	義大利	(0.04)	72.9	11	(44.1)	10	3.5	7	0.3	19	7.3	6	3.3	12	(1.9)	43	29.0	24	1.6	26	3.2	23	28.9	24	17.5	23
19	奧地利	(0.06)	19.1	24	(13.6)	17	0.8	14	0.1	23	1.8	16	1.9	21	0.6	22	6.1	4	0.8	8	3.7	16	43.2	15	17.7	21
20	匈牙利	(0.07)	10.9	35	(7.7)	20	1.0	12	0.0	33	0.0	43	0.3	38	0.0	30	16.0	21	2.1	35	5.1	12	74.4	9	19.9	14
21	斯洛伐克	(0.07)	8.3	37	(7.9)	19	2.7	9	0.0	35	0.0	42	0.0	46	(0.6)	38	-	-	2.0	33	6.3	10	88.4	4	19.2	17
22	南非	(0.09)	14.0	31	(6.9)	21	1.0	13	0.0	42	0.0	33	1.6	22	3.4	7	8.0	10	0.7	6	3.7	17	29.0	23	14.4	33
23	印尼	(0.10)	26.8	20	(17.0)	15	-	-	0.2	21	-	-	0.8	28	0.0	29	15.9	20	0.7	4	2.0	32	18.9	36	19.5	15
24	菲律賓	(0.10)	13.3	32	(4.0)	27	-	-	2.1	9	0.0	36	0.2	40	1.9	14	6.4	6	1.2	17	3.0	24	16.7	40	16.2	26
25	阿根廷	(0.11)	6.4	43	5.0	41	0.0	35	0.0	44	0.1	30	0.9	26	4.5	4	14.5	16	0.5	2	1.0	46	10.3	47	19.4	16
26	巴西	(0.11)	39.1	18	5.6	42	0.0	27	0.0	31	0.2	24	6.2	8	4.5	3	87.9	33	1.1	11	1.8	36	15.6	41	15.2	29
27	丹麥	(0.15)	11.6	34	(6.4)	23	0.1	25	0.0	29	6.7	8	0.2	41	0.7	19	12.8	15	2.0	32	2.9	25	31.8	21	18.0	20
28	土耳其	(0.17)	15.5	30	(0.9)	35	0.1	24	0.2	22	0.0	38	2.5	16	0.6	21	6.3	5	1.5	20	1.4	41	22.6	32	22.1	9
29	瑞典	(0.24)	18.4	25	(9.7)	18	3.4	8	0.0	26	2.5	15	-	-	0.2	25	56.2	30	1.5	19	1.3	42	14.2	43	15.8	27
30	芬蘭	(0.28)	7.3	40	(4.3)	25	0.2	19	0.0	40	1.0	20	0.7	33	0.4	23	5.5	3	2.4	38	2.5	26	27.4	28	17.1	24
31	秘魯	(0.29)	8.7	36	3.1	39	0.0	34	0.0	45	0.0	44	1.2	25	(0.1)	34	6.6	8	1.1	12	3.3	22	27.6	27	12.2	35
32	波蘭	(0.29)	13.2	33	(2.2)	31	-	-	0.0	38	0.0	32	0.6	34	0.7	20	15.8	19	3.8	43	1.6	37	46.8	14	18.6	18
33	智利	(0.30)	15.6	29	3.2	40	0.0	33	0.0	39	0.0	37	3.9	11	0.1	28	32.0	25	1.6	28	4.6	13	28.2	26	10.2	42
34	法國	(0.32)	57.6	13	(13.7)	16	0.1	22	0.3	20	4.5	10	2.1	19	(0.7)	40	100.9	35	2.1	34	1.9	34	20.8	34	10.8	41
35	香港	(0.36)	4.1	48	23.7	47	0.0	28	0.4	16	0.0	40	0.1	43	(3.3)	47	90.6	34	0.0	-	1.1	45	151.3	1	1.0	48
36	以色列	(0.37)	20.8	23	(6.8)	22	-	-	1.1	12	1.1	19	0.7	32	2.9	8	45.9	28	5.3	44	4.1	15	12.5	45	15.0	31
37	西班牙	(0.39)	23.1	21	2.0	38	0.1	23	0.0	32	1.4	18	1.5	24	(2.1)	44	37.9	27	1.5	21	1.4	40	25.3	30	11.9	38
38	葡萄牙	(0.39)	6.5	42	(4.1)	26	-	-	0.0	34	0.6	22	0.4	37	(2.6)	45	2.9	1	1.5	22	2.3	29	28.4	25	12.1	36
39	阿拉伯聯合大公國	(0.39)	6.6	41	18.2	46	0.0	26	-	-	0.0	39	2.9	14	2.7	11	16.1	22	5.6	45	1.3	43	70.1	10	10.9	40
40	哥倫比亞	(0.39)	16.1	26	1.6	37	0.0	30	0.0	30	0.0	41	0.7	31	1.1	16	8.4	11	2.9	42	4.4	14	13.6	44	10.9	39
41	挪威	(0.40)	6.1	44	(1.1)	34	-	-	0.0	36	0.2	26	0.9	27	(0.3)	35	15.4	18	1.6	27	1.3	44	36.6	18	6.2	46
42	俄羅斯	(0.48)	4.6	47	(4.0)	28	-	-	0.0	41	-	-	2.6	15	3.5	6	7.7	9	5.9	46	0.2	48	22.7	31	12.5	34
43	紐西蘭	(0.49)	5.5	46	(1.2)	33	0.0	32	0.0	37	0.1	29	0.1	45	(2.7)	46	8.5	12	1.2	16	2.2	30	17.0	39	7.9	45
44	荷蘭	(0.51)	38.5	19	42.8	48	0.5	15	0.4	18	3.5	13	1.9	20	(0.4)	36	980.4	44	1.5	25	3.3	21	79.1	6	12.0	37
45	孟加拉	(0.53)	8.3	38	(6.0)	24	-	-	-	-	0.0	34	-	-	(7.1)	48	-	-	1.0	10	1.8	35	8.6	48	23.1	7
46	沙烏地阿拉伯	(0.53)	15.9	28	(2.0)	32	-	-	-	-	-	-	0.5	36	2.8	9	11.3	14	7.1	47	1.5	39	30.2	22	14.8	32
47	澳洲	(0.56)	15.9	27	17.6	45	0.0	29	0.0	27	0.1	28	2.5	17	(0.5)	37	193.3	39	1.9	31	0.9	47	21.3	33	5.7	47
48	英國	(0.66)	64.2	12	10.1	43	6.8	6	0.4	17	6.3	9	2.4	18	(0.6)	39	1057.6	45	2.3	37	1.9	33	14.4	42	9.1	44

資料來源：Bloomberg、SIPRI、CIA、OECD、Bureau of the Census、WITS、BEA、凱基整理

事實上，川普的關稅大刀確實遠比上任前市場所猜測得既快且狠。因他這次勝選的關鍵其中之一在美國民衆對通膨的厭惡，而解決通膨問題也是民衆希望他上任後優先採取的動作；但他上台以後真正的第一槍卻是開在關稅，而且對其「鄰居」開。

圖 25：通膨是美國民衆希望川普上台優先處理的議題

美國人期待川普在前 100 天任期優先處理的議題，百分比



資料來源：IPOS Core Political Data；凱基

那麼，難道關稅大刀繼續揮下去的情況無解嗎？我們認為這可以從回歸理性下的最適策略、以及更現實的往後政治考量（如執政滿意度、期中選舉的備戰等）去分析。我們以賽局來解釋美國和貿易對手的最適策略與均衡解如何形成。川普的關稅政策執行上可以選擇作為談判手段或認真執行，前者不見得完全都不課稅，但時間上可能不會一直持續下去；至於貿易對手也可以選擇接受或者報復。當川普關稅只是談判手段時，對手無論選擇接受或者報復（也一樣開出條件），其報償皆是不利的(-2)，因被美國拿走好處；若川普關稅認真執行，對手處於更不利的狀況，特別是對手報復(-3)的情況下，因川普可能選擇進一步加碼關稅。據此，理性的對手會選擇接受。反過來說，當對手選擇接受時，川普選擇關稅僅作為談判手段時對其較有利(2)，原因是其可以在不付出額外經濟代價（如通膨）的情況下達成目的；而當對手選擇報復時，雙方情況都會更糟，但此時川普選擇作為談判手段(-1)受害較小，因此川普若理性將會選擇談判。綜合上述，此賽局的均衡解其實是川普關稅僅作為談判手段，而對手採取接受手段；其結果對美國有利、對手則變差。

圖 26：川普關稅賽局均衡解為：關稅僅作為談判手段、對手選擇接受

		川普關稅	
		談判手段	認真執行
對手國反應	接受	-2, 2	-2, -1
	報復	-2, -1	-3, -2

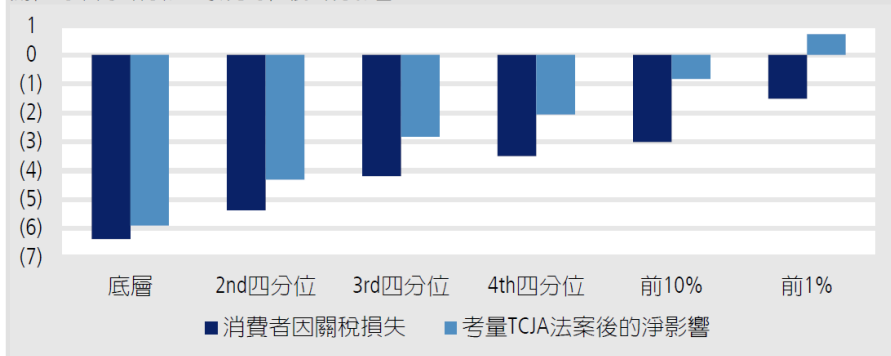
資料來源：凱基整理

至於從現實的選票方面考量，川普上台後若通膨上升，這個苦果的其中之一必定來自於加關稅造成，而這對各階層人民的影響力有很大的不同。對所得低的族群來說，或許仍會些許受益於減稅政策（惟效果明顯不如高所得者），但 PIIE 預估若全面性課徵 10-20%關稅，此政策的利空對這些人的稅

後所得降低影響仍然顯著，而且所得月低者受害程度越大。其上任百日後的執政滿意度即將見分曉，而經濟和股市受影響程度未來若再加大，明年就要開始起跑的期中選舉，對共和黨會是一大利空；共和黨的國會議員、特別是建制派，必須防範支持度受到拖累下跌的利空，而整個共和黨也不會希望當年川普剛勝選時美國處於紅潮（總統、兩個國會都是共和黨掌握多數），但期中選舉後就大翻盤的局面重演。

圖 27：所得越低的族群，受全面課徵關稅的不利影響更顯著

關稅對不同所得級距家庭的稅後所得影響，百分比



資料來源：PIIE；凱基整理

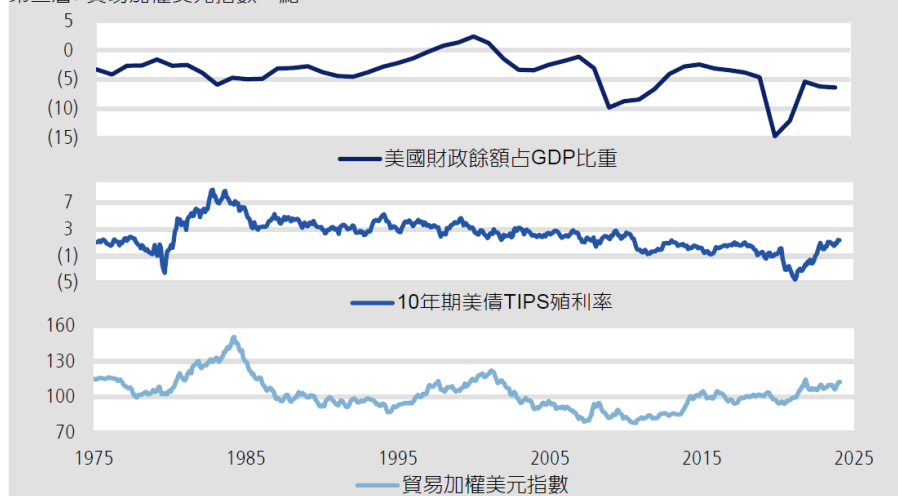
我們認為，要讓關稅大刀回撤，財政部長貝森特(Scott Bessent)扮演關鍵角色，因他可以用更合適的方式來達成目標、同時不要付出太高代價。貝森特的政策組合拳框架是縮減財政赤字（減稅幅度不太大、縮減不必要支出、促進 GDP 成長）配合寬鬆貨幣政策（降息），這可以讓川普在不需要祭出關稅大刀下更接近其目標：降息固然會讓美元偏貶而讓通膨短期內更有向上力量，但縮減赤字一定程度上有助美元，通膨也不至於太明顯。當通膨可控、經濟佳、利率回到較低水準，美國能在不「以鄰為壑」的情況下「再次偉大」。事實上，貝森特經濟學（Bessenomics）不只是美國的救星，甚至也會幫到全球。當美元回貶至一個比較合理的水準，全球流動性上升，對其他地方經濟和股市也屬利多。只是，這樣的好事需要一定的時間來醞釀成局，包括貝森特在適當的時機去說服已看到異象的川普，而這在下半年後段之前恐難實現。

圖 28：Bessonomics 有助美國利率降低、美元貶值，而這對其他地區股市也是利多

第一層：美國財政餘額占 GDP 比重，百分比

第二層：10 年期美債 TIPS 殖利率，百分比

第三層：貿易加權美元指數，點



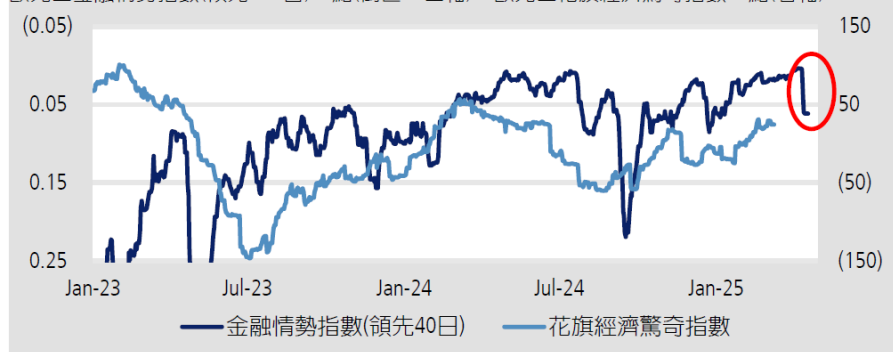
資料來源：Bloomberg；凱基整理

(3) 歐元區：對經濟前景改善抱持懷疑

2 月以來歐元區經濟前景似乎見到一些改善訊號，包含花旗經濟驚奇指數重回零軸之上，Sentix 投資人信心和 ZEW 經濟景氣調查均出現改善，製造業 PMI 亦從谷底反彈，不過我們對於這樣的改善前景保持懷疑。首先，經濟驚奇和信心調查的改善可能源於先前的預估過於悲觀，而近期歐洲金融情勢指數受德國新政府擬擴大預算赤字的政策轉向以及歐元大升的影響而大幅收緊，恐壓抑經濟驚奇的改善趨勢。

圖 29：金融情勢收緊恐壓抑經濟驚奇的改善趨勢

歐元區金融情勢指數(領先 40 日)，點(倒置，左軸)；歐元區花旗經濟驚奇指數，點(右軸)



註：歐元區金融情勢指數採用歐洲央行公布之系統壓力指標

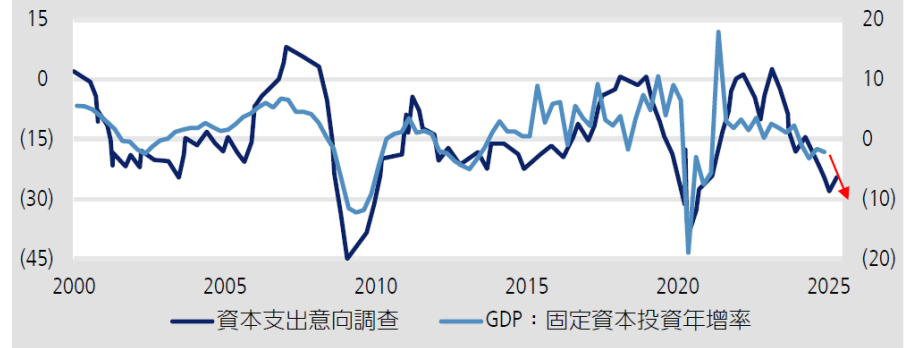
資料來源：Bloomberg；凱基

其次，無論是市場共識或是 ECB 對歐元區今年經濟成長的預估皆在下修，主要反映川普主政下的關稅風險。ECB 總裁拉加德也強調歐洲如今面臨巨大的不確定性，使得企業不願增加投資，而對經濟成長造成負面衝擊。再者，我們對歐元區製造業景氣能否延續改善趨勢抱持懷疑，因 1、2 月份的改善可能是在反映俄烏戰爭有望達成停火協議，以及擔憂關稅戰開打而提前推動需求，而後者的理由不能推動製造業景氣延續改善趨勢。與此同時，服務業景

氣連續兩個月惡化，1 月零售額也意外下降，皆反映出歐元區國內需求依舊疲弱。

圖 30：巨大不確定性使得企業不願增加投資，將對經濟成長造成負面衝擊

歐元區資本支出意向調查，百分比(倒置，左軸)；歐元區 GDP：固定資本投資年增率，百分比(右軸)

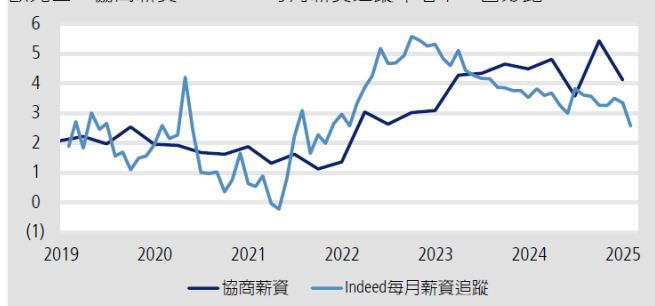


資料來源：Bloomberg、DG ECFIN；凱基

歐洲央行 3 月會議如期降息 1 碼，但對於貨幣政策描述調整為「顯著減少限制性」，表明利率逐漸接近中性，我們認為 ECB 後續降息進程可能放緩但降息方向仍無虞。除了因上述所提及的經濟成長面臨下修風險外，薪資成長放緩和勞動市場惡化都將帶動服務通膨走低，亦支持 ECB 繼續調降利率。

圖 31：歐元區協商薪資和薪資追蹤皆明顯下降

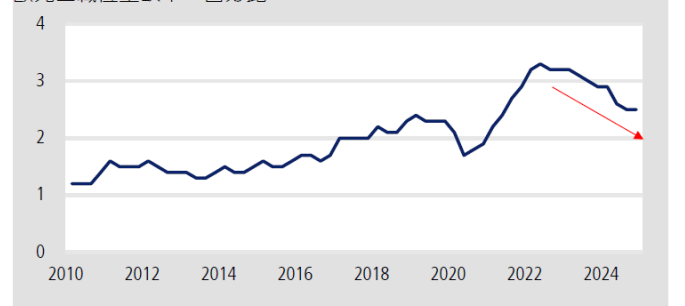
歐元區：協商薪資、Indeed 每月薪資追蹤年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 32：歐元區職位空缺率下降顯示勞動市場惡化

歐元區職位空缺率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

不過，歐洲經濟前景和 ECB 貨幣政策仍面臨「關稅戰」以及「德國財政改革」兩大不確定性因素，前者若較預期嚴重恐拖累經濟成長並加大降息幅度，後者若順利推進則將有助於經濟成長並推升歐洲的中性利率水平，從而改變 ECB 的終端利率前景，惟德國財政改革難以一蹴而就，放鬆債務煞車在政治上的推動複雜且耗時，恐難以在第二季就看到實質性的進展。

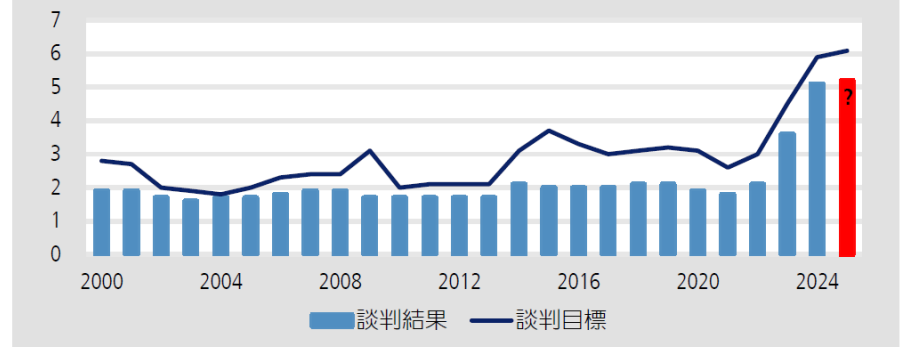
(4)日本：經濟緩步改善但不確定性偏高

我們去年在年度展望時預期今年日本將在貨幣政策正常化的道路上艱難前行，並提出「薪資」、「消費」、「經濟景氣」為今年日本央行能否繼續升息的三大關鍵。薪資方面，實質薪資雖受高通膨影響而在 1 月重回負成長，但經常性薪資 1 月初值突破 3%，且日本最大工會 Rengo 宣布今年春鬥目標

爭取平均 6.09% 的薪資成長。從過去十年談判目標與結果差距最小為 0.8% 估計，今年有機會爭取到 5.2% 以上的薪資增幅，比去年的 5.1% 更高，因此預期薪資成長將繼續穩健向上。

圖 33：預期今年有機會爭取到 5.2% 以上薪資增幅，推動薪資成長繼續穩健向上

春鬥協商薪資：談判目標、談判結果，百分比

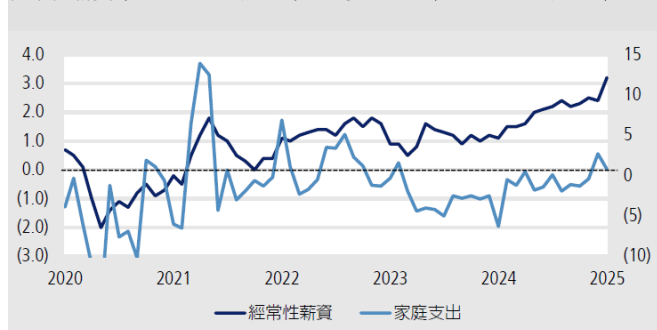


資料來源：Rengo；凱基

消費方面，相較於去年底，我們確實看到了一些薪資成長傳導至消費的跡象，家庭支出成長連續兩個月翻正，消費活動指數亦連續三個月改善，預期民間消費改善將對經濟成長帶來正面貢獻，惟關稅戰引發的出口惡化將成為拖累。

圖 34：雖 1 月家庭支出不如預期，但連續兩個月維持正成長

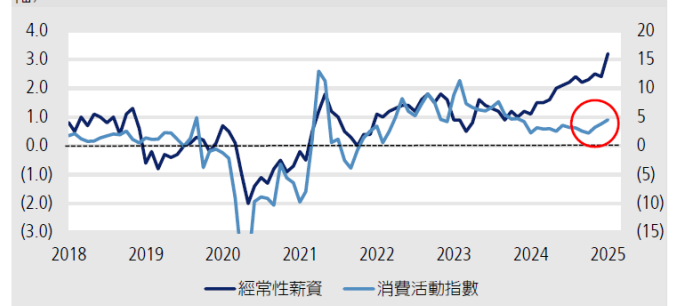
經常性薪資年增率，百分比(左軸)；家庭支出年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 35：在薪資成長的推動下，消費活動指數連續三個月改善

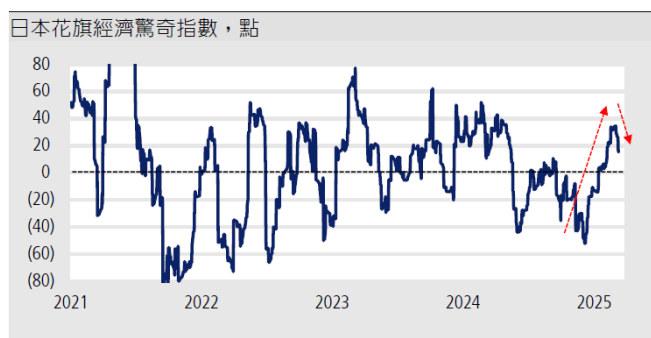
經常性薪資年增率，百分比(左軸)；消費活動指數年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

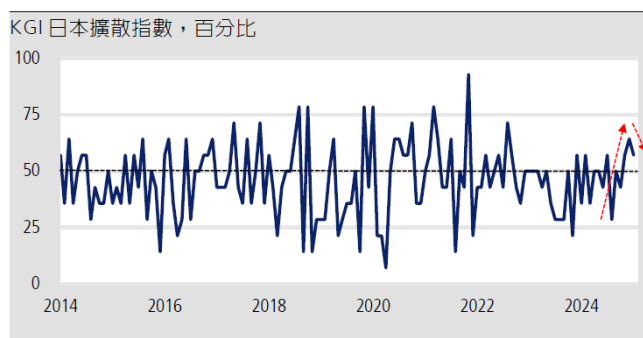
經濟景氣方面，今年以來日本經濟驚奇持續上升，並在 2 月初重回 0 軸之上，反映出日本整體經濟的改善狀況比預期更佳；而若非與預期相比，而是看各指標本身改善與否，從 KGI 日本擴散指數來看，也確實見到擴散指數已連續三個月處於 50% 以上水平。不過，這樣的改善趨勢 3 月以來出現反轉，可見不確定性仍高。

圖 36：日本花旗經濟驚奇指數於 2 月翻正，但近期小幅下修



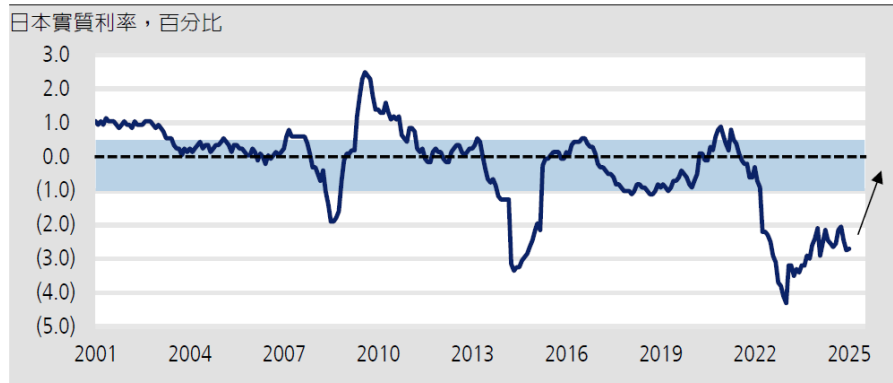
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 37：日本擴散指數連三個月超過 50%，但最新數字小幅惡化

註：擴散指數選取消費、生產、物價、通膨、景氣、貿易等面向的指標編制
資料來源：Bloomberg；凱基

從日本央行公布的中性利率預估為-1%至 0.5%來看，假設日本維持通膨 2%的目標，而目前政策利率為 0.5%，意味著日本央行至少還有 2 碼升息的空间才會達到中性利率下緣；而若以逾 3%的最新通膨數據計算，日本的升息循環可能維持到明年甚至後年才會結束。綜合上述薪資、消費、經濟景氣三大關鍵的分析，目前日本央行升息方向無虞，惟步調應不會太快，預期下次升息時間落在 6 或 7 月會議機率較高。

圖 38：目前利率水平距離中性利率仍有距離，日本央行將繼續升息

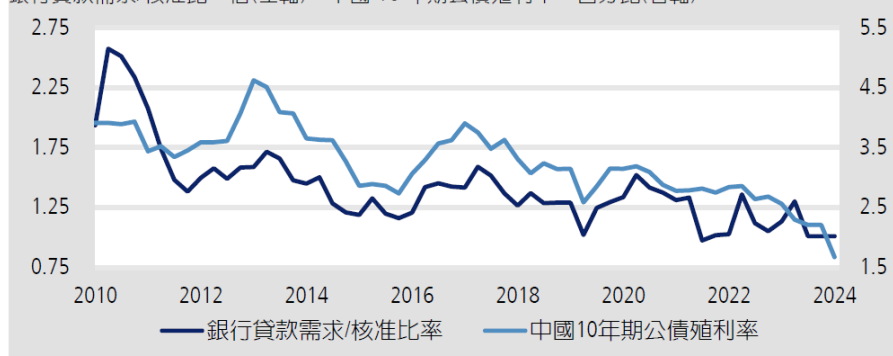
註：淺藍色陰影處為日本央行估計之中性政策利率；實質利率以政策利率減不含生鮮 CPI 年增率計算
資料來源：Bloomberg、BoJ；凱基

(5)中國：兩會推出的財政刺激有助內需，但不足以避免受貿易戰影響的外需下滑，預估美關稅對 2025 GDP 成長率的影響是-0.6%

剛結束的中國兩會，今年政策主基調依舊是穩中求進，但更強調擴大內需、推動經濟回升，因此貨幣及財政政策的討論較過去兩年明顯更加積極，特別是財政政策力度為近三年最強，顯示出政府對穩定經濟成長的訴求進一步增強。消費作為促內需的重點，管理層最為看重，包括消費品汰舊換新金額目標較去年翻倍，還將在居民收入成長、消費品質量提升、擴大服務消費供給等多方面發力促進消費增長。若政策有效實施，將有機會在貿易戰背景下實現主要經濟目標。不過，受到通縮與實質利率因而偏高的影響，貨幣政策部分則是對消費動能幫助有限。

圖 39：中國的問題始終在需求端而非供給端，因此寬鬆貨幣政策效果有限

銀行貸款需求/核准比，倍(左軸)；中國 10 年期公債殖利率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

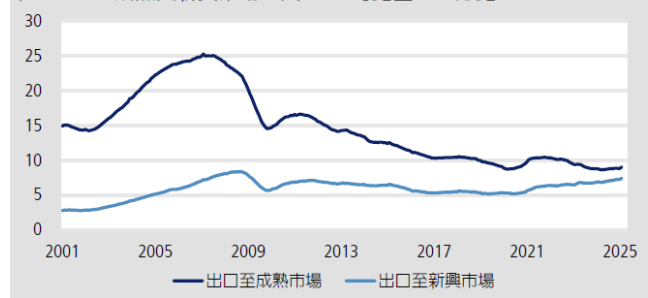
不過在外需方面，在川普貿易戰的手段下，中國此次恐怕不樂觀。回顧川普第一次上台時的貿易戰，除了最後一波清單 4 外，對於清單 1、清單 2 和清單 3 商品，關稅政策生效前一季內，中國對美國出口年增率平均分別達 21.5%、31.8%、14.6%，顯著高於中國對美國整體出口增速；關稅生效前一個月，出口年增率更是分別高達 26.0%、37.4%和 15.9%，顯著高於整體的 10.6%。然而，受關稅增加以及先前「搶出口」透支需求並墊高基期影響，關稅生效後相關商品對美國出口同比增速顯著回落。待 2019 年，中國對美國出口的這些關稅清單商品年增率下降，而清單外商品出口年增率仍保持在 7.9%；可以簡單歸納為：課稅前搶出口，之後出現對美出口滑落。

而當時中國之所以能夠維持整體出口不錯，主要靠三個應對方法：(1)透過轉口貿易增加對美國間接出口：對東協、墨西哥等主要轉口地區出口占比分別增加 3.4 與 0.8%，而美國從其進口占比分別增加 2.2 和 1.6%；(2)增加對協力廠商國家和地區的產業佈局：協力廠商國家和地區對中國中間財與資本財的進口需求增加。中美貿易戰開始後，中國、越南和美國形成了中國出口中間品和資本品至越南加工、組裝，再出口至美國美國的產業鏈貿易模式；(3)開拓新市場：提高對其他地區的出口，特別是一帶一路國家。

然而這次的狀況恐怕沒有那麼好應付，原因是這次美國對中國課稅的品項是全面性的，而且未來美國的貿易戰可能演變成更大的規模，其他地區和中國之間也會有交互影響，而此時外需占比高自然會受傷較嚴重。而以 2018 年以來的狀況來說，中國出口到成熟市場（一大部分反映對美國出口）略有下滑，但對新興市場出口則維持穩健。而淨出口對整個 GDP 的成長貢獻，事實上在 2019 年以後都是上升的、即便在疫情期間亦然，在中國經濟成長的三駕馬車中權中反而提升：也就是說，現在的中國，若未能找到其他出口的替代對象，則以其當前依賴外需較 7 年前更提高的情況下，其在這方面的經濟損傷也會更大。

圖 40：2018 年以後中國對新興市場出口比重增加，替代掉部分對美出口流失的份額

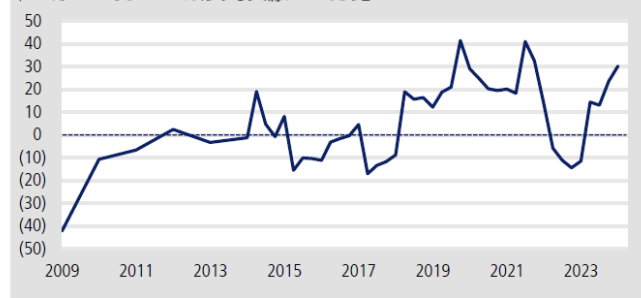
中國出口至成熟與新興市場占其 GDP 的比重，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 41：中國減少對美國出口的依賴，但並未減少整個經濟對外需的依賴

中國淨出口對 GDP 成長的貢獻，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

目前已經看到，「搶出口」效應減弱加上關稅壓力持續增加，出口下行預計進一步加速；前兩個月，中國出口增速較去年 12 月大幅放緩，儘管美國加徵關稅影響尚未明顯顯現，但 4Q24 以來的搶出口效應顯著減弱，對美出口增速大幅放緩。而美國 4/2 將實施對等關稅政策，對全球加關稅也將影響全球貿易格局，進一步使得中國出口承壓。以川普 1.0 的經驗來看，中國對美國出口的關稅彈性約 1.2（關稅每上升 1%，出口年增率會下降的幅度），對中國再多加徵 20% 的關稅，可能導致 2025 年中國對美國出口年增率下降 24%。以出口份額計算，中國整體出口年增率將下降 3.6%；再考慮 2024 年中國出口占 GDP 比重，預估關稅對 2025 年中國 GDP 成長率的影響約是下降 0.6%。

股市：美股獲利未來下修機會大、評價也有修正壓力，2Q 偏保守看待；類股將由科技股輪動到原物料、工業、能源與醫療，但若景氣明顯下行則轉往防禦操作，歐股因市場低估關稅風險，今年來的亮眼表現恐難延續；日股大盤展望保守，但看好內需、軍工、銀行類股表現；陸股科技族群應仍有相對表現機會

(1)全球股市：各國輪動加上 AI 題材不如過往，美股領先歐股程度將收窄甚至逆轉

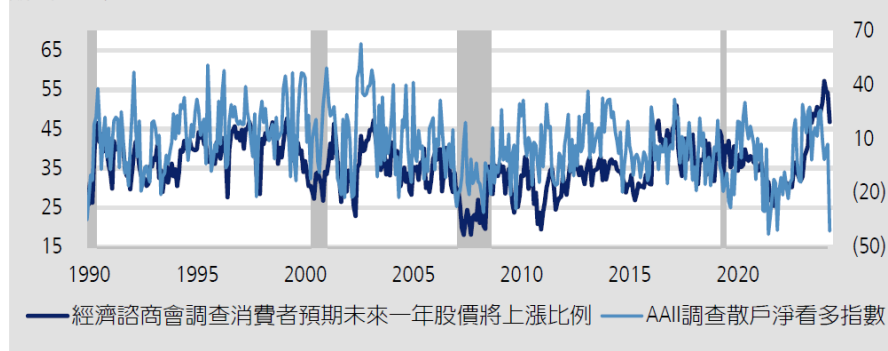
回顧 2024 年金融市場，從國家來看，台股表現是全球主要股市中最佳、漲幅 28%，美國次之也有 23%，而日股報酬則為 18%；至於表現最差的包括法國、韓國、巴西，報酬率為負。美股類股方面，由於 AI 題材盛行，表現最好的皆是泛科技股，包括通訊服務、科技與非必須性消費，因此風格上大型成長股也是表現最佳者、漲幅 37%；至於表現較差的包括原物料、醫療、房地產與能源，原物料甚至為負報酬，與其他類股漲幅都在雙位數以上有很大的差距。不過，到了今年展望 2Q，我們認為各國股市會出現相對消長，加上 AI 題材不如過去 2 年，成熟市場美股領先歐股的成長會收窄甚至逆轉。

(2)美股：獲利未來下修機會大，評價因成長疑慮增強、通膨疑慮造成無風險利率處高檔、風險貼水未來擴大等因素有修正壓力，2Q 美股偏保守看待

美股的走勢在去年 9 月中後又拉出一波漲勢，中間夾雜的景氣的改善、川普勝選後的樂觀預期等等，一路上漲到 12 月中；且即便到一月中，市場的自滿(complacency)程度仍高。這段時間，股市的自滿可由散戶的淨多頭情緒仍為正值且處高檔、對未來一年股價預期是上漲的比率也仍在 50%以上，且已上升很長一段時間沒有明顯回撤（基本上 2022 空頭之後就開始上升了）看出，直到過去一個多月兩指標才雙雙下跌，期中散戶淨多頭更跌至-40%以下。此外，投資人的信心還表現在意欲在股市上有較高配置者比率也在高上，無論是散戶或主動基金經理人，直至近月下滑，也都還在 6 成以上，仍不算低。

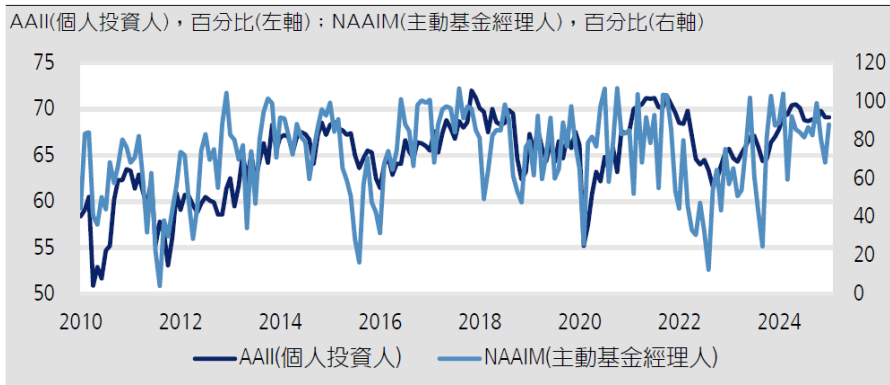
圖 42：散戶認為未來一年股價仍會持續上漲的比率仍高，惟近期淨看多比率快速下滑

經濟諮商會調查消費者預期未來一年股價將上漲比率，百分比(左軸)；AAII 調查散戶淨看多指數，點(右軸)



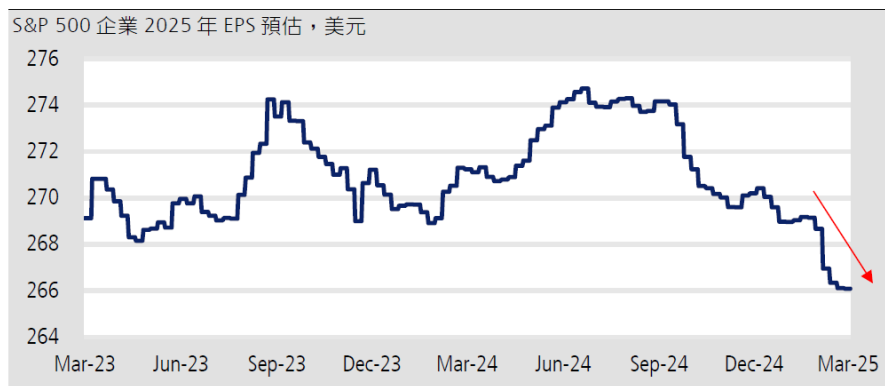
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 43：無論散戶或主動基金經理人，願意在股市上有較高配置的比率仍處高位



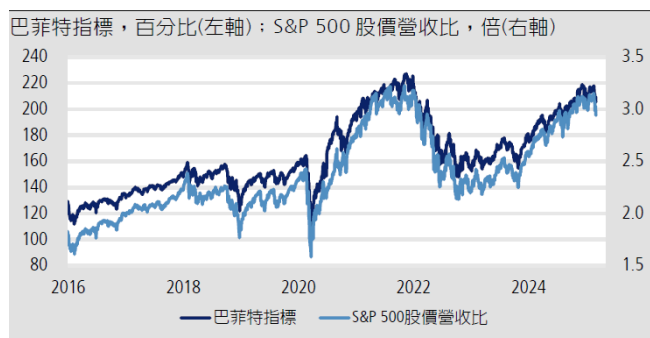
對我們而言，當前的基本面似乎難以支撐起這樣的「樂觀」。2025 年 S&P 500 EPS 預估過去 4 週下修了 1% 以上，而若從先前 9 月的預估高點來看，則下修了 3%。

圖 44：S&P 500 過去 4 週 EPS 預估出現較大的修正



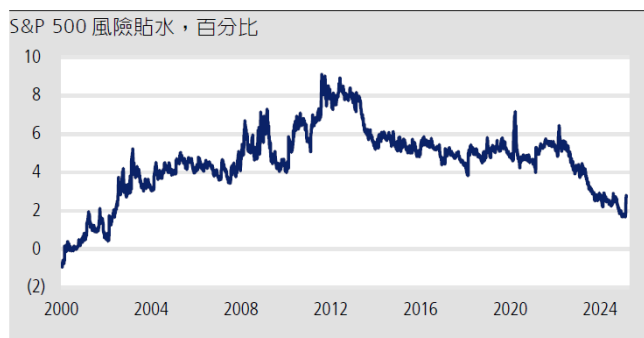
然而，從評價面來看，美股大盤評價仍處於偏高的位置，恰恰反映我們前述的市場自滿情緒仍未完全被消除或修正。從巴菲特指標（市值/GDP）或概念上相近的大盤 P/S 比，與過去長期相比都已偏高。此外，自 12 月中起股市開始震盪，在川普上台前很大程度是反映 10 年債殖利率的上升；而與預估 P/E 一般呈反向變動的 10 年債實質利率（TIPS 殖利率）亦上升，對評價壓力也加大。然而，在 2 月中開始股市雖開始明顯走跌，但衡量風險偏好程度、評價高低的股市風險貼水（股市預估收益減掉代表無風險利率的 10 年期實質利率）卻仍在低檔，只從 2% 略微上升；顯示評價仍處在偏高的位置，股市的確存在修正的理由。

圖 45：巴菲特指標與概念相似的評價 P/S，顯示美股評價的確處在偏高的位置



資料來源：Bloomberg；凱基

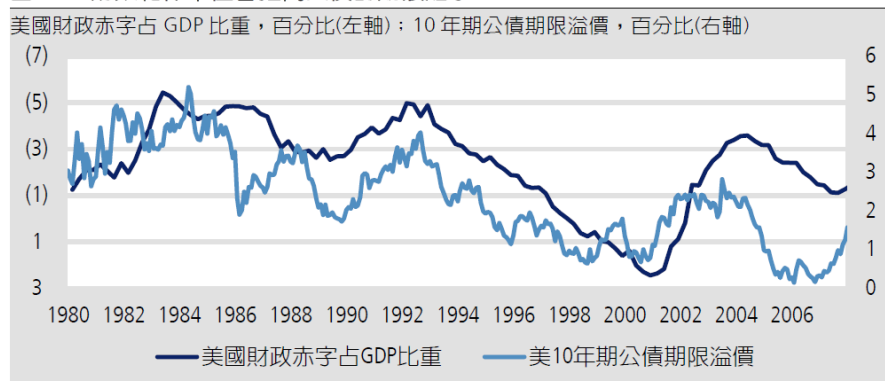
圖 46：風險貼水仍處於偏低位置，顯示市場風險偏好仍強，導致評價仍高



資料來源：Bloomberg；凱基

即便 1 月中起 10 年債殖利率快速下降，我們認為評價的壓力也沒有因此減輕。除了因從 4.8% 的高檔降至 4.2%，短期出現瓶頸外，市場關注美國政府是否真能縮減財政赤字來改善財政紀律？按共和黨過去歷史，要達成這個目標並不簡單。過去 80 年代美國赤字高漲之時，10 年債期限溢價(term premium)也隨之上升；而其上升在其他因素不變下，會推升整個殖利率（無風險利率），並不利股市評價。

圖 47：財政紀律不佳會推高長債的期限貼水



資料來源：Bloomberg；凱基

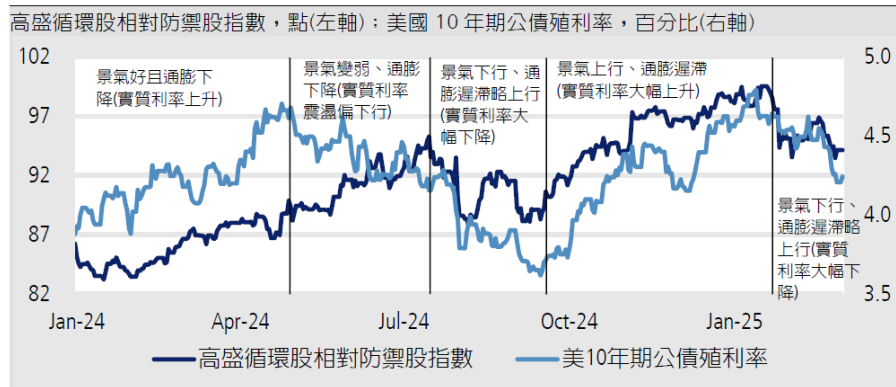
整體而言，美股籠罩在一個受 AI 題材驅動而過度樂觀的氛圍太久，但貿易戰等總經面的利空使未來企業獲利下修的機會大；而評價修正仍不夠，不僅是因為成長疑慮增強，更因通膨疑慮造成無風險利率處在高檔、而風險貼水未來應會擴大的事實，所以仍有下修的壓力。據此，我們對第二季的美股偏保守，特別是科技股。

(3) 美股類股：主軸由科技股輪動到原物料、工業、能源與醫療等獲利改善且目前 2 年股價委屈的類股，但若景氣明顯下行(衰退)則轉往防禦操作，包括公用事業、電信、必需性消費與醫療

風格上，4Q24 起 10 年債殖利率有較大的漲跌變化，而這基本上也成為循環股與防禦股相對表現的關鍵。不過，要注意的是，事實上更關鍵的不是名目利率的變化，而是實質利率（用 10 年期 TIPS 利率來代表，等於名目利率-損

平通膨) 的走向。這一點在過去一年多以來非常明顯，當實質利率下行時，循環股表現必然相對弱於防禦股；但若實質利率上升，即便通膨遲滯，因而使整個名目利率上升時，循環股的表現仍優於防禦股，並不太受高利率的負面影響。

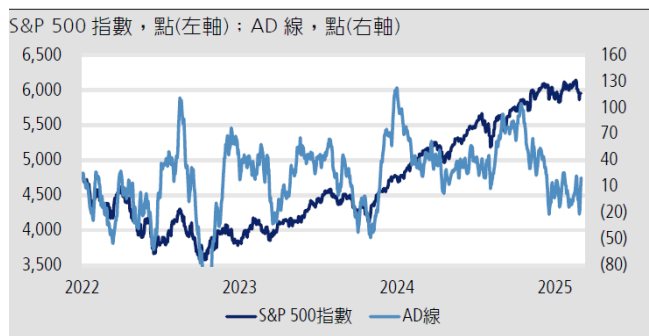
圖 48：10 年債殖利率走向會影響循環股與防禦股相對表現，但需考慮這個 10 年債走勢是受通膨還是實質利率驅動



資料來源：Bloomberg；凱基

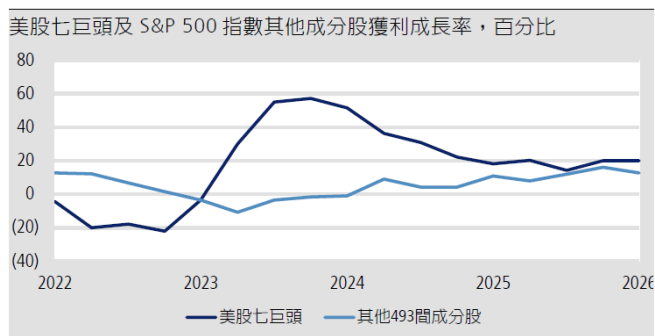
至於從類股的角度，過去兩年因為 GAI 的題材太過鮮明，市場主流非常集中，特別在 2024 年漲幅達到連續 2 年 20% 以上的盛況時，顯然整個大盤中的成分股並沒有享受到雨露均沾的好處，而光集中在 AI。不過，這一點今年會有較大的改變，至少獲利預估方面美股七巨頭與其他公司的平均表現會明顯拉近，不會再出現這七巨頭獲利仍巨幅成長的情況。

圖 49：4Q23 至 2024 年底，美股漲勢驚人，但公司股價淨上漲的比率在這段時間的平均卻僅有 30-40%，遠比想像中低



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 50：今年美股獲利表現應不至於又是 M7 一支獨秀

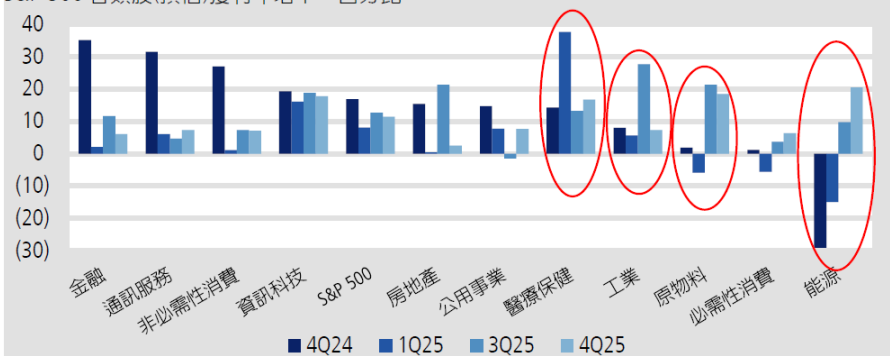


資料來源：Bloomberg；凱基

觀察最新的 4Q24 財報，表現較佳者包括通訊服務、非必需性消費與金融，EPS 成長都在 20% 以上；而 EPS 正向驚奇超過雙位數者則有非必需性消費與金融（整體盈餘正向驚奇約為 7.1%，高於長期平均約 5.8% 左右的水準），整體表現仍不錯。但到了今年，類股獲利有較大的變化，原物料、工業、能源與醫療獲利向上輪動的趨勢明顯；這些類股剛好又相對處低基期、過去兩年的股價有些委屈，我們認為會是相對有表現的族群。事實上，這個「輪動」的想法我們在第三季末與去年底의年度展望就已經開始提，也在今年初起的報告更加強調，其會是今年的主軸。

圖 51：原物料、工業、能源與醫療獲利向上輪動的趨勢明顯

S&P 500 各類股(預估)獲利年增率，百分比

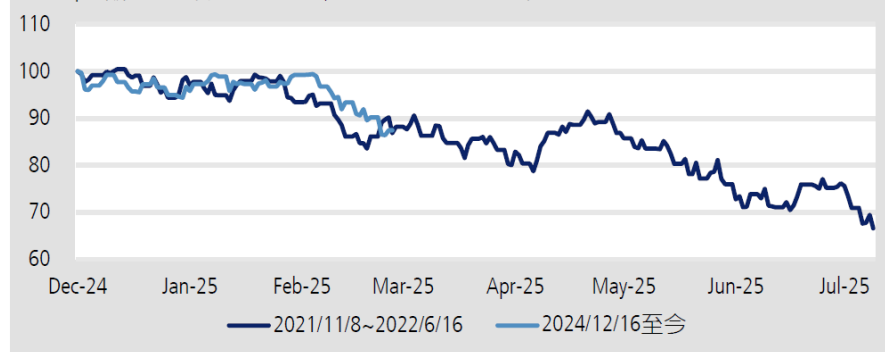


資料來源：Refinitiv；凱基

不過，上述的情境仍是基於景氣屬於軟著陸的情況，若因川普政策的利空過盛或其他因素導致景氣下行太嚴重或甚至衰退，則就需往防禦類股操作，包括公用事業、電信、必需性消費與醫療。至於近期明顯下挫、甚至半導體族群已經落入空頭的科技股來說，確實因整個 AI 題材前兩年基期已經墊高，今年無論獲利或股價表現都將放緩。我們需留意這波科技股的下跌與 4Q21 中段起的科技股跌勢似乎有相似之處：評價推高且處在高位頗長的時間、對未來景氣偏保守獲利可能下修，差別較大者在先前那波伴隨貨幣緊縮持續升息的環境，而現在處於貨幣寬鬆(只是寬鬆程度市場認為不太足)的環境。因此，當前整個科技股的下跌應還會持續，但下跌的時間和幅度有望較上次縮減。

圖 52：科技股昨日重現？

Nasdaq 指數：分別以 2021/11/8 和 2024/12/16=100，點



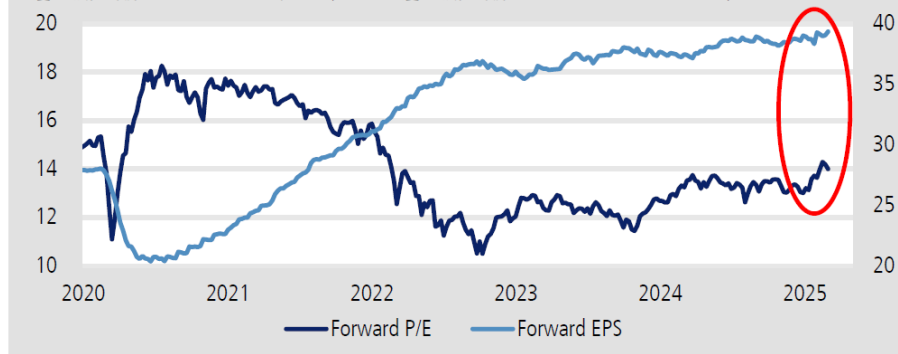
資料來源：Refinitiv；凱基

(4) 歐股：市場低估關稅風險，今年來的亮眼表現恐難延續

歐股今年以來表現亮眼，我們認為並非是結構性因素的改變，而是反映市場先前對歐洲過度悲觀。首先，從獲利和評價面來看，近期推升歐股走高的是便宜的估值，而非持續上修的企業獲利。歐股處於長期以來偏低的估值水平，相較於高估值的美股下修風險更低，從而吸引投資人的青睞。其次，歐元區經濟驚奇持續改善，經濟前景比預期更佳的樂觀情緒也成為股市助力，但如同前面歐洲經濟部分所述，我們對歐洲經濟前景能否持續改善存疑。

圖 53：推升歐股今年以來走高的是偏低的估值，而非持續上修的企業獲利

道瓊歐洲指數 Forward P/E，倍(左軸)；道瓊歐洲指數 Forward EPS，歐元(右軸)



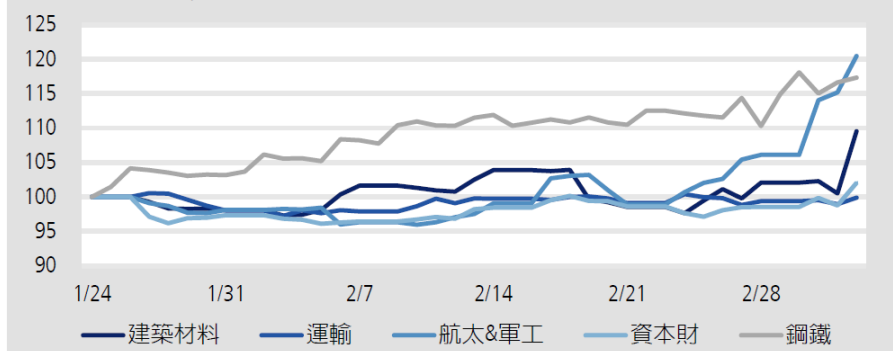
資料來源：Refinitiv；凱基

因此，我們認為由「低估值」和「經濟數據意外比預期佳」所推動的股市上漲恐難以延續，而且市場現在可能低估了關稅戰的風險。從川普第一任的關稅戰經驗來看，在 2018/6/1 美國對歐洲的鋼鋁關稅正式生效之後，到 2018 年底道瓊歐洲 600 指數下跌逾 12%，但今年以來歐股幾乎尚未開始反映關稅戰將帶來的衝擊。川普曾言將在 4/220 宣布對汽車、藥品和半導體加徵關稅，而歐盟對美國的貿易順差中汽車和藥品佔比極大，風險不容小覷。雖歐盟目前有意透過調降汽車進口稅率、增加對美天然氣進口、增加國防支出等政策進行協商，但若談判失敗，歐盟當中受藥品關稅衝擊較大的包含愛爾蘭、德國、比利時、義大利，受汽車關稅衝擊較大的為德國。其他非屬歐盟的歐洲國家部分，藥品關稅對瑞士、汽車關稅對英國的衝擊也會特別大。而綜合考量川普對各國的關稅威脅和各國本身的脆弱程度，在歐洲國家之中受關稅衝擊較大的可能是愛爾蘭、德國、瑞士、比利時，受衝擊相對小的是英國、荷蘭、挪威、西班牙。

另外，有三個題材值得特別留意，一是俄烏停戰有利戰後重建類股，二是歐洲將提高國防支出在 GDP 佔比有利軍工類股，三是德國新政府財政政策轉向有利德股。川普就職後持續致力於終止俄烏戰爭，雖過程紛擾，但若停戰協議達成共識，預期戰後重建相關股將受惠。自 1/24 市場傳出俄烏有望停戰的消息以來，歐洲鋼鐵類股漲幅明顯，其他雖目前尚未因此題材而上漲，但我們認為有機會受惠的還包含建築材料、運輸、航太&軍工、資本財類股。

圖 54：自俄烏傳出有望停戰的消息以來，歐洲鋼鐵類股漲幅明顯

MSCI 建築材料、運輸、航太&軍工、資本財指數、自編鋼鐵指數相對道瓊歐洲 600 指數表現 (2025/1/24=100)，點

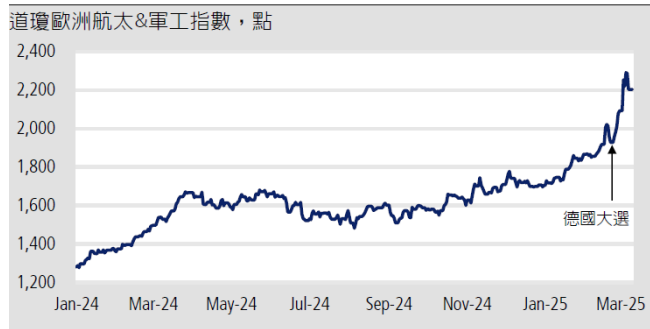


註：自編鋼鐵指數選取市值排名靠前的 14 家歐洲鋼鐵企業做市值加權

資料來源：Bloomberg；凱基

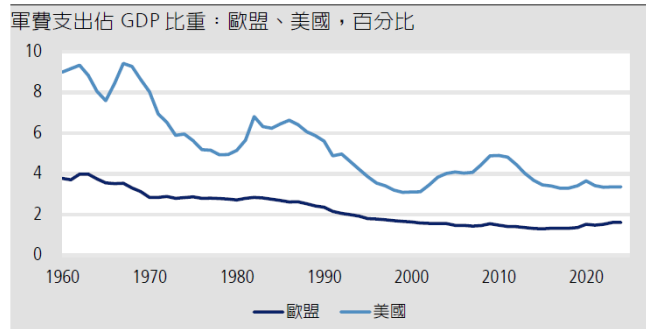
歐洲航太&軍工指數今年以來持續走揚，尤其在德國大選結果出爐，支持財政擴張以刺激經濟的基民黨/基社盟贏得最多席次後，軍工類股聞聲飆漲，而我們認為這將是長線題材，因無論從川普要求同屬北約的歐洲成員國增加國防支出，亦或是即便俄烏停戰，未來歐洲仍需要建立自主防禦能力以應對俄羅斯威脅的層面思考，歐洲國家增加國防支出都是大勢所趨。

圖 55：航太&軍工指數今年來持續走揚並在德國大選後飆漲



資料來源：Bloomberg；凱基

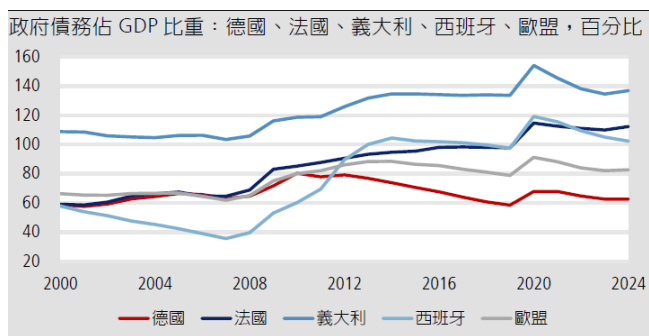
圖 56：歐盟在軍費支出上的付出確實與美國有差距



資料來源：Bloomberg；凱基

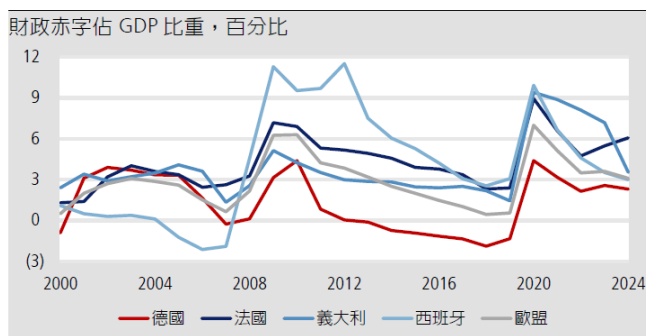
而在歐洲國家當中，德國的財政空間尤其充足，因德國在 2011 年將「債務煞車」(Schuldenbremse)寫入憲法，嚴格限制聯邦及各級政府的舉債金額，使得德國的政府負債、財政赤字佔 GDP 比重皆比其他歐洲主要國家和整體歐盟更低。不過，雖在德國新國會中席次佔比最高(33%)的基民黨/基社盟未來將致力於推動放鬆舉債管制，但主張力守舉債上限的極右翼另類選擇黨席次佔比也高達 24%，意味著執政黨基民黨/基社盟至少需與社民黨組成聯合政府才能達成過半席次，且未來在推行各種政策時甚至需要尋求綠黨、左翼黨的幫助。換言之，德國新政府財政方針轉向確是利多，但要見到債務煞車機制修憲或是推出具體的財政刺激措施仍須時間。

圖 57：德國的政府債務佔 GDP 比重明顯比其他國家和歐盟更低



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 58：從財政赤字佔 GDP 比重的角度來看亦是如此



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 59：德國新一屆國會主要政黨(席次占比超過 10%)政策比較

	基民黨/基社盟(CDU/CSU)	社民黨(SPD)	綠黨(GREENS)	另類選擇黨(AFD)
總理候選人	梅爾茨	蕭茲	哈貝克	魏德爾
政治立場	中偏右	中偏左	中偏左	極右派
2025席次佔比	33.02%	19.05%	13.49%	24.13%
財政政策	減稅、放鬆舉債管制	減稅	放鬆舉債管制、鼓勵投資、提供高額補貼	力守舉債上限
移民議題	鷹派 (加強對移民和庇護者的管控， 暫停家庭團聚和入籍)	中立偏鷹派 (控制移民， 但允許更多外國技術工人)	鴿派 (開放移民和庇護政策， 簡化家庭團聚程序)	超級鷹派 (關閉邊境，拒絕尋求庇護者 並驅逐非法移民)
能源議題	鴿派 (擴大再生能源並恢復核電)	鴿派 (擴大再生能源)	超級鴿派 (逐步淘汰化石燃料， 擴大再生能源)	鷹派 (削減再生能源，解除燃煤 發電限制，恢復核電)
烏克蘭議題	鴿派 (繼續提供金援和軍事支持)	中立偏鴿派 (強調談判，不願德國 參與戰爭，擔心成本)	超級鴿派 (提供新的援助計劃， 效法英法提供長程飛彈)	鷹派 (停止支援，修復與俄關係)
對川普立場	鷹派 (反對川普並呼籲歐盟 做出聯合回應)	鷹派 (反對川普並呼籲歐盟 做出聯合回應)	鷹派 (反對川普並呼籲歐盟 做出聯合回應)	鴿派 (擁抱川普和馬斯克)
對中國立場	鷹派 (抵制中國的影響， 應對與中國的系統性競爭)	中立偏鷹派 (持續降低風險， 同時保持與中國的經濟聯繫)	超級鷹派 (視中為競爭對手， 致力解決與中國不公平的貿易 行為、侵犯人權和氣候問題)	中立偏鴿派 (加強與中國的貿易夥伴關係)

資料來源：凱基整理

整體而言，我們第二季對歐股展望偏保守，在國家方面，從關稅的角度思考，對德股看法保守，不建議追高，對英股和西班牙股相對樂觀，而西班牙股還有經濟成長持續上修的利多支持。不過，若見到德股反映關稅衝擊而有較大幅度修正之後，可適當增加配置，並期待新政府推出財政刺激的利多推動反彈，惟此為偏長線題材。另外在產業方面，我們也看好戰後重建受惠股以及軍工類股的表現。

(5)日股：關稅衝擊仍須留意，對大盤展望保守，但看好內需、軍工、銀行類股表現

日股大盤今年以來表現不佳，主要受到關稅政策不確定性高以及美國經濟下行疑慮的衝擊，在科技和汽車類股慘遭拋售下，日經指數表現明顯比東證指數更差，而我們預期這樣的狀況第二季仍會延續。從關稅層面思考，日本對美出口額和對美貿易順差的排序在全球主要國家當中皆位列第五，且川普即將於 4/2 宣布對汽車、半導體、藥品加徵關稅，而日本這三項產業對美出口在全球主要國家中分別排名第 2、10、11，可見衝擊相當大。

雖日本首相石破茂在川普就職後沒多久就赴美與川普會晤，並表示將增加對美投資、液化天然氣進口，以及國防支出在 GDP 的佔比，且後續日方高層官員也持續與美方接洽以尋求豁免，但目前不確定性仍高，預期關稅對股市的衝擊仍將繼續；與此同時，市場如今開始擔憂美國經濟將下行甚至衰退，此項利空也將持續外溢至日股，因此我們第二季對日股大盤展望保守。

不過，日本政治和政策面對日股而言仍偏向利多。石破茂已成功在眾議院席次大減的情況下順利通過 2025 財年的預算案，並未陷入像法國、加拿大那樣的政治動盪，而且日本民眾正向反饋石破茂積極會晤川普，民調顯示自民

黨支持率有所提高，有助於 7 月份的參議院大選，政治不確定性降溫有利於日股。此外，促進消費和投資的政策仍在持續推行，企業回購、股利發放、P/B 改善等皆是日股長期助力。

圖 60：企業回購和股利發放皆在持續增加

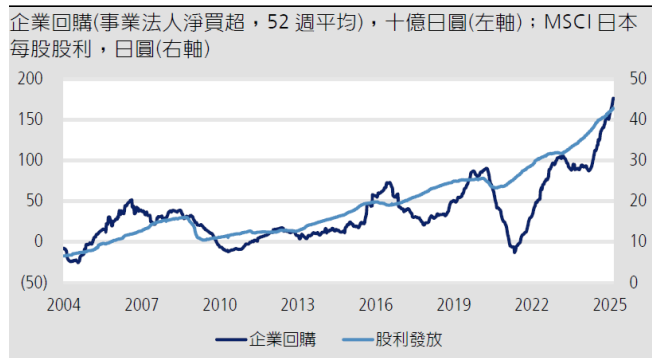
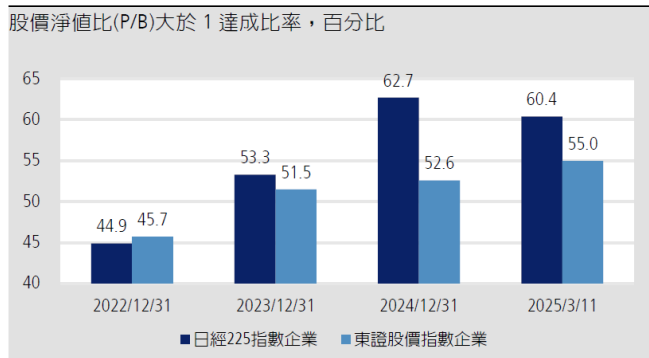


圖 61：股價淨值比改善計畫仍在持續進行



雖然對日股大盤展望保守，但我們仍看好內需、銀行和軍工類股表現。雖日本經濟改善緩慢，但目前仍朝向經濟復甦路徑有利於內需類股，而日圓第一季明顯升值加上關稅衝擊，內需和外需類股的差距已經拉開，預期這個趨勢仍會延續。此外，我們持續看好日本央行延續升息路徑將推升十年債殖利率，有利於銀行類股延續漲幅；政府將致力於增加國防支出在 GDP 佔比有利於軍工類股；並建議避開將受關稅衝擊及日圓升值兩大利空的汽車類股。

圖 62：海外營收和國內營收指數的表現已經拉開

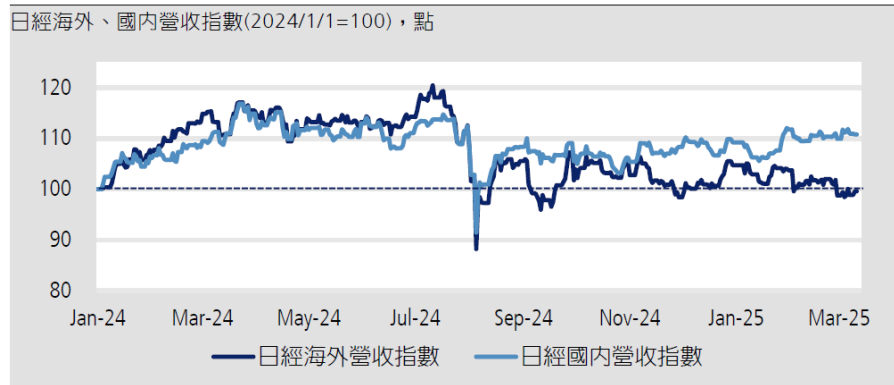


圖 63：日本央行持續升息方向有利銀行類股延續漲勢

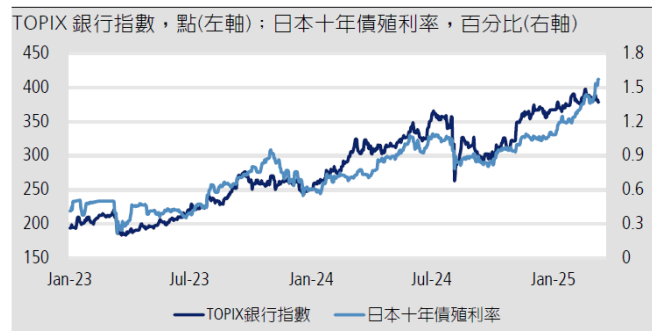
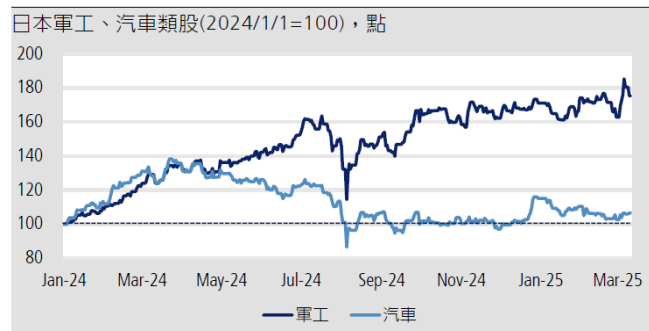


圖 64：看好軍工類股表現；汽車類股則保守看待



(6)陸股：川普關稅阻礙 1Q 行情的持續，惟科技族群相對應仍有表現機會

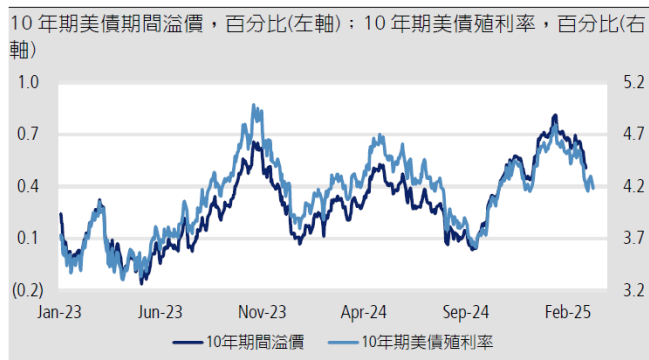
陸股營收海外曝險的比重高於經濟中外需占比甚多，因此川普關稅政策使今年 2 月起的行情進一步向上受到阻礙；眾多散戶和游資在 2 月底選擇獲利了結，但機構投資者則在大幅買入，市場下跌空間暫時有限。兩會政策面尚稱積極，但因已經大部分反應在年初以來港股和陸股科技股的上漲中，未來我們認為科技股年初至 2 月下旬的漲勢短期將不復見。對於企業獲利年增率何時回正，下半年總經面狀況是否能有足夠的改善很重要，我們對市場普遍預期的 3Q25 回正並不是那麼有把握。不過，我們認為今年整體而言，科技行情還是主軸，相對還是有表現機會。

債市：貝森特改革之路漫漫，保守看待長天期美債；較建議配置中短天期美債和 A 級以上投資等級公司債

(1) 美債：加碼中短天期美國公債賺取利息收益，均配長天期公債

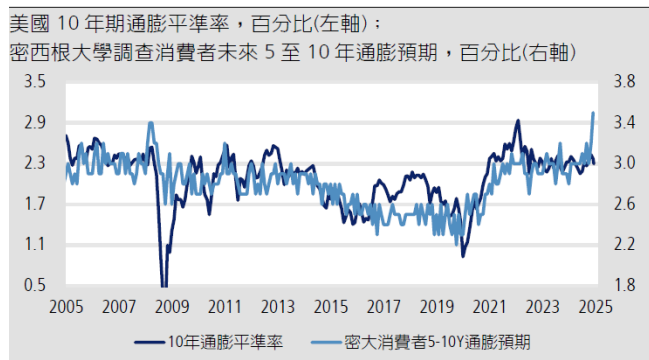
最近經濟數據走弱使降息預期增加，帶動各天期美債利率回落；其中長端利率下滑除受疲弱景氣影響外，市場對財政部長貝森特(Scott Bessent)整頓抱持期待亦為主因，10 年美債期間溢價(Term premium)明顯降低。然而，近期數據卻也非全都有利債券表現，通膨即為一例：通膨不僅僵固，消費者通膨預期也跳升，未來宜留意通膨預期是否脫鉤(De-anchor)。短期在物價壓力猶存、就業穩健之下，降息預期增加空間有限，本波美債行情或已近尾聲。

圖 65：市場對貝森特改革抱持期待，美債期間溢價降低



資料來源：Bloomberg；凱基

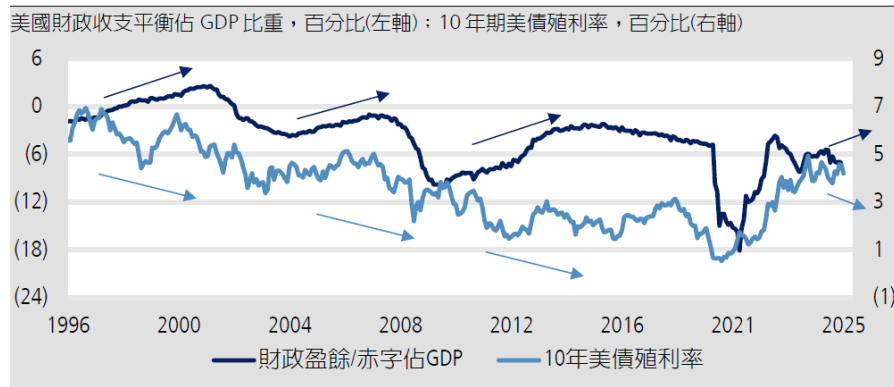
圖 66：後續宜留意長期通膨預期是否脫鉤 (De-anchor)



資料來源：Bloomberg；凱基

長期而言，除上述因素外，貝森特經濟學(Bessenomics)成效將影響美債未來一年乃至數年之趨勢。美債利率在貝森特改革中扮演重要角色，而其成敗也衍生出不同投資策略。若貝森特成功，各天期美債皆有表現機會，短端利率因 Fed 降息增加而回落空間更大，長端利率則因景氣弱化、財政改善回落；此情況下較建議配置長天期美債，考量能賺取較高資本利得。不過，成功削減赤字風險在於若貨幣寬鬆不夠即時而造成硬著陸，財政赤字將不減反增。相反地，若改革失敗，財政維持擴張將讓景氣保持韌性，再加上關稅持續帶來物價壓力下，終點利率可能位於 3.75% 左右，再考量長短天期利差、財政改革失敗拉升期間溢價等因素，年底 10 年期美債利率將可能升至 5% 關卡；此情境下較建議配置中短天期公債賺取利息，以避開長端美債之財政相關風險。

圖 67：貝森特改革欲透過財政緊縮與貨幣寬鬆，壓低長端利率

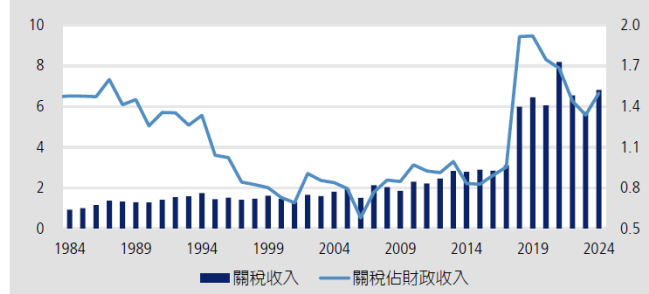


資料來源：Bloomberg；凱基整理

目前情勢而言，貝森特改革未成之可能性似乎較高，因為內外部情勢皆不利財政整頓。外部而言，川普多項政策將帶來反效果：第一，關稅會推升通膨，而關稅帶來的政府收入相當有限。第二，反移民減少勞動供給將助長薪資通膨，且遣返移民成本高昂亦不利財政緊縮。第三，川普推行減稅將降低財政收入，如 2025 年度展望估算，延長 TCJA 減稅法案將導致未來四年每年財政赤字佔 GDP 增加 0.3-1.4%。

圖 68：川普第一任期中關稅佔財政收入平均僅 1.6 個百分點左右

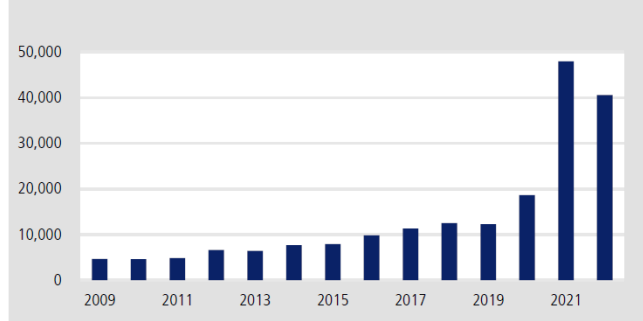
美國政府關稅收入，十億美元(左軸)；美國關稅佔財政收入比重，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 69：遣返移民成本高昂

美國移民遣返平均每人成本，美元



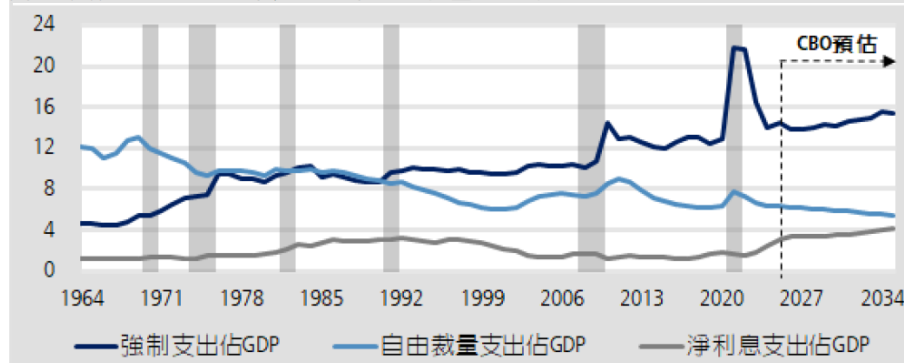
資料來源：美國國土安全部(DHS)；凱基

而內部結構亦不利貝森特改革。首先，支出中不須國會修法縮減的自由裁量支出(Discretionary spending)比重逐年降低，因為美國人口老化下社福等強制性支出增加，且近年大幅升息導致淨利息支出遽增。再者，儘管近期政府效率部(DOGE)大力裁減，成效仍相當有限，迄今 DOGE 節省的開支僅分別佔財年 24 總支出與 GDP 的 0.29 和 0.07 個百分比左右；真實成效甚至可能沒有 DOGE 估計的高。此外，DOGE 改革已引發不少其他政府部門與民間反彈，未來裁減規模是否能維持仍待觀察。

綜上所述，可知貝森特改革難度高，未來美國財政繼續惡化的機會也不低，因此我們保守看待長天期美債表現。然而，有鑑於貝森特改革處於初期，成效仍待觀察，加上美國目前尚不能排除硬著陸之可能，仍可以適度配置長天期美債；中短天期美債則由於殖利率水準具吸引力，且能有效避開財政紀律對長端美債帶來的風險，建議加碼配置賺取利息收益。

圖 70：美國政府自由裁量支出佔比逐年降低，強制性支出佔比則預估將上升

美國強制性、自由裁量、淨利息支出佔 GDP 比重，百分比



註：強制性支出主要包含社會福利、醫療保健、收入保障等支出；灰色陰影為經濟衰退期間

資料來源：Bloomberg；美國國會預算辦公室(CBO)；凱基整理

圖 71：目前馬斯克政府效率部改革成效仍相當有限

部門	合約終止		補助停止		房地產租約終止		Total (US\$m)
	數量	節省開支 (US\$m)	數量	節省開支 (US\$m)	數量	節省開支 (US\$m)	
美國國際開發署(USAID)	773	6,298	1,199	8,654	-	-	14,952
教育部	77	451	103	472	-	-	923
人事管理局(OPM)	4	320	-	-	-	-	320
國土安全部(DHS)	55	300	-	-	-	-	300
財政部	82	280	-	-	-	-	280
聯邦總務署(GSA)	54	205	-	-	-	-	205
農業部	129	184	-	-	-	-	184
衛生及公共服務部(HHS)	240	167	5	2	-	-	169
勞動部	53	122	-	-	-	-	122
退伍軍人事務部(VA)	34	115	-	-	-	-	115
消費者金融保護局(CFPB)	216	74	-	-	-	-	74
住房及城市發展部(HUD)	64	73	-	-	-	-	73
商務部(DOC)	53	60	-	-	-	-	60
司法部	61	40	-	-	-	-	40
內政部	146	37	-	-	-	-	37
能源部	30	22	-	-	-	-	22
美國國務院(DOS)	23	14	2,162	1,113	-	-	1,127
其他	240	94	20	61	748	660	815
Total (USD Mn)	2,334	8,858	3,489	10,302	748	660	19,820
總節省開支佔 FY24 財政支出	-	0.13%	-	0.15%	-	0.01%	0.29%
總節省開支佔 FY24 GDP	-	0.03%	-	0.04%	-	0.002%	0.07%

註：上述資料截至今年三月首週

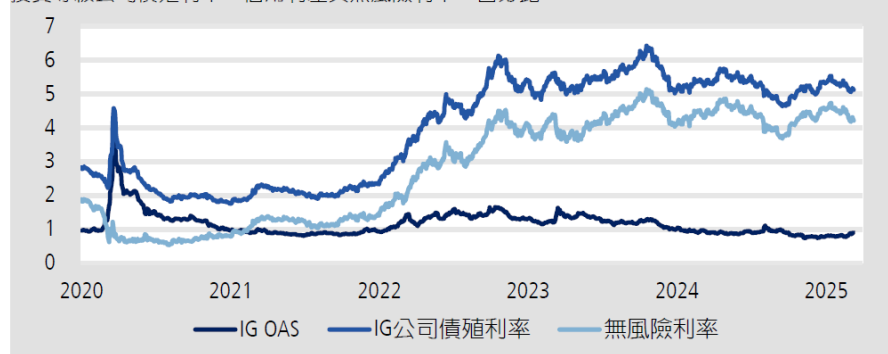
資料來源：美國政府效率部(DOGE)；凱基

(2)投資級債：建議加碼財務體質較佳的投資等級公司債，並選擇風險調整後正利差的產業如銀行、基礎工業、能源、公用事業、保險、通訊

近期川普關稅政策為企業經營前景帶來不確定性，加上美國經濟數據轉弱，使得投資等級公司債信用利差小幅上揚；不過，由於投資等級公司企業財務較為穩健，因此信用利差上揚不如非投資等級公司債多，今年截至 2 月總報酬表現優於非投資等級公司債約 1 個百分點。目前，非金投資等級企業總槓桿率降至 1995 年來第 1 百分位水準，低廉的企業槓桿也因此讓信用利差維持歷史低位，12 個月損益平衡利差目前約處於 1995 年來第 15 百分位。

圖 72：強勁基本面使得投資等級公司債利差持續處於低位

投資等級公司債殖利率、信用利差與無風險利率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

美國投資等級公司債不僅財務穩健，信用品質也持續提升，據前三大信評機構統計，2024 年來投資等級公司債獲升評公司數持續高於遭降評數量，且今年初來升/降評比例改善。考量美國景氣處於著陸階段，且未來川普政策不確定性仍高，配置信用品質佳、財務穩健的美國投資等級公司債是較安全的投資策略。信評層級而言，較建議布局 A 級以上公司債，係因目前利差水

準較窄，BBB 級公司債遭降評跌入非投資等級將對利差帶來較明顯壓力。產業配置上，建議關注風險調整後利差較高的產業，包含銀行、基礎工業、能源、公用事業、保險、通訊等。其中，銀行、公用事業與保險等產業海外營收曝險比重較低，有助於減緩國際經貿與地緣政治風險。此外，銀行公司債平均存續期間較短，也能降低長端利率不確定性之影響。

圖 73：投資等級公司債信用品質提升

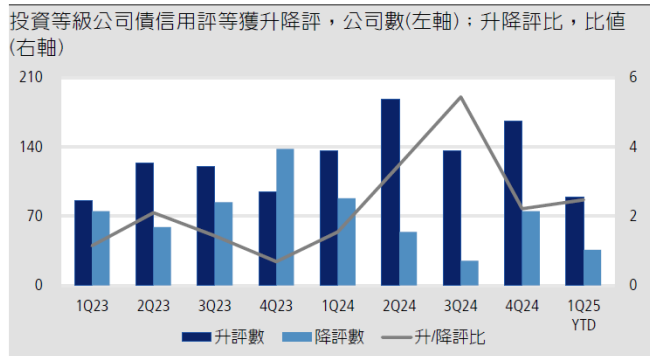
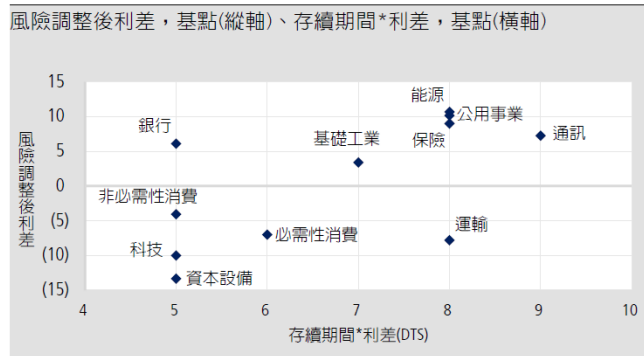


圖 74：選擇風險調整後正利差產業的投資等級公司債來配置



(3)非投資級債：建議避開信評層級較低的 CCC 或以下公司債

今年來非投資等級公司債表現遜於投資等級公司債，在近期經濟數據轉差、以及川普關稅政策增添不確定性下，非投資等級公司債信用利差明顯上揚，其中信評層級較差的 CCC 級信用利差擴大尤為明顯，逆轉了 2024 年 8 月來市場逐漸排除硬著陸可能之下，CCC 級利差向下收窄之趨勢。

圖 75：經濟放緩風險提高，使近期非投資等級公司債利差擴大

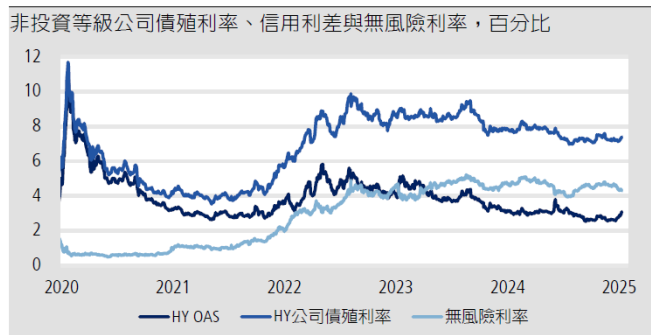
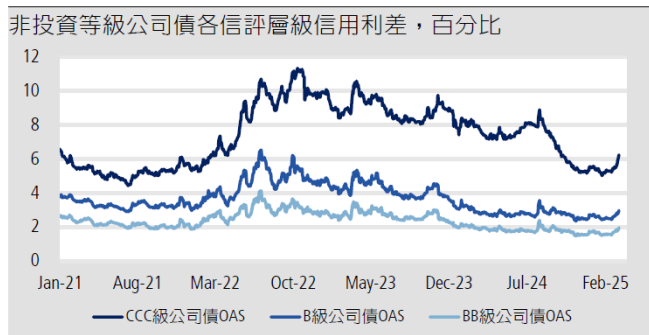


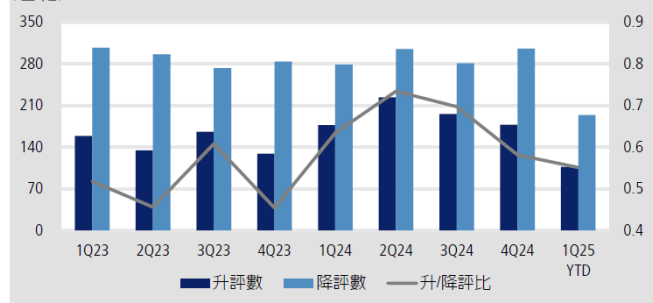
圖 76：信評層級較低的 CCC 公司債利差近期擴大尤為明顯



投資配置上較不建議非投資等級公司債，係因近兩年信用品質持續惡化，遭降評公司數皆多於獲升評公司數，且自去年第二季來信用惡化程度加劇，升/降評比逐季下滑；基本面惡化加上美國經濟處於著陸階段，一旦硬著陸風險再起將對非投資等級公司債利差帶來壓力。信評層級上，建議避開信用評等 CCC 級以下之公司債，考量當前 CCC 級公司債平均利息保障倍數不足 1 倍，且近一年利息保障倍數持續下滑，違約風險不低。

圖 77：自 2024 以來非投資等級公司整體信用品質持續惡化

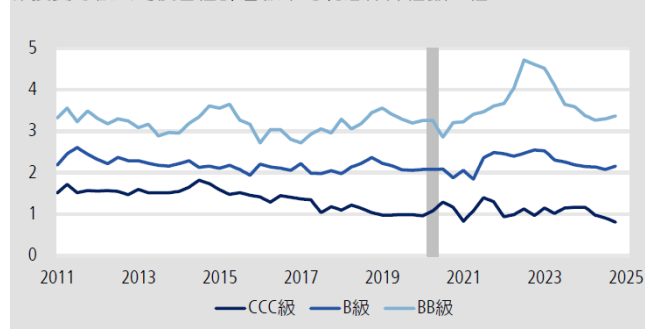
非投資等級公司債信用評等獲升降評，公司數(左軸)；升降評比，比值(右軸)



資料來源：S&P Global；Moody's；Fitch；凱基

圖 78：CCC 級公司債利息保障倍數已降至 1 倍以下

非投資等級公司債各信評層級平均利息保障倍數，倍



註：灰色陰影為經濟衰退期間

資料來源：Bloomberg；凱基

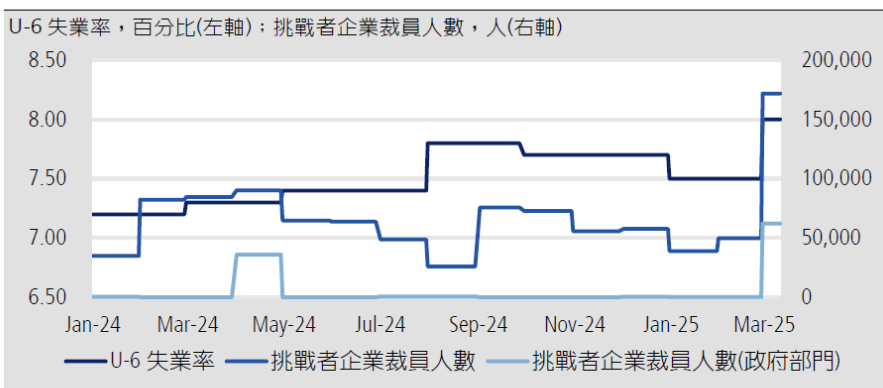
匯市：美國經濟走軟且關稅不確定性高，日元較具操作空間

(1) 美元指數：2Q 上半季有望反彈，待關稅協商後將拉回

美國經濟數據今年 2 月開始反應川普關稅的不確定性與就業市場降溫的影響。川普關稅再度讓通膨預期回溫，密大消費者 1 年期通膨預期升至 4.3%，為 1 年多來最高水平，受制於通膨升溫聯準會也持續表達不急於降息的訊號。而另一方面就業市場受到極端天氣與野火影響，加上私人部門面對經濟前景不確定性高而出現觀望態度，非農就業連二個月低於 20 萬人，U6 失業率也上升至 8%，而政府效率部門(DOGE)縮編政府部門而裁員反應在 2 月挑戰者企業裁員人數年增一倍，其中來自政府裁員佔最高，這也將遞延至 3 月之後的非農就業數據，疲弱的數據讓市場預計聯準會今年降息 2-3 碼，與其他貨幣利差收窄，美元指數明顯拉回。

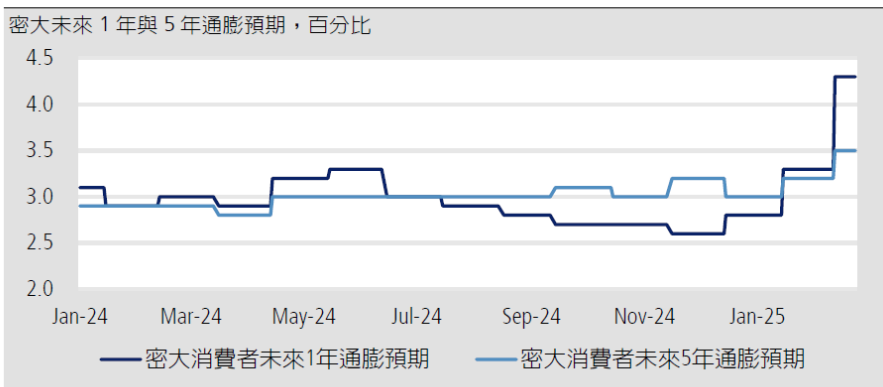
展望第二季，川普除了目前已公佈的關稅措施外，其預計 4 月初將決定是否對晶片、汽車與藥品的 25% 關稅與對各國的對等關稅，依照川普談判手法，初版關稅稅率將較高，來強迫各國協商妥協，因涉及範圍廣泛且複雜，各國談判協商也需要一定時間，2Q 上半季非美貨幣可能先貶值反應，美元指數低檔反彈，待雙方妥協後，正式關稅將比初版溫和，2Q 下半季美元指數可能拉回。

圖 79：就業市場前景不穩定性提高



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 80：關稅影響市場未來通膨預期升溫



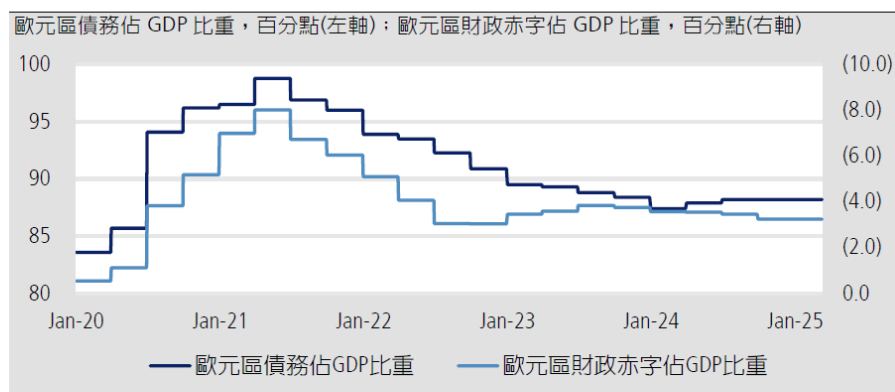
資料來源：Bloomberg；凱基整理

(2) 歐元：反應經濟谷底復甦與財政擴張政策走強，留意財政政策能否過關與川普關稅的強度。

德國新任總理梅爾茨日前提出財政刺激方案，而英國、法國與比利時等國也有計畫擴大國防支出，歐盟委員會主席馮德萊恩也表示，歐盟計畫提供 1,500 億歐元的貸款，以促進國防開支。此外，歐盟還計劃啟動一項機制，允許成員國在未來四年內動用國家預算額外支出 6,500 億歐元用於國防，而不會受到預算處罰。根據經濟學家預估歐洲國家將國防支出佔 GDP 比重提高 1%-1.5%，整體經濟增速可提升 0.6%-1%，上述支出的願景也推升歐元近期強勢反彈。此外，歐洲央行今年三月降息後也暗示近期的降息趨勢可能接近尾聲，目前利率 2.5% 正在變得明顯不那麼具限制性，也接近歐洲央行經濟學家提及的中性利率區間 1.75%-2.25%，加上近期的財政刺激，推升德國等歐洲國家債券殖利率大幅反彈。

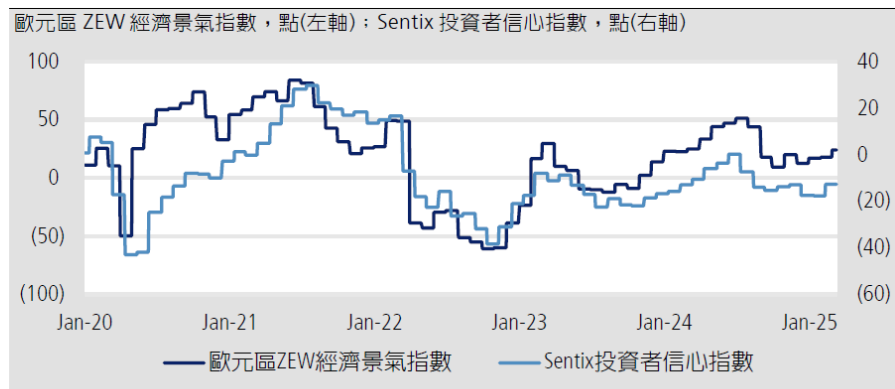
展望第二季，目前歐元已部分反應財政刺激與歐洲央行可能暫緩降息的利多，而目前德國的財政刺激方案還未通過議會表決，若拖到新議會成立屆時不確定性將提高，且歐元區的國防預算擴張雖有助於歐洲中長期的經濟成長，但短期也會導致進口增加，同時財政赤字增加也伴隨債券利率走高，增加企業成本，加上 4 月川普關稅不確定性仍高，歐元第二季可能面臨漲多回檔，預計轉為區間整理為主。

圖 81：歐元區債務與赤字佔 GDP 比重不高，財務擴張有空間



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 82：歐元區經濟信心略有回穩

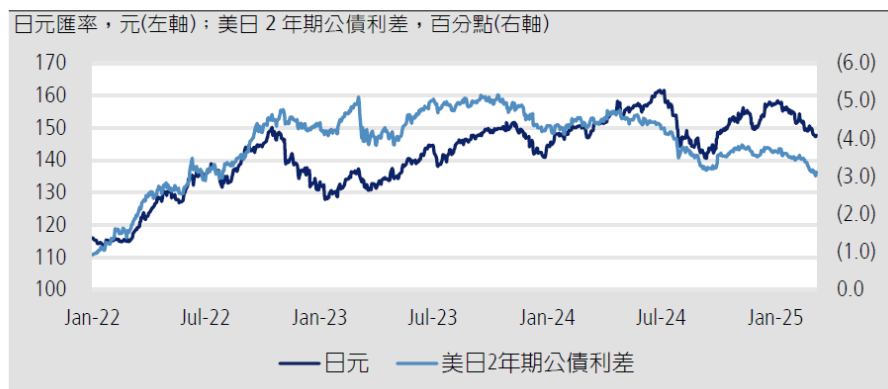
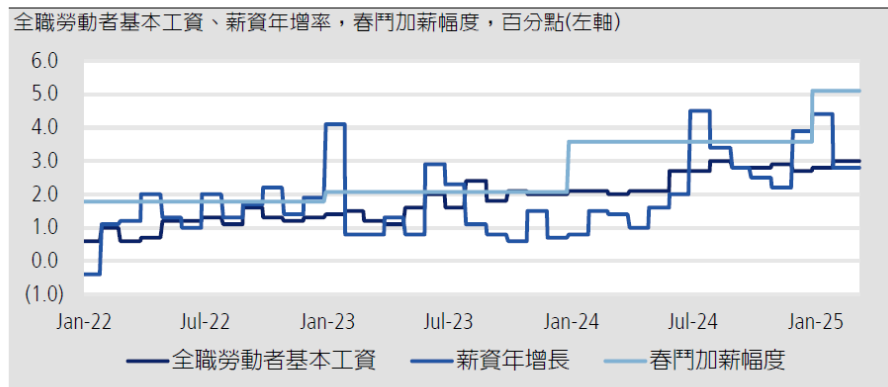


資料來源：Bloomberg；凱基

(3) 日元：經濟維持穩健，春鬥結果若順利有望推升日元測試 140 關卡

2025 年第一季整體經濟表現讓日本央行在 1 月如市場預期升息一碼來到 0.5% 的利率水準，也讓美日利差持續縮窄，推動日元維持相對強勢。接下來市場最關注的是每年 3 月中將公佈勞資協議加薪幅度的春鬥結果，日本最大工會 Rengo 要求今年平均加薪 6.09%，高於去年的 5.85%，也是三十多年來首次尋求超過 6% 的加薪幅度，代表小型企業工人的工會甚至要求加薪 6.57%，高於去年的 5.97%。而去年春鬥的初步結果為 5.3%，故今年春鬥順利的話初步結果可能落在 5.3%-6% 之間，這將推升日本央行關注的全職勞動基本工資有望進一步突破 3% 的年增率，此前日本央行總裁植田和男曾表示，3% 左右的增幅是符合 2% 的通膨目標的工資成長速度。

我們預期今年春鬥結果順利的狀況下，日本央行有可能提早於 6 月升息，最晚不會晚於 9 月。這取決於春鬥的加薪幅度高低與川普的關稅政策，日前川普表示對汽車、半導體與藥品將課徵 25% 關稅；其中日本汽車對美國出口值僅次於墨西哥汽車排行第二，故美國關稅也將影響日本經濟與央行決策。不過之後各國與美國的協商有可能降低關稅衝擊，加上美日利差有望持續縮窄，皆有望推升日元 2Q 往 140 方向移動，建議美元兌日元逢高作空為主。

圖 83：美日利差持續縮窄，推動日元升值**圖 84：春鬥加薪有望進一步提升全職勞動者基本工資突破 3%**

商品：維持看好黃金，原油與其他金屬則具較大向下修正風險

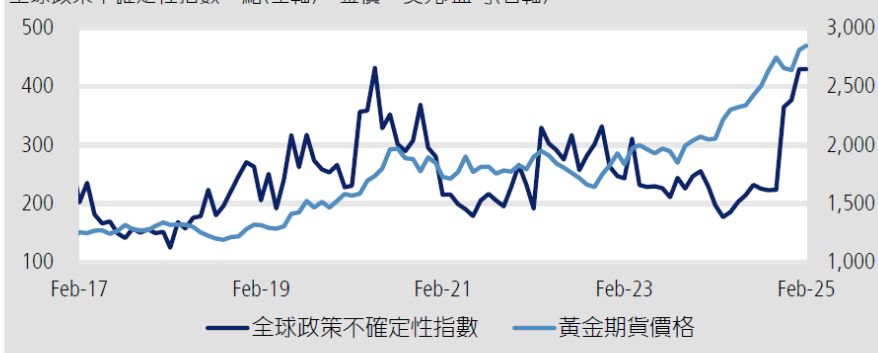
近期油價回落至 65-70 美元區間，主要受 OPEC+自 4 月起增產，且俄烏停戰協議持續進行中，美國或將放寬對俄羅斯的能源制裁，使供給增加；需求面而言，各大投行近期下修美國經濟成長預期，景氣疲軟將導致原油需求下降，進一步使油價承壓。除黃金外，貴金屬與工業金屬受製造業影響較大，儘管川普關稅政策帶動金屬價格短期回升，然長期受限於製造業景氣下降而回落，因此原物料方面，我們仍維持看好黃金，原油與其他金屬則具較大向下修正風險。

黃金：關稅不確定性持續發酵，加上央行持續增持黃金，帶動金價上揚

年初至今，黃金價格持續上漲，並於 2 月創下歷史新高至每盎司 2,956.10 美元。這一波漲勢主要受到三大因素推動：(1)美國關稅政策帶來的不確定性，促使市場避險需求升溫。自川普就任總統後，一系列關稅政策出台，美國政府陸續實施對中國加徵 20%、對加、墨加徵 25%的關稅政策，引發市場對通膨回升及全球經濟放緩的擔憂，帶動金價上揚；(2)全球央行持續增持黃金，特別是新興市場國家如中國、印度及俄羅斯，為降低對美元的依賴，積極擴大黃金儲備，其中，中國人行公布，截至 2025 年 2 月底，黃金儲備月增 0.22%至 7,361 萬盎司，目前推測中國增持黃金方向仍會持續，主因中國儲備資產中黃金占比僅為 5.5%，遠低於全球平均 15%水平，因此仍具上漲空間；(3)市場投資需求顯著增加，受地緣政治緊張及金融市場波動性加劇影響，投資者加大黃金配置以對沖風險。三月初大摩與高盛相繼下調今年美國 GDP 成長預期，分別下調至 1.5%與 1.7%，下調主因關稅政策帶來的成本壓力，以及通膨持續高於預期，此外黃金 ETF 連續兩個月流入，推動全球黃金 ETF 資產管理總規模創新高升至 2,940 億美元，總持倉增至 3,253 噸。總上所述，我們仍維持看好未來金價將持續成長的趨勢。

圖 85：關稅政策的不確定性帶動金價持續上揚

全球政策不確定性指數，點(左軸)；金價，美元/盎司(右軸)



資料來源：World Gold Council；凱基整理

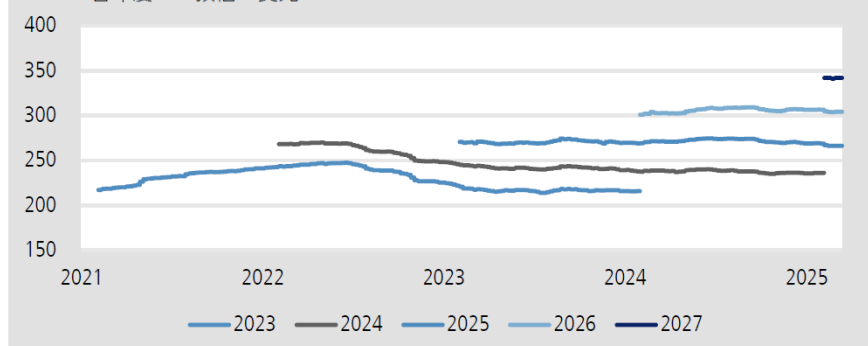
圖 86：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
4/1	佛州特別選舉	原佛州參眾議員入閣後的懸缺補選，共和黨的國會勢力可能略有衰退，影響到紅潮的純度
4/17	ECB會議	仍可能再降息一碼
4/30-5/1	世銀與IMF春季會議	更新經濟預估，將會對關稅戰對經濟的影響更深入納入評估
5/6-7	FOMC會議	聯邦資金利率預計保持不動
6/5	ECB會議	若4月會議未降息，則本次幾乎肯定會降息，與美國利差進一步擴大
6/15-17	51屆G7峰會	主題為"建設經濟、對抗氣候變遷與管理新科技"
6/16-17	BOJ會議	預計降息一碼
6/17-18	FOMC會議	市場預計降息一碼，但關稅戰剛滿一季，屆時影響如何尚有不確定性

資料來源：凱基整理

圖 87：S&P 500 各年度 EPS 預估

S&P 500 各年度 EPS 預估，美元



資料來源：Refinitiv；凱基

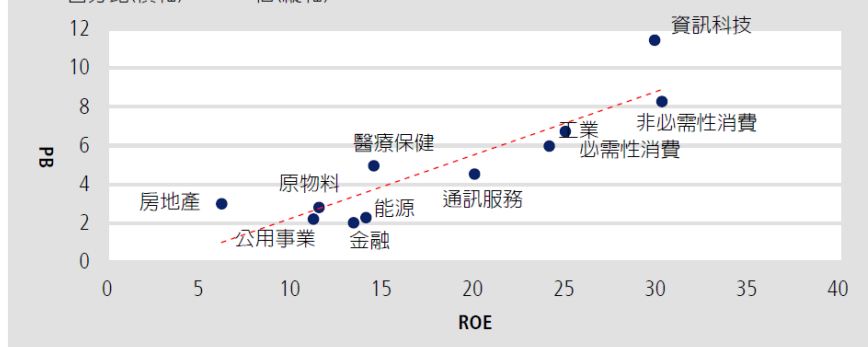
圖 88：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
S&P 500	9.1	17.0	8.0	10.4	12.6	11.3	4.1	12.0	10.7
非必需性消費	11.3	27.2	0.9	3.9	7.3	7.0	49.0	19.5	5.7
必需性消費	4.0	1.5	(6.1)	2.5	3.7	6.0	4.7	4.0	1.7
能源	(25.4)	(29.1)	(15.1)	(7.1)	9.7	20.5	(25.8)	(19.7)	0.9
金融	8.5	35.1	2.0	5.4	11.7	6.1	11.9	18.9	5.7
醫療保健	14.6	14.3	37.8	10.7	13.0	16.7	(18.7)	5.2	18.4
工業	(5.0)	8.0	5.9	9.6	27.6	7.1	23.4	2.4	12.7
原物料	(6.8)	2.0	(6.0)	1.5	21.4	18.5	(22.3)	(6.3)	4.9
房地產	(9.3)	15.4	0.3	3.6	21.2	2.3	1.5	3.1	7.0
資訊科技	19.4	19.8	15.9	19.2	18.8	17.4	9.1	21.4	18.1
通訊服務	25.7	31.5	5.9	31.9	4.6	7.3	26.0	26.3	11.4
公用事業	16.0	12.5	7.6	2.6	(1.9)	9.4	2.6	16.4	5.1

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 89：S&P 500 各類股 P/B vs ROE

ROE，百分比(橫軸)；P/B，倍(縱軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 90：美國重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar					1.6			3.0			3.1			2.3		
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8	2.9			3.0			2.7			2.5		
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.8	3.6	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.8	2.7	2.6	2.4	2.5	2.3	2.1	2.3	2.5	2.6	2.5	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.6	
	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.7	62.7	62.6	62.6	62.7	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4
勞動市場	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	246	118	193	87	88	71	240	44	261	323	125	151
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	412	70	(331)	(9)	64	206	377	(346)	(273)	478	2,234	(588)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	1	(3)	(20)	20	9	1	53	51	27	11	(40)	103
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.48	1.36	1.42	1.46	1.38	1.46	1.29	1.42	1.51	1.40	1.44	
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	4.2	4.0	4.1	3.9	3.6	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	4.0
	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	(0.3)	(0.8)	0.0	0.9	(0.5)	(0.1)	(0.7)	(0.4)	(0.9)	0.3	2.0	
經濟活動&企業狀況	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.2	4.4	(1.6)	(2.2)	1.2	(1.4)	(11.3)	2.8	(0.4)	(2.9)	5.4	(6.5)	(3.7)	4.3	
	核心資本財訂單	YoY %	12.8	6.5	1.7	0.6	(0.9)	2.8	(0.5)	(2.2)	2.0	(1.5)	0.5	1.8	(0.4)	2.9	2.2	
	整體存銷比	倍	1.28	1.34	1.37	1.37	1.37	1.37	1.38	1.38	1.37	1.38	1.37	1.37	1.37	1.35		
	製造業存銷比	倍	1.49	1.47	1.48	1.47	1.47	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.46	1.46	
	零售業存銷比	倍	1.15	1.24	1.27	1.31	1.29	1.30	1.31	1.33	1.32	1.33	1.33	1.32	1.32	1.30		
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	49.8	48.8	48.5	48.3	47.0	47.5	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	51.3	49.6	53.5	49.2	51.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	50.3	48.7	46.3	48.9	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.13)	(0.17)	(0.20)	(0.38)	0.15	(0.15)	(0.33)	(0.05)	(0.21)	(0.51)	(0.05)	0.18	(0.03)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(5.5)	(5.4)	(5.0)	(4.5)	(4.7)	(4.6)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(2.8)	(2.6)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		15.6			7.9			0.0			6.2	
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		(26.6)			0.0			(21.3)			9.4	
	房市	建築許可	千, saar	1,738	1,682	1,518	1,462	1,485	1,440	1,399	1,454	1,406	1,470	1,425	1,419	1,493	1,482	1,473
新屋開工		千, saar	1,605	1,552	1,421	1,367	1,299	1,377	1,315	1,329	1,262	1,379	1,355	1,344	1,305	1,515	1,366	
新屋銷售		千, saar	770	637	666	686	683	736	672	672	707	691	726	623	679	734	657	
成屋銷售		百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	3.9	4.0	3.9	3.9	4.0	4.2	4.3	4.1	
標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數		YoY %	18.7	4.9	6.4	4.5	7.5	7.2	6.8	6.5	5.9	5.2	4.6	4.3	4.4	4.5		
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	2.7	2.4	2.8	2.9	2.9	2.9	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0	
	零售銷售	YoY %	18.2	9.1	3.5	2.6	3.6	2.8	2.6	2.0	2.9	2.0	2.0	3.0	4.0	4.4	4.2	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.3	10.6	3.4	2.8	3.7	3.2	2.9	3.3	3.2	2.3	2.4	2.7	3.2	3.4	3.7	
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.5	15.7	15.9	15.3	15.8	15.1	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6	16.0
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	112.7	104.5	105.4	104.5	103.1	97.5	101.3	97.8	101.9	105.6	99.2	109.6	112.8	109.5	105.3	98.3
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	79.4	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(5.8)	(5.6)	(6.0)	(5.4)	(5.4)	(7.0)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.9)	(3.3)		(3.2)			(3.3)			(3.6)					
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	877	755	68.6	38.3	(1.0)	25.3	100.0	94.8	211.0	120.2	53.2	72.0		
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.20	4.68	4.50	4.40	4.03	3.90	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	104.5	106.2	104.7	105.9	104.1	101.7	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 91：台灣重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.6	6.6			4.9			4.2			2.9		
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	2.2	1.9	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7	2.1	2.1	2.7	1.6
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	2.1	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	4.8	15.2	16.0	13.3	13.2	13.1	11.8	8.9	10.6	19.8	5.1	
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	49.3	50.2	50.9	53.2	52.9	51.5	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1	51.5
	景氣對策燈號						綠	黃紅	黃紅	紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	紅	黃紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	31.0	35.0	36.0	38.0	35.0	39.0	34.0	32.0	34.0	38.0	34.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.2)	(1.6)	2.1	0.3	1.3	2.5	3.5	4.1	4.5	4.6	4.5	4.3	4.2	4.1	
	景氣同時指標	YoY %	8.3	(1.5)	(8.6)	7.0	5.9	7.3	8.3	8.9	9.0	9.0	8.8	8.6	8.6	8.5	8.2	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	5.7	1.6	2.6	3.9	3.1	1.1	3.4	(0.5)	2.1	2.9	5.3	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	41.8	37.5	37.4	39.9	39.9	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	33.1	31.0	31.3	35.2	35.1	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	8.7	6.5	6.1	4.7	4.8	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	18.8	4.2	3.4	23.4	3.1	16.8	4.5	8.4	9.7	9.1	4.4	31.5
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	7.1	7.1	0.5	33.9	15.8	11.6	17.3	6.0	19.7	30.4	(16.9)	47.8
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	47.2	47.1	48.9	45.6	50.0	50.2	53.8	55.5	52.3	52.9	47.0	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	1.2	10.8	7.0	3.1	4.8	9.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	5.4	4.9	5.0	5.2	5.2	4.1	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	6.2	6.1	6.0	6.3	6.2	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	568.1	567.0	572.8	573.3	571.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6
	重貼現率	%	1.1	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	新台幣匯率	USD/TWD	27.7	30.7	30.7	32.8	32.0	32.6	32.4	32.4	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	32.8

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 92：全球金融市場彙總

	最新價	月報酬(%)	季報酬(%)	年報酬(%)
全球股市				
MSCI ACWI指數	821.59	(6.89)	(5.14)	5.97
成熟市場股市				
MSCI世界指數	3,599.67	(7.56)	(5.70)	5.99
美國S&P 500指數	5,521.52	(9.70)	(8.75)	7.20
歐洲STXE 600指數	540.44	(2.17)	4.65	6.72
英國FTSE 100指數	8,542.56	(2.17)	2.92	10.32
德國DAX指數	22,567.14	0.24	10.59	25.78
法國CAC 40指數	7,938.21	(2.94)	7.13	(2.73)
日經225指數	36,951.72	(5.61)	(6.38)	(4.78)
恆生指數	23,462.65	3.72	17.48	38.33
恒生中企指數	8,640.61	3.71	20.23	46.28
新興市場股市				
MSCI新興市場指數	1,106.07	(0.65)	(0.09)	5.69
MSCI新興亞洲指數	607.55	(0.55)	(0.81)	8.29
MSCI新興歐非中東指數	217.37	(0.13)	3.67	7.51
MSCI新興拉美指數	2,021.96	(2.58)	1.63	(19.77)
上證指數	3,358.73	0.36	(0.98)	10.55
深證指數	2,066.95	1.65	(0.17)	17.57
韓國KOSPI指數	2,565.59	(0.98)	2.85	(5.63)
台灣加權指數	21,961.68	(5.14)	(4.60)	10.15
印度孟買指數	73,828.91	(2.85)	(8.50)	1.63
俄羅斯RTS指數				
巴西IBOVESPA指數	125,637.10	(2.01)	0.82	(1.61)
美國股市				
道瓊工業指數	40,813.57	(8.38)	(6.88)	4.90
那斯達克綜合指數	17,303.01	(13.25)	(13.17)	6.96
費城半導體指數	4,453.24	(13.71)	(13.53)	(6.91)
羅素2000指數	1,993.69	(12.56)	(15.05)	(1.85)
S&P 500指數期貨				
VIX指數	24.66	66.96	78.57	71.25
S&P 500非必須性消費指數	1,544.90	(16.42)	(19.57)	6.42
S&P 500必須性消費指數	863.93	(3.85)	(2.72)	7.91
S&P 500能源指數	662.39	(2.84)	(2.11)	(4.26)
S&P 500金融指數	787.21	(8.51)	(4.08)	16.22
S&P 500健康醫療指數	1,673.12	(0.80)	2.07	(1.37)
S&P 500工業指數	1,087.35	(6.57)	(6.17)	5.60
S&P 500科技指數	4,051.24	(13.46)	(13.87)	6.35
S&P 500原物料指數	532.41	(5.87)	(4.89)	(6.56)
S&P 500房地產指數	254.91	(3.53)	(4.73)	4.45
S&P 500通訊服務指數	323.40	(12.99)	(8.13)	16.91
S&P 500公用事業指數	390.87	(2.54)	(0.23)	22.40
中國股市				
滬深300指數	3,911.58	(0.70)	(0.55)	9.81
深成指	10,736.19	(0.12)	0.22	12.36
深中小指數	11,816.00	2.35	1.49	17.57
創業板指數	2,166.00	(2.23)	(3.10)	15.03
10年期公債殖利率				
美國	4.28	(4.35)	(2.62)	(0.20)
日本	1.54	12.78	47.41	97.68
德國	2.86	18.07	26.50	20.67
英國	4.68	4.17	6.01	16.31
投資等級債				
全球美元投資級債指數	305.73	0.83	0.80	4.99
高收益債				
全球	1,694.91	(0.01)	1.18	9.78
美國	2,705.36	(0.79)	0.20	8.12
歐洲	481.89	(0.62)	0.63	7.54
亞洲	188.99	2.04	2.56	12.47
新興市場債				
新興市場美元綜合債	1,276.63	0.59	1.17	8.64
新興市場主權債	415.00	0.39	0.91	9.31
新興市場公司債	305.47	0.72	1.59	7.90
外匯				
美元指數	103.94	(2.60)	(2.86)	0.56
EUR/USD	1.08	3.38	3.19	(0.33)
USD/JPY	148.26	2.73	3.97	0.05
GBP/USD	1.29	2.86	2.07	1.51
USD/CNY	7.24	0.62	0.42	(0.78)
USD/CHF	0.88	1.87	1.26	0.05
USD/KRW	1,455.85	(1.02)	(1.31)	(9.49)
USD/TWD	32.99	(0.64)	(1.51)	(4.51)
USD/CAD	1.44	(1.77)	(1.35)	(6.26)
AUD/USD	0.63	(1.01)	(1.30)	(4.45)
NZD/USD	0.57	(0.31)	(1.30)	(6.92)
USD/ZAR	18.32	0.37	(2.53)	2.26
原物料				
CRB指數	571.52	1.45	4.70	4.54
波羅的海指數	1,559.00	99.87	48.33	(34.22)
S&P/GS能源指數	138.73	(5.35)	(0.99)	(9.68)
S&P/GS工業金屬	216.94	3.37	4.58	6.19
S&P/GS農糧	41.44	(7.01)	0.40	(1.14)
WTI原油期貨	66.55	(6.65)	(6.65)	(16.52)
WTI原油期貨	66.85	(5.50)	(6.23)	(17.73)
黃金期貨	2,989.81	3.72	12.71	38.28
黃金期貨	3,001.40	4.09	13.00	38.47
鐵礦砂期貨	790.50	(3.60)	(3.36)	
LME銅3個月期貨				
DDR 4 4G現貨	1.16	(0.85)	(2.52)	(4.13)
DD4 4 8G現貨	1.49	(3.87)	4.20	(17.22)
Nand Flash 256G現貨	1.21	2.54	(12.32)	(33.88)
Nand Flash 512G現貨	2.43	1.67	(23.58)	(31.16)

資料來源：Bloomberg；凱基

附錄：ETF 分類索引

多元資產

全球股債(成長型)	AOR	iShares Core Growth Allocation ETF	全球股債(穩健型)	AOM	iShares Core Moderate Allocation ETF
-----------	-----	--	-----------	-----	--

資料來源：凱基整理

股市

地區&國家

全球	ACWI	iShares MSCI ACWI ETF
全球除美國	SPDW	SPDR Portfolio Developed World ex-US ETF
EAFE	IEFA	iShares Core MSCI EAFE ETF
美國(標普 500)	SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust
作空標普 500	SH	ProShares Short S&P500
3 倍作空標普 500	SPXU	ProShares UltraPro Short S&P500
美國(道瓊)	DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust
3 倍作空道瓊	SDOW	ProShares UltraPro Short Dow30
美國(Nasdaq 100)	QQQ	Invesco QQQ Trust
3 倍作多 Nasdaq 100	TQQQ	ProShares UltraPro QQQ
放空 Nasdaq 100	PSQ	ProShares Short QQQ
3 倍放空 Nasdaq 100	SQQQ	ProShares UltraPro Short QQQ
歐元區	EZU	iShares MSCI Eurozone ETF
歐洲避險	HEDJ	WisdomTree Europe Hedged Equity Fund
日	EWJ	iShares MSCI Japan ETF
日避險	DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund
英	EWU	iShares MSCI United Kingdom ETF
德	EWG	iShares MSCI Germany ETF
法	EWQ	iShares MSCI France ETF
瑞士	EWL	iShares MSCI Switzerland ETF
瑞典	EWD	iShares MSCI Sweden ETF
新興市場	EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF
亞洲除日本	AAJ	iShares MSCI All Country Asia ex-Japan ETF
中	FXI	iShares China Large-Cap ETF
中滬深 300	ASHR	Xtrackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF
中國 3 倍作多	YINN	Direxion Daily FTSE China Bull 3X Shares
中國 3 倍作空	YANG	Direxion Daily FTSE China Bear 3X Shares
中企美國上市	PGJ	Invesco Golden Dragon China ETF
港	EWH	iShares MSCI Hong Kong ETF
韓	EWY	iShares MSCI South Korea ETF
台灣	0050.TW	Yuantia/P-shares Taiwan Top 50 ETF
印度	INDA	iShares MSCI India ETF
巴西	EWZ	iShares MSCI Brazil ETF
越南	VNM	VanEck Vietnam ETF

風格

美國成長	IVW	iShares S&P 500 Growth ETF
EAFE 價值	EFV	iShares MSCI EAFE Value ETF
小型股(羅素 2000)	IWM	iShares Russell 2000 ETF
小型股 3 倍作多	TNA	Direxion Daily Small Cap Bull 3X Shares
放空羅素 2000	RWM	ProShares Short Russell2000
大型成長股	SPYG	SPDR Portfolio S&P 500 Growth ETF
大型價值股	SPYV	SPDR Portfolio S&P 500 Value ETF
小型成長	SLYG	SPDR S&P 600 Small Cap Growth ETF
小型價值股	SLYV	SPDR S&P 600 Small Cap Value ETF
標普高 beta(proxy 循環股)	SPHB	Invesco S&P 500 High Beta ETF
美股息	SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF
全球高股息	IDV	iShares International Select Dividend ETF
財務強健	FTCS	First Trust Capital Strength ETF
美國基本面加權中小股	PRFZ	Invesco FTSE RAFI US 1500 Small-Mid ETF

類股/產業

科技	XLK	Technology Select Sector SPDR Fund
能源	XLE	Energy Select Sector SPDR Fund
醫療	XLV	Health Care Select Sector SPDR Fund
必須性消費	XLP	Consumer Staples Select Sector SPDR Fund
公用事業	XLU	Utilities Select Sector SPDR Fund
非必須性消費	XLY	Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund
通訊服務	XLC	Communication Services Select Sector SPDR Fund
原材料	XLB	Materials Select Sector SPDR Fund
金融	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund
金融 3 倍作空	FAZ	Direxion Daily Financial Bear 3X Shares
工業	XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund
房地產	XLRE	Real Estate Select Sector SPDR Fund
房地產 3 倍作多	DRN	Direxion Daily Real Estate Bull 3x Shares
半導體	SMH	VanEck Semiconductor ETF
半導體 3 倍作多	SOXL	Direxion Daily Semiconductor Bull 3x Shares
軟體	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF
零售	XRT	SPDR S&P Retail ETF
電商	IBUY	Amplify Online Retail ETF
餐飲	PBJ	Invesco Dynamic Food & Beverage ETF
銀行	KBWB	Invesco KBW Bank ETF
地區性銀行	KRE	SPDR S&P Regional Banking ETF
大銀行 3 倍作多	BNKU	MicroSectors U.S. Big Banks Index 3X Leveraged ETNs
保險	KIE	SPDR S&P Insurance ETF
油氣探勘與生產	XOP	SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production ETF
油氣設備與服務	OIH	VanEck Oil Services ETF
天然氣公司	FCG	First Trust Natural Gas ETF
金屬&採礦	XME	SPDR S&P Metals & Mining ETF
銅開採	COPX	Global X Copper Miners ETF
基建	PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF
運輸	IYT	iShares US Transportation ETF
航空	JETS	U.S. Global Jets ETF
航太國防	ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF
生技	XBI	SPDR S&P Biotech ETF
醫材	IHI	iShares U.S. Medical Devices ETF
建築	XHB	SPDR S&P Homebuilders ETF
電信	IYZ	iShares U.S. Telecommunications ETF
全球上游天然資源	GUNR	FlexShares Morningstar Global Upstream Natural Resources Index Fund
全球能源	IXC	iShares Global Energy ETF
全球金屬&採礦	PICK	iShares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF
全球基建	IGF	iShares Global Infrastructure ETF
歐洲金融	EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF
中國科技股	CQQQ	Invesco China Technology ETF
中國網路	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF
主題		
ESG	ESGU	iShares ESG Aware MSCI USA ETF
新興市場 ESG	ESGE	iShares ESG Aware MSCI EM ETF
儲能	00902.TW	CTBC Battery & Energy Storage Technology ETF
綠能	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF
太陽能	TAN	Invesco Solar ETF
自駕/電動車	DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF
鋰電池	LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF
物聯網	SNSR	Global X Internet of Things ETF
機器人&自動化	ROBO	ROBO Global Robotics & Automation Index ETF
生成式 AI	CHAT	Tidal Trust II - Roundhill Generative AI & Technology ETF
網路資安	CIBR	First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF
雲端運算	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF
區塊鏈	BLOK	Amplify Transformational Data Sharing ETF
元宇宙	METV	Roundhill Ball Metaverse ETF
FAANG 3 倍作多	FNGU	MicroSectors FANG+™ Index 3X Leveraged ETN
庫藏股回購	PKW	Invesco BuyBack Achievers™ ETF
IPO	FPX	First Trust US Equity Opportunities ETF
通膨受益	INFL	Horizon Kinetics Inflation Beneficiaries ETF
護城河	MOAT	VanEck Morningstar Wide Moat ETF
現金牛	COWZ	Pacer US Cash Cows 100 ETF
智慧電網	GRID	First Trust Nasdaq Clean Edge Smart GRID Infrastructure Index
波動度		
作多	VIXY	ProShares VIX Short-Term Futures ETF
2 倍作多	UVIX	2x Long VIX Futures ETF
作空	SVIX	-1x Short VIX Futures ETF

資料來源：凱基整理

固定收益

整體債券			投資級債		
全球整體債券	BNDX	Vanguard Total International Bond ETF	全球 IG 債	IBND	SPDR Bloomberg International Corporate Bond ETF
美國核心整體債券	AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	美國總 IG 債	LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF
			美國短期 IG 債	VCSH	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF
			美國中期 IG 債	VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF
			美國長期 IG 債	VCLT	Vanguard Long-Term Corporate Bond ETF
			美國 AAA-A 級 IG 債	00751B.TW	Yuanta US 20+ Year AAA-A Corporate Bond ETF
公債			非投資級債		
美所有天期	GOVT	iShares U.S. Treasury Bond ETF	美國總 HY 債	HYG	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF
美短天期(1-3M)	BIL	SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill ETF	美國短期 HY 債	SJNK	SPDR Bloomberg Short Term High Yield Bond ETF
美短天期(1-3Y)	SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	墮落天使	ANGL	VanEck Fallen Angel High Yield Bond ETF
美中天期(3-7Y)	IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF			
美中天期(7-10Y)	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF			
美長天期(10-20Y)	TLH	iShares 10-20 Year Treasury Bond ETF			
美長天期(20+Y)	TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF			
美長天期 3 倍作多	TMF	Direxion Daily 20+ Year Treasury Bull 3X Shares			
美長天期 3 倍作空	TMV	Direxion Daily 20+ Year Treasury Bear 3x Shares			
TIPS	TIP	iShares TIPS Bond ETF			
短天期 TIPS	VTIP	Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities ETF			
利率避險	PFIX	Simplify Interest Rate Hedge ETF			
免最低稅賦市政債	PZA	Invesco National AMT-Free Municipal Bond ETF			
			新興市場債		
			EM 美元債	EMB	iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF
			EM 當地貨幣債	EMLC	VanEck J. P. Morgan EM Local Currency Bond ETF
			EM 主權債	PCY	Invesco Emerging Markets Sovereign Debt ETF
			其他債券類		
			可轉債	CWB	SPDR Bloomberg Convertible Securities ETF
			MBS	MBB	iShares MBS ETF
			銀行主順位放款	BKLN	Invesco Senior Loan ETF

資料來源：凱基整理

商品

綜合			金屬		
全商品指數	DBC	Invesco DB Commodity Index Tracking Fund	黃金	GLD	SPDR Gold Shares
乾貨航運	BDRY	Breakwave Dry Bulk Shipping ETF	白銀	SLV	iShares Silver Trust
			白銀 2 倍作多	AGQ	ProShares Ultra Silver
			白金	PPLT	abrdn Physical Platinum Shares ETF
			鉑金	PALL	abrdn Physical Palladium Shares ETF
能源			工業金屬	DBB	Invesco DB Base Metals Fund
原油	USO	United States Oil Fund LP	鋼鐵	SLX	VanEck Steel ETF
原油 2 倍作多	UCO	ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil	銅	CPER	United States Copper Index Fund
原油 2 倍作空	SCO	ProShares UltraShort Bloomberg Crude Oil	鋁	JJU	iPath Series B Bloomberg Aluminum Subindex Total Return ETN
天然氣	UNG	United States Natural Gas Fund LP	鎳	JJN	iPath Series B Bloomberg Nickel Subindex Total Return ETN
天然氣 2 倍作多	BOIL	ProShares Ultra Bloomberg Natural Gas	稀土	REMX	VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF
天然氣 2 倍作空	KOLD	ProShares UltraShort Bloomberg Natural Gas			
碳權	KRBN	KraneShares Global Carbon Strategy ETF			
鈾礦(公司)	URA	Global X Uranium ETF			
			農產品		
			農糧總指數	DBA	Invesco DB Agriculture Fund
			黃豆	SOYB	Teucrium Soybean Fund
			小麥	WEAT	Teucrium Wheat Fund
			玉米	CORN	Teucrium Corn Fund

資料來源：凱基整理

外匯及虛幣

外匯			虛幣		
美元	UUP	Invesco DB US Dollar Index Bullish Fund	比特幣	IBIT	iShares Bitcoin Trust ETF
美元作空	UDN	Invesco DB US Dollar Index Bearish Fund	作空比特幣	BITI	ProShares Short Bitcoin Strategy ETF
歐元	FXE	Invesco CurrencyShares Euro Trust			
歐元作空	EUO	ProShares UltraShort Euro			
日圓	FXJ	Invesco CurrencyShares Japanese Yen Trust			
日圓兩倍作多	YCL	ProShares Ultra Yen			
日圓兩倍作空	YCS	ProShares UltraShort Yen			
英鎊	FXB	Invesco CurrencyShares British Pound Sterling Trust			
澳幣	FXA	Invesco CurrencyShares Australian Dollar Trust			
加幣	FXC	Invesco CurrencyShares Canadian Dollar Trust			
瑞郎	FXF	Invesco CurrencyShares Swiss Franc Trust			
人民幣	CYB	WisdomTree Chinese Yuan Strategy Fund			
新興市場貨幣	CEW	WisdomTree Emerging Currency Strategy Fund			

資料來源：凱基整理

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。